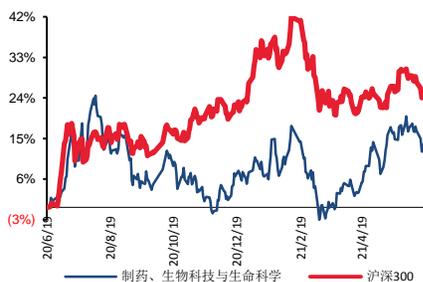


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药周报—关注国产色谱填料领军企业纳微科技

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《医药周报——重点推荐丽珠集团和我武生物》--2021/06/14

《欧普康视深度报告——好风凭借力、天高任飞翔》--2021/06/08

《医药周报—持续推荐长春高新、迈瑞医疗和康泰生物等》--2021/06/06

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：陈灿

电话：021-58502206

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520110001

报告摘要

本周周报我们讨论国内国产色谱填料/层析介质领军企业纳微科技的投资逻辑。

国产色谱填料企业迎来下游大分子药物高景气与国产替代的快速发展良机。

色谱/层析微球是生物制药下游分离纯化不可或缺的材料，材料技术高壁垒和技术可迭代升级性决定了行业先发企业优势庞大，目前全球色谱填料市场呈寡头垄断局面，国内市场也由外资品牌把控（根据招股书纳微 2019 年市占率不到 10%）。

得益于 1) 纳微等国产企业在微球精准制备底层技术上的突破，国产替代具备充分条件；2) 国内生物药市场快速发展，企业与 CDMO 产能扩张，带动亲和层析和离子交换层析等填料需求快速扩张，且竞争与药政背景下质优价廉的国产填料有望获得更多订单。

纳微科技是国产高端色谱填料领军企业，公司成立后依靠微球精准制造的底层技术迅速开发出全面的产品组合。

小分子领域公司采用种子法生产的单分散硅胶填料粒径精确性和均一性均优于外资巨头，使得色谱分离性能和柱效等指标具备优势。大分子领域公司 UniMab 层析介质等产品推出时间虽较晚，但采用单分散 PMMA 为基质相对普通多分散琼脂糖具备高载量、长寿命和高机械强度等多项优势，部分指标可对标国际一线品牌。此外公司精益求精，在研高载量 Protein A 亲和层析介质将进一步提升产品性能，未来有望充分受益于生物药订单增加。

国内知名大药企合作逐年增加，短期业绩有望保持快速增长，中长期市场空间广阔。得益于亲和层析介质和离子交换层析介质等填料的放量，公司 17-20 年营收和净利润复合增速高达 66%/81%。公司目前客户数已拓展至超 1000 家，其中恒瑞、复星等重点客户年采购额超过 1000 万元。短期来看下游已商业化胰岛素、抗生素等市场规模较大品种持续放量，恒瑞等处于 III 期临床抗体药物的研发需求和后续商业化需求也将持续为公司贡献收入；中长期大客户背书下公司产品口碑将持续发酵，顺应国内生物药发展大潮，公司有望凭借质优价廉且全面的产品组

合走在国产替代的最前列，进而参与全球竞争，长期市场空间广阔。

建议关注即将科创板 IPO 企业纳微科技。

风险提示：产品销售不及预期；客户拓展进度不及预期；产能扩张进度不及预期等。

行情回顾：生物医药板块下跌 2.38%，跑输沪深 300 指数 0.04pct，跑输创业板指数 0.58pct，在 30 个中信一级行业中涨幅略靠后。本周中信医药子板块普跌，其中医药流通和化学原料药下跌较多，分别下跌 4.18%和 3.23%。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。基于赛道和业绩增长，我们建议紧抓服务+CXO 两条投资主线，关服务领域如眼科（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、时代天使）以及 CXO 赛道（如药明生物、康龙化成等）。

投资建议：

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。继续推荐迈瑞医疗、康泰生物和药明康德等。

1、迈瑞医疗：疫情后国内海外迎新机遇，各业务亮点突出——全球知名度提升为海外发展铺路；疫情后国内迎发展新机遇；核心产线各有亮点。

2、康泰生物：新冠灭活疫苗纳入紧急使用，业绩兑现加速，大品种进展催化——公司研发的新冠灭活疫苗经国家卫健委提出建议，国家药监局组织论证同意紧急使用。临床数据优秀，产品竞争力强。大品种进展催化。

3、药明康德：小分子 CDMO 业务进入加速期，细胞和基因治疗 CTDMO 打开中长期天花板。

4、长春高新：生长激素集采可能性以及影响小，成长逻辑不改。

5、天坛生物：新获批 6 个浆站以及 1 个分站进一步验证了公司持续不断获批更多的浆站的能力，天坛采浆量具备持续成长性，稀缺的具有持续成长性血制品公司，成长路径清晰，确定性高。

