

证券研究报告

2021年09月09日

行业报告 | 行业投资策略

医药生物

风物长宜放眼量

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 张雪 SAC执业证书编号：S1110521020004

联系人 徐晓欣

联系人 李慧瑶

联系人 李妞妞

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要：形势渐趋明朗，精选个股布局

□ **行业观点：**医药板块在过去一个季度经历了较大幅度的调整，一方面是受到教育等行业政策变化的影响，另一方面是板块在经历2018年底至今的持续上涨后，尽管大部分医药个股业绩均保持向上增长，但整体估值上有所透支。我们认为目前行业仍处于相对较为“混沌”的状态

——①后续医药政策的演化路径。市场仍相当关心教育K12政策是否会扩散到医药行业？共同富裕背景下卫生事业（非营利）和健康产业（营利）之间的平衡该如何理解？我们认为医药和教育在商业模式和行业格局上具有相当大的差别，不具备可比性，相信在未来的1-2个季度，市场对于政策预期将逐步明朗。

——②企业增速的可持续性。部分高景气板块在3年的高速增长中，实现了业绩和估值的双击，股价表现亮眼，后续业绩的可持续性是目前阶段的关注焦点，尤其是现阶段信息传播效率较快，市场的一致预期稳健性在显著降低，我们认为医药行业的优势在于需求的确定性较高，中长期维度看选择比应对更为重要。

□ **选股思路（按先后顺序）：**

- ① 精选个股：一心堂、老百姓、现代牙科（H）、建议关注先临三维（新三板）、三星医疗
- ② 医疗服务：国际医学、锦欣生殖（H）、通策医疗、康宁医院（H）、爱尔眼科、信邦制药、海吉亚医疗（H）、盈康生命
- ③ 创新产品：信达生物（H）、贝达药业、君实生物（H）、康希诺，建议关注百济神州（H）、康诺亚（H）
- ④ CXO：药明康德（H）、泰格医药、凯莱英、博腾股份、药石科技，建议关注康龙化成。
- ⑤ 医疗器械：迈瑞医疗、南微医学、三友医疗、英科医疗、翔宇医疗、归创通桥（H）
- ⑥ 科学服务（主题）：金斯瑞生物科技（H）、纳微科技、海尔生物（与军工联合覆盖），建议关注阿拉丁
- ⑦ 消费医药：时代天使（H）、四环医药（H）、爱博医疗、华东医药、复锐医疗科技（H）、长春高新、鱼跃医疗（与电子组联合覆盖）。

□ **风险提示：**政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，新冠疫情进展具有不确定性

目录

一、医药行业整体分析	.....	P4
二、医药细分领域分析	.....	P8
三、医药行业半年报公募基金持仓分析	.....	P53
四、重点政策分析与展望	.....	P57

医药行业整体：业务逐步修复，疫苗、医疗服务、医药外包等领域快速增长

- 2021年H1医药行业持续恢复。**A股医药行业整体共计395家公司，2021H1板块营业收入同比增长23.97%，从2020年下半年开始中国新冠疫情逐步得以控制，医药行业逐步恢复。2021年H1医药行业归母净利润增速45.55%，仍维持较高增长。但因为疫情原因，不同板块基数效应影响较大，需做更进一步分析。
- 疫情相关领域需求持续，全球药品产业转移趋势带动医药外包高速增长。**受到新冠疫情影响，2021H1医疗服务领域业务加速恢复，短期新冠疫苗的持续放量为疫苗企业带来业绩弹性。细分板块来看，增速最快的领域分别是疫苗、医疗服务、CDMO/CRO、生物制品、消费医药。全球药品产业链向新兴市场转移推动医药外包企业订单量持续增长，在CDMO行业主要企业积极扩大产能布局。
- 医药行业整体经营水平维稳，研发创新为核心驱动力。**医药行业整体研发费用率继续提升，2021H1研发费用率为3.07%（+0.25pp）。国内市场而言，在药品和耗材带量采购的大背景下，产品研发创新成为重要的路径，而就全球市场而言，产品创新则是重要方式之一。

表1：医药行业主要财务指标情况（百万元）

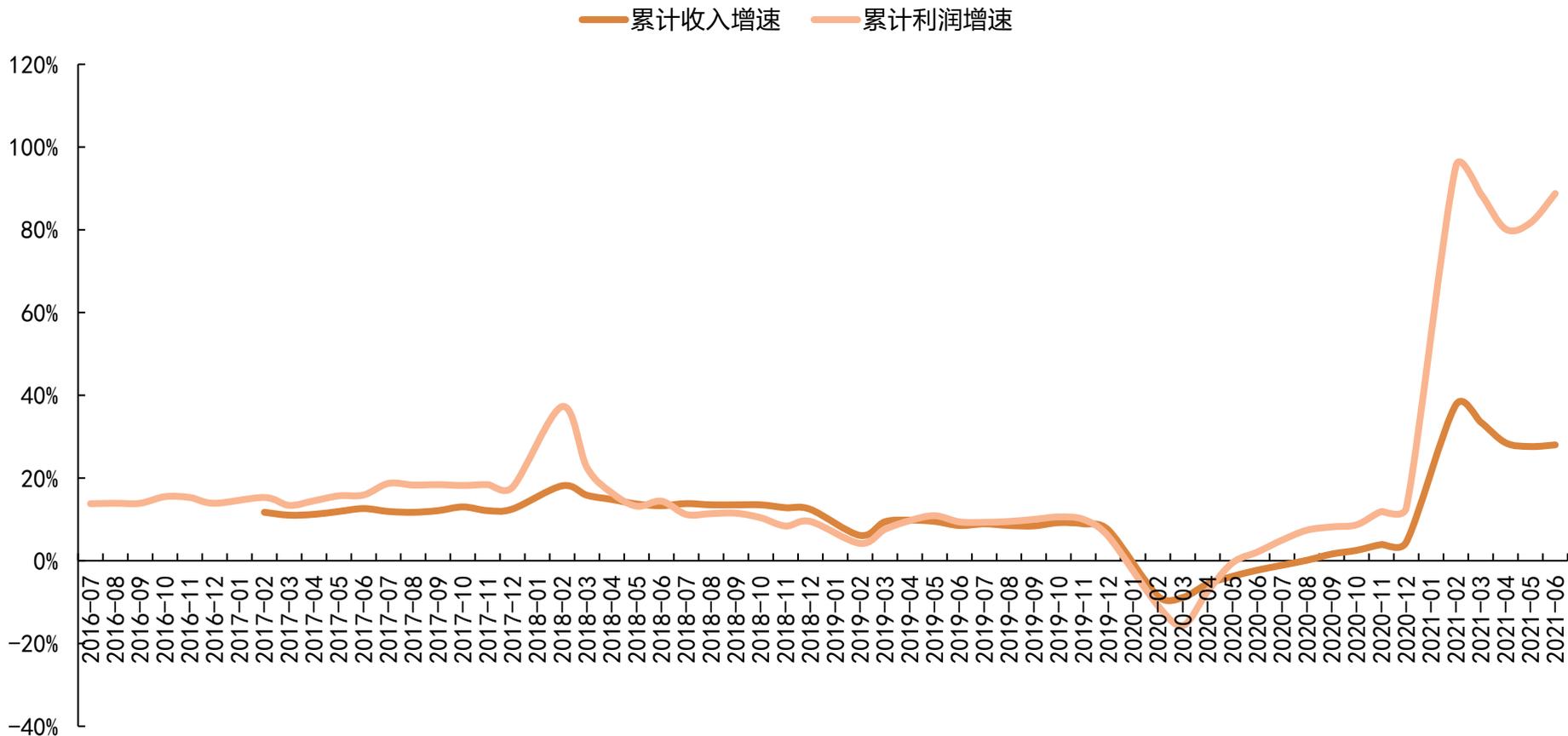
	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	1079813	548270	531543	1937626	871051	1793435
同比增速	23.97%	16.36%	32.93%	8.04%	0.85%	13.15%
同比2019年增速	25.03%	24.01%	26.09%	/	/	/
毛利率	35.22%	35.30%	35.13%	34.96%	35.20%	34.84%
销售费用率	13.81%	13.64%	13.99%	14.76%	14.82%	16.82%
管理费用率	7.69%	4.62%	7.53%	8.26%	7.70%	7.97%
研发费用率	3.07%	3.22%	2.92%	3.18%	2.82%	2.83%
归母净利润	123341	65686	57655	138786	84741	100941
同比增速	45.55%	21.26%	88.60%	37.49%	17.98%	-8.71%
同比2019年增速	71.72%	77.32%	65.75%	/	/	/
扣非净利润	107282	55357	51924	111626	73411	78249
同比增速	46.14%	18.04%	95.82%	42.65%	17.67%	-17.06%
同比2019年增速	71.96%	70.08%	74.00%	/	/	/
应收账款	507777		493956	441844	441666	418910
经营性现金流	99426		22270	223524	78299	159299
经营性现金流/净利润	76.39%		36.39%	148.35%	86.30%	142.32%

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：管理费用率计算时包括研发费用

2021年H1医药制造业累计收入和净利润显著恢复

- 2021年新冠疫情影响逐渐降低，医药行业整体业绩显著恢复，2021年1-6月医药制造业累计收入增速28%，累计净利润增速88.8%。

图1：医药制造业累计收入和净利润增速情况



药企研发投入强度高于医疗器械企业，行业龙头研发投入更大

- 药企研发投入高于医疗器械企业，药企研发投入增速也高于医疗器械企业：2021年H1前10的药企研发投入的门槛是4.4亿元以上，大部分增速在30%以上；医疗器械企业的研发投入的门槛是1.8亿元以上，大部分增速在25%以上。
- 行业龙头研发投入更大：在A股公司中行业龙头恒瑞医药和迈瑞医疗研发投入均为行业第一，2021年H1恒瑞医药研发费用25.81亿元，同比增长38.48%；迈瑞医疗研发费用10.61亿元，同比增长17.50%。

表2：2021年H1制药行业研发投入前10的公司（百万元）

序号	公司	研发费用	增速
1	恒瑞医药	2580.51	38.48%
2	复星医药	1561.89	29.68%
3	君实生物-U	947.28	33.62%
4	上海医药	880.03	30.04%
5	科伦药业	766.12	11.70%
6	健康元	622.96	67.29%
7	康希诺-U	551.28	410.82%
8	浙江医药	545.35	158.77%
9	丽珠集团	506.87	65.41%
10	康弘药业	445.03	331.36%

表3：2021年H1医疗器械行业研发投入前10的公司（百万元）

序号	公司	研发费用	增速
1	迈瑞医疗	1061.47	17.50%
2	乐普医疗	372.98	25.49%
3	安图生物	225.75	51.77%
4	华大基因	211.69	26.75%
5	蓝帆医疗	207.32	96.42%
6	万泰生物	204.42	56.86%
7	楚天科技	196.59	113.82%
8	东方生物	195.68	632.88%
9	鱼跃医疗	184.37	1.42%
10	英科医疗	184.02	110.36%

目录

一、医药行业整体分析	.....	P4
二、医药细分领域分析	.....	P8
三、医药行业半年报公募基金持仓分析	.....	P53
四、重点政策分析与展望	.....	P57

医疗服务：2021H1业绩逐步改善，长期高景气可期

- 医疗服务板块2021H1业绩快速放量。**医疗服务板块合计10家公司，2021年上半年医疗服务板块营收同比增长52.03%，板块扣非净利润同比扭亏，基本恢复至2019年H1同期水平。
- 毛利率企稳恢复，费用率稳定。**随着疫情逐步得以控制，医院复诊带来收入恢复，毛利率从2020年H1的24.76%提升至2021年H1的33.32%，已回归2019年水平。费用率相对稳定，2021年H1销售费用率10.12%，管理费用率12.21%。
- 疫情影响逐渐消除，商业模式成熟的优质头部标的盈利将延续高增长。**2021年H1国内疫情进入常态化防控阶段，国内负面影响基本消除。医疗服务龙头企业爱尔眼科、通策医疗延续高增长态势，国际医学、览海医疗等公司收入翻倍以上增长。随着新冠疫情逐步得以控制，诊疗需求将进一步释放，医疗服务板块有望延续高增长趋势。

表4：医疗服务行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	19336	10404	8932	35095	12718	35008
同比增速	52.03%	36.33%	75.60%	0.25%	-22.92%	2.09%
同比2019年增速	17.19%	15.61%	19.08%	/	/	/
毛利率	33.32%	35.33%	30.98%	34.86%	24.76%	36.15%
销售费用率	10.12%	9.98%	10.29%	10.48%	10.56%	11.07%
管理费用率	12.21%	10.42%	13.26%	11.93%	14.29%	12.55%
研发费用率	0.88%	0.88%	0.87%	0.82%	0.81%	0.79%
归母净利润	556	590	-34	2187	-573	-5312
同比增速	197%	72.91%	96.28%	-141.17%	-164.62%	-365.19%
同比2019年增速	-37.30%	35.54%	-107.53%	/	/	/
扣非净利润	748	683	65	519	-722	-5479
同比增速	203.62%	154.84%	106.55%	-109.48%	-194.76%	/
同比2019年增速	-1.81%	24.94%	-69.83%	/	/	/
应收账款	9006		8196	8018	8066	8310
经营性现金流	2438		331	6460	505	5597
经营性现金流/净利润	344.40%		2349.74%	254.51%	-83.29%	-112.05%

资料来源：wind，天风证券研究所

医疗服务：就诊量持续提升，推动各板块收入规模高速增长

公司总体情况

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	国际医学	信邦制药	锦欣生殖	海吉亚医疗
2020年医疗机构数	146家（境内医院） 88家（门诊部）	50家 （口腔医疗机构）	266家（控股） 339家（参股）	3家 （综合医院）	7家 （综合/专科医院）	6家 （医院/中心）	10家（医院） 17家（放疗中心）
2020年门诊量（万人次）	754.87	219.07	1663.432	132.92	88.54	22958	95.98
2020年住院量（万人次）	69.47 （手术量）	NA	（体检人次）	7.87	10.29	（个/周期数）	6.64
2021年H1医疗机构数	155家（境内医院） 107家（门诊部）	50余家 （口腔医疗机构）	263家（控股） 344家（参股）	3家 （综合医院）	7家 （综合/专科医院）	4家 （医院/中心）	11家 18家（放疗中心）
2021年H1门诊量（万人次）	479.04	134.37	NA	102.85	53	13164	70.59
2021年H1住院量（万人次）	40.54 （手术量）	NA	NA	5.76	5.3	（个/周期数）	4.38

2021H1情况

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	国际医学	信邦制药
总营业收入(亿元)	73.48	13.18	33.77	13.06	30.98
增速	76.5%	74.8%	85.2%	104.1%	14.6%
归母净利润(亿元)	11.16	3.51	-4.28	-3.60	1.53
增速	65.0%	141.2%	45.8%	-4.6%	327.0%
扣非净利润(亿元)	12.27	3.42	-3.76	-2.93	1.45
增速	69.7%	145.4%	46.7%	17.9%	291.8%
主营业务1	屈光业务	综合	体检服务	高新医院	贵州肿瘤医院
收入(亿元)	28.45	5.43	32.41	5.38	5.4
增速	84.7%	68.8%	84.2%	55.9%	12.1%
主营业务2	视光业务	正畸	其他服务	中心医院	怀仁医院
收入(亿元)	15.24	2.32	1.36	7.17	0.6
增速	85.2%	75.6%	115.5%	191.0%	23.7%
主营业务3	白内障业务	儿科		商洛医院	
收入(亿元)	10.73	2.58		0.51	
增速	71.5%	68.1%		3.4%	

数据来源：wind，公司公告，天风证券研究所，注：1，一致性预期更新至2021/9/2日收盘数据；2，港币已按最新汇率转换为人民币

消费医药：2021年H1行业整体逐步恢复，美好生活追求不减

- 2021年H1消费医药行业持续恢复，眼科、口腔、生长激素等细分领域呈现高景气度。A股消费医药共14家公司，（基于业务收入占比考虑，未纳入华东医药）。13家公司2021年H1营业收入同比增长36%，2019-2021H1复合增速26%，消费医药板块整体持续快速增长，2021年H1消费医药行业归母净利润增速42%，增长水平有所回升。
- 根据不同的消费属性，角膜塑形镜、生长激素、医美等细分领域呈现出需求加速恢复态势。爱博医疗2021年上半年角膜塑形镜患者配戴片销售收入、销售数量均超过了2020年全年水平；欧普康视2021年上半年营业收入、归母净利润分别较2019年同期增长117%、120%，业绩持续高速增长。长春高新生长激素2021H1收入比2019年同期增长77.01%。
- 费用支出保持平稳，研发创新能力为创造供给保驾护航，供需双景气支撑长期成长。产品研发能力和市场推广能力构筑消费医药企业核心竞争力，头部企业重磅产品临床注册工作顺利开展，推广渠道持续拓展，2021年上半年，四环医药乐提葆、华东医药少女针、华熙生物御龄双子针、爱美客童颜针等多款医美产品依次在国内获批上市，供给端产品逐渐丰富，有望在下半年拉动收入持续增长。

表5：消费医药行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	15486	8498	6987	25793	11421	20977
同比增速	35.59%	23.53%	53.84%	22.96%	17.44%	28.03%
同比2019年增速	59.23%	60.62%	57.58%	/	/	/
毛利率	75.21%	74.33%	76.28%	74.92%	74.58%	73.18%
销售费用率	25.11%	24.44%	25.93%	25.81%	26.44%	27.67%
管理费用率	12.25%	5.61%	12.02%	12.88%	12.69%	13.61%
研发费用率	6.51%	6.83%	6.12%	6.46%	6.14%	6.07%
归母净利润	5171	2840	2331	8082	3654	5052
同比增速	41.53%	21.67%	76.66%	59.97%	50.92%	35.56%
同比2019年增速	113.61%	104.07%	126.50%	/	/	/
扣非净利润	4855	2636	2219	7546	3357	4824
同比增速	44.61%	20.14%	90.77%	56.44%	43.44%	37.16%
同比2019年增速	107.42%	96.37%	122.28%	/	/	/
应收账款	4456		4172	3754	3656	3714
经营性现金流	4084		1443	7359	4188	4882
经营性现金流/净利润	77.27%		60.77%	88.28%	111.79%	86.96%

CDMO：盈利能力持续提升，行业进入业绩加速期

- 收入增速稳步提升，行业呈现高景气度。** CDMO板块合计包括7家公司。 CDMO板块2021 H1营业收入同比增长48.01%，与2020年增速相比提高约17pp。行业高景气度一方面受国内CXO供应链稳定、疫情期间海外订单加速转移推动，另一方面得益于国内CDMO研发、生产能力以及国际认可度的逐步提升。
- 板块盈利能力提升，高质量发展再进一步。** 2021 H1板块归母净利润同比增长66.59%，与2020年增速55.30%相比提升约11pp。板块经营性现金流呈现高速增长趋势，2021 H1增速达69.31%。
- 固定资产增速加快，产能布局持续发力。** 在CDMO行业高景气发展背景下，主要企业积极扩大产能布局。CDMO板块固定资产扩张呈加速趋势，2021 H1同比增长76.14%（药石科技309.55%，药明康德37.38%，凯莱英27.15%），较2020年平均增幅33.28%大幅上升。预计随着新建产能陆续投产以及产能利用率不断提升，整体经营实力将进一步增强。

表6：CDMO 行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	16806	9002	7804	26628	11355	20343
同比增速	48.01%	36.58%	63.81%	30.90%	27.25%	31.00%
同比2019年增速	88.34%	87.13%	89.75%	/	/	/
毛利率	38.99%	39.34%	38.60%	40.42%	39.96%	40.29%
销售费用率	3.11%	3.25%	2.95%	3.31%	3.67%	3.41%
管理费用率	15.01%	14.05%	16.11%	16.63%	17.56%	17.53%
研发费用率	5.41%	5.10%	5.78%	5.41%	5.68%	5.75%
归母净利润	4121	2121	2000	4823	2474	3106
同比增速	66.59%	9.49%	272.74%	55.30%	60.01%	-1.90%
同比2019年增速	166.56%	119.25%	245.66%	/	/	/
扣非净利润	3213	1925	1288	4026	1804	3040
同比增速	78.10%	57.22%	122.20%	32.45%	26.18%	28.94%
同比2019年增速	124.73%	146.39%	98.62%	/	/	/
应收账款	6582	338	6244	6057	5460	4669
经营性现金流	3188	2149	1039	5977	1883	4653
经营性现金流/净利润	77.00%	100.70%	51.79%	123.40%	75.92%	147.60%

