



投资策略研究

【粤开策略深度】医药生物行业 2022 年度策略：价值重鸣，创新为锋

2021 年 12 月 06 日

投资要点

2021 年回顾：波动剧烈，趋势向好

2021 年，医药生物板块回调明显。受带量采购和医保谈判持续深化、抗肿瘤药物临床研发指导原则出炉、安徽 IVD 集采等影响，行业市场情绪波动剧烈。总的来看，医药生物行业并未延续 2020 年的高景气，截至 12 月 1 日，医药生物板块下跌 12.49%，位列申万 28 个一级子行业 23 名，跑输沪深 300 指数 6.97%。

(1) 从估值的角度，2021 年医药板块估值处于近五年来历史中下水平。2021 年医药板块整体估值为 44.56 倍，在 28 个一级子板块中处于中等偏上的水平。但板块估值处于近五年来历史中下水平，较 2020 年和 2021 年初明显回落。

(2) 从营收的角度，2021 年医药生物板块营业收入和净利润规模创历史新高。医药生物板块实现营业收入 16444 亿元，同比增长 21.64%。实现净利润 1873 亿元，同比增长 32.36%。从营业收入和净利润的角度思考，2021 年医药生物板块保持了较高的增速，其中板块净利润增速创近五年新高。

(3) 从子板块的角度，整体呈现高度分化态势。其中，化学原料药、中药、医疗服务和医疗器械板块走势良好，而医药商业、生物制品和化学制剂板块表现相对疲软。得益于 2020 年医药生物行业的低基数，2021 年各子板块营业收入和净利润同比均出现显著提升。

(4) 从基金持仓的角度，2021 年基金医药股持仓比重创历史新高，但随着疫情的平稳持仓比重呈现下滑趋势。2021 年 Q1 和 Q2 基金医药股的持仓比重分别达 4.98% 和 4.90%，接近历史峰值。但伴随着疫情的平稳，基金对医药股的持仓比重下滑，Q3 基金医药股的持仓比重下滑至 4.33%，同比减少 11.7%。

2022 年展望：价值重鸣，创新为锋

考虑到板块营收、净利润的快速提升，我们认为医药生物板块长期投资价值并未削弱，反而随着估值的下降，凸显其投资价值。展望 2022 年，我们认为医药生物板块正逐步进入板块轮动和强弱明显分化的结构性阶段，面对瞬息万变的市场行情和不断转化的主流热点，**我们建议投资者把握“高质量+真创新”投资机会，重点关注三大看多领域和七大细分投资方向：**

一、医药板块创新依旧是主旋律。近年来，受到一致性评价、医药反腐、带量采购、医保谈判等政策影响，我国药品领域改革步入深水区。制药行业内部板块分化明显，仿制药行业利润趋薄，创新药行业利润攀升，一批布局创新药的制药企业逐渐脱颖而出，行业在规范化、集中化发展中去芜存菁，竞争格局未来有望改善。

创新药：我们建议投资者关注两条核心逻辑，一是关注确定性较强、安全边际较高并积极转轨创新的制药企业，这类企业具有估值水平较低、分红率较高，成长性良好的特点，如华东医药、科伦药业、浙江医药等。二是关注研发管线丰富、药物出海预期较高的 FIC 类企业，随着企业产品管线的逐步落

分析师：康崇利

执业编号：S0300518060001
电话：010-83755579
邮箱：kangchongli@ykzq.com

分析师：陈梦洁

执业编号：S0300520100001
电话：010-83755578
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略大势研判】年报预披露现高预喜率，积极布局年末行情》2021-11-28

《【粤开策略专题】流动性观察：杠杆资金热度大幅回升，年末行情关注两条主线（2021 年第 15 期）》2021-11-29

《【粤开策略】每日数据跟踪-20211129》2021-11-29

《【粤开策略专题】奥密克戎来袭，构建“疫苗药物”防御屏障》2021-11-29

《【粤开策略】2021 年 12 月十大金股及市场展望》2021-11-30



地，企业未来利润有望大幅改善，建议关注恒瑞医药、康方生物、康宁杰瑞、君实生物、信达生物、百济神州等。

创新医疗器械：需求端消费升级的不断推进驱动医疗器械行业快速扩张和发展，自主研发及进口替代加速国产崛起，打破进口企业在高端领域的垄断地位。我们重点推荐三条逻辑主线：（1）竞争格局良好的上游设备、耗材企业，如东富龙、楚天科技等；（2）细分赛道中创新实力强、产品差异化的特色企业，有望长期享有创新红利，如南微医学、圣湘生物等；（3）布局海外市场的下游器械龙头，如迈瑞医疗等。

CXO：得益于全球产业链转移、国内工程师红利、成本优势、药审改革提速及药物创新的升级，国内 CXO 行业呈现出超高的景气度。对于 CXO 板块，建议关注五条投资主线，包括企业订单数量、海外客户数量、企业核心产能、企业技术壁垒和企业转型预期。但考虑到 2020 和 2021 年 CXO 板块的普涨，目前板块估值偏高，未来须警惕 CXO 板块的回调和分化。建议关注凯莱英、九洲药业、康龙化成等。

中药：近年来，国家对于中医药振兴发展的支持力度不断提升，2021 年政府工作报告强调实施中医药振兴发展工程。11 月国家药监局等部门结束了长达 20 年的中药配方颗粒试点工作，并正式启用中药配方颗粒备案模块。在政策的推动下，我国中医药创新大潮奔涌，2021 年共 6 款中药新药获批上市，数量达近五年新高。

二、把握“疫苗+药物”抗疫组合。疫情进入下半场，把握板块结构性投资机会。一方面，伴随着新型毒株的出现，如 Delta 毒株、Omicron 毒株等，疫情存在反复风险；另一方面，尽管国内疫苗的需求逐步下滑，但全球仍有巨大未满足的疫苗需求缺口。根据 WHO 统计，美国、欧洲疫苗接种比例较高，但非洲接种比例极低。

生物制剂：2021 年疫苗板块业绩爆发，一方面，新冠疫苗需求旺盛，为企业贡献大量利润；另一方面，疫情加强了民众对疫苗的认知，随着疫情的缓和，HPV 疫苗、肺炎疫苗的接种逐步恢复。此外，中和抗体和小分子药物上市在即，有望进一步完善抗疫屏障。

三、消费升级孕育的行业新机遇，关注医疗企业国产替代、医美、口腔、眼科等细分赛道龙头；处方外流、分级诊疗、医药电商等院外市场潜力巨大。

连锁医疗机构：2020 年受疫情影响，连锁医疗机构实行歇业、延迟开业等，2021 年，随着疫情的缓和，就医人数全面恢复，叠加医疗习惯和观念变化催生的需求增长，医疗板块景气度迅速提升。此外，随着居民消费升级，医美、口腔、眼科等细分赛道景气度不断提升。

医药商业：随着疫情影响的减弱，医院端就诊人数已基本恢复至疫情前。未来，随着处方药外流等政策的落地执行，院外市场销售占比有望持续提升，此外，DTP 药房、药房营销服务、医药电商等新业态的出现为行业注入新的活力。对于医药商业板块，我们重点推荐两条逻辑主线：（1）处方外流带来的市场增量，关注重点布局 DTP 药房、医药电商的企业，如益丰药房等；（2）医药流通板块集中度不断提升，龙头企业有望强者恒强，如上海医药等。

风险提示：研发进展不及预期、商业化进展不及预期、疫情防控不及预期



目 录

一、2021 年医药生物整体表现：疫情趋稳，政策加码，改革正当时	6
(一) 行业总览：业绩稳步提升，市场情绪波动剧烈	6
(二) 子行业总览：高度分化，把握结构性机会	8
(三) 基金持仓：机构持股比例居于高位，但比重呈现下滑趋势	9
(四) 2021 年医药生物板块重磅政策和事件	10
二、化学制药板块：创新为王，加速迈入仿创结合时代	12
(一) 化学原料药：把握“API+制剂”一体化转型升级机遇	13
(二) 化学制剂：利润受政策调控不断趋薄，创新研发大势所趋	15
三、中药板块：政策搭桥，中医药振兴发展渐入深水区	18
四、生物制品板块：创新高地，有望持续享有高景气度	20
五、医疗器械板块：疫情平稳，把握细分领域投资机遇	24
六、医药商业板块：医院端业务恢复，DTP 药房、医药电商等为行业注入新活力	28
七、医疗服务板块：研发外包板块高景气度延续，民营医院板块业绩持续增长	32
八、展望 2022 年：价值重鸣，创新为锋	35
九、风险提示	37

图表目录

图表 1：2021 年各行业走势情况	6
图表 2：2017-2021 年前三季度医药生物营业收入（亿元）	6
图表 3：2017-2021 年前三季度医药生物归母净利润（亿元）	6
图表 4：2021 年一级行业估值水平排名	7
图表 5：2021 年一级行业估值水平排名	7
图表 6：2021 年医药生物子行业涨跌幅	8
图表 7：2017-2021 年前三季度各板块营业收入（亿元）	8
图表 8：2017-2021 年前三季度各板块归母净利润（亿元）	8
图表 9：2018-2021 年医药板块基金持仓变化	9
图表 10：2020-2021 年基金持股数量前十名	10
图表 11：2021 年医药生物板块重磅政策和事件	10
图表 12：化学药品行业产业链	12
图表 13：2017-2021 年前三季度化学制药营业收入（亿元）	12
图表 14：2017-2021 年前三季度化学制药归母净利润（亿元）	12
图表 15：大宗原料药和特色原料药区别	13
图表 16：2017-2021 年前三季度原料药营业收入（亿元）	14
图表 17：2017-2021 年前三季度原料药净利润（亿元）	14
图表 18：2017-2021 年前三季度原料药板块毛/净利率（%）	14
图表 19：2017-2021 年前三季度原料药板块期间费用率（%）	14
图表 20：2020-2021 年前三季度国内原料药龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	15



图表 21 : 2017-2021 年前三季度化学制剂营业收入 (亿元)	15
图表 22 : 2017-2021 年前三季度化学制剂板块归母净利润 (亿元)	15
图表 23 : 2017-2021 年前三季度化学制剂毛/净利率 (%)	16
图表 24 : 2017-2021 年前三季度化学制剂期间费用率 (%)	16
图表 25 : 2017-2021 年前三季度化学制剂研发投入 (亿)	16
图表 26 : 2017-2021 年前三季度化学制剂研发支出占比(%)	16
图表 27 : 2020-2021 年前三季度国内化学制剂龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	17
图表 28 : 中药行业产业链	18
图表 29 : 2017-2021 年前三季度中药板块营业收入 (亿元)	18
图表 30 : 2017-2021 年前三季度中药板块归母净利润 (亿元)	18
图表 31 : 2016-2021 年获批上市的中药新药	19
图表 32 : 2020-2021 年前三季度国内中药龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	20
图表 33 : 生物制品与化学制剂区别	20
图表 34 : 2017-2021 年前三季度生物制品营业收入 (亿元)	20
图表 35 : 2017-2021 年前三季度生物制品归母净利润 (亿元)	20
图表 36 : 2017-2021 年前三季度疫苗营业收入 (亿元)	21
图表 37 : 2017-2021 年前三季度疫苗净利润 (亿元)	21
图表 38 : 2017-2021 年前三季度血液制品营业收入 (亿元)	22
图表 39 : 2017-2021 年前三季度血液制品净利润 (亿元)	22
图表 40 : 2017-2021 年前三季度生物药营业收入 (亿元)	23
图表 41 : 2017-2021 年前三季度生物药净利润 (亿元)	23
图表 42 : 2017-2021 年前三季度生物制品毛/净利率 (%)	23
图表 43 : 2017-2021 年前三季度生物制品期间费用率 (%)	23
图表 44 : 2020-2021 年前三季度国内生物制品龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	24
图表 45 : 医疗器械产业链	24
图表 46 : 2017-2021 年前三季度医疗器械营业收入 (亿元)	25
图表 47 : 2017-2021 年前三季度医疗器械净利润 (亿元)	25
图表 48 : 2017-2021 年前三季度医疗设备营业收入 (亿元)	25
图表 49 : 2017-2021 年前三季度医疗设备净利润 (亿元)	25
图表 50 : 2017-2021 年前三季度医疗耗材营业收入 (亿元)	26
图表 51 : 2017-2021 年前三季度医疗耗材净利润 (亿元)	26
图表 52 : 2017-2021 年前三季度体外诊断营业收入 (亿元)	27
图表 53 : 2017-2021 年前三季度体外诊断净利润 (亿元)	27
图表 54 : 2017-2021 年前三季度医疗器械毛/净利率 (%)	27
图表 55 : 2017-2021 年前三季度医疗器械期间费用率 (%)	27
图表 56 : 2020-2021 年 Q3 国内医疗器械龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	28
图表 57 : 医药商业产业链	28
图表 58 : 2017-2021 年前三季度医药商业营业收入 (亿元)	29
图表 59 : 2017-2021 年前三季度医药商业净利润 (亿元)	29



图表 60：2017-2021 年前三季度医药流通营业收入（亿元）	29
图表 61：2017-2021 年前三季度医药流通净利润（亿元）	29
图表 62：2017-2021 年前三季度线下药店营业收入（亿元）	30
图表 63：2017-2021 年前三季度线下药店净利润（亿元）	30
图表 64：2017-2021 年 Q3 医药商业毛/净利率（%）	31
图表 65：2017-2021 年 Q3 医药商业期间费用率（%）	31
图表 66：2020-2021 年 Q3 国内医药商业龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	31
图表 67：2017-2021 年 Q3 医疗服务营业收入（亿元）	32
图表 68：2017-2021 年 Q3 医疗服务净利润（亿元）	32
图表 69：2017-2021 年 Q3 医疗研发外包营业收入（亿元）	33
图表 70：2017-2021 年 Q3 医疗研发外包净利润（亿元）	33
图表 71：2017-2021 年 Q3 诊断服务营业收入（亿元）	33
图表 72：2017-2021 年 Q3 诊断服务净利润（亿元）	33
图表 73：2017-2021 年 Q3 医院营业收入（亿元）	34
图表 74：2017-2021 年 Q3 医院净利润（亿元）	34
图表 75：2017-2021 年 Q3 医疗服务毛/净利率（%）	34
图表 76：2017-2021 年 Q3 医疗服务期间费用率（%）	34
图表 77：2020-2021 年 Q3 国内医疗服务龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率	35



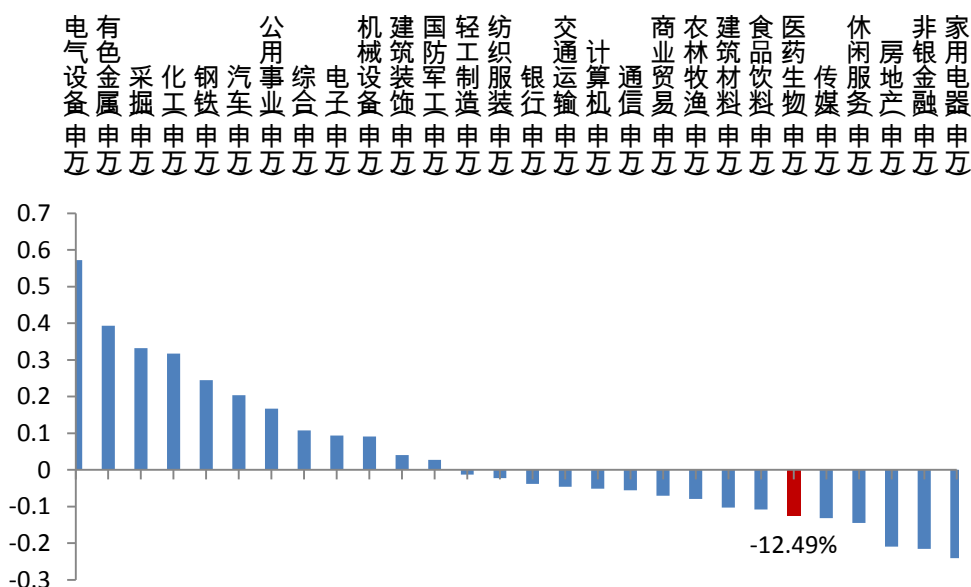
一、2021 年医药生物整体表现：疫情趋稳，政策加码，改革正当时

(一) 行业总览：业绩稳步提升，市场情绪波动剧烈

医药生物是我国重点培育发展的战略性新兴产业，是衡量国家经济、社会发展、科技进步和国际实力的重要指标。生物医药板块涉及的范畴较为广泛，主要包括医疗服务、医疗器械、生物制品、医药商业、化学制药和中药六大子板块。其中，医药商业、化学制药和中药营收占比居前，医疗器械、生物制品、医疗服务近年来增速超过行业平均增速。

2021 年医药生物板块情绪波动剧烈，累计下跌 12.49%。回顾 2021 年初至今，截至 11 月 30 日，医药生物板块下跌 12.49%，位列申万 28 个一级子行业 23 名。医药生物板块 2021 年呈现出高开低走的势态，上半年板块上涨 4.57%，但受带量采购和医保谈判持续深化、抗肿瘤药物临床研发指导原则出炉、安徽 IVD 集采等影响，行业市场情绪波动剧烈。总的来看，医药生物行业并未延续 2020 年的高景气，跑输沪深 300 指数 6.97%。

图表 1：2021 年各行业走势情况

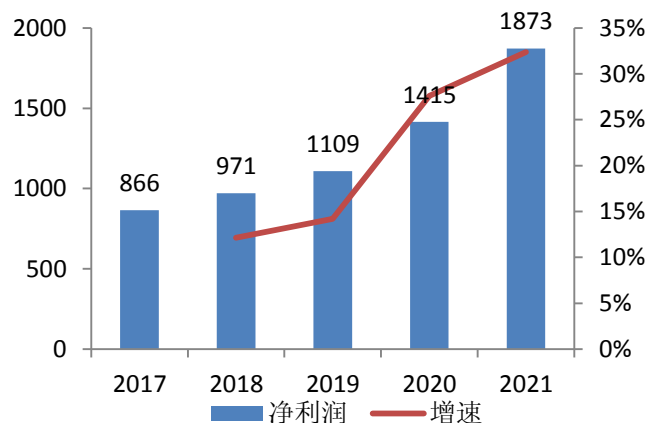
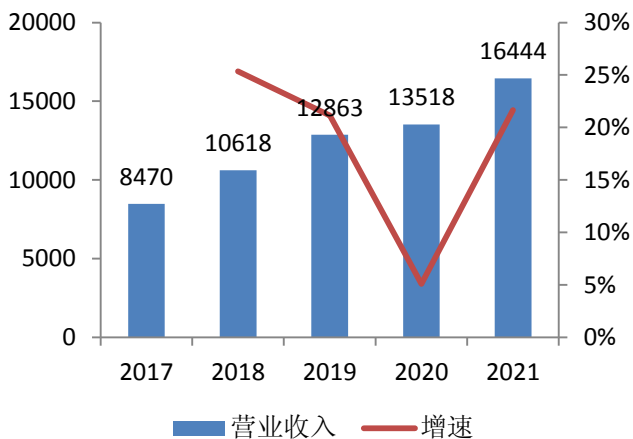


