

# 行业复苏势头显著，创新打开未来空间

## 医药行业2023年中期投资策略

### 报告

华西医药团队 证券分析师：崔文亮 SAC NO:S1120519110002

华西医药团队（崔文亮、王帅、徐顺利、支君、王睿、陈晨、程仲瑶、  
孙子豪、查星辰、曹艳凯）

【团队荣誉】2015-2017年新财富第5、3、6名

2023年5月18日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

 证券研究报告

## 核心观点：行业复苏势头显著，创新打开未来空间

- 整体观点：我们看好医药板块2023年行情，医药板块整体震荡，中药、化学制剂和商业表现突出，板块配置仍具备性价比。
- 1、生产端：Q1受到一月影响，预计后续复苏更显著。2023年1-3月医药制造业累计实现营业收入6740.9亿元，同比下降2.8%，实现利润总额892.2亿元，同比下降16.3%，我们判断主要受到一月份影响，预计后续复苏将更加显著。
- 2、支付端：2023年1-2月基本医疗保险基金支出同比大幅增长。2023年1-2月基本医疗保险基金（含生育保险）总收入5955亿元，同比增长11%；基本医疗保险基金（含生育保险）总支出3480.49亿元，同比增长25%，其中职工医保支出、居民医保支出分别同比增长25.1%与24.7%。医保支出资金的大幅增长侧面印证诊疗及药品销售的复苏态势明显。
- 3、零售端：2023年Q1中西药品当月零售额增长强劲。1月受到疫情影响，当月零售额大幅增长；2、3月有所回落，但整体增速仍高于社零。

## 风险提示

- **创新药械进展低于预期：**创新药海外临床进度低于预期、医保谈判大幅降价风险。
- **新冠疫苗接种低于预期：**核心疫苗产品销售低于预期；新冠疫苗出口不及预期风险；疫苗产品研发进度低于预期。
- **CXO行业风险：**新冠疫情进展具有不确定性；相关公司海外并购及业务拓展具有不确定性；核心管理层及核心技术人员流失的风险。
- **HPV疫苗风险：**公司二价HPV疫苗销售不及预期风险；随着国内其他国产HPV疫苗上市竞争加剧产品降价风险；公司体外诊断业务销售不及预期风险；公司疫苗在研产品研发进展不及预期风险。
- **医疗服务行业风险：**管理提升不及预期风险、扩张不及预期风险、医疗事故风险。

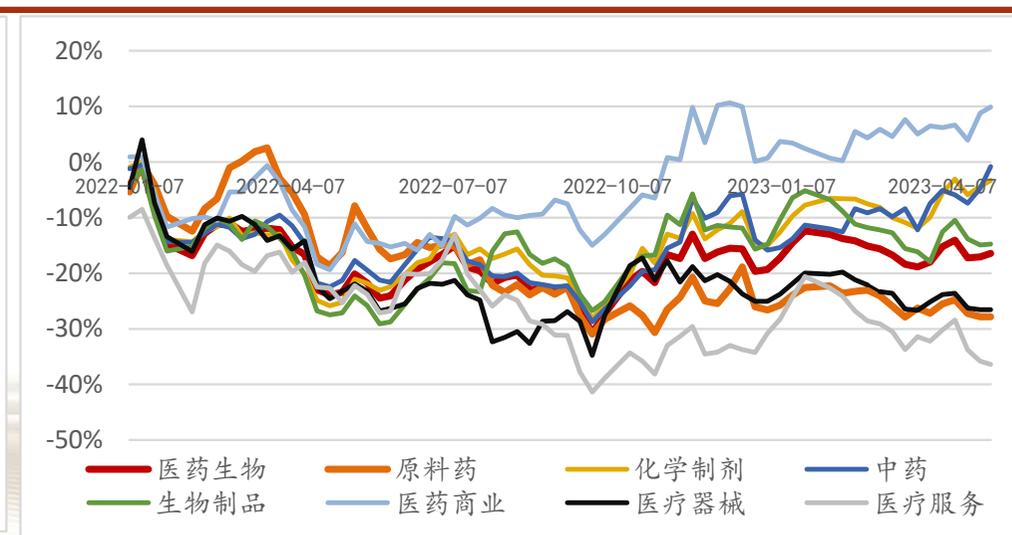
## 医药板块整体震荡，中药、化学制剂和商业表现突出

- 进入2023年，1月医药板块整体表现突出反弹明显，二月到三月受到市场热点变化的影响，板块整体有所调整，四月部分业绩较好公司带动医药整体有所反弹。
- 子板块来看，中药、化学制剂和医药商业整体表现较为突出

图：2022年以来沪深300和申万医药走势



图：2022年以来医药子版块走势情况



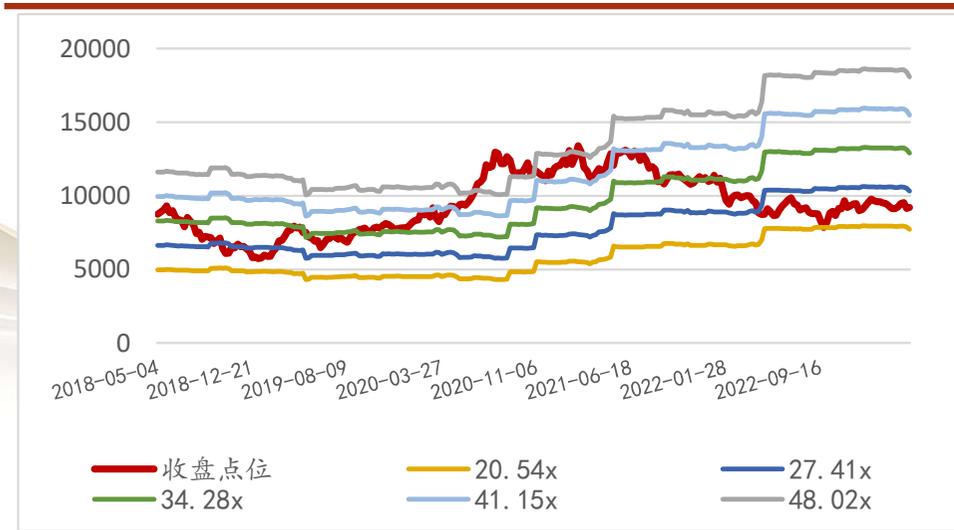
资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

## 板块配置仍具备性价比

- 截至2023年5月4日，医药板块整体PE估值（TTM，整体法，剔除负值）为28.6倍，医药行业相对沪深300的估值溢价率为96%，低于四年来中枢水平（116%），板块配置仍具备性价比。

图：申万医药PE-Bands



图：申万医药板块相对全A股PE估值溢价率（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

# 目录

## 01 医药行业回顾与展望

## 03 风险提示

## 02 细分板块回顾与受益标的

- ✓ 2.1. 创新药及制剂
- ✓ 2.2. CXO
- ✓ 2.3. 医疗设备
- ✓ 2.4. 耗材
- ✓ 2.5. 疫苗&生物制品
- ✓ 2.6. 中药
- ✓ 2.7. 医疗服务
- ✓ 2.8. 零售药店
- ✓ 2.9. 科研服务

## 重点推荐公司

表：重点推荐公司wind一致盈利预测（收盘价市值对应时间：2023/05/12）

行业	代码	股票简称	股价(元)	市值(亿元)	收入(亿元)				归母净利润(亿元)				EPS(摊薄)				PE		
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
创新药及制剂	600276.SH	恒瑞医药	46.43	2903.08	212.13	245.77	284.30	330.40	39.06	47.65	57.61	69.89	0.61	0.75	0.90	1.10	61	50	42
	688235.SH	百济神州	147.40	1781.02	95.66	155.75	204.52	272.14	-136.42	-89.28	-64.13	-55.26	-10.18	-6.57	-4.72	-4.07	-23	-31	-37
	688062.SH	迈威生物-U	23.43	93.19	0.28	6.12	13.77	23.26	-9.55	-6.95	-2.68	1.03	-2.44	-1.74	-0.67	0.26	-13	-35	91
	002294.SZ	信立泰	34.61	386.40	34.01	40.94	49.61	60.30	6.37	7.67	9.48	11.59	0.58	0.69	0.85	1.04	50	41	33
	603676.SH	卫信康	13.73	59.97	13.98	18.66	24.19	29.80	1.77	2.78	3.82	5.10	0.41	0.64	0.88	1.17	22	16	12
	301263.SZ	泰恩康	35.20	87.58	7.83	10.69	13.81	16.46	1.75	2.96	4.10	5.36	0.79	1.25	1.74	2.27	30	21	16
	603811.SH	诚意药业	16.59	38.58	6.53	8.88	12.50	17.97	1.62	2.01	2.93	4.32	0.69	0.86	1.25	1.85	19	13	9
CXO	603259.SH	药明康德	67.79	1943.10	393.21	419.52	528.16	663.62	88.14	98.14	123.60	155.58	2.82	3.31	4.17	5.24	20	16	13
	688202.SH	美迪西	141.65	120.10	16.59	23.04	31.37	42.12	3.38	5.04	7.01	9.53	3.89	5.80	8.05	10.95	24	17	13
	603127.SH	昭衍新药	48.28	235.32	22.68	30.30	39.82	51.90	10.74	11.46	13.92	17.43	2.00	2.14	2.60	3.25	22	18	14
	603456.SH	九洲药业	31.39	279.76	51.81	71.80	91.79	115.02	9.21	12.37	16.19	20.97	1.11	1.37	1.80	2.33	23	17	13
	688621.SH	阳光诺和	61.40	67.48	6.76	9.41	12.72	16.90	1.56	2.22	3.11	4.23	1.95	1.99	2.78	3.78	30	22	16
	301096.SZ	百诚医药	62.78	66.67	6.07	9.10	12.84	17.01	1.94	2.85	3.98	5.30	1.79	2.63	3.68	4.90	23	17	13
	300363.SZ	博腾股份	33.07	176.34	70.08	47.17	53.17	64.03	20.05	10.06	10.62	12.94	3.69	1.84	1.95	2.37	18	17	14
	002821.SZ	凯莱英	131.75	466.85	102.49	102.08	113.69	142.97	33.02	25.51	27.24	34.70	9.00	6.90	7.36	9.38	19	18	14
	688238.SH	和元生物	16.62	80.39	2.89	3.93	5.54	7.62	0.39	0.48	0.67	0.94	0.08	0.10	0.14	0.19	166	120	85
	301257.SZ	普蕊斯	71.14	42.08	5.86	8.33	11.39	14.87	0.72	1.08	1.54	2.05	1.33	1.77	2.52	3.36	39	27	21
原料药	605116.SH	奥锐特	24.85	101.10	10.01	13.43	17.29	21.90	2.11	2.92	3.85	4.83	0.52	0.72	0.95	1.19	35	26	21
科研服务	688690.SH	纳微科技	42.14	169.33	6.98	9.94	13.49	17.24	2.75	3.56	5.09	6.50	0.68	0.88	1.26	1.61	48	33	26
	688046.SH	药康生物	21.30	84.62	5.16	7.02	9.45	12.15	1.65	2.23	2.99	3.81	0.42	0.54	0.73	0.93	38	28	22
	688293.SH	奥浦迈	58.22	64.27	2.94	4.27	5.99	8.15	1.05	1.51	2.15	2.96	1.54	1.32	1.87	2.58	42	30	22
	301080.SZ	百普赛斯	94.15	74.73	4.67	5.85	7.53	9.81	2.04	2.30	2.98	3.85	1.70	2.87	3.73	4.81	33	25	19

\*港股股价为港元；港股标的归母净利润、EPS、PE单位为人民币；汇率：1元港币=0.8864元人民币

资料来源：wind（2023/05/12），华西证券研究所

行业	代码	股票简称	股价 (元)	市值 (亿元)	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				EPS (摊薄)				PE		
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
医疗器械	300003.SZ	乐普医疗	22.74	425.58	105.53	112.51	131.97	154.26	22.03	25.02	29.52	35.15	1.21	1.33	1.57	1.87	17	14	12
	603309.SH	维力医疗	18.17	52.77	13.54	17.68	22.52	27.57	1.67	2.22	2.92	3.88	0.57	0.76	1.00	1.32	24	18	14
	688617.SH	惠泰医疗	360.80	234.56	12.04	16.68	22.47	30.29	3.58	4.76	6.39	8.67	5.30	7.14	9.59	13.00	49	37	27
	688351.SH	微电生理-U	20.40	90.97	2.58	3.65	5.17	7.07	0.03	0.24	0.56	0.98	0.01	0.05	0.12	0.21	379	161	93
	688271.SH	联影医疗	145.65	1191.81	90.24	117.60	148.69	185.99	16.56	20.80	26.21	32.23	2.19	2.52	3.18	3.91	57	45	37
	688212.SH	澳华内镜	65.51	85.63	4.45	6.76	10.17	14.24	0.22	0.89	1.45	2.17	0.16	0.67	1.09	1.63	96	59	39
疫苗	688139.SH	海尔生物	66.99	212.42	28.55	36.30	47.28	60.93	6.01	7.86	10.35	13.48	1.89	2.47	3.25	4.24	27	21	16
	603392.SH	万泰生物	98.98	890.31	111.67	140.15	167.64	195.40	47.36	58.73	71.69	84.35	5.31	6.48	7.91	9.31	15	12	11
	300122.SZ	智飞生物	75.11	1177.76	382.60	476.78	575.73	642.67	75.39	95.07	115.20	132.73	4.71	5.94	7.20	8.30	12	10	9
生物制品	688276.SH	百克生物	67.77	277.51	10.71	19.07	26.63	32.08		4.68	7.28	9.63	0.44	1.13	1.76	2.33	59	38	29
	000661.SZ	长春高新	160.72	660.04	126.27	151.40	180.79	212.89	41.40	50.67	61.62	73.72	10.16	12.52	15.22	18.21	13	11	9
中药	300357.SZ	我武生物	42.82	224.20	8.95	11.15	13.89	17.20	3.49	4.59	5.75	7.11	0.67	0.88	1.10	1.36	49	39	32
	002603.SZ	以岭药业	28.61	484.50	125.20	127.85	144.85	163.60	23.62	25.13	28.84	33.06	1.41	1.50	1.73	1.98	19	17	15
	000423.SZ	东阿阿胶	49.40	333.03	40.29	47.86	55.10	63.89	7.80	9.97	11.98	14.47	1.21	1.53	1.83	2.21	33	28	23
	600436.SH	片仔癀	301.25	1823.83	86.74	104.45	122.15	141.33	24.72	31.31	38.51	46.83	4.10	5.19	6.38	7.76	58	47	39
医疗服务	600557.SH	康缘药业	27.25	164.56	43.23	53.71	65.35	78.25	4.34	5.51	6.92	8.56	0.75	0.94	1.18	1.46	30	24	19
	300015.SZ	爱尔眼科	28.84	2059.66	160.69	212.48	264.53	323.00	25.24	35.77	46.69	58.64	0.36	0.50	0.65	0.82	58	44	35
	601567.SH	三星医疗	13.37	188.31	89.39	113.48	139.70	169.57	9.48	11.99	14.91	18.61	0.67	0.85	1.06	1.32	16	13	10
	301267.SZ	华夏眼科	78.04	424.59	31.30	41.96	52.97	65.69	5.12	6.79	8.79	11.26	1.00	1.21	1.57	2.01	63	48	38
	301239.SZ	普瑞眼科	131.50	191.56	17.15	25.37	32.29	41.49	0.21	2.12	2.38	3.30	0.16	1.41	1.59	2.20	91	81	58
零售药房	06639.hk	瑞尔集团	10.32	57.35	16.46	20.57	24.96	/	-0.27	0.87	1.56	/	-0.05	0.15	0.27	/	58	33	/
	603233.SH	大参林	33.00	316.80	207.80	262.94	325.90	404.57	10.36	13.32	16.72	20.75	1.09	1.40	1.76	2.19	24	19	15
	603883.SH	老百姓	33.20	195.18	200.55	243.51	295.63	359.83	7.85	9.58	11.66	14.17	1.36	1.64	1.99	2.42	20	17	14
	002727.SZ	一心堂	27.92	167.36	171.24	203.11	238.25	278.14	10.10	12.07	14.28	16.84	1.70	2.03	2.40	2.83	14	12	10

\*港股股价为港元；港股标的归母净利润、EPS、PE单位为人民币；汇率：1元港币=0.8864元人民币  
资料来源：wind (2023/05/12)，华西证券研究所



## 01 医药行业回顾与展望

## 1. 行业复苏势头显著

### ➤ 医院诊疗活动逐步恢复，复苏态势仍将延续

- 2022年受疫情影响，前11月医疗机构诊疗人次同比下滑3%，预计12月受到疫情影响更大。从2023Q1情况来看，1月份仍然受到疫情冲击，2月随着春节的结束，门诊、手术逐步恢复，2月下旬至3月我们预计就诊、手术人数有较大程度的恢复。考虑2022年Q2的低基数，预计2023Q2诊疗复苏态势仍将持续。
- 从部分地方数据看，根据天津卫健委数据，1月门急诊人数微增，2月门急诊人数快速增长；根据重庆卫健委数据，2月总诊疗人数和门急诊人数降幅均有所收窄，手术量增长同比转正，我们预期3月数据仍将有较好表现。

图：医疗机构总诊疗人次（万人次）及增速（%）



资料来源：国家卫健委，华西证券研究所

图：重庆诊疗人次及手术人次增速（%）

时间	总诊疗人次同比 (%)	门急诊人次同比 (%)	手术人次同比 (%)
重庆 2023年1月	-18.45%	-28%	-27%
重庆 2023年2月	-8.11%	-12%	39%

资料来源：重庆卫健委，华西证券研究所

表：天津诊疗人次及增速（%）

时间	门急诊人次 (万人次)	门急诊人次同比 (%)
天津 2023年1月	639.11	4.26%
天津 2023年2月	721.69	22.10%

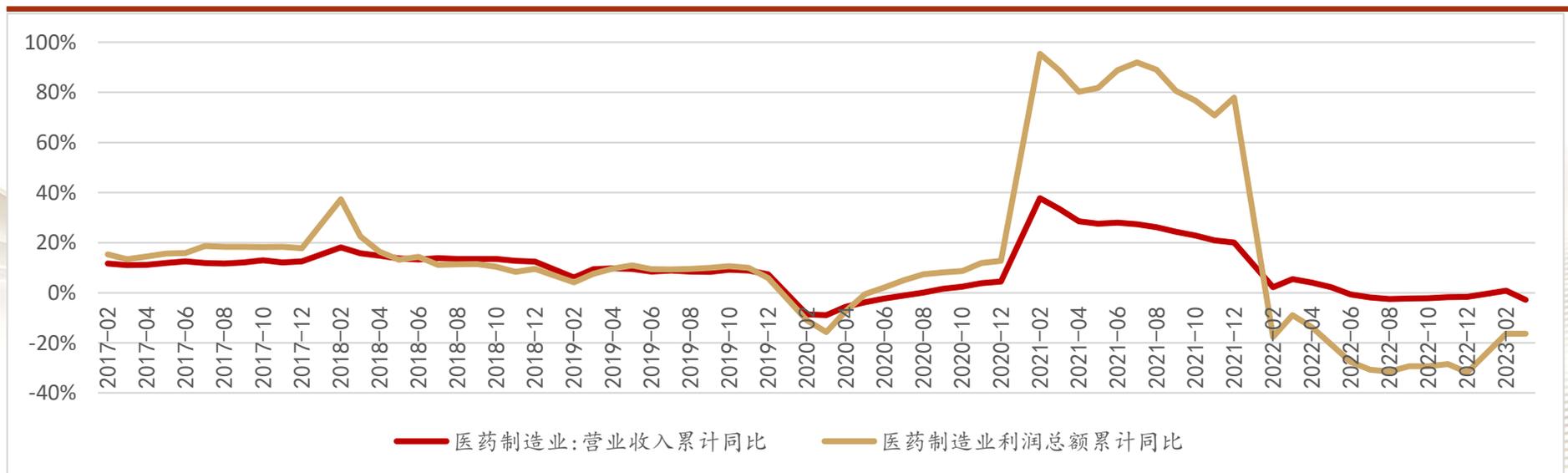
资料来源：天津卫健委，华西证券研究所

## 1. 行业复苏势头显著

➤ 生产端：Q1受到一月影响，预计后续复苏更显著。

- 2023年1-3月医药制造业累计实现营业收入6740.9亿元，同比下降2.8%，实现利润总额892.2亿元，同比下降16.3%，我们判断主要受到一月份影响，预计后续复苏将更加显著。

图：医药制造业上市公司收入及利润累计同比增速

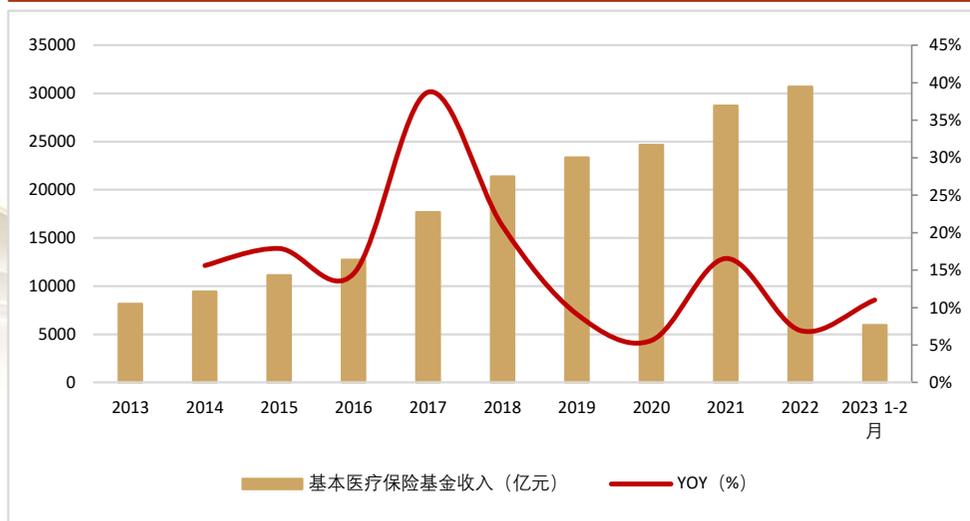


资料来源：国家卫健委，华西证券研究所

## 1. 行业复苏势头显著

- 支付端：2023年1-2月基本医疗保险基金支出同比大幅增长。
- 2023年1-2月基本医疗保险基金（含生育保险）总收入5955亿元，同比增长11%；基本医疗保险基金（含生育保险）总支出3480.49亿元，同比增长25%，其中职工医保支出、居民医保支出分别同比增长25.1%与24.7%。医保支出资金的大幅增长侧面印证诊疗及药品销售的复苏态势明显。

图：基本医疗保险基金收入（亿元）及同比增速



图：基本医疗保险基金支出（亿元）及同比增速



资料来源：国家统计局，卫生统计年鉴，华西证券研究所

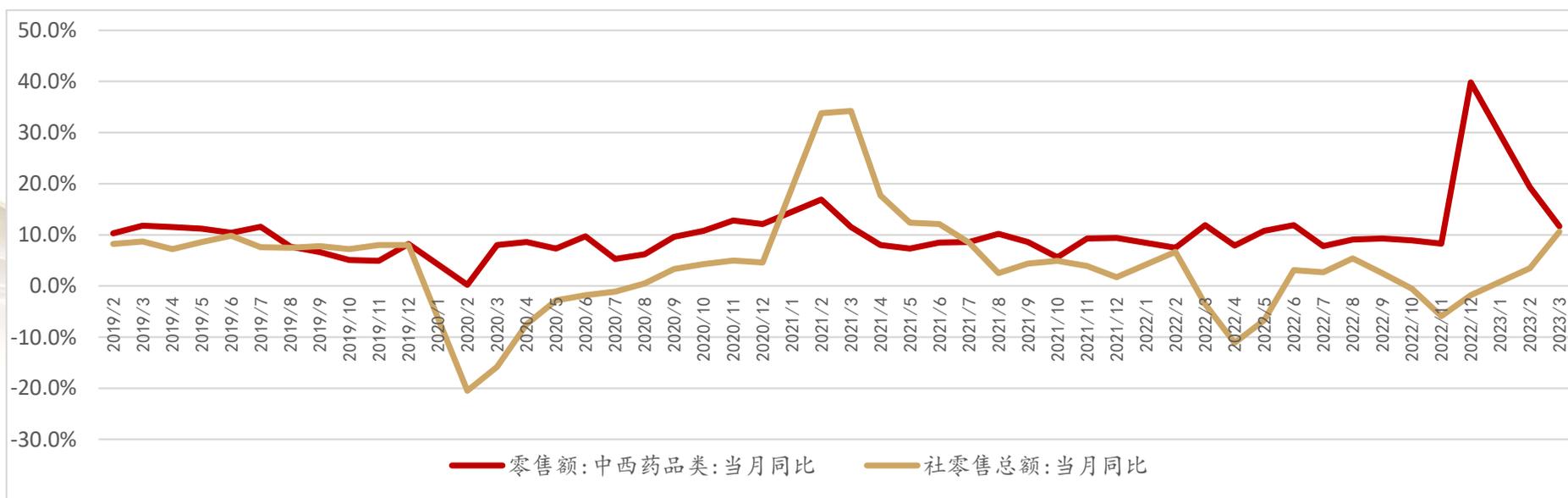
资料来源：国家统计局，卫生统计年鉴，华西证券研究所

## 1. 行业复苏势头显著

➤ 零售端：2023年Q1中西药品当月零售额增长强劲。

- 1月受到疫情影响，当月零售额大幅增长；2、3月有所回落，但整体增速仍高于社零。

图：2023Q1中西药品零售额同比增长强劲



资料来源：统计局，华西证券研究所

## 1. 行业复苏势头显著

- 2023Q1医药板块整体业绩仍有压力
  - 2023Q1季度医药板块上市公司收入总额同比增速为2%、归母净利润总额同比增速为-27.8%，主要受到部分板块去年疫情产品高基数影响，特别是医疗器械板块。
  - 中药、医药商业板块2023Q1表现较好，主要因为去年基数较低、1月疫情带动相关品类放量及院内恢复较好所致。

表：医药板块业绩情况

	营业总收入YOY (%)					归母净利润YOY (%)				
	2019	2020	2021	2022	2023Q1	2019	2020	2021	2022	2023Q1
医药生物	12.7%	6.5%	13.9%	9.5%	2.0%	-10.9%	26.7%	56.4%	-6.3%	-27.8%
原料药	9.2%	4.6%	15.2%	7.0%	5.3%	65.3%	22.7%	-9.6%	9.9%	-19.5%
化学制剂	10.7%	-5.1%	8.1%	2.3%	6.0%	-18.4%	11.6%	15.1%	-9.5%	12.8%
中药	9.1%	-4.5%	8.1%	4.0%	14.3%	-30.1%	-117.7%	1113.0%	-37.9%	55.9%
生物制品	14.3%	5.6%	41.9%	7.1%	2.3%	44.9%	29.1%	224.1%	-54.9%	-16.5%
医药商业	15.8%	8.4%	11.5%	8.5%	14.9%	-7.6%	8.0%	6.6%	-9.2%	13.7%
医疗器械	13.2%	59.0%	19.7%	21.6%	-42.8%	16.0%	147.3%	17.9%	16.9%	-70.9%
医疗服务	12.6%	16.0%	31.5%	32.9%	0.3%	-112.7%	1686.4%	30.7%	41.3%	0.8%

资料来源：wind，华西证券研究所

## 细分领域及标的

- **我们认为受益的细分领域及标的如下：**
- **创新药及制剂领域：**恒瑞医药、百济神州、迈威生物、信立泰、卫信康、泰恩康、诚意药业
- **CXO领域：**药明康德、美迪西、昭衍新药、九洲药业、阳光诺和、百诚医药、博腾股份、凯莱英、和元生物、普蕊斯
- **原料药领域：**奥锐特
- **医疗器械领域：**乐普医疗、维力医疗、惠泰医疗、微电生理、联影医疗、澳华内镜、海尔生物
- **疫苗&生物制品：**万泰生物、智飞生物、百克生物、长春高新、我武生物
- **中药：**以岭药业、东阿阿胶、片仔癀、康缘药业
- **医疗服务：**爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、三星医疗、瑞尔集团
- **零售药店：**大参林、老百姓、一心堂
- **科研服务：**奥浦迈、纳微科技、药康生物、百普赛斯
  
- **风险提示：**医保控费力度超出预期；创新药械进展低于预期；新冠疫苗接种低于预期；创新药械进展低于预期。



## 02 细分板块回顾与受益标的

- 2.1. 创新药及制剂
- 2.2. CXO
- 2.3. 医疗设备
- 2.4. 耗材
- 2.5. 疫苗&生物制品
- 2.6. 中药
- 2.7. 医疗服务
- 2.8. 零售药店
- 2.9. 科研服务

## 2.1. 创新药：审评加速，未来可期

### 创新药政策——加速审评

- 2023年3月31日，《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》发布并即日起实施。《工作规范》适用于儿童专用创新药、用于治疗罕见病的创新药以及纳入突破性治疗药物程序的创新药，特别审评审批品种除外。通过早期介入、推动沟通交流、研审联动、滚动提交、核查检验工作前置的方式加快创新药上市申请。

图：创新药加速审评

### 国家药监局药审中心关于发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》的通知

发布日期：20230331

为进一步鼓励创新，药审中心组织制定了《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》，经国家药品监督管理局审核同意，现予发布，自发布之日起实施。

附件：《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》

国家药监局药审中心

2023年3月31日

## 2.1. 创新药政策——创新药医保简易续约规则明确，边际缓和趋势

2022年6月国家医保局公布医保谈判产品《谈判药品续约规则》《非独家药品竞价规则》两个文件；

**《非独家药品竞价规则》**：1) 企业报价分别与医保支付意愿对比，只要有1家企业参与并报价不高于医保支付意愿，则该通用名药品纳入医保乙类目录；2) 条件1通过纳入的药品，取各企业报价中的最低者作为药品医保支付价，如果企业报价低于医保支付意愿的70%，以医保支付意愿价的70%作为该药品的支付标准。

产品举例：

ω-3脂肪酸乙酯90软胶囊在2022年9月通过了医保形式审查名单，申报企业是四川国为，而另外一家仿制药企业恒瑞医药、原研厂家雅培没有申报；如果四川国为谈判成功纳入医保，则所有厂家的该产品全部纳入医保。

规则中明确了企业报价如果低于医保支付意愿价70%，以医保支付意愿价的70%作为医保支付价；能够避免企业为了进医保大幅降价，以医保局确定的意愿价70%为底线。

## 2.1. 创新药政策——创新药医保简易续约规则明确，边际缓和趋势

《谈判药品续约规则》明确了简易续约具体规则，在降价幅度方面也有边际缓和趋势，2倍预算支出给创新药产品增长较大弹性。

简易续约条件：独家品种&协议期医保实际支出未超过预估值200%&未来预算增幅合理。

### （一）不调整支付范围的药品。

以基金实际支出与基金支出预算的比值（比值 A，基金实际支出/基金支出预算=比值 A）为基准，确定支付标准的降幅。

1. 比值  $A \leq 110\%$ ，支付标准不作调整。
2.  $110\% < \text{比值 } A \leq 140\%$ ，支付标准下调 5 个百分点。
3.  $140\% < \text{比值 } A \leq 170\%$ ，支付标准下调 10 个百分点。
4.  $170\% < \text{比值 } A \leq 200\%$ ，支付标准下调 15 个百分点。

### （二）调整支付范围的药品。

分两步。第一步先按本规则（一）计算原医保支付范围的降幅，形成初步支付标准。第二步，将因调整支付范围所致的基金支出预算增加值，与原支付范围的基金支出预算和本协议期内基金实际支出两者中的高者相比（比值 B，未来两年因调整支付范围所致的基金支出预算增加值/本协议期基金支出预算和基金实际支出中的高者=比值 B），在初步支付标准的基础上按以下规则调整，形成最终支付标准。

1. 比值  $B \leq 10\%$ ，支付标准不作调整。
2.  $10\% < \text{比值 } B \leq 40\%$ ，支付标准下调 5 个百分点。
3.  $40\% < \text{比值 } B \leq 70\%$ ，支付标准下调 10 个百分点。
4.  $70\% < \text{比值 } B \leq 100\%$ ，支付标准下调 15 个百分点。

## 2.1. 医保谈判

2023 年 1 月 18 日，国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022 年）》

- 本次目录调整共计147个药品参加现场谈判/竞价，最终121个谈判/竞价成功，总体成功率为82.3%，其中108个目录外新增药品的价格降幅达60.1%，与去年基本持平。
- 目录外新增药品涉及23个临床组别，包括56个慢性病用药（高血压、糖尿病、精神疾病等）、23个肿瘤用药、17个抗感染用药、7个罕见病用药等，其中22个儿童用药、2个新冠治疗用药、2个国家基本药物，重点领域药品保障水平进一步提升。有24种国产重大创新药品被纳入谈判，20种药品谈判成功。
- 《通知》要求，新版国家医保药品目录自2023年3月1日起正式实施。为与《关于实施“乙类乙管”后优化新型冠状病毒感染患者治疗费用医疗保障相关政策的通知》等疫情防控政策做好衔接，目前已经被纳入医保临时支付范围的阿兹夫定片、清肺排毒颗粒两个谈判药品，新的支付标准自2023年4月1日开始实施。

图：医保谈判



资料来源：丁香园insight数据库、华西证券研究所

## 2.1. AACR大会多项突破性进展

- 2023 年度的美国癌症研究协会年会 (AACR) 于佛罗里达州奥兰多市召开，作为全球最具影响力的肿瘤学术盛会之一，吸引来自超过 2800 多家企业 2.5 万名专家学者的参与，并围绕肿瘤与免疫、分子治疗技术、早期药物研发、临床试验进展等数十个大会议题展开讨论。
- 百利天恒——重组人源化四特异性抗肿瘤的靶向免疫治疗药物，同时靶向 CD3、4-1BB、PD-L1、TAA 靶点的四种不同结构域，全面激活人体免疫系统，实现「初免和活化免疫细胞 (Priming & Activation) + 促进免疫细胞迁移/浸润至肿瘤组织 (Trafficking & Homing) + 持久杀伤肿瘤细胞 (Killing & Durability)」三大肿瘤免疫治疗功能，在体内重新构建起靶向肿瘤的特异性、激发型免疫攻击，获得突破性疗效的潜力。

