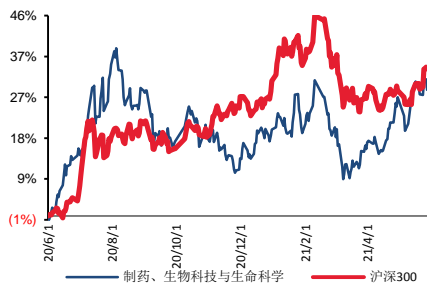


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药周报—骨修复材料市场增速近 20%，人工材料为骨移植的新选择

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《医药周报—关注赛道宽广、竞争格局优异的细分领域》
—2021/05/23

《迈瑞医疗点评报告：收购原料供应商 Hytest，进口替代关键期重点攻克质量难关》—2021/05/16

《正海生物点评报告：代理江苏创英种植体，进一步完善口腔种植领域生态链的布局》—2021/05/16

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

报告摘要

本周周报我们讨论国内骨缺损修复材料的发展逻辑。

根据南方所的统计数据，2018 年我国骨修复材料行业的市场规模为 39.3 亿元，预计 2023 年我国骨修复材料行业的市场规模将达到 96.9 亿元，2018 年至 2023 年的年均复合增长率为 19.8%。

1、骨科骨缺损修复材料：行业增速位列骨科各细分领域之首，人工骨修复材料的市场占有率有望进一步提高。2018 年我国骨科高值耗材市场规模较 2017 年增幅达到 16.2%，其中骨缺损修复材料的增速高达 25.0%，而创伤类、脊柱类、关节类骨科器械在 2018 年的市场规模增幅分别为 17.5%、17.2%、21.1%。根据南方所的统计数据，2018 年我国骨科骨缺损修复材料行业的市场规模为 20.2 亿元，预计 2023 年将达到 53.4 亿元，2018 年至 2023 年的年均复合增长率为 22.7%。2018 年，人工骨修复材料已占据了我国骨科骨缺损修复材料行业约 1/3 的市场份额。随着骨科骨缺损修复材料行业市场规模的扩大、临床应用需求的增加，同种异体骨因来源有限且存在法律和伦理问题难以满足大规模临床应用的需求；以及人工骨修复材料的技术水平和临床效果的持续提升，预计人工骨修复材料的市场占有率将进一步提高。

2、口腔科骨植入材料：种植牙数量的增加带动市场规模扩大，国产替代进口品牌为看点。2011 年我国种植牙数量仅有 13.4 万颗，2018 年我国种植牙数量已达到 240 万颗，2011 年至 2018 年的年均复合增长率超过 50%，处于快速增长阶段。根据南方所的预测，我国种植牙的潜在存量需求数量高达 4,000 万颗，种植牙数量的增加将直接带动口腔科骨植入材料行业市场规模的扩大；预计 2023 年国内口腔科骨植入材料行业的市场规模将达到 26.0 亿元，2018 年至 2023 年的年均复合增长率将达到 19.9%。

目前，我国口腔科骨植入材料行业的市场份额主要被进口产品所占据，进口替代程度较低。瑞士盖氏占据了我国口腔科骨植入材料行业约 70% 的市场份额，国产产品仅占据我国口腔科骨植入材料行业约 15% 的市场份额，其以较高的性价比优势逐步替代外资品牌为发展亮点。

3、神经外科颅骨缺损修复材料：需求端颅骨缺损的疾病的发病率提升，供给端材料迭代和进口替代双逻辑。随着我国脑部恶性肿瘤、鼻咽部恶性肿瘤、颅骨骨折、颅内损伤等需要开颅手术或直接造成颅骨缺损的疾病的发病率不断提升，我国颅骨缺损修复材料行业发展较快。根据南方所的统计数据，2018年我国颅骨缺损修复材料行业的市场规模为8.6亿元，预计2023年将达到17.5亿元，2018年至2023年的复合增长率为15.3%。

目前，在我国已上市的神经外科颅骨缺损修复材料产品中，神经外科颅骨缺损修复材料以金属材料（钛合金、钛网）为主，由于金属材料存在因易受温度影响而可能引起患者的不适反应、在进行医疗影像检查时容易产生伪影而对检查结果产生影响等缺点，高分子材料、复合材料等其他材料发展较快。

神经外科颅骨缺损修复材料的主要生产企业包括强生、美敦力、史塞克等国外企业以及奥精医疗、康拓医疗、康尔医疗等国内企业。随着国内企业整体实力的不断增强以及国家政策的大力支持，国产产品在未来有望逐步扩大市场份额。

行情回顾：本周医药板块反弹略弱于大盘，中药饮片领涨12.91%。本周生物医药板块上涨1.30%，跑输沪深300指数2.34pct，跑输创业板指数2.52pct，在30个中信一级行业中涨幅处于下游。本周中信医药大部分子板块表现分化，其中中药饮片和中成药板块表现较好，分别上涨12.91%和4.10%，化学原料药则有所下跌。本周处于业绩空窗期，市场热度分化，板块轮动效应较明显。医药板块核心资产基本面优异、业绩增长明确，随着21年估值逐渐切换，显现出较好的配置价值。此外基于长期竞争优势与业绩估值平衡性，我们建议关注赛道宽广、竞争格局优异的细分领域如眼科（爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗）、牙科领域（通策医疗、正海生物、奥精医疗）。

投资建议：甄选高壁垒好赛道，把握确定性成长机会。

一、供给侧创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素

1、推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块。

1) 创新药相关标的：恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、贝达药业（凭借埃克替尼成长为BioPharma，管线专注于肺癌领域）以及港股石药集团、中国生物制药和翰森制药；百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药。

2) 创新药产业链相关标的：重点关注产业转移加速的CDMO，以及商业模式升级的平台型公司。相关标的，药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份和药石科技。

