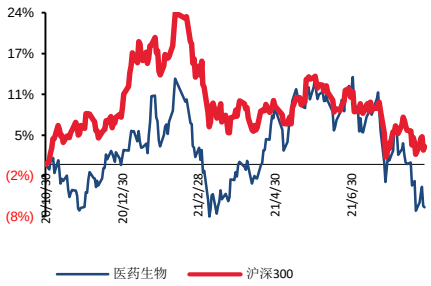
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-10-30
行业周报
看好/维持
医药生物

医药生物

为什么美、日没有大型连锁化辅助生殖机构？

■ **走势对比**



■ **子行业评级**

■ **推荐公司及评级**

相关研究报告：

《利润符合预期，常规业务延续快速增长态势》--2021/10/28

《高基数影响下 Q3 季度增长下滑，全年稳定增长无虞，持续获批新浆站》--2021/10/28

《强市场推广能力加持下，2 价 HPV 市场需求释放，业绩高增长》--2021/10/28

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

报告摘要

本周周报我们讨论美、日市场没有大型连锁化辅助生殖机构，进一步来论证辅助生殖行业是否适合联合化经营。

我们认为，美、日没有出现大型连锁辅助生殖机构的原因主要系当地市场的特点决定，与行业属性无关，并不能证明辅助生殖行业不适合连锁化经营。

美国市场：执业医师法案（Corporate Practice of Medicine Doctrine）对美国医疗机构持有人的身份作出了明确的限制，限制程度各州之间有所差异。

（1）部分州严格规定医疗机构持有人必须为执业医师，非执业医师投资者不可以持有任意比例的股权，且严禁执业医师就并非实际及个人提供的服务分成任何专业费用、佣金、回扣或其他形式的报酬。

（2）部分州则允许非执业医师投资者拥有医疗机构部分股权，医师可以按照一定比例与投资者分成经营收入以换取经营管理方面的资源和帮助。（

3）此外，部分州还允许商业公司雇佣执业医师以提供医疗服务。

由于执业医师方案的存在，直接通过股权收购进行扩张效率较低，美国投资机构转而发展出一种间接的并购方式，通过成立医疗机构管理公司（Physician Practice Management Companies，PPMs），承担医疗机构除治疗服务之外的部分或一切职能，包括运营管理、营销、资金管理、供应链管理等，从而间接控制医疗机构。

相比起成熟的股权收购并购模式，PPMs 模式并购效率较低，有效性仍有待验证。

PPMs 模式在上世纪 90 年代十分流行，据统计 1998 年共有 39 家上市的和 125 家未上市的 PPMs 公司，但当时 PPMs 模式并未成熟，执行效率低下，无法提高运营效率，在竞争加剧、获医成本大幅提高的情况下，PPMs 利润率大幅下降，最终前 10 大上市的 PPMs 中 8 家破产。此外，辅助生殖行业曾经的龙头 IntegraMed 一

度通过 PPMs 模式占据全美将近 15%的市场份额，但最终因经营不善于 2020 年宣布破产。近年来 PPMs 在美国重新开始流行，辅助生殖行业中也出现了 Prelude 一样的连锁化经营机构，但鉴于之前的失败经验，行业整体连锁化进程较慢，有效性仍有待进一步验证。

日本：日本对医疗机构持有人的限制比美国更为严格。日本政府极少批准盈利性医疗机构，盈利性医疗机构数量占整体医疗机构数量不到 1%。对于医疗机构持有人，日本政府规定必须为执业医师，且执业医师不可以被非医师或商业公司雇佣。目前日本医疗服务市场主要被单体诊所或小型医疗机构占据，格局十分分散。

风险提示：重大医疗事故风险、政策和监管风险。

风险提示：产品销售不及预期；新品研发不及预期；海外业务拓展不及预期。

行情回顾：本周生物医药板块下跌 1.64%，跑输沪深 300 指数 0.62pct，跑输创业板指数 3.65pct，在 30 个中信一级行业中排名第 19。本周中信医药大部分子板块均有不同程度的下跌，其中中药饮片、中成药和医药流通子板块跌幅较大，分别下跌 3.58%、3.46%和 3.16%。

投资建议：

近期观点：三季报业绩收官，板块业绩受政策和散发疫情双扰动。短期建议两条思路：不博弈政策，在政策相对免疫前提下，优选：

1、快速增长，业绩持续向好，估计仍处在合理区间，把握估值切换行情。

疫苗：万泰生物、智飞生物和康泰生物；上游：键凯科技（PEG 衍生物）、百普赛斯。

2、下行风险有限，静待基本面催化。

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）；药店板块（益丰药房，一心堂）、迈瑞医疗（短期政策扰动不改长期发展逻辑），国内舌下脱敏龙头我武生物；辅助生殖龙头锦欣生殖。内药用玻璃龙头企业山东药玻。

长期观点：基于老龄化、可支配收入提升等需求提升以及技术创新驱动的供给能力增加，部分优秀头部企业强者恒强，医药板块具备长期投资价值不变。投资的本质是分享企业的成长价值，长期可持续的高回报率的板块和公司是稀缺的。

1、连锁医疗服务：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）。
医疗检验外包渗透率的提升为医保控费背景下的大趋势，相关标的金域医学。

2、类消费品：消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着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，包括角膜塑形镜龙头、国内舌下脱敏、生长激素、隐形正畸等相关领域的标的。

