

# 后疫情时代恢复性增长，高景气赛道仍是主线

-医药行业2021年中报总结

证券研究报告 2021年9月

分析师:徐偲  
执业资格证: S002052105003  
E-MAIL: xucai@gyzq.com.cn

联系人:张俊  
E-MAIL: zhangjun\_sh@gyzq.com.cn

联系人:徐雨涵  
E-MAIL: xuyuhan@gyzq.com.cn

联系人:朱琪璋  
E-MAIL: zhuqizhang@gyzq.com.cn

联系人:戚梦嘉  
E-MAIL: qimengjia@gyzq.com.cn

联系人:邵瑾良  
E-MAIL: shaojinliang@gyzq.com.cn

- 整体来看，医药工业制造业和上市公司受疫情影响逐步消散，部分企业受益于疫情获得业绩的大幅度加持，预计2021年往后在医改步伐不变大方向下，新基建建设与新需求的释放有望进一步拉动医药成长性。
- 工业制造业情况：2021H1我国医药制造业收入累计同比增长28%，利润总额累计同比增长89%，医药制造业整体实现高速增长，主要系国内疫情下新基建的开启与国际化进程的推进推动全产业链高速发展。
- 上市公司情况：2021H1医药上市公司整体营业收入达10957.08亿元，同比增长24.2%，整体扣非归母净利润达1086.03亿元，同比增长44.1%，主要由于疫情后板块业绩的修复以及新基建与民众健康意识提升所带来的新需求。
- 分板块来看：医疗器械板块受到疫情加持，增加急救设备、口罩手套防疫物资采购、新冠检测试剂等，改变2019年增速下滑的趋势，强势上涨，预计在2021年海外新冠疫情持续、国内点状排查及海内外新基建加强下，医疗器械板块仍有望维持高景气；生物制品板块代表新兴医药产业，2020年仍然受到一定影响，疫苗、生长激素、血制品需求有一定压制，在新冠疫苗的带动下Q1逐渐显现恢复；医疗服务板块高景气持续，不论是专科医疗服务、CXO、CDMO和ICL等服务板块，均在2020及2021Q1表现出韧性；其余板块如化药制剂、生物制品、医药商业、中药等板块受疫情影响较为显著，2020年呈现一定承压，预计2021年有望逐步恢复。
- 原料药板块：看好特色原料药和API向CDMO转型企业
  - 原料药板块2021H1收入和扣非归母净利润增速分别为15.8%和-0.4%，利润端增速承压，预计主要由于2020年上半年疫情影响企业开工，导致收入基数较低，而原料药价格上涨较多导致利润端基数较高。按照不同细分领域看，原料药向CDMO转型的企业、部分制药产业链上游公司、专注特色原料药的公司业绩表现较为优异。
  - 特色原料药迎来好时期，由于人力和成本压力加大，欧美原料药产能逐渐向以中印为代表的新兴市场国家转移，中国凭借成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势，与印度差距逐渐缩小。国内环保政策收紧，进入壁垒提高，行业集中度提升；关联审评正式入法，原料药质量直接影响到制剂的审批结果，利好优质原料药供应商；随着一致性评价和集采常态化的推进，成本控制成为仿制药企竞争核心，重塑原料药行业地位和价值。
  - 海外疫情或加速全球API产能向国内转移：印度和中国是除了美国外，全球原料药供应的两个最大市场。21Q1印度原料药行业受疫情冲击，全球订单有望进一步向国内转移，国内相关企业（尤其是特色原料药领域）有望持续受益。
  - 建议关注：特色原料药企业博瑞医药，原料药新制造升级（CDMO）企业美诺华、普洛药业、九洲药业等

## ➤ 化药板块：疫后恢复显著，创新药未来可期

- 化学制剂板块近年来持续受到控费、带量采购、医保谈判等政策压制，板块整体表现弱于其他细分板块。疫情后板块整体恢复显著，政策影响下整体承压趋势仍然存在，收入及利润增速在医药板块中表现偏弱，国内医疗健康需求日益升高，政策调整步入正轨后，前沿创新药有望开启化药板块的新一轮增长曲线。
- 2021H1化药板块的营业收入和扣非归母净利润分别同比增长13.1%和13.1%，收入端与利润端同步增长。21Q1季度营收与净利润分别增长15.7%与27.5%，疫情影响恢复显著，Q2季度营收与净利润分别增长10.6%与2.9%。在集采等控费政策影响下，化药板块2021H1毛利率降至52.6% (-1.4 pct)，费用率得到有效控制，销售费用率降至27.2% (-0.8 pct)，管理费用率降至6.6% (-0.4 pct)，整体费用率较费用已经大幅降低的2020H1进一步下降。
- 药制剂板块仍然处在政策影响的调整中，个股继续呈现分化态势，建议精选重视研发管线及商业化落地能力强的个股。建议关注具有持续创新力和丰富管线产品的企业，如恒瑞医药、贝达药业。

## ➤ 生物制品板块：疫苗、血制品板块维持景气度

- 2021H1生物制品板块营业收入与扣非净利增速分别为44.0%与119.3%，利润端实现翻倍增长，经营性现金流净额增速达142.0%。其中21Q1营业收入与扣非净利增速分别为46.9%与83.0%；Q2分别为41.9%与115.5%，板块规模维持高增速。生物制品整体板块受益于新冠疫苗的全面接种与其他生物制品的疫情后反弹，实现高增速，细分领域中疫苗、血制品等均呈现高景气度，潜力巨大。
- 疫苗：新冠疫苗的大量接种有望拓宽行业规模，提高全人群疫苗接种率，促进疫苗产业发展，推动国内创新疫苗研发进程，建议关注具备丰富疫苗管线的智飞生物、康泰生物、康希诺等。
- 血制品：血制品作为原料稀缺行业，掌握优质浆源至关重要，行业仍然处于供不应求状态，浆站设立有望放开，为行业注入新的成长动力，建议关注掌握优质浆源的天坛生物、博雅生物等。
- 生长激素：疫情后生长激素销售规模恢复高增长，生长激素开展全面集采难度较大，政策影响相对有限，建议关注长春高新、安科生物。

## ➤ 医疗器械板块：抗疫产品需求持续旺盛，常规品种加速恢复

- 2020年营收和扣非归母净利润同比增长43.3%和63.6%，业绩表现靓丽，主要由于营收占比较高的IVD和低值耗材板块业绩延续高增长态势，叠加2020H1业绩有所承压的高值耗材板块恢复高增长。我们认为，医疗器械行业短期政策扰动不改行业高景气度和高成长性，或加大企业自主研发和创新转型，看好从低端向高端转型、从本土走向国际化、多元化布局的头部细分龙头。
- 关注集采免疫器械赛道，看好成长属性强的创新性器械企业。在冠脉支架集采价格降幅超90%、骨科耗材集采、安徽大型医疗设备和化学发光集采的趋势下，医疗器械行业尤其是耗材领域或迎来新一轮重构和调整。而对于竞争不充分、国产替代程度低、标准化难、产品组合复杂的细分领域，集采的可能性较低，我们认为拥有核心技术、核心竞争优势的细分龙头企业有较强的集采免疫属性，建议重点关注医疗设备类（超声、内镜等），偏消费属性、个人自付的器械（角膜塑形镜、医美耗材、康复器械等），非标准化程度较高的器械（CDx产品等）以及处于早期发展阶段、暂时不具备集采条件的领域（早筛等）。
- 疫情或加速国产品牌出海，渠道推广有望加速。海外疫情持续蔓延，尤其是以印度为代表的发展中国家存在医疗资源明显不足的短板，驱动国内抗疫物资出口持续旺盛，迈瑞医疗等优质民族品牌加速海外市场拓展和品牌建设，有望持续享受全球器械行业高景气发展的红利，维持业绩的高成长性。
- 成长属性较强的医疗器械板块：内窥镜、心脏介入、骨科、早筛等
- 消费属性较强的医疗器械板块：口腔、眼科、医美
- 建议关注：迈瑞医疗、艾德生物、诺辉健康、新产业、安图生物、爱美客、华熙生物、昊海生科、开立医疗、南微医学、心脉医疗等。

## ➤ 医疗服务板块：行业景气度持续高涨，业绩维持稳健发展

- 2021H1医疗服务板块整体营收与扣非归母净利润分别同比增长52.2%与192.1%，专科服务板块经历疫情洗礼，复苏势头强劲，龙头企业优势进一步扩大，有望凭借品牌效应和规模效应进一步加速扩张步伐，拓展全国乃至全球医疗服务市场，打开新的成长空间。CRO/CDMO作为集采免疫赛道，在市场集采情绪恐慌趋势下，具有较高的性价比，同时在我国仿制药向创新药加快转型的大趋势下，头部优质的CRO/CDMO公司业绩表现亮眼、在手订单充足，有望持续保持高景气度发展，具备长期投资价值。ICL板块疫后价值凸显，随着国内疫情得到有效控制后，大量就医需求将逐渐释放，ICL新冠外检测业务有望回归增长轨道。
- 推荐关注通策医疗、爱尔眼科、爱美客、华熙生物、昭衍新药、金域医学。

## ➤ 医药流通板块：流通和零售持续分化，疫后零售药房价值凸显

- 2021H1医药商业板块整体营收同比增长24.7%，扣非归母净利润同比增长12.3%，新冠疫情影响消退后，物流与配速阻碍破除，医药商业板块恢复显著。21Q1营业收入与扣非净利增速分别为28.9%与33.0%；Q2分别为20.9%与8.8%。21H1板块毛利率降低至13.1%（-1.1 pct），销售费用率降至6.1%（-0.5 pct），管理费用率降至2.1（-0.2 pct），ROE增长至6.4%（+1.1 pct）。医药商业板块中，流通和零售板块分化依旧，零售药房板块由于2020年疫情中疫情物资的大规模销售，21H1增速稍有降低，但药店板块集中度提升与政策受益逻辑不变。
- 医药政策改革不断实施的过程中，医药分家的顶层设计大方向不会改变，从患者用药需求的便利性与目前医院的承接能力来看，零售药店是非住院用药的重要选择渠道。处方外流的推行，将为药店带来新的客流和交易增长，零售药店行业景气度将持续上行。此外，随着医保支付规范性的提高以及行业监管的加强，零售药店集中度将持续提升。
- 建议关注快速扩张中的零售药店龙头：一心堂、益丰药房、老百姓、大参林。

## ➤ 中药板块：政策指引，认可度有望提升

- 中药板块2021H1实现收入1648.98亿元（+14.8%），扣非净利润163.66亿元（+25.7%），去年同期收入端和利润端受疫情有一定程度影响，今年上半年实现恢复性增长，呈现良好态势。上半年毛利率45.4%（+1.5pct），净利率11.7%（+1.1pct），盈利能力有所攀升。
- 2021Q2收入789.04亿元（+9.6%），扣非净利润70.38亿元（+19.7%），利润端显著增长，中药景气度回升。随着《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》等政策发布，促进中药行业发展，激发产业活力，中药板块有望重获认可度。

## ➤ 风险提示

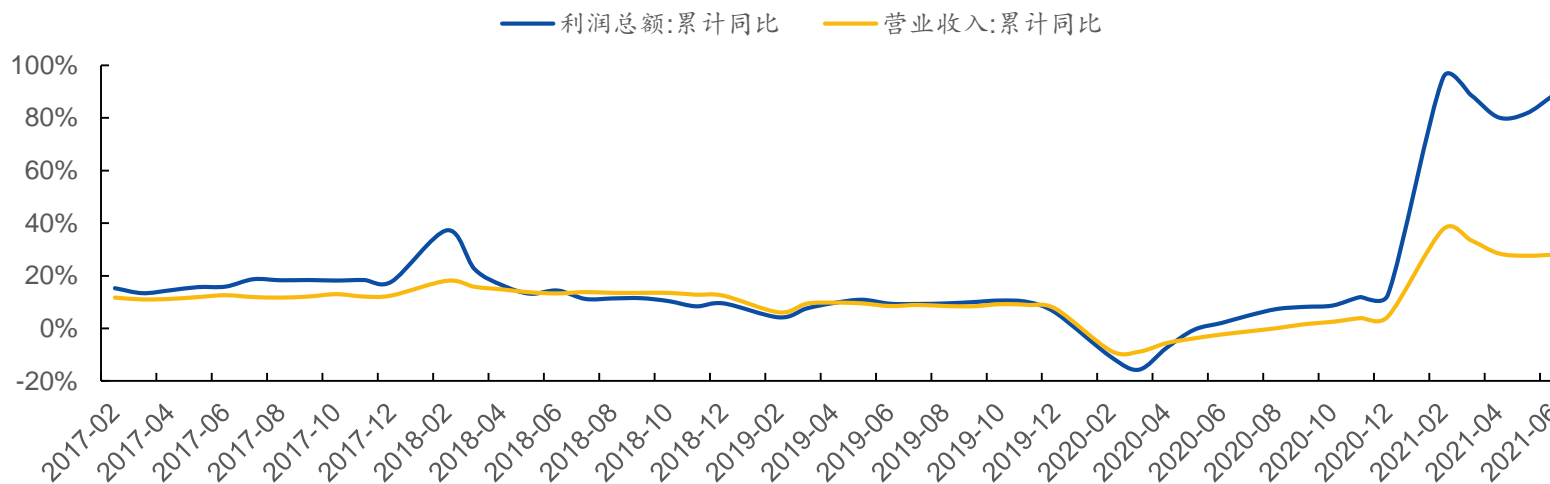
- 新冠疫情影响；产品研发不及预期；知识产权纠纷，专利保护不足；研发技术无法提升及研发人员流失；销售不及预期；竞争格局加剧；产品价格下降等风险。

1.行业综述：疫情修复+疫后新需求，医药板块维持高增速

2.板块梳理：后疫情时代恢复性增长，分化行情强化，高景气赛道仍是主线

- **2021H1医药制造业高速增长：**2021H1我国医药制造业收入累计同比增长28%，利润总额累计同比增长89%，医药制造业整体实现高速增长，主要系国内疫情下新基建的开启与国际化进程的开启，推动了医药制造全产业链高速发展。
- **后疫情时代“新基建”、“新疫苗”带动医疗板块新成长。**在疫情期间暴露出来的医疗建设短板受到了高度重视，顺利推动各地ICU、基础医疗设施的储备建设，加大基层医院的基础设施与覆盖密度；疫情同时显著提升了大众对于疫苗认知与国产疫苗信心度，新冠疫苗已经实现超过20亿剂次的接种，国内疫苗产业得到全面升级。
- **出海打破“天花板”，国际化进程开启。**中国龙头医药企业已满足国际规范市场生产、质量及合规的要求，产品结构逐步升级，从Generic->Me-too/better->First-in-class/Best-in-class逐渐演化，有望实现国际市场的License-out。龙头企业在创新浪潮中享受的估值溢价或难以和在医保谈判下的利润窗口匹配，市场对创新产品的兑现能力预期有所下降，有能力将具有产品优势或价格优势的品种在海外合规市场破冰的企业，将继续享受由于天花板提升带来的高估值溢价。

图. 2017.2-2021.6医疗制造业收入和利润增速



数据来源：Wind，国元证券研究所

- 2021H1**医药生物板块上市公司整体营业收入达10957.08亿元，同比增长24.2%，整体扣非归母净利润达1086.03亿元，同比增长44.1%，板块业绩较去年同期实现高速增长。主要原因包括：

1) 2020H1在疫情影响下，诸多医药制造业与服务业经营受到重大影响，导致基数较低，2020H1板块营收及利润增速分别为2.1%与19.5%；

2) 疫情期间暴露出来的医疗建设短板受到了高度重视，疫情后的新基建与大众经历过疫情后健康观念的提升均对医药产业提出了新的需求，国际化出口道路的开启更进一步打破了国内医药产业的天花板。
- 2021Q1**医药上市公司整体营业收入5394.70亿元，同比增长32.6%，扣非归母净利润526.83亿元，同比增长103.0%，疫情后板块恢复显著。
- 2020Q2**医药上市公司整体营业收入5562.38亿元，同比增长17.1%，扣非归母净利润559.20亿元，同比增长19.3%，板块维持高增速。

