

医药行业2023年中期投资策略

医药仍有结构性机会，聚焦“创新+出海、
复苏后半程、中特估”三条主线

西南证券研究发展中心
医药杜向阳团队
2023年6月

核心观点

- **展望下半年，医药仍有结构性机会。** 2023年初以来（截止20230616），申万医药指数下跌3.49%，跑输沪深300指数5.86%，年初以来行业涨跌幅排名第22。从行情来看，上半年创新药行情波澜起伏，2023年年初港股创新药迎来反弹，A股创新药估值也跟随同步修复，后受海外宏观等多个因素，创新药板块随之回调，3月底4月上旬，AACR驱动A股创新药行情。此外，医药商业、中药、血制品等板块，上半年表现较为突出。从持仓来看，23Q1全部公募基金占比11.66%，环比+0.03pp；剔除主动医药基金占比8.24%，环比+0.13pp；再剔除指数基金占比7.42%，环比-0.04pp。**目前医药整体配置不高，细分板块配置进一步分化。展望下半年，医药仍有结构性机会。**
- **创新+出海**——创新仍是医药行业持续发展的本源，上半年创新药出海包括百济神州泽布替尼新适应症在欧美获批、恒瑞医药EZH2抑制剂7亿美元授权、康诺亚CLDN 18.2 ADC 以11.88亿美元授权等重磅进展；国内器械出海已经初见成果，出海比例从高到低分别为低值耗材>设备>IVD>高值耗材，具体来看，1) 依靠OEM模式，低值耗材已成世界工厂；2) 设备出海核心在零部件自主化；3) 借疫情契机，IVD国际化水到渠成；4) 高值耗材出海难度大，注重临床价值提升。随着FDA来华现场检查恢复，创新药械国际化仍大有可为。
- **复苏进入后半场**——随着医疗需求恢复，化药制剂、医疗设备及耗材、中药、血制品、疫苗、药店等多个细分领域值得关注，但仍需结合业绩和估值寻找个股机会。C端消费性医疗包括民营专科医疗服务、早筛等领域需求恢复较快，上游相关产业链等待需求回暖。
- **两个主题**——中特估主题，随着国企改革、激励措施落地等，医药领域“中特估”企业价值有望重塑，包括医药商业、中药、血制品、化药和器械等多个细分领域相关标的；AI医疗相关应用在辅助影响诊断、药物前期筛选等方向。

核心观点

2023年中期组合推荐：

- **弹性组合**：京新药业(002020)、重药控股(000950)、海创药业-U(688302)、贝达药业(300558)、贵州三力(603439)、祥生医疗(688358)、普门科技(688389)、三诺生物(300298)、福瑞股份(300049)、卫光生物(002880)
- **科创板组合**：首药控股-U(688197)、泽璟制药-U(688266)、荣昌生物(688331)、联影医疗(688271)、澳华内镜(688212)、迈得医疗(688310)、盟科药业-U(688373)、欧林生物(688319)、百克生物(688276)、诺唯赞(688105)
- **稳健组合**：恒瑞医药(600276)、爱尔眼科(300015)、迈瑞医疗(300760)、太极集团(600129)、华润三九(000999)、上海医药(601607)、大参林(603233)、我武生物(300357)、智飞生物(300122)、通策医疗(600763)
- **港股组合**：微创机器人-B(2252)、和黄医药(0013)、康方生物-B(9926)、基石药业-B(2616)、诺辉健康(6606)、亚盛医药-B(6855)、瑞尔集团(6639)、先声药业(2096)、科济药业-B(2171)、启明医疗-B(2500)

风险提示：医药行业政策风险超预期；业绩不及预期风险。

目 录

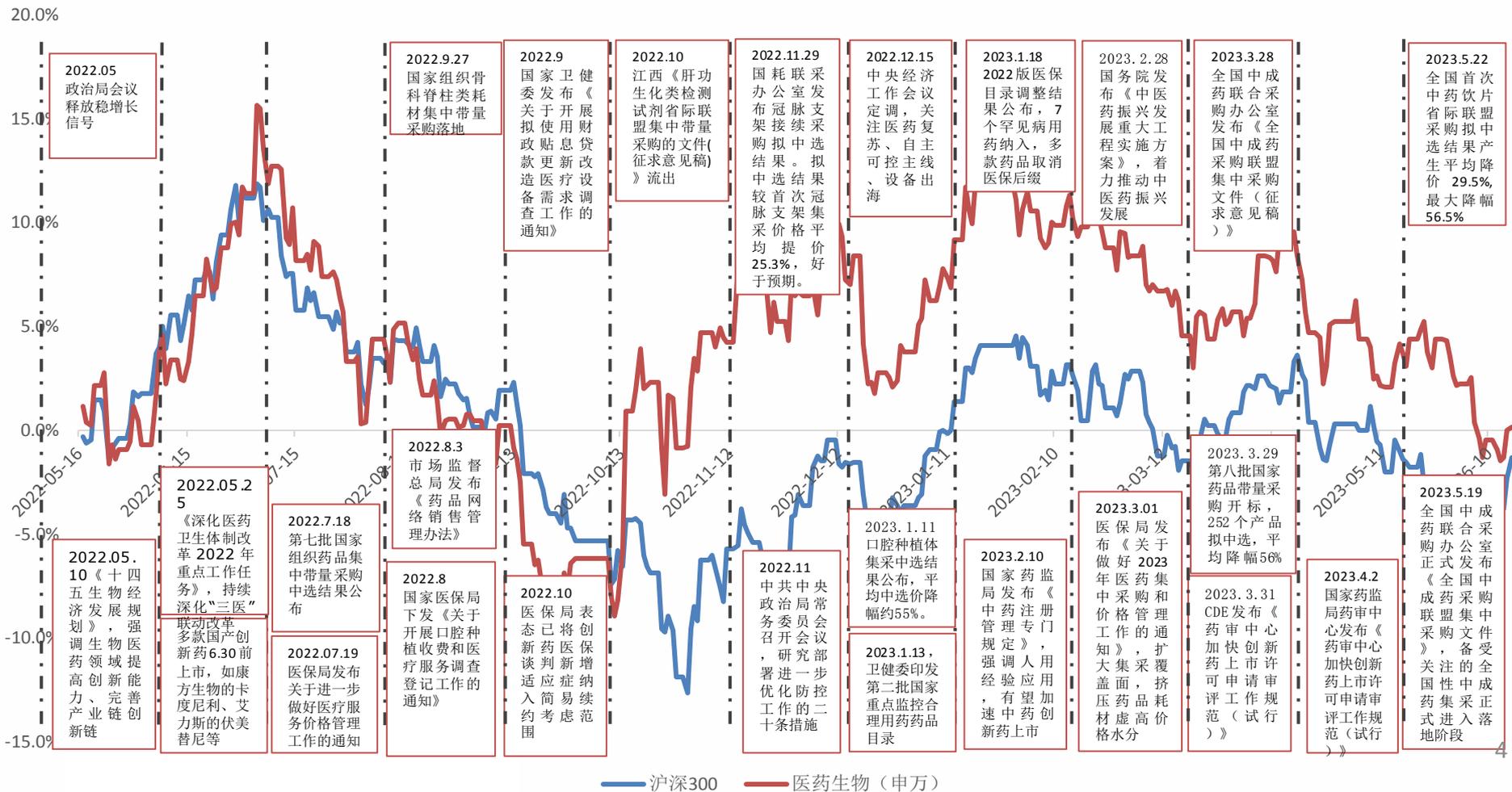
◆ **医药行业2023年上半年二级市场表现回顾**

◆ **医药子行业2023年中期投资逻辑**

◆ **医药全行业2023年中期投资策略及标的**

2022年5月-2023年6月医药行业政策和事件复盘

2022年5月-2023年6月医药板块复盘

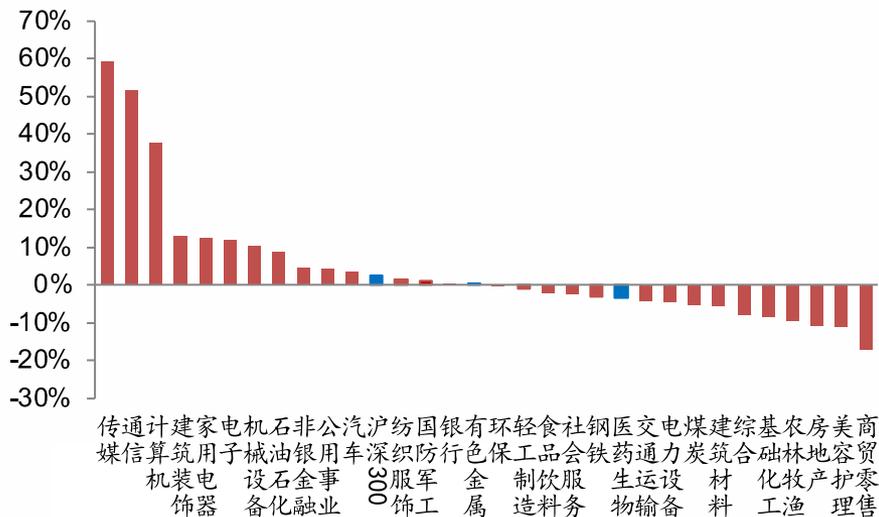


2023年H1医药行业复盘

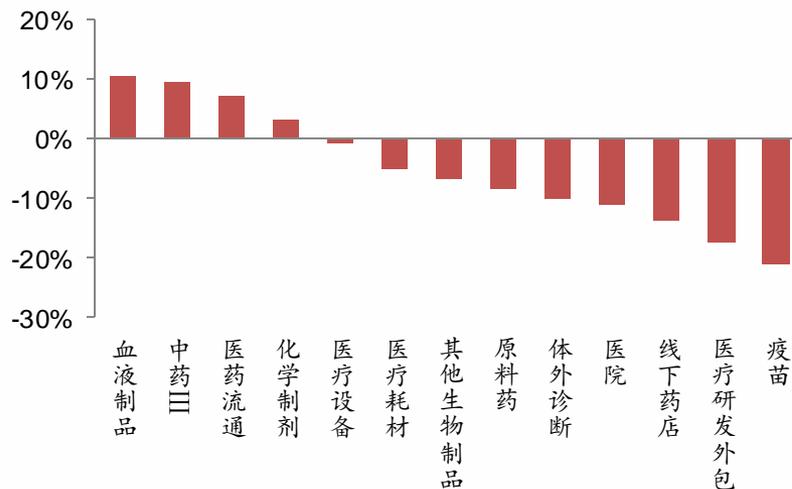
2023年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- 2023年初以来（截止20230616），申万医药指数下跌3.49%，跑输沪深300指数5.86%，年初以来行业涨跌幅排名第22；
- 2023年初以来（截止20230616），医药子行业调整力度较大，血液制品上涨（+10.5%），医疗疫苗跌幅最大（-21.1%）。

2023年初以来全行业行情 (截止20230616)



2023年初以来医药子行业行情 (截止20230616)

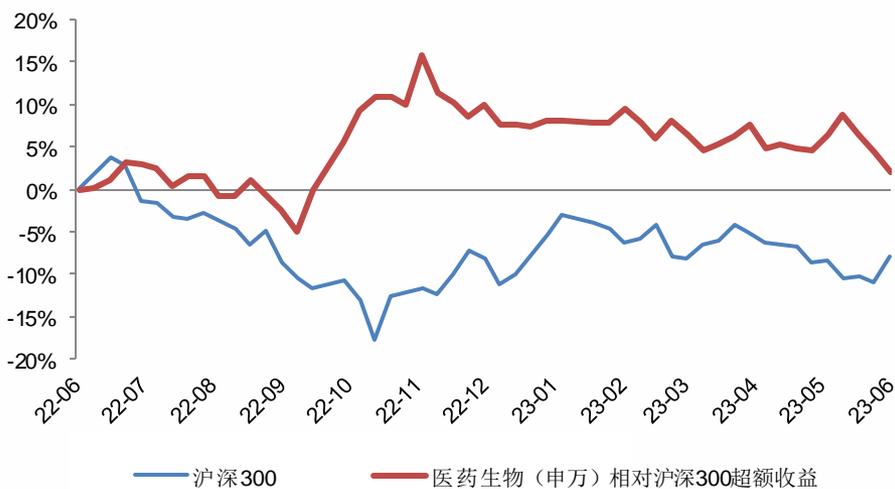


2023年H1医药行业复盘

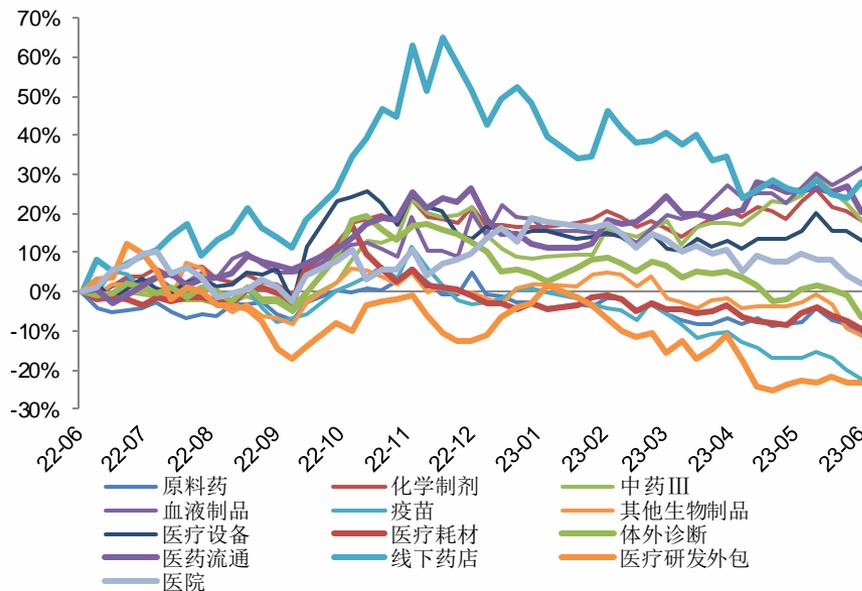
2023年医药行业复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，过去一年受医药行业政策影响，行业市场情绪波动较大，累计涨幅2.07%，跑赢大盘10.1个百分点；
- 分子行业来看，血液制品为累计收益率最高的子行业。

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业累计收益率

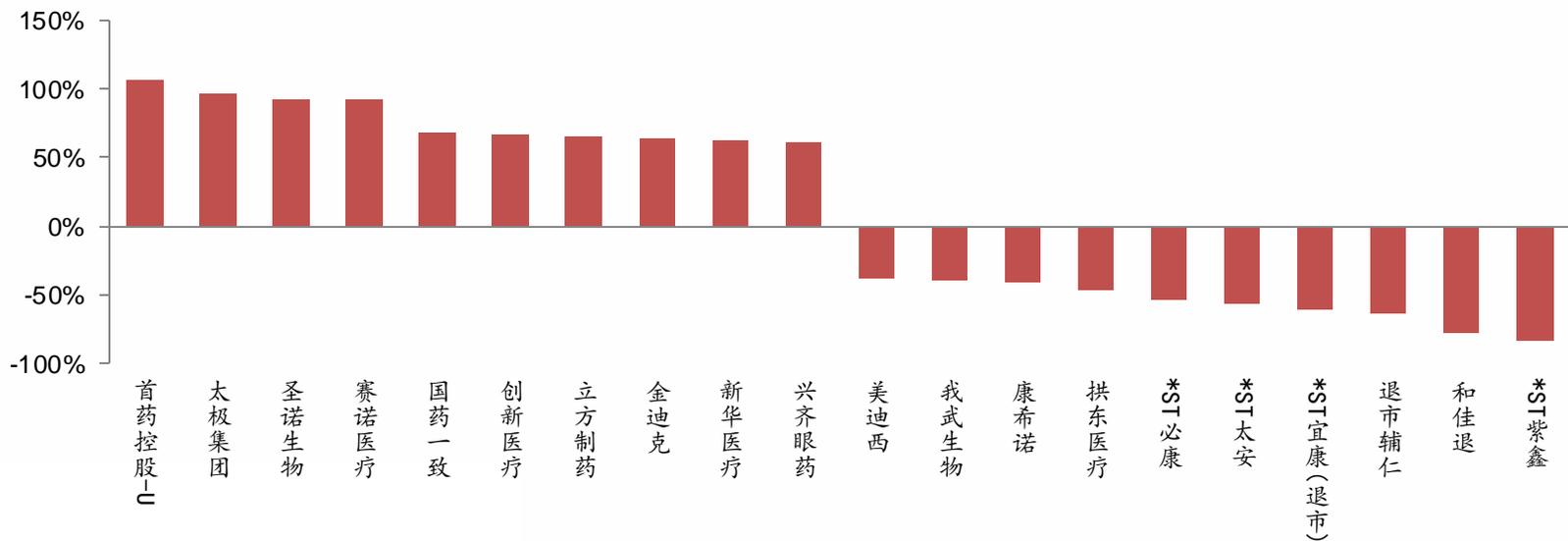


2023年H1医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看

- 2023年医药行业分化加剧，结构化行情显现，翻倍的个股数量较去年有所下降，只有1家。
- 跑赢医药指数超过100pp的有1家，为首药控股，首药控股的三代ALK和RET抑制剂进入收获期，驱动股价大幅上涨。

年初以来医药个股涨跌幅排名

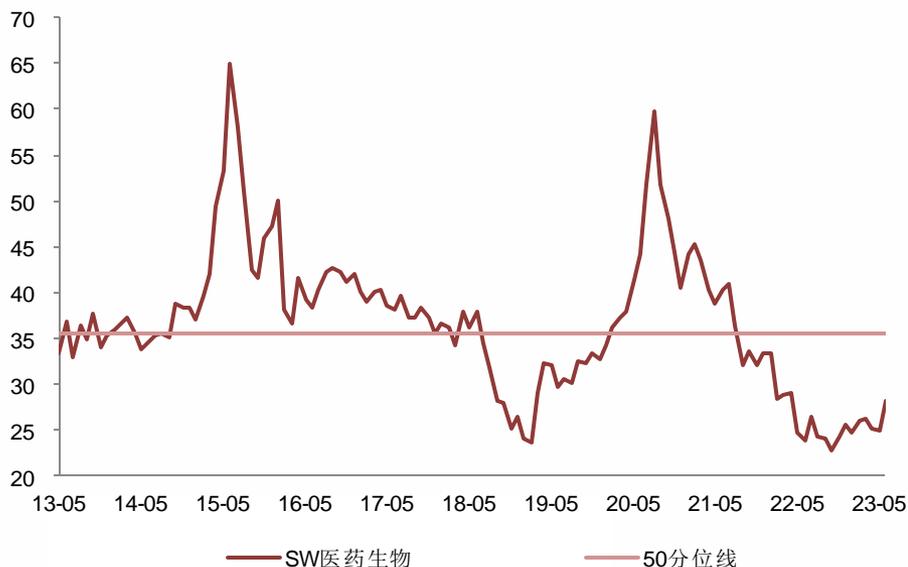


2023年H1医药行业复盘

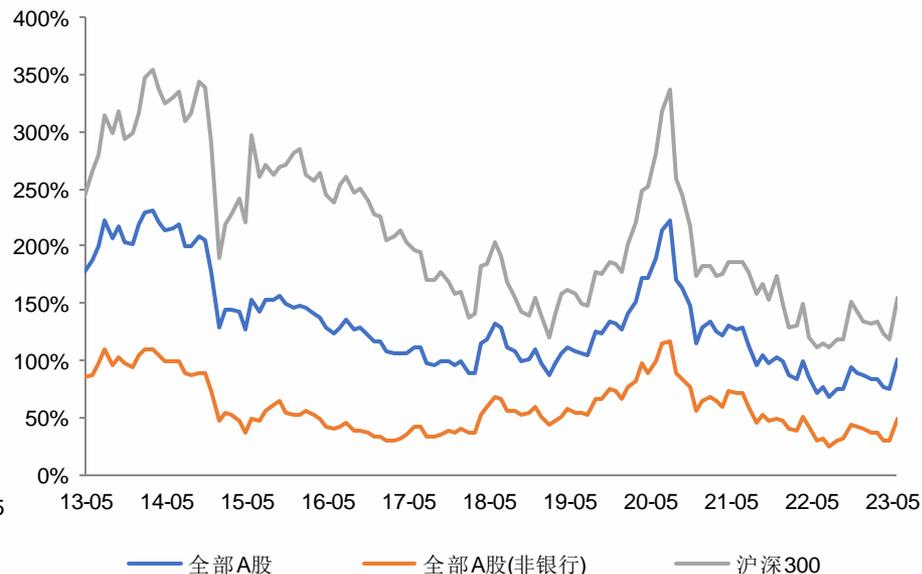
2023年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：截至2023年5月31日，医药行业PE(TTM)为28倍，处于历史估值中枢以下，有所回归。
- 溢价率看：截至2023年5月31日，医药行业相对于全部A股估值溢价率为100%，相对沪深300指数溢价率为155%，相对上月分别上涨25.8pp、36.1pp。

过去十年医药行业估值水平PE



过去10年医药行业溢价率(TTM整体法剔除负值)

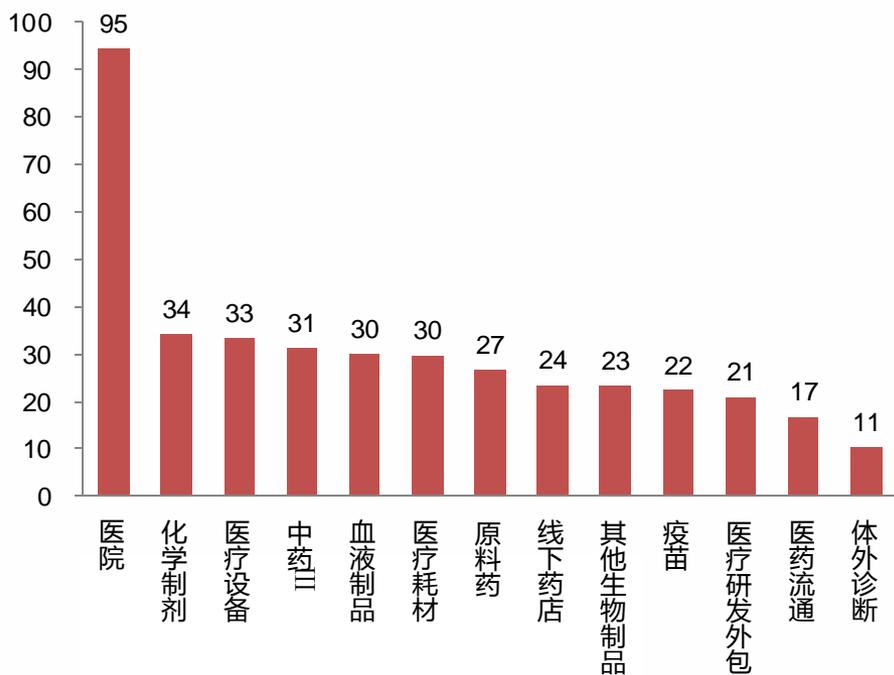


2023年H1医药行业复盘

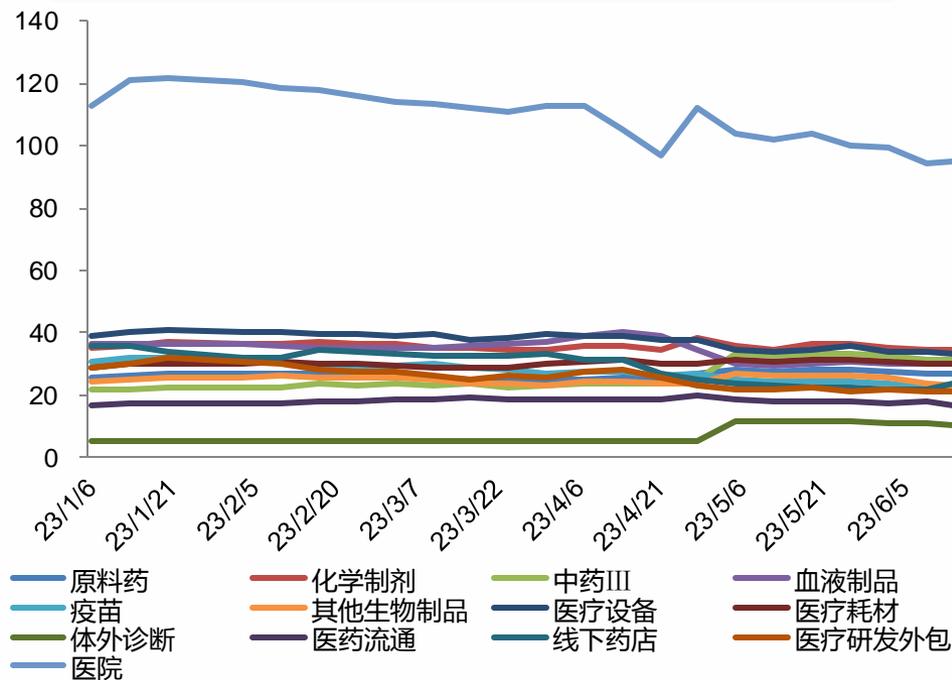
2023年医药行业复盘：从子行业估值走势来看

- 医药子行业市盈率横向看：医院(95X)PE(TTM)最高，体外诊断(11X)最低。
- 23年年初至今，子行业估值溢价率提升前三名：中药Ⅲ(+49.8%)、体外诊断(+30%)、医疗耗材(+0.7%)；后三名：医院(-121.2%)、线下药店(-76.9%)、疫苗(-53.7%)。

2023年初以来医药行业细分板块市盈率



2023年初以来子行业历史市盈率变化趋势

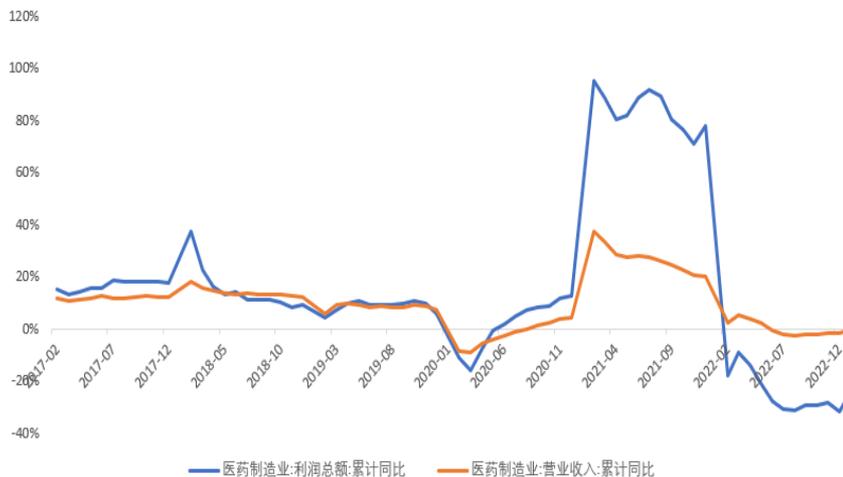


医药行业数据回顾

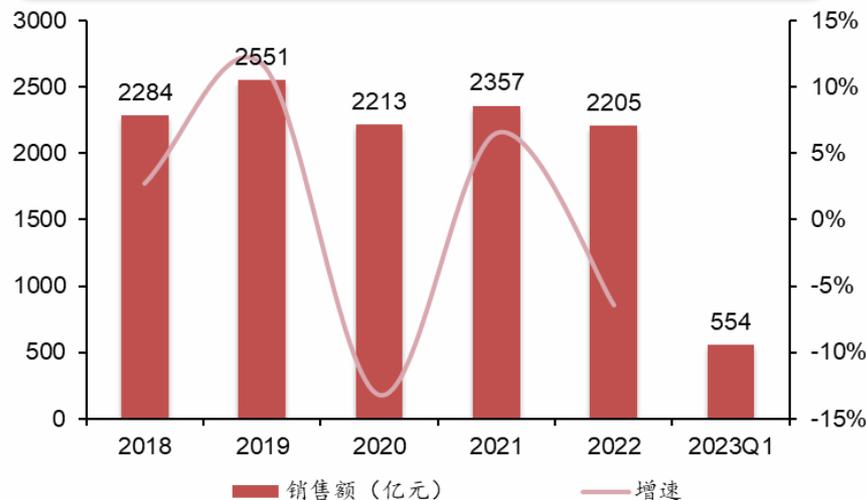
医药行业数据回顾：

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2022年1-12月，全国规模以上医药制造业实现营业收入29111亿元，同比下降1.6%；2023年1-3月，全国规模以上医药制造业实现营业收入6740亿元，同比下降2.8%。受集采和国谈等影响，2023Q1医药制造业持续负增长，整体表现走弱，后续有望恢复增长。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2023Q1 PDB样本医院药品销售额554亿元，同比上升0.05%，其中2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度样本医院药品销售额分别为554亿、532亿、621亿、498亿，同比变化-0.93%/-13.23%/-0.61%/-10.98%，我们认为，2023年样本医院药品销售额恢复正向增长，集采、国谈和疫情影响趋弱。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成为行业主要增长动力。**展望2023年下半年，我们预计医药工业整体将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速（国家统计局）



样本医院药品销售额及增速（PDB）（亿元）

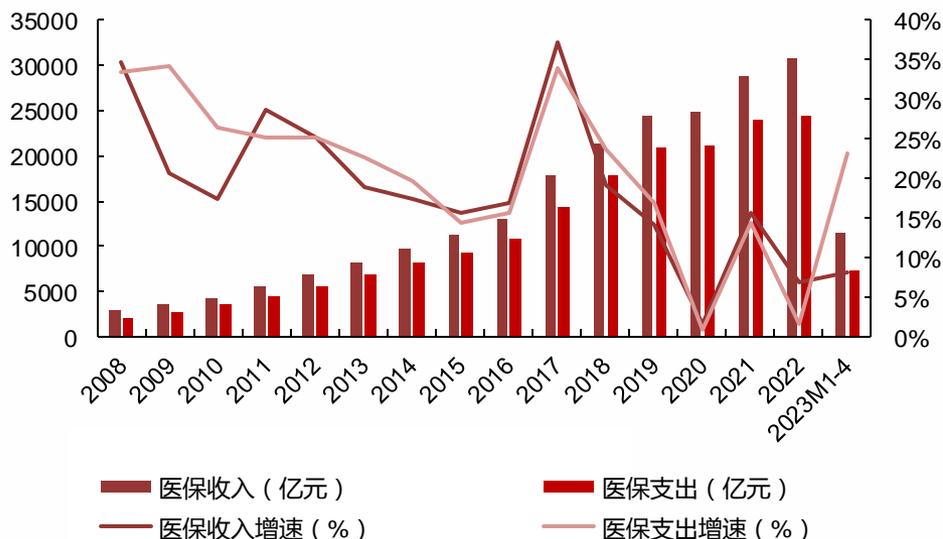


医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从医保基金来看

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2009年的3671.9亿元增长至2022年的30697.7亿元，CAGR达19.5%；医保基金支出从2009年的2797.4亿元增长至2021年的24431.7亿元，CAGR达20.9%，医保基金支出增速高于收入增速。2023年1-4月，医保基金收入11403.1亿元（+8.1%），医保基金支出7435.2亿元（+23.1%）。
- **住院/门诊费用**：2004-2011年，门诊/住院费用快速提高，2011-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高。总体来看，除去2020年疫情原因，2011年后门诊费用增速持续下降，住院费用增速波动中下降，但整体费用依旧不可避免的增长。门诊费用从2005年的126.9元增长至2021年329.2元，住院费用从2005年的4661.5元增长至2021年的11002.9元。

2008-2023年4月医保收支及增速



2004-2021年住院/门诊费用



医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从药品流通来看

- **全国药品销售规模稳步增长。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2021年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额 26064亿元，扣除不可比因素同比增长8.5%，增速同比加快6.1个百分点。其中，药品零售市场销售额为5449亿元，扣除不可比因素同比增长7.4%。
- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2021年，全国药品销售额为17747亿元，行业整体增速为8%。分渠道看，零售药店药品终端销售额为4774亿元（+10.3%），2021年药品零售渠道占比上升至26.9%；公立医院药品终端销售额为11278亿元（+7.3%），公立医院药品渠道占比下降至63.5%；公立基层医疗药品终端销售额为1695亿元（+6.3%）。

2010-2021年药品流通企业销售规模及增速



2013-2021年国内药品销售渠道占比

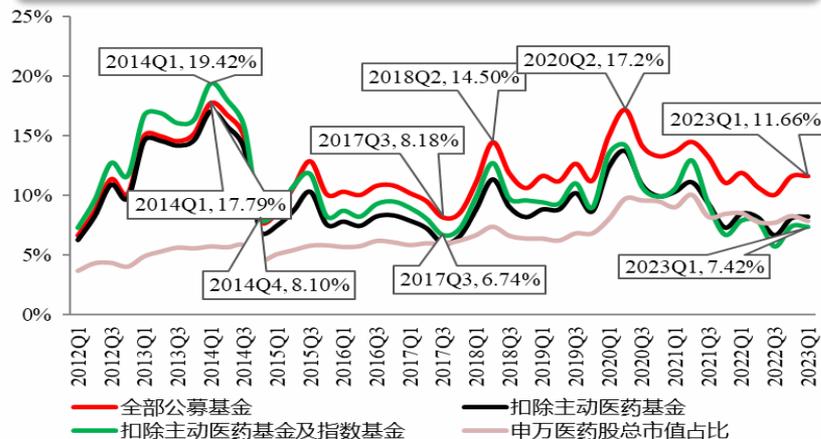


2023年H1医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- 23Q1全部公募基金占比11.66%，环比+0.03pp；剔除主动医药基金占比8.24%，环比+0.13pp；再剔除指数基金占比7.42%，环比-0.04pp；申万医药板块市值占比为7.89%，环比-0.42pp。
- 23Q1外资持有医药生物板块的总市值占比为2.87%，环比上升0.06pp，持股总市值为2149亿元，环比+113亿元。

公募基金A股重仓医药占比概况



23Q1公募基金持仓占比前十

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	最新市值(亿元)	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
300760.SZ	迈瑞医疗	486	-50	384.4	-8.7	10.2%	-0.7%	10.2%	-0.7%	-1%	3,656	3,656
603259.SH	药明康德	394	34	386.4	74.7	16.4%	1.7%	16.4%	1.7%	-2%	2,221	2,226
600276.SH	恒瑞医药	380	134	211.7	68.5	7.7%	1.4%	7.7%	1.4%	11%	3,084	3,084
300015.SZ	爱尔眼科	281	-1	295.7	17.4	16.4%	-0.4%	13.3%	-0.5%	0%	1,669	2,017
300896.SZ	爱美客	242	27	130.5	4.7	26.6%	-2.4%	10.8%	-1.1%	-1%	453	1,115
600079.SH	人福医药	217	176	58.2	47.3	14.9%	10.5%	13.3%	9.5%	12%	393	441
300122.SZ	智飞生物	204	-100	112.9	-15.1	14.9%	-1.1%	8.6%	-0.6%	-7%	778	1,344
000661.SZ	长春高新	159	12	79.2	-14.3	12.1%	-2.4%	12.0%	-1.6%	-2%	652	656
300347.SZ	泰格医药	133	-39	138.8	1.7	20.9%	-0.9%	16.6%	-0.6%	-9%	651	820
000999.SZ	华润三九	117	65	37.9	7.3	6.7%	-1.4%	6.7%	-1.4%	23%	572	578

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理

2023年H1医药行业复盘

23Q1公募基金持股市值TOP20医药公司

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度 涨跌幅	最新市值(亿元)	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
603259.SH	药明康德	394	34	386.4	74.7	16.4%	1.7%	16.4%	1.7%	-2%	2,221	2,226
300760.SZ	迈瑞医疗	486	-50	384.4	-8.7	10.2%	-0.7%	10.2%	-0.7%	-1%	3,656	3,656
300015.SZ	爱尔眼科	281	-1	295.7	17.4	16.4%	-0.4%	13.3%	-0.5%	0%	1,669	2,017
600276.SH	恒瑞医药	380	134	211.7	68.5	7.7%	1.4%	7.7%	1.4%	11%	3,084	3,084
300347.SZ	泰格医药	133	-39	138.8	1.7	20.9%	-0.9%	16.6%	-0.6%	-9%	651	820
300896.SZ	爱美客	242	27	130.5	4.7	26.6%	-2.4%	10.8%	-1.1%	-1%	453	1,115
300122.SZ	智飞生物	204	-100	112.9	-15.1	14.9%	-1.1%	8.6%	-0.6%	-7%	778	1,344
600085.SH	同仁堂	100	23	87.0	12.8	11.5%	-0.4%	11.5%	-0.4%	23%	765	765
000661.SZ	长春高新	159	12	79.2	-14.3	12.1%	-2.4%	12.0%	-1.6%	-2%	652	656
603882.SH	金域医学	78	36	71.2	47.9	17.4%	9.5%	17.3%	9.4%	13%	391	394
000963.SZ	华东医药	113	23	67.8	33.6	8.4%	3.5%	8.3%	3.5%	-1%	711	712
600436.SH	片仔癀	77	15	65.0	20.3	3.8%	1.0%	3.8%	1.0%	-1%	1,583	1,583
600079.SH	人福医药	217	176	58.2	47.3	14.9%	10.5%	13.3%	9.5%	12%	393	441
002821.SZ	凯莱英	60	-12	56.7	-17.5	12.0%	-3.1%	11.5%	-3.0%	-10%	484	504
300759.SZ	康龙化成	38	-34	51.4	-24.3	9.2%	-3.1%	8.8%	-2.9%	-28%	566	588
300142.SZ	沃森生物	71	-23	44.5	-2.6	8.2%	0.1%	8.0%	0.1%	-14%	517	530
600129.SH	太极集团	105	59	43.4	26.4	18.2%	5.5%	18.2%	5.5%	43%	240	240
600763.SH	通策医疗	62	-7	42.9	-18.9	10.3%	-4.7%	10.3%	-4.7%	-15%	374	374
603456.SH	九洲药业	46	-48	40.0	-18.6	14.5%	-3.5%	13.4%	-4.6%	-22%	268	290
000999.SZ	华润三九	117	65	37.9	7.3	6.7%	-1.4%	6.7%	-1.4%	23%	572	578

2023年H1医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从陆股通持仓来看

□医药陆股通持仓前五分别为：理邦仪器、益丰药房、艾德生物、泰格医药、金域医学；

□医药陆股通增持前五分别为：一心堂、鱼跃医疗、国药股份、凯莱英、理邦仪器；

□医药陆股通减持前五分别为：新产业、万泰生物、山东药玻、京新药业、东诚药业。

	代码	名称	流通股本占比		总股本占比		持股市值（亿元）		期间涨跌幅
			季度末	季度变化	季度末	季度变化	季度末	季度变化	
TOP5	300206.SZ	理邦仪器	19.4%	1.3%	11.3%	0.8%	10.6	1.0	4.1%
	603939.SH	益丰药房	17.1%	0.3%	17.0%	0.3%	60.9	0.7	-4.0%
	300685.SZ	艾德生物	15.7%	-0.2%	15.7%	-0.2%	16.5	-1.3	-5.9%
	300347.SZ	泰格医药	13.8%	0.2%	9.0%	0.1%	63.4	-7.1	-11.8%
	603882.SH	金域医学	13.1%	-0.1%	13.0%	-0.1%	42.1	-8.2	-13.8%
增加前5	002727.SZ	一心堂	12.3%	2.4%	8.2%	1.6%	13.3	1.9	-8.7%
	002223.SZ	鱼跃医疗	5.3%	1.8%	5.0%	1.7%	16.6	6.2	10.4%
	600511.SH	国药股份	2.7%	1.5%	2.0%	1.1%	6.1	3.1	-1.2%
	002821.SZ	凯莱英	4.6%	1.4%	4.1%	1.3%	19.8	6.7	6.0%
	300206.SZ	理邦仪器	19.4%	1.3%	11.3%	0.8%	10.6	1.0	4.1%
减少前5	300832.SZ	新产业	2.4%	-4.2%	2.2%	-0.2%	10.2	0.2	4.7%
	603392.SH	万泰生物	1.2%	-2.7%	1.2%	0.2%	10.0	0.2	-11.4%
	600529.SH	山东药玻	10.6%	-2.0%	10.6%	-0.7%	18.3	-0.2	2.5%
	002020.SZ	京新药业	2.7%	-1.5%	2.0%	-1.1%	2.7	-1.3	6.3%
	002675.SZ	东诚药业	2.2%	-1.4%	2.0%	-1.2%	2.5	-1.5	-6.0%

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

- **两个复盘一个总结：2023年上半年常规业务逐季回暖。**从2000年以来复盘看，器械产业经历“国产歧视” - “自主创新” - “进口替代” - “控费常态”等几个阶段，从2022年复盘看，疫情、集采政策、贴息贷款是影响器械板块最大的变量，全年IVD和设备指数表现较好，从业绩总结看，剔除新冠个股，2022年器械板块因疫情压制常规需求导致板块承压，其中影像、内镜、眼科等细分赛道业绩表现较好，2022Q3-2023Q1常规业务逐季回暖的态势明显。
- **创新、复苏、出海、AI医疗是2023年下半年的核心方向。**展望2023年下半年，从控费政策看，DRG给国产器械公司带来的机遇大于挑战，随着越来越多集采有兜底保障且降价可控，控费的政策底逐渐出现，叠加经济复苏，门诊量、手术量上半年增长明显，逐步恢复。十四五规划的“供应链自主可控”大方向亦有坚实基础。此外，国产器械的性价比得到全球认可，国产厂商陆续开启国际化征途。最后，AI赋能的医疗影像及CDSS与病种质控方向预计也将迎来结构性机会。因此，预计2023年下半年器械板块，春风化雨，四大投资机会显现。
- **春风化雨，探寻四大投资机会：**
 - ① **自主可控/创新器械：**高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、神经介入（赛诺医疗、归创通桥）、手术机器人（微创机器人）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）、基因测序（华大智造）；
 - ② **后集采时代下“两低赛道”及复苏：**IVD（迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技、安必平）、电生理（惠泰医疗、微电生理）、主动脉（心脉医疗）、外周（先瑞达）、人工晶体（爱博医疗）、TAVR（启明医疗）、内镜耗材（南微医学）、骨科、肿瘤早筛。
 - ③ **出海：**设备（迈瑞医疗、祥生医疗、福瑞股份、联影医疗、理邦仪器）、IVD（普门科技、新产业）、CGM（三诺生物）、低值耗材（振德医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、自动发药机（健麾信息、艾隆科技）等自主可控的高端设备。
 - ④ **AI赋能：**AI 医疗影像（祥生医疗、安必平、迪安诊断）、AI CDSS与病种质控（金域医学、润达医疗）、AI 医疗机器人（天智航、微创机器人-B）、AI 健康管理（乐心医疗、九安医疗）。
- **风险提示：**降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险。

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.1 医疗器械板块20年复盘：从“国产歧视” - “自主创新” - “进口替代” - 控费常态

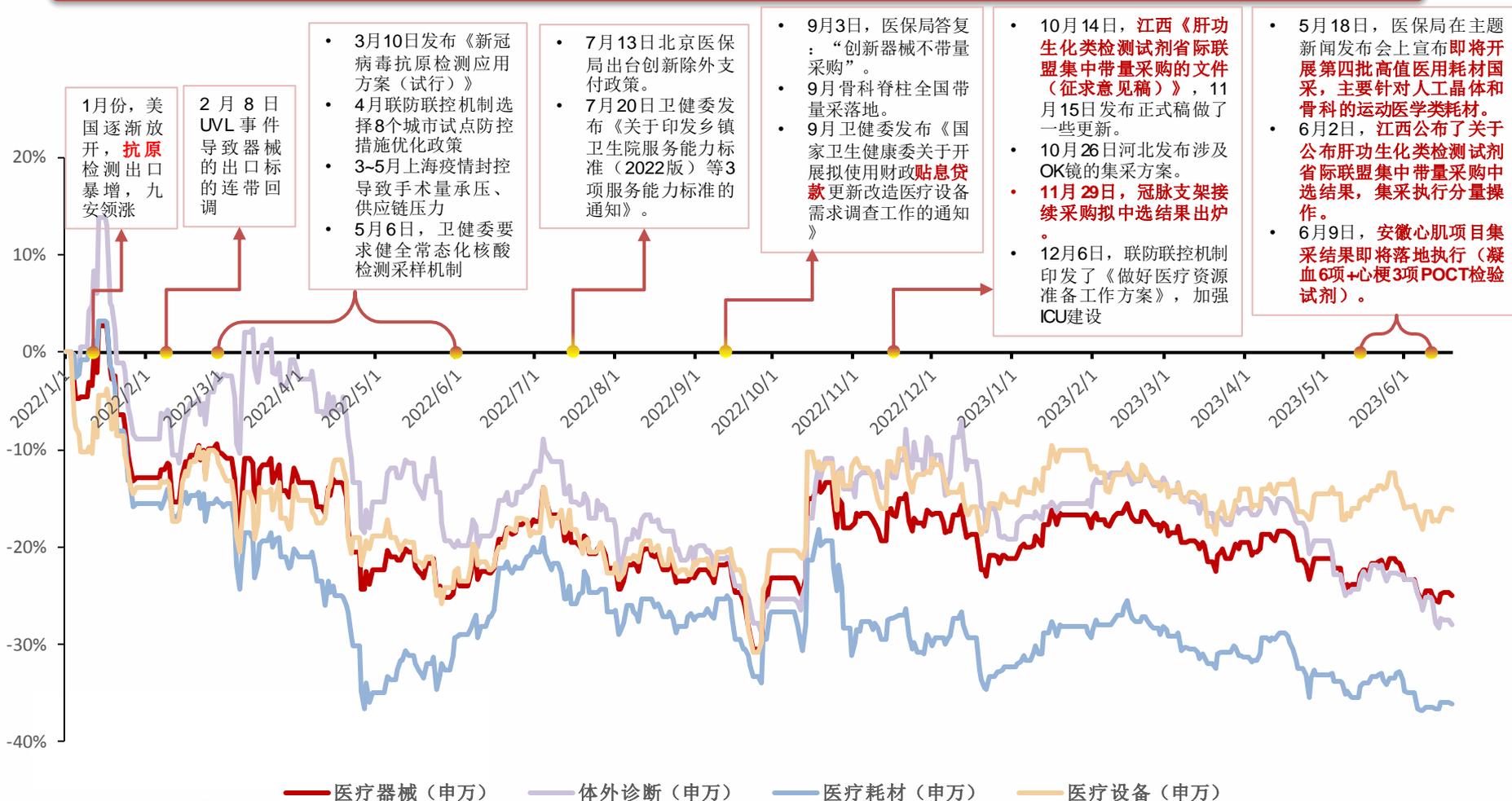
医疗器械板块复盘和背后的政策背景分析



医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.1 年度复盘：22-23年6月、全年IVD及设备表现较好，集采政策依旧是影响器械板块最大的变量之一

22-23年6月器械指数及产业政策复盘



www.swsc.com.cn

数据来源：wind, 西南证券整理

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.1 业绩总结：2022前两季度器械板块剔除疫情影响后内生承压，下半年至2023Q1单季度呈回暖态势

□ **2022年及2023Q1板块总结**：器械板块（93家样本公司，含科创板）2022年收入2649亿元（+23.9%），归母净利润718亿元（+20.5%），在高基数下依旧高增长，主要原因为新冠检测贡献增量。23Q1收入473亿元（-47.0%），归母净利润97亿元（-72.2%），主要系23年初新冠影响逐步消除，新冠检测需求下行所致。**剔除新冠相关业务数据**，22年全年器械板块收入1723亿元（+2.9%），归母净利润324亿元（-17.7%），由于疫情压制常规需求导致板块承压。剔除疫情单季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4/23Q1单季度收入同比增速分别为-8.2%/-1.8%/+14.2%/+8.9%/+5.8%，常规业务逐季回暖的态势明显。

医疗器械板块2018-23Q1关键财务数据（累计）

（亿元）	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1
营收	974	1126	1778	2139	2649	473
yoy	22.8%	15.6%	57.9%	20.3%	23.9%	-47.0%
归母净利润	163	205	493	596	718	97
yoy	36.4%	26.1%	140.4%	20.8%	20.5%	-72.2%
毛利率	53%	55%	60%	59%	57%	54%
净利率	17%	18%	28%	28%	28%	21%
销售费用率	18%	19%	14%	13%	12%	15%
管理费用率	8%	7%	6%	6%	6%	7%
研发费用率	6%	7%	6%	7%	7%	9%
财务费用率	0%	0%	1%	0%	-1%	0%
剔除疫情后营收	914	1059	1490	1674	1723	428
yoy	20.3%	15.9%	40.7%	12.4%	2.9%	5.8%
剔除疫情后归母净利润	152	192	386	394	324	86
yoy	32.2%	26.3%	101.0%	2.0%	-17.7%	6.0%

医疗器械板块22Q1-23Q1关键财务数据（单季度）

（亿元）	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营收	892	599	571	588	473
yoy	61.4%	7.8%	18.5%	7.1%	-47.0%
归母净利润	349	168	153	49	97
yoy	85.5%	-11.0%	22.1%	-48.1%	-72.2%
毛利率	64%	54%	55%	51%	54%
净利率	39%	28%	27%	8%	21%
销售费用率	9%	12%	13%	17%	15%
管理费用率	4%	6%	6%	7%	7%
研发费用率	5%	7%	8%	9%	9%
财务费用率	0%	-3%	-4%	0%	0%
剔除疫情后营收	405	426	450	442	428
yoy	-8.2%	-1.8%	14.2%	8.9%	5.8%
剔除疫情后归母净利润	81	94	99	50	86
yoy	-40.1%	-29.5%	13.0%	33.2%	6.0%

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.1 业绩总结：从2022年及2023年Q1器械主要细分领域表现看，影像、眼科、内镜表现较好

- ① **IVD：IVD集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。**化学发光体量大、增速快，国产化率低，此前市场担心IVD带量采购，从目前看，一方面，江西生化集采征求意见稿相比骨科有缓和的迹象，另一方面，从安徽化学发光带量采购试点结果看，国产份额加速提升。此外，国产龙头还加速海外市场布局，有望在发展中国家复制国内进口替代的逻辑。在上述逻辑影响下，行业有望估值修复。
- ② **影像设备：技术突破和产品升级背景下，国产替代持续加速，龙头份额持续提升。**产业主要驱动力来自患者检查需求和医疗检查能力供给的增加。在国产技术突破，以及叠加鼓励进口替代的政策背景下，影像赛道国产化率有望加速。联影医疗2022年收入92.4亿元（+27.4%），归母净利润16.6亿元（+16.9%），23Q1单季度收入22.1亿元（+33.4%），单季度归母净利润3.3亿元（+7.7%）主要因疫情反复影响和上游采购成本上升导致有所承压。在国内影像行业因疫情影响规模下降的背景下，公司实现逆势增长，后续随着贴息贷款在医疗和教育端的落地，公司诊断、治疗及科学仪器均有望受益。此外超声产业链标的如迈瑞医疗和开立医疗的超声业务2022年均实现较好增长。
- ③ **心血管器械：集采共识形成有望驱动板块估值修复，23Q1疫情影响逐步消除后手术量明显回升。**22年因国内疫情防控影响，终端手术量承压，相关个股收入增速有所放缓。23年Q1疫情影响逐步消除后，终端手术量明显回升，预计后续将加速恢复。
- ④ **骨科：22年业绩有所承压，三大骨科集采已全部落地，国产份额有望提升。**目前骨科三大集采已经全部落地，国产份额有望持续提升。9月27日，国家组织骨科脊柱类耗材集采公布了拟中选结果，本次集采共有171家企业参与，152家拟中选，中选率89%；平均降价84%，国产企业有望获得份额提升。当前骨科赛道集采政策已经完全落地，后续风险大幅降低，值得关注量增的机会。
- ⑤ **眼科：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道。**人工晶体国产化率有望不断提升，角膜塑形镜也有望为消费器械市场大单品，眼科器械龙头爱博医疗2022年收入5.8亿元（+33.8%），归母净利润2.3亿元（+35.8%）；2023Q1收入1.9亿元（+44.6%），归母净利润0.8亿元（+33.6%）。预计2023年多焦点人工晶体有望放量，普通人工晶体有望持续恢复正常增长；美瞳、离焦镜等产品有望持续放量；ok镜方面，随着近期带量采购政策方案共识的形成，市场对公司该业务的政策担忧也有望消失，估值和业绩迎来双击。
- ⑥ **内镜：行业稳健增长，技术逐步赶超进口加速国产替代进程。**内镜产业链需求稳健增长，国产化率普遍较低（2022年硬镜国产化率约15%，软镜国产化率约10%），未来国产龙头有望受益。海泰新光、澳华内镜收入均实现高增长，后续有望保持高增长。南微医学因国内疫情、海外地缘冲突和渠道模式调整等因素暂时承压，未来可视化类收入有望逐渐贡献新的增长点。

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.2 22-23年6月器械控费政策更新：省及省联盟将是器械集采的主体层级

DRG政策：持续推动医保控费，临床倾向选择更合理的治疗方案及质优价低的耗材

医保局持续推动医保控费

医保局《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》分期分批加快推进，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于40%、30%、30%的统筹地区开展DRG/DIP支付方式改革并实际付费。预计到2025年底，GDR/DIP支付方式计划将覆盖所有符合条件的、开展住院服务的医疗机构，基本实现病种全覆盖。

对医疗器械行业的影响：对国产来说，机遇>挑战

- ◆ **挑战**：医院关注成本控制，减少不必要的检查和一些高值耗材的过度使用。
- ◆ **机遇**：1) 国产价格优势，DRG后利好进口替代；2) 提高医院效率，手术微创化、介入化；3) 检验外包趋势加速

带量采购政策趋势：联盟集采为核心

带量采购策略：联盟集采为核心

- 2022年更加重视省级联盟集采，价格联动广泛运用；一方面京津冀3+N联盟参与省份越来越多，另一方面联动的策略越来越多，如3+N冠脉药物球囊和起搏器联动20210908、3+N创伤带量联动20220209、3+N冠脉扩张球囊联动20220215、陕西等9省联盟人工晶体联动20220127等。
- **2023年2月28日，医保局公布2023年带量采购计划**
 - 陕西：牵头硬脑膜补片、疝修补耗材省级联盟采购
 - 河南：牵头神经外科等耗材省际联盟采购
 - 安徽：牵头体外诊断试剂省际联盟采购

带量采购品种：扩围

不断扩围，从2021年安徽试点IVD、大型乙类设备，到2022年部分地区试点神经介入、电生理导管、口腔种植牙等产品。由于各省都有高值耗材带量采购指标，一些“偏创新和偏消费”的品种也有在区域集采的风险，如河北、江苏、浙江等地神经介入集采和四川种植牙集采。

- **市场规模为决定性因素**：聚焦临床用量大、市场规模可观的产品（例如：种植牙、ok镜、人工耳蜗等）
- **高单价产品为重点扩围对象**：高价器械单品为集采重点监控对象。
- **同品类横向扩展类产品亦在集采之列**：部分产品尽管市场规模较小，但若与集采产品有较高协同性，亦是集采的拓展范围（例如药物球囊和导丝/导管等亦被集采）

带量采购方案：兜底制

方案逻辑逐渐统一，规则一般包括：最高有效申报价+兜底降价幅度+龙头优势。1) 2020年冠脉支架；2) 2021年人工关节；3) 2022年9月脊柱、10月江西生化和福建电生理、腔镜吻合器等集采方案；**有兜底的集采有望逐渐形成市场共识。**

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.2 22-23年6月器械控费政策更新：第四批高耗国采在即，主要针对眼科的人工晶体及骨科的运动医学类耗材

- 目前已进行三批国采，第四批国采在即：前三批国采分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年9月脊柱，规则逐渐完善。2023年5月18日，医保局在主题发布会上宣布即将开展第四批国采，主要是针对眼科的人工晶体和骨科的运动医学类耗材。
 - 眼科类医用耗材包括人工晶体、晶体植入器及眼用粘弹剂等；
 - 骨科类医用耗材包括锚钉、修复用缝线、界面固定钉、横穿固定钉、软骨固定钉、软组织固定钉、可调式固定板、不可调式固定板、人工韧带系统、半月板修复移植系统、关节镜配套系统、脉冲冲洗器、钻头、磨头、刨刀、异种骨、同种异体骨、人工合成骨及骨形成蛋白等。
- 第四批国采涉及品类相对简单，预计此轮国采将加速推进

截至2023年6月国家组织高值耗材带量采购方案

国采方案

启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11	2023.5.18 (报量中)
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14	2022.9.27	-
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体植入术（人工晶体、晶体植入器，眼用粘弹剂）；运动医学类（钉、线、板、人工韧带系统、关节镜配套系统等）
占上年度采购量比重	80%	90%	100%	-
中选规则	申报价从低到高入围前10名有等量增补原则，在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制	根据采购需求、部件材料分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.3倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制，有在有效申报价降幅60%即以规则三中选兜底机制	-
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	-
平均降价幅度	93%	82%	84%	-
是否伴随费用	无	有	有	-
执行周期	2年	2年	3年	-
回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	-

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.2 22-23年6月器械控费政策更新：23年省际联盟采购重点为神经外科耗材及体外诊断试剂

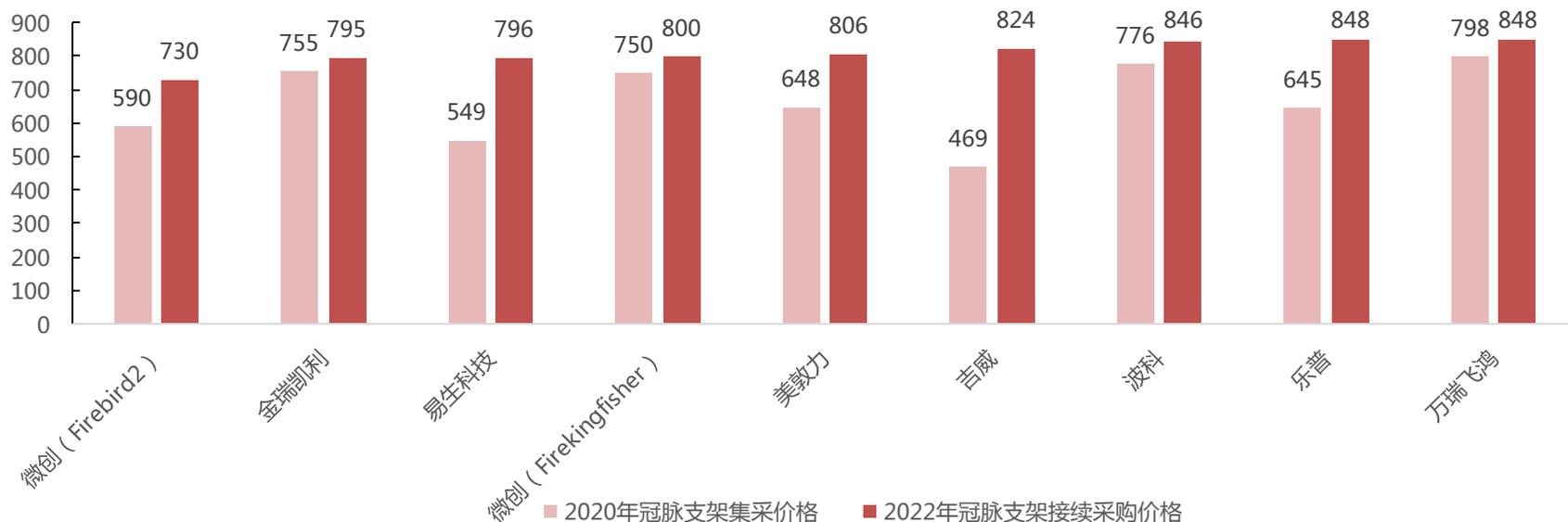
- **地方层面将推进吻合器、超声刀等普外科耗材集采，继续探索体外诊断试剂集采：**根据2023年3月发布的《国家医疗保障局办公室关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》，各地方层面将聚焦心内科和骨科等重点产品，推动更多省份进行吻合器、超声刀等普外科耗材的集中采购，并继续探索体外诊断试剂的集中采购。各省份至少开展一批省级耗材集中采购。
- **2023年3月医保局重点指导3个省份开展集采工作：**
 - 陕西牵头开展硬脑(脊)膜补片、修补耗材省际联盟采购
 - 河南牵头开展神经外科等耗材省际联盟采购
 - 安徽牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购
- **2023年3月十八省（区、兵团）联盟采购办公室启动了通用介入类和神经外科类医用耗材联盟采购申报信息确认工作**
 - 涉及品类包括Y接头、环形主射器、三联三通、输液港、血管鞘、血管止血装置、压力延长管、造影导管、造影导丝、中心静脉导管及中线导管、抓捕器等通用介入类耗材，动脉瘤夹、颅骨钉、颅骨盖孔板、颅骨连接片、颅骨锁、颅骨网、脑脊液分流、体外引流等神经外科类耗材。
- **2023年6月2日，江西公布肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购（23省肝功能集采）中选结果**
 - 在原来报量的基础上，根据此次肝功集采中选厂家产品的排名，按照《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购文件JX-HC2022-01》约定的规则，进行分量确认，签订供货协议
 - 从产品来看，除了铜蓝蛋白的测试包装组流标外，其他26个产品的51个规格皆在此范围内
- **2023年6月9日，安徽心肌项目集采结果即将落地执行**
 - 2023年6月9日，安徽省医疗保障局、安徽省卫生健康委员会、安徽省药品监督管理局三部门联合发布了《安徽省医疗保障局安徽省卫生健康委员会安徽省药品监督管理局关于执行凝血类、心梗类临床检验试剂集中带量采购中选结果的通知》
 - 产品范围：1) 凝血六项检验试剂；2) 心梗三项(POCT检测方式)检验试剂
 - 自2023年7月1日起执行，采购周期为2年，采购周期届满后，可根据市场发展变化、采购和供应等实际情况延长采购期限。

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.2 22-23年6月器械控费政策更新：价格维度看，22年底迎来首个国采接续采购案例，平均价格有所提升

- **首个国采接续采购案例，平均价格有所提升。**2022年11月29日，国耗联采办公室发布冠脉支架接续采购拟中选结果，14个拟中选产品平均价格为818元，剔除部分本次新入围的产品，第一批中选产品本次均有不同程度的提价，平均提价幅度25.3%。作为首个国采接续采购案例，兜底制有望引导长期高耗带量采购到期后的续标思路。

2022年底冠脉支架接续采购价格较2020年冠脉支架首次集采价格有所提升

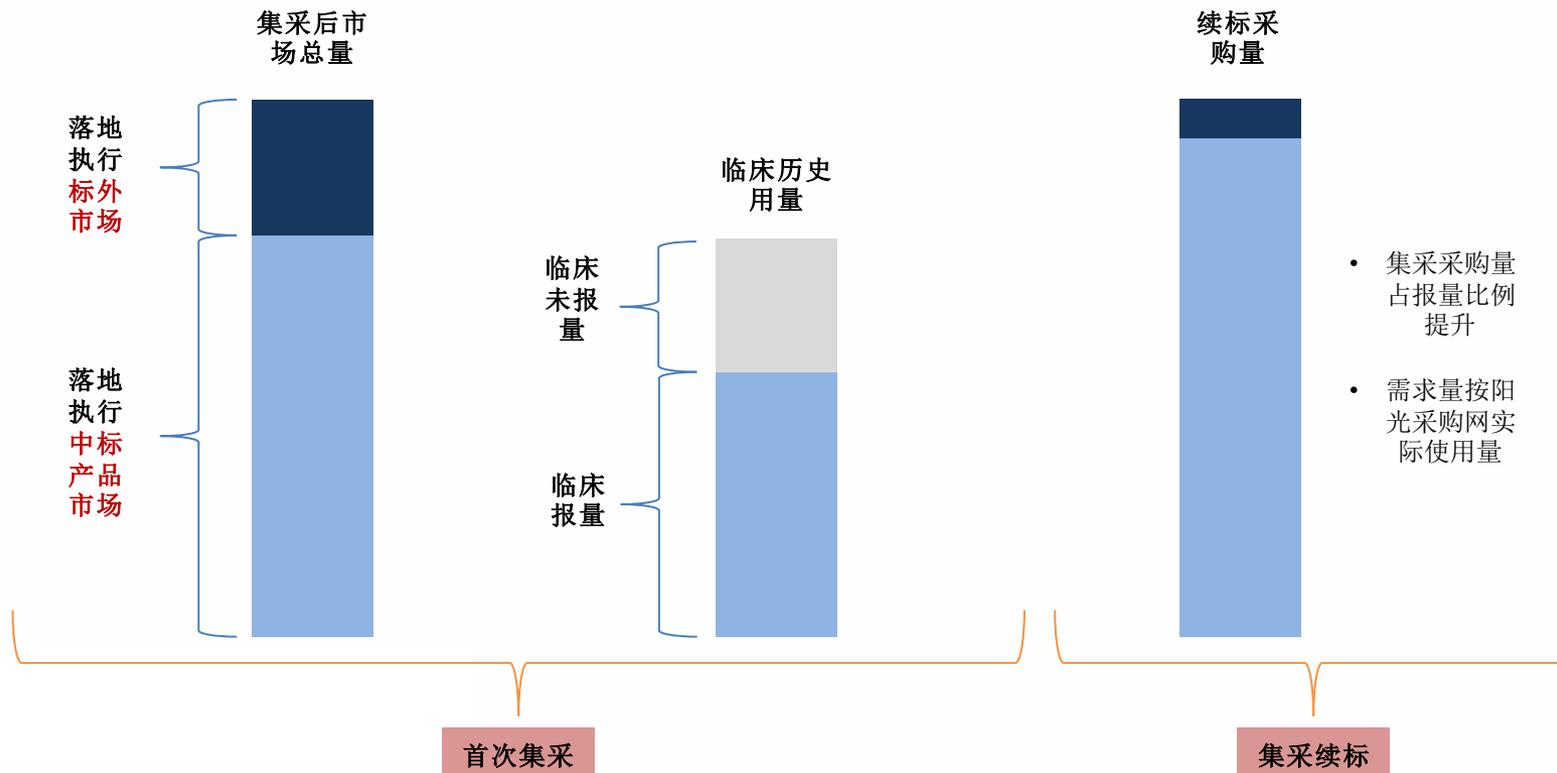


医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.2 22-23年6月器械控费政策更新：续采后，标外产品市场份额被进一步压缩

