

医药行业2022年中期投资策略

医药估值回归，重点布局“穿越医保”、“疫情复苏”、“供应链自主可控”三大主线

西南证券研究发展中心
医药研究团队
2022年6月

核 心 观 点

- **医药估值回归，聚焦业绩和估值匹配度。**回顾2022年上半年，医药生物指数下跌20.6%，跑输沪深300指数6.4个百分点，行业涨跌幅排名第24，上半年疫情对市场影响短暂且反复，热点从抗原检测到新冠相关药物及产业链演绎。从持仓来看，公募和外资对于医药核心资产持仓变化不大；从估值来看，核心资产（总市值大于500亿）PE估值中枢逐步回归到相对合理水平，这与我们2022年医药投资策略【未来医药估值有望均衡，“穿越医保”和“疫情脱敏”是两条核心主线】判断一致。未来医药选股回归聚焦业绩和估值匹配度，适当关注超跌且业绩反转个股。**展望下半年，未来医疗需求逐步复苏，在医保压力常态化和后疫情时代，重点关注“穿越医保”、“疫情复苏”、“供应链自主可控”三大主线。**
- **未来医药仍有结构性行情，重点关注三大主线。**第一，未来医保压力将成为常态，**寻找“穿越医保”品种是关键。**一方面，寻找自主消费品种比如中药消费品、自费生物药，医美上游产品、部分眼科器械、重磅二类疫苗等；另一方面，我们认为药械企业通过“持续创新+国际化”有望穿越“医保结界”。第二，**疫情后需求复苏主线**，主要包括中药、医疗服务、CXO、血制品、药店、创新药/械等板块，中药板块持续受益“政策边际利好+产品提价+国企改革”三重利好，我们认为，中药板块尤其是中药消费品、中药独家基药品种等具备相对收益。第三，UVL事件后，我们认为，**产业链自主可控重要性凸显**，尤其是医药产业链上游，包括生物药制药设备及耗材、生命科学产品及服务、影像设备等。

2022年组合推荐：

- **弹性组合：**我武生物(300357)、太极集团(600129)、华润三九(000999)、达仁堂(600329)、济川药业(600566)、寿仙谷(603896)、楚天科技(300358)、健麾信息(605186)、上海医药(601607)、冠昊生物(300238)。
- **稳健组合：**爱尔眼科(300015)、迈瑞医疗(300760)、药明康德(603259)、片仔癀(600436)、云南白药(000538)、同仁堂(600085)、智飞生物(300122)、恒瑞医药(600276)、爱美客(300896)、通策医疗(600763)。

风险提示：医药行业政策风险超预期；新冠疫情爆发风险；业绩不及预期风险。

目 录

◆ 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

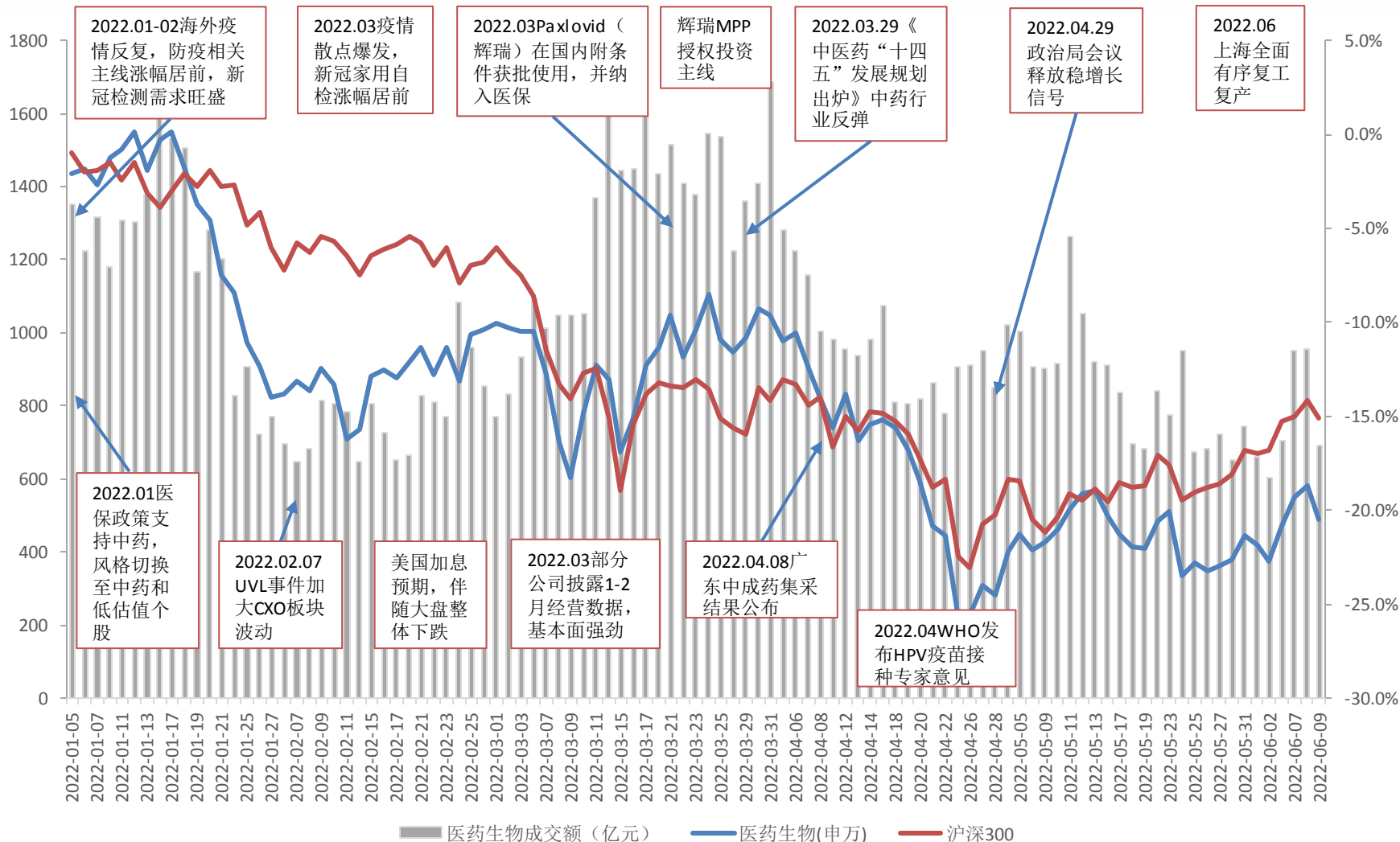
◆ 医药行业2022年中期运行数据和政策回顾

◆ 医药子行业2022年中期投资逻辑

◆ 医药全行业2022年中期投资策略及标的

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.1 2022年医药行业中期复盘

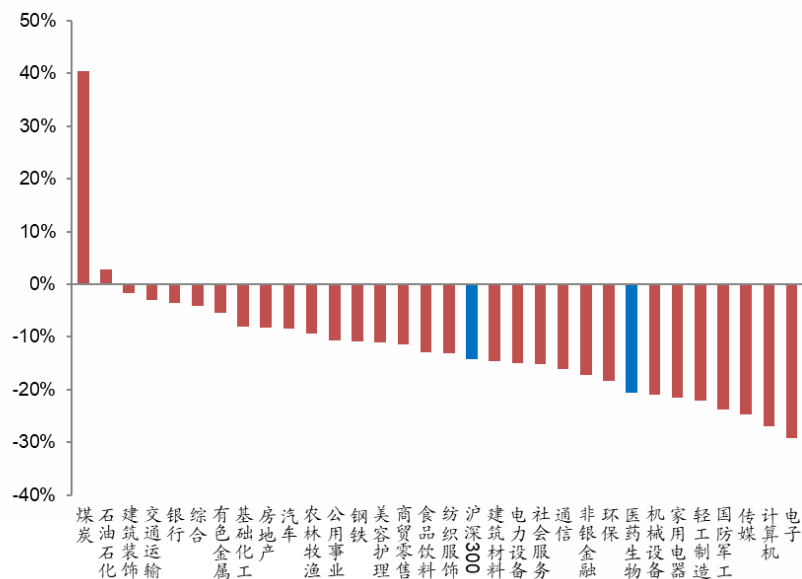


1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

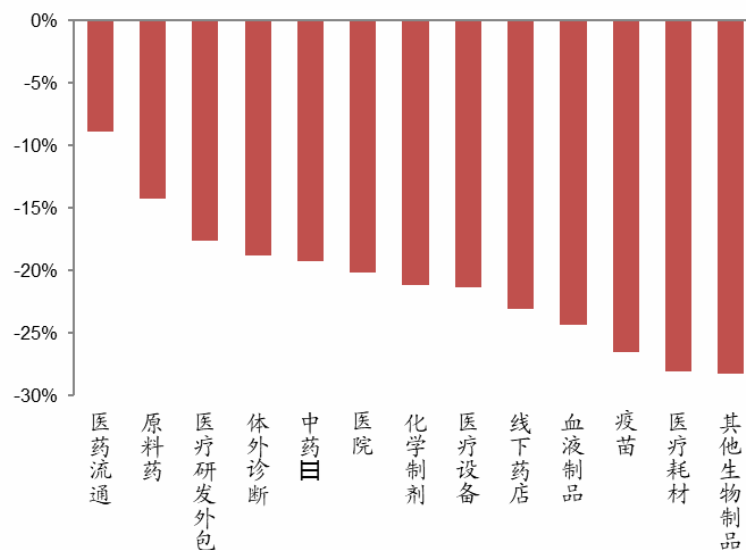
1.2.1 2022年医药行业中期复盘：从涨跌幅排名来看

- 截至2022年6月10日，医药生物指数下跌20.64%，跑输沪深300指数6.44个百分点，行业涨跌幅排名第24。
- 年初以来，医药行业跌幅最小的子行业是医药流通，下跌约8.9%，其他生物制品跌幅最大，下跌约28.2%。

年初以来全行业行情



年初以来医药子行业行情

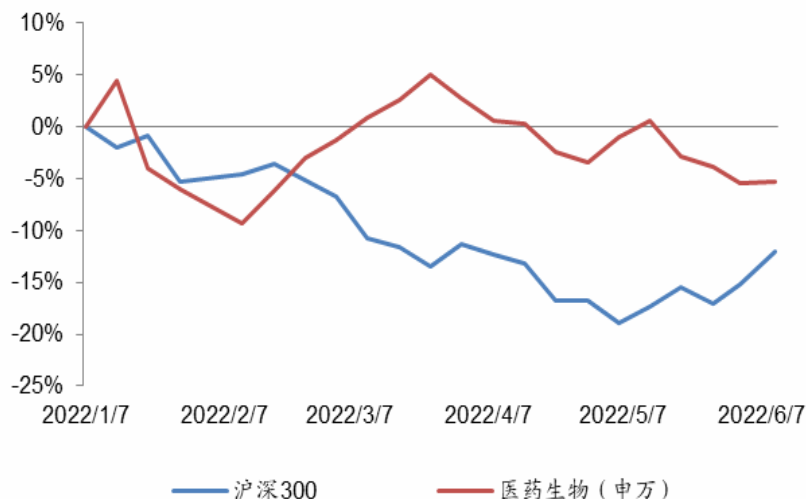


1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

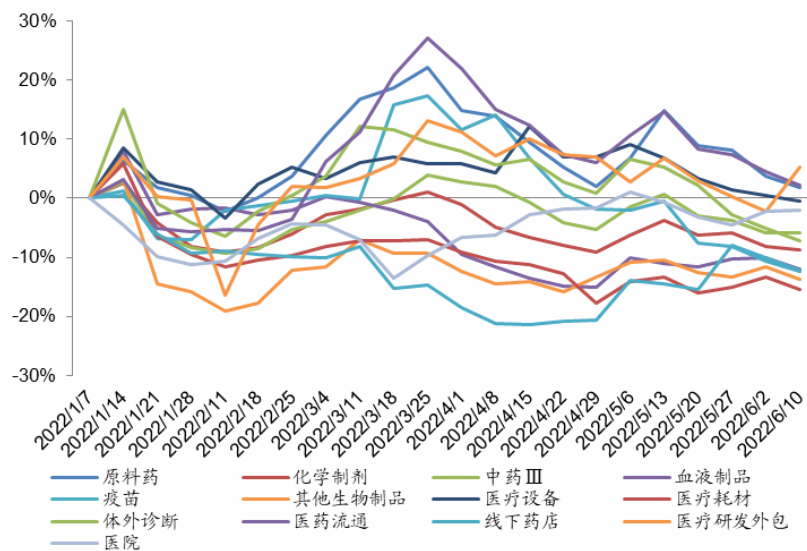
1.2.1 2022年医药行业中期复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，今年受医药行业政策影响，行业市场情绪波动较大，年初以来累计下跌20.64%，跑输沪深300指数6.44个百分点。

年初以来医药指数相对沪深300走势



年初以来医药子行业相对沪深300走势

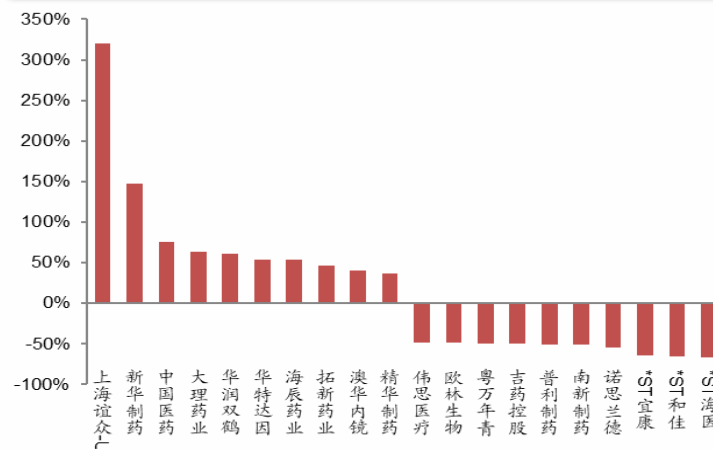


1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

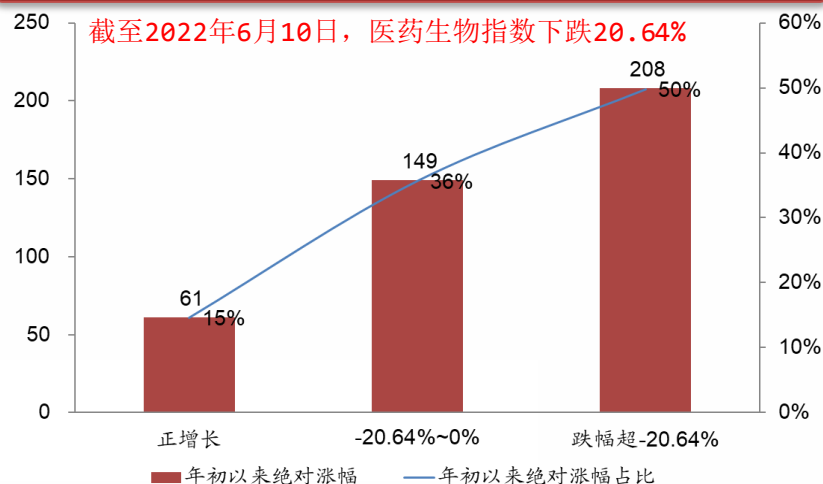
1.2.1 2022年医药行业中期复盘：从个股涨跌幅来看

- 截至2022年6月10日，医药行业分化加剧，结构化行情逐渐显现，翻倍的个股数量仅2家，分别为上海谊众和新华制药，上海谊众为上市一年以内的新股，新华制药为真实生物新冠口服药阿兹夫定等产品在中国及经双方同意的其他国家的生产商和经销商，受新冠口服药概念带动涨幅较大。

年初以来医药个股涨跌幅排名



年初以来个股涨跌幅区间数量



年初以来个股复盘

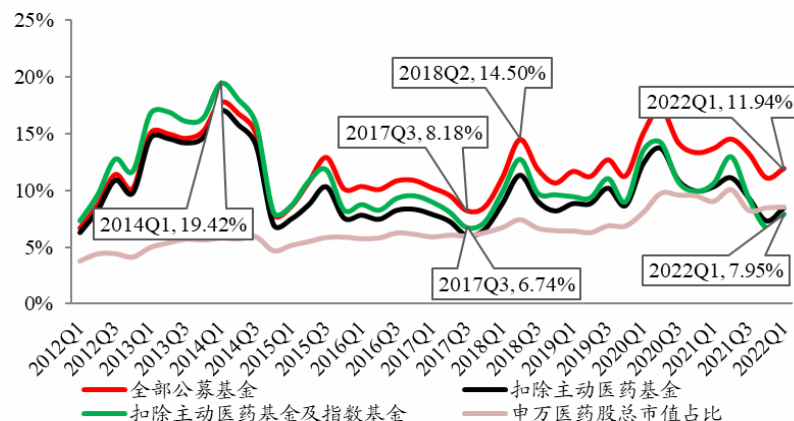
跑赢医药指数超过100pp	原因
新华制药	新冠口服药概念
上海谊众	新股

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.2.2 2022年医药行业中期复盘：从公募基金持仓来看

公募基金A股重仓医药占比概况

- 22Q1医药仓位维持低位：22Q1全部公募基金占比11.94%，环比+0.83pp；剔除主动医药基金占比8.49%，环比+1.17pp；再剔除指数基金占比7.95%，环比+1.19pp；申万医药板块市值占比为8.55%，环比+0.06pp。
- 22Q1外资持有医药生物板块的总市值占比为2.64%，环比下降0.49pp，持股总市值为2009亿元，环比-620亿元。



22Q1公募基金持仓占比前十

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	Q1末市值 (亿元)	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
603259.SH	药明康德	848	193	715.0	75.8	21.6%	3.3%	21.5%	3.3%	-6%	2986	3003
300760.SZ	迈瑞医疗	534	19	440.9	-69.5	11.8%	0.8%	11.8%	0.8%	-20%	3662	3662
300122.SZ	智飞生物	515	289	263.4	110.9	20.7%	7.4%	11.9%	4.3%	10%	942	1636
002821.SZ	凯莱英	238	17	206.4	-54.3	22.2%	-1.6%	21.3%	-1.5%	-20%	728	760
300347.SZ	泰格医药	200	52	145.4	-32.2	19.7%	-0.6%	15.5%	-0.4%	-15%	652	829
300363.SZ	博腾股份	196	90	153.3	25.7	34.3%	2.4%	29.1%	2.9%	4%	351	413
300015.SZ	爱尔眼科	158	-23	164.0	-57.1	11.7%	-0.1%	9.6%	-0.1%	-28%	1536	1862
603392.SH	万泰生物	152	99	51.9	22.0	18.0%	5.0%	3.1%	0.9%	28%	364	1467
600276.SH	恒瑞医药	148	-32	71.2	-56.1	3.0%	-0.9%	3.0%	-0.9%	-26%	2105	2105
300896.SZ	爱美客	132	44	80.1	23.5	19.2%	7.2%	7.8%	2.9%	-13%	433	1064

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

22Q1持仓市值前20

代码	名称	持股总市值	市值变化	持有基金数	数量变化	流通股占比	占比变化	全股本占比	占比变化	涨跌幅	Q3末市值
603259.SH	药明康德	715.0	75.8	848	193	21.6%	3.3%	21.5%	3.3%	-6%	2986
300760.SZ	迈瑞医疗	440.9	-69.5	534	19	11.8%	0.8%	11.8%	0.8%	-20%	3662
300122.SZ	智飞生物	263.4	110.9	515	289	20.7%	7.4%	11.9%	4.3%	10%	942
002821.SZ	凯莱英	206.4	-54.3	238	17	22.2%	-1.6%	21.3%	-1.5%	-20%	728
300015.SZ	爱尔眼科	164.0	-57.1	158	-23	11.7%	-0.1%	9.6%	-0.1%	-28%	1536
300363.SZ	博腾股份	153.3	25.7	196	90	34.3%	2.4%	29.1%	2.9%	4%	351
300347.SZ	泰格医药	145.4	-32.2	200	52	19.7%	-0.6%	15.5%	-0.4%	-15%	652
300759.SZ	康龙化成	95.4	-3.3	100	39	10.2%	-6.5%	10.2%	1.4%	-17%	961
300896.SZ	爱美客	80.1	23.5	132	44	19.2%	7.2%	7.8%	2.9%	-13%	433
300142.SZ	沃森生物	79.6	26.0	111	10	9.3%	3.2%	9.1%	3.1%	-4%	807
600436.SH	片仔癀	74.7	-53.3	65	-62	3.9%	-0.9%	3.9%	-0.9%	-25%	1787
603456.SH	九洲药业	71.6	-30.0	124	13	17.8%	-4.0%	17.7%	-4.0%	-17%	378
600276.SH	恒瑞医药	71.2	-56.1	148	-32	3.0%	-0.9%	3.0%	-0.9%	-26%	2105
000661.SZ	长春高新	66.1	-87.0	118	-55	10.3%	-4.5%	9.7%	-4.2%	-38%	560
600763.SH	通策医疗	53.9	-28.2	61	0	11.7%	-1.1%	11.7%	-1.1%	-30%	440
603392.SH	万泰生物	51.9	22.0	152	99	18.0%	5.0%	3.1%	0.9%	28%	364
300601.SZ	康泰生物	47.5	4.8	90	47	9.3%	1.2%	7.3%	1.0%	-7%	373
000739.SZ	普洛药业	41.0	-6.3	69	0	11.2%	-0.3%	11.1%	-0.3%	-12%	252
002001.SZ	新和成	36.7	20.5	79	22	4.6%	2.5%	4.5%	2.5%	3%	740
600085.SH	同仁堂	32.8	28.3	81	47	5.1%	4.4%	5.1%	4.4%	14%	521

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

22Q1持仓基金数量前20

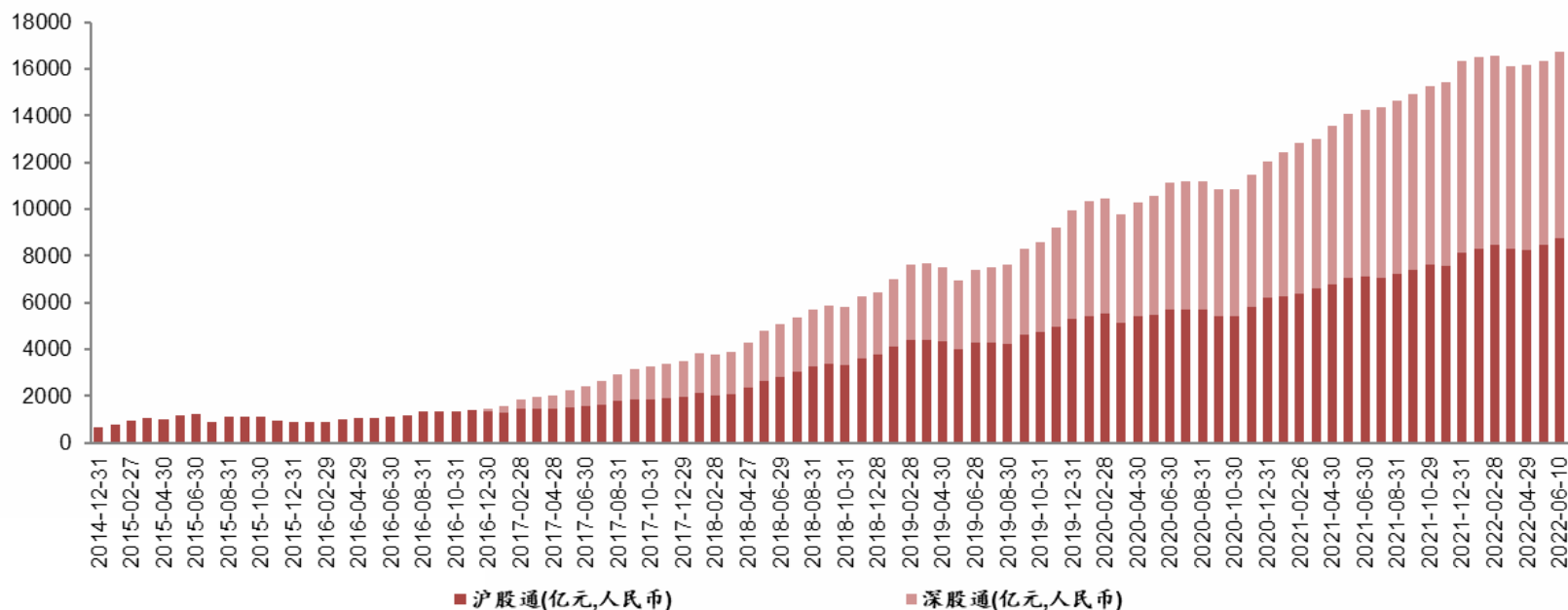
持有基金数量新增最多TOP20			持有基金数量减少最多TOP20		
代码	名称	持有基金数（家）季度变化	代码	名称	持有基金数（家）季度变化
300122.SZ	智飞生物	289	600436.SH	片仔癀	-62
603259.SH	药明康德	193	000661.SZ	长春高新	-55
603392.SH	万泰生物	99	002727.SZ	一心堂	-44
300363.SZ	博腾股份	90	600529.SH	山东药玻	-42
000999.SZ	华润三九	73	603882.SH	金域医学	-38
300347.SZ	泰格医药	52	000423.SZ	东阿阿胶	-33
300601.SZ	康泰生物	47	600276.SH	恒瑞医药	-32
600085.SH	同仁堂	47	002223.SZ	鱼跃医疗	-28
002603.SZ	以岭药业	45	300015.SZ	爱尔眼科	-23
300896.SZ	爱美客	44	300595.SZ	欧普康视	-23
603127.SH	昭衍新药	41	000538.SZ	云南白药	-22
603520.SH	司太立	41	000516.SZ	ST国医	-16
688180.SH	君实生物-U	41	688029.SH	南微医学	-14
300759.SZ	康龙化成	39	300358.SZ	楚天科技	-13
600196.SH	复星医药	37	603883.SH	老百姓	-13
688075.SH	安旭生物	28	000963.SZ	华东医药	-12
301111.SZ	粤万年青	24	603707.SH	健友股份	-11
002001.SZ	新和成	22	600521.SH	华海药业	-11
688202.SH	美迪西	21	300244.SZ	迪安诊断	-11
688298.SH	东方生物	20	300558.SZ	贝达药业	-10

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.2.2 2022年医药行业中期复盘：从北向资金持仓来看

- **北上资金上半年医药板块资金占比下降**，2022年上半年北上资金在医药板块的占比整体下降，从年初3.2%持续下降到6月的2.7%。
- **从北向资金累计净买入来看**，截至22年6月10日，北向资金累计净买入16747亿元。

2014年末以来北向资金月度累计净买入



1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.2.2 2022年医药行业中期复盘：从陆股通持仓来看

□医药陆股通持仓占比前五分别为：泰格医药、益丰药房、艾德生物、金域医学、海尔生物；

□医药陆股通持仓占比增加前五分别为：山东药玻、盈康生命、马应龙、昆药集团、蓝帆医疗；

□医药陆股通持仓占比减少前五分别为：新华医疗、国际医学、凯普生物、恩华药业、康龙化成。

注：2022年初至2022年6月10日。

代码	名称	期末占比 -流通A股	占比变动	期末占比 -总股本	占比变动	期末市值 (亿元)	市值变动 (亿元)	期间涨跌幅
陆股通持仓占比前十大								
300347.SZ	泰格医药	17.5%	1.0%	11.3%	0.6%	94.3	-24.5	-20.2%
603939.SH	益丰药房	16.2%	0.3%	16.2%	0.3%	55.0	-8.0	-10.5%
300685.SZ	艾德生物	15.5%	-0.4%	15.5%	-0.3%	17.9	-8.5	-32.2%
603882.SH	金域医学	15.1%	-2.1%	15.0%	-2.1%	52.6	-36.1	-26.5%
688139.SH	海尔生物	14.8%	0.8%	8.6%	0.5%	20.1	-3.2	-14.8%
600529.SH	山东药玻	14.5%	0.9%	14.5%	0.9%	23.1	-12.3	-34.3%
300244.SZ	迪安诊断	12.9%	-1.5%	10.0%	-1.1%	18.5	-4.7	-5.3%
000538.SZ	云南白药	10.4%	-1.1%	4.9%	-0.5%	50.0	-23.2	-18.4%
688298.SH	东方生物	10.0%	8.7%	5.1%	4.5%	11.6	9.8	-5.7%
000423.SZ	东阿阿胶	9.2%	0.4%	9.2%	0.4%	19.2	-8.7	-32.5%

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

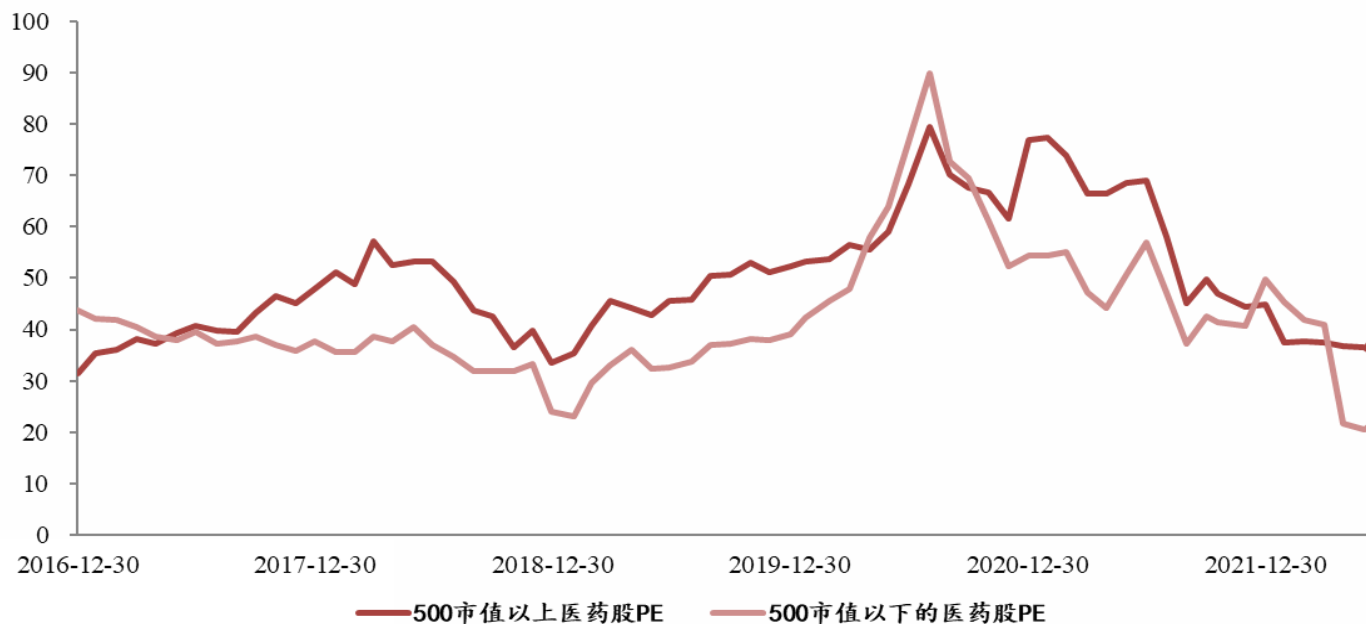
代码	名称	期末占比 -流通A股	占比变动	期末占比 -总股本	占比变动	期末市值 (亿元)	市值变动 (亿元)	期间涨跌幅
陆港通持仓占比增持前十大								
600529.SH	山东药玻	14.5%	0.9%	14.5%	0.9%	23.1	-12.3	-34.3%
300143.SZ	盈康生命	1.6%	1.1%	1.3%	0.9%	0.8	0.4	-37.8%
600993.SH	马应龙	3.4%	0.9%	3.4%	0.9%	3.2	0.1	-23.8%
600422.SH	昆药集团	1.9%	0.9%	1.9%	0.9%	1.8	1.0	23.4%
002382.SZ	蓝帆医疗	1.6%	0.9%	1.6%	0.9%	1.4	0.2	-44.3%
603387.SH	基蛋生物	1.3%	0.9%	1.3%	0.9%	0.9	0.6	2.5%
300529.SZ	健帆生物	4.9%	1.2%	3.1%	0.8%	11.6	1.5	-9.4%
002044.SZ	美年健康	3.2%	0.7%	3.1%	0.7%	6.1	-1.4	-33.1%
300347.SZ	泰格医药	17.5%	1.0%	11.3%	0.6%	94.3	-24.5	-20.2%
300832.SZ	新产业	4.3%	1.5%	1.6%	0.6%	5.1	1.8	-9.3%
陆港通持仓占比减持前十大								
600587.SH	新华医疗	0.4%	-1.0%	0.4%	-0.95%	0.3	-1.4	-38.1%
000516.SZ	国际医学	0.1%	-1.1%	0.1%	-0.90%	0.2	-2.3	-15.8%
300639.SZ	凯普生物	2.1%	-0.9%	2.1%	-0.87%	1.9	-0.7	12.0%
002262.SZ	恩华药业	2.5%	-0.9%	2.2%	-0.76%	3.1	-1.6	-10.3%
300759.SZ	康龙化成	6.3%	-9.7%	5.0%	-0.76%	51.5	-12.8	-8.9%
600763.SH	通策医疗	2.6%	-0.7%	2.6%	-0.73%	12.1	-9.1	-27.7%
300760.SZ	迈瑞医疗	8.4%	-0.7%	8.4%	-0.67%	310.4	-107.2	-16.5%
002022.SZ	科华生物	2.3%	-0.6%	2.3%	-0.60%	1.0	-1.2	-42.4%
300595.SZ	欧普康视	2.6%	-0.9%	1.9%	-0.59%	7.2	-4.9	-26.2%
605266.SH	健之佳	0.9%	-0.8%	0.5%	-0.59%	0.2	-0.4	-23.9%

1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.2.3 2022年医药行业中期复盘：从估值来看

- 截至2022年6月10日，核心资产（市值在500亿以上医药股）估值中枢已回落到37倍，医药估值逐步回归，聚焦业绩和估值匹配度。

2016年至今不同市值医药股PE变化趋势

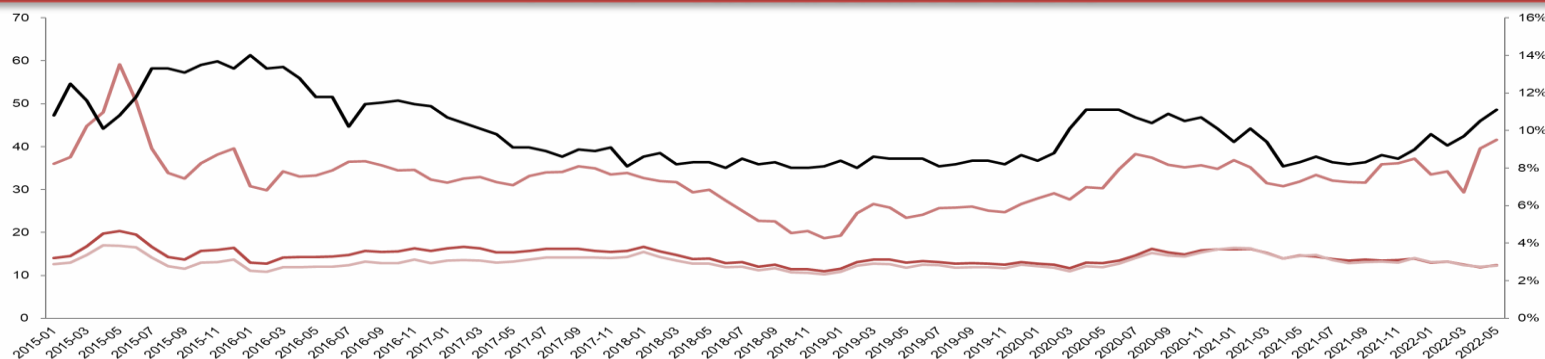


1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

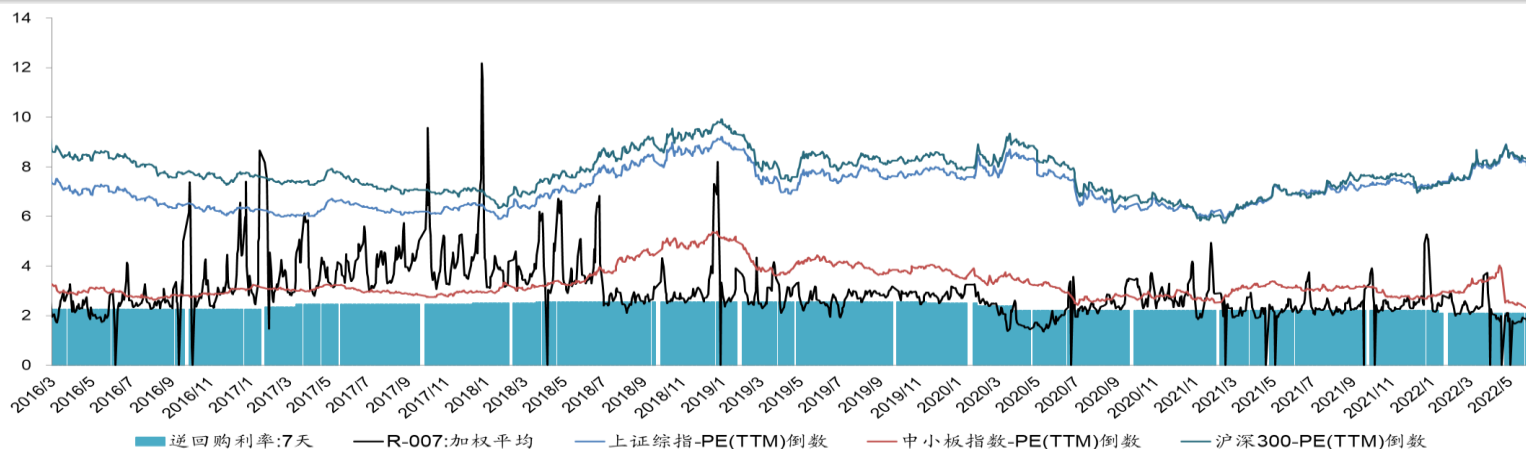
1.2.3 2022年医药行业中期复盘：从流动性来看

- 5月M2同比增长11.1%，增速环比上升1pp。短期指标来看，R007加权平均利率近期有所下降，实际上12月以来与股指倒数空间略有扩大，流动性有偏松趋势。

2015年至今的M2同比数据与股指市盈率的关系



短期流动性指标R007与股指市盈率的关系



1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.2.3 2022年医药行业中期复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为24倍，处于历史估值中枢以下。
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为70%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为28%，相对沪深300指数溢价率为109%，年初以来溢价率持续下降，目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以下。

过去十年医药行业估值水平PE（TTM整体法剔除负值）



过去十年医药行业溢价率（TTM整体法剔除负值）

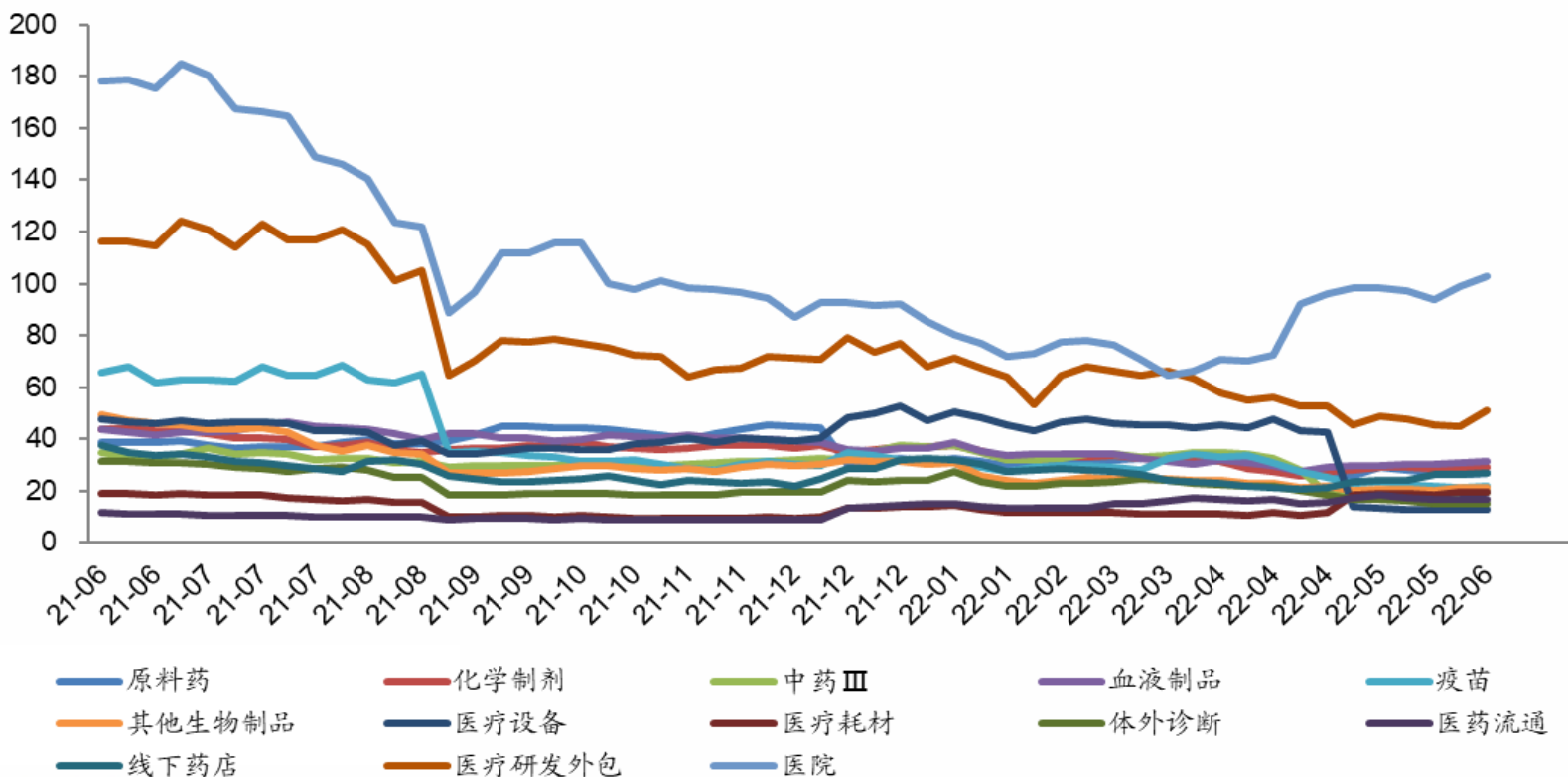


1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

1.2.3 2022年医药行业中期复盘：从子行业估值走势来看

- 医药子行业市盈率横向看：医院（103倍）和CXO（51倍）最高，医疗设备（13倍）和体外诊断（15倍）最低。

申万医药子行业市盈率（TTM整体法剔除负值）

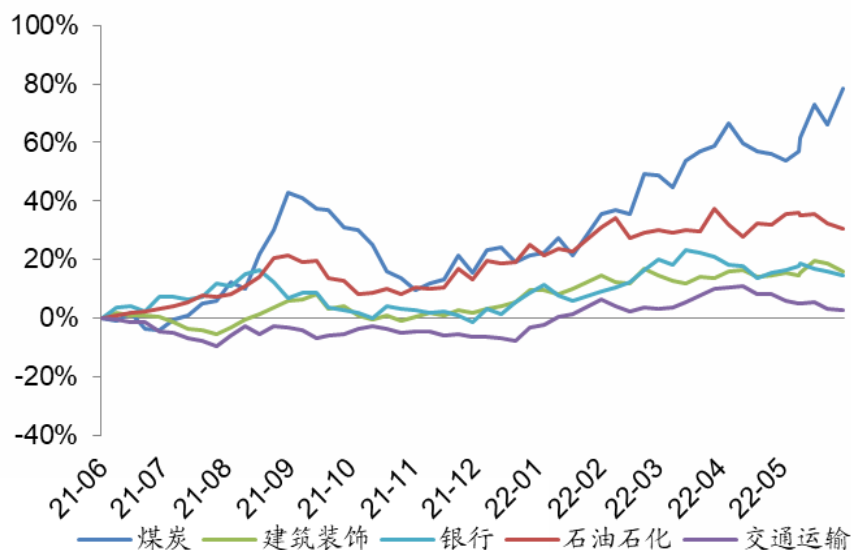


1 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

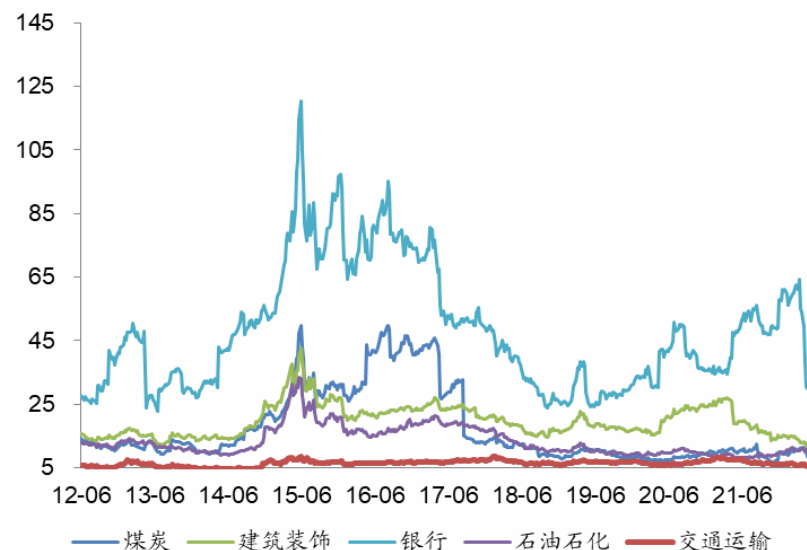
1.2.3 2022年医药行业中期复盘：从医药相对其他行业估值来看

- 年初以来表现较好、涨幅前五的行业分别为煤炭、石油化工、建筑装饰、银行、交通运输。
- 今年表现较好的5个行业，纵观他们过去十年的估值水平可以发现，大多呈现“过山车式”波动。