资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021 年医药生物板块营业收入和净利润规模创历史新高，净利润同比增长 32.36%。截至 2021 年三季度，医药生物板块实现营业收入 16444 亿元，同比增长 21.64%。实现归属母公司股东的净利润总额 1873 亿元，同比增长 32.36%。从营业收入和净利润的角度思考，2021 年前三季度医药生物板块保持了较高的增速，其中板块净利润增速创近五年新高。

图表 2：2017-2021 年前三季度医药生物营业收入（亿元）

图表 3：2017-2021 年前三季度医药生物归母净利润（亿元）

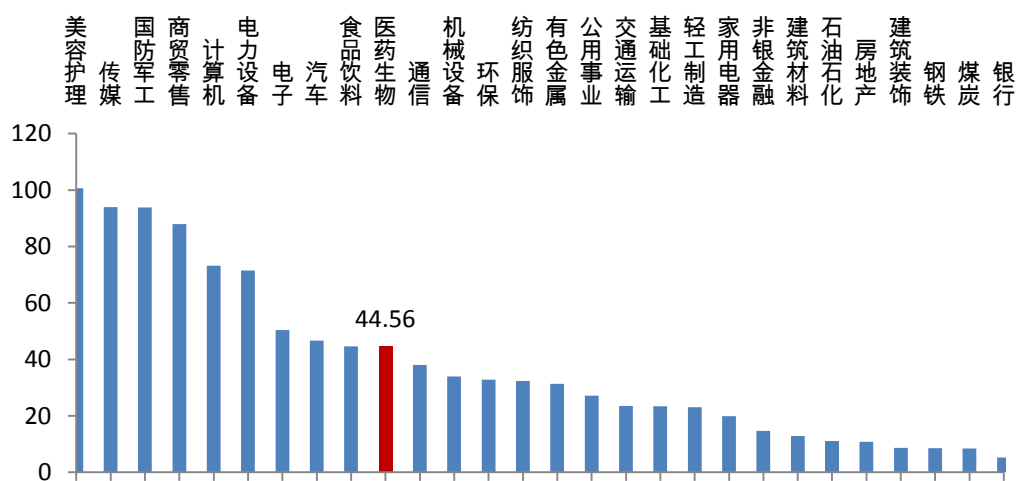


资料来源：Wind、粤开证券研究院

资料来源：Wind、粤开证券研究院

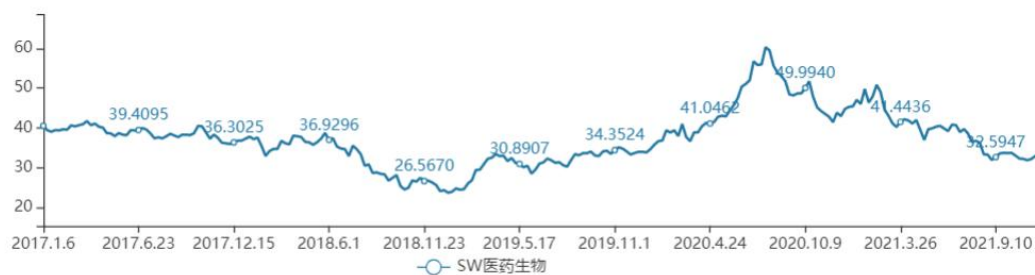
2021年医药生物板块估值处于申万一级子板块中上水平，但较2020年和2021年初明显回落。截至12月1日，医药板块整体估值（TTM整体法，剔除负值）为44.56倍，在28个一级子板块中处于中等偏上的水平。但板块估值处于近五年来历史中下水平，较2020年和2021年初明显回落。

图表4：2021年一级行业估值水平排名



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：2021年一级行业估值水平排名



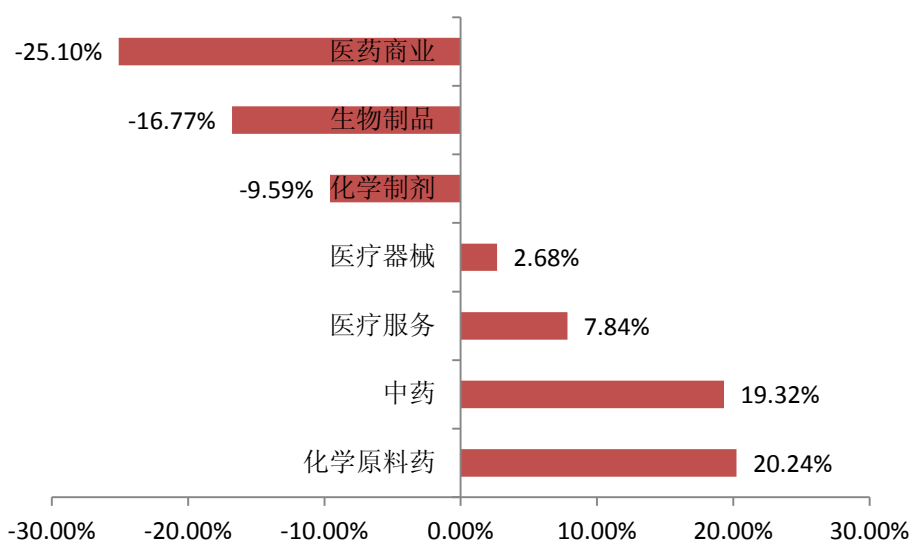


资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）子行业总览：高度分化，把握结构性机会

板块高度分化，化学原料药涨幅居前。纵观医药生物板块 2021 年各子行业走势，行业受市场情绪波动较大，整体呈现高度分化态势。其中，上涨的子行业共四个，分别是化学原料药、中药、医疗服务和医疗器械；下跌的子行业共三个，分别是医药商业、生物制品和化学制剂。具体而言，化学原料药板块自年初以来涨幅最大，达 20.24%，核心原因在于 CXO 板块的持续火热；医药商业板块跌幅居前，累计下跌 25.1%，其中连锁药房 2021 年业绩增速不及预期，回调明显。

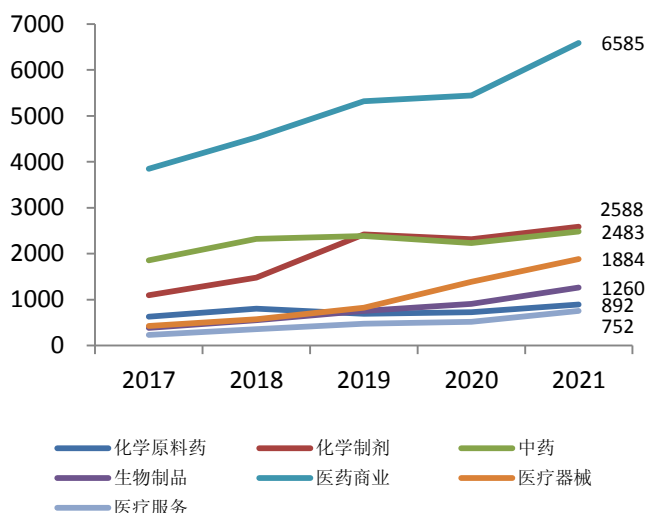
图表6：2021 年医药生物子行业涨跌幅



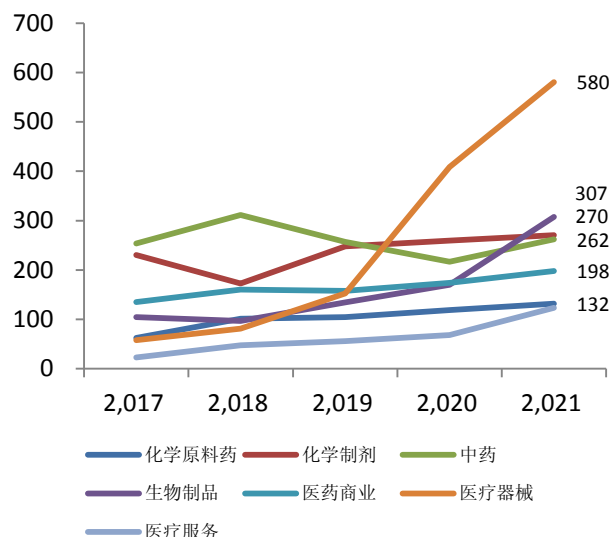
资料来源：Wind、粤开证券研究院

医药商业板块蝉联营收桂冠，医疗器械板块净利润增速显著。得益于 2020 年医药生物板块的低基数，2021 年各子板块营业收入和净利润同比均出现显著提升。其中，医药商业板块实现营业收入 6585 亿元，同比增长 20.96%，蝉联子行业营业收入桂冠。医疗器械板块实现净利润 580 亿元，同比增长 41.99%。值得注意的是，生物制品板块实现净利润 307 亿元，同比增长 81.34%，主要得益于新冠疫苗和激素类的快速放量。

图表7：2017-2021 年前三季度各板块营业收入（亿元） 图表8：2017-2021 年前三季度各板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

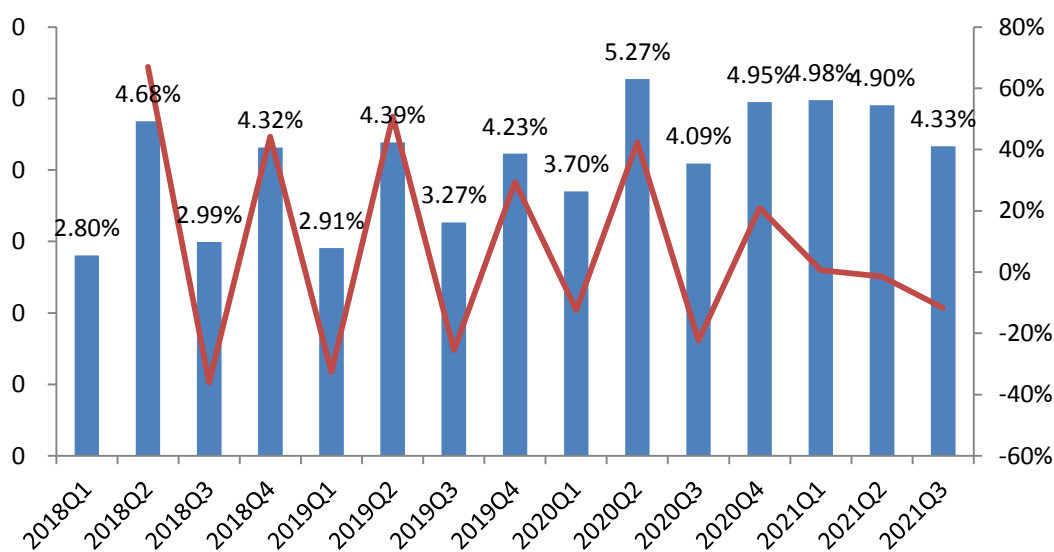


资料来源：Wind、粤开证券研究院

(三) 基金持仓：机构持股比例居于高位，但比重呈现下滑趋势

2021年基金医药股持仓比重创历史新高，但随着疫情的平稳持仓比重呈现下滑趋势。随着2021年渐入尾声，各大机构在持仓、减仓的板块配比上，表现出一定的分化。2020年，受新冠疫情的影响，防御属性较强的医药板块成为了机构重点布局的方向之一，其中2020年Q4基金医药股的持仓比重达4.95%。这一较高的持仓比重延续至2021年，其中2021年Q1和Q2基金医药股的持仓比重分别达4.98%和4.90%。但伴随着疫情进入下半场，医药板块的赚钱效应下滑，Q3基金医药股的持仓比重下滑至4.33%，同比减少11.7%。

图表9：2018-2021年医药板块基金持仓变化



资料来源：Wind、粤开证券研究院



从持股数量来看，2021 年基金持股数量最多的前十个股分别是：爱尔眼科、药明康德、恒瑞医药、信邦制药、华海药业、泰格医药、智飞生物、九州药业、博腾股份、普洛药业。与 2020 年相比，2021 年基金重仓新增泰格医药、九州药业和博腾股份，这三支股票均属于医疗服务下的研发外包板块（CXO），反映出基金 2021 年对医疗服务板块高景气度的追逐。

图表10：2020-2021 年基金持股数量前十名

2021 年			2020 年		
排名	股票简称	基金持股数量（万股）	排名	股票简称	基金持股数量（万股）
1	爱尔眼科	62446	1	美年健康	108330
2	药明康德	58238	2	爱尔眼科	53828
3	恒瑞医药	22274	3	恒瑞医药	47314
4	信邦制药	18527	4	药明康德	42838
5	华海药业	17471	5	华海药业	30805
6	泰格医药	16588	6	国际医学	26190
7	智飞生物	16062	7	信邦制药	25819
8	九州药业	15528	8	仙琚制药	22510
9	博腾股份	14033	9	普洛药业	20333
10	普洛药业	13736	10	智飞生物	17526

资料来源：Wind、粤开证券研究院

（四）2021 年医药生物板块重磅政策和事件

图表11：2021 年医药生物板块重磅政策和事件

时间	政策和事件	主要内容
2021.2	国产新冠疫苗先后获批上市	<p>2020 年 12 月 30 日，国家药品监督管理局附条件批准国药集团中国生物北京生物制品研究所有限责任公司的新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）注册申请。该疫苗是首家获批的国产新冠病毒灭活疫苗。</p> <p>2021 年 2 月 5 日，国家药品监督管理局附条件批准北京科兴中维生物技术有限公司的新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）注册申请。</p> <p>2 月 25 日，国家药品监督管理局附条件再批准两款新冠疫苗注册申请。一款是康希诺生物股份公司的重组新型冠状病毒疫苗（5 型腺病毒载体），该疫苗是首家获批的国产腺病毒载体新冠病毒疫苗，适用于预防由新型冠状病毒感染引起的疾病（COVID-19）。另一款是国药集团中国生物武汉生物制品研究所有限责任公司的新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）。</p>
2021.3	《政府工作报告》	<p>医药：争取把更多药品和高值耗材纳入集中带量采购等办法，显著降低患者医药负担；有序推进疫苗研制和接种；实施中医药振兴发展工程。</p> <p>医疗：深化创新医防协同机制，建立公共卫生事业投入机制；深入</p>



		<p>公立医院综合改革；促进“互联网+医疗健康”规范发展。</p> <p>医保：推动基本医保省级统筹；建立健全门诊共济保障机制，完善短缺药品保供稳价机制等。</p>
2021.3	京津冀“3+N”冠脉扩张球囊联盟集采价格出炉	本次冠脉扩张球囊联盟采购共 72 个产品中选，价格从均价 3401 元下降至 319 元，平均降价 90%。首年意向采购量达 31.5 万个，预计节约 9.42 亿元。
2021.4	《国务院办公厅关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	提出在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药。
2021.5	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	支持基地承担建设国家级和境外中医药服务贸易公共服务平台，加强国外中医药服务贸易管理政策、市场需求等信息收集、分析和共享，开展中医药文化宣介与推广。
2021.6	《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-2）》第五批国家组织药品集中带量采购	本次国家组织药品集中带量采购共纳入 62 种药品，在 2020 年省级平台采购金额高达 550 亿元，创下历次集采新高。从采购药品剂型看，注射剂的数量占一半、涉及金额占 70%，成为本次集采的主力剂型。本次集采品种覆盖高血压、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，以及肺癌、乳腺癌、结直肠癌等重大疾病用药。
2021.7	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则（征求意见稿）》	应尽量为受试者提供临床实践中最佳治疗方式/药物，而不应为提高临床试验成功率和试验效率，选择安全有效性不确定，或已被更优的药物所替代的治疗手段。
2021.8	《安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告》	<p>对属于《公告》采购产品范围，未纳入谈判议价的同类产品，要按照性能与价格相匹配的原则，并考虑与谈判成功产品合理比价关系，将价格联动到不高于谈判成功产品价格水平。对价格联动成功的产品（另行公布），执行与谈判成功产品相同的配套政策。</p> <p>对不参加谈判议价、谈判不成功及不确认带量联动价格的产品，原在集中交易目录内的，调整到备案交易目录，并进行重点监测，采购周期内不得参与目录动态调整。</p>
2021.11	《全国药品集中采购文件（胰岛素专项）（GY-YD2021-3）》	坚持“招采合一、量价挂钩”原则、按照国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路，组织全国各地形成联盟，以公立医疗机构为执行主体，开展国家组织胰岛素集中带量采购
2021.11	2021 年国家医保谈判	根据《2021 年国家医保药品目录调整工作方案》，本次医保药品目录调整将坚持“保障基本”，尽力而为、量力而行；坚持市场机制，以市场换价格；坚持“有进有出，腾笼换鸟”，提高保障能力；坚持科学调整，提升药品目录调整的科学化、精细化和规范化水平。本次目录调整工作将于今年年底前完成，力争 2022 年 1 月开始落地执行。



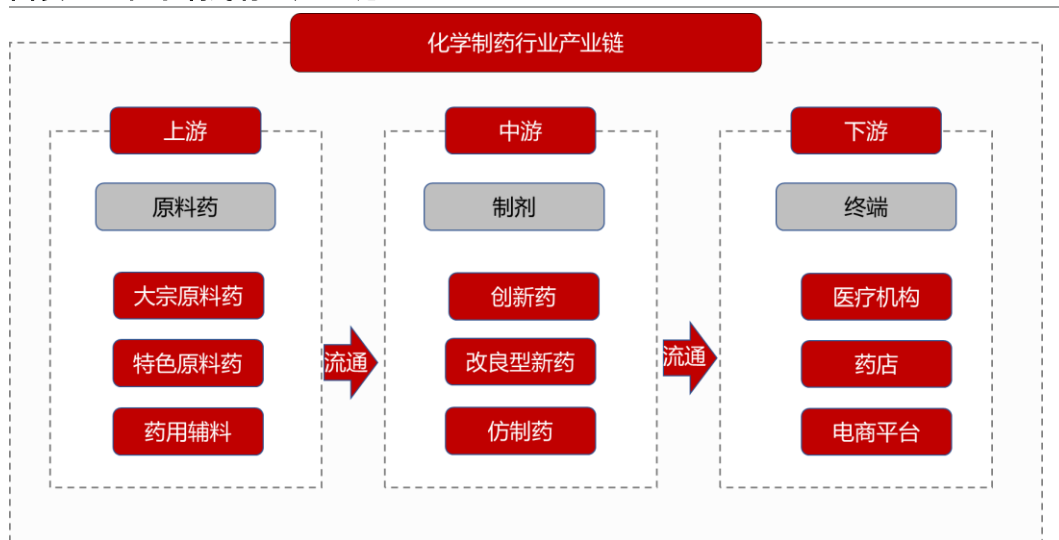
2021.11	《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》	到 2025 年，开发一批高附加值高成长性品种，突破一批绿色低碳技术装备，培育一批有国际竞争力的领军企业，打造一批有全球影响力的产业集聚区和生产基地。原料药产业创新发展和先进制造水平大幅提升，绿色低碳发展能力明显提高，供给体系韧性显著增强，为医药产业发展提供坚强支撑，为国际竞争合作锻造特色长板。
---------	-------------------------	--