3) 医疗器械相关标的：检测板块重点关注迈瑞医疗、金域医学、安

图生物、万孚生物、凯普生物、普门科技；创新医疗器械相关标的：微创医疗、南微医学、惠泰医疗。

4) 创新疫苗相关标的：智飞生物、万泰生物、康泰生物、康华生物、康希诺。

二、需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道

1、连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒。

1) 眼科、口腔和体检服务宽赛道、高壁垒。龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

相关标的：爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、美年健康。

2) ICL：检验外包业务渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。相关标的：金域医学。

2、药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升。

医药分家大趋势下，处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。

推荐：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

3、消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低的，具备长期成长品种。

消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。

推荐：建议关注角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物；国产口腔修复膜巨头正海生物。

4、血制品：浆站资源高壁垒，国内血制品企业具有长足成长空间。

长期来看，随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。

继续推荐：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

目录

6	一、预计 2023 年国内骨修复材料市场规模近百亿，人工骨修复材料为骨移植的新选择
	二、行业观点及投资建议：关注赛道宽广、竞争格局优异的眼科、牙科领域.... 11
	三、板块行情..... 16
	(一) 本周板块行情回顾：涨幅略弱于大盘，中药饮片领涨 12.91% 16
	1、本周生物医药板块走势：反弹略弱于大盘，中药饮片领涨 12.91% 16
	2、医药板块绝对估值表现震荡，溢价率处于十年历史均值附近 16
	(二) 沪港通资金持仓变化：化学制药、医疗器械、医药商业占比提升 17

图表目录

图表 1: 骨缺损修复材料的比较	6
图表 2: 中美骨科手术自体骨使用量与使用比例	7
图表 3: 我国骨修复材料行业市场规模及增速	7
图表 4: 我国骨科骨缺损修复材料行业市场规模及增速	8
图表 5: 我国骨科骨缺损修复材料行业市场结构	8
图表 6: 我国口腔科骨植入材料行业市场规模及增速	9
图表 7: 我国口腔科骨缺损修复材料行业市场结构	9
图表 8: 我国颅骨缺损修复材料行业市场规模及增速	10
图表 9: 我国神经外科颅骨缺损修复材料行业市场结构	10
图表 10: 本周中信医药指数走势	11
图表 11: 本周生物医药子板块涨跌幅	11
图表 12: 本周中信各大子板块涨跌幅	16
图表 13: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	17
图表 14: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	17
图表 15: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)	18
图表 16: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)	18
图表 17: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元)	18
图表 18: 北上资金港股通本周持股市值变化 (亿港元)	18

一、预计 2023 年国内骨修复材料市场规模近百亿，人工骨修复材料为骨移植的新选择

本周周报我们讨论国内骨缺损修复材料的发展逻辑。

骨缺损是指骨的结构完整性被破坏。肿瘤、外伤、坏死、先天畸形等一系列病因往往会导致大体积的骨缺损产生。在我国，每年因交通事故和生产安全事故所致创伤骨折、脊柱退行性疾病及骨肿瘤、骨结核等骨科疾病造成骨缺损或功能障碍的患者超过600万人。**骨移植**是治疗骨缺损的主要方法，但骨移植中使用的骨修复材料的研发一直是世界性的难题。**骨修复材料**通常是指通过手术植入人体以修复骨骼缺损的器件和材料，属于生物医用材料。

骨缺损修复材料主要分为**自体骨**、**天然骨修复材料**、**人工骨修复材料**三大类。整体来看，自体骨和天然骨的骨传导性更好，但自体骨存在骨量有限、二次伤害、潜在并发症等问题，天然骨修复材料存在成骨性差、存在免疫排异、感染风险或伦理问题等。由于自体骨和天然骨存在上述问题，以及科学技术的进步，人工骨修复材料成为骨移植的新选择。

图表 1：骨缺损修复材料的比较

分类	来源	优势	劣势	
自体骨	取自患者自身骨骼，常取自髂骨、肋骨、腓骨、下颌等	良好的生物相容性、优异的骨传导能力和骨诱导能力，是临床应用的一金标准	①骨量有限；②造成患者的额外失血与创伤，增加手术难度与时间成本；③存在潜在并发症的风险	
	同种异体骨	取自死亡或被截肢的人体	良好的骨传导能力	①来源有限且存在法律和伦理问题；②具有引起免疫排斥反应、传播疾病、产生延迟愈合和感染等并发症的风险
天然骨修复材料	异种骨	取自牛、猪等动物	①来源广泛；②具有良好的骨传导能力	①具有引起免疫排斥反应、传播疾病的风险；②高温煅烧等处理方式能够去除免疫原性，但会导致生物可降解性下降
	脱钙骨基质	取自同种异体骨	良好的骨诱导能力	①来源有限且存在法律和伦理问题；②骨诱导能力在不同产品、相同产品的不同批次间存在较大差异；③临床使用时产生免疫排斥的风险较高；④机械强度较差，不适合用于承重部位
人工骨修复材料	金属材料	多孔钛及钛合金、钛镍合金、钽金属、不锈钢等	①来源广泛；②良好的机械强度，是考虑机械强度时的首选	①受到腐蚀时会产生材料性质的改变，进而产生毒副作用；②存在应力遮挡，可能会由于得不到足够的力学刺激而产生骨质疏松等症状；③不能形成骨整合，存在松脱并对周围组织形成磨损的风险；④临床使用时可塑性较差
	无机非金属材料	生物陶瓷，羟基磷灰石陶瓷、磷酸钙陶瓷等	①来源广泛；②良好的生物相容性及骨传导能力	①脆性较大，机械强度较差，不适合用于承重部位；②降解速率通常难以控制或不降解，不利于新骨生长

