



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

防疫复苏两手抓，变局时代的清晰主线

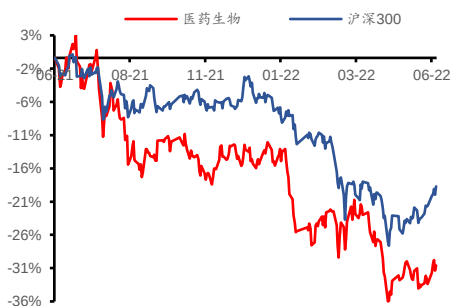
——2022年医药行业年中策略报告

增持（维持）

行业：医药生物
日期：2022年06月11日

分析师：黄卓
Tel: 021-53686245
E-mail: huangzhuo@shzq.com
SAC 编号: S0870521120002
联系人：张林晚
Tel: 021-53686155
E-mail: zhanglinwan@shzq.com
SAC 编号: S0870121010008
联系人：李斯特
Tel: 021-53686148
E-mail: lisite@shzq.com
SAC 编号: S0870121110002

最近一年行业指数与沪深300比较



相关报告：

《关注科创板估值与业绩匹配，业绩边际向好公司》

——2022年06月05日

《零售药房板块经营逐步向好，业绩修复预期强》

——2022年05月29日

《抗原检测公司的价值有望逐步重估》

——2022年05月23日

■ 主要观点

行情回顾：医药板块估值已处于历史低位，中药、新冠检测等板块表现较好。回顾2021年9月30日至2022年5月31日，申万一级医药生物指数下跌22.46%，同期沪深300指数下跌15.92%，医药生物板块跑输沪深300指数6.53pct。医药板块PE估值为23.34倍（截止2022年5月31日），在申万一级31个行业中排名第17，估值回落到2018年水平左右，处于近10年历史平均估值低位。分板块表现看，2021年Q4中药板块受益于利好政策的陆续出台和落地，叠加下游出厂涨价催化，中药板块走出独立行情，2022年前4月受益于海外和国内疫情旺盛需求，新冠检测和特效药概念表现强势。

左手防疫：预防+检测+治疗，打造健全的防疫体系

（1）疫苗预防：新冠疫苗-基础免疫完成后，序贯接种或将成为主战场，截至2022年5月12日我国接种总人数达12亿8719.5万，已完成全程接种12亿5259.2万人。覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的91.3%、88.85%。随着基础免疫基本完成，在我国绝大多数民众已接种了两针灭活疫苗的当下，mRNA疫苗或是序贯接种的重要选择之一；**（2）新冠检测：**核酸检测常态化全国各地持续推进，国家卫健委要求在省会城市和千万级人口城市建立步行15分钟核酸“采样圈”，协助“动态清零”落地，有望构建稳定检测需求。同时，抗原自测协助国内企业复工复产，应用场景持续深化；**（3）新冠治疗药物：**在新冠疫情流行背景下，作为治疗的有效手段，新冠特效药在当下国内疫情多发情况下仍较为稀缺，加速其研发及上市的步伐在疫情防控大环境下愈发重要，国产新冠小分子药物和新冠多肽药物上市有望进一步健全防疫体系。

右手复苏：院内诊疗和消费有望迎来反弹。

（1）药店景气度回升：进入4-5月份，随着局部疫情拐点出现，在复工复产的趋势下客流量逐步回升，同时，线上业务发力叠加线下门店持续扩张，2022年药店板块业绩有望实现先抑后扬，逐季加速；**（2）医疗服务消费复苏：**看好刚需属性强、行业景气度高的眼科赛道以及消费类医疗（医美、生长激素、脱敏治疗等），随着国内防疫形势好转，居民、企业生活恢复正常化，居民压制的需求有望得到充分释放；**（3）院内诊疗恢复：**疫情期间，部分医院停诊、控制就诊人数等特殊情况的发生，导致医疗机构诊疗人数有所下滑，建议关注前期因疫情受损的用药和耗材需求修复，包括儿科用药、注射剂、中药饮片、院内制剂以及择期手术反弹下的器械耗材用量回升等。

■ 投资建议

维持医药行业“增持”评级。我们认为2022年医药大健康板块的投资主线可以围绕底层创新、全球化销售、数字化医疗及“疫情受益股”价值回归开展，需要重点关注政策免疫性高、符合国家人口和普惠医疗政策、具有独立自主创新能力的企业。经过半年的演绎，以上三大变局的逻辑仍在持续加强，尤其是所谓“疫情受益股”中的检测板块在今年上半年有着不错的表现。但由于疫情的演变和经济形势的变化，我们认为今年下半年在总方向不变的基础上，将围绕“防疫和复苏”的主线逐步推进，复苏可能会成为更为重要的方面，药房、医疗服务、消费医疗、院内诊疗等板块值得重视。

重点公司可关注：益丰药房、明德生物、奕瑞科技、康德莱、亿帆医药、可孚医疗、百济神州、惠泰医疗、悦康药业、欧普康视等。

■ 风险提示

集采等政策变化、医用原材料价格波动、中美关系波动等。

目录

一、医药板块估值已处于历史低位，中药等板块表现较好	6
1.1 行情回顾	6
1.2 公募基金医药持仓环比略有提升	7
1.3 2022 年 Q1 基本医保收入同比增长较快	8
1.4 2022 年 Q1 医药制造业利润端承压	9
1.5 医药行业估值处于近 10 年底部区间	11
二、年中策略观点：防疫复苏两手抓，变局时代的清晰主线	12
2.1、左手防疫：预防+检测+治疗，打造健全的防疫体系	12
2.1.1、新冠疫苗-基础免疫完成后，序贯接种或将成为主战场	12
2.1.2、常态化检测下，检测能力持续提升	16
2.1.3、新冠特效药仍稀缺，国内外候选药物加速推进	18
2.2、右手复苏：院内诊疗和消费有望迎来反弹	20
2.2.1、药店：业绩稳健，全年经营向好	20
2.2.2、医疗服务：疫情短期扰动，看好眼科服务赛道	22
2.2.3、医美、生长激素、脱敏治疗：积蓄的需求将迎来集中释放	25
2.2.4、院内诊疗：诊疗恢复后有望反弹	27
2.3、围绕防疫和复苏的主线，重申变局时代的投资机遇	28
三、重点公司	30
3.1、可孚医疗（301087.SZ）：费用率短期扰动，看好公司长期发展	30
3.2、悦康药业（688310.SH）：创新转型初显成效，核心产品提供成长动能	32
3.3、欧普康视（300595.SZ）：视光终端服务网络成型，角塑产品持续放量	33
3.4、亿帆医药（002019.SZ）：创新药成重要推动力，全球审批进程有望更进一步	34
3.5、百济神州（688235.SH）：国内创新药龙头，全球化布局步入收获期	35
3.6、康德莱（603987.SH）：深耕输注穿刺行业，低成本+创新升级构筑长期核心竞争力	37
3.7、明德生物（603987.SH）：新冠检测常态化下，核酸+抗原检测产品驱动业绩高速增长	38
3.8、惠泰医疗（688617.SH）：心脏电生理及血管介入龙头，出海进程加速推进	40
3.9、奕瑞科技（688301.SH）：国产探测器先锋，多元化布局开启新征程	41
3.10、益丰药房（603939.SH）：优势区域重点渗透，积极承接处方外流	42

图

图 1 A 股医药生物行业涨跌幅（2021.9.30-2022.5.31） 6

图 2 A 股大盘指数和各申万一级行业涨跌幅情况 (2021. 9. 30-2022. 5. 31)	6
图 3 A 股医药生物板块和子行业涨跌幅情况 (2021. 9. 30- 2021. 12. 31)	7
图 4 A 股医药生物板块和子行业涨跌幅情况 (2021. 1. 1- 2022. 5. 31)	7
图 5 股票型公募基金重仓持股情况 (单位: 亿元)	8
图 6 基本医保累计收支及同比增长率变化情况 (2020. 01- 2022. 02, 单位: 亿元)	9
图 7 基本医保累计结余及结余率情况 (截至 22. 02, 单位: 亿 元)	9
图 8 基本医保当月结余及结余率情况 (截至 22. 02, 单位: 亿 元)	9
图 9 医药制造业累计收入及增长情况 (2017. 02-2022. 03)	10
图 10 医药制造业累计利润总额及增长情况 (2017. 02- 2022. 03)	10
图 11 医药制造业累计指标同比增速变化情况 (2017. 02- 2022. 03)	10
图 12 医药制造业期间费用率变化情况 (2017. 02-2022. 03)	10
图 13 申万一级行业市盈率比较 (TTM 整体法) (截至 2022. 5. 31)	11
图 14 申万医药市盈率与 A 股溢价率 (2010. 01-2022. 05) ..	11
图 15 申万医药市盈率与 A 股溢价率 (2010. 01-2022. 05) ..	12
图 16 每百人新冠疫苗接种量.....	13
图 17 新冠疫苗每日接种量(7 日移动平均).....	13
图 18 国内新冠病毒核酸检测医疗机构数	18
图 19 日核酸检测能力 (万管/日)	18
图 20 爱尔眼科季度收入及同比增速.....	22
图 21 通策医疗季度收入及同比增速.....	22
图 22 2020-2021 年我国诊疗人次、出院人次.....	23
图 23 2018 年我国青少年近视率情况.....	24
图 24 2015-2024 年中国眼科医疗市场规模 (单位: 十亿元)	25
图 25 医疗机构总诊疗人数 (万人次)	27
图 26 医疗机构出院人数 (万人)	27
图 27 公司近年营业收入情况 (单位: 百万元)	31
图 28 公司扣非归母净利润情况 (单位: 百万元)	31
图 29 公司重要在研项目进度.....	33
图 30 国内泛酸钙价格走势 (元/千克)	34

表

表 1 A 股医药行业涨跌幅 Top20 (2021. 9. 30-2022. 5. 31) ...	7
表 2 股票型基金重仓个股数量变化 (2021Q4-2022Q1)	8

表 3 奥密克戎疫苗研发以及序贯加强疫苗的主要研发进展..	14
表 4 全球主要新冠疫苗销售额、销量情况（单位：亿美元/亿元人民币，亿剂）	15
表 5 全国部分城市核酸检测要求	16
表 6 国内新冠抗原自测相关政策	17
表 7 国内外部分新冠病毒小分子口服/注射药物梳理	18
表 8 部分国内在研新冠多肽药物进展	19
表 9 零售药房 2021 年经营数据情况	20
表 10 零售药房 2022 年 Q1 经营数据情况	21
表 11 社会办医相关政策	23
表 12 主要产品介绍及销售情况	26
表 13 公司部分自有和代理品牌	30
表 14 近期百济神州部分创新产品管线进展	36

一、医药板块估值已处于历史低位，中药等板块表现较好

1.1 行情回顾

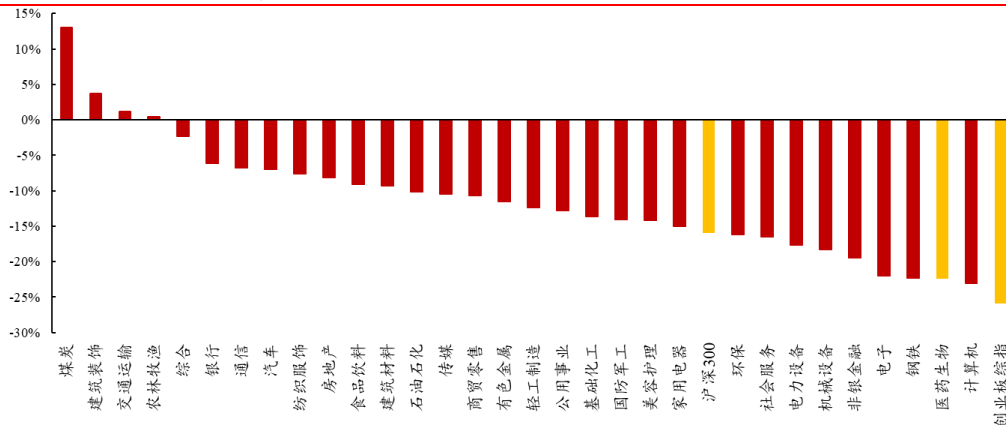
回顾 2021 年 9 月 30 日至 2022 年 5 月 31 日，按照申万一级行业划分标准（2021），医药生物指数下跌 22.46%，在 31 个行业中排在第 30 位，同期沪深 300 指数下跌 15.92%，创业板综指下跌 25.88%，医药生物板块跑输沪深 300 指数 6.53pct，跑赢创业板综指 3.42pct。

图 1 A 股医药生物行业涨跌幅（2021.9.30-2022.5.31）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2 A 股大盘指数和各申万一级行业涨跌幅情况（2021.9.30-2022.5.31）



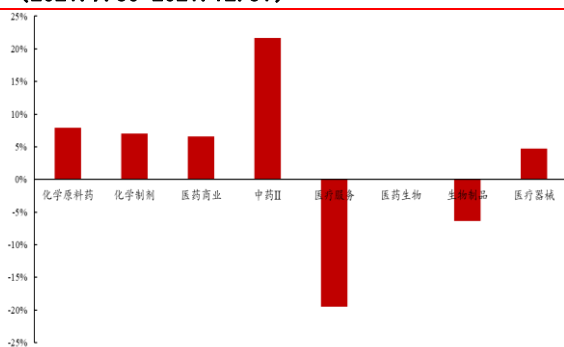
资料来源：Wind，上海证券研究所

分季度看，2021 年 Q4 涨幅最大的是中药板块，上涨 21.64%，受益于利好政策的出台和落地，叠加下游出厂涨价利好消息，中药板块走出独立行情，领跑医药各子行业。跌幅最大的是医疗服务，下跌 19.54%，主要受 CXO 行业估值持续调整影响。

请务必阅读尾页重要声明

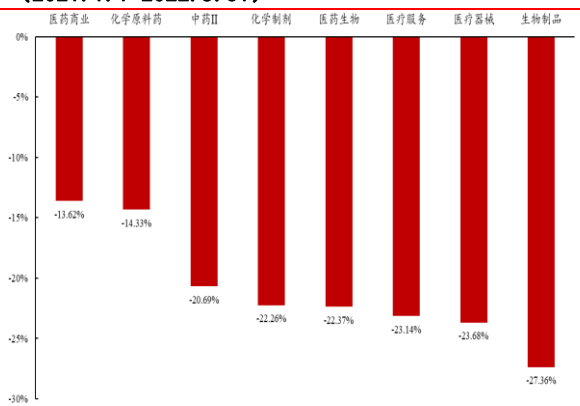
进入 2022 年，受大盘情绪面影响及持续下行，生物医药各子行业也出现大幅回调，1-5 月跌幅最大的为生物制品板块，下跌 27.36%，血制品企业主要由于国内新冠疫情多点爆发，医院门诊和客流量受到不同程度影响，导致血制品终端销售受阻；疫苗企业股价经历了大幅震荡，市场对新冠业务态度观念转变大，且非新冠疫苗接种受限于疫情管控，情况不乐观。

图 3 A 股医药生物板块和子行业涨跌幅情况
(2021. 9. 30-2021. 12. 31)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 A 股医药生物板块和子行业涨跌幅情况
(2021. 1. 1-2022. 5. 31)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从个股表现来看，涨幅 TOP20 的个股多受益于新冠检测或新冠特效药，跌幅较大的多为个股性原因，所谓“疫情受益股”整体回调幅度较大。

表 1 A 股医药行业涨跌幅 Top20 (2021. 9. 30-2022. 5. 31)

