

证券研究报告：行业深度报告

2021年9月3日

【疫情后时代医药恢复性高增长，子板块继续分化】

医药行业2021年中报总结



张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003
杨春雨 分析师 执业证书编号：S0680520080004
殷一凡 分析师 执业证书编号：S0680520080007

缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004
祁瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003
应沁心 研究助理
杨芳 研究助理

- **统计局医药制造业数据：**2021年1-7月医药制造业收入增速为27.4%，利润总额增速为91.9%，在去年受疫情影响的基础上实现了恢复性高增长。医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性已经大幅下降了。
- **医药行业上市公司整体情况：**从剔除次新股的数据端口来看，2021上半年医药上市公司整体的收入增速为23.31%、净利润增速42.03%、扣非净利润增速42.24%，整体在去年疫情低基数下有着恢复性高增长。其中，2021Q2医药上市公司整体收入增速为16.29%、净利润增速22.04%、扣非净利润增速18.57%，环比增速放缓明显，主要是2020Q2已经逐步从疫情环境中恢复，基数高于2020Q1所致。
- **各子领域：增速严重分化，景气度不同。**由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出17个细分领域进行重点跟踪分析（后文有详细分析），2021H1从收入端看，后疫情时代眼科、创新疫苗、专科连锁服务、制药装备4个细分领域实现了50%以上增长，共12个细分领域实现20%以上增长。从扣非利润端看，创新疫苗、制药装备、眼科、专科连锁服务4个细分领域实现100%以上增长，共10个细分领域实现30%以上增长。
- **基金持仓情况：**全基金重仓医药仓位为13.00%，环比+0.72个百分点；非医药主题主动型基金重仓医药仓位为9.88%，环比+0.70个百分点；医药主题基金重仓医药仓位为93.01%，环比-1.72个百分点；A股医药市值占比10.37%，环比+1.07个百分点。我们认为：**A股医药市值占比、全基金重仓的医药仓位、非医药主题主动型基金重仓的医药仓位同比提升幅度相近，反映了2021Q2公募基金重仓医药主动配置程度变化不大，同时医药行业跑赢全行业平均水平。**
- **风险提示：**1) 控费政策持续超预期；2) 行业增速不及预期；3) 细分领域样本选择可能导致结论存在误差。

- 行业整体情况：后疫情时代下，医药整体实现恢复性高增长
- 17个细分领域详解：后疫情时代下，医药子板块继续分化

行业数据：后疫情时代，医药实现恢复性高增长

统计局医药制造业数据：2021年1-7月医药制造业收入增速为27.4%，利润总额增速为91.9%，在去年受疫情影响的基础上实现了恢复性高增长。医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性已经大幅下降了。

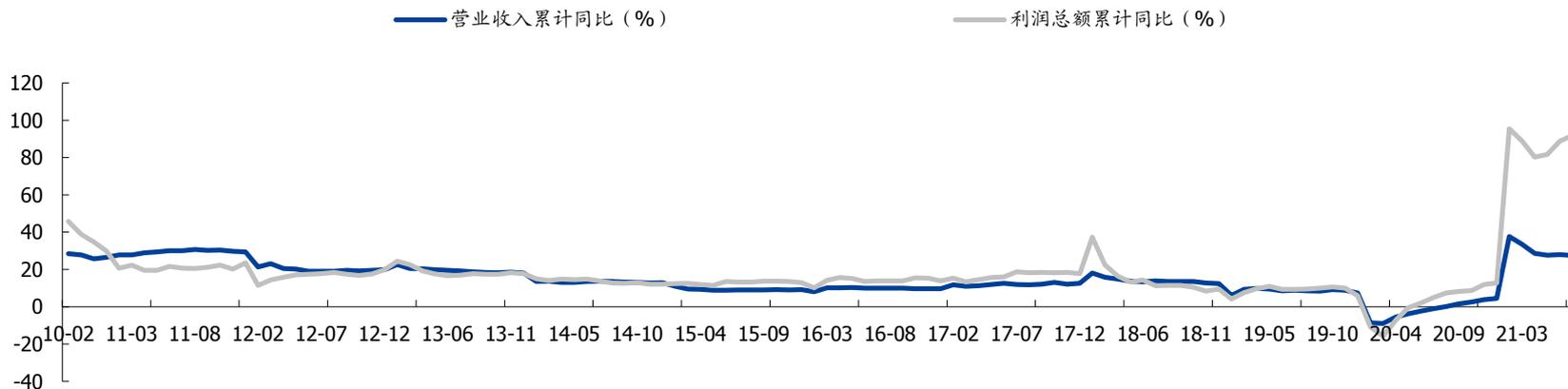
上市公司整体情况：从剔除次新股的数据端口来看，2021上半年医药上市公司整体的收入增速为23.31%、净利润增速42.03%、扣非净利润增速42.24%，整体在去年疫情低基数下有着恢复性高增长。其中，2021Q2医药上市公司整体收入增速为16.29%、净利润增速22.04%、扣非净利润增速18.57%，环比增速放缓明显，主要是2020Q2已经逐步从疫情环境中恢复，基数高于2020Q1所致。

图表1：医药行业整体收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	-2.01%	23.21%	31.24%	16.29%
净利润增速	9.07%	42.03%	75.33%	22.04%
扣非后净利润增速	8.44%	42.24%	81.03%	18.57%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（2010-2021Q2）



资料来源：wind，国盛证券研究所，注：单位 (%)

注：统计局自2017年开始公布“医药制造业营业收入”数据，而“医药制造业主营业务收入”数据于2018年底停止更新，在此叠加两项数据

细分领域：疫情后时代医药恢复性高增长，子板块继续分化

从各细分领域的情况来看：由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出17个细分领域进行重点跟踪分析，2021H1从收入端看，后疫情时代眼科、创新疫苗、专科连锁服务、制药装备4个细分领域实现了50%以上增长，共12个细分领域实现20%以上增长。从扣非利润端看，创新疫苗、制药装备、眼科、专科连锁服务4个细分领域实现100%以上增长，共10个细分领域实现30%以上增长。

图表3：各细分领域收入增速

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
医药X之眼科	9.39%	99.16%	222.01%	57.53%
医药科技创新之创新疫苗	32.93%	84.58%	58.59%	98.37%
医药品牌连锁之专科连锁服务	-12.40%	76.78%	125.82%	47.46%
医药X之制药装备	0.48%	60.11%	75.24%	49.44%
医药科技创新之CRO	23.00%	45.29%	53.15%	39.23%
医药品牌连锁之ICL	21.58%	41.50%	105.18%	8.68%
医药健康消费之儿科特色消费	10.37%	28.47%	40.46%	19.54%
医药科技创新之CDMO	19.25%	27.87%	41.53%	18.41%
医药X之IVD	28.28%	27.05%	41.47%	18.01%
医药健康消费之品牌中药消费	-4.04%	25.46%	29.80%	20.99%
医药科技创新之创新器械	23.92%	24.50%	26.00%	23.28%
医药X之流通龙头	-1.26%	24.43%	28.54%	20.66%
医药X之特色专科药	-0.85%	19.90%	27.39%	13.01%
医药科技创新之创新药	-3.36%	16.64%	25.81%	8.50%
医药X之特色原料药	7.30%	15.36%	18.25%	12.86%
医药品牌连锁之药店	24.19%	13.93%	15.46%	12.44%
医药X之血制品	0.06%	8.18%	1.30%	14.71%

资料来源：wind，国盛证券研究所，注：医药品牌连锁之专科连锁服务的数据样本已剔除个股美年健康

图表4：各细分领域扣非后净利润增速

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
医药科技创新之创新疫苗	21.36%	231.01%	102.32%	280.56%
医药X之制药装备	244.28%	229.65%	2293.43%	106.64%
医药X之眼科	2.86%	127.48%	966.86%	52.62%
医药品牌连锁之专科连锁服务	-20.36%	119.14%	27576%	25.98%
医药科技创新之CRO	25.26%	79.72%	128.14%	57.07%
医药品牌连锁之ICL	158.30%	65.09%	1838.64%	-16.73%
医药健康消费之儿科特色消费	53.64%	50.34%	59.95%	43.01%
医药科技创新之CDMO	40.97%	44.91%	62.50%	35.76%
医药X之IVD	30.72%	36.07%	81.70%	20.02%
医药科技创新之创新器械	36.99%	32.52%	44.26%	25.71%
医药健康消费之品牌中药消费	9.42%	24.73%	37.92%	10.01%
医药X之特色原料药	30.03%	24.37%	42.60%	12.90%
医药品牌连锁之药店	33.09%	16.27%	23.46%	9.42%
医药X之流通龙头	0.23%	15.61%	25.62%	8.83%
医药科技创新之创新药	-4.72%	14.73%	29.64%	2.23%
医药X之血制品	-5.13%	10.51%	3.11%	18.07%
医药X之特色专科药	8.30%	8.07%	18.85%	-0.70%

资料来源：wind，国盛证券研究所，注：医药品牌连锁之专科连锁服务的数据样本已剔除个股美年健康

细分领域：疫情后时代医药恢复性高增长，子板块继续分化

- **医药科技创新之A股创新药：**A股创新药企业以传统药企为主，整体稳健去年受到国内疫情影响，今年开始回暖。创新药企研发投入保持在较高水平所以期间费用率相较行业平均更高（比行业平均高10%）。2021上半年药企整体开始回暖，收入利润增速稳健。当前创新研发型企业大品种陆续进入收获期，值得重点关注。
- **医药科技创新之创新与特色器械：**2021H1收入同比+24.50%（剔除权重股影响同比+51.71%）；权重股迈瑞医疗去年防疫产品放量高基数下仍实现超过20%增长龙头动力强劲，其他个股国内外常规业务低基数下实现快速恢复；现阶段国内部分新器械产品已逐步达到进口产品同类水平，国产替代加速+优质产品出口逻辑有望带动龙头企业持续高增长。
- **医药科技创新之疫苗：**三重逻辑共振板块持续高景气，延续高增长趋势，关注新冠疫苗Q4海外订单输出及国内加强针政策。
- **医药科技创新之CDMO：**2021上半年年收入利润均快于行业平均，其中去年Q1受停工影响收入增速略低，所以今年Q1普遍增速较快，但Q2增速仍然显著高于行业平均，呈现持续高景气状态。未来三年CDMO行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势）。
- **医药科技创新之CRO：**2021H1收入、扣非后归母净利润分别同比+45.29%、+79.72%，持续明显高于医药行业平均增速同时部分个股盈利能力持续提升。受益于国内医药创新浪潮与海外转移增量影响，国内CRO行业有望持续高景气，相关标的业绩高增长确定性强。
- **医药品牌连锁之专科连锁服务：**品牌连锁医疗服务板块后疫情时代经营快速恢复，2021H1收入、扣非后归母净利润分别同比+76.78%、+119.14%（剔除利润端波动较大的美年健康）。我们认为，疫情更多为一过性影响，在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，品牌连锁医疗服务长期高景气趋势不变。
- **医药品牌连锁之ICL：**受核酸检测试剂拉动，2021H1业绩快速爆发同时常规业务加速恢复，实验室扭亏数量大幅增加。未来ICL行业在多重因素共振下（渗透率/行业地位提升、新冠核酸检测持续提供业绩增量）将继续保持快速成长态势，头部企业领先优势明显。
- **医药品牌连锁之药店：**疫情在Q2的多点散发以及去年防疫物资的高基数导致药店板块Q2的增速环比放缓明显，下半年有望回归高增长。

细分领域：疫情后时代医药恢复性高增长，子板块继续分化

- **医药健康消费之品牌中药消费：**延续了疫情后逐季恢复迅速趋势；在疫情影响消除及前两年行业性影响减退后，品牌中药消费恢复一定活力，逐渐走出低谷。
- **医药健康消费之儿科特色消费：**整体保持快速增长势头，21H1归母净利润和扣非后利润增速均在45%以上，显示强劲的内生增长势头；生长激素业务表现优秀，外部扰动并未影响其增长动能。
- **医药X之眼科：**2021H1，眼科领域企业实现强劲增长，21Q2扣非归母净利润增速52.62%；抛开新冠疫情因素，行业也已恢复至此前的高增速，显示极强的韧性和行业高景气度。
- **医药X之特色专科药：**2021上半年特色专科药企业收入有所回暖。整体看特色专科药企业受疫情影响有限。特色专科药领域有一定壁垒，受集采影响相对较小。例如吸入制剂的研发壁垒、麻醉领域的行政壁垒、胰岛素领域的生产壁垒、核药的生产壁垒等等。
- **医药X之IVD：**新冠试剂在疫情期间迎来爆发，常规检测类产品不断恢复。国内首个省级发光项目集采落地，有望加速国产替代。
- **医药X之制药装备：**生物制药东风已至，上游制药装备行业迎风起舞，已从单一的“GMP”政策驱动转向“需求端+供给端”共振，国际化扬帆出海正当时，是成长转化而非周期强化。预计我国制药装备行业将迎来黄金发展期。
- **医药X之血制品：**板块持续复苏，中长期继续看好，吨浆规模将是未来企业发展优势。
- **医药X之流通：**2021上半年在去年低基数的情况下恢复性高增长，Q2单季度较Q1增速环比有所放缓。我们认为，未来流通行业的机会将随着用药终端的结构变化而出现，关注能适应变化的企业。

基金持仓：2021Q2公募基金重仓医药仓位持续超配

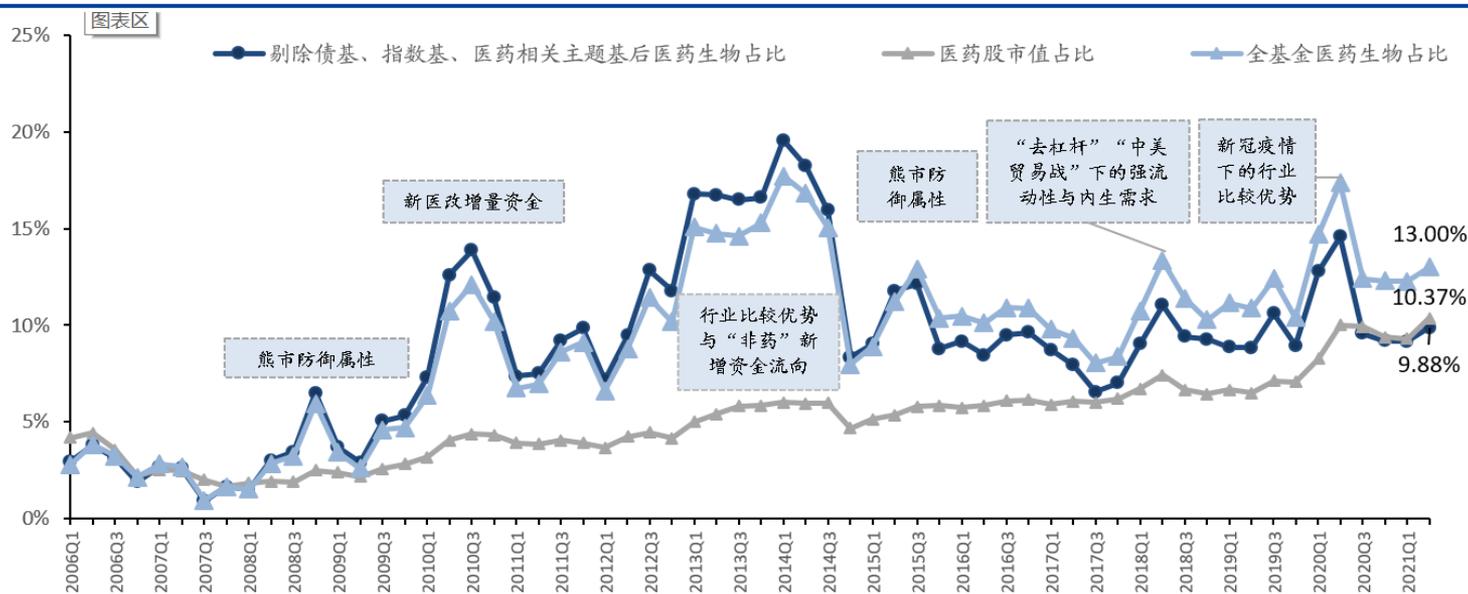
1) 仓位动态变化：医药仓位环比提升，与医药走势一致

► 2021Q2，全基金重仓医药仓位为13.00%，环比+0.72个百分点；非医药主题主动型基金重仓医药仓位为9.88%，环比+0.70个百分点；医药主题基金重仓医药仓位为93.01%，环比-1.72个百分点；A股医药市值占比10.37%，环比+1.07个百分点。我们认为：A股医药市值占比、全基金重仓的医药仓位、非医药主题主动型基金重仓的医药仓位同比提升幅度相近，反映了2021Q2公募基金重仓医药主动配置程度变化不大，同时医药行业跑赢全行业平均水平。

2) 静态仓位情况：医药仍持续超配，超配幅度环比变化不大

► 根据公募基金重仓医药情况，剔除A股医药市值占比看超配情况：2021Q2全基金、非医药主动型基金、医药主题基金分别超配医药2.63、-0.49、82.6个百分点；2021Q1全基金、非医药主动型基金、医药主题基金重仓分别超配医药3.0、-0.13、85.4个百分点。我们认为：全基金重仓医药持续超配，超配比例环比变化不大，与2020Q1、2020Q2时期全基金重仓医药的持续大幅超配相比，医药仓位连续4个季度保持稳定水平。

图表5：基金十五年重仓股医药持仓变化趋势图（2006-2021Q2）



基金持仓：2021Q2公募基金重仓医药龙头配置结构分化

► **公募重仓医药平均持有基金数增加：**从2021Q2持有基金数前30标的来看，21个标的持有基金数环比增加，9个标的持有基金数环比减少，整体平均环比增加17支。整体仍保持龙头集中趋势，政策免疫更受偏好，除恒瑞医药、长春高新持有基金数环比减少明显，其余大市值龙头持有基金数均实现环比增长，药明康德、爱尔眼科最具代表性。

► **重仓持股市值/公司总市值占比提高：**从2021Q2重仓持股市值排名前30标的来看，24个标的的重仓持股市值环比增加，4个标的的重仓持股市值环比减少。整体仍保持龙头集中趋势，政策免疫更受偏好，除恒瑞医药、长春高新重仓持股市值与重仓持股市值的总市值占比环比减少明显，其余大市值龙头整体呈现环比增长趋势。

图表6：2021Q2公募基金重仓医药持有基金数变化情况

代码	名称	21Q2-21Q1 持有基金数变动 (支)	21Q2 持有基金数 (支) ↓	21Q1 持有基金数 (支)	21Q2公司总市值 (亿元)	21Q1公司总市值 (亿元)
603259.SH	药明康德	356	917	561	4618	3436
300760.SZ	迈瑞医疗	79	648	569	5836	4852
300015.SZ	爱尔眼科	151	343	192	3837	2442
300122.SZ	智飞生物	-35	338	373	2988	2760
600276.SH	恒瑞医药	272	316	588	4348	4910
000661.SZ	长春高新	250	302	552	1566	1832
300347.SZ	泰格医药	56	247	191	1686	1310
600763.SH	通策医疗	79	185	106	1318	803
002821.SZ	凯莱英	31	146	115	904	701
300759.SZ	康龙化成	5	127	82	1724	1191
603882.SH	金城医学	-19	114	133	739	584
300896.SZ	爱美客	63	110	47	1707	891
300363.SZ	博腾股份	28	97	69	458	287
300601.SZ	康泰生物	21	97	76	1023	940
300595.SZ	欧普康视	24	92	68	881	548
603456.SH	九洲药业	-6	87	93	404	318
600436.SH	片仔癀	30	83	53	2705	1731
600196.SH	复星医药	61	78	17	1849	1020
300529.SZ	健帆生物	-25	66	91	695	607
688363.SH	华熙生物	6	64	18	1334	740
688029.SH	南微医学	5	61	26	416	247
000739.SZ	普洛药业	0	59	59	346	335
300725.SZ	药石科技	9	57	48	317	237
300558.SZ	贝达药业	-6	55	61	449	439
688016.SH	心脉医疗	6	48	22	327	209
000516.SZ	国际医学	-5	46	51	428	315
000538.SZ	云南白药	-14	46	60	1478	1539
688202.SH	美迪西	10	41	31	322	191
300142.SZ	沃森生物	-14	41	55	966	699
300003.SZ	乐普医疗	11	38	27	580	529

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7：2021Q2公募基金重仓医药持股市值及总市值比重变化情况