3、生命科学产业链：生物科研试剂赛道宽广，国产品牌仍大有可为。对比外资品牌科研试剂，国产试剂具备价格和货期优势，未来国内科研试剂市场的国产替代确定性较强，替代空间巨大，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。

4、血制品板块：高壁垒，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。

5、药店板块：业绩稳定增长，长期成长逻辑不变。估值处于历史中枢以下，安全边际高。

6、医疗器械：持续推荐迈瑞医疗。短期政策扰动不改长期发展逻辑，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。

7、医疗耗材：国内药用玻璃：从需求端看，化药注射剂一致性评价提速，同时流感疫苗和新冠疫苗包材需求旺盛；从供给端看，国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。

8、创新药板块：政策背景下，我们建议关注：1）资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的 BigPharma；2）平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的 Biotech。

9、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。

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、为何美、日辅助生殖市场业态如此分散？ 7
二、行业观点及投资建议：关注下行风险可控以及政策避风港属性较强的标的 8
三、公司研究 12
（一）安图生物 2021 年三季报点评：疫情影响下仍保持稳健增长，净利率持续提升 12
（二）键凯科技 2021 年三季报点评：Q3 净利率超预期，内外销双轮驱动快速增长 13
（三）万泰生物 2021 年三季报点评：强市场推广能力加持下，2 价 HPV 市场需求释放，业绩高增长 14
（四）一心堂 2021 年三季报点评：Q3 业绩亮眼，门店拓展加速，盈利能力持续增强 15
四、板块行情 17
（一）本周板块行情回顾：业绩影响和政策扰动，部分核心资产回调 17
1、本周生物医药板块走势：受三季报业绩和政策事件影响，核心资产继续回调 ... 17
2、医药板块绝对估值波动下行，溢价率持续下降 17
（二）沪港通资金持仓变化：医药板块投资占比略有提升 18

图表目录

图表 1：2016 年全球 IVF 周期数（未统计中国） 7
图表 2：2019 年美国辅助生殖市场竞争格局 7
图表 3：本周中信医药指数走势 8
图表 4：本周生物医药子板块涨跌幅 8
图表 5：本周中信各大子板块涨跌幅 17
图表 6：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 18
图表 7：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 18
图表 8：北上资金陆港通持股市值情况（亿元） 19
图表 9：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元） 19
图表 10：南下资金港股通持股市值情况（亿港币） 19
图表 11：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港币） 19

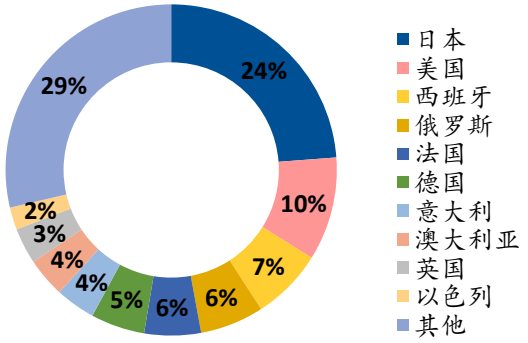
一、为何美、日辅助生殖市场业态如此分散？

本周周报我们讨论美、日市场没有大型连锁化辅助生殖机构，进一步论证辅助生殖行业是否适合联合化经营。

我们认为，美、日没有出现大型连锁辅助生殖机构的原因主要系当地市场的特点决定，与行业属性无关，并不能证明辅助生殖行业不适合连锁化经营。

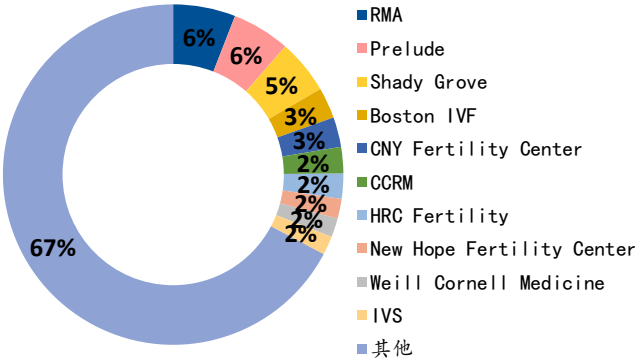
美国和日本是全球前二大辅助生殖市场，市场竞争格局分散。根据ICMART数据，2016年按周期数算日本和美国是全球IVF周期数前二多的国家（中国未统计在内），分别达到447763个和190149个，占全球周期数23.79%和10.1%。两个国家的辅助生殖市场竞争格局十分分散，2016年日本有587家实际开展业务的辅助生殖机构，其中绝大部分是个体诊所，年周期数不足1000个。2019年美国最大的辅助生殖机构RMA周期数为19942个，占比为5.92%，前五大机构合计占比为32.74%，竞争格局分散。

图表 1：2016 年全球 IVF 周期数（未统计中国）



资料来源：ICMART，太平洋研究院整理

图表 2：2019 年美国辅助生殖市场竞争格局



资料来源：CDC，太平洋研究院整理

美、日市场格局分散主要系当地政策所致，与行业属性无关。

（1）美国：执业医师法案（Corporate Practice of Medicine Doctrine）对美国医疗机构持有人的身份作出了明确的限制，限制程度各州之间有所差异。（1）部分州严格规定医疗机构持有人必须为执业医师，非执业医师投资者不可以持有任意比例的股权，且严禁执业医师就并非实际及个人提供的服务分成任何专业费用、佣金、回扣或其他形式的报酬。（2）部分州则允许非执业医师投资者拥有医疗机构部分股权，医师可以按照一定比例与投资者分成经营收入以换取经营管理方面的资源和帮助。(3)此外，部分州还允许商业公司雇佣执业医师以提供医疗服务。