行业间对比过去1年相对沪深300超额累计收益率



过去一年涨跌幅前五行业十年估值水平变化



目 录

◆ 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

◆ 医药行业2022年中期运行数据和政策回顾

◆ 医药子行业2022年中期投资逻辑

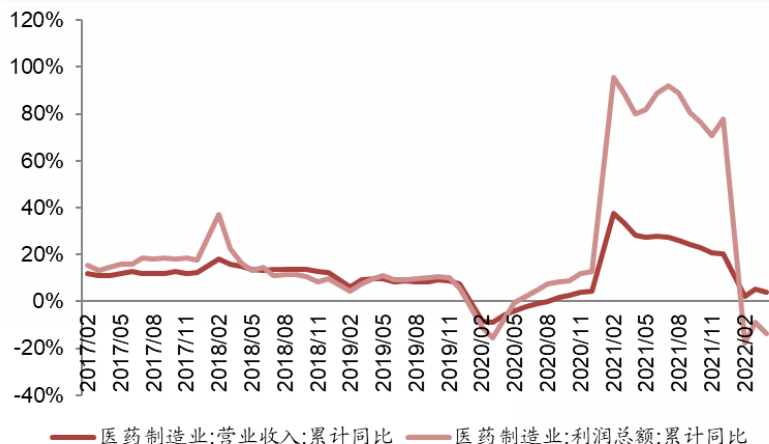
◆ 医药全行业2022年中期投资策略及标的

2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

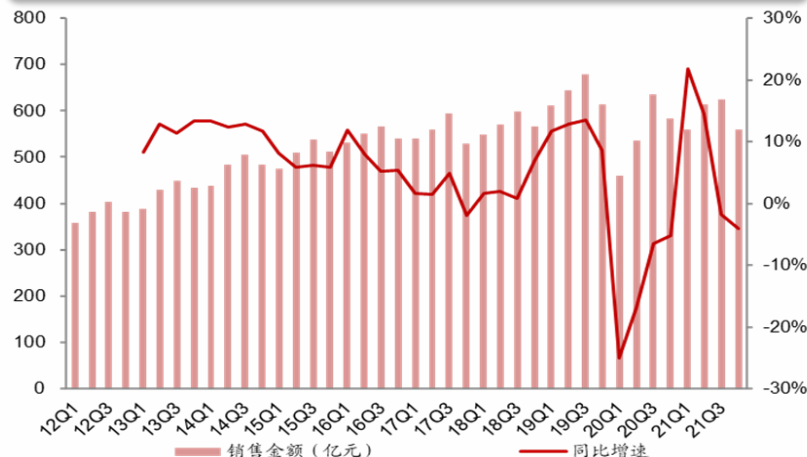
2.1 2022年医药行业中期复盘：从制造业数据来看

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2021年全年医药制造营业收入同比增长20.1%，医药制造利润总额同比增长77.9%，主要系疫情加速恢复与2020年低基数两方面原因所致，根据收入和利润相比2019年的同比情况看，医药制造业基本恢复。2022年1-4月医药制造营业收入同比增长4.7%，医药制造利润总额同比下降10.8%，主要系全国多地疫情反弹影响。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2021年PDB样本医院药品销售2357亿元，同比增长6.5%，整体呈现疫情后复苏趋势，其中Q1/Q2单季度增速分别为22%/15%，Q3/Q4分别为-2%/-4%，主要系集采和国谈影响，预计2022年将继续改善。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成为行业主要增长动力。**展望2022年，我们预计低基数和疫情进一步得到控制，医药工业整体增速将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速（统计局）



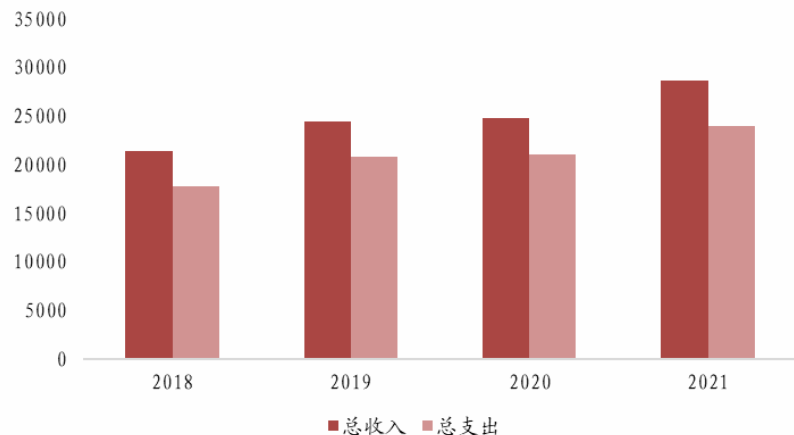
医药工业收入总额及增速（PDB）



2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

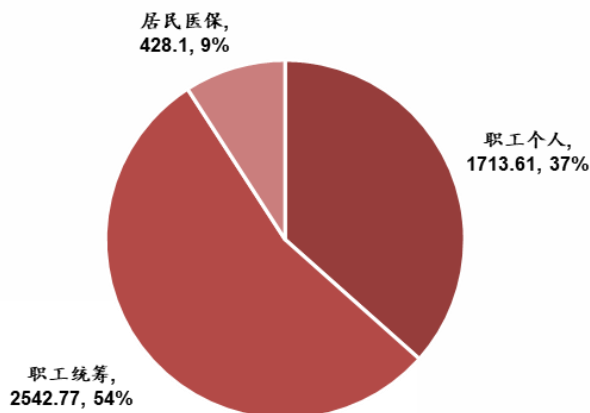
2.2 2022年医药行业中期复盘：从医保基金来看

基本医疗保险基金收入及支出（亿元）

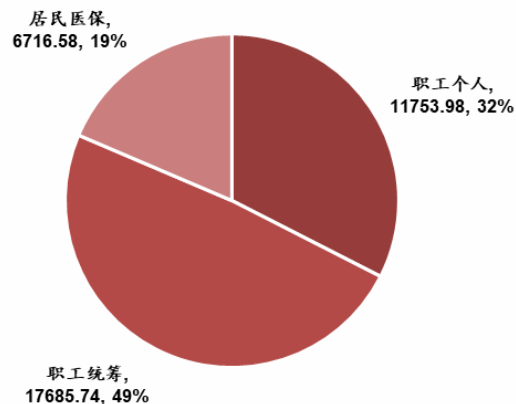


- 2021年基本医疗保险基金总收入、总支出分别为2.9万亿元（+15.6%）、2.4万亿元（+14.3%），年末累计结存3.6万亿元，总体运行稳健。2022年1-3月，基本医疗保险基金总收入、总支出分别为8314亿元和4584亿元，医保收入同比增加9.8%，医保支出同比下降9%。
- 2021年医保结存中，职工统筹+居民医保占比约为63%，职工个人账户占比37%。

2021年医保基金/当年结存分析



2021年医保基金/累计结存分析



2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

2.3 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看

分类	文件名称	发布时间	主要内容
综合规划	《“十四五”医药工业发展规划》	1月30日	总结“十三五”期间我国医药工业发展取得的成绩，同时根据“十四五”时期的内外环境，对医药行业规模效益、创新驱动、产业链供应链、药品及设备供应、制造水平、国际化发展等方面提出目标，其中对创新、国际化两方面提出更高要求。
	《政府工作报告》	3月5日	医药行业维持创新、医保基金高效使用的主基调不变，强调推进跨省异地就医直接结算办法，并对中医药、疫苗、医疗服务等行业提出持续发展的要求。
中医药	《“十四五”中医药发展规划》	3月29日	从七个方面提出中医药发展目标。1) 中医药服务体系进一步健全。2) 中医药特色人才建设加快推进；3) 中医药传承创新能力持续增强；4) 中医药产业和健康服务业高质量发展取得积极成效；5) 中医药文化大力弘扬；6) 中医药开放发展积极推进；7) 中医药治理水平进一步提升。
	《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》	4月8日	广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》公布53个品种，361个品规的中选结果。
GMP	《药品生产质量管理规范-细胞治疗产品附录（征求意见稿）》	1月6日	从人员、厂房与设施、供者及供者材料管理、物料与产品、生产管理、质量管理、产品追溯系统等七个方面制定细胞治疗产品规范。本次征求意见稿继承了2019年版在供者及供者材料的管理、企业对医疗机构进行质量评估审计、产品追溯系统等方面的规定，同时亦对部分内容进行修订，并向社会公开征求意见。
医疗保障	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	5月25日	对医疗、医保、医药领域提出现阶段发展要求，借鉴三明市医改经验，持续深化“三医”联动改革，较往年工作任务提出更多细化要求。

2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

2.3.1 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看——综合发展规划

2022年1月30日，国家工信部、发改委、医保局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》

- 事件：1月30日，为推动医药行业发展，国家工信部、发改委、医保局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，总结“十三五”期间我国医药工业发展取得的成绩，同时根据“十四五”时期的内外部大环境，对医药行业规模效益、创新驱动、产业链供应链、药品及设备供应、制造水平、国际化发展等方面提出目标，其中对创新、国际化两方面提出更高要求。2月8日，美国商务部工业与安全局（BIS）更新的未经核实名单（UVL），宣布将33个总部在中国的实体列入所谓UVL，药明生物在上海和无锡的两家子公司在名单中，引发CXO股价波动。此事件表明美国对生物反应器等有潜力制造生化武器的相关容器、化学品的出口管控。

西南观点

- **药械创新投入力度加大，规模效益要求提高：**“十四五”时期我国医药工业仍处于重要战略机遇期，基于“十三五”时期取得的成果，下一阶段药械创新及医药工业规模效益将追求更高目标。创新方面“十四五”期间研发投入年均增长10%以上，加大研发创新力度同时强调企业围绕尚未满足的临床需求开展创新研发，促使药企从me-too向me-better转型；强调中医药创新重要性，完善以临床价值为导向的药物临床研发指导原则，促进企业合理布局研发管线。规模效益方面要求医药工业增加值占比提升5%，进一步提升行业集中度。
- **夯实基础加快国际化进程，内外驱动共创国际竞争新优势：**国际化是“十四五”规划的另一重点，基于当下内外部大环境，创新药械、中医药“出海”成为大势所趋。《规划》指出下一阶段应加强国际药政合作，促进国内外法规、标准接轨；鼓励企业与跨国企业合作交流，引进先进技术、标准；开展创新药国内外同步注册、参与国际多中心实验，以国际标准规范自身生产、研发。面向全球市场，研发布局新靶点、新机制药物，实现从“license in”向“license out”转型。
- **医药产业链自主可控，供应保障能力提升：**新冠疫情使得全球产业流通受阻，产业链不完善带来的风险显现；UVL事件表明国际关系态势尚不明朗，产业链自主可控尤为重要。与此同时，国内防控疫情胜利的经验也体现应急物资、设备的储存、运输、生产等方面的重要性。产业链各环节企业应加强与上下游企业和科研单位协作，对标国际先进水平，开展关键技术产品攻关，补齐产业链短板。加快发展“原料药+制剂”一体化；打通生命科学产业链，加速设备仪器、耗材试剂等国产替代，实现医药产业链自主可控，规避国际风险。供应保障方面，加强医药流通领域建设，提高对疫苗、易短缺药品、临床急需品种的研发能力，保障应急产品供应。
- **投资建议：**在鼓励药械创新、提高供应链自主可控能力的大环境下，我们认为“十四五规划”的颁布再次表明政府对医药产业的支持，建议重点关注“穿越医保”主线之具备“持续创新+国际化”能力相关公司如迈瑞医疗、百济神州、恒瑞医药等；产业链自主可控逻辑相关标的如楚天科技、东富龙、诺唯赞等。
- **风险提示：**政策执行力度不及预期；宏观经济风险等。

2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

2.3.2 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看——综合发展规划

2022年3月5日，《政府工作报告》发布

- 事件：3月5日，2022年《政府工作报告》发布，对国家经济发展、国计民生等诸多方面做出规划。其中医药行业维持创新、医保基金高效使用的主基调不变，强调推进跨省异地就医直接结算办法，并对中医药、疫苗、医疗服务等行业提出持续发展的要求。

西南观点

- **持续创新驱动发展战略，政策利好创新型医药企业**：当下我国医药行业仍处于重要战略机遇期，2022年政府将给予创新型企业更多税收等方面支持，药械创新将追求更高目标。2022年将延续实施研发费用加计扣除政策，将科技型中小企业加计扣除比例从75%提高至100%，促进高科技创新性企业加大研发投入；关注重点企业强链补链，推动国际合作培养人才，促进创新药企从“metoo” “fast-follow” 向“mebetter” “first-in-class” 转型预计医药产业链国产替代进程加快。此外，《报告》指出保障疫苗研发及供应力度以及支持中医药改革，预计在疫苗研发、生产领域以及中医药创新等领域加大投入力度。
- **提高医保基金使用效率，推动医保省级统筹**：2022年国内生产总值目标为5.5左右，较往年增速目标有所下调。医保收入、累计结余等于GDP增长趋势高度相关，医保收入及医保基金累计结余压力仍在，提高医保基金使用效率仍是2022年的首要任务，预计将持续推进药品和高值医用耗材带量采购，从药械供给端缓解医保基金压力；推动DRG（按疾病诊断相关分组付费）、DIP（按病种分值付费），提高医保基金使用效率。此外，《报告》强调推动医保省级统筹，完善跨省异地就医直接结算办法，对省级政府医药基金的征缴等方面提出更高要求。
- **持续支持社会办医，补齐专科服务短板**：我国老龄化趋势加剧，医疗需求持续增加，预计政策将持续支持社会办医，对民办医疗服务机构给予更多政策利好，同时促进公立机构与民办机构合作，共同做好医疗服务下沉，建立分级诊疗体系。此外，立足于我国当下生育率低、老龄化程度加剧的大环境，将补齐妇产科、精神卫生、老年医学等方面服务短板，完善医疗服务体系，利于国计民生。
- **投资建议**：我们认为《2022年政府工作报告》再次表明政府对医药创新、完善医疗服务体系的支持以及对扩大医保覆盖范围，提高医保基金使用效率的关注。通过带量采购，医保控费初见成效，预计将在不影响企业创新的前提下继续执行带量采购政策，并拓展覆盖范围，充实医保基金，提高医疗服务质量，完善医疗服务体系，形成“三医”联动，利好国计民生，推动行业发展。建议重点关注年度策略“穿越医保”主线标的如太极集团、寿仙谷；供应链自主可控相关标的如东富龙、楚天科技；低估值标的如润达医疗、健麾信息。
- **风险提示**：政策执行力度不及预期；宏观经济风险等。

2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

2.3.3 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看——中医药

2022年3月29日，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》

- 事件：2022年3月29日，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，七个方面提出中医药发展目标。1) 中医药服务体系进一步健全。2) 中医药特色人才建设加快推进；3) 中医药传承创新能力持续增强；4) 中医药产业和健康服务业高质量发展取得积极成效；5) 中医药文化大力弘扬；6) 中医药开放发展积极推进；7) 中医药治理水平进一步提升。

西南观点

- **利好中药创新药发展。**培育和建设国家重大科技创新平台，建设30个左右国家中医药传承创新中心。加强中医药临床疗效评价研究。加强开展基于古代经典名方、名老中医经验方等中药新药研发。建立中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系。
- **中药基药用量将快速增长，利好中药基药独家品种。**《规划》主要任务提出做实基层中医药服务网络，力争实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师，100%的社区卫生服务站和80%以上的村卫生室能够提供中医药服务。力争2022年社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例从81.29%提升至100%。2021年11月卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见的公告，预计2022年将迎来新一轮调整，基层医疗服务机构中成药使用量大，中药基药独家品种有望迎来新的发展机遇。
- **利好中药配方颗粒，强化中药材质量控制。**制定实施中药饮片炮制规范，推进中药炮制技术传承基地建设，探索将具有独特炮制方法的中药饮片纳入中药品种保护范围。加强中药材第三方质量检测平台建设。研究推进中药材、中药饮片信息化追溯体系建设，加快中药制造业数字化、网络化、智能化建设，加强技术集成和工艺创新，提升中药装备制造水平，加速中药生产工艺、流程的标准化和现代化。
- **利好中医药医疗服务。**2020-2025年中医医疗机构数量从7.23万个提升到9.5万个，中医医院数量从5482个提升到6300个，每千人口公立中医医院床位数从0.68张提升到0.85张；县办中医医疗机构覆盖率从86.86%提升至100%。人才方面，每千人口中医类别执业医师从0.48提升到0.62人。鼓励社会办医疗机构设置中医药科室。依托现有资源布局中医康复中心，二级以上中医医院加强康复（医学）科建设。
- **中药消费品具备消费属性，以院外市场为主，相对医保免疫，持续看好中药消费品三大逻辑：**1) 提价：近几年部分上游中药材持续提价，成本向下游传导，带动终端产品提价，有望增厚业绩，重点关注片仔癀、同仁堂、太极集团、寿仙谷、福瑞股份、马应龙、华特达因、健民集团等。2) 国企混改：中药国企混改以及股东层面的变动加速落地，业绩有望释放，重点关注云南白药、太极集团、华润三九等；3) 渠道库存周期：经过几年调整，部分企业渠道库存清理进入尾声，出厂发货逐步恢复，业绩迎来恢复，重点关注太极集团、东阿阿胶等。
- **此外，还看好中药创新药、中药基药独家品种、中药配方颗粒、中药材质量控制、中医医疗服务等。中药创新药：**2021年开始，我国中药创新药研发成果进入逐步兑现阶段，有望成为新增长点，建议关注以岭药业等；关注中药基药独家品种如中新药业、佐力药业等；中药配方颗粒关注华润三九、中国中药等；关注中医医疗服务如固生堂等。
- **风险提示：**提价不达预期；混改不达预期；研发不达预期。

2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

2.3.4 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看——中医药

2022年4月8日，广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》

- 事件：2022年4月8日，广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》公布53个品种，361个品规的中选结果。

西南观点

- **报量积极性高，覆盖范围广。**1) 集采范围涉及到广东、山西、河南、海南、宁夏、青海等省份，其中广东省报量占比64%，其余省份合计占比36%，广东省报量积极向较高；2) 采购主体包括联盟地区所有公立医疗机构（含军队医疗机构），医保定点社会办医医疗机构和定点药店，首年采购期采购量未35.95亿（片/粒/袋/支），其中公立医疗机构报量占比94%，定点药店报量占比4%，社会办医医疗机构报量占比2%。3) 本次中标品种361种，中标率达到54%，其中拟中标249种，拟备选112种。
- **独家品种降幅较小。**分品种来看，独家品种一共有30个，非独家品种一共有23个品种。整体平均降幅56%，中标率54%，测算出非独家拟中标产品的平均降幅为-67.8%，独家产品拟中标平均降幅为-21.8%。独家品种根据日服用金额分为3组，独家品种分为≤5元（组别1），5元<数值≤15元（组别2），数值>15元（组别3），独家品种1组降幅18%，独家品种2组平均降幅19.4%，独家品种3组平均降幅24.5%，非独家A组平均降幅55.3%，非独家B组降幅84.2%。
- **从上市公司维度来看，降幅好于预期。**1) 以岭药业：连花清瘟胶囊降幅1%，好于预期。此外银杏叶片中标价格高于此前各省最低中标价，价格涨幅达到27.7%；2) 华润三九：生脉注射液持平，参附注射液降幅21%，鸦胆子油软胶囊降幅37.5%；3) 太极集团：小金片受益于独家剂型降幅15%，降幅好于预期；4) 佐力药业：乌灵胶囊降幅20.7%；5) 康缘药业：大株红景天胶囊降幅20.9%，复方丹参颗粒降幅16.1%，热毒宁注射液降幅14.8%，银杏叶片价格持平；7) 昆药集团：注射用血栓通（冻干）降幅17%；8) 仁和药业：大活络胶囊降幅1.5%；9) 康恩贝：蓝芩颗粒降幅15%。
- **投资建议：**广东省中成药集采降幅好于预期，中药消费品具备消费属性，以院外市场为主，相对医保免疫，持续看好中药消费品三大逻辑：1) 提价：近几年部分上游中药材持续提价，成本向下游传导，带动终端产品提价，有望增厚业绩，重点关注片仔癀、同仁堂、太极集团、寿仙谷、福瑞股份、马应龙、华特达因、健民集团等。2) 国企混改：中药行业国企混改以及股东层面的变动加速落地，业绩有望释放，重点关注云南白药、太极集团、华润三九等；3) 库存处于低位：部分企业渠道库存清理进入尾声，进入新一轮铺货周期。此外，还看好中药创新药、中药基药独家品种、中药配方颗粒、中药材质量控制、中医医疗服务等。中药创新药：2021年开始，我国中药创新药研发成果进入逐步兑现阶段，有望成为新增长点，建议关注以岭药业等出厂发货逐步恢复，业绩迎来恢复，重点关注太极集团、东阿阿胶等。
- **风险提示：**药品降价风险、政策变动风险。

2 医药行业2022年中期运行数据和行业政策回顾

2.3.5 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看——GMP

2022年1月6日，国家药监局发布《药品生产质量管理规范-细胞治疗产品附录（征求意见稿）》

- 事件：1月6日，国家药监局发布新版《药品生产质量管理规范-细胞治疗产品附录（征求意见稿）》。征求意见稿从人员、厂房与设施、供者及供者材料管理、物料与产品、生产管理、质量管理、产品追溯系统等七个方面制定细胞治疗产品规范。本次征求意见稿继承了2019年版在供者及供者材料的管理、企业对医疗机构进行质量评估审计、产品追溯系统等方面的规定，同时亦对部分内容进行修订，并向社会公开征求意见。

西南观点

- 与上一版相比，本次征求意见稿主要在以下方面进行修订：
 1. **本次征求意见稿加强了对细胞治疗关键物料的管理规范。**本次征求意见稿首次将直接用于细胞产品生产的基因修饰载体或其他起始生物材料（包括：病毒、质粒、RNA、抗原肽、抗原蛋白、蛋白-RNA复合体等）纳入GMP法规适用范围。意见稿要求企业应当对物料进行风险评估；对上述关键物料的确定应当有记录；对关键物料应开展入厂检验，并考虑特定风险及降低风险的其他措施（如加强质量控制）；在关键物料有效期或货架期内对其保存留样。
 2. **本次意见稿对法规规则进一步完善细化。**相较于前一版GMP规范，本次征求意见稿在以下三方面进行细化或调整：1）适当放松对于生产负责人和质量负责人资格标准，此次征求意见稿删去了对其工作经验的要求，仅保留对其专业知识方面的要求；2）进一步厘清了细胞治疗生产相关概念，如批次的划分标准；3）完善了部分复杂生产问题的执行细则，如同一起来源多批次/多个自体产品/自体异体产品共区域的车间划分、细胞产品成品减少留样的具体条件和方法等等。以上修订切实提升了法规的可执行性，便于企业进行合规生产。
- **细胞治疗产业链将广泛受益。**总体来看，本次GMP细胞治疗附录修订后更加清晰合理，有利于促进行业快速发展。建议关注：1）细胞治疗设备提供商楚天科技、东富龙、泰林生物；2）细胞治疗CDMO企业药明生物、金斯瑞生物科技、博腾生物等；3）细胞治疗企业药明巨诺、复星医药、传奇生物、科济药业、亘喜生物、永泰生物、信达生物、驯鹿医疗、博生吉等。
- **风险提示：**新产品研发及商业化进度不达预期、市场支付能力弱于预期、细胞治疗产品生产质量管理风险、行业竞争格局恶化的风险。

2 医药行业2022年度二级市场中期表现回顾

2.3.6 2022年医药行业中期复盘：从重要行业政策来看——医疗保障

2022年5月25日，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》的通知

- 事件：5月25日，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》的通知，对医疗、医保、医药领域提出现阶段发展要求，借鉴三明市医改经验，持续深化“三医”联动改革，较往年工作任务提出更多细化要求。

西南观点

- **发挥高水平医院带动作用，增强基层医疗服务能力：**我国幅员辽阔，医疗资源分布不均，高水平医疗资源集中于东部地区、省会等城市。《任务》指出，发挥高水平医疗中心辐射带动作用，引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平。民营医疗是我国医疗体系中重要组成部分，肩负提升医疗服务质量，扩大医疗服务供给重任，对公立医疗资源起补充作用，预计民营医疗服务机构将持续完善自身分级诊疗体系，加快医疗资源下沉到地、县级市，开拓市场同时提高基层医疗服务水平。
- **医改进入“深水区”，借鉴三明市经验推进“三医”联动：**老龄化趋势加剧、疫情等因素影响，我国医疗需求持续增长，医保资金长期承压。2012年三明市针对医药、医保、医疗进行改革并取得显著成效，借鉴三明市经验，《任务》指出扩大药械集采范围，激励合理优先使用中选产品；推动医疗服务价格改革，5个试点城市先行探索调价规则；推进DRG/DIP改革，覆盖区域达统筹地区40%以上，DRG/DIP付费的医保基金占符合条件住院医保基金的30%。目前在药械领域，我国产品已逐步缩小与进口产品差距，部分产品质量、性能可比肩进口产品，但是价格低于进口产品，合理的集采规则可在减轻医保基金压力的同时利于中标产品放量，以量补价提升市占率。而DRG/DIP付费则是基于成本及诊疗效果共同考量，医院会持续发展优势科室，在药械选择时会考虑循证依据、临床评价等选择质优价廉的产品，集采及付费改革或可为我国头部创新药械企业提供发展机遇。此外，《任务》指出深化公立医院人事薪酬制度改革，实施以增加知识价值为导向的分配政策，促进医疗服务人员专业素质提高，从而推动医疗服务水平，预计将尝试提高医疗服务价格，完善分配制度，激励具有专业技能的医护技人员，促进医疗服务水平提高的同时，从根本杜绝“以药养医”，使行业进一步规范发展。
- **着力增强公共卫生服务能力，促进多层次医疗保障体系发展：**新冠疫情常态化的趋势下，持续做好新冠肺炎疫情防控，并推动医防协同。《任务》强调医养结合、推进中医药振兴、强化罕见病用药供应、推动医保省级统筹、完善异地结算并将罕见病用药纳入医保等一系列利于民生的措施，利好中医药、罕见病用药等行业。此外，还将扩大全科医生3.5万人，专业硕士招生向全科、儿科、精神科等紧缺专业倾斜，增加医生资源供给，利好医疗服务行业发展。
- **投资建议：**我们认为《任务》再次表明政府对“三医”联动改革的决心，对提高医保基金使用效率、提高医疗服务质量、完善医疗服务体系的关注。建议重点关注中药消费品片仔癀、云南白药、太极集团、同仁堂、华润三九、达仁堂、以岭药业等；自主消费我武生物、爱美客、寿仙谷等；供应链自主可控相关标的如楚天科技、东富龙、健麾信息等；医疗服务相关标的如爱尔眼科、通策医疗、海吉亚、锦欣生殖、信邦制药等。
- **风险提示：**政策执行力度不及预期；宏观经济风险等。

目 录

医药行业2022年中期二级市场表现回顾

医药行业2022年中期运行数据和政策回顾

医药子行业2022年中期投资逻辑

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.2 医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

3.3 创新药产业链CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

3.6 医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

3.8 制药装备：订单饱满、业绩确定性强，生物制药设备+国际化驱动增长

3.9 血制品：新冠改变行业供需格局，疫情短期影响仍存

3.10 零售药店：拐点在即，长期投资主线不变，聚焦短期疫情修复逻辑

3.11 原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

3.12 医药分销：疫情扰动业绩，重视产业上下游延申价值

医药全行业2022年中期投资策略及标的

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品等

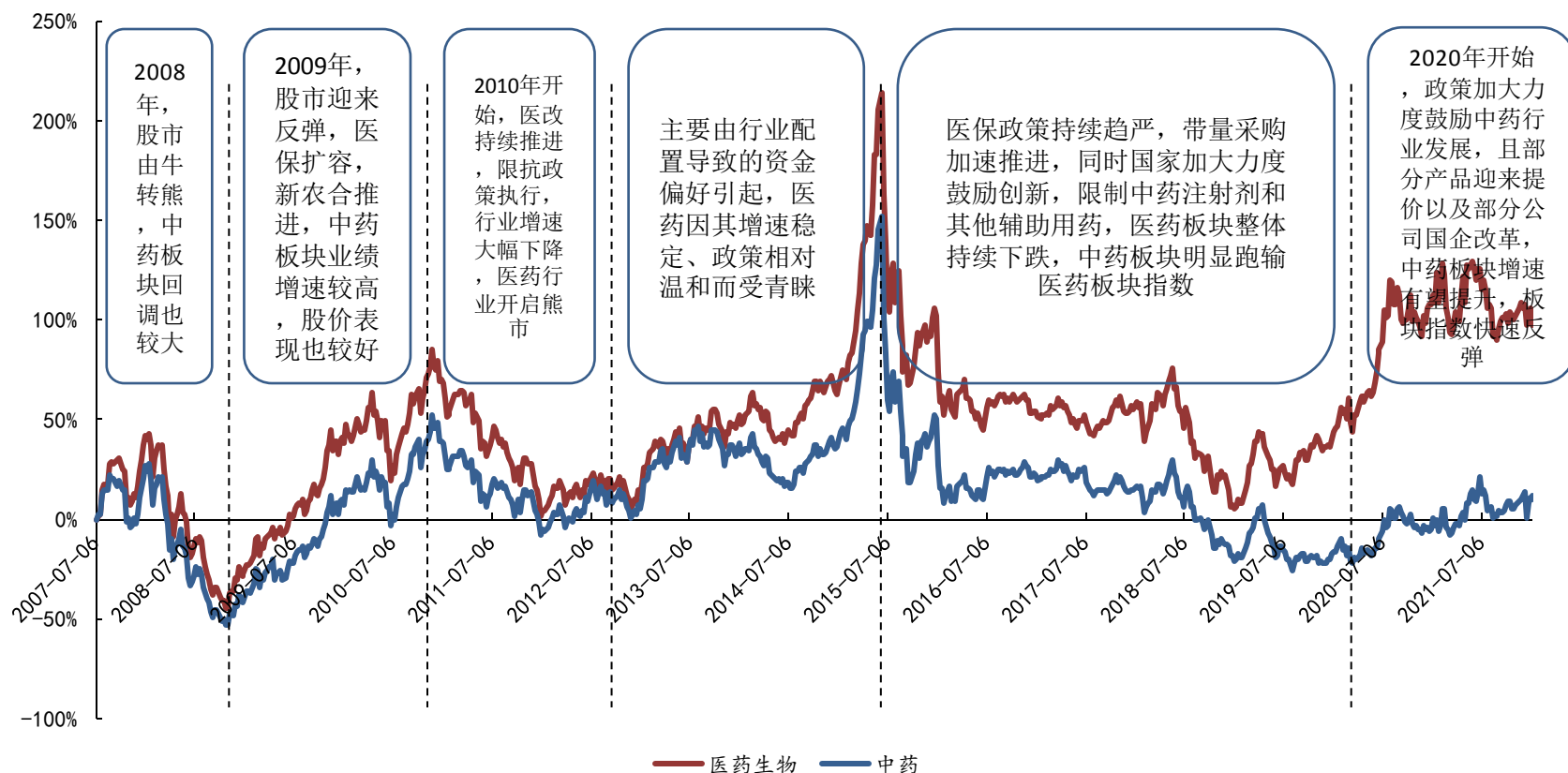
- ❑ **政策边际利好加速落地，中药消费品医药免疫。**随着2021年中药行业政策的密集出台，2022年逐步进入兑现期：**1）医保支付：**湖北、广东省集采降幅分别为42%和56%，降幅温和，全国范围内集采是大势所趋，但中成药独家品种仍然享有政策利好。此外，加快中成药纳入医保，叠加后续基药目录调整。中医医疗机构对于DRG/DIP付费有政策倾斜，提振终端需求。**2）中药创新药：**优化中药审评审批管理，“三结合”注册评审制下，中药创新药获批的数量有望加快；**3）中药配方颗粒：**随着试点放开，“国标”替换“省标”将在下半年带来配方颗粒板块整体的量价齐升。
- ❑ **提价和库存清理带来业绩分化。**2022Q1统计65家中药公司2021Q1收入849亿元（+0.9%）、归母净利润91亿元（+1.1%），扣非归母净利润99亿元（+7.4%）。其中中药消费品2022Q1收入95亿元（+13.9%），归母净利润15亿元（+26.3%），扣非归母净利润15亿元（+26.6%）。我们预计主要系中药消费品的提价毛利率提升所致。
- ❑ **国企混改释放红利，股权激励相继落地。**2022年是国企混改三年行动计划收官之年，中药行业国企混改加速落地，云南白药、太极集团、华润三九、达仁堂、广誉远在国企混改后极大释放员工积极性，华润三九等公司纷纷发布股权激励计划，预计2022年国企混改红利在逐步释放。
- ❑ **投资策略：**中药板块业绩分化明显，在“政策边际利好+提价+低库存+混改”背景下，重点看好医保免疫的中药消费品同仁堂、云南白药、片仔癀、寿仙谷、马应龙、东阿阿胶、广誉远等；中药（基药）独家品种太极集团、华润三九、达仁堂、以岭药业、佐力药业、济川药业、福瑞股份、众生药业等；此外，关注中药创新药以岭药业、康缘药业等，中药配方颗粒关注华润三九、中国中药等；中药材业务关注珍宝岛等；关注中医医疗服务如固生堂等。

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

□ 回顾历史来看，中药板块总共经历3轮牛市行情，最新的一轮启动于2021年，受益于政策推动以及部分企业的积极变化，中药板块增速有望迎来提升，板块指数也快速反弹。

中药板块历史回顾

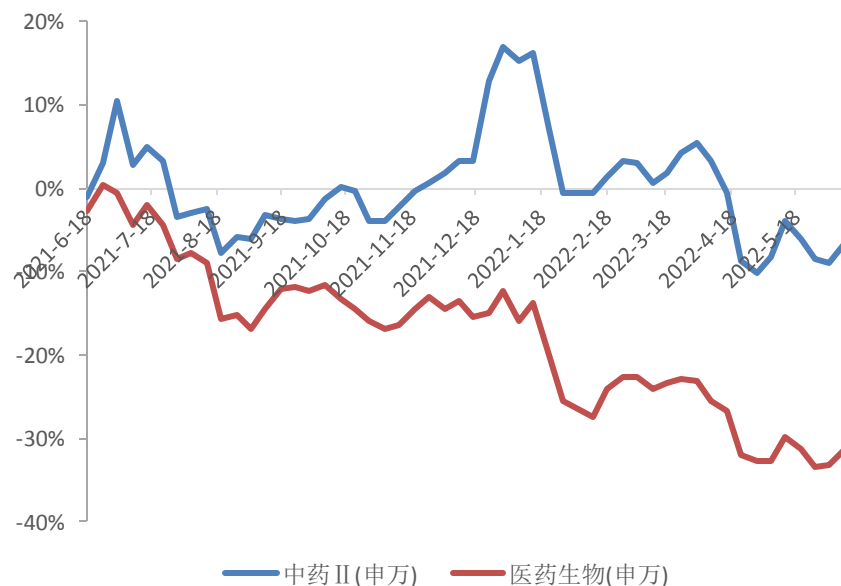


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

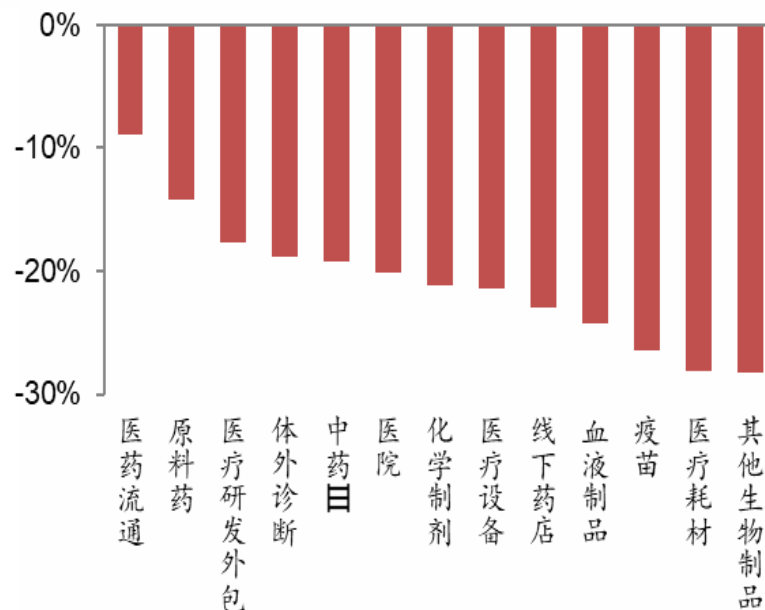
3.1.1 年初至今股价复盘

- 中药板块近一年持续跑赢申万医药，近一年来最大涨幅区间为2021年至2022年年初，主要系中药行业政策密集发布带动行业整体估值提升。2022年3月以来由于受到各地疫情影响，以及对于“四类药”的购药限制，估值回落。随着疫情防控形势好转，消费复苏预期+超跌反弹逻辑下中药板块再次迎来反弹。年初至今跌幅为19.2%，位居行业第五。

申万中药及申万医药涨跌幅近一年复盘
(2021.6-2022.6)



中药板块年初至今涨跌幅
(截至2022.6.10)

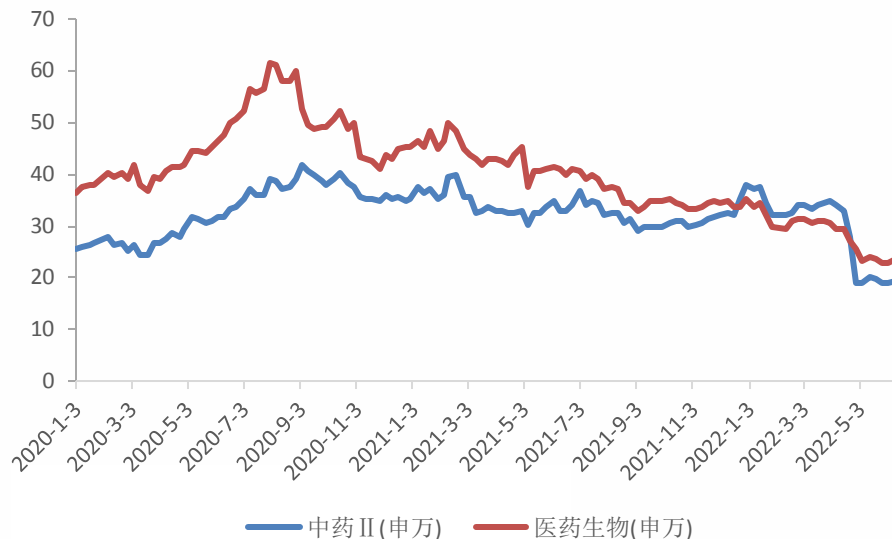


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

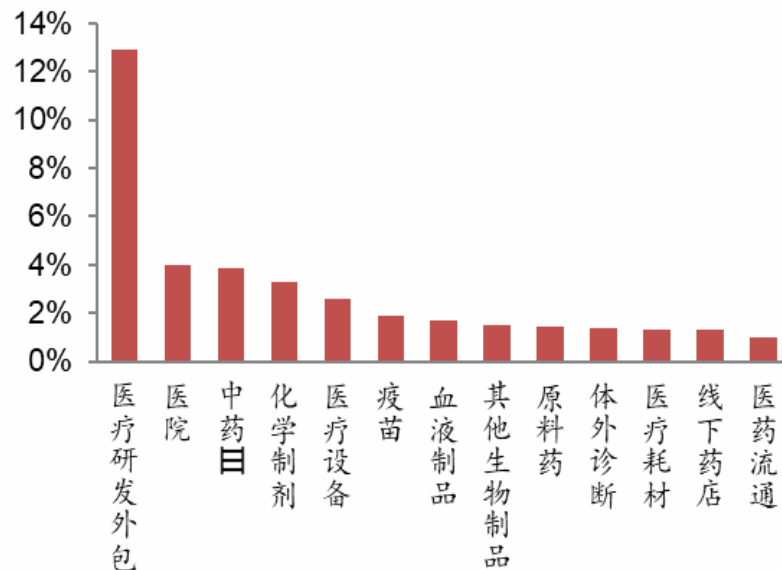
3.1.1 年初至今估值复盘

- ❑ **估值仍然具有性价比，低估值板块有望迎来 β 行情。** 中药板块平均估值为19倍，位居申万医药各个子板块中排名第三，略低于申万医药的24.5倍的估值水平。随着三月以来疫情影响，及“四类药”限制，行业估值快速下跌，近期随着防疫形势的逐步好转，估值有望得到回升。部分基本面良好的中药标的，前期大幅回落有望迎来估值修复。

年初至今中药及申万医药的估值变化



申万医药各个子板块的估值 (2022.6.10)

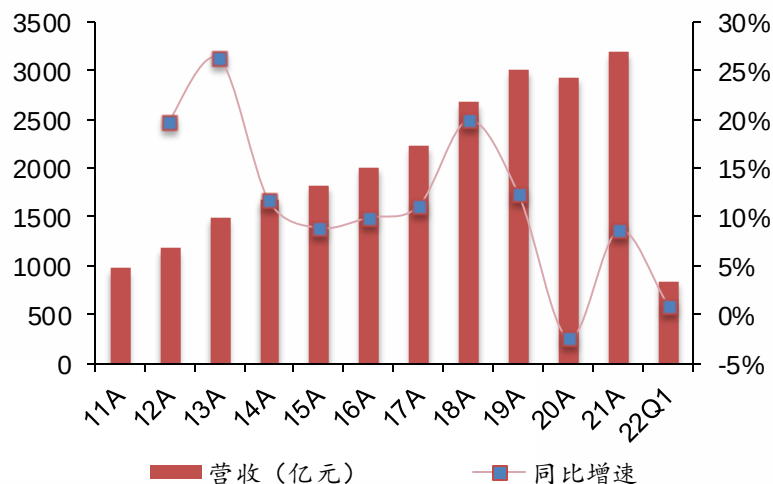


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

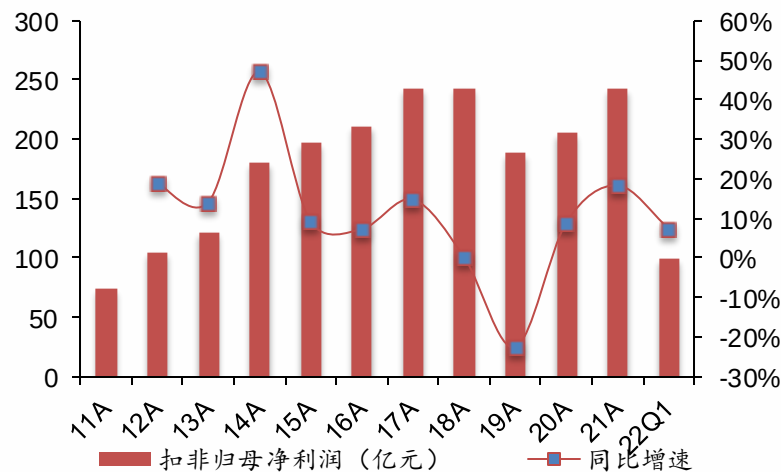
3.1.2 年报及一季报总结

- ❑ **受益于提价和周转加快，扣非利润端持续改善。** 65家中药公司2022Q1收入849亿元（+0.9%）、归母净利润91亿元（+1.1%），扣非归母净利润99亿元（+7.4%）。收入端增速放缓主要系疫情各地散发，影响终端销售推广。利润端出现增速下滑，主要系一季度各地疫情影响，2022Q1销售费用率为22.9%（-0.7pp）、财务费用率下降0.7pp，研发费用率为2.2%（+0.3pp），管理费用率4.6%（-0.1pp）。
- ❑ 在上游原材料价格上涨，以及渠道存货周转加快的影响下，中药行业利润端的增速快于收入端。随着行业内2020-2021年有不同程度的提价，预计2022年将持续受益于产品提价带来的净利润率的提升。

近十年中药行业收入及增速



近十年中药行业扣非归母净利润及增速



3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.2 年报及一季报总结

- **行业分化加剧，看好品牌中药消费品和中药独家基药品种。**从2021年各个子板块来看，**1) 中药消费品**：持续维持高速增长，2021年收入342亿元（+16.5%），归母净利润48亿元（+35.6%），扣非归母净利润45亿元（+38.9%）。2022Q1收入95亿元（+13.9%），归母净利润15亿元（+26.3%），扣非归母净利润15亿元（+26.6%）。**2) 独家基药**：院内端受到疫情影响较大，毛利大幅提升2021年收入1136亿元（+13.5%），归母净利润增速101亿元（+22.5%），扣非归母净利润87亿元（+17%）。2022Q1收入327亿元（+4.9%），归母净利润38亿元（+12.7%），扣非归母净利润36亿元（+12.3%）。**3) 中药配方颗粒**：2021年收入437亿元（+20%），归母净利润47亿元（+21%），扣非归母净利润26亿元（+38.4%），2022Q1收入63亿元（+3.5%），归母净利润11亿元（+25.1%），扣非归母净利润10亿元（+18.6%）。**4) 中药注射剂和普药**：业绩承压明显，行业分化加剧。中药注射剂2021年收入289亿元（+1.7%），归母净利润14亿元（-54.5%）；2022Q1收入61亿元（-10.7%），归母净利润7亿元（-17.8%）。

中药各个细分子板块2021年及2022Q1财务情况

	中药（65家）		中药消费品（7家）		独家基药（16家）		配方颗粒（3家）		中药创新药（3家）		普药（18家）		中药注射剂（8家）	
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
营收（亿元）	3,190	849	342	95	1,136	327	437	63	147	40	296	78	289	61
同比增速	8.6%	0.9%	16.5%	13.9%	13.5%	4.9%	20.0%	3.5%	17.3%	-14.6%	9.4%	10.7%	1.7%	-10.7%
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
归母净利润（亿元）	285.92	91.46	48.14	15.43	101.29	37.97	46.73	10.79	17.65	6.25	25.20	7.13	14.37	7.02
同比增速	5.6%	1.1%	35.6%	26.3%	22.5%	12.7%	21.0%	25.1%	13.4%	-20.3%	9.0%	-9.8%	-54.5%	-17.8%
扣非归母净利润（亿元）	242.84	99.44	45.43	14.78	86.51	36.49	25.67	10.03	16.60	6.26	20.22	6.63	7.71	4.49
同比增速	18.3%	7.4%	38.9%	26.6%	17.0%	12.3%	38.4%	18.6%	9.7%	-18.9%	11.0%	5.9%	-72.6%	-40.8%
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
毛利率	46%	46%	52%	53%	36%	38%	59%	53%	67%	65%	52%	49%	62%	62%
四费率	33%	30%	31%	31%	26%	23%	43%	33%	52%	45%	41%	36%	54%	52%
净利率	10%	11%	16%	18%	9%	12%	11%	17%	12%	15%	9%	10%	4%	11%
扣非归母净利率	8%	12%	13%	16%	8%	11%	6%	16%	11%	15%	7%	9%	3%	7%
销售费用率	25%	23%	22%	23%	19%	19%	35%	24%	37%	32%	31%	27%	42%	39%
管理费用率	5%	5%	7%	6%	4%	3%	6%	5%	5%	5%	7%	6%	7%	8%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
研发费用率	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	9%	8%	3%	3%	3%	2%

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.3 利好政策进入兑现期

□ 2022年3月29日，国办发布《“十四五”中医药发展规划》，进一步明确支持推动中药创新、中药基药、中药国际化、中药材质量控制、中医医疗服务、医保支付等多方面举措，促进行业稳健快速发展。随着2021年以来中药行业政策的密集出台，2022年逐步进入兑现期：

1) 集采：湖北、广东省集采降幅分别为42%和56%，相对化药集采降幅更加温和。广东省中药集采针对独家品种规则友好，独家品种平均降幅只有21.8%。

2) 医保支付：2021年12月30日发布《关于医保支付中医药传承发展的指导意见》，加快中成药纳入医保，同时即将进行的基药目录调整。此外，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，带来医院端需求增加。

3) 中药创新药：优化中药审评审批管理，2022年1月5日药监局发布《基于“三结合”注册评审证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》，在“三结合”注册评审制下，中药创新药获批的数量有望加快；