6、键凯科技：国内客户增长确定性高；海外客户想象空间足；mRNA疫苗 LNP 递送系统证明 PEG 修饰技术应用空间广阔。

中长期投资建议：

一、供给侧的创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素

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；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。

二、需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道

连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒；药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升；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；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。

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

一、纳微科技——自研突破高壁垒“色谱芯”技术，国产色谱填料新星扬帆起航.....	6
二、行业观点及投资建议：紧抓服务+CXO 两条投资主线	9
三、板块行情	18
（一）本周板块行情回顾：板块呈 U 型走势，后半周 CXO 和器械板块带动反弹	18
1、本周生物医药板块走势：呈前高后低态势，个股行情分化	18
2、医药板块绝对估值再次回调，溢价率处于十年历史均值附近	18
（二）沪港通资金持仓变化：医疗服务占比新高.....	19

图表目录

图表 1：全球色谱填料市场规模发展.....	6
图表 2：各地区色谱填料市场规模发展.....	6
图表 3：公司历年营收及增速.....	7
图表 4：公司历年归母净利润及增速.....	7
图表 5：主要研发类客户的采购金额与其主要研发项目.....	8
图表 6：本周中信医药指数走势.....	9
图表 7：本周生物医药子板块涨跌幅.....	9
图表 8：本周中信各大子板块涨跌幅.....	18
图表 9：2010 年至今医药板块整体估值溢价率.....	19
图表 10：2010 年至今医药各子行业估值变化情况.....	19
图表 11：北上资金陆港通持股市值情况（亿元）.....	20
图表 12：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）.....	20
图表 13：南下资金港股通持股市值情况（亿港元）.....	20
图表 14：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港元）.....	20

一、纳微科技——自研突破高壁垒“色谱芯”技术，国产色谱填料新星扬帆起航

本周周报我们讨论国产色谱填料/层析介质领军企业纳微科技的投资逻辑。

国产色谱填料企业迎来下游大分子药物高景气与国产替代的快速发展良机。

色谱或层析微球是生物制药下游分离纯化不可或缺的材料，由于其会影响药品纯度和质量，色谱层析微球材料的性能、质量以及供应稳定性也至关重要，因此在商业化阶段的药物所使用的色谱层析微球材料一旦被选定，就不易被替换，因此整体市场供应呈寡头垄断局面。此外在下游对产品性能和质量要求极高的背景下，色谱填料行业所具备的材料技术高壁垒和技术可迭代升级性，决定了行业先发企业优势庞大，新进入者面临行业人才和客户资源较难获取的局面，因此目前全球色谱填料市场呈寡头垄断局面，国内市场也由外资品牌把控。

图表 1：全球色谱填料市场规模发展

分离模式	2017	2018	2019E	2024E	CARG (2019-2024)
亲和	9.46	10.17	10.95	15.84	7.67%
离子交换	5.43	5.78	6.16	8.49	6.62%
疏水	1.52	1.62	1.73	2.39	6.73%
体积排阻	1.44	1.53	1.63	2.22	6.42%
多模式	0.2	0.21	0.23	0.35	8.45%
其他	0.44	0.46	0.49	0.64	5.70%
合计	18.49	19.78	21.18	29.93	7.16%

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 2：各地区色谱填料市场规模发展

	2017	2018	2019E	2024E	CARG (2019-2024)
北美	741	789	840	1,155	6.58%
欧洲	622	660	700	948	6.24%
亚太	406	444	485	760	9.39%
中东及非洲	32	34	37	53	7.37%
南美	48	52	55	77	6.92%
合计	1,849	1,979	2,117	2,993	7.16%

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

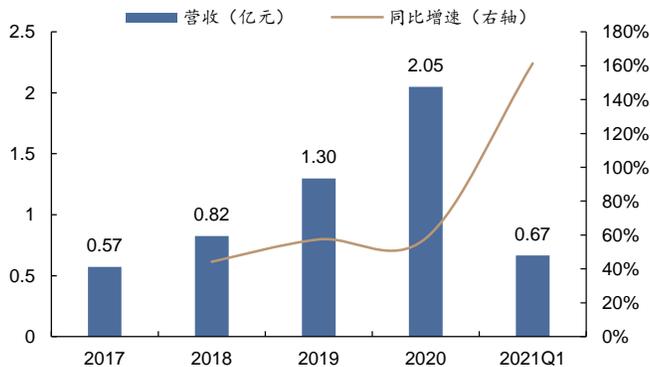
目前全球色谱填料市场主要参与者均为大型企业如GE（现属于Danaher旗下Cytiva）、Tosoh和Bio-Rad等，产品管线齐全，具备多年技术积累和客户基础优势，三大龙头占据全球市场半壁江山。其他企业如Merck、Danaher和Agilent等也独具特色，日本Osaka Soda、Fuji及瑞典Kromasil等则在硅胶色谱填料方面占据优势。