图：AACR大会主要亮点汇总

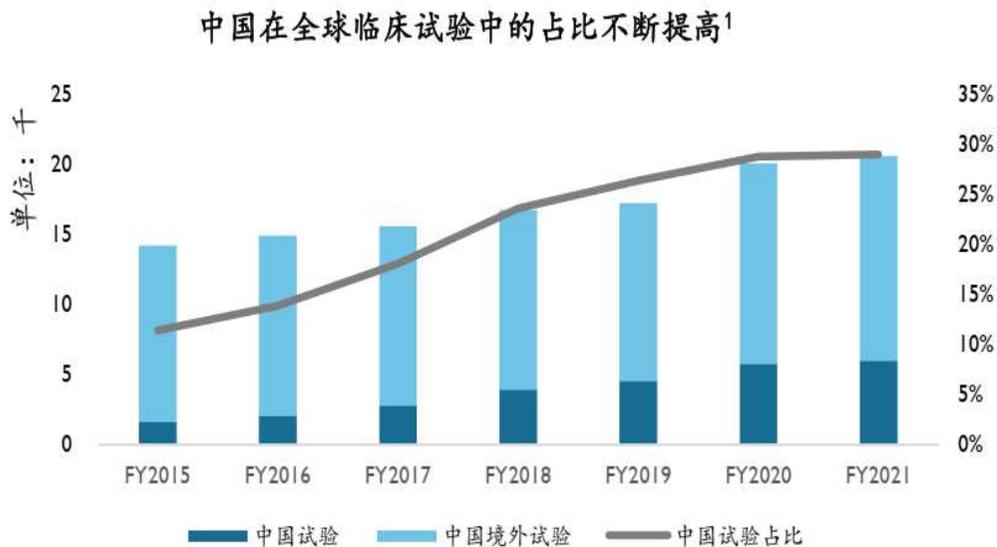
药品名称	类别	靶点	企业	亮点
ASP2138	双特异性抗体	GLDN18.2 x CD3	安斯泰来	「2+1」非对称双抗提高肿瘤组织选择性
GNC-035	双特异性抗体	PD-L1 x 4-1BB x CD3 x ROR1	百利天恒   Systimmune	独有四抗平台，同时达成免疫激活和肿瘤杀伤
GNC-038	双特异性抗体	PD-L1 x 4-1BB x CD3 x CD19		
GNC-039	双特异性抗体	PD-L1 x 4-1BB x CD3 x EGFRvIII		
KN052	双特异性抗体	PD-L1 x OX40	康宁杰瑞	国内进展最快的 PD-L1 x OX40 双抗产品
GEN1042	双特异性抗体	CD40 x 4-1BB	Genmab   BioNTech	首款天然抗体结构的 CD40 x 4-1BB 双抗产品
MCLA-129	双特异性抗体	EGFR x MET	Merus   贝达药业	ADCC 活性优于埃万妥单抗
SGN-B6A	ADC	ITGB6	Seagen	首个靶向 ITGB6 的 ADC 药物
AZD8205	ADC	B7-H4	阿斯利康	搭载新型 TOP1i 载荷 AZD14170132
AZD5335	ADC	FR $\alpha$	阿斯利康	FR $\alpha$ 中-低表达卵巢癌模型中显示出更好的疗效
YH013	ADC	EGFR x MET	百奥赛图	国内首款 EGFR x MET 的 ADC 产品
ABBV-319	ADC	CD19 x GR	艾伯维	首个针对肿瘤的抗体-糖皮质激素激动剂偶联物
TAK-500	ADC	CCR2 x STING	武田制药	针对实体瘤微环境的 ISAC
CB-012	CAR-T	CLL-1	Caribou	结合免疫检查点阻断和免疫隐形的 CAR-T 疗法
AZD0754	CAR-T	STEAP2	阿斯利康	首款由阿斯利康完全自研的 CAR-T 产品
SS008871	化药	POLQ	先声药业	国内首家披露的 POLQ 抑制剂
IMP7068	化药	WEE1	英派药业	国内首个公布初步临床结果的 WEE1 抑制剂
KSQ-4279	化药	USP1	KSQ Therapeutics	全球进展最快的 USP1 抑制剂

资料来源：公司公告、丁香园、华西证券研究所

## 2.1. 创新药出海：代表公司：百济神州

- 自2017年加入国际人用药品注册技术协调会（ICH）以来，中国在全球临床试验中的占比不断提高。
- 以百济神州为例，公司自2013年以来已在超过45个国家和地区启动了超过100项临床试验，超过30项已申报或潜在注册可用的临床试验，已入组16,000多名受试者，近半数位于中国以外地区

图：中国在全球临床试验占比不断提高



### 百济神州的全球临床试验布局



- ▶ 自2013年，已在超过**45**个国家和地区启动了超过**100**项临床试验
  - 超过30项已申报或潜在注册可用的临床试验
- ▶ 已入组**16,000**多名受试者，近半数位于中国以外地区

资料来源：百济神州公司官网、华西证券研究所

## 2.1. 创新药出海：百济神州BTK抑制剂——海外替代优势明显，海外市场空间广阔

- ▶ **多项头对头实验揭示泽布替尼胶囊有效性优于伊布替尼**：在全球3期ALPINE试验的一项终期分析中，经独立评审委员会（IRC）及研究者评估，百悦泽®（泽布替尼）对比亿珂®（伊布替尼），取得无进展生存期（PFS）的优效性结果。
- ▶ **全球范围内，BTK 抑制剂市场增长迅速**。根据弗若斯特沙利文，2020年达到72亿美元。预计在未来，这一市场将持续扩大，市场规模以22.7%的复合年增长率在 2025 年达到 200 亿美元，并持续以 5.5%的复合年增长率扩大到2030 年的 261 亿美元。

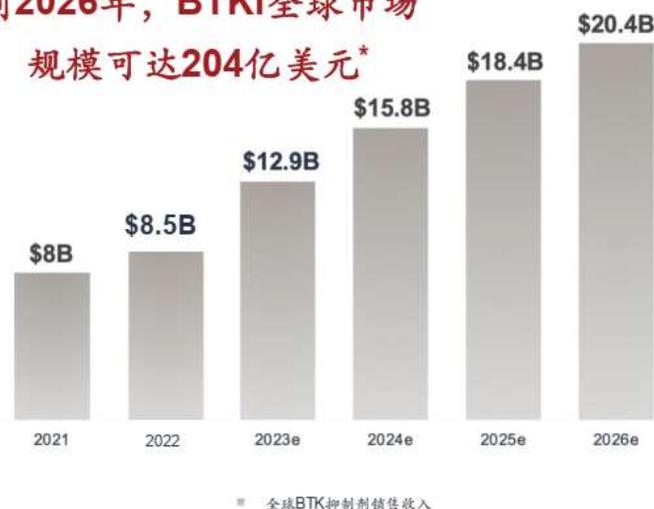
图：百悦泽全球产品收入（百万美元）

图：BTK抑制剂全球销售市场预测（十亿美元）

### 百悦泽®全球产品收入



### 到2026年，BTKi全球市场规模可达204亿美元\*



资料来源：公司官网、华西证券研究所

资料来源：公司官网、华西证券研究所

## 2.1. 创新药出海：百济神州PD-1海外蓄势待发

- **PD-1/PD-L1 单抗市场规模快速增长**：2020 年全球抗 PD-1/PD-L1 单抗市场规模为 286 亿美元，预计 2025 年将达到 626 亿美元，2020-2025E 年复合增长率 17.0%。中国范围内，2020 年抗 PD-1/PD-L1 单抗市场规模为 137 亿元人民币，预计 2025 年将达到 519 亿元人民币，2020-2025E 年复合增长率 30.5%。
- **百济神州PD1单抗全球化布局**：2021年1月，公司与诺华达成合作与授权协议：公司获得6.5亿美元的首付款，并有资格在达到注册里程碑事件后获得至多13亿美元的付款、达到销售里程碑事件后获得至多2.5亿美元的付款。

图：国内已上市PD-1产品销售额（亿元）

药品名称	注册分类	企业名称	最早获批日期	药品类型	靶点	2022 全国医保	2022销售额（亿元）
特瑞普利单抗注射液	新药1类	君实生物	2018/12/17	单抗	PD-1	乙类	7.36
信迪利单抗注射液	新药1类	信达生物	2018/12/24	单抗	PD-1	乙类	约20
卡瑞利珠单抗	新药1类	恒瑞医药	2019/5/29	单抗	PD-1	乙类	未披露
替雷利珠单抗注射液	新药1类	百济神州	2019/12/26	单抗	PD-1	乙类	28.59
派安普利单抗注射液	新药1类	康方生物:正大天晴	2021/8/3	单抗	PD-1	/	5.58
赛帕利单抗注射液	新药1类	誉衡生物	2021/8/25	单抗	PD-1	/	未披露
恩沃利单抗注射液	新药1类	康宁杰瑞	2021/11/24	单抗	PD-L1	/	1.48
舒格利单抗注射液	新药1类	基石药业	2021/12/20	单抗	PD-L1	/	未披露
斯鲁利单抗注射液	新药1类	复宏汉霖	2022/3/22	单抗	PD-1	/	3.39
卡度尼利单抗注射液	新药1类	康方药业	2022/6/28	双抗	CTLA4:PD-1	/	5.46
普特利单抗注射液	新药1类	乐普生物	2022/7/19	单抗	PD-1	/	0.16
阿得贝利单抗注射液	新药1类	恒瑞医药	2023/2/28	单抗	PD-L1	/	/

资料来源：公司公告、米内网、华西证券研究所

## 2.1. 创新药License-out/in 列表：以热门ADC抗体药物为例，国内外授权交易活跃

- 2022年7月28日，石药集团宣布将Claudin18.2 ADC新药SYSA1801的大中华区外全球权益授权给Elevation Oncology，后者支付2700万美元预付款+1.48亿美元开发及监管里程碑金额+10.2亿美元销售里程碑金额，以及最高双位数比例的销售分成。
- 2023年2月13日，石药集团宣布以总金额 6.925 亿美元将其在研 Nectin-4 ADC 授权给美国 Corbus 公司。

图：国内药企ADC交易情况梳理

国内药企 ADC 交易			
荣昌生物	维迪西妥单抗 (HER2)	Seagen	2 亿美元预付款+24 亿美元里程碑
礼新医药	Claudin18.2 ADC	Turning Point	总金额超 10 亿美元
科伦药业	Trop2 ADC	默沙东	4700 万美元预付款+13.63 亿美元里程碑
科伦药业	Claudin18.2 ADC	默沙东	3500 万美元预付款+9.01 亿美元里程碑
石药集团	Claudin18.2 ADC	Elevation	2700 万美元预付款+11.68 亿美元里程碑
多禧生物	3 款新靶点	强生	未公开财务细节
多禧生物	Trop2 ADC	君实生物	3000 万元预付款+2.7 亿元人民币里程碑
Ambrx	ARX788 (HER2) ARX305 (CD70)	浙药集团	合资公司
Zymeworks	ZW49 (HER2 双表位)	百济神州	4000 万美元预付款+3.9 亿美元里程碑 (ZW25+ZW49+双抗技术用于 3 个品种)
Immunomedics	Trodelvy (Trop2)	云顶新耀	6500 万美元预付款+7.7 亿美元里程碑
Sutro	STRO-002	天士力	4000 万美元预付款+3.45 亿美元里程碑
Sutro	STRO-001	烨辉医药	400 万美元预付款+2 亿美元里程碑
Sesen Bio	Vicineum	齐鲁制药	3500 万美元
Immunogen	FR $\alpha$ ADC	华东医药	4000 万美元预付款+2.65 亿美元里程碑
LCB	ROR1 ADC	基石药业	1000 万美元预付款+3.535 亿美元里程碑
ADC Therapeutics	CD19、CD226、AXL、KAAG1	瓴路药业	5000 万美元合资公司，持股 51%
诺灵生物		华东医药	1500 万元占股 4.48%
Sutro	CD74 ADC	烨辉医药	400 万美元预付款+2 亿美元里程碑

资料来源：公司公告、Armstrong 医药笔记、华西证券研究所

## 2.1. 基因治疗等新型创新药不断涌现

### 全球有4款AAV基因疗法获批上市

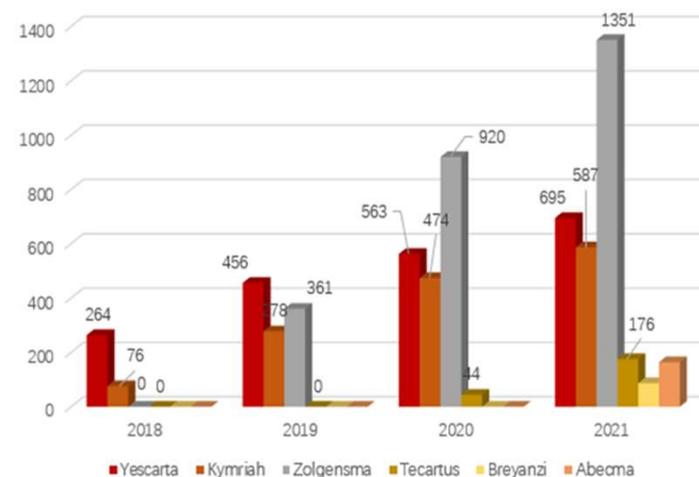
- Glybera: uniQure开发的用于治疗传性脂蛋白脂肪酶缺乏症(LPLD)的AAV基因治疗药物, 于2012年由美国FDA批准上市。
- Luxturna: Spark Therapeutics公司研发用于治疗RPE65基因突变导致的Leber先天性黑朦(LCA)的首个被获批上市的基因疗法注射剂(2017年底美国首次获批)。
- Zolgensma: Novartis Pharma AG公司研发的用于治疗脊髓性肌萎缩(Spinal Muscular Atrophy, SMA)的AAV基因药物, 于2019年首次在美国被批准上市。
- Upstaza : PTC Therapeutics宣布其AAV基因治疗药物Upstaza (Eladocagene Exuparvovec, PTC-AADC) 获得欧盟委员会(European Commission)批准上市, 成为第一款直接注入大脑的上市基因疗法, 同时也是第一款已获批的用于治疗18个月以上芳香族L-氨基酸脱羧酶(AADC)缺乏症的AAV基因治疗药物。

图：已上市AAV基因治疗药物

产品	公司	适应症	载体	获批情况	价格(万美元)
Glybera	uniQure	LPLD	AAV1	2012年EMA批准上市, 2017年因市场需求受限等因素退市	-
Luxturna	Spark Therapeutics	因双拷贝RPE65基因突变所致视力丧失但保留有足够数量的存活视网膜细胞的儿童和成人患者	AAV2	2017年12月, FDA; 2018年11月, 欧盟; 2020年10月, 加拿大	85
Zolgensma	诺华	2岁以下脊髓性肌萎缩症患者	AAV9	2019年5月, FDA; 2020年5月, EMA	212.5
Upstaza	PTC Therapeutics	18个月以上芳香族L-氨基酸脱羧酶(AADC)缺乏症	AAV2	2022年7月 欧盟	-

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 部分 CGT 药物销售情况 (百万美元)



资料来源：各公司公告、华西证券研究所

## 2.1. 细分板块回顾与受益标的

### 创新药公司——百济神州：全球化创新药企迎来收获期，国际化助力产品收入快速提升

#### ➤ 多个创新药处于高速放量期，产品业绩迎来加速期：

公司拥有的商业化产品已拓展至 16 款，包括百悦泽、百泽安、百汇泽 3 款自主研发产品和 13 款合作引进产品逐步迎来产品收获期。公司公告 2022 年业绩快报：公司产品收入为 84.80 亿元，较上年同比上升 107.3%；报告期内，公司营业总收入为 95.66 亿元，较上年同比上升 26.1%；2022 年，百悦泽®全球销售额总计 38.29 亿元，上年同期全球销售额总计 14.06 亿元。在美国，百悦泽®销售额总计 26.44 亿元，上年同期美国市场销售额总计 7.46 亿元，百悦泽®在美国销售的持续增长主要得益于在套细胞淋巴瘤（MCL）、华氏巨球蛋白血症（WM）和边缘区淋巴瘤（MZL）市场的持续渗透。随着美国食品药品监督管理局（FDA）已批准其布鲁顿氏酪氨酸激酶（BTK）抑制剂百悦泽®（泽布替尼胶囊）用于治疗慢性淋巴细胞白血病（CLL）或小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）成人患者。大适应症获批将加速百悦泽全球放量速度。

#### ➤ 自研申报+产品授权出海，双管齐下拓展全球市场：

PD-1 替雷利珠单抗总金额超 22 亿美元，TIGIT 单抗以最高接近 30 亿美元成功将海外权益授权给诺华，自研方面除已获批的百悦泽®（BRUKINSA®）、百泽安®和百汇泽®外，公司临床阶段自主研发药物包括 ociperlimab（抗 TIGIT 单抗）、lifirafenib（RAF 抑制剂）、BGB-11417、Bcl-2 小分子抑制剂）、BGBA445（OX40 激动性抗体）、BGB-15025（HPK1 抑制剂）等 8 款产品临床进展迅速，公司还有超过 50 项正在进行的临床前研究项目，其中多个具有同类首创的潜力，上述研发管线预计将为公司产品矩阵的不断拓展以及持续创新提供动力。

#### ➤ 投资建议：

维持盈利预测：考虑到产品在全球新适应症不断获批以及获批后快速放量，我们预计 2023-2025 年营收预测为 152.5/225.4/308.9 亿元，考虑到公司产品收入增长超过了经营费用增长，亏损预期收窄，预计 2023-2025EPS 分别为 -7.52/-5.13/-2.98 元。采用自由现金流折现估值方法，维持公司估值为 2804 亿元，对应股价 206.29 元，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”评级。

#### ➤ 风险提示：创新药海外临床进度低于预期

## 2.1. 细分板块回顾与受益标的

### 创新药公司——迈威生物：创新管线积极推进，地舒及阿达木单抗放量可期

#### ► 地舒单抗+阿达木单抗销售双轮驱动，助力公司商业化拓展：

公司自主研发品种迈利舒®已于 2023 年第一季度获批上市，公司预计年内可实现医院准入超过 200 家，实现销售不低于30 万支，销售金额不低于 1.8 亿，目前公司正积极推进包括定价、准入等营销相关工作。此外，公司预计 9MW0321（商品名为迈卫健®，120mg，肿瘤骨转移领域）上市获批时间为2023 年第三季度，上市后公司将积极推进入院及销售工作。君迈康®于 2023 年第一季度获得新增原液的生产车间和生产线的补充申请，一季度末已全面恢复商业供货，公司预计年内将新增医院准入超过 200 家，实现销售约 25 万支，达成销售收入约 2.5 亿元。医院准入数量的增加将为销售快速增长奠定良好基础。

#### ► 创新靶点 Nectin-4 ADC 取得临床积极数据，多个实体瘤正扩展入组：

根据公司 4 月 6 日公告：9MW2821 为迈威生物首款靶向Nectin-4 的定点偶联 ADC 新药。目前正在国内开展多项临床研究，评估 9MW2821 在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征及初步疗效。截至目前，在 RP2D 下：至少完成 1 次肿瘤评估的尿路上皮癌受试者共 12 例，其 ORR 为50%，DCR 为 100%；此外，至少完成 1 次肿瘤评估的宫颈癌受试者共 6 例，ORR 为 50%，DCR 为 100%，安全性方面整体良好可控。目前，公司正在积极推进尿路上皮癌、宫颈癌、前列腺癌、HER-2 阴性乳腺癌、非小细胞肺癌等多个队列扩展入组。

#### ► 新一代 ADC 技术平台 IDDCTM助力公司产业化布局，未来多款 ADC 药物即将申报临床：

根据公司 4 月 6 日公告：迈威生物在原有 ADC 平台基础上进一步完善开发了新一代定点偶联技术平台 IDDCTM（链间二硫键偶联技术）：包括偶联工艺 DARfinitly™，定点连接子接头 IDconnect™，新型载荷分子 Mtoxin™，LysOnly™ 等多项系统化核心专利技术。

#### ► 投资建议：

维持盈利预测：看好公司强大的研发实力、临床执行力及商业化推进能力。我们预测公司 2023 年-2025 年收入为 6.12 亿元、13.77 亿元、23.26 亿元，分别同比增长 2108%、125%、69%；归母净利润为-6.95 亿元、-2.68 亿元、1.03 亿元，EPS 分别为-1.74/-0.67/0.26 元，看好公司产品上市后商业化运营能力，地舒及阿达木产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新。采用自由现金流折现估值方法，维持公司估值为 128.32 亿元，对应股价 32.11 元；维持“买入”评级。

#### ► 风险提示：产品上市后商业化表现不及预期，创新药海外临床进度低于预期。

## 2.1. 细分板块回顾与受益标的

### 创新药公司——信立泰：心血管慢病领域龙头，转型创新迎来收获期

#### ➤ 多款创新品种布局高血压及心衰领域，未来协同销售放量可期

公司已形成以心脑血管为核心的创新产品管线，心血管占比约50%，高血压管线公司围绕阿利沙坦酯，布局了1类新药S086（高血压、慢性心衰适应症）、首个国产ARB/CCB类2类复方制剂SAL0107、ARB/利尿剂类2类复方制剂SAL0108，这些产品上市后将有针对性地覆盖不同细分市场领域，满足更多未被满足的临床需求；心衰以07、086为代表布局5个产品；抗凝血及卒中预防以0104为代表布局4个产品；预计未来几年内，公司将有一批优秀产品快速上市，慢病领域产品管线快速丰富，助力公司盈利能力提升。

#### ➤ 恩那度司他获批在即，肾性贫血领域大品种

肾性贫血作为CKD常见并发症之一，其患病率随CKD疾病进展而逐渐升高，中国患病人数达1.323亿；相较现有疗法恩那度司他刺激内源性EPO生成更接近生理浓度，平稳可控升高血红蛋白，此外还具有一天一次口服给药，用药依从性好，药物相互作用风险低、无需按体重调整等优势。恩那度司他预期2023年获批，有望成为国内第二款HIF-PHI药物，对标罗沙司他，有望快速放量。

#### ➤ 氟吡格雷集采利空释放，传统仿制药提供稳定现金流

公司制剂业务部分2019年实现收入37.7亿元，氢氟吡格雷（泰嘉）在“4+7”带量采购扩围中意外丢标致使2020年制剂板块收入下滑，实现收入21.6亿元，到达底部；2021年实现收入25.9亿元，核心品种为阿利沙坦、氢氟吡格雷；从2021年开始业绩开启反弹，虽然新冠疫情短期影响信立泰放量节奏，但随着公司创新品种的密集申报上市，集采后时代创新再出发，业绩有望重回高增长赛道。

#### ➤ 投资建议

维持盈利预测：考虑到公司创新管线稳步推进，泰嘉集采影响已逐渐减弱，多款创新产品即将报产获批上市，维持前期盈利预测，即我们预计2023-2025年信立泰收入为40.67/50.38/65.75亿元，增速为16.8%/23.9%/30.5%，归母净利润分别为7.37/9.72/12.53亿元，增速为15.6%/32.0%/28.8%，EPS分别为0.66/0.87/1.12元，对应2023年5月11日的34.61元/股收盘价，PE分别为52/40/31X。维持“买入”评级。

#### ➤ 风险提示

新药研发不及预期，市场竞争加剧，产品上市后商业化表现不及预期，集采中标及降价影响，新冠疫情反复。

## 2.1. 细分板块回顾与受益标的

### 制剂公司——诚意药业

#### 疫情影响制剂板块，氨糖医保去限后预期稳健增长

公司利尿类、维生素类药物在2022年及2023Q1的营收持续下降，主要是受到疫情期间医疗机构业务量下滑所致。随着氨基葡萄糖制剂在2023年1月份医保去除工伤医保限制后，我们预期氨糖制剂将实现较快增长。

#### 鱼油保健品开始销售

2022年度，公司新增了四款规格的保健食品“玉中优®鱼油软胶囊”、“鱼胜康®鱼油软胶囊”、“三康®鱼油软胶囊”、“瓦塞帕®鱼油软胶囊”，计划通过线上线下多渠道引流和动销推广，我们预期鱼油产业链将是公司未来增长的巨大动力。

#### 盈利预测及投资建议：

维持盈利预测：预计公司2023-2025年营业收入分别为8.88/12.50/17.97亿元，2023-2025年EPS分别为0.86/1.25/1.85元，对应2023年5月11号16.59元/股股价，2023-2025年PE分别为19/13/9倍，维持公司“买入”评级。

#### 风险提示

鱼油业务注册报批及销售不及预期；氨糖收入不及预期；中美关系的不确定性

## 2.1. 细分板块回顾与受益标的

**制剂公司——卫信康：业绩持续高增长，多个新产品高速放量**

**多个新产品快速放量，在研管线储备丰富：**

2022年，公司独家仿制药多种微量元素注射液（40ML）销售收入1.82亿元，同比增长232.17%；国内独家产品小儿多种维生素注射液（13）销售收入0.45亿元，同比增长52.97%；另外小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）、注射用多种维生素（13）（10/3）、复方氨基酸注射液（20AA）3个产品获批上市。

公司主要在研项目30项以上，管线储备丰富；2022年内盐酸多巴胺注射液、多种微量元素注射液（I）、多种微量元素注射液（III）、门冬氨酸钾注射液、门冬氨酸钾镁注射液5个药品注册申请也获得受理。

**投资建议：**

维持公司盈利预测：预期公司2023-2025年营业收入分别为18.61/25.31/32.32亿元；预期2023-2025年EPS分别为0.71/0.99/1.36元，对应2023年5月11日13.73元/股收盘价，PE分别为19/14/10倍；维持“买入”评级。

**风险提示：**核心产品医保降价风险、新产品推广不及预期风险、集采风险

## 2.1. 细分板块回顾与受益标的

**制剂公司——泰恩康：业绩符合预期，在研管线丰富**

**男科药物协同销售高增长：**

2022年公司“爱廷玖”盐酸达泊西汀片的销售收入已超过2亿元，在男科领域品牌优势明显。2022年8月公司治疗阳痿（ED）的药物“爱廷威”上市销售，与爱廷玖具备协同效应。

**自研+引进权益，在研管线丰富：**

公司在研管线充足，自研管线包括改良型新药胶束产品、雷珠单抗等生物类似药、眼科和老年慢病等药物。2023年2月，公司收购江苏博创园50%股权，其核心产品CKBA为全球创新小分子药物；目前全球仅有芦可替尼药物有白癜风适应症，公司将会尽快开展CKBA白癜风适应症的2期临床。

**盈利预测及投资建议：**

维持公司盈利预测：预计公司2023-2025年营业收入分别为10.12/12.83/15.45亿元，2023-2025年EPS分别为1.26/1.77/2.35元，对应2023年5月11号35.20元/股股价，2023-2025年PE分别为28/20/15倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**产品推广放量不及预期风险、代理产品供货不足风险

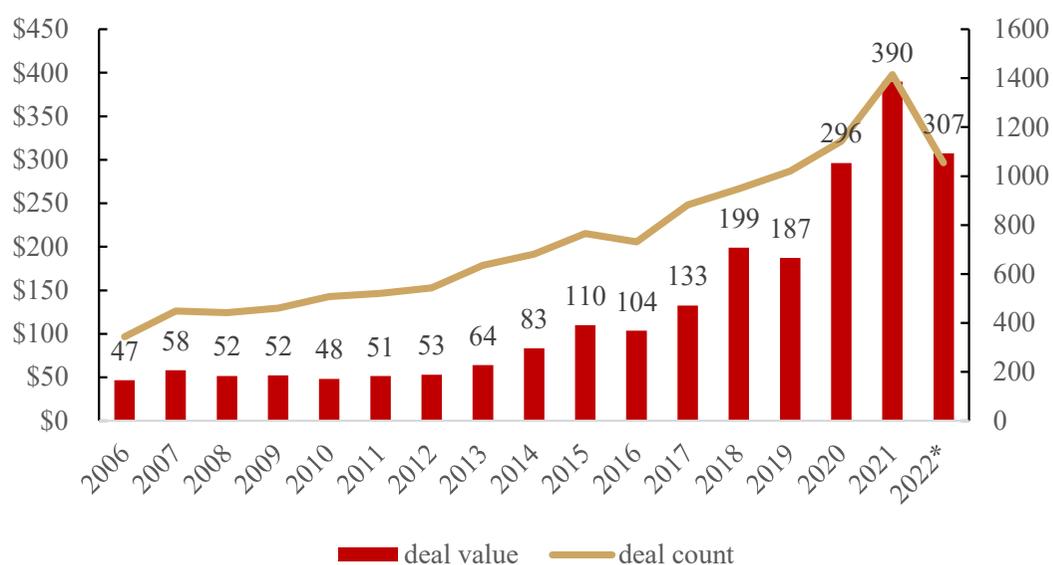
## 2.2. CXO行业：海外整体依然处于景气度中

- 美国投融资情况同比呈现下降，但从历史维度来看，依然处于高点：2022年美国生物医药行业投融资规模为307亿美元，同比下降21.2%，但依然是历史行业第二高的年度。从环比季度来看，22Q4生物医药行业投融资规模为56.7亿美元，相对22Q3的50.9亿美元已经逐渐趋于稳健向上。
- 全球TOP 15药企研发投入维持稳健增长：2022年全球TOP 15药企研发投入合计规模为1270亿美元，同比增长4.2%，其中22Q4和23Q1单季度研发投入（不包括罗氏）为314亿美元和275亿美元，分别同比增长28.8%和18.2%，继续保持高景气度增长。

图：全球TOP 15药企研发投入变化情况（亿美元）



图：美国生物医药行业投融资规模变化情况（亿美元）



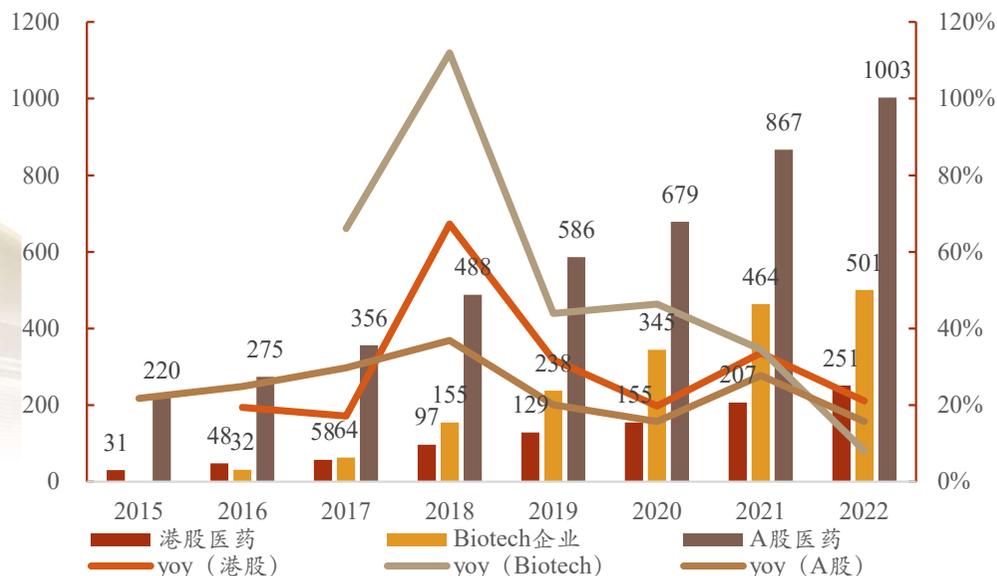
资料来源：彭博数据终端，华西证券研究所。（注释：22Q4单季度数据未包含罗氏；23Q1单季度数据未包括罗氏、武田、诺和诺德。）

资料来源：PitchBook，华西证券研究所

## 2.2. CXO行业：国内研发投入有所放缓，景气度呈现压力

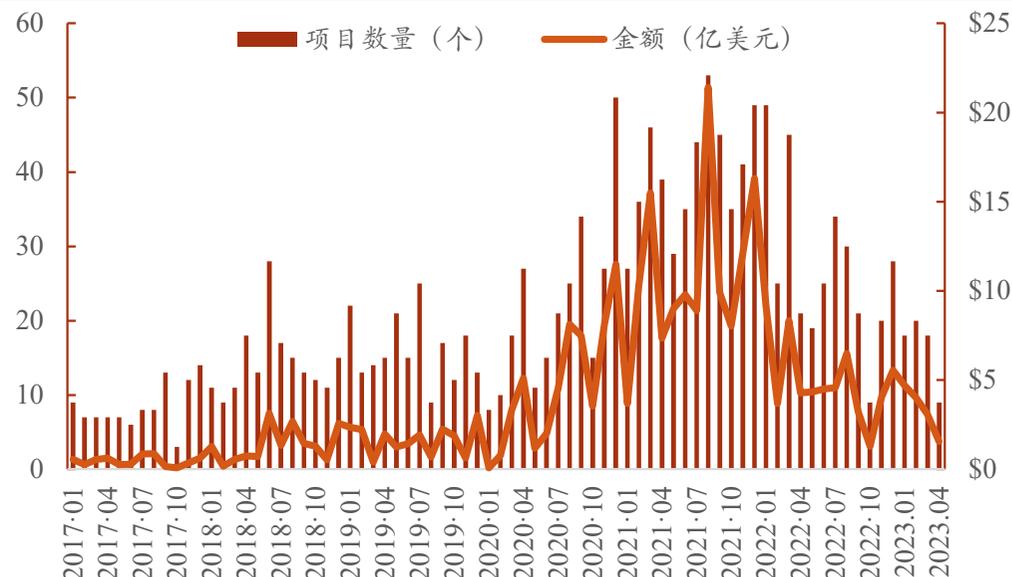
- 国内医药上市公司研发投入增速相对呈现放缓：2022年港股医药、Biotech企业、A股医药企业研发投入合计规模分别为251亿元（+21.2%）、501亿元（+8.0%）、1003亿元（+15.7%），相对21年均有所放缓，其中尤其是Biotech企业研发投入中的许可费、里程碑费用等减少明显，若扣除许可费、里程碑等费用，Biotech企业研发投入同比增速为14.8%。
- 国内投融资数据自2021年Q3逐渐呈现趋势下降中，也对行业景气度有所影响：根据医药魔方数据统计，2022年国内投融资项目数量和金额分别为326个和59.5亿美元，分别同比下降32%和55%。

图：国内A&H医药制造类公司研发投入及增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所。（注释：港股数据是未包含A+H个股和Biotech企业，以及A股也未包含Biotech数据；定义Biotech存在口径差异，仅供参考）