资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、化学制药板块：创新为王，加速迈入仿创结合时代

化学制药主要包括化学原料药和化学药制剂。从产业链的角度分析，化学制药上游是原料药供应商，主要包括大宗原料药、特色原料药和药用辅料；产业链中游是化学药制剂，将原料药进一步加工成为制剂，主要涉及创新药、改良型新药和仿制药的生产；产业链下游是销售终端，药物制剂经流通运输至医疗机构、药店及电商平台，最终销售给消费者。

图表12：化学制药行业产业链

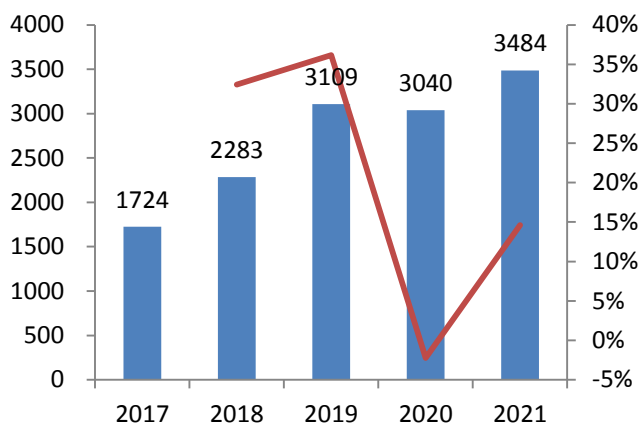


资料来源：公开数据整理、粤开证券研究院

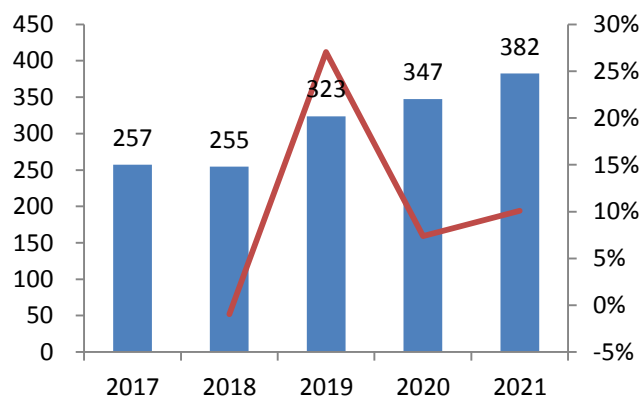
2021 年三季度化学制药板块实现净利润 382 亿元，同比增长 10.07%。截至 2021 年三季度，化学制药板块实现营业收入 3484 亿元，同比增长 14.63%；实现归母净利润 382 亿元，同比增长 10.07%。增速的提升得益于新冠疫情影响衰减，市场需求逐步恢复。近年来，在限抗令、带量采购、医保谈判的持续推进下，化学药品价格处于下跌通道，行业增速放缓，但放缓并不意味着缺少投资机会，一批制药企业正积极开展创新研发，行业整体向仿创结合阶段迈进。未来随着国内制药企业研发实力的不断提升，创新药品占比持续增长，我国化学药市场发展潜力巨大。

图表13：2017-2021 年前三季度化学制药营业收入（亿元）

图表14：2017-2021 年前三季度化学制药归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（一）化学原料药：把握“API+制剂”一体化转型升级机遇

原料药板块包括大宗原料药和特色原料药。原料药是指由化学合成、植物提取或者生物技术所制备的用于制药的粉末、结晶、浸膏等。原料药无法被患者直接服用，须加工成为制剂，方能成为可供临床应用的药品。原料药可分为大宗原料药和特色原料药，大宗原料药是指市场需求相对稳定、应用较为普遍、规模较大的原料药，主要包括抗生素类、维生素类和氨基酸类等。特色原料药是指处于专利保护期或刚过专利保护期药品的原料药。

图表15：大宗原料药和特色原料药区别

	大宗原料药	特色原料药
专利期	无专利问题	处于专利期或刚过专利其药品
使用量	大，千吨到万吨级	小，十吨到千吨级
需求	基本稳定	整体需求增长较快，对应制剂生命周期
技术壁垒	低	高
产品附加值	低	高
代表品类	维生素类、抗生素类	抗高血压、抗肿瘤、降血糖类

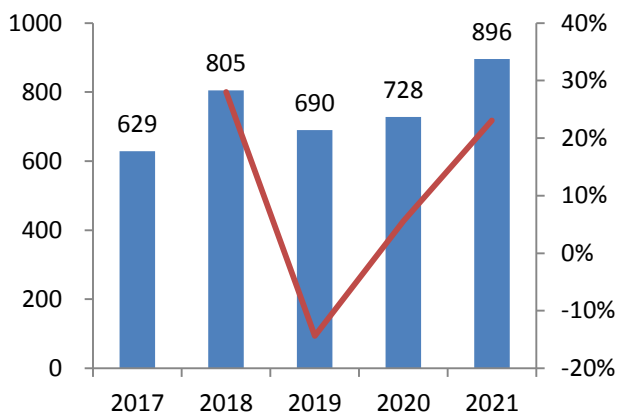
资料来源：公开数据整理、粤开证券研究院

受益制造升级以及全球产业链的转移，2021年我国特色原料药板块放量迅速。截至2021年三季度，原料药板块（34家企业）实现营业收入896亿元，同比增长23.06%；实现归母净利润133亿元，同比增长12.88%。自2016年起，受环保趋严、产能过剩、大宗原料药价格持续走低等影响，原料药行业利润空间进一步收窄，原料药生产企业洗牌加剧，行业内低端产能逐步出清。随着行业加速腾笼换鸟，我国原料药行业正由中低端向中高端转变，行业景气度有望提升。

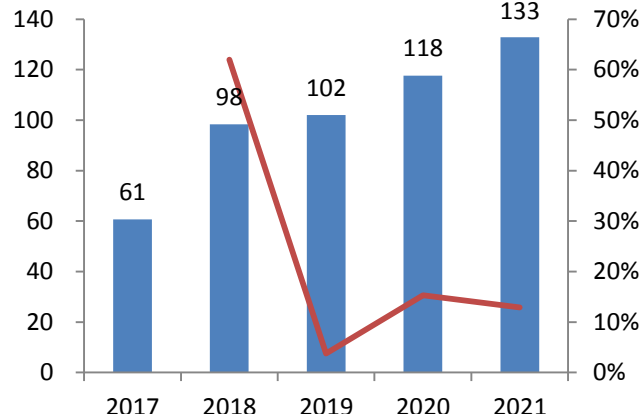
政策推动原料药产业结构优化升级。2021年11月，国家发展改革委、工业和信息化部发布《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》，方案提出大力发展特色原料药和创新原料药，提高新产品、高附加值产品比重。推动原料药生产规模化、集约化发展，鼓励优势企业做大做强，提升产业集中度。到2025年，开发一批高附加值高成长性品种，突破一批绿色低碳技术装备，培育一批有国际竞争力的领军企业，打造一批有全球影响力的产业集聚区和生产基地。



图表16：2017-2021年前三季度原料药营业收入(亿元) 图表17：2017-2021年前三季度原料药净利润(亿元)



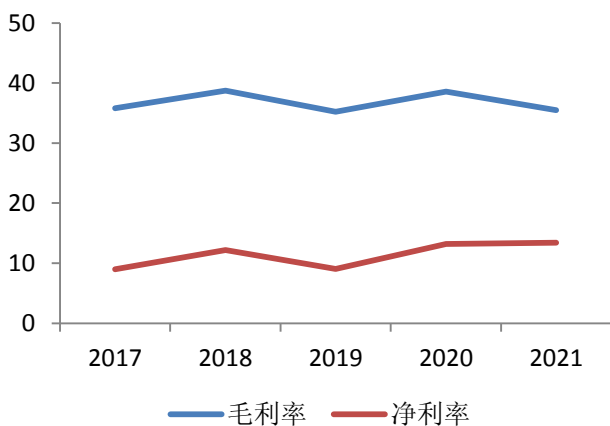
资料来源：Wind、粤开证券研究院



资料来源：Wind、粤开证券研究院

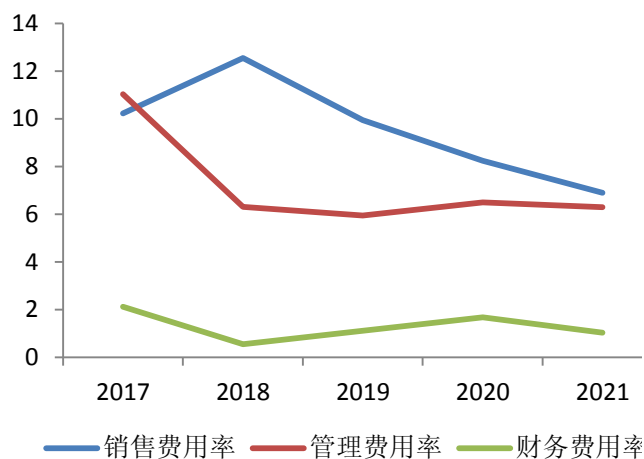
2021年原料药板块不断提质升级，盈利能力趋于改善。截至2021年三季度，原料药板块毛利率为35.45%，同比下降8.05%；净利率为13.39%，同比提升1.44%。期间费用率为14.21%，同比下降13.30%；其中销售费用率为6.89%，同比下降16.36%；管理费用率为6.29%，同比下降3.04%；财务费用率为1.02%，同比下降38.4%。总的来说，2021年原料药板块净利润同比小幅提升，期间费用率大幅下降，板块盈利能力趋于改善，反映出我国原料药板块正向高质量发展不断迈进。

图表18：2017-2021年前三季度原料药板块毛/净利率(%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表19：2017-2021年前三季度原料药板块期间费用率(%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021年，我国原料药企业通过大力开展数字化、智能化改造升级，大力发展特色原料药和创新原料药，提高新产品、高附加值产品比重，企业的营业收入和归母净利润稳步提升。凭借特色原料药的技术优势和“API+制剂”一体化的成本优势，新和成、浙江医药、海正药业、九州药业、凯莱英等业绩实现较快增长。对此，我们重点推荐三条逻辑主线：(1) 特色原料药企业；(2) API+制剂一体化的特色原料药企业；(3) 向CDMO转型的原料药企业，建议关注九州药业、博腾股份、凯莱英等。


图表20：2020-2021年前三季度国内原料药龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3
002001.SZ	新和成	74.73	105.16	29.37	33.66	58.45	46.81	39.43	32.15
600267.SH	海正药业	81.54	91.07	3.43	4.99	44.26	40.54	7.32	6.12
600216.SH	浙江医药	54.30	68.12	6.21	7.51	42.09	41.61	10.88	10.07
000739.SZ	普洛药业	58.11	63.99	6.30	7.62	28.22	28.66	10.84	11.91
000756.SZ	新华制药	46.39	49.40	2.46	2.85	29.01	28.05	5.76	6.02
002399.SZ	海普瑞	35.42	46.31	7.09	4.62	39.29	31.45	19.94	9.87
002019.SZ	亿帆医药	41.42	33.98	9.11	2.91	49.29	40.52	21.35	7.13
605507.SH	国邦医药	31.46	32.13	6.37	5.21	35.62	30.94	20.26	16.23
603456.SH	九洲药业	17.46	30.04	2.39	4.73	37.32	32.31	13.69	15.76
002821.SZ	凯莱英	20.83	29.23	5.06	6.95	48.43	44.93	24.30	23.77
603707.SH	健友股份	21.58	27.80	6.13	8.45	59.39	57.01	28.23	30.41

资料来源：Wind、粤开证券研究院

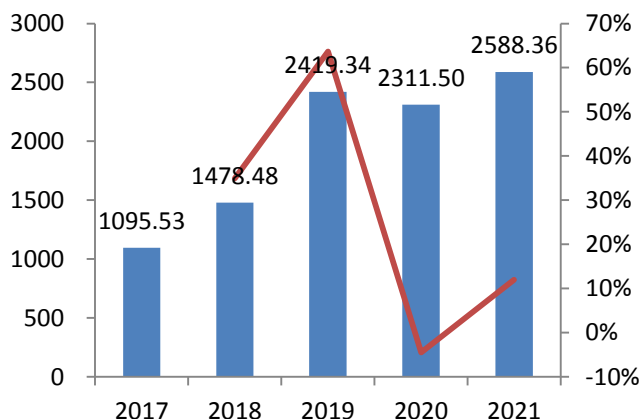
九洲药业：九洲药业是一家集研发、生产、销售医药原料药及中间体为一体的高新技术企业，主要产品类别包括专利原料药及中间体合同定制研发及生产业务(CDMO)、特色原料药及中间体业务(API)。公司 CDMO 业务增长确定性高，后续增长动力十足。客户结构方面，公司服务 Novartis、Roche、Zoetis、GSK、Gilead、第一三共等跨国制药巨头，以及国内众多创新药企。在产能方面，公司具备从实验室放大到商业化生产的能力，能实现克级到公斤级再到吨级生产。

博腾股份：博腾股份是一家按照国际标准为跨国制药公司和生物技术公司提供医药定制研发生产服务的国家级高新技术企业。2021年，公司产能持续拓展，2021 三季度已经超过 2000 立方米，2021 年 6 月份，公司 109 多功能车间开始投产，新增产能超过 160 立方米。此外，公司 CDMO 业务不断升级，细胞和基因治疗 CDMO 业务发展迅速，苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地已完成建设并投入使用。

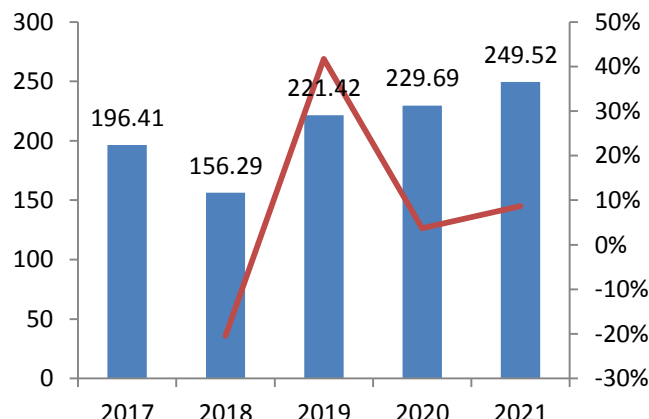
(二) 化学制剂：利润受政策调控不断趋薄，创新研发大势所趋

仿创结合时代来临，行业持续去芜存菁。截至 2021 年三季度，化学制剂板块 (86 家企业) 实现营业收入 2588.36 亿元，同比增长 11.98%；实现归母净利润 249.52 亿元，同比增长 8.63%。近年来，受到一致性评价、医药反腐、带量采购、医保谈判等政策影响，我国药品领域改革步入深水区。制药行业内部板块分化明显，仿制药行业利润趋薄，创新药行业利润攀升，一批布局创新药的制药企业逐渐脱颖而出，行业在规范化、集中化发展中去芜存菁，竞争格局未来有望改善。2021 年，海正药业的海博迈布、浙江医药的奈诺沙星等一类创新药相继上市，研发创新是化学制剂的未来。

图表21：2017-2021年前三季度化学制剂营业收入 (亿元)
图表22：2017-2021年前三季度化学制剂板块归母净利润 (亿元)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

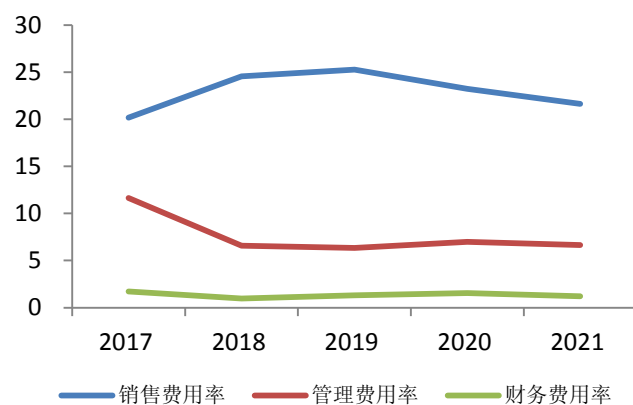
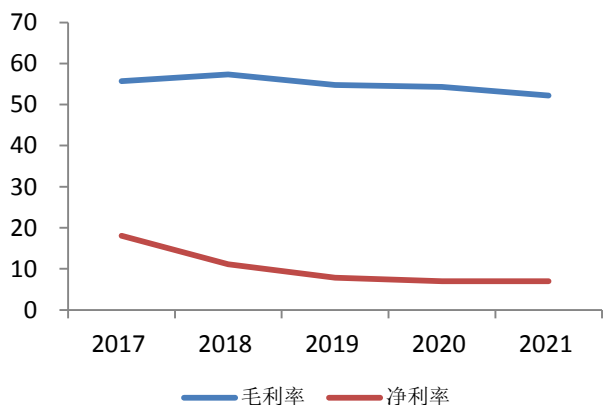


资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021 年化学制剂板块盈利能力回调。2021 年前三季度，化学制剂板块毛利率为 52.19%，同比下降 3.81%；净利率为 6.96%，同比下滑 0.07%。期间费用率为 29.48%，同比下降 7.27%；其中销售费用率为 21.63%，同比下降 6.9%；管理费用率为 6.64%，同比下降 4.98%；财务费用率为 1.21%，同比下降 22.66%。行业整体利润率与 2020 年基本持平，期间费用率持续下降，销售费用、管理费用和财务费用同比均有所下降，行业整体盈利小幅回调。

图表23：2017-2021 年前三季度化学制剂毛/净利率 (%)

图表24：2017-2021 年前三季度化学制剂期间费用率 (%)