得益于1) 纳微等国产企业在微球精准制备底层技术上的突破，国产替代具备充分条件；2) 国内生物药市场快速发展，企业与CDMO产能扩张，带动亲和层析和离子交换层析等填料需求快速扩张，且竞争与药政背景下质优价廉的国产填料有望获得更多订单。

纳微科技是国产高端色谱填料领军企业，公司成立后依靠微球精准制造的底层技术迅速开发出全面的产品组合。小分子领域公司采用种子法生产的单分散硅胶填料粒径精确性和均一性均优于外资巨头，使得色谱分离性能和柱效等指标具备优势。大分子领域公司UniMab层析介质等产品推出时间虽较晚，但采用单分散PMMA为基质相对普通多分散琼脂糖具备高载量、长寿命和高机械强度等多项优势，部分指标可对标国际一线品牌。此外公司精益求精，在研高载量Protein A亲和层析介质将进一步提升产品性能，未来有望充分受益于生物药订单增加。

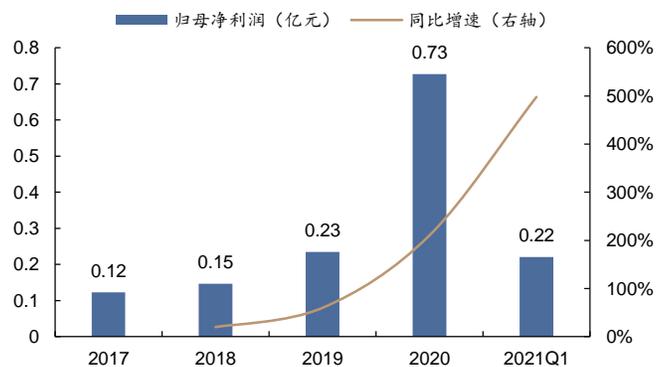
公司与国内知名大药企合作逐年增加。得益于亲和层析介质和离子交换层析介质等填料的放量，公司17-20年营收和净利润复合增速高达66%/81%。公司目前客户数已拓展至超1000家，其中恒瑞、复星等重点客户年采购额超过1000万元。

图表 3：公司历年营收及增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 4：公司历年归母净利润及增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

短期业绩有望保持快速增长，中长期市场空间广阔。短期来看下游已商业化胰岛素、抗生素等市场规模较大品种持续放量，恒瑞等处于III期临床抗体药物的研发需求和后续商业化需求也将持续为公司贡献收入；中长期大客户背书下公司产品口碑将持续发酵，顺应国内生物药发展大潮，公司有望凭借质优价廉且全面的产品组合走在国产替代的最前列，进而参与全球竞争，长期市场空间广阔。

图表 5: 主要研发类客户的采购金额与其主要研发项目

	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年	主要研发项目
上海复星医药(集团)股份有限公司	707.21	147.42	404.13	173.29	1个胰岛素类药物, 1个多肽类药物
杭州中美华东制药有限公司	224.8	219.92	426.27	104.75	1个胰岛素类药物, 3个小分子药物
浙江微技环境修复工程有限公司		195.47	95.69	-	5个小分子药物
Ionis Pharmaceuticals, Inc.	346.41	6.64-	-	-	核苷酸药物
江苏恒瑞医药股份有限公司	1,267.59	934.06	-	26.67	多个抗体药物
成都倍特药业股份有限公司	232.96	770.24	-	-	造影剂
浙江医药股份有限公司	24.47	502.21	247.44	11.36	2个小分子药物
通化安睿特生物制药股份有限公司	773.58	168.97	98.28	1,435.90	重组人白蛋白注射液
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	242.96	154.41	75.53	214.16	5个小分子药物
宜昌东阳光长江药业股份有限公司	40.87	41.86	27.37	194.49	重组人胰岛素注射液

资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

风险提示: 产品销售不及预期; 客户拓展进度不及预期; 产能扩张进度不及预期等。

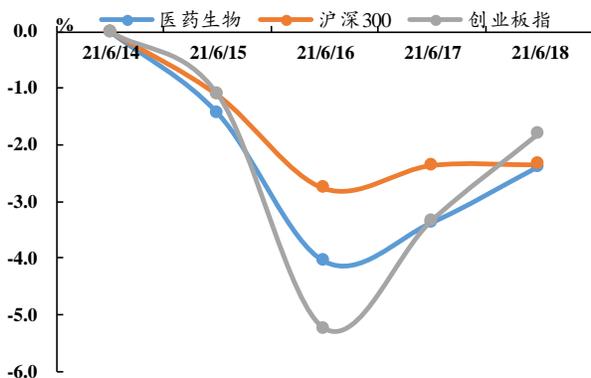
二、行业观点及投资建议：紧抓服务+CXO 两条投资主线

行情回顾：本周医药板块呈U型走势，前半周受大盘影响大幅回调，后半周CXO和器械板块带动反弹。本周生物医药板块下跌2.38%，跑输沪深300指数0.04pct，跑输创业板指数0.58pct，在30个中信一级行业中涨幅略靠后。本周中信医药子板块普跌，其中医药流通和化学原料药下跌较多，分别下跌4.18%和3.23%。