图：国内创新药行业PEVC投资情况

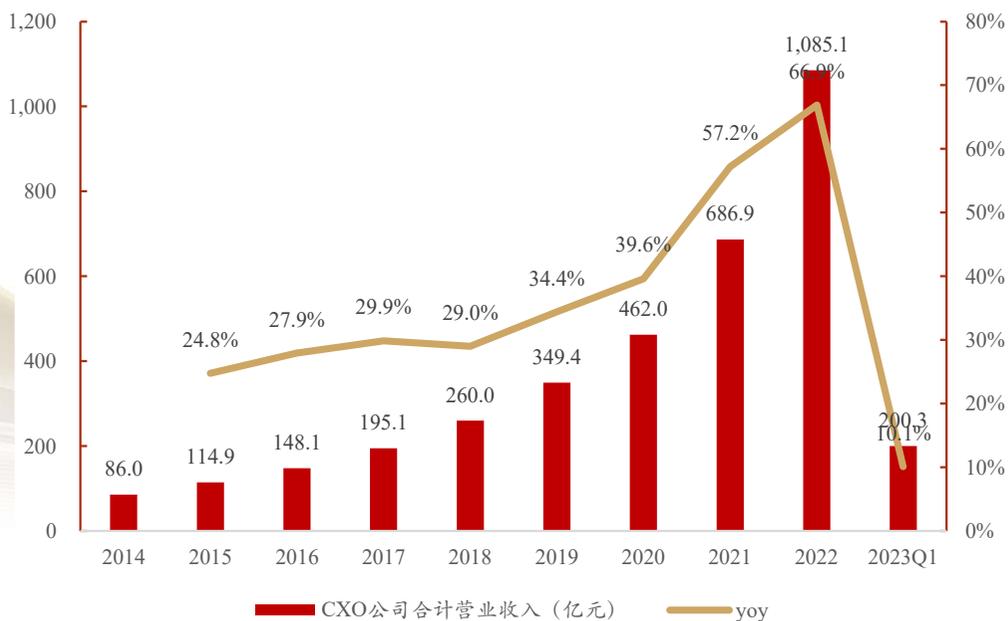


资料来源：医药魔方，华西证券研究所

## 2.2. CXO行业——22年报及23Q1业绩复盘：业绩继续呈现高速增长

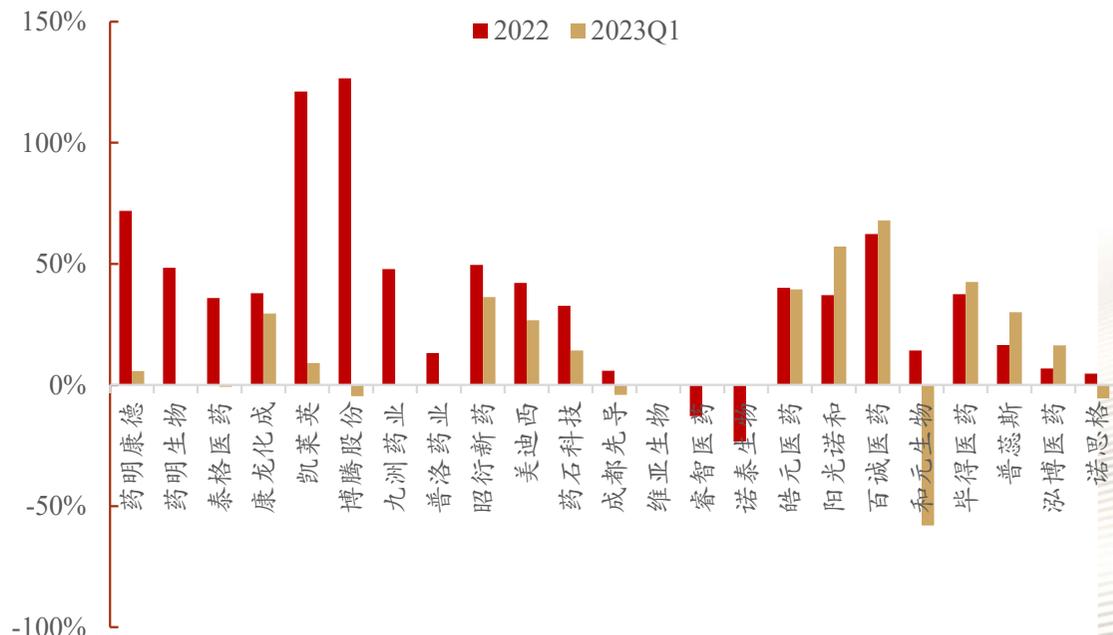
- **CXO整体继续呈现高速增长**：24家A+H CXO公司2022年合计实现营业收入1085.1亿元，同比增长66.9%，若扣除药明康德、凯莱英、博腾股份、药明生物、泰格医药等公司与新冠直接相关的收入，我们测算22收入增速继续维持30%~40%的增长，其中尤其是龙头公司依然保持高速增长的趋势。
- **仿制药CRO继续呈现高速增长趋势以及CDMO公司常规业务呈现恢复高速增长趋势**：以百诚医药、阳光诺和为例，仿制药CRO在23Q1延续高速增长，以及凯莱英等公司在23Q1扣除大订单业务后恢复高速增长。

图：23家CXO公司合计营业收入及其增速变化



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：CXO行业包括A+H的23家CXO公司，因方达控股与泰格医药重复不考虑）

图：核心CXO公司营业收入2022年和2023Q1增长情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

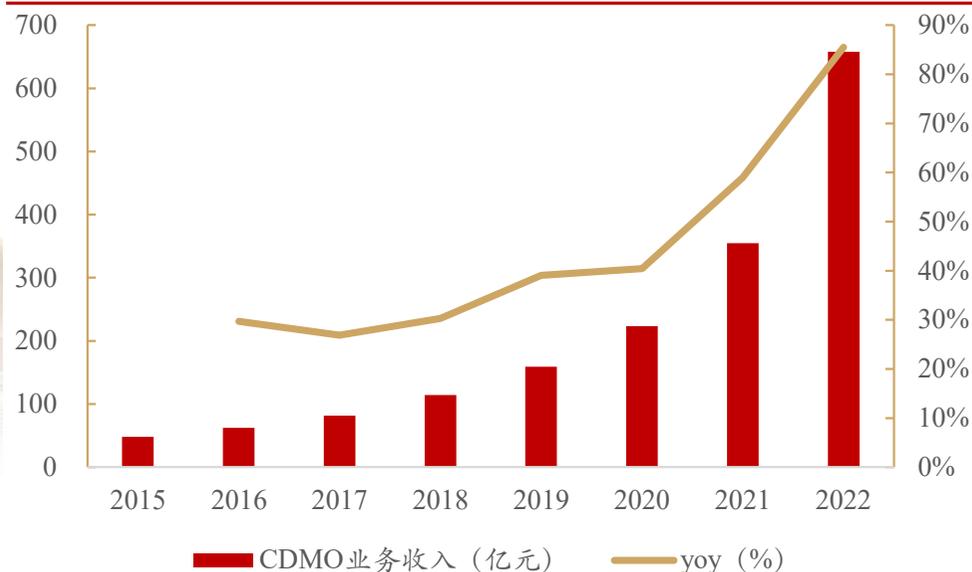
## 2.2. CXO行业——景气度细分之一：CDMO细分景气度趋势不变

- 核心CDMO公司管线数量继续呈现高速增长：CDMO企业服务的管线数量在过去3年中均呈现高速增长，例如药明康德、凯莱英、博腾股份、九洲药业、康龙化成2022年合计管线数量同比增速分别为40.5%/21.6%/21.7%/30.7%/6.4%。
- 22年CDMO企业受益于大订单收入端同比增速为85.48%，若扣除大订单因素影响，增速为40%~45%，延续高速增长，另外考虑到23Q1凯莱英披露其常规小分子CDMO业务同比增长为45%，我们维持判断CDMO景气度不变。

表：核心CDMO公司管线数量继续呈现向上增长

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>合全药业</b>						
临床前及临床I期阶段		528	756	956	1318	1941
临床II期阶段		109	177	217	257	293
临床III期阶段		40	40	45	49	57
商业化项目		16	21	28	42	50
<b>合计</b>		<b>693</b>	<b>994</b>	<b>1246</b>	<b>1666</b>	<b>2341</b>
<b>凯莱英</b>						
临床阶段I/II期及临床前	97	142	146	147	235	297
III期	16	24	39	42	55	62
商业化阶段	26	27	30	32	38	40
<b>合计</b>	<b>139</b>	<b>193</b>	<b>215</b>	<b>221</b>	<b>328</b>	<b>399</b>
<b>博腾股份</b>						
临床二期及以前	69	155	187	224	238	281
临床III期	9	28	34	41	42	55
新药申请及上市	50	84	87	94	89	113
<b>合计</b>	<b>128</b>	<b>267</b>	<b>308</b>	<b>359</b>	<b>369</b>	<b>449</b>
<b>九洲药业</b>						
I/II期	219	270	330	438	582	764
III期	29	35	37	40	49	61
商业化	11	11	11	16	20	26
<b>合计</b>	<b>259</b>	<b>316</b>	<b>378</b>	<b>494</b>	<b>651</b>	<b>851</b>
<b>康龙化成</b>						
临床前研究		283	485	487	754	809
临床I/II期		70	74	202	224	230
临床III期		11	9	47	30	24
商业化				3	5	15
<b>合计</b>		<b>364</b>	<b>568</b>	<b>739</b>	<b>1013</b>	<b>1078</b>

图：核心CDMO公司合计营业收入及增长情况（亿元、2022年）



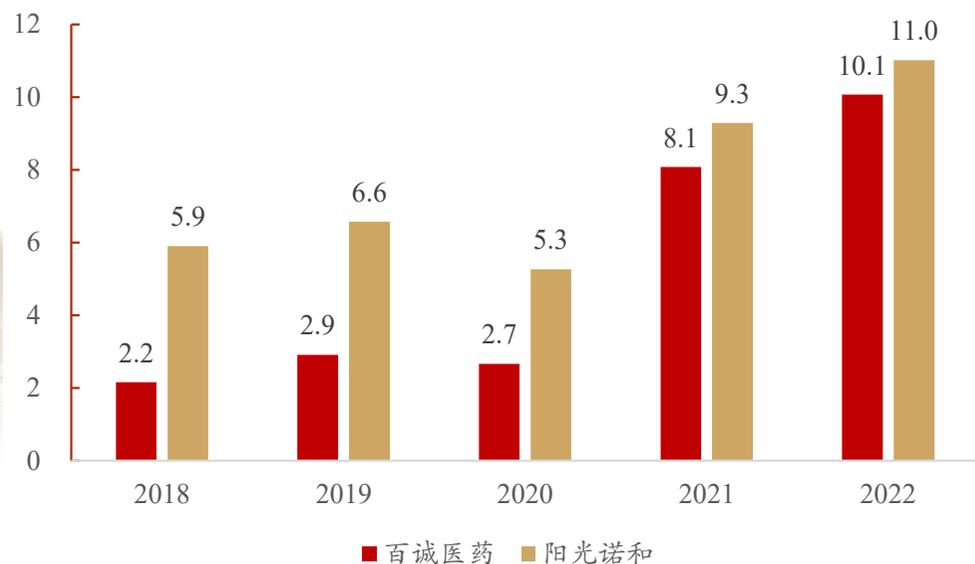
资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

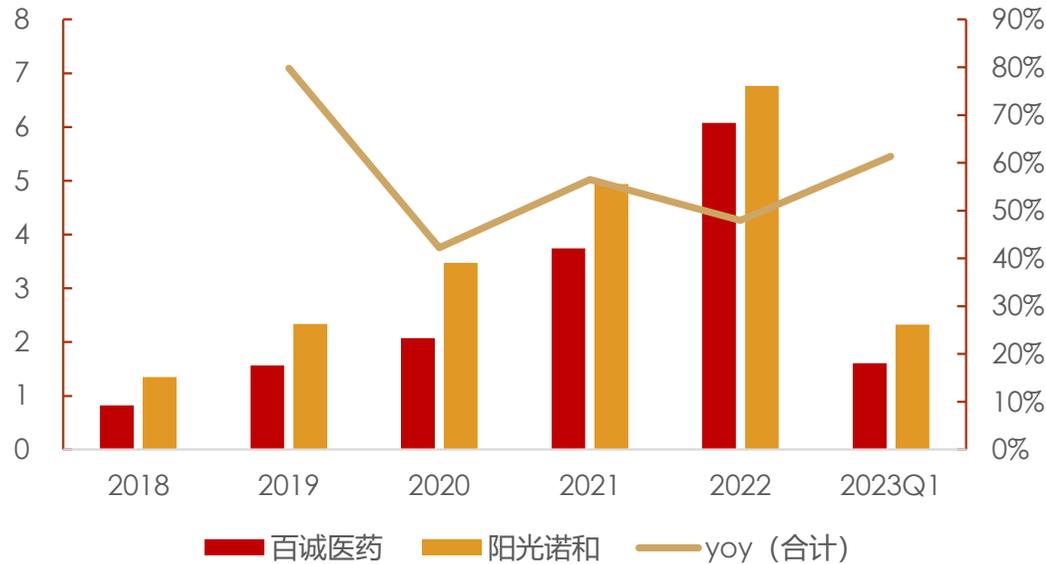
## 2.2. CXO行业——景气度细分之一：仿制药CRO维持高速增长趋势

- ▶ 仿制药CRO新签订单和营业收入均保持高速增长趋势：2022年在国内卫生防控政策不断变化的情况下，仿制药CRO龙头企业百诚医药、阳光诺和新签订单金额继续呈现向上趋势，另外从收入端来看，合计实现营业收入12.84亿元，同比增长47.9%，并在23Q1实现3.93亿元营业收入，同比增长61.3%，延续高速增长的趋势。
- ▶ 展望未来几年，考虑到国内仿制药CRO企业继续深化布局化学药仿制药业务，以及开始前瞻性布局中药等CRO服务业务和CDMO业务，我们判断未来3~5年，仿制药CRO有望继续呈现高速增长的趋势。

图：百诚医药和阳光诺和新签订单情况（亿元）



图：百诚医药和阳光诺和营业收入同比增长情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：和整体业务略有差异，主要为个别公司其他业务带来的误差）

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.2. CXO行业——中长期继续看好国内CXO行业，短期重点看好CDMO细分及仿制药CRO细分

- **核心观点：**基于国内工程师红利优势依然存在以及产业区域优势，我们中长期继续看好国内CXO行业，短期重点看好国内CDMO细分出现拐点机会和仿制药CRO持续高业绩增长，继续推荐药明康德、阳光诺和、百诚医药、九洲药业、普蕊斯、凯莱英、博腾股份、美迪西、昭衍新药、和元生物等。
- **风险提示：**新冠疫情进展具有不确定性；相关公司海外并购及业务拓展具有不确定性；核心管理层及核心技术人员流失的风险。

表：CXO公司盈利预测及估值情况

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			YOY (%)			对应PE			投资评级	
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
603259	药明康德	1991	88.14	100.63	126.32	72.9%	14.2%	25.5%	23	20	16	买入
603127	昭衍新药	242	10.74	11.94	14.42	92.7%	11.1%	20.8%	22	20	17	买入
688202	美迪西	123	3.38	5.18	7.02	19.8%	53.2%	35.5%	36	24	18	买入
300363	博腾股份	181	20.05	9.68	8.37	282.8%	-51.7%	-13.5%	9	19	22	买入
603456	九洲药业	282	9.21	12.42	16.69	45.3%	34.9%	34.4%	31	23	17	买入
002821	凯莱英	476	33.02	22.29	22.27	208.9%	-32.5%	-0.1%	14	21	21	买入
301096	百诚医药	68	1.94	2.84	3.89	74.6%	46.4%	37.0%	35	24	17	买入
688621	阳光诺和	69	1.56	2.29	3.27	47.2%	46.8%	42.8%	44	30	21	买入
688238	和元生物	82	0.39	0.37	0.45	-28.1%	-5.1%	21.6%	210	222	182	买入
301257	普蕊斯	43	0.72	1.12	1.55	24.1%	55.6%	38.4%	60	39	28	买入

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.3. 医疗设备——23Q1板块业绩恢复明显

- 医疗设备板块公司23Q1整体恢复趋势明显，主要因为22Q1基数较低，部分公司Q1有疫情相关产品贡献，部分公司22年12月业务受影响订单拖延到23Q1执行等原因。预计2023Q2在低基数基础下，叠加招投标进度持续恢复，医疗新基建、千县工程等多项工程政策正在持续推进，预计板块业绩将保持较好增长态势。

表：医疗设备板块整体业绩及盈利能力

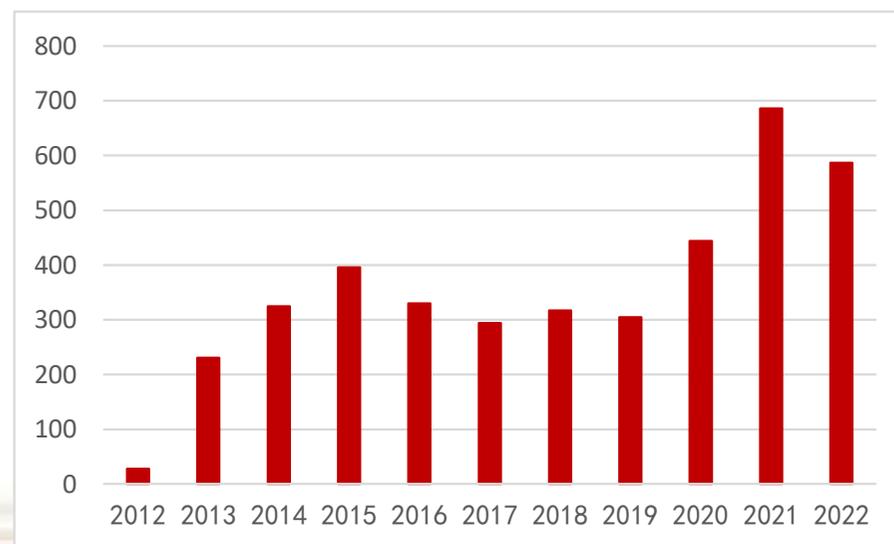
	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
营业总收入 (亿元)	399.41	441.85	602.58	736.97	985.71	265.52
归母净利润 (亿元)	55.19	77.19	125.04	154.70	199.42	54.39
扣非后归母净利润 (亿元)	49.01	61.62	118.25	137.84	166.86	51.70
营业总收入YOY (%)	14.31%	7.48%	27.68%	14.17%	13.59%	21.31%
归母净利润YOY (%)	31.79%	34.76%	56.13%	15.49%	16.15%	24.37%
扣非后归母净利润YOY (%)	33.40%	22.07%	84.62%	9.59%	8.05%	38.04%
毛利率 (%)	46.86%	49.17%	51.97%	51.39%	50.59%	53.02%
净利率 (%)	14.14%	17.55%	20.80%	21.16%	20.23%	20.61%
销售费用率 (%)	17.15%	17.63%	14.39%	14.07%	14.28%	13.90%
管理费用率 (%)	6.33%	6.19%	5.55%	6.12%	6.43%	6.40%
财务费用率 (%)	0.23%	-0.25%	0.84%	-0.08%	-1.11%	-0.01%
研发支出占营收比重 (%)	7.62%	8.26%	7.85%	8.92%	10.49%	10.00%
研发支出 (亿元)	30.42	36.48	47.28	65.77	103.45	26.54

\*管理费用率中不包括研发费用率  
资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.3. 医疗设备——深入推进医疗新基建，医疗资源下沉，促进行业扩容

- **深入推进医疗新基建。**2020年以来，医疗新基建逐步兑现，各地掀起医院项目建设浪潮，新建医院与老院改扩建项目均有增加，从在建医院工程信息网的数据来看，2020、2021年各类型医院建设项目立项数量同比分别增长81%、54%，较过去几年显著加速；2022年合计立项587个，数量较2021年有所下滑但仍保持较高水平，预计未来1-2年国内医疗设备等需求将持续释放。
- **持续推进优质医疗资源扩容下沉。**“十四五”规划提到的加强医疗领域基础设施建设。2021年11月，国家卫健委印发《“千县工程”县医院综合能力提升方案（2021-2025年）》，明确推动省市优质医疗资源向县域下沉，且方案提到2025年，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务水平。2022年7月，国家卫健委印发《乡镇卫生院服务能力标准》等3项标准，为基层医疗机构的医疗器械、基本药品配备升级提供依据，其中，大批卫生院要求升级胃镜、CT等设备。2023年4月13日，国家卫健委重点介绍优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局的情况，将继续推进临床重点专科“百千万”工程，支持各地加强心血管外科、产科、骨科、麻醉、儿科、精神、病理等群众就医需求较高的专科，补齐专科资源短板。基层医疗机构提升诊疗水平，补齐相关医疗设备，有望带来医疗器械采购旺盛需求。

图：医院立项项目数量



资料来源：中国在建医院工程信息网，华西证券研究所

## 2.3. 医疗设备——深入推进医疗新基建，医疗资源下沉，促进行业扩容

- 配置证促进大型设备行业扩容。2023年3月21日，国家卫生健康委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2023年）》及相关政策解读。将64排及以上CT、1.5T及以上MR调出管理目录，将PET/MR由甲类调整到乙类，并将甲、乙类目录兜底条款的价格限额均进行了上调。参考过往配置证调整经验，部分品类在降级管理或移除目录后，市场销量显著增加。现阶段大型医疗设备主要集中于三级医院，基层医疗机构受制于配置管控及手术量需求较弱，渗透率仍然较低。随着设备采购宽松力度加大，叠加“十四五”规划提到的加强医疗领域基础设施建设，预计将进一步推动相关医疗设备市场扩容，国产大型设备有望迎来加速装机放量。

表：大型医用设备配置许可管理目录调整

类别	2018版	2023版	调整情况
甲类：国家卫生健康委负责配置管理	重离子放射治疗系统	重离子质子放射治疗系统	合并
	质子放射治疗系统		
	正电子发射型磁共振成像系统（PET/MR）	-	调整为乙类
	高端放射治疗设备（包括X线立体定向放射治疗系统（英文简称Cyberknife）、螺旋断层放射治疗系统（英文简称Tomo）HD和HDA两个型号、Edge和VersaHD等型号直线加速器）	高端放射治疗设备（包括磁共振引导放射治疗系统、X射线立体定向放射外科治疗系统（含Cyberknife））	新增磁共振引导放射治疗系统，将螺旋断层放射治疗系统Tomo调整为乙类
	首次配置的整台（套）单价在3000万元人民币以上的大型医疗器械	首次配置的整台（套）单价在5000万元人民币以上的大型医疗器械	甲类单台（套）价格限额由3000万元调整至5000万元
乙类：省级卫生健康委负责配置管理	-	正电子发射型磁共振成像系统（PET/MR）	由甲类调整至乙类
	64排及以上计算机断层扫描仪（CT）	-	调出管理品目
	1.5T及以上磁共振成像系统（MR）	-	
	伽玛射线立体定向放射治疗系统（包括用于头部、体部和全身）直线加速器（含X刀，不包括列入甲类管理目录的放射治疗设备）	常规放射治疗类设备（包括医用直线加速器、螺旋断层放射治疗系统、伽玛射线立体定向放射治疗系统）	合并，新增原甲类螺旋断层放射治疗系统Tomo
	首次配置的整台（套）单价在1000-3000万元人民币间的大型医疗器械	首次配置的整台（套）单价在3000-5000万元人民币间的大型医疗器械	乙类单台（套）价格限额调整至3000万元以上

数据来源：卫健委，华西证券研究所

## 2.3. 医疗设备——国产器械支持力度持续加大，进口替代空间巨大

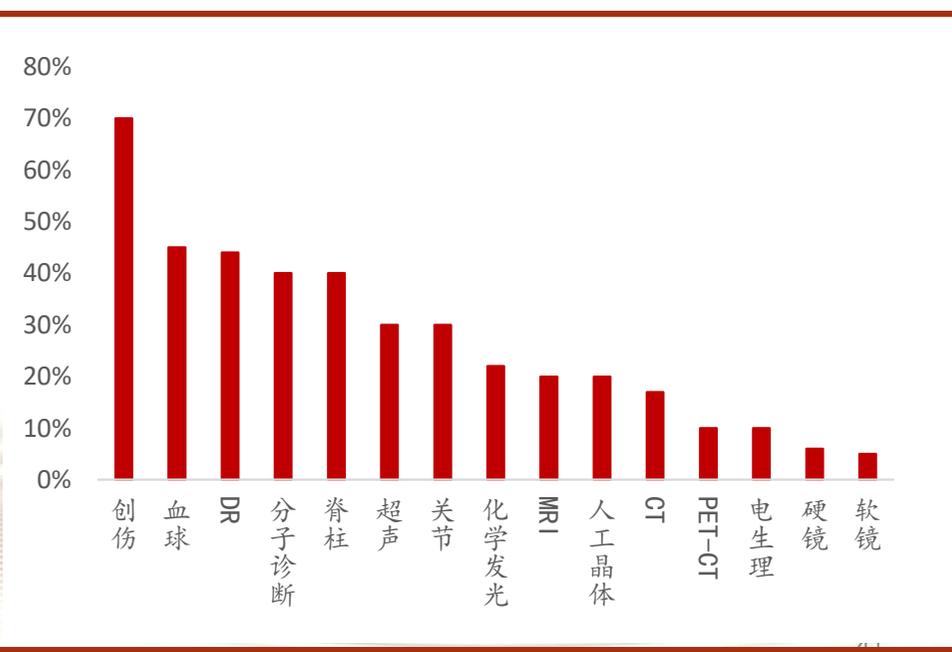
- 近年来，政策对于国产医疗器械的支持力度持续加大，鼓励提高国产医疗设备配置水平，提升国产产品市场占有率。
- 2021年10月，国家财政部及工信部联合发布的《政府采购进口产品审核指导标准》(2021年版)，明确规定了政府机构(事业单位)采购国产医疗器械及仪器的比例要求。其中137种医疗器械全部要求100%采购国产；12种医疗器械要求75%采购国产；24种医疗器械要求50%采购国产；5种医疗器械要求25%采购国产。
- 2021年以来，浙江省、广东省、四川省、山西省已相继发布最新“进口医疗设备采购清单”，缩紧进口医疗设备的种类；22年4月安徽发布通知要求所有公立医院未经批准，禁止采购进口产品。

表：各地区鼓励国产医疗设备采购计划

时间	部委/地区	政策	具体内容
2018年8月	国务院	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
2018年9月	江西省	《江西省深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
2020年3月	贵州	关于印发《贵州省高值医用耗材网上阳光采购实施方案》的通知	鼓励优先采购国产高值医用耗材。
2021年1月	西藏	《西藏自治区2021—2022年度政府集中采购目录及采购限额标准》	政府采购应当采购本国货物、工程和服务，并执行节能产品、环境标志产品、循环、低碳、再生、有机产品、中小企业、福利企业、创新产品等政府采购政策
2021年2月	浙江	《2021-2022年度全省政府采购进口产品统一论证清单(医疗设备类)》、《关于印发〈政府采购进口产品管理办法〉的通知》	可采购进口医疗设备有195种。对政府采购频率较高的医疗卫生、教育科研和质量检测等进口产品，实行全省统一论证。
2021年3月	广东	《关于2021年省级卫生健康机构进口产品目录清单的公示》	由2019年的132种进口医用设备清单缩减至46种
2021年4月	四川	《省级2021-2022年政府采购进口产品清单论证意见公示(医疗卫生设备类)》	四川省仅有59种医疗设备，可选择进口产品
2021年8月	新疆	《新疆维吾尔自治区2021-2022年度政府采购集中采购目录及标准》	注重发挥政府采购政策引导作用，体现优先采购本国产品、节能产品、环保产品，以及支持自主创新、中小企业发展等政策。
2021年10月	财政部、工信部	《政府采购进口产品审核指导标准(2021年版)》	137种医疗器械全部要求100%采购国产；12种医疗器械要求75%采购国产；24种医疗器械要求50%采购国产；5种医疗器械要求25%采购国产。
2022年4月	安徽省	关于规范公立医疗机构政府采购进口产品有关事项的通知	所有公立医疗机构，自2022年6月1日起，未经批准，禁止采购进口产品
2022年7月	深圳	《关于进一步规范政府采购进口产品审核管理的通知》	强调政府应该采购本国商品，采购进口实行审核管理，统一由行业主管部门进行专家论证和初步审核

数据来源：公开信息，华西证券研究所

图：部分产品国产化率情况



资料来源：医疗器械蓝皮书(2019)，华西证券研究所

## 2.3. 医疗设备——国产设备性能大幅提升，上游核心元件国产化加速

### • 设备性能提升

- 国产设备产品性能有很大的提升，在国产替代的背景下，医生对于国产产品的接受度也进一步提升。
- 以内镜为例，随着国产品牌在图像传感器、成像技术和镜体制造等领域的突破，国产品牌努力突破日系品牌的垄断。

### • 上游国产化率加速

- 国产设备在产业链上游实现核心零部件的自主研发上不断突破

表：国内外内镜产品各技术点对比

项目	澳华内镜 AQ-200	开立医疗 HD-550	奥林巴斯 CV-290	富士胶片 ELUXE-7000	宾得医疗 EPK-i7000	技术水平/行业地位
画质清晰度	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P	行业先进水平
冷光源	300W氙灯	多LED	300W氙灯	多LED	300W氙灯	差异化技术路线
信号传输方式（主机和镜体间）	激光传输、无需导光杆	电信号传输、有导光杆	电信号传输、有导光杆	红外传输、有导光杆	电信号传输、有导光杆	行业领先地位
光学染色功能	CBIPlus@分光染色技术	VIST光电复合染色成像技术	NBI窄带成像技术	FICE电子染色	I-SCAN智能电子染色	差异化技术路线
光学变焦功能	无	无	有	有	有	重点在研方向
胃镜弯曲角（度）上/下/左/右	210/90/100/100	210/90/100/0	210/90/100/100	210/90/100/100	210/120/120/120	行业先进水平
肠镜弯曲角（度）上/下/左/右	180/180/160/160	180/180/160/60	180/180/160/160	180/180/160/60	210/180/160/160	行业先进水平
胃镜视场角（度）	145	140	140	140	140	行业领先地位
肠镜视场角（度）	145	140	170	170	140	国有产品领先地位
供电方式	无电气接点	有电气接点	有电气接点	无电气接点	有电气接点	行业先进水平
监视器	双画面，26英寸全高清液晶	24寸、21.5寸全高清液晶	26英寸全高清液晶	19英寸全高清液晶	19英寸SNOY液晶	具备产品配套
周边设备（注册类）	送水泵、送气泵	无	送水泵、送气泵	送水泵、送气泵	送水泵、送气泵	具备产品配套
射频卡定制功能	有	无	无	无	无	具备功能配套

数据来源：澳华内镜招股说明书，华西证券研究所

表：部分影像设备核心零部件国产化情况

品类	核心零部件	国产替代情况
CT	球管	生产壁垒极高，联影可部分自产，高端大功率国产仍有较大差距
	探测器	联影性能处于行业领先水平
	高压发生器	联影等已实现中低端CT高压发生器的国产化
MR	超导磁体	联影是少数掌握3.0T及以上高场人体超导磁体核心技术的企业，具有行业先进水平的磁体均匀性指标
	梯度线圈	联影处于行业先进水平
	梯度功率放大器（GPA） 射频功率放大器（RFPA）	联影处于国际先进水平
XR	谱仪	联影高接收通道数与信号稳定性达到行业领先水平
	X线平板探测器	奕瑞产品与进口差距较小
	高压发生器	中低端国产高端仍有差距
PET	X射线管	部分国产X射线管已在中低端DR中广泛使用，高端仍有一定差距
	闪烁晶体	已打破国外技术垄断
	硅光电倍增管（SiPM）	依赖进口
RT	加速管	联影自行设计的6MV加速管输出的最高剂量达到行业领先水平
	磁控管	依赖进口
	多叶光栅	联影自主研发的动态多叶光栅技术可以实现精准适形

数据来源：联影医疗招股说明书，华西证券研究所

## 2.3. IVD——新冠检测高基数影响Q1板块业绩，常规业务逐步复苏趋势明确

- 受到去年新冠检测基数较高影响，23Q1体外诊断板块业绩下滑明显；常规业务看，1月受到疫情及春节影响，表现较差；二月检测量逐步恢复，3月恢复进一步加速。此外23Q1体外诊断装机量数目稳步增长，中高通量仪器占比提升将显著带动中长期试剂消耗量增长。复苏趋势较为确定，我们预计23Q2体外诊断板块中常规业务的复苏将更为显著，预计常规业务将有更明显增长。

表：IVD板块整体业绩及盈利能力

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
营业总收入 (亿元)	233.97	272.39	561.81	950.16	1,371.58	125.59
归母净利润 (亿元)	38.82	37.50	166.87	309.57	473.38	26.89
扣非后归母净利润 (亿元)	30.00	32.21	155.92	296.79	471.33	21.21
营业总收入YOY (%)	22.04%	12.85%	78.79%	40.27%	70.73%	-78.63%
归母净利润YOY (%)	16.48%	-7.97%	233.87%	46.39%	78.18%	-90.85%
扣非后归母净利润YOY (%)	12.99%	2.41%	257.71%	48.90%	83.52%	-92.75%
毛利率 (%)	55.33%	57.54%	65.80%	65.57%	64.27%	58.58%
净利率 (%)	17.47%	14.04%	30.75%	33.26%	35.60%	22.40%
销售费用率 (%)	17.87%	19.08%	15.70%	14.30%	9.42%	15.91%
管理费用率 (%)	8.97%	8.34%	6.26%	5.04%	4.36%	9.56%
财务费用率 (%)	0.78%	0.84%	1.04%	0.41%	-1.62%	-0.75%
研发支出占营收比重 (%)	8.08%	9.08%	7.12%	7.43%	5.97%	11.05%
研发支出 (亿元)	18.91	24.74	40.02	70.60	81.90	13.88

\*管理费用率中不包括研发费用率  
资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.3. IVD——常规检测持续恢复

- 2022年新冠检测国内外均有旺盛需求，相关企业收入有明显增长；常规诊疗普遍受到负面影响，表现不佳。根据普门科技等公司投资者关系记录表披露，疫情后人们对心肌炎症相关检测需求持续上升，相关检测试剂收入明显增长。2月后常规诊疗逐步恢复，门诊及手术的复苏带动检测需求提升。22Q2常规检测处于低基数状态，因此预计Q2常规检测有望持续恢复。
- 根据多家IVD公司一季报披露情况，多家公司Q1装机量数目稳步提升，预计中高通量仪器占比提升将显著带动中长期试剂消耗量增长。

## 2.3. IVD——集采加快国产头部公司市占率提升

- 22年底，江西医保局公布了23省肝功类生化检测拟中选结果，国内头部企业迈瑞、美康、九强、迈克全线中选，海外龙头罗氏、西门子、贝克曼中选，雅培未中选，全部出局。整体来看，首年意向采购量前10家企业基本保有各自的医院意向采购份额，行业格局有望进一步集中，头部国产企业市占率有望进一步提升。
- 2023年1月13日，安徽进行凝血和心梗三项检测试剂集采，是安徽21年进行化学发光试剂集采之后，又一次针对临床试剂的集采。凝血类试剂中选的25家企业，其中仅希森美康和斯思塔高2家进口品牌，心梗类试剂中选的17家企业均为国产，进口替代节奏加快。
- 2023年4月18日，江西省药品医用耗材集中采购联席会议办公室发布了一则关于《关于报送肾功和心肌酶生化类检测试剂历史采购数据的通知》。本次填报数据主要聚焦肾功和心肌酶生化类试剂，超28个品种。不过和上次23省联盟集采不同，本次通知只针对江西省医疗机构和市级医保局，预计针对生化试剂的带量集采后续仍将在江西持续开展，总体情况应该与肝生化集采类似。

## 2.3. IVD——集采加快国产头部公司市占率提升

- ▶ 3月1日，国家医保局发布《国家医疗保障局办公室关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》，通知明确，2023年要扎实推进医用耗材集中带量采购，继续探索体外诊断试剂集采，并将由安徽省牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购。预计未来部分省份及联盟地区将继续对IVD中其他细分领域进行集采，集采趋势不可逆转。
- ▶ 但肝功生化联盟集采、安徽省凝血与POCT集采均设置了复活机制，降幅达到指定水平后即可中标，不受中标企业数量限制，对降幅有一定的指导作用。
- ▶ 集采落地后行业集中度有望提升，利于龙头企业继续提升市场份额；对于国产化率较低的品种如化学发光等，集采有利于加速行业的国产替代。

表：IVD部分领域集采情况

序号	品种	开始集采时间	省份/联盟	结果
1	化学发光	2021/8/19	安徽	相关产品价格平均降幅达到47.02%，以迈瑞为首的积极参与配合降价中标的本土试剂市占率得到提升
2	发光法前八项、凝血、血球、POCT	2022/8/23	福建宁德	平均降价幅度40%以上，国产占有率提升
3	肝生化	2022/11/1	江西23省联盟（江西、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、福建、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、贵州、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、兵团、云南）	首年意向采购量前10家企业基本保有各自的医院意向采购份额，于业格局有望进一步集中，头部国产企业市占率有望进一步提升。
4	凝血和心梗三项	2023/1/13	安徽	凝血类试剂中选25家企业，其中仅希森美康和斯思塔高2家进口品牌，心梗类试剂中选的17家企业均为国产，进口替代节奏加快。
5	肾功和心肌酶生化	2023/4/18	江西	待开始

数据来源：公开信息，华西证券研究所

## 2.3. 细分板块回顾与受益标的

### • 2.3. 医疗设备——重点个股推荐：澳华内镜

#### 国产软镜领域龙头，厚积薄发

澳华内镜是国内软镜领域龙头企业，公司围绕内窥镜诊疗领域进行了系统性的产品布局，突破了内窥镜光学成像、图像处理、镜体设计、电气控制等领域的多项关键技术，推出AQ系列、VME系列、可视喉镜、纤维内镜等一系列软镜设备产品，已经应用于消化科、呼吸科、耳鼻喉科、妇科、急诊科等临床科室。

#### 软镜市场高景气度，进口替代空间巨大

我国软镜市场处于高景气状态，我国消化道肿瘤发病率高，筛查率低，预计随着早癌筛查普及率提升及基层下沉，国内消化内镜规模将快速增长。软镜技术壁垒较高，国内市场三家日系企业合计垄断95%市场，随着CMOS逐步替代CCD，图像处理技术的持续突破，国产厂家产品与进口产品性能差异逐步缩小，高性价比优势不断强化。技术进步叠加政策支持，国内软镜公司有望崛起，进口替代空间巨大。

#### 持续加大研发力度，完善内镜领域布局

公司研发力度不断加大，研发人员团队进一步扩充，截止22年底研发人员210人，占公司总人数的24.28%，较21年底增加79%。2022年11月公司4K超高清AQ-300产品上市，双焦内镜、分体胃肠镜、支气管内镜、鼻咽喉内镜、泌尿内镜、外壳胆道内镜等产品已经进入型式检测阶段，我们预计将陆续获批推出，满足消化科、泌尿科、呼吸科等多科室需求。3D内镜完成了完成了设计开发和3D成像效果测试，未来有望填补3D软性内窥镜市场空白。内窥镜机器人系统处于样机测试中，主要设备已进入动物试验准备阶段，进一步开拓高端市场。此外公司还持续布局动物镜内镜、内窥镜耗材等多个方向新产品，不断拓展产品线覆盖广度，强化技术实力，完善在内镜领域布局。

#### 投资建议

我们维持前期盈利预测，2023-2025年收入分别为6.74/10.12/14.63亿元，归母净利润分别为0.93/1.45/2.05亿元，EPS为0.7/1.09/1.53元/股，对应2023年5月11日收盘价65.51元，PE分别为93.6/60.1/42.8倍，维持“增持”评级。

#### 风险提示

市场推广不及预期、研发进度不及预期、市场竞争加剧风险、疫情影响内镜诊疗。

## 2.3. 细分板块回顾与受益标的

### • 2.3. 医疗设备——重点个股推荐：海尔生物

#### 业绩高增的生命科学和医疗创新综合方案提供商

公司基于生物医疗低温存储设备，以物联网产品为基础，产品覆盖样本安全、药品及试剂安全、疫苗安全、血液安全四个应用场景，向生命科学和医疗创新综合方案提供商迈进。公司股权结构清晰，推出股权激励方案绑定核心员工，彰显公司业绩信心。

#### 毛利率提升明显，费用控制得当

2023Q1公司实现营收6.87亿元（+21.87%），归母净利润1.38亿元（+21.15%），扣非后归母净利润1.25亿元（+23.1%）。公司聚焦场景生态战略，积极拓展生命科学和医疗创新数字场景解决方案，成长能力和运营能力持续提升。公司2023Q1毛利率为51.02%（+0.49pct），毛利率提升明显。费用率方面，销售费用率11.7%（-2.38pct），管理费用率6.64%（+0.66pct），财务费用率1.31%（+1.84pct），研发费用率11.65%（-0.42pct），费用控制得当，经营管理效率不断提升。

#### 新产品方案布局加快，两大领域持续拓展

分业务板块看，2023Q1生命科学板块收入增长19.02%，医疗创新板块收入增长24.89%。生命科学板块方面，公司自动化样本库、生物培养、离心制备、实验室耗材等系列品类不断细分丰富，不断满足科研和制药用户的需求。医疗创新板块方面，公司并购厚宏智能科技，完善用药自动化方案布局；AI自动化疫苗工作站、数字化公共卫生体检等多种方案持续升级；海尔血技（重庆）二期工厂投产，产能得到提升，血液安全新产品不断拓展。

#### 销售网络持续拓展，加强海外当地化销售团队

2023Q1国内市场收入同比增长17.77%，海外市场收入同比增长31.19%。国内公司着力拓宽实验室新网络，加快下沉医疗基层网络，提升持续服务用户能力。海外截至2023年一季度末突破800家网络，欧洲等区域当地化销售团队加强，智慧血液管理、血浆分离等方案在非洲、南亚等区域医疗用户实现突破，太阳能疫苗项目在埃塞俄比亚、乌干达等区域相继交付。

#### 盈利预测及投资建议

我们维持前期盈利预测，2023-2025年营收为36.2/46.04/57.45亿元，归母净利润分别为7.91/10.32/13.66亿元，EPS为2.49/3.25/4.3元/股，对应2023年5月11日收盘价66.99元，PE分别为26.9/20.6/15.6倍，维持“增持”评级。

#### 风险提示

新冠疫情对出口业务的影响；物联网业务发展不及预期；新产品拓展不及预期；汇率波动风险。

## 2.4. 医疗器械&耗材——中国医疗器械行业快速扩容

- 根据前瞻产业研究院数据，2021年我国医疗器械市场规模约为9236亿元，其中高值耗材、低值耗材市场规模分别为1462/641亿元，占行业比重的15.83%、12.72%

表：医疗器械细分市场及代表企业

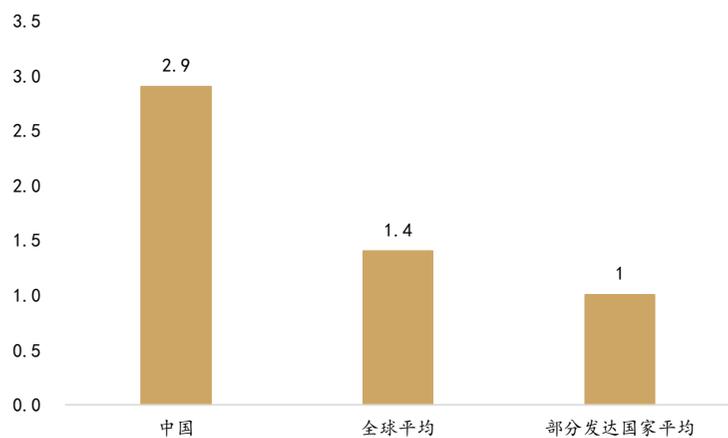
市场	细分市场	2018年规模（亿元）	2021年规模（亿元）	近三年CAGR	市场占比	代表公司
高值医用耗材	骨科植入	262	396	14.76%	4.29%	威高骨科、春立医疗、大博医疗、三友医疗
	血管植入	389	490	8.00%	5.31%	乐普医疗、心脉医疗
	神经外科	36	50	11.57%	0.54%	冠昊生物、正海生物、迈普医学
	眼科	76	112	13.80%	1.21%	爱博医疗、昊欧普康视
	口腔科	70	127	21.97%	1.38%	正海生物、时代天使
	血液净化	67	118	20.76%	1.28%	山外山、健帆医疗、三鑫医疗
	非血管介入	37	58	16.17%	0.63%	南微医学
	电生理与起搏器	67	111	18.33%	1.20%	惠泰医疗、微电生理
	其他	42				
	<b>总计</b>	<b>1046</b>	<b>1462</b>	<b>11.81%</b>	<b>15.83%</b>	
低值医用耗材	注射穿刺类	192				威高股份、采纳股份、康德莱、三鑫医疗
	医用卫生材料及敷料类	141				威高股份、振德医疗
	医用高分子材料类	103				维力医疗、威高股份、蓝帆医疗
	医技耗材类	77				爱克发
	医用消毒类	58				利尔康
	麻醉耗材类	32				维力医疗、威高股份
	手术室耗材类	26				威高股份
	其他	13				
	<b>总计</b>	<b>641</b>	<b>1175</b>	<b>22.38%</b>	<b>12.72%</b>	
医疗设备		3013	5533	22.46%	59.91%	迈瑞医疗、联影医疗
IVD		604	1066	20.85%	11.54%	安图生物、新产业、万孚生物
<b>医疗器械总计</b>		<b>5304</b>	<b>9236</b>	<b>20.31%</b>	<b>100.00%</b>	

数据来源：医疗器械蓝皮书，前瞻产业研究院，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——行业增长潜力大，细分领域差异较大

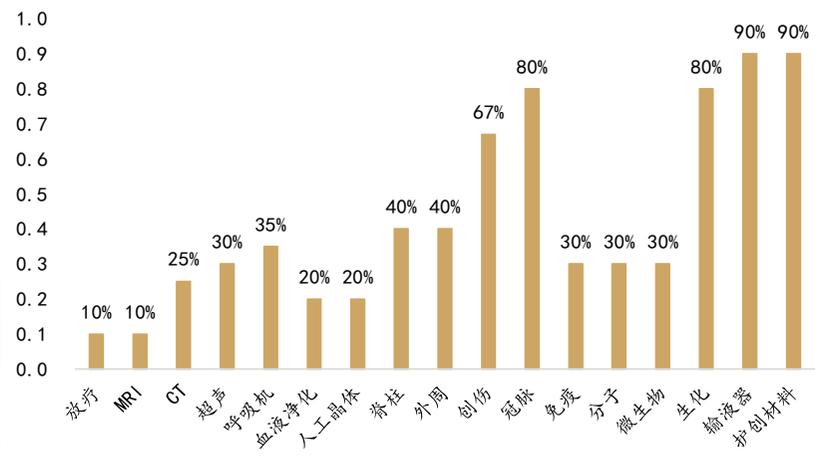
- ◆ **国内医疗器械行业发展潜力较大**：相较于海外欧美成熟市场，国内医疗器械行业尚处于发展阶段，整体规模较小增速较快，从药械比方面对比，目前中国药械比为2.9，与发达国家相比处于较高水平；
- ◆ **医疗器械各细分领域其产业链上下游情况、技术壁垒和市场竞争格局均存在较大差异**
  - 1) 经过国内企业的不断发展和带量采购等政策的影响，**对于冠脉类高值耗材、创伤类高值耗材、生化类体外诊断、低值耗材等产品，现已达到较高的国产化率**；
  - 2) 由于研发壁垒高、商业化难度大等因素影响，**对于高端医疗器械产品目前国产化率处于较低水平**，关键技术和核心零部件进口依赖度较大，需要进一步鼓励行业发展，攻克技术难关、提高产品竞争力，实现行业优质发展

图 2020年全球领先国家与中国药械比对比



数据来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 中国医疗器械细分市场国产品牌占比情况



数据来源：IRResearch，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“集采”常态化，规则逐步完善，已不再“谈集采色变”

《“十四五”全民医疗保障规划》提及至到2025年，各省（自治区、直辖市）国家和省级高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上，截止目前国家级高值耗材带量采购已推进三批次，整体规则逐步完善缓和，首批冠脉支架续约“涨价”

- ◆ **首批冠脉支架续标“涨价”**：续约为报价不高于848元（产品价格798元+伴随服务价格50元）可拟中选（798元为首次集采最高中选价），2022年11月结果发布，产品平均价格约为774元，加上伴随服务整体拟中选价格为818元，相较首次集采（679.6元）提价约20%；
- ◆ **脊柱国采增加“四折中标”保底策略**：即“同一个产品系统类别内，未按规则一和规则二获得拟中选资格的有效申报企业，若竞价比价价格≤本产品系统类别最高有效申报价40%的，则该企业获得拟中选资格”，规则缓和。

表：三批高值耗材国采对比

类型	时间	集采品种	采购周期	分组方式	参与企业数量	平均降价幅度
冠脉支架	2020年10月16日正式发文，2020年11月5日采购竞价日拟中标结果公布，2021年1月1日集采中选结果实施	钴铬合金或铂铬合金材质冠脉支架，载药种类为雷帕霉素及其衍生物，首年意向采购总量107.47万个	2年	本次集采以注册证作为采购单元申报，不设任何分组	12家参与，8家10款产品中选，占意向采购量67.9%	相同企业的相同产品平均降价93%，国内产品平均降价92%，进口产品平均降价95%
关节	2021年6月21日提出，8月23日正式启动，9月14日完成招标	初次置换人工全髋关节和初次置换人工全膝关节	2年	髋关节按陶瓷-陶瓷、陶瓷-聚乙烯、合金-聚乙烯分为三组；膝关节没有根据材料进行分组。每个产品又主要按照采购需求大小分为A、B两组，各为一个竞价单元，A组包括了医疗机构累计意向采购量的85%	48家，44家中选，中选率92%	髋关节平均价格从3.5万元下降至7000元左右，膝关节平均价格从3.2万元下降至5000元左右，平均降价82%
脊柱	2022年9月7日发文，9月27日出结果，预估2023年1-2月起陆续执行	根据手术类型、手术部位、入路方式等组建产品系统进行采购，共分为14个产品系统类别，首年意向采购量约120.84万个/包	3年	划分ABC三个竞价组别，“主要部件齐全”和“能供应全国”是进入A组的重要条件，不区分产品材质，A组在竞价规则方面有明显优势，保护了头部供应能力较强的企业	本次共有171家企业参与集采，152家拟中选，中选率89%	平均降价84%，按约定采购量计算，预计每年可节约费用260亿元。

数据来源：国家医保局、各省医药采购中心，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“集采”常态化，规则逐步完善，已不再“谈集采色变”

**高值耗材省际联盟带量采购：2022年共开展14次涉及13种品类**，口腔种植体系统、心脏介入电生理类以及弹簧圈类省际联盟集采分别覆盖31个、26个以及20个省份（自治区、直辖市），覆盖地区数量分别位列前三

- 涵盖2021年集采热门品种人工晶体、骨科耗材类、冠脉介入、吻合器等2021年集采热门品种
- 不断探索新领域集采模式，口腔正畸托槽、口腔种植体系统等口腔耗材首次纳入集采范围
- 血液透析类、心脏介入电生理类、人工耳蜗等高值耗材品类均在2022年进行首次省际联盟集采

**趋势：蔓延至低国产化率品种（神经介入、电生理类耗材等）、探索消费医疗（口腔耗材）、规则趋于温和、集采降幅缩小**

表：2022年共开展14次涉及13种品类高耗省际联盟带量采购

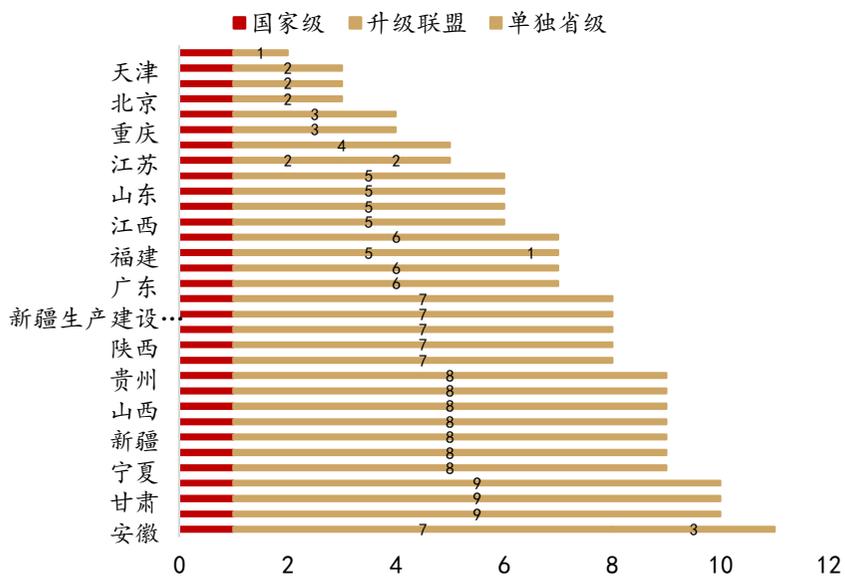
集采品类	采购文件	发布时间	联盟地区
1 人工晶体	《省际联盟人工晶体类医用耗材带量联动采购公告》	2022年1月26日	甘肃、广西、海南、湖南、宁夏、青海、陕西、新疆新彊阿疆伊犁哈萨克自治州生产建设兵团
2 骨科创伤类	《京津冀“3+N”联盟骨科创伤类医用耗材带量联动采购和使用工作方案》	2022年2月9日	安徽、北京、福建、甘肃、广东、海南、河北、黑龙江吉林、辽宁、内蒙古、山东山西、四川、天津、西藏新疆、新疆生产建设兵团浙江
3 血液透析类	《黑龙江、辽宁省血液透析相关医用耗材集中带量采购公告》	2022年4月2日	黑龙江、辽宁
4 冠脉导引导丝	《关于公布《浙皖湘联盟冠脉导引导丝集中带量采购文件ZJHCCG-2022-02》的通知》	2022年9月9日	安徽、湖南、浙江
5 冠脉导引导管	《浙江等16省(自治区)联盟冠脉导引导管集中带量采购文件(ZJHCCG-2022-01)》	2022年9月9日	安徽、甘肃、贵州、海南、黑龙江、湖南、吉林、辽宁内蒙古、宁夏、青海、山西西藏、新疆、新疆生产建设兵团、浙江
6 心脏介入电生理类	《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告(第1号)》	2022年10月14日	安徽、福建、甘肃、广东、广西、贵州、海南、河北河南、黑龙江、湖南、吉林江苏、江西、辽宁、内蒙古宁夏、青海、山东、山西、陕西、西藏、新疆、新疆生产建设兵团、云南、浙江、重庆
7 口腔正畸托槽	《省际联盟(区、兵团)口腔正畸托槽集中带量采购公告》	2022年10月19日	安徽、甘肃、广西、贵州、海南、河南、黑龙江、辽宁内蒙古、宁夏、青海、山西陕西、西藏、新疆
8 弹簧圈类	《弹簧圈类医用耗材省际联盟集中带量采购公告(第1号)》	2022年11月7日	甘肃、广西、贵州、海南河南、黑龙江、湖北、湖南吉林、江西、辽宁、内蒙古宁夏、青海、山东、山西、陕西、西藏、新疆、新疆生产建设兵团、重庆
9 心脏起搏器类	《心脏起搏器类医用耗材联盟集中带量采购文件》	2022年11月24日	广东、贵州、湖北、江西
10 血液透析类	《关于成立血液透析类等三个医用耗材省际联盟的公告》	2022年12月7日	河南、山西、辽宁、吉林、福建、江西、山东、湖南、广东、广西、海南、贵州、云南、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团
11 人工耳蜗	《关于成兆北绑薄裁喉立血液透析类等三个医用耗材省际联盟的公告》	2022年12月8日	河南、河北、山西、内蒙古吉林、黑龙江、安徽、江西湖南、广东、广西、海南、贵州、云南、西藏、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团
12 神经/通用/外周介入类、神经外科类	《关于成立血液透析类等三个医用耗材省际联盟的公告》	2022年12月9日	河南、山西、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、江西、湖南广东、广西、海南、贵州云南、西藏、青海、宁夏新疆、新疆生产建设兵团

数据来源：医疗器械创新网，各省医药采购中心，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“集采”常态化，规则逐步完善，已不再“谈集采色变”

- **省份参与采购方面：**2022年共有32个省（自治区、直辖市）参与联采，3省份单独带采，联采次数来看，辽宁、甘肃和黑龙江参与的省际联盟带量采购次数最多，均为9次，宁夏、内蒙古、新疆、海南、山西、西藏和贵州参与省际联盟集采的次数均为8次；
- **采购品种方面：**2022年，**1) 全国高耗带采涉及11个大类24个品种**，主要聚焦血管介入治疗和骨科两大领域；**2) 低耗带采3个大类7个品种**，主要包括基础卫生材料、体外诊断试剂和注射穿刺类材料，其中肝功生化类检测试剂带量采购覆盖23个省（自治区、直辖市），在所有低值耗材带量采购中覆盖省份最广，静脉留置针带量采购覆盖省（自治区、直辖市）数量为9个，位于第二。

表：2022年全国各省市开展高值耗材集中带量采购次数



表：2022年国内高值耗材集中带量采购种类及覆盖区域情况

大类	品类	项目数	覆盖省市区
骨科材料	骨科脊柱类	1	31
	骨科创伤类	2	19
口腔材料	口腔种植体系统	1	31
	口腔正畸托槽	1	15
血管介入治疗类材料	心脏介入电生理类	1	26
	弹簧圈类	4	23
	神经介入类	1	17
	冠脉导引导管类	2	16
	外周介入类	1	16
	通用介入类	1	16
	冠脉导引导丝类	2	4
	心脏起搏器类	1	4
	药物涂层球囊	1	1
	压力泵类	1	1
血液净化材料	血液透析类	2	20
人工器官、组织及配套材料	人工耳蜗	1	19
神经外科材料	神经外科类	1	17
	硬脑(脊)膜补片	1	1
吻合器及附件	内镜切割吻/缝合器类	1	15
	内镜吻合器	1	1
眼科材料	人工晶体	1	8
基础卫生材料	超声刀头	2	2
修补材料	腹股沟疝补片	1	1
消化介入材料	圈套器	1	1

数据来源：医疗器械创新网，众成器械，华西证券研究所

数据来源：医疗器械创新网，众成器械，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“集采”常态化，规则逐步完善，已不再“谈集采色变”

- **集采降价方面：**脊柱国采平均降价84%；省际联采中，19省联盟的骨科创伤类带量采购项目平均降幅最大，高达83%；辽宁和黑龙江省联合组织的血液透析类带量采购平均降幅最低，仅为26%；

**整体趋势：**蔓延至低国产化率品种（神经介入、电生理类耗材等）、探索消费医疗（口腔耗材）、规则趋于温和、集采降幅缩小

表：2022年国家级、省际联盟、单独省级部分集中带量采购降幅

级别	集采品种	覆盖省份(自治区、直辖市)	平均降幅
国际级	骨科脊柱类	全国 32省(自治区、直辖市)	84%
省级	骨科创伤类	安徽、北京、福建、甘肃、广东、海南、河北、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山东、山西、四川、天津、西藏、新疆、新疆生产建设兵团、浙江	83%
	常用腔镜吻合器	江苏省	79%
	冠脉导引导管类	安徽、甘肃、贵州、海南、黑龙江、湖南、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、山西、西藏、新疆、新疆生产建设兵团、浙江	45%
	口腔正畸托槽	安徽、甘肃、广西、贵州、海南、河南、黑龙江、辽宁内蒙古、宁夏、青海、山西、陕西、西藏、新疆	43%
	冠脉导引导丝类	安徽、湖南、浙江	40%
单独省级	血液透析类	辽宁、黑龙江	26%
	骨科创伤类	江苏省	73%
	神经专用弹簧圈	江苏省	54%
	弹簧圈	安徽省	54%
	超声刀头	江苏省	49%
弹簧圈	福建省	46%	

数据来源：医疗器械创新网，众成器械，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“集采”探索种植牙消费医疗领域，或创造需求驱动渗透率提升

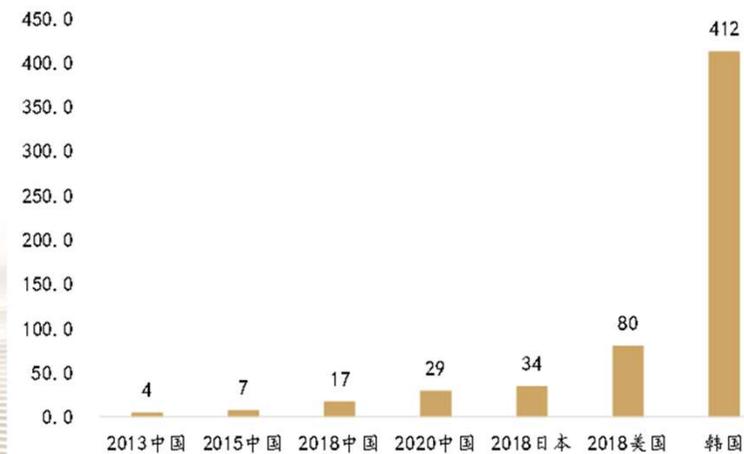
- “史上最难集采”种植牙集采成果密集实施中：4月20日，北京、广东、山东等地正式开始执行种植体系统集采结果，并同步实施牙冠竞价挂网采购价和医疗服务费调控；种植体系统、牙冠和医疗服务的价格治理叠加，种植牙整体降幅可达50%左右；
- 集采成效：汇聚全国近1.8万家医疗机构的需求量，287万套种植体系统，约占国内年种植牙数量（400万颗）的72%，集采后种植体系统平均中选价格900余元，降幅约55%，预计每年可为患者节约40亿元左右；
- 降价有望加速行业需求释放：2020年我国种植牙数量为406万颗，2015-2020CAGR约33%，约29颗/万人，相较韩国220万颗（412颗/万人）、2018年日本43万颗（34颗/万人）渗透率较低，集采降价或创造需求驱动渗透率提升；
- 或拉动相关产业链需求：修复材料约占种植牙费用的13%，其中口腔修复膜与骨修复材料在骨缺损种植牙需求者中需要1:1使用

表：种植牙集采重要节点

种植体系统	
2022年9月	由四川省医保局成立的省际联盟联采办发布1号采购公告，制定了首个采购周期的整体计划， <b>正式启动集采。</b>
2022年12月	联采办发布采购文件，包括采购品种、意向采购量及最高有效电报价等信息。
2023年1月	种植体系统集采中选结果公布：55家参与的企业中，39家中选； <b>平均中选价格降至900余元，与集采前中位采购价相比，降幅55%。</b>
2023年3月起	集采结果开始在联盟各省份落地执行。
牙冠	
2023年3月	四川开展牙冠竞价挂网采购，产品为单牙种植使用的全瓷牙冠；参与报价的110家企业中，107家企业入围； <b>单颗牙冠入围价100-656元，入围均价为327元，其中市场需求量最大的牙冠产品入围价降至150元</b> （牙冠在种植牙中的成本占比约为10%-15%，此前市场主流价格约300-1200元）。
2023年4月	多省份跟进：山东、广东、江苏、福建等省份也组织了当地的牙冠竞价挂网或联动挂网，以四川牙冠竞价为参照，整体原则是不高于四川入围价。
医疗服务	
2023年1月	各省份陆续制定和落地种植医疗服务调控价格（ <b>省会城市三级公立医疗机构调控目标约在4100-4500元之间，地市三级公立医疗机构调控目标约在3700-4300元左右，二级及以下公立医疗机构调控价格相应降低。</b> ）。

数据来源：国家医保局，各省份医保局官网，动脉网，华西证券研究所

图：国内种植牙渗透率较低（1/万人）



数据来源：奥精医疗招股书，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“创新”医疗新技术支持，国家医保局点名北京DRG除外支付

- 2023年3月4日，国家医保局发布《对十三届全国人大五次会议第3298号建议的答复》，其中针对“**关于医疗新技术、疑难重症支付政策问题**”，医保局提及“地方医保部门也在试点工作中探索建立CHS-DRG付费支持医疗新技术的有关机制，如北京市对于符合一定条件的药品、医疗器械及诊疗项目，纳入CHS-DRG付费除外支付管理；河北邯郸明确了付费异常高值和异常低值的病组可按项目付费，确定特殊治疗、特殊用药，高值耗材的清单，可以不纳入DRG分组，确保全覆盖”
- 2022年7月，北京市医保局下发《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，首次提出了一项DRG除外支付办法，明确**创新药、创新医疗器械、创新医疗服务项目**可以不按DRG方式支付，单独据实支付。

表：北京市医保局文件对“创新药/创新医疗器械”规定

序号	要求
1	三年内(指含申报年及之前的两个自然年)经药监部门批准上市的新通用名药品/医疗器械; 三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品;三年内新纳入国家医保药品目录的药品; 三年内由于价格调整新增的可另行收费的医疗器械
2	临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升;同时申报的创新药/医疗器械,需要全市累计基本医疗保险参保人员病例达到50例以上,罕见病不受例数限制。

数据来源：北京医保局，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“创新”国家医保局明确创新医疗器械豁免集采、纳入医保支付

2022年8月24日，国家医保局发布的对“十三届全国人大五次会议第8013号建议”的答复中明确回答“关于进一步推动创新医疗器械产品的市场准入问题”：

◆ **国家首次明确创新医用耗材的医保支付途径：**有效打通此前大多数创新医疗耗材因无法纳入医保而发展受阻，助力创新医疗耗材高质量发展；

◆ **创新器械暂不集采：**在集中带量采购之外留出一定市场，为创新产品开拓市场提供空间

表：国家医保局从三方面明确进一步推动创新医疗器械产品的市场准入

序号	类别	内容
1	关于推动创新医疗器械临床应用的	一是建立临床研究制度体系：加强对医疗机构开展临床研究的规范管理，提高创新医疗器械等临床研究的质量。 二是建设临床医学研究中心：目前已在心血管疾病、神经系统疾病等20个疾病领域建成50家国家临床医学研究中心，构建了覆盖近万家医疗机构的 <b>专病防治创新协作网络</b> ； 三是加强创新医疗器械科技支持：科技部设立 <b>国家重点研发计划重点专项</b> ，从国产高性能医疗器械技术创新、新产品研发、临床应用示范等方面进行“全链条、一体化”的任务布局，全方位支持高性能医疗器械创新产品发展。
2	关于创新医疗器械的集中采购	重点将部分 <b>临床用量大、采购金额高、临床使用较成熟、市场竞争较充分的医用耗材</b> 纳入采购范围，通过公开透明的竞争规则，促使价格回归合理水平，同时让企业获得明确的市场预期； 在 <b>集中带量采购之外留出一定市场，为创新产品开拓市场提供空间</b> ； 目前国家医保局正在研究完善医药集中采购平台挂网机制，推动建立全国统一的挂网和交易规则，加强医药集中采购平台标准化、规范化、专业化建设，在挂网时 <b>优化流程、及时响应、公开透明</b> ，既降低群众负担，又助力创新医疗器械产业创新发展。
3	关于创新医用耗材	《国务院办公厅关于印发高值医用耗材改革方案的通知》（国办发〔2019〕37号）明确提出，鼓励高值医用耗材创新发展，支持医用耗材研究生产， <b>加快高新技术型高值医用耗材注册审批，推进市场公平竞争</b> ； 目前我们正研究完善相关政策， <b>指导各地及时将符合条件的创新医用耗材按程序纳入医保支付范围，稳步提升参保患者保障水平</b> 。同时在推进医保支付方式改革，确定按疾病诊断相关分组（CHS-DRG）、按病种分值付费（DIP）支付标准等环节， <b>对创新医用耗材等按相关规定和程序予以支持</b> 。

数据来源：国家医保局，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“创新”国家医保局明确创新医疗器械豁免集采、纳入医保支付

- 2022年9月3日，国家医保局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》，明确创新医疗器械尚不实施带量采购，因其使用尚未成熟，使用量暂时难以评估；
- 2022年9月23日，国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知，提及深化药品和医用耗材集中带量采购制度改革的同时，兼顾企业合理利润，促进医药行业高质量，同时鼓励产品创新，逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围。

表：国务院“十四五”全民医疗保障规划提及逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围

类别	内容	
(十) 持续优化医疗保障支付机制	加强医保医用耗材管理	建立医保医用耗材准入制度，制定医保医用耗材目录。探索制定医用耗材医保支付标准，引导规范医疗服务行为，促进医用耗材合理使用。
(十一) 改革完善医药价格形成机制	深化药品和医用耗材集中带量采购制度改革	常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；推进并规范医保基金与医药企业直接结算；鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购
	完善药品和医用耗材价格治理机制	遏制药品和医用耗材价格虚高，兼顾企业合理利润，促进医药行业高质量发展。
(七) 鼓励商业健康保险发展	鼓励产品创新	逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围；更加注重发挥商业医疗保险作用，引导商业保险机构创新完善保障内容，提高保障水平和服务能力

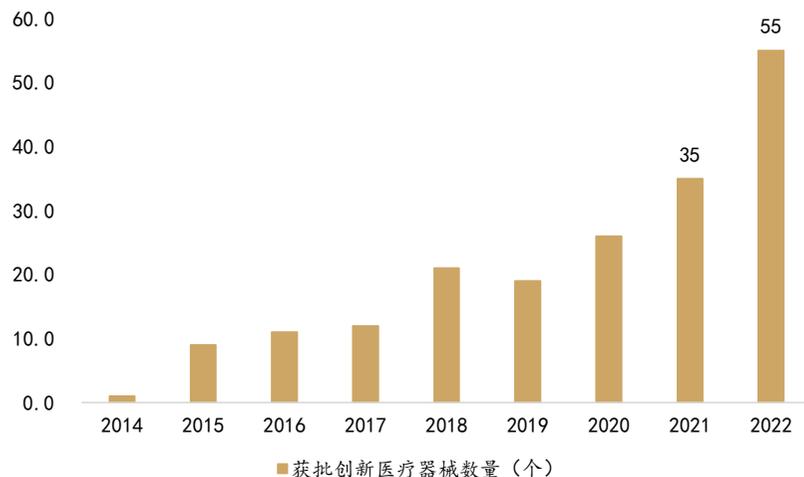
数据来源：国家医保局，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——“创新” 2018-2022年已获批创新医疗器械

国内创新医疗器械情况

- ◆ 2014-2022年，国家药监局共批准189个创新医疗器械，包括境内15个省的134家企业、进口2个国家的8个企业；
- ◆ 创新产品主要工作原理/作用机理为国内首创，具有显著的临床应用价值。