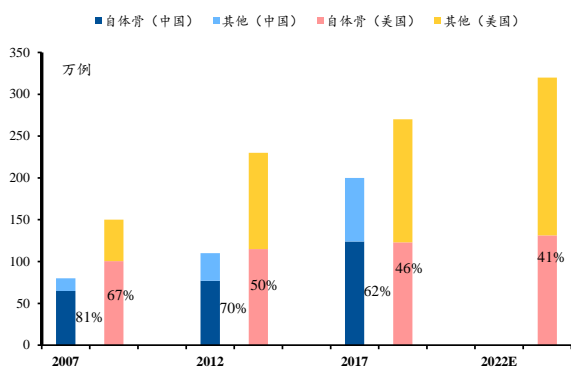
高分子材料	<p>硫酸钙骨水泥、磷酸钙骨水泥、生物玻璃等</p> <p>胶原蛋白、透明质酸、壳聚糖等天然高分子材料以及聚甲基丙烯酸甲酯、聚氨酯等</p>	<p>①来源广泛；②良好的生物相容性</p> <p>①来源广泛；②良好的生物相容性及骨传导能力；③可根据临床需要调节理化特性和力学特性</p>	<p>①机械强度较差，不适合用于承重部位；②材料降解过程以物理溶解为主，降解速率通常难以控制，不利于新骨生长</p> <p>①降解速率与新骨生长速率不匹配；②部分高分子材料降解产物呈酸性，不利于新骨生长</p>
复合材料	<p>两种或两种以上材料复合，通常是无机材料与高分子材料复合</p>	<p>能够兼具各组分材料的特性，同时可产生组分材料不具备的新特性</p>	
组织工程材料	<p>①通过纳米工程技术使上述骨修复材料具有与人体骨骼更为相近的微观结构；</p> <p>②在上述支架材料的基础上，复合种子细胞、生长因子等诱导和促进骨组织修复的活性物质，增强骨诱导能力</p>	<p>目前种子细胞在临床应用中仍受到较多政策限制，临床应用较少；生长因子在国外的临床应用中曾产生部分问题，作为载体的支架材料的种类以及生长因子与支架材料的结合方式、生长因子的临床使用方式和剂量等关键问题还在研究和发</p>	

资料来源：Wind，奥精医疗招股书，太平洋研究院整理

近年来，随着骨修复材料的发展，自体骨的临床使用比例逐步下降。根据南方所的统计数据，我国自体骨的临床使用比例已由2007年的81.25%下降至2017年的62%；而在医疗技术发展水平较高的美国，根据Orthopaedic Biomaterials的统计数据，2017年自体骨的临床使用比例为45.51%，远低于我国。

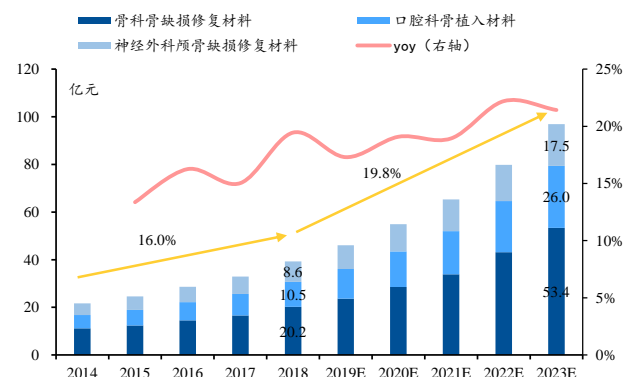
根据Grand View Research的统计数据，2018年全球骨修复材料行业的市场规模为25.8亿美元，预计2026年将达到35.6亿美元，2018年至2026年的年均复合增长率为4.1%。根据南方所的统计数据，2018年我国骨修复材料行业的市场规模为39.3亿元，2014年至2018年的年均复合增长率为16.0%，远超全球骨修复材料行业的整体增长水平；**预计2023年我国骨修复材料行业的市场规模将达到96.9亿元，2018年至2023年的年均复合增长率为19.8%**。按应用领域划分，骨修复材料主要包括骨科骨缺损修复材料、口腔科骨植入材料和神经外科颅骨缺损修复材料。

图表 2：中美骨科手术自体骨使用量与使用比例



资料来源：WIND，奥精医疗招股书，太平洋证券整理

图表 3：我国骨修复材料行业市场规模及增速



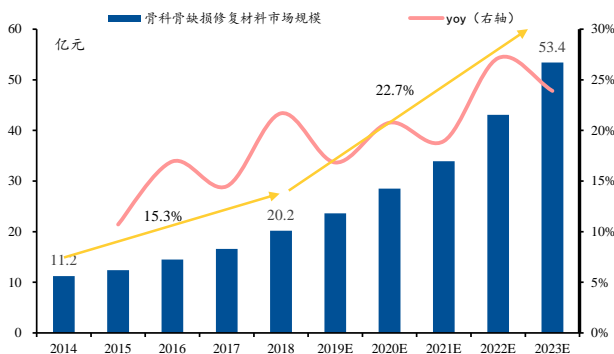
资料来源：WIND，奥精医疗招股书，太平洋证券整理

1、骨科骨缺损修复材料：行业增速位列骨科各细分领域之首，人工骨修复材料的市场占有率有望进一步提高

近年来随着居民医疗支出增加、国家医保覆盖比例提升和治疗理念不断更新换代，骨科骨缺损修复材料得到了快速发展。以2018年为例，我国骨科高值耗材市场规模较2017年增幅达到16.2%，其中骨缺损修复材料的增速高达25.0%，而创伤类、脊柱类、关节类骨科器械在2018年的市场规模增幅分别为17.5%、17.2%、21.1%。因此，骨科骨缺损修复材料在骨科高值耗材的比例亦将逐步攀升，预计从2018年的7.83%升至2023年的10.57%。根据南方所的统计数据，2018年我国骨科骨缺损修复材料行业的市场规模为20.2亿元，预计2023年将达到53.4亿元，2018年至2023年的年均复合增长率为22.7%。