CRO：业绩强劲增长，新增订单充沛奠定发展基石

□ 2021H1业绩持续放量。CRO板块合计6家公司，2020H1收入73.61亿元，同比增长45.48%，相对2019H1增长79.75%，主要得益于国内疫情恢复及全球创新药及新冠疫苗研发需求推动；归母净利润21.12亿元，同比增长27.53%，相对2019H1增长206.41%，主要受泰格医药公允价值变动收益影响；扣非归母净利润13.76亿元，同比增长69.21%，相对2019H1增长143.51%，其中泰格医药、康龙化成、美迪西及昭衍新药扣非净利润增速均超60%。

□ 毛利率及各费用率稳定。2021年H1毛利率为40.60%，同比2020年H1下降0.73 pct。2021年H1销售费用率2.60%，管理费用率16.80%，研发费用率4.15%，与2020年同期相比费用率相对稳定。

□ 一体化平台全球化布局完善，新签订单充沛，助力核心业务持续放量。2021年H1，泰格医药新增订单金额50.75亿元，同比增长150.82%，昭衍新药新签订单超12亿元，同比增长超过55%。一体化布局带来协同效应及快速增长的订单需求为持续高速发展奠定坚实基础。

资料来源：Wind，天风证券研究所

表7：CRO行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	7361	4095	3266	11793	5060	9241
同比增速	45.48%	42.83%	48.94%	27.61%	23.56%	30.33%
同比2019年增速	79.75%	85.11%	73.46%	/	/	/
毛利率	40.60%	41.63%	39.32%	42.61%	41.33%	41.74%
销售费用率	2.60%	2.35%	2.91%	2.52%	2.63%	2.87%
管理费用率	16.80%	11.51%	18.36%	17.87%	18.59%	17.41%
研发费用率	4.15%	4.03%	4.30%	4.50%	4.57%	4.43%
归母净利润	2112	1265	847	3585	1656	1893
同比增速	27.53%	-0.45%	119.80%	89.39%	140.27%	59.53%
同比2019年增速	206.41%	219.67%	188.54%	/	/	/
扣非净利润	1376	788	588	2050	813	1470
同比增速	69.21%	41.11%	130.93%	39.50%	43.91%	45.91%
同比2019年增速	143.51%	117.19%	190.80%	/	/	/
应收账款	2449		2278	2253	2066	2603
经营性现金流	1794		873	3628	1160	2056
经营性现金流/净利润	73.82%		78.87%	94.44%	68.96%	102.34%

科研服务：业绩靓丽，旺盛需求促进景气度持续攀升

- 2021H1业绩持续放量。**科研服务板块合计10家公司，其中科研试剂耗材类公司6家，科研仪器设备类公司4家。2020H1科研服务板块收入52.94亿元，同比增长32.96%，主要得益于生命科学研究领域迅速发展，对生物试剂和仪器需求快速增加；归母净利润13.80亿元，同比增长94.16%；扣非归母净利润9.12亿元，同比增长241.79%，利润大幅提升一方面受泰坦科技、纳微科技、键凯科技、海尔生物等全线业务快速增长，另一方面由于2020H1疫情影响泰坦科技、莱伯泰科等公司利润下降影响基数。
- 毛利率略微下降，研发费用率提升。**2021年H1科研服务板块毛利率为50.70%，比2020年H1的52.39%下降1.69 pct，主要受洁特生物产品结构和会计处理准则导致毛利率下降影响。2021年H1销售费用率12.69%，同比下降1.42 pct；研发投入持续加大，研发费用率9.92%，同比增加1.25 pct。
- 旺盛需求，产能扩容，有望推动科研服务行业业绩持续向好。**阿拉丁华南仓和西南仓预计2021年Q3投入运营，泰坦科技定增募集资金7.74亿元用于生命科学总部，2021H1纳微科技常熟基地投产，产能提升将带动业绩进一步放量。

表8：科研服务行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	5294	2827	2466	10898	3982	8242
同比增速	32.96%	8.77%	78.46%	32.22%	23.91%	7.56%
同比2019年增速	64.76%	33.46%	125.34%	/	/	/
毛利率	50.70%	47.92%	53.89%	50.60%	52.39%	44.19%
销售费用率	12.69%	12.00%	13.47%	11.89%	14.11%	14.56%
管理费用率	16.94%	6.90%	16.47%	14.36%	15.85%	15.84%
研发费用率	9.92%	10.44%	9.32%	8.28%	8.67%	8.26%
归母净利润	1380	539	841	2539	711	630
同比增速	94.16%	0.27%	385.88%	303.28%	70.02%	-40.86%
同比2019年增速	230.12%	78.90%	620.82%	/	/	/
扣非净利润	912	419	493	1958	267	511
同比增速	241.79%	196.84%	292.20%	283.55%	-9.72%	-43.96%
同比2019年增速	208.58%	116.43%	383.15%	/	/	/
应收账款	2880		2913	2683	2596	2717
经营性现金流	-213		-198	2932	293	1056
经营性现金流/净利润	-15.54%		-23.74%	113.07%	39.94%	147.76%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

科研服务：需求喷涌，替代加速，推动业绩快速提升

2021H1情况

	科研试剂材料上市公司						科研仪器设备上市公司			
	义翘神州	键凯科技	泰坦科技	阿拉丁	纳微科技	洁特生物	海尔生物	莱伯泰科	聚光科技	天瑞仪器
总营业收入(亿元)	6.35	1.56	9.23	1.30	1.66	4.00	9.28	1.82	13.69	4.05
增速	28.2%	137.5%	77.9%	42.4%	111.6%	48.9%	56.1%	31.3%	-3.9%	32.5%
归母净利润(亿元)	4.43	0.81	0.46	0.41	0.65	0.93	5.73	0.34	-0.11	0.15
增速	32.3%	190.0%	124.4%	70.7%	172.8%	-15.6%	270.1%	74.2%	-178.38%	180.1%
主营业务1	生物试剂	销售产品			色谱填料和层析介质	生物实验室一次性塑料耗材	样本安全场景		仪器、相关软件及耗材	实验分析仪器及系统
收入(亿元)	5.97	1.40			1.20	3.96	3.84		8.85	2.47
增速	25.9%	144.8%			120.3%	248.9%	35.4%		-13.4%	35.0%
主营业务2	技术服务	技术服务				防护类产品	药品及试剂安全场景		运营检测及咨询服务	运维、检测及配件销售
收入(亿元)	0.38	0.13				0.04	2.67		2.43	0.43
增速	79.0%					-97.6%	98.3%		33.4%	53.6%
主营业务3		运输服务					疫苗安全场景		环境治理装备及工程	环境监测仪器及系统
收入(亿元)		0.03					1.61		1.84	0.42
增速		719.0%					35.44%		5.0%	-0.53%

化学制剂：业绩增速下滑，研发投入持续增长

化学制剂板块整体业绩增速下滑。化学制剂板块合计76家公司（基于可比性删除部分次新股）2021年上半年收入增速12.63%，但考虑到2020年上半年板块受到疫情影响比较大，2021年上半年相比于2019年收入增速仅为2.14%，整体增速中枢下滑明显，主要是受到带量采购和部分创新药谈判降价影响。利润端，2021年上半年归母利润增速8.33%，相比于2019年增速为0.24%，与收入增速基本一致。

企业持续加大研发投入。随着一致性评价和带量采购的实施，以及“医保战略价值导向购买”长期趋势的深化，化学制剂行业（尤其是实力雄厚的龙头企业）创新转型持续加速、研发投入不断加大，2021H1行业平均研发费用率为6.27%，与2020H1（5.28%）相比增加了0.99 pp。

政策影响持续存在，已从外部冲击变为内部假设。一致性评价和带量采购等政策执行后，化学制剂板块整体毛利率呈下降趋势，销售费用率亦呈下降趋势，但目前政策环境已相对稳定，从外部冲击变为内部假设。

表9：化学制剂行业主要财务指标情况（百万元）

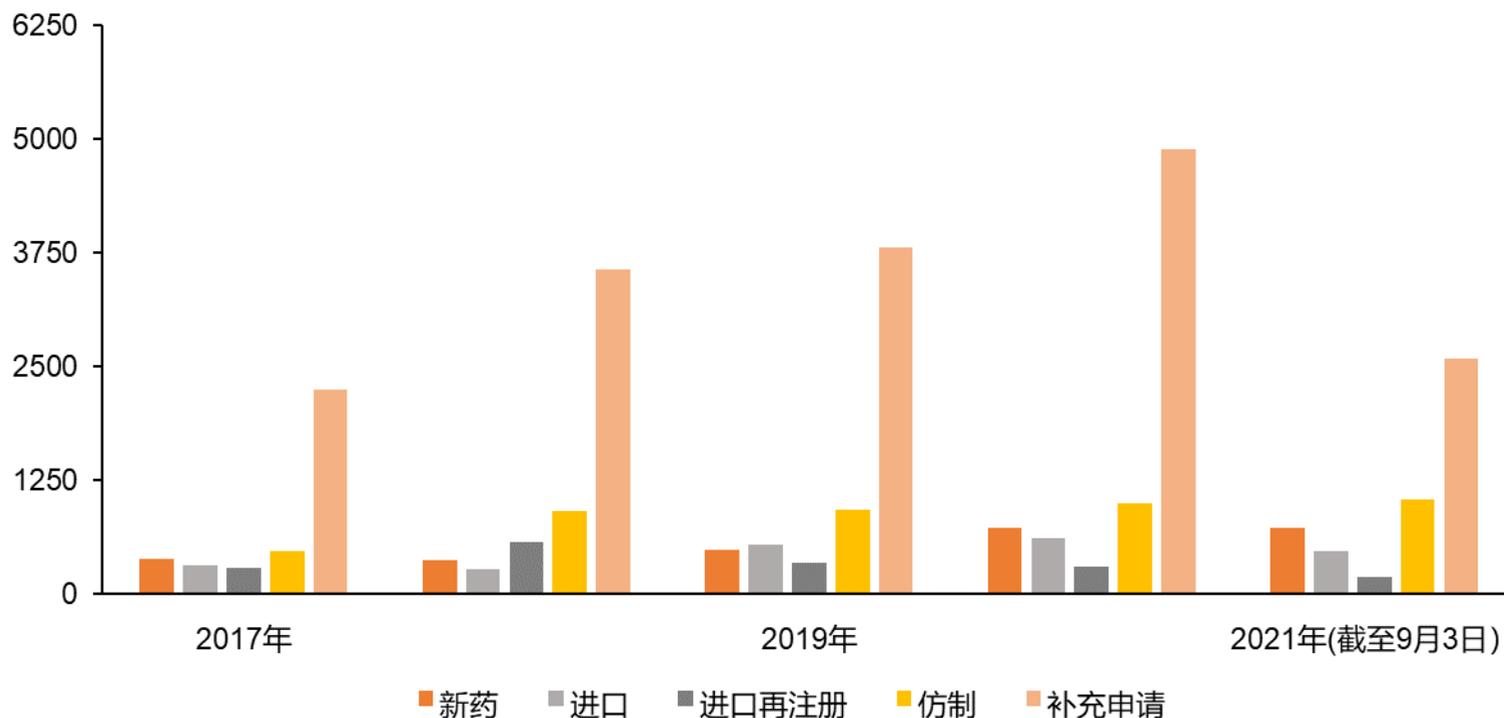
	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	161777	81123	80654	305400	143635	321080
同比增速	12.63%	10.17%	15.22%	-4.88%	-9.32%	11.05%
同比2019年增速	2.14%	1.27%	3.02%	/	/	/
毛利率	51.90%	50.56%	53.25%	53.58%	53.53%	54.81%
销售费用率	26.27%	25.48%	27.06%	27.74%	27.30%	30.09%
管理费用率	12.92%	6.49%	12.95%	14.54%	12.36%	12.32%
研发费用率	6.27%	6.40%	6.14%	6.71%	5.28%	5.41%
归母净利润	16505	7754	8751	20884	15236	17097
同比增速	8.33%	-3.59%	21.65%	22.15%	-7.46%	-21.78%
同比2019年增速	0.24%	-6.27%	6.82%	/	/	/
扣非净利润	13668	6562	7106	15128	12131	12112
同比增速	12.68%	2.22%	24.43%	24.90%	-16.32%	-31.65%
同比2019年增速	-5.71%	-9.30%	-2.13%	/	/	/
应收账款	76299		75101	68212	70487	68901
经营性现金流	13482		3458	36372	16648	37015
经营性现金流/净利润	74.85%		35.89%	150.06%	95.71%	181.45%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

CDE受理化学类药品总数逐年提高，创新药占比上升

- 2017年至2020年CDE承办的化药审批数量逐年上升，2020年全年已受理号记有7904个。这一时期内，主要的申请类型是以补充申请，其次为仿制申请。新药的申请数量逐年增加
- 2021年截至9月3日，CDE共受理化学类药品5261个（以受理号计）。化药国产新药的申请数量进一步提高，截止9月3日即达到728个，超过2020年全年总和

图2：2017年-2021年9月3日CDE化药各种申请受理情况



资料来源：CDE，天风证券研究所

1类创新化学药IND数量逐年提升，NDA数量整体趋势上涨

- 2016年至2020年，1类创新化学药IND申请批准数量稳步上升，占化药类IND申请批准的比例整体趋势上升。2020年1类创新化学药IND申请694件，较2019年上升40.77%，占2020年全部化药IND申请比例达76.52%
- 2016年至2020年，1类创新化学药NDA数量整体趋势上升。5年内，共有53种1类创新化学药NDA审评通过，其中2020年审评通过14种，占有所有化学药NDA比例为12.17%。随着IND数量的提升，预计未来1类创新化学药NDA数量也会迎来新的增长

图3：化药1类新药获批IND数量及占比

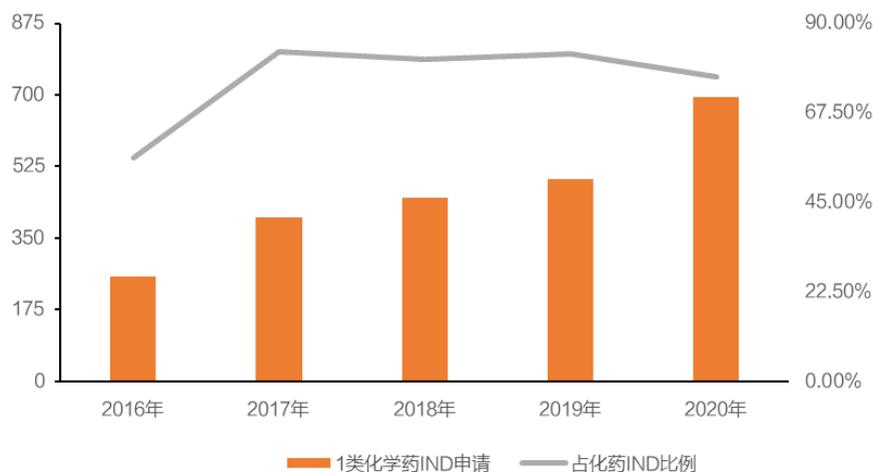
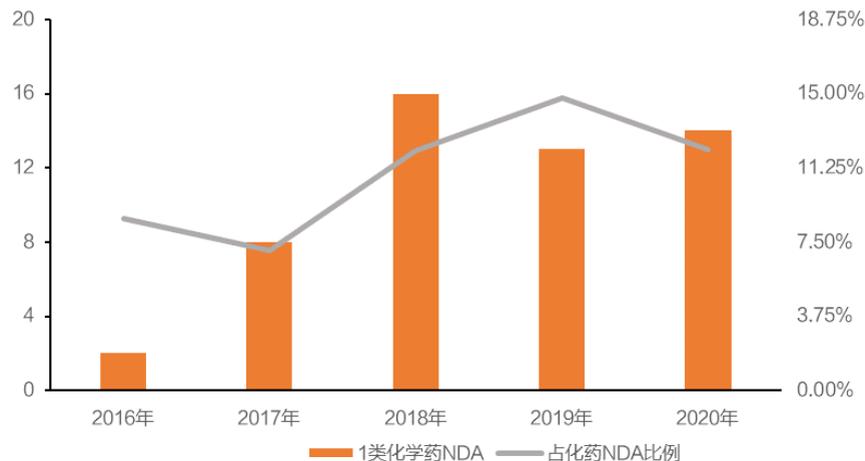


图4：化药1类新药获批NDA数量及占比



资料来源：CDE，天风证券研究所

化学制剂企业：通过license-in模式，快速扩充创新型在研管线

- License-in已成为近年来扩充产品管线的重要方式之一，根据《2021中国健康产业白皮书》，2020年中国药企达成的License-in产品交易超35个，合作模式涵盖单个产品至技术平台引进，进入2021年，License-in模式依然持续火热。

表12：2021年上半年国内药企主要License in事件

引进方	授权方	产品	治疗领域	交易总额
恒瑞医药	大连万春	普那布林	化疗引起的中性粒细胞减少症和癌症	13亿人民币
恒瑞医药	瓊黎药业	Linperlisib	复发/难治滤泡性淋巴瘤	2000万美元
正大天晴	亿一生物	F-627	化疗引起的中性粒细胞减少症	2.1亿元人民币
石药集团	康宁杰瑞	KN026	乳腺癌及胃癌	6亿元人民币
石药集团	倍而达	BPI-7711	晚期或复发非小细胞肺癌患者	2亿元人民币
石药集团	康诺亚生物	CM310	中重度哮喘和慢性阻塞性肺病(COPD)	1.7亿元人民币
京新药业	Bio-Pharm Solutions Co. Ltd.	JBPOS0101	婴儿痉挛症、局灶性癫痫	4000万美元
齐鲁制药	Cend Therapeutics	CEND-1	晚期转移性胰腺癌	2.35亿美元
扬子江药业	韩国大熊制药	Fexuprazan	胃食管反流病	3800亿韩元

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

生物制品：2021H1维持较高增速，板块高景气度延续

- **生物制品板块48家公司2021年上半年维持较高增速。**2021H1收入增长36.18%，其中2021Q1增速42.13%，Q2增速31.99%，2021Q2同比增速较Q1同比增速下滑系2020Q2疫情缓解基数升高。2021H1归母净利润同比增长104.73%，扣非净利润同比增长107.87%。
- **毛利率恢复性增长，销售费用率有所回落。**生物制品2021H1毛利率为58.88%，对比2020H1的55.76%恢复性提高，主要系疫情得到缓解，运输、生产等成本控制较好。2020H1销售费用率20.00%，同比2020H1的23.01%有所下降，研发费用率维持平稳，2021H1研发费用率为8.76%，主要系生物制品板块疫苗、重组蛋白、抗体类药物研发投入继续加大，研发费用增长较快。
- **生物制品格局多元化，板块整体高景气度。**生物制品包含预防类疫苗、重组蛋白及其衍生物、细胞疗法、基因药物、血制品等。受疫情影响国内疫苗销售快速增长，如智飞生物2021H1收入同比增长88.31%。

表15：生物制品行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	75199	42735	32464	126080	55220	113922
同比增速	36.18%	31.99%	42.13%	10.67%	4.51%	15.73%
同比2019年增速	42.33%	47.28%	36.29%	/	/	/
毛利率	58.88%	60.84%	56.30%	57.48%	55.76%	57.73%
销售费用率	20.00%	19.25%	20.98%	24.07%	23.01%	26.48%
管理费用率	15.43%	6.30%	16.04%	16.38%	15.77%	15.15%
研发费用率	8.76%	8.67%	8.89%	8.83%	8.26%	7.06%
归母净利润	17965	12118	5847	20808	8775	15423
同比增速	104.73%	109.57%	95.37%	34.92%	21.46%	41.27%
同比2019年增速	148.66%	194.52%	88.00%	/	/	/
扣非净利润	16143	10754	5389	16461	7766	13916
同比增速	107.87%	116.05%	93.27%	18.29%	13.37%	37.56%
同比2019年增速	135.66%	188.86%	72.33%	/	/	/
应收账款	34683		31774	29889	26923	23597
经营性现金流	15328		2763	16710	6374	15253
经营性现金流/净利润	81.55%		44.05%	76.55%	68.82%	89.73%