图：2014-2022年国家药监局共批准189个创新医疗器械



数据来源：医疗器械经销商联盟，华西证券研究所

图：部分器械企业获批创新医疗器械情况

序号	生产企业	产品名称	注册证号
1	上海联影医疗	正电子发射断层扫描及磁共振成像系统	国械注准20183060337
		医用直线加速器系统	国械注准20183050599
		数字乳腺X射线摄影系统	国械注准20193060280
		正电子发射及X射线计算机断层成像扫描系统	国械注准20193060998
		消化道振动胶囊系统	国械注准20223210309
		医用粘合剂	国械注准20223061141
		医用血管造影X射线机	国械注准20223061821
2	爱博诺德	人工晶状体	国械注准20163221747
		非球面衍射型多焦人工晶状体	国械注准20223161440
3	乐普医疗	生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统	国械注准20193130093
4	北京春立	腔静脉滤器	国械注准20213130600
5	威高手术机器人	球囊扩张血管内覆膜支架系统	国械注准20213010848
6	深圳迈瑞生物	病人监护仪	国械注准20193070154
7	深圳开立医疗	血管内超声诊断设备	国械注准20223061658
8	微创神通医疗	椎动脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准20203130971
		血管重建装置	国械注准20183770102
9	微创机器人	周围神经套接管	国械注准20213060384
		植入式脑深部电刺激电极导线套件	国械注准20223010108
10	上海微创心通	经导管主动脉瓣膜系统	国械注准20193130494
		机械解脱弹簧圈	国械注准20213130655
11	心脉医疗	药物球囊扩张导管	国械注准20203130445
		腹主动脉覆膜支架及输送系统	国械注准20193130182
		分支型主动脉覆膜支架及输送系统	国械注准20173463241
		植入式脊髓神经刺激电极	国械注准20223130009
12	微电生理	植入式左心空辅助系统	国械注准20213131059
		维心脏电生理标测系统	国械注准20163770387
		冷盐水灌注射频消融导管	国械注准20163771040
		一次性使用压力监测磁定位射频消融导管	国械注准20223011571
13	厦门艾德生物	人类EGFR基因突变检测试剂盒(多重荧光PCR法)	国械注准20183400014
		人类10基因突变联合检测试剂盒(可逆末端终止测序法)	国械注准20183400507
14	山东吉威医疗	慢性青光眼样视神经病变眼底图像辅助诊断软件	国械注准20223031247
15	赛诺医疗	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	国械注准20213130575
16	北京天智航	骨科手术导航定位系统	国械注准20163542280

◆2022年批准55个创新医疗器械产品上市，优先审评医疗器械77个（累计总数为126个），创新医疗器械获批数量同比增加**57.1%**

表：2021-2022年国家药监局批准创新医疗器械

序号	产品名称	序号	产品名称	序号	产品名称
<b>2021</b>					
1	髂动脉分叉支架系统	13	经导管主动脉瓣系统	25	水动力治疗设备
2	锚定球囊扩张导管	14	自膨式动脉瘤瘤内栓塞系统	26	医用电子直线加速器
3	一次性使用血管内成像导管	15	陡脉冲治疗仪	27	球囊扩张血管内覆膜支架系统
4	一次性使用电子输尿管肾盂内窥镜	16	冠状动脉CT血流储备分数计算软件	28	腹腔内窥镜手术设备
5	幽门螺杆菌23SrRNA基因突变检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	17	颅内药物洗脱支架系统	29	环胎植入前染色体非整倍体检测试剂盒(可逆末端终止测序法)
6	冠脉CT血流储备分数计算软件	18	腔静脉滤器	30	持续葡萄糖监测系统
7	经导管主动脉瓣系统	19	单踝膝关节假体	31	持续葡萄糖监测系统
8	临时起搏器	20	内窥镜用超声诊断设备	32	生物脑修补补片
9	紫杉醇洗脱PTCA球囊扩张导管	21	机械解脱弹簧圈	33	植入式左心室辅助系统
10	周围神经套接管	22	经导管主动脉瓣膜及可回收输送系统	34	人工角膜
11	三维电子腹腔镜	23	门腔种植手术导航定位设备	35	
12		24	次性使用微创水动力刀头		
<b>2022</b>					
1	分支型术中支架系统	20	膝关节置换手术导航定位系统	39	可吸收再生氧化纤维素止血颗粒
2	经导管主动脉瓣膜系统	21	脊髓神经刺激测试电极	40	脑炎/脑膜炎多重病原体核酸联合检测试剂盒(封闭巢式多重PCR熔解曲线法)
3	植入式可充电脊髓神经刺激器	22	膝关节置换手术导航定位系统	41	吻合口加固修补片
4	植入式脊髓神经刺激器	23	髂静脉支架系统	42	医用粘合剂
5	植入式脊髓神经刺激电极	24	经导管植入式无导线起搏系统	43	慢性青光眼样视神经病变眼底图像辅助诊断软件
6	植入式脊髓神经刺激延伸导线	25	血管内成像设备	44	磁共振成像系统
7	植入式脊髓神经刺激电极	26	一次性使用血管内成像导管	45	集成膜式氧合器
8	神经外科手术导航定位系统	27	患者程控充电器	46	颅内动脉瘤手术计划软件
9	直管型胸主动脉覆膜支架系统	28	胸主动脉支架系统	47	血流导向密网支架
10	植入式脑深部电刺激延伸导线套件	29	消化道内窥镜用超声诊断设备	48	非球面衍射型多焦人工晶状体
11	双通道可充电植入式脑深部电刺激脉冲发生器套件	30	一次性使用冷冻消融球囊	49	左心耳封堵器系统
12	植入式脑深部电刺激电极导线套件	31	腹腔内窥镜手术系统	50	人工血管
13	双通道植入式脑深部电刺激脉冲发生器套件	32	经导管人工肺动脉瓣膜系统	51	一次性使用压力监测磁定位射频消融导管
14	腹腔内窥镜手术系统	33	植入式左心室辅助系统	52	腹腔内窥镜手术系统
15	消化道振动胶囊系统	34	伽玛射束立体定向放射治疗系统	53	血管内超声诊断设备
16	移动式头颈磁共振成像系统	35	耳鼻喉双源锥形束计算机断层摄影设备	54	一次性使用血管内超声诊断导管
17	颅内出血CT影像辅助分诊软件	36	一次性使用血管内超声诊断导管	55	医用血管造影X射线机
18	磁共振成像系统	37	血管内超声诊断仪器		
19	髓关节置换手术导航定位系统	38	肠息肉电子结肠内窥镜图像辅助检测软件		

数据来源：医疗器械经销商采购联盟，华西证券研究所

## 2.4. 医疗器械&耗材——投资逻辑：自下而上，寻找稳定增长的细分领域

表：自下而上，寻找稳定增长的细分领域

政策导向	投资方向	代表公司
创新	1) 科技硬创新; 2) 集采加速渗透率提升及进口替代领域	联影医疗、维力医疗、微电生理
DIP推行	(1) 国产替代率不高，国内产品品质持续提升带来国产替代机会的领域：a，吻合器；b，消化介入 (2) 提高患者疗效：血液灌流器	①消化介入：南微医学； ②血液灌流器：健帆生物； ③吻合器：天臣医疗、康基医疗；
医疗基建	医疗设备（内窥镜、彩超、康复）	医疗设备：迈瑞医疗、海尔生物、澳华内镜、健麾信息；
疫情改变诊疗行为	医院感控类产品	①防护服手套等：英科医疗； ②辅料等：振德医疗 ③等其他公司

资料来源：wind，华西证券研究所

## 细分板块回顾与受益标的

### 2.4. 医疗器械&耗材——科技硬创新

#### • 重点个股推荐——联影医疗

##### 医疗新基建+资金扶持+配置证放开，激发国内医学影像发展窗口期

医学影像设备作为器械领域技术壁垒最高的细分市场，据灼识咨询数据，其以430亿美元规模9.7%市占率居于医疗器械第三大细分领域（2020年），预计未来十年复合增速约3.8%，其中CT、MR、XR、MI四大类约占影像设备80%，国内市场人均医学影像拥有量远低于全球水平，受医疗新基建需求拉动，辅以贴息贷款、专项债等资金面扶持以及最新大型医用设备配置证宽松调整带来的可及性提升，预计将迎来高速发展窗口期，将从2020年537.0亿元的规模体量以7.3%复合增速水平扩展至2030年接近1100亿元，以公司为代表的国产企业凭借产品性能和极致性价比，预期优先获益。

##### 国内影像设备龙头，创新引领可持续发展可期

联影医疗作为国内影像设备龙头企业，产业链化产品力兼销售服务布局为公司长期可持续奠定根基：

- 1) 拥有影像设备全产线布局，多款产品创造了行业或国产“首款”，包括行业首款4D全身动态扫描PET/CT产品、首款75cm孔径3.0TMR产品、首款CT引导一体化CT直线加速器等产品；持续核心技术钻研实现磁共振磁体、CT球管等多款核心部件自主可控，降本增效同时也为更新迭代奠定基础，实质性突破外资“扼喉”短板；
- 2) 境内市场：公司产品已入驻全国超1000家三甲医院，公司全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列，中高端以及超高端产品实现重大突破。按2022年度国内新增市场金额占有率口径，公司CT、PET/CT、PET/MR及XR产品均排名行业第一，MR和RT亦属行业前列。
- 3) 境外市场：客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等50多个国家和地区，境外业务比重已由2021年的7.15%提升至11.94%，2022年39款产品获得欧盟CE认证，可销往60余个国家和地区，37款产品通过FDA认证，销售网络覆盖全球主要发达市场及新兴市场。此外公司在27个国家和地区新获当地产品注册，涉及42款产品。

##### 投资建议

公司是国内医学影像龙头企业，维持盈利预测，预期2023-2025年实现营业收入为116.64/144.27/176.57亿元，分别同比增长26.3%/23.7%/22.4%，对应归母净利润分别为21.50/27.13/32.81亿元，分别同比增长29.8%/26.2%/20.9%，对应每股收益分别为2.61/3.29/3.98元，对应2023年5月11日145.65元的收盘价，PE分别为56/44/37倍，维持“增持”评级。

##### 风险提示

核心部件缺货或成本上升风险、销售不及预期风险、专利诉讼风险、核心技术被侵权或泄露风险、研发进度不及预期风险或研发成果未能契合临床需求风险。

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.4. 医疗器械&耗材——自下而上，寻找稳定增长的细分领域

#### • 重点个股推荐——维力医疗

##### 经营和业绩拐点已至，股权激励高解锁条件彰显公司向上趋势

2021年11月公司发布限制性股票激励方案以2022-2024年剔除股权激励成本后的扣非归母净利润为业绩考核目标，100%解锁条件为2022-2024年扣非归母净利累计不低于1.56/3.58/6.20亿元，三年复合增速约30%。回顾历史，2015-2018年公司扣非净利润基本为0.6-0.7亿元，假设2022-2024年分别达到1.56/2.02/2.62亿元，100%股权激励解锁的最低要求即实现30%的快速增长，为业绩拐点。

##### 内销深度营销+学术推广持续渠道开发，外销持续开发大客户定制化项目

2022年公司实现内销规模7.07亿元，同比增长17.90%，已有效覆盖全国所有省区，产品进入国内约5,000家医院，其中1,000家以上三甲医院，新品切入市场的同时带动原有产品市场份额进一步提升，2022年可视双腔支气管插管、镇痛泵、清石鞘、BIP抗菌导尿管及亲水涂层超滑导尿管包新进院分别达55、39、165、286家，并先后与广州医药、国科恒丰（北京）达成战略合作；外销方面，产品远销海外90余个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场，2022年主营业务收入为6.46亿元，同比增长27.76%，其中北美、欧洲市场收入分别同比增长25.24%、38.66%，持续增加大客户在研项目，同时随着公司自动化生产线陆续投产，凭借逐步提升的出口产品性价比进一步增加海外标单竞得率。

##### 持续强化研发，促进细分领域产品升级换代

2022年，公司共申请发明专利4项，共获得发明专利授权2项，共有6个新产品（一次性使用可视双腔支气管插管套件、亲水涂层聚氯乙烯导尿管套件、亲水涂层硅胶导尿管套件、一次性使用热湿交换过滤器套件、一次性使用泌尿道用导丝、带加热丝呼吸回路套件）获得国内医疗器械注册证，共有2个产品（魏氏鼻咽通气道和输尿管导管）获得美国FDA批准注册，独家代理的Bactiguard AB的BIP抗菌导尿管续证于2022年3月获批准，为国内唯一三类抗菌导尿管。

##### 投资建议

考虑到公司基本面发生全面积极变化，销售架构调整驱动内销发力、重磅创新型高毛利率品种上市放量，同时外销客户拓展及新品放量具备想象空间，结合股权激励预期公司业绩持续快速增长，维持盈利预测，预期2023-2025实现营业收入17.80/22.63/27.29元，同比增长30.6%/27.1%/20.6%，实现归母净利润2.16/2.81/3.50亿元，同比增长29.6%/30.0%/24.7%，2023-2025年每股收益分别为0.74/0.96/1.19元/股，对应2023年5月11日18.17元的收盘价，PE分别为25/19/15，维持“买入”评级。

##### 风险提示

国际形势扰动风险，客户拓展或订单不及预期风险，新品获批及销售推进不及预期，汇率波动风险，产品质量控制风险。

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.4. 医疗器械&耗材——集采加速渗透率提升及进口替代领域

#### • 重点个股推荐——微电生理

##### 领衔国内三维电生理技术发展，2022年扭亏为盈

公司着重研发创新，是首个能够提供三维心脏电生理设备与耗材完整解决方案的国产厂商，已有5项创新产品进入绿色通道，磁压力灌注消融导管、高密度标测导管等多款产品均为国内首推，2023年1月EasyFinder固定弯标测导管获FDA批准加速国际化进程，自2017年以来，公司销售规模复合增速高达33%，并于2022年首次在高企研发投入基础上扭亏为盈（2022年业绩快报数据），我们预期随着新品上市及销售推广，盈利质量持续提升。

##### ▶联采降价驱动庞大电生理市场潜力释放，公司率先高端技术突破进攻蓝海市场

电生理手术由于安全优效已被升级为多类快速性心律失常一线疗法，但渗透率相对较低（2020年约21.2万例，渗透率仅约美国1/10），其中成功率高、精度佳且辐射小的三维术式已成主流（2020年约16.4万例，比重约77%），尤其是患者基数庞大的高难度房颤电生理手术基本为三维术式，国产品牌尚处竞争弱势，以强生、美敦力为主的外资2020年市场占有率约90%，几乎垄断三维术式领域。公司首家推出三维电生理设备以及磁压力灌注消融导管、高密度标测导管等，以全套解决方案突破进口限制并持续攻关房颤电生理手术高地，现已在国内累计应用于超3万例三维心脏电生理手术，伴随福建电生理联采降价（平均降价49.35%）加速渗透率提升，公司有望优先获益（三维设备铺设量奠定基础、高端耗材配套、单件采购模式中标数量领先等）。

##### ▶底层技术平台构筑竞争壁垒，在研管线潜藏重磅产品

公司核心研发团队包括总经理孙毅勇先生在内均任职超十年，团队稳定，现已形成以图像导航、精密器械、能量治疗为核心的三大技术平台，奠定技术发展及领域拓展的基础，两款重磅单品具备想象潜力：1）冷冻消融系统：公司预期2023年获批，目前仅美敦力获批国内冷冻消融房颤治疗，据沙利文数据预计手术量从2020年的9800例增至2025年的5.84万例，公司有望率先拥有“射频+冷冻”双技术加持，加速拓展房颤领域；2）肾动脉消融系统：公司预期2025年获批，用于根治顽固性高血压，据沙利文数据潜在患者群体约0.48亿人，公司相关产品于2017年进入创新医疗器械特别审批程序，2021年成立子公司上海鸿电医疗专攻此业务，引领行业技术走向。

##### ▶盈利预测与投资建议

公司是国内少有能够提供三维心脏电生理设备与耗材完整解决方案的企业，三维设备铺设量扎实推进且有高精度耗材加持，领先技术平台优势下持续新品研发，潜在重磅产品即将获批，维持盈利预测，预计2023-2024年公司实现营业收入3.60/4.95亿元，对应归母净利润分别为21.67/42.33百万元，对应每股收益分别为0.05/0.09元/股，对应2023年5月11日96亿元市值，2023-2024年PS分别为27/19倍，维持“增持”评级。

##### 风险提示

新产品研发失败及注册风险，产品销售不及预期风险，集采等行业政策超预期风险，产品质量及潜在责任风险，科研及管理人才流失的风险。

## 2.5. 生长激素——儿童矮小症治疗渗透率低，成人适应症空间广阔

- 当前我国儿童矮小症发病率约为3%，全国4-15岁矮小患儿总数约有500-700万人。但目前每年真正接受合理治疗的矮小症患者较少，生长激素用于治疗儿童矮小症渗透率仍有较大提升空间。
- 全球市场而言，成人生长激素使用占比约70%。国内目前成人生长激素使用还非常小，《成人生长激素缺乏症诊治专家共识（2020版）》发布，国内生长激素相关公司目前也在推广成人生长激素临床应用，成人适应症市场空间广阔。
- 当前生长激素处方医生从儿科内分泌科为主，正在逐步向大儿科、儿保科、中医儿科、成人内分泌科等科室拓展，通过公众教育有望持续提高知晓率和就诊率，成人适应症推广将推动生长激素市场持续扩容。

表：生长激素作用

		作用
生长激素	促进生长	促进除神经组织外所有组织生长
		促进骨、软骨组织增殖骨化、长骨生长
	调节代谢	促进蛋白质合成
		促进脂肪分解
		抑制外周组织摄取利用葡萄糖

数据来源：华西证券研究所

## 2.5. 细分板块回顾与受益标的

### 生长激素——重点个股推荐

#### • 长春高新

##### 疫情原因扰动经营节奏导致一季度表现欠佳，看好今年后续恢复情况

2023年Q1，公司核心子公司金赛药业实现收入23.53亿元，同比下滑11.14%，实现净利润8.95亿元，同比下滑25.73%；子公司百克生物实现收入1.79亿元，同比增长30.21%，实现净利润0.18亿元，同比增长6.15%；子公司华康药业实现收入1.65亿元，同比下滑3.03%，实现净利润0.09亿元，同比持平；子公司高新地产实现收入0.71亿元，实现净利润0.01亿元。

根据公司公告，子公司金赛药业为应对去年3月份的特殊情况，在当时曾向全国紧急发出了6个多亿的产品，努力确保产品市场供应；同时部分销售费用、研发费用当时无法正常支付，因此形成了去年一季度相关业绩数据基数较高的状态，导致今年一季度公司业绩表现欠佳。随着国内疫情影响逐渐消退，继续看好今年金赛药业生长激素等产品销售恢复情况。

#### 剥离房地产业务，聚焦生物医药领域业务发展

根据公司公告，公司拟向控股股东超达集团转让所持有的高新地产100%股权。此次剥离房地产业务后，公司更加聚焦生物医药核心业务板块，优化产业布局与资源配置，突出主业核心优势，改善资产负债结构，提高了公司现金流水平，符合公司发展战略规划。

#### 投资建议

维持盈利预测，2023-2025年，预计公司营业收入为150.93/178.84/200.17亿元，归母净利润为49.46/57.85/66.71亿元，EPS分别为12.22/14.29/16.48元，对应2023年5月11日股价160.72元/股，PE分别为13/11/10倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

生长激素集采政策扩围风险；产品销售或不及预期风险；新产品或新适应症研发或不及预期风险；转让高新地产100%股权相关风险。

## 细分板块回顾与受益标的

### 我武生物

**脱敏治疗市场空间广阔，脱敏药物渗透率有待提升，市场竞争格局良好**

国内过敏人数众多，呈逐年上升趋势，“粉尘螨滴剂”产品累计渗透率仅6.0%左右；公司产品市场竞争格局良好，目前国内上市尘螨脱敏药物仅三种，作为唯一一种舌下脱敏药物，在安全性、便捷性、依从性方面优势明显。公司作为国内脱敏药市场的龙头企业，主导产品“粉尘螨滴剂”在脱敏药物市场占有率中排名第一已达70%+。

**2023Q1业务受疫情影响、春节等因素影响短期承压，看好全年恢复增长**

2022年公司粉尘螨滴剂收入8.79亿元（yoy+10.44%），毛利率95.74%（-0.35pct）；销量1011.89万支（yoy+10.36%），疫情影响下仍能实现稳定增长。黄花蒿滴剂收入830.58万元（yoy+126.17%）；销量3.02万支（yoy+87.24%），快速放量。点刺诊断试剂盒及相关产品收入469.18万元（yoy-1.79%）。2022年华东区域贡献收入3.1亿元（yoy+18.3%），华中地区贡献收入1.68亿元（yoy+15.1%），华南地区收入2.81亿元（yoy-0.4%），广州、深圳等地受疫情影响较大。随着疫情因素影响消退，门诊开展逐步恢复正常，预计患者积压需求有望逐步释放，叠加去年低基数，看好公司今年全年恢复性增长。

**销售网络持续拓展，产品品类持续拓宽**

公司持续加大销售力度，销售人员数量从2013年的275人增长到2022年的967人，同时公司不断加大学术营销力度，积极开展与医院的课题合作、积累高端学术文章、优化更新学术推广工具，“粉尘螨滴剂”和“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”相关文章共有111篇收录于美国PUBMED数据库，不断改善医生和患者对过敏免疫治疗的认知。我们预计目前公司产品覆盖国内公立医院数在上千家左右，占我国公立医院总数量比例仍较低，覆盖医院的广度和深度上未来仍有较大拓展空间。

为巩固现有过敏性疾病诊疗领域的优势，公司持续在过敏性疾病诊疗领域推进研发项目，黄花蒿花粉变应原舌下滴剂扩展儿童适应症人群的药品补充申请处于CDE技术审评阶段；2022年12月，公司已上市产品“粉尘螨滴剂”的特应性皮炎适应症获得III期临床试验总结报告。“黄花蒿花粉点刺液”等4个点刺品种目前处于CDE技术审评阶段，未来有望加速黄花蒿滴剂的销售放量；“烟曲霉点刺液”于2023年4月获得临床试验批准。随着后续诊断试剂盒上市，黄花蒿产品潜力巨大，强化公司在国内脱敏诊疗领域的龙头地位。

**盈利预测与投资建议**

维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为11.0、13.4、16.4亿元，对应增速分别为23%、22%、22%；归母净利润为4.6、5.7、7.0亿元，对应增速分别为32%、23%、23%，EPS分别为0.88、1.08和1.33元，对应2023年5月11日收盘价42.82元/股，PE为49/40/32X。维持公司“增持”评级。

**风险提示**

主力品种增速放缓风险；产品招标降价风险；新产品市场推广不及预期风险；新产品研发进度不及预期风险。

## 2.5. 疫苗——关注成人疫苗和突破型创新疫苗产品

- 疫苗行业目前仍然是医药行业中的优质赛道，接种疫苗有利于“治未病”，这对于当前减轻医保负担是正向支持。后疫情时代，我们认为疫苗行业发展的驱动力仍将回到重磅品种的放量增长，以及未来潜力品种上市后放量增长。尤其是成人疫苗领域，新冠疫苗提升人民接种疫苗观念，成人接种疫苗存量空间巨大，竞争格局较好，蓝海市场刚起步。
- 随着疫苗行业研发不断突破，一些创新型疫苗产品也逐渐实现突破，例如RSV（呼吸道合胞病毒）疫苗，历经几十年后，辉瑞、GSK有望在今年获批上市。

表：儿童疫苗和成人疫苗特点

分类	目标群体	特点
儿童疫苗	每年约1000万出生人口	<ul style="list-style-type: none"> <li>传统疫苗市场</li> <li>市场成熟，疫苗品种多</li> <li>受新生儿下滑影响</li> </ul>
成人疫苗	9-45岁女性3.8亿人 50岁以后老年人3.6亿人	<ul style="list-style-type: none"> <li>新兴市场</li> <li>巨大存量市场待开启</li> <li>相较于市场空间广阔，竞争格局较好</li> </ul>

数据来源：国家统计局，华西证券研究所

表：成人疫苗分类

分类	疫苗产品
成人补种儿童疫苗	乙肝疫苗等
成人和儿童共同接种疫苗	HPV疫苗、狂犬疫苗、23价肺炎疫苗、流感疫苗等
成人疫苗	破伤风疫苗、带状疱疹病毒疫苗等

数据来源：华西证券研究所

## 2.5. 疫苗——HPV疫苗：成人疫苗中的黄金赛道

- HPV疫苗是全球第一个预防肿瘤的疫苗，预防效果显著且安全。二价（16/18型）与四价（6/11/16/18型）可预防70%的宫颈癌，九价（6/11/16/18/31/33/45/52/58型）HPV疫苗可预防92%的宫颈癌。四价与九价HPV疫苗由于覆盖6、11两个低危亚型，可以预防男性和女性的肛门癌以及生殖器疣。
- 目前国内共有5款HPV疫苗上市，其中三款进口产品，两款国产产品。

表：国内已获批上市HPV疫苗

商品名	Cervarix	Gardasil	Gardasil 9	馨可宁		沃泽惠	
首次上市时间	2007年9月	2006年6月	2014年12月	-		-	
国内上市时间	2016年7月	2017年5月	2018年4月	2019年12月		2022年3月	
生产商	葛兰素史克	默沙东	默沙东	万泰生物		沃森生物	
覆盖亚型	16/18	6/11/16/18	6/11/16/18/31/33/45/52/58	16/18		16/18	
国内中标价格	580元/支	798元/支	1298元/支	329元/支		319-329元/支	
宫颈癌覆盖率	70%	70%	92%	70%		70%	
国内获批接种人群	9-45岁女性	9-45岁女性	16-26岁女性	9-45岁女性		9-30岁	
接种程序	3剂次	3剂次	3剂次	9-14岁	15-45岁	9-14岁	15-45岁
				2剂次	3剂次	2剂次	3剂次
全程免疫价格	1740元	2394元	3894元	658元	987元	638-658元	957-987元

资料来源：公司公告，华西证券研究所

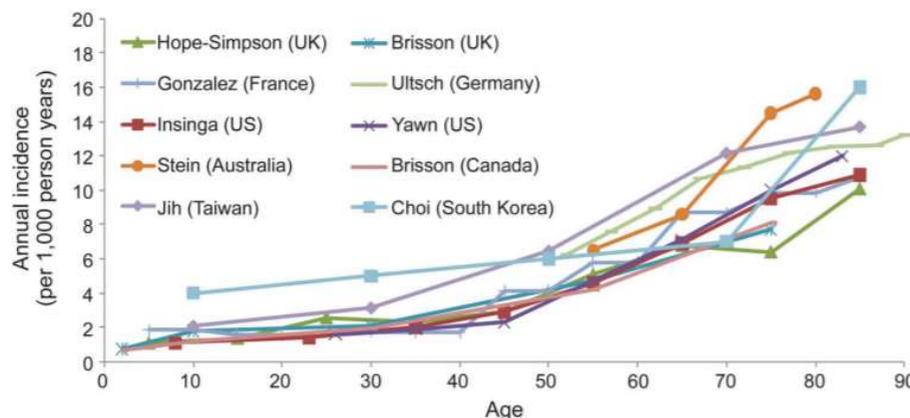
## 2.5. 疫苗——带状疱疹病毒疫苗：老年人需求值得关注，待开发的蓝海市场

- 带状疱疹（Herpes zoster, HZ），是由潜伏在体内的水痘-带状疱疹病毒（Varicella zoster virus, VZV）再激活而引起的一种急性感染性皮肤病。
- 带状疱疹发病率较高且持续上升，发病率随年龄增长而升高：根据《带状疱疹中国专家共识》显示，据报道全球普通人群带状疱疹的发病率为（3~5）/1000人年，亚太地区为（3~10）/1000人年，并逐年递增2.5%~55.0%。带状疱疹发病率随着年龄增长而升高，40-50岁之后，带状疱疹发病率显著升高。
- 接种疫苗是预防带状疱疹的有效手段。目前国内一共2款带状疱疹疫苗获批上市，分别是百克生物的带状疱疹减毒活疫苗和GSK的重组带状疱疹疫苗。

图：带状疱疹发病情况示意图



图：带状疱疹发病率情况



数据来源：《The global epidemiology of herpes zoster》，华西证券研究所

## 细分板块回顾与受益标的

### 2.5. 疫苗——重点个股推荐

- **智飞生物**

#### **Q1业绩符合预期，HPV疫苗持续增长**

2023年Q1公司业绩稳步增长，符合市场预期。考虑到2022年Q1有相关新冠疫苗贡献利润，若剔除新冠疫苗贡献利润，2023年Q1净利润增速会高于表观增速。公司核心代理产品HPV疫苗持续增长，根据中检院公布数据显示，2023年Q1，四价HPV疫苗批签发20批次，约480万只；九价HPV疫苗批签发21批次，约500万只。2023年Q1，四价和九价HPV疫苗批签发共计约980万只，同比增长约28%。

#### **自研管线丰富，逐步兑现**

目前公司有近30个疫苗研发项目，其中23价肺炎疫苗申请生产注册获得受理；冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）、四价流感疫苗和流感病毒裂解疫苗获得III期临床试验总结报告；15价肺炎疫苗和四价脑膜炎结合疫苗等项目处于III期临床试验进行中，公司在研管线将逐步进入收获期。

#### **投资建议**

暂不考虑新冠疫苗业绩弹性，维持公司盈利预测。预计2023-2025年，公司营业收入为469.22/553.00/586.17亿元，归母净利润为98.47/128.64/138.32亿元，EPS为6.15/8.04/8.65元，对应2023年5月11日收盘价75.11元/股，PE为12/9/8倍，维持“买入”评级。

#### **风险提示**

核心疫苗产品销售低于预期；新冠疫苗出口不及预期风险；疫苗产品研发进度低于预期。

## 细分板块回顾与受益标的

### 2.5. 疫苗——重点个股推荐

#### • 万泰生物

##### 新冠疫苗相关研发费用确认影响Q1表观利润

2023年Q1，公司表观利润增速为负，主要是由于本期与鼻喷新冠疫苗相关研发支出0.71亿元全部费用化，上年同期与鼻喷新冠疫苗相关研发支出1.52亿元则为资本化。2022年起，公司将鼻喷新冠疫苗研发过程中开发阶段的支出在满足资本化条件时确认为无形资产，所以上年同期相关研发支出资本化。2022年12月起，公司基于国家防疫政策变化以及对鼻喷新冠疫苗项目未来收益的综合判断，从谨慎角度出发对2022年度已经资本化的和未来发生的鼻喷新冠疫苗研发支出于当期全部费用化，因此本期相关研发支出费用化，影响了表观利润增速。

##### 积极推进多项疫苗研发项目

公司正在推进多项疫苗研发项目，九价HPV疫苗正处于临床III期；20价肺炎疫苗已启动临床试验；冻干水痘减毒活疫苗完成III期临床试验，正在进行生产申报准备工作；冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）正在开展IIb临床试验；重组带状疱疹病毒疫苗、重组三价轮状病毒亚单位疫苗和第三代HPV疫苗、四价肠道病毒灭活疫苗和鼻喷三价新冠-三价流感病毒疫苗正开展临床前药学和药效研究工作。公司疫苗管线日益丰富。

##### 投资建议

维持2023-2025年盈利预测不变，预计2023-2025年营业收入为174.34/215.55/260.00亿元，归母净利润为75.21/96.85/100.19亿元。2023-2025年EPS为8.54/11/11.38元，对应2023年5月11日收盘价98.98元/股，PE为12/9/9倍，维持“买入”评级。

##### 风险提示

公司二价HPV疫苗销售不及预期风险；随着国内其他国产HPV疫苗上市竞争加剧产品降价风险；公司体外诊断业务销售不及预期风险；公司疫苗在研产品研发进展不及预期风险。

## 细分板块回顾与受益标的

### 2.5. 疫苗——重点个股推荐

- 百克生物

**Q1业绩符合预期，水痘疫苗恢复性增长**

2023年Q1，公司收入主要由水痘疫苗所贡献，水痘疫苗业务恢复性增长带来公司营业收入增长。2023年Q1，公司水痘疫苗批签发27批次，同比增长8%。

**带状疱疹疫苗已获批上市，静待放量**

公司的带状疱疹减毒活疫苗已于2023年1月获批上市，适用于40岁及以上成人。带状疱疹和带状疱疹后神经痛尚无特效药，因此接种带状疱疹疫苗是预防带状疱疹的有效手段。此前国内仅有GSK的Shingrix带状疱疹疫苗获批上市，此次公司带状疱疹疫苗获批是国内第二个产品，同时也是首个国产产品。因此，目前国内带状疱疹疫苗市场竞争格局为一家国产和一家进口，竞争格局良好。基于国内老年人口基数较大，我们预计公司带状疱疹疫苗产品正式上市后将放量增长。此外，公司本次获批的带状疱疹减毒活疫苗适用于40岁及以上成人，相较于GSK的Shingrix获批用于50岁以上人群，公司带状疱疹减毒活疫苗适用年龄段拓宽，进一步增加了带状疱疹疫苗适用人群数量，提高了带状疱疹疫苗潜在市场空间。

**投资建议**

维持公司盈利预测，预计2023-2025年，营业收入为21.99/27.62/36.32亿元，归母净利润为4.80/6.33/8.55亿元，EPS为1.16/1.53/ 2.07元。对应2023年5月11日收盘价67.77元/股，PE为58/44/33倍，维持“增持”评级。

**风险提示**

水痘疫苗、鼻喷流感疫苗、带状疱疹疫苗产品销售不及预期风险；疫苗产品研发不及预期风险。

## 2.6. 中药行业——发展中医药已上升为国家战略，政策推动中医药产业高质量发展

**党中央、国务院高度重视中医药产业发展，出台多项鼓励政策。**2016年2月《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》的出台，标志着发展中医药正式上升为国家战略。此后，陆续出台《中医药法》和促进传承创新发展的意见和政策措施，并于2021年底推出重磅医保支持政策。中医药利好政策频出，传承、创新、中西医协调发展与走出国门已上升为国家战略，处于政策红利期的中药行业有望迎来较大发展机遇。

表：多项鼓励中医药产业发展的重要政策文件陆续出台

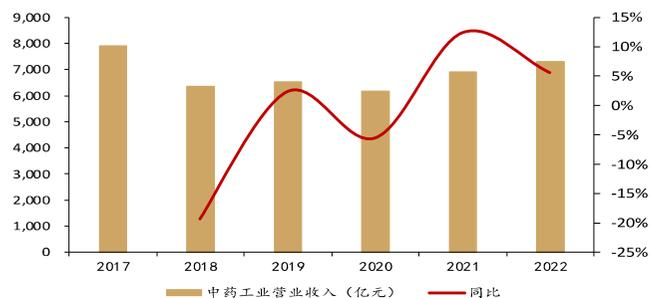
时间	发布部门	重要文件	主要内容
2016.02	国务院	中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）	到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。
2017.1	国家食药监局	中药经典名方制剂简化注册审批管理规定（征求意见稿）	提出符合条件的经典名方制剂申报生产，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药效研究及临床试验资料。
2017.1	国家食药监局	中药材生产质量管理规范（修订稿）	对中药材生产和质量管理提出要求，适用于中药材生产企业种植、养殖或野生抚育中药材的全过程。
2018.09	国务院	中药品种保护条例（修订版）	鼓励研制开发临床有效的中药品种，对质量稳定、疗效确切的中药品种实行分级保护制度。
2018.12	国家药品监督管理局等三部门	全国道地药材生产基地建设规划（2018-2025年）	到2020年，建立道地药材标准化生产体系，基本建成道地药材资源保护与监测体系，加快建设覆盖道地药材重点产区的生产基地。到2025年，健全道地药材资源保护与监测体系，构建完善的道地药材生产和流通体系，建设涵盖主要道地药材品种的标准化生产基地，全面加强道地药材质量管理，良种覆盖率达到50%以上，绿色防控实现全覆盖。
2019.1	中共中央、国务院	关于促进中医药传承创新发展的意见	提出：健全中医药服务体系；发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用；大力推动中药质量提升和产业高质量发展；加强中医药人才队伍建设；促进中医药传承与开放创新发展；改革完善中医药管理体制。
2019.03	商务部、国家中医药管理局	关于开展中医药服务出口基地建设工作的通知	通知明确了基地建设的目标、任务和申报要求。进一步加强对中医药服务贸易产业的培育、规划与引导，对于促进中医药事业创新发展，优化我国服务贸易机构，打造“中国服务”国家品牌，提升中华文化软实力具有重要意义。
2020.12	国家药监局	关于促进中药传承创新发展的实施意见	促进中药守正创新、健全符合中药特点的审评审批体系、强化中药质量安全监管、注重多方协调联动、推进中药监管体系和监管能力现代化。
2021.1	国务院办公厅	关于加快中医药特色发展的若干政策措施	从人才、产业、资金等7个方面提出28条举措。
2021.12	国家医疗保障局，国家中医药管理局	关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见	将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点支付政策，强化医保基金监管。
2022.3	国务院办公厅	“十四五”中医药发展规划	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥
2023.2	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药防病治病水平明显提升，中西医结合服务能力显著增强，中医药科技创新能力显著提高，高素质中医药人才队伍逐步壮大，中药质量不断提升，中医药文化大力弘扬，中医药国际影响力进一步提升，符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑

数据来源：政府官网，华西证券研究所

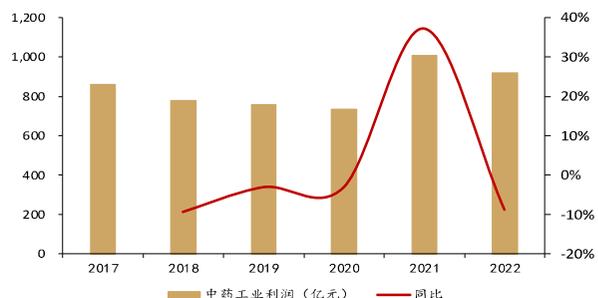
## 2.6. 中药行业——行业增长稳健

- 中药行业整体增长稳健，产量开始恢复增长。中药工业营业收入由2018年的6370亿元提升至2022年的7304亿元，复合增速为3.48%，中药工业利润总额为780亿元提升至2022年的917亿元，复合增速为4.12%。从产量来看，中成药产量2017-2020年呈现下滑状态，2021年开始有所恢复，产量为250万吨。

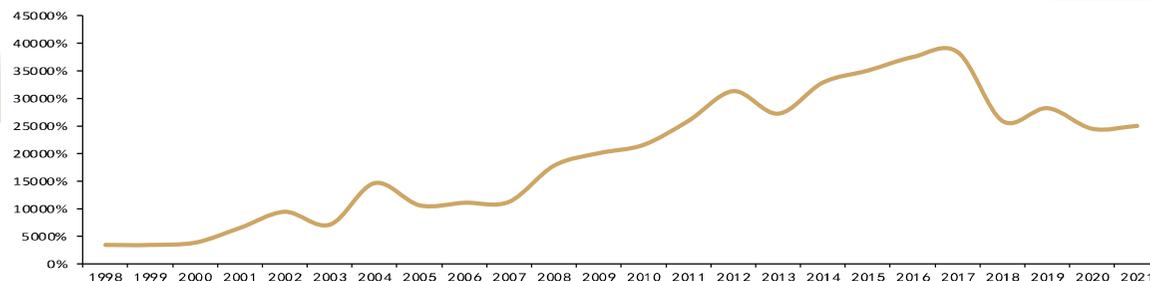
图：中药工业营业收入及增速



图：中药工业利润及增速



图：中成药产量 (万吨)



数据来源：wind，华西证券研究所

### 2.6. 中药行业——整体业绩表现亮眼

中药行业近几年利好政策频繁出台，加大中药传承创新力度，并且鼓励企业中药创新药研发，加快审批流程，为企业提供更明确的研究路径。疫情期间中药企业业绩表现优秀，疫后院内外需求复苏，2022Q4收入呈现恢复性增长，23Q1在多重因素影响下继续保持较快增长趋势。目前看中药集采降价温和，叠加后续医保基药目录谈判调整，有望继续带来较大放量。

表：中药行业核心上市公司业绩（亿元）及增速

板块	股票	2020A				2021A				2022A				2023Q1			
		营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
中药创新药	以岭药业	87.8	50.80%	12.2	101.00%	101.2	15.20%	13.4	10.30%	125.3	23.90%	23.6	75.80%	39.4	44.70%	12	148.30%
	康缘药业	13.6	14.20%	2.6	-48.10%	17.1	25.50%	3.2	21.90%	17.3	0.90%	4.4	35.50%	6.5	38.70%	1.4	28.60%
	天士力	135.8	-28.50%	11.3	12.40%	79.5	-41.40%	23.6	109.50%	85.9	8.10%	-2.6	-110.90%	20.8	10.90%	2.7	147.70%
	新天药业	7.5	-2.90%	0.7	3.60%	9.7	29.20%	1	35.80%	10.9	12.20%	1.2	15.40%	2.1	-16.20%	0.3	-18.70%
中药配方颗粒	中国中药	148.1	3.40%	16.6	4.70%	190.5	28.70%	19.3	16.20%	143	-24.90%	7.6	-60.50%				
	华润三九	136.4	-7.80%	16	-23.90%	155.4	14.00%	20.6	28.70%	180.8	16.30%	24.5	19.20%	63.5	49.50%	11.5	36.90%
	红日药业	64.9	29.70%	5.7	42.50%	76.7	18.20%	6.9	19.90%	66.5	-13.30%	6.2	-9.20%	16.6	-4.23%	1.8	-26.40%
	神威药业	26.6	-1.90%	3	-41.40%	32.2	21.40%	5.6	88.70%	39.5	22.60%	7.2	29.80%				
中药OTC	华润三九	136.37	-7%	153.2	12%	180.79	18%	63.52	51%	15.97	-24%	20.47	28%	24.49	20%	11.51	37%
	东阿阿胶	34.09	15%	38.49	13%	40.42	5%	10.69	20%	0.43	-110%	4.4	923%	7.8	77%	2.3	100%
	同仁堂	128.26	-3%	146.03	14%	153.72	5%	51.43	30%	10.31	5%	12.27	19%	14.26	16%	5.23	31%
	片仔癀	65.11	14%	80.22	23%	86.94	8%	26.3	12%	16.72	22%	24.31	45%	24.72	2%	7.7	12%
	健民集团	24.56	10%	32.78	33%	36.41	11%	10.13	10%	1.48	63%	3.25	120%	4.08	26%	1	12%
	太极集团	112.08	-4%	121.49	8%	140.51	16%	44.27	26%	0.66	-193%	-5.23	-892%	3.5	-167%	2.35	1075%
	云南白药	327.43	10%	363.74	11%	364.88	0%	105.13	11%	55.16	32%	28.04	-49%	30.01	7%	15.18	66%

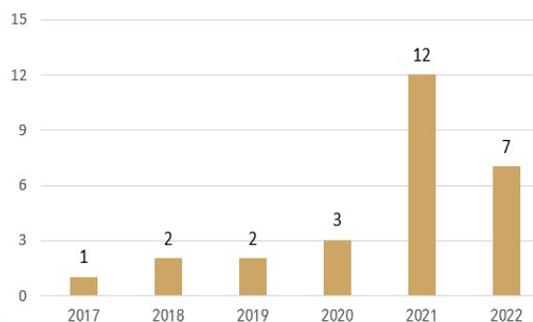
数据来源：wind，华西证券研究所

## 2.6. 中药行业——中药创新药：中药审评改革持续深化，创新中药审评审批加速

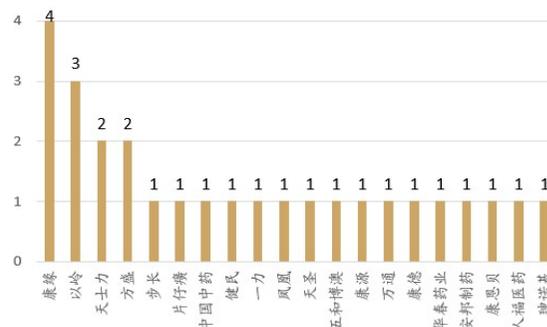
中药审批加速，近年中药创新药获批数大幅增加。2021年以来共有19个中成药新药获批上市，数量创近5年新高。

近年中成药纳入国家医保比例有所提升。从2000版到2022年版，医保目录中成药数量从575个增长至1381个，占比近50%。2022年版中药饮片未作调整，仍为892种，2019-2021年分别有23、40和3个中成药通过谈判进入国家医保目录。建议重点关注：以岭药业、康缘药业、天士力等中药创新药企业。

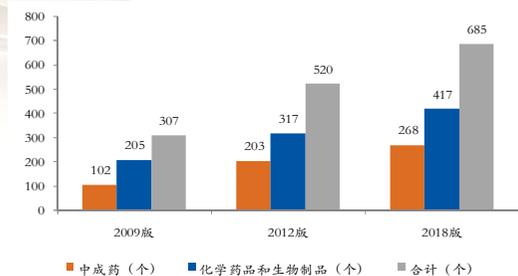
图：近六年（2017-2022年）中药新药获批数量



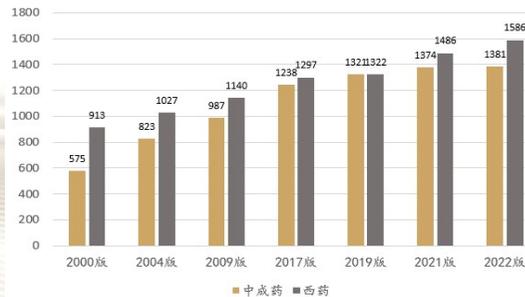
图：近六年（2017-2022年）新药获批企业分布



图：国家基药目录中成药数量



图：国家医保目录中成药和西药药品数量



资料来源：CDE，华西证券研究所

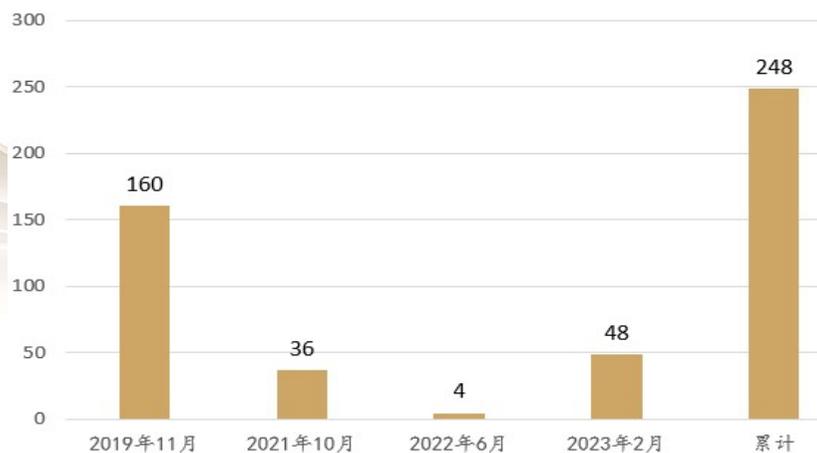
资料来源：CDE，华西证券研究所

## 2.6. 中药行业——中药配方颗粒：试点结束，市场有望迎来量质齐升

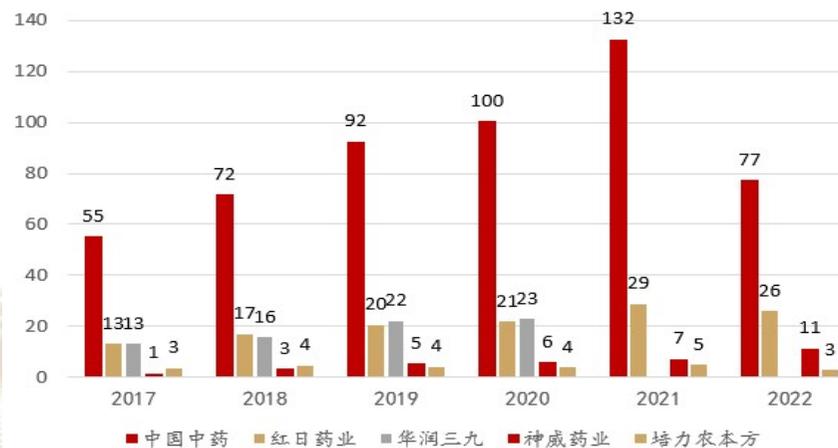
预计未来持续替代饮片造就中药配方颗粒行业持续高增长：2019年中药饮片主营业务收入约1932.5亿元，中药配方颗粒销售收入占中药饮片占其比重不到10%。2020年受疫情影响，中药配方颗粒市场规模增长11%左右，达到235亿元。虽然中药配方颗粒在中药饮片市场占比在逐年提升，但相比于日本~80%、台湾~70%占比，我国中药配方颗粒未来的市场空间值得看好。

当前中药配方颗粒全国集采时机或未完全成熟：中药配方颗粒常用品种约600种，当前仅248个品种形成国家标准。其质量标准制定是进行集中采购的先决条件；其次不计药占比、药品加成的也未取消；中药配方颗粒全国集采或仍存在两年以上的时间窗口。另外其降幅相较于化药品种有望更加缓和。建议重点关注：中国中药、红日药业、华润三九等中药配方颗粒龙头企业。

图：截止目前，已发布4版配方颗粒国家标准



图：各中药配方颗粒龙头企业收入（亿元）



资料来源：中国医药企业管理协会，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2.6. 中药行业——中药配方颗粒：业绩拐点有望出现在2023年下半年

2022年配方颗粒受国标切换、试点放开影响，行业出现较大波动；多家上市公司配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，首次出现负增长；同时新国标执行使得产品成本明显上升，业务毛利率有一定幅度下降

表：中药配方颗粒核心上市公司情况梳理

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>中国中药</b>						
收入（亿元）	55.00	71.51	92.27	100.13	132.34	77.10
yoy(%)	26.19%	30.02%	29.03%	8.52%	32.17%	-41.74%
占总收入比重 (%)	65.96%	63.51%	64.43%	67.63%	69.46%	53.92%
毛利率 (%)	58.00%	59.60%	67.20%	70.50%	70.00%	62.80%
净利率 (%)	18.80%	17.40%	16.80%	17.40%	16.20%	5.60%
<b>红日药业（北京康仁堂）</b>						
收入（亿元）	12.72	16.67	20.29	21.46	28.62	25.90
yoy(%)	-6.47%	31.05%	21.72%	5.77%	33.36%	-9.50%
占总收入比重 (%)	37.70%	39.46%	40.56%	33.07%	37.31%	38.95%
毛利率 (%)	81.96%	80.25%	77.28%	71.16%	69.74%	67.36%
净利率 (%)	40.52%	29.09%	23.66%	18.91%	23.20%	15.02%

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>华润三九</b>						
收入（亿元）	13.00	15.60	22.00	22.80	-	-
yoy(%)	-	20.00%	41.03%	3.64%	快速增长	负增长
占总收入比重 (%)	11.69%	11.62%	14.87%	16.72%	-	-
公司毛利率 (%)	64.86%	69.02%	67.15%	62.46%	59.72%	54.02%
公司净利率 (%)	11.93%	10.98%	14.55%	11.86%	13.58%	13.81%
<b>神威药业</b>						
收入（亿元）	1.32	3.14	5.02	5.56	6.93	11.03
yoy(%)	-	137.88%	59.87%	74.90%	74.80%	74.40%
占总收入比重 (%)	6.88%	12.22%	18.55%	20.93%	21.50%	27.92%
毛利率 (%)	73.70%	74.90%	75.60%	74.90%	74.80%	74.40%
公司净利率 (%)	23.52%	19.68%	18.59%	11.11%	17.27%	18.30%
<b>培力农本方</b>						
收入（亿元）	3.42	4.37	3.92	3.72	4.53	2.72
yoy(%)	-7.82%	27.78%	-10.30%	-5.10%	21.77%	-39.96%
占总收入比重 (%)	68.12%	66.67%	64.23%	70.54%	78.23%	69.18%
公司毛利率 (%)	66.92%	61.02%	57.31%	61.47%	64.18%	58.63%
公司净利率 (%)	0.32%	2.79%	-32.66%	5.27%	-18.48%	-26.83%

数据来源：政府官网，华西证券研究所

## 2.6. 中药行业——品牌OTC

品牌中药具有非常明显的配方优势、原材料优势和品牌优势。我国中药保密配方分为三个等级，具有国家绝密和保密配方的独家品种，具备良好的竞争格局，未来受集采影响也相对较小。原材料的稀缺性及较高的保密等级为品牌中药带来较高的壁垒，形成护城河，与此同时，公司较强的定价能力也带来较好的成本传导能力，可通过提价转嫁成本、增厚利润。品牌中成药OTC企业以成本质量控制和终端溢价能力，提升行业集中度和自身毛利率。建议关注：**东阿阿胶、同仁堂、片仔癀、中新药业、健民集团、云南白药**等品牌中药企业。

表：我国中药保密等级及品种

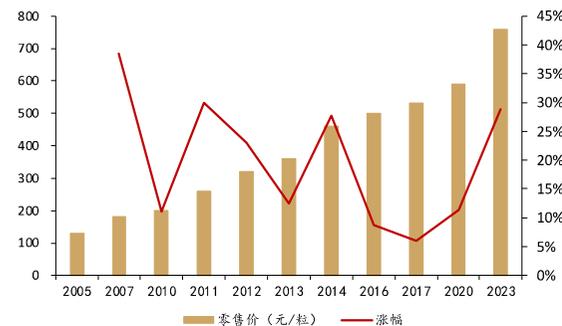
等级	保密期限	品种
国家绝密配方	永久	片仔癀、云南白药
国家保密配方	长期	合计6个，安宫牛黄丸（北京同仁堂）、华佗再造丸（广州奇星药业）、六神丸（杭州雷允上）、麝香保心丸（上海和黄药业）、龟龄集（广誉远）、定坤丹（广誉远）
中药保护品种	一级	10-30年
	二级	7年
		云南白药、云南白药胶囊、片仔癀
		合计120个（截至2021.12.25）

数据来源：NMPA，华西证券研究所

## 2.6. 中药行业——品牌OTC拥有“提价权”

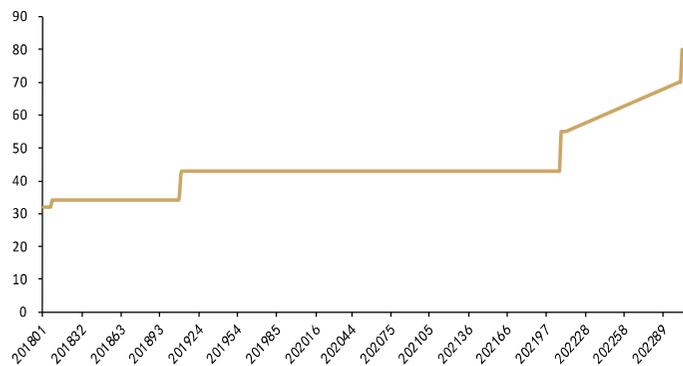
- 品牌OTC往往具有较强的品牌、渠道壁垒，消费者的粘性更强，因此具有较强的产品提价权。2023年5月6日，片仔癀锭剂国内市场零售价格将从590元/粒上调到760元/粒，价格涨幅达到28.8%，同时供应价格相应上调约170元/粒，海外市场供应价格相应上调约35美元/粒。有效对冲主要原材料天然牛黄、天然麝香价格上涨压力，有望驱动公司业绩较强增长。

图：片仔癀零售价变化（元/粒）



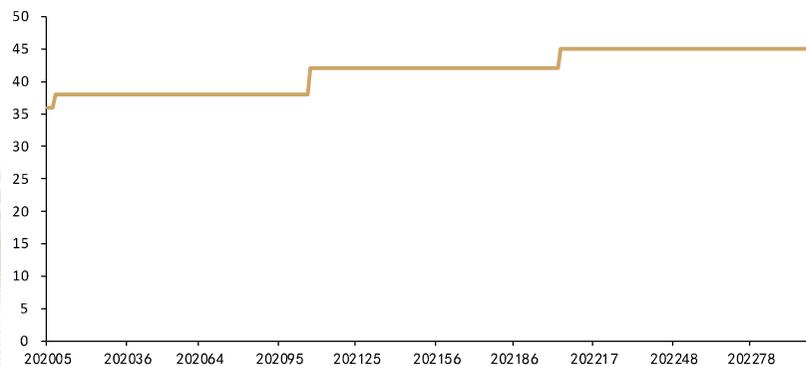
数据来源：公司公告，华西证券研究所

图：天然牛黄价格（万元/kg）



数据来源：药通社，中药材天地网，华西证券研究所

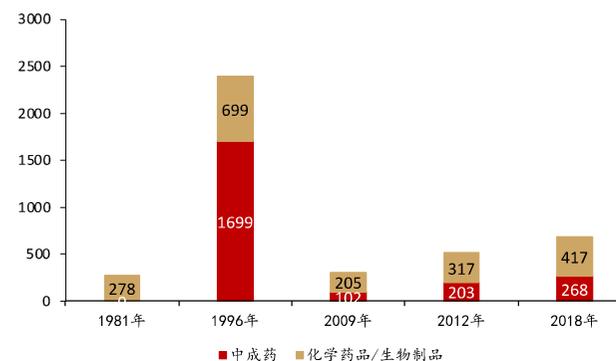
图：天然麝香价格（万元/kg）



## 2.6. 中药行业——中药基药目录有望扩容

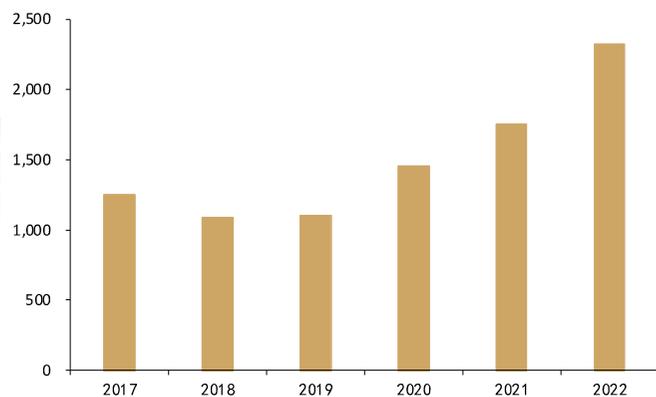
- 政策端：基药品种使用纳入考核。**根据过往基药目录调整情况，每次基药目录纳入品种数量为200-300个，其中中成药品种数量为100-200个。《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于90%、80%、60%，临床上优先使用基药。但从实际抽查结果来看，各级医院基药使用比率仍低于“986”政策要求，实际使用比率提升空间较大。
- 企业端：独家品种纳入基药后有望快速放量。**佐力药业的乌灵胶囊为独家品种，在2018年纳入基药目录后，公司持续加强学术建设，乌灵胶囊销量及销售额实现快速放量。

图：历年基药目录品种数量



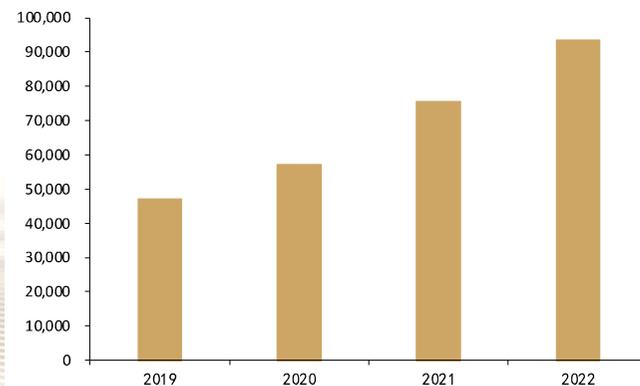
数据来源：国家卫健委，华西证券研究所

图：佐力药业乌灵胶囊销量（盒）（折合36粒）



数据来源：wind，华西证券研究所

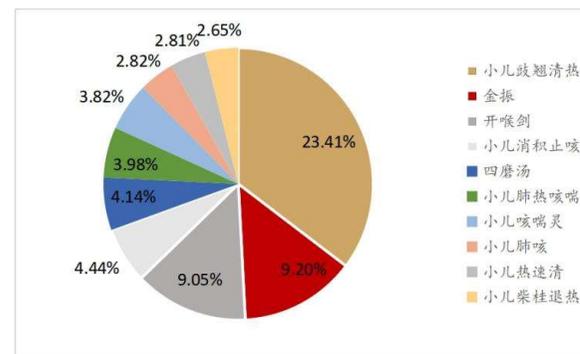
图：乌灵胶囊销售额（万元）（折合36粒）



## 2.6. 中药行业——中药基药目录有望扩容

- 金振口服液受益于作为公司独家基药品种之一，在儿科中成药市场迅速放量。康缘药业的金振口服液目前医保中标价为5.4元/支。2018年进入基药目录后放量迅速，但2020年受到疫情影响，呼吸品种药品销售下滑，销量只有1126万盒（yoy-34.65%）。随着疫情防控稳定销量回暖，2022年销售量达到2630万盒（yoy+74.81%），目前在城市公立医院儿科疾病药品销售额占比第二。作为独家基药品种，公司聚焦核心高端医院开发和增长工作，同时基层市场呈现较好发展态势，2022年度产品首次销售规模达10亿元，展现出强劲发展势头；
- 未来受基药政策红利和儿科市场需求提升影响，加之2022年底金振口服液已在30个省份中标，后续覆盖范围会继续扩大，销量有望保持增长趋势。

图：城市公立医院儿科疾病TOP10药品销售额占比（2022H1）

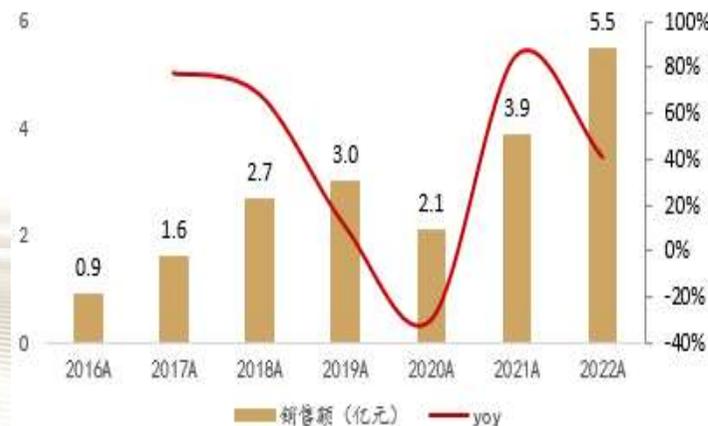


数据来源：米内数据，华西证券研究所

图：金振口服液销量及增速



图：城市公立医院金振口服液销售额及增速



数据来源：wind，华西证券研究所

## 2.6. 中药——中药基药目录有望扩容

- 各中药企业仍有多个独家品种未纳入基药目录，对于新版基药目录，已经在医保目录且为独家的品种有望在进入基药目录后实现**较强增长**。受益标的：以岭药业、康缘药业、佛慈制药、方盛制药、新天药业、桂林三金、九芝堂、济川药业、康恩贝、一品红、葵花药业、贵州三力等。

图：各中药企业重点品种梳理

企业	基药品种	医保+非基药品种+独家品种
以岭药业	通心络胶囊，参松养心胶囊，芪苈强心胶囊，莲花清瘟胶囊/颗粒，津力达颗粒等	莲花清咳片、夏荔芪胶囊
康缘药业	桂枝茯苓胶囊，金振口服液，复方南星止痛膏，腰痹通胶囊，银翘解毒软胶囊，杏贝止咳颗粒	大林红景天胶囊/片，天舒胶囊/片，通塞脉胶囊/片，九味熄风颗粒
佛慈制药	逍遥丸、安宫牛黄丸（大蜜丸）、明目地黄丸等	疏肝消积丸、消痔丸
方盛制药	强力枇杷膏（蜜炼）等	藤黄健骨片，舒尔经胶囊，龙血竭散
新天药业	坤泰胶囊	宁泌泰胶囊，苦参凝胶，夏枯草口服液
桂林三金	三金片、蛤蚧定喘胶囊等	桂林西瓜霜、脑脉泰胶囊、眩晕宁片/颗粒，复方田七胃痛胶囊、三七血伤宁胶囊/散，玉叶解毒颗粒
九芝堂	桂枝茯苓丸等	疏血通注射液，裸花紫珠片，补肾固齿丸
济川药业		小儿鼓翘清热颗粒
康恩贝	普乐安片/胶囊，银杏叶片/胶囊，奥美拉唑肠溶胶囊，盐酸坦索罗辛缓释胶囊等	麝香通心滴丸
一品红		苓香清解口服液，尿清舒颗粒
葵花药业	小儿柴桂退热颗粒，小儿肺热咳喘口服液，双黄连颗粒等	康妇消炎栓
贵州三力		开喉剑喷雾剂、

数据来源：各公司公告，华西证券研究所

## 2.6. 中药——国企改革推动企业经营走向高质量发展

- 2022年是国企改革三年行动收官之年，国企业绩有显著提升。2023年，国资委对央企经营考核指标进一步优化，具体体现为利润总额、净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率的“一利五率”。在国企改革考核全面优化下，国有企业逐步走向高质量发展。受益标的：太极集团、华润三九、达仁堂、康恩贝、同仁堂、东阿阿胶等。

图：中药国有企业梳理

证券代码	证券简称	实际控制人名称	总市值(亿元)	PE			PEG		
				2023PE	2024PE	2025PE	2023PEG	2024PEG	2025PEG
600436.SH	片仔癀	漳州国资委	1,888	60	49	41	2	2	2
600085.SH	同仁堂	北京国资委	827	49	42	37	3	2	3
000999.SZ	华润三九	国资委	635	22	19	16	1	1	1
600332.SH	白云山	广州国资委	569	13	12	12	1	1	1
600329.SH	达仁堂	天津国资委	367	34	27	22	1	1	1
000423.SZ	东阿阿胶	国资委	337	34	28	23	1	1	1
600129.SH	太极集团	国资委	278	44	32	24	1	1	1
600572.SH	康恩贝	浙江国资委	178	26	21	18	0	0	0
300026.SZ	红日药业	天津国资委	172	21	17	13	1	1	1
600422.SH	昆药集团	国资委	167	27	22	18	1	1	1
600750.SH	江中药业	国资委	157	23	19	16	1	1	1
600252.SH	中恒集团	广西国资委	90						
002349.SZ	精华制药	南通国资委	84						
002644.SZ	佛慈制药	兰州国资委	70						
600479.SH	千金药业	株洲国资委	63	18	16		1	1	1
000919.SZ	金陵药业	南京国资委	41						
600222.SH	太龙药业	郑州国资委	33						
300534.SZ	陇神戎发	甘肃国资委	31						

数据来源：wind，华西证券研究所（注：以上公司盈利预测均为wind一致预测）

## 2.6. 中药——国企改革推动企业经营走向高质量发展

- **股权激励锁定未来业绩增长。**多个国有企业陆续出台股权激励方案，未来三年业绩增长更加具有确定性。从已出台股权激励方案的企业来看，除了考核收入/利润外，也针对企业自身经营状况考核研发投入、ROE、净利润现金含量等指标，符合国资委对国有企业考核指标，有望带动未来经营质量逐步提高。

图：部分国企股权激励考核指标

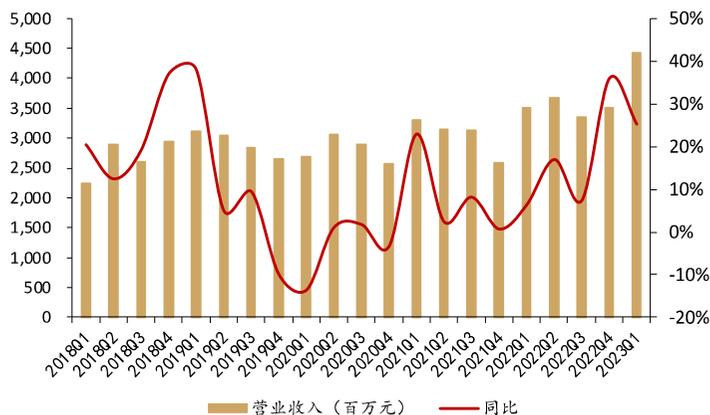
企业名称	激励考核指标
华润三九	1. 以 2020 年业绩为基数，2022-2024 每年归母扣非净利 CAGR 不低于 10%，且不低于同行业平均或对标企业 75 分位水平；2. 2022-2024 年归母扣非净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；3. 2022-2024 总资产周转率分别不低于 0.69/0.70/0.72。
江中药业	1. 2022-2024 年投入资本回报率分别不低于 12.74%/12.75%/12.76%，且不低于对标企业 75 分为水平或同行业平均值；2. 较 2020 年，2022-2024 年归母净利润 CAGR 不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；3. 2022-2024 年研发投入强度分别不低于 2.96%/2.98%/3.00%。
达仁堂	1. 以 2018 年业绩为基数，2020-2022 年每股收益分别不低于 0.8/0.86/0.92 元且不低于同行业对标企业 75 分位水平；2. 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 9.7%/17.9%/27.1%，且不低于同行业对标企业 75 分位水平；3. 2020-2022 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 92%。
金陵药业	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于 86%/97%/109%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平，2、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年加权平均净资产收益率增长率不低于 76%/82%/87%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平，3、以 2020 年研发费用为基数，2022 -2024年研发费用增长率不低于 70%/120%/186%。
康恩贝	1、以 2021 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于200%/240%/280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值。2、以 2021 年业绩为基数，2022-2024 年度加权平均净资产收益率不低于 6.5%/7%/7.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值。3、以 2021 年业绩为基数，2022-2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于4.5%/ 5%/5.5%。4、年度净利润现金含量不低于 105%。
昆药集团	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于 10%/21%/33%；2、以2020年业绩为基数，2022 -2024年现金分红比例不低于 30%/30%/33%
千金药业	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年营业收入增长率不低于30%/50%/75%；2、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年加权平均净资产收益率不低于12%；3、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年研发费用增长率不低于20%/35%/50%
中恒集团	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年经济增加值增长率不低于21%/33%/46%；2、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于16.6%/26%/36%，且不低于同行业净利润平均水平或对标企业净利润75分位值；3、现金分红比例不低于30%