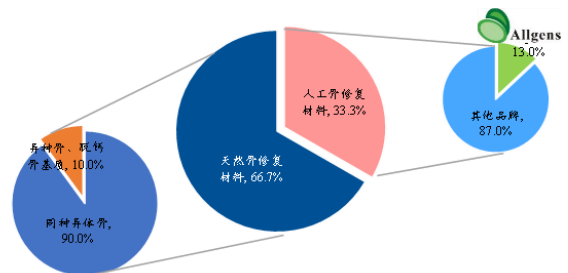
2018年，人工骨修复材料已占据了我国骨科骨缺损修复材料行业约1/3的市场份额。随着骨科骨缺损修复材料行业市场规模的扩大、临床应用需求的增加，同种异体骨因来源有限且存在法律和伦理问题难以满足大规模临床应用的需求；以及人工骨修复材料的技术水平和临床效果的持续提升，预计人工骨修复材料的市场占有率将进一步提高。

图表 4: 我国骨科骨缺损修复材料行业市场规模及增速



资料来源: WIND, 奥精医疗招股书, 太平洋证券整理

图表 5: 我国骨科骨缺损修复材料行业市场结构



资料来源: WIND, 奥精医疗招股书, 太平洋证券整理

2、口腔科骨植入材料：种植牙数量的增加带动市场规模扩大，国产替代进口品牌为看点

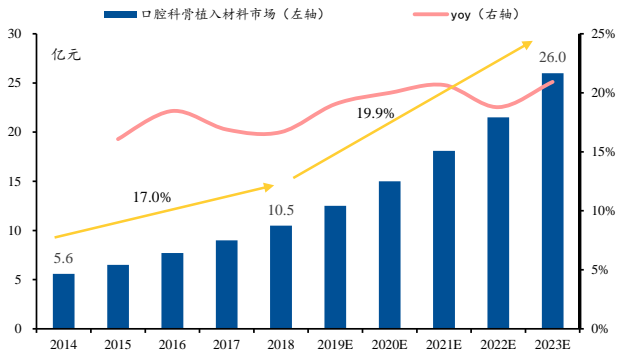
在全球市场方面，根据Osstem Implant的统计数据，受人口老龄化、新兴市场的收入增长等因素的驱动，2018年全球口腔科骨植入材料行业的市场规模为46亿美元，预计2023年将达到70亿美元。在国内市场方面，2011年我国种植牙数量仅有13.4万颗，2018年我国种植牙数量已达到240万颗，2011年至2018年的年均复合增长率超过50%，处于快速增长阶段。尽管如此，我国人均种植牙数量亦处于较低水平，2018年我国每万人人均年种植牙数量约为17颗，而美国、韩国每万人人均年种植牙数量分别约为80颗、500颗。根据南方所

的预测，我国种植牙的潜在存量需求数量高达4,000万颗，种植牙数量的增加将直接带动口腔科骨植入材料行业市场规模的扩大。

根据南方所的统计数据，2018年国内口腔科骨植入材料行业的市场规模为10.5亿元，2014年至2018年的年均复合增长率为17.0%；**预计2023年将达到26.0亿元，2018年至2023年的年均复合增长率将达到19.9%。**

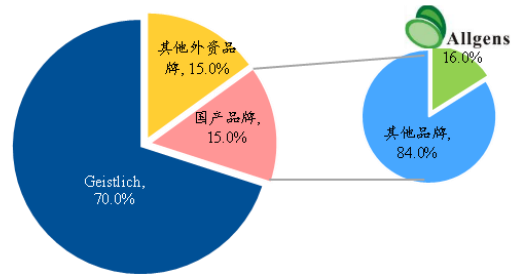
相较于国外，我国口腔医疗行业起步较晚，大众的口腔健康意识较为薄弱，使得我国口腔医疗行业的发展与国外有较为明显的差距。目前，我国口腔科骨植入材料行业的市场份额主要被进口产品所占据，进口替代程度较低。瑞士盖氏（Geistlich）的Bio-Oss骨粉与Bio-Gide可降解胶原膜系列产品占据了我国口腔科骨植入材料行业约70%的市场份额，国产产品仅占据我国口腔科骨植入材料行业约15%的市场份额，其以较高的性价比优势逐步替代外资品牌为发展亮点。

图表 6：我国口腔科骨植入材料行业市场规模及增速



资料来源：WIND，奥精医疗招股书，太平洋证券整理

图表 7：我国口腔科骨缺损修复材料行业市场结构



资料来源：WIND，奥精医疗招股书，太平洋证券整理

3、神经外科颅骨缺损修复材料：需求端颅骨缺损的疾病的发病率提升，供给端材料迭代和进口替代双逻辑

随着我国脑部恶性肿瘤、鼻咽部恶性肿瘤、颅骨骨折、颅内损伤等需要开颅手术或直接造成颅骨缺损的疾病的发病率不断提升，我国颅骨缺损修复材料行业发展较快。根据南方所的统计数据，2018年我国颅骨缺损修复材料行业的市场规模为8.6亿元，2014年至2018年的年均复合增长率为15.1%；**预计2023年将达到17.5亿元，2018年至2023年的复合增长率为15.3%。**

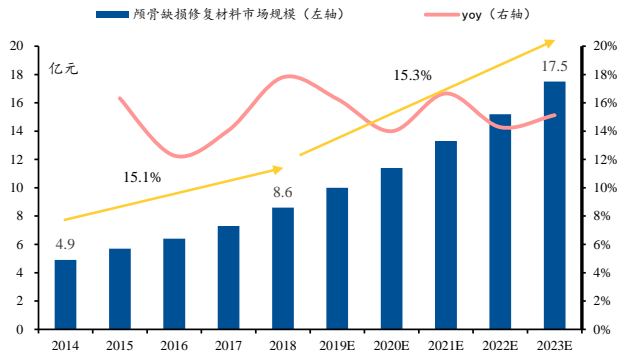
我国神经外科高值耗材行业起步亦较晚，除了人工硬脑（脊）膜产品完成了进口替代以外，其他各类产品仍以进口产品为主，进口替代程度较低。

