



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

业绩逐步走出疫情扰动，看好行业持续反弹机会

——医药生物行业 2022 年年报及 2023 年一季报总结

增持（维持）

行业：医药生物
日期：2023年05月03日

分析师：邓周宇

Tel:

E-mail:

SAC 编号：S0870523040002

分析师：张林晚

Tel: 021-53686155

E-mail: zhanglinwan@shzq.com

SAC 编号：S0870523010001

联系人：王真真

Tel: 021-53686246

E-mail: wangzhenzhen@shzq.com

SAC 编号：S0870122020012

联系人：李斯特

Tel: 021-53686148

E-mail: lisite@shzq.com

SAC 编号：S0870121110002

联系人：徐昕

Tel: 021-53686141

E-mail: xuxin03308@shzq.com

SAC 编号：S0870121100014

主要观点

医药生物行业经过多年快跑后，2022年全年以及2023年初的疫情扰动下，增速放缓。2022年度医药生物行业营业收入达24771.20亿元，同比增长9.93%，净利润为2062.27亿元，同比减少4.78%；2023年一季度营业收入为6350.92亿元，同比增长1.69%，净利润为592.24亿元，同比减少23.45%。2022年全年以及2023年第一季度受疫情扰动，增速放缓。医药生物行业仍是朝阳行业，整体处于加速转型期，国家政策鼓励加大创新。

创新药：国产创新药进入商业化放量阶段，未来可期

国产创新药不断上市，通过医保谈判快速进入医保目录，提升用药可及性并迅速放量。选取了近20家具有代表性的已经有产品商业化的创新药企进行分析，2022年主营收入达340亿元，同比增长9.85%，增速有所放缓主要是由于一次性确认的里程碑收入2022年较2021年有所减少，2022年核心产品销售收入仍然保持高增速。

化学制剂：2022年多重因素影响，机遇与挑战并存

化学制剂板块2022年营业收入同比略有增加，2023年一季度业绩增长显著。2022年度化学制剂板块实现营业收入3974.97亿元，同比增长2.82%，实现归母净利润268.10亿元，同比减少1.84%。2023年一季度实现营业收入985.49亿元，同比增长5.90%，归母净利润为87.87亿元，同比增长14.51%，板块业绩较上年同期复苏显著。

中药：利好政策驱动企业高质量发展，重视研发投入

中药板块营业收入稳步提升，2023Q1实现高速增长。2022年度中药板块营业收入3453.79亿元，同比增长4.28%，归母净利润267.99亿元，同比减少13.39%。2023年一季度营业收入880.02亿元，同比增长14.53%，归母净利润为139.45亿元，同比增长54.67%。

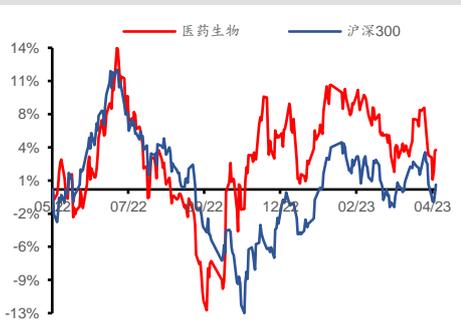
CXO：未来发展空间巨大，高效率的服务或将成为制胜关键

CXO板块2022年较2021年仍保持高增速，2023年一季度在2022年一季度高基数的情况下，增速有所放缓。2022年度CXO板块公司营业收入达893.72亿元，同比增长56.57%，净利润达212.60亿元，同比增长44.28%；2023年一季度营业收入为209.23亿元，同比增长5.92%，净利润为45.94亿元，同比增长12.81%。随着全球医药行业研发投入和外包率的不断提升，长期来看CXO仍有巨大的发展空间。

原料药：压制因素逐步消散，CDMO业务弹性较大

2022年原料药板块展现强韧性，2023Q1业绩承压。2022年原料药板块实现营业收入1191.15亿元，同比增长7.89%；实现归母净利润141.78亿元，同比增长10.18%。2023Q1板块归母净利润同比下降18.93%，业绩短期承压。不利因素逐步消散，毛利率拐点向上。未来随着新增产能落地，CDMO业务有望持续为原料药企业带来较高的业绩弹性。

最近一年行业指数与沪深300比较



相关报告：

《关注医疗服务板块布局机会》

——2023年04月23日

《诺和诺德上调 2023 全年营收和利润预期，国产 GLP-1 类药物收获在即》

—2023年04月15日

《创新药行业持续发展，重点关注“CXO”
板块回暖》

—2023年04月09日

IVD：疫情下IVD板块持续高增长，23年选择方向再起航

近三年新冠疫情下，体外诊断（IVD）板块持续快速增长，2023年一季度增速呈现回落态势。2022年IVD板块营收实现1371.58亿元，同比增长70.73%，2022年IVD板块实现归母净利润473.38亿元，同比增长78.18%。进入2023年，虽然心脏、凝血、炎症标志物等检测领域在一季度呈现需求放量态势，但随着国内外疫情逐步消散，IVD板块营收和利润呈现同比大幅回落态势。

医疗耗材：受疫情影响增速下降

疫情下，2022年医疗耗材板块受损为主，23年一季度下滑有所放缓。2022年实现营业收入747.54亿元，同比下降-15.33%，归母净利润100.21亿元，同比下滑55.30%。2023年一季度营收和归母净利润分别同比小幅下滑6.03%和14.36%。

医疗设备：稳中向好，医疗新基建持续赋能

政策端大力医疗资源建设，医疗设备板块持续向好。2022年医疗设备板块实现营收985.71亿元，同比增长13.46%，归母净利润199.42亿元，同比增长15.01%。2023年一季度实现营收265.52亿元，同比增长21.31%，归母净利润54.39亿元，同比增长24.36%。

零售药房：稳健增长，政策驱动处方外流提速在即，龙头企业将持续受益

头部连锁开启“万店时代”，内生+外延驱动板块营收、利润高增。药房板块2022年整体实现营收940.79亿元同比增长29.01%，实现归母净利润46.89亿元（+27.23%）。2023Q1板块实现营收253.29亿元，同比增长25.46%。定点零售药店纳入门诊统筹管理，处方外流或将提速，药房板块长期受益。

医疗服务：后疫情时代，医院恢复增长，诊断服务现金流改善

医疗服务板块2022年度营收942.92亿元，同比增长15.69%；归母净利润68.38亿元，同比增长10.19%。2023年一季度，营收203.12亿元，同比减少7.47%；归母净利润15.37亿元，同比减少30.72%。业绩波动主要系新冠核酸检测服务需求变化所致。其中医院板块2023年一季度全面恢复，营收128.41亿元，同比增长28.05%；归母净利润11.65亿元，同比增长1057.81%。

投资建议

从时间和空间上来看，医药生物行业估值在平衡过程持续22个月（从21年7月1日至今，区间最大跌幅达到40%），22年10月份以来行业反弹可看做本轮调整的末端和新周期起点的更替阶段。目前A股SW医药板块估值PE25倍（TTM），处于2010年1月以来的估值最低点，行业反弹有望持续。

重点关注方向包括：1）中医药主赛道（国家政策扶持十分明确，年内还可预期基药目录扩容）；2）医疗器械出口（影像设备、耗材、IVD等）；3）CXO行业（尤其是估值大幅下降之后，以及股东减持等潜在的利空逐步释放掉之后）；4）消费反弹：医美、家用医疗器械、医疗服务；5）中国创新：创新药械、新型疫苗；6）国企改革（混改）。

建议重点关注标的：迈瑞医疗、华东医药、华润三九、珍宝岛、昭衍

新药、凯莱英、博腾股份、荣昌生物、艾力斯、普洛药业、九洲药业、美年健康、益丰药房、一心堂、康德莱、三诺生物、迪安诊断。

■ 风险提示

行业政策变动风险；药品/耗材降价风险；研发失败风险；医疗事故风险；市场竞争加剧风险等。

目 录

1 医药生物行业 2022 年年报及 2023 年一季度概览.....7

2 医药生物行业内部细分板块出现结构分化，长期向好.....9

 2.1 创新药：国产创新药进入商业化放量阶段，未来可期.....9

 2.2 化学制剂：2022 年多重因素影响，机遇与挑战并存.....10

 2.3 中药：利好政策驱动企业高质量发展，重视研发投入....12

 2.4 CXO：未来发展空间巨大，高效率的服务或将成为制胜关键.....14

 2.5 原料药：压制因素逐步消散，CDMO 业务弹性较大16

 2.6 IVD：疫情下 IVD 板块持续高增长，23 年选择方向再起航.....18

 2.7 医疗耗材：受疫情影响增速下降19

 2.8 医疗设备：稳中向好，医疗新基建持续赋能21

 2.9 零售药房：稳健增长，政策驱动处方外流提速在即，龙头企业将持续受益.....22

 2.10 医疗服务：后疫情时代，医院恢复增长，诊断服务现金流改善.....25

3 风险提示28

图：

图 1：2018-2022 年医药生物行业年度营业收入及增速（单位：十亿人民币，%）8

图 2：2018-2022 年医药生物行业年度净利润及增速（单位：十亿人民币，%）8

图 3：2019-2023 年医药生物行业一季度营业收入及增速（单位：十亿人民币，%）8

图 4：2019-2023 年医药生物行业一季度净利润及增速（单位：十亿人民币，%）8

图 5：2018-2022 年医药生物行业年度研发支出及增速（单位：十亿人民币，%）8

图 6：2018-2023Q1 医药生物行业毛利率、净利率、研发支出/营业收入、销售费用率、管理费用率（单位：%） ...8

图 7：2018-2022 年创新药企（部分）总体主营业务收入及增速（单位：亿人民币，%）10

图 8 2020-2023Q1 年化学制剂板块营业收入及增速（单位：亿元）12

图 9 2020-2023Q1 化学制剂板块净利润及增速.....12

图 10 2020-2023Q1 化学制剂板块毛利率及净利率.....12

图 11 2020-2023Q1 化学制剂板块期间费用率12

图 12 2020-2023Q1 年中药板块营业收入及增速.....13

图 13 2020-2023Q1 中药板块净利润及增速.....13

图 14 2020-2023Q1 中药板块毛利率及净利率14

图 15 2020-2023Q1 中药板块期间费用率.....	14
图 16: 2018-2022 年 CXO 板块年度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)	15
图 17: 2018-2022 年 CXO 板块年度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)	15
图 18: 2019-2023 年 CXO 板块一季度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)	15
图 19: 2019-2023 年 CXO 板块一季度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)	15
图 20: 2018-2023Q1 CXO 板块毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率 (单位: %)	15
图 21 : 2019~2023Q1 原料药板块营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 22: 2019~2023Q1 原料药板块归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 23 : 2019~2023Q1 原料药板块销售毛利率及净利率 (单位: %)	17
图 24: 2019~2023Q1 原料药板块四项费用率 (单位: %)	17
图 25 : 2019~2023Q1 原料药板块固定资产及在建工程规模 (单位: 亿元)	17
图 26 2018-2022 年药店板块年度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)	24
图 27 2018-2022 年药店板块年度归母净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)	24
图 28 2020-2023 年药店板块一季度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)	24
图 29 2019-2023 年药店板块一季度归母净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)	24
图 30 2018-2023Q1 药店板块毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率 (单位: %)	24
图 31 2018-2022 年医疗服务板块年度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)	27
图 32 2018-2022 年医疗服务板块年度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)	27
图 33 2019-2023 年医疗服务板块一季度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)	27
图 34 2019-2023 年医疗服务板块一季度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)	27
图 35 2018-2023Q1 医疗服务板块毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率 (单位: %)	28