□ 中标产品实际用量超过临床总用量的90%

- 单一标外市场较难为企业提供足够的生存空间。
- 以集采后年度整体用量来看，除去集中采购量，其余临床仍会使用中标产品，导致标外产品的剩余市场空间不足
- 在续标后，标外产品的市场份额可能被进一步压缩。



医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向一：自主可控/创新器械

- **医疗器械十四五规划更加强调供应链自主可控。**国内器械行业“大而不强、价值链低”的问题如何破局？工信部发布《“十四五”医疗装备产业发展规划》，提出了2025年医疗装备产业发展的总体目标和2035年的远景目标，并为保证目标实现提出了“7556”的推进思路，即围绕7个重点领域、部署5项重点任务、实施5个专项行动、采取6项保障措施。《规划》重点强调产业高端化升级、供应链安全稳定、核心技术补短板、跨界融合、创新产品推广运用等方面的顶层设计。到2025年的目标为：医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力，到2035年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平。我们认为本次规划为贸易战、疫情后的首次五年规划，将对国产医疗器械全产业链自主可控产生深远影响。
- **产业基础攻关行动将引领基础材料、核心元器件、关键零部件、基础工艺等瓶颈短板的补齐。**未来高端影像设备、手术机器人、内窥镜、测序仪、呼吸机等高端设备有望实现突破上游供应链的国产化。
- **建议：**1) 高端影像：联影医疗、迈瑞医疗；2) 手术机器人：微创机器人；3) 内窥镜：澳华内镜、海泰新光；4) 基因测序：华大智造。

《“十四五”医疗装备产业发展规划》关注供应链

——全产业链优化升级。医疗装备亟需基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板基本补齐，初步建成创新力强、附加值高、安全可靠的产业链供应链。

专栏1 产业基础攻关行动

攻关先进基础材料。着力攻关体外膜肺氧合机（ECMO）用中空纤维膜，血液净化设备用透析膜；高精度高表面质量钛、镍钛、钛钽、钽钛合金丝、棒、管材等；电子计算机断层扫描（CT）用弥散强化无氧铜、钼钛锆合金，CT球管用真空高温轴承、大容量旋转靶盘等；正电子发射计算机断层扫描（PET）用高导热率电路板材料、CT/PET 探测器用闪烁体、防护装备用高效过滤材料；可吸收降解材料、高风险造影导丝、大动脉血管支架、腔道支架、冠脉支架、骨科植入材料、心脏瓣膜材料、无铅压电材料等，推动一批基础材料达到国际先进水平。

攻关核心元器件。开发医用 X 射线探测器模拟芯片、模数转换芯片，可穿戴设备系统级芯片，医用 AI 芯片等；医用高精度电流传感器、高温高精度传感器、高精高压电压传感器、高精度磁场传感器、3D 视觉系统中高速光学元件；可穿戴设备用柔性心电图（ECG）/脑电图（EEG）/肌电图（EMG）/血糖及压力传感器；柔性连接器、生物识别色谱传感器等。

攻关关键零部件。攻关呼吸机用比例阀；透析设备用真空泵、微型电磁阀，经鼻高流量氧疗仪用微型比例阀；大功率 CT 球管、高分辨率 X 射线光子计数探测器；磁共振高场强磁体、低温线圈、多核谱仪；先进彩超探头；放疗用栅控三级电子枪、高功率磁控管、高功率多注速调管、高变比固态调制器，六维治疗床等；医疗机器人用减速机、精密电机、光学镜头；实时荧光定量聚合酶链反应（PCR）检测系统用光电倍增管；导光率内窥镜光纤、高分辨率柔性光纤传像束等。

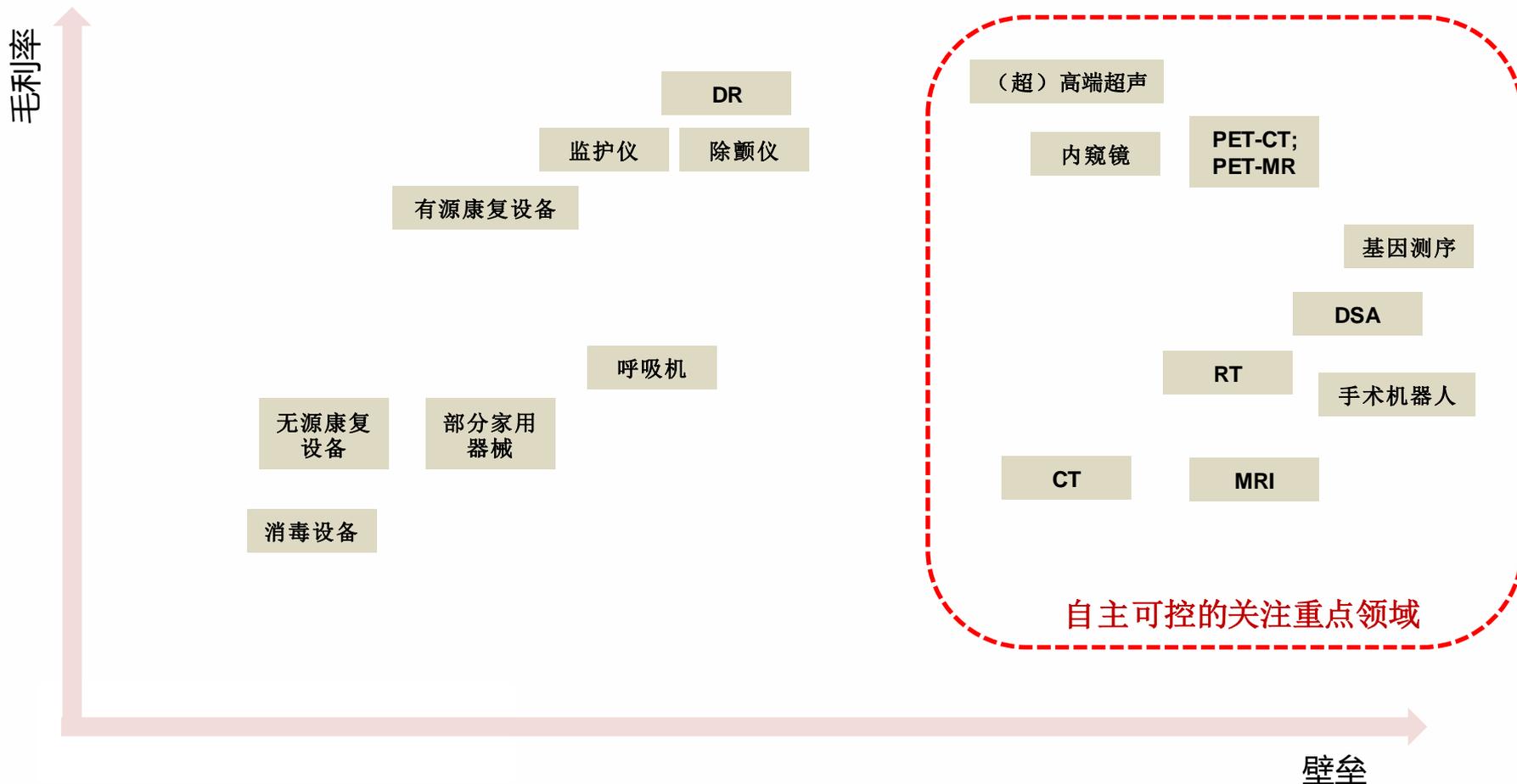
攻关诊断检验装备配套件。加强诊断检验装备配套试剂研制，提高产品灵敏度、精密度、长期稳定性、批量生产可控性，确保诊断检验装备持续改进、迭代发展。

攻关基础工艺。改进优化先进基础材料、关键零部件以及整机产品制造工艺，强化质量安全管控，提升产品性能、可靠性、稳定性和批量生产能力。

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向一：自主可控/创新器械

国产医疗设备所处位置



医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向一：自主可控/创新器械

影像设备的保有量、国产化率、关键参数和零部件

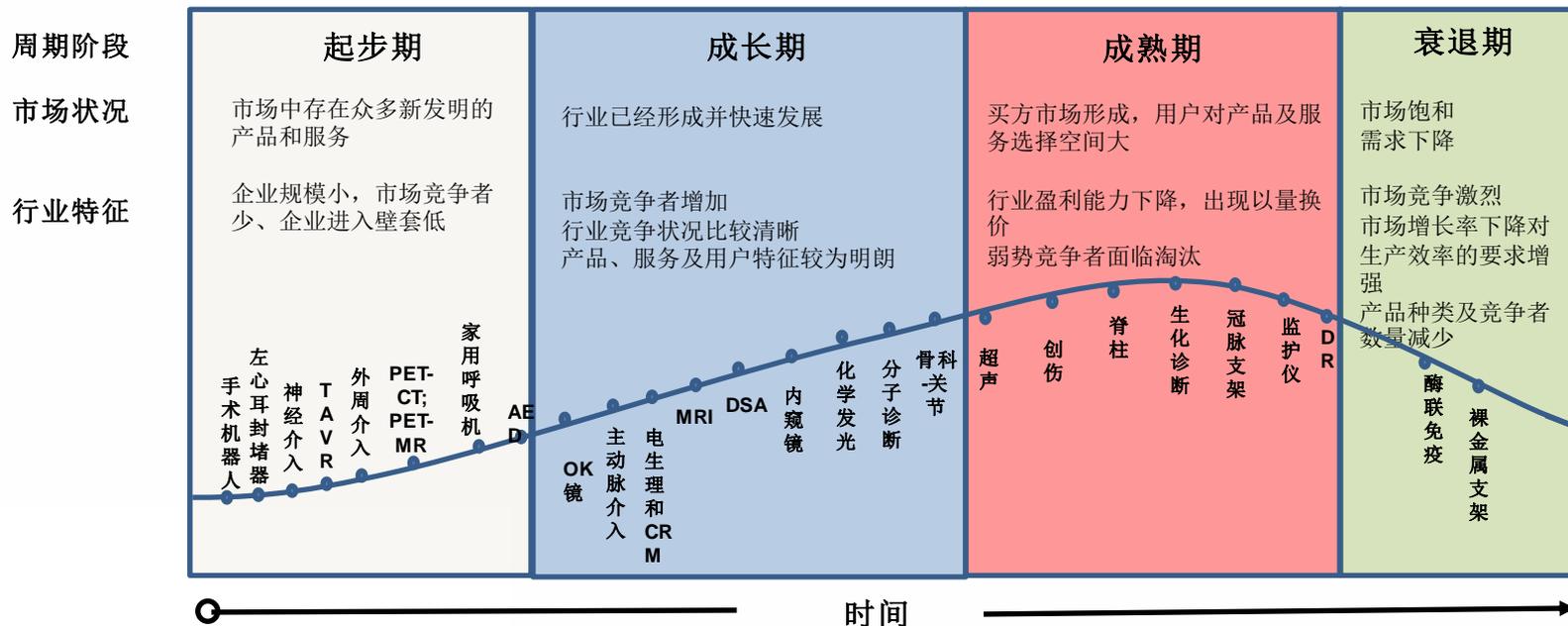
	DSA	CT	US	MRI	PET-CT
2020年国内存量台数预计	6500	30000	220000	12000	854
2020年国内每百万人保有量预计	4.6	21.4	157.1	8.6	0.61
发达国家平均每百万人保有量	33	65	600	43	5.8
2020年渗透率与发达国家比值	14%	33%	26%	20%	11%
2020年销量预计	1129	5757	50000	1898	100
2020年综合出厂单价	350	300	20	470	1320
2020年市场规模（亿元）	39.5	172.7	99.2	89.2	13.2
2020年国产化率——销量角度	10%	45%	35%	30%	40%
国产龙头（份额）	万东（3.5%）、东软（2.3%）	联影（23.7%）、东软（11.6%）、安科（8.3%）	迈瑞（19.4%）、开立（4.2%）、祥生	联影（24%）、万东（4%）、东软（0.7%）	联影（26.4%）、东软（5%）
参数比较	DQE、探测器材料、空间分辨率、阳极热容量、最大功率	单圈扫描层数、阳极热容量、探测器材料和技术路线等	通道数、分辨率	磁体场强大小、射频线圈通道数量、梯度场强度和切换率	晶体材料、环数、光电转换方式
核心零部件	探测器、高压发生器、X射线管	CT球管、探测器、高压发生器	探头	磁体、梯度、射频	探测器晶体和光电转换器

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向二：后集采时代下“两低”赛道及复苏

□ **淡化集采政策，关注“两低”的增量空间。**目前有兜底的集采有望逐渐形成市场共识，市场对集采逐渐脱敏，后续销量有提升空间的赛道会逐渐得到关注，即不在依靠“医保免疫”，而是在新价格体系下具体去分析量增长的潜力。渗透率低往往代表术式不成熟，行业处于发展初期或成长期，创新属性较强，包括神经介入、电生理、高端人工晶体、TAVR。国产化率低往往代表技术壁垒较高，未来进口替代空间巨大，代表领域包括神经介入、电生理、人工晶体、外周、起搏器、化学发光。且随着疫情防控的放开，疫后门诊、手术恢复也将利好耗材赛道。

医疗器械产品的成长周期

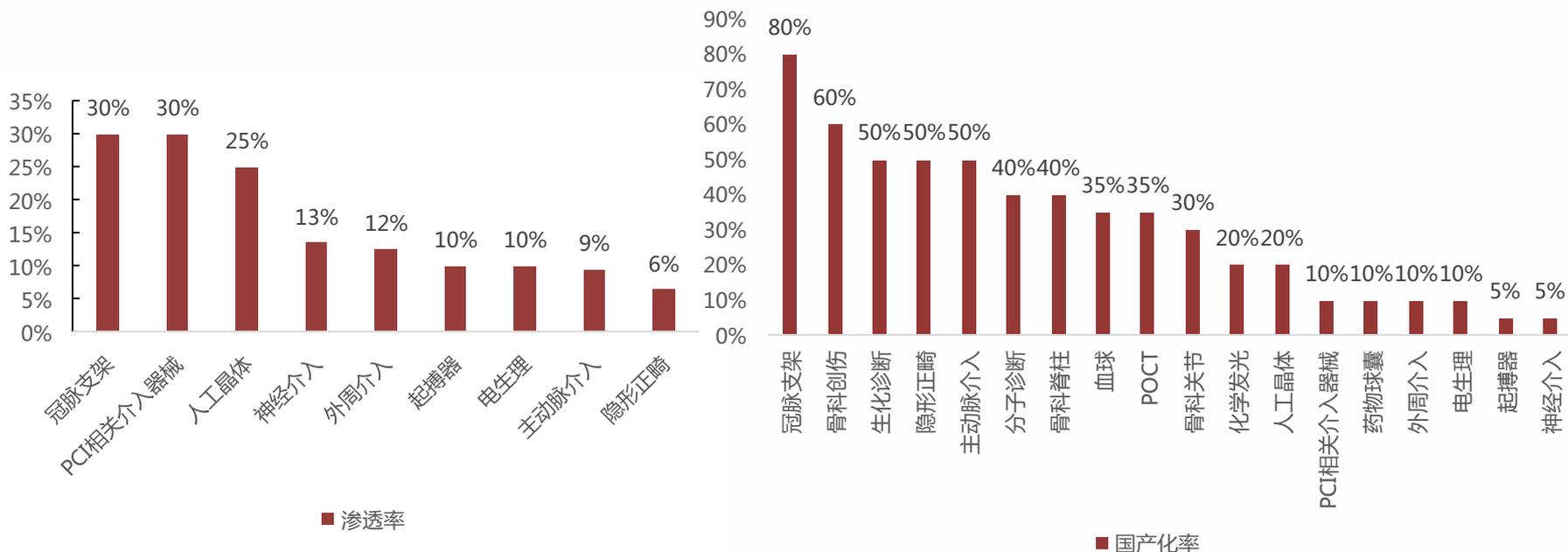


医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向二：后集采时代下“两低”赛道及复苏

□ **相关标的包括：**电生理（惠泰医疗、微电生理）、主动脉（心脉医疗）、外周（先瑞达）、神经介入（赛诺医疗、归创通桥）、人工晶体（爱博医疗）、TAVR（启明医疗）、化学发光（迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技）、骨科、肿瘤早筛。

部分高值耗材和IVD领域渗透率和国产化率

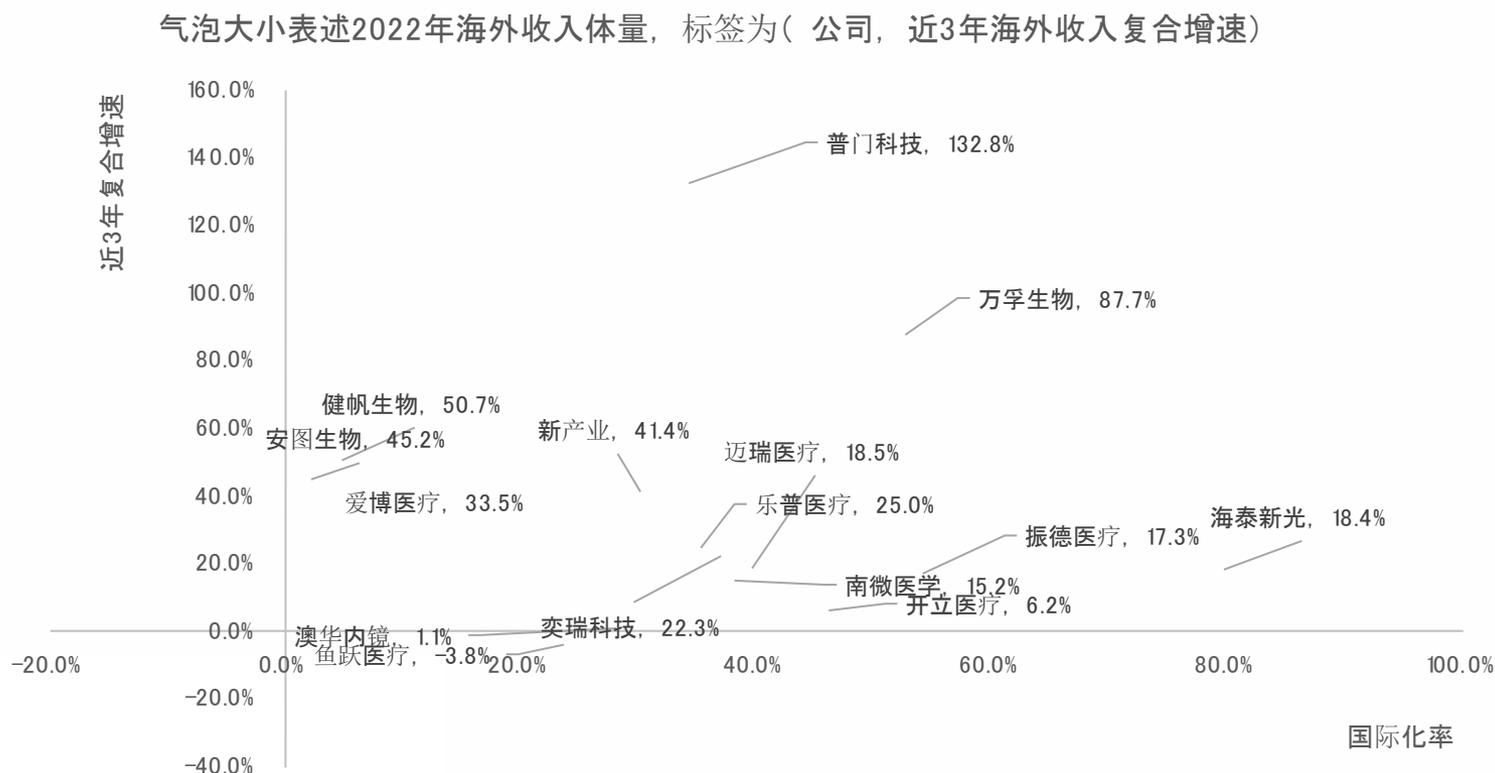


医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向三：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

□ 在疫情背景下，国产器械的性价比得到全球认可，有望开启出海浪潮。近年来国产器械龙头不断推行国际化战略，目前国际化率普遍在30~40%，从增速看，近三年复合增速平均在50%左右（部分公司有疫情增量）。

主要A股器械公司国际化水平分析（海外收入体量、占比、近3年复合增速）

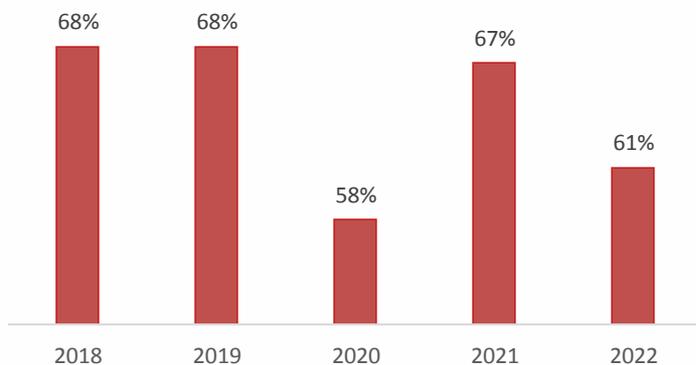


医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

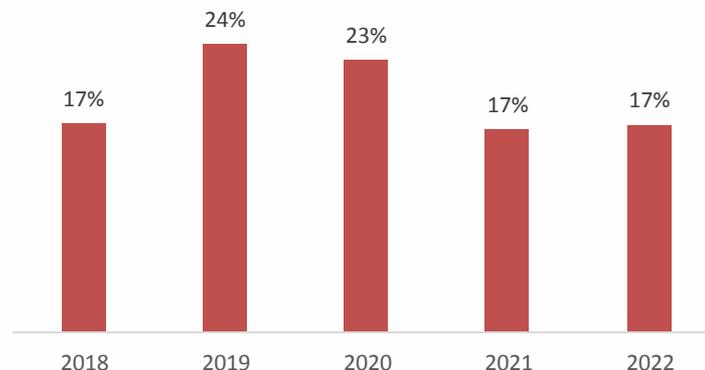
2.1.3 器械投资方向三：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

□ **相关标的**：低值耗材（振德医疗）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、福瑞股份、理邦仪器）、IVD（普门科技、新产业）、CGM（三诺生物）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）。

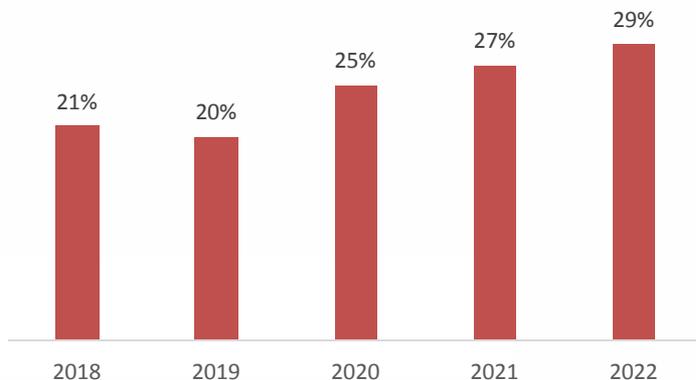
低值耗材上市公司出海收入占比情况



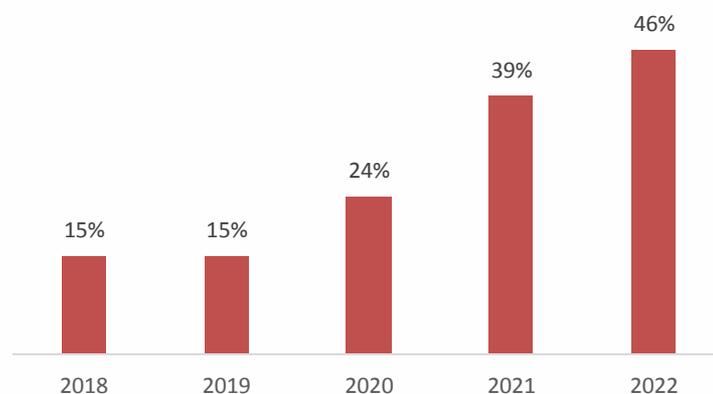
高值耗材上市公司出海收入占比情况



设备上市公司出海收入占比情况



IVD上市公司出海收入占比情况



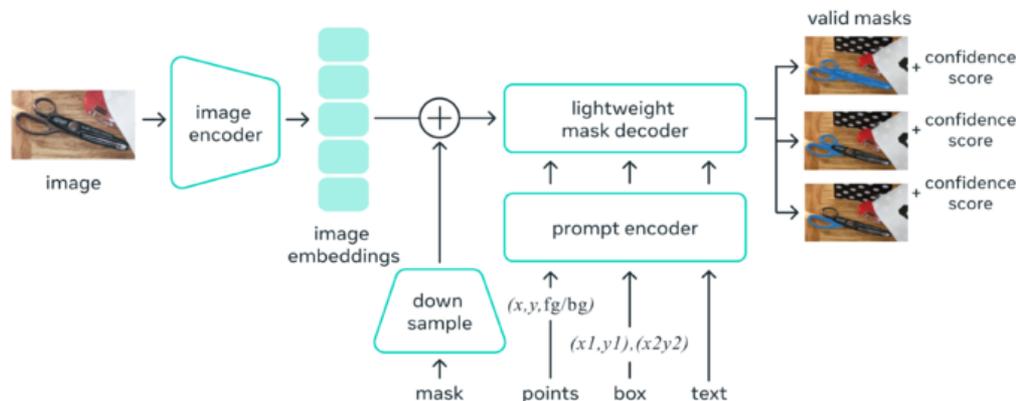
医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **Meta AI 发布并开源图像分割基础大模型SAM，促进机器视觉通用基础大模型研究。** Meta在4月5日发布了机器视觉领域首个用于图像分割的通用大模型 Segment Anything Model (SAM) 及其训练数据集 Segment Anything 1-Billion (SA-1B)，并将其开源于 GitHub。该模型的推出旨在促进机器视觉通用基础大模型的进一步研究，为图像分割领域的研究和应用提供更加完备的解决方案。SAM 模型基于 Meta 在 2021 年发布的 Unified Vision 模型架构，并在此基础上进行了优化和改进。该模型采用了多尺度特征融合和深度监督等技术，具有更好的图像分割效果和更高的鲁棒性。SA-1B 数据集是 Meta 开源的一个大规模的、高质量的图像分割数据集，包含 10 万张图像和 100 万个标注，涵盖了人、动物、车辆、建筑等多种类别。
- ❑ **开源 SAM 模型和 SA-1B 数据集将为机器视觉领域的学术研究和产业应用提供更加丰富的资源和技术支持。通过更加广泛地应用和改进 SAM 模型，将有助于推动图像分割技术在自动驾驶、医学影像分析、智能安防等领域的应用。**

SAM 架构

Universal segmentation model



SAM 分割图像



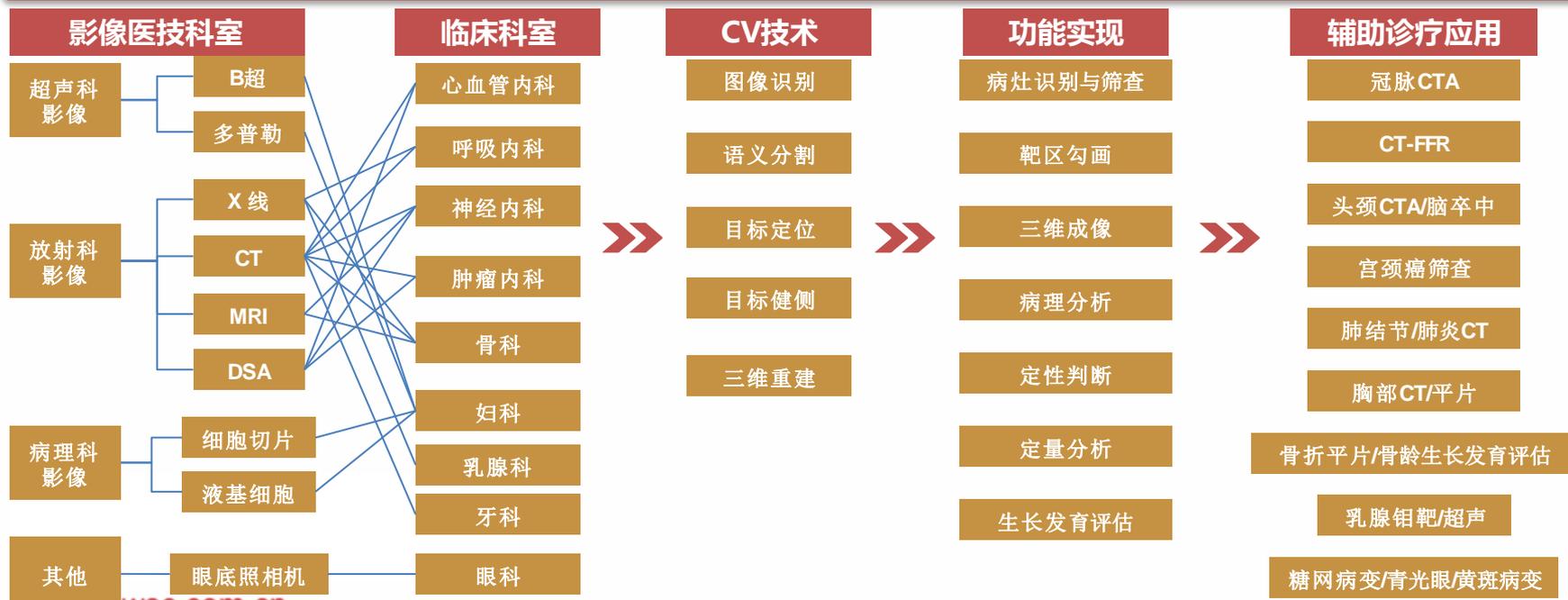
Figure showing the original (left) and segmented (right) image.

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **AI影像中疾病筛查及辅助诊断类应用最为广泛。**AI医疗影像产品广泛应用于医技科室，包括超声影像、放射影像和病理影像等领域。AI医疗影像辅助诊疗软件集成了CV技术和深度学习，嵌入至医技科室的医疗器械设备中，以实现各种功能。这些软件的应用可帮助医生快速出具诊断结论和治疗方案。在AI医疗影像产品中，疾病筛查和辅助诊断产品是最早应用和竞争最激烈的品类，而辅助治疗类产品的进展较慢。因此，开发辅助诊断和为治疗康复规划的方案尤为重要。
- ❑ **冠脉和头颈类应用的市场前景较好，肺结节和肺炎类应用的市场覆盖率相对较高。**乳腺和肝脏的应用目前仍处于研发阶段，商业化进程正在推进。部分头部企业则主要基于某一临床科室应用起家，发展成为精品后，将业务线拓展至其他临床科室。
- ❑ **数据采集与结构化优势突出，图像标注更易标准化**
- ❑ **不同科室对AI影像产品的需求存在差异点。**
- ❑ **相关上市公司：安必平、迪安诊断、祥生医疗、联影医疗、鹰瞳科技-B、美年健康、万东医疗等。**

AI 影像主要功能实现图谱



www.wsc.com.cn

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **CDSS协助医生跨越单病种知识局限，二级医院需求空间大。** CDSS（临床决策支持系统）是一种计算机应用系统，主要通过运用相关的临床知识、患者基本信息以及病情信息，帮助医生加强医疗决策与行动，从而不断提高医疗诊断治疗的服务质量。
- ❑ 由于临床医师专业领域往往局限于单病种研究，且基层医生的误诊与漏诊率较高，CDSS的设计目的是为了帮助医生跨越单病种知识限制、规范医师诊疗行为、把控医疗质量、避免医疗差错以及减少不必要的医疗费用支出。
- ❑ 根据知识库的形成方式，CDSS分为基于知识库和非基于知识库两类。
 - 基于知识库的CDSS的知识库构建依赖人工预设好的知识库，并且知识库的内容必须有证据支持。
 - 而非基于知识库的CDSS则更多地依赖机器学习和自然语言处理技术，从大量实例中获取知识，并让计算机学习过去的经验与临床模式，将学到的经验放入知识库中，在诊疗过程中结合机器学习构建的知识库自动识别和实时管控诊疗缺陷。
 - 目前，CDSS多为基于知识库和非基于知识库两种混合产品，以基于知识库的CDSS为主，非基于知识库的CDSS为辅，共同服务临床决策。
- ❑ 由于临床质控水平有待提高，三乙医院和二甲医院具备充足的购买预算，成为CDSS产品的主要采购力量；优质医生资源短缺和信息化进程缓慢，基层医疗机构对CDSS产品有很强的内在需求。
- ❑ **AIGC将大幅提升效率：**在临床人机交互使用中，AIGC将能够辅助 workflow。基于底层算法和需求生成的文本、图片、等多媒体将辅助 CDSS中的知识搜索、辅助问诊、病症解读、单病种质控等多种临床应用。
- ❑ **相关上市公司：**金域医学、医渡科技、久远银海、润达医疗、朗玛信息等。

CDSS系统构建流程



资料来源：艾瑞咨询，西南证券整理

医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- **AI医疗手术机器人三甲医院需求强烈。**机器人被设计用于进行外科手术、辅助诊断、医疗服务和康复治疗等医疗活动，具有医用性、临床适应性和交互性。可以根据实际的医疗环境进行检测、移动、提示等操作，完成相应的医疗任务。
- **AI医疗机器人是在传统医疗机器人的基础上，**加入了具备AI感知与认知技术的软件系统，可以帮助医生完成半自动化或全自动化的诊疗操作。AI医疗机器人都可分为手术机器人、康复机器人、辅助机器人和服务机器人四类。其中前三类机器人更多地服务于临床应用，具有较高的临床价值。
 - 手术机器人应用于普外科、骨科、神经内外科等科室的手术中。其中，腹腔镜机器人是应用最为广泛的一种。
 - 辅助机器人主要应用于非手术环境下的临床诊断场景，为医生提供专业的诊断和治疗技术。
 - 康复机器人则是一种医疗机器人，用于辅助病人完成肢体动作、实现助残行走、康复治疗等功能，能够解决病人康复动作的标准性与把控性，促进神经系统的功能重组、代偿和再生。
- **AI医疗机器人下游需求逐渐释放，三甲医院对手术机器人需求强烈**
 - 腹腔镜机器人，骨科机器人需求尤为强烈
 - 康复机器人人民疗养机构需求上升
- **相关上市公司：天智航、微创机器人-B等。**

AI 医疗机器人产业分类图



医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.1.3 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

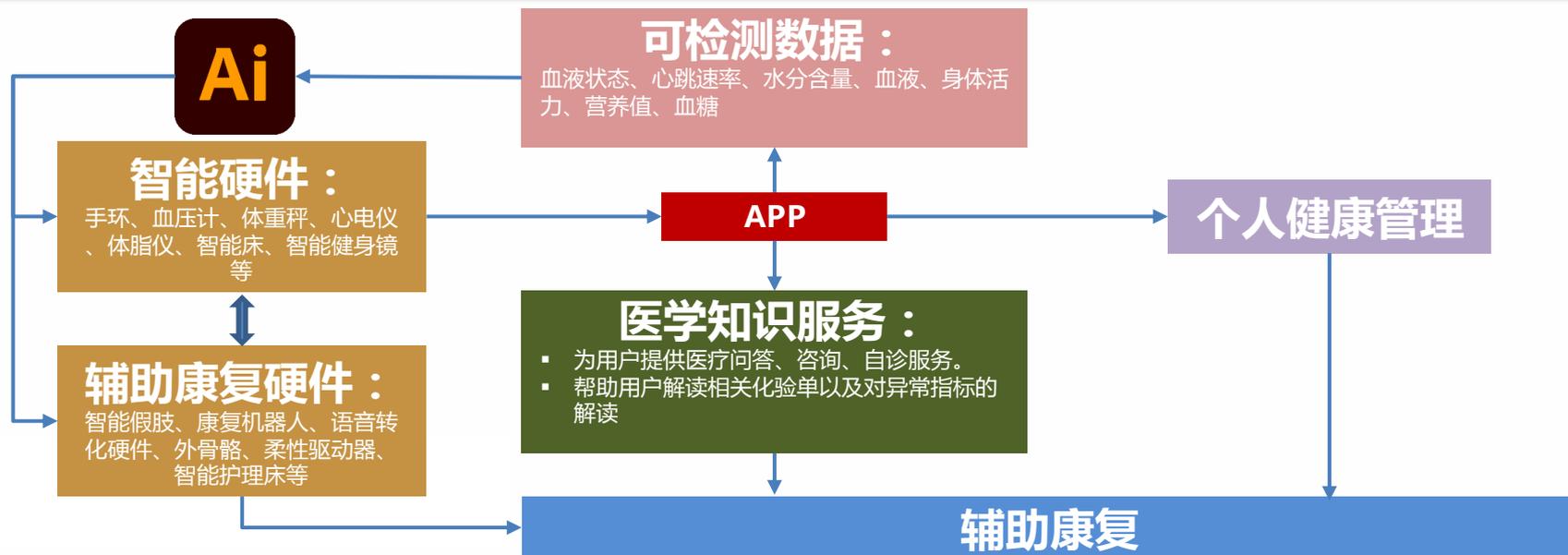
□ AI 健康管理市场需求增长，围绕硬件终端设备+软件分析平台强化创新能力

- 运动健康管理：以科学运动健康理论为中心，为运动爱好者提供更为科学的健康指导服务。
- 护肤健康管理：基于个人肤质，进行有效成分推荐，助力日常皮肤护理，提供高度个性化皮肤管理服务。
- 营养健康管理：基于个人饮食评估，对个人饮食进行个性化营养配比服务。
- 慢性病健康管理：结合用户自身的健康情况，进行个性化健康干预措施及慢性病管理。
- 睡眠健康管理：通过人工智能算法分析用户的睡眠状态及睡眠质量，后台进行分析后反馈回用户以延长用户的深度睡眠时间。
- 生命体征监测管理：通过监测用户的血液情况、心跳速率、血压及血糖等来实时监控用户生命体征。

□ 未来发展方向：1) 提升产品创新能力；2) 强化关键算法研究；3) 探索公共医疗数据平台建设

□ 相关上市公司：乐心医疗、九安医疗等。

AI 个人健康生态已逐步成形



目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

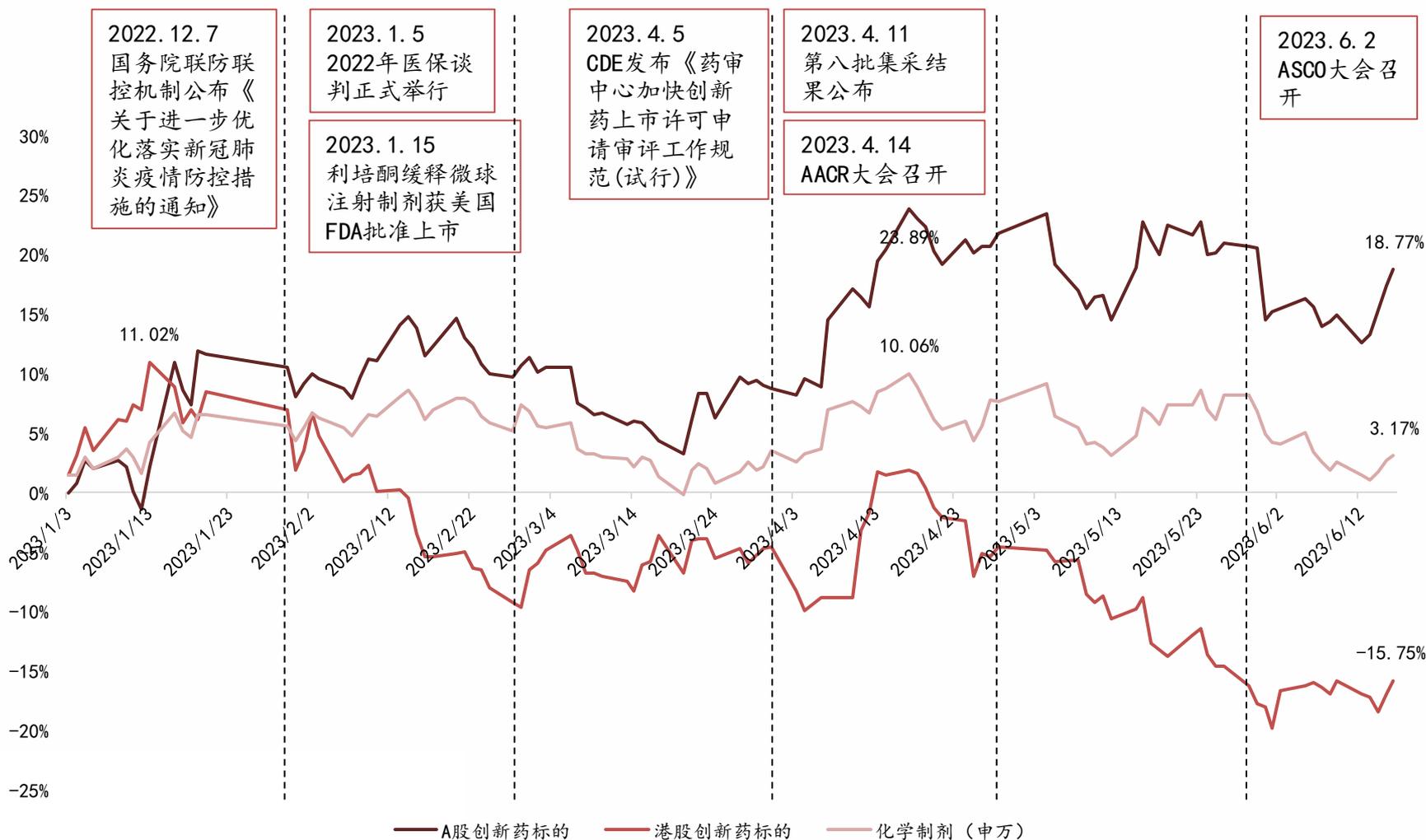
- 我国创新药行业正朝着良性方向发展，从Me too到Me better甚至FIC/BIC，从立足本土到迈向国际，从追求Fast follow、扎堆网红靶点到以临床价值为导向、以患者为中心的自主研发。**正如年度策略所判断，板块估值迎来触底反弹，政策支持持续，疫后复苏开启，研发、出海和商业化重要进展驱动板块行情演绎。**
 - ① **行情回顾：疫后复苏奠定基调，医保谈判和研发里程碑驱动板块行情演绎。**2023年截至6月16日，化学制剂（申万）指数涨幅3.17%，阶段高点为4月17日涨幅10.06%；A股创新药标的指数涨幅18.77%，阶段高点为4月17日涨幅23.89%；港股创新药标的指数跌幅15.75%，阶段高点为1月13日涨幅11.02%。
 - ② **政策回顾：持续鼓励新药研发，强化新药审批提速。**近年来，国家鼓励新药研发、加快审评审批的同时，从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2023年4月，CDE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）》，鼓励研究和创制新药、儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快创新药品种审评审批速度。
 - ③ **业绩回顾：23Q1单季度收入增速为阶段最高，盈利能力企稳。**选取A股49家有收入和利润的药品板块公司，2023年Q1收入总额增速为8.3%、归母净利润总额增速为5.3%。收入和利润有所提升，1月份略受疫情影响，随后呈现复苏趋势，单季度收入增速为阶段最高。从盈利水平看，随着集采、国谈等“政策底”显现，板块整体盈利能力企稳，2023Q1行业毛利率（56.1%）环比+1.8pp、同比-0.6pp，净利率（13.3%）环比+4pp、同比-0.4pp。
 - ④ **市场回顾：23Q1药品销售额同比持平，1-4月诊疗人次明显复苏。**从PDB样本医院药品销售额数据看，2023年Q1 PDB样本医院药品销售554.2亿元，同比增长0.05%，1月受到疫情放开的阶段性影响，Q1整体药品销售额同比基本持平，预计2023年Q2起将有更明显的改善。以重庆市卫健委披露的医疗卫生机构诊疗人次月度数据来看，2023年1-4月重庆市诊疗人次同比增长19.7%，整体呈现疫后复苏趋势，其中医院同比下降3.6%，基层医疗卫生机构同比增长55.5%。

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

- **展望下半年，持续把握创新药研发、商业化、出海三大主线，关注重磅学术会议、降息等事件对行业β的催化，重视挖掘低估值、强催化、拥有α的优质标的。**
 - ① **国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展。**上半年，AACR和ASCO大会优异临床数据披露以及重要产品的里程碑进展驱动了创新药板块行情。下半年，ESMO大会将于10月20日-24日召开，预计仍将有众多优异的国产新药数据披露。2023年截至6月13日国内已批准25款创新药上市，包括德曲妥珠单抗、贝福替尼、三款国产新冠口服药等多款国内外重要品种，其中12款为国产新药。国产创新药将加速落地，全年超30个国产品种有望获批上市，杰克替尼、多款BCMA CAR-T等部分重磅单品的上市有望成为公司重要催化剂，为业绩赋能。
 - ② **疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化。**从PDB药品销售额看，2023年Q1 PDB药品销售554.2亿元，同比增长0.05%，1月受到疫情放开的阶段性影响，预计2023年Q2起将有更明显的改善。Biopharma凭借商业化优势推动创新药收入快速增长，加之集采影响见底，创新药占比正不断提升，比如2022年翰森制药创新药收入约50.1亿元，占比由18%上升至53.4%。Biotech通过自建商业化团队或合作销售等方式加速商业化进程，如信达生物近3000人销售团队2022年实现45.6亿元收入等。随着创新药加速纳入医保等政策支持，医保谈判以量换价逻辑凸显，国产新药商业化将受益于政策支持进一步提速。
 - ③ **出海密集兑现，广阔天地大有作为。**上半年，我们已迎来绿叶制药利培酮缓释微球注射制剂获FDA批准上市、百济神州泽布替尼新适应症在美英获批、恒瑞医药EZH2抑制剂7亿美元授权、康诺亚CLDN18.2 ADC 11.88亿美元授权等重磅出海进展，FDA来华现场检查恢复，国际化仍大有可为。泽布替尼、西达基奥仑赛在美国市场的成功商业化也充分验证了全球市场的广阔潜力。随着研发提速、创新提质，国产新药License out与自主出海渐入佳境，全年超15项新药和新增适应症有望在海外上市或提交NDA，关注临床数据优异的创新品种及已出海品种的商业化进展。
- **投资建议：**结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“国产新药落地节奏，商业化放量是否超预期、国际化/lincese out”三方面，重点关注恒瑞医药、百济神州、金斯瑞、荣昌生物、康方生物、和黄医药、贝达药业、首药控股、海创药业、泽璟制药、康辰药业、海思科、君实生物、京新药业、盟科药业、海普瑞、冠昊生物等。
- **风险提示：**研发不及预期风险、商业化不及预期风险、行业政策风险等。

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.1 行情回顾：疫后复苏奠定基调，医保谈判和研发里程碑驱动板块行情演绎

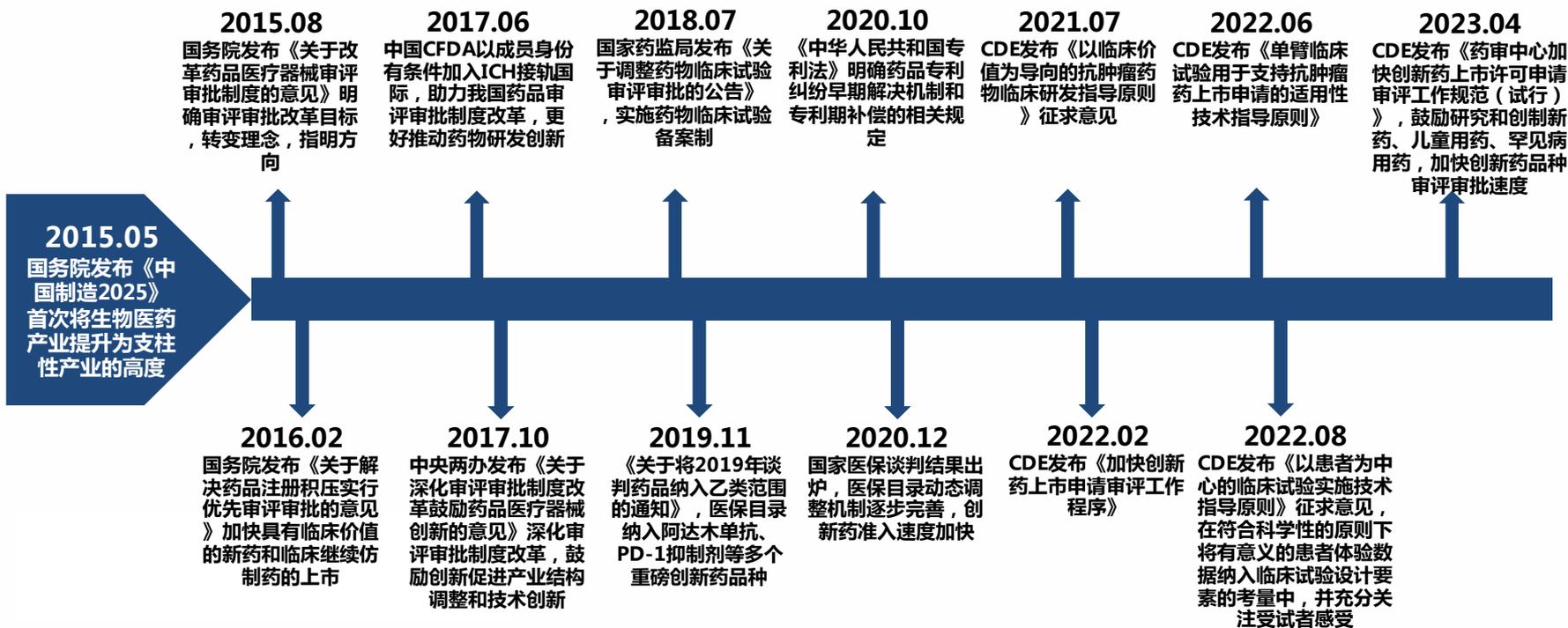


创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.2 政策回顾：持续鼓励新药研发，强化新药审批提速

- 近年来，国家鼓励新药研发、加快审评审批的同时，从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2023年4月，CDE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）》，鼓励研究和创制新药、儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快创新药品种审评审批速度。

创新药行业相关政策汇总



创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.3 业绩回顾：23Q1单季度收入增速为阶段最高，盈利能力企稳

- 选取49家有收入和利润的药品板块公司，2023年Q1收入总额增速为8.3%、归母净利润总额增速为5.3%。收入和利润有所提升，1月份略受疫情影响，随后呈现复苏趋势，单季度收入增速为阶段最高。
- 从盈利水平看，随着集采、国谈等“政策底”显现，板块整体盈利能力企稳，2023Q1行业毛利率（56.1%）环比+1.8pp、同比-0.6pp，净利率（13.3%）环比+4pp、同比-0.4pp。

创新药及制剂板块21Q3-23Q1业绩速览

(亿元)	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营收	698.2	707.1	692.9	683.5	736.5	747.1	750.4
同比增速	6.5%	6.7%	6.2%	4.4%	5.3%	5.7%	8.3%
归母净利润	97.8	45.0	95.1	90.1	97.6	69.7	100.1
同比增速	19.3%	-30.4%	14.6%	-1.2%	-0.3%	54.7%	5.3%

创新药及制剂板块21Q3-23Q1盈利能力指标概览

	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
毛利率	58.0%	54.6%	56.7%	55.4%	56.8%	54.3%	56.1%
净利率	14.0%	6.4%	13.7%	13.2%	13.3%	9.3%	13.3%
销售费用率	27.7%	27.8%	26.3%	24.9%	26.2%	27.0%	24.8%
管理费用率	6.1%	8.2%	6.5%	6.5%	6.6%	6.9%	6.3%
财务费用率	0.2%	0.3%	0.3%	-0.5%	-0.7%	0.5%	0.5%
研发费用率	8.1%	11.0%	7.3%	8.4%	8.5%	10.3%	7.8%

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.4 市场回顾：23Q1药品销售额同比持平，1-4月诊疗人次明显复苏

- ❑ PDB样本医院药品销售额数据：2023年Q1 PDB样本医院药品销售554.2亿元，同比增长0.05%，1月受到疫情放开的阶段性影响，Q1整体药品销售额同比基本持平，预计2023年Q2起将有更明显的改善。
- ❑ 以重庆市卫健委披露的医疗卫生机构诊疗人次月度数据来看，2023年1-4月重庆市诊疗人次同比增长19.7%，整体呈现疫后复苏趋势，其中医院同比下降3.6%，基层医疗卫生机构同比增长55.5%。

2012-2023Q1 我国PDB样本医院药品销售额



2023年1-4月重庆市医疗卫生机构诊疗人次

指标	4月 (万人次)	1-4月 (万人次)	累计同比 ±	占比
总比	19447.77	6281.7	19.73%	100%
医院	716.39	2778.2	-3.6%	36.78%
基层医疗卫生机构	1170.25	3265.6	55.5%	60.08%

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

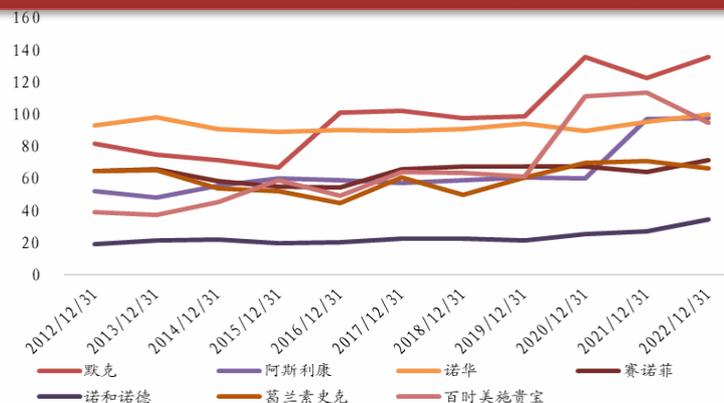
2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

国内biopharma研发投入持续快速增长，研发费用率逐年提高接近部分MNC水平。在政策支持下，研发投入加大使国内创新药研发速度和质量有了明显提升，越来越多的药企进入到了创新药收获期。

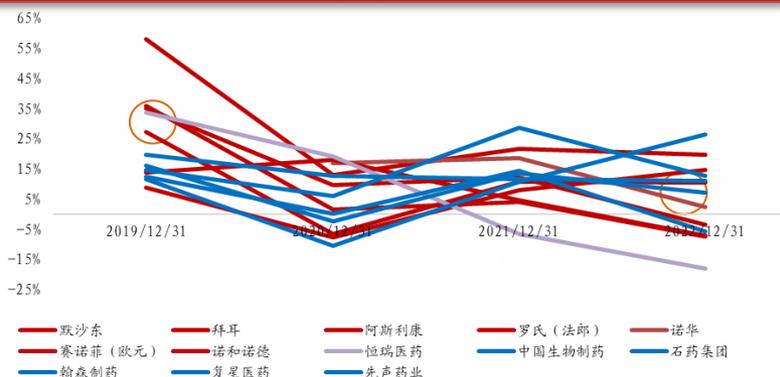
2012-2022年国内biopharma研发投入（亿元）



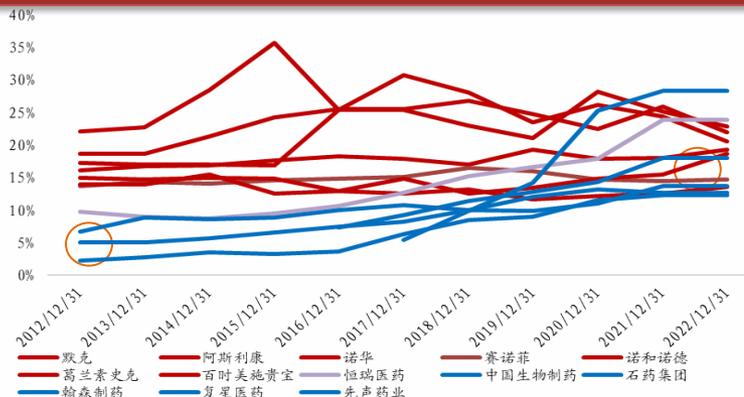
2012-2022年MNC研发投入（亿美元）



2019-2022年国内营收yoy：内资稳健，外资下滑



2012-2022年研发费用率：内资逐年提高，外资平缓



创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 国内头部biopharma研发人员数量远超MNC在华研发人员数量。2021年恒瑞医药研发人员数量达5478人，远超其他国内biopharma。其他国内biopharma的研发人员数量也均超过1600人，远高于大多MNC在华研发人员数量。
- MNC研发组织架构调整或研发人员裁撤成趋势。阿斯利康、礼来、诺华、艾伯维等MNC在华研发组织或研发人员近五年均有较大的裁撤调整。MNC在华研发战略向投资合作、成立中外合资公司等方式转变。

MNC在华研发人员数量及研发组织架构调整

	中国研发人员数量	重要研发调整
辉瑞-2018	1300	-
默沙东-2021	1200	-
拜耳-2015	270	-
礼来-2017	150	2011年礼来风险投资部门成为独立的礼来亚洲基金 2017年关闭上海张江的礼来中国研发中心，100多名研发人员离开，未来将在药物发现和早期临床研究中探索与本地公司合作的新模式
诺华-2021	600	解散中国生物研发部门
艾伯维-2022	190	2016年艾伯维关闭了中国研发中心
阿斯利康-2022	700	2017年AZ中国创新中心独立与国投创新成立迪哲医药 2020年阿斯利康中金医疗产业投资基金成立

2021年中国biopharma研发人员数量（人）



恒瑞医药和复星医药研发人员数量变化趋势（个）



创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 随着国内药企研发速度和质量的提升，MNC在国内临床、注册和准入方面的先发优势逐渐消失，进口新药时间窗口越来越小。国内，首款进口新药与首款国产新药/生物类似药的获批上市时间差距逐渐缩短，国产新药与同机制进口新药的国内研发用时差距也呈现缩小趋势，而国外上市的进口新药引入国内的时间差没有明显变化。

药品名称	靶点	公司名称	首款进口/国产新药	首批适应症	国内				国外	
					首次临床获批时间	首次批准上市时间	研发用时(年)	批准上市相差(年)	国外获批时间	国内外获批相差(年)
利妥昔单抗		罗氏	首款进口新药	非霍奇金淋巴瘤等	-	1999-2000	-		1997-11-26 (US)	2-3
利妥昔单抗	CD20	复宏汉霖	首款国产生物类似药	参考原研	2014-3-4	2018-8-15	4-5	19-20	-	-
泽贝妥单抗		博锐/海正	首款国产新药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2015-1-26	2022-1-11 (申报上市)	7-8		-	-
比卡鲁胺		阿斯利康	首款进口一代新药	前列腺癌	-	1999-10-14	-		1995-10-04 (US)	4
阿帕他胺	AR	强生	首款进口二代新药	去势抵抗前列腺癌	2016-2-23	2019-9-7	3-4	22-23	2018-02-14 (US)	1
瑞维鲁胺		恒瑞	首款国产新药	激素敏感性前列腺癌	2015-9-14	2022-6-30	6-7		-	-
曲妥珠单抗		罗氏	首款进口新药	HER2阳性乳腺癌	-	2002-09-05	-		2012-06-08 (US)	6
曲妥珠单抗	HER2	复宏汉霖	首款国产生物类似物	参考原研	2015-6-29	2020-8-14	5-6	17-18	-	-
伊尼妥单抗		三生国健	首款国产新药	HER2过度表达的转移性乳腺癌	2004-6-14	2020-6-19	16		-	-
阿达木单抗	TNF-α	艾伯维	原研	类风湿性关节炎	2004-11-22	2009-12-29	5-6	9-10	2002-12-31 (US)	7
		信达生物	首款国产生物类似物	参考原研	2015-12-9	2019-11-7	3-4		-	-
纳武利尤单抗	PD-1	百时美施贵宝	首款进口新药	非小细胞肺癌	2015-7-8	2018-6-4	3	0-1	2014-07-04 (JP)	4
特瑞普利单抗		君实生物	首款国产新药	黑色素瘤	2016-1-14	2018-12-17	2-3		-	-
奥拉帕利	PARP	阿斯利康	首款进口新药	卵巢癌	2014-8-14	2018-8-23	4	2-3	2014-12-16 (EU)	4
		恒瑞	首款国产新药	输卵管癌、腹膜癌、卵巢癌	2013-8-5	2020-12-16	7-8		-	-
度伐利尤单抗	PD-L1	阿斯利康	首款进口新药	非小细胞肺癌	2016-7-20	2019-12-10	3-4	1-2	2017-05-01 (US)	2
恩沃利单抗		康宁杰瑞	首款国产新药	MSI-H或dMMR实体瘤	2017-1-11	2021-11-25	4-5		-	-
哌柏西利	CDK4/6	辉瑞	首款进口新药	HR阳性乳腺癌	2014-6-3	2018-8-6	4-5	2-3	2015-02-03 (US)	3
		恒瑞	首款国产新药	HR阳性乳腺癌	2015-9-10	2021-12-31	5-6		-	-
地舒单抗	RANKL	GSK/安进	首款进口新药	骨巨细胞瘤	2012-4-23	2019-4-29	7	3-4	2010-05-28 (EU)	9
纳乐舒单抗		石药	首款国产新药	骨巨细胞瘤	2017-3-15	2022-6-22 (申报上市)	6-7		-	-

www.swsc.com.cn

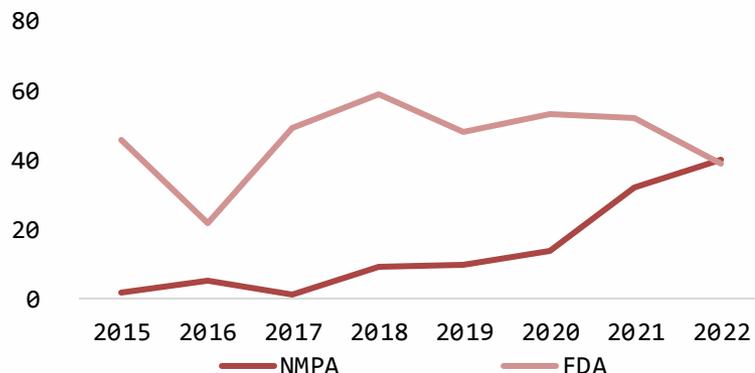
数据来源：CDE，医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