目前，在我国已上市的神经外科颅骨缺损修复材料产品中，神经外科颅骨缺损修复材料以金属材料（钛合金、钛网）为主，由于金属材料存在因易受温度影响而引起患者的不适反应、在进行医疗影像检查时因容易产生伪影而对检查结果产生影响

等缺点，高分子材料、复合材料等其他材料发展较快。

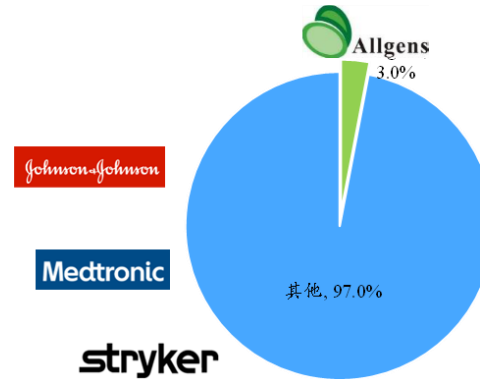
神经外科颅骨缺损修复材料的主要生产企业包括强生、美敦力、史塞克等国外企业以及奥精医疗、康拓医疗、康尔医疗等国内企业。随着国内企业整体实力的不断增强以及国家政策的大力支持，国产产品在未来有望逐步扩大市场份额。

图表 8：我国颅骨缺损修复材料行业市场规模及增速



资料来源：WIND，奥精医疗招股书，太平洋证券整理

图表 9：我国神经外科颅骨缺损修复材料行业市场结构

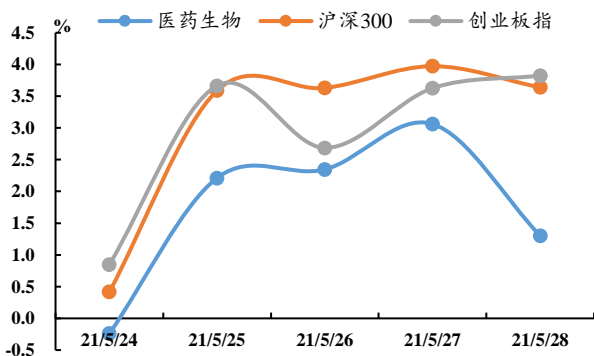


资料来源：WIND，奥精医疗招股书，太平洋证券整理

二、行业观点及投资建议：关注赛道宽广、竞争格局优异的眼科、牙科领域

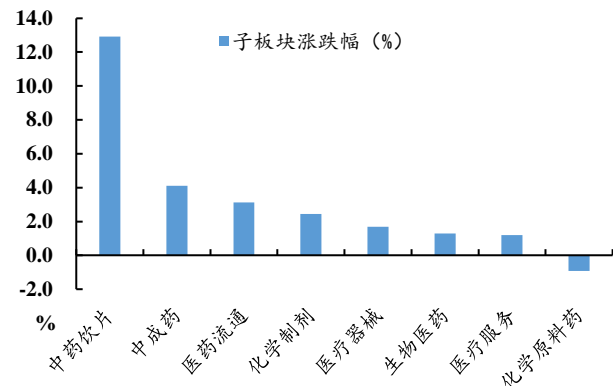
行情回顾：本周医药板块反弹略弱于大盘，中药饮片领涨12.91%。本周生物医药板块上涨1.30%，跑输沪深300指数2.34pct，跑输创业板指数2.52pct，在30个中信一级行业中涨幅处于下游。本周中信医药大部分子板块表现分化，其中中药饮片和中成药板块表现较好，分别上涨12.91%和4.10%，化学原料药则有所下跌。本周处于业绩空窗期，市场热度分化，板块轮动效应较明显。**医药板块核心资产基本面优异、业绩增长明确，随着21年估值逐渐切换，显现出较好的配置价值。此外基于长期竞争优势与业绩估值平衡性，我们建议关注赛道宽广、竞争格局优异的细分领域如眼科（爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗）、牙科领域（通策医疗、正海生物、奥精医疗）。**

图表 10：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近期观点：建议甄选高壁垒好赛道，把握确定性成长机会。一方面，供给侧创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块相关标的。另一方面，需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道，推荐连锁医疗服务、药店、消费升级产品及血制品相关标的。

投资建议：

一、供给侧的创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素

与品牌壁垒极强的大消费领域不同，从长期的维度来看大多数医药制造企业所提供的产品都会面临新进入者的竞争，从而使得行业超额回报率逐渐回落，因此对于企业而言，打造差异化的产品或服务，形成长期可持续的创新力，方能在动态的市场

供需竞争之中保持活力，提升企业成长的确定性。

创新所带来的投资机会是长生命周期的。对于医保体系下的药械企业而言，医保战略性购买对于价值的追求，以及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励使得创新成为企业发展的唯一出路，而从发展阶段来看不管是创新药械还是创新疫苗相比海外仍处于起步阶段，企业创新能力的提升和国产化替代的趋势将形成结构性投资机会。

► 创新药：国产创新药具备政策红利、人才红利和资源红利

药审政策改革、人才归国红利和一、二级市场融资渠道使得国内创新药研发“百花齐放”，医保局相关政策及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励则进一步促进了国内新药研发的繁荣。首先对比海外，国内新药研发具备“后发优势”，在仿创“me-better”和新靶点POC验证的“fast-follow”上可借鉴海外经验，这也是国内新药研发管线快速积累的基础；其次在全新机制的真正创新药方面，国内拥有人才红利和临床样本多的优势，近年亦有不少优质新药研发企业进行积极探索，它们代表着国内药物研发最“高精尖”的层次。

投资策略：建议关注，1) 资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的BigPharma——恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、贝达药业（凭借埃克替尼成长为BioPharma，管线专注于肺癌领域）以及港股石药集团、中国生物制药和翰森制药；2) 平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的Biotech——百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等。

