医药行业5月策略报告：

二季度战略性重配医药四方向，中药、消费医疗及处方药等

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2023年5月8日

核心观点

◆ **二季度是战略布局医药板块最好时间点。**重要原因：其一Q2季度医药板块增速快，虽然其他行业可能增速也快，但医药板块大概率2024年毅然高成长；其二集采对处方药及器械影响基本结束，随着新产品获批开始进入增量阶段；其三医药板块估值比较具有吸引力，年初至今其基本没有上涨，仅有中药板块出现显著超额收益。目前东吴医药团队重点看好四大方向：高增长的创新中药及品牌中药，重点推荐方盛制药、康缘药业、佐力药业、太极集团、同仁堂、片仔癀；消费医疗，重点推荐普瑞眼科、华厦眼科及济民医疗等；创新药，重点推荐恒瑞医药、荣昌生物、康宁杰瑞等；医疗器械，重点惠泰医疗、春立医疗、三诺生物等。

◆ **消费医疗二季度有望实现同比高增、环比加速，当前推荐继续布局。**（1）一季度恢复良好，体现较强的业绩韧性。2月3月复苏数据环比加速，尤其高端医疗、眼科、医美等恢复趋势显著。重点公司3月份收入端实现30%+增速，4月延续良好恢复趋势；（2）基数原因+持续复苏验证，二季度有望实现环比加速。且三季度迎来消费医疗旺季，四季度在低基数下仍有望实现高增长。全年业绩增长确定性较强。（3）经过2个月调整，当前医院板块PE（TTM）估值已经从1月中旬的90倍左右下降至当前的81倍左右，但Q1业绩尤其眼科板块业绩快速修复体现增长潜力和消化估值能力，年内仍将在复苏主线表现相对优异。长期看老龄化与消费升级趋势下，医疗服务产业趋势持续增长确定性强。

◆ **具体配置思路**

- 中药领域：太极集团、康缘药业、方盛制药、佐力药业等；
- 眼科服务：普瑞眼科、华厦眼科、爱尔眼科等；
- 其它医疗服务领域：济民医疗、三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；
- 创新药领域：和黄医药、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等；
- 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业、科美诊断等；
- 低值耗材及消费医疗领域：鱼跃医疗，建议关注维力医疗、三鑫医疗等；
- 科研服务及CXO领域：诺禾致源、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、泰格医药、诺思格等；
- 医美领域：爱美客、华东医药等；
- 生长激素领域：长春高新，建议关注安科生物等；
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物，建议关注万泰生物等；
- 其它消费：三诺生物，我武生物等；
- 血制品领域：天坛生物、博雅生物等；

◆ **【重点推荐/建议关注组合】济民医疗、普瑞眼科、华厦眼科、爱尔眼科、方盛制药、太极集团，片仔癀、恒瑞医药，吉贝尔，京新药业**

◆ 风险提示：医院扩张或整合不及预期的风险；产品放量不及预期风险；市场竞争加剧等。

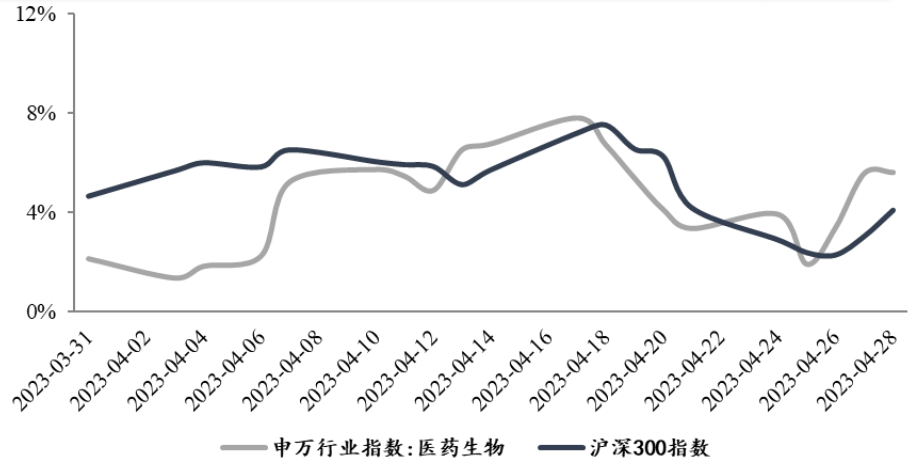
目录

- 一、医药板块具备较高性价比
- 二、消费医疗疫后修复，二季度显著加速，战略布局窗口期
- 三、 5月行业投资策略及标的
- 四、 风险提示

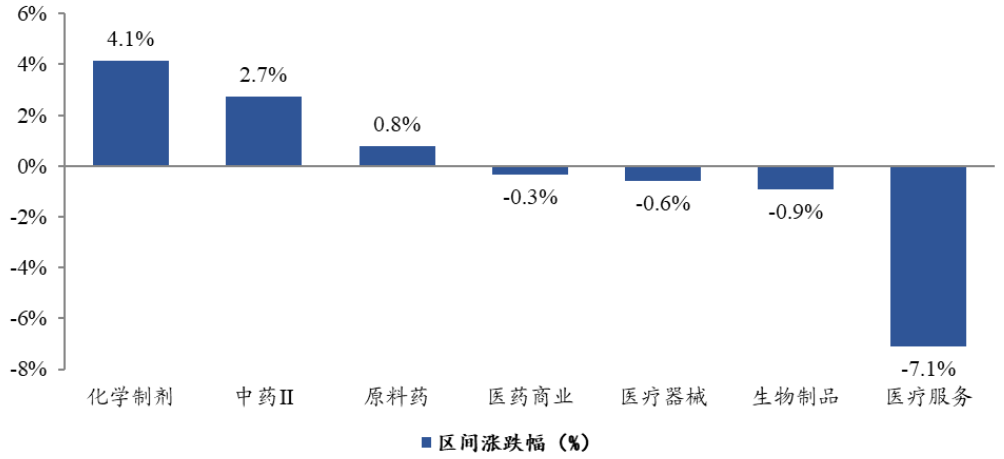
一、医药板块具备较高性价比

1.1 医药二级市场表现（交易日2023/4/3-2023/4/28）

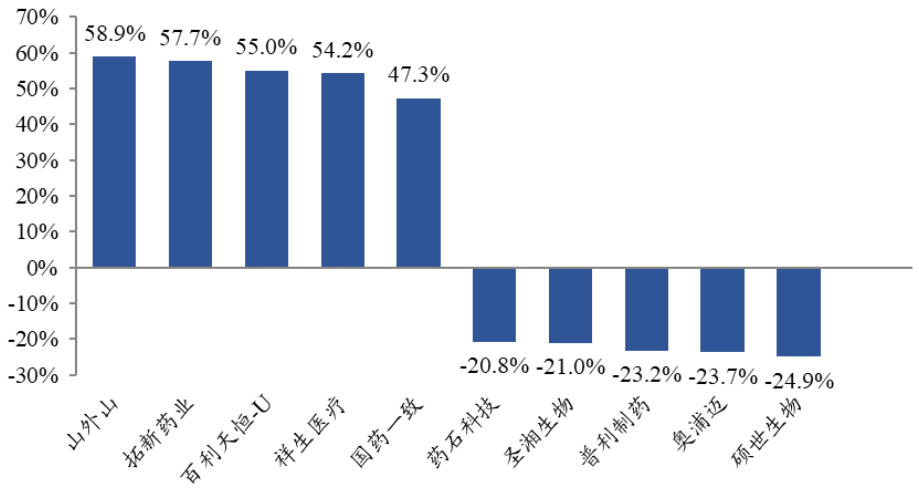
2023年4月医药指数相对沪深300走势



2023年4月医药子行业二级市场涨跌幅



2023年3月医药个股涨跌幅排名

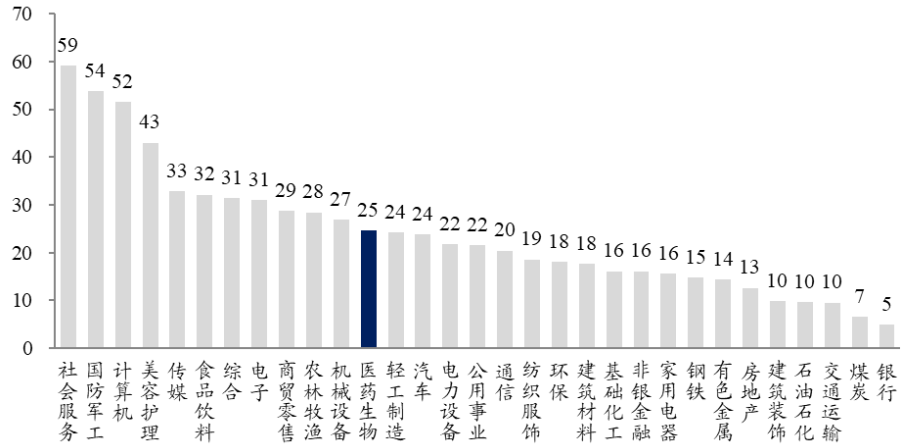


- 2023年4月3日至4月30日，申万医药生物指数上涨4.3%，沪深300指数下跌1.6个百分点。
- 2023年4月各医药子行业涨跌分化较大，其中化学制剂、中药、原料药依次涨幅较大，而医药商业、医疗器械、生物制品略有回调，医疗服务回调力度较大。
- 2023年4月份医药个股中涨幅最大的分别为山外山（+58.9%）、拓新药业（+57.7%）、百利天恒（+55.0%）、祥生医疗（+54.2%）及国药一致（+47.3%）；跌幅较大的以此为硕士生物（-24.9%）、奥浦迈（-23.7%）、普利制药（-23.2%）、圣湘生物（-21%）及药石科技（-20.8%）。

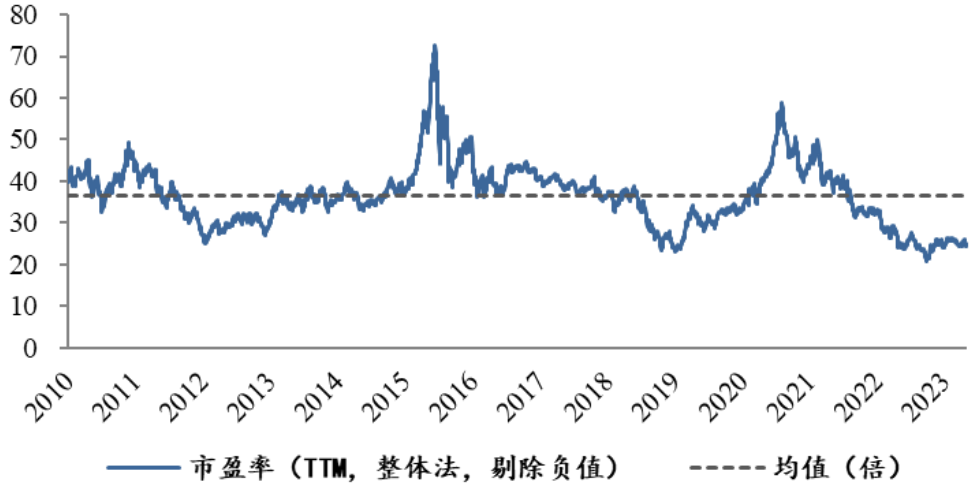
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 医药行业市盈率和溢价率

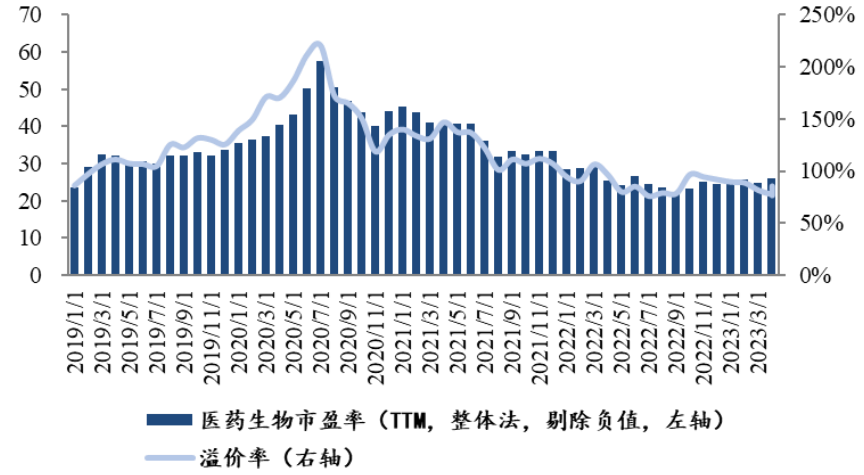
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）（截至2023.4.28）



