

证券研究报告

2022年07月09日

行业报告 | 行业投资策略

医药生物

2022医药行业中期策略

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 张雪 SAC执业证书编号：S1110521020004

联系人 徐晓欣

联系人 李慧瑶

联系人 曹文清

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要：整体经营逐步恢复，五大交易机会精选布局

□ 医药行业整体持续恢复

- 2021年新冠疫情处于相对可控状态，医药行业整体显示出加速恢复趋势。2022年3月下旬以来，新冠疫情再次反复，对于企业的经营影响仍需进一步观察。站在当前时点，我们认为市场已部分反应了国内新冠疫情反复所带来的业务影响，部分行业龙头公司从估值角度已相当具备性价比，且在业务层面有望取得积极进展。

□ 五大交易机会

- **1) 创新药链条——医保谈判趋向宽松：**从医院收入拆分看，我们预计创新药和医疗服务是医保主要鼓励方向。2022年医保目录调整，国家医疗保障局首次对外公布谈判续约规则，为创新药提供新机遇；**2) 医疗服务——医疗服务价格上调：**各地加速推进医疗服务价格调整，医疗服务价格提升有望成为未来2-3年改革主线；**3) 中药——中药鼓励政策落地：**业绩兑现及估值性价比为首要考虑因素，竞争格局将是企业价值的核心筛选要素，中医药鼓励政策将推动行业进一步发展；**4) 风格配置——科创板&港股：**科创板医药行业业绩持续高速增长，业绩兑现+兑现度+性价比三维度筛选个股；**5) 消费医药——疫情后消费复苏：**预计二季度末开始逐渐恢复，长期趋势向好。

□ 精选个股

医药行业核心的优势是需求持续向好，我们建议从中期维度去看待企业的变化趋势，以估值性价比把握投资机会：

- **创新药产业链：**百济神州、贝达药业、信达生物（H）、恒瑞医药、建议关注荣昌生物、康方生物（H）；
- **医疗服务：**国际医学、三星医疗、海吉亚医疗（H）、爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖（H）；
- **中药：**济川药业、同仁堂、健民集团、羚锐制药、固生堂（H）、建议关注以岭药业、华润三九；
- **风格配置：**南微医学、诺唯赞、纳微科技、海尔生物、建议关注特宝生物、心脉医疗、海泰新光、微创医疗、惠泰医疗、键凯科技；
- **消费医药：**爱博医疗、华东医药、建议关注长春高新、欧普康视

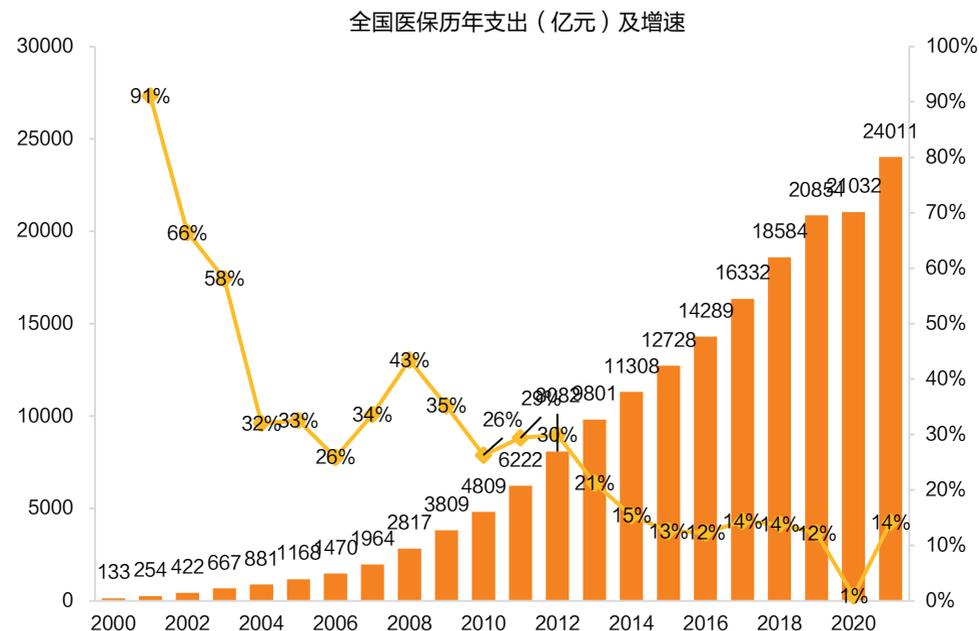
风险提示：政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，新冠疫情进展具有不确定性。

目录

一、创新药链条——医保谈判趋向宽松	P4
二、医疗服务——医疗服务价格上调	P20
三、中药——中药鼓励政策落地	P31
四、风格配置——科创板&港股	P40
五、消费医药——疫情后消费复苏	P53

医保收支：2021年基本医保收入、支出分别为同比增长16%/14%

- 2021年，基本医保（含生育险）收入、支出分别为2.87万亿元/2.40万亿元，同比2020年增长16%/14%，同比2019年增长18%/15%。
- 2021年职工医保（含生育险）收入19003.1亿元（+20.8%），主要由于2020年阶段性减征职工医保费，同比基数较低影响；其中，征缴收入（含生育险）17778.07亿元。2021年职工医保（含生育险）支出14746.73亿元（+14.6%），主要由于疫情防控常态化后就诊人次恢复。
- 2021年城乡居民医保收入9724.48亿元（+6.7%）；支出9296.37亿元（+13.9%），主要受就医恢复和新冠病毒疫苗及接种费用保障支出影响。