► 创新药产业链：研发投入及投融资高景气，“卖水人”订单持续旺盛

创新药的研发和生产环节繁杂，单一企业贯通全产业链难度极大，高效率的平台化研发和生产机构营运而生，CRO、CDMO等企业专注于产业链中的少数环节，具备较多专业性人才和研发生产技术，成为新药研发分工合作和全球化的代表产业。

国内CXO企业具备规模优势和“工程师红利”，既可参与全球新药研发外包的竞争，也受益于国内创新药研发的快速崛起，所处赛道宽广，且多数企业具备差异化的技术平台，客户认可度高，构筑强大的竞争壁垒，中长期将维持高景气度。

投资策略：建议重点关注产业转移加速的CDMO，以及商业模式升级的平台型公司。相关标的：药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份和药石科技等。

► 创新医疗器械：国产医疗器械技术创新与升级迎来历史性发展机遇

基础科学技术进步、配套产业链成熟，为国产医疗器械发展提供打下根基；分级诊疗打开基层空间、鼓励社会办医开辟民营医疗机构市场，共同刺激对于医疗器械产品的需求；政策引导和支持、资本青睐和涌入等外部因素则提供了历史性发展机遇。我们认为，未来十年是国产医疗器械产品自有技术创新与升级的阶段，也是“进口替代”作为国产医疗器械发展主旋律的攻坚阶段。

投资策略：1) 创新医疗器械代表性企业——微创医疗、南微医学、惠泰医疗；

2) 检测板块。① 行业增速高，且含技术替代/进口替代逻辑；② 抗疫期间客户范围大幅拓宽，为未来高增长奠定基础；③ 仪器试剂封闭模式，受集采影响小。

相关标的：迈瑞医疗、金域医学、安图生物、万孚生物、凯普生物、普门科技。

► 创新疫苗：市场天花板高、创新意愿强，供给需求有望长期保持高景气

创新疫苗同时具备供给端创新带来的更新换代空间和需求端的高成长性，市场天花板高、创新意愿强。近年国内优质创新疫苗企业的上市使得疫苗研发技术平台的概念深入人心，此次疫情的突发也为疫苗行业带来挑战和机遇，一方面对于新技术的重视程度大幅提升，各企业对mRNA等新型疫苗技术争相布局；另一方面疫情和日趋激烈的市场竞争环境倒逼传统疫苗企业技术升级，国产创新疫苗的繁荣有望实现对目前存有未满足需求疫苗的进一步升级换代。也有望通过技术上的突破，在技术上实现“难啃的骨头”传染病疫苗的开发，进一步拓宽预防性疫苗的边界，形成供求共振的高景气。

投资策略：建议关注智飞生物、万泰生物、康泰生物、康华生物、康希诺。

二、需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道

除上述板块外，医药行业还有部分处于医保体系外、服务属性较强的企业，其购买方偏向更高端升级型消费需求，当前渗透率低，长期赛道宽广、生命周期长。此外服务型企业通常存在服务半径和口碑效应范围，市场领先者往往通过广覆盖的销售网络和精益求精的服务体系构筑强大的竞争壁垒，使得新进入者很难通常单一的产品差异化卖点切入。这类企业由于竞争格局优良，渗透率提升前景广阔，顺应消费升级大趋势，长期具备高成长性。

► 连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒

在国家政策扶持和民营资本进入的背景下，连锁专科医疗服务机构切入公立医疗体系未重点覆盖的细分领域如眼科、牙科和体检，通过更精细化的服务模式和标准化、

可复制性迅速提升市场份额。集团化专科连锁服务属性极强，在全国扩张的过程中对企业管理的要求也极高，先发者通常拥有更加规范的管理模式和更成熟的扩张模式，扩张后的盈利能力也更强，龙头效应显著。

投资策略：建议关注民营眼科医疗龙头爱尔眼科、牙科龙头通策医疗以及辅助生殖龙头锦欣生殖；以及受益于检验外包业务渗透率提升，特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势的ICL龙头金域医学。

➤ 药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升

医药分家大趋势下，处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。带量采购使得医院端失标和中标产品都将药店作为更重要的终端，医院端处方有望更多流向药店，处方外流速度加快，药店客单价不一定增加，但客流量将增大，以及大连锁议价能力提升，通过议价降低影响。药店向专业化和更具粘性的服务属性业态发展。DTP药房和慢病管理药房，搭建慢病管理平台，更具专业化和提升客户粘性发展，提升线下药店服务属性。

投资策略：建议关注益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

➤ 消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低、具备长期成长的企业

部分细分领域企业可提供远优于现有方案的升级性产品，如生长激素、角膜塑形镜等并非“治病救人”的刚需医疗品种，而是更偏向于追求更加美好生活的消费升级产品。这部分终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。此外尽管企业提供的是产品，但其服务属性更加突出，对医师的培训、对消费者售前售后的各类问题的解决等服务细节是形成品牌效应、建立排他性的核心，市场先发者通常具备较大优势。