4) 中药配方颗粒：随着试点放开进入全国推广，随着上半年行业库存逐步清理，“国标”替换“省标”也将在下半年带来配方颗粒板块整体的量价齐升。

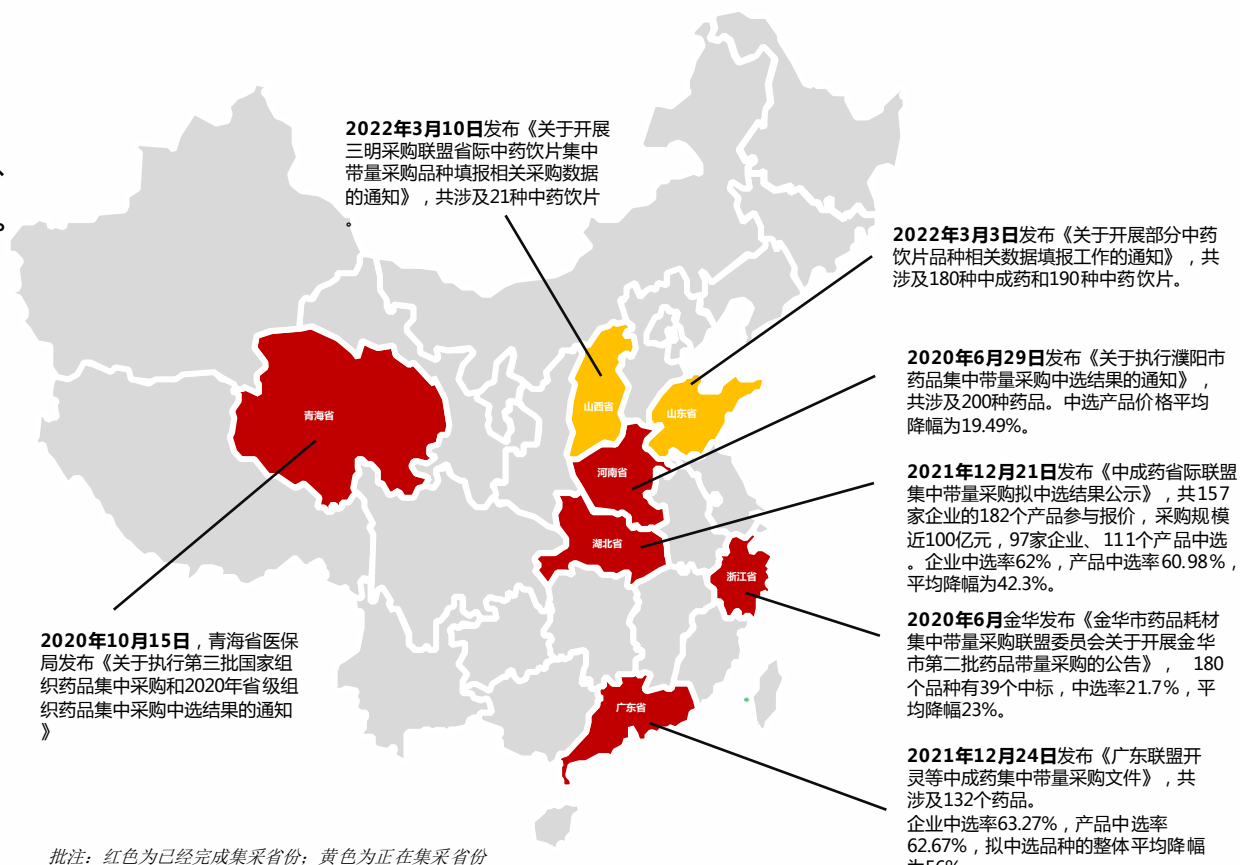
3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.3 利好政策进入兑现期

- **中成药集采逐步扩面，降幅温和。** 中药集采从2020年开始陆续在金华、河南等省市试点，逐步扩面到跨省联盟集采，湖北、广东相继开展完跨省联盟集采。**1) 覆盖面逐步扩大**，从部分省市试点逐步扩展到跨省联盟集采；**2) 降幅有逐步扩大的趋势**，湖北省的平均降幅42%，广东省降幅进一步扩大到56%；**3) 中成药集采规则逐步完善**，企业参与度逐步提升，平均中选率逐步提升。浙江金华中成药集采的中选率22%，湖北的中选率达到61%，广东省中选率56%。
- **看好中药消费品政策免疫和独家基药品种。****1) 中药消费品**：消费属性的中成药品种主要销售渠道在院外市场，院内市场的集采影响较小。**2) 独家基药品种**：各地集采均有不同分组，细分组别规则不同，对于非独家的品种平均降幅接近化药，独家品种降幅较小。我们预计未来全国范围内的集采主要针对非独家且竞争较为激烈的中成药品种，独家品种相对影响较小。中成药企业可以将产品规格、成分、包装做院内院外的划分，院内产品用于应对集采。**3) 中药配方颗粒**：国标替换仍然需要时间，短期内集采可能性不大。此外，院内仍然享受25%价格加成，集采对于价格影响有限。

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

- ❑ **中药集采从单个省市试点，逐步扩面推广到跨省联盟，从中成药推广至中药饮片。**
- ❑ **开展试点：**2020年青海、河南、金华集采的文件中涉及到中成药。河南中选品种平均降幅19.5%。浙江金华市开展带量采购，有39个中成药中标，中选率21.7%。
- ❑ **跨省联盟集采：**1) 湖北集采开启大规模集采先河，采购涉及17个产品组共76个品种，平均降幅为42%；2) 广东集采一共中选53个品种，361个品规，平均降幅56%，但独家品种平均降幅只有21.8%。
- ❑ **三明采购联盟成立，中药饮片集采即将进行。**三明采购联盟成立，三明采购联盟覆盖全国16省的28个。

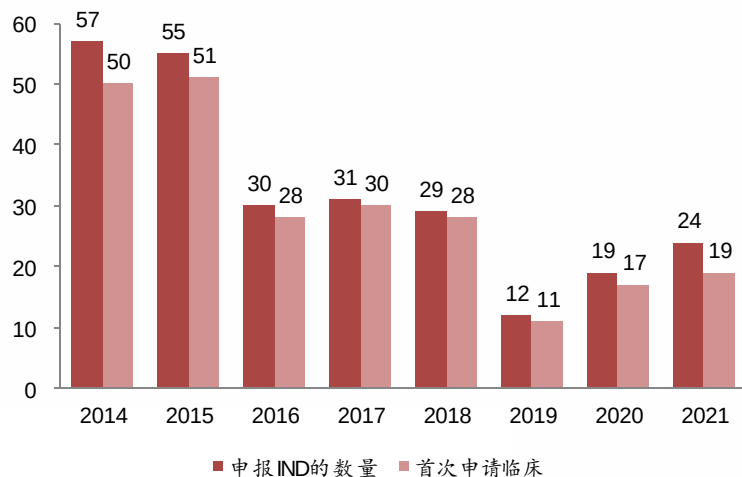


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

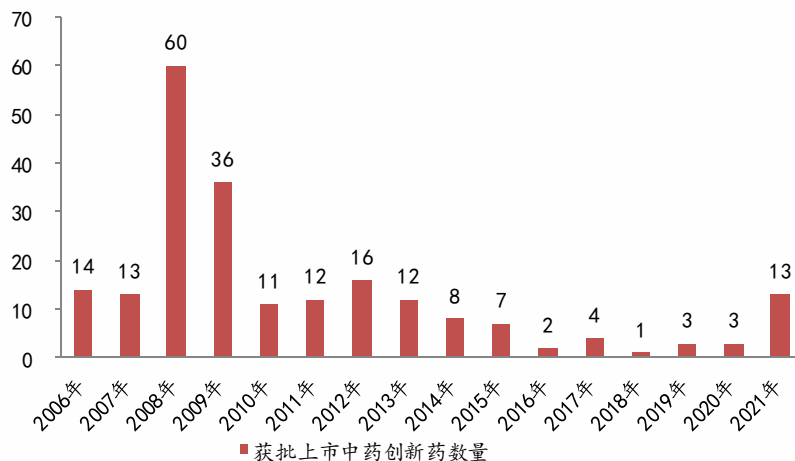
3.1.3 利好政策进入兑现期——中药创新药

- ❑ **中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市。**从每年上市的中药新药数量来看，2008-2009年是一个高峰期，2016-2020年由于2015年启动的药审改革，上市的中药新药数量较少，2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。
- ❑ 从上市药品分布科室来看，呼吸内科、心内科、外科是占比排在前三的科室。
- ❑ 申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出，近三年申报临床试验的中药新药数量逐年增加。

近年中药申报临床的数量（个）



2006-2021年获批上市中药创新药数量（个）



3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.3 利好政策进入兑现期——配方颗粒

- ❑ **配方颗粒试点放开，走向全国。** 中药配方颗粒发展历程可以大致分为三个阶段：摸索尝试初具雏形的中药配方颗粒的“探索时代”、试点单位带头对配方颗粒成分及质量进行提升研究的“试点时代”和试点工作结束并步入规范化轨道的“全国推广时代”。

探索时代（1920-1990）

- 20世纪20年代，上海市粹华药厂对近百种常用中药作单味提取，为中药配方颗粒的诞生作最早尝试；
- 20世纪40年代，中药颗粒剂型最早出现在日本；
- 1977年版《中国药典》收载类似“科学中药”的剂型，称为“冲剂”；
- 1984年，张志伟提出中药汤剂改革设想，即后来的中药配方颗粒的雏形；
- 1985-1990年，“七五”计划期间，江西中医学院周异群等完成101味单味中药的工艺小试；
- 1987年2月，国家中医药局提出对中药饮片进行研究与改革。

试点时代（1990-2020）

- 2001年，《中药配方颗粒管理暂行规定》颁布，正式定名“中药配方颗粒”并规定按照中药饮片进行管理，同时批准试点单位进行生产；
- 2003年，针对中药配方颗粒使用的现状及问题起草《注册管理办法（试行）》文件，对中药配方颗粒科研、生产、临床应用等环节进行规范；
- 2013年，原食药监规定不得以任何名义自行批准中药配方颗粒生产，全国仅有6家企业可以生产；
- 2015年，原食药监放开单味中药配方颗粒的试点生产限制，同时要求实行备案管理。

全国推广（2021-至今）

- 2021年1月，药监局颁发《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》，规范中药配方颗粒的质量控制与标准研究，推动中药配方颗粒统一技术标准体系的建立；
- 2021年4月，国家药典委公布了第一批中药配方颗粒国家药品标准，共计160个；
- 2021年10月，国家药典委批准颁布第二批中药配方颗粒国家药品标准36个，目前国家药品标准共计196个；
- 2021年11月，结束中药配方颗粒试点工作。

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.3 利好政策进入兑现期——配方颗粒

- ❑ **配方颗粒国标替换有序推进。**随着中药配方颗粒逐渐广泛使用，国家及地方相继出台政策旨在推进中药配方颗粒行业的规范化进程和研究工作。自1987年国家倡导开展中药配方颗粒研究起，中药配方颗粒经过被纳入中药饮片管理范畴、形成6家国家中药配方颗粒试点企业格局、规范质量控制统一标准等，直到2021年正式结束近27年的试点工作。2021年4月及11月，正式颁布共196个中药配方颗粒国家药品标准，行业规范化力度逐渐加强。

中药配方颗粒行业政策逐渐完善

时间	文件名称	发布机构	主要内容
2001年7月5日	《中药配方颗粒管理暂行规定》	国家药监局	首次统一命名“中药配方颗粒”并纳入中药饮片管理范畴，规范其试点研究
2002年11月1日	《关于贯彻落实中药现代化发展纲要》	国务院办公厅	中药配方颗粒医保管理相关规定
2006年12月14日	《关于中药配方颗粒在未经批准单位经营使用予以行政处罚问题的批复》	原国家食药监局	未经批准的生产企业及临床医院不能生产和使用中药配方颗粒，药品经营企业不允许销售中药配方颗粒
2006年12月21日	《关于医疗机构使用中药配方颗粒有关问题的批复》	原国家食药监局	要求使用中药配方颗粒的医院向其所在省局备案
2013年6月26日	《关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知》	原国家食药监局	叫停批准中药配方颗粒生产企业
2015年12月24日	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》	原国家食药监局	提出制定“中药配方颗粒统一药品标准”
2016年2月22日	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	国务院	健全完善中药质量标准体系，加强中药（包括中药配方颗粒）的标准制定与质量管理
2016年8月5日	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》	国家药典委	拟制定规范中药配方颗粒的质量控制与标准研究的统一标准
2019年11月8日	《关于中药配方颗粒品种试点统一标准的公示》	国家药典委	形成第一批160个品种试点统一标准的拟公示标准
2021年1月26日	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》	国家药监局	规范中药配方颗粒的标准研究，体现中药配方颗粒质量控制的特点
2021年2月1日	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	国家药监局、中医药局、卫健委、医保局	结束中药配方颗粒试点工作，生产中药配方颗粒的中药生产企业应当取得《药品生产许可证》，并同时具有中药饮片和颗粒剂生产范围
2021年4月29日	《关于执行中药配方颗粒国家药品标准有关事项的通知》	国家药典委	正式颁布首批160个中药配方颗粒国家药品标准
2021年4月30日	《关于中药配方颗粒国家药品标准（第二批）的公示》	国家药典委	形成第二批36个中药配方颗粒拟公示标准
2021年10月29日	《关于中药配方颗粒备案工作有关事项》	国家药监局	规范中药配方颗粒品种的备案管理工作
2021年11月2日	《关于转发第二批36个中药配方颗粒国家药品标准的通知》	国家药典委	正式颁布第二批36个中药配方颗粒国家药品标准
2021年11月12日	《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》	国家卫健委、中医药局	1. 各级卫生健康和中医药主管部门要高度重视医疗机构中药配方颗粒临床使用管理工作；2. 医疗机构经审批或备案能够提供中医药服务的方可使用中药配方颗粒，能开具中药饮片处方的医师和乡村医生方可开具中药配方颗粒处方
2021年12月1日	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、中医药局	1. 充分认识医保支持中医药传承创新发展的意义；2. 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；3. 加强中医药服务价格管理；4. 将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；5. 完善适合中医药特点的支付政策；6. 强化医保基金监管
2022年1月15日	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025年）》	国家中医药局	首个响应国家“一带一路”倡议的行业规划，明确了中医药参与共建“一带一路”的指导思想、主要原则和重点任务

数据来源：国家药监局，国务院，中医药管理局，卫健委等官网，西南证券整理

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

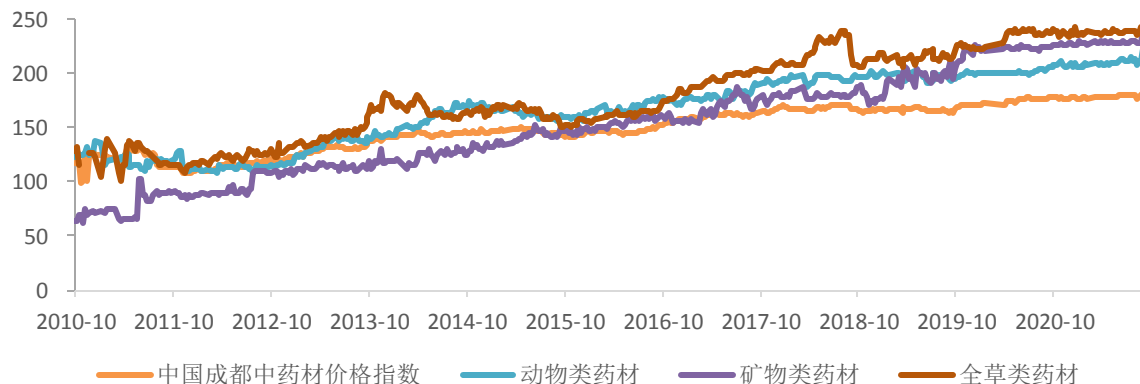
3.1.4 上游中药材提价，库存周转加快

- **上游中药材迎来涨价，部分品种完成提价。**2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄2021年4月市场价格达到480元/g，同比提价20%，其余中药品种三七、天然麝香均有不同程度提价。本轮推动中药材价格上涨主要原因是供需两端不平衡造成，一方面疫情导致中药材需求量上升，另一方面异常天气增多对中药材产品造成极大影响。
- 提价预期带来中药板块下游存货周转速度加快，前期提价品种比如片仔癀和同仁堂纷纷在2019-2020年的提价品种能快速释放业绩。与此同时，部分品牌中药有不同程度的提价，预计2022年将有望贡献业绩增量。

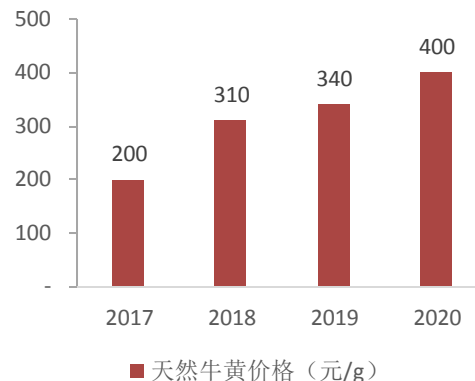
天然麝香价格



中国成都中药材价格指数



天然牛黄价格



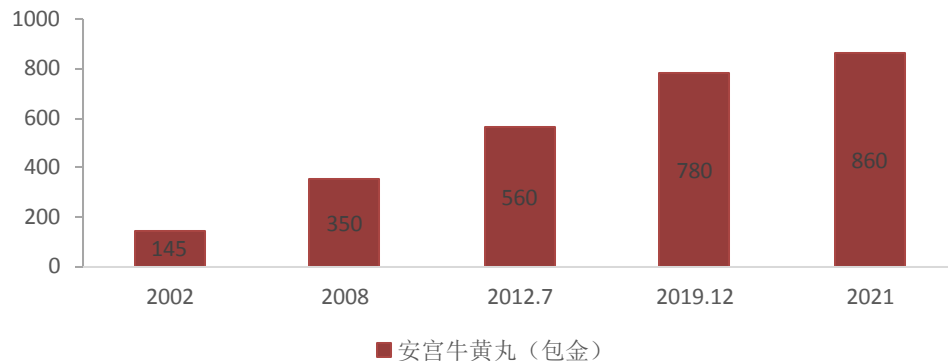
3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.4 上游中药材提价，库存周转加快

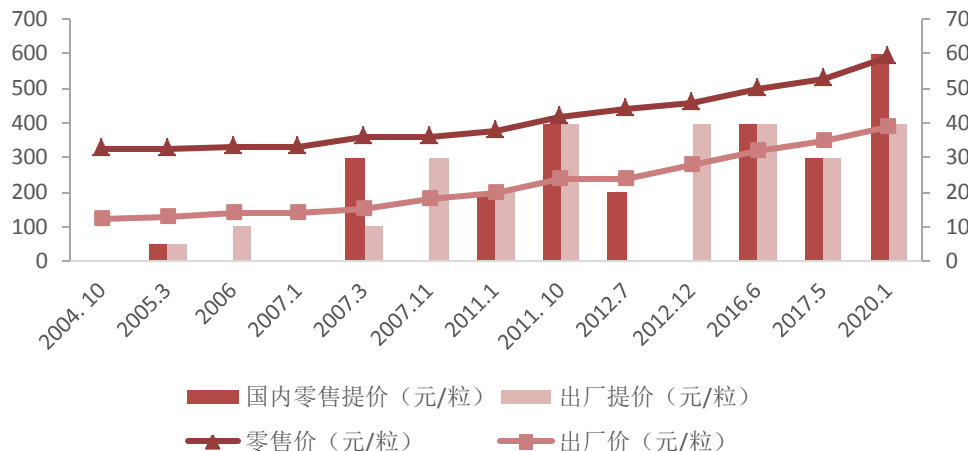
□ **同仁堂**：2021年12月1日，同仁堂安宫牛黄丸终端销售价格从780元提升至860元，价格涨幅为10%。其余大单品如牛黄清心丸、乌鸡白凤丸等品种均有不同程度的提价，其余品种如壮骨药酒、跌打丸、局方至宝丸、牛黄清胃丸也有提价。我们预计提价带来工业端毛利率提升。

□ **片仔癀提价预期**。强品牌产品提价空间大、频率高。从2004年到2020年片仔癀国内零售价一共提价9次，从325元的零售价提升到了590元，提升81%。出口零售价一共提了10次，从14.5美元/锭提升到了51.8美元/锭，提升257%。

同仁堂历史以来的提价幅度（元/粒）



片仔癀历史以来的提价幅度

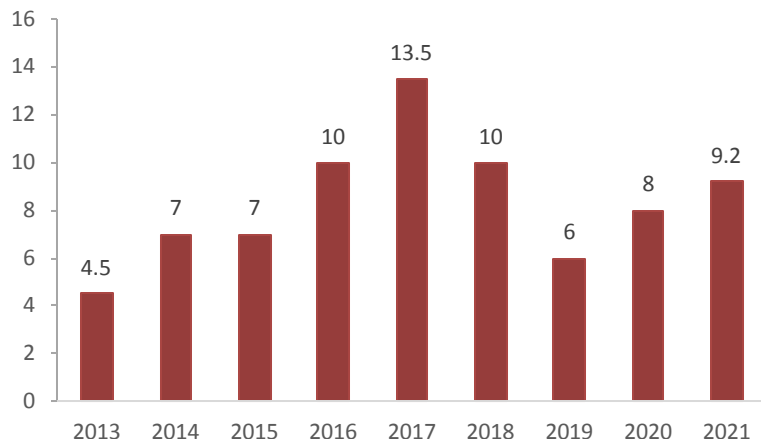


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.4 上游中药材提价，库存周转加快

□ **太极集团：提价仍然具有空间。**藿香正气口服液日均治疗费用最多可以达到5元/天，目前售价为22~25元（10支/盒），日均费用仅不到3.5元，仍然还有大幅提价的潜在空间，我们认为未来1-2年内提价的概率较大。公司2018年和2021年12月分别提价11%和12.5%，目前公司产品日服用金额没有达到每天5元的天花板，未来1-2年内仍然有望持续提价。

藿香正气口服液销售额（亿元）



藿香正气口服液和同类竞品价格体系对比

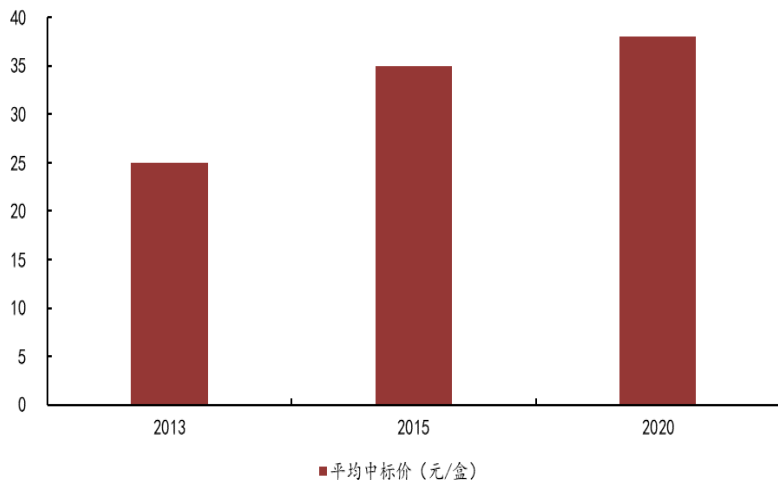
通用名	规格	最高零售价 (元/盒)	日治疗费用 (元/天)	生产厂家
藿香正气 口服液	10ml*10 支/盒	23	2.3	太极集团重庆 涪陵制药厂有 限公司
藿香正气 滴丸	2.6g/6袋	18	3	天士力医药集 团股份有限公 司
藿香 正气水	10ml*10 支/盒	33	3.3	北京同仁堂科 技发展股份有 限公司制药厂
藿香 正气水	10ml*10 支/盒	18	1.8	云南白药集团 股份有限公司
藿香正气 软胶囊	24粒/盒	24	1	神威药业集团 有限公司

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.4 上游中药材提价，库存周转加快

- **达仁堂**：2015年速效救心丸提价，未来有望进一步提价。2014年，国家出台低价药政策，企业可以在西药日用金额不超3元，中药日用金额不超5元的范围内自主提价，公司的速效救心丸也属于低价药范畴，公司从2015年开始提价，并在2017年完成，40mg*120粒规格提价前平均中标价在25元左右，日用药金额不到3元，提价后平均中标价在35元以上，日用药金额接近4元，提价之后，2017年开始，公司业绩显著加速。目前速效救心丸日用药金额仍然相对较低，预计未来仍有一定提价空间。

达仁堂速效救心丸平均中标价提升情况



速效救心丸同类产品比较

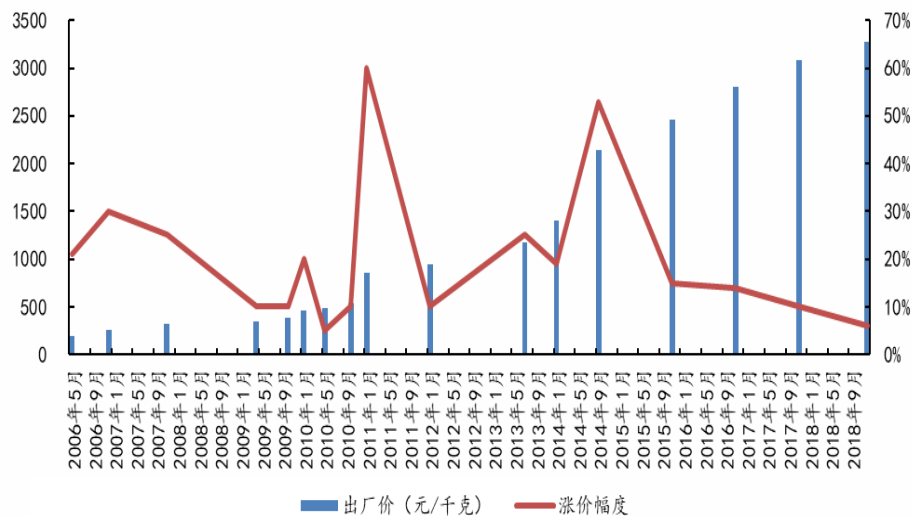
排名	产品	适应症	日用药金额（元）	生产企业
1	复方丹参滴丸	气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛	5.5	天士力
2	复方丹参片	气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛	1.5	白云山、同仁堂、凯合荣图们药业等
3	麝香保心丸	气滞血瘀所致的胸痹；心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗死	4	上海和黄药业
4	脑心通胶囊	虚血滞、脉络瘀阻所致中风中经络，半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹心痛、胸闷、心悸、气短；脑梗塞、冠心病心绞痛	8	步长制药
5	速效救心丸	气滞血瘀型冠心病，心绞痛	4	达仁堂
6	心血康	血化瘀，行气止痛，扩张冠脉血管，改善心肌缺血	4	地奥制药
7	硝酸甘油（化药）	冠心病心绞痛；降低血压或治疗充血性心力衰竭	1.8	益民药业、信谊制药、河北医科大学制药厂、兰太药业
8	新活素	心力衰竭	1000	西藏药业

3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

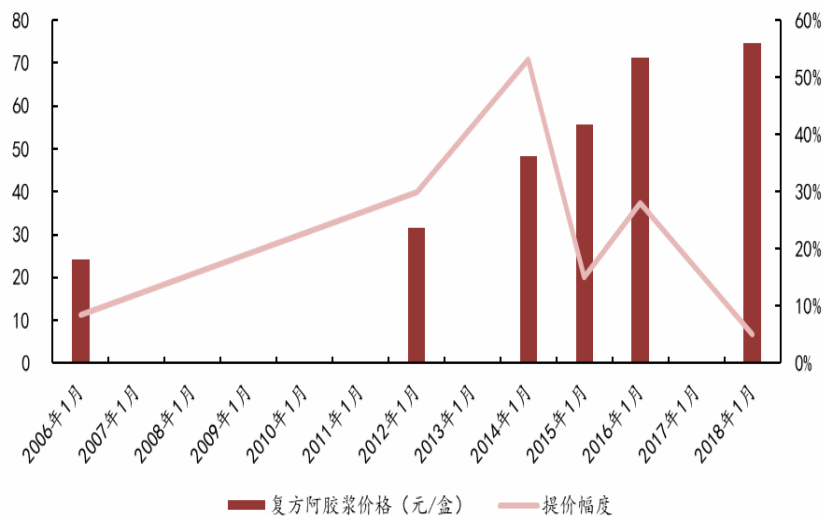
3.1.4 上游中药材提价，库存周转加快

- ❑ **东阿阿胶**：核心产品阿胶块历史上持续提价。东阿阿胶从2006年开始对阿胶产品进行全面提价，截至目前，东阿阿胶共调价17次，最后一次提价在2018年12月，出厂价从2006年5月的196元/千克提升至目前的约3273元/千克，涨幅超过20倍，东阿阿胶也成为市场上价格最高的阿胶产品。目前一盒250g的阿胶可以食用3周，终端价格约为1500元/250g，则日用金额约为70元。
- ❑ 复方阿胶浆作为公司主力产品，出厂价也在不断提升，且2014年到2016年连续提价三次，最后一次提价是在2018年1月份，提价幅度为5%。

东阿阿胶阿胶块价格



东阿阿胶复方阿胶浆价格

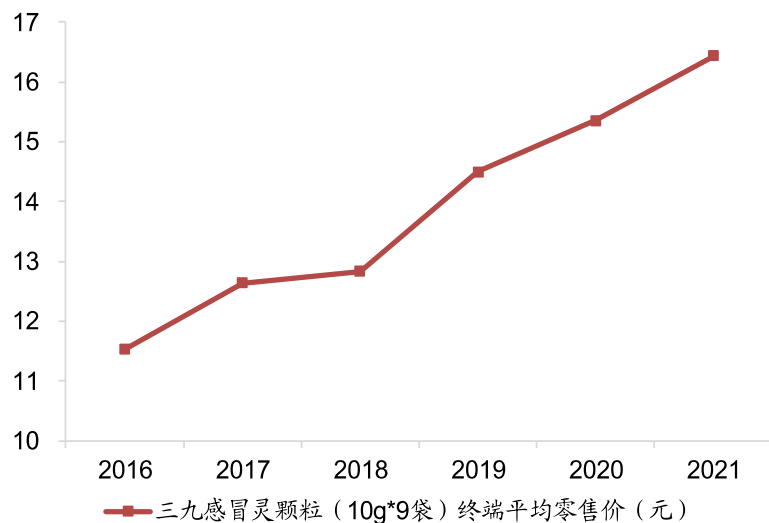


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

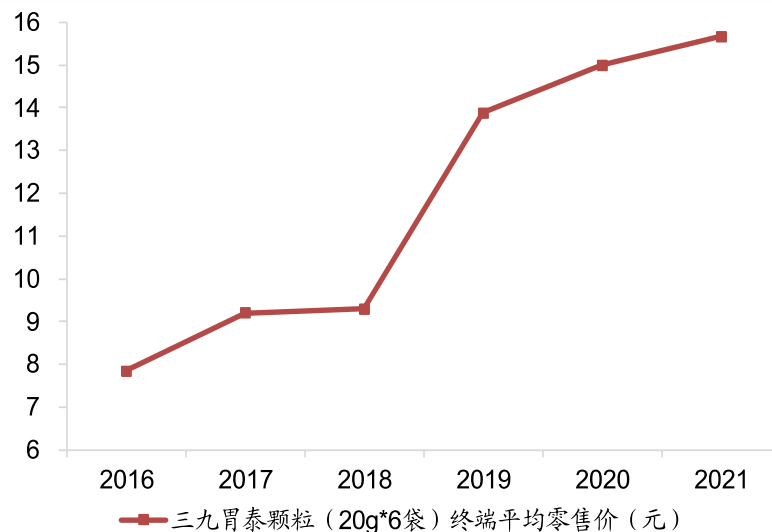
3.1.4 上游中药材提价，库存周转加快

□ **华润三九：OTC产品日用金额较低，持续提价。** OTC药品价格自2015年放开之后，根据品牌定位、消费者心理价位及相关竞品定价情况，华润三九陆续对部分产品价格进行了小幅调整，如三九胃泰、感冒灵、强力枇杷露等。通过对互联网终端渠道的平均取样，发现自2016年以来三九感冒灵、三九胃泰等产品价格大幅上涨。三九感冒灵（10g*9袋）终端均价从2016年的11.53元提升至2021年的16.44元，提价幅度为42.6%；三九胃泰（20g*6袋）终端均价从2016年的7.84元提升至2021年的15.67元，提价幅度为99.9%。2021年，华润三九对安宫牛黄丸产品出厂价也进行了小幅上调。

三九感冒灵终端平均零售价变化趋势



三九胃泰终端平均零售价变化趋势

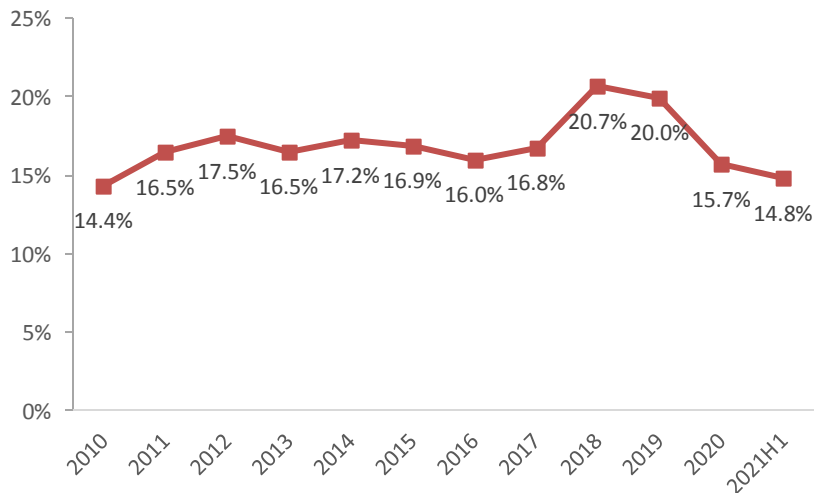


3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

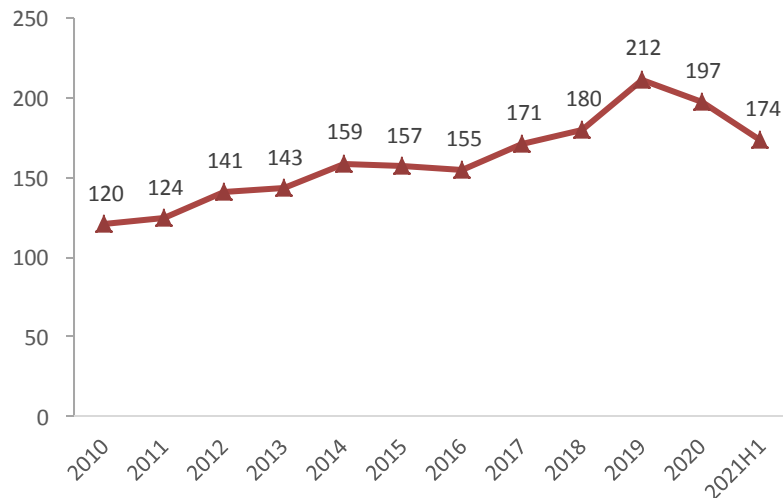
3.1.5 行业去库存接近尾声，库存周转加快

- ❑ **渠道库存逐步清理，库存周转加快。**上市公司存货占总资产的比重从2010年一直上升至2018-2019年达到20%的峰值，随后中药行业开始一遍清理库存的周期。2021年上半年存货占总资产的比重下降幅度明显，库存占总资产的比重为14.8%，库存清理到2010年水平。
- ❑ **存货周转天数大幅缩短。**选取行业中具有代表性的17家中药公司统计存货周转天数，可以看到从2019年存货周转天数达到212天的顶峰之后，从2020年开始大幅回落，2021H1存货周转天数缩短为174天。从消化渠道库存的方式来看，开拓线上购药渠道、渠道下沉、传统经销商体系的变革、院内转院外等渠道变革推动渠道端整体的变革。

存货占总资产的比重



存货周转天数



3.1 中药：业绩走向分化，看好中药消费品

3.1.6 国企混改释放红利，股权激励相继落地

- ❑ 中药行业国企混改加速落地，上半年广誉远、太极集团、达仁堂实现实际控制人变更，部分中药企业完成了董监高换届选举，华润三九推行了股权激励计划。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。2022年5月18日，国企改革三年行动专题推进会上提出，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。

中药行业国企混改历程

云南白药

- 2018.11国企混改落地，云南省国资委与新华都成为并列第一大股东
- 2019.10第一期员工持股计划
- 2020.6首批股权激励方案
- 2021.3第二批股权激励方案

达仁堂：

- 2021.3医药集团完成股权转让，引入战投津沪深公司为战略股东

广誉远：

- 2021.6晋创投资转为控股股东，实际控制人由郭家学变更为山西省国资委

太极集团：

- 2020.10发布增资协议，引入中国医药有限公司，国务院国资委成为实际控制人
- 2021.5完成董监高换届

3.2 医疗服务：关注疫情修复相关标的

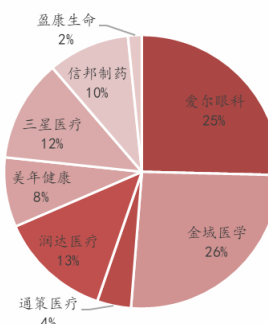
- ❑ **疫情影响边际减弱，医疗服务相关标的预计将逐步修复。**剔除由于舆情事件停业的国际医学，本次医疗服务样本股选取8家A股上市医疗服务公司，2022Q1，8家医疗服务公司收入约164亿元（+24.4%）、归母净利润总额约为15亿元（+35.3%）。从盈利水平看，22Q1行业毛利率（35.4%）略有降低，较21Q1下降0.3pp，销售费用率（10.1%）较21Q1下降0.7pp，净利率（9.1%）较21Q1提升0.7pp。剔除由于新冠检测带来较大收入、利润增量的金域医学，7家A股上市医疗服务公司，22Q1收入122亿（+15.7%），归母净利润6.5亿元（+13.9%），受疫情影响，收入及净利润增速放缓。我们认为22Q3随着部分医疗服务标的进入经营旺季，以及疫情防控逐渐向好，压制的医疗服务需求将集中释放，医疗服务板块后续业绩值得期待。
- ❑ **政策持续支持民营医疗服务，强调分级诊疗布局利好民营机构。**政策鼓励社会力量依法举办医疗卫生机构，民营医院通过聚焦专科，能够提供差异化的服务，与公立医院形成互补，同时也能缓解公立医疗资源供给不足现状。民营医疗服务提供差异化的服务并且享受自主定价权，医院运营效率更高。医保局发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，预计未来医疗服务价格将有升有降，总体而言未来民营医疗服务价格水平有望借助差异化服务将得到提升。依托口碑、技术、人才和资金的优势，民营医疗服务ROE和净利润率持续提升。5月25日，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》的通知，支出要引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平，预计民营医疗将加快扩张步伐，持续完善自身分级诊疗体系，加快医疗资源下沉到地、县级市，开拓市场同时提高基层医疗服务水平。
- ❑ **医保控费基调下DRG将逐步落地，消费性医疗服务标的受影响小。**DRG付费制度推行已蓄势待发，医保局4月发文做好支付管理子系统与DRG功能模块衔接工作，预计在22年11月底前DRG/DIP功能模块将在全国落地应用。相关标的中，爱尔眼科、通策医疗、美年健康等医保支付占比低，预计DRG政策推行对以上标的影响较小。信邦制药今年已在肿瘤医院（营利性）推行药耗0加成，调整费用结构，减少DRG推行对其经营影响。
- ❑ **投资建议：**板块估值进入底部区间，建议布局疫情修复业绩回升标的，如爱尔眼科、通策医疗、信邦制药、国际医学、海吉亚、锦欣生殖等。
- ❑ **风险提示：**疫情大范围爆发；政策对医疗服务价格调整；医疗纠纷；公司经营进展不及预期等。

3.2 医疗服务：关注疫情修复相关标的

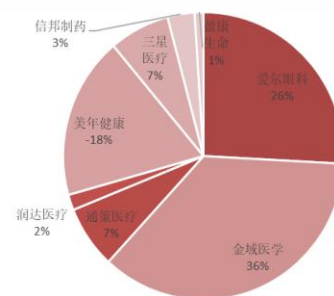
3.2.1 22Q1金域医学拉升板块整体业绩，剔除后板块业绩增速放缓

- 8家A股上市医疗服务公司22Q1收入约164亿元（+24.4%）、归母净利润总额约为15亿元（+35.3%）。剔除金域医学影响，7家公司收入122亿元（+15.7%），归母净利润6.5亿元（+13.9%）。剔除由于新冠检测带来较大收入、利润增量的金域医学，7家A股上市医疗服务公司，22Q1收入122亿（+15.7%），归母净利润6.5亿元（+13.9%），受疫情影响，收入及净利润增速放缓。
- 从盈利水平看，22Q1行业毛利率（35.4%）略有降低，较21Q1下降0.3pp，销售费用率（10.1%）较21Q1下降0.7pp，净利率（9.1%）较21Q1提升0.7pp。
- 从收入贡献看，爱尔眼科、金域医学、润达医疗、通策医疗贡献比例为25%、26%、13%、4%；
- 从净利润贡献看，爱尔眼科、金域医学、通策医疗、润达医疗贡献比例为26%、36%、7%、2%。

22Q1收入占比



22Q1归母净利润占比



子板块22Q1年业绩速览

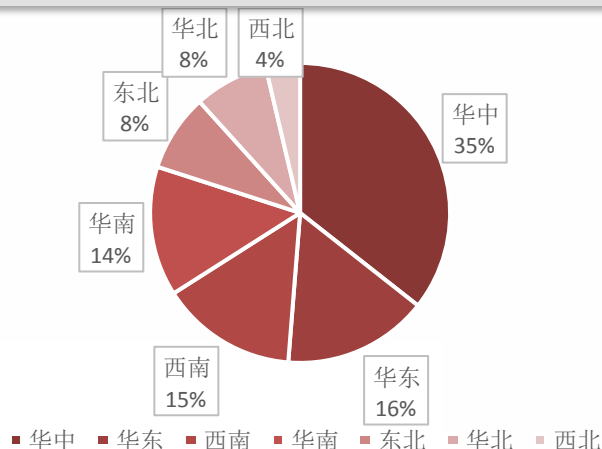
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	24.43%	1	2	7	1
占比		13%	25%	88%	13%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	35.31%	1	1	4	4
占比		13%	13%	50%	50%

3.2 医疗服务：关注疫情修复相关标的

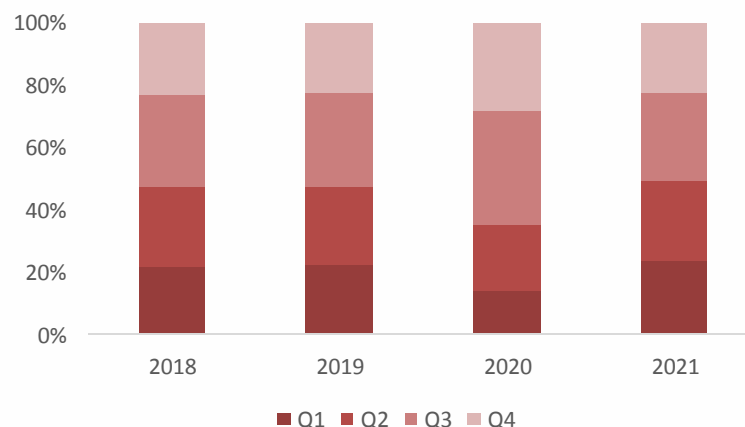
3.2.2 22H1全国疫情散点爆发，5月疫情进入收尾期医疗服务相关标的逐步修复

- 2022年上半年全国范围内疫情散点爆发，局部疫情爆发区域民营医院经营受影响，门诊量下降；非局部疫情爆发区域民营医院在严格的防疫政策的影响下，患者转诊、医生换诊等均受影响，22H1行业整体受疫情影响大。进入5月，全国防疫形势整体向好，部分低风险省份已放松核酸监管政策，随着6月上海市解封，也标志着防疫取得阶段性胜利，医疗服务板块出现反弹，在现阶段，我们仍看好疫情受损、未来需求复苏的医疗服务品种，如爱尔眼科、通策医疗、国际医学、信邦制药等。
- **爱尔眼科**：随着疫情得到控制，5月份爱尔眼科经营情况预计同比改善，6月预计将持续改善，我们认为：1) 6-9月为爱尔眼科传统经营旺季，收入占比高，对全年收入影响大；2) 6-9月天气炎热，疫情传播力降低，利于疫情防控，预计公司受疫情影响将会降低；3) 爱尔眼科中心医院及门诊在全国范围布局广泛，利于抵御局部疫情爆发风险。以上三点原因我们将持续看好爱尔6-9月表现。

2021年爱尔眼科区域收入占比



2018-2021年爱尔眼科各季度收入占比

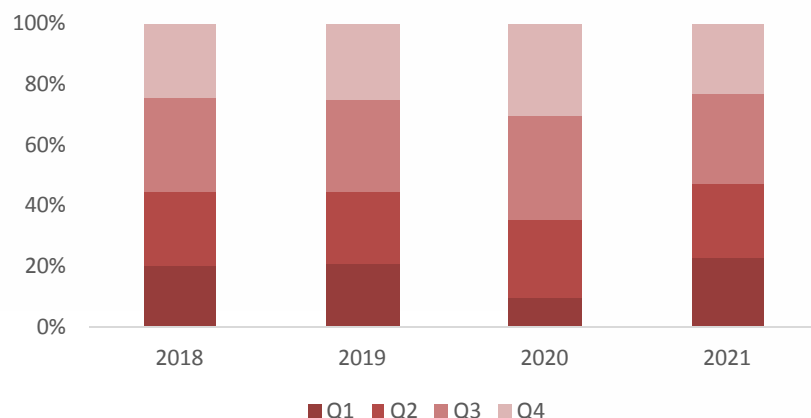


3.2 医疗服务：关注疫情修复相关标的

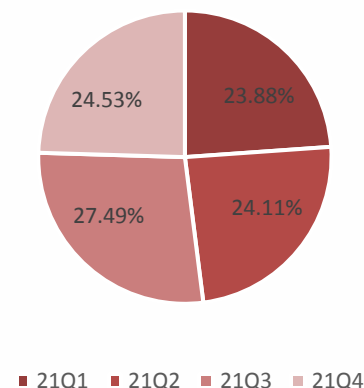
3.2.2 22H1全国疫情散点爆发，5月疫情进入收尾期医疗服务相关标的逐步修复

- **通策医疗**：22Q1由于浙江省内防疫措施严格，通策的患者转诊以及医生换诊受限，进而影响其一季度业绩，5月以来，随着疫情逐渐得到控制，省内防疫政策也更为灵活，预计公司经营情况将环比改善。通策与爱尔在经营规律方面有类似，6-9月为经营旺季，随着经营旺季即将到来，以及疫情传播力度降低，防疫政策更为灵活、人性化，看好公司疫情复苏表现。
- 5月16日，公司发布收购和仁科技公告，公司通过支付现金方式受让浙江和仁科技股份有限公司78,795,276股股份，交易金额为76,904.1893万元。和仁科技是国内较早进入临床医疗信息化的产品服务商之一，通策医疗收购和仁医疗加强数字化布局，构建大数据平台与人工智能平台，整理、分析医院运营情况与客户的健康信息，通过智能分析输出高质量的诊疗、运营管理方面的分析成果，提升医疗质量与运营水平。

2018-2021年通策医疗各季度收入占比



2021年通策医疗各季度门诊量占比

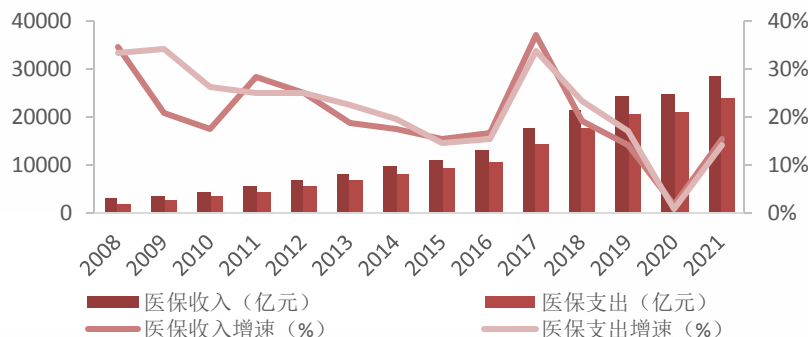


3.2 医疗服务：关注疫情修复相关标的

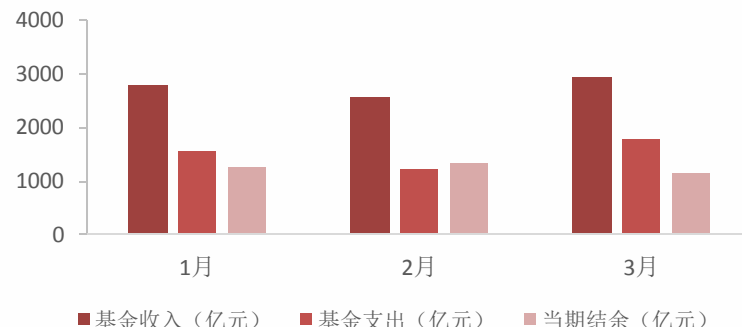
3.2.2 22H1全国疫情散点爆发，5月疫情进入收尾期医疗服务相关标的逐步修复