资料来源：Wind，公司公告，CDE，天风证券研究所；注：管理费用率计算时包括研发费用

生物制品：2021年H1多个重要品种获批上市

公司	产品	适应症	阶段
复星医药	阿基仑赛 (CAR-T)	二线及以上DLBCL	上市
智飞生物	母牛分枝杆菌疫苗	预防肺结核	上市
康泰生物	冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗	预防由b型流感嗜血杆菌引起的侵袭性感染	上市
神州细胞	重组人凝血因子VIII	血友病	上市
甘李药业	精蛋白人胰岛素 (预混30R)	糖尿病	上市
康希诺	二价脑膜炎球菌多糖结合疫苗	预防A群及C群血清群脑膜炎奈瑟球菌感染	上市
康希诺	重组新型冠状病毒疫苗 (腺病毒载体)	新冠病毒	附条件上市
恒瑞医药	贝伐珠单抗	转移性结直肠癌 (联合化疗) / 一线治疗晚期非鳞NSCLC (联合化疗)	上市
百济神州	达妥昔单抗β	高危神经母细胞瘤	上市
荣昌生物	维迪西妥单抗	至少接受过2种系统化疗的HER2过表达局部晚期或转移性胃癌	上市
荣昌生物	泰它西普	系统性红斑狼疮	上市
康方生物/正大天晴	派安普利单抗 (AK105)	三线霍奇金淋巴瘤	上市
中国生物制药	新型冠状病毒灭活疫苗	新冠病毒	上市
通化东宝	门冬胰岛素30、50	糖尿病	NDA
复宏汉霖	斯鲁利单抗 (HLX10)	MSI-H实体瘤	NDA
安科生物	曲妥珠单抗	HER2 阳性早期乳腺癌、HER2 阳性转移性乳腺癌、HER2 阳性转移性胃癌	NDA
百济神州	司妥昔单抗	HIV阴性和HHV-8阴性的iMCD	NDA
康方生物	AK104	宫颈癌	NDA

创新生物药：开启国际化征程，积极探索海外市场

- 近年来，在MAH制度的推动下，凭借国内良好的资本市场环境，国内创新药物研发转化持续加速。特别是在创新生物药领域，2020年信达生物与礼来制药关于信迪利单抗达成10亿+美元的授权合作，迈向公司产品出海第一步。此外，2017年中国加入ICH，支持国内药企与国际接轨，在更规范的注册指导要求下，国内制药企业同时积极推进海外临床研究，瞄准海外市场，纷纷布局国际化战略。
- 2021年上半年，在创新生物药领域达成了多项可观的海外授权合作，预计未来将逐渐实现海外销售。头部企业中百济神州、君实生物、荣昌生物、沃森生物等均在生物药上实现了重磅海外授权合作。其中，君实生物已与合作伙伴Coherus、信达生物与合作伙伴礼来制药均实现了其PD-1单抗在美国的首个BLA申报。

表16：重要公司于2021年上半年在生物药项目达成的海外license out授权合作情况

时间	授权方	引入方	交易项目	金额
2021年1月	百济神州	诺华	替雷利珠单抗（PD-1）	6.5亿美元首付款+13亿美元里程碑付款+2.5亿美元里程碑后付款
2021年2月	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗（PD-1）	11.1亿美元
2021年4月	百奥泰	渤健	托珠单抗类似物	3000万美元首付款+相应里程碑付款
2021年1月	信达生物	Etna	贝达珠单抗类似物	未披露
2021年4月	沃森生物	MarocVax Sarl	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	未披露
2021年8月	荣昌生物	西雅图基因	维迪西妥单抗（HER2 ADC）	2亿美元首付款+24亿美元里程碑付款

资料来源：各公司公众号，公司公告，天风证券研究所

双特异性抗体：多靶点精准协同，国内已进入商业化阶段

- 在机制上，双抗药物可采用灵活的组合靶点策略解决单抗药物所面临的耐药性及脱靶问题，进一步拓展抗体药物在疾病治疗中的潜力。目前全球有两款双抗药物进入商业化阶段，包括安进的Blincyto（CD3/CD19）和罗氏的Hemlibra（FIXa/FXa），分别治疗血液瘤及A型血友病。此外，还有强生的Amivantamab（EGFR/c-Met）于2021年5月21日获得美国FDA批准上市，用于治疗EGFR突变的非小细胞肺癌。
- 国内已有两款双抗药物获批，包括罗氏的Helimlibra（2018年国内上市），以及百济从安进引入的Blincyto（2021年国内商业化上市）。此外，还有多项双抗药物进入临床阶段。国内双抗龙头企业研发进度靠前，其中，恒瑞医药SHR1701（PD-L1/TGF- β ）、康方生物AK104（PD-1/CTLA-4）、康宁杰瑞（PD-L1/CTLA-4）已进入临床III期。其中，AK104已于2021年8月向NMPA递交治疗宫颈癌适应症NDA申请，并获得优先审评资格，标志着国内自研双抗正式迈向商业化。

表17：重点公司自研双抗进入临床阶段情况

公司	产品	靶点	适应症	阶段
康方生物	AK104	PD-1/CTLA-4	宫颈癌 胃癌/胃食管结合部癌	NDA III期
	AK112	PD-1/VEGF	非小细胞肺癌	II期
康宁杰瑞	KN046	PD-L1/CTLA-4	鳞状非小细胞肺癌	III期
	KN026	HER2双表位	HER2阳性乳腺癌	II期
恒瑞医药	SHR1701	PD-L1/TGF- β	胰腺癌等	III期
君实生物	JS201	PD-1/TGF- β	肿瘤	I期
信达生物	IBI-322	PD-L1/CD47	肿瘤	I期
	IBI-318	PD-1/PD-L1	肿瘤	I期
	IBI-315	PD-1/HER2	肿瘤	I期
	IBI-321	PD-1/TIGIT	肿瘤	I期
	IBI-319	PD-1/4-1BB	肿瘤	I期
	IBI-323	PD-L1/LAG-3	肿瘤	I期

mRNA：多疾病领域具有潜力，前景可期

- mRNA药物作为基因与蛋白质之间的媒介，参与了多种生物学调控，在病毒预防、肿瘤、心血管等多疾病领域均具有应用潜力。mRNA药物通常具有5'帽子（启动转录），3' Poly A尾巴（稳定以延长mRNA体内半衰期），编码区，5'非编码区（UTR），3'非编码区。mRNA药物具有良好的应用优势：1）无需入核，内吞至细胞质后即可启动翻译；2）减少插入核内基因组的风险，安全性好；3）相较于其它基因药物，mRNA易于生产，成本可控。
- mRNA递送平台在药物研发中占据重要地位。裸mRNA药物在体内半衰期较短，且入胞效率相对较低，因此开发稳定、成本可控的递送平台对于mRNA药物的临床转化具有驱动作用。Moderna和辉瑞/BioNTech开发的mRNA疫苗采用脂质纳米粒（LNP）作为载体，将mRNA/LNP系统推向研发热潮。2021年上半年国内药企同样关注mRNA技术平台，例如：百济神州引进Strand Therapeutics的mRNA平台，君实生物、天境生物与嘉晨西海关于mRNA项目达成战略合作。

图8：LNP结构

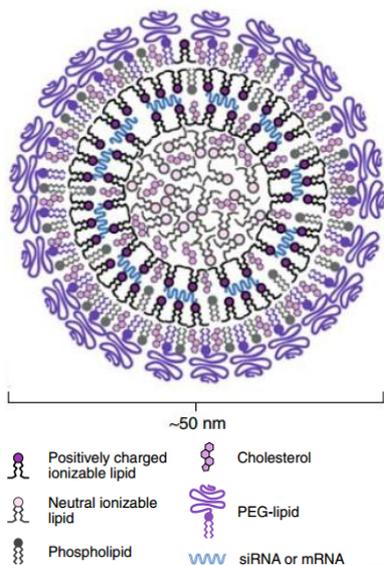


表18：国内进入临床阶段的mRNA药物

公司	产品	临床阶段
沃森生物/艾博生物	新冠病毒mRNA疫苗	III期
复星医药	BNT162b2	II期
斯微生物	新冠病毒mRNA疫苗	I期
斯微生物	个性化肿瘤疫苗	I期
珠海丽凡达生物科技公司	新冠病毒mRNA疫苗（LVRNA009）	I期

ADC：“智能生物导弹”，多家龙头公司布局

- 抗体偶联药物（ADC）是一类由靶向抗原的抗体片段+细胞毒素药物+连接子（linker）组成的生物药物，同时具有较好的靶向性和由化药带来的细胞杀伤作用。ADC药物发展至今，已经历三代更迭，逐渐改善了ADC药物的脱靶毒副作用，并可实现细胞毒素药物的定点偶联，提高用药安全性。
- 2021年8月，荣昌生物与西雅图基因就维迪西妥单抗达成高达26亿美元的合作，刷新了国内创新药物出海交易金额记录。根据IQVIA统计，国内有44个ADC药物处于临床阶段，其中50%以上药物针对HER2靶点，进入临床三期阶段的药物中，50%以上用于治疗HER2阳性乳腺癌。国内其它龙头企业纷纷布局ADC药物，荣昌生物维迪西妥单抗于2021年6月获批上市；恒瑞医药有两款ADC药物进入临床阶段，三款申报IND；君实生物有一款TROP-2 ADC进入临床I期，信达生物于2021年6月引进Synaffix的ADC研发平台。

图9：国内ADC产品管线临床各阶段布局情况（靶点）

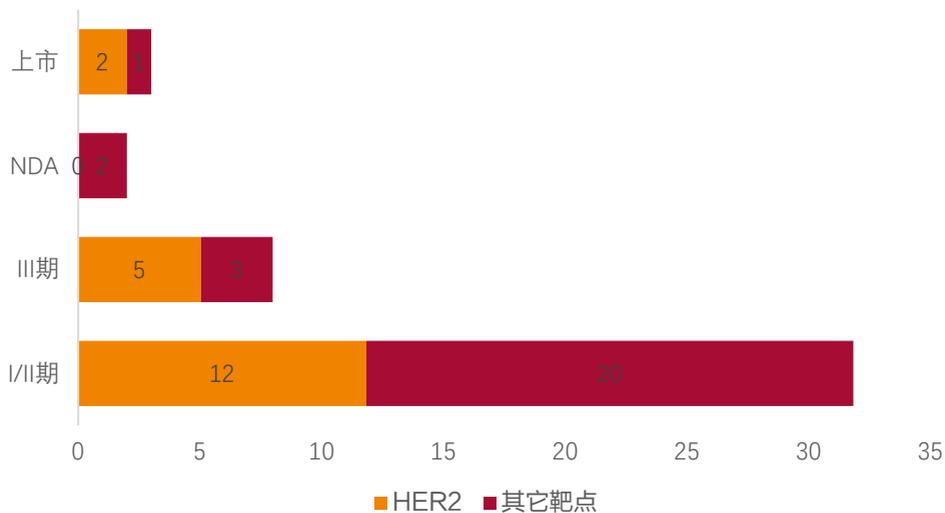
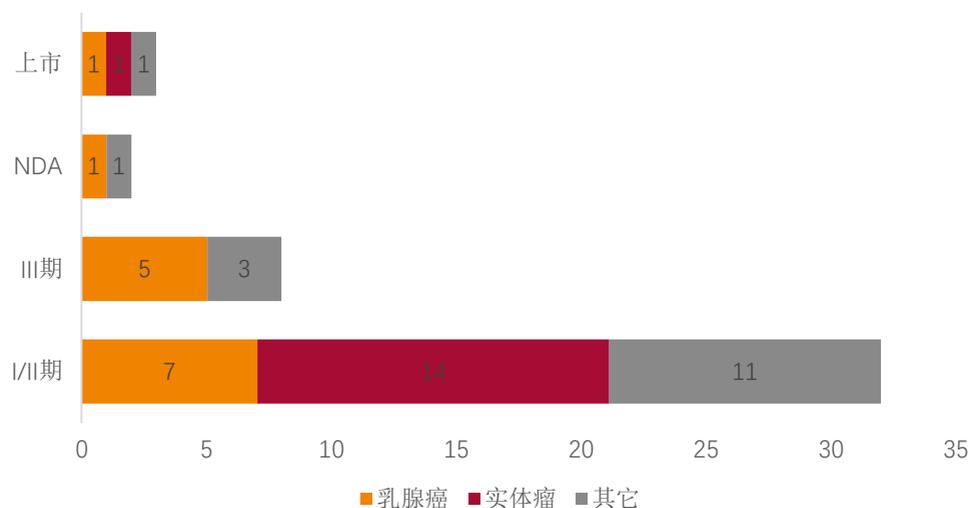


图10：国内ADC产品管线临床各阶段布局情况（适应症）



疫苗：新冠疫苗开始贡献业绩，研发产品进入收获期

- 2021H1疫苗板块高速增长，主要为新冠疫苗贡献业绩。疫苗板块合计8家公司（基于可比性，未纳入华兰生物和万泰生物），2021H1营收同比增长95.76%，扣非净利润同比增长253.25%。其中，1）智飞生物的子公司智飞龙科马2021H1收入**53.13亿元**（预计主要为新冠疫苗），净利润34.49亿元，净利率为64.9%。2）康希诺2021H1营收**20.61亿元**（主要为新冠疫苗贡献），归母净利润为9.37亿元。
- 不考虑新冠疫苗的收入贡献，其他疫苗整体同比小幅增长，预计与上半年快速推进新冠疫苗接种对常规疫苗接种产生影响有关。后续随着新产品的上市，常规疫苗接种业务的恢复，以及疫情带来的接种意识的提升，疫苗行业长期维持高景气。
- 板块研发费用率显著增加，产品陆续进入收获期。2021H1研发费用率为6.21%，与加大产品研发投入尤其是新冠疫苗投入相关，各公司自主研发和技术引进产品陆续进入收获期。

表19：疫苗行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	18979	13297	5682	23805	9695	15431
同比增速	95.76%	109.71%	69.39%	54.27%	37.98%	57.75%
同比2019年增速	170.10%	225.58%	93.10%	/	/	/
毛利率	65.35%	70.77%	52.68%	57.03%	52.62%	56.72%
销售费用率	11.10%	10.20%	13.23%	19.17%	15.31%	20.59%
管理费用率	9.32%	2.51%	13.33%	9.89%	8.82%	10.03%
研发费用率	6.21%	5.10%	8.80%	5.86%	4.57%	4.80%
归母净利润	7493	6341	1152	5604	2092	3284
同比增速	258.11%	324.46%	92.53%	70.67%	30.71%	8.37%
同比2019年增速	368.08%	554.58%	82.30%	/	/	/
扣非净利润	7330	6157	1173	5141	2075	3208
同比增速	253.25%	312.74%	101.10%	60.24%	45.11%	51.34%
同比2019年增速	412.60%	694.65%	79.03%	/	/	/
应收账款	15241		13551	11895	10300	6778
经营性现金流	7394		-648	4410	414	2100
经营性现金流/净利润	97.53%		-54.21%	75.87%	19.50%	62.96%

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：管理费用率计算时包括研发费用

疫苗：重点上市公司分析

	智飞生物	康泰生物	康希诺-U	康华生物	金迪克	万泰生物	欧林生物	沃森生物	
2021H1营业收入（百万元）	13171.48	1052.20	2061.45	560.41	32.09	1963.97	169.12	1349.76	
增速	88.3%	21.0%	51057.7%	23.2%	-63.3%	132.8%	51.7%	135.4%	
归母净利润（百万元）	5490.65	336.55	937.13	252.17	(23.31)	721.51	42.35	319.20	
增速	264.9%	29.5%	1016.9%	38.0%	NA	195.9%	225.1%	419.1%	
归母净利润率	41.7%	32.0%	45.5%	45.0%	NA	36.7%	25.0%	23.6%	
扣非净利润（百万元）	5502.86	296.05	899.27	243.48	(25.87)	692.50	37.73	239.82	
增速	263.7%	16.5%	873.5%	33.6%	NA	202.4%	273.0%	318.2%	
重点品种销售收入	智飞龙科马（预计主要为新冠）53.13亿元；自主产品：60.37亿元（+1474.67%），剔除智飞龙科马，约7.24亿元；代理产品：71.17亿元（+7.96%）	免疫规划疫苗：1.80亿元（+949.76%）非免疫规划疫苗：8.72亿元（+2.28%）	收入主要为新冠疫苗贡献	收入主要为新冠疫苗贡献	人二倍体狂苗：5.49亿元（+24.75%）	收入全部四价流感疫苗，因其季节性特征，主要下半年贡献业绩	二价HPV疫苗：6.93亿元	未披露	PCV 13：9.89亿元（+779.53%）
新冠疫苗进展（中国）	紧急使用（2021.3.18）	紧急使用（2021.5.14）	附条件上市（2021.2.25）						
新冠疫苗进展（海外）	乌兹别克斯坦：获批使用（2021.3），注册（2021.8）		截止至2021.8.6：厄瓜多尔、墨西哥、巴基斯坦、匈牙利、智利、阿根廷等多国紧急使用						
临床试验进展	自2020年12月12日开始，陆续在中国湖南省、乌兹别克斯坦、印度尼西亚、巴基斯坦和厄瓜多尔开展III期，截止至2021.8.27，入组28500人，共监测到全程接种后的主要终点221例，保护效力为81.76%，重症及以上/死亡病例为100%。	灭活疫苗III期临床试验2021年6月下旬在海外进行第一针接种，临床试验地点在马来西亚、菲律宾等国家	在巴基斯坦、墨西哥、俄罗斯、智利、阿根廷开展III期。截止至2021.2，已完成4万余人接种及期中分析；在单针接种28天后，保护效力为65.28%，重症为90.07%；在单针接种14天后，保护效力为68.83%，重症为95.47%。					2021.8.31：墨西哥、印度尼西亚III期临床试验批件	
部分研发管线进展	母牛分枝杆菌疫苗已上市（2021.6.16）；流感裂解、PPV 23完成临床试验；PCV 15、冻干狂苗（MRC-5细胞/Vero细胞）、四价流感III期临床试验中	DTaP、冻干Hib获批；PCV 13已报产，预计2021年获批；人二倍体狂苗已报产，预计2022年获批；冻干水痘疫苗已完成III期，预计2023年获批；Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗III期中	脑膜炎疫苗MCV2已获批、MCV4有望于2021年获批；埃博拉Ad-EBOV获批；PCV13iIII期临床试验	推进六价诺如病毒疫苗等产品研发	人用狂苗（Vero细胞）完成III期；四价流感疫苗（儿童）I期中	九价HPV和冻干水痘III期临床试验中	AC结合疫苗获批上市；AC-Hib联合疫苗处于III期；重组金黄色葡萄球菌疫苗处于II期	二价HPV申报生产	

海外多中心临床试验和生产合作，疫苗出口跨越式提升

- 新冠疫苗为疫苗企业培养和提升全球多中心临床试验带来契机
- 新冠疫苗的出口和海外生产合作，有助于中国疫苗企业疫苗产品的出口合作
- 对于疫苗企业开拓疫苗海外出口业务，尤其亚太等新兴国家市场，带来长期发展助力

疫苗厂家	三期临床试验	出口情况	海外生产合作
国药中生	阿联酋、巴林、约旦、埃及等	截止至2021.9.3, 已获得阿联酋、泰国、马来西亚、秘鲁等9个国家的注册上市, 在105个国家、地区和国际组织获批紧急使用或市场准入, 接种人群覆盖196个国别, 通过了世卫组织紧急使用和欧盟GMP认证	截止至2021.9.3, 已与阿联酋和塞尔维亚签署了疫苗合作项目, 启动新冠疫苗原液分装项目
科兴中维	巴西、土耳其等	截止至2021.8.6, 已经在超过50个国家获得紧急使用或附条件上市, 进入世界卫生组织紧急使用清单。科兴2021年已经与中国以外的20个国家签约近9亿剂疫苗合作协议。	与埃及VACSERA签署合作协议, 2021年5月21日, 首批科兴新冠疫苗半成品运抵埃及, 在埃及本地化生产项目正式灌装投产
智飞生物	中国湖南省、乌兹别克斯坦、印度尼西亚、巴基斯坦和厄瓜多尔	乌兹别克斯坦	
康泰生物	马来西亚、菲律宾等		
康希诺	墨西哥、俄罗斯、巴基斯坦、阿根廷和智利	厄瓜多尔、墨西哥、巴基斯坦、匈牙利、智利、阿根廷等多国紧急使用授权, 并陆续向当地运输疫苗成品或原液	墨西哥、巴基斯坦等合作本地灌装

医疗器械：新冠业务需求仍存，IVD常规业务恢复较快增速

- 常规业务恢复增长，新冠相关业务需求仍存。** 医疗器械板块合计81家公司，2021年上半年整体营收同比增长49.79%，同比2019年增长147.71%，归母净利润同比增长67.78%，同比2019年增长312.55%，扣非净利润同比增长69.49%，同比2019年增长350.73%。营收增长较快主要是由于新冠疫情仍在蔓延，新冠相关产品需求仍存，常规业务恢复较快增速。
- 2021Q2海外疫反复，国内诊疗恢复推动体外诊断业务强劲增长。** 2021Q2营业收入领先的医疗器械公司分别为：迈瑞医疗、英科医疗、楚天科技、东方生物。二季度新冠疫情带来的海外需求持续，一次性防护手套和新冠检测试剂盒需求依旧旺盛，相关公司收入体量较大。国内疫情控制良好，二季度常规诊疗活动、体检、择期手术量显著恢复，国内体外诊断业务中的常规试剂需求明显复苏，体外诊断相关公司实现强劲增长。
- 医疗器械进口替代大有可为。** 近几年国内医疗器械企业持续加大创新研发，部分产品在质量和性能上已逐步达到进口产品水平，国产替代呈加速态势。

表23：医疗器械行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	90294	45904	44390	144306	60279	85216
同比增速	49.79%	12.92%	126.16%	69.34%	65.37%	19.55%
同比2019年增速	147.71%	128.75%	170.94%	/	/	/
毛利率	64.27%	64.42%	64.12%	62.39%	62.20%	58.64%
销售费用率	12.66%	12.74%	12.58%	13.90%	14.54%	20.00%
管理费用率	10.96%	4.94%	10.73%	11.70%	11.70%	15.11%
研发费用率	5.97%	6.23%	5.71%	6.44%	6.40%	8.06%
归母净利润	31714	15831	15884	44025	18902	16700
同比增速	67.78%	7.77%	276.96%	163.61%	145.89%	18.22%
同比2019年增速	312.55%	249.04%	403.95%	/	/	/
扣非净利润	30365	15174	15191	41976	17916	15418
同比增速	69.49%	4.95%	339.34%	172.24%	165.93%	19.51%
同比2019年增速	350.73%	281.19%	451.15%	/	/	/
应收账款	29319		26093	22517	21827	19125
经营性现金流	25084		10613	55042	21724	18457
经营性现金流/净利润	78.40%		66.20%	123.10%	113.56%	109.03%

IVD：后疫情时期海外出口业务逐渐由新冠检测试剂转向常规检测试剂

- 常规业务恢复增长，体外诊断（IVD）板块合计22家公司，2021年上半年整体营收同比增长52.48%，同比2019年增长127.05%，归母净利润同比增长63.82%，同比2019年增长257.25%，扣非净利润同比增长67.43%，同比2019年增长301.36%。营收增长较快主要是由于新冠核酸检测试剂盒需求仍存，常规业务恢复较快增速。
- 2021年Q2新冠检测收入增速放缓，2021年Q2 IVD公司营收同比增长23.17%，归母净利润同比增长15.93%，扣非净利润同比增长14.6%，收入和净利润放缓，主要由于2020年新冠检测试剂盒高业绩基数，2021年Q2新冠检测试剂盒价格有所下降，整体增速放缓。
- 海外出口业务逐渐由新冠检测试剂转向常规试剂，中国IVD企业在新冠检测试剂出口期间积累了渠道资源和品牌影响力，打开海外市场。后疫情时期，IVD公司积极推进海外市场的建设，包括在当地设立分公司、开设工厂，实现海外业务本地化运营，推动常规业务的出海。

表24：体外诊断行业（IVD）主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	60486	31826	28659	91328	39668	57669
同比增速	52.48%	23.17%	107.23%	58.37%	48.90%	17.66%
同比2019年增速	127.05%	121.94%	133.00%	/	/	/
毛利率	64.50%	64.34%	64.68%	62.61%	63.19%	57.26%
销售费用率	13.60%	13.00%	14.27%	15.45%	14.95%	19.03%
管理费用率	10.85%	4.66%	10.77%	12.28%	11.93%	14.43%
研发费用率	6.04%	6.26%	5.79%	6.74%	6.55%	7.68%
归母净利润	19959	10598	9361	25702	12183	10449
同比增速	63.82%	15.93%	207.76%	145.97%	118.07%	13.70%
同比2019年增速	257.25%	229.24%	295.33%	/	/	/
扣非净利润	19400	10199	9201	24459	11587	9633
同比增速	67.43%	14.60%	242.35%	153.91%	139.72%	10.56%
同比2019年增速	301.36%	276.94%	332.41%	/	/	/
应收账款	27692		24072	20831	19364	15853
经营性现金流	13066		5419	33031	12370	11596
经营性现金流/净利润	63.77%		55.89%	124.46%	99.74%	108.14%

分子诊断：新冠疫情仍存，2021年上半年收入维稳，后疫情时期迎黄金发展阶段

- 分子诊断具备灵敏度高、特异性强、可定量检查等优势，弥补了生化检测、血液检测和免疫检测等诊断方式无法判断导致感染性疾病的病毒、细菌、衣原体、支原体和螺旋体等病原体DNA或RNA复制情况的弊端。
- 中国基因检测市场规模处于快速增长期。2020 年全球基因检测市场规模预计为138亿美元，中国市场比重由2012年的17.96% 增长为 34.78%，占全球市场的三分之一以上。2020年中国分子诊断行业市场规模为125亿元。
- 后疫情时期加速PCR实验室构建。一方面新冠核酸检测的普及有利于基因检测知名度和认可度提高，助力基因检测未来市场推广。另一方面国家重视基层医院检验科补短板，PCR实验室普及率提升。

表25：分子诊断相关企业对比

	华大基因	圣湘生物	达安基因	东方生物	艾德生物	贝瑞基因	硕世生物	凯普生物
2021年								
最新市值(亿元) (2021年8月31日)	388	279	263	207	166	81	72	88
预测PE(wind)	22.4	15.3		5.1	65.4	79.7		13.2
2021年上半年								
营业收入(百万元)	3646.21	2028.32	3482.72	6381.98	398.95	733.61	1130.56	1298.63
增速	-11.24%	-3.41%	63.31%	670.63%	40.96%	1.82%	97.46%	156.88%
净利润(百万元)	1094.18	1120.89	1606.15	3400.06	111.32	31.54	502.03	410.56
增速	-33.80%	-9.00%	121.74%	548.54%	37.77%	-72.45%	63.19%	177.20%
研发费用(百万元)	211.69	52.42	183.24	195.68	68.16	60.09	36.68	50.32
增速	26.74%	77.66%	137.26%	632.87%	28.96%	7.00%	39.51%	94.51%
新冠业务收入(百万元)			2129.83	6188.00			750.35	
占总收入比重			61.15%	96.96%			66.37%	

医疗设备：医疗新基建推动需求，制药装备领域加速增长

- 2021年H1医疗设备行业持续恢复。A股医疗设备共14家公司。医疗设备板块2021年H1营业收入同比增长22%，归母净利润同比增长14%，增长水平有所放缓。

医疗设备企业上半年经营主要受两方面因素影响：

1) 海外疫情在2020年H1爆发，Q2医疗设备采购达到高峰，今年上半年需求恢复正常，同比基数较高，同时，汇率波动对海外业务开展也产生了一定汇兑损益影响，迈瑞医疗、理邦仪器等企业海外业务占比有所下降；

2) 国内业务方面，2020年H1医院诊疗活动的开展受到疫情影响，部分常规设备和影响设备的采购和销售有所延迟，今年在国内医疗新基建的整体需求拉动下，呈现加速恢复态势。

- 制药装备领域加速增长。医疗设备领域制药设备企业受益于抗体、疫苗等生物制剂的行业发展，东富龙、楚天科技在报告期内均实现快速增长。随着下游生产企业加强生物制药产能提升和对自动化成套生产线等设备的生产和布局，制药装备需求向好。
- 医疗新基建在全球广泛开展促进需求持续，国内市场方面，产品国产化为大势所趋。新冠疫情下欧洲各国纷纷加强了急诊、重症医院网络建设，加大了ICU床位及重症监护设备的配备，新兴市场公共卫生体系基础设施建设提速。国内市场持续推动医疗设备国产化，预计头部企业有望持续提升市场占有率。

表26：医疗设备行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	24419	13303	11116	42279	19999	31479
同比增速	22.10%	13.80%	33.77%	34.31%	33.19%	16.58%
同比2019年增速	62.63%	65.21%	59.64%	/	/	/
毛利率	57.43%	57.63%	57.20%	57.22%	59.89%	55.53%
销售费用率	13.30%	12.37%	14.42%	14.27%	15.28%	18.40%
管理费用率	13.96%	5.06%	15.63%	14.01%	13.75%	15.25%
研发费用率	8.33%	7.50%	9.31%	8.53%	8.27%	9.05%
归母净利润	6671	3911	2760	10800	5827	6458
同比增速	14.49%	0.64%	42.21%	67.23%	79.00%	18.62%
同比2019年增速	104.93%	105.39%	104.29%	/	/	/
扣非净利润	6405	3735	2670	10236	5489	6140
同比增速	16.69%	0.19%	51.61%	66.71%	76.40%	20.95%
同比2019年增速	105.85%	104.34%	108.00%	/	/	/
应收账款	5368		4874	4564	5496	5342
经营性现金流	6077		1825	16229	7733	6847
经营性现金流/净利润	90.48%		65.83%	150.06%	132.47%	105.82%

血液制品：行业整体经营业绩平稳

- 整体经营业绩平稳。**血液制品板块合计6家公司，2021H1收入增长13.47%，相比于2019年增速为13.74%，整体较为平稳；扣非归母净利润增长18.51%，相比于2019年的增速为38.21%。但板块内部公司经营业绩分化较大，如天坛生物收入增长16.50%，华兰生物收入下滑7.06%。
- 存货水平进一步增加。**2020年，受上半年新冠疫情紧急救治的阶段性影响，行业渠道库存加速消耗，上市公司存货金额跟随下降，2021H1板块整体存货水平上升，预计主要是下游需求依然受到疫情影响，诊疗活动尚未完全恢复有关。
- 采浆依然是核心竞争要素。**我们认为血液制品作为资源品行业，浆源依然是核心竞争要素，展望未来，我们认为具有较好的浆站拓展能力的公司具有更好的机会。

表27：血液制品行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	7277	3905	3372	15698	6413	14065
同比增速	13.47%	22.19%	4.80%	11.61%	0.24%	18.32%
同比2019年增速	13.74%	14.36%	13.02%	/	/	/
毛利率	53.26%	52.56%	54.08%	59.77%	54.51%	58.85%
销售费用率	10.77%	10.79%	10.74%	16.36%	11.53%	15.10%
管理费用率	12.29%	8.03%	11.89%	11.47%	11.46%	12.04%
研发费用率	4.04%	4.61%	3.38%	3.87%	3.58%	3.64%
归母净利润	2148	1134	1015	4212	1794	3260
同比增速	19.77%	19.15%	20.46%	29.20%	13.90%	289.82%
同比2019年增速	36.41%	37.48%	35.23%	/	/	/
扣非净利润	2060	1063	997	4012	1738	3069
同比增速	18.51%	19.11%	17.88%	30.74%	16.62%	32.12%
同比2019年增速	38.21%	34.17%	42.79%	/	/	/
应收账款	2531		2754	3006	2158	2558
经营性现金流	3087		1038	4414	2045	3140
经营性现金流/净利润	134.35%		95.23%	92.85%	106.24%	86.02%
存货	12519		11897	11080	9839	9112
存货增速	27.24%		37.67%	21.59%	39.79%	11.61%

血液制品：龙头企业逐步企稳，长期趋势向好

公司总体情况

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	派林生物	卫光生物
最新市值(亿元)	426	537	468	165	220	66
2021年预测PE(wind)	55	27		41	46	27
2020浆站数量(个)	55	25	41	13	26	8
2020年采浆(吨)	1714	1000+	1200+	378		382
2021H1浆站数量(个)	55	25	41	13	26	8
2021H1采浆(吨)	875			192		215

2021H1情况

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	派林生物	卫光生物
总营业收入(亿元)	18.11	12.89	17.56	12.95	7.91	3.36
增速	16.50%	-7.06%	34.10%	6.00%	85.10%	-17.61%
归母净利润(亿元)	3.37	4.57	9.10	1.98	1.76	0.70
增速	18.75%	-10.64%	30.67%	22.72%	179.56%	-9.73%
扣非净利润(亿元)	3.32	3.96	9.24	1.95	1.48	0.66
增速	19.55%	-14.92%	30.09%	27.14%	157.09%	-11.57%
血制品收入(亿元)	18.05	12.72	17.55	5.86	7.90	3.31
增速	16.50%	-8.28%	34.10%	25.09%	85.12%	-17.96%
毛利率		59.61%	57.19%		46.62%	39.81%
白蛋白收入(亿元)		4.73	6.98	1.67		1.45
增速		2.72%	76.40%	2.47%		-14.81%
静丙收入(亿元)		3.83	5.05	1.83		1.16
增速		-27.03%	-8.74%	13.37%		-29.90%
其他血制品收入(亿元)		4.16	5.52	1.91		0.54
增速		3.65%	53.32%			-0.41%

注：派林生物在营浆站为11+10+5=26家，其余为待建或待审批

连锁药店：处方外流与行业集中度提升，龙头将显著受益

- **整体业绩增速有所回落。**连锁药店合计6家上市公司，受到去年同期防疫物资销售激增导致的高基数及上半年部分地区疫情相关品类限购的影响，2021H1整体业绩增速出现下滑，营业收入增长13.58%，扣非净利润增长14.32%（大参林+1.65%、漱玉平民-22.78%影响），相比2020H1增速（+45.04%，+48.91%）均显著下滑。
- **产品结构逐渐回归常态，2021H1毛利率显著提升。**2021H1毛利率为37.23%，相比于去年同期提升了1.8个百分点，主要是由于国内疫情逐渐得到控制，毛利率较低的防疫物资销售占比下降。
- **规模持续增长，经营性现金流不断优化。**2021年上半年6家连锁药店行业上市公司经营性现金流均实现增长，主要得益于规模的持续增长，2021H1经营性现金流/净利润达到152.07%。
- **双通道办法有望加速处方外流，龙头将显著受益。**国家医保局发布《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》，将定点零售药店纳入医保药品的供应保障范围，并实行与医疗机构统一的支付政策，同时也对定点零售药店的纳入提出更高要求，更加注重合规管理和信息化建设的连锁药店龙头更具优势。

表28：连锁药店行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	34422	17315	17107	63457	30306	50555
同比增速	13.58%	12.79%	14.39%	25.52%	45.04%	26.16%
同比2019年增速	64.74%	64.41%	65.08%	/	/	/
毛利率	37.23%	37.67%	36.79%	35.48%	35.43%	37.13%
销售费用率	23.93%	24.53%	23.32%	22.95%	22.26%	25.09%
管理费用率	3.84%	3.85%	3.78%	4.25%	3.81%	4.27%
研发费用率	0.05%	0.06%	0.04%	0.02%	0.02%	0.01%
归母净利润	2290	1117	1172	3709	1941	2638
同比增速	17.94%	11.38%	24.95%	40.58%	49.79%	22.65%
同比2019年增速	76.65%	77.29%	76.04%	/	/	/
扣非净利润	2156	1047	1108	3526	1886	2565
同比增速	14.32%	2.08%	28.93%	37.43%	48.91%	24.40%
同比2019年增速	70.23%	66.68%	73.73%	/	/	/
应收账款	4499		4394	3649	3484	3046
经营性现金流	3659		1926	6322	2175	5147
经营性现金流/净利润	152.07%		155.88%	159.13%	104.54%	183.92%

连锁药店：重点上市公司长期趋势向好

公司总体情况

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
最新市值(亿元)	179	373	208	360	50	72
2021年预测PE(wind)	18	38	27	27	17	27
2020年总门店	7205	5991	6533	6020	2130	1851
2020年直营门店	7205	5356	4892	5705	1890	1851
2020年加盟门店	0	635	1641	315	0	0
2020年并购门店	0	254	510	250	0	0
2020年净增门店	939	1239	1405	1264	378	164
2021H1总门店	8053	6888	7680	6978	2416	2149
2021H1直营门店	8053	6089	5682	6426	2157	2149
2021H1加盟门店	0	799	1998	552	0	0
2021H1并购门店	0	214	359	189	78	24
2021H1净增门店	848	897	1147	958	286	298
2021H1净增直营门店	848	733	790	721	267	298

2021年H1情况

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
总营业收入(亿元)	67.02	73.46	74.61	80.55	23.79	24.79
增速	11.16%	16.74%	11.58%	16.05%	12.83%	10.26%
毛利率	38.86%	40.84%	33.40%	39.10%	35.11%	29.63%
归母净利润(亿元)	5.24	5.05	4.06	6.46	1.22	0.87
增速	25.82%	25.66%	20.79%	8.56%	10.17%	22.80%
扣非净利润(亿元)	5.12	4.94	3.63	5.90	1.16	0.80
增速	28.15%	27.44%	18.38%	1.65%	19.78%	-22.78%
扣非净利率	7.64%	6.72%	4.87%	7.33%	4.90%	3.21%
净资产收益率	8.68%	8.99%	9.28%	11.49%	6.96%	5.56%
经营性现金流净额(亿元)	4.70	9.78	10.63	7.37	2.99	1.10
货币资金+金融资产(亿元)	22.47	32.78	10.23	34.71	12.71	9.33
商誉(亿元)	11.58	35.31	34.85	15.45	1.56	3.13
商誉占净资产比例	18.75%	47.70%	72.77%	27.55%	9.14%	16.33%

特色原料药：短期利润端受挫，未来发展前景趋好

- 原料药行业门槛和集中度上升，优势企业进一步发展。**随着政府相继出台法规提高生产质量和环保要求，推行带量采购、实施仿制药一致性评价等制度，原料药行业在产业链中的地位提升，对优质原料药企的需求上升，原料药行业得到进一步发展，2021H1特色原料药板块营收增速为7.13%，较2020年增速提高约2pp。
- 归母净利润同比略有下滑。**2021 H1人民币汇率波动加强，全球货币宽松导致全球大宗商品价格大幅涨价，对部分公司的原料成本造成压力，总体来说行业上半年归母净利润同比小幅下降，降幅为1.07%，同比2019年增长3.02%。
- 营收结构优化，CDMO业务发力。**特色原料药企业持续加强CDMO平台建设与服务能力，凭借强大的后端生产能力带来的客户资源与项目资源，CDMO板块营收逐步提升。1) 普洛药业CDMO业务布局持续加大，上半年客户总数同比增长51.0%，报价项目同比增加157%，与超过30家国内创新药公司开展业务合作，形成稳定的战略合作关系。2) 美诺华CDMO业务重要服务平台宣城美诺华产能利用率已提升至50%以上，上半年净利润超434万元。3) 奥翔药业C(D)MO业务实现销售收入14712.97万元，占公司营业收入的51.51%，进行中项目总数19个，临床阶段项目14个，商业化阶段项目5个。
- 产能利用率稳步提升，业绩增长空间良好。**2021 H1行业平均固定资产周转率为1.2（普洛药业2.39，海普瑞1.48，奥翔药业1.30），同比小幅提升，从侧面体现出产能释放下的业绩增长空间。

表29：特色原料药行业主要财务指标情况（百万元）

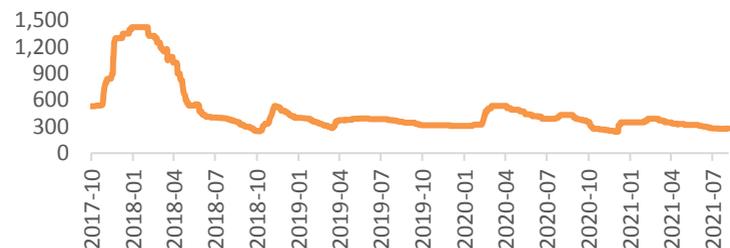
	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	18547	9808	8739	33486	17313	31858
同比增速	7.13%	5.71%	8.76%	5.11%	7.55%	11.85%
同比2019年增速	15.22%	20.58%	9.74%	/	/	/
毛利率	35.08%	34.67%	35.55%	35.54%	35.90%	37.17%
销售费用率	6.32%	5.52%	7.22%	6.91%	6.64%	8.94%
管理费用率	11.91%	11.86%	11.96%	12.70%	11.55%	12.26%
研发费用率	4.54%	4.75%	4.29%	4.70%	4.24%	4.62%
归母净利润	2439	1334	1106	4271	2466	4324
同比增速	-1.07%	-8.90%	10.37%	-1.23%	4.14%	33.65%
同比2019年增速	3.02%	29.87%	-17.55%	/	/	/
扣非净利润	2199	1199	1000	3332	2270	3514
同比增速	-3.15%	-6.61%	1.35%	-5.18%	24.75%	19.59%
同比2019年增速	20.82%	17.33%	25.28%	/	/	/
应收账款	6754	573	6181	5575	6173	4805
经营性现金流	1847	982	865	3065	1029	2723
经营性现金流/净利润	75.40%	73.68%	77.46%	71.61%	41.47%	62.75%

大宗原料药：原料药价格波动，利润端增速承压

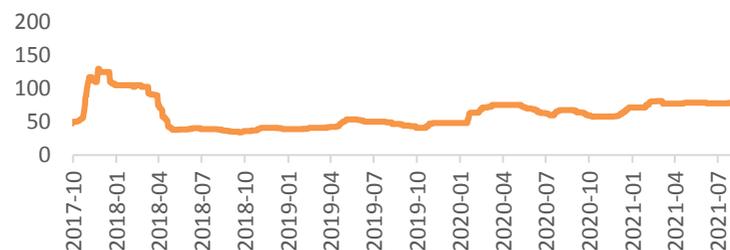
表30：大宗原料药行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	22933	11541	11393	40002	19435	39697
同比增速	18.00%	4.59%	35.62%	0.77%	3.06%	4.47%
同比2019年增速	21.62%	17.19%	26.46%	/	/	/
毛利率	34.17%	33.19%	35.16%	34.56%	38.10%	29.70%
销售费用率	5.28%	4.57%	6.01%	6.15%	5.86%	7.05%
管理费用率	8.12%	8.30%	7.93%	8.25%	7.14%	7.48%
研发费用率	4.66%	5.02%	4.30%	3.99%	3.13%	3.30%
归母净利润	3955	1974	1981	6607	4170	4898
同比增速	-5.16%	-18.93%	14.15%	34.87%	48.90%	98.88%
同比2019年增速	41.21%	24.00%	63.89%	/	/	/
扣非净利润	3674	1799	1875	6006	3912	4016
同比增速	-6.09%	-22.74%	18.39%	49.57%	50.20%	-24.44%
同比2019年增速	41.06%	19.76%	70.08%	/	/	/
应收账款	6025	151	5874	4992	5485	4793
经营性现金流	3578	2166	1412	7969	4179	5704
经营性现金流/净利润	91.83%	111.88%	72.04%	122.63%	101.08%	118.60%

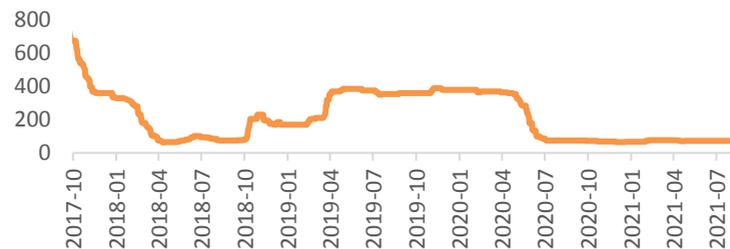
维生素A价格（元/千克）



维生素E价格（元/千克）



泛酸钙价格（元/千克）



中药：收入端恢复至稳定增长状态，盈利能力稳中有增

□ 中药板块合计48家公司（剔除次新股），从收入端来看，2021H1/2021Q2营收分别增长17.61%/7.41%，且同比2019H1增速达到13.25%/6.42%，已恢复至疫情前增长的趋势；从利润端来看，扣非归母净利润在2021H1/2021Q2分别增长25.61%/10.56%，同比2019H1/2019Q2增速分别为4.45%/-9.26%，较2019年全年的盈利水平变动情况（扣非归母净利润同比下滑14.99%）有所好转，主要受益于板块内1）康恩贝业绩改善；2）片仔癀业绩增长提速；3）以岭药业实现业绩高速增长。

□ 盈利能力稳中有增。2021H1中药板块整体毛利率为57.23%，同比下滑0.41pct，研发费用率为2.88%，同比增加0.12pct，但同时各公司在销售、管理（不包括研发）方面的费用率略有降低，2021H1板块扣非归母净利率由2020H1的10.1%增长至10.8%，盈利能力略有提高。

表31：中药行业主要财务指标情况（百万元）

	2021H1	2021Q2	2021Q1	2020A	2020H1	2019A
营业收入	56376	27654	28722	104548	47935	102360
同比增速	17.61%	7.41%	29.44%	2.14%	-3.71%	6.36%
同比2019年增速	13.25%	6.42%	20.70%	/	/	/
毛利率	57.23%	57.39%	57.08%	57.48%	57.64%	59.92%
销售费用率	31.93%	32.97%	30.94%	32.78%	32.27%	34.68%
管理费用率	9.46%	6.97%	8.93%	10.39%	9.69%	10.48%
研发费用率	2.88%	3.04%	2.73%	3.30%	2.76%	3.17%
归母净利润	8190	4694	3495	9676	5933	7536
同比增速	38.03%	44.89%	29.77%	28.40%	-6.87%	-15.98%
同比2019年增速	28.54%	45.37%	11.24%	/	/	/
扣非净利润	6065	2609	3456	7773	4829	6274
同比增速	25.61%	10.56%	39.99%	23.90%	-16.84%	-14.99%
同比2019年增速	4.45%	-9.26%	17.89%	/	/	/
应收账款	25221		24867	22075	23806	22500
经营性现金流	5606		2680	14803	7003	11150
经营性现金流/净利润	67.30%		75.07%	150.56%	115.83%	144.51%

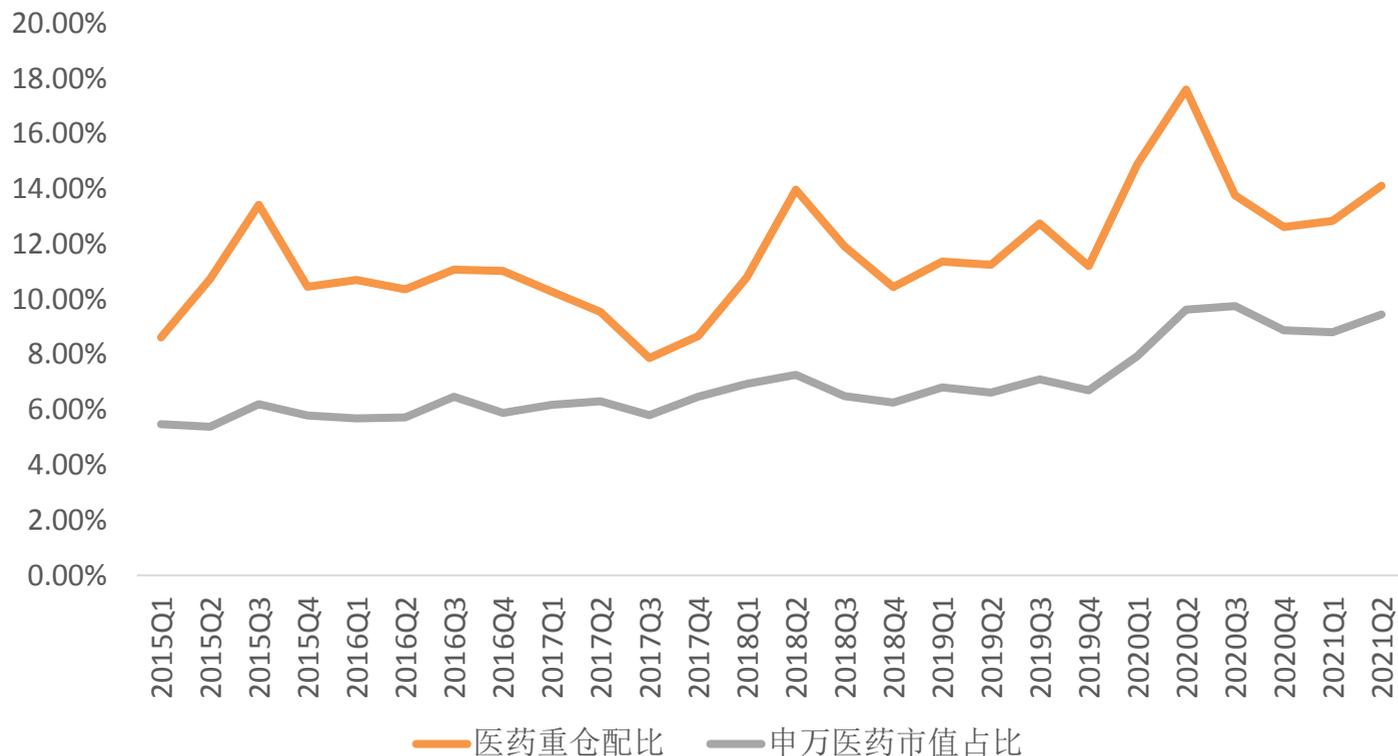
资料来源：Wind，天风证券研究所；注：管理费用率计算时包括研发费用

目录

一、医药行业整体分析	.....	P4
二、医药细分领域分析	.....	P8
三、医药行业半年报公募基金持仓分析	.....	P53
四、重点政策分析与展望	.....	P57

医药持仓历年变化分析： 公募基金医药重仓配比仍在相对高位

图21：医药重仓配比变化（2015Q1-2021Q2）



- 公募基金A股重仓医药占比自2015Q1-2021Q2整体呈现上升趋势；
- 截至2021年8月31日，2021Q2公募基金重仓医药股市值占A股市场14.12%，环比增加1.28pp；（2020Q2公募基金A股医药重仓配比最高，达17.6%。）

资料来源：wind，天风证券研究所

医药持仓历年变化分析： 2021Q2总市值、总市值增加、总市值减少前十大医药股

表32：公募基金持股总市值前十大医药股（截至2021Q2）

代码	名称	持股总市值(亿元)	2021Q1持股基金数	2021Q2持有基金数	持有基金数量变化
603259.SH	药明康德	794.20	557	935	378
300760.SZ	迈瑞医疗	630.28	580	668	88
300015.SZ	爱尔眼科	403.69	193	351	158
300122.SZ	智飞生物	267.75	368	348	-20
600763.SH	通策医疗	262.06	105	187	82
000661.SZ	长春高新	246.68	549	307	-242
300347.SZ	泰格医药	238.54	189	254	65
2269.HK	药明生物	204.71	72	136	64
600276.SH	恒瑞医药	160.32	588	323	-265
300759.SZ	康龙化成	156.69	86	133	47

表33：公募基金持股总市值增加前十大医药股（2021Q2同比Q1）

代码	名称	2021Q1持股总市值(亿元)	2021Q2持股总市值(亿元)	持股总市值变化(亿元)
603259.SH	药明康德	468.88	794.20	325.32
300015.SZ	爱尔眼科	207.12	403.69	196.57
600763.SH	通策医疗	119.91	262.06	142.15
300760.SZ	迈瑞医疗	503.46	630.28	126.83
2269.HK	药明生物	90.54	204.71	114.17
300347.SZ	泰格医药	158.44	238.54	80.10
300759.SZ	康龙化成	83.09	156.69	73.60
300363.SZ	博腾股份	45.10	94.74	49.64
002821.SZ	凯莱英	104.23	151.09	46.86
603882.SH	金域医学	60.89	106.35	45.46

表34：公募基金持股总市值减少前十大医药股（2021Q2同比Q1）

代码	名称	2021Q1持股总市值(亿元)	2021Q2持股总市值(亿元)	持股总市值变化(亿元)
600276.SH	恒瑞医药	307.66	160.32	-147.35
000661.SZ	长春高新	384.14	246.68	-137.46
002044.SZ	美年健康	112.55	18.07	-94.48
300677.SZ	英科医疗	34.94	10.83	-24.11
603939.SH	益丰药房	22.70	5.07	-17.63
300122.SZ	智飞生物	283.35	267.75	-15.60
002727.SZ	一心堂	32.15	17.45	-14.70
300702.SZ	天宇股份	16.85	3.85	-13.00
002007.SZ	华兰生物	34.87	22.48	-12.39
000538.SZ	云南白药	21.49	9.20	-12.29

资料来源：wind，天风证券研究所

医药股市值变化分析： 20051231-20210831医药前10大市值公司

表35：公募基金持股总市值前十大医药股（2005.12.31-2021.8.31）

	20051231		20101231		20151231		20201231		20210831	
	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)
1	国新健康	63.52	海普瑞	556.66	上海莱士	1096.16	恒瑞医药	5942.73	迈瑞医疗	3987.47
2	同仁堂	60.37	恒瑞医药	446.36	恒瑞医药	961.03	迈瑞医疗	5178.84	药明康德	3920.74
3	云南白药	60.00	上海医药	435.19	云南白药	756.26	药明康德	3289.44	恒瑞医药	2891.66
4	哈药股份	59.49	云南白药	419.34	*ST康美	745.36	爱尔眼科	3086.60	智飞生物	2832.00
5	白云山	50.76	科伦药业	378.05	同仁堂	611.81	智飞生物	2366.56	爱尔眼科	2281.13
6	海欣股份	40.68	东阿阿胶	334.21	复星医药	543.58	长春高新	1816.83	片仔癀	2093.81
7	复星医药	39.43	*ST康美	333.96	上海医药	535.36	片仔癀	1613.93	复星医药	1622.31
8	健康元	38.61	哈药股份	280.32	天士力	442.13	云南白药	1451.13	康龙化成	1529.20
9	恒瑞医药	37.62	华兰生物	278.83	白云山	390.81	泰格医药	1410.06	万泰生物	1411.91
10	江苏吴中	37.55	辽宁成大	273.93	美年健康	373.76	复星医药	1383.71	沃森生物	1216.93

资料来源：Wind，天风证券研究所；

目录

一、医药行业整体分析

..... P4

二、医药细分领域分析

..... P8

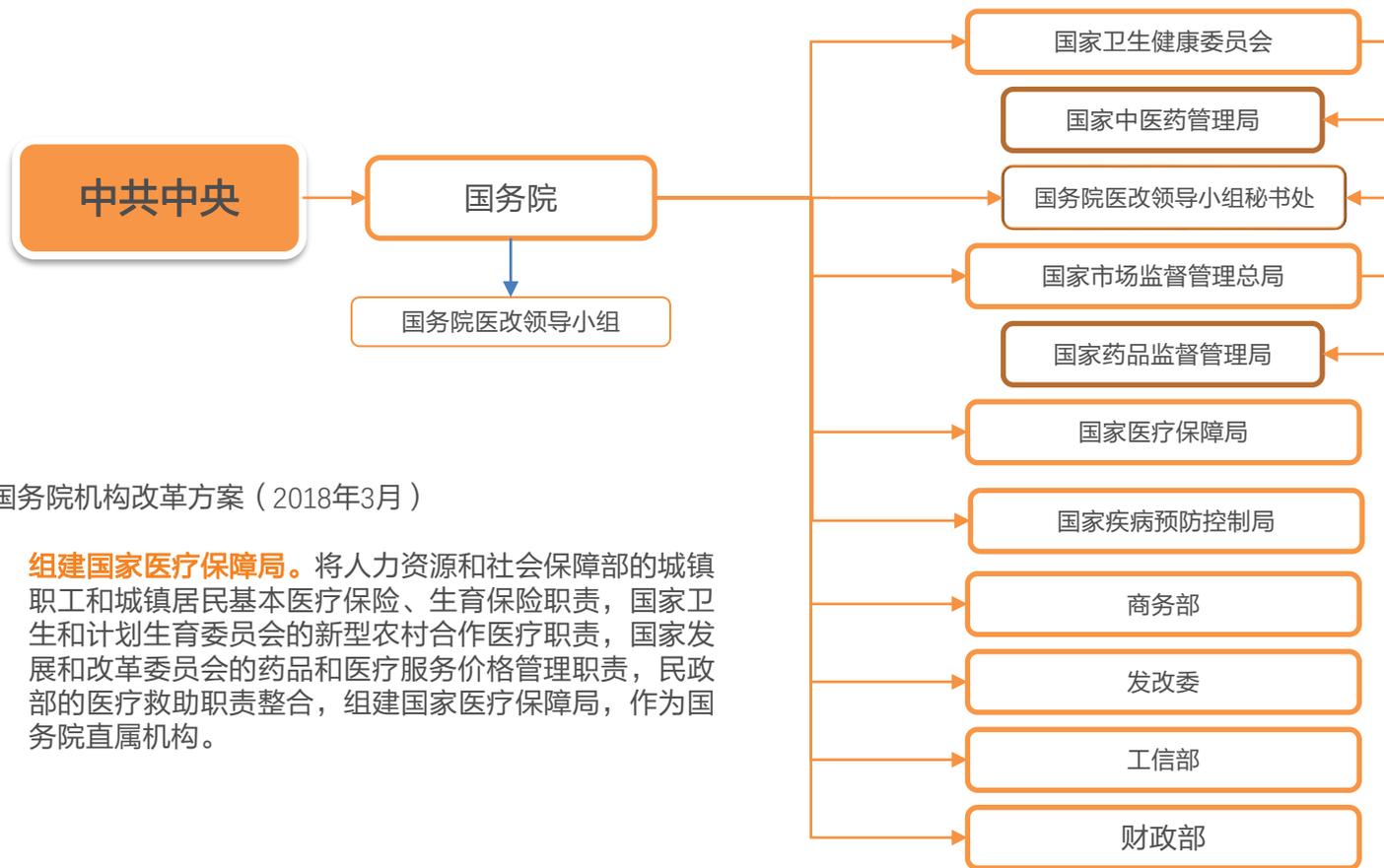
三、医药行业半年报公募基金持仓分析

..... P53

四、重点政策分析与展望

..... P57

中国医药产业涉及多个监管部门



国务院机构改革方案（2018年3月）

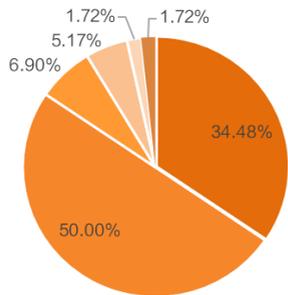
- **组建国家医疗保障局。**将人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合，组建国家医疗保障局，作为国务院直属机构。

资料来源：国务院，卫健委，天风证券研究所

第五批药品集采以注射剂为主，多个大品种已纳入集采

- 本次集采共涉及58个化学仿制药品种，以29个注射剂为主，其余剂型包括20个口服常释制剂、4个缓释控释制剂、3个吸入溶液、1个滴眼剂和1个颗粒剂。
- 集采纳入的62种药品共61个品种拟中选，中选比例98.4%，品种覆盖高血压、冠心病、糖尿病、抗过敏、抗感染、消化道疾病等常见病、慢性病用药。拟中选药品平均降价56%。
- 以最高有效申报价*首年约定采购量来估算品种对应市场规模，市场规模前20的品种中，有14个为注射剂，其中奥沙利铂注射剂以61亿元的市场规模排在第一位。

图22：化学仿制药各剂型占比

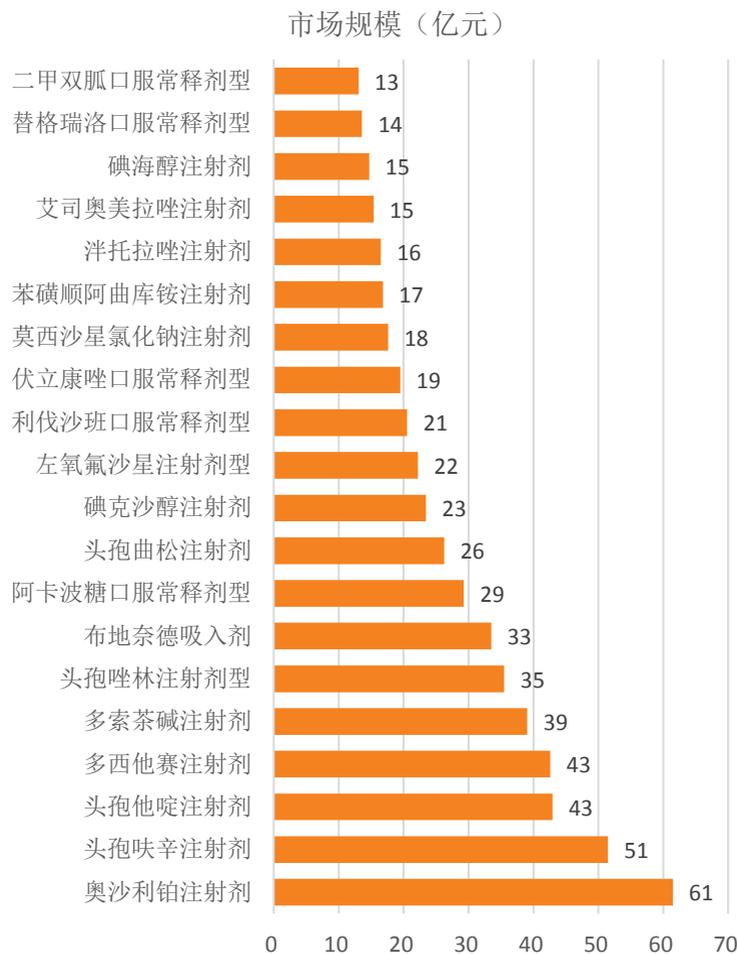


■口服常释制剂 ■注射剂 ■缓释控释制剂 ■吸入溶液 ■滴眼剂 ■颗粒剂

图23：拟选中药品占比



图24：市场规模前20的品种



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

胰岛素集采将启动，整体政策温和

- 品种范围包括二代和三代，分别按照速效、预混、基础分为3组，合计6组，同代际不同预混比例同组竞争；基础竞价单元为企业名称+通用名，同一企业不同预混比例视为一个竞价单元；医院根据通用名（具体到企业）进行报量，采购周期为2年。
- 中选规则和分量：多家中选，差额中选；中选后按照价格由低到高分A/B/C三类，报价较低的一半企业为A类，未中选企业为C类，其余为B类；分量先分基本量，最低价中选企业获得的约定采购量（带量）为医院报量的100%，其余A类获报量的80%，C类获报量的50%。再分增量，医疗机构自主选择将C类中选企业对应报量的30%分给A类企业，未中选企业对应报量的80%分给A类和B类企业。
- 时间节奏：8月征求意见，9月开展，2022年执行
- 建议重点关注以下公司情况：甘李药业、联邦制药和通化东宝

表36：重点公司胰岛素产品分组

公司	代际	分组（速效、预混、基础）	产品通用名
甘李药业	二代	预混	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）
		基础	重组甘精胰岛素注射液
		基础	重组甘精胰岛素
	三代	速效	重组赖脯胰岛素注射液
		速效	门冬胰岛素注射液
		速效	重组赖脯胰岛素
		预混	门冬胰岛素30注射液
		预混	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液(25R)
		基础	重组人胰岛素注射液
		基础	精蛋白重组人胰岛素注射液
联邦制药	二代	预混	精蛋白重组人胰岛素混合注射液(50/50)
		预混	精蛋白重组人胰岛素混合注射液(30/70)
		基础	甘精胰岛素注射液
	三代	速效	门冬胰岛素注射液
		预混	门冬胰岛素30注射液
通化东宝	二代	基础	精蛋白人胰岛素注射液
		速效	重组人胰岛素注射液
		预混	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）
	三代	预混	精蛋白重组人胰岛素混合注射液（40/60）
		预混	精蛋白人胰岛素混合注射液（50R）
		基础	甘精胰岛素注射液

资料来源：医药魔方，丁香园，药智网，天风证券研究所

河南十二省骨科创伤带量采购结果：平均降幅超88%，最高降幅达95.78%

- 2021年3月26日，骨科创伤类耗材的带量采购工作正式开始；7月20日，顺利产生拟中选结果。
- 最终拟中选产品平均降幅达88.65%，最高降幅达95.78%。其中，普通接骨板系统价格从平均4683元左右降至606元左右；锁定加压接骨板系统（含万向）价格从平均9360元左右降至987元左右；髓内钉系统价格从平均11687元左右降至1271元左右。
- 此次集采十二省联盟医疗机构报送的需求量近97万套，涉及终端金额约84亿元，价格经谈判后，预计可节约近76亿元费用。
- A组大博(898元)、威高(943元)、迈瑞(798元)、凯利泰(1160元)、三友医疗(1099.91元)、苏州微创(1161.6元)均实现中标，国产龙头优势正逐渐凸显。
- 需求量排前10的企业需求量达60%，市场集中度将进一步提高。

图25：前十名需求量及占比情况(个)

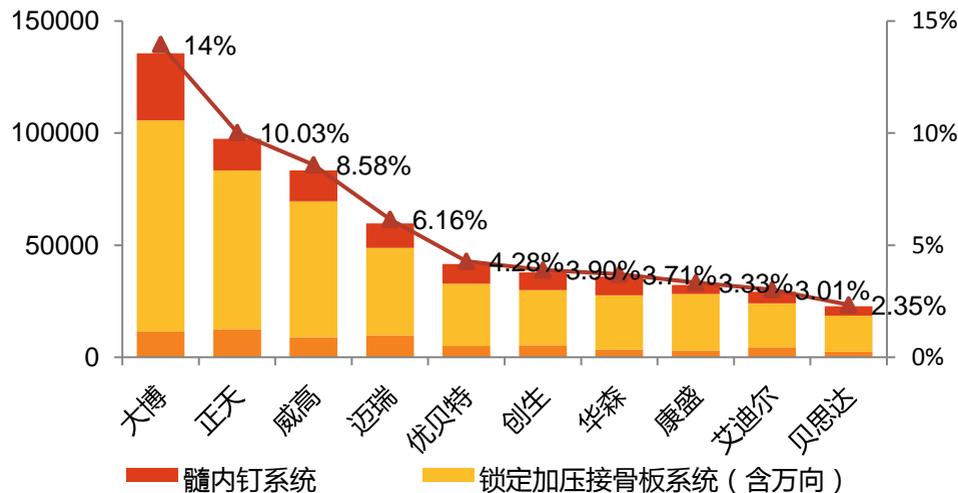


表37：十二省联盟带量采购相关规定

项目	内容
时间	2021年3月26日
采购主体	豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青湘冀十二省
采购量	按照总需求量的70%确定
采购品种	普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统和髓内钉系统
分组	根据联盟地区各医疗机构报送的需求量，分为A、B两组
参与企业	共有86家企业参与本次骨科创伤集采

表38：拟中选产品降价情况

一级目录	分组	最低中选价 (元)	最高中选价 (元)	平均降幅 (%)
普通接骨板系统	A组	280.54	821.86	87.76%
普通接骨板系统	B组	208.71	821.86	86.53%
锁定加压接骨板系统 (含万向)	A组	481.59	1161.6	89.45%
锁定加压接骨板系统 (含万向)	B组	394.78	1161.6	88.82%
髓内钉系统	A组	583.68	1495.53	89.74%
髓内钉系统	B组	523.89	1495.53	88.71%

国家人工关节类医用耗材集采逐步推进

- 继2020年7月3日《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》发布，冠脉支架国采逐步实施落地后，2021年4月1日，国家医保局发布《关于开展部分骨科类高值耗材产品信息集采工作的通知》，计划分批开展骨科类高值医用耗材产品信息集采工作，标志着骨科集采在国家层面正式拉开序幕。
- 2021年6月21日，国家组织医用耗材联合采购平台发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》，骨科国采方案正式发布。

图26：耗材带量采购品种从支架拓展到关节

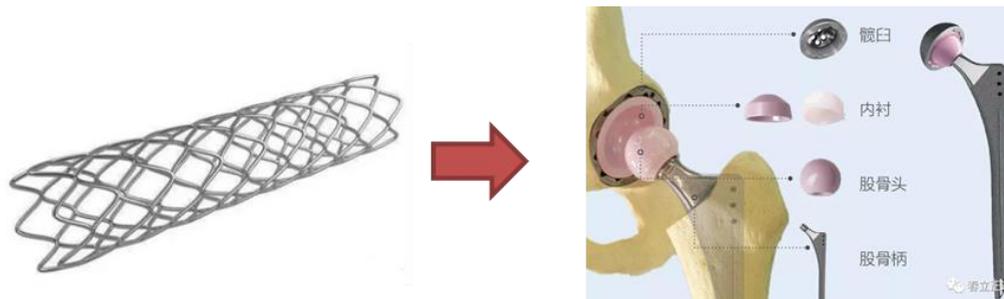
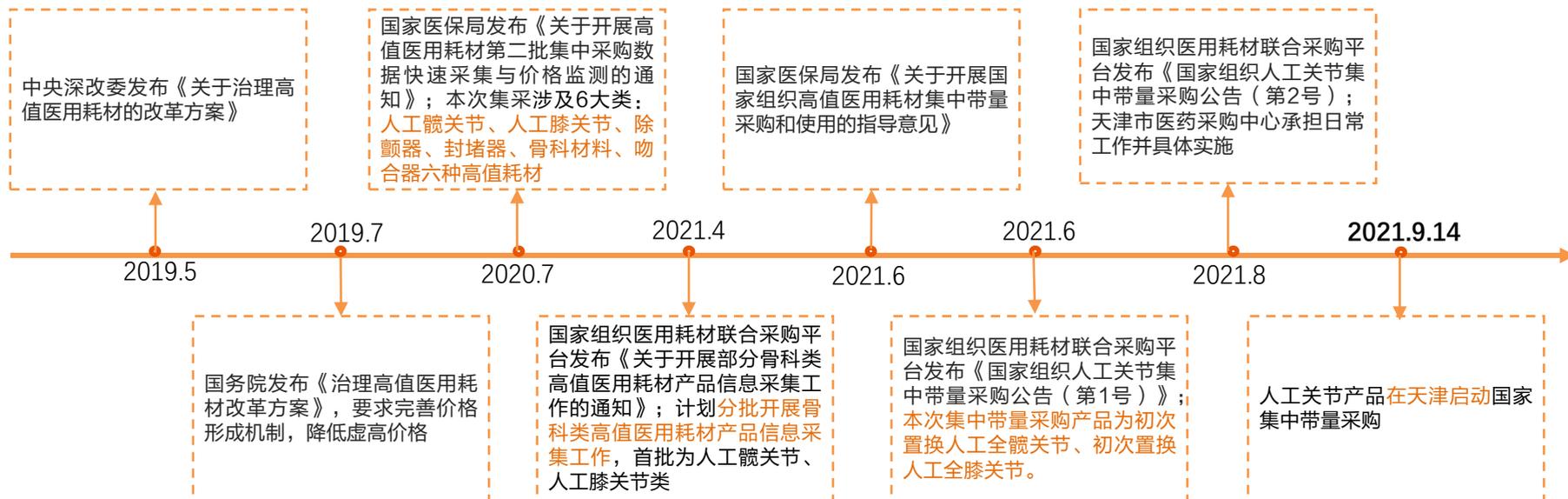


图27：国家人工关节集采相关政策梳理



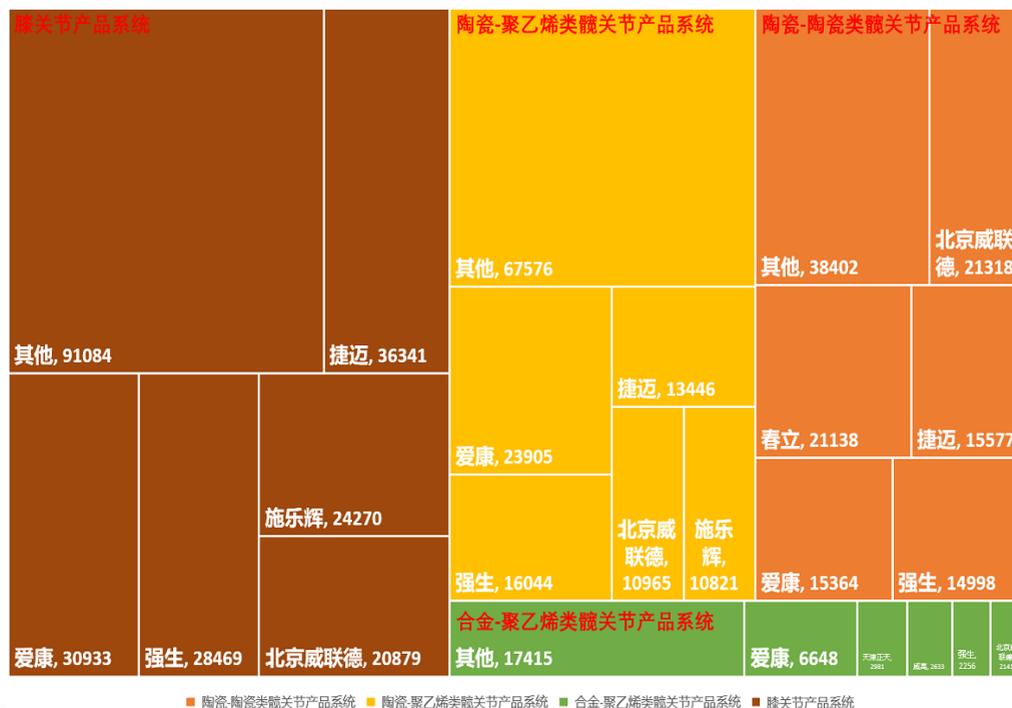
国家人工关节类医用耗材集采正式落地

- **医疗机构报量或低于行业使用量，中标后实际使用量有较大提升空间。**意向采购总量为53万套，53万套对应医院报量的90%，对应集采产品的市场使用量为60万套，由于此次未纳入集采的产品（翻修、肿瘤假体等）占比不到10%，此次报量数据略低于行业80万左右使用量。
- **最高有效申报价设定相对宽松：陶对陶企业中选几率较大。**此次全陶、半陶、金对聚、全膝关节假体最高有效申报价分别为1.9/1.8/1.6/1.9万元，按照中选规则，竞价比价价格 ≤ 本产品系统类别最高有效申报价 50%，即报价低于9500/9000/8000/9500元，在满足淘汰率前提下，即可中标。
- **淘汰率设定较为宽松，有一定复活机会，主流企业中选几率较大。**A组全陶、半陶、金对聚、全膝关节假体企业数量分别为8/10/9/10，淘汰企业数量分别为1/2/1/2。

表39：国家人工关节集采相关规则

项目	内容
时间	2021年6月21日，2021年8月23日
采购产品	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节
医疗机构范围	联盟地区2020年髋、膝关节置换术合计达到一定数量的公立医疗机构均应参加
意向采购量	意向采购总量为53万套，其中髋关节30万套（全陶、半陶、金对聚数量分别为12.68/14.28/3.60万套），膝关节23.20万套
竞价单元	同一产品系统类别下，根据医疗机构采购需求、企业供应能力、产品材质3个条件，形成A、B两组，各为一个竞价单元分别竞价
采购周期	2年
价格组成	包含产品系统内各部件价格、伴随服务费用；同一企业在同组多个系统报价需一致。
报价要求	髋关节按3个产品系统类别申报价格，即陶瓷-陶瓷类、陶瓷-聚乙烯类、合金-聚乙烯类；膝关节按1个产品系统类别申报价格。

图28：关节意向采购量统计



■ 陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统 ■ 陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 ■ 合金-聚乙烯类髋关节产品系统 ■ 膝关节产品系统

安徽化学发光试剂带量采购：罗氏、贝克曼弃标，市场格局或有较大变化

- 2021年8月19日，安徽省宣布开展临床检验试剂集中带量采购谈判议价；8月25日上午，集中带量采购谈判正式开标；8月27日，官方公布入围企业项目及企业名单。
- 采购产品包括**肿瘤相关抗原测定、感染性疾病实验检测、心肌疾病实验诊断、激素测定和降钙素原(PCT)检测**这5类化学发光试剂。
- 谈判规则
肿瘤相关抗原测定、心肌疾病实验诊断、降钙素原(PCT)检测按**注册证产品**进行谈判；感染性疾病实验检测、激素测定类别，谈判企业须**五项产品齐全**，并接受每一个产品入围价，按照类别注册证产品进行谈判，同企业该类别五个项目产品**同时谈判成功或失败**；
- 此次带量采购中的特殊情况：**纪委部门的参与**；原因是安徽存在一些商业行贿受贿的事件，促使政府通过强有力的手段去进行降价行动。
- 中标结果
 - 品牌入围价格是收费标准的28%-30%，国产品牌入围价格是收费标准的20%-25%；
 - 中标价格在入围价基础上进一步降幅很小。

图29：带量采购的降价过程

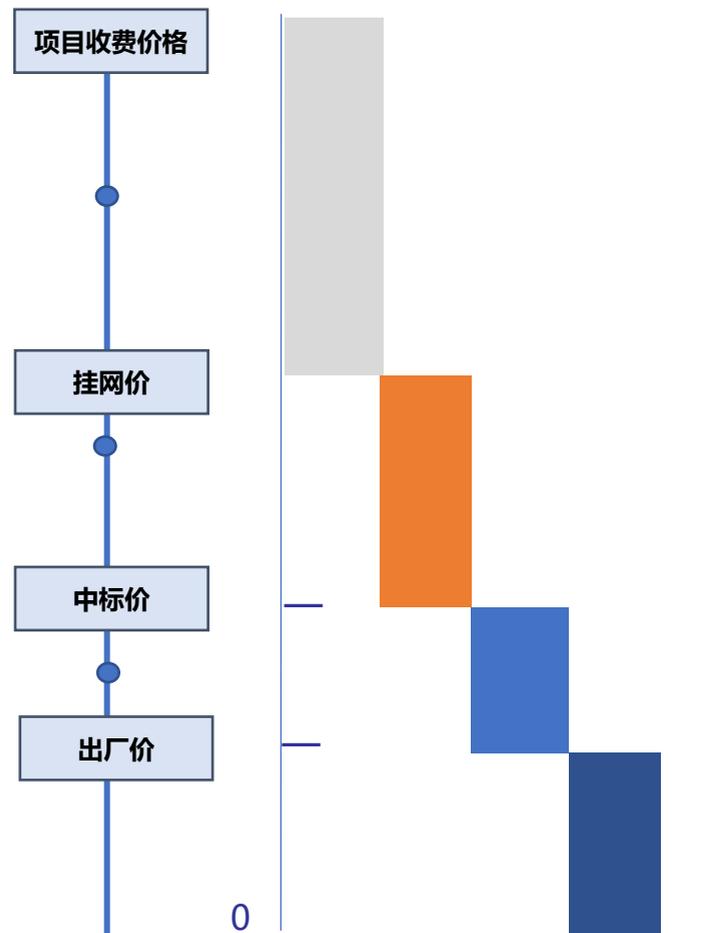
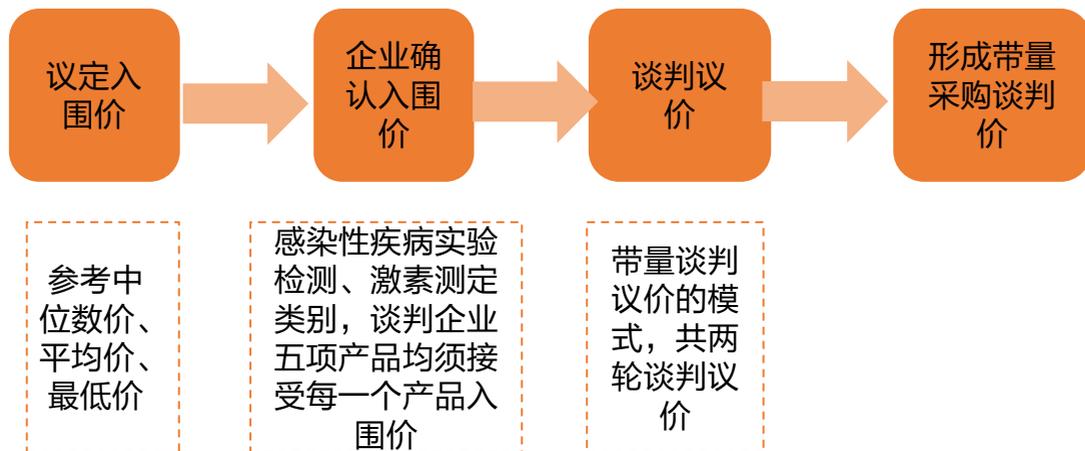


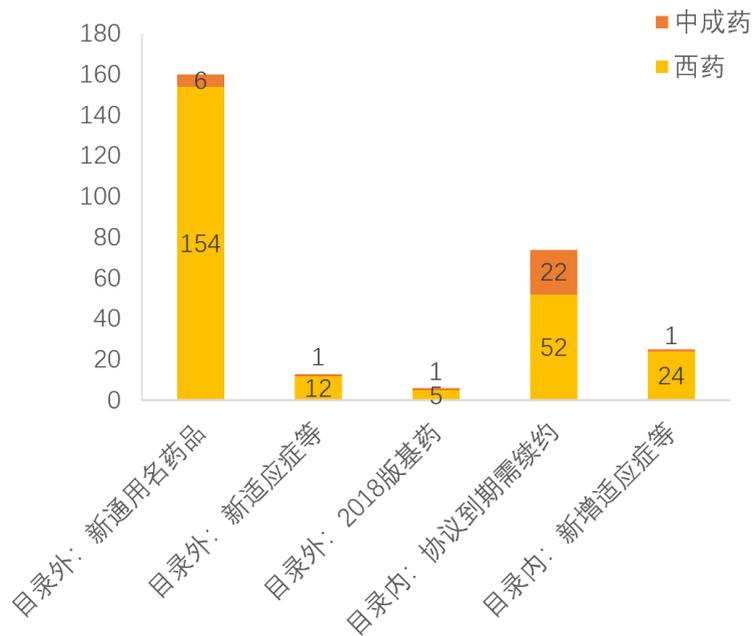
图30：安徽省检验试剂带量采购的流程



2021年国家医保药品目录调整顺利进行，重点关注创新药谈判结果

- 国家药监形式审查完成，药品通过率为57%。形式审查的概况：国家医保局共收到企业申报501条，涉及药品474个。经审核，271个药品通过初步形式审查。其中目录外品种共179个（西药171个，中药8个）。通过初步形式审查的目录外药品中，2016年以后新上市的药品占93.02%。目录内品种共99个（西药76个，中药23个）。其中以适应症发生重大变化通过的占比25%。
- 重点关注以下公司药品的后续进展。其中，A股公司包括恒瑞医药、君实生物、贝达药业及艾力斯；港股公司包括信达生物、百济神州、荣昌生物、再鼎医药及诺诚健华。

图31：通过初步审查的目录内外西药及中成药品种情况



(注：存在一个药符合多个申报条件，重复计算)

资料来源：国家医保局，天风证券研究所

表40：通过初步形式审查的重点关注药品

品种名称	生产企业
卡瑞利珠单抗	
硫培非格司亭	
马来酸吡咯替尼	
甲磺酸阿帕替尼片	
盐酸右美托咪定氯化钠	
阿齐沙坦片	恒瑞医药
替莫唑胺	
甲苯磺酸瑞马唑仑	
海曲泊帕乙醇胺	
氟唑帕利胶囊	
甲苯磺酸瑞马唑仑	
特瑞普利单抗	君实生物
盐酸恩沙替尼	贝达药业
埃克替尼	
伏美替尼	艾力斯
信迪利单抗	信达生物
替雷利珠单抗	
地舒单抗	
帕米帕利	百济神州
泽布替尼	
贝林妥欧单抗	
泰它西普	荣昌生物
维迪西妥单抗	
甲苯磺酸尼拉帕利	再鼎医药
奥布替尼	诺诚健华

国家药品审评政策体系日益完善

	发文时间	发文部门	文件名称	文号	主要内容
纲领性文件	2015年8月18日	国务院	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国发〔2015〕44号	鼓励研究和创制新药、加快创新药审评审批
	2017年10月8日	中办、国办	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	厅字〔2017〕42号	改革临床试验管理、加快上市审评审批
	2021年7月2日	药监局审评中心	关于公开征求《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》意见的通知		药物研发应以患者需求为核心，以临床价值为导向，新药研发应以为患者提供更优的治疗选择为最高目标
政策性文件	2017年11月7日	药监局	《关于调整药品注册受理工作的公告》	2017年第134号	药品注册申请改为集中申请
	2017年11月30日	药监局	《关于发布药品注册受理审查指南（试行）的公告》	2017年第194号	受理资料标准
	2018年1月19日	药监局	《关于进一步加强食品药品标准工作的指导意见》	食药监科〔2018〕6号	加快药品医疗器械审评审批制度改革
	2018年1月30日	药监局、科技部	《关于加强和促进食品药品科技创新工作的指导意见》	食药监科〔2018〕14号	促进药品行业创新发展
	2020年3月30日	药监局	《药品注册管理办法》	总局令第27号	建立药品加快上市注册制度，支持以临床价值为导向的药物创新
进口创新药	2017年10月10日	药监局	《国家食品药品监督管理总局关于调整进口药品注册管理有关事项的决定》	总局令第35号	鼓励新药上市，满足临床需求
	2018年10月23日	药监局、卫健委	《关于临床急需境外新药审评审批相关事宜的公告》	2018年第79号	境外创新药加速审批
加快临床审批	2018年7月6日	药监局	《关于发布接受药品境外临床试验数据的技术指导原则的公告》	2018年第52号	加快药品在中国上市的进程
	2018年7月24日	药监局	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	2018年第50号	加快药品临床试验审评审批
加速创新药审批	2017年11月23日	药监局	《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》	2017年第146号	制剂生产相关产品注册规定
	2018年1月25日	药监局	《关于适用国际人用药品注册技术协调会二级指导原则的公告》	2018年第10号	注册技术标准国际接轨，鼓励创新，加快药品审评审批
	2018年5月17日	药监局、卫健委	《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	2018年第23号	提高创新药上市审批效率，简化审批程序
	2019年11月8日	药监局审评中心	《优先审评审批工作程序（征求意见稿）》		加快具有临床价值和临床急需药品的研发上市
	2019年11月8日	药监局审评中心	《药物临床试验登记与信息公示管理制度（征求意见稿）》		加快临床项目审核时间
	2019年11月29日	药监局、卫健委	《关于发布药物临床试验机构管理规定的公告》	2019年第101号	药物临床试验机构由资质认定改为备案管理
	2020年7月7日	药监局	《突破性治疗药物审评工作程序（试行）》	2020年第82号	加快具有明显临床优势的药物研发进程
	2020年11月19日	药监局审评中心	关于发布《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》的公告	2020年第41号	缩短临床急需药物临床试验的研发时间
法律	2019年8月26日		《中华人民共和国药品管理法》		鼓励创新药研发，落实药品上市许可持有人制度

2020年药品注册申请审评数量快速增长

□ 2020年，国家药监局药审中心完成中药、化学药、生物制品各类注册申请审评审批共11582件，同比增长32.67%。其中，完成直接行政审批（无需技术审评）的注册申请2972件；完成8606件需技术审评的药品注册申请中，化学药注册申请为6778件占比78.76%，同比增长25.22%；中药注册申请418件，同比增长39.33%；生物制品注册申请1410件，同比增长27.72%。

图32: 2016-2020年各类注册申请审评审批完成情况

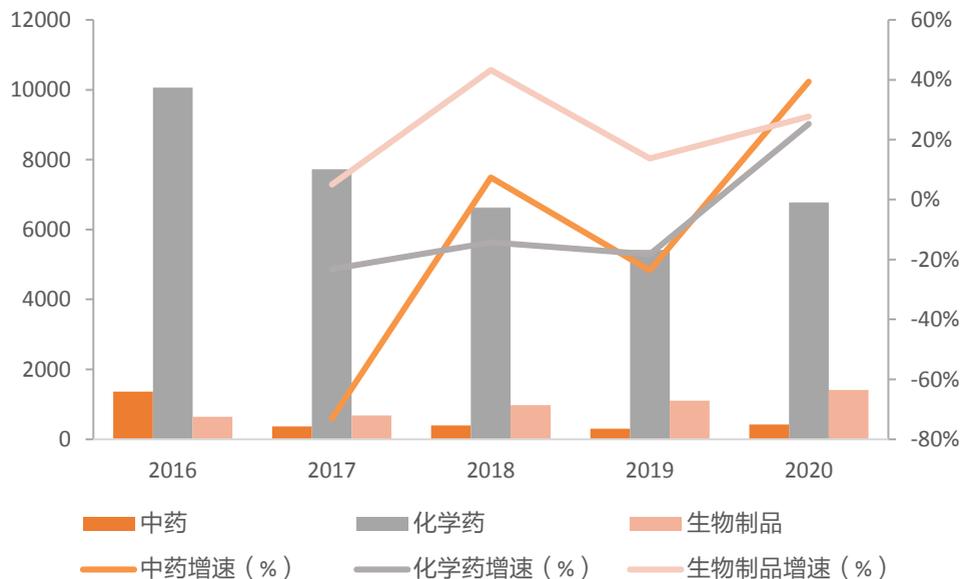
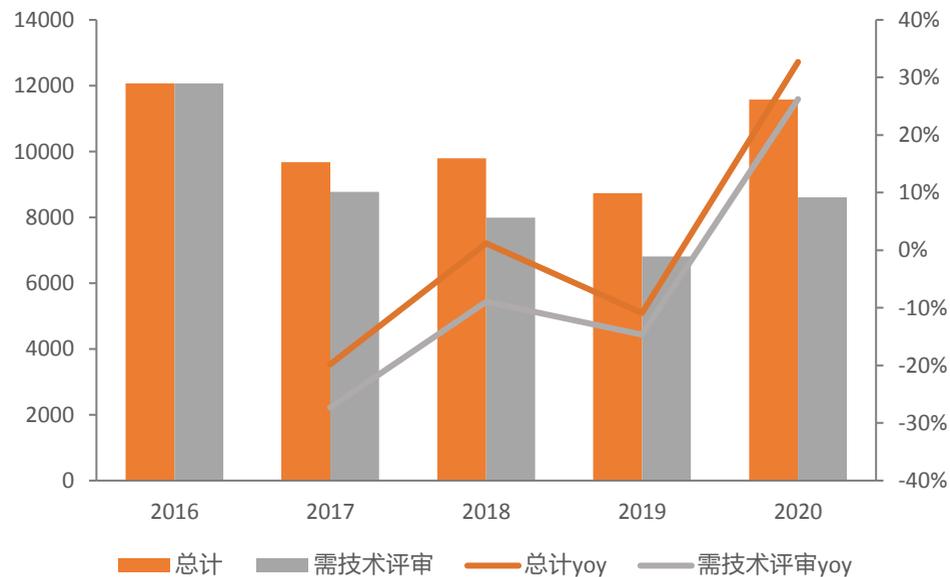


图33: 2016-2020年注册申请审评审批完成总数合计



资料来源：国家药监局，天风证券研究所

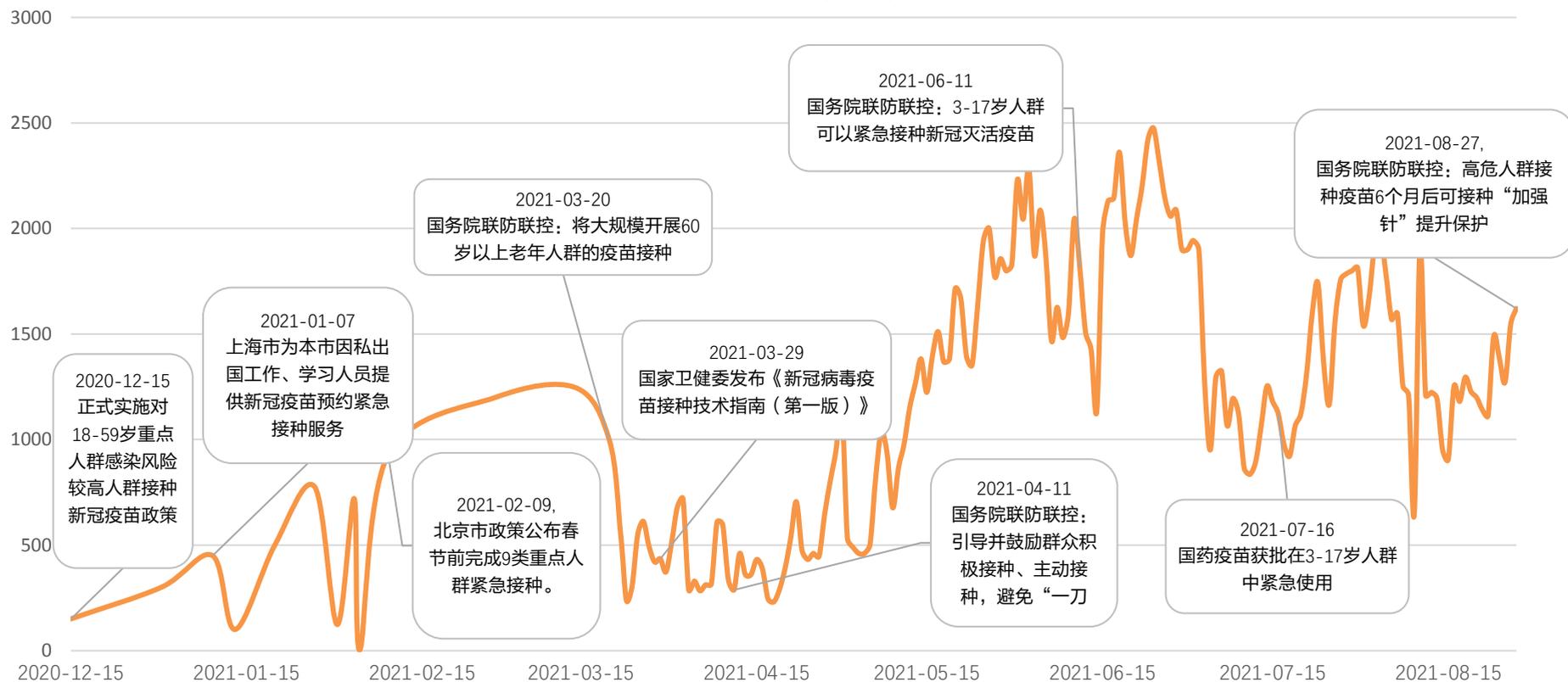
加快推进康复医疗工作发展

时间	发布单位	政策	重点内容
2021.06	国卫医发〔2021〕19号	《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》	力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。康复医疗服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。
2021.7	国发〔2021〕10号	《国务院关于印发“十四五”残疾人保障和发展规划的通知》	到2025年残疾人基本康复服务覆盖率85%（约束性），残疾人辅助器具适配率85%（约束性）
2021.6	发改社会〔2021〕895号	《“十四五”积极应对人口老龄化工程和托育建设实施方案》	到2025年，在中央和地方共同努力下，坚持补短板、强弱项、提质量，进一步改善养老、托育服务基础设施条件，推动施规范化、标准化建设，增强兜底保障能力，增加普惠性服务供给，提升养老、托育服务水平，逐步构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，不断发展和完善普惠托育服务体系。
2020.12	国发〔2020〕4号	《关于印发中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025年）》	到2025年，中医康复中心，三级和二级中医医院设置康复(医学)科的比例分别达到85%、70%，力争每省(区、市)1所。
2020.09	国卫办老龄发〔2020〕5号	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	医养结合机构中的养老机构，应当符合《养老机构管理办法》要求，在设施设备配备方面适用国家和行业标准的要求，提供康复服务的医养结合机构应当配备老年人常用的康复辅助器具。开展康复服务的医养结合机构，根据机构规模和老年人需求状况，配备相应的设施设备，并严格执行康复的各项规章制度、人员职责和技术操作规范。
2020.02	中发〔2020〕5号	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，推广按疾病诊断相关分组付费， 医疗康复等长期住院按床日付费 ，门诊特殊慢性病按人头付费。

中国新冠疫苗接种：建立新冠免疫屏障，青少年接种为主，加强针逐步推进

- 中国新冠疫苗接种分四个阶段推进，第一阶段（2020年12月15日起）对18-59岁人群重点人群接种，第二阶段（2021年3月20日）放开60岁以上老年人的接种，第三阶段（2021年6月11日）放开3-17岁青少年的接种，第四阶段（2021年8月27日）高危人群接种疫苗6个月后可接种“加强针”提升保护。目前疫苗接种工作主要集中在青少年的接种，加强针接种预计下半年逐步推进。
- 每日接种量维持较高水准，2021年5月开始每日接种数长期稳定在1000万剂/天，最高达2500万剂/天。8月26日突破20亿剂接种总量。
- 高危人群可接种加强针，2021年8月27日国务院联防联控会议提出高危人群接种新冠疫苗6个月后可接种“加强针”提升保护。

中国新冠疫苗每日接种数量（万剂）



全球新冠疫苗接种：各国进展不同，加强针接种已开始进行

- 不同国家新冠疫苗接种进展不同，阿联酋、中国、乌拉圭疫苗接种覆盖人口已超75%，埃及、埃塞俄比亚、尼日利亚、刚果共和国等覆盖人口仍不足10%。各国疫苗覆盖人群比例差距较大，进度较快国家已安排第三针“加强针”接种，较慢国家仍进行第一针覆盖。
- 多国已开始陆续计划并实施疫苗的“加强针”接种，以色列进展最快，已开始为30岁以上的人群注射加强针，土耳其、泰国也已成为特定人群（医疗护士等）实施第三剂疫苗注射，美国、英国等计划将于9月开始接种第三针加强针。

图35：各国接种覆盖人群比例

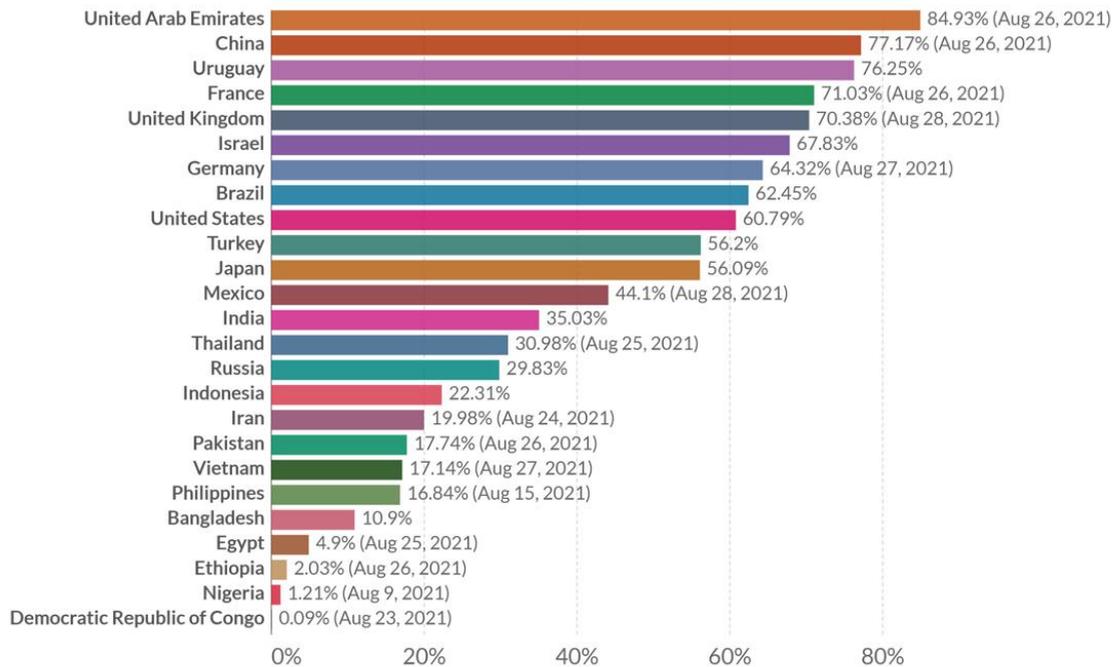


表41：各国加强针接种政策梳理

国家	政策
以色列	为60岁以上老人及50岁至59岁人群接种新冠疫苗加强针，或将40岁以上人群也纳入到加强针计划中
土耳其	为医护人员和50岁以上人群提供第三针
智利	55岁以上民众接种两针科兴+AZ，55岁以下民众打辉瑞疫苗作加强针
匈牙利	为任何想要注射第三剂且距离接种第二针时间已满四个月的人提供加强针，特别是老年人、慢性病患者以及免疫系统受损的人
塞尔维亚	特别建议免疫力低下群体和老年人注射加强针，但接种者要保证加强针的注射时间距第二针接种的时间已超6个月，民众可以选择各个国家的疫苗作为增强针

Source: Official data collated by Our World in Data.

