



静待消费医疗反弹，把握产业链升级机遇

医药行业2022年度中期投资策略

蔡明子（分析师）

证书编号：S0790520070001

邮箱：caimingzi@kysec.cn

余汝意（联系人）

证书编号：S0790121070029

邮箱：yuruyi@kysec.cn

龙永茂（联系人）

证书编号：S0790121070011

邮箱：longyongmao@kysec.cn

2022年5月12日

● 二季度起重点关注企业居民复工复产后消费医疗反弹机会

随着上海疫情动态清零成效显著，复工复产指日可待。因此，我们建议关注消费医疗板块的反弹机会，包括医疗服务（尤其是消费型服务）、中药（新冠治疗+品牌OTC的消费属性概念）、零售药店（复工复产后到店客流有望回升）、医美（消费属性强）等细分板块。

● 中长期仍要把握行业集中度提升、产业链升级的历史性机遇

未来创新和产业升级仍是主题，看好具有源头创新能力和差异化竞争力的企业逐步进入全球市场，参与全球竞争，开拓成长空间。产业链升级、供给侧深化改革持续推进，行业集中度将加速提升，落后的生产方式及欠合规的经营模式将加速淘汰，行业将回归以创新为驱动、以患者为中心的本源。我们看好能把握行业发展趋势，始终以临床需求为中心、以创新驱动高质量发展的优质标的的投资机会。

● 细分板块2021及2022Q1业绩保持稳健增长，疫情影响不改经营向好趋势

CXO：2021年大订单带动小分子CDMO相关标的的业绩进一步高速增长，行业持续高景气。**生物科研试剂**：2021年因疫情营业收入增长平缓，2022Q1有所下滑，但常规业务实现加速增长。**疫苗**：2021年&2022Q1新冠疫苗和常规疫苗带动实现业绩高增长。**血制品**：2021年营收整体增长稳健，净利润增长暂缓，2022Q1恢复，短期政策扰动不改长期发展趋势。**化学制药**：2021年业绩增长稳健，2022Q1增长放缓，但蕴含较多结构性机会。**中药**：2021年整体收入增长稳健，盈利能力较高，2022Q1延续2021年增长态势。**医疗服务**：2021年业绩普遍较快增长。2022Q1较为平淡，2022全年仍呈现经营向好趋势。**医疗器械**：2021年收入利润增长较快，2022Q1疫情相关产品订单大增实现加速增长。**零售药店**：2021年受到高基数等因素影响业绩增速放缓，但不改全年经营向好趋势。**医美**：受益于行业高景气度以及2020年因疫情导致的低基数水平，2021年收入同比高速增长。

● 推荐及受益标的

推荐标的：**CXO**：药石科技、皓元医药。**生物试剂**：义翘神州。**化学制药**：东诚药业。**中药**：天士力、新天药业、以岭药业、寿仙谷、羚锐制药。**医疗服务**：美年健康、锦欣生殖、海吉亚医疗、爱帝宫、国际医学、信邦制药、盈康生命。**医疗器械**：迈瑞医疗、开立医疗、海泰新光、澳华内镜。**零售药店**：益丰药房、老百姓。**医美**：昊海生科、华东医药、江苏吴中。

受益标的：药明康德、康龙化成、泰格医药、博腾股份；诺唯赞、百普赛斯；智飞生物、万泰生物、康泰生物、康希诺、康华生物；博雅生物、天坛生物、华兰生物、派林生物；科伦药业、先声药业；安图生物、万孚生物、亚辉龙、鱼跃医疗、明德生物、九安医疗、东方生物、拱东医疗、洁特生物；爱尔眼科、通策医疗；一心堂、大参林、健之佳；中国中药、红日药业、华润三九、九芝堂、康缘药业、固生堂。（以上排名不分先后）。

● 风险提示 行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

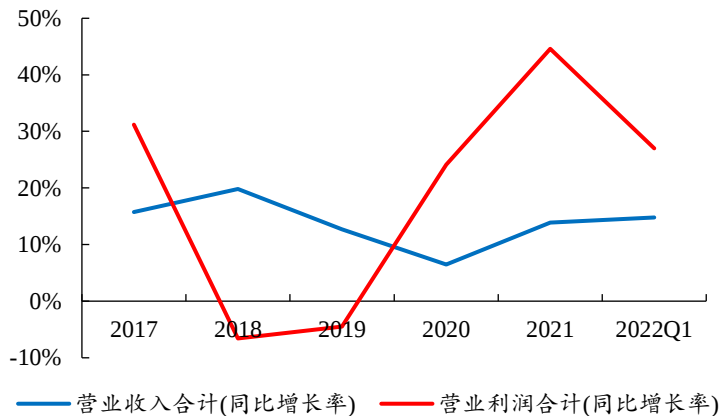
目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

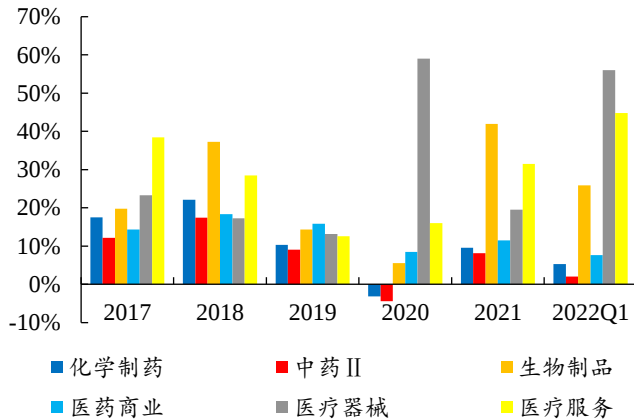
- 2020年受新冠疫情影响，医药行业整体增速放缓，疫情恢复后2021年营业总收入同比增长14%，相较于2020年，提升6个pct，**低基数下医药行业实现高增长，医药行业逐渐恢复**。从细分赛道上看，受益于防疫的疫苗、体外诊断增速较快；同时，在全球疫情大流行下，国内凭借较好的防控措施，保障了医药产业链的稳定供应，医药研发外包行业也保持快速增长。
- 随着营业收入的恢复高增长，营业利润也实现高增长**：从细分板块看，除了受益于疫情的疫苗、体外诊断行业的快速增长；中药行业触底反弹，利润增速最高。另一方面，疫情后全球通货膨胀导致医药上游原材料涨价较多，原料药板块在利润端承压，全年负增长。

图1：医药行业实现高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

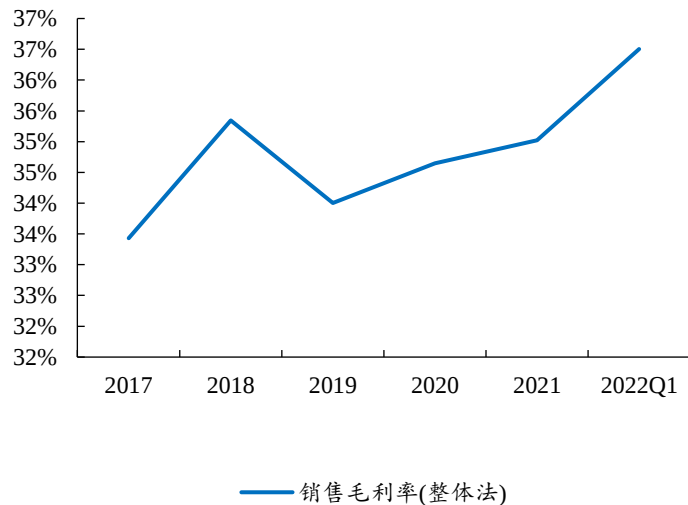
图2：医药行业结构性行情明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

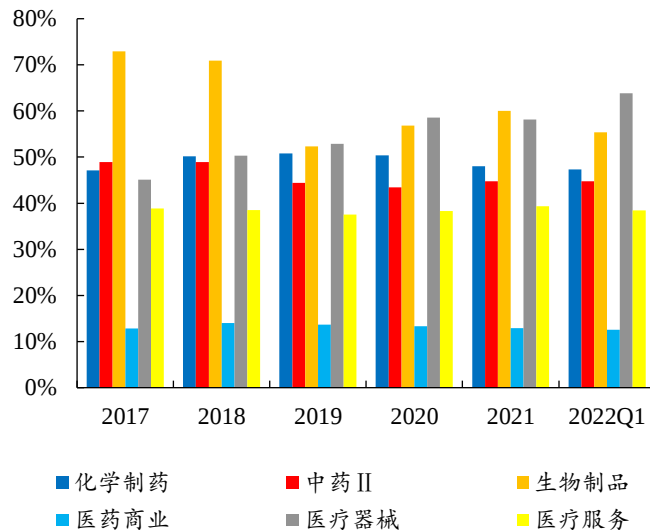
- **2021年医药行业整体盈利能力稳定，毛利率略有提升：**2021年医药行业整体毛利率为35.02%，相较于2020年提升0.37个pct，略有提升。从细分赛道上，受益于疫情的生物制品行业，毛利率有较大提升；集采下的化学制药、医疗耗材的毛利率有所下滑。2022第一季度医药行业的整体毛利率进一步提升，我们认为，盈利能力提升主要与高毛利的新冠抗原检测试剂的大量需求有关。

图3：医药行业整体毛利率略有提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

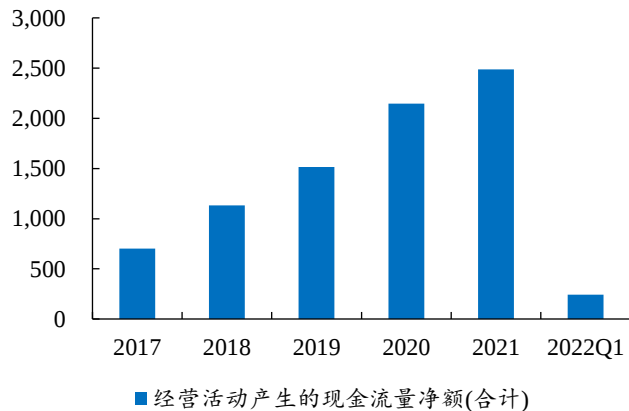
图4：受益于疫情的生物制品毛利率提升较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

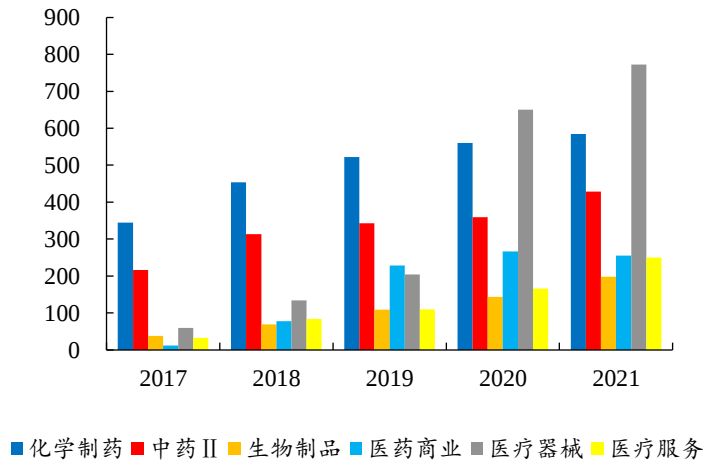
- 医药行业经营活动产生的现金流净额稳步提升，盈利质量较高：回顾2021年经营情况，整个医药行业经营活动产生的现金流净额稳步提升，显示行业盈利质量较高。

图5：经营活动产生的现金流净额稳步提升（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

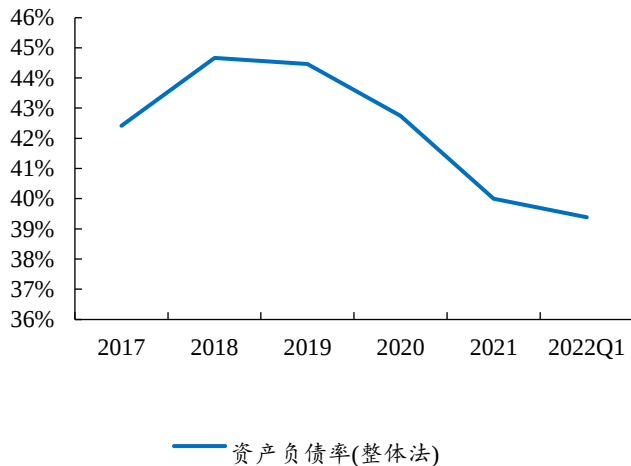
图6：各细分行业均持续向好（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

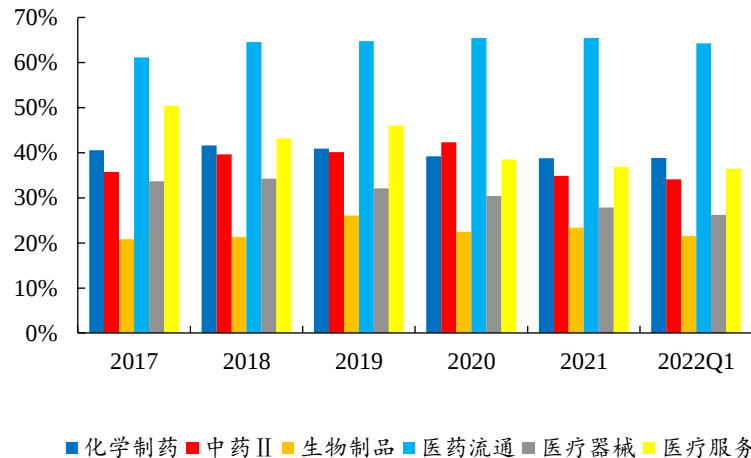
- 医药行业资产负债率稳步下降：2021年整个医药行业的资产负债率为40.00%，同比2020年下降2.75个pct，近年来，随着国家多方面支持医药行业高质量发展，医药公司的融资渠道进一步优化，叠加医药公司经营持续向好，医药行业整体资产负债率稳步下降。

图7：资产负债率进一步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

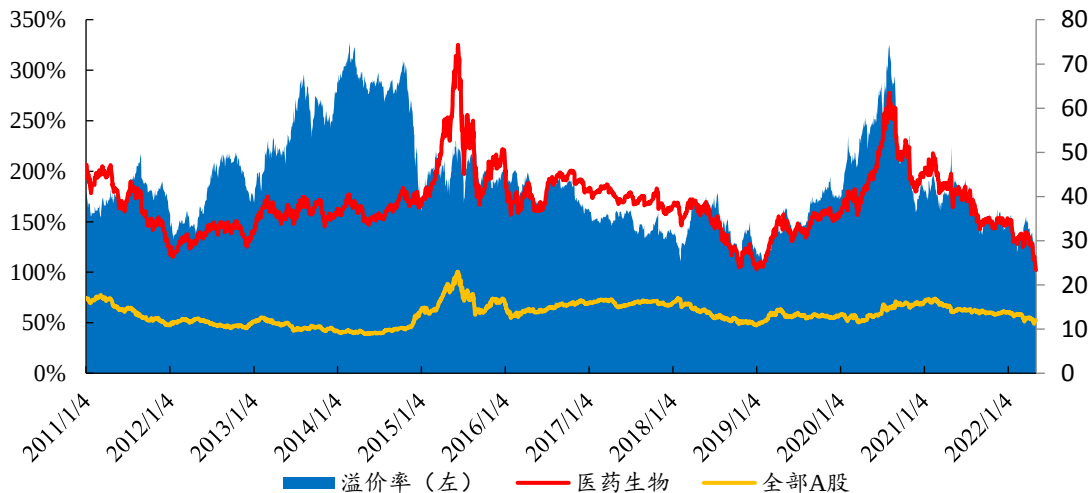
图8：各细分赛道资产负债率均略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 综上，整体上2021年医药行业持续向好，在2020年低基数下实现快速增长，盈利能力基本保持稳定，结构性行情明显。往后看，我们预计，未来创新和产业升级仍是主题，看好具有源头创新能力和差异化竞争力的企业逐步进入全球市场，参与全球竞争，开拓成长空间。产业链升级、供给侧深化改革持续推进，行业集中度将加速提升，落后的生产方式及欠合规的经营模式将加速淘汰，行业将回归以创新为驱动、以患者为中心的本源。我们看好，能把握行业发展趋势，始终以临床需求为中心、以创新驱动高质量发展的优质标的的投资机会。
- 随着2021年下半年的持续调整，医药行业估值处于近年来较低位置。截止2022年5月5日，全部A股估值为11.99倍，医药生物估值为23.39倍，对全部A股溢价率为95.08%，低于历史均值52.13个pct（2011年初至今），医药行业估值处于历史低位，我们重点提示行业的投资机会。

图9：医药整体估值处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

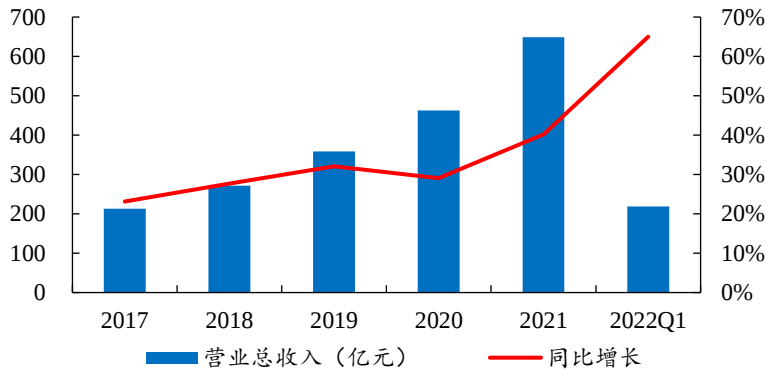
目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

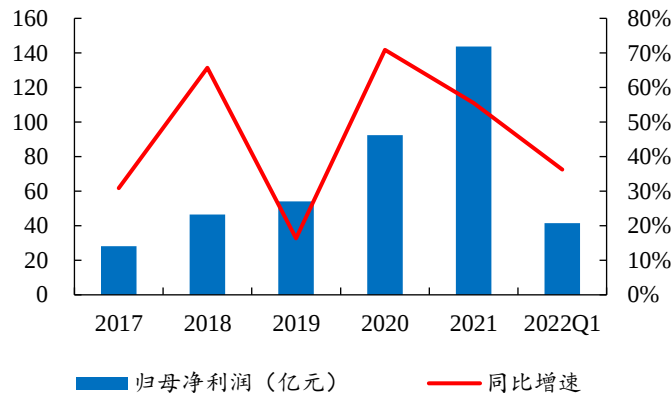
- 回顾2021年和2022Q1的经营情况，医药外包行业持续高景气：2021年CXO行业的总的营业收入为649亿元，同比增长40.18%，增速为近几年来最高水平；2022Q1营收218亿元，同比增长65.00%，增速进一步提升，加速增长的主要原因系大订单带动小分子CDMO相关标的的业绩进一步高速增长。另外，剔除大订单的影响，常规业务也保持较快的增长，以药明康德为例，2022Q1剔除新冠商业化项目，公司的化学业务板块收入同比增长52.3%，增长依然强劲。归母净利润端受CXO相关标的投资标的公允价值变动、汇兑损益等因素影响，有所波动，整体上维持快速增长，行业持续高景气。

图10: CXO行业营业收入保持高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: CXO行业归母净利润快速增长

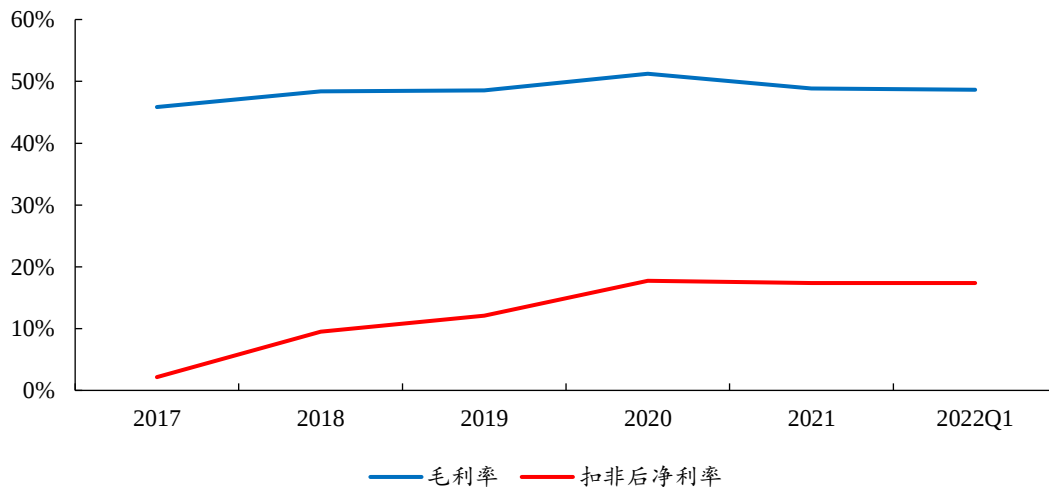


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: CXO行业数据包括药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、九洲药业、博腾股份、睿智医药、百洋医药、昭衍新药、药石科技、博济医药、药康生物、和元生物、阳光诺和、诚达药业、百诚医药、南模生物、皓元医药、美迪西、纳微科技、诺泰生物、成都先导