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。基于赛道和业绩增长，我们建议紧抓服务+CXO两条投资主线，关服务领域如眼科（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、时代天使）以及CXO赛道（如药明生物、康龙化成等）。

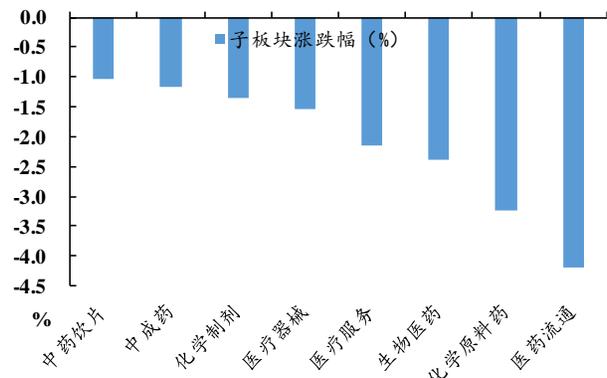
中长期，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块，需求端顺应消费升级大趋势的连锁医疗服务（眼科、口腔科和辅助生殖），以及消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高，建议关注角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物。

图表 6：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7：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：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。继续推荐长春高新、迈瑞医疗、康泰生物和药明康德等。

投资建议：

1、迈瑞医疗：疫情后国内海外迎新机遇，各业务亮点突出

【全球知名度提升为海外发展铺路】

疫情期间监护仪、呼吸机、输注泵、便携超声、移动DR、新冠IgM/IgG抗体检测试剂都发挥了巨大的作用，新突破700余家高端空白医院，在全球范围的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升，未来有望全面协同带动三大业务领域中的其他产品全面入院，加速将海外业务收入比重提升至70%的目标（21Q1海外市场增速接近40%）。

【疫情后国内迎发展新机遇】

（1）公立医院扩容：从去年国家三部委联合发布《公共卫生防控救治能力建设方案》以来，一场以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建已然拉开序幕。而且从当前订单情况来看，大项目、多院联合采购显著增加。得益于公司完备的产品布局和强大的产品及信息化方案，迈瑞在公立医院扩容中拥有更大的机遇。

（2）公立医院绩效考核改革：当前考核体系下对于微创手术和四级手术的占比做了较高的要求。手术能力的提升不仅仅涉及外科，一台成功的手术背后是麻醉科、重症医学科、影像科、检验科等科室综合能力的体现，而迈瑞在这些科室所具备的产品成熟度和完备性都将使得公司成为助力手术室改扩建、平台学科能力提升的重要参与者。

（3）建设智慧医院：在国内医保控费和医疗机构提质增效的大环境下，如何提升医院的运营效率成为了关键，其中解决问题的核心是建设智慧医院。横跨三大产线的产品组合、3年自主研发积累的临床经验、在发达国家市场积累的IT方案设计能力，都将使得迈瑞在国内智慧医院的建设浪潮中成为主力军。

【核心产线各有亮点】

（1）PMLS：短期来看，公卫补短板、医疗新基建，采购需求持续存在；长期来看，疫情期间通过监护仪、呼吸机等产品使得公司在全球的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升，为其他产品的海外发展铺路；

(2) IVD: 发光免疫分析仪器在国内外快速装机, 化学发光业务为近期亮点; 全球收购芬兰海肽, 有利于质量控制、成本优化、供应安全、以及IVD长期的全球化布局。

(3) MIS: 超声行业经过19年政府财政支出、20年疫情影响而增长放缓, 接下来随着公司高端化、专科化产品线的不断丰富, 有望实现领先于行业的高增长。

风险提示: 新品研发风险, 汇兑损失风险, 政策风险。

2、康泰生物: 新冠灭活疫苗纳入紧急使用, 业绩兑现加速, 大品种进展催化

5月中旬公司研发的新冠灭活疫苗经国家卫健委提出建议, 国家药监局组织论证同意紧急使用。公司的新冠灭活疫苗成为继国药、科兴、康希诺、智飞之后的第五家获批上市的国产新冠疫苗, 成为普及疫苗接种、抗击新冠疫情的重要成员, 预计年产能可达3亿剂以上。