由于执业医师方案的存在，直接通过股权收购进行扩张效率较低，美国投资机构转而发展出一种间接的并购方式，通过成立医疗机构管理公司（Physician Practice Management Companies，PPMs），承担医疗机构除治疗服务之外的部分或一切职能，包括运营管理、营销、资金管理、供应链管理等，从而间接控制医疗机构。

相比起成熟的股权收购并购模式，PPMs模式并购效率较低，有效性仍有待验证。PPMs模式在上世纪90年代十分流行，据统计1998年共有39家上市的和125家未上市的PPMs公司，但当时PPMs模式并未成熟，执行效率低下，无法提高运营效率，在竞争加剧、获医成本大幅提高的情况下，PPMs利润率大幅下降，最终前10大上市的PPMs中8家破产。此外，辅助生殖行业曾经的龙头IntegraMed一度通过PPMs模式占据全美将近15%的市场份额，但最终因经营不善于2020年宣布破产。近年来PPMs在美国重新开始流行，辅助生殖行业中也出现了Prelude一样的连锁化经营机构，但鉴于之前的失败经验，行业整体连锁化进程较慢，有效性仍有待进一步验证。

（2）日本：日本对医疗机构持有人的限制比美国更为严格。日本政府极少批准盈利性医疗机构，盈利性医疗机构数量占整体医疗机构数量不到1%。对于医疗机构持有人，日本政府规定必须为执业医师，且执业医师不可以被非医师或商业公司雇佣。目前日本医疗服务市场主要被单体诊所或小型医疗机构占据，格局十分分散。

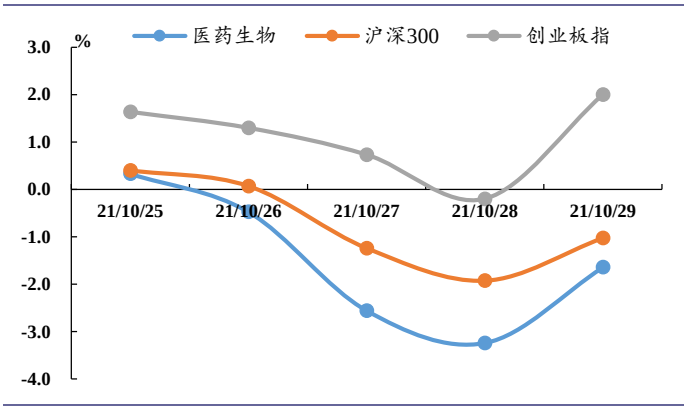
风险提示：并购机构整合不及预期、美国子公司因受疫情影响业绩恢复不及预期、重大医疗事故风险、政策和监管风险。

二、行业观点及投资建议：关注下行风险可控以及政策避风港属性较强的标的

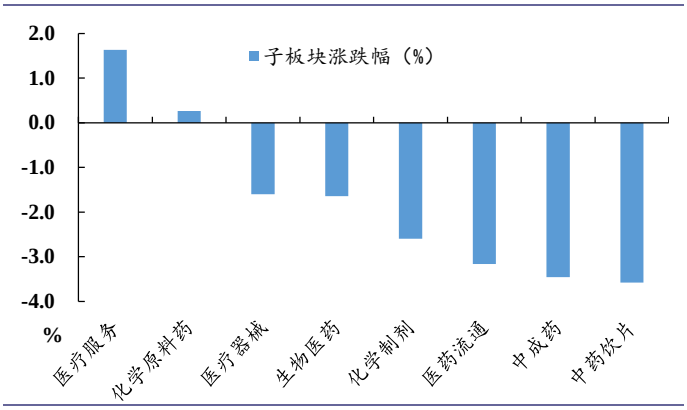
行情回顾：受业绩披露影响，医药大部分板块回调明显。本周生物医药板块下跌1.64%，跑输沪深300指数0.62pct，跑输创业板指数3.65pct，在30个中信一级行业中排名第19。本周中信医药大部分子板块均有不同程度的下跌，其中中药饮片、中成药和医药流通子板块跌幅较大，分别下跌3.58%、3.46%和3.16%。

图表 3：本周中信医药指数走势

图表 4：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近期观点：三季报业绩收官，板块业绩受政策和散发疫情双扰动。短期建议两条思路：不博弈政策，在政策相对免疫前提下，优选：

1、快速增长，业绩持续向好，估计仍处在合理区间，把握估值切换行情。疫苗：万泰生物、智飞生物和康泰生物；**上游：**键凯科技（PEG衍生物）、百普塞斯（重组蛋白）。

2、下行风险有限，静待基本面催化。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）；药店板块（益丰药房，一心堂）、迈瑞医疗（短期政策扰动不改长期发展逻辑），国内舌下脱敏龙头我武生物；辅助生殖龙头锦欣生殖。内药用玻璃龙头企业山东药玻。

中长期观点：基于老龄化、可支配收入提升等需求提升以及技术创新驱动的供给能力增加，部分优秀头部企业强者恒强，医药板块具备长期投资价值不变。投资的本质是分享企业的成长价值，长期可持续的高回报率的板块和公司是稀缺的。