- 毛利率基本稳定，扣非后净利率稳步提升：2021年CXO行业的毛利率为48.87%，同比2020年下滑2.39个pct，整体上处于近五年较高水平，我们预计，2021年毛利率下滑的主要原因是上游原材料涨价及人工成本上升；2022Q1毛利率为48.66%，仍处于较高水平。2021年CXO行业扣非后净利率为17.39%，同比2021年下滑0.33个pct，但回顾近五年数据，CXO行业的扣非后净利率保持稳步提升。

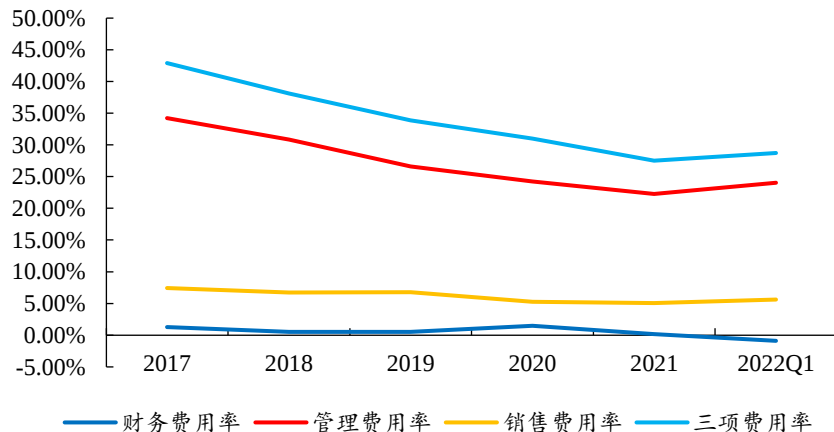
图12：CXO行业盈利能力稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

- CXO行业三项费用率稳步下滑：**2021年CXO行业的销售费用率和管理费用率分别为5.07%、22.28%，同比下降0.19个pct、1.94个pct，随着行业收入规模的快速增长，CXO行业的销售费用率、管理费用率稳步下滑。

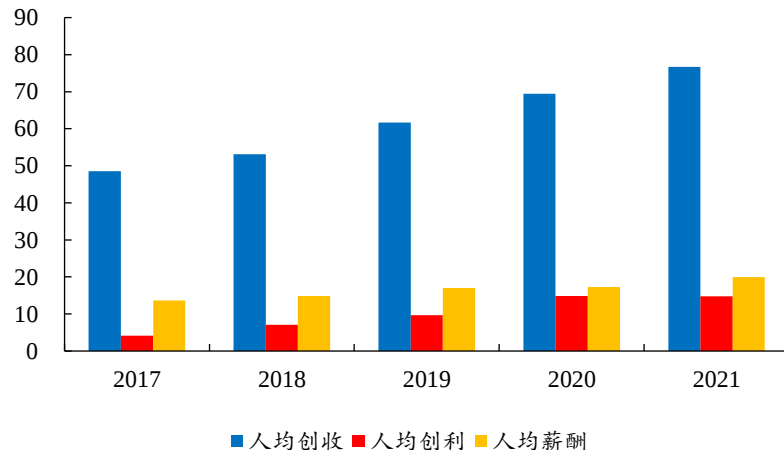
图13：近年来CXO行业三项费用率稳步下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

- CXO行业人均产值持续提升：**2021年CXO行业的人均创收76.74万元，同比2020年提升7.25万元，近年来CXO行业的人均创收稳步提升。同时，伴随着行业的快速发展，CXO人均薪酬也稳步增加，整体上人均创利同步保持增长，行业运营稳健。

图14：CXO行业人均产值持续提升（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 CXO整体估值趋于合理，建议积极布局

表1：CXO估值基本合理

代码	简称	PE			PEG		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
沪深CXO平均		41.3	31.4	23.6	1.2	1.3	0.8
688131.SH	皓元医药	40.0	27.3	18.8	0.9	0.6	0.4
300725.SZ	药石科技	43.0	29.6	21.6	(1.8)	0.7	0.6
603259.SH	药明康德	36.1	30.0	23.3	0.6	1.5	0.8
300759.SZ	康龙化成	41.5	30.9	23.0	1.3	0.9	0.7
300347.SZ	泰格医药	22.5	18.6	15.2	1.3	0.9	0.7
002821.SZ	凯莱英	27.7	26.1	22.5	0.2	4.1	1.4
300363.SZ	博腾股份	30.2	26.4	21.8	0.2	1.8	1.0
603127.SH	昭衍新药	50.9	39.2	30.5	1.5	1.3	1.1
688202.SH	美迪西	51.8	33.8	22.8	0.7	0.6	0.5
688621.SH	阳光诺和	53.1	37.2	26.8	1.3	0.9	0.7
688222.SH	成都先导	71.6	56.4	39.6	4.3	2.1	0.9
301015.SZ	百洋医药	21.6	17.7	14.6	0.9	0.8	0.7
603456.SH	九洲药业	47.2	34.8	26.5	1.1	1.0	0.8
300149.SZ	睿智医药	-	-	-	-	-	-
688067.SH	诺泰生物	-	-	-	-	-	-
688238.SH	和元生物	111.8	73.6	46.2	2.2	1.4	0.8
301096.SZ	百诚医药	36.0	23.4	16.1	0.5	0.4	0.4
301015.SZ	百洋医药	21.6	17.7	14.6	0.9	0.8	0.7
688265.SH	南模生物	48.6	36.2	-	1.0	1.1	-
688046.SH	药康生物	48.9	34.9	24.9	1.2	0.9	0.6
300404.SZ	博济医药	49.7	32.5	-	0.9	0.6	-
688690.SH	纳微科技	99.2	65.5	44.8	1.8	1.3	1.0

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截止2022年5月11日

- 自2021年下半年以来，CXO行业持续调整，我们认为，行业调整的主要原因是前期估值偏高，当前时点CXO行业的整体估值趋于合理。
- 基于创新药企业研发投入的持续增长以及外包率的提升，我们认为CXO行业的持续高增长的确定性高，调整后投资价值凸显，部分标的经营持续向好，依然积极推荐CXO行业的投资机会。

2.2 CXO整体估值趋于合理，建议积极布局

- 整体上，重点推荐能提供全方位、一体化的新药研发和生产服务龙头公司以及具有特色的全流程服务药品研发的技术平台公司。
- 在细分赛道上，我们认为：（1）深度参与全球创新药产业链的CDMO公司，先进的化学与工程技术是CDMO企业保持长期竞争优势的关键因素，长期看有助于提高服务效率，并且提升公司的盈利能力；（2）国内医药创新刚刚起步，主要受益国内创新药快速发展的临床前及临床CRO业绩持续高增长的确性较高，看好具有技术人才、高质量标准及项目交付能力等优势头部公司；（3）新兴细胞与基因治疗领域，看好拥有平台技术并能解决客户产业化痛点的优质标的。

表2：CXO重点公司投资逻辑清晰

标的	2021		2022Q1		标的特色
	收入增速	扣非净利润增速	收入增速	扣非净利润增速	
药明康德	38.5%	70.4%	71.2%	106.5%	全球医药外包服务龙头公司，新冠商业化大订单驱动下，持续维持高速增长；通过独创的“CRDMO”和“CTDMO”业务模式，为来自全球30多个国家的超过5,800家活跃客户提供服务；我们预计，公司在产能释放和订单需求的驱动下，公司2022年业绩高增长可期，收入同比增长达到65%-70%，利润有望更快。
康龙化成	45.0%	67.5%	41.2%	30.8%	伴随着绍兴工厂的API商业化生产基地正式投产和收购Pharmaron100%股权，公司CMC产能快速释放，叠加前端业务积累的大量项目，公司CMC业务有望加速增长。
泰格医药	60.3%	70.9%	101.6%	65.3%	公司作为国内临床CRO龙头公司，有望持续受益国内创新药发展，同时，国际化将为进一步打开公司成长空间。结合2022年前两个月新签订单同比增长超过65%，公司快速发展确定性强。
凯莱英	47.3%	45.2%	165.3%	275.7%	大订单叠加产能释放，小分子CDMO业务有望快速增长；战略布局新型业务有望接力新一轮快速增长。
药石科技	17.6%	34.2%	17.4%	0.9%	在人才方面，公司陆续引进多位CDMO领域资深专家；产能上，浙江晖石现有产能350立方米，较2021年底增长90%；在客户及项目上，储备了大量优质客户及丰富的CDMO项目，漏斗效应也将逐渐显现。基于以上因素，我们预计，药石科技CDMO业务将迎来快速增长阶段，并且业绩增长的可持续性强。
皓元医药	52.6%	49.4%	33.0%	10.0%	上市以来，皓元医药不断加强前后端服务能力建设，全流程服务药品研发的技术平台进一步升级，蓄能长期发展，但短期费用端压力较大。我们预计，随着投资建设/并购项目的陆续投入运营，公司的前后端服务能力上将大幅提升，并有望推动未来业绩持续快速增长，长期发展前景广阔。
和元生物	78.6%	53.7%	56.9%	26.2%	公司具有为细胞与基因治疗提供一站式CRO、CDMO服务的能力，有望充分受益行业的快速增长。
博腾股份	49.9%	74.4%	165.8%	406.2%	大订单有望给公司今年业绩贡献较大弹性。短期内原料药CDMO业务仍将是公司业绩最重要的增长点，并有望凭借不断积累的经验，持续实现稳健增长；中期维度，API与制剂CDMO的协同效应将不断显现，并有望加速制剂CDMO业务的快速增长；长期看，公司有望凭借基因细胞治疗CDMO平台，抓住下一代生物疗法的历史机遇，拓展业务能力，打开成长天花板。

数据来源：Wind、开源证券研究所

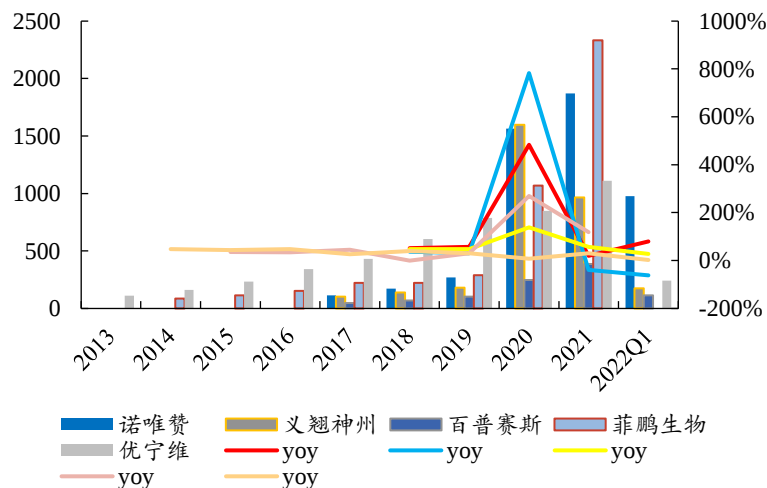
目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

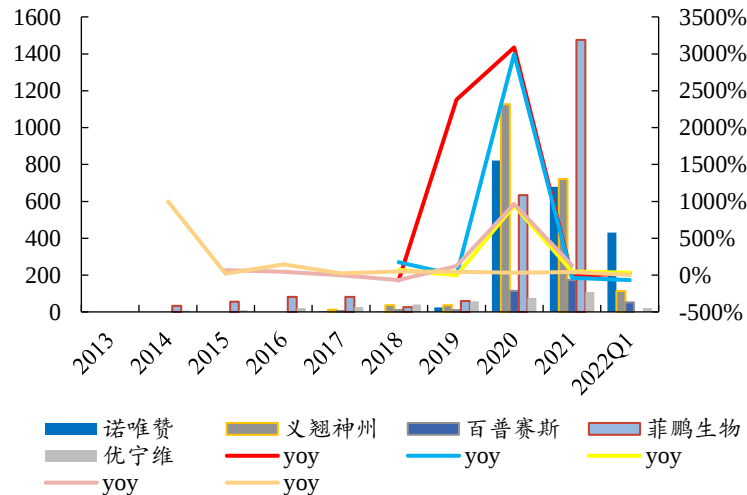
- 受疫情变化、防控政策、市场竞争等因素影响，多数生物科研试剂公司的经营上波动较大，2021年整体营业收入增长趋于平缓，2022第一季度有所下滑。
- 伴随收入端的较大波动，归母净利润也同样存在较大的波动，前期受益疫情较多的义翘神州、诺唯赞，2021年的规模净利润均有一定程度的下滑。

图15：新冠疫情继续搅动生物试剂经营情况（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

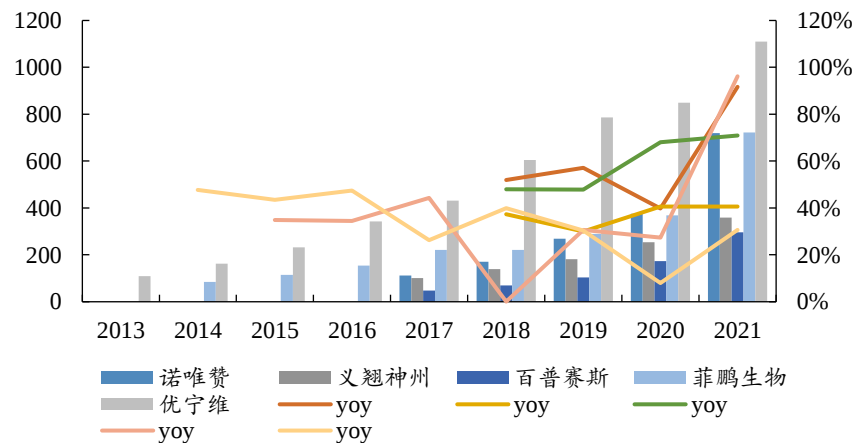
图16：归母净利润端同样波动较大（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **剔除新冠业务，常规业务保持加速增长：**我们单独拆开生物试剂公司的常规业务来看，多数保持加速增长的趋势；2021年诺唯赞、百普赛斯、义翘神州的常规业务同比增长为91.72%、70.89%、40.59%，均为近5年来最高增速，常规业务保持加速增长。
- **同时，我们认为新冠疫情将加速国产替代及国际化进程：**（1）国内市场，生物试剂下游工业客户受集采等价格下行压力，降低成本的需求凸显，新冠疫情提供国产试剂进入下游客户采购名单的机会，头部试剂公司有望凭借价格和及时服务等优势，加速国产替代。（2）全球市场，全球新冠疫情下，中国及时应对，保障制造端平稳有序进行，国内试剂公司有望凭借价格、快速响应以及稳定供应等优势加速国际化进程，在全球推进中国替代。

图17：常规业务保持加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 生物试剂长期发展可期，当前阶段估值合理

- 生命科学试剂是生命科学研究和开发的基础材料，作为易耗性工具在生命科学科研活动中被广泛使用。我们看好政策鼓励下的国内科研服务水平的快速提升，作为基础科研的“卖水人”长期发展可期。当前阶段，生物试剂公司的整体估值相对合理，我们建议积极布局。

表3：生物试剂公司估值合理

代码	简称	PE			PEG		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
	生物试剂平均	35.2	30.6	24.0	1.0	2.7	1.1
301047.SZ	义翘神州	29.5	33.4	29.0	(1.0)	(2.8)	1.9
688105.SH	诺唯赞	32.9	31.4	26.3	0.9	6.6	1.4
301080.SZ	百普赛斯	45.6	32.5	23.1	1.0	0.8	0.6
301166.SZ	优宁维	32.8	25.0	17.7	1.0	0.8	0.4

数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据截止2022年5月11日，除义翘神州外，其余均为Wind一致预测

3.2 生物试剂长期发展可期，当前阶段估值合理

- 国内生物试剂公司各具特色，我们认为行业标的有望持续受益行业的快速发展：（1）掌握生物试剂上下游技术并积极向生物试剂下游终端产品延伸的诺唯赞和菲鹏生物；（2）生物试剂种类齐全并拓展CRO业务的义翘神州；（3）精耕重组蛋白细分领域的百普赛斯；（4）搭建一站式服务平台来解决生物试剂品类繁多、客户群体庞大且需求多样的行业痛点的优宁维。

表4：生物试剂公司各具特色，有望持续受益行业的快速发展

标的	2021		2022Q1		标的特色
	收入增速	扣非净利润增速	收入增速	扣非净利润增速	
诺唯赞	19.44%	-20.90%	80.07%	25.79%	分子诊断试剂龙头标的，常规业务保持快速增长
义翘神州	-39.53%	-46.81%	-61.49%	-70.90%	非新冠业务持续保持快速增长
百普赛斯	56.30%	40.58%	27.73%	33.58%	精耕细作重组蛋白领域
优宁维	30.69%	42.30%	2.43%	0.19%	公司通过搭建一站式服务平台来解决生物试剂品类繁多、客户群体庞大且需求多样的行业痛点

数据来源：Wind、开源证券研究所

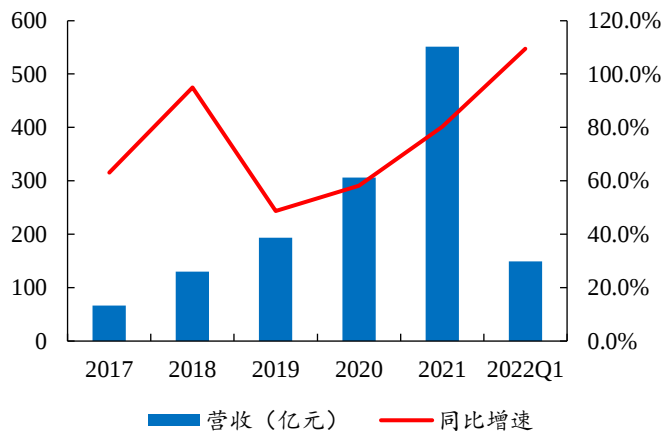
目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 **疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长**
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

- 收入 and 利润大幅度增长，行业景气度维持高位。A股上市的11家疫苗企业2021年合计营业收入551.1亿元，同比增长80.2%，合计归母净利润186.1亿元，同比增长129.1%。2022Q1合计营业收入148.9亿元，同比增长109.4%，合计归母净利润39.8亿元，同比增长131.7%。营收和利润的大幅度增长主要来源于新冠疫苗的放量销售以及部分二类苗的快速增长。

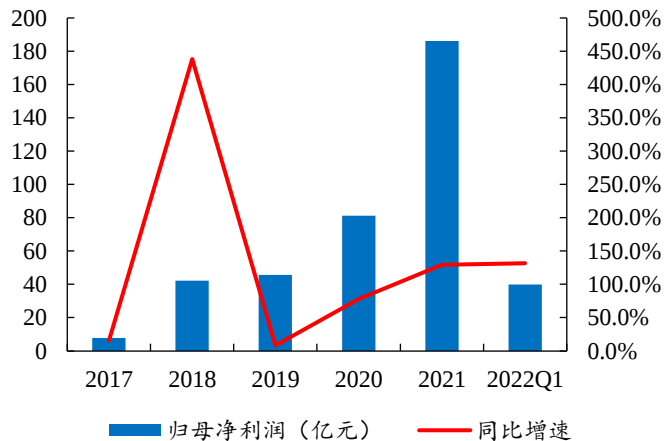
图18：疫苗行业营业收入保持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：疫苗行业数据包括智飞生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、沃森生物、百科生物、成大生物、华兰疫苗、康希诺、欧林生物、金迪克

图19：疫苗行业归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **盈利能力有所提升，销售费用率下降。**A股上市的11家疫苗企业2021年整体毛利率为63.96%，提升了0.6pct。净利率为34.18%，提升了6.92 pct，净利率提升较多，主要得益于销售费用率的下降，销售费用率为14.03%，下降了6.95 pct。销售费用率的下降主要得益于新冠疫苗的销售由政府主导，销售费用率较低。
- **核心品种批签发量持续增长，行业有望进一步扩容。**智飞生物代理的4价HPV疫苗2021年国内批签发量880.25万支，同比增长21.93%，2022Q1批签发量211万支，同比增长近70%。代理的9价HPV疫苗2021年批签发量1020.62万支，同比增长101.45%，2022Q1批签发量483万支，同比增长近280%。万泰生物自研的2价HPV疫苗2021年销售量将近1022万支，同比增长近316%。除HPV疫苗外，五价轮状病毒疫苗、13价肺炎疫苗、人二倍体狂犬苗等也快速增长。
- **新冠疫情期间新技术，新兴企业快速崛起。**新冠疫情期间，mRNA技术、腺病毒载体技术、重组疫苗新佐剂等快速发展。Moderna和Biontech的mRNA疫苗已经销往全球各个国家。同时疫情期间有大量的新企业崛起，例如国内的苏州艾博、斯微生物、珠海丽凡达等。

