



2022-05-04

行业深度报告

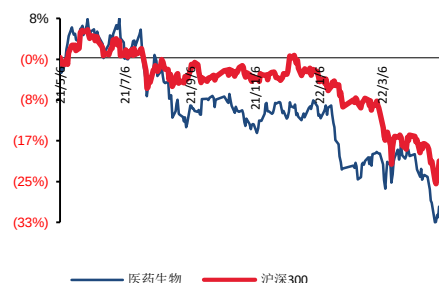
看好/维持

医药生物

医药生物

医药 2021 年报及 2022 年 1 季报总结——聚焦疫情修复和关注低估，把握优质资产回调良机

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《业绩高速增长，静期待自主产品微卡放量》——2022/05/03

《开立医疗点评报告：超声及内窥镜均保持快速增长，营销系统继续深化管理》——2022/05/03

《疫情反复业绩承压，门店持续拓展，市县乡一体化持续推进》——2022/04/29

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

证券分析师：陈灿

报告摘要

2021 年医药行业整体强劲恢复，生物医药和医疗器械板块成长性最高
2021 年，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 1708.76 亿元，同比增长 35.2%（剔除*ST 康美）。2022Q1 生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 740.18 亿元，同比增长 54.56%；增长强劲主要是三方面的驱动：1）新冠疫苗；2）新冠检测；3）新冠相关疫苗药物研发和商业化驱动 CXO 业务保持高增长。

分子行业来看，2021 年疫情相关板块的成长性较高，生物医药和医疗服务（包括 CXO、第三方检测）的扣非后归母净利润分别同比+132.1%和+35.0%；除化学原料药（-7.3%）和医药流通（-2.7%），其余板块均在去年低基数的基础上受益于终端需求恢复等因素而实现不同程度的成长恢复，其中中成药、医疗器械和化学制剂扣非归母净利润分别同比增长 19.55%、18.89%和 12.99%，剔除成分股*ST 康美后增速为中药饮片为 0%。

2022Q1 疫情相关板块再次实现高增长，医疗器械、生物医药和医疗服务的扣非后归母净利润分别同比增加 65.9%、62.5%和 29.9%，中药饮片 15.6%（剔除*ST 康美）和化学原料药（+11.66%），其余板块由于集采、疫情散发等因素业绩有所下滑，其中化学制剂、医药流通和中成药扣非归母净利润分别同比下滑 13.0%、4.0%和 3.0%。

政策压制板块行情，当前板块配置性价比高。

2021 年初至今（截止 2022/4/30），中信医药指数下跌 27.55%，跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点，在 30 个中信一级行业中排名靠后。医药板块的绝对估值以及溢价率处于近十年历史低位。截至 2022 年 4 月 30 日，中信医药 PE（TTM，整体法，剔除负值）为 25X，达到历史 2.22%分位，处于历史底部。22Q1 公募基金重仓比例 12.34%，同比下降 0.71pct。

北上资金医药行业投资下滑，截至 2022/4/30，医药行业北上资金总和

电话：18510640908

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520110001

为 1780 亿元，北上资金医药持仓比例为 1.01%，持股比例低于同期公募重仓医药持仓比例 12.18%。

各板块半年报情况总结：

1、化学制剂：诊疗量回暖带动业绩复苏，集采政策仍有压力。2021 年国内疫情相对稳定，医疗机构诊疗量恢复，在 20 年低基数下增速有所提升。2022Q1 则面临集采降价与研发投入不断增多的双重压力，恒瑞医药等企业增速也有所回落。

重点公司 2021 年营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 10%、22%（剔除信立泰）、-5%；2022 年 Q1 营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 6%、9%、-50%。

2、生物药：重点公司 2021 年营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速均值分别为 31%、44%、92%。1) 疫苗板块智飞生物、康泰生物、康希诺等新冠疫苗上市贡献丰厚利润，部分自费苗例如 HPV 疫苗等仍处于快速放量阶段；2) 类消费生物药板块新患恢复情况良好。

2022 年 Q1 重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 41%、184%、-128%，新冠疫苗贡献营收，核心品种如 HPV 疫苗放量；类消费生物药企业新患拓展表现优异，Q1 景气度持续恢复。

3、生命科学服务：国产化替代进程持续，规模效应快速展现。重点公司 2021 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 45%、42%、-2%，高基数上仍实现快速增长，常规业务订单量充沛，呈现加速增长趋势。2022 年 Q1 营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 37%、27%、-134%，部分企业常规产品发货受上海等地区疫情影响，增速略有放缓，整体行业仍可维持快速增长。

4、医疗服务：重点公司 2021 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 24%、8%（固生堂增速为-265%，剔除后平均增速为 62%）、40%，整体实现强劲增长，主要系 2020 年因疫情存在低基数效应。2022 年 Q1 营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 8%、8%、10%，增速放缓主要系一季度疫情反复影响客流。

5、医疗器械：就我们所选医疗器械板块的重点公司进行分析，2021 年营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 33%、65%、19%，主要是因为大部分地区的疫情得到控制，医疗机构诊疗活动有节奏地恢复，相关采购逐渐回暖。拆分来看，体外诊断的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 42%、98%、30%，高于平均水平，主要是因为新冠检测常态化使得新冠检测试剂仍存在较大的市场需求。

2022 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 41%、60%、238%，其中体外诊断的平均值仍高于整体水平，我们预计主要与多地疫情反复有关。

6、医药外包：2021 年，医药外包板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 33%、62%和 15%，实现高速增长。扣非归母净利润端，其中美迪西（+120%）、昭衍新药（+82%）、博腾股份（+74%）、泰格医药（+74%）、药明康德（+70%）。2022Q1 继续保持高速增长。重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 23%、70%和 54%，继续保持高速增长。扣非归母净利润端，其中博腾股份（+406%）、凯莱英（+276%）、药明康德（+107%）、美迪西（+72%）、昭衍新药（+67%）、泰格医药（+65%）。

7、特色原料药：2021 年重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 23%、18%、28%。九洲药业、奥翔药业、博瑞医药和司太立业绩表现优异，仙琚制药、健友股份也取得了良好表现；天宇股份受汇率和产品价格波动影响，增速放缓甚至大幅下滑，华海药业受沙坦类原料和制剂出口销售额下降影响，利润端出现大幅大幅下滑。

2022 年 1 季度 CDMO 业务发力，疫情管控影响部分公司业绩。重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 29%、31%、626%。九洲药业、美诺华、奥翔药业实现高速增长。九洲药业和美诺华主要受益于 CDMO 业务高速增长，奥翔药业主要是 CRO/CDMO 业务快速发展以及部分 API 成熟品种销售快速增长带动。

8、医药商业：板块整体收入保持了稳健增长的态势，利润因疫情反复增速有所承压。2021 年重点企业营收、扣非后归母净利润的平均增速分别为 14%、3%，2021 年上半年由于去年同期低基数效应，整体板块增速较高，而 2021 年下半年以来由于疫情反复和医保系统切换，线下连锁药店业绩承压，增速放缓。

2022Q1 医药商业板块重点企业营收、扣非后归母净利润的平均增速分别为 14%、2%，收入增长维持稳定，利润增速因疫情反复进一步放缓。

9、中药：政策强劲支持下行业迎来发展黄金时期。重点公司 2021 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 13%、28%、339%。2022Q1 重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 0%、12%、239%，主要系以岭药业因疫情产品销量下滑业绩增速下滑，其余重点中医药企业业绩仍保持稳健增长。

医药板块投资策略：Q2 疫情边际影响有望减小，聚焦疫情修复和关注低估，把握优质资产回调良机。

➤ **短期观点：**

一、继续关注疫情主线，核酸检测常态化，上海、深圳、广州等城市均分别开设数百个的常态化核酸免费采样点，关注核酸检测服务提供商，相关标的：金域医学、凯普生物。

二、Q2 疫情边际影响有望减小，聚焦疫情修复和关注低估。

1、快速增长，业绩持续向好，估值处于合理区间。

1) 疫苗：万泰生物、智飞生物和康泰生物；

2) 口腔耗材：正海生物（活性生物骨获批在即）；

3) 生命相关上游：键凯科技（PEG 衍生物）、诺唯赞（分子酶）、百普赛斯（重组蛋白试剂）。

2、下行风险有限，静待基本面催化。

1) 血制品板块（龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成长性进一步打开，相关标的包括天坛生物和华兰生物）；

2) 药店板块（益丰药房，一心堂、老百姓、大参林）、迈瑞医疗（短期政策扰动不改长期发展逻辑）；

3) 民营服务龙头：海吉亚医疗、锦欣生殖；

4) 国内舌下脱敏龙头我武生物；

5) 国内药用玻璃龙头企业山东药玻。

6) 时代天使（本土隐形正畸龙头）

➤ 中长期观点：关注变化中的不变，寻找相对确定性的机会

集采影响的持续扩大，投资层面的机会则在于：集采得以成立的基础是“多家企业供应相互可替代的品种，产能理论上是可以无限供应”。企业得以维持住产品价格和利润空间基础是竞争格局，动态的优良竞争格局则在于持续开发产品和产品迭代的能力，这个是不变的。

2022 年开始启动 DRG/DIP 改革。DRGs 作为一种支付手段，核心作用是通过精细化医保管理，在提升诊疗效率与质量和保障医保的可持续上取得平衡，不能主动适应游戏规则医院将被淘汰，投资层面的机会则在于：优秀的民营医疗机构长期以来更关注成本管控，经营效率更高，更具竞争优势。

产业发展不变的大趋势是：国内医药产业制造升级，竞争力不断提升，在全球生产价值链中向上游迁移。

上游原材料竞争力凸显：

- 1) 生物“芯”-生命科学支持产业链：国产企业快速发展试剂质量达到国际领先水平，竞争力不断提升，通过全球比较优势进入到海外市场，国内则受益于国产替代逻辑，具备高成长性、发展潜力大。
- 2) IVD 原料和耗材：新冠疫情打开全球 IVD 原料和耗材生产供应链向国内转移窗口。

国际化进程加快：伴随着中国企业关键技术的突破，不仅促使国内市场的国产化率正在加速，并且有部分优质企业已经具备和国际巨头一较高下的实力。

1、医药产业制造升级，竞争力不断提升：

上游：生命科学支持产业链，IVD 原料和耗材，相关标的：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、纳微科技；
高端医疗器械：内窥镜和测序仪，相关标的：迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗、澳华内镜、南微医学；
医疗器械国际化布局，相关标的：迈瑞医疗；
其他：键凯科技、山东药玻。

2、关注供给格局：血制品，相关标的：天坛生物、博雅生物和派林生物；**脱敏制剂**，相关标的：我武生物。

3、差异化竞争的民营医疗服务板块。眼科，爱尔眼科；牙科，通策医疗；辅助生殖，锦欣生殖；肿瘤治疗服务，海吉亚。

4、药店板块。相关标的：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

5、老龄化与消费升级。

二类疫苗，相关标的：智飞生物、万泰生物和百克生物；

隐形正畸，相关标的：时代天使；

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、 行业逻辑	9
(一) 基本面：2021 年医药行业整体强劲恢复，22Q1 持续高增长	9
(二) 二级市场：政策压制板块行情，当前板块配置性价比高	11
二、 各细分板块总结	16
(一) 化学制药：诊疗量回暖带动业绩复苏，集采政策仍有压力	17
(二) 生物制药：新冠疫苗业绩兑现，高壁垒血制品具备长期投资价值	19
(三) 生命科学服务：国产化替代进程持续，规模效应快速展现	23
(四) 医疗服务：业绩恢复良好，短期政策扰动不改长期趋势，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升	25
(五) 医疗器械：重点关注高端制造、国际市场、自主可控三大主线	28
(六) 医药外包：景气度持续+中国优势凸显=成长确定性强	32
(七) 特色原料药：重点关注技术平台型的头部公司	34
(八) 医药商业：大型连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容	35
(九) 中药：政策强劲支持下行业迎来发展黄金时期	38
三、 医药板块投资策略：Q2 疫情边际影响有望减小，聚焦疫情修复和关注低估，把握优质资产回调良机	40

图表目录

图表 1: 15-22Q1 生物医药行业净利润同比增速.....	10
图表 2: 15-22Q1 生物医药行业经营性现金流同比增速	10
图表 3: 15H1-22Q1 生物医药各子版块净利润同比增速.....	10
图表 4: 15H1-22Q1 生物医药行业的毛利率情况	11
图表 5: 15H1-22Q1 生物医药各子板块的毛利率情况	11
图表 6: 15H1-22Q1 生物医药行业的净利率情况	11
图表 7: 15H1-22Q1 生物医药各子板块的净利率情况	11
图表 8: 21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情.....	12
图表 9: 2021 年以来医药各个子行业震荡下行.....	12
图表 10: 截至 2022 年 4 月 30 日，医药板块绝对估值及溢价率处于历史底部	13
图表 11: 2021 年初以来，生物医药各子行业估值回调明显，估值差收敛.....	13
图表 12: 22Q1 以来公募基金重仓医药行业比例环比回升	14
图表 13: 2021 年以来北上资金医药行业投资占比下降	15
图表 14: 中药、医疗服务和医疗器械占比持续提升	15
图表 15: 2021 年以来医药行业重要政策汇总	15
图表 16: 化学制剂板块重点公司估值数据比较.....	18
图表 17: 化学制剂板块重点公司 2021H1&2021Q2 财务数据比较.....	19
图表 18: 生物制品板块重点公司估值数据比较.....	21
图表 19: 生物制品板块重点公司 2021& 2022Q1 财务数据比较	22
图表 20: 生命科学服务板块重点公司估值数据比较.....	24
图表 21: 生命科学服务板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较	25
图表 22: 医疗服务板块重点公司估值数据比较.....	27
图表 23: 医疗服务板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较	27
图表 24: 医疗器械板块重点公司估值数据比较.....	29
图表 25: 医疗器械板块重点公司 2021& 2022Q1 的财务数据比较	31
图表 26: 医药外包板块重点公司估值数据比较.....	33
图表 27: 医药外包板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较.....	33
图表 28: 原料药板块重点公司估值数据比较	34
图表 29: 原料药板块重点公司 2021& 2022Q1 财务数据比较	35
图表 30: 医药商业板块重点公司估值数据比较.....	37
图表 31: 医药商业板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较.....	37
图表 32: 医药商业板块重点公司估值数据比较.....	39
图表 33: 医药商业板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较.....	39