代码	名称	21Q2-21Q1 重仓持股市值变动 (亿元)	21Q2-21Q1 重仓持股市值/公 司总市值的变动	21Q2 重仓持股市值 (亿元) ↓	21Q1 重仓持股市值 (亿元)	21Q2 公司总市值 (亿元)	21Q1 公司总市值 (亿元)
603259.SH	药明康德	316	3.3%	784	468	4618	3436
300760.SZ	迈瑞医疗	102	0.0%	603	502	5836	4852
300015.SZ	爱尔眼科	185	1.7%	392	207	3837	2442
600763.SH	通策医疗	137	4.5%	257	120	1318	803
300122.SZ	智飞生物	-30	-0.8%	253	283	2988	2760
000661.SZ	长春高新	-132	-0.0%	243	375	1566	1832
300347.SZ	泰格医药	70	1.5%	228	158	1686	1310
600276.SH	恒瑞医药	-150	-2.6%	158	308	4348	4910
300759.SZ	康龙化成	61	1.4%	144	83	1724	1191
002821.SZ	凯莱英	37	0.8%	141	104	904	701
603882.SH	金城医学	46	4.0%	106	60	739	584
300363.SZ	博腾股份	50	5.0%	95	45	458	287
300601.SZ	康泰生物	-7	-0.4%	82	88	1023	940
300529.SZ	健帆生物	-10	-0.1%	70	80	695	607
300595.SZ	欧普康视	38	2.1%	70	32	881	548
600436.SH	片仔癀	34	1.0%	49	15	2705	1731
600079.SH	人福医药	5	1.8%	42	37	462	503
300558.SZ	贝达药业	6	1.1%	41	36	449	439
600196.SH	复星医药	30	1.2%	40	10	1849	1020
300896.SZ	爱美客	31	1.4%	38	7	1707	891
603456.SH	九洲药业	9	0.3%	38	29	404	318
688185.SH	康希诺-U	34	1.6%	37	3	1925	911
688029.SH	南微医学	16	1.9%	28	12	416	247
000516.SZ	国际医学	0	-0.2%	28	27	428	315
000739.SZ	普洛药业	2	0.3%	26	24	346	335
300725.SZ	药石科技	5	-0.4%	24	19	317	237
002007.SZ	华兰生物	-12	-0.4%	22	35	669	725
600161.SH	天坛生物	3	0.1%	22	19	470	410
688202.SH	美迪西	5	-0.2%	22	17	322	191
688363.SH	华熙生物	16	1.0%	21	5	1334	740

资料来源：wind，国盛证券研究所

基金持仓：2021Q2陆股通持股医药市值增加，关注海外资金流入流出

从整体来看，2021Q2陆股通在申万医药行业内持仓股市值环比增加424亿元，持股市值/公司总市值环比降低0.2个百分点，建议持续关注海外资金流入流出情况。

陆股通持股市值增加的前5个标的分别是迈瑞医疗（+109亿元），爱尔眼科（+86.0亿元），药明康德（+76.1亿元），片仔癀（+32.4亿元），泰格医药（+29.5亿元）。陆股通持股市值占比增加的前5个标的分别是艾德生物（+4.4%），科华生物（+4.2%），安图生物（+2.4%），益丰药房（+2.2%），新华医疗（+2.0%）。

图表8：生物医药板块2021Q2陆股通持股市值/市值占比前十大公司情况

陆股通持股市值前十大公司					陆股通持股市值占比前十大公司				
排名	股票代码	股票名称	持股市值(亿元)	持股占比	排名	股票代码	股票名称	持股市值(亿元)	持股占比
1	600276.SH	恒瑞医药	520	12.0%	1	603939.SH	益丰药房	61	15.2%
2	300760.SZ	迈瑞医疗	392	6.7%	2	300244.SZ	迪安诊断	33	13.7%
3	603259.SH	药明康德	271	5.9%	3	600276.SH	恒瑞医药	520	12.0%
4	300015.SZ	爱尔眼科	250	6.5%	4	603882.SH	金域医学	87	11.8%
5	300347.SZ	泰格医药	193	11.5%	5	300347.SZ	泰格医药	193	11.5%
6	300122.SZ	智飞生物	99	3.3%	6	300685.SZ	艾德生物	26	11.3%
7	300759.SZ	康龙化成	92	5.4%	7	000423.SZ	东阿阿胶	22	9.4%
8	600436.SH	片仔癀	89	3.3%	8	603883.SH	老百姓	20	9.3%
9	603882.SH	金域医学	87	11.8%	9	600529.SH	山东药玻	17	8.5%
10	000538.SZ	云南白药	72	4.9%	10	000999.SZ	华润三九	20	7.5%

资料来源：wind，国盛证券研究所

- 行业整体情况：后疫情时代下，医药整体实现恢复性高增长
- **17个细分领域详解**：后疫情时代下，医药子板块继续分化

创新研发型药企：Q1为恢复性增长，Q2回归正常增速，各项指标均比较稳健

从A股创新药的7个标的来看，传统药企转型为主，整体比较稳健：

➤ **营业收入：**创新药子领域2021年上半年收入增速16.64%，其中第一季度平均收入增速25.81%，Q2增速8.50%，Q2有所降速。因为A股创新药企业以传统药企为主，2020年Q1主要受到国内疫情影响，2021Q1有后疫情时代的恢复性增长，Q2开始各个企业尤其是龙头恒瑞，受到集采的影响增速有所下降。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**创新药子领域2021年H1净利润增速21.52%，其中Q1增长33.28%，Q2增速平稳12.19%，扣非净利润增速也呈现相同趋势。其中贝达、科伦、复星、海思科、信立泰增速较快，符合预期。龙头恒瑞Q2出现下滑，低于预期，拉低了子板块整体增速。

➤ **财务指标：**创新药子领域2021上半年综合毛利率65.97%，相较去年同期的67.21%有所下降。净利润率方面创新药子领域2021上半年年为16.43%，相较去年同期的15.98%提升0.45pp。销售费用率同比整体呈现明显下降趋势，集采和疫情之下学术推广减少双重减少。期间费用率略有提升，我们预计是研发投入力度加大。应收账款增加，经营性现金流/营业收入比例有所下降，整体财务指标受疫情和集采的影响波动较大，尤其是应收账款和现金流方面。

创新药子领域：我们将恒瑞医药、丽珠集团、复星医药、科伦药业、贝达药业、海思科、信立泰这7个标的作为创新研发型药企样本库

图表9：创新药子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	-3.36%	16.64%	25.81%	8.50%
净利润增速	-3.11%	21.52%	33.28%	12.19%
扣非后净利润增速	-4.72%	14.73%	29.64%	2.23%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：创新药子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	67.21%	65.97%	66.63%	65.29%
净利率	15.98%	16.43%	16.19%	16.68%
销售费用率	31.41%	30.60%	30.69%	30.50%
期间费用率	51.61%	51.95%	51.28%	52.63%
应收账款增速	-10.38%	14.91%	5.90%	NA
经营性现金流/营业收入	19.07%	10.94%	6.29%	15.72%

资料来源：wind，国盛证券研究所

创新传统药企：2021中报横向对比梳理

图表11: 创新传统药企横向对比 (2021H1)

指标	恒瑞医药	丽珠集团	科伦药业	复星医药	海思科	信立泰
最新市值 (亿元, 20210831)	2,892	320	259	1,502	181	282
2021归母净利润预 计(亿元)	69.37	20.43	11.14	45.43	6.88	5.04
2021归母净利润增 速预计(%)	9.6%	19.1%	34.3%	24.0%	8.1%	728.6%
PE(2021E)	42	16	23	33	26	56
营业收入(亿元)	132.98	62.36	82.32	169.52	12.76	13.76
增速(%)	17.6%	22.4%	13.8%	20.8%	-12.1%	-10.4%
归母净利润(亿元)	26.68	10.62	4.93	24.82	3.20	2.37
增速(%)	0.2%	5.7%	143.0%	44.8%	40.1%	20.5%
扣非净利润(亿元)	26.47	9.20	4.60	15.70	0.26	2.19
增速(%)	3.3%	10.3%	234.7%	20.4%	-77.8%	31.6%
毛利率(%)	86.8%	65.9%	56.1%	52.2%	64.4%	73.1%
净利润率(%)	20.0%	18.9%	5.4%	16.2%	38.2%	16.8%
研发支出合计(亿元)	25.81	5.45	7.66	15.62	1.94	1.28
研发支出收入占比 (%)	19.4%	8.7%	9.3%	9.2%	15.2%	9.3%
员工人数	28903	8250	19759	34375	3766	3448
研发人员数(年报披 露, 中报未更新)	4,721	911	3,215	2,258	727	638
中报业绩表现	收入利润低于预期	收入20%+略超预期, 业绩符合预期	经营拐点, 高速增长, 符合预期	符合预期	符合预期	符合预期
已上市创新药品种	艾瑞昔布、阿帕替尼、19K、吡咯替尼、PD-1、贝伐珠单抗、瑞马唑仑、氟唑帕利, 海曲泊帕	艾普拉唑(片剂+针剂)、重组人绒促性素(HCG)	无	利妥昔单抗(生物类似物)、曲妥珠单抗、阿达木单抗、马来酸阿伐曲泊片	环泊酚	阿利沙坦酯、重组人甲状旁腺素1-34

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所(注: 市值为2021年8月31日收盘, 复星医药、海思科和信立泰2021年归母净利润为wind一致预期, 其余为国盛证券预测)

创新传统药企：2021中报横向对比梳理

图表12：创新传统药企管线及研发横向对比（2021H1）

指标	恒瑞医药	丽珠集团	科伦药业	复星医药	海思科	信立泰
III期临床及申报上市品种	SHR-1316 (PD-L1)注射液 (III期)、SHR4640 (URAT1)片 (III期)、SHR3680 (AR)片 (III期)、恒格列净 (申报上市)、瑞格列汀 (申报上市)、林普利司片 (PI3Kδ) (申报上市)、SHR0302 (JAK1)片 (III期)、SHR6390 (CDK4/6)片 (申报上市)、法米替尼 (III期)、SHR-1701 (PD-L1/TGF-β双抗, III期)、SHR-1314 (IL-17单抗, III期)、SHR-1209 (单抗, III期)、SHR8008 (CYP51, III期)、SHR8554 (MOR, III期)、SHR8058 (NOVO3, III期)、SHR-8028 (环孢素A, III期)	IL-6R (申报上市)、重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗 (即将开展III期)、曲普瑞林 (III期)、亮丙瑞林 (III期)	西妥昔单抗 (III期)、PD-L1单抗 (pre-NDA)	重组抗VEGF人源化单抗 (上市申请)、重组抗PD-1人源化单抗 (III期)、枸橼酸焦磷酸铁溶液 (III期)、甘精胰岛素 (上市申请)、重组赖脯胰岛素 (上市申请)、精蛋白锌重组赖脯胰岛素 (III期)、利拉鲁肽 (III期)、重组人促红素 (III期)	HSK3486 (申报上市)、HSK7653 (III期)、HSK16149 (II/III期)、HSK21542 (II/III期)	苯甲酸复格列汀片 (III期)、SAL0951 (III期)、S086 (III期)、SAL0107 (III期)、SAL056 (III期)
公司研发描述 (中报描述, 季报未更新)	报告期内, 取得创新药制剂生产批件 5 个、仿制药制剂生产批件 9 个, 取得药品临床批件 41 个。取得 10 个品种的一致性评价批件, 完成 2 种产品的一致性评价申报工作。	化学药常规制剂: 在研项目共 26 项, 申报生产 2 项、开展临床/BE 研究 4 项、开展非临床研究 2 项、在药学研究中 7 项及艾普项目在研发各阶段。复杂制剂: 在研项目共 6 项, 完成 III 期临床准备申报生产 1 项、I 期临床 2 项、BE 试验 1 项、获批临床批件 1 项及临床前研究 1 项; 共 19 项, 已获批项目 2 项、申报生产 6 项、开展 BE 研究 1 项、预 BE 研究 6 项及在药学研究中 4 项; 生物药在研项目共 7 项, 其中已上市 1 项、上市申报阶段 1 项、Ib 或 II 期临床 3 项、I 期临床 1 项、IND 申报阶段 1 项; 原料药及中间体在研项目共 6 项; 诊断试剂及设备在研项目 37 项, 处于临床阶段项目 4 项。	24项药物获批上市, 18项药物申报生产, 3项), 一致性评价项目4项; 创新管线在研项目85项 (创新小分子38项, 生物技术药47项), 共14项创新项目获批临床, 临床前开发阶段项目13项, 药物发现阶段项目50余项。	主要在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目共247项, 其中自研小分子创新药18项 (8项处于临床, 5项获批临床), 自研生物创新药25项 (15项处于临床, 3项获批临床), 许可引进创新药13项 (6项处于临床, 4项获批临床, 2项准备申请临床), 自研生物类似药19项 (6项处于临床, 5项上市申请中, 1项受理临床, 2项获批临床), 仿制药121项, 一致性评价项目42项, 其他9项。	在研制剂项目57个, 其中创新药14个 (含1类10个、2类4个), 仿制药38个, 特殊医学用途配方食品4个, 医疗器械1个; 主要涉及4个治疗领域, 消化道及代谢16个、神经系统7个、呼吸系统8个、心脑血管系统3个、其他领域22个。在报告期内, 新上市申报项目6个、已获生产批件4个; 新临床申报项目3个、已获临床批件2个; 新一致性评价申报项目2个、已获一致性批件6个。	报告期内, 公司向药品监督管理局提交2个新产品IND申请, 1个新产品上市申请, 6次CDE沟通交流申请; 获得2个药品临床默示许可, 1个新产品上市申请受理通知, 5个产品注册批件/补充申请批件/注册证。目前在研项目44项, 其中化学药25项 (含创新项目16项、仿制药在审9项); 生物药12项 (含创新项目7项); 医疗器械领域在研项目7项。

资料来源: wind医药库, 公司报表, 国盛证券研究所

Biotech企业：2021中报横向对比梳理

图表13: Biotech企业横向对比 (2021H1)

指标	贝达药业	君实生物	泽璟制药	百奥泰	微芯生物	艾力斯
最新市值(亿元, 20210831)	306	468	156	123	150	103
2021归母净利润预计(亿元)	4.75	1.48	-4.77	-	0.48	-
2021归母净利润增速预计(%)	-21.6%	108.9	-	-	-	-
PE(2021E)	64	316	-	-	-	-
营业收入(亿元)	11.55	21.14	0.42	3.29	1.83	4.69
增速(%)	21.4%	267.8%	0.0%	573.7%	65.8%	30.5%
归母净利润(亿元)	2.15	0.09	-1.77	0.03	-0.07	0.72
增速(%)	49.6%	101.6%	-37.6%	101.1%	-124.9%	54.7%
扣非净利润(亿元)	1.98	-1.13	-1.97	-0.15	-0.15	0.91
增速(%)	39.9%	81.3%	-36.8%	94.1%	-195.0%	109.8%
毛利率(%)	92.7%	78.1%	95.2%	96.3%	95.3%	90.2%
净利润率(%)	18.4%	0.4%	-437.7%	0.8%	-3.9%	15.4%
研发支出合计(亿元)	2.43	9.47	1.98	2.28	1.02	0.69
研发支出收入占比(%)	21.0%	44.8%	465.7%	69.4%	55.6%	14.8%
员工人数(年报披露, 中报未更新)	1466	2453	413	836	669	914
研发人员数	510	667	221	268	191	147
中报业绩表现	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期
已上市创新药品种	埃克替尼、恩沙替尼	特瑞普利单抗	多纳非尼	阿达木单抗	西达本胺	伏美替尼

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2021年8月31日收盘, 2021归母净利润为wind一致预期)

Biotech企业：2021中报横向对比梳理

图表14: Biotech企业横向对比 (2021H1)

指标	贝达药业	君实生物	泽璟制药	百奥泰	微芯生物	艾力斯
III期临床及申报上市品种	MIL60 (申报上市)、 CM082 (II/III期)、 BPI-D0316 (申报上市)	修美乐生物类似物 (NDA受理)、重组人 源化PCSK9单抗 (III 期)、重组人源化 VEGF单抗 (III期)、 JS109 (PARP, III 期)、JS016/LY- CoV016 (获得FDA EUA)	重组人凝血酶 (III 期)、杰克替尼 (III 期)、芦可替尼 (III 期)	巴替非班 (上市申 请)、贝伐珠单抗 (上市申请)、托珠 单抗 (III期)、戈利 木单抗 (III期)、 BAT2206 (III期)、 BAT2506 (III期)	西格列他钠 (申报上 市)、西奥罗尼 (III 期获受理)	Y型聚乙二醇重组人生 长激素 (II/III期)、 Y型聚乙二醇重组人粒 细胞刺激因子 (III期)
公司研发描述	公司及子公司在研 管线中有多个项目 处于注册性临床阶 段,更有三个项目 已提交药品注册申 请。报告期内成功 递交7个IND申请, 成功递交2个NDA申 请,成功获批1个 NDA	公司已拥有在研产品, 覆盖五大治疗领域, 包括恶性肿瘤、自身 免疫系统疾病、慢性 代谢类疾病、神经系 统类疾病以及感染类 疾病。处于商业化阶 段产品2项,新药上市 申请阶段在研产品1项, 另有16项在研产品处 于临床试验阶段,25 项处于临床前开发阶 段。	公司研发的多个创新 药物项目稳步推进, 正在开展14个主要创 新药物的39项在研项 目,其中4个在研药品 的6项适应症处于NDA 或 III期临床试验阶 段,3个在研药品处于 I或II期临床试验阶段, 7个在研药品处于临床 前研发阶段。	公司有1个产品获得上 市批准,有20个主要 在研产品,其中2个产 品已经提交上市申请, 3个产品处于III期临 床研究阶段,2个产品 处于II期临床研究阶 段,6个产品处于I期 临床研究阶段,公司 另有多项在研药物处 于临床前研究阶段。	目前公司有1个产品上 市,3个自主研发的化 学1类新药处于报产或 临床试验阶段,11个 在研项目处于临床试 验阶段,20项处于临 床前研究阶段。	重点聚焦慢性乙型肝炎 临床治愈研究项目, 同步推进:“Y型聚乙 二醇重组人生长激素 (YPEG-GH)”项目已 开展II/III期临床研究; “Y型聚乙二醇重组人 粒细胞刺激因子 (YPEG-G-CSF)”项 目已开展III期临床研 究;“Y型聚乙二醇重 组人促红素 (YPEG- EPO)”项目已开展II 期临床试验;ACT50、 ACT60及AK0706项目开 展药理学和临床前研究。

资料来源: wind医药库, 公司报表, 国盛证券研究所

创新研发型药企发展与趋势：国产创新药陆续进入收获期

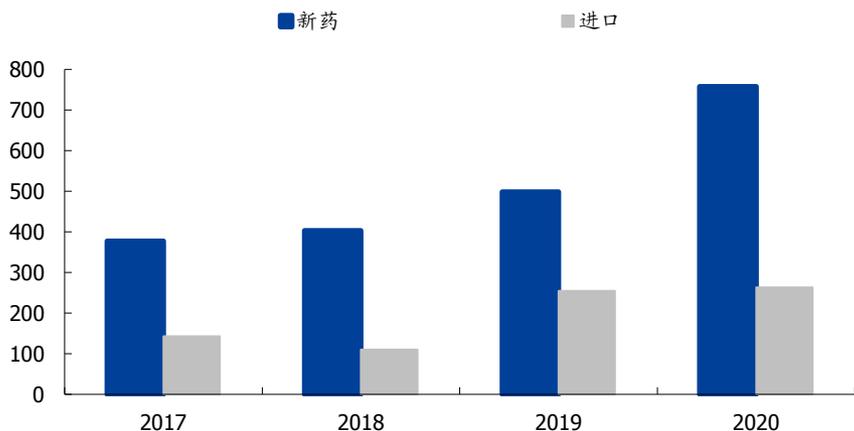
国产创新药陆续进入收获期：创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为药企带来巨额回报。近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呖喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量。同时国产1类新药的申请数量也在逐年快速攀升，2021年5月至今已有多款国产创新药获批上市，多个潜力产品陆续进入市场，且2020年在疫情之下新药IND申报数量依然实现显著增加，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内外陆续获批上市。

图表15: 2021.5-2021.7中国自主创新药获批情况



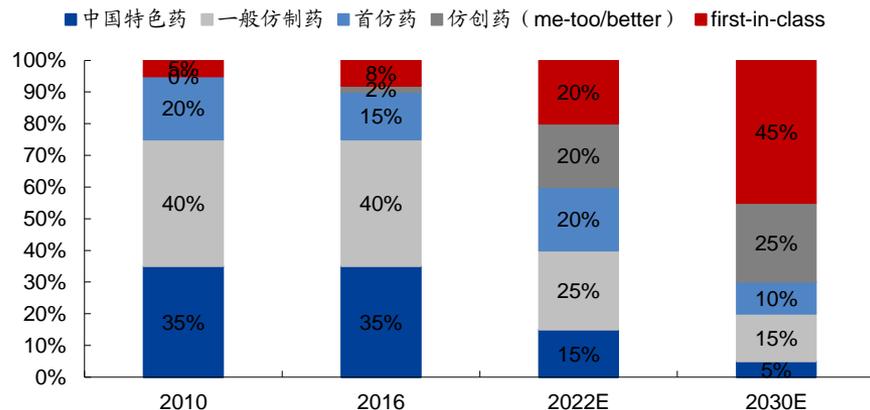
资料来源: NMPA, 国盛证券研究所

图表16: 我国新药临床IND申报情况 (2017-2020)



资料来源: wind医药库, 国盛证券研究所, 注: 单位 (件)

图表17: 未来国内药品将以创新药为主



资料来源: 华夏基石, 国盛证券研究所

创新研发型药企发展与趋势：国产新药2021上半年成绩单，增长势头强劲

国产新药2021年上半年成绩单亮眼：

中国几家典型biotech的第一个产品已经上市或即将上市，从2021年上半年的情况来看，核心产品增长势头良好，盈利能力较好。Biotech正在向biopharma转变，首个产品的商业化能否成功至关重要，在渠道和销售方面，传统药企有较强的优势，但从现在的情况来看，biotech公司也并不逊色。后续应关注这些新获批国产新药医保谈判的情况。