CC BY

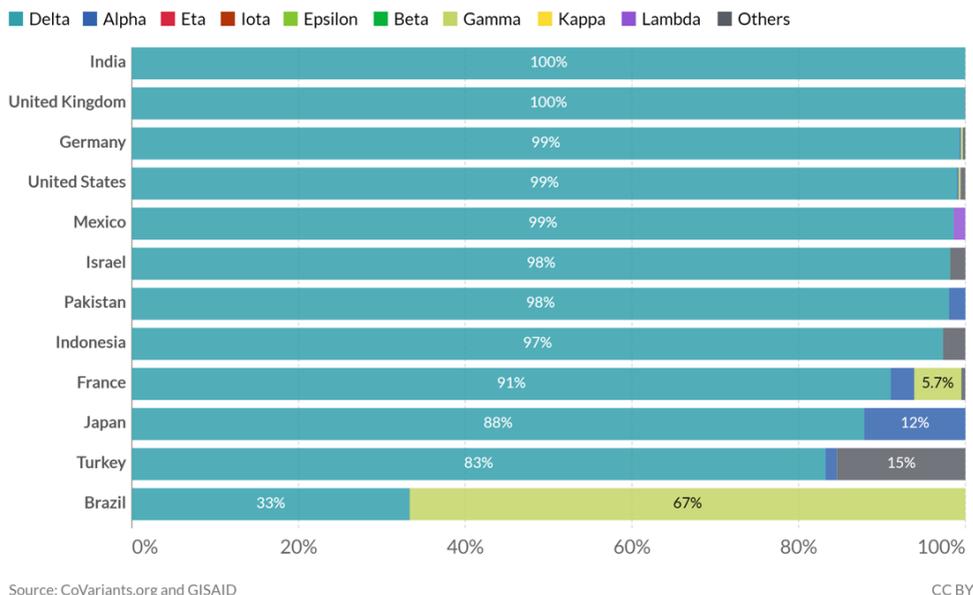
新冠疫情全球仍在蔓延，主要受变异株的影响，新型疫苗正在研发

- 目前新冠感染病例主要来源于Delta变异株，8月以来印度、英国、德国、美国等国家超90%的病例为Delta变异株导致，少数地区例如日本、巴西等同时存在Gamma、Alpha等毒株。
- Delta多个变异位点赋予了其强大的存活力，P618R、L452R、T478K、E484Q位点的变化可以使其对抗体产生强大的免疫能力。
- 各公司已针对变异株研发新型疫苗，Moderna是目前进展最快的针对变异株的疫苗研发公司，已进行多个疫苗的II期临床试验，国内公司的相关临床试验皆未开始。

表42：各公司针对变异株的研发情况

公司	研究对象	研究内容描述	研发阶段
Moderna	mRNA-1273.351疫苗	单变异株苗，编码B.1.351 (Beta) 的S蛋白	2021年3月启动临床，5月初部分II期结果公布
	mRNA-1273.211疫苗	混合多价苗，mRNA-1273和mRNA-1273.351的1:1混合物	2021年3月份启动临床，正处于II期
Pfizer	疫苗	混合多价苗，针对Delta+Alpha变异株	预计2021年8月份启动I/II期临床，预计21年第四季度公布初步数据
国药集团	单克隆抗体	2B11抗体对B.1.617.2(Delta)具有与野生株高度一致的中和活性	临床申报
科兴	疫苗	单变异株苗，开展分别针对Gamma和Delta变异株的临床研究及紧急使用申请	基本完成临床前研究
康泰生物	疫苗	已成功分离出多株Delta变异株单克隆毒种	临床前研究
康希诺	疫苗	开展针对变异株的加强针疫苗研发工作	临床前研究

图36：全球VOC在不同国家中的占比



新冠疫苗存海外出口需求

- 中国新冠疫苗海外出口量逐渐增加，2021年1月出口货值仅为21.22亿元，7月已达156.65亿元。
- 各公司疫苗产能大幅度增加，辉瑞、Moderna从2020年的千万级别产能增加到2022年的20-30亿产能，科兴2021年产能达20亿，国药2021年产能达30亿，康希诺、智飞、康泰产能达到亿剂水平。
- 海外疫苗市场供不应求，Moderna、辉瑞2021年海外销量超10亿剂，科兴疫苗半年海外供应已超6亿剂，截至目前国药疫苗海外供应已超16亿剂。

图38：2021年1-7月疫苗总出口货值（亿元）

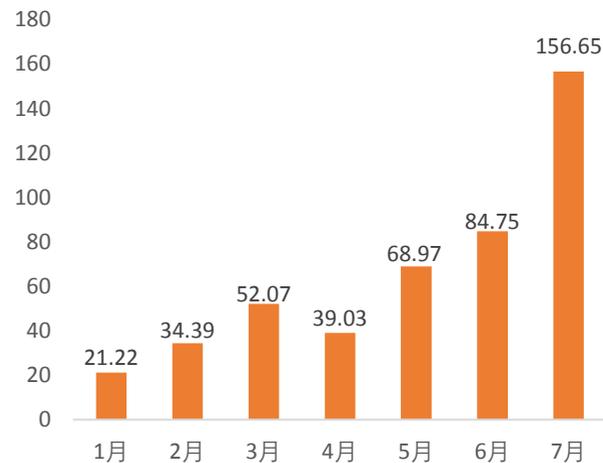


图37：各公司新冠疫苗年产能（亿剂）

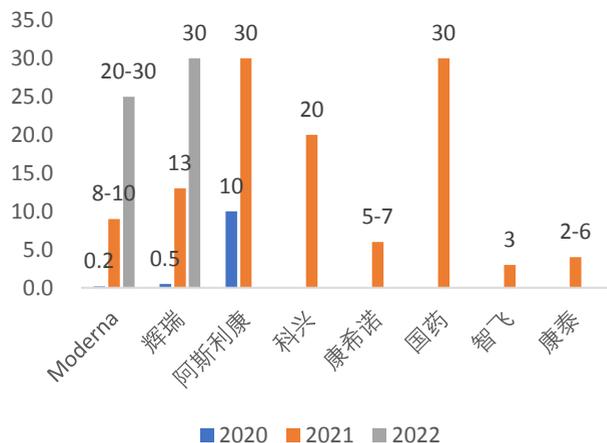


表43：各公司新冠疫苗供应情况

公司	供应情况	供应公司/供应剂量				
		美国	欧盟	加拿大	日本	Covax
Moderna	截至2021年6月30日的6个月共销售疫苗3.02亿剂，2020年全年销售疫苗7.955亿剂，2021年预计产出8-10亿剂疫苗	5亿剂	4.6亿剂	至多1.05亿剂	1亿剂	5亿剂
辉瑞	截至2021年7月4日，辉瑞和 BioNTech 已向世界各个地区的 100 多个国家或地区交付了超过 10 亿剂 COVID-19 疫苗，2021年预计共提供21亿疫苗	5亿剂	9亿剂（可额外多加9亿剂）	1.44亿剂	4000万剂	4000万剂
阿斯利康	截至2021年第一季度共交付3亿剂疫苗，第一季度交付量为6800万剂	3亿剂	3亿剂	1亿剂	1.2亿剂	
科兴	截至2021年5月31日，科兴疫苗在全球累计供应超6亿剂。	1亿剂	1400万剂半成品	2500万剂	5000万（最长达3.8亿剂）	
国药	截至2021年8月27日，国药集团已向全球94个国家、地区和国际组织供应了共16亿剂新冠疫苗，接种覆盖196个国别人群。	6000万剂	500万剂	710万剂	1.7亿	

表44：各公司新冠疫苗情况总览

公司	疫苗	有效性	重症保护率	供应情况
Moderna、美国国立卫生研究院	mRNA-1273 (mRNA疫苗)	94.10%	100% (疫苗组无重症感染患者)	截至2021年6月30日的6个月共销售疫苗3.02亿剂，2020年整年销售疫苗7.955亿剂，2021年预计提供8-10亿剂疫苗
辉瑞、BioNTech、复星医药	BNT162b2 (mRNA疫苗)	95.00%	<100% (10例重症病例，其中9例在安慰剂组，1例在疫苗组)	截至2021年7月4日，辉瑞和 BioNTech 已向世界各个地区的 100 多个国家或地区交付了超过 10 亿剂 COVID-19 疫苗，2021年预计共提供21亿疫苗
牛津大学、AdventSrl、阿斯利康	AZD1222 (腺病毒载体疫苗)	90.00%	100% (疫苗组无重症感染患者)	截至2021年第一季度共交付3亿剂疫苗，第一季度交付量为6800万剂
俄罗斯国防部和“加马列亚”流行病与微生物学国家研究中心	Sputnik V (腺病毒载体疫苗)	91.60%	100% (疫苗组无重症感染患者)	截至2021年7月27日，超40个国家对俄罗斯“卫星-V”疫苗紧急授权，递交了拟购超12亿剂该疫苗的申请
科兴中维	克尔来福 (灭活病毒疫苗)	巴西试验：78% 50.38% (包括只出现非常轻微症状的感染者) 土耳其试验：91.25%	100% (疫苗组无重症感染患者)	截至2021年5月31日，科兴疫苗在全球累计供应超6亿剂。
中生北京所	灭活病毒疫苗	86%-79.34%	100% (疫苗组无重症感染患者)	截至2021年8月27日，国药集团已向全球94个国家、地区和国际组织供应了共16亿剂新冠疫苗，接种覆盖196个国别人群。
中生武汉所	灭活病毒疫苗	72.51%	100% (疫苗组无重症感染患者)	
康希诺	Ad5-nCoV (腺病毒载体疫苗)	接种疫苗28天后有效率65.28%	接种疫苗28天后重症保护率90.07%	获得墨西哥、巴基斯坦、匈牙利、智利、阿根廷等多国紧急使用授权
智飞生物	重组新型冠状病毒疫苗 (CHO细胞)	总：81.76% Alpha变异株的保护效力：92.93% Delta变异株的保护效力：77.54%	100%	截至2021年7月24日，智飞生物已累计向乌兹别克斯坦出口共计约851万剂新冠疫苗，预计今年10月可完成总计2051万剂对乌兹别克斯坦出口计划

医疗服务：深化医疗服务价格调整，预计以升为主

政策发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016年7月7日	国家发展改革委 国家卫生计生委 人力资源社会保障部 财政部	《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》	•各地要按照“ 总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位 ”的原则，统筹考虑各方面承受能力，合理制定和调整医疗服务价格，逐步理顺医疗服务比价关系，并与医保支付、医疗控费政策同步实施，确保群众费用负担总体不增加。
2017年1月10日	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	<ul style="list-style-type: none"> •强化精神疾病防治：逐步建立和完善精神障碍患者社区康复服务体系。开展焦虑、抑郁等常见精神障碍早期筛查和干预试点，抑郁症治疗率显著提高，加强心理健康服务。 •加强妇幼卫生保健和生育服务：加大妇女常见病防治力度，妇女常见病定期筛查率达到80%以上，逐步扩大妇女“两癌”检查项目覆盖范围，加强托幼机构卫生保健工作，托幼机构卫生保健指导实现全覆盖。 •发展老年健康服务：健全老年健康服务体系，推动医疗卫生与养老服务融合发展，完善治疗—康复—长期护理服务链，发展和加强康复、老年病、长期护理、慢性病管理、安宁疗护等接续性医疗机构。
2019年7月15日	国务院、国家卫生健康委	《健康中国行动（2019—2030年）》	<ul style="list-style-type: none"> •妇幼健康促进行动：到2022年和2030年，产前筛查率分别达到70%及以上和80%及以上；新生儿遗传代谢性疾病筛查率达到98%及以上。 •老年健康促进行动：完善医养结合政策，推进医疗卫生与养老服务融合发展，抓紧研究完善照护服务标准体系，建立健全长期照护等级认定标准、项目内涵、服务标准以及质量评价等行业规范和体制机制。
2019年10月2日	国家发展改革委、市场监管总局	《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> •全面放开养老服务市场，在扩大试点基础上全面建立长期护理保险制度。 •简化社会办医审批流程，鼓励有实力的社会机构提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。 •加快建立远程医疗服务体系，推动优质资源下沉扩容。 •打造中高端服务消费载体，吸引健康体检、整形美容等高端服务消费回流。
2021年6月4日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》	•坚持以人民健康为中心， 加强公立医院主体地位 ，坚持政府主导、公益性主导、公立医院主导，坚持医防融合、平急结合、中西医并重，以建立健全现代医院管理制度为目标，强化体系创新、技术创新、模式创新、管理创新，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局
2021年5月21日	中央全面深化改革委员会第十九次会议	《深化医疗服务价格改革试点方案》	<ul style="list-style-type: none"> •规范管理医疗服务价格项目，建立目标导向的价格项目管理机制 •加强对医疗服务价格宏观管理，平衡好医疗事业发展需要和各方承受能力 •结合医疗服务特性加强分类管理 •建立灵敏有度的价格动态调整机制，明确调价的启动条件和约束条件，搞好价格监测评估和监督检查，确保价格机制稳定运行。
2021年8月31日	国家医保局、国家卫健委、国家发改委等八部委	《深化医疗服务价格改革试点方案》	<ul style="list-style-type: none"> •目标通过3至5年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。到2025年，深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广 •内容可概况为“5+3+4”，其中“5”是指建立总量调控、价格分类形成、价格动态调整、价格项目管理及价格监测考核机制等五项机制；“3”是指强化优化管理权限配置、完善定调价程序及加强管理能力建设等三项支撑；“4”是指统筹推进4项配套改革，包括深化公立医院综合改革、改进医疗行业综合监管、完善公立医疗机构政府投入机制、衔接医疗保障制度改革等

数据来源：国务院，卫健委，发改委，天风证券研究所。

医疗服务价格调整体系框架基本形成

- 2021年8月31日国家医保局、国家卫健委、国家发改委等八部委发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，目标通过3至5年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。到2025年，深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广。

表44：《深化医疗服务价格改革试点方案》主要内容

机制内容	主要内容
可持续的总量调控机制	加强对医疗服务价格宏观管理 ，平衡好医疗事业发展需要和各方承受能力，在总量范围内突出重点、有升有降
规范有序的价格分类形成机制	管好通用项目价格基准，对技术难度大的复杂项目政府要“定规则、当裁判”， 更好体现技术劳务价值
灵敏有度的价格动态调整机制	明确调价的启动条件和约束条件，在做好事前评估的基础上实施调整， 科学把握调价窗口，稳定调价预期
目标导向的价格项目管理机制	构建内涵边界清晰、适应临床诊疗、便于评价监管的价格项目体系， 逐步消除地区间差异，促进医疗技术创新发展和临床应用
严密高效的价格监测考核机制	强化医疗服务价格改革运行情况评估，构建监测考核评估与医疗服务价格之间的激励约束关系和传导机制，确保价格机制稳定运行
优化管理权限配置	医疗服务价格管理体系 应满足宏观管理需要、匹配各个层级的管理能力， 反映医疗资源的属地化特征
完善调价程序	最大限度 用规则代替自由裁量 ，规范有序、灵敏有度，兼顾效率与公平
加强管理能力建设	加强上下衔接、区域联动、信息共享，提升医疗服务价格管理信息化水平，加强医疗服务价格管理队伍建设等
深化公立医院综合改革	完善区域公立医院医疗设备配置管理，加强内部专业化、精细化管理，规范诊疗行为，合理确定薪酬水平，改革完善考核评价机制
改进医疗行业综合监管	加强医疗机构医疗服务价格监督检查，研究制定医疗服务价格行为指南
完善公立医疗机构政府投入机制	落实公立医院基本建设等政府投入，落实对中医医院和传染病等专科医疗机构的投入倾斜政策
衔接医疗保障制度改革	医疗服务价格和支付政策协同 ，价格管理总量调控和医保总额预算管理、区域点数法协同， 健全医保医用耗材目录管理制度 ，深化以按病种、按疾病诊断相关分组付费为主的多元复合式医保支付方式改革， 推进医用耗材全部挂网采购，扩大高值医用耗材集中带量采购范围 ，强化公立医疗机构定点协议管理

五项机制

三项支撑

四项配套改革

表45：《深化医疗服务价格改革试点方案》政策导向

序号	改革要点	方案解析
1	把握改革时间口	药耗带量采购为医疗服务价格调整创造了有利时机 。集采降价降费减轻了群众负担，为医疗服务价格赢得了改革的窗口。改革将从试点起步，预计通过 3-5年 时间，探索形成可复制、可推广的改革经验和典型样本，再逐步推开。
2	规划价格改革方向	有升有降，但预计以升为主。根据价格分类形成机制， 对通用型医疗服务 ，政府要把价格基准管住管好， 对于复杂型医疗服务 ，定调价将更灵活、更有针对性，更好体现技术劳务价值，把改革红利传导到广大医务人员身上。
3	明确主体演化路径	公立突出公益性，全面利好民营医疗 。坚持公立医院的公益属性，严格控制收费项目和费用占比，不超过全部医疗服务的 10% 。非公立医疗机构落实市场调节价政策，合理定价，纳入医保支付的按医保协议管理。民营医疗服务将带来两个受益方向：1) 整体服务价格提升将在收入端带来增量 ，2) 获得更好的相对性价比 ，优质民营医疗机构在新的价格体系下，相比于公立医疗机构将更具有性价比。

医疗服务价格调整：云南省1300项整体调增28%

- 价格改革思路将有升有降，但预计以升为主：2021年5月15日，云南省医保局、云南省卫健委发布《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》，本次调整项目数共 1300 项，**平均调增幅度 28.25%**。其中调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。
- 调增的医疗服务项目主要为综合医疗服务、医技诊疗、手术治疗、物理康复等。本次拟调整医疗服务价格的服务项目成本均高于拟调整价格，**体现技术服务劳务价值的手术、治疗类项目价格与成本偏离较大**。
- 调减的医疗服务项目主要是检查、检验类项目，包括磁共振平扫、计算机X线摄影、X线摄影、普通CT扫描、伽玛刀治疗(一个靶点)、血栓弹力图试验（TEG）等项目。
- 按照医疗服务价格“**总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位**”的改革方向，**调整体现医务人员技术劳务价值的价格项目，降低检查、检验类项目价格**，符合国家和云南省医改医疗服务项目价格调整的方向。

表46：部分调增项目情况

序号	项目编码	项目名称	项目内涵	除外内容	计价单位	说明	调整前价格			财务分类	拟调整价格			备注
							一类价	二类价	三类价		一类价	二类价	三类价	
61	270400001a	冰冻切片检查与诊断（非特异性感染标本）			例		150	150	150	D	250	250	250	
130	310702008	永久起搏器手术换	含取出和安装。	起搏器、心导管、电极	次		1000	850	750	E	1300	1105	975	
131	310702009	除颤器安置术		除颤器、心导管、电极	次		2000	1700	1500	E	2600	2210	1950	
134	310702016	心脏电复律术			次		60	51	45	E	70	60	53	

医疗服务价格调整：福建三明市公立医院医疗服务价格调整

轮次	执行时间	项目数量 (项)	整体调增/ 调减	整体幅度	调增(项)	幅度	调减(项)	幅度	新增 (项)	发布时间	文号	文件名称	发布机构
第一轮	2013年2月1日	80	调增	+27%	79	11-650%	1	100%		2013年1月30日	明政文〔2013〕22号	《关于县级以上医院实施药品零差率销售改革的通知》	市政府
第二轮	2014年6月1日	392	调增	+25%	256	7-100%	136	4-31%		2014年5月23日 2014年5月30日	明医改组〔2014〕10号 明政文〔2014〕120号	《关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知》	市医改组 市政府
第三轮	2015年6月1日	4318	调增	+49%	3363	2-150%	955	5-100%		2015年5月15日	明医改组〔2015〕13号	《关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知》	市医改组
	2015年10月15日	22							22	2015年10月12日	明价〔2015〕70号	《关于核定新增医疗服务项目价格的通知》	市物价局 市卫计委
第四轮	2015年12月1日	477	调增	+28%	360	3-600%	117	5-36%		2015年11月6日	明医改组〔2015〕23号	《关于调整理顺基层医疗卫生机构医疗服务价格的通知》	市医改组
第五轮	2016年7月15日	41							40	2016年7月15日	明价〔2016〕42号	《关于核定一批新增和取消的医疗服务项目价格的通知》	市物价局 市卫计委
第六轮	2017年9月1日	125			71		54		8	2017年8月22日	明医保〔2017〕8号	《关于进一步调整医疗服务项目价格工作的通知》	市医保局 市卫计委
第七轮	2019年8月20日	2454			降低磁共振扫描检查化验项目，提高部分小儿医疗服务项目					2019年8月9日	明医保〔2019〕63号	《关于进一步调整三明市公立医疗机构医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
第八轮(第一批)	2020年6月15日	80			核定5项新收费标准，重新核定6个项目收费，降低电脑血糖监测收费标准，修订3个手术项目名称和12项放疗项目计价单位，改变3项计价方式				12	2020年6月11日	明医保〔2020〕43号	《关于规范部分医疗服务价格项目及价格管理的通知》	市医保局
第八轮(第二批)	2020年9月20日	546			143				403	2020年9月11日	明医保〔2020〕57号	《关于进一步完善三明市公立医疗机构部分医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
第九轮	2020年12月25日	64							1	2020年12月21日	明医保〔2020〕69号	《关于调整三明市公立医院部分中医医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
	2021年2月5日	2	调增	+63%	2	30-67%	0	0	1	2021年2月1日	明医保〔2021〕7号	《关于进一步完善药事服务费的通知》	市医保局 市卫健委

风险提示

□ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

□ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或对业绩造成一定波动

□ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

□ 新冠疫情进展具有不确定性

疫情风险尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下