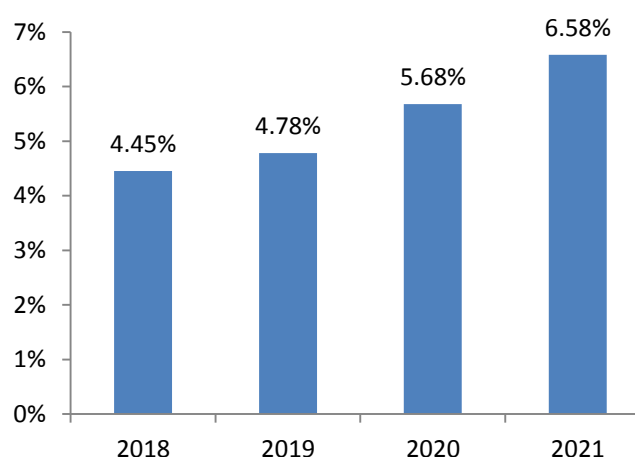
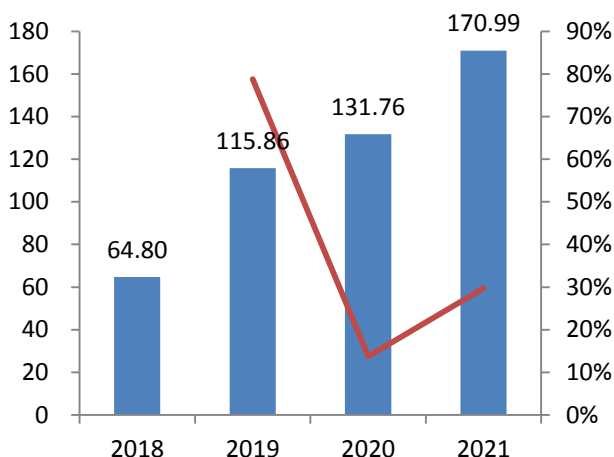
资料来源：Wind、粤开证券研究院

资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021 年化学制剂板块研发投入快速攀升，研发投入占比已超 6%。2021 年前三季度，化学制剂板块研发投入达 170.99 亿元，同比增长 29.77%；研发支出总额占营业收入比例达 6.58%，同比增长 0.9%。近年来，上市药企高度重视创新研发，普遍加大研发投入力度，研发费用率及研发投入呈现攀升态势。而在快速增长研发费用的背后，是制药企业迅速丰富的核心领域产品管线，这是企业长期发展动能和实现弯道超车的关键所在。

图表25：2017-2021 年前三季度化学制剂研发投入 (亿)

图表26：2017-2021 年前三季度化学制剂研发支出占比 (%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021 年前三季度，共 6 家化学制剂企业净利润突破 10 亿元，其中恒瑞医药以 42.07 亿元净利润高居首位。多家企业的盈利能力持续改善，由传统仿制药企业向仿创结合的改革已初见成效，包括人福医药、健康元、科伦药业、恩华药业等。对此，我们重点推荐三条逻辑主线：(1) 受宏观政策如带量采购冲击较小的企业；(2) 转轨创新、研发投入不断攀升的企业；(3) 逆境反转型企业，建议关注健康元、浙江医药、科伦药业等。

图表27：2020-2021 年前三季度国内化学制剂龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2020Q3	2021 年 Q3	2020Q3	2021 年 Q3	2020Q3	2021 年 Q3	2020Q3	2021 年 Q3
600276.SH	恒瑞医药	194.13	201.99	42.59	42.07	87.72	86.49	21.86	20.75
000963.SZ	华东医药	255.01	259.27	23.91	18.95	34.70	31.27	9.65	7.49
000623.SZ	吉林敖东	16.16	15.98	15.04	16.93	61.65	52.56	92.53	105.42
000513.SZ	丽珠集团	79.26	93.69	14.22	14.53	66.14	65.81	23.04	17.21
600079.SH	人福医药	148.46	148.61	6.13	10.94	42.52	43.62	7.03	9.40
600380.SH	健康元	101.03	119.34	9.27	10.09	64.56	64.78	21.58	17.39
600062.SH	华润双鹤	63.74	68.75	8.73	8.89	64.19	57.78	13.84	13.44
002422.SZ	科伦药业	116.63	126.86	5.01	8.48	55.68	55.82	4.53	5.88
002262.SZ	恩华药业	23.75	28.92	5.71	6.73	76.13	75.62	24.07	23.19
002773.SZ	康弘药业	23.48	28.45	5.79	6.53	90.22	90.35	24.66	22.96
600420.SH	国药现代	93.64	107.10	6.31	6.31	46.39	44.23	8.46	7.47

资料来源：Wind、粤开证券研究院

浙江医药：浙江医药是我国重要的原料药和制剂生产企业，是国家维生素、抗耐药菌抗生素、喹诺酮产品重要的生产基地。2021 年，公司独家品种无氟类喹诺酮药物 1.1 类创新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液获批上市，并纳入国家医保目录。创新药进展顺利，ARX788 临床数据优异。钠能源电池有望成为公司业绩新增长点，公司钠创新能源钠电池材料基地建设正在规划中。

科伦药业：科伦药业是中国输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一。2021 年，公司产品结构不断升级，各业务板块活力逐步恢复，随着集采落地，新冠疫情负面影响也逐渐消除，大输液领域竞争格局逐步改善，公司输液产品收入已恢复强劲增速。创新药方面，公司拥有国内领先的 ADC 管线，SKB264 研发进展顺利，未来随着公司自研项目逐步进入收获期，有望通过丰富自身产品管线，支撑公司长期发

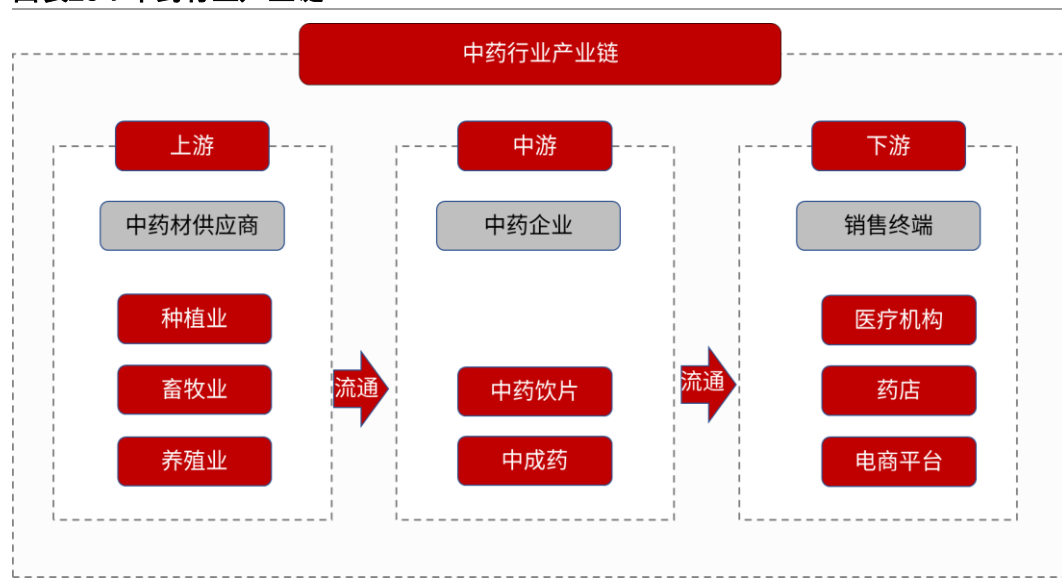


展。

三、中药板块：政策搭桥，中医药振兴发展渐入深水区

中药行业产业链上游是中药材供应商，主要包括种植业、畜牧业和养殖业；产业链中游是中药企业，主要涉及中药饮片加工和中成药生产，将中药材加工成为中药饮片及中成药；产业链下游是销售终端，中药饮片和中成药经流通运输至医疗机构和药店销售，最终到达消费者手中。

图表28：中药行业产业链



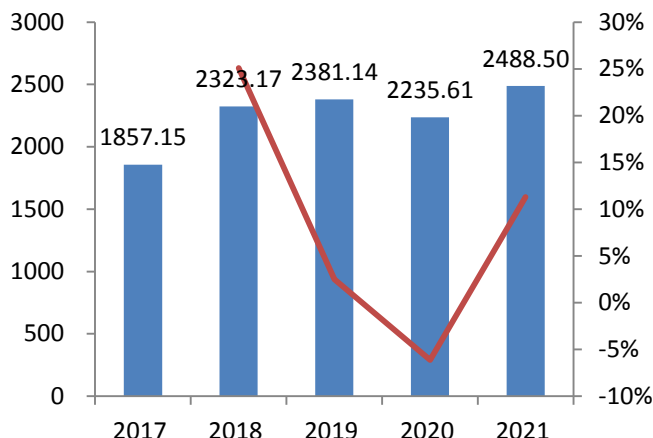
资料来源：公开数据整理、粤开证券研究院

政策搭桥，2021年中药板块利润大幅提升。截至2021年三季度，中药板块（共72家企业）实现营业收入2488.5亿元，同比增长11.31%；实现归母净利润262.6亿元，同比增长20.79%。2021年中药板块净利润增速大幅提升，一方面源于2020年中药板块受疫情影响，业绩承压；另一方面，近年来，**国家对于中医药振兴发展的支持力度不断提升**，2021年政府工作报告强调实施中医药振兴发展工程。而5月出台的《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》更如一针强心剂，推动中医药服务贸易，助力中医药服务国际化，中医药迎来历史性发展契机。

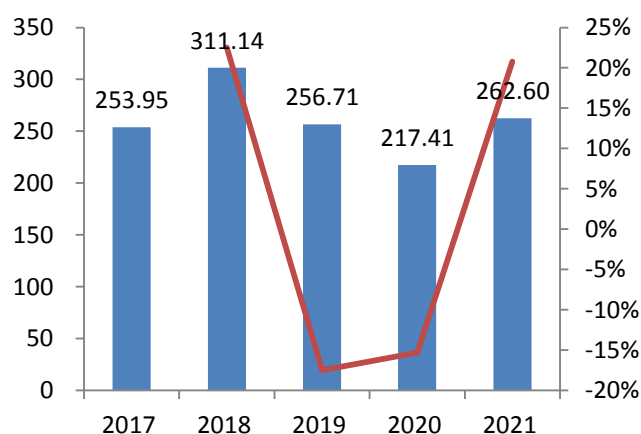
2021年11月1日，国家药监局等部门结束了长达20年的中药配方颗粒试点工作，并正式启用中药配方颗粒备案模块。试点结束实行备案，意味着从原来试点的“国六家”（即：广东一方、江阴天江、广东三九、康仁堂、新绿色、培力药业）独占全国市场，到现在各省有配方颗粒生产资质的六七十家企业都可以通过备案形式参与；此外，在试点结束市场放开后，中药配方颗粒的市场从原有的2500家左右二级以上中医院，迅速扩展到近百万家有资质的医疗机构，市场有望迅速扩大，增量潜力巨大。

图表29：2017-2021年前三季度中药板块营业收入（亿元）

图表30：2017-2021年前三季度中药板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院



资料来源：Wind、粤开证券研究院

中医药创新大潮奔涌，新药上市数量达近五年新高。据统计，2016年至2021年，共有15款中药新药获批上市，其中2020年共三款新药上市，分别是岭药业的连花轻咳片、康缘药业的筋骨止痛凝胶、五和博澳的桑枝总生物碱片。2021年，共6款中药新药获批上市，数量达近五年新高，分别是中国中医科学院的肺排毒颗粒、一方制药的化湿败毒颗粒、步长制药的宣肺败毒颗粒、岭药业的益肾养心安神片、华康医药的益气通窍片和康缘药业的银翘清热片。

图表31：2016-2021年获批上市的中药新药

时间	药物	企业
2016	金花清感颗粒	聚协昌（北京）药业
	九味黄连解毒软膏	圣康药业
2017	丹龙口服液	康德药业
2018	金蓉颗粒	康源药业
2019	小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药
	芍麻止痉颗粒	天士力
2020	连花轻咳片	岭药业
	筋骨止痛凝胶	康缘药业
	桑枝总生物碱片	五和博澳
2021	肺排毒颗粒	中国中医科学院
	化湿败毒颗粒	一方制药
	宣肺败毒颗粒	步长制药
	益肾养心安神片	岭药业
	益气通窍片	华康医药
	银翘清热片	康缘药业

资料来源：《2020年度药品审评报告》、粤开证券研究院

截至2021年三季度，共9家中药企业净利润突破10亿元，其中白云山（35.09亿元）、云南白药（24.52亿元）和片仔癀（20.61亿元）处于行业前列。大多数企业的盈利能力持续改善，包括岭药业、片仔癀、同仁堂等。未来，随着政策的大力扶持和中药创新进程的提速，品牌中药价值有望凸显。叠加部分中药的强消费属性，需求端有望持续打开。对此，我们重点推荐两条逻辑主线：（1）创新引领的中药企业；（2）具有强消费属性，需求端有望持续打开的中药企业，建议关注片仔癀、同仁堂、康缘药业、济川药业等。


图表32：2020-2021年前三季度国内中药龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3
600332.SH	白云山	468.85	535.40	28.34	35.09	19.44	20.24	6.04	6.55
000538.SZ	云南白药	239.31	283.63	42.49	24.52	29.61	28.04	17.75	8.65
600436.SH	片仔癀	50.70	61.12	13.53	20.61	47.35	52.97	26.68	33.72
000999.SZ	华润三九	92.41	110.99	15.79	17.64	63.06	59.90	17.08	15.90
600535.SH	天士力	113.91	57.70	11.11	14.86	35.41	66.12	9.75	25.75
600085.SH	同仁堂	90.53	106.83	11.29	14.04	47.91	47.96	12.47	13.14
600566.SH	济川药业	43.14	54.09	9.60	12.71	81.94	83.01	22.24	23.51
603858.SH	步长制药	112.44	113.77	13.95	12.38	76.91	73.88	12.41	10.88
002603.SZ	以岭药业	64.47	81.12	10.15	12.23	62.21	64.20	15.74	15.07
600329.SH	中新药业	49.57	53.52	4.93	6.77	39.88	42.05	9.95	12.65
002287.SZ	奇正藏药	10.15	11.89	3.24	6.46	86.70	85.37	31.95	54.31

资料来源：Wind、粤开证券研究院

四、生物制品板块：创新高地，有望持续享有高景气度

生物制品是指应用普通的或以基因工程、细胞工程、蛋白质工程、发酵工程和酶工程等生物技术获得的微生物、细胞及各种动物和人源的组织及液体等生物材料制备的，用于人类疾病预防、治疗和诊断的药品，主要包括疫苗、血制品和生物药等。生物制品与化学药不同，通过刺激机体免疫系统，产生免疫物质发挥功效，在人体内介导体液免疫和细胞免疫。

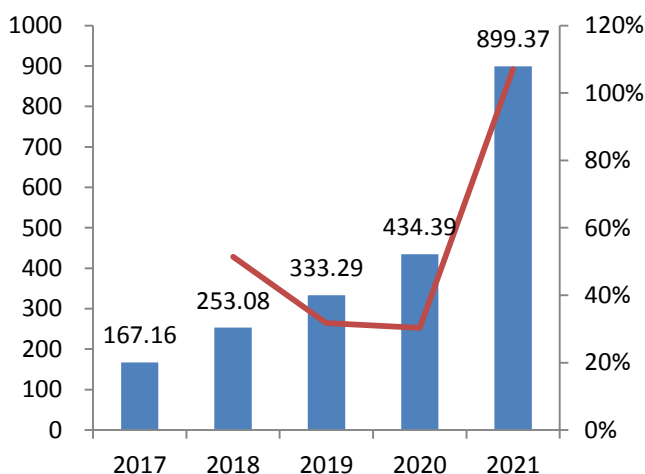
图表33：生物制品与化学制剂区别

	生物制品	化学制剂
产品本身的差异	通过细胞或生物体合成	化学合成
	高分子量	低分子量
	理化性质复杂	理化性质确定
	对热敏感	稳定
	非均一混合物，理化性质易变	单一分子实体，高度化学纯化
	通常注射给药	可以不同方式给药
生产过程的差异	通常只分布于血浆或细胞外液	可分布于任何器官和组织
	难以表征（生物类似物）	可完全表征（仿制药）
	纯化过程长且复杂	易于纯化
	更易混有污染物，难以去除	污染易于避免，容易检测并去除

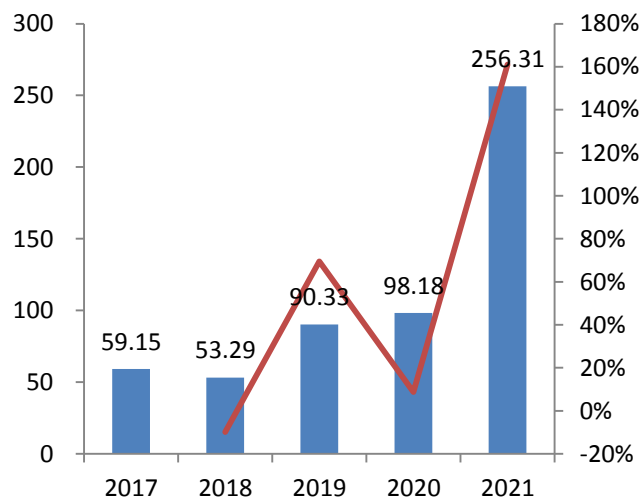
资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

2021年生物制品板块表现亮眼，板块增速超100%。截至2021年三季度，生物制品板块（共46家企业）实现营业收入899.37亿元，同比增长107.04%；实现归母净利润256.31亿元，同比增长161.06%。生物制品板块业绩的大幅提升主要源于疫苗板块和生物药板块的爆发，前者净利润同比增长299.19%，后者净利润同比增长147.05%。

图表34：2017-2021年前三季度生物制品营业收入（亿元）
图表35：2017-2021年前三季度生物制品归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院



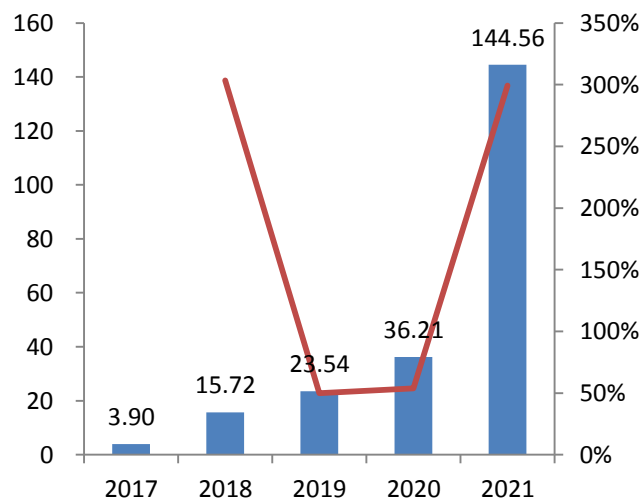
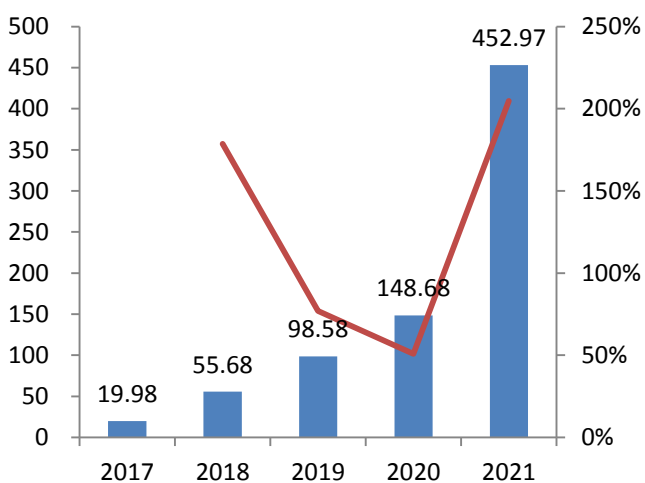
资料来源：Wind、粤开证券研究院