申万医药市盈率历史变化趋势



申万医药市盈率与A股溢价率（截至2023.4.28）

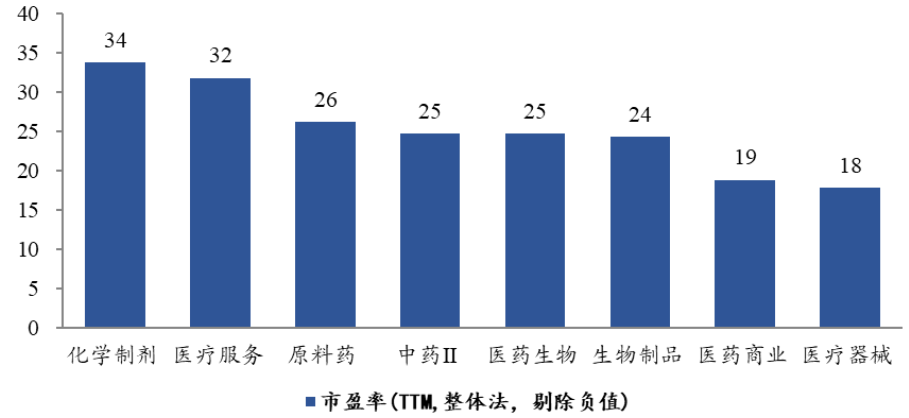


- 横向看：医药行业PE（TTM）为25倍，在申万一级行业中排名第12。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE最高73倍，最低21倍，平均值约37倍，目前医药行业PE历史分位数为4.51%。
- 2023年4月，医药行业相对于全部A股估值溢价率为79.9%，溢价率有所下降。

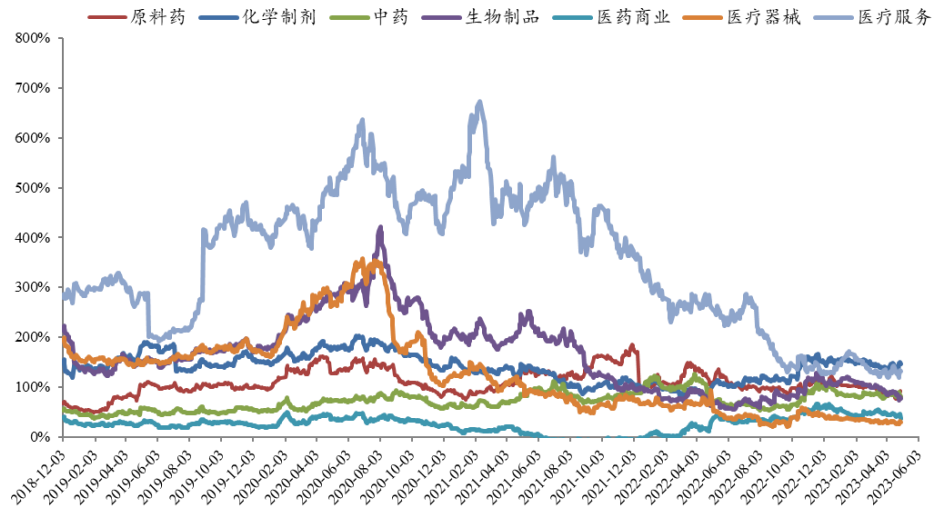
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

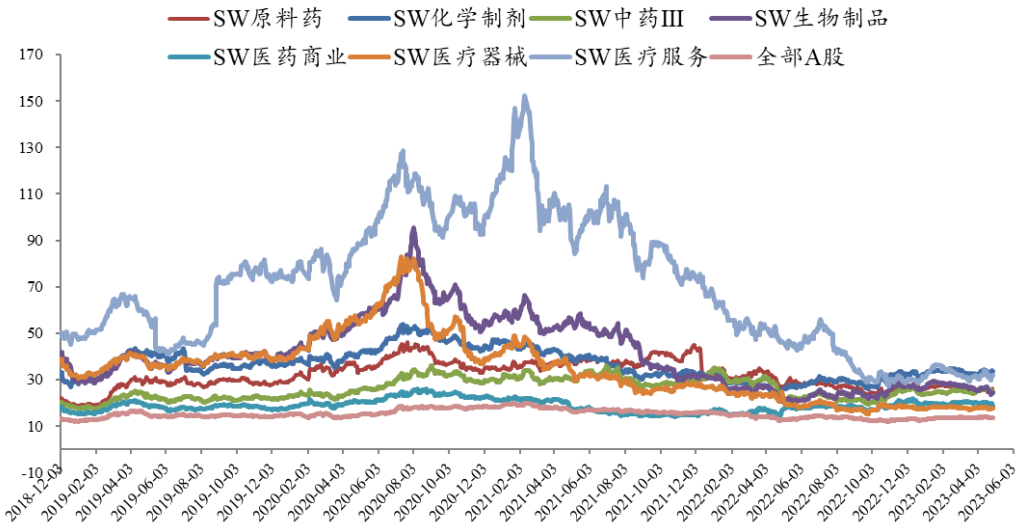
申万医药子行业市盈率比较（截至2023.4.28）



申万医药子行业相对A股的溢价率



申万医药各子行业市盈率历史变化趋势



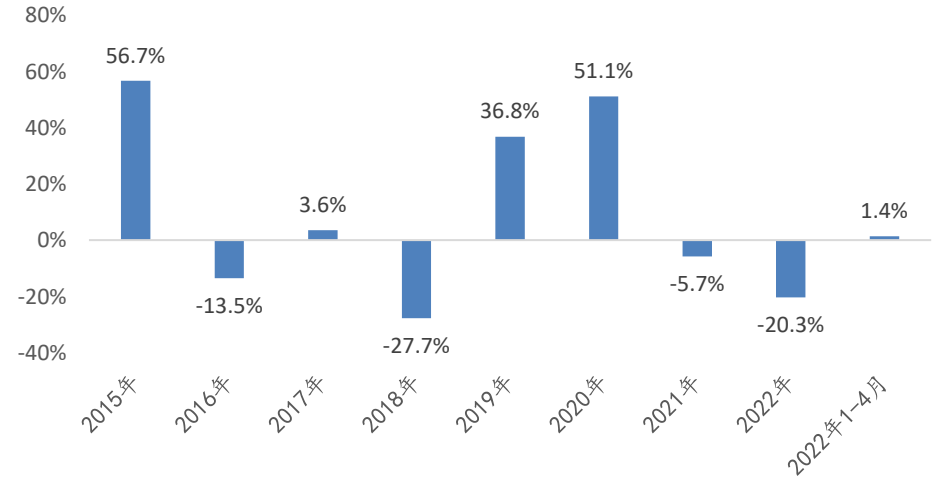
- 横向看，截至2023年4月28日，医药各子板块的市盈率（TTM）中，化学制剂（34倍）、医疗服务（32倍）、生物制品（24倍）、原料药（26倍）、中药（25倍）的市盈率较高；医药商业（19倍）和医疗器械（18倍）的市盈率较低。
- 纵向看，各子板块的估值水平均出现降低，相对全部A股的溢价率变化趋势出现分化。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

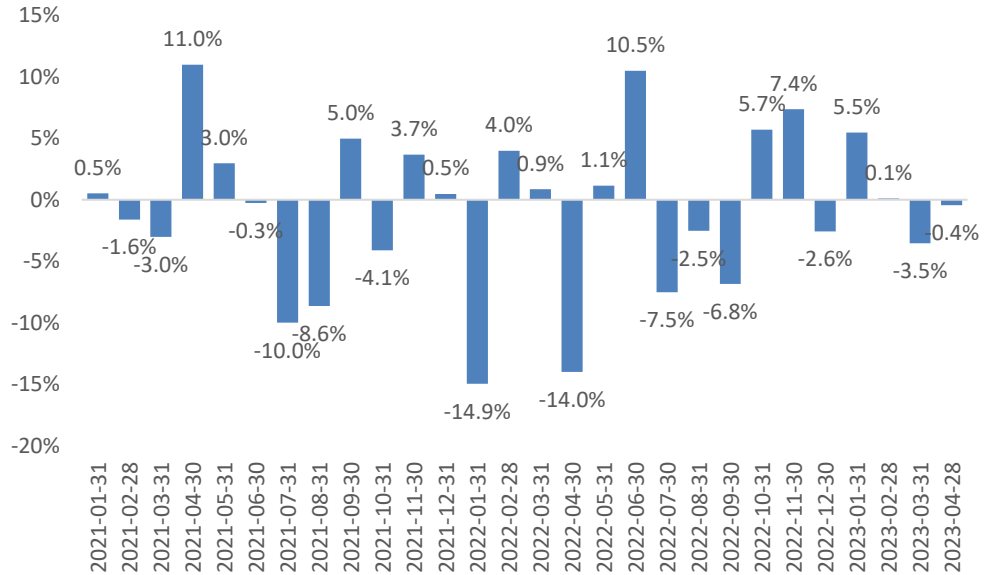
1.4 医药行业月涨幅和年涨幅

申万医药指数历史走势

申万医药指数年涨跌幅



申万医药指数月涨跌幅



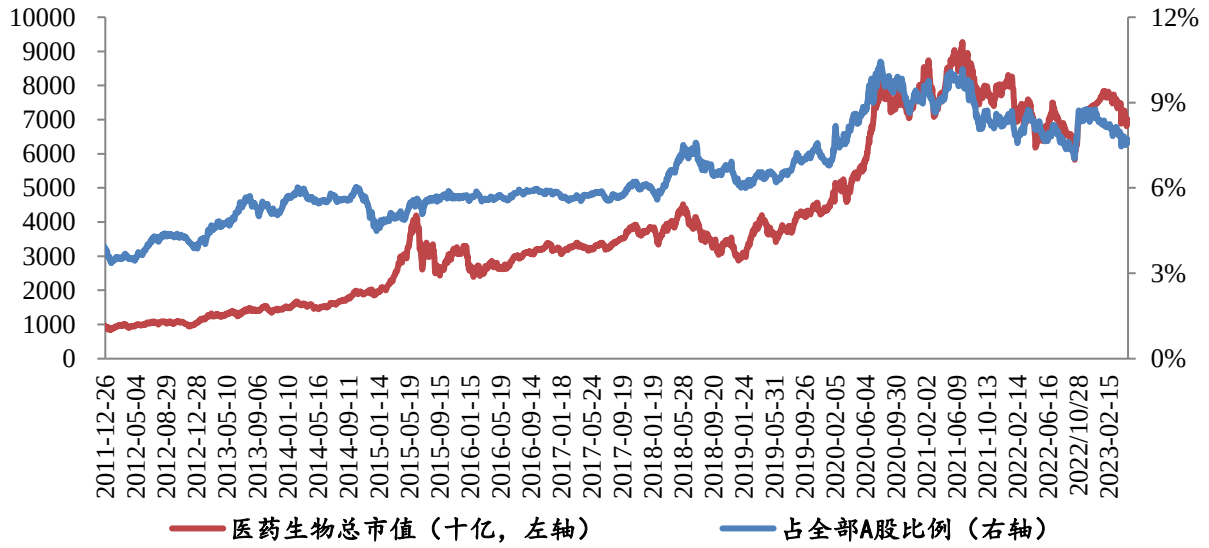
- 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021年以及2022年医药指数涨跌幅均为负值，跌幅分别为5.7%和20.3%，2023年1-4月有所回升，涨幅为1.4%。
- 分月度看，2022年以来申万医药指数波动频繁，2023年1月申万医药指数上升5.5%，2023年2月申万医药指数上升0.1%，2023年3月申万医药指数下降3.5%，2023年4月申万医药指数下降-0.4%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

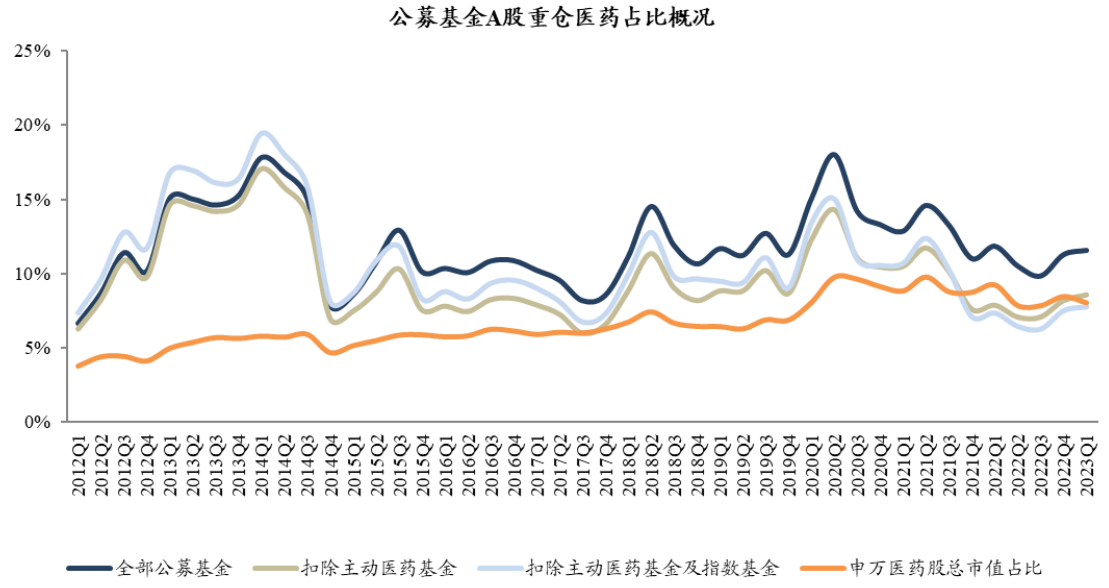
1.5 医药行业占A股市值比重略有回升，公募基金持仓比重环比增加

- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2023年4月28日，医药行业总市值约7.0万亿元，占全部A股的市值从2011年的4.03%提升至7.6%，相比2022年Q4的8.5%有所回落。
- 2023Q1医药总持仓变化情况：全部公募基金占比11.56%，环比增加0.29 pp；剔除主动医药基金占比8.58%，环比增加0.38pp；再剔除指数基金占比7.75%，环比增加0.27 pp；仍远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置

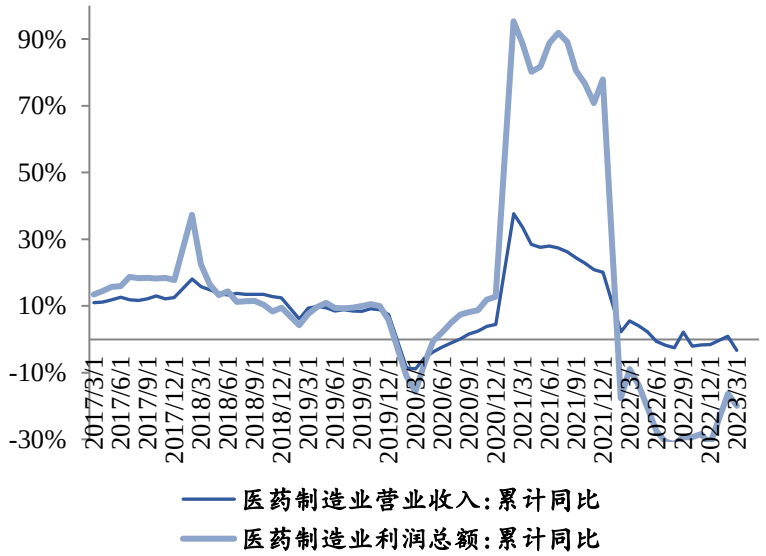


数据来源：Wind，东吴证券研究所

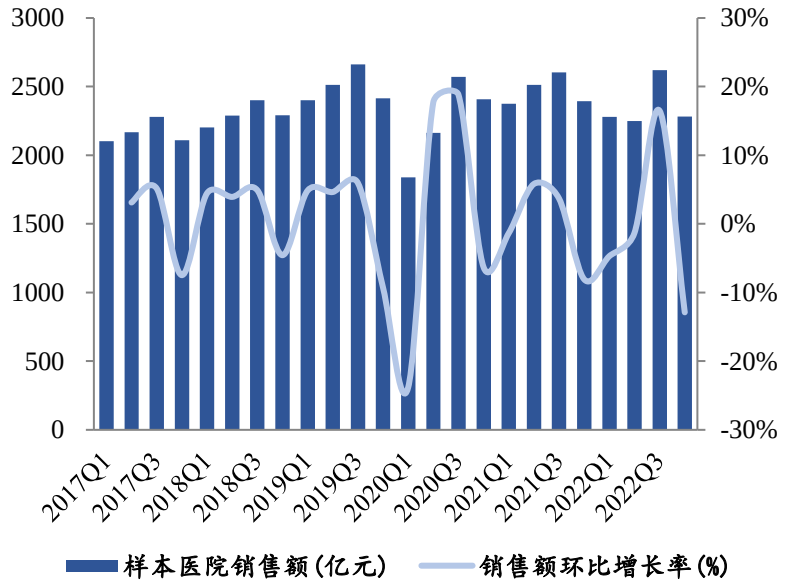
1.6 医药制造业数据2022年回落，2023年1月有回暖迹象

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：2022年1-12月我国医药制造业累计实现营业收入和利润总额分别为2.9万亿元（同比下降1.6%），4289亿元（同比下降31.8%），可以看到医药制造业营业收入增速有所放缓，利润总额增速下降则更为明显；2023年3月营业收入同比下降3.3%，利润总额同比下降19.9%。
- 根据中康开思医药数据库：2022年Q4由于我国疫情管控放开后迎来新冠感染高峰，2022Q4，样本医院药品销售环比下降12.9%，同比下降4.7%；样本零售药店销售由于感冒、镇咳类药物销售大增，环比增速为37.9%，同比增长30.35%。
- 我们认为：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行和疫情的影响，行业格局变化在即。医药工业收入增速整体承压，但结构上分化愈加明显，创新药产业链、医疗器械、生物制品等或成行业主要增长动力。

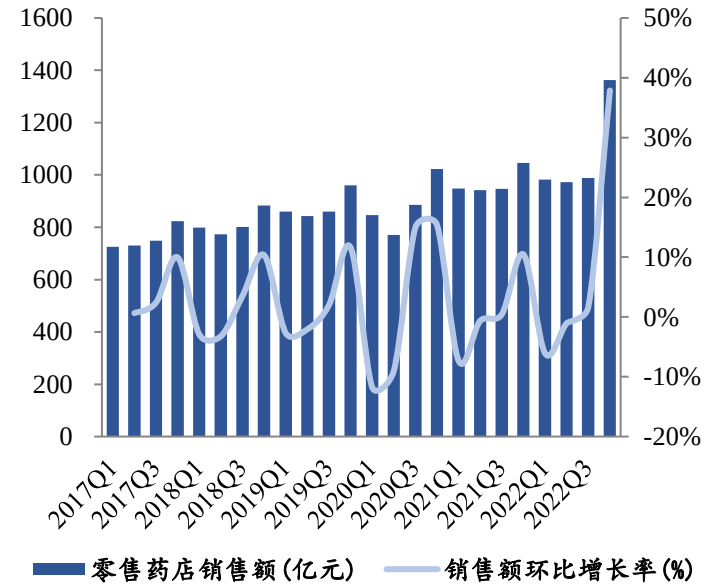
我国医药制造业营业收入累计同比增速（%）



我国样本医院销售额及环比增长率



我国样本零售药店销售额及环比增长率

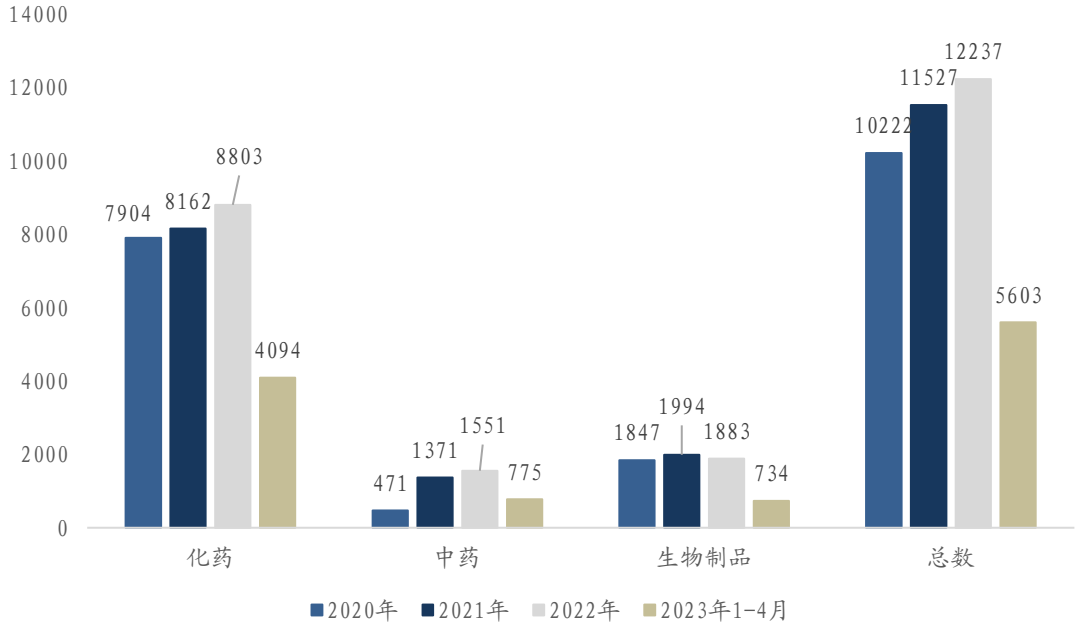


数据来源：Wind，医药魔方，东吴证券研究所

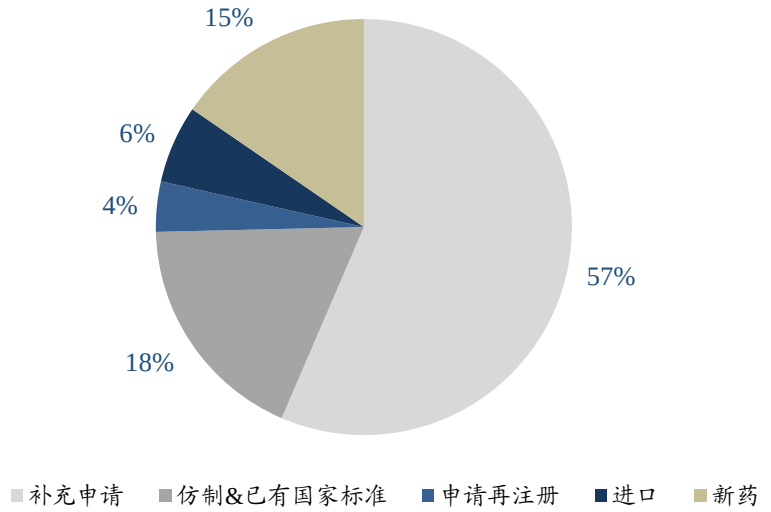
1.7 2021年至2023年4月药物审评情况(CDE)

- 2021年全年CDE审评中心受理11527个受理号，其中化药受理8162个，中药1371个，生物制品1994个。2022年受理数量相比于2021年有所增加，总量增加699个，其中化药受理相比于2020年增加了641个，中药增加了180个，生物制品减少111个。2023年1月至4月CDE共受理5603个，其中化药受理4094个，中药775个，生物制品734个。
- 2022年1月至2023年4月各类申报类型为：补充申请为主，占比57%，其次是仿制和已有国家标准，占比18%，新药占比15%。