表：生物医药板块整体财务数据情况（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	8821.84	19615.90	5394.70	5562.38	10957.08
营业成本	5731.84	12778.53	3511.95	3465.44	7120.74
毛利	3089.95	6837.30	1882.76	1953.58	3836.33
销售费用	1304.41	2892.39	755.59	758.91	1514.50
管理费用	422.33	974.20	242.92	252.77	495.69
财务费用	76.96	200.16	37.02	43.47	80.50
研发费用	245.46	615.61	154.51	175.74	330.25
扣非净利	753.85	1411.03	526.83	559.20	1086.03
归母净利	865.99	1667.13	584.21	659.79	1244.00
净资产	13308.39	14997.75	15877.81	16275.33	16275.33
经营性现金流净额	779.70	2226.33	219.92	779.99	999.92
营业收入增速	2.1%	8.7%	32.6%	17.1%	24.2%
扣非净利增速	19.5%	57.5%	103.0%	19.3%	44.1%
经营性现金流净额增速	70.2%	41.6%	369.9%	6.4%	28.2%
毛利率	35.0%	34.9%	34.9%	35.1%	35.0%
销售费用率	14.8%	14.7%	14.0%	13.6%	13.8%
管理费用率	4.8%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用率	0.9%	1.0%	0.7%	0.8%	0.7%
研发费用率	2.8%	3.1%	2.9%	3.2%	3.0%
ROE	6.5%	11.1%	3.7%	4.1%	7.6%

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分



- 2021H1生物医药板块整体实现高增速，各细分板块2020H1受到疫情影响程度不同，部分板块疫后受益显著，业绩层面出现分化趋势。
- 疫情后新需求的受益板块主要为生物制品与医疗器械板块，收入同比增长43.96%与43.29%，扣非归母净利润同比增长119.32%与63.58%，疫苗、血制品等核心生物制品受益显著，新基建带来的核心设备需求主要利好医疗器械板块。
- 疫情后短期业绩修复显著的细分板块主要为医疗服务板块与医药商业板块，营收增速分别为52.20%与24.49%。
- 化药板块、原料药与中药板块表现同样可圈可点，在整体政策承压的环境下均维持10%以上的营收增速，部分优质的创新型企业有望脱颖而出。

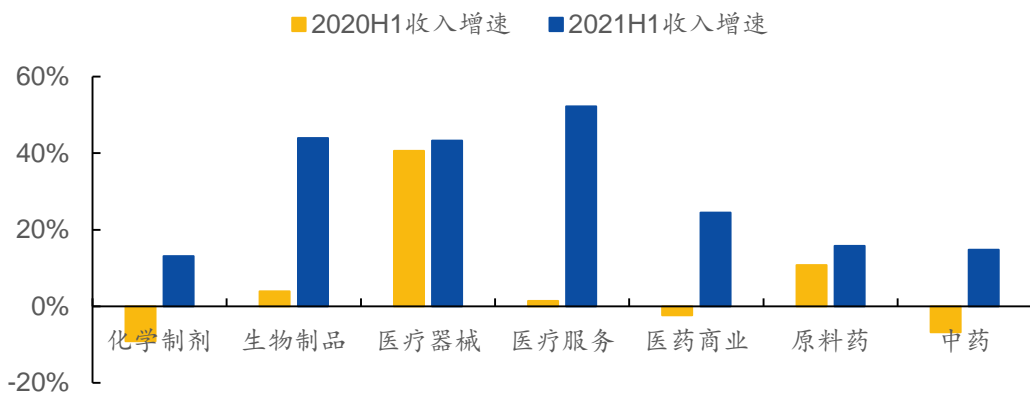
表：不同板块2021H1主要财务指标情况（单位：亿元）

	化学制剂	生物制品	医疗器械	医疗服务	医药商业	原料药	中药	2021H1
营业收入	1715.34	669.08	1228.65	430.53	4717.19	533.64	1648.98	10957.08
营业成本	813.45	232.74	493.00	251.25	4102.15	319.34	900.52	7120.74
毛利	901.89	436.35	735.64	179.28	615.03	214.30	748.45	3836.33
销售费用	466.83	147.44	139.77	33.94	291.40	40.87	394.07	1514.50
管理费用	113.27	47.35	63.20	47.74	99.04	35.81	87.18	495.69
财务费用	22.51	0.91	3.36	4.58	36.95	7.44	4.71	80.50
研发费用	109.77	65.86	65.28	13.46	11.62	27.81	35.33	330.25
扣非净利	137.66	153.67	378.64	64.90	105.70	80.21	163.66	1086.03
归母净利	167.42	171.72	407.43	77.60	133.24	91.36	193.43	1244.00
净资产	3525.44	2244.95	2672.56	1344.32	2097.68	1347.43	3006.11	16275.33
经营性现金流净额	135.07	155.93	321.58	76.79	24.21	72.39	215.24	999.92
营业收入增速	13.09%	43.96%	43.29%	52.20%	24.49%	15.82%	14.77%	24.20%
扣非净利增速	13.15%	119.32%	63.58%	192.13%	12.50%	-0.40%	25.68%	44.07%
经营性现金流净额增速	-13.98%	142.02%	12.31%	130.96%	-1.75%	9.59%	48.50%	28.24%
毛利率	52.58%	65.22%	59.87%	41.64%	13.04%	40.16%	45.39%	35.01%
销售费用率	27.22%	22.04%	11.38%	7.88%	6.18%	7.66%	23.90%	13.82%
管理费用率	6.60%	7.08%	5.14%	11.09%	2.10%	6.71%	5.29%	4.52%
财务费用率	1.31%	0.14%	0.27%	1.06%	0.78%	1.39%	0.29%	0.73%
研发费用率	6.40%	9.84%	5.31%	3.13%	0.25%	5.21%	2.14%	3.01%
ROE	4.75%	7.65%	15.25%	5.77%	6.35%	6.78%	6.43%	7.64%