图表18：代表国产新药NDA情况（2020年10月至今）

品种	靶点	适应症	公司	NDA承办时间
依鲁奥克片	ALK/ROS1	非小细胞肺癌	齐鲁制药	2021/7/24
安舒法辛	SNDRIIs	抑郁症	绿叶制药	2021/6/11
复方ACC007片	NNRTI	艾滋病	江苏艾迪	2021/5/20
林普利司片	PI3Kδ	滤泡性淋巴瘤	瓊黎药业	2021/5/17
注射用HRS3797	-	术中骨骼肌松弛	盛迪医药	2021/5/11
瑞泽替尼	EGFR	非小细胞肺癌	倍而达药业、合全医药	2021/5/7
SHR6390片	CDK4/6	乳腺癌	恒瑞医药	2021/4/27
多扎格列艾汀片	GKA	糖尿病	华领药业/迪赛诺	2021/4/26
甲磺酸贝福替尼	EGFR	非小细胞肺癌	贝达药业	2021/3/4
替戈拉生片	P-CAB	糜烂性食管炎	罗欣药业	2021/1/14
恩沃利单抗注射液	PD-L1	实体瘤	康宁杰瑞/思路迪	2020/12/21
和乐布韦片	NS5B	慢性丙型肝炎	圣和药业	2020/11/17
舒格利单抗注射液	PD-L1	实体瘤	基石药业	2020/11/13
巴替非班	GPIIb/IIIa	PCI围手术期抗血栓	百奥泰	2020/10/14
奥瑞巴替尼	Bcl-2	慢性髓性白血病	顺健生物/宣泰海门	2020/10/10

资料来源：NMPA，国盛证券研究所

图表19：代表国产新药2021H1情况概览

药品	公司	2021H1	2020H1	增速	数据来源	备注
呋喹替尼	和黄医药	4010万美元	1400万美元	186%	半年报	和黄获得的2021H1综合收入2980万美元，2020年上半年为860万美元（呋喹替尼为礼来与和黄共同拥有权益）
信迪利单抗	信达生物	14亿+	9.21亿元	50%+	公司公告	Q1和Q2信迪利单抗销售收入均超过7亿元。
特瑞普利单抗	君实生物	4852万元	3759万元	29.1%	wind医药库	2021年3月开始执行新医保价格，2021年上半年实际销售额我们预计可能在5亿左右
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	2.27亿元	1.15亿元	96.6%	wind医药库	我们预计2021H1实际销售在25-30亿元。恒瑞2021H1整体创新药收入52.07亿元，增速43.8%
埃克替尼	贝达药业	10.8亿元	9.24亿元	16.85%	半年报	累计销售额突破100亿
安罗替尼	中国生物制药	5.22亿元	4.85亿元	7.6%	wind医药库	2018年5月获批上市，实际销售额可能是样本医院数据的4-5倍

资料来源：公司半年报，wind医药库，国盛证券研究所

创新研发型药企发展与趋势：科创助力创新，小型biotech焕发活力

科创板的设立在医药行业创新药发展中具备里程碑式的意义，激发创新药研发热情：

创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，属于高风险投资，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为投资方带来巨额回报。科创板的设立将使一级市场资本退出的路径更加短平化、多元化，从而激发一级市场资本对于创新药的投资热情，中小型biotech企业有望获得足够的资金支持，从而加速研发创新进程。目前，科创板已有多家创新企业获批上市，后续管线布局丰富，有望助力国产创新药焕发活力。

图表20: 科创板创新药企概览

公司名称	上市时间	营收 (亿元)	营收增速 (%)	归母 (亿元)	研发投入 (亿元)	研发费用率 (%)	主要产品进度
微芯生物	2019/8/12	1.83	65.75	-0.07	0.58	31.69	西达本胺已上市，西格列他钠NDA，西奥罗尼III期临床，CS12192 I期临床
特宝生物	2020/1/17	4.69	30.50	0.72	0.39	8.32	聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液、注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子、重组人粒细胞刺激因子注射液和注射用重组人白介素-11已上市，Y型聚乙二醇重组人生长激素处于II/III期临床，Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子处于III期临床，Y型聚乙二醇重组人促红素处于II期临床等
泽璟制药	2020/1/23	0.42	-	-1.77	1.98	-	多纳非尼已上市，外用重组人凝血酶III期临床，杰克替尼、注射用重组人促甲状腺激素III期临床，奥卡替尼II期临床等
百奥泰	2020/2/21	3.29	573.69	0.03	2.28	69.30	阿达木单抗生物类似药已上市，BAT1706、BAT2094 已提交NDA，BAT1806、BAT2506 III期临床等
南新制药	2020/3/26	4.31	-25.73	0.42	0.39	9.05	帕拉米韦注射液2020年销售额8亿，帕拉米韦雾化溶液I/II期临床，兴盟的狂犬单抗III期临床
吉贝尔	2020/5/18	2.51	3.18	0.56	0.17	6.77	已获批产品包括利可君片、尼群洛尔片等，JJH201501处于II期临床
复旦张江	2020/6/19	3.99	69.36	0.65	0.98	24.56	海姆泊芬已上市，MCC-DM1 (CD30-DM1)、FDA018 (Trop2) 多个项目处于临床试验阶段
神州细胞	2020/6/22	-	-	-4.37	3.43	-	SCT400和SCT800 NDA，SCT510、SCT630、SCT-I10A等III期临床，另有多个产品在临床推进中
君实生物	2020/7/15	21.14	267.77	0.09	9.47	44.80	特瑞普利单抗已上市，新冠中和抗体JS016获得FDA EUA，UBP1211已提交NDA，JS016、JS002、JS109 III期临床，还有多个早期项目
三生国健	2020/7/22	4.79	36.33	0.22	2.14	44.68	益赛普、健尼哌、伊尼妥单抗已上市，301S已提交NDA，304R III期临床，还有多个项目在推进中
艾力斯	2020/12/2	1.21	-	-0.78	0.93	76.86	伏美替尼已上市，KRAS G12C抑制剂、KRAS G12D抑制剂、第四代EGFR-TKI、BET抑制剂、SOS1抑制剂等在早期临床阶段

资料来源：公司半年报，国盛证券研究所

创新与特色器械：后疫情时代增长强劲，龙头动力十足

从具有行业代表性的器械标的来看：

➤ **营业收入：**创新与特色器械子领域2021H1与2021Q2分别实现收入同比+24.50%与+23.28%，权重股迈瑞医疗去年防疫产品放量高基数下仍实现超过20%增长，国内外常规业务快速恢复并持续完成高端客户突破。若剔除迈瑞医疗，创新与特色器械板块2021H1与2021Q2分别实现收入同比+51.71%、+46.88%，主要来自于去年同期疫情影响常规器械产品需求减少低基数，今年上半年全球尤其国内医院诊疗秩序快速恢复，常规业务恢复快速增长。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**创新与特色器械子领域2021H1归母净利润与扣非后归母净利润分别实现同比+29.92%与+32.52%，受权重股迈瑞医疗影响较大，整体与收入端保持相同趋势。若剔除迈瑞医疗，2021H1归母净利润与扣非后归母净利润分别实现同比+77.86%与+91.97%，全球尤其国内常规业务快速恢复，低基数下拉动业绩高增长。

➤ **财务指标：**创新与特色器械2021H1毛利率66.16%同比略有下降，剔除权重股影响毛利率仍保持同比提升。即使考虑权重股影响，2021Q2毛利率66.59%环比持续提升，板块整体毛利率恢复趋势确定。其他指标，2021H1净利率32.82%同比提升，期间费用率29.41%同比下降，2021Q2经营性现金流的收入占比环比增长。

创新与特色器械板块：剔除新股等不可比因素，我们选取迈瑞医疗、南微医学、开立医疗、心脉医疗、爱博医疗作为创新与特色器械子领域样本库

图表21：创新与特色器械子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	23.92%	24.50%	26.00%	23.28%
净利润增速	38.23%	29.92%	38.18%	24.91%
扣非后净利润增速	36.99%	32.52%	44.26%	25.71%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表22：创新与特色器械子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	66.22%	66.16%	65.65%	66.59%
净利率	31.42%	32.82%	29.06%	35.93%
销售费用率	18.58%	15.25%	16.73%	14.03%
期间费用率	31.62%	29.41%	34.16%	25.47%
应收账款增速	6.93%	0.33%	-0.23%	NA
经营性现金流/营业收入	36.25%	26.95%	19.38%	33.23%

资料来源：wind，国盛证券研究所

创新与特色器械：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表23: 创新器械子领域主要公司横向对比 (2021H1)

指标	迈瑞医疗	爱博医疗	南微医学	心脉医疗	开立医疗
股票代码	300760.SZ	688050.SH	688029.SH	688016.SH	300633.SZ
最新市值 (亿元, 20210831)	3,987	278	276	194	122
2021归母净利润预计 (亿元)	82.17	1.51	3.63	3.03	2.26
2021归母净利润增速预计 (%)	23.43%	56.12%	39.09%	41.17%	-
PE (2021E)	49	184	76	64	54
营业收入 (亿元)	127.78	2.06	8.75	3.62	6.43
增速 (%)	21.0%	99.2%	53.3%	68.6%	32.2%
归母净利润 (亿元)	43.44	0.91	1.43	1.85	1.09
增速 (%)	25.8%	143.6%	25.8%	53.2%	332.6%
扣非净利润 (亿元)	43.09	0.82	1.35	1.80	0.91
增速 (%)	28.0%	127.5%	27.5%	64.3%	3215.7%
毛利率 (%)	65.6%	83.8%	65.5%	79.6%	65.6%
净利润率 (%)	34.0%	44.1%	16.9%	51.0%	17.0%
净营业周期 (天)	99.00	361.79	46.90	187.82	233.20
经营性现金流 (亿元)	35.23	0.95	1.42	1.68	0.78

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 2021年归母净利润为wind一致预期

创新与特色器械：全球医疗器械市场高景气，中国市场处于高速发展期

医疗器械市场：全球范围内的朝阳产业，中国市场处于高速发展期

- **全球市场：**发达国家增速趋稳，药械比接近1:1
全球2017-2024年平均增速约6%，远高于药品增速的2-3%
- **中国市场：**由于医疗器械行业起步较晚，目前处于市场扩容和进口替代的双击时代，整体处于高增长状态（CAGR≥15%）

医疗器械与药品不同，具有泛创新属性：

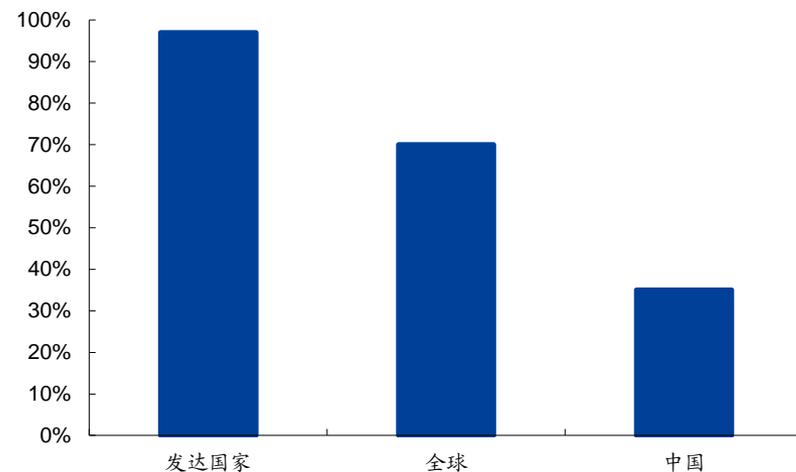
- **创新性：**学科交织，产品非均一性（对比仿制药），产品生命周期长。
- **服务属性：**治疗领域复杂，治疗方式千人千面（不同于药品的同一靶点）大部分产品需要企业与医生配合使用，终端粘性高。

图表25：全球前十大医疗器械领域市场情况

排名	业务领域	市场容量 (bn USD)		增长率
		2017	2024	
1	IVD	52.6	79.6	6.10%
2	心血管	46.9	72.6	6.40%
3	影像诊断	39.5	51.0	3.70%
4	骨科	36.5	47.1	3.70%
5	眼科	27.7	42.2	6.20%
6	普外科	22.1	34.3	6.50%
7	内镜	18.5	28.3	6.30%
8	给药设备	18.5	25.3	4.60%
9	牙科	13.9	21.6	6.50%
10	糖尿病管理	11.7	19.8	7.80%

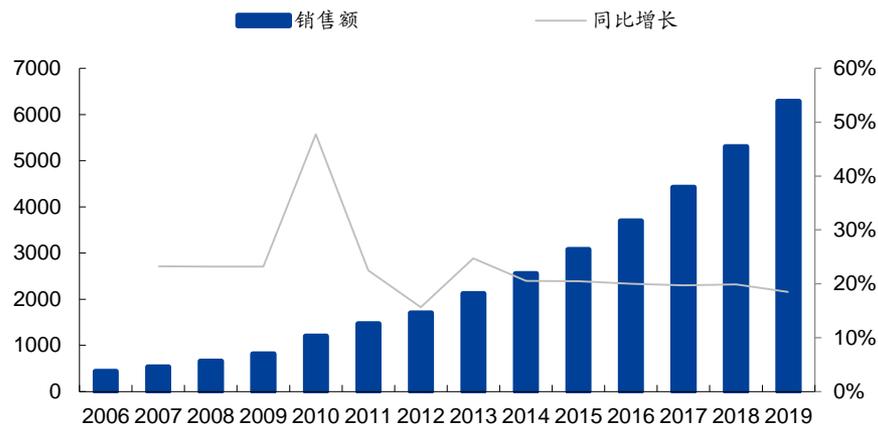
资料来源：EvaluateMedtech、国盛证券研究所

图表24：医疗器械/药品消费额占比



资料来源：中国医疗器械行业发展报告、国盛证券研究所

图表26：中国医疗器械行业市场规模（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国盛证券研究所

创新与特色器械：龙头创新器械企业享受高增长+市占率提升双重红利

创新医疗器械龙头企业产业逻辑：行业整体高增速+国产创新器械产品市场占有率提高

- 对比全球市场，中国医疗器械行业处于高速增长期：中国作为新兴市场，近年来医疗器械行业整体增速基本维持在15-20%左右（GDP增速2-3倍），未来市场成长空间巨大。
- 中国市场国产替代率低，国产创新器械龙头企业市占率有望快速提升：医疗器械大部分高端子领域国产化率低（举例：医学影像领域如CT/MRI/超声等10%左右，窥镜5%左右，骨科10-20%）国内医疗器械企业普遍规模较小，三甲以上医院主要采购进口品牌，国产产品主战场在基层市场。现阶段国内部分创新器械产品已逐步达到进口产品同类水平，国产替代加速+优质产品出海带动头部企业保持快速增长。

图表27：中国医疗器械行业国产替代情况

所处领域	细分领域	市场规模 (亿元)	市场增速	国产化率	主要产品
血管介入	心血管介入	264	21.10%	≥60%	冠脉支架、PTCA球囊扩张导管、导引导管、造影导管、导引导丝等
	脑血管介入	48	37.14%	≤20%	颈动脉支架、椎动脉支架、颅内血管支架、微导管、微导丝、远端保护器械、弹簧圈、液态栓塞材料等
	外周血管介入	77	32.76%	基本由外资占据	大动脉覆膜支架、髂股动脉支架、锁骨下动脉支架及肾动脉支架等
骨科植入	创伤类	75	13.64%	67.85%	接骨板、接骨螺钉、髓内钉、外固定支架
	脊柱类	76	16.92%	39.11%	椎体植入物、钛网、融合器等
	关节类	73	21.67%	26.73%	人工髋关节、人工膝关节、人工肩关节、人工肘关节等
血液净化类	血液净化类	67	21.82%	≤30%	血液透析材料、腹膜透析材料、血浆置换材料等
神经外科	神经外科	36	12.50%	基本由外资占据	颅骨材料、脑膜材料、引流材料、缝合材料、神经刺激、脑电监测等
眼科	眼科	76	16.92%	基本由外资占据	人工晶状体、人工玻璃体、人工角膜等
口腔科	口腔科	70	20.69%	基本由外资占据	牙冠、种植体等
电生理起搏器类	电生理起搏器类	67	15.52%	基本由外资占据	消融导管、起搏器、心脏复律除颤器、导线等
非血管介入类	非血管介入类	37	19.35%	基本由外资占据	呼吸介入、消化介入、泌尿介入、肿瘤介入等

资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国盛证券研究所

疫苗：板块高景气延续，新冠疫苗加成，维持高增长趋势

从疫苗的3个标的来看，行业景气度较高：

➤ **营业收入：**疫苗子领域21年上半年收入增速84.58%，Q2单季度收入增速较Q1增速进一步提升，2020上半年受到疫情影响基数较低，2021年上半年逐渐恢复，尤其是Q2，智飞生物新冠疫苗开始销售拉动整体。沃森生物13价肺炎去年上半年低基数，今年开始同比放量明显。整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性高

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**疫苗子领域21年上半年利润增速236.63%，Q2单季度提升更为明显，主要是智飞和沃森业绩大幅增长拉动明显。扣非净利润增速也呈现相同加速状态。智飞新冠疫苗和沃森13价肺炎同比放量拉动。

➤ **财务指标：**疫苗子领域21年上半年毛利率为62.62%，相较21年上半年增长明显，主要是智飞生物新冠疫苗高毛利拉动，沃森和康泰毛利率保持相对稳定，预计整理毛利率剔除新冠，保持稳定，类似21Q1情况。净利润率方面疫苗子领域21年上半年为40.03%，提升明显，三个公司净利率都有明显提升，主要是20Q1疫情扰动和21年Q2新冠和13价肺炎拉动。此外销售费用率21年上半年整体呈现下降趋势，我们认为和新冠疫苗销售有关。21年上半年应收账款增速整体下降，经营性现金流/营业收入提升明显。新冠疫苗的销售未来有望进一步全面改善行业经营指标。

疫苗板块：我们选取智飞生物、沃森生物、康泰生物作为疫苗子领域样本库，其他个股如万泰生物、康希诺、康华生物、金迪克、欧林生物和百克生物作为20-21年上市新股剔除。

图表28：疫苗子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	32.93%	84.58%	58.59%	98.37%
归母净利润增速	22.53%	236.63%	98.83%	288.69%
扣非后净利润增速	21.36%	231.01%	102.32%	280.56%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表29：疫苗子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	46.85%	62.62%	47.96%	68.83%
净利率	21.99%	40.03%	22.44%	47.49%
销售费用率	11.83%	10.42%	11.87%	9.81%
期间费用率	18.27%	15.79%	19.53%	14.21%
应收账款增速	65.40%	40.30%	60.61%	NA
经营性现金流/营业收入	4.63%	42.18%	-9.33%	64.02%

资料来源：wind，国盛证券研究所

疫苗：主要企业2021年半年报横向对比梳理

图表30：疫苗子领域主要公司横向对比（2021H）

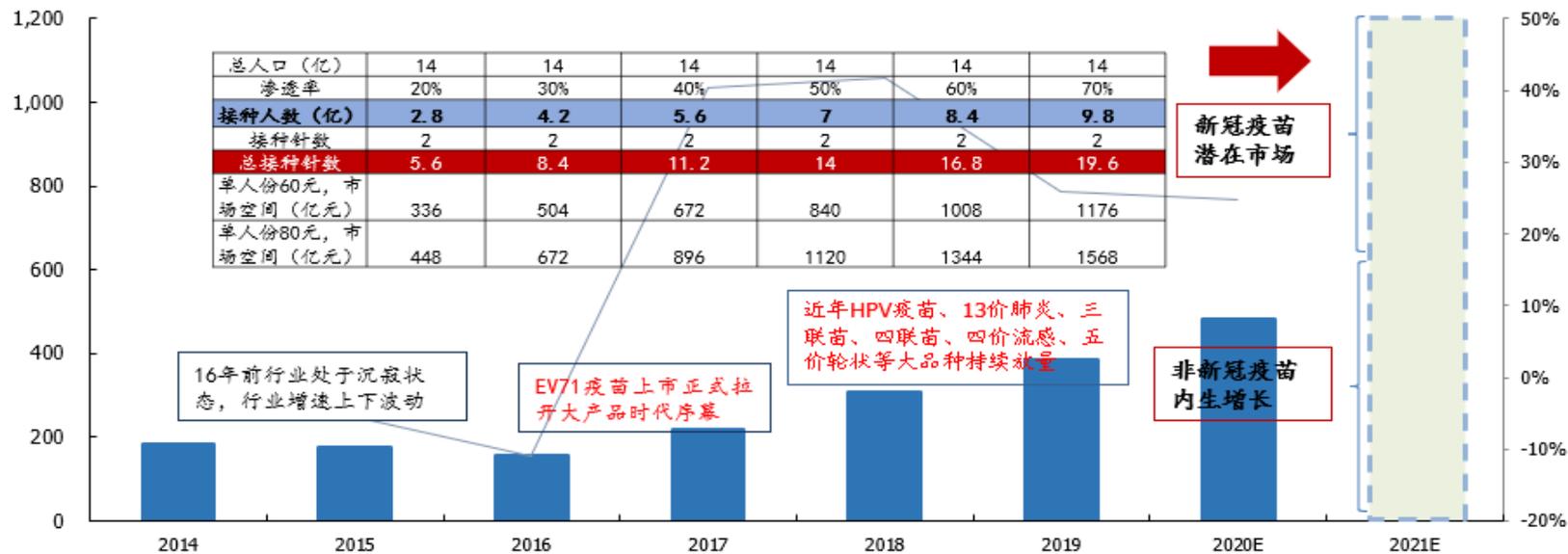
指标	智飞生物	沃森生物	康泰生物
股票代码	300122.SZ	300142.SZ	300601.SZ
最新市值（亿元，20210831）	2,832	1,217	832
2021归母净利润预计（亿元）	66.41	13.87	13.52
2021归母净利润增速预计（%）	101.18%	38.23%	99.06%
PE(2021E)	43	88	62
营业收入（亿元）	131.71	13.50	10.52
增速（%）	88.3%	135.4%	21.0%
归母净利润（亿元）	54.91	3.19	3.37
增速（%）	264.9%	419.1%	29.5%
扣非净利润（亿元）	55.03	2.40	2.96
增速（%）	263.7%	318.2%	16.5%
毛利率（%）	58.3%	87.7%	84.4%
净利润率（%）	41.7%	30.2%	32.0%
净营业周期（天）	94.22	192.93	754.30
经营性现金流（亿元）	65.31	-0.11	0.49
半年报业绩表现	收入利润超预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年8月31日收盘，除智飞生物外2021年归母净利润为wind一致预期）

