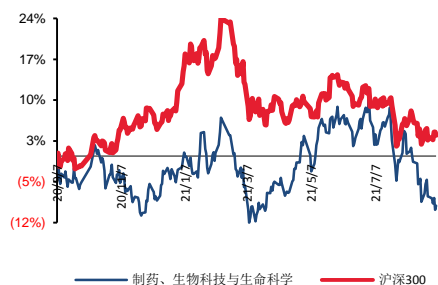


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药 2021 半年报总结—政策压制板块行情，风物长宜放眼量，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：

《锦欣生殖 2021 半年报点评：业绩快速恢复，业务版图持续扩张》
—2021/09/01

《业绩符合预期，重磅品种获批在即》—2021/08/30

《业绩增长强劲，产品矩阵多元化发展》—2021/08/30

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

21H1 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 年上半年，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 1001.92 亿元，同比增长 50.49%；医药行业整体的经营性现金流净额为 935.73 亿元，同比增长 34.67%。

分子行业来看，2021 年上半年，疫情相关板块的成长性较高，生物医药（包括疫苗、生物药）和医疗器械的扣非后归母净利润分别同比增加 94.27%和 82.74%；除化学原料药外（-4.85%），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有不同程度的成长恢复，其中医疗服务、中药饮片、中成药、化学制剂和医药流通扣非归母净利润分别同比增长 54.59%、40.36%、25.99%、23.13%和 20.47%。

政策压制板块行情，当前板块配置性价比高。

2021 年上半年医药板块在创下新高后，持续震荡，2 季度之后受带量采购政策持续深化影响，扰乱了市场对于对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，以及新能源、电子板块等其他板块抽水效应，截至 2021/8/31，中信医药指数下跌 8.09%，跑输沪深 300 指数 0.31 个百分点，在 30 个中信一级行业中排名第 19 位。医药板块的绝对估值以及溢价率处于近十年历史中位。

21Q2 公募基金重仓比例为 14.1%，同比下降 3.60pct。北上资金医药行业投资有所下滑，但仍处于相对高位。截至 2021/8/31，北上资金医药持仓比例为 18.36%，持股比例超过公募上半年重仓医药持仓比例 14.1%。分子行业看，医疗服务和医疗器械持仓占比持续提升。

板块内龙头及白马标的为代表的核心资产回调幅度较大，而多数核心资产基本面优异、业绩增长明确，基于长期竞争优势与业绩估值平衡性，我们关注好生意模式、估值相对合理具有安全边际、增长确定性强的标的。

电话：18510640908

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520110001

各板块半年报情况总结：

1、化学制剂：2021 年二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 15%、49%、-14%，剔除异常值后的利润端增速与收入端基本匹配。疫情影响医院诊疗活动，制剂企业销售呈前高后低态势；21Q1 由于低基数表现高增长，二季度随着国内疫情逐渐稳定，化学制剂板块各企业经营也随之回复正常水平，恢复相对稳定，营收等表现指标增速也相对有所回落。

2、生物药：2021 年上半年的营业收入、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 39%、85%、155%。1) 疫苗板块一方面智飞生物、康希诺等新冠疫苗上市贡献丰厚利润，另一方面尽管部分自费苗接种资源受新冠疫苗接种工作，但 HPV 疫苗、PCV13 疫苗等终端需求旺盛，仍处于快速放量阶段；2) 血制品 20 年采浆受影响以及库存消化，以及批签发受影响，21 年 H1 供给整体收缩（除天坛生物外）。3) 类消费生物药板块新患恢复情况良好，叠加 20H1 低基数效应，上半年实现同比快速增长。

3、医疗服务：由于去年同期疫情带来的低基数效应，2021 年上半年医疗服务企业业绩均实现大幅增长，但剔除疫情影响，相比 2019 年同期业绩均有较高增速，医疗服务行业具有良好的成长性和业绩确定性。

4、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 年第二季度，企业已经恢复正常的经营活动，同时抗疫产品也持续贡献增量，整体来看营业收入、扣非净利润和经营性现金流同比增速中位值分别为 30%、23%、28%；2021 年上半年的营业收入、扣非净利润和经营性现金流同比增速中位值分别为 40%、55%、69%。我们预计，随着疫情影响趋缓、企业的常规业务活动恢复常态，整体销售费用率方面或有提升，各企业的盈利能力也有望恢复至常态化水平。我们认为，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。

5、医药外包：2021 年上半年，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 44%、67%

和 90%，实现高速增长，经营性现金流情况优异。扣非归母净利润端，其中美迪西（+150%）、九洲药业（+103%）、药明康德（+88%）、泰格医药（+89%）、药石科技（+77%）。

6、特色原料药：头部公司产品商业化进程的加速。2021 年上半年，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 22%、13%、15%，同比较之 Q1 增速有所下降，主要是 2020Q2 高基数。其中九洲药业、博瑞医药、奥翔药业业绩表现优异，仙琚制药、健友股份和司太立也取得了良好表现；天宇股份与美诺华受汇率和产品价格波动影响，增速放缓甚至大幅下滑。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。

7、医药商业：药店 Q3 业绩同比增长有望提速，估值合理，成长逻辑不改。2021 上半年医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长 16%、18%，由于去年同期低基数效应，整体板块增速较高，其中零售药店板块表现优秀，继续保持快速增长。配送企业九州通、柳州股份、国药股份摆脱疫情影响，业绩快速反弹。

医药板块投资策略：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板块和公司稀缺的，把握优质资产回调良机。

2021 上半年政策持续深化影响扰乱了市场对于对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。

“应采尽采”的深入贯彻，背后仍是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。企业如何应对“应采尽采”，将进一步回归到竞争格局，回到真创新驱动的溢价。

《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，公立医院公益性定位以及民营医院医疗价格进一步规范，将进一步促进国内民营医院的良性发展。从长周期角度，有利于优质民营医院做大做强。

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

块和公司稀缺的。

从商业模式角度、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、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。隐形正畸龙头时代天使。建议关注生长激素龙头企业长春高新。

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。建议关注：阿拉丁、泰坦科技、键凯科技、皓元医药、纳微科技和义翘神州，以及即将上市的诺唯赞等。

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。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，推荐一心堂、益丰药房、大参林、老百姓和健之佳。

6、医疗器械板块：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。

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：创新药研发进入“下半场”，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。

相关标的：A 股恒瑞医药（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。

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，基于此我们建议关注港股百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等。

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

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。

建议关注：药明康德、凯莱英、药明生物等。

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.....	8
(一) 基本面：21H1 医药行业整体强劲恢复.....	8
(二) 二级市场：政策压制板块行情，当前板块配置性价比高.....	10
二、 各细分板块总结.....	14
(一) 化学制药：控费降价常态化，聚焦“真创新”型药企.....	14
(二) 生物制药：新冠疫苗接种影响批签发及常规疫苗接种，长期看好生物制品赛道高壁垒和成长确定性.....	17
(三) 生命科学服务：受益于国产化替代进程，业绩保持快速增长.....	21
(四) 医疗服务：业绩恢复良好，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升.....	22
(五) 医疗器械：短期政策扰动，不改长期创新发展逻辑.....	24
(六) 医药外包：景气度持续+中国优势凸显=成长的确定性强.....	29
(七) 特色原料药：重点关注技术平台型或成本优势型的头部公司.....	30
(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.....	32
三、 医药板块投资策略：风物长宜放眼量，把握优质资产回调良机.....	34
四、 风险提示.....	37

图表目录

图表 1: 15-21H1 生物医药行业净利润同比增速.....	8
图表 2: 15-21H1 生物医药行业经营性现金流同比增速	8
图表 3: 15H1-21H1 生物医药各子版块净利润同比增速.....	8
图表 4: 15H1-21H1 生物医药行业的毛利率情况	9
图表 5: 15H1-21H1 生物医药各子板块的毛利率情况.....	9
图表 6: 15H1-21H1 生物医药行业的净利率情况	10
图表 7: 15H1-21H1 生物医药各子板块的净利率情况.....	10
图表 8: 21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情.....	11
图表 9: 2021 年以来医药各个子行业震荡下行.....	11
图表 10: 截至 2021 年 8 月 31 日, 医药板块绝对估值及溢价率处于十年中位	11
图表 11: 2021 年初以来, 生物医药各子行业估值差收敛	12
图表 12: 21Q2 以来公募基金重仓医药行业比例回升	13
图表 13: 21Q2 以来北上资金医药行业投资占比回升	13
图表 14: 医疗服务、医疗器械等非药板块占比持续提升	13
图表 15: 2021 年以来医药行业重要政策汇总	14
图表 16: 化学制剂板块重点公司估值数据比较.....	16
图表 17: 化学制剂板块重点公司 2021H1&2021Q2 财务数据比较	17
图表 18: 生物制品板块重点公司估值数据比较.....	19
图表 19: 生物制品板块重点公司 2021H1& 2021Q2 财务数据比较	20
图表 20: 生命科学服务板块重点公司估值数据比较.....	22
图表 21: 生命科学服务板块重点公司 2021H1 & 2021Q2 财务数据比较	22
图表 22: 医疗服务板块重点公司估值数据比较.....	23
图表 23: 医疗服务板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较	24
图表 24: 医疗器械板块重点公司估值数据比较.....	26
图表 25: 医疗器械板块重点公司 20H1、21H1 21Q2 的财务数据比较.....	27
图表 26: 医药外包板块重点公司估值数据比较.....	29
图表 27: 医药外包板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较	30
图表 28: 原料药板块重点公司估值数据比较	32
图表 29: 原料药板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较	32
图表 30: 医药商业板块重点公司估值数据比较.....	33
图表 31: 医药商业板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较	34

一、行业逻辑

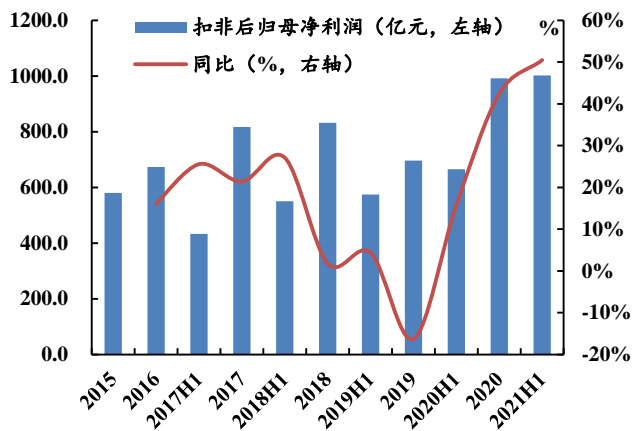
(一) 基本面：21H1 医药行业整体强劲恢复

➢ 21H1 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 年上半年，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 1001.92 亿元，同比增长 50.49%；医药行业整体的经营性现金流净额为 935.73 亿元，同比增长 34.67%。