临床数据优秀, 产品竞争力强。2021年4月8日, 公司灭活新冠疫苗I/II期临床试验数据预印版发布, 显示出优异的安全性和免疫原性。中剂量5ug, 0、28天两针免疫28天后, 活病毒中和抗体GMT (IU/ml)为131.7, 为康复者血清中和抗体GMT 49.7的2.65倍, 是全球范围内非常优秀的水平, 有望提供较高的保护效力, 具有较强的产品竞争力。

大品种进展催化: 13价已完成生产现场检查和检验工作, 预计2021年中获批; 人二倍体狂犬: 已进入报产程序, 预计年中拿到受理号, 2022年上半年获批。后续大品种丰富, 组分百白破为基础的五联苗、麻腮风水痘、4价EV71等大品种。

风险提示: 研发不及预期风险, 业绩不及预期风险, 安全性风险。

3、药明康德: 小分子CDMO业务进入加速期, 细胞和基因治疗CTDMO打开中长期天花板

(1) 中国区实验室业务: 小分子药物发现业务, 加强HitS等新型药筛平台搭建, 成为药物发现阶段的新流量入口; 安评业务, 公司临床前评价所用动物资源储备充足, 保障后续增长需求。中国区实验室业务的盈利增长, 一方面来自于老客户渗透率提高、新客户数量增多, 海外药物发现订单转移持续, 另一方面来自于DDSU项目逐渐由临床推进至商业化, 在里程碑外, 带来有望贡献更大业绩弹性的销售分成。

(2) CDMO：得益于跟随并赢得药物分子发展策略，2020年起公司商业化订单持续兑现，产能方面，2021年下半年无锡和常州生产基地讲建成，2022年泰兴工厂将提供140,000+平方米以上的大规模原料药和寡核苷酸及肽原料药的生产能力。未来三年，更多项目推进至商业化阶段+新产能拓展，CDMO业务进入加速期。

(3) 临床CRO业务：全球临床CRO服务能力初步搭建完成，临床实验机构数快速增长，订单快速交付能力持续提升，强劲的在手订单量支持未来增长。

(4) 细胞和基因治疗CTDMO：需求端，基因和细胞治疗进入产品加速上升期，FDA预测2025年每年将有10-20个相关药物获批上市。供给端，细胞和基因治疗药物的工艺开发壁垒更高，公司得益于前期项目储备充足、持续拓展CGT技术平台，全球市占率第四。综上，细胞和基因治疗CTDMO有望打开公司中长期天花板。

风险提示：全球创新药研发投入景气度下滑的风险，国际化拓展不及预期的风险，竞争格局恶化的风险，汇兑风险，公允价值变动的风险。

4、长春高新：生长激素集采可能性以及影响小，成长逻辑不改

短期：根据草根调研情况，21年至今新患数据表现优异，21年全年新患入组同比增速有望达到50%+，考虑到长效和水针对粉针的替代以及用药时长的提升，结合我们新患月度滚动模型金赛生长激素全年销售额增速有望达到40%+。结合20Q3、Q4以来优异的净利率表现以及重组促卵泡素的恢复，金赛净利润增速具备超预期的可能。

中期：渠道下沉是提高渗透率、降低脱落率的核心，也是为未来更健康、更持久的发展奠定基础。预计公司未来将逐渐加大对下沉工作的考核力度，鉴于医生培养周期通常需要约一年时间，渠道下沉的初步效果预计将于2022年开始体现。此外金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床II期，参考美国成人生长激素市场规模和占比（公开信息显示美国约75%生长激素使用者年龄超过20岁），预计长效水针获批之后国内成人市场（治疗+保健）也将得到迅速发展。

长期：以3%矮小症发病率计算，截至2019年的4-15岁存量患儿约587万人，考虑金赛、安科以及联合赛尔等市场主要参与企业的销售额，预计期间累计治疗患儿数仅42万人，存量市场渗透率不足10%。对于生长激素补充市场来说，销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，构成行业核心壁垒。金赛作为龙头企业，在产品质量、医生教育方面有着绝对性优势，进口企业和Biotech在组建队伍、招标入院销售方面存在多重阻碍，金赛70%市占率格局稳固。

风险提示：模型假设与实际不符；新患拓展不及预期；产品竞争降价超过预期；渠道下沉进展不及预期；研发进展不及预期。

5、天坛生物：新获批6个浆站以及1个分站，进一步验证了公司浆源获取能力

天坛生物新设6个浆站（睢宁上生、临城上生、环县兰生、民乐乐生、宁县兰生、镇原兰生）以及1个分站（武汉鄖阳鄖西分浆站），区域主要位于为江苏睢宁县、河北临城、甘肃庆阳环县、甘肃张掖民乐、甘肃庆阳宁县、甘肃庆阳镇原和武汉十堰鄖阳。截止到6月初，加上以上7个浆站（含分站），公司浆站（含分站）数增加到66家。