从生意模式角度、中长期业绩增长确定性以及估值合理角度，我们认为选主线的角度关注：

1、连锁医疗服务：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），相关标的：爱尔眼科、通策医疗和锦欣生殖。

医疗检验外包渗透率的提升为医保控费背景下的大趋势，相关标的：金域医学。

2、类消费品：消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着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，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。建议关注生长激素龙头企业长春高新；隐形正畸龙头时代天使。

3、生命科学产业链：生物科研试剂赛道宽广，国产品牌仍大有可为。对比外资品牌科研试剂，国产试剂具备价格和货期优势，未来国内科研试剂市场的国产替代确定性较强，替代空间巨大，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。相关标的：键凯科技、百普赛斯、皓元医药、纳微科技和义翘神州，以及即将上市的诺唯赞。

4、血制品板块：高壁垒，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：天坛生物和华兰生物。

5、药店板块：业绩稳定增长，长期成长逻辑不变。估值处于历史中枢以下，安全边际高，相关标的：一心堂、益丰药房和老百姓。

6、医疗器械：持续推荐迈瑞医疗。短期政策扰动不改长期发展逻辑，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。

我们持续推荐迈瑞医疗，其完备的产品布局和强大的产品及信息化方案，有望在公共卫生补短板、医疗新基建中迎来巨大的机遇。

7、医疗耗材：建议关注国内药用玻璃龙头企业山东药玻。从需求端看，化药注射剂一致性评价提速，同时流感疫苗和新冠疫苗包材需求旺盛；从供给端看，国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。

8、创新药板块：鉴于目前支付端医保以价值为导向的趋势，对于企业而言仿制药面临竞争集采只是时间问题，推陈出新成为唯一出路；此外随着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”。在政策背景下，

我们建议关注：1）资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的BigPharma；2）平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的Biotech。

对于初创型Biotech企业而言，我们仍需关注相关研发人才的学术背景底层技术平台的可延展性，这事关企业优质的研发管线是否可顺利兑现和持续扩充。

9、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。

三、公司研究

（一）安图生物 2021 年三季报点评：疫情影响下仍保持稳健增长，净利率持续提升

事件：10月26日，公司发布2021年第三季度报告，前三季度实现营业收入26.95亿元，同比增长31.64%；归母净利润7.17亿元，同比增长39.33%；扣非净利润7.10亿元，同比增长55.32%。经营活动产生的现金流量净额9.34亿元，同比增长191.08%。

单季度来看，2021年第三季度公司实现营业收入10.18亿元，同比增长20.92%；归母净利润3.04亿元，同比增长26.45%；扣非净利润3.07亿元，同比增长38.18%。

前三季度营收增长31.64%，磁微粒发光同比增速快于同行

由于局部出现聚集性疫情的影响，医院门诊量仍未恢复至2019年同期水平；但是公司已经实现较好的增长，2021年前三季度实现营业收入26.95亿元，同比增长31.64%。

分产品看，磁微粒发光前三季度实现了同比约为40%的增长，其中单三季度增速约为20%，快于行业同比增速；微生物试剂、生化试剂、自产仪器也实现了较快增长；微孔板、酶联免疫、代理生化仪器则有一定的下滑。

毛利率略有下滑，净利率提升1.47pct

盈利能力分析，2021年前三季度整体毛利率同比下降0.48 pct至59.72%；销售费用率同比提升0.02 pct至15.86%，管理费用率同比降低0.80 pct至3.72%，研发费用率同比提升1.01 pct至12.54%，财务费用率同比降低0.92 pct至0.33%；综上影响，销售净利率同比提升1.47 pct至26.87%。

单季度来看，2021年第三季度公司整体毛利率同比下降2.78 pct至59.44%，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别提升-0.10 pct、-0.95 pct、0.64 pct、-1.06 pct至13.16%、3.25%、11.02%、0.42%，整体净利率同比提升0.98 pct至30.01%。

盈利预测与投资评级：基于局部出现聚集性疫情对公司诊断产品销售的负面影响，我们下调业绩预期：预计2021-2023营业收入分别为38.85亿/ 48.78亿/59.39亿，同比增速分别为30%/26%/22%；归母净利润分别为10.19亿/12.96亿/16.05亿，分别增长36%/27%/24%；EPS分别为2.26 /2.87 /3.56，按照2021年10月25日收盘价对应2021年23

倍PE。维持“买入”评级。

风险提示：新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险；新品研发、注册及认证风险；市场竞争日趋激烈的风险；行业监管政策变化风险。

（二）键凯科技 2021 年三季报点评：Q3 净利率超预期，内外销双轮驱动快速增长

事件：公司发布2021年三季报，前三季度实现收入2.62亿元（+108.09%）、归母净利润1.42亿元（+153.63%）、扣非后归母净利润1.30亿元（+142.98%）。单三季度实现收入1.06亿元（+76.10%）、归母净利润6172.66万元（+117.91%）、扣非后归母净利润5266.97万元（+86.61%）。三季度净利润增速超预期。

Q3收入维持飞速增长态势，内外销构筑双轮驱动。公司前三季度实现产品销售收入2.31亿元（+106.43%），其中内销收入9200万元，（+86.95%）、外销收入1.39亿元（+121.69%）；对应21Q3内销收入0.39亿元、外销收入0.52亿元。国内产品销售收入的增长主要是由国内核心商业化供应客户金赛、恒瑞等采购带动；国外产品销售收入的增长主要是国外老客户订单持续稳定增加、下游医药研发客户研发进度推进带来的订单增长以及新客户开发带来的新产品订单等。考虑到商业化客户需求的持续性与研发端订单的快速增长趋势，我们预计Q4仍可实现可观收入。