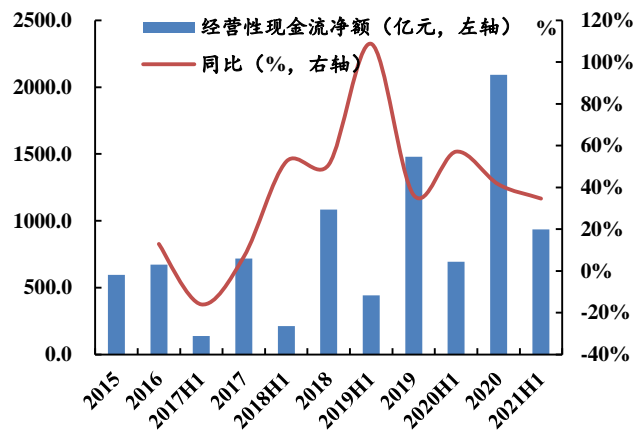
分子行业来看，2021 年上半年，疫情相关板块的成长性较高，生物医药（CS 生物医药板块包括疫苗、生物药）和医疗器械的扣非后归母净利润分别同比增加 94.27%和 82.74%；除化学原料药外（-4.85%），其余板块均在去年低基数的基础上受益于终端需求恢复等因素而实现不同程度的成长恢复，其中医疗服务、中药饮片、中成药、化学制剂和医药流通扣非归母净利润分别同比增长 54.59%、40.36%、25.99%、23.13%和 20.47%。

图表 1：15-21H1 生物医药行业净利润同比增速



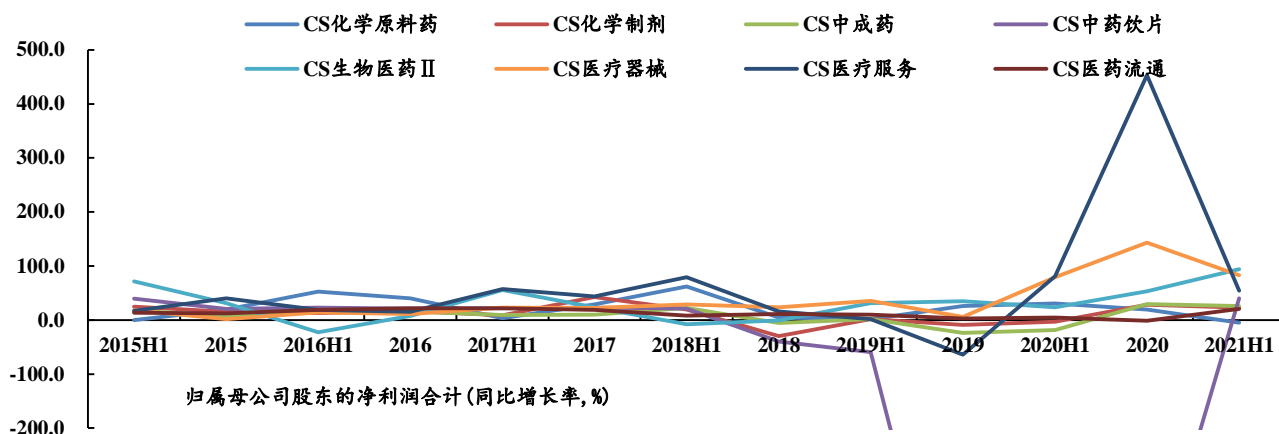
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 2：15-21H1 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 3：15H1-21H1 生物医药各子版块净利润同比增速



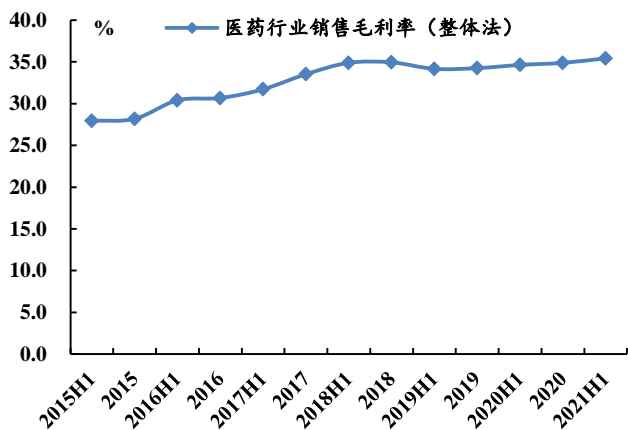
资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 21H1 生物医药行业的盈利水平较去年同期明显提升

2021年上半年，生物医药行业整体的毛利率为35.43%，相比去年同期提高0.8pct。

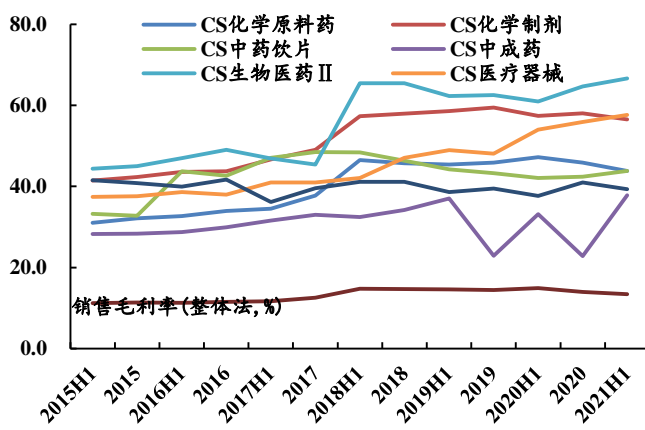
分子行业来看，2021年上半年，生物医药、中成药、医疗器械、中药饮片和医疗服务的毛利率水平同比提升，分别提升 5.69pct、4.62pct、3.63pct、1.75pct 和 1.65pct。化学原料药、医药流通和化学制剂的毛利率水平同比下降，分别为下降 3.38pct、1.46pct 和 0.85pct。

图表 4：15H1-21H1 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 5：15H1-21H1 生物医药各子板块的毛利率情况

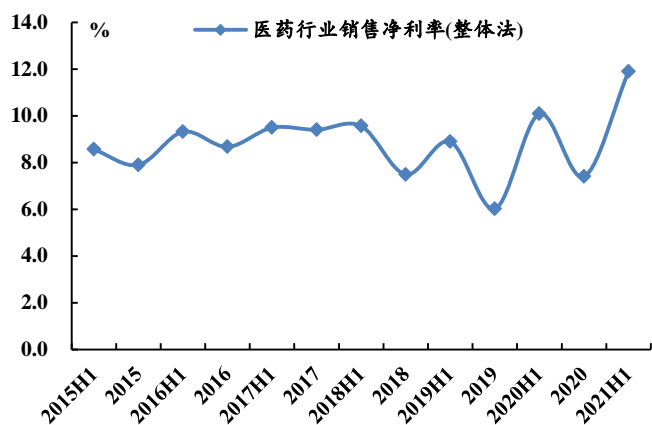


资料来源：wind，太平洋研究院整理

2021年上半年，生物医药行业整体的净利率为11.89%，相比去年同期增加1.81pct。

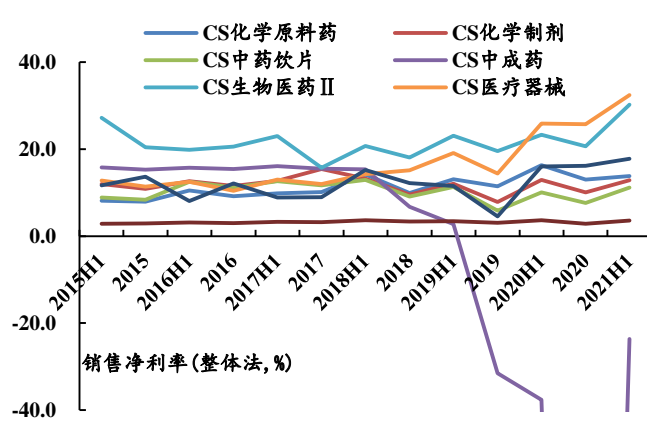
分子行业来看，2021 年上半年，中成药、生物医药、医疗器械、医疗服务和中药饮片的净利率水平同比提升，分别提升 14.01pct、6.88pct、6.54pct、1.75pct 和 1.07pct。化学原料药、医药流通和化学制剂的净利率水平同比下降，分别为下降 2.45pct、0.11pct 和 0.06pct。

图表 6: 15H1-21H1 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: 15H1-21H1 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

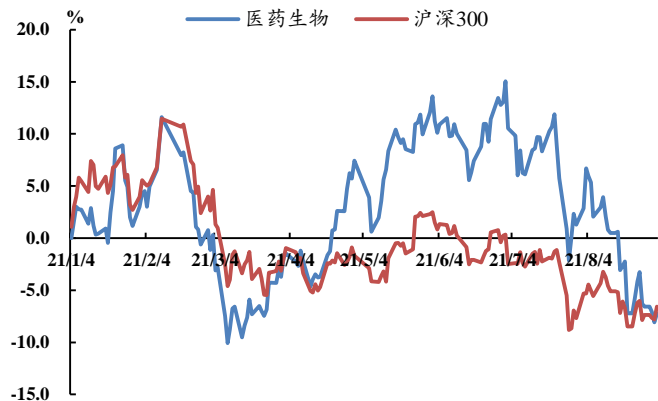
➢ 21H1 以来政策压制医药板块整体行情，中药饮片领涨

政策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，持续震荡，2季度之后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临床检验试剂集中带量采购谈判，部分化学发光试剂进行集采，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。政策的深化扰乱了市场对于对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。

截至2021/06/30，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。2季度之后受政策压制以及新能源、电子板块等其他板块抽水效应，截至2021/8/31，中信医药指数下跌8.09%，跑输沪深300指数0.31个百分点，在30个中信一级行业中排名第19位。

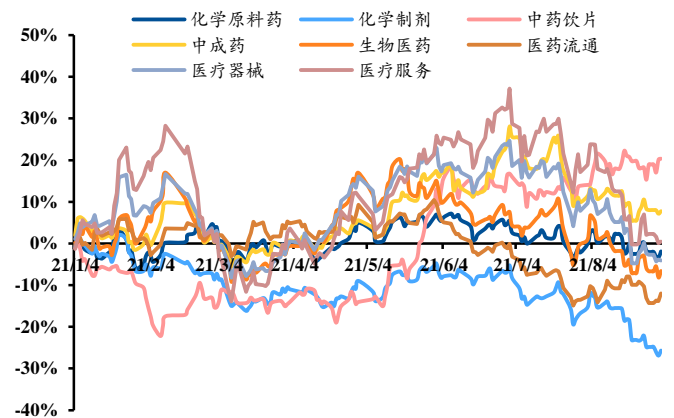
子行业均呈现震荡下行趋势，仅中药饮片与中成药实现正收益。2021 年以来，医药板块子行业均呈现震荡下行趋势。截至 2021 年 8 月 31 日，仅中药饮片和中成药板块实现正收益，分别上涨 20.35% 和 7.75%，位居涨幅第一和第二，医疗服务、化学原料药、医疗器械、生物医药、医药流通和化学制剂分别下跌 0.09%、3.38%、3.88%、8.18%、13.84% 和 26.92%。