排序	涨幅 TOP20	涨幅 (%)	上涨原因	排序	跌幅 TOP20	跌幅 (%)	下跌原因
1	九安医疗	793.06%	新冠检测概念	1	康众医疗	-62.66%	业绩亏损
2	拓新药业	330.40%	新冠特效药概念	2	*ST 和佳	-59.42%	业绩大幅亏损
3	新华制药	326.70%	新冠特效药概念	3	*ST 宜康	-59.34%	业绩大幅亏损
4	上海谊众-U	310.72%	Q1 业绩大增，核心产品放量	4	*ST 海医	-58.57%	业绩大幅亏损
5	翰宇药业	183.86%	新冠特效药概念	5	药石科技	-58.29%	CXO 行业回调
6	精华制药	151.99%	新冠特效药概念	6	南微医学	-57.99%	业绩负增长
7	华润双鹤	133.76%	新冠特效药概念	7	奥精医疗	-57.88%	业绩低于预期
8	合富中国	121.39%	新冠检测概念	8	皓元医药	-56.85%	CXO 行业回调
9	奥翔药业	99.87%	新冠特效药概念	9	金迪克	-56.62%	业绩负增长
10	海辰药业	97.09%	新冠特效药概念	10	泽璟制药-U	-55.96%	业绩亏损
11	兰卫医学	95.64%	新冠检测概念	11	诺泰生物	-55.13%	CXO 行业回调
12	大理药业	85.69%	NA	12	赛伦生物	-55.03%	NA
13	中国医药	82.49%	新冠特效药概念	13	诺禾致源	-53.84%	CXO 行业回调
14	同和药业	79.53%	新冠特效药概念	14	昊海生科	-53.24%	医美行业回调
15	安旭生物	77.48%	新冠检测概念	15	英科医疗	-53.05%	NA
16	奥锐特	74.15%	新冠特效药概念	16	通策医疗	-53.04%	业绩低于预期
17	众生药业	63.14%	新冠特效药概念	17	延安必康	-52.12%	业绩低于预期
18	君实生物-U	59.70%	新冠特效药概念	18	百克生物	-51.77%	业绩低于预期
19	华特达因	58.75%	NA	19	鹿得医疗	-51.36%	业绩低于预期
20	龙津药业	58.23%	新冠特效药概念	20	成都先导	-50.72%	业绩负增长

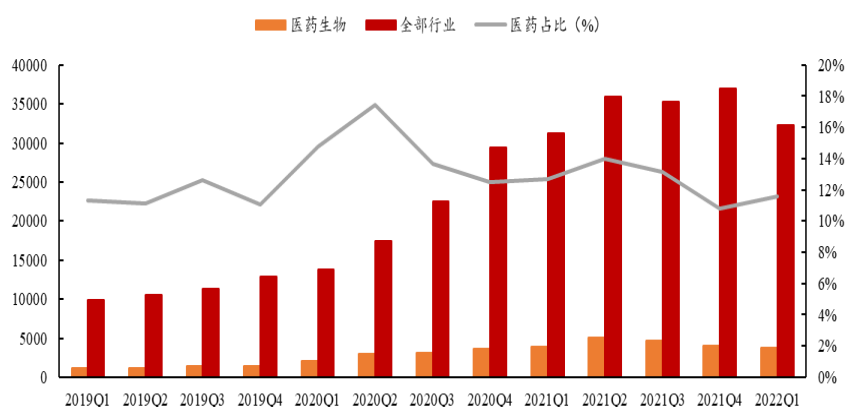
资料来源: Wind, 上海证券研究所 (剔除 2022. 01 以来上市次新股)

1.2 公募基金医药持仓环比略有提升

2022 年 Q1，公募基金重仓医药股市值为 3739 亿元，与

2021Q4 环比下降 6%；医药股占有重仓持股比例为 11.58%，上升 0.8 个百分点。

图 5 股票型公募基金重仓持股情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从重仓个股市值层面来看，2022Q1 重仓总市值排名前五的企业分别为药明康德、迈瑞医疗、智飞生物、凯莱英、爱尔眼科，多数为细分赛道领头羊；受股价下跌影响，大部分重仓医药市值都出现不同程度减少。

表 2 股票型基金重仓个股数量变化（2021Q4-2022Q1）

代码	公司	重仓总市值（万元）				重仓市值变化	排名变化
		2022Q1 总市值	2022Q1 排名	2021Q4 总市值	2021Q4 排名		
603259.SH	药明康德	7,151,901	1	6,392,245.98	1	759,655	0
300760.SZ	迈瑞医疗	4,410,078	2	6,392,245.98	2	-1,982,168	0
300122.SZ	智飞生物	2,636,819	3	5,119,532.78	7	-2,482,714	0
002821.SZ	凯莱英	2,065,852	4	2,608,317.42	3	-542,466	2
300015.SZ	爱尔眼科	1,640,306	5	2,211,070.82	4	-570,764	6
300363.SZ	博腾股份	1,532,884	6	1,276,204.24	10	256,680	-2
300347.SZ	泰格医药	1,454,167	7	1,776,174.84	5	-322,008	3
300759.SZ	康龙化成	954,367	8	987,618.99	12	-33,252	0
300896.SZ	爱美客	801,557	9	566,563.13	15	234,994	-2
300142.SZ	沃森生物	796,149	10	536,021.30	16	260,128	-5
600436.SH	片仔癀	747,252	11	1,280,076.40	8	-532,825	2
603456.SH	九洲药业	715,666	12	1,017,061.51	11	-301,395	-3
600276.SH	恒瑞医药	712,120	13	1,278,481.50	9	-566,362	17
000661.SZ	长春高新	660,689	14	1,530,943.71	6	-870,255	7
2269.HK	药明生物	553,854	15	738,777.86	14	-184,924	1
600763.SH	通策医疗	539,713	16	822,034.19	13	-282,321	1
603392.SH	万泰生物	518,975	17	299,037.25	23	219,938	12
300601.SZ	康泰生物	474,938	18	426,999.10	19	47,939	9
000739.SZ	普洛药业	416,379	19	472,652.93	18	-56,273	15
002001.SZ	新和成	367,432	20	162,313.12	34	205,119	-6

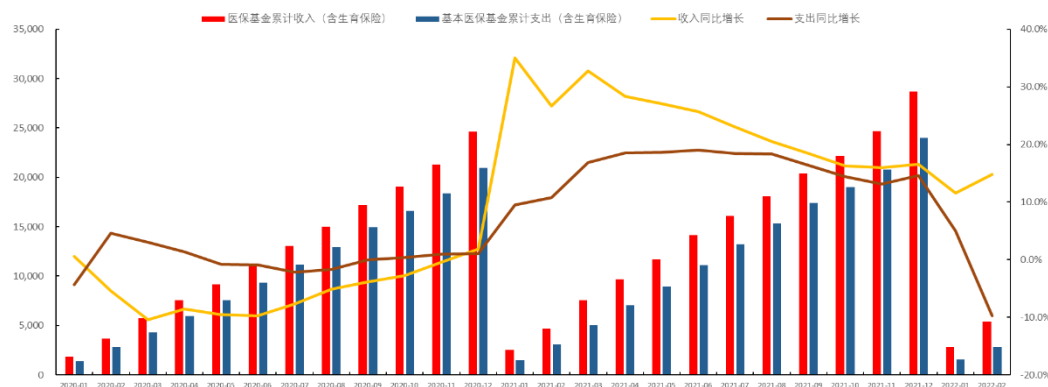
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 2022 年 Q1 基本医保收入同比增长较快

截至 2022 年 2 月份，全国医保基金（含生育保险）累计收入 5366 亿元，同比增长 14.8%，医保累计支出 2786 亿元，同比减少

9.8%。2022 年前两个月，医保支出累计同比出现下滑，预计受 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划和集采的影响，医保付费标准方式更加高效化，医疗资源利用更趋合理。

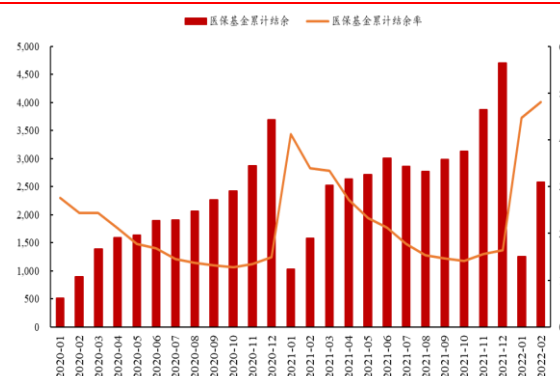
图 6 基本医保累计收支及同比增长率变化情况（2020.01-2022.02，单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

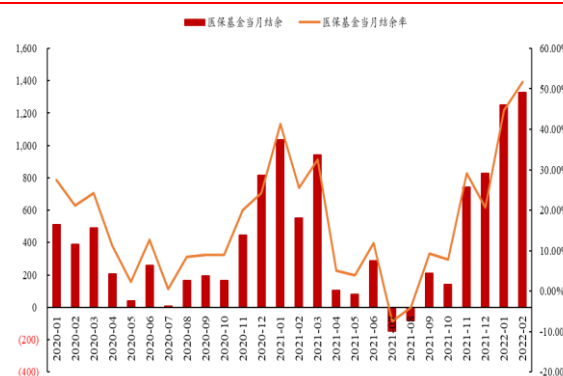
2022 年前两个月累计结余率快速回升，结余情况改善。2022 年前 2 月份，医保基金（含生育保险）累计结余达 2581 亿元，累计结余率为 48.09%。相比 2021 年同期累计结余率提升 14.15pct。

图 7 基本医保累计结余及结余率情况（截至 22.02，单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8 基本医保当月结余及结余率情况（截至 22.02，单位：亿元）

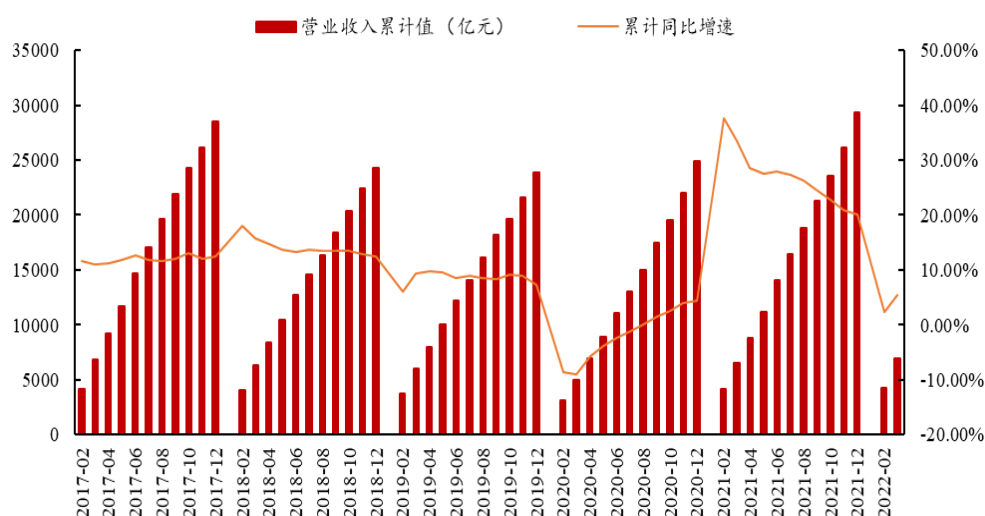


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.4 2022 年 Q1 医药制造业利润端承压

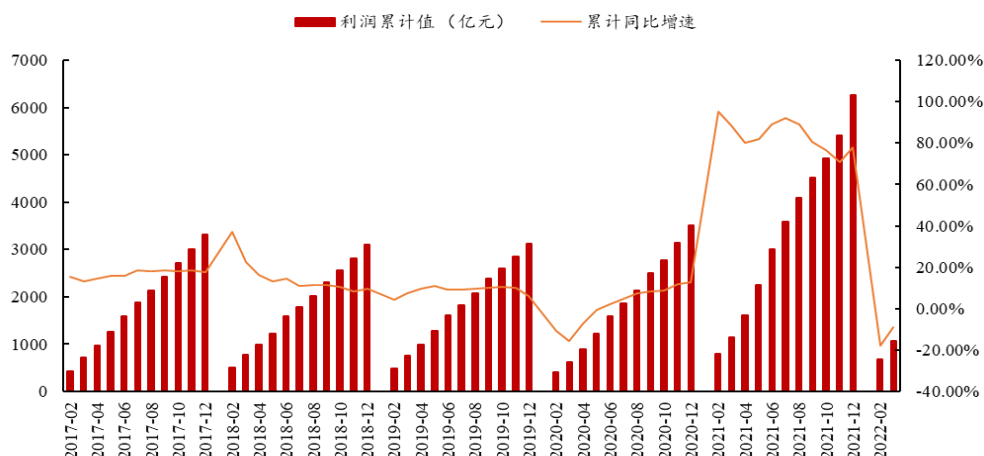
2022 年 3 月，我国实现医药制造业整体营业收入和利润总额分别为 6,936.6 亿元、1,065.6 亿元，同比分别增加 5.5%和减少 8.9%，收入增速出现放缓、利润端出现下滑。我们认为造成该结果的主要原因是因为利润端受基数较高影响较去年全年明显回落，且受上游原材料涨价，制造企业成本压力加大，尤其是中小微企业利润增长缓慢，工业企业效益状况持续恢复的基础仍不牢固。

图9 医药制造业累计收入及增长情况 (2017.02-2022.03)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

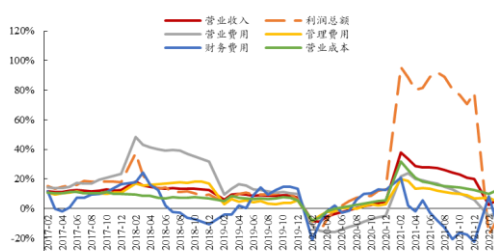
图10 医药制造业累计利润总额及增长情况 (2017.02-2022.03)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

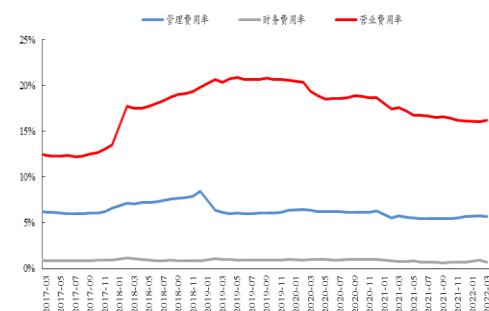
2022年3月医药制造业销售费用率为16.24%，同比下降1.35pct，预计受集采及DRG/DIP试点影响，面向医院端的销售费用节省明显。同期管理费用率和财务费用率分别为5.72%、0.67%，同比分别下降0.03pct和0.12pct。

图11 医药制造业累计指标同比增速变化情况 (2017.02-2022.03)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图12 医药制造业期间费用率变化情况 (2017.02-2022.03)