2020年至2023年4月CDE申报受理情况（个）



2022年1月至2023年4月CDE申报受理情况占比



数据来源：药智网，CDE，医药魔方，东吴证券研究所

1.7 2023年1-4月药物审评情况(CDE)

2023年1-4月NMPA批准的创新药及生物制品

药品通用名	企业名称	批准日期	适应症
艾诺米替片	艾迪药业	2023-01-04	HIV-1感染
甘精胰岛素利司那肽注射液	赛诺菲	2023-01-12	成人2型糖尿病
维博妥珠单抗	罗氏制药	2023-01-13	大B细胞淋巴癌
氢溴酸氘瑞米德韦片	上海旺实生物医药科技有限公司	2023-01-29	新型冠状病毒感染
先诺特韦片/利托那韦片	先声药业	2023-01-29	新型冠状病毒感染
奥扎莫德胶囊	百时美施贵宝	2023-02-02	复发型多发性硬化
托法替步缓释片	辉瑞	2023-02-09	类风湿关节炎；溃疡性结肠炎；强直性脊柱炎
盐酸凯普拉生	柯菲平医药	2023-02-15	十二指肠溃疡；反流性食管炎
安必速	吉利德	2023-02-20	侵袭性真菌病
尼替西农胶囊	苏庇医药	2023-02-20	遗传性酪氨酸血症
利马前列素片	中国生物制药	2023-02-20	腰椎管狭窄症
德曲妥珠单抗	阿斯利康和第一三共	2023-02-24	乳腺癌
谷美替尼片	上海海和药物研究开发股份有限公司	2023-03-07	非小细胞肺癌
盐酸依拉环素	Patheon Manufacturing Services L.L.C.	2023-03-15	社区获得性细菌性肺炎; 腹腔感染
来瑞特韦片	众生药业	2023-03-21	轻中度新型冠状病毒感染
丁甘交联玻璃酸钠注射液	亿帆医药	2023-05-06	膝骨关节炎
三价重配轮状病毒减毒活疫苗	国药集团	2023-04-17	预防G1、G2、G3、G4和G9型轮状病毒导致的婴幼儿腹泻
盐酸艾司氯胺酮鼻喷雾剂	杨森	2023-04-20	与口服抗抑郁药联合，缓解伴有急性自杀意念或行为的成人抑郁症患者的抑郁症状

数据来源：CDE，医药魔方，东吴证券研究所

1.8 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			022-2024 CAGR增速		市值	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	营业收入			2023E	2024E
华大智造	688114.SH	4,231	3,055	4,134	2,026	44	291	-1%	-62%	332	755	114
和元生物	688238.SH	368	657	896	81	123	169	56%	44%	86	70	51
奥浦迈	688293.SH	294	430	602	105	154	217	43%	44%	69	45	32
药康生物	688046.SH	517	682	893	165	212	270	31%	28%	92	43	34
凯莱英	002821.SZ	10,255	9,908	11,147	3,302	2,368	2,384	4%	-15%	468	20	20
纳微科技	688690.SH	711	1068	1567	286	409	611	48%	46%	171	42	28
皓元医药	688131.SH	1,358	1,971	2,741	194	320	457	42%	53%	124	39	27
海泰新光	688677.SH	477	658	859	183	245	329	34%	34%	84	34	26
美诺华	603538.SH	1828	2405	3010	296	420	559	28%	37%	49	12	9
新产业	300832.SZ	3,047	3,984	5,078	1,328	1,693	2,156	29%	27%	416	25	19
迈瑞医疗	300760.SZ	30,366	36,604	43,975	9,607	11674	14040	20%	21%	3782	32	27
诺禾致源	688315.SH	1,926	2,535	3,299	177	280	380	31%	47%	142	51	37
科美诊断	688468.SH	465	605	824	153	200	290	33%	38%	43	22	15
威高骨科	688161.SH	1,848	2,121	2,622	544	603	732	19%	16%	229	38	31
康泰生物	300601.SZ	4812	6926	9086	1467	2164	2913	37%	41%	339	16	12
方盛制药	603998.SH	1,792	1,840	2,462	286	163	236	17%	-9%	60	37	26
济川药业	600566.SH	8,996	9,851	10,794	2,171	2,408	2,652	10%	11%	291	12	11
万邦德	002082.SZ	1901	2441	3121	203	291	408	28%	42%	49	17	12
诺唯赞	688105.SH	2936	2516	2672	940	800	893	-5%	-3%	148	19	17
爱博医疗	688050.SH	579	840	1,210	233	335	474	45%	43%	227	68	48
药明康德	603259.SH	39,355	41,600	49,876	8,814	9,684	11,911	13%	16%	2004	21	17
康龙化成	300759.SZ	10,266	13,173	16,528	1,375	2,103	2,914	27%	46%	583	28	20
惠泰医疗	688617.SH	1,216	1,706	2,342	358	485	652	39%	35%	243	50	37

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：东吴证券研究所内部预测，估值日期为2023年4月28日）；港元汇率为2023年5月1日的0.88

1.8 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			022-2024 CAGR增速		市值	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	营业收入			2023E	2024E
南微医学	688029.SH	1,980	2,607	3,339	331	470	642	30%	39%	168	36	26
海尔生物	688139.SH	2,864	3,569	4,532	601	800	1,035	26%	31%	220	27	21
百普赛斯	301080.SZ	474	578	722	204	221	284	23%	18%	82	37	29
天宇股份	300702.SZ	3247	3922	4701	456	656	809	20%	33%	98	15	12
昊海生科	688366.SH	2,130	2,530	3,056	180	456	581	20%	80%	190	42	33
欧普康视	300595.SZ	1,525	1,980	2,512	624	761	944	28%	23%	290	38	31
药石科技	300725.SZ	1644	2255	3056	340	487	678	36%	41%	112	23	16
金域医学	603882.SH	15707	14057	14409	3059	2264	2433	-4%	-11%	382	17	16
上海医药	601607.SH	231,981	262,139	294,906	5,617	6,347	7,128	13%	13%	847	13	12
百诚医药	301096.SZ	607	897	1,231	194	286	392	42%	42%	72	25	18
润达医疗	603108.SH	10,494	12,465	14,416	418	516	633	17%	23%	75	15	12
佐力药业	300181.SZ	1,805	2,326	2,933	273	371	500	27%	35%	92	25	18
信立泰	002294.SZ	3,482	4,074	4,929	637	748	906	19%	19%	401	54	44
海思科	002653.SZ	3,015	3,784	4,554	277	306	409	23%	22%	293	96	72
华东医药	000963.SZ	37,715	42,484	46,640	2,499	3,076	3,776	11%	23%	727	24	19
泰格医药	300347.SZ	7,085	9,008	11,674	2,007	2,711	3,687	28%	36%	794	29	22
恩华药业	002262.SZ	4,299	5,241	6,401	901	1,111	1,376	22%	24%	286	26	21
片仔癀	600436.SH	8,649	10,276	12,033	2,472	2,974	3,539	18%	20%	1641	55	46
贝达药业	300558.SZ	3035	4282	5790	547	796	1034	38%	37%	284	36	28
鱼跃医疗	002223.SZ	7,102	8,426	9,857	1,595	1,853	2,208	18%	18%	316	17	14
信邦制药	002390.SZ	6,350	7,045	7,817	224	305	387	11%	31%	95	31	24
恒瑞医药	600276.SH	21,275	25,318	29,622	3,906	4,908	5,804	18%	22%	3103	63	53
普洛药业	000739.SZ	10,545	11,735	13549	989	1,240	1,522	13%	24%	244	20	16
通策医疗	600763.SH	2,719	3,435	4,232	548	692	902	25%	28%	382	55	42
爱尔眼科	300015.SZ	16,110	21,339	26,473	2,524	3,642	4,651	28%	36%	2114	58	45

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：东吴证券研究所内部预测，估值日期为2023年4月28日）；港元汇率为2023年5月1日的0.88

1.8 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			022-2024 CAGR增速		市值	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	营业收入			2023E	2024E
我武生物	300357.SZ	896	1,111	1,378	349	439	545	24%	25%	242	55	44
长春高新	000661.SZ	12,627	15,026	17,881	4,140	4,927	5,912	19%	19%	659	13	11
九洲药业	603456.SH	5,445	7,085	8,893	921	1,250	1,619	28%	33%	288	23	18
博雅生物	300294.SZ	2,759	3,129	3,631	432	527	693	15%	27%	191	36	28
东诚药业	002675.SZ	3,583	3,686	4,094	307	407	518	7%	30%	125	31	24
理邦仪器	300206.SZ	1,742	2,040	2,462	233	283	382	19%	28%	91	32	24
海普瑞	002399.SZ	8087	9634	11290	1006	1264	1538	18%	24%	190	15	12
三诺生物	300298.SZ	2,814	3,323	4,021	431	480	604	20%	18%	162	34	27
博腾股份	300363.SZ	7315	8407	10350	2092	1508	1774	19%	-8%	187	12	11
康德莱	603987.SH	3,119	3,419	3,863	312	375	448	11%	20%	63	17	14
华海药业	600521.SH	8597	10876	13628	1031	1307	1622	26%	25%	290	22	18
康缘药业	600557.SH	4,351	5,477	6,818	434	552	689	25%	26%	172	31	25
科伦药业	002422.SZ	18,913	20,804	22,884	1,709	2,100	2,230	10%	14%	468	22	21
兴齐眼药	300573.SZ	1508	2067	2785	343	529	721	36%	45%	155	29	22
安图生物	603658.SH	4,442	5,420	6,634	1,167	1,465	1,799	22%	24%	336	23	19
盈康生命	300143.SZ	1,156	1,512	1,739	-596	138	195	23%	19%	78	57	40
昭衍新药	603127.SH	2,268	2,941	3,754	1,074	1,078	1,375	29%	13%	265	25	19
大参林	603233.SH	20547	24727	29650	1091	1307	1569	20%	20%	327	25	21
益丰药房	603939.SH	18914	23161	27982	1084	1373	1669	22%	24%	359	26	22
老百姓	603883.SH	19162	23149	27526	781	965	1206	20%	24%	204	21	17
华厦眼科	301267.SZ	3,233	4,099	5,124	512	666	866	26%	30%	486	73	56
三星医疗	601567.SH	9,098	11,406	13,870	948	1,213	1,615	23%	31%	195	16	12
海吉亚医疗	6078.HK	3,206	4,081	5,197	477	702	930	27%	40%	322	46	35
固生堂	2273.HK	1,627	2,097	2,645	183	253	339	28%	36%	112	44	33

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：东吴证券研究所内部预测，估值日期为2023年4月28日）；港元汇率为2023年5月1日的0.88；以上市值以及财务数据的货币单位均为人民币

二、消费医疗及院内诊疗疫后修复有望二季度显著加速，战略布局窗口期

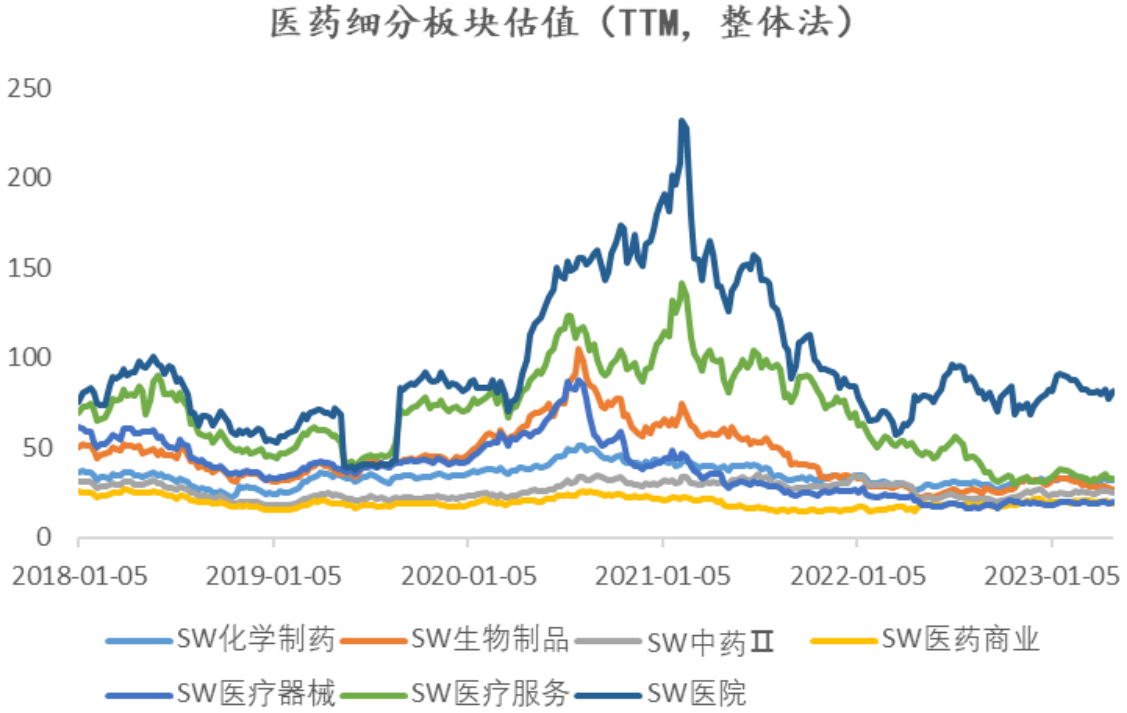
消费医疗疫后修复，二季度显著加速，战略布局窗口期

■ Q1疫后需求逐步释放，医疗服务实现逐步修复，Q2有望加速增长

- **2023年2月、3月复苏数据整体不错，看好二季度继续恢复。**1月初疫情过峰、春节淡季因素仍有影响，但春节后已明显恢复，尤其高端医疗、眼科、医美等恢复趋势显著。2月、3月环比加速，重点公司3月份收入端实现30%+增速。

- **消费医疗二季度有望增长更快，基数原因+持续复苏验证。**2022年Q2上海等地因疫情封城，多地疫情防控严格，基数较低。随着需求持续释放，二季度有望实现环比加速。且**三季度迎来旺季，四季度在低基数下仍有望实现高增长。**

- 经历近2个月深度调整，当前估值及位置比较具有吸引力。医院板块PE（TTM）估值已经从1月中旬的90倍左右下降至当前的81倍左右。短期将持续修复，长期老龄化与消费升级趋势下，医疗服务产业趋势持续增长和资产增值确定性强，当前估值水平具有吸引力。



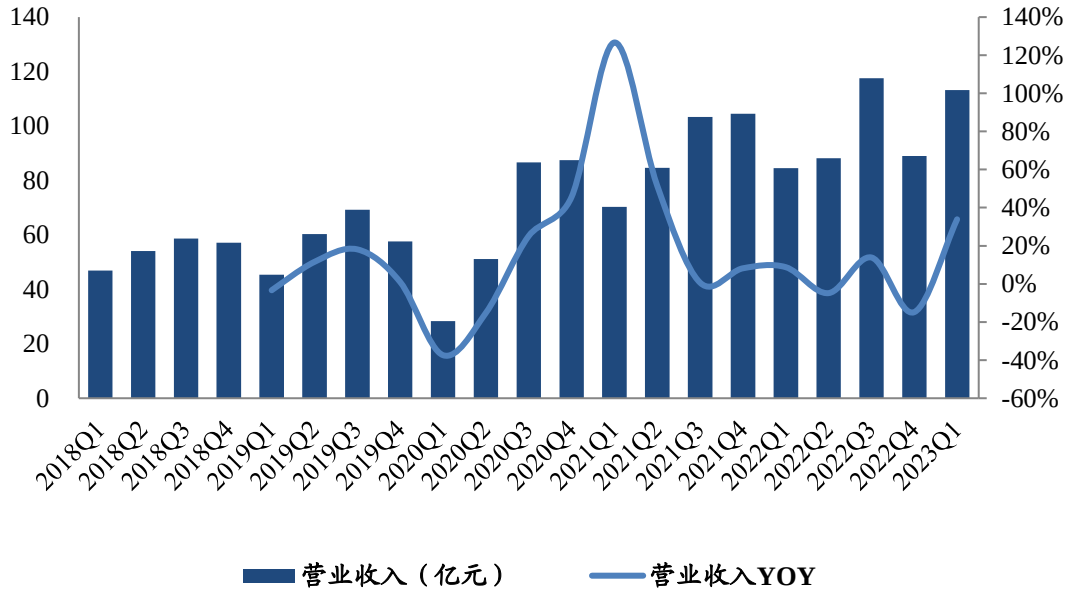
2023Q1医疗专科疫后增长复盘	
眼科	疫后恢复快，业绩兑现度高。屈光、视光等消费眼科在高基数下保持快速增长，白内障、基础眼病等实现快速增长。整体来看，眼科医疗服务公司Q1季度呈现逐月加速增长趋势，Q1收入增速超20%。
口腔	疫情期间受损严重，叠加患者对于集采政策的观望情绪，业务恢复相对较慢。随着种植牙项目集采降价政策在4月落地，有望带来种植量大幅增长，预计口腔业务有望在二季度实现同比较快增长。
中医	客户粘性强、消费频次高，面诊需求在人员流动限制解除后得以大量释放，春节后诊疗量快速回升，Q1实现快速修复增长。
综合医院	刚需性院内诊疗率先恢复，可择期手术需求逐步释放，消费性科室逐步加快增长；异地患者流动加快，Q1季度在春节后呈现稳定快速爬坡趋势
重症康复	疫情期间受益于公立医院患者溢出及康复需求增长；疫情影响消除后，随着老龄化下康复需求增长，预计康复行业回归正常增长趋势
肿瘤	诊疗刚需性较强，整体快速恢复至稳健增长态

数据来源：wind，东吴证券研究所

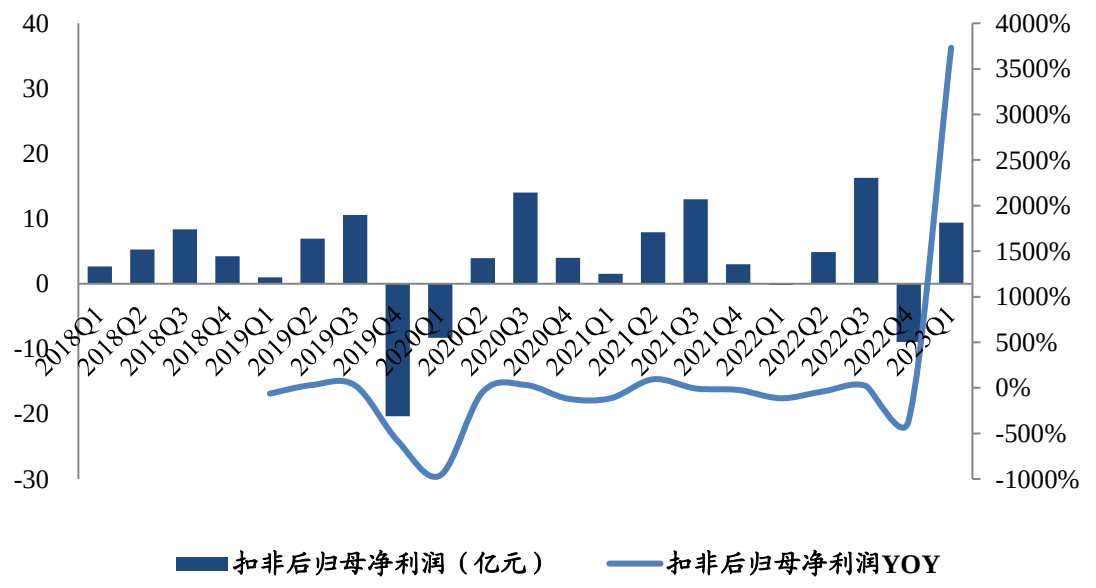
■ 民营专科医院&综合医院2022年Q4业绩承压，2023Q1利润端回暖

- 选取A股综合医院/专科医院类医疗服务公司（包括爱尔眼科、光正眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华厦眼科、国际医学、盈康生命、美年健康、通策医疗），2022年业绩承压，2023年Q1业绩回暖明显。
- 2022年Q4收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为-14.9%、-1416.2%、-362.7%；2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为33.9%、1266.6%、3732.1%。

医院板块上市公司收入总额及增速（单季度）



医院板块上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 疫后眼科板块快速复苏，净利率回升，院端扭亏凸显增长空间

➢ 眼科公司2023年Q1季度业绩恢复亮眼。由于2022年Q4疫情防控政策调整，眼科医院诊疗客流量受到较大冲击，收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为-14.45%、-108.7%、-54.1%；但2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为21.29%、52.34%、33.9%。收入、利润端均快速恢复，体现极强的业绩韧性。

眼科公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022					2023Q1			
	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	朝聚眼科	何氏眼科	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科
营业收入（亿元）	161.10	32.33	17.26	9.92	9.55	50.21	9.31	6.50	3.07
yoy	7.39%	5.51%	0.91%	-0.78%	-0.74%	20.44%	15.10%	38.73%	26.91%
归母净利润（亿元）	25.24	5.12	0.21	1.88	0.33	7.81	1.50	1.62	0.57
yoy	8.65%	12.50%	-78.09%	16.08%	-61.55%	27.92%	34.01%	334.85%	117.82%
扣非归母净利润（亿元）	29.19	5.39	0.19	1.62	0.28	7.52	1.47	0.71	0.55
yoy	4.89%	13.29%	-78.36%	1.71%	-63.69%	20.73%	21.47%	92.30%	112.93%
毛利率	50.46%	48.05%	41.67%	43.91%	38.40%	47.49%	48.17%	44.64%	47.19%
净利率	16.69%	15.71%	1.19%	18.46%	3.43%	17.94%	16.95%	25.44%	18.33%
销售费用率	9.66%	12.44%	19.91%	6.18%	14.50%	9.35%	11.61%	15.00%	11.00%
管理费用率	15.92%	12.74%	16.05%	16.33%	17.16%	20.44%	15.10%	38.73%	26.91%
财务费用率	0.04%	0.98%	2.75%	1.20%	-0.85%	14.58%	12.43%	12.13%	13.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 疫后眼科板块快速复苏，净利率回升，院端扭亏凸显增长空间

- **爱尔眼科：**2023Q1实现营收50.21亿元（+20.44%），归母净利润7.81亿元（+27.92%），扣非归母净利润7.52亿元（+20.73%），业绩符合市场预期，净利率为17.94%，同比增加1.32个百分点，盈利水平有所回升。公司是民营眼科行业龙头，院端布局完善、业务结构合理，公司于2022年11月、2023年1月分别公告收购26家、14家眼科医院，收购医院多数处于快速爬坡期，收入、净利率均有较大提升空间，未来有望增厚公司业绩。

- **华厦眼科：**2023Q1实现营收9.31亿元（+15.10%），归母净利润1.50亿元（+34.01%），扣非归母净利润1.47亿元（+21.47%），业绩符合市场预期，净利率为16.95%，同比增加1.95个百分点。扩张上，公司“自建+并购”双轮驱动加快市场布局；业务上，公司消费眼科占比提升空间充足。预计随着公司“医教研”体系建设的不断完善，公司整体医疗实力有望进一步提升，并带动业绩增长。

- **普瑞眼科：**2023Q1实现营收6.50亿元（+38.73%）；归母净利润1.62亿元（+334.85%）；扣非归母净利润7143万元（+92.30%），业绩超出市场预期，净利率为25.44%，同比增加17.47个百分点。除了并表东莞光明眼科医院带来的增量收益以外，公司旗下2020年前设立医院全部实现扭亏，利润突破拐点。预计随着新设医院爬坡，未来新老院协同发展有望持续为公司贡献利润。