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

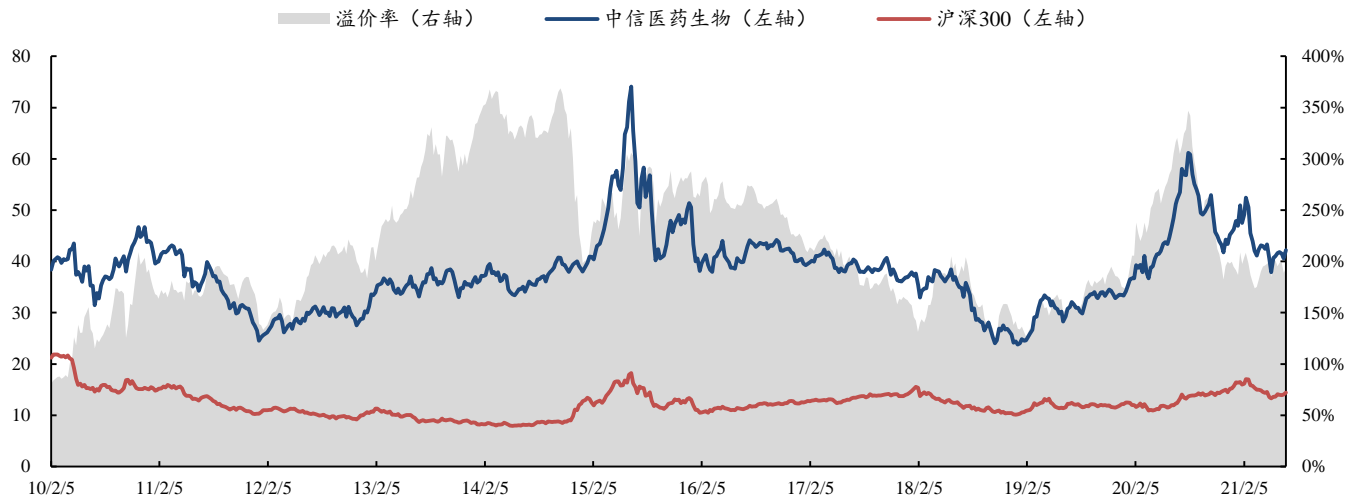


资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 估值：绝对估值处于近历史中位，估值溢价率略低于历史平均值

医药板块的绝对估值以及溢价率处于近十年历史中位。2021 年以来，在市场行情切换、医药板块白马标的的回调、行业政策压制的共同推动下，医药板块估值持续下调。截至 2021 年 8 月 31 日，中信医药 PE (TTM，整体法，剔除负值) 为 44X，达到历史 59.13% 分位，处于近历史中位。沪深 300 PE (TTM，整体法，剔除负值) 为 18X，医药板块估值溢价率为 174.58%，达到历史 53.26% 分位，估值溢价率略低于历史平均值 (175.59%)。

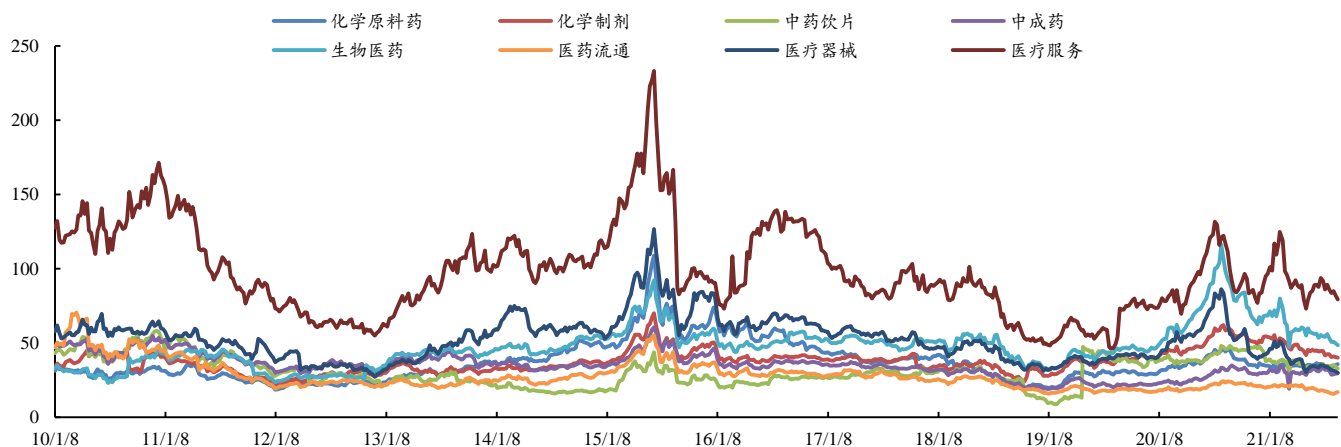
图表 10：截至 2021 年 8 月 31 日，医药板块绝对估值及溢价率处于十年中位



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

医疗服务和医疗器械已回调至相对低位。生物医药、化学制剂、中药饮片和化学原料药 PE 分别为 49X、40X、33X 和 36X, 历史分位点分别为 63.53%、67.79%、54.01% 和 58.27%, 处于历史中位; 医疗服务、医疗器械、医药流通和中成药 PE 分别为 79X、30X、17X 和 30X, 历史分位点分别为 21.80%、9.40%、1.88% 和 19.42%, 处于历史相对低位。

图表 11: 2021 年初以来, 生物医药各子行业估值差收敛



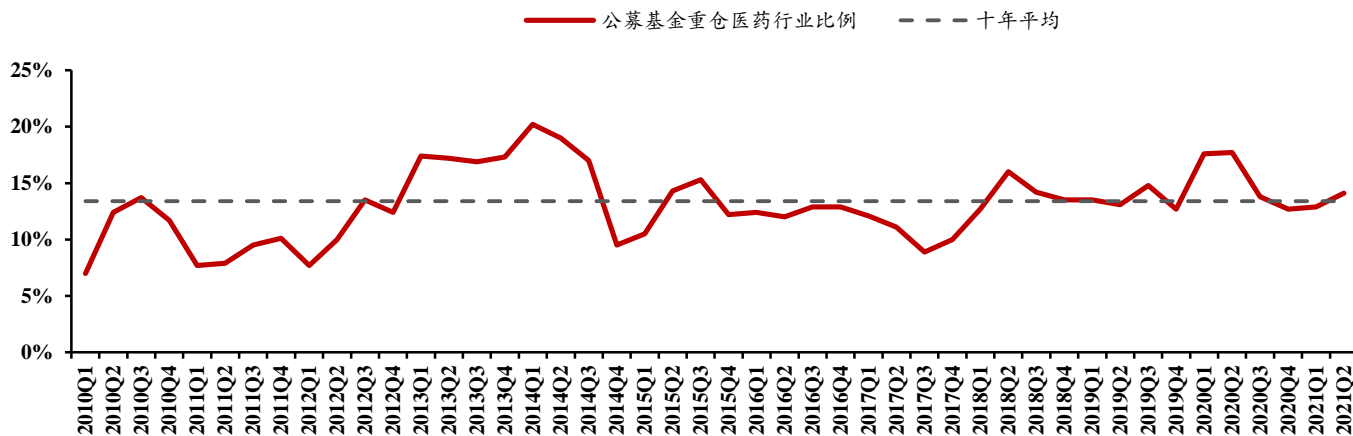
资料来源: wind, 太平洋研究院整理

➤ 基金持仓: 21Q2 公募基金重仓比例为 14.1%, 同比下降 3.60pct

2021 年 Q2, 公募基金重仓医药行业的比例为 14.1%, 同比下降 3.60pct, 环比 Q1

提升 1.20pct。目前持仓比例高于 10 年平均（13.4%），基本处于十年中枢区间。

图表 12：21Q2 以来公募基金重仓医药行业比例回升



资料来源：wind，太平洋研究院整理

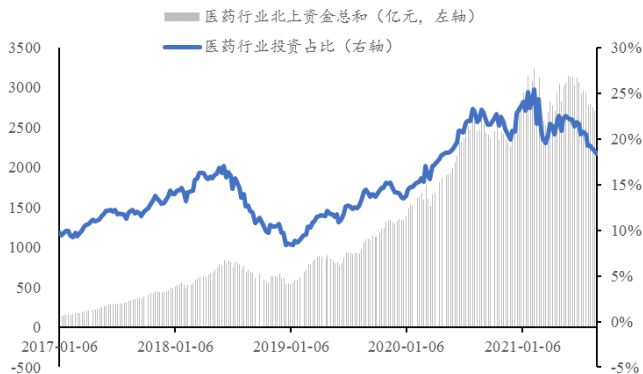
➤ 北上资金医药持仓比例回升，医疗服务和医疗器械持仓占比持续提升

北上资金近年来提高了对医药行业的配置比例，自2021年二季度以来，北上资金医药行业投资有所下滑，但仍处于相对高位。截至2021/8/31，医药行业北上资金总和为2664亿元，北上资金医药持仓比例为18.36%，持股比例超过公募上半年重仓医药持仓比例14.1%。

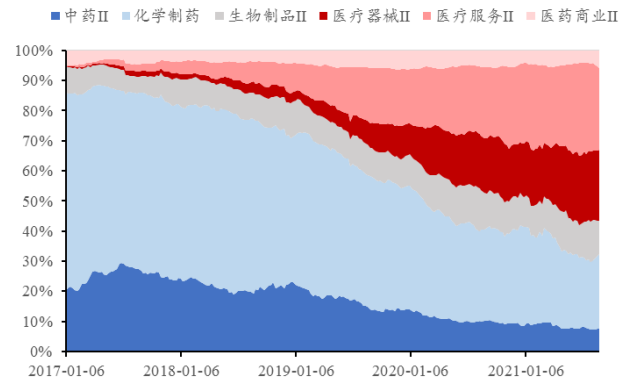
分子行业看，医疗服务和医疗器械等非药板块备受海外投资者青睐，持仓占比分别从 2021/1/8 的 25.93%和 18.41%提升至 2021/8/27 日的 27.25%和 23.42%，而化学制药板块从 31.93%下滑至 24.79%。医疗服务和医疗器械持仓占比持续提升。

图表 13：21Q2 以来北上资金医药行业投资占比回升

图表 14：医疗服务、医疗器械等非药板块占比持续提升



资料来源：wind，太平洋研究院整理



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
2021/04/01	《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
2021/05/24	《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》	国务院办公厅	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（征求意见稿）》	广东省医保局	广东联合 13 省进行 45 个品种的联盟带量采购
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

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：控费降价常态化，聚焦“真创新”型药企

➤ 观点

上半年国内药物市场仍旧处于“冰火两重天”的局面，一方面在全国集采常态化背景下，各地相继开始探索区域性联合带量采购，药品乃至器械终端价格承压愈发增大；另一方面国产创新逐渐进入兑现期，获批新药数量与质量更上层楼，截至 6 月 30 日上半年合计获批 36 个新药（进口新药 22 个、国产新药 14 个），其中国产三代 EGFR 抑制剂伏美替尼、百济神州 PARP 抑制剂帕米帕利、泽璟制药多纳非尼以及荣昌生物重磅 ADC 药物维迪西妥单抗等相继获批上市。