表:

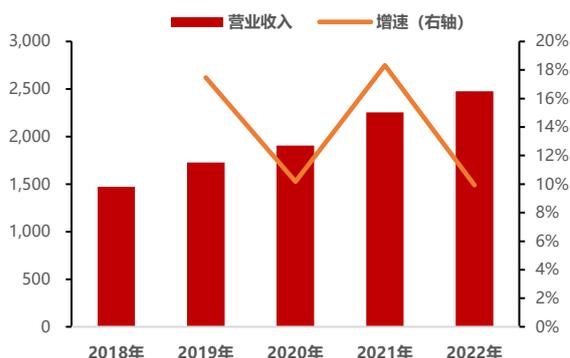
表 1: 2018-2022 年创新药企 (部分) 主营业务收入 (单位: 亿人民币)	9
表 2: 2020-2023Q1 化学制剂板块主要经营数据	11
表 3: 2020-2023Q1 中药板块主要经营数据	13
表 4: 原料药重点公司业绩一览	18
表 5: 体外诊断子版块主要财务情况	18
表 6: 体外诊断子版块主要公司近三年经营指标变化	19
表 7: 医疗耗材子版块主要财务情况	20
表 8: 医疗耗材子版块主要公司近三年经营指标变化	20
表 9: 医疗设备子版块主要财务情况	21
表 10: 医疗设备子版块主要公司近三年经营指标变化	21
表 11: 零售药店板块 2022 年主要经营数据	23
表 12: 零售药店板块 2023 年 Q1 主要经营数据	23
表 13: 部分医院板块公司 2022 及 2023Q1 业绩	26
表 14: 诊断服务公司 2022 及 2023Q1 业绩	26

1 医药生物行业 2022 年年报及 2023 年一季报概览

医药生物行业经过多年快跑后，2022 年全年以及 2023 年初的疫情扰动下，增速放缓。2022 年度医药生物行业营业收入达 24771.20 亿元，同比增长 9.93%，净利润为 2062.27 亿元，同比减少 4.78%；2023 年一季度营业收入为 6350.92 亿元，同比增长 1.69%，净利润为 592.24 亿元，同比减少 23.45%。2022 年全年以及 2023 年第一季度受疫情扰动，增速放缓。带量采购下销售费用率不断下降，2023Q1 下降至 13.22%，进一步压缩仿制药空间，为创新药械腾出支付空间。

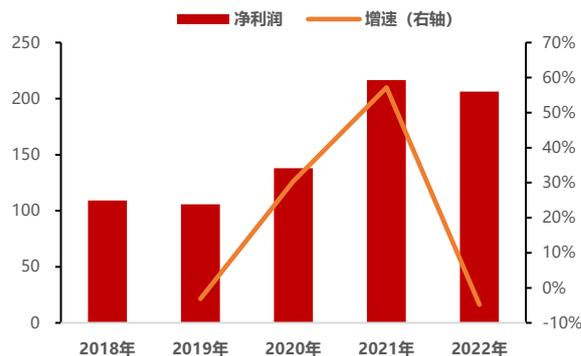
医药生物行业仍是朝阳行业，整体处于加速转型期，国家政策鼓励加大创新。2022 年，中国共产党第二十次全国代表大会召开，二十大报告明确提出，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，完善人民健康促进政策。随着经济不断发展和人口老龄化趋势进一步显现，人民群众对医疗健康的需求不断提升，医药行业仍然是朝阳产业，发展依旧是行业主旋律。当前，中国医药生物行业整体处于加速转型期，产业结构调整步伐加快。国家和地方带量采购继续扩围深入，传统仿制药收入和利润进一步承压，审评审批政策的不断优化和医保目录的动态调整，促使创新药产业迎来快速发展。工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，指出加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。“十四五”期间全行业研发投入年均增长 10% 以上，到 2025 年，创新产品新增销售额占全行业营业收入增量的比重进一步增加。国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》，强调要继续推进集采提速扩面，持续深化审评审批制度改革，加快有临床价值的创新药物上市，加速推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。国家各部委也将持续发力，不断推动医疗、医保、医药联动改革。

图 1：2018-2022 年医药生物行业年度营业收入及增速（单位：十亿人民币，%）



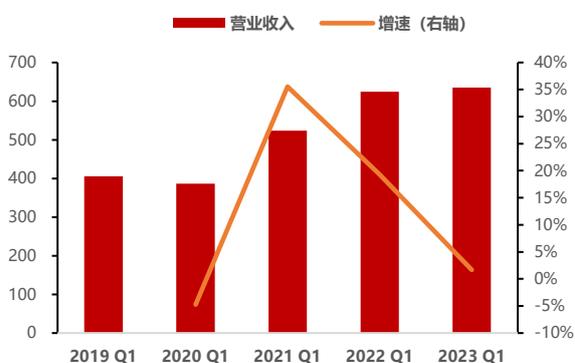
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：2018-2022 年医药生物行业年度净利润及增速（单位：十亿人民币，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：2019-2023 年医药生物行业一季度营业收入及增速（单位：十亿人民币，%）



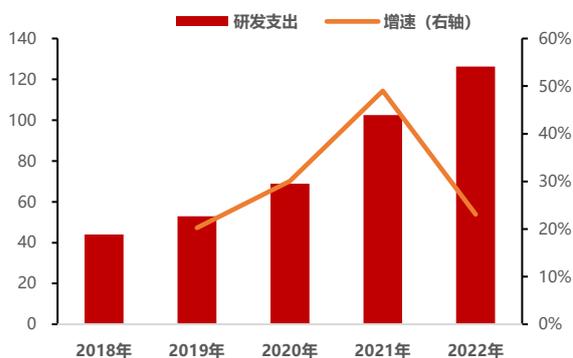
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2019-2023 年医药生物行业一季度净利润及增速（单位：十亿人民币，%）



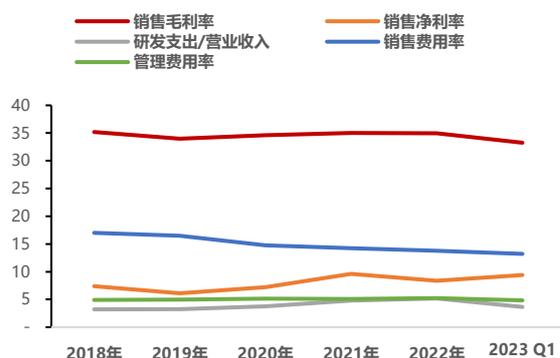
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：2018-2022 医药生物行业年度研发支出及增速（单位：十亿人民币，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：2018-2023Q1 医药生物行业毛利率、净利率、研发支出/营业收入、销售费用率、管理费用率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

我们认为医药生物行业在整体医保控费的方针下，逐渐进入稳步增长阶段，行业内部的细分板块出现结构分化的情况。重点

关注方向包括：1) 中医药主赛道（国家政策扶持十分明确，年内还可预期基药目录扩容）；2) 医疗器械出口（影像设备、耗材、IVD 等）；3) CXO 行业（尤其是估值大幅下降之后，以及股东减持等潜在的利空逐步释放掉之后）；4) 消费反弹：医美、家用医疗器械、医疗服务；5) 中国创新：创新药械、新型疫苗；6) 国企改革（混改）。

2 医药生物行业内部细分板块出现结构分化，长期向好

2.1 创新药：国产创新药进入商业化放量阶段，未来可期

国产创新药不断上市，通过医保谈判快速进入医保目录，提升用药可及性并迅速放量。随着 2018 年的港股 18A 新规的颁布以及科创板的设立，为尚未盈利的生物科技企业（Biotech）打开了上市的大门，我们选取了部分具有代表性的已经有产品商业化的创新药企，进一步分析他们的商业化放量情况。总体来看，2021 年是商业化放量最为迅猛的一年，收入较 2020 年增速明显达 131.56%，2022 年主营收入达 340 亿元，同比增长 9.85%，增速有所放缓。具体来看，君实生物、荣昌生物等收入有所下降，君实生物、荣昌生物收入下降是由于技术许可收入及特许权收入减少。君实生物核心产品实现销售收入 7.36 亿元，同比增长 78.77%；荣昌生物核心产品实现销售收入 7.38 亿元，同比增长 462.19%。

表 1：2018-2022 年创新药企（部分）主营业务收入（单位：亿人民币）

主营业务收入	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
百济神州-U	13.10	29.54	21.20	75.89	95.66
信达生物	0.09	10.48	38.44	42.70	45.57
君实生物-U	0.03	7.74	15.07	37.68	12.29
传奇生物	3.37	3.99	4.94	5.72	8.15
荣昌生物	0.13	0.05	0.03	14.24	7.68
康方生物	0.09	0.79	-	2.29	8.39
贝达药业	12.08	15.02	18.24	22.06	23.42
再鼎医药	0.01	0.91	3.19	9.20	14.98
诺诚健华-U	0.02	0.01	0.01	10.42	6.24
思路迪				0.60	5.67
泽璟制药-U			0.28	1.89	3.02
康宁杰瑞制药-B			0.02	1.52	1.67
艾力斯	0.01	0.01	0.01	5.30	7.91
微芯生物	1.48	1.74	2.69	4.30	5.26
三生国健	11.28	11.64	6.54	9.28	8.18
百奥泰			1.83	8.37	4.55
复宏汉霖	0.08	0.91	5.89	16.83	32.15
翰森制药（创新药部分）	N/A	N/A	15.63	42.02	50.06
合计	41.77	82.82	134.00	310.30	340.86

资料来源：Wind，各公司年报，上海证券研究所

图 7：2018-2022 年创新药企（部分）总体主营业务收入及增速（单位：亿人民币，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