参考天坛生物上海血制、兰州血制和武汉血制的平均采浆量，预计以上新批浆站成熟时，单浆站采浆量将能达到30吨，分浆站达到20吨，7家（含分站）合计新增200吨采浆量，预计建设周期6个月-12个月，浆站成熟周期3年。天坛生物2020年采浆量1710吨左右，新浆站获批进一步打开浆量成长空间，预计建设周期6个月-12个月，浆站成熟周期3年。

7家（含分站）的获批，进一步验证了公司持续不断获批更多的浆站的能力，天坛采浆量具备持续成长性，稀缺的具有持续成长性血制品公司。血制品企业核心竞争力在于血浆资源拓展能力。在浆站审批趋严大形势下，如何弥补地方政府在开设浆站时面临的风险收益不匹配，提高浆站资源获取能力，在挑战血制品企业能力边界。在浆站资源获取能力上，天坛生物央企背景具备其他血制品企业难以企及的优势。我们预计公司接下来将能持续不断的获批新浆站。

投资建议：持续推荐天坛生物，稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高。

风险提示：研发不及预期，浆站获批不及预期，安全性风险。

6、键凯科技：持续坚定看好PEG修饰技术平台的成长潜力

国内客户增长确定性高——20年公司业绩增长核心来自于国内客户贡献，展望未来，特宝生物派格宾收入分成稳定增长、金赛长效生长激素和恒瑞19K快速放量，国内利基业务仍具备强劲增长动力。此外豪森PEG洛塞那肽后续放量以及即将获批的安科生物长效生长激素也可贡献增量。

海外客户想象空间足——公司海外商业化客户前期以器械为主，随着公司自身与知名度的提升以及Nektar等企业转型，海外药物端业务也即将进入收获期。目前公司有2个处于III期临床的项目，即将进入商业化阶段；与Synthorx合作供应衍生物的重磅潜力IL-2药物处于II期。随着时间推进，公司将会有更多临床前项目逐渐步入临床阶段和NDA阶段，形成催化剂。

mRNA疫苗LNP递送系统证明PEG修饰技术应用空间广阔。在大分子抗体等蛋白质药物的长效缓释方面，PEG修饰同融合蛋白等技术存在竞争，但PEG延展性远强于融合蛋白，还可用于小分子、前药设计、多抗、ADC药物Linker以及目前热度高的mRNA递送系统，整体市场潜力目前仍只开发了冰山一角。

中长期投资建议：

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能力，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应运而生，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、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过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。此外尽管企业所提供的是产品，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

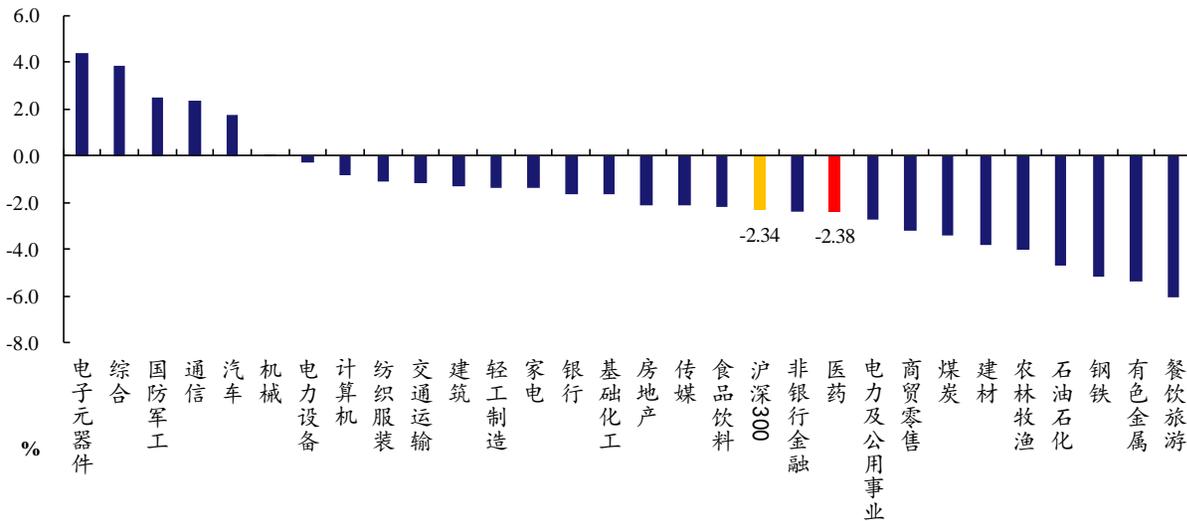
(一) 本周板块行情回顾：板块呈 U 型走势，后半周 CXO 和器械板块带动反弹

1、本周生物医药板块走势：呈前高后低态势，个股行情分化

本周（6月15日-6月18日）生物医药板块下跌2.38%，跑输沪深300指数0.04pct，跑输创业板指数0.58pct，在30个中信一级行业中涨幅略靠后。本周中信医药子板块普跌，其中医药流通和化学原料药下跌较多，分别下跌4.18%和3.23%。