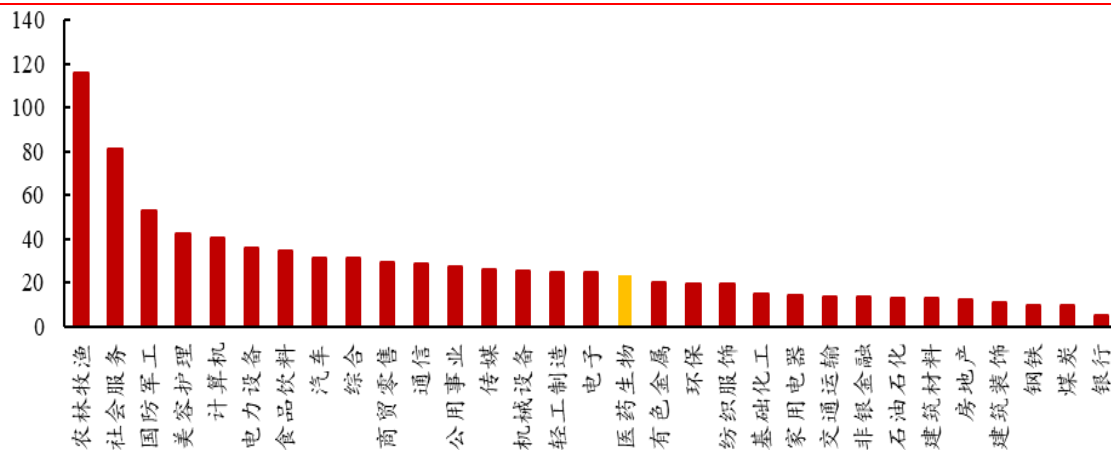


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.5 医药行业估值处于近 10 年底部区间

截止 2022 年 5 月 31 日收盘，申万医药指数 PE 估值为 23.34 倍，在申万一级 31 个行业中排名第 17。

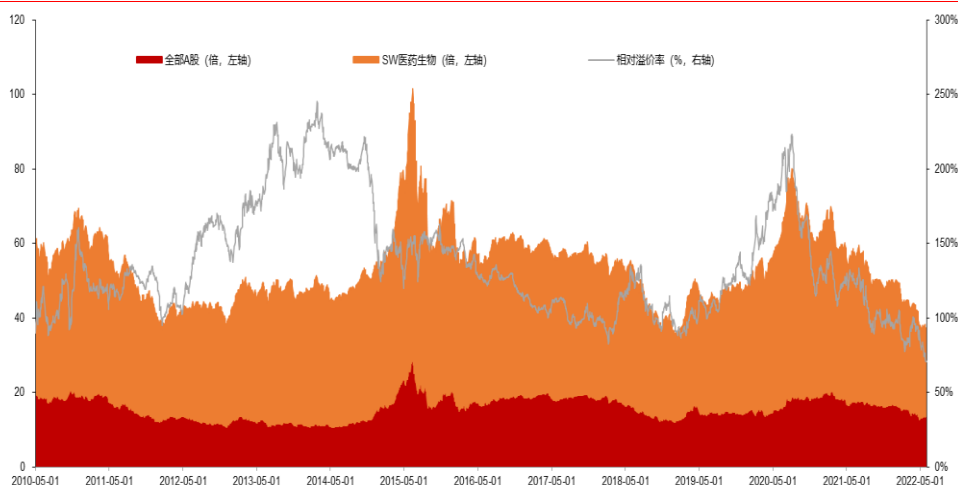
图 13 申万一级行业市盈率比较 (TTM 整体法) (截至 2022.5.31)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

自 2021 年 7 月开始，医药生物板块开始进入到箱体震荡下行趋势，估值较高的 CXO 等细分赛道开始进入到估值调整和消化期，带动板块估值回落，目前医药行业 PE 估值回落到 2018 年水平左右，为近 10 年历史平均估值低位，对全部 A 股溢价率跌到 70.66%，低于历史均值 64.69pct (2010 年初至今)。

图 14 申万医药市盈率与 A 股溢价率 (2010.01-2022.05)



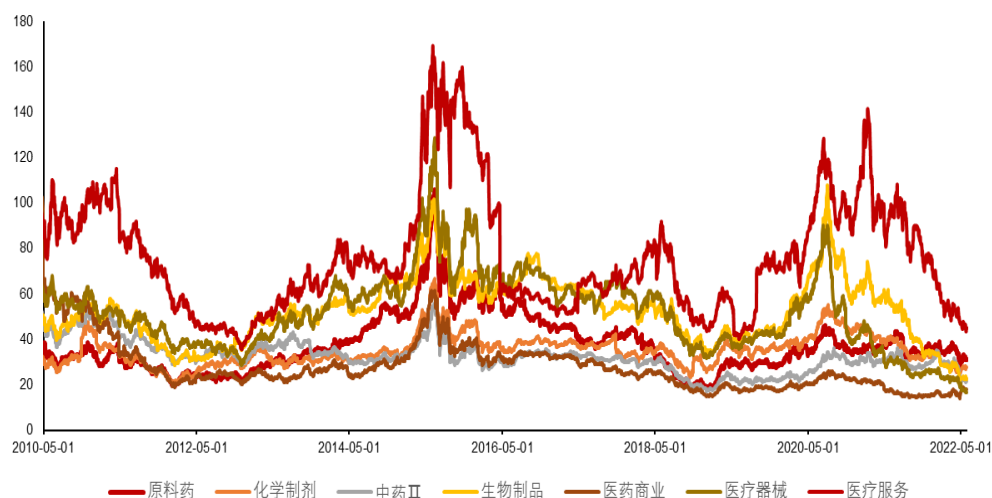
资料来源: Wind, 上海证券研究所

医药子行业估值分化，均已处于估值低位估值。截至 2022 年 5 月 31 日，医药各子板块的市盈率 (TTM) 中，医疗服务 (47 倍)、原料药 (31 倍)、化学制剂 (28 倍)，高于板块整体平均市盈率水平，主要与行业景气度有关，如医疗服务板块 CXO 公司；生物制

请务必阅读尾页重要声明

品（23 倍）、中药（22 倍）、医疗器械（17 倍）、和医药商业（17 倍）的市盈率较低。

图 15 申万医药市盈率与 A 股溢价率（2010.01-2022.05）



资料来源：Wind，上海证券研究所

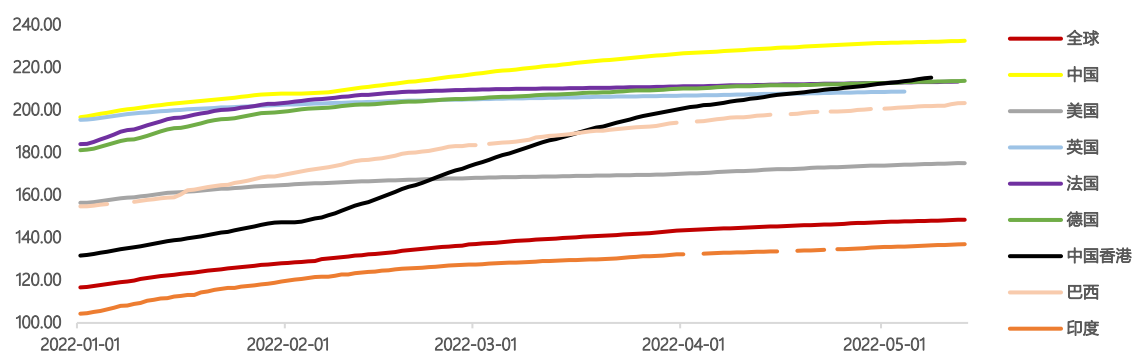
二、年中策略观点：防疫复苏两手抓，变局时代的清晰主线

2.1、左手防疫：预防+检测+治疗，打造健全的防疫体系

2.1.1、新冠疫苗-基础免疫完成后，序贯接种或将成为主战场

随着多款新冠疫苗上市，以及各国政府支持，全球新冠疫苗接种率取得了阶段性成果，截至 2022 年 5 月 13 日，全球新冠疫苗接种总量已经达到 116.95 亿剂次，其中我国接种总量 33.60 亿剂次。全球每百人新冠疫苗接种量从年初的 116.71 次提升至 148.51 剂次，人均接近 1.5 次。其中接种率较高的地区包括：中国 232.66 剂次、美国 175.11 剂次、德国 213.83 剂次、法国 213.46 剂次、英国 208.76 剂次，香港、巴西也从较低的接种率分别提升到了 215.32 次（截至 5.8）、203.36 次，印度则是持续保持较低接种率仅为 137.02 次。

图 16 每百人新冠疫苗接种量

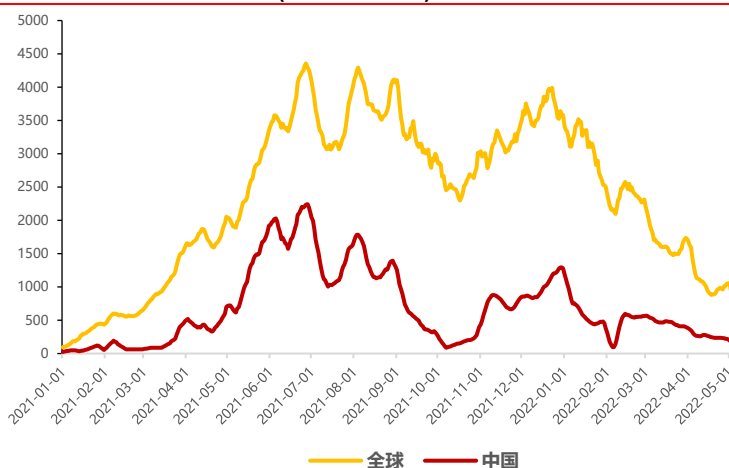


资料来源: Wind, 上海证券研究所

截至 2022 年 5 月 12 日我国接种总人数达 12 亿 8719.5 万, 已完成全程接种 12 亿 5259.2 万人。覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的 91.3%、88.85%。完成加强免疫接种 7 亿 6289.7 万人, 其中序贯加强免疫接种 3344.9 万人, 60 岁以上老年人接种覆盖人数达 2 亿 2823.6 万人, 完成全程接种 2 亿 1625.3 万人, 覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的 86.44%、81.9%。60 岁以上老年人完成加强免疫接种 1 亿 6432.3 万人。

2021 年全球大规模接种后, 基础免疫已基本完成, 尤其是 2021 年底到 2022 年初加强针接种后, 2022 年上半年疫苗接种量明显下降。

图 17 新冠疫苗每日接种量(7 日移动平均)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

多样的变异提高了新型冠状病毒“清零”的难度和增加了疫苗更新的需求。变异毒株的突变方向能使病毒的提高传染性、重症率或产生免疫逃逸。由于传播能力显著增强, 奥密克戎毒株 2021 年 11 月出现后迅速取代德尔塔, 成为全球主要流行的新冠病毒株。奥密克戎毒株还显示出很强的持续演化能力, 迄今已进化出众多亚型。当前研究结果显示, 中和抗体在面对奥密克戎时中和活性大幅下降, 还需持续研发针对奥密克戎的疫苗, 在研发进

请务必阅读尾页重要声明

行的同时，也需继续加强免疫，根据实验观察结果钟南山院士建议使用异种疫苗作为序贯接种，在我国绝大多数民众已接种了两针灭活疫苗的当下，我们认为 **mRNA 疫苗或是序贯接种的重要选择之一**，众多 mRNA 企业如沃森、康希诺、艾博、斯微等有望取得商业化突破。

根据 WTO 统计，截至 2022 年 4 月 26 日全球已上市近 40 款疫苗（我国已上市 7 款疫苗产品），在研新冠疫苗已有 153 个进入临床试验阶段。以下对奥密克戎疫苗研发以及序贯加强疫苗的主要研发进展进行总结。

表 3 奥密克戎疫苗研发以及序贯加强疫苗的主要研发进展

技术路线	名称	研发公司	针对毒株	研发阶段	临床具体情况
mRNA	BNT162b20M1	Pfizer/BioNTech	Omicron	III 期临床	
	mRNA-1273.214	Moderna	Omicron+WT	II 期临床	
	mRNA-1273.529	Moderna	Omicron	II/III 期临床	
	ARCoVax	沃森生物, 艾博生物	Alpha	III 期临床	
	LVRNA009	丽凡达生物 (艾美疫苗)	Alpha	II 期临床	
	PTX-COVID19-B	Providence Therapeutics, 云顶新耀	Alpha	海外 II 期临床	
	SYS6006	石药	Delta+Omicron	4.3 获批临床	
	新冠 mRNA 疫苗	康希诺	现有变异株 (包括奥密克戎)	4.4 获批临床	
	DF104B1	斯微生物	Delta+Omicron	4.29 获批临床	
	奥密克戎变异株新冠病毒 mRNA 疫苗	艾博生物	Omicron	IND 4.29 阿联酋获批临床	
	新冠 mRNA 疫苗	中国生物/复诺健	Omicron	IND	
	新型冠状病毒 mRNA 疫苗 RQ3013	威斯克生物	Delta+Omicron 等	IND	
	针对 Omicron 的候选疫苗	沃森/蓝鹊	Alpha+Beta Omicron	IND 临床前	
	R520A (冻干剂型)	瑞科生物	Omicron	临床前 (预计 2022H1 提交 IND)	有可能诱导相似或更高水平的中和抗体
重组蛋白	V-01-351/V-01D 二价重组蛋白疫苗	丽珠	Delta+Beta	III 期, 序贯申请上市	绝对保护力高达 61.35%, 具有显著强效性, 对奥密克戎变异株很好的加强免疫效果
	重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞) NVS1-06-08	中国生物	Omicron	4.3 获批临床 4.29 阿联酋 (序贯) 临床获批	
	SCTV01C 二价重组蛋白疫苗	神舟细胞	Alpha+Beta	III 期 (4.27 阿联酋序贯 III 期)	针对全部 14 种主要变异株, SCTV01C 比中和抗体相对较低的单价疫苗高 2~21 倍, 广谱性优势
	SCTV01E 四价重组蛋白疫苗	神舟细胞	Alpha+Beta+Delta+Omicron	IND (4.27 阿联酋序贯 III 期)	全球首个进入临床 3 期研究的奥密克戎疫苗
	SCB-2019	三叶草生物	Alpha	申请上市	预防重症保护效力为 100%, 对预防住院的保护效力为 95%。中和抗体是同源加强的 4 倍 (奥密克戎高出 3 倍)
	SCB-2020S (CAS-1)	三叶草生物	Beta	IND	2022Q2 启动 I 期临床
	二价 SCB-2019+SCB-2022B	三叶草生物	Alpha+Omicron	临床前	具有有效中和作用, 与单价奥密克戎疫苗相比, 更高的中和水平
	ZF2001	智飞生物	Alpha	2021/3/10, 中国获批紧急使用, 2022/3/1 正式获批上市。 2022/2/19 获批序贯 (异源) 加强针	对重症-危重症病例的保护效力达 92.9%; 对死亡病例的保护效力达到 100%。2 剂灭活疫苗后 4~8 个月再接种 1 剂 ZF2001 疫苗能有效产生针对奥密克戎突变株 (Omicron) 的中和抗体
二代重组疫苗-嵌合 RBD 二聚体疫苗		智飞生物	Delta+Omicron	临床前	
	ReCOV	瑞科生物	Delta+Omicron	菲律宾 III 期临床 阿联酋 (序贯) III 期临床	

请务必阅读尾页重要声明

	UB-612	Vaxxinity, Inc.	Omicron	床	
				III 期临床	
				4.14 香港(序贯)临床	
灭活疫苗	Omicron 株新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	中国生物	Omicron	4.26 获得 NMPA 临床批件	获得阿联酋和香港序贯临床批件。5月1日启动空白人群接种;5月9日,序贯临床试验启动。
				4.29 阿联酋(序贯)临床	
				床	
				4.14 香港获批临床	
				4.26 获 NMPA 临床批件	
腺病毒疫苗	克威莎(注射用、吸入用新冠病毒疫苗)	科兴	Omicron	注射用已上市,吸入用 I 期临床	与同源加强相比有显著优势。针对奥密克戎吸入用序贯加强的中和抗体是使用灭活同源加强的 14 倍,重组蛋白序贯加强的 5.6 倍
		康希诺	Omicron		
		Hipra Scientific, S.L.U	Omicron	海外 II 期临床	
	HIPRA HH-10				

资料来源:各公司官网、医药魔方、clinicaltrials, 上海证券研究所

2021 年新冠疫苗全球销售额超 800 亿美元, 根据全球各主要疫苗企业预测, 2022 年新冠疫苗全年销售额将略有下降。2021 对于全球新冠疫苗厂商可谓是丰收的一年: 辉瑞全年营收 812.88 亿美元, 同比增长 95%, 增幅主要来自于新冠疫苗以及新冠口服药 Paxlovid; Moderna 全年营收 184.71 亿美元, 同比上涨 2199.12%, 净利润为 122.02 亿美元, 同比增长 1733.33%; 我国疫苗企业表现也尤为出色, 北京科兴和国药中生的灭活疫苗供应了全球新冠疫苗的 50% 左右, 截至 2022 年 5 月国药中生的灭活疫苗获得近 119 个国家或地区的批准, 北京科兴的灭活疫苗获得了 61 多个国家或地区的批准, 科兴 2021 年营收 193.75 亿美元, 同比增长 3691.6%, 归母净利润 84.61 亿美元, 同比增长 8008.5%。我们认为在基础免疫完成的情况下, 突变毒株致病性减弱的情况下, 疫苗接种需求将从 2021 年巅峰状态回落, 同时随着更多产品上市, 市场竞争以及政府集采等影响下, 价格逐步降低, 导致未来市场规模逐年递减。

表 4 全球主要新冠疫苗销售额、销量情况 (单位: 亿美元/亿元人民币, 亿剂)

海外/国内	产品名称	研发公司	2021 年		每剂单价	2022 年	
			销售额	销量		产能 (预测销量)	预测销售额
海外产品	BNT162b2	辉瑞/BioNTech	367.81 亿美元	26	美国 19.5 美元 欧洲 15.5~19.5 欧元	40	320 亿美元
	mRNA-1273	Moderna	176.75 亿美元	8.24	美国 32-37 美元 欧洲 22.6-25.5 美元	30	190-210 亿美元
	Vaxzevria (ChAdOx1)	阿斯利康	39.81 亿美元	>25	巴西 3.16 美元 其他地方 3.5-6 美元	/	32 亿美元
	Ad26.COV2.S	强生	23.85 亿美元	/	~10 美元	/	30-35 亿美元
	CoronaVac	科兴	全部产品 193.75 亿美元	>28	90 元, 降至 40 元、20 元, 新的议定价格更低	/	/
国内产品	BBIBP-CorV	国药	/	/	90 元, 降至 40 元、20 元, 新的议定价格更低	50	/
	ZF2001	智飞生物	84.19 亿元 (子公司龙科马收入, 以新冠疫苗为主)	/	~60 元	5	/
	Ad5-nCoV	康希诺	43 亿元人民币 (全部疫苗产品)	/	巴西 17 美元	4-5	/

资料来源:各公司官网、年报、Financial Times、CNN、环球时报等, 上海证券研究所

2.1.2、常态化检测下，检测能力持续提升

核酸检测常态化持续推进。5月20日，国家卫健委要求在省会城市和千万级人口城市建立步行15分钟核酸“采样圈”，构建常态化核酸检测基础，目前国内多个城市和地区已经陆续探索实施常态化核酸检测工作，合理布局核酸采样点，核酸检测时间要求从最短48小时到最长7天检测一次。而在5月13日，国家卫健委在国务院联防联控机制新闻发布会上再次强调在大城市建立步行15分钟核酸检测“采样圈”（此前已于5月9日国务院联防联控机制电视电话会议已提出），一方面有利于公众就近就便接受核酸检测的服务，同时更有利于感染者的早期发现，来提高检测预警的灵敏度，早期发现疫情，有利于疫情的及时控制。这是自5月5日中共中央政治局常务委员会召开会议，再次强调“动态清零”总方针不动摇，以及5月6日，国家卫健委要求加强方舱医院等资源储备，健全常态化核酸检测采样机制后，国家卫健委再次明确核酸常态化的要求。

在“动态清零”总方针下，目前全国各地区正逐步推行核酸常态化检测，北京、深圳、上海、杭州、宁波、南昌等地已陆续出台核酸检测要求，并加码建设常态化核酸检测点，其中，杭州地区计划布设10000个免费核酸采样点，并要求市民每48小时测一次核酸，截止5月18日，杭州全市共设立采样点9896个，平均1200个人设立一个核酸采样点；深圳5月20日要求每3万人建设1个便民核酸检测点；上海共布局设置各类核酸采样点近9900个（截止5月13日）；北京已经公布了2591个免费常态化核酸检测采样点（截止5月11日），宁波已设置超过7000个核酸采样点（截止5月5日）等。

表5 全国部分城市核酸检测要求

城市	常驻人口	核酸检测要求
北京	2188	市民进入各类公共场所、单位、楼宇、社区（村），乘坐公共交通工具，参加有组织的聚集性活动，须持72小时内核酸阴性证明
上海	2489	上海自6月1日零时起，进入有明确防疫要求的公共场所和搭乘公共交通工具的人员，须持72小时内核酸检测阴性证明
广州	1881	重点行业、重点人群应检尽检；倡议居民每5天至少进行一次核酸检测
深圳	1756	进出各类公共场所、乘坐公共交通工具等须凭72小时核酸检测阴性证明
杭州	1220	进出公共场所提供72小时核酸阴性证明
苏州	1280	市民凭72小时以内核酸检测阴性证明，进入单位、小区、公共场所和乘坐公共交通
合肥	946	每5天开展1次常态化免费核酸检测
郑州	1274	6月1日起郑州市主城区原则上每48小时将测一次核酸
武汉	1364	各类公共场所、乘坐公共交通工具等，均须提

供 72 小时核酸检测阴性证明		
宁波	954	公共场合提供 48 小时核酸检测阴性证明
大连	754	每隔 7 天进行一次采样检测

资料来源：疫情防控指挥部和工作领导小组等，上海证券研究所

抗原检测有望助力国内企业复工复产。国内抗原自测产品在 2022 年 3 月中旬陆续放开使用，在短短 2 个月左右时间 NMPA 批准上市 32 款抗原自测证书，为上海、北京、吉林等地区的疫情防控贡献力量。此外，全国各地正陆续推行核酸常态化检测、抗原检测为辅的模式，通过抗原检测能够及时发现感染者，做到早发现、早隔离，有助于加快复工复产。以上海为例，上海经信委于 4 月 16 日发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》，要求在确保风险可控的前提下，落实闭环管理，有力有序有效推动企业复工复产，并在指引中列明抗原检测诸多应用要求，并要求企业最少储备 14 天用量的抗原检测试剂，进一步强化抗原自测产品的应用场景。

表 6 国内新冠抗原自测相关政策

时间	部门	信息来源	主要内容
2022.03.10	国家卫健委	《关于印发新冠病毒抗原检测应用方案（试行）的通知》	通知决定在核酸检测基础上，增加抗原检测作为补充，使用人群为：（1）到基层医疗卫生机构就诊，伴有呼吸道、发热等症状且出现症状 5 天以内的人员（核酸检测优先，抗原为补充）；（2）隔离观察人员（隔离前五天每天一次抗原自测）；（3）有抗原自我检测需求的社区居民（通过零售药店、网络销售平台等渠道购买）
2022.03.18	国家卫健委	新闻发布会	推广“抗原筛查、核酸诊断”的监测模式
2022.03.21	国家医保局	《关于切实做好当前疫情防控医疗保障工作的通知》	各省级医疗保障部门应按程序将新冠病毒抗原检测试剂及相应检测项目临时性纳入本省份基本医保医疗服务项目目录。参保人在定点基层医疗机构发生的相关费用按统筹地区现行规定支付，在定点零售药店购买检测试剂的费用，可使用个人账户支付。
2022.04.16	上海经信委	《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》	强化企业员工管理，严格管控外来人员，如必需进入，须持有 48 小时内核酸检测阴性证明并需现场抗原检测阴性。做好全体员工的每日健康监测和登记，提高筛查密度，坚持一日两测，早上做抗原检测、晚上做核酸检测，指定专人每天汇总人员健康情况。
2022.04.19	交通部	-	对到达目的地时核酸检测结果超过 48 小时的，可采用“核酸检测+抗原检测”的方式，抗原检测结果为阴性的要立即放行，不得以等待核酸检测结果为由限制通行
2022.05.24	NMPA	NMPA 官网	3 月初至 5 月 24 日，NMPA 已累计批准 32 款抗原自测证书

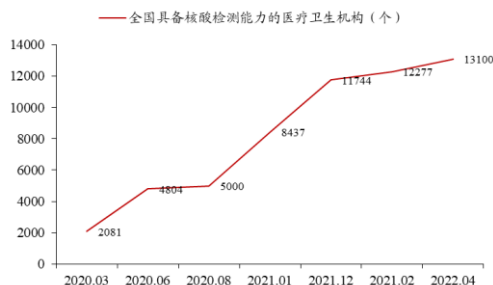
资料来源：中国政府网，医保局，国家卫健委，NMPA，上海证券研究所

核酸检测能力持续提升。从 2020 年开始，在国务院和卫健委陆续要求加强 PCR 实验室建设下，全国 PCR 检测医疗机构数从 2020 年 3 月的 2081 个快速增长至 2022 年的 1.31 万余个，全国核酸单管日检测能力从 126 万份增长至 5165 万份。在检测能力不断提升背景下，采样点网也在不断扩大，2022 年 4 月，上海、北

请务必阅读尾页重要声明

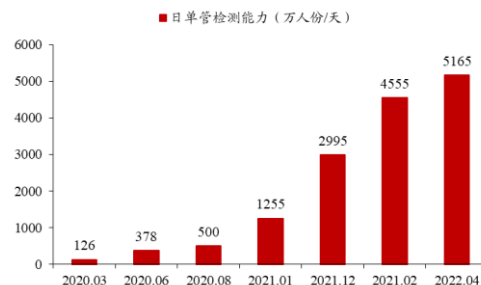
京、深圳、杭州、安徽等地开展核酸常态化检测，加大布局常态化核酸采样点，到 5 月 13 日，根据国家卫健委公布，全国已有 1.3 万家医疗卫生机构可开展核酸检测，拥有 15.3 万专业技术人员从事核酸检测的技术工作，每天核酸检测的能力已经达到单管每日 5700 万管。

图 18 国内新冠病毒核酸检测医疗机构数



资料来源：国家卫健委，上海证券研究所

图 19 日核酸检测能力（万管/日）



资料来源：国家卫健委，上海证券研究所

2.1.3、新冠特效药仍稀缺，国内外候选药物加速推进

国家卫健委于 2022 年 3 月发布《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》在“抗病毒治疗”中增加辉瑞口服特效药 Paxlovid 作为治疗推荐，用于治疗发病 5 天以内的轻型和普通型且伴有进展为重型高风险因素的成人和青少年。新冠口服药是目前新冠防治方案“检测+疫苗+特效药”中的重要一环，全球范围内已有辉瑞 Paxlovid、默沙东 Molnupiravir 等新冠特效口服药。随着新型冠状病毒基因组的变异及病毒学特点的变化，目前奥密克戎株感染病例已取代德尔塔株成为主要流行株。作为治疗的有效手段，新冠特效药在当下国内疫情多发情况下仍较为稀缺，加速其研发及上市的步伐在疫情防控大环境下愈发重要。

新型冠状病毒（SARS-CoV-2）属于 β 属的冠状病毒，有包膜，颗粒呈圆形或椭圆形，直径 60~140nm。具有 5 个必需基因，分别针对核蛋白（N）、病毒包膜（E）、基质蛋白（M）和刺突蛋白（S）4 种结构蛋白及 RNA 依赖性的 RNA 聚合酶（RdRp）。核蛋白（N）包裹 RNA 基因组构成核衣壳，外面围绕着病毒包膜（E），病毒包膜包埋有基质蛋白（M）和刺突蛋白（S）等蛋白。刺突蛋白通过结合血管紧张素转化酶 2（ACE-2）进入细胞。

在已获批与在研的新冠病毒小分子药物中，作用机制以 RdRp 抑制剂与 3CL 抑制剂为主。目前，国内新冠小分子药物研发工作进展较快的包括君实生物/旺山旺水 VV116、真实生物/河南师范大学阿兹夫定及开拓药业普克鲁胺等，处于临床 III 期阶段。

表 7 国内外部分新冠病毒小分子口服/注射药物梳理

	机制	候选药物	企业/研究机构	阶段	备注
国内	RdRp	VV116	君实生物/旺山旺水	全球 III 期	乌兹别克斯坦获批治疗

抑制剂		SHEN26	科兴制药/安泰维	临床 I 期	COVID-19 中重度新冠患者 计划在 I 期临床研究结束后开展 II/III 期国际多中心研究
		ASC10 -	歌礼制药 华润双鹤/美国 Ligand	临床前研究 临床前研究	
		SIM0417	先声药业/上海药物所	获批临床	拟用于密接人群的暴露后预防治疗 注射液，计划在 2022 年完成国际多中心 II/III 期临床的中期分析
	3CL 抑制剂	FB2001	前沿生物/上海药物所	全球 II/III 期	
		RAY1216 GST-HG171 ASC11 EDDC-2214	众生药业 广生堂 歌礼制药 云顶新耀/EDDC	获批临床 临床前研究 临床前研究 临床前研究	
	HIV 毒逆转录酶与辅助蛋白 Vif 双靶点抑制剂	阿兹夫定	河南真实生物/河南师范大学	临床 III 期	开展 III 期临床试验地区包括中国、巴西、俄罗斯
	雄激素受体 (AR) 拮抗剂	普克鲁胺	开拓药业	临床 III 期	已公布轻中症非住院新冠患者 III 期全球多中心临床试验的关键数据结果
	组蛋白抑制剂	STC3141	远大医药	临床 IIa 期	比利时、波兰、英国开展重症感染者的 IIa 期临床试验
海外	3CL 抑制剂	Paxlovid	辉瑞	2021.12 美国 EUA; 2022.2 中国获批	
	RdRp 抑制剂	Molnupiravir	默沙东	2021.12 美国 EUA	
	3CL 抑制剂	S-217622	盐野义	2022.2 向日本厚生劳动省提交 NDA	

资料来源：各公司官网，各公司公告，WIND，上海证券研究所

多肽药物属于新冠肺炎研发预防与治疗方面的新型药物。多肽是由氨基酸经肽键连接而成的一类化合物，其在连接方式上与蛋白质相同，通常将含有氨基酸数量100个以下。

表 8 部分国内在研新冠多肽药物进展

项目名称	给药途径	研发企业	作用靶点	进展
-	鼻喷剂	翰宇药业	刺突蛋白 HR1	2021 年 11 月立项，已完成临床前工艺研究，正在进行动物体内药效研究
EK1	雾化吸入	锦波生物	刺突蛋白 HR1	2020 年 1 月立项; 2021 年 9 月获得临床批件
AOD53724	鼻喷剂	圣诺生物	刺突蛋白 HR1	2022 年 4 月处于临床前动物药效安评试验阶段
-	-	悦康药业	刺突蛋白 HR1	2022 年 1 月立项

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

以圣诺生物多肽新冠药物在研产品为例，根据公司公告，该药物靶点是冠状病毒S蛋白，S2亚基上的七肽重复域，作用机制是

基于冠状病毒表面的刺突状包膜糖蛋白(S蛋白)介导病毒对靶细胞的侵染过程。其S1亚基负责与细胞表面的受体结合，S2亚基则发挥病毒与细胞膜融合的功能。S2亚基含有七肽重复域1(HR1)、七肽重复域2(HR2)等重要功能区，在病毒膜融合过程中，HR1与HR2折叠形成六螺旋束结构(6HB)以拉近病毒膜和细胞膜发生融合反应，从而使病毒的基因物质通过融合孔进入到靶细胞内。多肽新药物可与新冠病毒S蛋白HR1亚基结合，抑制六螺旋束结构的形成，干扰病毒与细胞膜的融合，防止病毒入侵细胞。

目前国内在研新冠多肽药物剂型主要为鼻喷剂及雾化吸入剂，相比常规形态的药物，吸入剂型给药方式无需经过体内代谢，在鼻腔及呼吸道即可发挥药效，安全系数更优，能够有力起到对新冠病毒的预防效果。