- **何氏眼科：**2023Q1实现营收3.07亿元（+26.91%）；归母净利润0.57亿元（+117.82%）；扣非归母净利润0.55亿元（+112.93%），业绩超出市场预期，净利率为18.57%，同比增加7.73个百分点。公司立足辽宁省，持续推进京津冀、长三角、大湾区、成渝地区四地布局，旗下何氏医学院持续培养视光人才。公司三级机构全部实现盈利，二级机构每年均有几家实现扭亏，是公司重要的利润来源。预计今年随着二级眼保健机构的爬坡数量增多，公司利润有望进一步提高。

■ 疫后医美消费快速恢复，尤其高端医美消费体现增长韧性

- 根据产业调研，大型连锁医美机构、中高端医美诊所恢复快速增长，尤其高端医美消费体现增长韧性，“童颜针”“少女针”类再生医学注射材料、高端玻尿酸呈现快速增长态势，**我们预计爱美客、华东医药、昊海生科等上游厂商的高端医美产品在Q1销售实现较快增长，并且在二三季度的消费旺季将有望加速放量。**长期看，国内医美产业方兴未艾，空间广阔，有望成长出大型医美企业。建议关注：爱美客、昊海生科、华东医药等。

- **爱美客：**公司2023年一季度实现营收6.30亿元（+46.30%），实现归母净利润4.14亿元（+51.17%），扣非归母净利润3.87亿元（+49.26%），一季度业绩超出市场预期。2023年Q1季度，拆分产品来看，我们估计核心产品“嗨体”系列收入占公司总收入比重约60%，其中价格相对较高的熊猫针保持快速增长；另一方面，高端新品“濡白天使”稳定放量，收入占比继续提升。至2022年底，濡白天使已进入超600家医美机构，授权700余名医生，2023年将继续扩大覆盖面，我们认为2023年全年有望实现翻倍以上增长，为公司增长带来新动能。

- **昊海生科：**疫情影响生产及重点市场销售，但“海魅”玻尿酸仍表现亮眼。2022年，公司医美实现收入7.48亿元（+61.45%）。公司“海魅”玻尿酸推广销售取得不错表现，估计销售收入超1亿元，同比增速近30%。我们预计2023年公司在疫后恢复性增长的基础上，医美玻尿酸有望贡献较大增长弹性，OK镜新品上市将有望带来增量贡献。

- **华东医药：**医美板块国内伊妍士销售符合预期，海内外医美二季度有望加速增长。2023年Q1，医美板块合计实现收入5.03亿元（剔除内部抵消因素），同比增长10.86%。国内医美业务：销售子公司欣可丽美学积极抓住国内医美市场逐步回暖的市场契机，实现营业收入2.1亿元（+33.83%），环比2022年四季度增长10.51%。随着国内消费市场持续复苏向好，预计公司国内医美业务二季度有望取得更好表现。海外医美业务：Sinclair实现合并营业收入3380万英镑（约2.84亿元人民币），同比增长8.89%；实现EBITDA299万英镑，增速同比放缓的主要原因是部分区域订单有所延迟，预计二季度起增速将逐渐回升。

■ 疫后眼科器械恢复强劲，新品放量及降本增效带来23Q1毛利率净利率双升

➢ 眼科器械板块公司2023年Q1季度业绩恢复亮眼。由于2022年Q4疫情防控政策调整，12月、1月基本未做OK镜线下验配、白内障手术，但随着2、3月全国中小学陆续开学，青少年近视防控行业实现快速恢复。除明月镜片外，欧普康视、爱博医疗、昊海生科23Q1毛利率及净利率均实现双升，爱博医疗23Q1其他视光产品（包括离焦镜、彩瞳、接触镜护理产品等）同比大幅增长，对营业收入贡献超过11%。

眼科器械公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022				2023Q1			
	欧普康视	爱博医疗	昊海生科	明月镜片	欧普康视	爱博医疗	昊海生科	明月镜片
营业收入（亿元）	15.25	5.79	21.30	6.23	4.01	1.90	6.11	1.72
yoy	17.78%	33.81%	20.56%	8.25%	8.17%	44.55%	29.06%	26.00%
归母净利润（亿元）	6.24	2.33	1.80	1.36	1.73	0.78	0.81	0.35
yoy	12.44%	35.80%	-48.76%	65.89%	16.96%	33.58%	33.21%	58.50%
扣非归母净利润（亿元）	5.60	2.08	1.59	0.93	1.49	0.75	0.72	0.30
yoy	14.69%	41.78%	-51.60%	24.45%	8.43%	43.88%	21.13%	75.80%
毛利率	76.89%	82.66%	68.98%	53.97%	78.36%	83.16%	71.49%	56.13%
净利率	45.67%	39.21%	8.93%	23.76%	49.23%	40.27%	13.90%	22.09%
销售费用率	19.37%	18.64%	31.90%	16.20%	18.83%	14.67%	32.78%	19.27%
管理费用率	8.28%	11.82%	18.88%	11.28%	7.65%	11.52%	15.32%	10.13%
财务费用率	-0.46%	-0.44%	-3.48%	-0.32%	-0.55%	0.25%	-2.53%	-1.92%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

院内诊疗疫后修复二季度有望加速

■ **院内诊疗复苏带动康复设备板块快速增长，下游医院端购买力逐步加强，板块有望呈现全年高增长态势**

➢ 康复器械板块公司2023年Q1季度业绩增速强劲。2022年全年院内诊疗量及医院康复科建设受到影响，导致板块整体业绩承压，23年随着院内诊疗逐步复苏，康复科需求回暖，叠加基层医院、社区中心康复设备采购意愿加强等因素，康复器械板块有望呈现全年高增长态势。

康复板块公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022				2023Q1			
	翔宇医疗	伟思医疗	麦澜德	诚益通	翔宇医疗	伟思医疗	麦澜德	诚益通
营业收入（亿元）	4.89	3.22	3.77	9.74	1.43	0.96	1.09	2.45
yoy	-6.68%	-25.21%	10.32%	6.47%	68.25%	76.57%	46.34%	19.88%
归母净利润（亿元）	1.25	0.94	1.22	1.25	0.38	0.30	0.32	0.22
yoy	-37.85%	-47.23%	3.00%	21.32%	298.99%	76.85%	53.60%	26.08%
扣非归母净利润（亿元）	0.78	0.77	0.89	1.14	0.33	0.26	0.27	0.22
yoy	-48.76%	-48.99%	-14.90%	28.40%	549.98%	190.81%	33.22%	25.62%
毛利率	66.27%	70.61%	68.55%	41.57%	68.19%	71.39%	63.12%	38.45%
净利率	25.24%	29.17%	34.37%	12.91%	26.96%	31.49%	30.60%	8.79%
销售费用率	28.77%	28.46%	22.32%	10.14%	24.63%	27.06%	17.55%	12.36%
管理费用率	7.35%	11.87%	8.68%	9.01%	7.13%	10.11%	9.00%	8.36%
财务费用率	-5.45%	-5.88%	-2.38%	1.15%	-4.63%	-4.84%	-2.63%	2.72%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 内镜行业装机量持续增加，患者健康意识及支付意愿提升加速内镜诊疗量恢复，板块有望全年持续快速增长

➢ 国产内镜设备市场推广逐步进入收获期，相关公司经营能力持续向好。随着患者健康意识及支付意愿提升，内镜诊疗量加速恢复，带动内镜耗材放量，板块有望全年持续快速增长。

内镜设备及耗材公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022			2023Q1		
	南微医学	开立医疗	澳华内镜	南微医学	开立医疗	澳华内镜
营业收入（亿元）	19.80	17.63	4.45	5.50	4.73	1.25
yoy	1.72%	22.02%	28.30%	24.26%	27.63%	53.77%
归母净利润（亿元）	3.31	3.70	0.22	1.01	1.38	0.17
yoy	1.80%	49.57%	-61.93%	133.98%	171.11%	385.71%
扣非归母净利润（亿元）	2.99	3.42	0.10	0.99	1.26	0.16
yoy	8.64%	103.81%	-79.69%	131.00%	157.67%	806.55%
毛利率	60.95%	66.87%	69.73%	62.87%	68.60%	76.17%
净利率	16.81%	20.98%	5.64%	18.80%	29.27%	13.13%
销售费用率	21.88%	24.01%	29.60%	20.21%	22.34%	33.09%
管理费用率	15.61%	5.56%	18.94%	13.86%	5.32%	13.51%
财务费用率	-3.06%	-1.70%	-1.39%	-0.20%	-1.54%	-0.23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 心血管手术类型及执行集采节奏不同导致上市公司业绩分化，术式升级有望加速创新器械放量

➢ 心血管手术主要分急性手术及择期手术，择期手术1月份明显受损，疫情放开后一线城市头部医院虹吸效应明显，随着心血管手术量恢复，产品渠道覆盖广泛的国产龙头企业呈快速复苏态势，术式升级有望加速国产创新器械放量，建议关注23Q2全国陆续执行的电生理集采情况。

心血管公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022				2023Q1			
	心脉医疗	乐普医疗	惠泰医疗	微电生理	心脉医疗	乐普医疗	惠泰医疗	微电生理
营业收入（亿元）	8.97	106.09	12.16	2.60	2.86	24.37	3.50	0.52
yoy	30.95%	-0.47%	46.74%	36.99%	10.75%	-4.39%	31.71%	-6.33%
归母净利润（亿元）	3.57	22.03	3.58	0.03	1.25	5.97	1.03	-0.09
yoy	12.99%	28.12%	72.19%	124.82%	1.10%	9.45%	53.71%	-
扣非归母净利润（亿元）	3.24	21.42	3.22	-0.30	1.20	5.62	0.90	-0.15
yoy	12.25%	15.50%	92.02%	-85.45%	1.58%	2.78%	49.08%	-
毛利率	75.18%	62.46%	71.20%	64.98%	75.73%	66.95%	70.67%	68.33%
净利率	39.27%	21.16%	27.97%	1.14%	43.26%	25.37%	28.25%	-17.89%
销售费用率	11.60%	19.17%	19.82%	31.12%	8.78%	18.09%	19.79%	38.27%
管理费用率	5.13%	7.00%	5.47%	13.90%	4.62%	7.94%	5.11%	14.34%
财务费用率	-1.22%	0.87%	-0.22%	-3.71%	-0.50%	2.23%	0.28%	-2.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 骨科行业手术量稳步恢复，集采执行节奏导致上市公司业绩短期存在分化

➢ 预计23年上半年全国各省陆续关节续约、逐步执行脊柱国采结果，手术费用下降将带动行业渗透率提升，国产龙头企业拥有生产成本及渠道优势，有望在执行集采过程中加速进口替代。

骨科公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022				2023Q1			
	春立医疗	威高骨科	大博医疗	三友医疗	春立医疗	威高骨科	大博医疗	三友医疗
营业收入（亿元）	12.02	18.48	14.34	6.49	2.46	3.90	3.91	1.61
yoy	8.43%	-14.18%	-28.09%	9.40%	-4.18%	0.57%	-9.21%	24.19%
归母净利润（亿元）	3.08	5.44	0.92	1.91	0.56	0.94	0.58	0.35
yoy	-4.54%	-21.17%	-86.30%	2.39%	-24.53%	-18.11%	-47.81%	4.48%
扣非归母净利润（亿元）	2.74	5.33	0.91	1.34	0.50	0.91	0.47	0.31
yoy	-10.88%	-21.43%	-85.24%	6.47%	-33.36%	-19.31%	-51.11%	0.34%
毛利率	76.03%	74.77%	76.72%	90.18%	68.37%	73.97%	69.70%	85.48%
净利率	25.61%	29.43%	7.62%	31.36%	22.68%	24.14%	16.03%	21.83%
销售费用率	32.58%	32.54%	46.22%	45.75%	26.37%	40.46%	32.77%	48.13%
管理费用率	3.23%	3.79%	8.74%	5.65%	2.86%	3.30%	6.58%	4.77%
财务费用率	-1.68%	-2.01%	-1.76%	-1.40%	-0.49%	-1.70%	-1.91%	-2.46%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

三、5月行业投资策略及标的

3.1 济民医疗：高政策壁垒、新技术的博鳌医院等，高端医疗服务启动第二成长曲线

- **投资逻辑：**博鳌国际医院为A股稀缺资产，高政策壁垒、日本顶级专家团队、国际化新技术及新设备、高利润率；疫后博鳌国际医院及湖北鄂州二医院等高端医疗服务放量、23年器械及大输液等拐点明确、IPO后第一次股权激励落地，不良资产剥离完毕、商誉计提完毕，2023-2025年或将超高速增长。

- **具有国际影响力的博鳌国际医院先行先试高政策壁垒，再生医学创新平台有望开启第二增长曲线；鄂州二院三级综合性医院即将投产快速释放业绩：**博鳌国际医院地处博鳌乐城先行区，拥有先行先试特权、新技术高政策壁垒，作为当地龙头医院享受政策红利；**顶级专家团队**：拥有日本小田治范等强大的专业团队，引进日本厚生省批准的小田医院全套免疫细胞培养技术、日本进口培养液等，自体脂肪干细胞获得中检院三批次的检验报告；**国际化设备**：德国INUS双膜靶向血液净化新技术、引进了韩国上市公司Bioplus公司的HyalDew（整形用皮下填充材料）等四款高端医美器械；**研发新方向**：针对膝骨关节炎、慢性阻塞性肺病等疾病开发等四方面研究。**我们预计博鳌国际医院2023-2025年收入有望分别达2/3.5/5亿元。**鄂州二院新院区已建成，23年3月试运行、5月正式运营，鄂州二院新老院区合计床位1200张，目前老院区已基本满产，每年贡献收入1亿元左右，利润约1500万元，鄂州二医院新老院收入、利润峰值有望分别达6亿元、1亿元。

- **医疗器械国内迅速放量，大输液新品不断获批**：公司与美国RTI公司合作关系稳定，为公司持续贡献稳定增长现金流；国内方面：21年取得注册证后，积极参与各省挂网招标，截至22年3月底，已在江西等22个省挂网，我们预计23-25年安全注射器海外保持10%以上增长，国内保持40%以上增长；预充式冲洗器于21年底取得注册证，并于次年启动产能建设，预计23年产能将突破2亿支，公司已在除宁夏等四省以外所有省份挂网，23年销量有望突破4000万支。大输液板块3000ml山梨醇甘露醇、500ml平衡盐溶液陆续获批，开启新成长空间。

- **不良资产剥离完毕，IPO后首次股权激励未来公司或将迎来业绩腾飞：**2018-2022年，公司已陆续处置新友谊医院、济民医院等不良资产，成功实现轻装上阵；2023年3月31日，公司发布股权激励计划，为上市后首次股权激励，激励对象共42人对应考核年度为2023-2025三个会计年度，公司层面业绩考核目标：2023-2025年净利润分别不低于1.8/2.3/3.0亿元，三年复合增长率为30%。行权价格为12.01元，与目前股价相当，投资机会明显。

- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司在医疗服务赛道的潜力和发展，预计2023-2025年公司归母净利润预计为1.90/2.74/3.91亿元，对应当前市值的PE为33/23/16倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**新品推广不及预期风险、院端恢复不及预期风险等。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.05.05

3.2 普瑞眼科：省会布局持续完善，疫后复苏及新老院协同增长有望兑现业绩

- **“全国连锁化+同城一体化”布局持续完善，旗下医院扭亏后有望贡献利润。**截至2022年底，公司已于21个城市进行业务布局，其中6市设立二院，同时自建广州番禺、收购东莞光明，开拓华南市场。以公司标杆医院成都普瑞及昆明普瑞为参考，旗下其余核心医院净利率均有10%以上的提升空间，此外公司13家老院2017-2021年营收及净利润CAGR平均为18.33%与34.55%，仍保持高速增长；8家新院2019-2021营收CAGR为45.15%，爬坡明显，并逐步扭亏，未来有望贡献利润。

- **消费眼科高速增长，助力整体毛利率提升。**2021年，公司消费眼科占比为67.84%，远高于同行。屈光方面，2021年实现营收同比增长29.76%，旗下成熟医院屈光业务占比均超过50%，预计未来随着各新院业务结构改善及高端屈光占比的提升，屈光业务毛利率有望进一步增长。视光方面，营收占比逐年提高，由2017年的14.4%提高至2021年的16.1%，预计随着公司加大对视光业务的投入，包括建立视光事业部、更换业务负责人、与视达佳合作等，公司视光业务占比将持续提高。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司核心业务及商业模式的成熟，以及老院爬坡贡献利润，公司未来业务扩张决定性较高，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为1.81/2.49/3.62亿元，对应当前市值的估值分别为110/80/55倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**医院扩张或整合不及预期、医院盈利提升不及预期、医疗事故风险。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.05.05

3.3 华厦眼科：学科实力奠定基石，连锁扩张助力持续增长

- **眼科医疗行业景气度高，公司为民营眼科龙二，专家资源与科研学术驱动学科实力领先。**随着我国人口老龄化及居民生活方式改变等，我国已成为全球眼病患者最多的国家，眼科医疗行业复合增速17.5%。华厦眼科目前已在国内开设57家眼科专科医院及23家视光中心，覆盖17个省及46个城市。2022年公司实现主营业务收入32.33亿元，医院数量与整体规模位居民营眼科第二。公司汇聚了黎晓新、赵堪兴等一批具有国际影响力的眼科学界专家，以厦门眼科中心建立学术高地，建立成熟的“医教研”人才培养体系，储备长期增长动能。

- **消费升级类眼科项目占比提升释放盈利潜力，医院陆续扭亏贡献公司利润增长，外延并购助力业绩增速提升。**2022年公司屈光视光类消费眼科收入占比45.46%，基础眼病类占比51.35%。公司学科优势保证基础眼病类业务稳定增长，未来高毛利的的屈光视光等项目占比提升，将持续提升盈利水平。截至2021年底，公司旗下18家医疗机构尚未盈利，未来随着医院扭亏及医院盈利提升，将有望驱动公司利润业绩快速增。此外，公司将通过外延并购体外医院，加速业绩增长。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到疫情放开的影响，我们预计公司2023-2025年归母净利润为6.66/8.66/11.17亿元，对应当前市值的估值分别为70/54/42倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**规模扩张带来的管理风险；下属医院持续亏损的风险；专业医务人才流失的风险；医药行业政策不确定性风险。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.05.05

3.4 爱尔眼科：新十年“1+8+N”战略启航

- **业务增长：屈光术式升级与视光中心布局助力消费眼科增长。** 公司消费最早实施主营业务向消费眼科转型，屈光+视光收入占比持续提升，由2017年的52.1%提升至2022年的62.79%。屈光业务由于术式升级，收入及毛利率仍保持高速增长，由2017年的52.81%提升至2022年的56.82%；视光领域上，公司计划在2023年底前布局400-500家视光中心，有望快速联通基层市场。此外，公司还开设了五大眼专病门诊，并率先建立了干眼诊疗体系，新兴业务有望打造全新增长点。

- **医院增长：由定增开启新十年“1+8+N”的全新发展战略，持续完善分级网络。**随着分级诊疗制度的不断完善，爱尔新十年，公司计划通过九大中心省会级医院，带动医疗服务下沉。截至22H1境内医院187家、视光中心132家，其中中心城市旗舰医院9家（含代行）、省会城市医院44家（与“1+8”合计覆盖26个省级行政区）、地级市医院114家、县级医院20家，并购基金旗下合计仍有330家眼科医疗机构。我们预计随着公司体外并购加速、疫后消费复苏及眼科需求释放，公司体内外医院有望协同增长，献利润。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司眼科业务疫后恢复趋势良好，我们预计2023-2025年公司归母净利润为36.42/46.51/57.56亿元，对应当前市值的2023-2025年PE分别为57/45/36倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**医院扩张或整合不及预期的风险；医院盈利提升不及预期的风险；医疗事故风险；疫情反复加剧的风险。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所 注： PE估值时间为2023.05.05

3.5 方盛制药：战略聚焦中药创新，提质增效效果显著

- **公司“338”产品矩阵优异，制药板块业绩稳步增长。**2022年，公司主业收入增长近20%，快于公司整体收入增速。其中小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏（蜜炼）/露等产品的销售收入同比增长均超过170%；化药方面，依折麦布片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长140%以上。分产品来看，心脑血管用药收入4.5亿元（+50.8%），呼吸系统收入1.4亿元（+230.8%），儿童用药实现收入1.51亿元（+16.5%），抗感染用药收入0.96亿元（+24.2%），产品增长表现良好，骨科产品受到疫情进院影响，收入同比下滑7.93%。各产品终端覆盖比例的提升，有望为主业增长夯实基础。

- **盈利能力大幅提升。**2023年Q1季度利润端表现亮眼，剔除政府补贴等非经常性损益后，扣非归母净利润翻倍增长。毛利率、净利率均呈现提升趋势。2023年Q1毛利率67.77%（+1.7pct），净利率14.43%（+7.02pct），扣非后净利率11.26%（+5.46pct）。自2022年Q3季度，公司业绩端呈现加速增长态势，聚焦主业的效果显著，净利率也逐步提升至行业平均水平。

- **加强中药创新药研发，依托学术研究进一步提升产品力。**2022年公司研发投入7040万元，同比增长37%，研发费用率提升0.62pct。截至2022年底，1.1类中药创新药产品诺丽通颗粒完成3期临床，2023年中有望获批。此外，蛭龙通络片已完成二期临床，益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒处在药学研究阶段。已上市产品中，藤黄健骨片、金英胶囊、跌打活血胶囊完成了临床综合评价报告，小儿荆杏止咳颗粒纳入专家共识等，产品力在学术加持下进一步提升。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.63/2.36/3.03亿元，对应当前市值的PE为37/25/20X。考虑到在中医药行业利好政策频出的背景下，公司核心产品有望持续放量，维持“买入“评级。

- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.05.05

3.6 太极集团：22年扭亏为盈，国企改革效果初显，核心大产品放量亮眼

- **投资逻辑：**公司拥有治疗领域广泛的中西药产品群与西南地区最完备的医药商业体系，现已发展成为OTC品牌第一名。2021年国药正式入主成为公司实控人，有望带来管理效率提升、业务全面优化。未来OTC品牌中药有望在营销升级、产品提价、国药协同下继续进入高速发展阶段，麻精特色化药与区域商业体系辅助条线并行发展，稳健增长。公司发布“十四五”战略规划，力争营收达到500亿，销售净利率不低于行业平均水平。公司有望进入业绩增长提速与估值提升通道。

- **聚焦主品，核心大品种快速放量。**公司工业板块实现收入87.85亿（+14%），其中化学药收入36.83亿（+14%）和中药收入51.02亿（+22%）。核心中药大品种实现高速放量：藿香正气口服液15.67亿（+70%）、急支糖浆5.26亿（+89%）、通天口服液2.88亿（+53%）、鼻窦炎口服液2.14亿（+67%）。营销改革+OTC品牌重塑效果显著。2023年公司加强品牌品类规划，全力突破重点市场，力争医药工业实现营业收入同比增长 30%。

- **医药商业优化布局，在提升销量、提高毛利和运营效率方面实效明显。**医药商业实现销售收入 80.06 亿元（+ 9.73%）。其中医药分销实现收入 65.77 亿元（+ 9.82%）；医药零售实现收入 14.29 亿元（+9.33%）。公司构建商业“1+2+3”管理框架，调整区域布局，着力提质增效。公司盈利能力明显提升，毛利率提升3.0pct至45.43%，期间费率下降3.6pct至40.33%，销售费率和管理费率分别下降1.7pct和1.5pct，净利率为2.42%实现扭亏为盈。2023年公司力争医药商业营业收入同比增长 20%。公司国企改革初见成效，对2023年经营充满信心，力争实现收入增长20%以上。

