

➤ **2022Q1 业绩延续高增长，费用端受疫情影响支出减少。**医药板块 2022 年 Q1 整体营收增长 15.14%，其中 CXO、医疗器械和生物制品表现最为亮眼，CXO 板块收入增速 71.76%，医疗器械板块收入增速 56.25%，生物制品板块收入增速 37.49%，主要原因是疫情相关收入的大幅推动，CXO 板块中有 Paxlovid 订单兑现，医疗器械板块中的核酸检测和抗原自检，生物制品中的新冠疫苗。费用端我们发现三费支出有较大减少，2022Q1 医药板块销售费用增速仅为 2.81%，其中以药品和服务端下降显著，管理费用端，医药板块整体管理费用增长 9.94%，相比去年同期增速也有明显下降。我们认为疫情影响导致的部分销售费用支出下降和相关财务流程延迟是主要原因，后续支出端会有明显改善。

➤ **制造端成长性十足，消费端边际改善长期向好。**具体到细分板块来看，我们发现医药制造端仍然成长性十足：CXO 板块业绩靓丽，在建工程在 2021 年有大幅提升；生命科学试剂板块的景气度仍在持续上升，扣掉新冠相关业务后的常规收入仍保持快速增长，全球化布局提升市场空间；智能制造板块行业增长动能强劲，极大对冲新冠设备相关业务退潮影响。消费单边改善长期逐步向好：医疗服务端政策利空基本释放完毕，民营医疗补充作用得到强调和肯定，随着大面积核酸铺开和疫情得到常态化控制，我们认为医疗服务将逐步迎来边际改善，另外中药 OTC 和高端消费品在 2022 年 Q1 表现亮眼，并且由于销售费用支出的延滞增厚 Q1 利润弹性。

➤ **当前应积极布局制造产业链，逐步配置医药消费。**展望全年投资战略，我们认为当前时点随着原材料价格开始下跌，人民币汇率持续贬值，此前超跌的制造业迎来逐步向好，前期下跌估值性价比已经凸显，应积极配置高端制造业，建议重点关注生命科学产业链、智能制造产业链和出口制造产业链；其次随着常态化核酸持续推进，社会活动逐步恢复常态化，伴随工业端利润向好带来消费信心回升，各项消费数据也逐步改善，可以考虑逐步配置医药消费品，如医疗服务、高端消费品 OTC 等。

➤ **投资建议：**我们认为本轮医药行业 Q1 业绩表现靓丽，高增长态势延续，除去本身新冠业务的加成，本身内生收入增长也体现了充足的成长动力，虽然短期受到疫情等因素的扰动，医药板块的盈利不确定增加，但长期看各项扰动因素都在逐步改善，结合当前医药板块的估值来看，投资价值显著，对行业仍然维持“推荐”评级。

风险提示：行业整体收入不及预期，政策风险进一步加剧，研发投入低于预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603520	司太立	48.72	1.32	2.02	2.73	49	24	18	暂无
300171	东富龙	35.66	1.32	1.63	2.06	38	22	17	暂无
688356	键凯科技	187.96	2.93	3.99	5.48	115	40	29	推荐
301080	百普赛斯	143.95	2.18	3.21	4.55	97	43	30	推荐
688050	爱博医疗	185.02	1.63	2.35	3.33	129	79	56	暂无
300015	爱尔眼科	33.47	0.43	0.56	0.73	98	60	46	暂无

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 5 月 11 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师：许睿

执业证号：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

相关研究

1. 创新药行业 2022Q1 季报：mRNA 产业化契机临近，国产产业链加速崛起
2. 周一一席谈：基金持仓筑底，后疫情长期成长机会将至
3. CXO 行业 3 月月报：从 2021 年业绩解读中国 CXO 企业全球供应链战略性地位
4. 医药行业 mRNA 产业链深度报告：mRNA 产业迎来历史机遇，国产力量加速崛起
5. 民生医药周一一席谈：血制品底部契机已现，长期出口空间打开

目录

1 医药整体运行情况：Q1 延续高增长，费用端同比下行	3
1.1 板块快速增长，疫情推动 CXO、医疗器械和生物制品等表现亮眼	3
1.2 费用端下降显著，疫情延后销售费用支出	5
1.3 存货增速有所增长，在建工程增长迅猛，板块增长动力充沛	6
2 CXO 板块：靓丽业绩收官，仍兼具确定性与成长性	9
2.1 核心观点：板块逻辑演变下，抓住结构性机会有望获得超额收益	9
2.2 板块表现：优秀业绩印证中国 CXO 企业的硬实力	9
2.3 前瞻指标：投资建设加速趋势奠定未来的持续性增长	11
3 生命科学上游产业链：上游“卖水”持续繁荣，新冠疫情加速行业发展	15
3.1 常规收入高速增长，新冠疫情为部分企业助跑	15
3.2 上游“卖水人”属性不减，盈利能力强劲	16
3.3 研发是第一驱动力，品牌效应和客户粘性为销售护航	17
3.4 存货同比提升明显，行业高景气度持续	18
3.5 全球化布局先行者，市场容量迅速扩大	19
4 中医药板块 2021 年业绩反转，2022Q1 延续增长态势	21
4.1 中药 OTC 及消费品表现亮眼，创新药质变近在咫尺	21
4.2 回顾 2021 年-2022Q1，板块营收增长符合预期，利润增长超预期	28
5 医药高端智能制造：行业增长动能强劲，缓解新冠业务退潮影响	33
5.1 行业整体快速增长，智能制造属性凸显	33
5.2 行业增长势能强劲，缓冲疫情短期影响	34
5.3 高端制造高举自主可控旗帜，估值低位投资价值显著	37
6 API：周期底部，蓄势待发	38
6.1 收入端快速增长趋势不减，利润端受多重因素压制	38
6.2 多重因素影响盈利确定性，API 有望逐步走出低谷	39
6.3 边际改善持续兑现，崛起之势蓄势待发	41
7 医疗服务：无惧疫情短期扰动，看好民营医疗长期发展	44
7.1 2021 年业绩增速稳健，2022Q1 受疫情承压增速放缓后有望迎来强反弹	44
7.2 政策确定性增强，强调民营医疗的补充作用	44
7.3 量价齐升保障民营医疗高质量快速发展	45
8 投资建议	51
9 风险提示	52
插图目录	53
表格目录	54

1 医药整体运行情况：Q1 延续高增长，费用端同比下行

1.1 板块快速增长，疫情推动 CXO、医疗器械和生物制品等表现亮眼

医药板块 2022 年 Q1 整体营收增长 15.14%，相比去年同期增速有所逊色，主要由于 2021 年 Q1 是高基数。其中 CXO、医疗器械和生物制品表现最为亮眼，2022 年 Q1，CXO 板块收入增速 71.76%，医疗器械板块收入增速 56.25%，生物制品板块收入增速 37.49%，主要还是由于疫情的加速推动，CXO 板块中有 Paxlovid 订单兑现业绩，医疗器械板块中有核酸检测和抗原自检兑现业绩，生物制品有新冠疫苗的业绩兑现。

表 1：2021Q1-2022Q1 各版块营业收入增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	34.60%	16.74%	8.06%	14.17%	15.14%
CXO	62.73%	37.33%	34.36%	42.42%	71.76%
创新药	47.88%	91.03%	-0.15%	32.24%	-20.50%
化学仿制药	21.63%	11.88%	3.33%	9.59%	6.90%
生物制品	30.84%	26.43%	32.74%	30.00%	37.49%
医疗服务	70.77%	27.62%	0.60%	21.12%	11.16%
医疗器械	116.25%	6.76%	-2.08%	18.69%	56.25%
医药零售（药店）	14.39%	12.79%	16.30%	14.92%	16.90%
医药流通	32.37%	24.52%	8.31%	10.87%	5.40%
原料药	19.14%	2.69%	12.98%	13.70%	10.52%
中药	20.25%	9.13%	5.03%	8.06%	0.46%
生科&制药装备	173.54%	20.09%	40.73%	35.78%	30.46%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2022Q1 医药板块的毛利增速为 18.21%，其中 CXO 板块增速为 70.76%，医疗器械板块增速为 63.01%，生物制品板块增速为 32.44%。

表 2：2021Q1-2022Q1 各版块毛利增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	41.30%	14.31%	2.90%	12.98%	18.21%
CXO	70.02%	30.76%	30.87%	35.45%	70.76%
创新药	44.94%	87.45%	-4.61%	28.58%	-22.91%
化学仿制药	17.40%	7.35%	-1.49%	5.25%	1.97%
生物制品	31.18%	38.88%	25.43%	25.89%	32.44%
医疗服务	199.62%	27.04%	-1.71%	20.84%	5.49%
医疗器械	145.69%	3.48%	-10.44%	15.28%	63.01%
医药零售（药店）	18.88%	19.80%	16.27%	17.27%	17.32%

医药流通	22.49%	7.70%	1.30%	3.05%	1.64%
原料药	14.28%	-8.92%	-1.45%	3.26%	2.66%
中药	24.00%	13.36%	4.57%	9.80%	0.01%
生科&制药装备	250.33%	3.81%	30.30%	32.33%	19.22%

资料来源：Wind，民生证券研究院

归母净利润端，2022Q1 医药板块整体归母净利润增速 29.31%，其中 CXO 板块增速 36.56%，医疗器械板块增速 76.55%，生物制品增速 37.80%。

表 3：2021Q1-2022Q1 各版块归母净利润增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	90.48%	14.02%	10.59%	32.06%	29.31%
CXO	211.50%	7.18%	41.25%	5.60%	36.56%
创新药	35.43%	-341.75%	-76.36%	-81.14%	-99.93%
化学仿制药	43.21%	8.29%	9.82%	28.34%	-7.21%
生物制品	64.53%	-100.00%	36.57%	16.98%	37.80%
医疗服务	-143.20%	35.52%	-13.99%	-26.99%	-44.49%
医疗器械	278.18%	4.38%	-24.94%	-1.45%	76.55%
医药零售（药店）	24.95%	11.38%	-8.23%	-15.96%	-1.35%
医药流通	23.32%	27.77%	-24.24%	7.54%	-4.80%
原料药	16.34%	-27.26%	-10.83%	-17.86%	4.85%
中药	17.79%	44.06%	0.67%	-2675.24%	-0.05%
生科&制药装备	896.89%	-9.50%	10.96%	1.51%	-13.31%

资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块扣非归母净利润增速显著高于归母净利润增速，2022Q1 医药板块整体扣非归母净利润增速为 42.38%，表现较好的 CXO 板块增速为 105.57%，医疗器械为 84.92%，生物制品为 48.88%。

表 4：2021Q1-2022Q1 各版块扣非归母净利润增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	95.59%	11.61%	37.43%	58.19%	42.38%
CXO	129.16%	55.78%	69.29%	56.82%	105.57%
创新药	37.75%	-3688.48%	-73.18%	-35.86%	-114.69%
化学仿制药	47.26%	16.76%	16.30%	39.13%	9.11%
生物制品	64.38%	-12.59%	63.58%	53.03%	48.88%
医疗服务	-136.66%	63.78%	-18.60%	58.62%	-44.98%
医疗器械	310.49%	-0.12%	-7.22%	13.78%	84.92%
医药零售（药店）	28.93%	2.08%	11.18%	-2.62%	1.99%
医药流通	14.34%	4.27%	-3.22%	23.26%	18.92%
原料药	12.20%	-32.46%	14.28%	-12.89%	10.51%
中药	29.25%	28.28%	23.06%	-353.94%	8.52%
生科&制药装备	635.75%	71.60%	-16.16%	21.71%	59.02%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 费用端下降显著，疫情延后销售费用支出

销售费用端，2022Q1 医药板块整体销售费用增速仅为 2.81%，其中以药品和服务端下降显著，创新药、仿制药和中药板块销售费用同比降低 17.06%、2.99% 和 3.37%，医疗服务同比几乎无增长，CXO、生物制品、医疗器械和零售药店同比增长分别为 24.78%、19.19%、27.64%和 21.21%。

表 5：2021Q1-2022Q1 各版块销售费用增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	22.61%	12.86%	0.93%	8.93%	2.81%
CXO	37.37%	35.41%	-4.71%	21.90%	24.78%
创新药	25.13%	68.55%	-17.48%	13.69%	-17.06%
化学仿制药	12.60%	8.10%	-4.81%	2.89%	-2.99%
生物制品	25.06%	31.73%	4.55%	9.02%	19.19%
医疗服务	55.17%	18.33%	-2.93%	13.83%	0.20%
医疗器械	49.43%	5.18%	9.61%	18.91%	27.64%
医药零售（药店）	17.46%	26.80%	23.92%	22.28%	21.21%
医药流通	23.49%	7.39%	0.96%	4.82%	-0.62%
原料药	9.21%	3.54%	-2.46%	3.20%	-6.82%
中药	24.36%	12.17%	3.21%	8.64%	-3.37%
生科&制药装备	104.43%	18.37%	61.33%	45.50%	25.53%

资料来源：Wind，民生证券研究院

管理费用端，医药板块整体管理费用增长 9.94%，相比去年同期增速也有明显下降，细分各领域的管理费用也有不同程度的下降，其中下降较为明显的为创新药、医疗服务、医疗器械、医疗流通、生科&装药装备等，医药零售同比增速有所提升，从 2021Q1 的 18.15%提升至今年 Q1 的 21.50%。

表 6：2021Q1-2022Q1 各版块管理费用增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	21.68%	17.93%	5.81%	10.53%	9.94%
CXO	40.47%	12.93%	24.49%	27.36%	35.70%
创新药	46.43%	100.63%	-44.10%	10.38%	8.41%
化学仿制药	9.15%	-1.57%	3.24%	0.26%	2.69%
生物制品	15.13%	54.80%	14.12%	14.93%	11.33%
医疗服务	34.87%	23.58%	43.66%	24.09%	16.75%
医疗器械	44.33%	26.00%	16.81%	24.58%	28.96%
医药零售（药店）	18.15%	9.72%	11.68%	11.72%	21.50%
医药流通	26.96%	18.07%	10.93%	7.40%	-4.51%
原料药	11.35%	9.73%	12.37%	11.61%	6.85%
中药	13.27%	18.02%	5.12%	2.32%	0.68%
生科&制药装备	73.15%	48.57%	63.51%	46.32%	37.23%

资料来源：Wind，民生证券研究院

财务费用端，2022Q1 医药板块整体下行，同比下降 15.26%，化学仿制药、

医疗器械、医药零售、原料药和生科&制药装备有所提升，其余各板块均有不同程度下降。

表 7：2021Q1-2022Q1 各版块财务费用增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	-0.05%	4.88%	-53.59%	-27.19%	-15.26%
CXO	42.20%	133.52%	-113.72%	-98.41%	-157.63%
创新药	114.46%	-201.15%	-242.80%	-598.43%	-42.75%
化学仿制药	-19.36%	11.90%	-20.84%	-10.64%	3.21%
生物制品	-22.87%	-93.05%	-58.02%	-50.14%	-20.36%
医疗服务	17.77%	-0.53%	-26.36%	-4.62%	-17.85%
医疗器械	32.91%	115.88%	-98.85%	-55.57%	39.38%
医药零售（药店）	280.24%	258.90%	420.52%	510.85%	26.91%
医药流通	9.32%	1.95%	17.04%	8.67%	-8.13%
原料药	37.09%	37.73%	-63.82%	-24.58%	22.23%
中药	0.11%	-54.33%	-71.84%	-59.09%	-101.19%
生科&制药装备	326.54%	302.32%	-137.58%	-124.24%	81.95%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 存货增速有所增长，在建工程增长迅猛，板块增长动力充沛

从应收账款、存货、固定资产、在建工程、长期股权投资和经营性现金流等各个维度指标来看，医药板块虽受疫情影响，在物流发货、现金流方面有所影响，但长期增长动力仍然显著，应收账款同比增速基本持平，在建工程快速增长，未来板块增长潜力仍然十分充沛。

表 8：2021Q1-2022Q1 各版块应收账款增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	16.10%	7.09%	-31.96%	13.20%	17.01%
CXO	44.84%	-53.56%	-441.47%	38.62%	68.28%
创新药	48.88%	367.59%	-87.47%	41.48%	4.74%
化学仿制药	11.08%	38.90%	-28.00%	7.88%	11.30%
生物制品	30.66%	-59.18%	3291.13%	37.36%	58.58%
医疗服务	1.62%	-434.31%	-45.80%	12.67%	8.66%
医疗器械	40.87%	-33.98%	-656.90%	22.44%	44.52%
医药零售（药店）	54.09%	-83.48%	205.23%	39.24%	50.65%
医药流通	18.38%	299.68%	-74.68%	6.85%	5.72%
原料药	10.90%	-33.33%	-94.55%	20.09%	22.43%
中药	-2.90%	-199.72%	-138.63%	6.82%	5.97%
生科&制药装备	65.42%	-33.78%	-181.41%	24.20%	73.81%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 9：2021Q1-2022Q1 各版块存货增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	2.77%	-40.93%	-392.60%	10.85%	10.41%
CXO	56.71%	46.66%	861.73%	88.62%	91.78%
创新药	55.64%	134.80%	286.04%	79.84%	62.85%
化学仿制药	-1.06%	-97.92%	-149.02%	9.07%	4.93%
生物制品	15.02%	-37.19%	-1863.84%	33.43%	30.61%
医疗服务	3.35%	-418.48%	-37.04%	17.93%	15.07%
医疗器械	48.21%	-91.43%	-175.90%	20.25%	23.66%
医药零售(药店)	37.67%	-48.02%	1555.53%	35.97%	27.60%
医药流通	9.37%	-5.59%	94.07%	5.30%	3.03%
原料药	28.37%	-52.13%	-343.95%	15.82%	18.61%
中药	-25.91%	-121.84%	-171.52%	-15.01%	-14.15%
生科&制药装备	72.79%	81.14%	-321.88%	89.04%	87.10%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 10：2021Q1-2022Q1 各版块固定资产净值增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	35.18%	-29.07%	-33.07%	11.51%	11.13%
CXO	29.40%	40.60%	-59.53%	39.65%	74.26%
创新药	86.82%	63.12%	26.57%	37.81%	183.48%
化学仿制药	52.25%	-40.64%	-42.26%	1.62%	6.35%
生物制品	22.08%	2.52%	-39.44%	12.11%	16.73%
医疗服务	12.70%	37.44%	15.72%	8.67%	8.16%
医疗器械	64.46%	-46.30%	-76.28%	32.96%	12.89%
医药零售(药店)	119.99%	-97.57%	-120.23%	16.52%	21.59%
医药流通	15.66%	3.04%	16.37%	3.50%	-14.97%
原料药	29.90%	-54.18%	28.01%	7.74%	2.56%
中药	26.17%	-35.57%	-28.69%	5.58%	-0.24%
生科&制药装备	27.82%	48.74%	2.75%	28.62%	37.72%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 11：2021Q1-2022Q1 各版块在建工程增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	19.25%	32.03%	-9.44%	33.42%	38.03%
CXO	106.16%	125.29%	128.69%	79.69%	85.97%
创新药	75.93%	11.64%	-168.50%	50.75%	67.12%
化学仿制药	25.51%	4.39%	25.00%	17.61%	4.92%
生物制品	16.86%	52.54%	-36.81%	48.22%	82.65%
医疗服务	-9.02%	-88.70%	-39.01%	-6.04%	-4.91%
医疗器械	36.08%	110.43%	47.35%	57.42%	57.21%
医药零售(药店)	39.80%	446.01%	-1163.91%	149.49%	152.98%

医药流通	28.50%	-39.16%	-10.95%	-16.87%	-20.35%
原料药	-20.53%	24.98%	-30.58%	38.43%	67.51%
中药	13.00%	40.36%	48.80%	14.65%	2.56%
生科&制药装备	578.81%	-97.89%	1204.99%	93.23%	143.83%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 12：2021Q1-2022Q1 各版块经营性现金流增速

子板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021A	2022Q1
医药全行业	417.97%	2.99%	-1.78%	10.82%	8.29%
CXO	2.43%	140.00%	-4.00%	18.84%	13.63%
创新药	-127.70%	-160.95%	-61.81%	-45.56%	255.87%
化学仿制药	-3.80%	-8.62%	-20.36%	-1.95%	-12.28%
生物制品	46.31%	59.63%	-7.67%	51.73%	-84.22%
医疗服务	-143.15%	51.92%	-23.19%	11.97%	139.74%
医疗器械	179.72%	-19.34%	8.13%	0.81%	74.38%
医药零售（药店）	78.82%	57.81%	13.37%	38.84%	-9.56%
医药流通	-14.00%	-15.11%	-259.95%	-12.54%	7.92%
原料药	15.81%	-19.81%	-26.25%	-6.28%	-35.60%
中药	219.70%	12.93%	37.21%	19.80%	-21.10%
生科&制药装备	-631.80%	15.49%	-16.41%	4.91%	-175.31%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2 CXO 板块：靓丽业绩收官，仍兼具确定性与成长性