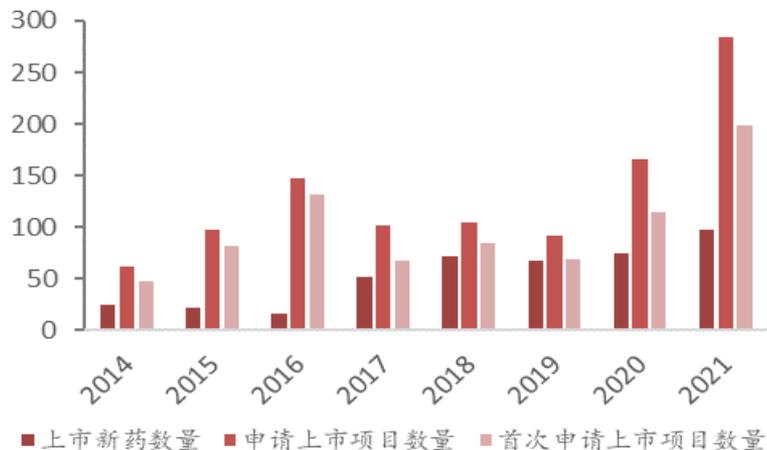
2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。回首2022年，NMPA共批准40款创新药（化药和治疗用生物制品）上市，首次超过FDA批准上市创新药数量。2023年截至6月13日已批准25款创新药上市，其中12款为国产新药。**2023年，国产创新药将加速落地，超30个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。**
- 首次申请上市项目数量和IND受理数量是上市新药数量的先行指标，2020年起我国两项先行指标均有显著增长，标志着我国创新药步入密集收获期，并且未来上市创新药数量将迎来更快速增长。

2015-2022年中美创新药批准数量（个）



我国历年上市及申报的创新药数量（件）



我国历年新药临床试验项目数量（件）



创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 2023年至今我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为25个，包括德曲妥珠单抗、贝福替尼、三款国产新冠口服药等多款国内外重要品种。

2023年我国批准上市创新药（截至6月13日）

药品名称	研发企业	靶点	适应症
艾诺米替片	艾迪药业	HBV polymerase; HIV-1 RT	HIV-1
琥珀酸莫博赛替尼	日本武田	EGFR exon 20; HER2 exon 20	非小细胞肺癌
重组甘精胰岛素+利司那肽	赛诺菲	insulin; GLP-1R	I型糖尿病
琥珀酸瑞波西利片	诺华	CDK4/6	HR阳性乳腺癌
氢溴酸氘瑞米德韦片	君实生物，旺山旺水生物	RdRp	新型冠状病毒感染
先诺特韦片/利托那韦片	先声药业	SARS-CoV-2 3CLpro	新型冠状病毒感染
盐酸奥扎莫德	Celgene, BMS	S1PR1; S1PR5	临床孤立综合征
盐酸凯普拉生片	柯菲平医药	proton pump	十二指肠溃疡和反流性食管炎
尼替西农	苏庇医药	HPPD	1型遗传性酪氨酸血症
德曲妥珠单抗	阿斯利康，第一三共	Top I; HER2	HER2阳性乳腺癌
阿得贝利单抗	恒瑞医药	PD-L1	小细胞肺癌
谷美替尼片	海和药物	c-Met	MET基因突变非小细胞肺癌
盐酸依拉环素	云济华美药业	30S subunit	腹腔感染
来瑞特韦片	众生药业	SARS-CoV-2 3CLpro	新型冠状病毒感染
阿可替尼	阿斯利康	BTK	套细胞淋巴瘤
艾贝格司亭α注射液	亿一生物	G-CSF	中性粒细胞减少症
硫酸司美替尼	阿斯利康	MEK1; MEK2	神经纤维瘤
盐酸依特卡肽	安进	CaSR	甲状旁腺功能亢进; 慢性肾病; 血液透析
奥磷布韦片	圣和药业	NS5B polymerase	慢性丙型肝炎
泽贝妥单抗注射液	博锐生物	CD20	CD20阳性弥漫性大B细胞淋巴瘤
盐酸可泮利塞	拜耳	PI3Kα; PI3Kδ	滤泡性淋巴瘤
替瑞奇珠单抗	康哲药业, Schering-Plough(Merck)	IL-23p19	斑块状银屑病
甲磺酸贝福替尼胶囊	贝达药业	EGFR	EGFR突变非小细胞肺癌
马昔巴特	Mirum, 北海康成	ISBT	Alagille综合征
伏罗尼布	贝达药业	PDGFR; VEGFR	肾细胞癌

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 2022年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为40个。

2022年我国批准上市创新药

药品名称	集团	靶点	适应症
来特莫韦片	默沙东	terminase	CMV感染
淫羊藿素软胶囊	坤诺基		肝细胞癌
注射用罗普司亭	协和发酵麒麟	TPO receptor	免疫性血小板减少症
奥木替韦单抗注射液	华北制药	rabies virus	狂犬病
注射用罗特西普	百时美施贵宝	ACVR2B	β-地中海贫血
艾伏尼布片	基石药业等	IDH1	透析中低血压；急性髓系白血病
钆[90Y]微球注射液	远大医药	not available	癌症肝转移；结肠癌
奈玛特韦片/利托那韦片组合包装	辉瑞	CYP3A4; SARS-CoV-2 Mpro; HIV-1 protease	新型冠状病毒感染
乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	特应性皮炎
依马利尤单抗注射液	赛默飞世尔科技	IFNγ	噬血细胞性淋巴瘤组织细胞增多症
伊奈利珠单抗注射液	泰格医药；阿斯利康	CD19	视神经脊髓炎
度维利塞胶囊	康泰伦特药业；石药集团	PI3Kδ; PI3Ky	滤泡性淋巴瘤
雷莫西尤单抗注射液	礼来	VEGFR2	胃癌
布格替尼片	武田	ALK	非小细胞肺癌
斯鲁利单抗注射液	复星医药；复宏汉霖	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
佩米替尼片	Incyte；信达生物	FGFR1; FGFR2; FGFR3	胆管癌
阿布昔替尼片	辉瑞	JAK1	特应性皮炎
硫酸拉罗替尼胶囊	拜耳	TrkA; TrkB; TrkC	NTRK融合阳性实体瘤
替戈拉生片	罗欣药业	proton pump	反流性食管炎
倍氯福格吸入气雾剂	凯西制药	glucocorticoid; mAChR; β2-adrenergic receptor	慢性阻塞性肺病
维立西呱片		sGC	慢性心力衰竭
注射用戈沙妥珠单抗	云顶新耀	TROP2	三阴性乳腺癌
非奈利酮片	拜耳	MR	糖尿病肾病
卡度尼利单抗注射液	康方生物	CTLA4; PD1	宫颈癌
瑞维鲁胺片	恒瑞医药	AR	激素敏感性前列腺癌
注射用盐酸曲拉西利	先声药业；G1	CDK4; CDK6	小细胞肺癌；化疗引起的骨髓抑制
普特利单抗注射液	乐普生物	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
恩曲替尼胶囊	罗氏；澳大利亚梅恩制药	Trk; ROS1; ALK	NTRK融合阳性实体瘤
瑞帕妥单抗注射液	神州细胞	CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤
多格列汀片	迪赛诺；华领医药	glucokinase	II型糖尿病
塞普替尼胶囊	礼来	RET	髓样甲状腺癌；非小细胞肺癌
莫格利珠单抗注射液	东洋纺织；协和发酵麒麟	CCR4	薑样肉芽肿
多替拉韦利匹韦林片	葛兰素史克	HIV-1 RT; HIV-1 integrase	HIV感染
盐酸托鲁地文拉法辛缓释片	绿叶制药	NET; SERT; DAT	抑郁症
林普利塞片	瓊黎药业/恒瑞医药	PI3Kδ	滤泡性淋巴瘤
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	not available	严重气道阻塞的中央型非小细胞肺癌
羧基麦芽糖铁注射液	Vifor Pharma；泰格医药	Fe	缺铁性贫血
那昔妥单抗注射液	赛生；赛默飞世尔科技	GD2	神经母细胞瘤
佩索利单抗注射液	勃林格殷格翰	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病
莫诺拉韦胶囊	默沙东	RdRp	新型冠状病毒肺炎

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

预计2023年获批上市的新药或新适应症（更新）

企业	药物	靶点	已提交NDA的新药或新适应症	预计获批时间
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗+阿帕替尼		一线晚期肝癌（已上市）	已获批上市
	SHR1316	PD-L1	一线广泛期小细胞肺癌（已上市）	已获批上市
	SHR8008	CYP51	复发性外阴阴道假丝酵母菌病（NDA）	2023H1
	SHR8554	MOR	腹部手术后镇痛（NDA）	2023Q4
	瑞格列汀	DPP4	2型糖尿病（NDA）	2023
	吡咯替尼	HER1/HER2/HER4	一线乳腺癌（已上市）	已获批上市
	普那布林	GEF-H1	成年非髓性恶性肿瘤患者化疗导致的中性粒细胞减少症（NDA）	2023
百济神州	泽布替尼	BTK	CLL/SLL（已上市），1L华氏巨球蛋白血症（已上市）	已获批上市
	替雷利珠单抗	PD-1	1L食管鳞癌（已上市）、1L胃或胃食管结合部腺癌（已上市）	已获批上市
信达生物	信迪利单抗	PD-1	EGFR TKI 耐药非小细胞肺癌（已上市）	已获批上市
	IBI-326	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤（NDA）	2023
诺诚健华	奥布替尼	BTK	WM（sNDA）、MZL（已上市）	已获批上市
海思科	HSK16149	$\alpha 2\delta$ 配体	糖尿病、带状疱疹神经痛（NDA）	23Q4/24Q1
贝达药业	贝福替尼	EGFR TKI	一线&二线EGFR突变NSCLC（已上市）	已获批上市
	伏罗尼布	VEGFR/PDGFR	既往接受过TKI治疗失败的晚期肾细胞癌（已上市）	已获批上市
科济药业	CT053	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤（NDA）	2023
信立泰	恩那司他	HIF-PH	慢性肾病贫血（已上市）	已获批上市
科伦药业	KLA167	PD-L1	鼻咽癌（NDA）	2023H1
京新药业	地达西尼	GABAA	失眠（NDA）	2023
泽璟制药	杰克替尼	JAK1/2/3	骨髓纤维化（NDA）	2023Q4
	外用重组人凝血酶	Thrombin	止血（NDA）	2023
传奇生物	LCAR-B38M	BCMA CAR-T	复发难治性多发性骨髓瘤（NDA）	2023
云顶新耀	Eravacycline	-	复杂性腹腔内感染（已上市）	已获批上市
	Nefecon	-	Iga肾病（NDA）	2023H2
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1	1L小细胞肺癌（已上市）、1L食管鳞状细胞癌（sNDA）	2023
艾迪药业	艾诺米替片	HIV-1 RT	艾滋病感染初治患者（已上市）	已获批上市

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症(1)

企业	药物	靶点	2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症
恒瑞医药	SHR4640	URAT1	痛风（III）
	法米替尼	VEGFR/c-Kit/PDGFR	胃肠道间质瘤、非小细胞肺癌、结直肠癌（III）
	SHR0302	JAK1	特应性皮炎（NDA），类风湿性关节炎、溃疡性结肠炎、银屑病等（III）
	SHR1314	IL-17A	斑块状银屑病（NDA）
	SHR1209	PCSK9	高胆固醇血症等（III）
	SHR8058	环孢素A	睑板腺功能障碍相关干眼病（III）
	SHR8028	44868	干眼病（III）
	SHRA1811	HER2 ADC	HER2阳性乳腺癌（III）
信达生物	SHR1701	PDL1/TGF β	非小细胞肺癌等（III）
	IBI-376	PI3K δ	滤泡性淋巴瘤（III）
诺诚健华	IBI310	CTLA-4	二线宫颈癌（III）
	奥布替尼	BTK	1L CLL/SLL（III）、1L MCL（III）、1L DLBCL-MCD（III）、SLE（III）
康方生物	ICP-B04	CD19	血液瘤/实体瘤（III）
	AK104	PD-1/CTLA-4	一线宫颈癌（III）、一线胃癌（III）
康宁杰瑞	AK112	PD-1/VEGF	EGFR-TKI治疗失败的非小细胞肺癌（III）、一线PD-L1阳性非小细胞肺癌
	KN046	PD-L1/CTLA-4	一线鳞状NSCLC（III）、胸腺癌（III）、PD-L1经治NSCLC（III）、一线胰腺癌（III）、肝癌（III）
海思科	KN026	HER2/HER2	≥2LHER2+乳腺癌（关键II期）、≥2LHER2+胃癌（III）
	HSK7653	DPP4	2型糖尿病（NDA）
科济药业	HSK21542	kappa受体	术后镇痛（III）
	CT041	CLDN18.2 CAR-T	胃及胃食管交界癌（II/III）
君实生物	VV116	RdRp	新冠（NDA）
	JS109	PARP	卵巢癌（III）
	JS002	PCSK9	高胆固醇血症（III）
泽璟制药	杰克替尼	JAK1/2/3	重症斑秃（III）、中重度特应性皮炎（III）
海创药业	HC1119	AR	去势抵抗性前列腺癌（NDA）

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症(2)

企业	药物	靶点	2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症
药明巨诺	瑞基仑赛注射液	CD19 CAR-T	套细胞淋巴瘤 (II)、大B细胞淋巴瘤 (II)
再鼎医药	尼拉帕利	PARP	其他实体瘤 (I/O联用) (III)
	肿瘤电场治疗	-	非小细胞肺癌 (III)、非小细胞肺癌脑转移 (III)、胰腺癌 (III)、卵巢癌 (III)
	Adagrasib	KRAS G12C	非小细胞肺癌 (III)、结直肠癌 (III)
	Odronektamab	CD3×CD20	B-NHL, r/r DLBCL (III)
	Repotrectinib	ROS1, TRK	ROS1阳性非小细胞肺癌 (NDA), NTRK阳性实体瘤 (III)
	Bemarituzumab	FGFR2b	FGFR2b阳性胃癌/胃食管交界部癌 (III)
	KarXT	-	精神分裂症 (III)、精神分裂症 (对非典型药物反应不佳的成人患者) (III)
先声药业	艾加莫德	FcRn	免疫性血小板减少症 (ITP) (III)、寻常型天疱疮 (PV) (III)、慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病 (CIDP) (III)
	曲拉西利	CDK4/6	转移性结直肠癌 (III)、三阴乳腺癌 (III)
	SIM0395	PI3K/mTOR	胶质母细胞瘤 (III)
	赛伐珠单抗	VEGF	卵巢癌/输卵管癌 (III)
	先必新舌下片	-	急性缺血性脑卒中 (NDA)
亚盛医药	SIM0417	3CL	轻至中度COVID-19患者 (已获批上市)
	APG-2575	Bcl-2	cLL/sLL (关键II期)、华氏巨球蛋白血症 (II)、急性髓性白血病 (II)、骨髓增生异常综合征 (II)、多发性骨髓瘤 (II)、套细胞淋巴瘤 (II)、ER+/HER2-乳腺癌及实体瘤 (II)
	APG-115	MDM2-p53	黑色素瘤及其他实体瘤 (IO联用) (关键II期)、腺样囊性肿瘤 (II)、急性髓性白血病, 骨髓增生异常综合征 (II)
康诺亚	APG-1387	IAP/XIAP	实体瘤 (IO联用) (关键II期)、胰腺导管腺癌 (II)、乙型肝炎 (II)
	CM310	IL-4Rα	特应性皮炎 (III)、慢性鼻窦炎伴鼻息肉 (III)
开拓药业	普克鲁胺	AR	COVID-19 (III)、mCRPC (III)
	福瑞他恩	AR	雄激素性脱发 (III)、痤疮 (II)
	GT90001	ALK-1	二线肝细胞癌 (II)

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症(3)

企业	药物	靶点	2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症
云顶新耀	Etrasimod	-	溃疡性结肠炎（III）
	Ralinepag	-	肺动脉高压（III）
	Taniborbactam	-	复杂性泌尿道感染（III）
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1	胃癌新辅助/辅助（III）、1L非鳞状非小细胞肺癌（III）
加科思	JAB-21822	KRAS G12C	非小细胞肺癌（III）
基石药业	普拉替尼	RET	一线非小细胞肺癌（sNDA）
	艾伏尼布	IDH1	一线急性髓系白血病（III）
	舒格利单抗	PD-L1	一线胃癌（sNDA）、一线食管癌（sNDA）、结外NK/T细胞淋巴瘤（sNDA）
	CS1003	PD-1	一线肝细胞癌（III）
	洛拉替尼	ROS1/ALK	一线ROS1 NSCLC（III）
创胜集团	TST001	Claudin18.2	一线胃癌或胃食管结合部癌（I b/II）、晚期胃癌（I b/II）、晚期胰腺癌（I b/II）
圣诺医药	STP705	TGF-β1/COX-2	面部原位鳞状细胞皮肤癌（II）、皮肤基底细胞癌（II）
乐普生物	HX008	PD-1	二线或以上黑色素瘤（II）、二线或以上MSI-H/dMMR（微卫星高度不稳定/错配修复缺陷）实体瘤（II）、二线晚期G/GEJ癌（II）
	MRG002	HER2 ADC	乳腺癌（III）、HER2过度表达二线或以上G/GEJ癌（III）
	CG0070 溶瘤病毒	-	BCG无应答（卡介苗无应答）NMIBC（非肌层浸润性膀胱癌）（III）
德琪医药	塞利尼索	XP01	复发/难治性多发性骨髓瘤（III）、复发/难治性弥漫性大B细胞淋巴瘤（III）、子宫内膜癌的维持治疗（III）、晚期脂肪肉瘤（III）、骨髓纤维化（注册性II）
首药控股	SY707	ALK/FAK/IGF1R	一线初治ALK阳性NSCLC（III）
苑东生物	优格列汀片	DPP4	2型糖尿病（III）
亚虹医药	APL1202	MetAP2	非肌层浸润性膀胱癌（III）
和铂医药	巴托利单抗	FcRn	重症肌无力（III）

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 上半年，分别有超过20家和超过30家A+H创新药企业在2023AACR和ASCO上披露了创新品种的数据，包括恒瑞医药、百济神州、和黄医药、百利天恒、亚盛医药、首药控股、君实生物、信达生物等，众多优异临床数据和里程碑进展驱动了创新药板块行情。
- 展望下半年，另一重磅学会会议——欧洲肿瘤内科学会年会（ESMO）将于2023年10月20日-24日在西班牙马德里召开。回顾2022年ESMO大会，囊括了来自中国学者的223篇研究，十余家A+H创新药企业披露了创新品种的数据，包括恒瑞医药、百济神州、康宁杰瑞、信达生物、诺诚健华、和黄医药等。预计2023ESMO大会上仍将有众多优异的国产新药数据披露。

MADRID 2023 ESMO congress

MADRID SPAIN
20-24 OCTOBER 2023



创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

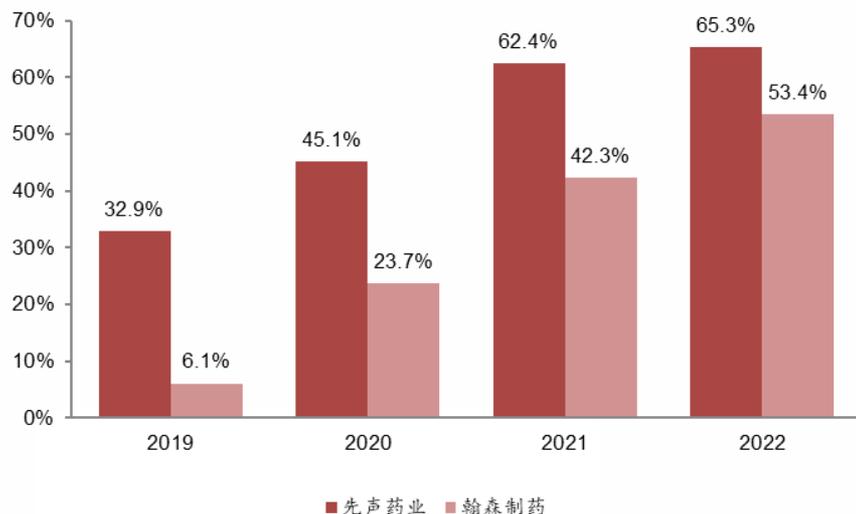
2.2.5 核心逻辑二：疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化

□ 企业创新转型初具成效，创新药占比持续提升。随着创新药的相继落地，企业正加速创新药商业化进程。

(1) Biopharma企业创新药占比正不断提升。2022年，翰森制药创新药销售收入约50.1亿元，占集团收入由18%上升至53.4%。先声药业创新药收入41.3亿元，占总收入比由32.9%上升至约65.3%。

(2) Biotech企业正依托Big Pharma或Biopharma加速探索商业化进程，如康方生物携手正大天晴，康宁杰瑞与先声制药展开合作。随着合作的逐步深入，Biotech商业化进程步入深水区。

2019-2022年创新药收入占比



Biotech商业化模式

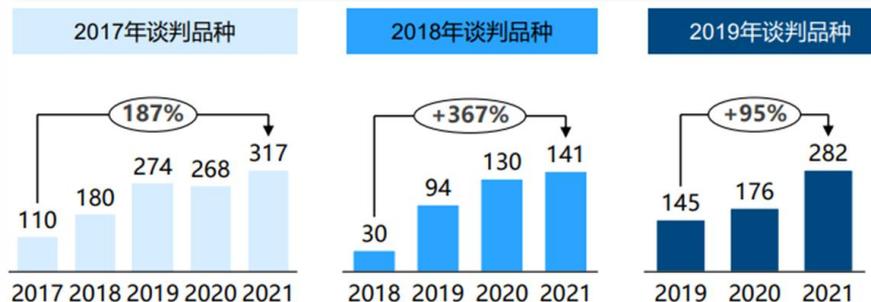
Biotech	合作模式	合作方	时间	合作内容
君实生物	联手Big Pharma	阿斯利康	2021年	授予阿斯利康特瑞普利单抗注射液在中国大陆地区非核心市场的推广权，以及后续获批上市的尿路上皮癌适应症的独家推广权。
信达生物	联手Big Pharma	礼来	2020年	礼来负责部分非核心市场的推广
康方生物	联手Bio Pharma	正大天晴	2021年	授权正大天晴作为在国内单抗产品的唯一销售单位，全权负责单抗产品的销售活动
康宁杰瑞	联手Bio Pharma	先声制药	2021年	先声药业负责恩沃利单抗在中国大陆注册上市后的独家商业推广
荣昌生物	自建团队	-	-	截至2021年底，公司在自身免疫领域组建132人销售团队，在肿瘤领域组建180人销售团队

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

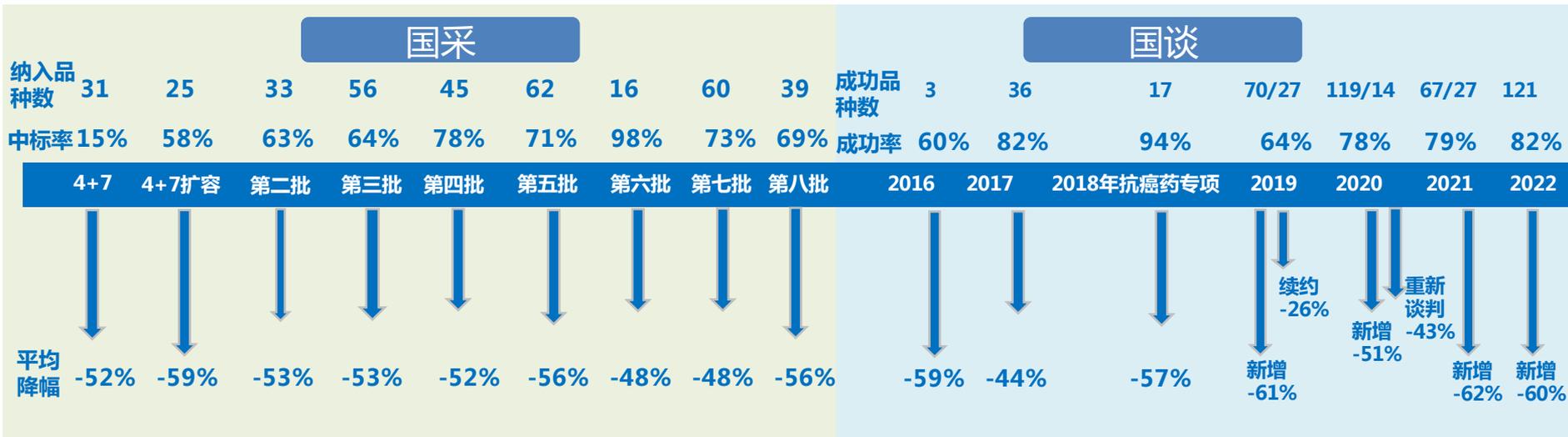
2.2.5 核心逻辑二：疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化

- 医保谈判步入深水区，以量换价逻辑凸显。我国一共进行了7轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药品，平均降幅基本都在40-62%之间，绝大多数创新药进入医保之后实现了以量换价，销售额大幅增长。
- 2022年医保谈判首次公布“简易续约”降幅规则，新准入药品平均降幅略有收窄，总体成功率为历年新高。从谈判和竞价情况看，147个目录外药品参与谈判和竞价（含原目录内药品续约谈判），总体成功率达82.3%，创历年新高。2019-2021年成功率分别为64%、78%、79%。谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅达60.1%，相较去年略有收窄。2019-2021年新增品种降幅分别为61%、51%、62%。

进入医保前后销售额变化情况



仿制药集采和医保谈判发展历程



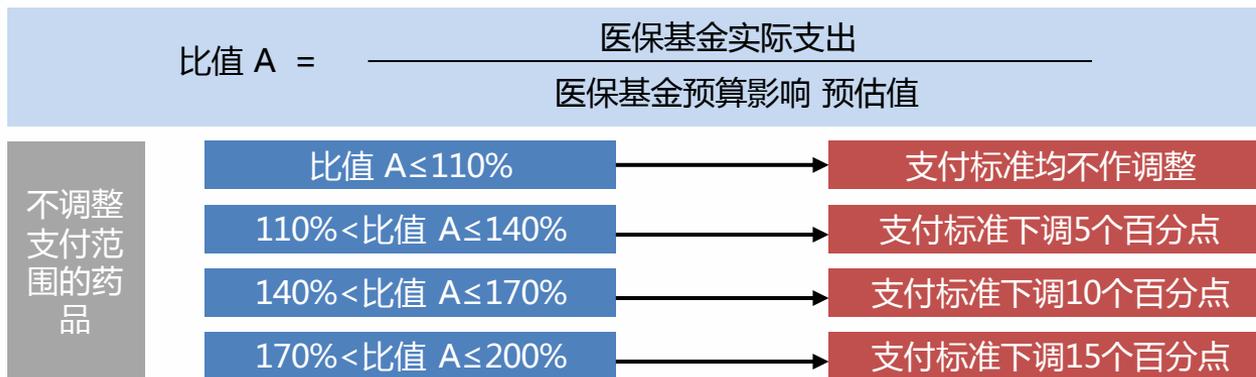
创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑二：疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化

□ 医保谈判首次公布《谈判药品续约规则》规则二的“简易续约”降幅规则

(一) 不调整支付范围的药品

以比值 A 为基准，确定支付标准的降幅（对于2017年1月1日（不含）前上市的药品，增幅不超过150%）



(二) 调整支付范围的药品

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：根据比值 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

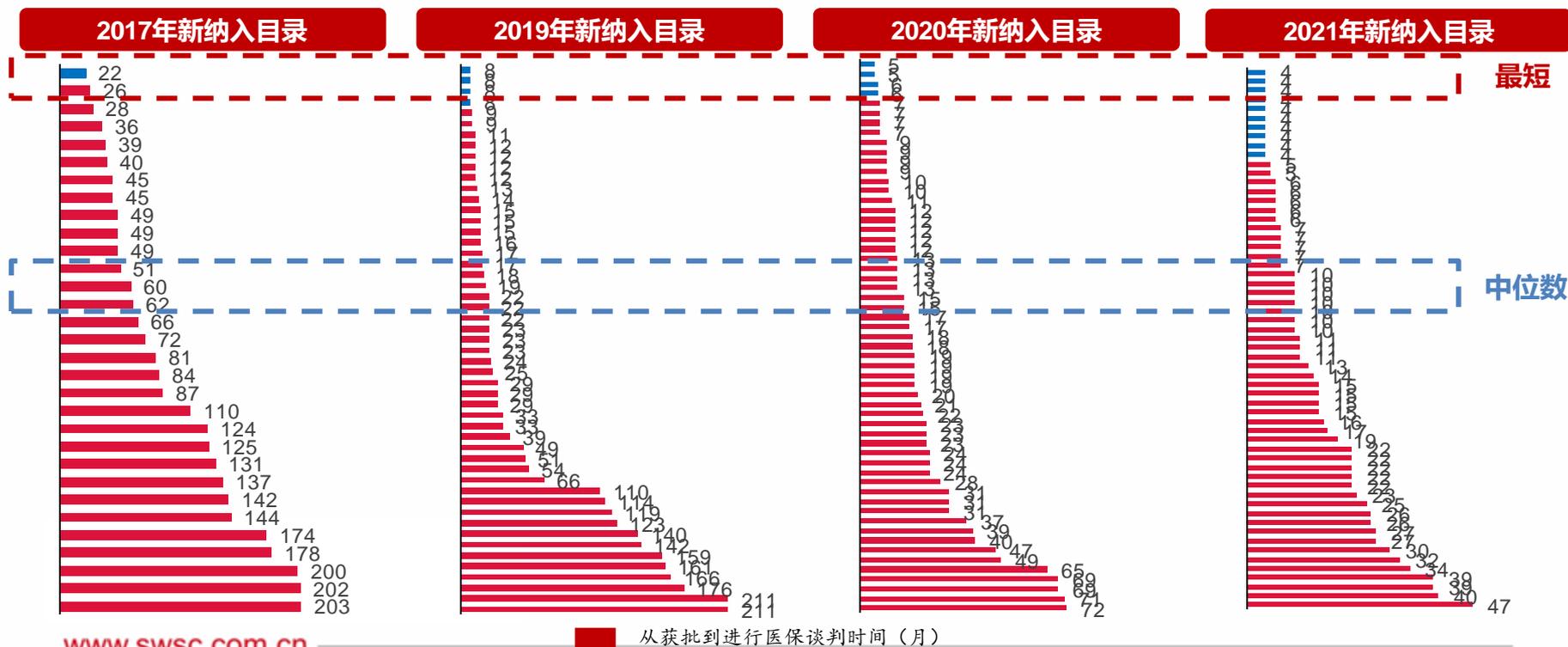


医保基金年均实际支出金额 ≤ 2亿元，支付标准按以上规则调整；
 2亿元 < 年均实际支出金额 ≤ 10亿元，支付标准下调幅度增加2个百分点；
 10亿元 < 年均实际支出金额 ≤ 20亿元，支付标准下调幅度增加4个百分点；
 20亿元 < 年均实际支出金额 ≤ 40亿元，支付标准下调幅度增加6个百分点；
 年均实际支出金额 > 40亿元，支付标准下调幅度增加10个百分点。

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑二：疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化

- **创新药品种从获批上市到进入医保时间间隔持续缩短。**以2021版谈判目录抗肿瘤和免疫调节剂为例，该品类71个品种从获批上市到进入医保平均时间间隔约为2.6年。其中，2017年医保谈判由于包含不少上市已久品种如诺华的依维莫司、先声的重组人血管内皮抑制素等，当年品种从获批上市到进入医保平均时间间隔为6.5年。而后每年谈判成功品种进入医保平均时间间隔持续缩短，2021年首次谈判进入医保的抗肿瘤和免疫调节剂进入医保的平均时间间隔已缩短至1.3年。
- **在价格优势及政策支持双重利好下，更多国内创新药纳入医保。**2019年至2021年6月30日共有42个抗肿瘤和免疫调节剂创新药获批上市（按通用名计算，指首次上市不含新增适应症），其中29个已进入医保目录（国产药16个、进口药13个）；未进入医保目录的13个品种中仅有3个国产药。29个品种进入医保的平均时间间隔为1.25年，其中10个品种在上市当年就被纳入医保。



www.swsc.com.cn

数据来源：BCG分析，医药经济报，西南证券整理

*注：只对西药进行了统计；医保目录谈判时间指政府决定是否将药品纳入国家医保目录谈判中，时间点分别为2021年10月、2020年12月、2019年8月、2018年8月和2017年2月。

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑二：疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化

- **DRG/DIP**：中国于2017年推出DRG，国家医保局选择部分地区开展；2018年为探索建立DRGs体系，国家医保局选取30个城市进行试点工作，并分别于2019年/2020年/2021年完成从“顶层设计”到“实际运行”的工作部署。截止2021年，全国30个DRG付费试点城市已全部进入实际付费阶段，DRG将逐步推进。
- **创新药械豁免DRG，单独支付**。2022年7月，北京为进一步完善CHS-DRG付费工作，在发挥CHS-DRG引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。发布了《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知》，研究决定对创新药、创新医疗器械、创新医疗服务项目试行不按DRG方式支付，单独据实支付。同时满足以下条件的药品可由企业向北京市医保中心申报：
 - ① 三年内（指含申报年及之前的两个自然年，下同）经药监部门批准上市的新通用名药品；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。
 - ② 取得国家医疗保障局医保药品分类与代码。
 - ③ 符合相关价格政策规定。
 - ④ 临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升。
 - ⑤ 对DRG病组支付标准有较大影响。
 - ⑥ 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。

DRG/DIP支付方式进展

	DRG 支付方式	DIP支付方式
2018年	国家医保局为制定适合我国医疗服务体系和医保管理能力的DRGs标准，发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	
2019年	推进支付方式改革，全国97.5%的统筹区实行了医保付费总额控制，86.3%的统筹区开展了按病种付费。30个城市纳入了国家CHS-DRG付费试点范围。60%以上的统筹区开展对长期、慢性病住院医疗服务按床日付费，并探索对基层医疗服务按人头付费与慢性病管理相结合。	
2020年	持续推进支付方式改革，在30个城市开展DRG付费国家试点工作，30个试点城市全部通过模拟运行前的评估考核，进入模拟运行阶段	中期确定了71个城市开展区域点数法总额预算和DIP付费试点工作。
2021年	全国30个按疾病诊断相关分组(DRG)付费国家试点城市全部进入实际付费阶段。	71个区域点数法总额预算和按病种分值(DIP)付费试点城市全部进入实际付费阶段。
2022年	正式启动DRG/DIP支付方式改革三年行动计划，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。	

www.swsc.com.cn

数据来源：医保局，西南证券整理

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑二：疫后复苏持续，Biotech商业化能力建设加速，国谈等新药商业化逻辑强化

- 第八批集采平均降幅56%，中选产品双非区域限价。**第八批集采39个品种，平均降价幅度56%，与前五批集采52%-59%的平均降幅相近，注射剂占比为历次最高。从采购规则看，中选产品的执行期均到2025年12月31日，中选产品在非主供、非备供地区的挂网价不能高于中选价格的1.5倍或同品种最高中选价，部分产品备供企业数量增至两家。
- 八批国家组织药品集中带量采购覆盖333种药品，按集采前价格测算，涉及金额3500-4000亿元，约占公立医疗机构化学药、生物药年采购额超35%。**越来越多的传统药企集采影响见底，创新药步入收获期，迎来业绩复苏与估值重塑。

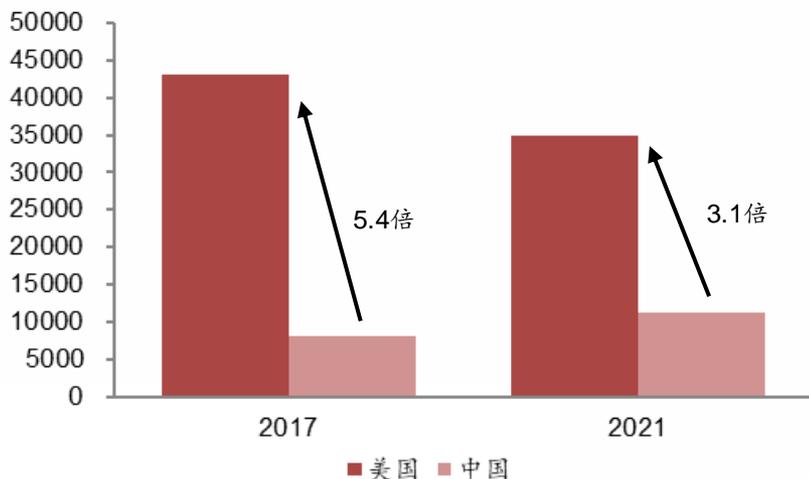
带量采购批次	范围	时间	中选规则	采购量分配（占首年采购量的比例）	中选品种	平均降幅	最高降幅	中标企业	采购前市场规模	节省医保资金
1	4+7	2018	最低价中标，独家中标	1家企业中标，采购周期1年	25	52%	96%	15家	80亿	30亿
扩围	全国	2019	不高于4+7中标价，中标不超过3家	1家50%，2家60%，3家70%	25	59%	95%	45家	370亿	110亿
2	全国	2019	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	32	53%	93%	77家	530亿	150亿
3	全国	2020	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	55	53%	95%	125家	540亿	275亿
4	全国	2021	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	45	52%	96%	118家	550亿	124亿
5	全国	2021	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	61	56%	99%	148家	866亿	360亿
6	全国	2021	入围产品申报价≤同采购组最低申报价1.3倍；申报价降幅≥40%最高有效申报价	基础量：A ₁ 100%、A ₂ 90%、A ₃ 85%、B 80%、C 50% 调出分配量：C 30%、D 80% 获得分配量：C调出量分配给A，D分配给A和B（上限产能150%）	16	48%	74%	11家	170亿	90亿
7	全国	2022	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，4家80%（特殊品种除外）	60	48%	98%	217家	680亿元	185亿
8	全国	2023	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	过评≥5家	39	56%	94%	174家	600亿

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

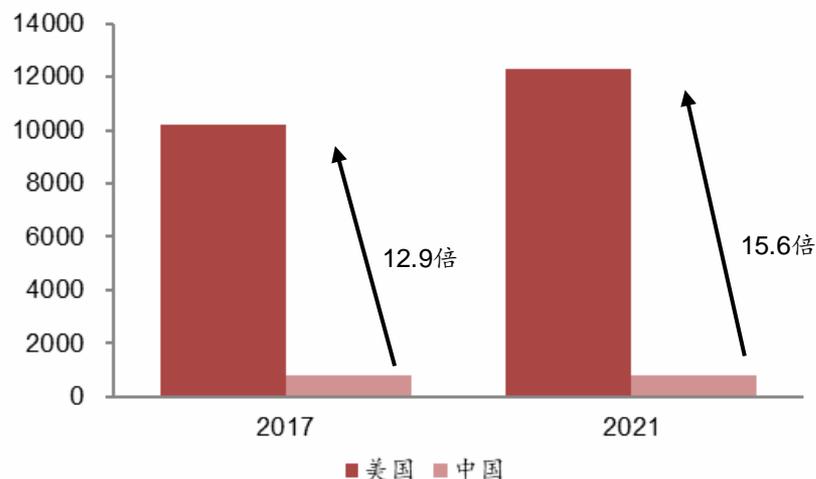
2.2.5 核心逻辑三：出海密集兑现，广阔天地大有作为

- 受带量采购、医保谈判、研发同质化等影响，国内创新药竞争格局逐步内卷。远眺太平洋彼岸，2017年，美国总医疗费用支出是中国的5.4倍。但人均医疗费用远落后于美国，同年美国人均医疗费用支出是中国的12.9倍。尽管近年来中国医疗行业发展迅速，与国际差距逐步缩小，但冰冻三尺非一日之寒，2021年中美医疗费用支出仍存在3.1倍的差距，人均医疗费用则有15.6倍的差距。我们认为，**创新药出海蓄势待发，广阔天地大有作为。**
- **首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。**2022年，泽布替尼全球销售额38.3亿元，同比大增159%。其中，美国市场成为百悦泽的核心突破点，百悦泽在美销售额同比增长超过2倍，达到26.4亿元，**充分验证了全球市场的广阔潜力。**

中美医疗费用支出对比（亿美元）



中美人均医疗费用支出（美元）

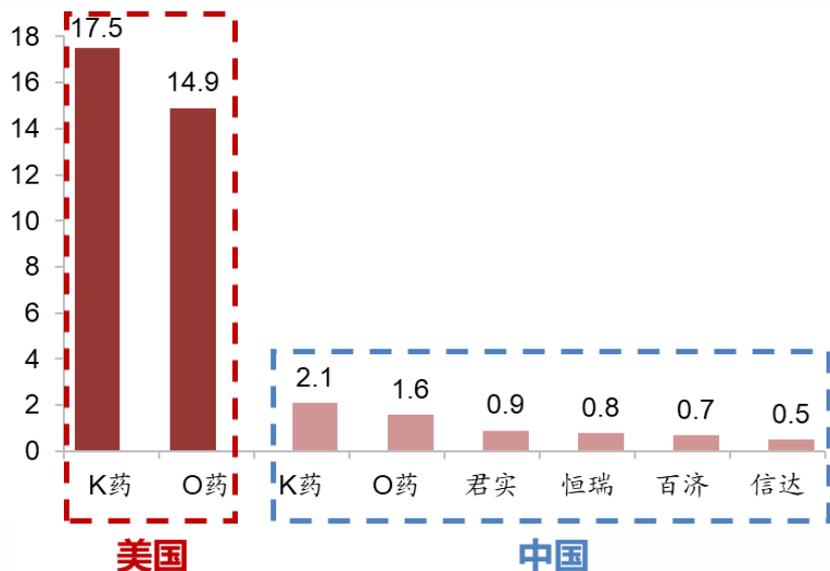


创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

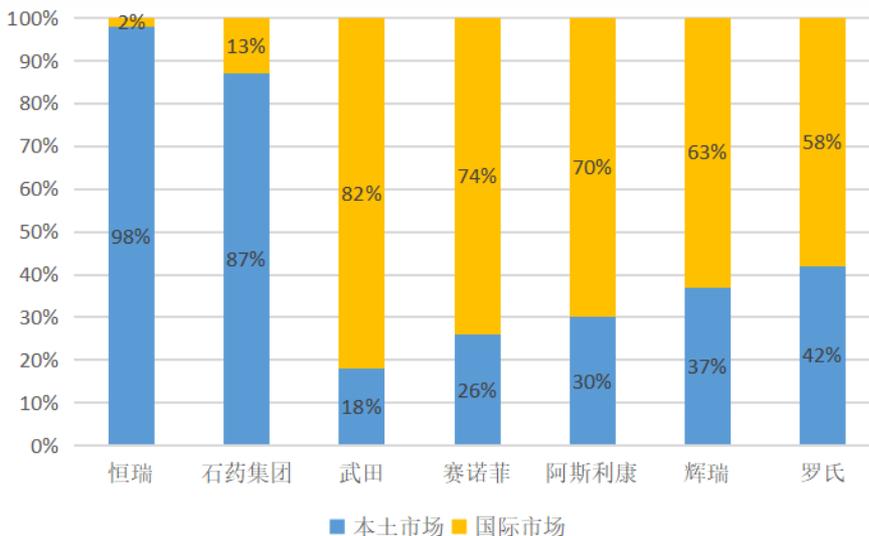
2.2.5 核心逻辑三：出海密集兑现，广阔天地大有作为

- **中美创新药价格差距较大。**以PD-1为例，进口原研药在中国的实际平均价格仅有美国价格的15%左右。
- **MNC收入结构中国际市场收入占比高。**对于企业个体来说，只有产品走向世界才能扩大市场空间、提高回报预期，形成创新药企的可持续发展。纵观多数全球知名跨国药企均以国际市场作为自身销售收入主体，相对而言中国多数药企国际收入比例差距明显。

PD-1单抗中美年治疗费用比较（万美元）



中国与国外典型企业销售收入分布



创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑三：出海密集兑现，广阔天地大有作为

◆ **License out大手笔频现，不断刷新交易金额，国产创新药的国际竞争力与日俱增。**随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，共23个License out项目总交易金额超5亿美元，其中5项超20亿美元，分别是科伦药业的7款ADC项目（95亿）、康方生物的依沃西单抗（50亿）、百济神州的欧司珀利单抗（28.95亿）和替雷利珠单抗（22亿）、荣昌生物的纬迪西妥单抗（26亿），国产新药License out交易金额屡创新高，我国药企正争相开拓国际市场、加速商业化进程。

License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额（百万）	首付款（百万）
1	2022.12	科伦药业	默沙东	7款ADC	-	9475USD	175USD
2	2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗	PD-1/VEGF	5000USD	500USD
3	2021.12	百济神州	Novartis	欧司珀利单抗	TIGIT	2895USD	300USD
4	2021.8	荣昌生物	Seagen	纬迪西妥单抗（ADC）	HER2	2600USD	200USD
5	2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	2200USD	650USD
6	2022.5	科伦药业	Merck	生物大分子肿瘤项目A	TROP2	1410USD	47USD
7	2020.10	基石药业	EQRX	舒格利单抗；CS1003	PD-L1；PD-1	1300USD	150USD
8	2022.7	石药集团	Elevation	SYSA1801（ADC）	Claudin18.2	1195USD	27USD
9	2023.2	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	CMG901（ADC）	Claudin18.2	1188USD	63USD
10	2023.1	和黄医药	武田制药	呋喹替尼	VEGFR	1130USD	400USD
11	2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	1100USD	150USD
12	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	1025USD	200USD
13	2021.7	诺诚健华	Biogen	奥布替尼	BTK	937USD	125USD
14	2022.7	科伦药业	MSD	早期ADC新药	-	936USD	35USD
15	2020.6	加科思	AbbVie	JAB-3068；JAB-3312	SHP-2	855USD	45USD
16	2021.6	艾力斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	EGFR	805USD	40USD
17	2020.11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	EGFR/4-1BB	768USD	5USD
18	2023.2	恒瑞医药	Treeline	SHR2554	EZH2	706USD	11USD
19	2023.2	石药集团	Corbus	SYS6002（ADC）	Nectin 4	692.5USD	7.5USD
20	2019.9	复宏汉霖	Kalbe Genexine	斯鲁利单抗	PD-1	682USD	10USD
21	2021.8	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	Claudin18.2	640USD	7.5USD
22	2023.2	和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008	B7H4/4-1BB	625USD	25USD
23	2022.9	先声药业	Almirall	SIM0278	IL-2	507USD	15USD

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑三：出海密集兑现，广阔天地大有作为

- ◆ **自主出海**：近年国产新药出海之路并不顺利，康柏西普、信迪利单抗、索凡替尼等接连受阻。我们认为，随着国产新药出海经验的日积月累、研发质量的逐步提升，未来自主出海的成功率将越来越高。
- ◆ 从受阻原因出发，信迪利单抗、普那布林和索凡替尼均缺少代表美国患者人群的国际多中心临床试验数据；特瑞普利单抗和艾贝格司亭 α 注射液主要由于新冠疫情导致现场核查受阻；康柏西普的海外试验受疫情影响，大量患者脱落，且一半以上的受试者疗效不及预期。
- ◆ **启示**：1) 兼具疗效和安全性的差异化产品；
2) 研究和申报程序要全面符合美国药品监管的体系要求，即包含美国患者的临床数据和国际多中心临床试验；
3) 不能为了出海而出海，核心在于解决“未满足的临床需求”；
4) 潜在因素的影响，如新冠疫情导致的现场核查受阻。

国产创新药出海受阻案例

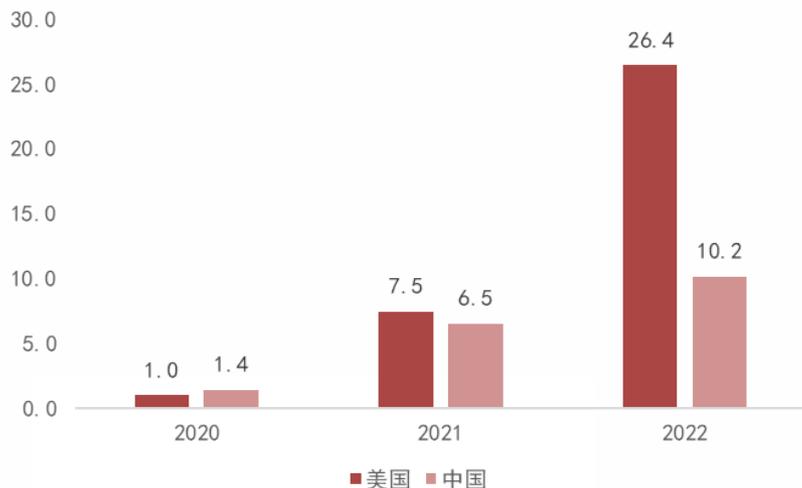
产品	企业	靶点	适应症	时间	原因
康柏西普	康弘药业	VEGF	wAMD	2021.4	(1) 疫情导致大量受试者脱落、失访、超窗，符合给药方案的病例数不足入组病例的40%； (2) 有一半以上的受试者，视力在注射后较基线变化等于、或低于零
普那布林	万春药业	GEF-H1	重度中性粒细胞减少症	2021.8	仅一个注册临床研究的数据不足以充分证实普那布林的临床价值；需要第二个对照注册临床研究来提供充分的证据支持关于预防化疗引起的中性粒细胞减少症的NDA
普克鲁胺	开拓药业	AR	轻中症新冠	2021.12	III期中期分析未达到统计学显著性，公司计划调整临床试验方案
信迪利单抗	信达生物	PD-1	非小细胞肺癌	2022.2	(1) ORIENT-11试验基于中国患者群体，并非国际多中心临床研究； (2) ORIENT-11评估的是无进展生存期(PFS)，没有针对总生存期(OS)进行分析，而FDA对于对于转移性非小细胞肺癌的一线免疫治疗方案的批准均是基于OS的改善； (3) ORIENT-11以化疗作为对照组，但考虑到K药已获批一线治疗，应选择K药+化疗为对照组
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	鼻咽癌	2022.4	质控流程变更 新冠疫情导致现场核查受阻
索凡替尼	和黄医药	多靶点TKI	胰腺和非胰腺神经内分泌瘤	2022.5	基于两项成功的中国III期研究以及一项美国桥接研究的数据不足以支持药品现时于美国获批，企业需要纳入更多代表美国患者人群的国际多中心临床试验

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑三：出海密集兑现，广阔天地大有作为

- 国产新药自主出海获批品种：**百济神州的泽布替尼（2019.11）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是首批成功自主出海的国产创新药。2023年1月，绿叶制药利培酮缓释微球注射剂型获得FDA批准上市，是首个通过505b2条款获得FDA批准的国产复杂制剂产品。
- 从泽布替尼的优异销售看国际市场的销售爆发力。**首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。2021年，泽布替尼在美国市场实现7亿元销售额，国内市场实现6.5亿元销售额。2022年，泽布替尼全球销售额达38.3亿元，同比大增159%。其中，美国市场成为百悦泽的核心突破点，百悦泽在美销售额同比增长超过2倍，达到26.4亿元。2023年1月，泽布替尼在美国获批cLL这一关键适应症，未来市场潜力不容小觑。
- 高价前沿疗法在美快速放量。**传奇生物的西达基奥仑赛获得美国FDA批准上市，用于治疗复发或难治性多发性骨髓瘤（R/R MM）患者，这些患者既往接受过四线或以上的治疗，包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体。西达基奥仑赛上市首年累计销售额共计1.34亿美元。2023年Q1，西达基奥仑赛销售额达到了7200万美元。

2020年-2022年泽布替尼中美销售额（亿元）



海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	复发/难治性套细胞淋巴瘤	美国	2019.11
			华氏巨球蛋白血症 (WM)	美国	2021.8
			边缘区淋巴瘤 (MZL)	美国	2021.9
			华氏巨球蛋白血症 (WM)	欧盟	2021.11
			慢性淋巴细胞白血病	美国	2023.1
金斯瑞生物 (传奇生物)	西达基奥仑赛	BCMA	多发性骨髓瘤 (MM)	美国	2022.2
绿叶制药	利培酮缓释微球注射剂型		精神分裂症成人患者、单药或作为锂盐或丙戊酸盐的辅助疗法用于双相障碍I型成人患者的维持治疗	美国	2023.1

创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.2.5 核心逻辑三：出海密集兑现，广阔天地大有作为

◆ 聚焦“优异的临床数据驱动”以及“潜在的商业化前景驱动”，把握创新药出海的投资窗口。上半年，我们已迎来绿叶制药利培酮缓释微球注射制剂获FDA批准上市、百济神州泽布替尼新适应症在美英获批、恒瑞医药EZH2抑制剂7亿美元授权、康诺亚CLDN 18.2 ADC 11.88亿美元授权等重磅出海进展。下半年，持续关注临床数据优异的创新品种以及已上市品种的商业化进展。

出海重点品种时间一览（更新）

百济神州	2023年	替雷利珠单抗 食管鳞状细胞癌（PDUFA） 泽布替尼 cLL/sLL（已获批上市）	帕米帕利 铂敏感复发性胃癌维持治疗（提交NDA）
恒瑞医药	2023年	Q1-Q2 “双艾方案” 晚期肝细胞癌（已提交NDA） 卡瑞利珠单抗+法米替尼 一线NSCLC（提交NDA）	
亿帆医药	2023年	F-627 嗜中性粒细胞减少症（PDUFA）	和黄医药 2023年 呋喹替尼 结直肠癌（已提交NDA）
海思科	2023年	环泊酚 全麻诱导（提交NDA）	科济药业 2023年 CT053 多发性骨髓瘤（提交NDA）
康方生物	2023年	派安普利单抗 鼻咽癌（PDUFA）	迪哲医药 2023年 舒沃替尼 EGFR exon20ins NSCLC（提交NDA） 戈利昔替尼 复发外周T细胞淋巴瘤（提交NDA）
复宏汉霖	2023年	斯鲁利单抗 广泛期小细胞肺癌（提交NDA）	君实生物 2023年 特瑞普利单抗 鼻咽癌（PDUFA）
贝达药业	2023年	恩沙替尼 ALK阳性NSCLC（提交NDA）	绿叶制药 2023年 LY03004（已获批上市）、LY03005（PDUFA）

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

中药：预计相对稳定

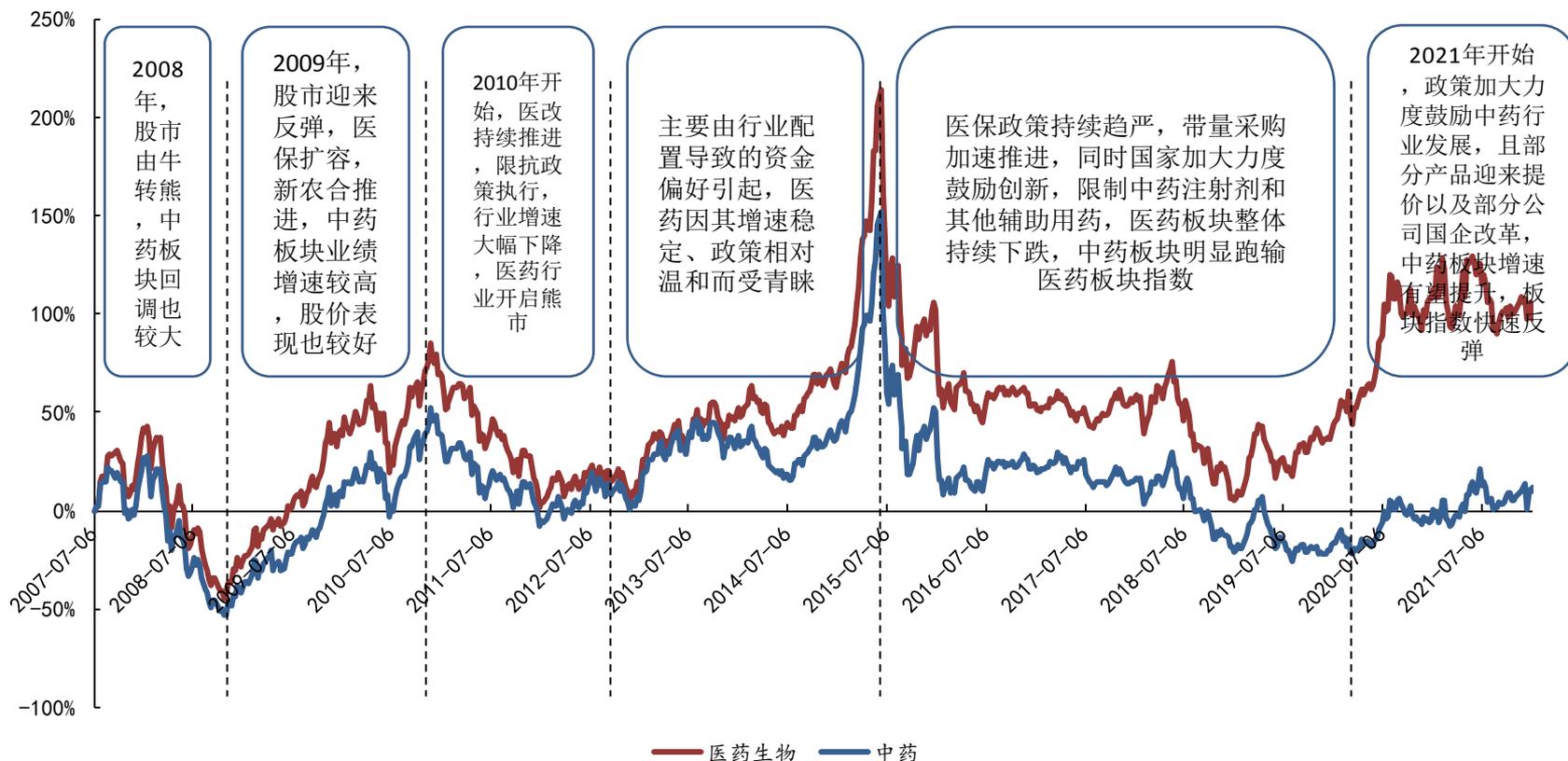
- **政策持续利好，逐步实施兑现。** 1) **供给端**：2022年工信部等九委发布《十四五医药工业发展规划》表示要加大对中医药科技创新的支持力度，“二十大”提出中医药传承创新发展，“三结合”注册审评证据体系有望进一步加快中药创新药上市。2) **支付端**：国家医疗保障局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用。3) **需求端**：提升中医医疗服务和中药需求，扩大中医医疗服务机构覆盖网络。
- **国企混改释放红利，股权激励值得期待。** 中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，1) 国企混改下引入新股东为公司发展注入新的活力，云南白药、太极集团、广誉远、达仁堂不断深入推进国企混改，将进一步提升治理水平；2) 云南白药、华润三九、江中药业等国企相继推出股权激励，极大释放员工积极性；3) 部分国企在公司内部治理上锐意革新，同仁堂、东阿阿胶等企业完成库存清理工作，随着积极主动的改革策略提高效率。
- **百花齐放，细分子领域业绩有望增长。** 1) **中药消费品**：医保免疫属性凸显，强品牌力下持续具有提价能力。2) **中药创新药**：“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间，中药创新药研发迎来兑现阶段。3) **配方颗粒**：国标切换加速，国家标准一共颁布了三批，合计有200个品种，目前仍有69个品种标准处于公示阶段。企业标准库存清理接近尾声，国标+省标有望加速推广；4) **独家基药**：新一轮基药目录调整即将落地，相关进入目录内的中药品种有望加速院内布局。院内端有望在疫情后实现加速增长。
- **投资建议**：1、医保免疫中药消费品/OTC主线：寿仙谷、太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、马应龙、福瑞股份、佐力药业、健民集团、济川药业等；2、中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3、中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药股份、中国中药等。
- **风险提示**：集采风险；价格波动风险；成本上涨风险等。

中药：预计相对稳定

2.3.1 中药板块历史及年初至今复盘

□ 回顾历史来看，中药板块总共经历3轮牛市行情，最新的一轮启动于2021年，受益于政策推动以及部分企业的积极变化，中药板块增速有望迎来提升，板块指数也快速反弹。

中药板块历史回顾



中药：预计相对稳定

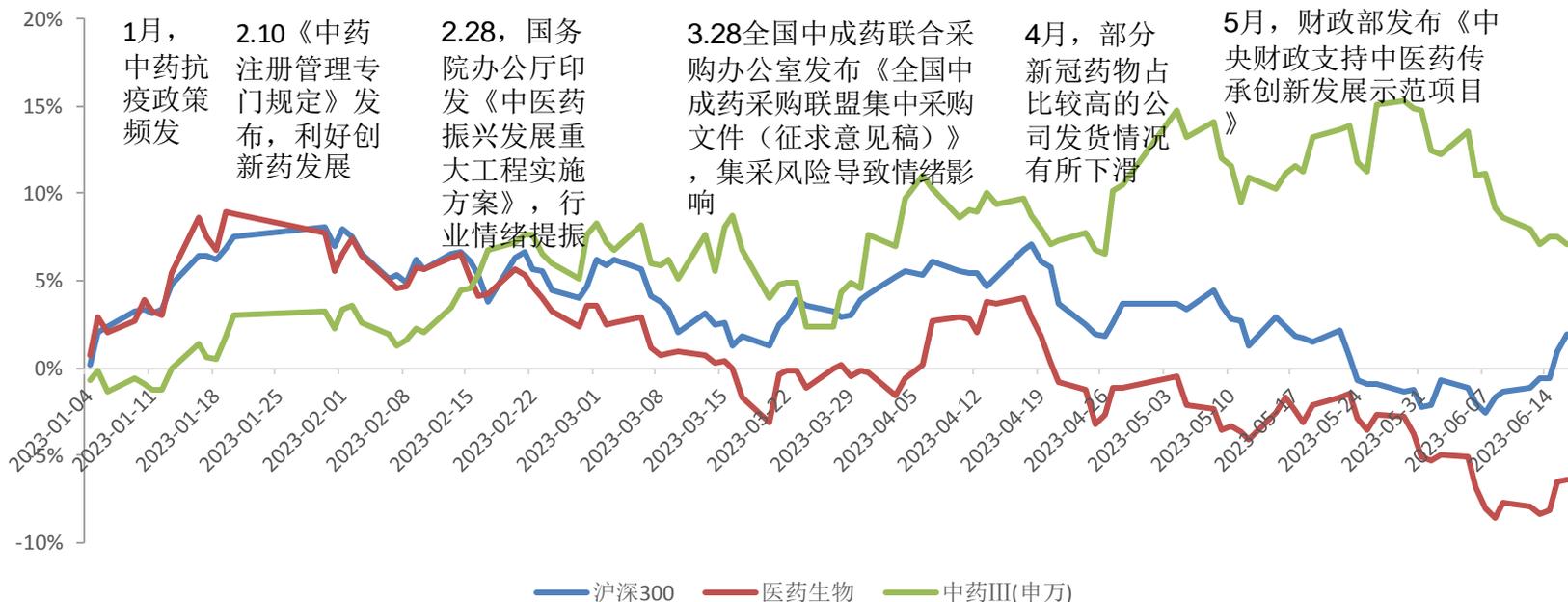
中药板块历史及年初至今复盘

- 中药板块近一年持续跑赢申万医药。近一年中药板块累计涨幅达到7%，相对于医药生物指数的超额收益为13%，相对于沪深300的超额收益为5%。

中药板块年初至今估值复盘

- 中药估值接近医药行业平均水平。中药板块平均估值为34倍，接近申万医药的估值水平。中药板块估值居于申万医药板块第四名。

中药板块近一年历史回顾（2023.1.1-2023.6.16）



中药：预计相对稳定

2.3.2 中药板块预计相对稳定

中药消费品业绩表现亮眼。1) **中药消费品**：2022年年度中药消费品公司收入为879.3亿元(+6.2%)，归母净利润为89.12亿元(+25.6%)，扣非归母净利润为88.99亿元(+23.9%)，主要系去年同期非经常性损益比较大；2) **独家基药**：2022年19家独家基药收入1346亿元(5.4%)，归母净利润为121亿元(-5.1%)，扣非归母净利润为105.96亿元(+12.9%)。Q3增速环比有所提升，主要原因院内端产品提价带来毛利率提升，同时Q3的疫情相对于Q2有所缓和，院内渠道放量明显。3) **配方颗粒**：3家配方颗粒公司收入为267亿元(8.5%)，归母净利润为27.23亿元(+6.1%)，主要系三季度配方颗粒国标品种销售占比提升，毛利率有所提升；4) **中药创新药**：3家中药创新药公司总收入180亿元(+22.0%)，归母净利润为29.12亿元(+65.0%)；5) **普药**：2022年度收入330亿元(+0.9%)，归母净利润为35.97亿元(-21.4%)；6) **中药注射剂**：2022年年度总收入为71亿元(-20.9%)，归母净利润为-2.54亿元(-37.9%)。