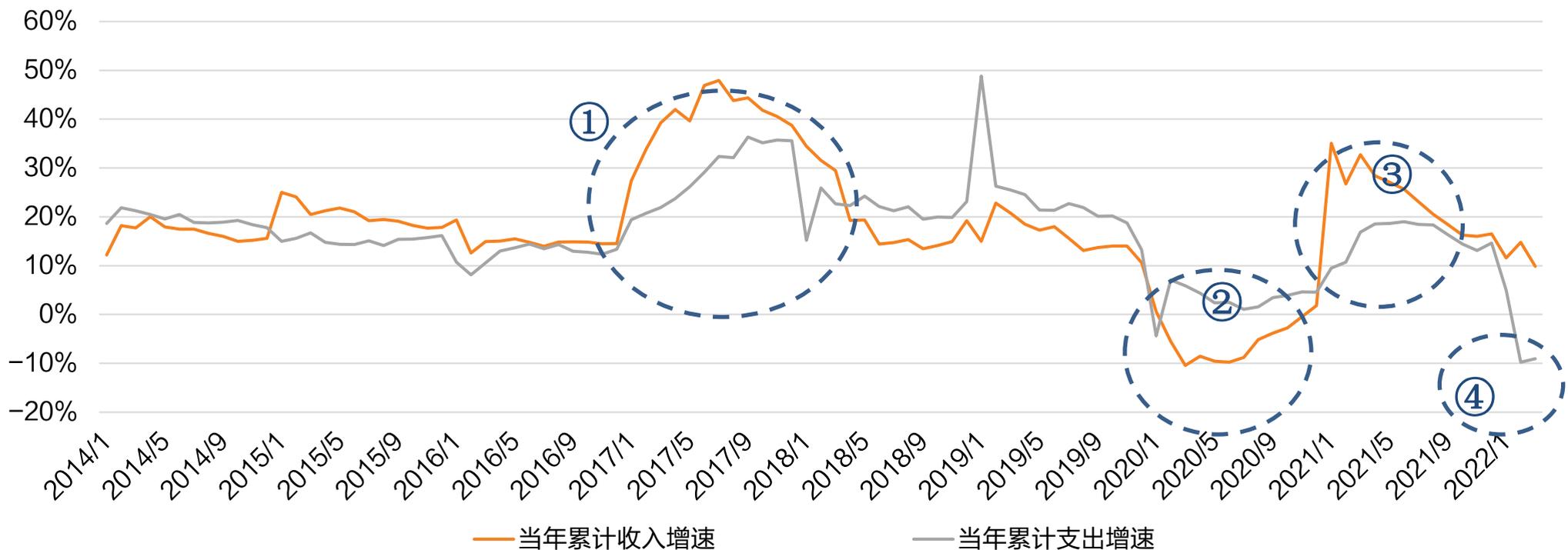


资料来源：国家医保局，天风证券研究所

2022年1-3月全国医保基金累计收入同比增长9.8%，累计支出同比降低9.0%

2022年1-3月，全国医保基金（含生育保险）累计收入8313.73亿元，**同比增长9.8%**，其中职工医保（含生育保险）4916.92亿元，居民医保3396.81亿元。累计支出（含生育险）4583.98亿元，**同比降低9.0%**，其中职工医保（含生育险）2950.82亿元，居民医保1633.16亿元。

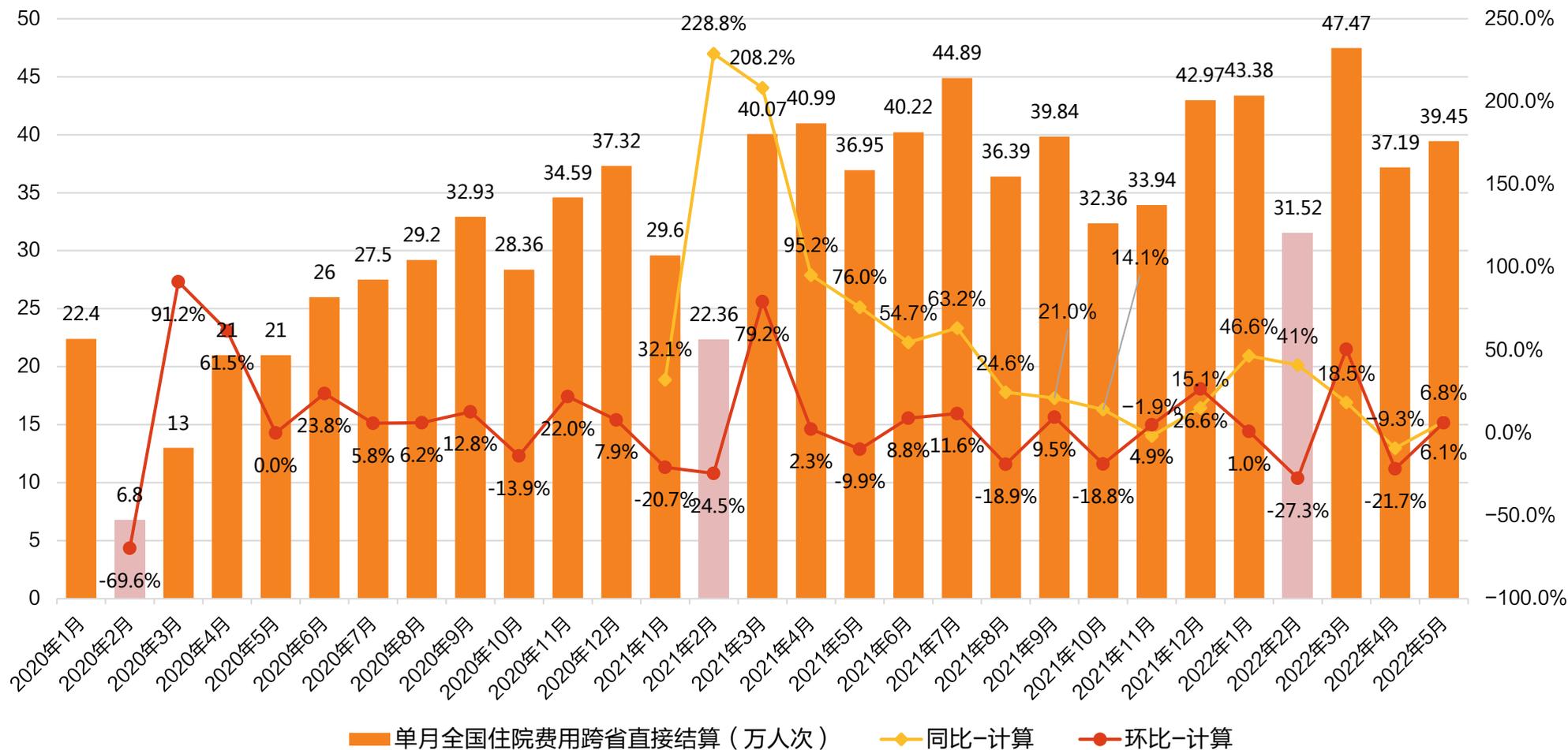
全国基本医保（含生育险）累计收入和累计支出增速（截止2022年3月）



资料来源：国家医保局，天风证券研究所；注：2020年开始收入和支出增速包含生育险；①2017-2018年城镇居民和新农合医保陆续合并；②受疫情影响，2020年2-7月全国多地实施阶段性减半征收职工医保单位缴费；③受2020年低基数影响；④部分区域受疫情影响，就诊量减少。