疫苗：板块持续高景气，关注新冠疫苗海外出口上行周期

- 推荐逻辑：** 三重成长逻辑共振带动近几年中国疫苗行业进入“甜蜜的时代”，这也决定了相关企业业绩的也将进入爆发式增长时代。**三重成长逻辑**“大产品大时代（重磅大产品驱动）+监管趋严下兼并重组趋势（集中化趋势，龙头受益）+疫情催化期权（疾控投入未来逐渐加大，部分品种接种率提升）”将驱动板块维持高景气。龙头企业在这个过程中将不断受益，未来发展将愈来愈好。
- 国内新冠预计为企业贡献丰厚利润，进一步助推相关企业研发。** 假设国内达到70%接种率，约10亿人接种，按照单人份价格60-80元计算，国内行业潜在产值增加1200-1600亿元，当前疫苗板块产值在500-600亿的情况下，至少催生板块规模翻倍，同时给相关公司带来大幅业绩提升。行业规模大幅提升的同时，也为相关企业带来丰厚利润，未来将进一步投入更多疫苗的研发当中。
- 重点关注新冠疫苗海外逻辑。** 新冠疫苗加成使得市场对板块赋予了周期属性，当成长遇到周期，在国内新冠疫苗降价的背景下，板块5月后股价开始下行，同时后续由于医药板块的持续抽水和政策混沌又出现了超跌，国内的周期属性逻辑已基本消化完全。而当前我们认为将开启基于海外逻辑的新冠上行周期，尤其重点建议关注临床数据具备国际竞争力的智飞生物，我们认为将在海外疫苗订单中竞争优势明显，同时由于当前全球新冠疫苗产能的短缺，未来海外订单在本身价格已经较好的情况下不排除进一步提价，未来在上行周期中有望附加量价齐升逻辑，并持续强化超预期！

图表31：国内疫苗产值测算（亿元）及新冠疫苗国内市场测算情况



CDMO：产业转移趋势明显，利润持续超预期，行业呈现持续高景气状态

从CDMO的5个标的来看，行业景气度较高：

➤ **营业收入：**CDMO子领域2021上半年收入增速27.87%，远高于行业平均增速。其中Q1增速41.53%，Q2增速18.41%，Q1主要是去年同期受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，故去年Q1是低基数。Q2增速放缓，其中普洛Q2单季度增速只有0.85%，拉低了行业平均值，其他公司普遍高景气度确定性强。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**CDMO子领域2021上半年净利润增速69.6%，其中Q1增速67.86%，Q2增速70.49%，Q2扣非增速为35.76%，环比Q1有降速，归母和扣非的差异主要是药石科技的投资收益的差异。整体CDMO超高增长体现了行业的高景气度，除了普洛之外各个公司利润增速均在30%以上，九洲、博腾、药石增速都在50%以上。

➤ **财务指标：**CDMO2021H1全年综合毛利率36.14%，相较去年同期的35.68%稳中有升。净利润率方面CDMO子领域2021上半年为18.98%，相较去年同期的14.27%有明显提升。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下市场推广和出差活动减少有关。期间费用率也有所下降，体现了一定的规模效应。应收增速加快，与收入的快速增长匹配，经营性现金流/营业收入有所下降。整体财务指标稳健。

CDMO板块：我们选取药石科技、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业作为CDMO子领域样本库

图表32：CDMO子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	19.25%	27.87%	41.53%	18.41%
净利润增速	46.24%	69.60%	67.86%	70.49%
扣非后净利润增速	40.97%	44.91%	62.50%	35.76%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表33：CDMO子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	35.68%	36.14%	34.96%	37.11%
净利率	14.27%	18.98%	14.08%	23.04%
销售费用率	5.17%	4.02%	4.78%	3.39%
期间费用率	19.18%	18.28%	20.07%	16.80%
应收账款增速	16.86%	5.44%	38.63%	NA
经营性现金流/营业收入	14.41%	13.00%	10.21%	15.31%

资料来源：wind，国盛证券研究所

CDMO: 主要企业2021中报横向对比梳理

图表34: CDMO子领域主要公司横向对比 (2021H1)

指标	凯莱英	药石科技	博腾股份	九洲药业	皓元医药	普洛药业
最新市值 (亿元)	849	329	449	336	235	372
2021E归母净利润 (亿元)	9.99	5.35	4.59	6.18	1.94	10.84
2021E归母净利润增速 (%)	38.3%	189.5%	41.6%	62.4%	50.8%	32.7%
PE(2021E)	85	61	98	54	121	34
营业收入 (亿元)	17.60	6.21	12.56	18.68	4.55	42.77
增速 (%)	39.0%	35.2%	35.7%	85.3%	83.0%	7.1%
归母净利润 (亿元)	4.29	3.81	2.15	2.75	0.95	5.53
增速 (%)	36.0%	336.5%	63.9%	112.3%	110.2%	28.9%
扣非净利润 (亿元)	3.53	1.45	2.01	2.46	0.94	5.03
增速 (%)	27.3%	77.2%	70.0%	103.5%	115.7%	25.4%
毛利率 (%)	44.9%	49.6%	43.0%	32.0%	54.2%	30.4%
净利润率 (%)	24.4%	62.1%	17.0%	14.7%	20.9%	12.9%
研发支出合计 (亿元)	1.64	0.51	1.34	0.82	0.43	2.05
研发支出收入占比 (%)	9.3%	8.2%	10.7%	4.4%	9.5%	4.8%
员工总数 (人)	5600	1369	3054	3586	1121	5868
中报业绩表现	收入利润符合预期	收入利润均超预期	收入利润连续高速增长超预期	收入利润高速增长符合预期	收入利润符合预期	利润超预期
项目数量	商业化阶段项目28个, 临床阶段项目151个 (其中临床III期36个)	有320余个处在临床前至临床II期, 超过29个处在临床III期至商业化阶段; 除以上项目外, 另有350余个公斤级以上项目。	临床II期及以前158个, III期临床29个, NDA及上市69个	上市项目18个, III期临床的项目41个, I期和II期临床试验的有471个	中国市场的CDMO项目有71个, 日本市场42个, 美国市场7个, 韩国市场7个。	CDMO报价项目355个, 同比增加157%; 进行中项目250个, 同比增加71%, 其中研发阶段项目数93个, 同比增加258%, 客户商业化阶段项目有157个, 同比增加36.5%。
收入结构	临床阶段收入占比37%, 商业化阶段收入占比58%, 新兴业务占比5%	kg级以上收入占比80%, g级及技术服务占比20%	CMO收入占比69%, CRO收入占比31%	CDMO收入占比55%, API及其他45%	工具化合物53%, 原料药和中间体47%	CDMO收入占比17%, 中间体及原料药收入占比73%, 制剂及其他占比10%

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2021年08月31日收盘, 普洛药业2021年归母净利润为wind一致预期, 其余为国盛证券预测)

CDMO：主要投资逻辑及未来趋势：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推

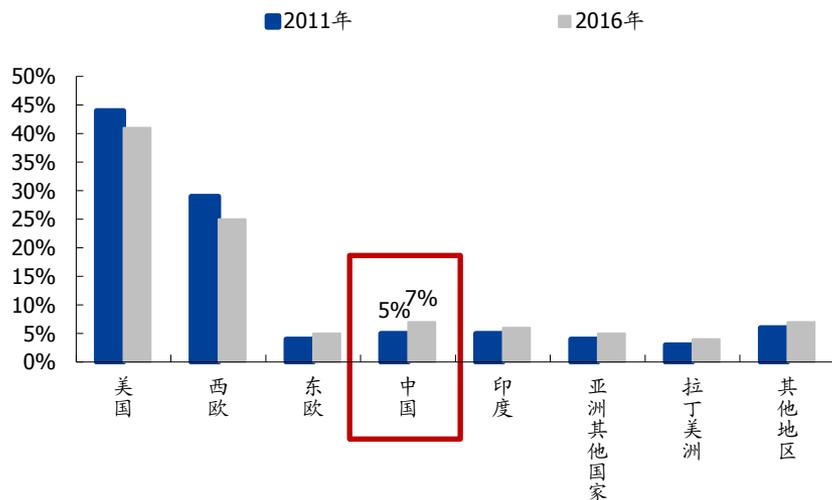
中国CDMO行业进入黄金增长期：全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，全球CDMO行业未来三年CAGR 10%-15%。我国CDMO行业受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长，未来三年CAGR 15%-20%，国内CDMO企业到了快速发展的黄金时期。

中国承接CDMO行业全球区域间产业转移的优势。中国相比印度更具有承接优势：CDMO业务正在从发达市场向中印这两个新兴市场转移，综合技术能力和成本两方面考虑，中国相比印度更具有承接优势。

创新+政策红利叠加，利好我国CDMO企业

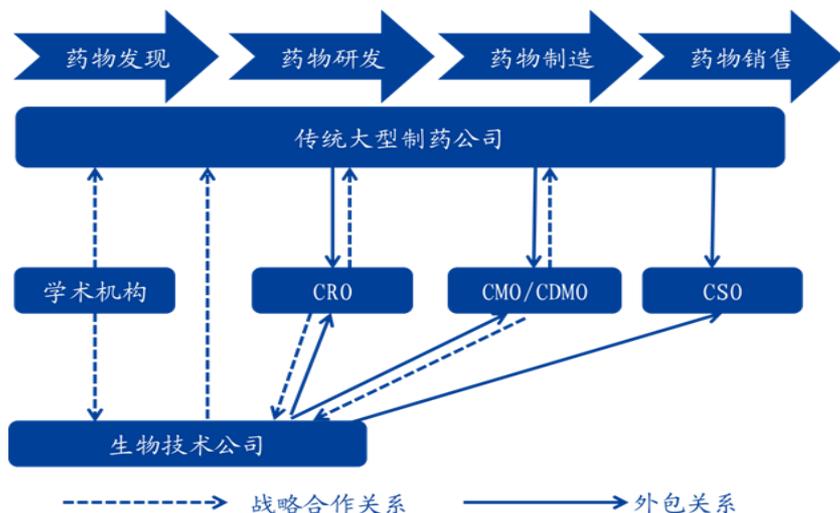
- 国内创新药研发投入叠加投融资增加为国内CDMO发展提供增量。
- 国内鼓励创新政策频出，创新药研发掀起热潮。
- MAH政策使得CDMO企业分享创新药红利。
- 未来我国制药工业将向研发和生产分离的模式发展，“研发-生产-营销”三大板块的行业细分分工更加清晰，具备较强药物生产能力的企业可最大限度得利用自身生产资源承接委托生产等外包服务，完成资源整合，打造生产核心竞争力。

图表35：全球CDMO各地区市场份额变化



资料来源：健康界，国盛证券研究所

图表36：生物医药行业价值链概览



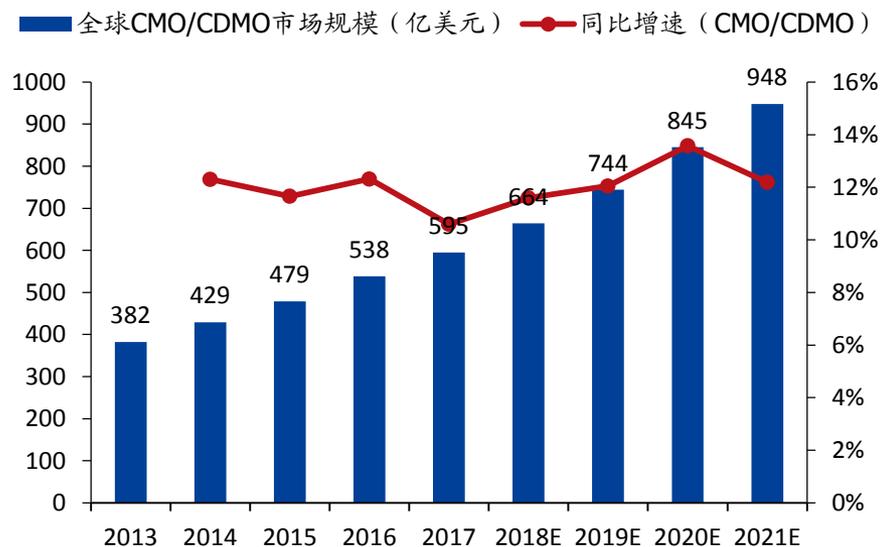
资料来源：湖南社会科学杂志，国盛证券研究所

CDMO：主要投资逻辑及未来趋势：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推

细分领域未来趋势判断：未来三年CDMO行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势），优秀的CDMO公司，兼具技术优势和一体化研发能力，可满足不同类型客户的个性化需求！

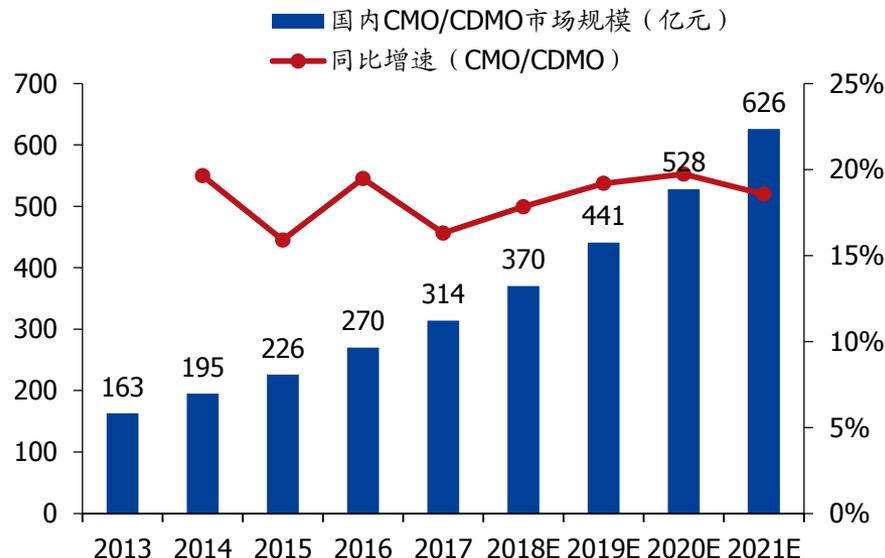
- **业绩具备高增长高确定性：**鼓励创新药的政策频出带来创新药热潮，国内的研发投入将进一步加大并转变为CDMO等创新服务商的业绩爆发，而且看2017、2018年的趋势，业绩的高增长会继续。同时，无论创新药是否最终获批，创新服务商在创新药的研发过程中就实现了盈利，相对创新药而言，风险较小。
- **科创板有望助力创新药服务商估值继续提升：**科创板允许未盈利的研发型企业上市，首先将进一步鼓励药企研发的动力，从产业层面直接利好创新药服务商，同时，医药企业有望从PEG的估值体系走向PEG+在研管线折现的估值体系，创新药及创新产业链均有望受益于估值重塑。
- **疫情影响后续有待观察，但长期逻辑不变：**疫情可能影响到一些海外药企中短期的投入，后续持续观察

图表37：CDMO全球市场规模及增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表38：CDMO国内市场规模与增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

CRO: 收入扣非恢复强劲增长, 行业持续高景气

从CRO板块标的来看:

➤ **营业收入:** 2021H1 收入同比+45.29%, 相比同期增速大幅提升, 后疫情时代快速增长, 其中部分细分赛道龙头实现更快个体增速, 板块整体持续高景气。单季来看, 2021Q2增速环比略有下降, 但仍保持接近40%高增速, 主要源自于去年Q1疫情影响较大低基数更明显而Q2已启动恢复。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润:** 由于权重股药明康德、康龙化成、泰格医药等有较多非经常性损益的影响, CRO板块利润端波动较大, 不如收入端与扣非后归母净利润端更能直接反应经营情况。2021H1、2021Q2分别实现扣非后归母净利润同比+79.72%、+57.07%, 增速相对收入端更加亮眼, 进一步验证板块高景气的同时也涵盖了部分个股盈利能力的持续提升。

➤ **财务指标:** 2021H1毛利率同比略有下降, 主要受到部分个股的新业务布局以及产能人员扩张带来的投入有所增加, 但从单季来看2021Q2毛利率环比提升, 今年以来看盈利能力提升趋势仍在。2021H1销售费率、期间费用率同比下降, 应收账款增速同比提升, 经营性现金流的收入占比同比提升, 后疫情时代业务运营快速恢复。

CRO板块: 剔除新股等不可比因素, 我们选取了药明康德、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、睿智医药、成都先导、博济医药作为CRO子领域样本库。

图表39: CRO子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	23.00%	45.29%	53.15%	39.23%
净利润增速	93.55%	41.83%	244.90%	-9.46%
扣非后净利润增速	25.26%	79.72%	128.14%	57.07%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表40: CRO子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	38.80%	38.52%	38.04%	38.93%
净利率	27.61%	28.52%	31.72%	25.81%
销售费用率	3.33%	3.07%	3.10%	3.05%
期间费用率	20.29%	17.95%	17.66%	18.19%
应收账款增速	13.19%	22.57%	34.86%	NA
经营性现金流/营业收入	21.29%	21.91%	18.73%	24.61%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

CRO：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表41：CRO子领域主要公司横向对比（2021H1）

指标	药明康德	康龙化成	泰格医药	昭衍新药	美迪西	成都先导	睿智医药	博济医药
股票代码	603259.SH	300759.SZ	300347.SZ	603127.SH	688202.SH	688222.SH	300149.SZ	300404.SZ
最新市值（亿元，20210831）	3,921	1,529	1,170	539	367	107	66	28
2021归母净利润预计（亿元）	43.16	14.56	19.90	4.40	2.58	0.66	1.50	-
2021归母净利润增速预计（%）	45.80%	24.19%	13.73%	39.75%	99.08%	3.61%	-2.94%	-
PE(2021E)	91	105	59	122	142	161	44	-
营业收入（亿元）	105.37	32.86	20.56	5.35	4.85	1.54	8.45	1.21
增速（%）	45.7%	49.8%	41.6%	34.5%	86.3%	77.6%	26.1%	9.7%
归母净利润（亿元）	26.75	5.65	12.55	1.54	1.13	0.21	0.05	0.14
增速（%）	55.8%	17.9%	25.6%	70.4%	142.3%	33.9%	-87.4%	18.5%
扣非净利润（亿元）	21.27	5.83	5.43	1.29	1.10	0.12	-0.01	0.07
增速（%）	88.1%	61.2%	79.1%	64.5%	150.1%	26.5%	-103.3%	-18.0%
毛利率（%）	37.0%	36.3%	47.6%	50.8%	45.7%	52.2%	28.9%	45.5%
净利润率（%）	25.6%	16.7%	77.3%	28.6%	23.8%	13.4%	0.6%	13.6%
研发费用（亿元）	4.0443	0.6446	0.9303	0.2186	0.3412	0.3352	0.5852	0.1234
研发费用占收入占比	3.84%	1.96%	4.52%	4.09%	7.03%	21.75%	6.92%	10.22%
半年报业绩表现	略超预期	符合预期	符合预期	符合预期	-	-	-	-

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：2021年归母净利润为wind一致预期）

CRO：创新药研发卖水人，疫情后时代持续高景气

CRO子领域投资逻辑：CRO嵌入药物研发全产业链，协助制药企业降本增效，在药物研发过程中确认收益，不承担药品上市失败风险，先于药企实现业绩爆发，有望把握住国内医药有仿到创产业升级与海外产业转移的机遇，成为未来几年的高度景气的医药子板块，相关标的具有高确定性的业绩高增长。

CRO子领域未来趋势：1) 全球创新药研发投入稳定增长，研发外包渗透率不断提高，全球CRO行业未来三年CAGR 10%-15%。我国CRO行业受益于国内医药创新浪潮、鼓励创新政策利好以及海外在国内注册申报加速等因素，进入快速发展黄金期，未来三年CAGR 20-25%。2) 后疫情时代进一步加速海外产业向国内的转移（以往选择海外CRO的客户有提出对中国CRO公司的增量订单需求）。3) 2021H1疫情之下CRO相关标的收入业绩仍实现高于医药行业整体的快速增长，同时领先的CRO公司不仅在主营业务方面保持强劲增长，我们也可以看到业务模式方面的不断创新与服务能力的持续拓宽，兼具业绩高增长确定性与估值弹性。

图表42：CRO全球市场规模及增速



资料来源：泰格医药公告，Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表43：CRO国内市场规模与增速