中药板块22Q1-23Q1业绩速览

	中药(64家)					中药消费品(9家)					独家基药(19家)					配方颗粒(3家)				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
单季度收入(亿元)	793.50	717.30	734.29	827.35	909.02	224.17	210.98	215.06	229.03	266.87	392.97	336.49	347.84	393.99	396.75	63.49	62.27	57.32	83.82	85.72
同比增速	1.32%	2.89%	2.51%	15.30%	14.56%	2.13%	4.33%	2.41%	16.86%	19.05%	2.65%	3.19%	3.92%	17.86%	8.48%	3.49%	6.26%	0.41%	21.63%	35.01%
毛利率	43.95%	42.87%	42.98%	43.55%	45.59%	42.13%	41.17%	40.73%	38.10%	42.70%	40.54%	39.08%	39.04%	41.89%	40.96%	53.26%	51.57%	53.09%	52.99%	52.91%
四费率	28.30%	30.14%	30.89%	33.80%	28.61%	24.56%	24.96%	25.73%	27.13%	25.80%	25.70%	27.58%	27.88%	32.54%	25.51%	32.50%	36.90%	40.36%	42.98%	31.96%
销售费用率	21.65%	22.30%	22.99%	24.11%	22.06%	19.48%	19.73%	20.36%	19.62%	20.89%	20.09%	20.27%	20.80%	23.76%	20.13%	24.34%	27.57%	29.33%	31.45%	24.00%
管理费用率	4.55%	5.41%	5.21%	6.22%	4.54%	4.32%	4.31%	4.26%	5.92%	3.90%	3.72%	4.78%	4.54%	5.18%	3.85%	4.98%	6.16%	6.39%	6.70%	5.28%
财务费用率	-0.08%	-0.02%	0.10%	0.00%	-0.01%	-0.46%	-0.31%	-0.19%	-0.45%	-0.22%	-0.26%	0.01%	-0.04%	0.00%	-0.12%	0.42%	-0.01%	0.73%	0.65%	0.27%
研发费用率	2.18%	2.45%	2.59%	3.47%	2.02%	1.21%	1.23%	1.30%	2.04%	1.23%	2.15%	2.52%	2.58%	3.60%	1.65%	2.76%	3.18%	3.91%	4.17%	2.41%
归母净利润(亿元)	90.39	76.25	74.37	61.88	129.11	24.77	21.94	23.62	18.78	36.89	44.60	36.40	31.00	32.81	51.40	10.79	6.81	6.06	6.35	13.30
同比增速	4.17%	-15.71%	8.54%	47.86%	42.84%	23.28%	-2.00%	-0.26%	292.80%	48.91%	4.57%	-11.84%	47.85%	-9.41%	29.30%	25.07%	-29.64%	5.17%	90.29%	23.25%
扣非归母净利润(亿元)	93.68	64.63	69.44	45.75	121.83	28.69	18.80	25.73	15.77	35.24	44.44	29.30	29.67	25.78	47.70	10.03	6.25	5.19	5.76	12.92
同比增速	3.97%	-7.85%	-1.19%	225.42%	29.77%	11.74%	13.49%	1.57%	268.67%	22.86%	6.81%	-1.30%	15.11%	173.56%	20.63%	18.57%	-28.24%	-6.42%	94.56%	28.78%

中药：预计相对稳定

中药板块22Q1-23Q1业绩速览

	中药创新药（3家）					普药（24家）					中药注射剂（6家）				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
单季度收入（亿元）	40.50	41.38	37.53	60.31	54.96	80.49	78.76	82.70	87.63	84.45	19.11	15.86	17.65	18.43	20.27
同比增速	-14.65%	22.63%	12.99%	83.04%	35.72%	-0.70%	1.69%	1.48%	1.23%	4.92%	-31.01%	-25.56%	-19.63%	-2.41%	6.08%
毛利率	64.93%	66.40%	64.95%	68.89%	67.96%	50.56%	50.05%	50.50%	50.05%	50.65%	56.40%	51.83%	58.39%	47.85%	61.50%
四费率	44.84%	44.32%	48.34%	46.75%	37.00%	37.43%	39.22%	39.68%	39.66%	36.82%	51.80%	57.38%	58.37%	47.36%	55.23%
销售费用率	32.43%	31.15%	34.16%	29.42%	25.95%	26.73%	26.91%	27.74%	25.03%	26.12%	34.33%	39.07%	39.86%	31.30%	39.52%
管理费用率	4.64%	4.66%	5.15%	6.13%	4.53%	7.50%	8.64%	8.18%	10.24%	7.72%	10.29%	13.41%	12.28%	9.54%	10.34%
财务费用率	0.22%	-0.03%	-0.08%	0.29%	0.01%	0.62%	0.66%	0.61%	0.28%	0.43%	3.07%	0.10%	1.95%	1.24%	1.59%
研发费用率	7.55%	8.54%	9.11%	10.91%	6.50%	2.57%	3.00%	3.15%	4.12%	2.54%	4.10%	4.81%	4.28%	5.27%	3.79%
归母净利润（亿元）	6.25	6.92	4.83	11.12	13.69	7.68	10.42	12.92	4.95	12.96	1.14	-0.60	-0.42	-2.65	0.86
同比增速	-20.26%	79.07%	38.41%	353.29%	118.98%	-33.12%	-24.83%	-15.16%	-6.55%	68.91%	-61.10%	-126.27%	-121.52%	-70.63%	-24.84%
扣非归母净利润（亿元）	6.26	6.82	4.73	10.43	13.41	8.79	9.95	8.47	-0.27	11.69	0.37	-0.88	-0.70	-2.64	0.87
同比增速	-18.88%	85.90%	43.94%	439.09%	114.20%	-19.32%	-23.53%	-27.42%	-107.34%	30.10%	-84.75%	-177.99%	-162.79%	-72.73%	131.85%

中药：预计相对稳定

2.3.3 “十四五”顶层设计定调，“二十大”支持中医药传承创新发展

- **供给端：加快中药创新药上市和中医人才培养。** 2022年工信部等九委发布《“十四五”医药工业发展规划》，表示要加大对中医药科技创新的支持力度。《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》提出到2025年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等5个“全覆盖”的具体目标。
- **支付端：医保准入与支付政策利好明显。** 国家医疗保障局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新的指导意见》，五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用：1) 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；2) 加强中医药服务价格管理；3) 将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；4) 完善中医药特点的支付方式；5) 强化医保基金管理。此外，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，已实行地区可适当调高分值，增加中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，中医药医疗服务价格有望上调。
- **需求端：中医医疗服务机构扩容。** 《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》提出到2025年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等5个“全覆盖”的具体目标。此外，各个省份基金推进“中治率考核”相应国家政策趋势，2022年1月浙江省医保局发布《浙江省医疗保障局关于支持中医药传承创新的实施意见》，将在2021年度DRG支付清算工作中，在省内落实将中医医疗机构中治率与医保支付正向激励挂钩。

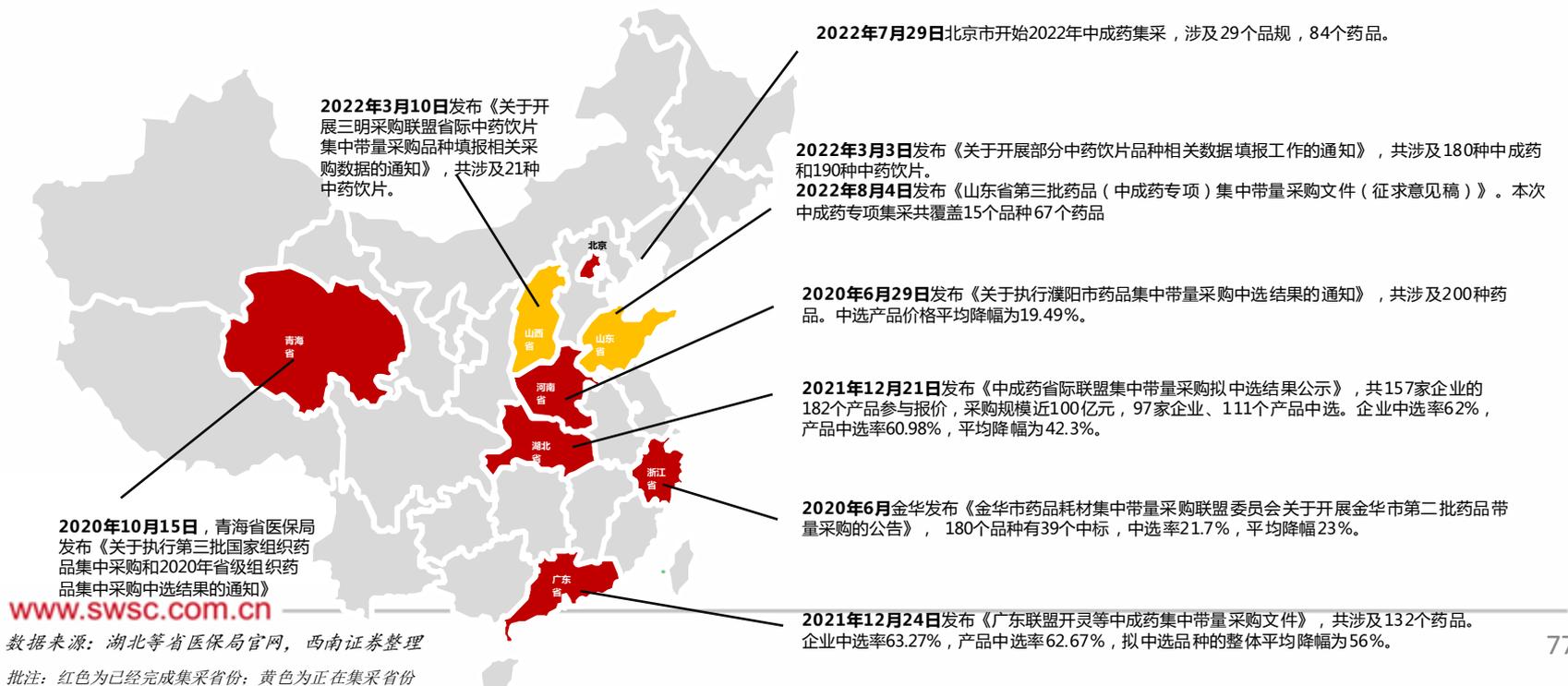
中药：预计相对稳定

	时间	发布的政策部门	政策名称	主要内容及意义
顶层政策	2022年3月3日	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	中医药发展顶层设计加快完善，政策环境持续优化，支持力度不断加大。中医药服务体系进一步健全，传承创新能力持续增强，
	2022年1月30日	工信部等九部委	《“十四五”医药工业发展规划》	大力推动创新产品研发。推进中药守正创新，开发与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的中药新药。以临床价值为导向，以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制，重点开展基于古代经典名方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化。
	2023年2月	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	加大“十四五”期间对中医药发展的支持和促进力度
中药创新药	2022年1月5日	国家药监局药审中心	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	本指导原则在《药品注册管理办法》《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》基础上，明确了在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药，不同注册分类临床方面沟通交流的关键节点、会议资料要求以及关注点，不涉及具体的审评技术要求。
	2022年9月29日	国家药监局	《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》	遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请。
	2022年11月11日	国家药监局	《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》	1、针对部分中药新药实行优先审评审批；2、提出人用经验证据的合理应用，以及豁免临床的适用情形；3、引入真实世界证据；
	2023年5月31日	中医药管理局	《古代经典名方关键信息表》	国家药监局积极推进古代经典名方研究工作
中医医疗服务	2022年3月30日	国药中医药局	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	提出到2025年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等5个“全覆盖”的具体目标
中医人才	2022年10月27日	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	一是扩大基层人才供给。持续开展全国基层名老中医药专家传承工作室建设，到2025年，为每个二级以上县级中医医疗机构建立1—2个传承工作室，培养一批基层人才。二是推动人才向基层流动。中医医师晋升副高级职称应当有累计1年以上县级以下或对口支援的医疗机构提供服务的经历。到2025年，社区卫生服务站至少配备1名中医类别医师或能够提供中医药服务的临床类别医师，80%以上的村卫生室至少配备1名能够提供中医药服务的医务人员
医保支付端	2021年12月30日	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》	1. 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。2. 公立医疗机构从正规渠道采购中药饮片，严格按照实际购进价格顺加不超25%销售。非饮片的中药严格按照实际购进价格“零差率”销售。3. 按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。4. 中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值。5. 支持基层医疗机构提供中医药服务。
	2022年1月17日	浙江省医保局	《关于支持中医药传承创新发展的实施意见》	2021年度DRG支付清算工作中，各地应全面实行中医医疗机构中治率与医保支付挂钩的正向激励机制。中治率系指中医医疗机构住院中药饮片、中医医疗服务项目、中成药三项收入之和占住院医疗收入比例。

中药：预计相对稳定

2.3.4 集采：中成药集采逐步扩面，集采规则相对友好

- ❑ 中药集采从单个省市试点，逐步扩面推广到跨省联盟，从中成药推广至中药饮片。
- ❑ 开展试点：2020年青海、河南、金华集采的文件中涉及到中成药。河南中选品种平均降幅19.5%。浙江金华市开展带量采购，有39个中成药中标，中选率21.7%。
- ❑ 逐步扩面：截至目前，湖北等19省、广东等6省、北京、山东完成中成药集采，安徽和天津也将中成药集采作为工作计划之一。根据国家医保局对地方联盟集采的统一部署协调，2022年拟重点推进的中成药集采包括：湖北牵头中成药联盟采购；与此同时，到2022年底，各省份（含省际联盟）自行开展集采的药品品种数累计不少于100个，并且须包含中成药。

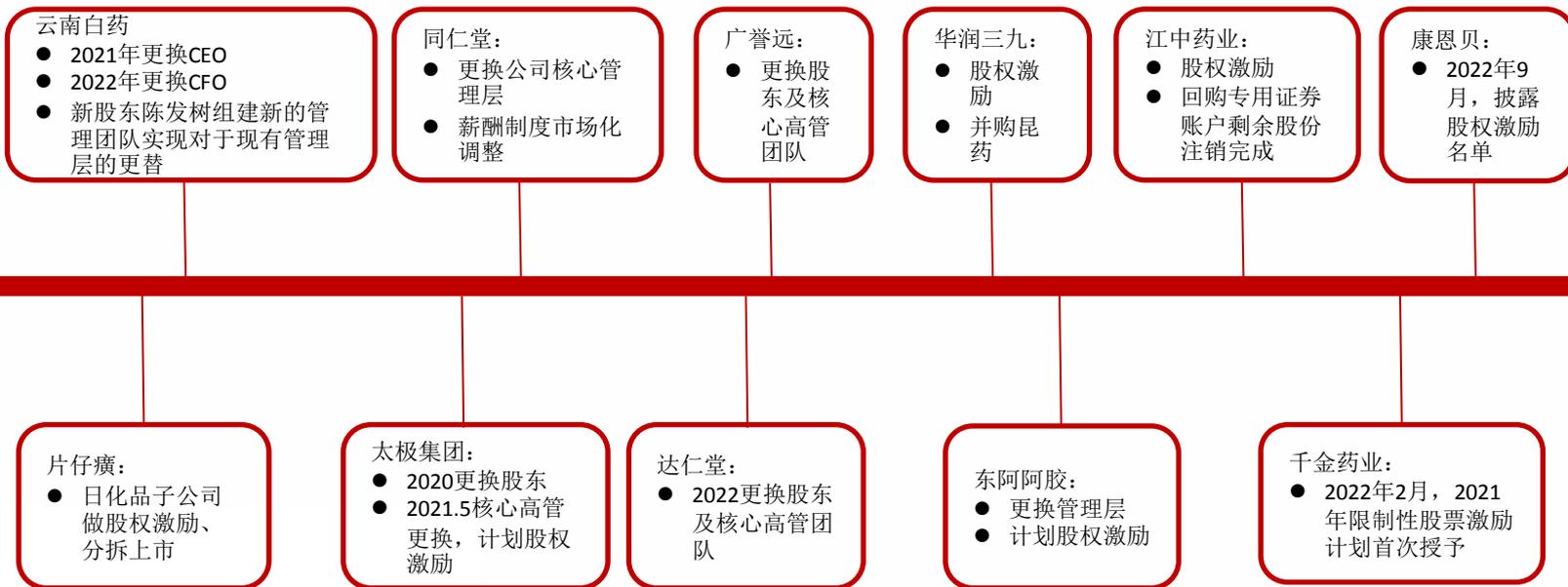


中药：预计相对稳定

2.3.5 国企混改释放红利，股权激励相继落地

□ **中药行业国企混改加速落地。**2022年5月18日，国企改革三年行动专题推进会上提出，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。2022年，云南白药、同仁堂、广誉远、达仁堂、东阿阿胶完成管理层更换，部分中药企业完成股东更换，片仔癀、华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、千金药业、康恩贝等多数中药企业计划或推行股权激励。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

中药行业国企混改历程



中药：预计相对稳定

2.3.6 中药消费品：提价与渠道变革加速业绩兑现

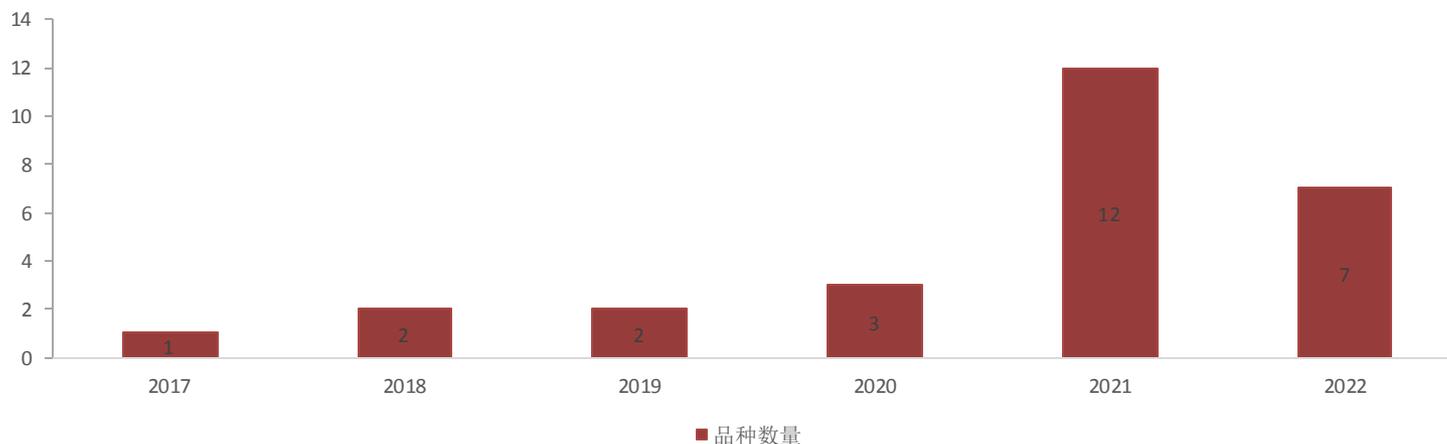
- **强品牌力品种具有提价空间。** 品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。
- **片仔癀：**强品牌产品提价空间大、频率高。从2004年到2020年片仔癀国内零售价一共提价9次，从325元的零售价提升到了590元，提升81%。出口零售价一共提了10次，从14.5美元/锭提升到了51.8美元/锭，提升257%。2023年5月片仔癀零售价格提价170元，海外市场提价35美元。
- **同仁堂：** 2021年12月1日，同仁堂安宫牛黄丸终端销售价格从780元提升至860元，价格涨幅为10%。
- **太极集团：**藿香正气口服液日均治疗费用最多可以达到5元/天，目前售价为22~25元（10支/盒），日均费用仅不到3.5元。
- **达仁堂：**公司的速效救心丸也属于低价药范畴，日用药金额接近4元，目前速效救心丸日用药金额仍然相对较低。
- **东阿阿胶：**核心产品阿胶块历史上持续提价。东阿阿胶从2006年开始对阿胶产品进行全面提价，东阿阿胶共调价17次，最后一次提价在2018年12月，出厂价从2006年5月的196元/千克提升至目前的约3273元/千克，涨幅超过20倍。目前一盒250g的阿胶可以食用3周，终端价格约为1500元/250g，则日用金额约为70元。复方阿胶浆作为公司主力产品，出厂价也在不断提升，且2014年到2016年连续提价三次，最后一次提价是在2018年1月份，提价幅度为5%。

中药：预计相对稳定

2.3.7 中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

- **中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市。** 2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出，近三年申报临床试验的中药新药数量逐年增加。
- **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。** 《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。

2017-2022年获批上市中药创新药数量（个）



中药：预计相对稳定

2.3.8 配方颗粒：国标切换加速，行业迎来发展拐点

- **国标切换加速，行业库存清理接近尾声。**截至2023年2月，国家标准一共颁布了四批，合计有248个品种，目前仍有69个品种标准处于公示阶段。此外，随着省标备案逐步推进，目前已经有红日药业、中国中药、神威药业在省标备案进度上超过400种，能够满足临床常用400种的需求。2021年11月1日之后不允许生产企业标准配方颗粒，目前华润三九、红日药业等企业上半年清理完企标库存，2022年三季度市场主要以国标和省标的配方颗粒为主，国标产品有望在2022年三四季度开始逐步实现放量。
- **行业迎来新一轮量价齐升。**从价格上看，配方颗粒替换国标之后价格平均提升80-100%，从量上来看，各省加快配方颗粒纳入医保进度，保证在患者的可及性，截至2022年9月，已有多省出台政策将配方颗粒纳入省级医保支付范围，并参照乙类管理。随着纳入医保的省份增加，有望提高终端产品销量。此外，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，中药饮片仍然可以按照25%加成销售，以及各地将中药饮片纳入中治率考核等政策将有利于推动配方颗粒行业快速发展。配方颗粒市场规模从2016年的107亿元增长到2020年的255亿元。预计我国未来配方颗粒的替代率约为50%，未来将开启千亿市场。
- **中药颗粒配方的集采短期时间不成熟，龙头企业具有竞争优势。**相比中成药，中药配方颗粒的标准几乎是统一的，因此可能成为集采的优先选项。但国标品种推进进度和进入医保进度，是实施全国集采的大前提，当前时机或未完全成熟。从长期竞争格局来看，龙头企业具有全产业链控制的能力，在上游中药材种植基地建设、成本端把控、质量标准控制、下游终端渠道能力上具有竞争优势，即便未来面临集采，行业也会加速集中。
- **国标品种加速推进，获批进度靠前的企业有望优先获益。**截至2023年2月，国家标准一共颁布了三批，合计有248个品种。目前临床常用的配方颗粒品种大约至少400个品种，各个省目前也有省标品种正在备案过程中加速。目前中国中药、红日药业、华润三九等企业的国标备案进度接近200个。我们认为龙头企业在国标标准制定和炮制工艺上具有先发优势，市场后进入者需要几个月的时间去备案及生产，并且在成本控制上新进入者并不具有规模优势。因为在国标切换窗口期能率先抢占市场，率先受益。

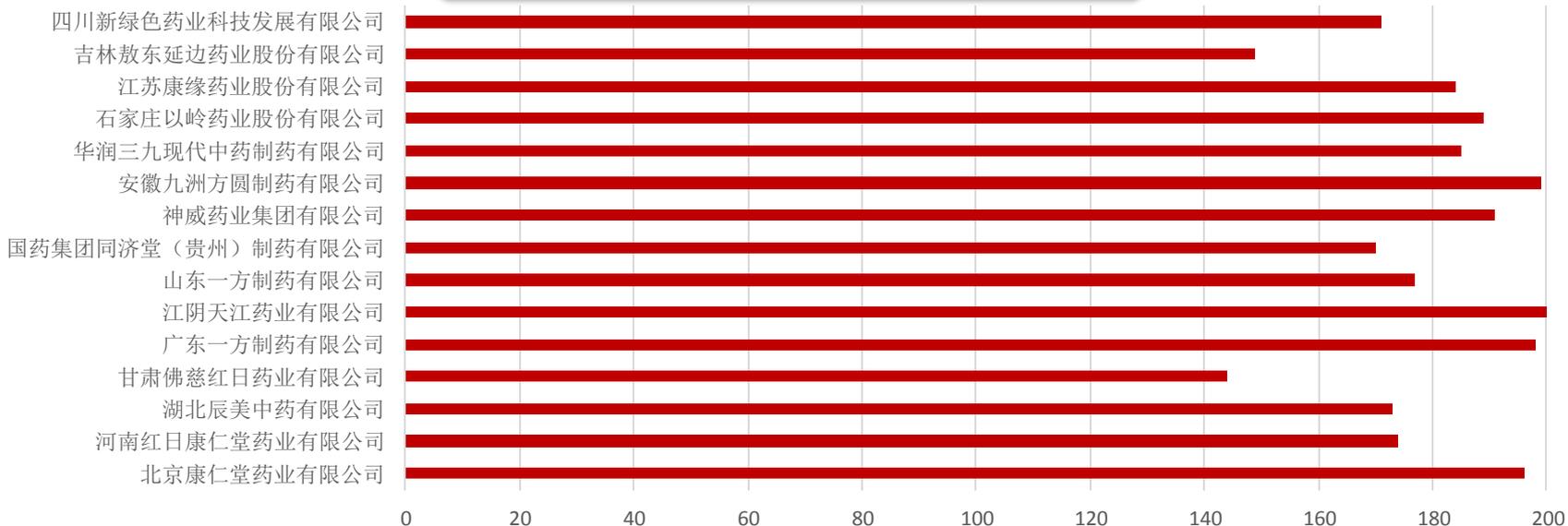
中药：预计相对稳定

2.3.8 配方颗粒：国标切换加速，行业迎来发展拐点

配方颗粒国标颁布和公示情况

时间	批次	数量
2021年4月29日	第一批	160
2021年11月2日	第二批	36
2022年6月13日	第三批	4
2022年5月27日	标准公示，未执行	50
2022年9月1日	标准公示，未执行	19
2023年2月	第四批	48

不同企业国标注册进度



目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

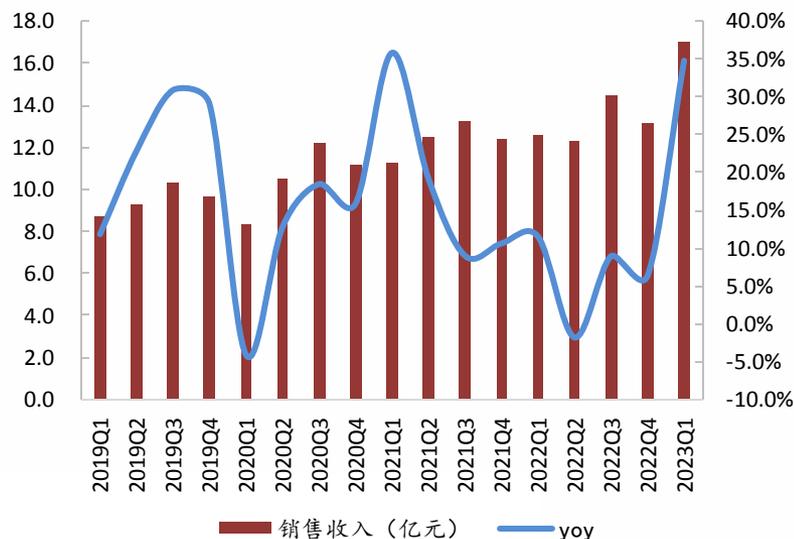
血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

- **血制品需求持续复苏。**2023Q1相关重症治疗拉动血制品需求快速上升，样本医院人白23Q1销售额17亿元，同比增长35%，静丙销售额7.8亿元，同比增长超60%。二季度以来，预计院内常规诊疗逐步恢复，纤原、人白等品种率先受益，全年血制品需求持续复苏。批签发方面，静丙签发维持较高增长。2023Q1静丙获批354批，同比增长40%。人白批签发增速或出现波动，2023年4-5月人白获批497批，同比下降20%。2022H2我国采浆增长受损，考虑到血制品行业的采投周期，随着2023年采浆逐步正常化，全年产品供给增长有望逐步提速。
- **产业资本频繁投资上市血制品企业，彰显未来行业发展潜力。**华润医药、陕煤集团看好血制品行业发展机遇，近年分别投资入股血制品上市公司博雅生物、派林生物。上海莱士近日公告拟以不超过10亿元资金回购公司股份，高额回购彰显管理层对公司的长远发展空间充满信心。血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，近年来血制品的临床价值愈发凸显，十四五期间新浆站的建设投采将为行业注入新的增长动力。
- **控费政策目前对行业格局影响较小。**2023年5月31日河南等十九省联盟公告拟集采破伤风人免疫球蛋白。本次集采纳入的血制品产品种类单一，参考前次广东联盟集采中标价格，预计本次集采对行业影响较小。2023年1月13日，国家卫健委公告将人血白蛋白注射液纳入第二批重点监控合理用药目录。考虑到人白临床价值明确，且院内应用监管一贯严格，此次纳入重点监控目录的边际影响仍有待观察。
- **建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。**建议关注：1) 卫光生物(002880)；2) 天坛生物(600161)；3) 派林生物(000403)；4) 华兰生物(002007)等。
- **风险提示：**行业浆量增长不及预期，产品销售推广不及预期，研发进度不及预期。

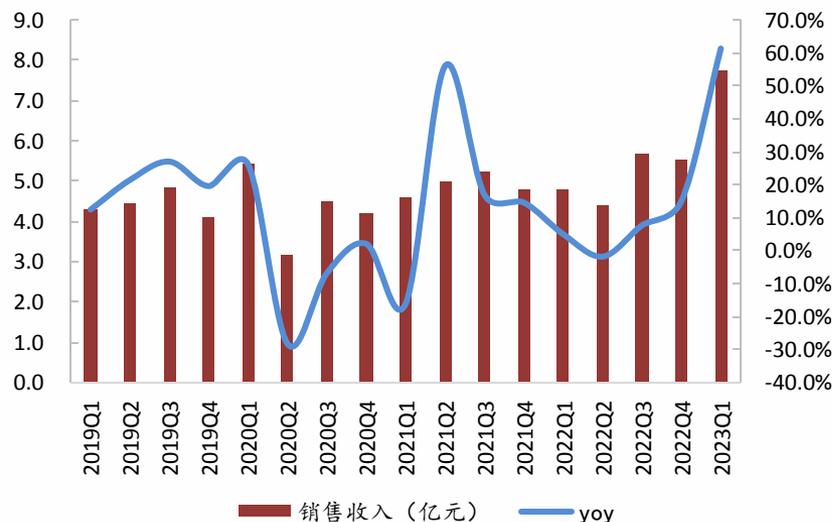
2023年血制品需求持续复苏

- 2023年一季度，相关重症治疗拉动血制品需求快速上升。样本医院人血白蛋白2023Q1销售额17亿元，同比增长35%，静丙销售额7.8亿元，同比增长超60%。
- 我们估计自2023年二季度以来，院内常规诊疗逐步恢复，纤原、人白等品种率先受益，预计2023年血制品需求持续复苏。

样本医院人白销售额



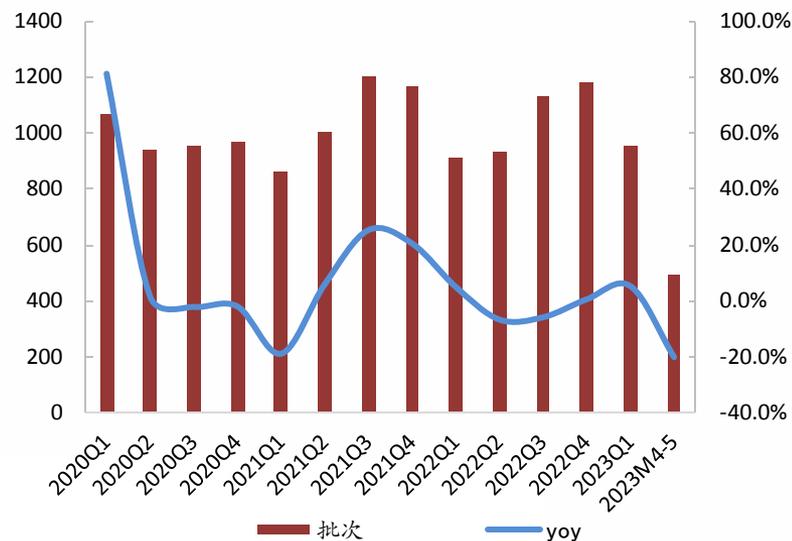
样本医院静丙销售额



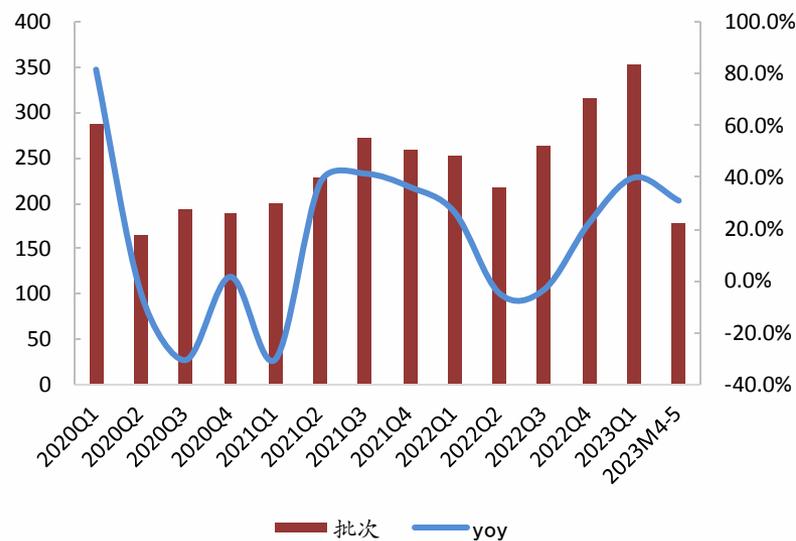
静丙批签发维持较高增长，人白批签发增速或出现波动

- **批签发方面，静丙自2022Q4以来各季度签发持续高增长。**2023Q1静丙获批354批，同比+40%。2023年4-5月，静丙获批179批，同比增长31%。
- **近期人白批签发增速有所波动。**2023Q1人白获批1053批，同比增长9%；2023年4-5月人白获批497批，同比下降20%。

人白签发批次



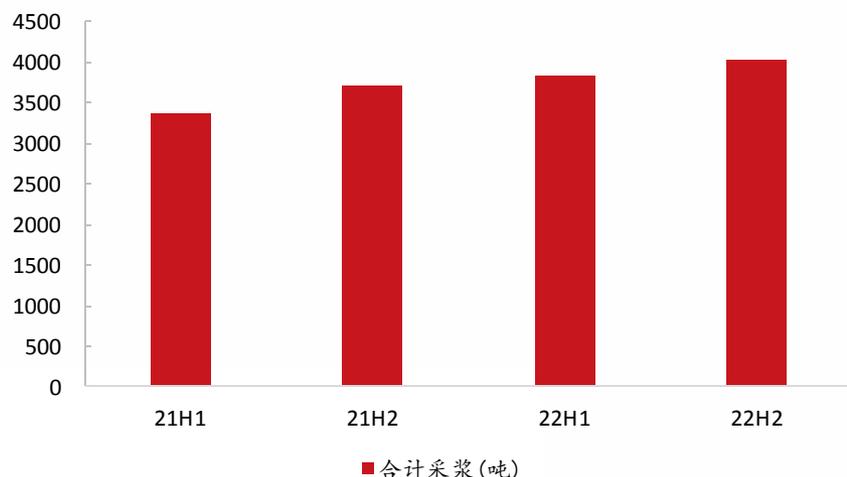
静丙签发批次



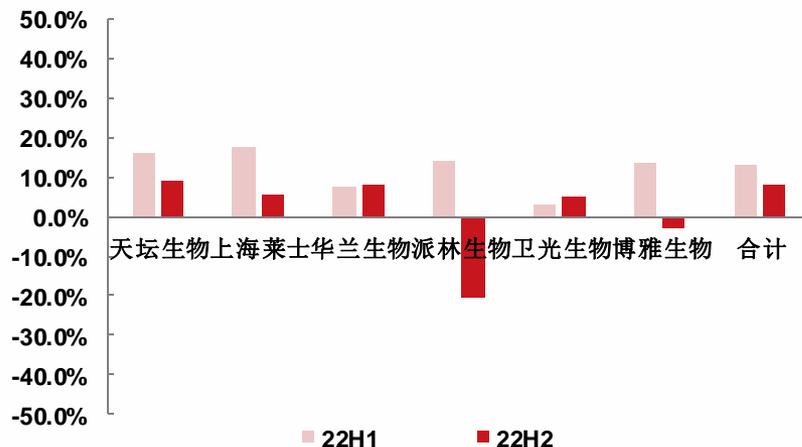
全年产品供给增长有望逐步提速

- 根据博雅生物年报，2022年我国采浆10181吨，同比增长8%。我们估计2022年下半年行业采浆增速低于上半年。考虑到血制品行业的采投周期，随着2023年采浆逐步正常化，全年产品供给增长有望逐步提速。

样本血制品企业采浆量



样本血制品企业采浆量同比增速估算



当前行业库存水平较低，人白、静丙供给偏紧

- **产品需求旺盛拉动行业库存出清。** 2021年上半年-2022年末，国内上市血制品公司存货产成品分项多数呈下降趋势，预计各公司自产血制品库存持续减少。
- **人白、静丙目前供给偏紧。** 由于人白、静丙等产品需求此前年份与供给较为匹配，我们预计目前行业人白、静丙库存已处于极低水平。

血制品上市公司存货及产成品分项（亿元）

公司	存货				存货-产成品分项			
	23Q1	22A	22H1	21A	22A	22H1	21A	21H1
派林生物	7.9	6.2	7.3	7.4	0.6	1.1	1.4	0.8
天坛生物	22.8	23.3	23.1	21.4	1.7	3.1	1.5	2.5
华兰生物	16.4	14.5	15.8	13.6	3.7	3.0	3.2	2.1
上海莱士	30.6	32.7	30.4	31.7	16.2	14.9	17.1	11.8
博雅生物	6.2	6.7	6.6	6.8	1.6	2.0	1.8	1.8
卫光生物	6.5	6.1	5.7	4.2	1.4	1.7	1.4	1.8
合计	90.4	89.5	89.0	85.1	25.2	25.8	26.3	20.9

血制品板块2022年报及2023年一季报总结

2023年一季度血制品公司业绩高增长。受新冠疫情相关需求拉动，23Q1多数血制品公司业绩均实现快速增长。其中，投浆量受此前疫情较小、相关产品库存较丰富的企业受益更为显著。此外，部分企业收入端高增长与基数效应、非血制业务等因素相关。

血制品板块样本公司2023年一季报对比

单位：亿元	派林生物	天坛生物	华兰生物	其中 血制品板块	上海莱士	博雅生物	卫光生物
收入	2.6	12.9	8.8	7.4	20.6	8.1	2.1
yoy	-47.9%	83.3%	37.5%	17.5%	22.4%	23.1%	51.3%
归母净利润	0.6	3.6	3.8	2.9	7.2	1.7	0.5
yoy	-47.0%	104.5%	63.7%	23.0%	31.6%	63.2%	81.0%
毛利率	48.4%	46.0%	63.1%	63.1%	43.7%	47.4%	41.7%
同比	+2.80pp	-2.33pp	+2.51pp	+2.51pp	-1.96pp	-7.20pp	-1.20pp
归母净利率	21.6%	27.8%	43.4%	39.2%	34.8%	21.6%	21.9%
同比	+0.37pp	+2.88pp	+6.96pp	+1.75pp	+2.42pp	+5.31pp	+3.59pp

产业资本积极布局，凸显血制品行业战略价值

- **产业资本近年来频繁投资上市血制品企业，彰显未来行业发展潜力巨大。** 华润医药、陕煤集团看好血制品行业发展机遇，近年分别投资入股血制品上市公司博雅生物、派林生物。上海莱士近日公告拟以不超过10亿元资金回购公司股份，高额回购彰显管理层对公司的长远发展空间充满信心。
- **血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，新冠疫情爆发以来，血制品价值愈发凸显。** 我国对血制企业经营资质、血浆的来源、产品进出口等方面采取了严格的限制。国务院自2001年起不再批准新的血制品企业。十四五期间，多个省份增加新浆站审批，新浆站将为行业规模的长期增长注入动力

近年血制品领域重大投资事件

上市公司	事件
博雅生物	2021年11月，华润医药控股博雅生物，总投资额约48亿元
派林生物	2023年6月，陕煤集团向浙民投收购派林生物股份，总投资额约38亿元
卫光生物	2023年6月，卫光生物公告，国药集团拟控股卫光生物
上海莱士	2023年6月，上海莱士公告拟以5-10亿元资金回购公司股份

十四五期间新设浆站逐步投采

集团	在营浆站数量 (含分站)	获批浆站数量 (含分站)
天坛生物	58 +12	82 +22
上海莱士	39	41 +1
华兰生物	25 +3	32
泰邦生物	23	23
派林生物	28 + 2	38
博晖创新	16	16
博雅生物	13	14
卫光生物	8 +1	8 +1

人血白蛋白被纳入国家第二批重点监控合理用药目录，影响有待观察

- 2023年1月13日，国家卫健委发布第二批重点监控合理用药目录，其中包括人血白蛋白注射液。
- 我们认为，院内对于人白应用的监测在目录发布前已较为严格，且该产品的临床使用价值明确，因此此次纳入重点监控目录的边际影响仍有待观察。

序号	第二批国家重点监控合理用药药品目录
1	奥美拉唑
2	人血白蛋白
3	头孢哌酮舒巴坦
4	依达拉奉
5	银杏叶提取物
6	泮托拉唑
7	复方氨基酸
8	地佐辛
9	倍他司汀
10	布地奈德
11	烟酰胺
12	头孢他啶
13	哌拉西林他唑巴坦
14	艾司奥美拉唑
15	吡拉西坦
16	左氧氟沙星
17	法莫替丁
18	奥拉西坦
19	雷贝拉唑
20	前列地尔
21	骨肽
22	罂粟碱
23	烟酸
24	乙酰谷酰胺
25	兰索拉唑
26	脑蛋白水解物
27	美罗培南
28	磷酸肌酸
29	单唾液酸四己糖神经节苷脂
30	头孢噻肟

河南省集采纳入破免，预计对血制品行业格局影响较小

- 2023年5月31日，河南等十九省组成省际联盟，针对24种药品展开集采，其中包括一个血制品品种——破伤风人免疫球蛋白。目前本次集采处于企业信息申报后的更新维护阶段，集采的执行细则尚未发布。
- 我们预计本次集采对血制品行业的格局影响较小，原因主要有：1) 本次集采纳入的血制品产品种类单一；2) 血制品行业的产能较为分散，通过集采实现以价换量的难度较大。

河南省联盟集采通知

十九省(区、兵团)药品联盟采购公告(一)

为贯彻落实《国务院办公厅关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》(国办发〔2021〕2号)文件精神，深入推进药品集中带量采购改革，进一步减轻群众医药费用负担，河南、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、江西、湖南、广西、海南、贵州、云南、西藏、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等十九省(区、兵团)组成省际联盟，拟对部分药品开展集中带量采购(详见附件)。十九省(区、兵团)委派代表组成联合采购办公室，由河南省医疗保障局承担联盟采购日常工作，相关公告由河南省医疗保障局代章印发。本次联盟采购相关信息可通过河南省医保局网站和联盟省(区、兵团)指定网站进行查询，企业信息维护、资质申报等相关工作依托河南省医药采购平台进行。

特此公告。

附件：十九省(区、兵团)药品联盟集中带量采购品种目录

十九省(区、兵团)联盟采购领导小组办公室

(河南省医疗保障局代章)

2023年5月31日

序号	河南省联盟集采品种
1	肌苷注射液
2	环磷腺苷注射液
3	苯唑西林注射液
4	多种维生素(12)注射液
5	二羟丙茶碱注射液
6	尿激酶注射液
7	破伤风人免疫球蛋白注射液
8	20%甘露醇注射液
9	维生素K1注射液
10	碳酸氢钠注射液
11	硝酸甘油注射液
12	氯诺昔康注射液
13	磷霉素钠注射液
14	去乙酰毛花苷注射液
15	利福平注射液
16	单硝酸异山梨酯注射液
17	复方甘草口服常释剂型
18	胶体果胶铋口服常释剂型
19	血液滤过置换基础液注射液
20	苯海拉明注射液
21	凝血酶散剂
22	门冬氨酸钾镁注射液
23	阿洛西林注射液
24	绒促性素注射液

看好增长预期明确，具备估值业绩性价比个股

投资建议：建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。建议关注1) 卫光生物 (002880)；2) 天坛生物 (600161)；3) 派林生物 (000403)；4) 华兰生物 (002007) 等。

血制品个股吨浆业绩与吨浆市值

	2019	2020	2021	2022	2023E
天坛生物(600161.SH)					
营业收入 (百万元)	3282	3446	4112	4261	4959
吨浆收入 (万元)	192	201	227	209	216
净利润 (百万元)	894	943	1,069	1,205	1,407
吨浆净利润 (万元)	52	55	59	59	61
市值 (百万元)			446		
吨浆市值 (万元)	3439	3423	3243	2883	2551
上海莱士(002252.SZ)					
自营业务营收 (百万元)	2585	2762	3332	3771	4248
吨浆收入 (万元)	210	229	260	269	278
自营业务净利润 (百万元)	743	902	1,111	1,265	1,419
吨浆净利润 (万元)	60	75	87	90	93
市值 (百万元)			478		
吨浆市值 (万元)	3886	3966	3734	3414	3124
华兰生物(002007.SZ)					
营业收入 (百万元)	2644	2591	2598	2679	2900
吨浆收入 (万元)	259	257	250	239	223
归母净利润 (百万元)	988	927	834	730	836
吨浆净利润 (万元)	97	92	80	65	64
市值 (百万元)			263		
吨浆市值 (万元)	2585	2608	2533	2352	2026
派林生物(000403.SZ)					
营业收入 (百万元)	916	1050	1972	2405	2649
吨浆收入 (万元)	229	238	220	283	286
归母净利润 (百万元)	160	186	391	587	651
吨浆净利润 (万元)	40	34	44	69	65
市值 (亿元)			158		
吨浆市值 (万元)	3942	2918	1762	1855	1577
博雅生物(300294.SZ)					
营业收入 (百万元)	1034	913	1232	1342	1543
吨浆收入 (万元)	278	234	293	306	320
归母净利润 (百万元)	284	171	385	498	573
吨浆净利润 (万元)	76	44	86	107	112
市值 (百万元)			187		
吨浆市值 (万元)	5022	4783	4448	4256	3869
卫光生物(002880.SZ)					
营业收入 (百万元)	821	905	907	668	1055
吨浆收入 (万元)	213	213	203	143	207
归母净利润 (百万元)	171	190	205	117	227
吨浆净利润 (万元)	45	45	46	25	45
市值 (百万元)			83		
吨浆市值 (万元)	2159	1956	1855	1780	1630

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

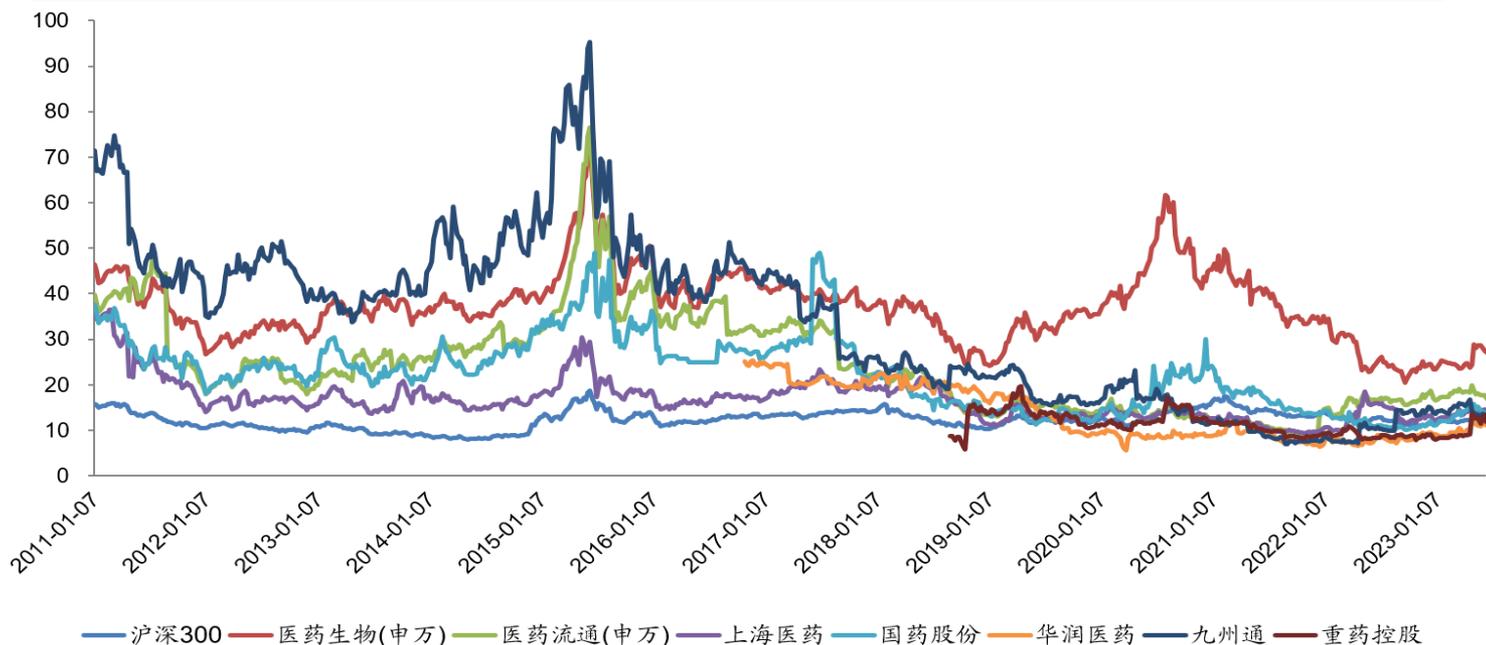
- **复盘2023Q1：分销板块整体呈复苏趋势，业绩出现明显分化。** 2022年，17家医药分销公司实现收入8052.3亿元（+7.6%），归母净利润为148.9亿元（-1.6%），扣非归母净利润为127.5亿元（+2.4%）。板块22Q1-23Q1单季度收入分别为1945/1935.3/2120.9/2051/2256.7亿元，同比增速为7.6%/4.2%/11.3%/7.4%/16%；归母净利润分别为34.9/57.1/38.9/18.1/42.2亿元，同比增速为-23.5%/7.4%/19.4%/-9.8%/20.9%；扣非归母净利润分别为33.9/44.3/37.2/12.2/39.8亿元，同比增速为5.7%/5.5%/12.7%/-29.3%/17.7%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022Q1业绩低基数，2023Q1增速表现亮眼。
- **展望2023下半年：1）紧抓疫后复苏主线。** 受疫情影响院内门诊量下滑，疫后门诊量、用药量持续恢复。此外，疫后院内现金流压力减弱，流通企业回款账期有望缩短。**2）业务转型逐步兑现。** 流通企业多年布局高毛利业务，如创新药、中药、零售、SPD项目等，新增业务利润占比持续提升，逐步步入收获期。**3）紧抓国企改革主线。** 国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，促进整体经营质量提升，未来有望推进中长期激励，多维考核结果联动管理层薪酬，激活企业活力。
- **长期投资主线不变：板块处于低估值，上下游产业链延伸是未来发展趋势，个股呈现结构性分化趋势。** 大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。建议积极把握产业结构调整的机遇，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、重药控股（000950）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 复盘2022+2023H1：分销板块估值处于低位，积极把握个股机遇

- **估值处于历史低位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种继续扩大，疫后医院市场逐步恢复，也将支持流通企业的业绩仍将维持稳健增长。行业趋于集中的发展态势下，医药分销龙头企业借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，凭借规模、渠道、资金优势在市场竞争中优势凸显，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。

2011-2023Q1药品流通企业估值对比



医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 复盘2022+2023H1：高毛利工业板块增速亮眼，分销及零售平稳增长，2023Q1增速亮眼

- 分季度看，板块收入和利润呈现复苏趋势。2022年，17家医药分销公司实现收入8052.3亿元（+7.6%），归母净利润为148.9亿元（-1.6%），扣非归母净利润为127.5亿元（+2.4%）。板块22Q1-23Q1单季度收入分别为1945/1935.3/2120.9/2051/2256.7亿元，同比增速为7.6%/4.2%/11.3%/7.4%/16%；归母净利润分别为34.9/57.1/38.9/18.1/42.2亿元，同比增速为-23.5%/7.4%/19.4%/-9.8%/20.9%；扣非归母净利润分别为33.9/44.3/37.2/12.2/39.8亿元，同比增速为5.7%/5.5%/12.7%/-29.3%/17.7%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022Q1业绩低基数，2023Q1增速表现亮眼。
- 分季度看，受政策影响，分销板块盈利能力平稳波动。盈利能力主要受医保控费和医疗改革等政策影响。行业整体需求仍表现强劲，随着政策影响的逐步落地消化，以及企业根据政策变化加速产业结构化调整，预期后疫情时代，业绩增速将逐步恢复。

医药分销2017-23Q1关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1
营收	4,549.7	5,322.2	6,263.4	6,665.6	7,480.2	8,052.3	2,256.7
YOY	24.6%	17.0%	17.7%	6.4%	12.2%	7.6%	16.0%
归母净利润	119.5	125.6	132.9	146.7	151.3	148.9	42.2
YOY	51.0%	5.0%	5.8%	10.4%	3.2%	-1.6%	20.9%
扣非归母净利润	95.18	100.58	117.44	122.74	124.57	127.53	39.84
YOY	33.7%	5.7%	16.8%	4.5%	1.5%	2.4%	17.7%
毛利率	10.7%	11.8%	11.7%	11.4%	10.6%	10.4%	10.0%
四费率	7.2%	8.5%	8.2%	7.9%	7.6%	7.4%	6.9%
净利率	3.0%	2.7%	2.5%	2.7%	2.4%	2.2%	2.3%
销售费用率	4.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.5%	4.5%	4.2%
管理费用率	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.7%
财务费用率	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

医药分销2021Q1-2023Q1关键财务数据（单季度）

(亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营收	1808.0	1857.8	1905.5	1908.9	1945.0	1935.3	2120.9	2051.0	2256.7
YOY	28.2%	17.4%	4.2%	4.1%	7.6%	4.2%	11.3%	7.4%	16.0%
归母净利润	45.6	53.1	32.6	20.0	34.9	57.1	38.9	18.1	42.2
YOY	55.0%	21.2%	-24.6%	-33.5%	-23.5%	7.4%	19.4%	-9.8%	20.9%
扣非归母净利润	32.0	42.0	33.0	17.2	33.9	44.3	37.2	12.2	39.8
YOY	26.1%	3.8%	-8.1%	-11.2%	5.7%	5.5%	12.7%	-29.3%	17.7%
毛利率	10.5%	11.2%	10.5%	10.3%	10.1%	11.0%	9.7%	10.9%	10.0%
四费率	7.5%	7.4%	7.6%	7.8%	7.1%	7.2%	7.0%	8.3%	6.9%
净利率	2.5%	2.9%	1.7%	1.0%	1.8%	2.9%	1.8%	0.9%	1.9%
销售费用率	4.5%	4.6%	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%	5.0%	4.2%
管理费用率	1.9%	1.8%	1.9%	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	2.1%	1.7%
财务费用率	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 复盘2022+2023H1：高毛利工业板块增速亮眼，分销及零售平稳增长，2023Q1增速亮眼

- 医药流通行业公司业务分为分销、零售、工业三大板块，总体来看，分销收入占比最高，毛利率较低，在6%-8%左右波动，其中器械分销的毛利率略高于药品分销；零售业务收入占比较低，毛利率普遍远低于四大零售连锁药店，原因是药品结构有一定差异；工业板块收入占比较低，但是毛利占比相对较高，近年来医药流通企业强化工业板块布局，2022年，上海医药、国药控股、华润医药、九州通、柳药集团的工业板块收入同比增速分别为6.6%、4.9%、24.7%、22.5%、48.5%，预计未来医药流通企业将加速推进向上游业务的延伸，通过工业板块拉起“第二增长曲线”。

医药流通行业：2021-2022年上海医药、国药控股、华润医药、九州通、国药一致、柳药集团、重药控股板块拆分对比

	2021年							2022年						
(单位：亿元)	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	重药控股	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	重药控股
总营收	2158.2	5210.51	1943.1	1224.1	683.6	171.4	625.2	2319.8	5521.5	2278.2	1404.2	734.4	190.5	678.3
YoY	12.5%	14.2%	18.1%	10.4%	14.6%	9.4%	38.3%	7.5%	6.0%	7.3%	14.7%	7.4%	11.2%	8.5%
毛利率	13.2%	8.5%	14.9%	8.0%	11.7%	11.4%	9.2%	13.1%	8.6%	15.4%	7.8%	12.2%	11.5%	8.6%
分销业务	1906.2	4845.1	1585.0	1183.6	474.2	138.0	600.9	2057.3	5113.9	1832.0	1352.3	500.3	153.2	650.1
YoY	13.7%	13.6%	14.5%	10.9%	13.5%	9.0%	40.0%	7.9%	5.5%	15.6%	14.3%	5.5%	11.0%	8.2%
营收占比	88.3%	93.0%	81.6%	96.7%	69.4%	80.5%	96.1%	88.7%	92.6%	80.4%	96.3%	68.1%	80.4%	95.8%
毛利率	6.5%	-	-	7.5%	5.8%	7.9%	8.6%	6.6%	-	-	7.3%	6.0%	7.7%	8.0%
毛利占比	43.4%	-	-	90.3%	34.3%	55.6%	89.5%	44.4%	-	-	89.9%	33.4%	53.6%	89.6%
零售业务	77.7	286.0	62.0	18.4	205.5	27.3	22.7	82.6	324.0	79.0	25.4	229.5	28.7	26.4
YoY	-8.8%	20.4%	14.8%	-9.4%	16.6%	9.6%	8.2%	6.4%	13.4%	27.4%	37.9%	11.7%	5.4%	16.6%
营收占比	3.6%	5.5%	3.2%	1.5%	30.1%	15.9%	3.6%	3.6%	5.9%	3.5%	1.8%	31.3%	15.1%	3.9%
毛利率	13.2%	-	-	17.1%	24.9%	19.4%	21.3%	12.6%	-	-	18.5%	25.1%	20.2%	22.1%
毛利占比	3.6%	-	-	3.2%	63.8%	27.0%	8.4%	3.4%	-	-	4.3%	64.5%	26.4%	10.0%
工业业务	251.0	79.7	288.0	18.8	-	5.4	-	267.6	83.6	359.0	23.1	-	8.0	-
YoY	5.7%	30.9%	16.6%	9.8%	-	17.2%	-	6.6%	4.9%	24.7%	22.5%	-	48.5%	-
营收占比	11.6%	1.5%	14.8%	1.5%	-	3.1%	-	11.5%	1.5%	15.8%	1.6%	-	4.2%	-
毛利率	58.8%	-	-	26.7%	-	54.0%	-	58.6%	-	-	22.8%	-	48.8%	-
毛利占比	51.6%	-	-	5.1%	-	14.8%	-	51.4%	-	-	4.8%	-	17.7%	-

www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，上海医药、国药控股、华润医药、九州通、国药一致、柳药集团、重药控股公司公告，西南证券整理

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

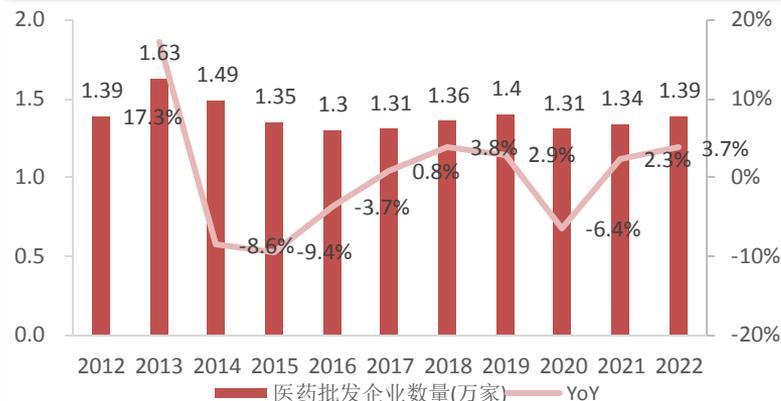
◆ 展望2023下半年：紧抓疫后复苏+国企改革主线，行业集中度持续提升

- **展望2023下半年：**1) 紧抓疫后复苏主线。受疫情影响院内门诊量下滑，疫后门诊量、用药量持续恢复。此外，疫后院内现金流压力减弱，流通企业回款账期有望缩短。2) 业务转型逐步兑现。流通企业多年布局高毛利业务，如创新药、中药、零售、SPD项目等，新增业务利润占比持续提升，逐步步入收获期。3) 紧抓国企改革主线。国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，促进整体经营质量提升，未来有望推进中长期激励，多维考核结果联动管理层薪酬，激活企业活力。
- “十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

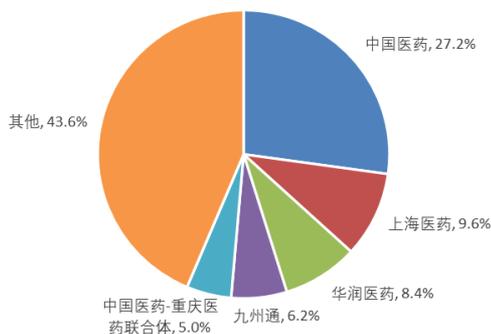
2010-2021年药品流通企业销售规模及增速



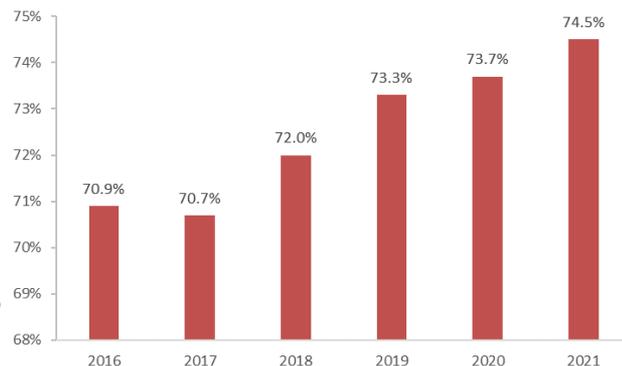
2012-2022年医药批发企业数量及增速



2021年全国医药批发企业竞争格局



2016-2021年中国医药批发行业Top100市场份额



WWW

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 展望2023下半年：重视上下游产业链延伸价值，个股呈现结构性分化趋势

- **横纵向加速并购整合，上下游延伸产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业链布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。
- **互联网化、数字化成为医药分销行业未来发展的引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。带量采购制度的常态化，驱动药企、流通企业更注重开发院外市场，终端覆盖能力强、配送效率高的流通企业将有更强的市场竞争力。流通企业借助数字化技术打造更全能的供应链B2B平台，构建扁平化、共享化、去中心化的新流通商业格局，助力品牌商、供应商快速直供终端，可以推动产业形成“聚合效应”，迅速提升业务规模。



医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 展望2023下半年：积极把握产业结构调整的机会，重点关注业绩增速远超行业增速的企业

- **营销业务服务能力**：帮助医药企业进行全国或区域的产品营销推广业务，包括：采用线上或/及线下的合同营销、CSO、CSP、医药代表派驻、学术营销活动、市场准入策略、招标管理、商业保险药品营销等等。
- **供应链服务能力**：领先的自有现代医药专业化物流服务体系。最大限度地扩展物流服务范围，包括：工业物流、冷链物流、临床试验物流、院内物流、院内物流院外库、配送到患者、配送管理及数据管理、供应链信息化服务等。
- **医药IT服务能力**：先进的集团化医药管理信息系统保障能力。打造能与先进IT企业比肩的信息服务能力，包括：电子处方流转平台、药械全程追溯管理、网上药店系统、电子病历、数据分析系统、诊疗AI、供应链可视化管理以及服务于医患、厂家、政府的APP等。
- **帮助临床服务能力**：扩展辅助临床诊疗的服务能力，帮助医院和药房更好地服务于患者、医生和支付方，包括：互联网医院、第三方影像中心、检验中心、输注中心、体检中心、院内外患者管理、慢病管理平台、PBM、健康管理及教育服务平台等。

	战略转型/市场定位	方向举例	代表企业
医药 分销 企业	大型集团企业	<ul style="list-style-type: none"> • 基于自身规模优势、深化上下游专业服务能力，拓展服务类型 • 通过服务转型，实现效率提升 	<ul style="list-style-type: none"> • 医疗服务（如：自建或并购整合医院） • 医疗器械 • 第三方检验 • 药品福利管理（PBM） 
	区域企业	<ul style="list-style-type: none"> • 结合自身现状，提供差异化服务及业务 • 深耕细分市场，建立竞争优势 	<ul style="list-style-type: none"> • SPD（药+耗材） • 大数据信息服务 • 智能化供应链 • 合约销售（CSO） 
第三方 竞 业	互联网、物流公司等	<ul style="list-style-type: none"> • 利用企业技术、服务、资金、市场等优势、跨界发展、布局医疗大健康行业 	<ul style="list-style-type: none"> • 冷链物流 • 电子处方平台 • 人工智能诊断等 