我们认为随着医保政策的进一步贯彻实施，具有差异化且切实具有疗效能解决临床未被满足需求的产品将在医保谈判中更具优势，在价格影响不大情况下获得更多的放量机会，提升收入。而具有全球竞争力的产品将跳出医保限制，带来更多增量。中国创新药企正从 Biotech 逐步走向 Biopharma，拥有自主研发实力且拥有疗效好、差异化的管线，拥有强有力的商业化团队，终将走出属于自己的成长曲线。

2.2 化学制剂：2022 年多重因素影响，机遇与挑战并存

化学制剂板块 2022 年营业收入同比略有增加，2023 年一季度业绩增长显著。2022 年度化学制剂板块实现营业收入 3974.97 亿元，同比增长 2.82%，实现归母净利润 268.10 亿元，同比减少 1.84%。其中，复星医药营业收入 439.52 亿元，其中制药业务实现收入 308.12 亿元，同比增长 6.60%；华东医药营业收入 377.15 亿元，医药工业核心子公司中美华东实现销售收入（含 CSO 业务）112.44 亿元，同比增长 10.88%；人福医药实现营收 223.38 亿元，同比增长 8.71%。营收端较 2021 年同比略增。2023 年一季度，公共卫生、交通物流等方面影响逐渐消除，医疗机构门急诊就诊、人员流动、学术推广等处方开具、药品销售相关活动逐步恢复，化学制剂板块 2023 年一季度实现营业收入 985.49 亿元，同比增长 5.90%，归母净利润为 87.87 亿元，同比增长 14.51%，板块业绩较上年同期复苏显著。

表 2：2020-2023Q1 化学制剂板块主要经营数据

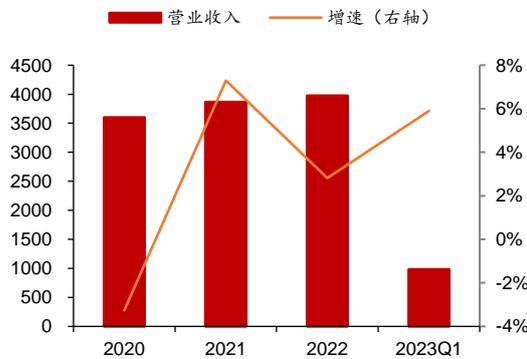
项目	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
营业收入 (亿元)	3,603.15	-3.26%	3,865.99	7.29%	3,974.97	2.82%	985.49	5.90%
归母净利润 (亿元)	235.73	10.66%	273.12	15.86%	268.10	-1.84%	87.87	14.51%
销售毛利率	53.18%	-0.99%	51.07%	-2.11%	49.48%	-1.59%	50.05%	-0.39%
销售净利率	7.59%	0.96%	7.76%	0.17%	7.64%	-0.12%	10.86%	0.83%
ROE 摊薄	7.11%	0.27%	7.30%	0.19%	6.95%	-0.35%	2.52%	0.14%
销售费用率	27.24%	-2.71%	26.09%	-1.15%	24.22%	-1.86%	22.72%	-1.45%
管理费用率	8.08%	0.79%	7.68%	-0.40%	7.60%	-0.08%	7.07%	-0.19%
财务费用率	1.80%	0.24%	1.41%	-0.39%	0.81%	-0.60%	1.28%	0.09%
研发费用率	6.71%	1.12%	7.19%	0.48%	7.16%	-0.03%	6.35%	0.43%

资料来源：Wind，上海证券研究所

带量采购、经营成本上升等因素使传统仿制药收入和利润进一步承压。2018 年以来，药品带量采购改革持续推进，集中带量采购逐步进入常态化、制度化新阶段。国家已经开展的七批药品带量采购，共采购 294 种药品，涉及金额占公立医疗机构化学药和生物药年采购金额的 35%。2022 年开展的第七批国家集采共纳入 60 种药品，327 个拟中选产品平均降价 48%。地方在参与国家组织集采的同时也开展了不同形式的省级和省际联盟集采，从采购品种看，化学药、中成药、生物药三大类药品板块均覆盖，传统仿制药收入和利润进一步承压，企业机遇与挑战并存。以恒瑞医药为例，自 2018 年以来，公司涉及国家集中带量采购的仿制药共有 35 个品种，中选 22 个品种，中选价平均降幅 74.5%。2021 年 9 月开始陆续执行的第五批集采涉及的 8 个药品，2022 年销售收入仅 6.1 亿元，较上年同期减少 22.6 亿元，同比下滑 79%；2022 年 11 月开始陆续执行的第七批集采涉及的 5 个药品，2022 年销售收入 9.8 亿元，较上年同期减少 9.2 亿元，同比下滑 48%。此外，公司面临药品价格下降、经营成本上升等挑战。2022 年 1 月 1 日起，恒瑞医药阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药执行新的医保谈判价格，医保销售价格平均下降 33%，加之产品准入难等因素，部分创新药收入增长较慢。2022 年，相当一部分医疗机构日常诊疗业务量缩减，公司产品（麻醉类等）销售受到较大影响；同时，产品出口订单一定时间内出现积压，部分海外业务需求未能及时转化为销售收入。利润方面，原辅材料及能源价格持续上涨，同时叠加物流成本上涨、产能利用率降低、研发投入加大等为主要影响因素。受多重因素影响，2022 年板块毛利率及净利率均有所下降，化学制剂板块毛利率 49.48%，同比下降 1.59 个百分点；板块净利率 7.64%，同比下降 0.12 个百分点。

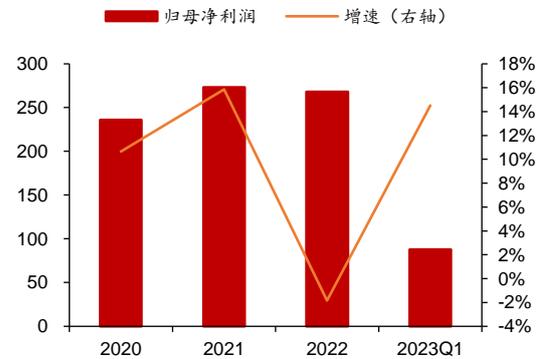
降本增效卓有成效，销售费用率显著降低。2020年至2023年一季度，化学制剂板块销售费用率呈持续下降趋势，分别为27.24%/26.09%/24.22%/22.72%。《深化医药卫生体制改革 2022年重点工作任务》等政策的印发，强调要继续推进集采提速扩面，持续深化审评审批制度改革，加快有临床价值的创新药物上市，加速推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。国家各部委也将持续发力，不断推动医疗、医保、医药联动改革。医改的持续深化也促使制药企业在精细化管理、降本增效中不断提升治理能力，真正具备创新能力、具有差异化研发管线的医药企业将迎来更快速的产品获批和更广阔的发展空间。

图 8 2020-2023Q1 年化学制剂板块营业收入及增速
(单位: 亿元)



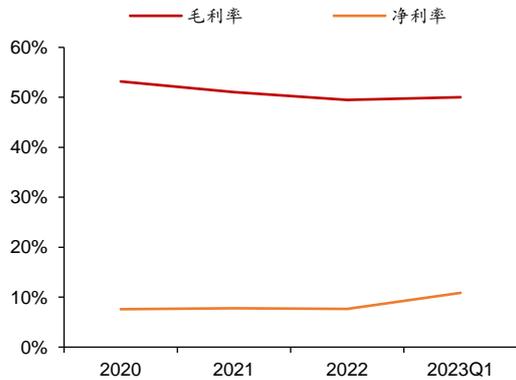
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 9 2020-2023Q1 化学制剂板块净利润及增速
(单位: 亿元)



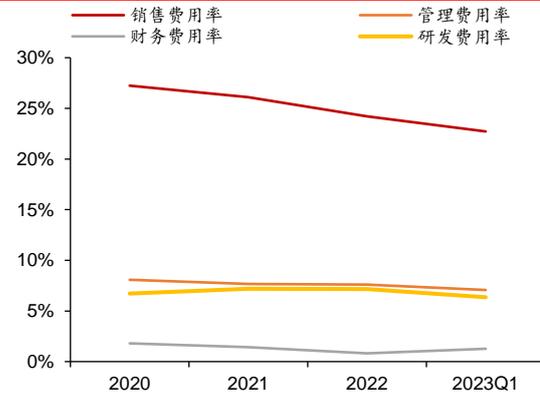
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 10 2020-2023Q1 化学制剂板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11 2020-2023Q1 化学制剂板块期间费用率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 中药: 利好政策驱动企业高质量发展, 重视研发投入

中药板块营业收入稳步提升, 2023Q1 实现高速增长。2022年度中药板块营业收入3453.79亿元, 同比增长4.28%, 归母净利润267.99亿元, 同比减少13.39%。白云山2022年实现营业收入707.88亿元, 同比增长2.57%, 实现归母净利润39.67亿元, 同比增长6.63%; 云南白药2022年实现营业收入364.88亿元, 同

比增长 0.31%，实现归母净利润 30.31 亿元，同比增长 7.00%。部分中药企业 2022 年出现大额非经常性损益，一定程度影响利润端，其中，步长制药及天士力分别由于计提大额商誉减值准备、金融资产公允价值大幅下降导致利润端出现同比较大幅度的减少。中医药板块 2023 年一季度营业收入 880.02 亿元，同比增长 14.53%，归母净利润为 139.45 亿元，同比增长 54.67%，我们认为，中药具有一定的消费属性，滋补效用在大众认知中较为突出，疫情防控政策的优化后及进补需求提升，中药产品的销售情况向好。

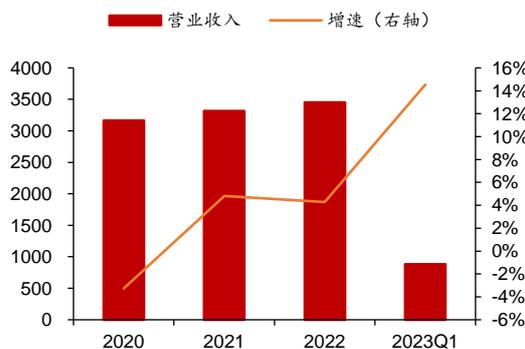
表 3：2020-2023Q1 中药板块主要经营数据

项目	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
营业收入 (亿元)	3,160.16	-3.26%	3,312.12	4.81%	3,453.79	4.28%	880.02	14.53%
归母净利润 (亿元)	294.56	15.26%	309.41	5.04%	267.99	-13.39%	139.45	54.67%
销售毛利率	43.04%	-1.29%	45.17%	2.13%	44.69%	-0.48%	46.77%	1.55%
销售净利率	9.54%	1.36%	9.74%	0.19%	8.11%	-1.63%	14.43%	3.81%
ROE 摊薄	9.04%	0.51%	9.08%	0.04%	7.57%	-1.51%	3.74%	1.17%
销售费用率	23.74%	-1.91%	24.78%	1.04%	24.05%	-0.73%	23.14%	0.35%
管理费用率	5.53%	0.10%	5.67%	0.14%	5.55%	-0.12%	4.73%	-0.12%
财务费用率	0.52%	-0.16%	0.44%	-0.08%	0.32%	-0.12%	0.22%	-0.02%
研发费用率	2.40%	0.23%	2.67%	0.27%	2.78%	0.11%	2.05%	-0.16%