费用率规模效应持续体现，三季度净利率再创新高。前三季度公司毛利率为86.18%，同比基本持平，其中21Q3毛利率为88.37%（-3.18pct），预计主要是1）股权激励摊销影响；2）季度间订单执行的正常波动。费用率方面，Q3期间费用率合计为29.58%，同比下降4.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.24%（+0.94pct）/9.74%（-4.58pct）/17.16%（-1.37pct）/-0.56%（+0.09pct）。叠加投资收益和公允价值变动净收益等非经常性收益，公司三季度净利率达到58.18%（+11.16pct），而考虑到股权激励摊销费用，实际内生净利率预计更高。21Q3扣非后归母净利率为49.65%，同比提升2.80pct。

维持“买入”评级。受益于下游金赛、恒瑞、豪森等国内客户终端产品处于快速放量阶段、国外客户订单保持持续稳定增加趋势，中短期公司PEG衍生物销售有望实

现稳定增长；授权特宝生物Y型专利的派格宾等蛋白质成功上市可为公司贡献丰厚销售分成；股权激励方案出台也为短期业绩增长“注入强心剂“。长期来看公司为全球PEG衍生物行业引领企业，掌握衍生物生产全产业链核心技术，产品质量与客户资源优势明显，有望分享PEG修饰应用市场扩容红利。盈利预测方面考虑股权激励费用摊销与在研PEG伊立替康研发投入，上调21-23年归母净利润至1.65/2.43/3.23亿元，对应当前PE为94/64/48倍，维持“买入”评级。

风险提示。产品订单量不及预期；客户合作进展不及预期；新品研发不及预期；竞争压力大于预期。

（三）万泰生物 2021 年三季报点评：强市场推广能力加持下，2 价 HPV 市场需求释放，业绩高增长

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入35.96亿元（+124.9%）；归母净利润11.88亿元（+154.6%）；Q3单季度收入16.32亿元（+116.0%），归母净利润4.67亿元（+109.4%）。

点评：

强市场推广能力加持下，2价HPV市场需求释放，业绩高增长。公司前三季度实现收入35.96亿元（+124.9%），Q3单季度收入16.32亿元（+116.0%），我们预计疫苗板块前三季度收入18亿元左右，其中Q3单季度为10.5亿元左右，IVD板块收入16亿元左右。基于以下判断：根据中检院披露批签发数据，我们预计1-9月2价HPV批签发量预计在560万支左右，根据草根调研情况，公司有效的推广下，2价HPV需求旺盛，预计Q3单季度销售量与批签发相当，预计在 300万支以上（2021H1预计销售220万支左右），加速放量。产能顺利扩充供给无虞（21年4月预灌封+7月新增西林瓶产线获批，公司二价HPV疫苗的总产能达到 3000万支/年），鉴于目前HPV疫苗接种渗透率低以及公司强市场推广能力加持下，2价HPV市场需求释放，21年全年销量有望在800万支以上。

强技术平台，稀缺的VLPs疫苗技术平台，重磅品种只是重磅技术平台的自然结果。VLPs平台能带来更好的疫苗，公司全球独有的大肠杆菌原核VLPs疫苗技术体系，同时结合了病毒样颗粒疫苗免疫原性好，安全性高的特点，并且突破了原核表达蛋白颗粒组装的关键性技术难点，达到了生产效率与免疫效果的完美结合。基于该技术体系，

已上市戊肝疫苗、2价HPV，9价HPV（三期），轮状病毒疫苗（授权给赛诺菲）、新一代HPV疫苗（与GSK合作）。在研产品中，进展最快的9价HPV，完成了第三针临床现场接种工作，启动了与竞品疫苗的非劣效性评价试验。

投资建议：公司搭建了稀缺的大肠杆菌原核表达系统的病毒样颗粒疫苗技术平台，突破了原核表达蛋白颗粒组装的关键性技术难点，达到了生产效率与免疫效果的完美结合，除上市戊肝疫苗和二价宫颈癌疫苗外，此平台九价宫颈癌疫苗正在进行三期临床试验，并正在布局新一代宫颈癌疫苗和轮状病毒疫苗。强市场推广能力加持下，2价HPV市场需求释放，业绩有望保持高速成长。我们预计21-23年对应 归母净利润为15.03、22.60和28.81亿元，EPS 为 3.47、5.21、6.65 元，现价对应21-23年PE为90倍、60倍、47倍，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，研发不及预期，销售不及预期，业绩不及预期风险。

（四）一心堂 2021 年三季报点评：Q3 业绩亮眼，门店拓展加速，盈利能力持续增强

事件：公司发布2021年三季报:前三季度实现营收104.98亿元（+13.63%），实现归母净利润7.64亿元（+26.45%），扣非归母净利润7.48亿元（+29.06%）。其中Q3实现营收37.97亿元（+18.29%），归母净利润2.4亿元（+27.83%）。