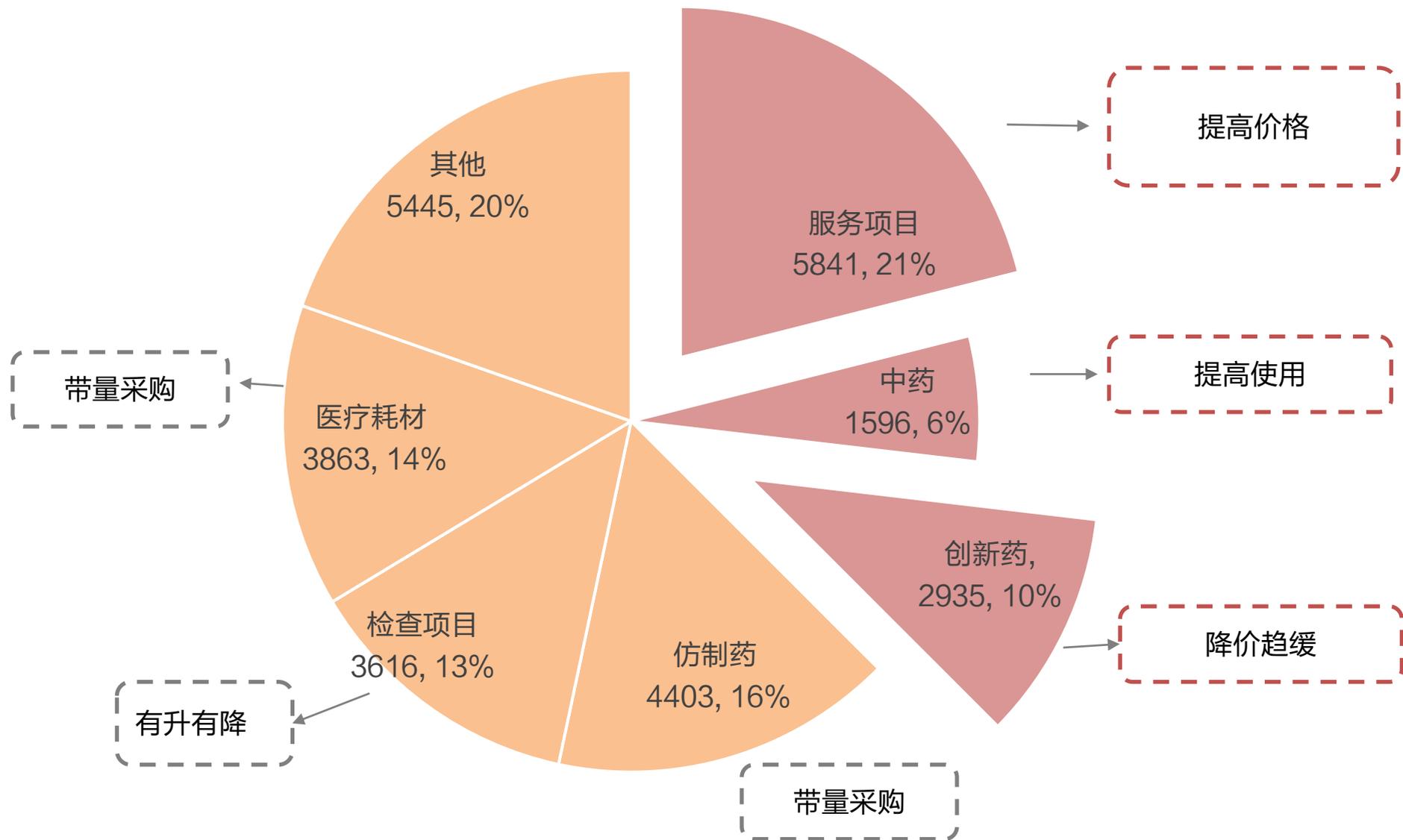
5月份全国跨省异地就医住院人数环比增长6.1%/同比增长6.8%

异地就医住院人数变化情况（2022/6/21）



资料来源：国家医保局，天风证券研究所；注：异地就医住院人数是指全国医疗保障跨省异地就医住院费用直接结算人次

2019年医院收入结构拆分：服务、创新药、中药预计是医保主要鼓励方向



2022年医保目录调整方案首次对外公布谈判续约规则，利于形成稳定价格调整预期

- 2022年6月13日，国家医疗保障局官网发布《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》及相关文件公开征求意见。
- 时间节奏：和2021年医保目录调整时间节奏基本一致，分为准备、申报、专家评审、谈判和公布结果五个阶段。相较去年提前1个月开始，5月开始，预计11月完成。
- 品种范围：时间范围长度基本一致（2017/1/1-2022/6/30），但2022年单独强调了儿童药和罕见病药。
- 工作方案（征求意见稿）还明确，按规定将符合条件的中药饮片纳入调整范围。独家药品的认定以2022年6月30日为准；拟纳入药品目录的非独家药品，采用竞价等方式同步确定医保支付标准。
- 续约规则和非独家品种竞价规则的对外公布利于形成行业价格调整的预期，有利于行业价格体系的进一步规范。