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

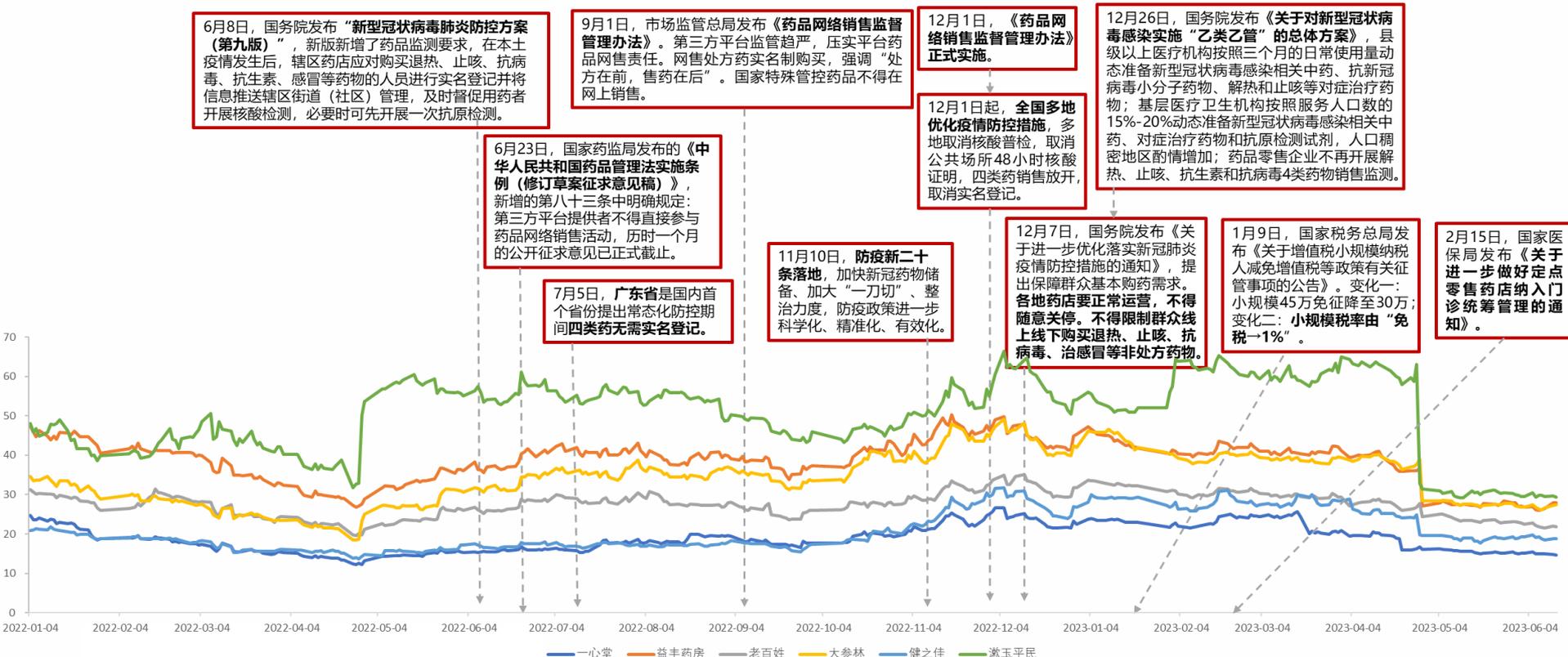
药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

- **复盘2023年1-5月：业绩稳健增长，门诊统筹政策出台。** 1) 政策利好：2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。我们认为此政策利好龙头零售药店获客，重点聚焦两点：统筹门店申请条件优化，处方药加速外流。2) 门店扩张提速：截至2023Q1末，各药店门店数分别为老百姓（11231家）、大参林（10895家）、益丰药房（10865家）、一心堂（9344家）、漱玉平民（6041家）、健之佳（4192家），2023Q1对应门店扩张同比增速分别为老百姓（+30.4%）、大参林（+28.6%）、益丰药房（+32.1%）、一心堂（+6.1%）、漱玉平民（+63.9%）、健之佳（+33.8%）。3) 可比门店增速提升：23年1月受疫情放开及春节影响，发烧感冒药、抗原检测盒、保健品等需求量增厚，导致1月可比门店增速较高，相比去年12月高峰期环比下滑。2月逐步恢复正常经营水平，上半年药店经营稳健，可比门店增速高于疫前水平。
- **展望2023下半年：门诊统筹政策落地有望在全国扩围，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性。** 1) 门诊统筹政策持续推进：7月1日起，云南、上海等地区零售药店预期纳入门诊统筹，有望对客流量和客单价有所拉升。2) 门店提速扩张：22年由于疫情影响门店扩张速度放缓，目前药店行业仍处于跑马圈地扩张规模的时间点，疫后预期提速扩张。3) 盈利能力：随着精细化管理，调整品类结构，高毛利的保健品、中药等占比持续提升，盈利能力下半年有望稳定且小幅提升。4) 由于去年12月疫后放开，在新冠精准科学化的防控趋势下，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量大幅提升，导致Q4基数较高，预期今年药店Q4业绩表现增速承压。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。** 行业集中度持续提升，处方药加速外流，处方药在O2O市场占比加速增长，赋能“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。“十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率增至70%。
- **投资建议：**建议关注稳健的大型连锁药店，推荐大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；政策变动风险；药品降价风险；疫情波动风险。

药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

◆ 复盘2022-2023H1：政策环境相对温和，23年上半年药房估值持续回调

药店板块政策梳理+一心堂、益丰药房、老百姓、大参林、健之佳、漱玉平民估值表现（2022.1.1-2023.6.13）



药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

◆ 复盘2022-2023H1：药店行业逐季复苏趋势明显，板块季度间毛利率有所波动

- **2022-2023Q1板块总结**：2022年，7家连锁药店公司实现收入967.3亿元（+30.2%），归母净利润为48.3亿元（+29.4%），扣非归母净利润为46.9亿元（+35.6%）。分季度看，板块22Q1-23Q1单季度收入分别为203.9/223.8/229.3/310.3/257.9亿元，同比增长16.9%/27%/24.7%/48.7%/26.5%；归母净利润分别为11.6/12.4/10.3/14/15.3亿元，同比增长-1.7%/9%/23.3%/140.9%/32%；扣非归母净利润分别为11.4/11.8/10.1/13.7/14.8亿元，同比增长1.6%/11.7%/25.9%/181.4%/30.6%。
- 药店板块受全国多地散发疫情的影响，以及四大类药品管控，21年业绩增速全年放缓。板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏，22Q4业绩表现亮眼，主要受疫情放开影响，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量增厚明显，23Q1疫后复苏稳健增长。

药店板块2017-23Q1关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1
营收	338.7	412.5	518.0	650.4	743.2	967.3	257.9
YOY	21.5%	21.8%	25.6%	25.6%	14.3%	30.2%	26.5%
归母净利润	18.4	22.0	26.9	37.8	37.3	48.3	15.3
YOY	21.5%	19.6%	22.4%	40.4%	-1.1%	29.4%	32.0%
扣非归母净利润	17.6	20.8	26.0	35.7	34.6	46.9	14.8
YOY	18.9%	18.4%	25.1%	37.2%	-3.2%	35.6%	30.6%
毛利率	37.8%	38.3%	36.7%	35.0%	35.9%	35.1%	35.0%
四费率	29.9%	30.5%	29.4%	27.0%	29.2%	27.6%	26.7%
净利率	5.5%	5.5%	5.5%	6.2%	5.3%	5.4%	6.4%
销售费用率	24.9%	25.8%	24.7%	22.6%	24.2%	22.5%	22.3%
管理费用率	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.2%	3.6%
财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

药店板块2021Q1-2023Q1关键财务数据（单季度）

(亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营收	174.4	176.2	184.0	208.7	203.9	223.8	229.3	310.3	257.9
YOY	12.8%	12.2%	16.1%	15.7%	16.9%	27.0%	24.7%	48.7%	26.5%
归母净利润	11.8	11.3	8.4	5.8	11.6	12.4	10.3	14.0	15.3
YOY	23.6%	11.3%	-9.6%	-33.7%	-1.7%	9.0%	23.3%	140.9%	32.0%
扣非归母净利润	11.2	10.5	8.0	4.9	11.4	11.8	10.1	13.7	14.8
YOY	20.5%	5.7%	-6.0%	-30.6%	1.6%	11.7%	25.9%	181.4%	30.6%
毛利率	36.4%	37.4%	36.0%	34.0%	36.5%	35.5%	35.4%	33.6%	35.0%
四费率	27.6%	29.1%	30.0%	30.0%	28.7%	28.0%	29.0%	25.7%	26.7%
净利率	4.0%	4.5%	3.1%	2.4%	3.5%	3.9%	3.5%	4.5%	6.0%
销售费用率	23.1%	24.3%	25.2%	24.1%	23.9%	23.4%	24.0%	19.8%	22.3%
管理费用率	3.8%	3.9%	4.0%	4.7%	3.9%	3.7%	4.1%	4.8%	3.6%
财务费用率	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%
研发费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%

药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

◆ 复盘2022年+2023H1：

- 复盘2022：门店稳健扩张，业绩逐季复苏。** 1) 限制性因素逐步消除。21年药店板块受全国医保系统切换的影响，以及全国多地疫情反复下部分药品管控，21年业绩增速全年放缓。药店板块22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏。2) 2022年连锁药店步入“万店时代”，品类结构持续优化。截至22年末，各家药店门店数分别为老百姓（10783家）、益丰药房（10268家）、大参林（10045家）、一心堂（9206家）、漱玉平民（5456家）、健之佳（4055家）。3) 2022年药店行业落地3起大型并购。分别是益丰药房收购湖南九芝堂、老百姓收购怀仁药房、健之佳收购河北唐人医药。从22年的并购节奏上看，收购PE逐年上涨，选择的标的为各省份的前六名中型连锁药店，益丰药房和老百姓收购目的为加深优势省份的渗透率，健之佳通过并购开拓空白省份。
- 复盘2023年1-5月：业绩稳健增长，门诊统筹政策出台。** 1) 政策利好：2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。我们认为此政策利好龙头零售药店获客，重点聚焦两点：统筹门店申请条件优化，处方药加速外流。2) 门店扩张提速：截至2023Q1末，各药店门店数分别为老百姓（11231家）、大参林（10895家）、益丰药房（10865家）、一心堂（9344家）、漱玉平民（6041家）、健之佳（4192家），2023Q1对应门店扩张同比增速分别为老百姓（+30.4%）、大参林（+28.6%）、益丰药房（+32.1%）、一心堂（+6.1%）、漱玉平民（+63.9%）、健之佳（+33.8%）。3) 可比门店增速提升：23年1月受疫情放开及春节影响，发烧感冒药、抗原检测盒、保健品等需求量增厚，导致1月可比门店增速较高，相比去年12月高峰期环比下滑。2月逐步恢复正常经营水平，上半年药店经营稳健，可比门店增速高于疫前水平。

	2021						2022						2023Q1					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入(亿元)	167.6	153.3	145.9	157.0	52.3	53.2	212.5	198.9	174.3	201.8	75.4	78.2	59.5	52.7	44.4	54.4	21.7	20.7
YoY	15%	17%	15%	12%	17%	15%	27%	30%	20%	29%	44%	47%	27%	27%	11%	31%	49%	31%
归母净利润(亿元)	7.9	8.9	9.2	6.7	3.0	1.2	10.4	12.7	10.1	7.9	3.6	2.3	5.0	3.4	2.4	2.9	0.8	0.7
YoY	-26%	19%	17%	8%	20%	-47%	31%	43%	10%	17%	21%	100%	29%	24%	33%	20%	144%	30%
扣非归母净利润(亿元)	7.2	8.6	9.0	5.7	2.8	1.0	10.1	12.3	9.9	7.4	3.6	2.2	5.0	3.2	2.4	2.8	0.8	0.6
YoY	-30%	20%	19%	5%	20%	-56%	41%	43%	10%	29%	28%	115%	26%	21%	47%	30%	101%	14%
经营性现金流(亿元)	15.6	21.5	17.9	23.0	7.4	2.4	37.6	39.2	25.0	23.1	11.9	1.5	7.5	12.9	3.7	8.5	3.3	0.6
毛利率(%)	38.1	40.3	37.0	32.1	35.8	28.5	37.8	39.5	35.1	31.9	36.1	28.6	38.1	39.7	33.5	33.0	32.6	29.1
净利率(%)	4.8	6.5	6.3	5.0	5.7	2.2	5.1	7.2	5.8	4.8	4.8	3.0	8.8	7.2	5.5	6.2	3.5	3.2
销售费用率(%)	25.5	26.5	25.4	20.8	25.6	22.0	24.3	24.5	23.4	19.3	25.4	20.5	21.0	25.6	23.3	20.2	24.6	20.5
管理费用率(%)	5.5	4.3	2.7	4.6	2.6	3.0	5.6	4.7	2.6	5.5	2.8	2.7	4.4	4.2	2.6	4.5	2.0	3.0
财务费用率(%)	1.0	0.7	0.7	1.2	0.9	0.5	1.0	0.5	0.6	1.2	1.4	1.0	0.7	0.4	0.4	0.7	1.5	1.4
存货周转率(%)	3.3	3.5	3.3	4.2	3.6	3.6	3.5	3.6	3.4	4.1	2.9	3.7	0.9	0.9	0.8	0.9	0.7	0.8
应收账款周转率(%)	28.6	16.1	13.5	12.4	26.5	18.7	24.2	13.6	11.3	11.7	18.3	14.5	5.8	3.4	2.6	2.8	3.9	2.7
门店数	8193	7809	8560	8352	3044	3341	10045	10268	9206	10783	4055	5456	10895	10865	9344	11231	4192	6041
YoY(同比)	36.1%	30.3%	20.1%	27.8%	42.9%	67.3%	22.6%	31.5%	7.5%	29.1%	33.2%	63.3%	28.6%	32.1%	6.1%	30.4%	33.8%	63.9%
其中：直营门店	7258	6877	8560	6129	3044	2592	8038	8306	9206	7649	4055	3325	8434	8704	9344	7903	4192	3620
加盟店	935	932	0	2223	0	749	2007	1962	0	3134	0	2131	2461	2161	0	3328	0	2421
其中：当期自建	903	1197		852	597	463	689	1241		1695	324	318	214	308		298	105	86
当期收购	748	425	1603	535	360	281	310	545	1009	0	718	450	249	154	215	0	34	209
当期加盟	620	297	0	776	0	603	1072	1030	0	1069	0	1382	454	199	0	238	0	290
当期搬迁	0	0	156	0	0	0	0	145	186	158	0	0	0	19	50	44	0	0
当期闭店	98	101	92	344	43	3	219	212	177	175	31	35	67	45	27	44	2	0
当期净增	2173	1818	1355	1819	914	1344	1852	2459	646	2431	1011	2115	850	597	138	448	137	585

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告，国家医保局，西南证券整理

药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

展望2023下半年：门诊统筹政策落地有望在全国扩围，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性。 1) 门诊统筹政策持续推进：7月1日起，云南、上海等地区零售药店预期纳入门诊统筹，有望对客流量和客单价有所拉升。2) 门店提速扩张：22年由于疫情影响门店扩张速度放缓，目前药店行业仍处于跑马圈地扩张规模的时间点，疫后预期提速扩张。3) 盈利能力：随着精细化管理，调整品类结构，高毛利的保健品、中药等占比持续提升，盈利能力下半年有望稳定且小幅提升。4) 由于去年12月疫后放开，在新冠精准科学化的防控趋势下，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量大幅提升，导致Q4基数较高，预期今年药店Q4业绩表现增速承压。

影响因素	2021年	2022年	2023年
防疫措施	防疫措施：零售药店疫情防控监管趋严，“一刀切”层层加码的管控现象多地出现，多地门店关闭，四类药大规模下架。	防疫措施：2022年1-10月，全国多地疫情散点多发，全国防疫监管严格，各地防疫政策略有差异，部分地区仍存在一刀切的管控现象，药店经营受到覆盖地区疫情情况以及当地防疫政策限制。2022年11月，防疫20条政策落地。2022年12月，全国多地优化疫情防控措施，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，多地四类药销售取消实名登记。	2023年长期来看，防疫措施趋向精准科学化防控，各地药店要求正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物，药店加速恢复至疫前水平。短期来看，新冠新增病例攀升的趋势下，零售药店作为居民购买药品重要渠道，客流量和客单价有望迅速提升。
医保系统切换	医保系统切换：建立国家医疗保障信息平台，全国各地陆续宣布进行相关系统的切换，各地系统切换期间医保业务暂停服务。	2022年初，全国大多数定点药店已接入新医保平台进行联网结算，消费者去药店购药基本恢复正常医保刷卡。	医保系统切换调整完毕。
四类药	四类药“一刀切”下架：2021年全国多点疫情散发，21年下半年国内多地发布公告，要求零售药店暂停销售四类药品，国内大部分城市“一刀切”四类药全部下架。	四类药逐步解禁，需要实名登记：今年2季度开始，各地逐步解禁四类药的销售，但是仍有极少的疫情严重区域禁售四类药。2022年7月，广东省和浙江省内部分地区提出常态化期间无需实名登记。	四类药全面恢复正常销售，购买不需实名登记。
门店情况	门店扩张节奏放缓；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速下滑；疫情影响关闭门店较多。	门店恢复稳步扩张；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速逐季恢复至疫前水平6-8%；局部地区疫情影响短期关闭门店。	门店加速扩张节奏，有望加快并购实现全国扩张布局；新开门店盈亏平衡周期逐步缩短；老店同比增速稳定在6-8%波动。
经营品类	低毛利防疫物资占比提升。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。关注中药、保健品等高毛利品类占比提升。
小规模税率	自2020年3月1日至2021年12月31日，增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。	自2022年4月1日至2022年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。	自2023年1月1日至2023年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。
门诊统筹政策	-	-	2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。我们认为此政策利好龙头零售药店，重点聚焦两点：统筹门店申请条件优化，处方药加速外流。该政策的实施有望拉升药房客单价和客流量。

www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，医保局，卫健委，国家税务总局，药监局，西南证券整理

药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

◆ 展望2023年下半年：门诊统筹政策落地有望在全国扩围，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性

长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。1) 政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。2) 处方外流加速，线上线下融合发展。门诊统筹政策、集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。线下：以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房。线上：“互联网+医疗”势头强劲。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。

五大药店门店扩张情况

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
大参林	门店数量	1602	1921	2409	2985	3880	4756	6020	8193	10045	10895
	YOY		19.9%	25.4%	23.9%	30.0%	22.6%	26.6%	36.1%	30.9%	28.6%
益丰药房	门店数量	810	1065	1535	2059	3611	4752	5991	7809	10268	10865
	YOY		22.7%	31.5%	44.1%	34.1%	75.4%	31.6%	26.1%	30.3%	31.5%
一心堂	门店数量	2623	3494	4085	5066	5758	6266	7205	8560	9206	9344
	YOY		33.2%	16.9%	24.0%	13.7%	8.8%	15.0%	18.8%	7.5%	6.1%
老百姓	门店数量	1483	1838	2733	3864	5128	6533	8352	10783	11231	
	YOY			23.9%	48.7%	41.4%	32.7%	27.4%	27.8%	29.1%	30.4%
健之佳	门店数量				1305	1506	1752	2130	3044	4055	4192
	YOY					15.4%	16.3%	21.6%	42.9%	33.2%	33.8%

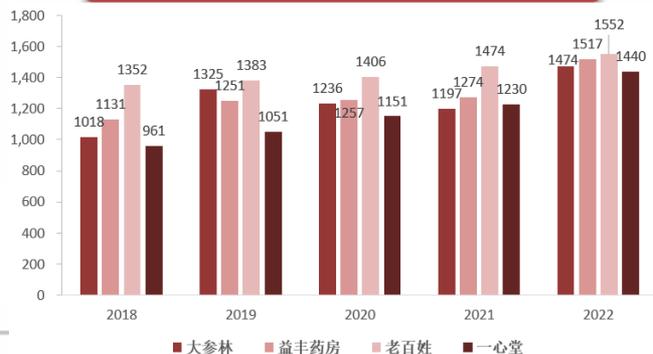
四大药店单店收入（万元/年）



2017-2023Q1四大药店净利率情况



四大药店日均人效（元/人）



四大药店日均坪效（元/m²）



药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

◆ **展望2023年下半年：预期门店“三驾马车”加速扩张，通过优质并购标的切入空白区域或弱势区域并购提高连锁率，强强并购或为未来趋势。** 2022年药店行业落地3起大型并购，分别是益丰药房收购湖南九芝堂、老百姓收购怀仁药房、健之佳收购河北唐人医药。 2023Q1老百姓以1.24亿元协议收购安徽为百姓大药房80%股权，加快加深安徽地区布局，交易市盈率15.89倍。从并购节奏上看，2019-2021年收购PE逐年上涨，选择的标的为各省份的前六名中型连锁药店，益丰药房和老百姓收购目的为加深优势省份的渗透率，健之佳通过并购开拓空白省份。根据“十四五规划”药品零售连锁率目标为70%，中国药店连锁率有望加速提升。

历年药店重要并购标的梳理（部分）

序号	公司名称	成交价格 (亿元)	标的资产	财务数据 基准日	PS	PE
1	大参林	1.71	伊犁康之源51%股权	-	-	
2	大参林	1.09	晋中长药业51%股权	-	-	
3	老百姓	1.24	安徽为百姓大药房医药连锁有限公司重组后新公司80%股权	-	-	15.89
2023年均值						15.89
3	健之佳	0.71	重庆佰瑞100%资产	2022/3/31	0.86	-
4	老百姓	1.17	安徽元初药房100%股权	-	-	-
5	大参林	0.93	辽宁博大维康51%股权	-	-	-
2022年均值					0.86	
6	益丰药房	2.04	湖南九芝堂51%股权	2021/12/31	0.77	56.82
7	健之佳	20.74	河北唐人医药100%股权	2021/12/31	-	24.25
8	健之佳	0.96	普洱佰草堂100%股权	2021/10/31		15.92
9	漱玉平民	2.88	齐河泰耀100%股权	2021/8/31	1.13	21.51
10	健之佳	0.42	平果誉佳100%股权	2021/5/31	1.01	-
11	老百姓	14.28	华佗药房51%股权（已终止）	2021/4/30	1.61	22.42
12	健之佳	0.44	星云大药房100%股权	2021/2/28	0.84	-
2021年均值					1.07	28.18
13	老百姓	16.37	湖南怀仁71.96%	2020/12/31	1.62	22.75
14	老百姓	6.80	人川大药房100%股权	2020/11/30	1.55	19.13
2020年均值					1.59	20.94
15	国大药房	18.60	成大方圆100%股权	2019/12/31	0.63	28.34
16	大参林	1.27	南通市江海51%股权	2019/7/31	1.14	22.76
2019年均值					0.89	25.55
17	益丰药房	13.84	新兴药房86.31%股权	2018/6/30	1.61	24.66
18	益丰药房	1.43	上海上虹51%股权	2018/6/30	1.11	22
19	益丰药房	1.33	江苏市民53%股权	2018/6/30	1.49	12.5
2018年均值					1.40	19.72

部分省份药店排行榜前6名

	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6
广东省	大参林	海王星辰	东莞国药	高济医药	南北药行	中智大药房
山东省	漱玉平民	山东立建	山东燕喜堂	华新宏仁	青岛同方	仁和堂
湖南省	老百姓	益丰药房	湖南千金	怀仁药房 (老百姓收购)	养天和 大药房	湖南九芝堂 (益丰药房收购)
湖北省	天济大药房	益丰药房	湖北宜草堂	老百姓	用心人 大药房	马应龙 大药房
江西省	益丰药房	黄庆仁棧 氏大药房	洪兴大药房	江西昌盛	汇仁堂	昌盛大药房
浙江省	瑞人堂	海王星辰	浙江英特	宁波彩虹 大药房	九洲大药房	震元医药
江苏省	益丰药房	全亿健康	老百姓	高济医药	百佳惠瑞丰 大药房	南京医药 国药
四川省	高济医药	全亿医药	正和祥健康	一心堂	杏林医药	德仁堂
安徽省	国胜大药房	老百姓	高济医药	丰原大药房	南京医药合 肥大药房	四方百信 大药房
云南省	一心堂	健之佳	龙马药业	国大迪升 大药房	立之康 大药房	云南白药 大药房
陕西省	怡康医药	广济堂	众友健康	老百姓	众信医药	百姓乐 大药房
河北省	神威大药房	益丰药房	河北唐人 (健之佳收购)	德医堂 大药房	高济医药	全亿健康
黑龙江省	人民同泰	大参林	鑫世一 大药房	宝丰医药	健康医药	华辰大药房
吉林省	吉林大药房	国大益和	恒爱大药房	东辽医药	星火医药	延边正道 医药

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告，商务部，米内网，西南证券整理

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

- ❑ **2023Q1行业整体快速修复。**我们剔除2022年上市公司、有大额商誉减值计提的公司，共选取11家医疗服务A股样本公司，均为经营较为稳健成熟的医疗服务专科/综合医院。11家医疗服务公司2023Q1收入148.1亿元（+22.7%），归母净利润11.2亿元（+585.8%），扣非归母净利润10.2亿元（+379.5%）；2023Q1摆脱疫情影响，行业整体快速修复，消费属性赛道中积压需求释放，收入端、利润端均实现高增长。
- ❑ **眼科赛道业绩确定性高，体检、口腔赛道业绩值得关注。**医疗服务板块中偏消费属性赛道有眼科、口腔、体检、中医诊疗等，2023年上半年疫后复苏消费赛道业绩出现分化，目前根据一季报情况，从收入端同比增速来看（比较A股上市公司，港股标的暂未披露一季报），眼科赛道>体检赛道>口腔赛道。眼科赛道中部分项目如屈光手术等具备一定需求刚性，所以为率先恢复的细分赛道，也是一季度业绩表现最好的赛道，口腔赛道则由于种植牙集采政策于4月在全国展开，Q1种植牙项目未出现大规模放量，一季度表现平淡。对于以上赛道，我们认为三季度眼科赛道仍能保持快速增长态势；体检将迎来三/四季度业绩高峰，业绩值得期待；口腔赛道则关注后续种植牙放量趋势。
- ❑ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。
- ❑ **投资建议：**板块估值进入底部区间，建议布局业绩确定性强的标的，如爱尔眼科、华夏眼科等，关注业绩反转标的，如通策医疗等。
- ❑ **风险提示：**政策对医疗服务价格调整；医疗纠纷；公司经营进展不及预期等。

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

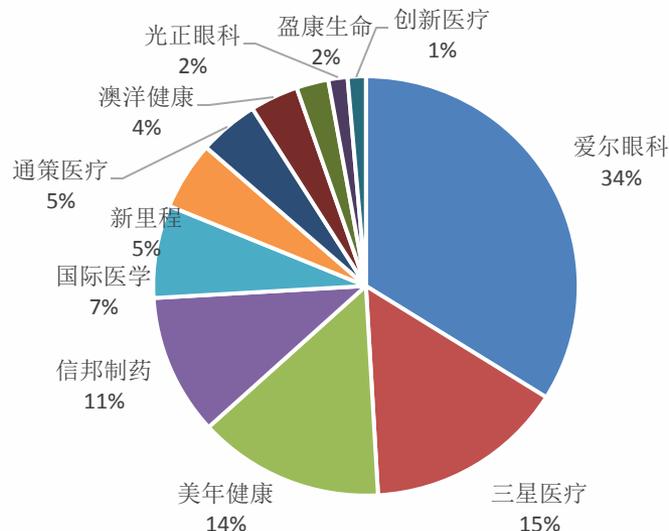
2.7.1 2023Q1疫后修复趋势加快

- 11家医疗服务公司2023Q1收入约为148.1亿元（+22.7%）、归母净利润总额约为11.2亿元（+585.8%）。
- 从盈利水平看，医疗服务板块整体盈利能力由于摆脱新冠疫情影响，业绩快速修复而迅速提升，行业毛利率（33.5%）同比提升5.6pp，由于2023Q1处于感染达峰后免疫期，新冠疫情扰动影响小，积压的医疗需求释放，门诊量、手术量等快速回升，收入端快速修复，公司规模优势凸显，毛利率提升。销售费用率9.2%，持平于2022Q1；净利率7.6%，同比提高6.2pp，由于样本公司中美年健康、国际医学、光正眼科、创新医疗等标的归母净利润大幅减亏所致。
- 从收入贡献看，爱尔眼科、三星医疗、美年健康、信邦制药贡献比例为34%、15%、14%、11%；
- 从净利润贡献看，爱尔眼科、三星医疗、通策医疗、信邦制药贡献比例为48%、17%、10%、3%。

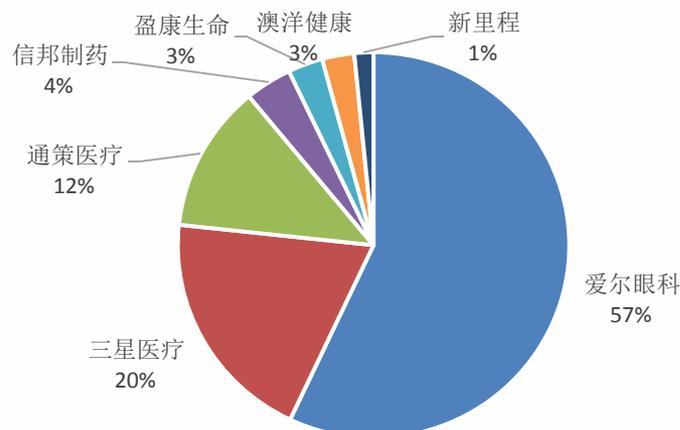
子板块2023年Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	22.68%	2	3	10	1
占比		18%	27%	91%	9%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	585.77%	7	7	10	1
占比		64%	64%	91%	9%

23Q1收入占比



23Q1归母净利润占比



医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.7.2 23H1消费属性医疗服务赛道将出现分化，眼科赛道业绩确定性强

- **眼科赛道业绩确定性高，体检、口腔赛道业绩值得关注。** 医疗服务板块中偏消费属性赛道有眼科、口腔、体检、中医诊疗等，2023年上半年疫后复苏消费赛道业绩出现分化，目前根据一季报情况，从收入端同比增速来看（比较A股上市公司，港股标的暂未披露一季报），眼科赛道>体检赛道>口腔赛道。眼科赛道中部分项目如屈光手术等具备一定需求刚性，所以为率先恢复的细分赛道，也是一季度业绩表现最好的赛道，口腔赛道则由于种植牙集采政策于4月在全国展开，Q1种植牙项目未出现大规模放量，一季度表现平淡。对于以上赛道，我们认为三季度眼科赛道仍能保持快速增长态势；体检将迎来三/四季度业绩高峰，业绩值得期待；口腔赛道则关注后续种植牙放量趋势。

2023Q1各眼科公司数据

公司	眼科				体检	口腔
	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科	美年健康	通策医疗
收入（百万元）	5020.5	930.8	649.8	306.8	2095.6	674.5
同比增速	20.44%	15.10%	38.73%	26.91%	53.82%	3.04%
归母净利润（百万元）	781.06	150.28	162.4	56.8	-167.2	169
同比增速	27.92%	34.01%	334.85%	117.82%	61.27%	1.49%
PE	53	56	74	47	44	44
PS	9	9	7	5	3	9

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

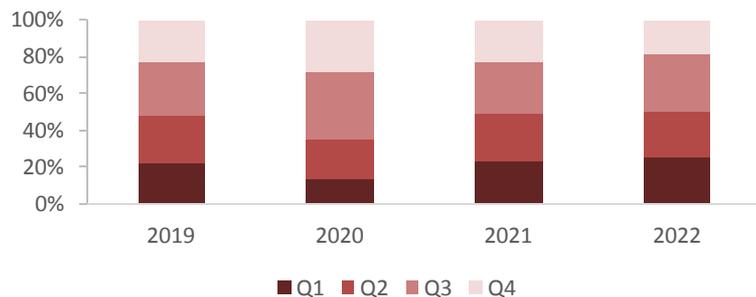
2.7.2 23H1消费属性医疗服务赛道将出现分化，眼科赛道业绩确定性强

□ **眼科：Q3为传统旺季，业绩确定性高，白内障业务疫后快速修复。**眼科行业消费性项目为屈光、视光业务，高考后进入暑假为屈光和视光的需求旺季，眼科行业旺季从6月中旬开始持续整个暑假，3季度业绩确定性高。此外，过去几年受疫情影响，老年人就诊意愿低，白内障项目今年疫后快速修复超预期。目前眼科标的中，屈光、视光收入占比均持续提升，预计23Q3业绩增长确定性高。

消费属性项目收入占比持续提升，白内障及眼病收入占比下降

	21年屈光收入占比	22年屈光收入占比	同比变化(pp)	21年视光收入占比	22年视光收入占比	同比变化(pp)	21年白内障收入占比	22年白内障收入占比	同比变化(pp)	21年其他眼病收入占比	22年其他眼病收入占比	同比变化(pp)
爱尔眼科	36.80%	39.34%	2.54	22.52%	23.46%	0.94	14.61%	13.30%	-1.31	26.07%	23.64%	-2.43
华厦眼科	31.27%	33.19%	1.92	11.78%	12.28%	0.50	24.67%	23.23%	-1.44	32.28%	28.12%	-4.16
普瑞眼科	50.99%	56.26%	5.27	16.14%	15.06%	-1.08	16.78%	14.43%	-2.35	16.09%	13.50%	-2.59
何氏眼科	20.89%	21.36%	0.47	35.97%	36.65%	0.68	16.32%	13.93%	-2.39	26.82%	27.43%	0.61

2019-2022年爱尔眼科各季度收入占比



2022年A股眼科上市公司收入结构数据对比

	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科
屈光收入占比	39.34%	33.19%	56.26%	21.36%
视光收入占比	23.46%	12.28%	15.06%	36.65%
白内障收入占比	13.30%	23.23%	14.43%	13.93%
其他眼病收入占比	23.64%	28.12%	13.50%	27.43%

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

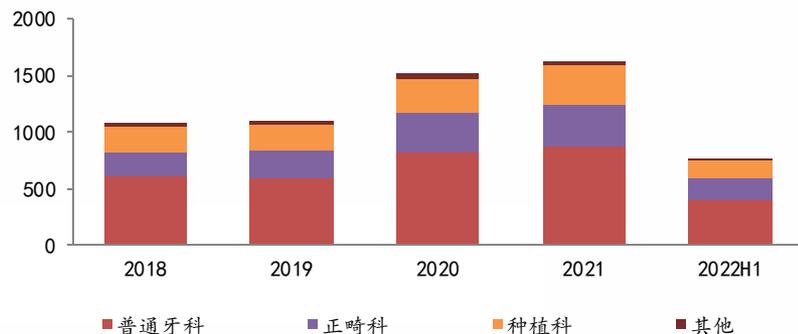
2.7.2 23H1消费属性医疗服务赛道将出现分化，眼科赛道业绩确定性强

□ **口腔：种植牙集采落地逐渐放量，Q3Q4可期待业绩拐点。** 种植牙政策于4月在全国逐步推进落地，2023Q1部分种植需求积压，未放量，Q1口腔类公司业绩平稳，通策医疗23Q1收入增速3%，利润增速1.5%，增长趋势放缓。4月集采政策全国推进后，民营口腔医疗机构种植体逐步放量，但由于耗材+服务费用降价幅度在30%以上，所以需要快速放量才可看到收入增量，目前民营口腔医疗机构在调整医生激励政策以及产能，可持续观测种植牙放量情况。此外，口腔医疗另一高客单项目正畸，在逐步恢复中，可持续跟踪行业恢复动态。

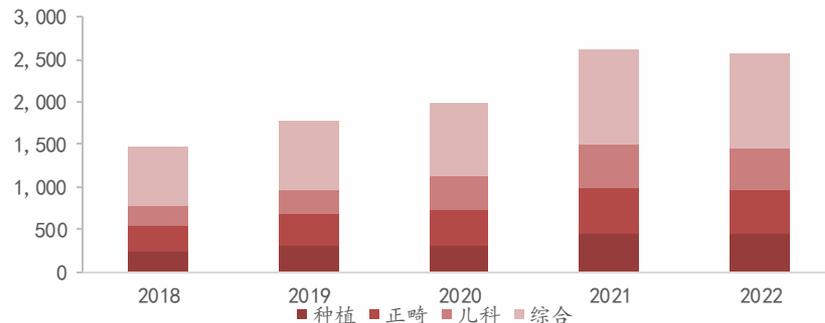
种植牙集采前后价格对比

	集采前	集采后
	患者终端价格（元）	患者终端价格（元）
种植体系统	欧美：10000-20000+ 日韩：5000-10000 国产：4000-8000	欧美：1700-1850 韩系：1000 国产：700-800
牙冠	1000-3000	300元起
手术费用	3000-5000	三级医院4500，经济发达地区可上浮最多至20%，手术费用可根据医院级别递减

瑞尔集团公司业务结构（百万元）



通策公司业务结构（百万元）



www.swsc.com.cn

数据来源：医保局，四川省医保局，PDB数据库，wind，西南证券整理。备注：瑞尔集团口径为财年，最新数据截止至2022H1财年；为保证通策医疗业务衡量口径相同，将2021年报和2022年报分业务单项中，修复业务收入并入综合类，与往年保持一致。

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.7.3 2022年消费属性医疗服务标的持续扩张

□ 眼科：

- **爱尔眼科**：截至2022年12月31日，公司境内医院215家，门诊部148家（截止2021年12月31日，公司境内医院174家，门诊部118家），2022年境内医院增长41家，门诊部增长30家。
- **华夏眼科**：截至2022年年报报告期末，公司在全国17个省设立了57家医院以及23家视光中心。
- **普瑞眼科**：截至2022年年报报告期末，公司在全国十余个直辖市及省会城市设立24家眼科专科医院和3家眼科门诊部，并辐射当地周边区域，形成全国网络布局，2023年1月，东莞普瑞眼科并表，为公司收入及利润贡献业绩增量。
- **何氏眼科**：截至2022年年报报告期末，公司拥有3家三级眼保健服务机构，35家二级眼保健服务机构，64家初级眼保健服务机构。

□ 口腔：

- **通策医疗**：2022年新增17家蒲公英医院，截至2022年年报报告期，蒲公英分院累计开业36家。

□ 体检：

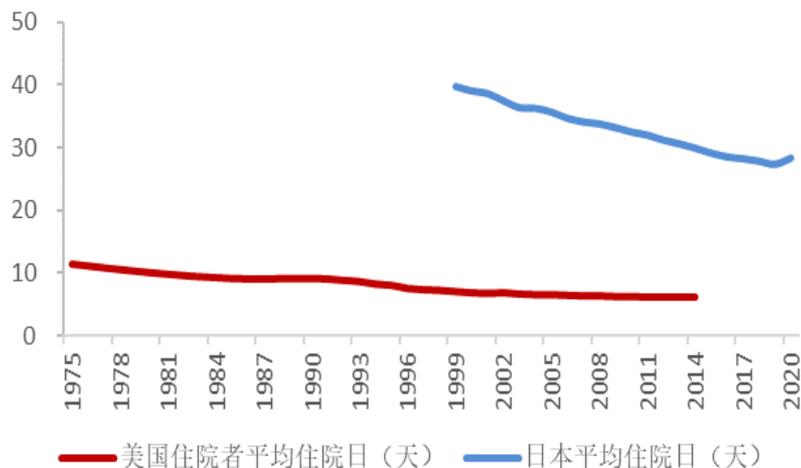
- **美年健康**：截至2022年底，公司旗下体检中心数量为611家，其中控股体检中心290家，参股体检中心321家。其中82%的控股体检中心已营业超过3年，18%的控股体检中心营业年限在3年以内。

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.7.4 DRG政策下优质综合性医院将脱颖而出，静待业绩拐点

□ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。

1975-2020年日美平均住院天数变化



2020-2021年1-9月浙江省各类医疗机构住院均次费用同比变化情况

地级市	所有医疗机构		
	2021年1-9月 (元)	2020年1-9月 (元)	2021年同比 (%)
杭州	14,788	15,504	-4.61
宁波	10,768	11,527	-6.58
温州	13,468	13,876	-2.94
潮州	9,232	9,487	-2.69
嘉兴	10,040	11,312	-11.24
绍兴	8,968	9,790	-8.40
金华	9,235	9,767	-5.45
衢州	8,339	9,081	-8.17
舟山	10,523	10,306	2.11
台州	9,733	9,876	-1.44
丽水	10,370	11,011	-5.82

医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.7.4 DRG政策下优质综合性医院将脱颖而出，静待业绩拐点

- **信邦制药**：公司医疗服务业务专注肿瘤专科和综合医院共同发展，已拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等7家医疗机构，分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水，拥有床位数5,000余张，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院、乌当医院是有较高知名度三级综合医院。公司看点在于医疗服务板块净利率提升。
- **国际医学**：国际医学运营西安高新医院、西安国际医学中心医院、西安国际医学中心医院北院区等大型综合性医疗机构，看点在于中心医院北院区盈亏平衡以及公司床位扩张。
- **三博脑科**：公司专注神经外科治疗，为业内翘楚，公司单床产出高，未来公司主要看医院扩张。
- **三星医疗**：公司主要从事智能配用电领域，后切入医疗服务赛道，专注康复医疗业务，目前公司医疗服务板块，2022年报告期，公司及下属公司通过收购、新设的方式对外投资了13家公司，公司合并报表范围增加了13家公司，后续将持续关注公司医院扩张情况。
- **盈康生命**：公司专注肿瘤治疗及综合医院业务，公司经营及管理6家医院，四川友谊医院（三甲）、苏州广慈医院（二甲，报告期内获评）、重庆友方医院为上市公司体内运营医院；上海永慈康复医院、运城医院、长春盈康医院为托管医院，2022年年报报告期内，公司经营及管理的医院床位规模3,258张，未来主要看公司体内医院床位利用率提升以及净利率提升。

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

- **23Q1疫情影响逐渐减弱，期待23H2传统疫苗需求恢复。** 板块23Q1收入166亿元（+15.6%），归母净利润39.5亿元（+2.2%），扣非归母净利润38.2亿元（+0.1%），收入端分品种来看，HPV疫苗受疫情及疾控资源分配影响较小主要系其仍处于供不应求状态。但儿童苗、较刚需品种及有复购属性品种受上述因素影响较大。展望23H2，疫情影响已经大概率消除，传统疫苗销售将逐渐恢复到正常轨道当中，期待传统疫苗企业业绩回暖。
- **关注低渗透率、天花板高的重磅品种，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能。** 儿童疫苗领域多数品种目前竞争格局相对拥挤，同时拥有三家以上企业布局的品种较多，我们建议从低渗透率及高天花板两个维度筛选疫苗赛道。目前国内市场带状疱疹疫苗竞争格局优秀，仅有百克及GSK获批，按照批签发口径计算，国内渗透率仅为0.3%，与海外30%左右渗透率相比提升空间大。带状疱疹发病率高（亚太地区约为3~10‰），且存在复发可能性，针对我国40岁以上目标人群约为7亿，未来销售额天花板较高。目前百克生物已经获批上市，建议跟踪后续销售进展。长期来看，我国疫苗企业对于全球创新品种的布局与海外厂商差距逐渐缩小，如欧林生物的金葡菌疫苗、康希诺的PBPV疫苗以及各家对于mRNA新冠疫苗以外品种的布局均存在弯道超车可能。
- **疫苗出海抓住机遇，国际化有望加速。** 1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种；成大生物狂犬疫苗品种等。
- **相关标的：**智飞生物、百克生物、欧林生物、康泰生物、康希诺、万泰生物、康华生物、华兰疫苗、金迪克、成大生物等。
- **风险提示：**产品销售不及预期；竞争格局恶化的风险；产品研发进展不及预期。

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

新冠疫苗影响逐渐消除，23Q1收入、利润端呈恢复态势

疫苗板块:1) 2022年收入629亿元(+28%)，归母净利润144亿元(-10%)，扣非归母净利润141亿元(-10%)，板块2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为144/163/159/163亿元(+117%/+22%/+14%/+9%)，归母净利润分别为38.6/38.9/39.2/27.7亿元(+122%/-36%/-21%/-15%)。收入端来看，HPV疫苗延续较快增长，弥补了新冠疫苗量价齐跌带来的收入空缺，但Q4放开以来，对于传统疫苗销售影响仍然较大。2) 2023Q1年收入166亿元(+15.6%)，归母净利润39.5亿元(+2.2%)，扣非归母净利润38.2亿元(+0.1%)，板块收入端已呈现疫后复苏的恢复态势，环比增速加快，利润端恢复同比增长。

从盈利能力来看，2022年板块毛利率为55%(-8pp)，四费率为25%(+2%)，净利率为23%(-10pp) 板块盈利能力下滑较大主要新冠疫苗价格下降明显所致。2023Q1板块毛利率为50%(-5pp)，净利率为24%(-3pp)，四费率为20%(-1pp)，毛利率下降主要系智飞生物销售代理品种以九价HPV疫苗为主，且九价HPV毛利率相对较低所致。

疫苗板块21-23Q1业绩速览

(亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	23Q1	22Q4	23Q1
营收	66.3	134.2	139.8	149.5	143.8	163.1	159.3	162.8	166.3
同比增速	59.4%	81.3%	72.5%	76.6%	116.7%	21.6%	13.9%	8.9%	15.6%
归母净利润	17.36	61.2	49.6	32.6	38.6	38.9	39.2	27.7	39.5
同比增速	83%	203.8%	102.2%	49.6%	122.3%	-36.4%	-21.0%	-15.2%	2.2%
扣非归母 净利润	14.74	56.5	48.3	32.1	38.2	38.1	39.0	25.7	38.2
同比增速	64.0%	185.1%	108.0%	97.9%	149.9%	-36.0%	-19.4%	-19.8%	0.1%

疫苗板块21-23Q1盈利能力指标概览

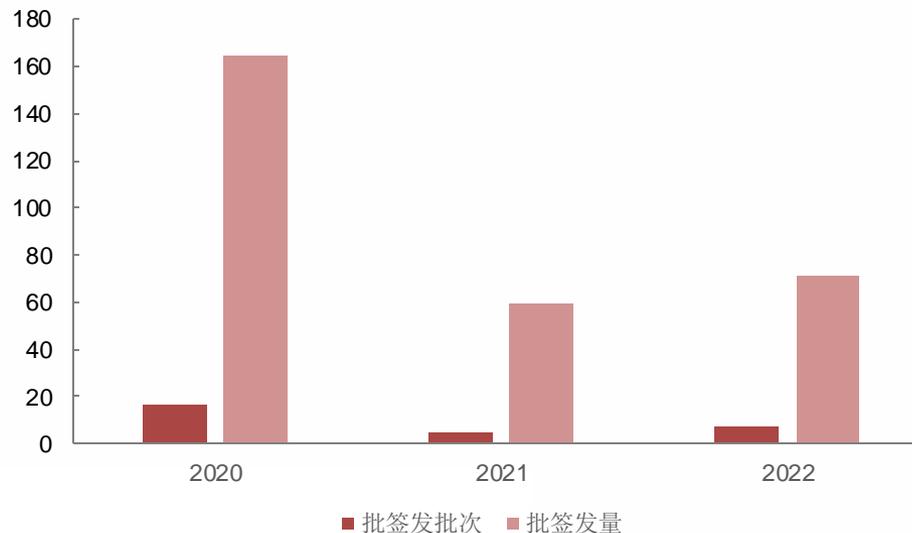
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	23Q1	22Q4	23Q1
毛利率	59.9%	72.4%	62.7%	54.7%	55.1%	56.3%	55.8%	53.4%	49.6%
净利率	26.2%	45.6%	35.5%	21.8%	26.8%	23.8%	24.6%	17.0%	23.7%
销售费用率	15.9%	13.0%	13.0%	16.3%	14.7%	15.8%	17.4%	16.9%	13.3%
管理费用率	4.9%	2.7%	2.5%	3.4%	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%	2.3%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	5.6%	4.3%	5.1%	7.5%	4.3%	6.5%	6.7%	10.1%	5.1%

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

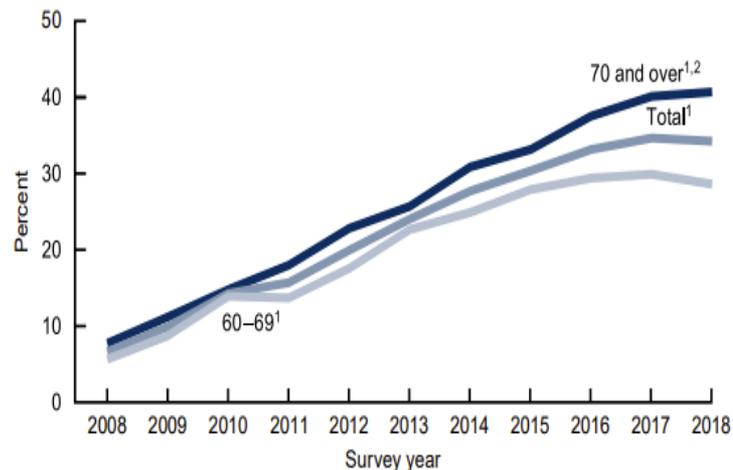
关注低渗透率、天花板高的重磅品种——带状疱疹疫苗

□ 国内渗透率仅为0.3%，提升空间较大。GSK带状疱疹疫苗从2020年4月首次在国内批签发至2022年底，合计批签发29批次，按照之前中检院披露的每批次数据估计，2020-2022年批签发量合计约为300万支。按照批签发口径计算，目前国内带状疱疹疫苗渗透率约为0.3%，与海外30%左右的渗透率相比仍有大幅提升空间。

◆ 带状疱疹疫苗国内批签发情况



◆ 美国60岁以上带状疱疹疫苗接种率



疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

关注低渗透率、天花板高的重磅品种——带状疱疹疫苗

- 带状疱疹疫苗销售额天花板高。**带状疱疹流行病学：发病率：全球3~5‰，亚太地区3~10‰，目前有逐年递增趋势；住院率2-25/10万人年，死亡率0.017-0.465/10万人年，复发率1%~6%；国内部分抽样数据：2011-2013年广东50岁及以上人群带状疱疹发病率分别为4.1‰/3.4‰/5.8‰。2010年台湾全年龄组带状疱疹发病率为4.97‰，住院率约为2.93%，除婴儿住院率高于儿童外，其余年龄组住院率及重症监护率均随年龄增长而升高，平均住院8.3天。
- 目前国内有两款已上市的带状疱疹疫苗，分别是GSK的重组蛋白路线以及百克生物的减毒活疫苗路线。**百克生物优势在于获批年龄段为40岁以上，副作用小，定价低（1369元），且只需要接种1针。根据我们在《带状疱疹疫苗专题-百亿级别成人疫苗品种，渗透率提升空间巨大》报告中的测算，预计到2030年百克生物带状疱疹疫苗销售额约为58亿元。

目标人群40岁以上人群	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
50岁以上人群（百万人）	452.9	468.2	486.5	506.0	527.7	548.8	570.8	593.6	617.4	642.0	667.7	694.4	722.2
YOY		3.4%	3.9%	4.0%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
40~49岁人群（百万人）	226.8	221.3	207.2	196.8	192.9	189.0	185.3	181.6	177.9	174.4	170.9	167.5	164.1
YOY		-2.4%	-6.4%	-5.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
合计目标人群	679.7	689.5	693.7	702.8	720.6	737.9	756.0	775.2	795.3	816.4	838.6	861.9	886.3
YOY		1.4%	0.6%	1.3%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
40岁以上人群渗透率			0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
GSK市占率			100%	100%	100%	58%	55%	51%	49%	49%	49%	49%	49%
百克市占率						42%	45%	49%	51%	51%	51%	51%	51%
GSK销量（百万支）			0.4	0.5	1.00	1.40	1.96	2.55	3.31	4.31	5.60	6.72	8.06
YOY				25.0%	100.0%	40.0%	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%
百克生物销量（百万支）						0.5	0.80	1.25	1.75	2.27	2.95	3.54	4.25
YOY							60.0%	56.0%	40.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%
免疫程序GSK			2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
免疫程序百克生物						1	1	1	1	1	1	1	1
单价GSK（元）			1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600
预计单价百克生物（元）			1369	1369	1369	1369	1369	1369	1369	1369	1369	1369	1369
GSK市场规模（百万）			640	800	1600	2240	3136	4077	5300	6890	8957	10748	12898
YOY				25.0%	100.0%	40.0%	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%
百克生物市场规模（百万）						684.5	1095.2	1709	2392	3109	4042	4851	5821
YOY							60.0%	56.0%	40.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%
合计			640	800	1600	2925	4231	5785	7692	9999	12999	15599	18719
YOY				25.0%	100.0%	82.8%	44.7%	36.7%	33.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%

www.swsc.com.cn

数据来源：中国医师协会皮肤科医师分会，《带状疱疹中国专家共识》，国家统计局，百克生物22年报，西南证券整理

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

关注传统疫苗需求复苏

□ **疫苗板块2022年及2023Q1总结**：1) 2022年板块收入629亿元(+28%)，归母净利润144亿元(-10%)，扣非归母净利润141亿元(-10%)，板块2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为144/163/159/163亿元(+117%/+22%/+14%/+9%)，归母净利润分别为38.6/38.9/39.2/27.7亿元(+122%/-36%/-21%/-15%)。收入端来看，HPV疫苗延续较快增长，弥补了新冠疫苗量价齐跌带来的收入空缺，但Q4放开以来，对于传统疫苗销售影响仍然较大。2) 2023Q1年收入166亿元(+15.6%)，归母净利润39.5亿元(+2.2%)，扣非归母净利润38.2亿元(+0.1%)，板块收入端已呈现疫后复苏的恢复态势，环比增速加快，利润端恢复同比增长，期待后市需求复苏带来的企业业绩回暖。

疫苗板块21-23Q1业绩速览

(亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	23Q1	22Q4	23Q1
营收	66.3	134.2	139.8	149.5	143.8	163.1	159.3	162.8	166.3
同比增速	59.4%	81.3%	72.5%	76.6%	116.7%	21.6%	13.9%	8.9%	15.6%
归母净利润	17.36	61.2	49.6	32.6	38.6	38.9	39.2	27.7	39.5
同比增速	83%	203.8%	102.2%	49.6%	122.3%	-36.4%	-21.0%	-15.2%	2.2%
扣非归母净利润	14.74	56.5	48.3	32.1	38.2	38.1	39.0	25.7	38.2
同比增速	64.0%	185.1%	108.0%	97.9%	149.9%	-36.0%	-19.4%	-19.8%	0.1%

疫苗板块21-23Q1盈利能力指标概览

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	23Q1	22Q4	23Q1
毛利率	59.9%	72.4%	62.7%	54.7%	55.1%	56.3%	55.8%	53.4%	49.6%
净利率	26.2%	45.6%	35.5%	21.8%	26.8%	23.8%	24.6%	17.0%	23.7%
销售费用率	15.9%	13.0%	13.0%	16.3%	14.7%	15.8%	17.4%	16.9%	13.3%
管理费用率	4.9%	2.7%	2.5%	3.4%	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%	2.3%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	5.6%	4.3%	5.1%	7.5%	4.3%	6.5%	6.7%	10.1%	5.1%

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

疫苗行业重磅品种

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎预计24-25年上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2025年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	已上市	
上海所	减毒活疫苗	II期	---
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	I期	---
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	---
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	---
康希诺	重组蛋白	临床前	---
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	---

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/17	2025年
	二价HPV	已上市	2020/05	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24	2026-2027
	九价HPV（毕赤酵母）	I期	2020/12/3	
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4	2026
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3	2025-2026
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14	
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
诺宁生物/神州细胞	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24	

产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	2024-2025
	兰州所	III期	2019/9/19	
	科兴中维	I期	2018/4/10	
	成都安特金	I期	2020/4/21	
	江苏坤力	I期	2021/7/27	
	艾美卫信	I期	2021/1/26	
	康泰生物	已上市	2021/10	
	沃森生物	已上市	2020/3/30	
	辉瑞	已上市	2016国内获批	
	15价肺炎球菌结合疫苗	智飞生物	III期	2021/7/16
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	2023年
	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	科兴中维	IV期	2021/7/5	
	华安科创	I期	2020/9/8	

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

mRNA技术路线除新冠外将在治疗性肿瘤疫苗、动物疫苗、人用疫苗上大有可为。

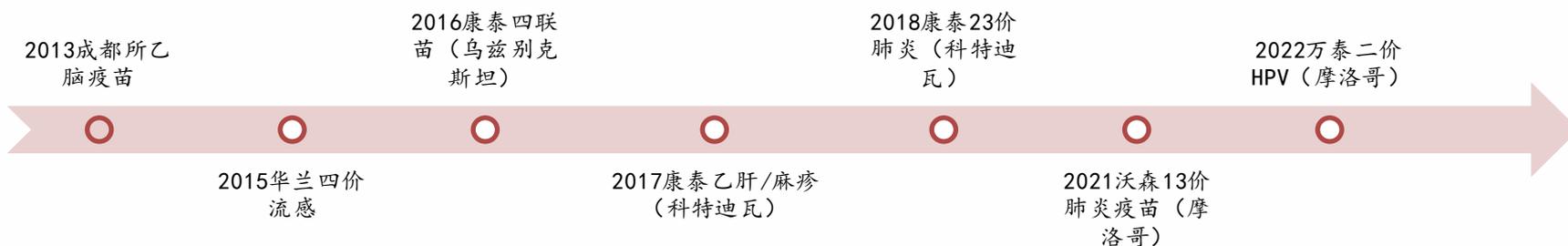
厂商名称	产品名称	适应症	研发进展
嘉晨西海	JCXH-212	实体瘤	I 期临床
	JCXH-105	带状疱疹	临床前
	JCXH-F	狂犬病	临床前
新合生物	PGV002	胃癌、食管癌、肝癌	I 期临床
斯微生物	SW1115C3	实体瘤	I 期临床
艾斯拓康	AXT-2001	前列腺癌、肉瘤、卵巢癌、黑素瘤	临床前
本导基因	BD101	肿瘤	临床前
	BD102	HSV感染	临床前
上海巴斯德研究所	CHIKV E2-E1-LNP	屈曲病毒感染	临床前
丽凡达生物	LVRNA002	狂犬病	临床前
艾美疫苗	RSV mRNA疫苗	RSV感染	临床前
港药溶瘤	YB1-mRNA	实体瘤	临床前
启辰生	tri02104	病毒感染	临床前
	tri1131	RSV感染	临床前
	tri5566	流感	临床前
蓝鹊生物/沃森生物	RSV疫苗	RSV感染	临床前
	流感mRNA疫苗	流感	临床前
艾博生物/沃森生物	带状疱疹疫苗	VZV感染	临床前

疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

疫苗出海——抓住机遇，国际化进展有望加速

□ 未来出海的方式：

- 1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。
- 2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种；成大生物狂苗品种等。



疫苗企业2019-2021年海外收入占比

	2019	2020	2021
智飞生物	0.11%	0.08%	3.79%
康泰生物	0.03%	0.11%	26.21%
万泰生物	4.72%	15.48%	7.66%
欧林生物	4.56%	0.38%	0.38%
百克生物	0.62%	0.59%	1.93%
康华生物	0.25%	0.28%	0.03%
成大生物	11.06%	10.09%	6.78%
金迪克	0.08%	0.00%	0.44%
康希诺			71.10%

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

- **受新冠产品量价齐跌影响，板块Q1业绩有所承压。** 板块2022年收入88亿元（+29.8%），归母净利润14.3亿元（-25.6%），扣非归母净利润13.1亿元（-24%），22年利润端下降较多主要系新冠相关的原材料、存货、固定资产等计提资产减值影响，利润增速同比下降主要系新冠产品价格持续下降，各企业加大费用投，扩充品类所致。分季度看，生命科学上游板块2023Q1收入16亿元（-26.1%），归母净利润1.4亿元（-79.4%）。收入端下降主要系新冠检测相关产品需求下降所致，利润端下降除收入规模下降外，叠加费用端抬升导致下降幅度更大。从盈利能力看，2023Q1板块毛利率为45.2%（-11pp），净利率为8.6%（-22pp），四费率为37.2%（+16pp），净利率降低幅度较大主要系新冠产品价格下降以及期间费用率提升所致。
- **预计H2板块盈利能力提升，期待下游需求拐点到来。** 上游企业普遍在20-22年快速增加人员以实现赛道横纵向拓展，叠加新冠产品量价齐跌导致企业费用率不断提升，我们认为，上游企业招聘节奏今年来会有所放缓，企业新招聘人员逐步渡过适应期，人均创收水平预计将得到提高，盈利能力将有所改善。虽然目前投融资数据仍未看到明显改善趋势，CXO企业受疫情影响订单需求有所减少，导致上游企业业绩承压，但我们认为，创新仍然是医药企业发展的必要策略，短期环境变化不改长期发展方向，期待下游需求的拐点到来。
- **国产替代势在必行。** 目前上游试剂行业仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，随着国内企业品类持续扩充，创新投入的速度与规模持续加速，我们认为高质量、多品类的平台型企业有望持续扩大市场份额，国产替代的大方向依然不变。
- **相关标的：**诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、近岸蛋白、阿拉丁、泰坦科技、优宁维、皓元医药等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

生命科学产品及服务2022年及2023Q1总结：生命科学上游板块2022年收入88亿元（+29.8%），归母净利润14.3亿元（-25.6%），扣非归母净利润13.1亿元（-24%），2022年利润端下降较多主要系新冠相关的原材料、存货、固定资产等计提资产减值影响，利润增速同比下降主要系新冠产品价格持续下降，各企业加大费用投，扩充品类所致。分季度看，生命科学上游板块2023Q1收入16亿元（-26.1%），归母净利润1.4亿元（-79.4%）。收入端下降主要系新冠检测相关产品需求下降所致，利润端下降除收入规模下降外，叠加费用端抬升导致下降幅度更大。

从盈利能力看，2022年板块毛利率为51%（-3pp），净利率为16%（-12pp）。四费率为26%（+3pp），板块盈利能力下降主要系新冠产品降价以及加大研发投入所致。2023Q1板块毛利率为45.2%（-11pp），净利率为8.6%（-22pp），四费率为37.2%（+16pp），净利率降低幅度较大主要系新冠产品价格下降以及期间费用率提升所致。

生命科学上游板块21-23Q1业绩速览

生命科学上游板块21-23Q1盈利能力指标概览

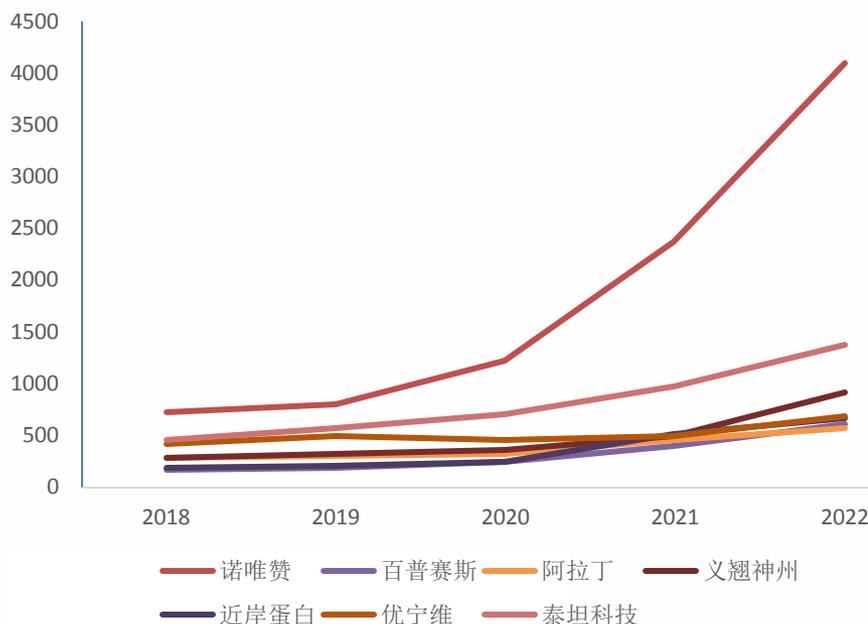
(亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	23Q1	22Q4	23Q1
营收	18.0	14.0	16.7	19.1	21.8	18.3	21.5	26.4	16.1
同比增速	166.6%	0.2%	0.1%	2.5%	21.4%	30.4%	28.6%	38.2%	-26.1%
归母净利润	7.66	2.8	4.1	4.6	6.7	3.8	3.9	-0.1	1.4
同比增速	389%	-46.8%	-40.0%	-37.3%	-12.4%	34.8%	-5.5%	101.7%	-79.4%
扣非归母净利润	3.54	1.5	3.8	3.3	6.3	3.3	3.0	0.5	0.7
同比增速	414.2%	—	6.0%	-57.4%	-60.9%	-36.9%	-21.3%	-85.0%	-88.8%