表5：疫苗板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300122.SZ	智飞生物	101.98	209.23	-25.8	22.9	23.5	16.0	21.6	17.5	14.2	未评级
603392.SH	万泰生物	167.94	198.59	104.2	34.4	22.0	73.1	35.8	26.6	21.8	未评级
300601.SZ	康泰生物	66.88	86.01	20.0	36.5	25.5	37.1	30.9	22.6	18.0	未评级
688185.SH	康希诺	151.46	582.65	-30.6	36.7	-17.9	13.3	19.2	14.0	17.1	未评级
300841.SZ	康华生物	122.24	103.28	4.5	50.7	20.4	13.3	12.7	8.4	7.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所注：以上标的盈利预测皆来自Wind一致预期；收盘日期为2022年5月11日

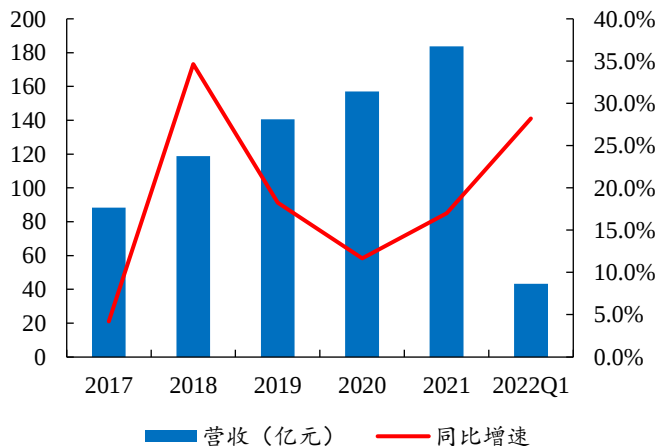
目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 **血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间**
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

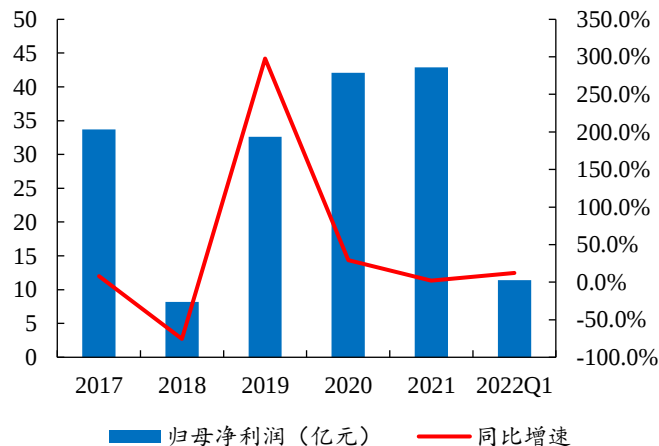
- 收入 and 利润稳健增长，行业景气度延续。A股上市的6家血制品企业2021年合计营业收入183.6亿元，同比增长17.0%，合计归母净利润42.9亿元，同比增长1.9%。2022Q1合计营业收入43.2亿元，同比增长28.2%，合计归母净利润11.4亿元，同比增长12.2%。除了行业本身的增长外，上海莱士代理基立福的血制品以及派林生物并购标的财务并表也为行业的营收和净利增长做出了比较大的贡献。

图20：血制品行业营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：血制品行业数据包括天坛生物、博雅生物、华兰生物、上海莱士、派林生物、卫光生物

图21：血制品行业归母净利润呈现一定的波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2018年归母净利润大幅度下滑主要由上海莱士的亏损导致

- **盈利能力略有下滑，后续有望逐步企稳。**A股上市的6家血制品企业2021年整体毛利率为54.53%，下降了5.24pct。净利率为25.95%，下降了4.33pct，毛利率和净利率的下降主要由于行业部分浆站产能还未打满，产能利用率不高，同时部分产品竞品增加，终端价格有所下降。预计随着后续行业内浆站产能利用率提高，吨浆收入和净利润的提高，行业后续毛利率和净利率有望逐步企稳。
- **国内单采血浆站和采浆量持续增加，血制品供给持续增加。**以天坛生物为例，截止2021年底，公司拥有单采血浆站82家，其中在营单采血浆站58家，2021年全年实现采浆量1809吨，相对于2020年底在营单采血浆站55家，采浆量1713.51吨，均有一定的上涨。预计随着后续行业内获批浆站数量的增长及单采血浆站产能利用率的提高，国内血制品的供给将持续增加。
- **短期政策扰动不改行业长期发展趋势。**2022年一季度，广东集采联盟发布对主要的几个血制品进行集采的政策。考虑到当前国内大部分血制品供不应求，同时还有大量的适应症有待进一步开拓，我们预计部分主流产品终端价格下降有限。

表6：血制品板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速（%）				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300294.SZ	博雅生物	29.28	32.48	41.5	21.4	18.6	43.5	30.7	25.3	21.3	未评级
600161.SH	天坛生物	21.12	18.94	13.1	18.6	21.3	38.2	33.7	28.4	23.5	未评级
002007.SZ	华兰生物	16.99	-19.48	24.9	19.8	17.2	23.9	19.1	16.0	13.6	未评级
000403.SZ	派林生物	19.49	110.29	57.9	23.0	20.0	36.5	23.1	18.8	15.7	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所注：以上标的盈利预测皆来自Wind一致预期；收盘日期为2022年5月11日

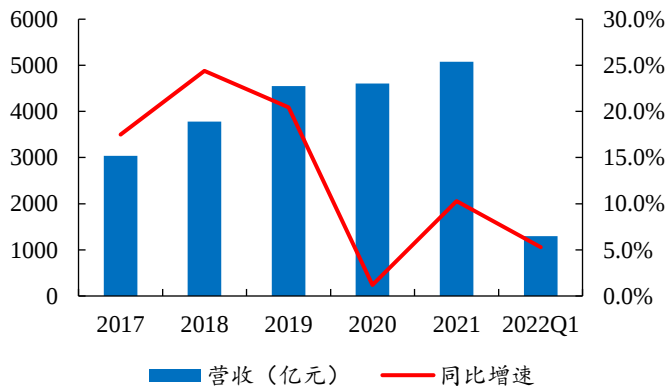
目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

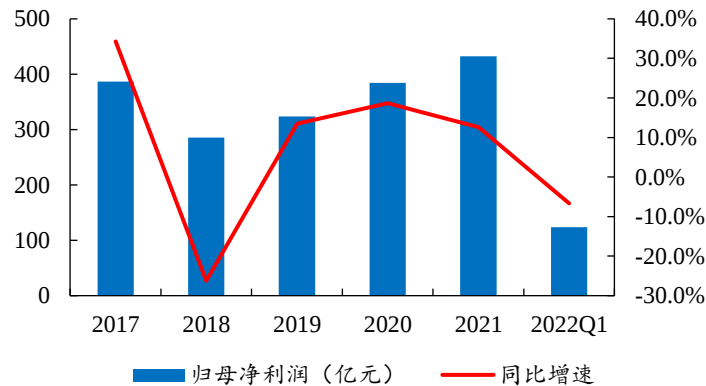
- **收入端稳健增长，利润端受集采等影响有一定波动。**A股上市的132家化学制药企业2021年合计营业收入5074.8亿元，同比增长10.28%，合计归母净利润432.1亿元，同比增长12.55%。2022Q1合计营业收入1293.7亿元，同比增长5.3%，合计归母净利润123.8亿元，同比下降6.7%。虽然整个化学制药板块受到集采的影响，但由于销售量的增加，依然实现了板块营收的稳步增长。当前处于集采后周期，板块净利润有一定的波动，预计后期将逐步趋于稳定，未来预计更多会是行业内部的结构性变化。
- **毛利率略有下滑，净利率略有增长，整体盈利能力相对稳定。**A股上市的132家化学制药企业2021年整体毛利率为48.05%，下降了2.29pct。净利率为9.36%，上升了0.17pct，毛利率下降而净利率上行，体现了相关费用有所下降，行业销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度的下降。
- **医保控费下，行业内部腾笼换鸟，长期依然有望稳健增长。**带量采购、医保谈判、DRGs等一系列的医保控费措施使得化学制药板块这几年增速有所放缓，利润有所波动。随着医保控费逐步进入到后周期，我们预计对整个行业存量营收和利润的影响会越来越小。未来更多是结构性的变化，蕴含着很多结构性的机会。

图22：化学制药行业营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：化学制药行业归母净利润相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：化学制药板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
002675.SZ	东诚药业	11.18	-63.72	175.8	18.2	-	59.2	21.5	18.2	-	买入
002422.SZ	科伦药业	17.86	32.94	16.1	17.3	15.3	23.1	19.9	16.9	14.7	未评级
2096.HK	先声药业	8.27	125.10	-27.2	24.3	31.6	12.8	15.9	12.8	9.7	未评级
600276.SZ	恒瑞医药	29.95	-28.41	7.4	15.2	13.6	42.2	39.3	34.1	30.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东诚药业外的其他标的盈利预测来自Wind一致预期；先声药业收盘价为港元，对应2022年5月11日汇率港币:人民币=1.2:1；收盘价日期为2022年5月11日

目录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 **政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会**
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

• 中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持。2015年接连发布了针对中药材、中医药健康服务的首个5年国家规划；2016年《中医药健康服务发展规划(2015-2020年)》提出到2020年人人基本享有中医药服务；2019年《关于促进中医药传承创新发展的意见》提出至2022年基本实现县办中医医疗机构全覆盖。2021年12月《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》提出及时将符合条件的中医医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理。2022年3月29日，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，对中医药服务、人才队伍、传承创新、产业高质量发展等方面提出发展目标，促进中医药行业高质量发展。

• 具备临床价值的传承和创新为发展主旋律：虽然我国目前已经存在9000多个中药品种，有近6万个中药批准文号，但从当前的临床需求来看，具有高临床价值的中成药依然缺乏。近年发布的国家政策持续促进完善中药审评审批机制，立足临床需求、基于临床实践，促进具备临床价值的新药研发。从中药新药实际获批情况来看，新药获批有效遵循了重视临床价值、注重满足尚未满足的临床需求。2021年，国家药监局共批准了12个中药新药上市，成为近5年来获批中药新药最多的一年（2020年仅批准上市了桑枝总生物碱片、莲花清咳片2个中药新药），中药审评审批制度改革已初显成效，中药创新药获批上市已经明显加速。

表8：中药行业一直受到国家政策支持

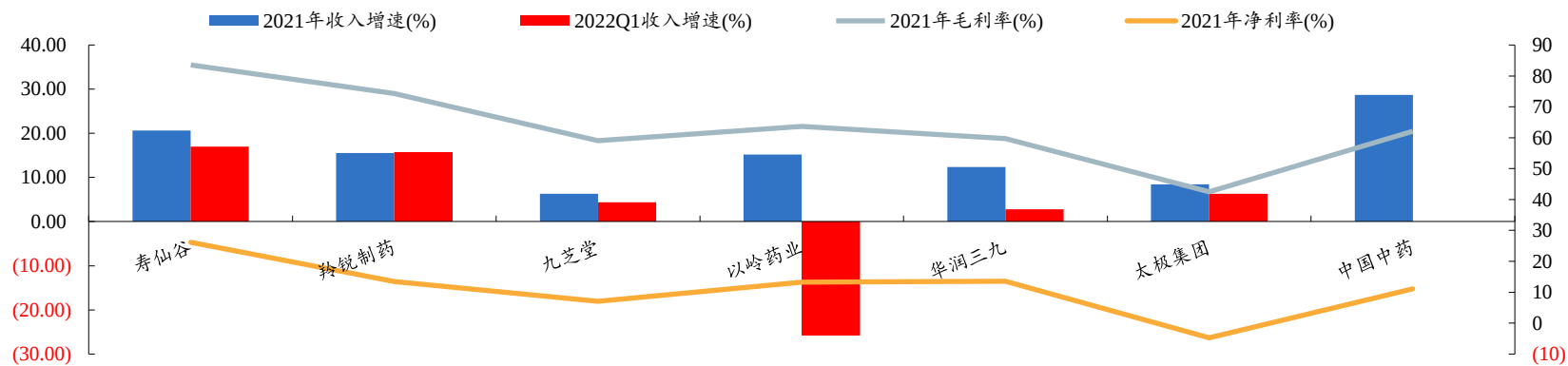
发布时间	发布部门	文件	要点
2015.4	国家中医药管理局等11个部门	《中药材保护和发展规划(2015-2020年)》	首次由11部委联合为中药材专门制定5年国家规划，力争到2020年， 中药材资源保护与监测体系基本完善 ，濒危中药材供需矛盾有效缓解，常用中药材生产稳步发展
2015.5	国务院办公厅	《中医药健康服务发展规划(2015-2020年)》	第一个中医药健康服务的国家级规划，力争到2020年， 基本建立中医药健康服务体系 ，大力发展推进中医养生保健服务、中医医疗服务、中医特色康复服务、中医药健康养老服务、中医药文化和健康旅游产业、中医药健康服务相关支撑产业、中医药服务贸易
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医医疗、保健、科研、教育、产业、文化各领域得到全面协调发展， 中医药标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高 。到2030年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强
2016.12	第十二届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国中医药法》	中医药法第一次从法律层面明确了中医药的重要地位，发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障。中医药法针对中医药自身的特点，改革 完善了中医医师、诊所和中药等管理制度 ，有利于保持和发挥中医药特色和优势，促进中医药事业发展
2016.12	国家中医药管理局、国家发展和改革委员会	《中医药“一带一路”发展规划(2016-2020年)》	到2020年， 中医药“一带一路”全方位合作新格局基本形成 ，国内政策支持体系和国际协调机制逐步完善，以周边国家和重点国家为基础，与沿线国家合作建设30个中医药海外中心，颁布20项中医药国际标准，注册100种中药产品，建设50家中医药对外交流合作示范基地。
2017.12	国家中医药管理局	《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》	深化 中医医疗与互联网融合 ，发展中医养生保健互联网服务，推动中医药健康养老信息化、发掘中医药文化与健康旅游资源、促进中医药服务贸易信息交流、规范中医药健康大数据应用
2018.5	国家药品监督管理局	《关于发布古代经典方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	内容依次涉及经典方目录、简化审批的条件、申请人资质、物质基准的申报与发布、经典方制剂的注册程序及管理要求、各相关方责任等，科学规范中药分类管理和经典明方的研发注册申请路线， 加大对传统中药经典的传承支持力度
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	是以中共中央和国务院名义发布的第一个中医药文件，到2022年， 基本实现县办中医医疗机构全覆盖 。加快中医药循证医学中心建设，用3年左右时间，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种，及时向社会发布。到2022年形成并推广50个左右中西医结合诊疗方案。建立综合医院、专科医院中医会诊制度，将中医纳入多学科会诊体系。完善中医药价格和医保政策，分批遴选中医优势明显、治疗路径清晰、费用明确的病种实施按病种付费， 合理确定付费标准 。
2021.1	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理，完善分级定价政策，重点将功效明显、患者广泛接受、特色优势突出、体现劳务价值、应用历史悠久的中医医疗服务项目纳入调价范围， 将疗效和成本有优势的中医医疗服务项目纳入基本医疗保障支付范围 ，一般中医诊疗项目继续按项目付费
2021.12	国家医保局等	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	(1) 将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点；(2) 完善中医药服务价格管理；(3) 将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；(4) 完善适合中医药特点的支付政策
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部等九部门	《“十四五”医药工业发展规划》	(1) 大力推动中药创新产品研发，重点开展基于古代经典方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化；(2) 构建以高质量中药材为目标的栽培技术体系；(3) 大力发展民族药产业；(4) 加强与共建“一带一路”国家投资合作，积极开拓新兴医药市场
2022.3	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	对中医药服务、人才队伍、传承创新、产业高质量发展等方面提出发展目标，从临床研发端、医疗服务端、中药材种植端、支付端、渠道端等方面，全方位促进中医药板块健康长远发展

资料来源：国家医保局、国家药品监督管理局、中国政府网、开源证券研究所

- 从需求端看，指导意见为中药需求终端提供医保支持，促进中药销售规模扩大。指导意见指出，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，充分体现中医药服务特点和优势。对此，我们认为相关中药医疗机构由于受到更大医保支持由此受益；其次，在未来全面实行DRGs下，对于大部分在门诊开具的中药口服药预计影响不大，且在医院药占比逐渐下降后，医院开具中药口服药的倾向预计会加强，中药口服药有望获得加速增长。
- 品牌中药OTC拥有较高价格维护能力，已集采品种降价幅度较小。随着第五批带量采购落地，148家药企的251个产品获拟中选资格，拟中选药品平均降价56%，最高降价98.3%，对药品的价格产生较大冲击。在中药集采范围方面，国家医保局在对十三届全国人大四次会议第4126号建议的答复中提到：中成药集中采购基本遵循“探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购”，“坚持质量优先，以临床需求为导向，从价高量大的品种入手”。
- 2022年4月8日，广东中成药集采联盟（广东、山西、河南、海南、宁夏、青海6省）通过线上形式进行公开中成药集中带量采购报价，涉及53个大品种，包括清开灵、血塞通、醒脑静、复方丹参、连花清瘟颗粒等知名产品。
- 从之前已经落地的省市级中成药集采情况来看，大多数入围/中标带量采购的品种在公立医疗机构体系的销售额排名前列。2019年公立医疗机构呼吸系统疾病中成药内服TOP 20品牌中，9个产品被纳入带量采购，2020年销售额超过10亿的10个心脑血管产品中（不考虑注射剂），5个产品被纳入，2020年妇科疾病销售额排名前5的产品中，2个被纳入。从降价幅度来看，中成药降价幅度相对化学药明显减小：2020年6月浙江金华市的中成药集采，药品平均降价幅度为23%左右，明显小于基本超过50%的化学药集采降价幅度。湖北19省中成药集采中，代表品中选价格平均降幅为42.27%，最大降幅为82.63%；非报价代表品的中选平均降幅约为45%，最高降幅约为82.6%。此次广东中成药集采中选产品价格平均降幅为32.5%，降幅温和。由此我们认为，中成药集中采购首先在价格上预计不会出现断崖式下降，而是基于其成本，在保证中药企业一定利润空间下下降。
- 基于此，我们认为中药创新药、中药口服药、中药连锁医疗机构等细分板块受益于政策关于需求端、支付端等多方位支持，有望实现快速发展。

- 2021年，中药口服药部分相关标的收入增长稳健。其中，中国中药基于中药配方颗粒行业扩容实现了28.68%的收入高增长，寿仙谷则通过省外大力拓展实现收入增长20.61%，羚锐制药、以岭药业、华润三九通过加大推广自身大品种实现了10%+的稳健收入增长，太极集团由于医药商业收入与2020年基本持平，整体收入增速为8.4%，但其规模型产品收入皆实现较高增长，九芝堂由于疏血通注射液受医保控费等政策影响，2018-2019年收入增长暂缓，但随着OTC板块加快发展，收入增长企稳。2022Q1大部分标的延续了2021年的增速，华润三九由于中药配方颗粒业务处于新国标切换期等因素导致收入增长暂缓，以岭药业由于2021Q1收入高基数有一定下滑。
- 从盈利能力来看，中药口服药相关标的毛利率水平相对较高，基本维持在60%及以上。2022Q1中药板块标的毛利率整体呈同比下降趋势，主要是由于原材料价格上升等因素所致；净利率则呈现普遍同比上升趋势，主要系各中药口服药标的费用管控能力较好，且随着部分品种集采，销售费用率有所下降。

图24：中药口服药相关标的2021年收入增长稳健，盈利能力皆处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 收入及经营利润皆实现快速增长。

- 2021年公司收入13.72亿元（+48.3%，皆为人民币），实现较高增长主要由于线下内生快速增长及医疗服务网络规模扩大，线下收入同比增长35.2%至12.19亿元；线上业务实现大幅度增长，得益于新冠疫情下客户对线上医疗健康解决方案需求上升，2021年线上收入同比增长536.3%至1.53亿元。**利润端**，2021年公司净利润-5.07亿元（+98.5%），剔除优先股及可转债有关的金融负债公允价值变动、购股权计划有关付款、非经常性开支3方面因素，公司经调整净利润1.57亿元，同比增长85%，实现快速增长。