首次对外公布谈判续约规则，规范行业价格调整预期

- 本次品种分类为：专家审评后形成，拟直接调入、拟谈判/竞价调入、拟直接调出、拟按续约规则处理4个分类，今年**新增竞价调入**，并且明确了按**续约规则**处理，去除“拟可以调出”分类。
- 谈判续约规则为2018年国家医保局成立以来，首次对外公布谈判续约规则，核心的分类依据为产品销售额与医保基金实际支出/预算影响预估值的比值。

谈判续约规则

直接纳入常规目录

- ①非独家药品
- ②2018年谈判进入目录且连续两个协议周期均未调整支付标准和支付范围的独家药品

简易续约（主要针对在上一轮谈判后的2年协议期内，医保基金实际支出未超过预估值200%的品种）

新增非独家品种竞价规则，以医保支付意愿作为药品的准入门槛

第一次明确“拟纳入药品目录的非独家药品，采用竞价等方式同步确定医保支付标准”。

Step1: 医保方组织测算专家按程序进行测算，提出医保支付意愿作为该通用名药品的准入门槛

Step2: 参与申报的企业按程序提交报价

Step3: 药品通过竞价纳入医保目录的，取各企业报价中的最低者作为该通用名药品的支付标准

创新药政策体系逐步完善，利于行业形成稳定预期

研发准入

- 2015年7月，《关于临床试验数据核查公告》发布，药品研发准入体系的建立，创新药研发进入新时期；
 - 1) 核查临床实验数据，规范临床试验标准
 - 2) 1622个申报项目，撤回和不予批准1277个
- 2021年7月，《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》公开征求意见，药品研发体系进一步完善，肿瘤药科学有序开发
 - 1) 临床试验指导原则发布，规范临床研究
 - 2) 以临床价值为导向，以患者需求为核心
- 2022年4月，《双特异性抗体类抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》公开征求意见，双特异性抗体类抗肿瘤药物的临床研究进一步完善
- 2022年6月，《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性技术指导原则》公开征求意见，对于急需满足的临床需求，疗效显著的单臂临床试验有望加速药物上市

医保准入

- 2018年5月，国家医保局成立，医保准入体系建立，创新药医保谈判准入更为规范
 - 1) 统筹推进“医保、药品、医疗”三医联动改革
 - 2) 整合其他部委医保相关职能，统一组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准
- 2022年6月，2022年医保目录调整方案发布，首次对外公布谈判续约规则

销售准入

- 2019年3月，《2019年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》印发，医院（零售）准入体系建立，医保谈判进入常态化
 - 1) 价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入
 - 2) 同年8月，确定了128个拟谈判药品

资料来源：国家药监局，天风证券研究所

产业收购投资事情增多，大公司加大产业布局

- 产业投资收购活跃，行业整合加速。创新药行业收购市场表现强劲，投资收购事件增多有望助力行业泡沫出清。大公司加速产业布局，投资收购快速丰富产品管线。多项重磅收购事件达成。辉瑞收购Biohaven制药公司，将商业化Nurtec。2022年5月10日，辉瑞和Biohaven制药宣布两家公司已经达成最终协议，辉瑞同意以总额约116亿美元收购Biohaven制药公司及其偏头痛药物Nurtec。Nurtec是偏头痛类药物中排名第一的处方药，此次收购使辉瑞拥有在美国生产这种领先的偏头痛药物的权利。BMS收购TPT，获得核心资产具有BIC潜力的ROS1/NTRK抑制剂repotrectinib。恒瑞医药与其控股子公司共同出资20.1亿元，设立生物医药私募投资基金，做深产业布局。

图：2022年上半年创新药行业重大收购事件

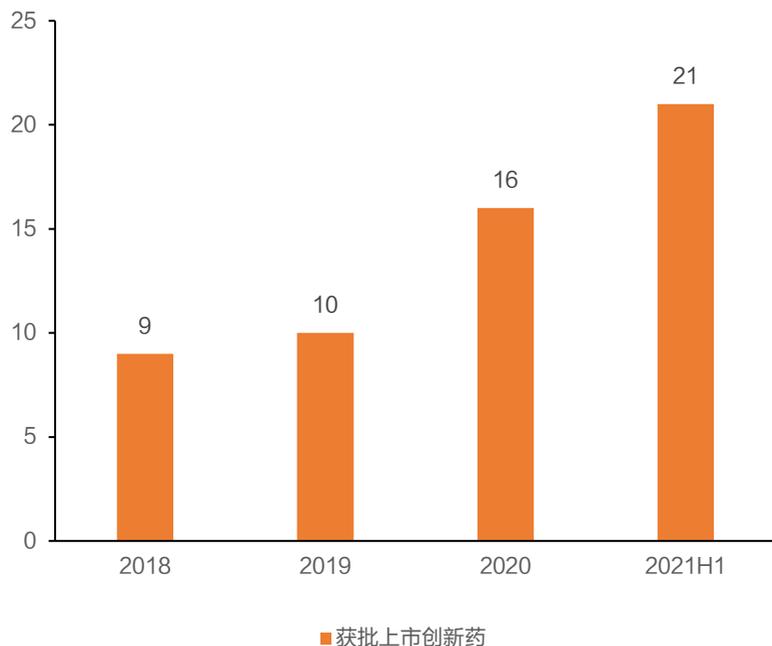
收购方	被收购方	金额	具体事件
Bristol-Myers Squibb	Turning Point Therapeutics	41亿美元	全球制药巨擘BMS以每股76.00美元的价格现金收购Turning Point Therapeutics，总金额为41亿美元，使其获得核心资产具有BIC潜力的ROS1/NTRK抑制剂repotrectinib。
中国生物制药	F-star Therapeutics, Inc.	1.61亿美元	中国生物制药收购F-star Therapeutics, Inc.所有发行在外的普通股，总代价为现金约1.61亿美元，或每股7.12美元。
EW Healthcare Partners	TherapeuticsMD	1.77亿美元	EW Healthcare通过以每股10美元的价格购买TherapeuticsMD的所有流通股加入美国市场。
葛兰素史克（GSK）	Affinivax	21亿美元+12亿美元里程碑	葛兰素史克（GSK）押注21亿美元现金，再加上高达12亿美元的里程碑，以收购Affinivax及其24价肺炎球菌候选疫苗（目前处于II期），以及生产这种疫苗的技术。
辉瑞（Pfizer）	Biohaven	约116亿美元	辉瑞同意以总额约116亿美元收购Biohaven制药公司及其偏头痛药物Nurtec，使其拥有了在美国生产这种领先的偏头痛药物的权利。
再生元（REGENERON）	Checkmate	2.5亿美元	再生元和Checkmate两家公司已签署最终协议，再生元将以每股10.50美元的全现金价格收购Checkmate普通股，拟议的Checkmate的总股权价值约为2.5亿美元，此次收购将丰富再生元的免疫肿瘤产品管线。
石药集团	铭康生物母公司珠海至凡	1.54亿元	石药集团，将向铭康生物注资1.54亿元，获得溶栓药铭复乐，或将有机会弥补恩必普销量下滑所带来的空缺。
默沙东（MSD）	Seagen	/	据华尔街日报报道，默沙东正在评估收购Seagen的可能性，拓展ADC技术布局。

资料来源：中国生物制药官网，恒瑞医药官网，药时代官方微信公众号，中国医药创新促进会，医药魔方微信公众号，天风证券研究所

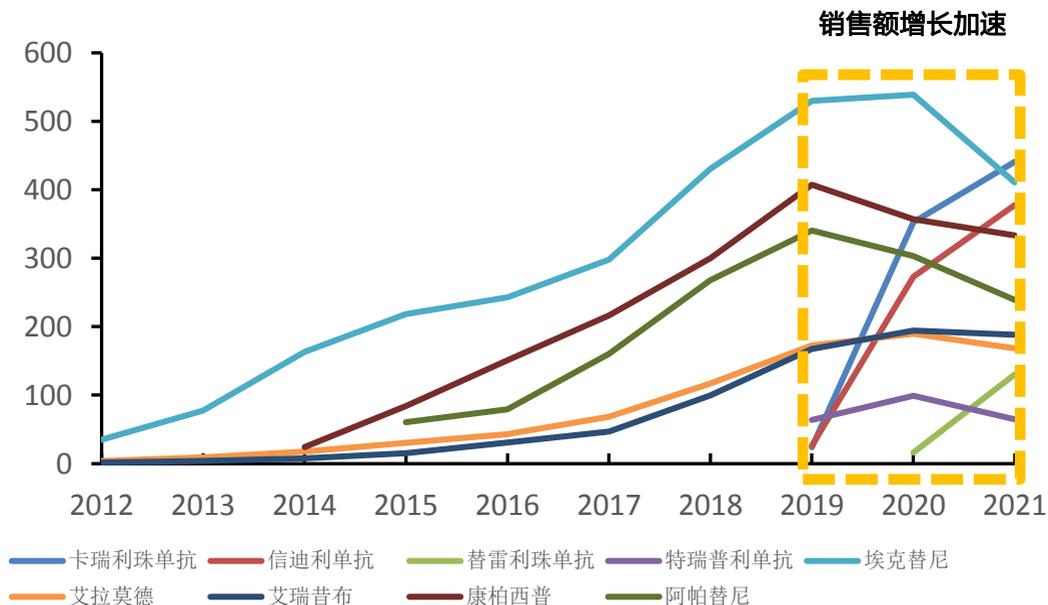
创新药行业进入商业化兑现阶段，商业化能力成为胜负手

- 中国创新药市场已达千亿规模，创新药获批上市数量迅速增长。中国市场1949-2008年上市I类新药仅5个；2009-2018年增至20个。此后仅2018年就有150余个国产I类新药申报临床，20个进口创新药、8个国产创新药首次递交上市申请，8个国产新药获批上市。
- 近年来创新药上市后销售额增速加快。根据PDB样本医院统计的销售数据，近年上市的信迪利单抗、替雷利珠单抗和卡瑞利珠单抗等，上市后销售额增速高于康柏西普、阿帕替尼、埃克替尼、艾拉莫德以及艾瑞昔布等5或10年前上市产品的上市后销售额增速。