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

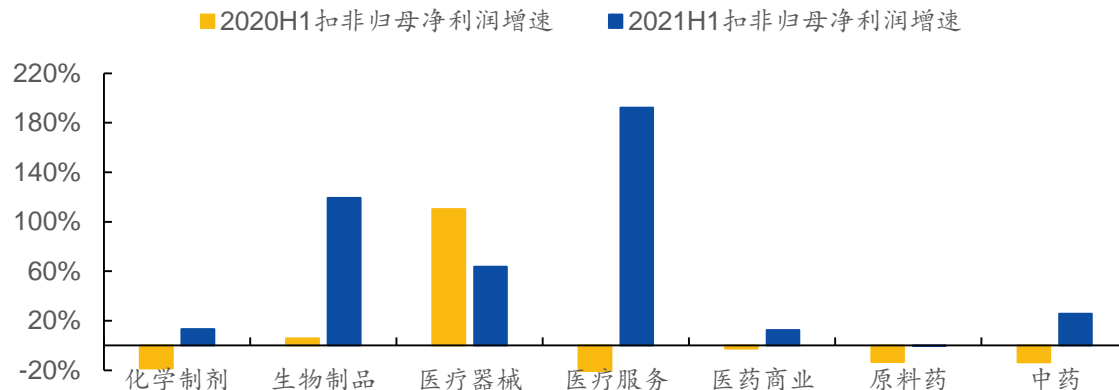
图.2020H1/2021H1生物医药各细分板块收入增速情况



数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

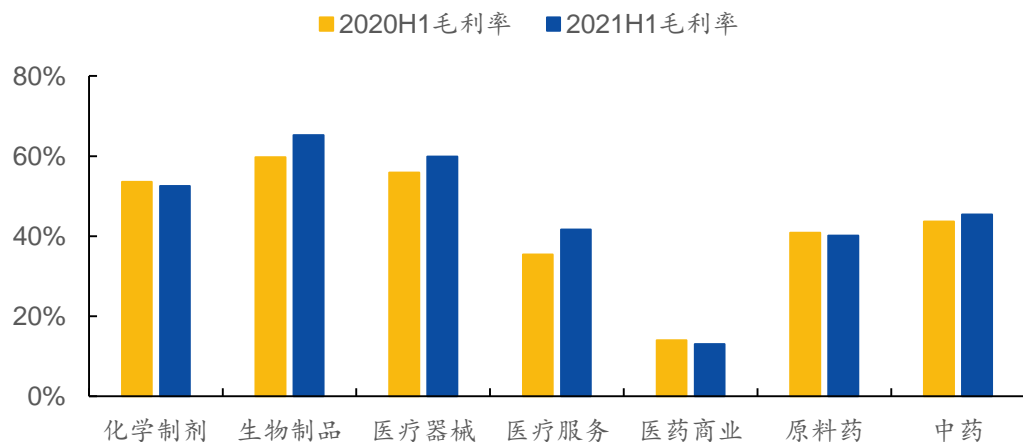
图. 2020H1/2021H1生物医药各细分板块扣非归母净利增速情况



数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

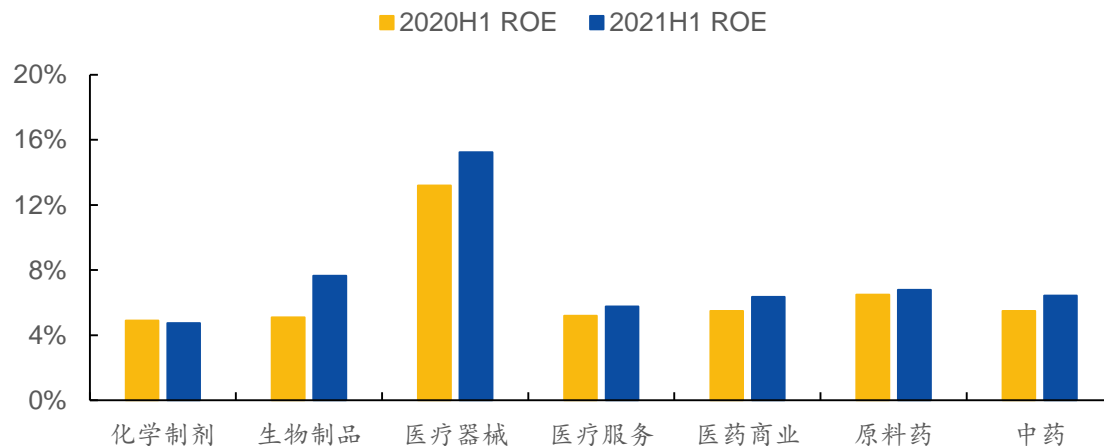
图. 2020H1/2021H1生物医药各细分板块毛利率情况



数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

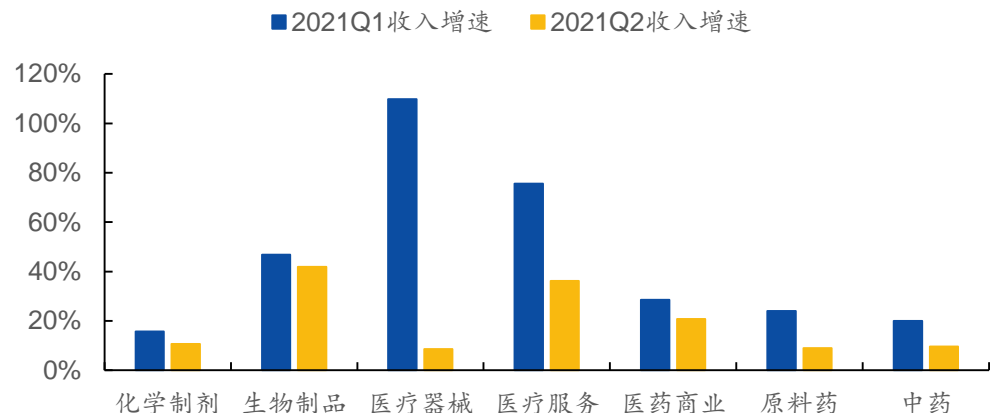
图. 2020H1/2021H1生物医药各细分板块净资产收益率情况



数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

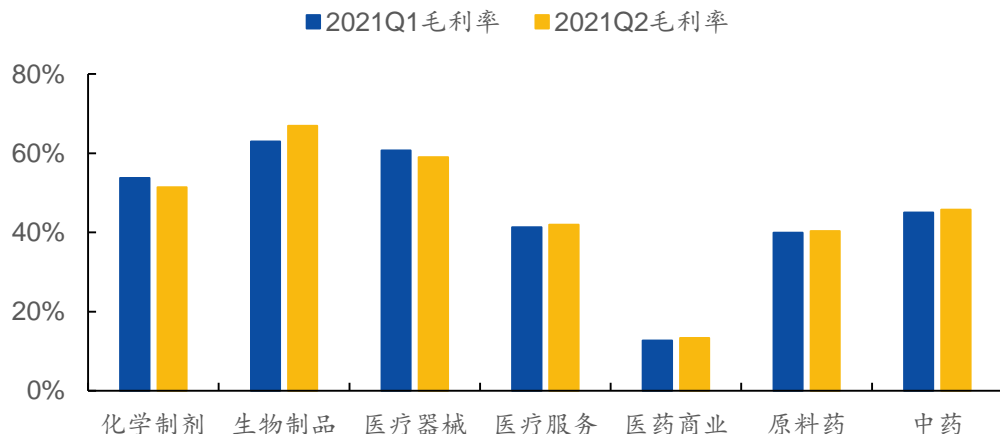
图.2021Q1/Q2生物医药各细分板块收入增速情况



数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

图. 2021Q1/Q2生物医药各细分板块毛利率情况

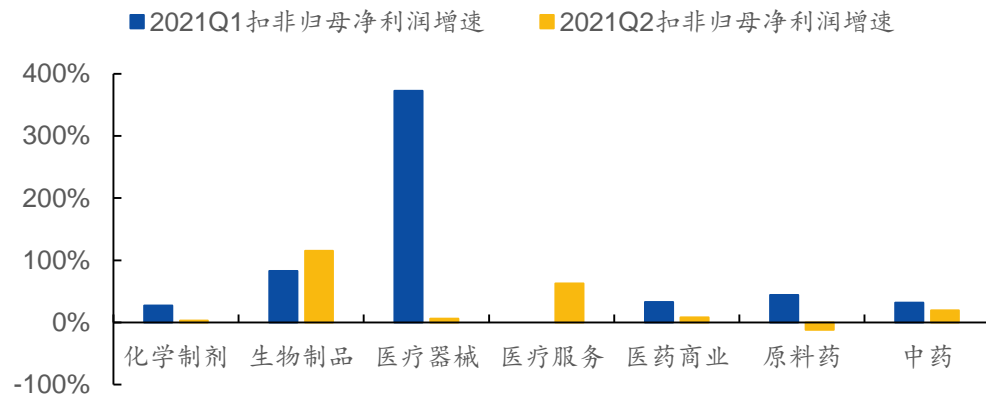


数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

请务必阅读止又之后的兄页余款部分

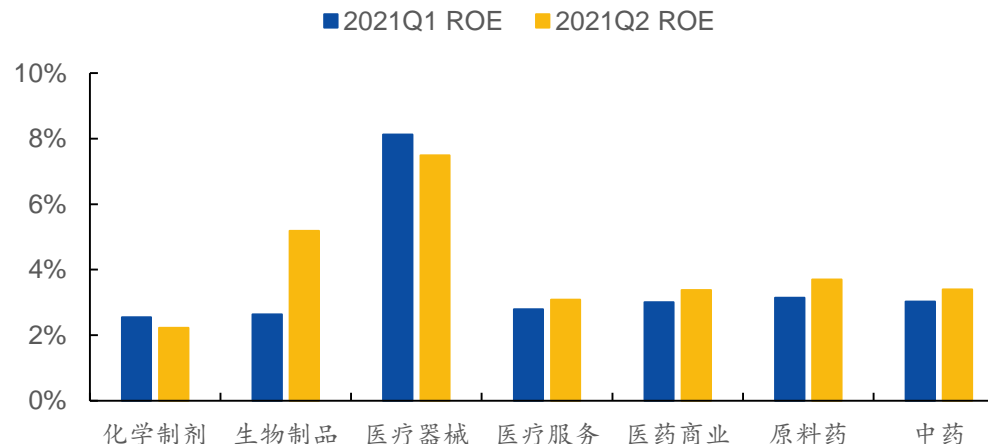
图. 2021Q1/Q2生物医药各细分板块扣非归母净利增速情况



数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分; 医疗服务扭亏为盈利, 增速9000%

图. 2021Q1/Q2生物医药各细分板块净资产收益率情况

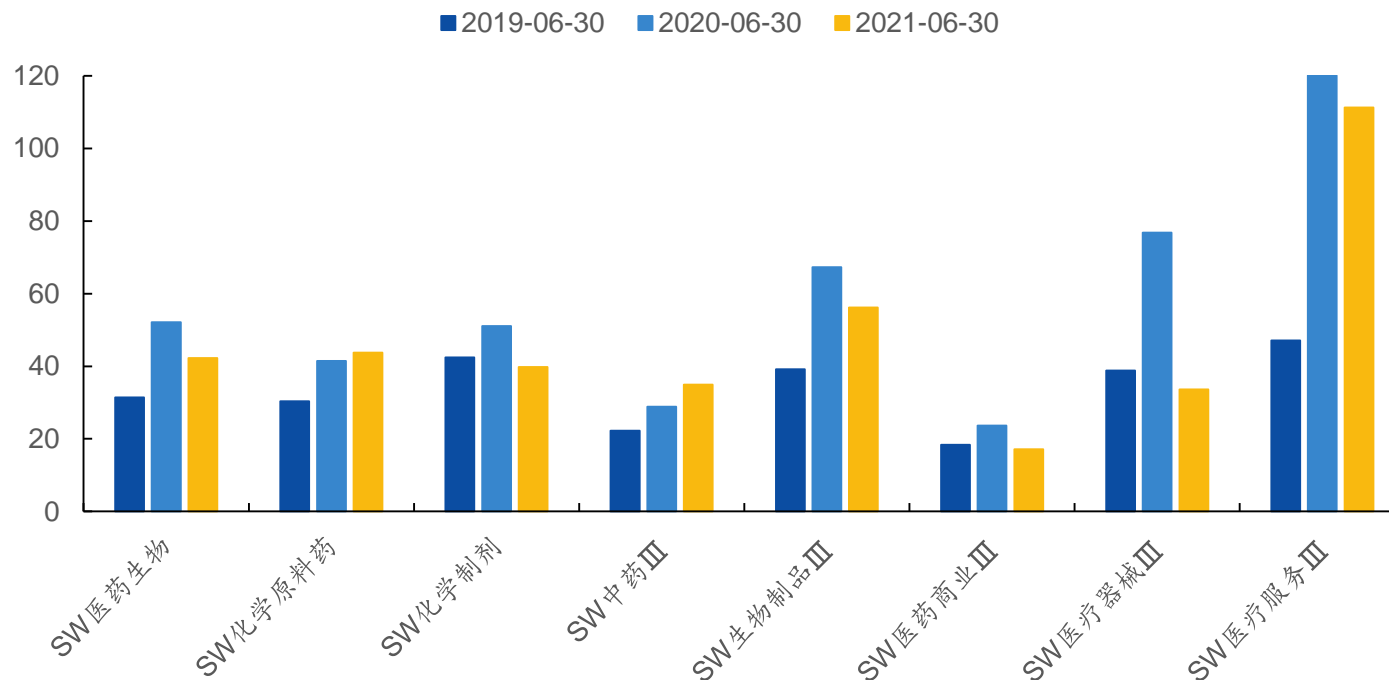


数据来源: Wind, 国元证券研究所

注: 行业数据根据申万医药行业分类汇总并根据条件剔除部分

- 截至2021年6月30日，医药板块整体估值较2020年同期出现小幅回落，2021年6月30日生物医药板块整体PE为42倍，同比下滑了19.0%，疫情热度消退后，部分板块或细分板块重新具备了高性价比的估值。各细分板块中，医疗服务板块估值相对较高，整体PE达111倍，同比下滑7.3%，其次是生物制品与原料药板块，PE分别为56倍（-16.5%）与44倍（+5.6%），医疗器械板块降幅相对较大，PE降至34倍，同比下滑56.3%。

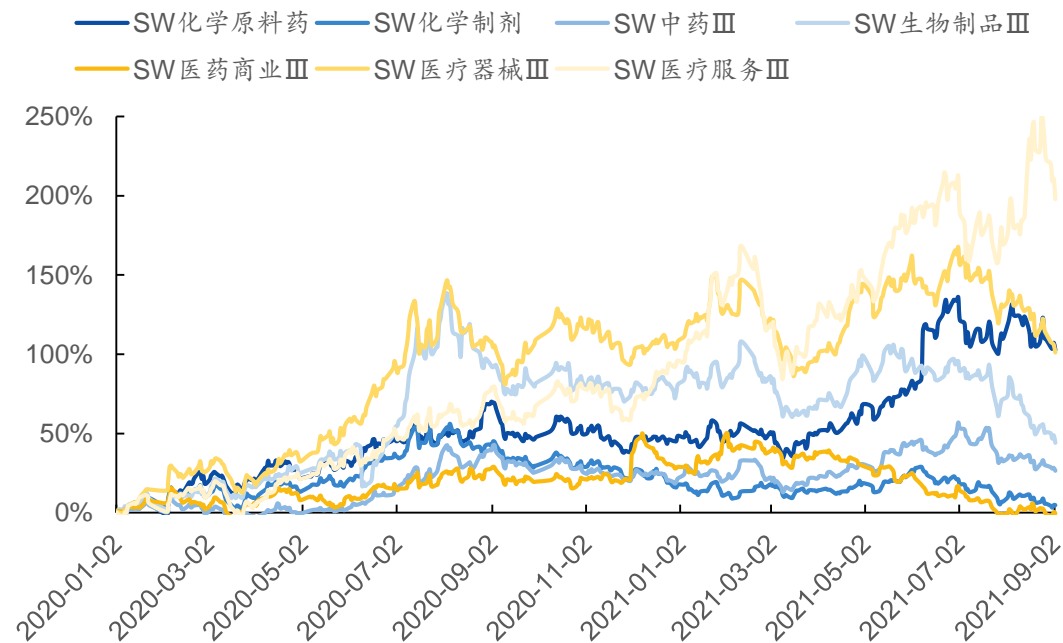
图.2019-2021H1生物医药各细分板块市盈率(TTM, 整体法, 剔除负值)



数据来源：Wind，国元证券研究所

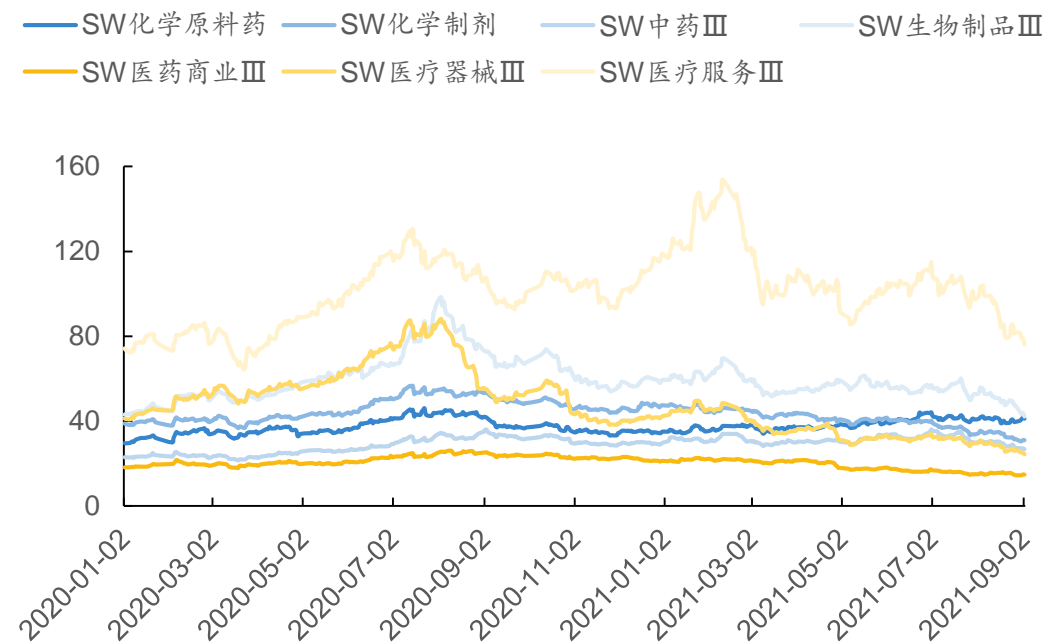
- 2021H1处于疫后恢复与价值重塑阶段，各细分板块出现分化趋势，2021年1-6月生物医药各细分板块中，除了医药商业小幅下滑外，各板块均实现正增长，其中化学原料药板块与医疗服务板块的行情上行走势最为显著，化学原料药板块增幅达57.5%，医疗服务板块增幅达55.7%。从估值角度来看，2021H1生物医药板块整体估值下滑了6.3%，多个板块处于估值消化阶段，化学原料药板块估值实现逆势增长，板块整体PE增长24.8%。

图.2020-2021H1 医药生物细分板块行情（收盘价，算术平均）



数据来源：Wind，国元证券研究所

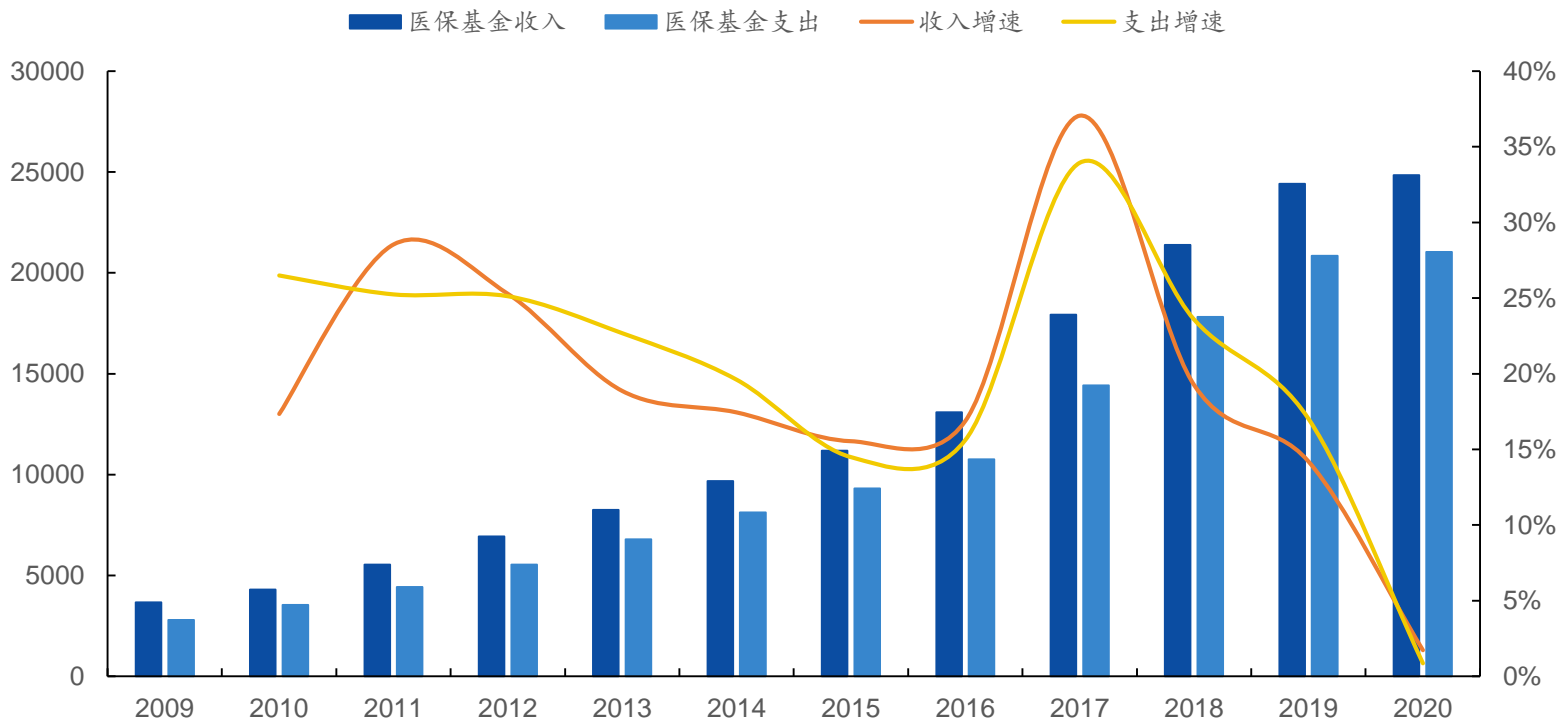
图.2020-2021H1 医药生物细分板块市盈率变化趋势(TTM，整体法，剔除负值)



数据来源：Wind，国元证券研究所

- 基金继续面临较大的可持续压力，基金总收入增速再次低于支出增速。根据2020年医疗保障统计公报显示，2020年全国基本医保基金总收入24846亿元，同比增长1.7%，基金支出21032亿元，同比增长0.9%。收入端增速降低主要系2020年疫情期间为扶持国内产业发展，减免了各级税收水平；支出端则是受益于带量采购、医保谈判等控费政策与医保基金监管能力的提升。年末基本统筹基金结余为31500亿元，同比增长6.7%，全民新冠疫苗的接种费用主要动用了医保基金结余部分与国家财政的辅助，医保压力进一步增大。

图. 2009-2020年全国医保基金收支情况（单位：亿元）



资料来源：医保局，人力资源和社会保障部，国元证券研究所

1.行业综述：疫情修复+疫后新需求，医药板块维持高增速

2.板块梳理：后疫情时代恢复性增长，分化行情强化，高景气赛道仍是主线

原料药板块统计36家上市公司，按照2021H1营业收入为指标，权重股包括新和成（占原料药板块总收入比为13.4%，下同）、海正药业（11.3%）、浙江医药（8.7%）、普洛药业（8.0%）、新华制药（6.7%）、海普瑞（5.8%）、亿帆医药（4.5%）和国邦医药（4.2%），8家企业2021H1营收占整个原料药板块总体营收的62.66%。

- 2021H1收入和扣非归母净利润：**增速分别为**15.8%**和**-0.4%**，利润端增速承压，预计主要由于。按照不同细分领域看，原料药向CDMO转型的企业、部分制药产业链上游公司、专注特色原料药的公司业绩表现较为优异，比如奥翔药业（扣非归母净利润yoy+68.9%）、键凯科技（+205.7%）、普洛药业（+25.4%）、九洲药业（+103.5%）、博腾股份（+70.0%）等。
- 2021Q2收入和扣非归母净利润：**增速分别为**8.9%**和**11.9%**，维持稳定增长趋势。我们认为，随着海外疫情（尤其是印度）持续蔓延，海外订单有望逐步向国内转移，国内原料药有望享受产业链转移红利，行业景气度持续提升，驱动国内原料药企业业绩持续攀升。
- 特色原料药迎来好时期：**由于人力和成本压力加大，欧美原料药产能逐渐向以中印为代表的新兴市场国家转移，中国凭借成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势，与印度差距逐渐缩小。国内环保政策收紧，进入壁垒提高，行业集中度提升；关联审评正式入法，原料药质量直接影响到制剂的审批结果，利好优质原料药供应商；随着一致性评价和集采常态化的推进，成本控制成为仿制药企竞争核心，重塑原料药行业地位和价值。
- 海外疫情或加速全球API产能向国内转移：**印度和中国是除了美国外，全球原料药供应的两个最大市场。21Q1印度原料药行业受疫情冲击，全球订单有望进一步向国内转移，国内相关企业（尤其是特色原料药领域）有望持续受益。
- 建议关注：**特色原料药企业**博瑞医药**，原料药新制造升级（CDMO）企业**美诺华**、**普洛药业**、**九洲药业**等