一、行业逻辑

(一) 基本面：2021 年医药行业整体强劲恢复，22Q1 持续高增长

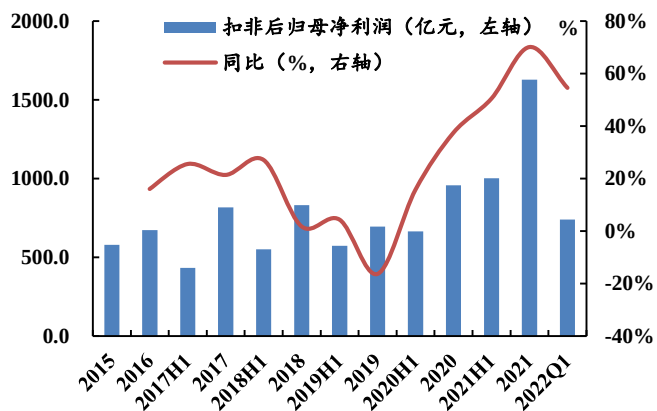
➢ 2021 年医药行业整体强劲恢复，22Q1 继续高增长，生物医药、医疗服务（含 CXO 和第三方检测）和医疗器械板块成长性最高

2021 年，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 1629.08 亿元，同比增长 70.1%，剔除巨额减亏的*ST 康美后为 1708.76 亿元，同比增长 35.2%。医药行业整体的经营性现金流净额为 2472.51 亿元，同比增长 18.18%。2022Q1 生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 740.18 亿元，同比增长 54.56%；医药行业整体的经营性现金流净额为 240.53 亿元，同比增长 22.02%。主要是三方面的驱动：1) 新冠疫苗；2) 新冠检测；3) 新冠相关疫苗药物研发和商业化驱动 CXO 业务保持高增长。

分子行业来看，2021 年，疫情相关板块的成长性较高，生物医药（CS 生物医药板块包括疫苗、生物药）和医疗服务（CS 医疗服务板块包括 CXO、第三方检测）的扣非后归母净利润分别同比增加 132.05%和 35.04%；除化学原料药（-7.3%）和医药流通（-2.7%），其余板块均在去年低基数的基础上受益于终端需求恢复等因素而实现不同程度的成长恢复，其中中成药、医疗器械和化学制剂扣非归母净利润分别同比增长 19.55%、18.89%和 12.99%，剔除成分股*ST 康美后增速为中药饮片为 0%。

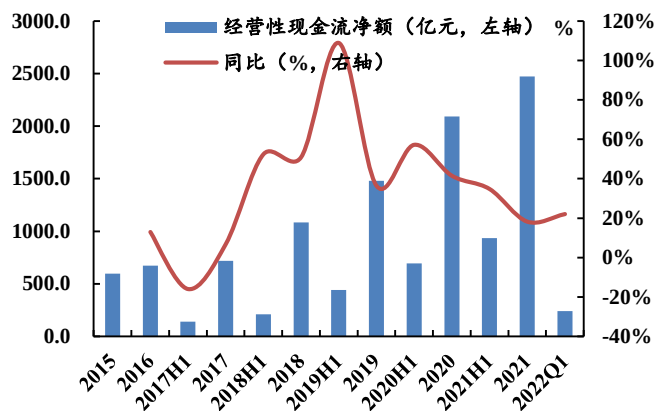
2022Q1 疫情相关板块再次实现较高的成长性，医疗器械、生物医药和医疗服务的扣非后归母净利润分别同比增加 65.88%、62.51%和 29.92%，中药饮片 15.6%（剔除*ST 康美）和化学原料药（+11.66%），其余板块由于集采、疫情散发等因素业绩有所下滑，其中化学制剂、医药流通和中成药扣非归母净利润分别同比下滑 12.97%、3.96%和 3.01%。

图表 1: 15-22Q1 生物医药行业净利润同比增速



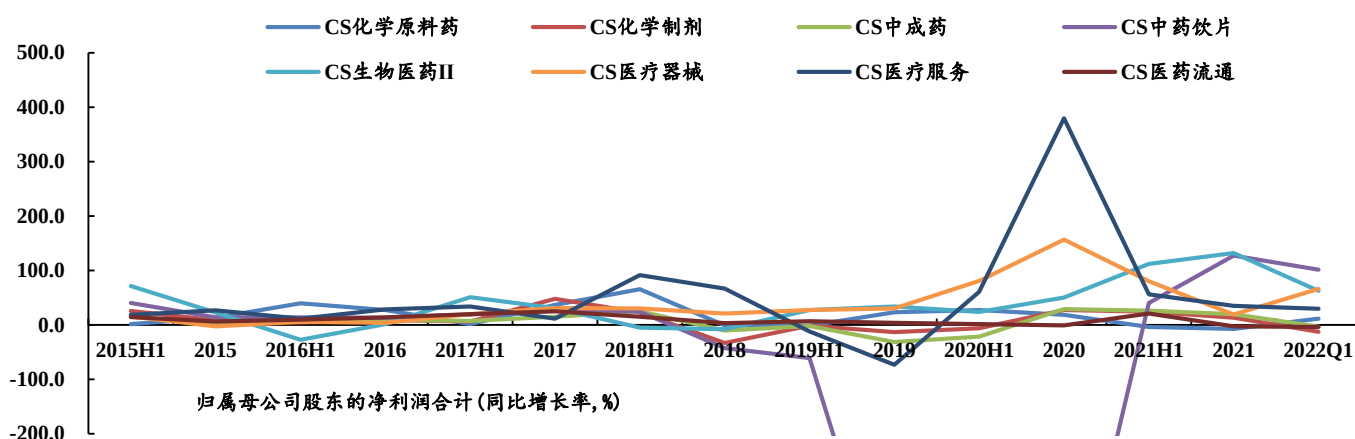
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表 2: 15-22Q1 生物医药行业经营性现金流同比增速



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表 3: 15H1-22Q1 生物医药各子版块净利润同比增速



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

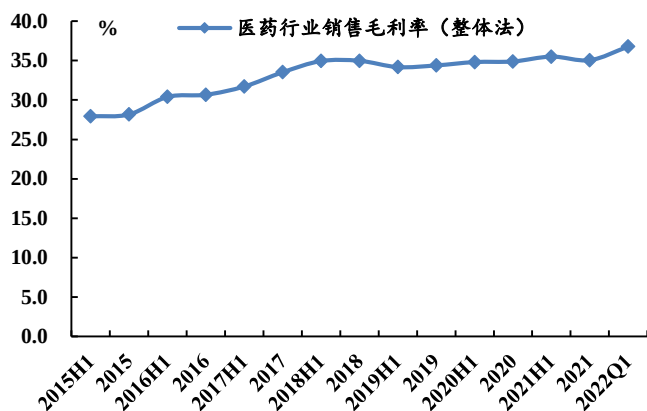
➤ 2021 年和 22Q1 生物医药行业的盈利水平较去年同期明显提升

2021 年, 生物医药行业整体的毛利率为 35.06%, 相比去年同期提高 0.17pct; 2022Q1, 生物医药行业整体的毛利率为 36.78%, 相比去年同期提高 1.55pct。

分子行业来看, 2021 年, 中成药和生物医药的毛利率水平同比提升, 分别提升 21.39pct 和 1.33pct。化学制剂、中药饮片、化学原料药、医药流通、医疗器械和医疗服务的毛利率水平同比下降, 分别下降 20.6pct、5.0pct、3.91pct、0.52pct、0.31pct 和 0.13pct。2022Q1, 医疗器械、中药饮片、医疗服务和中成药的毛利率水平同比提升, 分别提升 3.48pct、0.61pct、0.39pct 和 0.1pct。医药流通毛利率没有变化, 化学制剂、化学原料药、

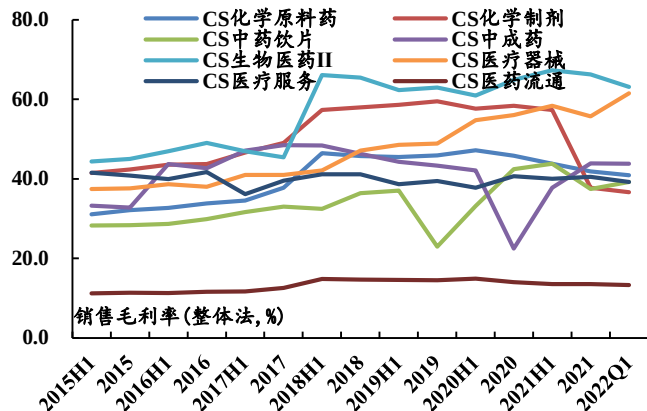
生物医药的毛利率水平同比下降，分别下降21.61pct、2.97pct和2.65pct。

图表 4：15H1-22Q1 生物医药行业的毛利率情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 5：15H1-22Q1 生物医药各子板块的毛利率情况

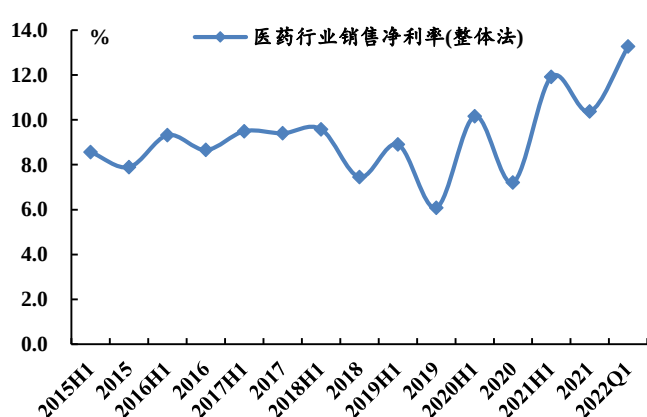


资料来源：wind，太平洋研究院整理

2021年，生物医药行业整体的净利率为10.37%，相比去年同期提高3.16pct；2022Q1，生物医药行业整体的净利率为13.27%，相比去年同期提高1.98pct

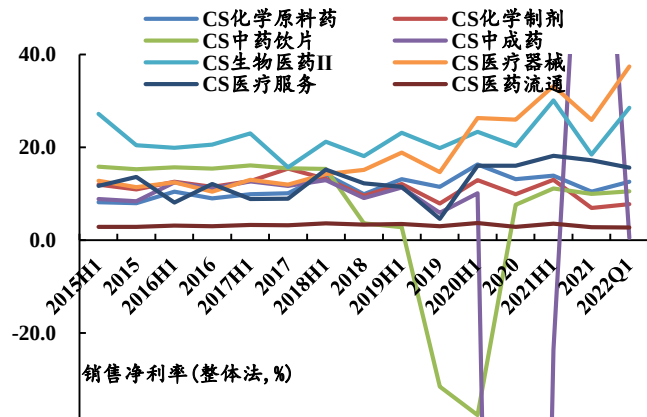
分子行业来看，2021 年，中成药、中药饮片和医疗服务的净利率水平同比提升，分别提升 523.74pct、2.35pct 和 1.15pct。化学制剂、化学原料药、生物医药、医药流通和医疗器械的净利率水平同比下降，分别下降 3.01pct、2.68pct、1.84pct、0.05pct 和 0.03pct。2022Q1，中药饮片、医疗器械和生物医药的净利率水平同比提升，分别提升 39.47pct、5.31pct 和 1.8pct。中成药、化学制剂、医疗服务、化学原料药和医药流通的净利率水平同比下降，分别下降 9.82pct、5.64pct、2.69pct、0.91pct 和 0.68pct。

图表 6：15H1-22Q1 生物医药行业的净利率情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 7：15H1-22Q1 生物医药各子板块的净利率情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

(二) 二级市场：政策压制板块行情，当前板块配置性价比高

➤ 2021 年下半年以来政策和疫情压制医药板块整体行情，中药饮片领涨

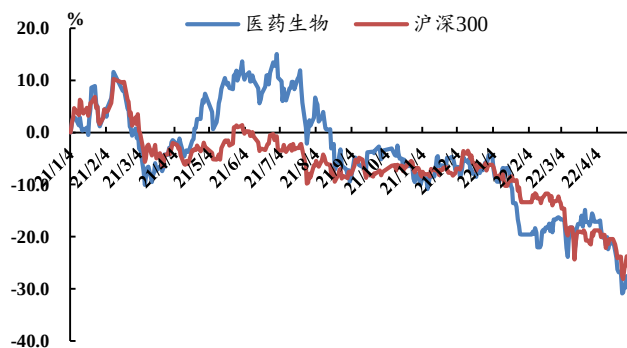
政策和疫情压制医药板块整体行情。2021 年上半年医药板块在创下新高后，下半年进入持续震荡回调，主要受带量采购政策持续深化影响，例如广东省联合 16 省药品带量采购，安徽省公立医疗机构对部分化学发光试剂进行集采，四川省联合 30 省种植牙带量集采，带量采购品种的扩围，“应采尽采”的深入贯彻；《深化医疗服务价格改革试点方案》颁布，强调公立医院公益性，规范非公立医院医疗价格。

22 年 3 月份以来疫情在全国散状爆发，各地加强了疫情防控措施，企业正常经营运转受到影响，政策的深化和疫情防控措施的不明朗扰乱了市场对于医药企业尤其是核心资产未来盈利、自由现金流的金额的预期，造成核心资产的大幅调整。