图：NMPA批准上市的创新药数量（单位：个）



图：近十年上市的部分创新药产品销售额变化（单位：百万元）



资料来源：头豹研究院，PDB样本医院数据库，NMPA，天风证券研究所，注：创新药类别为化学药和生物药

创新药链条——医保谈判趋向宽松

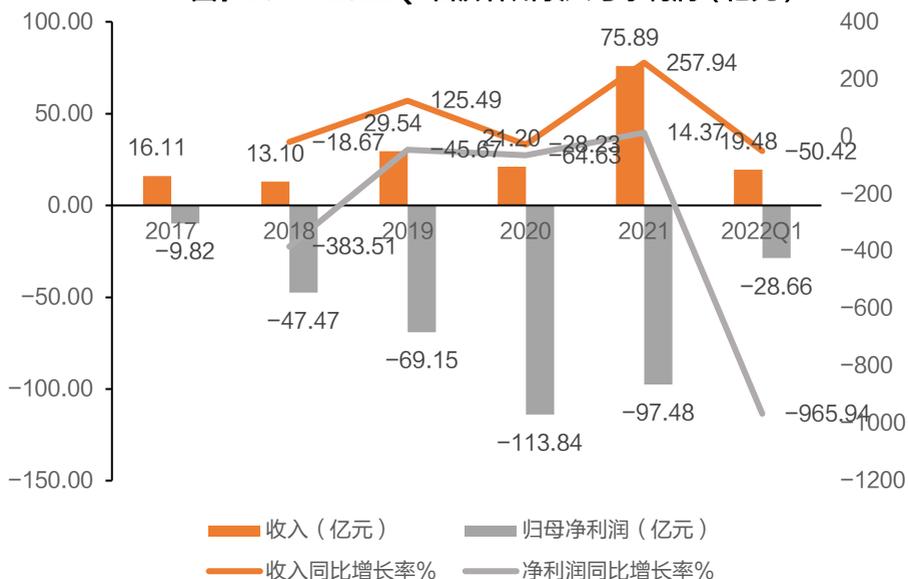
- 政策框架体系愈发明晰，随着多项创新药相关的临床试验、注册审批、医保准入、终端推广等政策发布，中国创新药行业发展已进入规范化发展新阶段，过度竞争有望从源头上得到改善。2022年6月，2022年医保目录调整方案发布，首次对外公布谈判续约规则，规范行业价格调整预期。我们预计医保谈判将趋向宽松，给予创新药物合理定价。
- 近期海内外多项收购、投资相关动态提示从产业发展的角度出发，创新药行业发展已见底，后续有望回升提振。海外多家药企收购biotech，包括辉瑞收购Biohaven制药公司及其偏头痛药物Nurtec；BMS收购Turning Point Therapeutics，获得核心资产具有BIC潜力的ROS1/NTRK抑制剂repotrectinib；恒瑞医药与其控股子公司共同出资20.1亿元，设立生物医药私募投资基金；默沙东正在评估收购Seagen的可能性，拓展ADC技术布局等。
- 创新药行业进入商业化兑现阶段，商业化能力成为行业胜负手。我们对82家在A股、H股或美股上市的中国创新药企商业化进度进行统计，超过半数（48家）企业已有获批上市的创新药产品。随着多家创新药公司拥有商业化品种，创新药行业进入业绩兑现阶段。拥有丰富可延续的研发管线以及成熟商业化团队创新药公司有望取得持续的高速增长。
- 建议关注拥有合理可延续的研发管线并具有优秀商业化能力的创新药公司及相关产业链：百济神州、贝达药业、信达生物（H）、恒瑞医药、荣昌生物、康方生物（H）、君实生物、药明康德、康龙化成、金斯瑞生物科技（H）、皓元医药。

资料来源：药时代官方微信公众号，恒瑞医药官网，天风证券研究所

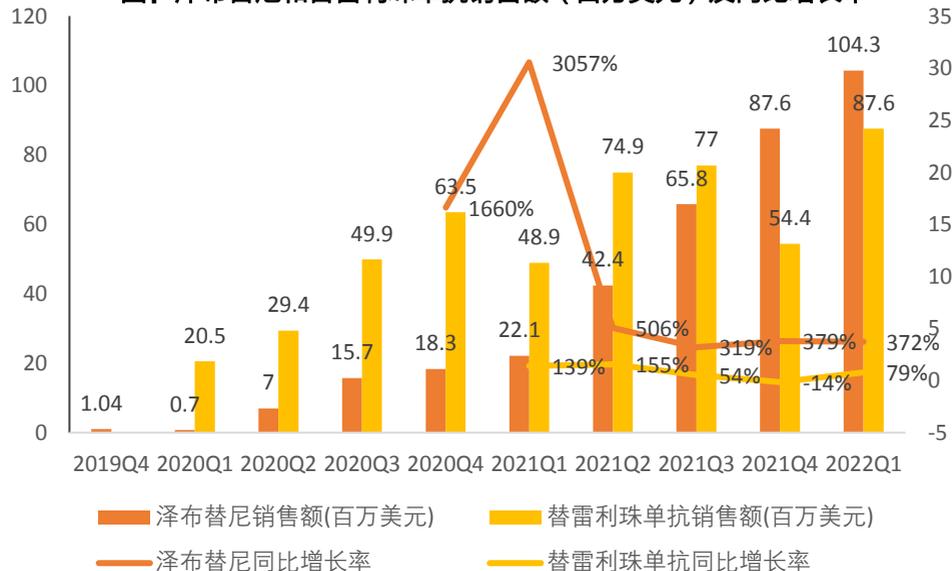
百济神州：研发管线储备丰富，国际商业化打开收入增长空间

- 百济神州经过十余年的发展已成长为具备和国际MNC药企同台竞争实力的中国创新药公司。2021年和2022Q1公司收入分别为75.89亿元和19.48亿元，同比增长258%和下降50%。2022Q1同比下降主要是由于去年同期大额授权费用确认收入所致。2022Q1产品收入约16.62亿，同比增长141%。
- 百济神州拥有14款自主研发品种，合计开展超30项在研管线。公司具有成熟的国际化临床试验研发和运营能力，可延续的梯度管线布局，在研管线和商业化产品具有全球竞争力。截至2021年，已在45+个国家和地区启动了100+临床试验，30+项已申报或潜在注册可用的临床试验。公司商业化能力日益成熟，超3000人商业化团队，2款核心自研产品收入保持高速增长，并且或有加速增长的趋势。
- 百济神州自研品种收入占比超75%，成为主要收入贡献。2022Q1自研创新药泽布替尼和替雷利珠单抗分别收入为1.04亿美元和8760万美元，同比增长372%和79%。美国FDA已受理泽布替尼用于治疗CLL/SLL适应症的上市申请，我们预计若泽布替尼在美用于治疗CLL/SLL适应症获批上市，有望带动泽布替尼收入进入加速增长阶段。

