

医药行业2021年半年报总结：

CXO、医疗服务、医疗器械等持续高景气

西南证券研究发展中心

2021年9月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

- 我们选取了**234家**医药上市公司（不包含科创板），2021年上半年收入总额**8711亿元**，归母净利润**961亿元**，分别占申万医药全成分结果比例是：80%、82%，主要剔除了在2019、2020年提取巨额商誉减值损失的企业、在2021年1月及以后上市的公司。2021年上半年全行业收入增速为**24.7%**，归母净利润增速为**34.1%**。2021年上半年实现归母净利润正增长的公司有**180家**，占比**77%**，85%（199/233）的公司实现收入正增长。
- 同时我们选取了**52家**科创板医药上市公司，上半年收入总额**362亿元**，归母净利润**109亿元**，主要剔除了在2021年1月及以后上市的公司。2021年上半年收入增速**109%**，净利润增速**250%**，扣非净利润增速**267%**。上半年实现业绩正增长的公司有**41家**，占比**79%**，多数公司实现收入正增长（87%，45/52）。

持续看好高景气板块：

- **CXO板块(10家)**：CXO公司2021年上半年收入总额为229亿元，同比增速为45.6%，归母净利润总额为60亿元，同比增速为49.7%，Q2收入同比增长37.7%，龙头药明康德上半年收入占板块超过46%，净利润占比超过45%，带动行业稳健增长。
- **疫苗（6家）**：上半年疫苗板块实现收入237亿元，同比+54.2%，归母净利润71亿元，同比+201.5%；从分公司占比看，智飞上半年收入占整个板块的55.6%，归母净利润占比77.1%。智飞为板块收入、利润的主要贡献者。
- **医疗服务（4家）**：上半年收入185亿元，同比+63%，归母净利润总额27亿元，同比+84%。去年Q1受疫情影响，医疗服务板块业绩基数较低，预计下半年行业将重回正常增长轨道。
- **医疗器械（45家）**：上半年收入762亿元（+29.3%），归母净利润231亿元（+37.1%），前五名英科、迈瑞、乐普、达安、华大贡献了63.4%的板块净利润。Q1/Q2/单季度收入增速分别为+94.9%/-4.6%，单季度净利润+196.7%/-13.6%），抗疫需求仍然支撑着器械板块业绩的高水位运行。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

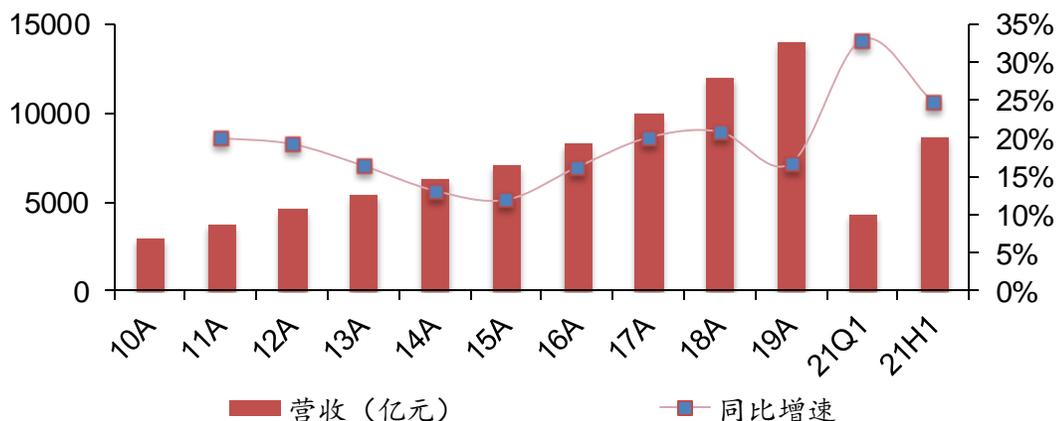
1.1 全行业（不包括科创板公司）

- 我们选取了**234家**医药上市公司（不包含科创板），2021年上半年收入总额**8711亿元**，归母净利润**961亿元**，分别占申万医药全成分结果比例是：80%、82%，主要剔除了在2019、2020年提取巨额商誉减值损失的企业、在2021年1月及以后上市的公司。
- 2021年上半年全行业收入增速为**24.7%**，归母净利润增速为**34.1%**。
- 2021年上半年实现归母净利润正增长的公司有**180家**，占比**77%**，85%（199/233）的公司实现收入正增长。

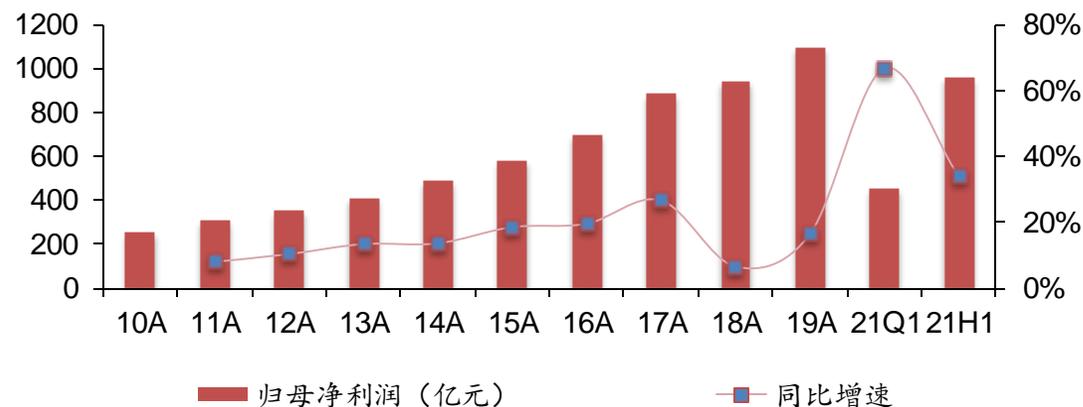
医药行业2021年上半年业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	24.70%	40	84	199	35
占比		17%	36%	85%	15%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	34.06%	63	99	180	54
占比		27%	42%	77%	23%

2010年~2020年及2021H1医药行业上市公司收入总额及增速



2010年~2020年及2021H1医药行业上市公司归母净利润总额及增速



1.1 全行业（不包括科创板公司）

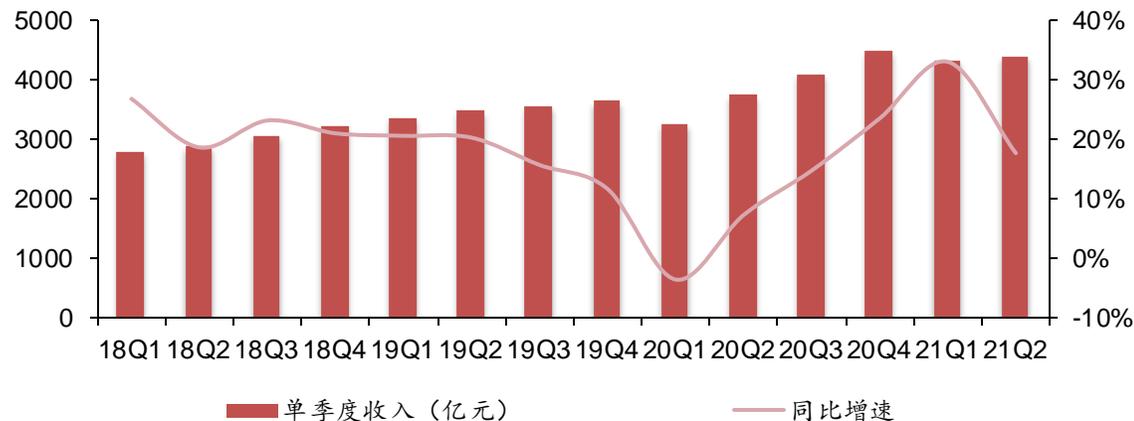
分季度来看，收入和净利润增长**稳定**。

- 营收、归母净利、及扣非归母净利增长稳定，增速环比有所下降。
- 单二季度收入同比增速**17.6%**，净利润同比增速**14.1%**，扣非净利润同比增速**12.1%**。收入及净利润增速回归近年来的中枢水平，

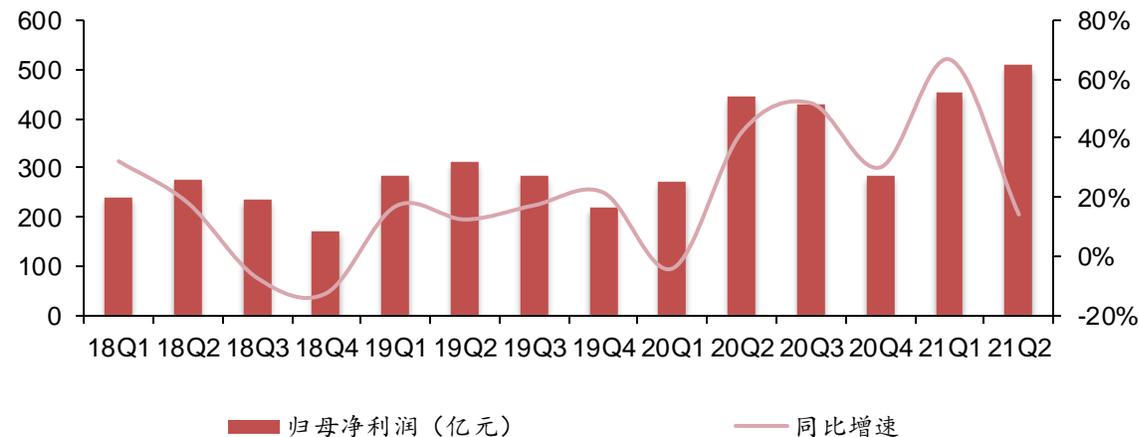
2021年分季度看医药行业整体表现

(亿元)	21Q1	21Q2	21H1
营收	4320.9	4389.8	8710.7
同比增速	32.9%	17.6%	24.7%
归母净利润	453.7	507.1	960.8
同比增速	66.7%	14.1%	34.1%
扣非归母净利润	410.6	437.1	847.7
同比增速	66.3%	12.1%	33.0%

18Q1~21Q2单季度医药行业上市公司收入总额及增速



18Q1~21Q2单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



■ 结构分化更加明显，CXO、疫苗、医疗服务、医疗器械等板块业绩快速增长

2021年上半年

■ 主要增量贡献：

- 收入：医药分销、中药、医疗器械、
- 毛利：医疗器械、中药、疫苗
- 净利润：医疗器械、疫苗、中药

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动			毛利率水平		
	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1
CXO	56.5%	37.7%	45.6%	209.5%	4.7%	49.7%	0.9%	-2.4%	-1.0%	38.0%	39.4%	38.8%
疫苗	50.1%	56.5%	54.2%	90.0%	248.4%	201.5%	6.1%	15.2%	12.0%	49.3%	63.8%	58.6%
医疗服务	106.4%	36.4%	63.0%	810.4%	7.9%	83.6%	13.4%	-1.9%	3.9%	42.3%	43.1%	42.7%
医疗器械	94.9%	-4.6%	29.3%	196.7%	-13.6%	37.1%	3.9%	-1.9%	0.3%	59.9%	58.8%	59.3%
生物药	37.8%	13.7%	23.9%	49.2%	34.8%	40.4%	-3.3%	-2.0%	-2.6%	63.1%	63.5%	63.3%
中药	19.5%	9.9%	14.7%	19.1%	33.8%	26.2%	1.8%	1.4%	1.6%	44.0%	44.5%	44.2%
血制品	4.8%	22.2%	13.5%	20.5%	19.2%	19.8%	-0.9%	-1.5%	-1.3%	54.1%	52.6%	53.3%
创新药及制剂	20.9%	12.7%	16.7%	35.3%	-7.3%	12.4%	-0.6%	-3.5%	-2.0%	56.3%	54.2%	55.3%
零售药店	15.1%	12.6%	13.8%	22.6%	13.0%	17.8%	1.4%	2.5%	1.9%	37.4%	38.2%	37.8%
医药分销	33.9%	25.6%	29.5%	59.4%	29.7%	42.1%*	-0.9%	-1.1%	-1.1%	10.1%	10.6%	10.3%
原料药	18.9%	8.5%	13.3%	19.7%	-13.2%	-0.1%	-0.4%	-4.7%	-2.7%	43.2%	42.7%	43.0%
全行业	32.9%	17.6%	24.7%	66.7%	14.1%	34.1%	0.6%	-1.9%	-0.7%	33.3%	33.6%	33.4%

	亿元	收入同比额度	毛利润变动	净利润变动
CXO		71.7	26.2	19.8
疫苗		83.2	67.2	47.6
医疗服务		71.3	34.9	12.4
医疗器械		172.6	104.1	62.4
生物药		59.7	31.4	18.2
中药		188.2	103.9	36.5
血制品		8.6	3.8	3.5
创新药及制剂		151.3	65.4	13.1
零售药店		38.9	20.2	3.3
医药分销		827.9	56.2	27.3
原料药		52.1	11.9	-0.1
全行业		1,725.6	525.3	244.1

*注：医药分销板块上半年扣非后归母净利润增速为17.8%

分行业来看：

- **CXO板块(10家)**：CXO公司2021年上半年收入总额为229亿元，同比增速为45.6%，归母净利润总额为60亿元，同比增速为49.7%，Q2收入同比增长37.7%，龙头药明康德上半年收入占板块超过46%，净利润占比超过45%，带动行业稳健增长。
- **疫苗(6家)**：上半年疫苗板块实现收入237亿元，同比+54.2%，归母净利润71亿元，同比+201.5%；从分公司占比看，智飞上半年收入占整个板块的55.6%，归母净利润占比77.1%。智飞为板块收入、利润的主要贡献者。
- **医疗服务(4家)**：上半年收入185亿元，同比+63%，归母净利润总额27亿元，同比+84%。20Q1受疫情影响，医疗服务板块业绩基数较低，预计下半年行业将重回正常增长轨道。
- **医疗器械(45家)**：上半年收入762亿元(+29.3%)，归母净利润231亿元(+37.1%)，前五名英科、迈瑞、乐普、达安、华大贡献了63.4%的板块净利润。Q1/Q2/单季度收入增速分别为+94.9%/-4.6%，单季度净利润+196.7%/-13.6%)，抗疫需求仍然支撑着器械板块业绩的高水位运行。
- **生物药(16家)**：2021上半年收入总额增速为23.9%、归母净利润总额增速为40.4%，收入和利润依然保持相对较快增长。生物药企业去年同期受疫情影响较大，业绩基数相对较低，进入到今年上半年，行业已经完全迎来恢复，预计到三、四季度，行业增速将逐步放缓。
- **中药(52家)**：上半年收入总额增速为14.7%、归母净利润总额增速为26.2%，Q2单季收入端增速为9.9%，利润端增速为34%；收入稳健增长，利润增速较快。从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体保持稳定，21年上半年，行业毛利率(44%)，销售费用率(23%)保持稳定，净利率(12%)略有提升。

分行业来看：

- **血制品（6家）**：上半年收入总额增速为13.5%，归母净利润总额增速为19.8%；其中单二季度收入增速为22.2%，归母净利润增速为19.2%，二季度板块收入增速提升明显。21Q2板块毛利率略降低1.5pp，主要系部分收入增量贡献大的公司调整产品结构所致，销售费用率降低1.9pp，板块净利润在29%左右，维持稳定。
- **创新药及制剂（46家）**：上半年收入总额增速为16.7%、归母净利润总额增速为12.4%；Q2单季收入同比增长12.7%，利润端同比下滑7.3%，扣非净利润基本持平。Q2利润端有所下滑，预计由于集采、国谈等导致公司毛利率下降所致。
- **零售药店（5家）**：上半年收入总额增速为13.8%，其中第二季度收入增速为12.6%；归母净利润总额增速为17.8%，其中第二季度增速为13%。从趋势来看，第二季度收入、利润增速环比继续下降。利润端的增速快于收入端，主要系产品结构恢复到疫情前水平，低毛利率的抗疫产品占比下降，毛利率明显提升。预计Q3和Q4利润端将逐季改善，看好下半年药店内生增长，带动利润端逐季改善。
- **医药分销（16家）**：上半年收入总额增速为29.5%，归母净利润总额增速为42.1%，扣非后归母净利润增速为17.8%，上半年快速增长主要系去年同期受疫情影响形成低基数。毛利率为10%，下降1pp，主要系带量采购带来毛利率的下降。Q2实现了加速增长，单二季度实现归母净利润的同比增速为45.5%。二季度费用率环比略有下降。销售费用率同比下降0.4pp，财务费用率下降0.1pp，管理费用率同比下降0.1pp。
- **原料药（28家）**：上半年实现收入443亿元(+13.3%)，实现归母净利润78.3亿元(-0.1%)；21Q1/Q2原料药板块分别实现收入216亿元/227亿元，同比+19%/8.5%，在利润端21Q1/Q2实现归母净利润37.4亿元/40.9亿元，同比+20%/-13.2%。二季度板块归母净利润下滑，主要是毛利率同比去年下滑约3.8pp，同时费用端同上升1.3pp。

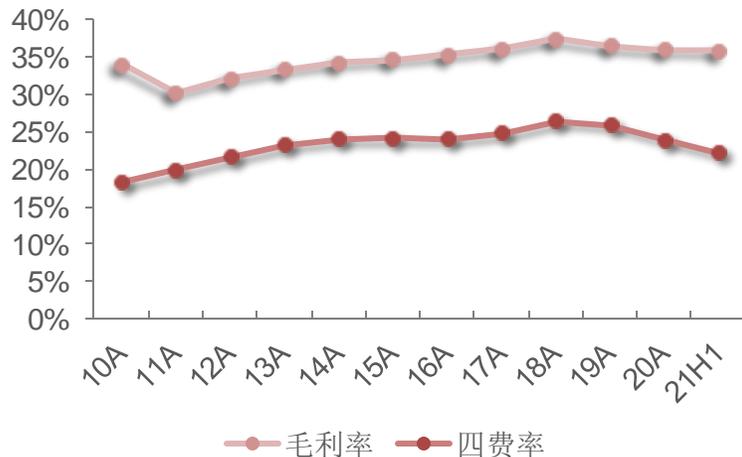
■ 全行业盈利分析：销售费用率降低，研发投入提升，创新是医药行业发展的基石

上半年累计收入增速24.7%，毛利增速22%，归母净利润增速约34.1%。盈利端超增长主要是销售费用增速低于收入增速。

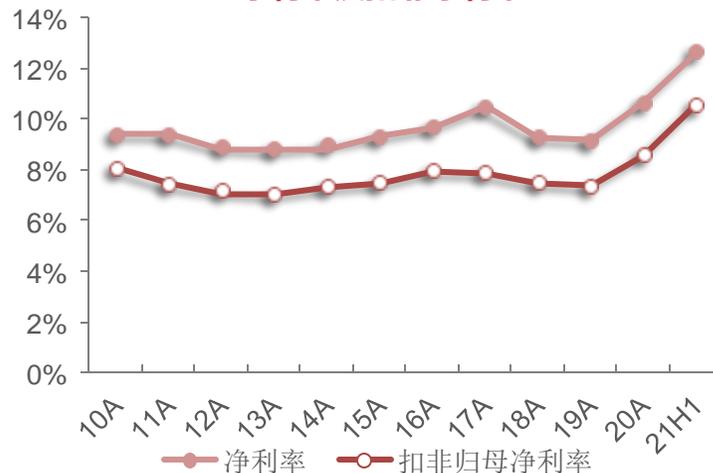
- 研发费用同比+36.4%，同比提升0.2pp。
- 销售费用同比增长15.9%，低于收入增速，销售费用率同比降低约1pp。

医药行业整体	21H1-yoy	21H1-增加额	对利润增量贡献	费率+-pp
营业收入	24.70%	1726		
毛利润	22.00%	525	215%	
归母净利润	34.1%	244		
销售费用	15.9%	157	-65%	-1.0
管理费用	17.8%	55	-23%	-0.2
财务费用	9.9%	5	-2%	-0.1
研发费用	36.4%	65	-27%	0.2

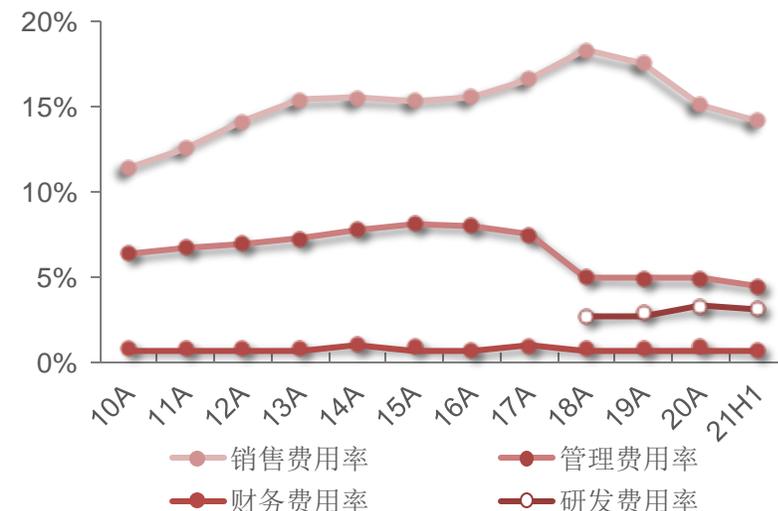
2010年~2020年及2021H1医药行业上市公司
毛利率及四费率



2010年~2020年及2021H1医药行业上市公司
净利率及扣非净利率



2010年~2020年及2021H1医药上市公司费用率



分行业看研发和销售费用趋势

■ 全行业：销售费用、研发费用投入提升

- 上半年研发费用同比增加64.9亿元，其中**创新药和制剂、生物药、原料药**公司持续加大投入，研发费率分别同比提升1.21pp、1.01pp、1.19pp。
- 全行业销售费用同比增加158亿元，主要受**中药、创新药及制剂**板块带动。尽管销售费用录得同比增长，但增速低于行业营收增速，预计未来行业销售费用率将持续下行。

研发费用	费用率			费用率同比变动			绝对值（亿元）		绝对值同比
	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21H1	20H1	21H1
CXO	5.1%	4.4%	4.7%	0.14%	-0.37%	-0.13%	10.9	7.7	3.2
疫苗	3.6%	3.1%	3.3%	0.76%	0.23%	0.42%	7.8	4.4	3.4
医疗服务	2.1%	2.2%	2.2%	-0.38%	-0.16%	-0.25%	4.0	2.8	1.3
医疗器械	5.6%	6.1%	5.8%	-2.14%	1.23%	0.00%	44.4	34.3	10.1
生物药	8.2%	10.1%	9.2%	0.41%	1.61%	1.01%	28.3	20.3	8.0
中药	1.9%	2.3%	2.1%	0.24%	0.09%	0.15%	30.1	24.3	5.8
血制品	3.4%	4.6%	4.0%	0.33%	0.50%	0.46%	2.9	2.3	0.6
创新药及制剂	7.1%	7.8%	7.5%	1.40%	1.05%	1.21%	78.9	56.6	22.3
零售药店	0.0%	0.1%	0.1%	0.02%	0.04%	0.03%	0.2	0.1	0.1
医药分销	0.3%	0.3%	0.3%	-0.01%	0.03%	0.01%	10.5	7.9	2.6
原料药	5.3%	6.1%	5.7%	1.03%	1.36%	1.19%	25.2	17.6	7.6
全行业	2.6%	2.9%	2.8%	0.24%	0.26%	0.24%	243.1	178.2	64.9
销售费用	费用率			费用率同比变动			绝对值（亿元）		绝对值同比
	21Q1	21Q2	21H1	21Q1	21Q2	21H1	21H1	20H1	21H1
CXO	2.9%	2.9%	2.9%	-0.68%	-0.12%	-0.36%	6.6	5.1	1.5
疫苗	18.1%	13.3%	15.0%	0.65%	-5.01%	-2.99%	35.5	27.6	7.9
医疗服务	9.2%	9.5%	9.3%	-0.70%	0.70%	0.14%	17.2	10.4	6.8
医疗器械	11.7%	12.2%	11.9%	-5.20%	0.70%	-1.39%	90.9	78.4	12.4
生物药	27.9%	26.9%	27.4%	-3.14%	-3.06%	-3.05%	84.6	75.9	8.7
中药	22.5%	23.5%	23.0%	0.93%	0.43%	0.66%	337.3	285.6	51.7
血制品	10.7%	10.8%	10.8%	0.37%	-1.91%	-0.76%	7.8	7.4	0.4
创新药及制剂	28.1%	26.9%	27.5%	-2.07%	-0.94%	-1.48%	290.8	262.5	28.2
零售药店	23.5%	24.7%	24.1%	0.58%	2.81%	1.70%	77.0	62.9	14.1
医药分销	4.2%	4.3%	4.3%	-0.50%	-0.46%	-0.48%	154.6	132.7	21.9
原料药	10.5%	9.1%	9.8%	-0.21%	-0.57%	-0.37%	43.2	39.6	3.7
全行业	13.4%	12.9%	13.2%	-1.24%	-0.80%	-0.99%	1145.6	988.1	157.5

1.2 科创板医药公司

- 我们选取了**52家**科创板医药上市公司，上半年收入总额**362亿元**，归母净利润**109亿元**，主要剔除了在2021年1月及以后上市的公司。

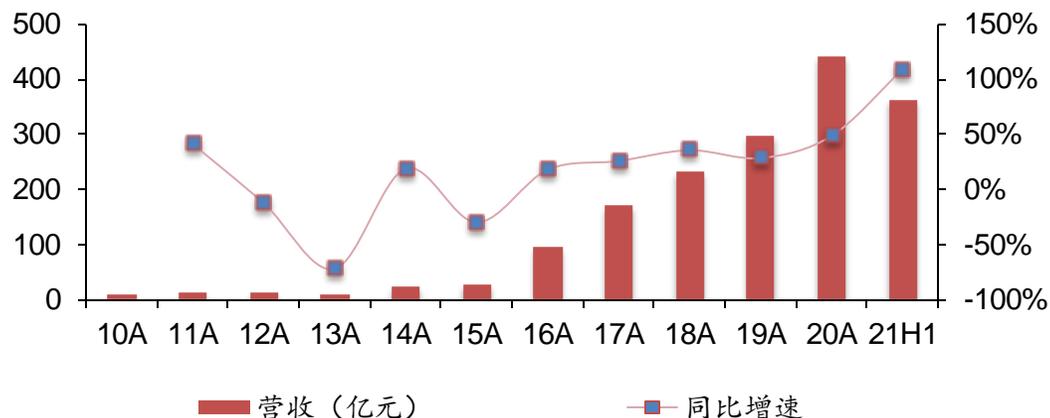
上半年

2021年上半年收入增速**109%**，净利润增速**250%**，扣非净利润增速**267%**。

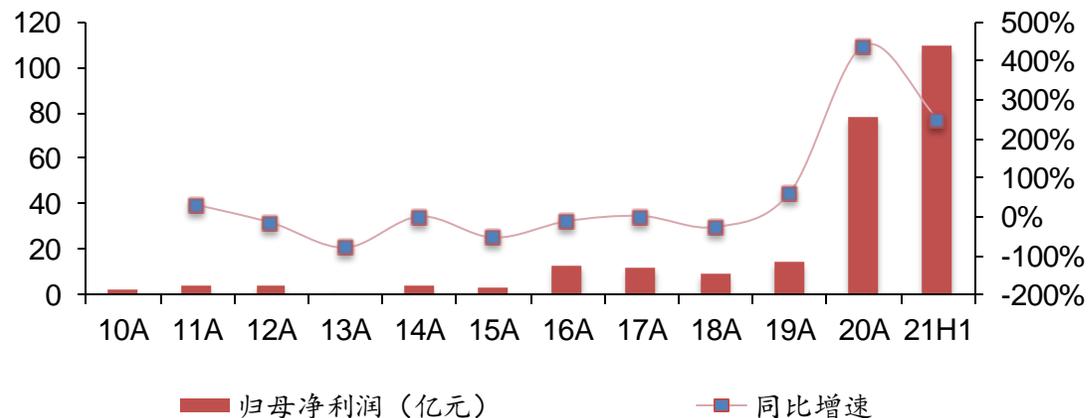
- 上半年实现业绩正增长的公司有**41家**，占比**79%**，多数公司实现收入正增长（87%，45/52）。

科创板医药	21H1-yoy	21H1-增加额	对利润增量贡献	费率+-pp
营业收入	109%	189		
毛利润	104%	133	170%	
归母净利润	250%	78		
销售费用	52%	25	-32%	-7.5
管理费用	49%	7	-10%	-2.5
财务费用	-4%	0	0%	0.5
研发费用	52%	16	-21%	-4.9

2017~2020及2021H1医药科创板上市公司收入总额及增速



2017~2020及2021H1医药科创板上市公司归母净利润总额及增速



1 医药行业2021年半年报业绩总览

——科创板表现



成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
康希诺-U	11483%	39%	-	-	51058%	1017%	1348	1,595	2,057	1,030	1,039	551	27%	35	2%	85	4%	-35	-2%
华熙生物	111%	41%	100%	31%	104%	35%	1334	581	989	49	93	107	6%	897	46%	127	7%	4	0%
君实生物-U	839%	265%	24%	-1%	268%	102%	679	96	1,540	2	609	947	45%	423	20%	293	14%	4	0%
南微医学	59%	41%	49%	15%	53%	26%	416	158	304	10	29	59	7%	161	18%	172	20%	8	1%
圣湘生物	191%	222%	-49%	-52%	-3%	-9%	398	835	-72	-540	-111	52	3%	162	8%	39	2%	15	1%
爱博医疗	222%	954%	58%	62%	99%	144%	397	45	103	21	54	21	10%	36	17%	22	11%	-2	-1%
海尔生物	55%	506%	57%	79%	56%	270%	333	187	333	68	418	93	10%	101	11%	56	6%	-7	-1%
心脉医疗	99%	71%	43%	36%	69%	53%	327	49	147	22	54	40	11%	30	8%	11	3%	-7	-2%
美迪西	103%	196%	75%	116%	86%	142%	322	116	225	37	66	34	7%	21	4%	38	8%	-1	0%
昊海生科	149%	490%	37%	156%	72%	739%	319	126	55	82	103	73	9%	253	30%	109	13%	-45	-5%
东方生物	1926%	2601%	478%	360%	671%	548%	261	3,428	5,554	1,728	2,870	196	3%	599	9%	39	1%	21	0%
惠泰医疗	124%	440%	85%	116%	99%	186%	254	103	192	36	75	50	13%	32	21%	29	8%	0	0%
佰仁医疗	121%	-1%	67%	-28%	86%	-21%	219	29	58	-7	-7	22	18%	55	44%	11	9%	-1	-1%
神州细胞-U	0%	-28%	-100%	29%	0%	-28%	216	0	0	-55	-97	343	#DIV/0!	36	#DIV/0!	57	#DIV/0!	13	#DIV/0!
奕瑞科技	65%	132%	33%	75%	44%	92%	203	82	171	58	100	54	10%	24	4%	23	4%	-9	-2%
键凯科技	159%	230%	123%	164%	137%	190%	197	47	90	28	53	18	12%	4	3%	18	12%	-1	-1%
诺禾致源	64%	153%	20%	-477%	37%	208%	195	74	217	62	157	52	6%	125	16%	64	8%	4	1%
翔宇医疗	54%	64%	-4%	-8%	17%	12%	193	-4	31	-4	9	29	13%	50	23%	15	7%	-10	-5%
微芯生物	130%	-241%	39%	-99%	66%	-125%	189	30	73	-23	-36	58	32%	100	55%	35	19%	-2	-1%
博瑞医药	45%	43%	67%	47%	58%	45%	171	117	176	19	33	79	17%	16	3%	44	9%	4	1%
泽璟制药-U	0%	-28%	#DIV/0!	47%	0%	-38%	170	42	42	-31	-48	198	466%	44	103%	27	63%	-22	-53%
天智航-U	4%	-82%	106%	-31%	60%	-14%	151	28	29	6	-5	47	61%	32	42%	36	47%	-1	-1%
艾力斯-U	30866%	32%	40856%	-50%	37212%	41%	148	84	121	34	56	93	76%	99	81%	48	40%	-5	-4%
特宝生物	15%	53%	48%	56%	31%	55%	147	82	110	14	25	39	8%	243	52%	39	8%	0	0%
复旦张江	264%	128%	36%	27%	69%	125%	136	72	163	13	36	8	25%	184	46%	22	6%	-2	0%
普门科技	35%	43%	40%	-11%	37%	18%	129	55	97	-3	13	71	20%	66	19%	16	5%	-5	-1%
之江生物	201%	222%	-58%	-79%	11%	-10%	126	350	88	-259	-41	33	4%	121	13%	27	3%	-9	-1%
三生国健	189%	69%	9%	26%	36%	139%	126	26	128	11	30	24	45%	153	32%	52	11%	-12	-2%

注：君实生物不披露上半年单季度数据，市值基准日为2021年6月30日

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
成都先导	57%	-34%	99%	122%	78%	34%	118	42	67	8	5	34	22%	4	3%	36	23%	4	3%
热景生物	3099%	117191%	4504%	58986%	3904%	74262%	118	2,321	3,510	850	1,451	60	2%	145	4%	93	3%	1	0%
伟思医疗	41%	84%	11%	3%	22%	29%	114	11	34	1	16	28	15%	40	21%	18	9%	-8	-4%
百奥泰-U	206%	0%	823%	-181%	574%	101%	109	239	280	251	246	23	69%	30	24%	18	6%	-5	-2%
悦康药业	19%	94%	33%	49%	27%	61%	101	308	450	47	31	62	3%	1,020	48%	111	5%	-13	-1%
硕世生物	327%	274%	-26%	-44%	97%	63%	99	-98	58	-89	94	37	3%	197	17%	31	3%	-11	-1%
艾迪药业	75%	284%	-6%	-93%	22%	-47%	99	-5	28	-20	-12	19	12%	10	6%	25	16%	-1	-1%
海泰新光	-6%	-15%	8%	68%	0%	17%	95	5	0	13	9	16	12%	5	4%	16	12%	-1	-1%
三友医疗	138%	151%	42%	55%	74%	85%	90	42	111	14	32	21	8%	136	52%	12	5%	-2	-1%
科美诊断	104%	254%	26%	56%	57%	125%	89	24	86	11	39	31	13%	52	22%	20	8%	-2	-1%
奥泰生物	326%	369%	-17%	-38%	30%	4%	80	-72	148	-107	11	38	6%	18	3%	19	3%	-5	-1%
前沿生物-U	504%	5%	189%	-11%	233%	8%	76	11	16	6	8	56	246%	22	99%	38	167%	-2	-8%
科兴制药	-20%	-45%	44%	56%	5%	-36%	74	98	29	5	-34	42	7%	331	56%	39	7%	2	0%
南新制药	-23%	-6%	-29%	-25%	-26%	-15%	65	-74	-149	-6	-7	39	9%	234	54%	28	7%	12	3%
苑东生物	25%	41%	7%	34%	15%	36%	54	19	64	19	31	34	19%	222	45%	29	6%	-2	0%
凯因科技	41%	28%	47%	51%	44%	36%	49	90	139	5	9	39	9%	272	60%	53	12%	-9	-2%
吉贝尔	3%	7%	3%	41%	3%	22%	48	4	8	8	10	17	7%	128	51%	21	8%	-2	-1%
浩欧博	199%	350%	48%	30%	87%	136%	47	28	69	7	26	13	9%	30	20%	13	9%	0	0%
赛科希德	58%	451%	-11%	4%	12%	67%	45	-7	11	1	17	8	8%	17	16%	7	6%	-13	-12%
赛诺医疗	-62%	-624%	-51%	-271%	-55%	-360%	45	-53	-98	-64	-113	74	95%	29	37%	40	51%	-2	-3%
祥生医疗	22%	31%	67%	12%	44%	20%	42	42	57	3	8	31	16%	23	12%	10	6%	1	0%
康众医疗	112%	836%	9%	38%	44%	135%	41	8	54	7	27	13	7%	10	6%	13	7%	-1	-1%
安心平	159%	170%	6%	7%	47%	56%	37	7	68	2	18	15	7%	37	41%	17	8%	-4	-2%
天臣医疗	50%	115%	35%	16%	41%	53%	26	14	29	2	9	12	12%	16	16%	10	10%	-2	-2%

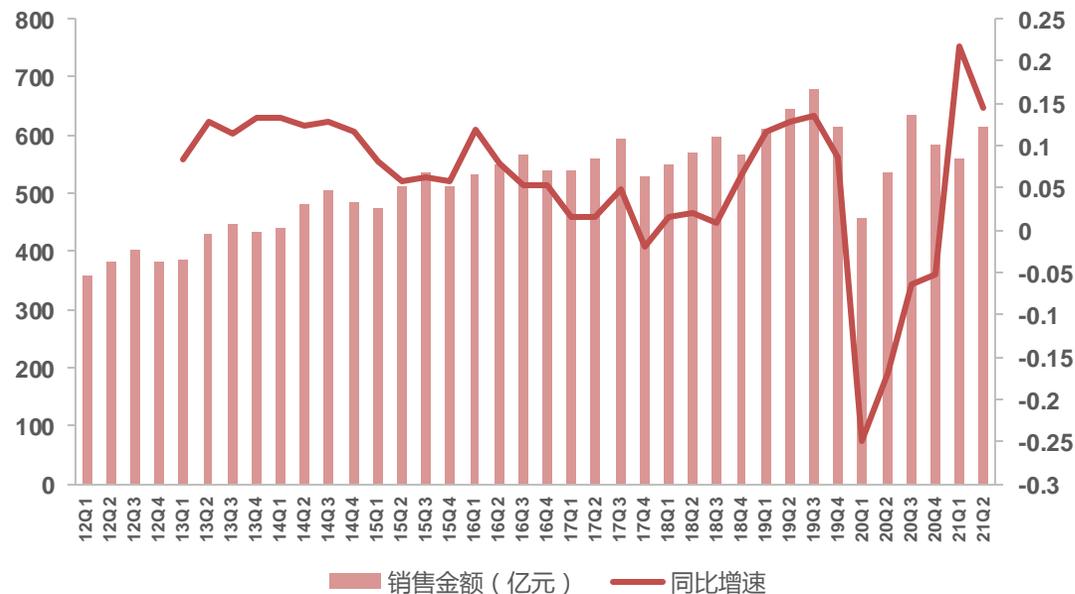
1.3 医药工业运行情况：7月医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：截至2021年1-7月累计实现营业收入1.64万亿元，同比+27.40%；累计实现利润总额3586亿元，同比增加91.90%，利润保持高速增长。医药制造业仍然在多方面受益于疫情防控需求，但预计这一增长动能将逐渐放缓。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2020年PDB样本医院药品收入同比-13.4%，比2019年降低了25个百分点，我们认为主要是新冠疫情冲击影响了医院诊疗活动。2021Q1受益于去年低基数效应，PDB样本医院收入上涨22%。进入Q2以来这一影响已触顶回落。
- **西南观点**：2020年由于受到疫情影响，医药工业同比下滑，其中2020Q1下滑幅度最大，此后逐季收窄。2021Q1上市公司业绩增长普遍受到低基数影响，自2021Q2这一影响已基本回落，预计全年医药工业规模将有望恢复正常。

医药制造业收入及利润总额累计同比增速



12Q1~21H1期间PDB药品销售收入



CXO

- **收入端继续加速，利润端受投资收益等影响放缓。** 10家CXO公司2021年上半年收入总额增速为45.6%、归母净利润总额增速为49.7%，整体维持高速增长。Q2收入同比增长37.7%，归母净利润同比增长4.7%，二季度收入端增速同比增加，利润端增速下降主要与龙头企业投资收益等下降有关。
- **盈利能力保持稳定，财务费用率保持相对在较低水平。** 从盈利水平看，CXO板块整体盈利能力保持稳定，二季度行业毛利率（39%）保持平稳，销售费用率（3%）、财务费用率（1%）均保持平稳，扣非后净利率（21%）小幅提升主要与管理费用率（10%，-2.2pp）降低有关。CXO企业收入主要以美元结算，2020年5月开始，人民币持续升值，导致我国CXO企业汇兑损益较大，进入2021H1，人民币汇率基本保持平稳，我们预计后续人民币升值进一步升值空间较小，CXO企业财务费用有望持续保持在较低水平。
- **在建工程和固定资产高速增长，验证行业仍处于高景气度周期。** 从在建工程增速来看，2021H1康龙化成、药石科技、药明康德和凯莱英等几家企业增速较快，昭衍新药、九洲药业和博腾股份也都保持在30%的增速。从固定资产（原值）增速来看，2021H1药石科技、康龙化成、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和博腾股份也都保持在20%以上的增速。整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。
- **ROE持续提升，现金流逐步向好。** 从ROE水平来看，2021H1九洲药业、博腾股份和药石科技等几家企业提升显著，ROE提升主要与企业净利润率提升有关，另外几家CXO企业ROE水平小幅下降，主要因扩产速度较快，周转率下降有关，另外，CXO公司公允价值变动损益以及投资收益波动较大，对ROE造成一定波动。从现金流情况来看，近几年我国CXO企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续下降，2020年大幅好转，2021H1为106.2%，同比持平，预计下半年随着收入逐步确认，现金流有望继续向好。
- **非经营性影响逐步加大。** 目前我国CXO企业持续打造创新生态圈，投资企业逐步增加，公允价值变动净收益和投资净收益持续上涨，随着部分投资标的的上市，公允价值变动收益快速增加，预计未来公允价值变动净收益和投资净收益对利润影响将逐步增大。

投资建议

- 我国CXO行业仍然保持较高的景气度，海外产能持续转移，国内创新药加速崛起，将进一步带动我国CXO行业发展，推荐药明康德、药明生物、凯莱英、皓元医药、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、药石科技、美迪西等。

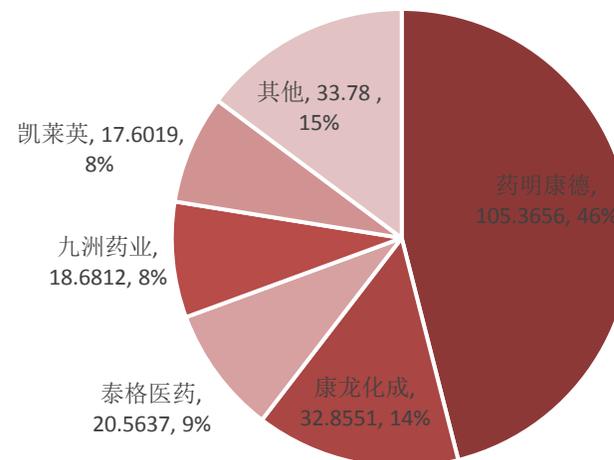
CXO

- 10家CXO公司2021年上半年收入总额增速为45.6%、归母净利润总额增速为49.7%，整体维持高速增长。Q2收入同比增长37.7%，归母净利润同比增长4.7%，二季度收入端保持高速增长，利润端增速环比下降主要与龙头企业投资收益下降有关。
- 从盈利水平看，CXO板块整体盈利能力保持稳定，未受疫情影响，二季度行业毛利率（39%）保持平稳，销售费用率（3%）、财务费用率（1%）均保持平稳，扣非后净利率（21%）小幅提升主要与管理费用率（10%，-2.2pp）降低有关。

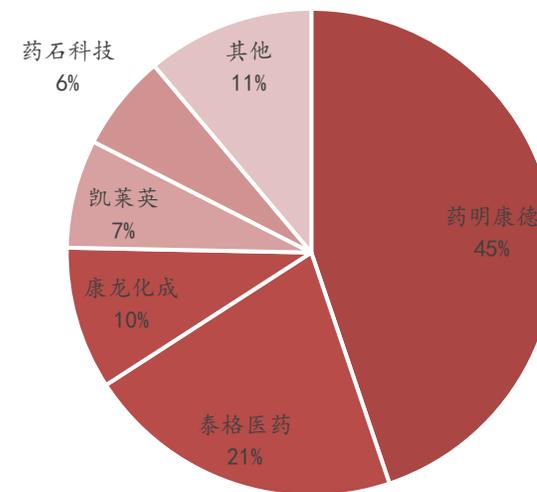
子板块2021年上半年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	45.64%	1	8	10	0
占比		10%	80%	100%	0%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	49.69%	5	6	9	1
占比		50%	60%	90%	10%

21H1收入前五占比

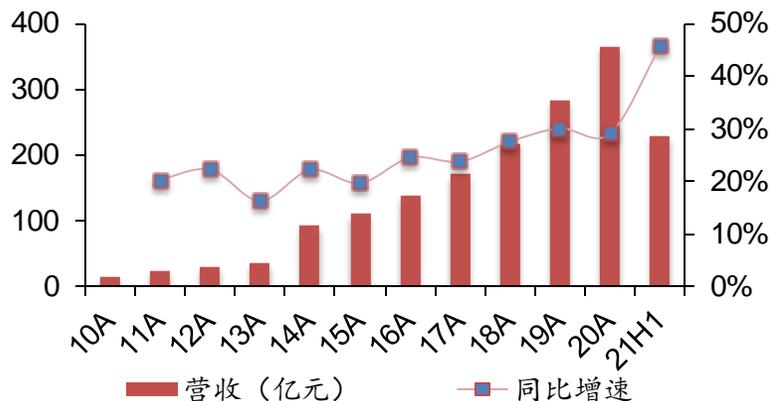


21H1归母净利润前五占比

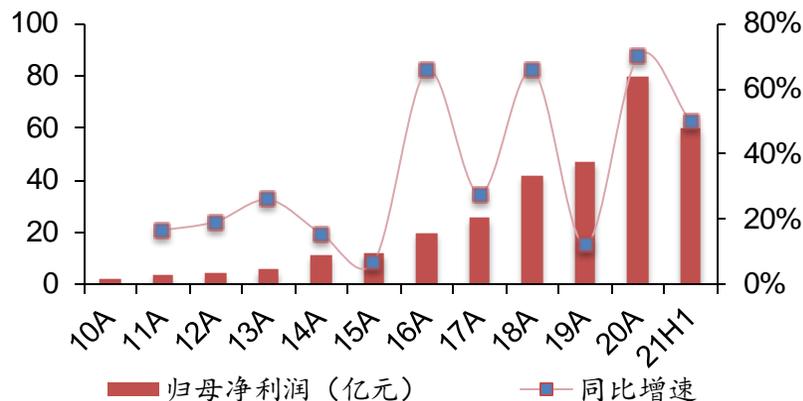


累计季度表现：收入端保持较快增长，利润端增速放缓

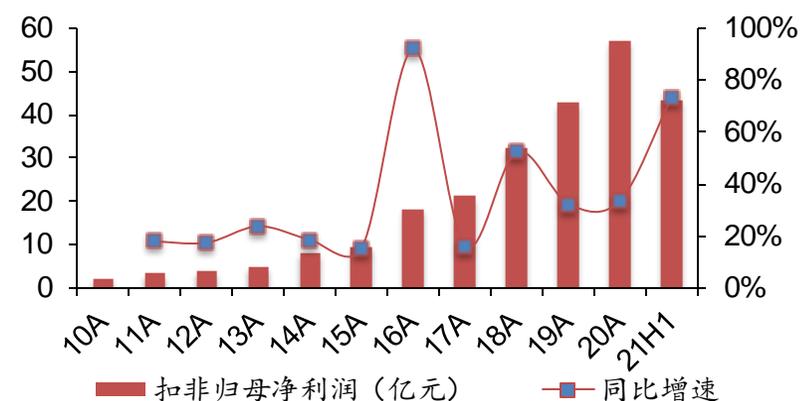
2010年~21QH1收入及增速



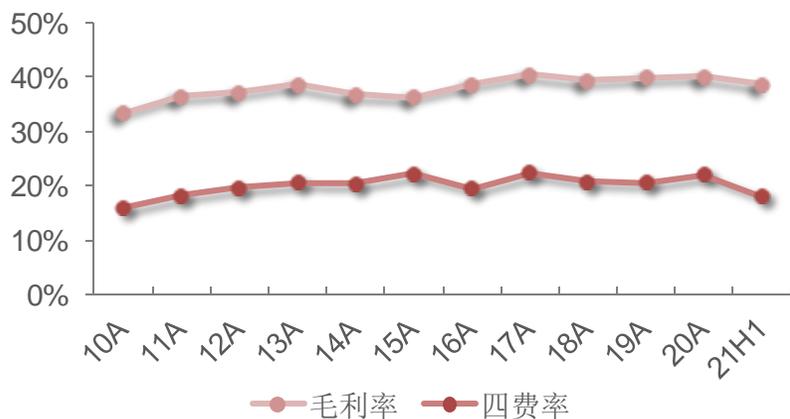
2010年~21QH1归母净利润及增速



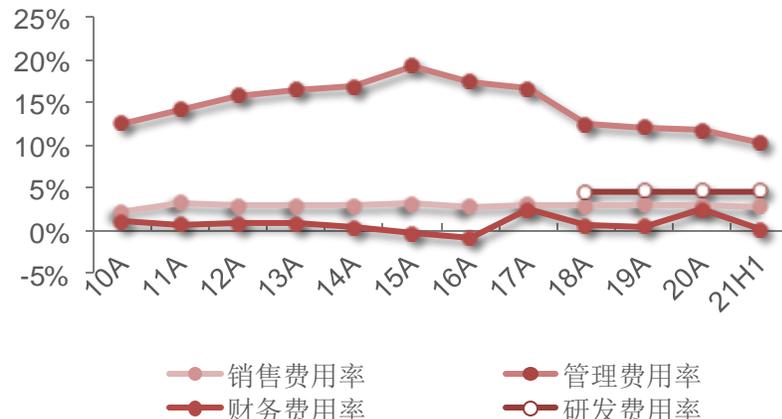
2010年~21QH1扣非归母净利润及增速



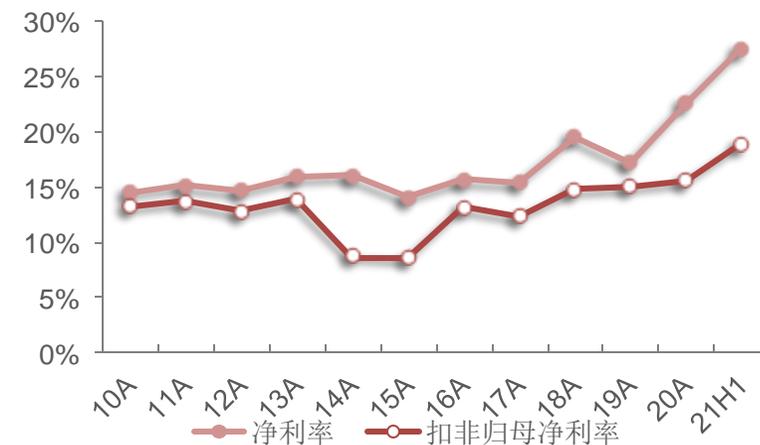
2010年~21QH1毛利率与四费率变化趋势



2010年~21QH1期间费用率变化趋势

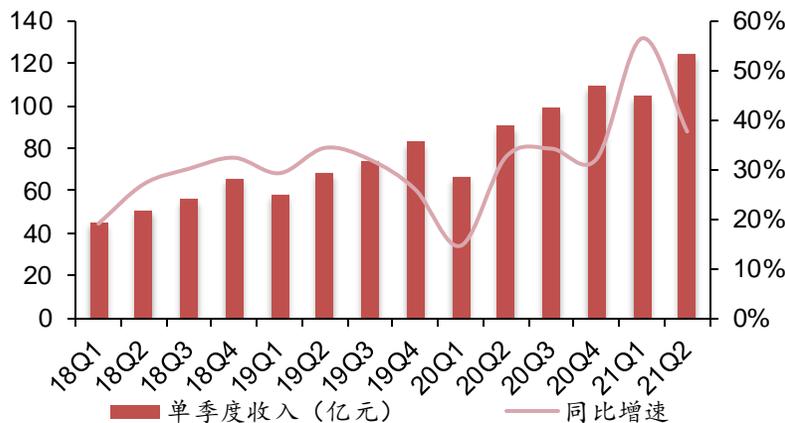


2010年~21QH1净利率变化趋势

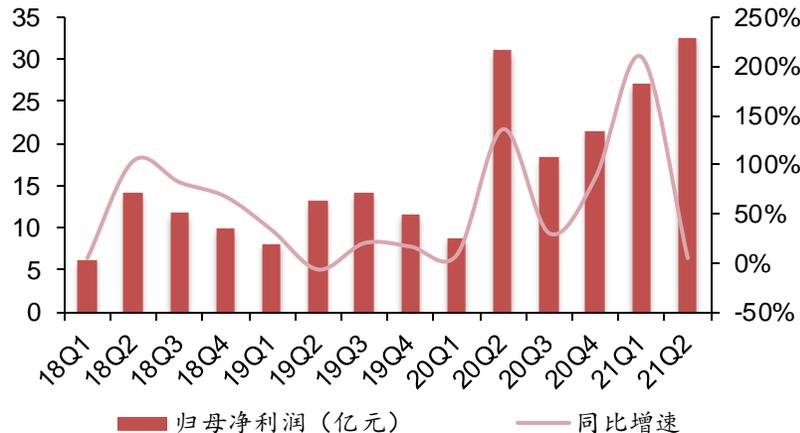


单季度表现：收入端保持较快增长，利润端增速放缓

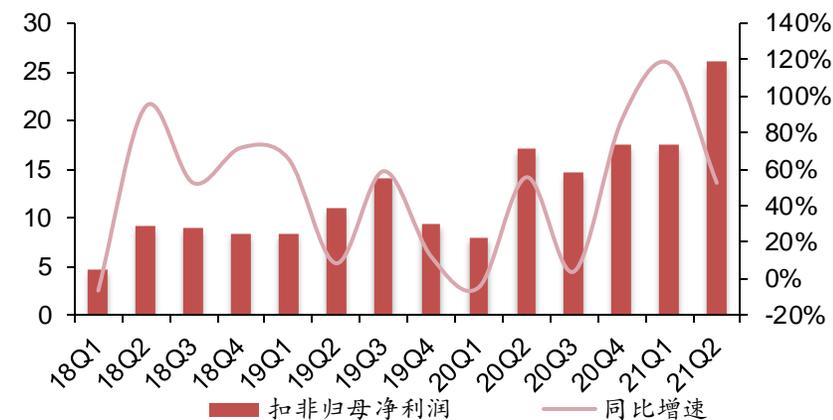
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



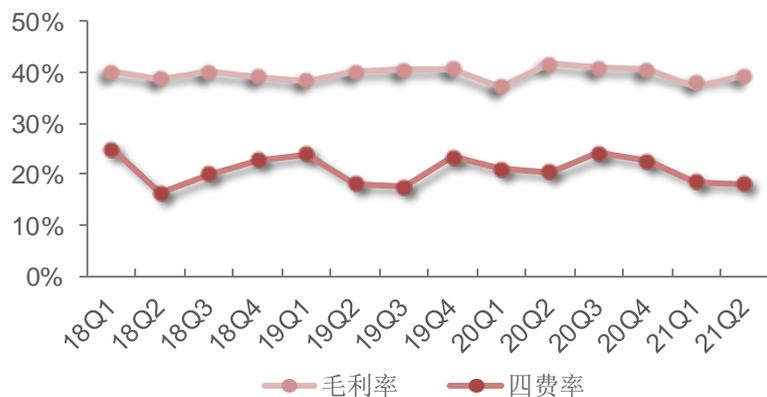
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



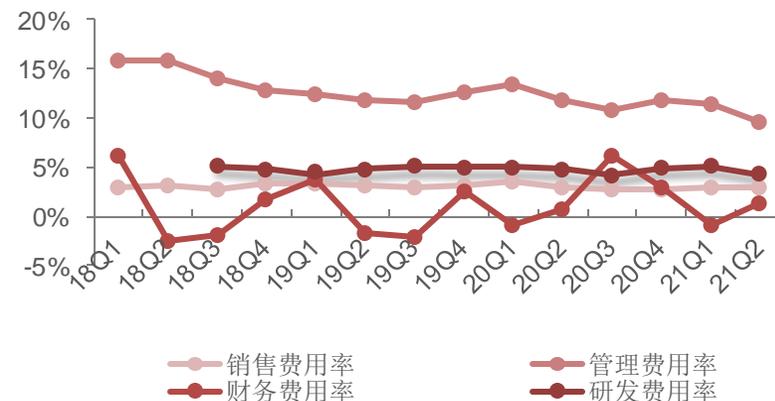
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



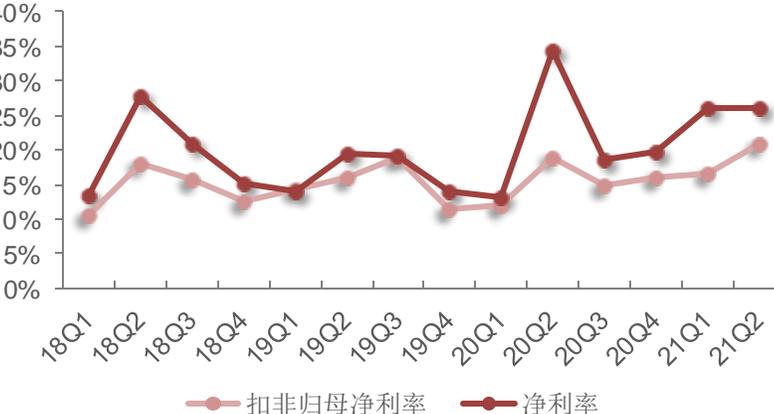
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



CDMO企业在建工程和固定资产增速仍然保持较快增长

- 从在建工程增速来看，2021H1康龙化成、药石科技、药明康德和凯莱英等几家企业增速较快，昭衍新药、九洲药业和博腾股份也都保持在30%的增速。从固定资产（原值）增速来看，2021H1药石科技、康龙化成、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和博腾股份也都保持在20%以上的增速。
- 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业在建工程增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
康龙化成	94.10%	74.30%	-87.96%	522.73%	277.68%	245.05%
药石科技			32.33%	1099.34%	34.70%	130.50%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	47.54%	107.27%
凯莱英	246.62%	-49.49%	189.70%	17.43%	86.22%	95.38%
昭衍新药	-8.65%	-13.91%	61.90%	-55.64%	37.72%	61.56%
九洲药业	14.01%	-41.54%	32.41%	114.24%	12.84%	40.51%
博腾股份	-87.19%	-12.44%	-2.43%	43.29%	198.74%	34.81%
睿智医药	-61.83%	-46.57%	341.37%	285.44%	628.94%	-39.63%

CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
药石科技		20.50%	36.95%	20.19%	14.86%	255.28%
康龙化成			31.87%	12.04%	14.84%	30.93%
药明康德			21.82%	24.01%	27.51%	30.77%
凯莱英	11.05%	41.94%	21.67%	32.77%	22.45%	27.25%
博腾股份	48.89%	12.70%	-13.55%	9.77%	13.44%	25.82%
睿智医药	6.11%	11.90%	174.10%	18.27%	12.38%	16.10%
昭衍新药		3.34%	23.23%	37.69%	12.51%	9.02%
九洲药业	8.20%	7.36%	5.20%	95.87%	5.52%	4.20%

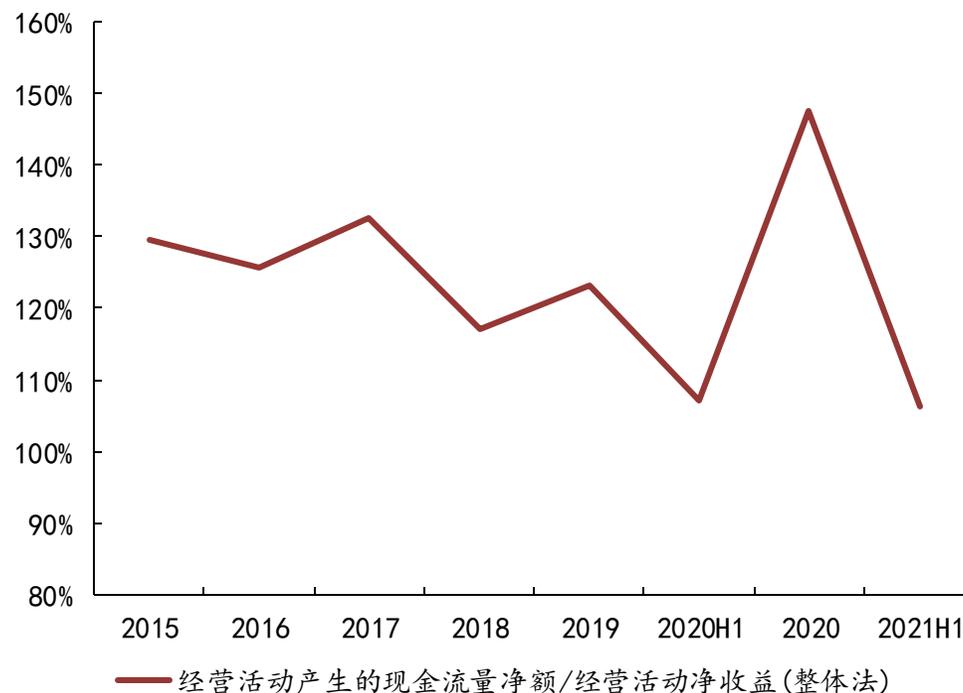
CXO盈利能力持续提升，现金流情况良好

- 从ROE水平来看，2021H1九洲药业、博腾股份和药石科技等几家企业提升显著，ROE提升主要与企业净利润率提升有关，另外几家CXO企业ROE水平小幅下降，主要因扩产速度较快，周转率下降有关，另外，CXO公司公允价值变动损益以及投资收益波动较大，对ROE造成一定波动。
- 从现金流情况来看，近几年我国CXO企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续下降，2020年大幅好转，2021H1为106.2%，同比持平，预计下半年随着收入逐步确认，现金流有望继续向好。

CXO历年ROE情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
药明康德	29.10%	21.14%	23.98%	10.57%	12.91%	9.40%	7.70%
康龙化成	18.32%	12.28%	15.68%	16.70%	14.13%	6.00%	6.21%
凯莱英	24.11%	17.93%	18.88%	19.92%	18.16%	9.80%	6.90%
九洲药业	4.40%	5.65%	5.74%	8.52%	12.88%	4.47%	6.83%
博腾股份	14.30%	8.12%	5.79%	6.25%	10.09%	4.21%	6.33%
博济医药	0.48%	-5.84%	1.80%	1.58%	3.94%	2.76%	3.21%
昭衍新药	22.10%	20.57%	17.99%	24.35%	30.78%	8.49%	3.17%
药石科技	21.18%	22.84%	22.97%	22.94%	21.76%	11.05%	18.18%
睿智医药	8.74%	7.33%	10.75%	6.20%	6.55%	1.77%	0.21%
泰格医药	9.34%	13.89%	17.52%	23.65%	18.68%	21.00%	7.58%

CXO企业现金流情况



CXO

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
药明康德	55%	395%	38%	-17%	46%	56%	4596	1,542	3,305	-239	958	404	4%	355	3%	972	9%	60	1%
康龙化成	55%	142%	46%	-15%	50%	18%	1664	562	1,092	-58	86	64	2%	64	2%	364	11%	0	0%
泰格医药	39%	79%	44%	7%	42%	26%	1635	353	604	56	256	93	5%	67	3%	246	12%	-121	-6%
凯莱英	63%	43%	24%	32%	39%	36%	904	193	494	67	114	164	9%	40	2%	191	11%	0	0%
昭衍新药	30%	388%	37%	7%	35%	70%	463	91	137	4	78	22	4%	7	1%	131	25%	49	9%
博腾股份	39%	83%	33%	53%	36%	64%	458	178	331	44	84	134	11%	50	4%	116	9%	0	0%
九洲药业	119%	191%	64%	86%	85%	112%	404	396	860	83	145	82	4%	24	1%	157	8%	16	1%
药石科技	68%	147%	16%	427%	35%	337%	317	47	162	252	294	51	8%	17	3%	65	11%	3	1%
量子生物	40%	112%	16%	-94%	26%	-87%	96	64	175	-52	-36	59	7%	29	3%	116	14%	41	5%
博济医药	165%	226%	-27%	-62%	10%	19%	38	-24	11	-11	2	12	10%	7	6%	23	19%	0	0%

疫苗：新冠疫苗拉动疫苗板块业绩，创新技术布局解决未满足需求是发展之道

- **2021H1板块总结**：上半年疫苗板块实现收入237亿元（+54.2%），归母净利润71.2亿元（+201.5%），扣非归母净利润69.5亿元（+208.1%）。业绩增速提升系新冠疫苗放量，智飞、康泰合计新冠疫苗收入约52亿元，归母净利润合计约35亿元。目前国内外突破性感染频发，加强针接种已经开展，我们预计新冠疫苗下半年会以出口为主贡献业绩增量。剔除新冠疫苗以外，传统疫苗板块实现收入185亿元（+20%），归母净利润36.2亿元（+53%），增速有所放缓，主要系新冠疫苗接种带来传统疫苗接种资源紧张，下半年新冠接种有望常态化，传统疫苗业绩增速有望恢复。
- **板块盈利能力在新冠疫苗拉动下实现大幅增长**。从盈利能力看，上半年行业毛利率为59%（+12pp）、四费率为23%（-4pp）、净利率为38%（+22pp），其中新冠疫苗的毛利率在80%以上，净利率在60%以上。板块盈利能力主要靠新冠疫苗品种实现大幅提升。
- **常规重磅品种增速放缓，下半年恢复性增长可期**。HPV疫苗来看，因万泰2价HPV于2020Q2才上市销售，所以仅考虑智飞4/9价HPV疫苗，从批签发数量来看，上半年4/9价HPV实现批签发498.6万支（-14pp），2021H1实现收入约64亿元（+11%），增速同比下降40pp，预计下半年HPV疫苗批签发量将恢复正常增速。13价肺炎疫苗因沃森生物于2020年3月底上市销售，无比较意义。传统重磅疫苗竞争格局清晰，市场空间广阔，我们预计未来新冠疫苗接种的影响将持续减弱，传统重磅品种将恢复快速增长，同时建议关注在研管线布局中主要解决未满足需求的品种，包括联合疫苗、价次提升、生产工艺的改进等方面。
- **政策趋严，龙头集中度提升**：在疫苗管理办法出台的背景下，对疫苗企业的生产管理各个环节提出了较高的要求，我们认为国内疫苗行业集中度提升是必然趋势，疫苗行业先发优势将越发明显，重点看好以上市公司和中生集团为代表的疫苗龙头。
- **平台技术布局引领行业发展趋势**。以新冠疫苗为例，拥有多技术路线的平台企业在研发伊始选择性更多，成功概率更大。面对变异较多的流感类病毒，新型技术（mRNA疫苗、DNA疫苗、病毒载体疫苗等）路线的研发速度和保护率更高。从一级市场看，平台型企业吸引的融资额也更多，我们预计国内疫苗企业有望借此次疫情契机，积极布局新技术、完善出口能力、多地区临床能力，从而迎来疫苗行业发展的黄金十年。
- **投资建议**：康泰生物（300601）、智飞生物（300122）、康希诺（688185）、华兰生物（002007）、沃森生物（300142）、万泰生物（603392）、康华生物（300841）、欧林生物（688319）、金迪克（688670）、百克生物（688276）。

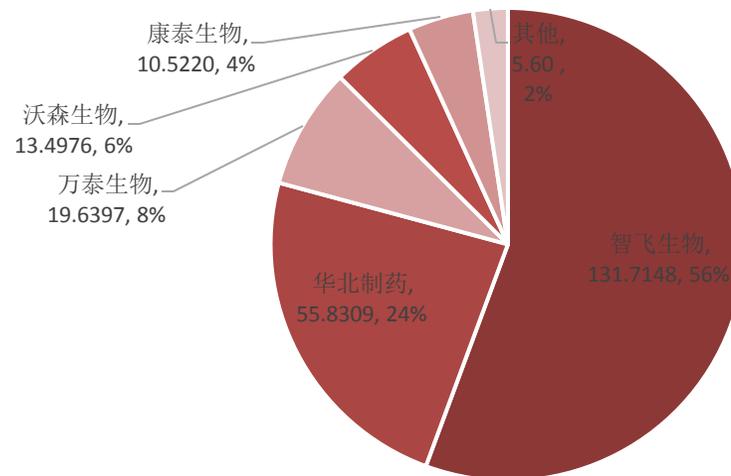
智飞生物带动板块业绩增长

- 上半年疫苗板块实现收入237亿元，五家样本公司收入实现正增长，3家公司收入、净利润增速均超过50%增长。
- 从上半年疫苗板块收入占比看，智飞占比55.6%；从上半年疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比77.1%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。

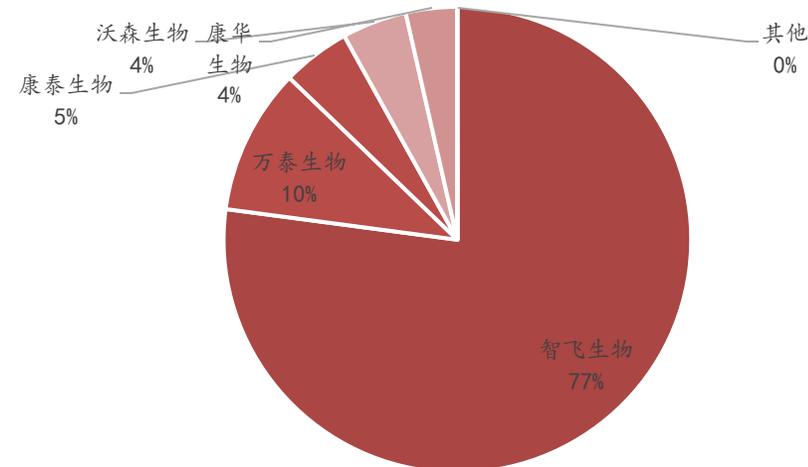
子板块2021年上半年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	54.20%	3	3	5	1
占比		50%	50%	83%	17%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	201.51%	3	4	5	1
占比		50%	67%	83%	17%

21H1收入占比



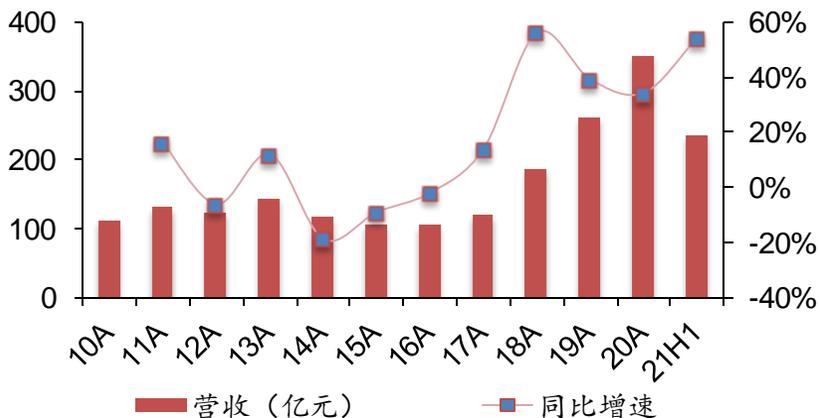
21H1归母净利润占比



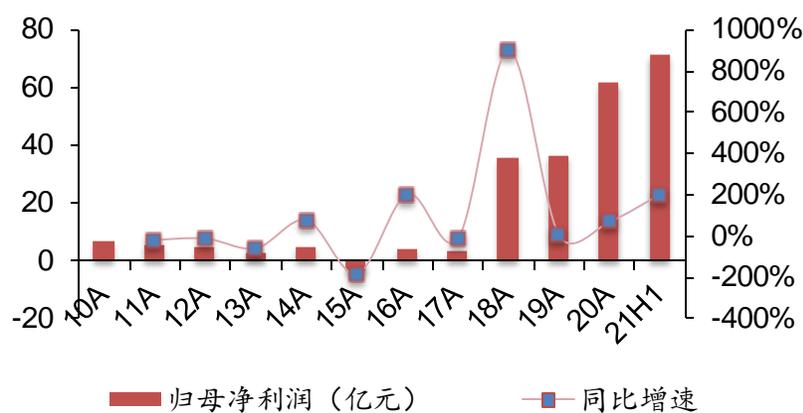
上半年业绩表现优异，板块高景气度延续

- 疫苗板块上半年收入237亿元（+54.2%），归母净利润71.2亿元（+201.5%），扣非归母净利润69.5亿元（+208.1%），盈利能力看，板块扣非归母净利率为29%，板块高景气度延续。

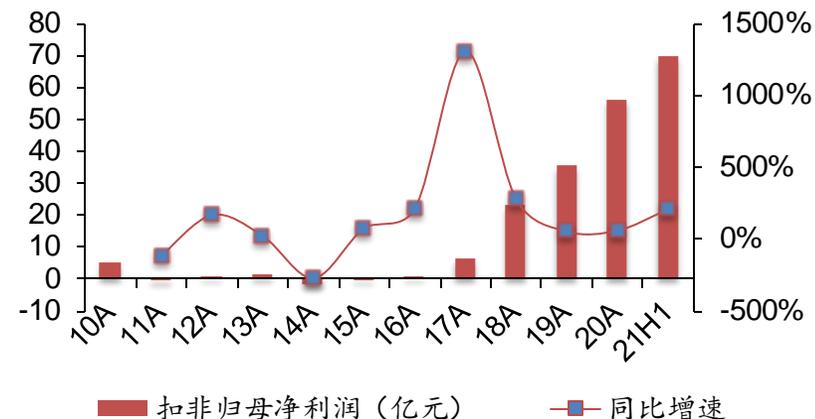
2010年~21H1收入及增速



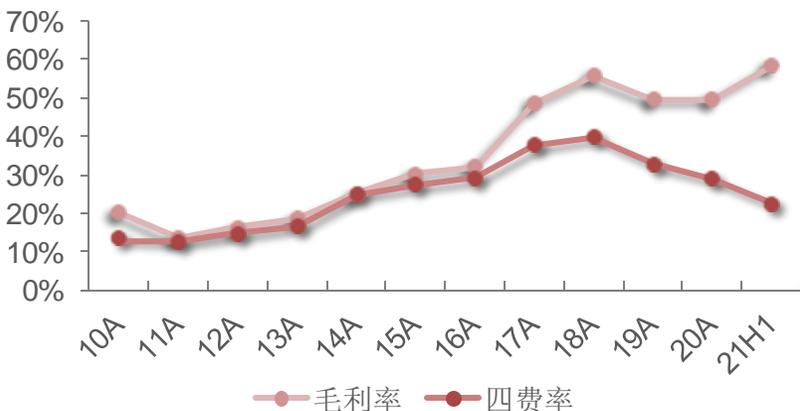
2010年~ 21H1归母净利润及增速



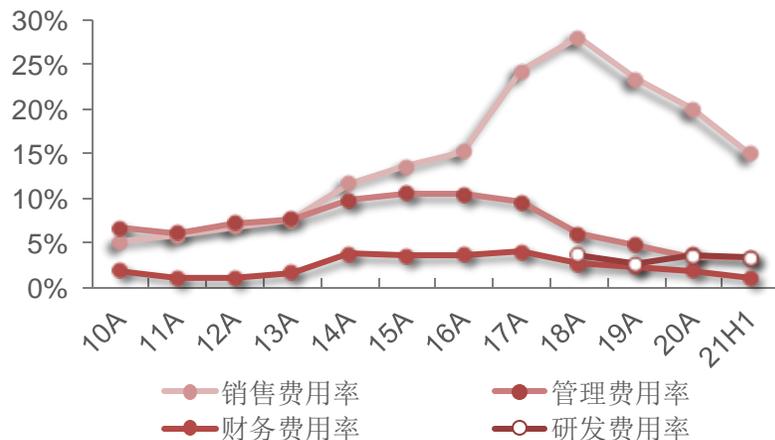
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



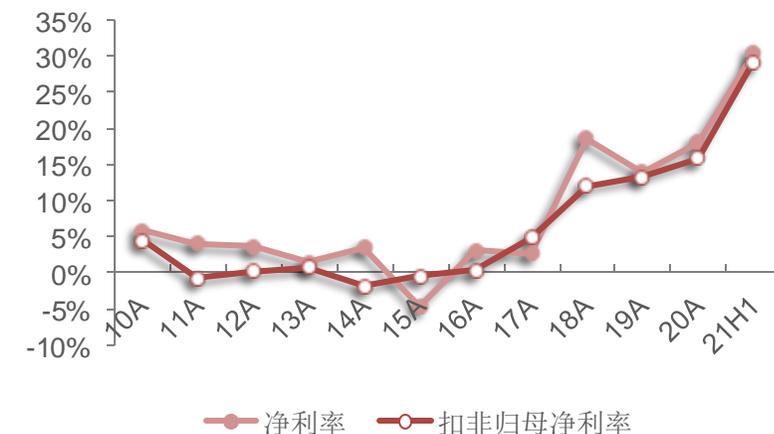
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势



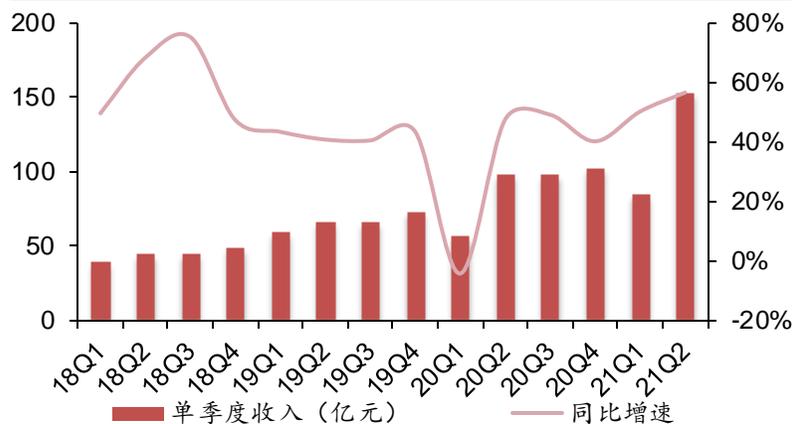
2010年~ 21H1净利率变化趋势



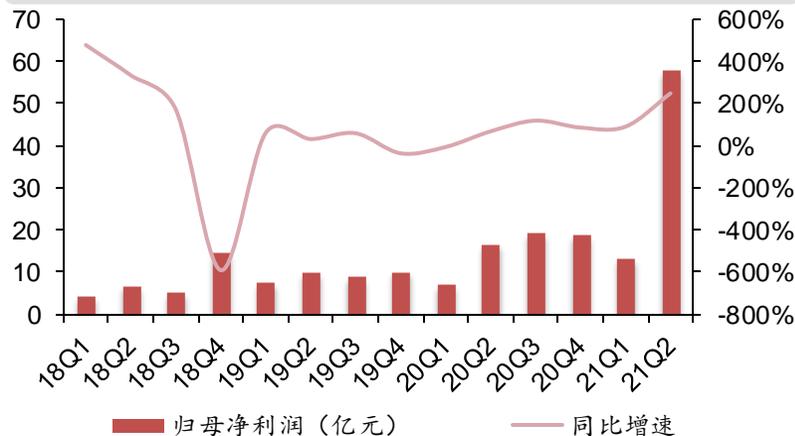
疫情影响体现在Q1，后续逐季加速

■ 疫苗板块Q1/Q2单季度收入分别为84.1/152.7亿元（+50.1%/+56.5%），归母净利润分别为13.3/57.9亿元（+90%/+248%）。

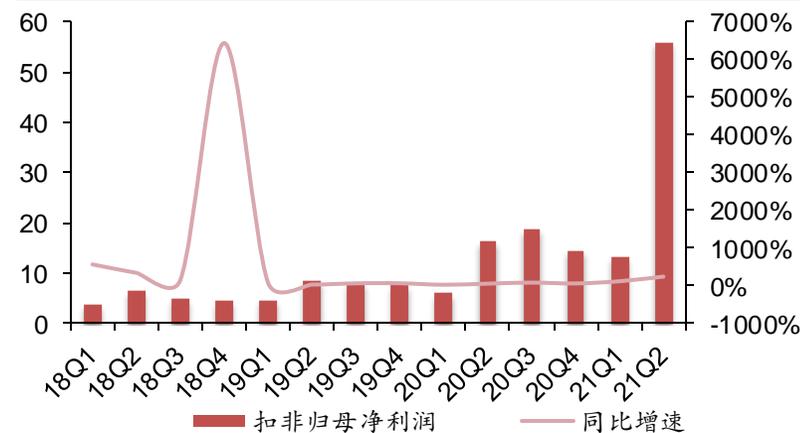
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



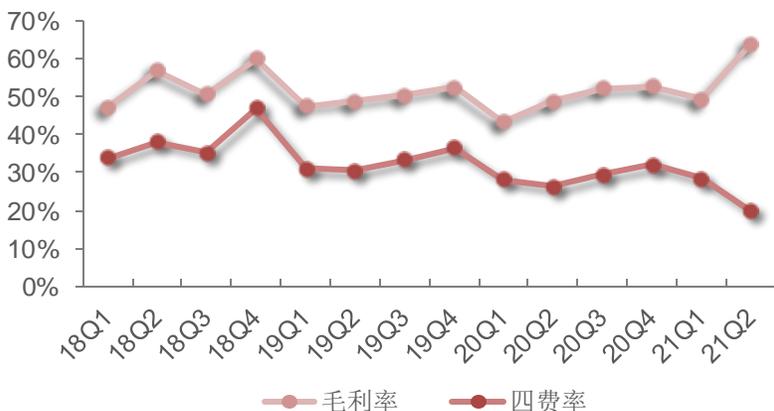
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



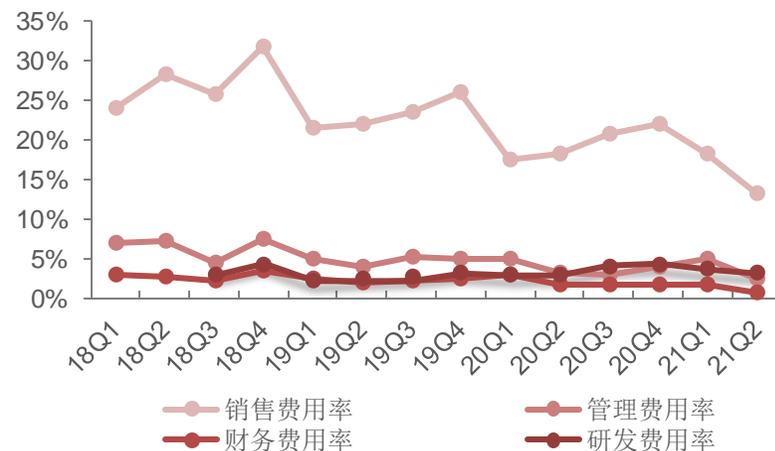
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



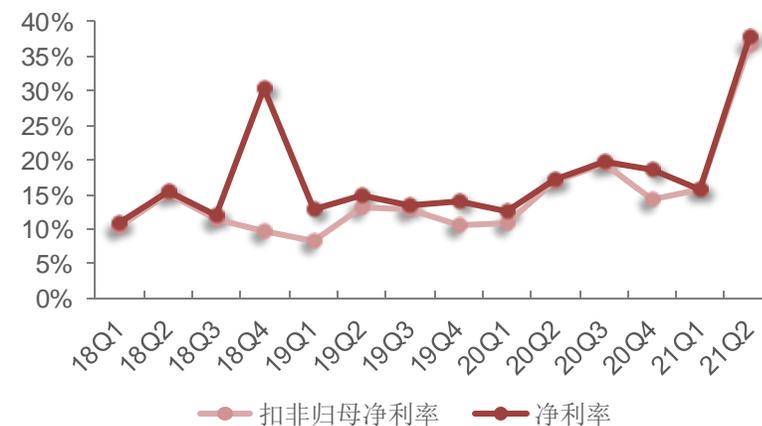
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



疫苗

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
	智飞生物	49%	82%	112%	361%	88%		265%	2988	4,886	6,178	3,564	3,986	163	1%	778	6%	129	1%
万泰生物	165%	311%	114%	149%	133%	196%	1573	607	1,120	259	478	204	10%	559	28%	79	4%	1	0%
康希诺	11483%	39%	-	-	51058%	1017%	1348	1,595	2,057	1,030	1,039	551	27%	35	2%	85	4%	-35	2%
康泰生物	56%	938%	12%	21%	21%	30%	1024	82	182	54	77	125	12%	346	33%	102	10%	-31	3%
沃森生物	286%	277%	99%	261%	135%	419%	966	455	776	207	258	187	14%	499	37%	137	10%	-16	1%
百克生物	24%	11%	-16%	-36%	-3%	-23%	432	-66	-18	-47	-41	74	13%	217	37%	50	9%	-1	0%
康华生物	51%	55%	9%	29%	23%	38%	242	25	105	34	69	34	6%	155	28%	44	8%	-12	2%
欧林生物	120%	876%	28%	100%	52%	225%	152	23	58	11	29	23	13%	67	39%	23	14%	0	0%
金迪克	-27%	-227%	-96%	64%	-63%	-242%	0	-44	-55	-7	-16	21	64%	12	37%	20	63%	7	21%

- 智飞生物：新冠疫苗快速放量，疫苗龙头长期动力充足。上半年，新冠疫苗销售量超1亿剂，在新冠加持下，公司全年有望实现100亿元净利润；2021Q4以及2022年，公司新冠疫苗产能将主要用于海外出口。传统疫苗业务上，核心产品HPV疫苗批签发总量为498.6万支（2020H1为582.4万支），同比下降14.4%，主要原因系上半年疫苗体系集中批签发与接种新冠疫苗，影响了传统疫苗的批签发，预计2021H2将全面恢复增长，有望完成1000万支的批签发与销售。重组蛋白新冠疫苗III期临床数据优异，海外放量可期。在研管线储蓄充沛，积极布局新技术平台。
- 康泰生物：业绩符合预期，13价肺炎产品待获批。分季度看，Q1/Q2单季度收入2.8/7.8亿元（+56%/+12%），实现归母净利润0.25/3.12亿元（+938%/+21%）。Q2单季度业绩增速放缓的原因主要是上半年新冠疫苗接种影响常规疫苗接种资源所致，预计Q3-Q4季度常规疫苗接种将逐渐恢复正常。核心品种量价齐升，下半年业绩值得期待。按产品来看，一类苗实现收入1.8亿元（+950%），主要系10μg乙肝疫苗获得恢复性增长，实现量价齐升。以及新冠疫苗于5月底获得紧急使用批准，预计下半年将持续放量。二类苗实现收入8.7亿元（+2.28%），23价肺炎疫苗预计全年收入6.7亿元，13价肺炎结合疫苗处于申请注册批件过程中，预计21年收入3亿元。四联苗预计全年16亿收入体量，核心品种实现量价齐升，未来可期。
- 康希诺：公司发布2021年中报，上半年实现营业收入20.6亿元（+51058%），实现归母净利润9.4亿元（+1017%），扣非归母净利润8.99亿元（+873%）。其中Q2季度实现收入15.9亿元，实现归母净利润9.51亿元，实现扣非归母净利润9.19亿元，均扭亏为盈。新冠疫苗推动业绩大幅增长。2021H1公司实现新冠疫苗销量约为2140万剂，其中国内约1200万剂，海外约940万剂。预计公司21年收入约为71亿元，对应新冠疫苗销量约为7200万剂；公司发布股权激励计划增添长期增长动力。同时吸入剂型新冠疫苗临床进展迅速，有望贡献业绩。

医疗服务：全面恢复正常经营节奏，下半年表现增速受到扰动

- **收入端全面恢复经营，更应关注常规业务真实增速。** 2021年上半年，受疫情影响的医疗服务如专科医院公司恢复较好，贡献板块增量。4家医疗服务公司2021上半年收入约为185亿元（+63%）、归母净利润总额约为27.33亿元（+83.6%）。我们选取了经营较为稳健成熟的样本公司，2020年受到疫情扰动影响，下半年堆积的业务带来基数效应，造成今年板块业绩波动性较大，因此更应该关注公司常规业务的真实增速，多关注以2019年同期为基数的复合增长率。
- **新院区落地开花，民营医疗服务质量有望不断提升。** 今年上半年国内疫情防控有力，医疗服务公司经营扩张进展顺利。1）通策医疗上半年成功开业7个蒲公英分院，预计全年新开数量达到20家，同时正式筹备紫金港540张牙椅超大规模三级口腔医院，未来建成后有望将标准化的大众口腔治疗推向更广泛的居民、高水平的院区建设成功后有望实现医质进一步提升。2）爱尔眼科上半年新并入医院9家，门诊部19个，截止2021年中报，公司共拥有境内医院155家，门诊部107家。同时上半年公司公告拟募资不超过36.50亿元（发行不超过2.06亿股）用于对七大重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，未来公司有望在具有消费力和辐射力重点区域持续扩大实力。
- **我国医疗服务资源供应不足，政策支持打开行业成长期。** 1）改革开放至2018年以来，我国卫生费用复合增速达到17%，但同期从业人员数量增速仅为1.12%。其中结构失衡更加严重，三甲医院超负荷，8%医院接诊占比达到54%；并且存在结构性不平衡逐年加剧中，经济相对不发达、人口密集中的省份医疗服务缺口更大。医疗服务行业整体供不应求，在三四线城市更加明显，行业供需决定长期优质赛道，填补空间巨大。2）政策支持社会办医，有力补充我国医疗服务供给市场。2021年8月31日，八部委联合印发了《深化医疗服务价格改革试点方案》的通知，政策的逐步试点、调整、正式实施，有利于我国公立医院的深化改革，提高医保基金的支付效率，最终的目的是为居民提供更广泛、优质的医疗服务。
- **复制性+消费属性两个维度精选专科医院赛道。** 从细分赛道来看，我们最看好眼科、口腔的商业模式，在整体医疗服务资源供不应求的大背景下，眼科与口腔具备独立科室、消费属性而非医保属性的特质，在商业模式上具备从综合医院独立的优势。
- **建议重点关注：**通策医疗（600763）、爱尔眼科（300015）。

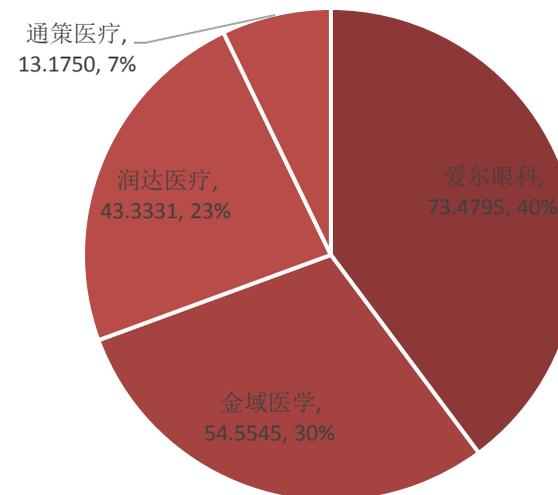
- 4家医疗服务公司2021上半年收入约为185亿元（+63%）、归母净利润总额约为27.33亿元（+83.6%）。
- 从盈利水平看，医疗服务板块整体盈利能力稳中有升，行业毛利率（43%）同比提升4个pp，销售费用率（9%）保持稳定，净利率（17%）提高3个pp。
- 从收入贡献看，爱尔眼科、金域医学、润达医疗、通策医疗贡献比例为40%、30%、23%、7%；
- 从净利润贡献看，爱尔眼科、金域医学、通策医疗、润达医疗贡献比例为41%、39%、13%、7%。

子板块2021年上半年业绩速览

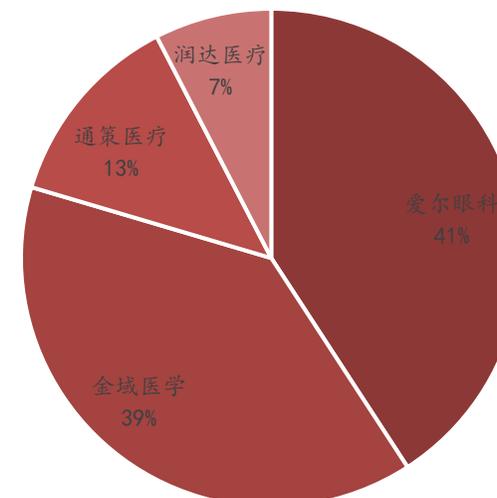
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	63.03%	3	4	4	0
占比		75%	100%	100%	0%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	83.63%	4	4	4	0
占比		100%	100%	100%	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入占比



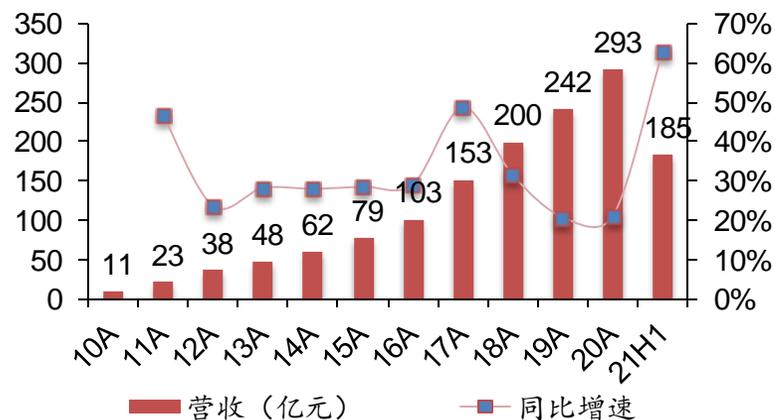
21H1归母净利润占比



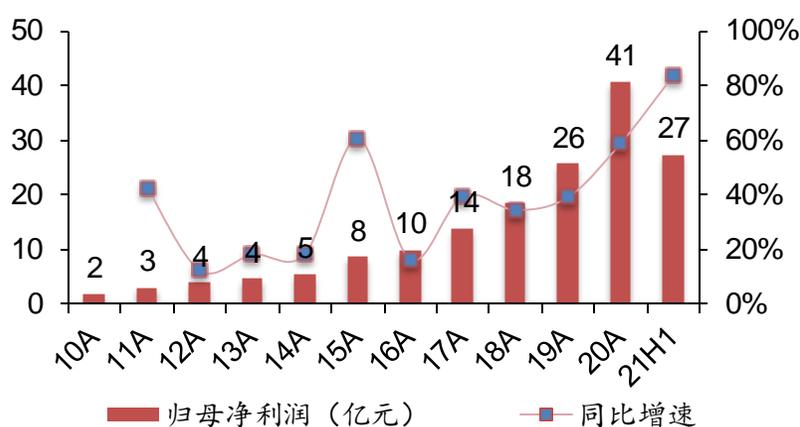
21H1样本公司业务全面恢复

■ 4家医疗服务公司2021上半年收入约为185亿元（+63%）、归母净利润总额约为27.33亿元（+83.6%），行业上半年表现增速较高，除了金域医学上半年仍有新冠检测业务增量，板块内各项常规业务相对于2019年的复合增长率约为20~30%左右，已经回归正常水平。我们的样本公司数量较少，没有包括尚未转盈的公司，因此样本内的优质企业表现出整体毛利率保持较高水平，叠加持续的规模效应压低费率，整体盈利质量保持较高水平。

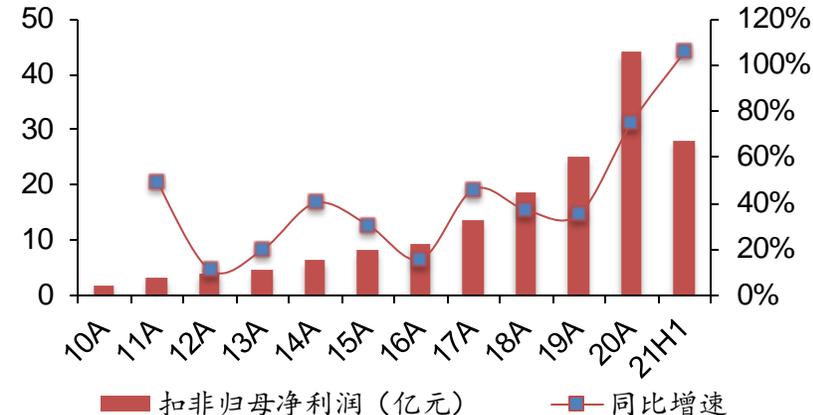
2010年~21H1收入及增速



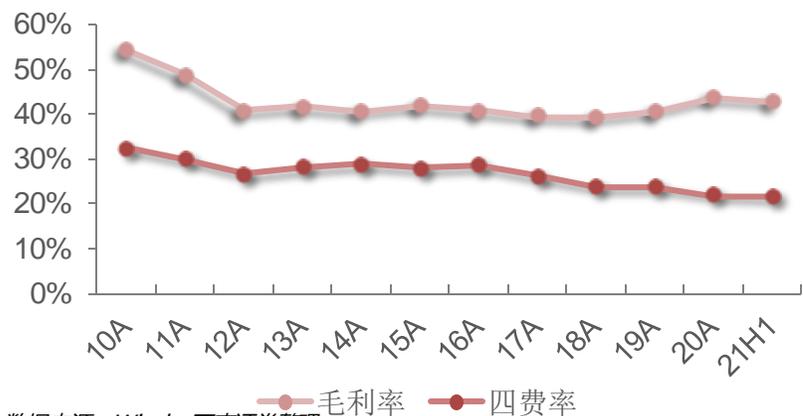
2010年~ 21H1归母净利润及增速



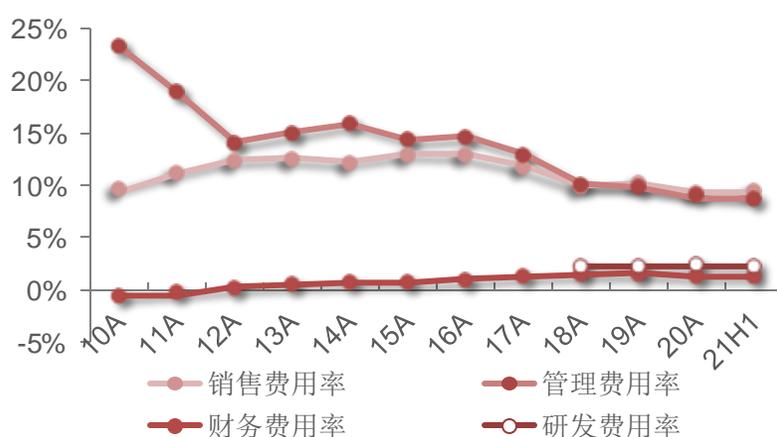
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



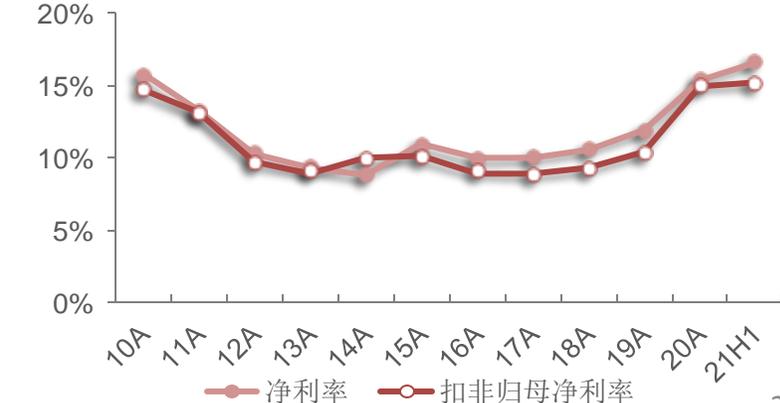
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势



2010年~ 21H1净利率变化趋势

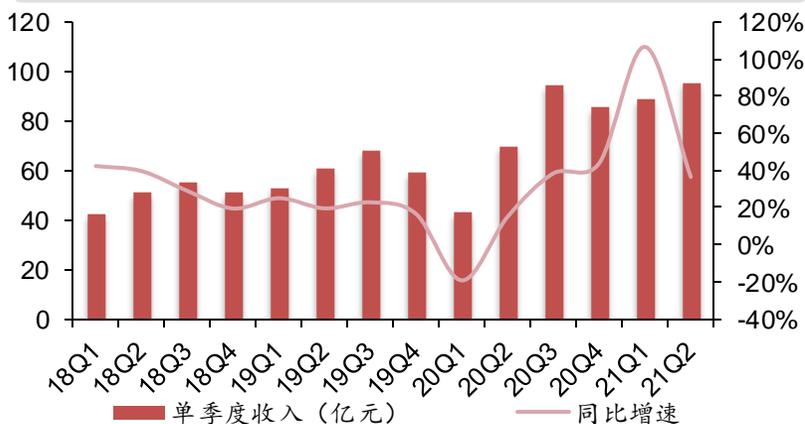


数据来源：Wind，西南证券整理

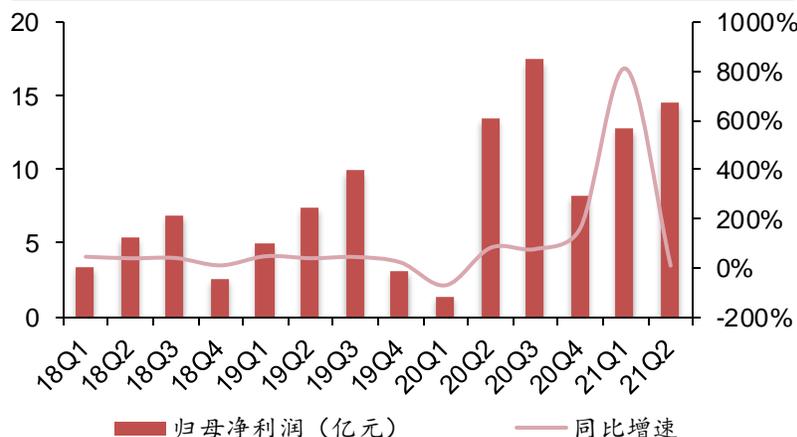
单季度表观增速受2020年基数影响

■ 4家医疗服务公司2021 Q1/Q2收入分别约为89/96亿元 (+106%/36.4%)、归母净利润总额分别约为12.8/14.5亿元 (+810%/+8%)，季度之间增速波动较大，主要是2020年一季度医院经营受疫情影响较大，同时部分需求递延到2020年二季度，我们的医疗服务板块纳入标的都有明显的固定成本属性，去年季度收入节奏的扰乱造成今年单季度利润波动较大。展望下半年来看，预计还是受到去年基数影响，尽管各项业务顺利开展，业绩表观增速仍然可能较以往偏低。

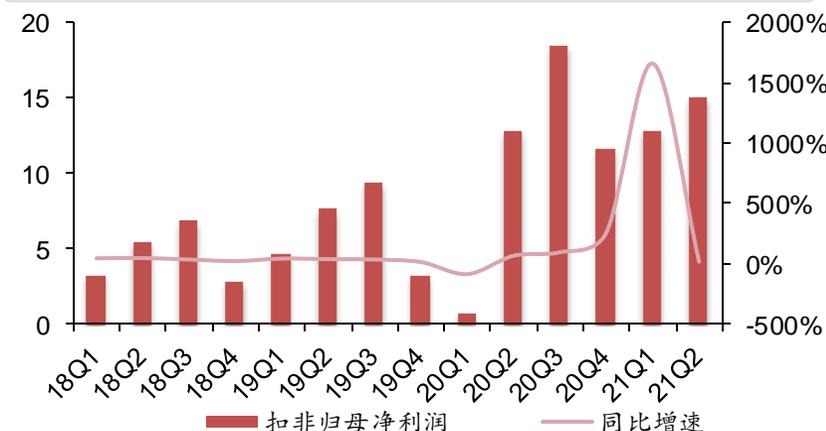
18Q1~21H1收入及增速（单季度）



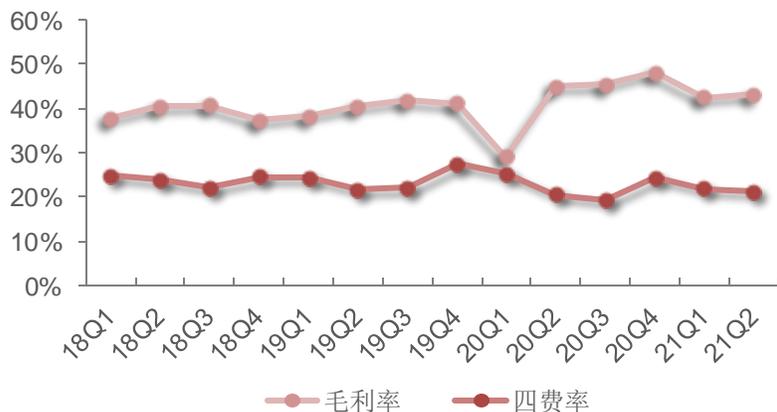
18Q1~21H1归母净利润及增速（单季度）



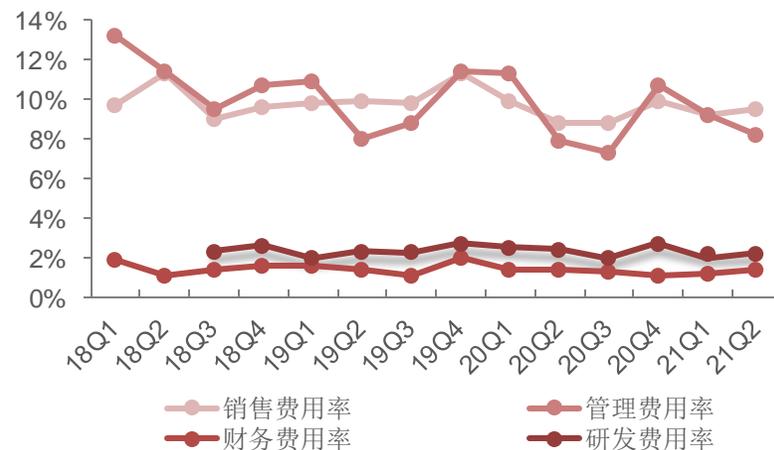
18Q1~21H1扣非归母净利润及增速（单季度）



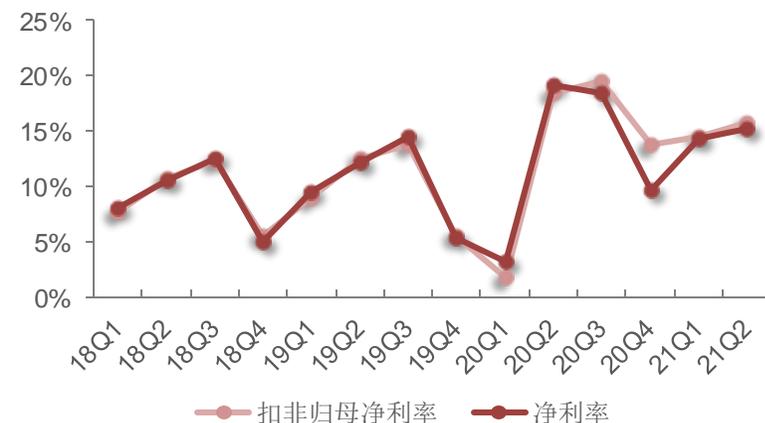
18Q1~21H1毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21H1期间费用率变化趋势



18Q1~21H1净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

重点公司点评

- 通策医疗：上半年收入同比+75%，净利润同比+141%。分医院来看，杭口改革持续兑现，今年将是杭口有效推进团队模式元年，2021H1实现收入3.6亿元，同比+59%，2019 H1~2021H1复合增速约为12%；城西分院继续保持高效运营，21H1实现收入2.7亿元，同比+53%，2019H1~2021H1复合增速约为23%，年初城西分院新增约20张牙椅，扣除量约10%的增长，团队模式仍在提升城西分院效益；宁口上半年实现收入约8千万元，其中6月收入估计超1600万元，期待下半年老院区取得医保资质后迎来快速增长。
- 爱尔眼科：2021H1公司实现营收、归母净利润、扣非归母净利润73.5/11.2/12.3亿元，分别同比增长76.5%/65%/112%（较2019年分别增长54.7%/65%/76.5%），分别实现门诊量479万人次和手术量40万例，分别同比增长81.38%/71.57%。眼科巨舰“新十年”起航，持续深化分级诊疗体系。公司公告拟募资不超过36.50亿元（发行不超过2.06亿股）用于对七大重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，未来公司有望在具有消费力和辐射力重点区域持续扩大实力。
- 金域医学：上半年公司实现收入54.6亿元（+57%），归母净利润10.6亿元（+90.5%），扣非归母净利润10.3亿元（+91.4%），经营活动现金流6.2亿元（+157.2%）。疫情加强公司在ICL领域龙头地位，品牌影响力得到进一步提升；2019年国内ICL市场规模370亿左右，占医学检验市场约8%，对标美国、欧洲、日本等成熟市场35%、50%、67%的渗透率，未来还有很大的提升空间，同时LDT规范化管理、不合理医疗检查专项行动、DRG等各种政策将持续利好“检测外流”。

成分股 增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净 利润	收入	归母净利 润	收入	归母净利 润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
爱尔眼科	114%	510%	52%	6%	76%	65%	3837	1,314	3,184	35	440	103	1%	702	10%	889	12%	77	1%
通策医疗	222%	963%	26%	14%	75%	141%	1318	141	580	23	206	24	2%	11	1%	120	9%	14	1%
金域医学	129%	1023%	21%	3%	57%	91%	739	473	1,981	13	503	225	4%	628	12%	401	7%	6	0%
润达医疗	59%	190%	38%	45%	47%	86%	65	625	1,390	36	96	51	1%	384	9%	186	4%	136	3%

医疗器械：控费背景下，创新器械结构性行情凸显

- **2021年上半年板块总结**：器械板块（45家样本公司，不含科创板）上半年收入761.8亿元（+29.3%），归母净利润230.8亿元（+37.1%），毛利率59.3%，四费率23.4%，净利率为31.2%，医疗器械板块Q1/Q2单季度收入391.2/370.6亿元（+94.9%/-4.6%），单季度净利润120.3/110.5亿元（+197.%/-13.6%），Q2单季度毛利率58.8%（-1.8pp），单季度四费率24.2%（+3.4pp），单季度净利率29.8%（-3.1pp），去年二季度疫情影响导致行业利润产生高基数。
- **消费升级和国产替代共振**。一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破6000亿，长期看中国医疗器械空间巨大；另一方面，当前大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升，未来十年器械板块仍将是消费升级和国产替代共振的十年。
- **带量采购成为耗材招采新常态，龙头有望以价换量**。人工晶体、支架、骨科、补片等产品在众多省份成为带量采购试点品种，未来高值耗材集采有望常态化。当前建议密切关注降价幅度和品种格局，一方面降价将带来经销商渠道利润和中标者费用的大幅减少，考虑到出厂价往往是终端价的30-40%，适当降价不会影响到企业出厂净价，另一方面，品种格局较好、国产化率较低的品种的，中标者量的增长的将弥补价格的下降，同时低价将带动国内高值耗材渗透率的长期提升，于企业而言，中选是最优结果。
- **国产创新器械扬帆起航**。国产企业研发能力持续提升，在中高端医疗器械领域不断推出产品，打破了外资长期垄断的局面，例如大型医学影像、内窥镜、化学发光分析仪、手术机器人等，并在某些领域开始率先推出新产品，例如可降解支架、介入瓣膜等。集采时代，创新器械有望像创新药一样走出独立的长牛行情。
- **投资建议**。一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模空间巨大，另一方面，当前大部分器械赛道国产化率较低，消费升级&进口替代有望推动国产器械迎来黄金十年。同时，以全国集采和各省试点相结合的耗材带量采购模式有望常态化进行，格局良好、国产化率低的耗材龙头有望以价换量加速进口替代。建议关注**1）集采避风港领域**：医疗设备（迈瑞医疗）、消费性器械（欧普康视、爱博医疗、伟思医疗、鱼跃医疗）；**2）创新器械领域**：TAVR（佰仁医疗、启明医疗）、外周介入（心脉医疗）、神经介入、电生理（惠泰医疗）、内镜诊疗（南微医学）等；**3）产业链上游公司**：药机设备（东富龙、楚天科技）、药房自动化（健麾信息）、耗材生产设备（迈得医疗）。

近7成器械公司净利润实现同比增长，前五净利润贡献超过60%

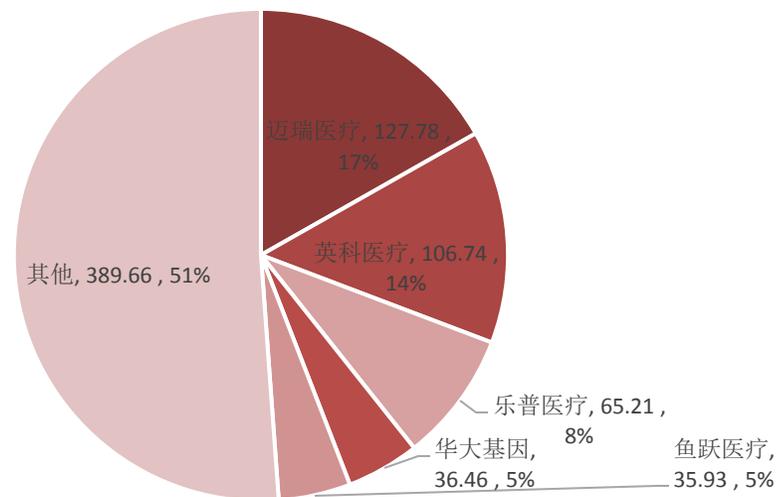
- 上半年器械板块（45家样本，不含科创板）收入实现正增长的有34家，占比76%，超过50%增长有14家，占比31%；
- 上半年器械板块（45家样本，不含科创板）归母净利润实现正增长的有31家，占比69%，超过50%增长有18家，占比40%；
- 从收入贡献看，前五名迈瑞、英科、乐普、华大、鱼跃贡献了48.8%的板块收入；
- 从归母净利润贡献看，前五名英科、迈瑞、乐普、达安、华大贡献了63.4%的板块净利润。

子板块2021年上半年业绩速览

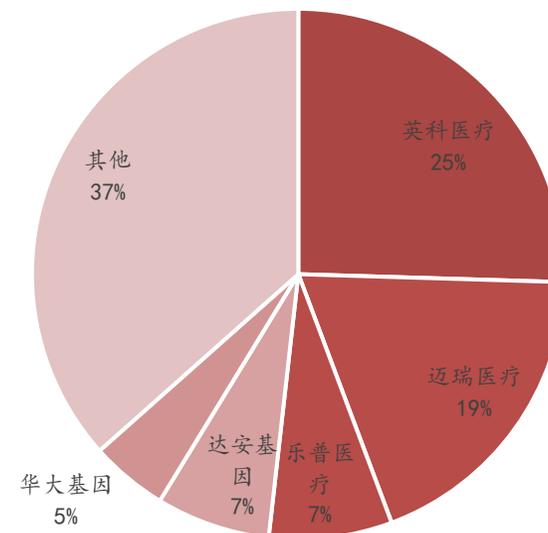
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	29.29%	14	22	34	11
占比		31%	49%	76%	24%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	37.06%	18	22	31	14
占比		40%	49%	69%	31%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入前五占比



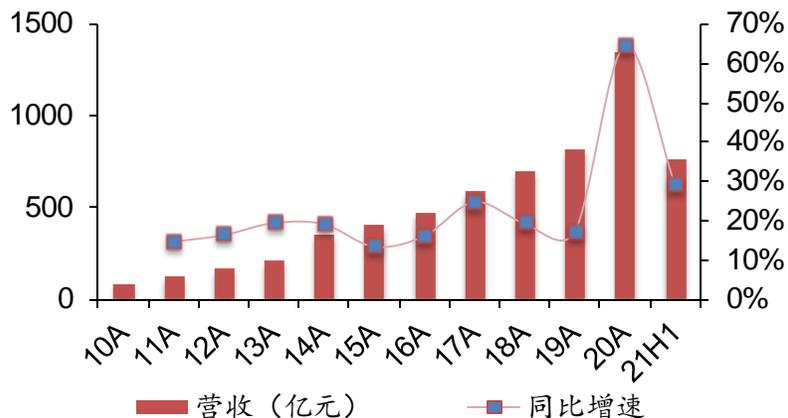
21H1归母净利润前五占比



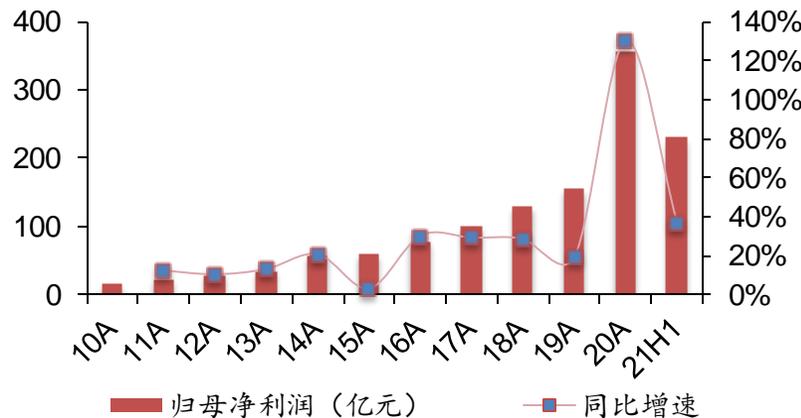
上半年器械收入延续高增长，盈利能力大幅提升

■ 器械板块（45家样本公司，不含科创板）上半年收入761.8亿元（+29.3%），归母净利润230.8亿元（+37.1%），毛利率59.3%，四费率23.4%，“剪刀差”使得上半年净利率大幅提升至31.2%，疫情受益器械股业绩延续高增长。

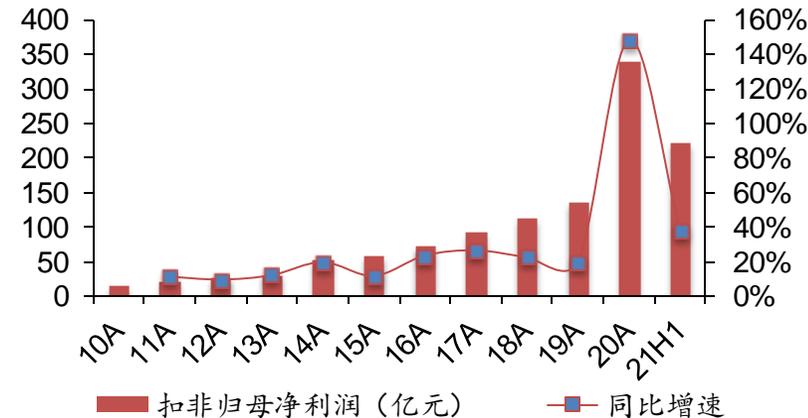
2010年~21H1收入及增速



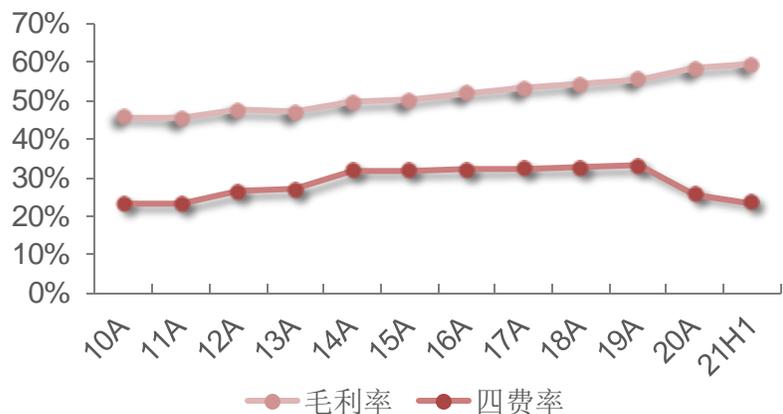
2010年~ 21H1归母净利润及增速



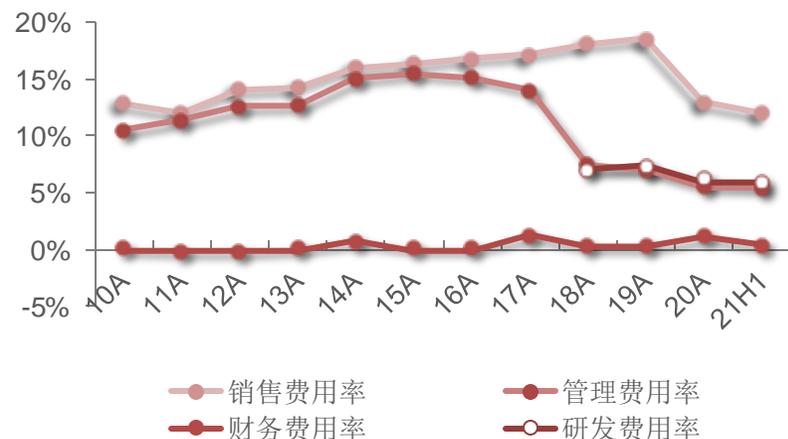
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



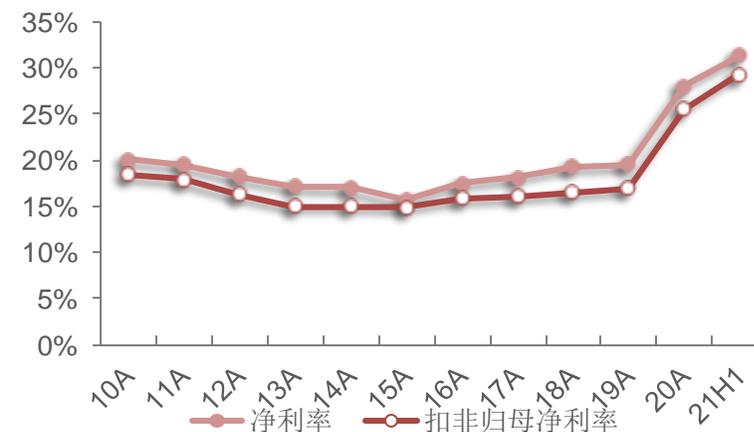
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势



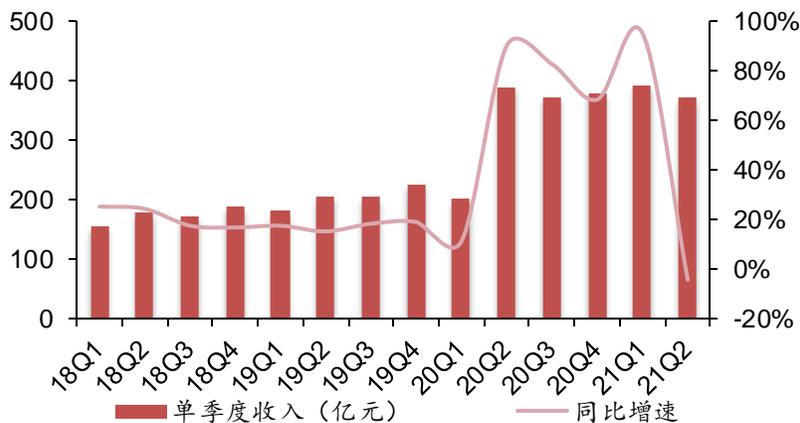
2010年~ 21H1净利率变化趋势



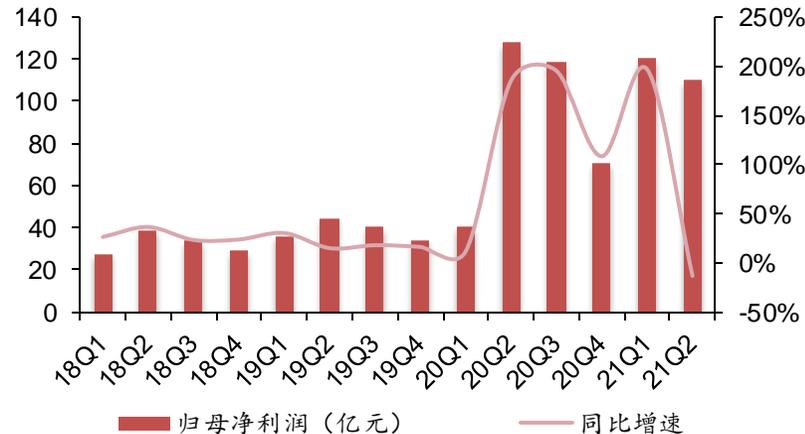
受高基数影响，Q2单季度同比增速放缓

- 医疗器械板块Q1/Q2单季度收入391.2/370.6亿元 (+94.9%/-4.6%)，单季度净利润120.3/110.5亿元 (+196.7%/-13.6%)，去年二季度受疫情影响导致行业利润产生高基数。
- Q2单季度毛利率58.8% (-1.8pp)，单季度四费率24.2% (+3.4pp)，单季度净利率29.8% (-3.1pp)。

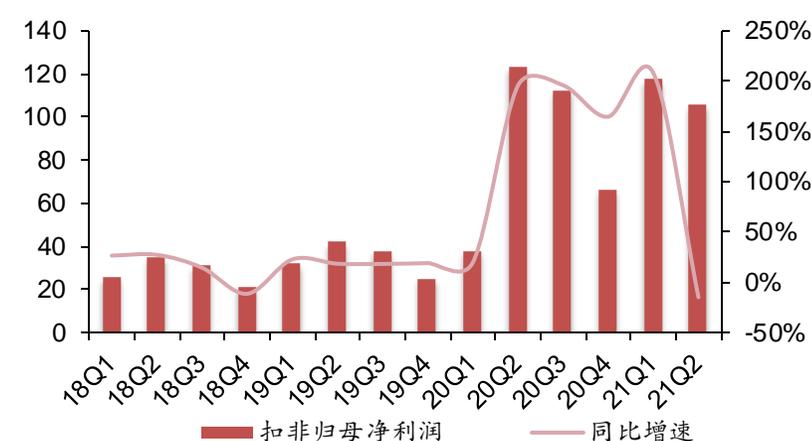
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



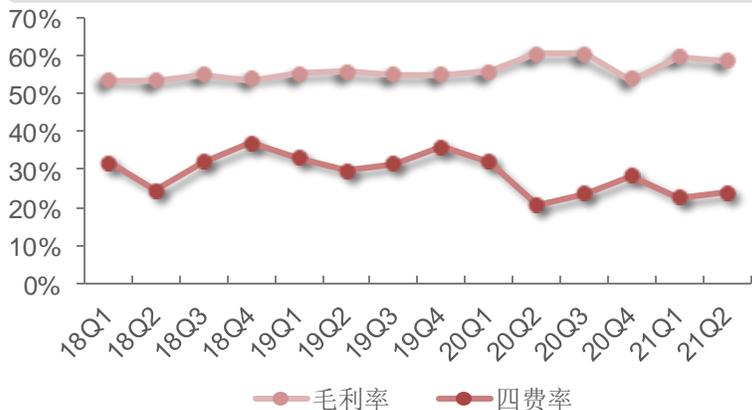
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



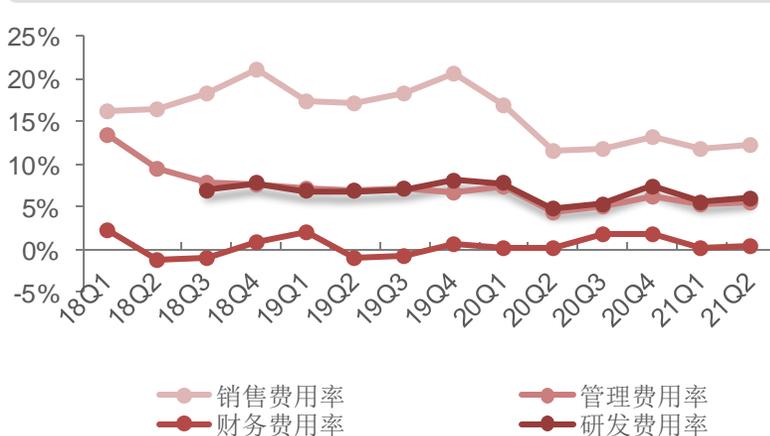
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



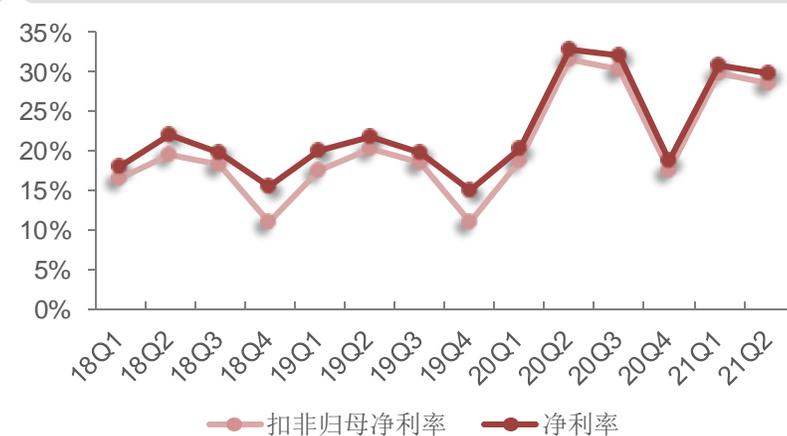
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



疫情受益股贡献了主要的业绩增量

- 从收入贡献看，前五名迈瑞、英科、乐普、华大、鱼跃贡献了48.8%的板块收入；
- 从归母净利润贡献看，前五名英科、迈瑞、乐普、达安、华大贡献了63.4%的板块净利润。。

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
迈瑞医疗	22%	31%	20%	23%	21%	26%	5836	1,174	2,214	489	891	1,061	8%	1,875	15%	590	5%	-43	0%
欧普康视	176%	264%	47%	31%	92%	100%	881	90	273	28	128	13	2%	108	19%	48	8%	3	1%
健帆生物	53%	54%	24%	31%	37%	41%	695	119	319	81	180	51	4%	219	18%	47	4%	-14	-1%
乐普医疗	65%	89%	47%	32%	54%	51%	580	1,200	2,283	243	585	373	6%	958	15%	353	5%	101	2%
华大基因	98%	275%	-37%	-63%	-11%	-34%	491	-1,234	462	-950	-565	212	6%	563	15%	151	4%	63	2%
英科医疗	771%	2792%	7%	20%	140%	206%	457	263	6,225	351	3,958	184	2%	179	2%	236	2%	-28	0%
安图生物	48%	84%	31%	33%	39%	51%	444	205	472	60	139	226	13%	294	17%	67	4%	5	0%
鱼跃医疗	19%	20%	-5%	-32%	5%	-14%	382	-99	172	-233	-157	184	5%	404	11%	164	5%	-5	0%
达安基因	297%	506%	-26%	-21%	63%	105%	298	-401	1,350	-123	819	183	5%	433	12%	160	5%	-11	0%
大博医疗	63%	46%	7%	6%	26%	20%	295	29	174	11	53	67	8%	277	33%	38	4%	-6	-1%
万孚生物	26%	59%	10%	14%	16%	24%	288	105	250	49	107	181	10%	363	20%	122	7%	22	1%
迈克生物	106%	315%	-5%	-7%	35%	71%	234	-43	508	-16	221	37	4%	258	13%	63	3%	29	1%
艾德生物	92%	68%	17%	24%	41%	38%	231	33	116	13	31	68	17%	114	28%	33	8%	4	1%
山东药玻	22%	15%	14%	14%	18%	15%	202	111	276	18	38	69	4%	36	2%	73	4%	-2	0%
拱东医疗	156%	232%	34%	49%	71%	98%	129	79	239	32	88	26	5%	25	4%	32	6%	-2	0%
开立医疗	20%	538%	43%	118%	32%	333%	128	109	157	39	84	127	20%	165	26%	41	6%	3	0%
九强生物	232%	780%	184%	409%	204%	548%	116	282	543	88	187	56	7%	141	17%	56	7%	3	0%
康德莱	40%	44%	2%	30%	17%	35%	115	18	209	19	33	80	6%	163	11%	101	7%	2	0%
贝瑞基因	-9%	-66%	14%	-82%	2%	-73%	107	48	13	-45	-86	60	8%	139	19%	79	11%	7	1%
楚天科技	131%	433%	123%	259%	73%	1321%	106	690	1,567	94	227	197	8%	291	12%	165	7%	5	0%
奥美医疗	37%	28%	-59%	-80%	-34%	-67%	105	-982	-759	-499	-474	40	3%	32	2%	144	10%	0	0%
振德医疗	181%	196%	-71%	-86%	-24%	-62%	100	-2,193	908	-779	-610	74	3%	209	7%	214	7%	6	0%

(接上页)

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
凯利泰	35%	9%	27%	-14%	31%	-5%	98	70	150	-10	-6	25	4%	139	22%	83	13%	2	0%
凯普生物	307%	771%	94%	101%	157%	203%	97	333	793	110	262	50	4%	174	13%	112	9%	2	0%
正海生物	128%	127%	10%	4%	49%	47%	94	9	67	1	26	14	7%	66	33%	13	7%	-1	-1%
理邦仪器	42%	53%	-59%	-85%	-31%	-61%	92	-541	392	-331	288	111	13%	162	18%	47	5%	2	0%
科华生物	171%	585%	2%	-4%	64%	149%	92	23	940	-6	286	52	2%	291	12%	127	5%	19	1%
万东医疗	-4%	-3%	1%	-37%	-2%	-21%	91	2	8	-20	-22	38	8%	88	18%	38	8%	-3	-1%
基蛋生物	86%	45%	40%	105%	58%	78%	82	93	220	56	75	78	13%	97	16%	39	6%	-3	-1%
透景生命	310%	221%	108%	395%	158%	969%	78	96	186	41	83	33	11%	76	25%	21	7%	-1	0%
明德生物	2271%	17449%	40%	20%	217%	190%	67	132	781	40	379	49	4%	77	7%	29	3%	-2	0%
三鑫医疗	43%	180%	-1%	15%	17%	60%	61	-1	72	5	27	14	3%	39	8%	29	6%	1	0%
迪瑞医疗	15%	54%	-25%	-27%	-10%	2%	57	-71	45	-19	2	41	10%	55	13%	22	5%	-5	-1%
正川股份	8%	4%	51%	19%	27%	11%	57	57	68	3	4	6	2%	17	5%	18	6%	-1	0%
和佳医疗	110%	202%	-38%	-64%	6%	25%	51	-112	26	-48	12	24	5%	64	14%	40	9%	55	12%
戴维医疗	24%	51%	4%	7%	12%	18%	46	4	22	3	10	20	10%	43	21%	25	12%	0	0%
尚荣医疗	53%	27%	-47%	-57%	-10%	-20%	44	-285	94	-30	-19	24	3%	53	6%	76	9%	2	0%
维力医疗	41%	188%	-36%	-73%	-14%	-52%	36	-140	76	-65	-51	21	5%	59	12%	54	11%	5	1%
九安医疗	7%	-17%	-67%	-92%	-45%	-79%	36	-492	472	-195	203	55	10%	67	12%	95	17%	8	1%
乐心医疗	128%	157%	52%	-63%	80%	-19%	32	148	354	-13	-5	61	8%	30	4%	34	4%	1	0%
福瑞股份	-14%	19%	33%	535%	7%	177%	31	53	25	25	27	29	7%	102	26%	78	20%	-10	3%
爱朋医疗	175%	117%	15%	-25%	59%	13%	29	14	79	-6	4	14	6%	45	21%	40	19%	-3	-1%
宝莱特	9%	-39%	-52%	-86%	-35%	-78%	28	-291	270	-171	187	30	6%	42	8%	37	7%	4	1%
利德曼	107%	141%	8%	-23%	39%	328%	26	9	69	-2	20	15	6%	49	20%	37	15%	-1	-1%
南卫股份	41%	-3%	-81%	-97%	-64%	-87%	21	-508	467	-72	-72	14	5%	3	1%	29	11%	5	2%

主要细分领域表现：

- ① **IVD：常规试剂需求逐步恢复，新冠检测试剂面临高基数压力。化学发光赛道龙头格局已成，十年进口替代大周期开启，龙头公司常规发光业务收入均已回归高速增长。8家分子诊断企业2021上半年收入191亿元（+169.8%），归母净利润82.4亿元（+70.8%），整体能表现出高速增长，但内部呈现一些分化，部分公司由于2020H1新冠检测试剂高基数导致增速放缓。POCT受常规业务逐步恢复，核心公司2021H1延续高速增长，凭借快速、简单、即时即地场景多元等优势，POCT在传染病类、心血管类市场具有广阔前景。**
- ② **影像设备：超声产业链恢复较好。去年受益移动DR增量的企业呈现一定同比压力，超声产业链标的如迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗业务逐步恢复高速增长，后续关注X射线、超声、CT、MRI等影像领域的国产突破。**
- ③ **心血管器械：心血管手术逐步恢复，创新器械标的业绩领涨。除部分受冠脉支架集采降价影响的标的，其他心血管创新器械标的如心脉医疗、佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗等表现较好。**
- ④ **骨科：上半年骨科龙头企业业绩有所恢复，带量采购仍是板块压制因素。大博医疗、凯利泰、三友医疗上半年收入均实现较高增长。**
- ⑤ **肾科：治疗刚需品种，业绩延续高速增长态势。上半年健帆生物和三鑫医疗业绩维持高速增长。**
- ⑥ **眼科：需求旺盛，核心公司业绩高速增长。上半年爱博医疗、欧普康视收入增速均超过90%，回归高速增长。后续人工晶体国产化率有望不断提升，角膜塑形镜也有望为消费器械市场大单品，眼科龙头前景广阔。**

化学发光：国内常规业务逐步恢复，十年进口替代大周期开启

- 化学发光体量大、增速快，国产化率低，是IVD领域最具确定性的好赛道。
- **迈瑞医疗**：2021上半年收入127.8亿元（+21%），归母净利润43.4亿元（+25.8%），其中IVD业务预计约39.6亿元，增速30.8%。2020年化学发光试剂收入约19~20亿元，剔除海外新冠试剂约13亿元，2021上半年国内发光业务预计实现翻倍增长，国际新冠检测试剂出口贡献逐渐回落。
- **新产业**：2021上半年收入12.3亿元（+26.3%），归母净利润4.3亿元（-9.9%）。2020年化学发光试剂收入约17亿元（+28.7%），剔除新冠检测试剂贡献的3.2亿元，预计常规试剂贡献13.9亿元，2021上半年试剂收入9.1亿元（+24.5%），主要因常规试剂恢复，受股权激励摊销影响，表观净利润增速有所承压。
- **安图生物**：2021上半年收入16.8亿元（+39.1%），归母净利润4.1亿元（+50.6%）。2020年化学发光收入约12~13亿元，基本持平，2021H1在低基数逐步恢复，上半年化学发光试剂收入约7.7亿元。

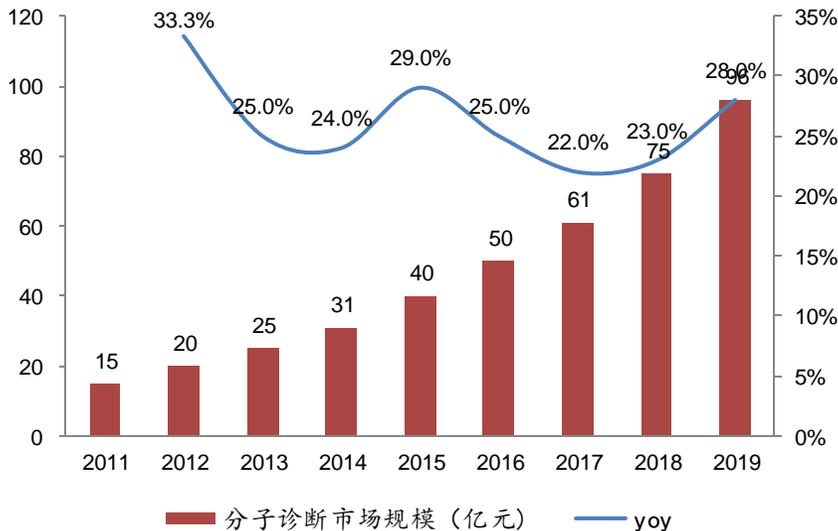
主要化学发光企业2021年上半年财务数据

公司 年份	新产业			安图生物			迈瑞医疗		
	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1
总收入	1,682	2,195	1,226	2,679	2,978	1,678	16,556	21,026	12,778
yoy	21.5%	30.5%	26.3%	38.9%	11.1%	39.1%	20.4%	27.0%	21.0%
毛利率	80.0%	77.2%	70.6%	66.6%	59.7%	59.9%	65.2%	65.0%	65.6%
净利率	45.9%	42.8%	35.0%	28.9%	25.1%	24.6%	28.3%	31.7%	34.0%
归母净利润	773	939	429	774	748	413	4,681	6,658	4,344
yoy	11.3%	21.6%	-9.9%	37.6%	-3.4%	50.6%	25.8%	42.2%	25.8%
2020化学发光试剂收入	1705百万元（剔除新冠试剂1385）			约1200-1300百万元			1950百万元（剔除海外新冠试剂约1300）		
yoy	28.7%			0-10%			约10%		

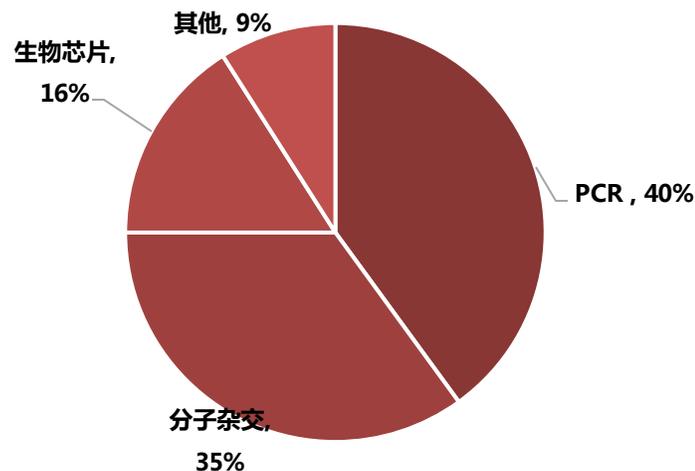
分子诊断：高基数下有所分化

- 分子诊断近年来行业增速约25%，2019年行业规模约100亿元左右，占整个IVD板块15%，是IVD领域增速最快的赛道。分子诊断凭借准确度高、灵敏度强、速度快等优点，**未来在传染病监测、肿瘤筛查等领域具有广阔空间**，本次疫情中核酸诊断为新冠筛查的“金标准”，其价值得到凸显，后续分子诊断发展有望加速。
- 板块**：我们选取分子诊断8家企业，2021上半年收入191亿元（+169.8%），归母净利润82.4亿元（+70.8%），上半年高增长趋势主要由于新冠检测试剂出口能维持高水平。
- 华大基因**：2021年上半年收入36.5亿元（-11.2%），归母净利润10.9亿元（-34.2%）。新冠检测试剂出口有所下滑。
- 艾德生物**：2021年上半年收入4亿元（+41%），归母净利润1.1亿元（+37.8%），低基数下重回高增长态势。伴随诊断行业成长突出，公司产品齐全，院内市占率领先，后续有望持续改善。

2012~2019中国分子诊断市场规模



分子诊断主要技术



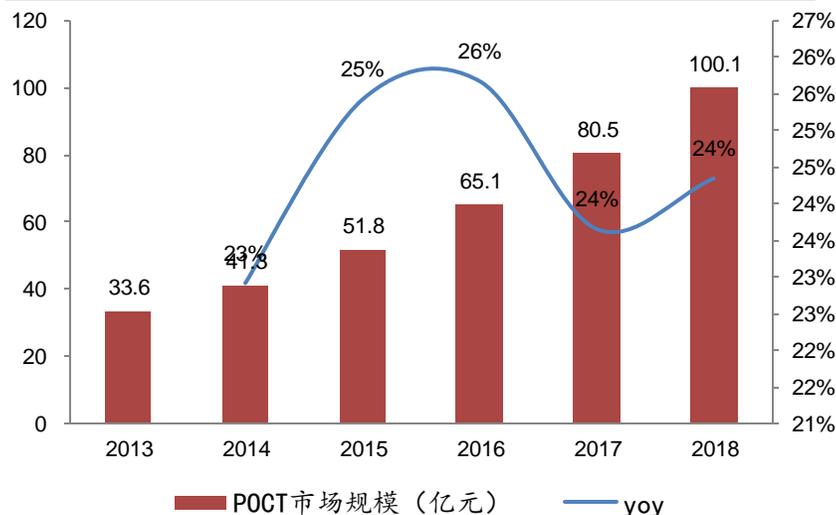
主要分子诊断企业2021年上半年财务数据

代码	公司	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1
300676.SZ	华大基因	8,397	3,646	199.9%	-11.2%	2,090	1,086	656.4%	-34.2%
002030.SZ	达安基因	5,341	3,483	386.4%	63.3%	2,449	1,598	2556.8%	105.3%
688289.SH	圣湘生物	4,763	2,028	1203.5%	-3.4%	2,617	1,121	6527.9%	-9.0%
688298.SH	东方生物	3,265	6,382	788.8%	670.6%	1,677	3,394	1942.9%	547.8%
000710.SZ	贝瑞基因	1,540	734	-4.8%	1.8%	211	31	-46.1%	-73.4%
688399.SH	硕世生物	1,740	1,131	502.4%	97.5%	820	502	878.5%	63.2%
300639.SZ	凯普生物	1,354	1,299	85.7%	156.9%	363	391	146.2%	203.2%
300685.SZ	艾德生物	728	399	25.9%	41.0%	180	111	33.1%	37.8%
	合计	27,130	19,101	345.8%	169.8%	10,407	8,235	734.4%	70.8%

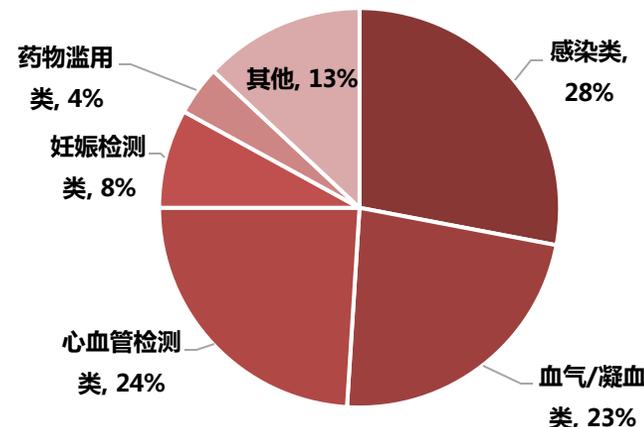
POCT：核心公司2021H1延续高速增长

- POCT凭借快速、简单、即时即地场景多元等优势在IVD赛道中占比逐渐提升。2018年国内POCT市场规模100亿元，预计能够维持20%以上的增速。
- 当前POCT主要场景有感染类、血气/凝血类、心血管检测类、妊娠检测类、药物滥用类等。**传染病类和心血管类导入期完成，将进入高速成长期。**
- 2021上半年常规业务逐步恢复，叠加部分公司新冠检测试剂仍贡献增量，总体POCT企业实现收入、利润高增长（基蛋、明德）
- 万孚生物**：国产POCT龙头，2021上半年收入18.6亿元（+15.5%），归母净利润5.6亿元（+23.8%）
- 基蛋生物**：2021年上半年收入6亿元（+58%），归母净利润1.7亿元（+78.1%）。主要因常规业务逐步恢复。
- 明德生物**：2021上半年收入11.4亿元（+216.5%），归母净利润5.8亿元（+189.5%），主要是因新冠检测试剂贡献较大增量。

中国POCT市场规模（不含血糖）



2017年中国POCT主要运用场景



主要POCT企业2020年上半年财务数据

公司	万孚生物		基蛋生物		明德生物	
	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1
总收入	2,811	1,856	1,123	600	959	1,141
yoy	35.6%	15.5%	16.0%	58.0%	429.4%	216.5%
毛利率	69.0%	68.8%	63.0%	65.4%	78.2%	76.4%
净利率	22.6%	29.9%	27.1%	28.5%	48.9%	50.8%
归母净利润	634	556	305	171	469	580
yoy	63.7%	23.8%	-10.3%	78.1%	1029.2%	189.5%
2020年收入构成	传染病5.8亿元+慢性病检测6.1亿元+毒品类2.3亿元+妊娠1.5亿元+贸易类4.6亿元+其他0.5亿元		试剂7.3亿元（主要是心肌和炎症检测）+仪器0.5亿元+检测0.4亿元+代理1.5亿元		检测试剂1.6亿元（主要慢性病和传染病POCT）+其他0.2亿元	

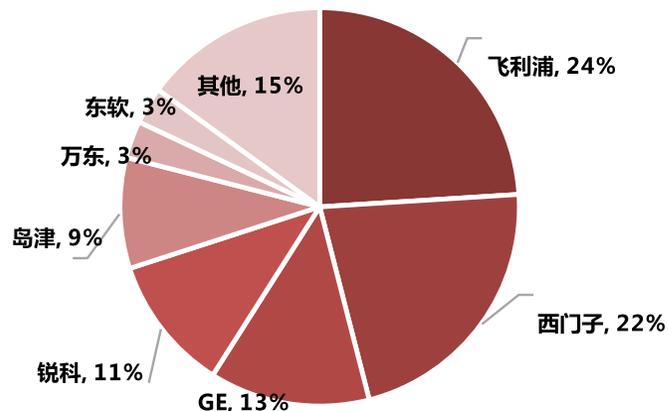
影像：超声产业链恢复较好

- 2019年影像设备超过1000亿，以X线类、CT、超声、MRI设备为主；供给端看，影像的技术壁垒较高，国产和海外厂商差距较大，当前市场主要由GPS占据绝对份额，国产化率低；需求端看，受采购政策和采购周期影响较大，从人均保有量看离发达国家有5-10倍的差距，未来市场有望持续增长。
- 目前X射线、超声领域国产有望凭技术积累率先突围，后续CT、MRI也有望逐步突破。关注万东、东软、迈瑞、联影等企业。
- 万东医疗**：2021上半年收入下降1.6%，归母净利润下降20.9%，主要因移动DR销售数量与去年上半年相比有较大幅度的降低。
- 迈瑞医疗**：公司影像业务上半年同比增长26.9%，主要因国内外台式彩超需求恢复。

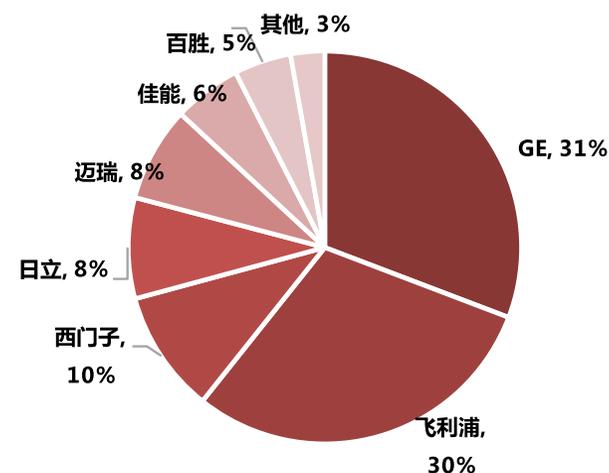
主要影像上市公司2021年上半年财务数据

公司 年份	万东医疗		祥生医疗		迈瑞医疗		开立医疗	
	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1
总收入	1,132	495	333	82	4,196	2,670	784	432
yoy	15.2%	-1.6%	-9.9%	21.6%	3.9%	26.9%	-12.0%	31.0%
毛利率	50.4%	48.3%	58.6%	60.0%	66.2%	66.8%	67.0%	65.1%
净利率	19.5%	16.8%	29.9%	27.9%	-	-	-	-
归母净利润	221	83	100	23	-	-	-	-
yoy	30.7%	-20.9%	-5.2%	31.1%	-	-	-	-
2021H1分析	移动DR销售数量与去年同期相比有较大幅度的降低		下游超声采购逐步恢复常态		国内外台式彩超采购恢复		国内超声采购逐步恢复	

2017年X射线设备竞争格局



2017年超声设备竞争格局



心血管：心血管手术逐步恢复，创新器械标的业绩领涨

- **心血管治疗需求旺盛，带动心血管器械增长。**我国心血管病现患人数高达2.9亿人，近年来心血管病患病率及死亡率处于上升阶段，其中农村地区更为显著。2019年中国心血管器械市场规模为465亿元，占器械比重7.3%，离全球11.8%还有距离，未来PCI手术稳健增长，外周、心脏节律、TAVR增速领跑。
- 上半年心血管手术逐步恢复。除部分受冠脉支架集采降价影响的标的，其他心血管创新器械标的如心脉医疗、佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗等表现较好。
- **乐普医疗：**心血管药械平台型企业，2021年上半年收入65.2亿元（+53.9%），归母净利润17.3亿元（+51.3%）。器械板块上半年收入41亿元（+130.3%），毛利率61%（-10.6pp），随着冠脉支架带量采购的实施，传统金属药物支架收入显著下降，但公司介入无植入创新产品组合（可降解支架、药物球囊、切割球囊等）上半年实现收入3.6亿元（+1951.6%），在此带动下第二季度支架业务板块基本恢复到2019年水平。
- **心脉医疗：**2021上半年收入+68.6%，归母净利润+53.2%，业绩延续高增长，公司作为主动脉及外周血管介入龙头，创新产品不断上市并放量。
- **佰仁医疗：**2021H1收入+86.3%，归母净利润-20.6%，剔除股份支付影响，内生归母净利润0.6亿元（+82.2%）。公司动物源性植介入龙头，当前产品以外科软组织修复、先心病植介入为主和心脏瓣膜置换与修复为主，正布局介入瓣膜的研发，长期内生增长清晰。
- **微创医疗：**心血管器械平台型企业，产品布局齐全，2021上半年低基数逐步恢复，收入24.9亿元（+25.3%）。
- **启明医疗：**2021年上半年收入2.4亿元（+139%），TAVR放量驱动收入快速增长，全年增长可期。

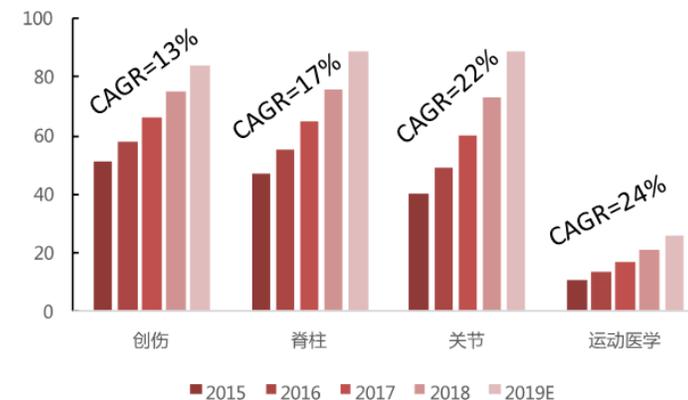
主要心血管器械上市公司2021年上半年财务数据

公司 年份	乐普医疗		赛诺医疗		心脉医疗		佰仁医疗		微创医疗		启明医疗-B		沛嘉医疗-B	
	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1
总收入（百万）	8,039	6,521	327	79	470	362	182	125	4,233	2,485	276	239	39	52
yoy	3.1%	53.9%	-24.9%	-55.4%	40.9%	68.6%	24.6%	86.3%	-18.2%	25.3%	18.4%	134.0%	93.1%	247.6%
毛利率	67.0%	62.8%	79.9%	64.5%	79.1%	79.6%	88.9%	88.8%	67.2%	64.4%	82.3%	78.6%	65.3%	72.4%
净利率	22.4%	26.5%	6.9%	-103.7%	45.6%	51.0%	31.1%	21.2%	-29.5%	-23.5%	-65.9%	-47.3%	-5248.1%	-336.3%
归母净利润（百万）	1,802	1,726	22	-82	215	185	57	26	-1,248	-583	-182	-113	-2,069	-175
yoy	4.4%	51.3%	-75.0%	-360.0%	51.4%	53.2%	-10.4%	-20.6%	-513.2%	-37.7%	52.2%	-159.8%	-288.9%	90.2%

骨科：上半年骨科龙头企业业绩有所恢复，带量采购仍是板块压制因素

- **老龄化助推骨科需求释放+骨科医师等资源配置提升带动骨科手术量高成长。**2018年中国骨科耗材市场规模为262亿元，同比增长16.4%，预计2023年市场规模将达到509亿元。细分领域看，2018年创伤、脊柱和关节类分别占据29%、29%和28%的市场份额，运动医学和其他领域占据15%左右的市场。从国产化角度看，创伤类国产已占据68%左右的市场，脊柱占据近39%市场，关节市场份额不到30%。
- **带量采购成为骨科行业主要压制因素**，预计国产替代的趋势仍延续。
- **大博医疗**：上半年收入8.5亿元（+25.8%），归母净利润3.2亿元（+19.9%）。骨科创伤类龙头+积极拓展其他增长点。
- **凯利泰**：上半年收入6.4亿元（+30.9%），归母净利润1.1亿元（-4.8%）。上年同期受新冠疫情疫情影响收入大幅下滑，而本报告期内主要产品手术量恢复正常。
- **三友医疗**：上半年收入2.6亿元（+73.5%），归母净利润0.7亿元（+85.4%）。脊柱植入龙头，业绩回归高增长。

中国骨科细分领域市场规模（亿元）



主要骨科上市公司2021年半年报财务数据

公司	大博医疗			凯利泰			三友医疗			春立医疗			爱康医疗			威高骨科		
	2020	2020H1	2021H1	2020	2020H1	2021H1	2020	2020H1	2021H1	2020	2020H1	2021H1	2020	2020H1	2021H1	2020	2020H1	2021H1
总收入	1,587	673	847	1,062	486	636	390	150	261	928	404	491	1,036	480	450	1,824	832	1,095
yoy	26.2%	23.8%	25.8%	-13.1%	-14.5%	30.9%	10.2%	-6.6%	73.5%	9.3%	8.4%	21.7%	11.6%	5.9%	-6.3%	15.9%		31.7%
毛利率	85.9%	85.6%	85.7%	66.6%	64.3%	59.4%	90.9%	91.1%	90.5%	72.3%	70.6%	76.3%	69.0%	70.2%	68.9%	82.4%	82.9%	82.2%
净利率	38.2%	39.3%	37.5%	-11.9%	24.6%	17.9%	30.4%	25.3%	27.0%	30.5%	28.9%	31.7%	30.3%	33.9%	24.8%	30.6%	32.2%	33.7%
归母净利润	606	264	317	-127	119	114	119	38	70	283	117	156	314	163	111	558	268	369
yoy	30.1%	27.4%	19.9%	-141.9%	-22.4%	-4.8%	21.2%	-23.1%	85.4%	19.7%	7.0%	33.1%	17.6%	25.7%	-31.6%	26.4%		37.9%

肾科：治疗刚需品种，业绩延续高增长态势

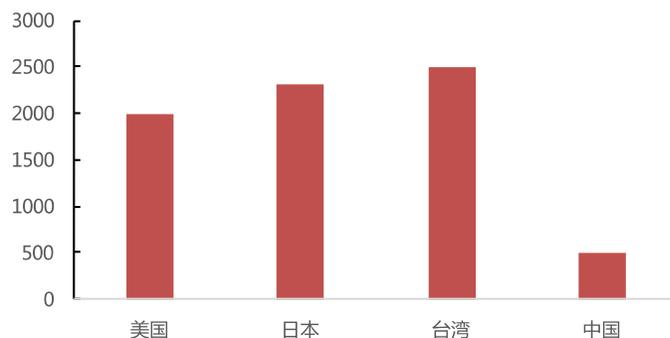
■ 血液净化耗材市场空间大：2019年预计我国ESRD患者数量为258万，年复合增速5.2%，目前透析治疗率28%不到，假设2030年透析率80%，透析患者中使用灌流（HP）的比例为50%，那么预计2030年血液净化耗材市场规模达到444亿，复合增速16%。

■ 血液净化为治疗刚需，疫情期间和疫情后基本维持高增长态势。

■ 健帆生物：上半年收入11.9亿元（+36.6%），归母净利润6.2亿元（+40.7%）。其中肾科领域实现25%左右的增长。

■ 三鑫医疗：上半年收入5.1亿元（+16.6%），归母净利润0.71亿元（+60%），2021H1血液净化业务收入3.4亿元（+30.1%），比2019H1增长83.7%，作为核心业务延续高增长态势。

每百万人口透析患者数量



主要肾科器械上市公司2021年半年报财务数据

公司	健帆生物		三鑫医疗	
	2020	2021H1	2020	2021H1
总收入	1,951	1,188	940	509
yoy	36.2%	36.6%	30.3%	16.6%
毛利率	85.2%	85.3%	32.4%	34.7%
净利率	44.9%	52.2%	12.3%	14.0%
归母净利润	875	620	116	71
yoy	53.3%	40.7%	87.4%	60.0%

血液净化耗材市场空间测算

测算指标	2016	2017	2018	2019	2020E	2030E
估算ESRD患者人数（万人）	221	233	245	258	271	315
HD治疗率	20.20%	22.33%	24.90%	27.55%	30.61%	80.00%
HD治疗人数（万人）	45	52	61	71	83	252
yoy	19%	16%	17%	16%	17%	CAGR 12%
HD耗材市场空间（亿）	35.29	43.05	51.85	62.15	74.84	305.37
yoy		22%	20%	20%	20%	CAGR 15%
HD人均年使用耗材对应出厂金额（元）	7894	8279	8499	8754	9017	12118
yoy		4.9%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
HP（灌流）渗透率	18%	20%	22%	24%	26%	50%
HP人数（万人）	8.0	10.4	13.4	17.0	21.6	126.0
HP人均年使用量（支）	12	13	14	15	16	24
平均出厂价（元/支）	600	530	500	480	460	400
HP耗材市场空间（亿）	5.79	7.17	9.39	12.27	15.88	120.96
yoy		24%	31%	31%	29%	CAGR 23%
其他血液净化方式市场空间（亿）	3.92	4.78	5.76	6.34	6.97	18.08
血液净化耗材市场（亿）	45	55	67	81	98	444
yoy		22%	22%	21%	21%	CAGR 16%

眼科：需求旺盛，核心公司业绩高增长

- 眼科器械**：根据中国医疗器械行业发展报告，2014-2019年，我国眼科器械市场规模自111亿元增长至约267亿元，行业复合增长率达到19.2%。其中眼科高值耗材占比约1/3，2018年市场规模为76亿元。
- 人工晶体**：2018年全国人工晶体销量370万片，CSR（每百万人口白内障手术量）为2662例，相比美欧日10000例以上的水平还有很大提升空间。从份额看，进口品牌占据国内市场绝大多数份额，国产品牌销量占比约为20%。软性人工晶体为主要战场，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。随着带量采购推行和国产技术突破，未来国产率有望不断提升。
- 角膜塑形镜**：青少年近视防控需求旺盛，驱动角膜塑形镜市场持续扩容，预计2019年渗透率提升至1.1%，覆盖人群108万人，行业出厂总规模约为16亿元。
- 爱博医疗**：2021上半年收入2.1亿元（+99.2%），归母净利润0.9亿元（+143.6%），2021H1人工晶体收入1.54亿元（+71.4%），2021H1角膜塑形镜收入4422万元，同比增长308.1%。
- 欧普康视**：上半年收入5.7亿元（+91.9%），归母净利润2.6亿元（+100.1%），其中角膜塑形镜收入3.3亿元（+81.3%），延续高增长态势。

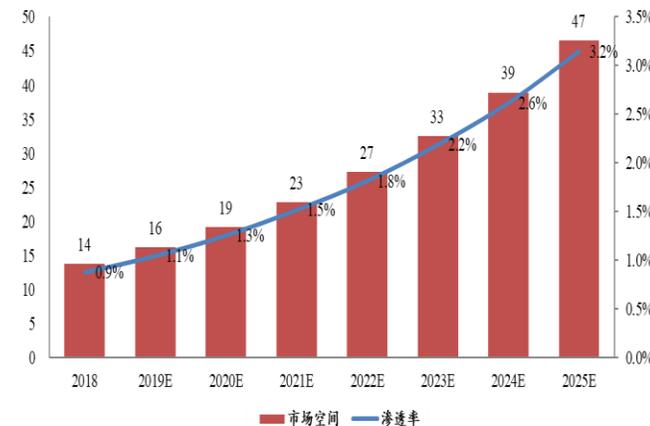
主要眼科器械上市公司2021年半年报财务数据

公司	爱博医疗			欧普康视			昊海生科		
	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1	2019	2020	2021H1
总收入	195	273	206	647	871	570	1,604	1,332	851
yoy	53.7%	39.9%	99.2%	41.1%	34.6%	91.9%	2.9%	-16.9%	71.6%
毛利率	85.7%	83.9%	83.8%	78.4%	78.5%	76.5%	77.3%	74.9%	74.5%
净利率	34.2%	35.4%	44.3%	47.4%	49.8%	44.9%	23.1%	17.3%	27.1%
归母净利润	67	97	91	307	433	256	371	230	231
yoy	228.3%	44.8%	143.6%	41.9%	41.2%	100.1%	-10.6%	-37.9%	739.3%

中国人工晶体市场规模（出厂，亿元）



中国角膜塑形镜市场规模（出厂，亿元）



数据来源：中国医疗器械蓝皮书（2019）、爱博医疗招股书，wind，西南证券整理

生物药

- **业绩持续快速恢复，2021H1收入和净利润持续增长。**16家生物药公司2021上半年收入总额增速为23.9%、归母净利润总额增速为40.4%，收入和利润依然保持相对较快增长。生物药企业去年同期受疫情影响较大，业绩基数相对较低，进入到今年上半年，行业已经完全迎来恢复，预计到三、四季度，行业增速将逐步放缓。
- **盈利能力小幅提升，销售费用率下降较大，研发投入持续快速增加。**从盈利水平看，生物药板块整体盈利能力保持稳定，行业毛利率（63%）基本保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，管理费用率（8%）、研发费用率（9%）保持稳定，因为销售费用率下降显著，净利率（21%）同比有所提升。
- **生物药盈利能力好转，现金流情况良好。**从ROE水平来看，近几年生物药板块ROE水平持续下降，与部分企业净利润率下降有关。2021H1，生物药板块ROE为4.46%，同比增长0.71pp，ROE提升主要与销售费用率下降，净利润率提升有较大关系。从现金流情况来看，近几年我国生物药企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续提升，但2021H1为93.08%，同比提升10pp，上半年提升较大主要与去年同期疫情影响基数较低有关，预计下半年现金流有望继续保持较好水平。
- **生长激素、粉尘螨滴剂等高景气度细分赛道增速相对较快。**从细分行业来看，生长激素龙头企业长春高新、安科生物2021年上半年均实现较快增长，粉尘螨滴剂龙头企业我武生物恢复情况也较好，预计随着黄花蒿粉滴剂的放量，下半年有望持续加速。

投资建议

- 看好生长激素、粉尘螨滴剂等细分领域的生物药龙头，推荐长春高新（000661）、我武生物（300357）。

生物药

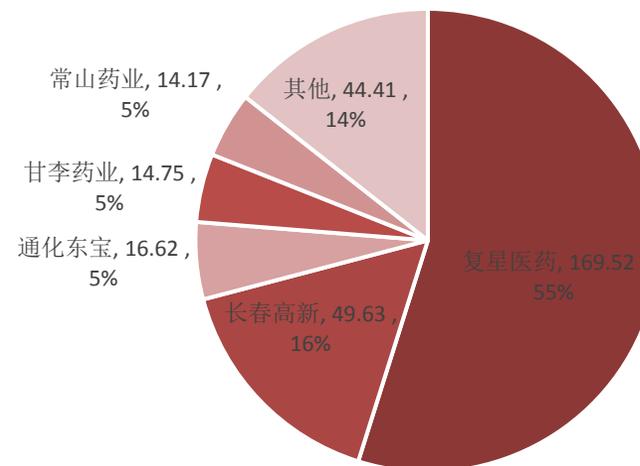
- 16家生物药公司2021上半年收入总额增速为23.9%、归母净利润总额增速为40.4%。生物药去年同期受疫情影响较大，目前已迎来恢复。
- 从盈利水平看，上半年生物药板块整体盈利能力稳中有升，行业毛利率（63%）基本保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，管理费用率（8%）、研发费用率（9%）保持稳定，净利率（21%）同比有所提升。

子板块2021年上半年业绩速览

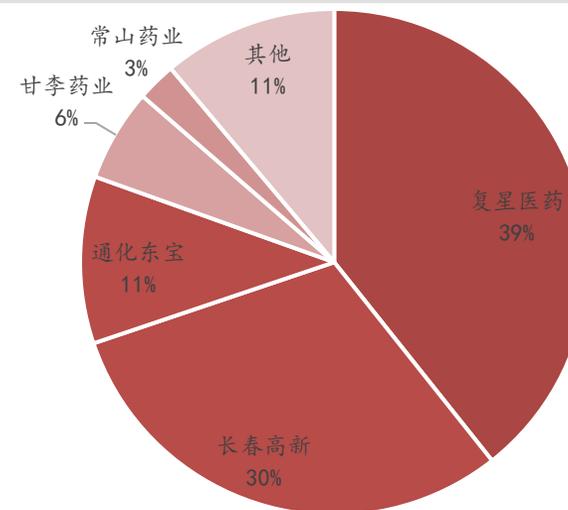
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	23.92%	4	7	15	1
占比		25%	44%	94%	6%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	40.43%	3	8	15	1
占比		19%	50%	94%	6%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入前五占比

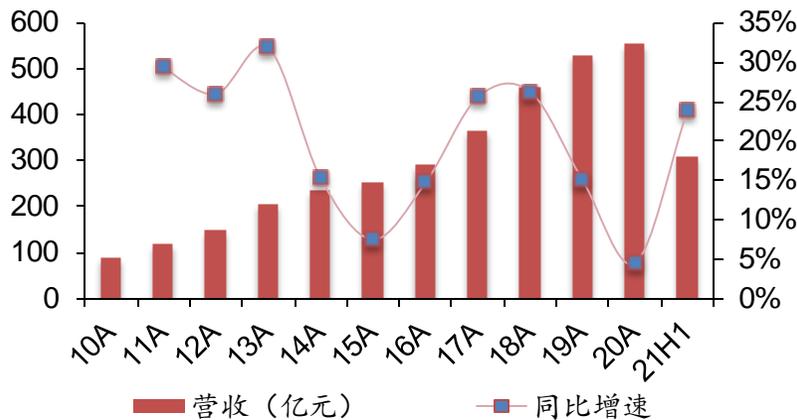


21H1归母净利润前五占比

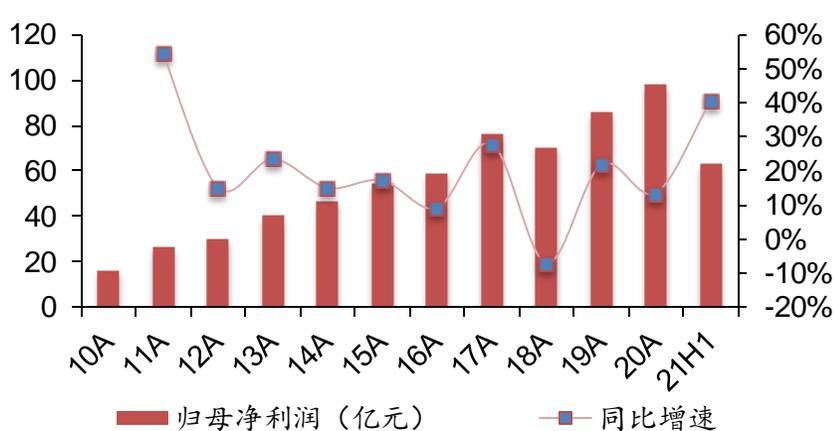


累计季度表现：收入和利润增速均实现较快增长

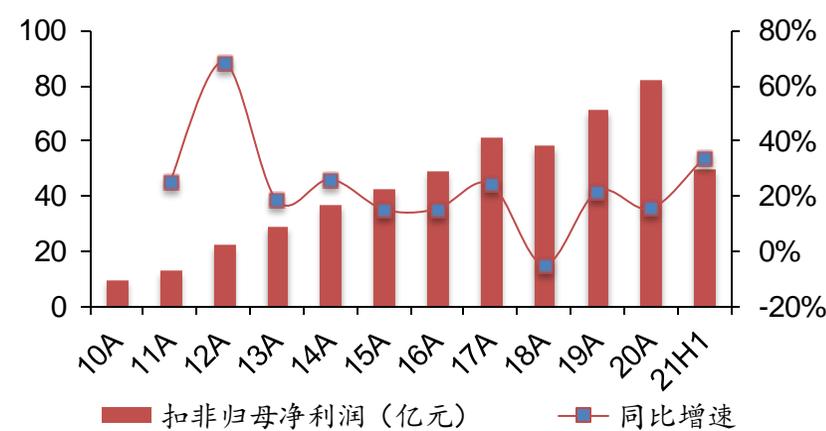
2010年~21H1收入及增速



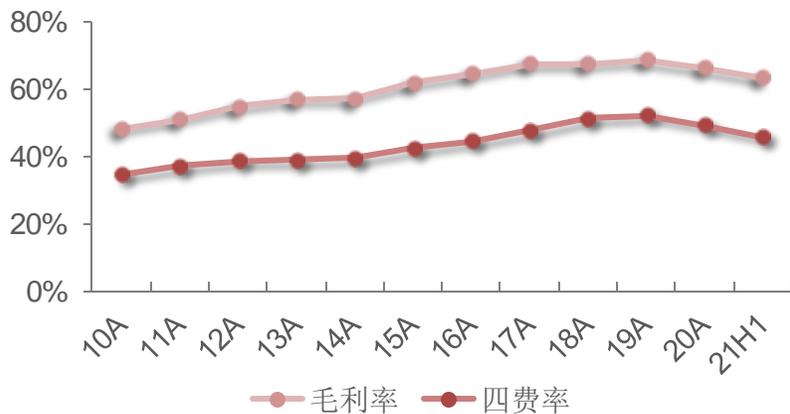
2010年~ 21H1归母净利润及增速



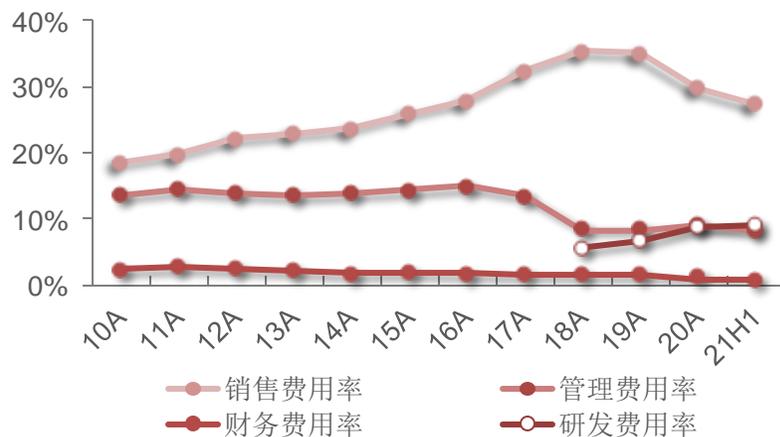
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



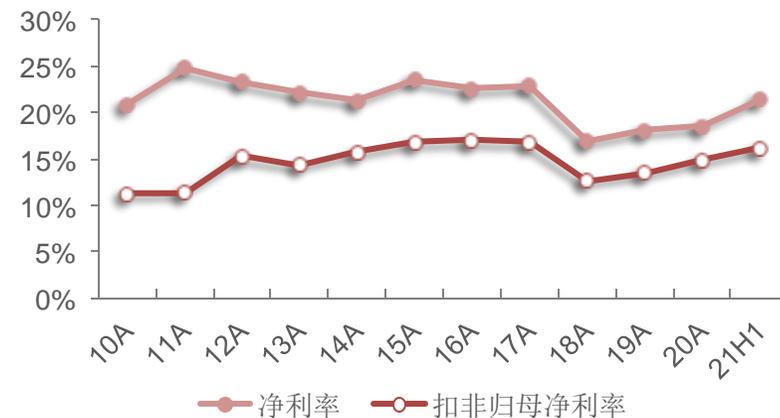
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势

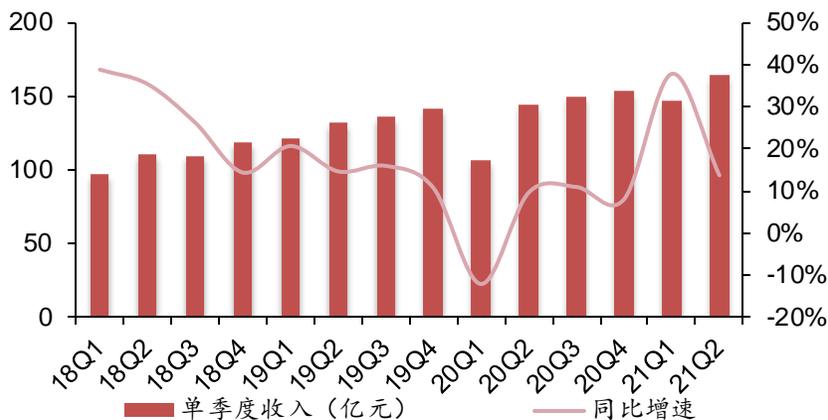


2010年~ 21H1净利率变化趋势

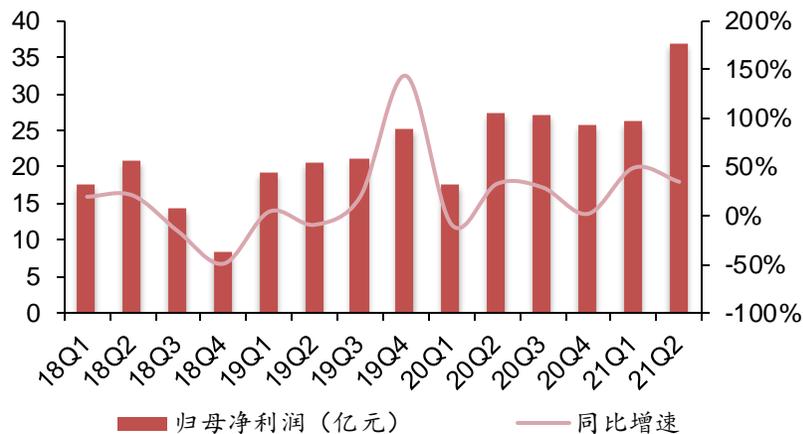


单季度表现：收入、利润增速环比有所下降，盈利能力持续提升

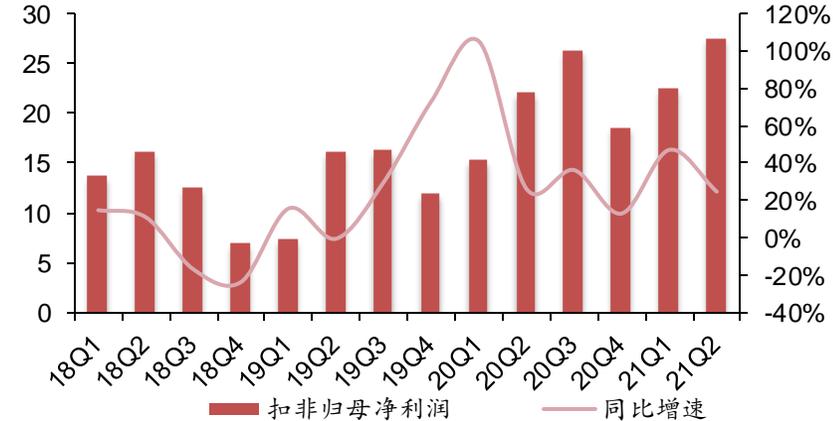
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



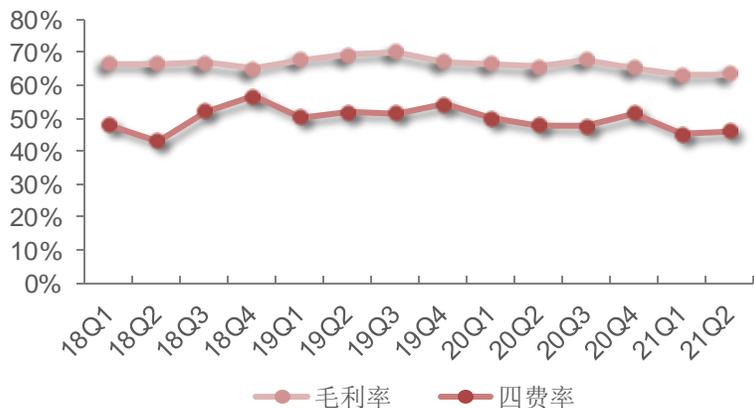
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



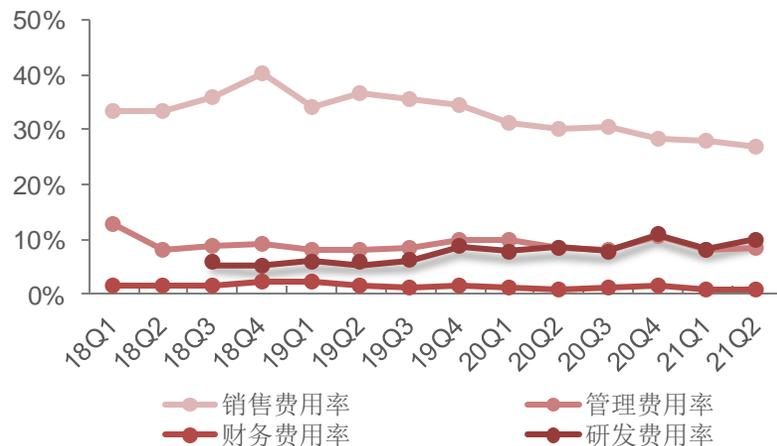
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



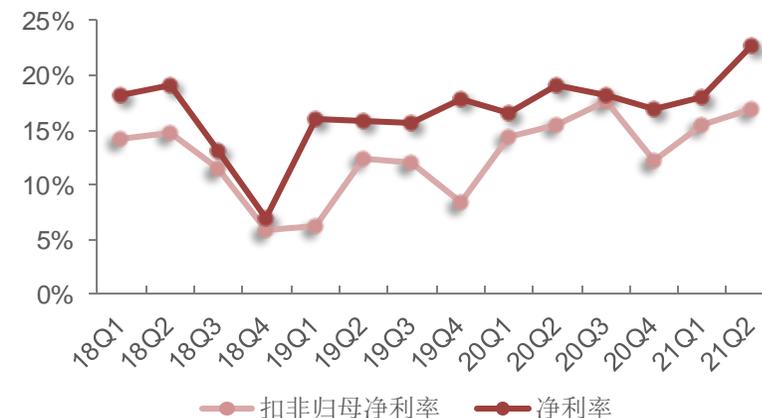
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



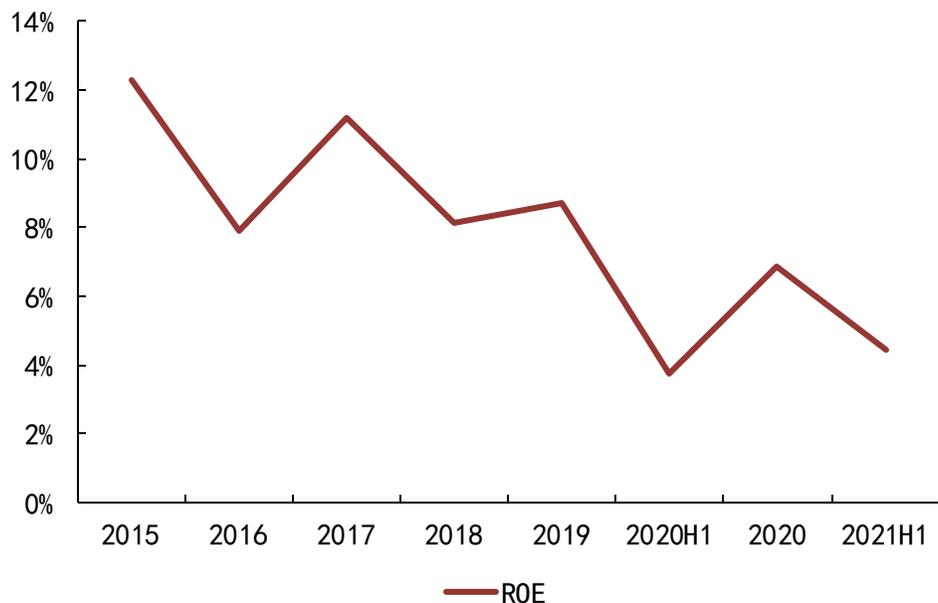
18Q1~21Q2净利率变化趋势



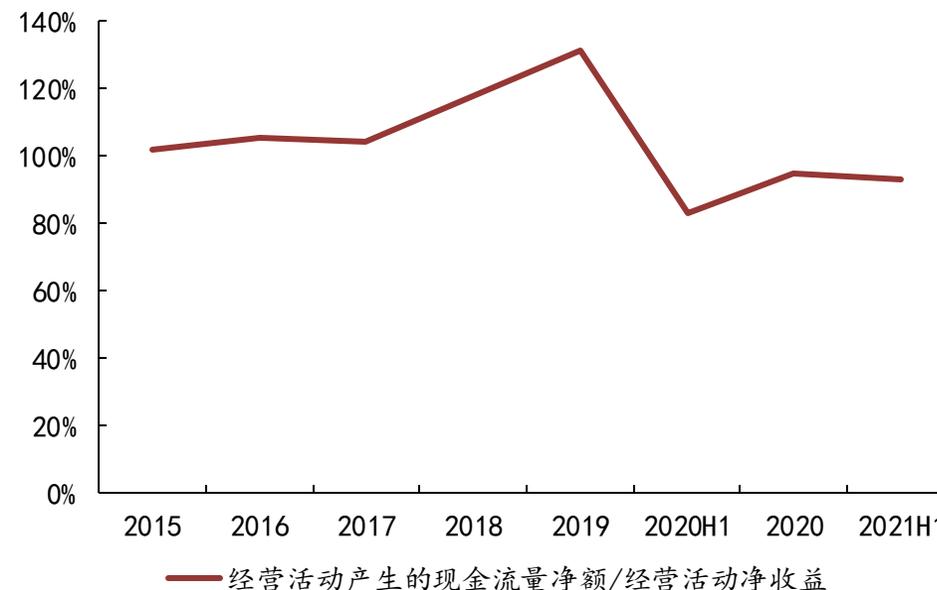
生物药盈利能力好转，现金流情况良好

- 从ROE水平来看，近几年生物药板块ROE水平持续下降，与部分企业净利润率下降有关。2021H1，生物药板块ROE为4.46%，同比增长0.71pp，ROE提升主要与销售费用率下降，净利润率提升有较大关系。
- 从现金流情况来看，近几年我国生物药企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续提升，但2021H1为93.08%，同比提升10pp，预计下半年现金流有望继续保持较好水平。

生物药历年ROE情况



生物药企业现金流情况



生物药

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
复星医药	37%	47%	9%	44%	21%	45%	1738	749	2,924	498	768	1,562	9%	4,357	26%	1,465	9%	283	2%
长春高新	37%	61%	19%	37%	27%	47%	1566	426	1,046	282	614	352	7%	1,358	27%	230	5%	45	-1%
甘李药业	17%	54%	26%	-1%	22%	21%	598	189	268	-2	65	223	15%	492	33%	153	10%	10	-1%
我武生物	49%	70%	23%	17%	34%	38%	336	34	88	11	40	39	11%	127	36%	22	6%	11	-3%
安科生物	54%	54%	22%	46%	36%	50%	244	88	257	37	82	58	6%	379	39%	64	7%	-2	0%
通化东宝	15%	21%	11%	28%	13%	24%	243	83	187	73	132	75	4%	434	26%	113	7%	4	0%
康弘药业	45%	32%	30%	18%	36%	26%	213	225	507	29	86	445	23%	715	38%	161	8%	15	-1%
双鹭药业	30%	49%	9%	55%	16%	53%	108	29	87	75	105	106	17%	215	34%	52	8%	9	-1%
中源协和	32%	645%	17%	-13%	24%	36%	107	59	149	-10	29	70	9%	182	24%	164	21%	4	-1%
万泽股份	-18%	-2%	129%	411%	21%	31%	64	80	49	16	15	32	12%	118	42%	55	19%	9	3%
常山药业	78%	41%	16%	8%	40%	20%	62	95	408	7	26	69	5%	519	37%	60	4%	30	2%
舒泰神	110%	20%	41%	-21%	64%	20%	62	46	107	10	15	140	51%	123	45%	23	8%	0	0%
赛升药业	172%	67%	31%	-28%	80%	1%	61	97	385	-17	0	56	6%	280	32%	32	4%	6	-1%
莱茵生物	89%	32%	42%	1%	61%	11%	44	68	172	1	6	15	3%	16	4%	37	8%	12	3%
海特生物	144%	242%	-47%	-9%	17%	291%	44	60	33	1	11	43	19%	65	29%	44	19%	7	-3%
四环生物	-55%	-229%	-1%	259%	-37%	-539%	38	1	87	-10	-34	41	28%	65	43%	36	24%	1	1%
东宝生物	54%	37%	43%	-11%	48%	11%	37	42	90	0	1	4	2%	4	2%	14	5%	3	1%
双成药业	57%	36%	48%	-179%	53%	135%	18	29	60	21	23	4	2%	105	60%	36	20%	5	3%

核心观点：业绩强势反弹，重点关注品牌中药

- **中药板块：利润端增速好于收入端，业绩强势反弹。** 52家中药公司2021上半年收入总额增速为14.7%、归母净利润总额增速为26.2%，Q2单季收入端增速为9.9%，利润端增速为34%；收入稳健增长，利润增速较快。从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体保持稳定，21年上半年，行业毛利率（44%），销售费用率（23%）保持稳定，净利率（12%）略有提升。
- **行业利好政策不断，国家政策鼓励导向明显。** 1) 中药创新方面，鼓励经典名方中药复方制剂研制，鼓励应用新工艺、新剂型对已上市中药二次开发，同时夯实中医药人才基础。2) 中药国际化方面，鼓励向境外人士提供中医医疗服务、加大中药及中医服务出口的支持力度。3) 中药质量控制方面，强化对中药配方科技质量控制，对中医药服务强化监督，行业规范程度提升。4) 中医医疗服务方面，进一步加强综合医院中医临床科室建设，推动综合医院中西医协同发展。
- **上游中药材迎来涨价，下游品种有望迎来新一波提价周期。** 2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄2021年4月市场价格达到480元/g，同比提价20%，其余中药品种三七、天然麝香均有不同程度提价。提价预期带来中药板块下游存货周转速度加快，前期提价品种比如片仔癀和同仁堂纷纷在2019-2020年的提价品种能快速释放业绩。与此同时，行业整体中药产品纷纷有提价，如太极集团的二线独家中药品种均有大幅提价。
- **国企混改释放红利，股权激励相机落地。** 中药行业国企混改以及股东层面的变动在近一年加速落地，云南白药、太极集团、广誉远、中新药业在国企混改后极大释放员工积极性，上半年广誉远、太极集团、中新药业实现实际控制人变更，云南白药混改股权激励目标将提高员工积极性，国企混改红利在逐步释放。
- **品牌中药具有长期成长属性，大健康转型值得期待。** 消费类的品牌中药仍然是中药板块投资的主线，消费属性强，增长趋势稳健。比如片仔癀、云南白药等具有强品牌的中药企业将仍然维持长期成长空间。关注大健康转型中的标的，比如片仔癀、云南白药、马应龙、仁和药业等。片仔癀的日化板块已经启动分拆上市，云南白药的大健康板块将全面实现品牌价值延申。

投资策略

- **中药行业投资逻辑主要聚焦于消费属性明显的公司：**消费品属性强的中药企业成长持续性明显，品牌优势突出，竞争环境优。因此，我们坚持消费品属性强的品牌中药企业的推荐逻辑，重点关注：片仔癀（600436）、云南白药（000538）、同仁堂（600085）等。

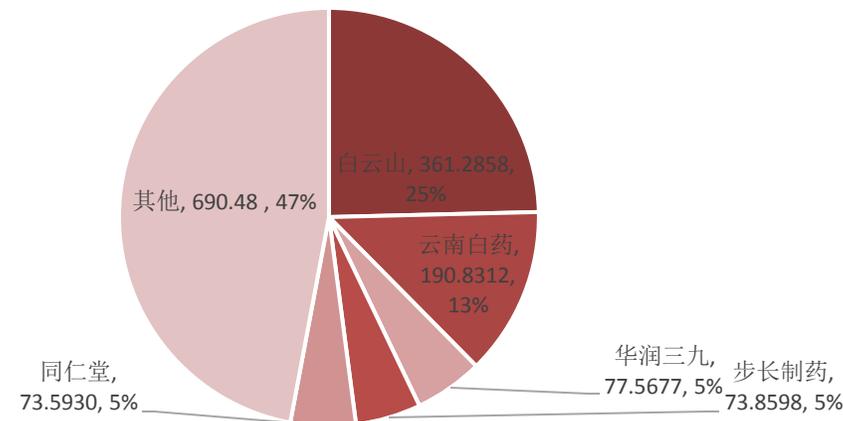
- 52家中药公司2021上半年收入总额增速为14.7%、归母净利润总额增速为26.2%，Q2单季收入稳健增长，利润增速较快；收入端增速为9.9%，利润端增速为34%。
- 从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体稳中有升，21年上半年，行业毛利率（44%），销售费用率（23%）保持稳定，净利率（12%）略有提升。

子板块2021年上半年业绩速览

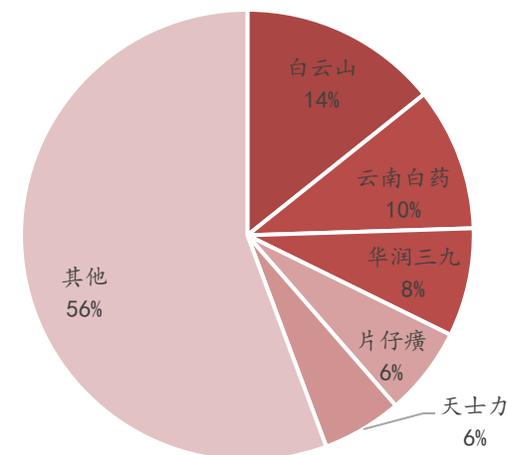
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	14.71%	6	14	47	5
占比		12%	27%	90%	10%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	26.21%	10	20	43	9
占比		19%	38%	83%	17%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入前五占比

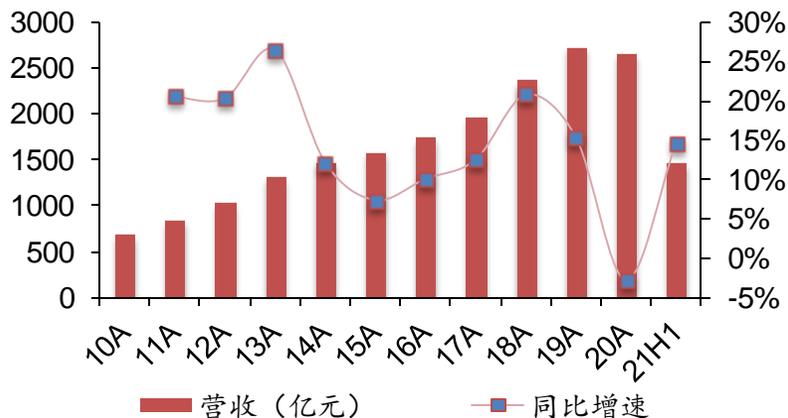


21H1归母净利润前五占比

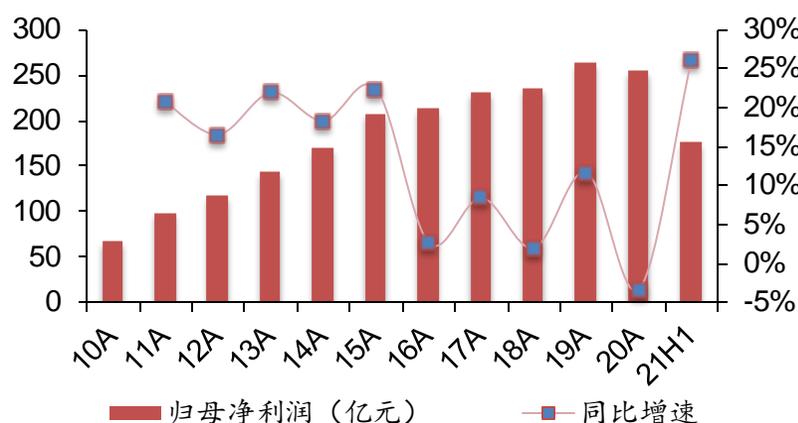


累计季度表现

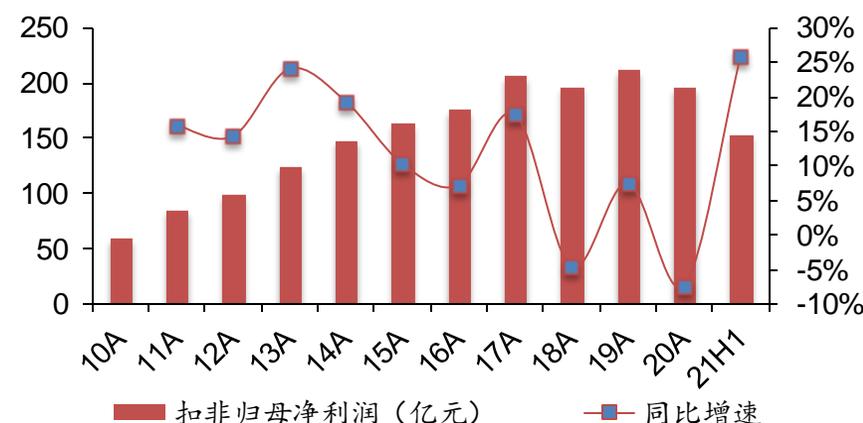
2010年~21H1收入及增速



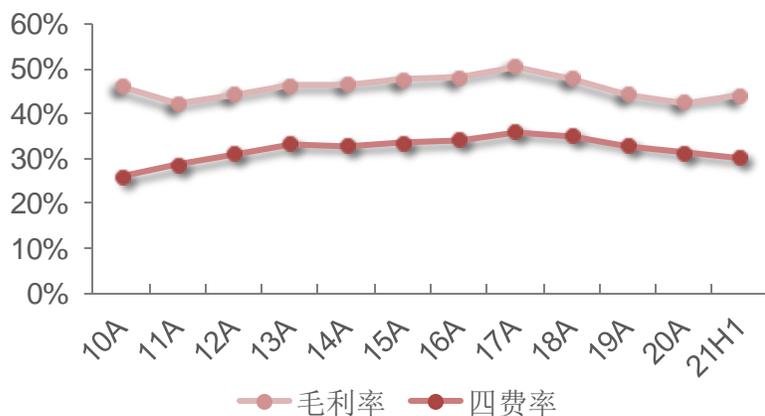
2010年~ 21H1归母净利润及增速



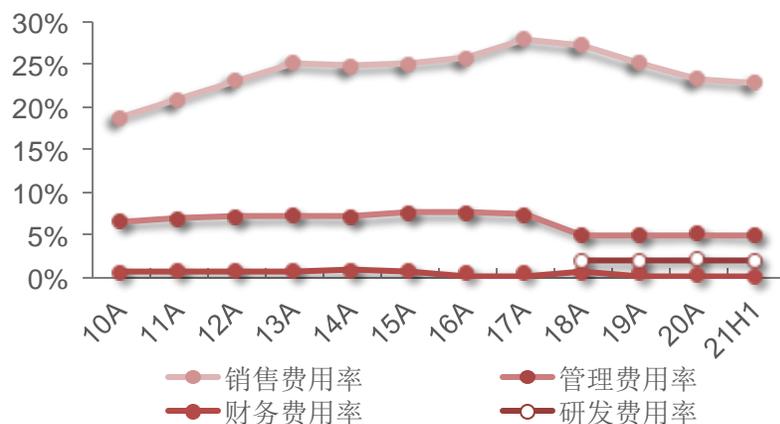
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



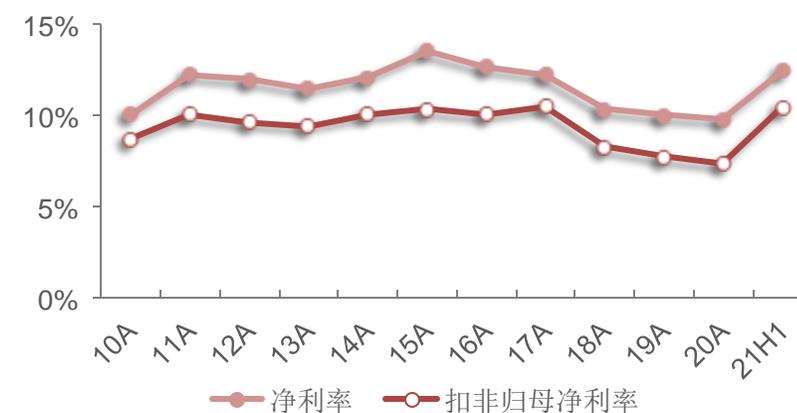
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势

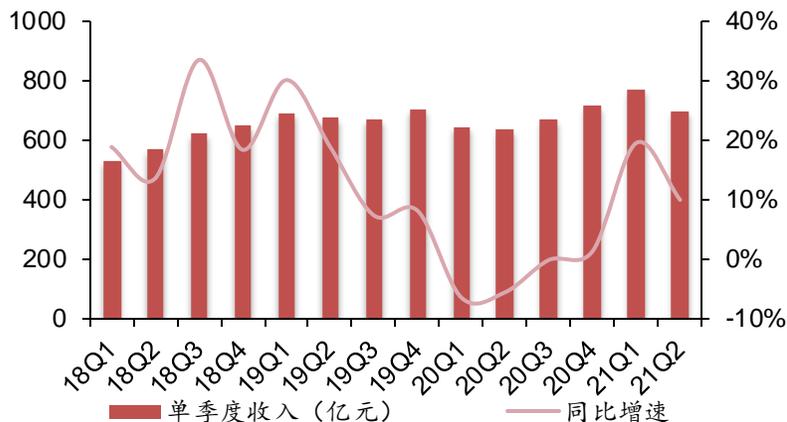


2010年~ 21H1净利率变化趋势

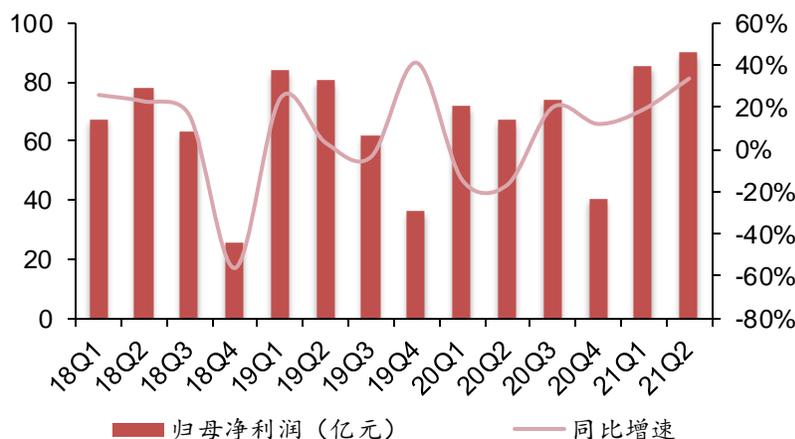


单季度表现

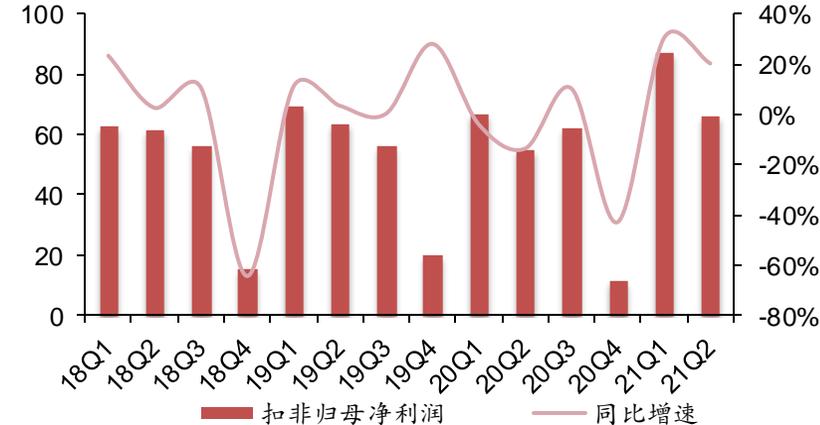
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



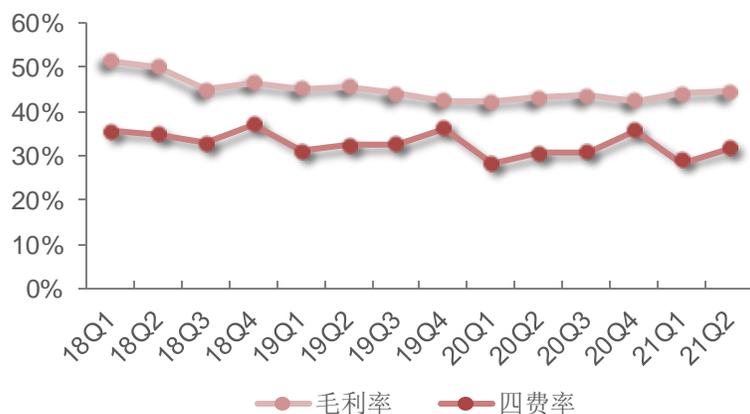
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



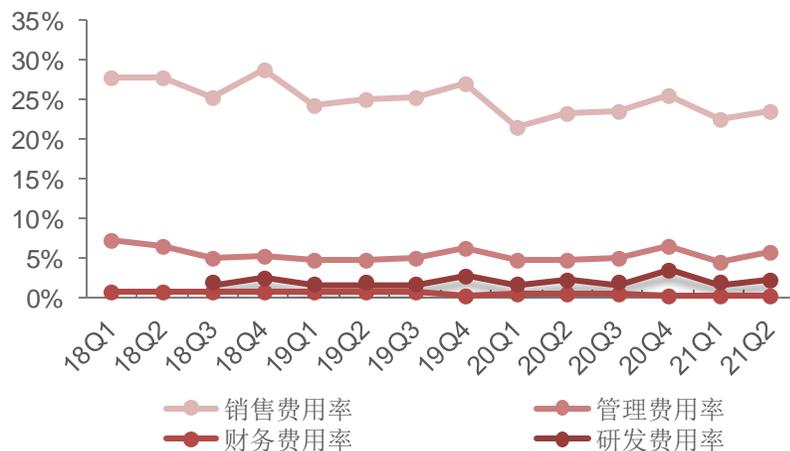
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



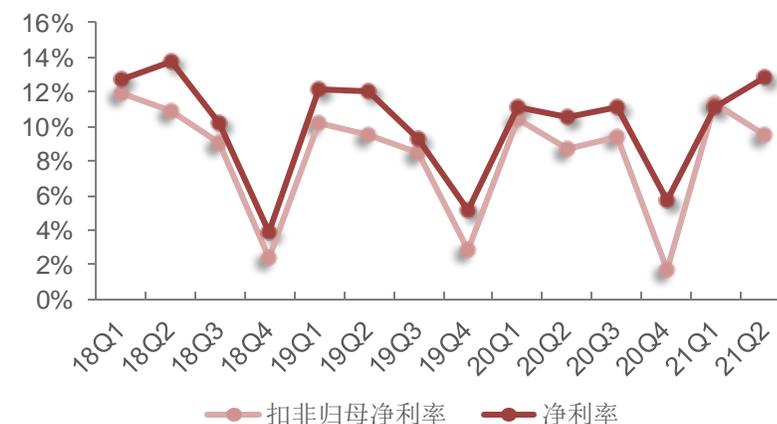
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
片仔癀	17%	21%	21%	39%	19%	29%	2705	315	602	153	250	60	2%	345	9%	185	5%	-41	-1%
云南白药	17%	-40%	13%	-11%	23%	-27%	1480	1,005	3,590	133	-652	106	1%	2,098	11%	766	4%	-127	-1%
同仁堂	17%	33%	23%	27%	23%	30%	560	679	1,356	64	144	51	1%	1,422	19%	673	9%	18	0%
白云山	17%	37%	19%	51%	19%	42%	521	2,598	5,659	295	738	386	1%	3,000	8%	970	3%	-74	0%
以岭药业	17%	54%	3%	5%	31%	35%	348	74	1,409	13	250	360	6%	2,046	35%	220	4%	9	0%
华润三九	17%	23%	36%	37%	32%	29%	262	982	1,924	195	304	236	3%	2,331	30%	404	5%	-31	0%
步长制药	17%	33%	-8%	-10%	5%	5%	257	-36	351	-57	45	171	2%	3,722	50%	431	6%	63	1%
天士力	17%	10%	-56%	74%	-56%	46%	224	-2,608	-4,797	288	316	256	7%	1,244	33%	198	5%	25	1%
信邦制药	17%	655%	12%	65%	15%	327%	212	181	396	32	117	1	0%	184	6%	198	6%	65	2%
广誉远	17%	-81%	-11%	-436%	-13%	-211%	192	-22	-57	-69	-92	12	3%	236	63%	42	11%	14	4%
中新药业	17%	25%	11%	63%	11%	43%	175	179	350	96	139	66	2%	835	23%	202	6%	-20	-1%
济川药业	17%	-5%	87%	88%	25%	25%	159	822	731	194	169	146	4%	1,814	49%	147	4%	-41	-1%
西藏药业	17%	22%	64%	54%	65%	36%	156	212	409	50	78	5	1%	552	53%	33	3%	1	0%
仁和药业	17%	45%	7%	29%	19%	36%	153	73	374	40	86	29	1%	316	14%	120	5%	-32	-1%
奇正藏药	17%	112%	-1%	413%	28%	347%	143	-4	169	713	767	28	4%	315	40%	52	7%	6	1%
珍宝岛	17%	23%	21%	109%	20%	50%	138	158	263	63	92	24	1%	356	22%	158	10%	69	4%
马应龙	17%	7%	25%	9%	70%	8%	124	162	687	12	20	36	2%	323	19%	41	2%	-17	-1%
未名医药	17%	139%	316%	-484%	65%	249%	120	108	88	143	230	17	8%	195	87%	57	25%	3	1%
太极集团	17%	181%	2%	27%	12%	652%	116	74	689	11	67	42	1%	2,013	31%	333	5%	100	2%
中恒集团	17%	16%	-5%	1%	8%	8%	114	-35	135	2	27	64	3%	972	52%	156	8%	-16	-1%
贵州百灵	17%	-26%	3%	-20%	-1%	-25%	104	17	-7	-5	-27	14	1%	498	39%	92	7%	46	4%
葵花药业	17%	47%	28%	-2%	31%	30%	95	195	502	-1	70	46	2%	574	27%	202	10%	-8	0%
健民集团	17%	272%	62%	153%	75%	192%	89	364	765	53	110	16	1%	540	30%	61	3%	1	0%

2 医药子行业2021年半年报总结

——中药



成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
九芝堂	17%	20%	-1%	4%	13%	11%	85	-8	245	4	22	50	2%	800	38%	123	6%	2	0%
江中药业	17%	21%	-7%	6%	9%	14%	83	-44	108	9	37	33	3%	397	31%	66	5%	-16	-1%
桂林三金	17%	27%	6%	-9%	17%	2%	80	27	128	-15	6	104	12%	158	18%	72	8%	-15	-2%
昆药集团	17%	112%	18%	3%	20%	48%	74	341	669	4	107	47	1%	1,219	30%	182	4%	14	0%
众生药业	17%	8%	50%	66%	54%	50%	70	199	425	92	96	42	3%	468	39%	65	5%	2	0%
康缘药业	17%	5%	25%	18%	14%	10%	67	179	222	11	15	217	12%	726	41%	78	4%	5	0%
寿仙谷	17%	26%	39%	44%	34%	30%	62	40	81	4	13	22	7%	159	50%	36	11%	-3	-1%
贵州三力	17%	-9%	84%	123%	34%	49%	61	113	95	25	23	0	0%	180	48%	17	5%	0	0%
羚锐制药	17%	26%	12%	22%	15%	24%	60	83	181	22	42	39	3%	663	49%	67	5%	-6	0%
上海凯宝	17%	9%	9%	1%	13%	6%	54	16	62	0	5	25	5%	287	53%	33	6%	-14	-3%
华森制药	17%	31%	-2%	-43%	15%	-10%	54	-3	56	-15	-7	17	4%	114	26%	20	5%	3	1%
香雪制药	17%	-70%	-27%	-57%	-15%	-64%	52	-274	-281	-35	-91	23	1%	169	11%	139	9%	61	4%
佐力药业	17%	301%	31%	116%	49%	182%	49	84	231	23	56	17	2%	343	49%	42	6%	5	1%
佛慈制药	17%	81%	10%	-70%	18%	-49%	46	19	58	59	-48	6	2%	41	11%	23	6%	-5	-1%
沃华医药	17%	15%	-1%	9%	6%	12%	43	-3	31	4	11	29	6%	228	44%	25	5%	0	0%
太龙药业	17%	-25%	39%	-103%	16%	2%	38	95	104	10	-1	29	4%	49	7%	61	8%	42	5%
千金药业	17%	1%	-4%	53%	4%	28%	37	-39	70	23	23	9	3%	504	29%	111	6%	-10	-1%
紫鑫药业	17%	9%	9%	1%	7%	4%	34	5	8	-1	8	2	1%	22	18%	78	62%	153	122%
华神科技	17%	83%	2%	-4%	7%	20%	33	3	23	-1	5	10	3%	106	32%	28	8%	-1	0%
新光药业	17%	43%	10%	-4%	24%	24%	29	6	31	-1	11	6	4%	15	9%	9	5%	-4	-3%
益盛药业	17%	29%	15%	20%	15%	26%	27	29	58	2	9	11	2%	224	49%	49	11%	2	0%
方盛制药	17%	19%	23%	1%	25%	11%	25	74	147	0	4	22	3%	308	42%	58	8%	6	1%
新天药业	17%	715%	18%	-3%	50%	86%	22	37	151	-1	22	8	2%	222	49%	59	13%	8	2%
盘龙药业	17%	80%	45%	9%	69%	31%	21	70	164	2	10	3	1%	154	38%	24	6%	-3	-1%
启迪古汉	17%	130%	31%	76%	29%	111%	21	17	33	4	15	4	3%	20	14%	33	22%	-4	-3%
陇神戎发	17%	-9%	23%	-101%	13%	103%	21	11	12	11	11	3	2%	21	20%	10	10%	0	0%
大理药业	17%	117%	-27%	-181%	-11%	-315%	17	-16	-12	-3	-2	1	1%	55	60%	18	19%	0	0%
易明医药	17%	-12%	18%	-32%	36%	-23%	17	28	90	-2	-3	6	2%	79	23%	20	6%	0	0%
康惠制药	17%	30%	26%	-33%	21%	-6%	17	24	38	-3	-1	3	2%	65	31%	15	7%	1	1%

血制品：供需处于紧平衡阶段，板块业绩稳健增长

- **上半年板块收入、业绩增长稳健**：6家血液制品公司2021上半年收入总额增速为13.5%，归母净利润总额增速为19.8%；其中单二季度收入增速为22.2%，归母净利润增速为19.2%，二季度板块收入增速提升明显。21Q2板块毛利率略降低1.5pp，主要系部分收入增量贡献大的公司调整产品结构所致，销售费用率降低1.9pp，板块净利润在29%左右，维持稳定。
- **目前供需处于紧平衡状态，十四五期间浆站拓展有望迈上新台阶**：行业在2017~2019年经历了渠道去库存，2020年新冠疫情对供给端的带来一定压制。目前行业库存水平健康，产品供需正处于紧平衡状态，部分血制品上半年售价有小幅度提升。十四五规划背景下新增浆站批准建设有望加速。其中云南省已于2020年12月发布了《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）（征求意见稿）》，计划在未来三年内新增建设24个单采血浆站，对应新增占比约8%（2020年底全国共有浆站302家）。预计后续其他省份将有类似政策规划跟进，行业采浆能力有望迈上新台阶。
- **中国血制品企业经历多次整合并购后，第一梯队四大龙头的格局基本形成**。国内血制品行业CR4=56%，相比全球市场CR4=72%，仍有一定提升空间，未来龙头凭借浆站资源、资金、技术、效率和兼并收购有望强者恒强。血制品具备刚需属性，新冠疫情提高了医生和患者对血制品作用的认知，尤其静丙的价值被极大挖掘（适应症拓展），长线看血制品渗透率提升有望加速。
- **投资建议**：**1）推荐派林生物（000403）**：管理精细化逻辑逐渐兑现，并购派斯菲科+供浆协议落地，采浆规模快速大幅提升，成为千吨血制品新秀，公司现有浆站5年潜在采浆量为1500吨左右。新品上市+产品结构改善提升吨浆净利润，凝血八因子2021年已顺利实现批签发，推进高纯静丙等在研产品以储长期提升动力。**2）推荐天坛生物（600161）**：浆站数量国内首位，规模优势显著，公司目前有56个运营浆站，2020年新增4个浆站，2021年上半年累计公告新增12家浆站，新增浆站运营成熟将持续带来成长动能。

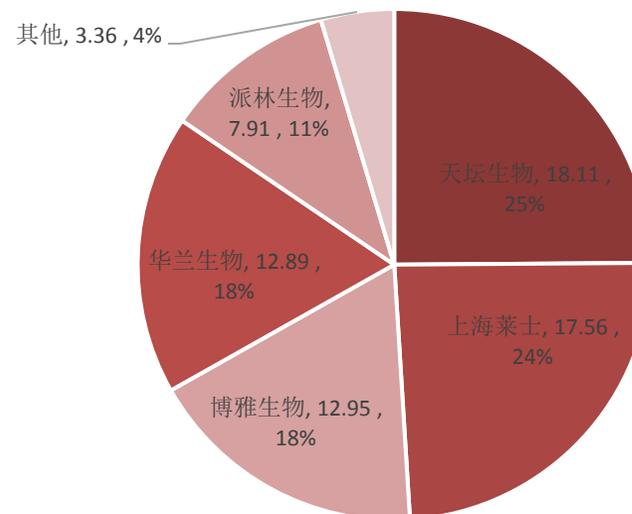
- 板块2021上半年收入总额增速为13.5%，其中第二季度收入增速为22.2%；2021上半年归母净利润总额增速为19.8%，其中第二季度增速为19.2%。6家血液制品公司中有四家上半年收入、利润均实现正增长，2家实现双负增长。
- 第二季度，板块毛利率略降低1.5pp，销售费用率降低1.9pp，板块净利润在29%左右，维持稳定。

子板块2021年上半年业绩速览

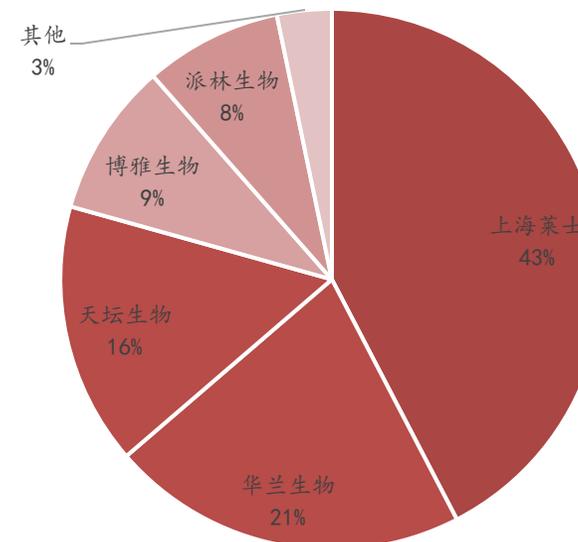
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	13.47%	1	2	4	2
占比		17%	33%	67%	33%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	19.77%	1	2	4	2
占比		17%	33%	67%	33%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入占比

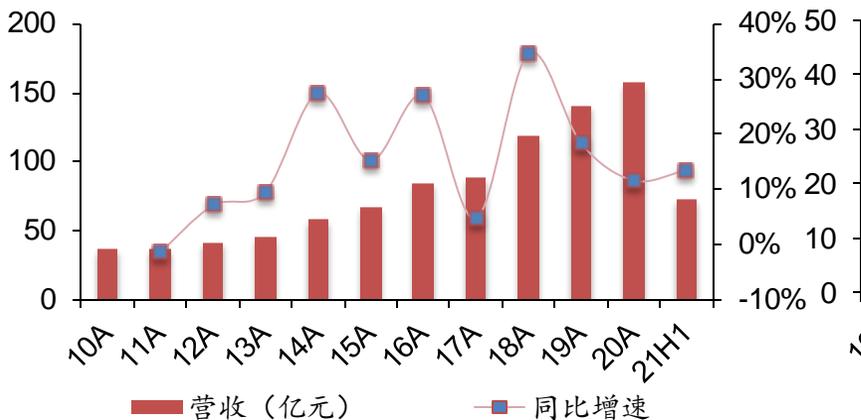


21H1归母净利润占比

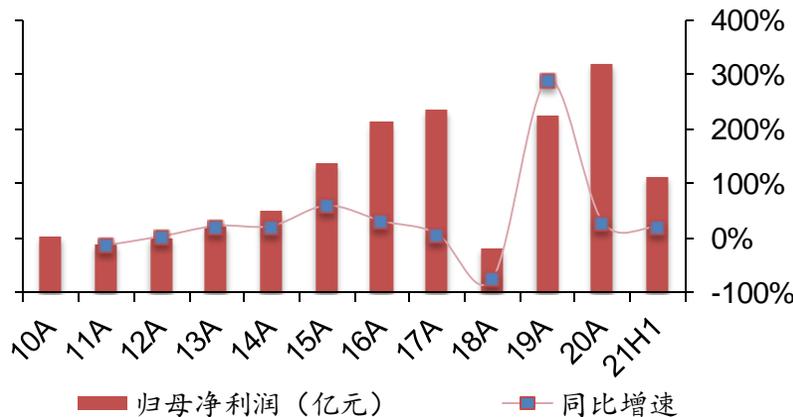


累计季度表现

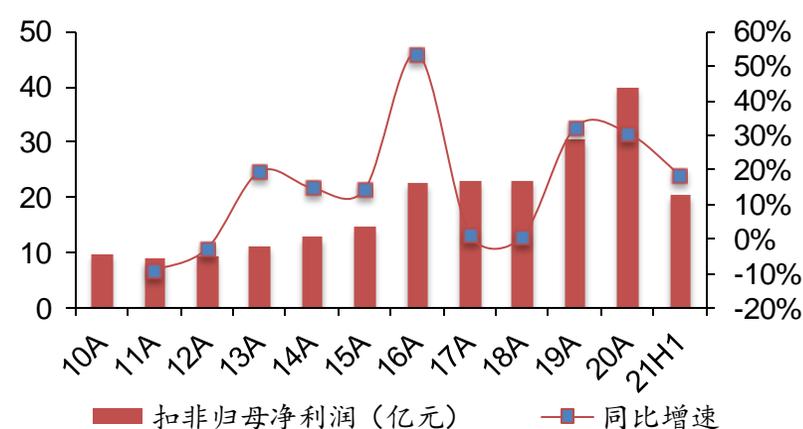
2010年~21H1收入及增速



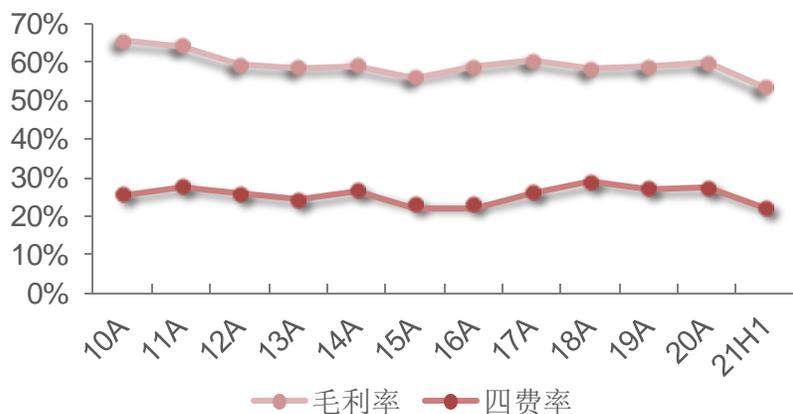
2010年~ 21H1归母净利润及增速



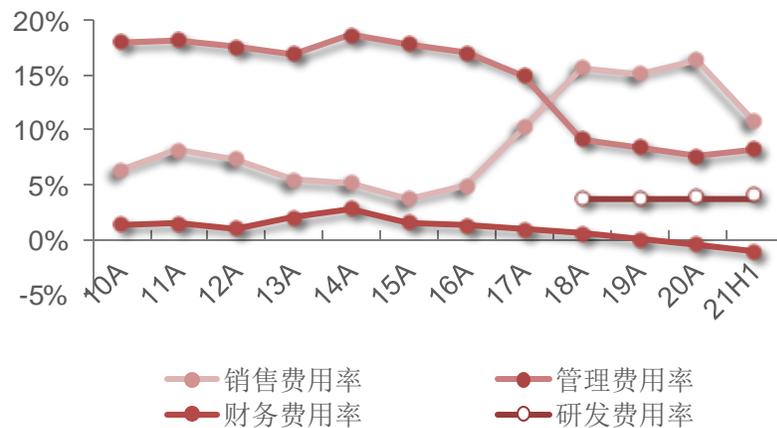
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



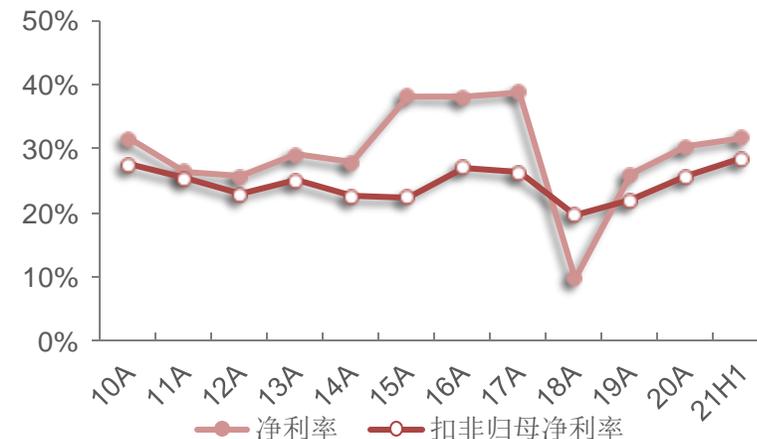
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势

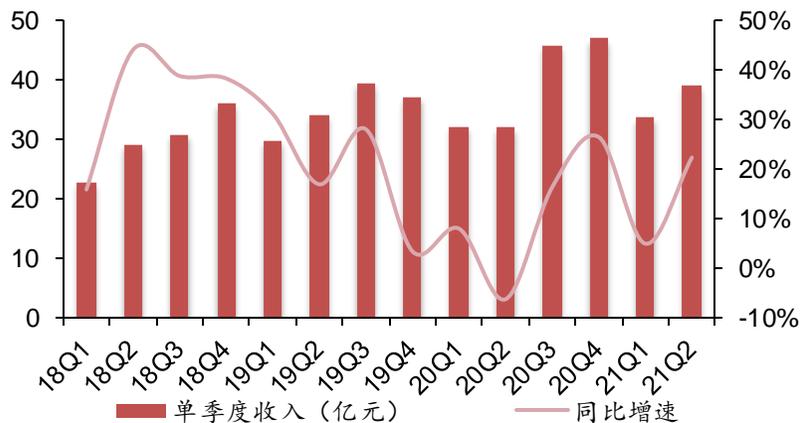


2010年~ 21H1净利率变化趋势

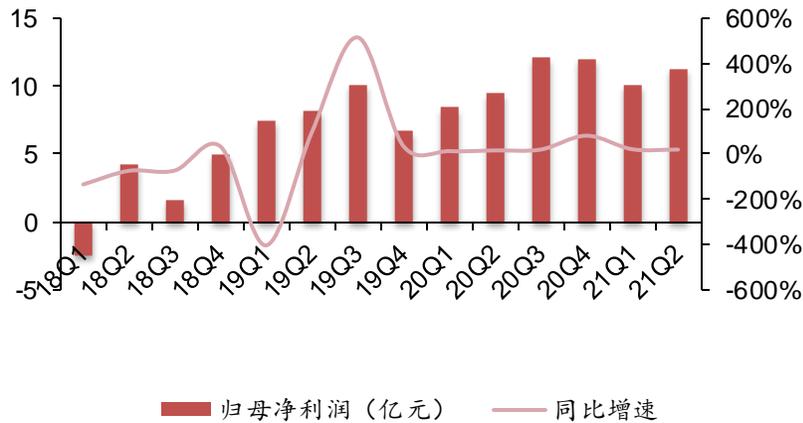


单季度表现

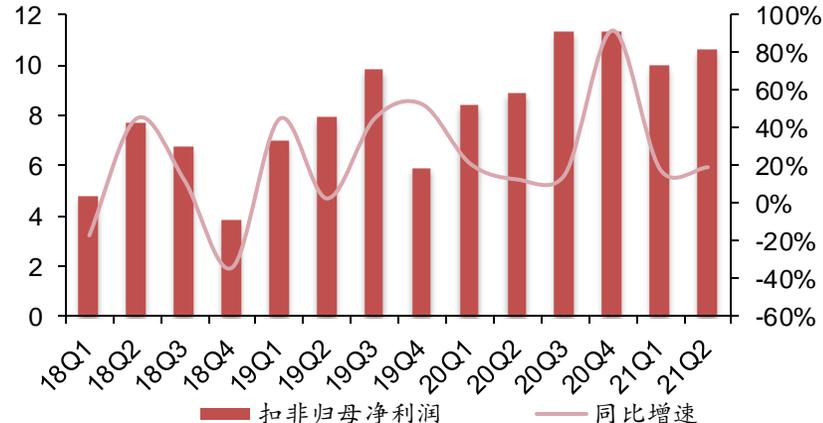
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



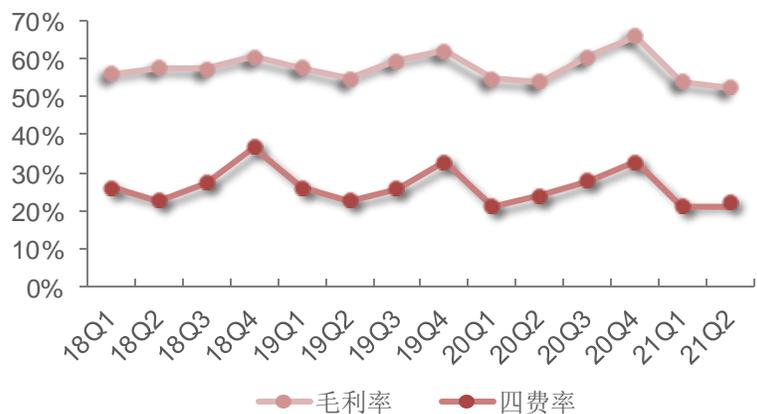
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



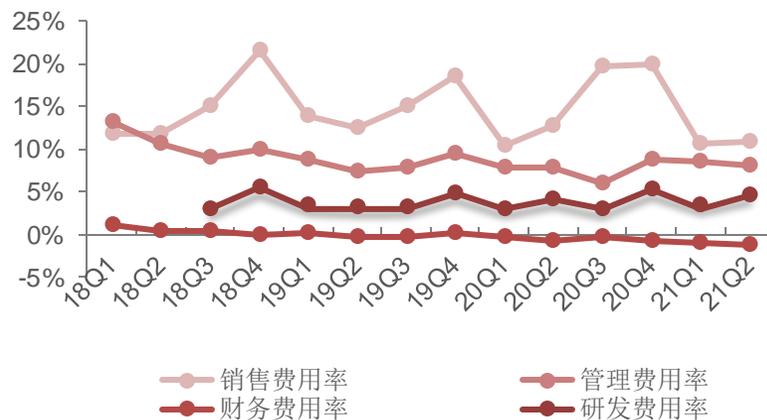
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



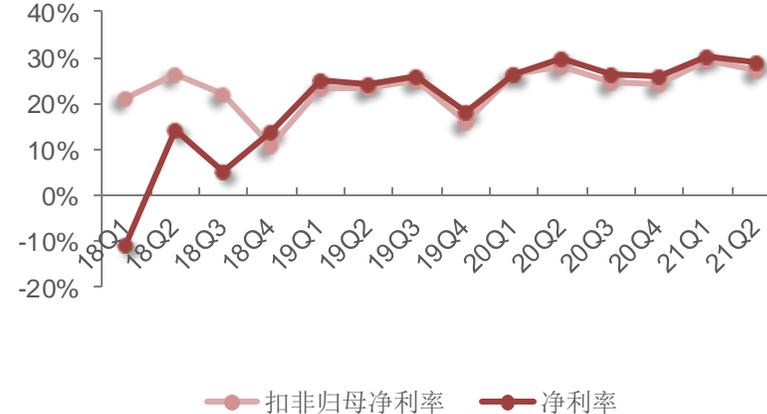
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



主要公司半年报业绩表现

- 派林生物**：上半年实现收入7.9亿元，同比增长85.1%，实现归母净利润为1.8亿元，同比增长179.6%，符合此前预期。其中广东双林实现营收5.4亿元，实现净利润1.7亿元，派斯菲科实现收入2.5亿元。实现净利润5924万元。期间公司销售费用率为10.4%，同比降低4.4个pp，销售净利率22.3%，同比提升7.9个pp，公司盈利能力显著提升。
- 天坛生物**：上半年实现收入18.1亿元，同比增长17%；实现归母净利润3.4亿元，同比增长19%；实现扣非后归母净利润3.3亿元，同比增长20%。上半年公司采浆874.9吨，实现恢复性增长25.5%；相比2019同期增长9.3%。公司全国在营浆站55家，上半年累计公告新增12家浆站，十四五期间国内浆站数量有望持续快速增长，公司受益于股东国药集团的背景，浆站拓展能力行业领先，将进一步巩固龙头地位。
- 华兰生物**：上半年实现收入12.9亿元，同比降低7.1%；实现归母净利润4.6亿元。同比降低10.6%，扣非净利润4亿元，同比降低14.9%，上半年白蛋白、静丙收入承压，主要系去年同期基数较大所致。另一方面公司的流感疫苗销售高峰主要在下半年到来，公司产能充足，若下半年需求旺盛有望贡献可观业绩。

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
上海莱士	17%	37%	56%	25%	34%	31%	669	324	446	98	214	123	7%	79	4%	131	7%	-9	-1%
派林生物	35%	126%	133%	215%	85%	180%	505	289	363	82	113	44	6%	130	16%	139	18%	-24	-3%
华兰生物	-8%	2%	-6%	-23%	-7%	-11%	470	-44	-98	-60	-54	45	3%	121	9%	135	11%	-22	-2%
卫光生物	-27%	-15%	-10%	-6%	-18%	-10%	228	21	-72	-3	-8	18	5%	82	24%	83	25%	-21	-6%
博雅生物	2%	5%	-1%	49%	6%	23%	157	7	-33	32	37	44	3%	361	28%	83	6%	-2	0%
天坛生物	12%	15%	21%	22%	17%	19%	87	167	257	33	53	20	1%	11	1%	29	2%	-4	0%

创新药及制剂：疫情影响基本消除，创新药企业陆续进入收获期，板块未来可期

- **疫情影响基本消除，板块回归正常增长**：全国疫情零星爆发，进院流调监控严格成为常态，医院在新常态下恢复正常经营。从增速来看，一季度增速在去年低基数基础上取得近两年的高增速，二季度稍有回落。从绝对值来看，二季度收入利润等基本恢复到2019年的水平，预计接下来将正常增长。
- **PD-1降价后渗透率快速提升，即将广泛成为肿瘤标准疗法**。2021年3月，恒瑞医药、君实生物、百济神州的PD-1开始执行医保支付价，从推测的二季度销售数据来看，进入医保后价格下降促进销售量的大幅增长。目前PD-1已获批一线非小细胞鳞癌和非鳞癌，一线肝癌，和多个小瘤种，胃癌和食管癌也有望明年获批上市。随着今年底医保谈判纳入更多公司，PD-1有望在非小细胞肺癌和肝癌的一线疗法上实现快速渗透。后续随着其他适应症陆续上市以及每年谈判降价，PD-1将可能成为我国多数肿瘤治疗中的标准疗法。
- **创新药企业陆续进入收获期，板块未来可期**。我国2015年CDE开始审评审批改革，大批企业开始转向创新药研发，近两年这一大批研发项目开始逐渐进入尾声，我国药审改革倒逼企业创新也逐渐迎来收获期。近两年多个生物类似药、PD-1、第三代EGFR抑制剂、BTK抑制剂、ADC药物等陆续上市，为国产创新药销售推广等铺出一条道路，接下来将迎来更多国产新药上市，创新药板块值得期待。
- **投资建议**：国产创新药即将迎来大批药品上市时期，但在医保控费的大背景下，药品均面临着降价风险，仅有疗效好、临床稀缺的创新品种具有较强的定价能力，持续创新才是制药企业的长期发展之路。从目前布局的研发管线来看，具有雄厚的研发实力的龙头企业和获得资本市场青睐的新兴创新药企可能在未来药物市场中胜出。建议关注创新药领域重点推荐前期积累雄厚的白马型企业和专注于新药研发的后起之秀，包括：**创新药及转型创新**：恒瑞医药、长春高新、中国生物制药、君实生物、贝达药业、我武生物、泽璟制药、康辰药业、冠昊生物、前沿生物、丽珠集团、健康元、博瑞医药、甘李药业、众生药业、科伦药业、亿帆医药、特宝生物等。

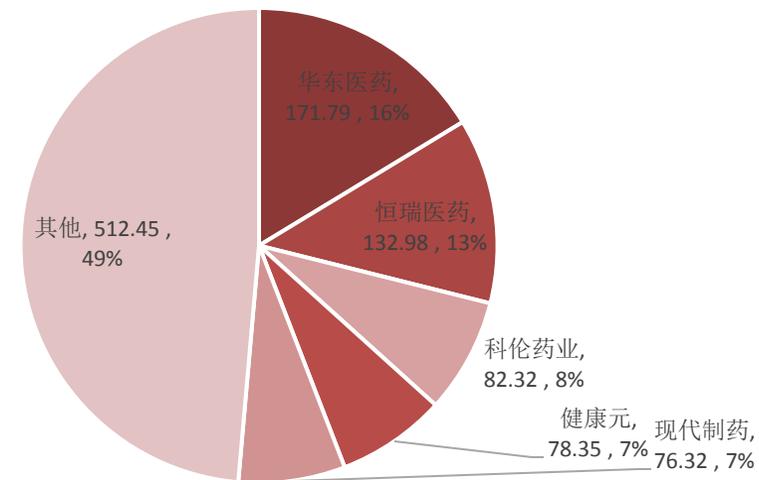
创新药及制剂

- 46家创新药及制剂公司2021上半年收入总额增速为16.7%、归母净利润总额增速为12.4%；Q2单季收入同比增长12.7%，利润端同比下滑7.3%，扣非净利润基本持平。Q2利润端有所下滑，预计由于集采、国谈等导致公司毛利率下降所致。
- 从盈利水平看，受集采等政策冲击，板块整体盈利能力有所下降，二季度行业毛利率（54.2%）下降3.5pp，销售费用率（26.9%），同比下降0.9pp，净利率（10.2%）下降2.2pp。

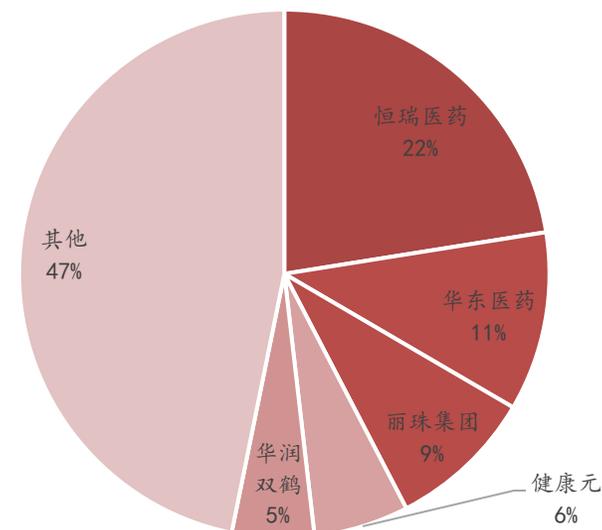
子板块2021年上半年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	16.71%	5	13	38	8
占比		11%	28%	83%	17%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.36%	12	18	32	14
占比		26%	39%	70%	30%

21H1收入前五占比

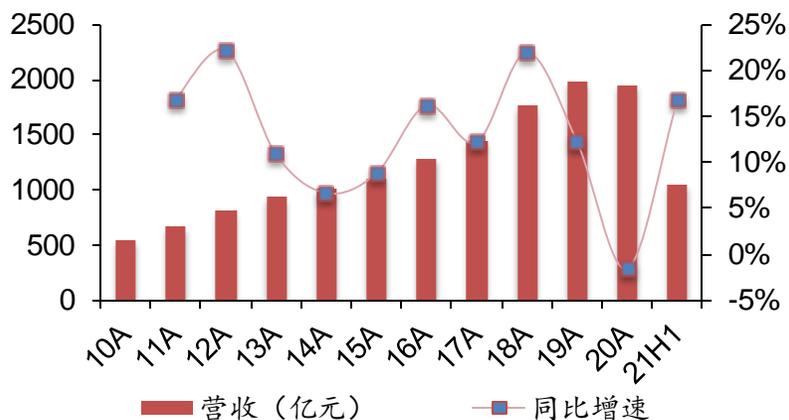


21H1归母净利润前五占比

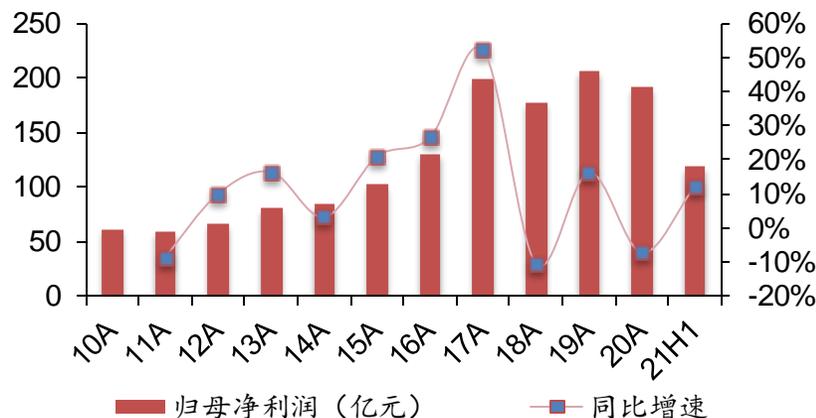


累计季度表现

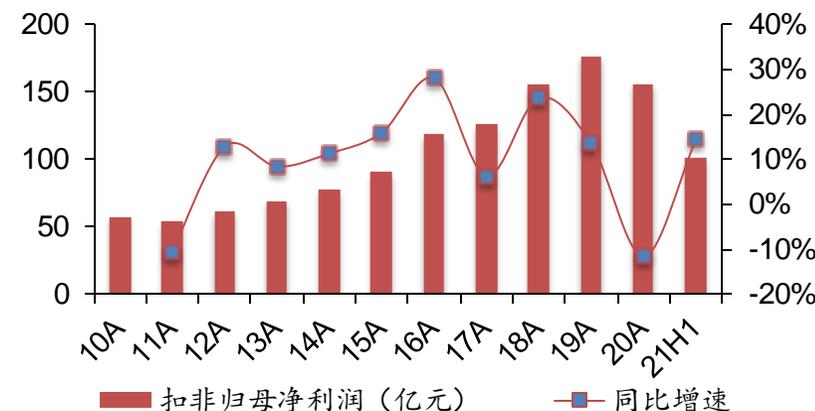
2010年~21H1收入及增速



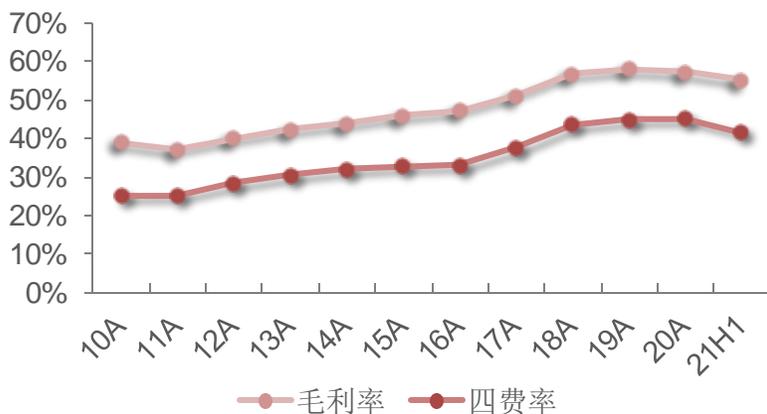
2010年~21H1归母净利润及增速



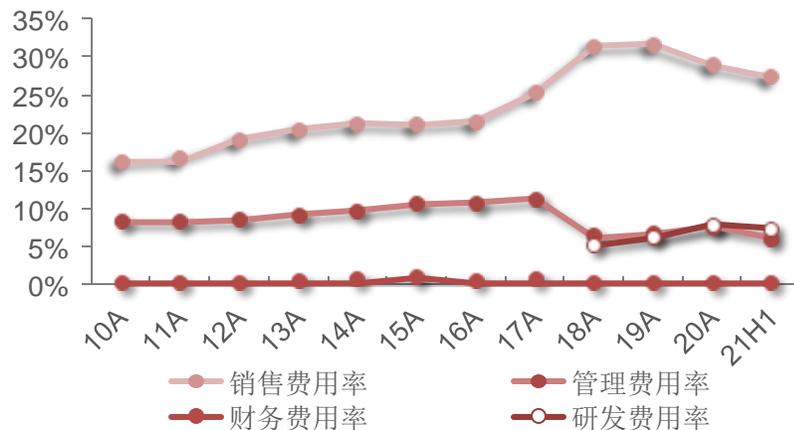
2010年~21H1扣非归母净利润及增速



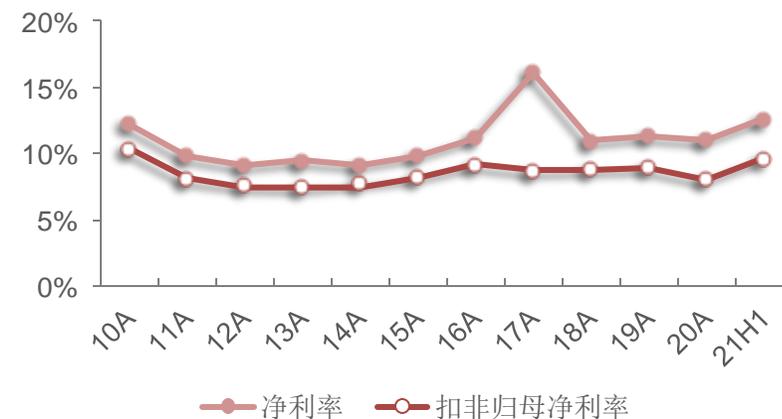
2010年~21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~21H1期间费用率变化趋势

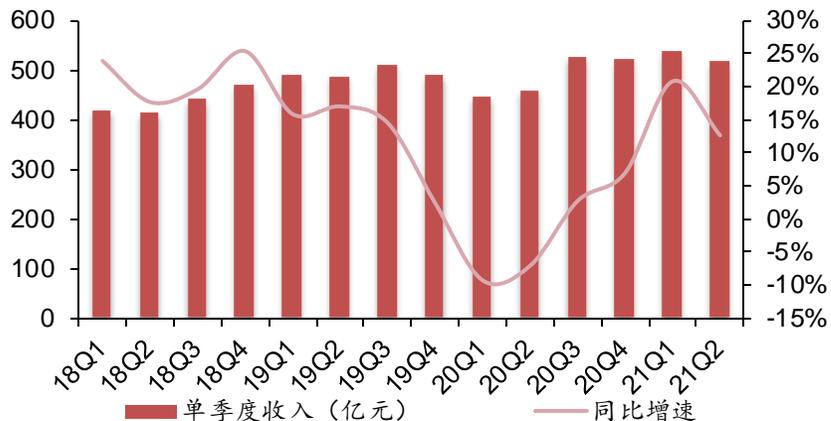


2010年~21H1净利率变化趋势

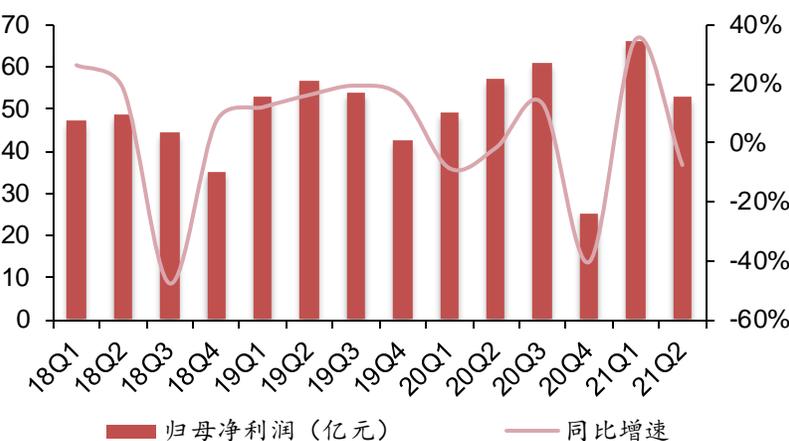


单季度表现

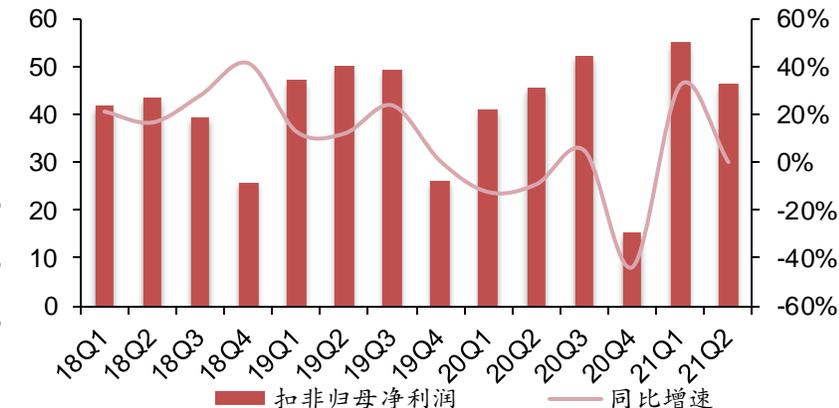
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



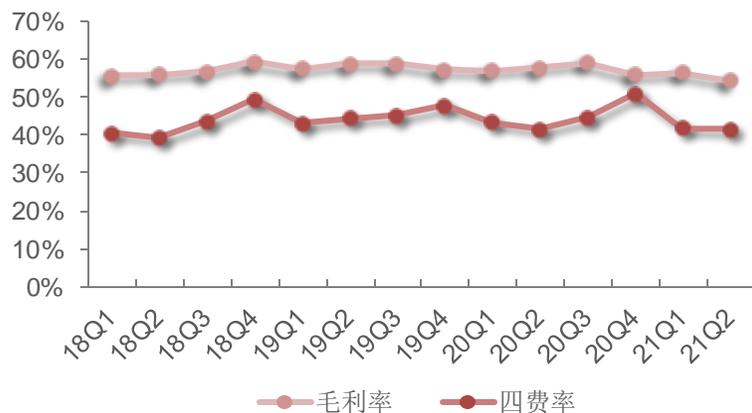
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



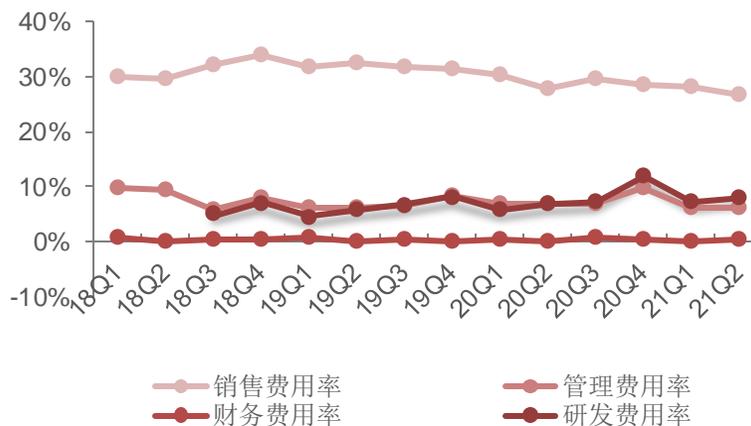
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



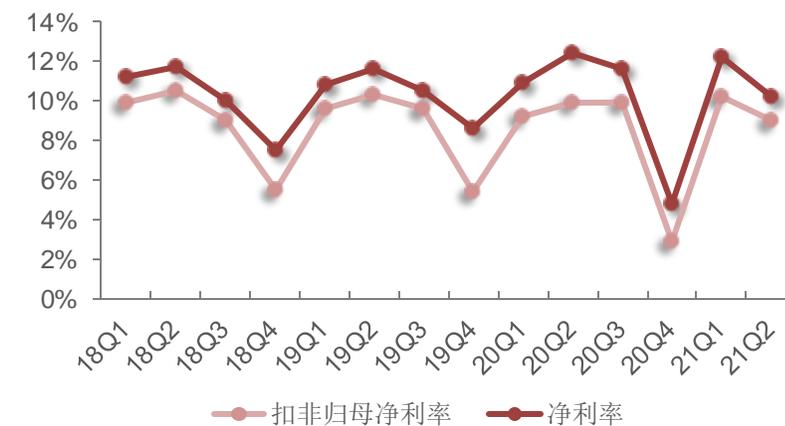
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



创新药及制剂

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
恒瑞医药	25%	14%	10%	-13%	18%	0%	4348	587	1,989	-175	6	2581	19%	4,665	35%	1164	9%	-107	-1%
华东医药	3%	-34%	3%	-7%	3%	-25%	805	220	519	-42	-431	438	3%	2,979	17%	535	3%	10	0%
贝达药业	-4%	13%	76%	405%	21%	50%	449	232	203	54	71	243	21%	445	39%	143	12%	-1	0%
丽珠集团	34%	30%	11%	-10%	22%	6%	411	295	1,140	-63	58	507	8%	2,045	33%	290	5%	-25	0%
科伦药业	17%	701%	10%	75%	14%	143%	284	387	1,001	136	290	766	9%	2,490	30%	589	7%	251	3%
健康元	30%	31%	12%	-19%	21%	2%	269	402	1,360	-76	11	623	8%	2,500	32%	398	5%	-42	-1%
海思科	24%	124%	-36%	-67%	-12%	40%	231	-315	175	-67	92	194	15%	433	34%	168	13%	8	1%
康弘药业	45%	32%	30%	18%	36%	26%	213	225	507	29	86	445	23%	715	38%	161	8%	-15	-1%
恩华药业	23%	22%	29%	13%	26%	16%	155	216	388	28	58	157	8%	656	35%	76	4%	-5	0%
奥赛康	31%	67%	-6%	-30%	11%	15%	126	-50	172	-37	35	176	11%	1,019	61%	71	4%	-17	-1%
华润双鹤	10%	4%	13%	10%	12%	7%	124	257	488	29	40	180	4%	1,426	31%	341	7%	-14	0%
天宇股份	33%	-20%	-20%	-78%	3%	-53%	123	-155	35	-168	-201	111	8%	18	1%	209	15%	5	0%
兴齐眼药	151%	418%	66%	82%	95%	423%	116	101	226	21	65	38	8%	153	33%	52	11%	4	1%
葫芦娃	19%	39%	2%	11%	10%	22%	115	6	56	3	9	41	6%	239	38%	30	5%	4	1%
哈三联	-20%	1661%	-28%	-693%	-24%	1986%	105	-95	153	27	558	48	10%	230	49%	63	13%	2	0%
德展健康	-55%	-30%	-26%	-58%	-45%	-44%	102	-64	323	-52	-80	34	9%	70	18%	74	19%	-24	-6%
现代制药	19%	63%	27%	7%	23%	30%	101	795	1,420	14	100	244	3%	1,912	25%	368	5%	49	1%
一品红	52%	57%	41%	34%	46%	47%	97	127	302	13	38	53	6%	563	59%	58	6%	6	1%
九典制药	73%	553%	95%	158%	86%	244%	89	221	338	41	80	56	8%	365	50%	22	3%	5	1%
海南海药	8%	-49%	-15%	-246%	-4%	-808%	76	-86	44	-380	-430	30	3%	290	28%	147	14%	99	10%
哈药股份	19%	144%	49%	-277%	33%	203%	73	1,127	1,596	406	675	42	1%	595	9%	406	6%	50	1%
京新药业	3%	35%	-1%	9%	1%	20%	71	-8	19	12	46	155	9%	418	25%	79	5%	-14	-1%

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
鲁抗医药	36%	694%	6%	-90%	20%	-69%	65	62	403	-200	-158	109	5%	239	10%	85	4%	32	1%
山大华特	51%	120%	3%	41%	21%	70%	63	14	179	35	94	26	3%	139	14%	62	6%	-6	-1%
灵康药业	6%	-47%	-5%	228%	1%	-10%	62	-10	4	23	-8	12	3%	293	61%	39	8%	4	1%
康辰药业	198%	100%	-12%	-50%	31%	-3%	59	-33	108	-35	-3	54	12%	216	47%	43	9%	-12	-3%
奥锐特	3%	-35%	7%	-5%	5%	-19%	56	13	19	-3	-20	28	7%	14	4%	46	12%	1	0%
济民制药	93%	647%	33%	498%	56%	2824%	55	69	191	54	102	15	3%	70	13%	45	8%	20	4%
广生堂	14%	-4%	-13%	-298%	0%	-250%	55	-11	0	-28	-28	29	17%	78	45%	34	20%	4	3%
福安药业	14%	-10%	-3%	-29%	5%	-19%	55	-18	59	-19	-26	53	4%	542	44%	95	8%	0	0%
冠昊生物	38%	58%	21%	43%	29%	49%	54	24	59	7	13	19	7%	106	40%	30	12%	4	1%
华仁药业	369%	323%	304%	66%	331%	109%	52	1,052	1,939	19	38	34	1%	138	5%	34	1%	28	1%
润都股份	2%	10%	-26%	-33%	-12%	-15%	45	-87	81	-15	-12	40	7%	212	37%	33	6%	1	0%
北陆药业	77%	88%	30%	2%	46%	27%	45	71	168	1	25	24	5%	140	26%	37	7%	14	3%
诚意药业	13%	87%	5%	-16%	8%	24%	41	8	28	-6	15	20	6%	110	31%	44	12%	2	1%
北大医药	41%	124%	27%	-18%	33%	48%	39	127	276	-2	11	18	2%	360	33%	52	5%	4	0%
东亚药业	31%	240%	-57%	-57%	-32%	-32%	37	-206	162	-45	-28	18	5%	5	1%	52	15%	-11	-3%
昂利康	4%	-22%	4%	-24%	4%	-23%	36	13	26	-10	-19	23	4%	302	48%	31	5%	-11	-2%
力生制药	-2%	5%	-8%	13%	-4%	8%	34	-21	-27	3	5	59	10%	183	31%	51	9%	-26	-4%
卫信康	60%	70%	93%	88%	78%	81%	34	141	219	16	24	12	2%	126	25%	42	8%	0	0%
丰原药业	17%	28%	4%	0%	10%	10%	31	37	166	0	6	37	2%	354	20%	57	3%	21	1%
神奇制药	61%	151%	21%	14%	38%	56%	28	107	316	3	16	17	1%	529	46%	45	4%	2	0%
联环药业	14%	33%	32%	12%	23%	21%	26	103	143	3	9	24	3%	222	29%	66	9%	7	1%
海辰药业	-2%	-21%	-26%	-61%	-16%	-42%	24	-55	59	-12	-15	17	5%	186	59%	26	8%	3	1%
赛隆药业	111%	127%	8%	-230%	46%	171%	17	5	41	13	23	9	7%	55	43%	16	13%	3	2%
仟源医药	48%	102%	-4%	-84%	16%	95%	16	-9	63	26	71	27	6%	230	50%	54	12%	19	4%

药店：利润端增速快于收入端，全年高增长可期

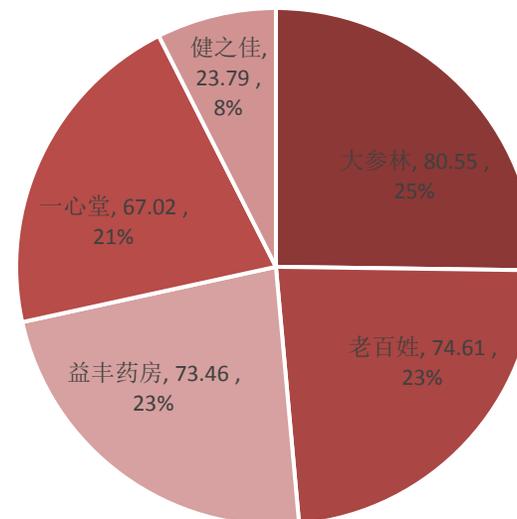
- **上半年增速相对放缓，利润端好于收入端：**5家连锁药店公司2021上半年收入总额增速为13.8%，其中第二季度收入增速为12.6%；归母净利润总额增速为17.8%，其中第二季度增速为13%。从趋势来看，第二季度收入、利润增速环比继续下降。利润端的增速快于收入端，主要系产品结构恢复到疫情前水平，低毛利率的抗疫产品占比下降，毛利率明显提升。预计Q3和Q4利润端将逐季改善，看好下半年药店内生增长，带动利润端逐季改善。
- **多因素促进处方外流，大型连锁药店成主力承接方。**院边店、DTP药房、慢病资质医保药店、带量采购相关品种流向药店、互联网+线下药店等多因素均助力处方流向线下药店。大型连锁药店对客户覆盖面广，具有更强的承接能力，因此吸引众多新增上游厂家、医院、处方平台、流量平台合作。四家上市公司处方药销售占比均呈上升趋势。
- **大连锁持续收购整合，促进集中度提升。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会。2021上半年，五家上市药店均维持高速增长步伐，上半年大参林、一心堂、老百姓、益丰药房新增门店数量为958家、933家、1147家、847家，我们预计全年仍将维持较高的扩张速度，五家上市公司药店具有充足的现金流支持扩张。
- **互联网销售处方药打开市场空间。**《药品网络销售监督管理办法（送审稿）》明确网络销售处方药主体，并且规定处方药审核细则。未来线下零售可在保证处方真实性基础上通过线上出售处方药，此外线下药店具有医保、会员管理、慢病管理等优势，在O2O市场具有先天优势。大参林、一心堂、老百姓、益丰药房同比增长分别为100%、78%、200%、140%，线上业务实现快速发展。
- **投资建议：**我国连锁药店集中度仍在持续提升，大连锁收购&自建门店空间大；处方外流才起步，尚有千亿规模可持续流向药店。两大因素均利好大型连锁药店。推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）。

- 5家连锁药店公司2021上半年收入总额增速为13.9%，其中第二季度收入增速为12.6%；归母净利润总额增速为17.8%，其中第二季度增速为13%。从趋势来看，第二季度收入、利润增速环比继续下降。
- 第二季度，药店板块的毛利率维持稳中有升，同比提升2.4pp，销售费用率（24.7%）逐渐回归到疫情前的水平。

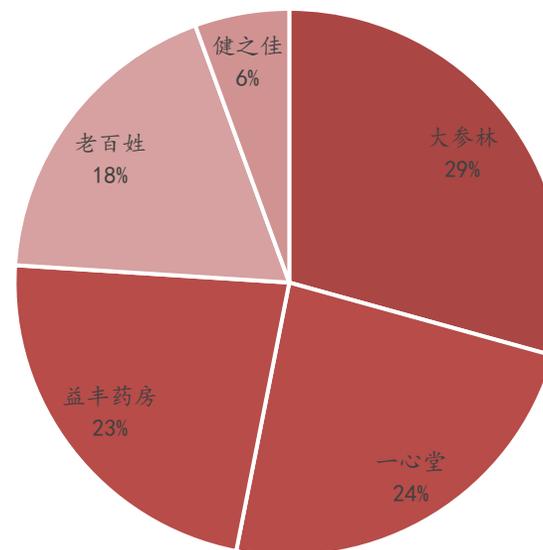
子板块2021年上半年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	13.85%	0	0	5	0
占比		0%	0%	100%	0%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	17.75%	0	0	5	0
占比		0%	0%	100%	0%

21H1收入占比

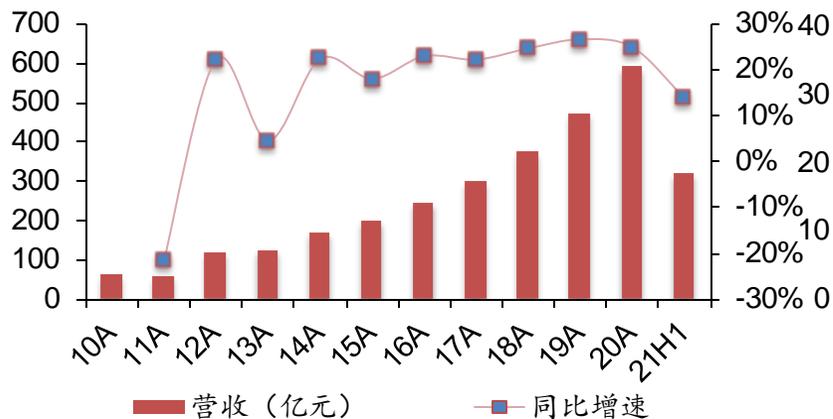


21H1归母净利润占比

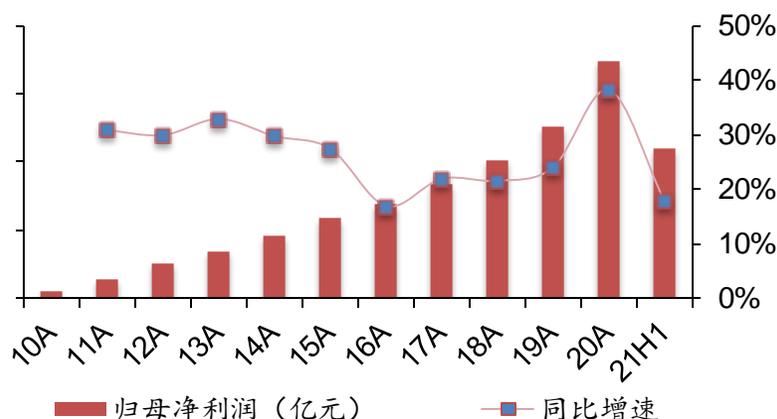


累计季度表现

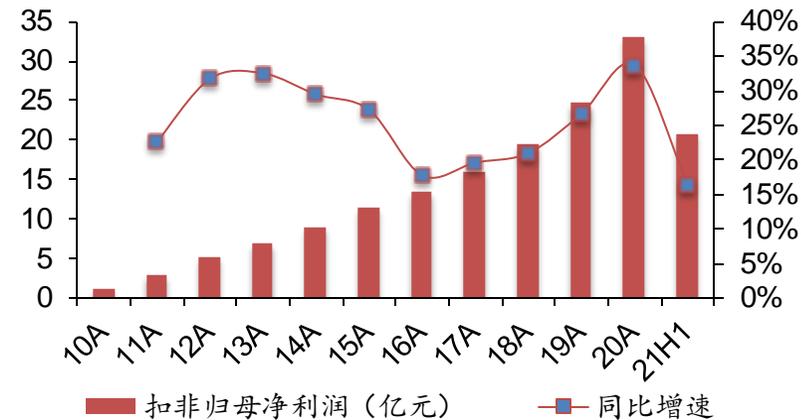
2010年~21H1收入及增速



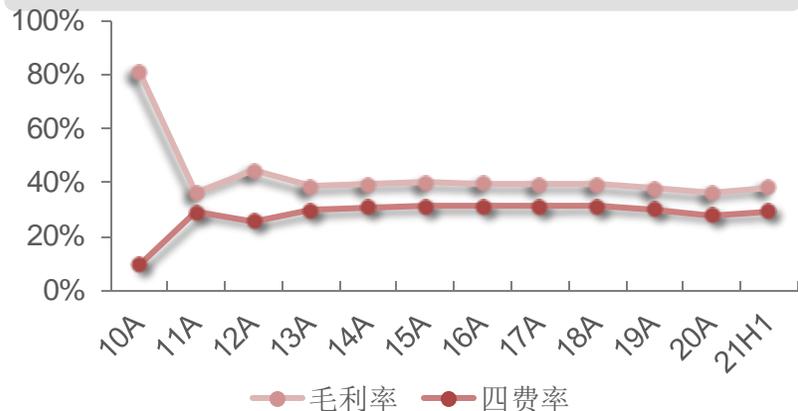
2010年~ 21H1归母净利润及增速



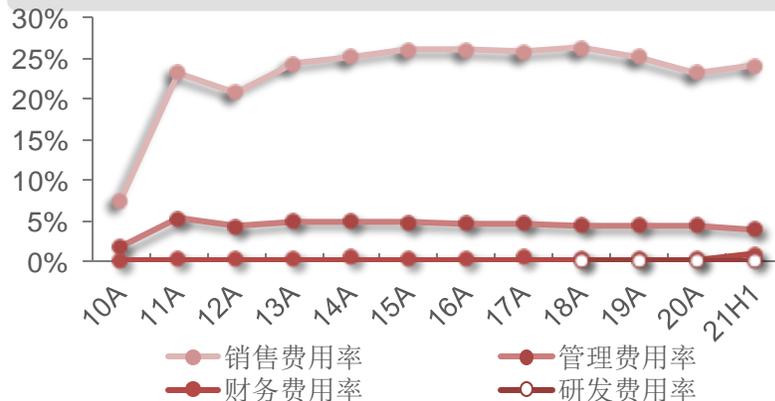
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



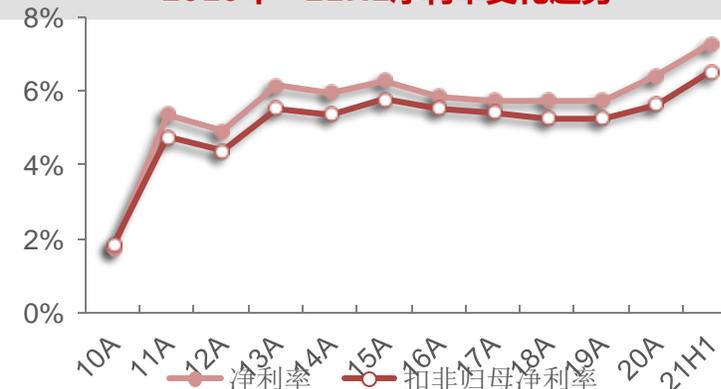
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势

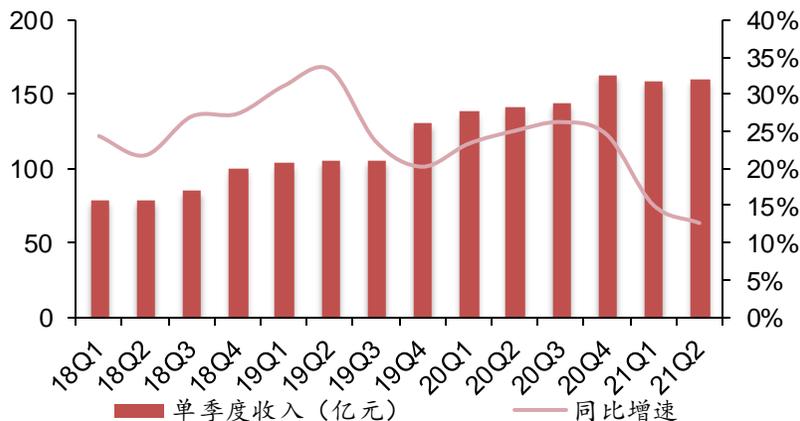


2010年~ 21H1净利率变化趋势

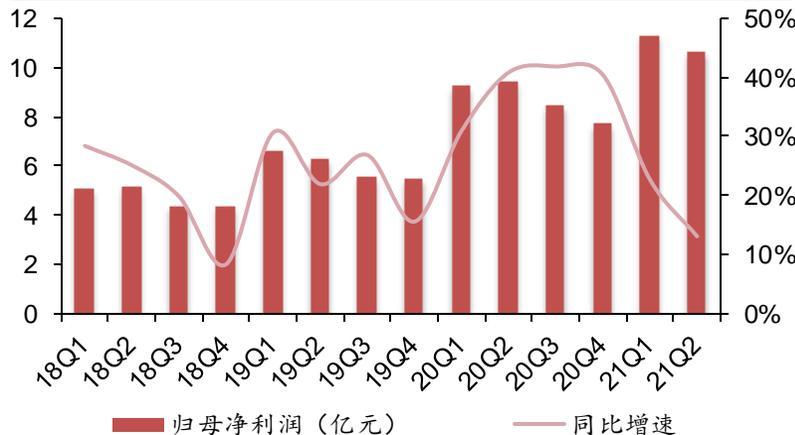


单季度表现

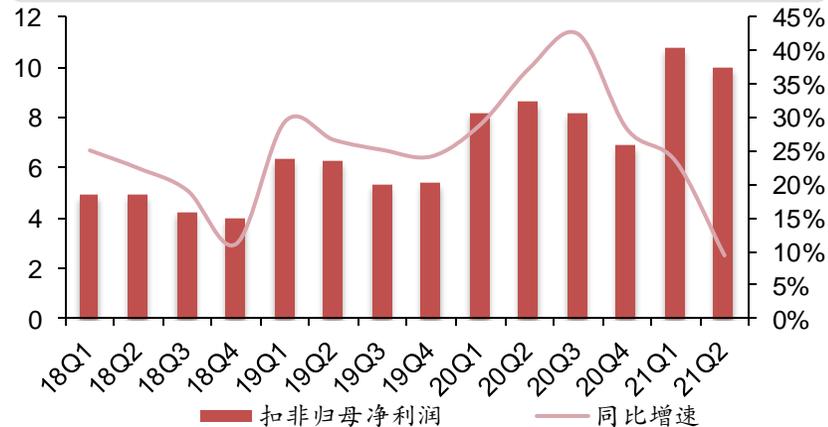
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



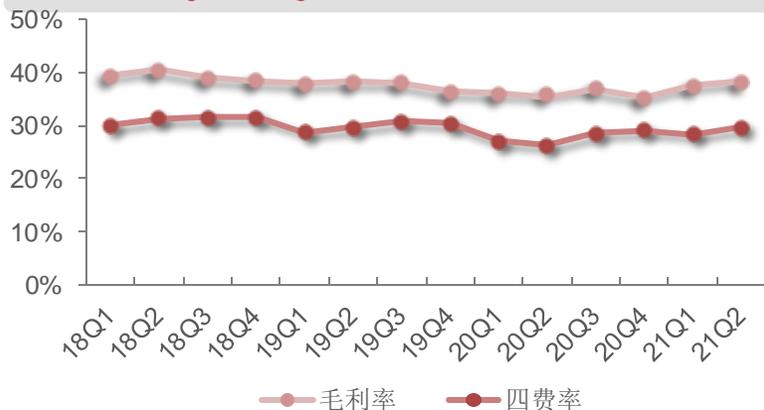
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



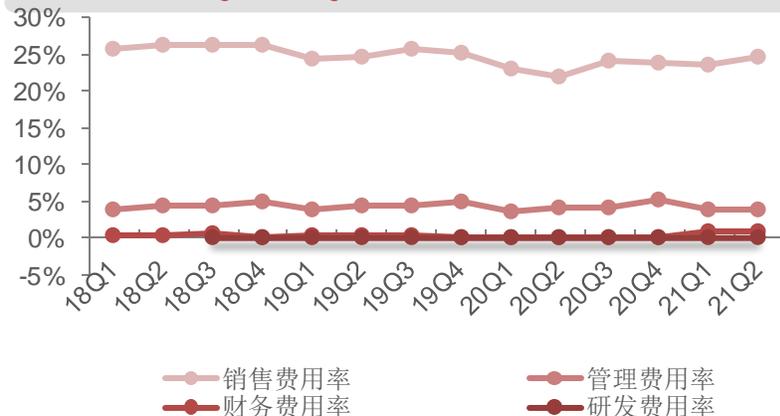
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



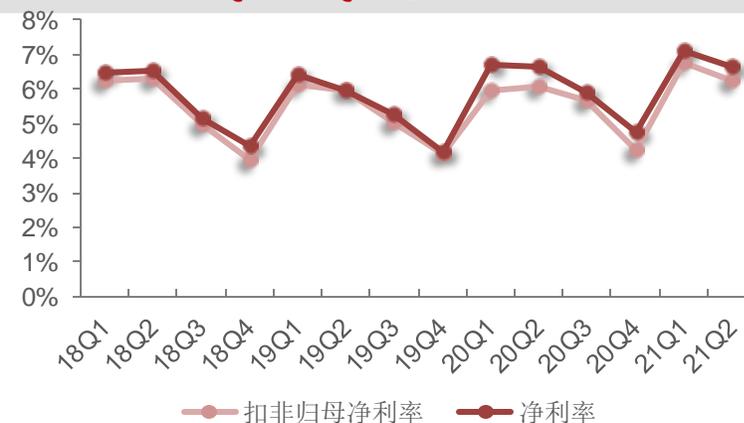
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



重点公司业绩分析

- 大参林**：疫情短期影响华南销售，门店拓展顺利进行。公司拥有门店6978家（含加盟店552家），上半年公司净增门店958家，其中新开门店589家，收购门店189家，加盟店237家，关闭门店57家，门店拓展计划完成顺利。华南地区增速放缓，主要是第二季度广东疫情爆发，公司积极配合抗疫，暂停部分高风险区域门店营业以及部分感冒类药品销售。随着广东疫情的消除，预计三季度公司经营恢复正常。
- 一心堂**：业绩复合预期，创新业务稳步推进。公司总门店共有8053家直营连锁门店，同比增加1370家门店，新增门店主要集中于云南（新增441家）、四川（新增185家）、广西（新增107家）等地，西南地区布局进一步深化。慢病医保门店为814家，慢病医保门店占比全集团门店总数10.11%。O2O与B2C业务稳步发展。截至2021H1，公司已实现7298家直营门店覆盖O2O业务，O2O业务占整体电商业务销售额的78.3%，积极布局药妆店，通过引进优质药妆产品。完成一部分配方颗粒品种的备案并取得临床备案批件，未来将逐步提高中药占比。
- 益丰药房**：门店扩张加速，看好下半年超预期增长。公司全国净增门店897家，其中自建门店683家（含加盟店164家），并购门店214家，门店总数达6888家。截止2021H1，公司共有直营门店5682家门店，预计全年净增加门店将超过2000家。采取O2O和B2C双引擎策略，实现了互联网业务的显著增长。持续推进DTP与医保门店建设，有望在未来进一步受益政策红利。
- 老百姓**：业绩逐季向好，“自建+并购”提速。2021H1，公司全国新增门店1290家，其中直营门店855家（自建门店496家，资产性并购124家，股权并购235家），加盟门店435家，门店总数达7680家。2021年6月，公司定增获得审核通过，拟向不超过35名特定对象募资不超过17.4亿元，拟在15个省市新建1680家连锁药店，我们预计下半年公司“自建+并购”扩张将加速。

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
大参林	21%	22%	12%	-3%	16%	9%	404	417	1,114	9	51	7	0%	1,908	24%	378	5%	72	1%
益丰药房	19%	29%	15%	19%	17%	26%	403	472	1,054	42	92	6	0%	1,882	26%	308	4%	59	1%
老百姓	11%	16%	12%	27%	12%	21%	215	418	774	38	70	0	0%	1,555	21%	313	4%	81	1%
一心堂	11%	27%	11%	24%	11%	26%	197	331	673	52	108	4	0%	1,757	26%	185	3%	38	1%
健之佳	11%	21%	15%	0%	13%	10%	62	159	271	0	11	0	0%	600	25%	63	3%	24	1%

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2021年6月30日

重点公司指标分析

- 2021H1，大参林的收入和利润增速都是行业领先，从当期净增加门店数量来看，老百姓是行业中最高的。
- 老百姓、益丰药房、大参林均发展加盟店业务，一心堂也正在探索中，加盟业务成为推动相应公司业绩增长的重要因素之一。

	2020					2021Q1					2021H1				
	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳
收入（亿元）	104.9	92.4	101.2	94.4	44.7	40.6	34.3	36.4	36.3	11.7	80.6	67.0	74.6	73.5	23.8
增速	30%	21%	21%	28%	26.60%	21%	11%	11%	19%	10.54%	16%	11%	12%	17%	12.83%
净利润（亿元）	8.8	6.0	6.0	6.6	2.5	3.4	2.6	2.3	2.4	0.6	6.5	5.2	4.1	5.1	1.2
增速	51.6%	30.8%	22.1%	41.3%	50.0%	21.5%	27.3%	16.0%	29.4%	20.9%	8.6%	25.8%	20.8%	26.0%	10.2%
净利率（%）	8.4	6.5	5.9	7.0	5.6	8.6	7.6	7.1	7.4	5.4616	8.2	7.8	6.2	7.6	5.1
毛利率（%）	38.6	36.2	32.5	38.5	33.7	39.4	37.0	33.5	40.5	34.1814	39.1	38.9	33.4	40.8	35.1
销售费用率（%）	23.0	24.5	20.0	24.3	23.3	23.1	24.6	20.5	25.7	24.4329	23.7	26.2	20.8	25.6	6.1
管理费用率（%）	4.2	3.5	4.8	4.1	3.3	4.6	3.1	4.0	4.0	2.5968	4.7	2.8	4.2	4.2	3.0
财务费用率（%）	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.2	0.8	0.6	1.1	0.9	0.9075	0.9	0.6	1.1	0.8	0.1
门店数	6020	7205	6533	5991	2130	6451	7537	7268	6279	2216	6978	8053	7680	6888	2416
增速（同比）	28%	15%	27%	26%	22%	32%	18%	34%	29%		34%	20%	32%	34%	
增速（环比）	9%	4%	6%	9%		7%	5%	11%	5%	4%	8%	7%	6%	10%	9%
其中：直营门店	5705	7205	4892	5338	2130	6057	7537	5416	5586	2216	6426	8053	5393	6031	2416
加盟店	315		1641	653		394		1852	693		552		2287	857	
其中：当期自建	845			820		294			195	98	589		496	519	230
当期收购	259	1155	1089	254	411	76	372	582	53		189	950	359	214	78
当期加盟	261		645	249		79		211	58		237		435	164	
当期搬迁		167					35					85			
当期闭店	92	49	自营91，加盟238	84	33	18	5	58	18	12	57	17	143	50	22
当期净增	1273	1106	1405	1239	378	431	367	735	288	86	958	933	1147	847	286

医药分销：业绩回暖提升性价比，行业加速集中业绩增长可期

- **后疫情时代，医院业务恢复推动流通企业业绩持续回暖：**16家医药流通股上半年收入总额增速为29.5%，归母净利润总额增速为42.1%，扣非后归母净利润增速为17.8%，上半年快速增长主要系去年同期受疫情影响形成低基数。毛利率为10%，下降1pp，主要系带量采购带来毛利率的下降。Q2实现了加速增长，单二季度实现归母净利润的同比增速为45.5%。二季度费用率环比略有下降。销售费用率同比下降0.4pp，财务费用率下降0.1pp，管理费用率同比下降0.1pp。
- **带量采购加速行业集中度提升，现金流状况持续向好。**带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。带量采购均要求医保资金预付款或30天内付款，大幅缓解了配送企业的资金压力，使得流通商腾出更多资金去开展新业务。2021H1流通企业经营活动产生现金流量净额同比增速为12%，同比2019H1实现由负转正，并持续大幅改善。
- **上下游延申产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。国大药房旗下拥有药店8439家，并延续快速增长趋势。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。
- **估值处于历史地位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368），国药一致（000028）等。

医药分销：业绩回暖提升性价比，行业加速集中业绩增长可期

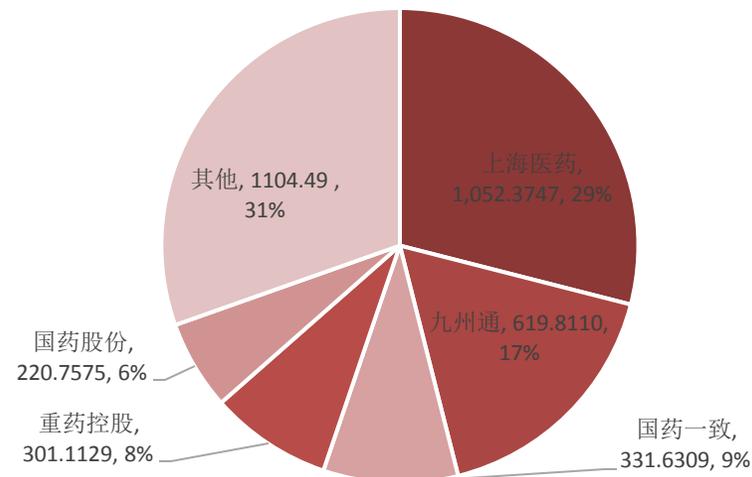
- 16家医药流通股上半年收入总额增速为29.5%，归母净利润总额增速为42.1%。
- 从盈利水平来看，上半年整体毛利率为10.3%，同比下降1.1pp，其中单二季度毛利率为10.6%，同比下降1.2pp，环比提升0.5pp。
- 二季度费用率均环比保持稳定，同比略有下降。销售费用率同比下降0.4pp，财务费用率下降0.2pp，管理费用率同比下降0.2pp。

子板块2021年上半年业绩速览

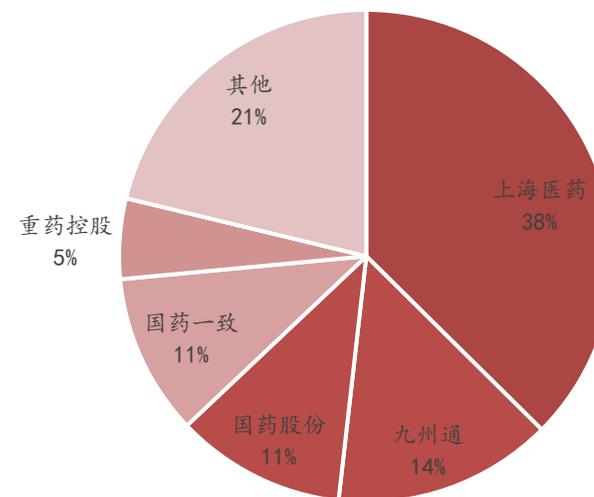
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	29.54%	2	4	15	1
占比		13%	25%	94%	6%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	42.13%	3	5	12	4
占比		19%	31%	75%	25%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入前五占比

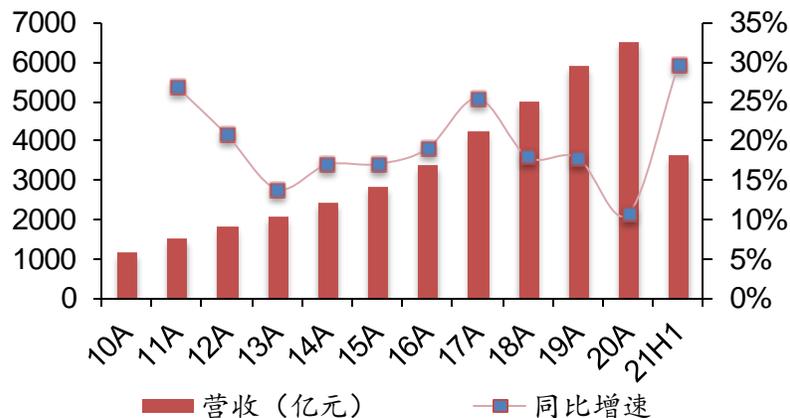


21H1扣非归母净利润前五占比

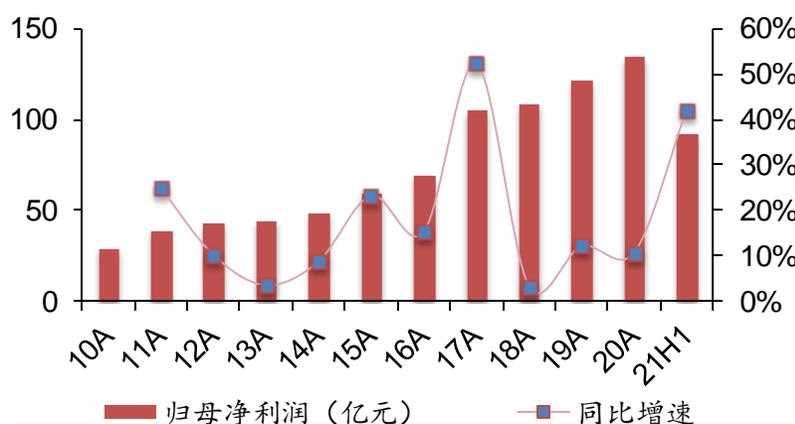


累计季度表现

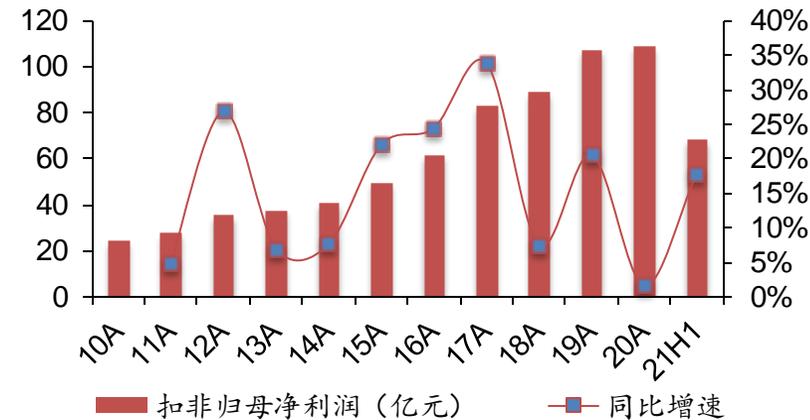
2010年~21H1收入及增速



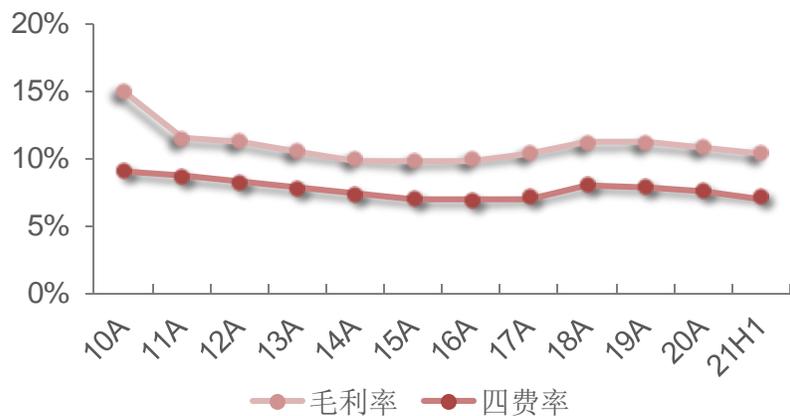
2010年~ 21H1归母净利润及增速



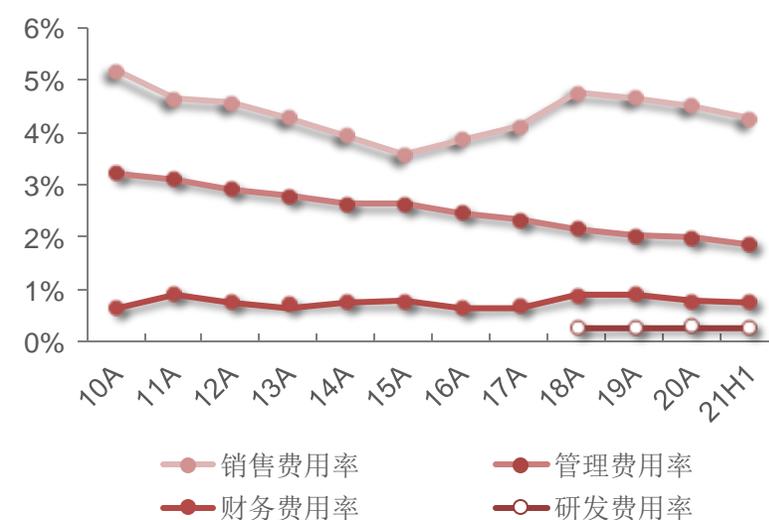
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



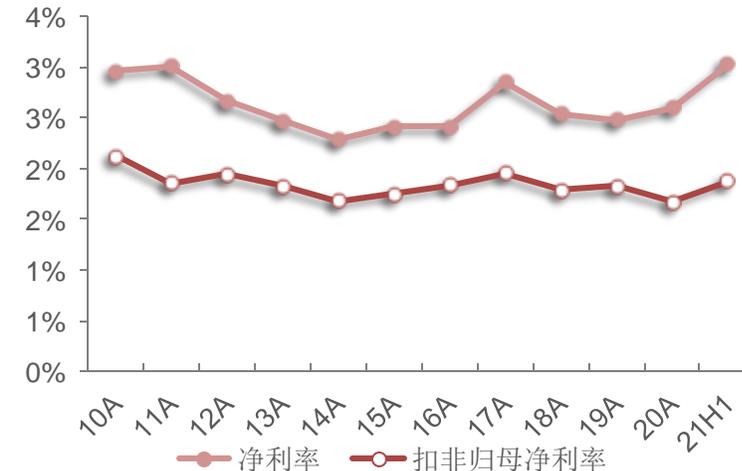
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势

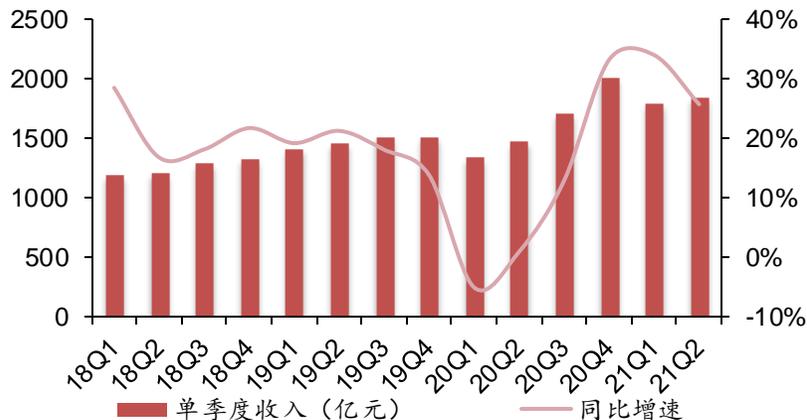


2010年~ 21H1净利率变化趋势

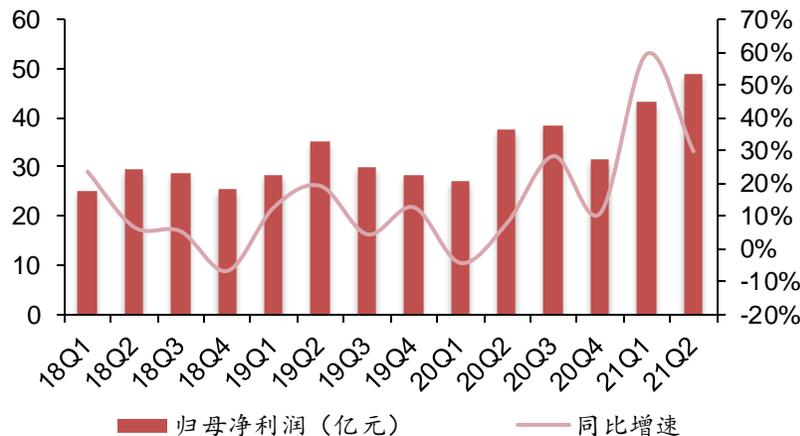


单季度表现

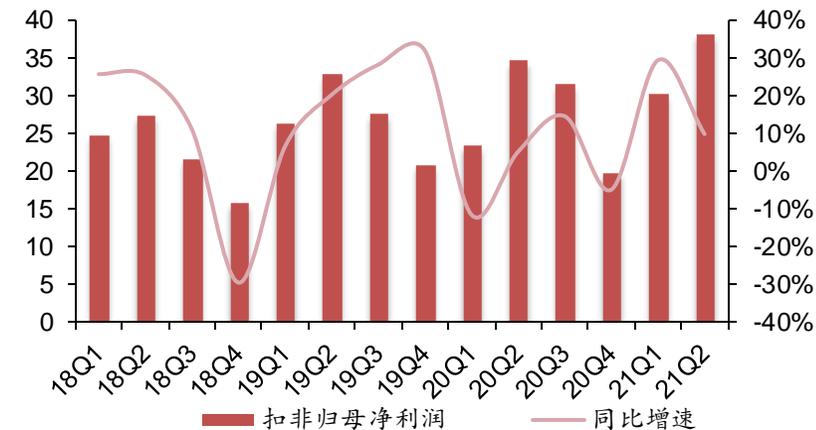
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



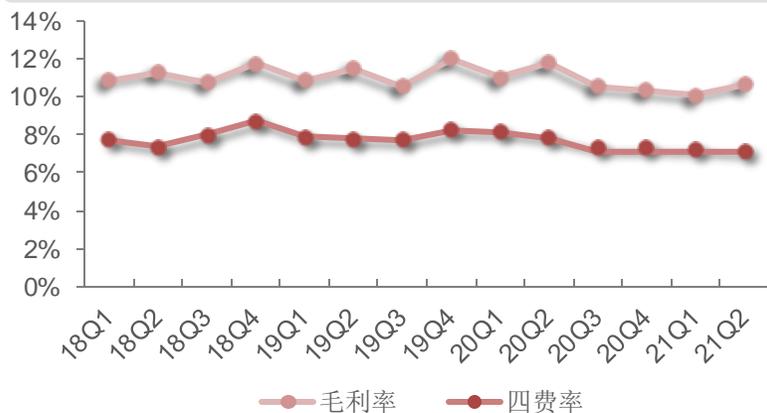
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



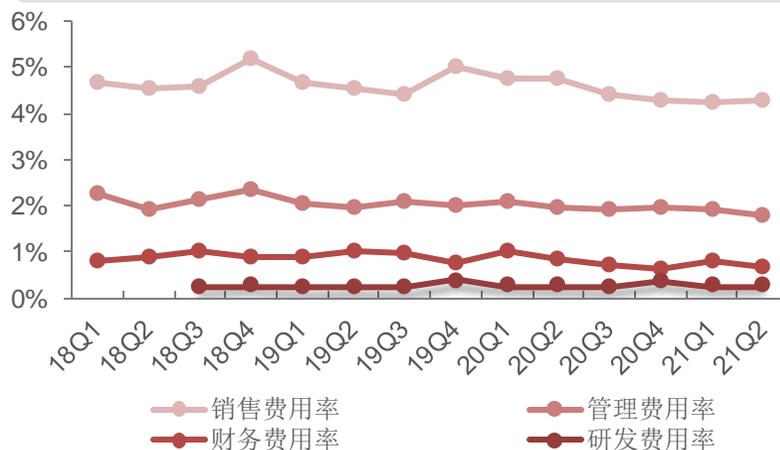
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



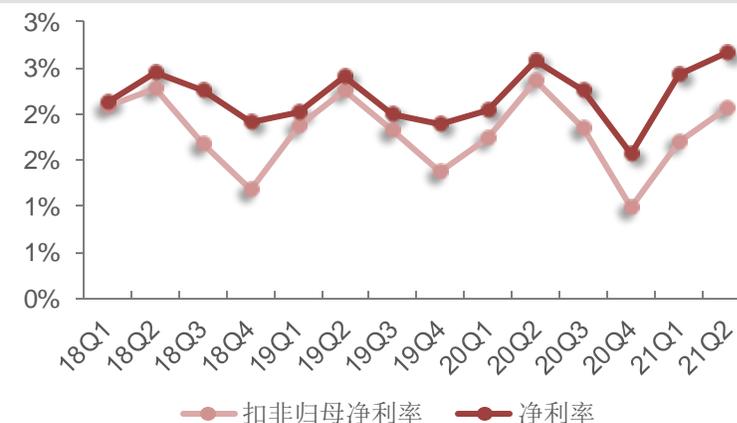
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



上海医药:营业收入及利润实现快速增长, 1)医药商业: 加快进口准入、仓储物流等方面发展;2) 医药工业: 保障原料产能供应, 积极布局高端制剂领域, 实现上游领域的快速拓展。

九州通:扣除非经常性损益后业绩仍然大幅增长。同时有效控制成本和销售回款, 现金流情况持续向好。公司各项管理措施不断加强, 减税降费政策成效逐步显现, 融资成本降低;

国药一致:加速并购药店, 拓展下游产业链。OTO和DTP双重利好零售板块, 分销业务迎来拐点。

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
上海医药	28%	104%	15%	3%	21%	46%	536	6,921	18,072	43	1,125	880	1%	6,740	6%	2322	2%	579	1%
九州通	20%	32%	21%	107%	21%	73%	288	5,176	10,632	730	913	63	0%	1,793	3%	1214	2%	470	1%
国药股份	26%	28%	26%	21%	26%	24%	249	2,408	4,545	80	146	26	0%	433	2%	170	1%	-5	0%
国药一致	25%	32%	19%	5%	22%	15%	152	2,767	5,993	18	98	0	0%	2,307	7%	493	1%	107	0%
海王生物	26%	16%	3%	-1%	13%	9%	90	304	2,373	0	12	24	0%	773	4%	668	3%	420	2%
重药控股	89%	-6%	66%	66%	76%	46%	88	6,233	13,046	143	138	3	0%	891	3%	489	2%	526	2%
柳药股份	15%	12%	5%	-42%	10%	-17%	72	204	750	88	65	6	0%	223	3%	191	2%	92	1%
南京医药	26%	34%	14%	24%	20%	29%	49	1,329	3,625	24	50	10	0%	507	2%	191	1%	211	1%
华通医药	52%	753%	2516%	1975%	34%	111%	46	9,209	16,962	123	200	7	0%	353	2%	286	2%	28	0%
嘉事堂	44%	61%	19%	10%	29%	29%	39	1,088	2,850	9	40	0	0%	408	3%	131	1%	84	1%
人民同泰	15%	-17%	54%	198%	33%	69%	34	874	1,161	64	56	0	0%	201	4%	46	1%	25	1%
英特集团	14%	24%	6%	11%	10%	16%	33	393	1,205	5	13	1	0%	301	2%	185	1%	68	1%
塞力斯	84%	121%	39%	-106%	55%	-58%	30	191	426	35	4	18	2%	61	5%	91	8%	33	3%
鹭燕医药	24%	26%	12%	12%	17%	18%	30	455	1,259	10	23	2	0%	181	2%	149	2%	91	1%
浙江震元	12%	24%	3%	-21%	7%	-7%	25	25	118	7	3	14	1%	217	13%	64	4%	-7	0%
第一医药	-34%	-46%	-15%	9%	-26%	-22%	20	-54	-226	1	-7	0	0%	72	11%	34	5%	-10	-2%

原料药：优质公司产业能力升级、拓展新品种，特色原料药21H2进入配置区间

- **季度波动较大，21Q2板块业绩同比略有下滑。**原料药板块2021H1实现收入443亿元(+13.3%)，实现归母净利润78.3亿元(-0.1%)；21Q1/Q2原料药板块分别实现收入216亿元/227亿元，同比+19%/8.5%，在利润端21Q1/Q2实现归母净利润37.4亿元/40.9亿元，同比+20%/-13.2%。二季度板块归母净利润下滑，主要是毛利率同比去年下滑约3.8pp，同时费用端同上升1.3pp。
- **内部分化较大，优质公司产业能力升级，拓展新品种。**上半年，28家原料药公司中有20家实现业绩正增长，其中超过50%的有4家，8家公司归母净利润同比下滑。22家公司收入实现正增长，其中1家超过50%，6家公司收入同比下滑。健友股份、普洛药业、花园生物、仙琚制药、奥翔药业等贡献板块业绩增长。价格和成本波动造成行业的周期性明显，建议臻选细分领域内具有成长趋势的公司，尤其是下半年业绩表现较为稳健的公司。国内优质特色原料药企业产业能力升级，拓展新品种。“原料药+制剂”一体化战略，切入下游制剂市场。带量采购背景下，特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂”一体化，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成；部分特色原料药企业逐步向CMO/CDMO拓展。

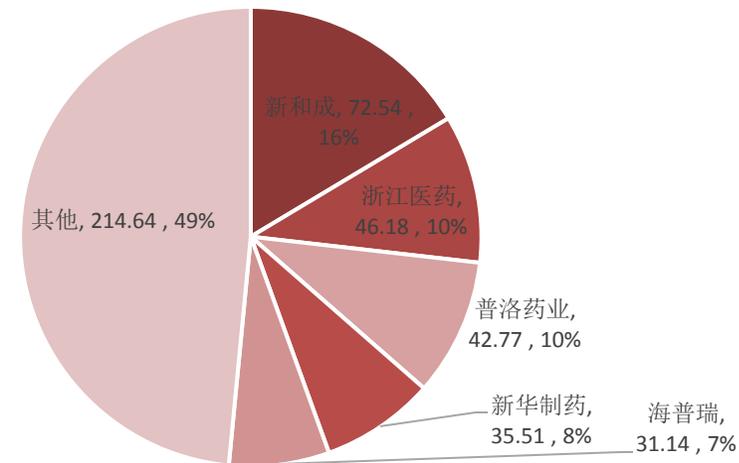
- 原料药板块2021上半年实现收入443亿元，同比+13.3%，实现归母净利润78.3亿元，同比-0.1%；单二季度收入、归母净利分别为227亿元、40.9亿元，分别同比+8.5%、-13.2%。
- 28家原料药公司中有22家公司收入实现正增长，其中1家超过50%，6家公司收入同比下滑。20家实现业绩正增长，其中超过50%的有4家，8家公司业绩同比下滑。

子板块2021年上半年业绩速览

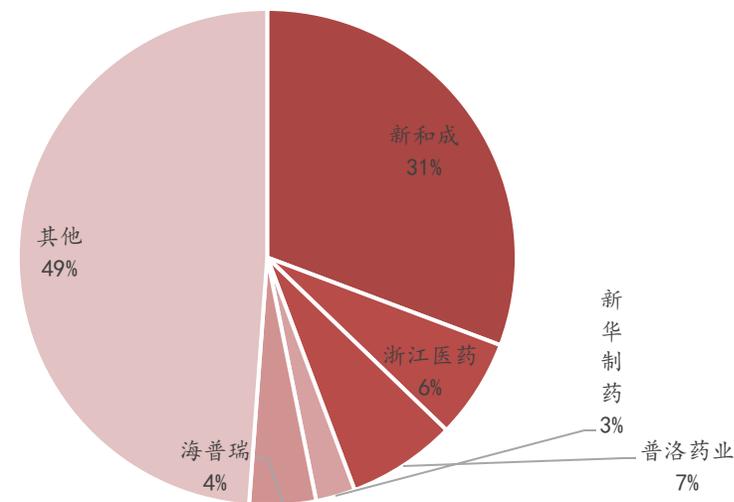
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	13.34%	1	7	22	6
占比		4%	25%	79%	21%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-0.07%	4	10	20	8
占比		14%	36%	71%	29%

数据来源：Wind，西南证券整理

21H1收入前五占比



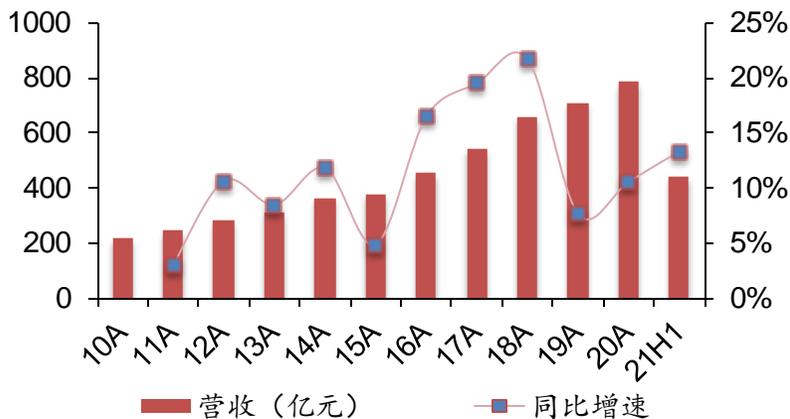
21H1归母净利润前五占比



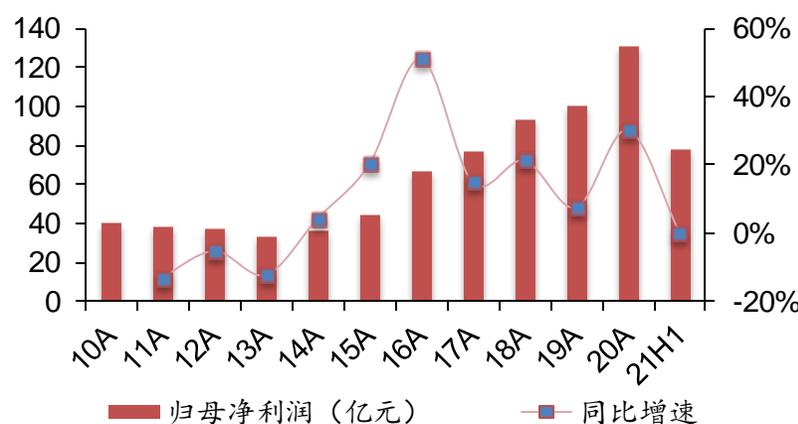
累计季度表现

■ 原料药板块共计28个样本公司，2021上半年实现收入共约443亿元，同比+13.3%，实现归母净利润共约78.3亿元，同比-0.1%；

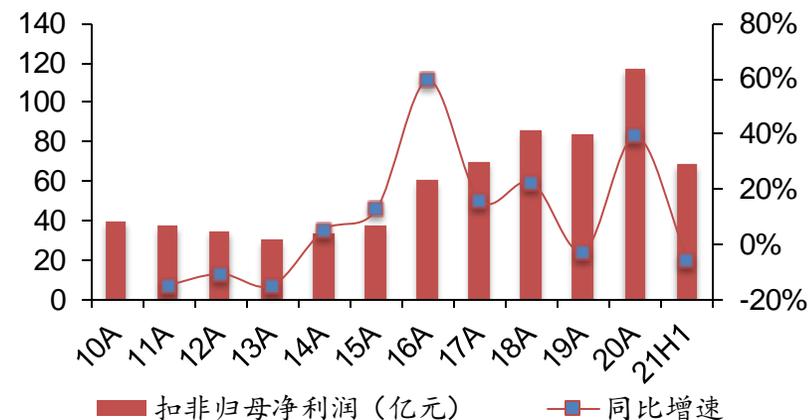
2010年~21H1收入及增速



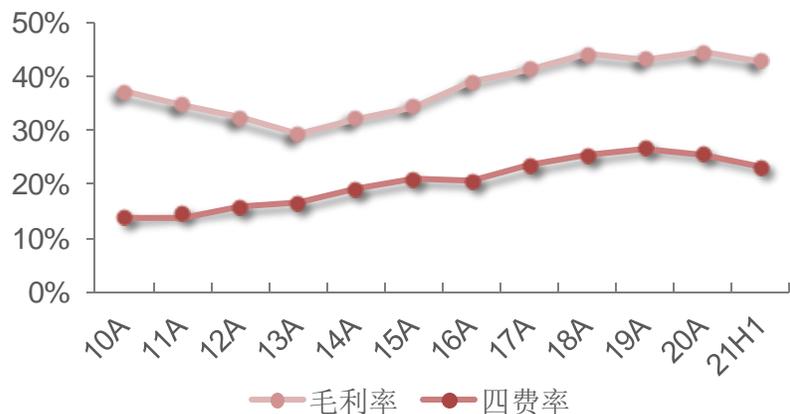
2010年~ 21H1归母净利润及增速



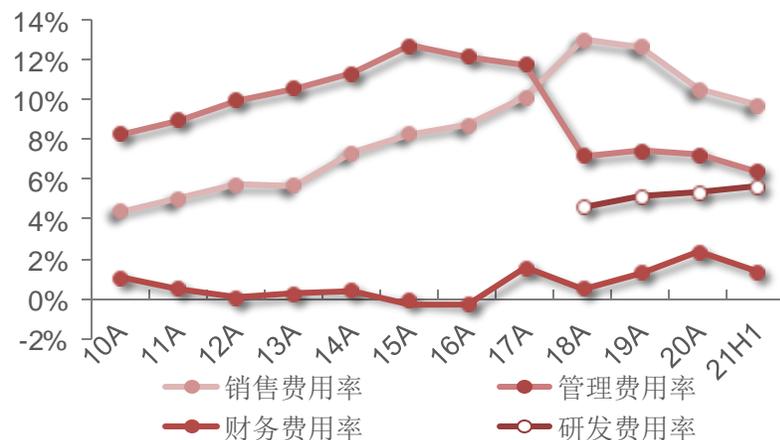
2010年~ 21H1扣非归母净利润及增速



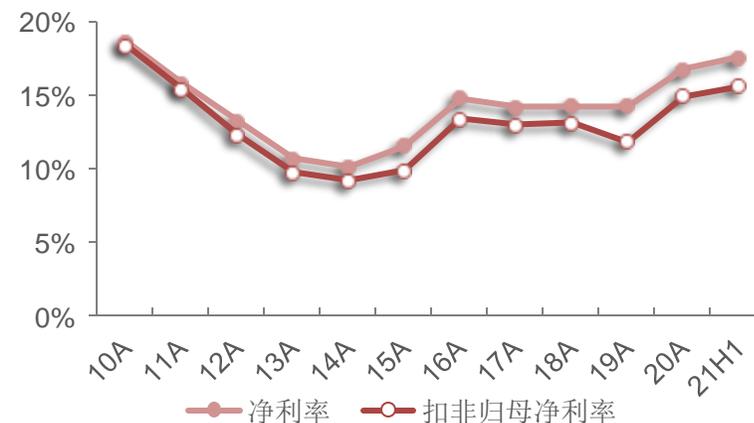
2010年~ 21H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21H1期间费用率变化趋势



2010年~ 21H1净利率变化趋势

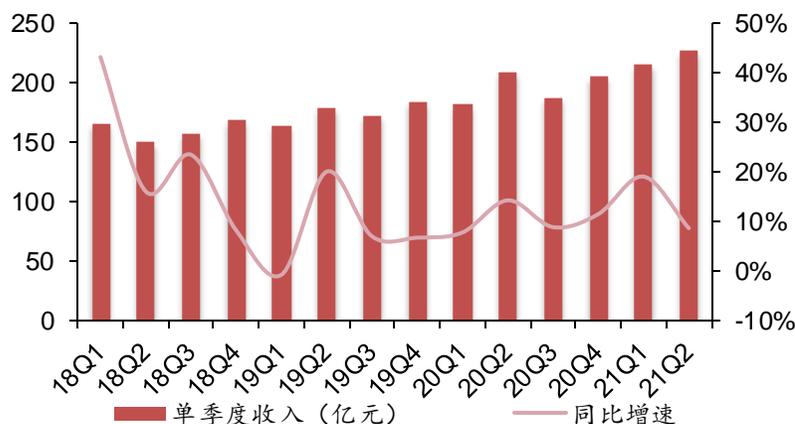


数据来源：Wind，西南证券整理

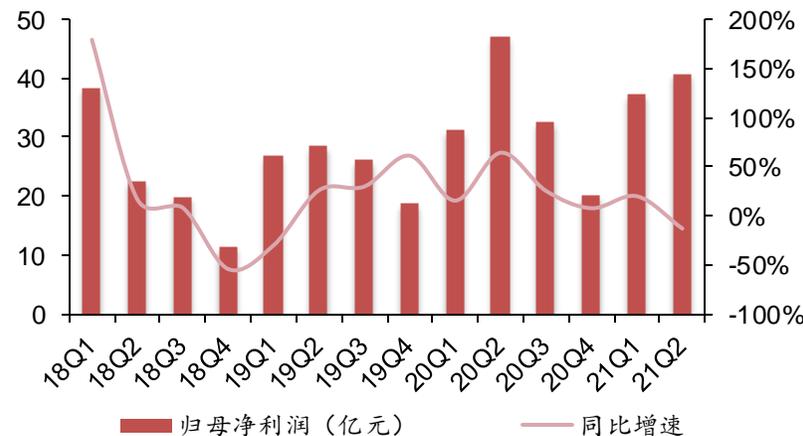
单季度表现

- 21Q1/Q2原料药板块分别实现收入216亿元/227亿元，同比+19%/8.5%，在利润端21Q1/Q2实现归母净利润37.4亿元/40.9亿元，同比+20%/-13.2%。二季度板块归母净利润下滑，主要是毛利率同比去年下滑约3.8pp，同时费用端同上升1.3pp，价格和成本波动造成行业的周期性明显，建议臻选细分领域内具有成长趋势的公司，尤其是下半年业绩表现较为稳健的公司。

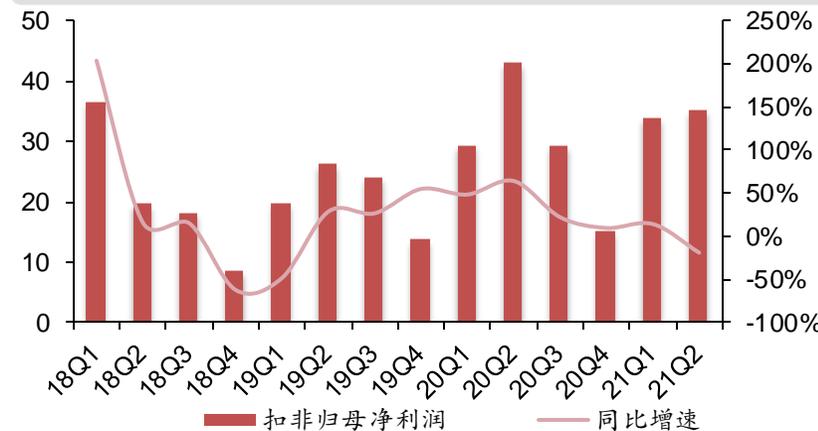
18Q1~21Q2收入及增速（单季度）



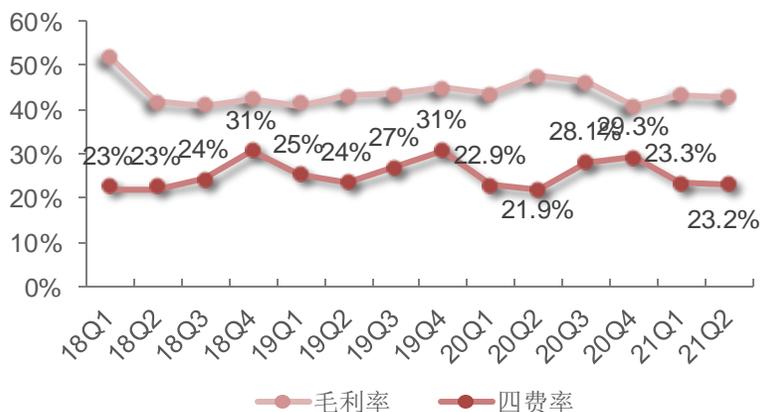
18Q1~21Q2归母净利润及增速（单季度）



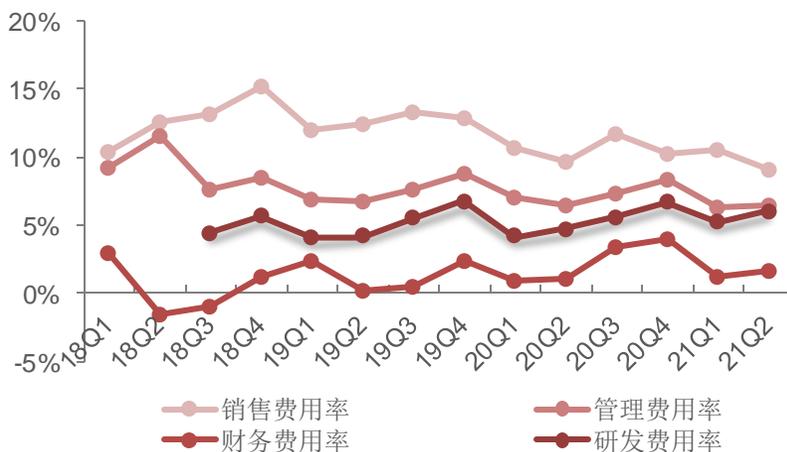
18Q1~21Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



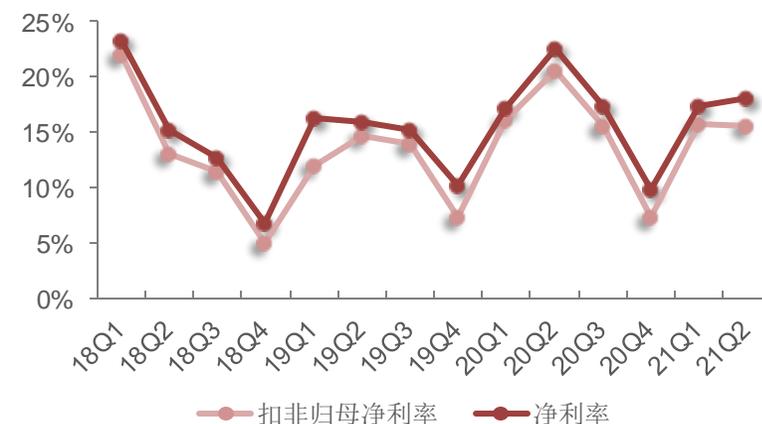
18Q1~21Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~21Q2期间费用率变化趋势



18Q1~21Q2净利率变化趋势



2 医药子行业2021年半年报总结

——原料药

成分股增速	Q1		Q2		H1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q2	H1	Q2	H1	H1	占比	H1	占比	H1	占比	H1	占比
新和成	43%	26%	31%	-3%	37%	9%	739	840	1964	-39	197	352	5%	55	1%	188	3%	145	2%
健友股份	20%	34%	31%	38%	25%	36%	391	207	355	79	147	96	5%	228	13%	45	3%	4	0%
普洛药业	16%	40%	1%	22%	7%	29%	346	20	235	62	124	205	5%	262	6%	195	5%	14	0%
华海药业	-5%	16%	-11%	-27%	-8%	-11%	304	-197	-270	-97	-63	359	12%	559	18%	547	18%	90	3%
金达威	13%	38%	8%	-26%	10%	2%	276	68	159	-71	12	35	2%	121	7%	170	10%	32	2%
普利制药	60%	51%	51%	33%	55%	42%	229	119	221	25	67	110	18%	85	14%	42	7%	12	2%
海普瑞	-10%	-44%	47%	-40%	17%	-42%	218	589	454	-131	-243	58	2%	195	6%	193	6%	178	6%
亿帆医药	-9%	-59%	-21%	-80%	-15%	-70%	213	-309	-433	-314	-505	94	4%	402	17%	196	8%	23	1%
浙江医药	50%	80%	15%	-14%	31%	19%	155	289	1089	-38	81	545	12%	616	13%	161	3%	39	1%
司太立	25%	41%	14%	-3%	18%	11%	151	60	133	-3	16	53	6%	8	1%	69	8%	34	4%
仙琚制药	34%	64%	11%	18%	21%	33%	124	116	372	25	69	99	5%	578	27%	182	9%	18	1%
奥翔药业	81%	109%	9%	23%	36%	57%	80	11	75	7	30	33	12%	2	1%	32	11%	1	0%
尔康制药	-13%	145%	-41%	18%	-31%	56%	79	-313	-370	8	37	23	3%	55	7%	134	16%	2	0%
新诺威	0%	15%	6%	-25%	3%	-9%	75	19	20	-27	-16	7	1%	154	22%	21	3%	-11	-2%
花园生物	17%	49%	-9%	43%	1%	45%	72	-19	4	43	73	17	5%	5	2%	29	8%	-11	-3%
美诺华	19%	15%	-3%	3%	6%	10%	70	-13	40	2	9	26	4%	13	2%	75	11%	11	2%
富祥药业	8%	-11%	-15%	-42%	-5%	-31%	69	-68	-41	-57	-67	35	4%	13	2%	52	7%	2	0%
千红制药	168%	314%	-5%	-61%	33%	40%	52	-27	218	-54	25	27	3%	193	22%	55	6%	-8	-1%
立方制药	21%	44%	19%	13%	20%	27%	47	85	132	5	18	29	3%	289	27%	21	2%	-1	0%
新华制药	4%	16%	13%	16%	8%	16%	44	203	235	14	28	170	5%	358	10%	169	5%	27	1%
同和药业	42%	28%	0%	-14%	17%	2%	33	0	40	-4	1	15	5%	8	3%	9	3%	1	0%
永安药业	43%	59%	10%	-56%	23%	-50%	30	36	131	-50	-47	26	4%	69	10%	36	5%	1	0%
圣达生物	-2%	-63%	-22%	-72%	-13%	-68%	29	-56	-60	-65	-104	20	5%	4	1%	42	11%	5	1%
广济药业	32%	204%	-29%	43%	-5%	215%	27	-60	-18	14	41	19	6%	9	3%	40	12%	5	2%
山河药辅	38%	30%	0%	-15%	19%	6%	27	1	48	-4	3	11	4%	9	3%	14	5%	0	0%
威尔药业	46%	-19%	46%	20%	46%	-2%	26	80	153	5	-1	20	4%	6	1%	44	9%	3	1%
黄山胶囊	48%	20%	25%	54%	36%	38%	23	18	52	6	7	7	4%	15	8%	14	7%	-3	-2%
赛托生物	23%	78%	30%	-290%	27%	151%	23	80	131	37	56	26	4%	11	2%	63	10%	17	3%

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn