



华安证券
HUAAN SECURITIES

医药2021Y和2022Q1业绩总结：不惧疫情短期波动，风物长 宜放眼量

分析师：谭国超（S0010521120002）

2022年5月

核心观点

- **医疗设备：**20年高基数下，21年收入增速放缓。未来受益于（1）全球医疗新基建政策，（2）生物制药产业链扩产能，（3）部分细分领域国产替代加速，相关领域的公司仍能维持中高速增长。
- **体外诊断：**21年收入端高速增长，尤其是新冠抗原检测，2021新冠检测板块，收入同比增长约43%，22Q1继续高增长，同比增长约219%。常规检测领域，21年略有恢复，但恢复幅度较弱，22Q1这种恢复趋势继续。未来看好（1）常规IVD业务的持续恢复，尤其是海外市场占比高的IVD标的；（2）关注新冠检测防疫政策，关注检测领域可能出现的黑马机会。
- **高值耗材：**21年恢复性高增长，22Q1增长趋势受疫情防控政策增速放缓，高值耗材类产品种类丰富，其中以H股为代表的创新器械公司在恢复增长中更有弹性，但其受制于研发费用和销售费用支出较多，利润端仍以大幅亏损为主。消费医疗类高值耗材公司增长韧性强，盈利能力强，持续看好。其次，建议关注有大品种驱动逻辑的标的，如南微医学、惠泰医疗、佰仁医疗，建议关注部分受益于集采政策标的，如威高骨科、正海生物，回避可能进入集采周期的标的。
- **低值耗材：**21年整体收入增速偏低，主要是20年高基数影响。从板块分化来看，2020年高速增长的品类（如口罩、手套）增速下降，注射穿刺类、病毒采样类耗材需求激增。未来关注具有订单持续性、新客户持续导入、有扩产能或扩品类驱动的耗材标的。
- **器械国际化：**新冠疫情促进了器械国际化进程，主要表现形式：（1）绑定大客户，利用中国产能和供应链优势，以ODM出海为主（如部分低值耗材）；（2）部分新冠检测试剂公司以自有品牌出海；（3）高附加值类器械产品获FDA获批或突破了高等级客户，如迈瑞医疗、开立医疗等。持续看好国内器械类公司的国际化前景。
- **医疗服务：**疫情影响下医疗服务板块分化效应明显，龙头强者恒强，建议关注细分赛道内龙头企业投资价值；从整体板块角度看利润端短期略有下降但行业景气度依旧较高，在上海疫情好转的态势下看好强消费属性的医疗服务领域爆发式增长。
- **ICL：**多地疫情爆发叠加国家对防疫的决心，新冠检测需求大规模增长，新冠检测业务叠加常规检测&特检业务探索将为ICL领域带来持续增量，以金域医学为代表的检测龙头或将持续实现业绩高增。

核心观点

- **中药：**行业恢复增长，22Q1疫情下费用下降带来费用控制。行业逻辑清晰，政策驱动下行业发生变革，重点关注中药创新药、品牌中药、中医服务和中药配方颗粒。
- **药店：**2021年多重因素导致业绩承压，2022年仍需关注疫情影响的持续性。中国药店长期逻辑不减，连锁率提升+处方外流，两大长逻辑没有改变。
- **流通：**增长有所恢复，利润端盈利下滑。长期逻辑上疫情和集采后集中度提升加快，产业逻辑上零售端成为新增长点，短期上新冠相关引进和分销受到关注，龙头效应会更加明显。
- **科研上游：**科研上游又可以分为试剂、设备和耗材，从代表性企业来看，2020年新冠受益一次性影响导致2021年表观增速下滑，但体量和规模带来长足发展，科研经费增长决定行业高景气度，并购扩张是龙头成长必经之路。
- **CXO高景气度仍将持续：**我们认为目前全球和国内的新药研发仍然继续保持活跃，由于全球产业链逐渐向国内转移，叠加国内需求快速增长，预计CXO行业高景气度仍将持续。
- **重点关注高性价比以及新兴赛道投资机会：**
 - （1）CXO头部企业持续承接全球订单，开拓海外市场，营收保持快速增长趋势，市场估值逐渐进入合理区间，我们建议关注药明康德、康龙化成以及凯莱英和博腾股份；
 - （2）具有比较优势和自身特色的高成长性公司将会逐渐深度融入研发体系，迎来自身发展的宝贵机遇期，并在一定程度上不受一级市场投融资行情扰动，预计经营业绩会在未来持续呈现高速增长的趋势，具有投资价值，推荐百诚医药、阳光诺和等；
 - （3）随着药物研究的不断深入，上游模式动物赛道快速发展，并不断升级创新动物模型和服务反哺新药研发，提升研发成功率和效率，因此行业具备较强的发展潜力，预计随着国内实验动物外包渗透率的提升和对海外市场的开拓，业绩有望实现高速增长，推荐南模生物，建议关注药康生物。



核心观点

- **疫苗：**大单品的推广销售是拉动2022业绩反弹的关键因素。2021年，疫苗公司的业绩出现分化，智飞、康泰、康希诺等参与新冠疫苗生产、销售的公司业绩大幅增长，其他疫苗公司受疫情影响业绩下滑。当前，疫苗行业正在经历风格转变的元年。自2021年起，各公司将研发、生产、销售的重点集中在非免疫规划苗上，随着销售团队建设、市场准入推广，大单品的渗透率不断提升。各家企业的业绩有望随着疫情影响的淡化逐步得到恢复。建议关注公司批签发变动及新产品的研发进展。
- **血制品：**行业维持稳态平衡，静待疫情阴霾散去。2021年及2022年一季度受疫情影响，商品配送难度加大、患者就医及医院终端手术用量减少，除上海莱士及派林生物外，其他血制品公司销量增速下降甚至出现暂时性下降。长期看，国内血制品供需同步小幅增长，整体上维持平衡。静丙、因子、特免等产品需求不足，竞争可能加剧。后续增长点或出现在龙头公司采浆增加以及凝血因子类、纤原类新品的研发。建议关注采浆量变动及各公司研发进展。
- **其他生物制品：**生长激素+胰岛素+创新生物药品百花齐放。其他生物制品行业在生长激素、新一代胰岛素产品以及创新生物药销售增长的拉动下，业绩稳步增长。生长激素相关企业受益于2021年疫情影响逐步消除，以及公司的大力推广，新患入组恢复情况良好，业绩保持较快增长。未来建议关注长效剂型生长激素的研发及市场推广进展、其他省份集采以及新产品的研发情况。
- **创新西药：**整体上创新西药2021年估值下调较大，2022年Q1受到疫情影响存在业绩波动，并且新上市产品及新纳入医保产品需要时间适应市场。预计2022年Q2之后会逐步放量，2022年Q3-Q4会有较为显著的业绩表现。建议关注：（1）可能会有短期利空出尽以及业绩拐点的白马股（2）新冠逻辑相关标的等。
- **创新中药：**国家对创新中药扶持力度较大，仍存在较多利好创新中药的细则可以落地。后续随着基药986政策的落地，多数创新中药企业的独家品种、基药品种等可以迎来新一轮的放量，并反哺中药科研。2022年的基药目录调整也将带来中药挂网的推进和相关产品的放量。建议关注政策利好、续航持久、研发底蕴好的相关标的。



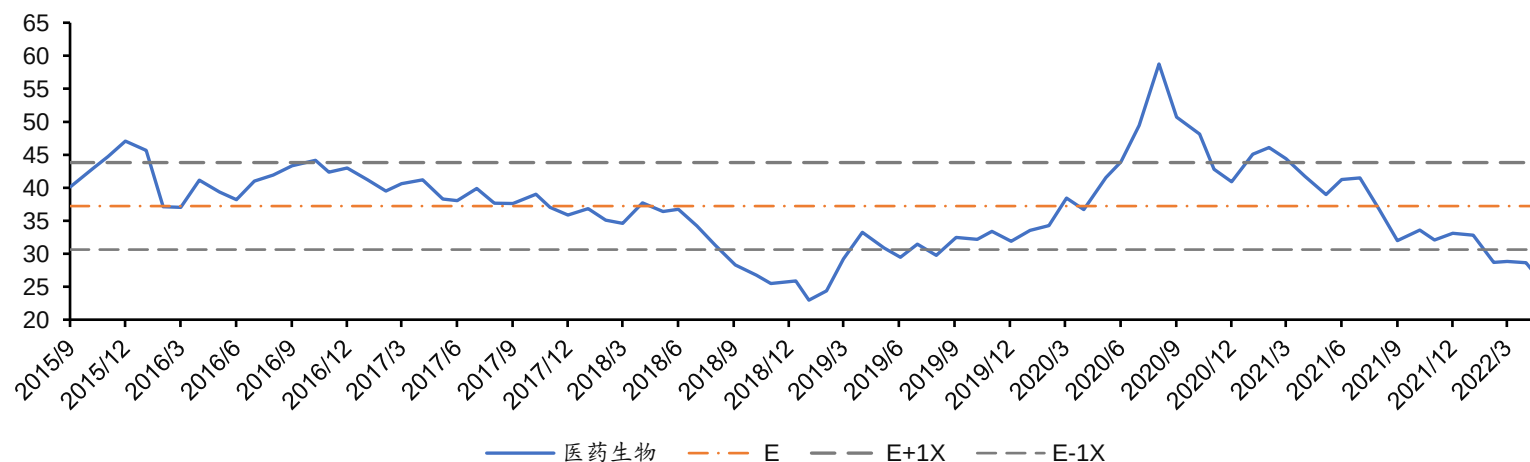
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

行情回顾：医药行业估值处于历史低估值下沿

- 截至上周五（4月29日），医药生物行业PE（TTM，剔除负值）为37.24倍，处于2015年以来“均值-1倍标准差”以下，较上周下降0.16个单位，比2015年以来均值（37.60X）低11.81个单位。

A股医药生物行业估值表现（5月2日）



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

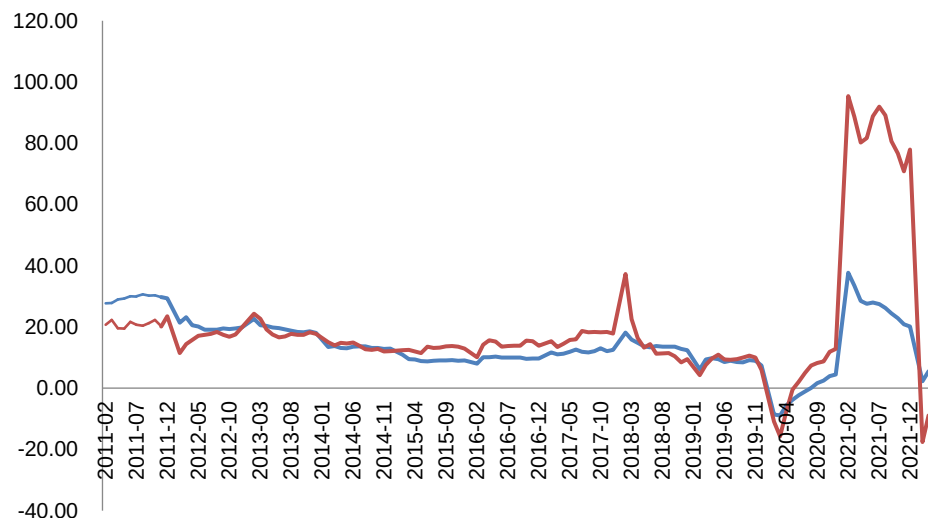
华安证券研究所

行业情况：医药制造业数据整体向好，利润同比略有下降

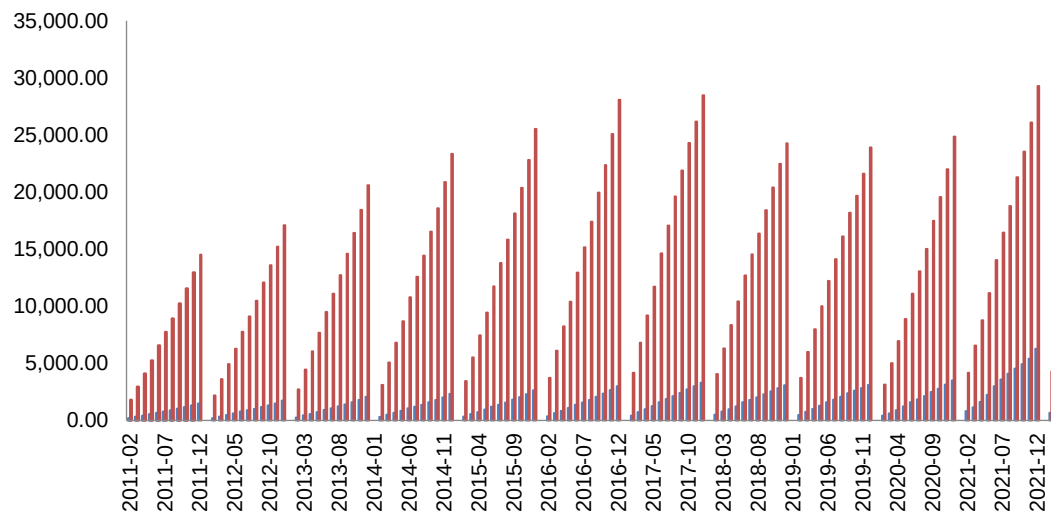
- 医药制造业收入同比提高，利润同比略降，整体向好。根据国家统计局发布的医药制造业相关数据，截至2022年3月，我国医药制造业营业收入累计值6936.60亿元，同比增长5.5%；利润累计值1065.60亿元，同比下降8.9%；整体来看医药制造业进入2021年以来恢复迅速，收入增长强筋，利润端由于国内疫情多点爆发、板块内部波动、宏观经济形势等因素影响有所承压。

2011-2022医药制造业营业收入&利润累计值（rmb 亿元）&累计同比（%）

——医药制造业营业收入累计同比（%） ——医药制造业利润总额累计同比（%）



■医药制造业:利润总额:累计值 ■医药制造业:营业收入:累计值



资料来源：wind、国家统计局，华安证券研究所

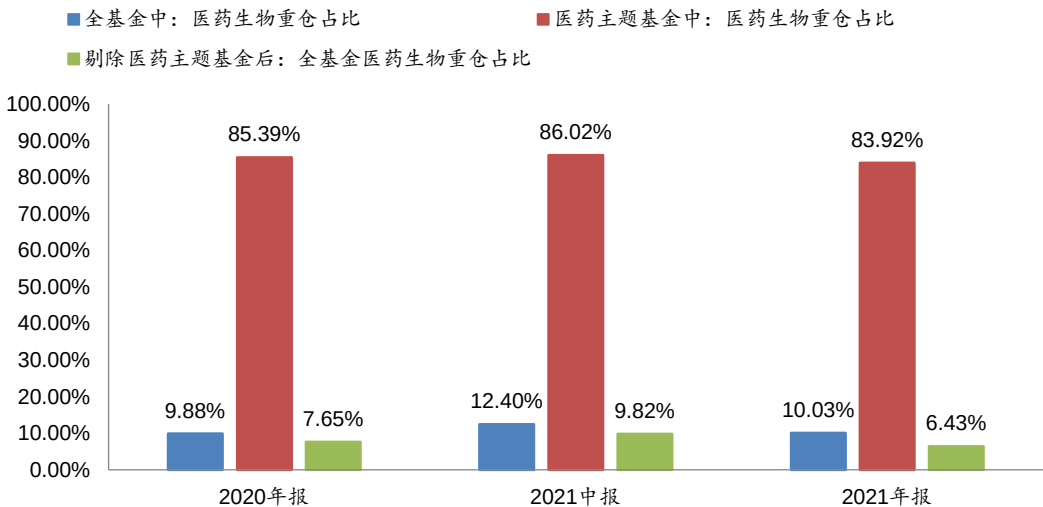
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

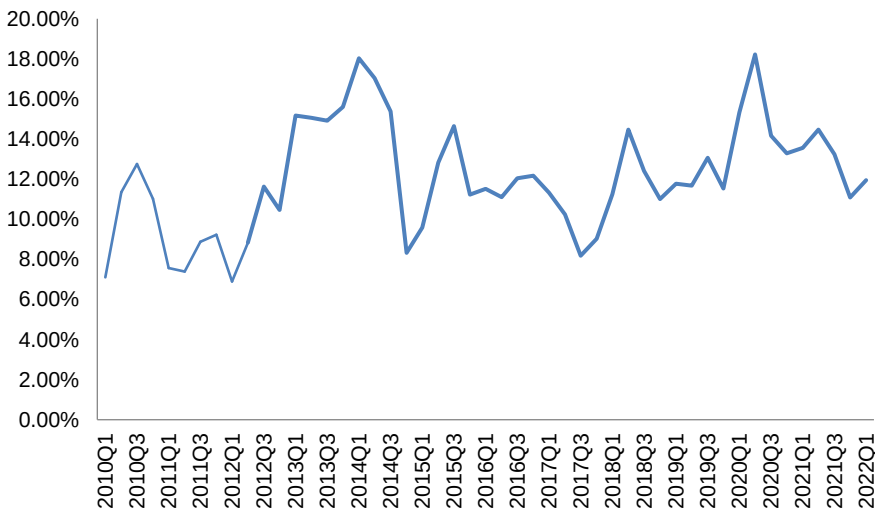
行业情况：全基金医药生物静态仓位略有下降

- 医药生物在全基金中静态低位。我们选取国内全部公募基金对2020至2021年中三个报告期的医药生物仓位进行统计与测算。2021年年报中，全基金重仓医药生物板块的基金整体占比总和10.03%，同比+1.5%，环比-19%；医药主题基金对医药生物板块重仓占比总和83.92%，同比-1.7%，环比-2.4%；剔除医药主题基金后全基金重仓医药生物板块的基金整体占比总和6.43%，同比-15.9%，环比-34.5%。整体来看全市场对于医药生物板块的重仓仓位降幅较为明显，全市场对医药生物配置较为谨慎。
- 分季度来看，以主动权益型基金为统计口径，2022Q1医药生物重仓仓位11.96%，环比+0.86%，同比-1.61%，边际有所改善但仍受疫情影响。

2010-2021不同口径下基金医药生物持仓变化



主动权益型基金医药生物重仓变化



资料来源：wind、华安证券研究所，以申万2021 I 级分类为标准

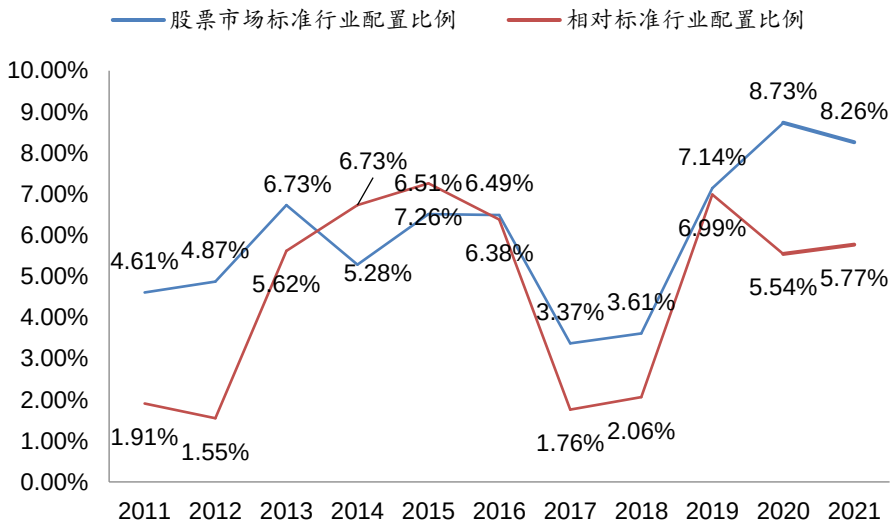
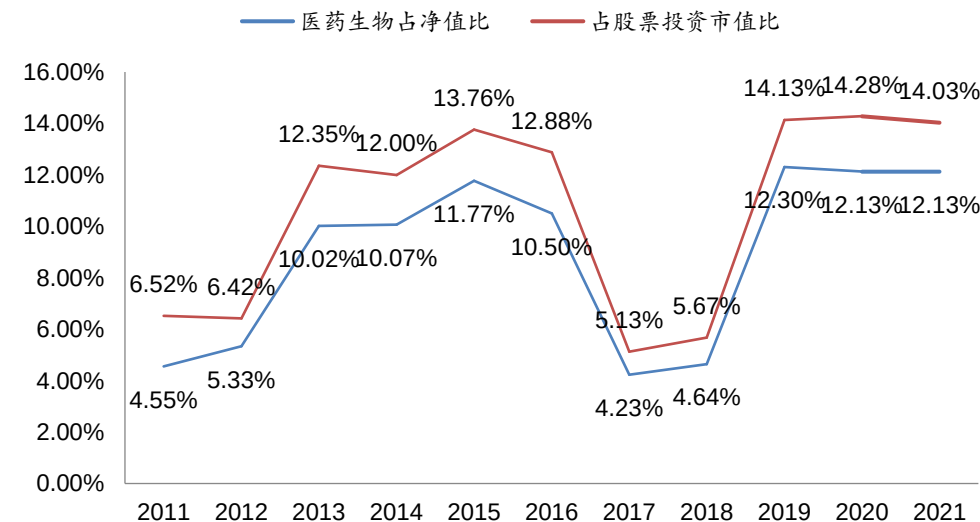
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