投资策略：建议关注角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物；国产口腔修复膜巨头正海生物。

➤ 血制品：浆站资源高壁垒，国内血制品企业具有长足成长空间

长期来看，随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。

目前浆站审批趋严，且浆站审批向龙头企业倾斜。在行业浆量增长增速继续下降，

供不应求情况下，价格有望上行，龙头企业在浆量成长超越行业增长且能享受到价格上涨，增速超越行业增长。

投资策略：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）

三、板块行情

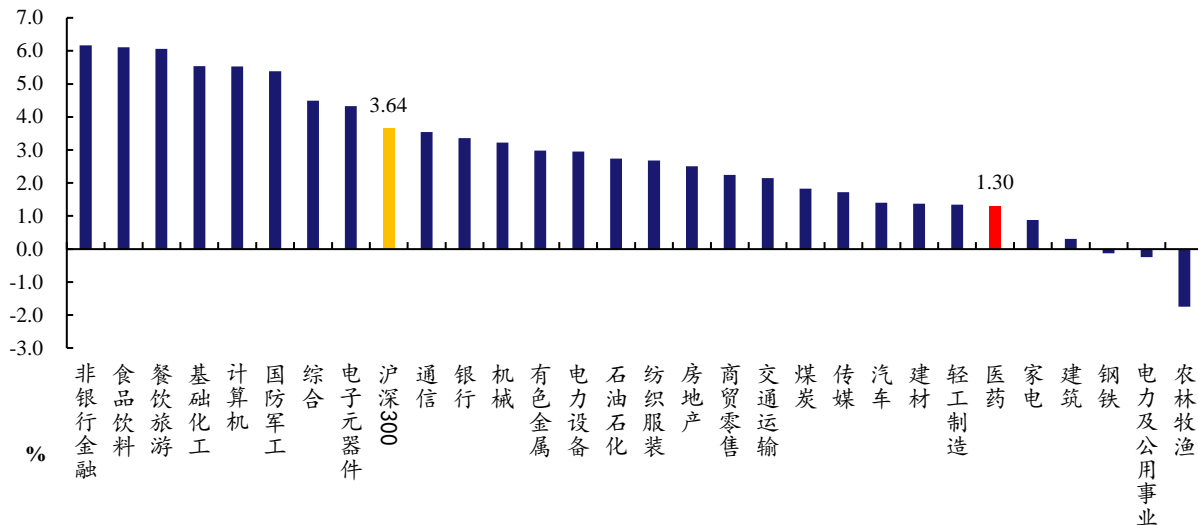
(一) 本周板块行情回顾：涨幅略弱于大盘，中药饮片领涨 12.91%

1、本周生物医药板块走势：反弹略弱于大盘，中药饮片领涨 12.91%

本周（5月24日-5月28日）生物医药板块上涨1.30%，跑输沪深300指数2.34pct，跑输创业板指数2.52pct，在30个中信一级行业中涨幅处于下游。本周中信医药大部分子板块表现分化，其中中药饮片和中成药板块表现较好，分别上涨12.91%和4.10%，化学原料药则有所下跌。本周处于业绩空窗期，市场热度分化，板块轮动效应较明显。

个股涨跌幅方面，本周上涨较多的子板块中，中药饮片主要是ST康美(+21.37%)、寿仙谷(+3.15%)和华森制药(+0.78%)；中成药主要是同仁堂(+18.20%)、太极集团(+16.98%)和仁和药业(+13.74%)。

图表 12：本周中信各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

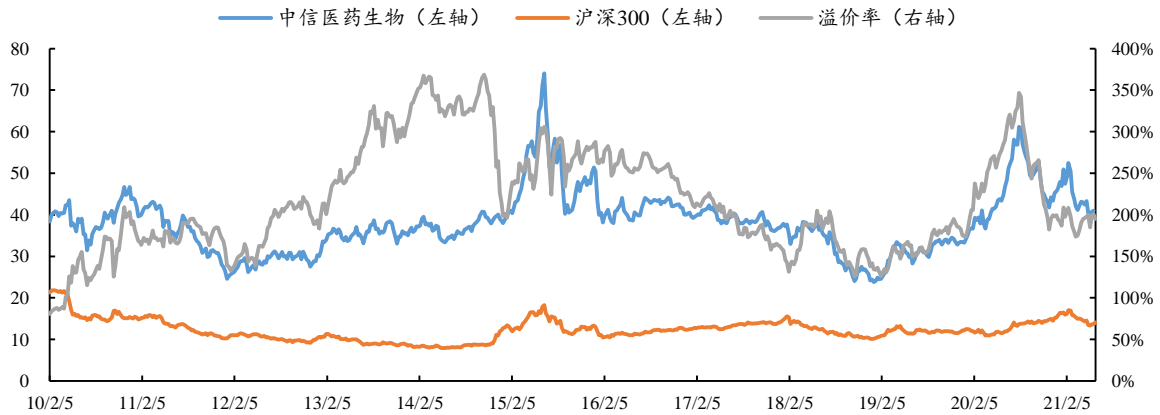
2、医药板块绝对估值表现震荡，溢价率处于十年历史均值附近

医药板块绝对估值表现震荡，溢价率处于十年历史均值附近。截止2021年5月28日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为41.61，比上周上升0.61。医药行业相对沪深300的估值溢价率为195.11%，环比下降了5.69个百分点。医药板块整体估值近一月表现震荡。

板块间分化，医疗服务板块表现较好。子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药

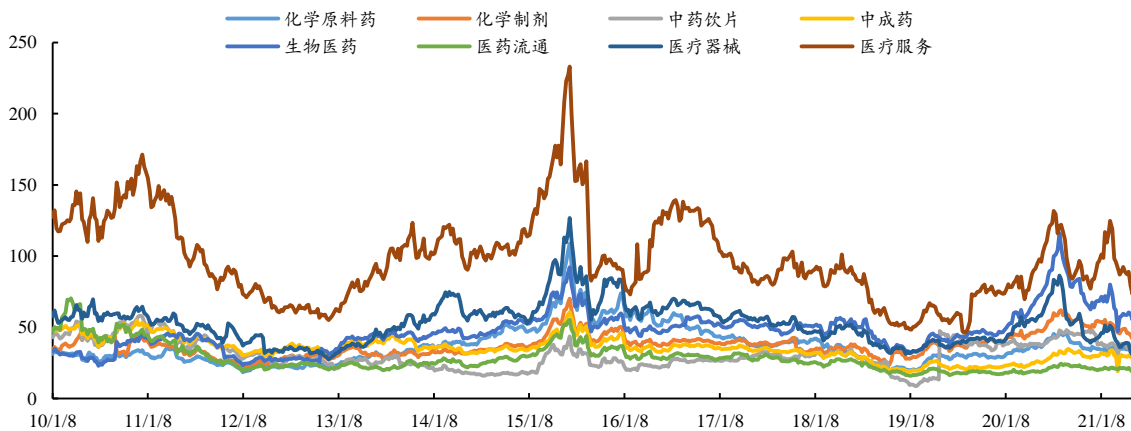
和化学制剂板块居于前三位，PE分别为85.06倍、56.65倍和45.44倍，PE环比上周分别上升1.14、-0.48和0.95。