- **信邦制药**：2022年1-4月贵州省虽未有局部疫情爆发，但由于防疫措施严格，公司医疗服务板块患者转诊受影响，5月以来随着全国防疫形式转好，防疫政策逐渐灵活，患者转诊逐渐恢复，公司医疗服务板块经营情况转好。净利率方面，公司药耗管理、人员管理等措施初见成效，肿瘤医院净利率提升。此外，公司旗下白云医院正在扩建改造，预计2023年下半年可增加1000余张床位供给，白云医院对肿瘤医院具有分流转诊的作用，目前公司肿瘤医院容载率已达上限，且近期没有扩建计划，白云医院的扩建以及肿瘤医院净利率的提升，将逐步为公司医疗服务板块贡献收入、利润增量。公司医药流通板块稳健发展，医药制造板块中，中药饮片部分收入在政策利好，产品优势以及渠道扩展等原因推动下，预计将维持同比快速增长态势。
- **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地**。我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调。Drg付费制度推行已蓄势待发，医保局4月发文做好支付管理子系统与DRG功能模块衔接工作，预计在22年11月底前DRG/DIP功能模块将在全国落地应用。相关标的中，爱尔眼科、通策医疗、美年健康等医保支付占比低，预计DRG政策推行对以上标的影响较小。信邦制药今年已在肿瘤医院（营利性）推行药耗0加成，调整费用结构，减少DRG推行对其经营影响。

2008-2021年医保基金收入及累计结余（亿元）



2022年1-3月医保基金收支及当期结余（亿元）



3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

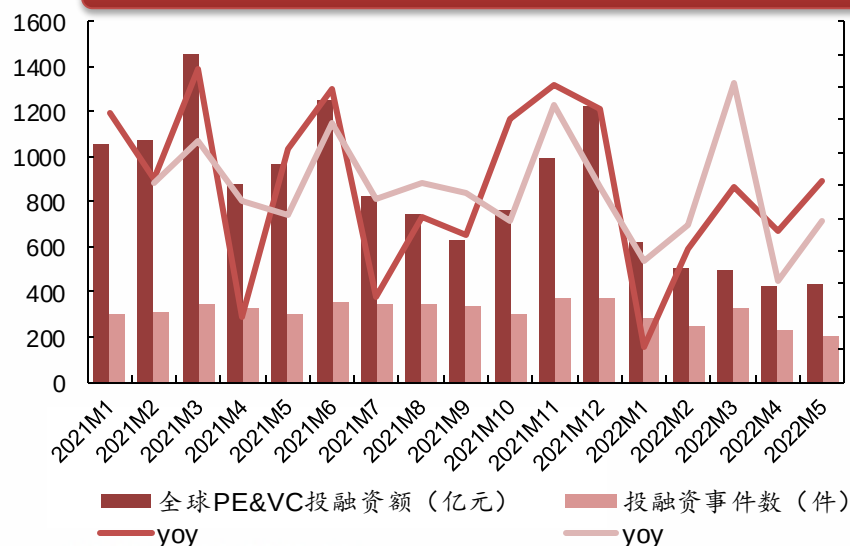
- ❑ **长期维度：全球和我国医药研发投入保持高位，CXO行业较快增速有望保持。**预计2020-2025年全球医药行业研发投入将以2-4%的速度稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，2022年1-5月全球融资总额为2494.1亿元（-54.1%），全球融资事件总数1312件（-17.6%）；国内一级市场2022年1-5月创新药企业PE/VC融资事件67个，融资额68.8亿元，较2021年同期129个项目（-48.1%）、219.6亿元融资额（-68.7%）下滑明显。2022年以来IND数量高增持续，1-5月新增化学药、生物制品、中药IND数量分别为206、226、18个；新增NDA数量分别为80、50、6个，预计全年仍将保持高位。长期维度看，我们认为CXO行业仍是兼具确定性与成长性的优质板块。
- ❑ **中期维度：1）宏观：国产创新药迎来收获期、大分子药物开发加速及新冠药物研发需求持续强劲，上游CRO板块获益显著。**2021年底，国家药监局等8部门联合印发《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》，明确我国“十四五”期间药品安全及促进高质量发展的指导思想，国内创新药迎来收获期；叠加新冠疫情加速在研新冠药物进展，研发需求持续强劲促使上游相关CRO持续获益。**2）微观：CXO企业在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满，侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长；CXO企业员工数量快速增长，人均创收分化明显，**横向对比，药石科技人均创收最高，2021年超99.5万元/人/年；其次，博腾股份、九洲药业、凯莱英等CDMO企业人均创收也相对较高，药明康德、睿智医药、泰格医药、睿智医药、昭衍新药和博济医药等CRO业务占比较大的企业，人均创收则相对较低。
- ❑ **短期维度：国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩确定性高。**新冠口服小分子药物赛道景气度高，为国内小分子CDMO企业带来巨大增量。从订单数量来看，目前Paxlovid新冠口服药订单受益最充分的是小分子CDMO头部企业药明康德、凯莱英、博腾股份，大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩确定性高。
- ❑ **投资建议：**关注产业链布局一体化平台型CXO企业，推荐CRO+CDMO一体化龙头企业药明康德、药明生物，临床CRO泰格医药，小分子CDMO博腾股份、凯莱英、九洲药业和皓元医药等。

3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

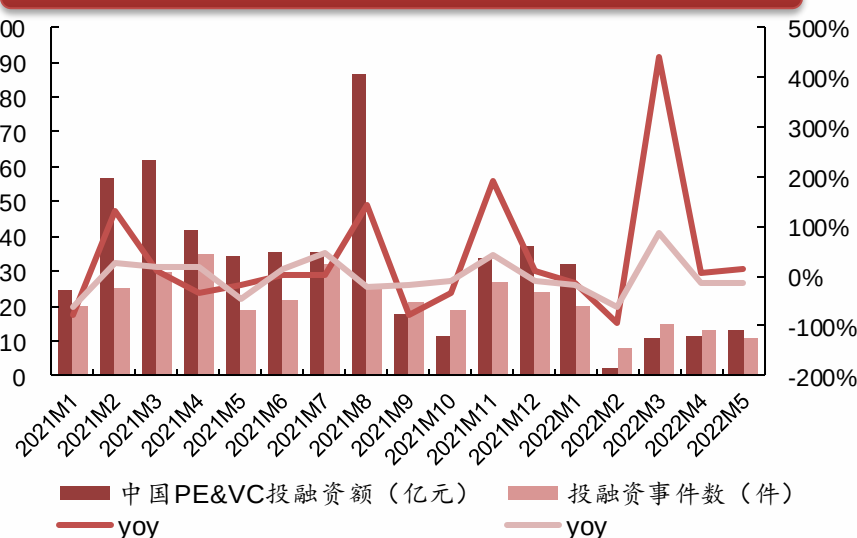
3.3.1 长期维度：一级市场投融资活动强度有所下降，创新药IND和NDA数量保持高位

- ❑ **海外医药生物PEVC融资额依然保持较高水平。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019、2020年较为平稳，2021年融资额达6003亿元，同比有所回升。2022年起资本市场趋于冷静，融资事件稳步增加、融资总额有所下降，2022年1-5月全球融资总额2494.1亿元（-54.1%），全球融资事件总数1312件（-17.6%）。
- ❑ **国内一级市场创新药企业投融资活动强度同比下降，短期高景气度不减。**2022年1-5月创新药企业PE/VC融资事件67个，融资额68.8亿元，较2021年同期129个项目（-48.1%）、219.6亿元融资额（-68.7%）下滑明显。基于CXO行业公司在手订单增长迅速、产能扩张进度符合预期，及过去几年国内医药行业投融资活动强度持续，国内创新药研发高景气度有望持续。

全球医疗健康PE&VC月度融资额及事件数（亿元）



中国创新药PE&VC月度融资额及事件数（亿元）

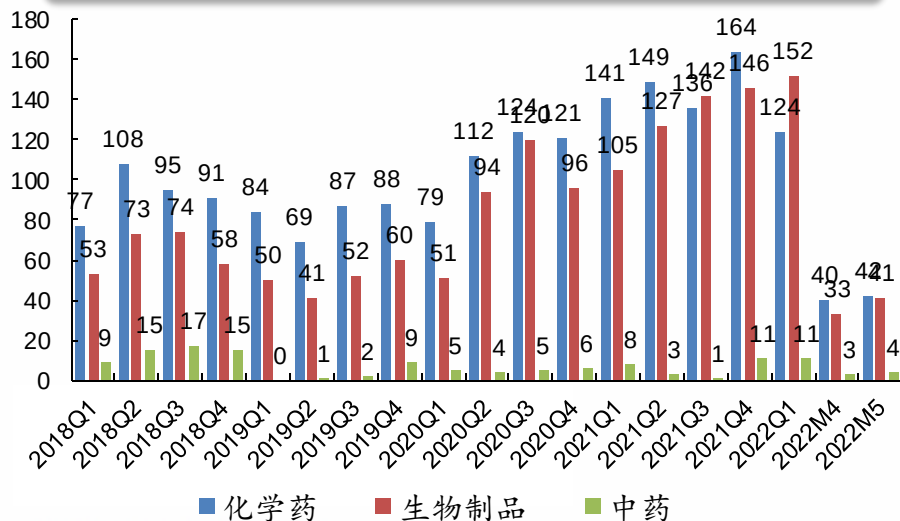


3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

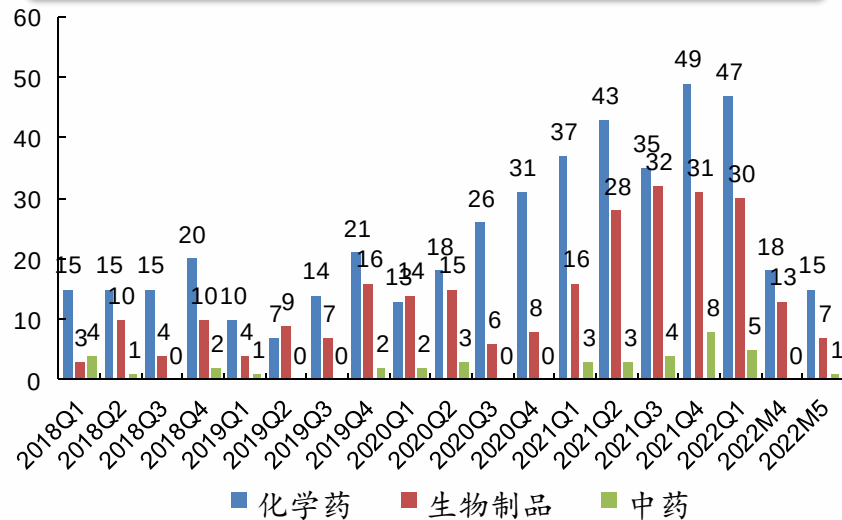
3.3.1 长期维度：一级市场投融资活动强度有所下降，创新药IND和NDA数量保持高位

- ❑ **我国创新药IND数量保持快速增长。**2021年CDE发布的《肿瘤药的临床指导原则》标志国内创新药药政环境向高质量发展，2021年IND数量逐季快速增长，IND申报数量高达1133个；2022年以来IND数量高增持续，1-5月共新增IND数量分别为206、226、18个。
- ❑ **我国创新药NDA数量逐年稳步提升。**2019年后国产化药创新药NDA数量稳步提升，从2020年的52个增至2021年的168个，同比增长90.9%；生物药NDA2018年起增长，2020年达43个，2021年为107个，国产生物创新药进入上市收获期；中药NDA自2019年稳步增长，2021年为18个，同比增速高达260%；2022年1-5月共新增化学药、生物制品、中药NDA数量分别为80、50、6个，预计全年仍将保持较高水平。

国产创新药临床实验申报（IND）受理情况（个）



国产创新药上市申报（NDA）受理情况（个）



3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

3.3.2 中期维度：国产创新药迎来收获期，上游CRO板块或将持续获益

- **国产创新药迎来收获期、大分子药物开发加速及新冠药物研发需求持续强劲，上游CRO板块获益显著。** 2021年底国家药监局等8部门联合印发《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》，明确我国“十四五”期间药品安全及促进高质量发展的指导思想，国内创新药迎来收获期；叠加新冠疫情加速在研新冠药物进展，研发需求持续强劲促使上游药物发现相关CRO持续获益。
- **全球、国内CRO市场规模保持快速增长态势。** 据南模生物招股书披露，2015-2019年全球CRO市场规模由443亿美元增至626亿美元，CAGR达9%，预计2024年全球CRO市场规模将达960亿美元；国内CRO市场规模保持高速增长，2015-2019年国内CRO市场规模由26亿美元增至68亿美元，CAGR高达27.3%，预计2024年我国CRO市场规模将达222亿美元。



3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

3.3.2 中期维度：CXO企业在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满

- 从在建工程增速来看，2021年和元生物、美迪西、皓元医药、泰格医药等几家企业增速较快，主要由于在建实验室面积、实验动物房面积、生产基地产能高速扩张所致；博济医药、诺泰生物、药石科技也都保持230%以上的增速。从固定资产增速来看，2021年百诚医药、皓元医药、药石科技等几家企业高速增长；和元生物、药明康德、凯莱英、泰格医药也都保持在50%以上的增速。
- 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业在建工程增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
和元生物		372.39%	2152.46%	-97.68%	674.99%	1262.77%
美迪西			405.29%	5.36%	-39.41%	828.73%
皓元医药					3773.23%	386.31%
泰格医药					145.82%	295.96%
博济医药	1700.58%	-3.82%	-96.58%	601.79%	-80.49%	254.00%
诺泰生物	1202.19%	150.13%	415.95%	330.63%	-96.44%	252.80%
药石科技		27665.27%	32.27%	1099.38%	34.70%	235.96%
昭衍新药	-8.65%	-13.90%	61.88%	-55.64%	37.75%	161.88%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	47.54%	87.02%
博腾股份	-87.19%	-12.45%	-2.43%	43.29%	198.72%	80.78%
康龙化成	94.11%	74.30%	-87.96%	522.82%	277.67%	67.41%
九洲药业	5.05%	-42.53%	36.66%	100.96%	9.61%	57.13%
凯莱英	246.98%	-49.55%	189.70%	17.43%	86.22%	56.05%
睿智医药	-61.87%	-46.50%	341.34%	285.30%	628.90%	-23.66%
百诚医药					2918.24%	-44.23%

CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
百诚医药	151.84%	106.29%	48.98%	31.56%	41.51%	568.37%
皓元医药	-4.26%	96.80%	27.11%	51.16%	102.30%	399.34%
药石科技	146.02%	13.44%	35.58%	13.25%	5.79%	331.65%
和元生物	80.22%	31.44%	29.04%	186.92%	14.05%	64.78%
药明康德	47.33%	43.76%	23.21%	24.10%	31.79%	49.80%
凯莱英	4.35%	54.69%	19.29%	40.15%	20.72%	46.19%
泰格医药	0.68%	3.38%	26.21%	-1.04%	19.08%	45.82%
康龙化成	38.46%	213.46%	29.77%	6.14%	9.54%	44.07%
博腾股份	50.29%	5.46%	-18.89%	4.05%	9.53%	28.24%
美迪西	57.61%	29.60%	35.47%	27.04%	120.49%	19.66%
阳光诺和			39.48%	23.95%	18.30%	16.50%
博济医药	10.13%	70.05%	62.93%	-4.98%	-2.84%	13.85%
昭衍新药	15.79%	-4.20%	25.53%	46.05%	6.50%	10.68%
诺泰生物	-4.36%	60.16%	71.90%	22.62%	59.92%	10.06%
九洲药业	1.23%	-0.27%	-2.88%	41.71%	2.93%	7.33%
睿智医药	-0.66%	4.67%	258.72%	9.46%	5.20%	5.29%

3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

3.3.2 中期维度：CXO企业员工数量快速增长，人均创收分化明显

- 从人员增速来看，2021年药石科技、美迪西、昭衍新药、博腾股份员工增速较快，其中药石科技增速超100%，人数快速增长表明企业订单充足，对未来发展充满信心。
- CDMO企业人均创收较高，其中药石科技增长较快，超过30%；横向对比，药石科技人均创收最高，2021年超过99.5万元/人/年；其次，博腾股份、九洲药业、凯莱英等CDMO企业人均创收也相对较高，药明康德、睿智医药、泰格医药、睿智医药、昭衍新药和博济医药等CRO业务占比较大的企业，人均创收水平则相对较低。

A股CXO企业人员总数及增长情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
药明康德			8739	9291	11613	14763	17730	21744	26411	34912
增速				6.3%	25.0%	27.1%	20.1%	22.6%	21.5%	32.2%
康龙化成			2353	3146	4124	5166	6171	7393	11012	14923
增速				33.7%	31.1%	25.3%	19.5%	19.8%	49.0%	35.5%
泰格医药	692	913	1444	1845	2422	3214	3898	4959	6032	8326
增速	22.3%	31.9%	58.2%	27.8%	31.3%	32.7%	21.3%	27.2%	21.6%	38.0%
凯莱英	1106	1180	1343	1703	2040	2682	3291	3840	5477	7126
增速	-7.1%	6.7%	13.8%	26.8%	19.8%	31.5%	22.7%	16.7%	42.6%	30.1%
九洲药业	2310	2388	2590	3205	3129	3011	2943	2998	3586	4083
增速	7.5%	3.4%	8.5%	23.7%	-2.4%	-3.8%	-2.3%	1.9%	19.6%	13.9%
博腾股份	813	991	1248	1587	1727	1784	1642	2077	2635	3782
增速	0.0%	21.9%	25.9%	27.2%	8.8%	3.3%	-8.0%	26.5%	26.9%	43.5%
睿智医药	256	253	258	327	314	330	2428	2439	2657	2636
增速	12.3%	-1.2%	2.0%	26.7%	-4.0%	5.1%	635.8%	0.5%	8.9%	-0.8%
美迪西			448	594	745	711	939	1219	1642	2440
增速				32.6%	25.4%	-4.6%	32.1%	29.8%	34.7%	48.6%
昭衍新药	419	490	495	552	628	672	817	1224	1483	2140
增速		16.9%	1.0%	11.5%	13.8%	7.0%	21.6%	49.8%	21.2%	44.3%
药石科技		153	199	267	467	427	512	652	763	1735
增速			30.1%	34.2%	74.9%	-8.6%	19.9%	27.3%	17.0%	127.4%

A股CXO企业员工人均创收对比（万元/人）

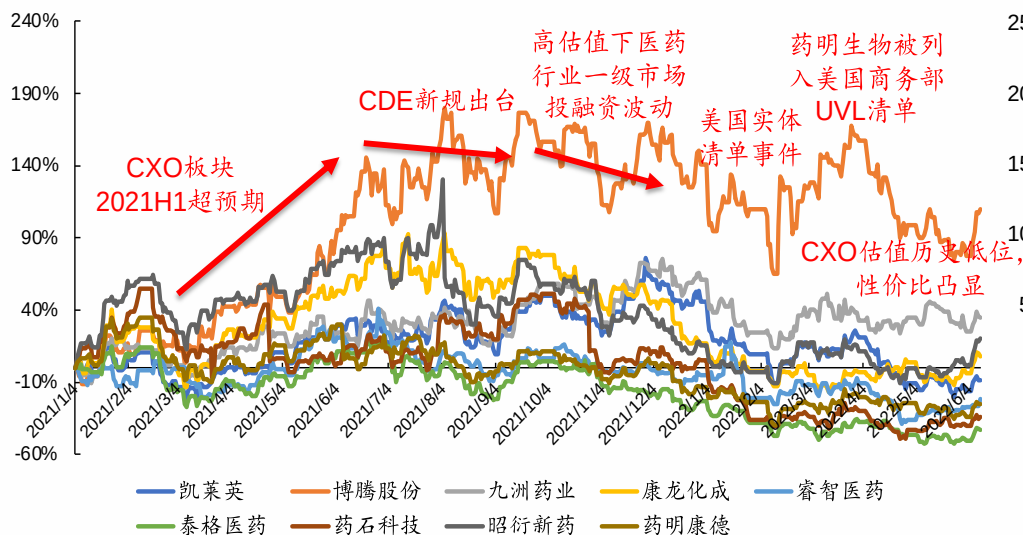
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
药石科技	49.50	54.84	49.66	45.07	52.83	57.04	63.28	67.27	73.82	99.51
增速		10.79%	-9.45%	-9.24%	17.23%	7.96%	10.94%	6.31%	9.74%	34.80%
博腾股份		74.10	79.11	64.35	76.82	66.37	72.16	74.69	78.63	82.10
增速			6.75%	-18.66%	19.38%	-13.60%	8.72%	3.51%	5.27%	4.42%
九洲药业	23.24	29.35	37.34	37.43	38.50	44.83	50.04	52.24	72.55	70.87
增速		26.29%	27.20%	0.25%	2.87%	16.44%	11.61%	4.40%	38.88%	-2.31%
凯莱英		38.27	38.51	50.99	40.34	63.99	93.41	101.57	133.98	69.26
增速			0.64%	32.39%	-20.88%	58.64%	45.97%	8.74%	31.91%	-48.31%
药明康德			47.37	52.56	52.67	52.60	54.22	59.20	62.61	65.60
增速				10.95%	0.20%	-0.13%	3.09%	9.18%	5.76%	4.78%
泰格医药					41.96	42.53	55.59	60.95	72.75	65.22
增速						1.36%	30.70%	9.64%	19.36%	-10.34%
睿智医药	38.37	46.00	53.33	48.77	54.08	53.06	55.75	64.06	57.51	65.10
增速		19.87%	15.94%	-8.54%	10.88%	-1.89%	5.08%	14.90%	-10.23%	13.20%
昭衍新药	93.24	101.47	108.98	97.45	82.37	83.44	41.06	54.44	55.76	64.14
增速		8.83%	7.40%	-10.58%	-15.47%	1.30%	-50.79%	32.59%	2.43%	15.02%
康龙化成	36.75	36.86	43.25	51.87	48.49	52.49	59.02	56.53	52.92	62.62
增速		0.29%	17.35%	19.92%	-6.51%	8.24%	12.44%	-4.22%	-6.38%	18.32%
博济医药				6.27	6.69	43.26	37.47	46.73	63.62	59.02
增速					6.78%	546.25%	-13.40%	24.73%	36.14%	-7.24%

3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

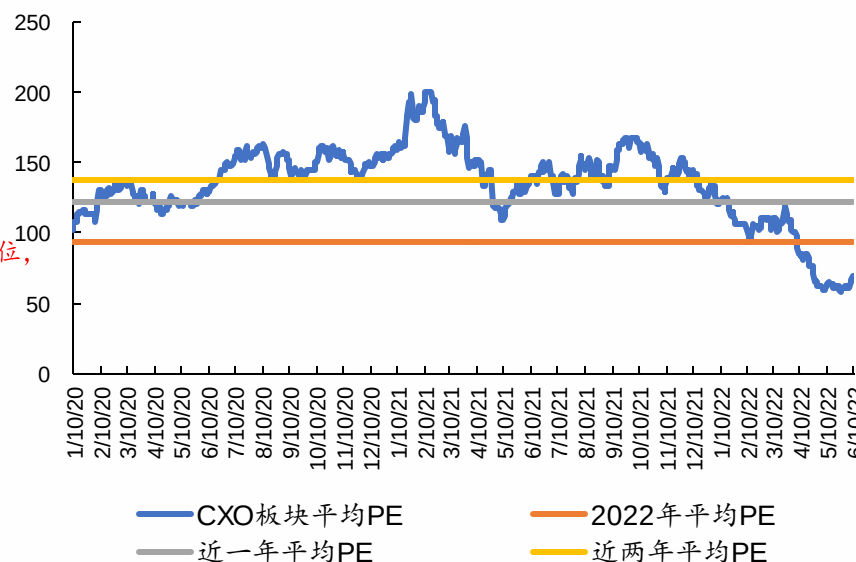
3.3.2 中期维度：CXO板块进入适配区间，寻找龙头以及业绩弹性大的优质标的

- 经过2020年普涨后，2021年板块出现分化，二线、三线CXO标的估值大幅提升，2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，CXO板块估值大幅回调，目前主要CXO公司当期PE已回落进入适配区间。展望2022年下半年，需持续关注内部结构分化，寻找一体化平台型CXO企业、业绩弹性大的CDMO企业以及具备新药开发CRO服务资质和能力的优质标的。

CXO企业股价复盘



CXO企业历史估值情况梳理（当期PE）



3.3 CXO和原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

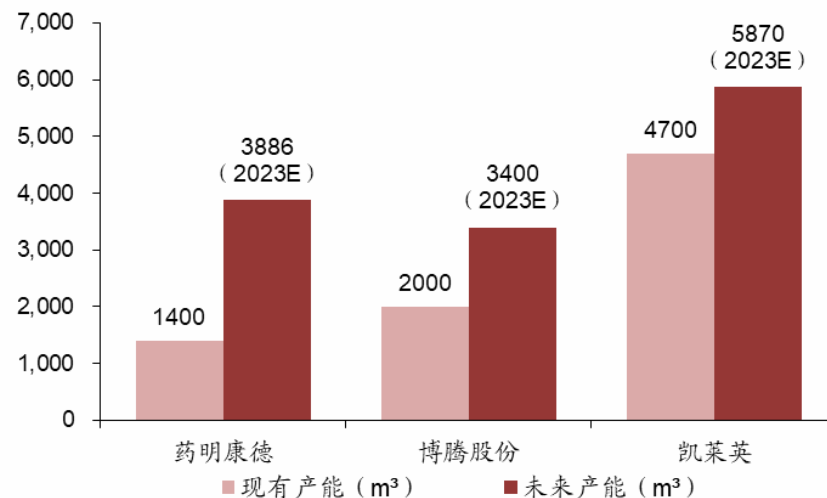
3.3.3 短期维度：国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩确定性高

- 新冠口服小分子药物赛道景气度高，为国内小分子CDMO企业带来巨大增量。从订单数量来看，目前Paxlovid新冠口服药订单受益最充分的是小分子CDMO头部企业药明康德、凯莱英、博腾股份。2021年11月17日-2022年2月20日，凯莱英先后发布三次公告，累计签订三项小分子大订单总额高达93.6亿元。另外，2021年11月30日和2022年2月11日，博腾股份公告两次，累计收到国外大客户CDMO订单合计9亿美元（约57亿元），大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩确定性高。

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元 （2022年供货）
2021年新冠收入	5.8亿元	~3亿元	15.1亿元
22Q1新冠收入	15.1亿元	~9亿元	~11亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况



3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

- ❑ **敬畏行业发展规律，重磅炸弹的诞生将为行业带来新的发展契机。**如同麦子秋种冬藏春耕到夏天收获，创新药作为产业也遵循其自身逻辑规律。从行业的角度，我们认为，我国创新药行业的发展逻辑没有发生改变，创新药行业正朝着良性的方向，由1.0时代向2.0时代迈进。一方面，**在国家政策的支持下，创新药行业正沿着“提速-控费-提质”的主线稳步前行，解决未满足的临床需求成为药物研发的关键**；另一方面，**创新药加速落地，出海渐入佳境，本土及全球商业化进程正逐步开启**。随着板块回归理性，一批遵循产业规律变革的企业有望逆势成长，脱颖而出。因此，我们坚定看好创新药投资的光明前景，差异化的产品叠加优秀的商业化能力，有望诞生重磅炸弹药物，届时市场的信心势必恢复，行业将迎来新的新的发展契机。
- ❑ **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。回首2021年，NMPA共批准24款创新药物上市，创下新高，包括首款国产CAR-T产品，首款国产ADC药物，首款可皮下注射的抗PD-L1单抗。一批Biotech企业于2021年迎来了首款上市产品，如康方生物、康宁杰瑞、荣昌生物、药明巨诺、诺诚健华、泽璟制药、艾力斯、金斯瑞生物等。2022年，国产创新药将加速落地，近40个国产品种有望上市或获批新适应症，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。
- ❑ **出海渐入佳境，广阔天地大有作为。**受带量采购、医保谈判、研发同质化等影响，国内创新药竞争格局逐步内卷。远眺太平洋彼岸，美国医疗支出四倍于中国，人均医疗支出十五倍于中国，高定价和高渗透率有望将创新药价值十倍放大，市场空间极具吸引力。2021年，泽布替尼在美国市场成功商业化，充分验证了全球市场的广阔潜力。随着关键适应症cLL/sLL有望于2022年上市，泽布替尼海外市场空间不容小觑。
- ❑ **投资建议。**Biopharma：恒瑞医药、中国生物制药、石药集团等；Biotech：百济神州、君实生物、贝达药业、泽璟制药等；关注转型创新公司：海思科、康辰药业、冠昊生物等。

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.1 把握“提速” - “控费” - “提质”主线，关注以临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗。

- 近年来，国家从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物治疗。2021年7月，CDE发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，强调新药研发应以为患者提供更优的治疗选择为最高目标。《指导原则》直指我国新药靶点研发扎堆，me-worse和临床试验参照组设置不当等问题，标志着我国医药创新由高速发展阶段正式进入高质量发展阶段。

创新药行业相关政策汇总

目的	政策名称	时间	重要观点
提速	《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	2016	加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾，将对新药、临床急需或质量疗效明显改进 药品优先审批
	《临床急需药品有条件批准上市的技术指南》	2017	允许境外已批准上市的罕见病治疗药品、早期或中期临床试验数据显示有明显治疗优势的药品在中国 有条件批准上市
	《关于调整药物临床试验审评审批的公告》	2018	实施 药物临床试验备案制 ，在我国申报药物临床试验的，自申请受理并缴费之日起60日内，申请人未收到药审中心否定或质疑意见的，可以按照提交的方案开展药物临床试验
控费	《关于将17种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》	2018	将17种抗癌药纳入国家医保目录
	《关于将2019年谈判药品纳入乙类范围的通知》	2019	医保目录纳入阿达木单抗、PD-1抑制剂等多个重磅创新药品种
	《2020年国家医保药品目录调整工作方案》	2021	罕见病药物“诺西那生钠”纳入医保
提质	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	2021	(1) 应尽量为受试者提供临床实践中最佳治疗方式/药物； (2) 新药研发应以为患者提供更优的治疗选择为最高目标。
	《患者报告结局在药物临床研发中应用的指导原则（试行）》	2021	患者报告结局（PRO）强调患者自己报告结局，重视患者自身的感受，与CDE强调的“以患者为中心”理念相契合。
	《双特异性抗体类抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》	2022	相同适应症当前最优SOC中已经包含BsAb中任一相同靶点单抗单药或者联合用药，则在随机对照研究中应选择含该单抗的标准治疗方案（单药或者联合用药）作为对照药

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.1 把握“提速”-“控费”-“提质”主线，关注以临床价值为导向、以患者为中心的药物研发

- 我国正处于由创新1.0时代向创新2.0时代跨越的关键节点。尽管我国创新药研发在“提速”和“控费”上已取得了阶段性的胜利，与国际差距逐步缩小。但是，药物研发扎堆、同质化问题突出，同质化的药物终将倒逼企业通过价格战抢夺市场份额，陷入囚徒困境。而药物的创新研发绝非低水平的重复，“跟跑”价值十分有限。
- 打破昨天的发展逻辑，由1.0向2.0跨越。未来五年我国创新药行业将在修正中发展，行业发展的关键在于“打破昨天的逻辑”。从“技术驱动”向“以患者为中心”转变，从“1.0时代”向“2.0时代”跨越，从“并跑”向“领跑”突围，实现从“提速”到“提质”的目标。

创新1.0时代和2.0时代对比

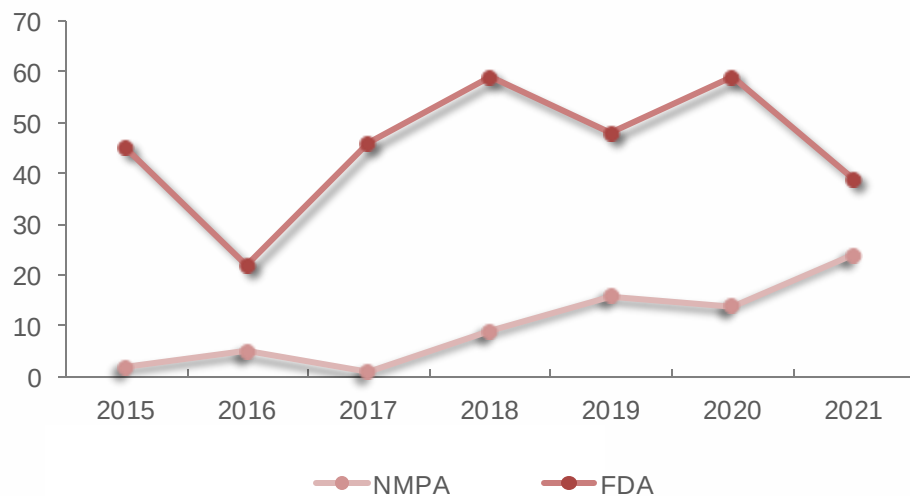
	创新1.0时代	创新2.0时代
核心	医疗需求迭代升级引发的以技术驱动为核心的创新	以患者为中心，真正解决患者实际临床需求的创新
关键词	“提速”、“控费”	“提质”
审评审批	药品申请积压	审评审批提速
价格	价格偏高	医保控费，老百姓用得起、吃得上
创新模式	以Fast follow为主，me-worse、me-too药物为主	由Fast follow向FIC转型，me-better、me-best、me-first药物
研发模式	高度依赖License in或自主研发	License in与自主研发相结合的模式（合作研发）
靶点	网红靶点扎堆，如PD-(L)1、HER2、VEGF、EGFR、CD19等	原研靶点涌现，填补临床空白
市场	国内市场	全球化，创新药出海+License out
投资逻辑	强调研发	从科研向商业化、生产力转换

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

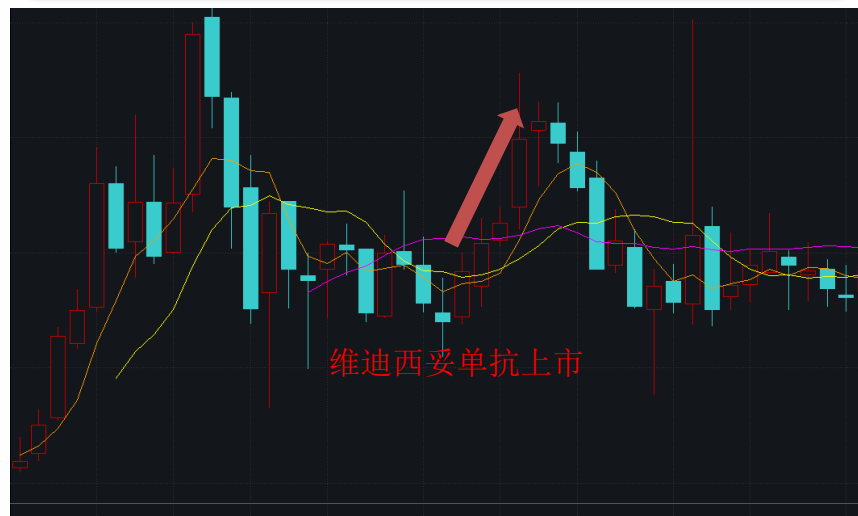
3.4.2 核心逻辑一：创新药加速落地，为业绩保驾护航

□ **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。回首2021年，NMPA共批准24款创新药物上市，创下新高，包括首款国产CAR-T产品，首款国产ADC药物，首款可皮下注射的抗PD-L1单抗。一批Biotech企业于2021年迎来了首款上市产品，如康方生物、康宁杰瑞、荣昌生物、药明巨诺、诺诚健华、泽璟制药、艾力斯、金斯瑞生物等。**2022年，国产创新药将加速落地，近40个国产品种有望上市或获批新适应症，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。**

2015-2021年中美创新药批准数量（个）



维迪西妥单抗上市催化公司股价上涨



3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.2 核心逻辑一：创新药加速落地，为业绩保驾护航

企业	数量	2022年下半年有望上市的药物及适应症
恒瑞医药	8	阿帕替尼/卡瑞利珠单抗（双艾方案一线肝癌）、吡咯替尼（早期或局部晚期HER2阳性乳腺癌新辅助治疗，已上市）、瑞马唑仑（纤维支气管镜诊疗镇静）、SHR3680（前列腺癌）、阿得贝利单抗（SCLC）、瑞格列汀（糖尿病）、SHR8008（假丝酵母菌病）
信达生物	3	信迪利单抗（食管癌、胃癌）、塞普替尼（NSCLC）
再鼎医药	2	马吉妥昔单抗（HER2阳性乳腺癌）、Efgartigimod（重症肌无力）
百济神州	2	泽布替尼（复发/难治性cLL/sLL FDA）、初治的cLL/sLL、MZL和cLL（EMA）、替雷利珠单抗（鼻咽癌、食管癌 FDA）
贝达药业	2	贝福替尼（非小细胞肺癌）、伏罗尼布（肾癌）
泽璟制药	2	多纳非尼（局部晚期/转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌）、外用重组人凝血酶（在肝脏切除术后的辅助止血）
石药集团	1	瑞泽替尼（非小细胞肺癌）
康方生物	2	AK104（宫颈癌）、派安普利单抗（鼻咽癌）
奥赛康	2	ASK120067（非小细胞肺癌）、右兰索拉唑（急性胃、十二指肠溃疡引起的上消化道出血）
海思科	2	环泊酚（重症监护期间的镇静、妇科门诊手术的镇静及麻醉）
先声药业	1	曲拉西利（小细胞肺癌患者中预防性降低化疗引起的骨髓抑制）
君实生物	1	特瑞普利单抗（EGFR阴性非小细胞肺癌）
艾力斯	1	伏美替尼（一线局部晚期或转移性非小细胞肺癌）
和黄医药	1	索凡替尼（神经内分泌瘤，EMA）
嘉和生物	1	杰洛利单抗（外周T细胞淋巴瘤）
艾迪药业	1	ACC008（HIV-1初治患者）
百奥泰	1	巴替非班（围手术期抗血栓）
科伦药业	1	泰特利单抗（鼻咽癌）
京新药业	1	安达西尼（失眠症）
信立泰	1	恩那司他（肾性贫血）
亿帆医药	1	F-627（嗜中性粒细胞减少症）

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.2 核心逻辑一：创新药加速落地，为业绩保驾护航

重点品种NDA时间一览

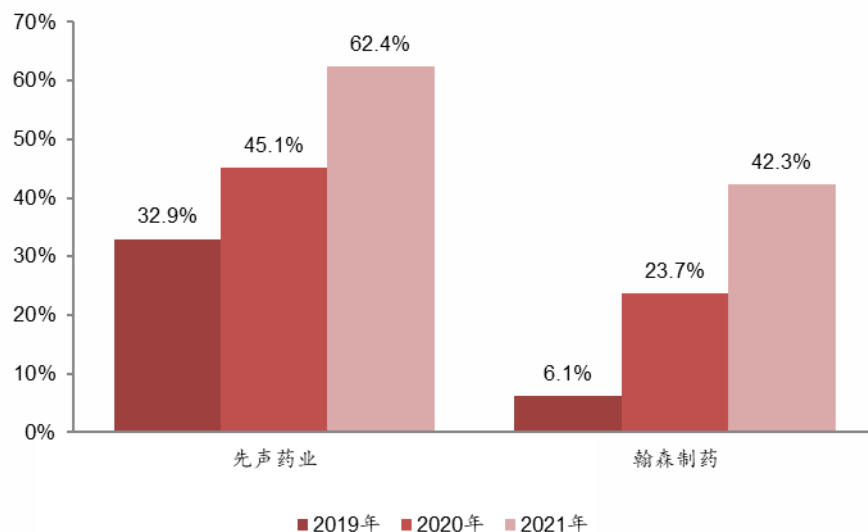
康方生物	2022年	AK104（二线宫颈癌）	2021.8.24
		派安普利单抗（鼻咽癌）	2021.8.5
恒瑞医药	2022年	“双艾方案”（一线晚期肝细胞癌）	2021.12.15
		阿得贝利单抗（小细胞肺癌）	2022.1.18
信达生物	2022年	信迪利单抗（一线食管癌）	2021.9
		信迪利单抗（一线胃癌）	2021.11
艾力斯	2022年	伏美替尼（一线NSCLC）	2021.12
贝达药业	2022年	贝福替尼（NSCLC）	2021.3
		伏罗尼布（二线治疗晚期肾癌）	2022.1
泽璟制药	2022年	多纳非尼（甲状腺癌）	2021.10
		外用重组人凝血酶（在肝脏切除术后的辅助止血）	2022.5
先声药业	2022年	曲拉西利（小细胞肺癌患者中预防性降低化疗引起的骨髓抑制）	2021.3
再鼎医药	2022年	马吉妥昔单抗（HER2阳性乳腺癌）	2021.3
		Efgartigimod（重症肌无力）	2022

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.3 核心逻辑二：商业化进程提速，重磅炸弹接踵而至

- **企业创新转型初具成效，创新药占比持续提升。**随着创新药的相继落地，企业正加速创新药商业化进程。（1）Biopharma企业创新药占比正不断提升。2021年，翰森制药创新药销售收入约42.2亿元，占集团收入由18%上升至42.3%。中国生物制药创新药收入63.5亿元，占总收入比约24%，4年复合增长率约34.8%。
- （2）Biotech企业正依托Big Pharma或Biopharma加速探索商业化进程，如康方生物携手正大天晴，康宁杰瑞与先声制药展开合作。随着合作的逐步深入，Biotech商业化进程步入深水区。

2019-2021年创新药收入占比



Biotech商业化模式

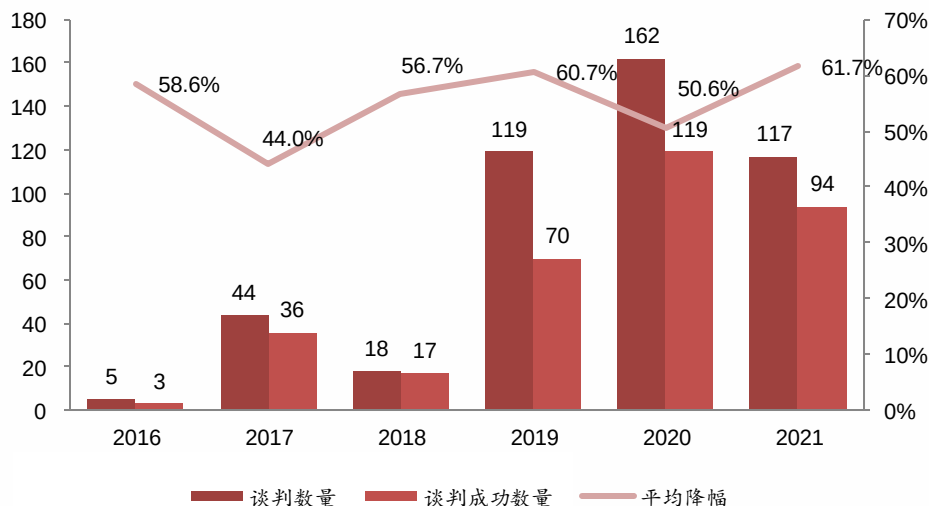
Biotech	合作模式	合作方	时间	合作内容
君实生物	联手Big Pharma	阿斯利康	2021年	授予阿斯利康特瑞普利单抗注射液在中国大陆地区非核心市场的推广权，以及后续获批上市的尿路上皮癌适应症的独家推广权。
信达生物	联手Big Pharma	礼来	2020年	礼来负责部分非核心市场的推广
康方生物	联手Bio Pharma	正大天晴	2021年	授权正大天晴作为在国内单抗产品的唯一销售单位，全权负责单抗产品的销售活动
康宁杰瑞	联手Bio Pharma	先声制药	2021年	先声药业负责恩沃利单抗在中国大陆注册上市后的独家商业推广
荣昌生物	自建团队	-	-	截至2021年底，公司在自身免疫领域组建132人销售团队，在肿瘤领域组建180人销售团队

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

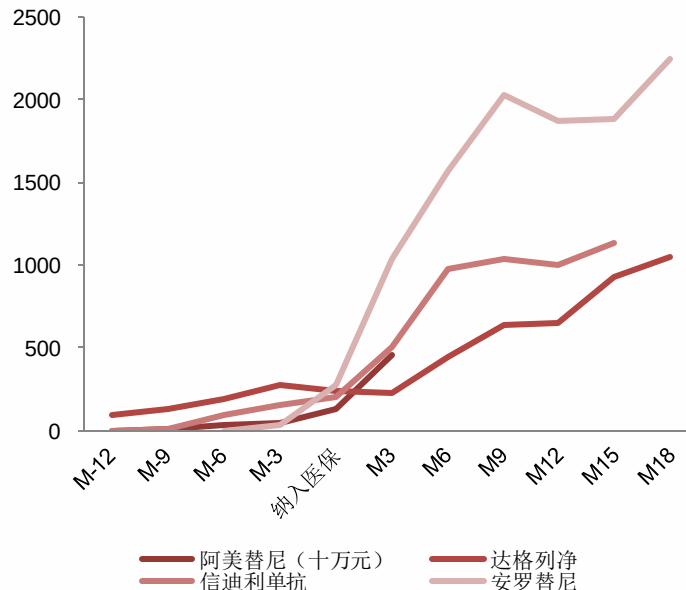
3.4.3 核心逻辑二：商业化进程提速，重磅炸弹接踵而至

- ❑ **医保谈判步入深水区，以量换价逻辑凸显。**我国一共进行了6轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药品，平均降幅基本都在40-60%之间，绝大多数创新药进入医保之后实现了以量换价，销售额大幅增长。
- ❑ 2021年共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个（目录外67种，目录内27种），总体成功率80.34%。连续三年近百个品种纳入医保标志着国家对于创新药的谈判力度逐步提升，进一步推动了创新药品的放量。