资料来源：泰格医药公告，Frost&Sullivan，国盛证券研究所

品牌连锁医疗服务：后疫情时代经营明显，收入扣非增长强劲

从板块整体来看：

► **营业收入：**品牌连锁医疗服务门店业务2020H1受疫情冲击较大，2021H1国内疫情稳定，各门店业务经营恢复，眼科、体检、口腔等服务在2021H1快速增长。2021H1实现收入同比大幅增长79%，其中2021Q2延续2021Q1高速增长，实现收入同比增长51%。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**权重股美年健康2021H1仍实现亏损，对板块利润端扰动较大，较难反应板块利润端变化情况。剔除后，品牌连锁医疗服务2021H1归母净利润、扣非净利润增速分别为同比+78.60%、+119.14%，与收入端呈现相同的恢复性高速增长趋势，2021Q2单季来看增速环比有所下降。

► **财务指标：**品牌连锁医疗服务2021H1毛利率、净利率分别为42.90%、9.79%，分别同比+10.1、+9.6个百分点，相比去年同期疫情影响经营，2021H1实现快速恢复；单季度看，毛利率、净利率逐季提高，2021Q2分别环比+5.9、+8.9个百分点。2021H1销售费用率与期间费用率分别实现同比-1.9、-6.0个百分点，经营恢复盈利能力提升。2021H1经营性现金流/营业收入分别实现同比大幅提高，现金流水平良好。

品牌连锁医疗服务板块：我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康作为子领域样本库。

图表44：品牌连锁医疗服务子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	-27%	79%	131%	51%
净利润增速	-96%	2582%	-142%	41%
扣非后净利润增速	-110%	-1629%	-147%	76%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表45：品牌连锁医疗服务子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	32.8%	42.9%	39.7%	45.6%
净利率	0.2%	9.8%	4.9%	13.8%
销售费用率	15.3%	13.4%	13.8%	13.0%
期间费用率	33.8%	27.8%	29.9%	26.1%
应收账款增速	1.9%	28.7%	16.6%	NA
经营性现金流/营业收入	1.2%	16.2%	3.1%	27.2%

资料来源：wind，国盛证券研究所

品牌连锁医疗服务：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表46：品牌连锁医疗服务子领域主要公司横向对比（2021H1）

指标	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
股票代码	300015.SZ	600763.SH	002044.SZ
最新市值（亿元，20210831）	2,281	754	277
2021归母净利润预计（亿元）	23.63	7.39	8.14
2021归母净利润增速预计（%）	37.10%	50.05%	46.91%
PE(2021E)	97	102	34
营业收入（亿元）	73.48	13.18	33.77
增速（%）	76.5%	74.8%	85.2%
归母净利润（亿元）	11.16	3.51	-4.28
增速（%）	65.0%	141.2%	45.8%
扣非净利润（亿元）	12.27	3.42	-3.76
增速（%）	111.9%	148.6%	52.7%
毛利率（%）	48.7%	46.8%	28.7%
净利润率（%）	16.8%	30.1%	-13.4%
净营业周期（天）	-15.36	-27.70	75.44
经营性现金流（亿元）	19.12	3.33	-2.89
半年报业绩表现	符合预期	符合预期	低于预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：2021年归母净利润及PE为wind一致预期）

品牌连锁医疗服务：多点开花+消费升级，医疗服务长期持续高景气

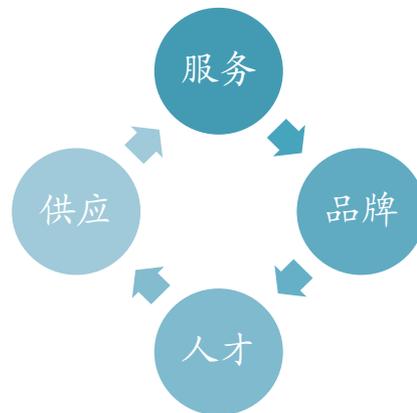
品牌连锁医疗服务未来趋势：

在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，医疗服务行业维持着长期的高景气度。龙头企业逐渐在优质的赛道中形成了品牌影响力、人才培养能力、供应链管理、优质服务能力的强大壁垒，未来有望强者恒强，保持高速增长。

爱尔眼科、通策医疗、美年健康离天花板仍然很远。尽管三大品牌连锁医疗服务企业上市以来保持着高速的复合增长，但目前整体的市占率仍然不高，未来随着在各地的多点开花、消费升级带来高端需求提升等多因素影响下，保持高速增长。

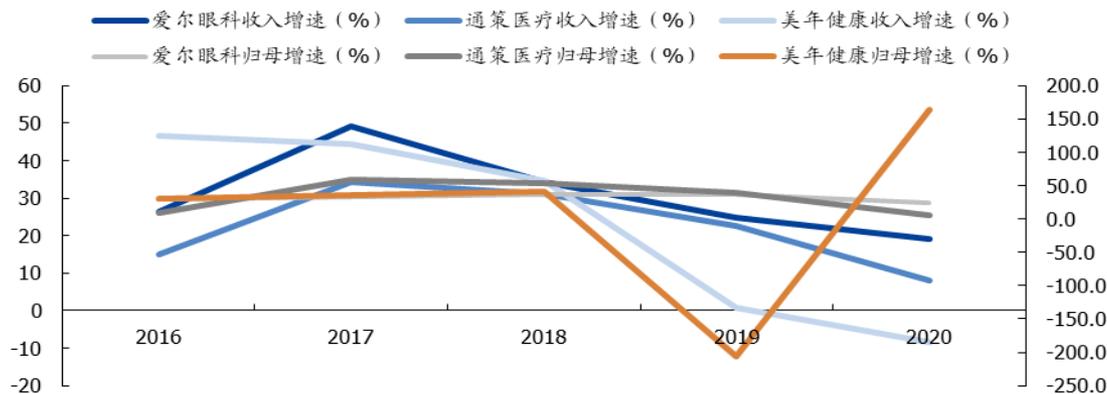
我们认为，2021上半年后疫情时代的快速恢复已经明显呈现，未来品牌连锁医疗服务仍将长期持续高景气。

图表47：品牌连锁医疗服务四大壁垒



资料来源：国盛证券研究所

图表48：爱尔眼科、通策医疗、美年健康收入、归母净利润增速（2016-2020）



资料来源：wind，国盛证券研究所

ICL: 新冠检测放量+常规检测恢复拉动业绩高增长

从ICL的2个标的来看，2021 H受新冠检测需求拉动+常规检测逐步恢复，业绩保持高速增长

➤ **营业收入:** ICL子领域2021 H收入整体增速为41.50%，Q2单季度在去年高基数基础上仍保持8.68%增长，主要系国内疫情多点散发带来新冠检测需求持续释放+常规业务加速恢复所致；2021 Q1 ICL子领域收入整体增速为105.18%，主要与2021 Q1返乡核酸检测需求大增+2020 Q1因疫情常规检测减少基数较低相关。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润:** ICL子领域2021 H净利润整体增速为68.96%，Q2与Q1利润端增速差异主要由产品结构导致，高毛利率的新冠检测产品占比增加将带动利润率提升。

➤ 财务指标:

从2021H来看，ICL子领域综合毛利率为41.26%，与去年基本持平，净利率由于期间费用率的下降提升幅度大于毛利率，约2.7pct。从现金流来看，经营性现金流占收入比例6.54%，较2020 H提升近3.3pct，现金流状况良好。

分季度来看，ICL子领域综合毛利率Q2较Q1略有下降，主要系常规检测收入占比提升所致；从净利率来看，由于期间费用率的进一步压缩，Q2较Q1略有提升。从应收账款增速与收入增速的匹配情况以及经营性现金流/营业收入来看，ICL行业的回款逐步好转。

ICL板块: 我们选取迪安诊断、金域医学作为ICL子领域样本库。

图表49: ICL子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	21.58%	41.50%	105.18%	8.68%
归母净利润增速	151.91%	68.96%	1506.71%	-9.28%
扣非后 净利润增速	158.30%	65.09%	1838.64%	-16.73%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表50: ICL子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	40.38%	41.26%	42.40%	40.14%
净利率	14.98%	17.64%	17.41%	17.87%
销售费用率	10.13%	9.78%	10.16%	9.42%
期间费用率	22.24%	21.44%	21.34%	21.53%
应收账款增速	34.95%	36.21%	65.54%	NA
经营性现金流/营 业收入	3.27%	6.54%	-4.51%	17.29%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

ICL：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表51：ICL子领域主要公司横向对比（2021H）

指标	迪安诊断	金城医学
最新市值 (亿元, 20210831)	186	488
2021归母净利润预计 (亿元)	11.01	17.72
2021归母净利润增速预计 (%)	37.1%	17.4%
PE(2021E)	17	28
营业收入 (亿元)	57.91	54.55
增速 (%)	29.5%	57.0%
归母净利润 (亿元)	7.27	10.59
增速 (%)	45.0%	90.5%
扣非净利润 (亿元)	6.34	10.29
增速 (%)	35.0%	91.4%
毛利率 (%)	36.4%	46.4%
净利润率 (%)	15.2%	20.2%
研发支出合计 (亿元)	1.67	2.25
研发支出收入占比 (%)	2.9%	4.1%
半年报业绩表现	收入利润符合预期	收入利润符合预期

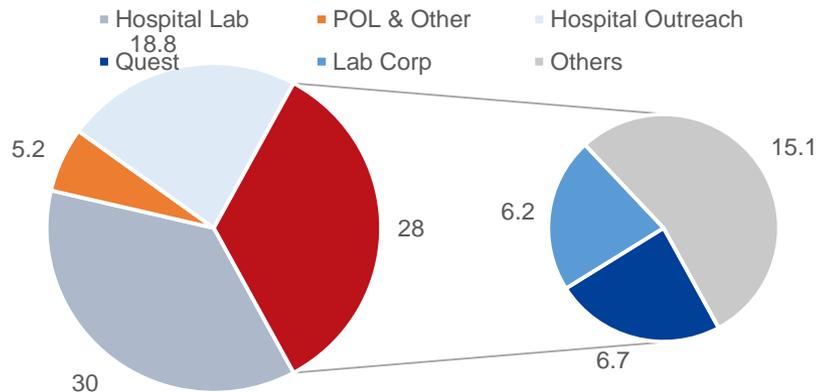
资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年8月31日收盘，2021年归母净利润为wind一致预期）

ICL主要投资逻辑及未来趋势：渗透率提升，头部企业形成寡头垄断格局

国内ICL行业将迎来新一轮爆发期，渗透率将不断提升：与发达国家的ICL渗透率相比（美国约35%，日本及欧洲更高），目前国内ICL渗透率不超过10%，提升空间较大，随着未来DRGs、医保控费等措施的不断推进，拥有更高检测效率、更低成本的ICL行业将承接更多医院外送检验样本，渗透率不断提升。疫情期间金域医学、迪安诊断等企业在检测效率和水平上的专业性体现让政府和医疗机构对专业第三方医学检测机构有了新的认识，未来随着医疗机构对第三方医学实验室认可度的不断提升和政策的加持，国内ICL行业将迎来新一轮爆发期。

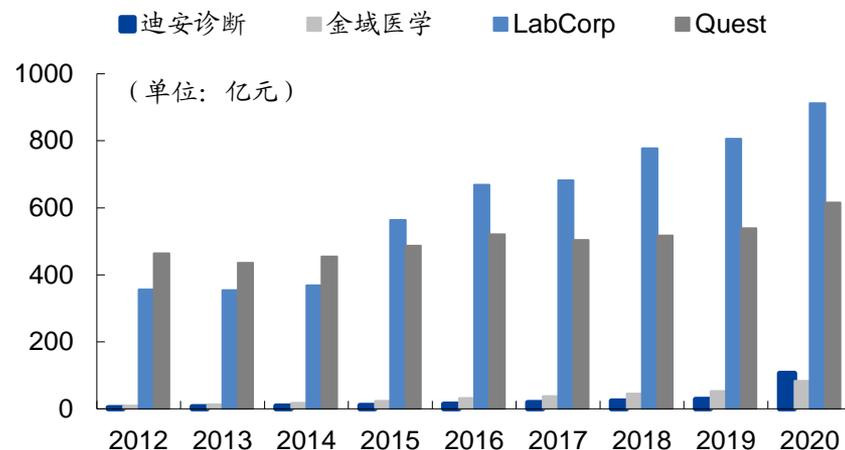
头部企业占领市场制高点，多寡头垄断格局逐步形成：金域、迪安等国内头部ICL企业目前均已完成全国实验室布局，各实验室逐步扭亏为盈；持续的研发投入也使得特检项目快速提升，与高等级医院业务粘性增强；检测成本、项目数量、行业口碑等一系列优势将使得头部ICL企业进一步垄断检验外包市场。

图表53：美国市场ICL渗透率接近35%（单位：十亿美元）



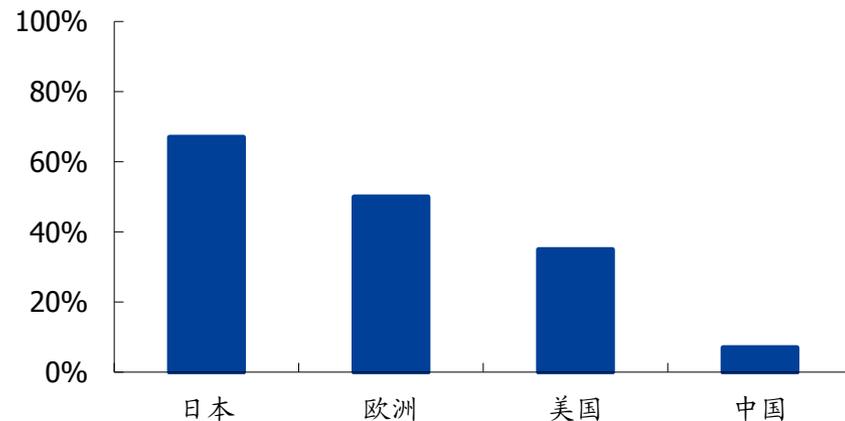
资料来源：Quest，国盛证券研究所

图表52：国内ICL头部企业收入对标美国企业仍有较大差距



资料来源：Wind，公司年报，国盛证券研究所

图表54：国内ICL渗透率相比发达国家明显偏低



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

药店：疫情多点散发影响业绩，下半年有望恢复高增长

从药店的4个标的整体来看，2021Q2在收入端和利润端的增速上环比都有明显下滑，主要有两方面的因素：1) 疫情多点散发影响了部分药店的业绩，特别是广东省今年Q2的疫情对大参林影响较大；2) 2020年Q2是复工开始的阶段，带动门店客流激增，同时去年Q2疫情物资继续处于热卖状态，整体基数相对较高。

➤ **营业收入：**药店子领域2021年H1实现收入增速13.93%，其中Q2增速为12.44%，同比及环比增速都有明显的下滑。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**药店子领域2021H1实现净利润增速和扣非后净利润增速分别为18.23%、16.27%，其中2021Q2实现净利润增速和扣非后净利润增速分别为13.83%、9.42%，同比及环比增速都有明显的下滑。

➤ 财务指标：

从2021H1来看，药店子领域综合毛利率为38.04%，较去年同期有明显提升，主要系毛利率相对较低的防疫物资下降所致。而由于疫情后重新需要促销手段进行获客及促进消费，同时也少了一些费用的减免，2021H1药店子领域整体销售费用率以及整体的期间费用率都有明显的上升。从现金流来看，整体经营性现金流占收入比例大幅上升，继续保持远高于净利率的水平。

药店板块：我们选取益丰药房、大参林、老百姓、一心堂作为药店子领域样本库

图表55：药店子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	24.19%	13.93%	15.46%	12.44%
净利润增速	35.74%	18.23%	22.71%	13.83%
扣非后净利润增速	33.09%	16.27%	23.46%	9.42%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表56：药店子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	36.16%	38.04%	37.66%	38.41%
净利率	7.32%	7.44%	7.69%	7.19%
销售费用率	22.34%	24.02%	23.48%	24.57%
期间费用率	26.63%	28.92%	28.28%	29.56%
应收账款增速	15.83%	27.96%	34.25%	NA
经营性现金流/营业收入	7.96%	10.99%	12.27%	9.72%

资料来源：wind，国盛证券研究所

药店：主要企业2021中报横向对比

图表57：药店子领域主要公司横向对比（2019、2020、2021H1）

指标大类	细分指标	益丰药房			一心堂			老百姓			大参林			
		2019	2020	2021H	2019	2020	2021H	2019	2020	2021H	2019	2020	2021H	
估值指标	最新市值(亿元, 20210831)		373			179			208			360		
	2021归母净利润预计(亿元)		9.90			9.97			7.70			13.53		
	2021归母净利润增速预计(%)		28.8%			26.2%			24.0%			27.4%		
	PE(2021E)		38			18			27			27		
基本经营数据	营业收入(亿元)	102.76	131.45	73.46	104.79	126.56	67.02	116.63	139.67	74.61	111.41	145.83	80.55	
	yoy	48.66%	27.91%	16.74%	14.20%	20.78%	11.16%	23.14%	19.75%	11.58%	25.76%	30.89%	16.05%	
	归母净利润(亿元)	5.44	7.68	5.05	6.04	7.90	5.24	5.09	6.21	4.06	7.03	10.62	6.46	
	yoy	30.58%	41.29%	25.66%	15.90%	30.81%	25.82%	17.01%	22.09%	20.79%	32.17%	51.17%	8.56%	
	扣非净利润(亿元)	5.37	7.39	4.94	5.91	7.53	5.12	4.78	5.45	3.63	6.90	10.22	5.90	
	yoy	40.87%	37.43%	27.44%	16.22%	27.43%	28.15%	14.86%	14.05%	18.38%	35.48%	48.13%	1.65%	
	经营性现金流(亿元)	9.60	13.36	9.78	9.83	10.33	4.70	10.33	14.47	10.63	17.08	19.54	7.37	
	yoy	88.24%	39.13%	11.97%	54.56%	5.09%	-18.33%	13.14%	40.12%	134.86%	95.42%	14.40%	17.85%	
门店情况	覆盖省份数量	9	9	9	10	10	10	22	22	22	10	10	10	
	直营门店数量	4366	5365	6089	6266	7205	8053	3894	4892	5682	4756	5705	6426	
	报告期内净增直营	924	999	724	508	939	848	605	998	790	876	949	721	
	加盟店数量	386	635	799	-	-	-	1234	1641	1998	54	315	552	
	报告期内新增加盟	217	249	164	-	-	-	659	407	357	41	261	237	
					云南: 3820	云南: 4284	云南: 4660							
				广西: 590	广西: 686	广西: 781								
				贵州: 242	贵州: 315	贵州: 388								
				四川: 756	四川: 897	四川: 1073	华中: 1231	华中: 1634	华中: 1795	华南: 3815	华南: 4707	华南: 5416		
	各区域门店数量	中南: 2159	中南: 2858	中南: 3336	山西: 363	山西: 426	山西: 477	华北: 524	华北: 657	华北: 1003	华东: 339	华东: 387	华东: 487	
	华东: 2035	华东: 2456	华东: 2851	重庆: 210	重庆: 257	重庆: 300	华东: 1252	华东: 1545	华东: 1742	东北华北与	东北华北与	东北华北与		
	华北: 558	华北: 677	华北: 701	上海: 9	上海: 10	上海: 10	西北: 544	西北: 664	西北: 715	西北: 170	西北: 206	西北: 275		
				天津: 8	天津: 9	天津: 9								
				海南: 252	海南: 302	海南: 336								
				河南: 16	河南: 19	河南: 19								
会员销售情况	医保店整体比例	76.82%	83.05%	82.30%	83.32%	86.12%	85.17%	89.47%	87.88%	89.37%	76.31%	82.30%	87.27%	
	会员数(万)	3693	4261	4635	2000	2400	2600	4148	5165	5715	-	-	-	
	会员销售占比	83.01%	79.10%	78.70%	83.88%	83.23%	-	76.00%	-	-	-	-	77.25%	
财务指标	销售毛利率	39.01%	37.98%	40.84%	38.70%	35.82%	37.01%	33.59%	32.06%	33.40%	39.48%	38.47%	39.10%	
	销售净利率	5.93%	6.59%	7.55%	5.76%	6.24%	7.58%	5.27%	5.47%	6.24%	6.25%	7.43%	8.15%	
	扣非净利率	5.23%	5.62%	6.72%	5.64%	5.95%	7.64%	4.10%	3.90%	4.87%	6.19%	7.01%	7.32%	
	财务费用率	0.37%	0.26%	0.81%	0.20%	0.03%	0.59%	0.57%	0.45%	1.09%	0.27%	-0.08%	0.90%	
营运效率	整体日均平效(元/平方米)	59.43	59.20	56.35	44.34	46.23	42.46	60.00	63.00	59.00	85.97	89.48	78.85	
	人效(万元/每年)	49.40	53.39		44.57	48.75		61.33	63.53		49.62	53.58		
	净营业周期(天)	75.63	68.05	68.22	52.50	41.43	48.44	61.66	58.14	62.61	56.80	45.33	54.92	
	存货周转天数	93.65	88.16	95.75	109.11	93.57	106.20	85.97	82.99	89.24	105.21	95.03	104.10	
	应收账款周转天数	23.73	21.64	21.51	19.40	18.99	27.03	31.07	28.65	29.32	10.22	9.73	10.56	
	应付账款周转天数	41.76	41.76	49.04	76.01	71.12	84.79	55.38	53.50	55.95	58.63	59.42	59.74	