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。

1、化学制药企业：近年集采政策加速推进使得复合型化学制药企业表现两级分化，而由于研发体系并非一朝一夕建成，尽管在仿制药集采降价压力下多数企业均有发力创新的行动，但研发团队专业性和临床转化效率更高的企业已表现出较大的领先优势，其研发投入兑现潜力也更大，这类企业我们建议关注 A 股恒瑞医药（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、初创型 Biotech：受益于药审政策改革、人才归国红利和一、二级市场融资渠道通畅，近年来国内初创型 Biotech 百花齐放，并凭借自身独特的差异化研发平台吸引资本市场关注，也成为国内创新药出海的潜在“代言人”。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，基于此我们建议关注 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

2020 年上半年尤其是一季度受新冠疫情影响，医疗机构诊疗量下滑，化学制剂在生产端以及终端销售上均有较大影响，多数企业形成较低基数，二季度之后随着国内

疫情逐渐稳定，化学制剂板块各企业经营也随之回复正常水平，2021 年一季度由于低基数效应，各项财务数据同比均有较大增幅，二季度恢复相对稳定，营收等表现指标增速也相对有所回落。

就我们所选的重点公司进行分析，2021 年上半年的营业收入、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 17%、31%、-4%，利润端恢复情况好于收入端，细分来看，以新药销售为主的企业前后增速相对稳定，普药和专科药则受疫情影响基数更低，对应 21H1 增速更快。2021 年二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 15%、49%、-14%，剔除异常值后的利润端增速与收入端基本匹配。

1) 恒瑞医药：2021年上半年收入132.98亿元(+17.58%)、归母净利润26.68亿元(+0.21%)；2021Q2收入63.68亿元(+10.15%)、归母净利润11.71亿元(-13.03%)。创新药板块销售收入稳步增加，仿制药销售有所下滑，PD-1受医保谈判价格影响，销售环比不及预期。

2) 复星医药：2021年上半年收入169.52亿元(+20.85%)、归母净利润24.82亿元(+44.77%)；2021Q2收入88.96亿元(+9.19%)、归母净利润16.35亿元(+43.75%)。生物类似药快速放量带动制药业务增长，持有的BioNTech等金融资产公允价值上升增厚利润。

3) 贝达药业：2021年上半年收入11.55亿(+21.35%)、归母净利润2.15亿(+49.57%)；2021Q2收入5.37亿元(+76.04%)、归母净利润0.66亿元(+405.34%)。20Q2消化埃克替尼库存导致基数较低，恩沙替尼上市贡献业绩。

4) 丽珠集团：2021年上半年收入162.36亿元(+22.38%)、归母净利润10.62亿元(+5.75%)；2021Q2收入28.86亿元(+11.40%)、归母净利润5.43亿元(-10.33%)。艾普拉唑+亮丙瑞林带动化学制剂板块高速增长，诊断试剂去年Q2基数高，内生增长稳健。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2
恒瑞医药	1.0	1.1	1.3	46	40	34	20%	8	13	18	10	12	3	-9	132	-56	-29
复星医药	1.4	1.8	2.1	44	36	30	11%	4	-1	21	9	12	20	5	1	17	-10
贝达药业	1.5	1.1	1.6	50	64	47	11%	7	25	21	76	88	40	447	49	-35	119
康弘药业	-0.3	0.9	1.0	-61	21	18	13%	3	-8	36	30	-7	32	19	-5	-44	-134
丽珠集团	1.8	2.1	2.5	22	18	16	15%	3	3	22	11	27	10	1	-9	-23	-69

健康元	0.6	0.7	0.8	19	17	14	11%	2	3	21	12	17	1	-15	10	-40	-67
科伦药业	0.6	0.8	0.9	31	24	20	7%	2	-19	14	10	-79	235	98	-41	3	-3
华东医药	1.6	1.7	2.0	19	18	16	17%	3	-9	3	3	-5	-15	-9	30	38	39
人福医药	0.7	0.9	1.2	31	23	18	12%	3	-8	0	-2	14	66	47	-61	85	79
信立泰	0.1	0.5	0.6	464	53	41	8%	5	-35	-10	-9	-71	32	130	32	-71	-59
海思科	0.6	0.6	0.8	28	26	20	20%	5	-22	-12	-36	9	-78	-133	-181	70	2
普利制药	0.9	1.3	1.7	41	30	22	22%	7	14	55	51	36	39	34	32	21	14
恩华药业	0.7	0.9	1.1	18	15	12	18%	3	-29	26	29	10	18	15	41	-19	-59
平均值				58	30	24	14%	4	-6	17	15	5	31	49	2	-4	-14

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年上半年化学制剂板块重点公司（剔除海思科异常值）的平均销售毛利率为 67.7%，同比下降 0.15pct，同时期间费用率上升 1.00pct，使得净利率同比下降 0.92pct，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-0.76pct、-0.32pct、2.06pct、0.01pct 至 29.01%、7.15%、11.68%、0.59%，其中研发费用率上升幅度较大，主要部分企业临床进展，相关研发投入增多。

从 2021 年单独二季度（剔除海思科异常值）情况来看，化学制剂重点公司毛利率大体维持稳定，期间费用率对比上半年有所提升，从分项来看主要还是研发费用率仍有增长，因此重点公司整体净利率相对 20H1 和 21H1 低，为 16.7%。

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：新冠疫苗接种影响批签发及常规疫苗接种，长期看好生物制品赛道高壁垒和成长确定性

➤ 观点

新冠疫苗进入业绩兑现期，为各疫苗生产企业带来充沛现金流，科兴、智飞以及康希诺财务数据表现优异；行业通畅的融资渠道和变异株疫情的防控促进 mRNA 疫苗等新技术的发展，LNP 递送系统等关键递送技术得到突破，艾博生物等引领国内 mRNA 疫苗发展，疫苗市场有望迎来新技术应用的产品线更新。血制品供应上短期受去年疫情下采浆减少影响，长期看浆量供给增加以及产品丰富和适应症拓展带来成长。消费升级趋势下，类消费生物药渗透率提升空间广阔，市场先发者和领导者建立强大的覆盖网络和服务体系，竞争格局优异。

1、短期来看国内疫苗企业新冠疫苗陆续上市贡献业绩，根据披露，科兴、智飞以及康希诺财务数据来看，新冠疫苗为企业带来丰厚利润，后续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。长期来看疫情的防控需求也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，行业资金充沛，mRNA 疫苗研发企业融资渠道通畅，国内外 mRNA 等疫苗新技术大放异彩，也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，长远来看促进了预防性疫苗行业技术迭代升级。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、类消费生物药：短期受各地集采等政策预期影响，部分类消费生物药迎来估值重构。长期来看类消费生物药终端需求广阔，消费属性强，目前渗透率低，随着居民收入水平提升以及对疾病与治疗方式认知提升，降价集采反而将促进渗透率的加速提升。此外类消费生物药的服务属性突出，用户口碑和使用黏性形成排他效应，市场先发者凭借广覆盖的销售网络和多年探索建立的售前售后服务体系，长期来看品牌效应决定先发优势可长期持续。建议关注我武生物、长春高新和安科生物。

3、血制品：去年疫情对各企业采浆存在负面影响，供给端传导至 21H1 部分产品供需存在缺口；此外上半年批签发资源转移至新冠疫苗方向，部分血制品批签发也受到影响。行业来看龙头有望受益十四五期间浆站审批放开，浆量成长空间打开。建议

关注天坛生物、华兰生物。

➤ 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 年上半年的营业收入、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 39%、85%、155%，拆分来看：

1) 疫苗板块一方面智飞生物、康希诺等新冠疫苗上市贡献丰厚利润，另一方面尽管部分自费苗接种资源受新冠疫苗接种工作影响，但 HPV 疫苗、PCV13 疫苗等终端需求旺盛，仍处于快速放量阶段，下半年新冠疫苗接种工作影响减弱，将恢复快速增长。

2) 血制品 20 年采浆受影响以及库存消化，以及批签发受影响，21 年 H1 供给整体收缩（除天坛生物外）。

3) 类消费生物药板块后疫情时代新患恢复情况良好，带动各企业收入迅速回暖，叠加 20H1 低基数效应，上半年实现同比快速增长。

2021 年二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 36%、68%、129%，疫苗企业核心品种持续放量，规模效应明显；血制品企业略好于 Q1；类消费生物药企业二季度由于去年同期经营恢复，同比增速略有回落，但整体仍保持高景气。

1) 天坛生物：2021 年上半年收入 18.11 亿元（+16.50%）、归母净利润 3.37 亿元（+18.75%）；2021Q2 收入 9.64 亿元（+20.97%）、归母净利润 1.85 亿元（+21.96%）。业绩保持稳定增长，持续获批新浆站，浆源获取能力得到验证。

2) 华兰生物：2021 年上半年收入 12.89 亿元（-7.06%）、归母净利润 4.57 亿元（-10.64%）；2021Q2 收入 6.65 亿元（-6.17%）、归母净利润 2.04 亿元（-22.68%）。受供给影响，静丙等血制品业务有所下降，全年血制品业务有望实现稳定增长。

3) 智飞生物：2021 年上半年收入 131.71 亿元（+88.33%）、归母净利润 54.9 亿元（+264.94%）；2021Q2 收入 92.45 亿元（+112.08%）、归母净利润 45.52 亿元（+360.69%）。代理产品稳定，新冠疫苗助力自产产品实现高速增长。

4) 万泰生物：2021 年上半年收入 19.64 亿元（+132.78%）、归母净利润 7.22 亿元（+195.92%）；2021Q2 收入 11.40 亿元（+113.95%）、归母净利润 4.32 亿元（+149.33%）。2 价 HPV 放量同比高速增长，疫苗板块净利润率提升。

5) 长春高新：2021 年上半年收入 49.63 亿元 (+26.71%)、归母净利润 19.23 亿元 (+46.85%)；2021Q2 收入 26.82 亿元 (+18.88%)、归母净利润 10.49 亿元 (+36.70%)。生长激素持续表现优异，金赛药业净利率维持较高水平，百克生物受疾控资源影响，华康药业维持相对稳定。