医保谈判发展历程



进入医保前后销售额变化情况



3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.3 核心逻辑二：商业化进程提速，重磅炸弹接踵而至

2021年纳入医保的1类新药

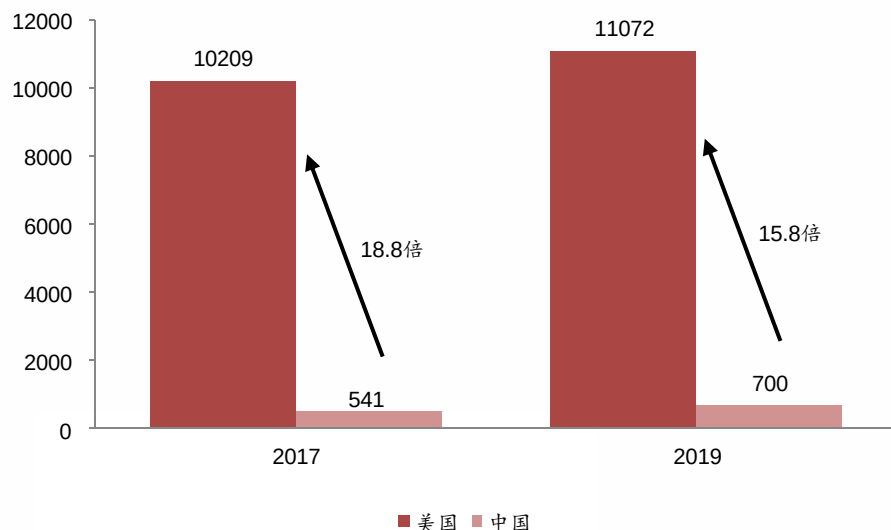
	序号	药物	商品名	靶点	适应症	上市时间	纳入医保	21年销售额（元）	合作方
恒瑞医药	1	甲苯磺酸瑞马唑仑	瑞倍宁	GABAa	手术镇静	2019年	2021年	约1亿	自主研发
	2	氟唑帕利	艾瑞颐	PARP	OC	2020年	2021年	约1亿	自主研发
	3	海曲泊帕乙醇胺	恒曲	TP0-R	血小板减少症、贫血	2021年	2021年	约2亿	自主研发
荣昌生物	1	泰它西普	泰爱	BLyS/APRIL	系统性红斑狼疮	2021年	2021年	4730万	自主研发
	2	维迪西妥单抗	爱地希	HER2 ADC	胃癌、尿路上皮癌	2021年	2021年	8400万	自主研发
诺诚健华	1	奥布替尼	宜诺凯	BTK	CLL/SLL、MCL	2021年	2021年	2.4亿	自主研发
百济神州	1	帕米帕利胶囊	百汇泽	PARP	三线胚系 BRCA 突变 OC	2021年	2021年	-	自主研发
翰森制药	1	艾米替诺福韦	恒沐	核苷酸类抗病毒	乙肝	2021年	2021年	约2亿	自主研发
诺诚健华	1	奥布替尼	宜诺凯	BTK	CLL/SLL、MCL	2021年	2021年	2.4亿	自主研发
泽璟制药	1	多纳非尼	泽普生	BRAF、VEGFR、PDGFR	一线治疗肝细胞癌	2021年	2021年	1.6亿	自主研发
艾力斯	1	伏美替尼	艾弗沙	EGFR-TKI	二线NSCLC	2021年	2021年	2.36亿	自主研发
贝达药业	1	恩沙替尼	贝美纳	HGFR、c-Met、ROS1、ALK	一线、二线ALK阳性局部晚期或转移性NSCLC	2020年	2021年		自主研发
人福药业	1	苯磺酸瑞马唑仑	锐马	GABAA	结肠镜检查镇静 全身麻醉诱导与维持	2020.7	2021年	约3000万	自主研发
海思科	1	环泊酚	思舒宁	GABAA	消化道内镜诊断和治疗镇静；全麻诱导；纤维支气管镜诊疗的镇静和麻醉；非插管手术/操作中的镇静	2020.12	2021年	约6000万	自主研发
海正药业	1	海博麦布	赛斯美	NPC1L1	高胆固醇血症	2021.6	2021年	-	自主研发
浙江医药	1	苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液	太捷信	-	社区获得性肺炎	2021.6	2021年	-	台湾太景

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

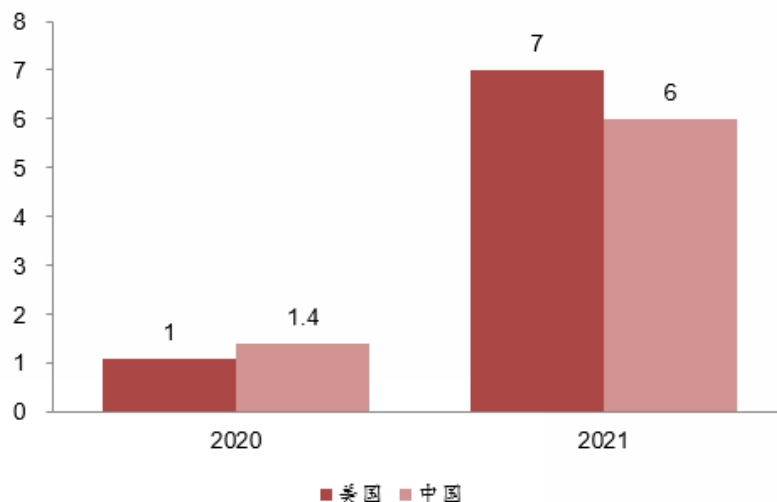
3.4.4 核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

- 受带量采购、医保谈判、研发同质化等影响，国内创新药竞争格局逐步内卷。远眺太平洋彼岸，美国医疗支出四倍于中国，人均医疗支出十五倍于中国，高定价和高渗透率有望将创新药价值十倍放大，市场空间极具吸引力。近年来，4款药物的成功出海和超百款药物的成功License out标志着国产创新药出海征途的开启。随着泽布替尼2021年在海外市场商业化的成功，我们认为，**创新药出海蓄势待发，广阔天地大有作为。**
- **首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。**2021年，泽布替尼在美国市场实现7亿元销售额，国内市场实现6亿元销售额，美国市场销售额超越国内市场，充分验证了全球市场的广阔潜力。

中美人均医疗费用支出（美元）



2020年-2021年泽布替尼中美销售额（亿元）



3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.4 核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

- ◆ **自主出海：**尽管创新药自主出海是创新药企业的一大看点，但从近年企业出海的情况看，国产医药企业出海之路并不顺利，康柏西普、信迪利单抗、索凡替尼等接连受阻。
- ◆ 从受阻原因出发，信迪利单抗、普那布林和索凡替尼均缺少代表美国患者人群的国际多中心临床试验数据；特瑞普利单抗和艾贝格司亭 α 注射液主要由于新冠疫情导致现场核查受阻；康柏西普的海外试验受疫情影响，大量患者脱落，且一半以上的受试者疗效不及预期。
- ◆ **启示：**1) 兼具疗效和安全性的差异化产品；
2) 研究和申报程序要全面符合美国药品监管的体系要求，即包含美国患者的临床数据和国际多中心临床试验；
3) 不能为了出海而出海，核心在于解决“未满足的临床需求”；
4) 潜在因素的影响，如新冠疫情导致的现场核查受阻。

国产创新药出海受阻案例

产品	企业	靶点	适应症	时间	原因
康柏西普	康弘药业	VEGF	wAMD	2021.4	(1) 疫情导致大量受试者脱落、失访、超窗，符合给药方案的病例数不足入组病例的40%； (2) 有一半以上的受试者，视力在注射后较基线变化等于、或低于零
普那布林	万春药业	GEF-H1	重度中性粒细胞减少症	2021.8	仅一个注册临床研究的数据不足以充分证实普那布林的临床价值；需要第二个对照注册临床研究来提供充分的证据支持关于预防化疗引起的中性粒细胞减少症的NDA
普克鲁胺	开拓药业	AR	轻中症新冠	2021.12	III期中期分析未达到统计学显著性，公司计划调整临床试验方案
信迪利单抗	信达生物	PD-1	非小细胞肺癌	2022.2	(1) ORIENT-11试验基于中国患者群体，并非国际多中心临床研究； (2) ORIENT-11评估的是无进展生存期(PFS)，没有针对总生存期(OS)进行分析，而FDA对于对于转移性非小细胞肺癌的一线免疫治疗方案的批准均是基于OS的改善； (3) ORIENT-11以化疗作为对照组，但考虑到K药已获批一线治疗，应选择K药+化疗为对照组
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	鼻咽癌	2022.4	质控流程变更 新冠疫情导致现场核查受阻
索凡替尼	和黄医药	多靶点TKI	胰腺和非胰腺神经内分泌瘤	2022.5	基于两项成功的中国III期研究以及一项美国桥接研究的数据不足以支持药品现时于美国获批，企业需要纳入更多代表美国患者人群的国际多中心临床试验

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.4 核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

◆ 重点关注哪些出海公司及出海品种？

聚焦“优异的临床数据驱动”以及“潜在的商业化前景驱动”，把握创新药出海的投资窗口。从临床数据角度，关注临床数据优异的III期品种以及具有丰富出海管线的企业；从商业化前景角度，关注已上市品种的商业化进展以及NDA品种的商业化预期。

- 1) 从出海管线角度筛选标的：出海数量多的企业未来有望持续享有管线落地带来的高回报和高估值
 - 2) 从上市品种角度筛选标的：上市品种为公司赋能，出海成功的案例可以复制
 - 3) 从NDA品种角度筛选标的：重磅单品上市在即，遴选上市预期较高的品种
 - 4) 从III期品种角度筛选标的：遴选临床数据优异的品种
- ◆ 从以上四个维度出发，百济神州、绿叶制药、恒瑞医药、康方生物、复宏汉霖等落入超2个维度，其中百济神州落入全部维度，堪称国内创新药板块的“出海之王”。

出海投资策略

出海 投资策略

从出海管线角度

百济神州、恒瑞医药、复星医药、绿叶制药、亚盛医药、康方生物、加科思

从上市品种角度

百济神州、石药集团、绿叶制药、传奇生物

从NDA品种角度

百济神州、康方生物、绿叶制药、君实生物、腾盛博药、和黄医药、亿帆生物

从III期品种角度

百济神州、恒瑞医药、复宏汉霖、贝达药业、开拓药业

3.4 创新药及制剂：打破昨天的逻辑，拥抱全面创新2.0时代

3.4.4 核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

出海重点品种时间一览

百济神州	2022年	7月 替雷利珠单抗 食管鳞状细胞癌（PDUFA） 10月 泽布替尼 cLL/sLL（PDUFA）	2023年	帕米帕利 铂敏感复发性胃癌维持治疗（NDA）
恒瑞医药	2022年	Q3-Q4 “双艾方案” 晚期肝细胞癌（NDA） Q3-Q4 卡瑞利珠单抗+法米替尼 一线非小细胞肺癌（NDA）		
亿帆医药	2022年	F-627 嗜中性粒细胞减少症（PDUFA）		
绿叶制药	2022年	LY03004、LY03005（PDUFA）		
康方生物	2022年	派安普利单抗 鼻咽癌（PDUFA）		
复宏汉霖	2022年		2023年	斯鲁利单抗 广泛期小细胞肺癌（NDA）
贝达药业	2022年	恩沙替尼 ALK阳性NSCLC（NDA）		
开拓药业	2022年	普克鲁胺 轻中症新冠肺炎（NDA）		

3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

- ❑ **疫情影响边际减弱，重磅品种有望加速放量。**2022Q1板块实现收入165.5亿元（+89%），归母净利润36.9亿元（+163.5%），剔除新冠后，约实现收入162亿元，归母净利润35.6亿元，整体业绩增长迅速，但按品种来看分化明显，其中新冠疫苗收入放缓，HPV疫苗放量明显，部分传统苗有所下滑。我们认为下半年物流发货端以及疾控接种端的限制因素在疫情影响边际减弱的前提下预计将逐渐解除，预计部分品种压制的接种需求将在2022H2集中释放：1）儿童接种的多联苗、多价苗等。2）传统重磅品种中，如HPV疫苗需求仍处于高位，有望快速放量。3）复工复产背景下，狂苗、破伤风疫苗等品种销售也有望迎来恢复性增长。
- ❑ **HPV一针法事件引起板块回调，带来较好布局时机。**2022年4月，WHO的SAGE发布HPV疫苗一剂接种非劣于三剂的结论主要基于几篇综述性研究得出。我们认为，1）HPV产能扩张仍在加速：目前全球范围内默沙东已经开始扩产计划，国产厂家如万泰、沃森产能也逐渐扩大，更利于国内接种以及海外第三世界国家出口。2）目前尚未有大规模明确的临床医学证据证明1剂保护效果等同于3剂接种，所以在公司销售以及疾控接种层面预计不会产生变化。3）WHO的结论进一步证实了HPV疫苗的需求量仍处于高位，国内厂商在产能扩张情况下会加速放量。
- ❑ **新冠序贯接种目前仍以同源技术路线为主。**截至6月4日，根据国务院联防联控发布会数据，我国完成加强免疫接种7亿7997.7万人，其中序贯加强免疫接种3834万人，目前仍以灭活路线为主。异源序贯可能受群众接种意识、疫情影响物流发货等因素推展较慢，仍需企业进一步加强宣传推广。
- ❑ **未来的方向：新技术路线布局+出海能力验证。**新技术能力方面，以核酸技术平台为例，此次新冠竞赛中，mRNA路线不管从研发时间、产品效果、针对变异株的应对能力都处于各个技术路线的领先地位。从技术应用上来看，mRNA技术不仅可应用于疫苗领域、在治疗性药物、蛋白质替代疗法等领域的应用前景也十分广阔。企业对于mRNA等新技术的布局是未来管线竞争的重点。从出海路径来看，可分为创新型品种license out以及针对低收入国家，提供产能供给两种方式进行。
- ❑ **投资建议：**板块估值进入底部区间，建议布局业绩弹性较大、技术路线丰富个股如智飞生物、康希诺、康泰生物、万泰生物、康华生物、欧林生物、百克生物等。
- ❑ **风险提示：**疫苗研发不及预期的风险；产品销售不及预期的风险；市场竞争格局加剧的风险。

3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

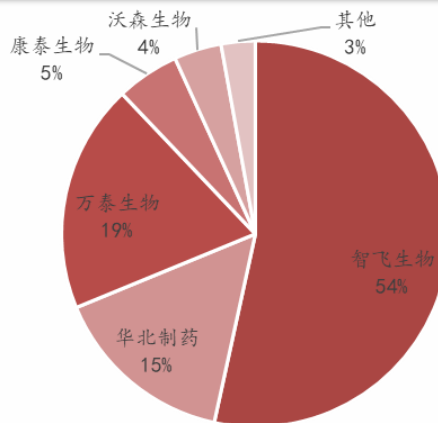
3.5.1 22Q1行业增速有所分化，HPV贡献主要增量，预计22H2部分传统品种需求有望恢复性增长

- 2022Q1疫苗行业实现收入165.5亿元，5家样本公司收入实现正增长，4家公司收入增速均超过50%增长，5家公司净利润增速超过50%增长。
- 从2022Q1疫苗板块收入占比看，智飞占比54%，万泰生物占比19%；从2022Q1年疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比52%，万泰占比36%；HPV疫苗企业为板块收入、利润的主要贡献者。

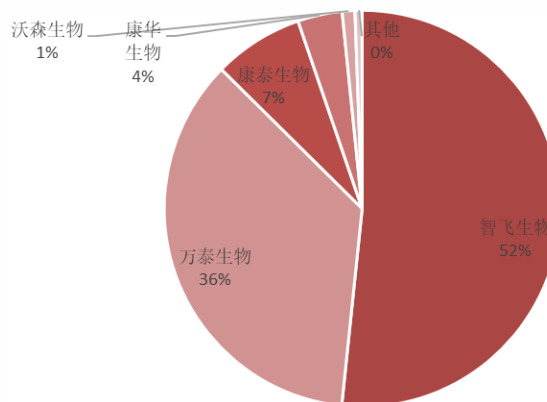
疫苗行业2022Q1年业绩情况

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	89.14%	4	4	5	4
占比		44%	44%	56%	44%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	166.18%	5	6	7	2
占比		56%	67%	78%	22%

22Q1年收入占比



22Q1归母净利润占比



3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

3.5.2 HPV一针法事件引起板块回调，带来较好布局时机

- 世卫组织免疫战略咨询专家组 (SAGE) 对于HPV疫苗一剂接种非劣于三剂的结论主要基于几篇综述性研究得出。从研究结果来看，1剂接种对于渗透率较低，产能有限等低收入国家的HPV疫苗覆盖率提升具有一定的指导意义。但上述研究均存在不同程度的局限性：1) 采纳的7篇研究中，6篇都属于非随机分配试验；2) 单剂试验人数普遍较少；3) 三剂疫苗接种可以提供更强大的血清型之间的交叉保护；4) 单剂疫苗随访时间较短；5) 试验区域单一，基本上是基于哥斯达黎加以及印度两个区域；6) 研究的主要终点与主流方向有差异。
- 基于此我们认为，1) HPV产能扩张仍在加速：目前全球范围内默沙东已经开始扩产计划，国产厂家如万泰、沃森产能也逐渐扩大，更利于国内接种以及海外第三世界国家出口。2) 目前尚未有大规模明确的临床医学证据证明1剂保护效果等同于3剂接种，所以在公司销售以及疾控接种层面预计不会产生变化。3) WHO的结论进一步证实了HPV疫苗的需求量仍处于高位，国内厂商在产能扩张情况下会加速放量。

引用研究之一：虽然1剂接种有效率与三剂并无太大差异，但此方案属于非随机分配试验。

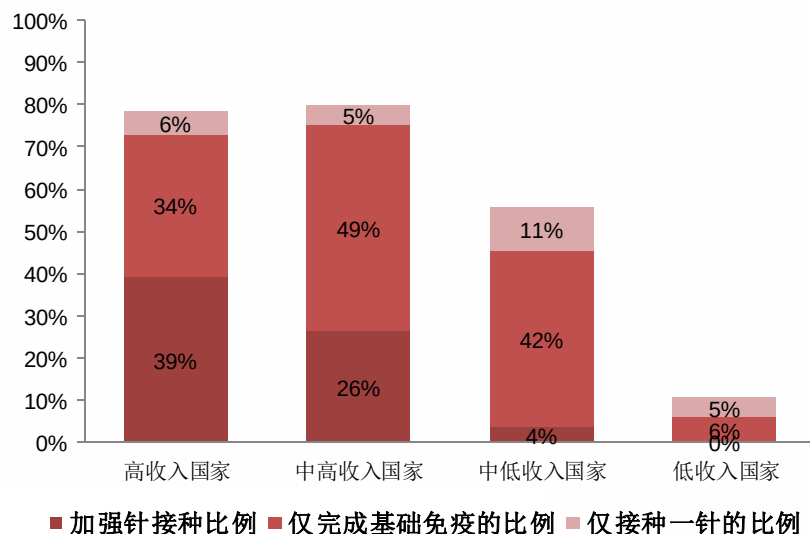
试验地区	采用疫苗	接种剂次	队列	人数	主要终点：12个月内持续性感染16/18型HPV	疫苗有效率
哥斯达黎加	GSK二价HPV疫苗	3	对照组	3010	4.40%	80.9%
			二价HPV疫苗	2957	0.85%	
		2	对照组	380	4.50%	84.1%
			二价HPV疫苗	422	0.71%	
		1	对照组	188	5.30%	100%
			二价HPV疫苗	196	0.00%	

3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

3.5.3 新冠序贯接种目前仍以同源技术路线为主

- ◆ **加强免疫情况**：目前全球加强免疫接种比例约为15%，其中中国为35.6%。截至6月4日，根据国务院联防联控发布会数据，我国完成加强免疫接种7亿7997.7万人，其中序贯加强免疫接种3834万人，目前仍以灭活路线为主。异源序贯仍需企业进一步加强推广宣传。我们认为主要影响民营企业国内加强针份额的因素有：1）民众接种意愿的选择，是否愿意接受异源序贯；2）国家资源分配。3）企业、政府、疾控等多方宣传能力、力度。

不同收入国家新冠疫苗接种情况



中国新冠疫苗接种情况

接种阶段	指标	数值
累计接种	总剂次	33.8亿剂
	覆盖人口	12.9亿人
至少接种1剂	人数	> 12.9亿人
	覆盖人口比例	91.56%
全程接种	人数	12.57亿人
	覆盖人口比例	89.17%
加强免疫接种	人数	7.79亿人
序贯加强接种	人数	3834万人

3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

3.5.4 未来的方向：新技术路线布局+出海能力验证

- ◆ 拥有多技术平台的疫苗企业可以做到有的放矢，增强研发确定性和速度，提高投资回报率。以核酸技术平台为例，此次新冠竞赛中，mRNA路线不管从研发时间、产品效果、针对变异株的应对能力都处于各个技术路线的领先位置。从技术应用上来看，mRNA技术不仅可应用于疫苗领域、在治疗性药物、蛋白质替代疗法等领域的应用前景也十分广阔。企业对于mRNA等新技术的布局是未来管线竞争的重点。



3.5 疫苗：疫情影响下，短期关注业绩弹性，长期看新技术+出海能力

3.5.4 未来的方向：新技术路线布局+出海能力验证

- **把握新冠疫情带来的机遇。**与创新药类似，创新疫苗也需要出口海外拓宽市场，提升品牌影响力。此次疫情使得国内部分优秀疫苗企业开展国际化多中心临床试验的能力得到进一步的验证和提升。虽然目前新冠疫苗的出口大部分都是发展中国家，但凭借新冠疫苗带来的丰厚利润，国内企业可进一步加大研发投入，放眼全球市场。
- **未来出海的方式：**
 - ✓ 1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。
 - ✓ 2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种；成大生物狂犬品种等。

疫苗企业2019-2021年海外收入占比

	2019	2020	2021
智飞生物	0.11%	0.08%	3.79%
康泰生物	0.03%	0.11%	26.21%
万泰生物	4.72%	15.48%	7.66%
欧林生物	4.56%	0.38%	0.38%
百克生物	0.62%	0.59%	1.93%
康华生物	0.25%	0.28%	0.03%
成大生物	11.06%	10.09%	6.78%
金迪克	0.08%	0.00%	0.44%
康希诺			71.10%

3.6 医疗器械：变与不变，2022年下半年机会再挖掘

投资建议：关注医保免疫领域和两低赛道

- **器械板块业绩高基数已过，2022年下半年板块内生增速有望提速。**器械板块（113家样本公司，含科创板）22Q1单季度收入1066.4亿元（+55.6%），单季度净利润385.5亿元（+74.3%），由于新冠抗原检测试剂放量而提速明显，剔除新冠检测试剂（抗原+核酸）的干扰，22Q1单季度收入492.4亿元（-3.8%），单季度净利润100.2亿元（-35.9%），因2021Q1高基数以及2022Q1疫情导致常规业绩承压。往后看，业绩高基数的压力已经消失，但22Q2仍受疫情影响，预计22年下半年内生业绩将复苏改善。
- **2022年器械行业“变与不变”，关注医保免疫和两低赛道。**根据复盘，2022年器械行业不变点有：1）控费总基调延续；2）器械公司向创新转型；3）医疗需求消费升级；4）企业重视出海寻机。变化点有：1）上半年疫情干扰严重，复苏后行业有望呈现深V反弹，与以往的月度节奏有偏差；2）控费具体措施的变化（DRG三年计划首年启动40%）；3）《十四五规划》战略重视供应链自主可控。展望未来，在控费的背景下，市场会更加追寻创新潜力大、竞争格局优良、渗透率低、国产率低、定价权高的赛道，而成熟产品、国产化率高、竞争激烈的赛道则将面临类仿制药集采的逻辑与业绩双杀的局面，器械板块结构性机会大于板块性机会，政策免疫成为器械重要的投资方向。
- **投资建议。**关注器械医保免疫方向（To-B+出海）和“两低”赛道（低渗透率、低国产化率）方向。建议布局：**1）出海国际化：**迈瑞医疗、三诺生物、南微医学、振德医疗、新产业、普门科技等。**2）To-B：**制药装备（楚天科技、东富龙）、药房自动化（健麾信息）、耗材生产设备（迈得医疗）；**3）两低赛道（“低渗透率+低国产化率”）：**眼科（爱博医疗、欧普康视）、影像领域（迈瑞医疗）、内窥镜（澳华内镜、南微医学）、手术机器人（微创医疗机器人）、电生理、TAVR（启明医疗、佰仁医疗）、外周血管介入（心脉医疗）。
- **风险提示：**政策控费风险、出海不及预期、国产替代不及预期。

3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

3.6.1 2022年器械行业复盘：变与不变

- **不变点：**1) 控费总基调延续；2) 器械公司向创新转型；3) 医疗需求消费升级；4) 重视出海寻机。
- **变化点：**1) 上半年疫情干扰严重，复苏后行业有望呈现深V反弹，与以往的月度节奏有偏差；2) 控费具体措施的变化（DRG三年计划首年启动40%）；3) 《十四五规划》战略重视供应链自主可控。

医疗器械板块复盘和估值水平（估值处于低分位）



3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

3.6.2 2022年器械控费政策的更新：策略更多、品种更广、推进带量常态化

2022年控费政策更新：DRG首年启动40%+带量采购常态化

医保局《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》：分期分批加快推进，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于40%、30%、30%的统筹地区开展DRG/DIP支付方式改革并实际付费。

器械带量采购经过过去2年发展，已经呈现以下几个新趋势：

1. **策略方面**：2022年更加重视省级联盟集采，价格联动广泛运用；
2. **品种方面**：不断扩围，从2021年安徽试点IVD、大型乙类设备，到2022年部分地区试点神经介入、电生理导管、口腔种植牙等产品

下半年需要关注脊柱国采

对医疗器械行业的影响：对国产来说，机遇>挑战

- ◆ **挑战**：医院关注成本控制，减少不必要的检查和一些高值耗材的过度使用。
- ◆ **机遇**：1) 国产价格优势，DRG后利好进口替代；2) 提高医院效率，手术微创化、介入化；3) 检验外包趋势加速

策略更多、品种更广：

- ◆ **策略**：一方面京津冀3+N联盟参与省份越来越多，另一方面联动的策略越来越多，如3+N冠脉药物球囊和起搏器联动20210908、3+N创伤带量联动20220209、3+N冠脉扩张球囊联动20220215、陕西等9省联盟人工晶体联动20220127等。
- ◆ **品种**：由于各省都有高值耗材带量采购指标，所以一些过去认为“偏创新和偏消费”的品种也有在区域集采的风险，如河北、江苏、浙江等地神介集采和四川种植牙集采。

2021年人工关节国采在2020年冠脉支架国采基础上有一定缓和趋势，继续关注2022年下半年脊柱国采的趋势变化

3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

3.6.2 “国家+地方”两个层面推进高值耗材集中带量采购，各省均有带量采购经验

- 耗材带量采购品种主要满足以下5类特征：临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分、同质化水平较高。目前涉及的31个品种主要归属于心血管类、骨科类、眼科类、补片类、手术耗材类等。

目前医用耗材带量采购主要涉及的31个品种和相关省份（截止2022年6月11日）

省份	心血管类						神经介入		骨科类			眼科	补片类		手术耗材类								其他类									
	冠脉支架	冠脉扩张球囊	导丝	导管	药物球囊	起搏器	弹簧圈	微导管	脊柱	关节	创伤	人工晶体	硬脑（脊）膜	疝补片	吻合器	套管穿刺器	压力泵	腔静脉滤器	切口保护器	高分子结扎夹	电圈套器	超声刀	留置针	输液器	高压造影注射器	真空采血管	透析器	导管冲洗器	泡沫敷料	镇痛泵	胶片	
黑龙江	√	√	√		√	√				√	√	√			√																	
吉林	√	√	√		√	√				√	√	√			√																	
辽宁	√	√	√		√	√				√	√	√			√									√			√					
内蒙古	√	√	√		√	√				√	√	√			√																	
北京	√	√			√	√				√	√	√			√																	
天津	√	√			√	√				√	√	√			√																	
河北	√	√	√	√	√	√	√			√	√	√	√	√	√		√	√	√	√			√	√								
山东	√	√	√	√	√	√				√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√												
山西	√	√			√	√				√	√	√		√			√	√	√	√	√										√	
陕西	√	√	√	√	√	√				√	√	√			√								√						√			
宁夏	√	√	√		√	√				√	√	√										√										
甘肃	√	√	√		√	√				√	√	√			√							√										
青海	√	√	√		√	√				√	√	√			√							√	√	√	√	√						
新疆	√	√	√		√	√				√	√	√										√		√		√						
贵州	√	√	√		√	√				√	√	√		√	√																√	
湖南	√	√			√	√				√	√	√			√																	
广西	√	√	√	√	√	√				√	√	√			√							√										
海南	√	√	√		√	√				√	√	√										√										
西藏	√	√	√		√	√				√	√	√			√																	
四川	√	√			√	√				√	√	√			√																	
重庆	√	√	√	√	√					√	√	√		√	√																√	
云南	√	√	√	√	√					√	√	√		√	√																√	
河南	√	√	√	√	√	√				√	√	√		√	√		√	√	√	√		√	√								√	
湖北	√	√	√	√	√					√	√	√			√							√		√							√	
安徽	√	√				√			√	√	√	√														√						
江苏	√	√	√	√	√	√	√			√		√	√	√	√							√									√	
上海	√	√								√		√																				
浙江	√	√				√		√		√	√	√									√											
福建	√	√			√	√				√	√	√	√	√	√	√						√	√							√		
江西	√	√	√	√	√					√	√	√			√							√										
广东	√	√			√					√	√	√										√										
合计	31	31	17	10	28	25	2	1	1	31	29	31	4	9	23	2	4	4	4	4	1	12	5	4	1	1	1	1	1	1	7	

www.swsc.com.cn

数据来源：各省医保局、药械采购中心，西南证券整理

3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

3.6.3 器械中的供应链自主可控：顶层设计，逻辑渐显

《“十四五”医疗装备产业规划》关注供应链

- **国内器械行业“大而不强、价值链低”的问题如何破局？**2021年12月28日，工信部发布《“十四五”医疗装备产业规划》，提出了2025年医疗装备产业发展的总体目标和2035年的远景目标。针对国内器械行业大而不强、价值链低的问题，本次《规划》重点强调产业高端化升级、供应链安全稳定、核心技术补短板、跨界融合、创新产品推广运用等方面的顶层设计。
- **关注B端供应链器械公司：**部分供应链国产替代的逻辑有望成为未来5年的重要逻辑：1) 需求高增，业绩兑现；2) 政策友好，价格稳定，不受带量采购影响。
- **重点关注以下几个领域：**
 - 1) 影像上游：如平板探测器、芯片、传感器；
 - 2) 内镜上游：镜体、光源等供应商；
 - 3) IVD上游：抗原、抗体、原料酶等；
 - 4) 高值耗材上游：耗材生产自动化设备。

——全产业链优化升级。医疗装备亟需基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板基本补齐，初步建成创新力强、附加值高、安全可靠的产业链供应链。

专栏1 产业基础攻关行动

攻关先进基础材料。着力攻关体外膜肺氧合机（ECMO）用中空纤维膜，血液净化设备用透析膜；高精度高表面质量钛、镍钛、钛铌、钽基金属丝、棒、管材等；电子计算机断层扫描（CT）用弥散强化无氧铜、钼钛钎合金，CT球管用真空高温轴承、大容量旋转靶盘等；正电子发射计算机断层扫描（PET）用高导热率电路板材料、CT/PET 探测器用闪烁体、防护装备用高效过滤材料；可吸收降解材料、高风险造影导丝、大动脉血管支架、腔道支架、冠脉支架、骨科植入材料、心脏瓣膜材料、无铅压电材料等，推动一批基础材料达到国际先进水平。

攻关核心元器件。开发医用 X 射线探测器模拟芯片、模数转换芯片，可穿戴设备系统级芯片，医用 AI 芯片等；医用高精度电流传感器、高温高精度温度传感器、高精高压电压传感器、高精度磁场传感器、3D 视觉系统中高速光学元件；可穿戴设备用柔性心电图（ECG）/脑电图（EEG）/肌电图（EMG）/血糖及压力传感器；柔性连接器、生物识别色谱传感器等。

攻关关键零部件。攻关呼吸机用比例阀；透析设备用真空泵、微型电磁阀，经鼻高流量氧疗仪用微型比例阀；大功率 CT 球管、高分辨率 X 射线光子计数探测器；磁共振高场强磁体、低温线圈、多核谱仪；先进彩超探头；放疗用栅控三级电子枪、高功率磁控管、高功率多注速调管、高变比固态调制器，六维治疗床等；医疗机器人用减速机、精密电机、光学镜头；实时荧光定量聚合酶链反应（PCR）检测系统用光电倍增管；导光率内窥镜光纤、高分辨率柔性光纤传像束等。

攻关诊断检验装备配套件。加强诊断检验装备配套试剂研制，提高产品灵敏度、精密度、长期稳定性、批量生产可控性，确保诊断检验装备持续改进、迭代发展。

攻关基础工艺。改进优化先进基础材料、关键零部件以及整机产品制造工艺，强化质量安全管理，提升产品性能、可靠性、稳定性和批量生产能力。

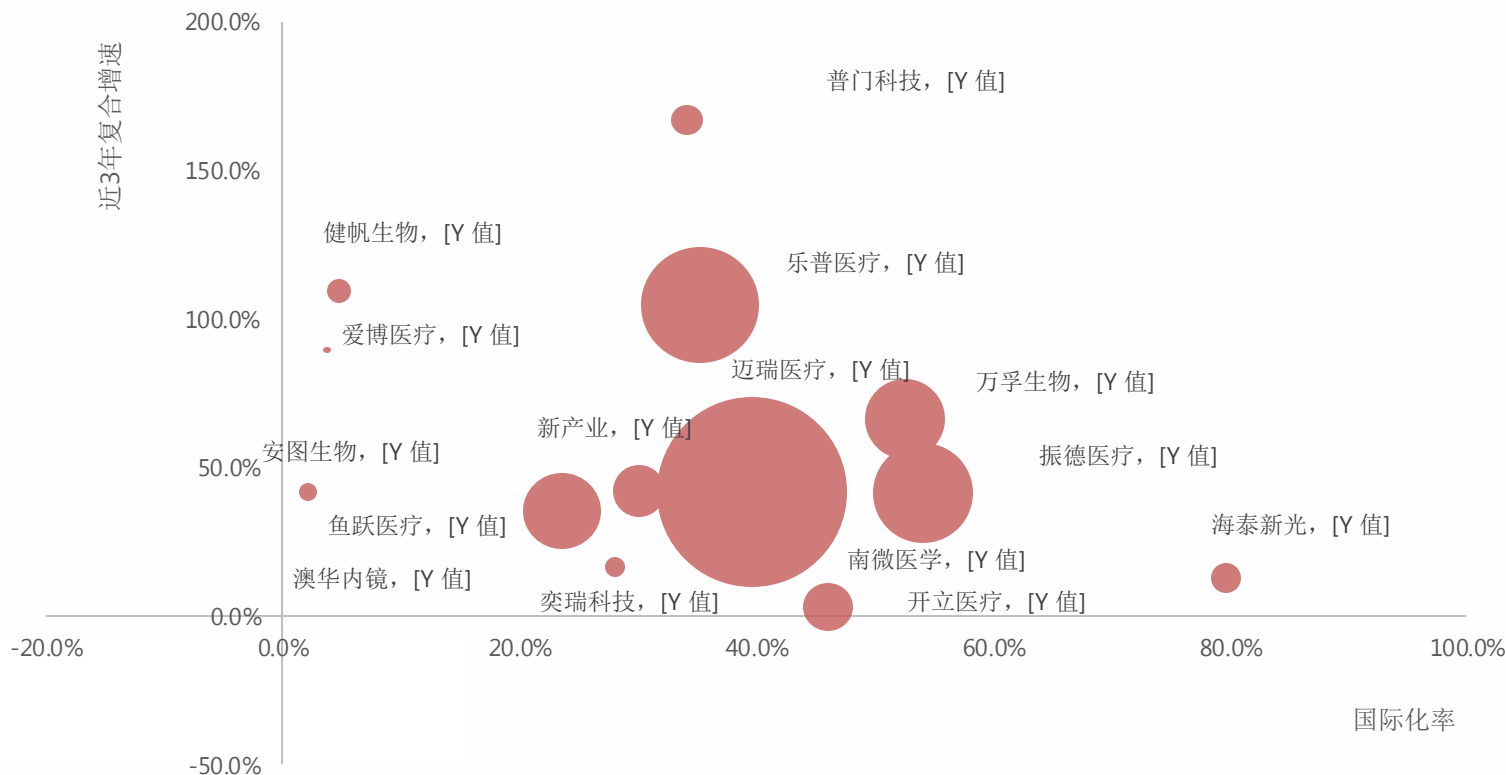
3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

3.6.4 国际化：出海已成为国内器械公司重要战略方向之一

□ 近年来国产器械龙头不断推行国际化战略，目前国际化率普遍在30~40%，从增速看，近三年复合增速平均在50%左右（部分公司有疫情增量）。

主要A股器械公司国际化水平分析（海外收入体量、占比、近3年复合增速）

气泡大小表述2021年海外收入体量，标签为（公司，近3年海外收入复合增速）

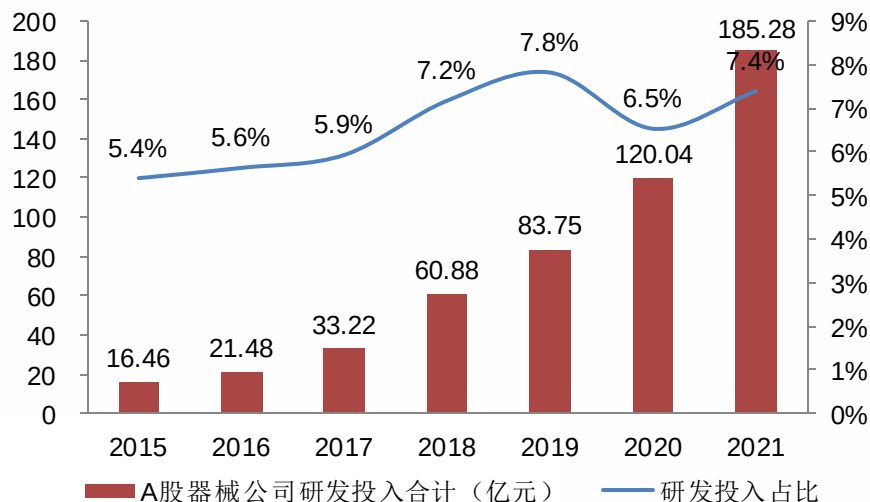


3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

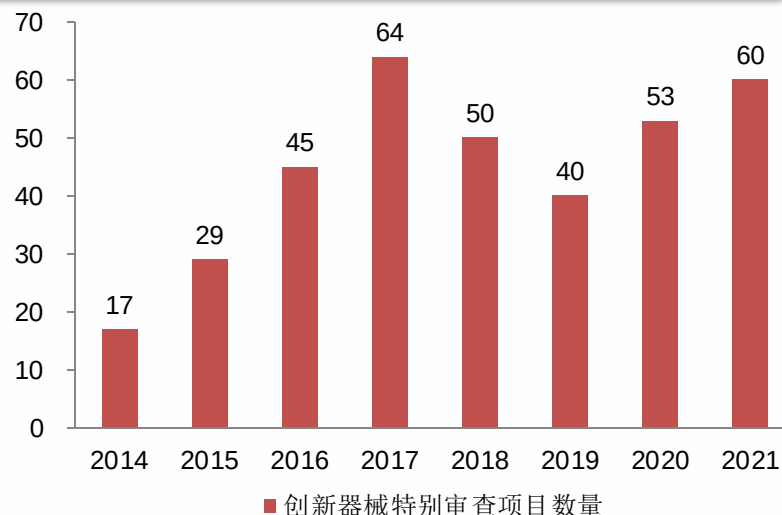
3.6.5 政策控费下器械企业破局方式：向创新要定价权

- **创新是永恒旋律**：国内器械企业在控费背景下，不断加大研发投入，2021年A股器械企业研发投入185.3亿元，占营收比重7.4%，研发投入带来不错的成果，2021年创新器械特别审查项目数量为60个，比2020年增加7个。
- **创新器械一般属于低渗透率赛道，未来国内空间巨大**。创新器械由于在临床上运用较少，或者治疗效果较传统产品升级较大，不具备带量采购的特征，往往能获得更高的议价权和盈利能力。
- **根据对特别审批程序目录和中美渗透率对比分析，主要创新器械领域包括**：大型设备中手术机器人；影像领域的CT、MRI、PET/SPECT、DSA、超高端超声等；眼科中的高端人工晶体、ICL；内窥镜下的硬镜、软镜；心血管中的TAVR、电生理、外周血管介入、神经介入；IVD领域的基因测序、肿瘤早筛、伴随诊断等。

A股器械公司研发投入和占比情况



创新器械特别审查项目数量（个）

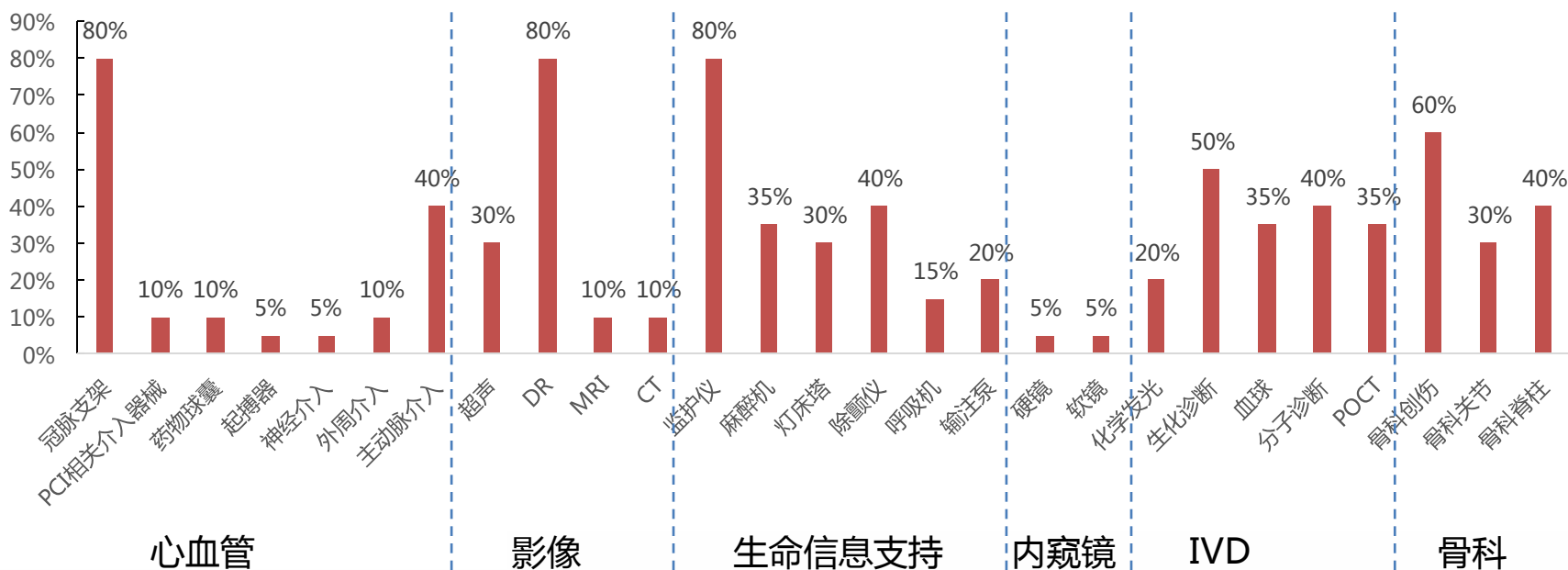


3.6 医疗器械：变与不变，2022下半年机会再挖掘

3.6.5 即便面临控费风险，“低国产化率”器械赛道仍有国产以价换量的空间

- **高值耗材难道毫无机会？低国产化率是一个重要方向。**我们主要思考“以价换量”是否合理，目前看，低国产化率赛道的中选企业是受益的，例如2021年爱博医疗人工晶体增速36.4%，惠泰医疗的冠脉通路类增速96.8%，都是集采后首年受益的，主要原因在于人工晶体、通路类产品国产化较低。
- **目前仍有不少领域国产化率较低，值得关注。**目前我国医疗器械除了部分领域（如冠脉支架、监护仪、生化诊断、DR、骨科创伤类等）国产化率超过50%，其他产品的国产化率不高，部分龙头市场份额仅为个位数，针对这部分企业和所处赛道，企业积极参与带量采购，往往利大于弊。相关赛道包括药物球囊、起搏器、神经介入、外周介入、MRI、CT、呼吸机、输注泵、内窥镜、化学发光、骨科关节等。

中国医疗器械部分赛道国产化率情况



3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

- **疫情影响逐渐消除，企业品类数、销量有望持续增长。**2022年一季度，板块实现营业收入21.8亿元（+21.4%），归母净利润6.7亿元（-12.4%），整体板块业绩环比有所改善，非新冠业务占比持续提升，但受疫情影响增速略有放缓，展望下半年，新冠业务需求在疫情减弱的前提下可能有所回落，传统产品方面在需求端仍然处于快速增加阶段，在企业宣传推广端受疫情的影响将边际减弱。生命科学试剂国产化进程仍将持续进行，品类数将持续扩增，预计国内企业非新冠业务仍将保持较高水平增长趋势。
- **受益于下游生物药市场快速扩容、政策支持，上游试剂行业扩容迅速。**1) 国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2) 政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3) 市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **主要标的：**诺唯赞、金斯瑞、百普赛斯、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、奥浦迈、皓元医药、近岸蛋白（未上市）等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

3.7.1 板块总结：我们选取生命科学试剂6家企业，2021年收入67.8亿元（+15.5%），归母净利润19.1亿元（-17.5%），板块业绩增速有所下滑主要由于新冠病毒相关产品需求减弱以及市场价格降低，叠加2020年高基数所致。非新冠业务方面，各家公司维持正常增长趋势。2022年一季度，板块实现营业收入21.8亿元（+21.4%），归母净利润6.7亿元（-12.4%），整体板块业绩环比有所改善，非新冠业务占比持续提升受疫情影响增速略有放缓，展望全年，生命科学试剂国产化进程仍将持续进行，品类数持续扩增，继续看好相应企业。

- **诺唯赞：**2021年实现营业收入18.7亿元（+19.4%），归母净利润6.8亿元（-17.5%）。21年公司非新冠业务收入7.2亿元（+91%），新冠业务收入11.5亿元（-3.3%），利润端有所下滑主要系核酸原料集采导致成本上升。2022Q1实现营业收入9.8亿元（+80%），归母净利润4.3亿元（+28.2%）22Q1主要系公司国内抗原试剂盒获批带来较大业绩增量。
- **义翘神州：**2021年实现营业收入9.7亿元（-39.5%），归母净利润7.2亿元（-36.2%），主要2020年新冠产品销售高基数所致，其中非新冠业务收入3.6亿元（+41%）保持持续增长。2022Q1实现营业收入1.8亿元（-61.5%），归母净利润1.1亿元（-65.6%），主要新冠业务收入下滑所致。
- **百普赛斯：**2021年实现营业收入3.9亿元（+56.3%），归母净利润1.7亿元（+50%），其中21年常规业务收入2.97亿元（+71%），国内外重组蛋白试剂需求持续增长。2022Q1实现营业收入1.1亿元（+28%），归母净利润0.5亿元（+31.7%），增速有所放缓主要系非新冠产品国内业务受疫情影响，但国外业务仍保持快速增长。新冠产品方面，22Q1收入同比下滑12%，主要系相应产品需求有所下滑所致。