2.1 核心观点：板块逻辑演变下，抓住结构性机会有望获得超额收益

我们从宏观、中观及微观三个角度对中国 CXO 行业进行了 2021 年及 2022 年 Q1 板块业绩表现的深度复盘，主要有以下 3 个观点：

- 1) **从宏观角度看**：2021 年中国 CXO 企业收入和利润都远超行业平均增速，尤其 2021 年再度呈现加速趋势，我们认为主要是海外和国内外包高需求的双轮驱动下，使得 CXO 行业实现超额收益。**中长期维度看，我们认为 CXO 行业仍然是医药兼具确定性与成长性的优质板块。**
- 2) **从中观角度看**：CXO 子板块出现不同成长的逻辑，从商业模式、订单结构、产能规划、边际变化 4 个角度出发，**我们认为一线 CDMO、特色 CDMO 及实验室服务三个子板块今年或有优异表现。**
 - ✓ **一线 CDMO**：重点关注药明康德、药明生物、凯莱英及博腾股份，这 4 个公司业务板块布局完善，无论从公司质地、客户质量及品牌知名度处于国内第一梯队，国际领先地位。**产业升级为其成长主旋律，全球地位明显提升，2022 年开启新元年。**
 - ✓ **特色 CDMO**：重点关注康龙化成、药石科技、和元生物和皓元医药等，这几家公司均是以早期实验室服务蓄积客户流量，从临床前阶段就切入客户管线，客户粘性强，通过自建产能或者收购现有产能，打造研发-生产一体化服务产业链。因此，**前端业务积蓄客户流量，后端生产逐步放量，特色 CDMO 弹性最大，公司边际变化最为明显。**
 - ✓ **实验室服务**：2021 年出现的全新药学服务 CXO 细分小赛道，重点关注阳光诺和、百诚医药等，随着 MAH 制度、一致性评价和药品“集采”常态化的大背景下，政府本意是希望驱动本土化医药研发产业链资源的深度整合，因此催生了一批以服务中国医药为核心目标的“药学+临床”综合型 CRO。
- 3) **从微观角度看**：2022 年 Q1 未新冠大订单的交付刚刚开启全年业绩高增长态势，2022 年 Q1 收入同比增速排在前 5 名的分别是 博腾股份(166%) > 凯莱英(165%) > 百诚医药(114%) > 泰格医药(102%) > 药明康德(71%)。

2.2 板块表现：优秀业绩印证中国 CXO 企业的硬实力

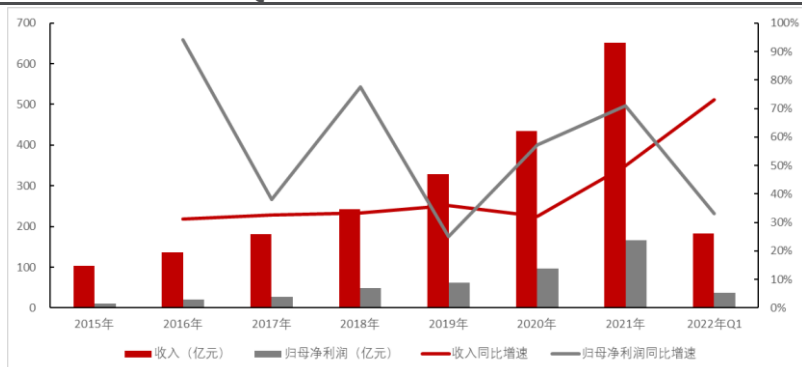
1) 宏观：中国 CXO 企业收入和利润增速远超行业平均增速，2021 年创历史新高

- ✓ 根据弗若斯特沙利文的数据，2017 年-2021 年全球 CRO+CDMO 市场规模年均复合增长率为 11.4%，中国市场则为 26%。
- ✓ 据我们测算，20 家中国 CXO 企业，2021 年实现收入 652 亿元，同比增长 50%；实现归母净利润 166 亿元，同比增长 71%；2017-2021 年，收入年均复合增长率为 38%，利润为 56%，远超行业平均增速。

我们认为，中国 CXO 企业能持续兑现高成长业绩得益于：

- ✓ **海外：商业模式落地兑现，形成多层次且优质客户群体。** 凭借 20 余年的经验累积和高交付质量的项目记录，国内 CXO 企业已获得海外大药企高度认可。
- ✓ **国内：创新药研发外包市场逐步进入收获期。** 比如，凯莱英 2021 年国内收入同比增长 64%，且在手 NDA 订单数量超过 30 个，随着 NDA 及商业化项目数量的逐步落地，将推动国内市场持续快速增长。

图 1：2017 年-2022 年 Q1 中国 CXO 企业收入、利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2) 中观：子板块出现分化，带来结构性机会

- ✓ **2017-2021 年收入年均复合增长率：**实验室服务 (53%) > 特色 CDMO (40%) > 一线 CDMO (36%) > 临床 CRO (33%)，中国 CXO 行业起初都是借由人力成本优势发展业务，因而实验室服务是其中成长最快的子板块；临床 CRO 阶段出海难度相对较大，主要以国内订单为主，国内创新药处于发展阶段，因而增速较慢。
- ✓ **2021 年收入同比增速：**临床 CRO (63%) > 特色 CDMO (52%) > 一线 CDMO (50%) > 实验室服务 (38%)，临床 CRO 在 2020 年受疫情影响最为严重，2021 年开始后疫情恢复式快速增长；特色 CDMO 随着后端生产能力逐步兑现，在 2021 年显现出业绩高弹性。
- ✓ **2022 年 Q1 收入同比增速：**临床 CRO (102%) > 一线 CDMO (91%) > 特色 CDMO (33%) > 实验室服务 (31%)，一线 CDMO 主要是新冠口

服药订单交付驱动的高增长。

表 13：各子版块收入同比增速

子版块	2017年-2021年收入 CAGR	2021年收入同比增速	2022年Q1收入同比增速
CXO	37.74%	49.95%	73.13%
实验室服务	53.36%	38.43%	31.12%
临床CRO	32.59%	63.32%	101.55%
一线CDMO	35.92%	49.55%	91.03%
特色CDMO	40.47%	52.10%	32.72%

资料来源：wind，民生证券研究院

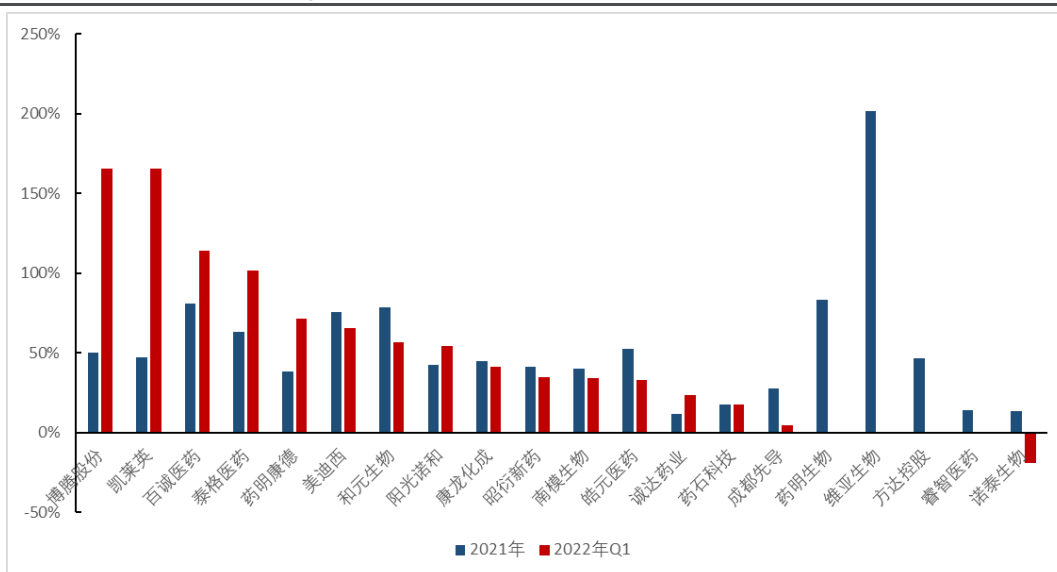
注：一线 CDMO：药明康德、药明生物、凯莱英、博腾股份；特色 CDMO：药石科技、康龙化成、皓元医药、维亚生物、诺泰生物、诚达药业、和元生物；实验室服务：美迪西、昭衍新药、方达控股、成都先导、阳光诺和、百诚医药、南模生物、睿智医药；临床 CRO：泰格医药

3) 微观：新冠订单交付开启 2022 年的业绩高增长

2021 年 20 家企业中，7 家公司收入增速超过 50%，8 家增速位于 30%-50%，5 家位于 10%-30%，整体表现优异。

- ✓ **2021 年收入同比增速**：维亚生物（202%）> 药明生物（83%）> 百诚医药（81%）> 和元生物（79%）> 美迪西（75%），其中，维亚生物主要是朗华制药和信实生物并表带来的超高增速；药明生物则是受益于新冠相关收入，百诚医药作为药学服务 CXO 的佼佼者，2021 年开启业绩兑现起点。
- ✓ **2022 年 Q1 收入同比增速**：博腾股份（166%）> 凯莱英（165%）> 百诚医药（114%）> 泰格医药（102%）> 药明康德（71%），其中，博腾股份、凯莱英和药明康德都是新冠口服药订单交付驱动高增长。

图 2：2021 年及 2022 年 Q1CXO 企业收入同比增速

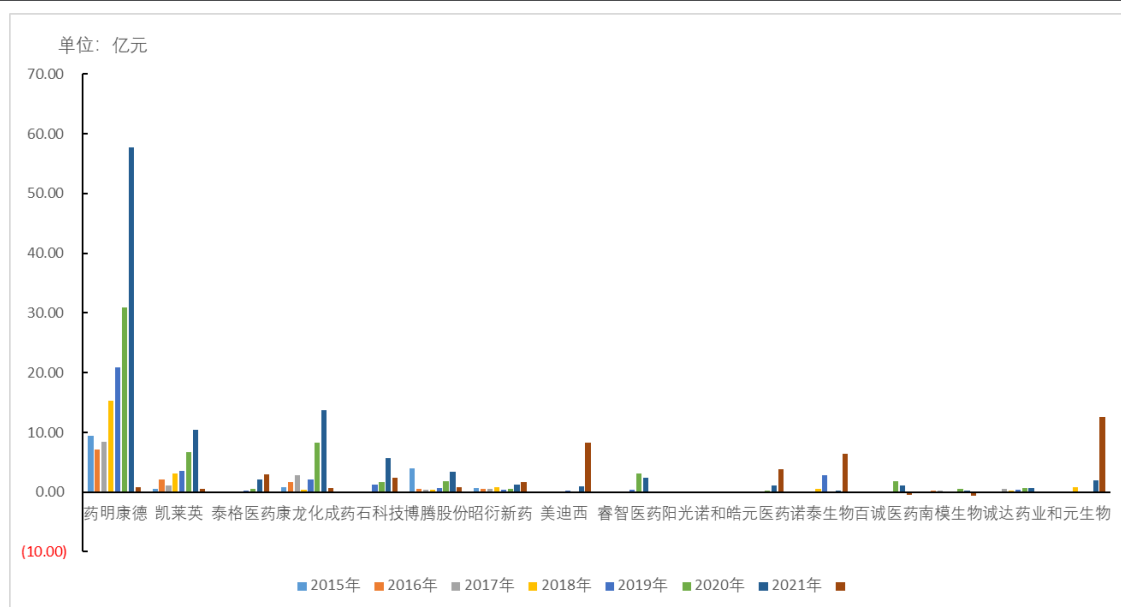


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 前瞻指标：投资建设加速趋势奠定未来的持续性增长

在建工程 2021 年同比增速 81%，加速趋势明显。国内 CXO 企业 2021 年在建工程加速趋势明显，按增速来看，和元生物同比增长 1263%，位居首位；之后分别是：美迪西 829%、诺泰生物 642%、皓元医药 386%和泰格医药 296%。2021 年大部分国内 CXO 企业 在建工程均呈现翻倍式增长，2021 年整体同比增幅约 81%，加速趋势非常明显。

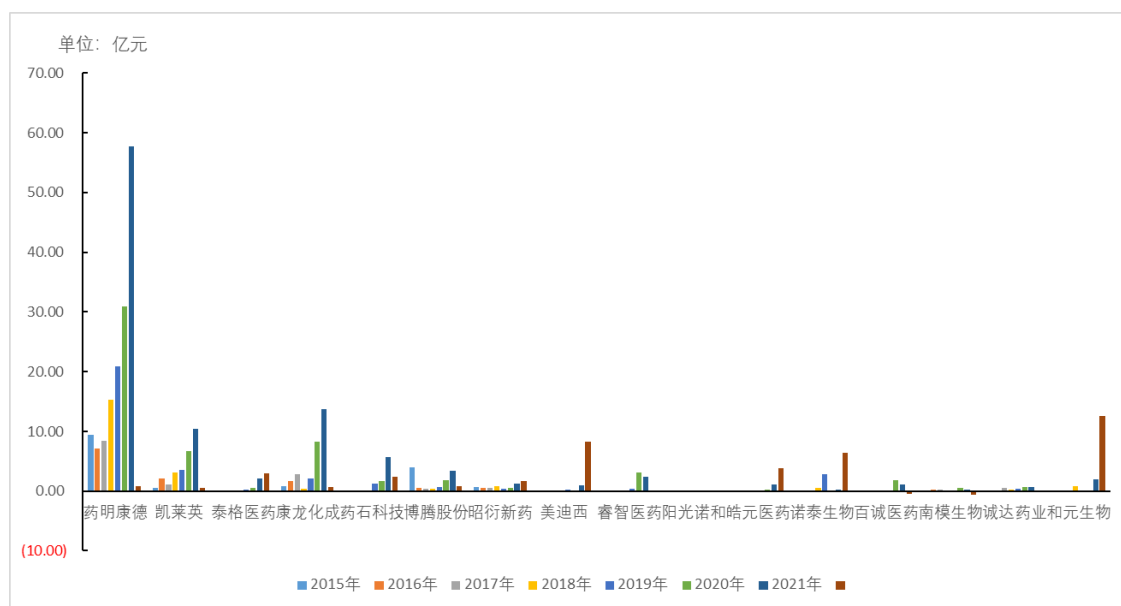
图 3：2010 年-2021 年中国 CXO 公司在建工程（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

固定资产 2021 年同比增速约 50%，加速趋势明显。国内 CXO 企业 2021 年固定资产加速趋势明显，按增速来看，百诚医药同比增长 568%，位居首位；之后分别是：皓元医药 399%、药石科技 332%、维亚生物 144%和方达控股 119%。2021 年部分国内 CXO 企业固定资产均呈现翻倍式增长，2021 年整体同比增幅约 50%，加速趋势非常明显。

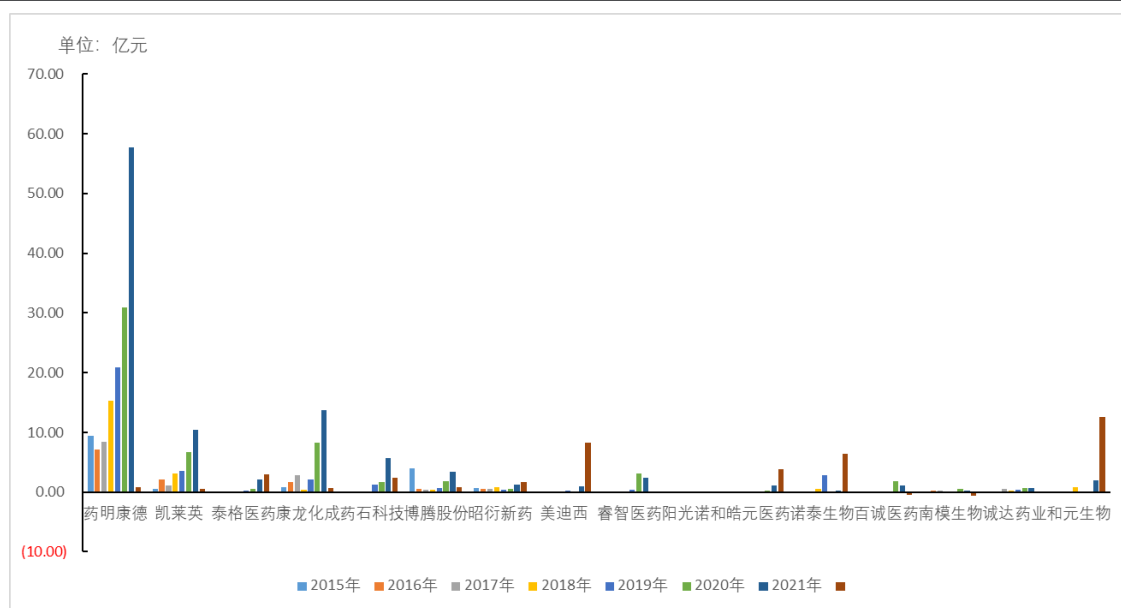
图 4：2010 年-2021 年中国 CXO 公司固定资产（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

资本开支 2021 年同比增速约 50%，加速趋势明显。国内 CXO 企业 2021 年资本开支加速趋势明显，按增速来看，药石科技同比增长 573%，位居首位；之后分别是：皓元医药 304%、方达控股 235%、阳光诺和 214%和和元生物 173%。2021 年部分国内 CXO 企业资本开支均呈现翻倍式增长，2021 年整体同比增幅约 50%，加速趋势非常明显。

图 5：2010 年-2021 年中国 CXO 公司资本开支（单位：亿元）



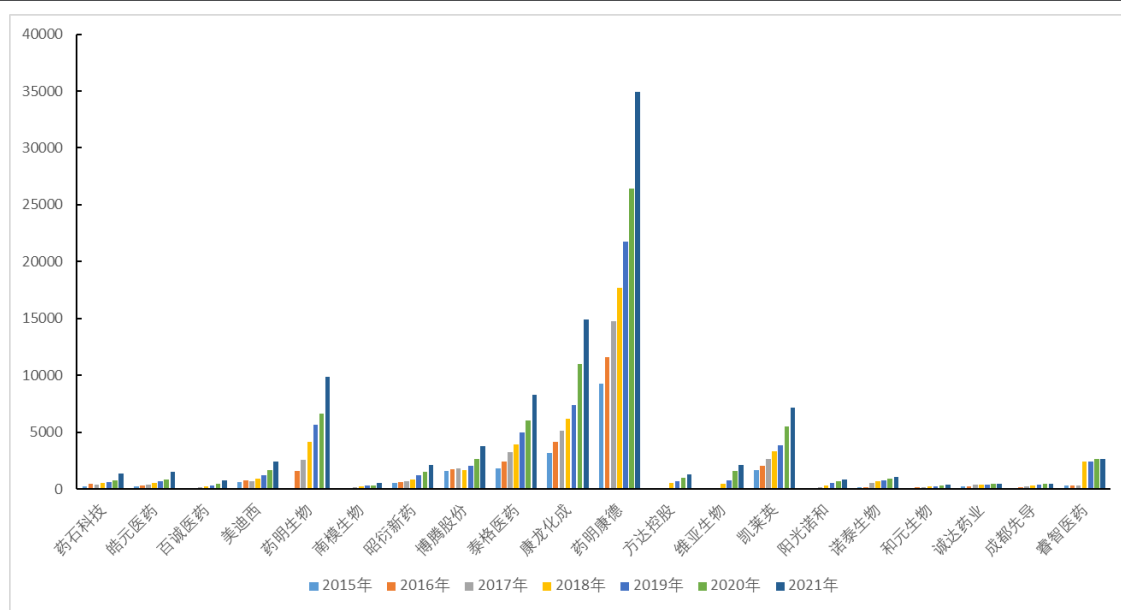
资料来源：wind，民生证券研究院

CXO 行业员工数 2021 年同比增速约 35%，保持稳定增长趋势。国内 CXO 企业 2021 年员工总数加速趋势明显，按增速来看，药石科技同比增长 79%，位

居首位；之后分别是：皓元医药 72%、百诚医药 54%、美迪西 49%和药明生物 48%。2021 年整体同比增幅约 35%，加速趋势非常明显。

按总员工数排序，前 3 名分别是：药明康德 (34912) > 康龙化成 (14923) > 药明生物 (9864)

图 6：2010 年-2021 年中国 CXO 公司员工总数



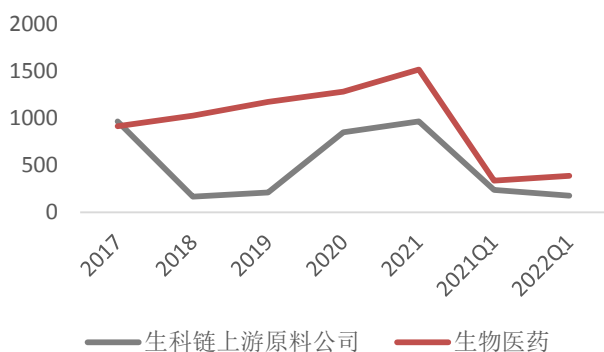
资料来源：wind，民生证券研究院

3 生命科学上游产业链：上游“卖水”持续繁荣， 新冠疫情加速行业发展

3.1 常规收入高速增长，新冠疫情为部分企业助跑

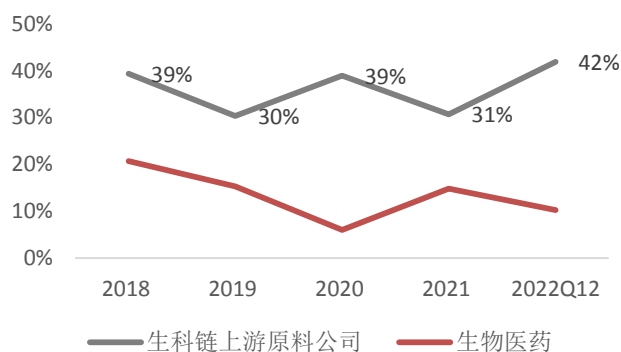
国内生科链上游原料赛道小而美，行业景气度高涨。我们取中位值将生科链上游企业和整个生物医药行业对比，1) 从收入规模来看，2017-2022Q1，生科链上游原料企业的营收中位值小于整体生物医药行业的中位值，但近两年窄幅有所收敛；2) 从同比增速来看，2018-2022Q1，生科链上游原料企业的同比增速中位值均维持在 30% 以上，明显高于整体生物医药的增速中位值，显示出上游试剂行业目前虽然规模较小，但整体呈现较高的景气度。

图 7：2017-2022Q1，上游企业的收入规模中位值低于整体医药行业（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2018-2022Q1，上游企业的收入增速中位值明显高于整体医药行业



资料来源：wind，民生证券研究院

从是否受新冠疫情加速驱动来划分，我们上游的 7 家公司大致分为新冠疫情强相关股和弱相关股。新冠疫情强相关股有诺唯赞、百普赛斯、义翘神州和键凯科技，诺唯赞由于同时供应新冠核酸检测原料和新冠终端检测试剂盒（如抗体和抗原自检等），在 2022Q1 仍能维持 80% 的同比增长，百普赛斯的新冠检测相关收入较少，因此 2022Q1 新冠相关收入呈现下降趋势，义翘神州可以提供新冠相关的抗原、抗体等原料，2022Q1 相关收入有所下降，键凯科技主要是由于新冠疫情催化了 PEG 及衍生物新应用场景的出现和丰富，2021 年海外新项目的增量提升明显。新冠疫情弱相关股有优宁维、泰坦科技和阿拉丁，三者的共同特点为主要面向科研端客户，此外，泰坦科技和阿拉丁的主营业务中占比最高的均为化学品类，受疫情影响相对有限，同时 2 家均受益于全国化仓储物流网络优势，仍有望维持高增速。

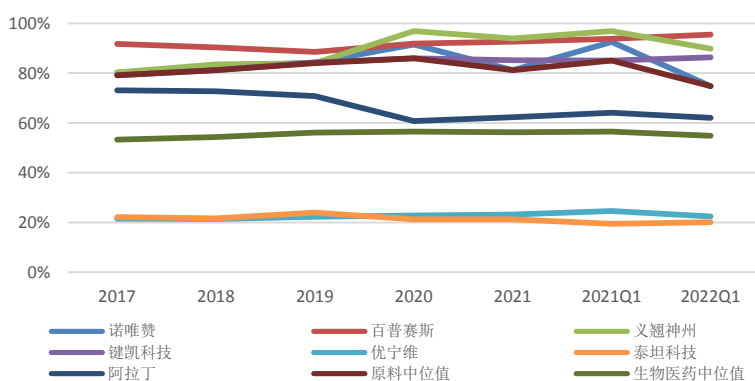
表 14：生命科学产业链上游重点标的收入端分析

营收：百万	2020	2021	同比	2021Q1	2022Q1	同比	详情分析
诺唯赞	1,564	1,869	19%	542	975	80%	新冠相关收入占比较高，2020、2021、2021Q1 和 2022Q1 分别为 77%、66%、75%和 78%，受疫情扰动较大，常规收入仍保持超 50%的增速
百普赛斯	246	385	56%	89	114	28%	新冠相关收入占比约 1/3，主要用于新冠相关生物药的研发，受疫情扰动较小，常规收入仍保持超 50%的同比增速
义翘神州	1,596	965	-40%	457	176	-61%	2020 和 2021 年新冠相关收入占比分别为 84%和 63%，受疫情扰动较大，常规收入增速约 40%
键凯科技	187	351	88%	70	101	44%	新冠疫情催化了 PEG 及衍生物的多场景应用，2021 年公司的高收入增速主要在于海外项目激增
优宁维	849	1,110	31%	236	242	2%	主要面向科研客户，若疫情影响科研院校正常办公，则会对业绩产生不利影响
泰坦科技	1,384	2,164	56%	410	582	42%	同步发展科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化，维持高增速
阿拉丁	234	288	23%	63	92	47%	主营业务为生化试剂，辅以实验耗材等，2021 年各项费用投入高，2022Q1 收入端回报明显

资料来源：Wind, 民生证券研究院

3.2 上游“卖水人”属性不减，盈利能力强劲

从毛利率水平来看，2017-2022Q1，我们选取的 7 家生科链上游企业中有 4 家毛利率长期维持在 80%及以上，且近两年毛利率水平仍有进一步提升趋势，其主营业务均为生物试剂，整体上游企业的毛利率中位值处于 75%-86%，相较于整体医药行业的毛利率中位值 53%-56%，上游企业显示出较高的盈利能力，“卖水人”属性不减，且随着规模效应进一步强化，毛利率水平仍有上升空间。

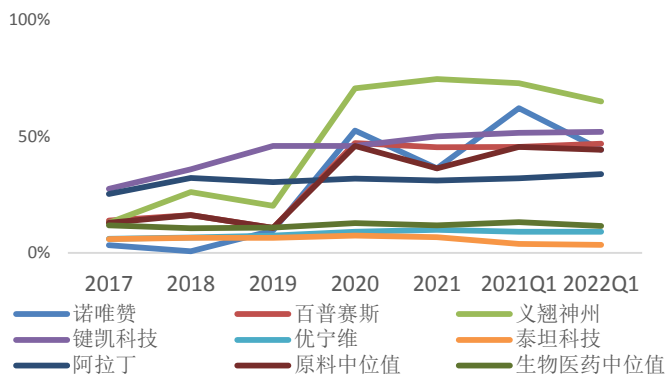
图 9：2017-2022Q1，上游企业的毛利率中位值始终高于整体医药行业


资料来源：wind, 民生证券研究院

从净利率水平来看，2017-2022Q1，由于营收规模逐年扩大，业务模式趋于稳定，部分上游企业的净利率逐年提升，上游原料行业归母净利率中位值也呈现逐年上升态势，从 13%增至 44%，而同期整体医药行业的净利率水平始终维持在 11%-13%区间。2021 年，有 5 家上游企业的归母净利率高于 30%，另外 2 家处于 5%-10%区间，生科链上游行业的高盈利属性再次得以验证。从归母净利润的

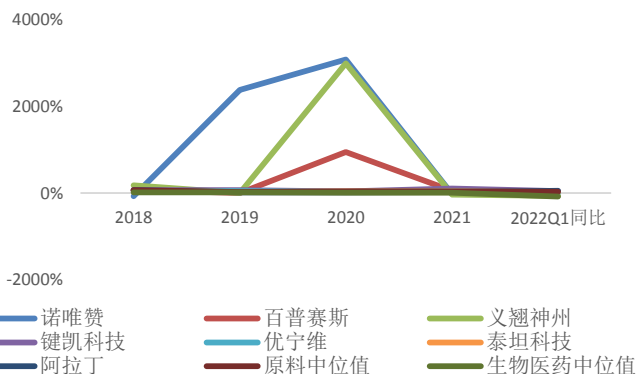
同比增速来看，2019 和 2020 年部分企业获新冠疫情增益明显，利润端增速中位值略低于收入端，主要系各项费用支出增幅较高。

图 10：2017-2022Q1，上游企业的归母净利率中位值仍高于整体一高行业，且差距进一步拉大



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2019 和 2020 年，上游企业的归母净利润增速明显



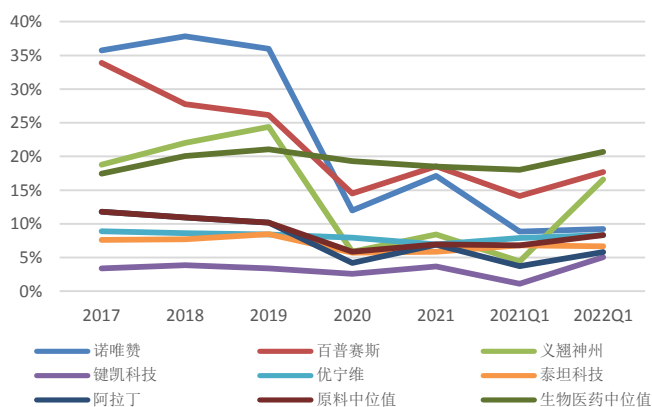
资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 研发是第一驱动力，品牌效应和客户粘性为销售护航

整体而言，上游企业仍处于迅速发展阶段，前期营收规模较小，导致各项费用率水平较高，随着人员体系、产品研发和销售网络的进一步完善和成熟，近年来各项费用支出也趋于平稳。

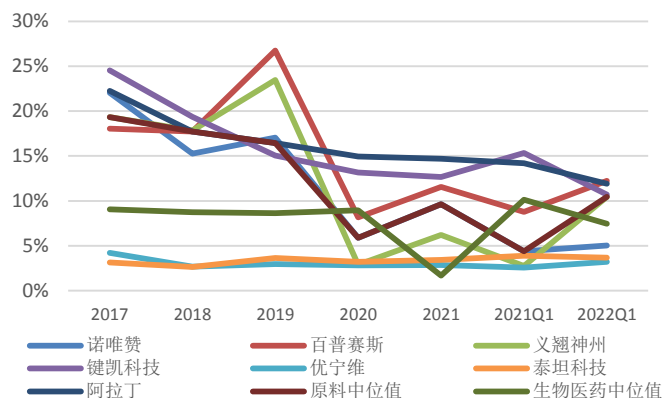
- 1) 销售费用端，2017-2022Q1，由于早期营收规模较小，销售支出占比较高，但随着规模的扩大，销售费用率均呈现下降趋势，中位值由 12% 下降至 8%，同期整体医药行业的销售费用率中位值处于 17%-21% 区间，显示出上游企业的销售驱动性不是很强，主要在于品牌效应以及和客户的粘性。
- 2) 管理费用端，2017-2019 年，上游企业的管理费用率中位值高于 15%，2020 年之后，由于营收体量迅速提升，管理费用率中位值降至 10% 及以下，但相较于整体医药行业而言，仍处于较高水平，主要在于随着营收规模的扩大，公司对于研发、销售和和生产等人员的需求也迅速提高，预计 2-3 年后，管理费用率会趋于合理水平。
- 3) 研发费用端，2017-2022Q1，上游企业的研发费用率虽呈逐年下降趋势，但始终高于整体医药行业的中位值 4%-6%，体现出生科链上游领域具备高研发壁垒，产品的质量和更迭是第一驱动力。

图 12：2017-2022Q1，上游企业销售费用率水平较低



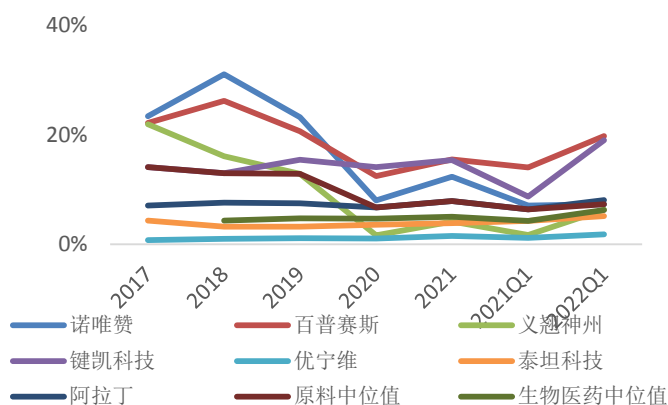
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2017-2022Q1，上游企业管理费用率不断优化



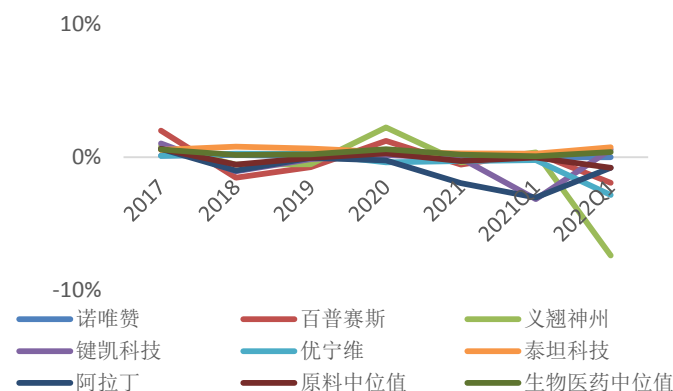
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2017-2022Q1，上游企业研发支出较高



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2017-2022Q1，上游企业财务费用率稳定

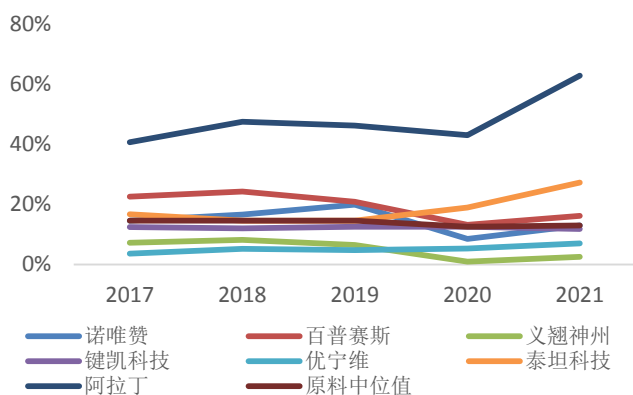


资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 存货同比提升明显，行业高景气度持续

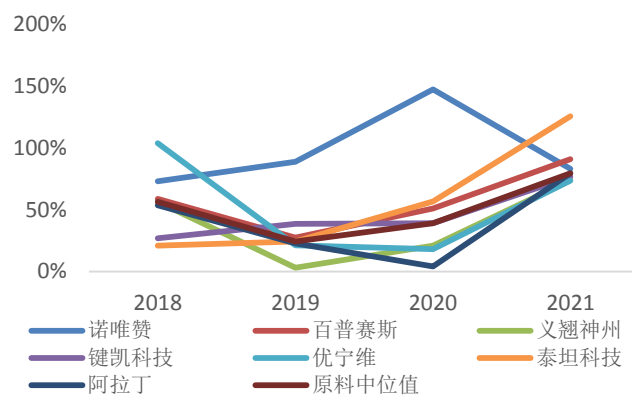
上游企业的存货率较为稳定，维持在 13%-15% 区间，但从增速上来看，2020 和 2021 年的同比增速明显提升，其中 2021 年的 7 家企业存货同比增速均超 70%，2 家超过了 90%，侧面显示企业对于生科链上游行业的蓬勃发展信心十足，提示行业高景气度将持续。

图 16：2017-2022Q1，上游企业存货率稳中有升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2018-2021 年，上游企业存货量同比增速在不断提升

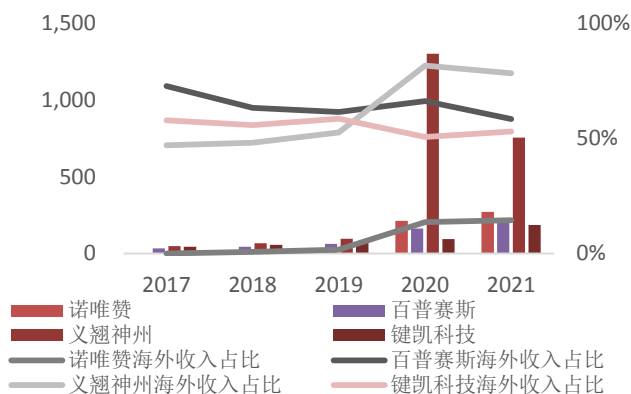


资料来源：wind，民生证券研究院

3.5 全球化布局先行者，市场容量迅速扩大

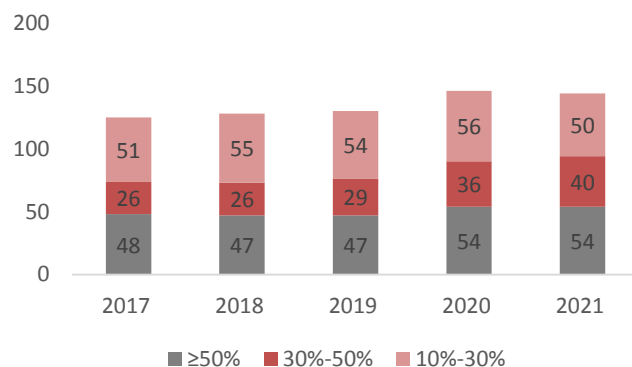
从海外收入占比来看，7 家上游企业中有 3 家海外收入占比长期维持 50% 以上，1 家在 2017-2021 年完成了从无到 14% 的跨越，另外，我们选取了医药行业的 446 家企业作为对比，2021 年海外收入占比达 50% 及以上的为 50 家，30%-50% 的为 40 家，10%-30% 的为 54 家，相较而言，上游行业的全球化进程无疑是领先的。从海外地区分布来看，目前有 5 家上游企业均倾向于选择海外成熟市场作为优先布局点，如美国和欧洲，并纷纷在海外成立了子公司，以加强全球营销和生产网络布局。

图 18：2017-2021 年，4 家上游企业海外收入规模及占比（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2017-2021 年，整体医药行业海外收入占比 10% 以上公司数目逐年稳步上升（个）



资料来源：wind，民生证券研究院

表 15：上游 5 家企业先后在海外成立了子公司

公司	时间	地区	子公司名称
诺唯赞	2021.9	美国	Vazyme International LLC
百普赛斯	2013.6	美国	ACRO BIOSYSTEMS INC.
义翘神州	2017.9	美国	Sino Biological US Inc.
	2019.2 (收购)	德国	Sino Biological Europe GmbH
优宁维	2018.7	美国	Delta Bioscience Inc.
键凯科技	2007.1	美国	JenKem Technology USA Inc.

资料来源：各公司招股书，年报，民生证券研究院

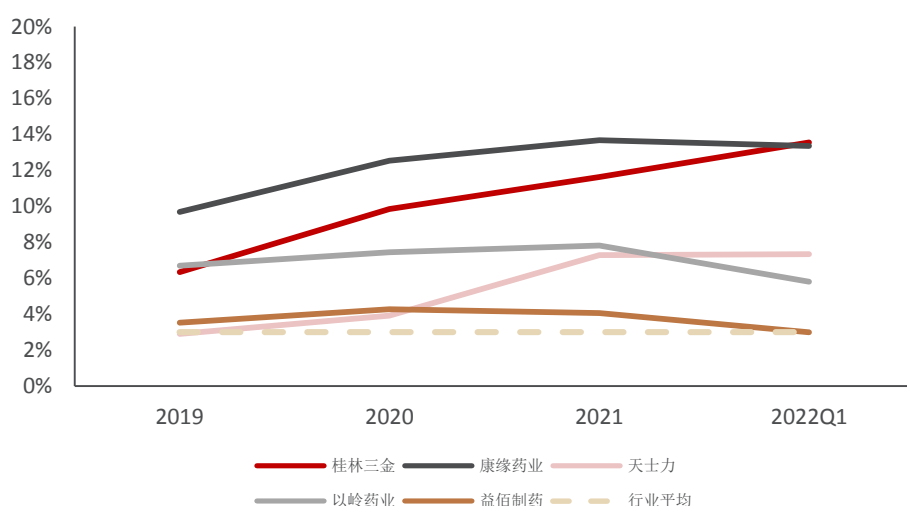
4 中医药板块 2021 年业绩反转，2022Q1 延续增长态势

4.1 中药 OTC 及消费品表现亮眼，创新药质变近在咫尺

4.1.1 中药创新药赛道逐步兴起，盈利能力较为稳定

根据公司研发费用率及实际在研管线，我们选取中药创新药标的为桂林三金、康缘药业、以岭药业、天士力、益佰制药等，其研发费用率不低于行业平均水平。其中，康缘药业、桂林三金连续多年研发费用率超 10%，2019-2021 年呈现逐年升高的趋势，以岭药业研发费用率在 5-7%，且在研项目聚焦于中药创新药。

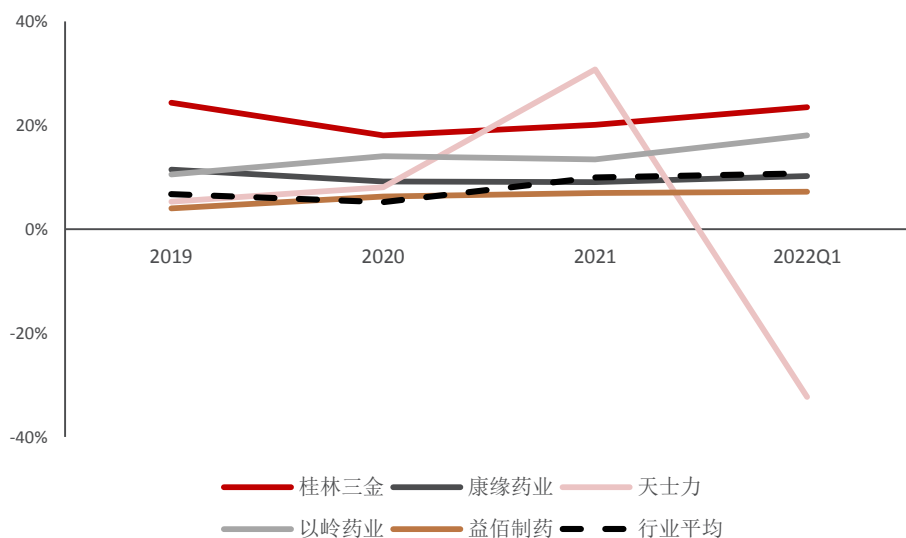
图 20：中药创新药研发费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

中药创新药标的盈利水平相对稳定，除天士力在 2022Q1 出现净利率下调，其他个股净利率较为稳定，且在 2020 年后净利率水平呈现小幅上升趋势。

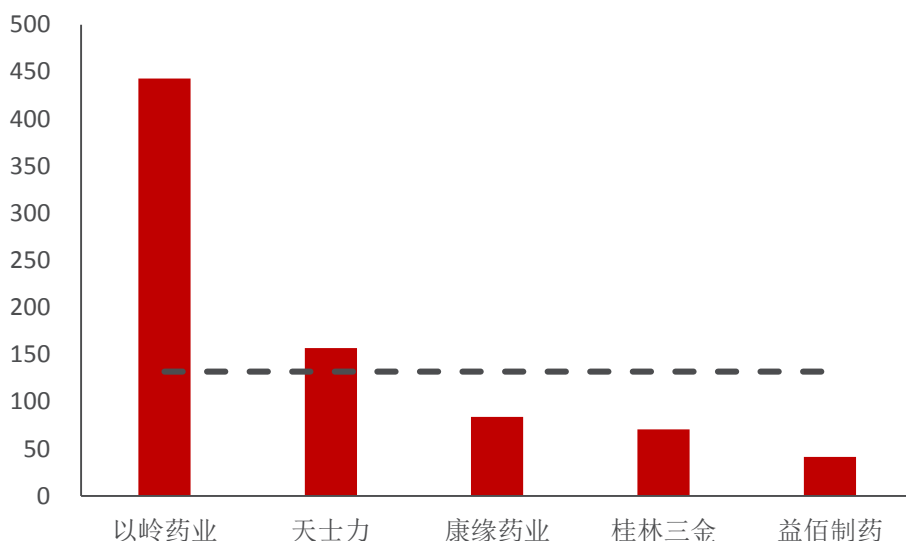
图 21：中药创新药净利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

中药创新药标的市值相对较小，截至 2022 年 5 月 11 日，仅以岭药业 443 亿市值、天士力 157 亿市值，高于中医药板块平均市值 132 亿，其余个股市值均小于 100 亿。

图 22：中药创新药市值（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

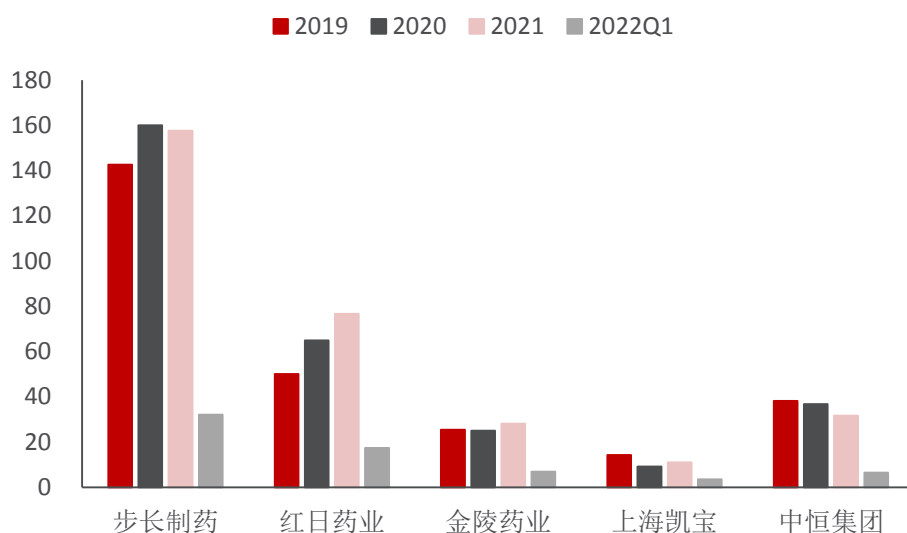
(注：市值为 2022 年 5 月 11 日最新数据)

4.1.2 中药注射剂利润端表现优于营收端

我们选择中药注射剂在公司主营业务中占比较大的企业，主要有步长制药、

红日药业、金陵药业、上海凯宝和中恒集团等，2021 年平均营收增速为 7%，低于中医药平均增速的 13%；2022Q1 平均营收降低 9%，低于中医药平均增速的 7%。个股来看，上海凯宝和红日药业 2021 年增速较快，约为 20%，2022Q1 仍维持营收正增长；中恒集团 2021 年和 2022Q1 营收呈现负增长。

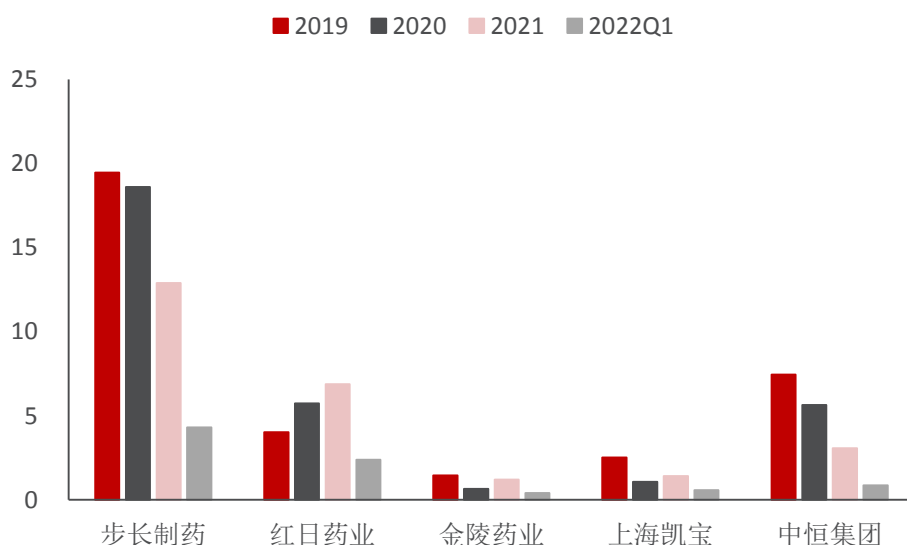
图 23：中药注射剂企业营收（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年和 2022Q1 中药注射剂公司归母净利润同比增速分别为 12%和-2%，好于营收端增速表现。个股来看，红日药业、金陵药业、上海凯宝 2021 年归母净利润实现正增长。

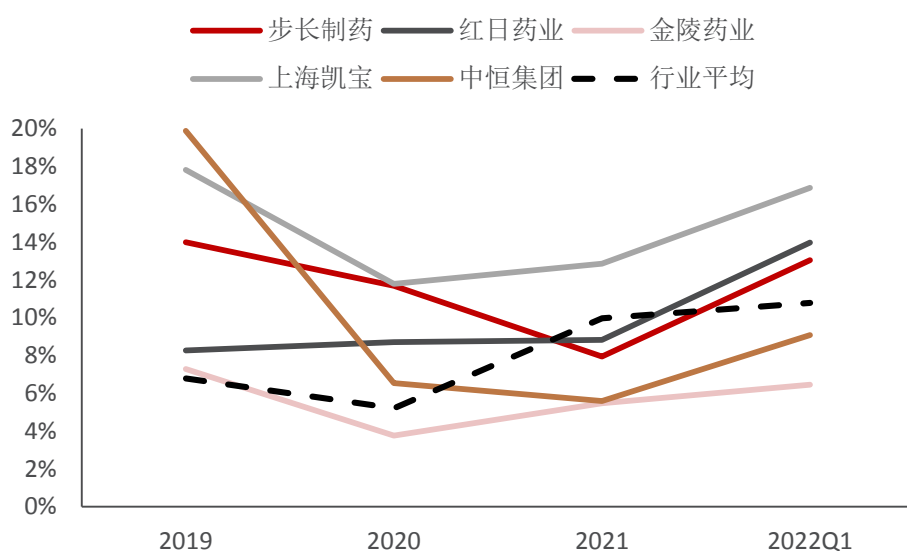
图 24：中药注射剂归母净利润（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年中药注射剂企业中上海凯宝净利率高于中医药平均水平 10% 其余标的净利率水平则低于这一平均水平，2022Q1 步长制药、红日药业净利率有所上升，超过 11% 的行业平均水平。

图 25：中药注射剂净利率

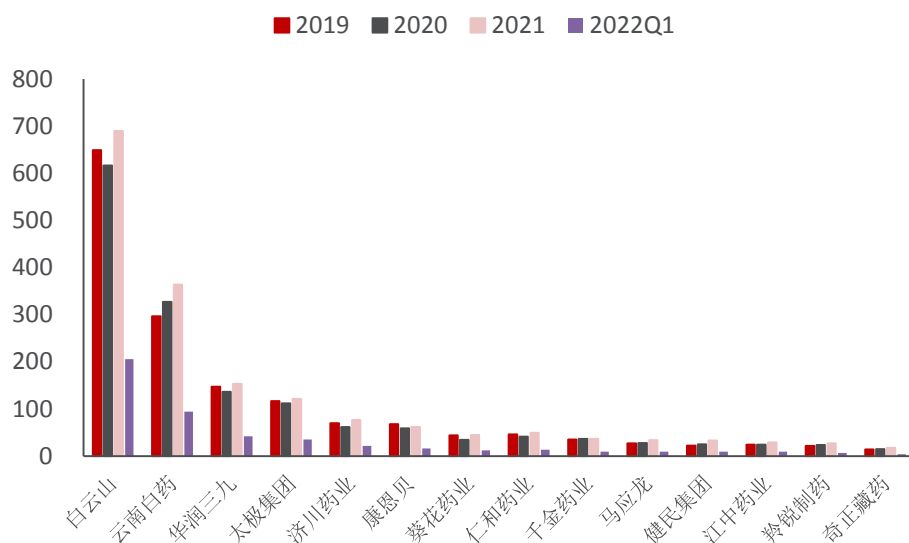


资料来源：wind，民生证券研究院

4.1.3 中药 OTC 营收和业绩双增长，盈利能力较强

我们选取 OTC 产品在公司主营业务中占比较大的企业如下图所示，2021 年营收增速 16%，快于中医药平均增速 13%，2022Q1 继续保持 9% 的增速，快于中医药平均增速 7%。个股来看，2021 年健民集团增速最高，为 33%；2022Q1 江中集团增速最高为 37%。

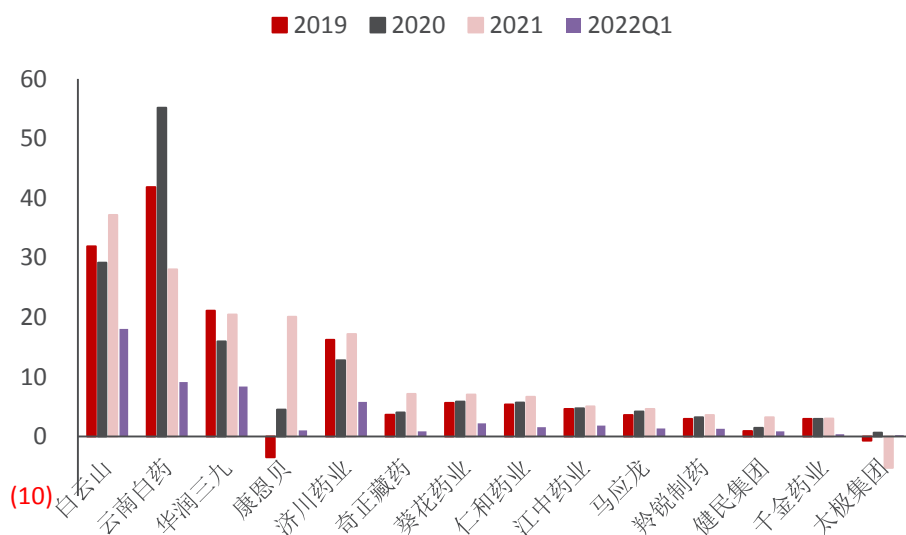
图 26：中药 OTC 企业营收（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

中药 OTC 公司 2021 年归母净利润增速-17%；剔除太极集团、康恩贝后，中药 OTC 公司 2021 年归母净利润增速 25%，快于中医药平均增速 13%，2022Q1 继续保持 19%的增速，快于中医药平均增速 7%。个股之间业绩增速差距极大，2021 年和 2022Q1 康恩贝增速最高，分别为 343%和 112%；2021 年太极集团和云南白药在归母净利润增速上表现不佳。

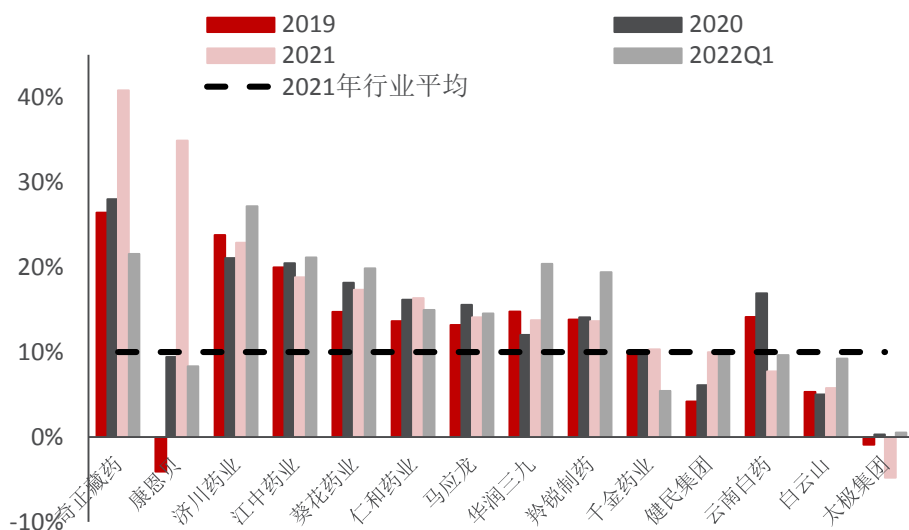
图 27：中药 OTC 归母净利润（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年中药 OTC 企业平均净利率为 16%，高于中医药平均水平 10%，多数企业净利率水平高于 10%。个股来看，2019-2021 年奇正藏药、济川药业、江中药业净利率处于中药 OTC 企业领先地位。

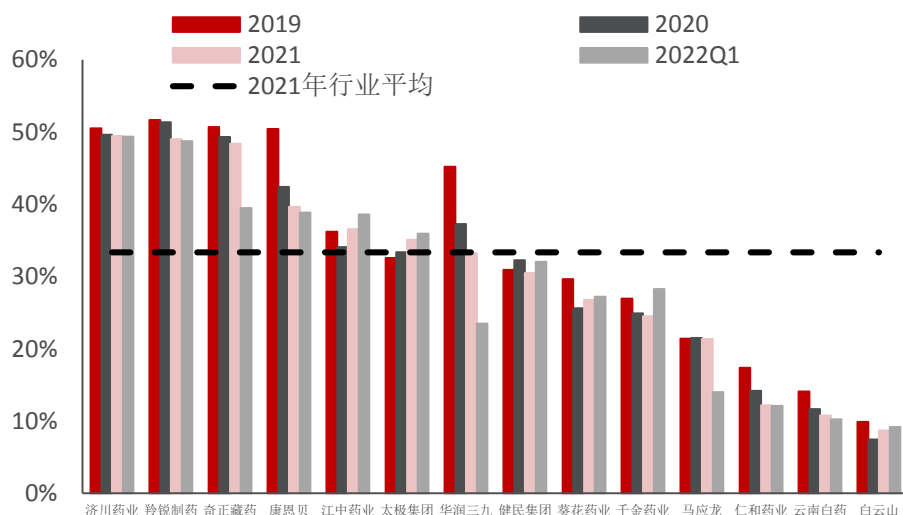
图 28：中药 OTC 净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年中药 OTC 企业平均销售费用率为 30%，接近中医药平均水平 33%。个股来看，2019-2021 年济川药业、羚锐制药、奇正藏药销售费用率较高，接近 50%。

图 29：中药 OTC 销售费用率



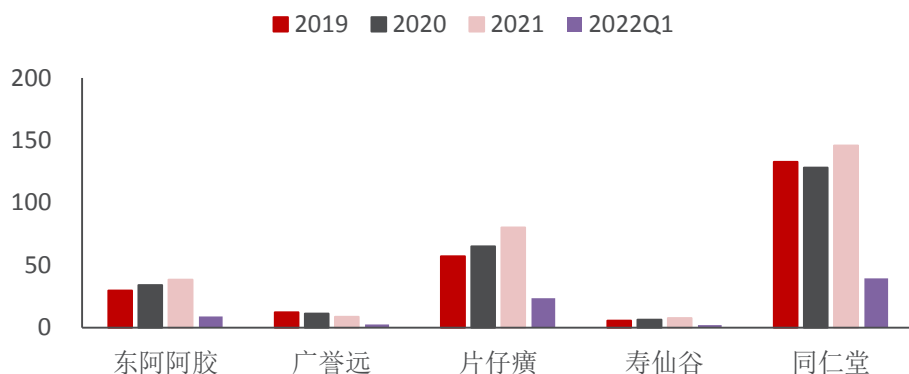
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1.4 中药消费品业绩亮眼，2022Q1 维持高增长

我们选择名贵中药消费品在公司主营业务中占比较大的企业，主要包括东阿

阿胶、广誉远、片仔癀、寿仙谷和同仁堂，2021 年平均营收增速 10%；剔除广誉远后，2021 年营收增速 18%，快于中医药平均增速 13%。2022Q1 继续保持 18% 的增速，快于中医药平均增速 7%。个股来看，2021 年除广誉远出现负增长外，其他个股增速均超过 10%，其中片仔癀增速最高，为 23%。2022Q1 同仁堂增速放缓至 7%，其余个股营收增速保持两位数。

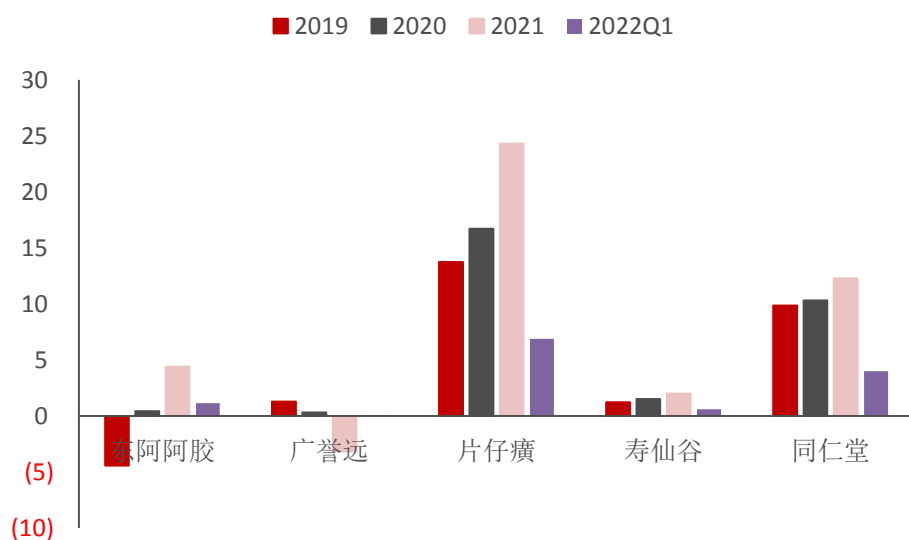
图 30：中药消费品企业营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

中药消费品公司 2021 年归母净利润增速-15%，剔除广誉远、东阿阿胶后，2021 年归母净利润增速 32%，快于中医药平均增速 13%；2022Q1 继续保持 45% 的增速，远快于中医药平均增速 7%。个股来看，2021 年和 2022Q1 广誉远和东阿阿胶归母净利润弹性较大，片仔癀、同仁堂、寿仙谷归母净利润增速保持在 19% 以上。

图 31：中药消费品企业归母净利润（亿元）

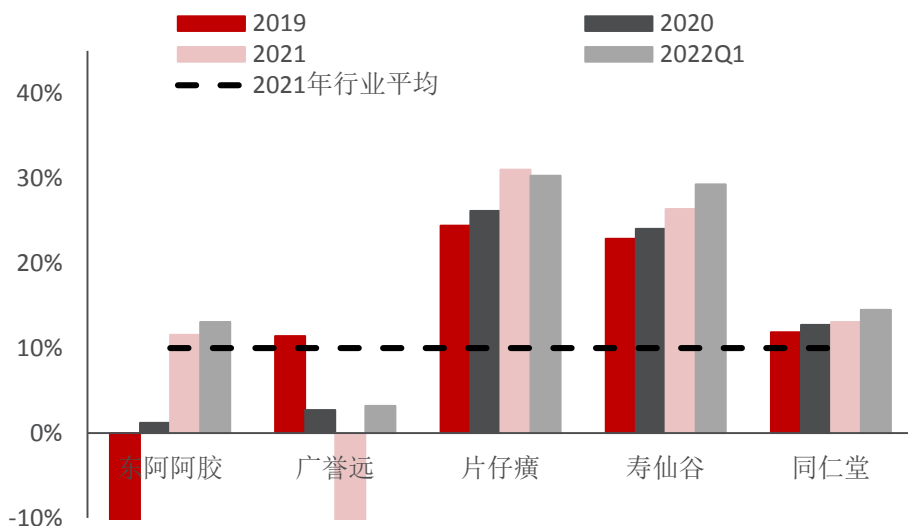


资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年中药消费品企业平均净利率为 8%，剔除广誉远后，平均净利率为 21%，

高于中医药平均水平 10%，多数企业净利率水平高于 10%。个股来看，2019-2021 年片仔癀、寿仙谷净利率逐年上升，2021 年净利率在 30%左右，盈利能力较强。

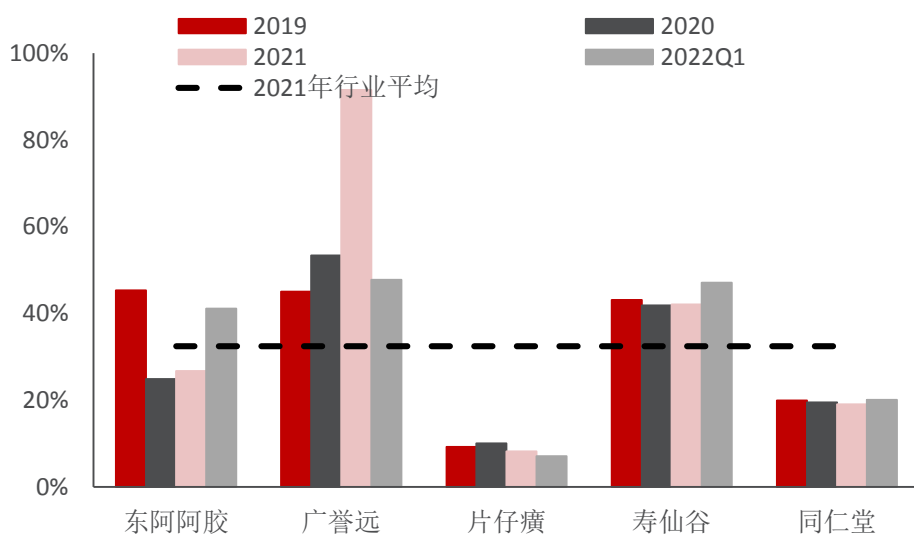
图 32：中药消费品净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年中药消费品企业平均销售费用率为 38%，剔除广誉远后，平均销售费用率 24%，低于中医药平均水平 33%。个股来看，2019-2021 年片仔癀销售费用率低于 10%。

图 33：中药消费品销售费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 回顾 2021 年-2022Q1，板块营收增长符合预期，利

润增长超预期

回顾 2021 年，中医药板块营收增速约为 12%，归母净利润实现扭亏为盈，恢复至 2019 年水平，增速约 1181%。2022Q1 营收增速继续维持在 9%，归母净利润增速 16%，快于营收增速。

4.2.1 短期受到疫情影响有所恢复，业绩拐点已现

2020 年新冠疫情对板块营收和利润产生双重冲击，2021 年快速恢复。由于中医药板块主要营收和利润依靠产品生产和销售，处于产业链下游，因此各地疫情的大流行和散发将直接影响药品和服务的生产、流通和销售情况，进而影响公司利润水平。2021 年国内疫情控制得当，以各地散发和局部流行为主，因此对于中医药板块生产和销售影响较小，营收和业绩均有明显恢复。

其次，2021 年《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》等官方共识或指南陆续推出，增加相关中成药的销售，主要涉及以岭药业、华润三九、太极集团、佛慈制药等个股。

表 16：新冠治疗中成药推荐

药品	厂商
藿香正气	太极集团、神威药业、云南白药、同仁堂、天士力、仁和药业、恩威医药等
金花清感颗粒	北京御生堂
抗病毒颗粒/口服液	丽珠医药、华润三九、香雪制药等
疏风解毒胶囊	济人药业
双清合剂	力生制药
柴银颗粒	鲁南制药
克感利咽口服液	白云山
连花清瘟	以岭药业
柴石退热颗粒	国药集团
防风通圣丸	佛慈制药、同仁堂、白云山、太极集团、宛西制药、金鸿堂制药、润中药业、北京御生堂等
荆防颗粒	鲁南制药、九寨沟天然药业、修正药业、彩虹制药等
九味羌活颗粒	通化金马、希尔安药业、九寨沟天然药业等
甘露消毒丸	同仁堂
清肺消炎丸	中新药业
清肺宁嗽丸	广盛原中医药
痰热清胶囊	上海凯宝
热毒宁注射液	康缘药业
喜炎平注射液	青峰药业
痰热清注射液	上海凯宝
血必净注射液	红日药业
醒脑静注射液	大理药业、济民可信、河南天地药业
安宫牛黄丸	同仁堂、广誉远、片仔癀、健民集团、太极集团等
苏合香丸	太极集团、佛慈制药、同仁堂、振东制药、九芝堂、开开实业等

参麦注射液	神威药业、大理药业、华润三九、贵州百灵、上海医药、逢春制药、四川路桥
生脉注射液	上海医药、华润三九、国药集团、四川路桥、开开实业、海欣股份、集安益盛药业、山西太行药业
参附注射液	华润三九
参苓白术散	九芝堂、佛慈制药、大唐药业、京新药业、同仁堂等
补中益气丸	步长制药、神威药业、中新药业、太极集团、华润三九、佛慈制药、京新药业等
香砂六君丸	片仔癀、步长制药、国药集团、太极集团、佛慈制药、大唐药业、同仁堂等
玉屏风颗粒	国药集团、云南白药（丹溪玉屏风）、开开实业（丹溪玉屏风）
芪参补气胶囊	广盛原中医药
生脉饮	太极集团、太安堂、上海医药、信邦制药、佛慈制药、大唐药业等
养阴清肺颗粒	康恩贝、石药集团、同仁堂等
百合固金丸	同仁堂、佛慈制药、白云山等
补肺活血胶囊	开开实业
百令胶囊	华东医药
金水宝胶囊/片	济民可信、麒云医药科技
苏黄止咳胶囊	扬子江、康而福药业
杏贝止咳颗粒	康缘药业
鲜竹沥口服液	华东医药、康恩贝、广生堂等
橘红痰咳液	香雪制药
六神胶囊/丸	开开实业
蓝芩口服液/颗粒	康恩贝、扬子江、赛灵药业、华邦健康
蒲地蓝消炎口服液	济川药业
厚朴排气合剂	瑞阳制药
四磨汤口服液	汉森制药、中达鹭马
逍遥丸	白云山、通化金马、片仔癀、步长制药、东阿阿胶等
丹栀逍遥胶囊	陕西方舟制药
舒肝解郁胶囊	康弘药业
舒肝颗粒	昆药集团

资料来源：《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》，民生证券研究院

2022年3月深圳、上海、长春等地陆续出现局部疫情，对药品的流通和销售产生冲击，由于疫情持续至5月，对个股营收产生的影响在2022Q1影响较小，或将在2022Q2有所体现。

4.2.2 政策长期积极鼓励，板块业绩增速长期向好

长期影响因素来看，中医药政策对中医药板块影响深远和持久，覆盖全产业链。相关支持布局已久，近期国家级政策集中释放。2016年2月，国务院发布了《中医药发展战略规划纲要（2016-2030）》，是国家出台支持中医药发展政策的关键文件，奠定了支持中医药发展的总基调，同年发布《中医药发展“十三五”规划》、《中国的中医药》、《中华人民共和国中医药法》等重要文件，将中医药发展上升为国家战略。

1) 支付端鼓励中医药发展，医保制定适合中医药的政策：2021年12月30

日国家医保局和国家中医药管理局联合颁布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，从定点医疗机构纳入、加强中医药服务价格管理、扩大中药和医疗服务项目纳入、完善中医支付政策等多个角度大力支持中医药发展。

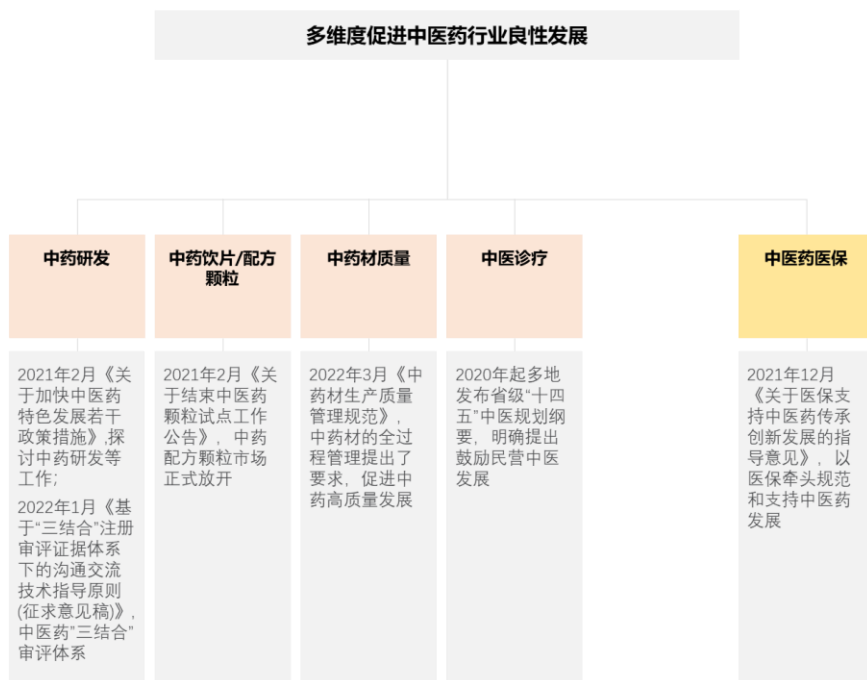
2) 修订中医药研发/审批标准，支持中医药创新发展：2020年9月药监局发布《中药注册分类及申报资料要求》，修订中药注册分类，鼓励和支持中医药创新药的发展，因此2021年多个中药1类创新药获批。2022年1月《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则(征求意见稿)》，继续细化符合中医药的审评原则。

3) 配方颗粒使用规范：2021年2月颁布《关于结束中医药颗粒试点工作公告》，标志着中药配方颗粒正式放开至全部医疗机构，市场进一步扩容。2021年4月颁布第一批中药配方颗粒国家标准(160个)，逐步对配方颗粒建立明确的药物学标准。继2021年广东省、湖北省牵头进行中成药集采，2022年山东省牵头进行中药饮片、配方颗粒、中成药集采工作，中药集采降价幅度普遍较为温和，同时提高对高质量产品的需求量。

4) 鼓励民营中医诊所：2019年《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》鼓励县级中医医院牵头组织紧密型医疗卫生共同体、公立中医医院牵头组建城市医联体。2020年起多地发布省级“十四五”中医规划纲要，明确提出鼓励民营中医发展。同时今年3月1号医师多点执业正式落地，给非常依赖于医师个人诊断能力的中医药诊疗带来较大便利。

5) 中药材全过程管理/溯源：继国家级“十四五”规划推进道地中药材生产基地、中药质量追溯体系建设后，2022年3月多部门联合颁布《中药材生产质量管理规范》，对中药材的生产全过程管理提出了要求，从根源上促进中医药高质量发展。

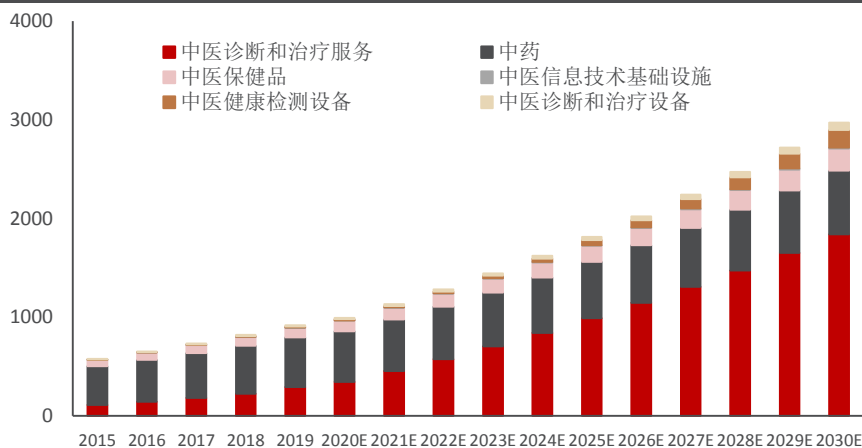
图 34：2020-2022 年中医药政策多维度利好行业发展



资料来源：政府官网，民生证券研究院

中药大健康方向，政策红利支持下，中医药板块相关标准正在逐步落地。同时，更多人认识到中医、中药的独特、有效的医疗和保健作用，对品牌中成药 OTC 产品、保健产品、中医服务需求量逐步走高，中医药大健康市场份额随之增加，近年来或将形成稳健增长态势。

图 35：中国中医大健康产业规模（十亿元）



资料来源：国家卫健委，弗若斯特沙利文，固生堂招股说明书，民生证券研究院

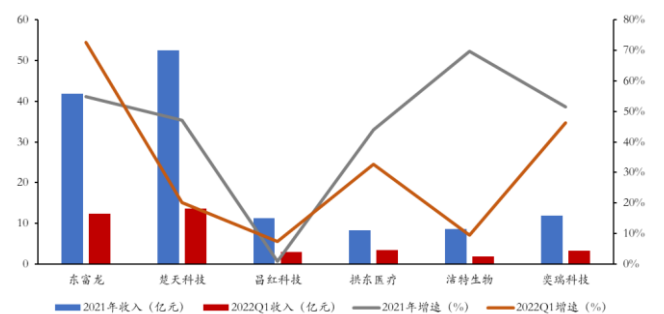
中药创新药方向，应发挥中医药优势，结合人用经验，筛选出化学药和生物药目前治疗效果无法明显改善的病症，通过中医药创新和转化，实现较为中药创新药的真正突破。由于药品研发时间较长，过程较为缓慢，中成药大单品的出现需要较长时间酝酿，中药 CRO 这一新赛道有望率先获益。

5 医药高端智能制造：行业增长动能强劲，缓解新冠业务退潮影响

5.1 行业整体快速增长，智能制造属性凸显

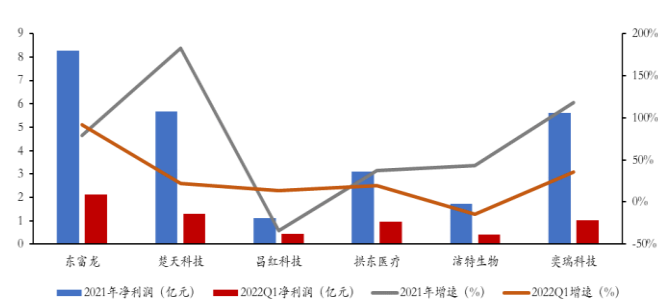
2021 年及 2022 一季度，高端制造行业各公司整体呈现稳定增长。医药高端智能制造主要包含了制药装备、高端仪器、高端耗材等，东富龙、楚天科技、拱东医疗、奕瑞科技在高基数下延续 2021 年增长态势，一季度营收同比增加 72.67%、20.14%、32.71%、46.27%，净利润同比增加 91.44%、22.05%、19.77%、35.47%。昌红科技和洁特生物核心业务订单待放量，处于投入加大和业绩兑现的中间阶段。

图 36：高端制造各公司营收呈现稳定增长



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

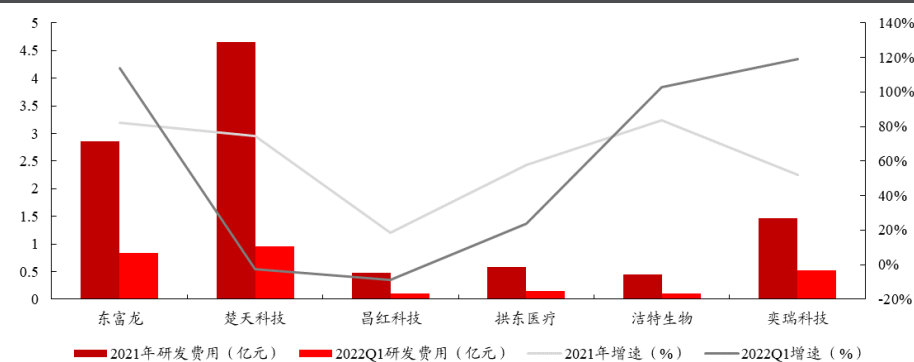
图 37：高端制造各公司利润呈现稳定增长



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

行业内各公司研发费用充足，在研发端投入加大充分体现行业高端制造属性，主要对应赛道拓展、产品升级、工艺升级等。

图 38：行业内各公司研发费用高启，呼应高端制造属性

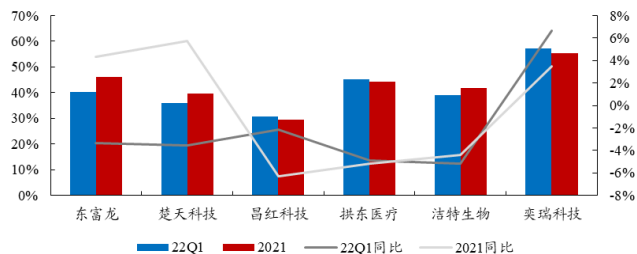


资料来源：wind，民生证券研究院

新冠疫情催生业务减少及上游材料价格变化引起 22Q1 盈利能力小幅度下滑。东富龙、楚天科技 22Q1 毛利率、净利率同比小幅下降，而 2021 全年盈利能力显著提高，毛利率分别同比提高 4.34%、5.76%、3.45%，净利率分别同比提升 3.36%、5.26%、12.36%。拱东医疗和洁特生物受疫情相关产品需求回落，22Q1 和 21 年呈现毛利率、净利率下滑。昌红科技研发投入加大，并且处于与罗氏的磨合期，造成盈利下滑。奕瑞科技产业链整合效果显著，毛利率 22Q1 和 21 年分别

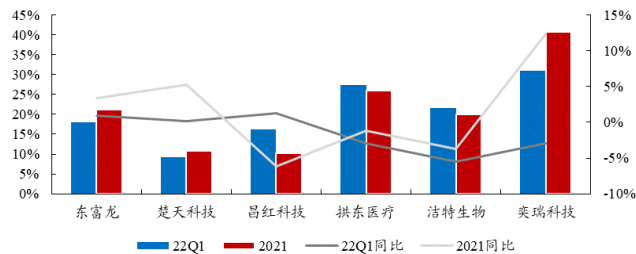
同比上升 6.62%、3.45%，净利率分别下降 2.94%、增长 12.36%。22Q1 研发费用同比增长 5.34%，体现在净利率同比小幅下降。

图 39：高端制造各公司营收呈现稳定增长



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

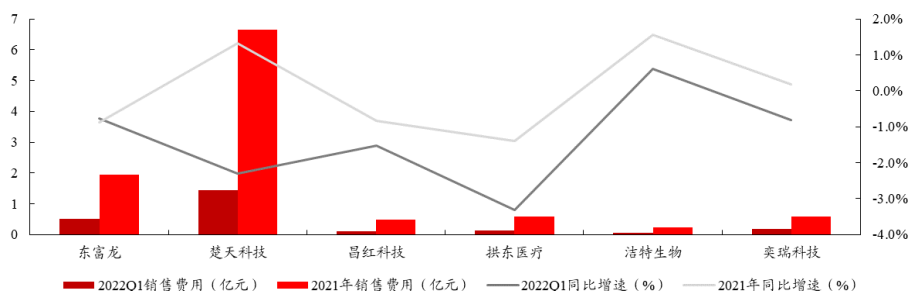
图 40：高端制造各公司利润呈现稳定增长



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

行业内各公司销售费用率呈现分化。22 年 Q1 销售费用率普遍呈下降趋势，其中楚天科技和洁特生物业务拓展迅速，21 年度销售费用率同比出现提升。昌红科技 To B 模式持续发热，拱东医疗 To B 业务占比提升，在 21 年和 22Q1 均呈现销售费用率的显著下降。

图 41：行业内各公司销售费用率整体呈下降趋势



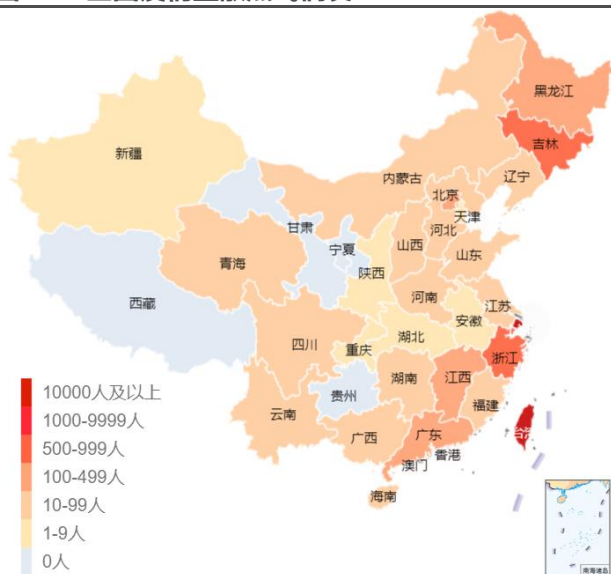
资料来源：wind，民生证券研究院

5.2 行业增长势能强劲，缓冲疫情短期影响

5.2.1 一季度疫情影响已体现，预期逐步缓解

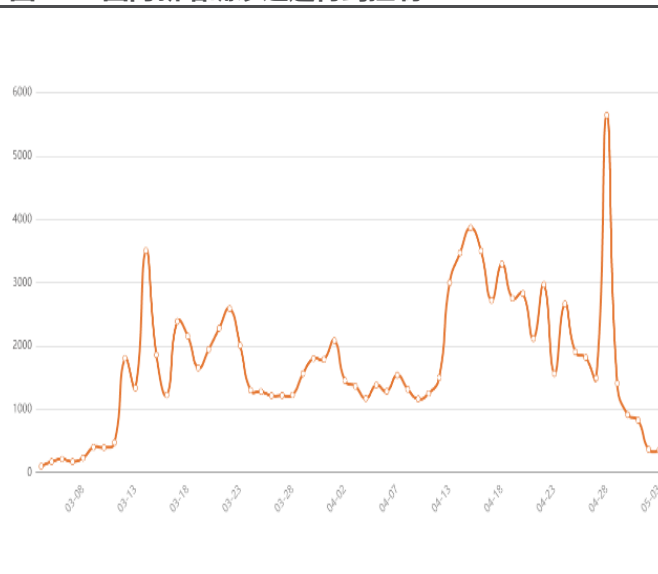
一季度国内疫情出现反弹，整体呈散点式偶发，局部地区出现新增确诊的快速增加，但死亡率维持低位。在封控与核酸检测和抗原检测排查多重措施下，疫情迅速得到控制，新增确诊快速回落。疫情的反弹对企业的生产、销售，物流，原材料采购等方面产生可观影响。但坚持动态清零方针下，疫情影响的预期已经缓解。

图 42：全国疫情呈散点式偶发



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

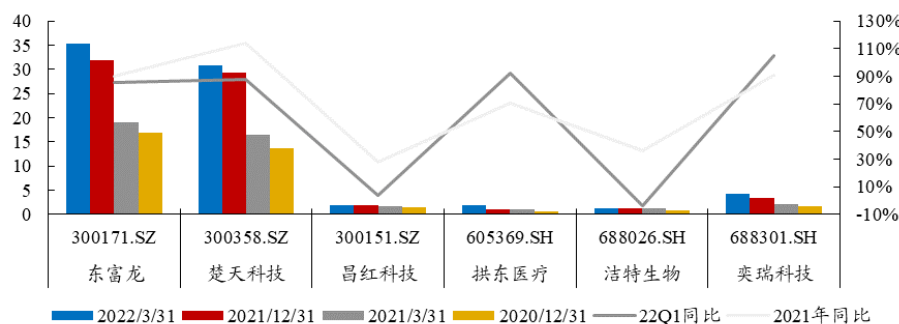
图 43：国内新增确诊迅速得到控制



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

以上海为例，4 月中旬以来上海企业迅速复工复产，着重保障生物医药、集成电路、化工新材料等高端产业复工复产，陆续推出两批“白名单”复工复产企业，首批复工率超过 80%，疫情影响底部已过，疫情有效控制下全国疫情预期已逐步缓解。多家公司 21 年及 22Q1 存货呈现较高的同比增长，主要系上游原材料库存增加所致，平滑疫情期间供应及成本问题。

图 44：行业内各公司 22 年 Q1 存货同比增长显著（亿元）

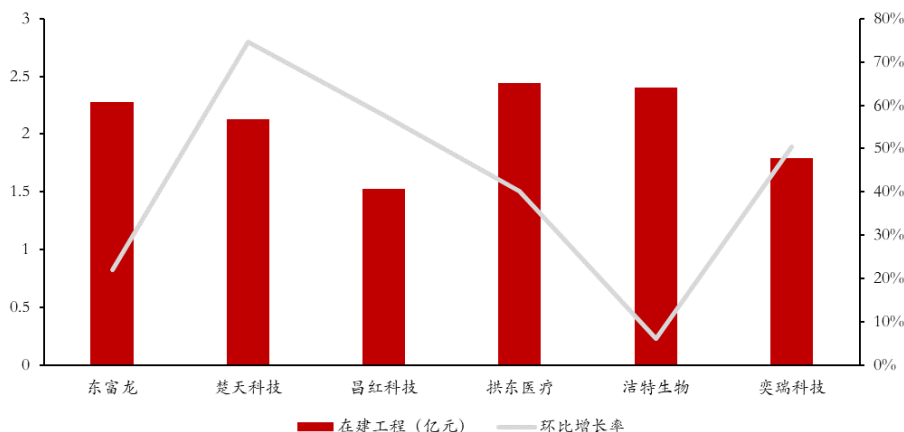


资料来源：wind，民生证券研究院

5.2.2 行业增长势能强劲，企业积极布局响应转移趋势

高端制造行业厚积薄发，通过供给端质量提高进一步带动需求的增加，具体体现在全球视野下的产业转移与国内环境下国产替代。另外随着生物医药下游高质量发展，对应上游呈现国产头部集中趋势，催生国内的增量需求。当前企业普遍处于扩产状态以响应需求扩增，在建工程呈现显著增长。

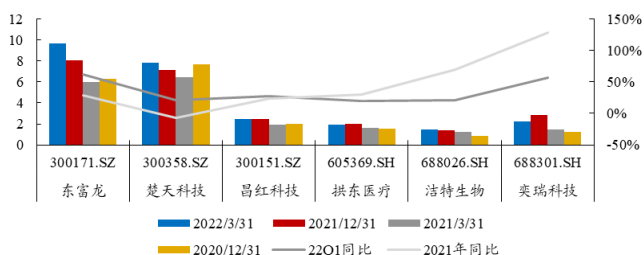
图 45：行业内各公司 22 年 Q1 在建工程较 21 年度普遍快速攀升



资料来源：wind，民生证券研究院

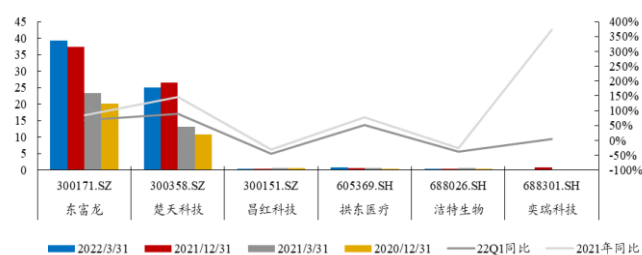
前期新冠订单高基数下，行业保持稳定增长态势，合同负债在高基数下同比保持稳定水平，行业内生增长较强。东富龙、楚天科技、拱东医疗、奕瑞科技 22Q1 分别实现合同负债同比增长 67.78%、90.13%、52.54%、3.83%。各公司 22Q1 应收账款均出现增长，东富龙、奕瑞科技同比约 60%，其它公司约 20%。

图 46：高端制造多家公司应收账款显著增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 47：高端制造多家公司合同负债延续增长态势



资料来源：Wind，民生证券研究院

高端制造行业对应到具体的高分子耗材、制药设备、高端仪器领域，每个赛道均处于行业增速快，国产率低的状态。国产企业厚积薄发，研发投入持续加大下逐步对接国际标准，通过高质量发展从供给端创造需求，并凭借中国制造的响应能力和成本优势实现国产替代和国际市场征程，承接上游产业链向国内集中的趋势

表 17：高端制造行业设备和耗材市场潜力较大

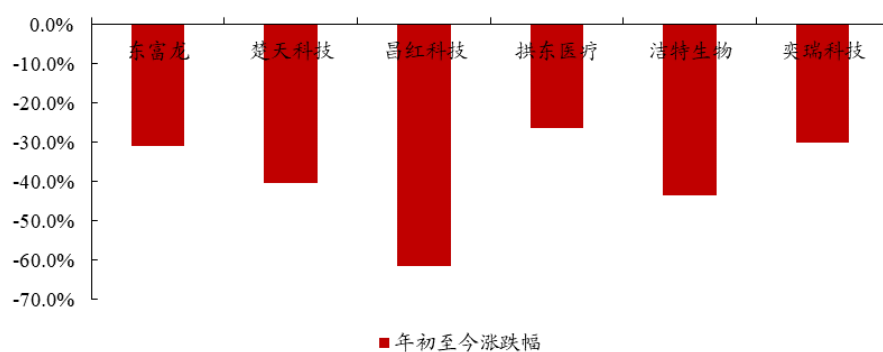
	高分子耗材	制药设备及耗材	高端仪器
2025 年全球市场 (元)	2000 亿	7000 亿	3000 亿
2025 年国内市场 (元)	600 亿	2000 亿	750 亿
国产化率	~5%	~15%	~10%
行业增速	~15%	~15%	20%

资料来源：grand view research，EMR，Wind，民生证券研究院

5.3 高端制造高举自主可控旗帜，估值低位投资价值显著

疫情扰动下，高端制造企业在基本面向好的同时迎来大幅度回调。普遍降幅达到 30%以上，利空因素充分反应。当前国际形势下，美国对中俄制裁限制凸显上游制造重要性，行业有望步入加速发展期。在年报及一季报内生增长强力支撑下行业内各公司有望随着疫情影响消退在二季度迎来快速反弹。

图 48：22 年度高端制造行业各公司大幅度回调，利空因素充分反应



资料来源：wind，民生证券研究院

表 18：板块标的处于历史低位，远低于历史平均水平

公司	21 年最高市值 (亿元)	当前市值 (亿元)	历史平均估值 (TTM, 默认 PE)	当前估值 (TTM, 默认 PE)	2022 年估值 (默认 PE)	2023 年估值 (默认 PE)
东富龙	361	219	40	27	21	17
楚天科技	160	89	73	15	13	10
昌红科技	218	79	100	67	31	19
拱东医疗	161	119	36	36	30	23
洁特生物	98	50	63	29	21	16
奕瑞科技	409	252	72	49	42	31

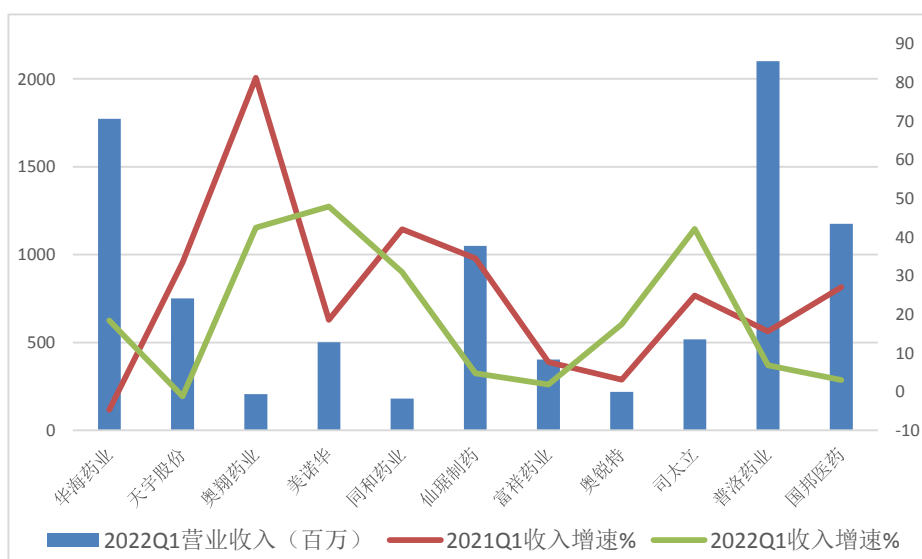
资料来源：wind，民生证券研究院（注：收盘价以 2022 年 5 月 11 日为准，估值为万得一致预期）

6 API：周期底部，蓄势待发

6.1 收入端快速增长趋势不减，利润端受多重因素压制

从 2021Q1 整体板块表现来看，API 公司收入端仍然保持快速增长趋势，多数公司收入增速在 20% 以上，但相比 2021 年 Q1 略有逊色，除华海药业、司太立和美诺华增速超过去年同期以外，其余公司收入端均跑输去年同期增速，主要原因还是在于 2021Q1 属于增速高基数季度，实际看在疫情影响的当下，各公司收入仍然保持可观增长。

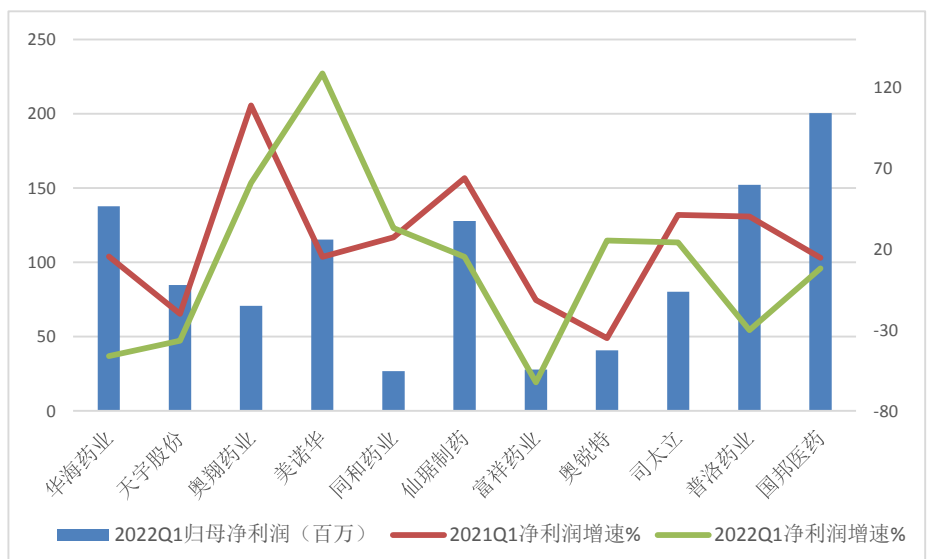
图 49：板块收入和利润（百万，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

利润端，我们预计 API 整体利润平均数在 20% 左右，平均盈利增速低于去年同期，主要受疫情及海外影响因素较大，上游受石油涨价影响带来生产成本上升，国内药品端下游需求景气度降低，使得上游成本无法转嫁，中途叠加疫情带来的生产受限等相关因素，企业边际生产成本抬高，利润端表现相对逊色于收入端。

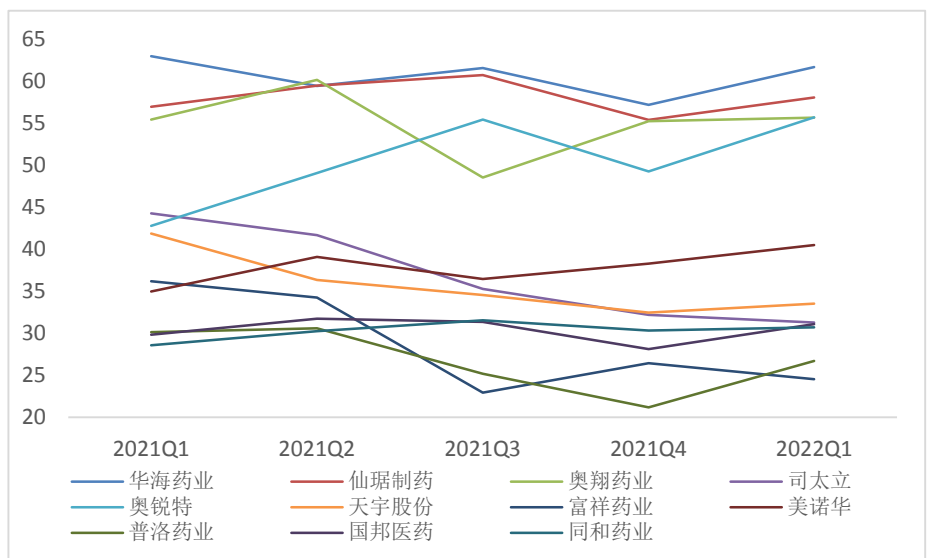
图 50：板块收入和利润（百万，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率逐步回暖，企业端提价“剪刀差”得以体现。从整个板块来看，去年 Q4 是大宗原料价格最迅猛的季度，带来生产成本的大幅生产，企业端为应付上游涨价，纷纷开始提价，幅度在 10-20% 之间，由于原料采购有周期递延，因此我们看到去年 Q4 毛利率处于最低位，大部分公司 Q1 毛利率如期反弹。

图 51：API 板块毛利率变化



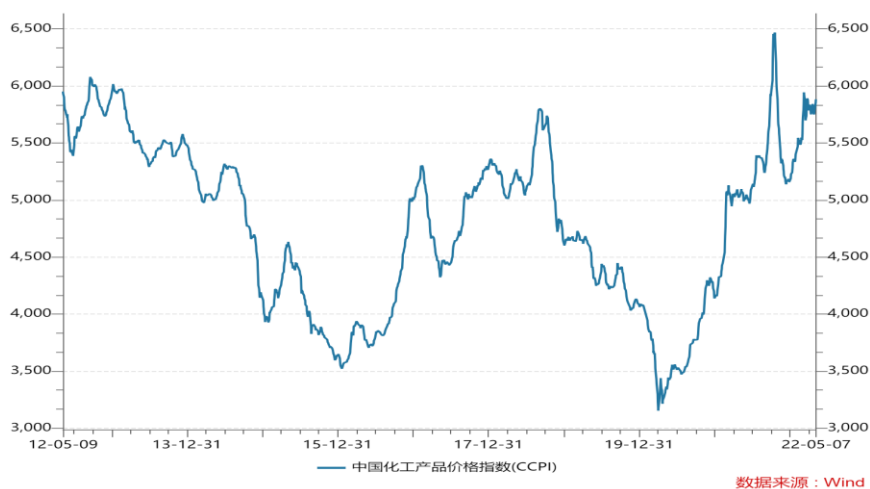
资料来源：wind，民生证券研究院

6.2 多重因素影响盈利确定性，API 有望逐步走出低谷

API 板块作为出口比例高、国际化属性强的中游制造业，盈利确定性受到多重影响，影响链条长相关因素多：(1) 成本端由于俄乌战争导致石油价格暴涨的影

响，大宗化工品价格在去年 Q4 冲高回落后再度冲高，使得原本 API 企业毛利率在 Q1 反弹后短期迎来一定不确定性，复苏周期被延长，需要企业端以更先进工艺和下游需求提升后的逐步提价对冲上游成本高企的影响；(2)需求端从国内来看，根据 IMS 销售数据 经过 2020 年疫情后，2021 年中国药品终端销售额恢复良好，但仍为回到 2019 年的水平，这里面有部分集采降价的因素，疫情影响也占了一部分重要因素，新冠疫情对全球其他地方的药品销售也一定影响，因此我们发现自新冠疫情来全球 API 企业下游需求受到部分影响，间接影响了中游制造业转嫁成本的能力。

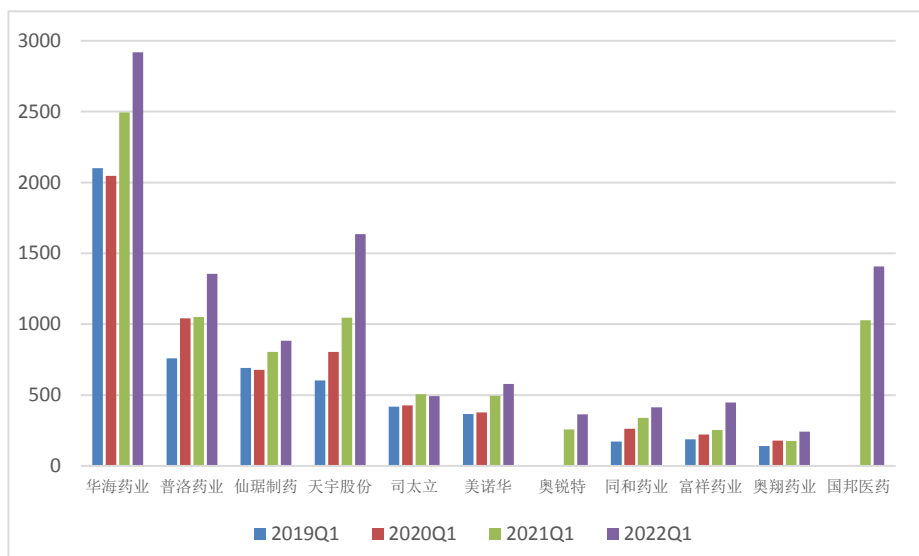
图 52：中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源：wind，民生证券研究院

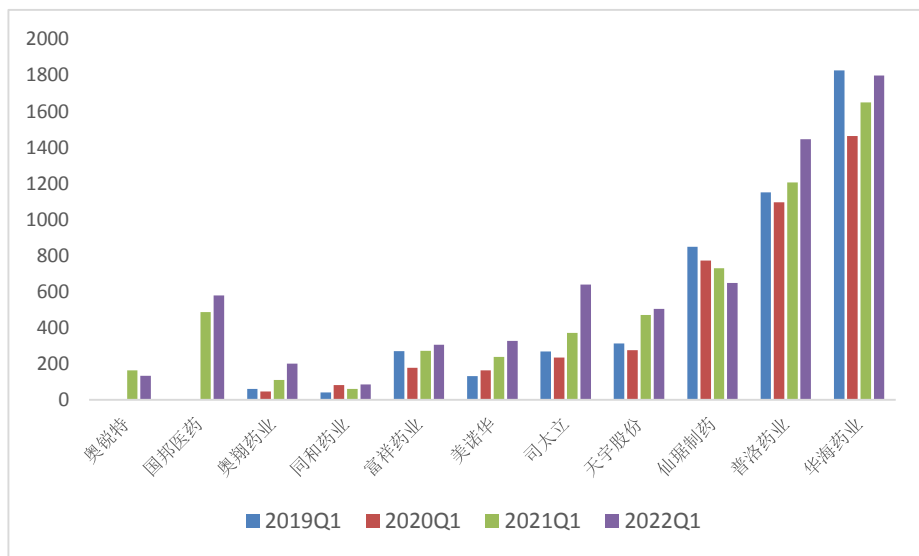
从存货水平和应收账款水平来看，我们认为 API 企业仍然有比较旺盛的订单需求，除个别企业外，存货和应收账款整体都有一定幅度的增长，其中存货相对往年增加较为明显，我们认为主要是由于上海疫情的持续发酵，使得长三角地区的港口发货不畅，企业端货物更多在厂里暂存，我们认为当前随着上海疫情的逐步缓解，物流货运的逐步畅通，这一问题已经得到很好解决，API 板块正逐步走出低谷。

图 53：API 企业历年存货情况（百万）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 54：应收账款（百万）



资料来源：wind，民生证券研究院

6.3 边际改善持续兑现，崛起之势蓄势待发

我们认为当前 API 行业经过前期上游成本高企、物流发货不畅、需求不振等问题已经在资本市场得到深刻反映，当下各项经营指标及经营环境都在逐步向好，如企业端产品提价逐步扭转毛利率、原料采购成本逐步下降、疫情得到很好控制利好生产经营、人民币贬值增强 API 企业海外竞争力、新冠药研发带动 API 企业

相关订单的崛起，因此我们认为当下 API 板块边际改善持续兑现，崛起之势蓄势待发。

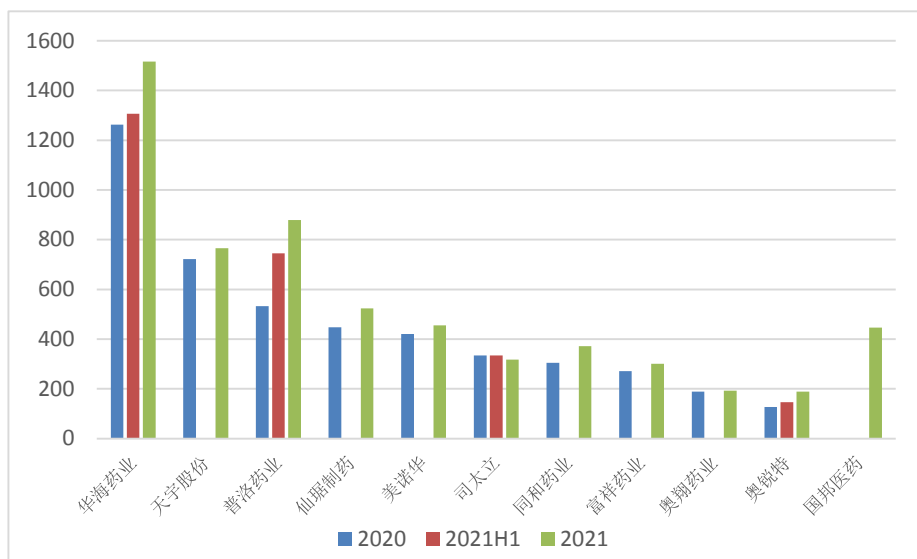
图 55：USDCNY（美元对人民币汇率）



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

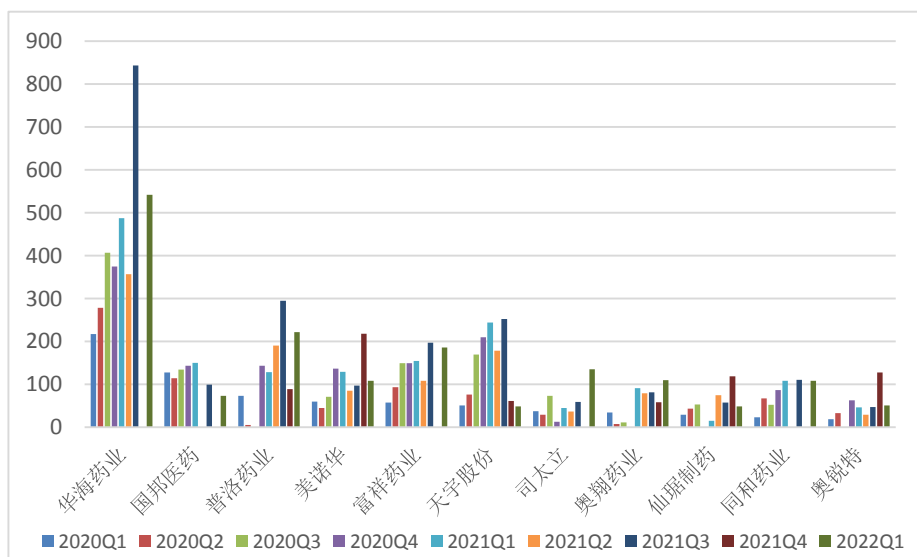
长期来看，我们认为 API 企业仍然保持着的优异的竞争力与旺盛的市场需求，从研发人员数量和在建工程可以看出，企业端仍然在持续大力投入研发与新建产能，行业仍然处在蓬勃的上升成长期，制造升级、高端出口逻辑在持续演绎和兑现，

图 56：历年 API 企业研发人员数量



资料来源：wind，民生证券研究院

图 57：API 企业在建工程情况（百万）



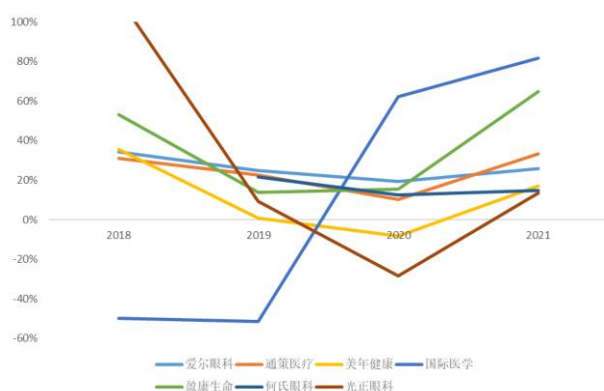
资料来源：wind，民生证券研究院

7 医疗服务：无惧疫情短期扰动，看好民营医疗长期发展

7.1 2021 年业绩增速稳健，2022Q1 受疫情承压增速放缓 后有望迎来强反弹

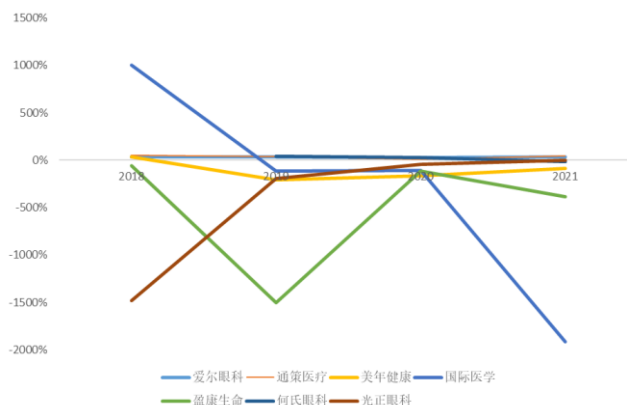
民营医疗服务行业高韧性，2021 年业绩增速稳健。2021 年 7 家民营医疗机构营收总和达到 329.5 亿元，同比增长 28%；归母净利润达到 20.3 亿元，同比下降 34%。2021 年我国疫情发展相对可控，处于点状式偶有发生的状态，影响范围也相对较小，因此，部分民营医疗公司 2021 年营收及净利润增速已恢复至疫情前水平，由此也可以看出民营医疗服务机构所具备的强运营能力，以及优越运营能力所带来的逆势增长的高韧性。**2022Q1 受疫情承压增速放缓。**随着新冠变异毒株 Omicron 的传染能力增强，截至 2022 年一季度，我国多地疫情出现反复，外加趋严的防控政策，较大程度上影响了民营医疗机构的运行。截至 2022Q1，上述 7 家民营医疗机构营收总和同比上升 8.0%；归母净利润同比下降 156.2%。**疫情下逆势扩张，疫情退去有望迎来强势反弹。**自 2019 年疫情以来，部分民营医疗机构资本开支仍处于高位，将疫情视为契机，实现高性价比的收购扩张，我们认为随着疫情影响的退去，内生外扩将带来相关板块的强势反弹。

图 58：2017-2021 年收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 59：2017-2021 净利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

7.2 政策确定性增强，强调民营医疗的补充作用

国常会明确支持社会办医，政策确定性增强。2022 年 3 月 16 号受到卫健委相关调研文件对市场情绪面影响，医疗服务指数受挫；同日国务院金融稳定发展委员会专题会议强调“有关部门需要切实承担起自身责任，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。”侧面表明了国家对民营医疗行业

的支持。此外，4月13日国常会专门指出“促进医疗健康、养老、托育等消费，支持社会力量补服务供给短板。”进一步明确了对社会办医的支持，进而打消对相关政策风险的担忧。

老龄化加剧我国医疗资源不足的现状。我国医疗资源不足，相比发达国家，我国每千人医生数仍处于相对较落后地位(2019年千人均1.79)，远落后于美国(2.59)、德国(4.21)、英国(2.81)、日本(2.41)，随着我国人口老龄化加剧，我国医疗资源不足的问题会进一步加剧。**一味扩建公立医院不能有效、可持续的解决以来资源不足的问题，反而会进一步导致医疗资源分布的不均。**全国卫生总费用占GDP比重从2009年的4.83%上升到2018年的6.4%，需要更有效、更可持续地提供医疗卫生服务，而不是一味地扩建公立医院。此外，我国医疗资源本就存在分布不均的情况，一味扩建公立医院将导致中心公立医院对医生资源的虹吸效应，从而导致医疗资源分布的进一步不均化；而公立三甲医院的扩建也会导致内部管理难度的增加导致医疗风险的增加。**因此，国家明确强调非公立医疗机构是我国医疗卫生服务体系不可或缺的重要组成部分。**

表 19：中美医疗资源紧张程度对比

	中国	美国
门诊患者平均接待时间(分钟)	5	15
门诊每周接诊患者数(人)	153	67

资料来源：2011年中国统计年鉴，《2011-2012年度美国医生薪酬调查》，民生证券研究院

强调社会办医对公立医疗体系的补充作用。随着我国人口老龄化的加剧，康复、护理、医养结合服务需求将大幅增加；此外，对于国家保基本以外的医疗服务需求，如眼科、牙科、消费医疗等专科领域的服务仍然紧缺。由此，我们看好与公立医院形成相互补充效应的相关细分领域。

7.3 量价齐升保障民营医疗高质量快速发展

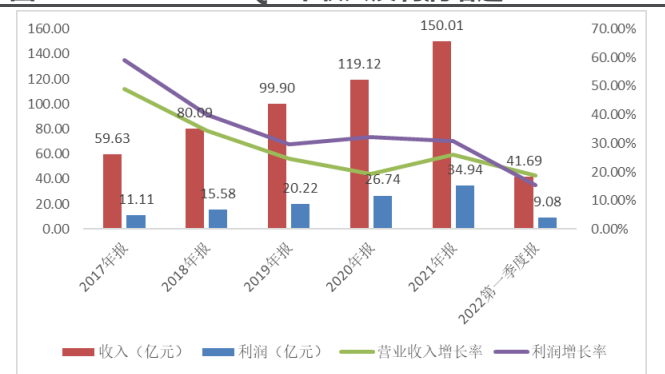
价升：来源于技术与服务的升级带来服务价格的提升，保障医院高质量发展。国家深化DRGs医保支付改革以及医疗服务价格体系改革，意在解决“以药养医”的问题、重申医疗服务的价值。因而，在医保层面，未来医疗服务价格将更多的与医疗服务复杂度、医疗技术的先进度相挂钩；而在消费者层面，医疗服务的价格将与消费者所接受的服务质量深度绑定。因此，不断升级自身医疗技术、优化业务结构、提升医疗服务质量与能力的医院未来将实现长期高质量的发展。

量升：1)内生：强化医院运营效率，提升单床、单椅产出；2)外扩：强化公司自建新院的能力以及并购整合能力，为公司增长带来新的驱动力。**内生外扩保障公司高速发展。**

7.3.1 爱尔眼科：量价齐升推动公司业务稳健发展，“1+8+N”模式打破未来成长天花板

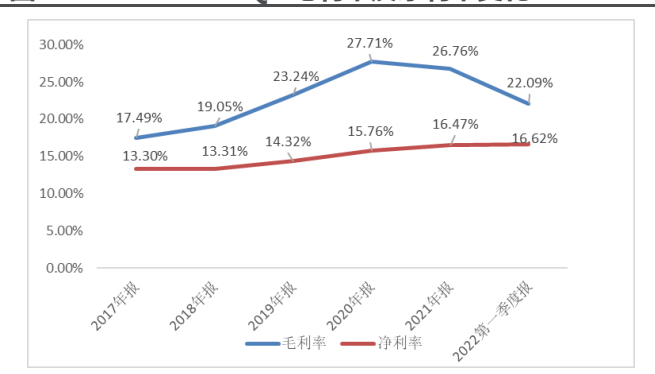
公司业绩增长稳健符合预期，强运营能力推动公司高质量发展。公司 2021 年实现营收 150.01 亿元 (yoy+25.93%) ;归母净利润达到 23.23 亿元 (yoy+34.78%) ;经营性现金流净额达到 4.84 亿元 (yoy+22.15%) ,为归母净利润的 1.76 倍,彰显公司优质的现金流管理能力。从季度层面看,公司 2021Q4 营收和归母净利润分别为 34.04 亿元 (yoy+1.7%) 以及 3.2 亿元 (yoy+79.9%) ,Q4 季度收入主要受到同期去年高基数的影响,而 2020 年末捐赠支出以及商誉减值等因素也导致了 2021Q4 净利润的高速增长,排除此类因素的影响,公司 2021Q4 扣非归母净利润为 6.08 亿元 (yoy+10.6%) ;2022Q1 实现营收 41.69 亿元 (yoy+18.7%) 归母净利润 6.11 亿元 (yoy+26.2%) ,2022 年 3 月我国多地受到疫情影响,公司业绩仍保持稳健增长,彰显了公司较强的运营管理能力。

图 60 : 2017-2022Q1 年收入及利润增速



资料来源:wind,民生证券研究院

图 61 : 2017-2022Q1 毛利率及净利率变化



资料来源:wind,民生证券研究院

量价齐升推动公司业务稳定发展。1)量:2021 年公司门诊量达到 1020 万人次 (yoy+35.1%) ,手术量 81.7 万例 (yoy+17.64%) ,在疫情反复的影响下,公司诊疗量仍旧实现稳步增长,体现了公司较强的运营管理能力;2)价:整体来看,公司医疗服务业务毛利率同比提升 0.88PCT 至 51.88% ,主要得益于公司规模效应以及业务结构的不断优化。其中,屈光业务在手术量快速增长的同时全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步提升;视光业务受益于国家近视防控战略的推动以及公司在相关方向的投入,视光服务品牌力逐步提升,视光产品品类不断升级,OK 镜、离焦镜产品销售实现快速增长。截至 2021 年底,公司屈光及视光业务毛利率分别同比增长 0.83% 以及 1.11% 达到 58.95% 以及 58.04%。量价齐升促进公司各项业务稳步发展:公司屈光、视光、白内障、眼前段、眼后段项分别实现营收 55.2 亿元 (yoy+26.9%) 、33.8 亿元 (yoy+37.7%) 、21.9 亿元 (yoy+11.7%) 、14.56 亿元 (yoy+21.29%) 以及 9.95 亿元 (yoy+21.69%)。

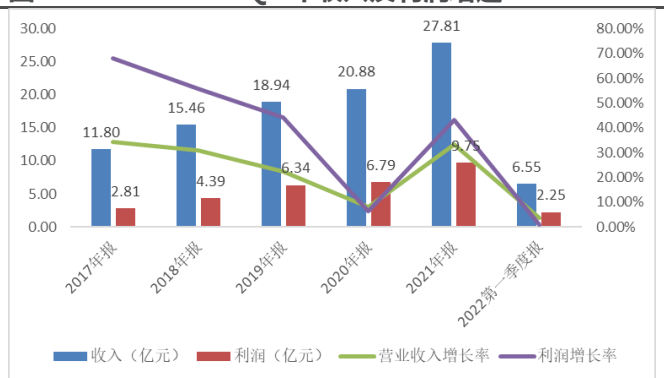
公司持续推进全国分级连锁建设,加强区域中心医院建设,打造“1+8+N”的多层级医院体系打破成长天花板。2021 年公司共完成收购 27 家医院的股权并实现控股,新增医院 2021Q1 利润贡献占比约 1%-2%。截至 2021 年底,公司境内医院 174 家、视光门诊 118 家,目前公司并购基金体内约有 400 多家眼科医院以及 100 多家视光门诊,后续将有更多机构被并入上市公司体内贡献营收及利润新的

增长点。报告期内，公司通过非公开发行 2.06 亿股份，募集资金不超过 36.5 亿元，用于打造“1+8+N”项目布局（1 个世界级眼科中心+8 个区域性国家级眼科中心+N 个省会城市眼科中心），多层次、多中心的建设有望打破各区域成长天花板，带动地级市及县级医院的长期发展。

7.3.2 通策医疗：一季报受疫情承压，蒲公英医院商业模式稳健，未来疫情改善有望带来业绩高速增长

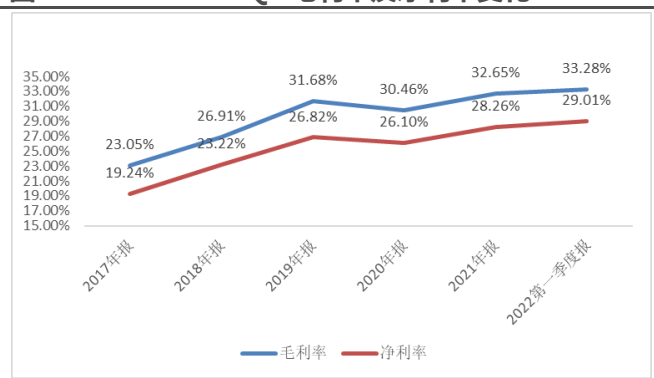
年报业绩符合预期，一季报受疫情影响短期承压。2021 年公司实现营收 27.81 亿元，同比增长 33.19%；归母净利润 7.03 亿元，同比增长 42.67%，公司 2021 年全年实现业绩高速增长。从季度层面看，2021Q1 实现营收 6.55 亿元（yoy+3.74%），实现归母净利润 1.66 亿元（yoy+1.25%），Q1 单季度受到 3 月浙江疫情影响较大，业绩低于预期。

图 62：2017-2022Q1 年收入及利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 63：2017-2022Q1 毛利率及净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

公司业务结构优化叠加门诊量提升；省内蒲公英医院建设稳步推进，省外存济口腔快速增长；公司业绩短期疫情承压，长期增长确定性高。量价齐升推动公司 2021 年业绩稳步增长。1) 价升：公司 2021 年医疗服务端收入达到 26.32 亿元（yoy+31.06%），占总收入的 94.67%，其中种植、正畸、儿科、修复、综合板块业务收入占比分别为 17%、21%、20%、16%以及 26%，而种植及正畸业务收入增速相对较高（分别为 yoy+38%以及 yoy+30%），高毛利种植、正畸项目占比进一步提升，公司业务结构优化。从利润端看，2021 年公司毛利率、净利率分别为 46.06%（yoy+0.89pct）以及 28.27%（yoy+2.17pct），盈利能力提升。2) 量升：2021 年公司门诊量达到 279.82 万人次（yoy+28%），其中，浙江省内 243 万人次（yoy+29%），省外 37 万人次（yoy+23%）。

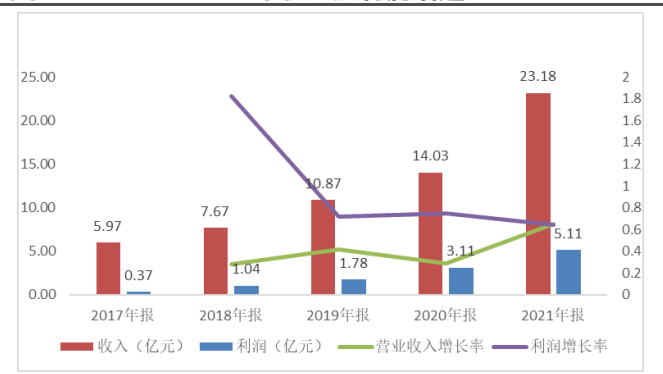
省内蒲公英医院建设稳步推进推动省内分院营收占比提升，省外存济口腔快速增长，未来有望并入上市公司体内成为营收增长新动力。截至 2021 年底，公司在浙江省内口腔医院 43 家，其中蒲公英医院达到 19 家，2021 年新增蒲公英医院 10 家，公司预计 2022 年新增蒲公英医院 21 家，省内蒲公英医院的快速扩张提升了省内区域分院营收占比，由 67%提升至 69%。目前，公司省外于武汉、西安以及

成都区域建设区域总院，其中，武汉存济口腔医院实现盈亏平衡，2021 年营收同比增长 63%，门诊量同比增长 82%；西安存济口腔运营优于武汉，未来有望装入上市公司体内成为新的营收增长点。**公司业务地域性较强，受 2022 年 Q1 浙江省疫情影响短期承压；长期来看蒲公英医院商业模式稳健，未来随着疫情相关情况的改善，有望带来业绩的高速增长。**2021 年省内医院营收 23.74 亿元 (+31.2%)，省外医院营收 2.59 亿元 (+30.0%)，公司营收主要集中于浙江省内，由于 2022 年 3 月浙江区域疫情反复以及防控政策的趋严导致公司体内部分医院阶段性停诊限流，门诊客流受到较大影响，短期对公司业绩承压。目前来看，公司蒲公英医院已有 9 家实现盈利，长期来看，蒲公英医院经过成长期有望进入投资回报期，为公司长期业绩发展提供新的驱动力。

7.3.3 海吉亚：公司内部运营体系高效，外部扩张模式成熟，未来内生外扩将带来公司业绩的持续发展

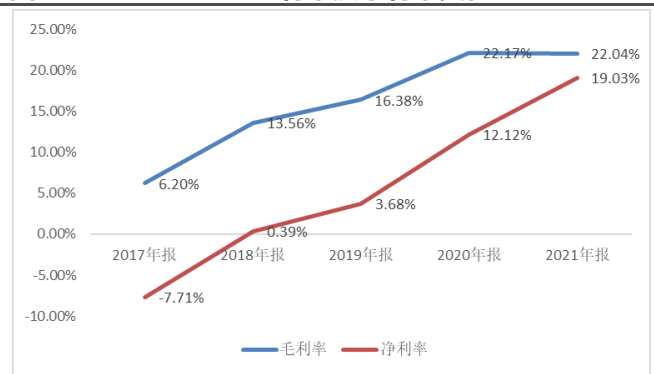
2021 年全年业绩略超预期，下半年业绩提振。2021 年公司实现营收 23.15 亿元人民币 (yoy+65.2%)、净利润 4.53 亿元 (yoy+156.0%)；经调整净利润（剔除股份支付薪酬开支、收购医院资产评估增值所产生的折旧及摊销以及非营利性医院改制资产评估增值所产生的收益）4.51 亿元 (yoy+42.5%)。2021 年下半年公司经营收入较上半年有明显提速 (yoy+79.8%)，其中医院业务收入贡献较多，同比增长 89.1%。

图 64：2017-2021 年收入及利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 65：2017-2021 毛利率及净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

医院业务的高速增长得益于公司现存医院的内生稳健增长，以及外扩并购医院贡献新的营收增长点。以业务拆分来看，公司医院业务实现营收 21.5 亿元 (yoy+73%)，其中，门诊端收入达到 7.41 亿元 (yoy+98.7%)，而住院收入 14.09 亿元 (yoy+61.9%)，而在公司精益的运营管理能力下，公司床位周转提升，公司年单床产出提升至 57.57 万元 (yoy+24.1%)。公司于 2021 年 4 月 28 日并入苏州永鼎医院；同年 7 月 7 日并入贺州广济医院。其中，永鼎医院 2021 年营收达到 4.1 亿元，就诊人次同比增长了 33% 达到 54 万人次；广济医院 2021 年营收达到 1.9 亿元，就诊人次同比增长了 15% 达到 28 万人次。公司并购整合能力优越，针对收购医院有一整套成熟的整合措施，永鼎医院以及广济医院自并购后均实现

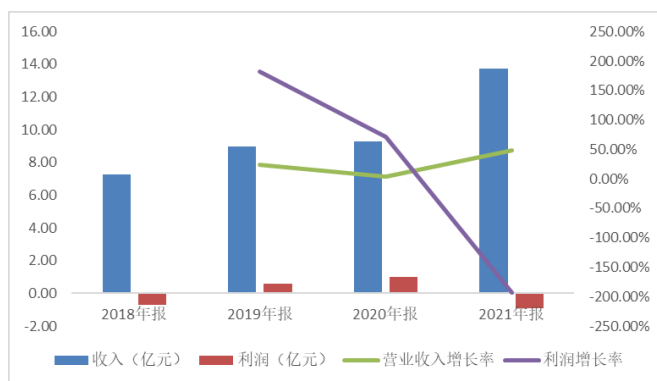
了毛利率的快速爬坡，分别提升 4%以及 10%。除去新并入医院的影响，公司原有医院营收同比增速为 24.7%，内生增速稳定。

公司以放疗业务为抓手，公司内部运营体系高效，外部扩张模式成熟，未来内生外扩将带来公司业绩的持续发展。公司大力布局第三方放疗中心，实行放疗业务先行的策略，积累当地患者、医生以及政府资源，为后续医院的建立夯实基础，未来公司即将投入运营 27 个新放疗中心。公司内部运营体系成熟，双院长制和模块化的管理保障新建医院的筹备周期和盈利周期显著低于行业平均。截至 2021 年底，公司旗下共计 10 家自有医院，**1) 内生增长**：存量医院二期工程正稳步推进。重庆、单县海吉亚医院二期，预计 2022 年底竣工，分别计划新增 1000 张及 500 张床位；成武海吉亚二期，预计 2023 年竣工，计划新增 350 张床位。**2) 外扩增长**：自建+并购模式扩展新院区带来业绩增长新动力。其中，自建方面，聊城海吉亚已于 2021 年底获取执业许可证，可开放 800 张床位；德州海吉亚和无锡海吉亚预计均于 2023 年底竣工；新签医院龙岩海吉亚和常熟海吉亚医院预计于 2024 年建设完成。此外，公司计划每年新并入 1-2 家医院。我们预计存量医院的二期扩建以及新建、并购模式取得的外延新扩院区将持续推动公司业绩高速发展。

7.3.4 固生堂：量升保障公司业绩增长，价升带来新的增长空间

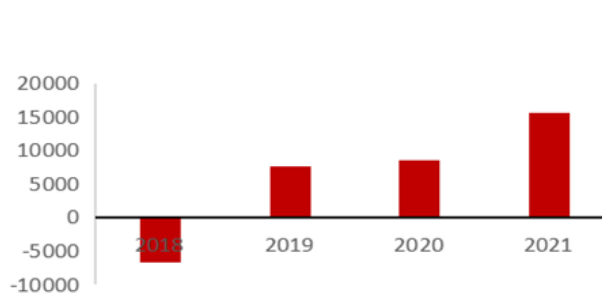
线上、线下业务营收增速双高，公司 2021 年业绩略超预期。2021 年营收达到 13.7 亿元 (yoy+48.3%)，净利润达到-5069 万元 (yoy+98%)，经调整净利润 (剔除优先股及以权益结算的期权成本) 达到 1.57 亿元 (yoy+85%)。线上、线下业务营收增速双高，线下业务同比增长 35%；线上业务增速尤为突出，线上业务同比增长 536%。其中，线上业务增速远高于线下业务主要是由于线上业务的低基数以及疫情的双重影响。

图 66：2017-2021 年收入及利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 67：2017-2021 经调整净利变化 (万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

量升：业绩高速增长来自于客户量的提升以及客户复诊频次的提升，未来自建+并购提速创业绩新增量。2021 年客户量达到 78.0 万人 (yoy+41%)，其中新增客户 52.7 万人 (yoy+45.6%)，就诊人次达到 276.1 万次 (yoy+54.5%)。次均就诊费用略降为 513 元，而平均人均消费达到 1818 元，同比增长 8.7%，次均就诊

费用下降，人均消费不降反增证实了患者的复诊率的提升。公司内生增长动力强劲，外延并购整合能力优越。截至 2021 年底，公司在全国范围内拥有 42 家门店，其中 10 家来自于自建，其余 32 家均来自于并购，公司并购回本周期约为 4 年，并购前后标的营收及利润实现高速增长。此外，公司计划未来每年新增 7-10 家门店。2022 年计划新增 10 家门店，其中北京 2 家、上海 2 家、深圳 1 家、苏州 2 家、南京 1 家。新进城市新增 2-3 家门店，计划率先进入郑州及杭州，后续可能在温州及厦门开展线下业务。

价升：公司通过业务结构优化有望实现高质量发展，未来计划大力发展院内制剂及保健食品提升消费频率，以此实现人均客单价的提升。公司还计划通过发展外治法以及增强自有医生的业绩占比，进一步降低公司人力成本，实现业绩的高质量发展。会员的人均客单价为非会员的 2 倍左右，因而公司计划通过家庭医生模式增加获客来源，并向会员业务导流实现会员业务的增长，从而带动人均客单价的提升。此外，公司计划利用自有平台及名医的优势大力发展院内制剂及保健食品，从而提升消费频次，进而提升客户人均客单，目前公司体内有 500 个常用方剂。

8 投资建议

我们认为本轮医药行业 Q1 业绩表现靓丽，高增长态势延续，除去本身新冠业务的加成，本身内生收入增长也体现了充足的成长动力，虽然短期受到疫情等因素的扰动，医药板块的盈利不确定增加，但长期看各项扰动因素都在逐步改善，结合当前医药板块的估值来看，投资价值显著，对行业仍然维持“推荐”评级。

具体到投资方向，我们认为从短、中、长期三个维度来看，短期需要关注前期因为上海疫情爆发和资本市场剧烈波动带来超跌的个股，当前估值处于底部，随着疫情恢复也将迎来恢复性反弹，主要集中在 API 行业和智能制造行业，如药石科技、司太立、东富龙、楚天科技等；中期需要关注基本面逻辑持续兑现，前期估值过高当前回调到位的个股，如键凯科技、百普赛斯；长期建议关注中国广阔消费市场的持续增长，看好消费服务的长期投资价值，如爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗等。

表 20：生物医药行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603520	司太立	48.72	1.32	2.02	2.73	49	24	18	暂无
300171	东富龙	35.66	1.32	1.63	2.06	38	22	17	暂无
688356	键凯科技	187.96	2.93	3.99	5.48	115	40	29	推荐
301080	百普赛斯	143.95	2.18	3.21	4.55	97	43	30	推荐
688050	爱博医疗	185.02	1.63	2.35	3.33	129	79	56	暂无
300015	爱尔眼科	33.47	0.43	0.56	0.73	98	60	46	暂无

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 5 月 11 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

9 风险提示

1) 行业整体收入不及预期。由于宏观环境，如疫情等，将影响整体行业的发货、销售等日常经营活动，行业收入将受到较大干扰，如 2022Q1 医药行业整体收入增速略有下滑，导致行业收入可能不及预期，进而影响行业投资策略。

2) 政策风险进一步加剧。政策扶植力度将影响行业发展的大方向，政策红利将有利于行业发展，若发展政策偏向则将影响行业内大部分企业的经营活动等。

3) 研发投入低于预期。医药行业研发投入将直接影响公司未来发展，尤其是创新药公司等，若低于预期则行业长期发展将受到阻碍。

插图目录

图 1：2017 年-2022 年 Q1 中国 CXO 企业收入、利润及同比增速	10
图 2：2021 年及 2022 年 Q1 CXO 企业收入同比增速	11
图 3：2010 年-2021 年中国 CXO 公司在建工程（单位：亿元）	12
图 4：2010 年-2021 年中国 CXO 公司固定资产（单位：亿元）	13
图 5：2010 年-2021 年中国 CXO 公司资本开支（单位：亿元）	13
图 6：2010 年-2021 年中国 CXO 公司员工总数	14
图 7：2017-2022Q1，上游企业的收入规模中位值低于整体医药行业（百万元）	15
图 8：2018-2022Q1，上游企业的收入增速中位值明显高于整体医药行业	15
图 9：2017-2022Q1，上游企业的毛利率中位值始终高于整体医药行业	16
图 10：2017-2022Q1，上游企业的归母净利润率中位值仍高于整体一高行业，且差距进一步拉大	17
图 11：2019 和 2020 年，上游企业的归母净利润增速明显	17
图 12：2017-2022Q1，上游企业销售费用率水平较低	18
图 13：2017-2022Q1，上游企业管理费用率不断优化	18
图 14：2017-2022Q1，上游企业研发支出较高	18
图 15：2017-2022Q1，上游企业财务费用率稳定	18
图 16：2017-2022Q1，上游企业存货率稳中有升	19
图 17：2018-2021 年，上游企业存货量同比增速在不断提升	19
图 18：2017-2021 年，4 家上游企业海外收入规模及占比（百万元）	19
图 19：2017-2021 年，整体医药行业海外收入占比 10%以上公司数目逐年稳步上升（个）	19
图 20：中药创新药研发费用率	21
图 21：中药创新药净利率水平	22
图 22：中药创新药市值（亿元）	22
图 23：中药注射剂企业营收（亿元）	23
图 24：中药注射剂归母净利润（亿元）	23
图 25：中药注射剂净利率	24
图 26：中药 OTC 企业营收（亿元）	25
图 27：中药 OTC 归母净利润（亿元）	25
图 28：中药 OTC 净利率	26
图 29：中药 OTC 销售费用率	26
图 30：中药消费品企业营收（亿元）及增速	27
图 31：中药消费品企业归母净利润（亿元）	27
图 32：中药消费品净利率	28
图 33：中药消费品销售费用率	28
图 34：2020-2022 年中医药政策多维度利好行业发展	32
图 35：中国中医大健康产业规模（十亿元）	32
图 36：高端制造各公司营收呈现稳定增长	33
图 37：高端制造各公司利润呈现稳定增长	33
图 38：行业内各公司研发费用高启，呼应高端制造属性	33
图 39：高端制造各公司营收呈现稳定增长	34
图 40：高端制造各公司利润呈现稳定增长	34
图 41：行业内各公司销售费用率整体呈下降趋势	34
图 42：全国疫情呈散点式偶发	35
图 43：国内新增确诊迅速得到控制	35
图 44：行业内各公司 22 年 Q1 存货同比增长显著（亿元）	35
图 45：行业内各公司 22 年 Q1 在建工程较 21 年度普遍快速攀升	36
图 46：高端制造多家公司应收账款显著增长	36
图 47：高端制造多家公司合同负债延续增长态势	36
图 48：22 年度高端制造行业各公司大幅度回调，利空因素充分反应	37
图 49：板块收入和利润（百万，%）	38
图 50：板块收入和利润（百万，%）	39
图 51：API 板块毛利率变化	39
图 52：中国化工产品价格指数（CCPI）	40
图 53：API 企业历年存货情况（百万）	41
图 54：应收账款（百万）	41

图 55 : USDCNY (美元对人民币汇率)	42
图 56 : 历年 API 企业研发人员数量	43
图 57 : API 企业在建工程情况 (百万)	43
图 58 : 2017-2021 年收入及增速	44
图 59 : 2017-2021 净利润增速	44
图 60 : 2017-2022Q1 年收入及利润增速	46
图 61 : 2017-2022Q1 毛利率及净利率变化	46
图 62 : 2017-2022Q1 年收入及利润增速	47
图 63 : 2017-2022Q1 毛利率及净利率变化	47
图 64 : 2017-2021 年收入及利润增速	48
图 65 : 2017-2021 毛利率及净利率变化	48
图 66 : 2017-2021 年收入及利润增速	49
图 67 : 2017-2021 经调整净利变化 (万元)	49

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1 : 2021Q1-2022Q1 各版块营业收入增速	3
表 2 : 2021Q1-2022Q1 各版块毛利增速	3
表 3 : 2021Q1-2022Q1 各版块归母净利润增速	4
表 4 : 2021Q1-2022Q1 各版块扣非归母净利润增速	4
表 5 : 2021Q1-2022Q1 各版块销售费用增速	5
表 6 : 2021Q1-2022Q1 各版块管理费用增速	5
表 7 : 2021Q1-2022Q1 各版块财务费用增速	6
表 8 : 2021Q1-2022Q1 各版块应收账款增速	6
表 9 : 2021Q1-2022Q1 各版块存货增速	7
表 10 : 2021Q1-2022Q1 各版块固定资产净值增速	7
表 11 : 2021Q1-2022Q1 各版块在建工程增速	7
表 12 : 2021Q1-2022Q1 各版块经营性现金流增速	8
表 13 : 各子版块收入同比增速	11
表 14 : 生命科学产业链上游重点标的收入端分析	16
表 15 : 上游 5 家企业先后在海外成立了子公司	20
表 16 : 新冠治疗中成药推荐	29
表 17 : 高端制造行业设备和耗材市场潜力较大	36
表 18 : 板块标的处于历史低位, 远低于历史平均水平	37
表 19 : 中美医疗资源紧张程度对比	45
表 20 : 生物医药行业重点关注个股	51

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001