2.2、右手复苏：院内诊疗和消费有望迎来反弹

2.2.1、药店：业绩稳健，全年经营向好

21 年业绩阶段性承压，全年实现稳健增长。2021 年零售药店整体实现稳健增长，头部药房营收规模突破 150 亿大关，整体收入端增速在 15%左右，较 2020 年有所放缓，主要是因为（1）高基数影响，20 年疫情催化了防疫相关产品销售，2021 年相关防疫产品销售下滑；（2）疫情局部反复，防控政策下，门店客流受到影响，且退烧、止咳、抗病毒、抗生素等药物的销售受到严格管控；（3）医保系统切换，对门店销售产生一定影响；利润端表现差异较大，益丰药房和一心堂同比增速靠前，同比增长在 15-20%间。大参林利润端出现下滑，主要原因有：（1）股权激励费用及可转债利息摊销影响对当期利润影响较大；（2）新开门店受防控政策影响，爬坡周期普遍被拉长，当期利润贡献不足。

表 9 零售药房 2021 年经营数据情况

主要企业	老百姓	益丰药房	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
营业收入(亿元)	156.96	153.26	167.6	145.87	52.35	53.22
YOY	12.4%	16.6%	14.9%	15.3%	17.2%	14.7%
归母净利润(亿元)	6.69	8.88	7.91	9.22	3.01	1.15
YOY	7.8%	19.4%	-25.50%	16.7%	19.70%	-46.90%
扣非归母净利润(亿元)	5.72	8.59	7.18	8.99	2.83	1.02
YOY	5.0%	20.3%	-29.80%	19.4%	19.50%	-55.60%
2021 年门店总数	8352	7809	8193	8560	3044	3341
其中：直营门店	6129	6877	7258	8560	3044	2592
加盟门店	2223	932	935	-	-	749
当期新增门店总数	2163	1919	2271	1603	957	1344

其中：新开+并购	1387	1622	1651	1603	957	744
新增加盟	776	297	620	-	0	600
布局省份数	22	9	15	10	4	2

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

22 年 Q1 业绩符合预期，全年有望先抑后扬。22 年 Q1，在疫情局部地区散发且春节期间返乡潮造成客流下滑的背景下，零售药房龙头仍保持收入端 10-15%稳健增长，同店增速呈现平稳恢复状态。进入 4-5 月份，随着局部疫情拐点出现，在复工复产的趋势下客流量回升有望带动业绩修复，22 年全年有望实现先抑后扬，逐季加速。此外，疫情常态化下，各大药房大力发展线上 B2C、O2O 等新业务模式，线上业务高速增长，有望推动业绩长远发展。

表 10 零售药房 2022 年 Q1 经营数据情况

主要企业	老百姓	益丰药房	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
营业收入(亿元)	41.41	41.48	46.77	39.95	14.50	15.87
YOY	13.8%	14.3%	15.2%	16.5%	24.3%	34.0%
归母净利润(亿元)	2.42	2.72	3.84	1.79	0.29	0.50
YOY	6.3%	12.8%	12.8%	-31.2%	-54.6%	31.6%
扣非归母净利润(亿元)	2.16	2.66	3.96	1.64	0.35	0.53
YOY	12.8%	14.1%	16.9%	-34.8%	-41.8%	61.6%
2022 年 Q1 门店总数	8612	8225	-	8809	3134	3686
其中：直营门店	6242	7229	-	8809	3134	2897
加盟门店	2370	996	-	-	-	789
当期新增门店总数	359	454	-	298	99	365
其中：新开+并购	156	390	-	298	99	325
新增加盟	203	64	-	0	0	40
布局省份数	22	9	-	10	4	3

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

门店扩张再提速，自建+并购双轮发展。21 年零售药房龙头门店扩张速度有所加快，2 家主要零售药房龙头新增加门店（含加盟门店）突破 2000 家，门店总数也突破 8000 家关口，其中老百姓、大参林、益丰药房、一心堂同比新增加门店 2163/2271/1919/1603 家，22 年 Q1 老百姓、益丰药房、一心堂较 21 年年底分别新增加 359、454、298 家，门店扩张显著提速。新增门店为公司业绩的增长起到支撑和保障，随着 21 年新开门店逐步进入到盈利释放期，为 22 年业绩增长持续提供动力。此外，进入 22 年业内也发生了多起重大并购，如老百姓收购怀仁大药房，健之佳收购唐人医药，益丰收购湖南九芝堂等，行业有重燃并购整合势头，集中度有望进一步提升。

2.2.2、医疗服务：疫情短期扰动，看好眼科服务赛道

疫情短期影响压制需求，复工复产带来曙光。2022 年 Q1，国内疫情防控形势较为严峻，吉林、深圳、上海、上海等多地先后爆发疫情，在坚持“动态清零”总方针不动摇情况下，疫情爆发区域居民出行受限、医院门诊处于半停业状态，企业经营受到不同程度的影响。随着各地疫情已经呈现出可控的趋势，复工复产正稳步推进，复苏预期加强，受到医院门诊停诊影响的医疗服务板块有望迎来恢复。

近年经验显示，医疗服务刚需足、恢复增长情况较好。以医疗需求更具弹性的代表性公司爱尔眼科、通策医疗为例，2020Q1 疫情爆发公司收入显著下滑，分别同比下降 26.86%、51.08%，随着国内防疫形势好转，居民、企业生活恢复正常化，2020Q3 开始压制的需求得到充分释放，2020Q3 实现环比增长 74.50%、31.08%，全年收入依旧实现高增。2021 年 Q1 医疗服务高基数，2022 年 Q1 在承压的基础上，部分刚需产品和服务体现出了强劲的业绩韧性。

图 20 爱尔眼科季度收入及同比增速

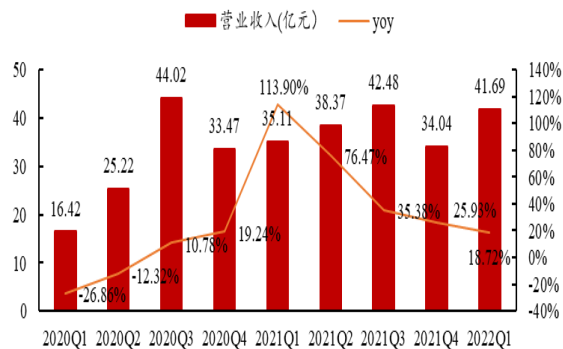
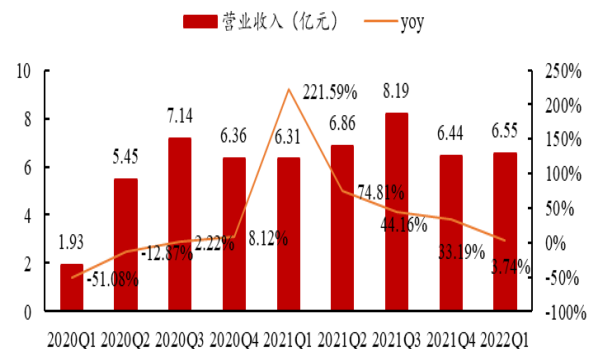


图 21 通策医疗季度收入及同比增速

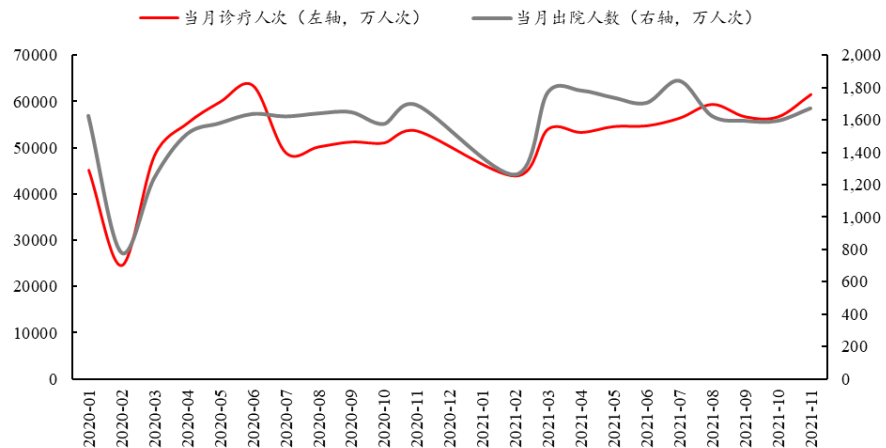


资料来源：Wind，上海证券研究所

资料来源：Wind，上海证券研究所

此外，从医疗服务机构诊疗人次和出院人次数来看，20 年 3 月全国解封后，迎来了一波强势反弹，虽然随着疫情的反复略有波动，但门诊人次和出院人次基本保持在 5 亿人次和 1600 万人次以上。

图 22 2020-2021 年我国诊疗人次、出院人次



资料来源：医保局，上海证券研究所

国家对民营医疗服务支持政策没有改变。国家长期延续对民营医疗服务的政策支持力度。今年一月，国家卫生健康委在关于印发医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）的通知中明确指出“政府对社会办医区域总量和空间不作规划限制，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体。”及“探索社会办医和公立医院开展多种形式的协作。”此前国务院办公厅印发了《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，意见中明确：“积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。”

表 11 社会办医相关政策

发文时间	文件名称	文件内容
2017	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	打造一大批较强服务竞争力的社会办医疗机构，形成若干具有影响力的特色健康服务产业集聚区，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局；2020 年，社会力量办医能力明显增强。
2019	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	社会办医是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分，是满足不同人群医疗卫生服务需求并为全社会提供更多医疗服务供给的重要力量。党中央、国务院高度重视发展社会办医，进一步促进社会办医持续健康规范发展。提出：加大政府支持社会办医力度；推进“放管服”，简化准入审批服务；公立医疗机构与社会办医分工合作；优化运营管理服务；完善医疗保险支持政策；完善综合监管体系。
2020.01	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	第四十一条 国家采取多种措施，鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作。社会力量举办的医疗卫生机构在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。社会力量可以选择设立非营利性或者营利性医疗卫生机构。
2021.03	《关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	支持社会办医
2021.06	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团
2022.01	《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》	政府对社会办医区域总量和空间不作规划限制，鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体

资料来源：各地医保局、卫健委官网，上海证券研究所

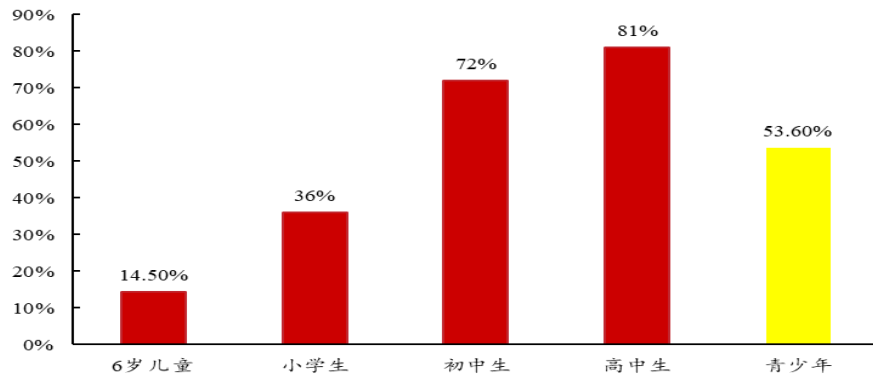
老龄化及消费升级趋势下，提升对医疗服务多样化需求。

据第七次人口普查数据，我国正式进入老龄化社会，65岁及以上人口占比13.50%，随着老龄程度的加深，对医疗服务需求会持续提升，给我国医疗资源供需关系带来严峻考验，优质民营医疗服务是对公立医疗体系的有力补充，有效增加医疗资源供给，缓解医疗资源紧张局面。同时，目前人们对医疗服务的需求呈现出多元化的趋势，公立医院的定位是在保基本和保公平，不适宜在消费属性强的高端医疗领域介入过多，民营医疗将受益于公立医院溢出需求和高端医疗服务需求。

医疗服务板块，我们尤其看好刚需属性强、行业景气度高的眼科赛道：

- 1) 近视防控形势严峻，青少年近视率居高不下。随着我国青少年学习负担的加重，电子设备的迅速发展，屈光不正的患病率呈现逐年升高的趋势。根据国家卫健委公布的统计数据，2018年全国儿童青少年总体近视率53.6%，其中6岁儿童为14.5%，小学生为36.0%，初中生为71.6%，高中生为81.0%，近视防控任务非常艰巨。

图 23 2018 年我国青少年近视率情况



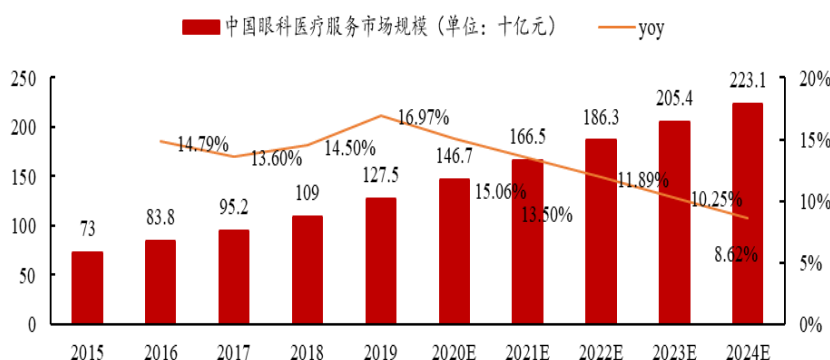
资料来源：环球网，上海证券研究所

- 2) 政策频出助力近视防控，角膜塑形镜控制近视等方式获官方认可。2018年，教育部、国家卫生健康委员会等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出：到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上；到2030年，实现儿童青少年新发近视率明显下降、视力健康整体水平显著提升，6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初

中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70% 以下。国家卫健委先后发布《近视防治指南》和《儿童青少年近视防控适宜技术指南》，青少年近视矫正手段主要有框架眼镜、角膜接触镜（软性接触镜和硬性接触镜）、角膜塑形镜、角膜塑形镜以及低浓度阿托品。

3) 眼科需求刺激眼科医疗市场规模稳健增长。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2015 年-2021 年，中国眼科医疗服务市场规模从 730 亿元增长至 1665 亿元，随着全社会的眼保健意识增强，视光产业的市场空间广阔。

图 24 2015-2024 年中国眼科医疗市场规模（单位：十亿元）



资料来源：朝聚眼科招股说明书，Frost & Sullivan，上海证券研究所

2.2.3、医美、生长激素、脱敏治疗：积蓄的需求将迎来集中释放

上半年受疫情影响，大量医疗机构停诊（尤其北京、上海），医美以及其他常规医疗项目受限，医美消费者、过敏患者就诊大幅减少。疫情结束，恢复正常诊疗后，积蓄的需求将迎来集中释放。

下半年医美旺季到来，叠加前期需求积攒，参照 2020 年下半年以及 2021 年市场增速重回 15% 的情况（根据更美医美白皮书显示 2021 年市场规模 2274 亿元），2022 年下半年医美行业将迎来复苏。医美旺季一般为下半年，毕业季（中学以及大学毕业）需求集中于 7、8 月份，十一黄金周也是另一个高峰时间段（绝佳恢复期），叠加前半年需求积攒，下半年有望迎来高增速。

轻医美已成为医美流行趋势。随着非手术轻医美产品的不断推出，质量效果不断提升，特别是其安全性高、恢复期短、客单价低等特点使得决策成本更低，疫情之下，更加获得消费者青睐，