图：2017-2022Q1百济神州收入与净利润（亿元）



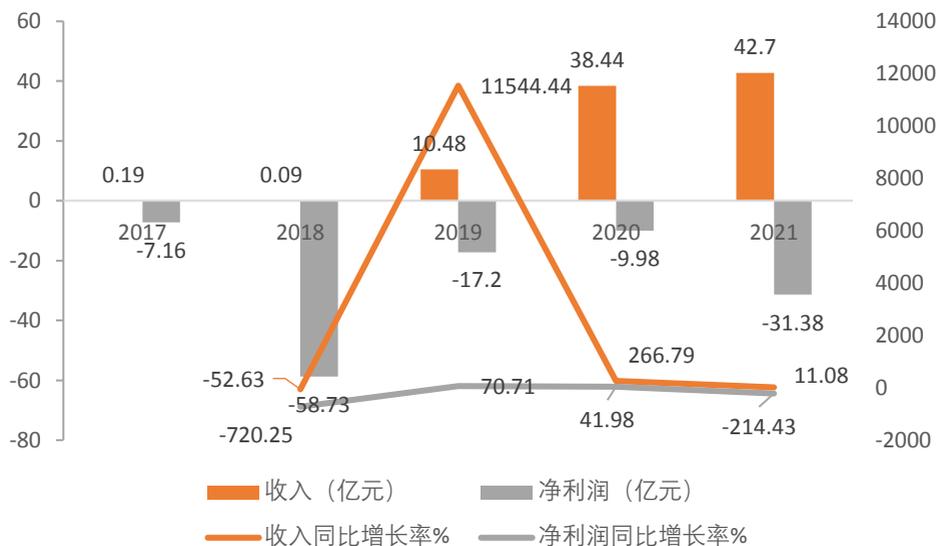
图：泽布替尼和替雷利珠单抗销售额（百万美元）及同比增长率



信达生物：多款创新药进入商业化，多领域拓展成长空间

- 信达生物2021年公司收入为42.7亿元，同比增长11.08%；净亏损-31.38亿，同比扩大214.43%。六款药物持续放量，产品收入达到40.01亿元，同比增长69%。
- 截至2022年7月1日，信达生物拥有7款已上市产品和多款III期临床阶段产品，迈入产品上市收获期。2021年信迪利单抗收入约27亿。信迪利单抗新增三项适应症获批上市，包括一线非鳞状非小细胞肺癌、一线鳞状非小细胞肺癌和一线肝细胞癌，均成功纳入医保目录，有望继续推动信迪利单抗放量。信迪利单抗具有单药适应症以及广阔的联合用药适应症拓展空间。IBI310处于关键临床II/III期、IBI188（中美临床进度不同）等产品处于关键临床III期阶段；IBI-112，IBI-362等产品的关键III期研究预计将于今年下半年启动。
- 信达生物加快创新在研产品的管线的研发，新产品涉及多个领域。公司目前已经成功建立起32种高价值产品的产品链，在研产品涵盖一系列创新靶点和药物形式，覆盖包括肿瘤、代谢、免疫学等多个疾病领域。针对高胆固醇血症的PCSK9亿申报上市；针对超重适应症的IBI362（GLP-1R/GCGR双激动剂）II期临床研究达到了主要临床终点和所有的关键次要临床终点。

图：2017-2021信达生物收入与净利润（亿元）



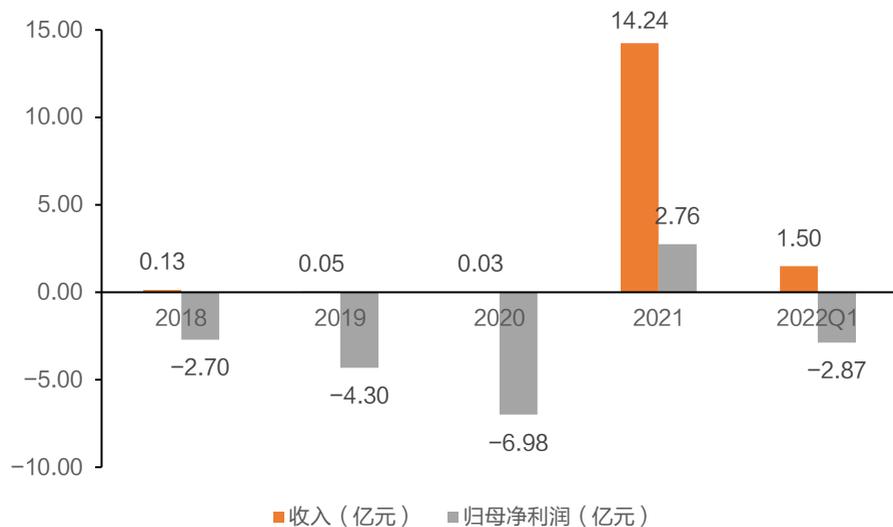
图：已上市产品和III期产品

药品通用名	靶点	适应症	状态
信迪利单抗	PD-1	1L非鳞肺癌，1L肺鳞癌，1L肝癌，HL	上市
贝伐珠单抗	VEGF-A	肺癌，结直肠癌，肝癌，宫颈癌，卵巢癌，胶质母细胞瘤	上市
利妥昔单抗	CD20	非霍奇金淋巴瘤，慢性淋巴细胞白血病，韦格纳肉芽肿	上市
培美替尼片	FGFR1/2/3	2L胆管癌	上市
奥雷巴替尼片	BCR-ABL/KIT	2L TKI耐药慢性髓细胞白血病	上市
雷莫西尤单抗	VEGFR-2	2L胃癌，2L肝癌	上市
阿达木单抗	TNF-alpha	强直性脊柱炎，类风湿关节炎，银屑病，幼年特发性关节炎，葡萄膜炎等	上市
IBI-306	PCSK9	家族性纯/杂合子高胆固醇血症，非家族性高胆固醇血症	上市申请已受理
IBI-310	CTLA-4	2L宫颈癌，1L肝癌，r/r滤泡性淋巴瘤，边缘区淋巴瘤	III期
IBI-188	CD47	MDS	III期(中国)

荣昌生物：具有ADC技术平台优势，差异化布局进入收获期

- 荣昌生物积累了平台技术，包括ADC、双抗和融合蛋白。2021年和2022Q1公司收入分别为14.24亿元和1.50亿元，同比增长46672.72%和3406.56%。2021年和2022Q1公司收入同比增长主要是由于泰它西普和维迪西妥单抗上市销售，营业收入增加所致。
- 荣昌生物拥有全面集成ADC平台，涵盖ADC开发及生产的全过程。目前，公司通过ADC技术平台研发的创新药有多种，其中维迪西妥单抗（RC48）已获批上市销售，成为中国首个获得美国、中国药监部门突破性疗法双重认定的ADC药物。2021年8月，荣昌生物宣布与 Seagen Inc. 达成独家全球许可协议，以开发及商业化维迪西妥单抗。
- 荣昌生物自研创新药成为主要收入来源。公司凭借专业化销售团队面向医生推广产品，以促进产品在临床方面的差异化定位。2021年年内，泰它西普作为全球首个SLE治疗创新双靶生物制剂实现销售收入4730万元，在2021年年底通过国家谈判纳入国家医保药品目录。维迪西妥单抗上市半年实现销售收入8400万元，已获批胃癌和尿路上皮癌两个适应症。2021年底，胃癌适应症通过国家谈判纳入国家医保药品目录。