表：原料药板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	460.75	933.66	260.97	272.67	533.64
营业成本	260.27	542.87	156.68	162.67	319.34
毛利	200.48	390.79	104.30	110.00	214.30
销售费用	39.03	81.93	21.11	19.76	40.87
管理费用	32.54	70.77	18.13	17.68	35.81
财务费用	5.48	22.45	2.98	4.46	7.44
研发费用	19.98	46.61	12.83	14.99	27.81
扣非归母净利润	80.54	129.95	38.16	42.05	80.21
归母净利润	87.38	151.43	41.48	49.88	91.36
净资产	1073.61	1261.06	1318.09	1347.43	1347.43
经营性现金流净额	6604.94	159.29	3073.76	41.65	7238.51
<b>营业收入增速</b>	<b>15.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>24.0%</b>	<b>8.9%</b>	<b>15.8%</b>
<b>扣非归母净利润增速</b>	<b>59.9%</b>	<b>82.7%</b>	<b>44.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>67.0%</b>	<b>35.6%</b>	<b>37.7%</b>	<b>-4.8%</b>	<b>9.6%</b>
<b>毛利率</b>	<b>43.5%</b>	<b>41.9%</b>	<b>40.0%</b>	<b>40.3%</b>	<b>40.2%</b>
销售费用率	8.5%	8.8%	8.1%	7.2%	7.7%
管理费用率	7.1%	7.6%	6.9%	6.5%	6.7%
财务费用率	1.2%	2.4%	1.1%	1.6%	1.4%
研发费用率	4.3%	5.0%	4.9%	5.5%	5.2%
ROE	8.1%	12.0%	3.1%	3.7%	6.8%

资料来源：Wind, 国元证券研究所  
以sw化学原料药为基础，剔除ST冠福，共统计普洛药业、海翔药业、海普瑞等36家公司



化学制剂板块近年来持续受到控费、带量采购、医保谈判等政策压制，板块整体表现弱于其他细分板块。疫情后板块恢复显著，政策影响下承压趋势仍然存在，收入及利润增速在医药板块中表现偏弱，国内医疗健康需求日益升高，政策调整步入正轨后，前沿创新药有望开启化药板块的新一轮增长曲线。

2021H1化药板块营收和扣非归母净利润分别同比增长**13.1%**和**13.1%**，收入端与利润端同步增长。**21Q1**季度营收与扣非净利润分别增长**15.7%**与**27.5%**，疫情影响恢复显著，**Q2**季度营收与扣非净利润分别增长**10.6%**与**2.9%**。在集采等控费政策影响下，化药板块2021H1毛利率降至**52.6%** (-1.4 pct)，费用率得到有效控制，销售费用率降至**27.2%** (-0.8 pct)，管理费用率降至**6.6%** (-0.4 pct)，整体费用率较费用已经大幅降低的2020H1进一步下降。

2021H1化学制剂板块收入端的前五大权重股为华东医药、恒瑞医药、人福药团、科伦医药、健康元，2021H1合计收入占整个板块的**32.8%**。

化药制剂板块仍然处在政策影响的调整中，个股继续呈现分化态势，建议精选重视研发管线及商业化落地能力强的个股。建议关注具有持续创新力和丰富管线产品的企业，如恒瑞医药、贝达药业。

表：化药板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	1516.76	3245.02	851.89	863.46	1715.34
营业成本	698.24	1492.59	393.84	419.61	813.45
毛利	818.52	1752.43	458.05	443.85	901.89
销售费用	424.56	926.17	238.21	228.63	466.83
管理费用	106.43	249.39	57.50	55.78	113.27
财务费用	22.05	54.19	9.52	13.00	22.51
研发费用	84.10	222.31	53.34	56.43	109.77
扣非净利	121.67	145.34	71.78	65.88	137.66
归母净利	153.90	199.03	89.03	78.38	167.42
净资产	3216.69	3378.01	3488.42	3525.44	3525.44
经营性现金流净额	157.02	363.39	31.87	103.19	135.07
<b>营业收入增速</b>	<b>-7.5%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>13.1%</b>
<b>扣非净利增速</b>	<b>-18.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>27.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>13.1%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-49.3%</b>	<b>9.5%</b>	<b>-14.0%</b>
<b>毛利率</b>	<b>54.0%</b>	<b>54.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>51.4%</b>	<b>52.6%</b>
销售费用率	28.0%	28.5%	28.0%	26.5%	27.2%
管理费用率	7.0%	7.7%	6.7%	6.5%	6.6%
财务费用率	1.5%	1.7%	1.1%	1.5%	1.3%
研发费用率	5.5%	6.9%	6.3%	6.5%	6.4%
ROE	4.8%	5.9%	2.6%	2.2%	4.7%

资料来源：Wind，国元证券研究所

以sw化药制剂为基础；剔除B股、中关村、天宇股份。

- 生物制品板块主要包括血制品、疫苗、生长激素等，2021H1前五大权重股为复星医药、智飞生物、长春高新、君实生物-U、康希诺-U，前五大企业2021H1收入占整个板块的58.7%。生物制品整体板块受益于新冠疫苗的全面接种与其他生物制品的疫情后反弹，实现高增速，细分领域中疫苗、血制品等均呈现高景气度，潜力巨大。
- 2021H1生物制品板块营业收入与扣非净利增速分别为44.0%与119.3%**，利润端实现翻倍增长，经营性现金流净额增速达142.0%。其中21Q1营业收入与扣非净利增速分别为46.9%与83.0%；Q2分别为41.9%与115.5%，板块规模维持高增速。
- 细分板块：
  - **疫苗**：新冠疫苗的大量接种有望拓宽行业规模，提高全人群疫苗接种率，促进疫苗产业发展，推动国内创新疫苗研发进程，建议关注智飞生物、康泰生物、康希诺等。
  - **血制品**：血制品作为原料稀缺行业，掌握优质浆源至关重要，行业仍然处于供不应求状态，浆站设立有望放开，为行业注入新的成长动力，建议关注掌握优质浆源的天坛生物、博雅生物等。
  - **生长激素**：疫情后生长激素销售规模恢复高增长，生长激素开展全面集采难度较大，政策影响相对有限，建议关注长春高新、安科生物。

表：生物制品板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	464.76	1080.49	283.39	385.70	669.08
营业成本	173.87	383.80	105.01	127.73	232.74
毛利	290.90	696.69	178.38	257.97	436.35
销售费用	118.48	289.78	66.33	81.11	147.44
管理费用	38.74	89.02	21.92	25.43	47.35
财务费用	2.07	7.06	0.35	0.55	0.91
研发费用	44.92	110.49	28.43	37.43	65.86
扣非净利	70.06	158.56	50.82	102.85	153.67
归母净利	79.50	184.99	55.33	116.39	171.72
净资产	1732.06	1979.13	2095.61	2244.95	2244.95
经营性现金流净额	64.43	165.77	29.00	126.94	155.93
<b>营业收入增速</b>	<b>8.1%</b>	<b>14.6%</b>	<b>46.9%</b>	<b>41.9%</b>	<b>44.0%</b>
<b>扣非净利增速</b>	<b>16.0%</b>	<b>23.3%</b>	<b>83.0%</b>	<b>115.5%</b>	<b>119.3%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>27.7%</b>	<b>13.9%</b>	<b>83.8%</b>	<b>160.9%</b>	<b>142.0%</b>
<b>毛利率</b>	<b>62.6%</b>	<b>64.5%</b>	<b>62.9%</b>	<b>66.9%</b>	<b>65.2%</b>
销售费用率	25.5%	26.8%	23.4%	21.0%	22.0%
管理费用率	8.3%	8.2%	7.7%	6.6%	7.1%
财务费用率	0.4%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%
研发费用率	9.7%	10.2%	10.0%	9.7%	9.8%
<b>ROE</b>	<b>4.6%</b>	<b>9.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.6%</b>

资料来源：Wind，国元证券研究所  
以sw生物制品为基础；剔除钱江生化、南华生物、万泽股份，加入金华股份

# 疫苗：新冠疫苗推动产业发展，疫苗认知水平显著提升

- 随着新冠疫苗的大规模接种，公众的疫苗接种意识提升显著，国内疫苗接种率尤其是自费疫苗接种率有望进一步提高。国内多家企业积极开展新冠疫苗研发，目前已有6款疫苗获批投入使用，累计接种人次超过20亿剂次，另有多款疫苗正积极推进临床试验，考虑近期全球疫情的反复以及新冠病毒的变异性，未来国内外对新冠疫苗的需求有望持续。在新冠疫苗的研发过程中，国内疫苗公司所展现出的疫苗研发实力使公众重拾对国产疫苗的信心，配套产业链及政策上了一个台阶，国产创新疫苗有望加速进口替代进程甚至实现国际化。
- 智飞生物：**2021H1实现营收131.71亿元（+88.3%），实现扣非归母净利润55.03亿元（+263.7%）。公司重组新型冠状病毒疫苗（CHO细胞）已于2021年3月获得批准在国内紧急使用，新冠疫苗的放量助力公司业绩高速增长。公司与MSD代理协议顺利续签，自主产品研发管线丰富，新冠疫苗有望继续放量，未来业绩确定性强。
- 康泰生物：**2021H1实现营收10.52亿元（+21.0%），受益于疫情刺激下居民自费疫苗接种意识提升，新冠疫苗获批紧急使用有望贡献业绩弹性，不断推进研发管线，灭活新冠疫苗于5月获批紧急使用，后续13价肺炎疫苗等新产品有望进一步丰富产品布局。
- 推荐关注具备先发优势的行业龙头：康泰生物、智飞生物；建议关注具备较高技术优势创新疫苗公司：康希诺。**

表：2021H1疫苗板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	智飞生物	康泰生物	沃森生物	万泰生物	康希诺-U	康华生物	百克生物
营业收入	131.71	10.52	13.50	19.64	20.61	5.60	5.82
营业成本	54.92	1.64	1.66	2.90	6.25	0.44	0.68
毛利	76.80	8.88	11.84	16.74	14.36	5.17	5.14
销售费用	7.78	3.46	4.99	5.59	0.35	1.55	2.17
管理费用	1.29	1.02	1.37	0.79	0.85	0.44	0.83
财务费用	0.39	-0.31	-0.16	0.01	-0.35	-0.12	-0.01
研发费用	1.63	1.25	1.87	2.04	5.51	0.34	0.74
扣非净利	55.03	2.96	2.40	6.92	8.99	2.43	1.37
归母净利	54.91	3.37	3.19	7.22	9.37	2.52	1.38
净资产	137.39	79.84	73.92	31.67	70.16	21.41	33.14
经营性现金流净额	65.31	0.49	-0.11	3.77	7.69	-0.19	0.13
营业收入增速	88.3%	21.0%	135.4%	132.8%	51057.7%	23.2%	-3.0%
扣非净利增速	263.7%	16.5%	318.2%	202.4%	-873.5%	33.6%	-21.7%
经营性现金流净额增速	1532.5%	89.4%	-69.2%	213.4%	-785.2%	-114.0%	-281.6%
毛利率	58.3%	84.4%	87.7%	85.2%	69.7%	92.2%	88.3%
销售费用率	5.9%	32.8%	37.0%	28.5%	1.7%	27.6%	37.3%
管理费用率	1.0%	9.7%	10.2%	4.0%	4.1%	7.8%	14.3%
财务费用率	0.3%	-2.9%	-1.2%	0.1%	-1.7%	-2.1%	-0.1%
研发费用率	1.2%	11.9%	13.9%	10.4%	26.7%	6.1%	12.7%
ROE	40.0%	4.2%	4.3%	22.8%	13.4%	11.8%	4.2%

资料来源：Wind，国元证券研究所

# 血制品：掌握血浆稀缺资源，中长期确定性强

- 血制品板块**（6家主要血制品公司）2021H1总营收达72.77亿元，同比增长13.5%，扣非归母净利润达20.60亿元，同比增长18.5%。2020年由于疫情的影响，据预测全国采浆量约为8300吨，同比下滑8%，预计2021H1血浆采集情况有所好转，但血浆资源的稀缺性依然显著。2021Q1血制品板块总收入为33.72亿元（+4.8%），扣非归母净利润为9.97亿元（+17.9%）；Q2总收入为39.05亿元（+22.2%），扣非归母净利润为10.63亿元（+19.1%），疫情期间采浆量减低影响在Q2季度已经基本缓解，预计21H2有望维持稳定增长。长期来看，部分地区十四五期间的浆站规划有望放开，利好浆站开设能力较强的龙头血制品公司。
- 天坛生物**：21H1实现营收18.11亿元，同比增长16.5%，扣非后归母净利润3.32亿元，同比增长19.5%。作为国内血制品行业龙头，公司浆站数与采浆量均为国内第一，浆量与浆源利用效率均有较大提升空间，新产能、新产品、新工艺有望陆续兑现，静注covid-19人免疫球蛋白近期获批临床。
- 博雅生物**：21H1实现营收入12.95亿元，同比下降2.5%，实现扣非归母净利润1.95亿元，同比增长27.1%。华润顺利收购博雅生物后为公司注入了新的动力，华润的管理与经营能力有望帮助公司迈入血制品行业的第一梯队。
- 疫后血制品板块有望受益于短期采浆恢复所带来的业绩反弹，长期来看部分地区有望放开浆站限制，缓解限制板块发展的短板问题，推荐关注把握优质浆源的头部公司：天坛生物、博雅生物。**

表：2021H1血制品板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	天坛生物	博雅生物	华兰生物	派林生物	上海莱士	卫光生物
营业收入	18.11	12.95	12.89	7.91	17.56	3.36
营业成本	9.43	5.66	5.17	4.24	7.52	2.00
毛利	8.69	7.29	7.72	3.67	10.04	1.36
销售费用	1.21	3.61	0.79	0.82	1.30	0.11
管理费用	1.35	0.83	1.31	0.83	1.39	0.29
财务费用	-0.22	-0.02	-0.09	-0.21	-0.24	-0.04
研发费用	0.45	0.44	1.23	0.18	0.44	0.20
扣非净利	3.32	1.95	3.96	1.48	9.24	0.66
归母净利	3.37	1.98	4.57	1.76	9.10	0.70
净资产	76.29	43.11	74.94	60.79	257.36	16.33
经营性现金流净额	6.29	9.96	7.41	1.04	5.71	0.44
营业收入增速	16.5%	-2.5%	-7.1%	85.1%	34.1%	-17.6%
扣非净利增速	19.5%	27.1%	-14.9%	157.1%	30.1%	-11.6%
经营性现金流净额增速	-9.0%	313.0%	57.1%	-203.5%	4.4%	-77.2%
毛利率	47.9%	56.3%	59.9%	46.4%	57.2%	40.5%
销售费用率	6.7%	27.9%	6.1%	10.4%	7.4%	3.2%
管理费用率	7.5%	6.4%	10.2%	10.5%	7.9%	8.6%
财务费用率	-1.2%	-0.1%	-0.7%	-2.6%	-1.4%	-1.3%
研发费用率	2.5%	3.4%	9.6%	2.2%	2.5%	6.0%
ROE	4.4%	4.6%	6.1%	2.9%	3.5%	4.3%

资料来源：Wind，国元证券研究所

医疗器械板块主要包括IVD、医疗设备、高值医用耗材、低值医用耗材四大类，其中按照应用领域不同，可将高值医用耗材分为骨科植入、心血管介入、眼科等细分领域。分板块来看，IVD和医疗设备仍然是收入贡献主要板块，分别占比**38.35%**和**26.63%**。权重股为迈瑞医疗、英科医疗、乐普医疗、东方生物、迪安诊断、新华医疗、蓝帆医疗，**2021H1**营收合计占整个医疗器械板块的**43%**，其中东方生物和英科医疗在去年上半年同比增长**388%**和**352%**的高增速基础上，仍然实现大幅增长，营收同比增长**670%**和**140%**，预计主要系手套、口罩、新冠检测试剂等抗疫产品需求在海外疫情蔓延和国内疫情常态化防控的情况下持续旺盛。