行业情况：全股票型基金医药生物动态超配

- 医药生物板块地位逐步强化。复盘十年基金数据，在全股票型基金（被动指数型基金、增强指数型基金、普通股票型基金）中，除个别年份受整体市场和其他因素影响外，医药生物占净值比基本维持在10%以上；2018年出现较大幅度回落，主要系国际政治经济环境变化、人民币持续贬值、国内市场流动性减弱等多方面因素影响。2021年股票型基金生物医药占净值比12.13%，基本保持稳定。
- 全股票型基金对医药生物保持动态关注。2011年以来，医药生物相对标准行业配置比例始终高于标准行业配置比例，国内公募基金对医药生物板块整体来看保持超配。

2011-2021股票型基金医药生物持仓历史



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

行业情况：医药生物重仓top10基本稳定

大市值龙头医药生物股受青睐，全基金重仓top10基本保持稳定。我们拉取2021Q3-2022Q1内地公募全基金重仓生物医药板块top10公司标的及相关数据并按照持股总量由高到低进行排序，对比后发现：

- ✓ 总体来看，医药生物重仓top10保持稳定。以21Q3-22Q1为对比期，2022Q1中仅有仁和药业未进入前十大重仓股，由沃森生物替代；top3（药明康德、爱尔眼科、恒瑞医药）保持不变，只是持股总量略有变化。
- ✓ 重仓股的持仓变动个股分化较为明显，由多种因素决定，其中一种来自于政策的变化与不确定性。比如民营医疗服务代表标的爱尔眼科在近期受集采、医保等政策影响，持有基金数与持有公司家数双减，而对政策免疫的CXO赛道代表标的始终受公募基金偏爱，如药明康德在2021年报&2022Q1报告期内均为第一大重仓股。

2022Q1					
代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)↓	持仓变动(万股)
603259.SH	药明康德	858	116	63,640.11	9,735.68
300015.SZ	爱尔眼科	159	52	51,992.67	-311.56
600276.SH	恒瑞医药	148	57	19,339.83	-5,845.39
300122.SZ	智飞生物	523	97	19,107.38	6,863.01
300363.SZ	博腾股份	196	68	15,860.16	1,592.92
603456.SH	九洲药业	123	57	14,768.42	-3,320.75
300142.SZ	沃森生物	112	41	14,509.74	4,971.99
300760.SZ	迈瑞医疗	539	92	14,352.92	909.37
300347.SZ	泰格医药	201	62	13,514.08	-384.00
000739.SZ	普洛药业	70	36	13,319.88	-143.40
2021年报					
代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)↓	持仓变动(万股)
603259.SH	药明康德	656	101	53,904.43	-4,807.34
300015.SZ	爱尔眼科	181	54	52,304.23	-10,153.63
600276.SH	恒瑞医药	178	65	25,185.22	2,875.43
603456.SH	九洲药业	111	49	18,089.17	6,471.98
000650.SZ	仁和药业	12	3	14,281.73	3,776.26
300363.SZ	博腾股份	107	45	14,267.24	191.99
300347.SZ	泰格医药	148	54	13,898.08	-1,890.83
000739.SZ	普洛药业	68	29	13,463.28	-256.69
300760.SZ	迈瑞医疗	516	92	13,443.54	1,982.60
300122.SZ	智飞生物	227	58	12,244.37	-3,283.70
2021Q3					
代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)↓	持仓变动(万股)
300015.SZ	爱尔眼科	299	79	62,457.86	5,589.23
603259.SH	药明康德	1,116	126	58,711.68	8,030.76
600276.SH	恒瑞医药	176	63	22,309.79	-1,266.96
300347.SZ	泰格医药	315	79	15,788.91	3,449.55
300122.SZ	智飞生物	373	81	15,528.07	1,175.43
300363.SZ	博腾股份	125	44	14,075.24	2,812.49
000739.SZ	普洛药业	97	42	13,719.98	4,823.34
603456.SH	九洲药业	108	48	11,617.19	3,802.01
300760.SZ	迈瑞医疗	550	97	11,460.94	-1,664.22
000650.SZ	仁和药业	6	2	10,505.48	2,227.74

资料来源：wind、华安证券研究所；图表子行业（以颜色区分）以申万2021行业分类为准



华安证券

HUAAN SECURITIES

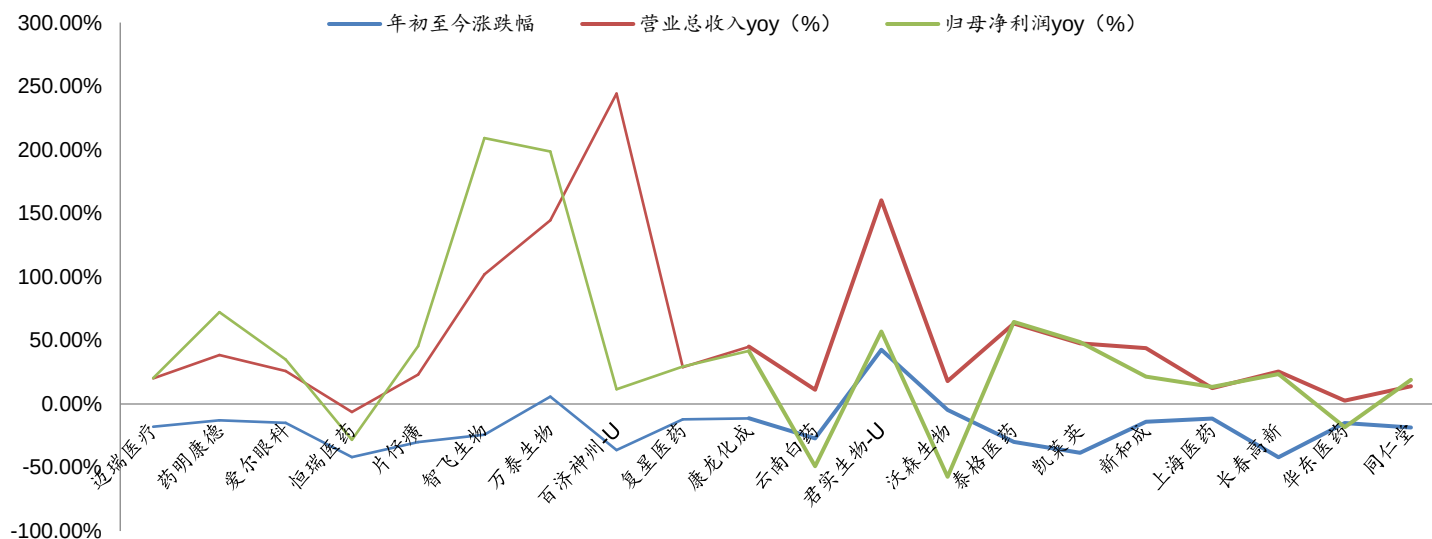
华安研究·拓展投资价值

行业情况：生物制品(疫苗)&医疗服务(CXO)市值领跑

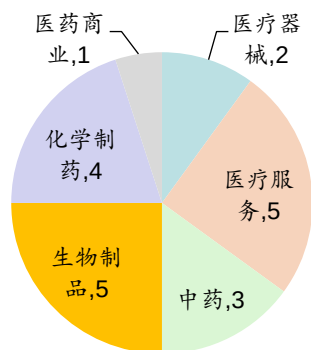
• 生物制品与医疗服务占据医药生物板块top20公司半壁江山，年初至今整体回调。截至4月29日，医药生物板块市值top20公司情况如下。

- ✓ 生物制品：智飞生物、百济神州-U、君实生物-U、沃森生物、长春高新
- ✓ 医疗服务：药明康德、爱尔眼科、康龙化成、泰格医药、凯莱英
- ✓ 化学制药：恒瑞医药、复星医药、新和成、华东医药
- ✓ 中药：片仔癀、云南白药、同仁堂
- ✓ 医疗器械：迈瑞医疗、万泰生物
- ✓ 医药商业：上海医药

医药生物top20公司涨跌幅及2021业绩变化



医药生物市值top20公司所属二级板块(家)



资料来源：wind、华安证券研究所；图表子行业以申万2021II级分类为标准

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

行业情况：生物制品(疫苗)&医疗服务(CXO)市值领跑

证券代码	证券简称	总市值 (rmb 亿元) ↓	年初至今涨跌幅	营业总收入TTM (rmb 亿元)	营业总收入yoy (%)	归母净利润TTM (rmb 亿元)	归母净利润yoy (%)	PE TTM	PEG (2022)
300760.SZ	迈瑞医疗	3788.88	-17.94%	264.32	20.08%	83.92	20.19%	47.35	1.75
603259.SH	药明康德	3051.31	-12.94%	264.26	38.50%	52.40	72.19%	59.86	0.60
300015.SZ	爱尔眼科	1941.87	-15.04%	156.58	25.90%	24.50	34.78%	83.58	2.17
600276.SH	恒瑞医药	1880.53	-41.87%	244.55	-6.46%	42.71	-28.41%	41.51	3.01
600436.SH	片仔癀	1847.06	-29.97%	83.68	23.10%	25.55	45.46%	75.97	2.84
300122.SZ	智飞生物	1512.00	-24.16%	355.67	101.84%	111.93	209.23%	14.81	-0.73
603392.SH	万泰生物	1420.66	5.74%	80.98	144.42%	30.63	198.59%	70.28	0.36
688235.SH	百济神州-U	1227.58	-36.34%	75.89	244.20%	-97.48	11.49%	-13.62	-0.74
600196.SH	复星医药	1101.53	-12.18%	413.31	28.82%	43.51	29.28%	23.26	1.35
300759.SZ	康龙化成	994.31	-11.38%	80.57	45.05%	16.64	41.68%	59.86	1.32
000538.SZ	云南白药	978.68	-27.11%	354.76	11.06%	29.55	-49.17%	34.91	0.43
688180.SH	君实生物-U	869.41	42.52%	30.39	160.10%	-14.95	56.86%	-120.99	2.77
300142.SZ	沃森生物	856.04	-4.84%	36.85	17.84%	4.34	-57.36%	200.13	0.28
300347.SZ	泰格医药	781.27	-29.93%	61.29	63.25%	29.37	64.40%	27.14	1.39
002821.SZ	凯莱英	705.93	-38.61%	59.23	47.74%	14.14	48.56%	66.02	0.20
002001.SZ	新和成	690.24	-13.98%	153.62	43.80%	43.91	21.34%	15.96	0.75
601607.SH	上海医药	650.04	-11.47%	2211.22	12.43%	42.24	13.28%	12.76	0.47
000661.SZ	长春高新	635.49	-42.14%	114.40	25.44%	40.21	23.33%	16.91	0.38
000963.SZ	华东医药	596.69	-15.17%	345.99	2.65%	22.48	-18.38%	25.92	0.57
600085.SH	同仁堂	502.37	-18.56%	148.50	13.86%	13.09	19.00%	40.93	1.62

资料来源：wind、华安证券研究所；图表数据截至22-05-04，总营收及归母净利润yoy为去年同比

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

医疗设备：20年高基数情况下，21年增速放缓

• 营业收入：

2021医疗设备板块，收入同比增长约13%，增速较2020年下降。具体板块内不同设备，其中产业链上游的，尤其是涉及生物制药、疫苗类设备的增速较快，其他如超声、内镜相对增速快一些，尤其是高端产品并且突破了高等级医院的公司。22Q1收入端增速略有下降，但仍受益于医疗新基建，增速相对稳定。

• 归母净利润：

2021年医疗设备板块整体的归母净利润同比增速约14%，基于与收入增速一致。22Q1仍延续这种趋势。

• 财务指标：

2021年销售毛利率较2020年基本稳定，变动较小，销售净利率较2020年略有提升。22Q1利润率水平受管理费用率提升影响，净利率水平略有下降。医疗设备端暂时不受医保局带量采购政策影响，采购资金来源以政府财政资金和医院自主筹措资金为主，招标政策目前向国产设备倾向，预计国产化替代进程中产品质量过硬、性价比突出的公司持续受益。

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
收入增速	9.33%	31.52%	12.92%	44.99%	10.50%
归母净利润增速	33.02%	59.25%	14.22%	65.69%	-2.56%
扣非归母净利润增速	24.45%	77.76%	8.13%	64.19%	10.11%

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
销售毛利率	46.86%	49.78%	49.33%	49.86%	49.79%
销售净利率	16.97%	20.54%	20.78%	22.28%	19.65%
销售费用率	16.24%	13.25%	13.42%	13.54%	13.14%
研发费用率	7.64%	7.32%	8.52%	7.26%	8.62%
管理费用率	5.54%	4.90%	5.30%	6.08%	6.19%
财务费用率	-0.58%	0.48%	-0.21%	-0.13%	-0.20%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：管理费用里不包括研发费用

敬请参阅末页重要声明及评级说明 注：医疗设备板块主要选取A股相关上市公司28家，包括迈瑞医疗、奕瑞医疗、可孚医疗、海泰新光等

医疗设备：医疗新基建和上下游扩产能成为主要驱动力

- 综合型的公司如迈瑞医疗，产品种类多样，业务多元，高基数下仍维持稳定增长；
- 技术突出，市场占有率高的上游零部件及设备类，如奕瑞科技、东富龙表现突出；
- 其他如开立医疗财务表现也相对较优；实际上，健麾信息、艾隆科技也需要关注。

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(TTM)	2021年					2022Q1				
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)
300760.SZ	迈瑞医疗	3,789	45.15	20.18	20.19	20.04	65.01	31.67	20.10	22.74	22.20	65.10	30.35
688301.SH	奕瑞科技	252	49.37	51.43	117.79	72.29	55.25	40.81	46.27	35.47	65.10	57.28	30.99
002223.SZ	鱼跃医疗	239	16.06	2.51	-15.73	-18.90	48.29	21.53	9.60	1.11	-10.59	50.68	25.36
300171.SZ	东富龙	219	23.63	54.83	78.59	92.00	46.10	21.14	72.67	91.44	95.78	40.28	17.89
688139.SH	海尔生物	206	38.17	51.63	121.82	32.97	50.15	39.94	36.22	-72.96	7.53	50.53	20.22
600055.SH	万东医疗	141	88.97	2.14	-16.98	-29.21	45.82	15.59	-12.25	-49.73	-49.37	47.68	12.05
300633.SZ	开立医疗	109	41.47	24.20	634.43	285.54	67.38	17.12	31.53	41.36	75.59	60.12	13.78
300869.SZ	康泰医学	106	34.19	-35.15	-42.56	-42.39	49.08	38.78	-29.53	-36.15	-36.11	45.42	40.01

体外诊断：受益于海外检测需求，板块整体仍保持高速增长

• 营业收入：

2021IVD板块，收入同比增长约36%，增速较2020年有所下降。2020年全球新冠疫情刚刚爆发，对检测需求的增长较大，2021年随着检测需求的满足，IVD收入端增速有所下降。但具体来看，板块内也呈现也较大的差异，新冠抗原检测仍保持较高的增速，常规业务增速有所恢复，但恢复力度不大。

• 归母净利润：

2021年IVD整体的归母净利润同比增长约46%，扣非归母净利润增速约48%，高于收入增速。22Q1仍延续这种趋势。

• 财务指标：

2021年销售毛利率较2020年略有下降，销售净利率较2020年提升约2个百分点。22Q1利润率水平继续提升，预计是22Q1的海外新冠抗原检测需求带动了整个IVD板块盈利能力的提升。

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
收入增速	16.12%	79.11%	35.65%	161.07%	178.89%
归母净利润增速	10.30%	261.73%	45.52%	368.63%	284.63%
扣非归母净利润增速	-2.21%	319.19%	47.86%	453.13%	308.09%

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
销售毛利率	49.25%	61.49%	60.82%	63.78%	70.09%
销售净利率	13.93%	28.14%	30.18%	34.26%	47.25%
销售费用率	15.73%	13.47%	12.16%	12.17%	6.98%
研发费用率	7.90%	6.10%	6.42%	4.45%	3.23%
管理费用率	6.02%	5.50%	4.89%	5.00%	2.66%
财务费用率	0.91%	1.29%	0.66%	0.11%	0.18%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明 注：管理费用里不包括研发费用

华安证券研究所

体外诊断：新冠检测板块显著优于非新冠板块

• 营业收入：

2021新冠检测板块，收入同比增长约43%，22Q1继续高增长，同比增长约219%。非新冠检测板块，2021年收入同比增长约13%，较2020年有所恢复，22Q1收入增长继续提高至15%左右，但由于受医院门诊量影响，增速仍相对缓慢。

• 归母净利润：

2021新冠检测板块归母净利润同比增长约56%，高于收入增速。非新冠检测板块，2021年归母净利润同比增长0.29%，大幅低于新冠检测板块。22Q1非新冠检测板块有所恢复，利润端增速提升到9%左右。

• 财务指标：

新冠检测板块与非新冠检测板块相比，销售毛利率目前较高，基本高10-15个百分点，而且由于新冠检测板块多数是销售海外，销售费用率低，平均也能低5-10个百分点。未来的趋势来看，非新冠检测板块的复苏趋势是延续的，新冠检测板块的利润水平回归常态是延续的，这中间主要取决于新冠疫情的防疫进展。

新冠检测板块	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
收入增速	17.10%	132.61%	42.88%	213.85%	218.52%
归母净利润增速	10.61%	482.95%	56.20%	535.43%	326.95%
扣非归母净利润增速	5.43%	653.94%	55.64%	550.65%	354.63%
销售毛利率	47.99%	62.82%	61.37%	64.42%	71.05%
销售净利率	11.99%	30.04%	32.84%	36.88%	49.44%
销售费用率	16.17%	12.69%	10.84%	11.26%	6.19%

其他IVD检测板块	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
收入增速	14.79%	4.16%	13.01%	54.02%	15.10%
归母净利润增速	10.00%	38.72%	0.29%	73.06%	9.23%
扣非归母净利润增速	-7.94%	31.67%	9.58%	181.35%	8.11%
销售毛利率	58.59%	57.93%	58.46%	59.66%	56.59%
销售净利率	16.66%	22.19%	19.69%	23.43%	22.23%
销售费用率	17.48%	16.07%	17.33%	15.51%	15.27%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：新冠检测板块选取了A股19家上市公司，包括九安医疗、东方生物、万孚生物、圣湘生物、华大基因等；其他IVD板块主要选取了A股13家标的，包括安图生物、透景生命、新产业、艾德生物等，未加入迈瑞医疗

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

体外诊断：静待IVD常规业务恢复，关注新冠检测板块标的

- 受海外防疫政策及检测需求，新冠抗原检测类财务表现更优，如九安医疗、东方生物、万孚生物、亚辉龙。
- 常规业务也有逐渐恢复的迹象，尤其是海外市场，如新产业、艾德生物。

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE(TTM)	2021年					2022Q1				
				总收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	总收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
002432.SZ	九安医疗	388.34	2.56	19.36	274.96	232.34	63.47	38.98	6,646.79	37,527.35	756,669.14	81.60	70.19
300832.SZ	新产业	315.06	28.28	15.97	3.68	3.06	71.15	38.25	39.53	83.46	98.17	72.11	41.53
603658.SH	安图生物	268.22	25.73	26.45	30.20	41.03	59.49	26.02	26.21	40.07	37.36	58.26	23.95
300676.SZ	华大基因	260.60	20.57	-19.42	-30.08	-33.71	58.09	21.84	-8.52	-37.06	-43.88	58.50	23.20
002030.SZ	达安基因	252.48	6.06	43.49	47.74	49.41	74.77	47.21	43.69	48.85	49.86	75.60	50.27
688298.SH	东方生物	219.86	3.79	211.43	193.33	195.70	73.79	48.58	112.28	74.20	75.99	63.57	44.22
300244.SZ	迪安诊断	202.83	12.85	22.85	44.83	47.77	38.26	11.34	62.08	122.62	125.60	43.95	19.72
300482.SZ	万孚生物	194.13	14.04	19.57	0.04	-6.74	58.46	18.82	276.87	481.32	535.50	63.91	34.35
688289.SH	圣湘生物	166.36	7.32	-5.22	-14.29	-17.05	71.67	49.67	23.81	4.78	5.24	62.70	45.28
688575.SH	亚辉龙	134.46	19.82	17.91	-2.75	-2.97	56.84	17.31	481.55	1,257.79	1,366.26	64.34	37.09
002932.SZ	明德生物	118.30	4.81	195.05	201.37	208.38	75.02	51.12	267.41	307.05	307.04	73.90	57.47
300463.SZ	迈克生物	117.35	13.89	7.47	20.49	21.83	57.95	25.18	-13.54	-35.58	-35.46	54.40	22.95
688075.SH	安旭生物	113.20	3.39	32.47	13.80	12.67	65.44	46.47	2,763.42	3,147.87	3,163.51	77.95	48.98
300685.SZ	艾德生物	101.62	40.69	25.90	32.86	46.54	84.38	26.07	18.60	23.46	25.82	83.16	25.89