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所(注: 市值为2021年8月31日收盘, 归母净利润均为wind一致预期)

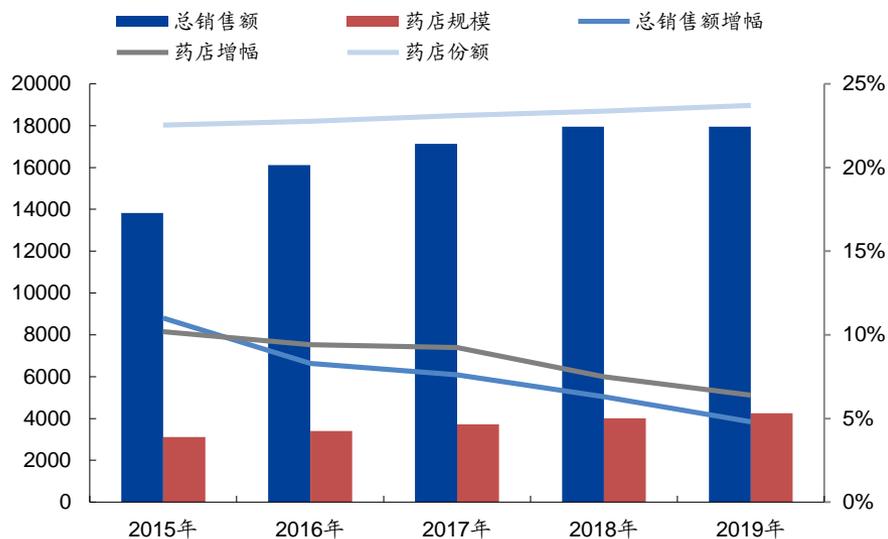
药店主要投资逻辑及未来趋势：处方外流+行业集中度提升

我们认为，尽管未来几年药店行业有较强的政策扰动（如带量采购、医药电商、个人医保账户改革、药店分级分类管理等），但即使是悲观情况下医药电商与药店在3-5年内也不会有直面的竞争，药店行业集中度持续提升以及处方外流的长逻辑，药店板块龙头有望保持高速增长：

➤ **政策同样推动集中度迅速提高：**政策环境变动，单体药店及小型连锁药店承压，将驱动行业集中度迅速提高。自2017年开始，零加成、两票制、带量采购以及药店分级分类管理的陆续执行，导致单体药店及小型连锁药店的生存环境恶化，规模化具备与上游议价能力以及具备融资能力的上市药企将强者恒强，行业集中度有望迅速提升。

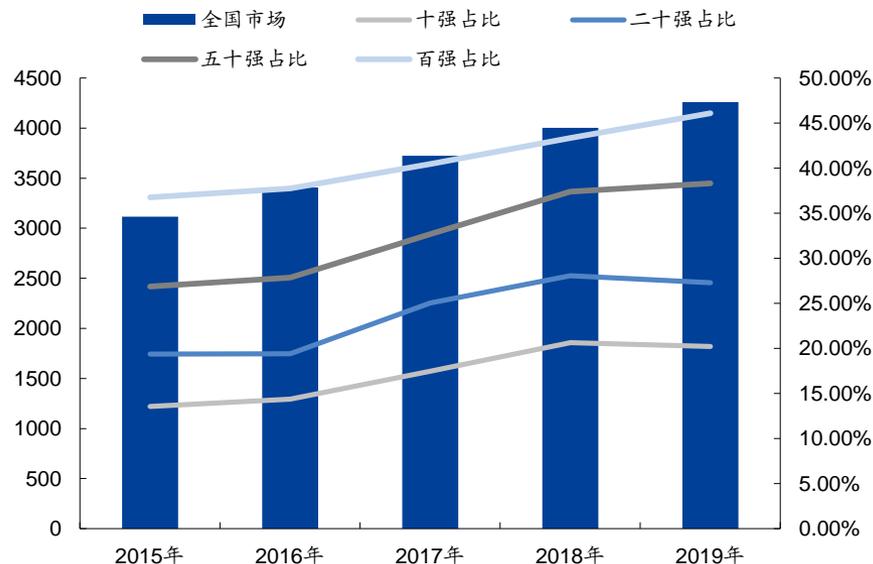
➤ **处方外流长趋势不可逆：**医药分家、处方外流一直是政策组合拳的最终目的之一。从2017年开始，对公立医院药品占比30%的限制以及取消药品加成，核心目的之一就是为降低医院与药品之间的利益关联，促进处方外流；而在当下，逐渐落地的带量采购政策与统筹账户对接药店的特慢病消费，将加速处方外流的进程。

图表58：药店行业规模及占比情况（亿元）



资料来源：中国药店，国盛证券研究所

图表59：药店CR10、20、50、100情况（亿元）



资料来源：中国药店，国盛证券研究所

中药品牌消费：逐步走出低谷

从中药品牌消费的标的来看，整体呈现逐季恢复的状态。

➤ **营业收入：**中药品牌消费子领域2021上半年收入整体增速为25.46%；2021年Q2收入整体增速为20.99%，实现较快增长，显示在疫情影响消除及前两年行业性影响减退后，中药品牌消费恢复一定活力。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**中药品牌消费2021H1净利润受到云南白药大额投资损益影响，出现失真；从扣非后归母净利润增速看，2021H1为24.73%，如果加回云南白药Q2大额激励费用增速会更高。随着片仔癀加速增长，云南白药混改后激励落地，同仁堂，东阿阿胶走出低谷，中药品牌消费业务端恢复情况良好。

➤ **财务指标：**

从2021H1来看，中药品牌消费子领域全年综合毛利率为41.91%，相较去年同期略有提升，期间费用率保持稳定；整体净利率下滑主要是云南白药投资损益扰动，排出后净利率变动趋势与毛利率一致。从现金流来看，整体经营性现金流占收入比例明显提升，现金流状况明显好转。

中药品牌消费板块：我们将云南白药、片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、华润三九这5个标的作为中药品牌消费品的样本库。

图表60：中药品牌消费子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	-4.04%	25.46%	29.80%	20.99%
净利润增速	-14.25%	5.87%	-3.56%	15.70%
扣非后净利润增速	9.42%	24.73%	37.92%	10.01%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表61：中药品牌消费子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	41.21%	41.91%	40.73%	43.21%
净利率	16.00%	13.74%	12.23%	15.41%
销售费用率	18.03%	16.97%	16.34%	17.66%
期间费用率	23.40%	23.28%	21.27%	25.50%
应收账款增速	-30.36%	24.64%	20.28%	NA
经营性现金流/营业收入	17.20%	21.32%	13.91%	29.49%

资料来源：wind，国盛证券研究所

中药品牌消费：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表62：中药品牌消费子领域主要公司横向对比(2021H1)

指标	东阿阿胶	云南白药	华润三九	同仁堂	片仔癀
最新市值 (亿元, 20210831)	225	1,134	274	450	2,094
2021归母净利润预计 (亿元)	4.73	55.25	19.64	12.01	21.51
2021归母净利润增速预计 (%)	993.72%	0.16%	22.94%	16.49%	28.69%
PE(2021E)	47	21	14	37	97
营业收入(亿元)	16.87	190.83	77.57	73.59	38.49
增速(%)	54.0%	23.2%	32.0%	22.6%	18.6%
归母净利润(亿元)	1.50	18.02	13.65	6.24	11.15
增速(%)	278.1%	-26.6%	29.4%	29.9%	29.0%
扣非净利润(亿元)	1.08	18.85	12.65	6.17	11.15
增速(%)	202.6%	2.0%	37.1%	29.6%	29.9%
毛利率(%)	59.5%	29.0%	60.3%	48.0%	49.8%
净利润率(%)	8.9%	9.4%	17.8%	13.5%	29.7%
年报业绩表现	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	超预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年8月31日收盘，除云南白药、片仔癀外2021年归母净利润为wind一致预期）

儿科特色消费：疫情不改强劲增长势头

从儿科特色消费的标的来看，整体保持高速增长，收入端增长加速明显。

➤ **营业收入：**儿科特色消费子领域2021H1收入整体增速为28.47%，2021Q2收入增速为19.54%，在疫情导致的低基数以及终端需求复苏下实现高增长，相比2020H1加速明显。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**儿科特色消费子领域2021H1归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为46.57%和50.34%，实际增长明显加速（长春高新子公司金赛药业并表因素导致20H1表观增长较快），2021年Q2来看，归母净利润和扣非后利润增速均在35%以上，且高于收入增速，显示强劲的增长势头。

➤ 财务指标：

从2021H1看，儿科特色消费子领域全年综合毛利率为87.27%，相较去年同期上升2.35pct，期间费用率也出现一定下降，整体净利率为38.12%，相比2020H1提升3.46pct。从现金流来看，整体经营性现金流占收入比例出现提升近4pct，儿科特色消费行业的回款已恢复至比2020年更好的水平。

儿科特色消费板块：我们选取长春高新、我武生物、安科生物3个标的作为儿科特色消费子领域样本库。

图表63：儿科特色消费子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	10.37%	28.47%	40.46%	19.54%
净利润增速	57.25%	46.57%	60.93%	36.13%
扣非后净利润增速	53.64%	50.34%	59.95%	43.01%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表64：儿科特色消费子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	84.92%	87.27%	88.94%	85.80%
净利率	34.66%	38.12%	37.47%	38.68%
销售费用率	33.28%	29.66%	32.06%	27.57%
期间费用率	43.48%	40.94%	43.19%	38.97%
应收账款增速	21.44%	21.36%	32.18%	NA
经营性现金流/营业收入	22.16%	26.11%	27.27%	25.09%

资料来源：wind，国盛证券研究所

儿科特色消费：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表65: 儿科特色消费子领域主要公司横向对比 (2021H1)

指标	长春高新	安科生物	我武生物
最新市值 (亿元, 20210831)	1,033	192	268
2021归母净利润预计 (亿元)	43.64	5.43	3.51
2021归母净利润增速预计 (%)	43.2%	51.4%	26.1%
PE(2021E)	24	35	76
营业收入 (亿元)	49.63	9.69	3.48
增速 (%)	26.7%	36.1%	34.0%
归母净利润 (亿元)	19.23	2.44	1.47
增速 (%)	46.8%	50.3%	37.6%
扣非净利润 (亿元)	19.22	2.28	1.33
增速 (%)	51.7%	55.3%	26.9%
毛利率 (%)	87.9%	81.1%	95.7%
净利润率 (%)	40.4%	25.5%	40.9%
研发支出合计 (亿元)	3.52	0.58	0.39
研发支出收入占比 (%)	7.1%	6.0%	11.1%
半年报业绩表现	整体符合预期 金赛超预期	符合预期	符合预期

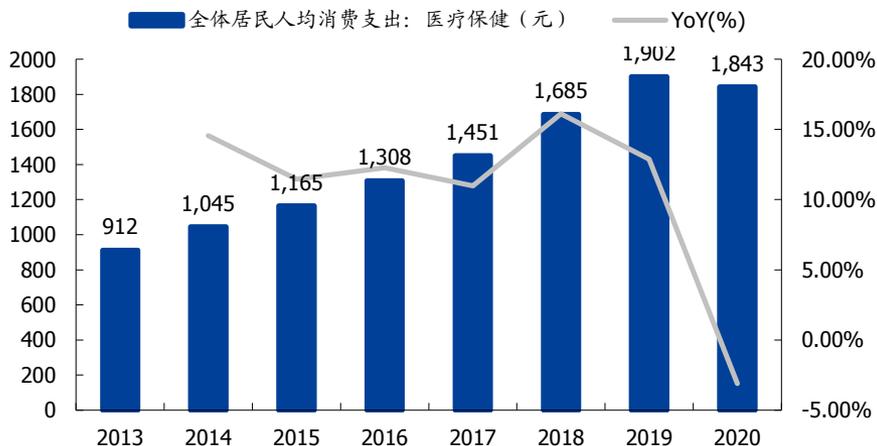
资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2021年8月31日收盘值, 2021年归母净利润及PE为国盛证券预测)

医药健康消费逻辑：持续受益于健康消费升级和高净值人口红利

医药健康消费水平和占比提升：中国年人均医疗保健支出2013-2019保持13.03%的复合增速，但基数较小，2019年仅1902元，未来增长空间巨大；我国人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至2019年的8.8%，消费者对健康消费愈加重视，按美国18%的医疗健康支出占比水平（数据来自健康界），我国仍有较大提升空间。虽然2020年因疫情导致人均医疗保健支出及占比有所降低，但可以预见，后疫情时代，医药消费有望实现报复性反弹。

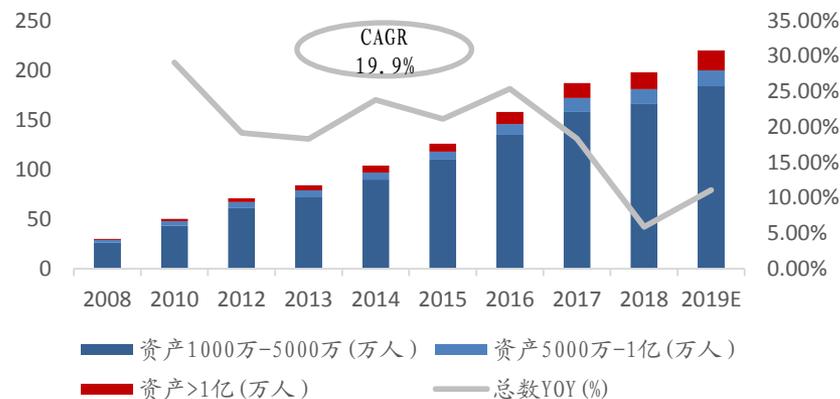
高端健康消费潜在群体快速增加：我国2008-2019年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至220万，复合增速19.9%。据胡润财富，高净值人群消费对健康消费的重视排行前三。潜在消费群体的持续增加为医药健康消费品的增长奠定了良好的基础。

图表67：全国居民人均医疗健康消费支出（2013-2020）



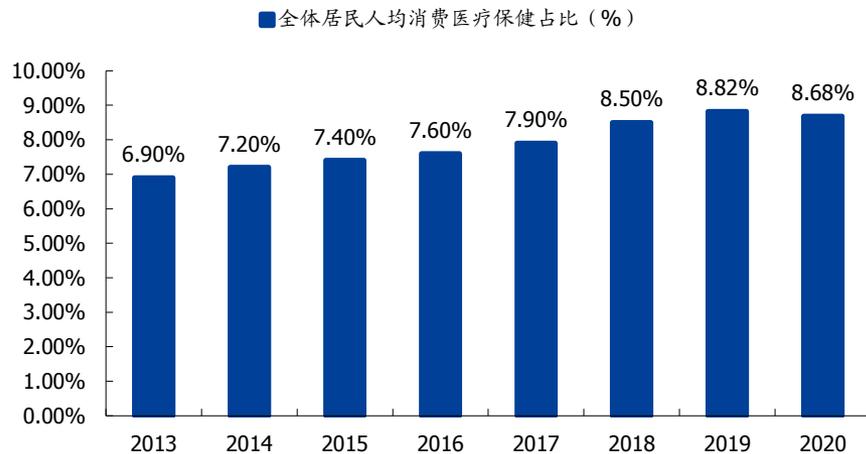
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表66：中国高净值人群数量（2008-2019E）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表68：全国居民人均消费中医疗保健占比（2013-2020）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

医药健康消费逻辑及未来趋势：继续分化，紧盯高景气细分赛道

医药健康消费品公司渗透率较低，目标人群巨大，生意空间和市值成长空间巨大：

例如我武生物粉尘螨滴剂目标人群超过2亿，长春高新、安科生物的生长激素潜在规模达1000亿元，渗透率处于较低水平，云南白药、片仔癀目标人群都是数亿级。

核心竞争优势持续创造价值：

中药消费品的百年品牌、国家保密配方/保护品种；其他特色消费的高技术壁垒、研发和管线、专利权等优势使得医药健康消费企业在市场竞争中处于极其有利位置。

未来医药健康消费领域趋势：

- 1) 部分需求旺盛产品高景气度将维持：眼科改善性消费产品、生长激素、脱敏制剂处于高成长阶段；
- 2) 经济下行及疫情递延影响可能短暂拖累部分医药消费：据2019胡润财富报告，高净值家庭比上年减少1.5%，5年来首次减少；疫情对经济发展的递延影响可能影响部分品类产品的销售，但从目前情况看，其影响只是短期的；
- 3) 政策扰动下，不同细分领域的医药消费产品的增速分化会继续加剧：在新的政策和市场环境下，政策免疫的范围会越来越窄，经济下行下行业竞争同样加剧，真正具备硬核实力、竞争格局良好、且处在核心产品生命周期前半段的企业将会在大浪淘沙中脱颖而出。
- 4) 个股可能出现事件驱动型机会：创新大单品推进/获批（兴齐眼药、安科生物），子公司分拆上市激活经营（片仔癀），企业改革及激励（云南白药、健民集团、马应龙、中新药业、羚锐制药），去渠道库存完成（东阿阿胶）；

眼科：强势高增长展现赛道高景气

从眼科的6个标的来看，21H1在明显低基数下实现超高速增长，显示极强的韧性。

➤ **营业收入：**眼科子领域2021H1实现收入增长99.16%，2021Q2收入增速为57.53%，显示眼科领域收入恢复正常高速增长，并非简单因为20年疫情下低基数。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**眼科子领域2021H1归母净利润增速为143.61%，2021Q2增速为65.47%，在相对基数较高的Q2依然实现高速增长；从扣非端情况看，2021H1增速为127.48%，21Q2增速为52.62%，业务是高增长核心动力。

➤ 财务指标：

从2021H1来看，眼科子领域综合毛利率为83.80%，较去年同期下降1.68pct，但在期间费用率下降带动下，整体净利率大幅提升8.56pct。从应收账款增速看，21H1眼科子领域出现负增长，从现金流来看，整体经营性现金流占收入比例大幅提升，显示眼科公司的回款情况出现进一步优化。

眼科板块：我们选取爱尔眼科、兴齐眼药、欧普康视、爱博医疗、昊海生科、光正眼科作为眼科子领域样本库。

图表69：眼科子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	9.39%	99.16%	222.01%	57.53%
净利润增速	2.30%	143.61%	954.25%	62.47%
扣非后净利润增速	2.86%	127.48%	966.86%	52.62%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表70：眼科子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	85.48%	83.80%	83.08%	84.30%
净利率	35.51%	44.07%	42.81%	44.94%
销售费用率	17.58%	17.28%	15.66%	18.40%
期间费用率	41.22%	37.26%	39.52%	35.69%
应收账款增速	38.38%	-0.92%	37.65%	NA
经营性现金流/营业收入	16.96%	45.93%	36.15%	52.71%

资料来源：wind，国盛证券研究所

眼科：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表71：眼科子领域主要公司横向对比(2021H1)

指标	光正眼科	爱尔眼科	兴齐眼药	欧普康视	爱博医疗	昊海生科
最新市值 (亿元, 20210831)	53	2,281	75	568	278	259
2021归母净利润预计 (亿元)	1.34	23.37	1.91	6.17	1.62	4.99
2021归母净利润增速预 计(%)	20.3%	35.6%	117.3%	19.0%	67.8%	117.1%
PE(2021E)	39	98	39	92	171	52
营业收入(亿元)	5.28	73.48	4.62	5.70	2.06	8.51
增速(%)	69.4%	76.5%	95.2%	91.9%	99.2%	71.6%
归母净利润(亿元)	0.61	11.16	0.80	2.56	0.91	2.31
增速(%)	819.9%	65.0%	423.3%	100.1%	143.6%	739.3%
扣非净利润(亿元)	-0.09	12.27	0.82	2.11	0.82	2.21
增速(%)	74.8%	111.9%	459.8%	89.6%	127.5%	2722.4%
毛利率(%)	35.2%	48.7%	77.2%	76.5%	83.8%	74.5%
净利润率(%)	11.5%	16.8%	19.0%	46.8%	44.1%	27.8%
研发支出合计(亿元)	0.01	1.03	0.38	0.13	0.28	0.73
研发支出收入占比(%)	0.2%	1.4%	8.3%	2.3%	13.5%	8.6%
半年报业绩表现	-	符合预期	符合预期	符合预期	超预期	符合预期

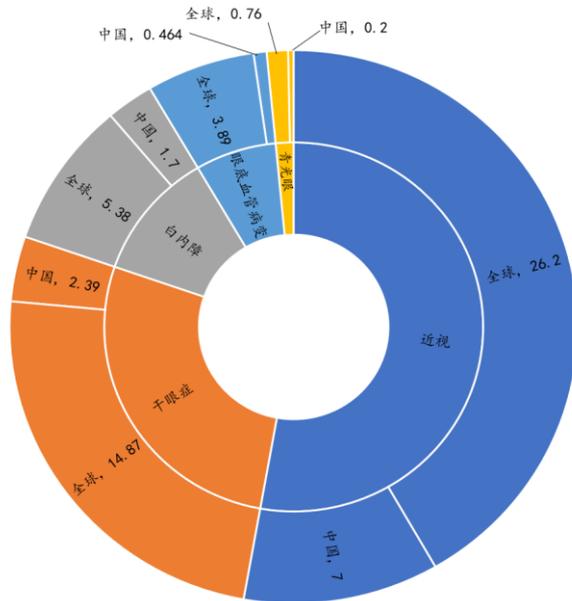
资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年8月31日收盘，除爱尔眼科、兴齐眼药、爱博医疗、昊海生科外2021年归母净利润为wind一致预期）