- 2021H1**：板块业绩表现靓丽，**营收和扣非归母净利润同比增长43.3%和63.6%**，主要由于营收占比较高的IVD和低值耗材板块业绩延续高增长态势，叠加2020H1业绩有所承压的高值耗材板块恢复高增长，我们认为随着海外疫情持续蔓延和国内疫情防控呈常态化，下半年相关抗疫产品需求持续旺盛，有望继续维持高增长态势。板块盈利能力维持较高稳定水平，毛利率为**59.9%** (+1.6pct)。三费控制良好，销售费用率和管理费用率分别为**11.4%** (-1.9pct) 和**5.1%** (-0.5pct)。研发费用率小幅下降0.3pct至**5.3%**，经营性现金流净额在去年同期高增速基础上仍实现正增长 (+12.3%)。
- 2021Q2**：延续2020年高增长态势，**营收和扣非归母净利润分别同比增长8.7%和6.0%**，较Q1的高增长相比增速有所下滑，预计主要由于去年Q2抗疫产品需求爆发导致业绩基数较高。

表：医疗器械板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	857.48	2010.31	615.79	612.86	1228.65
营业成本	357.58	829.71	241.81	251.19	493.00
毛利	499.91	1180.60	373.98	361.66	735.64
销售费用	114.04	256.71	70.24	69.52	139.77
管理费用	47.71	110.91	30.57	32.62	63.20
财务费用	1.43	20.69	0.33	3.03	3.36
研发费用	47.67	115.06	30.76	34.52	65.28
扣非归母净利润	231.48	516.18	198.30	180.34	378.64
归母净利润	243.57	544.00	207.21	200.22	407.43
净资产	1761.08	2233.46	2549.57	2672.56	2672.56
经营性现金流净额	286.32	716.94	139.10	182.47	321.58
<b>营业收入增速</b>	<b>53.9%</b>	<b>61.1%</b>	<b>109.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>43.3%</b>
<b>扣非归母净利润增速</b>	<b>155.3%</b>	<b>187.0%</b>	<b>372.9%</b>	<b>6.0%</b>	<b>63.6%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>297.7%</b>	<b>197.3%</b>	<b>149.6%</b>	<b>-20.9%</b>	<b>12.3%</b>
<b>毛利率</b>	<b>58.3%</b>	<b>58.7%</b>	<b>60.7%</b>	<b>59.0%</b>	<b>59.9%</b>
销售费用率	13.3%	12.8%	11.4%	11.3%	11.4%
管理费用率	5.6%	5.5%	5.0%	5.3%	5.1%
财务费用率	0.2%	1.0%	0.1%	0.5%	0.3%
研发费用率	5.6%	5.7%	5.0%	5.6%	5.3%
ROE	13.8%	24.4%	8.1%	7.5%	15.2%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

以sw医疗器械为基础，剔除和佳股份、楚天科技、辰欣药业

# 医疗器材：抗疫产品需求持续旺盛，常规品种加速恢复

- IVD**：2021H1整体板块**营收和扣非归母净利润增速分别为60.74%和77.72%**，预计主要由于国内外新冠相关检测试剂需求持续旺盛。其中，热景生物和东方生物业绩实现爆发式增长，分别同比增长3904%和671%，主要受到欧洲地区抗原检测试剂需求大增的拉动；之江生物、圣湘生物、华大基因等去年基数较高的企业增速有所下降，预计主要系国内相关产品市场竞争充分、价格有所下降所致。我们预计，随着国内疫情反复和海外疫情持续发酵，核酸、抗原等新冠相关检测试剂需求在未来较长一段时间内仍有较高需求，但随着疫苗接种逐渐普及，检测需求或逐步下滑。同时，我们也看好借疫情契机加速海外市场拓展、带动常规试剂加速放量的IVD相关企业迈瑞医疗。
- 高值耗材**：2021H1板块**营收和扣非归母净利润增速分别为51.78%和60.33%**。2020H1的国内疫情爆发导致医院诊疗、手术量等有所下滑，相关耗材需求和销量有所承压，内镜耗材、骨科耗材、医美耗材等领域相关公司业绩出现下滑或增速有所放缓，2021H1随着国内疫情影响消散，上述领域需求逐步恢复，绝大部分公司业绩呈反弹性增长，板块整体营收增速达到52%，其中爱美客（+162%）、奥精医疗（+119%）营收增长超过1倍。此外，国家高值耗材集采指导意见的发布，短期内对板块行情造成一定波动，预计高值耗材板块将出现分化行情，建议关注集采免疫属性强的细分领域，长期关注兼具创新能力和产品高性价比的头部细分龙头，比如南微医学、心脉医疗等。
- 医疗设备**：2021H1整体板块**营收和扣非归母净利润增速分别为14.23%和5.92%**，增长较为稳健。长期来看，在国内外医疗新基建浪潮下，新增医院或分院以及ICU、呼吸科等科室有望加速建设，利好相关产品的加速放量，看好出海逐步兑现、抗风险能力强的迈瑞医疗。
- 低值耗材**：2021H1整体板块**营收和扣非归母净利润增速分别为56.58%和118.54%**，延续2020H1高增长态势但增速有所放缓，口罩、手套等抗疫产品需求不减，相关企业业绩持续高增长，比如英科医疗（+352%）、振德医疗（+401%）。

表：医疗器材子板块2021H1业绩情况（单位：亿元）

	2021H1		2020H1		2021H1		2020H1		2021H1		2020H1		2021H1		2020H1	
	营收	占比	营收	占比	营收增速	扣非归母净利润	占比	扣非归母净利润	占比	扣非归母净利润增速	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利率变化	
IVD	471.16	38.3%	293.11	34.2%	60.74%	148.49	39.22%	83.55	36.10%	77.72%	298.87	63.43%	181.87	62.05%	1.38%	
医疗设备	327.21	26.6%	286.45	33.4%	14.23%	71.87	18.98%	67.85	29.31%	5.92%	162.67	49.72%	153.22	53.49%	-3.77%	
低值耗材	275.77	22.4%	176.11	20.5%	56.58%	112.27	29.65%	51.37	22.19%	118.54%	162.84	59.05%	87.74	49.82%	9.23%	
高值耗材	154.52	12.6%	101.80	11.9%	51.78%	46.01	12.15%	28.70	12.40%	60.33%	111.26	72.01%	77.08	75.71%	-3.71%	
合计	1228.65	100.0%	857.48	100.0%	43.29%	378.64	100.00%	231.48	100.00%	63.58%	735.64	59.87%	499.91	58.30%	1.58%	

资料来源：Wind, 国元证券研究所

以sw医疗器械为基础，剔除和佳股份、楚天科技、辰欣药

关注集采免疫器械赛道，看好成长属性强的创新性器械企业。在冠脉支架集采价格降幅超90%、骨科耗材集采、化学发光安徽集采的趋势下，医疗器械行业尤其是耗材领域或迎来新一轮重构和调整。而对于竞争不充分、国产替代程度低、标准化难、产品组合复杂的细分领域，集采的可能性较低，我们认为拥有核心技术、核心竞争优势的细分龙头企业有较强的集采免疫属性，建议重点关注医疗设备类（超声、内镜等），偏消费属性、个人自付的器械（角膜塑形镜、医美耗材、康复器械等），非标准化程度较高的器械（CDx产品等）以及处于早期发展阶段、暂时不具备集采条件的领域（早筛等）。

疫情或加速国产品牌出海，渠道推广有望加速。海外疫情持续蔓延，尤其是以印度为代表的发展中国家存在医疗资源明显不足的短板，驱动国内抗疫物资出口持续旺盛。迈瑞医疗、华大基因等国内优质龙头企业凭借优异的产品性能和较高的性价比优势，在海外医疗机构加速突破和渗透，品牌影响力得到显著提升，加速了国际化布局的步伐。以迈瑞医疗为例，公司2020年在国际市场实现了700多家高端客户的突破，品牌推广周期至少缩短五年时间，为公司未来全球化战略的推进、70%以上海外收入占比的远期目标打下良好的基础。

建议关注：迈瑞医疗、艾德生物、南微医学等。

表：医疗器械板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	857.48	2010.31	615.79	612.86	1228.65
营业成本	357.58	829.71	241.81	251.19	493.00
毛利	499.91	1180.60	373.98	361.66	735.64
销售费用	114.04	256.71	70.24	69.52	139.77
管理费用	47.71	110.91	30.57	32.62	63.20
财务费用	1.43	20.69	0.33	3.03	3.36
研发费用	47.67	115.06	30.76	34.52	65.28
扣非归母净利润	231.48	516.18	198.30	180.34	378.64
归母净利润	243.57	544.00	207.21	200.22	407.43
净资产	1761.08	2233.46	2549.57	2672.56	2672.56
经营性现金流净额	286.32	716.94	139.10	182.47	321.58
<b>营业收入增速</b>	<b>53.9%</b>	<b>61.1%</b>	<b>109.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>43.3%</b>
<b>扣非归母净利润增速</b>	<b>155.3%</b>	<b>187.0%</b>	<b>372.9%</b>	<b>6.0%</b>	<b>63.6%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>297.7%</b>	<b>197.3%</b>	<b>149.6%</b>	<b>-20.9%</b>	<b>12.3%</b>
<b>毛利率</b>	<b>58.3%</b>	<b>58.7%</b>	<b>60.7%</b>	<b>59.0%</b>	<b>59.9%</b>
销售费用率	13.3%	12.8%	11.4%	11.3%	11.4%
管理费用率	5.6%	5.5%	5.0%	5.3%	5.1%
财务费用率	0.2%	1.0%	0.1%	0.5%	0.3%
研发费用率	5.6%	5.7%	5.0%	5.6%	5.3%
ROE	13.8%	24.4%	8.1%	7.5%	15.2%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

以sw医疗器械为基础，剔除和佳股份、楚天科技、辰欣药业

全球疫情已进入“持久战”阶段，印度、巴西等新兴市场疫情加速蔓延，受疫苗接种率不足、医疗资源匮乏等因素影响，新冠检测试剂等抗疫产品需求或持续旺盛，一方面利好国内相关IVD企业检测类产品的出口；另一方面，随着发达国家和国内疫苗接种率的提升，新冠检测需求出现结构性变化，抗体检测试剂需求逐步下滑，抗原检测、中和抗体检测试剂盒需求旺盛，而核酸检测作为金标准短期内仍有较高需求。此外，国内PCR实验室的加速建设也有望作为切入口，未来具有高性价比、渠道推广能力强的企业或将持续受益。

此外，IVD产业链上游的酶、抗原/抗体等核心原料长期被进口厂商垄断，随着国产和进口品牌差距逐步缩小，叠加疫情凸显本土供应链重要性、政策对上游“卡脖子”领域的支持，国产优质IVD原料企业有望脱颖而出，建议关注产业链上游的拟上市公司诺唯赞、菲鹏生物。

- **艾德生物**：21H1业绩稳健增长，营收和扣非归母净利润分别同比增长**41%**和**56%**。11基因日本获批后有望纳入医保、实现快速放量，进一步打开东亚市场。HRD产品、Classic panel、Master panel等多款重磅在研产品蓄势待发，药企BD合作持续推进，加速合作成果落地。
- **万孚生物**：21H1营收和扣非归母净利润分别同比增长**16%**和**14%**，其中常规业务恢复显著。持续看好公司作为国产POCT龙头在国内业务稳健增长的同时，海外市场加速拓展，长期成长性好。
- **凯普生物**：21H1营收和扣非归母净利润分别同比增长**157%**和**206%**，医学检验服务快速增长（+252%）。随着疫情后国内核酸实验室建设的持续推进，公司HPV系列、STD系列等核心竞争力强的产品有望持续受益。

建议关注：艾德生物、新产业、安图生物、迈克生物、万孚生物、凯普生物等，以及IVD上游的拟上市公司诺唯赞、菲鹏生物。

表：IVD子板块2021H1主要业绩情况（单位：亿元）

	万孚生物	艾德生物	安图生物	华大基因	凯普生物	贝瑞基因	迈克生物	IVD板块合计
营业收入	18.56	3.99	16.78	36.46	12.99	7.34	19.60	18.56
营业成本	5.80	0.62	6.73	14.19	4.45	3.70	8.21	5.80
毛利	12.76	3.37	10.05	22.27	8.54	3.63	11.39	12.76
销售费用	3.63	1.14	2.94	5.63	1.74	1.39	2.58	3.63
管理费用	1.22	0.33	0.67	1.51	1.12	0.79	0.83	1.22
财务费用	0.22	0.04	0.05	0.63	0.02	0.07	0.29	0.22
研发费用	1.81	0.68	2.26	2.12	0.50	0.60	0.87	1.81
扣非归母净利润	5.02	1.01	4.03	10.30	3.82	0.30	5.25	5.02
归母净利润	5.56	1.11	4.13	10.86	3.91	0.31	5.32	5.56
净资产	32.69	12.30	67.15	90.59	26.55	24.83	38.91	32.69
经营性现金流净额	3.32	0.93	5.22	6.65	0.07	-1.52	4.48	3.32
营业收入增速	15.5%	41.0%	39.1%	-11.2%	156.9%	1.8%	35.0%	60.7%
扣非归母净利润增速	14.2%	56.0%	71.6%	-35.8%	205.9%	-66.5%	71.6%	77.7%
经营性现金流净额增速	-60.3%	4.0%	192.6%	-67.4%	-82.5%	36.9%	173.9%	12.2%
毛利率	68.8%	84.4%	59.9%	61.1%	65.8%	49.5%	58.1%	24.3%
销售费用率	19.6%	28.5%	17.5%	15.4%	13.4%	19.0%	13.2%	4.9%
管理费用率	6.5%	8.3%	4.0%	4.1%	8.6%	10.8%	4.2%	1.9%
财务费用率	1.2%	0.9%	0.3%	1.7%	0.1%	1.0%	1.5%	0.2%
研发费用率	9.7%	17.1%	13.5%	5.8%	3.9%	8.2%	4.5%	2.0%
ROE	17.0%	9.0%	6.1%	12.0%	14.7%	1.3%	13.7%	16.0%

资料来源：Wind，国元证券研究所  
IVD板块统计热景生物、东方生物、凯普生物、万孚生物、新产业等34家公司



化学发光是IVD最大细分板块免疫诊断中占比最大的细分领域，进口替代空间大，主要国产企业包括迈瑞医疗、新产业、安图生物、迈克生物等。未来在市场持续扩容、基层市场下沉、进口替代等驱动因素下，国产化学发光企业有望凭借高性价比优势，逐步扩大市场份额。

**安徽省化学发光集采落地：**我们认为短期来看对出厂价有一定影响，长期来看或利好国产品牌加速入院、市场份额加速提升，迈瑞医疗、新产业等国产品牌有望通过低价策略，迅速提升产品市占率。另一方面，我们认为，国产品牌出于成本的考虑，在上游IVD原料上会倾向于本土供应商，利好诺唯赞、菲鹏生物等本土IVD原料供应商。

- **迈瑞医疗：**IVD板块实现营收39.62亿元(+30.76%)，主要由于常规检测试剂销售显著恢复；毛利率为62.20%(+4.74pct)。收购知名免疫原料供应商Hytest后，有望显著加强公司发光核心原料研发能力建设。21H1国内和国外化学发光装机量分别为800+台和600+台。
- **新产业：**21H1海外业务表现亮眼，常规试剂收入同比增长123%。全自动化学发光仪国内装机量为743台(其中X8高速机270台)，新获批的中速机X3装机量为260台，获得客户认可；海外发光仪销售1634台，同比增长75%。随着未来大型机占比不断提高，单产有望持续提升。特色项目菜单持续增加、X3的获批和分子诊断领域的开拓有望提升公司长期成长空间。
- **安图生物：**2021H1业绩持续稳定增长，收入和扣非归母净利润分别同比增长39%和72%，预计化学发光仪新增装机量约700台，累计超6000台，装机量的提升推动公司化学发光业务恢复性高增长。
- **迈克生物：**收入和扣非归母净利润分别同比增长35%和72%，非新冠相关的常规业务同比增长60%。化学发光业务预计上半年收入同比增长约80%，延续Q1高增长态势，i3000、i1000化学发光仪新增装机量预计约600台，全年有望实现1300台，装机量稳步提升，为公司提供长期增长动力。