市场占比不断提升，根据新氧白皮书 2021 年数据显示达 49.2%，其中以光电仪器操作为主的紧致抗衰项目、以肉毒素注射为主的除皱瘦脸项目以及玻尿酸为消费规模前三位。相较于下游医美机构较为分散并且 2021 年受到政府出台的各项医美机构监管政策影响，受影响更小并且更加集中的上游产品公司营收在 2021 年取得了更好的增速，上游药械仪器上市公司医美业务营收增速：四环医药（1383.27%）、华东医药（123.28%）、爱美客（104.13%）、昊海生科（91.49%）、复锐医疗科技（81.56%）、华熙生物（21.54%），各公司 2022Q1 增速有所回落，疫情结束后有望实现恢复性增长。

表 12 主要产品介绍及销售情况

产品名称	产品类别	公司名称	产品简介	注册类型	2021 年 收入	同比增 速
Botox (保妥适)	肉毒素	Allergan	2002 年首次被 FDA 批准上市，是首个获批的 A 型肉毒素产品。国内市场占比超过 50%。	治疗用生物制品	全球 22.32 亿美元	100.72%
衡力	肉毒素	兰州生物制品研究所	1997 年获批上市，价格约为保妥适的三分之一	治疗用生物制品	\	\
Letybo (乐提葆)	肉毒素	四环医药	2020 年国内获批上市，从韩国 Hugel 公司引进	治疗用生物制品	3.99 亿人民币（医美板块，乐提葆为主）	1383.30%
Dysport (吉适)	肉毒素	IPSEN	2020 年国内获批上市	治疗用生物制品	全球 4.35 亿欧元	26.30%
嗨体	玻尿酸	爱美客	注射用透明质酸钠复合溶液，以纠正颈部中重度皱纹	III 类医疗器械注册证	4.47 亿人民币（溶液类注射产品板块，以嗨体为主）	82.85%
润百颜	玻尿酸	华熙生物	注射用修饰透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械注册证	7.00 亿人民币（医疗终端产品板块，以这两款产品为主）	21.54%
润致	玻尿酸	华熙生物	注射用修饰透明质酸钠凝胶（含利多卡因）	III 类医疗器械注册证		
飞顿激光 (Alma Lasers)	光电设备	复锐医疗	紧致抗衰激光设备	III 类医疗器械注册证	2.58 亿美元	73.40%
热玛吉 (Thermage)	光电设备	Solta Medical	紧致抗衰，五代热玛吉设备终端售价约百万元，探头 4000-6000 元/个，终端消费约 1-3 万元/次	III 类医疗器械注册证	1.70 亿美元（2021 年前 9 个月）	22.30%
欧洲之星 (Fotona)	光电设备	Fotona Laser	激光抗衰仪器，终端消费约 1.5 万-3 万元/疗程	III 类医疗器械注册证	\	\

资料来源：各公司年报，NMPA 网站，新氧健康在线，上海证券研究所

跟医美情况类似，生长激素和脱敏治疗在疫情结束、诊疗正常后，迎来复苏。随着生活水平的提高，以及健康教育的普及，改善型疾病将普遍受到重视，尤其是在中国国情下，对儿童身体健康的重视程度通常被家庭摆在首位，生长激素和脱敏治疗越来越受到家长重视，渗透率不断提升。

生长激素方面水针、长效剂型由于其良好的生物活性、疗效和依从性逐渐成为主流剂型。长春高新子公司金赛药业拥有国内唯一的长效生长激素品种金赛增（水针剂），具有先发优势；安科生物的长效剂型已完成临床研究，处于申报生产前的准备阶段；其他主要长效剂型的研发情况：特宝生物目前处于临床 II/III 期，天境生物和维昇药业处于临床 III 期。生长激素具有很强的消费属性，超过 90% 由患者自费支付，且院外市场占据主导地位，故集采影响有限。考虑目前渗透率仍然较低，未来发展空间巨大，根据沙利文数据国内长效生长激素的市场规模将在 2030 年达到 10

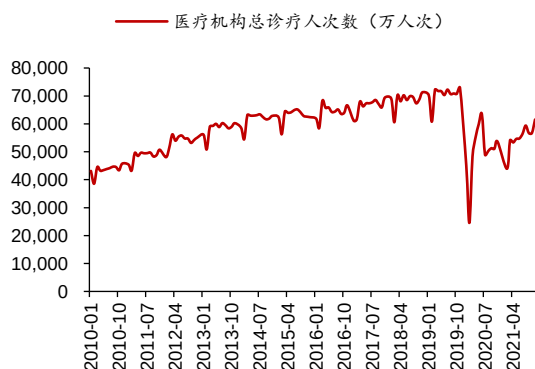
亿美元。作为生长激素的龙头企业，长春高新 2021 年实现营收 107.47 亿元，同比增长 25.30%，安科生物（短效粉针剂型为主）2021 年实现营收 21.69 亿元，同比增长 27.47%，持续保持高速增长。

脱敏治疗方面，中国有 3 亿以上过敏疾病患者，检测率与发达国家相比显著偏低，市场空间潜力巨大，2021 年中国过敏检测市场规模近 7 亿元，浩欧博占据 30% 市场份额。过敏检测后则是进行相应治疗，相较于治标不治本的对症治疗，脱敏治疗可以纠正过敏带来的免疫失调，从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性。2021 年脱敏药物市场规模约 10 亿，脱敏药物渗透率仍低，未来前景广阔。目前国内上市的脱敏治疗药物仅有 3 种，相较于 ALK 的“屋尘螨变应原制剂”和 Allergo pharma 的“螨变应原注射液”皮下注射的给药方式，我武生物的“粉尘螨滴剂”舌下含服在安全性、便捷性、依从性方面优势明显。过敏检测龙头浩欧博 2021 年实现营收 3.18 亿元，同比增长 43.20%，脱敏治疗龙头我武生物 2021 年实现营收 8.08 亿元，同比增长 26.95%。

2.2.4、院内诊疗：诊疗恢复后有望反弹

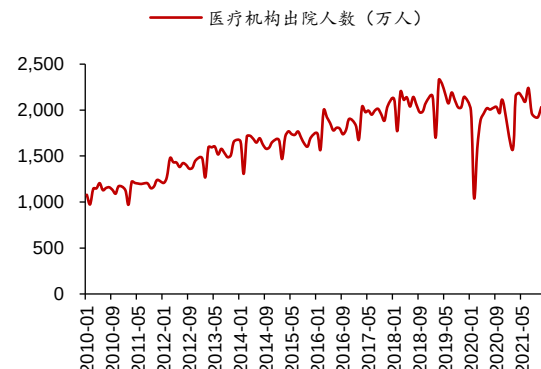
疫情复苏对院内诊疗及药品市场有积极影响。根据国家卫健委公布医疗机构诊疗人数与出院人数，2020 年年初，受疫情影响，国内医疗机构的诊疗与出院人数均出现大幅下降，2020 年 1 月医疗机构总诊疗人数 4.52 亿人次，较 2019 年 12 月下降 38.07%，2020 年 2 月医疗机构总诊疗人数 2.45 亿人次，环比下降 45.65%。2020 年 3 月起，随着生产生活逐步恢复，医疗机构诊疗人数迅速上升，2020 年 3 月诊疗人数 4.83 亿人次，较 2 月增长 96.85%，2020 年 3 月至 2021 年年底，随着动态清零政策的有效实施，医疗机构就诊人数恢复至月度 6 亿人次左右，接近 2020 年疫情前水平。

图 25 医疗机构总诊疗人数（万人次）



资料来源：国家卫健委，Wind，上海证券研究所

图 26 医疗机构出院人数（万人）



资料来源：国家卫健委，Wind，上海证券研究所

疫情期间，部分医院停诊、控制就诊人数等特殊情况的发生，

请务必阅读尾页重要声明

导致医疗机构诊疗人数有所下滑，处方药、注射剂、中药饮片等药品的销售受到一定影响。

我们认为，本轮疫情的复苏好转，有望拉动院内药品销售情况。主要包括以下种类：**(1) 儿科用药**。因儿童患病较成人疾病有一定差别，疫情影响的儿童用药问题，一定程度上将在疫情好转后由家长陪同患儿至儿科诊室进行问诊与解决；**(2) 注射剂**。注射剂由于其特殊的剂型及对进针专业要求，在疫情好转、就诊情况回暖后，将有所放量；**(3) 中药饮片**。中药方剂需要医生根据病人个体情况进行开具，疫情之下，有中药用药需求的患者问诊及开药有一定困难，待常规就诊恢复，中药饮片的销售将有所反弹；**(4) 院内制剂**。根据医疗机构制剂注册管理办法的规定，医疗机构制剂是指医疗机构根据本单位临床需要经批准而配制、自用的固定处方制剂。医疗机构配制的制剂，应当是市场上没有供应的品种，而且医院制剂生产出来以后，只能在本医院销售和使用。因此，院内制剂的销售在医疗机构就诊恢复的情况下，有望协同回暖。

择期类手术有望顺势反弹，重点关注相关耗材使用量上升。择期类手术主要是指可以选择手术时间的非急诊类手术，骨科、神经外科、眼科、心胸外科等科室的择期类手术较多。由于疫情防控限流的影响，2022 年上半年择期类手术的需求并未完全释放，我们认为可以重点关注下半年相关手术耗材的使用量情况，尤其是自费耗材的使用情况，如 PEEK 颅骨板、骨修复材料、TAVR 等。

2.3、围绕防疫和复苏的主线，重申变局时代的投资机遇

我们在 2021 年 12 月 22 日发布的《2022 年医药行业投资策略：变局时代，揽下宏大格局中的点点繁星》中明确提出 2022 年医药行业将迎来三大变局：

变局一：支付政策趋势愈发明显，底层创新+全球化销售成必由之路。集采+DRG 推行力度不断加强。集采对药品、设备、耗材的价格形成持续压制，而 DRG 则将控费压力交还给终端医院。支付端改革彰显出医保局控费普惠的决心，未来我们必须寻求底层创新和全球化销售，依赖销售推动的单品型公司生存空间愈发狭小。

变局二：老龄化加深，数字化医疗有望开启新纪元。2021 年人口普查结果公布，老龄化程度继续加深，60 岁以上人口超过 2.6 亿人。人口老龄化背景下，数字化医疗能更好解决慢病管理难题，有望缓解医疗资源分配不均并提升效率，可完善监管，优化医保收支现况。

变局三：“疫情受益股”的价值回归。2021 年“疫情受益股”市场表现不佳，估值水平大多为历史最低水平。但我们认为这些公司通过疫情期间的渠道拓展、研发加强以及格局优化已经步入了新的发展阶段。另一方面，在疫情反复多变的背景下，防疫相关耗

材将产生诸多刚性需求，而不是市场预期的一次性收益。

我们认为 2022 年医药大健康板块的投资主线可以围绕底层创新、全球化销售、数字化医疗及“疫情受益股”价值回归开展，需要重点关注政策免疫性高、符合国家人口和普惠医疗政策、具有独立自主创新能力的企业。经过半年的演绎，以上三大变局的逻辑仍在持续加强，尤其是所谓“疫情受益股”中的检测板块在今年上半年有着不错的表现。但由于疫情的演变和经济形势的变化，我们认为今年下半年在总方向不变的基础上，将围绕“防疫和复苏”的主线逐步推进，复苏可能会成为更为重要的方面，药房、医疗服务、消费医疗、院内诊疗等板块值得重视。

重点公司可关注：益丰药房、明德生物、奕瑞科技、康德莱、亿帆医药、可孚医疗、百济神州、惠泰医疗、悦康药业、欧普康视等。

三、重点公司

3.1、可孚医疗（301087.SZ）：费用率短期扰动，

看好公司长期发展

高速发展的全生命周期个人健康管理龙头，产品种类丰富。公司前身为湖南可孚医疗科技发展有限公司，在2009年成立于湖南浏阳，从早期的贸易商转型成为产品涵盖五大领域（健康监测、康复辅具、呼吸支持、中医理疗、医疗护理），产品线贯穿个人健康全生命周期，公司同时拥有健耳听等线下服务门店，打造成全生命周期个人健康管理龙头企业。公司主打“可孚”系列产品，已全面覆盖家用医疗器械的主要品类，同时引入其他知名品牌作为补充，目前公司拥有近万个产品型号及规格，产品种类丰富。

表 13 公司部分自有和代理品牌

产品门类	产品类别	自有品牌	代理品牌
健康监测	血压计		
	血糖仪		
康复辅具	轮椅		
医疗护理	护理消杀耗材		
呼吸支持	制氧机		

资料来源：公司医疗招股说明书，上海证券研究所

短期受限于防疫物资高基数，业绩承压。22年Q1，公司实现营收6.01亿元，同比减少7.22%。受同期防疫物资（体温计、口罩/手套和消毒产品）销售高基数影响，其中21年1月公司防疫物资主营收入占比61.20%，22年Q1公司收入短期承压。

费用率短期扰动，盈利能力暂受影响。2022年Q1，公司实现

营归母净利润0.50亿元，同比减少61.49%。22年Q1公司期间费用率，销售费受销售、管理费用率大幅增加影响，同比增加7.24pct至23.83%。其中用率同比增长5.98pct至20.75%，主要由于公司积极布局听力业务，助听器验配门店及人员数量较去年同期增长较多所致。据我们模型测算，新开验配中心短期利润贡献不明显，带来成本端压力较大，随着门店爬坡加速，对公司利润端贡献有望明显改善；管理费用率同比增长2.89pct至4.70%，主要受股权激励费用及收购吉芮医疗合并所致。销售净利率同比减少11.39pct至8.76%

图 27 公司近年营业收入情况（单位：百万元）

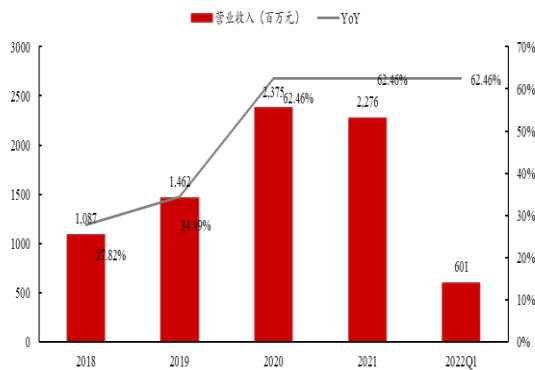
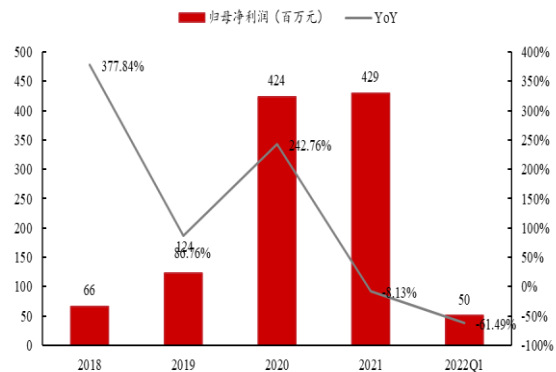


图 28 公司扣非归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

资料来源：公司年报，上海证券研究所

坚持自主研发，通过“自研+并购”不断丰富产品品类。21 年公司研发投入 7,058.82 万元，同比增长 59.47%，并且公司于 21 年新设两个研究院，不断扩充研发人员，21 年底共有研发人员 264 人，同比增长 104.65%。公司通过自主研发推出多款新品上市，包括血糖仪及试纸、尿酸检测仪及试纸、幽门螺杆菌快速检测试纸、新冠抗原/抗体/中和抗体检测试剂盒等。同时，21 年公司完成收购吉芮医疗器械(上海)有限公司，并启动收购背背佳品牌，通过并购公司进一步完善康复辅具产品体系。此外，公司拥有多个重点在研项目，如连续血糖监测系统、真耳分析仪等，有望接力贡献业绩。

重视听力业务发展，积极打造健耳听力连锁品牌。截至 21 年底，公司拥有助听器验配中心 359 家，其中新增门店 210 家，主要分布在湖南、陕西、海南、广西等 11 个省市，基于听力业务长远发展规划，公司不断拓展业务覆盖区域，推动全国区域业务布局，积极打造健耳听力连锁品牌。