疫苗板块业绩爆发，净利润同比提升 299.19%。截至 2021 年三季度，疫苗板块实现营业收入 452.97 亿元，同比增长 204.66%；实现归母净利润 144.56 亿元，同比增长 299.19%。2021 年疫苗板块业绩的爆发一方面源于新冠疫苗需求的放量，截至 11 月 16 日，31 个省和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗 24 亿剂次；另一方面，疫情加强了民众对疫苗的认知，随着疫情的缓和，HPV 疫苗、肺炎疫苗的接种逐步恢复。

海外疫苗缺口较大，2022 年关注国产新冠疫苗出海。随着国内疫情的逐步平稳，国内疫苗的需求逐步下滑。但全球仍有巨大未满足的疫苗需求缺口，根据 WHO 统计，截至 11 月 28 日，全球已有 77.72 亿剂疫苗被接种，考虑到全球人口共 75 亿，至少接种过一剂比例达 49%，这意味着全球仍有超过 30 亿人未接种新冠疫苗。这在地域上，反映出疫苗分配的极度不均匀，美国、欧洲疫苗接种比例较高，但非洲接种比例极低。因此，2022 年可重点关注国产疫苗出海，根据出口人用疫苗企业注册地，北京（国药/科兴）2021 年 1-9 月出口货值达 698.4 亿人民币，天津（康希诺）出口货值达 18.13 亿元，安徽（智飞生物）出口货值达 8.62 亿元。

图表36：2017-2021 年前三季度疫苗营业收入（亿元）

图表37：2017-2021 年前三季度疫苗净利润（亿元）



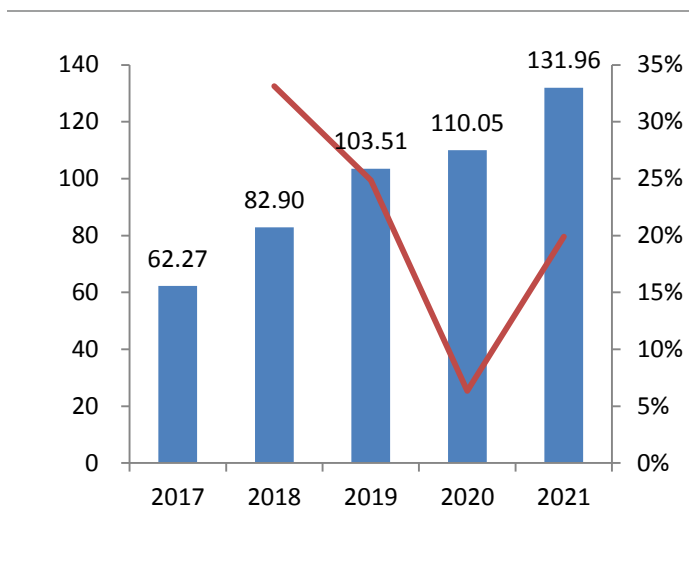


资料来源：Wind、粤开证券研究院

资料来源：Wind、粤开证券研究院

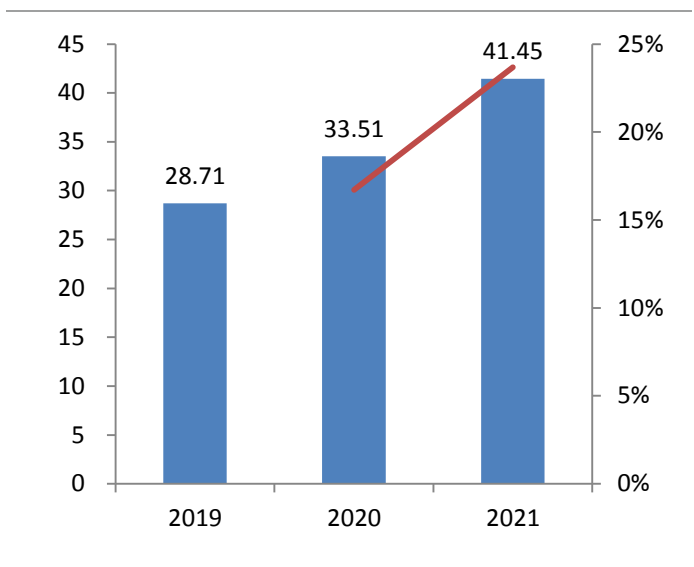
血制品板块摆脱疫情掣肘，业绩拐点可期。截至 2021 年 Q3，血液制品板块实现营业收入 131.96 亿元，同比增长 19.9%；实现净利润 41.45 亿元，同比增长 23.68%。血液制品的放量一方面源于疫情期间采浆量下降，2021 年供给逐步恢复；另一方面，随着医院诊疗业务的恢复，血制品医院销售额环比回升。

图表38：2017-2021 年前三季度血液制品营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表39：2017-2021 年前三季度血液制品净利润（亿元）

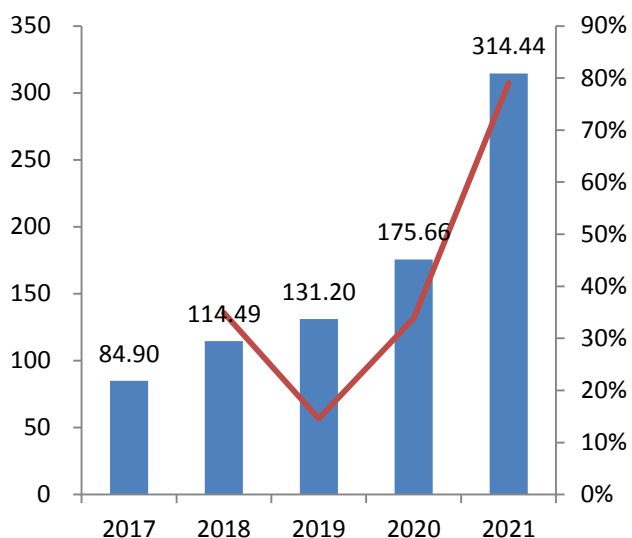


资料来源：Wind、粤开证券研究院

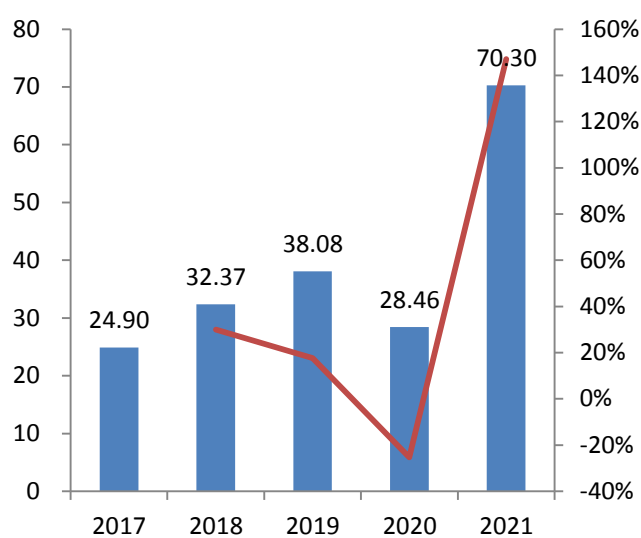
生物药上市提速，医保谈判打通高价药研发和商业化链条。截至 2021 年 Q3，生物药板块实现营业收入 314.44 亿元，同比增长 79%；实现净利润 70.3 亿元，同比增长 147.05%。近年来，随着《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》等政策的出台，国产创新药上市进程不断缩短。2021 年，荣昌生物的维迪西妥单抗、复星凯特的阿基仑赛注射液相继获批上市，填补了国产 ADC、CAR-T 药物的空白。此外，过去生物药由于价格过高，上市后常面临叫好不叫座的窘境。而随着医保谈判品种数量的逐步提升，一批高价生物创新药先后纳入国家医保目录，如四款国产 PD-1 抑制剂均于 2020 年底纳入医保。其中百济神州替雷利珠单抗 2021 年前三季度在中国实现 7700 万美元销售额，同比增长 54%，业绩的大幅增长源于医保报销范围的扩大带来的新增患者需求。



图表40：2017-2021 年前三季度生物药营业收入(亿元) 图表41：2017-2021 年前三季度生物药净利润(亿元)



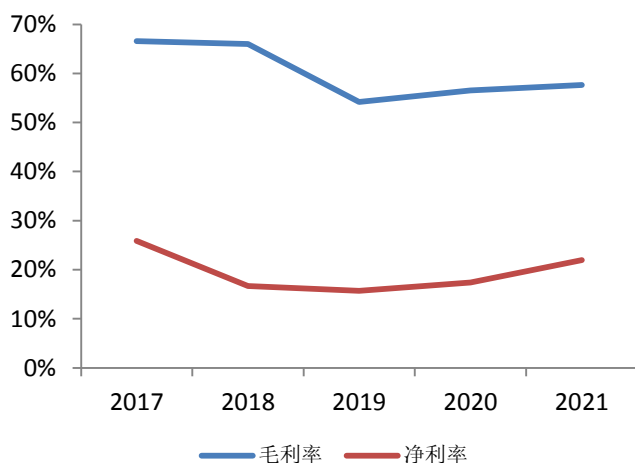
资料来源：Wind、粤开证券研究院



资料来源：Wind、粤开证券研究院

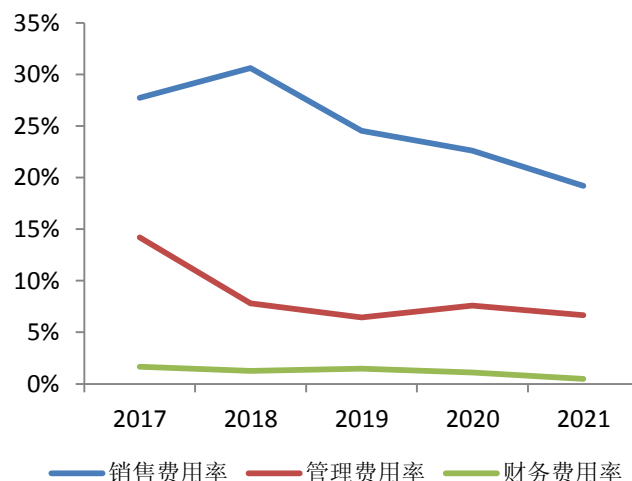
2021 年生物制品板块盈利能力显著提升。截至 2021 年前三季度，生物制品板块毛利率为 57.64%，同比提升 1.12%；净利率为 21.95%，同比提升 4.55%。期间费用率为 26.34%，同比下降 4.94%；其中销售费用率为 19.2%，同比下降 3.4%；管理费用率为 6.66%，同比下降 0.92%；财务费用率为 0.48%，同比下降 0.61%。毛利率和净利率均出现回升，期间费用率持续下降，行业盈利能力显著提升。

图表42：2017-2021 年前三季度生物制品毛/净利率 (%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表43：2017-2021 年前三季度生物制品期间费用率 (%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

截至 2021 年 Q3，共 10 家生物制品企业净利润突破 10 亿元，其中智飞生物(84.04 亿元)、复星医药(39.35 亿元)和长春高新(32.88 亿元)位居前三位。生物制品企业盈利能力普遍较强，其中上海莱士、康希诺、通化东宝等公司 2021 年净利率超 40%。



对于生物制品板块，我们重点推荐两条逻辑主线：(1) 细分领域龙头企业，如长春高新、智飞生物、康希诺、华熙生物等；(2) 创新品种上市在即，未来利润有望持续改善的企业，如复星医药、君实生物、沃森生物等。

图表44：2020-2021年前三季度国内生物制品龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3
300122.SZ	智飞生物	110.50	218.29	24.79	84.04	40.02	54.01	22.43	38.50
600196.SH	复星医药	221.03	270.48	27.50	39.35	55.87	50.53	12.44	14.55
000661.SZ	长春高新	63.99	82.39	24.76	32.88	86.39	86.71	38.70	39.91
600739.SH	辽宁成大	123.76	135.08	25.55	22.03	18.24	14.19	20.65	16.31
002252.SZ	上海莱士	20.38	30.47	10.92	13.93	63.06	53.79	53.60	45.72
688185.SH	康希诺-U	0.06	30.86	-1.76	13.34	91.13	66.08	-3,100.07	43.23
002007.SZ	华兰生物	30.73	33.61	10.68	11.87	67.91	69.11	34.76	35.33
600867.SH	通化东宝	21.86	24.55	7.53	10.68	78.90	82.68	34.46	43.49
300601.SZ	康泰生物	14.20	23.77	4.33	10.36	92.91	84.64	30.51	43.59
600682.SH	南京新百	40.08	44.61	7.27	10.01	56.16	56.95	18.14	22.43
603087.SH	甘李药业	21.92	25.03	6.86	8.71	91.30	88.62	31.31	34.81

资料来源：Wind、粤开证券研究院

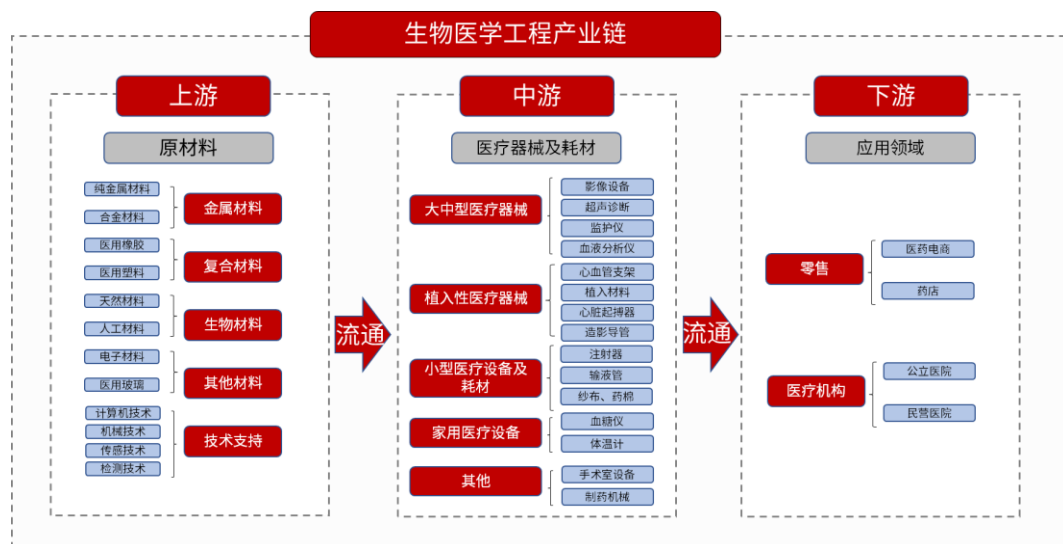
智飞生物：智飞生物是一家集疫苗研发、生产、销售、配送及进出口为一体的生物高科技企业。2021年，得益于HPV疫苗和新冠疫苗等品种的持续放量，公司业绩保持高速增长。公司产品研发不断提速，2021年6月公司自研品种微卡获批上市，完善公司结核“诊断-预防-治疗”体系搭建，冻干AC-Hib补充申请上市，流感病毒裂解疫苗与PPV23临床试验已完成，冻干BC01佐剂狂苗、15价肺炎、冻干狂苗、四价流感裂解疫苗，冻干Hib结合疫苗产品临床3期中。

华熙生物：华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。公司已构建润百颜、米蓓尔、夸迪、肌活四大品牌矩阵，且四大业务板块不断发力，其中核心品牌润百颜已逐渐降低对头部主播依赖，夸迪深耕私域运营费用率呈现下降趋势，米蓓尔凭借面膜及爽肤水两大优势、肌活依靠糙米精华水大单品，流量基础稳定。

五、医疗器械板块：疫情平稳，把握细分领域投资机遇

医疗器械是一个多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业，产业链涉及范围广、细分领域多。产业链上游主要包括金属材料、复合材料、生物材料、技术支持等，关联学科众多；产业链中游可分为医疗设备、医疗耗材和体外诊断等诸多细分领域；产业链下游主要是零售和医疗机构。

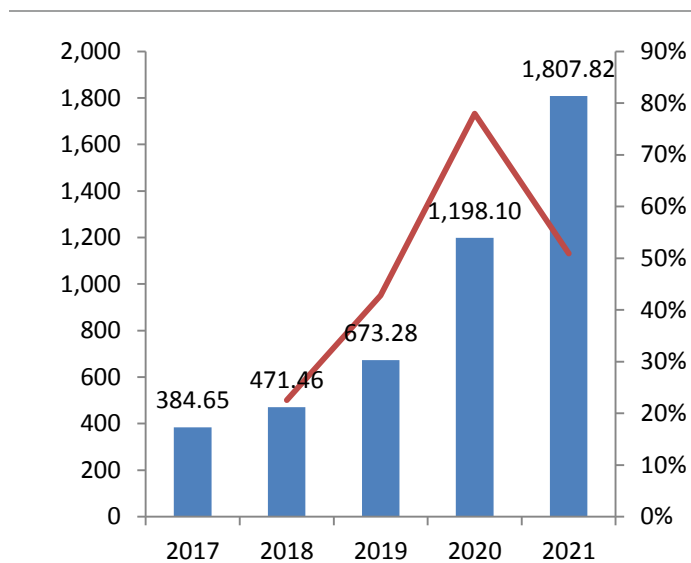
图表45：医疗器械产业链



资料来源：公开数据整理、粤开证券研究院

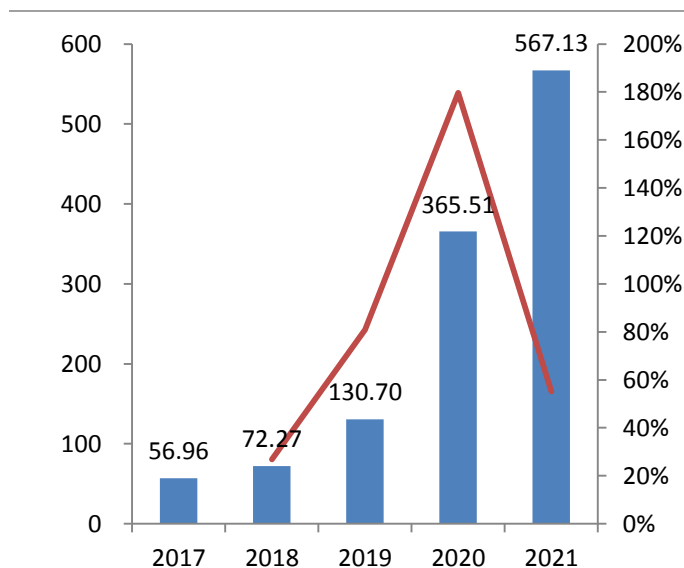
2021年医疗器械板块实现净利润567.13亿元，增速较2020年明显放缓。截至2021年前三季度，生物制品板块（共93家企业）实现营业收入1807.82亿元，同比增长50.89%；实现归母净利润567.13亿元，同比增长55.16%。总的来说，医疗器械板块因2020年疫情恢复后基数较高，2021年三季度增速有所放缓。