6) 我武生物：2021 年上半年收入 3.48 亿元 (+33.99%)、归母净利润 1.47 亿元 (+37.61%)；2021Q2 收入 1.83 亿元 (+22.66%)、归母净利润 7686.24 万元 (+17.01%)。业绩稳健恢复，新患逐季加速。期间费用率有所提升，净利率相对稳定。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E		20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2
智飞生物	2.1	3.9	5.1	87	46	35	41%	21	39	88	112	29	264	361	146	1,532	650	
康泰生物	1.0	2.0	3.2	120	60	37	15%	9	8	21	12	4	17	14	-79	89	124	
万泰生物	1.1	2.1	3.0	195	104	74	34%	35	61	133	114	235	202	139	229	213	93	
康华生物	4.5	6.8	9.7	39	26	18	24%	6	68	23	9	117	34	23	141	-114	-67	
沃森生物	0.6	0.9	1.2	125	91	67	17%	15	15	135	99	-29	318	113	39	69	644	
欧林生物	0.1	0.3	0.7	342	99	44	18%	16	-	52	28	-	273	94	-	5	180	
百克生物	1.0	1.4	1.9	79	57	42	17%	9	47	-3	-16	-	-22	-34	-	282	70	
天坛生物	0.5	0.6	0.7	68	56	45	12%	6	0	17	21	-5	20	22	51	-9	24	
华兰生物	0.9	1.1	1.3	34	28	23	21%	6	-1	-7	-6	1	-15	-19	-13	57	25	
派林生物	0.3	0.6	0.9	116	46	33	18%	6	6	85	133	-8	157	239	-337	204	152	
博雅生物	0.6	0.9	1.2	66	42	33	8%	3	-3	6	10	-24	27	47	339	313	389	
卫光生物	0.8	1.1	1.4	36	27	22	14%	4	13	-18	-10	13	-12	-6	220	-77	-83	
长春高新	7.5	10.1	13.1	35	26	20	28%	7	15	27	19	76	52	45	-4	60	45	
安科生物	0.2	0.3	0.4	54	38	29	16%	6	-7	36	22	3	55	49	123	30	19	
我武生物	0.5	0.7	0.9	97	73	55	20%	15	-5	34	23	-18	27	13	17	17	-22	
通化东宝	0.5	0.5	0.7	23	19	16	18%	3	3	13	11	3	21	21	4	-1	-7	
甘李药业	2.2	2.5	2.9	37	33	29	14%	4	26	22	26	16	22	30	65	-28	-39	
平均值				91	51	37	20%	10	18	39	36	27	85	68	63	155	129	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年上半生物制品板块重点公司的销售毛利率 75.0%，同比上升 1.96pct，期间费用率下降 2.05pct，净利率同比上升 4.63pct 至 31.1%，疫苗企业如万泰生物、康华生物和沃森生物等得益于重点疫苗品种持续放量，费用端规模效应明显，盈利能力持续提升；血制品企业中天坛生物、华兰生物等毛利率和期间费用率同比大体持平；类消

费生物药企业中生长激素企业净利率提升明显。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-2.06pct、-0.53pct、1.01pct、-0.47pct 至 25.00%、7.46%、8.07%、-1.00%，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推进稳步提升。

从 2021 年二季度情况来看，生物制品板块重点公司毛利率和期间费用率保持稳定，整体净利率略有提升。

图表 19：生物制品板块重点公司 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
智飞生物	38.5	58.3	65.7	10.0	8.4	7.4	21.5	41.7	49.2
康泰生物	92.9	84.4	84.0	57.7	51.5	41.1	29.9	32.0	40.2
万泰生物	78.7	85.2	85.8	46.2	43.0	43.5	29.3	37.1	38.4
康华生物	95.4	92.2	91.4	47.0	39.4	37.5	40.2	45.0	46.9
沃森生物	79.1	87.7	87.8	59.2	59.9	59.7	15.9	30.2	36.0
欧林生物	94.0	92.7	90.7	76.3	66.7	66.8	11.7	25.0	20.7
百克生物	88.9	88.3	88.2	54.2	58.4	59.4	30.0	23.8	24.8
天坛生物	48.0	47.9	48.4	15.8	15.4	15.4	26.9	27.0	27.1
华兰生物	59.7	59.9	56.8	19.5	25.1	27.5	36.4	34.9	29.9
派林生物	47.1	46.4	48.5	27.4	20.6	20.6	14.4	22.3	23.7
博雅生物	53.5	56.3	56.0	38.3	37.6	37.6	12.7	15.8	14.9
卫光生物	36.1	40.5	40.2	14.3	16.4	14.9	18.9	20.8	21.8
长春高新	85.1	87.9	86.0	41.2	38.2	35.7	36.4	40.4	41.0
安科生物	80.5	81.1	80.8	54.6	51.6	53.8	22.9	25.5	24.9
我武生物	94.5	95.7	95.6	47.1	50.6	48.3	40.1	40.9	40.6
通化东宝	79.0	82.5	81.8	36.4	37.1	39.0	36.7	40.5	40.2
甘李药业	90.8	88.3	87.4	61.8	52.0	55.0	25.5	25.3	19.7
平均值	73.1	75.0	75.0	41.6	39.5	39.0	26.4	31.1	31.8

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(三) 生命科学服务：受益于国产化替代进程，业绩保持快速增长

➤ 观点

近年来随着国内下游创新药尤其是生物药的蓬勃发展，对应其上游需求如生产相关设备和耗材以及研发相关试剂也呈井喷态势。而生命科学服务行业从供给端来看，全球供应商以赛默飞世尔、丹纳赫、默克等龙头企业为主，市场份额相对集中，主要是对于下游制药企业而言研发和生产相关设备耗材供应环节通常不轻易变更，具备先发优势的企业通过并购可持续丰富和优化产品线，多年发展也建立强大的客户资源和

黏性，目前国内上游生命科学供应上同样是外资品牌占据绝对主导。

目前各国产生命科学服务品牌处于强势崛起阶段，尽管起步显著晚于海外龙头，使得部分细分领域产品种类、质量和客户认可度低于外资品牌，但随着作为创始人的各优质科学家归国后的潜心研发，国产品牌整体技术水平迅速提升，在部分细分赛道竞争力媲美甚至超过外资，国产品牌具备替代进口份额的底层条件。

短期来看，国产试剂具备相对价格较低、配套服务更优以及供货更加及时等优势，且由于新冠疫情以及国际形势的复杂多变，国内下游企业在主观上（主动考虑使用国产供应商）和客观上（疫情下海外品牌存在供货难、供货慢等问题）均在积极采购国产品牌，对应各上游供应企业业绩处于飞速增长阶段。中长期看，国内企业有望追上甚至超过海外龙头，具备国产替代乃至参与全球竞争的广阔市场空间。

此外国内科创板等融资渠道通畅，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：阿拉丁、泰坦科技、键凯科技、皓元医药、纳微科技和义翘神州。

➤ 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 年上半年的营业收入、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 80%、129%、37%，整体实现飞速增长，一方面行业景气度高、各企业订单量充沛，另一方面去年疫情期间相关产品发货不畅，存在低基数情况；利润端平均增速快于收入端，主要是收入规模快速扩张规模效应的体现。2021 年二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 49%、105%、-88%，利润端仍维持快速增长。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2
阿拉丁	0.7	1.2	1.6	120	76	56	12%	9	-4	42	21	-21	75	69	-34	-49	
泰坦科技	1.3	2.0	2.9	191	130	89	10%	13	0	78	62	-25	145	-114	-1	-348	
键凯科技	1.4	2.2	3.0	163	107	76	14%	14	26	137	123	32	206	180	111	60	34
皓元医药	1.7	2.7	3.8	194	126	87	22%	22		83	57		116	30		48	-315
纳微科技	0.2	0.3	0.5	558	308	193	19%	57		112	88		204			-23	129
义翘神州	16.6	14.0	12.5	28	34	38	29%	13		28	-54		26			170	21
平均值				209	130	90	18%	21	7	80	49	-5	129	105	22	37	-88

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

2021 年上半年生命科学服务板块重点公司的平均销售毛利率为 66.6%，同比下降 0.32pct，得益于期间费用率下降 6.17pct，净利率同比提升 5.09pct，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 2.45pct、-1.87pct、-1.98pct、0.14pct 至 6.75%、9.20%、7.80%、-0.20%，主要是各企业收入规模快速扩张，费用端占比体现规模效应。

从 2021 年单独二季度情况来看，生命科学服务重点公司毛利率大体维持稳定，期间费用率对比上半年有所提升，各经营数据恢复常规状态，因此重点公司整体净利率相对 21H1 略低。

图表 21：生命科学服务板块重点公司 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
阿拉丁	65.3	64.6	65.1	34.7	24.4	27.4	26.4	31.7	31.5
泰坦科技	21.3	20.1	20.5	16.9	14.3	13.5	3.9	4.9	5.8
键凯科技	81.4	84.7	84.4	30.6	25.2	27.8	42.4	51.8	52.0
皓元医药	56.1	54.2	54.4	32.1	27.5	32.3	18.2	20.9	17.8
纳微科技	81.6	80.4	82.0	49.6	35.7	34.8	29.4	39.5	43.6
义翘神州	95.7	95.6	92.6	14.3	14.1	26.5	67.6	69.7	62.0
平均值	66.9	66.6	66.5	29.7	23.5	27.0	31.3	36.4	35.4

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(四) 医疗服务：业绩恢复良好，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升

➤ 观点

1) 2021 年以来的医疗服务政策进一步明确了公立医院的公益性，严格控制公立医院医疗服务费用，民营医院差异化竞争优势显现，同时政策一以贯之鼓励社会办医，鼓励民营机构发展多层次服务供给体系，医疗服务企业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 年上半年医疗服务企业业绩均实现大幅增长，但剔除疫情影响，相比 2019 年同期业绩均有较高增速，医疗服务行业具有良好的成长性和业绩确定性。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、通策医疗和锦欣生殖。

➤ 成长性分析

2021上半年公司门店的经营情况良好，收入由于低基数实现较高涨幅。口腔医疗需求刚性，通策医疗分院扩张顺利，蒲公英计划全面落地，随着产能扩产，新建牙椅单产不断提升，有望迎来新增长曲线；辅助生殖渗透率低，行业空间大，进入壁垒高，竞争格局良好，锦欣生殖作为稀缺的国际化龙头，具备“品牌+牌照+技术+人才”多重优势，增长潜力良好。

1) 爱尔眼科：2021H1营收同比+76.47%，归母净利润+65.03%，门诊量+81.38%，手术量+71.57%。高端业务和品牌效应带动屈光、白内障、视光业务快速增长，前十大医院受益于眼科医疗服务升级、连锁效应规模效应带来的毛利率提高。

2) 通策医疗：2021H1营收同比+74.81%，归母净利润+141.16%，合计诊疗人次+62.97%，牙椅数+19.85%，口腔医疗营业面积+6.25%，医院产能扩张有望在未来2-3年带来利润增量。

3) 美年健康：2021H1营收同比+85.25%，归母净利润-4.28亿元。其中Q2实现收入20.45亿元(+58.79%)，归母净利润-0.04亿元，同比缩小97.95%，扣非归母净利润0.14亿元，同比扭亏为盈。

4) 锦欣生殖：2021营收同比+39.6%，归母净利润+34.07%，Non-IFRS净利润+36.2%，IVF治疗周期数+36.51%，西囡医院VIP渗透率12%，深圳分院VIP渗透率4.4%。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	20	20H1	21H1	20	20H1	21H1	20	20H1	21H1	
爱尔眼科	0.32	0.44	0.58	128	93	71	20%	18	19	-12	76	49	-17	112	61	-33	185	
美年健康	0.14	0.20	0.26	52	37	28	9%	3	-8	-50	85	31	-482	53	-23	-21	60	
通策医疗	1.54	2.30	3.08	144	96	72	26%	25	8	-13	75	4	-33	149	8	-45	130	
锦欣生殖	0.10	0.14	0.20	135	94	67	4%	4	-13	-23	40	-50	-54	46	-32	-69	125	
平均值				115	80	59	0	13	1	-25	69	8	-146	90	3	-42	125	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

眼科服务爱尔眼科 2021 上半年毛利率上升，期间费用率费用率有所上升，盈利能

力总体持平。通策医疗毛利率和净利率较之去年同期明显提升，成本费用不断降低，盈利能力有所提升，公司运用多项降本增效措施，提升医院、科室、团队/医生的接诊效率和服务水平，同时保持较低的销售、管理、财务费用。美年健康毛利率和净利率相较去年同期提升明显，主要系业务基本恢复正常运转。锦欣生殖毛利率大幅提升，净利率略有下滑，主要系股权激励费用和亏损的武汉锦欣的并表。

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	20H1	21H1	2020	20H1	21H1	2020	20H1	21H1
爱尔眼科	51.0	43.7	48.7	23.1	24.3	24.1	15.8	16.9	16.8
美年健康	37.1	4.5	28.7	36.0	62.9	41.8	8.3	-46.8	-13.4
通策医疗	45.2	40.3	46.8	14.5	16.1	12.8	26.1	21.7	30.1
锦欣生殖	39.7	35.5	42.3	21.6	15.5	23.4	18.0	20.1	18.9
平均值	43.2	31.0	41.6	23.8	29.7	25.5	17.0	3.0	13.1

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(五) 医疗器械：短期政策扰动，不改长期创新发展逻辑

➤ 观点

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；民众健康意识提高、社会老龄化程度加深，共同刺激对于医疗器械产品的需求；政策引导和支持国产企业、资本青睐和涌入等外部因素，则提供了历史性发展机遇。

虽然近期部分地区针对某些品种的医疗设备/医疗耗材/体外诊断试剂进行集中议价、阳光挂网、低价联动等尝试措施，但是我们认为，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。

从投资角度，建议关注以下主线：

1、医疗设备：

(1) 医用设备：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，大项目、多院联合采购有望显著增加。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。

(2) 家用设备：在社会老龄化的趋势下，家用医疗器械的前景更为开阔。鱼跃医疗全面布局呼吸、CGM、POCT、血压、感控等优质赛道，并培育眼科、影像、急救等潜力板块，家用器械综合龙头值得期待。

(3) 制药装备：短期来看，借疫苗设备采购进入新制药厂商的供应商名单；长期来看，国产企业的产品从传统注射剂向新兴领域升级，销售从单机向整体打包转变。相关标的为东富龙、楚天科技和新华医疗。

2、医疗耗材：

(1) 眼科：我国青少年总体近视率为 53.6%，基数大；角膜塑形镜在我国 8-18 岁近视青少年的渗透率仅为 1.26%，提升空间大；经历约 20 年的市场培育，需求端患者对角膜塑形镜的认知及消费能力提高，服务端眼视光医生供给增多，为渗透率提升提供基础。推荐具备研发优势的公司，相关标的为欧普康视、爱博医疗和昊海生科。

(2) 牙科：2019 年中国隐形正畸市场规模约 97 亿元、空间大，过去五年复合增速 56%，增速快；同时国内渗透率提升空间巨大，中国接受正畸治疗的病例中仅 10.5% 采用的是隐形矫正，对比美国的这一比例为 33.1%。我们预测，未来十年国内隐形正畸渗透率有望提升、市场规模也将保持高增长。相关公司包括时代天使、通策医疗。

(3) 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。建议关注国内药用玻璃龙头企业山东药玻。

3、体外诊断：

(1) 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料有望逐步实现进口替代。相关标的包括诺唯赞（未上市）、菲鹏生物（未上市）等。

(2) 检测产品：持续关注核心技术进入攻坚阶段、进口替代空间较高的细分领域，例如质谱、血凝、免疫组化、分子诊断、化学发光等，相关企业包括安图生物、新产业、凯普生物、艾德生物等。

(3) 独立医学实验室：经过新冠疫情防控工作后，行业领先企业不断升级各类技术平台的研发能力及全国规划布局和运营能力，医疗运行效率有望进一步提升；并在耗材采购成本下降、医疗服务结构透明化的趋势下，医疗检验外包渗透率的提升为医保控费背景下的大趋势，相关标的包括金域医学、迪安诊断。

➤ 成长性分析

2020 年由于疫情影响，医疗器械企业经营情况两极分化严重：生产和销售抗疫相关的设备、耗材、试剂等企业获得了大量的订单和利润，而生产和销售非抗疫相关、且非刚需产品的企业则经营活动受影响、业绩受损。2021 年随着疫情逐渐得到控制，

上述企业的常规业务均逐步恢复到正常发展节奏。

就我们所选医疗器械板块的重点公司进行分析，2021 年第二季度，企业已经恢复正常的经营活动，同时抗疫产品也持续贡献增量，整体来看营业收入、扣非净利润和经营性现金流同比增速中位值分别为 30%、23%、28%；2021 年上半年的营业收入、扣非净利润和经营性现金流同比增速中位值分别为 40%、55%、69%。其中，热景生物由于新冠抗原检测产品大量出口海外市场有关，其增速大幅偏离企业平均水平。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2
医疗设备																	
迈瑞医疗	5.5	6.8	8.2	60	49	40	28%	13	29	21	20	45	28	24	101	-16	-14
东富龙	0.7	1.0	1.3	85	61	50	16%	9	28	52	59	859	125	91	211	107	85
鱼跃医疗	1.8	1.4	1.6	19	24	21	16%	4	37	5	-5	100	-14	-33	1,707	-66	-56
楚天科技	0.4	0.7	0.9	76	37	29	13%	5	-9	73	40	-126	7,028	279	242	1,816	439
三诺生物	0.3	0.7	0.9	76	37	29	13%	5	19	16	14	26	-28	-20	-10	-74	-48
新华医疗	0.6	-	-	53	-	-	-	-	-4	36	28	155	137	62	27	218	124
开立医疗	(0.1)	0.6	0.7	-	56	43	14%	7	-11	32	43	-95	3,216	185	-202	412	50
翔宇医疗	1.2	1.6	2.2	50	38	28	18%	6	0	17	-4	0	11	0	0	-43	-65
海泰新光	1.1	1.4	1.9	84	64	48	25%	12	0	0	8	0	-7	0	0	49	85
伟思医疗	2.1	2.7	3.7	50	39	29	12%	5	12	22	11	20	18	-7	-64	330	-11
祥生医疗	1.2	1.5	1.8	37	31	26	9%	3	-19	44	67	-8	30	26	-55	-63	-57
医疗耗材																	
欧普康视	0.5	0.7	1.0	130	91	67	26%	23	13	92	47	14	90	31	20	155	20
乐普医疗	1.0	1.4	1.6	26	19	16	21%	4	8	54	47	21	54	40	62	88	-19
健帆生物	1.1	1.5	2.0	45	33	24	32%	10	32	37	24	53	40	36	33	45	35
昊海生科	1.3	2.7	3.5	137	67	51	8%	5	-37	72	37	-96	2,722	194	-69	198	11
南微医学	2.0	2.7	4.1	104	74	50	12%	9	-8	53	49	-29	28	12	-75	344	59
爱博医疗	0.9	1.4	2.0	266	171	123	8%	14	9	99	58	3	127	53	-29	439	167
惠泰医疗	1.7	3.1	4.6	205	110	74	19%	17	0	99	85	-11	177	0	0	203	49
山东药玻	0.9	1.2	1.5	38	31	24	15%	4	7	18	14	17	12	10	-3	-7	73
大博医疗	1.5	1.9	2.4	32	26	21	27%	7	24	26	7	20	23	-1	74	43	5
心脉医疗	3.0	4.2	5.7	89	63	46	20%	13	25	69	43	42	64	38	31	78	56
奥精医疗	0.7	1.0	1.3	99	68	50	13%	8	0	119	101	-67	422	164	0	768	2,464
正海生物	1.0	1.4	1.7	49	36	28	21%	7	1	49	10	5	53	5	29	60	18
体外诊断																	
华大基因	5.1	4.2	3.5	19	22	27	22%	5	218	-11	-37	801	-36	-67	1,760	-67	-71

新产业	1.2	1.4	2.0	38	32	22	20%	6	31	26	2	40	-12	-30	43	-34	-60
安图生物	1.3	1.9	2.5	39	26	19	15%	4	2	39	31	-24	72	54	-41	193	128
圣湘生物	6.5	5.2	4.2	11	13	16	33%	4	1,159	-3	-49	9,088	-14	-55	2,029	-22	-43
东方生物	14.0	33.8	22.5	13	5	8	63%	3	388	671	478	1,647	555	365	12,510	359	82
万孚生物	1.4	1.9	2.4	30	22	18	23%	5	66	16	10	128	14	5	792	-60	-11
艾德生物	0.8	1.1	1.5	92	65	49	19%	12	6	41	17	0	56	22	9	4	-26
迈克生物	1.4	1.8	2.2	20	16	13	22%	3	-4	35	-5	14	72	-6	379	174	293
亚辉龙	0.5	0.9	1.3	58	35	23	26%	8	0	28	4	0	-6	-47	0	-46	-41
九强生物	0.2	0.9	1.1	90	19	16	14%	3	-25	204	184	-71	495	431	-119	802	562
热景生物	1.8	-	-	78	-	-	-	-	-4	3,904	4,504	-120	79,078	36,952	-240	15,866	29,637
凯普生物	1.2	2.3	2.3	24	13	13	22%	3	59	157	94	123	206	104	111	-82	-14
贝瑞基因	0.6	0.3	0.5	38	79	50	4%	3	-4	2	14	-42	-67	-68	-449	-37	-208
普门科技	0.3	0.5	0.7	56	40	29	15%	6	27	37	40	41	19	-22	36	43	39
硕世生物	14.0	-	-	9	-	-	-	-	369	97	-26	926	71	-42	1,152	-88	-95
基蛋生物	0.8	1.1	1.3	24	18	15	19%	3	-14	58	40	-34	82	87	-77	1,208	97
透景生命	1.3	2.5	3.3	43	23	17	15%	4	-33	158	108	-147	400	641	-125	766	253
中位值				50	36	28	19%	5	7	40	30	14	55	23	15	69	28

资料来源：wind，太平洋研究院整理

► 盈利能力分析

2021 年上半年，医疗器械板块重点公司的销售毛利率、期间费用率、销售净利率平均值分别同比提升-0.93pct、-1.16pct、1.70 pct 至 65.7%、34.9%、29.8%：（1）毛利率下降，主要是受到防疫物资价格和销量变动、汇率波动、海外运费科目会计调整等影响；（2）费用率方面，2021 年上半年医疗器械板块重点公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比提升-2.73pct、-1.48pct、-1.09pct、0.48pct 至 16.65%、6.93%、8.74%、-0.15%，其中销售费用率下降幅度较大，主要与海外运费科目会计调整、疫情期间员工差旅活动的减少有关。（3）期间费用率降幅高于销售毛利率降幅，销售净利率中位值提升 1.70pct 至 29.8%。我们预计，随着疫情影响趋缓、企业的常规业务活动恢复常态，整体销售费用率方面或有提升，各企业的盈利能力也有望恢复至常态化水平。

图表 25：医疗器械板块重点公司 20H1、21H1 21Q2 的财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2	20H1	21H1	21Q2
医疗设备									
迈瑞医疗	66.0	65.6	66.0	29.7	27.3	22.7	32.7	34.0	37.6
东富龙	36.7	45.1	46.1	21.1	19.4	17.3	15.5	21.1	23.9
鱼跃医疗	57.2	50.5	49.3	21.8	20.8	22.2	32.7	26.9	26.2