资料来源：Wind，上海证券研究所

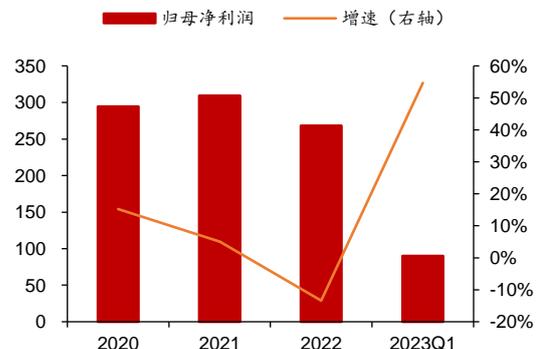
利好政策频出，推动中药企业高质量发展。在国家《中药注册管理专门规定》以及《“十四五”中医药发展规划》等中医药利好政策的推动下，中医药改革创新已经成为新时期中医药行业发展的主要方向。随着符合中药特点的审评审批体系的不断健全，以临床价值为导向，中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药特色审评证据体系的逐步建立，将为中药新药研发带来新的历史发展机遇。此外，中成药集采常态化将进一步倒逼中药企业创新发展，逐步构建以临床价值为导向，重视真正具有临床价值的中药创新药的开发。中药板块企业研发费用率不断提升，2020-2022 年，板块研发费用率分别为 2.40%、2.67%、2.78%，中药企业对研发创新的关注度持续加强。

图 12 2020-2023Q1 年中药板块营业收入及增速
(单位：亿元)



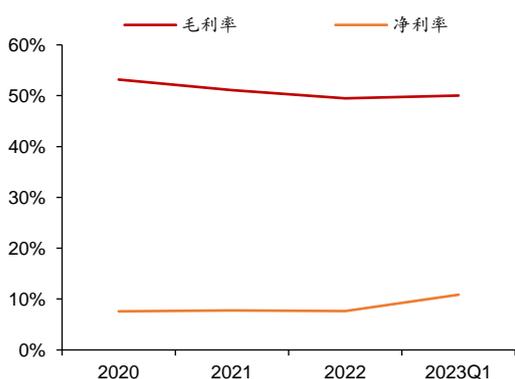
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 13 2020-2023Q1 中药板块净利润及增速
(单位：亿元)



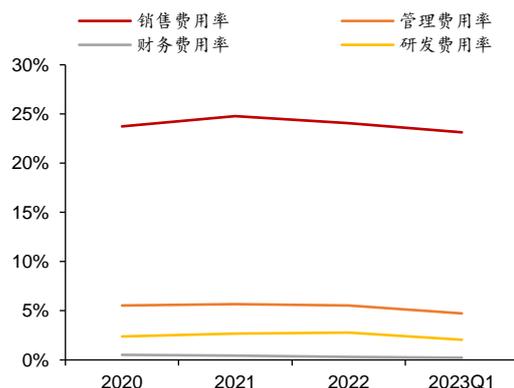
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 14 2020-2023Q1 中药板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 15 2020-2023Q1 中药板块期间费用率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.4 CXO: 未来发展空间巨大, 高效率的服务或将成为制胜关键

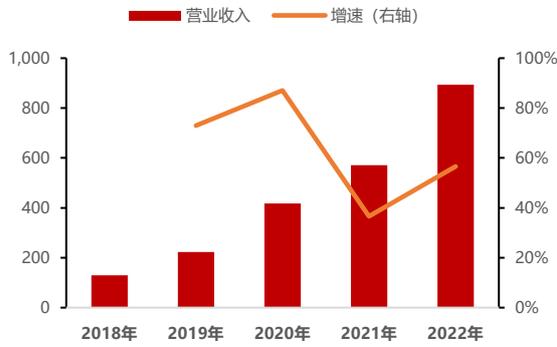
CXO 板块 2022 年较 2021 年仍保持高增速, 2023 年一季度在 2022 年一季度高基数的情况下, 增速有所放缓。2022 年度 CXO 板块公司营业收入达 893.72 亿元, 同比增长 56.57%, 净利润达 212.60 亿元, 同比增长 44.28%; 2023 年一季度营业收入为 209.23 亿元, 同比增长 5.92%, 净利润为 45.94 亿元, 同比增长 12.81%。2023 年一季度增速放缓的原因主要系 2022 年一季度的高基数 (2022 年一季度营业收入高达 197.54 亿元), 其高基数主要来自于如药明康德和凯莱英等龙头企业的新冠业务订单, 而 2023 年全球疫情发展趋势平稳, 相关新冠业务订单需求减少。

随着全球医药行业研发投入和外包率的不断提升, 长期来看 CXO 仍有巨大的发展空间。根据 2022 年 7 月最新的 Frost & Sullivan 报告预测, 全球医药行业研发投入将由 2022 年的 2,437 亿美元增长至 2026 年的 3,288 亿美元, 复合年增长率约 7.8%; 中国医药行业研发投入将由 2022 年的 327 亿美元增长至 2026 年的 529 亿美元, 复合年增长率约 12.8%。全球医药研发投入外包比例将由 2022 年的 46.5% 提升至 2026 年的 55.0%; 中国医药研发投入外包比例将由 2022 年的 42.6% 提升至 2026 年的 52.2%。

MAH (上市许可人制度) 落地执行以来, CXO 板块经过五年高速发展, 市场竞争日趋激烈, 提升服务效率或将成为未来竞争的制胜关键。CXO 板块公司整体毛利率 2018 年以来相对稳定, 维持在 40% 左右, 并略有提升至 2023 年 Q1 的 41.83%, 净利率方面则略有下降, 由 2021 年的 25.81% 降至 2022 年的 23.79% 并进一步降至 2023 年 Q1 的 21.96%。我们认为随着未来市场竞争的加剧, 更加考验各家 CXO 公司的运营效率, 通过“一体化、端到端”

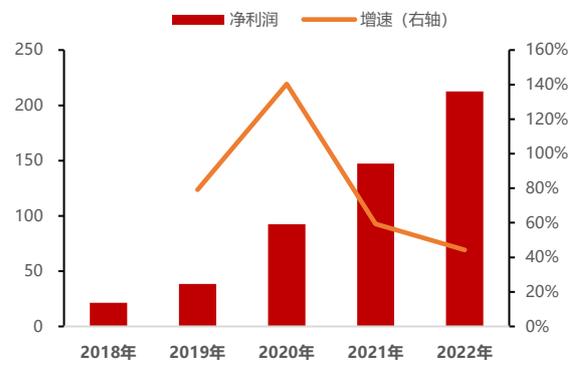
等更好的服务体系以及更有竞争力的价格在全球范围竞争，增强客户粘性的同时获得更多新增客户。

图 16: 2018-2022 年 CXO 板块年度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)



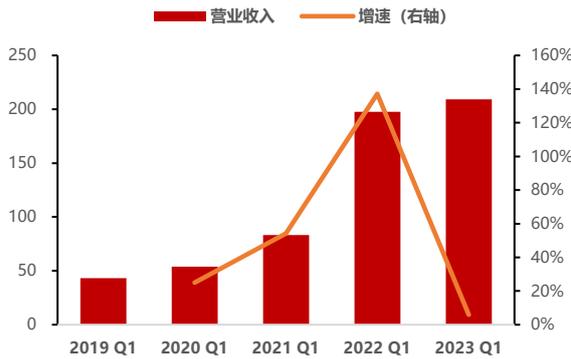
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 17: 2018-2022 年 CXO 板块年度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)



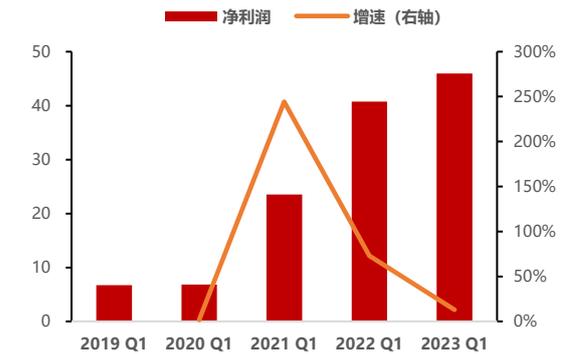
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 18: 2019-2023 年 CXO 板块一季度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)



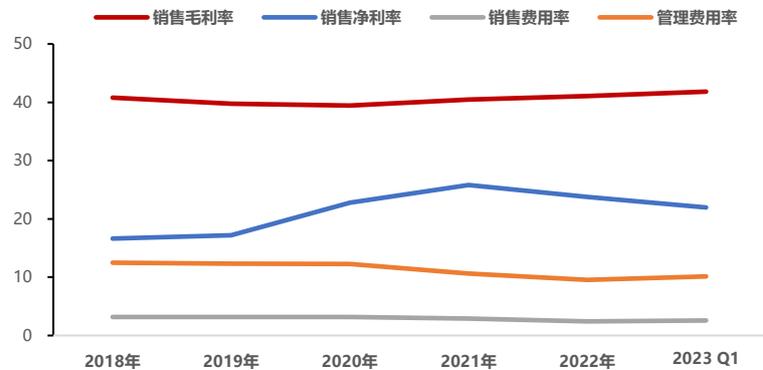
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 19: 2019-2023 年 CXO 板块一季度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 20: 2018-2023Q1 CXO 板块毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

我们认为随着全球各国经济的发展、全球人口总量的增长、

人口老龄化程度的提高、科技进步、医疗开支上升以及大众健康意识的不断增强，全球制药市场规模仍然将保持增长，CXO 板块未来发展空间巨大且充满潜力。中国 CXO 企业在全世界来看具有成本优势，未来将更加深入参与全球竞争，通过“中国制造”的优势，获取全球订单，提升市场份额。建议关注具有全球交付能力，具有平台优势且服务效率高的 CXO 企业。

2.5 原料药：压制因素逐步消散，CDMO 业务弹性较大

2022 年原料药板块展现强韧性，2023Q1 业绩承压。面对复杂多变的国际环境和新冠疫情等因素的冲击，我国原料药企业发展彰显韧性。2022 年申万原料药子板块实现营业收入 1191.15 亿元，同比增长 7.89%；实现归母净利润 141.78 亿元，同比增长 10.18%；主要系部分大宗原料药价格好于上年，解热镇痛、激素、抗感染类原料药出口旺盛，原料药 CDMO 业务高速增长所致。2023Q1 板块归母净利润同比下降 18.93%，业绩短期承压；我们认为主要是因为部分大宗原料药价格较去年同期显著下滑。