产能不断提升，新产品加速推出有望贡献业绩增量。公司募投项目湘阴生产基地 21 年开始陆续投产，长沙生产基地一期预计今年投产，产能扩充有望带动自有品牌收入占比不断提升，21 年底自有品牌产品主营业务收入占比 81.15%。2021 年下半年至今，公司已陆续推出多款重要新品上市，如血糖系列、尿酸系列等，新产品有望借助公司渠道优势实现放量增长，成为公司重要的营

收和利润增长点，贡献业绩增量。

风险提示：核心技术泄密风险、新产品研发风险、业务规模扩张带来的管理风险、知识产权风险等。

3.2、悦康药业（688310.SH）：创新转型初显成效，核心产品提供成长动能

公司为专注研发创新，打造原料药+制剂一体化的高端化药龙头。公司 2001 年成立于北京，业务涵盖药品研发、制造、流通和销售全产业链，具备注射剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种高端剂型及部分原料药的生产能力。经历二十年发展积累雄厚研发实力，连续 8 年入选工信部中国医药研发产品线最佳工业企业。近期，股权激励方案发布，解锁条件对业绩和研究能力都做出了要求，其中公司业绩层面，以 2021 年净利润为基数，2022 年-2024 年增速分别不低于 30%、69%、119%，即 3 年净利润增速 CAGR 30%，解锁条件有望助推业绩腾飞。

三大重磅产品提供成长动能，有望实现高增。公司产品种类丰富，核心产品银杏叶提取物注射剂，21 年实现销量 1.5 亿支，同比增长 44.32%。新增耳部血流及神经障碍适应症且等级医院使用限制被放开，叠加集采打开增量市场，22 年有望延续高增；中药产品活心丸为医保甲类基药，刚进入销售起量期，21 年实现销量 8,696.13 万粒，同比增长 46.34%，随着基层医院覆盖率提升，22 年实现快速放量；1.1 类新药爱地那非 21 年 12 月底获批，已加速打通线上、线下销售渠道，目前公司已经和京东、阿里健康等电商平台达成合作意向，同时布局 OTC 连锁药店渠道，将加大 OTC 市场的拓展，爱地那非 Q1 实现销量 235.7 万片左右，全年有望复制金戈模式。

创新转型成果显著，研发管线梯队分布合理。21 年公司研发投入 2.61 亿元，同比增加 67.49%。创新转型成果显著，LNP 递送技术获得研发专利；同时借收购天龙药业，全面切入核酸赛道。目前，在研创新药项目 14 项，其中重点在研品种 6 项，涉及核酸药、化药、中药等多种类型。研发进程较快的注射用羟基红花黄色素 A 和复方银杏叶片目前处于三期中后期阶段；紫花温肺止咳颗粒，近期进入临床试验 III 期；核酸药物注射用 CT102，已进入临床二期；与中科院病原生物学研究所合作开发针对新冠的多肽药物，正在工艺放大阶段。同时，公司全年新增 4 项产品通过一致性评价，目前在研仿制药及一致性评价项目 39 项。

图 29 公司重要在研项目进度

产品名称	分类	药学研究	申报临床	批准临床	临床I期	临床II期	临床III期	申报上市
硫酸氢乌美司他胶囊及其原料药	化药1类							
注射用羟基红花黄色素A及原料药	中药1类							
复方银杏片	中药1类							
紫花温肺止咳颗粒	中药1类							
培土清肺颗粒	中药1类							
GT102	小核酸药物							
多肽药物	多肽药物							

资料来源：公司公告，上海证券研究所

风险提示：新药研发风险；药品质量风险；销售渠道风险等。

3.3、欧普康视（300595.SZ）：视光终端服务网络成型，角塑产品持续放量

疫情影响下 Q1 业绩超预期，全年有望实现高增。2022Q1 实现收入 3.71 亿元，同比增长 29.35%；归母净利润 1.48 亿元，同比增长 7.24%。在局部地区疫情反复下眼视光机构营业受限，导致角膜塑形镜等产品销售及收入暂受影响，疫情好转后整体收入增速有望恢复。

公司正经历持续结构化升级、护理产品自产进一步增强盈利能力。公司营收利润保持高速增长，新推出的 DreamVision 新系列产品，销售收入增速快，销售占比有望逐步上升。此外，公司护理产品如硬性接触镜护理液已取得产品注册证、硬性接触镜润滑液已完成临床试验并申报注册，护理产品有望实现自产，带动整体毛利率提升。

全国性的视光终端网络已成型，疫情得控后需求逐步释放，有望成为新的增长点。截至 2021 年底，公司参股和控股的视光中心约有 350 余家，已建立合作关系的终端总数超过 1400 家，遍布全国各地，眼视光服务终端网络已初步成型。22 年 Q1，受到疫情散发影响，各地防控政策收紧，视光终端的营业时间受到不同程度的限制，影响了业务的正常发展，公司产品销售和视光服务收入受损。随着疫情拐点出现，经营活动逐步回归正常，眼视光服务需求有望逐步释放。经过多年经验积累，公司眼视光服务终端已形成了成熟的商业模式，具有较强的盈利能力。此外，公司定增方案已于 2021 年底获得证监会同意注册，拟募资约 22 亿元，其中 18 亿元将进一步用于社区化眼视光服务终端建设。本项目建

成后，将进一步扩大公司在全国的战略布局，提高企业产品市场占有率，增强企业竞争力，提升企业综合服务能力，预计未来将成为公司重要盈利增长点。

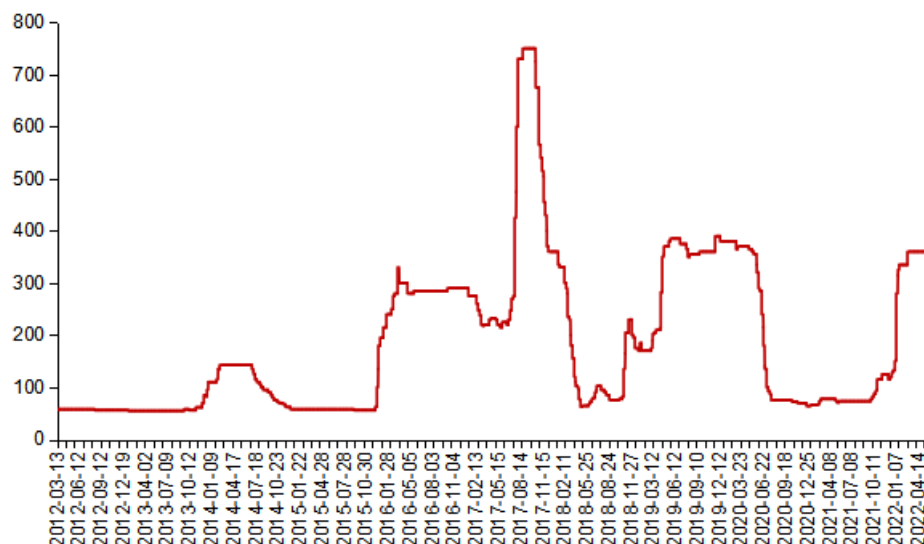
风险提示：视光终端建设不及预期、角膜塑形镜政策变化等。

3.4、亿帆医药（002019.SZ）：创新药成重要推动力，全球审批进程有望更进一步

三大板块共同发展，创新药加速推进。公司目前有三块主要业务，分别是原料药及高分子材料、医药制造与研发和由亿一生物主导的创新药。公司原料药领域的主要产品是泛酸钙和泛醇（维生素 B5 和维生素原 B5），高分子材料主要品种是 PBS 和 PVB 材料。医药制造领域的主要产品有小儿金翘颗粒、除湿止痒膏、缩宫素鼻喷雾剂等。2021 年公司创新药在全球范围内取得多项进展，重磅创品种 F-627 在美国 FDA 及欧洲 EMA 的 BLA 申请均获受理并分别进入技术审核的关键阶段，F-627 美国 FDA 技术评审基本完成，受疫情影响批准前现场核查推迟，待疫情好转将继续推进；国内方面，F-627 在 2021 年取得了北京制剂工厂药品生产许可证，并于 2022 年 2 月国内上市申请获受理；F-627 在中国及欧洲部分地区签署商业化合作协议，为未来海内外上市推广奠定基础。此外，F-652 治疗 ACLF 国内 IND 申请于 2021 年获批，截至 4 月 21 日已完成 19 例受试者入组，AH 及 GvHD 适应症拟在美国开展的 IIb 临床试验，待进一步沟通并获 FDA 同意后将启动。

泛酸钙去库存周期接近尾声，Q2 业绩有望逐步显现。公司维生素 B5 及维生素原 B5 产品销售网络辐射欧、美等多个国家和地区，全球市场占有率 40%-45%，居行业龙头地位。2020 年三季度起，受新冠疫情及非洲猪瘟等影响，叠加原材料涨价、物流成本提高等因素，维生素 B5 系列产品价格大幅下降，2021 年一直持续低价位运行。2021 年三季度起，维生素 B5 提价趋势显著，2022 年一季度维持在 350 元/千克水平，较 2021 年低位 70 元/千克大幅提升。2022 年一季度，公司维生素 B5 产品销售回款存在一定账期，原料药板块复苏有所延迟，待库存及回款情况好转，板块回暖有望报表端显现。

图 30 国内泛酸钙价格走势（元/千克）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

风险提示: 新冠疫情风险, 研发不及预期风险, 原材料价格波动风险, 国际化经营风险, 商誉减值风险等。

3.5、百济神州 (688235.SH): 国内创新药龙头, 全球化布局步入收获期

公司是一家全球性、商业阶段的生物科技公司, 专注于研究、开发、生产以及商业化创新型药物。公司超过 800 人的研究团队和自主研发技术平台已成功将 12 款临床前药物候选物推进到临床阶段。目前临床前研究项目超过 50 个, 其中部分有潜力成为同类首创或同类最佳项目。

公司目前共有 3 款自主研发药物处于商业化阶段。其中 BTK 小分子抑制剂泽布替尼胶囊 (百悦泽) 是第一个获美国 FDA 批准和第一个获得突破性疗法认定的中国自主研发的抗癌药, 于 2019 年 11 月在美国开始商业化销售并于 2020 年 6 月获得中国药监局附条件批准。抗 PD-1 单抗替雷利珠单抗注射液 (百泽安) 获得国家药监局批准并于 2020 年 3 月在国内启动商业化销售, PARP 抑制剂帕米帕利胶囊 (百汇泽) 于 2021 年 5 月获得国家药监局附条件批准。公司替雷利珠单抗注射液与诺华的合作为迄今为止中国药物授权交易首付款金额最高的合作, PARP 抑制剂百汇泽 (帕米帕利胶囊) 是中国首款获批用于治疗涵盖铂敏感及铂耐药伴有胚系 BRCA 突变的复发卵巢癌 (OC) 患者的聚腺苷二磷酸核糖聚合酶 (PARP) 抑制剂。公司三款自主研发的上市品种均已进入《国家医保药品目录》, 囊括了多项适应症。

公司分别于 2017、2019 和 2021 年与全球领先的制药和生物科技公司百时美施贵宝、安进和诺华达成了全球战略合作。其中, 与安进的合作为迄今全球跨国药企与中国生物科技公司之间达成

交易涉及金额最大、产品和管线药物最多的合作；与诺华的合作为迄今为止中国药物授权交易首付款金额最高的合作。

科创板上市成功，募投资金进一步提升研发能力。公司于2021年12月在科创板IPO公开发行1.15亿股，募集资金拟用于药物临床试验研发项目、研发中心建设项目、生产基地研发及产业化项目、营销网络建设项目以及补充流动资金。本次募集资金投资项目围绕公司主营业务进行，有助于大幅提升公司产能及研发能力。

2022年，公司创新药研发在全球范围取得进展。百泽安及百悦泽的多种适应症受到NMPA、FDA、EMA等世界不同地区药品监管机构的新适应症上市申请受理与批准。

表 14 近期百济神州部分创新产品管线进展

产品名称	日期	批准机构	进展
百泽安	2022.1.6	NMPA	获批用于局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的二线或三线治疗
	2022.3.11	NMPA	附条件批准用于治疗不可切除或转移性微卫星高度不稳定型或错配修复基因缺陷型的成人晚期实体瘤患者
	2022.4.6	EMA	用于治疗既往接受过全身化疗的晚期或转移性食管鳞状细胞癌患者、非小细胞肺癌患者上市许可申请获受理
	2022.4.15	NMPA	获批用于治疗既往接受过一线标准化疗后进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞状细胞癌患者。
	2022.1.20	NMPA	用于治疗 WM 成人患者上市申请获受理
百悦泽	2022.1.28	NMPA	用于治疗成人慢性淋巴细胞白血病或小淋巴细胞淋巴瘤患者的新适应症获受理，并授予突破性疗法认定
	2022.2.19	瑞士药监局	获批用于治疗既往接受过至少一种治疗的华氏巨球蛋白血症成人患者，或作为不适合化学免疫治疗 WM 患者的一线治疗方案
	2022.2.22	EMA	获批用于治疗慢性淋巴细胞白血病患者和边缘区淋巴瘤患者的两项新适应症
	2022.2.22	FDA	用于治疗成人慢性淋巴细胞白血病或小淋巴细胞淋巴瘤患者的新适应症获受理
	2022.3.3	加拿大卫生部	获批用于治疗既往接受过至少一种抗 CD20 疗法的边缘区淋巴瘤成人患者
	2022.3.15	以色列卫生部	与 Medison Pharma 宣布以色列卫生部已批准用于治疗华氏巨球蛋白血症成年患者，同时用于 WM 患者的二线或三线治疗也已纳入以色列国家医保。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

风险提示：研发进展不及预期、新药商业化进程不及预期、汇率波动风险等

3.6、康德莱（603987.SH）：深耕输注穿刺行业， 低成本+创新升级构筑长期核心竞争力

深耕输注穿刺行业，产业布局和股权激励助力业绩迈上新台阶。公司成立于1987年，前身为瓯海县永中医械塑料厂，目前已成为国内拥有完整医用穿刺器产业链的龙头型企业，覆盖从不锈钢焊管制造到医用穿刺器械装配、包装、灭菌等各个环节。公司借助“产业与资本”双轮驱动模式，在2019年8月收购广西瓯文，扩大公司在广西乃至华南区域影响力，并于2022年初投资入股美械宝医美平台，进入医美上游供应链环节。通过战略性的产业布局，积极渗透景气度较高的细分行业，快速适应行业发展新业态。此外，公司未来有望进一步设置较高解锁条件的股权激励计划，进一步激发全员干劲，助力业绩迈上新台阶。

低成本优势+消费创新助力公司持续成长蜕变。1) 留置针：公司留置针市占率较低，2019年预计国内市占率仅2.8%，凭借低成本优势和良好质量，新增中标中西部及华北等地区集采项目，有望带动业绩增量；2) 美容钝针：公司于2021年10月获批国内首张美容针三类医疗器械注册证，在全国推动医美器械合规化大背景下，公司一次性注射美容包有望基于先发注册优势和扎实的销售网络，预计在2022年开始逐步放量；3) 胰岛素针：胰岛素集采降价带来胰岛素可及性提升，叠加胰岛素笔针合规性使用教育普及下，带动胰岛素笔针渗透率提高。此外，新型产品安全胰岛素笔针、安全留置针、回血采血针等有望在今年陆续上市，为产品迭代升级打下坚实基础。