纵览 2021 年医药板块的行情表现，分为两个阶段：21 年上半年（2021/1/1-2021/6/30），中信医药指数上涨 13.06%，跑赢沪深 300 指数 12.81 个百分点，在 30 个中信一级行业中排名第 9 位。21 年下半年则受政策压制以及新能源、电子板块等其他板块抽水效应，进入震荡回调阶段。2021 年初至今（截止 2022/4/30），中信医药指数下跌 27.55%，跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点，在 30 个中信一级行业中排名靠后。

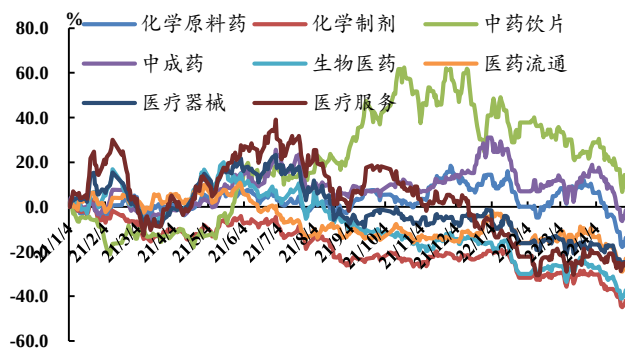
子行业均呈现震荡下行趋势，仅中药饮片与中成药实现正收益。2021 年以来，医药板块子行业均呈现震荡下行趋势。2021 年初至今（截止 2022/4/30），仅中药饮片实现正收益，上涨 12.25%，化学制剂、生物医药、医疗服务、医疗器械、医药流通、化学原料药和中成药分别下跌 41.88%、37.29%、24.81%、24.61%、23.08%、13.88%和 1.56%。

图表 8：21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 9：2021 年以来医药各个子行业震荡下行

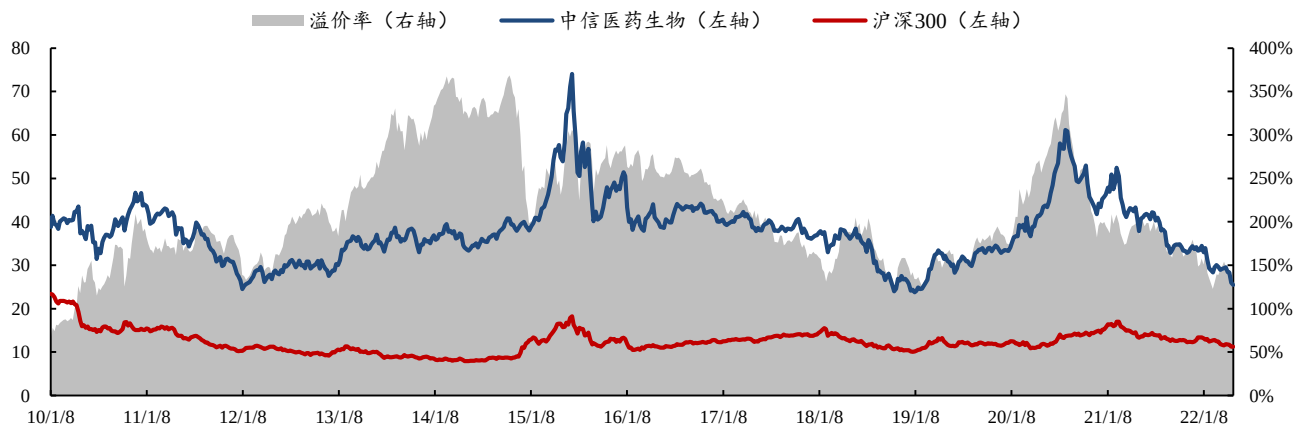


资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 估值：绝对估值和估值溢价率均处于历史底部

医药板块的绝对估值以及溢价率处于近十年历史低位。2021 年以来，在市场行情切换、医药板块白马标的回调、行业政策压制的共同推动下，医药板块估值持续下调。截至 2022 年 4 月 30 日，中信医药 PE (TTM，整体法，剔除负值) 为 25X，达到历史 2.22%分位，处于底部。沪深 300 PE (TTM，整体法，剔除负值) 为 11X，医药板块估值溢价率为 126.54%，达到历史 4.11%分位，估值溢价率显著低于历史平均值 (212.74%)。

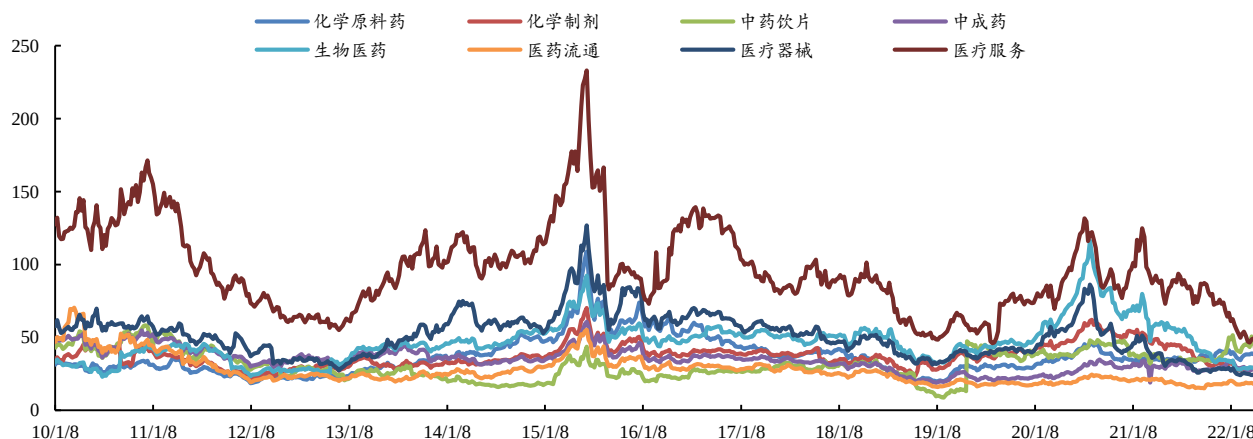
图表 10：截至 2022 年 4 月 30 日，医药板块绝对估值及溢价率处于历史底部



资料来源：wind，太平洋研究院整理

除中药饮片和化学原料药其余板块均处于历史低位，其中医疗服务和生物医药已回调至历史最低点。化学原料药 PE 为 31X，历史分位点为 35.2%，处于历史中位偏下；医疗器械、化学制剂、医药流通 PE 分别为 25X、27X 和 18X，历史分位点分别为 1.0%、6.7%和 6.2%，处于历史低位；医疗服务和生物医药 PE 分别为 45X 和 22X，已回调至历史最低点。剔除*ST 康美影响，中药板块市盈率为 35X，处于历史 63.5%分位。

图表 11：2021 年初以来，生物医药各子行业估值回调明显，估值差收敛

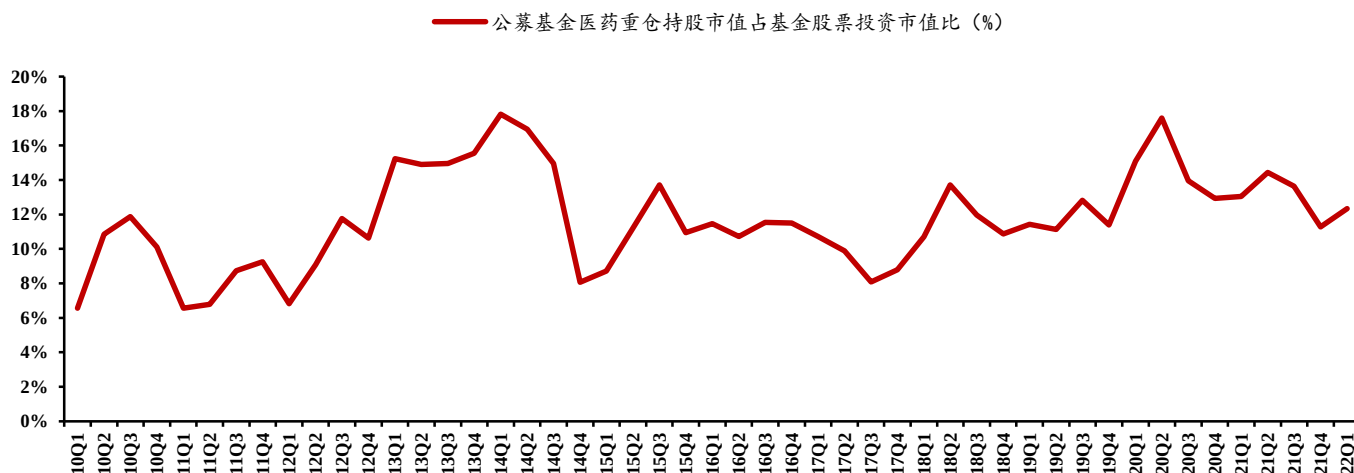


资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 基金持仓：22Q1 公募基金重仓比例为 12.34%，同比下降 0.71pct，环比 Q4 上升 1.06pct

2022 年 Q1，公募基金重仓医药行业的比例为 12.34%，同比下降 0.71pct，环比 21Q4 提升 1.06pct。目前持仓比例高于 10 年平均（12.18%），基本处于十年中枢区间。

图表 12：22Q1 以来公募基金重仓医药行业比例环比回升



资料来源：wind，太平洋研究院整理

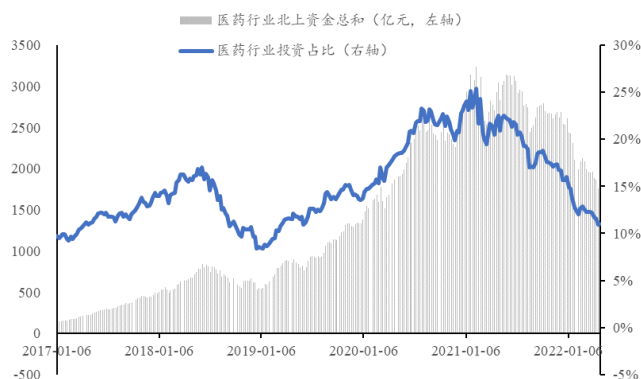
➤ 北上资金医药持仓比例波动向下，中药、医疗服务和医疗器械持仓占比持续提升

北上资金近年来提高了对医药行业的配置比例，但2021年二季度以来，北上资金医药行业投资有所下滑，目前已处于相对低位。截至2022/4/30，医药行业北上资金总

和为1780亿元，北上资金医药持仓比例为1.01%，持股比例低于同期公募重仓医药持仓比例12.18%。

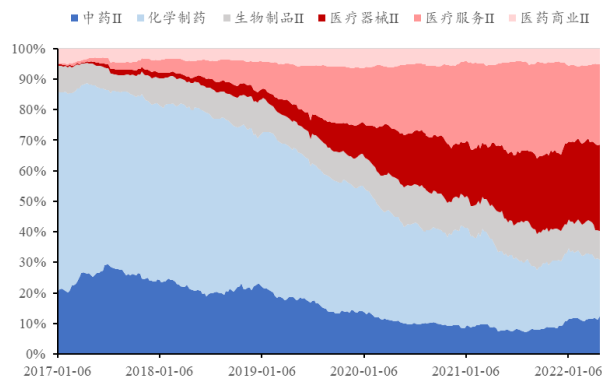
分子行业看，中药、医疗服务和医疗器械备受海外投资者青睐，持仓占比分别从 2021/1/8 的 9.38%、18.14%和 25.93%提升至 2022/4/30 的 12.59%、26.3%和 28.29%，而化学制药板块从 31.93%下滑至 18.35%。医疗服务和医疗器械持仓占比持续提升。

图表 13: 2021 年以来北上资金医药行业投资占比下降



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表 14: 中药、医疗服务和医疗器械占比持续提升



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图表 15: 2021 年以来医药行业重要政策汇总

日期	文件	发布单位	主要内容
2021/02/09	《关于加快中医特色发展若干政策措施的通知》	国务院	实施中医药发展重大工程
2021/3/12	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	加快建设分级诊疗体系、积极发展医疗联合体、推进国家集采改革、完善医保目录动态调整机制、推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式、将符合条件的互联网医疗服务纳入医保支付范围
2021/04/01	《关于长期处方管理规范（试行征求意见稿）公开征求意见的公告》	卫健委	规范长期处方管理，推动处方外流
2021/04/08	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	发改委	放开网售处方药限制
2021/5/10	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	国务院	发挥定点零售药店分布广泛、市场化程度高、服务灵活的优势，与定点医疗机构互为补充，形成供应保障合力
2021/05/24	《关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	卫健委	社会办医医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团
2021/06/04	《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》	国务院	建立国家医学中心和区域医学中心
2021/07/02	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则（征求意见稿）》	CDE	开展以临床价值为导向的抗肿瘤药物研发
2021/07/16	《关于优化医保领域便民服务的意见》	国家医保局	对社会办医疗机构不设“玻璃门”
2021/07/18	《阿莫西林等 45 个药品联盟地区集团带量采购文件	广东省医保	广东联合 13 省进行 45 个品种的联盟带量