主要生命科学试剂企业2021及2022Q1财务数据

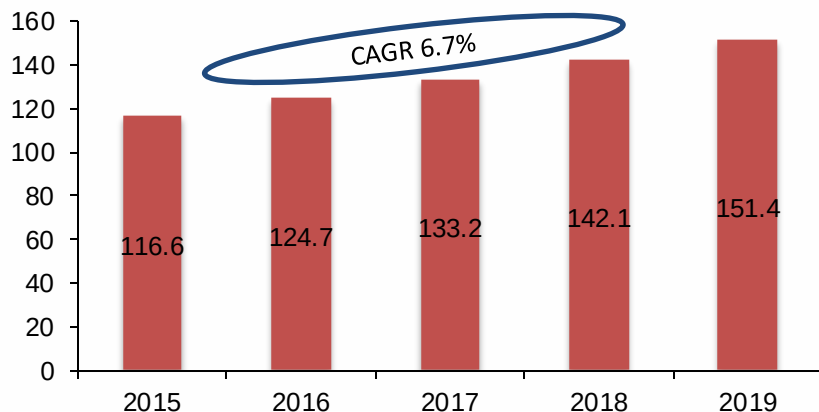
代码	公司	收入		收入增速		归母净利润		剔除新冠业务收入增速		归母净利润增速		毛利率		净利率		品类数	
		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021总体	2021新增
688105.SH	诺唯赞	18.69	9.75	19.44%	80.07%	6.78	4.31	91%	54%~58%	-17.46%	28.18%	81.20%	74.80%	36.30%	44.20%	800+	-
301080.SZ	百普赛斯	3.85	1.14	56.30%	27.73%	1.74	0.54	70.9%	45.3%	50.34%	31.66%	92.6%	95.5%	45.1%	46.8%	2500	~800
301047.SZ	义翘神州	9.65	1.76	-39.53%	-61.49%	7.2	1.14	41.40%	-	-36.15%	-65.61%	94%	90%	75%	65%	52000	1500
688133.SH	泰坦科技	21.64	5.82	56.32%	41.87%	1.44	0.19	-	-	40.09%	25.55%	21.3%	20.1%	6.6%	3.5%	自主40000+	-
301166.SZ	优宁维	11.10	2.42	30.69%	2.43%	1.09	0.22	-	-	42.15%	1.81%	23.2%	22.5%	9.8%	9.0%	自主350000+	-
688179.SH	阿拉丁	2.88	0.92	22.82%	46.69%	0.89	0.31	-	-	20.06%	54.82%	62.3%	62.1%	31.1%	33.7%	-	-
合计		67.81	21.81	15.46%	21.37%	19.14	6.71	-	-	-17.46%	-12.40%	-	-	-	-	-	-

3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

3.7.2 行业发展的驱动因素

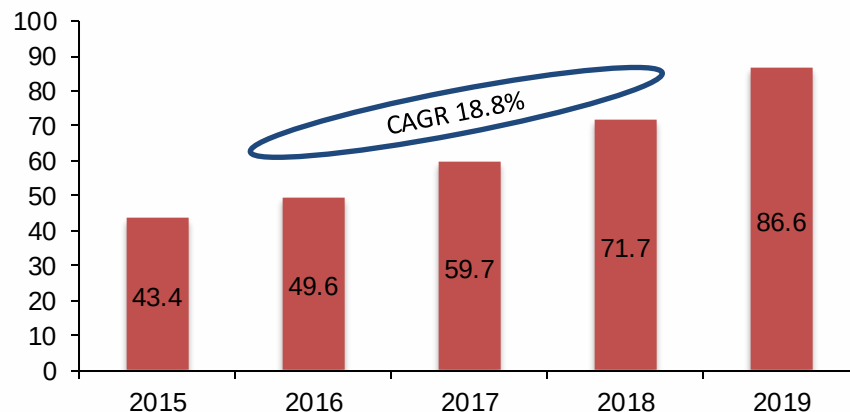
- **国内生命科学领域资金投入增速迅猛，带动生命科学试剂产业快速扩容。**医药行业作为知识密集型行业是全球各国重点竞争的产业，其中对于生命科学领域的基础研究是行业发展的根基，世界各国对于此的资金投入也处于持续增长过程当中，2019年全球生命科学领域研究资金投入为1514亿美元，未来CAGR为6.7%，预计到2025年将达到2234亿美元。其中国内此领域投资增速显著快于全球水平，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。
- **政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。**2021年CDE颁布以临床价值为导向的药物研发指导意见，强调国内医药企业的发展路径要走真创新、最创新，Big pharma为扩大规模优势势必要加强自身研发实力，中小Biotech为弯道超车也需持续研发加码。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。

全球生命科学领域研究资金投入



■ 全球生命科学领域研究资金投入（十亿美元）

中国生命科学领域研究资金投入



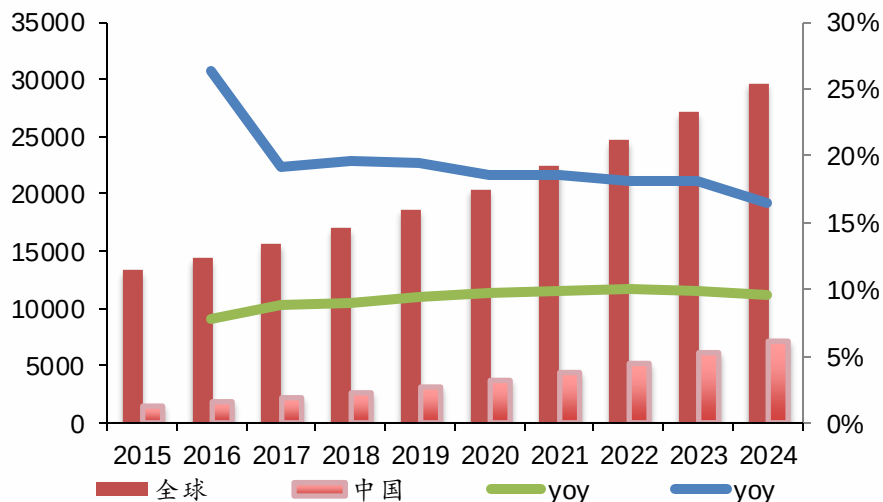
■ 中国生命科学领域研究资金投入（十亿人民币）

3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

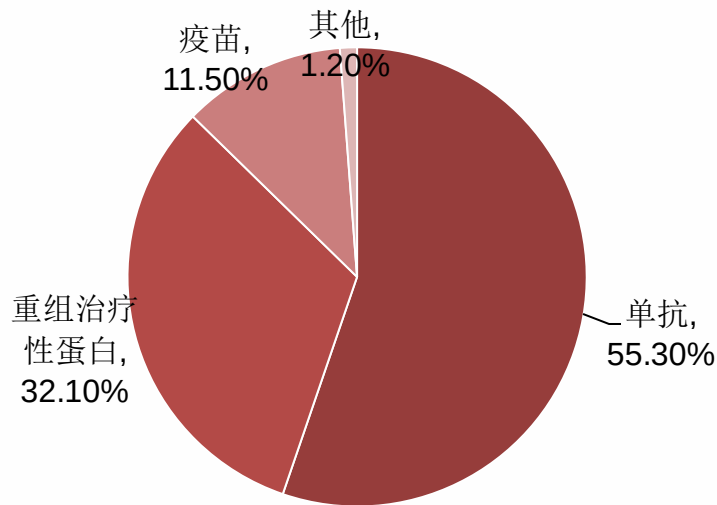
3.7.2 行业发展的驱动因素

- **生命科学试剂行业发展受益于生物药市场规模持续增长。** 生命科学试剂的主要应用领域在生物药当中，其中单抗、重组蛋白以及疫苗占据了绝大部分的市场份额。未来的行业的需求增长在于新技术、新平台的研发。
- ✓ 疫苗：多联多价的升级需求以及mRNA、DNA等新技术平台的应用。
- ✓ 重组蛋白、单抗：ADC类药物、PROTAC等技术应用。
- ✓ 细胞及基因治疗等新兴领域。

国内外生物药行业市场规模（亿元）



生物药行业不同品种市场规模占比

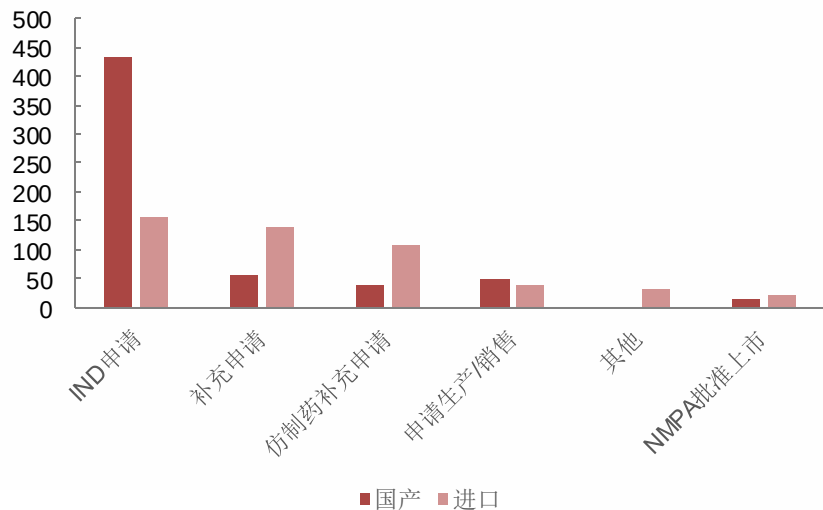


3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

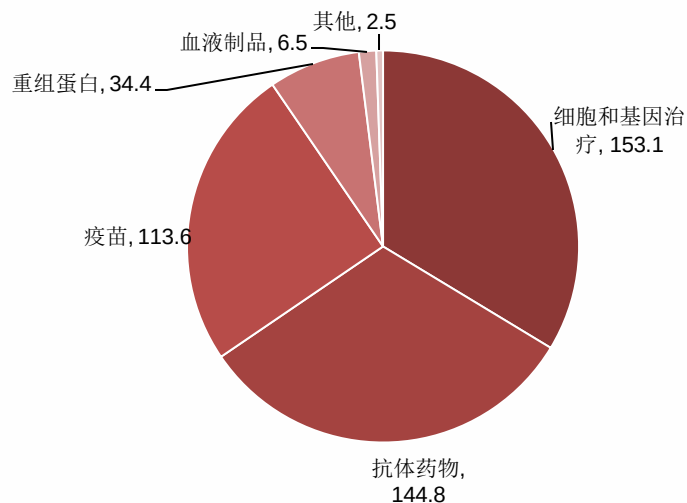
3.7.2 行业发展的驱动因素

- **生物药市场投融资在疫情契机下持续高景气，资本市场退出机制完善。**2021年生物药领域实现融资金额455亿元，其中细胞和基因治疗领域占比最大（34%），抗体领域为145亿元（32%），疫苗领域为114亿元（25%）。以及近些年港股、科创板为未盈利生物医药企业提供退出机制。其中2021年共有23家企业上市，从细分领域来看，在重组蛋白和抗体领域各有8家及10家企业布局。
- **生物药领域药物申请试验、获批数较高。**以抗体领域为例，2021年我国CDE共受理抗体药物申请1053件（国产577件、进口476件），包括IND申请 592件、补充申请195件、仿制药补充申请147件、申请生产销售88件及其他申请31件；涉及单克隆抗体745件、双/多克隆抗体155件、抗体偶联药物72件、抗体融合蛋白74件、抗体片段6件和其他1件。

抗体领域受理临床试验及获批情况（件）



生物药行业按类型分投融资比例

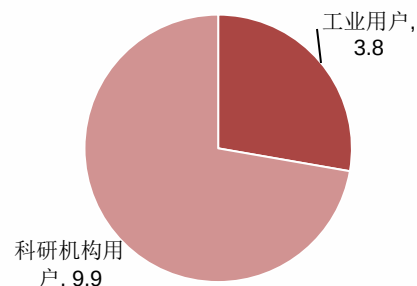


3.7 生命科学产品及服务：国产化率持续提升，品类提升+产业链整合是未来方向

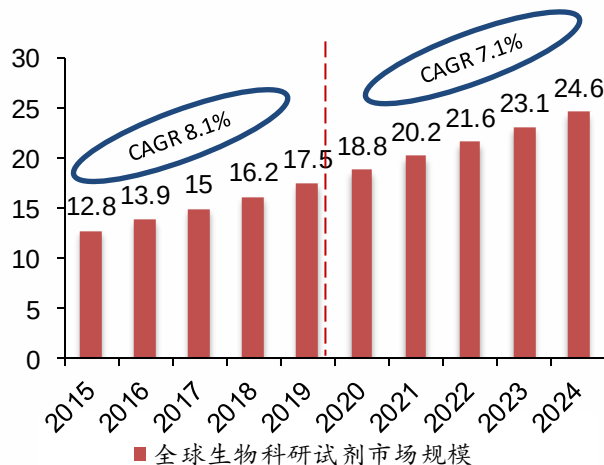
3.7.3 国内百亿市场，替代空间广阔

- **全球千亿元市场，科研用户为主。**根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。从下游客户类型来看，科研机构客户占主导地位，占比为64%。从用户的特点来看，单个工业用户的需求往往更大，出于成本考虑对产品的价格也更为敏感；而科研用户对于产品的需求往往更加分散，对产品价格的敏感度也更低。
- **中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元，2019-2024年CAGR为13.8%。**下游客户类型与全球类似，科研机构客户占比更高为72.4%，工业用户占比为27.6%。

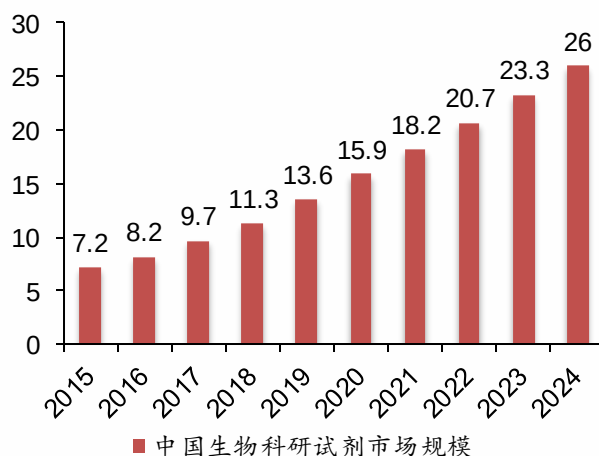
中国生命科学试剂下游客户类型占比



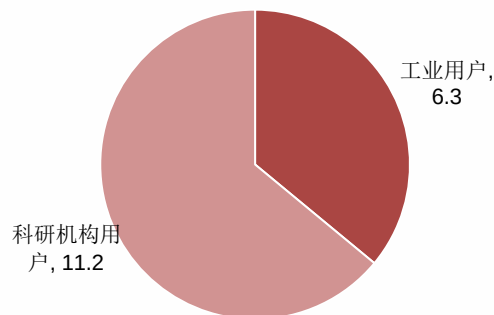
全球生命科学试剂市场规模（十亿美元）



中国生命科学试剂市场规模（十亿元）



全球生命科学试剂下游客户类型占比



3.8 订单饱满、业绩确定性强，生物制药设备+国际化驱动增长

制药机械板块订单饱满、业绩确定性较强，长期来看生物制药设备+国际化驱动增长

- **2022Q1板块业绩实现较快增长，行业在手订单充足，全年业绩确定性较高。**东富龙、楚天科技、泰林生物、迦南科技等4家公司2022Q1实现收入28.9亿元，同比增长39%，归母净利润3.7亿元，同比增长58%。龙头公司的在手订单充足，随着疫情后复工复产逐渐推进，我们预计其2022年业绩可实现较快增长的目标。
 - **楚天科技：**2022Q1公司新增订单充足，环比与去年各季度基本持平，我们预计公司二季度订单有望保持良好趋势。子公司楚天SUT从事生物制药一次性反应器相关设备及耗材业务，其产能已于5月在湖南长沙宁乡投产，有望贡献新的业绩增量。公司于2022年重点发力海外市场，组建海外销售团队，并在重点地区建立销售公司，预计未来内生海外业务收入有望实现快速增长。
 - **东富龙：**2022Q1公司新增订单与去年同期基本持平，截至季度末在手订单85.3亿元，其中微球脂质体等复杂制剂配液系统订单4.8亿元，传统制剂及包装设备订单33.03亿元，CGT设备在手订单1.8亿元。公司拟投资建设产业试制中心、复杂制剂装备产能、传统制剂包装设备产能及CGT设备产能，新产能的建设将有助于公司扩大竞争优势，提升市场份额。
- **制药装备行业集中度提升空间广阔，看好龙头企业长期成长。**2018年以来，制药装备行业进入上行周期。根据灼识咨询测算，2020年我国制药装备市场规模为538亿元，同比增长12.1%。东富龙、楚天科技等公司为本土龙头企业，其2020年市场份额占比分别为11.2%和10.4%。受益于新冠订单带来的充足现金流，未来龙头公司有望实现加速发展，长期来看行业集中度有望提升。
- **生物药制造设备耗材+国际化发展是长期增长驱动力。**新冠疫情导致海外供应链货期延长，叠加UVL事件等外部因素，国内生物科技企业供应链国产替代有望加速。国产龙头企业有望从新兴市场开始国际化之路。目前东富龙已覆盖欧洲、亚洲多个国家，产品类型从注射剂单机及系统向生物工程单机及系统拓展。楚天科技已成立多个海外销售中心，2022年内生板块海外订单占比有望迅速提升。
- **投资建议：**推荐布局我国药机行业龙头楚天科技、东富龙等，建议关注新华医疗、迦南科技、泰林生物等。

3.8 2022Q1业绩增速较快，在手订单充足

3.8.1 2022Q1药机板块业绩实现较快增长，行业在手订单充足，全年业绩确定性较高

- **2022年Q1，A股制药装备公司业绩实现较好增长。**4家公司实现收入28.9亿元，同比增长39%，归母净利润3.7亿元，同比增长58%。龙头公司的在手订单充足，我们预计其2022年业绩可实现较快增长的目标。部分药机龙头公司3-4月经营受到疫情影响，仍需观察半年报情况。
- **楚天科技：**2022Q1实现收入13.7亿元，同比+20.1%，实现归母净利润1.3亿元，同比+22.1%，扣非归母净利润1.4亿元，同比+27.2%。2022Q1公司新增订单充足，环比与去年各季度基本持平，我们预计公司二季度订单有望保持良好趋势。子公司楚天SUT从事生物制药一次性反应器相关设备及耗材业务，其产能已于5月在湖南长沙宁乡投产，有望贡献新的业绩增量。公司于2022年重点发力海外市场，组建海外销售团队，并在重点地区建立销售公司，预计未来内生海外业务收入有望实现快速增长。2022年公司股权激励目标为业绩增长20%（扣除激励费用前），预计公司有较大希望达成激励目标。
- **东富龙：**2022Q1实现收入12.4亿元，同比+72.7%，实现归母净利润2.1亿元，同比+91.4%，扣非归母净利润2亿元，同比增长95.8%，其中生物工程实现收入9446万元。2022Q1公司新增订单与去年同期基本持平，截至季度末在手订单85.3亿元，其中微球脂质体等复杂制剂配液系统订单4.8亿元，传统制剂及包装设备订单33.03亿元，CGT设备在手订单1.8亿元。公司拟投资建设产业试制中心、复杂制剂装备产能、传统制剂包装设备产能及CGT设备产能，新产能的建设将有助于公司扩大竞争优势，提升市场份额。

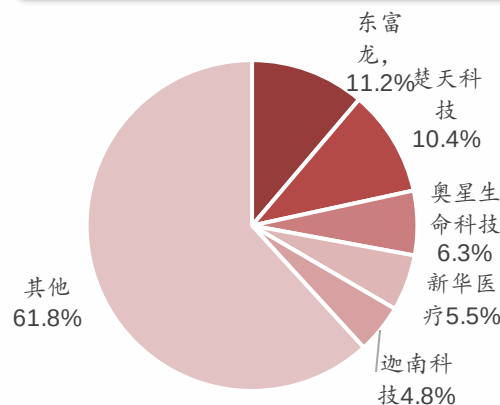
公司	2022Q1			
	营收（亿元）	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
东富龙	12.4	55%	2.1	91%
楚天科技	13.7	47%	1.3	22%
泰林生物	0.7	41%	0.1	45%
迦南科技	2.1	5%	0.2	68%

3.8 行业集中度提升空间较大，生物药设备耗材及国际化是成长动力

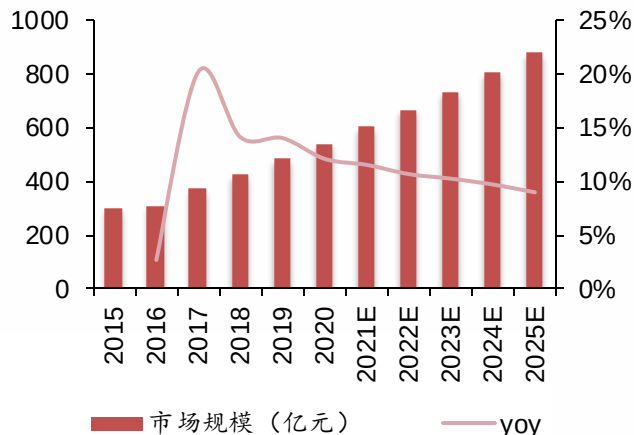
3.8.2 制药装备行业集中度提升空间广阔，生物药制造设备耗材+国际化发展是长期增长驱动力

- **制药装备行业集中度提升空间广阔，看好龙头企业长期成长。**2018年以来，制药装备行业进入上行周期。根据灼识咨询测算，2020年我国制药装备市场规模为538亿元，同比增长12.1%。东富龙、楚天科技等公司为本土龙头企业，其2020年市场份额占比分别为11.2%和10.4%。受益于新冠订单带来的充足现金流，未来龙头公司有望实现加速发展，长期来看行业集中度有望提升。
- **新冠疫情及国际关系事件推动国产生物药生产设备耗材加速替代。**目前国产配储液袋等产品处于放量增长阶段；不锈钢生物反应器、配储液系统以及分离纯化系统已获得部分头部客户认可；一次性反应器、色谱层析填料、过滤膜包等高壁垒产品仍需进口。新冠疫情导致海外供应链货期延长，叠加UFL事件等外部因素，国内生物科技企业供应链国产替代有望加速。
- **国际化业务打开成长空间。**国产龙头企业有望从新兴市场开始国际化之路。目前国际化发展较好的东富龙已覆盖欧洲、亚洲多个国家，产品类型从注射剂单机及系统向生物工程单机及系统拓展。楚天科技已成立多个海外销售中心，2022年内生板块海外订单占比有望迅速提升。

2020年本土制药装备厂商产值占比



中国制药装备市场规模



东富龙2021&2022Q1海外主要市场营收拆分（万元）

国家	产品类型	2021营收	占比	2022Q1营收	占比
俄罗斯	生物工程单机及系统			31992.2	
	医疗装备及耗材	7250.76		26573.84	
	注射剂单机及系统	16086.18		8146.64	
	检查包装单机及系统	1328.52		1042.58	
	净化设备与工程			117.29	
	售后服务与配件	842.72		40.06	
	小计	25508.18	53.3%	67912.61	66.1%
印度	生物工程单机及系统			8187.18	
	医疗装备及耗材			3648.31	
	售后服务与配件	715.41		1843.96	
	注射剂单机及系统	1961.2		1109.92	
	检查包装单机及系统	912.47		210.14	
	原料药单机及系统	306.65			
	小计	3895.73	8.1%	14999.51	14.6%
	海外市场合计	47846.34	100%	102778.7	100.0%

3.9 新冠改变行业供需格局，疫情短期影响仍存

血制品主要品种供需平衡，预计疫情对2022年板块业绩存边际小幅影响，需跟踪复工复产进度

- **血制品行业处于从疫情恢复的长期过程中，短期略有反复。**2022Q1国内多地疫情导致血制企业的产品发货及采浆受限，一季度业绩亦受到影响，部分公司业绩小幅下降。从批签发数据来看，一季度多数品种均实现了良好增长，其中进口白蛋白签发批次同比增长17%，静丙签发批次同比增长27%。展望2022年，预计行业仍将受到疫情影响，我们认为其对上市公司业绩边际上有小幅影响。从更长时间维度来看，血制品行业正逐渐从疫情影响中恢复。长期来看，血制品行业将保持稳健发展。
- **行业供需目前处于平衡状态。**2021年我国血制品批签发实现较快增长，其中人白批签发4242批（+8%），进口占比65%，静丙批签发961批（+12%）。新冠刺激了静丙等产品的需求增长，加速产品库存出清。目前白蛋白、静丙等主要血制品品种的行业库存水平较低，预计其全年供需匹配较好；部分特免产品需求受疫情影响程度较大，其库存水平较高。
- **广东联盟血制品集采对行业格局影响较小，关注十四五期间浆站审批动态。**5月27日，广东省药品交易中心公布了广东联盟血制品集采中选结果。本次广东集采，白蛋白和静丙的报量占2020年国内批签发总量的比例分别为4.4%和5.8%，中选价格变化幅度有限。我们认为本次集采规则温和，有利于血制品行业的产品供应保障，对行业格局的影响则较为有限。十三五期间，我国新增浆站审批放缓，预计十四五期间各省对新批浆站的限制将有所放松。预计各省份将陆续出台规划，政府沟通能力强的血制企业将有机会获取更多新增浆站批文。
- **新冠疫情后静丙等品种增长或将提速，国产厂商有望拓展静丙等常规出口。**新冠防控加速国内血制企业的静丙库存出清，促进医生提高静丙临床价值认知。目前国内血制企业静丙动销良好，预计疫情后静丙长期增长有望提速。目前多家血制企业正布局东南亚、南美洲、中东等市场，并寻求从疫情紧急出口转为常规出口。2018年亚太、拉美、中东等地区的血浆年使用量分别约为13000吨、2000吨、2000吨左右（2021年中国采浆9455吨）。上述地区2008-2017年免疫球蛋白类血制品市场增速分别为6.7%、8.7%、13.6%（中国为17.5%）。
- **投资建议：建议选择浆量规模大、浆站资源获取能力强、产品数量更多的企业，推荐1）派林生物（000403）：**浆量弹性显著、产品种类扩充空间大；2）华兰生物（002007）：血制品疫苗双轮驱动，血制品种类丰富盈利能力突出；3）卫光生物（002880.）：区域血制品龙头，在研产品逐步推进；4）天坛生物（600161）：浆站获取能力突出，浆量资源领先。

3.9 短期内疫情影响企业产品发货，板块业绩略受影响

3.9.1 血制品行业处于从疫情恢复的长期过程中，短期略有反复

- 2022Q1国内多地疫情导致血制企业的产品发货及采浆受限，一季度业绩亦受到影响，板块业绩增速略低于此前预期，部分血制公司业绩小幅下降。从批签发数据来看，一季度多数品种均实现了批签发良好增长，其中进口白蛋白签发批次同比增长17%，国产白蛋白签发批次同比增长5%。静丙签发批次同比增长27%。因子类产品签发批次亦实现较快增长。展望2022年，我们预计疫情对上市公司业绩边际上有小幅影响。长期来看，血制品行业将保持稳健发展。

血制品上市公司2022Q1业绩情况

公司	2022Q1			
	营收（亿元）	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
天坛生物	7.05	-17%	1.25	-17%
华兰生物	6.41	3%	2.34	-8%
派林生物	5.00	76%	1.06	87%
博雅生物	6.55	5%	1.04	3%
卫光生物	1.38	-1%	0.25	-6%

2022Q1主要血制品签发批次数据

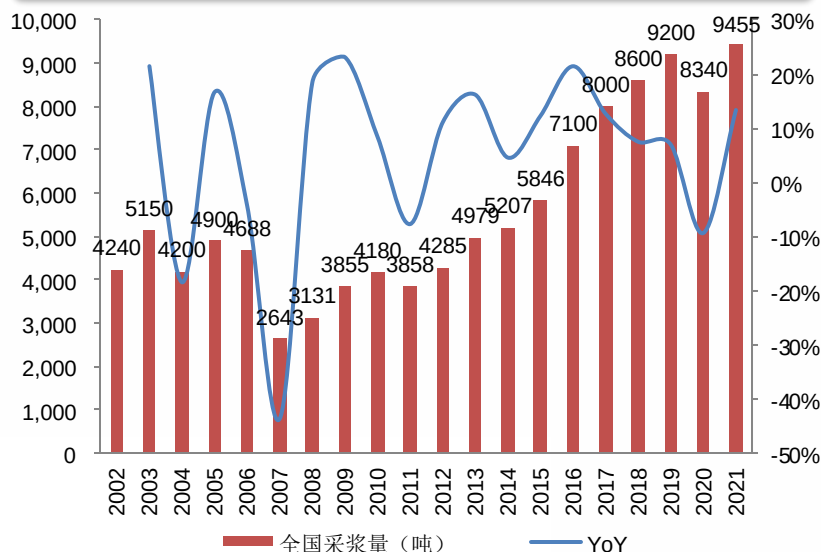
血制品种		签发批次		同比增长
		2021Q1	2022Q1	
人白	进口总计	514.00	599.00	17%
	进口占比	62%	65%	/
	国产总计	314.00	329.00	5%
	国产占比	38%	35%	/
	合计	828.00	928.00	12%
免疫球蛋白	静丙	200.00	253.00	27%
	狂免	37.00	37.00	0%
	破免	37.00	42.00	14%
因子类	VIII因子	72.00	104.00	626%
	PCC	46.00	71.00	54%
	纤原	42.00	67.00	60%

3.9 当前主要血制品种供需平衡

3.9.2 行业供需目前处于平衡状态

- 从更长时间维度来看，血制品行业正逐渐从疫情影响中恢复。1) 采浆端，2021年全国采浆9455吨，同比增长13.4%，较2019年增长2.7%，基本恢复至疫情前水平；2) 批签发方面，2021年我国血制品批签发实现较快增长，其中人白批签发4242批(+8%)，进口占比65%，静丙批签发961批(+12%)；3) 销售端，2021年样本医院白蛋白、静丙销售额分别同比增长17.1%、12.8%，增速较2020年有所提升。
- 目前白蛋白、静丙等主要血制品品种的库存水平较低，预计其全年供需匹配较好；部分特免产品需求受疫情及供给格局变化等因素影响程度较大，其库存水平较高。

我国历年采浆量



2021主要血制品签发批次数据

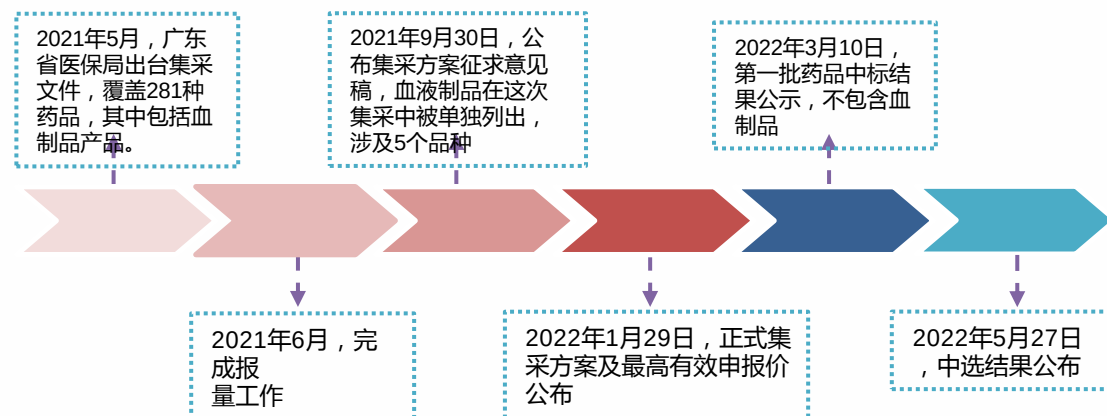
血制品种		签发批次		同比增长
		2020	2021	
人白	进口总计	2541.00	2755.00	8%
	进口占比	64%	65%	/
	国产总计	1399.00	1487.00	6%
	国产占比	36%	35%	/
	合计	3940.00	4242.00	8%
免疫球蛋白	静丙	836.00	961.00	15%
	狂免	157.00	159.00	1%
	破免	87.00	122.00	40%
因子类	VIII因子	324.00	336.00	335%
	PCC	190.00	225.00	18%
	纤原	200.00	231.00	16%

3.9 广东联盟血制品集采降价幅度温和

3.9.3 广东联盟血制品集采对行业格局影响较小

- 5月27日，广东省药品交易中心公布了广东联盟血制品集采中选结果。
- 本次血制品集采覆盖地域较广。本次集采地区包括广东、山西、江西、河南、广西、海南、贵州、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等省份。
- 医院报量相对规模较小，报量按照公立医疗机构填报的首年预采购量进行统计，白蛋白、静丙的集采报量分别占2020年批签发的4.4%和5.8%。
- 集采未设置企业间的竞争性比价，最高有效申报价高于历史中标价水平。中选规则：申报价格须不高于最高有效申报价和企业自身在联盟区最低价格两者之间低值，并且中选企业获得联盟地区本企业采购量的100%。

广东省联盟集采进展



广东联盟血制品集采报量

产品	集采报量	2020年全国批签发	占比
人血白蛋白 (50ml:10g)	262万支	5989万支	4.4%
静丙 (50ml:2.5g)	71.9万支	1238万支	5.8%
人凝血因子Ⅷ (200IU)	24.4万支	199万支	12.2%
人纤维蛋白原 (0.5g)	12.9万支	125万支	10.3%
人免疫球蛋白 (0.15g)	1047支	470万支	0.02%

广东联盟血制品集采最高有效申报价

产品	规格	历史中标价中值	最高有效申报价
人血白蛋白	50ml:5g	232元	354元
	50ml:10g	412元	602元
	50ml:12.5g	493元	714元
静丙	50ml:2.5g	620元	918元
人凝血因子Ⅷ	200IU	396元	411元
	300IU	540.13元	560元
人纤维蛋白原	0.5g	930元	940元

3.9 广东联盟血制品集采降价幅度温和

3.9.3 广东联盟血制品集采对行业格局影响较小

广东联盟血制品集采结果：白蛋白、静丙中标价均不低于近三年全国中标最低价

公司	白蛋白(50ml,10g) 广东联盟集采中标价	白蛋白(50ml,10g)近三年全国范围历史中标价		
		中值	最低值	最高值
兰州生物制品研究所有限责任公司	445.5	420	420	448
国药集团贵州血液制品有限公司	403	405.33	401	420
山东泰邦生物制品有限公司	358	358	358	384
同路生物制药有限公司	378	378	378	390
上海莱士血液制品股份有限公司	520	580	412	650
华兰生物工程股份有限公司	378	378	378	435
广东双林生物制药有限公司	374.0984	358	358	412
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	410	412	410	412
广东丹霞生物制药有限公司	376.8	398	378	550
深圳市卫光生物制品股份有限公司	376.7223	412	378	412
新疆德源生物工程有限公司	420	410	400	420
基立福公司	365.0933	370	362	420
杰特贝林生物制品	374	378	362	425
百特医疗用品有限公司	369.9	412	370	422.51
公司	静丙(50ml,2.5g) 广东联盟集采中标价	静丙(50ml,2.5g)近三年全国范围历史中标价		
		中值	最低值	最高值
兰州兰生血液制品有限公司	620	620	620	620
国药集团上海血液制品有限公司	620	620	620	620
山东泰邦生物制品有限公司	561	561	561	589
上海莱士血液制品股份有限公司	561	620	561	620
同路生物制药有限公司	550	550	545	561
华兰生物工程股份有限公司	561	561	550	630
广东双林生物制药有限公司	561	561	561	561
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	605	605	605	605
深圳市卫光生物制品股份有限公司	546.4329	610	610	610
新疆德源生物工程有限公司	619	620	620	620

3.9 广东联盟血制品集采降价幅度温和

3.9.3 广东联盟血制品集采对行业格局影响较小

广东联盟血制品集采结果：部分企业因子类产品中标价较近三年全国最低价略有下降

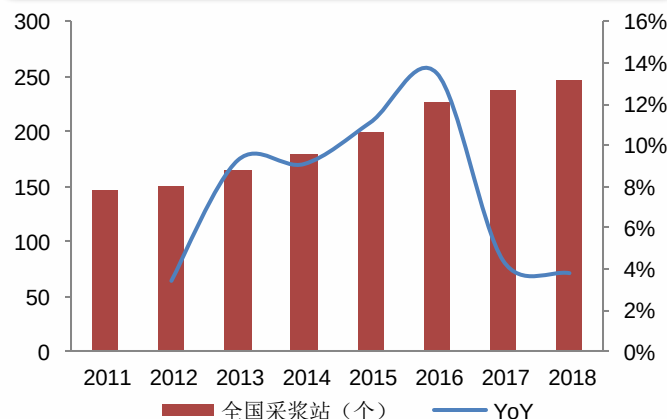
公司	人凝血因子Ⅷ（200IU） 广东联盟集采中标价	人凝血因子Ⅷ（200IU）近三年全国范围历史中标价		
		中值	最低值	最高值
国药集团上海血液制品有限公司	396	396	393	396
山东泰邦生物制品有限公司	370	380	380	396
华兰生物工程股份有限公司	387.8937	393	393	396
同路生物制药有限公司	560（300IU）	560（300IU）	560（300IU）	620（300IU）
广东双林生物制药有限公司	410.567	420	395	420
南岳生物制药有限公司	395	428	428	428
山西康宝生物制品股份有限公司	410.567	458	458	458
绿十字(中国)生物制品有限公司	392	396	396	396
公司	纤维蛋白原（0.5g） 广东联盟集采中标价	纤维蛋白原（0.5g）近三年全国范围历史中标价		
		中值	最低值	最高值
山东泰邦生物制品有限公司	878	890	878	930
上海莱士血液制品股份有限公司	885	650	650	980
华兰生物工程股份有限公司	870	880	870	880
江西博雅生物制药股份有限公司	699	878	878	985
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	875	985	903	985
深圳市卫光生物制品股份有限公司	940.4651	985	985	985
绿十字(中国)生物制品有限公司	850	880	880	980

3.9 关注十四五期间浆站审批动态

3.9.4 关注十四五期间各省浆站审批动态

- 历史来看，我国浆站数量在十二五期间快速增加，从2012年的150余家增加到2016年的约230家，期间年均复合增速为11%；十三五期间浆站审批趋紧，估计2020年底我国共约有260-270家浆站。
- 预计十四五期间各省对新批浆站的限制将有所放松。例如云南省卫健委于2020年12月发布十四五规划，拟在全省新设浆站24个。预计后续将有其他省份出台类似规划政策。
- 新浆站由省级卫健委批准。各省综合考虑当地经济水平、已有浆站数量、属地血制品企业做出批准新建浆站的决定。政府沟通能力强的血制企业将有机会获取更多新增浆站批文

我国历年浆站数量



我国单采血浆站设立相关政策

发布单位	发布时间	政策	涉及采浆站设立的主要内容
卫生部等九部委	2006/3	《单采血浆站转制的工作方案》	由卫生行政部门设置的单采血浆站转制为由血液制品生产企业设置，具有独立的法人资格。
国家卫生部	2008/8	《单采血浆站管理办法》	规定申请设置新的单采血浆站，血液制品生产单位注册的血液制品不得少于6个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产单位不得少于5个品种），同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品。
国家卫计委	2016/12	《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	严格新增单采血浆站设置审批，向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜。

3.9 关注十四五期间浆站审批动态

3.9.4 关注十四五期间各省浆站审批动态

各血制企业目前在营浆站数量

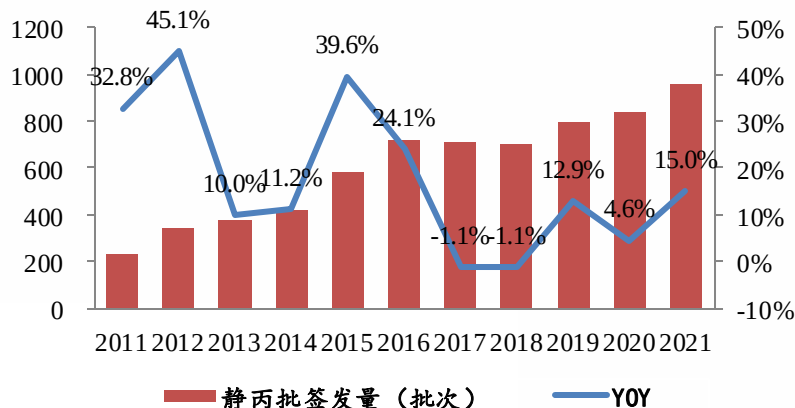
集团	在营浆站数量（含分站）	企业	在营浆站数量（含分站）	血浆来源地
天坛生物	56	兰州兰生血液制品有限公司	11	甘肃、宁夏
		国药集团武汉血液制品有限公司	14	山西、湖北、湖南、海南
		国药集团贵州血液制品有限公司	2	江西
		国药集团上海血液制品有限公司	9	江西、云南、贵州
		成都蓉生药业有限责任公司	20	四川、山东、山西
上海莱士	41	上海莱士血液制品股份有限公司	17	安徽、山东、湖北、湖南、江西、广东、海南、广西、陕西等
		同路生物制药有限公司	21	安徽、浙江
		郑州莱士血液制品有限公司	3	湖南、广西
华兰生物	25	华兰生物工程股份有限公司	14	河南、贵州、广西
		华兰生物工程重庆有限公司	11	重庆
泰邦生物	23	山东泰邦生物制品有限公司	20	山东、河北、广东、广西、山西
		西安回天血液制品有限责任公司	3	陕西
派林生物	21	广东双林生物制药有限公司	11	广东、广西、山西
		哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	10	黑龙江
博晖创新	16	广东卫伦生物制药有限公司	8	广东
		河北大安制药有限公司	8	河北
博雅生物	11	博雅生物制药集团股份有限公司	11	江西、四川、浙江
卫光生物	8	深圳市卫光生物制品股份有限公司	8	广东、广西、海南

3.9 静丙需求增长提速，海外市场机会已现

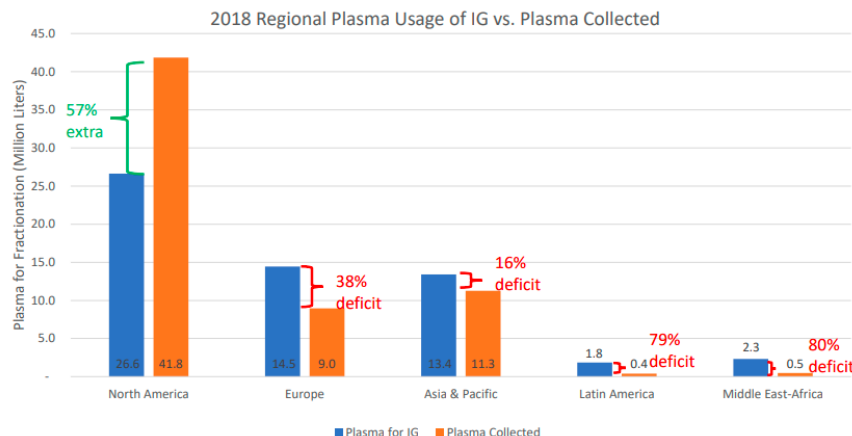
3.9.5 新冠疫情后静丙等品种增长或将提速，国产厂商有望拓展静丙等常规出口

- **新冠疫情提升静丙认知度，未来需求增长或将提速。**静丙于2020年以来被写入多项新冠防治指南，促进医生提高了对静丙临床价值的认知。新冠防控加速国内血制品企业的静丙库存出清，目前静丙批签发保持较快增速，2021年国内静丙签发批次增速为15%，2022Q1增速为27%，血制品企业静丙动销良好。相比海外成熟市场，我国静丙渗透率提升空间广阔，预计疫情后静丙增长有望提速。
- **新冠疫情打开海外发展中国家市场出口机会，国产厂商拓展静丙等常规出口。**新冠疫情期间海外采浆受损，国际血制品企业对发展中国家市场供应有所收缩，为国内血制品企业打开出口机会。目前多家血制品企业正布局东南亚、南美洲、中东等市场，并寻求从疫情紧急出口转为常规出口。例如派林生物2021年与Hypera公司签订合作协议，拟向巴西出口静丙。根据MRB数据，2018年亚太、拉美、中东等地区的血浆年使用量分别约为13000吨、2000吨、2000吨左右（2021年中国采浆9455吨）。上述地区2008-2017年免疫球蛋白类血制品市场增速分别为6.7%、8.7%、13.6%（中国为17.5%）。

2007-2021中国静丙签发批次



全球各地区血浆采集及使用情况



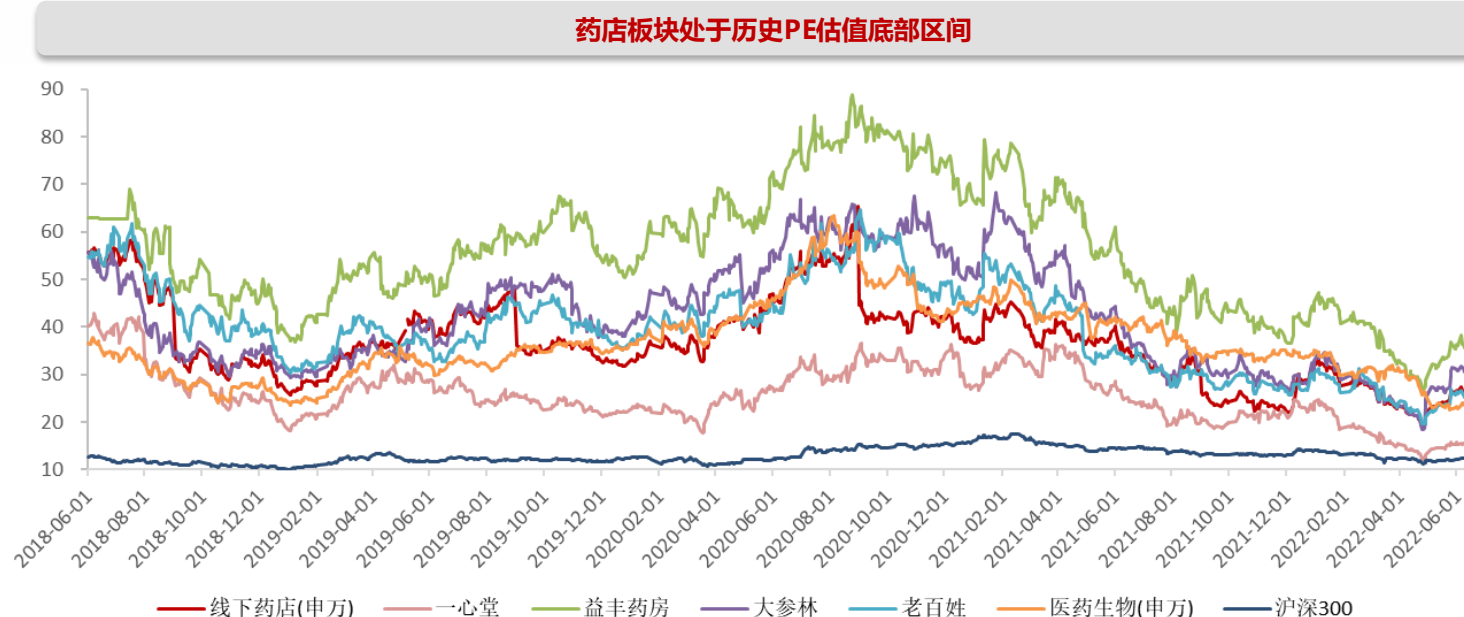
3.10 药店观点：拐点在即，长期投资主线不变，聚焦短期疫情修复逻辑

- ❑ **业绩逐季复苏，“直营+并购+加盟”加速拓展门店。**21年药店板块受全国多地散发疫情的影响，以及部分药品管控，21年业绩增速全年放缓。药店板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1呈现恢复态势，22Q1板块实现收入200亿元(+16.9%)；归母净利润为11.6亿元(-1.4%)；扣非归母净利润为11.3亿元(+2%)。22Q1益丰药房/大参林/老百姓/一心堂/健之佳门店数分别增至8225/8469/8612/8809/3134家，同增31%/31%/18%/17%/41%。随着全国疫情的好转，我们预计2022年仍将维持较高的门店扩张速度，大型连锁药店有望率先发力，引领行业复苏。
- ❑ **药店承接核酸检测，四类药政府管控趋松。**1)启用药店为核酸采样点。核酸常态化规模扩大，政策提出构建“步行15分钟核酸采样圈”，承接核酸检测的药店，门店客流量明显提升，业绩有望加速回暖。2)政府药品管控精准化，四类药管控趋松。部分地区四类药（发热、止咳、抗病毒、抗菌素）解禁，逐步恢复门店及网上渠道的四类药销售。
- ❑ **行业集中度日益提升，利好大型连锁药店。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。
- ❑ **处方外流加速，线上线下融合发展。**集采降价、DRGs、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势，从长期看处方药外流市场有望带来2000亿增量市场。线下：以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房。线上：“互联网+医疗”势头强劲。各公司积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方，2021年电商渠道营收增速：大参林、一心堂、益丰药房、老百姓同比增长分别为87%/93%/64%/170%，2022年线上业务有望持续高增。
- ❑ **投资建议：**药店板块处于历史估值底部，后疫情时代，短期估值有望修复。行业长期投资主线不变：行业集中度持续提升，处方药加速外流。短期聚焦疫情修复逻辑：药店承接核酸检测，四类药政府管控趋松。建议关注低估值下的稳健大型连锁药店，推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、益丰药房（603939）、老百姓（603883）。
- ❑ **风险提示：**门店扩张不及预期；并购门店整合不及预期；药品降价风险；疫情波动风险。