➤ 新增会员用户数量快速提升，年回头率保持较高水平。

- 公司收入的较高增长主要来自量增，客单价近3年保持在515元左右，变化不大。2021年公司新增用户52.68万人，同比增长45.63%；客户就诊次数267.3万次，同比增长49.58%；客户回头率提高5.3pct至62.8%，会员回头率保持85%+的较高水平。

➤ 线上线下加大布局，加速扩大业务覆盖。

- 截至2021年12月31日，公司在北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州、南京、苏州、宁波及无锡拥有及经营42家医疗机构。公司于2021年4月收购万家平台，以作为专门从事传统中医医疗健康解决方案的线上医疗健康平台，进一步加强公司线上医疗服务网络，2021年公司线上客户共提供5.4万人次线上服务，微信公众号为3.9万人次提供咨询服务。2022年4月25日，公司附属公司广东固生堂与温州市中医院签订合作协议，双方建立线上线下中医医疗服务合作，温州市中医院已同意安排医师（至少为主治医师级别）于公司将设的温州市门诊部坐诊，此次合作将提升公司在温州市的声誉，为公司未来在温州市拓展业务提供坚实基础。

表8：中药板块推荐及收益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600285.SH	羚锐制药	12.20	11.08	25.90	25.70	19.60	19.1	15.2	12.1	10.1	买入
603896.SH	寿仙谷	49.20	32.37	31.60	30.40	29.90	37.4	28.4	21.8	16.8	买入
002603.SZ	以岭药业	26.51	10.27	25.8	20.4	17.5	33.0	26.2	21.8	18.5	买入
002873.SZ	新天药业	15.95	35.76	32.20	27.80	24.40	26.3	19.9	15.6	12.5	买入
600535.SH	天士力	10.75	109.51	-52.4	13.1	12.1	6.9	14.4	12.8	11.4	买入
600557.SH	康缘药业	14.51	21.92	30.4	25.4	22.1	26.1	20.0	15.9	13.1	未评级
000999.SZ	华润三九	41.37	28.13	17.9	15.1	14.5	19.8	16.8	14.6	12.7	未评级
600129.SH	太极集团	18.57	-891.88	170.2	57.4	33.5	(19.8)	28.1	17.9	13.4	未评级
000989.SZ	九芝堂	8.82	-0.59	95.3	13.4	19.3	28.3	14.5	12.8	10.7	未评级
0570.HK	中国中药	3.85	16.21	14.8	17.3	25.8	11.0	7.5	6.4	5.1	未评级
2273.HK	固生堂	28.70	-98.27	139.2	44.1	37.3	(15.2)	28.5	19.8	14.4	未评级

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所注：除羚锐制药、寿仙谷、以岭药业、新天药业、天士力外，其他标的盈利预测来自Wind一致预期；中国中药、固生堂收盘价为港元，对应2022年5月11日汇率港币:人民币=1.2:1；收盘价日期为2022年5月11日

目录

CONTENTS

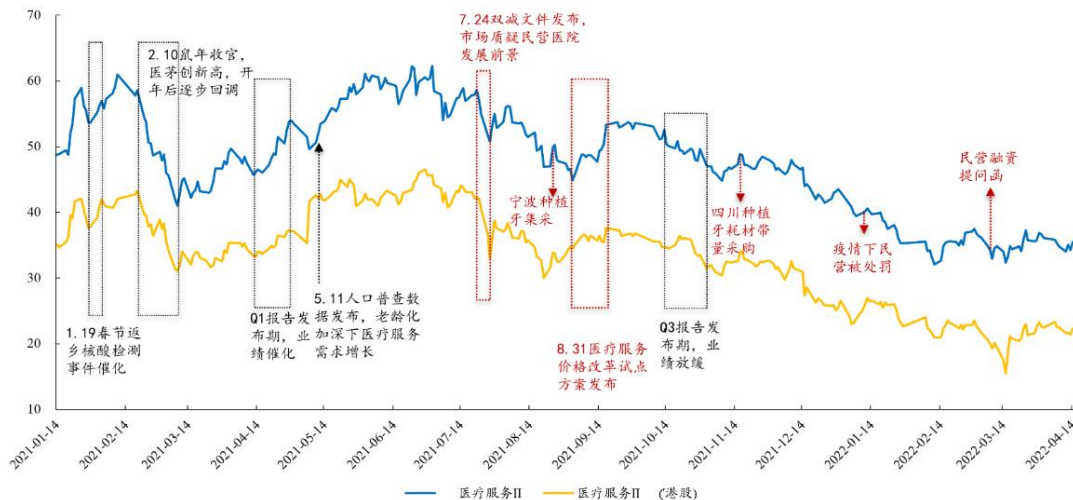
- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 **医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续**
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

➤ 我国政策支持社会办医的基调从未变化。以2022年的政策来看，1月29日，国家卫健委发布《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）》，提出“政府对社会办医区域总量和空间不作规划限制，鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体”、“为社会力量举办医疗机构预留空间”。此外，卫健委在2022年2月对各建议的答复中，针对其中9条建议皆提到鼓励社会办医。

• 我们认为，国内优质医疗资源仍处于供不应求的状态，大多细分板块皆拥有较大增长空间，在坡长雪厚的医疗服务市场中，公立与民营医院相辅相成、齐头并进、差异化满足多层次医疗服务需求。民营医疗机构提供特需、差异化服务有天然的需求和市场，商业模式可行、规范运营的民营机构更是如此。

• 综合以下政策来看，尽管民营融资提问函和教育双减文件引起了行业恐慌，但国家始终支持社会办医，公立医院扩建、医疗服务价格改革、DRG、种植牙集采对行业发展和竞争格局产生了实质影响。长期来看，DRG对民营医院的影响更为深远，民营医院的发展空间更多在于非医保项目，需要强调差异化服务增强竞争力；公立医院扩建对民营主要是间接影响，虽然会分流，但起决定作用的是民营医院自身是否建立长期发展规划，建立品牌力和获客能力。医疗服务价格改革有望温和提升技术性劳务项目价格，需要民营医院调整其服务结构。

图25：公立医院扩建、医疗服务价格改革、DRG、种植牙集采等引起医疗服务板块股价波动



资料来源：政府官网、开源证券研究所

表9：公立医院扩建、医疗服务价格改革、DRG、种植牙集采对行业发展和竞争格局产生了实质影响

相关政策/事件	情况	实际影响
公立医院扩建	一二线优质、教学医院扩张明显；疫情下加大扩建呼吸/重症/急救科	新开公立医院占一二线市场份额；基层公卫隶属教学医院，形成医联体，利好基层公卫；医疗资源缺乏地区民营受影响更大，小型民营诊所生存愈艰，综合医疗机构受影响较专科大
医疗服务价格改革	多省市发布医疗服务价格调整方案，降低药耗占比，提高技术性劳务收入占比	细分板块技术性劳务项目价格温和上涨
DRGs推行	药品/耗材限额管控严格；技术难度大的项目报销比例明显高	实行初期医疗收入有一定下降；重点优势学科为盈利关键，综合医院盈利难度大，加大开展非医保项目倾向，相应消费专科市场竞争加大
种植牙集采	2021年8月宁波种植牙集采，11月四川种植牙耗材开启带量采购，预计22年年内部分联盟落地执行	种植牙渗透率有望提升，公立抢占中低端种植市场
消费下行	疫情反复下，人民收入普遍下降，消费意愿受到冲击	消费型医疗服务需求下降，民营较主要提供基础医疗的公立受到的影响更大
民营处罚事件	艾芬事件、武汉锦欣患者死亡事件	降低民营诊疗能力公信力，和公立医院基础医疗疾病重叠的诊疗业务会有影响
民营融资提问函	3月15日一份函件提出民营医疗机构融资是否产生不良示范效应、导致无效扩张风险	3月16日，刘鹤主持国务院金融委会议，提出“凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性”；4月11日，证监会发布文件称支持民营企业依法上市融资、并购重组
教育双减文件	市场认为医药行业会和教育行业一样未来会持续高压调控变成公用事业，大幅降低盈利性	十四五规划首次提出未来5年除了营收增速8%以上以外， 利润增速也达到8%以上
民营医院建立医保退出机制	国家医保局对“降低民营医疗机构药品及耗材价格”的问题，提出了民营医院医保定点建立“退出机制”	医保基金紧张，更应希望供方市场竞争压价；实际来看，优质民营医院进医保进程越来越快

资料来源：国家卫健委、国家医保局、开源证券研究所

► 疫情影响2020年综合医院收入增长，客流量明显减少，客单价提升明显。根据卫生健康统计年鉴，综合医院2020年收入26407亿元，同比增长1.59%，疫情影响下，2020年收入增速明显小于2018-2019年超过10%的增长。拆分量价来看，门急诊人次和住院人次皆同比下降10%-15%，手术人次下降4%，下降幅度相对较小，客单价（按照收入/（门急诊人次+住院人次）口径）实现18.7%的较高增长，我们预计与疫情下轻症患者就诊比例下降，导致客单价较高的疑难重症诊疗比例增加有关。

• 2021年综合医院诊疗量恢复情况较好。国家卫生健康委统计信息中心于2022年1月17日发布的《2021年1-11月全国医疗服务情况》显示：2021年1-11月全国医院总诊疗人次38.0亿人次，同比增长27.8%（2020年全国医院总诊疗人次同比下降13.5%）。

• 从单院情况来看，国际医学旗下3家医院虽然皆处于爬坡阶段，但从其增长态势来看，当地诊疗需求旺盛，例如高新医院2021年住院量实现47%的较高增长，日最高在院患者1,479人，对应98.6%床位使用率，基本实现满负荷增长。中心医院2021年门诊量增长130%，住院量增长93%，日最高在院患者2,334人，按照2500张床位计算得到床位使用率为93.36%，也接近满负荷运营。创新医疗旗下的建华医院和康华医院收入增长也较2020年明显改善。

表10：2020年综合医院收入增长，客流量明显减少，客单价提升明显

	2018	2019	2020
收入yoy	10.08%	12.37%	1.59%
门急诊人次yoy	3.41%	7.34%	-14.45%
住院人次yoy	4.44%	5.05%	-13.92%
手术人次yoy	9.76%	13.33%	-3.92%
客单价yoy	6.39%	4.81%	18.71%

数据来源：卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

表11：从单体医院运营情况来看，2021年综合医院诊疗恢复情况较好

	2020	2021
西安高新医院	收入yoy	-3.31%
	门急诊人次yoy	-8.34%
	住院人次yoy	34.69%
	客单价yoy	4.31%
西安国际医学中心医院	收入yoy	1180.99%
	门急诊人次yoy	631.76%
	住院人次yoy	10682.18%
	客单价yoy	57.97%
商洛国际医学中心医院	收入yoy	-15.15%
	门急诊人次yoy	17.72%
	住院人次yoy	-7.32%
	客单价yoy	-24.76%
齐齐哈尔建华医院	收入yoy	-24.01%
海宁康华医院	收入yoy	-6.42%

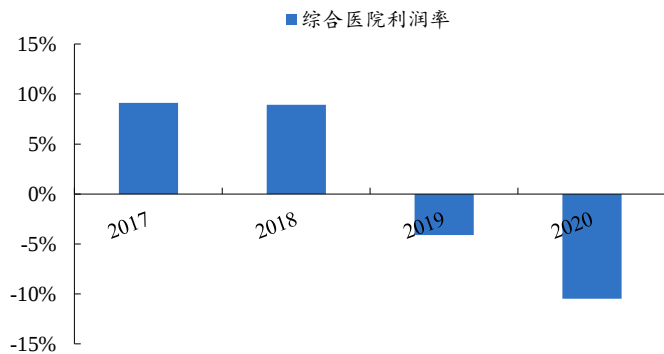
数据来源：创新医疗公司公告、国际医学公司公告、开源证券研究所

► **盈利能力：**疫情放大综合医院盈利难度，降低药耗占比、DRGs等政策进一步加大改革初期综合医院盈利难度，具备重点学科诊疗水平、较高成本管理能力的医院竞争优势明显。根据卫生健康统计年鉴，综合医院2019年利润率转正为负，2020年疫情加大综合医院盈利难度，利润率下滑至 -10.46%。从单院来看，2020年由于疫情较多医院净利率皆下降。2021年西安高新医院、海宁康华医院净利率略有下降主要系大楼投入使用导致折旧增加所致，预计实际盈利情况同比改善；齐齐哈尔建华医院通过压缩不必要成本费用支出，实现较大幅度减亏；西安国际医学中心医院自2019年9月开诊，近2年床位持续快速爬坡，利润端呈现季度减亏趋势。

► **外延发展：**民营综合医院加大专科建设，拓展高附加值医疗市场

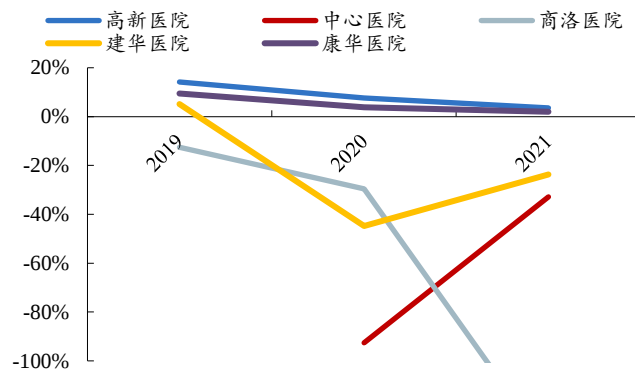
- **国际医学：**公司五年发展战略规划(2022-2026)提出“推进医疗需求升级趋势下的体检、医美、养老、康复、辅助生殖等特色专科业务做大做强”、“探索建立专科连锁……如肿瘤医院、心胸医院、妇产儿医院、康复医院、医学美容医院等专科连锁”。
- **齐齐哈尔建华医院：**坚持“大专科、小综合、多中心”，通过加大差异化发展，避免与本地其他医院同质化，重点加强专科建设。
- **海宁康华医院：**确定在老年医学、心血管、肿瘤、康复、骨科等重点专科发力，拓宽重点专科的发展路径。

图25：疫情放大综合医院盈利难度



数据来源：卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

图26：2021年部分单院净利率同比改善



数据来源：创新医疗公司公告、国际医学公司公告、开源证券研究所

8.3.1 收入规模:疫情之后收入普遍实现较快增长，量增为主要业绩推动力

- 汇总发现，2021年医疗服务专科医院相关标的在疫情之后业绩普遍实现较快增长，量增为主要业绩推动力。海吉亚医院业务收入增长73%，主要系内生+外延双轮驱动；爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、盈康生命2021年分别实现26%、31%、19%、21%的较高收入增长，皆主要由量驱动；美年健康、爱帝宫2021年基本为内生增长，其中，美年健康16.7%的收入增长主要来源于客流量增长11.8%，爱帝宫由于老店入住率2021全年处于较高水平，新开门店处于爬坡阶段，对整体收入贡献较小，月子服务收入增长9.3%；信邦制药旗下医院2021年致力于降低药耗占比，处于收入结构的调整期，医疗服务业务收入增长5.24%。
- 2022Q1医疗服务专科医院相关标的业绩表现较为平淡，主要是考虑2021年同期基数正常或高基数，2022Q1尤其3月份之后疫情全国多发，部分地区医疗服务机构停诊，导致业绩增长暂缓。

图27：2021年医疗服务专科医院相关标的在疫情之后收入增速（%）
恢复至较高水平，2022Q1业绩表现较为平淡

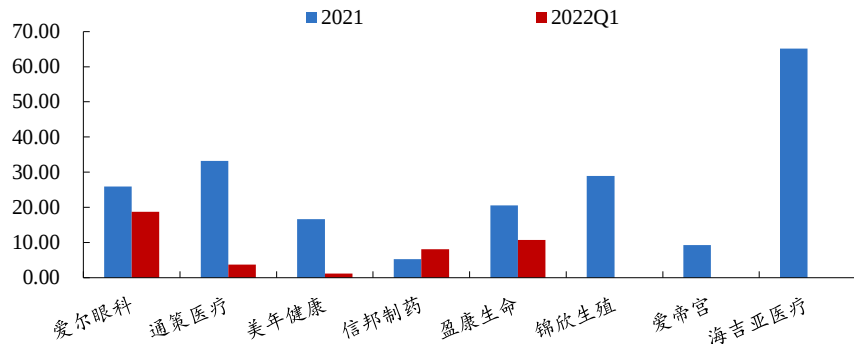


表12：图2021年医疗服务专科医院相关标的业绩增长主要靠量增驱动

标的名称	2021年收入yoy	量yoy	价yoy	备注
爱尔眼科	26%	18%	7%	收入为总收入；量为手术量
通策医疗	31%	28%	2%	收入为医疗服务收入；量为门诊量
美年健康	17%	12%	3%	量为控股门店人次；价为全口径客单价（不包含入职体检和职业病检查）
信邦制药	5%	7%	-2%	收入为医疗服务收入；量为入院人次
锦欣生殖	19%	20%	-1%	收入为辅助生殖服务收入；量为周期数
海吉亚医疗	73%	100%+	24%	收入为医院业务收入；量为诊疗人次；价为单床产出

数据来源：爱尔眼科公司公告、通策医疗公司公告、美年健康公司公告、信邦制药公司公告、锦欣生殖公司公告、海吉亚医疗公司公告、盈康生命公司公告、爱帝宫公司公告、开源证券研究所

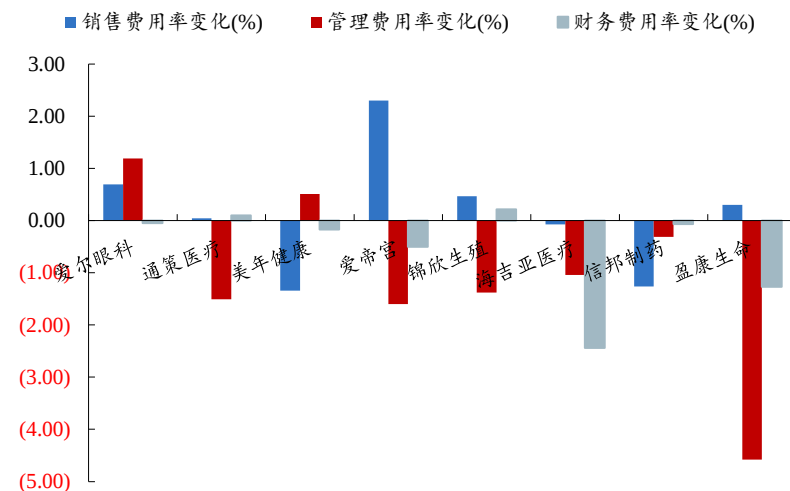
8.3.2 盈利能力：规模效应扩大下稳步增强

► 2021 年医疗服务标的盈利能力稳步增强。毛利率普遍提升主要系规模效应加强所致；费用端，由于大部分医疗服务标的仍处于规模扩张期，销售费用率普遍有一定增加，美年健康销售费用率下降主要系销售体系减员增效取得显著成效（2021 年销售人员 8570 人，较 2020 年减少 454 人），信邦制药、海吉亚医疗销售费用率下降主要由于自身肿瘤专科主要靠口碑传播，导流费用少；管理费用率方面，大部分医疗服务标的通过加大费用管控促使其下降，爱尔眼科管理费用率同比增加 1.8pct 主要系计提限制性股票费用所致。财务费用率方面，大部分医疗服务标的实现财务费用率下降或基本持平。

表13:2021年大部分医疗服务标的盈利能力稳步增强

	毛利率变化 (pct)	净利率变化 (pct)	变动原因
爱尔眼科	0.89	0.66	毛利率和扣非净利率皆提升主要系规模效应增加
通策医疗	0.89	1.46	
美年健康	2.39	8.48	毛利率上升主要系房租物业成本下降；2021 年公司实现扭亏为盈
锦欣生殖	2.28	-1.30	毛利率上升主要系规模效应增加； 经调整纯利率下降主要系利息收入减少且武汉锦欣仍处于亏损所致
海吉亚医疗	0.40	6.93	医院业务毛利率上升主要系精细化管理及规模化优势加强； 净利率提升主要系费用管控能力提升
盈康生命	1.15	-45.05	医疗服务毛利率略有提升；扣非净利率下降主要系器械板块盈利不及预期
信邦制药	-0.52	2.01	毛利率下降主要系中药材采购成本上涨； 净利率提升主要系提质增效成效加强
爱帝宫 月子服务	-8.30	-7.00	新建月子中心在开业初期因入住率爬坡提升而呈现亏损导致