	(征求意见稿)》	局	采购
2021/08/19	《安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告》	安徽省医保局	部分化学发光试剂进行集采
2021/08/11	《深入学习党领导卫生健康事业的历史经验,推动新时代新阶段卫生健康事业高质量发展》	卫健委	支持社会办医,加快发展健康产业
2021/08/31	《深化医疗服务价格改革试点方案》	医保局	强调公立医院公益性,规范非公立医院医疗价格
2021/10/14	《公立医院高质量发展促进行动(2021-2025年)》	卫健委	建设高水平公立医院网络、形成国家级医学中心和国家级、省级区域医疗中心为骨干,高水平市级和县级医院为支点,紧密型城市医疗集团和县域医共体为载体的高水平公立医院网络。
2021/11/22	《关于推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	卫健委	提出了以构建基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗格局为目标,以推动公立医院高质量发展为重点,推进分级诊疗和医联体建设的8项重点任务
2021/11/27	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	医保局	从22-24年统筹地区覆盖数目、医疗机构覆盖数目、病种覆盖数目、医保资金覆盖面四个指标提出具体量化要求
2021/12/30	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、国家中医药管理局	(1)及时纳入医保;(2)中药饮片25%加成不变;(3)在医疗服务价格动态调整中重点考虑中医医疗服务项目;(4)中医医疗机构可暂不实行按DRG付费
2022/1	《医疗机构设置规划指导原则(2021-2025年)》		拓展社会办医空间,社会办医区域总量和空间不作规划限制。探索社会办医和公立医院开展多种形式的协作
2022/3	《“十四五”中医药发展规划》	国务院	建设优质高效中医服务体系、提升中医药健康服务能力、建设高素质中医药人才队伍、推动中医药行业高质量发展

资料来源:政府官网,太平洋证券整理

二、各细分板块总结

(一) 化学制药：诊疗量回暖带动业绩复苏，集采政策仍有压力

➤ 观点

21 年化药企业业绩以复苏为主，20 年疫情爆发对医疗机构诊疗量影响较大，除新冠治疗相关的药物需求也被明显压制，进入 21 年疫情常态化后全国诊疗量也得以迅速恢复，各化药企业产品销售逐渐复苏，表现在业绩上多数企业 21 年销售收入增速相比 20 年有所提升。另一方面，国家带量采购工作持续深入，区域性联合带量采购如火如荼，品种也逐渐拓展至部分消费生物药及中药等，企业终端价格承压愈发增大。

从医药行业长期角度来讲，确定性的是人口老龄化带来的医疗需求的增加，但及老龄化社会劳动人口比例减少带来的医保缴费在参保人数中比重持续下降——医保收入下降的矛盾是持续存在的，因此我们判断集采影响仍将持续，我们认为集采得以成立的基础是“多家企业供应相互可替代的品种，产能理论上是可以无限供应”。企业得以维持住产品价格和利润空间基础是竞争格局，动态的优良竞争格局则在于持续开发产品和产品迭代的能力，而目前国内随着 BigPharma 与 Biotech 发力，部分潜力靶点竞争已趋于白热化，创新药研发进入“下半场”。

目前站在“下半场”的局面下，基于应对竞争以及未来尽可能规避纳入集采的考虑，在资金、临床转化效率等基础竞争力需具备外，企业还需要 1) 精选在研管线，研发合理投入，大大提升适应症与临床方案设计能力；2) 国际化发展，提升国际化临床和药监沟通能力，这仍是我国创新药企业走向世界的必经之路。基于此我们建议关注 A 股恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、港股百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等企业。

➤ 成长性分析

2021 年国内疫情局面相对稳定，医疗机构诊疗量得以恢复，化学制剂医院端销售回暖，在 20 年低基数情况下全年营收增速有所提升，考虑到多数企业重点产品处于集采后的价格切换时期，整体业绩表现良好。2022 年一季度面临集采降价与研发投入不断增多的双重压力，恒瑞医药等企业增速也有所回落。

就我们所选的重点公司进行分析，2021 年营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 10%、22%（剔除信立泰异常值）、-5%，均值上利润端恢复情况好于收入端，主要是部分企业 20 年利润端存在减值等影响，细分来看，多数企业 21 年利润端增速慢于收入。2022 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利

润和经营性现金流同比增速平均值分别为 6%、9%、-50%，多数企业利润端增速与收入端基本匹配。

1) 恒瑞医药：2021 年收入 259.06 亿元（-6.59%）、归母净利润 45.30 亿元（-28.41%）；2022Q1 收入 54.79 亿元（-20.93%）、归母净利润 11.80 亿元（-19.80%）。PD-1 等大品种集采降价使得利润增长承压，研发投入持续稳健增长，新药管线稳步推进。

2) 复星医药：2021 年收入 390.05 亿元（+28.70%）、归母净利润 47.35 亿（+29.28%）；2022Q1 收入 103.82 亿元（+28.87%）、归母净利润 4.62 亿元（-45.41%）。制药+器械诊断+医疗服务三大板块齐头并进，新冠疫苗与生物类似药贡献增量，22Q1 非经常性损益影响归母净利润。

3) 贝达药业：2021 年收入 22.46 亿元（+20.08%）、归母净利润 3.83 亿元（-36.83%）；2022Q1 收入 5.85 亿元（-5.47%）、归母净利润 0.84 亿元（-43.36%）。术后辅助适应症纳入医保+取消赠药减少集采降价影响，ALK 抑制剂快速爬坡，股权激励费用摊销影响 22Q1 利润增速。

4) 丽珠集团：2021 年收入 120.64 亿元（+14.67%）、归母净利润 17.76 亿元（+3.54%）；2022Q1 收入 234.79 亿元（+3.86%）、归母净利润 5.53 亿元（+6.47%）。艾普拉唑降价但适应人群扩大仍持续放量，亮丙瑞林保持快速增长，诊断试剂受 20 年新冠检测高基数影响。

图表 16：化学制剂板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营业收入同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E			20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
恒瑞医药	0.7	0.8	0.9	42	37	32	13%	5	19	-7	-21	20	-30	-20	-10	23	-26
复星医药	1.8	2.1	2.5	23	20	17	12%	3	6	29	29	22	21	22	-20	53	17
贝达药业	0.9	1.2	1.7	47	35	25	10%	4	20	20	-5	60	4	-47	16	-18	-62
康弘药业	0.5			29					1	9	-2	-151	192	28	-66	81	48
丽珠集团	1.9	2.2	2.6	18	15	13	14%	2	12	15	4	20	14	16	22	-12	38
健康元	0.7	0.8	1.0	16	14	11	12%	2	13	18	12	17	27	36	31	-15	76
科伦药业	0.8	0.9	1.1	22	19	16	9%	2	-7	5	8	-20	65	71	0	28	146
华东医药	1.3	1.8	2.1	26	19	16	16%	3	-5	3	0	-6	-10	0	70	-7	-186
人福医药	0.9	1.2	1.5	18	13	11	13%	2	-7	0	10	42	41	21	-2	2	35
信立泰	0.5	0.6	0.7	48	39	32	7%	3	-39	12	22	-99	7,238	23	-9	-14	38
海思科	0.3	0.3	0.5	46	45	28	11%	5	-15	-17	-23	-43	-76	-67	-73	-83	-887
普利制药	1.0	1.4	1.8	28	19	14	20%	4	25	27	35	34	7	26	54	-53	97
恩华药业	0.8	1.0	1.2	16	13	11	17%	2	-19	17	10	18	10	13	308	-44	10
平均值				29	24	19	13%	3	0	10	6	-7	577	9	25	-5	-50

资料来源：wind，太平洋研究院整理

► 盈利能力分析

2021 年化学制剂板块重点公司的平均销售毛利率为 66.4%，同比下降 0.71pct，多数企业毛利率整体稳定，期间费用率下降 1.30pct，对应净利率也大体持平；费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比提高 -0.25pct、-0.27pct、-0.48pct、-0.31pct 至 29.84%、8.00%、13.27%、0.47%，实际上头部企业研发费用率持续上升，相关研发投入增多。

从 2021 年一季度情况来看，化学制剂重点公司毛利率大体维持稳定，期间费用率和净利率有所波动，预计主要是季节效应影响。

图表 17：化学制剂板块重点公司 2021H1&2021Q2 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2
恒瑞医药	87.9	86.8	86.8	60.1	62.4	64.5	23.5	20.0	18.3
复星医药	55.7	52.2	51.8	47.8	45.2	45.9	13.6	16.2	20.0
贝达药业	92.9	92.7	91.6	73.3	71.8	77.4	14.8	18.4	12.3
康弘药业	90.6	90.5	90.4	64.7	68.7	73.5	24.0	22.1	19.0
丽珠集团	66.0	65.9	65.3	37.8	45.2	45.2	26.1	18.9	20.2
健康元	64.8	65.0	64.9	38.3	44.4	45.1	24.5	18.7	19.2
科伦药业	53.9	56.1	57.3	50.4	49.8	48.5	2.9	5.4	7.1
华东医药	36.2	32.5	30.2	25.0	23.1	21.8	10.7	7.8	6.9
人福医药	41.5	44.7	44.1	32.1	33.2	32.0	6.8	9.0	9.4
信立泰	67.6	73.1	74.5	53.5	50.2	55.1	12.5	16.8	13.1
普利制药	81.9	77.7	74.9	40.0	39.9	42.2	39.5	36.1	29.7
恩华药业	75.7	75.8	73.8	46.0	47.3	40.6	23.8	22.0	25.4
平均值	67.9	67.7	67.1	47.4	48.4	49.3	18.6	17.6	16.7

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(二) 生物制药：新冠疫苗业绩兑现，高壁垒血制品具备长期投资价值

► 观点

1、疫苗：国内新冠疫苗全程接种率超过 88%，新冠疫苗销售收入达到峰值，疫情稳定下常规疫苗陆续恢复接种，多数疫苗生产企业业绩表现优异，丰厚利润对在研项

目的推进以及新技术的引入布局均有极大促进作用；变异株导致的复杂疫情防控催生国产 mRNA 疫苗研发热潮，国内借新冠 mRNA 疫苗有望实现新技术突围，进而迎来新技术应用的产品线更新；长期来看消费升级+新冠提高疫苗的认知+国产重磅品种推出，重磅疫苗品种（例如 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗和带状疱疹疫苗）国内渗透率提升有望超预期。更好疫苗技术平台有望实现弯道超车，有望实现对目前存有未满足需求疫苗的进一步升级换代。建议关注万泰生物、康泰生物、智飞生物、康希诺生物和百克生物。

2、血制品：21 年国内采浆恢复性增长，国外疫情反复继续影响采浆，短期供给紧张平衡状态有望持续。长期看需求端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；供给端行业集采风险小，血制品企业核心竞争力在于血浆资源拓展能力，龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成长性进一步打开。建议关注：天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）、博雅生物和派林生物。

3、类消费生物药：受各地集采等政策以及大单品担忧情绪影响，类消费板块深度回调，短期来看在国家集采全面铺开的局面下，仍需重点关注品种的竞争格局和进入壁垒，动态的优良竞争格局则在于持续开发产品和产品迭代的能力。建议以消费升级为主线，精选医保免疫细分领域，关注企业产品中短期竞争格局和销售体系建立壁垒。建议关注：我武生物。

➤ 成长性分析

就我们所选生物制品板块的重点公司进行分析，2021 年营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 31%、44%、92%，拆分来看疫苗板块一方面智飞生物、康泰生物等新冠疫苗接种量提升贡献业绩，另一方面 20 年疫情影响部分自费苗接种需求释放，21 年随着疫情局面相对稳定，终端需求旺盛的重点品种如 HPV 疫苗和 PCV13 疫苗等进一步快速放量节奏；另一方面 21 年新冠疫苗的大规模接种对部分疫苗如流感疫苗存在影响。血制品行业 21 年处于采浆恢复和疫情后的库存消化阶段，板块整体业绩表现相对稳健。类消费生物药板块后疫情时代新患恢复情况良好，尽管区域性疫情对销售活动仍有影响，但得益于终端需求释放逐渐向疫情前水准恢复，低基数效应下 21 年实现同比快速增长。

2022 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 41%、184%、-128%，新冠疫苗贡献营收，各疫苗企业核心品种如 HPV 疫苗、四联苗持续放量；类消费生物药企业新患拓展表现优异，一季度景气度持续恢复。

1) 天坛生物: 2021 年收入 41.12 亿元(+19.35%)，归母净利润 7.60 亿元(+18.94%)；2022Q1 收入 7.04 亿元 (-16.80%)，归母净利润 1.25 亿元 (-17.50%)。产品销量稳健增长，采浆稳定恢复，浆站拓展工作加速推进。

2) 华兰生物: 2021 年收入 44.36 亿元(-11.69%)，归母净利润 12.99 亿元(-19.48%)；2022Q1 收入 6.41 亿元 (+2.77%)，归母净利润 2.34 亿元 (-8.40%)。血制品业务表现稳定，新冠疫苗接种影响流感疫苗销售。

3) 智飞生物: 2021 年收入 306.52 亿元 (+101.79%)、归母净利润 102.09 亿元 (+209.23%)；2022Q1 收入 88.41 亿元(+125.16%)、归母净利润 19.23 亿元(+104.95%)。9 价 HPV 疫苗维持快速增长，新冠疫苗助力自产产品实现高速增长。

4) 万泰生物: 2021 年收入 57.50 亿元(+144.25%)、归母净利润 20.21 亿元(198.59%)；2022Q1 收入 31.71 亿元 (+284.85%)、归母净利润 13.31 亿元 (+360.18%)。2 价 HPV 继续保持产销两旺，境外检测需求大幅增加，新冠原料销售和境外检测试剂出口收入实现快速增长。

5) 长春高新: 2021 年收入 107.47 亿元 (+25.30%)、归母净利润 37.57 亿元 (+23.33%)；2022Q1 收入 29.75 亿元 (+30.40%)、归母净利润 11.38 亿元 (+30.16%)。金赛药业收入增速表现良好，研发投入对净利率略有影响，百克生物鼻喷流感疫苗接种受新冠疫苗接种影响。

6) 我武生物: 2021 年收入 8.08 亿元(+26.95%)、归母净利润为 3.38 亿元(+21.38%)；2022Q1 收入 1.98 亿元 (+20.00%)、归母净利润为 0.92 亿元 (+30.21%)。四季度收入利润增速环比显著恢复，新患入组预计稳定增加，新品黄花蒿粉滴剂市场准入工作进展顺利。