3.10 药店行业篇——估值处于历史底部，2022中期拐点初现

3.10.1 药店板块处于历史估值底部，后疫情时代，短期估值有望修复

- 我们回顾历史估值，选取2018H1-2022H1期间的线下药店板块、医药生物（申万）、沪深300、以及4家龙头公司（益丰药房、大参林、一心堂、老百姓）的PE进行对比分析，药店板块受疫情及防控政策影响，2020年后板块估值持续下跌，已达历史最低水位线。
- 行业长期投资主线不变：行业集中度持续提升，处方药加速外流。
- 短期聚焦疫情修复逻辑：药店承接核酸检测，四类药政府管控趋松。1）启用药店为核酸采样点。核酸常态化规模扩大，政策提出构建“步行15分钟核酸采样圈”，承接核酸检测的药店，门店客流量明显提升，业绩有望加速回暖。2）政府药品管控精准化，部分地区四类药（发热、止咳、抗病毒、抗菌素）解禁，逐步恢复门店及网上渠道的四类药销售。

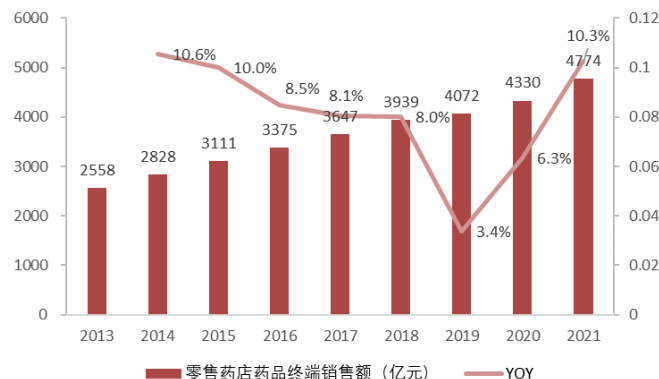


3.10 药店行业篇——行业增速快，上行空间大

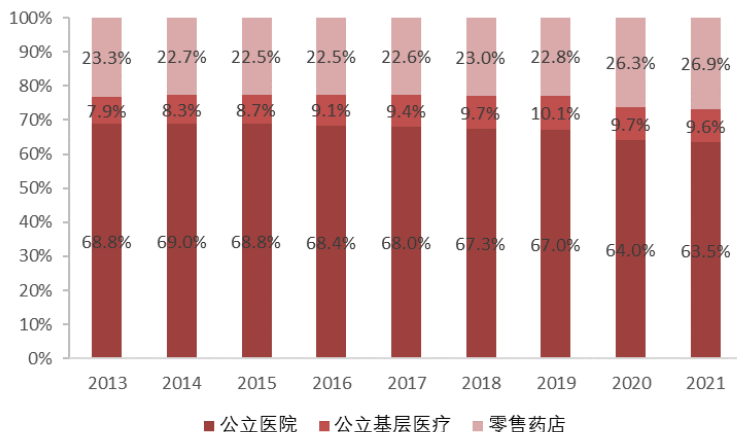
3.10.2 零售药店行业增速快，发展空间大——2021年零售药店销售额为4774亿元（+10.3%）

- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2021年，全国药品销售额为17747亿元，行业整体增速为8%。分渠道看，零售药店药品终端销售额为4774亿元（+10.3%）；公立医院药品终端销售额为11278亿元（+7.3%）；公立基层医疗药品终端销售额为1695亿元（+6.3%）。
- **零售渠道终端占比持续提升，上行空间大。**2021年药品零售渠道占比上升至26.9%，公立医院药品渠道占比下降至63.5%。受限制药占比、取消药品加成、控制辅助用药等一系列医改政策影响，在处方药外流加速推进的趋势下，药品零售渠道占比有望持续提升。

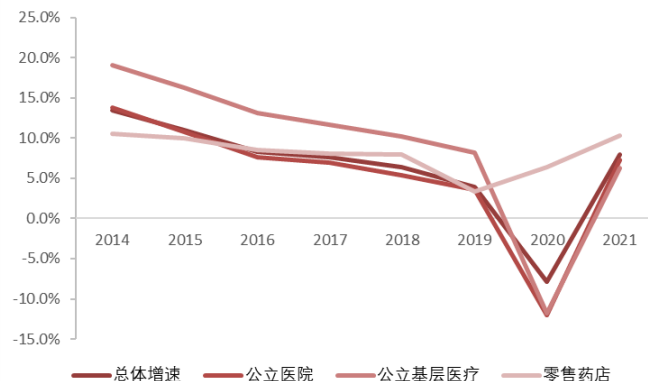
2013-2021年国内零售渠道药品销售额及增长率



2013-2021年国内药品销售渠道占比



2014-2021年国内药品行业各渠道增速

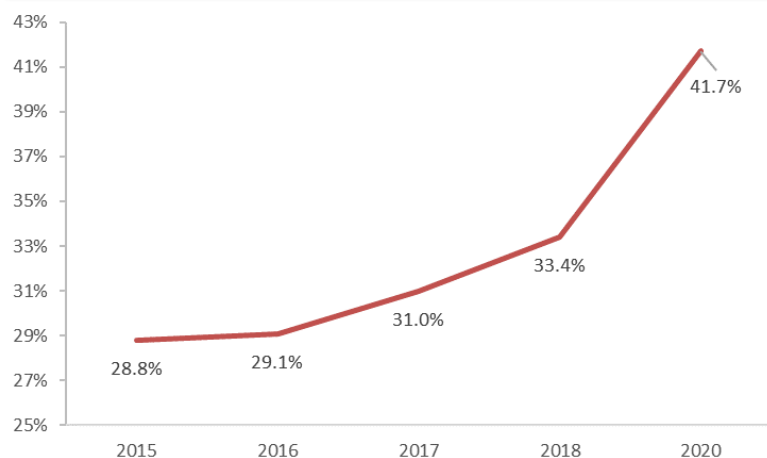


3.10 药店行业篇——“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店主流趋势

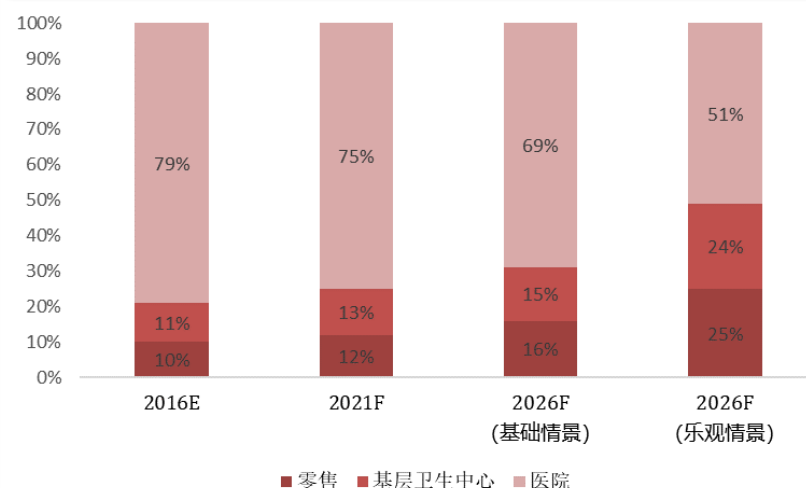
3.10.3 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

- **行业集中度持续提升，有较大提升空间。**随着政策规范化、开店标准提高、带量采购常态化，行业进入长期洗牌阶段，单体和小连锁被淘汰，优势资源向大型连锁药店聚集，行业集中度持续提升。2020年中国连锁药店CR10提升至41.7%，CR100提升至35.3%。但相较于美国、日本等成熟市场，美国零售药房CR3达87%，日本CR10达70%，国内药品零售的集中度仍有巨大的提升空间。药店行业“十四五规划”目标为2025年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。
- **处方药加速外流为长期趋势。**随着“健康中国”战略实施以及医药卫生体制改革的深入，医药分开、药占比、药品零加成、分级诊疗、一致性评价、医保控费、带量集采、两票制、双通道等一系列政策逐步落地，推动处方药持续外流。

2015-2020年中国零售药店CR10



医院处方药逐步流向零售及基层



3.10 药店行业篇——“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店主流趋势

政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

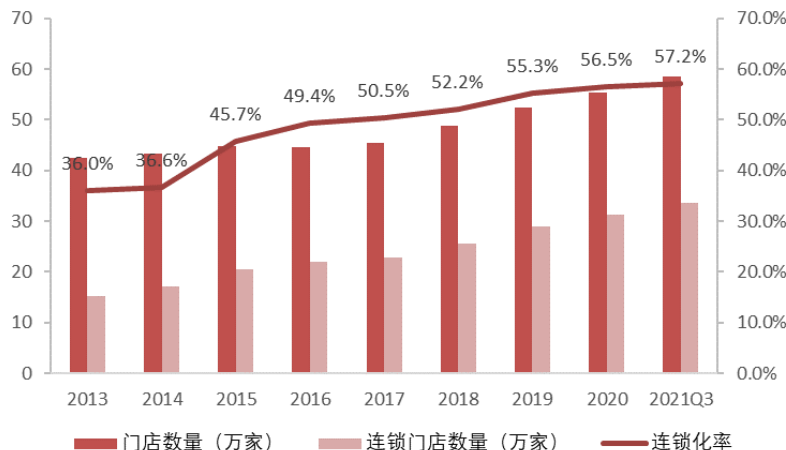
发布时间	部门	政策	内容
2016年11月	国务院	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	所有公立医院取消药品加成，落实公立医院药品分类采购，公立医院药品采购逐步实行“两票制”（生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票）。
2017年1月	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	加快推动医院门诊患者凭处方到零售药店购药。
2017年4月	国家卫生计生委、财政部、中央编办等七部门	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	2017年9月30日前，全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。县级公立医院全面实行以按病种付费为主，按人头付费、按床日付费等复合型付费方式。
2018年11月	商务部	《全国零售药店分类分级管理的指导意见（征求意见稿）》	到2020年，全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，到2025年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立，部门协调联动机制运行良好。
2019年1月	国务院	《国务院组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	选择“4+7”试点，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担；探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制。
2020年2月	国家卫生健康委、财政部、国家医保局、国家药监局、教育部、人力资源社会保障部	《加强医疗机构药事管理促进合理用药的意见》	国家以临床用药需求为导向，动态调整国家基本药物目录。推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”用药模式。“1”为国家基本药物目录；“X”为非基本药物，优先选择国家组织集中采购和使用药品及国家医保目录药品。
2020年11月	国家药监局	《国家药监局关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知》	药品零售企业按规定配备执业药师是维护公众用药安全的基本要求。针对当前部分地区执业药师不够用、配备难的实际情况，设置过渡期，对于执业药师存在明显缺口的地区，允许药品零售企业配备使用其他药学技术人员承担执业药师职责，过渡期不超过2025年。
2020年12月	国家医疗保障局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	定点零售药店应当为参保人员提供药品咨询、用药安全、医保药品销售、医保费用结算等服务。符合规定条件的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构。定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。
2021年9月	国务院	《“十四五”全民医疗保障规划》	全面实施医疗保障定点医疗机构、医疗保障定点零售药店管理办法。优化定点管理流程，扩大定点覆盖面，将更多符合条件的基层医疗机构纳入医保定点范围。鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购。
2021年5月	国家医疗保障局	《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》	对于临床价值高、患者急需、替代性不高的品种，要及时纳入“双通道”管理。对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。

3.10 药店行业篇——门店高速增长，连锁率持续提升

3.10.4 药店连锁率提升空间大——“十四五规划”药品零售连锁率目标为70%

- **门店数保持高速增长，药店连锁率持续提升。**根据最新的2021Q3国家药监局管理统计报告显示，2021年3季度末，全国药店总数为58.7万家，其中连锁门店数达到33.5万家，全国药店连锁率达57.2%。
- **中国药店连锁率提升空间大，具有区域性差异。**总体来看，与发达国家相比，我国药店连锁率较低，2021年美国药店连锁率达到71.1%，而我国仅波动在57%。但不同地区的药店连锁率存在显著性差异，上海（92.1%）、四川（86.8%）药店连锁率为全国最高的两个地区。随着大型连锁药店的持续“内生增长+外延并购”，“十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售连锁率增至70%。

2013-2021Q3门店数量及连锁门店数及连锁率

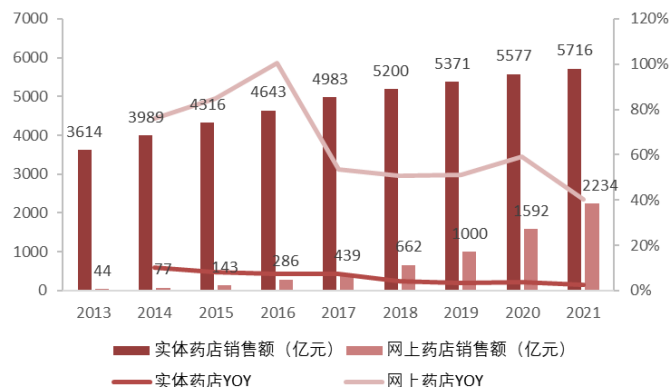


3.10 药店行业篇——新零售时代，线上线下融合发展

3.10.5 药店迈入“新零售时代”，线上渠道增长强劲

- “互联网+医药”高增长赛道，赋能中国医药新零售。2021年，网上药店销售额为2234亿元（+40.4%），网上药店销售额占比为28.1%，2016-2021年线上CAGR为50.9%。2021年，实体药店销售额为5716亿元（+2.5%），实体药店销售额占比为71.9%，2016-2021年实体CAGR为4.25%。
- 线上承接处方药外流，网售处方药政策“松绑”趋势明显。处方药外流大环境下，线上线下融合发展是中国药店的未来趋势。随着医药电商平台的规范化、专业化，各公司将积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。疫情改变了人们问诊、购药习惯，互联网医疗在线问诊量猛增，医药电商业务也快速增长。2021年电商渠道营收增速：大参林、一心堂、老百姓、益丰药房同比增长分别为87%、92.9%、170%、64%，线上业务实现快速发展。

2013-2021年线上及实体药店销售额及增速



政策推动医药电商渠道高速发展

发布时间	政策	内容
2017年	《网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	网络药品销售者为药品零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药、国家有专门管理要求的药品等。向个人消费者销售药品的网站不得通过网络发布处方药信息。既不能展示处方药信息，也不能网络销售处方药。
2018年	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	药品网络销售者为药品零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药和国家有专门管理要求的药品等；向个人消费者销售药品的网站不得通过网络发布处方药信息。
2019年	《中华人民共和国药品管理法》	药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品，应当遵守本法药品经营的有关规定。
2020年	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	药品零售企业通过网络销售处方药的，应当确保电子处方来源真实、可靠，并按照国家要求进行处方调剂审核，对已使用的处方进行电子标记。
2021年	《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》	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。
2022年	中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）	第三方平台提供者应当建立药品网络销售质量管理体系，设置专门机构，并配备药学技术人员等相关专业人員，建立并实施药品质量管理、配送管理等制度。第三方平台提供者不得直接参与药品网络销售活动。

3.10 药店行业篇——他山之石，药店海内外对比分析

3.10.6 选取国内4家药店龙头，以及全球500强的药店进行海内外对比分析，结论如下：

- **盈利能力对比：**国内药店收入、净利润过去3年CAGR增速高于海外。国内药店平均毛利率较高，主要原因是低毛利的处方药占比低于国外，随着国内处方药加速外流，预期国内药店毛利率将持续下降。
- **经营效率对比：**2021年国内药店应收账款周转率、库存周转率均低于海外。国内外药店均拥有充足的现金流，保障高速扩张。

零售药店板块海内外估值比较（截至2022.06.02）

海外																			
代码	名称	主体业务	当前股价 (美元/股)	当前市值 (亿美元)	PE(TTM)	EBITDA (亿 美元)	过去3年 EBITDA CAGR	EV2/EBIT DA	2021年收 入(亿美元)	过去3年收 入CAGR	2021年净 利润(亿美 元)	过去3年净 利润CAGR	2021年净 利率	2021年毛 利率	2021年应 收票据及 应收账款 (亿美元)	2021年应 收/收入	2021年应 收账款周 转天数	2021年库 存周转天 数	2021年经 营活动产 生的现金 流量净额 (亿美元)
CVS.N	西维斯健康	零售	96.75	1268.69	15.86	177.05	37.99%	9.87	2998.40	14.50%	79.10	-337.03%	2.70%	39.82%	244.31	8.15%	28.45	37.12	182.65
TGT.N	塔吉特	零售	161.88	750.63	12.81	115.88	20.74%	7.63	1069.78	12.05%	69.46	33.23%	6.55%	29.28%	8.35	0.78%	2.49	58.96	86.25
KRN	克罗格	零售	52.97	383.14	23.38	69.06	10.79%	7.22	1378.88	4.21%	16.55	-18.96%	1.21%	22.01%	18.28	1.33%	4.71	23.18	61.90
WBA.O	沃尔格林联合博姿	零售	43.83	378.59	6.02	54.54	-11.96%	9.04	1359.48	0.25%	25.42	-20.32%	1.90%	21.18%	56.63	4.17%	17.38	30.35	55.55
ACIN	艾伯森	零售	30.55	155.05	12.08	47.51	22.74%	4.33	718.87	5.90%	16.20	131.17%	2.25%	28.83%	5.61	0.78%	2.78	30.97	35.13
RAD.N	来德爱	零售	5.57	3.10	-0.58	3.68	-5.89%	8.21	245.68	4.32%	-5.38	8.45%	-2.19%	20.78%	13.43	5.47%	20.56	35.37	3.79
零售板块平均值			65.26	489.87	11.60	77.95	12.40%	7.72	1295.18	6.87%	33.56	-33.91%	2.07%	26.98%	57.77	3.44%	12.73	35.99	70.88
国内																			
代码	名称	主体业务	当前股价 (元/股)	当前市值 (亿元)	PE(TTM)	EBITDA (亿 元)	过去3年 EBITDA CAGR	EV2/EBIT DA	2021年收 入(亿元)	过去3年收 入CAGR	2021年净 利润(亿元)	过去3年净 利润CAGR	2021年净 利率	2021年毛 利率	2021年应 收票据及 应收账款 (亿元)	2021年应 收/收入	2021年应 收账款周 转天数	2021年库 存周转天 数	2021年经 营活动产 生的现金 流量净额 (亿元)
603939.SH	益丰药房	零售	46.52	334.30	36.38	27.21	59.12%	11.90	153.26	30.40%	9.91	30.91%	6.49%	40.13%	10.77	7.03%	22.48	102.63	21.50
603233.SH	大参林	零售	32.65	258.24	30.93	25.28	38.23%	10.07	167.59	23.68%	8.04	15.23%	4.82%	37.90%	7.39	4.41%	12.63	109.62	15.55
603883.SH	老百姓	零售	40.1	179.89	26.32	23.19	38.66%	8.01	156.96	18.34%	7.87	16.00%	5.03%	31.94%	14.21	9.05%	29.57	86.46	22.98
002727.SZ	一心堂	零售	21.67	129.19	15.37	24.02	38.67%	5.18	145.87	16.71%	9.17	20.84%	6.30%	36.79%	13.50	9.26%	26.75	107.87	17.92
零售板块平均值			35.24	225.40	27.25	24.93	43.67%	8.79	155.92	22.28%	8.75	20.75%	5.66%	36.69%	11.47	7.44%	22.86	101.64	19.49

3.10 药店公司对比——经营管理能力量化

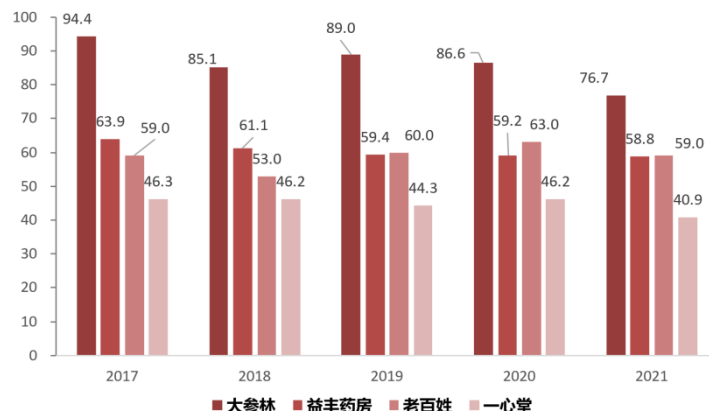
- 药店板块的核心壁垒在于管理层的经营管理能力，我们认为从经营效率（单店收入、日均坪效、日均人效）、议价能力（前5名供应商采购额占比、毛利率）入手，可以量化其经营管理能力，从而影响其盈利能力（净利率）。



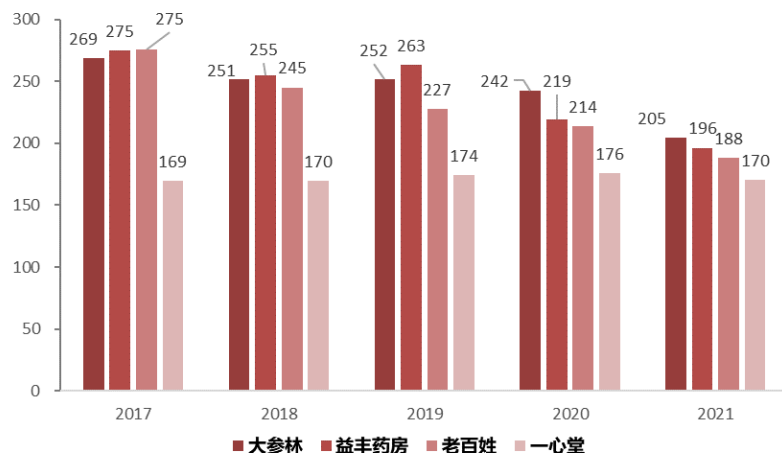
3.10 药店公司对比——经营效率对比分析

- **过硬的营销能力、专业的服务团队是提升经营效率的关键，难在短时间内被复制。**通过不断增强营销能力和优化门店结构，不断提升服务团队的专业性，2017-2019年四家龙头药企的坪效、人效不断提升。
- **受疫情影响，2020-2021年单店收入、日均人效、日均坪效呈下滑趋势。**其中，2021年大参林单店收入最高（205万元/年）；老百姓的日均人效最高（1474.5元/人）；大参林的日均坪效最高（76.7元/m²）。

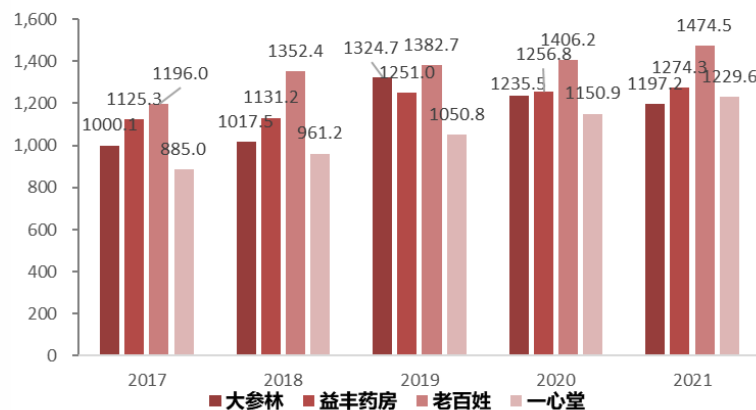
四大药店日均坪效（元/m²）



四大药店单店收入（万元/年）



四大药店日均人效（元/人）

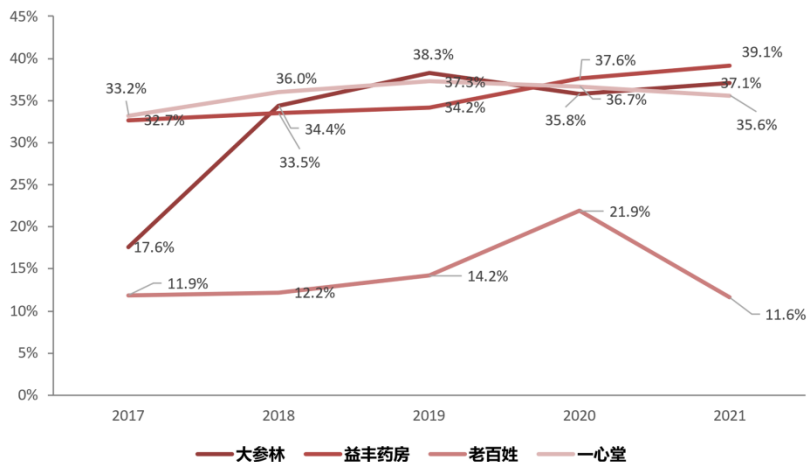


3.10 药店公司对比——议价能力对比分析

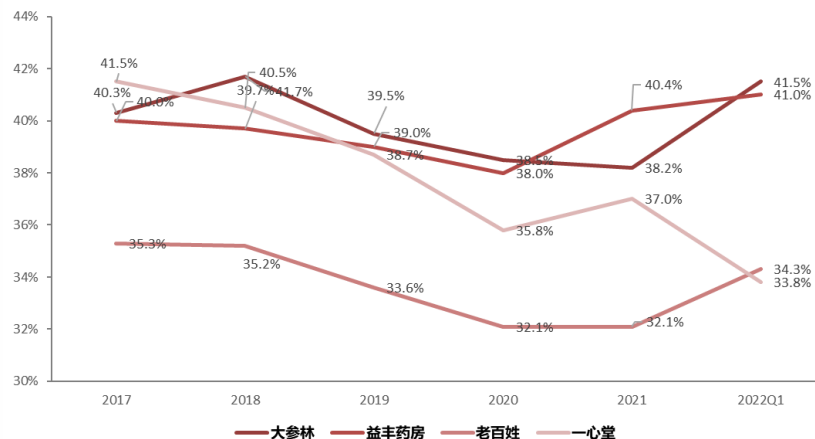
龙头药企议价能力强，成本优势明显

- 前5名供应商采购额占年度采购总额比例高，议价能力强，成本优势明显。2021年年，大参林、益丰药房的前5名供应商采购额占比总体均有所提升，与供应商关系稳定，议价能力强。2021年，益丰药房的前5名供应商采购额占比最高（39.1%）。
- 大参林、益丰药房、老百姓毛利率趋势上涨。一心堂毛利率持续大幅下滑，主要原因是带量采购趋势下，公司应对措施未及时落地，单店收入长期处于低位震荡。2022Q1，大参林毛利率最高（41.5%），且增速表现强劲。

前5名供应商采购额占年度采购总额比例



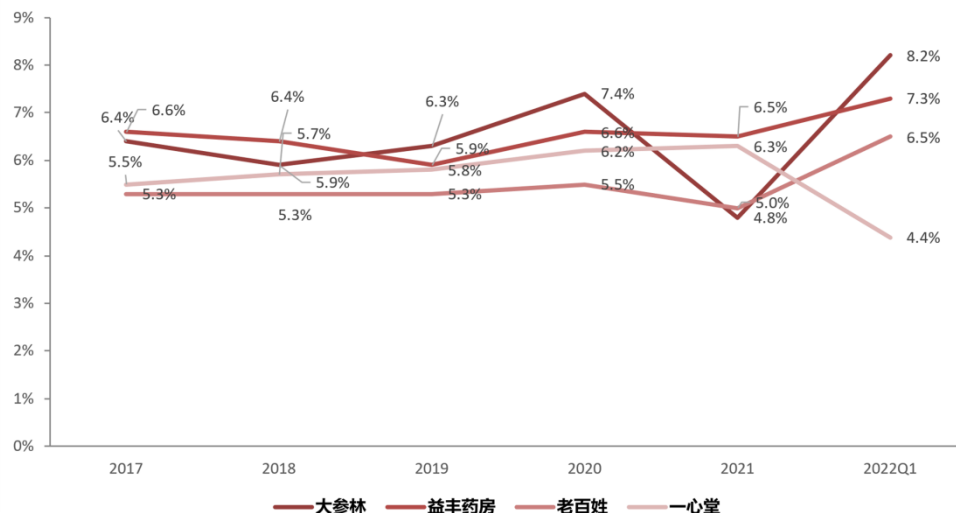
2017-2022Q1四大药店毛利率情况



3.10 药店公司对比——盈利能力对比分析

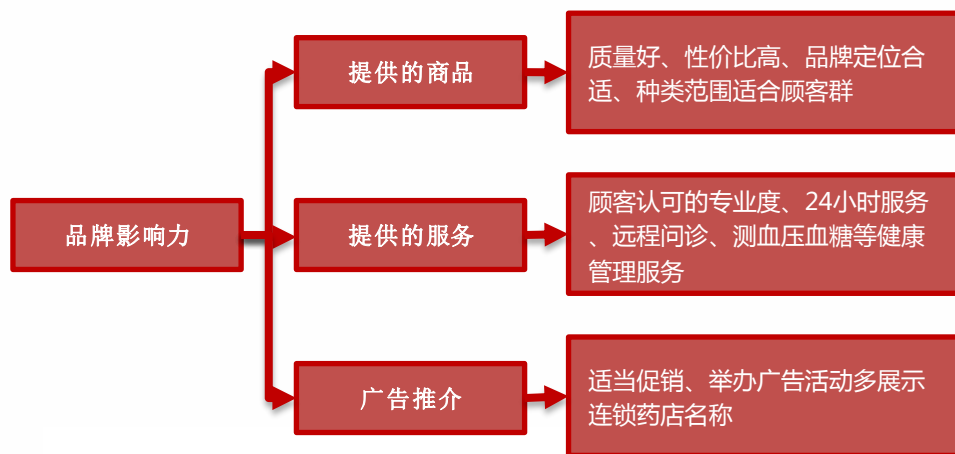
- **2021年净利润短期承压，盈利能力下滑明显。** 主要受疫情影响，政府管控趋严，导致部分药物、门店客流、物流运输受限，盈利能力下行。
- **2022Q1，行业整体业绩回暖。** 2022Q1大参林、益丰药房、老百姓净利润上升，其中大参林净利率最高（8.2%），且增幅明显。

2017-2022Q1四大药店净利率情况

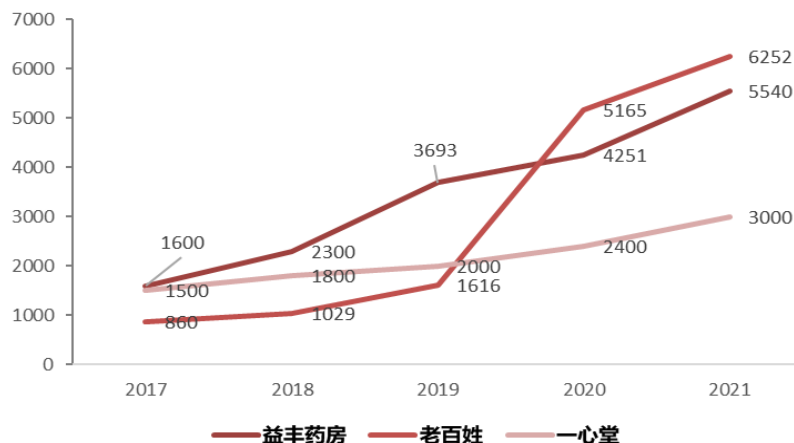


3.10 药店公司对比——品牌影响力

- **品牌影响力是吸引客流的重要因素。**对于药店来讲，其影响力的构建包括提供的商品和服务两个方面。一是提供的药品质量可靠、价格比周围药店更低或持平、药品种类和品牌定位符合周围人群，二是服务上，提供用药指导是最基础的，此外最好能提供一些提高粘性的服务，比如远程问诊、测血液血糖等健康管理服务；三是需要适当的符合药店定位的广告推介。
- **实行会员制，顾客粘性强。**四家龙头药企的客户维护能力强，均实行了会员制度，顾客忠诚度高。会员制下，后进入市场的药企分客流难度大。大参林未在年报中披露会员人数情况，剩余三家龙头药企中，**2021年老百姓的会员人数最高（6252万人），且涨幅明显。**



2017-2021年三大药店会员人数（万人）



3.10 药店公司对比——规模体量及成长能力

- 2021年，益丰药房、健之佳收入和利润增速在药店行业领先；2022Q1漱玉平民业绩增速亮眼，营收同比上涨34%，净利润同比上涨35%，主要原因是2021年同比基数较低；2022Q1大参林和益丰药房业绩表现稳健，收入增速分别为15%/14%，净利润增速分别为10%/12%。
- **连续多年维持高速增长的能力是连锁企业最终胜出的关键因素。**门店增速是收入增长的前提指标，门店增长后，利润能同步维持较快增速反应了企业的持续扩张能力。从同业可比口径“门店增速”来看，2021年大参林、老百姓、益丰药房门店净增数量位列行业前三，分别净增2173家、1819家、1818家；2022Q1，益丰药房、漱玉平民、大参林门店净增数量位列行业前三，分别净增416家、345家、276家。
- **老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民均发展加盟店业务，采用“直营+并购+加盟”三种方式并行，加速拓展门店。**

A股药店领域2021年及2022Q1业绩一览

	2021						2022Q1					
	一心堂	大参林	老百姓	益丰药房	健之佳	漱玉平民	一心堂	大参林	老百姓	益丰药房	健之佳	漱玉平民
收入（亿元）	145.9	167.6	157.0	153.3	52.3	53.2	40.0	46.8	41.4	41.5	14.5	15.9
增速	15%	15%	12%	17%	17%	15%	17%	15%	14%	14%	24%	34%
净利润（亿元）	9.2	7.9	7.5	8.9	3.0	1.1	1.8	3.8	2.7	3.0	0.3	0.5
增速	17%	-26%	8%	19%	20%	-47%	-33%	10%	5%	12%	-56%	35%
净利率（%）	6.3	4.7	4.8	5.8	5.7	2.2	4.4	8.2	6.5	7.3	2.0	3.1
毛利率（%）	37.0	38.1	32.1	40.3	35.8	28.5	33.8	41.5	34.3	40.9	33.5	30.6
销售费用率（%）	25.4	25.5	20.8	26.5	25.6	22.0	25.1	24.3	21.0	26.0	27.0	22.4
管理费用率（%）	2.7	5.5	4.6	4.3	2.6	3.0	2.8	4.7	4.7	4.2	2.3	2.6
财务费用率（%）	0.7	1.0	1.2	0.7	0.9	0.5	0.6	1.2	0.9	0.6	1.4	0.9
门店数	8560	8193	8352	7809	3044	3341	8809	8469	8612	8225	3134	3686
增速（同比）	20%	36%	28%	30%	43%	67%	17%	31%	18%	31%	41%	-
其中：直营门店	8560	7258	6129	6877	3044	2592	8809	7411	6242	7229	3134	2897
加盟店	0	935	2223	932	0	749	0	1058	2370	996	0	789
其中：当期自建	1603	903	852	1197	597	463	298	88	126	232	99	100
当期收购		748	535	425	360	281		102	30	158		225
当期加盟	0	620	776	297	0	603	0	123	203	64	0	40
当期搬迁	156	0	0	0	0	0	38	0	0	0	0	0
当期闭店	92	98	344	101	43	3	11	37	99	38	9	20
当期净增	1355	2173	1819	1818	914	1344	249	276	260	416	90	345

3.11 原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

- ❑ **近年环保政策持续高压，带动行业集中度提升。**近几年环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，原料药进入提价通道，特色原料药和大宗原料药均出现明显的涨价趋势。
- ❑ **带量采购加速推进，原料药话语权提升。**带量采购大幅降低仿制药价格，快速增加了药品的可及性，带量采购目录药品销量随之大幅增加，同时也增加了对原料药的需求，带动原料药行业增长。同时，持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，制剂企业对优质原料药的需求大幅增加，原料药企业的议价权不断加强。
- ❑ **新冠口服药商业化需求为原料药企业中短期放量带来机遇，MPP授权企业值得关注。**新冠小分子药商业化带来上游生产需求，建议关注关键原料药和中间体制备相关企业及在研管线合成路径相关生产商。此外，Paxlovid和Molnupiravir布局全球商业化，通过MPP授权的仿制药企值得关注。
- ❑ **三条路径打开特色原料药长期成长空间。**首先原料药企业可以通过丰富产品管线，提升市场竞争力；其次，《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，实现“原料药+制剂”一体化，巩固原料药制造优势；此外，原料药企业向中国医药新制造重点发力的高端创新药CDMO拓展，有望打开长期成长空间。
- ❑ **投资建议：**建议关注健友股份、海普瑞、博瑞医药等。

3.11 原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

3.11.1 环保政策持续高压，带动行业集中度提升，提价趋势显著

- 近几年环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不在，被迫退出市场，行业供给减少，原料药进入提价通道，特色原料药和大宗原料药均出现明显的涨价趋势。

近年出台原料药相关政策

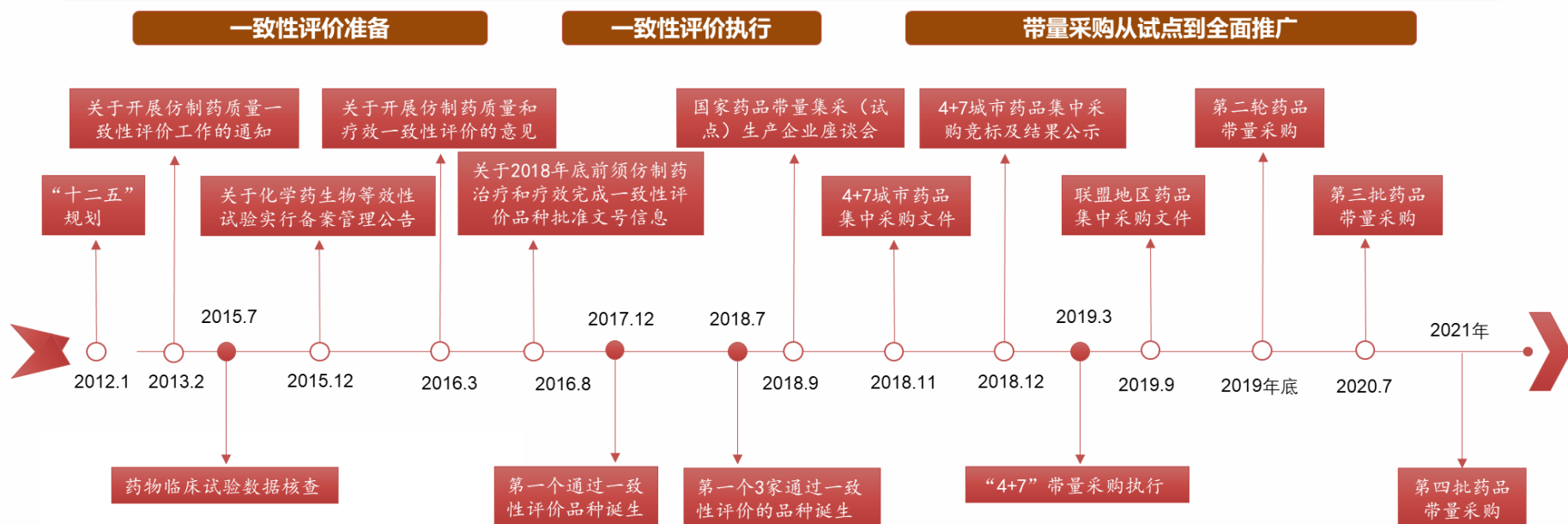
发布日期	发布单位	政策名称	主要内容
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《“十四五”医药工业发展规划》	提升产业链优势，巩固原料药制造优势，打造“原料药+制剂”一体化优势，鼓励生物药产业化技术开发。
2021.11	国家发展改革委工业和信息化部	《国家发展改革委工业和信息化部关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》	鼓励原料药企业强化原料药合成工艺及发展模式的创新；广泛使用绿色环保技术设备；推动产业聚集，产业链协调发展；参与国际医药产业分工，全面开放发展。
2020.7	国家药监局综合司	《国家药监局综合司关于新修订《药品管理法》原料药认定以及有关法律适用问题的复函》	按照药品的功效，重新界定假药、劣药，使用必须批准而未经批准的原料药生产的药品，单独作出规定。
2020.1	国家市场监督管理总局	《药品生产监督管理办法》	对原料药生产许可、执行质量管理规范、委托生产、接受检查等做出了相关规定，包括原料药企业实行生产许可等。
2019.12	工业和信息化部、生态环境部、国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，产业结构更加合理，采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高，高端特色原料药市场份额显著提升；产业布局更加优化，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；技术水平有效提升，突破20项以上绿色关键共性技术。
2019.8	全国人民代表大会	《中华人民共和国药品管理法》	国务院药品监督管理部门在审批药品时，对化学原料药一并审评审批，对相关辅料、直接接触药品的包装材料和容器一并审评，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并核准。
2019.1	国家发展和改革委员会	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励原料药生产节能降耗减排技术、新型药物制剂技术开发与应用淘汰环境、职业健康和安全不能达到国家标准的原料药生产装置。
2017.02	国务院	《“十三五”国家药品安全规划》	分期分批对已上市的药品进行质量和疗效一致性评价。2018年底前，完成国家基本药物目录(2012年版)中2007年10月1日前批准上市的289个化学药品仿制药口服固体制剂的一致性评价；鼓励企业对其他已上市品种开展一致性评价。
2016.11	工信部	《医药工业发展规划指南》	巩固化学原料药国际竞争地位，提高精深加工产品出口比重，增加符合先进水平GMP要求的品种数量；提高原料药清洁生产水平。

3.11 原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

3.11.2 带量采购加速推进，原料药话语权提升

- ❑ **带量采购增加了对原料药的需求。**带量采购大幅降低了仿制药价格，快速增加了药品的可及性，带量采购目录药品销量随之大幅增加，同时也增加了对原料药的需求，带动原料药行业增长。
- ❑ **一致性评价和带量采购提升了原料药产业地位。**持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，制剂企业对优质原料药的需求大幅增加，原料药企业的议价权不断加强。

带量采购持续加速推进



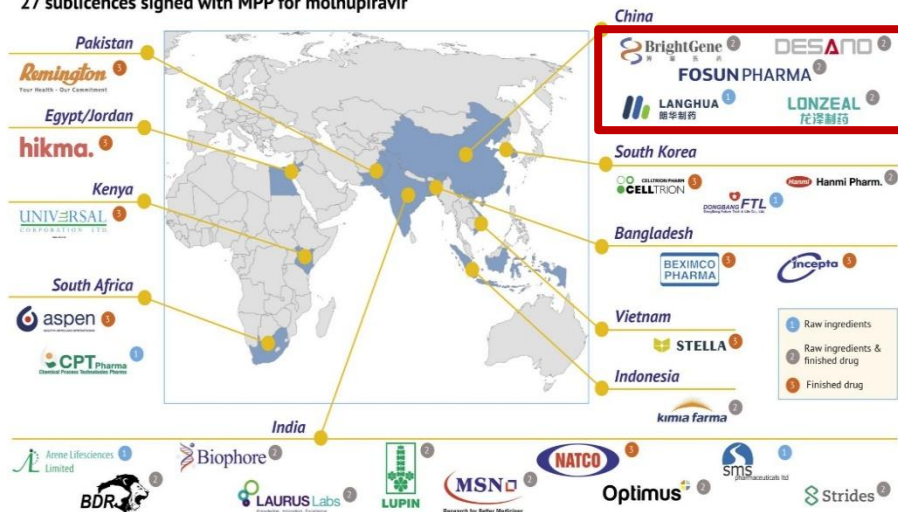
3.11 原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

3.11.3 新冠口服药商业化需求为原料药板块中短期放量带来机遇

- ❑ **新冠口服药商业化需求为上游原料药企业带来业绩弹性。**新冠疫情逐渐常态化，新冠小分子药商业化带来上游原料药和中间体需求，建议关注关键原料药和中间体制备相关企业，如合成Paxlovid所需原料药奈玛特韦/利托那韦、中间体SM1、SM2、卡隆酸酐、氮杂双环生产商，合成Molnupiravir所需尿苷的生产商，合成Ensitelvir所需氟相关中间体生产商，及在研管线合成路径相关中间体生产商。
- ❑ **已上市小分子药物布局商业化生产，国内MPP授权企业值得关注。**Paxlovid和Molnupiravir布局全球商业化，博瑞医药、迪赛诺、复星医药、朗华制药及龙泽制药等仿制药企获MPP授权生产Molnupiravir仿制药，普洛药业、复星医药、九洲药业、迪赛诺及华海药业获授生产Paxlovid仿制药。

默沙东Molnupiravir MPP授权结果

27 sublicences signed with MPP for molnupiravir



辉瑞新冠Paxlovid MPP授权结果

36 sublicences signed with MPP for nirmatrelvir (update 22 March 2022)

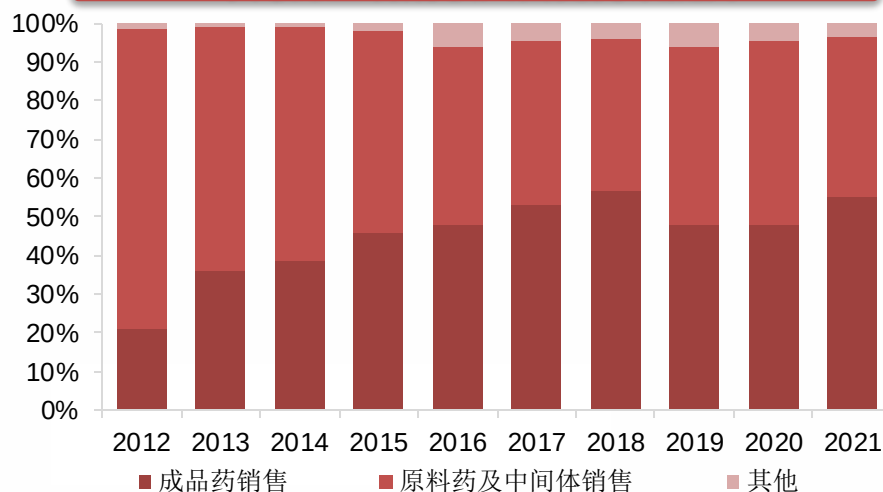


3.11 原料药：新冠口服药相关订单带来业绩弹性

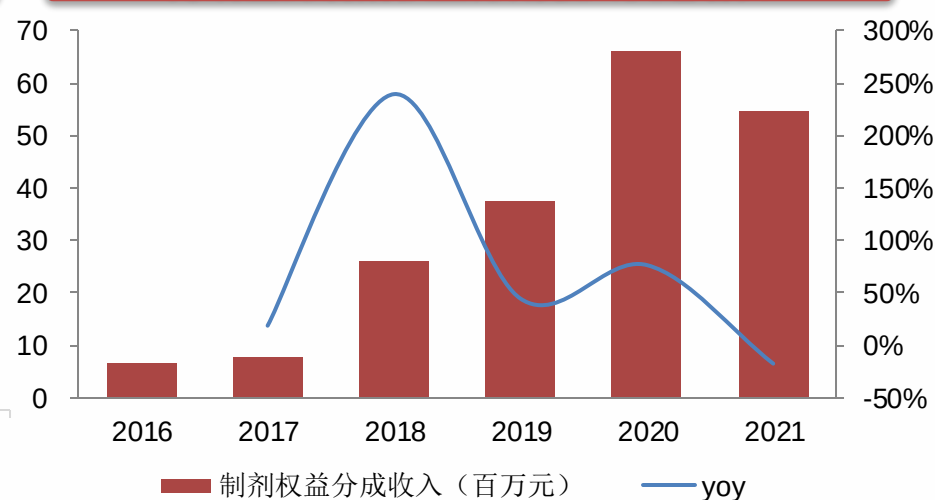
3.11.4 三条路径打开特色原料药长期成长空间

- ❑ **通过丰富产品管线，提升市场竞争力：**对原料药供应商而言，通过研发不断丰富自身产品管线，在一定程度上可提高市场竞争力。以美诺华为例，公司围绕降血压、降血糖、抗感染等领域布局，产品管线不断丰富，在慢病领域形成组合拳，市场竞争力显著提升。
- ❑ **下游“原料药+制剂”一体化及制剂权益分成：**国内医保控费背景下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向，此外原料药企业还可参与下游制剂销售分成。
- ❑ **向专利原料药（CDMO）领域拓展：**原料药产业是中国医药新制造的核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展的逻辑清晰，长期发展确定性高。