眼科主要投资逻辑及未来趋势：眼病人口红利+消费升级+供给侧变革带来大单品

中国巨大的眼病人口红利为眼科市场奠定基础：我国是全球眼病患者最多的国家，仅近视（约7亿），干眼症（约3亿），白内障（1.6亿）三大眼病患者人数就超过10亿（不考虑重叠发病）。目前我国部分眼病治疗方式和手段与国外相比仍存在较大差距，相比欧美国家，我国大多数眼科药物渗透率较低，医药消费升级下，眼病人口红利将支撑整个眼科市场的发展。

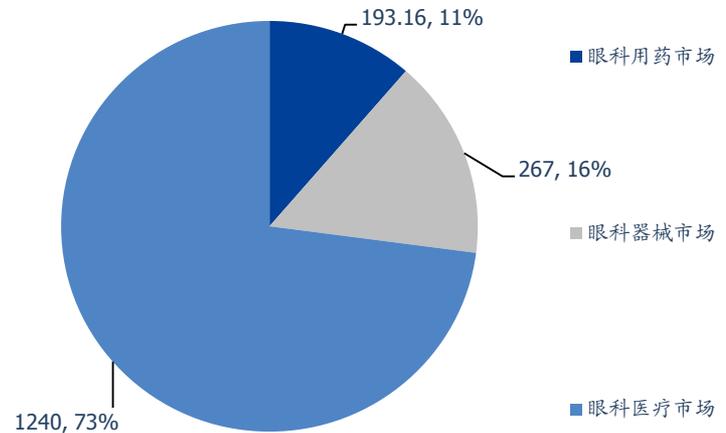
眼科整体市场规模达1700亿元，处于高景气快速增长期。根据Frost & Sullivan、《中国医疗器械行业发展报告》，我国眼科市场2019年总体规模达1700亿元，其中眼科医疗市场1240亿，占比73%，眼科器械市场267亿元，占比16%，眼科用药市场193亿元，占比11%。眼科医疗市场2013-2018年复合增速14.72%，2014-2018眼科器械市场复合增速19.45%，眼科用药市场2015-2019年复合增速8%，2019-2030复合增速有望达17.8%。

图表72：2020E主要眼科疾病患病人数（亿人）



资料来源：WHO、Frost & Sullivan、《眼科临床指南》、《American Journal of Ophthalmology》、2017中国眼底病论坛暨国际视网膜研讨会，国盛证券研究所

图表73：2019年我国眼科细分市场规模（单位：亿元）



资料来源：《中国医疗器械行业发展报告》、Frost & Sullivan，国盛证券研究所

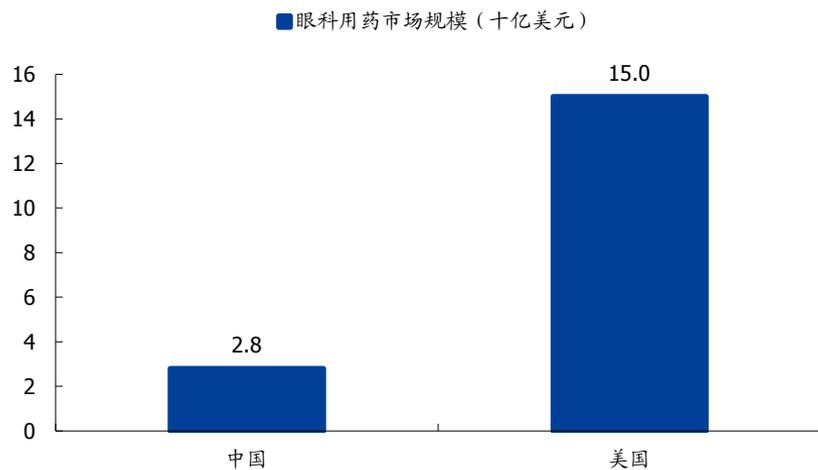
眼科主要投资逻辑及未来趋势：眼科药品及器械市场将诞生大龙头

供给侧改革将带动一批企业腾飞：以眼科药品市场为例，2019年美国眼科用药市场规模为150亿美元，同期我国眼科用药市场规模为28亿美元，仅为美国的1/5，而各类眼病患者数量我国远多于美国，干眼、近视、青光眼均是美国的7倍以上，相当于人均用药金额仅为美国的1/35。人均用药金额少主要原因是我国眼科药品供给端与国际差距明显，在国内厂家通过自主研发/权益引进的方式增加潜力大单品供应之后，眼科用药市场可能出现类似于2017年疫苗领域因二类苗大单品供给侧变革造就的“大产品、大时代”。

未来眼科领域趋势：

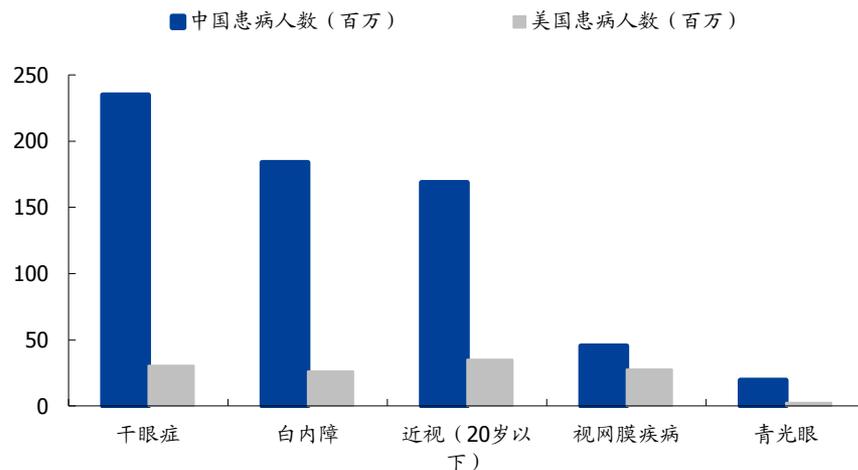
- 赛道高景气度下，眼科用药、眼科器械会分别诞生1-2个类似眼科医疗里爱尔眼科的大龙头企业；
- 眼科黄金赛道会产生分化，投资需优中选优，近视防治（含手术、药品和器械）、眼底血管病药物、干眼症药物、民营眼科医院将成为未来10年眼科最具增长潜力的细分领域；
- 眼科药品市场会在2021年起加速增长；未来眼科会诞生多个10亿+级别的大单品（药品、器械）

图表74：2019年中美眼科用药市场规模对比



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表75：2019年中美两国眼科疾病患病人数对比



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

血制品：血制品板块业绩逐渐复苏，中长期继续重点看好

Q3继续受疫情影响业绩承压，继续看好板块未来发展：

➤ **营业收入：**血制品子领域21年上半年收入增速8.18%，Q2相比Q1收入增速提升明显，主要是派林生物物外延内生并举拉动，剔除派林生物，整体看21年上半年同比基本持平。20年上半年疫情发生以来，最初在疫情治疗中血制品短期需求旺盛带来一定的拉升，但由于整体的物流供应包括医院端的手术以及采浆等影响，整体业绩相对一般，20-21年行业整体采浆相对平稳。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**血制品子领域21年上半年净利润增速12.84%，扣非净利润增速10.51%，相比Q1提升明显，剔除派林生物，21年上半年净利润同比增长2.69%，扣非净利润同比增长1.82%，保持稳定。行业在逐渐恢复中，预计未来随着疫情的进一步缓和以及预防接种工作的完成，国内采浆规模将会逐渐恢复，血制品业绩有望逐渐回升。

➤ **财务指标：**血制品21年上半年毛利率为52.01%，毛利率保持平稳。此外销售费用率略有提升，保持稳定。应收账款增速增加明显，主要是20年上半年部分企业低基数的原因。经营性现金流/营业收入逐渐向好。整体看血制品业务财务指标保持稳定。

血制品板块：我们选取天坛生物、华兰生物、派林生物、卫光生物、博雅生物作为血制品子领域样本库

图表76：血制品子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	0.06%	8.18%	1.30%	14.71%
归母净利润增速	-5.59%	12.84%	10.71%	14.84%
扣非后净利润增速	-5.13%	10.51%	3.11%	18.07%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表77：血制品子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	51.60%	52.01%	52.66%	51.47%
净利率	24.12%	25.16%	26.41%	24.11%
销售费用率	12.81%	11.84%	11.81%	11.87%
期间费用率	23.50%	23.68%	23.43%	23.88%
应收账款增速	-6.94%	19.58%	9.79%	NA
经营性现金流/营业收入	29.34%	45.55%	29.78%	58.78%

资料来源：wind，国盛证券研究所

血制品：主要企业2021年上半年报横向对比梳理

图表78：血制品子领域主要公司横向对比（2021H）

指标	卫光生物	博雅生物	天坛生物	派林生物	华兰生物
股票代码	002880.SZ	300294.SZ	600161.SH	000403.SZ	002007.SZ
最新市值（亿元， 20210831 ）	66	165	426	220	537
2021 归母净利润预计（亿元）	2.50	4.08	7.77	5.24	19.82
2021 归母净利润增速预计（%）	31%	57%	22%	182%	23%
PE(2021E)	27	41	55	42	27
营业收入（亿元）	3.36	12.95	18.11	7.91	12.89
增速（%）	-17.6%	6.0%	16.5%	85.1%	-7.1%
归母净利润（亿元）	0.70	1.98	3.37	1.76	4.57
增速（%）	-9.7%	22.7%	18.8%	179.6%	-10.6%
扣非净利润（亿元）	0.66	1.95	3.32	1.48	3.96
增速（%）	-11.6%	27.1%	19.6%	157.1%	-14.9%
毛利率（%）	40.5%	56.3%	47.9%	46.4%	59.9%
净利润率（%）	20.8%	15.8%	27.0%	22.3%	34.9%
经营性现金流（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
半年报业绩表现	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润略低于预期

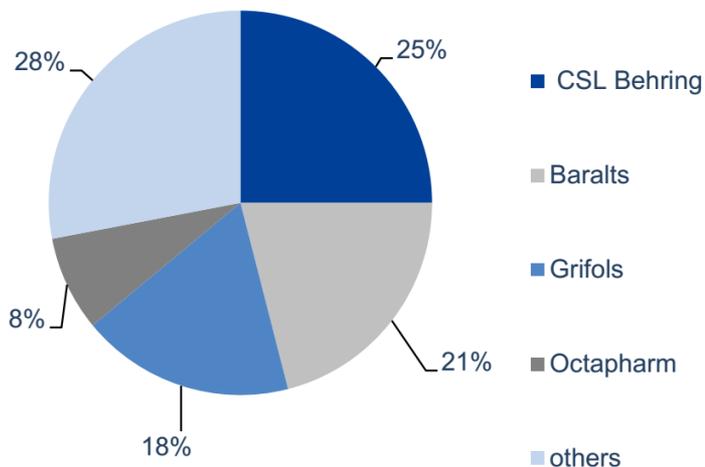
资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年8月31日收盘，除派林生物外，2021年归母净利润为wind一致预期）

血制品：行业集中化趋势发展，吨浆规模成为弹性空间和企业优势

全球已形成寡头格局。行业规模持续增长，全球范围血制品企业集中化发展。随着世界范围内陆续发生血液制品安全事件后，各国政府加强了监管，加上企业的兼并重组，目前国外只剩下不到20家血液制品企业，而且CSL Behring、Baxter、Grifols等几家大型企业的产品就占了血液制品市场份额的75%~85%，今后的行业集中度将更为凸显，2021年上半年预计全年除重组类产品市场规模将超250亿美元。

国内血制品龙头已呈现集中化发展，吨浆规模成为企业优势。国内血制品企业已进入转型阶段，未来将通过并购整合不断壮大，集中化趋势更加明显，公司浙民投背景具备产业整合优势。当前国内行业发展趋势明显，弹性空间仍然取决于采浆规模的扩大，血制品行业相对集中度较高，进一步整合不断壮大将是未来发展趋势。公司大股东浙民投，在产业整合方面具有明显积累的优势，未来公司有望在做大做强自身业务的基础上，积极参与血液制品行业整合，通过并购具有一定客户基础、业务渠道、技术优势和竞争实力，不断提升公司原料血浆供应量和单采血浆站规模，提升核心竞争力。

图表79：2016年血制品全球市场格局



资料来源：Grifols官网，国盛证券研究所

图表80：血制品上市公司2020年预计采浆情况统计

	在营浆站（个）	20预计采浆量（吨）
天坛生物	55	1714
华兰生物	25	1000
上海莱士	41	1200+
双林生物	21	2019年突破400
博雅生物	13	378
卫光生物	8	382
泰邦生物	23	-
合计		5000+

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

药机：新冠疫苗设备需求爆发+生物制药装备逐步放量，拉动业绩高增长

从药机的3个标的来看，2021H受新冠疫苗相关设备需求大幅增加及生物制药装备逐步放量，业绩实现爆发式增长。

► **营业收入：**药机子领域2021H收入整体增速为60.11%，Q2较Q1增速放缓主要系Q1去年同期基数较低，三家企业Q2较Q1环比收入均呈现增长态势，主要原因是新冠疫苗相关设备及生物制药设备收入增加拉动。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**药机子领域2021H净利润整体增速为192.05%，利润增速大于收入端增速主要系新冠疫苗相关设备多为进口替代市场且交付紧急，故毛利率较高；此外，生物制药装备是“设备+耗材+服务”的模式，毛利率亦高于传统制药装备。

► 财务指标：

从2021H来看，药机子领域综合毛利率为30.53%，较2020H提升3.3pct，净利率由于期间费用率的下降提升幅度大于毛利率，约4.5pct。从现金流来看，经营性现金流占收入比例26.08%，较2020H提升近15pct，现金流状况良好。

分季度来看，药机子领域综合毛利率Q2较Q1略有下降，推测主要与销售的产品结构相关，药机企业订单和收入确认存在“时间错位”；从净利率来看，由于期间费用率的进一步压缩，Q2较Q1提升2.5pct。从应收账款增速与收入增速的匹配情况以及经营性现金流/营业收入来看，药机行业的回款逐步好转。

药机板块：我们选取东富龙、楚天科技和新华医疗作为药机子领域样本库。

图表81：药机子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	0.48%	60.11%	75.24%	49.44%
归母净利润增速	-59.01%	192.05%	578.91%	111.72%
扣非后净利润增速	244.28%	229.65%	2293.43%	106.64%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表82：药机子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	27.17%	30.53%	31.70%	29.56%
净利率	5.44%	9.91%	8.57%	11.02%
销售费用率	9.58%	9.12%	10.12%	8.29%
期间费用率	20.78%	19.08%	21.14%	17.38%
应收账款增速	-0.38%	0.87%	-2.31%	NA
经营性现金流/营业收入	11.13%	26.08%	18.22%	32.58%

资料来源：wind，国盛证券研究所

药机：主要企业2021半年报横向对比梳理

图表83: 药机子领域主要公司横向对比 (2021H)

指标	东富龙	楚天科技	新华医疗
最新市值 (亿元, 20210831)	380	151	118
2021归母净利润预计 (亿元)	6.43	4.16	-
2021归母净利润增速预计 (%)	38.7%	107.5%	-
PE(2021E)	59	36	-
营业收入 (亿元)	18.10	23.91	54.60
增速 (%)	52.2%	72.8%	35.8%
归母净利润 (亿元)	3.40	2.36	3.29
增速 (%)	97.7%	1321.2%	155.8%
扣非净利润 (亿元)	3.06	2.35	2.70
增速 (%)	125.4%	7027.6%	137.5%
毛利率 (%)	45.1%	38.6%	22.1%
净利润率 (%)	21.1%	9.9%	6.2%
研发支出合计 (亿元)	0.99	1.97	1.00
研发支出收入占比 (%)	5.5%	8.2%	1.8%
半年报业绩表现	收入利润超预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2021年8月31日收盘, 2021年归母净利润为wind一致预期)

药机主要投资逻辑及未来趋势：生物制药装备引领增长，进口替代+国际化是大势所趋

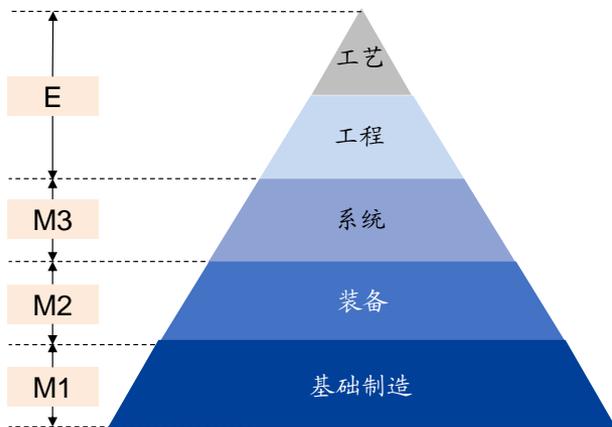
生物制药东风已至，上游制药装备行业迎风起舞，已从单一的“GMP”政策驱动转向“需求端+供给端”共振，国际化扬帆出海正当时，是成长转化而非周期强化。预计我国制药装备行业将迎来黄金发展期。

需求端：生物制药装备未来有望引领制药装备行业加速扩容，是行业的最大增量。

供给端：制药装备产业升级驱动行业螺旋式上升。从“单机”到“系统”，从“后段”走向壁垒更高的“前段”，从“设备”拓展至“设备+耗材+工艺”，供给端的升级换代驱动行业转型，释放更多增量空间。

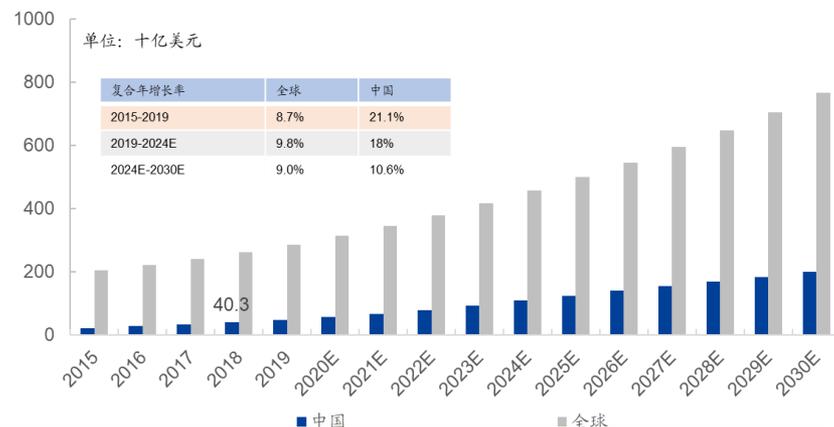
国际化：国产制药装备企业加速推进国际化战略，通过“收购+自建”等方式在海外设立子公司，加码国际化布局，打开成长天花板。

图表85：东富龙的业务模式加速升级转型



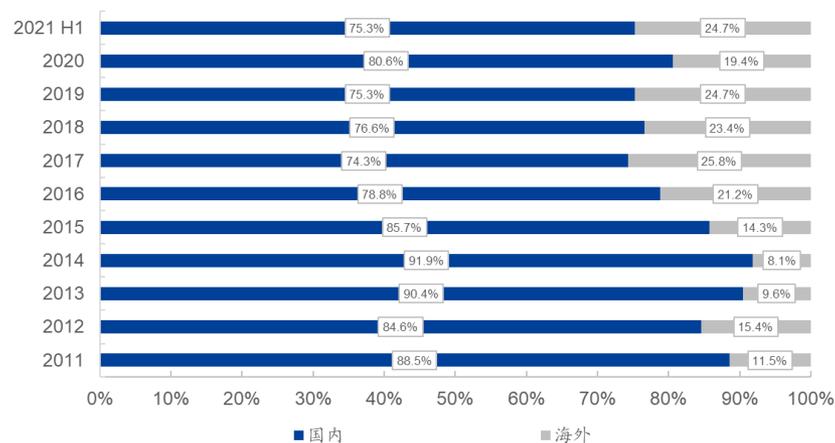
资料来源：东富龙公司公告，国盛证券研究所

图表84：2015-2023E全球及中国生物药市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表86：2011-2021H 东富龙海内外收入占比情况



资料来源：东富龙公司公告，国盛证券研究所

流通：后疫情时代加速恢复，同比改善明显

从流通的标的来看，2021H1整体是有着较好的同比改善，主要系去年疫情低基数下的快速恢复；但由于去年Q2已经开始逐步恢复，2021Q2的同比增速相较2021Q1有较大幅度的放缓。

► **营业收入：**流通子领域2021H1收入整体增速为24.43%，在疫情导致的低基数下实现恢复性高增长，其中Q2单季度收入增速为20.66%，环比有所放缓。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**由于流通子领域存在较多的非经常性损益，我们直接关注扣非后归母净利润。流通子领域2021H1扣非后归母净利润增速为15.61%，其中2021年Q2扣非后归母净利润增速为8.83%，环比放缓明显，主要系权重股九州通及柳药股份影响。

► **财务指标：**从2021H1来看，流通子领域综合毛利率为10.36%，相较去年同期有所下降，但整体净利率由于销售费用率及整体的期间费用率下降略有提升。从现金流来看，整体经营性现金流占收入比例有所下降，现金流状况有所恶化，但流通企业回款集中在Q4，因此具体情况还有待进一步观察。