个股涨跌幅方面，本周跌幅较大的子板块中，医药流通主要是华东医药(-9.98%)、浙农股份(-8.68%)和人民同泰(-5.79%)；化学原料药主要是华海药业(-8.35%)、健友股份(-7.09%)和新光药业(-6.76%)。

图表 8：本周中信各大子板块涨跌幅



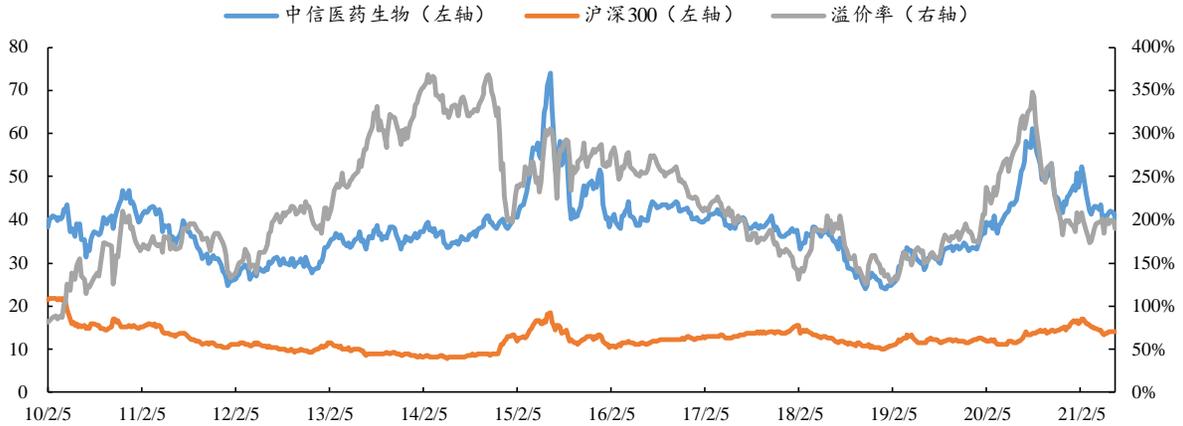
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、医药板块绝对估值再次回调，溢价率处于十年历史均值附近

医药板块绝对估值再次回调，溢价率处于十年历史均值附近。截止2021年6月18日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为40.56，比上周下降0.96。医药行业相对沪深300的估值溢价率为188.81%，环比下降了10.01个百分点。医药板块整体估值近一月表现震荡。

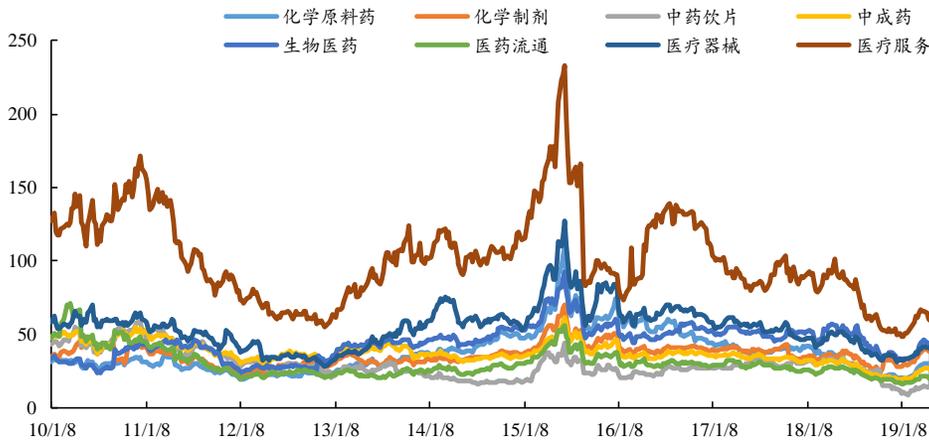
各板块估值均回调，生物医药板块回调幅度较大。子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为87.84倍、53.52倍和44.32倍，PE环比上周分别下降1.40、2.85和0.78。

图表 9：2010 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 10：2010 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

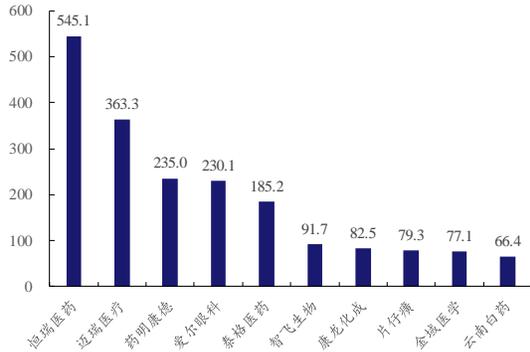
（二）沪港通资金持仓变化：医疗服务占比新高

北上资金：A股医药股整体，截至2021年6月18日，陆港通医药行业投资3021.22亿元，相对2021年6月11日环比减少了111.69亿元；医药持股占陆港通总资金的21.32%，占比环比下降0.79pct。子板块方面，本周医疗器械（22.81%）、化学制药（24.96%）和医药商业（4.34%）占比上升，生物制品（11.03%）、医疗服务（29.36%）和中药