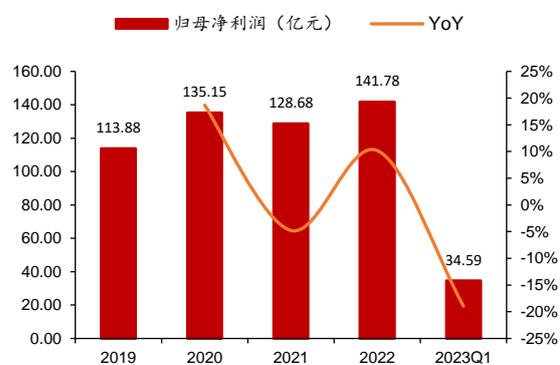
不利因素逐步消散，毛利率拐点向上。21-22 年，受人民币汇率波动、原材料及国际运输成本上涨等因素影响，原料药企业生产运营成本大幅增加，利润空间被持续挤兑，原料药板块毛利率下降近 5pct。2023 年，随着原材料价格整体呈现下行趋势，海运价格高位回落，CCFI 综合指数已接近 2020 年低位水平；板块毛利率迎来拐点，较 2022 年末小幅提升。此外，22 年整体板块三费率较 21 年下降约 1.77pct，费用管控得当。我们认为未来随着产能扩张带来规模效应，及高毛利 CDMO 业务占比进一步提升，原料药板块毛利率有望恢复至 20 年水平。

图 21：2019~2023Q1 原料药板块营业收入及增速
(单位：亿元，%)



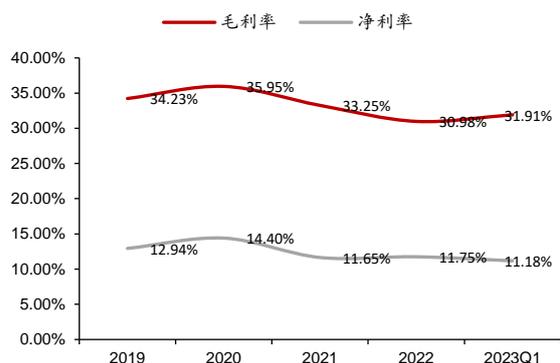
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 22：2019~2023Q1 原料药板块归母净利润及增速
(单位：亿元，%)



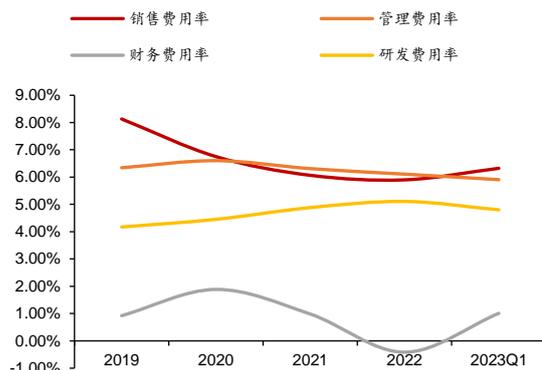
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 23：2019~2023Q1 原料药板块销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

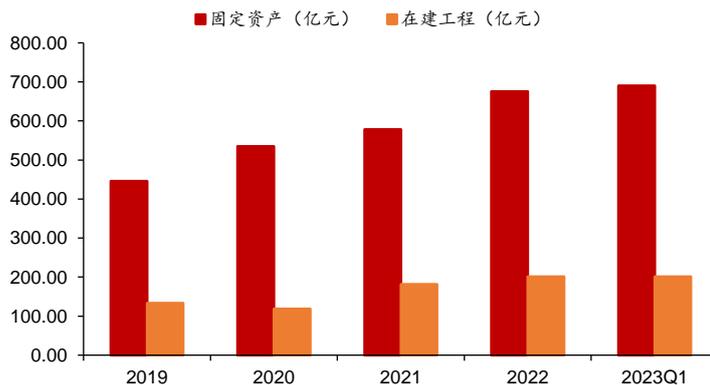
图 24：2019~2023Q1 原料药板块四项费用率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

产能持续建设，CDMO 业务高歌猛进。原料药企业向 CDMO 领域的拓展迈入快速发展阶段，其研发、制造能力得到了更多大客户认可，订单和项目稳步增长。普洛药业 22 年末研发阶段项目 298 个 (+108%)，商业化阶段项目 226 个 (+26%)；22 年九洲药业承接的项目中，已上市项目 26 个，处于 III 期临床项目 61 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 764 个。此外，为满足客户项目的快速规模化生产并稳定供应，国内原料药公司全力推进新产能项目建设，22 年整体板块固定资产及在建工程规模同比增速均超 10%；未来随着新增产能落地，CDMO 业务有望持续为原料药企业带来较高的业绩弹性。

图 25：2019~2023Q1 原料药板块固定资产及在建工程规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

我们认为原料药产业链长期向好趋势不变。短期看，企业成本端改善；中期看，新增产能释放叠加项目落地，业绩弹性十足；长期看，人口老龄化加剧、慢性疾病发病率提高促使全球制药市场欣欣向荣。建议关注普洛药业、九洲药业、新和成、海普瑞、纳微科技等。

表 4：原料药重点公司业绩一览

证券代码	证券简称	归母净利润 YoY			毛利率			ROE			PE TTM
		2021	2022	2023Q1	2021	2022	2023Q1	2021	2022	2023Q1	
002001.SZ	新和成	21.34%	-16.89%	-46.55%	44.50%	36.94%	31.69%	19.84%	15.36%	2.66%	17
000739.SZ	普洛药业	17.00%	3.52%	57.35%	26.54%	23.90%	27.96%	18.88%	17.95%	4.16%	23
600216.SH	浙江医药	45.71%	-48.38%	-56.42%	40.85%	34.47%	33.75%	11.91%	5.83%	1.21%	29
000756.SZ	新华制药	7.29%	17.97%	39.72%	27.04%	27.15%	31.38%	10.05%	9.96%	3.51%	40
002399.SZ	海普瑞	-76.49%	201.96%	-71.68%	31.94%	32.61%	34.90%	2.11%	5.91%	0.54%	26
605507.SH	国邦医药	-12.84%	30.43%	-2.88%	30.14%	27.55%	26.61%	11.13%	12.87%	2.65%	14
603456.SH	九洲药业	66.56%	45.28%	35.07%	33.33%	34.66%	36.90%	13.85%	17.39%	3.48%	29
002332.SZ	仙琚制药	22.09%	21.00%	4.23%	58.23%	58.15%	52.35%	12.75%	13.73%	2.37%	20
600488.SH	津药药业	43.23%	-27.25%	199.30%	47.63%	49.07%	54.54%	1.63%	1.19%	2.22%	71
002099.SZ	海翔药业	-70.21%	-7.58%	-51.62%	37.24%	26.64%	20.03%	1.56%	1.44%	0.68%	290

资料来源：Wind，上海证券研究所

2.6 IVD：疫情下 IVD 板块持续高增长，23 年选择方向再起航

近三年新冠疫情下，体外诊断（IVD）板块持续快速增长，2023 年一季度增速呈现回落态势。从营收端看，2022 年 IVD 板块营收破千亿，实现 1371.58 亿元，同比增长 70.73%，我们认为主要是板块内公司根据疫情形势变化，推出新冠检测相关产品，借助新冠抗原检测、新冠核酸检测等产品在海内外快速放量；从利润端看，2022 年 IVD 板块实现归母净利润 473.38 亿元，同比增长 78.18%，凭借高毛利率的新冠检测产品，行业整体毛利率和净利率维持在较高水平。进入 2023 年，虽然心脏、凝血、炎症标志物等检测领域在一季度呈现需求放量态势，但随着国内外疫情逐步消散，IVD 板块营收和利润呈现同比大幅回落态势。

2022 年各项费用率控制良好，2023 年一季度提升明显。我们认为在规模效应下，IVD 板块期间费用率近三年持续下降，随着国内外疫情逐步消散，收入端明显下滑导致规模效应明显减弱，2023 年一季度板块期间费用率较 2022 年提升翻倍。同时，IVD 板块在建工程维持高增长，2022 年和 2023 年 Q1 分别同比增长 75.53%和 71.74%，提示固定资产扩张仍在持续，未来面临折旧压力。

表 5：体外诊断子版块主要财务情况

项目	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
营业收入（亿元）	552.28	80.81%	803.38	45.47%	1,371.58	70.73%	125.59	-78.63%
归母净利润（亿元）	174.89	349.25%	265.67	51.91%	473.38	78.18%	26.89	-90.85%
ROE 摊薄（%）	24.97%	-	26.27%	-	33.00%	-	1.87%	-
销售毛利率（%）	67.06%	-	65.08%	-	64.27%	-	58.58%	-
销售净利率（%）	32.70%	-	33.81%	-	35.60%	-	22.40%	-
期间费用率（%）	28.11%	-	24.53%	-	17.63%	-	35.77%	-
其中：研发费用率（%）	6.10%	-	6.42%	-	5.46%	-	11.05%	-
管理费用率（%）	6.19%	-	5.27%	-	4.36%	-	9.56%	-

销售费用率 (%)	14.80%	-	12.44%	-	9.42%	-	15.91%	-
财务费用率 (%)	1.01%	-	0.39%	-	-1.62%	-	-0.75%	-
固定资产 (亿元)	137.45	17.20%	174.04	26.62%	204.14	17.30%	208.15	16.79%
在建工程 (亿元)	24.50	43.43%	40.56	65.58%	71.20	75.53%	78.77	71.74%
应收账款 (亿元)	130.18	34.61%	174.19	33.81%	237.88	36.56%	221.72	-19.51%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

表 6: 体外诊断子版块主要公司近三年经营指标变化

证券简称	营业收入 YoY				归母净利润 YoY				毛利率			ROE		
	2020	2021	2022	23Q1	2020	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1
九安医疗	184%	19%	998%	-93%	265%	275%	1664%	-96%	63%	80%	67%	32%	82%	3%
达安基因	386%	43%	57%	-90%	2557%	48%	50%	-98%	75%	73%	56%	49%	48%	0%
明德生物	429%	195%	272%	-85%	1029%	201%	198%	-95%	75%	67%	44%	51%	65%	1%
东方生物	789%	211%	-14%	-92%	1943%	193%	-58%	-102%	74%	51%	33%	72%	25%	-1%
科华生物	72%	17%	44%	98%	234%	26%	14%	146%	55%	53%	47%	22%	20%	1%
圣湘生物	1204%	-5%	43%	-86%	6528%	-14%	-14%	-91%	72%	59%	67%	35%	26%	1%
安旭生物	472%	32%	288%	-98%	1091%	14%	312%	-98%	65%	75%	51%	28%	56%	1%
万孚生物	36%	20%	69%	-68%	64%	0%	89%	-77%	58%	52%	65%	19%	28%	4%
凯普生物	86%	97%	109%	-80%	146%	135%	102%	-87%	68%	69%	62%	27%	35%	1%
硕世生物	502%	63%	95%	-94%	879%	46%	53%	-103%	69%	61%	65%	47%	48%	-1%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