数据来源：wind，华西证券研究所

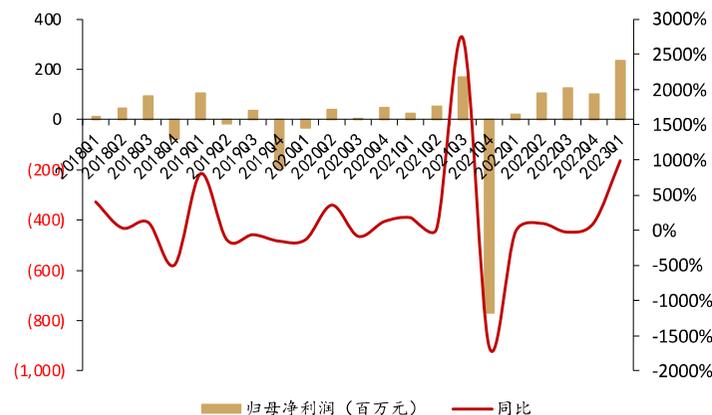
## 2.6. 中药——国企改革典型案例：太极集团

- 公司为中药品牌OTC企业，业务涵盖医药工业、医药商业、中药种植等，拥有藿香正气口服液、急支糖浆等多个知名独家产品。2021年开始实行混改方案，国药集团入主后，提出规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效经营方针，并发布十四五战略规划，对公司多个经营指标进行考核，公司经营开始逐步进入佳境。2022年/2023Q1公司分别实现营业收入140.51/44.27亿元，同比增长15.65%/25.27%，归母净利润3.50/2.35亿元，同比增长167%/991%。

图：中药工业营业收入及增速



图：中药工业利润及增速



数据来源：wind，华西证券研究所

## 细分板块回顾与受益标的

### 2.6. 中药行业——以岭药业

**呼吸系统类产品：营收大幅增加，莲花清瘟保持市场优势**

莲花清瘟过往在SARS、流感、H1N1、新冠等传染性疾病中有突出疗效，流感后逐步转化为全民感冒用药，使用场景发生转换。2022年呼吸系统类产品收入68.71亿元（yoy+67.29%），我们预估莲花清瘟约67亿元，根据公司年报，22H1产品在医院终端市场占比为35.7%，零售端市场占比为10.2%。我们预估莲花清咳片2022年收入约1-2亿元，预计2023年有望继续快速增长达5-10亿元。公司未来会将呼吸系统打造成第二产品集群，玉屏通窍片和小儿莲花清感颗粒均进入III期临床研究，呼吸系统类在研品种已形成包含上下呼吸道、覆盖小儿成人等10余个品种集群，公司预计到2027年有望完成呼吸系统中药创新药研发并申报新药4-5个，有望持续推动公司业绩快速增长。

**心脑血管类产品：业绩略有下降，23年有望恢复增长**

2022年心脑血管类产品收入41.78亿元（yoy-7.87%），系正常诊疗受限；三个创新专利中药通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊中药市场份额2022H1医院终端占比16.89%，与15年相比提升3.25%，零售端占比由2017年的5.79%增至2022H1的6.40%，处于行业领先地位。目前已完成5项循证研究，后续学术影响力有望进一步提升。未来随着诊疗逐步恢复，叠加新冠造成的心脑血管用药需求上升，带动整体板块业绩复苏。

**中药创新药研发持续推进，临床储备品种丰富**

2022年公司其他类产品收入11.01亿元（yoy+9.64%），公司快速布局精神类疾病用药，已获批上市益肾养心安神片和解郁除烦胶囊2个新品并于23年列入医保目录，预计23年开始贡献收入。公司目前已上市13个中药创新药产品，现有研发管线覆盖在研中药创新药品种40余个，涉及临床12个系统疾病，我们预计每年有望上市1-2个中药1类新药，为公司未来业绩增长带来可持续驱动力。

公司持续加大中药配方颗粒研发投入，目前已完成239个国标中药配方颗粒备案，267个河北省备案，在27个省开展跨省备案8500余条，包含国标品种5400余条，省标品种3100余条；在全国17个省实现300个品种以上跨省备案，部分省市实现400个+。

**盈利预测**

维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为125、137、150亿元，对应增速分别为0%、10%、9%；归母净利润为26.0、28.6、32.0亿元，对应增速分别为10%、10%、12%，EPS分别为1.56、1.71和1.92元。对应2023年5月11日收盘价28.61元/股，PE为18X/17X/15X。维持“增持”评级。

**风险提示**

莲花清瘟增速放缓和集采降价风险；心脑血管大品种增速放缓风险；公司新产品市场推广不及预期风险；产品研发进度不及预期的风险；

## 2.7. 医疗服务行业——“三位一体”种植牙综合治理措施已落地，民营口腔寻找新的利润空间

2023年4月20日，北京、广东、山东等地正式开始执行种植体系统集采结果，并同步实施牙冠竞价挂网采购价和医疗服务费调控。据公开资料显示，5月前“三位一体”的价格治理将在全国全面落地。根据动脉网数据，2023年3月和4月种植牙患者数量高于2022年11月-2023年1月的整体水平，但仍未恢复到2021年同期水平，分析系目前部分患者处于观望状态，预计5月中旬有望引来第一个高峰，患者增长可能会在经济恢复的过程中逐步体现。短期民营口腔通过密集营销引流，降价提高竞争力；长期民营口腔应借助内外部能量蓄力；优化获客方式和科室结构；也可借助上游耗材变革形成具有差异化的服务体系。

表：种植牙集采重要节点

	时间	主要内容
种植牙体系	2022年9月	省际联盟联采办发布1号采购公告，制定首个采购周期的整体计划
	2022年12月	联采办发布采购文件，包括采购品种、意向采购1量及最高有效申报价等信息
	2023年1月	种植体系统集采中选结果公布，共40个产品中选， <u>平均中选价格降至900余元，价格平均降幅55%</u>
	2023年3月	集采结果开始在联盟各省份落地执行
牙冠	2023年3月	四川开展牙冠竞价挂网采购，多个省份跟进； <u>单颗牙冠入围价从100-656元不等，入围均价为327元；</u>
医疗服务	2023年1月	各省份陆续制定和落地种植医疗服务调控价格

资料来源：国家医保局，动脉网，华西证券研究所

表：部分区域医疗服务调控情况（不含放宽政策）

区域	单颗常规种植牙医疗服务价格调控目标
广东	第一价区和第二价区（广州、深圳、珠海等）三级公立为4500元；第三价区（汕头、河源等）三级公立为4300元
山东	驻济省（部）属和军队三级公立为4300元，各市三级公立为4100元
河南	按地级市划分，各地医疗服务调控目标为3700-4300元，合并调控目标（种植体系统、牙冠）为6211-6811元
江苏	省级、南京市三级公立医院为4500元，其它地级市三级公立医院为4200-4300元，二级及以下公立为3850-4050元
四川	第一价区（四川省、成都市）三级公立为4400元，第二价区（攀枝花、德阳等）三级公立为4300元；第三和第四价区（自贡等）三级公立为4200元
河北	省级公立调控目标为4300元、市级公立调控目标为3900元
湖南	省级、长沙市三级公立调控目标为4300元，株洲为4200元，其他地级市为4100元
浙江	杭省级公立调控目标为4500元，各设区市结合本地区经济发展和口腔种植技术水平确定
安徽	省属三级公立常规单牙全流程费用不超过4280元，各市联动制定调控目标
湖北	第一价区（武汉）三级公立为4300元，第二价区（襄阳、宜昌）三级公立为4200元，第三价区（黄石、十堰等）三级公立为4100元；第四价区（仙桃、天门等）三级公立为4000元

资料来源：各地医保局官网，动脉网，华西证券研究所

## 2.7. 医疗服务行业——OK镜市场需求增加，集采整体降价温和

我国青少年儿童近视率呈上涨趋势，同时近视防控工作已纳入政府绩效考核；但受角膜塑形镜价格较高影响，渗透率低，如集采降价有望放量。据上市公司年报数据显示，2023年Q1行业需求恢复较乐观，预计23Q2在2022年低基数基础上会有更快增长。此次三明联盟OK镜集采报量1.4万片，整体规模数量少，超出市场预期，也与河北及三明联盟消费水平相较一线城市有一定差距有关，预计厂家报量和降价积极性有限，价格降幅空间较小，对相关企业影响温和。

**表：OK镜集采落地过程**

时间	单位	文件	主要内容
2022年10月	河北省医用药品器械集中采购中心	《关于开展20种集采医用耗材产品信息填报工作的通知》	拟开展20种医用耗材集中带量采购，组织开展信息填报工作。其中OK镜首次纳入集采。
2022年11月	三明采购联盟	《关于开展三明采购联盟第八次医用耗材集中带量采购的函》	委托河北省医疗保障局牵头组织开展第八次医用耗材集中带量采购，明确跟进OK镜集采
2022年11月	河北省医用药品器械集中采购中心	《关于公示20种集采医用耗材产品信息填报结果的通知》	公示20种医用耗材产品集采信息填报结果，信息填报已经完成审核，正式确定OK镜进行集采
2022年12月	三明采购联盟	《河北省医疗保障局关于对医用耗材集中带量采购文件公开征求意见的通告》	对包含OK镜的20种耗材集采规则基本制定完毕，集采周期都是2年，采购量分配环节将10%的采购量先分配给报价最低中选企业，然后再进行分配
2023年4月	河北省医保局、三明采购联盟	《关于公布河北省牵头三明采购联盟医用耗材集中带量采购的通告》	集采正式启动，此次OK镜集采报量为14342片，约定采购量由各医疗机构计算未来一个采购年度实际需求量的80%上报确定。申报企业的报价中须包含首次配镜时赠送的吸棒、镜片收纳盒的价格。医疗机构使用的验配工具费用、试戴镜片费用等由医疗机构承担。
		《关于开展19种集中带量采购医用耗材产品报名及材料申报工作的通知》	

资料来源：各地官网，华西证券研究所

#### 2.7. 医疗服务——2023Q1医疗服务整体业绩回弹迅速，眼科、医美等专科表现亮眼

- 22年受疫情影响，患者正常就医诊疗受到限制，造成医疗服务需求减少。疫情管控政策变化对门诊和住院客流量也造成负面影响，但从业绩上看，医疗服务板块韧性再次得到验证，2022年克服多重压力，整体营收基本维稳甚至略有上升。2023Q1随着疫情不利因素逐步消除，医疗服务刚需和消费需求均得到充分释放，诊疗和手术量恢复带动板块盈利快速攀升，眼科板块23Q1净利润同比增速可达50%+，看好未来三季度业绩环比同比改善。整体业绩快速复苏，行业整体存在业绩拉动估值回升机会，未来增速有望继续保持较快水平，建议关注龙头企业爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三星医疗、瑞尔集团等。

表：医疗服务核心上市公司业绩（亿元）及增速

市场	股票	2020A				2021A				2022A				2023Q1			
		营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
A股标的	爱尔眼科	119.1	19.2%	17.2	25.0%	150.0	25.9%	23.2	34.8%	161.1	7.4%	25.2	8.7%	50.2	20.4%	7.8	27.9%
	普瑞眼科	13.6	14.2%	1.1	122.1%	17.1	25.5%	0.9	-13.8%	17.3	0.9%	0.2	-78.1%	6.5	38.7%	1.6	334.9%
	何氏眼科	8.4	12.5%	1.0	-24.4%	9.6	14.8%	0.9	-13.8%	9.6	-0.7%	0.3	-61.6%	3.1	26.9%	0.6	117.8%
	华夏眼科	25.2	2.4%	3.3	53.6%	30.6	21.9%	4.5	36.0%	32.3	5.5%	5.1	12.5%	9.3	15.1%	1.5	34.0%
	通策医疗	20.9	8.12%	4.9	5.7%	27.8	33.2%	7.0	42.7%	27.2	-2.2%	5.5	-22.0%	6.7	3.0%	1.7	1.5%
	三星医疗	70.9	4.2%	6.90	-27.8%	70.2	-1.0%	6.9	-27.8%	91.0	29.6%	9.5	37.4%	22.5	13.4%	2.70	63.8%
	国际医学	16.1	62.2%	0.5	111.2%	29.2	81.8%	-8.2	-1912.5%	27.1	-7.2%	-11.8	-43.1%	10.6	247.4%	-0.7	83.6%
	朗姿股份	28.8	-4.3%	1.4	141.7%	36.7	27.4%	1.9	0.320	38.8	0.01	0.2	-90.7%	11.4	21.3%	0.6	6985.0%
H股标的	朝聚眼科	7.9	11.1%	1.2	64.1%	10.0	25.6%	1.6	30.3%	9.9	-0.8%	1.9	16.1%				
	海吉亚医疗	14.0	29.1%	1.7	327.7%	23.2	65.2%	4.4	159.6%	32.0	38.0%	4.8	8.0%				
	锦欣生殖	14.3	-13.5%	2.5	-38.6%	18.4	28.9%	3.4	35.1%	23.6	28.6%	1.2	-64.4%				
	固生堂	9.3	3.3%	-2.6	-72.9%	13.7	48.3%	-5.1	-98.3%	16.3	18.4%	1.8	136.2%				
	瑞尔集团	11.0	1.8%	-3.2	-5.2%	15.2	37.8%	-6.0	-89.2%	16.2	7.2%	-7.0	-17.0%				

数据来源：公司公告，华西证券研究所

2.7. 医疗服务——行业龙头加速扩张，布局全国连锁化经营

公司	市值(亿元)	具体布局
爱尔眼科	2114	稳步推进中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心建设，完善纵向分级连锁网络体系。截至2022年底，拥有境内医院215家（新增41家），门诊部148家（新增30家），其中华北地区占比最大；海外在美国、欧洲和东南亚布局118家眼科中心及诊所；同时产业并购基金所属医疗机构335家。
华夏眼科	486	截至2022年底，已在国内开设 <b>57家眼科专科医院</b> ，覆盖 <b>17个省及46个城市</b> ，依托厦门眼科中心立足福建省，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等地区，建立全国范围连锁运营诊疗服务网点体系
普瑞眼科	191	“全国连锁化+同城一体化”布局，2022年在昆明、合肥、南昌、广州、南宁5家新院开业。目前公司已开设 <b>24家连锁眼科专科医院</b> ，已覆盖全国大部分省市，并首次设立 <b>大湾区分部</b> ，作为未来新的业绩增长区域。
何氏眼科	71	以辽宁省内为主，持续推进京津冀、长三角、大湾区、成渝地区国家核心经济区业务分布；截至2022年底，公司拥有三级眼保健服务机构3家，二级眼保健服务机构35家（同比+3家），初级眼保健服务机构64家（同比+9家）
通策医疗	382	构架大医院、区域中心医院和蒲公英分院布局，体外基金推动省外建设大型医院。截至2022年，累计蒲公英分院36家，新增17家口腔医院，由省城向基层县市区扩张
三星医疗	195	2022年医疗服务板块实现收入20.65亿，yoy+50.74%。2022全年新增10家医院，5家收购+5家自建；2023年3月继续落地收购5家，目前体内有18家康复专科医院，体外并购基金20多家医院；
国际医学	249	形成“一个集团+三大院区”战略架构，全力打造新型医联体，并与陕西省内百余家基层医疗机构签订合作协议。公司旗下高新医院、中心医院合计床位达上万张。2022年高新医院最高日在院患者1503人，全年实现收入9.87亿元（同比-14.36%），净利润-0.59亿元（同比-245%）；中心医院最高日在院患者2273人次，全年实现收入16.19亿元（同比-1.51%），净利润-7.69亿元（同比-42%）；
朗姿股份	121	截至2022年底，已拥有 <b>30家医疗美容机构</b> ，包括 <b>6家综合性医院、门诊部或诊所24家</b> ，主要分布在成都、西安、昆明、深圳、长沙、宝鸡等地区，目前已初步在成都、西安实现区域头部医美品牌目标，辐射西南地区，正布局全国医美版图。
海吉亚医疗	365	2022年自建医院聊城海吉亚开业，23年德州预计开业，无锡和常熟海吉亚在建。现有医院二期项目有4项在进行，为未来公司业绩提供持续驱动力。
朝聚眼科	39	截至2022年底，公司经营 <b>24家眼科医院和26家视光中心</b> ，横跨5个省份与自治区，主要包括蒙西及周边地区8家医院、蒙东及周边地区9家医院、浙东3家、浙北2家和苏北2家，已在内蒙形成市场优势。
固生堂	120	截至2022年底，已在全国 <b>14个城市开设48家中医馆</b> ，在全国 <b>343个城市开展线上医疗服务</b> ，占据行业领先地位。2022年到2023Q1，公司自建+并购10家新店，并新进入郑州、温州、杭州和昆山。未来会继续在一线城市和新城市进行门店扩张。
瑞尔集团	58	截至2022年9月30日，在国内北京、上海、深圳、广州、杭州、天津和厦门七座城市合计经营 <b>瑞尔诊所51家</b> 。在华北、华东、华南以及西区10个城市经营 <b>8家医院和63家瑞泰诊所</b> 。

数据来源：公司公告（截止20230430），华西证券研究所

## 2.7. 医疗服务行业

- 后疫情时期需求全面复苏，关注消费医疗修复机会。
- 2023年Q1疫情防控政策已全面放开，疫情对医疗服务机构的影响出现边际减弱，社会公众对医疗服务需求增加，此前疫情期间受影响较大的消费属性医疗服务标的23Q1已展示出不俗的业绩表现，板块修复效果明显，多项集采落地也有利提高消费医疗渗透率，预计2023年消费医疗标的保持较高增长率，持续关注去年业绩受损，今年Q1业绩恢复超预期的企业。
- 口腔种植牙综合治理措施落地，有望带动大规模放量。
- 4月多地正式开始执行种植体系统集采结果，并同步实施牙冠竞价挂网采购价和医疗服务费调控。种植牙整体下降幅度约为50%，省会城市三级公立医疗机构调控目标约在4100元-4500元之间，地市三级公立医疗机构调控目标约在3700元-4300元左右，二级及以下公立医疗机构调控价格也相应降低。有望再次刺激公众对种植牙的需求，预计年中会引来种植牙第一波放量爆发，对口腔民营医疗服务机构持续利好。
- OK镜集采整体影响有限，消费眼科占比增加。
- 目前三明联盟耗材集采的细则已出台，OK镜此次集采量仅有1.4万，采购量相对企业销量较少，叠加目前OK镜业务在企业的占比较低，总体对行业的冲击度不会太大，但也有望促进OK镜未来放量。从业务结构看，消费眼科在各公司占比最大，屈光视光总收入占比基本超过40%，未来会继续优化业务结构，继续提高消费眼科收入，眼科医疗服务盈利能力有望进一步加强。
- 多项政策出台利好医疗服务。
- 国家医保局表示未来会逐步把分娩镇痛和辅助生殖项目纳入医保。同时国家出台有关基层医疗机构建设中医馆的相关政策规定，推动基层中医建设。有利于辅助生殖和中医馆业务医疗服务企业发展。
- 投资建议：建议关注盈利能力强，受到政策红利、业绩复苏情况超预期企业，以及各领域龙头企业，如爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三星医疗、瑞尔集团等。

## 2.7. 医疗服务行业——爱尔眼科

眼科医疗量价齐升空间巨大，民营眼科医疗大有可为

2019年眼科市场规模1037亿元，CAGR=19.6%，其中民营眼科医疗市场约401.6亿元（占比38.7%）；2021年爱尔全国市占率约11.2%，在民营市场占比仅28.0%。民营眼科医院因具备医师吸引力、资本、扩张动力和运营效率多重优势而发展迅猛，未来市占率有望持续扩大；随着眼科资源下沉和视光、屈光等业务渗透率持续提升、消费升级带来量价同步增长，未来十年眼科市场有望继续保持15-20%增长（根据第三方沙利文机构预测）；

公司是全球眼科医疗领导者，持续盈利性和成长性突出，公司成长天花板仍未到达

截至2022年底，公司境内实现收入141.7亿元（yoy+6.7%）；境内医院达215家（新增41家），门诊部148家（新增30家）。境外实现收入19.4亿元（yoy+13.1%），境外拥有机构118家。同时产业并购基金所属医疗机构335家。营收、医院数、门诊量和手术量均全球第一，并遥遥领先。近10年营收CAGR高达27.6%。老店内生依旧保持相对快速增长且未来可持续，2021年国内内生增长达23.8%；国内非前十大医院保持两位数收入增速，利润持续改善。非前十大医院收入合计110亿元（+10%），归母净利润15.9亿元（+17%）；前十大医院合计收入31.4亿元（-3%），归母净利润7.3亿元（-5%），收入占比持续下降至19.5%。

优秀管理结构和创新的并购基金模式是公司持续快速成长的基石

**管理方面：**公司创业团队持股集中，利益与股东高度一致；多层次、广覆盖的员工持股充分激发了核心骨干的工作积极性。公司自2014年起分别实施4次股权激励计划，均超额完成，近期要求2021-2025年相对2020年净利润增长不低于20%/40%/60%/80%/100%，有望推动公司业绩快速持续增长；

**商业模式方面：**并购基金、分级连锁模式大幅提升公司扩张速度和投资效率。地市级医院目前有几家已突破2亿收入体量，未来仍有较大成长空间。公司人才、技术、品牌领先优势明显，连锁扩张可复制性强，“省会+地级”医院进入收获期。

**“视光中心+县级医院”开拓新蓝海市场：**从布局上看，公司不断向地级市、县级市拓展渠道，充分挖掘基层的庞大消费市场。同时视光矫正需求巨大，预计2025年医学视光市场规模超500亿。眼视光业务（近视防控目前已纳入政府考核项目）、干眼症诊治是公司未来的重要成长点。

业绩预测及投资建议

公司内生+外延积极发力，持续深挖近视防控治疗、干眼症、屈光等多元化项目，满足全民全生命周期全眼科需求，龙头地位不可撼动。维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为202.1、250.2、306.9亿元，对应增速分别为25.5%、23.8%、22.7%；归母净利润为34.9、45.0、56.3亿元，对应增速分别为38.2%、29.1%、25.0%，EPS分别为0.49、0.63和0.78元，对应2023年5月11日28.84元/股收盘价，PE分别为59/46/37X；维持“买入”评级。

风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；行业政策风险。

## 2.7. 医疗服务行业——**华厦眼科**

**立足华东区域，连锁化发展辐射全国，核心优质老院厦门眼科中心实力雄厚、稳定增长，多家医院仍有较大的提升空间**

公司成立于2004年，截至2022年底，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。公司于2010-2012年开始探索连锁化经营，从2013年开始进入全国多地。公司在分院数量、年诊疗人次、眼科手术量、收入等多个维度居眼科服务行业领先地位。

公司发展策略：以福建厦门眼科为发展中心，辐射发展华东地区；2017-2021年公司在华东地区收入占比由80%下降至72%，系西南、华南等地医院营收增速较快所致；厦门眼科中心于2004年获评国家三级甲等专科医院，2021年营收和净利润分别达到8.0/2.2亿元，占公司总营收&利润的26.1%、47.8%；2021年公司营收TOP10的医院收入和利润占比整体为66.4%和80.8%，占比逐步下降，多家医院净利率仍有较大的提升空间。公司亏损医院数2021年降至18家，2022年年疫情15家，未来在公司集团化运营的体系下，亏损医院有望于2025年前渡过培育期逐步转盈。

**消费类眼科业务提升空间大，连锁化助力公司长期增长**

医保收入逐年降低由2019年的30.1%下降至2021年的24%。公司消费类眼科业务占比有较大提升空间；公司43.1%，普瑞67.1%，爱尔59.3%，何氏56.9%，未来屈光收入占比有望提高到40+，视光20+；人才储备和培养方面，公司已经与天津职业大学合作成立了华厦眼视光学院；

**成熟的“医教研”体系，临床诊疗实力突出**

公司拥有多个眼科学科带头人，包括国际眼科科学院院士黎晓新、赵堪兴教授为代表的一批领军人物。截至2022H1公司拥有医生合计897人。拥有863计划、国家自然科学基金、及省市课题近200项。厦门眼科中心作为公司的科研与教学基地，持续为集团所有下属医院提供专业的临床指导与技术支持，为公司辐射全国奠定基础。强大的专家组和医生团队是公司眼科诊疗实力不断提升、保有领先的行业地位的关键因素。

**业绩预测及投资建议**

未来公司将以“自建+并购”双轮驱动的方式，坚持“全科发展，重点突破”，加快发展屈光、视光、干眼等非医保项目；同时大力拓展独立门店的视光中心，主要在华东、华南、西南等地区进行全面布局，深度挖掘眼视光服务市场，提升消费医疗的营收比重。维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为39.7、48.3、58.3亿元，对应增速分别为23%、22%、21%；归母净利润为6.8、8.8、11.4亿元，对应增速分别为33%、29%、29%，EPS分别为1.22、1.58、2.03元，对应2023年5月11日收盘价78.04元/股，PE为64/49/38X。维持公司“买入”评级。

**风险提示**

新冠疫情风险；部分下属眼科医院持续亏损风险；医保控费风险

## 2.7. 医疗服务行业——普瑞眼科

### 全国连锁化+同城一体化，医院扩张稳步推进

公司主打先聚焦直辖市与省会等中心城市的优质市场、再适当向下延伸的全国连锁布局策略，成长性较明确。截至2022年，公司已运营24家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及10余个省会城市。2022年在昆明、合肥、南昌、广州和南宁新开诊5家医院，过去三年内新开诊医院将成为未来公司新的内生增长动力，2023年我们预计新开4-5家医院。

### 疫情扰动+新开业医院短暂影响盈利，长期规模效应逻辑有望兑现

2022年营收17.26亿元（yoy+0.91%），归母净利润0.21亿元（-78.09%），扣非归母净利润0.19亿元（-78.36%），扣非净利润率1.10%；Q4单季度营收2.93亿元（yoy-17.00%），归母净利润-0.73亿元（yoy-200.49%），扣非归母净利润-0.72亿元。系疫情影响多地医院多次限流或停诊，影响患者就医；

2023Q1实现营收6.50亿元（+38.73%），疫后诊疗需求快速恢复，业绩超预期，我们预计23Q1并表的东莞眼科医院贡献收入增速10个百分点；内生增长约为28%；归母净利润1.62亿元（+334.85%），系23Q1公司完成了东莞医院并表确认了一次性投资收益。扣非归母净利润0.71亿元（+92.30%），扣非净利润率10.9%，23Q1公司费用率控制效果较好，销售费用率、管理费用率、财务费用率依次为15.00%、11.79%、1.99%，分别同比减少1.89、2.76、1.18 pp；

### 屈光业务2022年顶住疫情压力保持快速增长，消费医疗业务有望持续维持高增长态势

屈光：22年实现收入9.71亿元（yoy+11.29%），已成公司收入贡献最大业务项目；公司为打造屈光优势项目，实现全球主流屈光手术术式全覆盖，投入资金持续配置高精尖手术设备，叠加屈光手术市场渗透率逐步扩大，预计未来保持快速增长趋势。

视光：22年实现收入2.60亿元（yoy-5.83%），依托总部儿童眼病与视光事业部，视光业务为公司未来重点发展方向之一，并从美国引进陆燕博士担任技术总监。公司全面推广第五代全数字化和智能化角膜塑形镜验配技术，有望带来业绩复苏。屈光和视光收入总占比目前已达71.31%；

白内障：22年实现收入2.49亿元（yoy-13.04%），系疫情影响患者正常诊疗；公司推广多功能人工晶状体及高端手术方式，并已从复明性白内障手术转型为高端趋光性白内障手术，随着人口老龄化程度加深，白内障市场需求扩大，叠加疫情影响基本消除，未来有望重回快速增长。

综合眼病：22年实现收入2.33亿元（yoy-12.65%），受疫情影响较大。

### 业绩预测及投资建议

截至2022年，公司已运营24家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及10余个省会城市。2022年公司在昆明、合肥、南昌、广州和南宁新开诊5家医院，过去三年内新开诊医院将成为未来公司内生增长主要动力；核心专注高毛利率的消费眼科业务。维持盈利预测，预计2023-2025年实现收入分别为25.7、32.2、40.1亿元，同比增长49%、25%、25%；实现归母净利润2.4、2.1、2.8亿元，同比增长1073%、-13%、33%；EPS为1.6、1.4、1.9元，对应2023年5月11日131.50元/股收盘价，PE分别为82/94/69X。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；行业政策风险。

## 2.7. 医疗服务行业——三星医疗

### 康复医疗服务空间广阔，可复制性推动连锁化发展

2020年中国康复医疗服务市场规模约为853亿元，在康复需求人数持续扩大和健康消费升级以及康复理念等因素推动下，预计到2025年市场规模扩大到2207亿元，CAGR=17.2%。根据《北京市医疗卫生服务体系规划(2016—2020年)》中的人均康复床位目标(即每千人0.5张)估算2030年全国康复床位总目标，2030年全国康复床位需求约为70万张，2020康复科室床位数为30万张，存在40万张的供给缺口。此外民营康复连锁医院规模整体不大，还未形成稳定的行业竞争格局。康复医院对高价值设备和高等级医生依赖度较低，治疗方案标准化程度较高，可复制性强适合连锁化发展。

### 公司医院管理经验丰富，差异化选择康复服务发展道路

立足于江浙地区，公司纵深推进华东、华中等地区重点城市覆盖、重点布局区域标杆康复医院，打造康复医疗服务连锁体系，预计未来3-5年是公司扩张康复服务规模的快速发展时期。在2015年收购明州医院，正式进入到医疗服务行业，并差异化选择康复医疗发展道路，通过新建、投资并购等模式，加速全国布局。2021年11月收购杭州明州脑康康复医院、南昌明州康复医院；2022年医疗服务收入20.65亿元(yoy+50.74%)，毛利率达26.7%，提升5.98pct。公司2022年新增10家康复医院，收购自建各一半，顺利达成全年股权激励目标。2023年3月公司继续完成对衢州明州、泉州明州、余姚明州、湖州浙北和嘉兴明州康复医院的100%股权收购，有望对公司业绩做出贡献。公司目前主要医疗战略方向是创新康复医疗模式，将ICU、康复和高氧舱深度融合，目前公司已验证具备全国连锁扩张复制能力。医疗基金旗下还有20余家康复医院，持续强化公司在康复业务的优势。同时公司层面设置股权激励考核要求：2022-2024年医疗服务营业收入不低于18.19/22.38/27.98亿元，且每年新增项目医院数量不低于10家(收购、自建各5家)。完成度上，公司2022年起预期完成股权激励目标；我们预计2024年医疗业务利润可达3亿元+。

### 智能配用电业务稳健增长，智能电表行业迎来量价齐升时期，公司该部分业务有望加速

公司是智能电表行业的头部企业，在历年国家电网电能表和用电信息采集招标中，公司的中标份额稳固在前三，中标金额占比由2018年的3.99%提升至2021年的4.66%。2022年收入68.09亿元(yoy+26.50%)，其中国外实现收入16.40亿元，占比24%(yoy+29.88%)。公司累计在手订单85.91亿元(yoy+28.09%)，其中国内54.29亿元(yoy+19.24%)，海外31.62亿元(yoy+46.79%)；在手订单充足，有望贡献稳定现金流。公司层面设置股权激励考核要求：2022-2024年扣非净利润不低于5.9/7.7/10.0亿元。

### 业绩预测及投资建议

考虑到公司康复医院占比逐渐增加，毛利率有所提升，电表业务净利率表现优异；维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为112、138、164亿元，对应增速分别为23%、23%、18%；归母净利润为12.0、14.4、17.6亿元，对应增速分别为27%、20%、22%，对应EPS为0.85/1.02/1.24元，对应2023年5月11日13.37元/股收盘价，PE分别为16/13/11X；维持“增持”评级。

### 风险提示

管理提升不及预期风险、扩张不及预期风险、医疗事故风险。

## 2.7. 医疗服务行业——瑞尔集团

### 中高端口腔服务行业领军企业，专注齿科23年，“内生增长+外延并购”双轮驱动

截至2023财年中中期，公司已在全国15个城市拥有8家医院和114家口腔诊所（在60-70家门店规模阶段时：并购数为20-30家，后均为自建，**总体策略：以自建为主，不依赖并购。**目前4大区域（华北、华东、华南、西部）、15个城市已基本覆盖一线城市及省会城市，基本完成全国连锁布局，未来不以扩区域为主，以同城加密为主（发展至15-16家门诊，考虑新开医院）；已有稳健增长期医疗机构58家，迅速扩张期25家，90%+处于增长阶段。2021财年公司处于稳健增长阶段的医院&诊所实现营收9.8亿元，占比65%，2019-2021财年营收CAGR=28.0%，毛利率逐渐改善，由22.6%提升至30.3%；牙椅单产实现150万+。随着“医院+诊所”模式拓展速度加快，2021财年Top20医院及诊所总收入占比下降至43.6%。截至2022财年中中期，亏损诊所数量降至14家。随着稳健增长期诊所数量和收入占比的提升，公司整体盈利拐点将逐步显现。

### 中国口腔医疗服务市场呈现稳健增长格局，民营市场发展势头强劲，口腔龙头连锁率将进一步提升

中国口腔医疗服务市场已由2015年757亿元增长至2020年1199亿元，CAGR=9.6%，其中民营市场CAGR=13.9%。国内民营口腔连锁率较低，五大民营口腔连锁整体市占率仅约8.5%，民营口腔连锁扩容前景广。中国中高端民营口腔医疗服务市场规模由2015年的12.9亿元增长至2020年的26.2亿元，CAGR=15.2%，预计2025年将达到74.9亿元，CAGR=19.7%。公司作为中高端口腔服务龙头企业有望充分享受行业发展红利。2020年按收入口径划分，瑞尔集团12.4亿元排名第3，市占率为1.5%；通策医疗2.4%

### 双品牌战略助力全国扩张，覆盖中高端口腔医疗市场，牙椅数及牙椅单产全面提升

品牌端：以瑞泰口腔品牌经营8家医院、63家诊所；以瑞尔齿科品牌经营51家诊所，FY2022营收8.3亿元，在高端品牌市占率第一，客户忠诚度在平均达到45%左右，就诊人次最高突破56万人。瑞泰口腔FY2022营收7.9亿元，在中端市场市占率第5。经营端：公司注重人才培养、人才机制吸引，2019-2021财年牙医数CAGR=10.9%，增速稳健。牙医硕士+学位率超50.1%，31.4%牙医工作年限在5年+，稳定的牙医数与患者忠诚度、复诊率挂钩，从而筑成优势壁垒，助力业绩增长。

### 业绩预测及投资建议

疫情扰动下公司2023财年业绩承压，疫情政策放开下，公司有望回归常态化成长，维持盈利预测，预测2023-2025财年整体营收将达到14.8/19.4/23.9亿元，同比增长-9%、31%、23%；实现归母净利润-2.0、0.4、1.2亿元，同比增长71%、121%、179%；EPS为-0.35/0.07/0.20元；对应2023年5月11日10.32港元/股收盘价（当日汇率1HKD=0.89CNY），PE分别为-26/131/46X，PS分别为4/3/2X。结合公司未来全国双品牌扩张战略持续推进中，持续提质增效，维持“买入”评级。

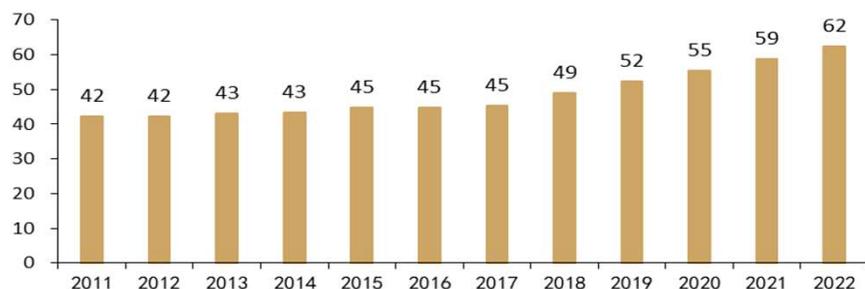
### 风险提示

经营业绩不及预期，医疗事故风险，医疗政策风险。

## 2.8. 零售药店——集中度提升长逻辑持续验证

- 零售药店行业市场集中度持续提升。2022年全国零售药店数量达到62.33万家，其中连锁药店数量为36万家，连锁率进一步提升至58%。从行业集中度来看，根据中国药店数据，2022年全国药品零售市场规模达到5015亿元，其中TOP10、TOP100连锁药店销售额分别为1550、2800亿元，市占率分别为31%、56%。