图28:2021年医疗服务标的销售费用率普遍小幅增加，管理费用率、财务费用率普遍下降



数据来源：爱尔眼科公司公告、通策医疗公司公告、美年健康公司公告、信邦制药公司公告、锦欣生殖公司公告、海吉亚医疗公司公告、盈康生命公司公告、爱帝宫公司公告、开源证券研究所

8.4 2022年展望：疫情影响不改2022全年经营向好趋势

➤ 我们认为短期基数和疫情影响不改2022全年经营向好的趋势。

- 一方面目前上海、吉林等疫情重灾区已经出现明显向下拐点，恢复正常经营指日可待，且随着疫情常态化，各地恢复经营速度加快，而医疗服务中大部分细分赛道为刚性需求，就诊量有望在2022Q2快速反弹；
- 另一方面一二线龙头已经在大力布局非医保项目，提前适应DRGs等政策，增速有望超过竞争对手，内生增速稳健，外延持续推进。因此，具备成熟商业模式、具备规模效应、管理能力强的医疗服务企业，包括爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖、爱帝宫、信邦制药、盈康生命、三星医疗，拥有更大发展潜力。

表14：医疗服务板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300015.SZ	爱尔眼科	33.47	34.78	29.6	30.7	29.7	78.1	60.2	46.1	35.6	未评级
600763.SH	通策医疗	133.89	42.67	17.1	27.4	28.5	61.1	52.2	40.9	31.9	未评级
000516.SZ	国际医学	8.64	-1,912.52	53.5	166.4	89.1	(23.9)	(51.4)	77.4	41.0	买入
002044.SZ	美年健康	4.99	-88.36	523.9	21.7	24.6	304.5	48.8	40.1	32.2	买入
002390.SZ	信邦制药	4.93	57.25	28.8	24.4	25.1	36.6	28.4	22.9	18.3	买入
300143.SZ	盈康生命	8.58	-384.20	131.0	27.3	30.7	(15.1)	48.8	38.3	29.3	买入
1951.HK	锦欣生殖	4.83	22.30	31.8	30.7	21.8	29.1	17.3	13.2	10.9	买入
6078.HK	海吉亚医疗	33.85	159.55	33.2	32.8	29.5	38.7	29.7	22.3	17.2	买入
0286.HK	爱帝宫	0.41	101.39	2459.3	33.2	29.0	331.5	13.0	9.7	7.5	买入
601567.SH	三星医疗	9.01	-27.83	37.2	26.4	28.2	18.4	13.4	10.6	8.3	未评级

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所 注：爱尔眼科、通策医疗、三星医疗盈利预测为Wind一致预期；锦欣生殖、海吉亚医疗、爱帝宫收盘价为港元，对应2022年5月11日汇率港币:人民币=1.2:1；收盘价日期为2022年5月11日

目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 **医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口**
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

➤ 根据艾瑞咨询数据，2020年全球医疗器械行业市场规模为34998亿元，同比增长4.6%，中国医疗器械市场规模为8118亿元，同比增长15.5%，接近全球医疗器械增速的3倍。2021年内地上市医疗器械公司营业收入总额2508亿元，报告期内利润总额794亿元，总体上内地上市医疗器械公司保持高速增长趋势。但我国在高端医疗器械领域的产品国产化率较低，随着新基建的推动和政策利好，医疗器械板块国产化及国产替代是国家重点鼓励的方向。

➤ 医疗器械板块表现：

板块2021年，医疗器械板块持续承压，集采降价影响相关标的估值，抗疫经费影响医院支付端采购，但疫情受益股和医疗新基建持续兑现，政策支持加快进口替代进程，医疗器械板块已处历史低位，投资机会已现。板块2022 Q1，医疗设备：Q1为医疗设备采购淡季，Q1采购量常规为全年的15%-20%，部分疫情地区厂商影响生产和物流出货收到影响，同时医疗新基建也会受到影响，抗疫经费超支也会影响设备采购经费，业绩预期略有所下调；耗材：高值和低值耗材一方面继续受集采降价影响，不同耗材集采后量价关系最终使中标方是否收益依旧模糊，需要长期跟踪。另一方面疫情导致部分大中心手术量下降，需求端有所放缓；IVD：体外诊断部分受海内外抗原检测需求驱动，部分IVD厂商业绩比较亮眼，业绩也与疫情持续性相关，需要持续关注疫情动态。IVD上游耗材厂商，伴随IVD检测需求释放业绩保持稳定。

➤ 板块趋势分析：

虽然短期部分区域（如上海）疫情影响还在持续，预期复工复产后，生产发货等供应链多环节恢复，医院端新基建和诊疗需求进一步释放。对于医疗器械公司海外业务受疫情影响较大的公司，随着2022年海外疫情常态化继续推进后，持续看好相关公司海外业务反弹带动整体业绩稳健增长，此外集采范围进一步扩大，集采相关量价关系有望逐步明朗。我们依旧长期看好医疗器械部分高成长、无集采风险的赛道，如新基建相关医疗设备、内窥镜、IVD上游耗材等，同时持续关注高低值耗材和IVD厂商业绩驱动因素较强的细分板块，如疫情驱动，集采驱动等业绩驱动因素。

➤ 投资建议：

建议持续关注长期受益于医疗新基建、国产替代政策春风的标的，该逻辑可长期持续兑现，持续关注新基建相关优质医疗设备龙头公司；同时关注集采免疫、高成长、国产率低的设备赛道，例如医用内窥镜，目前国内医用内窥镜行业处于国产替代初期，本土公司可通过产品力提升和渠道建设双重发力持续抢占内镜市场；高分子耗材相关标的将受益于IVD行业需求繁荣，国内集采加快进口厂商本土化布局增加上游耗材公司合作机会，并推动IVD上游耗材行业高质量发展。

9

医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口

表15：医疗器械重点公司分析

股票代码	公司名称	2021		2022Q1		标的特点
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
300760	迈瑞医疗	20.18%	20.04%	20.10%	22.20%	国内医疗器械龙头；国内医疗新基建政策红利频繁显现，十四五期间有望为公司带来近500亿可及市场增量；创新性践行全球化战略，公司实现海外累计近2000家高端医院的突破，未来有望复刻国内近年高速增长态势；秉承自身产品发展逻辑，三大传统领域不断拓展壮大，同时精心布局四大高潜业务，成长空间广阔。
603658	安图生物	26.45%	41.03%	26.21%	37.36%	国内疫情防控向好，医院常规诊疗活动逐步恢复，同时集采预期负面影响逐步消退，公司业务增速回归常态。2021年仪器实现营收5.45亿，装机达2158台，同比增加84.6%，装机量增速迅猛，未来带动试剂上量可期；
300482	万孚生物	19.57%	-6.74%	276.87%	535.50%	常规业务稳步增长，抗原自测贡献增量；全球营销体系逐步搭建，推进海外本地化建设；三大战略技术平台实现突破，完善万孚生态圈。
688139	海尔生物	51.63%	32.97%	36.22%	7.53%	深耕低温储存，业绩高速增长；下游应用场景多元化，样本安全、疫苗安全、血液安全与药品及试剂安全市占率领先；物联网与非存储业务打开发展空间，国际市场前景广阔。2022年归母下降系预计股权激励导致费用率增加所致。
688575	亚辉龙	17.91%	-2.97%	481.55%	1366.26%	2021年国内主业维持稳定增长，归母扣非净利润为负增长主要受海外业务拖累，主要与海外疫情严重有关。2022Q1受益于新冠抗原自测产品海外销售，业绩激增。
2223	鱼跃医疗	2.51%	-18.90%	9.60%	-10.59%	高基数影响2021年及2022年Q1表观收入和净利润增速，但内生稳健增长不变。公司品牌影响力持续提升，持续拓展新领域。AED产品取得国产注册证，CGM产品值得期待。
603882	金域医学	44.88%	50.18%	58.70%	57.84%	在新冠核酸检测项目价格不断下降的趋势下整体利润水平保持稳定，2021年主营业务同比增长43.63%，2022Q1营业收入同比增长58.7%。公司业务结构不断优化，促进高质量发展。业务覆盖区域广泛，基层服务能力领先市场。
2932	明德生物	195.05%	208.38%	267.41%	307.04%	2021年及2022Q1受益新冠核酸检测持续旺盛，收入超高速增长，盈利能力显著提升。2022Q1更是享受抗原产品先发优势，营业收入同比增长267.41%。研发投入同比增长90%，建设与完善研发体系。
2432	九安医疗	19.36%	232.34%	6646.79%	756669%	新冠病毒抗原家用自测试剂盒获美国FDA紧急使用授权，公司业绩大增，2021年收入同比增长25%，2022Q1营收增长约6.6倍。
688298	东方生物	211.43%	195.70%	112.28%	75.99%	公司为在美国获批新冠检测自检产品的三家厂商之一，收获了可观的业绩增量；公司把握住了每一轮新冠检测放量的市场机遇，新冠业务从短周期走向中长期；
300633.SZ	开立医疗	24.20%	285.54%	31.53%	75.59%	公司不断丰富镜体种类，现已布齐光学放大、可变硬度、细镜体等功能镜体，弥补软镜产品在高端功能上的短板，也进一步夯实HD-550平台在终端市场的产品力，提升其招投标过程中的综合竞争力。公司产品实现中高低端超声诊断设备全覆盖，且契合彩超专科化的发展趋势，中高端产品持续放量，超声领域市场竞争力不断增强。
688212.SH	澳华内镜	31.82%	288.20%	13.77%	-78.20%	公司打通从AC-1到AQ200低中高端全系列产品，创新推出无线供电、激光信号传递等具有差异化竞争优势的功能，不断提升耐用性、可操作性等性能，并完善可变硬度、光学放大等镜体。在研产品AQ300、AQ200L、3D软镜系统、软镜机器人等都取得较快进展。通过学术会议、临床科研合作和培训活动开展不断提升品牌识别度并加大客户粘性。
688677.SH	海泰新光	12.53%	12.02%	39.21%	34.19%	公司为荧光内窥镜上游龙头企业，产品和服务能力全面覆盖荧光内窥镜市场需求，随着荧光内窥镜替代白光内窥镜大趋势逐步快速释放业绩潜能。同时公司内窥镜整机系统相继注册推出和销售推广也将为公司未来业绩增收增利。
300151.SZ	昌红科技	0.84%	-42.49%	7.31%	-8.00%	IVD检测市场的繁荣就有效释放了相关高分子医用耗材需求的增长潜力，同时在疫情驱动下，全球检测需求大幅上涨；ODM模式，毛利率高；产能释放；IVD集采趋势下，罗氏加快供应链本土化战略，以顺应集采带来的竞争加剧趋势，公司作为其战略合作伙伴有望借助罗氏平台进行品牌建立，并提高国内的耗材质量标准。
605369.SH	拱东医疗	43.95%	37.68%	32.71%	32.84%	公司定制化IVD耗材业务的高速放量，公司在体外诊断定耗耗材行业经过多年布局，储备的订单进入收获期。国内医疗端产品恢复性增长，国内整体新冠疫情防控相对缓和，就诊秩序相对良好，医疗消耗耗材需求进一步增加。
688026.SH	洁特生物	69.80%	57.89%	9.42%	-15.83%	公司针对细胞治疗、生物医药、传染病、疫苗等领域积极布局新品的研发和产业化，IVF专用细胞培养皿、临床细胞治疗专用细胞培养设备等均已进入产品验证阶段，未来有望凭借丰富全面的定制化产品满足更多企业客户需求，为公司业绩的快速增长注入动力。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表15：医疗器械板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
603658.SH	安图生物	46.66	30.20	28.9	28.2	27.1	28.1	21.8	17.0	13.4	未评级
300482.SZ	万孚生物	44.01	0.04	146.3	-16.4	7.6	30.9	12.5	15.0	13.9	未评级
688139.SH	海尔生物	74.00	121.82	-29.2	35.5	32.6	27.8	39.2	28.9	21.8	未评级
688575.SH	亚辉龙	35.70	-2.75	433.1	-12.8	15.4	70.6	13.2	15.2	13.2	未评级
002223.SZ	鱼跃医疗	23.53	-15.73	7.4	18.0	18.3	15.9	14.8	12.6	10.6	未评级
603882.SH	金城医学	85.45	47.03	12.0	-6.5	8.0	17.9	16.0	17.1	15.9	未评级
002932.SZ	明德生物	123.13	201.37	259.2	-23.5	-29.6	9.1	2.5	3.3	4.7	未评级
002432.SZ	九安医疗	72.90	274.96	-	-	-	38.6	-	-	-	未评级
688298.SH	东方生物	186.09	193.33	62.1	-35.0	-	4.5	2.8	4.3	-	未评级
300633.SZ	开立医疗	25.78	634.43	15.1	29.1	27.9	44.8	38.9	30.2	23.6	买入
688212.SH	澳华内镜	40.88	208.16	35.4	31.0	46.4	95.6	70.6	53.9	36.8	买入
688677.SH	海泰新光	79.37	22.19	36.3	34.0	27.2	58.6	43.0	32.1	25.2	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	306.50	20.19	23.3	23.5	22.3	46.4	37.7	30.5	24.9	买入
300151.SZ	昌红科技	16.62	-33.77	77.4	29.6	29.2	74.7	42.1	32.5	25.1	买入
605369.SH	拱东医疗	116.70	37.68	29.5	29.3	29.0	42.3	32.6	25.2	19.6	未评级
688026.SH	洁特生物	58.20	43.38	42.6	33.3	32.6	34.0	23.9	17.9	13.5	未评级

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所 注：除迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、海泰新光、昌红科技外，其他标的盈利预测来自Wind一致预期；收盘日期为2022年5月11日

目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

10.1

2021年零售药店收入、利润整体实现稳健增长，2022Q1受到短期因素影响不改全年经营向好趋势

- 2021年零售药店收入、利润整体实现稳健增长，但增速相较2020年有所放缓，主要原因有：（1）2020年疫情产品销售基数高，2021年疫情物资销售有所回落；（2）疫情散发地区，门店客流受到影响；（3）疫情反复地区感冒药、抗生素等类别销售受到严控；（4）2021年开始实施的新租赁准则对利润有所影响；（5）医保系统切换对门店销售产生一定影响。
- 分季度看，2021Q1由于就地过年及感冒药下架、新店及次新店亏损、新租赁准则变化、2020年3月防疫物资基数高等因素导致老店及同店增速有所放缓；Q2起上述因素影响逐步减弱，对利润影响逐渐减小；Q3、Q4由于疫情散发影响客流及四类药销售，叠加医保系统切换等因素影响，增速有所放缓。

表16：2021年零售药店收入、利润整体实现稳健增长

2021	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
总门店数（家）	7809	8352	8560	8193	3044	3341
布局省份数	9	20	10	15	4	2
新增门店数（家）	1818	1819	1355	2173	914	1344
营业收入（亿元）	153.26	156.96	145.87	167.60	52.35	53.22
增长率	16.6%	12.38%	15.3%	14.9%	17.21%	14.7%
归母净利润（亿元）	8.88	6.69	9.22	7.91	3.01	1.15
增长率	19.4%	7.8%	16.7%	-25.5%	19.7%	-46.9%
扣非归母净利润（亿元）	8.59	5.72	8.99	7.18	2.83	1.02
增长率	20.3%	5.0%	19.4%	-29.8%	19.5%	-55.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

10.1 2021年零售药店收入、利润整体实现稳健增长，2022Q1受到短期因素影响不改全年经营向好趋势

表16：2021年零售药店收入、利润整体实现稳健增长（续上表）

2021	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
营业收入（亿元）	153.26	156.96	145.87	167.60	52.35	53.22
增长率	16.6%	12.38%	15.3%	14.9%	17.21%	14.7%
Q1	36.30	36.38	34.29	40.59	11.67	11.85
增长率	19.1%	10.9%	11.1%	20.7%	10.5%	5.8%
Q2	37.17	38.23	32.73	39.96	12.12	12.94
增长率	14.5%	12.3%	11.3%	11.7%	15.1%	14.7%
Q3	35.92	38.20	37.97	43.01	12.87	12.36
增长率	14.2%	11.3%	18.3%	21.1%	19.5%	13.6%
Q4	43.88	44.15	40.89	44.04	15.68	16.07
增长率	18.4%	14.8%	19.6%	7.7%	22.5%	23.3%
归母净利润（亿元）	8.88	6.69	9.22	7.91	3.01	1.15
增长率	19.4%	7.8%	16.7%	-25.5%	19.7%	-46.9%
Q1	2.41	2.28	2.61	3.41	0.65	0.38
增长率	29.4%	16.0%	27.3%	21.5%	20.9%	195.5%
Q2	2.63	1.78	2.63	3.05	0.58	0.49
增长率	22.4%	27.5%	24.4%	-3.0%	0.2%	-15.1%
Q3	1.91	1.27	2.40	1.73	0.74	0.23
增长率	11.7%	-16.2%	27.8%	-36.6%	23.2%	-55.8%
Q4	1.92	1.37	1.58	-0.27	1.04	0.05
增长率	12.5%	2.1%	-15.1%	-113.9%	30.2%	-94.8%
扣非归母净利润（亿元）	8.59	5.72	8.99	7.18	2.83	1.02
增长率	20.3%	5.0%	19.4%	-29.8%	19.5%	-55.6%
Q1	2.33	1.92	2.52	3.39	0.60	0.33
增长率	27.1%	13.1%	26.6%	25.2%	-	-12.2%
Q2	2.60	1.72	2.61	2.51	0.56	0.47
增长率	21.5%	24.9%	29.7%	-18.9%	-	-28.8%
Q3	1.88	1.14	2.36	1.70	0.70	0.20
增长率	9.01%	-19.7%	31.1%	-36.4%	18.45%	-
Q4	1.77	0.95	1.51	-0.42	0.96	0.03
增长率	5.24%	-1.0%	-12.9%	-123.9%	20.0%	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

10.1

2021年零售药店收入、利润整体实现稳健增长，2022Q1受到短期因素影响不改全年经营向好趋势

- 2022Q1疫情、医保系统切换等短期因素仍存在一定影响，此外2021年零售药房扩张提速，尤其在下半年新增门店显著增加，至2022Q1大量新店尚未进入盈利期，加上老店增速在疫情下放缓，因此利润增速呈现一定下滑趋势。
- 短期疫情、医保系统切换及新店亏损影响不改全年经营向好的趋势，考虑到上海、吉林等疫情重灾区已经出现明显向下拐点，恢复正常经营指日可待，复工复产客流及同店增速有望回暖。2022Q1老百姓、大参林已展现出经营向好趋势：老百姓2022年1-3月公司营收同比增速分别为8.23%、13.13%、20.62%，增速逐月提升；2022Q1大参林业绩已转为正向增长。我们预计从第二季度起短期因素影响将逐渐缓解，仍然看好全年业绩稳健增长和未来的成长性。

表17：2022Q1零售药店板块收入、利润在短期因素影响下增速放缓

2022Q1	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
总门店数（家）	8225	8612	8809	8469	3134	3686
布局省份数	9	20	10	15	4	3
新增门店数（家）	416	359	249	276	90	345
营业收入（亿元）	41.48	41.41	39.95	46.77	14.50	15.87
增长率	14.3%	13.8%	16.5%	15.2%	24.3%	34.0%
归母净利润（亿元）	2.72	2.42	1.79	3.84	0.29	0.50
增长率	12.8%	6.3%	-31.2%	12.8%	-54.6%	34.5%
扣非归母净利润（亿元）	2.66	2.16	1.64	3.96	0.35	0.53
增长率	14.1%	12.8%	-34.8%	16.93%	-41.8%	61.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

10.2 2021年及2022Q1零售药店板块毛利率、净利率在短期因素影响下略有波动

- 2021年零售药店整体毛利率水平稳中有升，我们认为主要的影响因素如下：（1）2021年毛利率水平较低的防疫物资销售占比逐渐降低，销售产品结构逐步恢复。（2）各大药房通过优化产品结构提升毛利率水平：老百姓自有品牌占比提升，截至2021年底老百姓自有品牌产品已超过600个，2021年销售额达到19.8亿元（+62.1%，毛利额增长70%），为公司贡献业绩；一心堂调整产品结构大力发展利润率较高的中药业务，2021年中药品类销售同比增长21.21%，占营业收入的比率从2019年的7.69%提升至9.32%，其高毛利有效保障了公司较好的获利能力。
- 从净利率来看，2021年净利率水平在新租赁准则、股权激励费用等短期因素影响下略有下滑，2022Q1仍然受到疫情、医保系统切换等短期因素影响，考虑到疫情逐步向好且零售药店密切关注疫情动向与防控政策变动，及时跟进经营策略，我们预计盈利能力后续有望稳步提升。