板块后市展望及分析: 在新冠疫情期间, IVD 板块增长迅速, 实现跨越式的发展, 板块储备现金充裕, 为未来积蓄发展新动能打好扎实基础; 进入 2023 年, 在新冠疫情影响持续减轻、国内集采常态化和 DRG 推行下, IVD 板块内公司需持续沉淀, 选择方向再起航, 持续看好化学发光领域的进口替代、PCR 分子诊断 (肿瘤早筛、呼吸道检测、伴随诊断、基因测序等) 在下沉市场应用以及 POCT 往消费端和分子 POCT 拓展。同时, 建议重视具有海外代工经验的 IVD 厂商, 看好其凭借中国制 (智) 造能力走向国际 “深蓝” 市场。

2.7 医疗耗材: 受疫情影响增速下降

疫情下, 2022 年医疗耗材板块受损为主, 23 年一季度下滑有所放缓。 在集采大背景下, 2022 年, 受国内疫情影响, 院内常规诊疗客流量受损, 压制普通耗材和依赖于各类手术的高值耗材需求; 国际方面, 海外疫情管控先于国内放开, 对防疫类耗材的需求下降 (例如英科医疗、振德医疗海外收入下滑), 全年医疗耗材板块实现营业收入 747.54 亿元, 同比下降-15.33%, 归母净利润 100.21 亿元, 同比下滑 55.30%。进入 2023 年, 一季度国内新冠感染人数提升, 院内诊疗压力持续存在, 影响医疗耗材板块业绩释放, 营收和归母净利润分别同比小幅下滑 6.03% 和 14.36%。

板块毛利率有所下滑, 细分板块分化严重。 自 2020 年至 2022 年, 医疗耗材板块毛利率从 58.79% 降至 44.33%, 我们认为主要原因是一方面受到集采影响, 压制产品利润空间, 另一方面是部

细分赛道享受新冠红利，随着疫情消散，红利逐步消失。从细分小板块看，产品种类丰富、布局多种赛道的一体化公司毛利率更易于倾向稳定（如乐普医疗、康德莱、振德医疗等）。

表 7：医疗耗子子版块主要财务情况

项目	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
营业收入（亿元）	824.83	74.96%	882.84	7.03%	747.54	-15.33%	180.41	-6.03%
归母净利润（亿元）	237.25	195.48%	224.16	-5.52%	100.21	-55.30%	25.87	-14.36%
ROE 摊薄（%）	26.47%	-	18.10%	-	7.22%	-	1.87%	-
销售毛利率（%）	58.79%	-	54.87%	-	44.33%	-	44.80%	-
销售净利率（%）	29.79%	-	25.87%	-	13.63%	-	14.84%	-
期间费用率（%）	21.47%	-	23.23%	-	27.35%	-	28.58%	-
其中：研发费用率（%）	4.32%	-	5.23%	-	6.66%	-	6.34%	-
管理费用率（%）	5.24%	-	6.28%	-	7.88%	-	7.91%	-
销售费用率（%）	10.73%	-	11.40%	-	13.92%	-	13.66%	-
财务费用率（%）	1.19%	-	0.32%	-	-1.11%	-	0.67%	-
固定资产（亿元）	206.74	28.77%	311.69	50.76%	374.30	20.09%	386.29	20.71%
在建工程（亿元）	65.00	59.99%	101.69	56.43%	94.80	-6.77%	89.67	-15.86%
应收账款（亿元）	117.98	16.93%	127.02	7.66%	131.61	3.61%	134.71	-1.71%

资料来源：Wind，上海证券研究所

表 8：医疗耗子子版块主要公司近三年经营指标变化

证券简称	营业收入 YoY				归母净利润 YoY				毛利率			ROE		
	2020	2021	2022	23Q1	2020	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1
乐普医疗	3%	33%	0%	-4%	4%	-5%	28%	9%	61%	62%	67%	15%	15%	4%
英科医疗	564%	17%	-59%	-31%	3830%	6%	-92%	-283%	62%	13%	8%	47%	4%	-1%
振德医疗	457%	-51%	21%	3%	1525%	-77%	14%	31%	35%	35%	36%	15%	12%	3%
蓝帆医疗	126%	3%	-40%	-16%	259%	-34%	-132%	-47%	47%	10%	13%	11%	-4%	-1%
奥美医疗	63%	-24%	44%	-18%	255%	-63%	-6%	-19%	30%	34%	33%	16%	13%	4%
山东药玻	15%	13%	8%	19%	23%	5%	5%	9%	30%	27%	24%	13%	9%	2%
康德莱	46%	17%	1%	-21%	19%	44%	7%	20%	38%	34%	34%	14%	14%	4%
可孚医疗	62%	-4%	31%	42%	243%	1%	-30%	168%	44%	40%	51%	9%	6%	3%
健帆生物	36%	37%	-7%	-18%	53%	37%	-26%	-41%	85%	82%	80%	36%	25%	5%
昊海生科	-17%	33%	21%	29%	-38%	53%	-49%	33%	72%	69%	71%	6%	3%	1%

资料来源：Wind，上海证券研究所

板块后市展望及分析：步入 2023 年，随着新冠疫情压制因素逐步解除，院内常规诊疗及各类手术需求恢复正常，医疗耗材板块业绩有望逐渐企稳。同时，我们可以看到高值耗材集采已进入第三年，临床用量大、群众负担重的冠脉支架、人工关节以及骨科脊柱类耗材等集采已陆续成功落地，随着集采常态化开展，谈集采色变或将成为历史，以价换量、鼓励国产创新、持续打破海外技术垄断已成为国产耗材发展主旋律。此外，普通耗材板块凭借疫情契机加速走出国门，虽然后疫情下海外需求有所下降，但伴随品牌知名度的提高，国产普通耗材已成为全球医疗产业链具有竞争力的环节。整体看，国内医疗保障民生需求刚性以及海外空间广阔背景下，持续看好国产耗材板块加速升级，未来建议关注具有持续创新迭代能力、海外认可度高、成本控制能力强的国产耗材公司。

2.8 医疗设备：稳中向好，医疗新基建持续赋能

政策端发力医疗资源建设，医疗设备板块持续向好。2022 年年底防控措施进一步优化以来，政策端强调医疗资源建设，催化医疗新基建进程，抓紧“补短板、堵漏洞、强弱项”。此外，2022 年地方政府医疗专项预算发行规模超过 3500 亿元，医疗新基建持续催化设备板块业绩释放：其中，2022 年医疗设备板块实现营收 985.71 亿元，同比增长 13.46%，归母净利润 199.42 亿元，同比增长 15.01%；同时，从 2022 年 12 月份至 2023 年 2 月份，国内市场 ICU 病房建设显著提速，监护仪、呼吸机、输注泵等重症所需设备紧急采购量大幅增加，从医疗级到消费端需求旺盛，医疗设备板块在 2023 年一季度实现营收 265.52 亿元，同比增长 21.31%，归母净利润 54.39 亿元，同比增长 24.36%。

期间费用率稳定，固定资产投资稳步增长。近三年，板块毛利率稳定在 50%+，净利率稳定在 20%，各项费用率控制良好，研发投入强度逐年提升；此外，固定资产保持良好增长，2022 年固定资产增速 20.54%，23 年 Q1 增长 29.35%；在建工程增速稳步，2022 年增长 53.87%，23 年 Q1 增长 76.51%，板块保持持续扩张态势。

表 9：医疗设备子版块主要财务情况

项目	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
营业收入 (亿元)	747.74	34.45%	868.75	16.18%	985.71	13.46%	265.52	21.31%
归母净利润 (亿元)	151.25	77.00%	173.39	14.64%	199.42	15.01%	54.39	24.36%
ROE 摊薄 (%)	18.20%	-	17.52%	-	14.23%	-	3.71%	-
销售毛利率 (%)	52.06%	-	51.26%	-	50.59%	-	53.02%	-
销售净利率 (%)	20.34%	-	20.05%	-	20.23%	-	20.61%	-
期间费用率 (%)	29.21%	-	29.69%	-	29.56%	-	30.28%	-
其中，研发费用率 (%)	8.43%	-	9.25%	-	9.96%	-	10.00%	-
管理费用率 (%)	6.42%	-	6.36%	-	6.43%	-	6.40%	-
销售费用率 (%)	13.62%	-	14.02%	-	14.28%	-	13.90%	-
财务费用率 (%)	0.73%	-	0.07%	-	-1.11%	-	-0.01%	-
固定资产 (亿元)	157.07	17.03%	176.45	12.34%	212.70	20.54%	213.09	29.35%
在建工程 (亿元)	29.82	-1.31%	38.39	28.75%	59.07	53.87%	66.61	76.51%
应收账款 (亿元)	110.31	-8.17%	117.26	6.30%	155.39	32.51%	159.83	33.73%

资料来源：Wind，上海证券研究所

表 10：医疗设备子版块主要公司近三年经营指标变化

证券简称	营业收入 YoY				归母净利润 YoY				毛利率			ROE		
	2020	2021	2022	23Q1	2020	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1
迈瑞医疗	27%	20%	20%	20%	42%	20%	20%	22%	65%	64%	66%	30%	30%	7%
新华医疗	4%	4%	-2%	15%	-73%	138%	-10%	54%	24%	26%	26%	11%	9%	3%
联影医疗	93%	26%	27%	33%	1328%	57%	17%	8%	49%	48%	50%	28%	9%	2%
鱼跃医疗	45%	3%	3%	48%	134%	-16%	8%	54%	48%	48%	53%	18%	16%	7%
楚天科技	14%	47%	23%	13%	208%	182%	0%	4%	40%	36%	35%	16%	13%	3%
东富龙	20%	55%	30%	15%	218%	79%	2%	9%	46%	39%	38%	19%	11%	3%
华大智造	155%	41%	8%	-49%	207%	85%	319%	-144%	66%	54%	56%	12%	22%	-2%
海尔生物	38%	52%	35%	22%	109%	122%	-29%	21%	50%	48%	51%	23%	15%	3%
三诺生物	13%	17%	19%	6%	-25%	-42%	301%	4%	60%	59%	59%	4%	14%	2%
开立医疗	-7%	24%	22%	28%	-146%	634%	50%	171%	67%	67%	69%	10%	13%	5%