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	23Q1	22Q4	23Q1
毛利率	67.1%	47.3%	53.5%	47.9%	56.2%	49.8%	46.9%	49.4%	45.2%
净利率	42.7%	19.9%	24.4%	24.2%	30.8%	20.6%	17.9%	-0.3%	8.6%
销售费用率	7.2%	10.1%	11.5%	12.1%	9.3%	12.6%	13.8%	12.0%	15.8%
管理费用率	4.2%	7.5%	7.1%	7.1%	5.6%	7.6%	7.5%	8.5%	10.0%
财务费用率	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-3.0%	-1.6%	-1.0%	-1.0%
研发费用率	4.6%	6.9%	7.1%	8.2%	6.7%	9.0%	10.3%	8.7%	12.4%

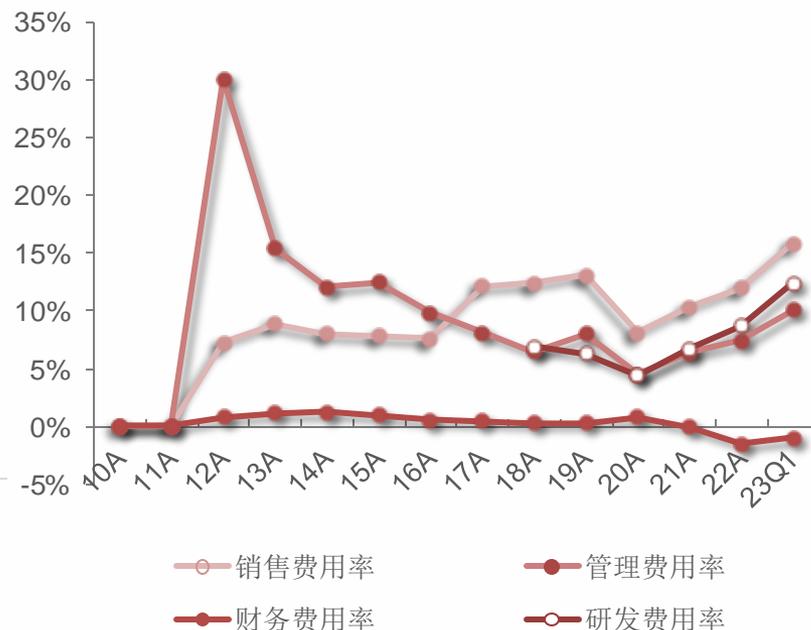
生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

预计H2板块盈利能力提升，期待下游需求拐点到来。上游企业普遍在20-22年快速增加人员以实现赛道横纵向拓展，叠加新冠产品量价齐跌导致企业费用率不断提升，我们认为，上游企业招聘节奏今年来会有所放缓，企业新招聘人员逐步渡过适应期，人均创收水平预计将得到提高，盈利能力将有所改善。虽然目前投融资数据仍未看到明显改善趋势，CXO企业受疫情影响订单需求有所减少，导致上游企业业绩承压，但我们认为，创新仍然是医药企业发展的必要策略，短期环境变化不改长期发展方向，期待下游需求的拐点到来。

生命科学上游板块部分企业人员扩充情况



生命科学上游板块21-23Q1费用率情况



生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

- **制药装备板块，2022年收入端增速较快。**楚天科技、东富龙2022年收入分别同比增长22.5%/30.5%。受2021年新冠业务基数以及疫情对供应链、生产发货的影响，相关公司毛利率端承压；公司通过管控费用率，净利率端受影响相对更小。
- **耗材板块收入增长较快：**纳微科技、奥浦迈2022年收入分别增长58.1%、38.4%；其中纳微科技的色谱填料和层析介质/奥浦迈的培养基收入分别增长约30%和60%；预计纳微科技大分子层析介质和奥浦迈CHO细胞培养基收入分别增长超过10%/80%。

制药设备及耗材板块样本公司2022年经营对比

证券简称	楚天科技	东富龙	森松国际	其中 医药行业	泰林生物	新华医疗	其中 制药装备板块	纳微科技	奥浦迈
收入	64.5	54.7	64.9	21.5	3.7	92.8	15.2	7.1	2.9
yoy	22.5%	30.5%	51.4%	65.4%	32.0%	-2.1%	21.6%	58.1%	38.4%
归母净利润	5.7	8.5	6.7	/	0.8	5.0	/	2.8	1.1
yoy	0.2%	2.3%	75.9%	/	25.4%	-9.7%	/	46.3%	74.5%
毛利率	36.0%	39.0%	27.6%	31.4%	52.6%	26.4%	27.9%	78.6%	64.0%
同比	-3.63pp	-7.06pp	+0.16pp	+0.50pp	-9.29pp	+2.19pp	+1.22pp	-5.28pp	+4.09pp
归母净利率	8.8%	15.5%	10.3%	/	21.3%	5.4%	/	39.0%	35.8%
同比	-1.96pp	-4.27pp	+1.44pp	/	-1.12pp	-0.45pp	/	-3.16pp	+7.40pp

生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

- **制药装备板块，样本公司2023Q1收入稳健增长。**楚天科技、东富龙2023Q1收入分别同比增长13.5%/15%。受供应链成本提升及海外市场需求下滑等因素影响，相关公司毛利率持续承压。
- **耗材板块2023Q1收入略有下降：**纳微科技、奥浦迈2023Q1收入分别下降6.2%、6.5%，预计主要系诊断相关的业务影响。纳微科技23Q1归母净利润同比下降79.7%，加回股权激励费用后归母净利润同比下降约26%，主要系新冠疫情及新年假期等因素影响下游客户的研发进度。

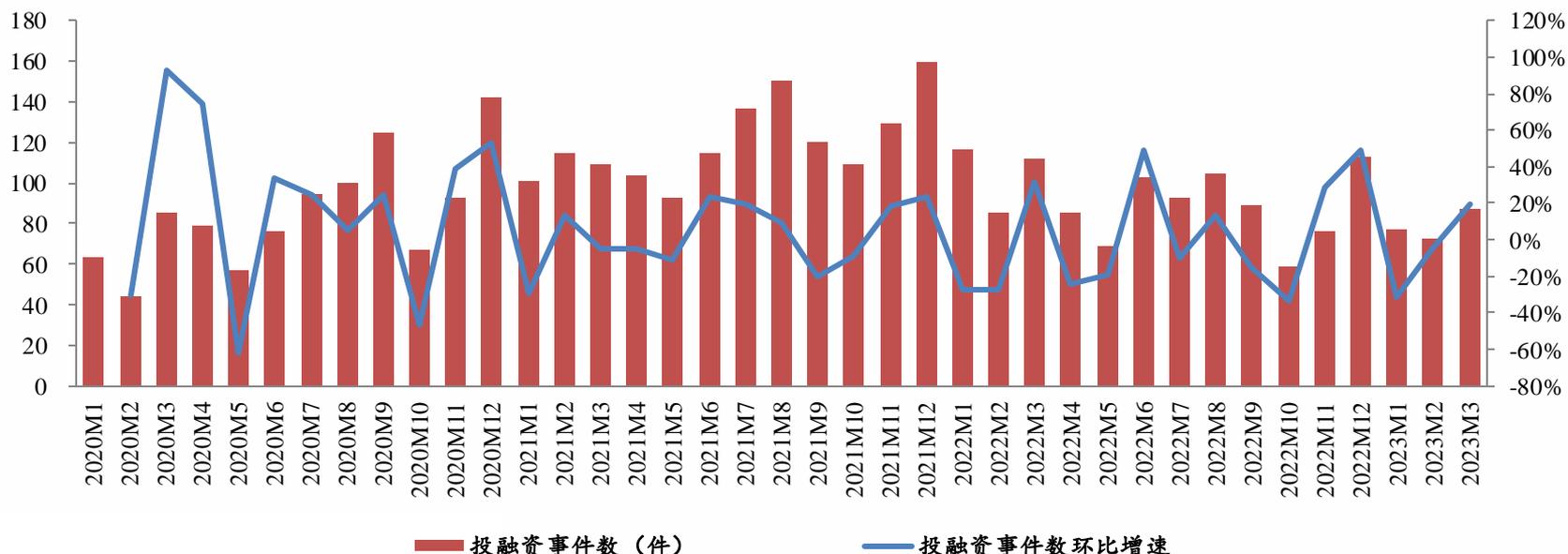
制药设备及耗材板块样本公司2023年Q1经营对比

证券简称	楚天科技	东富龙	泰林生物	新华医疗	纳微科技	奥浦迈
收入	15.5	14.2	0.8	24.4	1.3	0.7
yoy	13.5%	15.0%	10.4%	15.4%	-6.2%	-6.5%
归母净利润	1.3	2.3	0.2	2.0	0.1	0.2
yoy	3.9%	9.3%	26.2%	54.0%	-79.7%	-4.3%
毛利率	34.7%	38.5%	52.2%	26.3%	80.5%	65.4%
同比	-1.26pp	-1.83pp	-4.43pp	+0.55pp	-3.27pp	+1pp
归母净利率	8.6%	16.2%	22.3%	8.1%	9.4%	35.6%
同比	-0.79pp	-0.85pp	+2.79pp	+2.02pp	-33.90pp	+0.85pp

生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

- **2023Q1医药行业投融资热度平稳。** 受宏观环境、医药行业政策等因素影响，2023年恒生医疗保健指数下跌14%，同期申万医药指数下跌3.5%。2022以来一级市场投资热度降低。截至2023年一季度，医药行业一级市场投融资事件数量环比基本趋平。

中国一级市场医药行业投资事件数量及环比增速

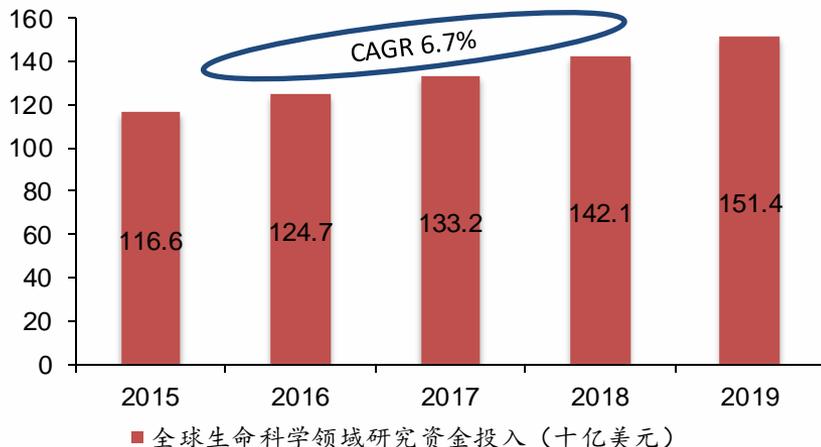


生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

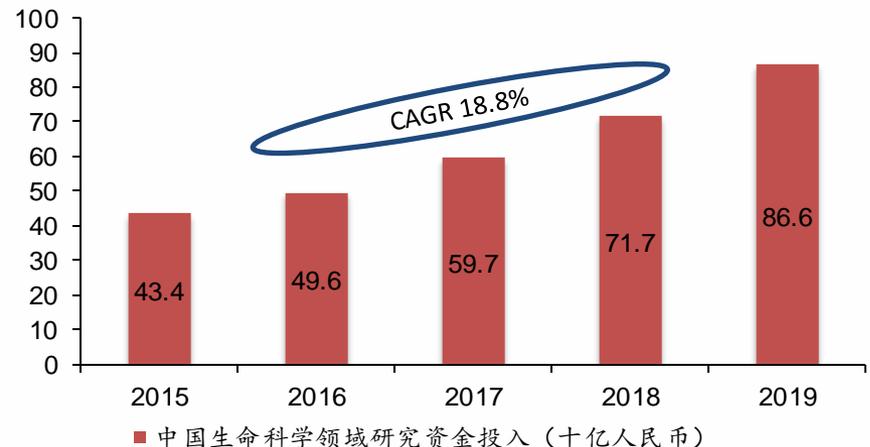
生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **国内生命科学领域资金投入增速迅猛，带动生命科学试剂产业快速扩容。** 医药行业作为知识密集型行业是全球各国重点竞争的产业，其中对于生命科学领域的基础研究是行业发展的根基，世界各国对于此的资金投入也处于持续增长过程当中，2019年全球生命科学领域研究资金投入为1514亿美元，未来CAGR为6.7%，预计到2025年将达到2234亿美元。其中国内此领域投资增速显著快于全球水平，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。
- **政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。** 2021年CDE颁布以临床价值为导向的药物研发指导意见，强调国内医药企业的发展路径要走真创新、最创新，Big pharma为扩大规模优势势必要加强自身研发实力，中小Biotech为弯道超车也需持续研发加码。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。

全球生命科学领域研究资金投入



中国生命科学领域研究资金投入

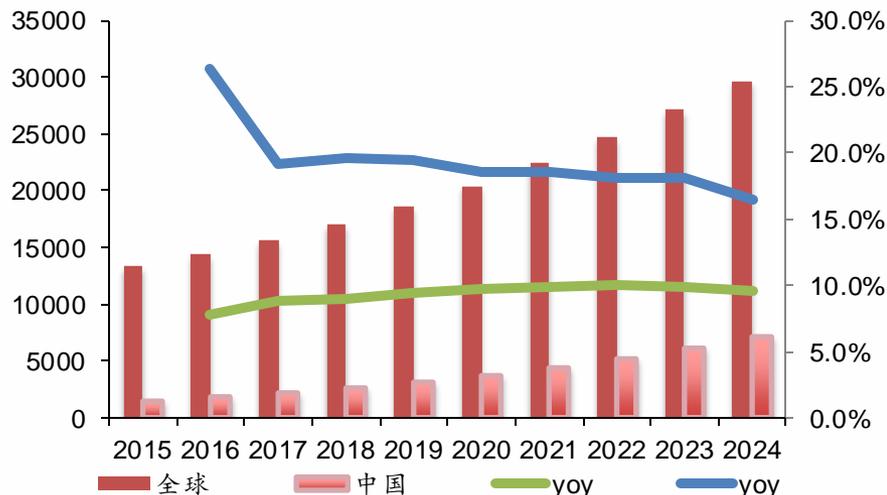


生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

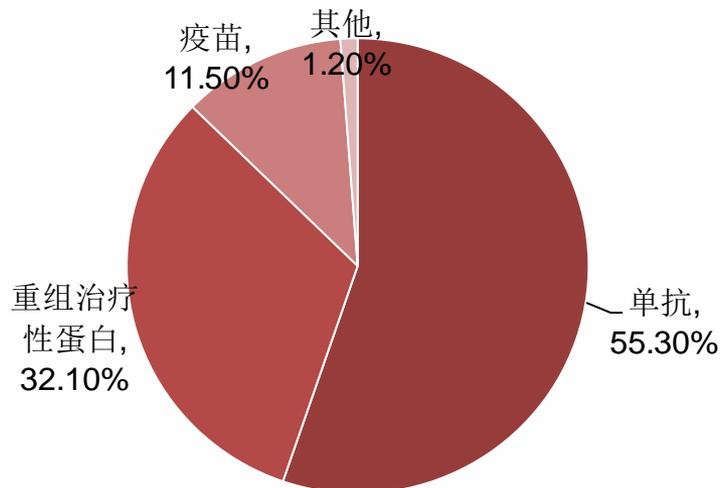
生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- ❑ 生命科学试剂行业发展受益于生物药市场规模持续增长。生命科学试剂的主要应用领域在生物药当中，其中单抗、重组蛋白以及疫苗占据了绝大部分的市场份额。未来的行业的需求增长在于新技术、新平台的研发。
- ✓ 疫苗：多联多价的升级需求以及mRNA、DNA等新技术平台的应用。
- ✓ 重组蛋白、单抗：ADC类药物、PROTAC等技术应用。
- ✓ 细胞及基因治疗等新兴领域。

国内外生物药行业市场规模（亿元）



生物药行业不同品种市场规模占比

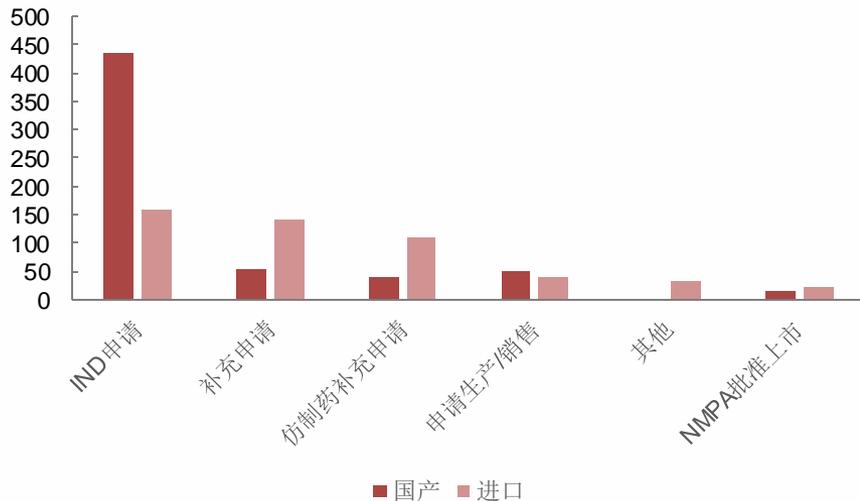


生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

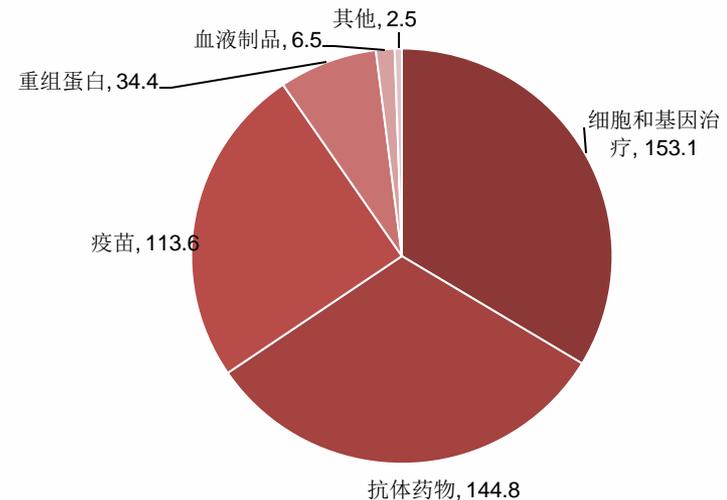
生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **生物药市场投融资在疫情契机下持续高景气，资本市场退出机制完善。**2021年生物药领域实现融资金额455亿元，其中细胞和基因治疗领域占比最大（34%），抗体领域为145亿元（32%），疫苗领域为114亿元（25%）。以及近些年港股、科创板为未盈利生物医药企业提供退出机制。其中2021年共有23家企业上市，从细分领域来看，在重组蛋白和抗体领域各有8家及10家企业布局。
- **生物药领域药物申请试验、获批数较高。**以抗体领域为例，2021年我国CDE共受理抗体药物申请1053件（国产577件、进口476件），包括IND申请 592件、补充申请195件、仿制药补充申请147件、申请生产销售88件及其他申请31件；涉及单克隆抗体745件、双/多克隆抗体155件、抗体偶联药物72件、抗体融合蛋白74件、抗体片段6件和其他1件。

抗体领域受理临床试验及获批情况



生物药行业按类型分投融资比例

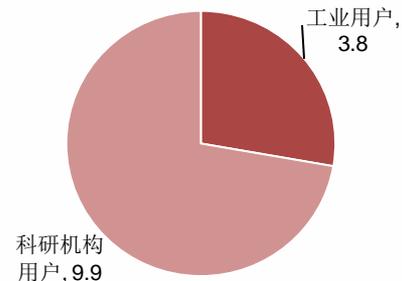


生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

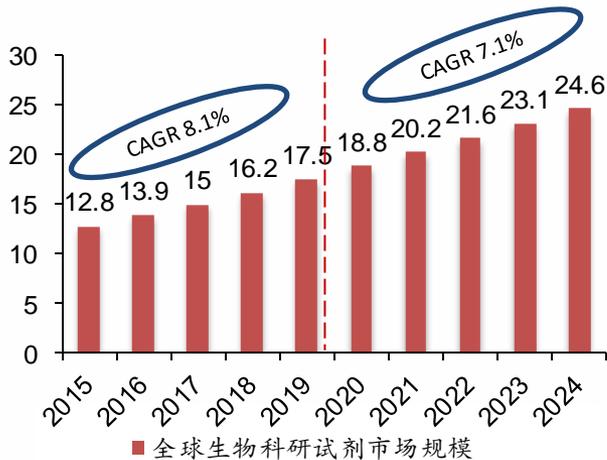
生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **全球千亿美元市场，科研用户为主。**根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。从下游客户类型来看，科研机构客户占主导地位，占比为64%。从用户的特点来看，单个工业用户的需求往往更大，出于成本考虑对产品的价格也更为敏感；而科研用户对于产品的需求往往更加分散，对产品价格的敏感度也更低。
- **中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元，2019-2024年CAGR为13.8%。**下游客户类型与全球类似，科研机构客户占比更高为72.4%，工业用户占比为27.6%。

中国生命科学试剂下游客户类型占比



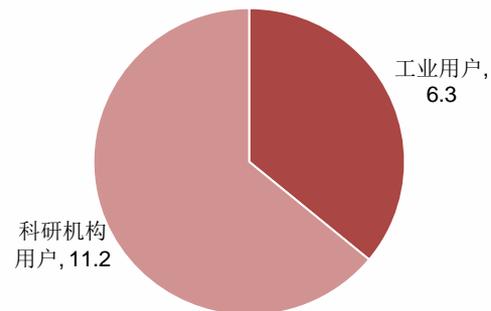
全球生命科学试剂市场规模（十亿美元）



中国生命科学试剂市场规模（十亿元）



全球生命科学试剂下游客户类型占比



生命科学产品及服务：期待下游需求拐点到来

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

□ 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域	市场规模 (2021)		市场规模复合增速 (19-24E)		行业壁垒	国产化率	代表公司		
	全球 (亿美元)	中国 (亿元)	全球	中国			国外	国内	
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems、PeperoTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
核酸类	-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等	
细胞类	46.5 (2020)	44	7.4% (2020-2028)	29% (2020-2025)	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等	
模式动物	178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华 (查尔斯河) 等	南模生物、药康生物、百奥赛图	

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

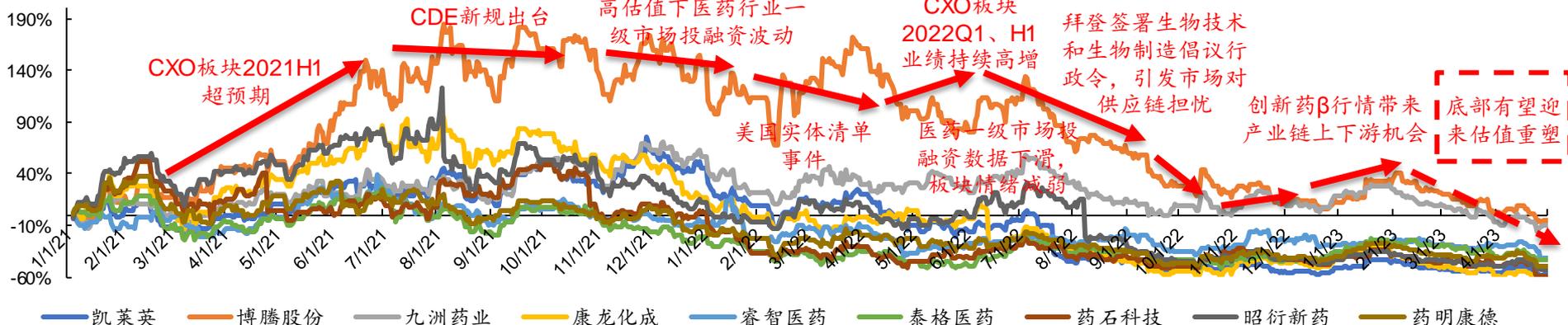
- **宏观维度：美联储加息预期见顶，板块估值体系有望重塑。** 1) 在通胀和需求双回落背景下，2023H2美联储加息周期预期见顶，生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO企业新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，板块估值体系有望重塑。3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。
- **行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业高景气度或将持续。** 预计2022-2024年全球医药行业研发投入仍将以2-4%的速度稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，**1) 海外：**医药生物PEVC融资活动强度持续回暖：2022年、2023M1-5全球医疗健康行业融资总额持续回升，分别为5609.7亿元（-52.8%）、2356.5亿元（-5.5%），融资事件总数为2970件（-26.2%）、1205件（-8.2%）；**2) 国内：**一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动，景气度有望持续向好。2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度回暖，2022年、2023M1-5国内医疗健康融资总额分别为1458.9亿元（-58.5%）、396.9亿元（-34%），融资事件数分别为1091件（-24.3%）、383件（-18.2%），投融资额仍呈月度波动状态，创新药研发景气度有望持续向好。2022年我国创新药新增IND数量1226个（同比-5%）、新增NDA数量208个（同比-1.4%），创新需求仍将持续，我们认为CXO行业仍是兼具确定性与成长性的优质板块。
- **企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。** 1) 新冠大订单陆续交付，22年收入、利润均实现高增长；2) 在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满；3) 合同负债与预收账款快速增长，在手订单增速稳健。
- **未来展望：1) 短期维度：**国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩基本兑现；海外产能转移趋势持续；**2) 中期维度：**多肽类药物商业化在即，CDMO空间广阔；国内企业以小分子CDMO业务为主，大分子CDMO产能仍在追赶海外龙头；**3) 长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **相关标的：**建议关注产业链布局一体化平台型CXO企业，推荐CRDMO/CTDMO一体化龙头企业药明生物、药明康德，临床CRO泰格医药、康龙化成，小分子CDMO九洲药业、凯莱英、博腾股份、皓元医药等，多肽CDMO相关标的诺泰生物、圣诺生物等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

宏观维度：宏观风险因素逐步出清，板块悲观预期修复在即

(1) 宏观维度：美联储加息预期见顶，板块估值体系有望重塑

- **美联储加息预期见顶，医药一级投融资在宏观大背景影响下或将持续修复。**美国货币政策方面，2021年起美联储较大幅度向上修正经济预期和通货膨胀预期，联邦基金利率市场已充分定价；2022年内美联储已连续加息6次，累计加息375个基点；当地时间6月14日美联储宣布将联邦基金利率的目标区间维持在5-5.25%，该决策得到FOMC投票委员全票赞成。6月13日，美国劳工统计局公布数据显示，美国5月CPI同比上升4%，低于预期4.1%及前值4.9%；环比上涨0.1%，同样低于预期0.2%和前值0.4%。在通胀和需求双回落背景下，2023H2美联储加息周期预期见顶，生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会。
- **头部CXO企业新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，板块估值体系有望重塑。**头部CXO企业新冠商业化订单带来的一次性业绩高速增长对估值的扰动已基本出清，内生业务增速将重塑CXO估值体系。我们认为，当前CXO板块已回落至历史低位，具备较高配置价值。

部分CXO公司股价复盘



宏观维度：宏观风险因素逐步出清，板块悲观预期修复在即

(2) 宏观维度：板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化

- ❑ **CXO板块估值回落至历史底部。**2021年1月底CXO公司估值水平达到高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升；2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，板块估值大幅回调，目前主要CXO板块PE-TTM值已回落至历史底部，低于近一年平均值。
- ❑ **CXO个股估值仍处于分化。**博腾股份（PE-TTM 8×）、睿智医药（PE-TTM 11×）、凯莱英（PE-TTM 15×）等公司估值相对较低；和元生物（PE-TTM 217×）、博济医药（PE-TTM 143×）、诺泰生物（PE-TTM 59×）、皓元医药（PE-TTM 47×）等公司估值相对较高。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下。经过市场调整，目前CXO个股估值仍处于分化。

CXO板块历史估值情况(PE-TTM)

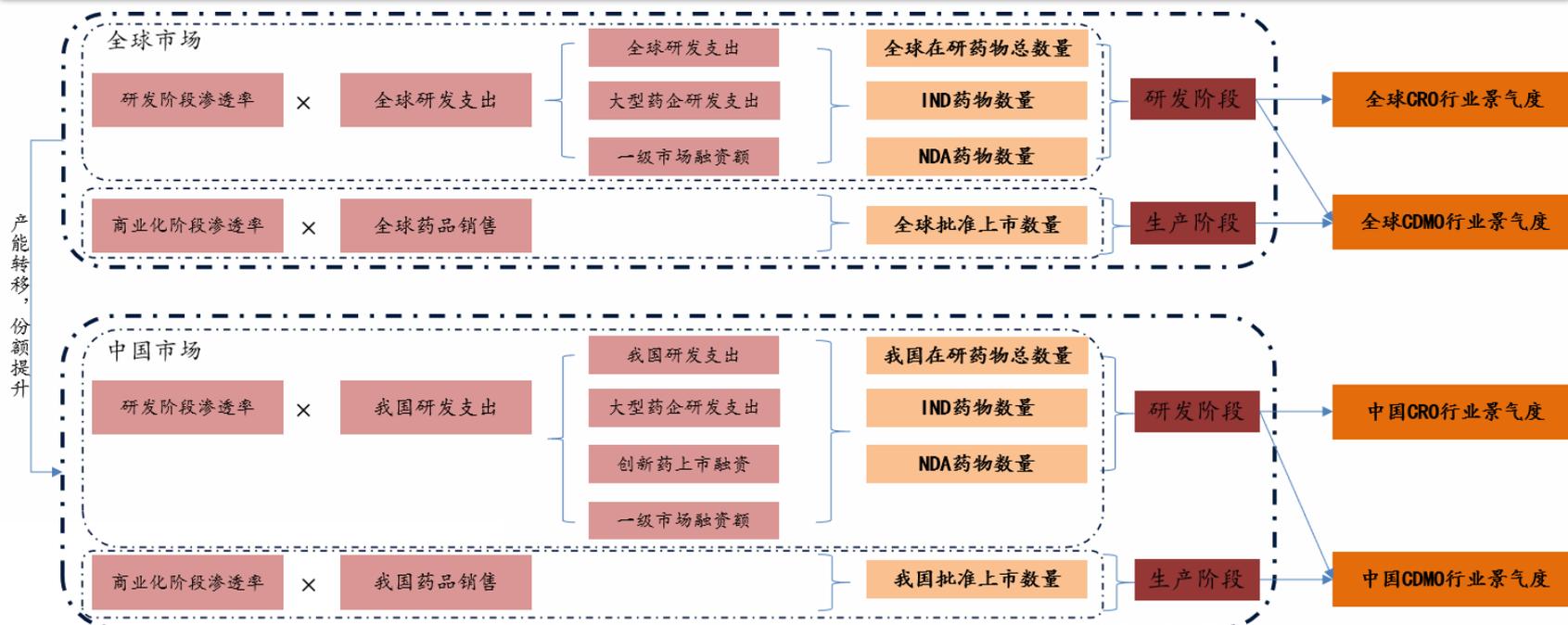


行业维度：研发投入与药物在研上市数量是行业景气度关键指标

行业维度：创新研发投入与药物在研上市数量是CXO行业景气度关键指标

□ 从行业层面看，研发支出、药品销售额以及渗透率是决定CXO（CRO/CDMO）行业市场规模的核心因素，与研发相对应的在研药物数量、IND数量和NDA数量以及与销售相关的批准上市药物数量是观察CXO行业景气度的关键指标。目前，产能转移是我国CDMO行业的核心推动力，中国CDMO市场规模占全球市场规模持续提升；此外，国内创新药崛起，药企创新研发投入逐步加大，进一步为我国CDMO行业贡献较大空间增量。

CXO行业研究框架



行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续

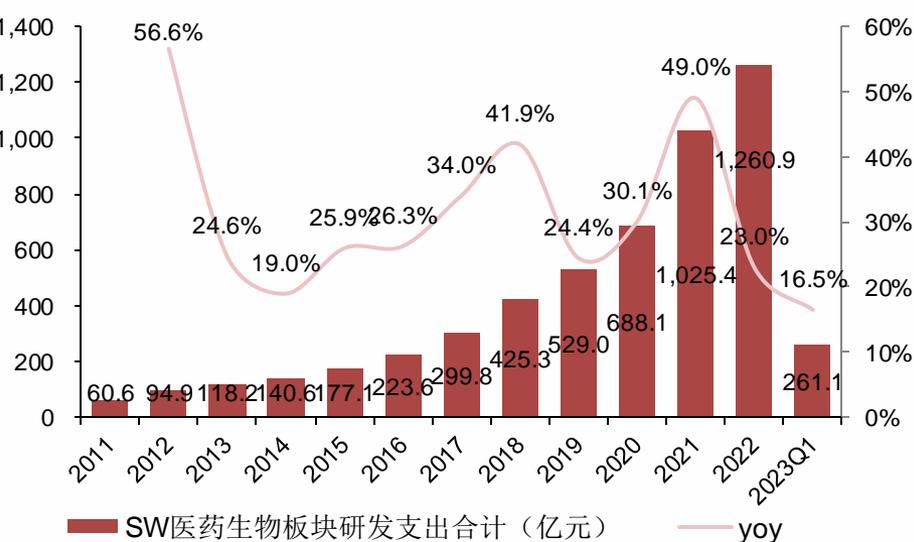
① 行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业高景气度或将持续

- ❑ **全球医药生物企业研发投入稳步增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，2020年全球医药研发投入同比增速接近2%。从绝对值来看，全球医药行业研发投入从2010年的1090亿美元增至2020年的2070亿美元，复合增长率为6%，预计2022-2024年全球医药研发仍将以2-4%的速度稳步增长。
- ❑ **我国医药生物企业处于快速成长期，研发开支维持高增。**我国A股医药生物企业研发投入保持高增，2021研发投入额达1025.4亿元（+49%），2022年研发投入达1260.9亿元（+23%），仍维持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的持续高景气度奠定基础。

全球医药生物上市企业研发投入（十亿美元）



A股医药生物上市企业研发投入（亿元）

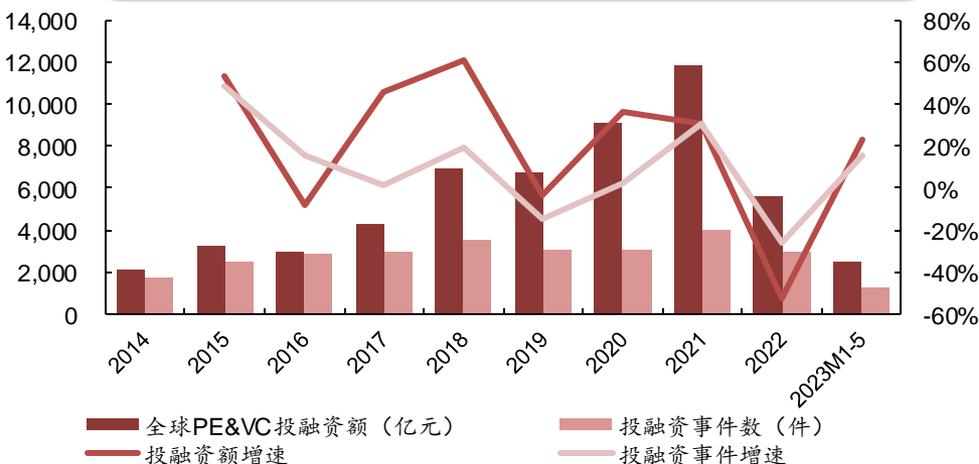


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续

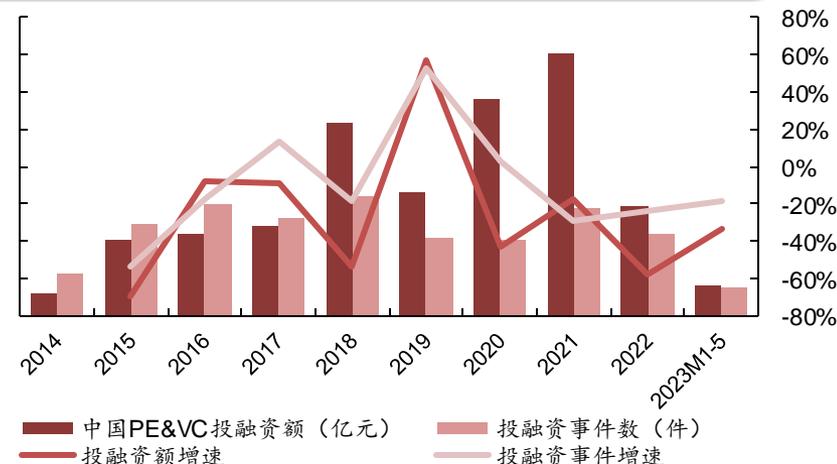
② 行业维度：一级市场投融资活动强度略有回暖，高景气度有望维持

- 海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019、2020年较为平稳，2021年融资额达6003亿元，同比有所回升。2022年起全球资本市场趋于冷静，融资事件数稳步增加、融资总额有所下降，2022年、2023M1-5全球医疗健康行业融资总额持续回升，分别为5609.7亿元（-52.8%）、2356.5亿元（-5.5%），融资事件总数为2970件（-26.2%）、1205件（-8.2%）。
- 国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动，景气度有望持续向好。**2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖，2022年、2023M1-5国内医疗健康融资总额分别为1458.9亿元（-58.5%）、396.9亿元（-34%），融资事件数分别为1091件（-24.3%）、383件（-18.2%），投融资额仍呈月度波动状态，创新药研发景气度有望持续向好。

全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



www.SWSC.COM.CN

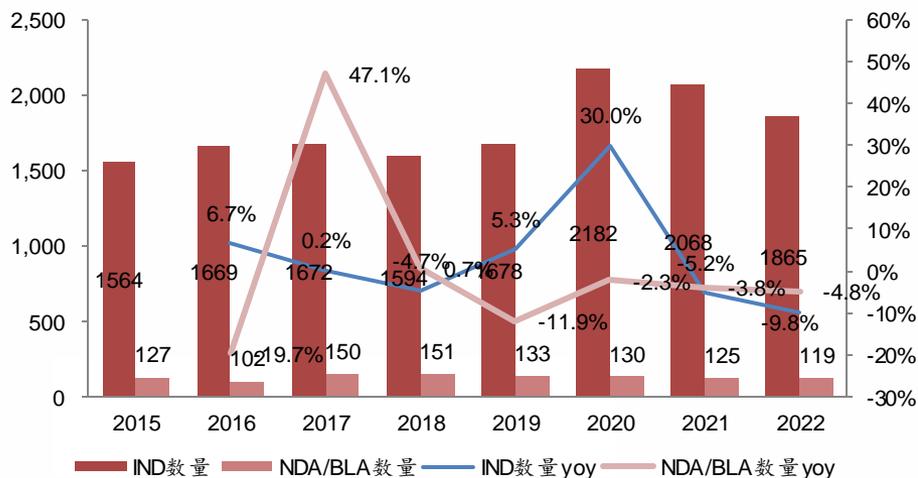
数据来源：药智网，西南证券整理

行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续

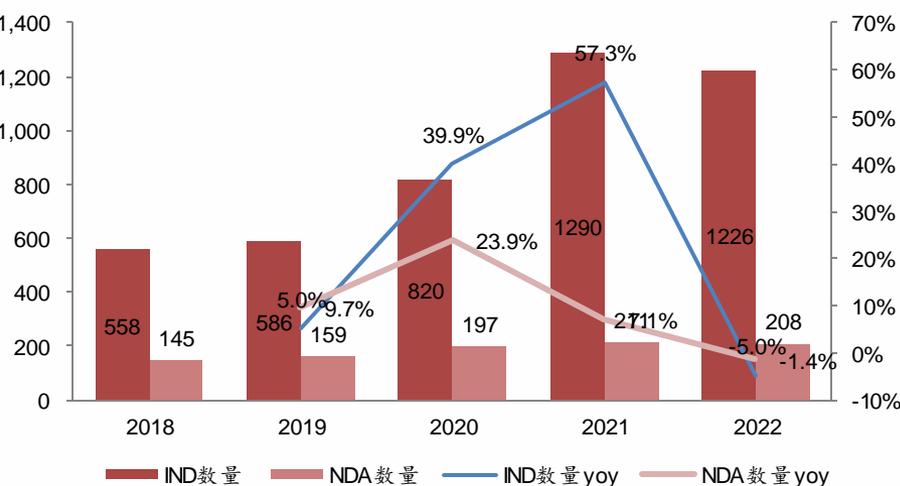
③ 行业维度：创新药IND和NDA数量保持高位，创新需求仍将持续

- ❑ **美国创新药IND和NDA数量维持高位。**据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（+30%）；2021年IND数量维持高位，为2167个（-5.2%）；2022年略有下滑，为1865个（-9.8%）；2015-2021年间，美国创新药NDA/BLA数量在120~150个之间波动，2022年NDA/BLA数量为119个。
- ❑ **我国创新药IND和NDA数量保持快速增长，创新需求仍将持续。**2019年后，我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的820个增至2021年的1290个（同比+57.3%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的197个增至2021年的211个（同比+7.1%），国产生物创新药进入上市收获期。2022年我国创新药新增IND数量1226个（同比-5%）、新增NDA数量208个（同比-1.4%），创新需求仍将持续。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）



行业维度：医药要素资源优化关键窗口期，专业化分工方兴未艾

④ 行业维度：Biotech战略性出售资产、人员调整或成常态，医药行业处于要素资源优化关键窗口期

- ❑ 一级市场投融资寒冬之下，头部MNC、CXO公司有望并购整合优质Biotech资产、调整人员结构。2022H2以来，Biotech公司战略性出售资产、止损回笼资金屡见不鲜。11月15日，和铂医药发布公告，公司将以1.46亿元向药明海德出售生物大分子研发创新中心项目生产厂房。头部MNC、CXO公司有望以较低价格大规模收购优质Biotech资产，扩大产能、优化结构，持续巩固行业优势。
- ❑ 整体来看，中国医药企业处于要素资源优化的关键窗口期，专业化分工方兴未艾。生物医药产业中以研发生产外包为代表的枢纽环节将会在未来的创新转型升级中持续发挥作用，保持高景气度。

2022年Biotech公司战略性出售资产事件梳理

公司名称	时间	事件
George Clinical	2022.12.8	高瓴资本将竞标收购海外CRO-George Clinica
阿斯利康	2022.11.29	将其位于俄亥俄州西切斯特的工厂出售给生物科技厂商National Resilience
诺华	2022.11.17	宣布考虑出售眼科与呼吸业务，以筹集资金投资核心药物
和铂医药	2022.11.15	公司以1.46亿元向药明海德出售生物大分子研发创新中心项目的生产厂房
基石药业	2022.11.4	据公告，基石药业苏州产业化基地于2022年11月4日停产停工、员工遣散
美敦力	2022.10.24	宣布将其患者监护PM业务和呼吸干预RI业务从集团业务进行分拆
ChemoCentryx	2022.10.9	安进以37亿美元完成对ChemoCentryx的收购交易
GBT	2022.10.5	辉瑞以54亿美元完成对Global Blood Therapeutics (GBT) 的收购
Biohaven	2022.10.3	辉瑞116亿美元收购Biohaven
科望医药	2022.9.19	据公告，科望医药苏州工艺开发和中试生产设施被药明生物吸纳，并与药明生物达成相应服务协议
迈博药业	2022.8.26	据公告，由于新冠疫情冲击等原因，迈博药业控股子公司百迈博公司生产线关闭
Affinivax	2022.8.17	葛兰素史克33亿美元收购肺炎球菌疫苗制造商Affinivax
Vifor Pharma	2022.8.9	澳大利亚血制品和疫苗巨头CSL以117亿美元完成对瑞士维福药业公司的收购
Sierra Oncology	2022.7.8	葛兰素史克19亿美元收购美国生物科技公司Sierra Oncology

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，公司公告，医药魔方，西南证券整理

企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标

企业维度：业务布局、订单、产能、人员以及业绩是跟踪CXO企业的核心维度

□ 从公司层面来看，目前CDMO企业的收入主要来自于临床阶段项目和商业化阶段项目，项目数量和项目单价共同决定了收入额，此外，订购结构、企业议价能力、研发附加值、成本控制能力等多个因素共同决定了CDMO企业的毛利率水平。除了传统的CDMO业务外，我国CDMO企业开始探索VIC模式，深入参与研发，并将有望享受后续上市后的持续收益。

CXO企业跟踪框架



企业维度：新冠大订单陆续交付，22年收入利润高速兑现

① 企业维度：新冠大订单陆续交付，22年收入、利润均实现高增长

□ CXO板块选取16家公司2022年收入903亿元（+61.2%），剔除新冠大订单贡献后预计实现收入696.3亿元（+29.9%）；归母净利润约212.7亿元（+58.7%），剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润150.7亿元（+18.8%）。收入端和利润端实现高速增长主要由于新冠大订单陆续交付带来高收入和高利润，随着订单交付进入尾声，CXO板块增速放缓。

证券名称	市值		PE(扣除新冠项目)		营业收入(百万元)					归母净利润(百万元)				
	2023/6/16	2022/2023E	2022/2023E	2022/2023E	2022A	2022(扣除新冠项目)	2023Q1	2023E	2023E(扣除新冠项目)	2022A	2022E(扣除新冠项目)	2023Q1	2023E	2023E(扣除新冠项目)
药明康德	2080	24/21	36/24	-	39,355	29,355	8,964	42,803	39,303	8,814	5,742	2,168	9,868	8,818
yoy					71.8%	31.5%	5.8%	8.8%	33.9%	72.9%	42.1%	32.0%	12.0%	53.6%
泰格医药	607	30/24	-	-	7,085	-	1,805	8,794	-	2,016	-	598	2,536	-
yoy					35.9%	-	-0.7%	24.1%	-	-29.9%	-	9.7%	28.8%	-
康龙化成	531	39/25	-	-	10,266	-	2,724	13,164	-	1,375	-	348	2,151	-
yoy					37.9%	-	29.5%	28.2%	-	-17.2%	-	39.0%	56.5%	-
凯莱英	506	15/19	33/26	-	10,255	4,345	2,249	10,067	7,908	3,302	1,529	630	2,614	1,966
yoy					121.1%	27.5%	9.1%	-1.8%	82.0%	208.8%	8.6%	26.1%	-20.8%	28.6%
九洲药业	272	-	-	-	5,445	-	1,751	7,175	-	921	-	281	1,237	-
yoy					84.0%	-	27.5%	31.8%	-	45.3%	-	35.1%	34.4%	-
昭衍新药	230	21/20	-	-	2,268	-	369	3,032	-	1,074	-	188	1,152	-
yoy					49.5%	-	36.3%	33.7%	-	92.7%	-	49.8%	7.3%	-
博腾股份	170	8/17	29/27	-	7,035	2,275	1,378	4,676	3,476	2,005	577	304	992	632
yoy					126.6%	-18.3%	-4.5%	-33.5%	52.8%	282.8%	25.0%	-20.1%	-50.5%	9.5%
美迪西	114	-	-	-	1,659	-	451	2,004	-	138	-	102	504	-
yoy					42.1%	-	26.8%	38.9%	-	19.8%	-	31.6%	49.1%	-
药石科技	106	-	-	-	1,595	-	383	2,106	-	314	-	58	403	-
yoy					32.7%	-	14.2%	32.0%	-	-35.4%	-	-18.5%	28.2%	-
德元医药	91	47/29	-	-	1,358	-	418	1,962	-	194	-	46	312	-
yoy					40.1%	-	39.5%	44.5%	-	1.4%	-	-24.6%	60.9%	-
诺泰生物	78	-	-	-	651	-	208	856	-	129	-	21	155	-
yoy					1.2%	-	55.0%	31.4%	-	11.9%	-	30.6%	19.8%	-
药康生物	85	-	-	-	517	-	140	696	-	31	-	165	221	-
yoy					31.2%	-	20.8%	34.8%	-	31.8%	-	2.4%	34.4%	-
和元生物	79	-	-	-	291	-	31	391	-	39	-	-32	48	-
yoy					14.3%	-	-57.9%	34.3%	-	-28.1%	-	-36.0%	22.6%	-
华谊医药	69	-	-	-	834	-	252	1,149	-	146	-	37	203	-
yoy					73.1%	-	42.6%	37.7%	-	91.1%	-	45.1%	39.2%	-
阳光澄和	69	44/31	-	-	677	-	232	941	-	156	-	48	222	-
yoy					37.1%	-	57.1%	39.1%	-	47.6%	-	43.5%	42.6%	-
成都先导	73	-	-	-	330	-	70	384	-	25	-	-9	64	-
yoy					6.0%	-	-4.0%	16.3%	-	-60.1%	-	32.5%	15.3%	-
百诚医药	67	35/24	-	-	1,327	-	607	910	-	194	-	35	285	-
yoy					62.3%	-	68.0%	49.9%	-	74.8%	-	79.1%	46.7%	-
诺思格	54	-	-	-	638	-	161	802	-	114	-	29	151	-
yoy					4.8%	-	-5.5%	25.8%	-	14.5%	-	7.0%	33.2%	-
泓博医药	46	-	-	-	479	-	121	695	-	67	-	15	114	-
yoy					85.1%	-	16.4%	45.0%	-	31.5%	-	47.0%	69.7%	-
荣昌医药	40	-	-	-	1,327	-	269	-	-	379	-	-29	-	-
yoy					-21.5%	-	-30.5%	-	-	-194.1%	-	-40.6%	-	-
德达药业	40	-	-	-	411	-	102	-	-	106	-	20	-	-
yoy					-1.0%	-	-5.9%	-	-	6.0%	-	-28.1%	-	-
博济医药	39	-	-	-	424	-	103	593	-	28	-	12	57	-
yoy					30.7%	-	39.2%	39.9%	-	-28.8%	-	-5.1%	106.1%	-
普霖斯	36	-	-	-	986	-	157	828	-	72	-	25	108	-
yoy					16.6%	-	30.0%	41.3%	-	25.3%	-	159.5%	49.1%	-
南模生物	31	-	-	-	303	-	87	428	-	-5	-	-14	13	-
yoy					10.1%	-	20.1%	41.3%	-	-108.9%	-	-20.2%	340.8%	-
百花医药	24	-	-	-	350	-	76	-	-	-35	-	7	-	-
yoy					24.4%	-	28.8%	-	-	-168.1%	-	387.0%	-	-
A股CXO板块市值合计：5537亿元（占SW医药总市值的7.9%）														
药明生物	2007	45/38	53/36	-	15,287	11886	-	20034	19018	4,420	3,448	-	5,335	5,030
yoy					48.4%	-	-	31.1%	60.0%	30.5%	-	-	20.7%	45.9%
金斯瑞生物科技	418	-	-	-	4,377	-	-	6778	-	-1,580	-	-	-1,418	-
yoy					27.7%	-	-	54.8%	-	36.8%	-	-	10.2%	-
方达控股	46	-	-	-	1,758	-	2269	-	-	179	-	35	223	-
yoy					35.7%	-	29.1%	-	-	33.7%	-	-	26.6%	-
维亚生物	35	-	-	-	2,382	-	-	-	-	-528	-	-	-	-
yoy					13.1%	-	-	-	-	-283.8%	-	-	-	-
港股CXO板块市值合计：2507亿港元（占SW港股医药总市值的9.7%）														

www.swsc.com.cn

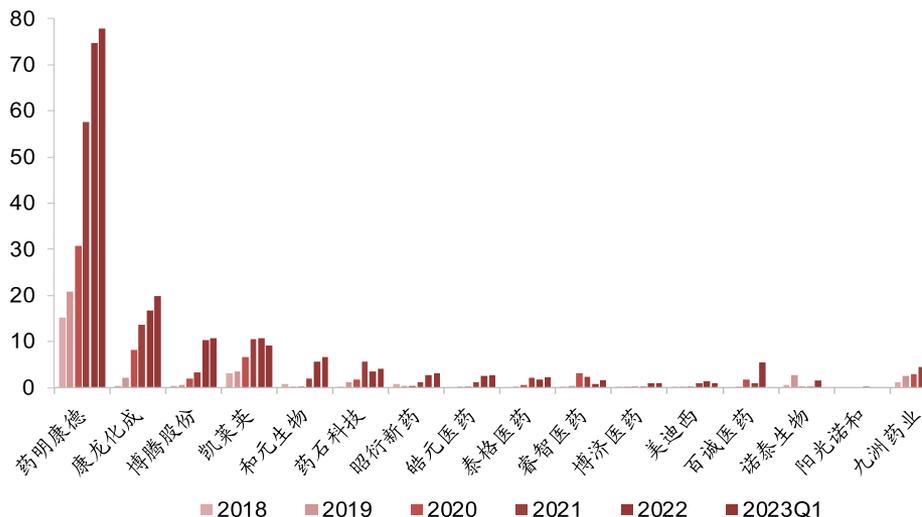
数据来源：Wind，西南证券整理

企业维度：在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满

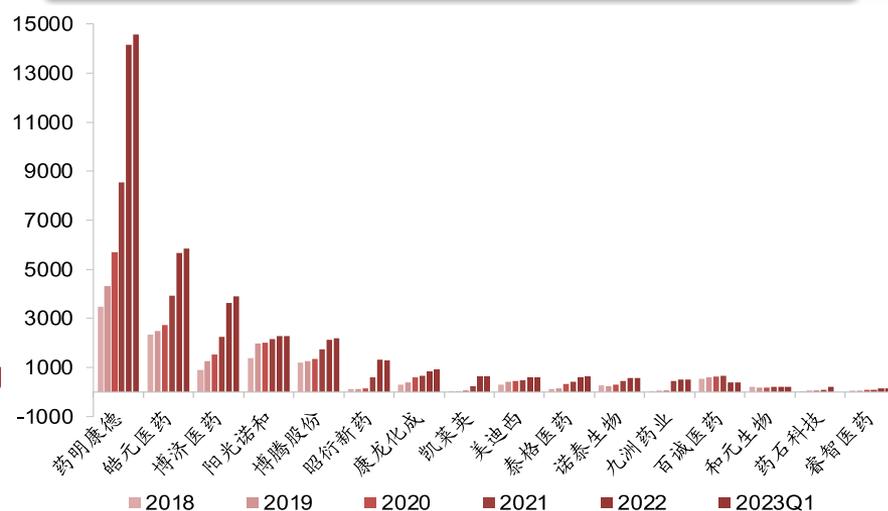
② 企业维度：CXO企业在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满

- ❑ 从在建工程增速来看，2022年博济医药（+708%）、百诚医药（+425%）、诺泰生物（+417%）等几家企业增速较快，主要由于在建实验室面积、生产基地产能高速扩张等所致；博腾股份、和元生物也都保持近200%增速。
- ❑ 从固定资产增速来看，2022年凯莱英（+170%）、昭衍新药（+119%）、药石科技（+118%）等企业高速增长；药明康德、睿智医药、博济医药也都保持在60%以上的增速。
- ❑ 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续稳健增长。

A股CXO企业在建工程增速



A股CXO企业固定资产（原值）增速

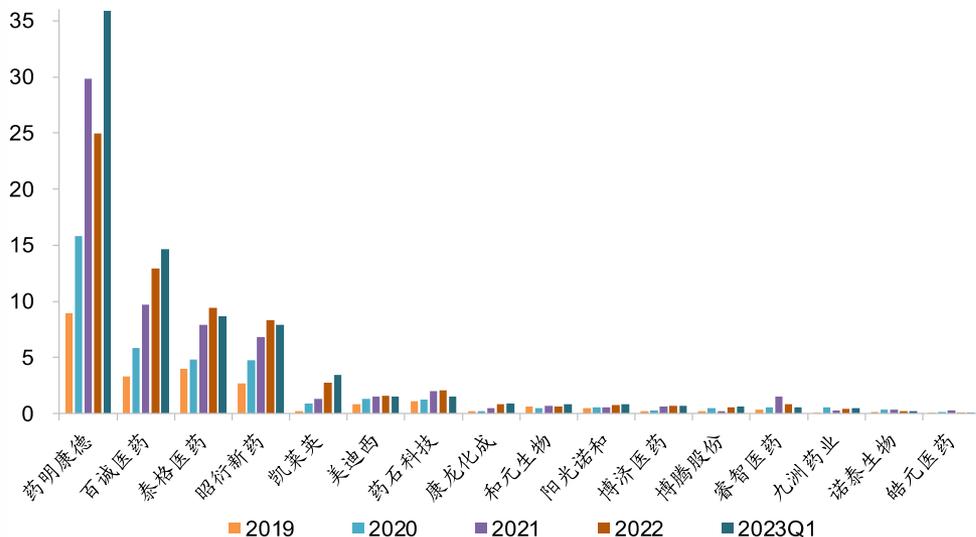


企业维度：合同负债与预收账款快速增长，在手订单增速稳健

③ 企业维度：合同负债与预收账款快速增长，在手订单增速稳健

- **从合同负债与预收账款来看**，2022年博腾股份、凯莱英、康龙化成等企业增速较快，其中博腾股份增速超150%，九洲药业、阳光诺和、百诚医药同比增速也超过30%；从绝对值来看，2023Q1药明康德、百诚医药等企业创下历史新高，分别达到36亿元和15亿元。合同负债与预收账款稳健增长表明企业订单较为充足，下游仍有旺盛需求。
- **CXO企业在手订单增幅明显**，从增速来看2022年药明康德、昭衍新药、药明生物增长较快，增速分别为77%（截至2022H1）、52%、51%；从绝对值来看，药明生物2022年达206亿美元，创历史新高；药明康德、泰格医药等企业在手订单数额也相对较高，均超100亿元。

部分A股CXO企业合同负债及预收账款情况（亿元）



部分A股CXO企业在手订单情况

公司名称	2021年	2022
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)
药明生物	136亿美元 (+20%)	206亿美元 (+51%)
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)
百诚医药	8.9亿元 (+78%)	10.1亿元 (新签, +25%)
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)
博济医药	12.8亿元	-

短期展望：商业化大订单助力CDMO加速兑现

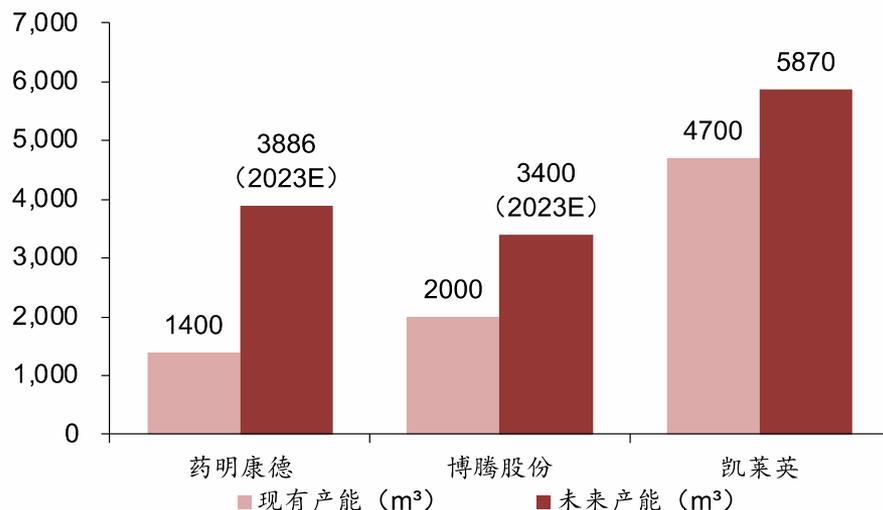
(1) 短期维度：国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩基本兑现

- 新冠口服小分子药物赛道景气度高，为国内小分子CDMO企业带来巨大增量。从订单数量看，目前Paxlovid新冠商业化订单受益最充分的是小分子CDMO龙头药明康德、凯莱英、博腾股份。2021年11月17日-2022年2月20日，凯莱英先后发布三次公告，累计签订三项小分子大订单总额高达93.6亿元；2021年11月30日和2022年2月11日，博腾股份公告两次，累计收到国外大客户CDMO订单合计9亿美元（约57亿元），大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩基本兑现；随着新冠商业化订单的一次性业绩高速增长对估值扰动持续消化，市场对2023年相关企业表观增速放缓预期已充分反映，内生业务增速将重塑CXO估值体系。

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元 （2022年供货）
2021年新冠收入	5.8亿元	3.2亿元	12.3亿元
22Q1新冠收入	15.1亿元	~9亿元	~10.5亿元
22Q2新冠收入	26.8亿元	~19.3亿元	~19.8亿元
22Q3新冠收入	26.9亿元	~10亿元	17.5亿元
22Q4新冠收入	~30.3亿元	~9.3亿元	11.3亿元
2022新冠收入	~100亿元	~47.6亿元	59.1亿元
2023Q1新冠收入	8.2亿元	~7亿元	7.4亿元
2023E新冠收入	25~30亿元	1.55亿美元	21.59亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况

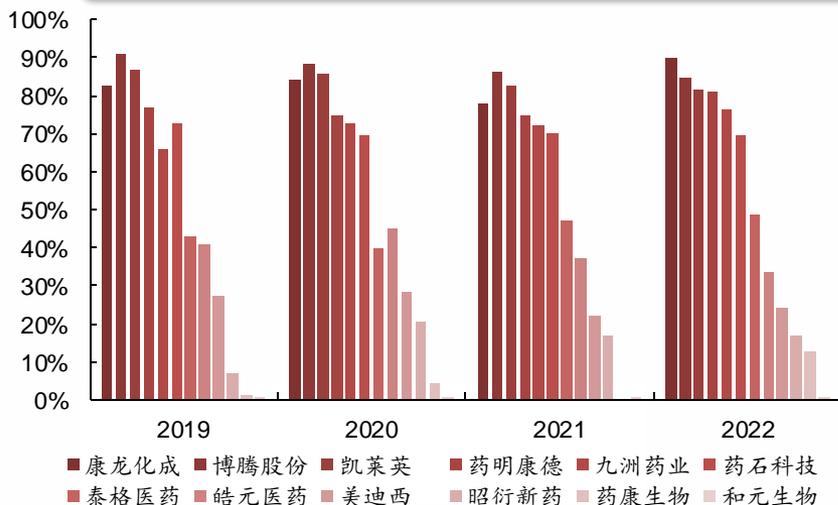


短期展望：海外产能转移趋势持续

(2) 短期维度：海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有较大空间

- **海外产能转移是行业发展核心驱动力，CXO行业精细化分工或将持续深化。** 主流CXO企业海外收入占比一直维持高位，其中博腾股份海外收入占比达90%，凯莱英、康龙化成、九洲药业、药明康德也保持在80%以上，海外产能转移是行业发展的核心驱动力；此外，随着头部CXO持续拓展海外业务，二三线CXO企业或将凭借成本与区域优势快速发展，行业精细化分工趋势有望持续。
- **海外成熟CXO企业业绩保持稳健增长，验证了全球医药研发生产外包需求的快速修复。** 国内CXO企业外包需求持续提升叠加产业转移升级，行业仍处于高速成长期，收入、利润高速增长确定性高，然而相较海外CXO行业，国内CXO企业仍处于与业绩高成长性不匹配的估值底部区间，仍具备较高配置性价比。

A股部分CXO企业海外收入占比



2022Q3海外CXO企业收入情况梳理

	23Q1收入 (yoy)	2023年 收入指引	指引变化	23Q1利润 (yoy)	2023年 利润指引	指引变化	
CRO	IQVIA	2.4% (恒定汇率4.7%)	5.1%~6.9% (内生9%~11%)	不变	-3.1%	1%~3.9% (内生11%~14%)	不变
	ICON	4% (恒定汇率5.3%)	2.6%~7.7%	不变	5.2%	5.5%~11.1%	不变
	Charles River	12.6% (内生15.4%)	2%~4.5% (内生5%~7.5%)	+0.5%	1.3%	-11%~-2%	+1.8%
	Medpace	31.2% (恒定汇率31.8%)	19.5%~23.6%	+3.7%	18.9%	0%~7.6%	-0.4%
	Syneos	1.5% (恒定汇率2.4%)	NA	NA	-25.9%	NA	NA
	LabCorp	-3.1%	1.5~4%	+0.5%	-56.7%	(-18.5)~(-11%)	+1.3%
CMO	Lonza	-	高单位数 (恒定汇率)	不变	-	-	-
	Catalent	-	(-12%)~(-9.9%)	(7.8%~10.9%)	-	(-73.1%)~(-67.1%)	(54.8%~60.5%)