表18：2021年零售药店板块毛利率整体稳中有升，净利率略有下滑

	毛利率			净利率		
	2021 (%)	2020 (%)	同比 (pct)	2021 (%)	2020 (%)	同比 (pct)
益丰药房	40.35	37.98	+2.37	6.46	6.59	-0.13
老百姓	32.13	32.06	+0.07	5.01	5.47	-0.46
一心堂	36.96	35.82	+1.14	6.29	6.24	+0.05
大参林	38.15	38.47	-0.32	4.80	7.43	-2.63
健之佳	35.83	33.69	+2.14	5.72	5.58	+0.14
漱玉平民	28.51	30.11	-1.60	2.15	4.73	-2.58

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表19：2022Q1受到疫情、医保系统切换等短期因素影响，零售药店板块毛利率、净利率略有波动

	毛利率			净利率		
	2022Q1 (%)	2021Q1 (%)	同比 (pct)	2022Q1 (%)	2021Q1 (%)	同比 (pct)
益丰药房	40.95	40.54	+0.41	7.28	7.43	-0.15
老百姓	34.32	33.5	+0.28	6.54	7.06	-0.52
一心堂	33.76	37.01	-3.25	4.38	7.58	-3.2
大参林	41.54	39.38	+2.16	8.2	8.57	-0.37
健之佳	33.49	34.18	-0.69	1.96	5.46	-3.77
漱玉平民	30.63	28.43	+2.2	3.12	3.11	+0.01

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

10.3 高基数、疫情影响逐渐减弱，同店增速逐步回暖，次新店贡献业绩，2022年零售药店有望迎来业绩拐点

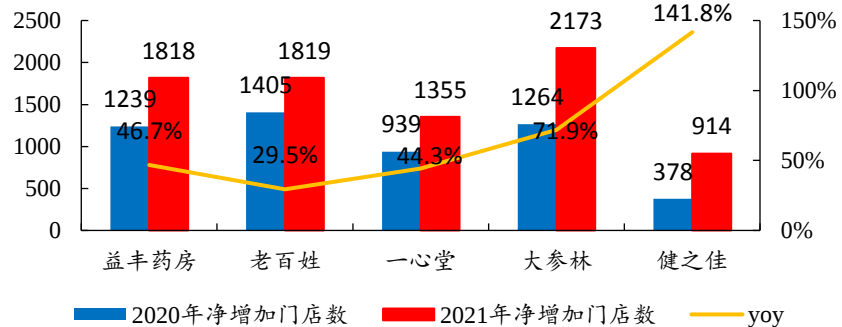
- 2021年各大药店开店速度加快，其中净增加门店数最多的是大参林（2173家），其次是老百姓（1819家），益丰药房（1818家），一心堂（1355家），健之佳、漱玉平民分别增加914、1344家门店。2021年，益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、健之佳新增门店数分别同比增长46.7%、30%、44%、72%、142%，门店扩张显著提速。
- 新开店有望于2022年贡献业绩，我们看好零售药店2022年全年业绩增长。2021Q1起各大药房开店速度整体提升，新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。

表20：2021年零售药店开店提速

2021	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
总门店数	7809	8352	8560	8193	3044	3341
直营门店数	6877	6129	8560			
加盟门店数	932	2223	-			
当期新增直营门店数	1622	1387	1603	1651	957	744
其中新开	1197	852	-	903	597	463
其中并购	425	535	-	748	360	281
当期新增加盟店	297	776	-	620	-	603
当期关闭门店数	101	344	92（156家搬迁）	98	43	3
当期净增加门店数	1818	1819	1355	2173	914	1344

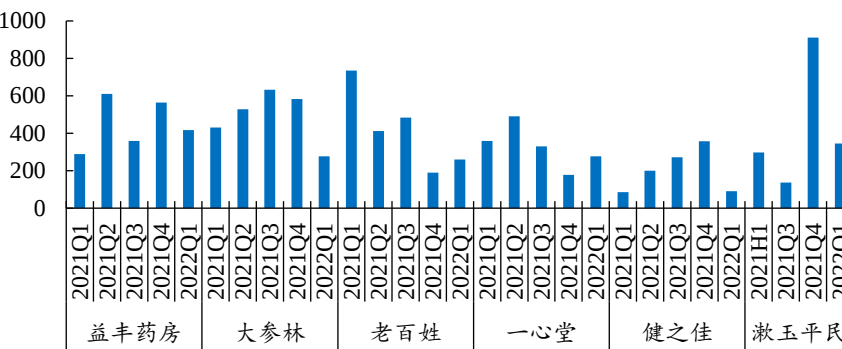
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图29：2021年各大零售药店净增加门店数显著提升，扩张提速



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：2021年新开店将在2022年逐渐释放业绩

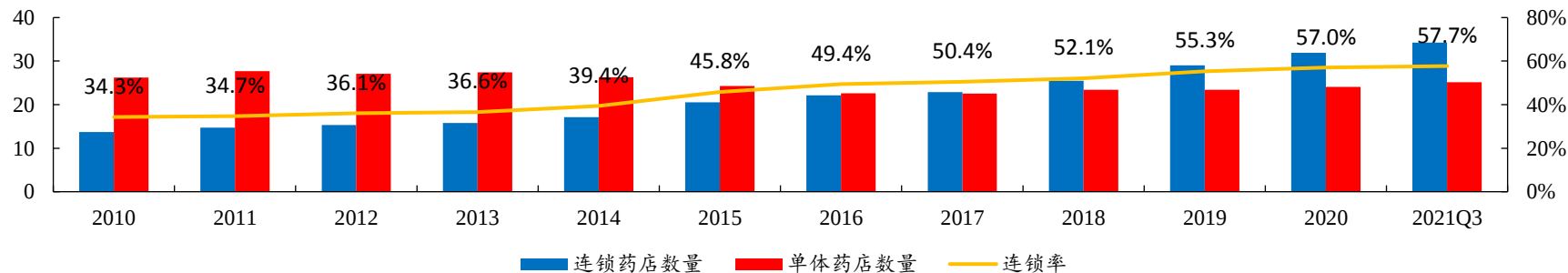


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

10.4 仍然看好行业集中度提升、处方外流长逻辑下零售药店的成长潜力

- **集中度有较大提升空间。**对比美国CR3 80%和日本CR10 70%，我国CR10仅为22%。2020年百强连锁药店旗下共计有10.13万家连锁门店，占全国门店总数55.3万家的18.3%，占全国连锁门店总数的32%，行业集中度仍有较大提升空间。
- **药店连锁率持续提高：**（1）政府监管趋严、带量采购情况下，中小药店议价能力弱，竞争加剧，单店增速甚至为负。（2）连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先于中小药店。
- **长期来看，中小药店生存环境受到挤压。**2018年起，随着高瓴资本进军医药零售，收购大量单体药店，投资收益激发了单体药店的开店积极性，单体药店数量有所提升。此外，2020年疫情下药店业绩较好，2021年中型药店对未来增速较为乐观。加大了扩张力度，然而2020年中型连锁业绩激增是由于疫情带来的非经常性利润，经过2020年中小型扩张速度预计会同比下降。长期来看，中小药店的生存环境受到挤压：（1）带量采购品种采购难度大；（2）生产的高毛利产品种类越来越少；（3）税收、药监管越来越规范；（4）统筹资质难以获取。
- **“十四五”规划促进行业集中度提升，药店龙头强者恒强。**2021年10月21日，商务部发布《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，提出到2025年，培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业。药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率接近70%（“十三五”规划中要求：药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上；药品零售连锁率达50%以上）。零售药店行业集中度有望加速提升，我们看好零售药店龙头企业，这类企业借助规模优势更利于提升规模效应、上游议价能力、处方承接能力、专业服务能力，进一步提升行业集中度。

图31：我国药店连锁化率逐年提升

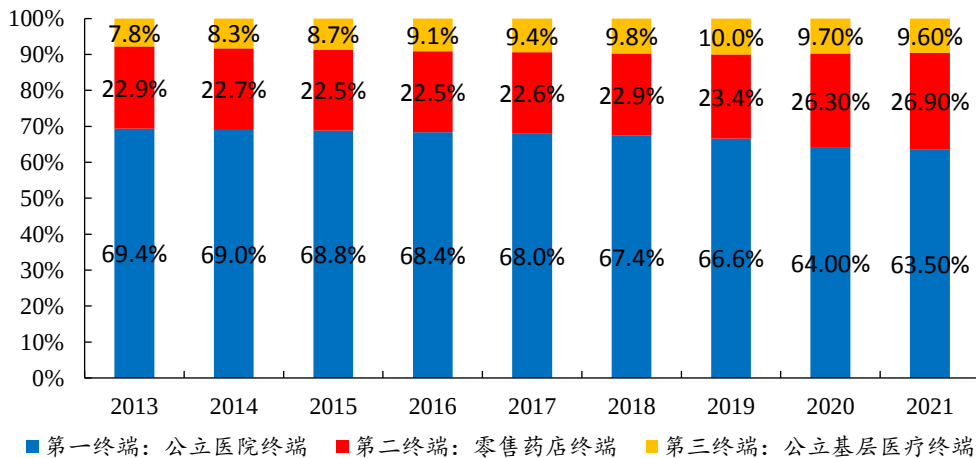


数据来源：国家药监局、开源证券研究所

10.5 政策推动处方外流，专业服务能力成为核心竞争力

- 零售药店终端市场份额增长，印证处方外流趋势：集采下药品价格下降成为行业趋势，可能导致部分外资原研药退出医院市场，扩大医药零售销售规模。从市场份额上看，零售终端是药品市场第二大销售终端，规模持续上升，第一终端占比不断下降，印证处方外流趋势。

图32：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势



数据来源：米内网、开源证券研究所

- 政策推动处方外流：（1）政策强调坚持公立医院药房的公益性，明确取消医疗机构药品加成，推进医药分开，促进处方流向院外。（2）“双通道”政策出台，定点零售药店纳入医保，与医疗机构施行统一的支付政策，政策趋势零售药店成为承接处方外流的重要主体。“双通道”政策趋势为促进机构数量增加，服务范围扩大，管理趋于统一。（3）处方流转平台陆续在多地试点，加速处方流向院外，零售药店依托其上游的议价能力，院边店、建设DTP药房、建设特慢病统筹医保资质门店等的优先布局，更加具备承接处方外流的优势。
- 未来处方药及慢病品类占比有望提升，专业服务成为核心竞争力：据米内网数据，在药店销售排名前20品类中，有40%为慢病品类，在慢病品类重要性突显的趋势下，零售药店盈利模式逐渐从高毛利向提供专业化慢病管理服务转型。国家卫健委于2021年3月31日发布《长期处方管理规范（试行征求意见稿）》，有望进一步推动处方流转，意见稿提出“医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药”，利好拥有专业服务能力的头部连锁。
- 龙头连锁药店在供应链、价格、品种、厂家资源支持、专业服务能力等方面领先中小药店；长期来看，随着处方外流规模扩大，客流量回升，龙头药店将因此受益。

10.5 政策推动处方外流，专业服务能力成为核心竞争力

表21：“双通道”政策、处方流转平台政策陆续出台，推进处方外流

政策方向	发布时间	发布机构	文件	要点
“双通道”政策	2021.01.11	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，药师应当对处方进行审核、签字后调剂配发药品。外配处方必须由定点医疗机构医师开具，有医师签章。定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。
	2021.04.22	国家医保局、国家卫健委	《国家医保局 国家卫生健康委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》	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。对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。
	2021.06.03	安徽省医疗保障局、安徽省卫生健康委员会	《安徽省医疗保障局安徽省卫生健康委关于建立完善全省国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	原则上每县（市、区）至少有1家双通道药店，市辖区可适当增加数量。大力推进双通道药品在双通道医疗机构或者双通道药店“一站式”结算。住院患者，在双通道医疗机构和双通道药店的药品费用，施行统一的支付政策，并分别支付，但两者只计算一次起付线。
	2021.08.09	湖南省医疗保障局、湖南省卫生健康委员会	《湖南省医保谈判药品“双通道”管理办法》	各地要按照“宽进严管、有进有出、动态调整”的原则，不断扩大提供“双通道”购药服务的定点零售药店范围，确保市县区地域内至少有一家定点零售药店提供“双通道”购药服务。
	2021.08.27	福建省医疗保障局、福建省卫生健康委员会	《福建省医疗保障局 福建省卫生健康委员会关于建立国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	定点零售药店要确保纳入“双通道”管理药品的供应保障，做好进销存管理，以不高于我省药械阳光采购平台最高销售限价的价格销售“双通道”处方流转药品。
	2021.09.08	广东省医疗保障局、广东省卫生健康委员会、广东省药品监督管理局	《广东省医疗保障局 广东省卫生健康委员会 广东省药品监督管理局关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	参保患者外购“双通道”药品，由定点医疗机构指定的医师开具外配处方，参保患者按规定在外配处方有效期内到“双通道”药店购药。各地医保部门应严格执行区域总额预算，纳入“双通道”的药品，在定点医疗机构和“双通道”药店执行统一的支付标准和价格政策。
	2021.09.09	国家医疗保障局国家卫健委	《国家医疗保障局 国家卫生健康委关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》	原则上2021年10月底前，各省份要确定本省份纳入“双通道”管理的药品名单并向社会公布。2021年11月底前，各省份要实现每个地级市（州、盟）至少有1家符合条件的“双通道”零售药店，并能够提供相应的药品供应保障服务。要明确定点医疗机构和定点零售药店的责任，满足患者合理的用药需求。
	2021.9.15	广东省医疗保障局、广东省卫生健康委员会、广东省药品监督管理局	《广东省医疗保障局 广东省卫生健康委员会 广东省药品监督管理局关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	加强“双通道”药品供应保障、建立“双通道”定点零售药店管理机制、完善外配处方流转和购药管理、统一医保支付政策和医保支付标准、推进互联网+“双通道”药品流通服务、强化基金监管、实施“双通道”管理。
	2021.12.21	甘肃省医疗保障局	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	(1)协议期内的谈判药品实施“双通道”管理和常规目录乙类管理；(2)谈判药品执行国家统一的医保支付标准和价格政策；(3)及时做好谈判药品挂网采购。
	2022.1.7	内蒙古自治区医疗保障局、卫生健康委员会	《关于印发内蒙古自治区“双通道”管理药品目录的通知》	(1)“双通道”管理药品目录实行动态管理，自治区医疗保障局将根据国家相关政策适时对目录进行调整。(2)医保部门要加强协议管理，将定点医疗机构合理配备使用谈判药品情况纳入协议内容，并与年度考核挂钩。

资料来源：各单位官网、开源证券研究所

10.5 政策推动处方外流，专业服务能力成为核心竞争力

表21：“双通道”政策、处方流转平台政策陆续出台，推进处方外流（续上表）

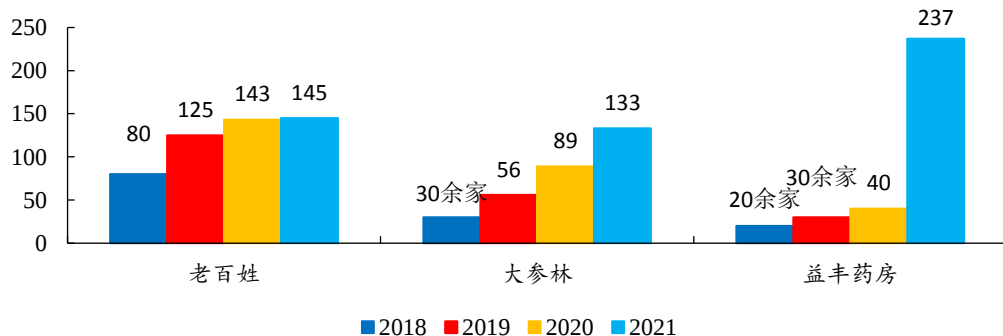
政策方向	发布时间	发布机构	文件	要点
“双通道”政策	2022. 1. 11	广州市医疗保障局 广州市卫生健康委员会 广州市市场监督管理局	《广州市建立国家医保谈判药品“双通道”管理机制实施细则》	“双通道”药品的供应保障。“双通道”药品供应，定点医疗机构是主体，定点零售药店是补充，本市定点医疗机构应优先采购、使用“双通道”药品，建立院内药品配备与医保药品目录调整联动机制，应配尽配“双通道”药品，不得以医保总额限制、医疗机构用药目录数量限制、药占比、次均费用等为理由影响谈判药品落地。各部门协同做好“双通道”药品管理。
	2022. 1. 13	云南省医疗保障局	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	（1）鼓励有条件的统筹地区将符合门诊使用的云南省职工和城乡居民基本医疗保险门诊特殊病、慢性病其它用药（麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品除外）纳入“双通道”保障范围。（2）鼓励定点医疗机构和“双通道”药店提供“互联网+”药品流通服务，打通线上线下服务通道，实现“网订店取”或“网订店送”
	2021. 03. 15	湖南省卫生健康委、湖南省中医药局、湖南省药品监管局	《关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知》	处方流转与监管平台流转处方时，应向所有符合条件的零售药店匹配处方信息，不得定向流转、选择性流转处方，但可按照就近、价廉等规则，分类排序推送购药信息。
	2021. 5. 24	湖南省卫健委联合湖南省中医药管理局、湖南省药品监督管理局	《关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知》	《试行方案》提出，建立全省统一的处方流转与监管平台，实现各医疗机构处方数据流转。同时，开展处方服务体系建设。患者可凭医院开具的常见病、慢性病为主的电子处方，经药师审核后，自主选择在医疗机构或者零售药店购买药品。
	2021. 8. 27	福建省医疗保障局 福建省卫生健康委员会	关于建立国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知	规范“双通道”处方流转：（一）明确流转模式。（二）统一流转平台。（三）实行“三定”管理。“双通道”处方流转药品实行定医疗机构、定零售药店、定医保责任医师的“三定”管理。
处方流转平台	2021. 12. 21	天津市医疗保障局	关于支持处方流转医保政策的通知	《通知》明确，参保人员使用《基本医疗保险药品目录》范围内的药品发生的费用，由医疗保险统筹基金支付的，应当凭医生处方或住院医嘱。定点医疗机构为参保人员开具处方后，实时上传至医保信息系统，并由提供处方调剂服务的定点医疗机构或定点零售药店药师或执业药师按规定进行审查。
	2022. 1. 13	广东省医保局	《广东省“十四五”时期医疗保障事业高质量发展实施方案》	实施医保智能化工程。依托医保电子凭证进行实名认证，支撑“互联网+”医疗服务医保支付落地，构建全省医保电子处方中心和流转平台，实现医疗机构处方信息与药店药品销售信息互联互通、实时共享，处方流转全程溯源，实现“互联网+”医疗服务复诊处方流转和线上移动支付。
	2022. 1. 26	发改委、商务部	《关于深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施的意见》	试点开展互联网处方药销售。建立深圳电子处方中心（为处方药销售机构提供第三方信息服务），对于在国内上市销售的处方药，除国家明确在互联网禁售的药品外，其他允许依托电子处方中心进行互联网销售，不再另行审批。
	2022. 2. 9	国家卫健委	《关于政协十三届全国委员会第四次会议第 4969 号（医疗体育类 625 号）提案答复》	关于持续推进电子处方标准化：大力推进电子处方流转服务。印发的相关文件要求规范「互联网+药学服务」探索医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通，强化电子处方线上线下一体化监管等。

资料来源：各单位官网、开源证券研究所

10.5 政策推动处方外流，专业服务能力成为核心竞争力

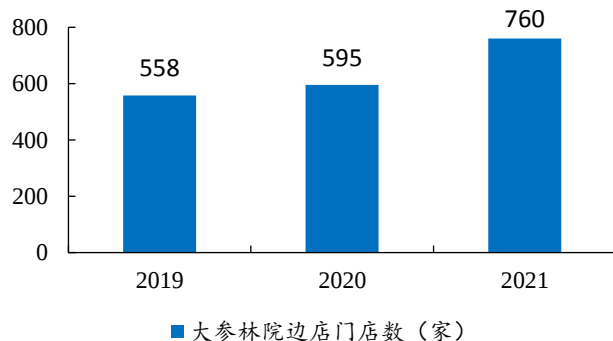
- 院边店是处方外流的重要一环，可以做到便利性、专业性，便捷的购药地点将是患者的首选，也是药品经营者的首选。近年来，各大零售药店企业加快院边店的建设步伐，提升承接处方外流能力，2019年-2021大参林院边店数量558家、595家、760家，老百姓院边店数量分别约为428家、533家、613家，我们认为未来各大零售药店企业将延展院边店布局，为承接处方外流占得先机。
- DTP专业药房建设不断推进。**为抓住处方外流的市场机会，各大零售药店积极布局开设DTP专业药房：2018-2021年，老百姓DTP药房数量从80家增长至145家；大参林DTP药房数量从30余家增长至133家；益丰药房DTP药房数量从20余家增长至237家。截至2021年底，健之佳拥有DTP门店22家。

图33：零售药店积极推进DTP药房建设



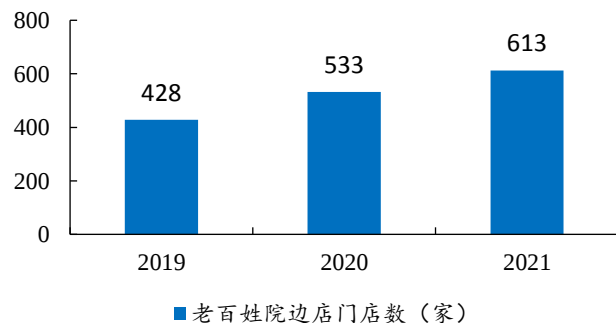
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图34：2021年大参林院边店760家，较2020年底增加165家



数据来源：大参林公司公告、开源证券研究所

图35：2021年老百姓院边店613家，较2020年底增加80家

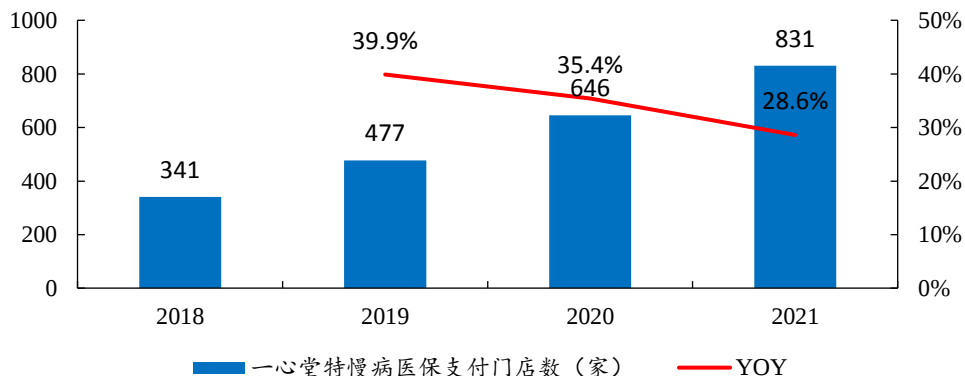


数据来源：老百姓公司公告、开源证券研究所

10.5 政策推动处方外流，专业服务能力成为核心竞争力

- **加快特慢病统筹医保资质门店建设，加快推动门店销售增长。**国家出台有关特慢病定点零售药店享受医保统筹支付待遇的政策，打开了医院特殊病用药、慢性病用药市场的大门，特慢病医保支付统筹资质能有效促进处方药销售，为零售药店带来广阔的增长空间。未来随着更多门特、门慢用药品类纳入医保统筹、部分病种医保报销比例提高，特慢病统筹医保定点药店将具备更大竞争优势，各大药店目前皆积极建设特慢病统筹医保资质门店。根据2020年一心堂年报，慢病医保客单价为481.12元，是门店整体客单价的6倍，有利快速推动收入增长，一心堂2020年慢病医保销售对所有慢病门店整体销售贡献率为12.72%，单店最高贡献率达到81.16%。随着大健康产业的发展，未来慢病医保业务将会有更大的市场空间。
- 截至2021年底，益丰药房已开通“双通道”医保门店130家，特慢病医保统筹药房1000余家；一心堂开通的各类慢病医保门店为831家，慢病医保门店占比全集团门店总数近10%；健之佳开通各类特慢病医保支付门店270家，占药店总数的9.83%，较2020年底171家净增加99家，增长57.98%；大参林新增医保门店1793家，公司医保定点资格门店占比达 89.39%（含大病统筹及门特门慢定点资格门店）。

图36：2021年一心堂特慢病医保支付门店数增长至831家

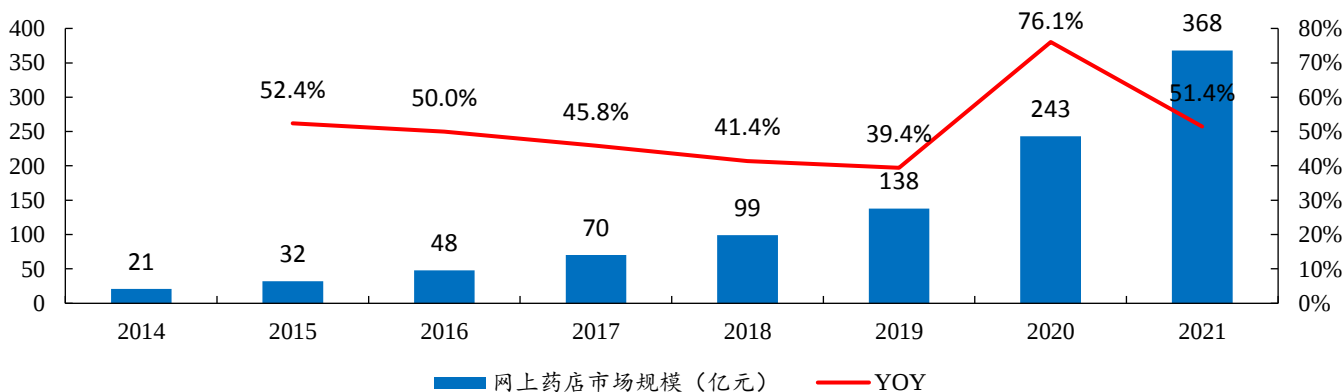


数据来源：一心堂公司公告、开源证券研究所

10.6 线上医药零售市场规模高速增长，零售药店积极布局新零售

- 网上药品销售市场规模高速增长，成长空间大。米内网数据显示，2021年我国网上药店市场药品销售额达到368亿元，同比增长51.4%，2014-2021年持续保持着强劲的增长势头，年复合增长率达50.5%。“互联网+医药流通”已成为医药零售的必然趋势，在科技、政策以及居民消费习惯逐渐改变的推动下，线上医药零售市场仍然具备广阔的发展前景。
- 随着“互联网+医药流通”等政策逐步落地实施，以及受到新冠疫情影响，消费者购药习惯开始发生变化，医药电商业务进入快速发展期，对线下门店销售产生一定冲击，且未来随着监管政策的推进、技术的进步、消费者消费习惯进一步改变，尚未布局医药电商的中小药店将受到更大的冲击。

图37：2014-2021年网上药店市场药品销售额快速增长，CAGR 50.5%



数据来源：米内网、开源证券研究所

10.6 线上医药零售市场规模高速增长，零售药店积极布局新零售

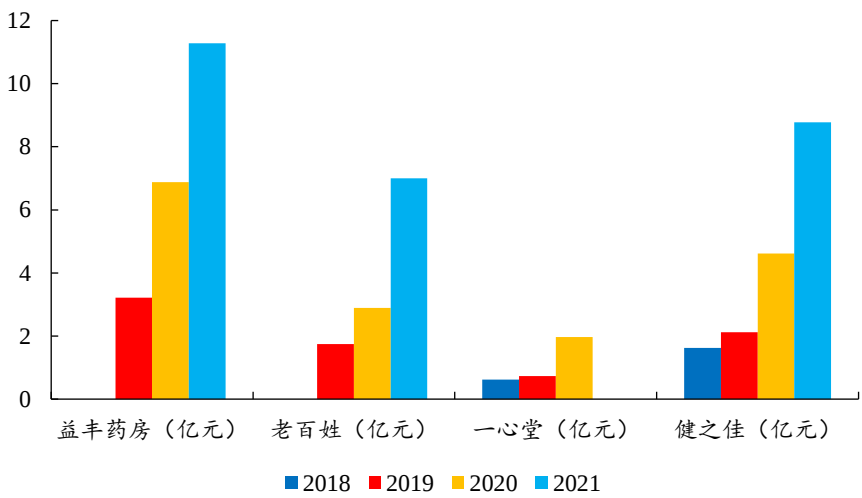
- 零售药店借助O2O延伸了服务半径，拓展了服务场景。线上线下客群不同，线上多为年轻客群，线下主要是中老年人及孕妇等人群；购药高峰期时间不同，实体店购药高峰期早上8点半到10点半，下午1点半到2点半，晚上晚饭过后。线上购药高峰期为早上10点半后以及晚上10点到12点半，实际上延长了药房的经营时间。此外，第三方平台销售基本集中在搜索结果的前5家药店，单体及中小型连锁门店布局有限，受到互联网冲击较大，大型连锁药房受到的影响有限。

表22：四大上市药房积极布局线上业务

上市药房	线上业务状况
益丰药房	截至2021年底，O2O上线直营门店超过6,600家，24小时营业配送门店600多家。B2C和O2O业务全年实现销售收入11.28亿元，同比增长64%。
老百姓	2021线上渠道实现销售额近7亿元，同比增长170%。截至2022Q1线上渠道实现销售额2.7亿，同比增加123%，公司O2O外卖服务门店达到6,628家，24小时门店增至434家。
大参林	截至2021年底O2O送药服务已覆盖全国7,240家门店，覆盖门店上线率达到89%。同时，公司也开展B2C业务，利用中心仓+地区仓+前置仓的发货模式，覆盖全国。2021年新零售业务（O2O+B2C）销售同比增长87%。
一心堂	2021年公司电商业务总销售额为3.8亿元，同比增长达92.89%，接近翻倍。其中O2O业务销售额占电商业务总销售的80.28%。公司涉足的10个省份及直辖市O2O业务门店数共计8291家，同比增长72.16%，覆盖率高达门店总数的96.86%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图38：各大零售药店积极布局新零售，线上业务高速增长

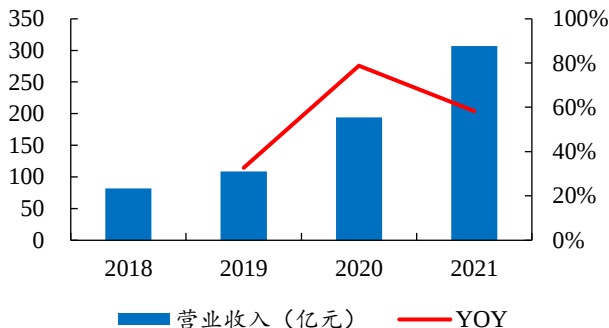


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2021年京东健康收入、利润快速增长，盈利能力稳步提升

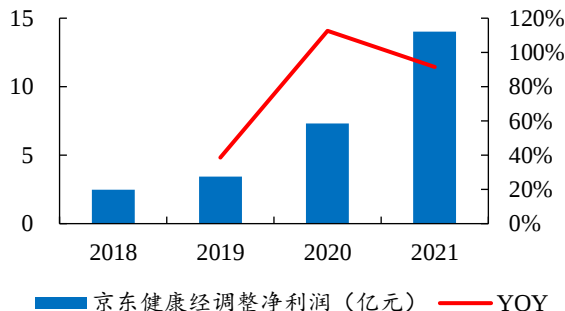
- 2021年京东健康实现营业收入307亿元，同比增长58.3%。经调整后净利润为14.02亿元，同比增长91.5%，实现高速增长。公司收入主要由两部分构成，商品收入与服务收入。

图39：2021年京东健康营业收入同比增长58.3%



数据来源：京东健康公司公告、开源证券研究所

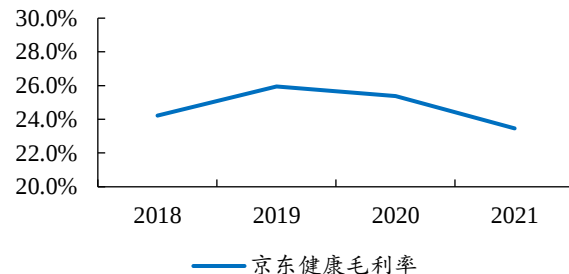
图40：图54：2021年京东健康经调整后净利润同比增长达91.5%



数据来源：京东健康公司公告、开源证券研究所

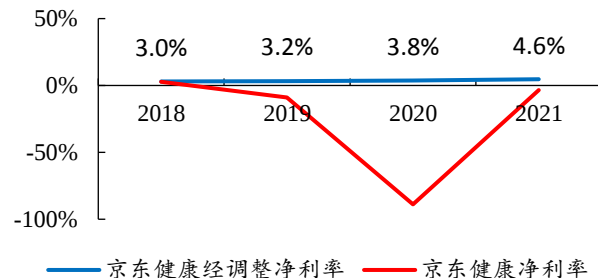
- 2021年京东健康毛利率为23.5%，同比降低1.9pct，毛利率略有下降主要是由于产品组合变动及促销。净利率与经调整净利率均维持向好趋势。

图41：2020-2021年京东健康毛利率由于产品组合变动及促销有所下滑



数据来源：京东健康公司公告、开源证券研究所

图42：2018-2021年京东健康经调整净利率持续提升



数据来源：京东健康公司公告、开源证券研究所

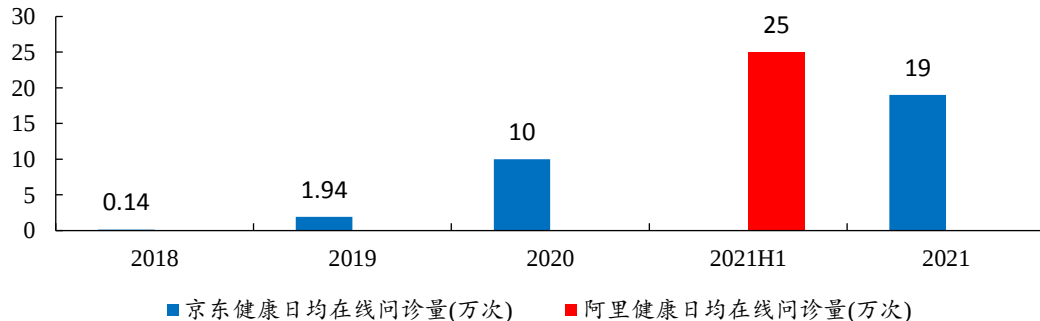
- （1）药房零售业务是医药电商核心的收入来源，京东健康2021年零售药房业务收入占比85.4%，阿里健康2021H1（2021年4月1日-2021年9月30日）自营药房之药品收入占比64%。医药电商有望通过不断丰富SKU、持续加大营销投入带来活跃用户增加，带动业绩高速增长。此外，头部医药电商有望通过完善的供应链体系、规模效应以及品牌影响力不断提升整体运营效率，降低运营成本，提升盈利能力。
- （2）医药电商在零售药房累积用户的基础上，打造“零售药房+医疗健康服务”的生态系统，连通线上线下全场景布局，通过医疗服务、探索消费医疗提升用户黏性，为医药电商提供持续的增长驱动力。线上问诊方面，京东健康与阿里健康均积极布局线上医疗服务，线上问诊量提升迅速，京东健康日均在线问诊量由2018年1,000余次增长至2021年 19万次，截至2021年9月30日，阿里健康日均在线问诊量25万次。专业服务方面，京东健康在多地开设线下院边店和DTP药房，通过在线线下一体化履约体系，为用户提供更加便捷、质量更高、覆盖更全的医药健康服务；阿里健康通过运营“慢病病患福利计划”，持续为慢病患者提供优惠好药、专属医生、用药随访、用户患教、售后保障等一系列综合慢病管理服务。探索消费医疗方面，京东健康在医美、口腔、疫苗预约等领域打造全流程服务体系。

表23：医药电商致力于丰富SKU，提升活跃用户数量和第三方商家数量

	京东健康	阿里健康
SKU (万个)	-	4,000+
活跃用户数 (万人)	10,900	-
第三方商户数量 (家)	18,000	25,000

数据来源：京东健康公司公告、阿里健康公司公告、开源证券研究所
注：阿里健康数据截至2021年9月30日。

图43：2018-2021年京东健康、阿里健康线上日均问诊量提升迅速



数据来源：京东健康公司公告、阿里健康公司公告、开源证券研究所
注：阿里健康2021H1为2021年4月1日至2021年9月30日。

表24：医药商业板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
603883.SH	老百姓	35.51	7.75	23.40	24.30	23.80	23.8	19.3	15.5	12.5	买入
603939.SH	益丰药房	40.28	15.60	25.00	25.60	25.20	32.6	26.1	20.8	16.6	买入
600998.SH	九州通	13.59	-20.38	23.40	17.50	17.80	10.4	8.4	7.2	6.1	买入
002727.SZ	一心堂	20.51	16.66	16.9	20.1	19.5	13.3	11.3	9.4	7.9	未评级
603233.SH	大参林	28.18	-25.51	27.8	23.2	21.8	28.2	22.0	17.9	14.7	未评级
605266.SH	健之佳	55.30	19.66	14.8	26.8	22.2	14.0	12.2	9.7	7.9	未评级
6618.HK	京东健康	41.65	93.77	155.5	129.5	76.2	(149.5)	191.6	83.5	47.4	未评级
0241.HK	阿里健康	3.85	-217.78	17.2	55.5	-	(108.7)	(131.2)	(295.1)	-	未评级

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所注：除老百姓、益丰药房、九州通外，其他标的盈利预测来自Wind一致预期；京东健康、阿里健康收盘价为港元，对应2022年5月11日汇率港元:人民币=1.2:1

目录

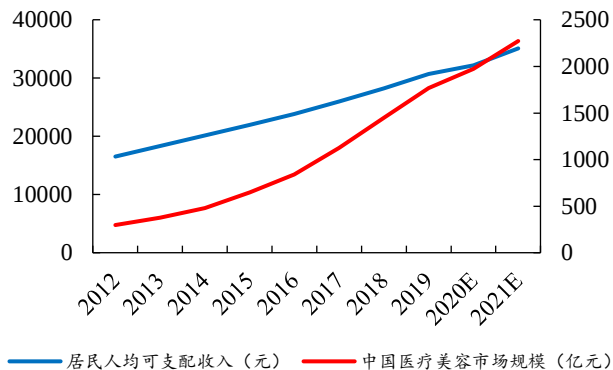
CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

11.1 四大因素共同推升医疗美容行业较快增长

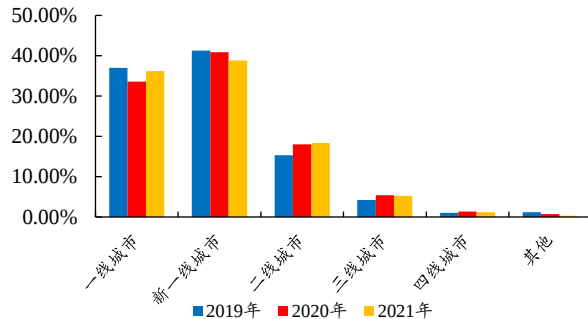
- 中国人均可支配收入不断呈持续上升趋势，2021年居民人均可支配收入已提升至35128元。随着生活标准的提高，个人财富及可自由支配收入的增加，以及老龄化导致的人口结构转变，都会推动消费者对医疗美容治疗的需求。
- “颜值经济”逐渐盛行并成为我国新经济、新消费的主导力量，目前，国内消费者对医美的接受程度已经大幅提升，新氧数据显示，医美消费的认知逐渐提高。
- 中国医美数据从高线到低线城市呈现慢渗透进程，三、四线城市目前仍处于市场教育阶段，渗透率基数低，未来随着渗透率提升，下沉市场规模增长空间较大。
- 轻医美项目风险低，接受程度高，光电项目、肉毒毒素、玻尿酸等项目的发展加速医美消费大众化。

图44:居民人均可支配收入与医美市场规模成正相关性



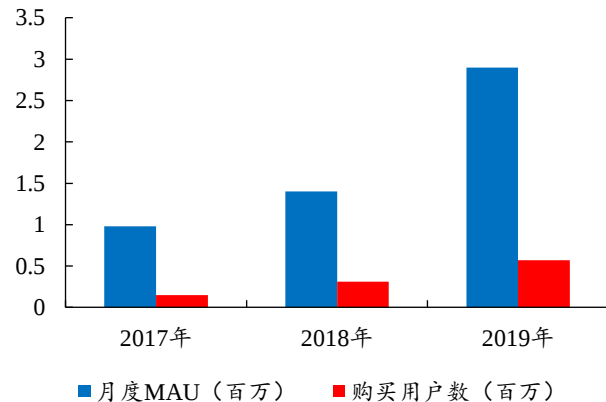
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图46:医美下沉市场拓展空间较大