图表46：2017-2021年前三季度医疗器械营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表47：2017-2021年前三季度医疗器械净利润（亿元）

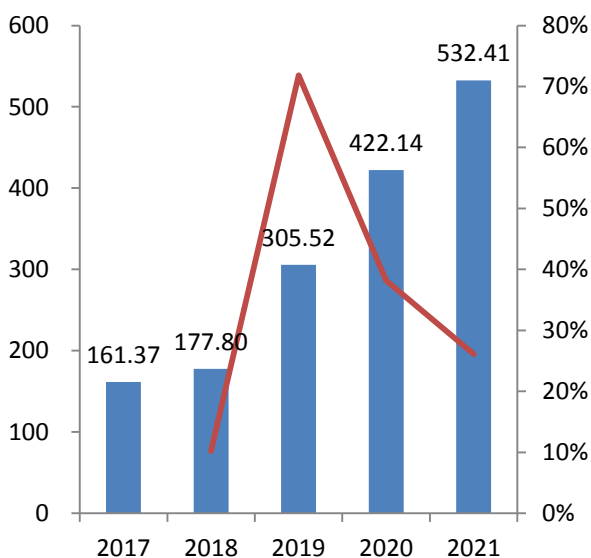


资料来源：Wind、粤开证券研究院

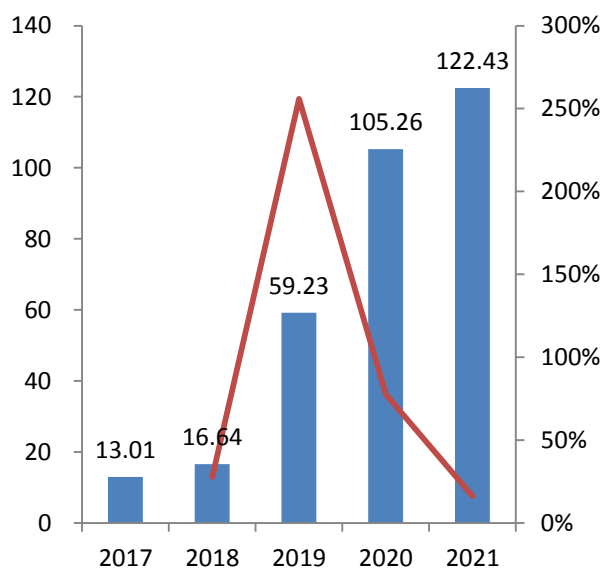
从细分子板块的角度，医疗设备板块2021年实现营业收入532.41亿元，同比增长26.12%；实现净利润122.43亿元，同比增长16.32%。医疗设备近年来发展不断提速，主要得益于医药新基建及国产替代，特别是疫情后各地政府纷纷加速“医疗新基建”的布局，带来呼吸机、监护仪、超声等医疗设备的快速放量。

图表48：2017-2021年前三季度医疗设备营业收入（亿元）

图表49：2017-2021年前三季度医疗设备净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

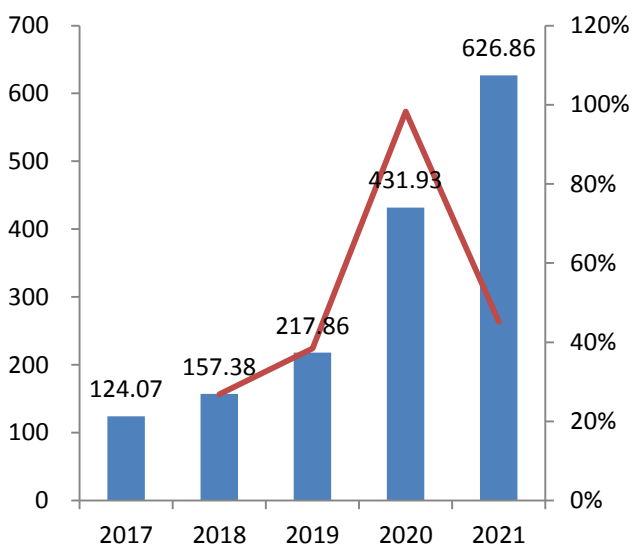


资料来源：Wind、粤开证券研究院

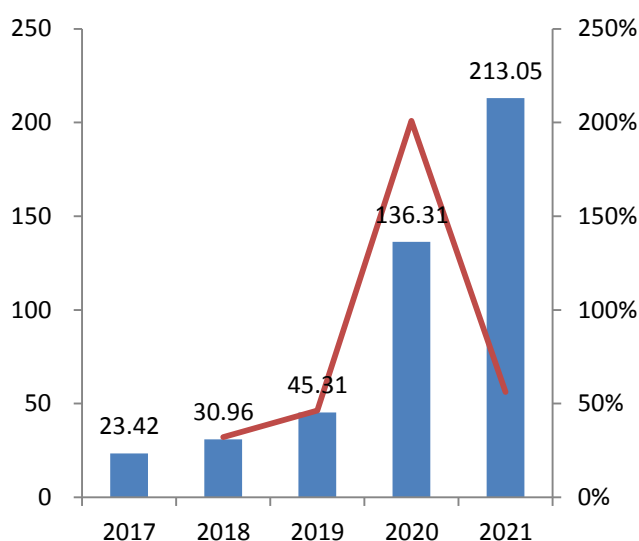
医疗耗材板块 2021 年实现营业收入 626.86 亿元，同比增长 45.13%；实现净利润 213.05 亿元，同比增长 56.29%。医疗耗材板块全年增速较 2021 年 Q1 明显放缓，主要是由于下半年低基数效应逐渐消除。叠加骨科创伤及关节带量采购实施影响，骨科耗材增速进一步下滑。

图表50：2017-2021 年前三季度医疗耗材营业收入（亿元）

图表51：2017-2021 年前三季度医疗耗材净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

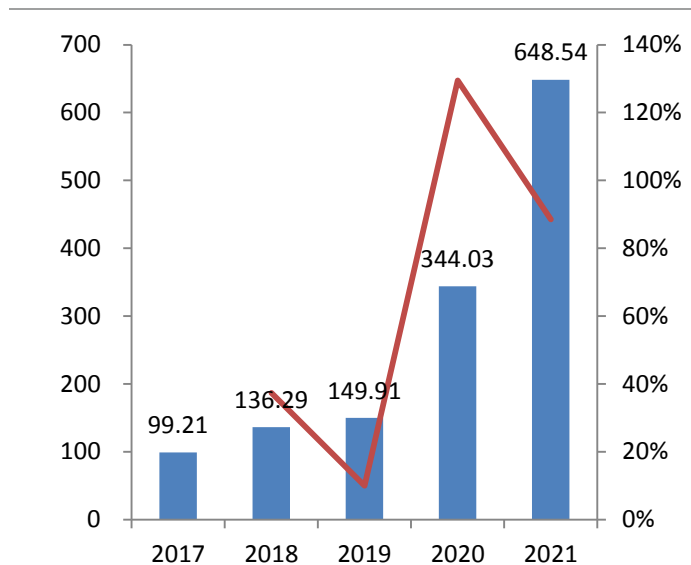


资料来源：Wind、粤开证券研究院

体外诊断板块 2021 年实现营业收入 648.54 亿元，同比增长 88.51%；实现净利润 231.65 亿元，同比增长 86.89%。近年来，随着我国逐渐步入老龄化社会，以及分级诊断和国产替代的推进，我国体外诊断行业快速发展，市场需求持续增长。2020 年，新冠疫情的爆发进一步加强了居民的卫生意识，带来了体外诊断需求的释放。但目前，疫情的影响正持续减小，部分指标已回归疫情前。

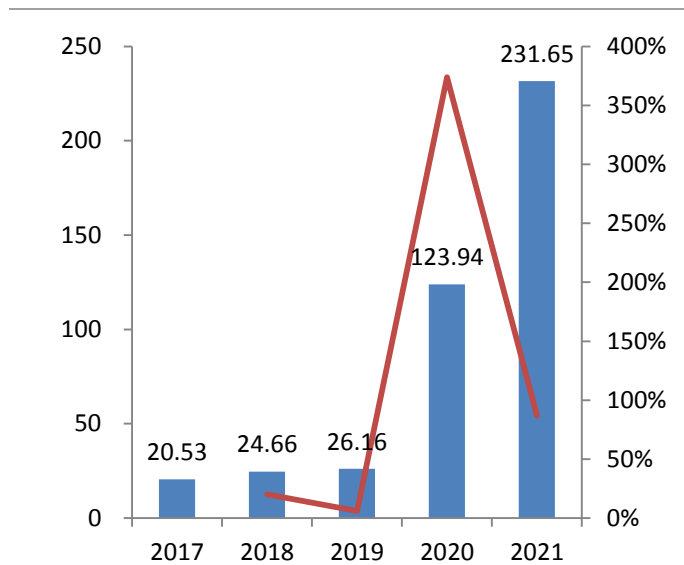


图表52：2017-2021 年前三季度体外诊断营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

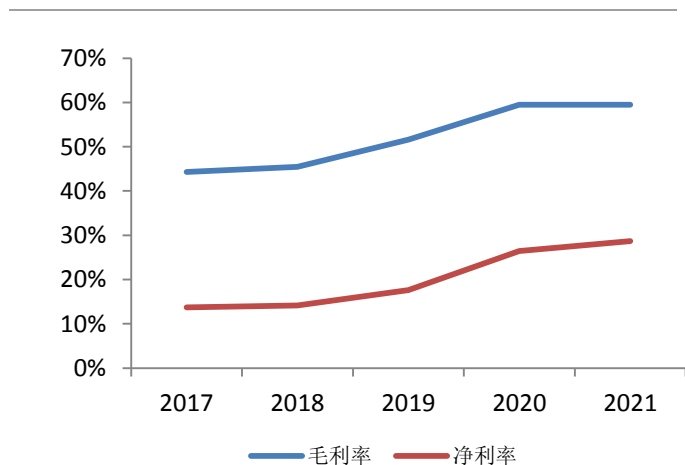
图表53：2017-2021 年前三季度体外诊断净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

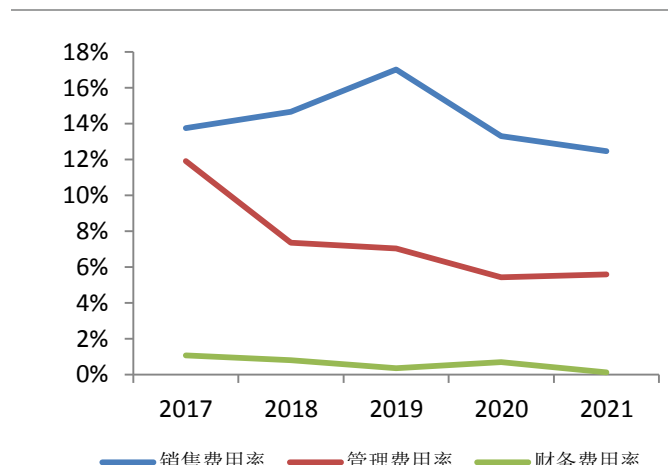
2021 年医疗器械板块盈利能力提升。2021 年，医疗器械板块毛利率为 59.50%，同比提升 0.04%；净利率为 28.69%，同比提升 2.23%。期间费用率为 18.16%，同比下降 1.23%；其中销售费用率为 12.46%，同比下降 0.83%；管理费用率为 5.58%，同比下降 0.16%；财务费用率为 0.12%，同比下降 0.56%。毛利率和净利率均出现小幅回升，期间费用率持续下降，医疗器械行业盈利能力不断提升。

图表54：2017-2021 年前三季度医疗器械毛/净利率（%）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表55：2017-2021 年前三季度医疗器械期间费用率（%）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

截至 2021 年三季度，共 7 家医疗器械企业净利润突破 20 亿元，其中英科医疗（69.67 亿元）、迈瑞医疗（66.65 亿元）和东方生物（39.24 亿元）位居前三位。绝大多数医疗器械龙头盈利能力不断提升，2021 年净利率超 50% 的医疗器械企业包括英科医疗、东方生物、蓝帆医疗、中红医疗、圣湘生物等，对于生物制品板块，我们重点推荐三条逻辑



辑主线：(1) 竞争格局良好的上游设备、耗材企业，如东富龙、楚天科技等；(2) 细分赛道中创新实力强、产品差异化的特色企业，有望长期享有创新红利，如南微医学、圣湘生物等；(3) 布局海外市场的下游器械龙头，如迈瑞医疗等。

图表56：2020-2021年Q3国内医疗器械龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入(亿元)		净利润(亿元)		毛利率(%)		净利率(%)	
		2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3	2020Q3	2021年Q3
300677.SZ	英科医疗	89.45	136.47	43.72	69.67	68.52	65.64	48.88	51.05
300760.SZ	迈瑞医疗	160.64	193.92	53.64	66.65	66.84	65.60	33.39	34.37
688298.SH	东方生物	11.01	74.01	6.64	39.24	83.03	77.01	60.35	53.03
002382.SZ	蓝帆医疗	46.55	65.73	18.93	34.19	62.82	53.88	40.66	52.01
002030.SZ	达安基因	35.60	56.37	15.02	25.43	69.03	75.35	42.19	45.11
300981.SZ	中红医疗	29.41	43.35	16.03	23.24	68.65	67.03	54.52	53.60
300003.SZ	乐普医疗	63.87	86.35	20.10	20.13	69.74	62.54	31.48	23.31
688289.SH	圣湘生物	36.05	32.67	20.13	17.57	82.19	74.72	55.83	53.78
688068.SH	热景生物	1.46	37.96	0.03	14.85	68.47	61.44	2.30	39.13
300676.SZ	华大基因	67.52	51.52	27.32	14.31	64.61	59.56	40.46	27.78
002223.SZ	鱼跃医疗	48.48	53.10	15.07	13.52	56.03	49.81	31.08	25.47

资料来源：Wind、粤开证券研究院

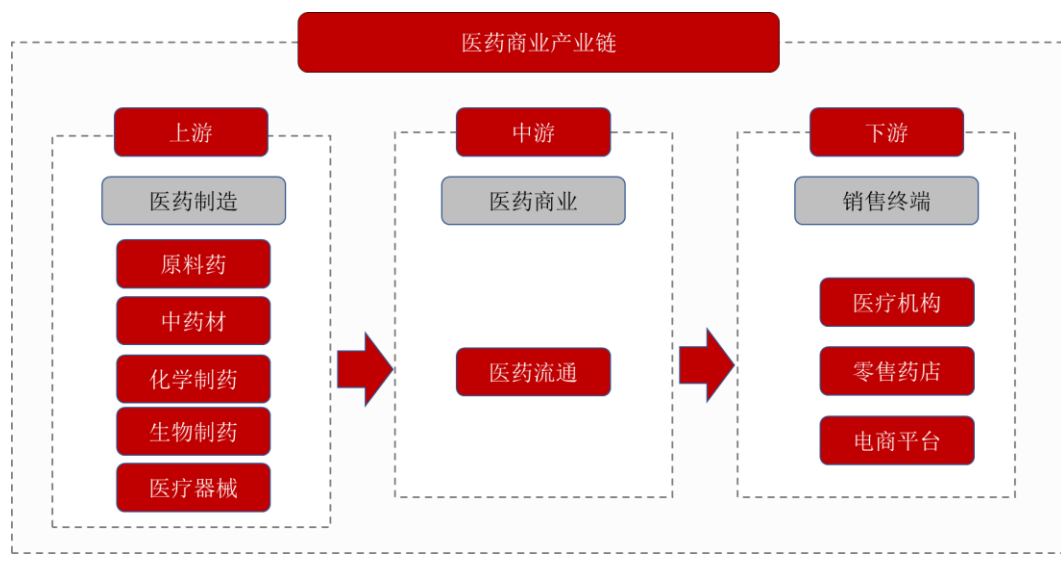
迈瑞医疗：迈瑞医疗是中国领先的高科技医疗设备研发制造厂商，公司的主营业务覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域。2021年公司业绩快速提升，主要的推动因素包括国内医疗新基建建设及医院常规诊疗业务恢复后对非抗疫产品需求的提升。此外，公司的创新产品不断问世，2021年第三季度，在生命信息与支持领域，公司推出了新平台手术床 HyBaseV8(CE)、HyPortR80 新吊桥 I 型(CE/CFDA)等新产品。在体外诊断领域，公司推出了 MC-80 全自动细胞形态学分析仪、CL-8000i 全自动化学发光免疫分析仪、BS-2800M 全自动生化分析仪等新产品。随着新产品市场拓展的铺开与技术储备陆续落地，将为公司带来新的增长点。

楚天科技：楚天科技是国内领先的制药装备制造厂商，水剂类制药装备产销量居国内行业前列。2021年，公司深化耗材布局，8月成立控股子公司楚天思优特，专业生产销售生物制药一次性技术产品。9月公司成立控股子公司楚天微球，当前已有多款产品实验室研发成功。随着公司产业布局的不断完善，未来成长性有望持续提升。

六、医药商业板块：医院端业务恢复，DTP 药房、医药电商等为行业注入新活力

医药商业主要包括医药流通和线下药店。从医药流通的产业链看，医药流通行业上游为医药制造行业，中游医药流通包括医药批发、医药零售等，下游为销售终端。由于医药不分业，医药商业除了中游流通环节外，还包括零售药店。药品通过医院、基层医疗机构、零售药店等渠道最终流入到消费者手中。

图表57：医药商业产业链

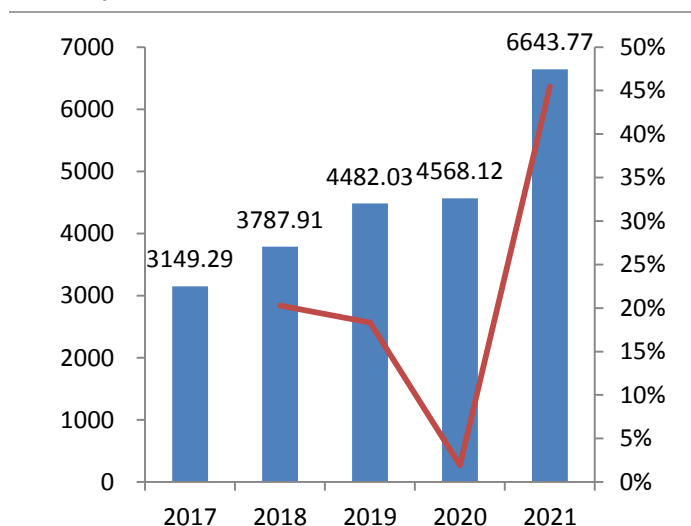


资料来源：公开数据整理、粤开证券研究院

2021年医药商业板块分化明显，医院端业务快速恢复，零售端增速回调。截至2021年三季度，医药商业板块（共29家企业）实现营业收入6643.77亿元，同比增长45.43%；实现归母净利润204.97亿元，同比增长38.71%。