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

高值耗材：21年恢复增长，22Q1受国内疫情影响增速下降

• 营业收入：

2021年高值耗材板块，收入同比增长约32%，在2020年低基数情况下，快速恢复。2021年国内疫情整体控制较稳定，部分择期手术需求恢复。22Q1仍受国内疫情防控政策影响，收入增速放缓。

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
收入增速	29.32%	7.34%	31.87%	74.65%	6.96%
归母净利润增速	20.88%	16.14%	23.79%	103.21%	-4.84%
扣非归母净利润增速	22.10%	18.50%	33.29%	100.52%	2.03%

• 归母净利润：

2021年整体的归母净利润同比增长约24%，增长幅度低于收入端，扣非归母净利润增速约33%，整体与收入增速较为一致，从目前的报表数据看，由于集采政策波动面相对较小，集采对公司的影响还未显著突显。22Q1利润端受疫情防控影响，生产、销售受到影响，但刚性支出仍在，利润端有所下降。

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
销售毛利率	75.63%	74.28%	71.36%	72.63%	71.67%
销售净利率	24.41%	26.41%	24.79%	29.29%	26.06%
销售费用率	28.72%	26.25%	24.56%	23.14%	22.55%
研发费用率	8.24%	9.03%	9.92%	6.75%	9.35%
管理费用率	7.79%	7.86%	7.18%	7.94%	8.43%
财务费用率	0.79%	0.54%	0.15%	-0.03%	-0.06%

• 财务指标：

2021年销售毛利率较2020年有所下降，考虑到会计政策的变更，预计影响不大，销售净利率方面2021年较2020年下降约2个百分点，其中研发费用率提升是一个主要影响因素。22Q1整体与21年全年水平变化不大，利润率水平略有提升。

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

注：管理费用里不包括研发费用；高值耗材板块选取行业内主要A股上市公司共21家，如欧康维视、爱博医疗、南微医学、正海生物、佰仁医疗等

华安证券研究所

高值耗材：H股创新器械收入增长恢复，利润端仍亏损较多

• 营业收入：

2021年H股创新器械（高值耗材板块为主），收入恢复增长，增速约24%，其中神经介入类、TAVR、外周血管DCB、CGM类的产品同比恢复更快。

• 归母净利润：

2021年整体的归母净利润绝对额仍为亏损状态，但同比亏损有所减少，同比减亏约61%，扣非归母净利润同比减亏约59%。

• 财务指标：

2021年销售毛利率和销售净利率较2020年均略有下降。销售毛利率整体在69%左右，较2020年略降1个百分点，销售净利率受研发费用开支增加，净利率水平继续下降。从样本中的创新器械公司来看，主要公司的大量管线仍在临床过程中，新获批产品仍需要做市场销售和推广，短期内销售费用率和研发费用率仍保持在较高水平。

	2019	2020	2021
收入增速	34.76%	-8.94%	24.47%
归母净利润增速	-567.62%	1256.35%	61.37%
扣非归母净利润增速	-563.42%	291.38%	58.76%
销售毛利率	71.99%	70.24%	68.93%
销售净利率	-3.62%	-53.91%	-69.89%

证券代码	证券简称	总市值（亿人民币元）	PE(TTM)	2021年		
				总收入增速(%)	扣非归母净利润增速(%)	毛利率(%)
0853.HK	微创医疗	231.43	-12.73	20.45	-57.43	63.16
1302.HK	先健科技	85.91	28.47	41.55	3,020.99	80.79
9997.HK	康基医疗	74.77	15.87	34.77	85.12	81.55
1858.HK	春立医疗	55.63	9.06	20.27	17.33	76.92
2160.HK	心通医疗-B	53.53	-28.31	93.21	37.89	59.11
2500.HK	启明医疗-B	50.44	-13.09	51.22	-137.24	77.99
1789.HK	爱康医疗	40.74	42.65	-26.36	-71.59	65.56
2235.HK	微泰医疗-B	40.43	-81.40	101.04	62.49	46.82
9996.HK	沛嘉医疗-B	37.37	-6.31	248.28	-45.48	70.06
2190.HK	归创通桥-B	36.73	-17.83	534.39	-104.20	74.13
1501.HK	康德莱医械	22.12	15.00	29.98	0.40	59.34
6669.HK	先瑞达医疗-B	15.17	-18.60	56.62	71.51	87.53

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：高值耗材板块选取行业内主要H股上市公司共16家，如微创医疗、先健医疗、春立医疗、爱康医疗等

华安证券研究所

高值耗材：全面恢复，但差异较大，回避受集采品种

- 偏消费医疗的高值耗材表现相对较优，如欧普康视、受博医疗、昊海生科，以及部分有大品种驱动的刚性需求标的，如南微医学、惠泰医疗、佰仁医疗，以及部分受益于集采政策标的，如威高骨科、正海生物。

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(TTM)	2021年					2022Q1				
				总收入增 速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	总收入增速 (%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母净利 润增速(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
300595.SZ	欧普康视	314.69	55.72	48.74	28.02	22.87	76.69	45.68	29.35	7.24	28.66	77.56	44.03
300529.SZ	健帆生物	332.67	26.64	37.15	36.74	35.17	84.97	44.70	20.46	18.32	17.83	84.50	47.95
300003.SZ	乐普医疗	307.86	20.01	32.61	-4.58	31.29	61.01	16.70	-7.28	-24.89	-19.83	63.70	22.05
688029.SH	南微医学	130.43	43.29	46.77	24.54	29.71	64.18	16.92	12.50	-35.12	-31.82	61.70	10.28
688161.SH	威高骨科	164.68	24.33	18.08	23.62	25.79	81.17	32.10	-19.31	-11.99	-12.96	79.57	28.79
688050.SH	爱博医疗	194.67	100.33	58.61	77.45	66.91	84.29	38.74	55.54	63.00	65.15	85.12	43.39
688198.SH	佰仁医疗	139.23	248.87	38.42	-9.42	-12.98	88.24	20.36	26.34	53.54	48.19	88.66	20.56
688366.SH	昊海生科	119.95	43.71	32.61	53.10	58.88	72.10	19.65	23.79	-37.17	-36.48	67.02	13.40
688617.SH	惠泰医疗	112.09	49.26	72.85	87.70	71.45	69.49	23.51	65.08	41.55	50.70	69.77	23.73
002901.SZ	大博医疗	143.50	21.93	25.68	11.17	11.48	84.40	34.67	14.94	-14.58	-22.31	80.48	26.56
688016.SH	心脉医疗	114.81	34.00	45.59	47.17	51.08	78.05	45.79	30.59	21.44	19.66	77.82	47.34
300653.SZ	正海生物	65.76	36.62	36.45	42.44	46.35	89.11	42.12	15.28	25.07	27.55	89.06	46.73
300326.SZ	凯利泰	50.27	27.53	19.50	227.85	149.67	61.90	13.79	3.89	38.13	41.50	63.66	24.07

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

低值耗材：受20年高基数影响，21年和22Q1整体下滑

• 营业收入：

2021年低值耗材板块，收入同比下降约9%，主要是由于2020年新冠疫情刚开始下，市场对手套、口罩、卫生敷料等品类需求快速增长，低值耗材板块整体基数较高，2021年这些品类的需求下滑，但2021年其他品类的产品，如注射器、采血针、离心管、采样管等需求大增，因此低值耗材整体收入略有下滑，板块里的分化相对较大。

• 归母净利润：

2021年整体的归母净利润同比下降约27%，下降幅度大于收入端。22Q1继续延续这种趋势。

• 财务指标：

2021年销售毛利率和销售净利率较2020年下降较多。主要是防疫类的相关产品，随着市场供给增长，供需矛盾解除，价格下降，带动整体盈利能力回归常态。22Q1也继续延续这种趋势。

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
收入增速	19.70%	162.69%	-8.92%	195.78%	-38.53%
归母净利润增速	37.36%	585.05%	-26.81%	637.20%	-85.17%
扣非归母净利润增速	30.10%	649.15%	-33.89%	986.96%	-86.54%

	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
销售毛利率	39.11%	56.04%	48.10%	58.76%	31.06%
销售净利率	12.20%	31.81%	25.56%	40.11%	9.68%
销售费用率	13.29%	5.69%	6.92%	4.81%	7.90%
研发费用率	4.48%	3.06%	3.87%	2.56%	3.53%
管理费用率	6.00%	3.63%	4.83%	3.77%	6.48%
财务费用率	0.75%	1.55%	0.19%	0.20%	0.31%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：管理费用里不包括研发费用；低值耗材板块选取行业内主要A股上市公司共18家，如拱东医疗、洁特医疗、康德莱、采纳股份等

低值耗材：注射穿刺类企业显著受益，手套敷料类业绩下滑

- 板块内部分化严重，受益于新冠疫情下对注射穿刺、标本采样等需求，拱东医疗、洁特生物表现较好，部分标的受益于自身产品升级、大品种驱动，业绩表现有较好的持续性，如维力医疗、采纳股份、康德莱等。

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(TTM)	2021年					2022Q1				
				总收入增 速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	总收入增速 (%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母净利 润增速(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
300677.SZ	英科医疗	158.23	4.19	17.37	6.04	5.42	61.51	45.96	-66.03	-97.77	-97.51	18.25	3.47
600529.SH	山东药玻	124.29	21.14	13.08	4.72	3.40	29.62	15.25	12.53	-1.93	2.72	29.21	14.70
605369.SH	拱东医疗	118.87	36.39	43.95	37.68	37.68	44.36	26.04	32.71	19.77	32.84	45.05	27.33
002382.SZ	蓝帆医疗	89.83	-14.60	3.04	-34.28	-96.43	46.95	14.25	-59.01	-103.05	-104.53	14.58	-4.04
300981.SZ	中红医疗	76.70	7.66	2.74	-12.07	-15.19	61.70	47.70	-74.81	-95.61	-98.04	20.26	10.74
603301.SH	振德医疗	74.52	16.43	-51.04	-76.63	-80.06	34.81	14.16	-36.59	-55.99	-57.77	32.66	9.25
603987.SH	康德莱	69.28	21.87	17.07	43.71	39.23	38.38	13.54	28.81	55.67	39.99	34.65	11.94
002950.SZ	奥美医疗	68.27	14.44	-23.70	-62.75	-67.66	30.13	14.77	21.02	35.61	41.87	31.86	16.00
301122.SZ	采纳股份	53.13	39.93	-12.47	-4.63	122.21	43.86	29.56	39.46	6.40	5.21	43.37	27.77
688026.SH	洁特生物	49.80	30.34	69.80	43.38	57.89	41.91	20.00	9.42	-14.64	-15.83	38.91	21.55
300453.SZ	三鑫医疗	36.96	21.83	23.81	34.84	43.68	34.37	14.76	30.61	39.37	53.22	35.76	15.66
603309.SH	维力医疗	35.39	29.00	-1.07	-30.71	-34.82	42.36	10.25	36.85	70.10	75.15	41.49	13.76
603976.SH	正川股份	33.23	29.49	58.70	100.95	96.11	25.69	13.38	44.26	30.72	29.95	23.44	11.53

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

器械国际化：新冠疫情产品出海，21年IVD类增长显著

- 新冠类产品21年以新冠检测试剂为主，尤其是新冠抗原检测试剂，如东方生物、博拓生物等，出海的方式包括CDMO类的，也包括以自有品牌的，涉及区域主要是欧盟、英国、美国等国家。新冠疫情类产品的出口，与国外疫情发展程度、不同国家的防控政策紧密相关，其次与居民防疫的内在需求，第三则是围绕整个产业链的产能扩张出口增长（如药机类）。

	证券简称	总市值（亿元）	市盈率PE(TTM) (倍)	海外收入占比				海外收入增速		
				2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
688767.SH	博拓生物	71.01	6.50	87.09%	83.04%	94.17%	96.97%	10.45%	369.88%	116.35%
688606.SH	奥泰生物	73.03	4.39	99.19%	98.33%	99.83%	98.96%	29.89%	377.71%	63.54%
688575.SH	亚辉龙	134.46	19.82	2.97%	4.72%	20.61%	15.20%	91.63%	397.23%	-13.05%
688298.SH	东方生物	219.86	3.79	93.16%	93.52%	94.58%	99.22%	29.00%	798.84%	226.73%
688075.SH	安旭生物	113.20	3.39	94.13%	93.09%	98.79%	97.74%	26.72%	506.90%	31.06%
688068.SH	热景生物	82.73	3.78	1.71%	1.85%	61.44%	94.31%	21.49%	8021.42%	1504.74%
300981.SZ	中红医疗	76.70	7.66	95.29%	93.09%	73.45%	97.55%	18.21%	222.00%	36.46%
300677.SZ	英科医疗	158.23	4.19	96.36%	94.55%	76.30%	84.76%	7.99%	436.05%	30.38%
300676.SZ	华大基因	260.60	20.57	19.12%	16.57%	66.67%	57.37%	-4.35%	1106.82%	-30.67%
300482.SZ	万孚生物	194.13	14.04	23.19%	20.48%	44.93%	52.59%	10.95%	197.54%	39.93%
300639.SZ	凯普生物	96.52	8.18	4.41%	3.69%	13.29%	30.26%	5.07%	569.57%	349.20%
002432.SZ	九安医疗	388.34	42.27	64.22%	65.37%	80.05%	90.61%	27.51%	248.18%	35.11%
002382.SZ	蓝帆医疗	89.83	-14.60	77.27%	68.46%	77.97%	90.64%	16.07%	157.87%	19.78%
300003.SZ	乐普医疗	307.86	20.01	6.90%	7.10%	19.18%	35.27%	26.25%	178.38%	143.85%
688139.SH	海尔生物	205.62	38.17	25.28%	22.75%	27.28%	25.07%	8.24%	66.10%	39.34%
300358.SZ	楚天科技	89.25	15.14	15.36%	18.08%	43.54%	34.29%	38.24%	349.47%	15.81%
300171.SZ	东富龙	219.48	26.51	23.40%	24.74%	19.41%	24.80%	24.88%	-6.17%	97.79%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所
注：市值和PE均取2022年4月29日收盘时价格

华安证券研究所

器械国际化：21年海外常规业务恢复较慢，22Q1有所提速

- 常规产品21年海外业务仍受疫情影响，增长幅度偏弱。影像设备受益于疫情后医疗新基建政策，增速保持在中高水平，低值耗材类产品主要以ODM或供应商形式出海，注射穿刺类产品受疫苗注射、标本采集等需求推动，业绩增长相对显著，高值耗材中2020年低基数下，21年恢复增长较多。IVD常规业务恢复最慢，后续看好IVD类（如化学发光）、高值耗材海外常规业务的恢复。

	证券简称	总市值（亿元）	市盈率PE(TTM) (倍)	海外收入占比				海外收入增速		
				2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
300760.SZ	迈瑞医疗	3,788.88	45.15	25.58%	42.41%	47.16%	39.61%	99.61%	41.21%	0.96%
688301.SH	奕瑞科技	252.03	49.37	44.24%	52.61%	40.58%	37.00%	47.80%	10.75%	38.06%
300633.SZ	开立医疗	108.73	41.47	49.29%	52.89%	42.63%	46.07%	9.67%	-25.23%	34.24%
688677.SH	海泰新光	66.97	52.57	84.83%	86.88%	86.03%	79.71%	29.04%	7.77%	4.26%
688212.SH	澳华内镜	56.67	111.04	39.58%	32.85%	36.83%	28.07%	58.91%	-0.88%	0.49%
688358.SH	祥生医疗	24.82	21.67	75.12%	79.22%	81.62%	86.74%	19.26%	-7.18%	26.92%
688607.SH	康众医疗	16.08	29.02	45.36%	48.13%	42.68%	52.27%	16.98%	28.24%	23.48%
688029.SH	南微医学	130.43	43.29	44.42%	41.41%	38.71%	38.12%	32.17%	-5.16%	44.53%
688013.SH	天臣医疗	14.68	41.07	26.62%	39.08%	25.74%	30.78%	113.04%	-37.71%	56.45%
600529.SH	山东药玻	124.29	21.14	26.66%	31.04%	29.95%	24.81%	34.81%	10.50%	-6.34%
605369.SH	拱东医疗	118.87	36.39	47.86%	48.17%	48.67%	35.01%	15.33%	51.60%	3.54%
603301.SH	振德医疗	74.52	12.51	67.78%	67.32%	73.56%	54.09%	29.82%	508.41%	-63.99%
603987.SH	康德莱	69.28	21.87	46.10%	38.61%	31.54%	33.66%	4.95%	18.96%	24.91%
301122.SZ	采纳股份	53.13	39.93	88.11%	91.73%	54.34%	90.03%	31.64%	64.99%	45.04%
603309.SH	维力医疗	35.39	29.00	57.98%	48.91%	54.65%	45.20%	12.41%	27.11%	-18.17%
300832.SZ	新产业	315.06	28.28	19.25%	20.37%	37.49%	30.10%	28.64%	140.16%	-6.87%
300685.SZ	艾德生物	101.62	40.69	10.45%	11.33%	14.90%	11.49%	42.82%	65.61%	-2.95%
688315.SH	诺禾致源	82.68	39.20	29.84%	30.64%	35.34%	35.67%	49.55%	12.00%	26.42%

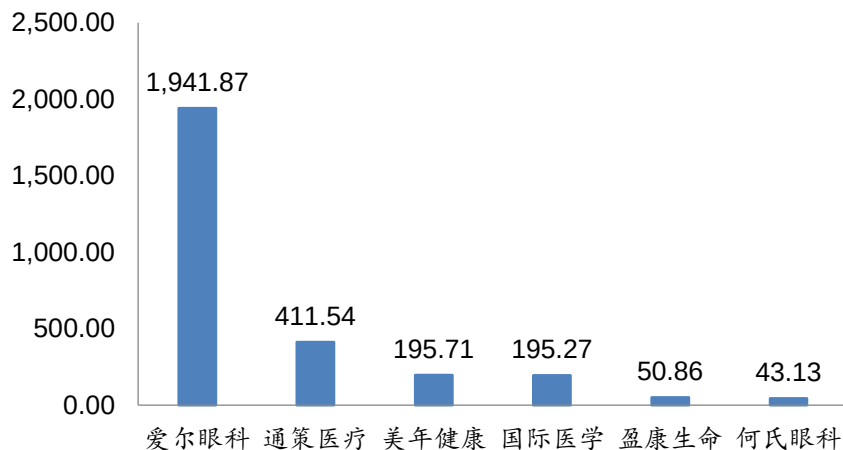
资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所
注：市值和PE均取2022年4月29日收盘时价格

华安证券研究所

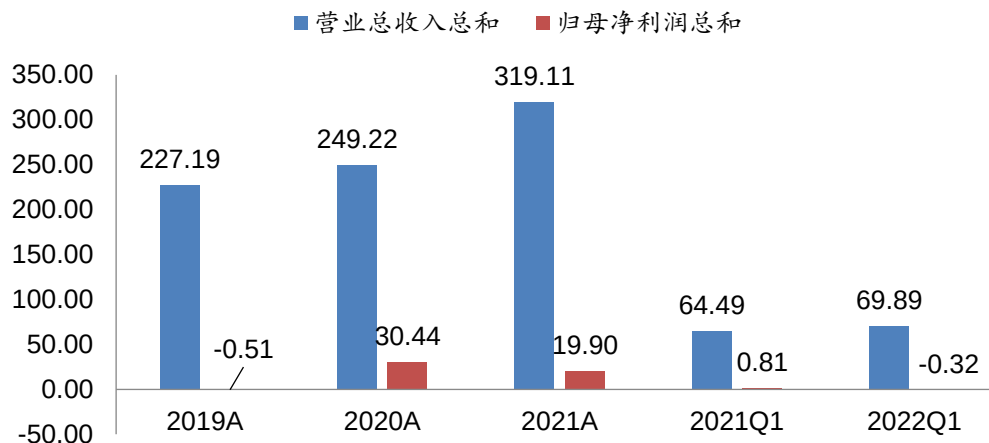
医疗服务：强者恒强，后疫情时代凸显运营管理能力

- 我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康、国际医学、盈康生命、何氏眼科作为标的池对板块进行梳理。截至5月4日，标的池内公司总市值2838.39亿元人民币，爱尔眼科为绝对龙头。
- 2019~2021年标的池分别实现营业总收入总和227.19/249.22/319.11亿元，同比+9.7%/28.04%；分别实现归母净利润总和-0.51/30.44/19.90亿元，同比+6043.14%/-34.61%，主要系个别标的如国际医学盈利水平受疫情等因素影响波动较大。
- 2021Q1/2022Q1标的池分别实现营业总收入64.49/69.89亿元，同比+8.37%；分别实现归母净利润0.81/-0.32亿元，同比-139.79%，主要系个别标的如美年健康、国际医学盈利水平的波动等因素的影响。