华海药业制剂收入占比持续提升



博瑞医药制剂权益分成收入快速增长



3.12 医药分销观点：疫情扰动业绩，重视产业上下游延申价值

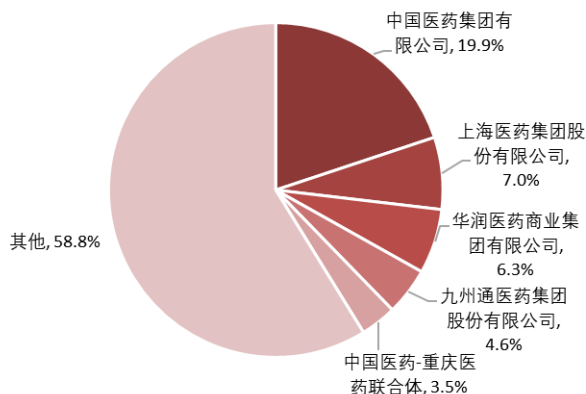
- ❑ **政策的边际效应逐渐弱化，2021年及22Q1受疫情影响较大，营收增速持续放缓。**2021年18家医药分销股收入总额为7513.1亿元（+13.9%）；归母净利润总额为150.7亿元（+9%）；扣非归母净利润总额为123.7亿元（+10.2%）。2022年1季度18家医药流通股收入总额为1965.8亿元（+8.4%）；归母净利润总额为33.9亿元（-23.2%）；扣非归母净利润总额为33亿元（+6.7%）。随着政策影响的逐步落地消化，疫情逐步好转，预期2022年将迎来业绩的逐季复苏。
- ❑ **带量采购加速行业集中度提升，现金流状况持续向好。**带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。带量采购均要求医保资金预付款或30天内付款，大幅缓解了配送企业的资金压力，使得流通商腾出更多资金去开展新业务。
- ❑ **上下游延申产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业链布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。2021年国大药房旗下拥有药店8798家，延续快速增长趋势。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。上海医药创新药研发投入持续加大，与HUYABIO达成一项license out交易，并license in两项重磅单品。
- ❑ **估值处于历史低位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- ❑ **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368），国药一致（000028）等。
- ❑ **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目落地不及预期；疫情波动风险。

3.12 行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

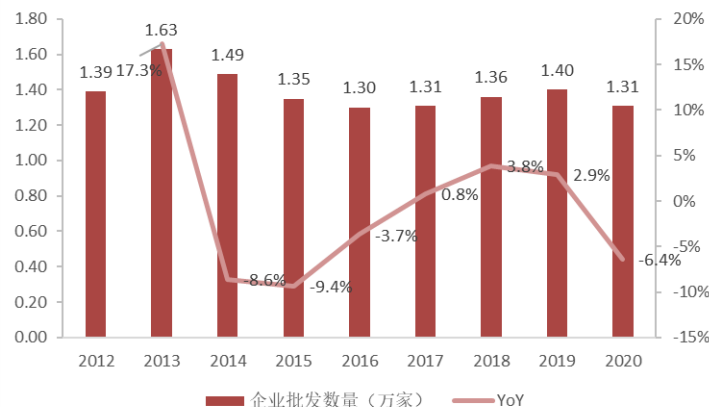
3.12.1 批发行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

- **受政策性影响，批发行业集中度提升趋势不改，市场仍有向上空间。**大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，大中型批发企业正加速兼并淘汰小型企业，中长期内行业集中度提升趋势不变。
- 2015-2020年，我国医药批发企业总量变化平稳波动，截至2020年末，全国医药批发企业数量约1.31万家。2020年，中国医药批发行业Top100市场份额占市场总规模的73.7%，同比提升0.4pp。“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

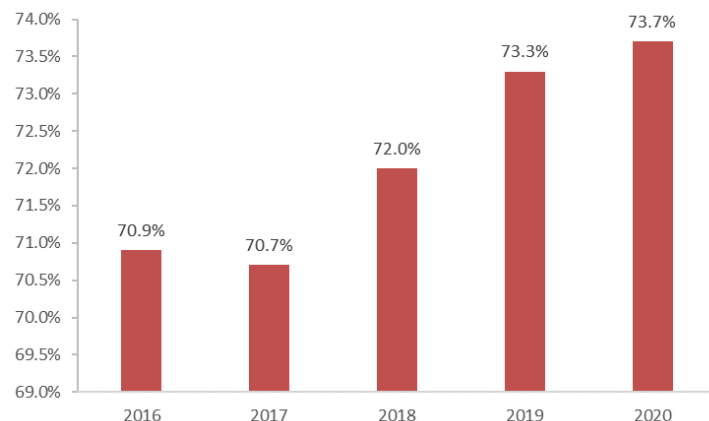
2020年全国医药批发企业竞争格局



2012-2020年医药批发企业数量及增速



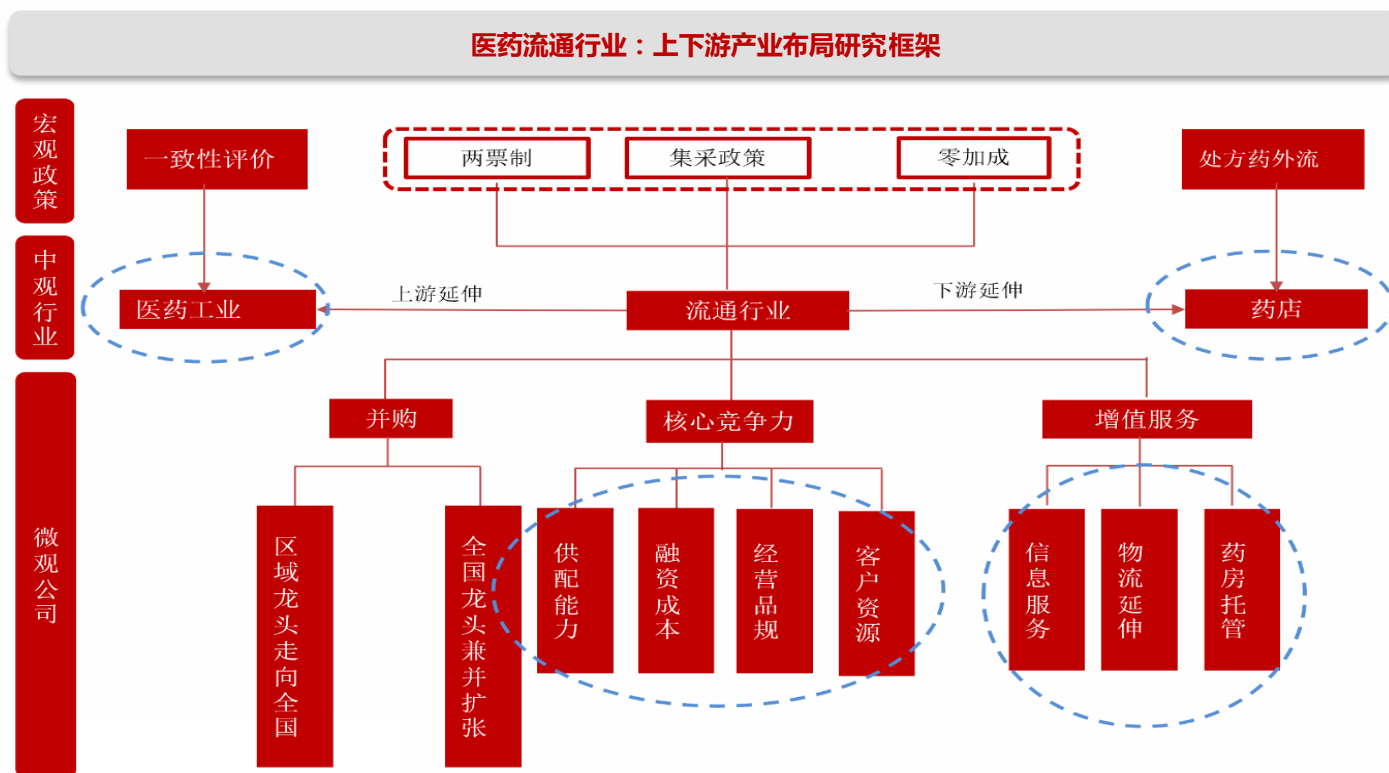
2016-2020中国医药批发行业Top100市场份额



3.12 未来发展趋势：上下游产业链延申

3.12.2 流通行业处于产业链中游，在上下游延申上具备天然优势

- 从下游看，全国陆续出现药房托管、DTP药房和药房营销服务以及医院耗材SPD供应链管理等业态。
- 从上游看，向上游医药工业延申转型，充分利用渠道价值，实现产业一体化。新药上市能够迅速实现商业化，打通上游院内市场与院外市场。



3.12 医药分销：海内外估值对比

3.12.3 选取国内6家医药批发龙头，以及全球500强的批发企业进行海内外对比分析，结论如下：

- **盈利能力对比：**国内批发收入过去3年CAGR增速高于海外；净利润过去3年CAGR增速低于海外。国内批发平均毛利率较高，随着带量采购、两票制、医保控费等政策落地，预期国内药店毛利率将持续下降。
- **经营效率对比：**由于国内各大终端医院回款周期较长，疫情加剧影响，2021年国内医药批发应收账款周转率、库存周转率均低于海外。相较于海外企业，国内批发企业的应收账款/收入比值居于高位，海外医药批发企业经营效率更高，随着国内医改政策逐步落地，预期现金流情况持续向好。

医药分销板块海内外估值比较（截至2022.06.02）

海外																			
代码	名称	主体业务	当前股价 (美元/股)	当前市值 (亿美元)	PE(TTM)	EBITDA (亿 美元)	过去3年 EBITDA CAGR	EV2/EBIT DA	2021年收 入(亿美元)	过去3年收 入CAGR	2021年净 利润(亿美 元)	过去3年净 利润CAGR	2021年净 利率	2021年毛 利率	2021年应 收票据及 应收账款 (亿美元)	2021年应 收/收入	2021年应 收账款周 转天数	2021年库 存周转天 数	2021年经 营活动产 生的现金 流量净额 (亿美元)
MCKN	麦克森	批发	328.69	477.80	42.89	33.53	-7.45%	14.95	2639.66	7.19%	11.14	219.99%	0.49%	4.97%	185.83	7.04%	25.75	27.23	44.34
ABCN	美源伯根	批发	154.79	324.23	18.77	33.59	15.20%	10.69	2296.66	8.41%	15.40	-2.44%	0.72%	3.24%	181.67	7.91%	26.93	24.31	26.67
CAHN	卡地纳健康	批发	56.32	153.43	-16.07	25.77	-3.97%	7.22	1768.47	5.90%	6.11	33.64%	0.38%	4.17%	91.03	5.15%	19.24	32.13	24.29
批发板块平均值			179.93	318.49	15.20	30.96	1.26%	10.95	2234.93	7.17%	10.88	83.73%	0.53%	4.13%	152.84	6.70%	23.97	27.89	31.77
国内																			
代码	名称	主体业务	当前股价 (元/股)	当前市值 (亿元)	PE(TTM)	EBITDA (亿 元)	过去3年 EBITDA CAGR	EV2/EBIT DA	2021年收 入(亿元)	过去3年收 入CAGR	2021年净 利润(亿元)	过去3年净 利润CAGR	2021年净 利率	2021年毛 利率	2021年应 收票据及 应收账款 (亿元)	2021年应 收/收入	2021年应 收账款周 转天数	2021年库 存周转天 数	2021年经 营活动产 生的现金 流量净额 (亿元)
601607.SH	上海医药	批发	17.71	589.30	15.49	101.95	12.80%	5.64	2158.24	10.70%	62.75	12.08%	2.92%	12.96%	593.87	27.52%	94.05	49.20	50.61
600998.SH	九州通	批发	11.88	222.62	10.40	39.46	20.03%	6.35	1224.07	12.00%	26.08	23.60%	2.14%	7.81%	266.84	21.80%	76.52	48.44	34.59
600511.SH	国药股份	批发	28.00	211.26	11.54	23.39	5.35%	6.62	464.69	6.25%	19.29	6.59%	4.16%	7.58%	57.54	12.38%	43.52	27.58	19.57
000028.SZ	国药一致	批发	29.00	115.84	9.85	35.37	28.61%	3.02	683.58	16.60%	15.28	4.25%	2.24%	11.51%	166.45	24.35%	82.01	41.49	16.55
000950.SZ	重药控股	批发	4.88	85.08	8.20	25.76	40.04%	8.69	625.21	34.31%	12.91	19.79%	2.07%	8.95%	263.51	42.15%	139.51	37.10	2.50
603368.SH	柳药集团	批发	15.79	57.22	9.92	11.64	15.38%	6.19	171.35	13.51%	6.41	4.11%	3.75%	11.12%	74.73	43.61%	148.15	39.98	3.33
批发板块平均值			17.88	213.55	10.90	39.59	20.37%	6.09	887.86	15.56%	23.78	11.73%	2.88%	9.99%	237.16	28.63%	97.30	40.63	21.19

目 录

◆ 医药行业2022年中期二级市场表现回顾

◆ 医药行业2022年中期运行数据和政策回顾

◆ 医药子行业2022年中期投资逻辑

◆ 医药全行业2022年中期投资策略及标的

核 心 观 点

- **医药估值回归，聚焦业绩和估值匹配度。**回顾2022年上半年，医药生物指数下跌20.6%，跑输沪深300指数6.4个百分点，行业涨跌幅排名第24，上半年疫情对市场影响短暂且反复，热点从抗原检测到新冠相关药物及产业链演绎。从持仓来看，公募和外资对于医药核心资产持仓变化不大；从估值来看，核心资产（总市值大于500亿）PE估值中枢逐步回归到相对合理水平，这与我们2022年医药投资策略【未来医药估值有望均衡，“穿越医保”和“疫情脱敏”是两条核心主线】判断一致。未来医药选股回归聚焦业绩和估值匹配度，适当关注超跌且业绩反转个股。**展望下半年，未来医疗需求逐步复苏，在医保压力常态化和后疫情时代，重点关注“穿越医保”、“疫情复苏”、“供应链自主可控”三大主线。**
- **未来医药仍有结构性行情，重点关注三大主线。**第一，未来医保压力将成为常态，**寻找“穿越医保”品种是关键。**一方面，寻找自主消费品种比如中药消费品、自费生物药，医美上游产品、部分眼科器械、重磅二类疫苗等；另一方面，我们认为药械企业通过“持续创新+国际化”有望穿越“医保结界”。第二，**疫情后需求复苏主线**，主要包括中药、医疗服务、CXO、血制品、药店、创新药/械等板块，中药板块持续受益“政策边际利好+产品提价+国企改革”三重利好，我们认为，中药板块尤其是中药消费品、中药独家基药品种等具备相对收益。第三，UPL事件后，我们认为，**产业链自主可控重要性凸显**，尤其是医药产业链上游，包括生物药制药设备及耗材、生命科学产品及服务、影像设备等。

2022年组合推荐：

- **弹性组合：**我武生物(300357)、太极集团(600129)、华润三九(000999)、达仁堂(600329)、济川药业(600566)、寿仙谷(603896)、楚天科技(300358)、健麾信息(605186)、上海医药(601607)、冠昊生物(300238)。
- **稳健组合：**爱尔眼科(300015)、迈瑞医疗(300760)、药明康德(603259)、片仔癀(600436)、云南白药(000538)、同仁堂(600085)、智飞生物(300122)、恒瑞医药(600276)、爱美客(300896)、通策医疗(600763)。

风险提示：医药行业政策风险超预期；新冠疫情爆发风险；业绩不及预期风险。

我武生物（300357）：业绩稳健增长，黄花蒿滴剂开始放量

□ 投资逻辑：

1) 黄花蒿花粉滴剂开始贡献收入，有望成为新增长点。2021年公司核心在研产品黄花蒿滴剂获得药品注册证书，目前我国花粉过敏人群数量较大，过敏率呈现北方高南方低的区域特征，黄花蒿滴剂将主要面对我国北方过敏市场，和公司粉尘螨滴剂形成互补，强化公司在国内脱敏诊疗领域的龙头地位。2) 脱敏治疗市场空间广阔，粉尘螨滴剂有望长期快速增长。过敏性疾病发病率高，市场认知不足、临床应用时间较短及推广较晚等因素影响，脱敏药物渗透率不足2%，市场空间广阔。目前国内上市脱敏药物仅三种，公司主导产品“粉尘螨滴剂”自上市以来销售收入持续较快增长，作为唯一一种舌下脱敏药物，在安全性、便捷性、依从性方面优势明显，预计仍将保持快速增长。

□ 盈利预测与投资建议：

脱敏治疗市场空间广阔，公司是国内脱敏诊疗领域龙头企业，产品竞争力强，销售能力突出，同时公司产品管线丰富，未来业绩成长动力充足。我们预计2022-2024年归母净利润分别为4.1亿元、5.1亿元和6.5亿元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

销售不及预期；研发不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	807.69	990.07	1244.42	1585.51
营业收入增长率	26.95%	22.58%	25.69%	27.41%
归母净利润（百万元）	337.99	406.23	510.13	650.51
净利润增长率	21.38%	20.19%	25.58%	27.52%
EPS（元）	0.65	0.78	0.97	1.24
P/E	70	59	47	37

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

太极集团（600129）：聚焦主品提升毛利，经营业绩改善初显成效

□ 投资逻辑：

1) 短期：2021年改革逐步推进，2022年实现轻装上阵，藿香提价释放利润，二线品种均有大幅提价；2) 中期：开源节流政策有序推进，未来3年将培育1个上30亿元品种和3个上10亿元品种；3) 长期：十四五力争突破500亿元收入，工业净利润达到10%。

□ 盈利预测与投资建议：

鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善，不考虑2022年部分资产处置收益，预计2022-2024年归母净利润分别为3.3亿元、5.3亿元和7.6亿元，给予“买入”评级。

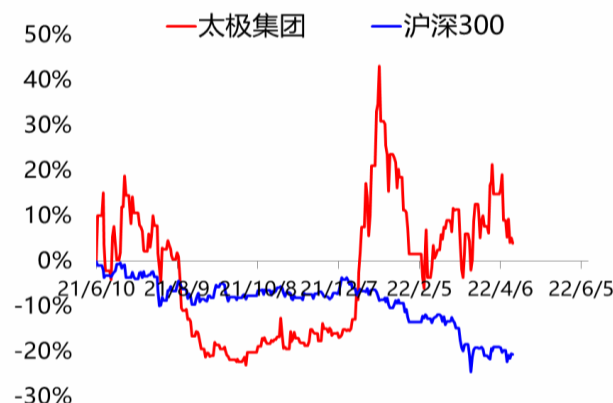
□ 风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12149.43	14296.26	17196.86	21175.18
营业收入增长率	8.40%	17.67%	20.29%	23.13%
归母净利润（百万元）	-523.17	326.99	533.82	759.49
净利润增长率	-891.88%	-	63.25%	42.27%
EPS（元）	-0.94	0.59	0.96	1.36
P/E	-	39	24	17

股价表现



华润三九（000999）：业绩增长符合预期，品牌价值持续凸显

□ 投资逻辑：

1) 2021年公司发布股权激励，多维度股权激励考核方案激发增长动能；2) 公司三九品牌认知度高，未来仍具一定提价空间，同时CHC业务持续拓展市场边界，近几年复合增速保持在10%以上，长期空间广阔；3) 处方药业务探索转型，产品结构持续优化，其中中药配方颗粒收入达到30亿体量，有望继续加速增长，成为新增长点。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为23.9亿元、28.3亿元和32.1亿元，维持“买入”评级。

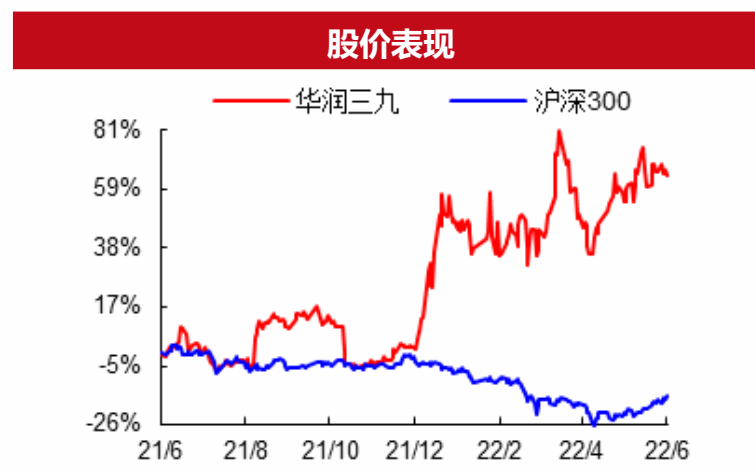
□ 风险提示：

销售不及预期；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15319.99	17701.98	19940.76	21993.34
营业收入增长率	12.34%	15.55%	12.65%	10.29%
归母净利润（百万元）	2046.87	2392.72	2825.88	3208.75
净利润增长率	28.13%	16.90%	18.10%	14.96%
EPS（元）	2.09	2.42	2.86	3.25
P/E	20	17	15	13

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

达仁堂（600329）：业绩稳健增长，改革成效值得期待

□ 投资逻辑：

1) 集团混改加速推进，前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，天药集团副董事长郭琨总已为公司董事，老国企有望迸发新活力；2) 速效救心丸过10亿大品种，目前日用金额不到4元，仍具一定提价空间，长期成长空间较大；3) 中成药品种资源丰富，部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为9.1亿元、11.5亿元和14.6亿元，给予“买入”评级。

□ 风险提示：

销售不及预期；集采风险；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6907.54	7560.24	8664.27	10022.96
营业收入增长率	4.60%	9.45%	14.60%	15.68%
归母净利润（百万元）	769.14	912.82	1152.90	1459.57
净利润增长率	16.24%	18.68%	26.30%	26.60%
EPS（元）	0.99	1.18	1.49	1.89
P/E	23	16	13	10

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

济川药业（600566）：产品结构持续调整，开启发展新征程

□ 投资逻辑：

1) 产品结构持续改善，蒲地蓝口服溶液和雷贝合计收入占比已经不到50%，二线品种如小儿豉翘清热颗粒等产品加速增长，成长动力转换；2) 小儿豉翘清热颗粒 2021年增速超过 60%，市场份额第一，目前仍处于快速放量阶段；3) 公司布局大健康、长效生长激素等业务，未来有望成为公司新的增长点。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为19.7亿元、23.1亿元和26.6亿元，复合增速有望达到15%。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7630.51	8856.38	10258.43	11717.29
营业收入增长率	23.77%	16.07%	15.83%	14.22%
归母净利润（百万元）	1719.18	1974.38	2312.62	2664.37
净利润增长率	34.60%	14.84%	17.13%	15.21%
EPS（元）	1.94	2.22	2.60	3.00
P/E	14	12	10	9

股价表现



寿仙谷（603896）：Q1利润端增长超预期，省外拓展持续推进

□ 投资逻辑：

1)公司受益于中药饮片和保健品市场快速发展，2020年中药饮片市场规模突破2000亿元，此外保健品行业市场规模预计到2025年将突破2435亿元。2)产品具有疗效好、育种壁垒和加工技术优势，第三代去壁技术获得独家专利，其有效成分比其他破壁灵芝孢子粉的10倍；3)省外渠道快速扩张，开辟外省加盟商模式，推广高端新剂型孢子粉片剂，预计2022年目标新增30家城市代理商。

□ 盈利预测与投资建议：

考虑到公司省外扩张带来业绩增量，预计2022-2024年归母净利润复合增速为28.5%，建议保持关注。

□ 风险提示：

原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	767.14	928.24	1132.45	1392.91
营业收入增长率	20.61%	21.00%	22.00%	23.00%
归母净利润（百万元）	200.83	249.47	327.35	427.81
净利润增长率	32.37%	24.22%	31.22%	30.69%
EPS（元）	1.32	1.26	1.66	2.17
P/E	29	30	23	18

股价表现



楚天科技（300358）：疫情影响可控，一季度业绩快速增长

□ 投资逻辑：

1) 医药制造业固定资产整体增速持续上行，从2018Q1的-12.5%逐步上升到2020Q4的+28.4%。公司订单充足，预计2022Q1新增订单与2021年各季度相当，2022Q2订单情况好于Q1，我们估计全年有望获得100亿元以上的新增订单。2) 我国生物制药行业迎来商业化阶段，产能扩建持续进行。新冠疫情下海外供应链受阻叠加UVL等外部事件，头部生物药企供应链国产替代意愿较高，上游制药机械行业有望充分受益。公司积极布局生物药生产设备及耗材，楚天SUT产能已完成建设，2022年内相关产品逐步实现销售。3) 公司于2020年收购德国Romaco公司，作为国际化发展桥头堡。2022年组建海外销售团队，并在重点地区建立销售公司。加速推进国际化进程，有望为公司打开成长空间。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2022-2024年归母净利润6.9亿元，8.1亿元，9.2亿元。考虑到公司是国内制药装备龙头企业，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

下游客户需求不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司新产品研发不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5259.87	6449.54	7565.06	8616.30
营业收入增长率	47.08%	22.62%	17.30%	13.90%
归母净利润（百万元）	566.41	691.34	810.91	923.48
净利润增长率	182.45%	22.06%	17.30%	13.88%
EPS（元）	0.98	1.20	1.41	1.61
P/E	17	14	12	11

股价表现



健麾信息（605186）：

22Q1受疫情影响短期承压，院外“零售药店+to-G项目”挖掘新增长点

□ 投资逻辑：

院内药房自动化空间大，院外“零售药店+to-G项目”挖掘新增长点。1）在院内门诊药房领域，根据Frost&Sullivan数据，2018年国内门诊药房自动化设备渗透率为20%，而美国在2014年就达到97%的渗透率，公司作为行业龙头，未来行业扩容公司有望受益；在院内静配中心领域，参考北京、上海、深圳未来的渗透率提升规划，预计未来3~5年拥有10倍空间。2）在院外，公司一方面布局零售药店领域，探索设备投放的创新服务收费的模式，目前已与高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等医药零售领域的龙头达成战略合作，试点合作门店不断增加，有望成为公司新的增长动能之一；另一方面，公司探索“To-G”批量模式，巩固细分市场地位，目前已初见成效，有望成为公司另一个新增长点。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022~2024年归母净利润为1.9、2.5、3.2亿元。公司为国内智能化药品管理龙头，预计业绩维持稳健增长的态势，后续利好催化较多，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

新冠疫情影响超预期、订单不及预期、零售药店业务拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	489.76	620.78	789.10	1005.95
营业收入增长率	70.76%	26.75%	27.11%	27.48%
归母净利润（百万元）	117.62	187.11	249.27	322.06
净利润增长率	22.85%	59.09%	33.22%	29.20%
EPS（元）	0.86	1.38	1.83	2.37
P/E	34	21	16	12

股价表现



上海医药（601607）：业绩稳步增长，定增落地布局中药大健康

□ 投资逻辑：

业绩稳步增长，定增落地布局中药大健康。1）医药商业：深化网络布局，巩固全国进口药和创新药服务龙头地位。医药商业实现收入1907.3亿元（+13.4%），贡献利润25.1亿元（+13.2%）。互联网+：上药云健康完成10.3亿元B轮融资，2021年营业收入实现超50%的大幅增长，实现近50单创新药新品首发和全国首单落地，占上市新特药首单的约80%。镁信健康立足“互联网+医+药+险”生态模式，完成超20亿元C轮融资，新增惠民保险产品46款，新增服务保单数近6000万。2）医药工业：加快自研，转型科技创新驱动的研发型医药企业。医药工业实现收入251亿元（+5.71%），毛利率57.8%。新冠疫苗方面：与康希诺开展合作，建成一座按照GMP要求设计的年产能2亿剂、从原液到制剂一体化的新冠疫苗工厂，开创了上药基建项目“速度之最”。3）国企改革深化，云南白药战投落地，共同拓展大健康消费市场。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为58.1亿元、65.1亿元和74.3亿元，对应PE分别为10倍、9倍和8倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

行业政策波动风险；研发进展不及预期；疫情加剧风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	215824.26	241228.83	269847.81	302130.45
营业收入增长率	12.46%	11.77%	11.86%	11.96%
归母净利润（百万元）	5093.47	5811.62	6509.91	7430.06
净利润增长率	13.28%	14.10%	12.02%	14.13%
EPS（元）	1.38	1.57	1.76	2.01
P/E	13	10	9	8

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

冠昊生物（300238）：业绩增长迅速，产品结构逐步优化

□ 投资逻辑：

1) 本维莫德优异疗效再获肯定，看好产品持续放量。本维莫德乳膏2019年在国内上市用于治疗中轻度银屑病，具有延缓复发、疗效确切、安全性好等优势，用药12周可获得36周中位缓解期，用药12周PASI 75优于卡泊三醇达50%，系统不良反应低。其凭借优异的疗效和安全性，2020年底纳入医保，患者可及性显著提升，销量从2020年10万支增长至2021年近40万支，随着上市后临床的支持和产品口碑提升，有望持续放量开启公司第二轮增长。2) 产品迭代对冲集采影响，细胞治疗有望快速发展。脑膜和人工晶体集采后，公司快速调整营销策略，通过产品迭代维持利润稳中向好，新一代脑膜、胸膜等自有产品和颅内压监测等代理产品2021年实现约50%增长，将持续贡献增量。细胞领域（细胞储存、细胞软骨治疗及高端医美等）随着疫情好转有望实现高速增长，在研人工肝未来可期。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为1/1.2/1.6亿元。公司各个板块增长稳健，本维莫德进入医保后覆盖范围有望大幅增加。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

本维莫德放量不及预期、耗材带量采购未中标或降价超预期风险、研发失败风险

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	488.98	638.36	814.70	1032.96
营业收入增长率	11.91%	30.55%	27.62%	26.79%
归母净利润（百万元）	73.69	96.51	122.42	158.16
净利润增长率	58.14%	30.97%	26.85%	29.19%
EPS（元）	0.28	0.37	0.46	0.60
P/E	48	36	29	22

股价表现



爱尔眼科（300015）：优质商业模式促发展，全球眼科巨舰再启航

□ 投资逻辑：

1) 公司是全球眼科医疗服务龙头，并购基金模式保证体外优质资产持续注入，目前并购基金旗下医院和门诊共318家，培育成熟后可纳入上市公司贡献收入增量；2) 公司品牌力强，分级连锁体系助力门店扩张，门诊量2011- 2021年CAGR达23.1%，2021年平均客单价提高至1471.3元/人，在消费升级及公司持续扩张趋势下，预计门诊量及客单价有望持续提升，推动收入增长；3) 消费升级及近视患病率提高促进我国光学矫正、屈光手术市场扩容，预计至2025年屈光手术市场规模将达726亿元，老龄化趋势加剧推动白内障手术量增长，预计2025年白内障手术市场规模将达339亿元，主营业务市场空间大。

□ 盈利预测与投资建议：

爱尔眼科国内外持续扩张，规模效应凸显，主营业务高速增长，预计2022-2024年归母净利润分别为35.5/45.7/59.0亿元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

经营状况不及预期；新冠疫情风险；政策风险；医疗纠纷风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15000.81	18825.12	23655.45	29772.04
营业收入增长率	25.93%	25.46%	25.66%	25.86%
归母净利润（百万元）	2323.34	3551.20	4574.91	5896.73
净利润增长率	34.78%	52.85%	28.83%	28.89%
EPS（元）	0.43	0.65	0.84	1.09
P/E	86	57	44	34

股价表现



迈瑞医疗（300760）：“迈”向全球，“瑞”不可当

□ 投资逻辑：

1) “创新+并购+国际化”有望助力公司成为全球器械巨头，激励彰显公司对未来发展的信心。2021年公司研发投入27.3亿元（+30.1%），占收入比重10.8%，公司进一步加大产品创新研发，一方面加大对体外诊断领域的自动化、智能化流水线，以及微生物子业务和生命信息与支持领域的呼吸机子业务、院内和跨院区监护及互联互通等方面的研发投入，另一方面重点培育微创外科、动物医疗、AED等细分赛道，同时，积极探索超高端彩超、分子诊断、骨科等种子业务，并采用内外部研发相结合的方式，加快研发节奏。2) 2022年1月公司发布员工持股计划，激励目标为2022~2024年表观归母净利润CAGR超20%，如剔除拟摊销股份支付费用，2022~2024年内生净利润实际增长率分别为24%、23%、21%，彰显公司对未来稳健发展的信心，我们预计公司有望5~10年内成为全球器械前20强的国产巨头公司，发展前景确定。

□ 盈利预测与投资建议：

考虑股份支付费用的影响，预计2022~2024年归母净利润分别为97.9、120.3、148.9亿元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，政策控费风险，新产品研发不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	25269.58	30686.57	37360.29	45595.54
营业收入增长率	20.18%	21.44%	21.75%	22.04%
归母净利润（百万元）	8001.55	9785.63	12029.72	14893.64
净利润增长率	20.19%	22.30%	22.93%	23.81%
EPS（元）	6.60	8.07	9.92	12.28
P/E	46	38	31	25

股价表现



药明康德（603259）：中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足

□ 投资逻辑：

1) 随着海外产能向我国的持续转移以及国内创新药的崛起，我国CXO行业规模有望保持20%以上的复合增速；2) 公司是我国CXO行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，竞争优势显著；3) 公司短期、中期和长期均有充足发展动力，其中小分子CRO/CDMO为公司在中短期内提供充足的业绩驱动力，基因和细胞治疗CDMO、临床CRO为公司提供中长期加速引擎。五大业务板块齐发力，小分子CDMO业务为业绩主要驱动力。细胞和基因治疗CTDMO业务增速亮眼，成为新的业绩增长点。截至2022Q1，该业务板块为74个项目提供开发与生产服务，包括59个临床前和I期临床试验项目，7个II期临床试验项目，8个III期临床试验项目。随着美国费城、上海临港新增产能的陆续投产，预期细胞和基因治疗CTDMO业务将保持高增长态势，2022年该业务有望超越行业增速。

□ 盈利预测与投资建议：

我们预计2022-2024年归母净利润分别为77.6亿元、102.9亿元和132.6亿元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

订单不及预期，外延式拓展不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22902.39	39056.46	51239.29	66010.90
营业收入增长率	38.50%	70.53%	31.19%	28.83%
归母净利润（百万元）	5097.16	7755.17	10286.81	13255.25
净利润增长率	72.19%	52.15%	32.64%	28.86%
EPS（元）	1.72	2.62	3.48	4.48
P/E	60	39	29	23

股价表现



片仔癀（600436）：国宝名药走向全国，一核两翼展翅腾飞

□ 投资逻辑：

公司是肝病类中药龙头企业，具备3大核心亮点：1)公司具备强品牌优势，提价19次仍未触及天花板，稀缺原料储备充足，保障全国渠道扩张。2)肝病用药市场近千亿，保健品市场近两千亿，片仔癀作为稀缺高端护肝用药对应潜在市场规模超250亿。3)从长期来看，品牌延伸扩充传统名贵中药产品线，日化板块分拆上市，打开多元成长空间。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为30.6亿元、39.6亿元和52.2亿元，CAGR为29%。维持“持有”评级。

□ 风险提示：

片仔癀提价不及预期、片仔癀放量不及预期、化妆品销量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8021.55	9372.22	11448.64	14089.79
营业收入增长率	23.20%	16.84%	22.16%	23.07%
归母净利润（百万元）	2431.45	3059.42	3960.33	5222.10
净利润增长率	45.46%	25.83%	29.45%	31.86%
EPS（元）	4.03	5.07	6.56	8.66
P/E	79	63	48	37

股价表现



云南白药（000538）：“1+4+1”战略推进，新业务开辟第二成长曲线

□ 投资逻辑：

1)云南白药系列药品居骨伤科行业第一，拓展康复器械领域；2)品牌价值延伸模式成熟，云南白药牙膏市占率高达22%，护肤、洗护发、卫生巾持续发力；3)国企混改落地，员工持股+股权激励保障未来ROE保持10%以上的增长。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为42亿元、48亿元和55亿元。考虑到公司四大业务持续向好，骨伤科用药龙头地位稳固，股权激励计划激发员工积极性，牙膏和护肤领域新产品和新项目持续落地，公司未来增长可期。

□ 风险提示：

公允价值变动损益波动风险、产品销售或不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	36373.92	42492.52	48866.40	56196.36
营业收入增长率	11.09%	16.82%	15.00%	15.00%
归母净利润（百万元）	2803.62	4163.83	4783.28	5528.82
净利润增长率	-49.17%	48.52%	14.88%	15.59%
EPS（元）	2.19	2.32	2.66	3.08
P/E	26	24	21	18

股价表现



同仁堂（600085）：业绩符合预期，持续推进大品种战略

□ 投资逻辑：

同仁堂是一家百年传承的中药行业龙头公司，公司具有百年历史品牌，以及丰富的产品矩阵。1) 同仁安宫牛黄丸提价10%，量价齐升；2) 补益类产品受益于同仁堂科技的两条生产线投产，新基地可生产品种200余种，口服液新增产能1.8亿支，2020年补益类产品产量同比上涨76%，同仁堂科技2022年预计维持10%~20%的收入及利润端增长；3) 管理层重大变更，2022年是国企混改三年行动计划收官之年，同仁堂国企混改可期。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为15.5亿元、19.6亿元和24.4亿元。

□ 风险提示：

原材料波动风险，医药行业政策变化风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14603.10	17729.39	20856.55	24528.85
营业收入增长率	13.86%	21.41%	17.64%	17.61%
归母净利润（百万元）	1227.37	1546.31	1962.49	2435.93
净利润增长率	19.00%	25.99%	26.91%	24.12%
EPS（元）	0.89	1.13	1.43	1.78
P/E	53	41	33	26

股价表现



智飞生物（300122）：新冠疫苗带来充足现金流，22Q1HPV疫苗显著提升

□ 投资逻辑：

1) HPV疫苗继续实现快速放量，预计全年有望超2500w支销量，对应约60亿利润体量。根据目前跟踪的数据来看，销量已经接近完成全年任务一半，后续存在超预期可能性。主要驱动因素还是因为需求处于高位叠加产能扩增。2) 肺结核矩阵产品重点发力，今年已经明确了学生、社会体检市场，主要的原因是这两个市场的集中度较高，相对来说易于推广宣传，且学生市场有政策、财政支持。我们全年预计8亿收入体量，3) 管线中，四价流感、人二倍体狂犬、三联苗、15价肺炎疫苗将陆续上市，目前节奏上基本符合预期，未来有望增厚公司业绩体量，提高自有品种占比。4) 销售能力看，广阔市场销售实力最强。从估值角度看，对应22年非新冠净利润73亿，只有20倍，维持“买入”评级。

□ 盈利预测与投资建议：

不考虑新冠疫苗销售增量，我们预计2022-2024年归母净利润分别为73亿元、111亿元及126亿元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

新冠疫苗放量不及预期，研发失败的风险，产品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	30652.42	33301.79	47441.71	54668.06
营业收入增长率	101.79%	8.64%	42.46%	15.23%
归母净利润（百万元）	10208.55	7276.29	11064.78	12613.27
净利润增长率	209.23%	-28.72%	52.07%	13.99%
EPS（元）	6.38	4.55	6.92	7.88
P/E	14	20	13	12

股价表现



恒瑞医药（600276）：调整发展战略，加速创新转型

□ 投资逻辑：

1) 国内创新药绝对龙头企业，创新正驱动公司加速成长。公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，随着10个重磅创新产品获批，创新药占比将越来越大，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，即将度过转型的阵痛期。2) BD引进彰显创新转型决心，国际化布局也不断加速。孙飘扬总重掌帅印后，花费近15亿元于2021年9月连续引进两款FIC/BIC产品，补强和丰富公司的研发管线。在国际化布局上，2021年公司开展近20项国际临床试验（其中国际多中心III期项目7项），PD-1联合阿帕替尼治疗晚期肝癌计划于2022年向FDA递交NDA/BLA。目前，公司已在欧美日获得包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的21个注册批件，另有1个制剂产品在美国获得临时性批准。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为49.8亿元、58.1亿元、69.6亿元。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	25905.53	27485.67	31644.16	38004.09
营业收入增长率	-6.59%	6.10%	15.13%	20.10%
归母净利润（百万元）	4530.22	4981.80	5811.09	6959.07
净利润增长率	-28.41%	9.97%	16.65%	19.75%
EPS（元）	0.71	0.78	0.91	1.09
P/E	44	40	35	29

股价表现



爱美客（300896）：业绩增长逆势而上，注重研发蓄力长期发展

□ 投资逻辑：

1) 产异化产品矩阵推动业绩增长，渠道成熟助力市场推广。公司产品矩阵丰富且具有差异化，明星产品“嗨体”持续放量，独占颈纹填充市场；重磅新品童颜针“濡白天使”兼具填充与再生双重功效。我们预计未来“嗨体”将保持现有增速，“濡白天使”具备成为新爆款潜力，实现快速放量。公司拥有线上线下不同渠道的成熟销售团队，截至2021年末，公司拥有236名销售和市场人员，覆盖全国31个省、市、自治区约5000家医疗美容机构。2) 新品研发加速推进，奠基长期发展。2021年公司研发费用为1亿元，同比+64.5%。公司继续在推进并购韩国Huons Bio，未来有望扩充A型肉毒素产品线，丰富产品格局。公司3~5年内重磅产品布局清晰，同时不断加强研发能力，奠定长期发展基础。

□ 盈利预测与投资建议：

公司现有业务未来3年营收增速分别为68.57%、52.23%、44.38%。预计公司爆款产品“嗨体”将保持收入高速增长，“嗨体”衍生产品“熊猫针”及童颜针“濡白天使”具备成为大单品潜力，将迅速推广为公司带来收入增量。预计2022-2024年归母净利润分别为15.6亿元、23.7亿元和34.8亿元。考虑到公司为医美行业龙头，业绩高速增长，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

产品价格下降风险、研发进展不及预期风险、重大医疗事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1447.87	2440.72	3715.46	5364.46
营业收入增长率	104.13%	68.57%	52.23%	44.38%
归母净利润（百万元）	957.80	1562.74	2372.88	3478.27
净利润增长率	117.81%	63.16%	51.84%	46.58%
EPS（元）	4.43	7.22	10.97	16.08
P/E	119	73	48	33

股价表现



通策医疗（600763）：业绩受疫情影响，长期高增长趋势仍在

□ 投资逻辑：

1)我国至少存在22%口腔医生供给缺口，医生资源补齐驱动行业稳健增长，我们预计未来5年有望保持约18%复合增速。公司作为龙头企业有望充分享受行业发展红利；2)“总院+分院”扩张模式成熟可复制，公司计划未来3-5年新开100家分院下沉省内市场，预计5年后提高省内市占率至45%；公司在省外扩张区域保持人口净流入、经济发展有活力，且行业竞争激烈程度好于浙江省，打开长期成长空间。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.1亿元、11.5亿元、14.9亿元。考虑到公司为口腔医疗服务龙头，疫情得到控制后口腔医疗服务需求释放，业绩有望恢复高增长，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

疫情扩散风险；政策风险；公司经营效率提升不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2780.73	3234.30	4028.81	5110.07
营业收入增长率	33.19%	16.31%	24.57%	26.84%
归母净利润（百万元）	702.81	907.71	1153.22	1492.08
净利润增长率	42.67%	29.15%	27.05%	29.38%
EPS（元）	2.19	2.83	3.60	4.65
P/E	66	51	40	31

股价表现



推荐组合盈利预测与估值表

	代码	公司	总市值	股价	归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速			EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			(亿元)	(元)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
弹性组合	300357.SZ	我武生物	239	45.70	4.06	5.10	6.51	20%	26%	28%	0.78	0.97	1.24	59	47	37	买入
	600129.SH	太极集团	128	22.93	3.27	5.34	7.59	-	63%	42%	0.59	0.96	1.36	39	24	17	买入
	000999.SZ	华润三九	411	41.65	23.93	28.26	32.09	17%	18%	14%	2.42	2.86	3.25	17	15	13	买入
	600329.SH	达仁堂	145	22.77	9.13	11.53	14.60	19%	26%	27%	1.18	1.49	1.89	16	13	10	买入
	600566.SH	济川药业	242	27.27	19.74	23.13	26.64	15%	17%	15%	2.22	2.60	3.00	12	10	9	买入
	603896.SH	寿仙谷	75	38.18	2.49	3.27	4.28	24%	31%	31%	1.26	1.66	2.17	30	23	18	-
	300358.SZ	楚天科技	97	16.95	6.91	8.11	9.23	22%	17%	14%	1.20	1.41	1.61	14	12	11	买入
	605186.SH	健麾信息	39	28.81	1.87	2.49	3.22	58%	33%	29%	1.38	1.83	2.37	21	16	12	买入
	601607.SH	上海医药	604	18.12	58.12	65.10	74.30	14%	12%	14%	1.57	1.76	2.01	10	9	8	买入
	300238.SZ	冠昊生物	35	13.33	0.97	1.22	1.58	31%	26%	30%	0.37	0.46	0.60	36	29	22	买入
稳健组合	300015.SZ	爱尔眼科	2011	37.10	35.51	45.75	58.97	53%	29%	29%	0.65	0.84	1.09	57	44	34	买入
	300760.SZ	迈瑞医疗	3717	306.55	97.86	120.30	148.94	22%	23%	24%	8.07	9.92	12.28	38	31	25	买入
	603259.SH	药明康德	2989	102.83	77.55	102.87	132.55	52%	33%	29%	2.62	3.48	4.48	39	29	23	买入
	600436.SH	片仔癀	1915	317.35	30.59	39.60	52.22	26%	29%	32%	5.07	6.56	8.66	63	48	37	持有
	000538.SZ	云南白药	1017	56.60	41.64	47.83	55.29	49%	15%	16%	2.32	2.66	3.08	24	21	18	-
	600085.SH	同仁堂	641	46.75	15.46	19.62	24.36	26%	27%	24%	1.13	1.43	1.78	41	33	26	-
	300122.SZ	智飞生物	1451	90.66	72.76	110.65	126.13	-29%	52%	14%	4.55	6.92	7.88	20	13	12	买入
	600276.SH	恒瑞医药	2013	31.56	49.82	58.11	69.59	10%	17%	20%	0.78	0.91	1.09	40	35	29	买入
	300896.SZ	爱美客	1143	528.50	15.63	23.73	34.78	63%	52%	47%	7.22	10.97	16.08	73	48	33	买入
	600763.SH	通策医疗	465	144.90	9.08	11.53	14.92	29%	27%	29%	2.83	3.60	4.65	51	40	31	买入



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

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海 地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼 邮编：200120	深圳 地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼 邮编：518040
北京 地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼 邮编：100033	重庆 地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼 邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn