

医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

板块迎来大拐点，未来行情转向业绩弹性

投资逻辑

医药板块上市公司 2022 年年报和 2023 年一季报陆续出炉，板块内上市公司克服 2022 年诸多挑战，整体上实现了平稳发展和增长。2023 年一季度特别是 2 月及以后，国内常规医疗秩序逐步恢复，院内诊疗和消费医疗开始回到正常发展轨道，Q1 业绩面呈现明显恢复态势。但考虑一月春节及其他环境因素影响，一季度医药板块业绩增长并未恢复到全速水平。

考虑二季度常规医药医疗秩序的进一步修复和恢复，医药医保政策预期趋于稳定，以及 2022Q2 的低基数效应，我们认为 2023 年二季度开始医药板块上市公司业绩绝对体量和同比增速都将进入加速提升时期，这种恢复将至少持续 4 个季度以上。伴随着这种变化，我们认为医药板块的投资机会也将更多由估值性机会（主题叙事、估值提升、偏防守避险）转向业绩面机会（业绩改善驱动、性价比投资），积极看好业绩改善弹性大、估值性价比高的细分领域和板块，如生物制品、仿制药和原料药、院内器械耗材和诊断、医疗服务、连锁药房、创新药、CXO 等。

医疗服务：龙头企业一季度业绩亮眼，政策预期温和看好板块 Q2 机会。OK 镜集采相对温和，诊疗服务反弹动力十足，龙头企业业绩显著提升。口腔医疗服务种植牙集采陆续落地，前期积累消费需求释放可期。

生物制品：负面影响基本出清，一季度复苏趋势强劲。生长激素&干扰素：疫情影响一季度基本出清，增长节奏逐渐恢复。

血液制品：供需有望双重反转，一季度业绩增速显著。疫苗：把握复苏主线，关注流感及带状疱疹疫苗放量

消费医疗：线下消费疫后逐步恢复中，看好二季度业绩进一步兑现。医美：弹性需求逐步释放，看好头部企业业绩提振。

中药：持续看好中医药行业发展，业绩确定性较高。药店：行业增长确定性高，龙头 2023 年业绩有望持续兑现。

药品行业：诊疗与手术恢复利好仿制与原料药，创新药迎来景气度拐点。

医疗器械与高值耗材：院内诊疗需求逐步修复，板块实现可观业绩增长。一季度板块增长趋势延续，收入利润实现双位数增长。企业进一步加大研发投入，技术创新支撑行业长期稳定增长

体外诊断：常规业务修复稳健，二季度有望加速复苏。体外诊断一季度逐步修复，院内业务恢复常态化。看好高国产替代赛道优质企业，医疗基建设备放量周期仍在持续。

CXO：历史底部，板块增长稳健，静待估值修复。后市展望订单充裕，业绩确定性较强。

上游供应链：制药设备业绩良好产品更新，科学装备重磅研发蓄势未来。2022 年制药装备行业稳健增长，产品矩阵不断丰富。

投资建议与估值

我们积极看好业绩改善弹性大、估值性价比高的细分领域和板块，如生物制品、仿制药和原料药、院内器械耗材和诊断、医疗服务、连锁药房、创新药、CXO 等。

重点公司：爱尔眼科、迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、长春高新。

风险提示

新冠疫情反复影响院内诊疗恢复的风险、相关领域控费政策导致价格下降风险、新产品销售不及市场预期风险。

医药板块上市公司 2022 年年报和 2023 年一季报陆续出炉，板块内上市公司克服 2022 年诸多挑战，整体上实现了平稳发展和增长。2023 年一季度特别是 2 月及以后，国内常规医疗秩序逐步恢复，院内诊疗和消费医疗开始回到正常发展轨道，Q1 业绩面呈现明显恢复态势。但考虑一月春节及其他环境因素影响，一季度医药板块业绩增长并未恢复到全速水平。

考虑二季度常规医药医疗秩序的进一步修复和恢复，医药医保政策预期趋于稳定，以及 2022Q2 的低基数效应，我们认为 2023 年二季度开始医药板块上市公司业绩绝对体量和同比增速都将进入加速提升时期，这种恢复将至少持续 4 个季度以上。伴随着这种变化，我们认为医药板块的投资机会也将更多由估值性机会（主题叙事、估值提升、偏防守避险）转向业绩面机会（业绩改善驱动、性价比投资），积极看好业绩改善弹性大、估值性价比高的细分领域和板块，如生物制品、仿制药和原料药、院内器械耗材和诊断、医疗服务、连锁药房、创新药、CXO 等。

医疗服务：龙头企业一季度业绩亮眼，政策预期温和看好板块 Q2 机会

多家医疗服务企业一季报披露亮眼业绩，充分验证行业已重回正常增长轨道，前期回调创造板块投资机会，在行业政策预期趋于稳定的大背景下，建议积极把握二季度反弹机会。

图表1：医疗服务板块部分公司年报业绩情况

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	2022	2021	2019	22VS21	22VS19	2022	2021	2019	22VS21	22VS19	2022	2021	2019	22VS21	22VS19
爱尔眼科	161.1	150.0	99.9	7%	61%	25.2	23.2	13.8	9%	83%	29.2	27.8	14.3	5%	104%
华厦眼科	32.3	30.6	24.6	6%	32%	5.1	4.5	2.2	13%	135%	5.4	4.8	1.9	13%	178%
通策医疗	27.2	27.8	18.9	-2%	44%	5.5	7.0	4.6	-22%	18%	5.3	6.7	4.5	-22%	16%
海吉亚医疗	32.1	23.2	10.9	38%	195%	4.8	4.4	0.4	8%	1099%	-	-	-	-	-
美年健康	85.3	91.6	85.3	-7%	0%	-5.3	0.6	-8.7	-931%	-	-5.7	0.7	-8.7	-881%	-
国际医学	27.1	29.2	9.9	-7%	174%	-11.8	-8.2	-4.0	-	-	-11.2	-7.5	-4.7	-	-
三星医疗	91.0	70.2	67.4	30%	35%	9.5	6.9	10.4	37%	-8%	10.6	5.2	7.2	104%	48%
普瑞眼科	17.3	17.1	11.9	1%	45%	0.2	0.9	0.5	-78%	-58%	0.2	0.9	0.6	-78%	-67%
固生堂	16.3	13.7	9.0	18%	81%	1.8	-5.1	-1.5	-	-	-	-	-	-	-
盈康生命	11.6	10.9	5.7	6%	102%	-6.0	-3.6	-7.0	-	-	-6.0	-4.7	-7.1	-	-
何氏眼科	9.6	9.6	7.5	-1%	28%	0.3	0.9	0.8	-62%	-59%	0.3	0.8	0.7	-64%	-59%
朝聚眼科	9.9	10.0	7.2	-1%	38%	1.9	1.6	0.8	16%	148%	-	-	-	-	-

来源：Wind，国金证券研究所

图表2：医疗服务板块部分公司一季报业绩情况

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
爱尔眼科	50.2	41.7	22.4	20%	124%	7.8	6.1	3.0	28%	162%	7.5	6.2	2.7	21%	177%
华厦眼科	9.3	8.1	-	15%	-	1.5	1.1	-	34%	-	1.5	-	-	-	-
通策医疗	6.7	6.5	3.9	3%	71%	1.7	1.7	0.9	1%	78%	1.6	1.6	0.9	0%	76%
美年健康	21.0	13.5	12.8	55%	64%	-1.7	-4.3	-1.2	-	-	-1.8	-4.5	-2.7	-	-
国际医学	10.6	3.0	2.2	247%	381%	-0.7	-4.3	0.3	-	-363%	-1.0	-4.1	0.1	-	-1518%
三星医疗	22.5	19.8	13.5	13%	67%	2.7	1.6	2.3	64%	19%	2.7	2.0	1.2	32%	113%
普瑞眼科	6.5	4.7	-	39%	-	1.6	0.4	-	335%	-	0.7	0.4	-	92%	-
盈康生命	3.6	2.7	1.1	35%	239%	0.4	0.2	0.0	64%	4467%	0.4	0.3	0.0	53%	3660%
何氏眼科	3.1	2.4	-	27%	-	0.6	0.3	-	118%	-	0.6	0.3	-	113%	-

来源：Wind，国金证券研究所

OK 镜集采相对温和，诊疗服务反弹动力十足，龙头企业业绩显著提升。4 月 10 日，河北省牵头的三明采购联盟集采文件公布，其中 OK 镜集采报量为 14342 片，整体片数相对较少，预计落地温和。目前我国青少年近视率较高，近视人口基数较大，教育部印发文件，加强青少年近视防控工作，行业仍存在较大提升空间。此外，随着疫情影响逐步消退，医院门诊量、手术量陆续恢复，此前承压的眼科疾病诊疗业务已进入反弹窗口，在去年低基数的基础上，板块内公司二季度业绩增长值得重点关注。

口腔医疗服务种植牙集采陆续落地，前期积累消费需求释放可期。种植牙集采高度强调技耗分离与医务人员技术劳动价值，随着调价的陆续落地，叠加线下诊疗活动正常化，种植牙消费需求有望得到释放。二三季度口腔医疗服务机构逐步进入业务高峰期，后续增长动力强劲。

我们持续看好医疗行业长期成长前景，建议积极关注具备良好竞争格局的头部企业，重点公司：爱尔眼科、华厦眼科、何氏眼科、海吉亚医疗、通策医疗、锦欣生殖、固生堂等。

生物制品：负面影响基本出清，一季度复苏趋势强劲

生长激素&干扰素：疫情影响一季度基本出清，增长节奏逐渐恢复

22 年由于各方面不确定性因素，生长激素及干扰素的销售及新患入组工作受到了相当程度影响，开年以来，随着线下诊疗活动的逐渐恢复，相关负面影响于一季度基本出清，患者用药及新患入组工作逐渐正常开展，Q2 有望呈现强复苏节奏，其业绩弹性值得重点把握。

血液制品：供需有望双重反转，一季度业绩增速显著

2022 年血液制品企业整体收入增长稳健，其中天坛生物、华兰生物、博雅生物 2022 年营业收入分别为 42.61 亿元、45.17 亿元、27.59 亿元，同比增长 4%、2%、4%；归母净利润分别为 8.81 亿元、10.76 亿元、4.32 亿元，同比增长 16%、-17%、25%。

2023 年一季度，受管控措施调整、线下诊疗活动逐步恢复等因素影响，血液制品院端需求迅速增加，静丙、白蛋白等品种库存基本消化，头部血液制品企业一季度业绩均实现较高幅度同比增长；其中天坛生物、华兰生物、博雅生物 2023 年一季度营业收入分别为 12.92 亿元 (+83%)、8.81 亿元 (+37%)、8.06 亿元 (+23%)，实现归母净利润 2.62 亿元 (+109%)、3.52 亿元 (+50%)、1.70 亿元 (+64%)。

从供给端看，近年来我国采浆量整体呈持续增长态势，根据天坛生物、博雅生物投资者关系文件，2022 年我国采浆量约 10000 吨，增速约 6%。过去一年内，行业内头部企业开设新浆站工作稳步推进，其中天坛生物目前在营单采血浆站（含分站）数量达 70 家，较上年增加 12 家，此外公司尚有筹建浆站 32 家；华兰生物目前共有 32 家单采血浆站，较上年增加 7 家。未来随着头部企业新批浆站的逐步落地、浆站数量增加及采浆业务恢复，行业供给有望持续改善。

从需求端看，各地过峰客观推动了血制品的医患教育，叠加院内诊疗手术恢复，血制品需求有望持续提升。我们预计 23 年随着供需两端的增长，血制品行业基本面有望迎来疫后复苏，持续看好血制品行业未来发展潜力。

图表3：部分生物制品公司2022年主要财务数据

公司	21年收入	22年收入	yoy (%)	21年归母净利润	22年归母净利润	yoy (%)	21年毛利率	22年毛利率	22VS21	21年销售费用率	22年销售费用率	22VS21	21年管理费用率	22年管理费用率	22VS21	21年研发费用率	22年研发费用率	22VS21
天坛生物	41.12	42.61	4%	7.60	8.81	16%	47.5%	49.1%	1.5pct	6.6%	6.2%	-0.4pct	11.2%	11.4%	0.2pct	3.2%	2.9%	-0.3pct
华兰生物	44.36	45.17	2%	12.99	10.76	-17%	68.7%	66.1%	-2.7pct	17.5%	20.6%	3.1pct	11.4%	13.3%	1.8pct	5.7%	7.0%	1.3pct
博雅生物	26.51	27.59	4%	3.45	4.32	25%	57.0%	54.7%	-2.3pct	29.0%	25.2%	-3.8pct	9.9%	10.1%	0.2pct	2.2%	1.8%	-0.4pct
智飞生物	306.52	382.64	25%	102.09	75.39	-26%	49.0%	33.6%	-15.4pct	6.0%	5.8%	-0.1pct	2.8%	3.2%	0.4pct	1.8%	2.2%	0.4pct
康泰生物	36.52	31.57	-14%	12.63	-1.33	-111%	73.0%	84.2%	11.2pct	15.8%	34.4%	18.6pct	16.6%	32.7%	16.1pct	9.7%	25.4%	15.7pct
华兰疫苗	18.30	18.26	0%	6.21	5.20	-16%	87.9%	88.1%	0.2pct	31.9%	37.3%	5.4pct	11.4%	12.6%	1.2pct	7.9%	7.4%	-0.5pct
百克生物	12.02	10.71	-11%	2.44	1.82	-25%	88.3%	87.2%	-1.1pct	37.7%	38.4%	0.7pct	22.1%	25.9%	3.9pct	13.0%	12.5%	-0.5pct
金迪克	3.92	3.18	-19%	0.82	0.42	-50%	85.4%	84.1%	-1.3pct	29.6%	33.8%	4.1pct	21.7%	29.2%	7.5pct	9.0%	10.2%	1.2pct
长春高新	107.47	126.27	17%	37.57	41.40	10%	87.6%	88.0%	0.4pct	28.5%	30.1%	1.6pct	14.1%	17.3%	3.2pct	8.2%	10.8%	2.6pct
安科生物	21.69	23.31	7%	2.07	7.03	240%	80.1%	78.4%	-1.7pct	37.5%	31.5%	-6.0pct	13.8%	13.1%	-0.7pct	7.7%	7.1%	-0.6pct
特宝生物	11.32	15.27	35%	1.81	2.87	58%	88.9%	88.9%	0.0pct	52.8%	46.1%	-6.7pct	16.3%	18.9%	2.6pct	7.2%	9.8%	2.6pct

来源：Wind，国金证券研究所

图表4: 部分生物制品公司23Q1主要财务数据

公司	22Q1收入	23Q1收入	yoy (%)	22Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy (%)	22Q1毛利 率	23Q1毛利 率	23Q1VS22 Q1
天坛生物	7.05	12.92	83%	1.25	2.62	109%	48.3%	46.0%	-2.3pct
华兰生物	6.41	8.81	37%	2.34	3.52	50%	60.5%	63.1%	2.5pct
博雅生物	6.55	8.06	23%	1.04	1.70	64%	54.6%	47.4%	-7.2pct
智飞生物	88.41	111.73	26%	19.23	20.32	6%	33.7%	30.3%	-3.4pct
康泰生物	8.71	7.48	-14%	2.74	2.05	-25%	86.0%	85.9%	0.0pct
华兰疫苗	0.15	1.45	893%	-0.01	0.94	同比扭亏	98.4%	100.2%	1.8pct
百克生物	1.38	1.79	30%	0.17	0.18	6%	89.2%	85.9%	-3.3pct
金迪克	0.12	1.06	752%	-0.03	0.36	同比扭亏	89.3%	84.8%	-4.5pct
长春高新	29.75	27.78	-7%	11.38	8.57	-25%	92.3%	87.9%	-4.3pct
安科生物	5.33	5.94	11%	1.73	1.86	7%	80.5%	75.3%	-5.2pct
特宝生物	3.45	4.19	22%	0.57	0.84	47%	89.4%	91.0%	1.6pct

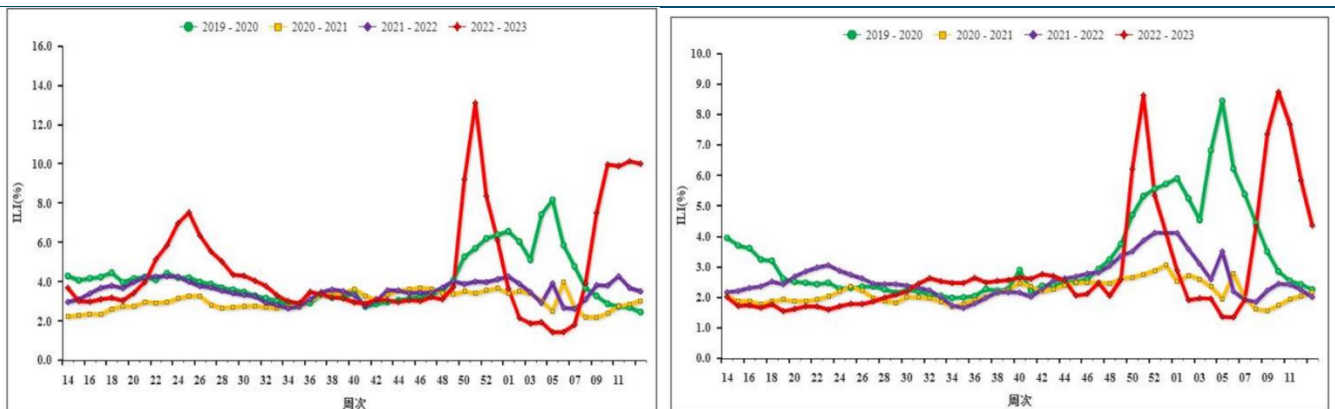
来源: Wind, 国金证券研究所

疫苗: 把握复苏主线, 关注流感及带状疱疹疫苗放量

2022 年疫苗接种及线下宣传推广工作均受到一定影响, 此外由于部分企业非常规疫苗业务出现较大幅度下滑, 疫苗企业 22 年业绩受到一定程度拖累。

开年以来随着疫苗接种点工作恢复正常, 重点关注疫苗企业常规疫苗业务增长, 我们预计随着线下销售及推广的活动恢复、人民健康意识的提高, 二类苗业务将于 23 年实现反转, 其中流感疫苗、带状疱疹疫苗等品种值得重点关注。

图表5: 2023 年 Q1 我国南/北方省份哨点医院报告的流感样病例%高于近三年同期水平



来源: 中国疾控中心, 国金证券研究所

生物制品板块重点标的: 特宝生物、长春高新、天坛生物、华兰生物、百克生物、智飞生物、金迪克等

消费医疗: 线下消费疫后逐步恢复中, 看好二季度业绩进一步兑现

医美: 弹性需求逐步释放, 看好头部企业业绩提振

2 月以来恢复态势明显, 带动一季度超预期。2 月以来线下门店运营有序恢复, 医美线下消费逐步复苏, 明星产品嗨体、潜力新品濡白天使均实现快速放量, 爱美客一季度业绩超预期。

展望二季度, 医美旺盛需求有望持续, 叠加新品推广力度加大, 有望进入快速放量期, 建议重点关注产品渗透率能不断提高, 业绩增速确定性高、业绩增速快的医美产品龙头企业, 如爱美客、华东医药, 华熙生物等。

图表6: 医美板块部分公司业绩情况

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19
医美板块															
爱美客	19.4	14.5	5.6	34%	248%	12.6	9.6	3.1	32%	314%	12.0	9.1	3.0	31%	303%
贝泰妮	50.1	40.2	19.4	25%	158%	10.5	8.6	4.1	22%	155%	9.5	8.1	3.9	17%	143%
华熙生物	63.6	49.5	18.9	29%	237%	9.7	7.8	5.9	24%	66%	8.5	6.6	5.7	28%	50%
华东医药	377	346	354	9%	6%	25.0	23.0	28.1	9%	-11%	24.1	21.9	25.7	10%	-6%
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
医美板块															
爱美客	6.3	4.3		46%		4.1	2.8		48%		3.9	2.7		46%	
贝泰妮	8.6	8.1		7%		1.6	1.5		8%		1.3	1.2		2%	
华熙生物	13.1	12.5	3.6	4%	267%	2.0	2.0	1.1	0%	87%	1.5	1.8	1.1	-17%	39%
华东医药	101	89	97	13%	4%	7.6	7.0	9.1	7%	-17%	7.6	7.0	8.6	8%	-12%

来源: Wind, 国金证券研究所

中药: 持续看好中医药行业发展, 业绩确定性较高

国家鼓励支持态度明确, 实质性利好政策逐步落地。2月10日颁布的《中医药注册管理专门规定》注册及疗效评价更加灵活; 2月28日发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》统筹部署8项重点工程, 26个建设项目, 全方位推动中药行业振兴。中药顶层设计逐步完善的同时, 更多实质性利好政策逐步落地, 推动中医药行业发展。

我们持续看好中医药未来业绩确定性和中药板块后续发展: 1) 板块政策风险小, 集采思路逐步清晰, 预计降幅相对温和, 避险价值较强; 2) 新版《国家基本药物目录》预期逐步落地, 部分中药品种有望放量带动公司业绩; 3) 赛道内上市公司治理改善, 盈利能力有望提升。

建议重点把握业绩弹性突出的优质品种, 如康缘药业、达仁堂、太极集团等。

图表7: 中药板块主要公司业绩情况

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19
片仔癀	87	80	57	8%	52%	25	24	14	2%	80%	24.8	24.1	13.5	3%	83%
华润三九	181	153	147	18%	23%	24	20	21	20%	16%	22.2	18.5	12.0	20%	85%
云南白药	365	364	297	0%	23%	30	28	42	7%	-28%	32.3	33.4	22.9	-3%	41%
同仁堂	154	146	133	5%	16%	14	12	10	16%	45%	14.0	12.1	9.2	16%	51%
达仁堂	82	69	70	19%	18%	9	8	6	12%	38%	7.7	7.4	6.0	4%	29%
以岭药业	125	101	58	24%	115%	24	13	6	76%	289%	23.2	12.6	5.6	84%	318%
步长制药	150	158	143	-5%	5%	-17	13	19	-229%	-185%	-17.3	-1.9	17.8	-245%	-197%
东阿阿胶	40	38	30	5%	37%	7.8	4.4	-4.4	77%	276%	7.0	3.5	-5.4	99%	-230%
红日药业	67	77	50	-13%	33%	6.2	6.9	4.0	-9%	55%	5.7	6.8	3.9	-16%	48%
天士力	86	80	190	8%	-55%	-2.6	23.6	10.0	-111%	-126%	7.2	6.1	9.5	19%	-24%
康缘药业	44	36	46	19%	-5%	4.3	3.2	5.1	36%	-14%	3.9	3.0	4.9	31%	-19%
太极集团	141	121	116	16%	21%	3.5	-5.2	-0.7	-167%	-594%	3.7	-7.0	-1.6	-153%	-334%
马应龙	35	34	27	4%	31%	4.8	4.6	3.6	3%	33%	4.6	4.3	3.2	7%	44%
佐力药业	18	15	9	24%	98%	2.7	1.8	0.3	52%	967%	2.6	1.7	0.2	53%	1486%
江中药业	38	29	24	33%	56%	6.0	5.1	4.6	18%	29%	5.1	4.2	4.3	19%	17%
昆药集团	83	83	81	0%	2%	3.8	5.1	4.5	-25%	-16%	2.5	2.8	3.3	-10%	-24%
寿仙谷	8.3	7.7	5.5	8%	52%	2.8	2.0	1.2	38%	124%	2.5	2.0	1.0	27%	142%
九芝堂	30	38	32	-20%	-5%	3.6	2.7	1.9	33%	87%	1.2	2.4	1.5	-51%	-23%
羚锐制药	30	27	22	11%	39%	4.7	3.6	2.9	29%	58%	4.1	3.5	2.8	15%	44%
健民集团	36	33	22	11%	63%	4.1	3.2	0.9	26%	345%	3.7	3.0	0.8	24%	350%
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
片仔癀	26	23	15	12%	77%	7.7	6.9	4.0	12%	90%	7.7	6.8	4.0	14%	91%
华润三九	64	42	35	51%	82%	11.5	8.4	11.7	37%	-1%	11.3	8.0	4.4	42%	160%
云南白药	105	94	70	11%	51%	15.2	9.1	8.5	66%	79%	14.0	13.2	7.5	6%	86%
同仁堂	51	40	39	30%	32%	5.2	4.0	3.5	31%	50%	5.2	4.0	3.4	31%	51%
达仁堂	22	19	18	14%	23%	4.0	2.0	1.9	101%	111%	3.9	2.0	1.7	99%	130%
以岭药业	39	27	15	45%	154%	12.0	4.8	2.9	148%	317%	11.8	4.9	2.8	140%	322%
步长制药	35	32	29	10%	22%	4.6	4.3	2.8	6%	60%	3.8	2.8	2.8	35%	34%
东阿阿胶	10.7	8.9	12.9	20%	-17%	2.3	1.1	3.9	101%	-41%	2.1	0.9	3.7	132%	-42%
红日药业	17	17	10	-4%	59%	1.8	2.4	1.8	-26%	0%	1.6	2.0	1.8	-23%	-11%
天士力	21	19	46	11%	-54%	2.7	-5.6	4.5	-148%	-41%	2.8	2.3	4.0	20%	-30%
康缘药业	14	11	11	25%	25%	1.4	1.1	1.1	29%	27%	1.4	1.1	1.1	31%	28%
太极集团	44	35	31	26%	43%	2.3	0.2	1.1	1080%	124%	2.4	0.7	0.3	235%	821%
马应龙	8.3	9.5	6.1	-12%	37%	1.9	1.4	1.3	36%	41%	1.4	1.4	1.1	3%	29%
佐力药业	5.0	4.4	2.0	13%	144%	1.0	0.7	0.1	42%	800%	1.0	0.7	0.1	42%	796%
江中药业	13.2	9.3	5.4	41%	145%	2.4	1.8	1.3	31%	90%	2.2	1.7	1.2	30%	90%
昆药集团	19.1	23.6	17.8	-19%	7%	1.3	1.1	1.0	14%	27%	1.0	1.1	0.8	-3%	30%
寿仙谷	2.1	2.0	1.7	1%	25%	0.6	0.6	0.4	6%	45%	0.6	0.5	0.4	5%	48%
九芝堂	10.9	12.0	9.3	-9%	17%	1.6	1.2	0.8	31%	101%	1.6	1.1	0.7	41%	145%
羚锐制药	7.9	6.8	5.8	16%	36%	1.4	1.3	1.0	10%	43%	1.4	1.0	0.9	32%	54%
健民集团	10.1	9.2	5.2	10%	97%	1.0	0.9	0.3	12%	268%	0.9	0.8	0.2	13%	264%

来源: Wind, 国金证券研究所

药店：行业增长确定性强，龙头 2023 年业绩有望持续兑现

行业增长确定性强：1) 药店同店增长有望恢复：2021-2022 年药店实际经营受到负面影响（四大品类下架、部分地区闭店），今年相关影响已大幅消除，预计同店增长将超过 19 年水平。2) 次新店利润释放，2021 年头部上市公司门店增速较快，2023 年该部分门店有望接近和达到盈亏平衡点，逐步释放利润。3) 2023 年头部药房有望外延加速，行业集中度持续提升。

医保相关改革逐步落地，有望强化龙头逻辑。药店门诊统筹服务将加速推进，从而加速处方药外流，带动药品销售与客流向院外市场流转；同时，高要求与严标准之下，头部药房竞争力更强（头部企业自 21 年起陆续完成医保系统切换），有利于获取更多行业增量市场。

图表8：药店板块主要公司业绩情况

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19
药店板块															
益丰药房	199	153	103	30%	94%	12.7	8.9	5.4	43%	133%	12.3	8.6	5.4	43%	129%
老百姓	202	157	117	29%	73%	7.8	6.7	5.1	17%	54%	7.4	5.7	4.8	29%	54%
大参林	212	168	111	27%	91%	10.4	7.9	7.0	31%	47%	10.1	7.2	6.9	41%	46%
一心堂	174	146	105	19%	66%	10.1	9.2	6.0	10%	67%	9.9	9.0	5.9	10%	67%
漱玉平民	78.2	53.2	34.7	47%	126%	2.3	1.1	1.1	100%	106%	2.2	1.0	1.0	115%	117%
健之佳	75.1	52.3	35.3	44%	113%	3.6	3.0	1.7	21%	116%	3.6	2.8	1.7	28%	115%
华人健康	32.6	23.4	15.2	39%	114%	1.6	0.7	0.5	131%	209%	1.5	0.6	0.5	147%	184%
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
药店板块															
益丰药房	53	41	25	27%	113%	3.4	2.7	1.5	24%	129%	3.2	2.7	1.4	21%	126%
老百姓	54	41	27	31%	99%	2.9	2.4	1.6	20%	83%	2.8	2.2	1.5	30%	93%
大参林	59	47	26	27%	131%	5.0	3.8	1.8	29%	170%	5.0	4.0	1.8	26%	181%
一心堂	44	40	26	11%	71%	2.4	1.8	1.8	33%	37%	2.4	1.6	1.7	47%	40%
漱玉平民	20.7	15.9		31%		0.6	0.5		30%		0.6	0.5		14%	
健之佳	21.7	14.5		49%		0.8	0.3		160%		0.7	0.4		113%	
华人健康	8.5	6.8		25%		0.3	0.2		91%		0.3				

来源：Wind，国金证券研究所

药品行业：诊疗与手术恢复利好仿制与原料药，创新药迎来景气度拐点

复盘 2022 年与 2023 年 1 季度 A 股药品板块业绩，行业处于院内修复与创新驱动高增长的双重推动下，未来景气确定性向上。

诊疗秩序恢复，手术量有望长期增长，仿制药集采预期趋于稳定，医保新药开始放量。23Q1 医院逐步恢复正常诊疗活动，医院手术量将恢复增长，带动药品的销量增长；一致性评价、带量采购、MAH 等政策逐步常态化，政策预期趋于稳定；医保谈判持续加速创新药放量，多款独家创新药产品经过谈判纳入国家医保目录，从样本医院销售数据来看，总体销售额实现了高速稳定的增长。

仿制药全球供应市场向亚太转移，原料药企业制剂一体化成为趋势。全球老龄化、原研药专利到期拉动了全球仿制药市场不断增长，由于欧美环保政策和成本压力等因素，仿制药产业链向亚太转移，中印凭借自身优势不断扩大在欧美市场份额。中国有着完备的化工基础和配套产业链，原料药成本与质量有望对印度取得竞争优势。仿制药集采后看好上游企业（中间体、原料药）的前向一体化拓展，随着原料药企业对 API、制剂注册、工艺、GMP 的逐步突破，国内制剂一体化公司有望逐步打造国际竞争力。

政策资本加速合成生物学行业发展，下游医药、化工逐渐实现产业化。根据 Markets and Markets 预测，2026 年全球合成生物学市场规模将达到 307 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 26.5%。根据 SynbioBeta 的数据，合成生物学融资从 2011 年的 4 亿美元增长至 2020 年的 78 亿美元，CAGR37%。在资本市场和各国政策支持下，预计全球合成生物学行业即将加速发展。

图表9: 药品板块部分公司业绩情况

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19
恒瑞医药	212.8	259.1	232.9	-18%	-9%	39.1	45.3	53.3	-14%	-27%	34.1	42.0	49.8	-19%	-32%
人福医药	223.4	205.5	221.6	9%	1%	24.8	13.2	8.0	89%	210%	15.5	10.1	5.4	54%	188%
华润双鹤	94.5	91.1	93.8	4%	1%	11.6	9.4	10.6	24%	10%	10.9	8.7	9.9	25%	10%
海正药业	120.4	121.4	110.7	-1%	9%	4.9	4.9	0.9	0%	425%	3.1	2.1	-25.2	49%	-112%
凯因科技	11.6	11.4	8.2	1%	41%	0.8	1.1	0.5	-22%	56%	0.5	0.7	0.8	-24%	-27%
吉贝尔	7	5	5	28%	21%	1.5	1.1	1.1	35%	37%	1.4	0.9	1.1	50%	27%

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
恒瑞医药	54.9	54.8	49.7	0%	11%	12.4	12.4	11.9	0%	4%	12.2	11.8			3%
人福医药	62.3	51.8	52.6	20%	18%	6.7	9.1	1.7	-27%	285%	5.1	3.1			64%
华润双鹤	27.4	25.2	26.3	9%	4%	3.7	3.3	3.3	12%	13%	3.6	3.2	3.1	13%	15%
海正药业	30.6	29.8	28.0	3%	10%	2.3	1.4	0.3	72%	632%	1.7	1.1	0.3	49%	565%
凯因科技	1.9	1.7	0.0	12%		0.2	0.2	0.0	-15%		0.2	0.1	0.0	53%	
吉贝尔	2	1	1	19%	35%	0.4	0.3	0.3	33%	46%	0.4	0.3	0.3	32%	50%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 原料药部分公司业绩情况

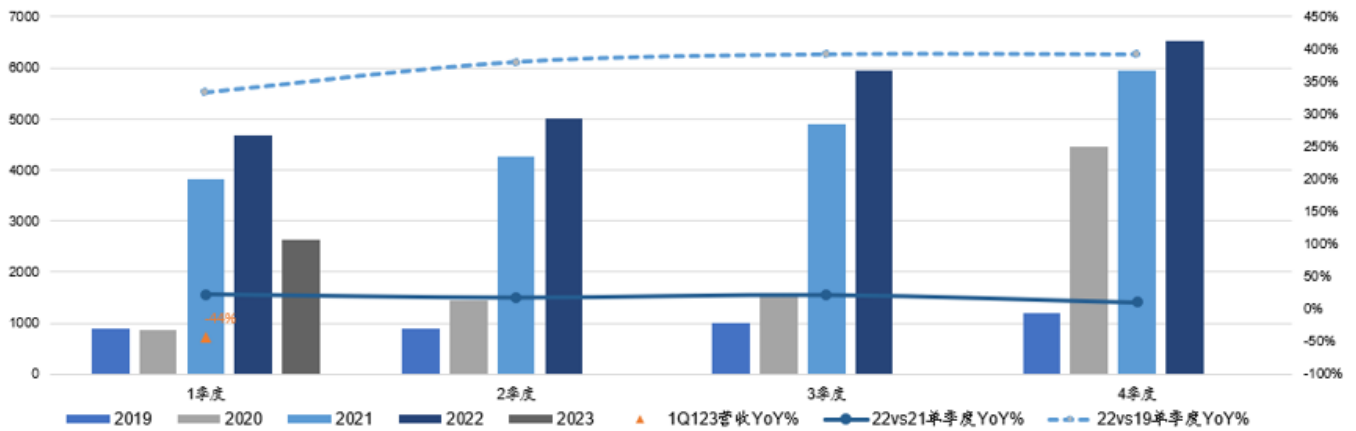
公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19
华海药业	83	66	54	24%	53%	11.7	4.9	5.7	40%	105%	11.5	0.6	4.5	1840%	156%
仙琚制药	44	43	37	1%	18%	7.5	6.2	4.1	22%	83%	6.1	5.8	3.8	5%	62%
海翔药业	27	25	29	9%	-8%	0.9	1.0	7.7	-8%	-89%	0.8	0.6	7.5	33%	-89%
天宇股份	27	25	21	5%	26%	-1.2	2.0	5.9	58%	20%	-0.8	1.6	5.8	-152%	-114%
东亚药业	11.8	7.1	9.9	66%	19%	1.0	0.7	1.7	52%	-38%	0.9	0.5	1.5	97%	-39%

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)					扣非归母净利润 (亿元)				
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
华海药业	21	18	12	16%	72%	1.7	1.4	1.4	26%	28%	1.9	1.3	1.0	44%	86%
仙琚制药	10	10	8	-9%	15%	1.3	1.3	0.6	4%	129%	1.3	1.3	0.6	5%	135%
海翔药业	6	8	8	-21%	-24%	0.4	0.9	2.0	52%	-79%	0.0	0.8	1.9	104%	-102%
天宇股份	8	7	5	4%	56%	1.0	0.8	1.3	18%	-22%	0.9	0.7	1.1	37%	-16%
东亚药业	3.7	2.5	0.0	45%		0.2	0.2	0.0	3%		0.2	0.2	0.0	6%	

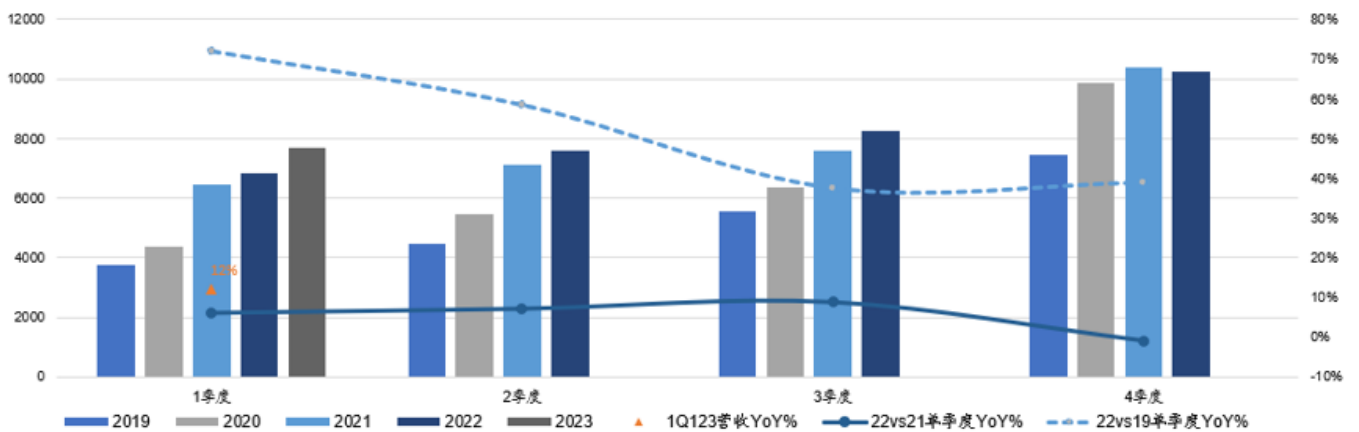
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: A股医药板块: 生物药与化药板块, 研发持续高投入

生物药板块 | 2019~2023年-单季研发费用(百万元)及其YoY%



化药板块 | 2019~2023年-单季研发费用(百万元)及其YoY%



来源: Wind, 各公司年报, 国金证券研究所

集采及医保谈判逐步后，药品板块的销售费用率显著下降，营收企稳，以价换量的业绩兑现将大概率快速到来。而从化药板块百家药企的 2022 年全年营收来看，其受集采与国谈等降价因素影响已经持稳，且显著跑赢疫情前的 2019 年与 2021 年；总体盈利能力确定处于底部反转阶段。

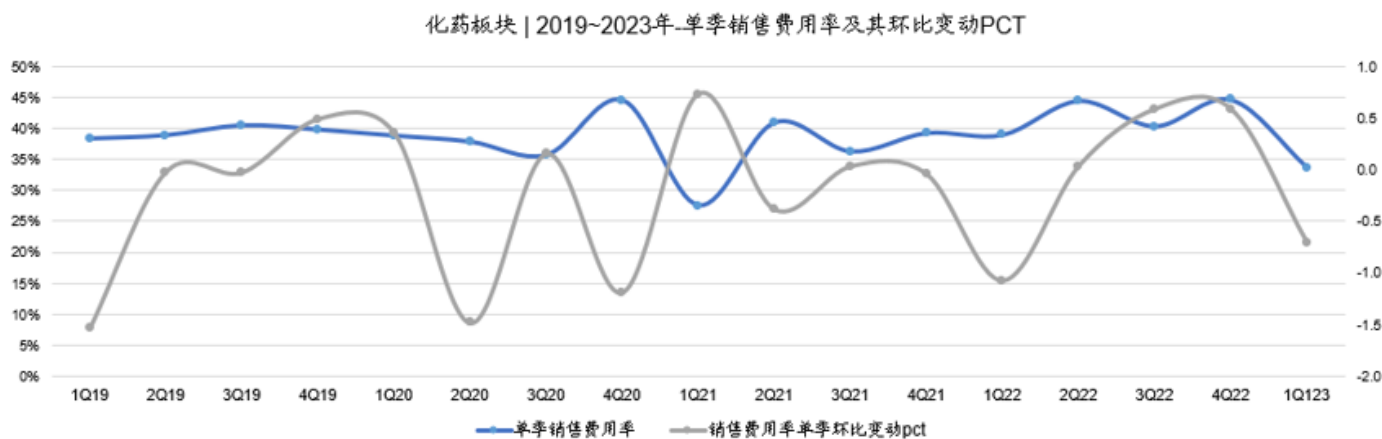
基于现阶段药品板块整体处于底部向上阶段，我们认为目前可以积极加大配置。逐步由求稳转向积极配置创新。(1) 创新药业绩爆发潜力大，政策鼓励支持是大趋势；(2) 医保与集采压力对国内业绩的影响边际减缓，新品成长被期待；(3) 创新药出海突破在即，临床数据已获认可，国际化进度不断兑现。

创新药领域重点公司：(1) 龙头类：科伦药业、恒瑞医药、百济神州、信达生物、贝达药业、金斯瑞生物科技、君实生物等。(2) 创新高弹性类：上海谊众、加科思、神州细胞、港股药明巨诺。(3) 传统创新兑现+改革：上海医药。

建议密切跟踪 6 月的 ASCO 会议及热门创新赛道，如：抗体偶联药物 ADC（荣昌生物、科伦药业等）、双抗（康方生物等）、细胞治疗（金斯瑞生物科技，科济药业，药明巨诺等）、热门创新靶点如 KRAS G12C（加科思、益方生物等）和 EGFR Exon 20（关注艾力斯、迪哲医药等）。

仿制药和原料药领域，建议积极关注诊疗手术恢复相关品种（如海正药业、人福医药）、业绩反转的优质原料药（如奥翔药业、天宇股份、海翔药业、东亚药业）、合成生物学优质标的（如华恒生物、川宁生物等）

图表12：集采与进入医保后药企销售费用下降显著（A股103家化药整体）

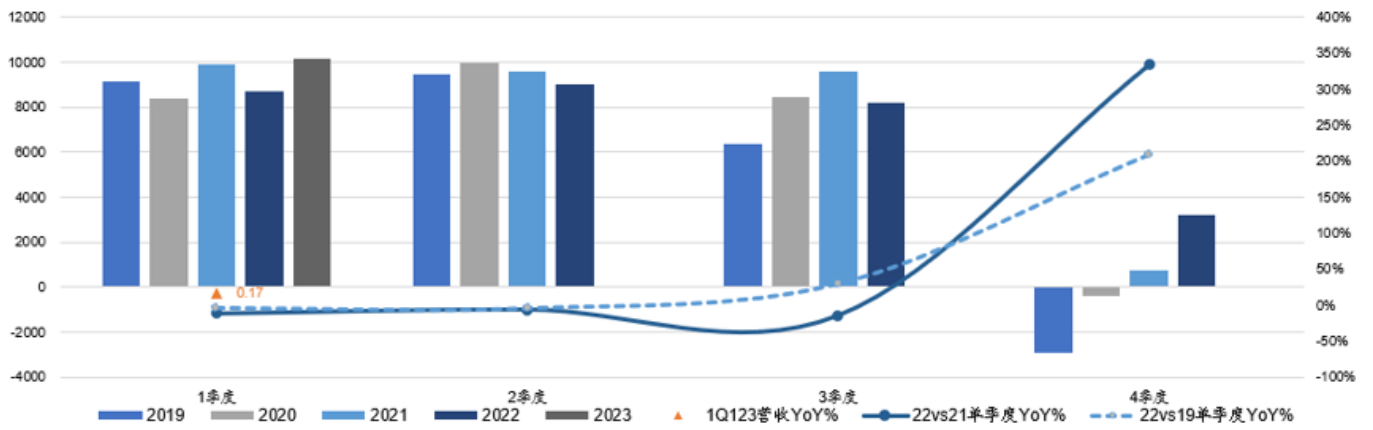


来源：Wind，各公司年报，国金证券研究所

图表13: A股化药板块触底回升——整体净利润单季环比%

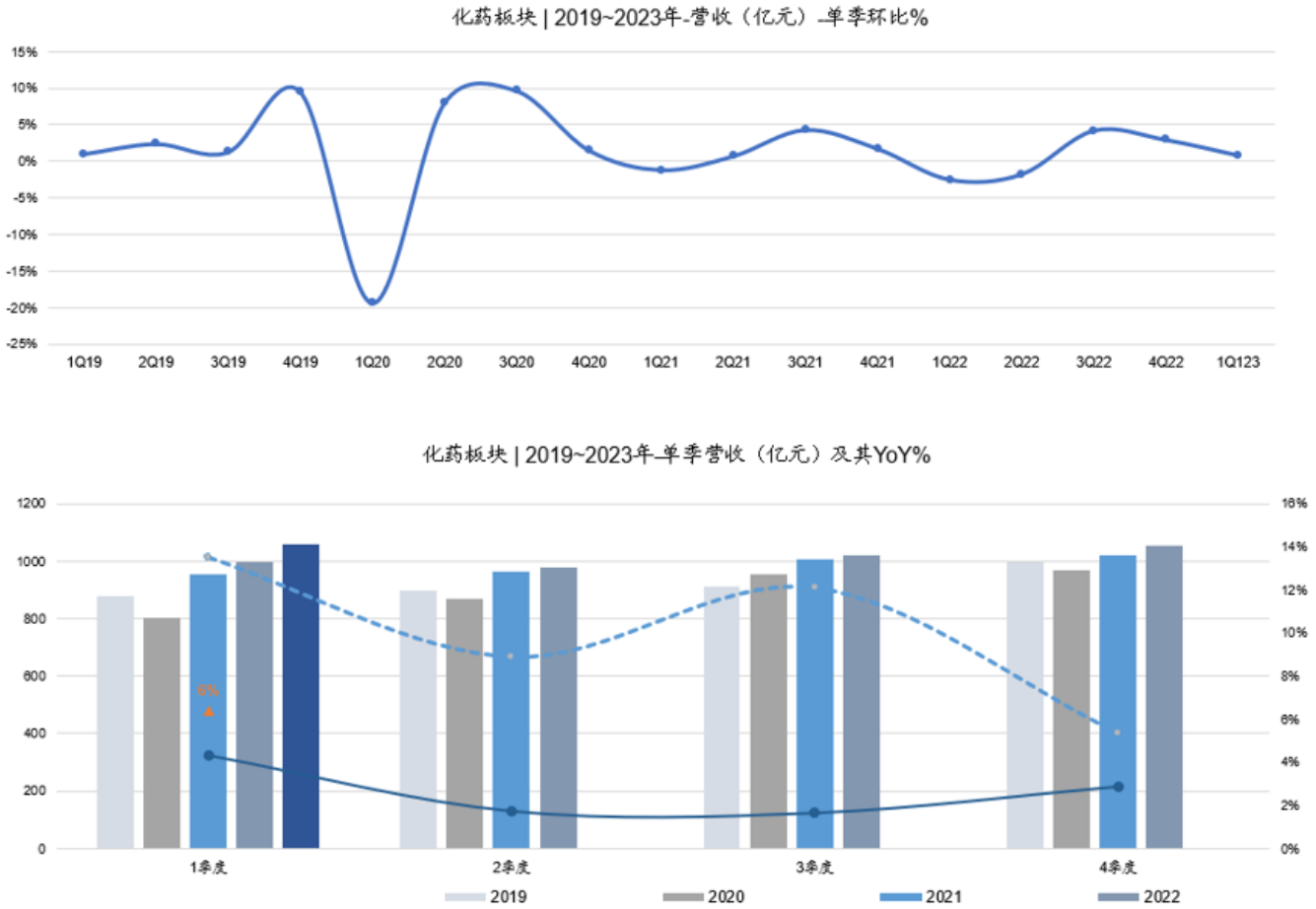


化药板块 | 2019~2023年-单季归母净利润(百万元)及其YoY%



来源: Wind, 各公司年报, 国金证券研究所

图表14: A股化药板块103家个股营收单季持稳向上



来源: Wind, 各公司年报, 国金证券研究所

医疗器械与高值耗材：院内诊疗需求逐步修复，板块实现可观业绩增长

一季度板块增长趋势延续，收入利润实现双位数增长

以目前统计到的部分医疗器械上市公司业绩为例，2022 全年板块收入同比增长+12.4%，归母净利润同比增长+16.4%。扣非归母净利润同比增长 15.4%；2022 年 Q4 板块收入同比增长+16.2%，归母净利润同比增长+16.7%，扣非归母净利润同比增长 20.4%。2023 年 Q1 板块收入同比增长+18.5%，归母净利润同比增长+23.4%，扣非归母净利润同比增长 23.9%

自 2023 年 2 月以来血管介入、电生理、消化内镜等院内手术及诊疗器械实现了较好复苏，多家上市公司在公告中提到院内器械需求目前处于快速恢复态势，叠加细分领域国产化替代趋势，板块有望维持高速增长。

图表15: 2022 全年及 Q4 部分医疗器械板块公司业绩表现

公司	22年收入	21年收入	yoy%	22年归母 净利润	21年归母 净利润	yoy%	22年扣非 归母	21年扣非 归母	yoy%	22Q4收入	21Q4收入	yoy%	22Q4归母 净利润	21Q4归母 净利润	yoy%	22Q4扣非 归母	21Q4扣非 归母	yoy%
医疗器械																		
迈瑞医疗	303.66	252.70	20%	96.07	80.02	20%	95.25	78.50	21%	70.70	58.78	20%	15.05	13.39	12%	15.21	13.06	16%
健帆生物	24.91	26.75	-7%	8.90	11.97	-26%	8.22	11.37	-28%	4.66	8.94	-48%	0.16	3.34	-95%	0.03	3.21	-99%
欧普康视	15.25	12.95	18%	6.24	5.55	12%	5.60	4.88	15%	3.14	2.99	5%	1.18	1.12	6%	0.95	1.02	-7%
乐普医疗	106.09	106.60	0%	22.03	17.19	28%	21.42	18.55	16%	28.48	20.25	41%	3.93	-2.02	295%	3.38	-2.30	24%
鱼跃医疗	71.02	68.94	3%	15.95	14.82	8%	12.51	13.19	-5%	19.85	15.84	25%	4.60	1.31	251%	2.91	0.88	23%
爱博医疗	5.79	4.33	34%	2.33	1.71	36%	2.08	1.50	39%	1.38	1.08	26%	0.34	0.31	9%	0.26	0.26	1%
南微医学	19.80	19.47	2%	3.31	3.25	2%	2.99	2.76	9%	4.68	5.58	-16%	1.04	0.76	36%	0.83	0.68	23%
心脉医疗	8.97	6.85	31%	3.57	3.16	13%	3.24	2.88	12%	2.32	1.74	33%	0.56	0.66	-15%	0.48	0.55	-13%
惠泰医疗	12.16	8.29	47%	3.58	2.08	72%	3.22	1.68	92%	3.29	2.35	40%	0.97	0.46	112%	0.89	0.22	302%
开立医疗	17.63	14.45	22%	3.70	2.47	50%	3.42	1.68	104%	5.11	5.04	1%	1.24	1.08	15%	1.17	0.50	133%
澳华内镜	4.45	3.47	28%	0.22	0.57	-62%	0.10	0.48	-80%	1.64	1.18	39%	0.13	0.36	-64%	0.05	0.28	-81%
采纳股份	4.65	4.42	5%	1.62	1.31	24%	1.39	1.25	11%	0.88	1.34	-34%	0.28	0.40	-31%	0.16	0.39	-58%
祥生医疗	3.81	3.98	-4%	1.06	1.12	-6%	0.98	0.78	26%	0.27	1.09	-76%	-0.20	0.35	-157%	-0.25	0.04	-757%
微电生理	2.60	1.90	37%	0.03	-0.12	125%	-0.11	-0.30	62%	0.68	0.53	30%	0.00	-0.06	104%	-0.11	-0.30	64%
山外山	3.82	2.83	35%	0.59	0.19	204%	0.48	0.16	202%	1.23	0.94	31%	0.25	0.16	57%	0.21	0.15	41%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2023Q1 部分医疗器械板块公司业绩表现

公司	23Q1收入	22Q1收入	yoy%	23Q1归母 净利润	22Q1归母 净利润	yoy%	23Q1扣非 归母	22Q1扣非 归母	yoy%
医疗器械									
迈瑞医疗	83.64	69.43	20%	25.71	21.05	22%	25.29	20.72	22%
健帆生物	5.73	6.97	-18%	1.97	3.35	-41%	1.90	3.23	-41%
欧普康视	4.01	3.71	8%	1.73	1.48	17%	1.49	1.38	8%
乐普医疗	24.37	25.49	-4%	5.97	5.45	9%	5.62	5.47	3%
鱼跃医疗	27.03	18.21	48%	7.14	4.64	54%	7.03	3.93	79%
爱博医疗	1.90	1.31	45%	0.78	0.59	34%	0.75	0.52	44%
南微医学	5.50	4.43	24%	1.01	0.43	134%	0.99	0.43	133%
心脉医疗	2.86	2.58	11%	1.25	1.23	1%	1.20	1.18	2%
惠泰医疗	3.50	2.66	32%	1.03	0.67	54%	0.90	0.60	49%
开立医疗	4.73	3.71	28%	1.38	0.51	171%	1.26	0.49	155%
澳华内镜	1.25	0.82	54%	0.17	0.03	386%	0.16	0.02	807%
采纳股份	0.67	1.42	-53%	0.16	0.39	-60%	0.08	0.39	-79%
祥生医疗	1.65	1.00	65%	0.53	0.25	111%	0.52	0.24	114%
山外山	1.93	0.67	187%	0.75	0.08	867%	0.71	0.06	1104%

来源: Wind, 国金证券研究所

企业进一步加大研发投入, 技术创新支撑行业长期稳定增长

以目前统计到的部分医疗器械上市公司研发投入为例, 2022 年研发投入平均增长率达到 21.4%, 其中心脉医疗、澳华内镜、健帆生物等上市公司研发投入增长率均超过 40%, 板块研发投入占收入比重从 2021 年的 9.8%到增长到 10.7%。

随着国家多项鼓励科技创新政策出台并实施, 医疗器械创新发展呈加速之势, 医疗器械生产企业创新研发内在的动力大大增强, 创新医疗器械产品将加速涌现。国内上市公司研发投入占收入比例正在逐步接近跨国医疗器械公司水平。

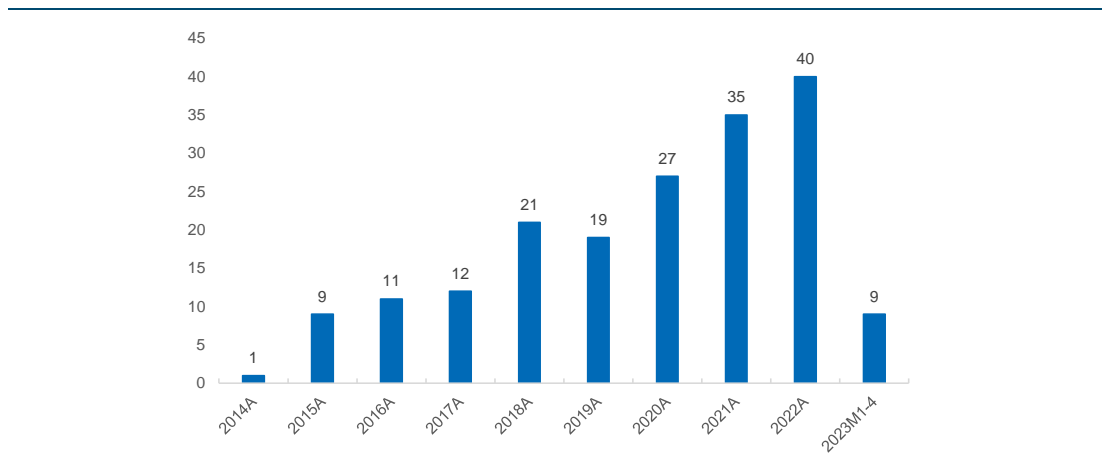
图表17: 2022年医疗器械企业研发投入整体呈现增长态势

证券代码	证券简称	2021年研发投入 (百万元)	2022年研发投入 (百万元)	研发投入YOY	2021年研发投入/ 营业收入	2022年研发投入/ 营业收入
300760.SZ	迈瑞医疗	2726	3191	17%	11%	11%
300003.SZ	乐普医疗	1112	1284	15%	10%	12%
002223.SZ	鱼跃医疗	426	496	17%	6%	7%
300633.SZ	开立医疗	263	329	25%	18%	19%
300298.SZ	三诺生物	182	260	42%	8%	9%
002901.SZ	大博医疗	167	257	54%	8%	18%
300529.SZ	健帆生物	174	254	46%	6%	10%
688617.SH	惠泰医疗	135	175	30%	16%	14%
688016.SH	心脉医疗	123	172	40%	18%	19%
688029.SH	南微医学	153	165	8%	8%	8%
688236.SH	春立医疗	105	162	55%	9%	14%
600055.SH	万东医疗	107	138	29%	9%	12%
301087.SZ	可孚医疗	71	118	68%	3%	4%
688161.SH	威高骨科	121	108	-11%	6%	6%
688212.SH	澳华内镜	49	97	96%	14%	22%
688351.SH	微电生理	90	96	6%	47%	37%
688050.SH	爱博医疗	66	82	24%	15%	14%
688677.SH	海泰新光	41	60	45%	13%	13%
688198.SH	佰仁医疗	59	55	-6%	23%	19%
688410.SH	山外山	28	27	-5%	10%	7%
301122.SZ	采纳股份	18	20	7%	4%	4%

来源: Wind, 国金证券研究所

企业在加大创新产品研发投入的同时,国家药监局也加速了创新医疗器械的审批速度,截至2022年4月,国家药监局依照《创新医疗器械特别审查程序》批准上市的产品已达184个,2023新增9个创新医疗器械产品。

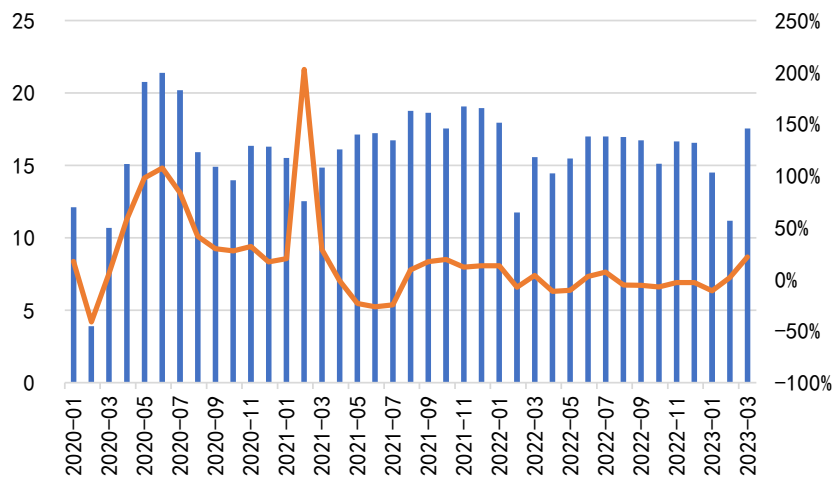
图表18: 国家药监局批准注册创新医疗器械数量逐年增加



来源: 国家药监局, 国金证券研究所

3月医疗仪器及器械出口数据重新回高增长。根据海关总署公布的数据,2023年3月中国医疗仪器及器械出口金额达到17.55亿美元,同比增长21.4%,在经历1-2月增长压力较大的状况后3月重回高增长轨道。在国内器械企业持续推进海外市场产品注册及推广的背景下,未来医疗器械出口金额有望保持高增长态势。

图表19: 医疗仪器及器械出口金额(亿美元)及增速



来源: 海关总署, 国金证券研究所

我们认为, 春节后院内手术诊疗需求呈现出显著的修复趋势, 尤其是消化内镜诊疗、电生理介入等部分择期术式, 预计到二季度叠加 2022 年低基数效应院内器械板块修复性增长趋势将更为显著。从政策来看, 带量采购等医保控费工作目前依然在常态化开展, 但对于创新医疗器械的包容度、集采后企业及临床使用的考量充分度也在不断提升, 市场对于价格下滑的悲观预期有望逐步释放, 带动板块估值修复。

当前高值耗材板块估值处于历史低位, 诊疗复苏带来的需求拐点与政策情绪释放带来的估值拐点已逐步到来, 建议重点关注优质稀缺赛道创新器械龙头公司。

CGM 产品陆续上市, 看好相关企业业绩放量 2023 年一季度, 三诺生物、鱼跃医疗等 CGM 产品获批, 我们预计相关产品将凭借其优异产品力, 借助原有血糖仪市场及渠道积累, 有望快速放量, 带动公司业绩进入新一轮增长。

图表20: 家用消费器械板块主要公司业绩情况

公司	总营收(亿元)					归母净利润(亿元)					扣非归母净利润(亿元)				
	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19	2022	2021	2019	22VS20	22VS19
消费器械															
三诺生物	28	24	18	19%	58%	4.3	1.1	2.5	301%	72%	3.5	1.0	2.3	266%	56%
可孚医疗	30	23	15	31%	104%	3.0	4.3	1.2	-30%	144%	2.5	3.6	1.1	-32%	134%
稳健医疗	114	80	46	41%	148%	16.5	12.4	5.5	33%	202%	15.6	10.3	4.8	52%	225%

	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
三诺生物	7	6	4	6%	78%	0.7	0.7	0.5	4%	38%	0.6	0.6	0.5	6%	40%
可孚医疗	9	6		42%		1.3	0.5		168%		1.2	0.5		159%	
稳健医疗	24	23		1%		3.8	3.6		6%		3.1	3.3		-6%	

来源: Wind, 国金证券研究所

体外诊断: 常规业务修复稳健, 二季度有望加速复苏

体外诊断一季度逐步修复, 院内业务恢复常态化

体外诊断领域公司 23Q1 表现业绩方差较大, 主要由于不同企业业务结构及新冠业务比重有所不同, 基数情况差别较大。

观察院内业务条线, 多数企业逐步恢复正常增长, 但由于 1 月仍受环境因素影响, 2023Q1 企业常规业务增长仍未达到最快水平。

常规业务的复苏在二季度有望进一步提速, 建议关注边际业绩改善明确的低估值企业, 以及成长型赛道的白马企业。

图表21: 2022 全年及 Q4 部分 IVD 及医疗设备公司业绩表现

公司	总营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19	23Q1	22Q1	19Q1	23VS22	23VS19
体外诊断										
迈瑞医疗	83.6	69.4	39.1	20%	114%	25.7	21.1	10.1	22%	156%
新产业	8.8	7.4	3.2	18%	178%	3.6	3.1	1.4	15%	157%
安图生物	10.4	10.3	5.5	1%	89%	2.4	2.4	1.2	1%	100%
万孚生物	8	26	5	-68%	84%	2.0	9.0	0.7	-77%	181%
亚辉龙	7	14	0	-52%	/	0.8	5.1	0.0	-84%	/
迈克生物	7	9	7	-27%	-6%	1.2	2.0	1.2	-42%	-1%
普门科技	2.8	2.1	0.9	32%	194%	0.9	0.7	0.3	31%	221%
艾德生物	2	2	1	-5%	64%	0.6	0.5	0.3	7%	76%
九强生物	3.7	3.7	1.7	0%	117%	1.1	1.0	0.6	13%	84%
赛科希德	1	0	0	35%	/	0.3	0.2	0.0	46%	/
浩欧博	0.8	0.8	0.0	6%	/	0.1	0.1	0.0	-59%	/
板块均值				-1%	92%				-13%	95%
医疗设备										
联影医疗	22.1	16.6	0.0	33%	/	3.3	3.1	0.0	8%	/
翔宇医疗	1.4	0.9	0.0	68%	/	0.4	0.1	0.0	299%	/
伟思医疗	1.0	0.5	0.6	77%	62%	0.3	0.2	0.2	77%	73%
万东医疗	2.6	2.1	1.6	21%	58%	0.3	0.2	0.1	24%	433%
海泰新光	1.5	0.9	0.0	59%	/	0.5	0.4	0.0	35%	/
华大智造	6.2	12.2	0.0	-49%	/	-1.5	3.4	0.0	-144%	/
板块均值	34.7	33.2	2.2	5%	1472%	3.3	7.4	0.2	-56%	1312%

来源: Wind, 国金证券研究所

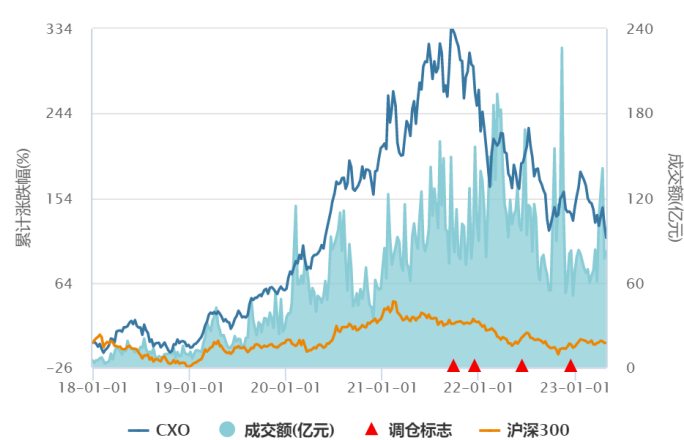
看好高国产替代赛道优质企业, 医疗基建设备放量周期仍在持续

各地医疗机构医疗基建、ICU 和发热门诊建设等需求催化医疗设备放量机会。这些需求获得地方政府专项债、医院自有资金和中央及地方的财政支持等多项资金支持, 当前仍处于放量周期。

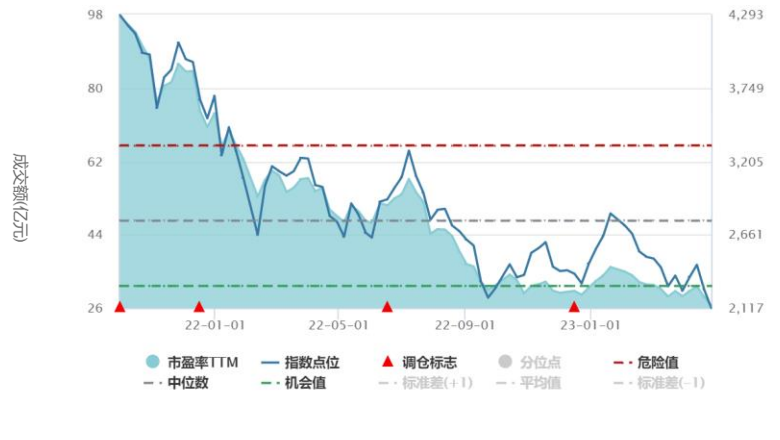
医疗专项债投放力度自 2020 年以来明显增加。据迈瑞医疗公告, 2019 年地方政府医疗专项预算仅为 330 亿元, 而 2020 年该项金额增长至约 2850 亿元, 2022 年的发行规模已超过 3500 亿元, 占当期全部专项债比重近 10%。根据 2023 年的《政府工作报告》, 2023 年拟安排地方政府专项债券 38000 亿元, 高于 2022 年 36500 亿元的目标, 继续鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。资金的支撑, 使得医疗设备领域中, 进口替代空间大、边际有放量逻辑的企业有望抓住窗口期, 迎来快速发展。

CXO: 历史底部, 板块增长稳健, 静待估值修复

图表22: CXO 指数走势



图表23: CXO 指数市盈率



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

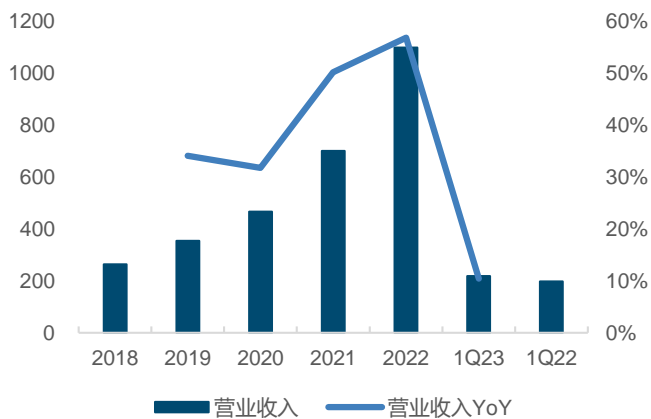
随着各公司订单持续交付及大订单逐步兑现, 2022 年板块收入同比增长+56.8%, 归母净利润同比增长+46.7%, 依旧保持快速增长趋势, 盈利能力不断增强; 2023 年第一季度营业收入同比增长 10.5%, 归母净利润同比增长 20.8%, 创历史新高。

图表24: CXO 板块部分公司营业收入及归母净利润情况

公司简称	营业收入同比增速 (分年度)			归母净利润同比增速 (分年度)			营业收入同比增速 (分季度)			归母净利润同比增速 (分季度)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	1Q21	1Q22	1Q23	1Q21	1Q22	1Q23
药明康德	28%	39%	72%	60%	72%	73%	55%	71%	6%	395%	10%	32%
康龙化成	37%	45%	38%	114%	42%	-17%	55%	41%	30%	142%	1%	40%
凯莱英	28%	47%	121%	30%	48%	209%	63%	165%	9%	43%	224%	26%
泰格医药	14%	63%	36%	108%	64%	-30%	39%	102%	-1%	79%	14%	10%
九洲药业	31%	53%	34%	60%	67%	45%	119%	60%	27%	191%	120%	35%
博腾股份	34%	50%	127%	75%	61%	283%	39%	166%	-5%	83%	334%	-20%
美迪西	48%	75%	42%	94%	118%	20%	103%	66%	27%	196%	71%	32%
皓元医药	55%	53%	40%	75%	49%	1%	121%	33%	39%	324%	15%	-26%
药石科技	54%	18%	33%	21%	164%	-35%	68%	17%	14%	147%	2%	-18%
昭衍新药	68%	41%	50%	77%	77%	93%	30%	35%	36%	388%	34%	50%
睿智医药	12%	14%	-22%	11%	-360%	194%	40%	-1%	-30%	-112%	480%	-402%
阳光诺和	49%	42%	37%	53%	46%	48%	30%	54%	57%	19%	63%	44%
诺泰生物	53%	14%	1%	154%	-7%	12%	259%	-19%	55%	901%	-59%	31%
诺思格	14%	26%	5%	1%	18%	14%	/	18%	-5%	/	15%	8%
百诚医药	32%	81%	62%	29%	94%	75%	/	114%	68%	/	353%	80%
普蕊斯	10%	50%	17%	-33%	64%	25%	/	24%	30%	/	0%	160%
博济医药	16%	24%	31%	158%	129%	-2%	165%	34%	39%	-226%	69%	-6%
成都先导	-8%	28%	6%	-47%	-1%	-60%	57%	5%	-4%	-34%	-223%	33%
和元生物	127%	79%	14%	-359%	-43%	-28%	/	57%	-58%	/	29%	-363%
药明生物	41%	83%	48%	67%	101%	30%	/	/	/	/	/	/
维亚生物	116%	202%	13%	-246%	174%	-284%	/	/	/	/	/	/
方达控股	25%	47%	36%	-7%	7%	40%	/	/	/	/	/	/

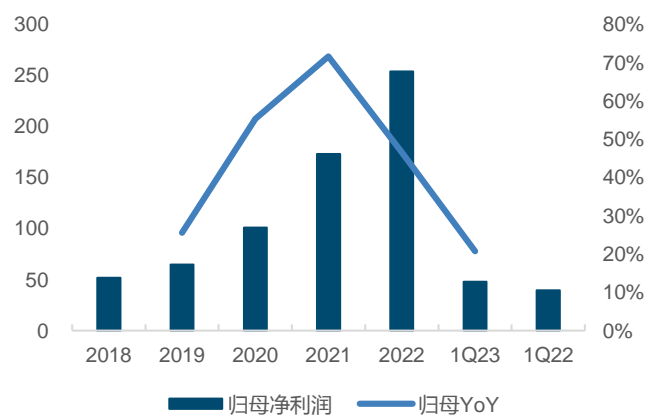
来源: WIND, 国金证券研究所

图表25: 样本 CXO 公司营收保持快速增长趋势 (亿元)



来源: WIND, 国金证券研究所

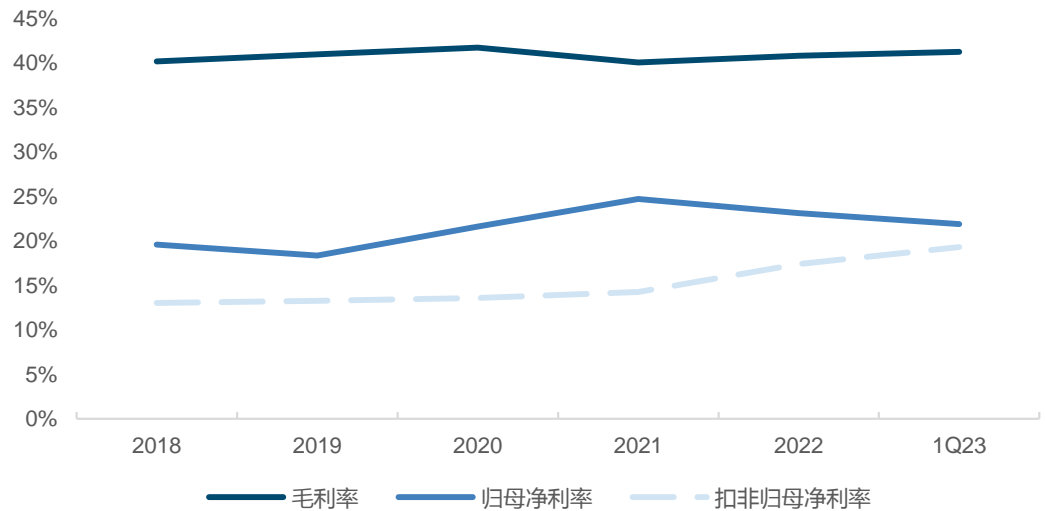
图表26: 样本 CXO 公司盈利能力不断增强 (亿元)



来源: WIND, 国金证券研究所

经营效率不断提升, 盈利能力持续改善。CXO 板块近年来, 毛利率维持在 40%+, 扣非归母净利率显著提升。我们认为原因有以下几方面共同驱动: 1) 产业升级, 从简单科研开发任务升级到复杂研究赋能; 2) 规模效应逐步显现, 期间费用率有所改善; 3) 经营效率提升, 固定资产周转及人均单产稳步提升。

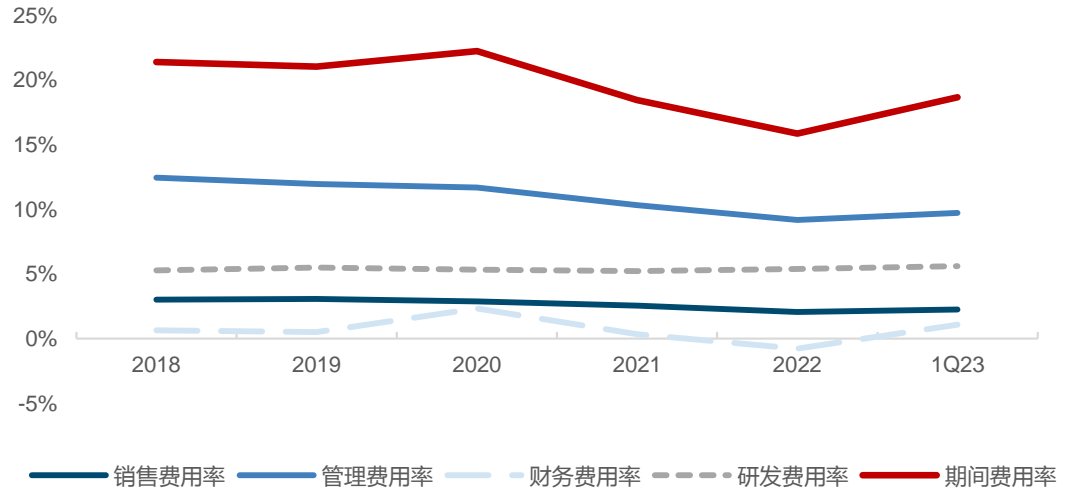
图表27: CXO 板块盈利能力持续改善



来源: WIND, 国金证券研究所

规模效应逐步显现, 期间费用率有所改善。具体看, 1) 管理费用率与销售费用率随着公司收入体量持续扩大, 产能利用率逐步提升, 规模效应显现, 稳中有降; 2) 财务费用率方面, 部分企业因汇率波动带来了较高的汇兑损益 (如凯莱英, 2022 年财务费用率下降 5.01pp), 部分企业因利息大幅增加等原因, 财务费用率大幅下降 (如和元生物, 2022 年财务费用率下降 6.3pp)。

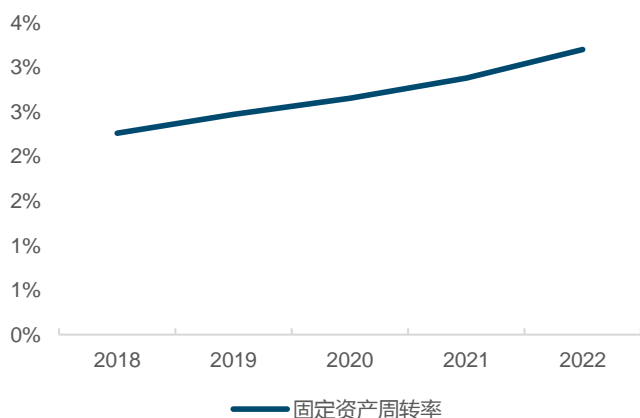
图表28: CXO 公司期间费用率有所改善



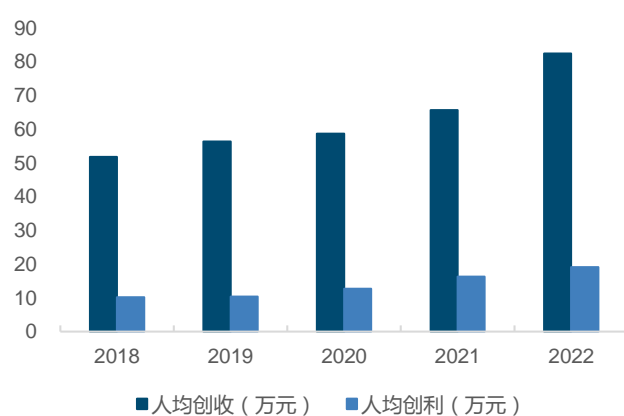
来源: WIND, 国金证券研究所

经营效率提升, 固定资产周转及人均单产稳步提升。CXO 板块 2018-2022 年固定资产周转率持续提升, 从 2018 年的 2.26% 提升至 2022 年的 3.20%, 经营效率不断提升。同时人效也在不断攀升, 人均创收从 2018 年的 51.75 万元/人提升至 2022 年的 82.47 万元/人; 人均创利从 2018 年的 10.13 万元/人提升至 2022 年的 19.08 万元/人, 增长显著。我们认为原因有, 1) 随着产业升级, 国内尤其头部公司承接的订单价值量有所提升; 2) 部分企业承接的大订单陆续交付兑现, 带来了较高的利润, 同时带动公司整体产能利用率提升, 发挥出规模效应。

图表29: 固定资产周转率持续提升



图表30: 人均单产不断攀升



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

CXO 板块后市展望: 订单充裕, 业绩确定性较强

合同负债及预收账款不断攀升, 订单充裕, 业绩确定性较强。合同负债和预收账款作为 CXO 企业订单的先行指标, 一定程度上可以反应新签及在手订单的景气度。CXO 公司如凯莱英、九洲药业等公司在 2021 年高增速的背景下, 仍保持较为快速的增长, 反映出公司订单表现较为优异。

固定资产与在建工程高速增长, 产能不断扩张。从在建工程增速来看, 博济医药、百诚医药、诺泰生物、博腾股份等公司增速较快; 从固定资产增速来看, 皓元医药、药石科技、和元生物等公司增速较快。整体产能建设不断加大, 为新签及在手订单的高效交付打下基础。

图表31: 许多公司订单充裕, 业绩确定性较强

代码	公司简称	合同负债同比增速		在建工程同比增速		固定资产同比增速	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
603259.SH	药明康德	89%	116%	87%	29%	50%	66%
300759.SZ	康龙化成	44%	22%	67%	22%	44%	44%
002821.SZ	凯莱英	45%	112%	56%	2%	46%	61%
300347.SZ	泰格医药	63%	19%	296%	-14%	46%	29%
603456.SH	九洲药业	118%	67%	57%	77%	7%	6%
300363.SZ	博腾股份	121%	16%	81%	201%	28%	21%
688202.SH	美迪西	183%	44%	829%	40%	20%	41%
688131.SH	皓元医药	-51%	152%	386%	113%	399%	171%
300725.SZ	药石科技	-50%	39%	236%	-38%	332%	119%
603127.SH	昭衍新药	67%	33%	162%	118%	11%	20%
300149.SZ	睿智医药	-5%	35%	-24%	-68%	5%	-44%
688621.SH	阳光诺和	56%	3%	/	/	17%	64%
688076.SH	诺泰生物	96%	74%	642%	417%	10%	21%
301333.SZ	诺思格	29%	21%	/	/	-10%	59%
301096.SZ	百诚医药	41%	12%	-44%	425%	568%	17%
301257.SZ	普蕊斯	15%	24%	/	/	17%	41%
300404.SZ	博济医药	17%	5%	254%	708%	14%	-2%
688222.SH	成都先导	9%	28%	/	/	0%	-6%
688238.SH	和元生物	13%	49%	1263%	199%	65%	118%

来源: WIND, 国金证券研究所

上游供应链: 制药设备业绩良好产品更新, 科学装备重磅研发蓄势未来

在上游供应链板块中, 科学装备、制药设备业绩表现出色, 整体来看在 2022 下半年和 2023Q1 逐步回到增长通道; 受在高基数、上游需求变化和环境影响, 生物试剂

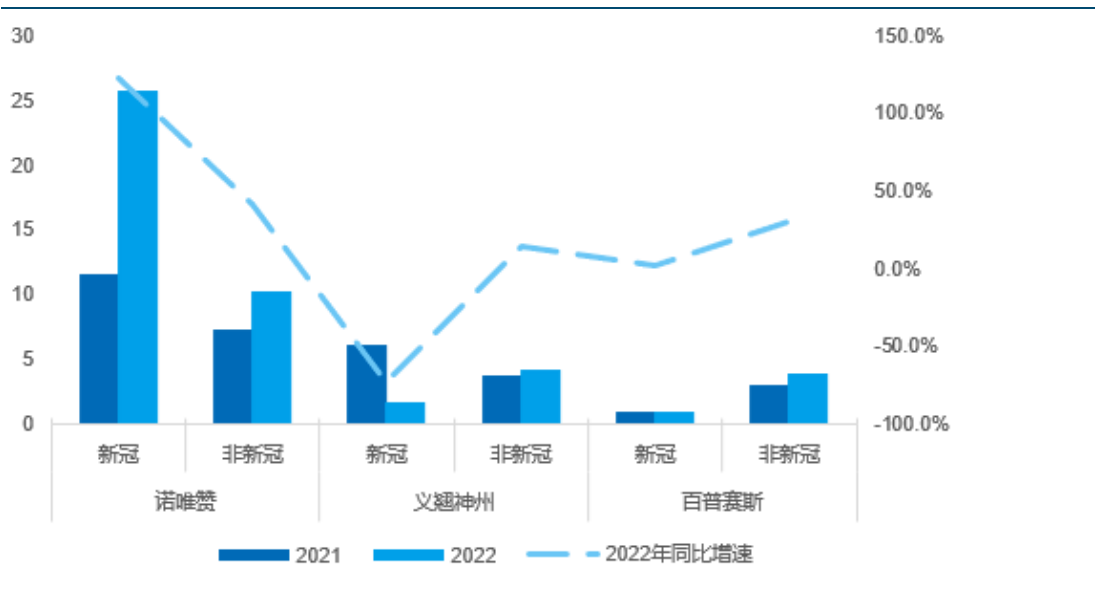
及原料板块部分企业需求和业绩开始回落，但根据公司 2023 一季报和 2022 年报，非新冠业务仍保持良好增长。

图表32：医药上游供应链相关标业绩表现

代码	公司简称	营业收入同比增速(分年度)			归母净利润同比增速(分年度)			营业收入同比增速(分年度)			归母净利润同比增速(分年度)		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	1Q21	1Q22	1Q23	1Q21	1Q22	1Q23
试剂耗材													
603259.SH	优宁维	8%	31%	8%	32%	42%	-2%		2%	13%		2%	-18%
300759.SZ	泰坦科技	21%	56%	20%	39%	40%	-13%	103%	42%	13%	439%	26%	29%
002821.SZ	阿拉丁	12%	23%	31%	17%	20%	3%	76%	47%	-6%	147%	55%	-44%
300347.SZ	洁特生物	104%	70%	29%	80%	43%	-49%	134%	9%	-61%	44%	-15%	-121%
603456.SH	诺唯赞	483%	19%	91%	3086%	-17%	-12%		80%	-69%		28%	-112%
300363.SZ	义翘神州	783%	-40%	40%	2997%	-36%	-58%	311%	-61%	-11%	418%	-66%	-27%
688202.SH	百普赛斯	138%	56%	23%	944%	50%	17%		28%	20%		32%	-16%
688131.SH	键凯科技	39%	88%	16%	39%	105%	6%	159%	44%	-8%	230%	45%	-10%
300725.SZ	威尔药业	-16%	42%	7%	-22%	1%	-6%	46%	28%	-15%	-19%	5%	-4%
603127.SH	纳微科技	58%	118%	58%	210%	159%	46%	161%	112%	-6%	498%	176%	-80%
300149.SZ	蓝晓科技	-9%	30%	61%	-20%	54%	-7%	126%	13%	51%	229%	-8%	66%
688621.SH	拱东医疗	50%	44%	23%	99%	38%	5%	156%	33%	-35%	232%	20%	-70%
688076.SH	昌红科技	56%	1%	9%	173%	-34%	14%	52%	7%	-3%	125%	14%	-30%
制药装备													
301333.SZ	迦南科技	43%	5%	4%	32%	9%	-202%	95%	25%	-5%	67%	68%	-55%
301096.SZ	新华医疗	4%	4%	-2%	-73%	138%	-10%	46%	-16%	15%	338%	-13%	54%
301257.SZ	泰林生物	11%	41%	32%	41%	31%	25%	18%	49%	10%	31%	45%	26%
300404.SZ	森松国际	5%	44%	52%	94%	32%	76%						
688222.SH	楚天科技	87%	47%	23%	328%	182%	0%	334%	20%	13%	-487%	22%	4%
688238.SH	东富龙	20%	55%	30%	218%	79%	2%	42%	73%	15%	134%	91%	9%
2269.HK	诚益通	11%	20%	6%	-26%	70%	21%	201%	28%	20%	-165%	32%	26%
科学仪器													
1873.HK	天瑞仪器	3%	65%	16%	0%	357%	-91%	45%	-6%	-23%	-7%	-38%	-127%
1521.HK	禾信仪器	42%	49%	40%	49%	13%	-181%		-9%	26%		-1359%	33%
1522.HK	皖仪科技	2%	35%	20%	-11%	-19%	1%	174%	73%	18%	-14%	-24%	-116%
1523.HK	聚光科技	5%	-9%	-8%	1129%	-148%	-61%	16%	-4%	3%	132%	-29%	-48%
1524.HK	钢研纳克	7%	20%	16%	12%	9%	35%	52%	40%	22%	-292%	124%	-34%
1525.HK	莱伯泰科	-8%	6%	-4%	6%	6%	-36%	78%	-3%	25%	-4647%	-18%	8%

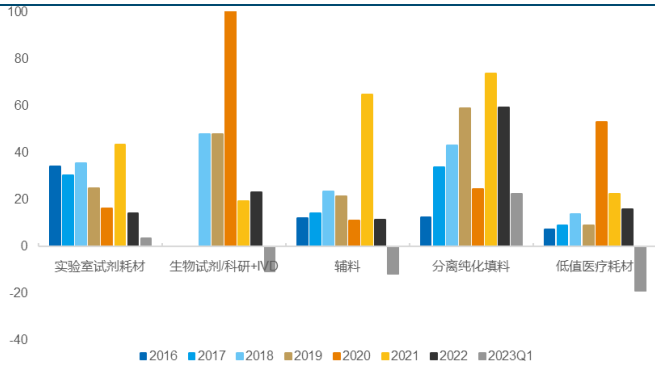
来源：wind、国金证券研究所

图表33：生物制剂公司 2021-2022 年新冠及非新冠营收贡献（亿元）

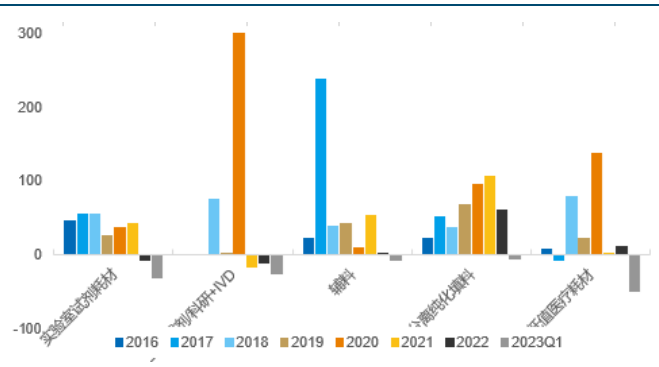


来源：公司年报，国金证券研究所

图表34: 16-23Q1 试剂耗材中位数营收 YOY/%



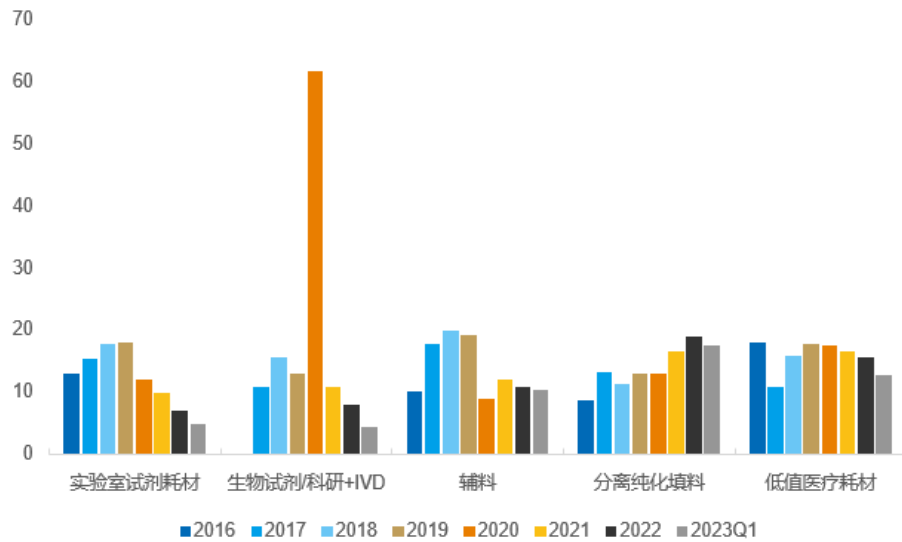
图表35: 16-23Q1 试剂耗材中位数归母净利润 YOY/%



来源: 国金证券研究所

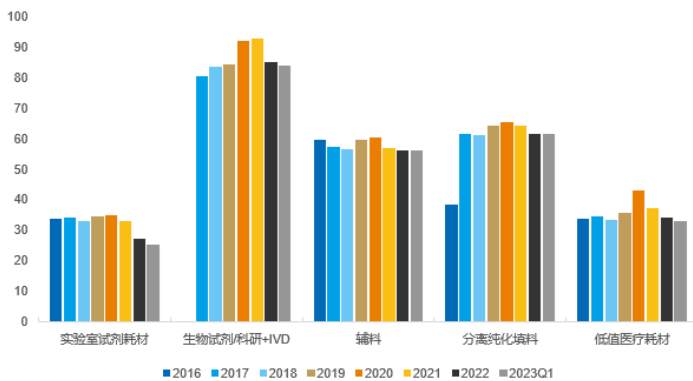
来源: 国金证券研究所

图表36: 16-23Q1 试剂耗材板块 ROE (TTM) 中位数/%



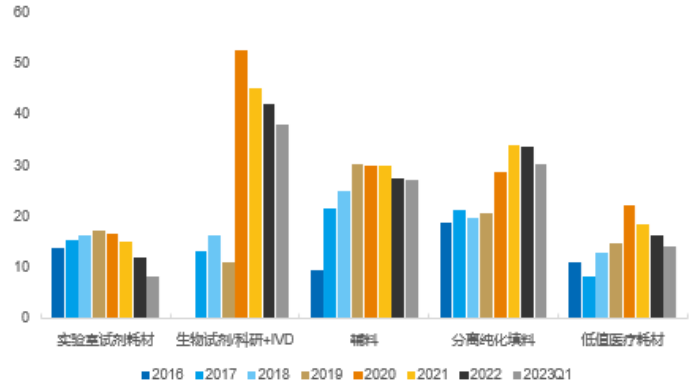
来源: wind, 国金证券研究所

图表37: 16-23Q1 试剂耗材板块毛利率中位数/%



来源: wind, 国金证券研究所

图表38: 16-23Q1 试剂耗材板块净利率中位数/%



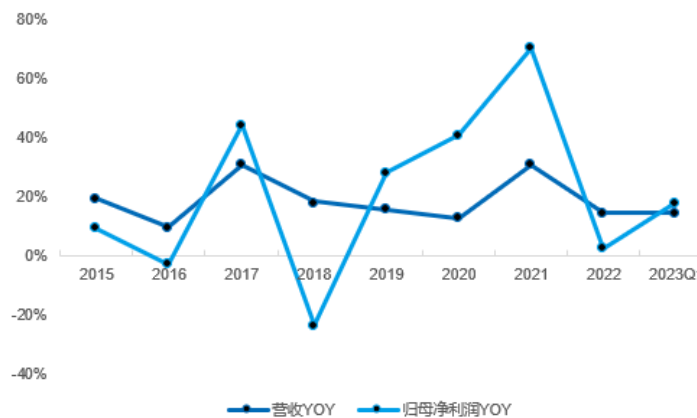
来源: wind, 国金证券研究所

2022 年制药装备行业稳健增长, 产品矩阵不断丰富

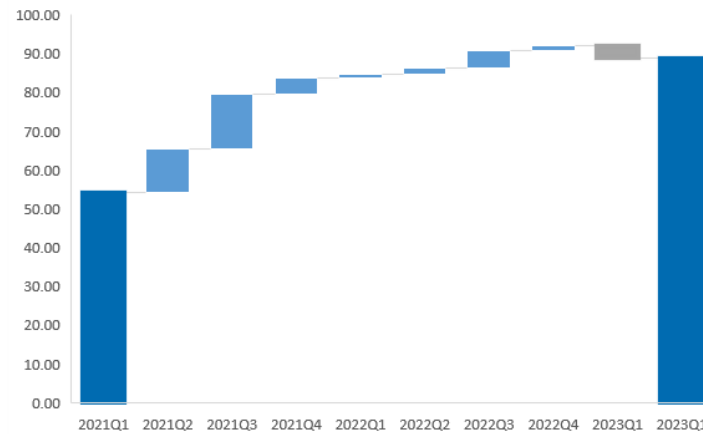
- 样本公司季度合同负债平稳，未来业绩确定性强。受疫苗产线建设加速等影响，制药装备企业盈利能力获得快速提升。相关企业抓住机遇，不断研发新产品，致力于成为下游客户的一站式解决方案供应商。
- 目前新产品收入占比相对较低，预计随着新产品研发和市场导入逐步完成，将带动较大的业绩增长弹性。

科学仪器技术难度大，目前国产化率低，相应企业仍处于前期研发投入阶段，整体收入和利润增长尚不显著。近年来，以聚光科技、禾信仪器、皖仪科技和莱伯泰科为代表的科学仪器企业研发投入呈现出持续增长的态势。聚光科技2022年研发费用高达5.7亿元，研发费用率高达16%，预计随着各企业相关产品陆续推出、获批以及完成市场导入，相关企业业绩有望实现较快增长。

图表39: 16-23Q1 制药装备营收及归母净利润YOY中位数/%



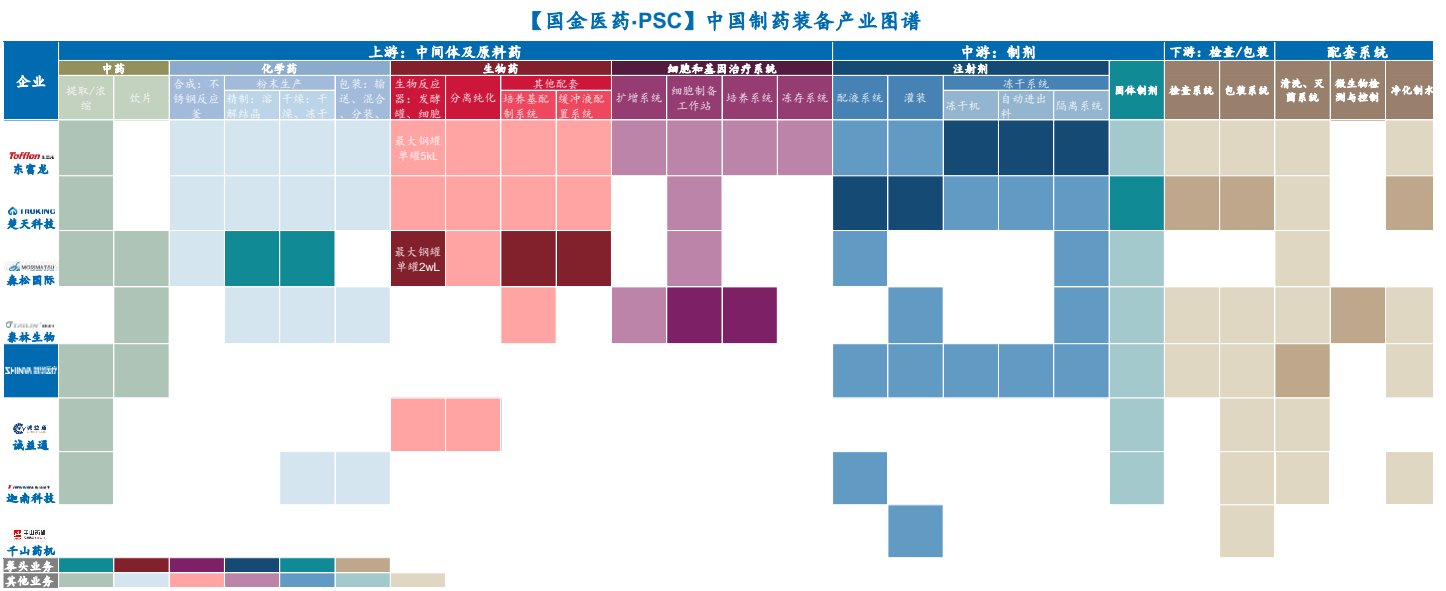
图表40: 21Q1-23Q1 制药装备样本公司合同负债季度变化(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

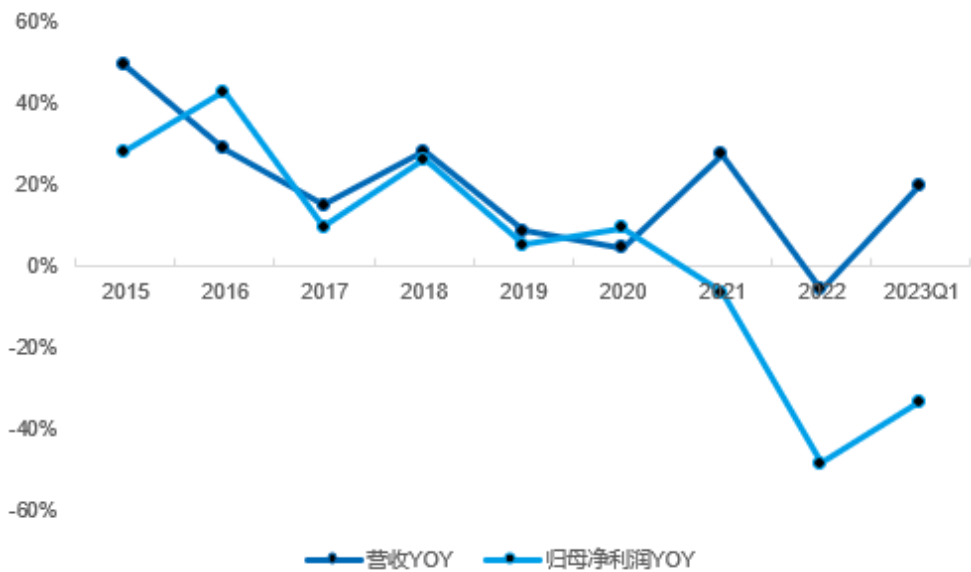
来源: wind, 国金证券研究所

图表41: 中国制药装备产业图谱



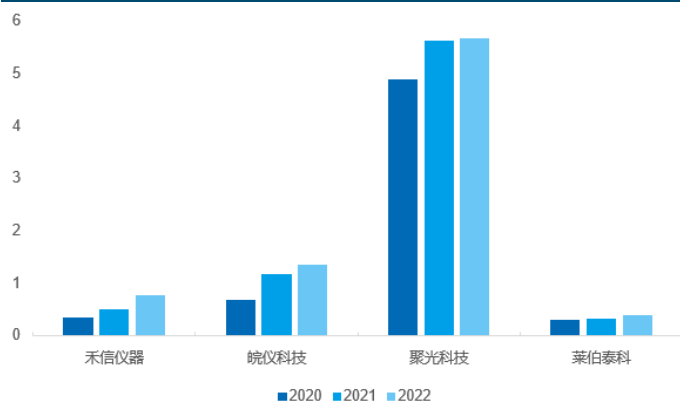
来源: 公司公告, 国金证券研究所, 因上市公司业务发展迅速, 本图谱可能存在更新不完全、不及时、不确切指出, 仅供参考

图表42: 15-23Q 科学仪器营收及归母净利润 YOY 中位数/%

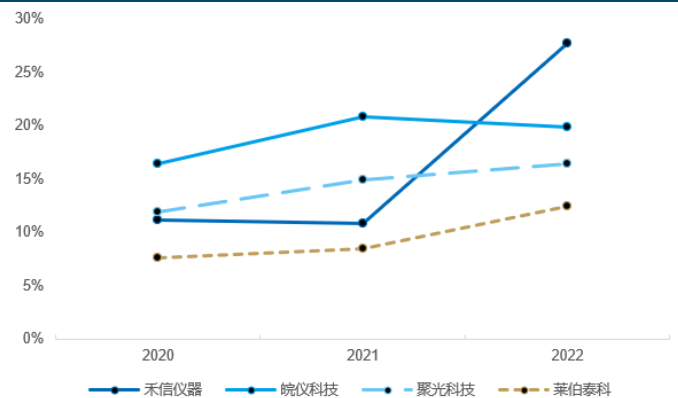


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表43: 20-22 年科学仪器企业研发费用投入 (亿元)



图表44: 20-22 年科学仪器企业研发费用率/%



来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

投资建议

医药板块上市公司 2022 年年报和 2023 年一季报陆续出炉, 板块内上市公司克服 2022 年诸多挑战, 整体上实现了平稳发展和增长。2023 年一季度特别是 2 月及以后, 国内常规医疗秩序逐步恢复, 院内诊疗和消费医疗开始回到正常发展轨道, Q1 业绩面呈现明显恢复态势。但考虑一月春节及其他环境因素影响, 一季度医药板块业绩增长并未恢复到全速水平。

考虑二季度常规医药医疗秩序的进一步修复和恢复, 医药医保政策预期趋于稳定, 以及 2022Q2 的低基数效应, 我们认为 2023 年二季度开始医药板块上市公司业绩绝对体量和同比增速都将进入加速提升时期, 这种恢复将至少持续 4 个季度以上。伴随着这种变化, 我们认为医药板块的投资机会也将更多由估值性机会 (主题叙事、估值提升、偏防守避险) 转向业绩面机会 (业绩改善驱动、性价比投资), 积极看好业绩改善弹性大、估值性价比高的细分领域和板块, 如生物制品、仿制药和原料药、院内器械耗材和诊断、医疗服务、连锁药房、创新药、CXO 等。

重点标的:

医疗服务: 爱尔眼科、华夏眼科、何氏眼科、海吉亚医疗、通策医疗、锦欣生殖、固生堂等

生物制品: 特宝生物、长春高新、天坛生物、华兰生物、百克生物、智飞生物、金迪克等

高值耗材：南微医学 心脉医疗 乐普医疗 微电生理 惠泰医疗 健帆生物

体外诊断：迈瑞医疗 新产业 安图生物 万孚生物 基蛋生物 艾德生物 九强生物 赛科希德 迈克生物等

创新药：百济神州、恒瑞医药、科伦药业、信达生物、贝达药业、康方生物、神州细胞、君实生物、凯因科技、吉贝尔

医药上游：聚光科技、海能技术、楚天科技、东富龙、诺唯赞

中药：华润三九、康缘药业、达仁堂、昆药集团、济川药业、同仁堂、太极集团等

仿制药与原料药：海正药业、人福医药、华恒生物、川宁生物、海翔药业、天宇股份、东亚药业、奥翔药业

医美：爱美客、华东医药、华熙生物

医疗设备：联影医疗 澳华内镜 海尔生物 海泰新光 山外山 新华医疗等

药店：益丰药房、健之佳、一心堂、大参林、老百姓、漱玉平民

CXO：药明生物、康龙化成、泰格医药、药明康德、普蕊斯、诺思格、泓博医药

互联网医疗：京东健康、阿里健康

家用医疗器械：可孚医疗，三诺生物，鱼跃医疗等

风险提示

新冠疫情反复影响院内诊疗恢复的风险：由于病毒的变异存在不确定性，根据海外经验，新冠病毒的传播存在反复的过程，若国内因病毒毒株变异引起新的感染流行，将会导致院内的复苏进程延缓，因此对于医疗服务、体外诊断等板块的向好预期产生影响。

相关领域控费政策导致价格下降风险：医保控费政策持续在医疗器械等领域推进，未来若部分细分领域集采等政策降价幅度超过市场预期，将会对公司的业绩带来一定不确定性，或影响领域内公司的盈利。

新产品销售不及市场预期风险：创新产品市场对其接受程度及产品的稳定性需要长时间的考量，或存在上市后销售不及预期的风险。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402