- 展望2023年，藿香正气口服液、急支糖浆等中药核心品种将加大川渝以外地区的开发拓展力度，同时持续优化品类，完善补充品种，抓好独家品种、特色高毛利品种销售。化学药聚焦院内市场，疫情后随着医疗就诊需求恢复，医院端销售也将迎来复苏。

- **盈利预测与投资评级**：我们预计2023-2025年公司归母净利润为6.81/9.44/12.75 亿元，当前市值对应的PE估值为45/32/24倍。

- **风险提示：**公司改革进展或不及预期；市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险；疫情反复的风险等。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.05.05

3.7 片仔癀：核心产品量价齐升，国药瑰宝传承创新

- **围绕“多核驱动”格局，深入贯彻大品种战略，2023年Q1恢复双位数增长。**分产品看，2022年公司肝病用药实现营收35.92亿元，同比减少2.95%，2023年Q1营收11.77亿元，恢复增长态势，同比增长6.91%；2022年心脑血管用药实现营收1.66亿元，同比增长72.24%，2023年Q1保持高速增长态势，同比增长84.31%。分业务板块来看，2022年化妆品板块实现营收6.34亿元，同比减少24.61%，毛利率下滑6.41pct至60.60%，2023年Q1仍然承压，收入同比下滑42.78%；医药流通板块平稳增长，2022年/2023年Q1分别实现收入40.59/11.11亿元，同比增长25.10%/18.04%。2022年公司对主产品片仔癀以稳价稳市为核心工作，全年市场与价格状况均达到历史较高水平，其中锭剂销售居天猫健康、京东健康电商平台肝胆用药首位；对核心品种安宫牛黄丸以扩渠道做大规模为主，后续增长可期。

- **销售费用率下降，持续加大创新研发力度。**2022年销售费用同比下降25.70%，主要由于促销、业务宣传及广告费减少，2023年Q1销售费用率进一步下降至5.49%。2022年公司加大研发力度，研发费用同比增长 15.30%，研发投入占营业收入 2.65%，2023年Q1研发费用率进一步提升至3.53%。公司积极开展以片仔癀为核心的优势品种二次开发及新药研发，新增两个品种获批生产许可并完成首次批量生产，新增立项 4 个新药项目，初步形成具有片仔癀品牌特色的研发布局和管线。

- **片仔癀时隔三年提价，彰显其稀缺性和名贵品牌价值。**鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因，公司决定自2023年5月6日起，公司主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格将从 590 元/粒上调到 760 元/粒，供应价格相应上调约 170 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。片仔癀作为名贵中药的龙头，价格的提升一方面彰显产品力和品牌力，另一方面也有望带来业绩弹性，有效对冲成本上升带来的利润压力。传统品牌中药消费者认可度较高，具备量价齐升的空间。

- **盈利预测与投资评级**：我们预计2023-2025年公司归母净利润为29.74/35.39/40.21亿元，当前市值对应的PE估值为56/47/41倍。维持“买入”等级。

- **风险提示：**原材料成本上涨高于预期，政策风险，产品放量不及预期，产品研发不及预期等。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.5.5

3.8 恒瑞医药：黎明将至，“创新+国际化”引领新征程

- **投资逻辑：**2019-2022年，公司受到集采、疫情多重影响，业绩、估值受挫。我们认为，恒瑞医药的研发、销售能力依旧强大，龙头位置稳固。随着“集采出清+创新兑现+国际突破”，公司将进入新的稳定增长阶段，中枢有望维持15-20%，国际化突破带来质变。
- **2025年，有望形成25+创新药矩阵，收入体量超230亿元，峰值超过400亿元，支撑未来23-24年增长中枢在15-20%。**截至2022年9月，公司已经上市创新药达12个，NDA阶段的创新药达6个，Ⅲ期阶段的创新药超10个，增长动力强劲。1）12个创新药已上市，其中卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、阿帕替尼等5个创新药2021年H1贡献52亿收入，海曲泊帕乙醇胺、达尔西利、瑞玛唑仑等6个创新药尚待兑现；2）6个创新药处于NDA阶段，瑞格列汀、普那布林、SHR-1316（PDL1）等，呼之欲出；3）10+创新药处于3期阶段，SHR1701（PD-L1/TGF-β）、SHR-0302（JAK1）、SHR-A1811（HER2-ADC）等，带动收入结构优化。4）国际化方面，创新药重点推进11条管线，双艾HCC、ARi mHSPC、TPO CIT适应症快速推进，有望打造第二增长曲线。
- **集采利空释放，预计4Q22迎接业绩拐点。**1）仿制药利空即将出清，自2018年以来，第1-7批集采中选22个品种，价格平均降幅74.5%。其中，第三、五批集采品种对应销售额分别为19、44亿元。8批集采仅左布比卡因纳入，整体来看，10+亿元品种多数已被纳入集采，仿制药利空有望于2023年消化，并逐渐企稳回升；2）“集采+疫情”双重影响，业绩底已铸，2021Q4、2022Q1、2022Q2收入分别为57.07、54.79、47.50亿元，归母净利润分别为3.23、12.37、8.82亿元，为近10个季度最低水平。3）历经2021年的构架合并、人员优化，公司管理、销售费用率下降，运营效率、人均销售单产提高。子公司Luzsana、瑞石生物探索对外合作研发，研发投入资本化，缓解业绩压力。
- **创新药结构机会明显，龙头有望享转型红利。**1）国产创新药存在结构性机会，中国药品终端销售额超过2万亿。国产创新药获批65个，假设每个创新药销售额为10亿元，终端市场仅650亿元；2）根据RDPAC数据，发达国家创新药市场占比超50%。带量采购节约费用超2.6千亿元，仿制药的医保基金占比逐渐降低；3）假设，随着医保支付比例逐渐增加，国产创新药市场占比达35%，对应终端市场为7千亿元，仍有近10x增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-25年归母净利润49/58/69亿元，当前市值对应PE为62/52/44倍。由于：1）公司为行业龙头，内生增长动力强劲；2）集采负面影响缓解，创新逐渐兑现，迎接业绩拐点；3）持续推进国际化，有望迎来质变，维持“买入”评级。
- **风险提示**：创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险。

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所　注：　PE估值时间为2023.05.05

3.9 吉贝尔：小而美的创新药企，销售改革激发活力

- **投资逻辑：**1）公司创新性和成长确定性、持续性，仍未被充分认知，估值具备较大上行空间；2）降压药人群、市场大，集采后存在机构性机会，看好尼群洛尔的稀缺性和商业潜力；3）公司销售改革于2021年启动，已有4个季度验证改革成效，23-25年有望达30-50%高增长。
- **小而美的创新药企，销售改革激发活力。**公司成立二十余年，构建起以升白药利可君片、降压药尼群洛尔片、抗炎药醋氯芬酸肠溶片为主的产品矩阵。公司已搭建复方制剂、氘代药物、脂质体三大技术平台，在研抗抑郁一类新药JJH201501（氘代沃替西汀）进入IIb期临床，预计25年申报上市，可延长半衰期，降低给药剂量、提高安全性，将成为公司第二增长曲线。在研抗肿瘤一类新药JJH201601，与多西他赛相比，疗效、安全性等方面均有较大改善，已经获批临床。
- **尼群洛尔片：高血压伴高心率领域优势明显，临床影响力逐渐体现。**尼群洛尔片为国内首个一类复方降压药（CCB+BB），机制协同，可实现血压、心率双达标，被《中国高血压防治指南（2018 年）》等多部指南推荐。公司2021年销售改革，组建尼群洛尔和OTC事业部，加大推广力度。集采后降压药厂家的推广动力下降，为新药腾出空间，公司的终端影响力将逐渐体现。国内高血压患者数量超2.45亿人，单纯高血压伴快心率患者比例达38.2%，对应患者数量超9.3千万人；降压药终端市场超550亿元。我们预计，尼群洛尔片销售峰值可达15-20亿元，对应用药人数仅62.5万人，渗透率仅0.67%，市占率仅2.7%；2023-25年的销售额为2.2/3.7/6.0/亿元，同增294/70/60%。
- **利可君片：应用场景广阔，市场远未饱和。**利可君片为半胱氨酸衍生物，可升高白细胞，用于肿瘤、精神、传染多个科室。利可君片在不同区域、科室的开发仍不均衡，肿瘤科仍有较大空间，2022年被纳入《临床路径释义·肿瘤疾病分册》。升白药市场容量较大，2021年规模104.4亿元。利可君片具有疗效明确、使用便利、价格便宜、不良反应小的特点。公司独家生产利可君原料药，格局较为稳定。我们预计，随着公司拓展“肿瘤+院外”市场，利可君片有望成为10亿元级品种，对应市占率仅10%；2023-25年的销售额为6.5/8.3/10.4亿元，同增30/28/25%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.0/2.8/3.8亿元，当前市值对应PE为30/21/16倍。销售改革驱动业绩增长，核心产品稀缺性强、潜力大，维持 “买入”评级。
- **风险提示：**竞争环境恶化、研发失败风险、销售不及预期

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所 注： PE估值时间为2023.05.05

3.10 京新药业：成药利空出清，“院外+新药”驱动加速

- **制造能力优秀，细分领域优势明显。**公司在 CNS 领域的产品力持续加强，抗癫痫药物吉易克®(左乙拉西坦片)在全国院内市场排名第一；用于治疗帕金森药物索普乐®(普拉克索片及缓释片)在全国院内市场排名国产第一，抗抑郁药物唯他停®(盐酸舍曲林片及分散片)在全国院内市场排名国产第二。全资子公司上虞京新是全球喹诺酮类抗感染原料药的主要生产企业之一，其主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额位居全球前列；全资子公司深圳巨烽在国内医疗影像显示终端的市场占有率超过 50%，是全球主流大设备厂商的战略合作伙伴，占据市场领先地位。
- **新药稳步推进，地达西尼为失眠领域稀缺创新药。**地达西尼（EVT201）用于失眠障碍治疗，是对传统失眠治疗药物的重要改进，提高了服用者白天的精神状态，已经提交NDA并受理，预计于2023H1获批上市。公司自研开发的治疗精分的 1 类新药 JX11502MA 胶囊II期临床推进顺利；依托消化管线优势品种康复新液进行二次开发的康复新肠溶胶囊II 期临床入组完成，10 余个在研创新药(械)项目有序推进中。仿制药研发方面，全年注册获批 3 项、 申报注册 13 项、研发启动近 20 项，为公司未来发展持续提供产品支持。
- **仿制药集采利空出清，院外市场快速增长。**公司千万级别以上仿制药已被纳入集采，并在历史报表充分反应。集采后，核心品种左乙拉西坦片、普拉克索片及缓释片、盐酸舍曲林片等市占率排名前列。随着新产能建设完成，公司制造能力、成本优势、规模优势将进一步凸显。公司营销人员近千人，精耕细作院内市场；拓展院外市场，2022年，电商渠道壹药城等专业平台不断深化战略合作，实现销售收入 1.67 亿元，同比增速 174%。
- **医用显示器具备全球竞争力。**巨烽积极研究开发 OLED 等新一代医用显示技术，提升超声、内窥、诊断、会诊等配套产品和解决方案，与西门子、富士、迈瑞、GE等企业深度合作，具备全球医用显示器竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为8.0/9.5/11.3亿元，同增20/20/19%，对应PE分别为16/14/12x。公司仿制药集采利空出清，加大院外渠道拓展力度，创新管线步入收获期。（Wind一致预期）
- **风险提示：创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。**

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所 注： PE估值时间为2023.05.05

四、风险提示

风险提示

- **医院扩张或整合不及预期的风险：**医院扩张并不是简单的扩大占地面积或单院数量，往往面临人员组织架构调整、销售推广策略调整等，具有投入过大业绩阶段性承压，扩张整合不及预期风险；
- **产品放量不及预期风险：**国内创新药品、器械与进口仍存在差距，临床习惯及销售推广策略导致上市公司新品面临放量布局预期风险；
- **市场竞争加剧等：**相关创新药品、器械面临获批上市竞品增多风险，民营医院面临竞争对手新院拓展加速风险，导致市场竞争加剧。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 财富家园