资料来源：Wind，上海证券研究所

板块后市展望及分析：首先，疫情让全球各个国家意识到在重大传染病防控机制、公共卫生应急管理体系等方面存在短板和不足，为补足短板，国内凭借地方政府医疗专项债、医院自有资金、阶段性财政贴息贷款等手段支持医疗新基建；其次，公立医院高质量发展持续深入（绩效考核、DRG/DIP、集中带量采购等），有望推动医院提升运营效率，合理利用医保资金，为掌握核心技术、提供高性价比产品的优质国产企业加速进入公立医疗机构提供了机遇；此外，国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，广阔的下沉市场有望为医疗设备板块提供新发展机遇。整体看，在医疗新基建的大背景下，院内效益成本考量、医疗资源扩容下沉将持续推动设备板块稳步增长，建议关注具有高性价比产品优势的平台型国产设备龙头以及在细分赛道突围进口限制的有望实现高增长公司。

2.9 零售药房：稳健增长，政策驱动处方外流提速在即，龙头企业将持续受益

头部连锁开启“万店时代”，内生+外延驱动板块营收、利润高增。药房板块 2022 年整体实现营收 940.79 亿元同比增长 29.01%，头部连锁龙头营收突破或接近 200 亿关口，其中大参林、老百姓分别实现营收 212.48 亿(+26.78%)、201.76 亿(+28.54%)，益丰药房实现营收 198.86 亿 (+29.75%)，药房板块整体趋势向好，预计主要受益于老店内生增长和并购门店的外延增长以及公司管理效益的提升。六大上市连锁门店拓展稳步推进，其中大参林、老百姓、益丰药房门店数均已突破 10000 家，正式开启了药房板块的“万店时代”竞争新格局。从并购门店情况来看，2022 年上市头部连锁机构完成了两起对百强药店的并购，分别为老百姓以 17.25 亿元收购怀仁 75.84% 股权、健之佳以 20.74 亿元完成对唐人医药 100% 控股，行业集中度有望进一步提升。同时头部连锁药店龙头注重发展以轻资产运营为主的加盟门店业务模式，2022 年老百姓、益丰药房、大参林和漱玉平民新增加盟门店均突破 1000 家，受此影响，除了相应的加盟配送业务实现快速增长外，上市零售药房龙头也能通过加盟门店快速实现区域覆盖，提升区域影响力。此外，12 月份以来，疫情放开后催生了防疫相关的药品需求，药房板块整体受益。2023Q1，随着市场环境逐步复苏，以及医改政策的不断深化，药房板块迎来了客流提升及门店经营改善，内生复苏明显，板块实现营收 253.29 亿元，同比增长 25.46%。板

块 2022 年实现归母净利润 46.89 亿元 (+27.23%)，实现扣非归母净利润 15.05 亿元 (+30.12%)。

表 11：零售药店板块 2022 年主要经营数据

主要企业	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	健之佳	漱玉平民
2022 年直营/加盟门店	9206/0	7649/3134	8306/ 1962	8038/2007	4055/0	3325/2131
布局省份数	10	22	10	15	6	12
2022 新增直营/加盟门店	646/0	1695/1069	1771/1030	999/1072	1042/0	768/1382
营业收入(亿元)	174.32	201.76	198.86	212.48	75.14	78.23
增长率	19.50%	28.54%	29.75%	26.78%	43.54%	47.00%
毛利率	35.05%	31.88%	39.53%	37.80%	36.14%	28.59%
归母净利润(亿元)	10.10	7.85	12.66	10.36	3.63	2.29
增长率	9.59%	17.29%	42.54%	30.90%	20.90%	99.64%
归母净利率	5.79%	3.89%	6.36%	4.87%	4.84%	2.93%
扣非归母净利润(亿元)	9.89	7.36	12.30	10.09	3.61	2.20
增长率	10.05%	28.52%	43.27%	40.57%	27.72%	115.18%
销售费用率	23.36%	19.32%	24.53%	24.28%	25.43%	20.52%
管理费用率	2.53%	5.50%	4.56%	5.24%	2.80%	2.66%
财务费用率	0.56%	1.15%	0.53%	0.98%	1.35%	0.97%
经营性现金流净额(亿元)	24.97	23.14	39.20	37.57	11.91	1.48

资料来源：各公司公告，Wind，上海证券研究所

表 12：零售药店板块 2023 年 Q1 主要经营数据

主要企业	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	健之佳	漱玉平民
2022 年直营/加盟门店	9206/0	7649/3134	8306/ 1962	8038/2007	4055/0	3325/2131
布局省份数	10	22	10	15	6	12
2022 新增（较 22 年底）直营/加盟门店	646/0	1695/1069	1771/1030	999/1072	1042/0	768/1382
营业收入(亿元)	174.32	201.76	198.86	212.48	75.14	78.23
增长率	19.50%	28.54%	29.75%	26.78%	43.54%	47.00%
毛利率	35.05%	31.88%	39.53%	37.80%	36.14%	28.59%
归母净利润(亿元)	10.10	7.85	12.66	10.36	3.63	2.29
增长率	9.59%	17.29%	42.54%	30.90%	20.90%	99.64%
归母净利率	5.79%	3.89%	6.36%	4.87%	4.84%	2.93%
扣非归母净利润(亿元)	9.89	7.36	12.30	10.09	3.61	2.20
增长率	10.05%	28.52%	43.27%	40.57%	27.72%	115.18%
销售费用率	23.36%	19.32%	24.53%	24.28%	25.43%	20.52%
管理费用率	2.53%	5.50%	4.56%	5.24%	2.80%	2.66%
财务费用率	0.56%	1.15%	0.53%	0.98%	1.35%	0.97%
经营性现金流净额(亿元)	24.97	23.14	39.20	37.57	11.91	1.48

资料来源：各公司公告，Wind，上海证券研究所

期间费用率稳步下降，毛利率承压。2022 年板块期间费用率为 27.89%，同比下降 1.43pp；2023Q1 板块期间费用率为 26.78%，同比下降 2.18pp，期间费用率呈现出稳步下降态势，预计主要由于连锁龙头精细化管理能力的加强及运营效率提升，此外随着规模化效应的显现，相应的费用占比逐步降低。2022 年毛利率同比下滑 0.72pct 至 35.49%，预计主要受加盟业务快速推进，

请务必阅读尾页重要声明

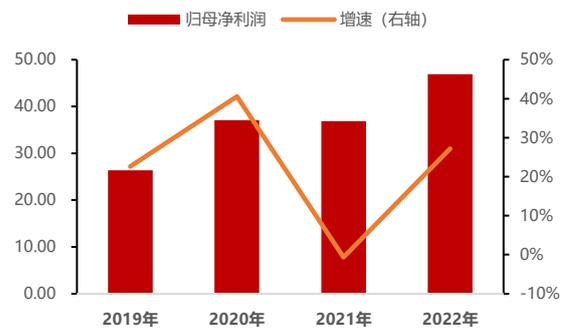
低毛利的批发零售业务收入占比提升及处方外流导致处方药占比提升所致，而2022年净利率同比上升0.05pct至5.41%，2023Q1净利率为6.42%，同比提升0.38pct，预计由于新开门店进入盈利周期、逐步释放利润叠加费用率下降所致。

图 26 2018-2022 年药店板块年度营业收入及增速
(单位: 亿人民币, %)



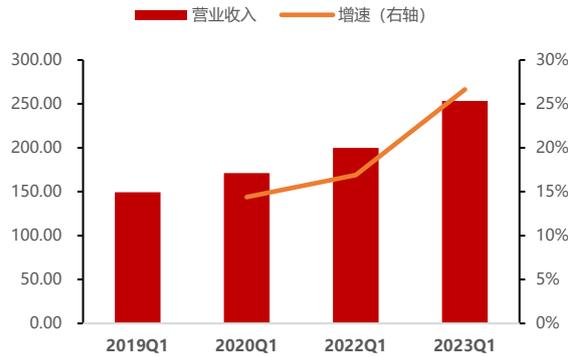
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 27 2018-2022 年药店板块年度归母净利润及增速
(单位: 亿人民币, %)



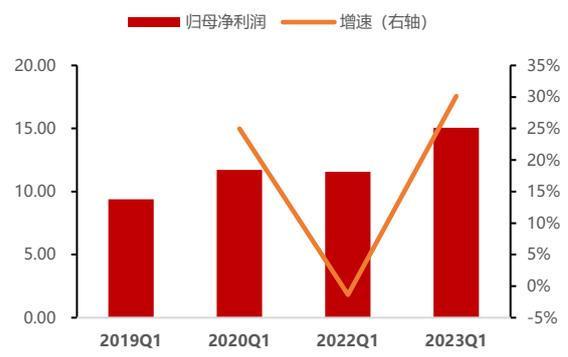
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 28 2020-2023 年药店板块一季度营业收入及增速
(单位: 亿人民币, %)



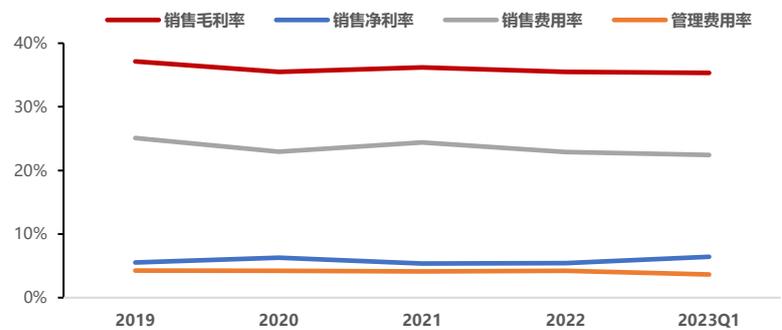
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 29 2019-2023 年药店板块一季度归母净利润及增速
(单位: 亿人民币, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 30 2018-2023Q1 药店板块毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率
(单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

定点零售药店纳入门诊统筹管理，处方外流或将提速，药房板块长期受益。2023年2月15日，国家医保局下发《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹管理，按照文件要求定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。同时强调，将加强医保电子处方中心建设，加速处方外流。由于医保属地监管，各地近期出台各自执行细则，推动该政策的落地，我们认为借助门诊统筹规定和“双通道”政策，定点药店可接收更多的院外处方，加速处方外流，承接其背后的巨大市场增量。参考美日，2020年处方药药店渠道销售占比超过了45%，同期中国仅为15%，药房板块有望持续受益处方外流。

我们认为随着“双通道”管理、药店纳入门诊统筹等一系列政策的出台、落地，处方外流趋势将进一步加强，院外渠道零售药店价值有望重塑，同时叠加行业集中度的持续提升及药店积极拥抱新零售业态，上市龙头药房有望凭借规模和融资优势长期受益。建议关注益丰药房、老百姓、大参林、健之佳、一心堂等。