(7.50%) 和占比下降。

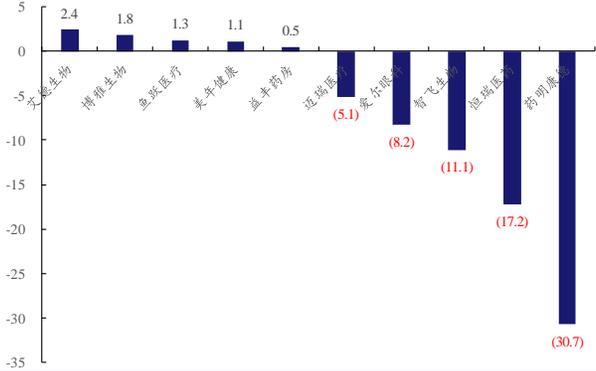
个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为艾德生物、博雅生物和鱼跃医疗；净减持金额前三为药明康德、恒瑞医药和智飞生物。

图表 11：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

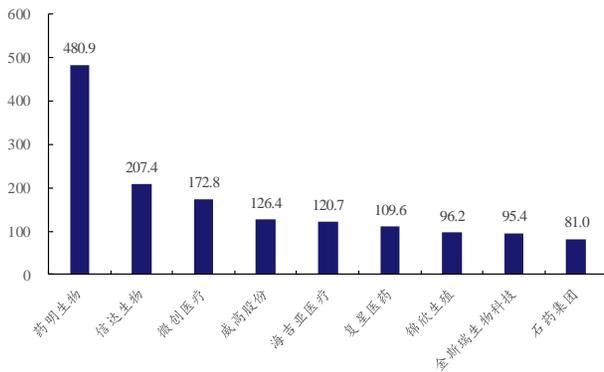
图表 12：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

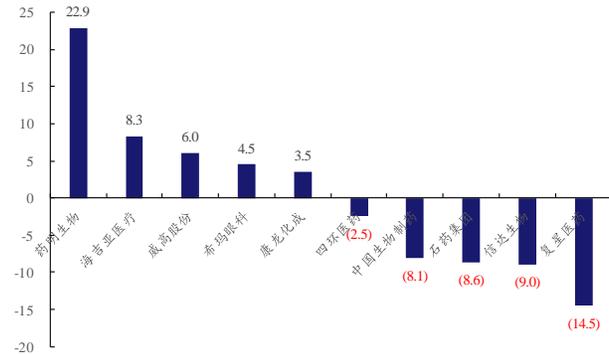
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、微创医疗、威高股份和海吉亚医疗。净增持金额前三为药明生物、海吉亚医疗和威高股份；净减持金额前三为复星医药、信达生物和石药集团。

图表 13：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 14：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 21/06/18
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
300653	正海生物	买入	1.0	1.3	1.7	2.2	34	72	43	33	71.95
300122	智飞生物	买入	2.1	3.3	4.2	5.0	34	72	47	40	198.05
300601	康泰生物	买入	1.0	1.7	2.9	3.9	183	106	63	47	180.99
600161	天坛生物	买入	0.5	0.6	0.7	0.9	71	58	47	38	33.14
002007	华兰生物	买入	0.9	1.1	1.3	1.6	44	35	29	24	38.59
002727	一心堂	买入	1.3	1.6	2.0	2.5	22	25	19	15	37.27
603233	大参林	买入	1.6	2.1	2.6	3.3	44	35	27	21	71.01
300760	迈瑞医疗	买入	5.5	6.7	8.2	10.0	88	72	59	48	480.60
300832	新产业	买入	2.3	1.5	2.1	2.7	54	45	32	24	65.25
603658	安图生物	买入	1.7	2.6	3.4	4.4	71	46	35	27	118.50
603882	金城医学	买入	3.3	3.1	3.0	3.5	45	47	49	42	147.20
300482	万孚生物	买入	1.9	2.5	3.1	4.0	48	36	29	22	89.15
000661	长春高新	买入	7.5	10.0	12.9	16.1	51	45	35	28	455.50
300357	我武生物	买入	0.5	0.7	1.0	1.2	77	144	70	54	67.31
000513	丽珠集团	买入	1.8	2.1	2.5	2.9	24	23	19	17	48.90
600529	山东药玻	买入	0.9	1.2	1.5	1.9	41	32	25	21	38.78

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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個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。