连锁医疗服务标的的市值序列（截至22-05-04，rmb 亿元）



连锁医疗服务标的的池营业总收入&归母净利润总和（rmb 亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所，图示子行业以申万2021Ⅲ级分类为标准，剔除了参考价值相对较低的标的（ST恒康、宜华健康、光正眼科、创新医疗、ST中珠、ST华塑、ST海医）；营收&归母净利润为人民币亿元

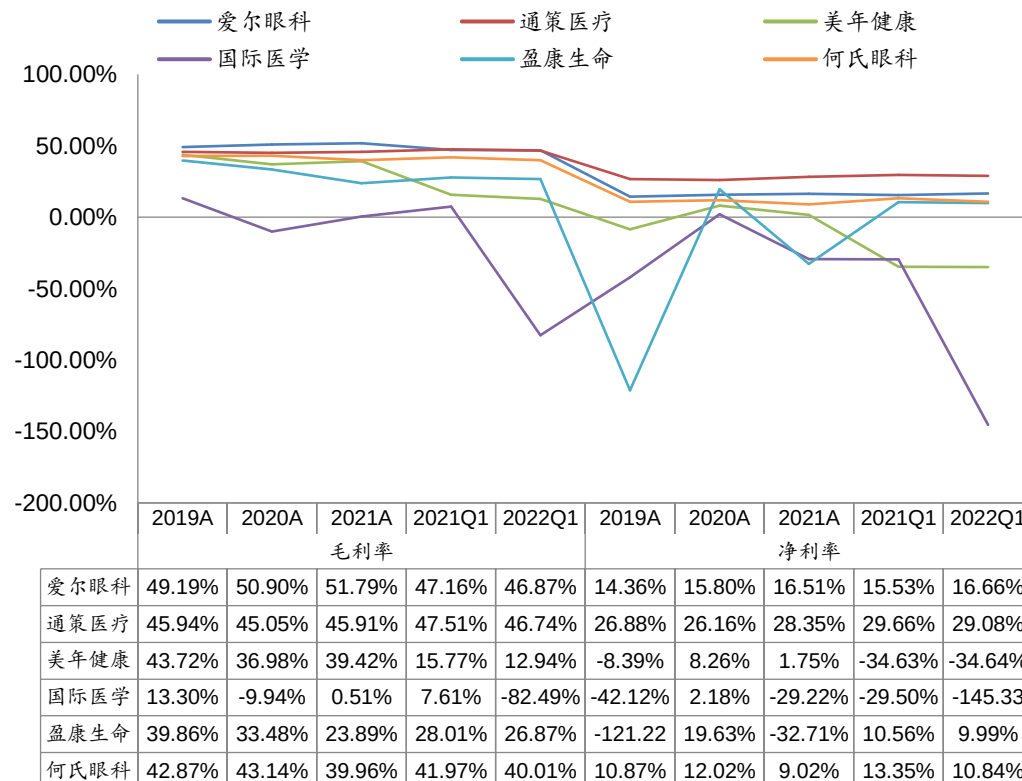
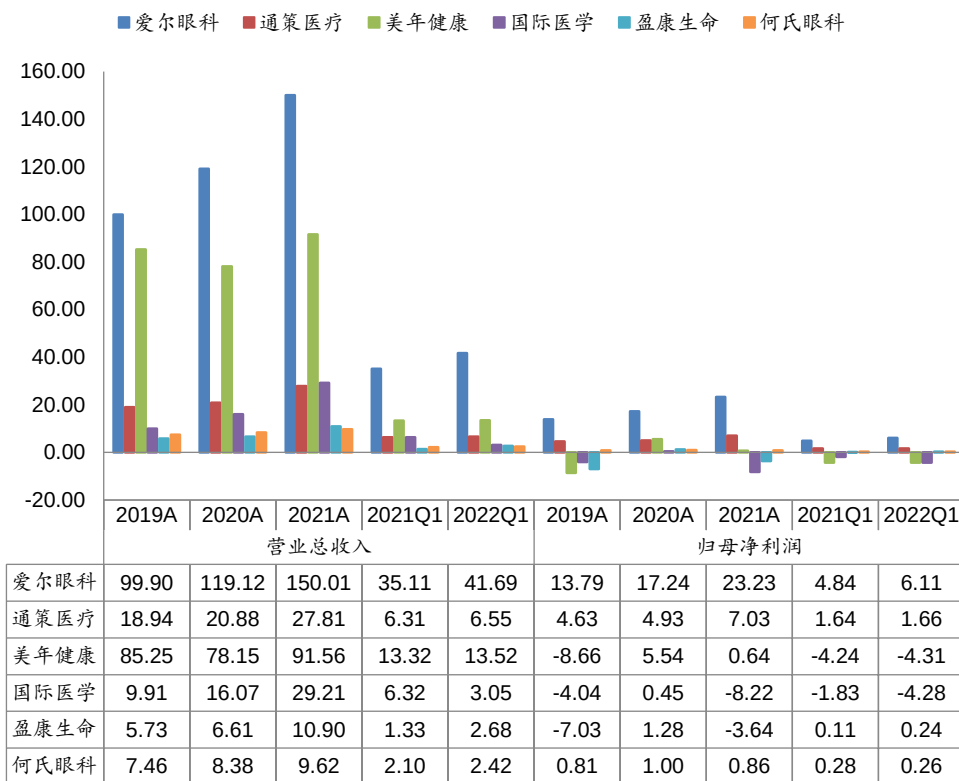


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

医疗服务：强者恒强，后疫情时代凸显运营管理能力

- 医疗服务领域强者恒强。我们认为民营医疗服务连锁马太效应明显，具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的公司受疫情影响更小，业绩增长更加稳定。



资料来源：wind、华安证券研究所，图示子行业以申万2021Ⅲ级分类为标准，剔除了参考价值相对较低的标的（ST恒康、宜华健康、光正眼科、创新医疗、ST中珠、ST华塑、ST海医）；营收&归母净利润为人民币亿元

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

医疗服务：强者恒强，后疫情时代凸显运营管理能力

- **爱尔眼科**：2021年公司营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为150.0、23.2和27.8亿元，同比增长25.90%、34.78%和30.59%，全球业务版图稳定扩大；2022Q1营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为41.69、6.10和6.23亿元，同比增长18.72%、26.15%和22.49%，在国内疫情多地散发、防控政策趋严的情况下依旧保持高速增长，龙头地位与优势凸显。
- **通策医疗**：2021年公司实现营业总收入27.81亿元，同比增长33.11%；实现归母净利润7.03亿元，同比增长42.67%；扣非归母净利润6.71亿元，同比增长41.74%。作为口腔医疗服务代表标的，公司“区域总院+分院”的发展模式助推公司收入利润稳增，浙江省内贡献大部分收入，各业务均衡发展，盈利能力持续提升。
- **国际医学**：2021年医疗服务业务高速增长，实现营收29.21亿元，同比增长81.21%，由于公司存在新开业和新建医院。2020年毛利率-9.58%；2021年经营性现金流4.56亿元。一季度疫情反复发生，公司4.13号实现复诊，Q1收入3.05亿，同比下降51.74%，净利润-4.28亿元，同比下降133%，高新医院的门诊量恢复到3866人次，中心医院门诊量恢复到2745人次，日住院量从443床恢复到2050床，2周时间达到了去年年末相对高的业务量水平，运营管理能力强。

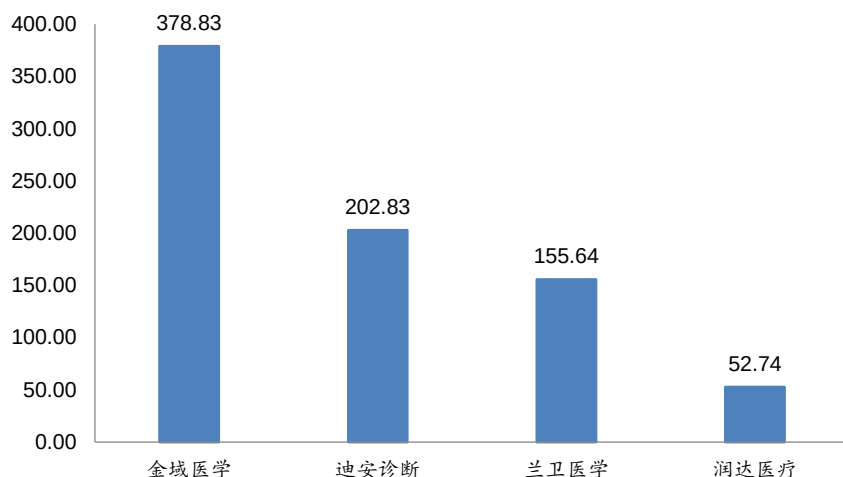
	总营收同比增速				归母净利润同比增速			
	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2019A	2020A	2021A	2022Q1
爱尔眼科	24.67%	19.20%	25.90%	18.72%	36.67%	25.01%	34.78%	26.15%
通策医疗	22.56%	8.17%	33.11%	3.74%	39.44%	5.69%	42.67%	1.25%
美年健康	0.77%	-8.29%	16.75%	1.47%	-205.58%	163.93%	-88.36%	-1.44%
国际医学	-51.23%	62.97%	81.21%	-51.78%	-118.49%	111.23%	-1912.52%	-134.01%
盈康生命	13.96%	15.33%	6.10%	101.88%	-1502.15%	118.21%	-345.13%	30.56%
何氏眼科	21.51%	12.53%	14.74%	14.94%	43.66%	24.36%	-13.84%	-6.66%

资料来源：wind、华安证券研究所，图示子行业以申万2021Ⅲ级分类为标准，剔除了参考价值相对较低的标的（ST恒康、宜华健康、光正眼科、创新医疗、ST中珠、ST华塑、ST海医）；营收&归母净利润为人民币亿元

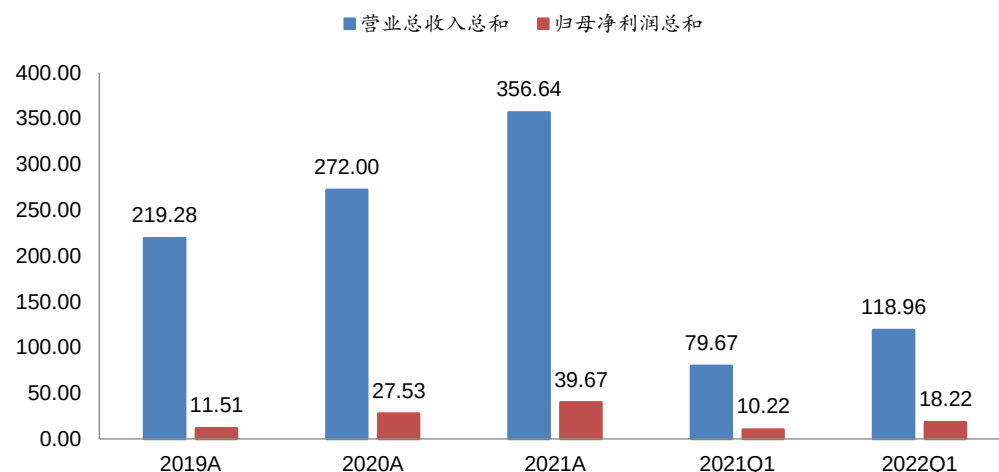
ICL：新冠检测+常规检测+特检升级助推业绩高增

- 我们选取润达医疗、兰卫医学、迪安诊断、金域医学作为标的池对板块进行梳理。截至5月4日，标的池内公司总市值790.03亿元人民币，金域医学为绝对龙头。
- 2019~2021年标的池分别实现营业总收入总和219.28/272.00/356.64亿元，同比+24.04%/31.12%；分别实现归母净利润总和11.51/27.53/39.67亿元，同比+139.11%/+44.08%，业绩高增长主要系疫情催生新冠检测大规模需求，叠加常规检测与特检持续放量。
- 2021Q1/2022Q1标的池分别实现营业总收入79.67/118.96亿元，同比+49.31%；分别实现归母净利润10.22/18.22亿元，同比+78.36%。

ICL标的市值序列（截至22-05-04，rmb 亿元）



ICL标的池营业总收入&归母净利润总和（rmb 亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所，图示子行业以申万2021Ⅲ级分类为标准



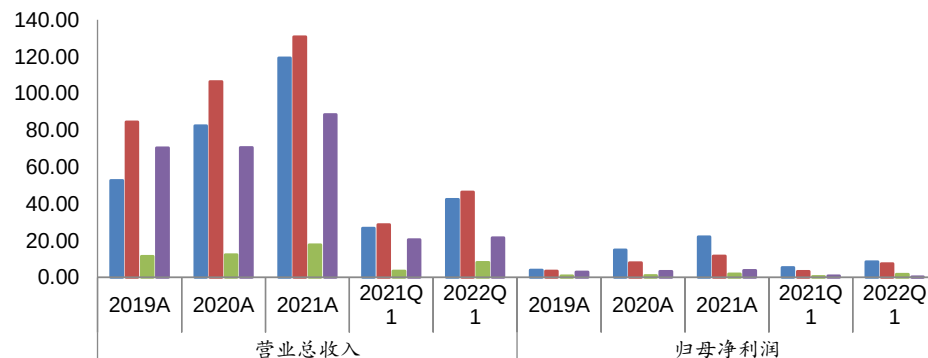
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

ICL：新冠检测+常规检测+特检升级助推业绩高增

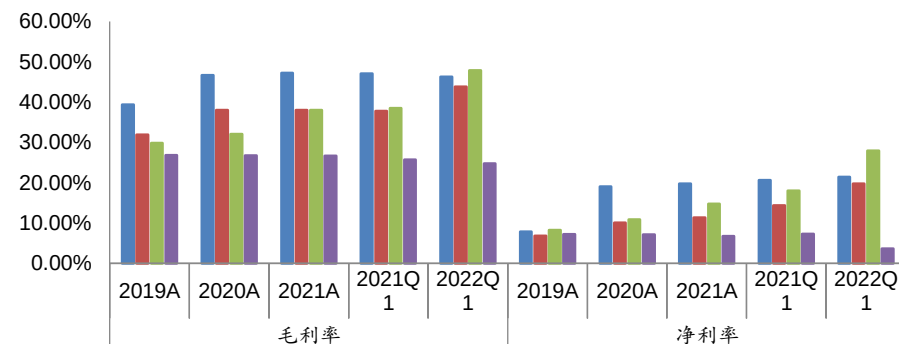
	总营收同比增速				归母净利润同比增速			
	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2019A	2020A	2021A	2022Q1
金城医学	16.47%	56.51%	44.86%	58.70%	72.44%	275.24%	47.03%	58.00%
迪安诊断	21.37%	25.98%	22.84%	62.08%	-10.63%	131.20%	44.83%	122.62%
兰卫医学	9.64%	7.43%	43.75%	132.24%	25.69%	19.66%	84.68%	232.41%
润达医疗	18.31%	0.19%	25.40%	5.07%	18.15%	6.61%	15.23%	-53.96%

■金城医学 ■迪安诊断 ■兰卫医学 ■润达医疗



	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
金城医学	52.69	82.44	119.43	26.79	42.51
迪安诊断	84.53	106.49	130.83	28.68	46.49
兰卫医学	11.53	12.38	17.78	3.56	8.28
润达医疗	70.52	70.69	88.60	20.64	21.69

■金城医学 ■迪安诊断 ■兰卫医学 ■润达医疗



	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
金城医学	39.40%	46.64%	47.24%	47.05%	46.26%
迪安诊断	31.92%	38.01%	38.04%	37.81%	43.80%
兰卫医学	29.89%	32.04%	38.06%	38.53%	47.89%
润达医疗	26.88%	26.72%	26.72%	25.71%	24.76%

资料来源：wind、华安证券研究所，图示子行业以申万2021III级分类为标准；营收&归母净利润为人民币亿元



中药：行业恢复增长，创新提速，品牌为王

- 行业恢复增长，22Q1疫情下费用下降带来费用控制。选取申万三级分类作为行业整体指标。成长性恢复，22Q1受疫情干扰。2021年中药整体恢复正增长，2021营收和归母净利润增长分别为8.6%和15.2%。但一季度受疫情的影响增速有所下降。经营指标恢复正常水平，疫情干扰下费用率下降。2021年毛利率和净利率恢复正常水平，2021年毛利率和净利率分别为44.7%和12.3%。22Q1疫情导致部分正常销售活动无法正常展开，费用端控制明显。
- 龙头公司利润端超预期。代表性中药消费品公司中，收入端受原材料、疫情等多方面因素影响，增速出现放缓，但由于费用端控制以及自身的品牌效应，带来利润增速提升超出预期。

中药行业收入、利润增速以及核心财务指标情况

中药Ⅲ(申万)	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
营业收入YOY	9.08%	-4.34%	8.63%	19.50%	1.97%
归母净利润YOY	0.21%	-4.84%	15.15%	3.15%	2.87%
毛利率	44.38%	43.39%	44.70%	44.67%	44.67%
净利率	6.54%	0.07%	12.32%	10.28%	10.78%
期间费用率	32.80%	31.26%	30.63%	28.95%	27.22%
销售费用率	25.67%	24.09%	24.45%	23.15%	22.42%
ROE（平均）	6.65%	-0.16%	13.33%	2.96%	2.88%
经营性现金净流量/营业收入	10.83%	11.59%	13.07%	8.88%	7.12%

资料来源：wind、华安证券研究所



创新中药归母净利润增长迅速，研发热度提升

创新中药企业整体上营收利润逐年递增，个别企业存在下滑现象。

- 从营业总收入来看，创新中药中以岭、康缘、新天、方盛4家公司的业绩逐年递增。
- 创新中药相关标的毛利润逐年递增，且2021年超过2019年水平。
- 归母净利润整体上涨，且增速较快，扣非归母净利润存在小幅波动。
- 研发费率在2019-2021年稳步上升，中药研发热度上升。

我们选取了5家A股中药创新药企业作为创新药样本库进行分析。

	2019	2020	2021	2022Q1
营业总收入	312.56	274.20	242.54	63.42
YoY	10.16%	-12.27%	-11.55%	-7.36%
毛利润	146.38	147.96	161.06	40.77
YoY	4.99%	1.08%	8.86%	-9.31%
毛利率	46.83%	53.96%	66.41%	64.28%
归母净利润	22.65	27.45	41.94	1.02
YoY	-16.71%	21.20%	52.76%	-90.96%
净利润	7.25%	10.01%	17.29%	1.61%
扣非归母净利润	21.07	23.94	23.32	8.82
YoY	-13.87%	13.63%	-2.60%	-15.71%
扣非净利率	6.74%	8.73%	9.62%	13.92%
研发费用	14.47	17.91	19.43	4.60
YoY	13.70%	23.78%	8.48%	5.62%
研发费率	4.63%	6.53%	8.01%	7.25%
销售费用	81.90	78.59	90.29	21.34
YoY	10.97%	-4.04%	14.88%	-9.51%
销售费率	26.20%	28.66%	37.22%	33.65%

单位：亿元



创新中药企业整体营收利润双增长

- 以岭药业、方盛药业、康缘药业、新天药业收入及利润增长稳健，天士力2021年收入下滑，但是利润上涨。
- 新天药业研发投入增速最高，康缘紧随其后。

序号	代码	简称	市值	PE(TTM)	营业收入增速%				归母净利润增速%				扣非归母净利润增速%				研发费用增速%				销售费用率%			
					2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1
3	002603.SZ	以岭药业	416.01	36.0652	21.0%	50.8%	15.2%	-25.8%	1.2%	100.9%	10.3%	-28.2%	-2.35%	109.56%	8.60%	-26.67%	23.38%	67.47%	21.05%	-15.73%	38.2%	34.6%	33.9%	27.5%
1	603998.SH	方盛制药	25.34	31.3853	4.1%	16.9%	22.5%	25.5%	8.1%	-19.2%	9.8%	45.4%	-18.41%	-3.50%	30.77%	16.95%	-2.63%	30.03%	-4.13%	67.46%	49.4%	37.8%	40.4%	45.6%
4	600557.SH	康缘药业	82.14	23.7038	19.4%	-33.6%	20.3%	25.2%	22.4%	-48.1%	21.9%	30.9%	22.83%	-42.73%	8.33%	34.69%	51.18%	-14.06%	31.27%	39.18%	49.8%	43.0%	43.4%	41.2%
2	002873.SZ	新天药业	23.03	21.7005	11.4%	-2.9%	29.1%	16.1%	0.6%	3.8%	35.8%	21.7%	16.24%	3.37%	32.21%	19.55%	-33.72%	-36.99%	53.26%	178.79%	49.4%	48.7%	48.6%	48.9%
5	600535.SH	天士力	158.93	10.7482	5.6%	-28.5%	-41.4%	6.0%	-35.2%	12.4%	109.5%	-272.5%	-29.58%	-12.08%	-26.84%	-8.79%	-6.39%	25.05%	-15.93%	3.20%	14.6%	19.7%	36.6%	33.6%