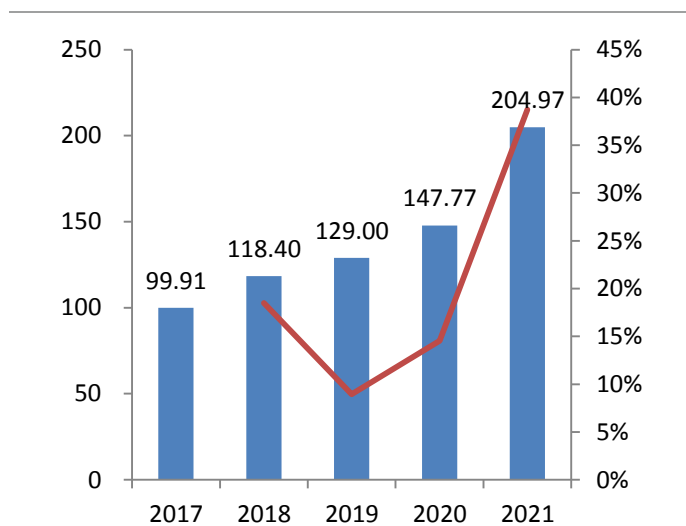
其中，医药流通营收和净利润同比增长46.74%和43.54%，增速大幅提升，随着疫情的稳定，医院市场配送量恢复，医药流通市场规模逐步回升。医药零售增速有所放缓，营业收入同比增长32.03%，净利润同比增长18.11%，主要是由于2020年受疫情影响，零售基数较高，此外，随着疫情稳定后医院端就诊人数的恢复，零售市场受到一定冲击。

图表58：2017-2021年前三季度医药商业营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

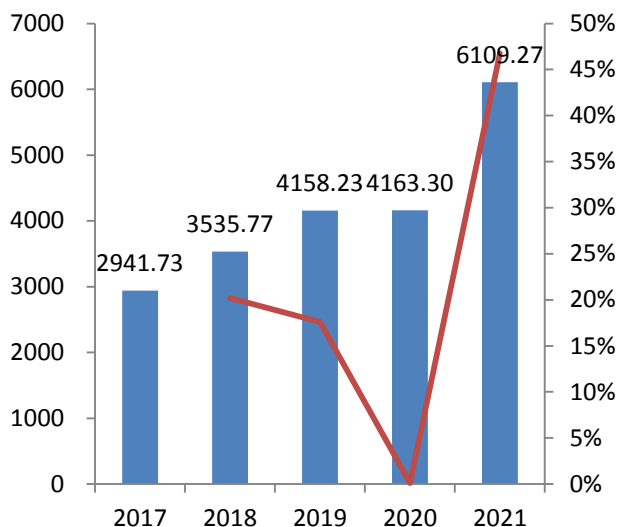
图表59：2017-2021年前三季度医药商业净利润（亿元）



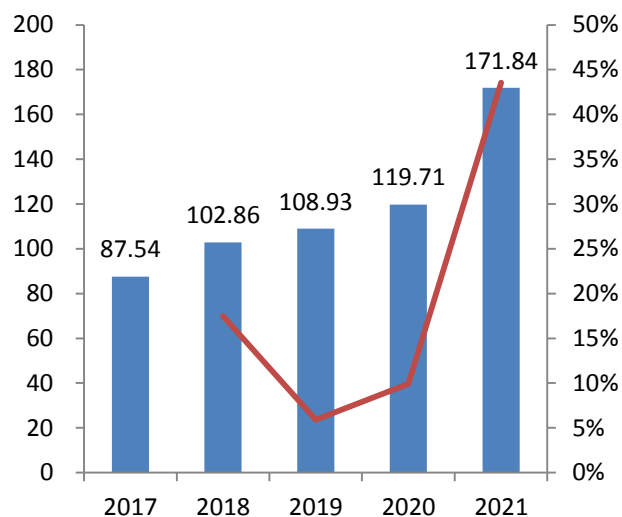
资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表60：2017-2021年前三季度医药流通营业收入（亿元）

图表61：2017-2021年前三季度医药流通净利润（亿元）



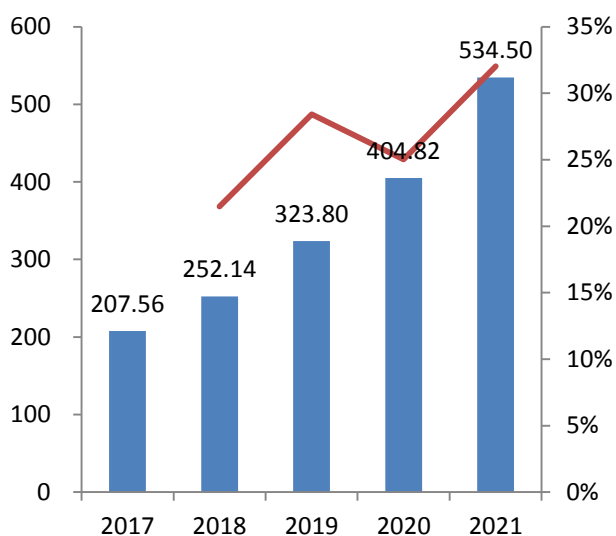
资料来源：Wind、粤开证券研究院



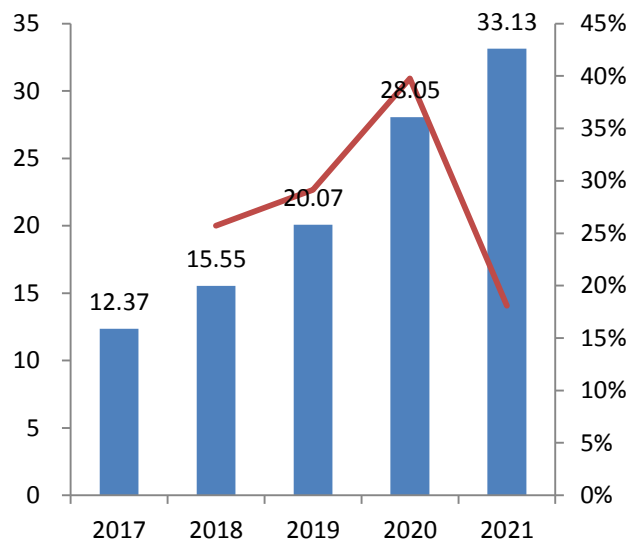
资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表62：2017-2021 年前三季度线下药店营业收入（亿元）

图表63：2017-2021 年前三季度线下药店净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

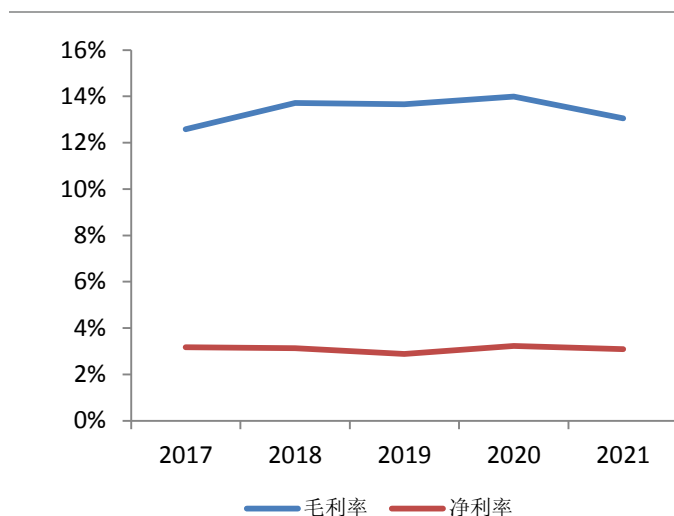


资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021 年医药商业板块盈利能力小幅提升。2021 年 Q3，医药商业板块毛利率为 13.06%，同比下降 0.93%；净利率为 3.09%，同比下降 0.15%。期间费用率为 9.15%，同比下降 0.6%；其中销售费用率为 6.14%，同比下降 0.42%；管理费用率为 2.17%，同比下降 0.17%；财务费用率为 0.83%，同比下降 0.02%。净利率小幅下滑，期间费用率持续下降，医药商业板块盈利能力小幅提升。

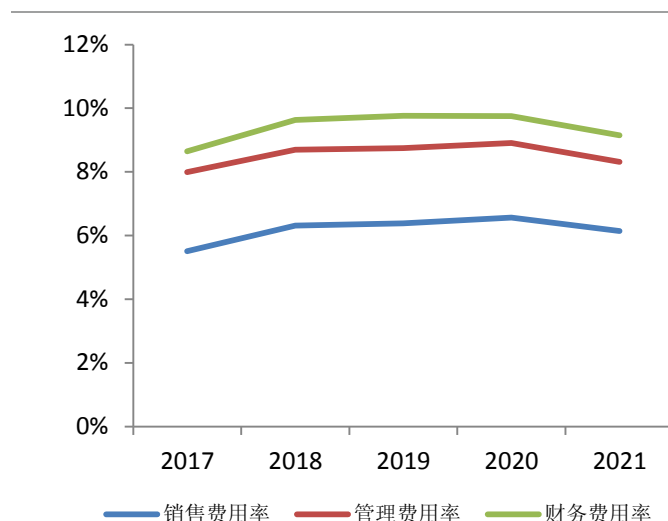


图表64：2017-2021年Q3医药商业毛/净利率(%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表65：2017-2021年Q3医药商业期间费用率(%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2021年，共5家医药商业企业净利润突破10亿元，其中上海医药(53.64亿元)、九州通(25.44亿元)和国药股份(14.21亿元)位居前三位。未来，随着处方药外流等政策的落地执行，院外市场销售占比有望持续提升，此外，DTP药房、药房营销服务、医药电商等新业态的出现为行业注入新的活力。对于医药商业板块，我们重点推荐两条逻辑主线：(1)处方外流带来的市场增量，关注重点布局DTP药房、医药电商的企业，如益丰药房等；(2)医药流通板块集中度不断提升，龙头企业有望强者恒强，如国药股份、上海医药等。

图表66：2020-2021年Q3国内医药商业龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入(亿元)		净利润(亿元)		毛利率(%)		净利率(%)	
		2020Q3	2021Q3	2020Q3	2021Q3	2020Q3	2021Q3	2020Q3	2021年Q3
601607.SH	上海医药	1403.23	1609.73	43.58	53.64	14.37%	13.49%	3.11%	3.33%
600998.SH	九州通	803.20	920.94	25.95	25.44	9.11%	8.21%	3.23%	2.76%
600511.SH	国药股份	291.11	342.92	10.81	14.21	7.82%	7.75%	3.71%	4.14%
000028.SZ	国药一致	428.81	502.10	12.21	12.71	11.51%	11.66%	2.85%	2.53%
600056.SH	中国医药	302.67	267.28	14.16	10.12	16.09%	13.93%	4.68%	3.79%
000950.SZ	重药控股	304.16	462.19	7.43	8.87	9.14%	8.97%	2.44%	1.92%
603233.SH	大参林	104.92	123.55	8.81	8.29	38.58%	38.25%	8.39%	6.71%
002758.SZ	浙农股份	11.07	265.51	0.21	7.91	16.76%	7.63%	1.90%	2.98%
603939.SH	益丰药房	94.37	109.38	6.64	7.69	38.49%	41.14%	7.04%	7.03%
002727.SZ	一心堂	92.39	104.98	6.04	7.62	36.23%	38.13%	6.54%	7.26%
002411.SZ	延安必康	51.39	55.91	0.48	7.03	20.47%	27.56%	0.93%	12.58%

资料来源：Wind、粤开证券研究院

益丰药房：益丰药房是国内中南、华东区域领先的大型医药零售连锁企业。2021年，公司门店扩张势头强劲，截至2021年Q3，公司门店总数达7246家，较年初净增门店1255家。此外，公司通过智能化全渠道的服务和交易，不断打造线上线下承接医院处方外流、大健康商品与新零售业态创新，实现公司经营模式的全面升级。此外，随着分级诊疗和处方外流的持续推进，公司有望凭借高标准的建设门店和专业服务能力大量承接



外流处方。

上海医药：上海医药是我国医药工业和商业龙头企业。2021年，公司不断优化品种结构，上半年成功获得武田、诺和诺德等多个重磅品种的进口总代资格。同时，上药云健康和镁信健康打通“互联网+医药+保险”的生态闭环，推动保险领域和医疗领域的深度融合。除了医药商业，公司创新药研发进程不断提速，管线中共39个项目进入临床，其中6个处于临床III期，未来公司将保持“自营+BD”双轮驱动的方式推进管线进展。

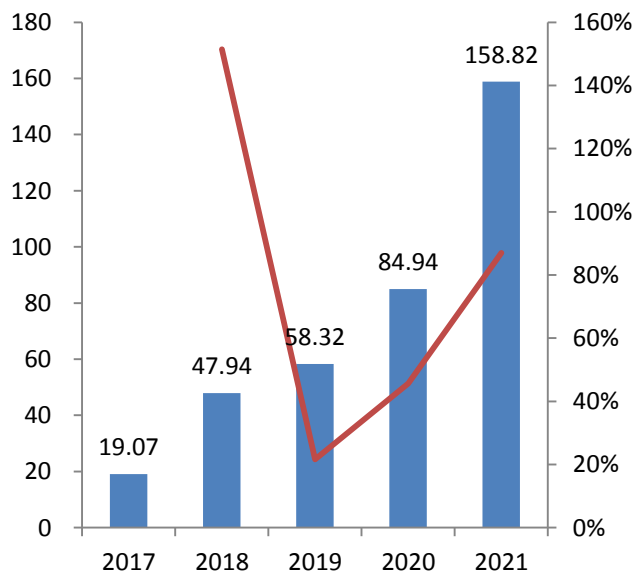
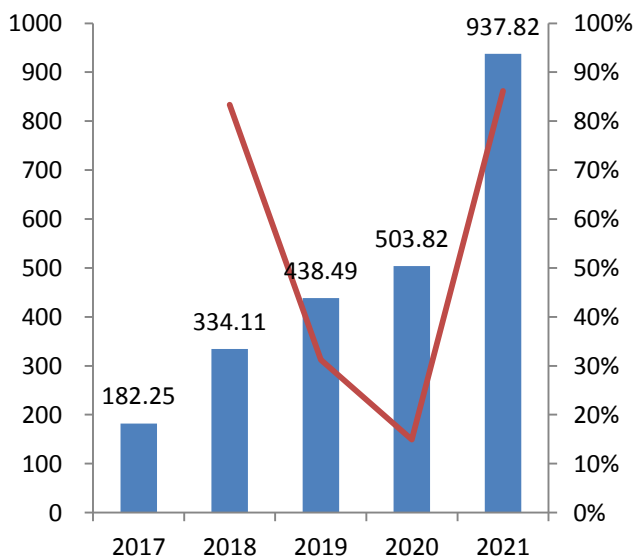
七、医疗服务板块：研发外包板块高景气度延续，民营医院板块业绩持续增长

医疗服务主要包括医疗研发外包、诊断服务和医院三个子板块。近年来，外部受益于全球产业转移叠加产业升级，内部受益于中国医药创新崛起，临床前和临床试验数量快速增长，我国医疗研发外包板块景气度持续提升。连锁医疗机构2020年受疫情影响实行歇业、延迟开业等，2021年，随着疫情的缓和，就医人数全面恢复，叠加医疗习惯和观念变化催生的需求增长，医疗板块景气度迅速提升。

得益于医疗研发外包的高景气度，2021年医疗服务板块净利润大幅提升。2021年前三季度，医疗服务板块实现营业收入937.82亿元，同比增长86.14%；实现净利润158.82亿元，同比增长86.98%。从子板块的角度，医疗研发外包是医疗服务板块中景气度最高的子板块，实现净利润100.37亿元，占比达63.71%；其次是诊断服务板块，占比达25.11%；医院板块规模较小，2021年前三季度实现净利润17.63亿元，占比达11.19%。

图表67：2017-2021年Q3医疗服务营业收入（亿元）

图表68：2017-2021年Q3医疗服务净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

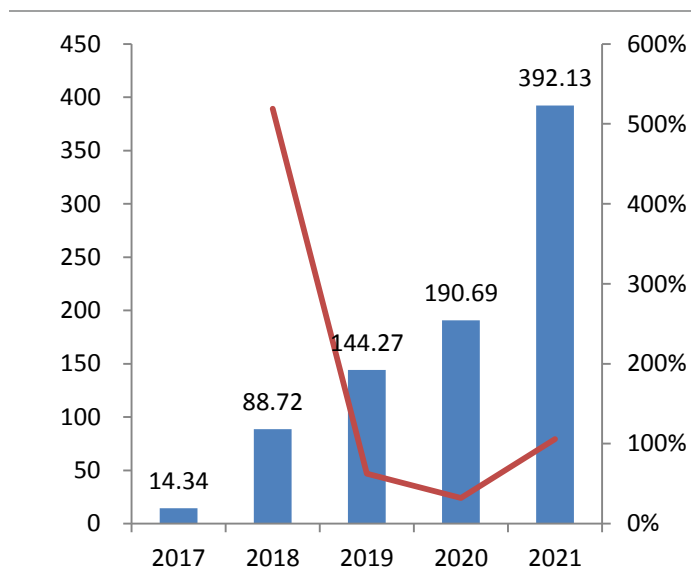
资料来源：Wind、粤开证券研究院

医疗研发外包板块业绩大幅增长，营业收入和净利润增速创近三年新高。截至2021年Q3，医疗研发外包板块实现营业收入392.13亿元，同比增长106%，实现净利润100.38亿元，同比增长109%，高景气度延续。诊断服务板块实现营业收入260.03亿元，同比



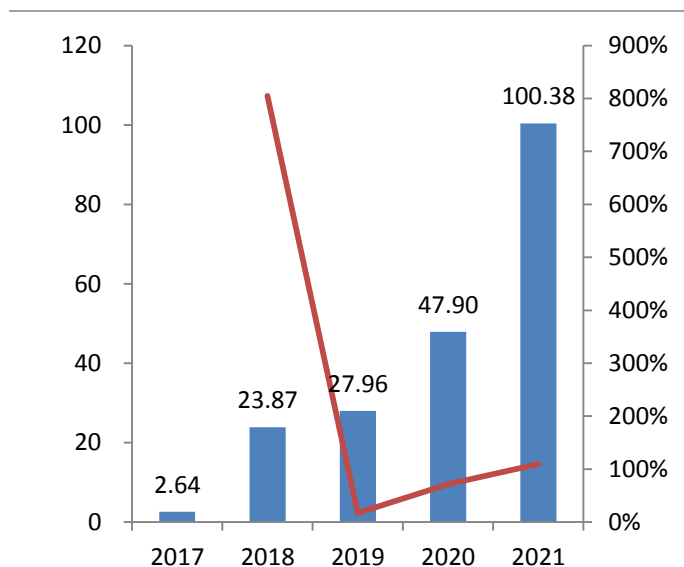
增长 43% ,实现净利润 39.56 亿元 ,同比增长 54% ,诊断服务板块净利润增速出现回调 ,源于疫情的稳定造成诊断业务量的逐步下滑 ,未来肿瘤检验或成为新的增长点。医院就医人数自 2020 年下半年逐步恢复 ,企业业绩出现明显回升 ,板块实现营业收入 271.87 亿元 ,同比增长 109% ,实现净利润 17.63 亿元 ,同比增长 54.46%。

图表69 : 2017-2021 年 Q3 医疗研发外包营业收入 (亿元)



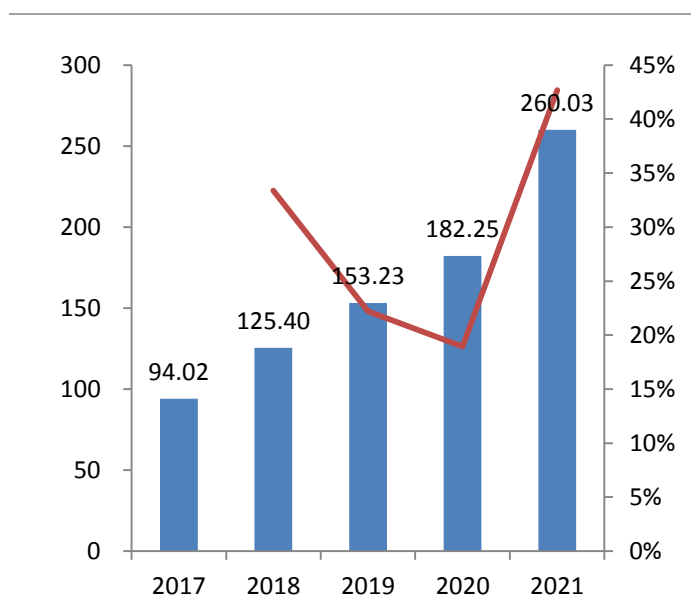
资料来源 : Wind、粤开证券研究院

图表70 : 2017-2021 年 Q3 医疗研发外包净利润 (亿元)



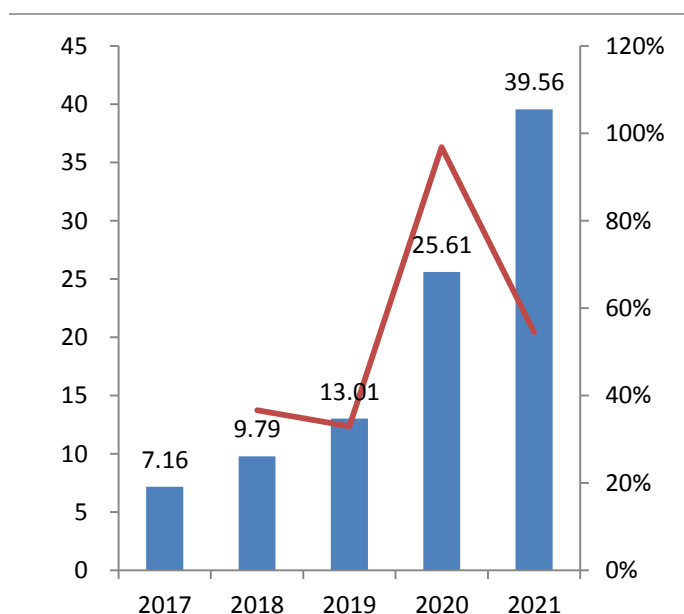
资料来源 : Wind、粤开证券研究院

图表71 : 2017-2021 年 Q3 诊断服务营业收入 (亿元)



资料来源 : Wind、粤开证券研究院

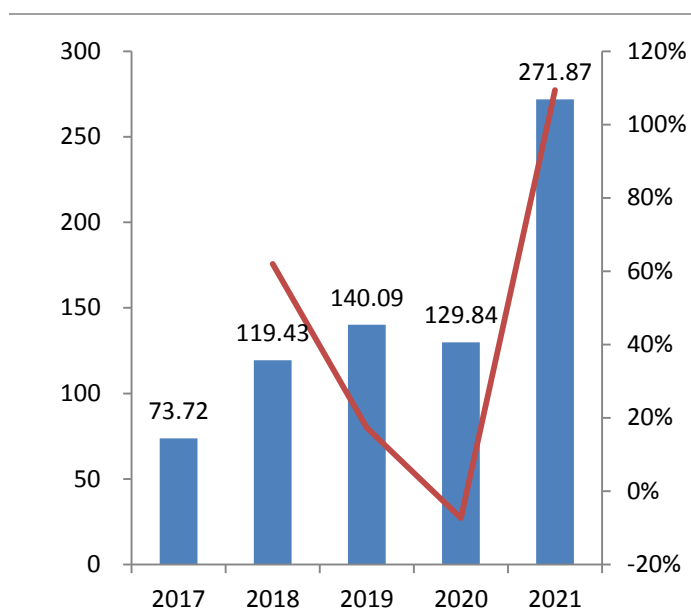
图表72 : 2017-2021 年 Q3 诊断服务净利润 (亿元)



资料来源 : Wind、粤开证券研究院

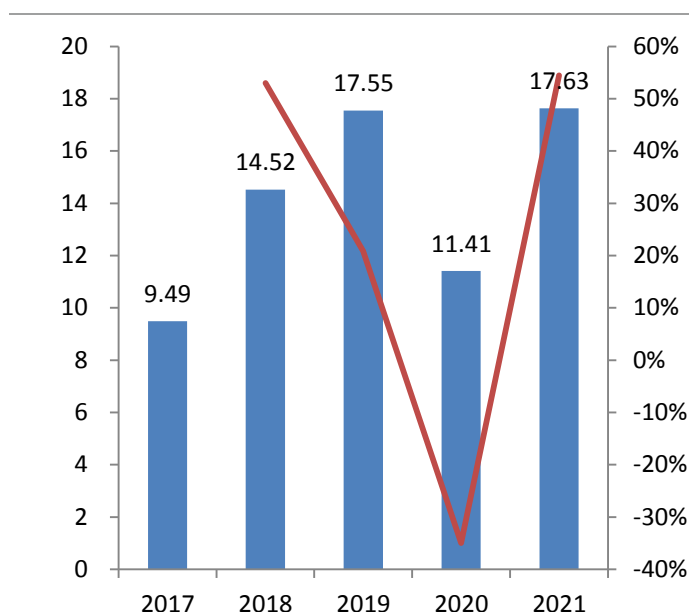


图表73：2017-2021年Q3医院营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

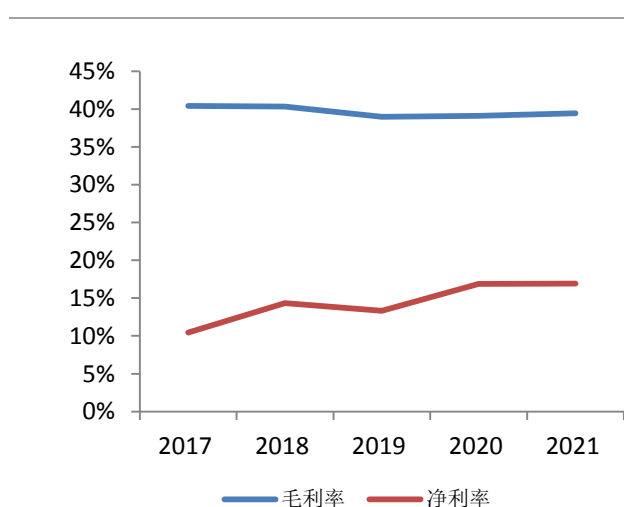
图表74：2017-2021年Q3医院净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

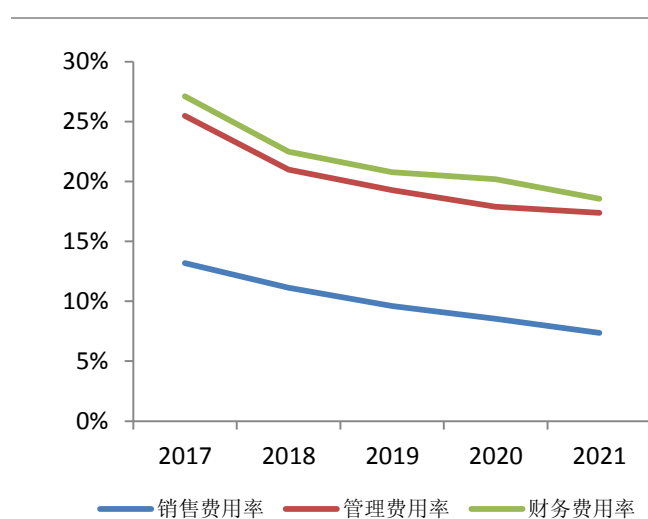
2021年Q3医疗服务板块盈利能力整体增强。2021年Q3，医疗服务板块毛利率为39.43%，同比增长0.34%；净利率为16.94%，同比提升0.07%。期间费用率为20.35%，同比下降3.95%；其中销售费用率为7.35%，同比下降1.18%；管理费用率为10.02%，同比提升0.65%；财务费用率为1.19%，同比下降1.09%。医疗服务板块毛利率和净利率小幅回升，期间费用率明显下降，板块盈利能力整体增强。

图表75：2017-2021年Q3医疗服务毛/净利率（%）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表76：2017-2021年Q3医疗服务期间费用率（%）



资料来源：Wind、粤开证券研究院



截至 2021 年 Q3，共 6 家医疗服务企业净利润突破 10 亿元，其中药明康德（35.88 亿元）、泰格医药（21.86 亿元）和爱尔眼科（21.72 亿元）位居前三位。未来，随着临床前与临床试验数量的提升与检验检测服务的放量，强者恒强趋势有望延续。对于医疗服务板块，我们重点推荐两条逻辑主线：（1）订单量持续提升、业务不断拓展的 CRO 企业，如药明康德、康龙化成、凯莱英等；（2）盈利能力持续改善、诊疗网络不断提升的医院龙头企业，如爱尔眼科、通策医疗等。

图表77：2020-2021 年 Q3 国内医疗服务龙头企业营业收入、净利润、毛利率与净利率

证券代码	企业	营业收入（亿元）		净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）	
		2020Q3	2021 年 Q3	2020Q3	2021 年 Q3	2020Q3	2021 年 Q3	2020Q3	2021 年 Q3
603259.SH	药明康德	118.15	165.21	23.87	35.88	37.58%	36.99%	20.20%	21.72%
300347.SZ	泰格医药	23.00	33.95	14.03	21.86	48.48%	46.77%	60.99%	64.38%
300015.SZ	爱尔眼科	85.66	115.96	16.81	21.72	47.65%	52.31%	19.62%	18.73%
603882.SH	金域医学	58.27	86.17	11.00	17.46	45.74%	46.63%	18.87%	20.26%
300244.SZ	迪安诊断	74.72	93.38	11.07	14.94	37.43%	38.59%	14.82%	16.00%
300759.SZ	康龙化成	35.86	53.02	7.66	10.04	37.74%	36.57%	21.37%	18.94%
600763.SH	通策医疗	14.52	21.36	4.43	7.05	45.99%	47.96%	30.48%	33.01%
002821.SZ	凯莱英	20.83	29.23	5.06	6.95	48.43%	44.93%	24.30%	23.77%
301047.SZ	义翘神州	10.69	8.13	7.51	5.56	96.56%	95.01%	70.25%	68.44%
603108.SH	润达医疗	49.25	67.73	3.54	4.91	25.54%	26.38%	7.18%	7.24%
603456.SH	九洲药业	17.46	30.04	2.39	4.73	37.32%	32.31%	13.69%	15.76%

资料来源：Wind、粤开证券研究院

凯莱英：凯莱英是一家全球领先的服务于新药研发和生产的 CDMO 一站式综合服务商。2021 年，公司产能不断释放，叠加大订单预期，未来业绩有望不断提速。此外，公司核心技术优势明显，连续性反应技术和生物酶催化技术门槛和壁垒较高。2021 年 Q3 公司收购医普科诺，提升临床 CRO 综合服务能力，完善 CDMO+CRO 一体化布局。

爱尔眼科：爱尔眼科是国内眼科专科医院的龙头，目前共有超过 600 家眼科医院，和超过 8000 名眼科医生及视光医生。2021 年，公司在疫情压力下业绩保持高速增长，Q3 实现归母净利润 20.03 亿元，同比增长 29.59%。公司诊疗网络的深度和广度不断提升，Q3 完成五家医院的股权收购，随着青少年近视防控力度的不断加大，公司未来业绩成长性较高。

八、展望 2022 年：价值重鸣，创新为锋

2021 年，医药生物板块呈现出高开低走的势态，上半年板块上涨 4.57%，但受带量采购和医保谈判持续深化、抗肿瘤药物临床研发指导原则出炉、安徽 IVD 集采等影响，行业市场情绪波动剧烈。总的来看，随着疫情趋于平稳，医药生物行业并未延续 2020 年的高景气，跑输沪深 300 指数 6.97%。从子板块的角度，各子板块整体呈现高度分化态势。其中，化学原料药、中药、医疗服务和医疗器械板块走势良好，而医药商业、生物制品和化学制剂板块表现相对疲软。

考虑到板块营收、净利润的快速提升，我们认为医药生物板块长期投资价值并未削弱，反而随着估值的下降，凸显其投资价值。展望 2022 年，我们认为医药生物板块正逐步进入板块轮动和强弱明显分化的结构性阶段，面对瞬息万变的市场行情和不断转化的主流热点，我们建议投资者把握“高质量+真创新”投资机会，重点关注三大看多领域和七大细分投资方向：



一、医药板块创新依旧是主旋律。近年来，受到一致性评价、医药反腐、带量采购、医保谈判等政策影响，我国药品领域改革步入深水区。医药生物行业内部板块分化明显，仿制药行业利润趋薄，创新药行业利润攀升，一批布局创新药的制药企业逐渐脱颖而出，行业在规范化、集中化发展中去芜存菁，竞争格局未来有望改善。

创新药：我们建议投资者关注两条核心逻辑，一是关注确定性较强、安全边际较高并积极转轨创新的制药企业，这类企业具有估值水平较低、分红率较高，成长性良好的特点，如华东医药、科伦药业、浙江医药等。二是关注研发管线丰富、药物出海预期较高的 FIC 类企业，随着企业产品管线的逐步落地，企业未来利润有望大幅改善，建议关注恒瑞医药、康方生物、康宁杰瑞、君实生物、信达生物、百济神州等。

创新医疗器械：需求端消费升级的不断推进驱动医疗器械行业快速扩张和发展，自主研发及进口替代加速国产崛起，打破进口企业在高端领域的垄断地位。我们重点推荐三条逻辑主线：(1) 竞争格局良好的上游设备、耗材企业，如东富龙、楚天科技等；(2) 细分赛道中创新实力强、产品差异化的特色企业，有望长期享有创新红利，如南微医学、圣湘生物等；(3) 布局海外市场的下游器械龙头，如迈瑞医疗等。

CXO：得益于全球产业链转移、国内工程师红利、成本优势、药审改革提速及药物创新的升级，国内 CXO 行业呈现出超高的景气度。对于 CXO 板块，建议关注五条投资主线，包括企业订单数量、海外客户数量、企业核心产能、企业技术壁垒和企业转型预期。但考虑到 2020 和 2021 年 CXO 板块的普涨，目前板块估值偏高，未来须警惕 CXO 板块的回调和分化。建议关注凯莱英、九州药业、康龙化成等。

创新中药：近年来，国家对于中医药振兴发展的支持力度不断提升，2021 年政府工作报告强调实施中医药振兴发展工程。11 月国家药监局等部门结束了长达 20 年的中药配方颗粒试点工作，并正式启用中药配方颗粒备案模块。在政策的推动下，我国中医药创新大潮奔涌，2021 年共 6 款中药新药获批上市，数量达近五年新高。对此，我们重点推荐两条逻辑主线：(1) 创新引领的中药企业；(2) 具有强消费属性，需求端有望持续打开的中药企业，建议关注片仔癀、同仁堂、康缘药业、济川药业等。

二、把握“疫苗+药物”抗疫组合。疫情进入下半场，把握板块结构性投资机会。一方面，伴随着新型毒株的出现，如 Delta 毒株、Omicron 毒株等，疫情存在反复风险；另一方面，尽管国内疫苗的需求逐步下滑，但全球仍有巨大未满足的疫苗需求缺口。根据 WHO 统计，美国、欧洲疫苗接种比例较高，但非洲接种比例极低。

生物制剂：2021 年疫苗板块业绩爆发，一方面，新冠疫苗需求旺盛，为企业贡献大量利润；另一方面，疫情加强了民众对疫苗的认知，随着疫情的缓和，HPV 疫苗、肺炎疫苗的接种逐步恢复。此外，中和抗体和小分子药物上市在即，有望进一步完善抗疫屏障。

三、消费升级孕育的行业新机遇，关注医疗企业国产替代、医美、口腔、眼科等细分赛道龙头；处方外流、分级诊疗、医药电商等院外市场潜力巨大。

连锁医疗机构：2020 年受疫情影响，连锁医疗机构实行歇业、延迟开业等，2021 年，随着疫情的缓和，就医人数全面恢复，叠加医疗习惯和观念变化催生的需求增长，医疗板块景气度迅速提升。此外，随着居民消费升级，医美、口腔、眼科等细分赛道景气度不断提升。

医药商业：随着疫情影响的减弱，医院端就诊人数已基本恢复至疫情前。未来，随着处方药外流等政策的落地执行，院外市场销售占比有望持续提升，此外，DTP 药房、药房营销服务、医药电商等新业态的出现为行业注入新的活力。对于医药商业板块，我们重点推荐两条逻辑主线：(1) 处方外流带来的市场增量，关注重点布局 DTP 药房、医



药电商的企业，如益丰药房等；(2) 医药流通板块集中度不断提升，龙头企业有望强者恒强，如上海医药等。

九、风险提示

宏观政策风险、疫情反复风险、创新研发风险。



分析师简介

康崇利，北京工业大学本科，2014年1月加入粤开证券，现任研究院副院长，证书编号：S0300518060001。

陈梦洁，硕士研究生，2016年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com