图表 18：生物制品板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营业收入同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E			20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
智飞生物	6.4	4.6	5.7	15	20	17	32%	6	43	102	125	39	206	101	156	143	-2,814
康泰生物	1.8	2.3	3.1	36	29	21	15%	4	16	62	215	17	92	2,764	-13	276	66
万泰生物	2.3	4.6	6.2	70	35	26	51%	17	99	144	285	274	215	368	72	259	484
康华生物	9.2	9.6	14.5	13	12	8	25%	3	87	24	12	119	38	25	102	-65	-76
沃森生物	0.3	0.9	1.2	200	63	43	14%	9	162	18	51	485	-17	30	84	518	107
欧林生物	0.3	0.5	0.8	63	37	21	22%	8	79	52	-16	175	254	-135	150	89	-110
百克生物	0.6	1.2	1.7	67	34	24	12%	4	48	-17	-44	91	-42	-69	-10	-33	-3
金迪克	0.9	3.9	5.1	40	10	7	19%	2	777	-33	-59	902	-59	-3	303	-5	116
天坛生物	0.6	0.6	0.8	36	31	26	10%	3	5	19	-17	2	21	-23	9	40	-23
华兰生物	0.7	0.9	1.1	23	18	15	17%	3	36	-12	3	29	-19	-10	-3	8	-79
派林生物	0.5	0.9	1.1	33	20	16	28%	6	15	88	76	13	61	104	2	110	188
博雅生物	0.7	1.0	1.2	41	29	24	7%	2	-9	5	5	-39	18	10	728	87	-86
卫光生物	0.9	0.8	0.9	26	30	26	12%	4	10	0	-1	13	7	-6	64	-19	-126
长春高新	9.3	12.4	15.5	17	13	10	25%	3	16	25	30	66	27	29	-43	200	-2
安科生物	0.1	0.4	0.5	67	21	16	20%	4	-1	27	10	202	-50	34	57	27	97
我武生物	0.6	0.8	1.0	63	51	40	20%	10	0	27	20	-11	21	28	10	41	-44
通化东宝	0.7	0.8	0.8	16	13	13	21%	3	4	13	8	18	16	16	3	-5	-5
甘李药业	2.6	3.0	3.5	16	14	12	14%	2	16	7	26	9	12	48	7	-13	11
平均值				47	27	20	20%	5	78	31	41	134	44	184	93	92	-128

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年生物制品板块重点公司的销售毛利率 75.1%，同比略降 0.38pct，期间费用率下降 2.51pct，净利率同比上升 1.04pct 至 29.4%，重点疫苗企业得益于销售收入的快速扩张，费用端规模效应明显，净利率显著提升；血制品企业 21 年毛利率和期间费用率同比均略有下滑；类消费生物药企业毛利率保持稳中有升态势，期间费用率则大体维持稳定。费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比提高-3.39pct、0.17pct、1.34pct、-0.63pct 至 25.92%、7.25%、8.02%、-0.97%，销售费用率降低主要是收入规模的扩大，研发费用率则由于在研项目持续推进。

2022 年一季度，生物制品板块重点公司毛利率保持稳定，期间费用率有所提升，主要是管理费用率和研发费用率增多，销售费用率在疫情稳定情况下同样略有提升，整体净利率相比 21 年也有所下降。

图表 19：生物制品板块重点公司 2021& 2022Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
智飞生物	39.0	49.0	33.7	12.1	8.8	6.8	21.7	33.3	21.7
康泰生物	90.0	73.0	86.0	57.2	30.8	49.9	30.0	34.6	31.4
万泰生物	81.2	85.8	89.7	48.1	44.5	35.8	29.0	36.2	43.7
康华生物	93.9	93.5	94.2	47.3	43.0	38.8	39.3	64.2	50.7
沃森生物	86.4	88.6	88.4	50.9	63.9	66.6	41.2	17.4	10.2
欧林生物	95.1	93.9	94.6	83.4	72.4	109.0	11.3	22.2	-12.7
百克生物	88.3	88.3	89.2	55.1	58.8	77.5	29.0	20.3	12.6
金迪克	87.5	85.4	89.3	50.1	53.2	155.7	26.3	21.0	-21.2
天坛生物	49.7	47.5	48.3	17.3	16.3	20.6	27.4	26.0	24.9
华兰生物	72.7	68.7	60.5	30.5	29.1	20.4	36.7	32.8	36.5
派林生物	48.8	46.1	45.6	27.5	20.7	21.7	17.4	19.9	21.2
博雅生物	58.1	57.0	54.6	45.3	38.1	32.9	11.0	13.5	16.3
卫光生物	37.2	40.9	42.9	13.2	14.3	21.5	21.0	22.6	18.3
长春高新	86.7	87.6	92.3	40.5	41.8	45.0	38.6	36.3	38.5
安科生物	78.8	80.1	80.5	53.6	50.9	43.6	20.4	9.4	33.2
我武生物	95.5	95.7	95.9	47.4	49.5	50.2	42.4	40.4	45.0
通化东宝	79.7	82.4	83.0	41.6	43.3	32.0	32.2	40.0	93.7
甘李药业	90.9	89.0	91.3	48.2	44.3	62.9	36.6	40.2	16.4
平均值	75.5	75.1	75.6	42.7	40.2	49.5	28.4	29.4	26.7

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(三) 生命科学服务：国产化替代进程持续，规模效应快速展现

➤ 观点

我国生物医药产业发展具备后发优势，在可借鉴欧美地区先行探索经验+国内新政策日益完备的背景下，国内医药产业链在近五年驶入发展快车道，下游高景气度带动上游相关技术、人才引进，国内生命科学服务赛道领域迎来供需的双重繁荣。常态下生物医药产业上下游供应合作关系相对稳定，国内市场常年由外资品牌主导，而随着疫情对海外上游供应链产生较大冲击、错综复杂的国际形势也考验着生物制药产业链关键环节的自主可控程度，国产品牌迎来替代进口、加速发展的历史机遇

得益于全球生物制药下游研发及生产持续高景气度，各环节对应订单同样维持快速增长；国内市场则由于后发优势其增速显著快于全球。国产供应商在产品性能方面正迅速追赶进口品牌，且在价格、供货周期、定制化服务等方面具备较大优势，近年来下游客户逐步加大对国产试剂的采购，国产市场份额也得以迅速提升，对应业绩均实现飞速增长。中长期看，国内企业有望持续追赶海外龙头，具备国产替代乃至参与

全球竞争的广阔市场空间。

为迎接快速增多的订单，目前各上游企业 IPO 募资扩产积极性高企，行业整体景气度持续向上。建议关注：键凯科技、纳微科技、义翘神州、百普赛斯和诺唯赞。

➤ 成长性分析

就我们所选生命科学服务板块的重点公司进行分析，2021 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 45%、42%、-2%，在 20 年存在体量较大的新冠相关产品收入的基础上仍实现快速增长，常规业务订单量充沛，呈现加速增长趋势，主要是 20 年疫情期间相关产品发货不畅存在低基数情况；利润端由于新冠产品净利率相对高，对增速影响较大，常规业务得益于收入规模逐渐扩大，费用投入趋于稳定，净利率保持健康向上趋势。2022 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 37%、27%、-134%，部分企业常规产品发货受上海等地区疫情影响，增速略有放缓，整体行业仍可维持快速增长。

图表 20：生命科学服务板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E			20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
阿拉丁	0.9	1.2	1.7	71	51	38	13%	6	12	23	47	9	23	48	45	-82	-743
泰坦科技	1.9	2.7	3.8	69	49	35	12%	6	21	56	42	32	36	33	-334	-75	-72
键凯科技	2.9	4.1	5.4	55	39	30	20%	8	39	88	44	52	90	23	53	51	626
皓元医药	2.6	3.7	5.5	54	37	25	15%	5	55	53	33	75	49	10	105	-50	-107
纳微科技	0.5	0.7	1.1	155	100	66	23%	22	58	118	112	249	172	177	243	118	-97
义翘神州	5.6	4.0	3.9	20	28	28	7%	2	783	-40	-61	2,470	-47	-71	2,515	-41	-71
百普赛斯	2.2	3.1	4.4	63	43	31	9%	4	138	56	28	390	41	34	373	43	130
优宁维	1.3	1.7	2.2	41	31	24	6%	2	8	31	2	34	42	0	857	-36	-68
诺唯赞	1.7	2.3	2.5	43	31	29	18%	6	483	19	80	4,182	-21	26	5,186	-23	-69
南模生物	0.8	1.1	1.5	66	46	34	4%	2	27	40	34	164	60	-16	70	89	-803
药康生物	0.3	0.4	0.6	61	44	31	18%	8	36	50	51	97	17	37	99	-13	-201
平均值				63	45	34	13%	6	151	45	37	705	42	27	838	-2	-134

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年生命科学服务板块重点公司的平均销售毛利率为 66.8%，同比下降 0.72pct，主要是受新冠相关产品收入波动影响；期间费用率同比提升 0.84pct，主要是疫情稳定后销售费用支出的恢复以及研发费用的快速增加，净利率同比提升 2.07pct，各企业表现各异。费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平

均值分别同比提高 1.33pct、1.06pct、0.70pct、-0.77pct 至 10.24%、10.49%、10.68%、-0.34%，为把握国产替代良机，各企业在疫情稳定后加大销售投入、扩建销售队伍，对应销售费用率也有所提升，此外研发项目持续推进，支出也快速增长。

从 2022 年一季度情况来看，生命科学服务重点公司毛利率大体维持稳定，期间费用率进一步提升，对应净利率相比 21 年也略有下降。

图表 21：生命科学服务板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
阿拉丁	60.8	62.3	62.1	25.6	27.5	25.0	31.8	31.1	33.7
泰坦科技	21.3	21.2	20.1	12.9	13.4	16.2	7.4	6.6	3.5
键凯科技	86.0	85.2	86.4	30.0	31.6	35.3	45.9	50.1	51.9
皓元医药	56.7	54.1	57.5	29.7	30.3	30.4	20.2	19.7	20.6
纳微科技	83.4	83.9	83.7	44.8	39.3	35.7	35.6	42.0	43.9
义翘神州	96.9	94.0	89.8	12.6	18.4	25.9	70.6	74.6	65.0
百普赛斯	91.9	92.6	95.5	36.3	45.0	47.7	47.0	45.1	46.8
优宁维	22.8	23.2	22.5	11.4	11.0	10.5	9.0	9.8	9.0
诺唯赞	91.5	81.2	74.8	26.2	39.2	21.6	52.5	36.3	44.2
南模生物	60.3	60.9	49.9	37.8	38.3	34.2	22.7	22.1	19.1
药康生物	72.0	74.3	76.7	49.0	47.6	48.9	29.2	31.7	26.1
平均值	67.5	66.8	66.6	25.9	26.8	28.1	35.2	37.3	36.4

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(四) 医疗服务：业绩恢复良好，短期政策扰动不改长期趋势，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中度提升

➤ 观点

1) 2021 年以来以《深化医疗服务价格改革试点方案》为标志的一系列医疗服务政策进一步明确了公立医院的公益性，同时也提出了规范非公立医院医疗价格，加上国家对教培行业的强监管，市场对民营医院的价格体系稳定性和定位产生了担忧。但我们认为，国内医疗服务行业仍处于严重供不应求的状态，在公立医院转向高质量发展、数量受到严格控制的政策环境下，民营医院的供给力量不可或缺，未来将持续扮演重要角色。而从国家近年来有关民营医疗机构的政策表述中可以看出，政策对于民营医院的态度是一以贯之的支持，并且开始从“十三五”的框架性支持转为“十四五”的细则性支持，长期来看民营医院将充分受益于国家政策导向。

2) 由于去年同期疫情带来的低基数效应，2021 上半年医疗服务企业业绩均实现大幅增长，但 2021 年下半年，以及 2022 年一季度，由于多地散发疫情的影响，部分医疗服务企业因客流受影响导致业绩增速放缓。但我们认为在人口老龄化和人均可支配收入持续提升的大背景下，医疗服务行业具有良好的成长性和业绩确定性，短期的疫情扰动不改行业长期向好的发展趋势。集中程度提升和渗透率提升是医疗服务领域两大主题，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。

龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强，继续关注爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖和固生堂。

➤ 成长性分析

就我们所选医疗服务板块的重点公司进行分析，2021 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 24%、8%（固生堂增速为 -265%，剔除后平均增速为 62%）、40%，整体实现强劲增长，主要系 2020 年因疫情医疗服务企业客流受限，业绩存在低基数效应；利润端平均增速快于收入端（剔除固生堂后），主要是随着公司客流恢复毛利率得到快速修复，同时随着收入增长规模效应也逐步得到体现。2022 年 Q1 重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 8%、8%、10%，增速放缓主要系一季度疫情反复影响客流。

1) 爱尔眼科：2021 年营收同比 +25.93%，归母净利润 +34.78%，门诊量 +35.07%，手术量 +17.64%。高端业务和品牌效应带动屈光、白内障、视光业务快速增长，“1+8+N”医疗网络持续推进，分级连锁优势凸显。2022Q1 营收同比 +18.72%，归母净利润 +26.15%。业绩增长受疫情影响有所放缓，盈利能力持续增强。

2) 通策医疗：2021 年营收同比 +33.19%，归母净利润 +42.67%，合计诊疗人次 +27.73%，牙椅数 +13.09%，口腔医疗营业面积 +25%，各项业务增长稳健，“总院+分院”模式持续扩张。2021Q1 营收同比 +3.74%，归母净利润同比 +1.25%，业绩增长承压，主要系疫情反复和人员提前储备影响。

3) 锦欣生殖：2021 年营收同比 +27.32%，归母净利润 +35.8%，经调整净利润 +22.3%，取卵周期数 +19.6%。成都西囡医院 VIP 业务渗透率持续提升，深圳分院业绩增长强劲，