建议关注：迈瑞医疗、新产业、安图生物、迈克生物等。

表：化学发光代表标的2021H1主要业绩情况(单位：亿元)

	迈瑞医疗	新产业	安图生物	迈克生物	亚辉龙
营业收入	127.78	12.26	16.78	19.60	5.48
营业成本	43.99	3.60	6.73	8.21	2.45
毛利	83.79	8.66	10.05	11.39	3.03
销售费用	18.75	1.53	2.94	2.58	0.90
管理费用	5.90	1.75	0.67	0.63	0.37
财务费用	-0.43	0.14	0.05	0.29	0.07
研发费用	10.61	0.85	2.26	0.87	0.65
扣非归母净利润	43.09	3.83	4.03	5.25	0.82
归母净利润	43.44	4.29	4.13	5.32	0.89
净资产	245.55	50.91	67.15	38.91	13.98
经营性现金流净额	35.23	2.80	5.22	4.48	0.62
<b>营业收入增速</b>	<b>21.0%</b>	<b>26.3%</b>	<b>39.1%</b>	<b>35.0%</b>	<b>27.8%</b>
<b>扣非归母净利润增速</b>	<b>28.0%</b>	<b>-12.3%</b>	<b>71.6%</b>	<b>71.6%</b>	<b>-6.4%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>-16.3%</b>	<b>-34.0%</b>	<b>192.6%</b>	<b>173.9%</b>	<b>-46.0%</b>
<b>毛利率</b>	<b>65.6%</b>	<b>70.6%</b>	<b>59.9%</b>	<b>58.1%</b>	<b>55.3%</b>
销售费用率	14.7%	12.5%	17.5%	13.2%	16.4%
管理费用率	4.6%	14.3%	4.0%	3.2%	6.8%
财务费用率	-0.3%	1.1%	0.3%	1.5%	1.2%
研发费用率	8.3%	6.9%	13.5%	4.5%	11.9%
ROE	17.7%	8.4%	6.1%	13.7%	6.3%

资料来源：Wind，国元证券研究所

- 肿瘤早筛为“蓝海市场”，理论市场空间大，国内诺辉健康、艾德生物、和瑞基因、华大基因、燃石医学、泛生子等积极布局。整体来看，国内早筛产品大部分仍处于产品研发和临床研究阶段，竞争格局良好，其中肠癌领域的诺辉健康已经迈入商业化阶段，中报业绩表现亮眼；肝癌领域的泛生子和泛癌种领域的燃石医学正积极推进前瞻性研究，有望在未来1-3年陆续实现商业化。
- **诺辉健康**：2021H1营收同比增长317%，常卫清和噗噗管分别实现收入1420万元（+149%）和2960万元（+624%），发货量分别达到12.15万盒（+392%）和190.49万盒（+555%），奠定下半年业绩高增长的基础。常卫清检测性能显著优于传统手段，获得监管部门和权威指南的“背书”，正积极推进商业化进程，在医院、体检、保险、线上问诊平台、药店等渠道多点布局，先后和阿斯利康、京东健康、中邮电商、名流健康、平安健康等达成早筛产品的用户教育和商业化推广合作，先发优势、合规优势和渠道优势明显。
- **泛生子**：2021H1营收为2.33亿元（+30.2%）。LDT业务增长迅猛，HCCscreen持续贡献收入。HCCscreen检测性能优于传统手段，21Q2已启动注册临床试验，预计23年国内获批上市，同时也已获得FDA“突破性医疗器械认定”，待获批后或直接纳入医保，打开美国肝癌早筛市场。和正大天晴合作加速布局院内渠道，凭后者覆盖全国的肝病药物医院资源，有望快速切入院内市场。根据我们测算，预计2023年国内肝癌早筛市场规模约107亿元，公司有望拿下国内肝癌早筛第一证，抢占市场先发优势。
- **燃石医学**：业绩增长稳健，早筛和MRD产品可期。2021H1营收为2.34亿元（+34.2%），Q2单季度实现收入2.34亿元（+34.2%），其中中心实验室模式稳健发展，同比增长7.2%，院内模式呈高速发展态势，收入同比增长46.8%。预计2021年营收约为5亿元。泛癌种早筛国内领先，6癌种早筛产品已测试2000多名志愿者，已与6家医院签订合同，预计于2022年实现商业化，9癌种和22癌种的升级产品将分别于2022年和2024年发布研究成果。商业化方面，公司精准定位泛癌种早筛产品需求，预计在商业保险和三甲医院体检渠道进行推广，看好巨大的未竞需求和商业化前景。
- **艾德生物**：21H1业绩稳健增长，营收和扣非归母净利润分别同比增长41%和56%。11基因日本获批后有望纳入医保、实现快速放量，进一步打开东亚市场。HRD产品、Classic panel、Master panel等多款重磅在研产品蓄势待发，药企BD合作持续推进，加速合作成果落地。
- **建议关注**：手握“肠癌早筛第一证”的诺辉健康、国内布局肠癌早筛的艾德生物、肝癌早筛领跑者泛生子以及泛癌种早筛企业燃石医学。

表：癌症早筛行业主要个股 2021H1 业绩情况（单位：亿元）

	诺辉健康	艾德生物	燃石医学	泛生子
营业收入	0.44	3.99	2.34	2.33
营业成本	0.19	0.62	0.67	0.84
毛利	0.25	3.37	1.67	1.49
销售费用	-0.73	-1.14	-1.23	-1.48
管理费用	-0.46	-0.33	-2.32	-0.99
财务费用	-0.04	-0.04	-	-0.04
研发费用	-0.21	-0.68	-1.85	-1.06
扣非归母净利润	-1.15	1.01	-3.75	-2.05
归母净利润	-28.92	1.11	-3.75	-2.05
经营性现金流净额	-	0.93	-2.32	-
营业收入增速	<b>317%</b>	<b>40.96%</b>	<b>34.20%</b>	<b>30.22%</b>
扣非归母净利润增速	-	<b>55.98%</b>	-	-
经营性现金流净额增速	-	<b>4.04%</b>	-	-
毛利率	<b>56.20%</b>	<b>84.43%</b>	<b>71.47%</b>	<b>64.08%</b>
销售费用率	165.59%	28.49%	52.67%	63.72%
管理费用率	104.19%	8.30%	99.35%	42.65%
财务费用率	10.01%	0.88%	-	2.02%
研发费用率	48.34%	17.09%	79.30%	45.64%
ROE	-125.08%	9.05%	-17.26%	-13.77%

资料来源：Wind，国元证券研究所

内窥镜板块共有4家，21年上半年随着疫情影响减弱，板块整体实现强劲恢复。其中内镜诊疗器械板块重回高增长轨道，南微医学和康基医疗均实现50%左右的营收增长。内镜设备方面，海泰新光受到史赛克订单回款影响短期承压。随着内窥镜降类以及国产设备利好政策的持续推出，我们认为内镜设备板块景气度有所上升，国产替代或迈入加速期。

- 南微医学：21年上半年公司业绩显著恢复，高端化+全球化战略持续推进**，高端器械方面，公司重点加大对可视化产品的研发，其中一次性胆道镜完成开发并提交型式检验，年内有望获得国内注册；一次性支气管镜和一次性可视化脑部灌洗系统进入设计验证阶段，预计今年提交型式检验。全球化方面，公司重新优化国际营销区域，将原ROW区域内的中南美业务划分至MTU直接管理，中东、非洲业务划分至MTE管理，提高了客户服务速度和本地化响应效率。同时公司在欧洲启动EurUp计划，积极在欧洲大国建立直销团队，看好公司全球化进程的进一步提速。
- 开立医疗：21年上半年公司业绩显著回暖，多款重磅产品落地**。超声内镜系国产第一家，全球第四家获批，有望助力公司开拓高端渠道，进一步提升公司品牌影响力；4K腹腔内窥镜完成更新，优化与4K系统的整体适配性能；血管内超声临床进展顺利，获批后有望进一步丰富公司产品线，贡献业绩增量。内窥镜降类后公司在研管线兑现提速，2021H1公司处于NMPA注册申请中的内镜产品多达10余项，较往年有大幅提升，未来2-3年内HD550平台有望迎来更高频次的产品更新与升级换代。
- 海泰新光：21年上半年受史赛克回款影响短期承压**，公司持续推进自有整机品牌在国内的注册，荧光腹腔镜整机系统中摄像系统和光源还未被获批。
- 康基医疗：21年上半年公司业绩重回高增速**，一次性套管穿刺器在山东地区开始实行带量采购后，上半年公司在山东销售量同比增长80%，且利润率影响不大。
- 建议关注：南微医学、开立医疗、海泰新光、康基医疗**

表：内窥镜板块2021H1主要业绩情况（亿元）

	南微医学	开立医疗	海泰新光	康基医疗
营业收入	8.75	6.43	1.36	3.18
营业成本	3.02	2.21	0.47	0.57
毛利	5.73	4.22	0.88	2.61
销售费用	1.61	1.65	0.05	0.21
管理费用	1.72	0.41	0.16	0.26
财务费用	0.08	0.03	-0.01	-
研发费用	0.59	1.27	0.16	0.16
扣非归母净利润	1.35	0.91	0.42	1.79
归母净利润	1.43	1.09	0.59	1.99
净资产	27.01	14.64	10.33	-
经营性现金流净额	1.42	0.78	0.63	2.33
营业收入增速	53.34%	32.21%	0.30%	49.31%
扣非归母净利润增速	27.52%	3215.65%	-6.82%	187.59%
经营性现金流净额增速	344.30%	-	49.12%	192.34%
毛利率	65.52%	65.59%	64.97%	82.11%
销售费用率	18.39%	25.72%	3.89%	6.60%
管理费用率	19.65%	6.44%	11.95%	8.09%
财务费用率	0.90%	0.49%	-0.67%	-
研发费用率	6.75%	19.69%	12.15%	5.05%
ROE	5.40%	7.76%	8.73%	6.63%

资料来源：Wind，国元证券研究所

介入器械板块共有9家，在手术微创化与进口替代的主流趋势下，21年上半年整个板块实现较快增长。

**冠脉介入板块仍存集采压力，21H1个股差异化凸显。**冠脉介入板块主要包括乐普医疗、微创医疗、赛诺医疗，在去年国家带量采购影响的低基数下，21H1实现一定恢复，乐普医疗、微创医疗实现营收增长53.87%、25.25%，而赛诺医疗业绩下滑严重，营收同比下滑55.44%，板块内个股表现差异化加剧。

**主动脉&外周介入板块高速增长，进口替代逐步加速。**主动脉&外周介入板块主要包括心脉医疗、先健科技，心脉医疗深度布局主动脉与外周领域，创新产品迎来收获期，逐步确立行业内领先地位。

**心脏瓣膜板块实现大幅增长，尚处进口替代初期。**心脏瓣膜板块主要包括启明医疗、沛嘉医疗、佰仁医疗、心通医疗，21年H1营收均大幅增长，由于整体收入规模较小，研发投入较大，仅佰仁医疗实现盈利，目前仍处于进口替代初期。

- **心脉医疗：创新产品齐迎收获期，业绩保持高速增长。**21年上半年公司创新产品高速放量，其中Castor分支型主动脉覆膜支架获市场广泛认可，已覆盖累计超过600家终端医院；Minos腹主动脉覆膜支架完成重点区域的招投标及入院工作，已覆盖超过250家终端医院；Reewarm PTX 药物球囊高速放量，已累计覆盖超过250家终端医院。国际业务方面，公司进一步推进上述创新性产品在国际市场的开拓力度，其中Castor在西班牙、意大利和阿根廷完成首例临床植入；Minos在巴西完成首例临床植入。截止报告期末，公司产品已在16个海外国家或地区实现了临床植入，同时公司新签署印度、韩国等国家的代理商并启动当地产品注册，进一步提升了公司在国际市场的品牌形象。

- **佰仁医疗：牛心包瓣高速放量，驱动心脏瓣膜置换与修复板块大幅增长。**分业务看，2021H1心瓣膜置换与修复业务收入同比增长213.4%，其中牛心包瓣量销售2538枚(+267.3%)，贡献收入3219万元(+306.2%)，引领公司业绩增长。先心病植介入业务收入增速81.8%，上半年外科软组织修复治疗业务收入增长27.6%，下半年各业务有望维持较好的增长态势。

- 推荐心脉医疗，建议关注启明医疗、佰仁医疗、先健科技

表：介入板块2021H1主要业绩情况（亿元，%）

	心脉医疗	启明医疗	沛嘉医疗	佰仁医疗
营业收入	3.62	2.74	0.52	1.25
营业成本	0.74	0.86	0.15	0.14
毛利	2.88	1.88	0.37	1.11
销售费用	0.30	0.99	0.22	0.55
管理费用	0.11	0.45	0.53	0.11
财务费用	-0.07	-	-	-0.01
研发费用	0.40	1.04	1.31	0.22
扣非归母净利润	1.80	-1.13	-1.77	0.22
归母净利润	1.85	-1.13	-1.75	0.26
净资产	13.54	49.23	34.52	9.04
经营性现金流净额	1.68	-	-1.42	0.40
营业收入增速	68.62%	80.22%	247.59%	86.28%
扣非归母净利润增速	64.27%	159.77%	49.86%	-12.69%
经营性现金流净额增速	77.66%	-	33.97%	122.60%
毛利率	79.60%	78.61%	72.36%	88.82%
销售费用率	8.24%	36.13%	41.62%	44.15%
管理费用率	3.05%	16.34%	101.90%	8.83%
财务费用率	-1.80%	-	-	-0.81%
研发费用率	11.16%	38.06%	252.05%	18.01%
ROE	14.27%	-2.60%	-5.59%	3.03%

资料来源：Wind，国元证券研究所

骨科耗材板块主要公司包括爱康医疗、春立医疗、大博医疗、威高股份、凯利泰、三友医疗等，2021年上半年整体实现稳健增长。7月20日，12省（区、市）骨科创伤类医用耗材集中带量采购大会在洛举行，71家企业的20751个产品拟中选，最高降幅95.8%，平均降幅88.7%。其中普通接骨板、锁定加压接骨板、髓内钉平均降幅分别为87.1%、89.5%、89.1%，降价幅度较大，国产企业凭借性价比优势，中标率较高。

骨科耗材多组件、套件，规格复杂多样，非标准化程度高，同时不同细分领域竞争格局有所差异，创伤类耗材基本实现国产替代，而脊柱类和关节类国产化率仍然较低，进口替代空间大。随着集采的推进，我国骨科耗材行业将迎来国产替代和行业集中度提升的新机遇，同时产品组合丰富、持续加大创新产品的研发和国际化布局的国产优质品牌有望脱颖而出。

- **威高骨科：21H1业绩实现强劲增长，龙头地位稳固。**上半年国内疫情恢复，医疗机构骨科手术量迅速上升，驱动公司业绩实现强劲增长。公司是国内骨科龙头，脊柱和创伤在国产厂家中分别排名第一和第二，关节产品排名国产第三。在2021年7月河南等12省组成的骨科创伤类医用耗材联盟集采中，公司多项创伤产品以较高价格中标，有望在集采中提高市场份额。
- **三友医疗：21H1业绩高速增长，收入和扣非归母净利润分别同比增长73.51%和43.88%。**2021H1公司脊柱类植入耗材实现销售收入2.46亿元，同比增长75.98%；创伤类植入耗材实现销售收入1441.11万元，同比增长58.25%。集采方面，公司普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统（含万向）、髓内钉系统三个产品系列均以相对高位价格中标河南12省联盟采购，同时公司在超声骨刀等有源设备、运动医学、新材料应用、生物材料表面改性、3D打印等骨科相关领域加强研发和战略布局，从专注于骨科植入物等产品研发到逐渐关注整个手术解决方案的提供，不断拓展服务边界，提升综合竞争力。
- **建议关注：威高骨科、三友医疗**

表：骨科耗材板块2021H1主要业绩情况（亿元）

	爱康医疗	春立医疗	大博医疗	威高骨科	凯利泰	三友医疗
营业收入	4.50	4.91	8.47	10.95	6.36	2.61
营业成本	1.41	1.27	1.21	1.95	2.58	0.25
毛利	3.08	3.64	7.26	9.00	3.78	2.36
销售费用	0.79	1.43	2.77	3.54	1.39	1.36
管理费用	0.51	0.14	0.38	0.37	0.83	0.12
财务费用	-	-	-0.06	-0.10	0.02	-0.02
研发费用	0.52	0.34	0.67	0.51	0.25	0.21
扣非归母净利润	1.11	1.56	2.83	3.64	1.04	0.53
归母净利润	1.11	1.56	3.17	3.69	1.14	0.70
净资产	20.97	12.35	21.09	42.27	27.65	15.69
经营性现金流净额	0.05	-	2.29	4.08	1.09	0.20
营业收入增速	-6.29%	21.66%	25.83%	31.65%	30.87%	73.51%
扣非归母净利润增速	-31.55%	39.35%	23.17%	45.74%	-0.67%	43.88%
经营性现金流净额增速	-	-	43.45%	12.75%	-19.32%	-33.54%
毛利率	68.88%	76.27%	85.70%	82.16%	59.42%	90.54%
销售费用率	17.50%	29.04%	32.68%	32.31%	21.85%	52.01%
管理费用率	11.35%	2.77%	4.49%	3.42%	13.08%	4.51%
财务费用率	-	-	-0.66%	-0.90%	0.29%	-0.78%
研发费用率	11.50%	6.97%	7.87%	4.66%	3.96%	8.11%
ROE	5.39%	13.44%	15.06%	11.05%	4.21%	4.54%

资料来源：Wind，国元证券研究所

- 医疗服务板块共选取22家公司，成分相对较少，易受个别企业表现影响，主要涵盖专科医疗服务、CXO和ICL等细分板块。
- **2021Q1**：营收同比增长75.56%，经营性现金流净额大增8633.61%，大幅度增长主要系板块中通策医疗、爱尔眼科、金域医学、义翘神州、药明康德等公司较2020年初疫情期间履行经营状况实现明显好转。
- **2021Q2**：由于2020Q2基数较高，21Q2板块增速较Q1小幅回落，但仍保持可观增速，扣非归母净利润同比增长63.01%，多项费用率较Q1有所改善。
- **2021H1板块整体回暖，龙头企业驱动板块业绩高速发展**
  - **专科服务板块**：经历疫情洗礼，复苏势头强劲，龙头企业优势进一步扩大，有望凭借品牌效应和规模效应进一步加速扩张步伐，拓展全国乃至全球医疗服务市场，打开新的成长空间。
  - **CXO板块**：CRO/CDMO作为集采免疫赛道，在市场集采情绪恐慌趋势下，具有较高的性价比，同时在我国仿制药向创新药加快转型的大趋势下、大背景下，头部优质的CRO/CDMO公司业绩表现亮眼、在手订单充足，有望持续保持高景气度发展，具备长期投资价值。
  - **ICL**：全球疫情反复下，预计中短期内新冠核酸检测需求将持续存在，ICL板块价值凸显。同时，随着国内疫情得到有效控制后，大量就医需求将逐渐释放，ICL新冠外检测业务有望回归增长轨道。

表：医疗服务板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	282.87	724.75	201.38	229.15	430.53
营业成本	173.10	410.17	118.17	133.08	251.25
毛利	109.77	314.58	83.21	96.07	179.28
销售费用	24.08	60.50	16.54	17.41	33.94
管理费用	36.86	85.19	23.36	24.38	47.74
财务费用	3.62	14.95	1.28	3.30	4.58
研发费用	10.89	24.45	6.52	6.94	13.46
扣非净利	22.21	87.23	26.57	38.33	64.90
归母净利	42.53	126.23	36.08	41.52	77.60
净资产	851.35	1183.21	1293.42	1344.32	1344.32
经营性现金流净额	33.25	183.02	22.97	53.83	76.79
营业收入增速	-4.82%	13.56%	75.56%	36.27%	52.20%
扣非净利增速	-35.30%	115.69%	/	63.01%	192.13%
经营性现金流净额增速	46.15%	57.26%	8633.61%	63.17%	130.96%
毛利率	38.81%	43.41%	41.32%	41.92%	41.64%
销售费用率	8.51%	8.35%	8.21%	7.60%	7.88%
管理费用率	13.03%	11.75%	11.60%	10.64%	11.09%
财务费用率	1.28%	2.06%	0.63%	1.44%	1.06%
研发费用率	3.85%	3.37%	3.24%	3.03%	3.13%
ROE	5.00%	10.67%	2.79%	3.09%	5.77%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

以sw医疗服务为基础，剔除\*ST华塑、\*ST海医、\*ST百花、\*ST恒康、宜华健康、润达医疗

- **专科服务板块**目前仅有三家上市公司，由于2020年初行业受疫情影响较大，上半年基本处于业务修复时期，整体基数较低，2021H1收入大增79.30%。**2021Q1**专科医疗服务子版块营收增速达131.04%，**2021Q2**增速略有下滑，但是迅猛势头不减，营收同比增长51.10%，扣非归母净利润同比增长76.04%，整体毛利率达45.59%。
- **爱尔眼科**：高质量发展不断夯实，上半年实现门诊量479.04万人次（+81.38%），主要业务板块中视光、屈光业务增速较快。新十年战略布局稳步落地中，上半年并表6家医院及1家产业发展公司，前十大医院收入占比小幅下降，其他前期重点布局门店进入快速成长期。
- **通策医疗**：2021H1实现营收13.18亿元（+74.81%），归母净利润3.51亿元（+141.16%），现有三大总院持续保持高增速，区域医院集团的模式将快速、全面地占领当地市场份额。蒲公英计划继续顺利拓展，38家已经运营、建立、规划完成，半年报并表22家，省外存济医院中，武汉、重庆、西安医院都已进入运营阶段，成都医院即将进行试运营。

表：连锁专科服务公司重要财务指标（单位：亿元）

	通策医疗	爱尔眼科	美年健康	
2020	营收	20.88	119.12	78.15
	营收同比	8.12%	19.24%	-8.33%
	扣非归母净利润	4.73	21.31	-6.00
	扣非归母同比	3.77%	49.12%	30.91%
	经营活动现金流量净额	7.08	33.44	9.73
	毛利率	45.17%	51.03%	37.05%
	销售费用率	0.84%	8.95%	24.12%
	管理费用率	11.02%	11.97%	7.34%
	财务费用率	0.73%	0.76%	3.98%
	研发费用率	1.92%	1.38%	0.59%
2021Q1	营收	6.31	35.11	13.32
	营收同比	227.34%	113.90%	148.92%
	扣非归母净利润	1.61	5.09	-3.89
	扣非归母同比	/	1870.84%	34.95%
	经营活动现金流量净额	1.28	7.42	-6.98
	毛利率	47.52%	47.31%	15.83%
	销售费用率	0.96%	9.49%	31.09%
	管理费用率	9.71%	13.49%	10.42%
	财务费用率	1.18%	0.85%	7.83%
	研发费用率	1.44%	1.34%	0.97%
2021Q2	营收	6.86	38.37	20.45
	营收同比	25.94%	52.11%	59.84%
	扣非归母净利润	1.80	7.18	0.14
	扣非归母同比	12.59%	29.86%	/
	经营活动现金流量净额	2.04	11.70	4.09
	毛利率	46.05%	50.04%	37.07%
	销售费用率	0.76%	9.60%	23.51%
	管理费用率	8.51%	10.82%	8.10%
	财务费用率	1.00%	1.23%	3.98%
	研发费用率	2.15%	1.45%	0.60%

资料来源：Wind,国元证券研究所

# 医疗美容子板块：热潮来袭百花齐放，产品产线日益丰富

- 纯粹专注于医疗美容板块的标的不多，由于技术壁垒高筑，证照获取难度大，大多数公司毛利率都处于较高水平，拥有极大的成长潜力。随着医美热潮来袭，越来越多的公司在医美业务领域开始发力。
- **华熙生物**：2021H1实现营收19.37亿元（+104.44%），四大板块协同驱动，业绩表现持续亮眼，不断拓展透明质酸和其他生物活性物的应用空间，是全球领先的透明质酸原料供应商，已形成集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台。
- **爱美客**：核心产品持续拉动业绩高增，溶液类注射产品实现营收4.76亿元（+230.38%），重磅聚左旋乳酸填充产品“濡白天使”强势登场，上市产品及在研产品布局持续丰富，拟收购韩国肉毒公司Huons Bio部分股权。
- **昊海生科**：玻尿酸产品组合贡献1.20亿元营收（+143.16%），第三代玻尿酸产品海魅逐步赢得临床及消费者认可，重组人表皮生长因子康合泰市占率进一步提升，通过并购进军射频及光电类设备，扩充肉毒和玻尿酸产品，医美板块未来可期。
- 推荐爱美客、华熙生物，建议关注昊海生科、专注于能量源医疗美容器械的复锐医疗科技、“少女针”正式上市的华东医药、独家代理韩国Hugel乐提葆肉毒素的四环医药。

表：部分医疗美容相关公司重要财务指标（单位：亿元）

	华熙生物	爱美客	昊海生科	华东医药	四环医药	复锐医疗科技	
2020	营业收入	26.33	7.09	13.32	336.83	24.64	1.62
	营业收入增速	39.63%	27.18%	-16.95%	-4.97%	-14.39%	-6.58%
	扣非归母净利	5.68	4.24	2.06	24.30	/	/
	扣非归母净利增速	0.13%	42.95%	-42.25%	-5.62%	/	/
	经营性现金流净额	7.05	4.26	2.62	34.11	/	/
	毛利率	81.41%	92.17%	74.93%	33.05%	77.69%	55.70%
	销售费用率	41.75%	10.37%	41.71%	17.73%	14.97%	26.58%
	管理费用率	6.15%	6.13%	16.07%	2.97%	19.66%	9.79%
	财务费用率	-0.02%	-2.02%	-7.44%	0.10%	0.33%	0.66%
	研发费用率	5.36%	8.71%	9.49%	2.75%	/	/
2021H1	营业收入	19.37	6.33	8.51	171.79	19.07	1.25
	营业收入增速	104.44%	161.87%	71.63%	3.11%	80.86%	74.66%
	扣非归母净利	3.06	4.11	2.21	11.94	/	/
	扣非归母净利增速	30.68%	191.46%	2722.36%	-15.12%	/	/
	经营性现金流净额	3.85	4.38	1.21	17.39	/	/
	毛利率	77.91%	93.25%	74.53%	32.54%	76.92%	57.05%
	销售费用率	46.30%	9.72%	29.73%	17.34%	13.68%	23.97%
	管理费用率	6.56%	4.12%	12.77%	3.11%	12.89%	7.39%
	财务费用率	0.21%	-4.23%	-5.25%	0.06%	0.83%	0.73%
	研发费用率	5.52%	6.97%	8.63%	2.55%	/	/

资料来源：Wind，国元证券研究所



# 口腔：以突破性耗材设备为核心的上游企业享受更高盈利

- 疫情对于下游口腔服务诊所的影响已逐步褪去，被抑制的口腔需求在上半年继续全面释放。人均可支配收入的提升+口腔保健意识的提高+对美的追求进一步促进口腔需求。我们选取口腔板块时代天使、正海生物、美亚光电、国瓷材料4个以口腔上游核心耗材和设备为主业的代表性标的。
- 时代天使：**2021H1实现营收5.71亿元（+85.0%），经调整后净利润1.57亿元（+68.6%），新增案例数7.95万例（+68.4%）。高端冠军版不断获得公立医院专家、资深正畸医生和中高端民营口腔诊所认可，销量持续增加，高性价比COMFOS渗透至下沉市场不断放量，标准版作为经典产品稳扎稳打，早矫产品儿童版推广顺利，产品矩阵均有亮眼表现。随着**①正畸矫治率+②隐形正畸渗透率的提升，兼具“医美+消费+非医保”属性的隐形正畸市场仍有10-20倍提升空间**。目前竞争格局稳定，时代天使（41%）和隐适美（41.4%）二分天下，龙头护城河高，更懂中国市场的时代天使龙头优势凸显，有望凭借木桶持续开拓下沉市场，蓄势启航。
- 正海生物：**2021H1实现营收2.01亿元（+49.5%），扣非归母净利润0.79亿元（+52.7%）。公司拳头产品口腔修复膜长期成长逻辑不变，正在抓住种植牙行业发展和进口替代的黄金机遇；同时战略合作江苏创英，进军种植牙领域拓宽产品线。公司有望通过多年深耕口腔的渠道优势，充分发挥协调效应，带动业绩高增长。
- 美亚光电：**2021H1实现营收8.21亿元（+59.1%），扣非归母净利润2.35亿元（+91.1%），其中CBCT业务实现营收3.00亿元（+149.0%）。口腔数字化趋势下，CBCT广泛应用于种植、正畸、牙体牙髓治疗等各个细分领域，已成为口腔诊疗机构基本配置，需求旺盛。我们测算CBCT保有量相较于目前存量市场仍有3-4倍提升空间，行业高度景气。美亚光电作为国产龙头聚焦中高端市场，市占率超过30%，有望伴随口腔行业发展和国产替代大趋势，长期良好发展。
- 国瓷材料：**2021H1实现营收14.73亿元（+36.9%），扣非归母净利润3.56亿元（+45.4%），其中生物医疗板块实现营收3.44亿元（+35.8%），保持67.04%的高毛利水平。同时引入松柏，公司有望借力松柏在口腔赛道的深耕，助力爱尔创再创佳绩。
- 建议关注：**中国隐形矫治领先者**时代天使**、生物再生材料领头羊**正海生物**、数字化口腔设备前瞻布局者**美亚光电**、MLCC行业龙头，全速衍生口腔业务的**国瓷材料**。

表：2021H1口腔板块上市公司重要财务指标（亿元、%）

	时代天使	正海生物	美亚光电	国瓷材料
营业收入	5.71	2.01	8.21	14.73
营业成本	1.93	0.19	3.95	7.90
毛利	3.78	1.82	4.26	6.83
销售费用	0.97	0.66	0.90	0.57
管理费用	1.11	0.13	0.28	0.80
财务费用	0.01	-0.01	0.03	0.00
研发费用	0.60	0.14	0.49	0.93
扣非净利/经调整净利	1.57	0.79	2.35	3.56
归母净利/净利润	0.96	0.81	2.49	3.94
净资产	28.27	6.98	20.05	52.89
经营性现金流净额	1.74	0.83	1.74	1.20
<b>营业收入增速</b>	<b>85.0%</b>	<b>49.5%</b>	<b>59.1%</b>	<b>36.9%</b>
<b>扣非净利/经调整净利增速</b>	<b>68.6%</b>	<b>52.7%</b>	<b>91.1%</b>	<b>45.4%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>71.1%</b>	<b>60.4%</b>	<b>3375.5%</b>	<b>-53.0%</b>
<b>毛利率</b>	<b>66.1%</b>	<b>90.8%</b>	<b>51.9%</b>	<b>46.4%</b>
销售费用率	16.9%	32.8%	11.0%	3.9%
管理费用率	19.5%	6.7%	3.4%	5.4%
财务费用率	0.1%	-0.5%	0.3%	0.0%
研发费用率	10.4%	7.0%	6.0%	6.3%
ROE	11.1%	11.6%	12.4%	7.5%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

- **眼科板块：**眼科疾病拥有庞大的患者群体基础，且患病率仍在提升，眼科器械和药物需求旺盛。当前眼科无论是屈光手术、视光矫治、白内障疾病治疗等渗透率均处于较低水平，市场空间巨大，黄金赛道方兴未艾。我们选取**爱博医疗、昊海生科、兴齐眼药**3个代表性标的，3家企业营收和净利润均实现高增长，体现眼科黄金赛道高景气度。
- **爱博医疗：**2021H1实现营收2.06亿元（+99.2%），扣非归母净利润0.82亿元（+127.5%）。**人工晶状体持续发力，角膜塑形镜创新性非球面设计解决痛点，结合强而有力的销售渠道建设，进入快速爬坡期。**作为国产第二家获批的角膜塑形镜企业，在疫情常态化下，有望在供应链端通过更短的供货周期和更优质的服务抓住国产机遇。同时收购天眼医药55%股权，旗下三款彩瞳预计将于今年三季度投产。公司自主研发的人工晶状体与角膜塑形镜业务持续向好，市场空间广阔，彩瞳带来新增长点，在研管线即将进入收获期，持续看好公司长期发展。
- **昊海生科：**2021H1实现营收8.51亿元（+71.6%），扣非归母净利润2.21亿元（+2722.4%），其中眼科实现营收3.56亿元（+69.91%）。**人工晶状体和眼科粘弹剂随着白内障手术量的反弹而恢复增长**，伴随集采因素消化和产品升级，未来仍将贡献主要业绩。**高透氧上游原材料在海外持续开拓，视光终端产品逐步贡献业绩：**外延并购（代理亨泰“迈儿康myOK”）+自主研发（去年10月临床入组）布局角塑；（2）获得河北鑫视康60%股权，全面进军美瞳；（3）屈光矫正领域，依镜PRL第二代产品已进入注册检验阶段，公司不断加码眼科行业投入，产品矩阵丰富，未来有望凭借眼科深入布局，有望实现新增长点。
- **兴齐眼药：**2021H1实现营收4.62亿元（+95.2%），扣非归母净利润0.82亿元（+459.8%），公司环孢素在治疗中重度干眼症效果显著，逐步放量；低浓度阿托品上半年表现亮眼，作为防控青少年近视的主要产品未来发展潜力巨大，核心眼科产品将持续助力公司高增长。
- **建议关注：**人工晶状体先锋，角塑后起之秀**爱博医疗**、眼科全产品线布局**昊海生科**、重磅眼药布局的**兴齐眼药**。

表：2021H1眼科板块主要上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	爱博医疗	昊海生科	兴齐眼药
营业收入	2.06	8.51	4.62
营业成本	0.33	2.17	1.06
毛利	1.73	6.34	3.57
销售费用	0.36	2.53	1.53
管理费用	0.22	1.09	0.52
财务费用	-0.02	-0.45	0.04
研发费用	0.21	0.73	0.38
扣非净利	0.82	2.21	0.82
归母净利	0.91	2.31	0.80
净资产	15.83	56.77	7.61
经营性现金流净额	0.95	1.21	0.80
营业收入增速	99.2%	71.6%	95.2%
扣非净利增速	127.5%	2722.4%	459.8%
经营性现金流净额增速	439.4%	197.7%	412.8%
毛利率	83.8%	74.5%	77.2%
销售费用率	17.3%	29.7%	33.2%
管理费用率	10.8%	12.8%	11.3%
财务费用率	-1.1%	-5.2%	0.8%
研发费用率	10.3%	8.6%	8.3%
ROE	5.8%	4.1%	10.5%

资料来源：Wind，国元证券研究所

- CRO/CDMO**板块选取药明康德、昭衍新药、康龙化成、泰格医药、九洲药业、博腾股份、美迪西、药石科技和凯莱英9个以CRO、CDMO业务为主的创新药研发外包服务代表性标的。
- 受到国内外医药创新投入热情高涨、国内大型仿制药企业转型、Biotech研发需求提速的驱动, 国内外外包率不断提升; 同时, 疫情催化叠加国内工程师红利赋予的本土企业研发效率和成本优势, 海外创新产业链向国内转移, 带动了CXO景气度持续提升, CRO/CDMO产业内标的2021年上半年在去年同期高基数的基础上仍实现高速增长, 板块(9家公司)总营收和扣非归母净利润分别同比增长**45.9%**和**77.9%**, 其中九洲药业(扣非归母净利润同比增长**103.5%**, 下同)、美迪西(+150.1%)、昭衍新药(+64.5%)业绩表现亮眼。
- 整体来看, CRO/CDMO作为集采免疫赛道, 在市场集采情绪恐慌趋势下, 具有较高的性价比, 同时在我国仿制药向创新药加快转型的大趋势下、大背景下, 头部优质的CRO/CDMO公司业绩表现亮眼、在手订单充足, 有望持续保持高景气度发展, 具备长期投资价值。
- 建议关注: 药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、昭衍新药、博腾股份等。

表: CRO企业2021H1主要财务指标(单位: 亿元)

	药明康德	昭衍新药	康龙化成	泰格医药	九洲药业	博腾股份	美迪西	凯莱英	药石科技	合计
营业收入	105.37	5.35	32.86	20.56	18.68	12.56	4.85	17.60	6.21	213.26
营业成本	66.39	2.63	20.93	10.78	12.70	7.16	2.63	9.70	3.13	127.59
毛利	38.97	2.71	11.93	9.78	5.98	5.40	2.22	7.90	3.08	85.67
销售费用	3.55	0.07	0.64	0.67	0.24	0.50	0.21	0.40	0.17	7.02
管理费用	9.72	1.31	3.64	2.46	1.57	1.16	0.83	1.91	0.65	22.51
财务费用	0.60	0.49	0.00	-1.21	0.16	0.00	-0.01	0.00	0.03	-0.29
研发费用	4.04	0.22	0.64	0.93	0.82	1.34	0.34	1.64	0.51	9.84
扣非归母净利	21.27	1.29	5.83	5.43	2.46	2.01	1.10	3.53	1.45	43.39
归母净利	26.75	1.54	5.65	12.55	2.75	2.15	1.13	4.29	3.81	59.63
净资产	367.32	66.11	93.67	170.12	41.90	35.54	11.37	64.33	22.81	892.04
经营性现金流净额	21.43	2.02	8.45	4.84	1.38	1.40	0.81	4.80	0.81	45.62
<b>营业收入增速</b>	<b>45.7%</b>	<b>34.5%</b>	<b>49.8%</b>	<b>41.6%</b>	<b>85.3%</b>	<b>35.7%</b>	<b>86.3%</b>	<b>39.0%</b>	<b>35.2%</b>	<b>45.9%</b>
<b>扣非归母净利增速</b>	<b>88.1%</b>	<b>64.5%</b>	<b>61.2%</b>	<b>79.1%</b>	<b>103.5%</b>	<b>70.0%</b>	<b>150.1%</b>	<b>27.3%</b>	<b>77.2%</b>	<b>77.9%</b>
<b>经营性现金流净额增速</b>	<b>49.2%</b>	<b>31.2%</b>	<b>36.8%</b>	<b>120.1%</b>	<b>210.6%</b>	<b>-11.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>254.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>64.0%</b>
毛利率	37.0%	50.8%	36.3%	47.6%	32.0%	43.0%	45.7%	44.9%	49.6%	40.2%
销售费用率	3.4%	1.4%	1.9%	3.2%	1.3%	4.0%	4.2%	2.2%	2.8%	3.3%
管理费用率	9.2%	24.6%	11.1%	12.0%	8.4%	9.2%	17.2%	10.8%	10.5%	10.6%
财务费用率	0.6%	9.2%	0.0%	-5.9%	0.9%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.5%	-0.1%
研发费用率	3.8%	4.1%	2.0%	4.5%	4.4%	10.7%	7.0%	9.3%	8.2%	4.6%
ROE	7.3%	2.3%	6.0%	7.4%	6.6%	6.0%	9.9%	6.7%	16.7%	6.7%

资料来源: Wind, 国元证券研究所

- 医药商业板块主要分为流通和零售两类，其中医药流通企业收入规模较大，对板块整体影响权重较高，其中上海医药、九州通、国药一致、重药股份、国药股份五家企业收入规模占比达**57.6%**。
- 2021H1**医药商业板块整体营收同比增长**24.7%**，扣非归母净利润同比增长**12.3%**，新冠疫情影响消退后，物流与配速阻碍破除，医药商业板块恢复显著。21Q1营业收入与扣非净利增速分别为**28.9%**与**33.0%**；Q2分别为**20.9%**与**8.8%**。21H1板块毛利率降低至**13.1%**（-1.1 pct），销售费用率降至**6.1%**（-0.5 pct），管理费用率降至**2.1%**（-0.2 pct），ROE增长至**6.4%**（+0.9 pct）。
- 医药商业板块中，流通和零售板块分化依旧，零售药房板块由于**2020年**疫情中疫情物资的大规模销售，**21H1**增速稍有降低，但药店板块集中度提升与政策受益逻辑不变，建议关注快速扩张中的零售药店龙头：一心堂、大参林、益丰药房、老百姓。

表：医药商业板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	3517.46	7990.33	2153.25	2232.30	4385.56
营业成本	3016.50	6901.28	1876.68	1933.30	3809.98
毛利	500.96	1089.05	276.57	299.00	575.57
销售费用	231.04	505.67	131.37	136.95	268.32
管理费用	81.03	185.25	47.42	46.70	94.11
财务费用	33.38	64.33	19.07	16.81	35.87
研发费用	8.75	21.82	5.48	6.14	11.62
扣非净利	87.69	146.02	43.37	55.12	98.49
归母净利	96.49	166.79	59.11	66.72	125.82
净资产	1743.72	1864.08	1933.65	1954.21	1954.21
经营性现金流净额	10.26	270.11	-106.23	118.15	11.92
营业收入增速	0.0%	9.5%	28.9%	20.9%	24.7%
扣非净利增速	1.3%	8.1%	33.0%	8.8%	12.3%
经营性现金流净额增速	-168.7%	14.1%	17.2%	-14.7%	16.1%
毛利率	14.2%	13.6%	12.8%	13.4%	13.1%
销售费用率	6.6%	6.3%	6.1%	6.1%	6.1%
管理费用率	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%
财务费用率	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
研发费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
ROE	5.5%	8.9%	3.1%	3.4%	6.4%

资料来源：Wind，国元证券研究所  
以sw医药商业为基础；剔除开开实业、开开B、一致B

- 医药政策改革不断实施的过程中，医药分家的顶层设计大方向不会改变，从患者用药需求的便利性与目前医院的承接能力来看，零售药店是非住院用药的重要选择渠道。处方外流的推行，将为药店带来新的客流和交易增长，零售药店行业景气度将持续上行。此外，随着医保支付规范性的提高以及行业监管的加强，零售药店集中度将持续提升。疫情期间医药电商的兴起有望为实体药店提供新的发展方向，然而考虑到医药电商的监管难度与医药行业对产品安全性重视，预计短期内医药电商不会成为主流渠道。
- 一心堂**：2021H1实现营收67.02亿元（+11.2%），扣非归母净利润5.12亿元（+28.2%）；上半年新增门店950家，门店总数达8053家。
- 益丰药房**：2021H1实现营收73.46亿元（+16.7%），扣非归母净利润4.94亿元（+24.1%）；上半年新增门店947家，其中自建569家，并购214家，加盟164家，门店总数达6888家。
- 老百姓**：2021H1实现营收74.61亿元（+11.6%），扣非归母净利润3.63亿元（+18.4%）；上半年新增门店1209家，其中自建469家，并购359家，加盟435家，门店总数达7680家。
- 大参林**：2021H1实现营收80.55亿元（+16.1%），扣非归母净利润5.90亿元（+1.7%）；上半年新增门店1015家，其中自建589家，并购189家，加盟237家，门店总数达6978家。
- 龙头药店积极推进门店扩张，有望在行业集中度提升与医疗政策变革中受益，建议关注一心堂、益丰药房、老百姓、大参林。**

表：2021H1药房板块主要上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
营业收入	67.02	73.46	74.61	80.55	23.79	24.79
营业成本	40.97	43.46	49.69	49.05	15.44	17.44
毛利	26.04	30.00	24.92	31.49	8.35	7.35
销售费用	17.57	18.82	15.55	19.08	6.00	5.34
管理费用	1.85	3.08	3.13	3.78	0.63	0.60
财务费用	0.38	0.59	0.81	0.72	0.24	0.12
研发费用	0.04	0.06	0.00	0.07	0.00	0.00
扣非净利	5.12	4.94	3.63	5.90	1.16	0.80
归母净利	5.24	5.05	4.06	6.46	1.22	0.87
净资产	61.61	70.50	42.87	53.18	17.22	19.06
经营性现金流净额	4.70	9.78	10.63	7.37	2.99	1.10
营业收入增速	11.2%	16.7%	11.6%	16.1%	12.8%	10.3%
扣非净利增速	28.2%	24.1%	18.4%	1.7%	19.8%	-22.8%
经营性现金流净额增速	-18.3%	137.2%	134.9%	17.9%	276.7%	278.6%
毛利率	38.9%	40.8%	33.4%	39.1%	35.1%	29.6%
销售费用率	26.2%	25.6%	20.8%	23.7%	25.2%	21.6%
管理费用率	2.8%	4.2%	4.2%	4.7%	2.7%	2.4%
财务费用率	0.6%	0.8%	1.1%	0.9%	1.0%	0.5%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
ROE	8.5%	7.2%	9.5%	12.1%	7.1%	4.6%

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：中药板块上市公司重要财务指标（单位：亿元）

	2020H1	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
营业收入	1436.72	3008.98	859.94	789.04	1648.98
营业成本	806.32	1679.68	472.74	427.78	900.52
毛利	630.37	1329.23	387.19	361.25	748.45
销售费用	335.57	731.87	200.90	193.17	394.07
管理费用	72.95	169.91	40.65	46.53	87.18
财务费用	8.30	14.92	3.02	1.69	4.71
研发费用	28.50	73.09	16.67	18.66	35.33
扣非净利	130.22	208.13	93.28	70.38	163.66
归母净利	152.37	273.98	91.35	102.08	193.43
净资产	2774.32	2923.85	3019.26	3006.11	3006.11
经营性现金流净额	144.94	346.56	76.29	138.94	215.24
营业收入增速	-6.8%	-2.6%	20.0%	9.6%	14.8%
扣非净利增速	-13.4%	8.3%	31.7%	19.7%	25.7%
经营性现金流净额增速	27.5%	8.9%	228.0%	14.2%	48.5%
毛利率	43.9%	44.2%	45.0%	45.8%	45.4%
销售费用率	23.4%	24.3%	23.4%	24.5%	23.9%
管理费用率	5.1%	5.6%	4.7%	5.9%	5.3%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.4%	0.2%	0.3%
研发费用率	2.0%	2.4%	1.9%	2.4%	2.1%
ROE	5.5%	9.4%	3.0%	3.4%	6.4%

资料来源：Wind、国元证券研究所  
以sw中药为基础；剔除ST康美

- 中药板块的主要权重股包括白云山、云南白药、华润三九、步长制药、同仁堂、太极集团、以岭药业、昆药集团、片仔癀、天士力，10大企业2021H1收入占整个板块的62%，中药行业龙头地位稳固，马太效应显著。

- 中药板块2021H1实现收入1648.98亿元（+14.8%），扣非净利润163.66亿元（+25.7%），去年同期收入端和利润端受疫情有一定程度影响，今年上半年实现恢复性增长，呈现良好态势。上半年毛利率45.4%（+1.5pct），净利率11.7%（+1.1pct），盈利能力有所攀升。

- 2021Q2收入789.04亿元（+9.6%），扣非净利润70.38亿元（+19.7%），利润端显著增长，中药景气度回升。随着《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》等政策发布，促进中药行业发展，激发产业活力，中药板块有望重获认可度。

- 新冠疫情影响；
- 产品研发不及预期；
- 知识产权纠纷，专利保护不足；
- 研发技术无法提升及研发人员流失；
- 销售不及预期；
- 竞争格局加剧；
- 产品价格下降等风险；
- 市场推广不及预期。

## (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

## (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188