Q3业绩亮眼，盈利能力持续增强。随着公司密集型市场布局战略进一步推进，线上线下相结合，公司业绩持续增长。Q3公司实现营收37.97亿元，归母净利润2.4亿元，扣非归母净利润2.36亿元，分别同比增长18.29%、27.83%和31.07%，业绩表现亮眼。前三季度利润增速高于收入增速，主要系毛利率提升明显。前三季度公司实现毛利率38.13%，同比增加1.9%，期间费用率29.47%，同比增加1.5%，销售费用率增加1.78%至26.24%，管理费用率下降0.78%至2.69%。其中Q3实现毛利率36.83%，同比提高0.45%，销售费用率26.28%，同比提高1.4%，管理费用率2.46%，同比下降1.11%，净利率6.31%，同比提高0.46%，盈利能力持续增强。

门店拓展加速，持续推进市县乡一体化店群。截止2021Q3，公司总门店数8356家，新开业门店数1300家，关闭26家，搬迁店123家，净增加门店1151家（去年同期645家）。其中Q3新开门店数350家，净增加门店303家。新建门店集中在云南市场，云南省外区域主要在川渝市场、广西、贵州，继续夯实区域优势。公司坚持少区域高密度网店布局策略，在省会级、地市级、县市级、乡立体纵深布局，在省级、地市级、县级、乡镇四个类型的市场门店均已超过1500家，形成行业独有的市县乡一体化发展格局。背后的逻辑是，店群效应能增加门店之间的协同能力，也能形成区域的品牌竞争力，少区域高密度布局从品牌效益、物流配送、用药习惯、人才储备等多方面具备一定优势。

坚持线上线下融合战略，加快布局现有门店网点O2O业务。公司坚持线上线下融合战略，持续推进现有门店020业务布局，着重推动一心到家O2O自营业务的销售规模。截止2021H1，O2O业务门店数达到7298家，覆盖率达到门店总数的90.62%，上半年O2O业务占整体电商业务销售额的78.33%，公司已将020业务确定为电商核心业务运作，业务流程持续优化。

投资建议：我们预计2021-2023年净利润分别为10.11亿、12.56亿、15.47亿元，同比增速分别为28.04%、24.16%、23.22%， EPS分别为1.70 元、2.11元、2.60元，对应当前股价分别为19倍、15倍和12倍PE。公司经营效率提升，区域优势不断夯实，业绩增长提速，处于历史估值中枢偏下。继续给予“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险；整合不及预期风险；政策风险。

四、板块行情

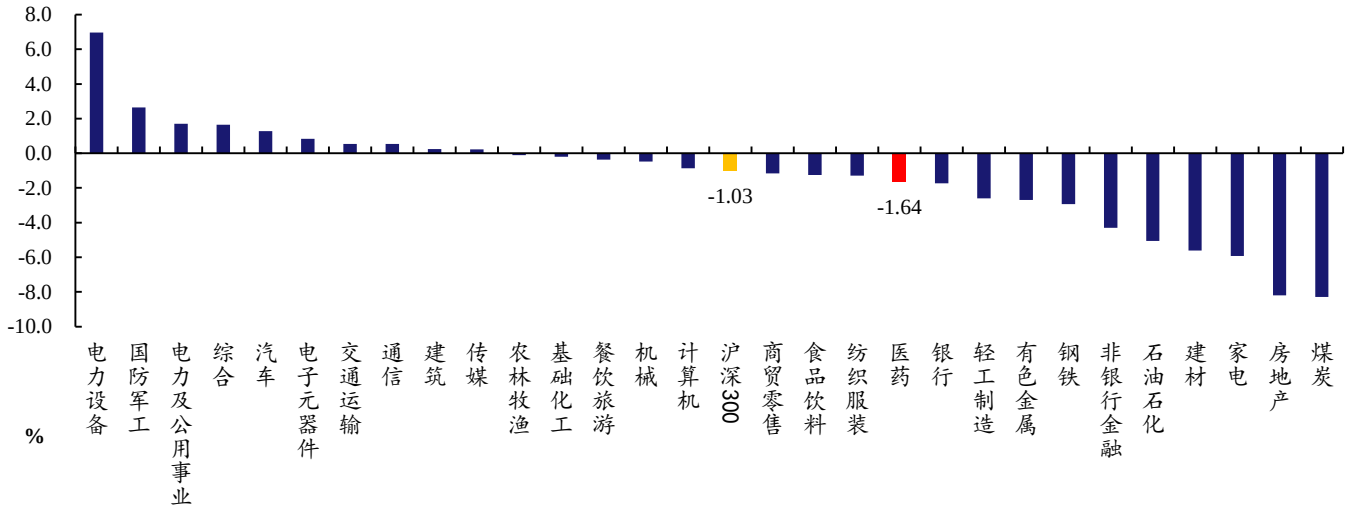
（一）本周板块行情回顾：业绩影响和政策扰动，部分核心资产回调

1、本周生物医药板块走势：受三季报业绩和政策事件影响，核心资产继续回调

本周（10月25日-10月29日）生物医药板块下跌1.64%，跑输沪深300指数0.62pct，跑输创业板指数3.65pct，在30个中信一级行业中排名第19。本周中信医药大部分子板块均有不同程度的下跌，其中中药饮片、中成药和医药流通子板块跌幅较大，分别下跌3.58%、3.46%和3.16%。

个股涨跌幅方面，本周跌幅较大的子板块中，中药饮片主要是ST康美（-6.21%）、和华森制药（-2.23%）；医药流通主要是奇正藏药（-21.15%）、亚宝药业（-17.33%）和华润三九（-15.54%）。