公司经营质量持续向好，海外竞争力不断提升。公司通过内生式驱动（产品结构升级和自动化提升下的降本增效）+外延式拓展（并购广西瓯文新增体外诊断、医疗设备等多项业务），2017-2021年，毛利率从33.44%增长至38.38%，净利润率从11.38%提升至13.54%，公司盈利能力持续攀升。2022年一季度，公司凭借上海、珠海、温州等生产基地的协同优势，不断推进产能扩张，强化低成本优势，叠加前期海外市场多年持续开拓的基础，预计安全注射器/针和预灌装注射器等新型产品需求旺盛，推动业绩持续向好。同时，2021年一季度公司实现毛利率34.65%，环比下降1.86pct，但是公司合理管控各项费用，整体费用率实现20.99%，环比下降0.08pct，实现连续三个月下降。此外，公司不断拓展国际业务，产品结构优化带来海外业务毛利率逐步增长，2021年实现毛利率37.59%，较2017年增长10.49pct，毛利率连续四年稳定增长，海外竞争力持续提升。

疫情影响可控，部分延后订单有望在二季度集中确认。从三月中下旬开始，上海地区爆发新冠疫情，对公司生产经营产生一定影响。但在政府支持下，公司积极完成上海地区医疗物资保供工作，合理安排好产能和物流调度，我们预计珠海、温州、北仑河等工厂有序满足内贸业务需求。此外，公司作为工信部重点生

产名单企业之一，得到政府较大力度支持，疫情影响整体可控，而海外业务由于主要是订单制，受本次疫情延缓的订单有望在第二季度得到集中确认。

风险提示

行业监管相关的风险、产品责任风险、汇率变动风险、经销商管理风险、产品研发风险等

3.7、明德生物（603987.SH）：新冠检测常态化下，核酸+抗原检测产品驱动业绩高速增长

“产品+服务+平台”一体化发展。成立于 2008 年，公司从早期高通量 POCT 领导者发展为国内领先的 IVD 综合解决方案企业，产品线涵盖了院前医疗机构实验室、急救中心等医疗信息化建设、院中体外诊断产品供应、院后第三方独立医学检验服务全产业链，目前公司体外诊断产品矩阵日趋完善（布局 POCT/分子诊断/化学发光/血气等 IVD 领域），产品管线储备日益丰富，急危重症信息化建设、第三方医学检验快速发展，逐渐构筑起坚实产品结构优势。2022 年 4 月 27 日，公司发布 21 年业绩和 22 年一季度业绩报告，营收分别实现 28.3 亿元（同比+195.05%）和 24.9 亿元（同比+267.41%），归母净利润分别实现 14.1 亿元（同比+201.37%）和 13.9 亿元（同比+307.05%）。公司业绩实现快速增长，其中，一季度业绩继续延续爆发式增长，已接近完成 21 年全年业绩。

公司新冠核酸检测业务拥有独特优势，国内市占率良好。2020 年初，国内爆发新冠疫情，公司迅速研发新冠核酸检测试剂并通过国家应急审批，该产品为全国唯一采用将酶液加入到反应液的预混式设计的产品，省去多组分配制混匀步骤，可直接分装，加入样本即可上机检测，大幅节省医务人员人工操作，操作简便，同时反应快速且灵敏度高。截至 2021 年底，公司新冠核酸检测试剂先后在湖北、新疆、黑龙江、广东、广西、湖南、浙江等全国 30 多个省份陆续集采中标或阳光挂网采购，并于 2022 年 4 月成功中标广东 18 省联盟集采，持续提升市场渗透率。此外，根据 2022 年 4 月全国承担集中隔离点外送样本的新型冠状病毒核酸检测实验室室间质量评价报告，公司生产的新冠核酸检测试剂在全部实验室的试剂使用量百分率为 17.8%，预计全国市占率达到第三。

核酸检测常态化下，检测业务有望持续增长。在“动态清零”总方针下，目前全国各地正持续推行核酸常态化检测，北京、上海、杭州、宁波、南昌等地已陆续出台核酸检测要求，并加码建设常态化核酸检测点，其中，杭州地区计划布设 10000 个免费核酸采样点，并要求市民每 72 小时测一次核酸，截止 5 月 8 日，杭州全市共设立采样点 9900 个；上海共布局设置各类核酸采样点近 9900 个（截止 5 月 13 日）；北京已经公布了 2591 个免费常态化核酸检测采样点（截止 5 月 11 日），宁波已设置超过 7000 个核酸采样点（截止 5 月 5 日）等。此外，为响应国家卫健委 5 月 13

日在国务院联防联控机制新闻发布会上强调在大城市建立步行 15 分钟核酸检测“采样圈”的号召，山西省本周已启动常态化核酸检测工作，太原市已建好步行 15 分钟左右的核酸“采样圈”，所有居民需每周进行一次核酸检测。在全国“动态清零”总方针下，核酸检测成为常态化防疫手段，目前公司新冠核酸检测试剂产能约 600 万人份/天，在全国各地检测需求常态化趋势下，公司核酸检测试剂有望保持稳定增长。

海内外抗原需求有望助力业绩快速增长。国际方面，为应对海外疫情防控和旺盛检测需求，公司加速海外相关产品准入认证，新冠抗原检测试剂盒（专业版）于 2020 年 11 月取得欧盟 CE 认证，2021 年 7 月，公司新冠抗原检测试剂盒（胶体金法）（自测版）取得欧盟 CE 认证，并成功先后获得了德国 BfArM、奥地利 BASG、捷克 MZCR、马来西亚 MDA、越南 MOH 等数十个国家的备案/认证，产品远销五十多个海外国家。同时，公司凭借新冠抗原检测试剂的国际推广，在世界各地市场设立销售办事处，推进其他体外诊断产品的海外销售。虽然海外疫情在今年 1 月份高峰后有所缓和，海外各国陆续放松疫情管控，导致国内抗原检测试剂出口额在 2022 年 3 月和 4 月环比下降，在病毒不发生持续变异的前提下，海外疫情进入新常态，我们预计国际抗原检测需求将保持新一轮稳定态势。

国内方面，2022 年 3 月，新冠抗原自测被纳入国内防疫检测工具箱，公司抗原自测产品于 3 月 15 日获得国内 NMPA 批准，除广东 18 省联盟集采外，公司新冠抗原检测试剂已中标山东、天津、河北等省份，目前公司新冠抗原检测试剂产能约 800 万人份/天，在国内核酸检测为主、抗原检测作为前置筛查补充的防控背景下，公司抗原检测有望推动业绩稳定增长。

高度重视研发投入，产品持续创新升级。截至 2021 年 12 月 31 日，公司研发人员已达到 251 人。2021 年，公司引进高端技术人才数十人，研发投入达到 13,274.49 万元，同比增长 89.82%。经过多年的研发技术积累，截至 2021 年底，公司已取得产品注册证书达到 252 项，其中三类医疗器械注册证书 6 项、二类医疗器械证书 228 项、一类医疗器械备案证 18 项。另外，公司取得欧盟 CE 认证 37 项；取得专利数量为 81 项，其中发明专利达 16 项，取得软件著作权 71 项。同时公司在研产品超过 100 个，高效的项目开发模式为公司的快速发展提供了充足的动力。

公司为“产品+服务+平台”一体化发展的 IVD 综合解决方案企业，在 POCT/分子诊断/化学发光/血气等 IVD 领域深度布局，并大力发展急危重症信息化建设和第三方医学检验服务，提升客户黏性和业务稳定性。在新冠疫情大背景下，公司紧紧抓住检测机遇，凭借核酸+抗原检测双产品驱动，海内外业务稳步发展，在 IVD 领域变革中有望实现跨越式发展。

风险提示

行业监管相关的风险、产品责任风险、汇率变动风险、经销商管理风险、产品研发风险等

3.8、惠泰医疗（688617.SH）：心脏电生理及血管介入龙头，出海进程加速推进

公司现已形成了以完整冠脉通路和电生理器械为主导，外周血管和神经介入器械为重点发展方向的业务布局；截至 2021 年末，取得境内外专利授权 95 项，在全球 90 多个国家和地区完成注册和市场准入，进驻到国内千家医院。2019 年公司销售额在我国电生理和冠脉通路市场分别排名国产第一和第三。

多赛道齐头并进，三维电生理系统广受好评，爆发在即。2021 年，公司四大业务电生理、冠脉通路、外周介入和 OEM 收入分别为 2.3 亿（+46.5%）、3.82 亿（+96.9%）、1.19 亿（+80.3%）、0.89 亿（+50.8%），均实现高增长。**电生理：**去年年初公司如期推出全球第一款创新型，结合多道仪、刺激仪和磁电融合三维电生理标测功能的 HT-Viewer，并在全国级心脏电生理中心开展了三维上市路演手术 30 余场，在近 200 家医院完成三维电生理手术 600 余例。该产品采用了国际先进的磁电融合定位方式，还具有三机一体的高度集成特性，极大的提高了手术效率，获得全国级专家的认可。三维电生理系统预计将于 2024-2025 年迎来爆发期，进一步加强公司电生理产品的品牌优势和市场口碑。2021 年国内电生理产品新增医院植入近 300 家，覆盖医院超过 800 家。**血管介入类：**公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率也进一步提升，新增代理商超过 250 家，其中冠脉类近 60 家，外周类超 190 家；入院数量较年同期提升 54%，整体覆盖医院超过 2000 余家。

集采稳基本盘，出海潜力无限。公司主营的冠脉、外周介入类手术耗材，近年积极参与各省医保局组织的相关耗材 17 个集中带量采购项目，多个项目获得中选资格。集采不但有效提升公司入围产品在该区域的销量，而且降低中间销售环节，建立与终端医院的直接联系，带动其他产品入院；公司品牌影响力进一步扩大，降价增量、渗透率提升下有望稳住业绩基本盘。此外，公司加快在国际市场的布局，继续发力国际市场准入。2021 年在墨西哥、巴西等国家完成 PCI 介入产品和 EP 类产品的全线产品注册，同时启动俄罗斯独联体区域的欧亚联盟注册，预计 2022 年内完成 6-9 类产品注册，将为该区域的发展提供新的引擎。目前，已经与第三方公告机构开始外周血管类 4 个产品的 CE 注册和 3 个 PCI 介入产品的 FDA 510(K) 申请，预计在 2022 年内向欧洲市场和北美市场进行销售，境外市场放量可期。

风险提示：集采降价风险，新产品研发失败及注册风险，原

材料采购成本上涨风险，手术量恢复不及预期风险。

3.9、奕瑞科技（688301.SH）：国产探测器先锋，

多元化布局开启新征程

公司掌握非晶硅、IGZO、CMOS 和柔性基板四大传感器技术，产品远销亚洲、美洲、欧洲等共计 80 余个国家和地区，装机总量超 8 万台，是国内领先的通过自主研发成功实现产业化并在技术上具备较强国际竞争力的企业。2021 年公司全球市占率达 16.90%，正逐渐成长为全球领先的探测器综合解决方案供应商。

工业及齿科系列加速放量，未来可期。随着多款基于非晶硅和 IGZO 技术的工业新产品进入市场，公司已与正业科技、日联科技等领先的新能源电池检测设备厂商达成合作，2021 年工业系列销售突破 1.7 亿。据高工锂电研究所 (GGII) 数据显示，2025 年全球动力电池出货量将超过 1,500GWh，而正业科技锂电 X 光检测设备占有国内市场份额超 70%，公司工业产品将随着全球汽车电动化，锂电池检测需求上升而持续放量。此外，公司齿科系列 2021 年销售收入突破 2.4 亿。口内探测器自 2020 年起完成主要国内客户导入后，快速实现批量交付，增长迅猛；口外探测器目前已打通美亚光电、朗视、博恩登特等国内核心公司销售渠道，可满足市场上 CBCT “三合一”成套的购买需求。美亚光电生产的口腔 CBCT 在国内市场占有率为 31%，未来公司齿科产品或因 CBCT 市场扩容、与美亚光电的深度合作及海外营销渠道开拓迎来高位增长。

产能扩张在即，高端、动态新型探测器产线布局“未雨绸缪”。公司近三年产能利用率分别为 102.20% /98.36% /99.71%，处于满负荷运转状态；为突破当前产能瓶颈，公司进一步加快海宁及太仓二期生产基地建设，海宁基地于 2021 年底实现首批设备进厂，开始碘化铯蒸镀产线的试生产，产能扩张在即。此外，公司拟投资 10.8 亿元布局新型探测器和闪烁体材料生产线，项目建成及达产后，预计新增 CMOS 探测器产能 32,000 台/年、CT 探测器 2,000 台/年、口内探测器 100,000 台/年；帮助公司进一步完善高端、动态产品的布局，提高高端、动态产品市场占有率，推动我国探测器国产化进程以及实现闪烁体原料的自研自产。

公司积极攻关探测器新产品、新零件、新材料，扩展新商业模式，开辟盈利新曲线。公司在上海、太仓、海宁、成都、韩国等地多点建设研发中心。1) 在探测器新产品线的布局上：计划自 2021 年起，三年内公司将形成全球最完备的平板探测器、线阵探测器产品线，产品覆盖市场主流的探测器技术。研发方向包括 CMOS 探测器、CT 探测器、TDI 探测器、SiPM 探测器、CZT 光子计数探测器相关技术以及探测器芯片，紧跟探测器未来发展趋势。2) 在新材料扩展上：公司已经在医用 CT 的陶瓷闪烁体和安检设备中的各种新型闪烁材料上积极布局，掌握全产业链的基础共性

要素。3) 在新零件研发上：高压发生器、CT 准直器已逐步开展面向不同应用市场的系统性产品定义和开发，取得一定进展，于 2021 年产生销售收入。4) 在新商业模式的探索上：公司开始布局医疗、工业领域的软件解决方案，为下游客户提供一站式的解决方案，并利用云端数据平台和大数据分析为客户提供各种增值服务，影像设备核心零部件一站式服务商雏形已现。

风险提示：新技术和新产品开发风险，毛利率下滑风险，市场竞争加剧风险。

3.10、益丰药房（603939.SH）：优势区域重点渗透，积极承接处方外流

“新开+并购+加盟”三管齐下，重点区域深度拓展。公司贯彻“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，在既有区域门店网络的基础上，通过“新开+并购+加盟”的方式市场拓展模式重点深耕优势区域、迅速占领区域市场，不断提升区域品牌影响力和市占率。市场拓展以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为目标，2021 年公司净增加门店 1818 家至 7809 家（含加盟 932 家），其中：中南地区、华东地区、华北地区 2021 年分别净增加门店 966 家、738 家、114 家，分别实现 17.08%、15.36%、9.92% 的营收增长，通过深度扩展和品牌渗透，逐步取得市场领先优势，并形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的多层次门店网络布局。

多渠道、全方位布局，积极承接处方外流。公司通过线上+线下，多渠道、全方位的承接医院处方外流。在线下领域，以院边店为依托，积极布局 DTP 药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房，并深化与相关厂商的合作，积极引进国家医保谈判品种，截至 21 年底，公司拥院边店超 500 家，DTP 专业药房 237 家，其中已开通双通道医保门店 130 家，医院处方外流品种近 650 个；在线上领域，公司通过布局电子处方业务，积极对接各级政府及医院处方流转平台，加快处方流转平台合作，承接外流电子处方，实现从医生到门店到患者的药品流转循环，逐步建立门诊患者集群，形成医院处方流转闭环。

推进数字化转型，大力发展新零售业务。公司通过加强数字化基础设施建设，不断推进数字化转型升级，目前已基本实现业务数字化，运营流程 IT 化和简单化，大大提升企业运营效率和精细化管理能力。此外，公司大力发展新零售业务，通过加强基于会员、大数据、互联网医疗等生态化的医药新零售体系建设，业

务规模增速快, 21 年 B2C 和 O2O 业务年实现销售收入 11.28 亿元, 同比增长 64%, O2O 上线直营门店超过 6,600 家, 24 小时营业配送门店 600 多家。

风险提示: 并购扩张不及预期、处方外流规模不及预期等风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。