楚天科技	33.6	38.6	37.8	33.8	27.5	26.0	1.2	9.9	10.6
三诺生物	65.7	65.1	64.3	39.8	50.1	49.2	16.3	10.5	11.8
新华医疗	23.0	22.1	19.9	18.0	15.3	13.7	3.3	6.2	6.4
开立医疗	63.2	65.6	68.2	63.6	52.3	51.8	5.2	17.0	20.2
翔宇医疗	67.2	69.5	69.3	33.2	38.5	41.4	41.5	39.6	44.7
海泰新光	64.7	65.0	62.1	21.8	27.3	30.4	37.0	43.1	47.4
伟思医疗	74.0	73.5	73.7	39.0	41.0	42.5	34.0	36.0	34.0
祥生医疗	61.6	59.1	58.4	42.8	34.9	36.1	30.2	25.3	23.2
医疗耗材									
欧普康视	78.7	76.5	75.2	34.9	30.3	30.0	41.1	46.8	42.4
乐普医疗	70.9	62.8	61.2	35.4	27.4	24.6	27.9	27.8	28.1
健帆生物	85.6	85.3	85.3	27.2	25.5	23.9	50.5	52.1	55.2
昊海生科	77.2	74.5	74.3	80.0	45.9	43.6	2.4	27.8	29.4
南微医学	65.1	65.5	64.9	42.1	45.7	45.1	20.0	16.9	16.4
爱博医疗	85.5	83.8	84.3	41.2	37.3	35.7	35.5	44.1	44.9
惠泰医疗	68.6	70.1	70.0	45.7	41.8	41.6	19.8	28.6	29.7
山东药玻	37.4	30.4	33.4	15.4	9.7	11.3	17.1	16.6	16.3
大博医疗	85.6	85.7	85.0	42.7	44.4	43.9	39.8	38.7	40.9
心脉医疗	79.5	79.6	79.0	19.0	20.6	20.8	56.1	51.0	50.4
奥精医疗	80.6	86.0	86.2	59.9	36.7	34.0	21.9	50.4	52.5
正海生物	92.6	90.8	90.0	48.8	46.0	48.4	40.9	40.3	37.5
体外诊断									
华大基因	65.3	61.1	59.2	16.3	27.1	30.0	40.2	30.0	27.0
新产业	79.3	70.6	70.4	25.8	34.9	32.2	49.0	35.0	37.6
安图生物	58.8	59.9	62.2	35.8	35.3	34.1	22.9	25.0	28.3
圣湘生物	83.1	75.4	77.4	12.9	13.3	14.0	58.7	55.3	57.6
东方生物	82.8	78.6	80.3	9.0	13.4	13.3	63.3	53.3	53.4
万孚生物	70.5	68.8	67.7	37.0	37.1	31.4	28.2	30.1	35.0
艾德生物	88.1	84.4	85.9	59.8	54.8	54.8	28.6	27.9	30.1
迈克生物	52.3	58.1	55.5	24.6	22.3	23.2	22.1	28.4	25.6
亚辉龙	62.5	55.3	54.4	36.3	36.4	35.8	23.3	16.7	17.4
九强生物	57.6	71.0	71.9	39.2	31.7	34.4	12.9	32.5	29.5
热景生物	70.7	63.3	61.9	79.2	8.3	8.1	1.2	40.6	36.2
凯普生物	76.6	65.8	65.6	40.9	26.0	24.5	29.3	31.6	32.3
贝瑞基因	53.5	49.5	50.1	33.8	38.9	40.4	15.9	4.3	2.7
普门科技	60.8	61.9	60.0	37.7	41.8	50.5	26.8	23.1	14.8
硕世生物	84.1	73.7	74.1	23.6	22.4	30.9	53.7	44.4	41.8
基蛋生物	65.3	65.4	68.0	38.2	35.1	35.6	26.8	29.5	33.6
透景生命	59.7	67.2	66.2	72.7	42.4	37.9	-7.3	24.7	28.1
中位值	66.6	65.7	67.0	36.0	34.9	33.1	28.1	29.8	29.9

(六) 医药外包：景气度持续+中国优势凸显=成长的确定性强

➢ 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，具体来看，2021 年上半年 A 股上市药企合计研发投入达 354.05 亿元，同比增长 31.03%。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 年上半年，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 44%、67%和 90%，实现高速增长，经营性现金流情况优异。扣非归母净利润端，其中美迪西 (+150%)、九洲药业 (+103%)、药明康德 (+88%)、泰格医药 (+89%)、药石科技 (+77%)。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21H1	19	20	21H1	19	20	21H1	
药明康德	1.00	1.46	1.93	128	88	67	12%	10	28	23	46	25	14	88	36	47	49	
泰格医药	2.01	2.28	2.74	65	57	47	11%	6	14	9	42	27	5	79	89	74	120	
康龙化成	1.48	1.81	2.45	122	99	73	14%	14	37	34	50	59	133	61	76	145	37	
昭衍新药	0.83	1.17	1.53	164	116	89	24%	25	68	98	35	79	122	64	189	109	31	
凯莱英	2.98	4.07	5.46	113	82	61	15%	12	28	16	39	32	37	27	-5	-12	255	
博腾股份	0.60	0.83	1.14	132	95	69	12%	11	34	48	36	78	105	70	44	45	-11	
九洲药业	0.46	0.74	0.98	91	57	43	17%	9	31	17	85	42	32	103	-28	-82	211	
美迪西	2.09	4.15	6.89	282	142	85	20%	27	48	31	86	111	76	150	256	391	1	
药石科技	0.92	2.21	2.16	175	73	75	18%	13	54	58	35	27	25	77	114	389	59	
成都先导	0.16	0.17	0.30	166	160	89	5%	8	-8	-19	78	-42	-59	27	-99	-142	147	
平均值				144	97	70	0	14	33	32	53	44	49	75	67	96	90	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➢ 盈利能力分析

2021 年上半年，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比降低 3.3pct、降低 3pct、提高 7.1pct，上半年重点公司多数的盈利能力实现提升；其中毛利率下降，主要是受九洲药业和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。

图表 27：医药外包板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	20H1	21H1	2020	20H1	21H1	2020	20H1	21H1
药明康德	38.0	36.9	37.0	22.0	19.8	17.0	18.1	23.9	25.6
泰格医药	47.4	48.5	47.6	22.9	20.8	13.8	63.6	71.3	77.3
康龙化成	37.5	36.4	36.3	18.2	15.5	15.0	22.3	21.3	16.7
昭衍新药	51.4	50.2	50.8	25.5	31.6	39.2	29.2	18.9	28.6
凯莱英	46.6	48.6	44.9	22.0	21.6	22.4	22.9	24.9	24.4
博腾股份	41.7	38.6	43.0	24.4	21.4	23.9	15.6	14.1	17.0
九洲药业	37.5	42.2	32.0	21.2	25.4	15.0	14.4	12.8	14.7
美迪西	41.1	37.3	45.7	18.8	16.9	18.9	20.1	18.6	23.8
药石科技	45.8	45.1	49.6	25.7	23.3	22.0	18.0	19.0	62.1
成都先导	79.4	76.5	52.2	67.6	68.2	50.2	26.3	17.8	13.4
平均值	48.5	47.6	45.2	28.5	27.8	25.5	27.0	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或成本优势型的头部公司

➤ 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，上半年疫情对国内特色原料药企业的出口运输、客户审计、海外业务拓展等造成了负面影响。在此前提下，上半年特色原料药板块中的重点公司仍取得优异业绩表现，说明了在产业升级长周期中，头部公司业绩持续增长的确信性较高。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，建议重点关注技术平台型，或者具备成本优势的头部公司，例如博瑞医药、华海药业和健友股份。

➤ 成长性分析

头部公司产品商业化进程的加速。2021 年上半年，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 22%、13%、15%，同比较之 Q1 增速有所下降，主要是 2020Q2 高基数。其中九洲药业、博瑞医药、奥翔药业业绩表现优异，仙琚制药、健友股份和司太立也取得了良好表现；天宇股份与美诺华受汇率和产品价格波动影响，增速放缓甚至大幅下滑。与去年同期相比，奥翔药业、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 2021H1 8 个注射剂 AND 获得 FDA 批准，已有 20 多个注册剂药品批件。

- 1) 博瑞医药: 2021H1 实现营业收入 4.79 亿元 (+57.97%); 实现归母净利润 1.07 亿元 (+44.96%); 扣非归母净利润 1.04 亿元 (+47.79%)。Q2 单季度收入 4.79 亿元 (+57.97%); 实现归母净利润 1.07 亿元 (+44.96%); 扣非归母净利润 1.04 亿元 (+47.79%)。Q2 单季度实现单季新高, 创新进程快速推进。
- 2) 奥翔药业: 2020H1 上半年实现营收 2.86 亿元, 归母净利润 0.83 亿元, 扣非归母净利润 0.81 亿元, 同比分别增长 36.11%、57.20%、68.86%。其中, 单 2 季度实现营业收入 1.42 亿元, 归母净利润 0.39 亿元, 扣非归母净利润 0.38 亿元, 同比分别增长 8.6%、22.35%、31.83%, 持续加大 CDMO 投入。
- 3) 华海药业: 2020H1 营业收入 30.35 亿元 (-8.18%), 归属上市公司股东的净利润 5.16 亿元 (-10.84%)。
- 4) 天宇股份: 2021H1 营业收入 13.67 亿元 (+2.64%); 归母净利润 1.81 亿元 (-52.63%); 扣非净利润 1.60 亿元 (-57.00%)。Q2 单季度营收 6.08 亿元 (-20%), 归母净利润 4716 万元 (-78%), 扣非净利润 2640 万元 (-87%)。因研发投入、股权激励费用、价格短期波动、汇率等一次因素影响, 公司业绩短期承压, 业绩有望见底。
- 5) 美诺华: 2021H1 实现收入 6.92 亿元 (+6.21%), 归母净利润 1.16 亿元 (+9.84%), 扣非净利润为 0.98 亿元 (+1.39%), 主要受人民币汇率升值和沙坦价格下滑两方面影响所致。
- 6) 司太立: 2021H1 实现收入 8.55 亿元 (+18.43%), 归母净利润 1.56 亿元 (+11.43%), 扣非归母净利润 1.64 亿元 (+18.71%), 其中 2Q21 收入+14.0%, 归母净利润-3.9% (2Q20 高基数, +41.0% qoq), 2021 年为公司制剂放量元年, API 和制剂新品种获批, 以及新增产能持续释放, 长期发展可期。
- 7) 仙琚制药: 2021H1 实现营业收入 21.43 亿元 (+21.03%), 归母净利润 2.74 亿元 (+33.47%), 扣非净利润 2.71 亿元 (+37.11%)。Q2 单季度实现营业收入 11.42 亿元 (+11.28%); 归母净利润 1.63 亿元 (+18.47%), 扣非净利润 1.62 亿元 (+20.82%), 2020Q2 较高基数下继续保持稳健增长
- 8) 普洛药业: 2021 年上半年公司营收 42.77 亿元 (+7.15%), 归母净利润 5.53 亿元 (+28.86%), 其中 Q2 归母净利润 3.36 亿元 (+22.39%), 在 2020Q2 高基数上保持稳定增长。CDMO 收入快速增长, 项目数量创新高。
- 9) 健友股份: 2021H1 公司营收 17.51 亿元 (+25%), 归母净利润 5.54 亿元 (+36%), 其中 Q2 收入 8.68 亿元 (+31.22%) 归母净利润 2.83 亿元 (+38.5%), 注射剂国际化逻辑不断兑现。2021H1 8 个注射剂 AND 获得 FDA 批准, 已有 20 多个注册剂药品批件。