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

中期展望：多肽类药物商业化在即，CDMO市场空间广阔

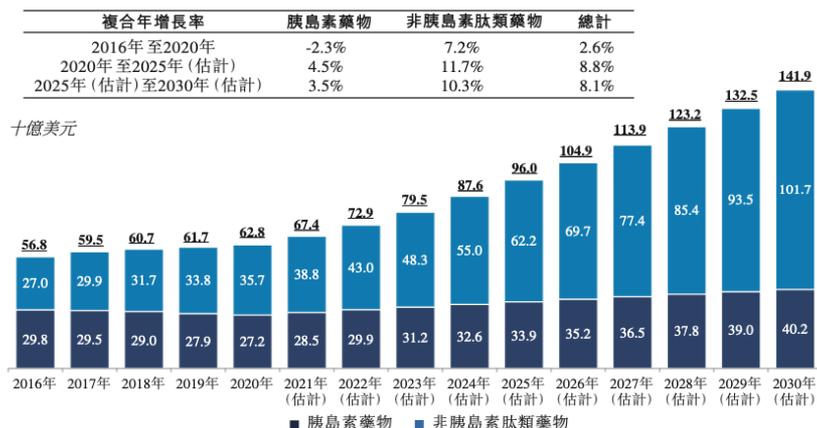
(1) 中期维度：多肽类药物商业化在即，CDMO市场空间广阔

- **肽类具备优良药理特征及内在特性，是新型疗法设计的绝佳起点之一。**肽是由2-99个氨基酸通过肽键连接而成的短链，分子介于小分子与蛋白质之间，作为许多生理功能的内在信号分子，肽为密切模仿自然路径的治疗性干预提供机会，并在人体多种生理过程（包括激素、神经递质）或炎症反应中发挥主要作用。与小分子药物不同，肽类疗法因其复杂性及与蛋白质药物相似的特性，具有较高壁垒；另一方面，与生物药相比生产成本较低、产量较高，是小分子与生物药间的绝佳平衡点。
- **近年来多种多肽药物FDA获批上市，潜在CDMO需求空间广阔。**据Frost & Sullivan统计，多肽药物市场于2020年达628亿美元，预计2025年进一步增至960亿美元，2020-2025年复合增长率为8.8%；对应的全球多肽CDMO市场规模将由2020年的20亿美元增至2025年的44亿美元，2020-2025年复合增长率为17.7%。

不同类型药物特性比较

	小分子	氨基酸	肽	蛋白质	抗体
类型	非生物性	生物性	生物性	生物性	生物性
分子量 (道尔顿)	~100	~100	<10000	>10000	~150000
特异性	低		中	高	
安全性	低	高	中	高	
生产难度	中低	低	中高	高	
示例	阿司匹林、青霉素	谷氨酰胺、天冬氨酸	甲状旁腺素、胰岛素、胰高血糖素	非格司亭、促红细胞生成素	阿达木单抗

全球多肽药物市场规模（十亿美元）

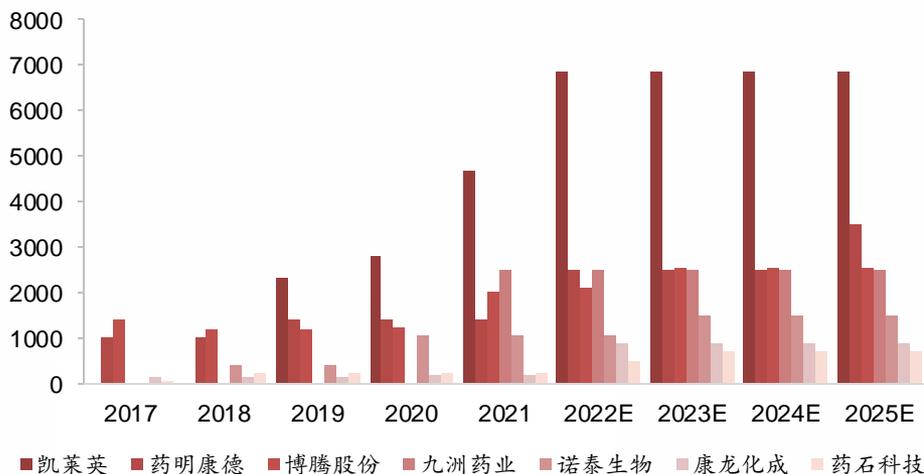


中期展望：仍处于产能爬坡期，产能过剩担忧为时尚早

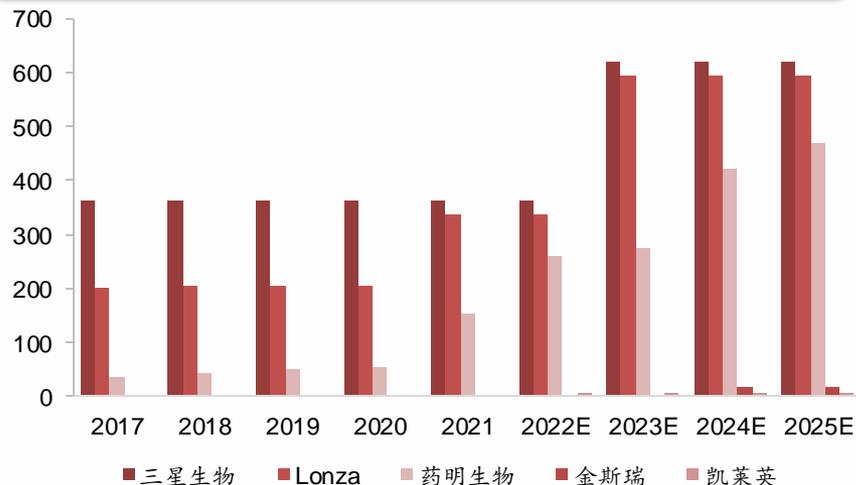
(2) 未来展望：国内企业以小分子CDMO业务为主，大分子CDMO产能仍在追赶海外龙头

- **小分子CDMO业务相对成熟，国内多家企业深耕小分子CDMO。**选取7家具有较大规模产能的小分子CDMO企业，2021年合计拥有产能1.2万立方米，其中共三家拥有超2000立方米产能，分别为凯莱英（4684立方米）、九洲药业（2500立方米）、博腾股份（2091立方米）。
- **国内大分子CDMO起步较晚，产能较海外龙头企业仍有一定差距。**目前国内CXO企业中，药明生物具有较大生产规模，除药明生物外选取两家近年预计将有一定大分子CDMO产能的企业与海外两大龙头Lonza和三星生物比较，2021年全球拥有最大生物药产能的三星生物共有36.4万升产能，Lonza共有33.6万升产能（其中在广州拥有6000升产能），药明生物共有15.4万升产能，金斯瑞和凯莱英分别拥有2600升和700升产能，目前在手订单丰沛，市场对产能过剩的担忧为时尚早。

CXO企业小分子产能（立方米）



CXO企业大分子产能（千升）



长期展望：AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用

(1) 未来展望：AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用

- **AI制药应用场景主要包括药物研发、用药安全、供应链管理、商业拓展、个性化诊疗及监管审批六方面**，其中药物研发及用药安全是AI技术在制药环节的主要内容。传统新药研发周期长、资金投入高、研发失败率高（成功率~10%）。将AI技术应用于药物研发各环节，较传统新药研发可显著缩短研发周期（平均缩短1/2~2/3）、降低研发成本（降低10%+），同时提升研发成功率（成功率~14%）和投资回报率。
- **目前，AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用。**礼来研究院论文统计显示，一款新药研发成本需要8.7亿美元，其中临床前研发成本占整体药物研发成本的30%左右，药物研发的效率提升面临挑战。其中，临床前包括疾病机理研究、靶点发现、化合物筛选、ADMET预测等多个环节。通过海量药化数据库针对特定靶点药物进行设计、合成和优化相对较为成熟，目前国内临床前CRO靶点发现场景有巨大的市场想象空间，但较少AI企业拥有新靶点和验证能力，技术上面临更多挑战。

AI助力高级药物研发过程



长期展望：新兴业务仍处于早期阶段，能力建设决定企业核心竞争力

(2) 未来展望：CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力

- **CGT CDMO仍属新兴业务，具有较大市场潜力。** 选取4家国内从事CGT CDMO业务的CXO企业并与3家海外从事CGT CDMO业务的CXO企业，从市场占有率、产业链布局、客户、项目等维度比较分析目前国内CGT CDMO业务现状。目前欧美地区CGT CDMO行业已有一定生产规模，头部企业占据较大市场份额，国内行业仍处于发展初期，除药明康德具有较大生产规模外，多数企业处于起步阶段，其中和元生物处于第一梯队，占国内市场份额约8%。

全球主要CGT CDMO企业对比

公司名称	市场占有率(2020)	产业链布局	客户构成	项目情况和执行能力
Lonza	21.1% (全球)	在美国、日本、新加坡、荷兰均布局基因和细胞治疗的基地，超过20年的GMP经验；最高达2000L悬浮培养产能	诺华、吉利德等超过160个客户	拥有超过120个工艺开发项目经验，2个进入商业化阶段项目
Catalent	28.6% (全球)	2019年收购领先的基因治疗病毒载体开发和制造公司Paragon BioServices；2020年度收购比利时细胞和基因疗法公司MaSTherCell Global，2016至2020年基因治疗领域并购投入超过15亿美元；全球工厂超过45家		2020年度首次实现CDMO服务的药物管线获得FDA批准商业化
Oxford BioMedica	2.8% (全球)	是诺华的CAR-T产品Kymriah生产慢病毒载体的唯一供应商。此外，还与赛诺菲、GSK等制药巨头保持着合作关系，为他们提供工艺开发和生物加工等服务。目前拥有近20万平方英尺	诺华、BMS、阿斯利康	2020年CDMO项目增长至20个，主要为与诺华、BMS等合作的CAR-T项目
药明康德(无锡生基)	6.4% (全球)	2020年完成中美两地腺相关病毒(AAV)一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台建设；2021年收购英国基因治疗技术公司OXGENE，大幅增强先进病毒载体平台的能力		2022上半年为67个项目提供开发与生产服务，其中包括51个临床前和I期临床试验项目，9个II期临床试验项目，7个III期临床试验项目（其中4个项目处于上市申请准备阶段）
金斯瑞	3.21% (国内)	2020年成立金斯瑞蓬勃生物平台开展基因治疗CDMO业务，建设中美两地临床试验所用的GMP设施及设备，目前累积拥有面积4800平方米的质粒及GMP病毒厂房	隆耀生物、香雪生命等	2022上半年新获临床前项目51个，CMC项目39个，临床阶段项目38个，IND批件9个。顺利交付第1个以自主的悬浮培养PowerS™.293T为基础的细胞治疗（质粒/慢病毒CMC）项目
博腾生物	-	在苏州建立免疫细胞治疗的工艺平台和临床期GMP生产平台，可满足质粒、病毒、细胞产品从工艺开发到临床生产的需求	截至2022年6月，服务32家CDMO客户	2022上半年新获项目31个，新签订单约9208万元，与生诺医药首个项目SND002前哨淋巴瘤T细胞抗肿瘤注射剂已经启动
和元生物	7.65% (国内)	拥有近1000平方米的基因治疗产品中试平台，近7000平方米的基因治疗产品GMP生产平台，包括质粒生产线1条、病毒载体生产线3条、CAR-T细胞生产线2条、建库生产线3条、灌装线1条	亦诺微、复诺健、康华生物、南京吉迈等超过20家CDMO客户	截至2022年6月，为多个溶瘤病毒、腺相关病毒载体药物、CAR-T生物、南京吉迈等提供CRO/CDMO服务，累计合作CDMO项目超过130个，正在执行的CDMO项目超过50个。

目 录

医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

医药子行业2023年中期投资逻辑

2.1 医疗器械：春风化雨，探寻四大投资机会

2.2 创新药及制剂：行业趋势向好，挖掘低估值、强催化优质标的

2.3 中药：预计相对稳定

2.4 血制品：血制品需求持续复苏，产业资本投资布局彰显行业价值

2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.6 药店：估值持续回调，业绩具备韧性，建议关注下半年布局机会

2.7 医疗服务：关注具备业绩确定性细分赛道

2.8 疫苗：关注重磅品种上市销售进展及传统疫苗复苏节奏

2.9 生命科学试剂及制药装备：期待下游需求拐点到来

2.10 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年中期投资策略及标的

原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

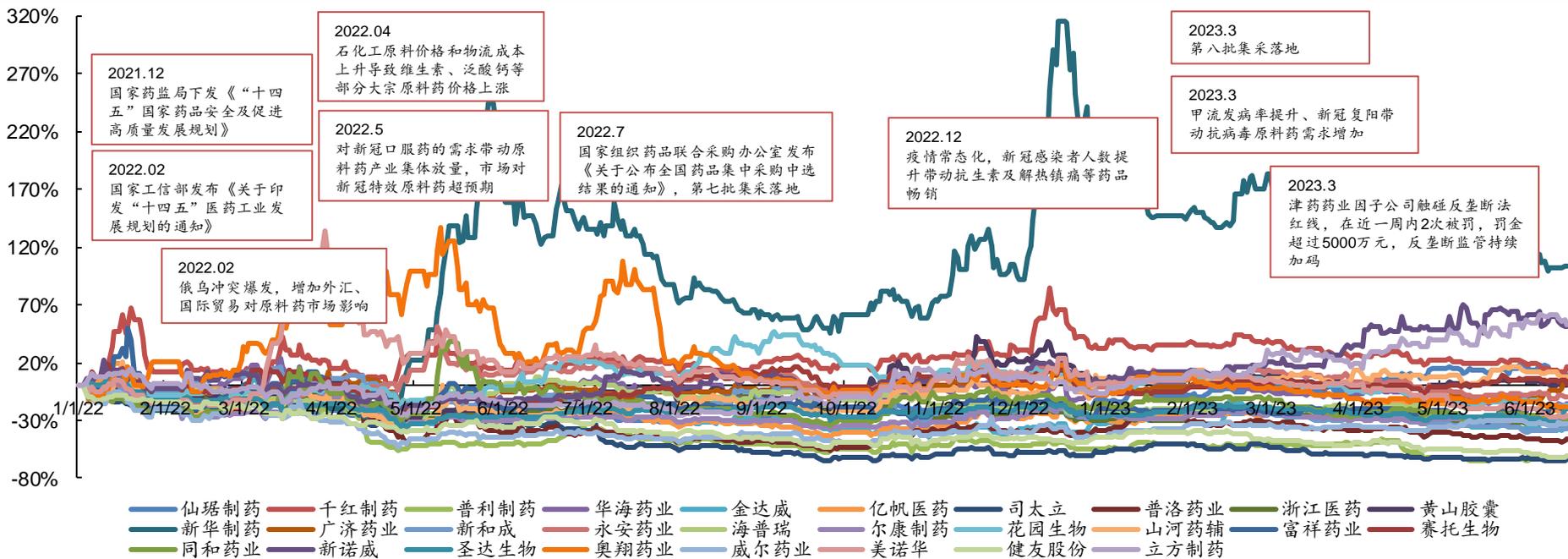
- **宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好。**2022年原料药板块由于上游原材料涨价、疫情影响发货周期、运输成本上涨等影响，板块表现波动明显。展望下半年，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。**驱动因素：1）在带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升；2）全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔；3）新冠口服药商业化需求为原料药板块的短期放量带来机遇。**
- **未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间。**1）“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：**海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中2022年健友股份海外收入25.5亿元，收入体量显著高于国内业务（11.6亿元）；普洛药业海外收入45.5亿元（+29.3%），增速显著高于国内（59.6亿元，+10.5%）。**国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2022年公司实现国内制剂收入37.5亿元（+31.1%），截至2022年末已有24个集采中选品种，快速放量有望持续；2）**优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期：**原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高；即将进入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。3）**基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **相关标的：**推荐九洲药业、健友股份、海普瑞等，其他相关标的普洛药业、博瑞医药。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

(1) 板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

- **板块扰动因素持续缓和，行业持续边际向好。** 2022年原料药板块由于上游原材料涨价、疫情影响发货周期、运输成本上涨等影响，板块表现波动明显。2023Q1我国西药出口额137.94亿美元（-18.9%），整体呈明显下降趋势。原料药作为主要出口类别，Q1出口额为112.70亿美元，同比下降15.2%；西药制剂出口额为14.6亿美元（-13.9%）。展望下半年，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。

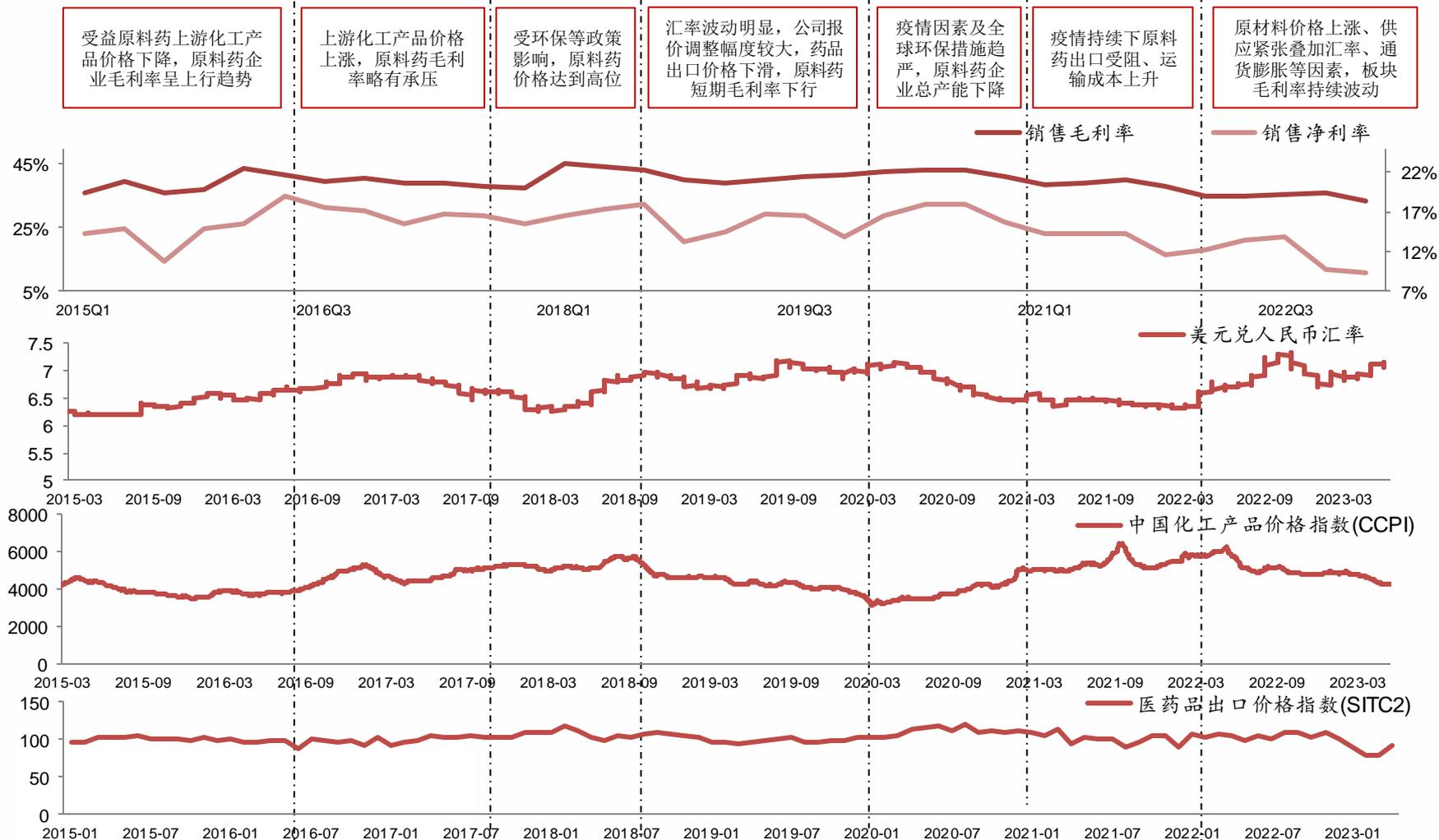
原料药企业股价复盘



数据来源：Wind, 西南证券整理

宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

(2) 板块业绩短期承压，长期前景依旧向好



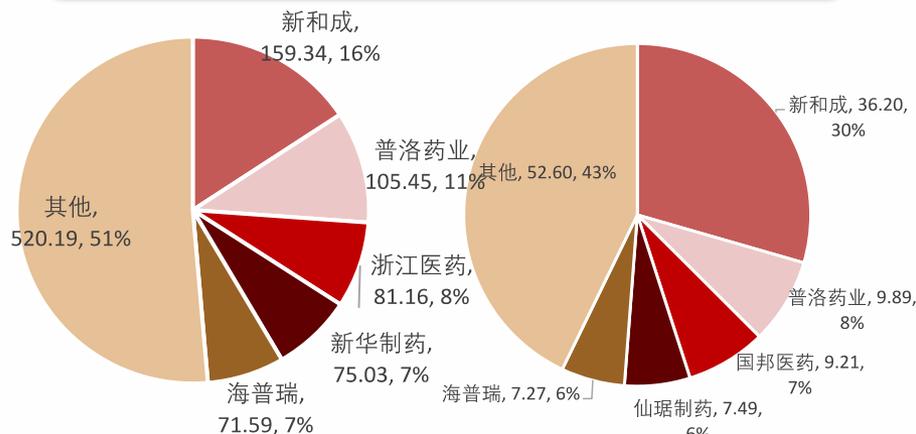
宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

(3) 收入端整体呈增长趋势，头部企业贡献约一半业绩

2022年：原料药板块实现收入775.3亿元，28家样本公司收入实现正增长，4家公司收入增速超过30%增长，2家公司收入增速超过50%增长；**2023Q1**：实现收入263亿元，21家样本公司收入实现正增长，8家公司收入增速超过30%增长，2家公司收入增速超过50%增长。

从收入贡献看，2022年新和成、普洛药业、浙江医药、新华制药、海普瑞贡献比例为16%、11%、8%、7%、7%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、国邦医药、仙琚制药、海普瑞贡献比例为30%、8%、7%、6%、6%。

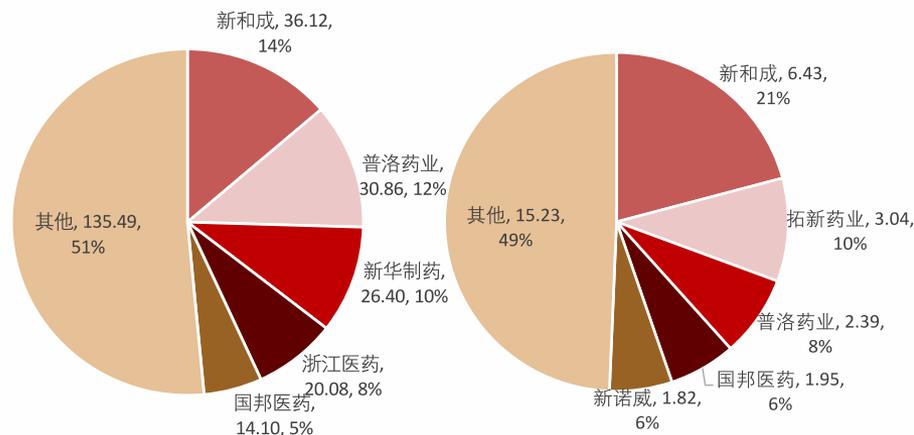
2022年板块收入（左）、归母净利润（右）占比



板块2022年（上）、2023Q1（下）业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	8.89%	2	4	28	24
占比		4%	8%	54%	46%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-0.02%	7	9	22	30
占比		13%	17%	42%	58%

2023Q1板块收入（左）、归母净利润（右）占比



行业维度：多重因素共同驱动，原料药行业集中度持续提升

(1) 多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- 在带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化



行业维度：全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔

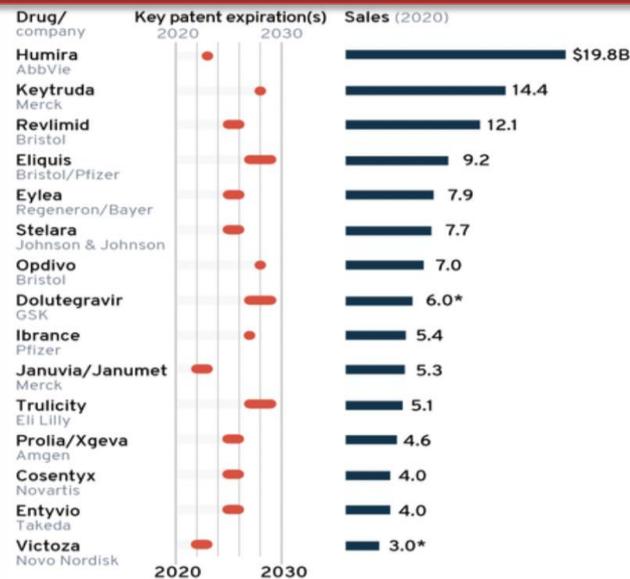
(2) 全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

- 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据 Evaluate Pharma 统计，2022-2028 年全球将有近 3770 亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达 1580 亿美元，到期专利药市场约有 41.9% 将被仿制药占领。美媒 Fierce Pharma 统计了未来 10 年内专利即将到期的 15 款重磅炸弹药物，其中包括 2020 年最畅销的四款药品 Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和 Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种

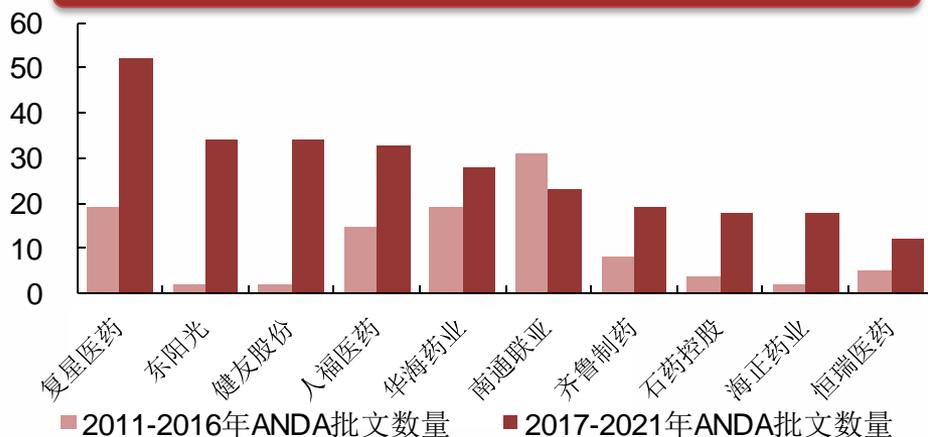


未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

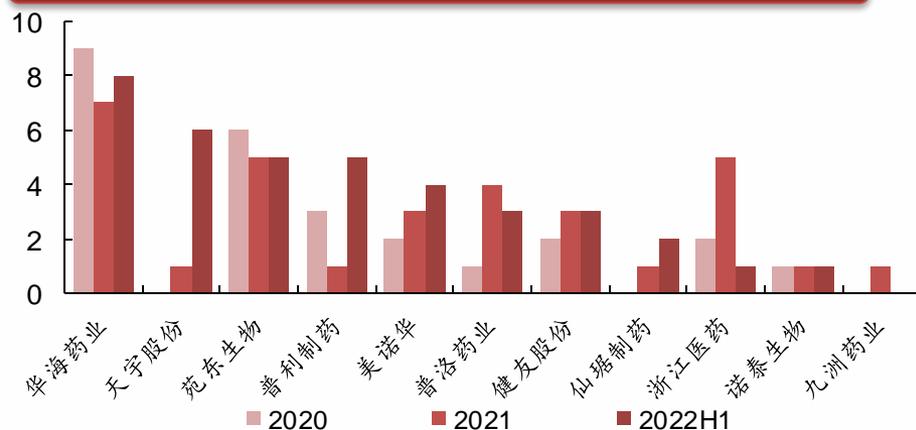
(1) 制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中2022年健友股份海外收入25.5亿元，收入体量显著高于国内业务（11.6亿元）；普洛药业海外收入45.5亿元（+29.3%），增速显著高于国内（59.6亿元，+10.5%）。
- ❑ **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2022年公司实现国内制剂收入37.5亿元（+31.1%），截至2022年末已有24个集采中选品种，快速放量有望持续。

2011-2021年获批ANDA数量前十中国药企（个）



2020-2022H1我国API及制剂公司制剂获批数量（个）



www.swsc.com.cn

数据来源：BCG，西南证券整理

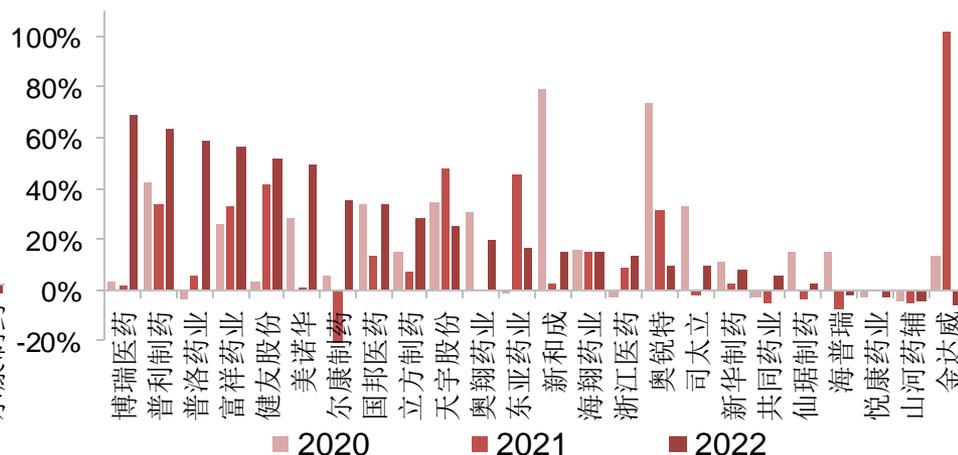
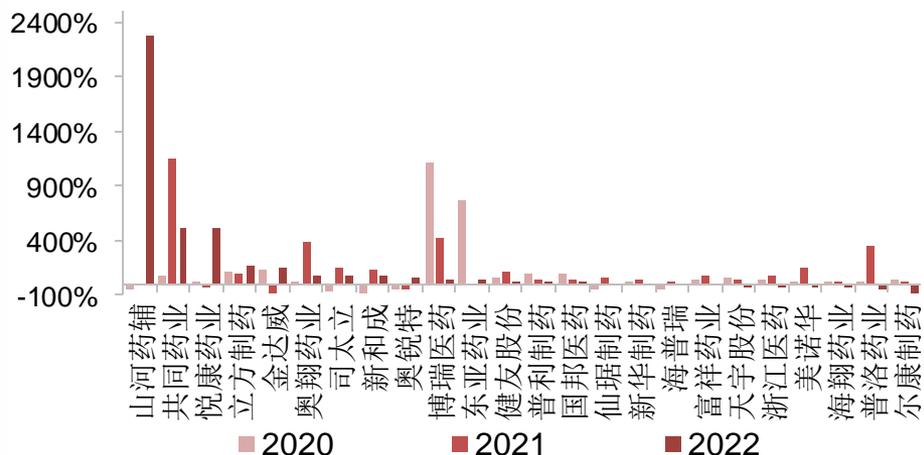
未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

(2) 优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- ❑ 原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2022年奥翔药业CDMO收入占比达53%，天宇股份CDMO毛利率达50%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- ❑ 步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看，2022年山河药辅、共同药业、悦康药业等企业增速较高，均保持500%以上增速；从绝对值来看，新和成、普利制药、博瑞医药分别为50.9亿元、17.2亿元、16.7亿元，创历史新高。从固定资产来看，2022年博瑞医药、普利制药、普洛药业、富祥药业等企业高速增长，增速均超55%；从绝对值来看，2022年新和成、浙江医药、新华制药、普洛药业等固定资产均超30亿元。

部分A股API及制剂企业 在建工程增速

部分A股API及制剂企业 固定资产增速



未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

(3) 创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品，截至2022年末，公司自主研发长效多肽靶向偶联药BGC0228已开展四个剂量组爬坡研究，安全性和药代动力学良好；多肽类降糖药BGM0504注射液已获批开展减重和2型糖尿病适应症临床试验，目前已完成Ia期临床给药和观察，初步数据显示良好药效(体重下降)、安全性和药代动力学特征。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟 ¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液 (¹⁸ F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (钨 ⁹⁹ Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行管理
碘 ¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝 ^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素 ¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断胃幽门螺旋杆菌感染
碘 ¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

目 录

◆ 医药行业2023年上半年二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2023年中期投资逻辑

◆ 医药全行业2023年中期投资策略及标的

核心观点

- **展望下半年，医药仍有结构性机会。** 2023年初以来（截止20230616），申万医药指数下跌3.49%，跑输沪深300指数5.86%，年初以来行业涨跌幅排名第22。从行情来看，上半年创新药行情波澜起伏，2023年年初港股创新药迎来反弹，A股创新药估值也跟随同步修复，后受海外宏观等多个因素，创新药板块随之回调，3月底4月上旬，AACR驱动A股创新药行情。此外，医药商业、中药、血制品等板块，上半年表现较为突出。从持仓来看，23Q1全部公募基金占比11.66%，环比+0.03pp；剔除主动医药基金占比8.24%，环比+0.13pp；再剔除指数基金占比7.42%，环比-0.04pp。**目前医药整体配置不高，细分板块配置进一步分化。展望下半年，医药仍有结构性机会。**
- **创新+出海**——创新仍是医药行业持续发展的本源，上半年创新药出海包括百济神州泽布替尼新适应症在欧美获批、恒瑞医药EZH2抑制剂7亿美元授权、康诺亚CLDN 18.2 ADC以11.88亿美元授权等重磅进展；国内器械出海已经初见成果，出海比例从高到低分别为低值耗材>设备>IVD>高值耗材，具体来看，1) 依靠OEM模式，低值耗材已成世界工厂；2) 设备出海核心在零部件自主化；3) 借疫情契机，IVD国际化水到渠成；4) 高值耗材出海难度大，注重临床价值提升。随着FDA来华现场检查恢复，创新药械国际化仍大有可为。
- **复苏进入后半场**——随着医疗需求恢复，化药制剂、医疗设备及耗材、中药、血制品、疫苗、药店等多个细分领域值得关注，但仍需结合业绩和估值寻找个股机会。C端消费性医疗包括民营专科医疗服务、早筛等领域需求恢复较快，上游相关产业链等待需求回暖。
- **两个主题**——中特估主题，随着国企改革、激励措施落地等，医药领域“中特估”企业价值有望重塑，包括医药商业、中药、血制品、化药和器械等多个细分领域相关标的；AI医疗相关应用在辅助影响诊断、药物前期筛选等方向。

核心观点

2023年中期组合推荐：

- **弹性组合**：京新药业(002020)、重药控股(000950)、海创药业-U(688302)、贝达药业(300558)、贵州三力(603439)、祥生医疗(688358)、普门科技(688389)、三诺生物(300298)、福瑞股份(300049)、卫光生物(002880)
- **科创板组合**：首药控股-U(688197)、泽璟制药-U(688266)、荣昌生物(688331)、联影医疗(688271)、澳华内镜(688212)、迈得医疗(688310)、盟科药业-U(688373)、欧林生物(688319)、百克生物(688276)、诺唯赞(688105)
- **稳健组合**：恒瑞医药(600276)、爱尔眼科(300015)、迈瑞医疗(300760)、太极集团(600129)、华润三九(000999)、上海医药(601607)、大参林(603233)、我武生物(300357)、智飞生物(300122)、通策医疗(600763)
- **港股组合**：微创机器人-B(2252)、和黄医药(0013)、康方生物-B(9926)、基石药业-B(2616)、诺辉健康(6606)、亚盛医药-B(6855)、瑞尔集团(6639)、先声药业(2096)、科济药业-B(2171)、启明医疗-B(2500)

风险提示：医药行业政策风险超预期；业绩不及预期风险。

京新药业（002020.SZ）：业绩稳健增长，首款创新药商业化在即

- **成品药、原料药和器械三大业务板块保持稳健增长，院外持续快速放量。** 2022年成品药收入22.2亿元（+9.1%），原料药收入8.7亿元（+6.7%），器械板块收入6.3亿元（+13.7%）。成品药两大战略业务板块市占率不断提升，精神神经管线收入5.7亿元（+5%），心血管管线收入5.9亿元（+12.7%）；消化管线收入4.3亿元（-7.3%），主要系康复新液受湖北联盟集采降价影响，但市占率仍实现了增长。电商为院外销售的重要渠道，收入1.7亿元（+174%）。成品药中集采销售收入占比近40%（+21%），主要系集采后院内占有率提升和院外市场放量。
- **首款失眠1类新药地达西尼胶囊（EVT201）上市在即。** 达西尼胶囊是GABAA（ γ -氨基丁酸A）受体的部分激动剂/部分正向别构调节剂（pPAM），用于失眠障碍治疗，是对传统失眠治疗药物的重要改进，提高了服用者白天的精神状态。与传统的苯二氮草类GABA受体完全激动剂相比，在运动障碍、后遗效应、耐受性、乙醇相互作用、身体依赖性、记忆力损伤等不良反应方面，具有明显的优势。于2023年2月取得CDE下发的《补充资料通知》，现已完成补充资料的提交。将进一步丰富CNS管线创新药产品，提高核心领域竞争力，推动京新创新转型。
- **多措并举构建创新管线，2023年有望开展2-3项注册临床。** 公司研发投入持续提升，2022年研发投入达3.7亿元（+9.7%）。在创新药研发方面，治疗失眠的1类新药安达西尼已递交上市申请，有望于2023年上市销售，为公司贡献业绩增量。此外，公司与韩国B-PS公司达成合作独家引进抗癫痫1类新药JBPOS0101，注册临床试验已经获得《药物临床试验批准通知书》。公司自研开发的治疗精分的1类新药JX11502MA胶囊II期临床推进顺利。依托消化管线优势品种康复新液进行二次开发的康复新肠溶胶囊II期临床入组完成。10余个在研创新药（械）项目有序推进中。
- **盈利预测与投资建议：**京新药业在精神神经系统、心血管系统、消化系统三大疾病领域构建了多维度、多层次的产品梯队和发展格局。成品药恢复稳健增长，首款新药地达西尼上市在即，有望为业绩持续注入动能。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.7、9和10.9亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期等风险。

重药控股（000950.SZ）：“内生+外延”双轮驱动，持续优化业务结构

- **受疫情及带量采购影响，22年业绩增速放缓，23Q1业绩恢复性增长，期间费用可控。** 2022年单季度业绩拆分来看，2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现收入158.8/168/178.6/173亿元，对应同比增速分别为9.8%/7.3%/10.9%/6.1%；2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现归母净利润1.1/2.9/3.8/1.7亿元，对应同比增速分别为40.7%/-19.3%/55.4%/-46.8%。从费用端来看，2022年销售费率3%（-0.2pp）；管理费率1.9%（+0.1pp）；财务费率1.6%（-0.1pp）。2022年毛利率为8.6%（-0.6pp）；净利率为1.7%（-0.4pp）。公司毛利率下降主要受带量采购、两票制等政策影响，随着业务结构优化，毛利率有望改善。
- **立足西南，加速全国网络布局，多区域市占率领先。** 2022年公司医药批发业务实现收入650.1亿元（+8.2%），占总收入的95.9%。截至2022年末，公司商业网络已覆盖全国31个省（市、自治区），拥有全级次分子公司200余家。“内生增长+外延并购”推进全国销售网络稳步扩张，在全国多区域市占率领先，其中四川、陕西、重庆等地区销售规模超60亿元，贵州地区销售规模超50亿元，湖北、河南等地区销售规模超30亿元。重庆市“大本营”已实现二级及以上等级医疗机构95%以上的覆盖，重庆市市占率高达60%保持龙头地位。十四五规划提出“三百城”的战略目标：除了完成空白省会布局以外，在全国300余个地级市完成新设或并购企业的目标。
- **优化业务结构，打造发展引擎。** 1）积极推进高毛器械业务。2022年公司器械收入95.1亿元（+25.8%），占公司总收入的14%。2022年公司在四川、辽宁、陕西、广州共推进8个SPD项目，拥有110余家公司开展器械类业务。未来公司将牢抓骨科、辅助生殖、消毒供应等细分市场，搭建器械细分市场平台，积极推动SPD项目，扩大细分市场份。2）深化中药流通业务，产业链上游延伸。2022年公司中药板块收入8.8亿元（+27.4%），占公司总收入的1.3%。其中中药饮片销售6.3亿元，占中药收入的72%。公司下属约130家公司拥有中药材和中药饮片经营资质，开展中药合作种植、销售、智能化代煎中心、智慧中心药房、共建中药科室。此外拥有1家中药配方颗粒生产企业（2023年投产），以及1家中药饮片生产企业（试生产阶段，产能5000吨/年）。
- **国企改革深化，经营考核指标有望进一步细化。** 紧紧围绕“一千两双三百城、三化四能五路军”的总战略指导思想，持续优化产业结构，打造发展新优势，构建发展新格局，激活企业增长动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为11.2亿元、13亿元、15亿元，同比增速分别为17.4%/16%/15.4%，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 并购企业不达预期、融资成本升高、集采降价、回款不及预期等风险。

海创药业-U (688302.SH) : 德恩鲁胺NDA审评中, 在研管线加速推进

- **德恩鲁胺NDA获受理, 有望成为国内获批转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC) 二线治疗的首款药物。** 德恩鲁胺III期临床于2022年6月经IDMC评估达到主要终点, 数据入选2023年ASCO, 上市申请于2023年3月获CDE受理。德恩鲁胺是拟用于经醋酸阿比特龙或多西他赛治疗失败, 不可耐受或不适合多西他赛治疗的mCRPC患者的1类新药, 也是第一个申请新药上市的针对该类治疗人群的创新药, 有望于2024年初获批上市。另外, 其用于治疗一线mCRPC的全球多中心三期临床正在入组中。
- **URAT1抑制剂和ARPROTAC产品研发加速推进。** HP501中国联合黄嘌呤氧化酶抑制剂的IND于2023年1月获NMPA受理。HP518临床Ia剂量爬坡研究在澳大利亚于2022年1月实现首例患者入组, 目前已完成多个剂量组的爬坡Ia期临床研究。HP518在美国递交的剂量扩展Ib研究申请于2023年1月获得FDA批。HP518是国内首个进入临床试验阶段的口服ARPROTAC在研药物, HP518有望成为新一代治疗前列腺癌的药物。
- **PROTAC等技术平台奠定持续自主创新能力, 多款临床阶段产品值得期待。** 公司在研管线已有10项产品, 9项为公司自研新药。疾病领域以肿瘤、代谢疾病为主, 肿瘤管线主要有HC-1119、HP558、HP518等8个品种, 涵盖AR、SHP2、CBP/p300、BET、FAK等多个靶点; 代谢疾病领域主要包括HP501、HP515等。多款临床阶段产品值得期待, 比如HP501是潜在更安全有效的抗高尿酸血症/痛风URAT1抑制剂, HP518为国内首个进入临床治疗耐药前列腺癌的口服PROTAC分子。HP530S片拟用于实体瘤的IND于2023年2月获NMPA受理。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年实现营业收入分别约为0.02、1.6、3.8亿元。考虑海创药业研发实力强劲, 氘代和PROTAC技术平台实力出众, 首款创新药德恩鲁胺NDA已获受理, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发或审评审批进展不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 医药行业政策风险等。

贝达药业（300558.SZ）：贝福替尼获批在即，创新管线加速推进

- **股票激励费用和计提回购股权财务费用短期影响利润，研发投入持续加大。**2022年管理费用率19.2%（+4.6pp），管理费用4.6亿元（+39.3%），包括限制性股票激励费用为1.3亿元。销售费用率为32.8%（-3.5pp），药品销量增加导致药品销售成本较上年同期增加1.1亿元。研发费用率为29.4%（+4.2pp），研发投入达9.8亿元（+13.6%），40余项在研项目持续推进。财务费用率为7.4%（+7.3pp），主要系计提回购国新国同股权相关利息支出。
- **埃克替尼销量维持增长趋势，恩莎替尼销量高速增长。**2022年凯美纳销量同比增长29.54%，贝美纳销量同比增长684.32%，贝安汀逐步打开市场。埃克替尼2021年新获批术后辅助治疗并纳入国家医保目录加速放量。恩莎替尼二线治疗局部晚期或转移性NSCLC于2021年底纳入国家医保目录快速放量，一线适应症于2022年3月获批上市，一线、二线共同发力提高竞争力和可及性，术后辅助适应症临床已开始入组。
- **贝福替尼等两款新药预计2023年获批，CDK4/6一期临床数据值得期待。**2023Q1研发投入2.5亿元（+52.7%），其中研发费用1.8亿元（+62.9%）。目前，公司40余项在研项目持续推进，三代EGFR贝福替尼、伏罗尼布片上市申请正在审批过程中，有望2023年Q2获批上市。BPI-16350（CDK4/6）Ⅲ期临床、贝美纳术后辅助适应症、贝福替尼术后辅助适应症等5个新药/新适应症处于临床后期阶段。1个新药的海外临床获美国FDA批准（BPI-442096）。EGFR/C-met双抗快速推进，BPI-16350的I期临床数据预计于2023ASCO大会披露，值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为3.2亿元、4.4亿元、6亿元。公司核心产品埃克替尼保持稳健，新产品恩沙替尼贡献增量，在研管线顺利推进，贝福替尼等新药将陆续上市贡献未来业绩增量。维持“持有”评级。
- **风险提示：**产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

贵州三力（603439.SH）：苗药领军企业，多元拓展新品

- **推荐逻辑**：1) 苗药产品开喉剑系列持续增长，新增产能预期2023年7月达到试生产，开喉剑总产能接近1亿瓶，缓解产能供不应求；2) 投资汉方药业、德昌祥和云南无敌制药，实现产品线扩张；3) 销售人员扩充到1137人，药店及基层医疗机构覆盖面迅速提升。
- **主力品种渠道扩张，产能扩张助力长期增长**。开喉剑喷雾剂是公司核心产品，销售贡献率及毛利占比均保持90%以上。2022年开喉剑收入达10.7亿元，同比增长22%。开喉剑喷雾剂（儿童型）持续多年领跑我国儿童咽喉疾病中成药市场，独特喷雾剂型享有独家专利优势，儿科中成药喷雾剂型占比逐年增长。公司从2020年开始大幅扩充销售人员，从2018年的123人扩充到2022年的1137人，销售实力实现大幅扩增。2022年开喉剑新开发3万余家药店，3万余家基层医疗机构，进一步拓展院内院外的空白区域，实现产品快速发展。2022年开喉剑需求量剧增，产能利用率接近200%，日生产超过20万瓶开喉剑系列产品。同时，公司已启动GMP二期项目，新增6000万瓶产能，达到1亿瓶的销量，预计2023年7月开始试生产，产能助力能满足开喉剑实现20亿以上销售收入。
- **横向扩展，并购获得产品种类扩张**。1) 公司于2020年投资汉方药业，获得汉方药业25.6%的股权。汉方药业拥有独家品种20个，专利品种6个，独家苗药8个。2022年汉方药业米内网销售额为3.8亿元，大单品芪胶升白胶囊销售额曾突破2.5亿元，预计到2025年升白制剂市场规模将达到113.8亿元，芪胶升白胶囊有望实现快速增长。2) 公司于2022年5月成为德昌祥95%控股股东。德昌祥为百年中医药品牌，拥有12条现代化生产线，69个药品批准文号，其中9个独家品种，41个医保品种。2022年，德昌祥收入8455万元，其主要销售品种妇科再造丸销售收入4303万元。3) 2022年12月，公司收购贵州好司特61%股权，控股老字号企业云南无敌制药，开拓胶囊、膏药、药酒和搽剂等批文和生产线。
- **盈利预测与投资建议**。公司原有核心产品开喉剑喷雾（含儿童型）市场消费潜力大，产品产能高；通过持股或控股获得的新产品发展前景良好。预计2023-2025年公司归属母公司股东净利润分别为2.7、3.6和4.8亿元，考虑到公司开喉剑喷雾剂产品竞争优势明显，新获取的产品销售增长率高，建议持续关注。
- **风险提示**：原材料价格波动大及人力成本大幅上升、公司订单不及预期、并购汉方药业不及预期、募投项目建成及达产进度或不及预期等风险。

祥生医疗 (688358.SH) : 22年业绩短期承压 , 23Q1明显回暖

- **22年业绩短期承压 , 23Q1明显回暖。** 22Q4因公共卫生安全问题 , 公司生产发货受到了一定影响 , 递延发货到23年确认营收 , 整体运营基本面未变。分季度看 , 2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入1/1.28/1.26/0.27亿元 (+23%/+21.7%/+23.5%/-75.6%) , 单季度归母净利润分别为0.25/0.51/0.5/-0.2亿元 (+9.1%/+108.6%/+63%/-156.9%) , 单季度扣非归母净利润分别为0.24/0.50/0.49/-0.25亿元 (+10.9%/+115.8%/+68.2%/-757.1%) , 22Q4业绩承压明显。从盈利能力看 , 22年全年毛利率58.82% (+2.7pp) , 主要因高端产品占比提升 ; 四费率35% (-3.8pp) , 主要因疫情减少出差 , 财务费用率下降32.1pp。另外 , 因汇兑收益增加 , 22年最终扣非归母净利润0.98亿元 (+26%) , 盈利能力大幅提升。23Q1因递延受益 , 毛利率为60.46% (+10.1pp) , 主要因1) 汇率波动 ; 2) 以X-bit为代表的高端产品占比显著提升 ; 3) 22年部分订单延迟出货后在23年确认营收。
- **高端产品占比提升 , 汇兑收益驱动扣非归母净利润大幅增长。** 1) 全年高端彩超及推车式彩超产品获得临床及市场的关注度和认可度持续提升 , 销售金额占比上升 , 带动了公司利润指标的稳健增长 , 其中预计X-bit90高端台超销售占比逐渐提升 ; 2) 海外市场受疫情影响逐渐减小 , 市场需求逐步得到释放 , 叠加汇兑收益增加 ; 3) 面对具有较大增长潜力的国内市场 , 公司充分抓住国内医疗新基建、鼓励国产设备采购等机遇 , 引进优秀营销管理人才 , 22年实现国内增长超过65%。
- **便携式超声为公司特色 , 便携掌超助力内销快速发力。** 公司前瞻布局掌超产品 , 现已推出SonoEyeV1、SonoEyeV2、SonoEyeV3、SonoEyeV5、SonoEyeV6五个系列 , 并于2020-2021年分别取得国内、欧盟、美国等市场的注册许可 , 掌超进一步完善公司便携超的产品线 , 差异化竞争已体现出优势。公司内销掌超主攻三甲医院及基层医院。目前已在国内基层医院铺设40+县级市 , 掌超清晰度媲美中高端推车式超声 , 4h续航 , 可防水可消毒 , 芯片国产化后成本下降 , 整体产品竞争优势明显。预计掌超将在三甲医院引流 , 未来在基层医院持续发力 , 带动内销高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国产超声医学影像设备龙头之一 , 以便携超为差异化特色 , 以海外市场为基本盘 , 未来内生业绩高速增长 , 预计2023-2025年收入分别为6.3、7.7、9.5亿元 , 归母净利润分别为1.6、2.0、2.4亿元 , 维持“买入”评级。
- **风险提示 :** 研发失败风险、汇率波动风险、产品升级失败风险。

普门科技（688389.SH）：IVD与治疗康复业务比翼齐飞，医美业务持续高增

- **22年业绩短暂营收增速放缓，费用控制有效且盈利能力有所提升。**分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为2.1/2.4/2.3/3.1亿元（+27.7%/+23.6%/+20.5%/+32.3%），单季度归母净利润分别为0.7/0.3/0.5/1亿元（+24.4%/+13.8%/+34.5%/44.5%），单季度扣非归母净利润分别为0.64/0.29/0.5/0.9亿元（+30.3%/+47.9%/+59%/+43%），三四季度业绩提速。从盈利能力看，2022年全年毛利率58.5%（-3.1pp），四费率33.4%（-5.3pp），其中研发费用率17.4%（-2.7pp），财务费用率-3.6%（-2.4pp）。最终归母净利率25.6%（+1.1pp），盈利能力有所提升。
- **IVD与治疗康复产品比翼齐飞，其中医美业务持续高增。**22年IVD业务营收7.5亿元（占比76.7%），治疗与康复类产品2.3亿元（占比26.1%）。两大块业务22年均维持在约26%的高增速。IVD系列产品在国内和国际市场中的竞争力进一步提升，临床应用持续上量，特别是发光和糖化两大系列产品拉动了相关业绩增长。在电化学发光领域，公司未来会持续加大投入，加快电化学发光免疫分析仪器和试剂的系列化开发、注册和上市，增强公司在该领域的核心竞争力；治疗与康复产品线中的核心临床医疗产品如空气波、排痰机、高流量氧治疗仪等继续保持较好业绩增长，同时皮肤医美系列产品逐步推广上量，获得行业好评和新业务板块的业绩增长；两大产品线组织架构聚焦整合，国内外营销团队能力持续提升，人员效率逐级提高，推动了业绩增长。此外，皮肤医美产品线23年将独立出治疗康复事业部并成立为消费者健康业务部门。消费者健康业务是公司未来孵化的全新业务，服务于家庭医疗、生活美容、慢病康复等需求，公司基于现有在治疗与康复产品领域的技术积累，开发适用于消费者健康需求的专业化、特色化医疗产品，同时搭建并自主运营电商服务平台。
- **高研发投入带来丰富产品线。**在体外诊断领域，大型、高速电化学发光设备eCL9000、高端糖化血红蛋白分析仪H100Plus及配套试剂相继上市；在治疗与康复领域，对老产品进行升级，进一步完善能量医美，8月底，全新升级和注册的LC-580体外冲击波治疗仪重磅加入皮肤医美产品方案行列，后续有望带来增量。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为3.3、4.5、6.2亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售推广不及预期、研发不及预期等风险。

三诺生物（300298.SZ）：业绩符合预期，看好CGM放量增长

- **BGM业务持续增长，海外业务实现较快增长。**2022年，公司以血糖监测为核心的传统BGM业务持续增长。分季度来看，2022Q1营业收入6.2亿元（+23.3%）。Q2营业收入6.7亿元（+7.0%）。Q3营业收入6.9亿元（+11.4%）。Q4营业收入8.3亿元（+36.1%），归母净利润6.7亿元（+175.6%），扣非后归母净利润5.5亿元（+161.2%）。分产品来看：血糖监测系统营业收入20.0亿元（+9.1%），血脂检测系统营业收入2.1亿元（+15.6%），糖化血红蛋白检测系统营业收入1.7亿元（+27.5%），血压计营业收入1.1亿元（+31.6%），经营品营业收入2.5亿元（+156.6%），其他产品营业收入0.7亿元（+152.9%）；分地区来看，2022年中国区域实现营业收入22.3亿元（+18.9%），美国区域实现营业收入3.6亿元（+26.4%）。2023年，公司力争整体营销收入和经营利润持续增长，实现营业收入32亿元。
- **研发投入加大，助力CGM项目落地。**2022年，公司销售费用7.5亿元（+3.7%），管理费用2.0亿元（+9.6%），财务费用0.1亿元（-64.1%），系本期计提利息费用减少及汇率影响所致。公司研发投入持续加大，2022年研发费用2.6亿元（+42.4%），占公司总营业收入的9.24%，系本期CGM项目研发投入增长所致。2022年，公司自主研发的CGM项目（持续葡萄糖检测系统产品），2022年3月份已经完成注册并获得第三类医疗器械注册证，未来的CGM产品有望实现强劲增长。
- **子公司业绩改善，全球服务体系逐步搭建。**子公司心诺健康实现净利润1.0亿元，海外子公司TrividiaHealthInc.经营业绩改善并收到NIPROCORPORATION赔偿款项，对公司投资收益影响为0.4亿元。公司与国内外子公司在产品研发、原料采购、生产、市场推广等方面实现协同效应，已经成长为全球前5大血糖仪企业。2022年，公司出资成立三诺生物孟加拉、泰国、马来西亚等子公司，进军东南亚市场，全球服务体系进一步完善。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为4.6亿元、5.4亿元、6.4亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**CGM放量或不及预期、海外研发进展或不及预期。

福瑞股份（300049.SZ）：NASH新药催化在即，业绩长期空间有望打开

- **NASH新药上市在即，有望带动肝纤维化检测需求再扩容。**公司主要诊断产品为FibroScan系列肝纤维化诊断仪器，以及评估慢性肝病的血检分析工具FibroMeter系列和辅助FibroScan的数据管理软件FibroView。2022年，公司器械业务线收入6.1亿元（+12.5%），业绩的攀升源于按次收费设备FibroScanGo的推广、NASH早期诊断以及疾病认知的提升、AASLD、AACE等临床实践指南的推荐等。随着NASH新药研发进展的推进，如Intercept的奥贝胆酸PDUFA日期为6月22日，MGL-3196有望于2023Q2递交上市申请，后续药物的上市有望带动肝纤维化检测需求再扩容。
- **商销、电商渠道收入攀升，药品业务自主定价迎来新发展。**2022年公司药品板块收入3.6亿元，其中自有药品2.9亿元（+9.3%），独家产品复方鳖甲软肝片是国家药监局批准的首个抗肝纤维化药品。2022年公司凭借产品优势、品牌优势和渠道优势，通过“药品+器械+服务”业务协同发展，将将处方药销售、健康管理服务及保险支付进行良性结合，加强“线上+线下”渠道融合，在维持巩固原有公立医院销售渠道的基础上，继续拓展向以零售渠道为主的、药品自主定价的销售模式转型，2022年来自商销、电商渠道的收入同比增长达44%。
- **医疗服务板块收入提升，在儿科医疗健康和肝病慢病管理持续发力。**2022年公司医疗服务业务板块收入0.3亿元（+74%）。公司大力挖掘儿科医疗健康管理业务的潜力，目前已在成都开设三家门诊部直营店，2022年总服务人次达8.5万人。在肝病慢病管理业务方面，公司在全国范围内协助医院建设全程管理中心，通过线上、线下联合为医院提供肝病学科的建设、肝病患者的慢病管理等。
- **盈利预测：**不考虑股权激励摊销的影响，预计公司2023~2025年归母净利润为1.9、3.1、4.7亿元。
- **风险提示：**竞争风险、原材料价格上涨风险、药品院外拓展或不及预期、NASH药物进展或不及预期。

卫光生物（002880.SZ）：2023年Q1业绩高速增长

- **2022年技改影响生产，2023Q1收入快速增长。** 公司2022年收入同比有所下降，分季度看，2022年Q1-Q4分别实现收入1.4、0.9、1.8、2.6亿元，分别同比-0.6%、-52.3%、-36.1%、-11.8%。2022年公司进行产线技改，血制品生产受到影响。2022年公司销售毛利率36.1%，同比下降4.8pp，销售净利率18.1%，同比下降4.5pp，预计主要系产品收入下降所致。2022年公司在新冠疫情的不利条件下，实现采浆467吨，同比增长4.4%。稳定的采浆为后续产品生产供应提供保障。2023年第一季度，公司业绩实现快速增长。预计主要系公司产品供给能力恢复，叠加血制品需求旺盛，相关产品销量大幅增长。
- **收购西安回天浆站，注入浆量增长新动力。** 公司于2023年1月公告拟以2280万元收购安康回天浆站有限责任公司，后者前身系原安康单采血浆站，自然人夏玉珍持有其100%股权。公司将分两次支付股权转让款，首期付款684万元已于2023年3月支付。安康浆站应在首笔转让款支付后六个月内取得《单采血浆许可证》。本次收购后公司旗下浆站增至9个，未来新浆站的投采有望推动公司浆量加速增长。
- **积极推进在研管线，因子类产品有望进一步丰富。** 2022年公司顺利完成人凝血因子Ⅷ上市许可核查检查工作，2023年有望获批上市；人凝血酶原复合物上市许可注册申请获得受理；新型静注人免疫球蛋白（pH4）顺利获得临床批准，2023年将启动相关临床研究。人纤维蛋白粘合剂、WG-P03项目均已完成临床前研究，计划2023年递交临床注册申请。预计未来人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物上市后放量将加速公司业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为2.3亿元、2.6亿元、3.2亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**采浆增长或不达预期，产品研发或不及预期，市场竞争加剧风险，行业政策风险。

首药控股-U (688197.SH) : 核心品种进度符合预期 , 关注ASCO数据发布

- **SY3505有望成为首款国产三代ALK抑制剂 , I / II 期研究结果将于2023ASCO发表。** SY-3505于2022年7月进入临床II期研究 , 并于2023年3月收到CDE附条件批准上市资格的反馈意见 , 明确了后续关键性临床试验和注册上市方向。SY-3505临床 I / II 期研究摘要将于2023年ASCO会议发表。
- **SY5007有望成为首款国产选择性RET抑制剂 , 关键性II期临床于2023年2月完成首例受试者入组。** 2023年1月 , CDE同意SY-5007针对RET阳性NSCLC患者未来采用II期单臂临床试验申请附条件上市。截止2023年2月3日 , SY-5007临床 I 期研究共计入组受试者60例 , 患者包括RET阳性的非小细胞肺癌、甲状腺癌和其它实体肿瘤。SY-5007临床 I 期研究摘要将于2023年ASCO会议发表。SY-5007关键II期临床于2023年2月完成首例受试者入组。
- **二代ALKSY-707已就药学研究与CDE展开了Pre-NDA沟通交流。** SY-707用于克唑替尼耐药NSCLC患者二线用药的关键II期临床于2022年8月完成入组 (ALK阳性初治患者一线用药的III期试验已于2021年底完成入组) , 公司已就药学研究部分与CDE展开了Pre-NDA的沟通交流。另外 , SY-707联合特瑞普利单抗和吉西他滨治疗晚期胰腺癌的 I b / II 期临床于2022年6月正式启动。
- **丰富在研管线彰显优异自主研发能力 , 多款新药跻身国产第一梯队。** 公司已获国家1类创新药临床批件17个 , 其中1个新药申报上市 , 进入关键II / III 期临床3个 , 进入II期临床3个 , 进入I期临床10个。不仅包含热门成熟靶点 , 如ALK抑制剂、BTK抑制剂 , 也包含新星靶点 , 如 “不限癌种” 靶点FGFR4抑制剂SY-4798 , 泛肿瘤靶点WEE1抑制剂SY-4835。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年实现营业收入分别约为0.02、1、2.3亿元。考虑首药控股早研实力强劲 , 临床能力不断提升 , 首款新药SY-707提交上市申请在即 , SY-3505和SY-5007蓄势待发 , 公司管线估值约为102.9亿元 , 对应目标价69.18元 , 维持 “买入” 评级。
- **风险提示 :** 研发或审评审批进展不及预期风险 , 市场竞争加剧风险 , 医药行业政策风险等。

泽璟制药-U (688266.SH) : 业绩符合预期 , 新产品落地在即

- **多纳非尼实现3亿元收入 , 产品加速放量。**多纳非尼2022年实现3亿元收入 , 纳入国家医保目录后商业化推广稳步推进。医保准入医院和双通道药房持续增加 , 截至2022年12月31日已进入医院653家 , 双通道药房443家。甲状腺癌适应症于2022年8月获批上市 , 新适应症的落地及患者用药人数的增长有望对产品后续销售收入产生显著的影响。
- **杰克替尼上市在即 , 多项适应症推进顺利。**杰克替尼的中、高危骨髓纤维化NDA申请已于10月16号获得受理 , III期试验显示杰克替尼治疗中、高危骨髓纤维化24周时脾脏体积较基线缩小 $\geq 35\%$ 的受试者比例 (SVR35) 达72.3% , 与对照组羟基脲 (17.4%) 相比有效性和安全性优势明显。杰克替尼用于芦可替尼不耐受患者的安全性和有效性的II B期临床试验结果达到预设终点。用于芦可替尼复发/难治的骨髓纤维化患者的安全性和有效性的II B期临床试验已经完成随访 , 结果良好。治疗中、重度特应性皮炎进入III期临床试验阶段。
- **重组人凝血酶上市在即 , 已完成注册检验、临床核查和二合一现场核查。**重组人凝血酶上市许可申请已于2022年5月25日获国家药监局受理 , 目前已完成注册检验、临床核查和二合一现场核查。该药品是中国首个完成III期临床研究并提交上市许可申请的重组人凝血酶产品 , 有望填补国内市场空白。我们认为 , 重组人凝血酶凭借快速止血的特点和安全性的优势 , 有望成为外科手术止血药物中的重要产品之一。
- **盈利预测 :**随着公司研发投入的不断提升 , 管线的逐步落地 , 多纳非尼纳入医保后的快速放量 , 公司业绩长期增长动力充足。预计公司2023-2025年收入分别为5.4、12和18亿元 , 对应EPS为-1.94、-0.99和1.42元。
- **风险提示 :**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