创新中药投资逻辑/关注要点

- 国家从顶层设计开始推动中药发展，自2016年《中华人民共和国中医药法》颁布以后，国务院、国家药监局、国家中医药管理局、国家卫生健康委等部门陆续推动中医药建设工作，通过对上游原材料规范、人才建设优化、医联体强化、医保扶持、审批优化等多方面规范进行了中医中药发展的探索和推进，并在2020年将创新中药的注册分类单列。同时在2021年审批上市了12个中药新药，超过2017-2020年四年总和。
- 我们认为后续仍然存在较多利好创新中药的细则可以落地。随着基药986政策的落地，多数创新中药企业的独家品种、基药品种等可以迎来新一轮的放量，并反哺中药科研。2022年的基药目录调整也将带来中药挂网的推进和相关产品的放量。
- 建议关注政策利好、续航持久、研发底蕴好的相关标的。

品牌中药OTC代表公司：龙头22Q1利润端超预期

中药OTC代表公司2021年财务情况

2021	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2022E,wind 一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入同 比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增长	扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母净 利润同比增 长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
片仔癀	1,847.06	72.28	62.28	80.22	23.20%	24.31	45.46%	24.06	51.40%	27.68%	50.72%	8.11%	7.18%	-1.05%	30.72%
云南白药	978.68	33.12	23.26	363.74	11.09%	28.04	-49.17%	33.39	15.17%	7.35%	27.15%	10.71%	3.88%	-0.71%	7.69%
同仁堂	502.37	38.38	33.84	146.03	13.86%	12.27	19.00%	12.09	19.52%	11.99%	47.62%	18.82%	10.35%	0.20%	12.95%
华润三九	361.02	16.10	14.92	153.20	12.34%	20.47	28.13%	18.53	38.81%	14.11%	59.72%	32.78%	9.83%	-0.25%	13.58%
济川药业	202.62	10.89	10.39	76.31	23.77%	17.19	34.60%	15.57	26.15%	20.37%	83.27%	48.67%	11.01%	-1.17%	22.50%
东阿阿胶	198.17	40.16	21.79	38.49	12.89%	4.40	917.43%	3.52	992.97%	4.47%	62.30%	26.34%	13.53%	-0.88%	11.40%
奇正藏药	130.03	18.59	-	17.70	19.22%	7.16	76.45%	3.45	0.64%	24.74%	85.01%	47.60%	12.34%	1.10%	40.15%
广誉远	127.82	-40.75	287.71	8.54	-23.00%	-3.16	-1088.17%	-3.47	-3943.15%	-14.02%	61.19%	91.57%	12.93%	3.06%	-38.92%
众生药业	120.70	40.85	31.76	24.29	28.13%	2.78	165.08%	3.00	147.66%	7.93%	66.80%	38.73%	11.63%	1.99%	11.31%
康恩贝	113.60	5.51	-	61.51	4.09%	20.09	343.24%	1.58	872.16%	33.25%	64.40%	39.13%	11.61%	0.97%	34.46%
葵花药业	108.62	15.56	13.77	44.61	28.86%	7.05	20.58%	6.08	28.31%	20.46%	59.27%	26.35%	13.43%	-0.22%	17.09%
太极集团	88.43	-16.74	23.54	121.49	8.40%	-5.23	-891.88%	-6.97	-25.60%	-17.55%	42.49%	34.70%	7.47%	1.77%	-4.75%
马应龙	85.78	17.69	16.08	33.85	21.26%	4.65	10.87%	4.32	31.96%	15.43%	40.40%	21.19%	4.95%	-1.05%	14.00%
仁和药业	84.84	12.65	-	49.36	15.38%	6.65	16.94%	6.13	12.97%	12.84%	37.97%	12.08%	6.30%	-1.12%	16.21%
江中药业	82.97	15.65	15.28	28.74	17.72%	5.06	6.74%	4.24	-4.58%	12.83%	64.34%	35.89%	8.80%	-0.78%	18.47%
昆药集团	81.59	19.10	14.03	82.54	6.95%	5.08	11.12%	2.80	-15.13%	11.00%	41.30%	28.76%	6.13%	0.48%	6.22%
寿仙谷	73.79	33.76	28.32	7.67	20.61%	2.01	32.37%	1.99	45.19%	13.63%	83.53%	41.68%	16.72%	-1.79%	26.11%
九芝堂	73.11	25.44	13.83	37.84	6.31%	2.71	-0.59%	2.41	-3.67%	6.86%	59.00%	37.11%	10.48%	0.16%	7.08%
桂林三金	68.11	18.60	-	17.41	11.15%	3.44	24.08%	2.60	3.26%	11.85%	74.32%	32.45%	20.60%	-1.20%	19.74%
羚锐制药	64.86	16.39	14.01	26.94	15.52%	3.62	11.08%	3.55	18.46%	15.75%	74.27%	48.29%	10.21%	-0.38%	13.46%
健民集团	58.34	17.01	14.30	32.78	33.48%	3.25	119.73%	3.01	118.56%	22.57%	43.49%	30.26%	5.63%	0.06%	9.93%
佐力药业	49.12	24.03	17.72	14.57	33.60%	1.79	102.03%	1.73	106.37%	10.41%	71.43%	48.61%	9.02%	0.63%	13.17%
盘龙药业	32.33	33.85	-	8.87	32.40%	0.93	17.77%	0.94	29.34%	12.32%	58.28%	37.54%	7.55%	-0.91%	10.65%
特一药业	28.50	21.77	15.86	7.58	19.83%	1.27	189.66%	1.13	231.11%	10.84%	53.03%	15.66%	12.53%	3.17%	16.74%

中药OTC代表公司2022Q1财务情况

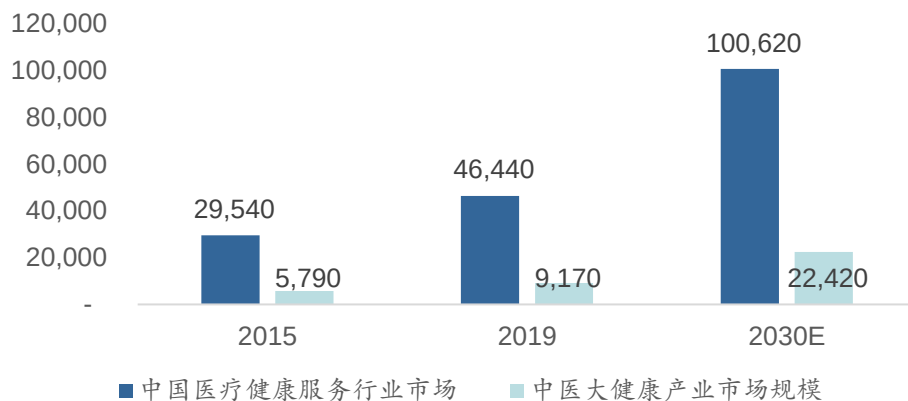
2022Q1	营业收入 (亿元)	营业收入同 比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增长	扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母净 利润同比增 长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
片仔癀	23.48	17.30%	6.89	21.93%	6.76	20.78%	6.88%	49.05%	7.03%	6.90%	-0.59%	30.01%
云南白药	94.30	-8.70%	9.14	19.81%	13.20	-3.34%	2.36%	30.14%	10.16%	2.71%	-1.18%	9.58%
同仁堂	39.54	6.67%	4.00	25.61%	3.96	25.14%	3.69%	48.25%	19.83%	9.77%	0.08%	14.35%
华润三九	41.94	2.81%	8.39	30.45%	7.97	27.96%	5.34%	55.06%	23.23%	6.98%	-0.22%	20.16%
济川药业	21.74	13.43%	5.81	32.36%	5.03	22.90%	6.18%	84.20%	48.58%	7.94%	-0.70%	26.75%
东阿阿胶	8.90	21.40%	1.15	86.01%	0.92	104.93%	1.14%	66.15%	40.54%	10.28%	-1.46%	12.88%
奇正藏药	4.08	23.97%	0.87	-15.81%	1.18	16.65%	2.71%	85.34%	38.93%	12.10%	2.02%	21.29%
广誉远	2.38	25.16%	0.08	50.06%	0.07	610.56%	0.37%	67.14%	46.62%	9.91%	3.44%	3.14%
众生药业	6.76	9.73%	0.75	31.41%	1.26	12.49%	2.11%	66.95%	33.04%	9.29%	2.03%	10.89%
康恩贝	15.95	0.23%	1.02	112.25%	1.93	58.49%	1.43%	65.83%	38.36%	9.47%	0.20%	8.21%
葵花药业	11.98	-1.50%	2.19	-2.96%	2.03	-5.60%	5.74%	59.29%	26.80%	8.36%	-0.22%	19.55%
太极集团	35.05	6.28%	0.20	-20.03%	0.71	104.64%	0.73%	45.37%	35.60%	5.04%	1.08%	0.50%
马应龙	9.49	10.24%	1.38	17.30%	1.38	15.39%	4.25%	35.21%	13.90%	4.23%	-1.13%	14.47%
仁和药业	13.11	7.66%	1.56	3.77%	1.42	-1.84%	2.90%	37.48%	12.00%	6.78%	-0.35%	14.81%
江中药业	9.31	37.38%	1.84	15.28%	1.73	21.20%	4.49%	68.28%	37.95%	7.10%	-0.85%	20.80%
昆药集团	23.64	24.71%	1.14	-41.27%	1.06	21.47%	2.36%	35.94%	23.00%	4.90%	0.42%	4.95%
寿仙谷	2.04	16.99%	0.59	43.07%	0.53	48.89%	3.57%	85.47%	46.73%	13.91%	-2.28%	29.03%
九芝堂	11.96	4.40%	1.24	15.58%	1.14	11.05%	3.07%	58.04%	36.98%	6.44%	0.10%	10.29%
桂林三金	5.17	20.32%	1.20	22.92%	1.15	20.36%	4.13%	75.01%	22.15%	21.89%	0.96%	23.23%
羚锐制药	6.82	15.73%	1.31	35.41%	1.05	15.99%	5.55%	74.98%	48.17%	9.05%	-0.53%	19.16%
健民集团	9.18	9.10%	0.89	25.95%	0.80	20.39%	5.52%	42.99%	31.81%	5.52%	-0.09%	9.67%
佐力药业	4.39	29.18%	0.69	56.97%	0.67	55.77%	3.86%	72.01%	47.27%	7.86%	0.36%	16.56%
盘龙药业	1.99	13.70%	0.20	13.21%	0.22	5.85%	2.43%	56.93%	38.17%	5.86%	-1.14%	10.22%
特一药业	1.94	-0.02%	0.46	9.59%	0.45	46.49%	3.55%	52.33%	8.50%	11.43%	3.31%	23.50%

资料来源：wind、华安证券研究所

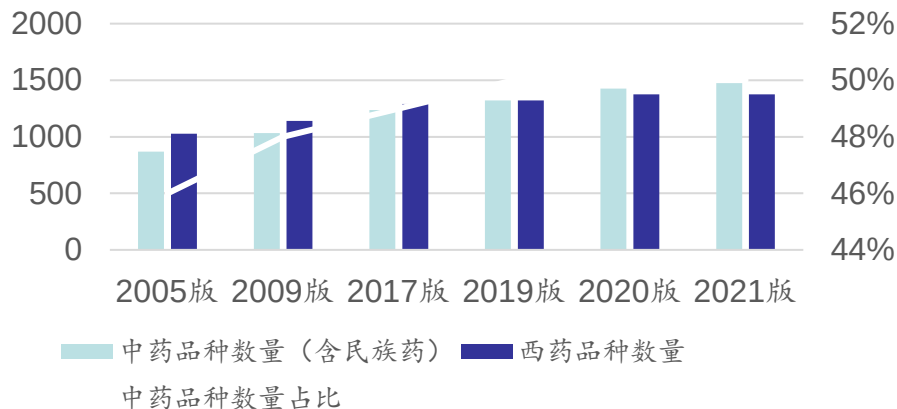
中药投资逻辑：政策驱动下的行业变革正在发生

- 政策驱动下行业发生变革，重点关注中药创新药、品牌中药、中医服务和中药配方颗粒
- 中医大健康历史悠久，独具中国特色，是医疗健康服务行业的重要子赛道。2019年中国医疗健康服务行业市场规模达到4.6万亿元，2015-2019 CAGR 12%，预计2030年将达到10万亿元。
- 医保目录层面，在历年发布的医保目录中，中药的数量也增长较快。2020年和2021年均为1374种。基药目录层面，2009年以来我国基药目录不断扩容，中成药的种类均实现快速增长。2018年基药目录中，中成药占268种。

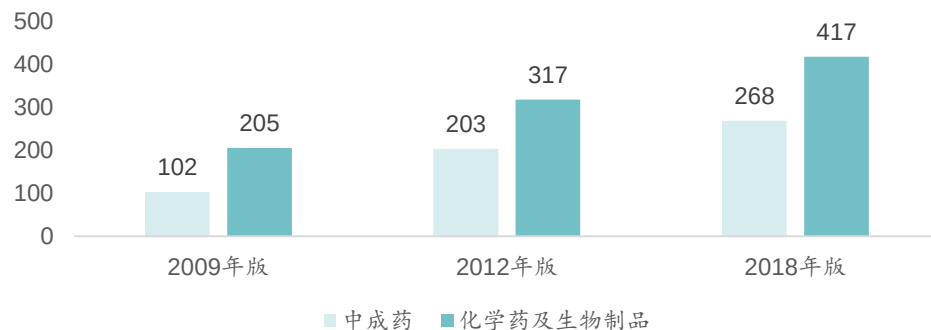
中医大健康产业是中国医疗健康服务的主要组成部分（亿元）



医保目录中的中西药药品数量（个）



我国基本药物目录情况（种）



资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



药店：2021年多重因素导致业绩承压，期待2022年恢复

- **2021年多重因素导致业绩承压。**选取申万三级分类作为行业整体指标。2021年营业收入和利润端受2020年高基数、租金会计准则变化以及社保等多方面影响，导致增速相对放缓，2021年营业收入和归母净利润增速都14%。但2022Q1开始逐步恢复，收入端增速提升至15.7%而利润端仍然承压，主要还是疫情反复的影响。
- **六大上市药店经营正在恢复中。**各个公司2021年均出现业绩放缓，疫情管控及高基数的影响仍在持续，但22Q由于地域性疫情管控的区别导致分化，一方面是一心堂、健之佳受西南严格管控导致业绩承压；另一方面是其他4家逐步恢复。可以预见，2022年全年药店的业绩表现依旧受疫情影响。

药店行业收入、利润增速以及核心财务指标情况

线下药店(申万)	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
营业收入YOY	25.87%	24.85%	14.23%	13.59%	15.69%
归母净利润YOY	18.21%	23.33%	14.26%	7.93%	10.27%
毛利率	37.12%	35.43%	35.86%	37.00%	36.52%
净利率	5.75%	6.33%	5.33%	7.44%	5.96%
期间费用率	29.52%	27.32%	29.15%	27.90%	28.67%
销售费用率	24.67%	22.81%	24.18%	23.27%	23.92%
ROE（平均）	14.89%	17.16%	14.03%	4.71%	3.89%
经营性现金净流量/营业收入	10.69%	10.22%	11.86%	11.40%	8.30%

资料来源：wind、华安证券研究所

药店代表公司：六大上市药店经营正在恢复中

药店代表公司2021年财务情况

2021	最新市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2022E, wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
益丰药房	264.51	28.79	22.49	153.26	16.60%	8.88	15.57%	8.59	20.30%	13.71%	40.35%	26.49%	4.39%	0.75%	6.46%
老百姓	144.63	21.16	17.65	156.96	12.38%	6.69	7.75%	5.72	5.04%	15.48%	32.13%	20.81%	4.61%	1.18%	5.01%
大参林	208.81	25.01	19.67	167.59	14.92%	7.91	25.51%	7.18	29.77%	14.57%	38.15%	25.46%	5.76%	1.02%	4.80%
一心堂	121.02	14.40	10.89	145.87	15.26%	9.22	16.66%	8.99	19.41%	14.93%	36.96%	25.37%	2.77%	0.69%	6.29%
健之佳	39.17	14.77	11.20	52.35	17.21%	3.01	19.66%	2.83	19.53%	16.57%	35.83%	25.59%	2.64%	0.92%	5.72%
漱玉平民	67.93	53.57	-	53.22	14.70%	1.15	46.88%	1.02	55.58%	6.74%	28.51%	22.02%	2.98%	0.54%	2.15%

药店代表公司2022Q1财务情况

2022 Q1	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
益丰药房	41.48	14.29%	2.72	12.82%	2.66	14.12%	3.57%	40.95%	25.99%	4.27%	0.64%	7.28%
老百姓	41.41	13.81%	2.42	6.26%	2.16	12.75%	4.53%	34.32%	21.05%	4.72%	0.89%	6.54%
大参林	46.77	15.22%	3.84	12.82%	3.96	16.93%	6.78%	41.54%	24.30%	4.89%	1.24%	8.20%
一心堂	39.95	16.53%	1.79	31.17%	1.64	34.81%	2.69%	33.76%	25.09%	2.87%	0.63%	4.38%
健之佳	14.50	24.28%	0.29	54.64%	0.35	41.81%	1.53%	33.49%	27.00%	2.35%	1.38%	1.96%
漱玉平民	15.87	33.99%	0.50	31.61%	0.53	61.60%	2.59%	30.63%	22.36%	2.61%	0.87%	3.12%

资料来源：wind、华安证券研究所

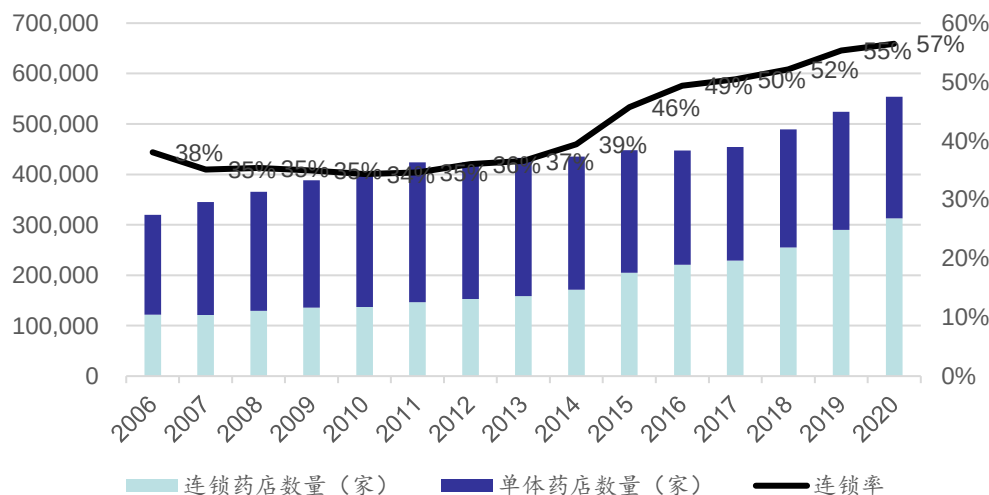
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

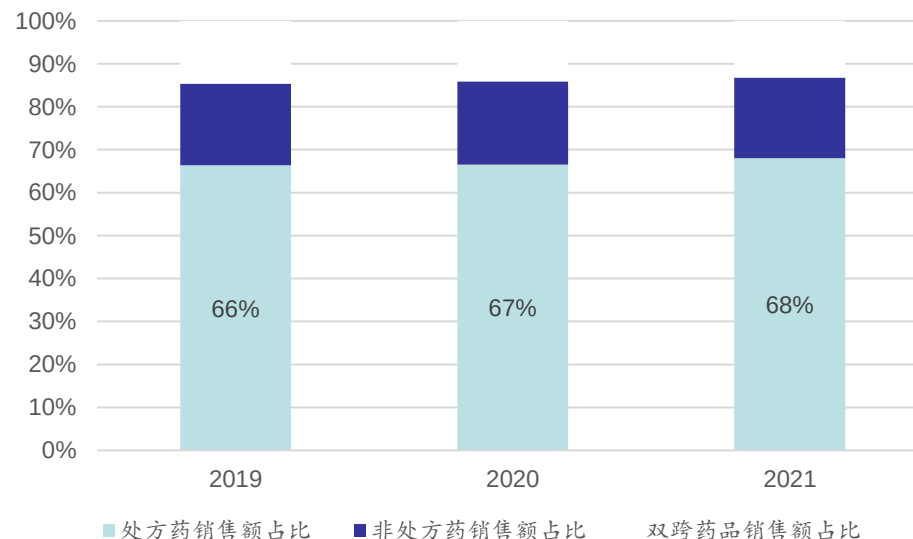
药店投资逻辑：连锁率提升+处方外流的大逻辑不变

- 中国药店长期逻辑不减。连锁率提升+处方外流，两大长逻辑没有改变。
- 连锁率提升：国家药监局统计数据显示，截至2021年9月底，全国共有零售连锁总部6658家，零售连锁门店33.53万家，连锁化率达57.17%，较2020年末57%的连锁化率有小幅提升。
- 处方外流持续进行：根据RPDB中国药品零售数据库数据统计，零售市场中的处方药份额从2019年的66.4%稳步上升至2021年的68%，处方外流持续进行中。

中国零售药店数量（家）及连锁率



零售市场处方药占比



资料来源：国家食药监局、RPDB、华安证券研究所



医药流通：营收增长有所恢复，利润端仍需破局

- 增长有所恢复，利润端盈利下滑。选取申万三级分类作为行业整体指标。2021年营收增速和利润增速分别为11.2%和7.4%，较2020年恢复明显；利润端来看，毛利率和净利率受集采影响，处于较低水平。2022Q1由于疫情反复，收入增速降低，但利润端由于21Q1低基数迎来恢复，不过毛利率和利润率仍在下滑。
- 从代表性流通公司来看，龙头效应越发明显。一方面是2022Q1受疫情影响相对较小，另一方面在新冠药品引进和批发方面，龙头流通公司更具优势，从而受到市场充分关注。

医药流通行业收入、利润增速以及核心财务指标情况

医药流通(申万)	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
营业收入YOY	15.13%	6.80%	11.16%	25.41%	6.73%
归母净利润YOY	6.34%	5.42%	7.40%	2.86%	10.78%
毛利率	12.24%	11.59%	10.81%	10.63%	10.22%
净利率	2.32%	2.07%	2.43%	2.83%	2.15%
期间费用率	8.40%	7.86%	7.42%	7.50%	6.92%
销售费用率	5.14%	4.79%	4.54%	4.52%	4.27%
ROE（平均）	8.26%	6.91%	9.69%	2.76%	2.05%
经营性现金净流量/营业收入	2.62%	2.77%	2.06%	-6.31%	-7.10%

资料来源：wind、华安证券研究所

医药流通代表公司：龙头效应越发明显

医药流通代表公司2021年财务情况

2021	最新市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2022E,wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
上海医药	650.04	15.39	10.43	2,158.24	12.46%	50.93	11.94%	48.24	4.70%	10.76%	13.23%	6.17%	3.30%	0.58%	2.91%
国药控股	566.71	5.77	5.56	5,210.51	14.17%	77.59	7.86%	81.79	5.82%	13.12%	8.45%	2.96%	1.49%	0.72%	2.51%
华润医药	268.26	7.12	6.68	2,368.06	18.12%	37.69	-	-	-0.12%	7.73%	14.94%	7.37%	2.62%	1.15%	2.80%
九州通	240.04	11.21	9.13	1,224.07	10.42%	24.48	20.38%	14.03	-24.80%	10.82%	8.04%	3.00%	2.17%	0.90%	2.13%
中国医药	225.98	33.23	-	362.34	-7.83%	6.47	50.63%	5.85	-50.81%	6.39%	14.40%	6.07%	2.60%	0.61%	1.97%
国药股份	222.65	12.17	11.44	464.69	15.08%	17.54	26.86%	16.92	29.66%	14.48%	7.81%	2.02%	1.01%	-0.04%	4.15%
国药一致	122.79	9.75	8.13	683.58	14.60%	13.36	-4.67%	12.86	-6.09%	9.26%	11.73%	6.95%	1.53%	0.31%	2.23%
海王生物	88.85	122.17	-	410.54	2.58%	0.93	132.33%	0.42	112.71%	1.59%	10.71%	3.73%	2.96%	1.97%	0.63%
重药控股	84.20	8.11	-	625.21	38.26%	10.05	13.69%	8.32	0.84%	10.78%	9.18%	3.20%	1.79%	1.74%	2.06%
华通医药	61.98	8.63	-	351.44	22.25%	6.58	87.52%	5.97	1259.42%	20.12%	9.26%	2.17%	2.08%	0.20%	3.92%
南京医药	60.21	11.24	-	451.23	13.33%	5.05	34.21%	4.59	52.50%	11.40%	6.51%	2.38%	1.01%	0.98%	1.35%
柳药股份	54.97	9.53	8.38	171.35	9.36%	5.64	20.78%	5.53	-18.72%	10.68%	11.42%	2.86%	2.51%	1.19%	3.74%
瑞康医药	54.47	59.04	-	210.60	-22.67%	1.31	49.80%	-2.29	-375.91%	1.74%	18.23%	8.28%	4.90%	2.20%	1.81%
嘉事堂	37.43	10.67	-	256.26	10.19%	3.54	11.43%	3.46	10.92%	9.42%	8.35%	3.12%	1.12%	0.62%	2.35%
人民同泰	32.18	11.36	-	93.15	16.36%	2.77	90.89%	2.71	94.40%	13.23%	10.68%	4.82%	1.14%	0.54%	2.97%
英特集团	28.58	16.41	-	267.31	6.89%	1.68	7.06%	1.53	3.24%	9.44%	6.53%	2.26%	1.59%	0.54%	1.48%
鹭燕医药	28.36	9.06	-	175.45	12.94%	3.06	14.33%	2.88	12.22%	12.66%	7.82%	2.16%	1.85%	1.09%	1.74%
塞力斯	25.18	-75.24	-	26.00	22.30%	0.50	186.00%	-0.51	-183.61%	-3.08%	21.08%	5.32%	9.23%	2.95%	-1.48%
浙江震元	23.99	32.26	-	36.12	5.01%	0.77	13.53%	0.60	-7.91%	4.30%	19.63%	12.46%	4.56%	-0.29%	2.23%
第一医药	19.23	42.15	-	13.98	-11.89%	0.49	27.90%	0.23	-48.66%	6.53%	17.74%	12.10%	4.48%	-1.36%	3.53%

医药流通代表公司2022Q1财务情况

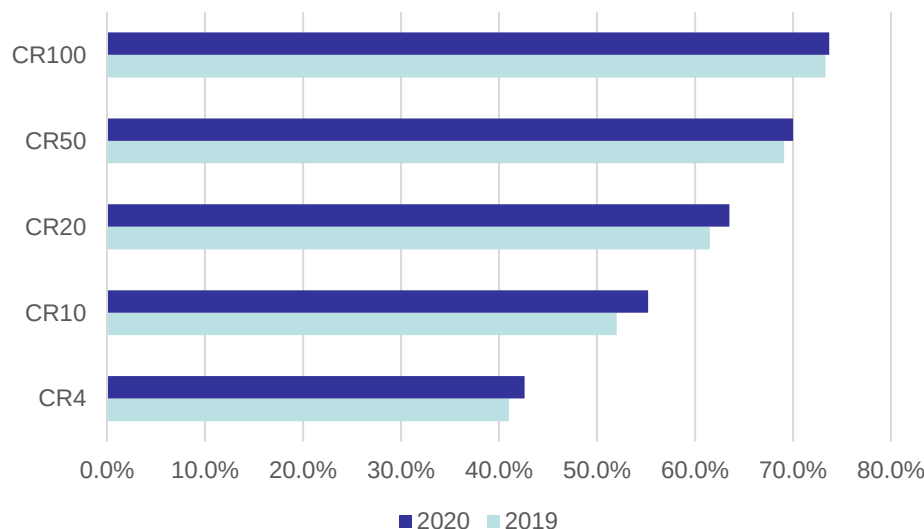
2022Q1	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
上海医药	568.98	10.27%	12.51	-35.56%	13.23	2.98%	2.20%	12.88%	5.82%	2.88%	0.63%	2.69%
国药控股	1,272.89	6.11%	14.28	12.38%	14.16	17.37%	2.28%	7.62%	2.98%	1.27%	0.54%	1.91%
华润医药	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
九州通	351.50	7.73%	4.52	-40.48%	4.77	13.52%	1.91%	7.19%	2.62%	1.68%	0.80%	1.36%
中国医药	85.20	-0.61%	2.46	15.51%	2.16	15.73%	2.37%	13.10%	5.49%	2.76%	0.41%	3.53%
国药股份	110.60	6.93%	3.74	25.53%	3.68	26.27%	2.88%	7.17%	1.77%	1.00%	-0.16%	3.70%
国药一致	171.51	6.86%	2.52	-23.25%	2.42	-24.67%	1.68%	11.21%	7.02%	1.54%	0.35%	1.72%
海王生物	92.02	-9.20%	0.71	-22.48%	0.67	-25.14%	1.21%	11.61%	4.14%	3.59%	2.19%	1.09%
重药控股	158.79	9.80%	1.12	40.70%	0.60	4.46%	1.13%	8.11%	2.95%	1.82%	1.65%	0.91%
华通医药	94.70	17.12%	1.40	74.15%	1.27	73.93%	3.82%	7.65%	2.14%	1.53%	0.16%	2.92%
南京医药	117.01	5.56%	1.33	30.01%	1.20	18.56%	2.57%	6.23%	2.14%	0.93%	0.86%	1.30%
柳药股份	48.14	15.67%	2.21	6.35%	2.19	11.31%	3.97%	12.11%	2.32%	2.11%	0.84%	4.80%
瑞康医药	40.93	-28.99%	0.43	-47.66%	0.38	156.37%	0.57%	17.44%	6.82%	4.21%	2.59%	2.41%
嘉事堂	64.61	11.19%	0.79	-3.65%	0.73	-3.83%	2.01%	7.90%	3.43%	1.20%	0.66%	1.88%
人民同泰	23.29	7.70%	0.46	15.28%	0.45	19.16%	2.07%	8.70%	4.07%	0.94%	0.62%	1.98%
英特集团	71.29	10.47%	0.48	15.34%	0.44	-1.90%	2.48%	6.53%	2.37%	1.31%	0.58%	1.40%
鹭燕医药	46.37	11.32%	0.72	10.83%	0.71	9.41%	2.84%	7.32%	2.14%	1.52%	1.15%	1.54%
塞力斯	5.79	12.01%	0.21	312.06%	0.21	418.97%	1.35%	25.29%	5.35%	9.37%	3.35%	4.45%
浙江震元	9.64	12.74%	0.15	-16.20%	0.13	-18.69%	0.82%	17.14%	10.24%	4.92%	-0.17%	1.62%
第一医药	3.91	18.46%	0.06	-37.74%	0.06	-37.69%	0.78%	15.96%	10.91%	3.77%	-1.08%	1.60%

资料来源：wind、华安证券研究所

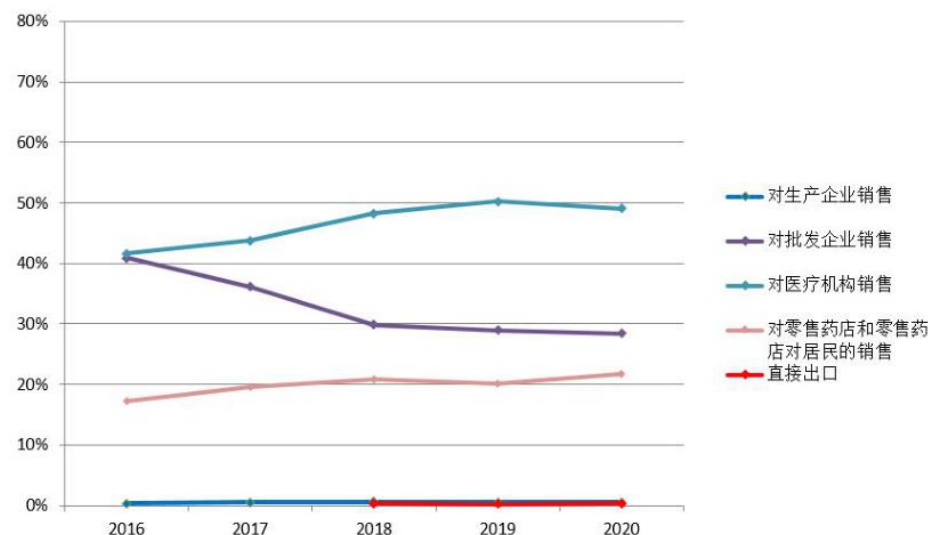
医药流通投资逻辑：头部集中不可逆，院外市场或是新增长点

- **头部集中：**从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2020年4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的42.6%，同比提高1.6个百分点。
- **院外市场：**从2016-2020年药品流通行业销售渠道占比可以看出零售端销售占比在不断提升，2020年对零售药店和零售药店对居民的销售额5228亿元，占终端销售额的30.6%，同比上升2.1个百分点。随着医药分离、处方外流等相关政策的推进，零售端的院外市场将是流通公司的新增长点。

2020年医药批发企业头部集中提升



2016-2020年药品流通行业销售渠道占比



资料来源：2020年药品流通行业运行统计分析报告、华安证券研究所

科研上游：疫情干扰表观业绩，行业景气度不减

- 科研上游又可以分为试剂、设备和耗材，从代表性企业来看，2020年新冠受益一次性影响导致2021年表观增速下滑，但体量和规模带来长足发展。

科研上游代表公司2021年财务情况

	2021	最新市值(亿元)	PE(TTM)	PE(2022E,wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
试剂	阿拉丁	63.42	63.20	51.31	2.88	22.82%	0.89	20.06%	0.86	22.74%	10.67%	62.26%	6.91%	22.58%	-1.95%	31.06%
	泰坦科技	99.99	67.60	49.13	21.64	56.32%	1.44	40.09%	1.24	35.88%	9.55%	21.25%	5.85%	7.31%	0.29%	6.57%
	诺唯赞	289.05	37.39	31.15	18.69	19.44%	6.78	17.46%	6.44	20.90%	24.85%	81.22%	17.10%	21.95%	0.17%	36.30%
	义翘神州	144.77	28.84	28.13	9.65	39.53%	7.20	36.15%	5.97	46.81%	17.89%	93.97%	8.44%	10.38%	-0.39%	74.59%
	百普赛斯	109.22	58.38	43.36	3.85	56.30%	1.74	50.34%	1.64	40.58%	13.06%	92.57%	18.53%	27.02%	-0.54%	45.05%
	优宁维	45.11	41.34	31.34	11.10	30.69%	1.09	42.15%	1.02	42.30%	8.72%	23.19%	6.94%	4.36%	-0.30%	9.80%
	西陇科学	43.48	15.88	-	68.38	9.52%	2.04	258.47%	0.58	305.93%	9.58%	8.15%	1.59%	3.67%	0.99%	3.19%
设备	莱伯泰科	20.44	30.59	24.39	3.69	5.81%	0.69	6.44%	0.63	7.99%	9.09%	48.44%	14.44%	14.78%	-0.30%	18.82%
	天瑞仪器	22.51	-28.03	-	9.58	2.42%	-0.74	452.69%	-0.89	146.15%	-4.50%	45.24%	22.45%	19.35%	2.35%	-7.72%
	海尔生物	205.62	38.17	34.35	21.26	51.63%	8.45	121.82%	4.18	32.97%	26.41%	50.15%	12.34%	17.03%	-0.56%	39.94%
	泰林生物	36.88	54.35	26.34	2.83	41.46%	0.64	31.30%	0.59	42.54%	13.49%	61.88%	13.82%	28.19%	-2.32%	22.43%
	聚光科技	81.82	-39.24	28.26	37.51	-8.55%	-2.32	147.51%	-3.52	523.47%	-6.38%	36.29%	17.74%	23.20%	4.64%	-5.93%
	禾信仪器	18.08	27.70	17.55	4.64	48.66%	0.79	13.13%	0.44	14.29%	18.36%	51.67%	20.77%	19.93%	0.66%	14.84%
耗材	洁特生物	49.80	30.34	20.98	8.56	69.80%	1.71	43.38%	1.73	57.89%	19.35%	41.91%	2.85%	9.25%	0.71%	20.00%

科研上游代表公司2022Q1财务情况

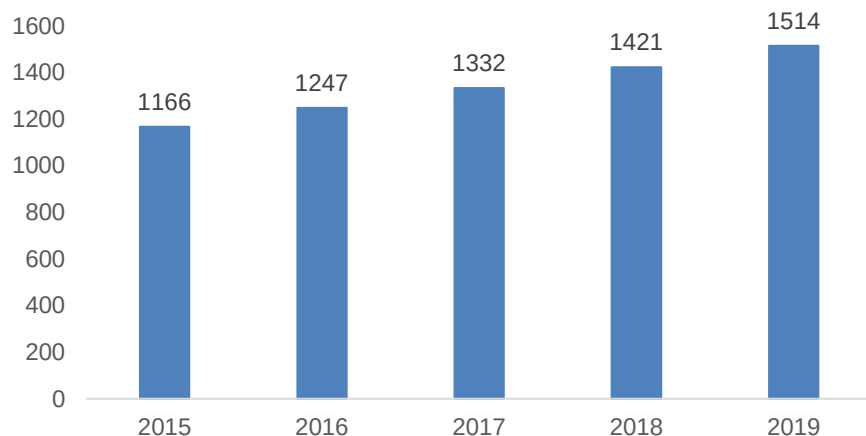
	2022Q1	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
试剂	阿拉丁	0.92	46.69%	0.31	54.82%	0.28	47.54%	3.30%	62.07%	5.82%	19.98%	-0.79%	33.72%
	泰坦科技	5.82	41.87%	0.19	25.55%	0.16	32.75%	1.22%	20.14%	6.65%	8.80%	0.74%	3.53%
	诺唯赞	9.75	80.07%	4.31	28.18%	4.13	25.79%	9.93%	74.77%	9.22%	12.33%	0.00%	44.23%
	义翘神州	1.76	61.49%	1.14	65.61%	0.94	70.90%	1.77%	89.85%	16.58%	16.77%	-7.40%	64.97%
	百普赛斯	1.14	27.73%	0.54	31.66%	0.54	33.58%	2.15%	95.48%	17.70%	31.96%	-1.92%	46.75%
	优宁维	2.42	2.43%	0.22	1.81%	0.21	0.19%	1.03%	22.46%	8.34%	5.03%	-2.84%	9.00%
	西陇科学	18.38	16.24%	0.84	505.07%	0.14	15.82%	3.67%	7.21%	1.94%	2.81%	0.78%	4.57%
设备	莱伯泰科	0.77	-2.60%	0.12	18.02%	0.11	20.02%	1.50%	49.03%	16.38%	19.03%	-1.16%	15.38%
	天瑞仪器	1.96	-6.20%	0.09	38.42%	0.09	44.58%	0.58%	49.40%	23.76%	20.62%	0.63%	4.77%
	海尔生物	5.63	36.22%	1.14	72.96%	1.01	7.53%	3.10%	50.53%	14.08%	18.05%	-0.53%	20.22%
	泰林生物	0.72	48.90%	0.14	45.08%	0.14	50.32%	2.58%	56.65%	10.93%	27.85%	-3.73%	19.47%
	聚光科技	5.02	-4.16%	-0.59	28.87%	-0.72	16.60%	-1.69%	46.82%	24.18%	40.36%	8.21%	15.52%
	禾信仪器	0.45	-9.26%	-0.12	-	-0.19	0.00%	-2.06%	55.60%	45.46%	58.57%	0.91%	29.45%
耗材	洁特生物	1.90	9.42%	0.41	14.64%	0.40	15.83%	4.12%	38.91%	3.27%	8.90%	0.98%	21.55%

资料来源：wind、华安证券研究所

科研上游投资逻辑：科研为基石，扩张是必选

- **科研经费增长决定行业高景气度。**随着全球各国对基础研究的重视程度不断提升，科研经费拨款也越来越多。全球各国对于生命科学领域的研究资金投入也快速增长，从2015年的1,166亿美元增加到2019年的1,514亿美元，年复合增长率为6.7%。
- **并购扩张是龙头成长必经之路。**产品多元化是必要条件。赛默飞、丹纳赫、默克、安捷伦等国际厂商都涵盖至少3项的实验室服务项目。以赛默飞为例，作为科研服务领域的领导者，产品主要包括分析仪器、实验室设备、试剂、耗材和软件等，并向客户提供实验室综合解决方案，其拥有多家分公司及工厂。

2015-2019年全球生命科学领域研究资金投入（亿美元）



资料来源：wind、华安证券研究所

科研服务行业内知名公司都为多元发展

公司名称	国家	主要产品及服务
赛默飞 (Thermo-Fisher)	美国	仪器、试剂、耗材、信息化、服务
丹纳赫 (Danaher)	美国	仪器、试剂、耗材
默克 (Merck KGaA)	德国	仪器、试剂、耗材、服务
安捷伦 (Agilent)	美国	仪器、耗材、信息化
岛津 (SHIMADZU)	日本	仪器、耗材
梅特勒-托利多 (METTLER TOLEDO)	瑞士	仪器、耗材、试剂
珀金埃尔默 (Perkin Elmer)	美国	仪器、信息化
沃特世 (Waters)	美国	仪器、耗材
堀场 (HORIBA)	日本	仪器、耗材
亚速旺 (AS ONE)	日本	耗材、试剂

CXO：业绩高增长，板块高景气

- 收入端利润端均保持较快增长：2021年CXO板块公司整体营收体量达665亿元，同比增速为38.17%；2022Q1收入为220.15亿元，同比增速62.42%。2021年CXO板块公司整体归母净利润为148亿元，同比增速为52.47%；2022Q1归母净利润为41.98亿元，同比增速32.02%。
- 利润率略有下降：由于疫情影响，原材料价格上涨，以及行业处在持续扩展阶段，产能建设、人员扩充使得企业2021年及2022Q1毛利率、净利率略有下降

CXO板块公司市值排序

■ 市值(亿元)



CXO板块公司收入及利润变现

单位：亿元	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1
营业总收入	381.27	481.26	664.96	135.54	220.15
收入增速 (YOY)	27.74%	26.23%	38.17%	/	62.42%
归母净利润	57.28	96.74	147.50	31.80	41.98
归母净利润增速 (YOY)	19.77%	68.88%	52.47%	/	32.02%
扣非归母净利润	51.89	71.16	109.32	21.47	41.07
扣非归母净利润增速 (YOY)	38.03%	37.13%	53.63%	/	/
毛利率	47.65%	50.16%	47.49%	47.29%	47.24%
净利率	14.63%	24.20%	22.66%	22.81%	19.32%

资料来源：Wind、华安证券研究所，市值取2022年5月4日数据，部分企业未披露更多详细季

敬请参阅末页重要声明及评级说明数据，因此2021Q1部分指标增速不可比



CXO：头部企业高增长确定性强，模式动物后起之秀值得关注

主要企业的横向对比来看

• 药明康德、泰格医药、凯莱英、博腾股份等头部企业收入、利润端延续行业景气度，保持稳定快速增长。

• 阳光诺和、百诚等仿制药CRO赛道头部企业正处在快速扩充阶段，增速表现同样亮眼。

• 药康生物、南模生物作为模式动物赛道的头部企业，业绩表现可圈可点。模式动物行业起步时间不长，受益于药物研发的高需求，后续发展值得关注。

单位：亿元		收入及增速				归母净利润及增速				扣非归母净利润及增速			
	公司名称	2021		2022Q1		2021		2022Q1		2021		2022Q1	
CRO板块	药明康德	229.02	38.50%	84.74	71.18%	50.97	72.19%	16.43	9.54%	40.64	70.38%	17.14	106.52%
	康龙化成	74.44	45.00%	21.03	41.19%	16.61	41.68%	2.49	1.31%	13.41	67.46%	3.11	30.83%
	泰格医药	52.14	63.32%	18.18	101.55%	28.74	64.26%	5.18	13.82%	12.32	73.90%	3.78	65.31%
	昭衍新药	15.17	40.97%	2.71	34.82%	5.57	76.96%	1.25	34.27%	5.30	81.63%	1.32	66.65%
	美迪西	11.67	75.28%	3.56	65.79%	2.82	118.12%	0.77	71.09%	2.71	119.53%	0.75	71.82%
	阳光诺和	4.94	42.12%	1.48	54.49%	1.06	45.81%	0.33	62.65%	1.02	41.07%	0.31	54.97%
	百诚医药	3.74	80.61%	0.96	114.26%	1.11	93.52%	0.20	352.57%	1.03	87.54%	0.16	287.12%
	博济医药	3.24	24.47%	0.7418	34.28%	0.39	128.87%	0.12	69.11%	0.25	155.84%	0.04	24.24%
CDMO板块	凯莱英	46.39	47.28%	20.62	165.28%	10.69	48.08%	4.99	223.59%	9.35	45.22%	4.86	275.76%
	博腾股份	31.05	49.87%	14.43	165.77%	5.24	61.49%	3.82	333.53%	5.03	74.42%	3.81	406.20%
	九洲药业	40.63	53.48%	13.74	60.46%	6.34	66.56%	2.08	120.13%	5.73	77.86%	1.96	102.28%
	普洛药业	89.43	13.49%	21.01	6.85%	9.56	17.00%	1.52	-29.96%	8.33	20.53%	1.36	-28.30%
	药石科技	12.02	17.55%	3.36	17.44%	4.87	164.14%	0.71	1.53%	2.33	34.24%	0.65	0.88%
	皓元医药	9.69	52.61%	3.00	33.02%	1.91	48.70%	0.62	15.06%	1.77	49.41%	0.59	9.97%
上游模式动物板块	药康生物	3.94	50.35%	1.16	51.16%	1.25	63.45%	0.30	66.95%	0.78	16.67%	0.22	36.79%
	南模生物	2.75	40.31%	0.73	33.88%	0.61	36.59%	0.14	17.64%	0.52	60.36%	0.09	-16.30%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

CXO：头部企业高增长确定性强，模式动物后起之秀值得关注

- 在估值方面，之前受国际关系和短期投融资数据扰动，一季度多数公司进入调整阶段，截至2022Q1，按照2022年3月31日数据，主要CXO公司的PE（TTM）处在33X~119X之间，CXO板块估值正处于历史低位，具备性价比。

		毛利率		净利率		PE（TTM）	
	公司名称	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
CRO板块	药明康德	36.29%	35.79%	22.43%	19.54%	84	65
	康龙化成	35.99%	33.08%	21.76%	11.27%	79	56
	泰格医药	43.55%	38.83%	65.06%	31.57%	50	33
	昭衍新药	48.73%	51.69%	36.69%	46.09%	99	79
	美迪西	45.34%	42.06%	24.39%	21.68%	128	100
	阳光诺和	53.41%	56.59%	22.04%	23.55%	91	80
	百诚医药	67.26%	66.96%	29.65%	20.35%	92	81
	博济医药	43.22%	43.54%	13.42%	17.47%	117	119
CDMO板块	凯莱英	44.33%	45.24%	23.05%	24.22%	126	91
	博腾股份	41.36%	48.94%	15.32%	24.83%	109	100
	九洲药业	33.33%	35.36%	15.61%	15.10%	76	66
	普洛药业	26.54%	26.71%	10.69%	7.24%	44	39
	药石科技	48.13%	47.64%	41.92%	22.16%	59	40
	皓元医药	54.12%	57.48%	19.66%	20.59%	92	69
上游模式动物板块	药康生物	74.33%	76.70%	31.72%	26.11%	/	/
	南模生物	60.86%	49.89%	22.11%	19.15%	92	65

资料来源：Wind、华安证券研究所，药康生物4月份上市

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

CXO：人员扩充、产能扩建、合同负债高增长

- 人员方面：**2021年~2022Q1，CXO公司人眼增长迅速，龙头药明康德员工总数接近3.5万人，规模较小的南模生物也超过500人。
- 产能方面：**极高的在建工程增速体现出CXO行业产能急剧扩充的现状，尤其是刚刚登陆资本市场的新上市公司，募集的大量资金用于产能建设，进而保障订单执行和业绩高增速。
- 合同负债**是企业执行订单的反映指标，持续高速增长意味着各类企业的订单也在高速增长。

单位：亿元		员工总数及增速 (千人/YOY)		在建工程及增速				合同负债及增速			
	公司名称	2022Q1		2021		2022Q1		2021		2022Q1	
CRO板块	药明康德	34.91	32.19%	57.72	87.02%	67.49	90.45%	29.86	88.89%	32.96	101.62%
	康龙化成	14.92	35.52%	13.74	67.41%	11.36	4.79%	6.80	43.60%	7.46	35.49%
	泰格医药	8.33	38.03%	2.17	295.96%	2.58	154.89%	7.90	62.91%	8.36	34.27%
	昭衍新药	2.14	44.30%	1.27	161.88%	1.59	203.08%	9.72	66.61%	12.55	82.16%
	美迪西	2.44	48.60%	1.01	828.73%	1.14	133.27%	1.52	182.57%	1.29	108.63%
	阳光诺和	0.87	29.33%	0.03	/	/	/	2.00	55.78%	1.89	28.02%
	百诚医药	0.77	54.23%	1.04	-44.23%	/	/	0.71	41.24%	0.62	/
	博济医药	0.99	38.32%	0.11	254.00%	0.28	467.01%	1.53	17.37%	1.64	22.74%
CDMO板块	凯莱英	7.13	30.11%	10.47	56.05%	10.93	62.47%	1.31	44.85%	1.45	2.55%
	博腾股份	3.78	43.53%	3.42	80.78%	4.85	116.06%	0.64	121.21%	0.50	22.60%
	九洲药业	4.08	13.86%	4.51	57.28%	5.36	/	0.50	118.09%	0.73	30.90%
	普洛药业	6.13	4.52%	7.09	347.05%	/	/	3.02	122.04%	2.30	0.15%
	药石科技	1.37	79.42%	5.75	235.96%	4.17	102.32%	0.28	-50.34%	0.29	-59.22%
	皓元医药	1.49	70.22%	1.16	386.31%	1.83	517.83%	0.23	-51.08%	0.24	-9.21%
上游模式动物板块	药康生物	0.82	8.43%	0.53	1728.91%	/	/	0.76	26.52%	0.76	/
	南模生物	0.51	46.69%	0.20	-59.27%	0.20	/	0.74	37.85%	0.72	/

资料来源：Wind、华安证券研究所，部分企业未披露更多详细季度数据



CXO：订单驱动，提供业绩增长保障

- 订单增长为营收增长提供确定性：2021年CXO公司的新签订单和在手订单体量相当可观，维持较高增速，订单作为体现公司竞争力的核心指标，为长期持续发展增加确定性。值得注意的是，部分公司受新冠事件催化，大笔新冠订单在手，催化短期业绩的同时，也带来维持高增速的压力。

截至2021年末部分CXO公司新签订单/在手订单情况

股票代码	公司名称	新签订单	在手订单	备注
300347.SZ	泰格医药	96.45亿元		
688238.SH	美迪西	24.52亿元	/	药物发现与药学研究服务报告期内新签订单10.44亿元，同比增长69.13%。其中，药物发现新签订单6.82亿元，同比增长76.59%；药学研究新签订单3.62亿元，同比增长56.66%；临床前研究业务新签订单14.09亿元，同比增长104.24%
603127.SH	昭衍新药	28亿元	29亿元	
688621.SH	阳光诺和	9.29亿元	15.68亿元	
301096.SZ	百诚医药	8.08亿元	8.93亿元	
300363.SZ	博腾生物	制剂CDMO业务0.71亿元，基因细胞治疗CDMO业务约1.3亿元	/	2021年度，公司获得小分子创新药相关的合同定制研发生产(CDMO)服务订单金额合计2.17亿美元，订单履行时间为2021年度-2022年度。2022年2月，公司累计收到美国某大型制药公司的合同定制研发生产服务(CDMO)订单，订单金额合计6.81亿美元，订单履行时间为2022年度。
002821.SZ	凯莱英	/	18.98亿美元	临床研究及现场管理服务在手订单超3亿元人民币，生物大分子CDMO在手订单达到1.3亿元人民币，2021年11月29日与某制药公司签订约27.20亿元人民币的合同，供货时间为2022年。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



疫苗：行业进入大单品销售发力的转型元年

- 疫苗行业选取了申万III级子行业-疫苗分类中的10家公司。按4月29日最新市值由高到低排序分别为智飞生物、沃森生物、康泰生物、康希诺、成大生物、华兰疫苗、百克生物、康华生物、欧林生物、金迪克。

10家疫苗公司按4月29日最新市值由高到低排序

证券代码	证券简称	最新市值（亿元）
300122.SZ	智飞生物	1512.00
300142.SZ	沃森生物	856.04
300601.SZ	康泰生物	453.31
688185.SH	康希诺	260.19
688739.SH	成大生物	195.69
301207.SZ	华兰疫苗	164.36
688276.SH	百克生物	162.54
300841.SZ	康华生物	105.91
688319.SH	欧林生物	68.53
688670.SH	金迪克	32.82

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

疫苗：新冠疫苗的销售拉动行业整体业绩增长

- 营业收入：**2019~2021年疫苗子版块营业收入分别为181.57/282.27/493.59亿元，同比增速分别为51.6%/55.5%/74.9%。2021年新冠疫苗的销售拉高了部分疫苗公司的增速，同时，其他非免疫规划疫苗的接种受到接种新冠疫苗的影响，销售被抑制。整体上，2021年疫苗公司的营业收入呈现高增长。
- 归母净利润及扣非归母净利润：**2021年~2022年1季度，疫苗公司归母净利润增速呈上升趋势，主要原因可能是非免疫规划苗的销售收入增加的同时，其相比于免疫规划苗的占比提升。
- 毛利率、净利率：**受销售及市场推广费用支出增加等因素的影响，2019年~2022年Q1，疫苗行业利率水平呈下降趋势。

疫苗子版块合计收入、净利润及增速情况

项目	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
营业收入	181.57	282.27	493.59	62.88	117.19
营业收入增速	51.6%	55.5%	74.9%	63.1%	86.4%
归母净利润	43.57	74.48	165.91	14.29	26.50
归母净利润增速	11.1%	70.9%	122.8%	67.1%	85.5%
扣非归母净利润	42.34	68.85	161.62	11.73	25.80
扣非归母净利润增速	44.1%	62.6%	134.8%	45.4%	120.0%

资料来源：wind、华安证券研究所

疫苗子版块毛利率、净利率情况

项目	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
毛利率	61.2%	59.0%	61.0%	55.8%	46.5%
净利率	24.3%	27.1%	33.9%	23.4%	22.8%

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

疫苗：大单品的推广销售是拉动2022业绩反弹的关键因素

- 销售新冠疫苗的公司2021年及2022年Q1业绩大幅增长，其他公司收疫情影响业绩下滑。疫苗公司的业绩出现分化，智飞、康泰、康希诺等参与新冠疫苗生产、销售的公司业绩高速增长。未参与新冠疫苗销售的公司业绩受到影响。
- 疫苗行业正在经历行业风格转变的元年。自2021年起，各公司将研发、生产、销售的重点集中在非免疫规划苗上，随着销售团队建设、市场准入推广，销售费用开支增加，同时，大单品的渗透率不断提升。后续，随着HPV疫苗、肺炎疫苗、流脑疫苗等非免疫规划疫苗的销售发力，各家企业的业绩有望随着疫情影响的淡化逐步得到恢复。建议关注公司批签发变动及新产品的研发进展。

6家血液制品公司业绩及估值情况对比

证券代码	证券简称	2021									2022Q1								
		营业收入	营业收入YoY	归母净利润	归母净利润YoY	扣非归母净利润	扣非归母净利润yoy	毛利率(%)	净利率(%)	PE	营业收入	营业收入YoY	归母净利润	归母净利润YoY	扣非归母净利润	扣非归母净利润yoy	毛利率(%)	净利率(%)	PE
300122.SZ	智飞生物	306.52	102%	102.09	209%	101.84	206%	49.04	33.30	22	88.41	125%	19.23	105%	18.96	101%	33.67	21.75	21.65
300142.SZ	沃森生物	34.63	18%	4.28	-57%	5.91	-17%	88.61	17.37	96	6.56	51%	0.39	20%	0.97	30%	88.42	10.18	205.44
300601.SZ	康泰生物	36.52	62%	12.63	86%	11.91	92%	72.99	34.59	53	8.71	215%	2.74	988%	2.48	2764%	85.96	31.40	50.94
688185.SH	康希诺	43.00	17175%	19.14		17.97		69.85	44.35	67	4.99	7%	1.21		0.82		70.27	22.89	30.00
688739.SH	成大生物	20.88	5%	8.92	-3%	8.63	2%	89.85	42.74	35	3.66	-38%	1.51	-46%	1.33		89.61	41.20	27.84
301207.SZ	华兰疫苗	18.30	-25%	6.21	-33%	5.85	-35%	87.94	33.94	0	0.15	33%	-0.01		-0.04		98.39	-5.83	30.73
688276.SH	百克生物	12.02	-17%	2.44	-42%	2.34	-42%	88.29	20.26	91.67	1.38	-44%	0.17	-69%	0.17	-69%	89.18	12.57	91.36
300841.SZ	康华生物	12.92	24%	8.29	103%	5.55	38%	93.52	64.18	29.56	2.67	12%	1.35	35%	1.24	25%	94.19	50.72	24.38
688319.SH	欧林生物	4.87	52%	1.08	199%	0.97	254%	93.93	22.16	186.84	0.54	-16%	-0.07		-0.07		94.58	-12.71	83.38
688670.SH	金迪克	3.92	-33%	0.82	-47%	0.66	-59%	85.42	21.02	32.23	0.12		-0.03		-0.07		89.29	-21.19	53.27

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明 注：康希诺未显示增速的业绩均为由负转正；华兰疫苗2021年及2022年Q1净利润均为负；成大生物、欧琳生物、金迪克部分业绩未公布。



血制品：行业维持稳态平衡，静待疫情阴霾散去

- 血制品行业选取了申万III级子行业-血液制品分类中的6家公司。按4月29日最新市值由高到低排序分别为上海莱士、华兰生物、天坛生物、博雅生物、派林生物、卫光生物。

6家血液制品公司按4月29日最新市值由高到低排序

证券代码	证券简称	最新市值（亿元）
002252.SZ	上海莱士	364.00
002007.SZ	华兰生物	304.49
600161.SH	天坛生物	270.93
300294.SZ	博雅生物	142.44
000403.SZ	派林生物	130.47
002880.SZ	卫光生物	53.98

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

血制品：新批浆站增加需求，医院端需求受疫情压制影响业绩

- **营业收入：**2019~2021年血制品子版块营业收入分别为140.65/156.98/183.66亿元，同比增速分别为18.3%/11.6%/17%。2020年疫情对血制品销售的影响最为严重。后续销售情况逐渐恢复维稳，2021年批签发已经恢复到接近正常水平。2022年一季度，营业收入由于同比基数较低，增速出现反弹。
- **归母净利润及扣非归母净利润：**2021年~2022年1季度，血制品公司归母净利润增速下降，主要原因可能是增加监测环节导致的采浆成本增加。
- **毛利率、净利率：**受需求变弱以及生产成本增加等因素综合影响，2019年~2022年Q1，血制品行业利率水平不断下降。

血液制品子版块合计收入、净利润及增速情况

项目	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
营业收入(亿元)	140.65	156.98	183.66	33.72	43.24
营业收入YoY	18.3%	11.6%	17.0%	4.8%	28.2%
归母净利润(亿元)	32.60	42.12	42.94	10.15	11.42
归母净利润YoY	289.8%	29.2%	2.0%	20.5%	12.5%
扣非归母净利润(亿元)	30.69	40.12	40.76	9.97	11.41
扣非归母净利润YoY	32.1%	30.7%	1.6%	17.9%	14.5%

资料来源：wind、华安证券研究所

血液制品子版块毛利率、净利率情况

项目	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
毛利率	58.8%	59.8%	54.5%	54.1%	49.6%
净利率	26.0%	30.3%	26.0%	32.3%	27.6%

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



血制品：龙头公司采浆增加及新品研发拉动行业增长提速

- 除上海莱士及派林生物外，其他血制品公司**2021年**业绩增长较慢，**2022Q1**业绩同比下滑。2021年及2022年一季度受疫情影响，商品配送难度加大、患者就医及医院终端手术用量减少，大部分血制品公司销量增速下降甚至出现暂时性下降。上海莱士作为血制品龙头公司，血制品销售业务受影响相对较小，同时代销业务显著增长，贡献部分利润增加。派林生物则是通过派斯菲科以及新疆德源两家公司大幅提升了浆站数量。
- 长期看，国内血制品供需同步小幅增长，整体上维持平衡。静丙、因子、特免等产品需求不足，竞争可能加剧。后续增长点或出现在龙头公司采浆增加以及凝血因子类、纤原类新品的研发。**建议关注采浆量变动及各公司研发进展。**

6家血液制品公司业绩及估值情况对比

证券代码	证券简称	2021									2022Q1								
		营业收入	营业收入YoY	归母净利润	归母净利润YoY	扣非归母净利润	扣非归母净利润yoy	毛利率(%)	净利率(%)	PE	营业收入	营业收入YoY	归母净利润	归母净利润YoY	扣非归母净利润	扣非归母净利润yoy	毛利率(%)	净利率(%)	PE
002252.SZ	上海莱士	42.88	55%	12.95	-2%	13.69	4%	51.83	30.06	28	16.85	97%	5.48	29%	5.87	27%	45.69	32.39	25
002007.SZ	华兰生物	44.36	-12%	12.99	-19%	12.01	-19%	68.74	32.78	31	6.41	3%	2.34	-7%	2.16	0%	60.55	36.45	29
600161.SH	天坛生物	41.12	19%	7.60	19%	7.56	21%	47.53	25.99	57	7.05	-17%	1.25	-17%	1.16	-23%	48.33	24.91	44
300294.SZ	博雅生物	26.51	5%	3.45	32%	2.93	18%	56.98	13.52	55	6.55	5%	1.04	3%	1.08	10%	54.59	16.32	44
000403.SZ	派林生物	19.72	88%	3.91	110%	2.60	61%	46.07	19.86	53	5.00	76%	1.06	87%	0.90	104%	45.61	21.18	40
002880.SZ	卫光生物	9.07	0%	2.05	8%	1.97	7%	40.87	22.59	35	1.38	-1%	0.25	-6%	0.24	-6%	42.94	18.29	33

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

其他生物制品：生长激素+胰岛素+创新生物药品百花齐放

- 其他生物制品行业选取了申万III级子行业-其他生物制品分类中的**10家公司**。按4月29日最新市值由高到低排序分别为长春高新、甘李药业、我武生物、通化东宝、神州细胞-U、安科生物、未名医药、双鹭药业、赛升药业、四环生物。其他再次分类中的公司主营业务中生物制品占比较小因此未纳入其中。

10家其他生物制品公司按4月29日最新市值由高到低排序

证券代码	证券简称	市值
000661.SZ	长春高新	635.49
603087.SH	甘李药业	238.49
300357.SZ	我武生物	214.36
600867.SH	通化东宝	203.57
688520.SH	神州细胞-U	198.43
300009.SZ	安科生物	138.94
002581.SZ	未名医药	108.00
002038.SZ	双鹭药业	104.07
300485.SZ	赛升药业	62.04
000518.SZ	四环生物	30.27

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

其他生物制品：行业业绩增速大幅增长，盈利能力不断提升

- **营业收入：**2019~2021年其他生物制品子版块营业收入分别为196.07/201.58/237.57亿元，同比增速分别为14.8%/2.8%/17.9%。受物流配送、新患入组等因素的影响，2020年疫情对其他生物制品销售的影响最为严重。2022年一季度，营业收入由于同比基数较低，增速出现大幅提升。
- **归母净利润及扣非归母净利润：**2021年~2022年1季度，其他生物制品公司归母净利润增速不断上升，可能源于生长激素以及二代胰岛素的快速放量。
- **毛利率、净利率：**2019年~2022年Q1，其他生物制品行业利率水平不断上升。

其他生物制品子版块合计收入、净利润及增速情况

项目	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
营业收入	196.07	201.58	237.57	49.42	60.43
营业收入增速	14.8%	2.8%	17.9%	26.8%	22.3%
归母净利润	40.95	54.83	72.61	15.50	23.52
归母净利润增速	15.3%	33.9%	32.4%	63.2%	51.8%
扣非归母净利润	40.03	50.22	63.27	13.98	18.57
扣非归母净利润增速	11.2%	25.5%	26.0%	57.2%	32.9%

资料来源：wind、华安证券研究所

血液制品子版块毛利率、净利率情况

项目	2019A	2020A	2021A	2021Q1	2022Q1
毛利率	78.8%	80.4%	81.5%	84.6%	87.7%
净利率	23.7%	28.3%	31.1%	31.8%	39.0%

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

其他生物制品：生长激素及创新生物药研发是行业增长驱动力

- 其他生物制品行业未受集采事件影响，在生长激素及制剂类胰岛素产品销售增长的拉动下，业绩稳步增长。生长激素相关企业受益于2021年疫情影响逐步消除，以及公司的大力推广，新患入组恢复情况良好，业绩保持较快增长。龙头长春高新的子公司金赛生物生长激素销量大幅增长为母公司贡献了业绩增速的主要动力。其他产品价格稳定，推广顺利，一季度销售增长，例如我武生物的粉尘螨滴剂以及黄花蒿花粉变应原舌下滴剂。未来建议关注长效剂型生长激素的研发及市场推广进展、其他省份集采以及新产品的研发情况。

6家血液制品公司业绩及估值情况对比

证券代码	证券简称	2021									2022Q1								
		营业收入	营业收入YoY	归母净利润	归母净利润YoY	扣非归母净利润	扣非归母净利润yoy	毛利率(%)	净利率(%)	PE	营业收入	营业收入YoY	归母净利润	归母净利润YoY	扣非归母净利润	扣非归母净利润yoy	毛利率(%)	净利率(%)	PE
000661.SZ	长春高新	107.47	25%	37.57	23%	37.42	27%	87.61	36.27	28	29.75	30%	11.38	30%	11.23	29%	92.25	38.50	18
603087.SH	甘李药业	36.12	7%	14.53	18%	13.43	12%	89.03	40.22	28	6.90	26%	1.13	-40%	1.59	48%	91.25	16.42	21
300357.SZ	我武生物	8.08	27%	3.38	21%	3.16	21%	95.74	40.40	93	1.98	20%	0.92	30%	0.77	28%	95.85	45.03	60
600867.SH	通化东宝	32.68	13%	13.08	41%	11.05	16%	82.38	40.04	18	8.87	8%	8.31	147%	3.89	16%	83.05	93.66	15
688520.SH	神州细胞-U	1.34	40853%	-8.67	22%	-8.86	15%	94.76	-646.51	-30	1.56		-1.43		-1.14		96.05	-92.18	-26
300009.SZ	安科生物	21.69	27%	2.07	-42%	1.58	-50%	80.06	9.38	44	5.33	10%	1.73	38%	1.58	34%	80.48	33.18	78
002581.SZ	未名医药	4.03	45%	2.71	-238%	2.55	-241%	78.69	69.20	55	0.87	6%	0.02	-92%	-0.01	-103%	68.13	5.46	45
002038.SZ	双鹭药业	12.15	9%	4.26	17%	2.26	73%	84.89	34.68	22	2.75	9%	0.63	-31%	0.74	11%	82.51	22.67	22
300485.SZ	赛升药业	10.51	-4%	4.02	160%	1.04	-16%	82.67	37.60	39	1.92	-18%	1.07	151%	0.16	-39%	77.46	55.08	19
000518.SZ	四环生物	3.51	-31%	-0.35	-227%	-0.37	-233%	69.42	-10.90	-217	0.50	-29%	-0.23		-0.23		73.74	-51.45	-216

资料来源：wind、华安证券研究所。注：部分公司单季度净利润未公布。

创新西药整体营收上涨，研发费率稳定上涨，销售费率下行

从A股的40家创新西药公司数据来看，2020年受到疫情影响，板块收入及利润有所下调。2021年均有上涨，并且收入超过2019年水平。

- 从营业总收入来看，2020年相比2019年基本持平，2021年回调并超过2019年。2022Q1虽受疫情影响，但相比2021Q1仍然为正增长。
- 随着未盈利公司逐步上市，板块归母净利润及扣非归母净利润受到一定程度的影响，归母方面，2021年相比2020年大幅提升并超过2019年。扣非归母方面，2021年相比2020年也存在较大幅度回调。
- 研发费率在2019-2021年稳步上升，创新研发热度不减。
- 销售费率在2019-2021整体下降，成熟企业、成熟产品及新冠相关产品销售费率较低。

我们选取了40家A股创新药企业（见后页表格）作为创新药样本库进行分析。

	2019	2020	2021	2022Q1
营业总收入	1779.13	1771.35	2018.15	487.73
YoY	19.36%	-0.44%	13.93%	2.59%
毛利润	1099.72	1079.16	1206.50	279.34
YoY	24.27%	-1.87%	11.80%	-4.04%
毛利率	61.81%	60.92%	59.78%	57.27%
归母净利润	38.44	26.09	59.16	29.43
YoY	-58.00%	-32.13%	126.80%	-39.76%
净利润	2.16%	1.47%	2.93%	6.04%
扣非归母净利润	27.59	(22.98)	17.38	30.12
YoY	-63.17%	-183.30%	175.64%	-36.52%
扣非净利率	1.55%	-1.30%	0.86%	6.18%
研发费用	241.38	302.47	351.46	57.82
YoY	46.87%	25.31%	16.20%	9.68%
研发费率	13.57%	17.08%	17.41%	11.86%
销售费用	557.06	533.65	584.93	129.45
YoY	27.05%	-4.20%	9.61%	-5.03%
销售费率	31.31%	30.13%	28.98%	26.54%

单位：亿元

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

创新西药A股企业样本库明细

序号	代码	简称	市值	PE(TTM)
1	688091.SH	上海谊众-U	119.22	369.6399
2	688321.SH	微芯生物	93.32	364.9380
3	002437.SZ	誉衡药业	54.07	224.0436
4	002653.SZ	海思科	158.27	188.4205
5	300683.SZ	海特生物	38.94	187.0662
6	688578.SH	艾力斯-U	73.13	183.2705
7	832982.NQ	锦波生物	68.31	119.0403
8	688177.SH	百奥泰-U	82.65	102.3850
9	688331.SH	荣昌生物	170.19	97.8615
10	688136.SH	科兴制药	51.68	65.4134
11	300558.SZ	贝达药业	179.07	56.1359
12	002019.SZ	亿帆医药	145.99	54.5936
13	600276.SH	恒瑞医药	1,880.53	44.0341
14	002294.SZ	信立泰	255.96	41.5491
15	002317.SZ	众生药业	120.70	40.8528
16	300573.SZ	兴齐眼药	92.06	39.0641
17	002755.SZ	奥赛康	86.32	39.0552
18	002793.SZ	罗欣药业	97.19	29.4177
19	000963.SZ	华东医药	596.69	26.5475
20	688566.SH	吉贝尔	30.77	26.4110

序号	代码	简称	市值	PE(TTM)
21	688687.SH	凯因科技	28.73	25.8352
22	600196.SH	复星医药	1,101.53	25.3191
23	300723.SZ	一品红	80.21	25.1692
24	002422.SZ	科伦药业	241.61	19.8286
25	000513.SZ	丽珠集团	312.44	17.2681
26	600380.SH	健康元	212.78	14.9616
27	688658.SH	悦康药业	79.07	14.6800
28	688062.SH	迈威生物-U	62.18	-7.4679
29	688302.SH	海创药业-U	29.88	-8.7008
30	688192.SH	迪哲医药-U	83.71	-11.6883
31	688235.SH	百济神州-U	1,227.58	-12.5935
32	688266.SH	泽璟制药-U	62.42	-12.7208
33	688221.SH	前沿生物-U	52.81	-19.2411
34	688520.SH	神州细胞-U	198.43	-24.2675
35	300006.SZ	莱美药业	43.19	-24.5605
36	688176.SH	亚虹医药-U	63.90	-32.6054
37	430047.BJ	诺思兰德	27.14	-48.1986
38	300204.SZ	舒泰神	68.88	-48.5422
39	688180.SH	君实生物-U	869.41	-58.1689
40	300436.SZ	广生堂	68.34	-149.2480

资料来源：Wind（数据截至20220504）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

Biotech营收增速整体高于传统创新药企业

- 在A股的40家公司按照PE大小排序，选取刚开始盈利或未盈利创新药企业作为biotech样本，有收入的创新药企业整体营收增速高于传统创新药企业。

序号	代码	简称	市值	PE(TTM)	营业收入增速%				扣非归母净利润增速%				研发费用增速%				销售费用率%			
					2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1
1	688091.SH	上海谊众-U	119.22	369.6399	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-25.8%	-9.0%	41.0%	0.0%	1223%	-90%	-26%	-62%	0.0%	0.0%	56.8%	13.9%
2	688321.SH	微芯生物	93.32	364.9380	17.7%	55.0%	59.7%	38.7%	-23.1%	-59.6%	-170.1%	53.5%	19%	79%	41%	41%	42.3%	44.2%	49.4%	45.6%
3	002437.SZ	誉衡药业	54.07	224.0436	-7.8%	-39.6%	3.0%	9.8%	-26796.4%	88.3%	91.4%	49.8%	51%	-32%	-22%	-26%	53.2%	59.7%	57.8%	59.0%
4	002653.SZ	海思科	158.27	188.4205	14.9%	-15.4%	-16.7%	-22.8%	93.5%	-42.6%	-75.9%	-66.7%	15%	72%	7%	-7%	43.5%	38.1%	35.2%	35.1%
5	300683.SZ	海特生物	38.94	187.0662	5.0%	-15.5%	17.3%	5.3%	-47.6%	-220.3%	113.3%	-100.3%	110%	37%	20%	51%	50.2%	29.0%	23.7%	18.6%
6	688578.SH	艾力斯-U	73.13	183.2705	-86.4%	-10.9%	94410.0%	202.3%	-73.6%	-78.3%	82.6%	40.5%	75%	10%	25%	33%	0.0%	16432.4%	50.7%	68.0%
7	832982.NQ	锦波生物	68.31	119.0403	21.8%	3.4%	44.7%	-	-6.9%	-37.9%	112.6%	0.0%	63%	83%	22%	0%	27.6%	23.3%	24.0%	0.0%
8	688177.SH	百奥泰-U	82.65	102.3850	0.0%	26327.1%	352.2%	23.1%	-22.2%	18.0%	106.4%	4.9%	18%	-12%	-3%	4%	2203.5%	58.2%	20.7%	43.5%
9	688331.SH	荣昌生物	170.19	97.8615	-63.7%	-36.9%	46753.3%	3406.6%	-63.5%	-69.3%	122.4%	50.9%	63%	32%	53%	60%	12.9%	794.3%	18.4%	53.8%
10	300558.SZ	贝达药业	179.07	56.1359	26.9%	20.4%	20.1%	-5.5%	50.1%	60.3%	3.5%	-46.9%	7%	11%	56%	-9%	36.2%	36.6%	36.3%	30.9%
11	002019.SZ	亿帆医药	145.99	54.5936	12.0%	4.1%	-18.4%	-24.5%	8.5%	10.6%	-74.4%	-31.9%	25%	56%	-40%	-5%	12.1%	13.0%	20.2%	24.8%
12	688062.SH	迈威生物-U	62.18	-7.4679	-21.3%	-82.0%	206.0%	1306.1%	-30.7%	-131.2%	-13.6%	39.0%	115%	60%	7%	22%	0.0%	44.0%	130.9%	424.3%
13	688302.SH	海创药业-U	29.88	-8.7008	18.7%	0.0%	0.0%	0.0%	-140.0%	-264.0%	24.1%	0.0%	137%	269%	-38%	54%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
14	688192.SH	迪哲医药-U	83.71	-11.6883	4.1%	-32.3%	-62.9%	0.0%	-100.5%	12.4%	-73.4%	0.0%	100%	4%	34%	41%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
15	688235.SH	百济神州-U	1,227.58	-12.5935	125.5%	-28.2%	257.9%	-	-44.1%	-64.9%	15.1%	-	43%	36%	7%	0%	46.0%	123.5%	58.7%	0.0%
16	688266.SH	泽璟制药-U	62.42	-12.7208	0.0%	0.0%	588.2%	-	-80.3%	-30.5%	-40.3%	-33.1%	29%	71%	62%	45%	0.0%	126.8%	73.4%	85.4%
17	688221.SH	前沿生物-U	52.81	-19.2411	991.5%	123.5%	-13.1%	-1.6%	-20.9%	-18.7%	-29.5%	-26.4%	-2%	62%	24%	34%	96.1%	79.5%	148.6%	233.1%
18	688520.SH	神州细胞-U	198.43	-24.2675	-10.4%	-87.6%	40852.8%	0.0%	-105.9%	-16.3%	-15.4%	42.9%	19%	18%	20%	19%	0.0%	5021.0%	89.9%	21.9%
19	300006.SZ	莱美药业	43.19	-24.5605	19.0%	-14.8%	-22.6%	-44.8%	-537.6%	-97.2%	62.7%	-600.3%	284%	-35%	-7%	188%	51.2%	53.1%	58.3%	56.9%
20	688176.SH	亚虹医药-U	63.90	-32.6054	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-58.9%	-22.9%	-56.1%	0.0%	185%	21%	11%	-41%	0.0%	0.0%	76840.6%	29681.8%
21	430047.BJ	诺思兰德	27.14	-48.1986	-29.5%	471.4%	37.2%	86.5%	-33.5%	40.8%	-113.4%	-47.1%	62%	-27%	79%	91%	5.6%	23.5%	43.7%	39.1%
22	300204.SZ	舒泰神	68.88	-48.5422	-17.9%	-35.7%	37.4%	6.8%	-88.6%	-1158.1%	2.7%	-20.8%	32%	52%	49%	0%	60.2%	53.5%	48.9%	40.4%
23	688180.SH	君实生物-U	869.41	-58.1689	26375.5%	105.8%	152.4%	-61.0%	-9.9%	-120.2%	48.3%	-219.0%	76%	88%	16%	13%	41.3%	43.1%	18.3%	25.5%
24	300436.SZ	广生堂	68.34	-149.2480	3.1%	-11.2%	0.5%	1.7%	-141.5%	141.6%	-3232.6%	-1075.9%	-24%	-11%	45%	64%	50.9%	39.3%	45.8%	44.2%

资料来源：Wind（数据截至20220504）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

成熟创新药企业增长稳健，销售费率相对稳定

- 针对已经有较好盈利能力的成熟创新药企业，营收增速整体相对稳定，部分企业收到集采压制，存在利空出尽的修复性利润增长。

序号	代码	简称	市值	PE(TTM)	营业收入增速%				扣非归母净利润增速%				研发费用增速%				销售费用率%			
					2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1	2019	2020	2021	2022Q1
1	688136.SH	科兴制药	51.68	65.4134	33.7%	2.5%	5.3%	-2.6%	47.9%	-14.0%	-65.9%	-36.9%	8%	30%	105%	103%	54.4%	53.7%	58.8%	45.8%
2	600276.SH	恒瑞医药	1,880.53	44.0341	33.7%	19.1%	-6.6%	-20.9%	30.9%	19.7%	-29.5%	-19.8%	46%	28%	19%	-23%	36.6%	35.3%	36.2%	32.1%
3	002294.SZ	信立泰	255.96	41.5491	-3.9%	-38.7%	11.7%	22.1%	-54.2%	-99.4%	7237.9%	22.9%	87%	-51%	-4%	28%	35.3%	32.8%	33.9%	35.4%
4	002317.SZ	众生药业	120.70	40.8528	7.2%	-25.1%	28.1%	9.7%	-29.4%	-313.4%	147.7%	12.5%	57%	-14%	20%	11%	33.7%	38.1%	38.7%	33.0%
5	300573.SZ	兴齐眼药	92.06	39.0641	25.8%	27.0%	49.3%	45.7%	208.5%	156.7%	117.1%	129.1%	32%	17%	40%	11%	40.4%	35.5%	32.9%	31.5%
6	002755.SZ	奥赛康	86.32	39.0552	14.9%	-16.3%	-17.9%	-42.5%	18.8%	-11.7%	-51.5%	-90.9%	7%	-17%	27%	15%	61.8%	60.3%	64.3%	63.6%
7	002793.SZ	罗欣药业	97.19	29.4177	22.2%	-19.7%	6.3%	24.9%	39.9%	-48.0%	20.7%	-48.2%	1159%	-14%	-11%	-12%	42.8%	32.9%	28.8%	41.2%
8	000963.SZ	华东医药	596.69	26.5475	15.6%	-5.0%	2.6%	0.4%	15.1%	-5.6%	-9.9%	0.4%	52%	-14%	6%	45%	16.4%	17.7%	15.7%	16.0%
9	688566.SH	吉贝尔	30.77	26.4110	11.9%	4.3%	-9.9%	15.6%	19.7%	3.7%	-18.3%	10.4%	59%	8%	-13%	29%	50.7%	50.8%	51.0%	51.6%
10	688687.SH	凯因科技	28.73	25.8352	16.9%	4.5%	32.7%	0.0%	96.6%	-7.7%	3.2%	-32.9%	-34%	59%	37%	106%	61.6%	59.9%	61.9%	52.4%
11	600196.SH	复星医药	1,101.53	25.3191	14.7%	6.0%	28.7%	28.9%	6.9%	21.7%	20.6%	21.7%	38%	37%	37%	26%	34.4%	27.9%	23.3%	19.9%
12	300723.SZ	一品红	80.21	25.1692	14.5%	2.3%	31.3%	0.2%	-31.5%	22.3%	25.0%	10.2%	7%	38%	5%	27%	52.0%	55.8%	58.3%	57.8%
13	002422.SZ	科伦药业	241.61	19.8286	7.9%	-6.6%	4.9%	8.0%	-29.1%	-20.4%	65.1%	70.5%	45%	19%	14%	0%	37.1%	29.7%	29.1%	26.9%
14	000513.SZ	丽珠集团	312.44	17.2681	5.9%	12.1%	14.7%	3.9%	25.8%	20.1%	13.7%	15.6%	34%	21%	30%	25%	33.0%	29.2%	32.2%	31.8%
15	600380.SH	健康元	212.78	14.9616	6.9%	12.9%	17.6%	12.4%	31.3%	16.6%	26.7%	36.5%	28%	18%	30%	21%	33.1%	29.1%	31.6%	30.3%
16	688658.SH	悦康药业	79.07	14.6800	7.7%	1.2%	14.4%	2.5%	3.1%	45.8%	30.2%	-14.9%	29%	1%	56%	128%	43.9%	46.5%	46.9%	42.0%

资料来源：Wind（数据截至20220504）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

创新西药投资逻辑/关注要点

- 整体上创新西药2021年估值下调较大，2022年Q1受到疫情影响存在业绩波动，并且新上市产品及新纳入医保产品需要3-4个月铺货以及适应市场。预计2022年Q2之后会逐步放量，2022年Q3-Q4会有较为显著的业绩表现。
- 此外，2022年第七批集采落地后对于存量产品大的公司将会出现短期利空出尽。同时2021新上市产品也将在2022年参与医保谈判，或将带来情绪面的调整。2022年国家新版基药目录调整以及基药“986”政策的贯彻和落地将推动大量品种挂网和销售。
- 建议关注：
 - (1) 后续可能会有短期利空出尽以及业绩拐点的白马股
 - (2) 新冠逻辑相关标的
 - (3) 其他存在长期续航能力，后续会有拐点的标的



风险提示

- 疫情反复；上海等地恢复情况不及预期
- 医疗服务板块受医保、集采等相关政策影响造成波动；
- 疫苗批签发量波动；
- 新药研发进展不及预期；
- 行业竞争加剧



重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。