10) 九洲药业：2021 年上半年收入 18.7 亿元 (+85.3%)；归母净利润 2.75 亿元，(+112.3%)。单季度看，Q2 收入同比增速 64.7%、归母净利润同比增速 86%。

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 (%)				
	2020	21E	22E	2020	21E	22E	2021E	2021E	2020	2020H1	21H1	2020	2020Q1	2020H1	2021Q1	21H1	2020	2020H1	21H1
博瑞医药	0.41	0.62	0.94	82	55	36	15%	8	56	44	58	54	120	88	46	48	153	1,735	-78
奥翔药业	0.20	0.54	0.75	139	50	36	12%	6	33	62	36	77	255	79	128	69	58	89	125
华海药业	0.38	0.84	1.05	43	20	16	17%	3	20	25	-8	81	94	103	-24	-66	-11	3	-34
天宇股份	1.68	1.65	2.18	24	25	19	14%	3	23	36	3	3	50	55	-19	-57	45	40	-142
美诺华	1.01	1.46	1.96	31	21	16	12%	3	1	16	6	-43	9	26	11	1	40	-9	-7
司太立	0.70	1.71	2.48	57	23	16	19%	4	4	14	18	41	5	51	34	19	-29	20	64
仙琚制药	0.41	0.64	0.79	26	17	14	13%	2	8	-5	21	22	13	21	72	37	52	-30	-4
普洛药业	0.47	0.92	1.20	72	37	28	21%	8	9	12	7	30	33	38	32	25	-22	21	-50
亿帆医药	0.73	0.56	0.74	22	29	22	7%	2	4	12	-15	11	119	62	-64	-74	18	570	-70
健友股份	0.50	0.90	1.18	56	31	24	24%	7	18	19	25	31	41	44	30	33	33	7	146
九洲药业	0.29	0.74	0.98	146	57	43	17%	9	31	17	85	42	21	32	211	103	-28	-82	211
平均值				64	33	24	16%	5	19	23	22	32	69	54	41	13	28	215	15

资料来源：wind，太平洋研究院整理

盈利能力分析

2021 年上半年，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比降低 4.0pct、0.1pct、2.5 pct；其中天宇股份、亿帆医药、九洲药业毛利率下降明显，主要是产品价格下行导致与低毛利产品占比提升有关，奥翔药业、普洛药业、仙琚制药等毛利率有所上升，产品结构升级有关。

图表 29：原料药板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2020	2020H1	21H1	2020	2020H1	21H1	2020	2020H1	21H1
博瑞医药	54.9	59.2	56.5	30.8	30.9	29.9	21.6	24.3	21.6
奥翔药业	56.4	56.1	57.7	31.8	29.2	24.1	21.2	25.1	28.9
华海药业	63.7	62.5	61.1	44.9	39.4	51.2	15.3	18.4	17.2
天宇股份	51.6	53.0	39.4	23.9	19.5	25.1	25.8	28.6	13.2
美诺华	36.5	38.4	37.1	22.5	17.6	18.1	14.5	17.7	18.2
司太立	44.0	47.4	42.8	22.5	21.0	19.1	18.6	20.5	17.9
仙琚制药	55.6	56.3	58.3	40.8	40.9	41.0	13.2	12.1	12.8
普洛药业	28.0	28.2	30.4	17.4	15.8	15.8	10.4	10.8	12.9
亿帆医药	46.5	53.0	40.0	27.9	22.5	30.1	17.2	25.0	7.6
健友股份	59.0	60.3	57.5	27.3	26.9	20.8	27.3	29.1	31.7
九洲药业	37.5	42.2	32.0	21.2	25.4	15.0	14.4	12.8	14.7
平均值	48.5	50.6	46.6	28.3	26.3	26.4	18.1	20.4	17.9

资料来源：wind，太平洋研究院整理

(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

连锁药店板块观点: Q3 业绩增长有望提速, 估值合理, 成长逻辑不改。

① 去年疫情物资高基数效应有望在下半年消退, 药店 Q3 业绩增长有望提速;

② 药店板块回调充分, 目前估值合理;

③ 医药分家大趋势下, 中长期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。

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:** 2021H1 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

板块整体保持了稳健增长的态势, 2021上半年医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长16%、18%, 由于去年同期低基数效应, 整体板块增速较高, 其中零售药店板块表现优秀, 益丰药房、老百姓、大参林、一心堂和健之佳继续保持快速增长。配送企业九州通、柳州股份、国药股份摆脱疫情影响, 业绩快速反弹。

1、**连锁药店板块:** 2021H1益丰药房收入、归母净利润同比增长16.47%、25.66%; 大参林收入、归母净利润同比增长16.05%、8.56%; 老百姓收入、归母净利润同比增长11.58%、20.79%; 一心堂收入、归母净利润同比增长11.16%、25.82%; 健之佳收入、归母净利润同比增长12.83%、10.17%。

2、**配送企业:**

2021H1柳药股份收入+9.9%, 归母净利润-16.58%; 国药股份实现收入+25.92%, 归母净利润+23.56%。九州通实现收入+20.7%, 归母净利润72.55%, 扣非归母+2.06%。

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 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21H1	19	20	21H1	19	20	21H1	
益丰药房	1.07	1.38	1.79	52	40	31	16%	6	28	25	17	37	31	27	39	-5	12	
一心堂	1.33	1.67	2.06	23	18	15	15%	3	21	19	11	27	19	28	5	91	-18	
大参林	1.34	1.65	2.10	34	28	22	21%	6	31	32	16	48	56	2	14	9	18	
老百姓	1.52	1.88	2.34	34	27	22	16%	4	20	21	12	14	20	18	40	2	135	
健之佳	3.61	4.35	5.21	21	17	14	16%	3	27	0	13	41	34	20	-6	0	277	
九州通	1.64	1.55	1.80	9	10	8	12%	1	11	6	21	22	55	2	24	13	52	
国药股份	1.83	2.18	2.49	16	13	12	13%	2	-10	-17	26	-17	-22	33	-27	32	-11	
上海医药	1.58	1.92	2.14	12	10	9	11%	1	3	-6	21	10	5	16	14	83	-41	
柳药股份	1.96	2.22	2.62	8	7	6	15%	1	5	5	10	1	10	-18	61	-60	-91	
平均值				23	19	15	0	3	15	10	16	21	23	14	18	18	37	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 盈利能力分析

药店板块毛利率提升明显、期间费用率有所上升，毛利率上升与疫情相关产品占比下降有关，费用率上升主要系门店恢复线下促销活动，销售费用率有所上升，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。

图表 31：医药商业板块重点公司 2020 & 2021H1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1
益丰药房	38.0	38.1	40.8	29.0	28.2	30.7	6.6	7.4	7.6
一心堂	35.8	36.2	38.9	28.2	27.7	29.6	6.2	6.9	7.8
大参林	38.5	38.1	39.1	28.6	26.2	29.4	7.4	8.7	8.2
老百姓	32.1	32.3	33.4	25.5	24.6	26.1	5.5	6.2	6.2
健之佳	33.7	32.4	35.1	26.8	26.0	28.9	5.6	5.2	5.1
九州通	9.0	9.6	8.4	6.1	6.3	5.7	3.1	3.1	3.7
国药股份	7.8	7.7	7.4	3.6	3.6	2.8	3.7	3.8	3.8
上海医药	14.3	15.0	13.7	10.7	11.1	10.0	2.9	3.3	4.0
柳药股份	12.4	12.5	11.9	6.5	5.4	6.2	5.0	5.6	4.4
平均值	25	25	25	18	18	19	5	6	6

资料来源：wind，太平洋研究院整理

三、医药板块投资策略：风物长宜放眼量，把握优质资产回调良机

投资建议：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，把握优质资产回调良机。**

2021年上半年医药板块在创下新高后，持续震荡，加上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临床检验试剂集中带量采购谈判，部分化学发光试剂进行集采，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，对于医疗服务板块的影响。政策的深化扰乱了市场对于对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。

“应采尽采”的深入贯彻，背后仍是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。企业如何应对“应采尽采”，将进一步回归到竞争格局，回到真创新驱动的溢价。

《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，公立医院公益性定位以及民营医院医疗价格进一步规范，将进一步促进国内民营医院的良性发展。从长周期角度，有利于优质民营医院做大做强。

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。建议关注：阿拉丁、泰坦科技、键凯科技、皓元医药、纳微科技和义翘神州，以及即将上市的诺唯赞等。

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。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，推荐一心堂、益丰药房、大参林和老百姓。

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。

相关标的：建议关注 A 股恒瑞医药（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。

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，基于此我们

建议关注港股百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等企业。

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。

建议关注：药明康德、凯莱英、药明生物等。

四、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 21/09/03
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
300653	正海生物	买入	0.99	1.4	1.7	2.2	49.27	34.71	28.58	22.09	48.59
300122	智飞生物	买入	2.06	2.97	3.83	4.75	77.64	53.94	41.83	33.73	160.2
300601	康泰生物	买入	0.99	1.36	2.93	3.72	117.18	85.18	39.54	31.14	115.85
600161	天坛生物	买入	0.47	0.6	0.7	0.9	66.85	51.85	44.44	34.57	31.11
002007	华兰生物	买入	0.88	1.12	1.35	1.51	33.6	26.53	22.01	19.68	29.71
002727	一心堂	买入	1.33	1.7	2.1	2.5	23.05	17.96	14.54	12.22	30.54
603233	大参林	买入	1.34	1.57	1.98	2.42	34.23	29.3	23.23	19.01	46
300760	迈瑞医疗	买入	5.48	6.8	8.2	10	60.48	48.71	40.39	33.12	331.2
300832	新产业	买入	1.19	1.4	2	2.6	38.61	32.92	23.04	17.73	46.09
603658	安图生物	买入	1.28	1.9	2.5	3.3	39.04	26.21	19.92	15.09	49.8
603882	金城医学	买入	3.26	3.8	3.5	3.9	32.19	27.64	30.01	26.94	105.05

300482	万孚生物	买入	1.43	1.9	2.4	3.1	29.08	21.82	17.27	13.37	41.45
000661	长春高新	买入	7.53	10.1	13.1	16.4	32.16	23.97	18.48	14.76	242.11
300357	我武生物	买入	0.53	0.7	0.9	1.2	92.46	70.24	54.63	40.98	49.17
000513	丽珠集团	买入	1.83	2.1	2.5	2.9	22.69	19.79	16.62	14.33	41.56
600529	山东药玻	买入	0.95	1.2	1.5	1.8	35.63	28.17	22.53	18.78	33.8

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	zhafll@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

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。