2.10 医疗服务：后疫情时代，医院恢复增长，诊断服务

现金流改善

2022年度，医疗服务板块营收942.92亿元，同比增长15.69%；归母净利润68.38亿元，同比增长10.19%。2023年一季度，医疗服务板块营收203.12亿元，同比减少7.47%；归母净利润15.37亿元，同比减少30.72%。业绩波动主要系新冠核酸检测服务需求变化所致。

医疗服务板块中，医院板块2022年营收437.94亿元，同比下降1.56%，归母净利润13.21亿元，同比增长24.32%。医院板块的12家上市公司中，有7家2022年营收负增长，系疫情导致常规诊疗活动被抑制所致。国家卫生健康委统计信息中心于2023年4月23日发布的《2022年1-11月全国医疗服务情况》显示，2022年1-11月：全国医院总诊疗人次36.1亿人次，同比下降5.2%。医院板块2022年归母净利润有所增长，主要是由于澳洋健康剥离亏损的非医疗业务和新里程重整后大幅扭亏为盈有关。2023年一季度，医院板块全面恢复，营收128.41亿元，同比增长28.05%；归母净利润11.65亿元，同比增长1057.81%。

表 13: 部分医院板块公司 2022 及 2023Q1 业绩

证券代码	000516. SZ	002044. SZ	300015. SZ	300143. SZ	301103. SZ	301239. SZ	600763. SH
证券简称	国际医学	美年健康	爱尔眼科	盈康生命	何氏眼科	普瑞眼科	通策医疗
2022 营收 (亿)	27.11	85.33	161.10	11.56	9.55	17.26	27.19
YoY	-7.19%	-7.41%	7.39%	6.09%	-0.74%	0.91%	-2.23%
2022 归母净利 (亿)	-11.77	-5.33	25.24	-5.96	0.33	0.21	5.48
YoY	-43.12%	-965.78%	8.65%	-63.68%	-61.55%	-78.09%	-21.99%
2022 总诊疗 (接待) 人次 (万)	154.67	2960	1125.12	156	116	未披露	245.84
YOY	-14.54%	-3.90%	10.35%	155.00%	-2.52%	未披露	-11.89%
2022 毛利率	-6.57%	34.34%	50.46%	26.53%	38.40%	41.67%	40.81%
YOY	-8.05%	-5.10%	-1.46%	2.60%	-1.90%	-1.70%	-5.24%
2023Q1 营收 (亿)	10.59	20.96	50.21	3.61	3.07	6.50	6.75
YoY	247.40%	53.82%	20.44%	35.09%	26.91%	38.73%	3.04%
2023Q1 归母净利 (亿)	-0.75	-1.67	7.81	0.40	0.57	1.62	1.69
YoY	82.55%	61.27%	27.92%	64.07%	117.82%	334.85%	1.49%
2023Q1 毛利率	8.19%	32.53%	47.49%	33.55%	47.19%	44.64%	45.09%
YOY	86.45%	19.54%	0.50%	6.66%	6.89%	-0.52%	-1.67%

资料来源: 各公司公告, Wind, 上海证券研究所

医疗服务板块中, 诊断服务板块 2022 年营收 483.72 亿元, 同比增长 38.24%, 归母净利润 53.52 亿元, 同比增长 8.41%; 2023Q1 收入 69.91 亿元, 同比减少 39.01%, 归母净利 3.52 亿元, 同比减少 83.24%。2023 年一季度诊断服务公司收入减少系核酸检测服务需求减少所致, 利润减少快于收入减少系新冠核酸检测服务减少影响期间费用摊薄。

表 14: 诊断服务公司 2022 及 2023Q1 业绩

证券代码	000710. SZ	300244. SZ	300676. SZ	301060. SZ	603882. SH
证券简称	贝瑞基因	迪安诊断	华大基因	兰卫医学	金城医学
2022 营收 (亿)	13.68	202.82	70.46	41.99	154.76
YoY	-3.81%	55.03%	4.14%	136.14%	29.58%
2022 归母净利 (亿)	-2.55	14.34	8.03	6.17	27.53
YoY	-129.91%	23.33%	-45.06%	202.85%	24.02%
2022 应收票据及应收账款余额 (亿)	10.63	100.64	22.12	22.49	70.25
2023Q1 应收票据及应收账款余额 (亿)	11.10	105.02	15.64	19.78	65.89
2022 毛利率	42.72%	37.16%	52.36%	42.64%	43.13%
YOY	-2.02%	-1.10%	-5.74%	4.40%	-4.16%
2023Q1 营收 (亿)	2.80	32.32	9.54	4.13	21.18
YoY	-10.62%	-30.48%	-33.31%	-50.15%	-50.19%
2023Q1 归母净利 (亿)	-0.21	1.60	0.41	0.21	1.50
YoY	-73.86%	-78.74%	-87.49%	-87.92%	-82.40%
2023Q1 毛利率	47.42%	33.53%	45.09%	29.08%	37.92%
YOY	1.16%	-10.42%	-13.41%	-18.88%	-8.39%
2022 经营性现金净流量/营业总收入	1.55%	8.08%	1.94%	2.00%	12.59%
2022Q1 经营性现金净流量/营业总收入	-16.09%	-20.93%	-47.15%	-18.38%	2.12%
2023Q1 经营性现金净流量/营业总收入	-14.82%	-7.08%	2.43%	14.96%	10.38%

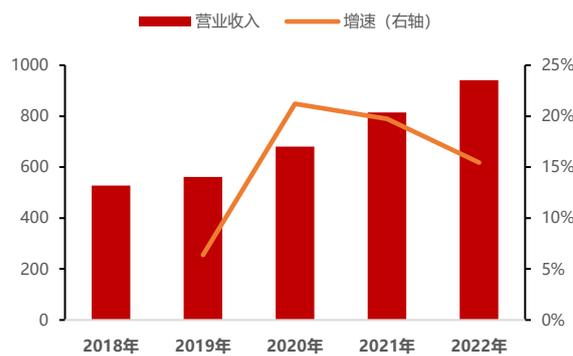
资料来源: 各公司公告, Wind, 上海证券研究所

展望后市, 医院方面后疫情时代将持续受益于人口老龄化和医疗费用支出增加。近年来, 随着人们健康意识的增强以及医疗保障体系的不断完善, 我国卫生总费用一直处于快速稳定增长趋势: 根据国家统计局数据, 2012 年至 2021 年间, 我国卫生总费用复合增长率达到 10.58%, 居民人均卫生费用支出的复合增长率达到 10.15%。根据国家统计局数据, 我国 60 岁以上老年人口数量从 2011 年的 1.85 亿增长至 2021 年的 2.67 亿, 占总人口比例从 2011 年的 13.70% 提升至 2021 年的 18.90%。根据弗若斯特沙利文数据, 请务必阅读尾页重要声明

2021 年公立肿瘤医院收入达 4199 亿元，民营肿瘤医院收入达到 499 亿元，民营肿瘤医院 2025 年收入有望达 1067 亿元，民营肿瘤医院医疗服务收入年均复合增长率达到 20.92%，民营肿瘤医院医疗服务收入增速将高于公立肿瘤医院。我们认为，民营医院相比公立医院，在设备采购、激励机制、并购扩张等方面拥有更多的灵活性，在人口老龄化、医疗费用支出提升、公立医院床位负荷饱满且扩张有限、后疫情时代医疗服务需求全面恢复的大背景下，民营医院将成为公立医院有力补充，民营医院的长期成长性值得关注。建议关注国际医学、盈康生命、爱尔眼科。

诊断服务方面，后疫情时代常规医学诊断服务收入增长迅速。如金域医学公告 2023 年 Q1 常规医学诊断服务收入 19.91 亿元，同比增长 19.52%。另一方面，应收票据和应收账款绝对额的减少和经营性现金流的相对改善亦预示着公司运营效率的改善。建议关注常规医学诊断服务收入增长迅速、经营性现金流呈改善迹象的金域医学、迪安诊断。

图 31 2018-2022 年医疗服务板块年度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)



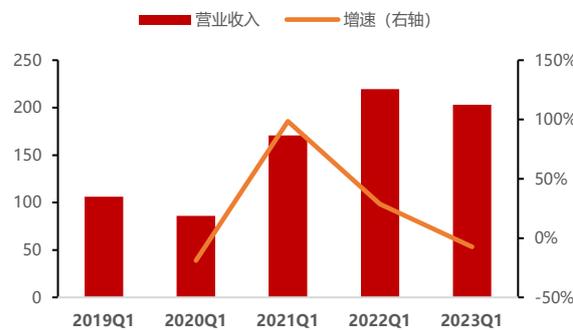
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 32 2018-2022 年医疗服务板块年度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)



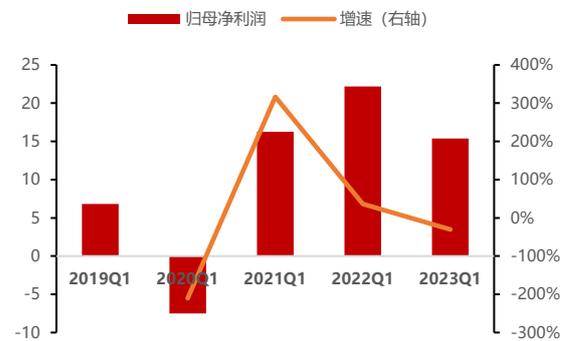
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 33 2019-2023 年医疗服务板块一季度营业收入及增速 (单位: 亿人民币, %)



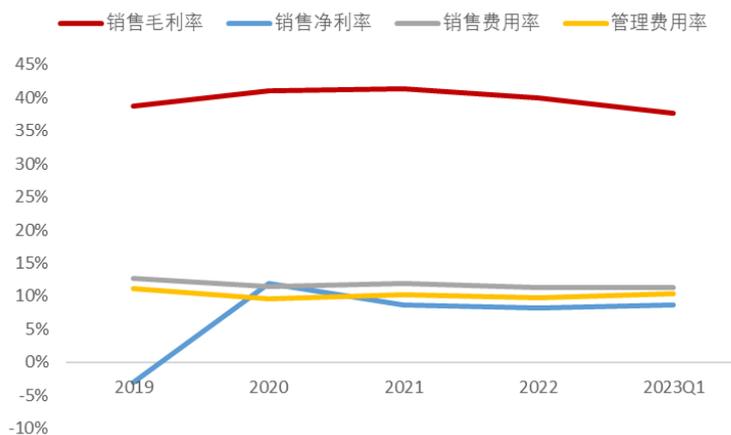
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 34 2019-2023 年医疗服务板块一季度净利润及增速 (单位: 亿人民币, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 35 2018-2023Q1 医疗服务板块毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 风险提示

药品/耗材降价风险; 行业政策变动风险等; 市场竞争加剧风险

分析师声明

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

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

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

投资评级说明：

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

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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

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