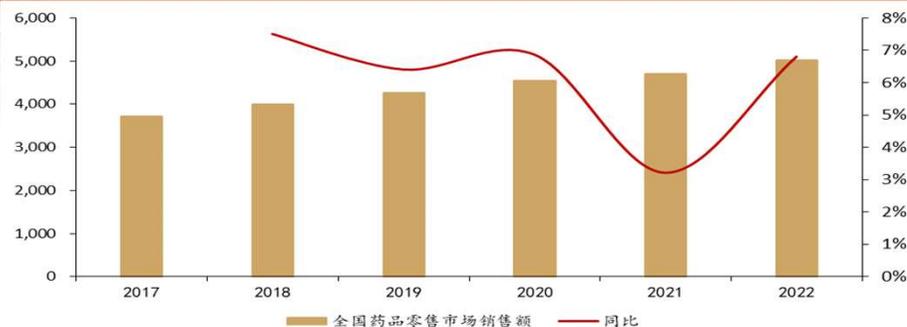
图：全国零售药店数量（万家）



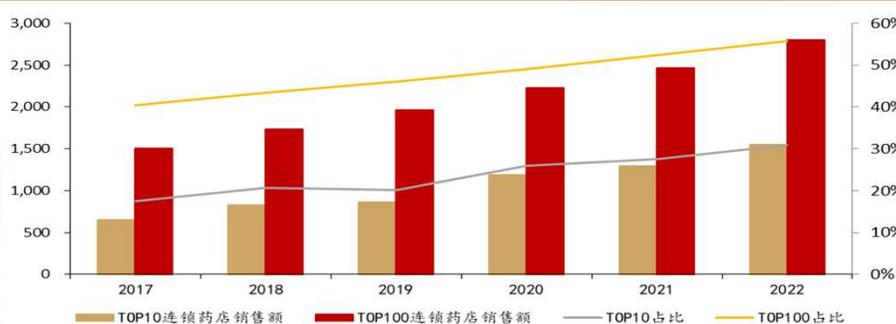
图：全国连锁药店数量及连锁率



图：全国药品零售市场销售额（亿元）



图：全国十强及百强连锁药店销售额（亿元）及市占率

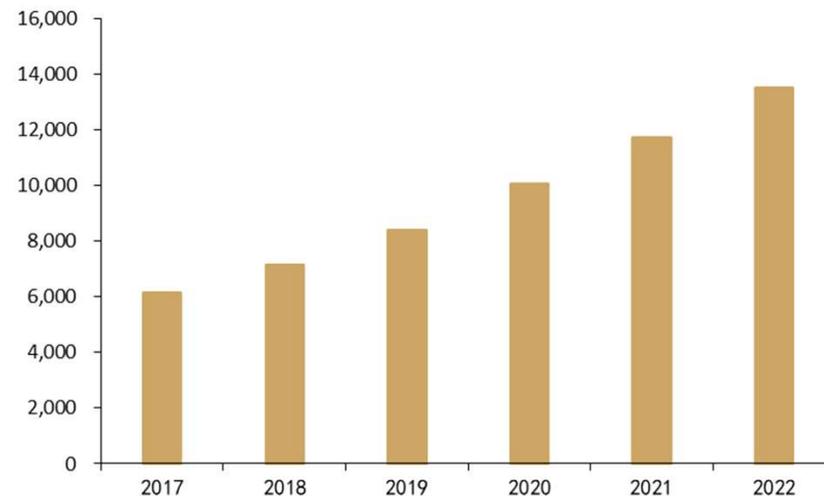


数据来源：药品监督管理局，《中国药店》，华西证券研究所

## 2.8. 零售药店——政策持续推动处方外流

- **个人账户改革对药店行业影响有限。**个人账户改革后，单位缴纳的医保资金不再划入个人账户（原本为30%比例划入个人账户），个人账户增量资金有所减少，但对药店行业影响有限。根据国家统计局数据，2021年职工医保个账在药店的支出为2061亿元，占当年个账收入的28.87%，占比整体较小，2022年职工医保个账累计结余13534亿元，存量资金仍然较高，个账增量资金减少对消费者在药店的支出影响有限。
- **门诊统筹政策推动下，处方外流有望加速。**2月15日，国家医疗保障局发布关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知。通知要点为：1) **放开统筹药房资质**，积极推动符合条件的零售药店开通门诊统筹服务。2) **明确报销政策**。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。
- 4月9日，武汉市发布《关于优化武汉市职工医保门诊统筹的通知》，门诊统筹政策方案进一步优化。要点：①取消起付线限制。（前版改革起付线为在职700、退休500元）②提高报销比例及报销上限。纳入门诊统筹的药店报销比例，由原来的在职职工60%、退休人员68%，进一步提升至在职85%、退休人员90%。退休人员年度报销限额由4000元提高到4500元。医保支付扩容下，处方外流有望长期推动药店行业发展，专业化服务能力和规模优势的头部连锁药店企业有望率先受益。

图：职工医保个人账户累计结余（亿元）

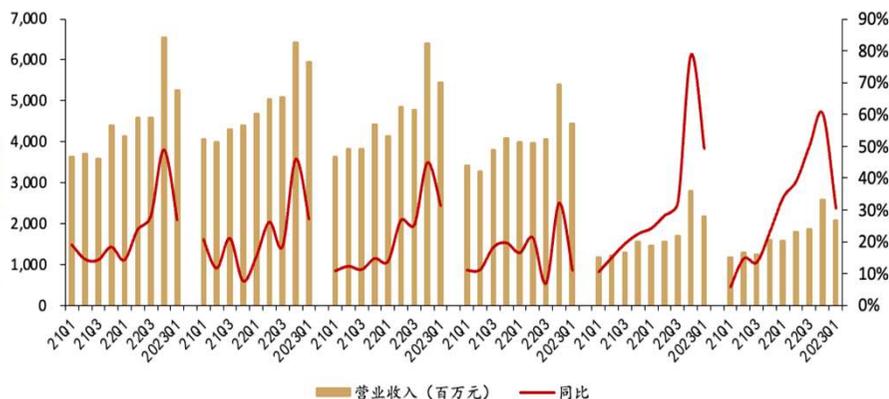


数据来源：国家统计局，华西证券研究所

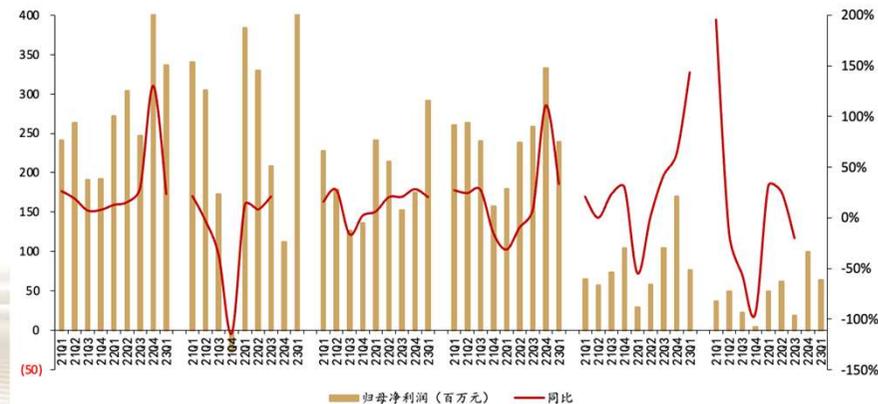
## 2.8. 零售药店——后疫情时代，头部连锁药店“内生+外延”有望共同加速

- 业绩增长稳健，后续发展值得期待。零售药店行业6家上市公司2022年/2023Q1共实现营收收入941/253亿元，同比增长29.01%/26.65%，归母净利润46.89/15.05亿元，同比增长27.23%/30.21%。2022年业绩实现较高增长，主要受益于疫情管控放开后防疫相关物资放量，以及药店客流量的持续恢复。展望未来，疫情管控对客流量的影响因素解除，随着各上市公司持续加强精细化管理，以及门店数量扩张带来的规模效应，后续发展值得期待。

图：零售药店行业各上市公司季度营业收入



图：零售药店行业各上市公司季度归母净利润

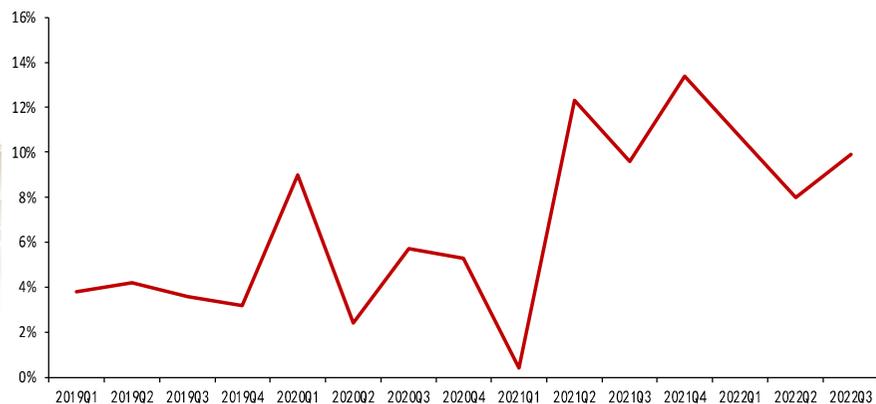


数据来源：wind，华西证券研究所（从左至右依次为：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民）

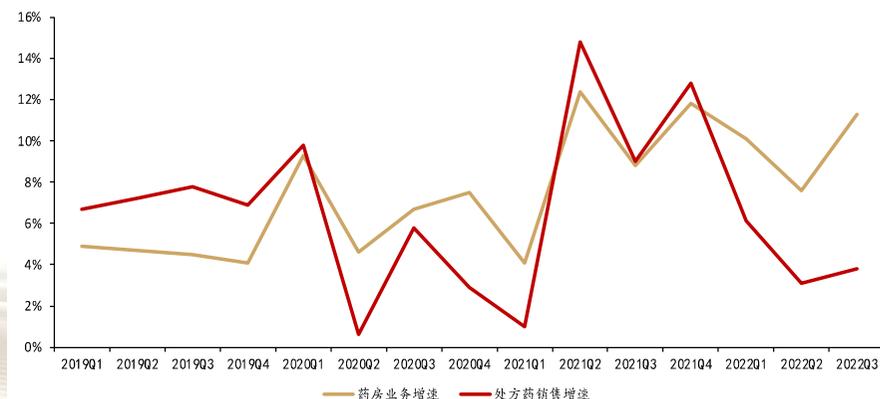
## 2.8. 零售药店——后疫情时代，头部连锁药店“内生+外延”有望共同加速

- 海外疫情防控放开后，头部连锁药店多个季度同店增速保持在较高水平。美国药店主要分为药房业务和零售业务，前者主要是处方药的销售，后者是非处方药以及医药器械、保健品、美妆护理等非药品业务等销售，占比分别约3/4，1/4（以CVS公司为例）。2021年3月开始，CVS整体同店增长改善趋势明显，2021Q2-2022Q3六个季度同店增速保持在8%以上，且高于疫情前水平。药房业务整体保持在8%以上的增速，其中处方药销售在2022年Q2-2022年Q1四个季度增速保持在12%以上。
- 对比海外市场，国内头部连锁药店同店增速提升的持续性值得期待。根据国家统计局，2023年一季度我国中西药品零售额同比增长16.5%，我们预计四大连锁药店的同店销售额表现良好。我们预计四大连锁药店全年同店增速有望保持在5%-10%的较高增长，与22年相比同店增速有望提升，内生增长有望增强。

图：CVS单季度整体同店增速



图：单季度药房业务和处方药销售增速

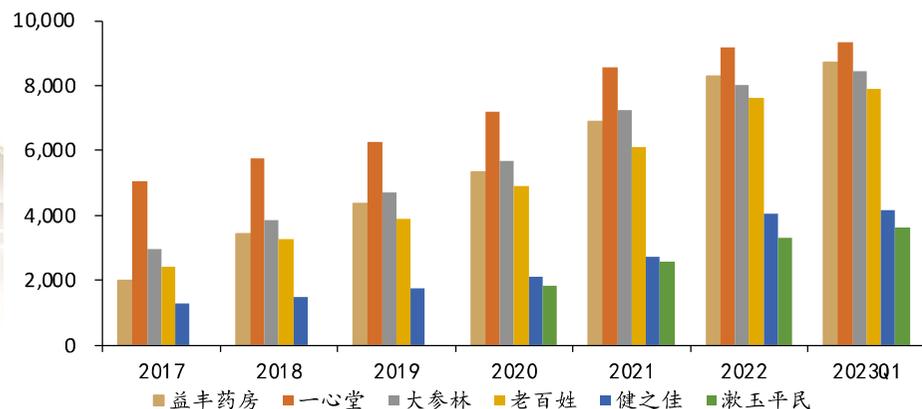


数据来源：wind，华西证券研究所

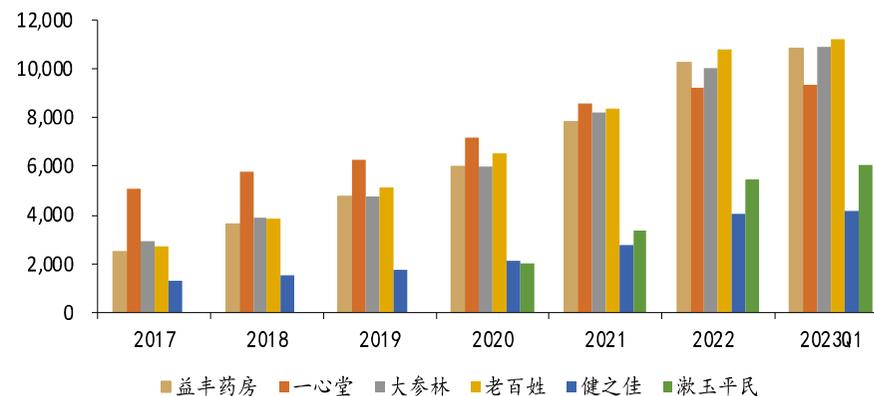
## 2.8. 零售药店——后疫情时代，头部连锁药店“内生+外延”有望共同加速

- 门店增速有望保持在较高水平，外延扩张驱动长期业绩增长。益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民2022年门店总数分别为10268、10045、10783、9206、14055、5456家，同比增长31%、23%、29%、8%、48%、63%。2023Q1门店数量分别净增597、850、448、138、137、585，23年全年各上市公司门店增速有望保持在较高水平，带动业绩持续增长。
- 资本加持+资产价格合理，并购整合有望提速。监管加强、盈利门槛提高等因素下，中小连锁及单体药店生存艰难，资产价格有望趋于合理。3月17日，老百姓公告拟以1.24亿元收购安徽为百姓大药房重组后新公司80%股权，收购标的PS为0.74X，估值较为合理。此外，大参林、漱玉平民等近期发布再融资方案，进一步补充现金流。资本加持+资产价格合理，药店行业并购整合有望提速。

图：零售药店行业各上市公司直营门店数量（家）



图：零售药店行业各上市公司门店总数（家）



数据来源：wind，华西证券研究所

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.8. 零售药店公司——一心堂

- 2022年公司实现营业收入174.32亿元(+19.50%)，归母净利润10.10亿元(+9.59%)，扣非后归母净利润9.89亿元(+10.05%)。分季度来看，公司2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营业收入39.95/39.70/40.60/54.06亿元，同比分别为+16.53%/+21.28%/+6.94%/+32.21%，分别实现归母净利润1.79/2.39/2.59/3.33亿元，同比分别为-31.17%/-9.26%/+7.95%/110.95%。2023年一季度公司实现营业收入44.36亿元(+11.02%)，归母净利润2.39亿元(+33.49%)，扣非后归母净利润2.41亿元(+46.83%)。2023年一季度公司业绩增长稳健，全年业绩有望持续保持良性增长态势。
- **中西成药销售快速增长，期间费用率保持稳定**
- 分产品来看，受益于处方外流逻辑的持续兑现，叠加疫情管控放开带来的感冒药销售快速增长，公司中西成药销售增长显著。2022年中西成药销售实现收入129.88亿元(+23.80%)，毛利率为31.60%；医疗器械及计生、消毒用品业务实现收入14.02亿元(+15.96%)，中药实现收入13.08亿元(-3.76%)。从费用率来看，2022年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为23.36%/2.53%/0.56%，分别同比-2.01/-0.21/-0.13个百分点。2022年公司毛利率为35.05%(-1.91pct)，净利率为5.81%(-0.48pct)。毛利率略有下降主要系中西成药的销售占比进一步提高所致，随着疫情后时代客流量的进一步复苏，以及公司在毛利率较高的中药等产品销售收入持续提升，盈利能力整体有望保持稳定。
- **门店拓展稳步前行，看好公司全年“内生+外延”共同提速**
- 2022年公司直营门店净增646家，2022年末直营门店数量达到9206家。其中云南省、省外市场门店数量分别净增长285、361家，期末门店数量分别达到5224家、3982家。公司持续坚持核心区域门店高密度布局，打造城乡一体化的门店网络布局结构，持续提升核心区域的竞争能力。从门店经营指标来看，2022年公司日均坪效、租效分别为37.37元/平方、14.86元。具体而言，公司省会、地市、县市、乡镇级门店的日均坪效分别为40.42、37.21、34.65、37.77元/平方，租效则分别为9.86、13.20、14.47、24.38元，公司乡镇级门店日均坪效已超过整体日均坪效，展示出公司坚持核心区域高密度门店布局策略的良好成效。随着公司持续开拓下沉市场，门店经营效率有望进一步提升。2023年Q1公司净增直营门店138家，期末直营门店数量达到9344家。展望全年，我们认为公司在内生和外延增长有望共同发力，2022年疫情影响公司门店药品销售，随着疫情管控放开后，药品销售不再受到限制，以及门店客流的持续复苏，公司今年同店增速有望进一步提升，内生增长值得期待。2022年疫情原因导致公司开店节奏放缓，公司今年在外延门店扩张上有望提速，门店数量的持续增长驱动公司长期良性发展。
- **盈利预测与投资建议**
- 维持盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现营业收入208.48/241.83/ 276.61亿元，同比增长19.6%/16.0%/ 14.4%，归母净利润12.20/14.19/ 16.40亿元，同比增长20.8%/16.3%/ 15.6%。对应2023年05月11日收盘价27.92元/股，2023/2024/2025年EPS分别为2.05/2.38/2.75元，PE分别13.64/11.73/10.15，维持“买入”评级。
- **风险提示**
- 门诊统筹政策进度不及预期、门店扩张速度不及预期、新开门店盈利不及预期、行业竞争加剧导致盈利能力下滑、川渝地区发展速度不及预期等。

## 2.9. 科研服务——受益于全球医药产业研发端持续投入，应用场景广阔

- **科研服务：** 泰坦科技、阿拉丁、诺唯赞、药康生物等。
- **生物药上游：** 纳微科技、奥浦迈等。

科研上游标的产品**应用场景广阔**，覆盖了高校科研、企业研发与生产的全流程。生物医药全行业研发端的持续投入为科研上游企业的蓬勃发展提供了必要的条件，同时生物医药上下游产业链的紧密联系，也保证了上游市场的稳定发展。

图：科研上游应用领域



基础研究：高校研究所  
研发小试：企业研发中心

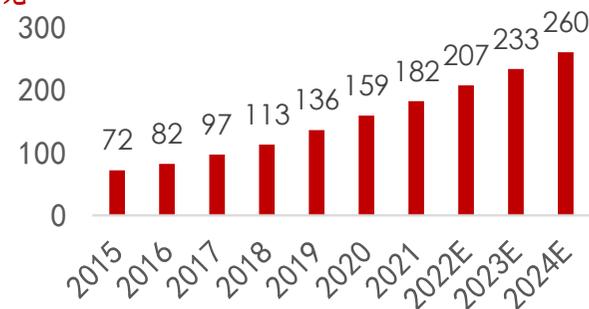
抗体、  
ADC、CGT

mRNA、重组、  
灭活疫苗

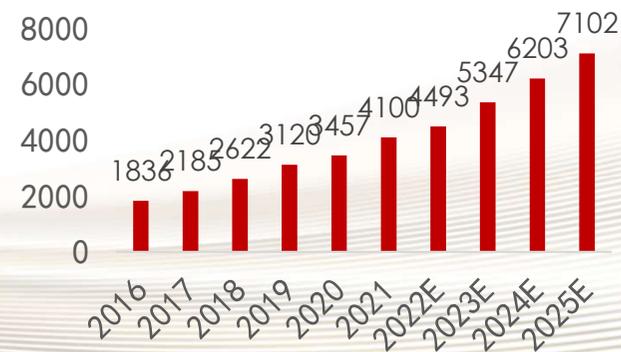
分子、生化、  
免疫诊断

数据来源：各公司招股书，华西证券研究所

图：中国生物科研试剂市场规模及预测 单位：亿元



图：中国生物药市场规模及预测 单位：亿元

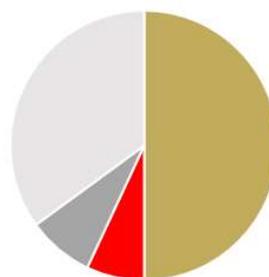


数据来源：国家统计局，Frost & Sullivan，华西证券研究所

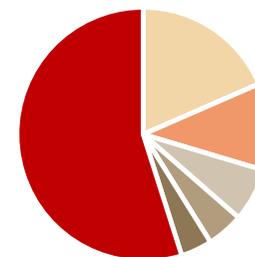
## 2.9. 科研服务——具备替代进口条件，国产替代正当时

图：2018年全球色谱填料行业公司市占率 图：2020年中国生物试剂(分子类)市场竞争格局

- **平台型企业**（泰坦科技等）通过产品数量打造一站式服务，以自研+代理+OEM等形式形成稳定客源，在此基础上切入新的细分领域，同时利用客户降本诉求，加快国产替代速度，增长自研产品比例，增加产品毛利率。
- **产品型企业**（药康生物等）通过产品质量满足客户核心研发需求，通过多年的底层技术打造行业壁垒，在“质优价美”、供应链稳定的条件下逐步对进口产品形成替代。



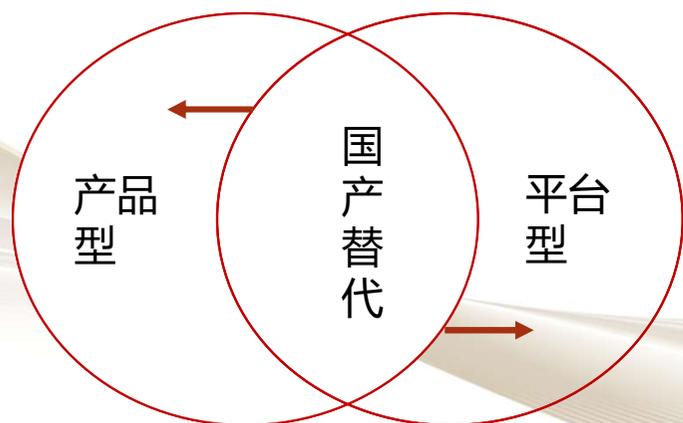
■ Cytiva(GE) ■ Tosoh ■ Bio-Rad ■ 其他



■ 赛默飞 ■ 凯杰  
■ Takara ■ BioRad

数据来源：诺唯赞招股书，华西证券研究所

数据来源：纳微科技招股书，华西证券研究所



	填料	一次性反应袋	培养基	生物试剂（分子）	生物试剂（抗体）	生物试剂（重组蛋白）
国内品牌份额	<10%	20-30%	>20%	<30%	10%	>20%
进口品牌份额	>90%	70-80%	<80%	>70%	90%	
国内优势企业	纳微科技、博格隆、赛分科技	楚天科技、乐纯生物、多宁生物	奥浦迈、倍谱基	诺唯赞、全式金	义翘神州、武汉华美	义翘神州、百普赛斯、近岸蛋白
进口垄断企业	GE、Merck	赛多利斯、赛默飞、GE	赛默飞、丹纳赫、Merck	赛默飞、凯杰	Abcam、Merck	R&D、PeproTech

数据来源：公司招股书，共研网、弗若斯特沙利文、中商产业研究院、华西证券研究所

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.9. 科研服务公司——奥浦迈

- **业绩延续高速增长，海外培养基市场开拓增添业绩弹性**

- 公司22年实现营业收入2.94亿元，同比增长38.41%，其中培养基业务实现收入2.03亿元，同比增长59.18%，若扣除21年不可比的配方转让收入，培养基业务实现同比增长72.31%，其中尤其是22年境外业务逐渐贡献规模性收入、为公司业务增长增添弹性；另外CDMO业务受限于产能因素，22年实现营业收入0.91亿元，同比增长7.01%，保持相对稳健增长。展望未来，伴随着培养基业务覆盖管线继续丰富、以及CDMO业务产能瓶颈逐渐解决，我们判断未来几年公司将继续呈现高速增长。

- (1) 培养基业务22年显著受益于海外业务拓展，继续呈现高速增长：公司22年培养基业务实现收入2.03亿元，同比增长59.18%，我们判断主要受益于持续深耕国内市场，以及战略性开拓海外等。22年公司积极推进海外市场开拓，并在22年4月在美国加州成立全资子公司美国奥浦迈，全年境外业务实现营业收入5138.88万元，同比增长1513.99%，实现海外市场的战略开拓、也为公司业务增长增添弹性。另外截止22年底，公司培养基业务已覆盖111个已确定中试工艺的药品管线，其中临床前阶段70个（同比上升24个）、临床I期19个（同比上升11个）、临床II期7个、临床III期14个（同比上升2个）、商业化阶段1个，丰富的管线储备为公司未来业绩增长奠定基础。展望未来，考虑到国内市场持续深耕和海外市场的战略开拓，我们判断未来几年培养基业务有望继续呈现高速增长。

- (2) CDMO业务22年呈现稳健增长，伴随新产能释放业绩有望恢复高速增长：公司22年CDMO业务实现收入0.91亿元，同比增长7.01%，主要受制于产能瓶颈、业绩呈现稳健增长。公司22年CDMO业务服务81个CMC项目、协助客户申请5个临床批件，展望未来伴随着23年D3的CDMO工厂（2条500L和2条2000L）产能投产，将大幅提高公司CDMO服务能力，业绩有望恢复高速增长。

- **盈利能力呈现稳中有升，高研发投入增强中长期业绩确定性**

- 公司2022年毛利率和净利率分别为63.97%和35.80%，相对21年同期分别上升4.09 pct和7.40 pct，我们判断主要受到高毛利培养基业务结构性提升带来，尤其是海外业务的开拓，以及规模效应下管理费用率下降和IPO募投资金的利息收入等。公司2022年研发投入为0.33亿元，同比增长68.60%，占营业收入比重达到11.28%，持续强化研发投入，优化现有的CHO和HEK293系列产品，以及拓展疫苗和昆虫SF9培养基，丰富产品品类、为中长期业绩增长奠定基础。

- **业绩预测及投资建议**

- 维持盈利预测：公司作为国产培养基市场龙头，持续受益于国内生物药市场的蓬勃发展和国产替代，且考虑到战略布局的CDMO业务与培养基业务呈现协同发展，我们判断公司未来几年将继续保持高速增长，预计23-25年营收为4.32/6.25/8.87亿元，对应EPS为1.35/1.92/2.72元，对应2023年05月11日58.22元/股的收盘价，PE分别为41.61/29.12/20.59倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

- 行业竞争加剧风险；客户管线推进具有不确定性；核心技术人员流失风险；CDMO业务新产能释放不及预期；新型冠状病毒疫情影响。

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.9. 科研服务公司——纳微科技

- **受新冠业务与项目交付季度波动影响，单季度业绩承压**
  - 公司2023Q1实现营收1.32亿元，同比减少6.21%；归母净利润1236万元，同比减少79.71%。经调整，剔除股份支付费用，公司2023Q1归母净利润4,531万元，同比减少25.68%。我们判断Q1业绩承压的主要原因是受新冠业务的收入减少的影响，以及项目交付的季度业绩波动与加大研发投入的影响，公司Q1核酸检测用磁珠产品收入相比同期减少约1563万元，占上年同期营业收入的11.09%，同时Q1研发投入3809万元，较上年同期增加136.89%。
- **研发高投入下核心业务快速增长，项目储备丰富**
  - 2022年度，公司色谱填料和层析介质的产品销售收入为4.52亿元，较上年增长29.58%，其中商业化或临床三期项目销售收入约2.64亿元，占比较上年增加约11个百分点；全年产生色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为611家，较上年增加111家；全年色谱填料和层析介质导入各个阶段应用项目的数量约928个项目应用，占公司累计应用历史项目总数约41.52%。我们判断公司在项目的质量与数量上正加速实现填料端的国产替代进程。同时，公司加大研发投入，2022年研发费用为1.17亿元，同比增长77.12%，陆续推出核-壳型软硬胶结合Protein A亲和层析介质UniMab® EXE、新一代阴离子交换层析介质UniGel-65Q HC等新产品，为公司保持产品优势打下坚实基础。
- **业绩预测及投资建议**
  - 维持盈利预测：预计公司2023-2025年收入分别为9.40/11.89/14.66亿元；2023-2025年EPS分别为0.89/1.09/1.32元，对应2023年5月11号42.12元/股股价，2023-2025年PE分别为47/39/32倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示**
  - 市场竞争加剧风险、新产品研发失败或无法产业化的风险、行业政策变化的风险等。

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.9. 科研服务公司——药康生物

- **业绩延续高速增长，海外市场贡献业绩弹性**
  - 公司22年实现营业收入5.17亿元，同比增长31.17%、实现扣非净利润1.02亿元，同比增长32.16%，业绩延续高速增长。22Q4单季度实现营业收入1.30亿元，同比增长14.22%、实现扣非净利润0.24亿元，同比增长8.56%，我们判断业绩端主要受到公共卫生环境变化以及国内投融资环境遇冷等因素影响呈现略微放缓。公司2022年持续强化国内市场拓展，立足“上海总部+成都、广东、北京区域中心”，全年实现覆盖1900家客户（其中新增客户约700家），实现国内市场覆盖面提升和渗透率持续上升；另外公司海外市场通过“自建+合作”方式加速海外市场拓展，目前已覆盖美国、日本、韩国、英国、德国等20多个国家的超200家客户（其中22年新拓展超100家客户），22年实现海外市场突破，即实现营业收入6642.37万元，同比增长166.24%，为公司整体业务贡献业绩弹性。除了公司持续拓展“国内+海外”市场外，持续推进“斑点鼠”、“野化鼠”、“药筛鼠”、“无菌鼠及悉生鼠”等多个研发项目，前瞻性布局下一代实验动物模型，为公司业务拓展奠定基础。展望未来，公司将继续在斑点鼠/人源化小鼠/免疫缺陷小鼠等领域持续构建护城河，以及叠加国内与国外市场的开拓，我们判断未来3~5年公司将继续呈现高速增长的趋势。
- **盈利能力呈现相对稳健，高研发投入增强中长期业绩确定性**
  - 公司2022年毛利率和净利率分别为71.38%和31.87%，相对21年同期分别下降1.49 pct和同比上升0.15 pct，其中毛利率受上游采购成本、产品价格、折旧、公共卫生环境变化等因素影响有所下降；利润率受财务费用等费用端对毛利率下降有一定对冲、整体呈现相对稳健。公司2022年研发投入为0.83亿元，同比增长50.23%，占营业收入比重达到16.05%，持续推进“斑点鼠计划”、“药筛鼠计划”、“无菌鼠及悉生鼠计划”、“野化鼠计划”等多个研发项目，预期23年将持续向市场推出丰富产品品类，构建公司业绩护城河、为未来业绩增长带来确定性。
- **业绩预测及投资建议**
  - 维持盈利预测：即我们预测2023-2025年营业收入为6.87/9.17/12.21亿元，对应EPS为0.55/0.75/0.99元，对应2023年05月11日收盘价21.30元/股，PE分别为34/26/21倍，维持“增持”评级。
- **风险提示**
  - 行业竞争加剧风险、潜在研发小鼠品系具有不确定性、核心技术人员流失风险、募投新产能释放不及预期、新型冠状病毒疫情影响。

## 2. 细分板块回顾与受益标的

### 2.9. 科研服务公司——百普赛斯

- **业绩符合市场预期，海外业务继续贡献业绩弹性**
- 公司22年和23Q1分别实现营业收入4.74和1.37亿元，分别同比增长23.23%和19.79%，其中非新冠业务在22年和23Q1分别实现营业收入3.85亿元和1.19亿元，分别同比增长29.82%和32.37%，延续前期高速增长的趋势、业绩符合市场预期。公司持续深耕国内市场，销售渠道已覆盖亚太、北美及欧洲等地区，其22年境外市场实现营业收入2.95亿元，同比增长31.26%，其中境外非新冠业务实现营业收入2.40亿元，同比增长接近50%，延续超高速增长的趋势、为整体业绩贡献业绩弹性。展望未来，公司继续深耕肿瘤、Car-T、免疫检查、标记蛋白、病毒蛋白等领域和业务多元化拓展（检测服务、抗体、试剂盒等），战略上继续聚焦工业客户的需求和国际化市场的开拓，我们判断公司未来3~5年将继续呈现高速增长的趋势。
- **业绩预测及投资建议**
- 维持盈利预测：公司作为全球领先的深耕于工业端客户的重组蛋白供应商，展望未来持续受益于国内行业的高景气度和海外客户的持续拓展，业绩将持续呈现高速增长。考虑到国内业务受疫情和投融资因素扰动，预计23-25年收入为5.80/7.46/9.72亿元，EPS为2.77/3.64/4.54元，对应2023年05月11日的收盘价94.15元/股，PE分别为34/26/21倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**
- 新产品研发失败风险、行业需求不确定性风险、新冠业务不确定性风险、核心技术人员流失风险、汇率波动风险。



## 03 风险提示

### 3. 风险提示

- **创新药械进展低于预期：**创新药海外临床进度低于预期、医保谈判大幅降价风险。
- **新冠疫苗接种低于预期：**核心疫苗产品销售低于预期；新冠疫苗出口不及预期风险；疫苗产品研发进度低于预期。
- **CXO行业风险：**新冠疫情进展具有不确定性；相关公司海外并购及业务拓展具有不确定性；核心管理层及核心技术人员流失的风险。
- **HPV疫苗风险：**公司二价HPV疫苗销售不及预期风险；随着国内其他国产HPV疫苗上市竞争加剧产品降价风险；公司体外诊断业务销售不及预期风险；公司疫苗在研产品研发进展不及预期风险。
- **医疗服务行业风险：**管理提升不及预期风险、扩张不及预期风险、医疗事故风险。

### 分析师简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。