图表 13：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



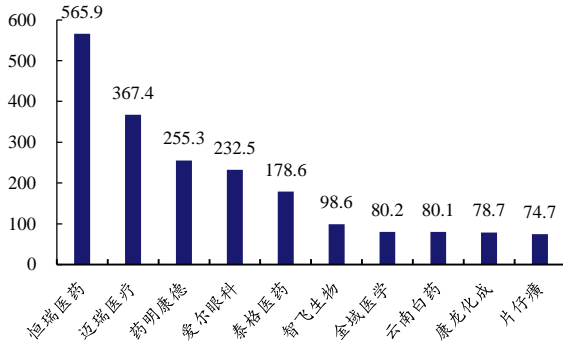
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 沪港通资金持仓变化：化学制药、医疗器械、医药商业占比提升

北上资金：A股医药股整体，截至2021年5月28日，陆港通医药行业投资29966.59亿元，相对2021年5月21日环比增加了72.36亿元；医药持股占陆港通总资金的21.11%，占比环比下降0.19pct。子板块方面，本周化学制药（25.34%）、医疗器械（23.50%）、医药商业（4.83%）占比上升，生物制品（11.73%）、医疗服务（30.29%）和中药（4.32%）占比下降。

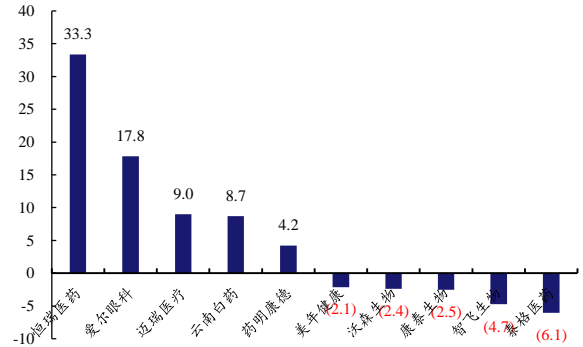
个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为迈瑞医疗、爱尔眼科和迈瑞医疗；净减持金额前三为泰格医药、智飞生物和康泰生物。

图表 15：北上资金陆港通持股市值情况（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

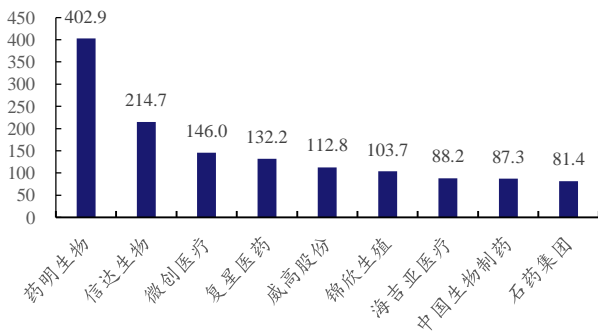
图表 16：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

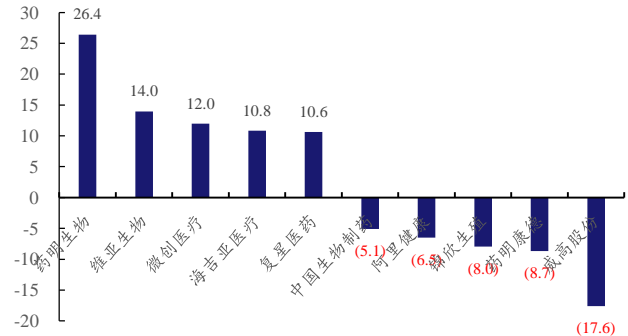
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、微创医疗、复星医药和威高股份。净增持金额前三为药明生物、维亚生物和微创医疗；净减持金额前三为威高股份、药明康德和锦欣生殖。

图表 17：南下资金港股通持股市值情况（亿港元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 18：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

表1：重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 21/05/28
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
300122	智飞生物	买入	2.1	3.3	4.2	5.0	34	72	45	38	187.95
300601	康泰生物	买入	1.0	1.7	2.9	3.9	171	99	59	43	168.92
600161	天坛生物	买入	0.5	0.6	0.7	0.9	74	60	49	39	34.46
002007	华兰生物	买入	0.9	1.1	1.3	1.6	45	37	30	25	39.92
002727	一心堂	买入	1.3	1.6	2.0	2.5	22	25	19	16	39.06
603233	大参林	买入	1.6	2.1	2.6	3.3	46	36	28	22	74.22
300760	迈瑞医疗	买入	5.5	6.7	8.2	9.9	88	72	59	49	484.53
300832	新产业	买入	2.3	1.5	2.1	2.7	53	44	31	24	64.00
603658	安图生物	买入	1.7	2.0	2.6	3.4	70	44	34	26	88.83
603882	金城医学	买入	3.3	3.1	3.0	3.5	45	47	49	42	145.76
300482	万孚生物	买入	1.9	1.9	2.4	3.1	50	38	30	23	71.80
000661	长春高新	买入	7.5	10.0	12.9	16.1	51	40	31	25	400.00
300357	我武生物	买入	0.5	0.7	1.0	1.2	77	144	70	55	67.61
000513	丽珠集团	买入	1.8	2.1	2.5	2.9	24	23	20	17	48.68
600529	山东药玻	买入	0.9	1.2	1.5	1.9	41	32	25	21	38.53

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。