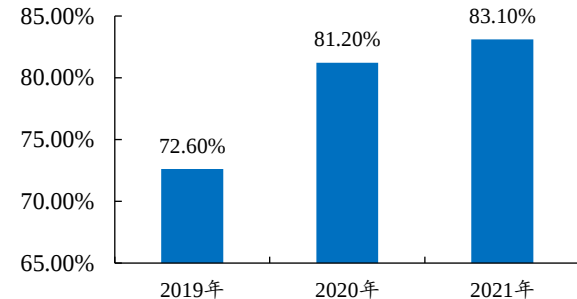
数据来源：新氧、开源证券研究所

图45:新氧月度MAU及购买用户数逐年增长



数据来源：新氧、开源证券研究所

图47:医美下沉市场拓展空间较大

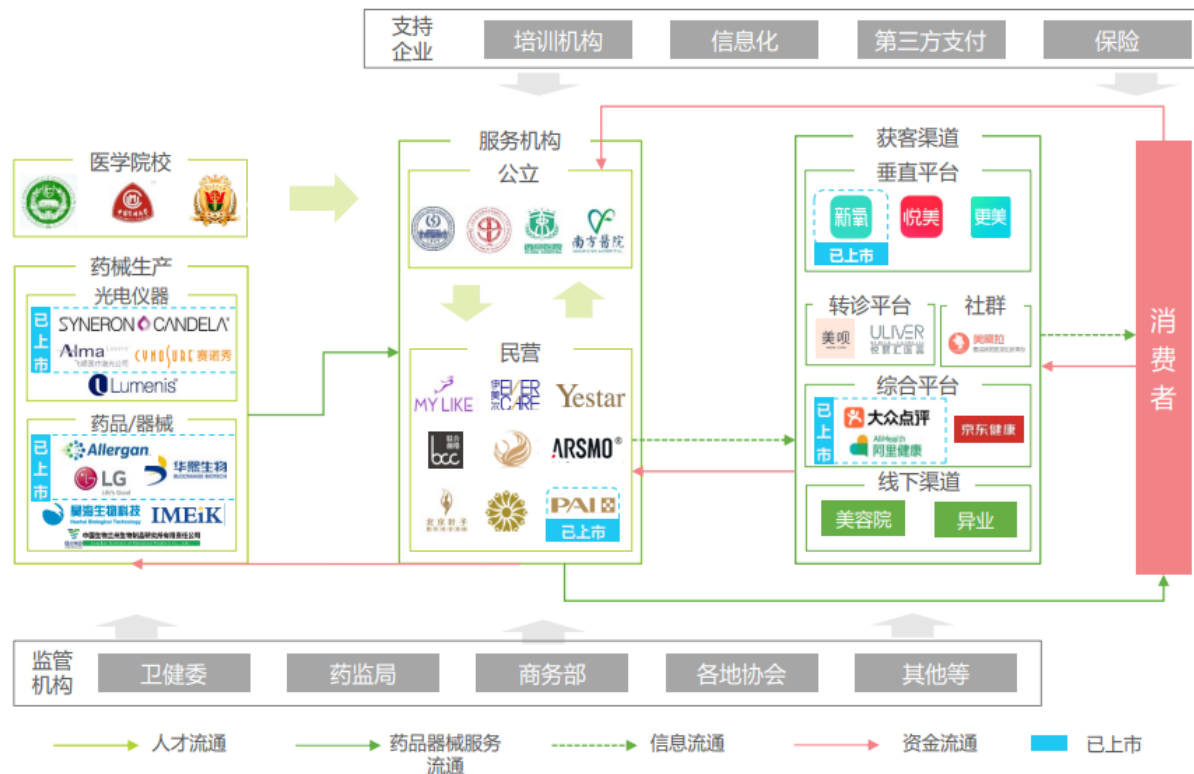


数据来源：新氧、开源证券研究所

11.2 产业链上游壁垒较高，下游服务愈发重要

- 医美产业链可分为上中下游，分别是上游的药械生产商、中游的医美服务机构和下游的医美渠道平台：上游原材料厂商产能较为稳定，但是较为缺乏品牌壁垒；上游光电器械及针剂厂商具备牌照、品牌、研发、渠道优势，竞争格局较好，毛净利率和利润空间较高；中游医美服务机构前期资金和人力投入成本较大，机构牌照与持证医生较为稀缺，机构较多且较为分散，销售成本较高；下游医美渠道平台主要以信息服务+抽佣服务为主。
- 上游的针剂厂商在产业链中盈利能力最优，优质龙头厂商毛利率在80%-90%左右，净利率在50%-60%左右；中游医美机构的毛利率处于50%左右水平，但由于销售费用过高，行业内盈利机构占比不足30%，优质服务机构净利率在15%-20%左右；下游医美平台的毛利率约为80%，但由于引流获客成本较高，净利率为7-15%。

图48：医美行业产业链：上游壁垒较高，下游服务愈发重要



资料来源：艾瑞咨询

- 我国医美行业发展之初发展速度较快，滋生了较多不合规现象；同时存在市场上假货/水货和医疗美容设备等大行其道，消费者也难以识别信息真伪等情况。从**2017年开始，国家便通过多项政策对医美行业乱象进行打击。**
- 医美相关政策陆续出台落地，对上游的机构来讲：一方面行业有望回归良性发展，进入规范化发展阶段，进而推升行业的创新化；另一方面在消费者旺盛需求的推动下，行业长期景气度不改，不合规的市场被打击后，龙头企业有望迎来进一步的发展；对下游的机构来讲：小型医美机构的获客渠道会受一定影响，但长期来看，政策趋严会增强中大型医美机构的品牌力和集中度。

表25：国家对医美行业乱象进行政策收紧和严厉打击

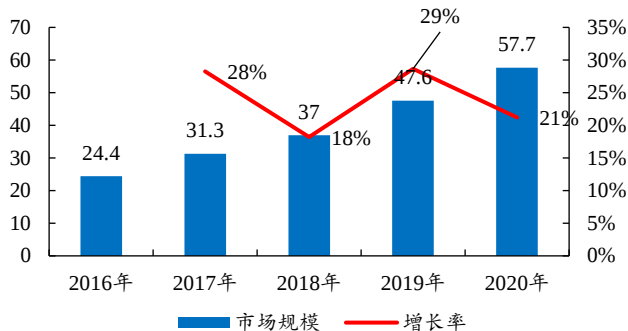
时间	政策	内容
2017年5月	《严厉打击非法医疗美容专项行动方案》	要求严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；严厉打击非法制售药品医疗器械；严肃整治违规医疗美容培训；严肃查处违法广告和互联网信息。
2020年4月	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	在2017年的文件基础上新增了“规范药品和医疗器械生产经营使用”的要求。
2021年6月	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	(1) 严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为；(2) 严格规范医疗美容服务行为；(3) 严厉打击非法制售药品医疗器械行为；(4) 严肃查处违法广告和互联网信息。
2021年11月	《医疗美容广告执法指南》	公告要求医疗美容广告主需依法取得医疗机构执业许可证才能发布或委托发布医疗美容广告，并且广告内容中不得制造“容貌焦虑”；同时对未经审批或者备案的药品、医疗器械、诊疗科目做广告的行为予以重点打击。
2022年3月	《医疗器械分类目录》	国家药监局调整《医疗器械分类目录》（下简称《目录》），将“水光针”等产品纳入III类医疗器械管理，并进一步明确产品成分、用途等。
2022年5月1日实施	《禁止委托生产医疗器械目录》	新增及细化了近年来出现较多可疑不良事件的医美植入材料：整形填充材料、整形用注射填充物、乳房植入物、组织工程支架材料；明确将“水光针”、“射频仪器”“埋线”等纳入III类器械监管，被禁止委托生产。

资料来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

11.4.1 板块一：医美类玻尿酸终端市场规模跟随轻医美市场快速提升

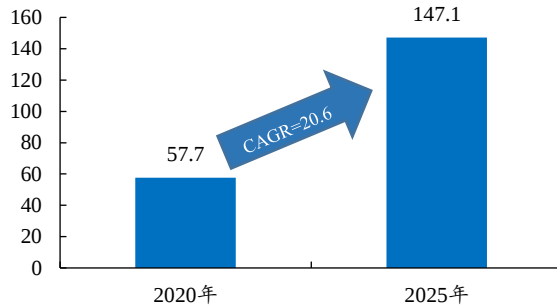
- 随着我国轻医美市场规模的提升，玻尿酸在医疗美容终端市场的规模也有所增加。2016年至2020年中国医美类玻尿酸终端市场规模快速增加，2016-2020年复合增长率为24%，2020年达57.7亿元。预计2025年，中国医疗美容类玻尿酸终端产品市场规模将达到147.1亿元，复合增长率达到20.6%。
- 2019年中国透明质酸注射填充剂市场排名前三（按销量）的企业分别为爱美客、韩国LG和华熙生物，其中爱美客占比26%，成为国内透明质酸注射填充剂龙头。华熙生物和昊海生科也分别占比16%与12%，而华东医药旗下的MaLi®系列新型高端玻尿酸、复锐医疗科技的Profilo玻尿酸及奥园美谷代理的KDM产品都预计在国内市场上市并放量。

图49：中国医美类玻尿酸终端市场规模快速增加

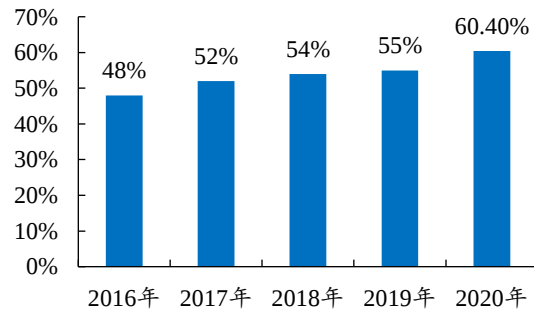


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图50：医美玻尿酸终端市场复合增长率预计达20.6% 图51：中国医美类玻尿酸应用市场占比逐年提升



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

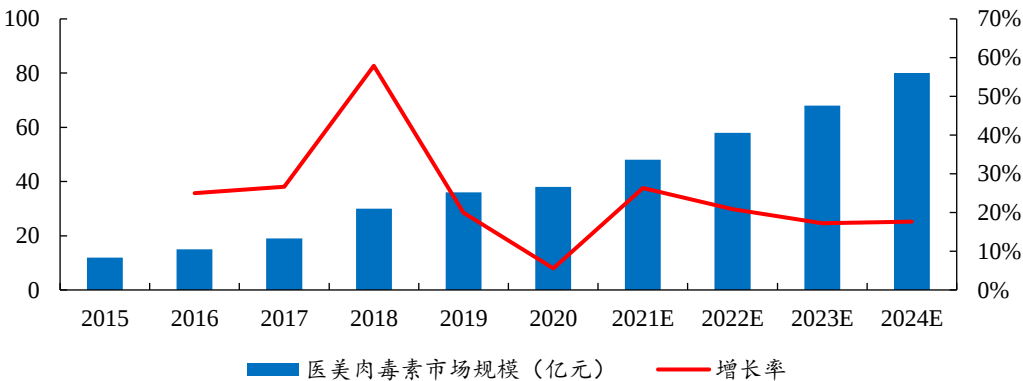


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

11.4.2 板块二：医美类肉毒素产品获批种类增多，市场规模扩大

- 肉毒素的除皱功能主要应用在面部区域，重点针对静态皱纹，辅助治疗动态皱纹，除此之外也可以使用在咬肌、斜方肌、腓肠肌的位置，达到瘦脸、瘦肩、瘦腿效果。**2019年中国医疗美容肉毒素产品市场规模达到36亿元人民币，2015-2019年复合增长率达到31.2%**。受益于注射类医疗美容服务的不断发展，以及最近肉毒素类产品的审批种类不断增多，根据弗若斯特沙利文数据，预计中国医疗美容肉毒素产品整体市场规模将进一步扩大，在2024年达到80亿元人民币。
- 由于肉毒素作为毒麻药品审批，上游生产商门槛较高，我国目前获批仅四种。截至2019年年底，国内仅有进口品牌Botox（保妥适）和国产品牌衡力获批，2020年乐提葆（四环医药代理）和吉适（高德美）分别于10月和6月获得中国药监局审批，打破了此前两足鼎立的格局。与此同时，昊海生科和美国Eirion达成股权投资、复星医药与美国Revance合作，后续预计有望在中国市场引入肉毒素产品。

图52：中国医美类肉毒素市场规模预计在2024年达到80亿人民币



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

表26：多家上市公司逐渐在中国市场引入肉毒素产品

国家	公司	品牌	国内合作代理商	上市时间
美国	艾尔建	保妥适	-	2009年
中国	兰州生物	衡力	-	2012年
英国	益普生	吉适	-	2020年6月
韩国	Hugel	乐提葆	四环医药	2020年10月
韩国	Huons	-	爱美客	三期临床进行中
德国	Merz	净优明	精鼎医药	三期临床试验已完成
美国	Revance	RT002	复星医药/复锐医疗科技	临床审批中

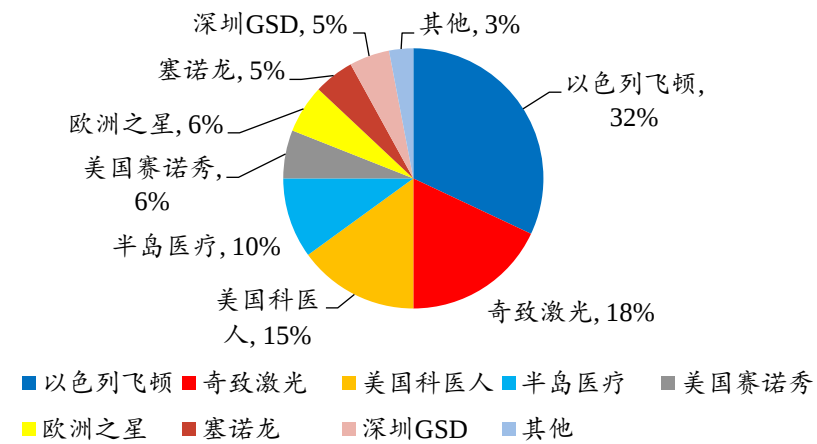
资料来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

11.4.3

板块三：光电医美设备拥有无创、单次价格低等优势，大放异彩

- 中国医美器械企业因起步较晚，治疗理念及技术研究相对薄弱，目前市场还是由外资企业主导。中国医美龙头企业正在通过外延投资并购、代理及合作研发等方式来拓展医美器械市场，例如复锐医疗科技旗下的以色列飞顿、华东医药发力的R2、昊海生科与欧华美科合作、奥园美谷与塞诺秀合作等，均意味着龙头企业对医美器械市场均十分看重。

图53：2020年中国医疗美容器械市场份额较为集中（以激光为例）



数据来源：Medical Insight、开源证券研究所

表27：能量源医美器械按技术原理分类，主要分为光波、电磁波和声波

技术原理	代表技术及项目		功效	代表企业及设备	作用原理
光波	LED	红蓝光	祛痘	技术含量低、厂家多	LED蓝光能够起到杀菌和消炎作用来改善表面肌肤，红光可以促进皮肤胶原蛋白的增长，进行皮肤深度度的美容保养。
	脉冲光	光子嫩肤、王者系列、IPL/OPT/DPL	嫩肤、脱毛、祛斑祛痘、皮肤年轻化、修复等	M22（科医人Lumenis）、飞顿2号、Harmony辉煌（Alma）	通过选择性光热作用及光化学作用原理，促进皮肤胶原纤维再生，使色素崩解。
	激光	皮秒激光、蜂巢皮秒、点阵激光(分段式激光)、激光脱毛、Fotona 4D	嫩肤、脱毛、祛斑祛痘、皮肤年轻化、私密美容等	Picoway超皮秒（赛诺龙）、Picosure蜂巢皮秒（赛诺秀Cynosure）、月光脱毛（科医人）、超级冰点脱毛（Alma）、Fotona 4D	通过高能量、聚焦精确、具有一定穿透力的单色光，使人体组织局部温度在数秒内骤然升高到数百度及更高，但是不会破坏正常组织，从而达到治疗目的。
电磁波	射频	热玛吉Thermage、热拉提Thermolift、深蓝射频、射频溶脂等	抗衰、减脂、私密等	热玛吉Thermage（Solta Medical）、热拉提Thermolift、Accent深蓝射频（Alma）	射频美容定位组织加热，促使皮下收缩拉紧，同时对皮肤表面采取冷却措施，真皮层被加热而表皮保持正常温度，这个时候会产生两种反应：一是皮肤真皮层变厚，皱纹随之变浅或者消失；二是皮下胶原质的形态重塑，产生新的胶原质，一次治疗后变得更加紧实。
声波	超声刀	艾拉提Ulthera(仅美国 and 欧盟获批)	抗衰、减脂、私密等	Ulthera（Merz）	将超声波热能直接传导至皮下脂肪层下部（即SMAS筋膜层），诱导胶原蛋白再生。进行深度提拉，让筋膜、骨膜明显提拉，解决面部皱纹和肌肉下垂等问题。

数据来源：新氧、开源证券研究所

11.4.4

板块四：再生医疗美容渗透率有望提高，成长空间较大

- 随着童颜针、少女针产品在国内获批，加之市场教育与医生培养的推进，再生型注射剂在市场的认可度提升，渗透率有望提高。未来在监管下正规产品将替代部分水货市场，开启轻医美市场的第二增长曲线。目前在国内最受欢迎的三个材料为PLLA（童颜针）、PCL（少女针）、PN/PDRN（婴儿针），其中爱美客童颜针濡白天使2021年下半年已上市，华东医药少女针8月上市后在国内销售超预期，2021年也被称为再生元年。

表28：再生型注射剂、玻尿酸填充剂及胶原蛋白填充剂对比

类型	再生型注射剂	玻尿酸填充剂	胶原蛋白填充剂
优点	效果自然，维持时间久（1-5年），能够刺激修复自身组织细胞	成本低，不易过敏，可以打溶解酶修复	适合眼周和泪沟
缺点	对注射技术要求高，成本高	维持时间短（6-18个月），容易出现丁达尔效应	维持时间短（3-6个月），易过敏，成本高于玻尿酸

资料来源：新氧、开源证券研究所

表29：童颜针、少女针在国内已有产品上市

	童颜针	少女针	婴儿针
成分	PLLA聚左旋乳酸	PCL微球+CMC凝胶	PN/PDRN
原理	一种微粒注射型粉末，具生物相容性及分解性，当注射进入真皮层，成份会暂时取代肌肤流失的胶原蛋白，并渐进式地在肌肤组织中一旁行崩解释放作用，一旁促进胶原蛋白再生，复生自身的赋活原力。	主要是由30%的PCL（聚己内酯微粒子）+70%的CMC（凝胶载体）所组成。注射后CMC凝胶载体效果立即显现，之后PCL微型晶球持续作用，刺激胶原蛋白增长，CMC被逐渐吸收掉，PCL日以继夜地催促胶原蛋白再生，支撑凹陷、扁平的脸部，让脸部变得更加饱满、紧致。	PDRN作为再生医学的产物，可以合成受损或缺氧组织的DNA，用于回收DNA和RNA分解产生的碱基和核苷。回收的碱基可以转化成核苷酸，并重新组合形成DNA。PDRN产生核苷酸和核苷，有助于人体DNA的形成，从而重新激活正常的细胞增殖和生长模式。
维持时间	1-2年（3-4次/疗程）	1-5年（需多次注射）	3-6月（2-3次/疗程）
国内获批情况	2021年4月长春圣博玛获批，下半年爱美客濡白天使上市	2021年4月华东医药Ellanse已获批，8月已上市	暂无

资料来源：新氧、开源证券研究所

表30：医美板块推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
000963.SZ	华东医药	33.37	-18.38	30.3	20.7	19.9	25.4	19.5	16.1	13.5	买入
688366.SH	昊海生科	77.70	53.10	57.50	18.20	10.00	33.4	21.2	17.9	16.3	买入
600200.SH	江苏吴中	7.23	104.49	224.80	83.10	-	226.7	69.8	38.1	-	买入

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所注：江苏吴中暂无2024年预测数据，收盘日期为2022年5月11日

目 录

CONTENTS

- 1 2021年医药行业实现高增长，结构性行情明显
- 2 医药外包服务：行业持续高景气，大订单带动相关标的高速增长
- 3 生物科研试剂：疫情继续搅动，常规业务加速增长
- 4 疫苗：新冠疫苗和常规疫苗带动下行业快速增长
- 5 血制品：长期发展趋势良好，终端渗透率还有较大提升空间
- 6 化学制药：医保控费下，行业结构性改变带来大量投资机会
- 7 政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会
- 8 医疗服务：国家支持社会办医态度未曾改变，龙头企业经营向好趋势延续
- 9 医疗器械行业：医疗新基建带来板块扩容，国产加速替代进口
- 10 医药商业：零售药店有望于2022年迎来业绩拐点，扩张掀起新浪潮
- 11 医疗美容：疫情下韧性较强，颜值经济助力行业增长
- 12 风险提示

行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券