图表 5：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

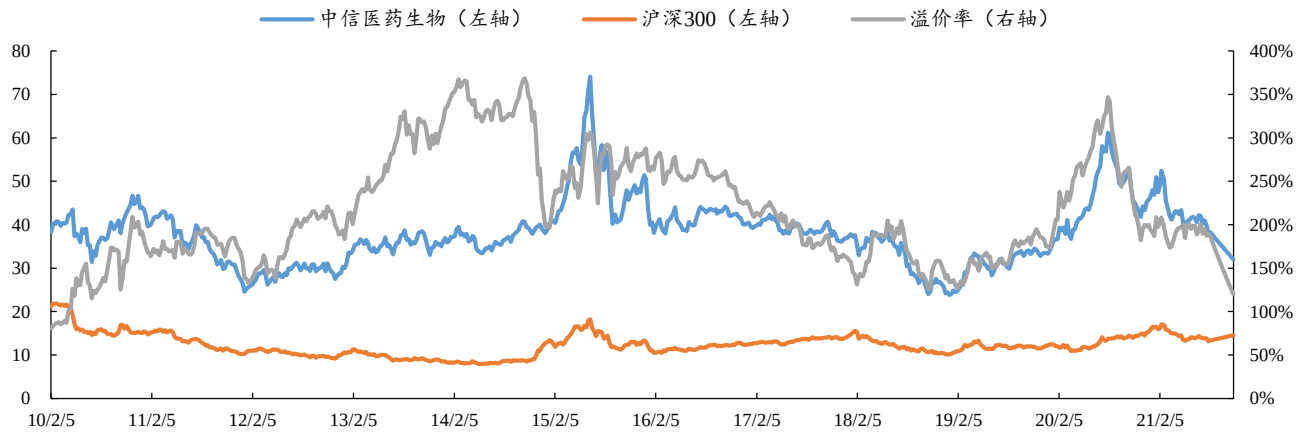
2、医药板块绝对估值波动下行，溢价率持续下降

医药板块绝对估值有波动下行，溢价率有所下降。截止2021年10月29日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为32，比上周下降0.52。医药行业相对沪

深300的估值溢价率为119.93%，环比下降了5.12个百分点。医药板块整体估值近期处于波动下行态势。

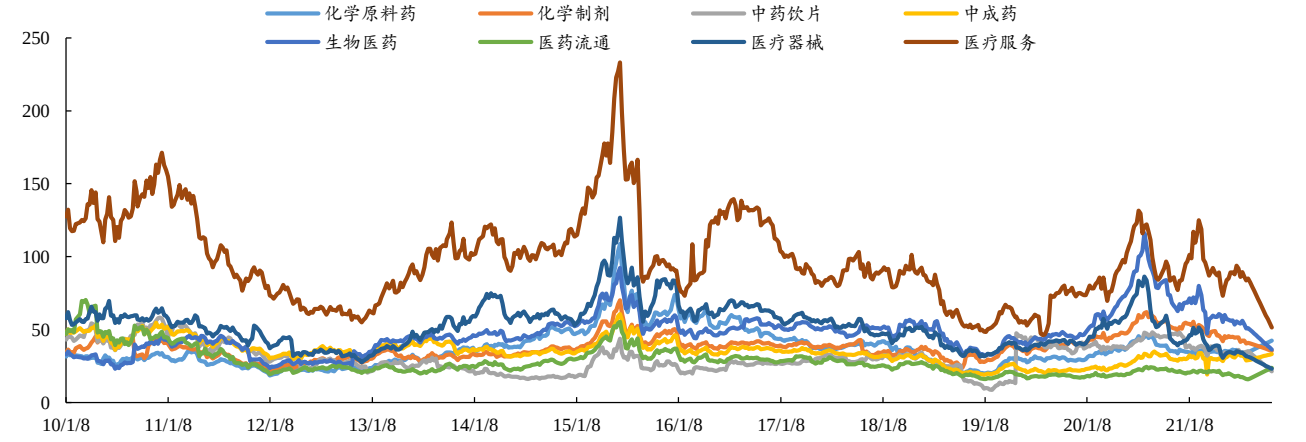
医疗服务和医疗器械板块回调较多。子行业市盈率方面，医疗服务、化学原料药和生物医药板块居于前三位，医疗服务和生物医药板块估值下降较多，PE环比上周分别下降2.79和1.23。

图表 6：2010 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 7：2010 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

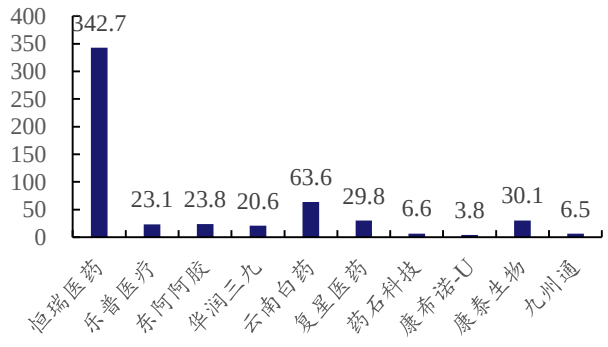
（二）沪港通资金持仓变化：医药板块投资占比略有提升

北上资金：A股医药股整体，截至2021年10月29日，陆港通医药行业投资2287.1亿

元，相对2021年10月22日环比减少了41.83亿元；医药持股占陆港通总资金的15.64%，占比环比下降0.3pct。子板块方面，本周生物制品（2.70%）和医疗服务（20.03%）占比下降，化学制药（31.06%）、医药商业（12.05%）、中药（9.42%）和医疗器械（24.75%）占比上升。

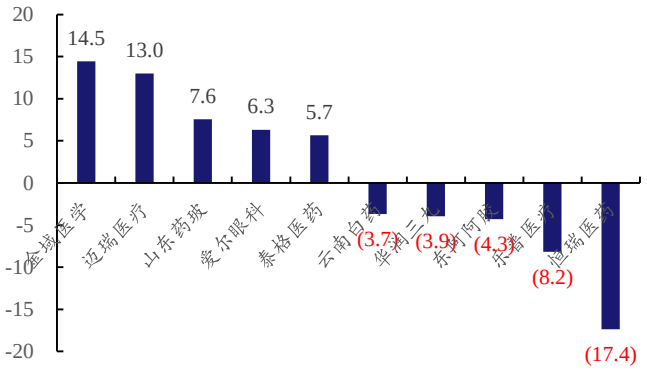
个股方面，A股医药股持股市值前五为迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为金域医学、迈瑞医疗和山东药玻；净减持金额前三为恒瑞医药、乐普医疗和东阿阿胶。

图表 8：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

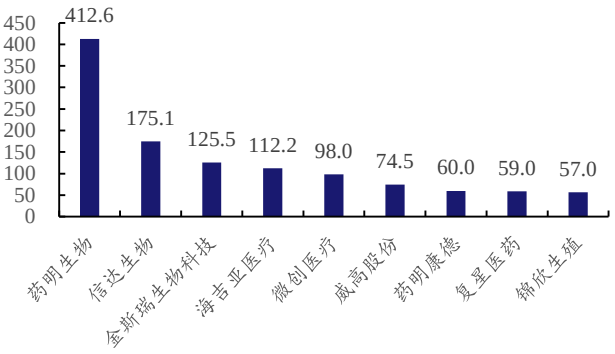
图表 9：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

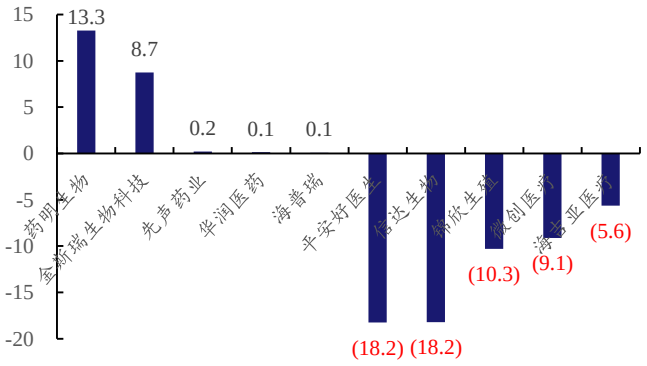
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、金斯瑞生物科技、海吉亚医疗和微创医疗。净增持金额前三为药明生物、金斯瑞生物科技和先声药业；净减持金额前三为平安好医生、信达生物和锦欣生殖。

图表 10：南下资金港股通持股市值情况（亿港币）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港币）



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
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	21/10/29
300015	爱尔眼科	买入	0.32	0.43	0.58	0.73	152.2	112.86	83.67	66.48	48.53
600763	通策医疗	买入	1.54	2.29	3.09	3.98	155.21	104.13	77.17	59.91	238.46
300595	欧普康视	买入	0.51	0.72	0.96	1.3	134.23	94.99	71.24	52.61	68.39
688050	爱博医疗	买入	0.92	1.41	1.97	2.76	267.86	174.47	124.87	89.13	246
000661	长春高新	买入	7.53	10.2	13.1	16.6	36.23	26.74	20.82	16.43	272.76
603882	金域医学	买入	3.25	4.49	3.99	4.12	35.18	25.5	28.69	27.79	114.49
600529	山东药玻	买入	0.95	1.09	1.46	1.72	35.85	31.2	23.29	19.77	34.01
603259	药明康德	买入	1	2.33			137.79	59.23			138.01
688356	键凯科技	买入	1.43	2.75	4.05	5.38	195.2	101.36	68.82	51.81	278.74
002821	凯莱英	买入	2.95	4.2	6.07	8.22	134.92	94.81	65.6	48.44	398.21
688690	纳微科技	买入	0.18	0.42	0.67	0.96	410.09	177.38	111.19	77.6	74.5
301047	义翘神州	增持	16.58	11.35	8.37	7.68	19.28	28.17	38.2	41.63	319.7
600161	天坛生物	买入	0.47	0.6	0.7	0.9	62.04	48.12	41.24	32.08	28.87
002007	华兰生物	买入	0.88	1	1.3	1.5	33.59	29.7	22.85	19.8	29.7
002727	一心堂	买入	1.33	1.7	2.1	2.5	23.92	18.65	15.1	12.68	31.7
603939	益丰药房	买入	1.07	1.39	1.79	2.3	44.67	34.35	26.68	20.76	47.75
603233	大参林	买入	1.34	1.36	1.65	1.97	26.32	26.01	21.44	17.95	35.37
603883	老百姓	买入	1.52	1.9	2.38	2.85	28.79	23.03	18.38	15.35	43.75
300760	迈瑞医疗	买入	5.48	6.71	8.13	9.78	68.67	56.05	46.26	38.46	376.09

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	孟超	13581759033	mengchao@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
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	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	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	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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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。