流通板块：我们选取重药控股、英特集团、上海医药、人民同泰、南京医药、鹭燕医药、柳药股份、九州通、嘉事堂、国药一致、国药股份作为流通子领域样本库。

图表87：流通子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	-1.26%	24.43%	28.54%	20.66%
净利润增速	4.58%	40.52%	57.12%	28.53%
扣非后净利润增速	0.23%	15.61%	25.62%	8.83%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表88：流通子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	11.18%	10.36%	10.02%	10.69%
净利率	2.93%	3.18%	2.96%	3.39%
销售费用率	4.69%	4.35%	4.31%	4.38%
期间费用率	7.68%	7.09%	7.16%	7.02%
应收账款增速	-1.10%	27.55%	25.56%	NA
经营性现金流/营业收入	-0.11%	-0.92%	-7.54%	5.55%

资料来源：wind，国盛证券研究所

流通：主要企业2021中报横向对比梳理

图表89：流通子领域主要公司横向对比（2021H1）

指标	上海医药	九州通	柳药股份	国药股份	国药一致
最新市值 (亿元, 20210831)	487	284	59	220	137
2021归母净利润预计(亿元)	54.44	29.07	8.06	16.46	16.00
2021归母净利润增速预计 (%)	20.3%	-9.3%	35.5%	19.0%	13.7%
PE(2021E)	9	10	7	13	9
营业收入(亿元)	1,052.37	619.81	83.23	220.76	331.63
增速(%)	20.7%	20.7%	9.9%	25.9%	22.1%
归母净利润(亿元)	35.68	21.72	3.29	7.66	7.41
增速(%)	46.0%	72.6%	-16.6%	23.6%	15.2%
扣非净利润(亿元)	25.51	9.79	3.15	7.58	7.21
增速(%)	15.9%	2.1%	-18.3%	33.2%	15.0%
毛利率(%)	13.7%	8.4%	11.9%	7.4%	11.9%
净利润率(%)	4.0%	3.7%	4.4%	3.8%	2.7%
净营业周期(天)	73.65	83.64	134.11	5.36	73.84
经营性现金流(亿元)	21.71	-12.52	-11.16	8.07	12.29

半年报业绩表现

收入利润符合预期

扣非利润略低于预期

利润端低于预期

收入利润符合预期

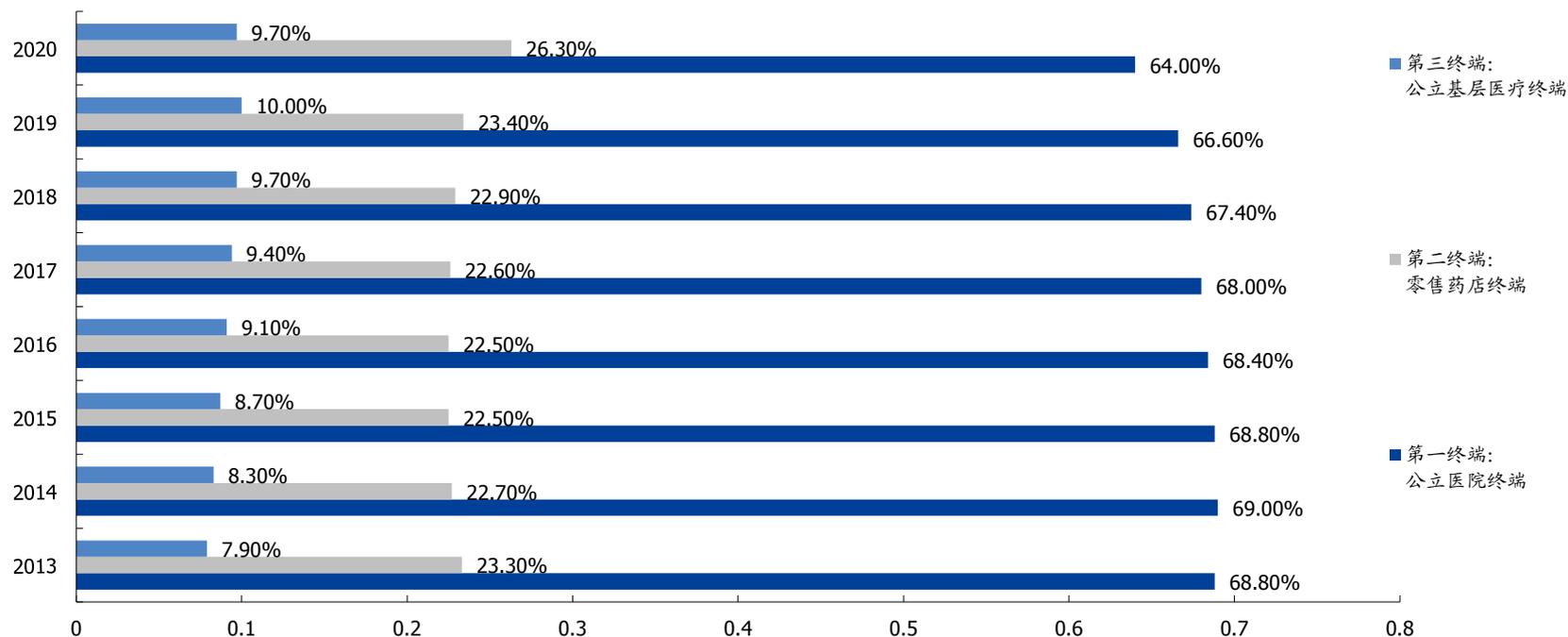
收入利润符合预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年8月31日收盘，2021年归母净利润为wind一致预期）

流通：关注用药终端的结构变化，寻找受益方向

院外市场占比在加速提升。从2017年起，用药终端的结构变化开始加速，以第二终端零售药店终端（含网上药店）与第三终端基层医疗终端为主的院外市场占比逐渐提升，其中离不开政策的推动，包括2017年的公立医院药占比限制以及药品零加成、2018年开始的带量采购、2019年逐渐推进的药店对接统筹等。从未来的角度来看，随着医药分家相关政策的持续推进，我们认为在3-5年的维度里药店、诊所等传统院外市场占比将会不断提升，而从5-10年的维度来看，医药电商也将逐渐成为不可或缺的用药终端之一，那么未来能够适应用药终端结构变化、具备强大分拣能力及配送能力的流通企业将会逐渐脱颖而出，关注九州通。

图表90：2013-2020全国三大终端六大市场药品销售额分布



资料来源：米内网，国盛证券研究所

特色专科药：后疫情时代处方药有回暖趋势，集采之下依旧保持稳健

特色专科药企业：整体较为稳健，2021Q1处方药回暖趋势明显，集采之下依旧保持稳健

➤ **营业收入**：2021H1特色专科药企业收入同比增长19.90%，其中Q1增长27.39%（去年Q1基数较低），Q2增长13.01%，其他企业均较为稳健，Q4回暖趋势明显。整体看特色专科药企业受集采影响有限，增速较为稳健。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润**：2021H1特色专科药企业净利润增速8.63%，其Q1增速24.23%，Q2利润下滑，其中健康元和东诚Q2下滑较多，影响整体，其他企业稳健。

➤ **财务指标**：2021H1特色专科药企业综合毛利率65.26%，相较于2020同期的65.77%略有下降，整体稳定。净利润率为20.89%，相较于2020同期的24.72%有所下降，主要是2020年同期疫情之下各个公司的销售费用和期间费用下滑较多。特色专科药企业应收账款增速提升，经营性现金流/营业收入有所下降，整体财务指标稳健。

细分领域未来趋势判断：

- **特色专科药领域有一定壁垒，受集采影响相对较小。**例如吸入制剂的研发壁垒、麻醉领域的行政壁垒、胰岛素领域的生产壁垒、核药的生产壁垒等等。
- **未来特色专科药企业仍有投资机会。**受集采情绪影响特色专科药企近年来估值普遍处于历史股指中枢的低位，但实际业务没有受到那么大的冲击。业绩高速增长叠加研发推进，优质特色专科药企有望实现戴维斯双击。主要关注主业的壁垒、增速以及公司自身的研发进度。

特色专科药：我们选取恩华药业、健康元、通化东宝、北陆药业、东诚药业作为特色专科药样本库

图表91：特色专科药企业收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	-0.85%	19.90%	27.39%	13.01%
净利润增速	11.29%	8.63%	24.23%	-2.81%
扣非后净利润增速	8.30%	8.07%	18.85%	-0.70%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表92：特色专科药企业财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	65.77%	65.26%	65.51%	64.99%
净利率	24.72%	20.89%	19.97%	21.85%
销售费用率	27.53%	29.34%	30.54%	28.09%
期间费用率	37.79%	41.33%	41.84%	40.81%
应收账款增速	-2.51%	14.85%	12.42%	NA
经营性现金流/营业收入	20.30%	16.23%	18.91%	13.46%

资料来源：wind，国盛证券研究所

特色专科药：主要企业2021中报横向对比梳理

图表93: 特色专科药企业横向对比 (2021H1)

指标	恩华药业	健康元	通化东宝	北陆药业	东诚药业
最新市值 (亿元, 20210831)	133	216	213	42	122
2021归母净利润预计 (亿元)	8.97	13.20	11.60	2.27	5.17
2021归母净利润增速预计 (%)	23.1%	17.8%	24.8%	29.6%	23.8%
PE (2021E)	15	17	18	19	24
营业收入 (亿元)	18.65	78.35	16.62	5.35	18.26
增速 (%)	25.8%	21.0%	12.7%	45.6%	10.9%
归母净利润 (亿元)	4.11	6.87	6.74	1.16	1.55
增速 (%)	16.5%	1.6%	24.5%	27.2%	-29.3%
扣非净利润 (亿元)	4.16	5.98	6.55	1.08	1.48
增速 (%)	17.5%	0.9%	20.9%	38.4%	-31.1%
毛利率 (%)	75.8%	65.0%	82.5%	63.4%	40.5%
净利润率 (%)	22.0%	18.7%	40.5%	20.4%	11.2%
研发支出合计 (亿元)	1.57	6.23	0.75	0.24	0.67
研发支出收入占比 (%)	8.4%	8.0%	4.5%	4.5%	3.7%
员工人数 (人)	4451	12466	2723	827	2000
技术人员数 (人)	600	1,557	388	107	221
销售人员数 (人)	2,092	2,435	1,232	289	296
半年报业绩表现	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期
主要特点	麻醉领域行政管制壁垒高	吸入制剂研发壁垒高	胰岛素研发、生产壁垒高	造影剂竞争格局较好	核药寡头格局、生产壁垒

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2021年08月31日收盘, 北陆药业2021年归母净利润为wind一致预期, 其余为国盛证券预测)

特色原料药：2021H1实现稳健增长，Q2单季度利润增速有所下降

从特色原料药的标的来看，2021H1收入与利润整体均实现稳健增长；2021Q2在去年同期较高基数前提下，受到汇兑损失增加等原因影响，利润增速下滑。

► **营业收入：**特色原料药子领域2021H1收入整体增速为15.36%，其中，Q1单季度收入为18.25%，Q2单季度收入增速为12.86%，表现稳健。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**特色原料药子领域2021H1归母净利润增速为23.38%，扣非后净利润增速24.37%，利润增速快于收入增速，体现了良好的盈利能力。Q2单季度归母净利润增速为12.65%，扣非后净利润增速为12.90%，在去年同期较高基数前提下，受到汇兑损失增加等原因影响，净利润增速放缓，与收入增速匹配。

► 财务指标：

2021H1特色原料药子领域综合毛利率为41.38%，较去年同期略有上升，2021Q2毛利率为42.45%，毛利率呈现上升趋势；净利率为11.97%，较去年同期略有上升，2021Q2净利率为12.49%，净利率同样呈现上升趋势。销售费用率为11.88%，期间费用率为25.78%，较去年同期略有上升。应收账款增速为12.70%，相比去年同期明显改善。经营性现金流占收入比例为10.63%，较去年同期略有下降，可能是由于2021Q1企业存货增加等原因导致，2021Q2改善明显。

特色原料药板块：我们选取奥翔药业、博瑞医药、美诺华、司太立、同和药业、仙琚制药、新华制药作为特色原料药子领域样本库。由于博瑞医药未披露2019H扣非后净利润和应收账款数据，因此这两项数据样本库不含博瑞医药。

图表94：特色原料药子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	7.30%	15.36%	18.25%	12.86%
净利润增速	32.19%	23.38%	39.75%	12.65%
扣非后净利润增速	30.03%	24.37%	42.60%	12.90%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表95：特色原料药子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	40.22%	41.38%	40.20%	42.45%
净利率	11.61%	11.97%	11.40%	12.49%
销售费用率	11.59%	11.88%	12.74%	11.09%
期间费用率	25.75%	25.78%	26.24%	25.35%
应收账款增速	-2.59%	12.70%	12.27%	NA
经营性现金流/营业收入	11.78%	10.63%	3.73%	16.90%

资料来源：wind，国盛证券研究所

特色原料药：主要企业2021中报横向对比梳理

图表96：特色原料药子领域主要公司横向对比（2021H1）

指标	仙琚制药	司太立	博瑞医药	美诺华	天宇股份
最新市值（亿元， 20210901）	106	95	140	48	139
2021归母净利润预计 （亿元）	6.34	4.20	2.55	2.19	5.75
2021归母净利润增速预计 （%）	25.8%	75.7%	49.9%	30.7%	-13.8%
PE(2021E)	17	23	55	22	24
营业收入（亿元）	21.43	8.55	4.79	6.92	13.67
增速（%）	21.0%	18.4%	58.0%	6.2%	2.6%
归母净利润（亿元）	2.74	1.56	1.07	1.16	1.81
增速（%）	33.5%	11.4%	45.0%	9.8%	-52.6%
扣非净利润（亿元）	2.71	1.64	1.04	0.98	1.60
增速（%）	37.1%	18.7%	47.8%	1.4%	-57.0%
毛利率（%）	58.3%	42.8%	56.5%	37.1%	39.4%
净利润率（%）	12.8%	17.9%	21.6%	18.2%	13.2%
研发支出合计（亿元）	0.99	0.53	0.79	0.26	1.11
研发支出收入占比（%）	4.6%	6.2%	16.6%	3.8%	8.1%
半年报业绩表现	符合预期	低于预期	符合预期	低于预期	低于预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2021年9月1日收盘；2021年归母净利润为wind一致预期）

特色原料药：主要投资逻辑及未来趋势：供给产能出清+海外产业转移+企业能力升级

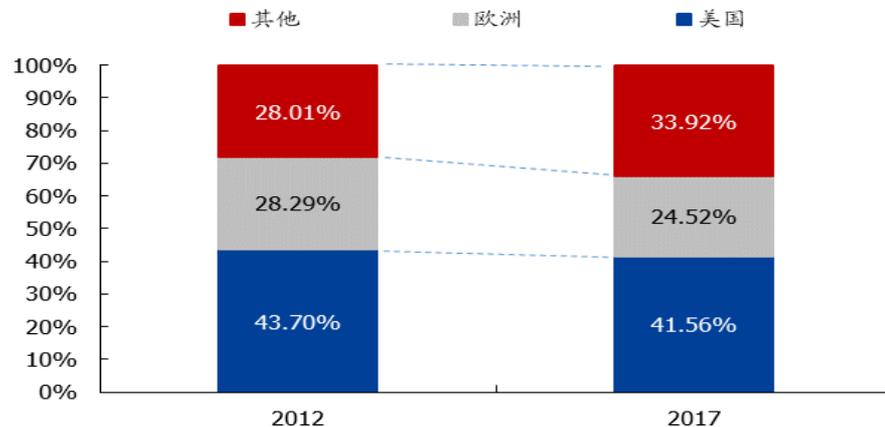
环保趋严+一致性评价+关联审评，供给产能出清。环保趋严+一致性评价+关联审评，逼迫部分不规范小产能退出市场，改善了产能供大于求的状态，提升了行业集中度中，最终能剩下的才是优质原料药企。

欧美产能向中国转移，为中国特色原料药企业打开未来成长空间。由于欧美环保压力、人力成本高昂等原因，过去十年欧美等发达国家逐渐将关停自有制造工厂，而将API产能转移到中印等新兴国家。中国相对印度具有气候、人才、技术等多方面优势，且今年来行业发展较为快速，因此中国有望承接更多来自欧美的订单转移，发展成为世界高端工厂。我们认为，未来3-5年有可能是转移高峰期，为中国特色原料药企带来持续高业绩增长。

当下特色原料药行业正在经历产业变革，企业只有制定合适的战略并不断提升自身能力，才能在这轮变革中享受红利。目前最主要的能力提升战略主要为：

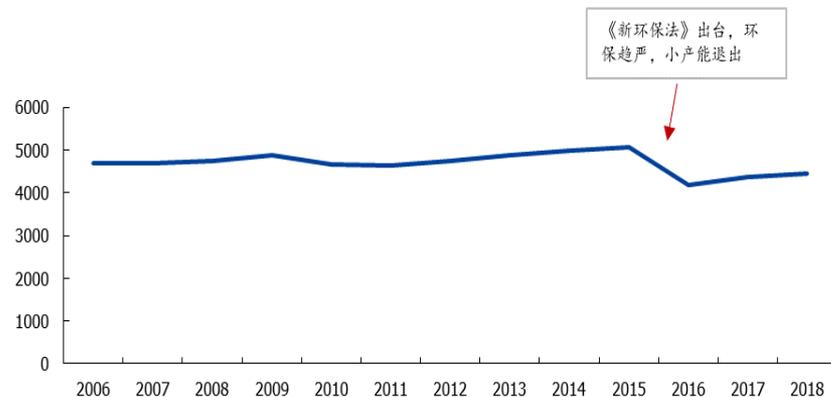
- 发展高壁垒特色原料药+攻入规范市场，带来毛利弹性；
- 转型制剂一体化，产业链向下游制剂延伸，盈利性提升；
- 转型CMO/CDMO，获得研发与生产外包收益，盈利性提升。

图表97：欧美地区的原料药产能占比渐小



资料来源：米内网，国盛证券研究所

图表98：原料药及制剂企业数量变化（单位：家）



资料来源：wind，国盛证券研究所

IVD: 常规检测试剂加速恢复, 财务指标逐步回归常态

从IVD的3个标的来看, 2021H常规检测试剂加速恢复

➤ **营业收入:** IVD子领域2021H平均收入增速27.05%, 分季度看: Q1由于去年基数较小同比增长显著, Q2由于去年高基数故增速放缓。进入Q2后, 常规检测试剂加速恢复, IVD企业业绩逐步重返常态增长。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润:** IVD子领域2021H净利润增速34.33%, 扣非净利润增速为36.07%。利润端增速较营收端快的主要原因是: 常规诊疗加速恢复, 毛利率较高的试剂在营收中占比不断提升所致。

➤ **财务指标:**
财务指标: 2021H IVD行业综合毛利率66.57%, 与去年同期基本持平, 分季度看, Q2毛利率较Q1高2pct, 推测主要系高毛利的试剂收入占比增加所致。随着试剂占比增加, 净利率逐季恢复明显。期间费用率持续改善, 呈下行趋势。其中, 销售费用率下降约4.2pct, 整体期间费用率下降约7.7pct。从应收账款增速与收入增速的匹配情况以及经营性现金流/营业收入来看, IVD行业的回款进一步好转。

IVD板块: 我们选取安图生物、万孚生物、艾德生物作为IVD子领域样本库。

图表99: IVD子领域收入及利润增速情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	28.28%	27.05%	41.47%	18.01%
净利润增速	32.87%	34.33%	70.76%	20.86%
扣非后净利润增速	30.72%	36.07%	81.70%	20.02%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表100: IVD子领域财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
毛利率	67.55%	66.57%	65.43%	67.42%
净利率	26.15%	27.67%	21.98%	31.94%
销售费用率	20.10%	19.60%	22.00%	17.79%
期间费用率	38.59%	38.08%	42.46%	34.79%
应收账款增速	31.36%	27.57%	28.73%	NA
经营性现金流/营业收入	35.69%	24.10%	20.27%	26.97%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

IVD: 主要企业2021年半年报横向对比梳理

图表101: IVD子领域主要公司横向对比 (2021H)

指标	安图生物	万孚生物	艾德生物
最新市值 (亿元, 20210831)	290	190	166
2021归母净利润预计 (亿元)	11.31	8.48	2.54
2021归母净利润增速预计 (%)	51.3%	33.7%	41.1%
PE(2021E)	26	22	65
营业收入 (亿元)	16.78	18.56	3.99
增速 (%)	39.1%	15.5%	41.0%
归母净利润 (亿元)	4.13	5.56	1.11
增速 (%)	50.6%	23.8%	37.8%
扣非净利润 (亿元)	4.03	5.02	1.01
增速 (%)	71.6%	14.2%	56.0%
毛利率 (%)	59.9%	68.8%	84.4%
净利润率 (%)	25.0%	30.1%	27.9%
研发支出合计 (亿元)	2.26	1.81	0.68
研发支出收入占比 (%)	13.5%	9.7%	17.1%
半年报业绩表现	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2021年8月31日收盘, 2021年归母净利润为wind一致预期)

风险提示:

- **控费政策持续超预期:** 由于医保基金的压力, 可能会有持续的控费政策发布
- **行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化, 以及负向政策的扰动, 导致增速不及预期
- **细分领域样本选择可能导致结论存在误差:** 各细分领域样本剔除了新股, 并选取了代表性企业进行分析, 与细分领域实际情况可能存在一定偏差

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You