各地区并购整合效果凸显，公司业务版图有效扩张。

4) 海吉亚医疗：2021年营收同比+65.29%，归母净利润+159.55%，诊疗人次+124.13%，单床产出+24.1%。肿瘤业务快速增长，费用率持续优化，并购整合效果突出，业务版图和产能持续扩张。

5) 固生堂：2021年营收同比+48.3%，净亏损为5.07亿元，同比扩大98.5%，经调整净利润1.57亿元，同比+85%。公司线上线下业务协同效应持续兑现，医师资源进一步丰富，业务网络扩张节奏有望加速。

图表 22：医疗服务板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E			20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	20Q1
爱尔眼科	0.43	1	1	0.43	1	1	105	64	49	21%	13.83	19	26	19	49	31	22
通策医疗	2.19	3	3	2.19	3	3	89	49	38	24%	11.36	8	24	4	4	42	1
锦欣生殖	0.14	0	0	0.14	0	0	62	25	19	6%	1.39	-13	92	/	-50	21	/
海吉亚	0.72	1	1	0.72	1	1	69	40	29	12%	4.58	29	0	/	389	106	/
美年健康	0.02	0	0	0.02	0	0	37	45	37	5%	2.31	-8	3	1	31	112	-14
固生堂	-2.20	1	1	-2.2	1	1	-18	38	26	15%	3.99	3	0	/	-12	-265	/
平均值							57	43	33	14%	6	6	24	8	68	8	3

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年医疗服务板块重点公司的平均销售毛利率为 42.9%，同比上升 0.05pct，期间费用率上升 1pct，净利率同比下降 0.9pct，费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、财务费用率的平均值分别同比提高 0.3pct、1.3pct、-0.6pct 至 11.3%、13.3%、1.6%，主要系固生堂因上市产生大量一次性开支，若剔除固生堂，其余医疗服务企业费用率整体呈现稳中有降的趋势，盈利能力有所增强。

2022Q1 受疫情反复影响，医疗服务板块重点公司整体毛利率略有下滑，期间费用率略有上升，整体净利率略有下滑。

图表 23：医疗服务板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1
爱尔眼科	51.0	51.9	47.0	23.1	24.9	24.7	15.8	16.5	16.6
通策医疗	45.2	46.1	46.8	14.5	13.1	13.4	26.1	28.3	29.1
锦欣生殖	39.7	42.0	/	22.9	22.2	/	18.0	19.1	/
海吉亚	34.2	32.7	/	15.3	11.8	/	12.6	19.5	/
固生堂	47.3	45.2	/	39.2	50.2	/	-27.6	-36.9	/
美年健康	37.1	39.4	13.0	36.0	35.0	50.0	8.3	1.8	-34.6
平均值	42.4	42.9	35.6	25.2	26.2	29.4	8.9	8.0	3.7

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(五) 医疗器械：重点关注高端制造、国际市场、自主可控三大主线

➤ 观点

伴随着中国企业不断实现关键技术的突破，国产医疗器械品牌进入攻坚期，甚至部分企业具备和外资巨头一竞高下的实力。我们认为，高端医疗器械的产业化及应用、甚至通过国际化布局打开成长空间，为较长的一段时间内医疗器械市场的主要发展逻辑。

从投资角度来看，可从关注以下主线：

1、医疗设备：

根据 2021 年 5 月 14 日国家财政部及工信部联合发布的《政府采购进口产品审核指导标准》(2021 年版)的通知，明确规定了政府机构（事业单位）采购国产医疗器械及仪器的比例要求；并结合各省市陆续出台的文件，鼓励国产产品进入并充分参与市场竞争的信号十分明确。建议关注技术水平与外资差距较大、国产在快速追赶的板块，例如内窥镜、MRI、CT 等，相关企业包括迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光、开立医疗等。

此外，在社会老龄化的趋势下，家用医疗器械的前景更为开阔，相关企业包括鱼跃医疗、可孚医疗等。

2、医疗耗材：

虽然近期部分地区针对某些品种的医疗耗材进行带量采购，但是我们认为这正是国内企业自我革新、创新升级、替代进口的推动力。此外，凭借中国的工程师红利、

优异的制造水平，走出国门成为国内企业的又一发展路径，例如南微医学、拱东医疗、昌红科技、洁特生物等优秀企业，已经迈入世界级市场、迎接更大的机遇与挑战。

3、体外诊断：

2021 年，安徽发光试剂带量，南京医保局约谈整体降价，大连医保局主导联会议价、各省开展阳光采购，体外诊断市场面临多样化的政策探索扩面。对此我们建议关注三个方向：

(1) 上游原材料：国内企业逐步重视原料关键技术的研发，以及供应链本地化越来越受到国内科研机构及企业的重视，我国体外诊断试剂关键原材料有望逐步实现自主可控，相关标的包括诺唯赞、菲鹏生物（未上市）等。

(2) 检测试剂：持续关注技术水平差距缩小、进口替代空间较大的细分领域，例如测序、质谱、分子诊断、化学发光等，相关企业包括新产业、安图生物、凯普生物、艾德生物、华大智造（未上市）等。

(3) 独立医学实验室：新冠检测常态化，第三方实验室方兴未艾；同时医保控费的背景下，检验外包渗透率的提升有望加速，相关标的包括金域医学、迪安诊断等。

➤ 成长性分析

就我们所选医疗器械板块的重点公司进行分析，2021 年营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 33%、65%、19%，主要是因为大部分地区的疫情得到控制，医疗机构诊疗活动有节奏地恢复，相关采购逐渐回暖。拆分来看，体外诊断的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 42%、98%、30%，高于平均水平，主要是因为新冠检测常态化使得新冠检测试剂仍存在较大的市场需求。

2022 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 41%、60%、238%，其中体外诊断的平均值仍高于整体水平，我们预计主要与多地疫情反复有关。

图表 24：医疗器械板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营业收入同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)				
	21	22E	23E	21	22E	23E			22E	22E	20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
医疗设备																			
迈瑞医疗	6.6	8.1	9.8	47	39	32	29%	11	27	20	20	42	20	22	88	1	-22		
鱼跃医疗	1.5	1.6	1.9	16	15	13	16%	2	45	3	10	130	-19	-11	361	-58	139		
东富龙	1.3	1.6	2.0	27	21	17	20%	4	20	55	73	360	92	96	150	23	-170		

开立医疗	0.6	0.7	0.9	44	37	29	13%	5	-7	24	32	-223	286	76	42	12	5,743
楚天科技	1.0	1.2	1.5	16	13	10	16%	2	14	47	20	614	290	27	166	73	-376
三诺生物	0.2	0.6	0.7	78	27	22	11%	3	13	17	23	-22	-45	57	-3	-5	-18
可孚医疗	2.7	3.5	4.4	17	13	10	10%	1	62	-4	-7	280	-10	0	764	-52	-4,480
新华医疗	1.4	1.5	1.8	13	11	9	11%	1	4	4	-16	765	97	21	74	28	-207
海泰新光	1.4	2.0	2.6	57	39	29	19%	7	9	13	39	23	12	34	37	-9	-25
翔宇医疗	1.3	1.4	1.7	23	21	17	10%	2	16	6	-16	52	-2	-83	39	-23	-564
伟思医疗	2.6	3.4	4.4	19	15	11	13%	2	19	14	-33	36	17	-65	-15	30	-165
祥生医疗	1.4	1.7	2.0	22	18	15	10%	-	-10	19	23	-7	-14	11	3	-52	-381
医疗耗材																	
健帆生物	1.5	2.0	2.7	28	21	15	35%	7	36	37	20	61	35	18	64	30	-45
欧普康视	0.7	0.9	1.1	57	43	33	26%	11	35	49	29	49	23	29	38	65	1
乐普医疗	1.0	1.1	1.3	18	15	13	16%	2	3	33	-7	14	31	-20	5	47	-65
爱博医疗	1.6	2.3	3.3	114	79	56	13%	10	40	59	56	41	67	65	144	78	34
大博医疗	1.6	2.1	2.7	21	16	13	27%	4	26	26	15	31	11	-22	28	21	-310
昊海生科	2.0	3.0	3.7	39	26	21	8%	2	-17	33	24	-42	59	-36	-25	31	-71
南微医学	2.4	3.3	4.5	40	30	22	14%	4	1	47	12	-23	30	-32	-8	-25	-141
山东药玻	1.0	1.3	1.6	21	16	13	15%	2	15	13	13	23	3	1	-6	33	37
拱东医疗	2.8	3.6	4.6	38	30	23	23%	7	50	44	33	95	38	33	98	54	-30
心脉医疗	4.4	5.9	8.0	36	27	20	23%	6	41	46	31	57	51	20	52	38	34
惠泰医疗	3.1	4.5	6.3	54	38	27	15%	5	19	73	65	21	71	51	170	22	60
昌红科技	0.2	0.5	0.8	71	31	19	20%	6	56	1	7	192	-42	-8	93	-58	10
康德莱	0.7	0.9	1.1	24	18	14	15%	3	46	17	29	19	39	40	57	1	106
正海生物	1.4	1.7	2.3	39	31	24	22%	7	5	36	15	6	46	28	14	40	73
采纳股份	1.4	2.1	3.2	41	26	18	30%	8	179	-12	39	87	122	0	195	-6	-102
洁特生物	1.7	2.4	3.1	29	21	16	20%	4	104	70	9	98	58	-16	207	18	1,795
体外诊断																	
新产业	1.2	1.7	2.3	32	23	18	20%	5	31	16	40	19	3	98	17	-21	52
安图生物	1.7	2.2	2.8	28	21	17	15%	3	11	26	26	-8	41	37	18	47	-30
华大基因	3.5	2.5	2.7	18	25	23	10%	3	200	-19	-9	825	-34	-44	1,507	-31	-610
东方生物	41.0	66.5	43.2	4	3	4	60%	2	789	211	112	2,082	196	76	3,202	191	39
万孚生物	1.4	3.5	2.9	31	12	15	33%	4	36	20	277	59	-7	535	243	-37	-1,857
圣湘生物	5.6	6.0	5.6	7	7	7	29%	2	1,204	-5	24	6,786	-17	5	11,693	-29	79
亚辉龙	0.5	1.9	1.5	66	17	22	37%	6	14	18	482	95	-3	1,366	313	-8	10,665
迈克生物	1.6	1.8	2.1	12	11	9	20%	2	15	7	-14	50	22	-35	138	48	39
艾德生物	1.1	1.4	1.8	42	32	25	19%	6	26	26	19	26	47	26	46	-24	-55
凯普生物	1.9	2.5	2.3	11	9	10	24%	2	86	97	148	161	138	202	176	103	339
九强生物	0.7	0.9	1.2	21	15	12	17%	3	1	89	0	-62	230	-12	-35	177	166
诺禾致源	0.6	0.7	1.0	37	28	20	14%	4	-3	25	6	-78	696	2	301	-14	-33
普门科技	0.5	0.6	0.8	31	23	17	18%	4	31	40	28	45	32	30	49	33	36
透景生命	1.0	1.2	1.5	20	17	13	12%	2	11	34	22	-31	24	-86	-45	-15	315
中位值				34	23	18	20%	4	79	33	41	303	65	60	487	19	238

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021年医疗器械板块重点公司的销售毛利率60.8%，同比下降1.52pct，我们预计主要与产品结构变动有关。期间费用率32.2%，同比略降0.61pct，费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比变动-0.70pct、-0.24pct、+0.66pct、-0.34pct至16.50%、6.70%、9.01%、-0.02%，其中销售费用率降低主要是收入规模的扩大，研发费用率则由于在研项目持续推进所致。销售净利率的平均值为26.6%，同比提升0.47pct。

2022年一季度，医疗器械板块重点公司毛利率保持稳定，平均值为59.4%；期间费用率为30.7%，主要受疫情的影响、销售费用率略有下降；从而整体净利率也略有下降，平均值为25.6%。

图表 25：医疗器械板块重点公司 2021& 2022Q1 的财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	22Q1
医疗设备									
迈瑞医疗	65.0	65.0	65.1	30.0	29.8	30.6	31.7	31.7	30.3
鱼跃医疗	52.7	48.3	50.7	24.4	25.4	23.4	26.1	21.5	25.4
东富龙	41.8	46.1	40.3	21.4	20.1	19.2	17.8	21.1	17.9
开立医疗	66.4	67.4	60.1	57.5	50.5	45.5	-4.0	17.1	13.8
楚天科技	33.9	39.7	36.0	27.4	28.4	24.6	5.6	10.9	9.2
三诺生物	65.3	60.0	57.6	46.4	47.4	46.5	9.3	4.5	10.5
可孚医疗	46.8	43.8	38.6	25.7	23.5	27.3	17.9	18.9	8.8
新华医疗	23.3	24.3	25.7	17.7	17.8	16.2	2.6	5.9	6.1
海泰新光	63.7	63.5	65.5	24.6	27.4	21.8	34.9	37.8	38.1
翔宇医疗	67.8	68.2	68.2	31.0	35.5	60.2	39.6	38.1	9.8
伟思医疗	73.6	74.8	74.6	35.5	37.9	63.6	37.8	41.3	31.4
祥生医疗	58.6	56.3	56.7	36.7	38.8	33.9	29.9	28.3	24.8
医疗耗材									
健帆生物	85.2	85.0	84.5	32.9	33.3	28.0	44.8	44.7	48.0
欧普康视	78.5	76.7	77.6	29.0	29.2	29.6	51.0	45.7	44.0
乐普医疗	67.0	61.0	63.7	42.9	36.9	34.9	23.4	16.7	22.1
爱博医疗	83.9	84.3	85.1	43.9	43.8	32.6	35.2	38.7	43.4
大博医疗	85.9	84.4	80.5	42.8	45.4	52.3	38.7	34.7	26.6
昊海生科	74.9	72.1	67.0	59.8	55.3	52.3	17.0	19.7	13.4
南微医学	66.0	64.2	61.7	46.5	46.6	49.9	20.1	16.9	10.3
山东药玻	33.6	29.6	29.2	12.2	10.3	9.2	16.5	15.3	14.7
拱东医疗	49.5	44.4	45.0	17.2	14.1	12.9	27.2	26.0	27.3
心脉医疗	79.1	78.0	77.8	30.8	28.6	24.2	45.6	45.8	47.3
惠泰医疗	70.4	69.5	69.8	47.0	46.7	43.8	21.7	23.5	23.7
昌红科技	35.7	29.3	30.8	17.0	17.8	16.3	16.5	10.3	16.2

康德莱	38.6	38.4	34.6	23.9	23.4	21.0	12.3	13.5	11.9
正海生物	92.2	89.1	89.1	50.5	46.4	37.0	40.3	42.1	46.7
采纳股份	47.9	43.9	43.4	13.6	10.0	9.2	27.1	29.6	27.8
洁特生物	46.3	41.9	38.9	12.0	12.8	13.1	23.7	20.0	21.5
体外诊断									
新产业	77.2	71.2	72.1	31.0	30.7	26.4	42.8	38.3	41.5
安图生物	59.7	59.5	58.3	32.5	33.7	33.9	25.4	26.0	24.0
华大基因	60.1	58.1	58.5	29.2	32.8	30.8	25.0	21.8	23.2
东方生物	79.2	73.8	63.6	15.6	16.0	9.7	51.5	48.6	44.2
万孚生物	69.0	58.5	63.9	40.1	40.2	20.9	21.9	18.8	34.3
圣湘生物	79.6	71.7	62.7	15.0	15.3	11.0	54.9	49.7	45.3
亚辉龙	60.2	56.8	64.3	36.1	37.5	20.1	20.8	17.3	37.1
迈克生物	53.1	57.9	54.4	25.7	26.9	24.3	22.2	25.2	22.9
艾德生物	87.0	84.4	83.2	62.2	58.0	56.4	24.8	26.1	25.9
凯普生物	73.4	67.6	69.3	38.0	26.2	21.7	29.1	33.1	36.5
九强生物	61.5	72.1	70.7	38.6	36.9	39.3	14.3	29.4	26.9
诺禾致源	35.1	42.9	42.2	33.1	31.0	37.0	2.3	12.3	5.2
普门科技	60.9	61.6	63.7	37.5	38.8	29.4	26.0	24.4	32.0
透景生命	66.4	66.8	50.7	42.6	44.9	47.5	24.6	24.6	3.6
中位值	62.3	60.8	59.4	32.8	32.2	30.7	26.1	26.6	25.6

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

(六) 医药外包：景气度持续+中国优势凸显=成长确定性强

➤ 观点

国内需求端景气度持续，工程师红利带来的成本优势持续促进海外订单转移，医药外包仍是极具成长确定性的子板块之一。在需求端，中国市场红利仍是具有最强确定性的。同时，工程师红利带来的成本优势在疫情状况下进一步凸显，国内医药外包企业在全球创新药产业链的参与度进一步提升，离岸外包的产业转移加速。

➤ 成长性分析

平台型公司的成长性确定性强。2021 年，医药外包板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 33%、62%和 15%，实现高速增长，经营性现金流情况优异。扣非后归母净利润端，其中美迪西（+120%）、昭衍新药（+82%）、博腾股份（+74%）、泰格医药（+74%）、药明康德（+70%）。

2022 年 1 季度，继续保持高速增长。2021Q1 医药外包板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 23%、70%和 54%，继续保持高速增长。扣非后归母净利润端，其中博腾股份（+406%）、凯莱英（+276%）、药明康

德 (+107%)、美迪西 (+72%)、昭衍新药 (+67%)、泰格医药 (+65%)。

博腾股份收入高增长受益于大订单的逐步交付以及常规项目管线的拓展；凯莱英主要受益于重磅大订单以及新业务增长；美迪西在手订单充足驱动业绩快速增长；昭衍新药业绩快速增长，主要来自自药物临床前研究服务的持续强劲增长，订单持续增长。药明康德剔除新冠商业化影响后仍呈现高速增长趋势。泰格医药新冠肺炎相关试验贡献业绩增量，常规业务也实现快速增长（预计公司常规业务 50%+ 的同比增速）。药石科技 22Q1 业绩主要受大客户订单交付周期影响，康龙化成公允价值变动拖累表观业绩，扣除汇率影响，仍然保持高速增长。

图表 26：医药外包板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2021	22E	23E	21	22E	23E			2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1
药明康德	1.72	2.79	3.36	60	37	31	18%	7	28	23	46	25	70	107	36	15	-26
泰格医药	3.29	3.85	4.65	27	23	19	16%	4	14	9	42	27	74	65	89	43	27
康龙化成	2.09	2.80	3.75	60	45	33	18%	8	37	34	50	59	67	31	76	25	-16
昭衍新药	1.46	1.96	2.54	68	51	39	11%	5	68	98	35	79	82	67	189	60	117
凯莱英	4.05	9.85	10.53	66	27	25	18%	5	28	16	39	32	45	276	-5	-80	103
博腾股份	0.96	2.50	2.87	77	29	26	26%	8	34	48	36	78	74	406	44	-5	839
美迪西	4.55	7.81	11.86	84	49	32	27%	13	48	31	86	111	120	72	256	118	-329
药石科技	2.44	1.98	2.77	32	39	28	14%	5	54	58	35	27	34	1	114	-12	-87
成都先导	0.16	0.21	0.29	81	60	43	6%	4	-8	-19	78	-42	-46	-464	-99	2,643	-141
平均值				62	40	31	0	6	34	33	50	44	58	62	78	312	54

资料来源：wind，太平洋研究院整理

盈利能力分析

2021 年，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比降低 0.9pct、降低 0.7pct、提高 0.9pct，重点公司多数的盈利能力实现提升；其中毛利率下降，主要是成都先导毛利率下滑的拖累。净利率提升，主要是受药明康德、泰格医药、昭衍新药和药石科技的投资收益带动。

2022 年 1 季度，泰格医药毛利率有所波动预计与开展新冠肺炎疫苗及治疗的临床试验等业务过手费增加有关；康龙化成毛利率下降主要是临床 CRO、大分子和 CGT 服务等新业务处于投入阶段，公允价值变动以及股权投资的亏损影响净利率。

图表 27：医药外包板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1	2020	2021E	22Q1
药明康德	38.0	36.3	35.8	22.0	17.2	12.6	18.1	22.4	19.5

泰格医药	47.4	43.6	38.8	22.9	12.9	12.3	63.6	65.1	31.6
康龙化成	37.5	36.0	33.1	18.2	16.1	19.8	22.3	21.8	11.3
昭衍新药	51.4	48.7	51.7	25.5	19.8	16.7	29.2	36.7	46.1
凯莱英	46.6	44.3	45.2	22.0	20.9	17.6	22.9	23.1	24.2
博腾股份	41.7	41.4	48.9	24.4	20.9	18.4	15.6	15.3	24.8
美迪西	41.1	45.3	42.1	18.8	18.0	17.4	20.1	24.4	21.7
药石科技	45.8	48.1	47.6	25.7	25.4	23.1	18.0	41.9	22.2
成都先导	79.4	47.0	34.9	67.6	51.2	60.6	26.3	20.4	-9.8
平均值	48.5	47.6	45.2	28.5	27.8	25.5	25.5	26.4	33.1

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

(七) 特色原料药：重点关注技术平台型的头部公司

➤ 观点

我国特色原料药行业进入以产业升级为主逻辑的长周期，头部公司的业绩高成长性有望持续。作为医药板块中外循环参与度最高的细分领域之一，2022年特色原料药板块中的重点公司取得优异业绩表现，在产业升级长周期中，头部公司业绩持续增长的确定性较高。推荐通过自下而上的方式，从产品梯队、产能释放和业务升级等维度优选个股，关注普洛药业、仙琚制药、天宇股份、司太立、美诺华等。

➤ 成长性分析

头部公司产品商业化进程的加速。2021 年，特色原料药板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 23%、18%、28%，利润增速较之 2020 有所下降，其中九洲药业、奥翔药业、博瑞医药和司太立业绩表现优异，仙琚制药、健友股份也取得了良好表现；天宇股份受汇率和产品价格波动影响，增速放缓甚至大幅下滑，华海药业受沙坦类原料和制剂出口销售额下降影响，利润端出现大幅大幅下滑。与去年同期相比，司太立、九洲药业和健友股份经营性现金流得到明显改善。技术平台型、规模优势型的头部公司，在 2021 年上半年实现产品商业化进程的加速，健友股份 2021 年共 11 个注射剂 AND 获得 FDA 批准，部分制剂在美实现稳定市占率，以代理方式渗透欧洲、南美市场，全球近 50 个产品实现上市。

CDMO 业务发力，疫情管控影响部分公司业绩。2022 年 1 季度，特色原料药板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 29%、31%、626%，继续保持快速增长。九洲药业、美诺华、奥翔药业实现高速增长。九洲药业和美诺华主要受益于 CDMO 业务高速增长，奥翔药业主要是 CRO/CDMO 业务快

速发展以及部分 API 成熟品种销售快速增长带动。天宇股份 2022Q1 表观业绩受去年产品价格高基数影响，普洛药业 Q1 业绩受疫情管控影响，业绩出现下滑。

图表 28：原料药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)					经营活动产生的现金流同比增速 (%)				
	2021	22E	23E	2021	22E	23E	2022E	2022E	2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1	2020	2021	22Q1	2022E	2022E		
博瑞医药	0.60	0.79	1.08	34	26	19	16%	4	56	34	32	54	43	27	153	13	-957	16%	4		
奥翔药业	0.51	0.78	1.11	143	93	65	16%	14	33	39	42	77	56	64	58	26	-22	16%	14		
华海药业	0.33	0.00	0.00	46	/	/	0%	/	20	2	18	81	-93	-13	-11	-40	56	0%	/		
天宇股份	0.59	1.32	1.93	54	24	16	11%	3	23	-2	-1	3	-73	-50	45	-142	-105	11%	3		
美诺华	0.93	2.05	2.73	49	22	17	16%	3	1	5	48	-43	56	143	40	-3	381	16%	3		
司太立	1.32	2.02	2.73	34	22	16	19%	4	4	46	42	41	30	23	-29	192	-723	19%	4		
仙琚制药	0.62	0.76	0.93	14	12	10	14%	2	8	8	5	22	26	16	52	-14	-91	14%	2		
普洛药业	0.81	1.01	1.29	23	18	14	20%	4	9	13	7	30	21	-28	-22	-42	16	20%	4		
健友股份	0.85	1.13	1.47	30	23	18	23%	5	18	26	33	31	33	24	33	221	3,999	23%	5		
九洲药业	0.76	1.08	1.46	62	44	32	17%	7	31	53	60	42	78	102	-28	69	3,701	17%	7		
平均值				49	32	23	17%	5	20	23	29	34	18	31	29	28	626	49	32		

资料来源：Wind，太平洋证券整理

➤ 盈利能力分析

2021 年，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比提升 1.3pct、-0.5pct、1.7 pct；司太立、九洲药业、仙琚制药、美诺华等毛利率有所上升，产品结构升级有关。

图表 29：原料药板块重点公司 2021& 2022Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1
博瑞医药	54.9	56.2	63.6	30.8	30.8	36.4	21.6	24.3	21.6
奥翔药业	56.4	56.1	55.6	31.8	27.4	13.6	21.2	25.1	28.9
华海药业	63.7	62.5	61.6	44.9	53.9	49.6	15.3	18.4	17.2
天宇股份	51.6	53.0	33.5	23.9	28.0	22.4	25.8	28.6	13.2
美诺华	36.5	38.4	40.5	22.5	24.5	12.9	14.5	17.7	18.2
司太立	44.0	47.4	31.3	22.5	17.3	15.7	18.6	20.5	17.9
仙琚制药	55.6	56.3	58.0	40.8	41.6	43.1	13.2	12.1	12.8
普洛药业	28.0	28.2	26.7	17.4	15.0	18.7	10.4	10.8	12.9
健友股份	59.0	60.3	50.5	27.3	24.4	16.7	27.3	29.1	31.7
九洲药业	37.5	42.2	35.4	21.2	14.7	16.0	14.4	12.8	14.7
平均值	48.7	50.0	45.7	28.3	27.8	24.5	18.2	19.9	18.9

资料来源：Wind，太平洋证券整理

(八) 医药商业：大型连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容

➤ 观点

1、连锁药店板块观点：

1) 短期业绩端来看，2021 年药店板块低基数，2022 年业绩有望实现快速增长。2021 年下半年，以及 2022 年 Q1 以来，由于全国疫情散状爆发，各地加强了疫情防控措施，线下连锁药店客流和品类受到明显限制，门店收入下滑、新店培育周期延长、业绩增速放缓。此外，因医保系统切换和租赁会计准则变动带来的不可比费用影响了线下连锁药店的表观业绩。考虑到低基数效应，我们预计 2022 年 Q3 线下连锁药店将迎来业绩增速的修复。

2) 中期来看，在集中采购的持续推进下，处方外流为确定性的大趋势，且在未来 3-5 年有望迎来加速。“双通道”政策下线下药店将持续承接处方外流，而龙头企业在供应链、人员专业度、门店布局、数字化系统等方面具备显著优势，将充分受益于处方外流带来的市场扩容。

3) 长期来看，相比海外，国内线下连锁药店行业集中程度仍有较大的提升空间，龙头企业长期集中度提升的逻辑不变。而凭借自身的人才、资源和门店优势，龙头连锁药店可以更充分地探索各种新业态，打造新的利润增长点。

继续推荐：一心堂、大参林、益丰药房、老百姓、健之佳。

2、配送企业观点：

2021 年业绩基本从疫情影响中恢复，终端需求恢复正常，公司业绩恢复性增长。关注受益于持续行业的整合，麻精类特色业务持续稳步发展，各项业务齐头并进的国药股份。终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速的柳药股份。

➤ 成长性分析

板块整体收入保持了稳健增长的态势，利润因疫情反复增速有所承压。2021 年医药商业板块重点企业营收、扣非后归母净利润的平均增速分别为 14%、3%，2021 年上半年由于去年同期低基数效应，整体板块增速较高，而 2021 年下半年以来由于疫情反复和医保系统切换，线下连锁药店业绩承压，增速放缓。2022Q1 医药商业板块重点企业营收、扣非后归母净利润的平均增速分别为 14%、2%，收入增长维持稳定，利润增速因疫情反复进一步放缓。

1、连锁药店板块：

2021年益丰药房收入、归母净利润同比增长16.6%、19.42%；大参林收入、归母净利润同比增长14.92%、-25.51%；老百姓收入、归母净利润同比增长12.38%、7.75%；一心堂收入、归母净利润同比增长15.26%、16.66%；健之佳收入、归母净利润同比增长17.21%、19.66%。

2022Q1益丰药房收入、归母净利润同比增长14.29%、12.82%；大参林收入、归母净利润同比增长15.22%、12.82%；老百姓收入、归母净利润同比增长13.81%、6.26%；一心堂收入、归母净利润同比增长16.53%、-31.17%；健之佳收入、归母净利润同比增长24.28%、-54.64%

2、配送企业：

2021年九州通实现收入+10.42%，归母净利润-20.38%；国药股份实现收入+15.08%，归母净利润+26.86%；上海医药收入+12.46%，归母净利润+13.28%；柳药股份收入+9.36%，归母净利润-20.78%。

2022Q1九州通实现收入+7.73%，归母净利润-40.48%；国药股份实现收入+6.93%，归母净利润+25.53%；上海医药收入+10.27%，归母净利润-40.99%；柳药股份收入+15.67%，归母净利润6.35%。

图表 30：医药商业板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	21	22E	23E	21	22E	23E			20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	20Q1
益丰药房	1.24	2	2	45	22	18	16%	3.49	28	17	14	37	20	14	39	-8	9
一心堂	1.55	2	2	24	11	9	15%	1.59	21	15	17	27	19	-35	5	73	-48
大参林	1.00	1	2	33	20	16	16%	3.20	31	15	15	48	-30	17	14	-20	30
老百姓	1.49	2	2	30	18	14	15%	2.54	20	12	14	14	5	13	40	59	-42
健之佳	4.32	5	6	19	11	9	15%	1.66	27	17	24	41	20	-42	-6	135	-209
九州通	1.31	1	2	8	9	8	10%	0.97	11	10	8	22	-25	14	24	0	-9
国药股份	2.32	3	3	14	11	10	14%	1.57	-10	15	7	-17	30	26	-27	50	-9
上海医药	1.38	2	2	10	10	9	11%	1.02	3	12	10	10	5	3	14	-26	-126
柳药股份	1.56	2	2	11	8	7	12%	0.93	5	9	16	1	-19	11	61	-50	18
平均值				22	13	11	0	2	15	14	14	21	3	2	18	24	-43

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年医药商业板块重点公司的平均销售毛利率为 24.9%，同比上升 0.03pct，期间费用率上升 1pct，净利率同比下降 0.5pct，费用率细分来看，销售费用率、管理费用

率、财务费用率的平均值分别同比提高 0.7pct、-0.1pct、0.4pct 至 15.3%、3.2%和 0.8%。其中线下连锁药店毛利率提升明显，主要是与疫情相关产品占比下降，费用率有所上升，主要系门店恢复线下促销活动，销售费用率有所上升，以及租赁会计准则变动带来财务费用率的上升。随着处方外流和医保门店资格的逐步放开，处方药占比会进一步提升，毛利率虽然进一步下降，但门店收入规模扩大坪效不断上升。

2022Q1 受到疫情反复影响，医药商业板块重点公司的毛利率有所下滑，期间费用率略有上升，整体净利率略有下滑。

图表 31：医药商业板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1
益丰药房	38.0	40.3	40.9	29.0	31.6	30.9	6.6	6.5	7.3
一心堂	35.8	37.0	33.8	28.2	28.8	28.6	6.2	6.3	4.4
大参林	38.5	38.1	41.5	28.6	32.2	30.4	7.4	4.8	8.2
老百姓	32.1	32.1	34.3	25.5	26.6	26.7	5.5	5.0	6.5
健之佳	33.7	35.8	33.5	26.8	29.1	30.7	5.6	5.7	2.0
九州通	9.0	8.0	7.2	6.1	6.1	5.1	3.1	2.1	1.4
国药股份	7.8	7.8	7.2	3.6	3.0	2.6	3.7	4.2	3.7
上海医药	14.3	13.2	12.9	10.7	10.1	9.3	2.9	2.9	2.7
柳药股份	12.4	11.4	12.1	6.5	6.6	5.3	5.0	3.7	4.8
平均值	24.6	24.9	24.8	18.3	19.3	18.8	5.1	4.6	4.5

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(九) 中药：政策强劲支持下行业迎来发展黄金时期

➤ 观点

1) 政策强劲支持，中医药行业迎来黄金发展期。党的十八大以来，国务院、国家医保局、药监局、国家中医药管理局等部门先后出台文件支持中医药行业发展，政策力度空前。2019 年 10 月国务院发布《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》，2020 年 12 月国家药监局发布《关于促进中药传承创新发展的实施意见》，2021 年 1 月国务院发布《关于加快中医药特色发展若干政策措施》，2021 年 12 月国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，**将中医药传承创新发展上升至国家战略层面。**

2) 原材料涨价，品牌 OTC 提价逻辑通顺。品牌 OTC 不受医保限制，自主定价话语权高，消费终端对提价接受程度高，随着上游原材料价格上涨，品牌 OTC 提价逻辑

通顺，有望持续增厚利润。

3) 中药配方颗粒结束试点，行业空间快速扩容。2021 年 2 月，国家药监局、中医药管理局、卫健委、医保局共同发文《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，提出 11 月 1 日起结束中药配方颗粒试点工作，中药配方颗粒销售范围从二级及以上中医院拓展至具备中医执业资格的各级医疗机构，随后药监局组织国家药典委员会出台中药配方颗粒新国标，行业有望迎来快速扩容。

建议关注具备品牌、渠道优势的龙头标的：片仔癀、以岭药业、同仁堂、华润三九、中国中药。

➤ 成长性分析

就我们所选中药板块的重点公司进行分析，2021 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 13%、28%、339%，整体实现稳健增长。2022 年 Q1 重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 0%、12%、239%，主要系以岭药业因疫情产品销量下滑业绩增速下滑，其余重点中药企业业绩仍保持稳健增长。

图表 32：医药商业板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E			20	21	22Q1	20	21	22Q1	20	21	20Q1
片仔癀	4	5	6	112	62	51	24%	15	14	20	17	17	51	21	267	1,563	-25
以岭药业	1	1	1	23	25	20	15%	4	51	11	-26	110	9	-27	2,201	121	920
同仁堂	1	1	1	50	34	29	12%	4	-3	-2	7	9	20	25	-4	8	-3
华润三九	2	2	3	19	15	13	14%	2	-8	11	3	11	39	28	14	9	65
中国中药	0	0	1	12	9	7	10%	1	3	27	/	4	22	/	-86	-7	/
平均值				43	29	24	15%	5	11	13	0	30	28	12	478	339	239

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年中药板块重点公司的平均销售毛利率为 56.8%，同比上升 0.06pct，期间费用率下降 0.7pct，净利率同比上升 0.9pct，费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、财务费用率的平均值分别同比变动-0.9pct、+0.1pct、0pct 至 26.7%、9%、0%，板块盈利能力持续增强，费用率控制得当。

2022Q1 中药板块重点公司整体盈利能力保持平稳。

图表 33：医药商业板块重点公司 2021 & 2022Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1
片仔癀	45.2	50.7	49.1	15.7	14.2	13.3	25.9	30.7	30.0
以岭药业	64.5	63.6	61.0	46.5	46.9	37.9	13.8	13.3	17.8
同仁堂	47.0	47.6	48.3	29.7	29.4	29.7	12.6	12.9	14.3
华润三九	62.5	59.7	55.1	46.6	42.4	30.0	11.9	13.6	20.2
中国中药	61.6	62.1	/	44.1	46.0	/	12.5	11.1	/
平均值	56.2	56.8	53.3	36.5	35.8	27.7	15.4	16.3	20.6

资料来源：wind，太平洋研究院整理

三、医药板块投资策略：Q2 疫情边际影响有望减小，聚焦疫情修复和关注低估，把握优质资产回调良机

➤ 短期观点：

一、继续关注疫情主线，核酸检测常态化，上海、深圳、广州等城市均分别开设数百个的常态化核酸免费采样点，关注核酸检测服务提供商，相关标的：金域医学、凯普生物。

二、Q2 疫情边际影响有望减小，聚焦疫情修复和关注低估。

1、快速增长，业绩持续向好，估值处于合理区间。

- 1) 疫苗：万泰生物、智飞生物和康泰生物；
- 2) 口腔耗材：正海生物（活性生物骨获批在即）；
- 3) 生命相关上游：健凯科技（PEG 衍生物）、诺唯赞（分子酶）、百普赛斯（重组蛋白试剂）。

2、下行风险有限，静待基本面催化。

- 1) 血制品板块（龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成长性进一步打开，相关标的包括天坛生物和华兰生物）；
- 2) 药店板块（益丰药房，一心堂、老百姓、大参林）、迈瑞医疗（短期政策扰动不改长期发展逻辑）；
- 3) 民营服务龙头：海吉亚医疗、锦欣生殖；
- 4) 国内舌下脱敏龙头我武生物；
- 5) 国内药用玻璃龙头企业山东药玻。

6) 时代天使（本土隐形正畸龙头）

➤ 中长期观点：关注变化中的不变，寻找相对确定性的机会

集采影响的持续扩大，投资层面的机会则在于：集采得以成立的基础是“多家企业供应相互可替代的品种，产能理论上是可以无限供应”。企业得以维持住产品价格和利润空间基础是竞争格局，动态的优良竞争格局则在于持续开发产品和产品迭代的能力，这个是不变的。

2022 年开始启动 DRG/DIP 改革。DRGs 作为一种支付手段，核心作用是通过精细化医保管理，在提升诊疗效率与质量和保障医保的可持续上取得平衡，不能主动适应游戏规则则的医院将被淘汰，投资层面的机会则在于：优秀的民营医疗机构长期以来更关注成本管控，经营效率更高，更具具备竞争优势。

产业发展不变的大趋势是：国内医药产业制造升级，竞争力不断提升，在全球生产价值链中向上游迁移。

上游原材料竞争力凸显：

1) 生物“芯”-生命科学支持产业链：国产企业快速发展试剂质量达到国际领先水平，竞争力不断提升，通过全球比较优势进入到海外市场，国内则受益于国产替代逻辑，具备高成长性、发展潜力大。

2) IVD 原料和耗材：新冠疫情打开全球 IVD 原料和耗材生产供应链向国内转移窗口。

国际化进程加快：伴随着中国企业关键技术的突破，不仅促使国内市场的国产化率正在加速，并且有部分优质企业已经具备和国际巨头一较高下的实力。

1、医药产业制造升级，竞争力不断提升：

上游：生命科学支持产业链， IVD 原料和耗材，相关标的：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、纳微科技；

高端医疗器械：内窥镜和测序仪，相关标的：迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗、澳华内镜、南微医学；华大智造（IPO 申请中）；

医疗器械国际化布局，相关标的：迈瑞医疗；

其他：键凯科技、山东药玻。

2、关注供给格局：血制品，相关标的：天坛生物、博雅生物和派林生物；脱敏制剂，相关标的：我武生物。

3、差异化竞争的民营医疗服务板块。眼科，爱尔眼科；牙科，通策医疗；辅助生殖，锦欣生殖；肿瘤治疗服务，海吉亚。

4、药店板块。相关标的：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

5、老龄化与消费升级。

二类疫苗，相关标的：智飞生物、万泰生物和百克生物；

隐形正畸，相关标的：时代天使；

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。

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 22/04/30
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
300122	智飞生物	买入	6.4	4.7	5.7	6.9	22	20	17	14	94.50
300601	康泰生物	买入	1.8	2.2	3.1	3.9	53	29	21	17	64.73
600161	天坛生物	买入	0.6	0.6	0.8	0.9	57	31	26	22	19.73
002007	华兰生物	买入	0.7	0.9	1.1	1.3	31	18	15	13	16.69
002727	一心堂	买入	1.5	1.9	2.2	2.7	24	11	9	8	20.30
603233	大参林	买入	1.0	1.3	1.6	1.9	33	20	16	14	26.40
300760	迈瑞医疗	买入	6.6	8.1	9.8	11.8	58	39	32	26	312.50
300832	新产业	买入	1.2	1.7	2.3	2.9	38	23	18	14	40.05
603882	金域医学	买入	4.8	5.3	5.0	5.3	24	15	16	15	81.33
000661	长春高新	买入	9.3	12.4	15.5	18.9	28	13	10	8	157.02
300357	我武生物	买入	0.6	0.8	1.0	1.3	93	51	40	32	40.94
600529	山东药玻	买入	1.0	1.3	1.6	1.9	42	16	13	11	20.89
300653	正海生物	买入	1.4	1.7	2.3	2.9	54	31	24	19	54.80
688105	诺唯赞	买入	1.7	2.3	2.5	3.0	55	31	29	24	72.26
301080	百普赛斯	买入	2.2	3.1	4.4	6.3	106	43	31	22	136.52

6699.HK	时代天使	买入	1.7	2.2	2.8	3.6	189	52	40	31	112.00
1951.HK	锦欣生殖	买入	0.1	0.2	0.3	0.3	62	25	19	15	5.01

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
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafl@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
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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。