荣昌生物（688331.SH）：业绩符合预期，研发加速推进

- **核心产品销售显著放量，商业化进程提速。**泰它西普和维迪西妥单抗2022年放量显著，纳入医保后以量换价明显。核心品种商业化渐入佳境，截至2022年12月31日，自身免疫商业化团队达639人，已准入495家医院。肿瘤科商业化团队达520人，已准入472家医院。我们认为，公司创新品种先发优势明显，随着公司商业化实力的不断提升，创新品种的销量有望快速增长。
- **核心品种临床进展顺利，渐入收获期。**泰它西普治疗免疫球蛋白A肾病（IgAN）的国内Ⅲ期临床试验方案于2022年9月获得CDE同意，治疗IgAN的美国Ⅲ期临床试验于2022年11月获FDA批准。泰它西普的干燥综合征（pSS）适应症的Ⅲ期临床试验分别于2022年8月和11月获得CDE和FDA同意开展。维迪西妥单抗联合PD-1及化疗治疗一线HER2表达局部晚期或转移性胃癌患者的Ⅱ/Ⅲ期IND申请已递交CDE。核心品种多项适应症进入临床Ⅲ期，渐入收获期。
- **早期管线持续推进，创新靶点推陈出新。**RC28治疗wAMD已完成I b计量扩大试验，治疗DME完成Ⅱ期患者招募。RC118（MSLNADC）正在进行对多种晚期实体瘤患者的I期临床试验。RC108（c-METADC）I期已招募18名患者。RC118（Claudin18.2ADC）正在澳洲开展I期试验，完成三个剂量组爬坡，在中国的I期临床已招募12名患者。
- **盈利预测：**随着公司研发投入的提升和创新品种的持续落地，泰它西普和维迪西妥单抗的放量，公司业绩增长动力充足。预计公司2023-2025年营业收入分别为13.5、21.3和29.9亿元。
- **风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

联影医疗（688271.SH）：业绩符合预期，海外收入持续高增长

- **22年利润率短期波动，后续改善可期。** 22年毛利率48.4%（-1pp），系部分物料采购成本上涨，故而导致营业成本增速略微超过营收增长。四费率为32.1%（+0.5pp），其中研发费用率为14.1%（+0.8pp），主要系公司加大研发投入，在研项目及研发人员均有较大增加从而带来的研发耗材及研发人力成本上涨较快。考虑到后续疫情和上游成本影响的减弱，以及经营效率的提升，盈利能力改善可期。受到公司研发投入同比增加的影响，23Q1净利润增速也有所放缓。
- **设备业务逆势增长，服务收入和海外收入持续高增长。** 分业务来看，1）22年全年设备收入约82亿元（+23.8%），在国内影像行业因疫情影响规模下降的背景下，公司实现逆势增长，后续随着贴息贷款在医疗和教育端的落地，公司诊断、治疗及科学仪器均有望受益。2）22年全年服务收入7.5亿元（+70.4%），在公司保有量设备持续增长和公司的战略重视下，售后服务业务收入贡献越来越大，目前收入占比达到8.1%，比2021年6.1%的比例大幅提升。从区域看，22年国内市场收入79.5亿元（+19.7%），海外市场收入13亿元（+109.2%），目前海外收入占比14%，比2021年8.5%亦大幅提升，海外市场高举高打推进顺利，收入有望持续高增长。
- **国产影像设备龙头，“技术突破+产品升级”打开成长空间。** 随着产业扶持、分级诊疗、配置监管放松等政策利好影像行业发展，2020年中国影像设备市场规模为537亿元，预计2030年有望超千亿，随着公司技术突破和产品推陈出新，后续有望引领进口替代，并且伴随高端产品占比提升和核心零部件逐步自产化，公司盈利能力有望提升。公司推出uMIPANORAMA35S最新一代数字化PET-CT系统、uMRJupiter5.0TMRI全球首款超高场全身磁共振系统、uMRNXNeuroeXplorer神经科研专用超高性能3.0T等创新产品，技术突破和产品升级的逻辑不断兑现。
- **盈利预测与估值。** 预计2023~2025年归母净利润分别为21.1、26.4、33.3亿元，对应增速27.4%、25.1%、26.2%，对应EPS为2.56、3.2、4.04元。
- **风险提示：** 诊疗恢复或不及预期、新品销售或不及预期、政策控费风险。

澳华内镜（688212.SH）：业绩符合预期稳健增长，AQ300放量在即

- **22年后半年收入大幅提速，销售和研发投入大增影响短期利润。**分季度收入看，22Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.8/0.9/1.1/1.6亿元（+13.8%/+14.1%/+38%/+39.5%），疫情影响逐渐减弱，实现收入大幅提速。从盈利能力看，全年毛利率69.7%（+0.4pp），基本稳定。四费率68.8%（+12.8pp），其中销售费用率29.6%（+8.6pp），主要为上市的AQ-300做市场营销的准备；研发费用率21.7%（+7.5pp），公司加大研发投入，此外公司股份支付费用亦导致上述费用的增加；财务费用率下降1.9pp，主要因大额存单的利息收入增加。
- **AQ-200推成出新，海外市场亦有所回暖。**从产品角度，内窥镜设备为公司核心业务，AQ-200系列占比预计超过45%，2022年5月份推出AQL-200L全新一代智能多光谱内镜，有望进一步加强AQ-200系列的竞争优势，为23年贡献业绩。从区域维度，全年海外收入增速为3.9%（+3.4pp），有所回暖，国内增速延续高增长态势。
- **国产软镜设备龙头有望受益于进口替代，AQ-300放量在即。**软镜在临床诊疗场景中广泛使用，国内胃镜、肠镜诊疗开展率和内镜医师数量均有提升空间，目前软镜行业国产化率仅为5-10%，日本企业奥林巴斯、富士、宾得占据90%以上的份额，公司作为国产龙头，2019年国内市场份额提升到3%，随着年底新一代旗舰产品AQ-300的上市推广，后续有望持续受益于进口替代。公司目前已大力布局国内经销商团队进行后续对AQ300的全面推广，预计2023年将是AQ300全面放量的一年。
- **盈利预测：**预计2023-2025年归母净利润分别为0.9、1.6、2.3亿元，对应EPS为0.64、1.2、1.71元。
- **风险提示：**研发失败、AQ300销售不及预期、竞争加剧等风险。

迈得医疗（688310.SH）：业绩稳健增长，期待隐形眼镜新增长点

- **业绩稳健增长，股份支付费用及子公司并表影响利润增速。** 1) 分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入为0.5/0.8/0.6/1.9亿元（+10.9%/-1.1%/-0.1%/+52%）。22年利润端增速低于收入端主要系股份支付费用及2022年控股子公司浙江威高自动化设备有限公司纳入合并范围内导致少数股东损益增加所致。2) 从盈利能力看，2022年毛利率50.5%（+0.3pp），主要因部分订单有效控制成本所致，管理费用率29.3%（+2pp），主要增加威高自动化公司、浙江迈得顺公司子公司、且给予员工股权激励，股份支付金额较高以及固定资产折旧金额增加所致，研发费用率9.6%（-2.6pp），销售费用率为4.7%（-0.65pp），净利率为20.1%（-0.1pp），保持稳定。
- **连线机高增长，安全输注类产品贡献主要业绩。** 分业务看，2022年公司安全输注类连线机和血液净化类连线机的营业收入同比增长率分别为71.2%、2,276.3%，分别占营业收入的60.2%、10.5%，主要系增加了一次性输液器包装机和组装机、中空纤维膜纺丝线等设备订单所致。其他类较上年同期增长2.7%，主要系增加了PCR全自动包装生产线、鼻喷注射器自动组装机等设备订单所致。主营业务中，安全输注类单机较上年同期降低50.5%，主要系上年同期疫苗注射市场需求较高导致注射针自动组装机收入较高所致。
- **研发布局潜在业务，预灌封和隐形眼镜有望提供新的增长点。** 医用耗材智能装备行业壁垒较高，主要体现在“复合学科技术背景+非标产品+技术更迭快”。公司极为注重研发，目前储备了药械组合类（预灌封和胰岛素笔）、骨科类、IVD类等耗材智能装备在研管线。公司与威高集团战略合作，于2022年4月份持股威高自动化51%的股权，后续有望深度绑定成为威高的耗材智能装备供应商。同时公司与2022年5月成立子公司迈得顺，布局隐形眼镜制造代工市场，成长空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023~2025年归母净利润分别为1、1.4、1.8亿元，公司是国产医用耗材龙头，现有业务稳健增长，增量业务放量在即，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 订单不及预期风险、设备行业投资周期的波动性风险。

盟科药业-U (688373.SH) : 康替唑胺销售符合预期 , 多项临床研究持续推进

- **核心产品康替唑胺销售符合预期。**2022年是康替唑胺纳入国家医保后的首个完整销售年度, 全年实现收入4821万元, 同比+529%, 主要系康替唑胺纳入国家医保后提升药品可及性, 且2021年收入基数较小。截至2022年末康替唑胺已覆盖320家医院, 实现正式准入的医院及批量零采超70家。公司2022年营业成本为882万元, 其中委托加工费用为348万元, 占全部生产成本的59.3%。费用端, 2022年公司研发费用1.5亿元, 销售费用8252万元, 管理费用6366万元。截至2022年末, 公司货币资金和交易性金融资产合计12.7亿元。
- **积极推进产品研发。**公司持续推进各项产品研发工作。2022年公司启动了注射用MRX-4和康替唑胺片序贯用于治疗糖尿病足感染的全球III期临床试验的入组工作, 并完成了MRX-8美国I期临床试验, 启动了MRX-8中国I期临床试验。另一方面, 公司通过上市后临床研究提升康替唑胺的市场认知, 扩展产品应用场景。预计未来康替唑胺及MRX-4在耐药结核及血流感染等领域潜力巨大。
- **发布股权激励草案, 注入经营活力。**公司近日发布股权激励方案, 拟向126名激励对象授予限制性股票, 授予价格为5元/股。根据股权激励草案, 2023-2025年公司营收考核目标分别为0.8-1亿元、1.2-1.6亿元、1.6-2.4亿元。此次激励有利于提升公司核心高管及近两年新入职员工的工作积极性, 为公司长期经营注入新的活力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为-0.56元、-0.85元、-0.56元, 考虑到康替唑胺的临床价值突出且具备出海潜力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**产品价格下降风险、在研管线进展或不及市场预期、市场竞争风险。

欧林生物（688319）：破伤风疫苗稳健增长，发布股权激励计划彰显公司发展信心

- **破伤风疫苗稳健增长，研发投入加大影响利润端表现。**分季度来看，公司2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.5/1.8/1.4/1.8亿元（-15.6%/+69.5%/+19.4%/-12.7%），单季度归母净利润分别为-0.1/0.4/0.1-0.1亿元（-133%/+72.7%/-74%/-144.9%）。其中四季度主要系疫情影响有所下滑，利润端下滑主要系公司持续加大研发投入力度，研发费用增加，同时开展了一系列的工艺试验及验证，且确认了所得税费用，去年同期所得税费用为负。从盈利能力看，公司2022年毛利率为92.9%（-1.1pp），净利率为4.9%（-17.3pp），净利率下滑与上述原因类似。销售费用率增加至52.7%（+2.3pp）。公司期间管理费用率为11.6%（+1.2pp）。研发费用率为22.3%（+10.7pp），主要公司加大了研发投入。
- **公司发布股权激励计划，彰显长期发展信心。**本激励计划拟授予的限制性股票数量620万股，占本激励计划草案公告时公司股本总40526.5万股的1.53%。拟激励对象合计202人，占公司员工总数的44.8%，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员及核心骨干。制定的2023-2025年的业绩考核目标为营业收入分别为6.9/8.86/12亿元，同比增速分别为26%/28%/35%，进一步彰显公司长期发展动力。
- **金葡菌疫苗正式进入临床III期，有望2025年上市。**公司重组金葡菌疫苗临床III期已于2022年8月完成首例开针，产品有望在2025年实现上市。预计2030年我国闭合性骨折手术人数约134万，其中80%感染者接种疫苗，产品上市后将有望带动公司业绩快速放量。同时公司金葡菌疫苗未来有望作为全球创新品种出口海外市场，强化公司国际影响力。
- **盈利预测：**我们预计2023-2025年归母净利润分别为0.73亿元、1.3亿元和2.3亿元，EPS分别为0.18元、0.32元和0.57元。
- **风险提示：**销售不及预期的风险；竞争格局恶化风险；在研产品进度不及预期的风险。

百克生物（688276.SH）：水痘疫苗恢复增长，带状疱疹疫苗已获首批批签发

- **水痘疫苗低基数下实现较快增长，全年恢复可期。**公司一季度收入贡献主要以水痘疫苗为主，根据中检院数据公司2023Q1实现水痘疫苗批签发29批次。从盈利能力来看，公司2023Q1毛利率为85.9%（-3.3pp），销售费用率39.7%（-1pp），管理费用率为17.8%（-2.3pp），研发费用率为18.6%（-1.4pp），主要系单纯疱疹病毒-2疫苗项目、重组带状疱疹疫苗项目投入所致。财务费用率为-2.2%（+1.2pp）。公司2022年净利率为10.2%（-2.3pp）。公司利润端增速慢于收入端主要系公司于2022年9月发布限制性股票激励计划，其中23年股份支付费用约为4271万元，Q1体现约600-700万元。
- **带状疱疹疫苗已获首批批签发，全年放量可期。**公司重磅创新品种带状疱疹减毒活疫苗试生产批次已经获得批签发，公司接种程序拟采用1针法，价格为1369/支，定价低于GSK疫苗（约1600元/支），且GSK采用两针法的免疫程序，有利于渗透价格敏感度较高的老年人群。其他管线中，百白破疫苗（三组分）完成I期临床试验工作，目前正处于验证及生产III期临床样品准备阶段；液体鼻喷流感疫苗完成I期、II期临床试验现场工作；狂犬单抗获得临床试验批准，进入临床试验阶段。
- **发布股权激励计划，彰显公司发展信心。**公司于2022年9月23日发布股权激励计划，计划授予的激励对象共108人，占公司总员工的8.8%，参与对象包含董事、高级管理人员、核心技术人员等公司核心骨干。本次授予激励对象的限制性股票数量为320万股，约占公告日公司股本总额0.78%。从业绩目标来看，2023-2025年收入分别为17/23/29.5亿元，扣非归母净利润分别为3.5/5.7/8亿元。本次激励计划发布有利于提高员工积极性，助力公司业绩持续增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年EPS分别为1.11元、1.51元、2.00元。考虑到目前疫情影响逐渐消除，预计23年对于传统疫苗的影响将会边际减弱，同时公司带状疱疹疫苗有望开始放量，带来较大业绩增量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售下滑风险，产品研发进度不及预期风险。

诺唯赞（688105.SH）：资产减值影响表观利润，常规业务驱动未来增长

- **2022年常规业务收入快速增长，利润增长受资产减值影响。** 2022年公司常规业务实现收入10.1亿元，同比增长41%，符合此前预期。公司新冠相关业务实现收入25.6亿元，预计其中新冠抗原检测试剂实现收入13.5亿元，约占全部收入的37.8%。全年销售毛利率68.9%，同比-12.3pp，预计主要系毛利率较低的新冠抗原检测试剂收入占比大幅提升所致。费用方面，全年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别约为14.6%/8.3%/11.1%，分别同比-2.5pp/-1.3pp/-1.2pp，预计费用率下降主要系新冠抗原检测试剂推动收入大幅增长摊薄费用所致。2022年公司计提资产减值损失5.3亿元，主要系新冠相关原材料、在产品、产成品以及生产车间和专用设备计提资产减值准备所致。公司2022年归母净利率16.7%，同比-19.7pp，主要系资产减值准备等影响。
- **2023Q1收入端受新冠业务基数影响，利润端受费用影响。** 公司2023Q1收入同比有所下降，主要系新冠相关收入大幅减少，预计公司常规业务保持快速增长。2023Q1公司费用增长较快，期间销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为34.1%/21.9%/28.1%，分别同比增长24.9pp/16.9pp/10.8pp。费用率大幅提升，预计主要系整体收入下降及公司相关人员薪资等支出增长所致。
- **盈利预测：**预计未来新冠业务收入贡献占比有所降低，公司依托分子类生物试剂优势不断拓展产品品类，常规业务有望持续驱动未来收入增长。预计2023-2025年归母净利润分别为3.7亿元、5.5亿元、7.2亿元。
- **风险提示：**产品出海不及预期风险、费用管控不及预期风险、市场竞争风险。

恒瑞医药（600276.SH）：业绩拐点已至，创新和国际化行稳致远

- **2023Q1业绩迎来拐点，利润率和费用率较为稳定。**2023Q1实现营业收入同比增长0.3%，归属上市公司股东的净利润同比增长0.2%，业绩迎来拐点。2022年业绩主要系第五批集采的8个药品的2022年销售收入仅6.1亿元（-79%），第七批集采的5个药品的2022年销售收入9.8亿元（-48%），阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药的新医保销售价格平均下降33%，部分医疗机构日常诊疗业务量缩减也对公司产品（比如麻醉产品）销售受到较大影响。2022年毛利率83.6%（-2pp）；净利率17.9%（+0.6pp），利润率较为稳定。费用率管控良好，研发费用率23%（+0.1pp），销售费用率34.5%（+1.7pp），管理费用率10.8%（-0.2pp）。
- **新药研发和国际化推进顺利，多个项目达到重要研发里程碑。**2022年公司研发团队从临床研究、运营、注册、药物警戒等多个维度主导和支持了国内外260多个临床项目。自研创新药瑞维鲁胺片、吡咯替尼用于HER2阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新辅助治疗适应症、瑞马唑仑支气管镜诊疗麻醉适应症获批上市。6项上市申请获NMPA受理，2项临床达到国际多中心Ⅲ期主要终点，8项临床推进至Ⅲ期，11项临床推进至Ⅱ期，23项临床推进至Ⅰ期。EZH2项目海外权益有偿许可给Treeline公司，交易总额有望超7亿美元。
- **建设先进技术平台，构建全球创新体系。**公司建设一批具有自主知识产权、国际一流的新技术平台，如PROTAC、分子胶、ADC、双/多抗、基因治疗、mRNA等。已有6个新型、具有差异化的ADC成功获批临床，抗HER2ADC产品SHR-A1811快速进入临床Ⅲ期；2个PROTAC分子分别处于临床和IND阶段；PD-L1/TGFβ双抗SHR1701快速推进多项临床Ⅲ期研究，新一代TIGIT/PVRIG融合蛋白已顺利开展临床研究，还有10多个FIC/BIC双/多抗在研。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为46.5/55/67.1亿元。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。
- **风险提示：**仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期、里程碑付款金额存在不确定性等风险。

爱尔眼科（300015.SZ）：海内外持续扩张，23年Q1业绩快速修复

- **海内外持续扩张，打造分级连锁网络布局。**公司继续加快医疗网络的分层建设，稳步推进中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心的建设，同时，加快省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼e站的横向同城分级诊疗网络建设，多个省区逐步形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高。2022年公司中国境内开设医院215家（新增41家），门诊部148家（新增30家），海外已布局118家眼科中心及诊所（新增6家），逐步形成覆盖全球的医疗服务网络，分级连锁优势和规模效应日益显现。2022年全年实现门诊量1125.1万次，同比+10.4%，手术量87.1万次，同比+6.5%。
- **基础眼科业务略有下滑，消费眼科业务持续放量。**公司更多依靠消费眼科实现营业收入增长，消费眼科收入占比进一步扩大。2022年屈光业务收入63.4亿元，同比+14.8%，占比39.3%（+2.5pp）；视光服务业务收入37.8亿元，同比+11.9%，占比23.5%（+0.94pp）；白内障业务收入21.4亿元，同比-2.2%，占比13.3%（-1.3pp）。随着疫情的退去，预计眼科需求持续释放，加之人口老龄化和消费升级的趋势，白内障业务仍有巨大发展空间。
- **毛利率因降价略有下滑，公司加大研发未来可期。**公司发展进入成熟期，成本费用结构稳中向好，但由于22年疫情因素，且公司20周年庆典大幅活动降价，毛利率同比-1.5%。公司持续加大投入研发，2022年研发投入2.7亿元，同比+22.1%，公司继续完善医教研科技创新平台，加大“智臻飞秒ICL手术”等新技术的临床应用，深入推进“数字眼科”建设，核心竞争力进一步加强。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为36.6亿元、48.4亿元和60.5亿元，EPS分别为0.51元、0.67元、0.84元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**医院收入不及预期风险；行业政策风险；医疗事故风险。

迈瑞医疗 (300760.SZ) : 业绩符合预期 , 海外高端产品增长迅速

- **业绩符合预期 , 盈利能力维持高水平。**分季度看 , 2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入59.4/84.1/79.4/70.7亿元 (+20.1%/+20.2%/20.1%/20.3) , 单季度归母净利润分别为 21.1/31.8/28.2/15.0 亿元 (+22.7%/+21%/+21.4%/12.4%) , 22Q4延续稳健增长态势 , 符合预期。从盈利能力看 , 全年毛利率 64.2% (-1.3pp) , 主要因产品结构变化所致 , 四费率28.3% (-1.6pp) , 主要系汇兑损益变化所致 , 盈利能力维持高水平。
- **生命信息与支持类产品增速显著提高 , 多因素拉动业绩快速增长。**分业务线看 : 1) 生命信息与支持类22年收入134.0亿元 (+20.2%) , 受到国内医疗新基建和海外高端客户群突破的拉动 , 生命信息与支持业务呈现快速增长的态势 ; 2) IVD业务板块22年收入102.6亿元 (+21.4%) , 公司通过加大布局血球BC-7500系列、化学发光CL-8000i、生化BS-2800M、凝血CX-9000、TLA流水线等仪器的装机 , 以及加速渗透海外中大样本量客户实现了快速增长。海外常规试剂业务完全复苏 , 重磅仪器装机表现亮眼 ; 3) 医学影像业务板块22年收入64.6亿元 (+19.1%) , 主要因全新高端超声R系列和全新中高端超声I系列迅速上量带来了海内外客户层级的全面提升 , 其中超声业务增长超过20%。考虑到高端新品放量及医疗新基建政策延续等因素 , 持续看好23年业绩稳步增长。分区域看 : 1) 国内市场22年收入186.7亿元 (+22.3%) , 主要受到专项债资金到位对医疗新基建的推动以及疫情改善等多因素驱动 , 预计后续随着贴息贷款对设备采购资金的补充 , 公司国内业务高增长有望持续 ; 2) 海外市场22年收入117.0亿元 (+16.9%) , 面临复杂困难的国际形势整体增速略逊国内 , 但公司凭借过硬产品质量、强大性价比、完善的海外营销体系 , 实现了高端客户的突破 , 在北美和发展中国家亦实现快速增长。
- **持续高研发投入 , 产品升级不断。**22年公司研发费用29.2亿元 (+15.8%) , 占收入比重9.6% , 公司持续加大产品创新研发 , 尤其在高端领域不断突破。2022年在体外诊断领域 , 公司推出了可溶性白细胞分化抗原14亚型及白细胞介素六化学发光试剂、EU8600全自动尿液分析流水线及配套试剂等新产品 ; 在医学影像领域 , 公司推出了POC超高端平板彩超TEX20、基层彩超解决方案Consona N9/8/7/6、专业眼科彩超“决明ZS3Ocular”、无创定量肝超仪“飞蓟Hepatus6/5”、新双立柱固定DR DigiEye330/350系列等新产品 ; 在生命信息与支持领域 , 公司推出了TMS30和TMS60Pro遥测产品、易监护2.0生态系统、腹腔镜配套器械、一次性结扎夹等新产品。
- **盈利预测与投资建议 :**考虑股份支付费用的影响 , 预计2023~2025年归母净利润分别为112.7、136.1、165.0亿元 , 对应EPS为9.30、11.23、13.61元 , 维持“买入”评级。
- **风险提示 :**汇率波动风险 , 政策控费风险 , 新产品研发不及预期风险。

太极集团（600129.SH）：业绩符合预期，盈利能力持续恢复

- **收入端**：2023年收入制定更高增长目标。1) 工业：全年工业实现收入87.9亿元（+14.2%），其中中药收入51亿元（+22%），化药收入36.8亿元（+14.2%），主要大品种超预期增长，其中藿香正气口服液收入15.67亿元（+70%），急支糖浆口服液5.26亿元（+89%），通天口服液2.88亿元（+53%），鼻窦炎口服液2.14亿元（+67%）。2) 商业：收入80亿元（+9.7%），其中分销收入65.8亿元（+9.8%），零售收入14.3亿元（+9.3%）。随着中药材资源及中药饮片逐步发展，虫草逐步贡献业绩增量，预计2023年商业板块将实现快速发展。2023年公司力争营业收入同比实现20%增长，其中工业增长30%，商业营收同比增长20%。
- **利润端**：工业端毛利提升显著。2022年主要大品种提价带来毛利率提升，公司整体毛利率45.4%（+2.9pp），工业毛利率63.6%（+6.6pp），受益于大品种提价。主力品种及二线培育品种太罗、补肾益寿胶囊、还少丹等品种预计2023年仍然具有较大毛利提升潜力。低毛利、负毛利品种在2022年完成提质增效任务，2023年盈利品种持续贡献业绩增量。此外，2022年非经常性损益大约亏损1693万元，主要系持有股票市值公允价值变动损失1.2亿元影响。
- **费用端**：加强费用管控，研发费用加大投放。2022年研发费用率0.8%，研发费用1.1亿元，新增研发立项20项，GLP-1激动剂SPTJS22001立项并加速推进，生物药有望实现零的突破。在研品种芪灯明目胶囊治疗糖尿病黄斑水肿“附条件批准上市”临床试验已完成部分病例入组；治疗心血管疾病的创新中药丹七通脉片完成IIb期研究总结报告及专家咨询论证；预计2023年将新增投入1亿元。2022年管理费用在人员调整和部门精简下有所下降，管理费用率6%（-1.5pp），财务费用率1.3%（-0.5pp）。展望2023年财务费用和管理费用绝对值不增长，费用率将进一步下降。销售费用增速低于收入增长，预计销售费用率有进一步下降空间。
- **盈利预测与投资建议**。鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善，预计2023-2025年归母净利润分别为6亿元，8.9亿元，14亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期等风险。

华润三九 (000999.SZ) : CHC业务增长亮眼 , 创新推动高质量发展

- **业绩稳定增长 , 受外部影响盈利能力略降。** 2022年公司整体毛利率54% (-5.1pp) , 其中医药板块毛利率55.4% (-5.6pp) , CHC业务毛利率56.7% (-2.6pp) , 处方药业务毛利率52.8% (-10.8pp) , 毛利率略有承压 , 处方药业务毛利率下滑明显 , 主要系 : 1) 中药配方颗粒标准切换后成本上涨 ; 2) 低毛利的饮片业务占比提升 ; 3) 高毛利产品受集采影响价格下降。公司销售费用率为28.1% (-4.7pp) , 费用率大幅优化原因推测为产品结构变化导致。
- **CHC业务快速增长 , 处方药业务短期承压。** CHC健康消费品业务实现营业收入113.8亿元 (+22.7%) 。处方药业务实现营业收入59.8亿元 (+7.2%) , CHC业务快速增长 , 处方药业务增速较缓 , 主要是配方颗粒业务受国标切换和省标推进速度的影响 , 首次出现负增长 ; 疫情影响下医院患者数量下降 , 部分地区学术活动推广难度加大。
- **创新驱动业务发展。** 2022年公司研发投入7.4亿元。在研项目共计77项 : 1类小分子靶向抗肿瘤药QBH-196I期临床试验进行中 ; H3K27M突变型胶质瘤新药ONC201正在积极推进国内注册申报工作 , 用于改善女性更年期症状的1类创新中药DZQE , 已进入II期临床研究 ; 2类新药示踪用盐酸米托蒽醌注射液 (复他舒®) 获批新适应症 , 用于乳腺癌患者前哨淋巴结的示踪 , 并于2023年1月通过谈判首次纳入国家医保目录。公司引进中药新药QJYQ , 目前已完成临床前研究 , 正在积极推进注册申报工作 , 进一步丰富呼吸领域产品。此外 , 公司获得布洛芬混悬液、富马酸丙酚替诺福韦片等3个《药品注册证书》 , 其中富马酸丙酚替诺福韦片已中选第七批国家药品集中采购。开展了10余个品种的一致性评价工作 , 咪唑斯汀缓释片等3个品种通过国家仿制药质量和疗效一致性评价 , 其中咪唑斯汀缓释片为国内独家首个过评品种。
- **收购昆药 , 整合优质资源。** 2022年5月9日 , 公司公告收购昆药28%股份。2022年12月30日过户完成。昆药集团和华润三九在品牌、产品、渠道等方面有良好的协同性 , 在三七产业发展及“昆中药1381”品牌打造上 , 相互赋能 , 协同发展。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为3.00元、3.48元、4.20元 , 维持“买入”评级。
- **风险提示 :** 销售不及预期风险 , 在研产品进度不及预期风险。

上海医药（601607.SH）：一季度业绩稳步增长，创新研发收获期将至

- **业绩符合预期，持续加大研发投入。** 1) 收入拆分来看，医药工业实现销售收入78亿元（+12.6%），医药商业实现销售收入584.3亿元（+16.9%）。2) 利润拆分来看，工业板块贡献利润7.1亿元（+9.1%），医药商业贡献利润8.6亿元（+15.4%）。主要参股企业贡献利润1.8亿元（-15.1%）。3) 2023Q1公司研发投入5.5亿元（+15.8%），其中研发费用5.4亿元（+20.8%）。
- **研发兑现：研发投入持续增长，管线步入收获期。** 截至2023Q1，临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线合计64项，其中创新药52项，改良型新药12项，有3项已提交pre-NDA或上市申请，5项处于关键性研究或临床III期阶段。1) 1.1类新药I001片已有3个适应症处于临床试验中后阶段，针对高血压适应症的III期临床试验完成揭盲，实验达到预期结果。2) 1.1类新药I008-A艾滋慢性异常免疫适应症已提交pre-NDA/附条件上市沟通交流申请。3) 1.1类新药I022用于脂肪肉瘤的适应症获得美国FDA孤儿药资格认定。2023年3月，I022与康方生物旗下开坦尼®达成新药联用合作。
- **中药深化：国家密集出台政策，中药品种价值待实现。** 公司旗下汇聚8家核心中药企业，以及多个拥有历史沉淀的高价值中药老字号及中药品种，包括上药厦中4个国家保密配方、4个国家中药保护品种，独家品种、国家秘密品种八宝丹。上药雷允上的国家保密产品雷氏六神丸。胡庆余堂的胃复春、安宫牛黄丸，保健食品铁皮枫斗晶和蜂胶胶囊。正大青春宝的明星产品冠心宁、抗衰老片。上药中华的龙虎人丹、龙虎清凉油。上药药材持有的中国中药材最早注册商标之一“神象”、中国驰名商标“天宝”等核心品牌。公司将力推中药大品种、大品牌，“云天上”产业联盟建设加快推进，把握中药发展历史性机遇，推动中药价值开发与收入实现。
- **工商联动：产业供应链上下联动，深耕东南亚市场。** 1) 多渠道业务增速加快，全价值链服务能级提升，2023Q1公司器械、大健康等非药业务销售约104亿（+38%）。2) 凭借自身渠道优势，着力打造创新医药服务平台，打通创新药研发、引入、销售一体联动，2023Q1创新药板块销售同比增幅约28%，成功引入7个进口总代品种。3) 2023Q1公司旗下常州制药厂瑞舒伐他汀钙片4个规格在菲律宾获批上市。4) 进口疫苗总代业务持续向下游拓展，截至2023Q1终端推广团队已增至340人，支撑疫苗板块盈利与造血能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为64.6亿元、73亿元、82.9亿元，分别同增14.9%/13.1%/13.6%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策波动风险；研发进展不及预期风险。

大参林（603233.SH）：业绩稳健增长，自建+加盟+并购加速门店扩张

- **业绩维持增长态势，加盟业务规模快速提升。**公司主营医药零售业务，得益于直营门店扩张与次新、老店内生增长，2022年零售营业收入达192.4亿元（+25.9%），占总收入的92.6%，毛利率为38.4%；直营式加盟店布局弱势区域，带动分销快速攀升，2022年加盟及分销营收达15.4亿元（+52.8%），毛利率为11.2%。从产品品类看，因四类药品恢复上架及处方外流，22年中西成药销售收入加速增长至151.8亿元（+33.7%），高毛非药品类产品增长至30.2亿元（+21.9%），中参药材平滑增长至25.9亿元（+5%）。
- **门店持续拓展，自建+并购+加盟共同发力。**截至2022年末公司门店覆盖16个省份共10045家药店，其中加盟店2007家。22年新增自建门店689家，加盟门店1072家，关闭门店219家，针对西安、山西、辽宁等弱势区域并购门店310家。截至2023Q1末，公司拥有门店10895家（含加盟店2461家），2023Q1公司净增门店850家，其中：新开门店214家，收购门店249家，加盟店454家，关闭门店67家。
- **积极承接处方药外流，持续优化产品结构。**公司积极争取双通道以及门诊统筹定点门店资格，截至2022年末，公司双通道门店457家，拥有门诊统筹资格门店747家，DTP专业药房174家。公司积极推进国家谈判品种、国家药品集中采购品种及同名非中标品种的引进，与多个处方药厂家达成战略合作，为消费者提供更齐全的处方药品种。2022年公司引进了1851个新品种，其中处方品种239个，DTP品种683个，并淘汰472个品种，集团商品总目录超十万种。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为13.1亿元、16.6亿元、20.4亿元，对应同比增速为26.8%/26.2%/23.1%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店扩张或不及预期；药品降价风险。

我武生物（300357.SZ）：全年恢复性增长可期

- **2022年粉尘螨滴剂销量稳健增长，2023年恢复性增长可期。**2022年公司粉尘螨滴剂实现销售收入8.79亿元，同比增长10.9%。期间销售量约1011万支，同比增长10.4%，粉尘螨滴剂销量在疫情影响下仍实现正增长。黄花蒿滴剂实现收入831万元，同比增长126.17%。期间销量约3万支，同比增长87.24%。公司新品黄花蒿滴剂处于市场导入期，2022年销量快速增长。全年点刺诊断试剂盒实现收入469万元，同比下降1.8%。2023年一季度公司收入同比略下降，主要系疫情影响门诊接待，预计随着2023年医院诊疗复苏，患者积压需求有望释放，公司全年恢复性增长可期。
- **在研产品持续推进。**2022年初，公司完成黄花蒿舌下滴剂儿童适应症III期临床研究，相关适应症上市申请已获CDE受理；2022年3月，公司皮炎诊断贴剂01贴临床试验申请获得正式受理，目前处于I期临床试验阶段；2023年4月，公司烟曲霉点刺液药物临床试验申请获得批准；2022年5月，公司骨质疏松疗法人毛囊间充质干细胞治疗药物通过浙江卫健委、药监局的审查与现场检查，该项目已递交至国家卫健委。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年净利润分别为5.1亿元、6.3亿元、7.7亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新患入组或不达预期，产品研发或不及预期，市场竞争加剧风险，行业政策风险。

智飞生物（300122.SZ）：HPV疫苗持续放量，期待自主产品放量

- **HPV疫苗保持稳健增长，九价占比更高。**公司收入端增长主要系代理HPV疫苗产品持续稳健增长，利润端增速慢于收入端主要系九价HPV疫苗产品占比提升，其毛利率相对较低所致，其次新冠疫苗产品22Q1仍贡献了部分业绩，今年存在基数效应。从盈利能力看，公司2023年Q1毛利率为30.3%（-3.6pp），净利率为18.2%（-3.6pp），毛利率、净利率下滑的主要系新冠疫苗产品23Q1基本没有发货，其次九价HPV疫苗占比提升。公司期间销售费用率为4%（-0.1pp），管理费用率为0.7%（-0.1pp），财务费用率为0.2%（+0.1pp），研发费用率为1.9%（+0.1pp），基本保持稳定。
- **代理品种仍保持快速放量，自主产品蓄势待发。**分产品来看，代理产品方面，公司主要代理产品的批签发量增幅明显，四价HPV疫苗批签发20批次，九价HPV疫苗批签发21批次，其他代理产品五价轮状病毒疫苗批签发25批次，23价肺炎疫苗批签发2批次，目前HPV疫苗续签金额超千亿，公司业绩确定性进一步增强。
- **肺结核矩阵蓄势待发。**22年公司自主研发产品微卡和宜卡两款产品已在我国大陆地区超过90%的省级单位中标挂网。2023年1月，宜卡成功纳入国家医保目录，有助于进一步扩大宜卡的受益人群，助力重点人群的结核分枝杆菌感染筛查，发挥公司结核产品矩阵的协同效应。
- **管线丰富，长期增长动力强劲。**公司自主研发项目共计28项，处于临床试验及申请注册阶段的项目16项，其中23价肺炎疫苗已申报上市，冻干人二倍体狂犬、四价流感疫苗已获得了Ⅲ期临床试验总结报告；15价肺炎疫苗、Vero细胞狂犬疫苗、双价痢疾疫苗、四价流脑结合疫苗均处于Ⅲ期临床当中，重组B群脑膜炎球菌疫苗（大肠杆菌）获得了临床试验批准通知书，目前公司已经搭建了结核、狂犬病、呼吸道病毒等多产品矩阵，在疫苗行业管线丰富度中处于头部地位，长期发展动力充足。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为5.89元、6.72元、6.83元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期风险，研发进度不及预期风险。

通策医疗（600763.SH）：22年业绩阶段性承压，23年有望持续修复

- **受疫情影响营业收入略有下降，人力成本增加和新机构的期初亏损导致利润明显下滑。**2022年Q1-Q3收入增速放缓，2022年Q4收入大幅下滑，其中12月受疫情影响最严重，门诊量同比下滑约23%。利润方面，公司2022年归母净利润5.5亿元，同比下降22%。除疫情因素外，公司增加医生人员储备，全年增加人力成本约1亿余元，加之大量新增机构尚未实现盈亏平衡，利润端出现负增长。随着公司新设机构逐步成熟，预计利润率会持续提升。
- **蒲公英医院快速成长，利润率水平环比提升。**蒲公英医院累计开业36家，其中2022年新开业17家，逆势扩张。2022年蒲公英分院贡献收入约4亿元，同比增长96.5%，占总收入比约14.9%。利润方面，由于新增17家医院目前正处于培育期，生产力尚未充分释放，其中只有实现3家盈利；2021年以前开业的19家医院中已有14家处于盈利状态，预计随着疫情消散和医院品牌的建立，利润端持续放量。
- **疫情政策双重压制需求终将释放，逆势扩张蓄力来年可期。**分业务条线看，2022年种植业务受种植牙集采政策影响，出现需求压制，待政策落地后预计将存在放量空间；此外，公司在2022年增加约1000人左右的人员储备，并在疫情散发的情况下，仍在加紧布局蒲公英医院下沉，随着种植牙集采政策落地，需求释放，2022年布局的供给端产能充足，2023年业绩可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为8.2亿元、10.7亿元和13.5亿元，EPS分别为2.54元、3.33元、4.20元。考虑到口腔医疗服务连锁化程度与眼科医疗服务的差异性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收入不及预期风险；行业政策风险；医疗事故风险。

微创机器人-B (2252.HK) : 重磅产品图迈和鸿鹄已经上市, 收入有望快速放量

- **随着重磅产品上市及商业化, 手术机器人产品有望贡献收入增量。** 22H1主要是蜻蜓眼贡献收入, 目前公司已经获得NMPA批准上市的手术机器人产品包括图迈和鸿鹄, 分别于2022年1月和4月拿证, 其中鸿鹄亦于2022年7月获得FDA的510 (k) 认证, 预计2022年下半年开始手术机器人产品将贡献主要收入。22H1亏损加大主要因为1) 对在研产品研发、临床试验及产品注册的投入增加; 2) 对手术机器人的商业化令销售及营销开支增加; 3) 研发进展与商业化布局导致雇员人数上升, 员工成本包括股份支付增加。
- **腔镜手术机器人: 图迈作为核心产品对标达芬奇, 2022年开启国产化元年。** 公司图迈于2022年1月27日获得NMPA批准上市, 是国内首款亦是唯一一款由中国企业自主研发并获得上市的四臂腔镜手术机器人, 从临床数据看, 有效性不逊于达芬奇Si。同时图迈多学科、多中心注册临床试验于2021年10月启动入组, 涵盖普外科、胸科、妇科等多领域, 并于2022年4月完成临床试验, 目前已处于NMPA注册申请中, 预计2023年上半年获批。即便受疫情影响, 22H1公司仍在国内新增布局近10个图迈临床应用及培训中心, 预计2023年大幅发力商业化销售。此外上半年图迈完成了数十例单臂构型腔镜手术机器人的探索性临床试验, 注册临床准备工作正在有序推进。
- **骨科手术机器人: 鸿鹄已经在NMPA和FDA均获批上市, 进展国内领先。** 2022年4月, 公司鸿鹄应用于TKA手术获得NMPA批准上市, 成为目前第一且唯一一款搭载自主研发、自有知识产权机械臂, 并获得国内上市的骨科手术机器人。2022年7月获得FDA的510 (K) 认证, 成为目前第一且唯一一款获得FDA认证的中国手术机器人, 是公司全球化战略的关键里程碑, 同时2022年3月亦提交CE认证申请, 预计2023年上半年有望获得上市。另外, 鸿鹄关节机器人THA、UKA适应症的注册临床即将开展, 进展国内领先。
- **内生+外延, 候补产品全面布局其他手术机器人赛道。** 公司泛血管领域通过“自研TAVR手术机器人+引进R-ONE血管介入手术机器人”成为国内第一梯队, 其中R-ONE已完成中国的全部注册临床试验入组, 预计2023年有望获批上市; 经自然腔道领域通过“自研经支气管镜手术机器人”成为国内领导者, 于2022年3月份完成首例人体临床试验, 预计2022年下半年开展注册临床试验; 经皮穿刺领域通过“引进iSR' obot™MonaLisa机器人+自动针头瞄准机器人系统ANT”布局, 前者已经完成中国的注册临床试验入组, 预计2023年有望获批上市。
- **风险提示:** 产品研发及上市进度或不及预期的风险、图迈上市后放量不及预期风险、政策控费风险。

和黄医药（0013.HK）：呋喹替尼获FDA优先审批，上市进程提速

- **呋喹替尼美国上市进程提速，有望于2023年下半年获批上市。** 和黄医药已于2022年12月19日向FDA滚动提交呋喹替尼用于治疗难治性转移性结直肠癌的新药上市申请，并于2023年5月26日获优先审批，PDUFA日期为2023年11月30日，上市进程提速。2023年1月携手武田，在全球范围内进一步推进呋喹替尼的开发、商业化和生产进程，全球化进程提速。FRUTIGA取得阳性顶线结果，在于线胃癌中显示出显著的疗效和安全性优势。
- **赛沃替尼顺利纳入国家医保目录，有望加速放量。** 赛沃替尼是一款MET抑制剂，是国内唯一一款用以治疗MET-14外显子跳跃突变非小细胞肺癌的小分子药物，竞争格局良好。赛沃替尼联用方案数据惊艳，联合奥希替尼治疗MET异常、奥希替尼难治性非小细胞肺癌ORR达50%，该数据（SAVANNAH）预计下半年披露。赛沃替尼顺利纳入2022国家医保目录，销售放量可期。
- **后期管线落地在即，新适应症蓄势待发。** 公司大力推进后期管线监管批准战略，2023年有望迎来多项NDA催化，包括呋喹替尼二线胃癌、索乐匹尼布二线及以上免疫性血小板减少症、安迪利塞三线滤泡性淋巴瘤、索凡替尼日本桥接研究。我们认为，后期管线的落地将进一步提升公司的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 随着呋喹替尼、赛沃替尼和索凡替尼适应症的逐步落地，赛沃替尼纳入国家医保目录，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为7.1、7.7、9.1亿美元，对应EPS为-0.22、-0.11、-0.1美元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

康方生物-B (9926.HK) : 业绩超预期 , 多项适应症加速推进

- **卡度尼利单抗销售超预期 , 一线宫颈癌和一线胃癌Ⅲ期数据有望于2023年读出。**卡度尼利单抗于2022年6月29日获批上市 , 半年销售额达5.5亿元 , 超过市场先前预期的4-5亿元 , 反映出临床医生对卡度尼利单抗临床疗效和安全性的高度认可。考虑到一线宫颈癌和一线胃癌两项适应症已完成Ⅲ期患者入组 , 我们预计这两项适应症均有望于2023年读出注册临床数据。
- **AK112成功出海 , EGFR-TKI经治NSCLC有望于2023年递交上市申请。**AK112于2022年12月成功授权SummitTherapeutic , 截至3月7日 , 5亿美元首付款已全部到账 , 我们认为5亿美元现金可大幅充盈康方生物的在手现金 , 提升公司创新药的开发速度。目前 , AK112用于EGFR-TKI经治NSCLC适应症已完成Ⅲ期患者入组 , 预计将于2023年读出数据并递交上市申请。
- **派安普利单抗商业化持续发力 , 一线鼻咽癌适应症NDA在即。**派安普利单抗商业化持续发力 , 全年实现销售收入5.6亿元 , 同比增长164%。2023年1月 , 派安普利单抗获批一线晚期鳞状非小细胞肺癌 , 这一大适应症的获批有望加速产品放量。此外 , 派安普利单抗1L鼻咽癌有望于2023年递交上市申请。
- **盈利预测与投资建议 :**随着公司研发的逐步聚焦 , 管线的逐步落地 , 叠加卡度尼利的快速放量 , 公司业绩长期增长动力充足。预计公司2023-2025年收入分别为51.5亿、30.3亿和41.2元 , 对应EPS为2.51、-0.45和-0.15元 , 维持“持有”评级。
- **风险提示 :**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

基石药业-B (2616.HK) : 业绩符合预期 , 发展路径清晰

- **舒格利Ⅲ期非小细胞肺癌适应症被严重低估, 出海蓄势待发。**舒格利单抗是首款可用于Ⅲ期非小细胞肺癌的国产PD-L1, 我们预计该市场空间达35亿元, 目前该市场仅由舒格利单抗和度伐利尤单抗分庭抗礼, 但舒格利单抗适用范围更广。此外, 舒格利单抗于2022年底在英国和欧盟先后递交IV期NSCLC的上市申请, 有望于2023/1H24获批上市, 一旦成功上市, 将成为首款成功出海欧洲的国产PD-L1产品。
- **CS1003有望成为一线肝细胞癌的BIC药物。**目前一线肝癌的对照药物均为索拉非尼, 鲜有产品敢挑战仑伐替尼一线肝癌的位置, K药联合仑伐替尼挑战仑伐替尼遗憾失败。CS1003是全球第一顺位、敢于和仑伐替尼头对头的药物。在I b期试验中, CS1003联合仑伐替尼ORR达45%, mPFS达10.4m, 而一线肝癌治疗药物ORR普遍为25%-30%, mPFS为6-7.5m, CS1003优异十分明显。CS1003预计于2023年年底读出Ⅲ期数据, 若能复制I b期研究的数据, CS1003必将成为一线肝癌的BIC药物, 峰值销售额有望达30亿元。
- **ROR1一旦成药, 全球空间有望超百亿美元, CS5001有望成为首家国产ROR1ADC产品。**CS5001是一款ROR1ADC, ROR1ADC全球仅三款处于临床阶段, 前两款分别以27.5亿和14.3亿美元的高价被MSD和勃林格殷格翰 (BI) 收购。究其原因, ROR1为肿瘤胚胎蛋白, 高表达于多种实体瘤和血液瘤, 如非小细胞肺癌、白血病、淋巴瘤等, 全球患者人群达300万人, 一旦成药, 空间有望达数百亿美元。基石药业的CS5001目前处于I期临床, 是唯一一款处于临床阶段的国产ROR1ADC, 先发优势明显, 临床前数据较MSD和BI的ROR1ADC更有优势, 预计于2023年底读出I期数据。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为6.79、9.87、15.47亿元。基石药业业绩成长确定性强, 管线落地在即, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**研发不及预期风险, 商业化不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 药品降价风险。

诺辉健康 (6606.HK) : 2022年业绩超预期, 联手医思健康推动宫证清在港上市

- **2022年业绩超预期, 常卫清高速放量。**业绩分产品看, 2022年常卫清实现收入3.6亿元 (+266.2%), 全年实现发货量约为80.6万单位 (+21%), 收入确认量约为36.1万单位 (+150%); 噗噗管实现收入2亿元 (+73.7%), 全年发货量超796.3万盒 (+37%); 幽幽管实现收入2.1亿元 (2022年1月获批上市), 全年发货量超355.1万盒。此外, 常卫清于2022年6月发售香港市场, 2022年国际市场实现收入60万元。我们认为常卫清、噗噗管、幽幽管目前市场渗透率较低, 随着销售团队的扩增、多渠道战略合作的强化、市场教育的持续深化, 未来业绩有望持续高增。
- **毛利率大幅提升, 费用率下降明显。**2022年毛利率大幅提升, 实现毛利润6.5亿元 (+318%), 毛利率提升至84.5% (+11.8pp)。毛利率分产品看, 2022年常卫清毛利率为83.4% (+7.4pp); 噗噗管毛利率为82.1% (+10.6pp); 幽幽管毛利率为90.7%。2022年费用率下降明显, 其中销售费率为70.5% (-55.4pp); 研发费率为11.5% (-14.3pp); 管理费率为14.8% (-28.9pp)。随着常卫清高单价的临床渠道和DTC渠道的放量, 出厂均价有望进一步提升, 且销量提升进一步强化了生产和检测的规模效应, 降低了单次检测的成本, 未来毛利率有望进一步增长。此外, 市场推广和团队建设的前期投入逐步开始兑现, 随着收入的增长, 销售费率有望持续下降。2023年公司净亏损有望提速收窄, 2024年实现盈亏平衡的目标。
- **商业化加速兑现, 启动国际化营销。**截至2022年末, 公司临床销售人数扩增至450人以上, 已完成超过1000家医院的准入和销售, 建立了牢固的KOL和医师关系网络。2022年是诺辉健康国际化的里程碑之年, 常卫清、幽幽管先后于2022年6月、2023年1月进军海外市场。
- **在研管线稳步筑基, 为长期发展蓄力。**公司目前已公开披露4条在研管线, 分别是宫证清、昔证清、易必清、PANDA。1) 宫证清: 2022年6月, 宫证清已展开注册试验, 并于2022年11月招募首位受试者, 预计2026年完成试验并公布研究数据。2023年2月, 宫证清取得CE认证, 具备在香港当地及大湾区申请上市批准的条件。2023年3月, 联手医思健康共同推动宫证清在港上市。2) 昔证清: 目前处于后期开发阶段, 计划于2023年启动昔证清前瞻性多中心临床试验。3) 易必清: 计划于2023年6月定案后进行一系列临床研究, 并旨在2024年6月展开注册试验, 继而于2025年6月获得国家药监局及新药上市申请批准。4) PANDA: 2022年11月, 针对超过22种癌症的泛癌种早期检测临床项目“PANDA项目”于中国展开, 并旨在至少六年内完成项目, 预期总投资额将超过人民币2亿元, 将招募5万名受试者。
- **盈利预测:**考虑到行业处于高速发展期, 以及公司产品商业化的显著优势, 预计2023-2025年营收分别为14.6/26.3/38.9亿元, 增速分别为91.2%/79.6%/48%, 2024年有望达到盈亏平衡点。
- **风险提示:**研发与商业化或不及预期; 市场竞争加剧风险; 政策变化风险; 持续亏损风险。

亚盛医药-B (6855.HK) : 小荷才露尖尖角 , 细胞凋亡赛道大有可为

- **推荐逻辑** : 1) 奥雷巴替尼完全批准适应症 (治疗1代和2代耐药和/获不耐受的CML-CP) 有望于2023年上半年获批上市, 进一步扩大患者人群; 2022年底以6%降幅 (实际执行价格) 成功纳入国家医保目录, 2023年放量有望提速, 预计奥雷巴替尼国内峰值销售额达15亿元; 在美国, 奥雷巴替尼针对普纳替尼耐药的CML和ALL试验有望启动注册性临床; 2) APG-2575国内有望递交上市申请, 单药治疗r/rCLL; 在美国, APG-2575联合阿卡替尼治疗CLL有望进入注册性临床研究, 预计APG-2575国内峰值销售额达20亿元; 3) APG-2449与洛拉替尼相比优势显著, 有望进入关键性注册II期临床, 预计APG-2449国内峰值销售额达7.7亿元; 4) 充足全球临床研发经验, 中美双报, 研发产品面对全球市场。
- **奥雷巴替尼商业化提速, 重磅适应症落地在即**。奥雷巴替尼是国内首款上市的第三代BCR-ABL抑制剂, 也是伴有T315I突变的CML唯一治疗药物, 奥雷巴替尼以6% (相对于实际执行价格) 的降幅成功纳入2022年医保目录, 2023年有望加速放量。一代和二代酪氨酸激酶抑制剂 (TKI) 耐药或不耐受的CML-CP于2022年7月递交上市申请, 有望于2023年获批上市。在2022年ASH (美国血液学会) 上, 奥雷巴替尼针对普纳替尼耐药的CML和ALL效果卓越, 有望于2023年在美国启动针对普纳替尼耐药CML和ALL的注册性临床。
- **APG-2575数据亮眼, 先发优势明显, 单药治疗CLL适应症有望NDA**。APG-2575是国内首款进入II期关键注册临床的国产Bcl-2抑制剂。APG-2575在2022年ASH上发布多个重磅摘要, 联合阿卡替尼一线和二线治疗CLL效果卓越。国内有望于2023年完成注册性II期研究, 并递交上市申请。美国有望进入注册性临床阶段, 此外, APG-2575联合化疗一线治疗AML的数据有望读出。
- **APG-2449针对NSCLC合并脑转移患者疗效显著, 差异化优势有望破局**。APG-2449国内首款进入临床的三代ALK抑制剂, 针对二代TKI治疗耐药的ALK阳性NSCLC合并脑转移患者, APG-2449的ORR达50%, CR达12.5%, 是首款在脑转移中观察到50%客观缓解率的三代ALK抑制剂, 针对脑转移患者较洛拉替尼相比优势明显。APG-2449有望于2023年进入关键性注册II期临床。
- **盈利预测与投资建议**。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为4.3、7.1、13.1亿元。亚盛医药业绩成长确定性高, 研发实力强劲, 给予公司2023年20倍PS, 对应目标价29.8港元, 给予“买入”评级。
- **风险提示** : 研发不及预期风险, 商业化不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 药品降价风险, 医药行业政策风险。

瑞尔集团（6639.HK）：高端民营口腔医疗开拓者，全国扩张持续推

- **推荐逻辑**：1) 儿童患龋率提升叠加老龄化趋势加剧，我国口腔医疗需求持续扩容，口腔医生供给由2011年的11.7万人增长至2021年的32.1万人，医生资源补齐驱动行业稳健增长，公司作为龙头企业有望充分享受行业发展红利；2) 双品牌战略定位不同需求，疫情期间逆势扩张，目前公司共计8家医院，114家诊所，分布于上海、北京、广州、成都等省会及直辖市，涉及15个城市，为后续业绩增长储备力量；3) 公司优质牙医资源利于打造口碑，超过46.8%的全职牙医拥有硕士或以上学位，且医生激励机制利于留存核心医生，带动公司业绩增长。
- **口腔医疗需求持续增长，医生供给增长驱动行业发展**：儿童患龋率提升叠加老龄化趋势加剧，我国口腔医疗需求持续扩容，口腔医疗服务行业医技依赖度高，口腔医生供给带动行业发展，我国口腔医生供给由2011年的11.7万人增长至2021年的32.1万人，医生资源补齐驱动行业稳健增长，公司作为龙头企业有望充分享受行业发展红利。
- **双品牌战略定位不同需求，疫情期间逆势扩张**：瑞尔齿科着力发展诊所业务，瑞泰口腔预计诊所和医院扩张同时开展，瑞尔齿科和瑞泰口腔分别总计在5年内扩张32和65家诊所。截至2022年9月30日，公司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，共计8家医院，114家诊所，分布于上海、北京、广州、成都等省会及直辖市，涉及15个城市，疫情期间逆势扩张，为后续业绩增长蓄势。
- **牙医资质一流，激励机制利于医生留存**。截至2022年9月，公司牙医超过910人，超过46.8%的全职牙医拥有硕士或以上学位，208名约23.6%的全职牙医拥有超过15年的牙科从业经验，牙医资质行业一流；对于青年医生，公司有完整培训体系，对于核心医生，公司采取合伙人制度，给予丰厚的激励，在带动公司发展的同时，留住中坚力量。
- **盈利预测与评级**：预计公司2023-2025年EPS分别为人民币0.02/0.16/0.23元，收入端3年收入复合增速为25.1%。由于公司大部分医院处于培育期，培育期医院亏损拉低公司净利润，故选取PS估值方式。根据行业平均估值，考虑港股流通性等问题，给予公司2024财年4倍PS，对应市值为80亿元人民币，约合92.32亿港元，对应目标价为15.89港元，给予“买入”评级。
- **风险提示**：政策风险；新建医院不及预期风险等。

先声药业（2096.HK）：业绩超预期，创新管线持续拓宽

- **神经、肿瘤和自免收入持续提升，业绩超预期。** 2022年，公司神经系统领域收入22.67亿元（+41%），占总收入的35.9%；肿瘤领域收入14.3亿元（+15.5%），占总收入的22.6%；自免领域收入12.8亿元（+39.4%），占总收入的20.2%；其他领域收入约13.4亿元（+8.6%），占总收入的21.3%。我们认为，神经、肿瘤和自免三大板块收入持续攀升，公司业绩步入快车道。
- **创新药物研发阶梯布局，迎来密集落地期。** 公司创新药研发管线近60项，正就17种创新药开展注册性临床研究，其中处于新适应症拓展或联用等阶段的上市产品5种，处于NDA/关键临床阶段的候选药物2种，处于I/II期候选药物10种。创新药物研发呈现梯度布局，产品管线持续拓宽。
- **创新药物适应症持续拓展，2023年研发里程碑众多。** 先诺欣于2023年1月获NMPA批准在中国附条件上市。先必新舌下片于2022年12月1日达到预期疗效终点，有望于2022年H1正式递交NDA申请。恩度治疗恶性胸腹腔积液的III期已入组328例。赛伐珠单抗联合恩沃利单抗治疗晚期实体瘤的II期临床试验已完成86例受试者入组。多款药物于2023年即将迎来关键催化。
- **盈利预测与投资建议：**先声药业业绩成长确定性强，研发实力强劲，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为75.9、93.7、113.1亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

科济药业-B (2171.HK) : CT053上市在即 , 期待实体瘤CAR-T破局

- **核心品种CT053 (BCMACAR-T) 落地在即 , 美国市场预计于2024年BLA。** Zevor-cel (CT053) 是公司旗下一款用于治疗复发/难治多发性骨髓瘤的全人抗自体BCMACAR-T细胞候选产品 , 可特异性识别BCMA , 令CAR-T细胞能够有效靶向及去除在细胞表面携带BCMA的多发性骨髓瘤细胞。CT053的NDA申请已于2022年10月18日获国家药监局受理 , 预计2023年下半年获批上市 ; 在北美正开展 I b/II期临床试验 (LUMMICARSTUDY2) , 预计2024年递交BLA。
- **CT041数据良好 , 有望率先突破实体瘤CAR-T。** CT041是公司旗下一款潜在全球同类首创的、靶向CLDN18.2的自体CAR-T候选产品 , 正在开发以用于CLDN18.2阳性实体瘤如胃癌/胃食管结合部癌以及胰腺癌的临床治疗。CT041的胃癌适应症正在中国进行确认性II期临床试验 , 计划于2024年上半年H1提交NDA ; CT041胃癌适应症在北美正在进行 I b期临床试验 , 计划于2023年启动II期试验。
- **携手华东医药加速CT053商业化放量。** 2023年1月 , 公司与华东医药就CT053在中国的商业化签订合作协议 , 华东医药被授予CT053在中国大陆地区的独家商业化权益 , 科济药业将继续负责CT053在中国大陆地区的开发、注册和生产。根据协议条款 , 科济药业将获得2亿元人民币首付款 , 以及潜在10.2亿元的注册及销售里程碑付款。我们认为 , 此次合作将加速CT053在中国大陆地区的成功商业化。
- **盈利预测 :** 公司核心品种CT053上市在即 , 在研品种逐步进入收获期 , 我们预计公司2023-2025年收入分别为2.2、1.6和7亿元。
- **风险提示 :** 研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

启明医疗-B (2500.HK) : TAVR业务复苏启航，在研管线凸显长期竞争优势

- **疫情影响2022年全年手术量，净利润亏损扩大。**疫情防控影响病人就诊及医生带教，对TAVR产品的放量产生明显负面影响，全年收入较2021年下降2.3%。分业务来看，其中VenusA系列产品收入3.58亿元（-11.7%），占比88.1%；VenusP-Valve收入4086.7万元（占比10.1%），其他业务752.8万元（-28.4%），占比1.8%。2022年毛利率77.2%（2021年78%），保持较为平稳。费用端来看，2022年销售费用2.6亿元（+20.5%），主要因海外市场开发投入增加所致；2022年研发成本5.27亿元（+104.2%），主要因完成Cardiovalve收购，导致研发开支相应增加。2022年管理费用1.92亿元（+49.5%），主要因完成Cardiovalve收购，导致海外行政开支及相关并购支出增加。2022年其他开支5.58亿元（+43.3%），主要因公司就若干无形资产及商誉计提减值亏损共计4.16亿元，系公司将关闭KeystoneHeartLtd及其附属公司的业务，同时于2022年11月暂停TriGUARD3在NMPA提交的产品上市申请。2022年全年归母净利润亏损进一步扩大至-10.6亿元（183.1%）。
- **TAVR业务复苏启航，国际化多点突破。**根据Frost&Sullivan预测，2025年国内TAVR手术量有望达到4.2万例，行业出厂规模有望达到50亿元，行业快速扩容；随着2022年5月VenusA-Pro上市，公司是国内首家拥有三款TAVR产品的公司，产品先发优势明显；从渠道看，截止2022年底，公司拥有超过260人的销售团队（较2021年底增加约40人），覆盖400家三级医院。2022年全年TAVR植入量约为3500例，终端市场占有率约为50%，具有绝对领先优势，地位稳固。上半年公司国际化战略亦实现较多突破，其中VenusP-Valve于4月份获得欧洲MDR认证，通过扩充全球直销、分销网络，已进入英国、爱尔兰、德国等14个国家市场，此外7月份获得NMPA获准上市，作为中国首个获批上市的TPVR产品，填补了临床需求的空白，同月亦于阿根廷获批上市，目前已进入英国、意大利、西班牙、丹麦、希腊、法国、德国、波兰、瑞士等20多个国家及地区。
- **在研管线丰富，从瓣膜病到肾动脉消融不断拓展业务边界。**公司近年来保持高研发投入，深度布局TAVR、主动脉瓣修复、TPVR、TMVR/TTVR、外科瓣膜、肾动脉消融等。其中1) TAVR在研储备产品包括Venus-PowerX（自膨干瓣，处于FIMI临床）、Venus-Vitae（球扩干瓣，2022年12月余阿根廷获批上市，未来也将在中国开展临床试验）；2) 主动瓣修复产品Leaflex国内处于FIM，CE已进入临床试验阶段；3) TPVR产品已在欧洲和中国上市，计划同时在美国和日本开启临床试验；4) Cardiovalve的TMVR/TTVR产品已在美国和欧洲进行多中心临床，同时加速在中国市场的临床开发和注册上市；5) RDN产品目前处于动物研究阶段，聘请RDN领域国际大牛Martin B. Leon教授及其团队担任全球PI；6) 治疗HCM的创新器械LiwenRF已完成的144例探索性临床试验，8月，LiwenRF射频消融系统通过NMPA创新医疗器械特别审批申请，获准进入特别审查程序；7) 外科干瓣Venus-Neo目前处于FIM阶段。公司研发管线丰富，后续优势不断巩固。
- **盈利预测：**预计2023-2025年收入分别为6.3、9.6、15.7亿元，归母净利润分别为-2.9、-0.9、2.4亿元，收入端持续高增长。
- **风险提示：**产品放量或不及预期、研发失败风险、政策控费风险、竞争加剧风险。

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

212



【医药团队】

首席分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卜黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				