图：2018-2022Q1荣昌生物收入与净利润（亿元）



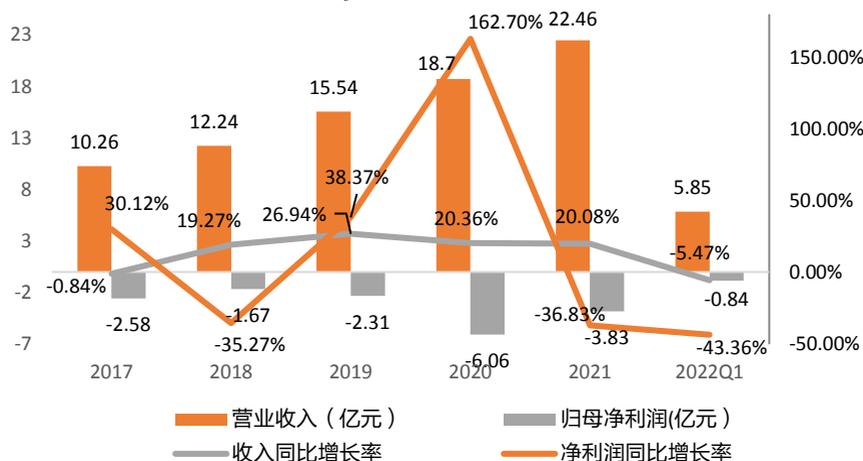
图：荣昌生物在研管线

疾病领域	候选药物	靶点	方式	状态							
				临床前	IND	I期	II期	关键/III期	NDA	上市	
自身免疫疾病	泰它西普 (RC18)	BLYS/APRIL	融合蛋白	█	█	█	█	█	█	█	█
肿瘤	Distamab Vedotin (RC48)	HER2	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC88	间皮素	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC98	PD-L1	mAb	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC108	c-MET	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC118	Claudin 18.2	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
肿瘤	RC138	保密	HiBody	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC148	保密	HiBody	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC158	保密	HiBody	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC168	保密	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC178	保密	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC188	保密	ADC	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC198	保密	融合蛋白	█	█	█	█	█	█	█	█
眼科	RC28	VEGF/FGF	融合蛋白	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC208	保密	纳米抗体	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC218	保密	HiBody	█	█	█	█	█	█	█	█
	RC228	保密	HiBody	█	█	█	█	█	█	█	█

贝达药业：深度布局肺癌领域，产品矩阵日益丰富

- 贝达药业是中国第一批创新药公司，埃克替尼累计收入超100亿。**2021年和2022Q1公司收入分别为22.46亿元和5.85亿元，同比增长20.08%和下降5.47%。2022Q1归母净利润0.84亿元，同比下降43.36%，主要系股权激励计划影响，剔除该影响因素后归母净利润为1.45亿元，同比下降1.93%。
- 聚焦肺癌领域，适应症覆盖广泛。**公司研发深耕肺癌领域，肺癌领域产品和在研产品覆盖了NSCLC中主要突变类型，包括EGFR突变、ALK突变、KRAS突变等。公司已有三款商业化品种埃克替尼、恩沙替尼和贝伐珠单抗。其中，埃克替尼术后辅助适应症于2021年经国家谈判纳入医保，恩沙替尼一线治疗ALK阳性NSCLC适应症于2022年3月获NMPA批准上市。2022Q1，埃克替尼和恩沙替尼销量分别实现同比增长19.56%和1103.87%。
- 商业化品种数量持续增长，创新管线研发迅速推进。**公司拥有17款主要在研品种，40余项在研管线持续推进，包含五款处于晚期临床研究或已递交上市申请的药物。处在临床研发阶段的在研项目包括PD-1单抗Balstilimab、CTLA-4单抗Zalifrelimab、CDK4/6抑制剂BPI-16350、RTKs抑制剂CM082等，布局热门靶点，为公司长期发展提供动力。另外，PD-L1抑制剂BPI-371153、SHP2抑制剂BPI-442096两项实体瘤临床IND申请均于1月获批，公司肿瘤免疫布局稳步开展。

图：2017-2022Q1贝达药业收入与净利润（亿元）



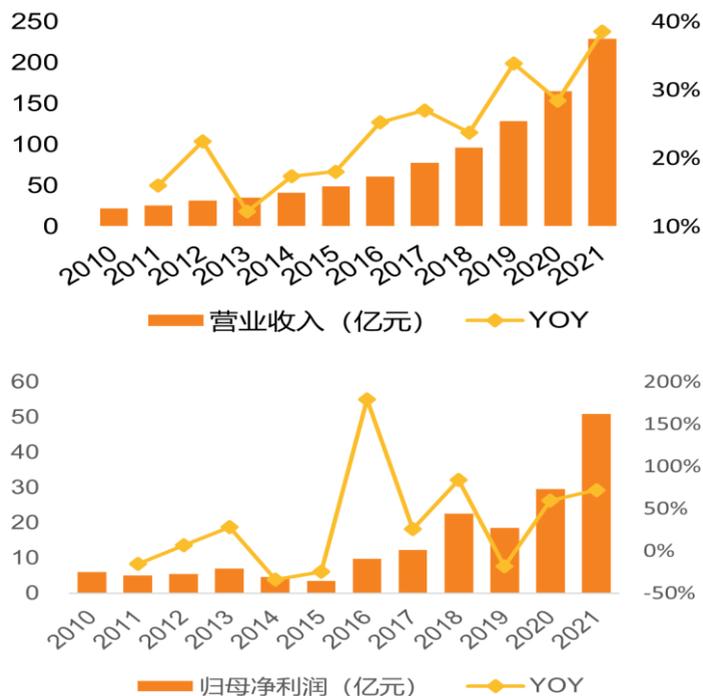
图：公司在NSCLC领域的布局



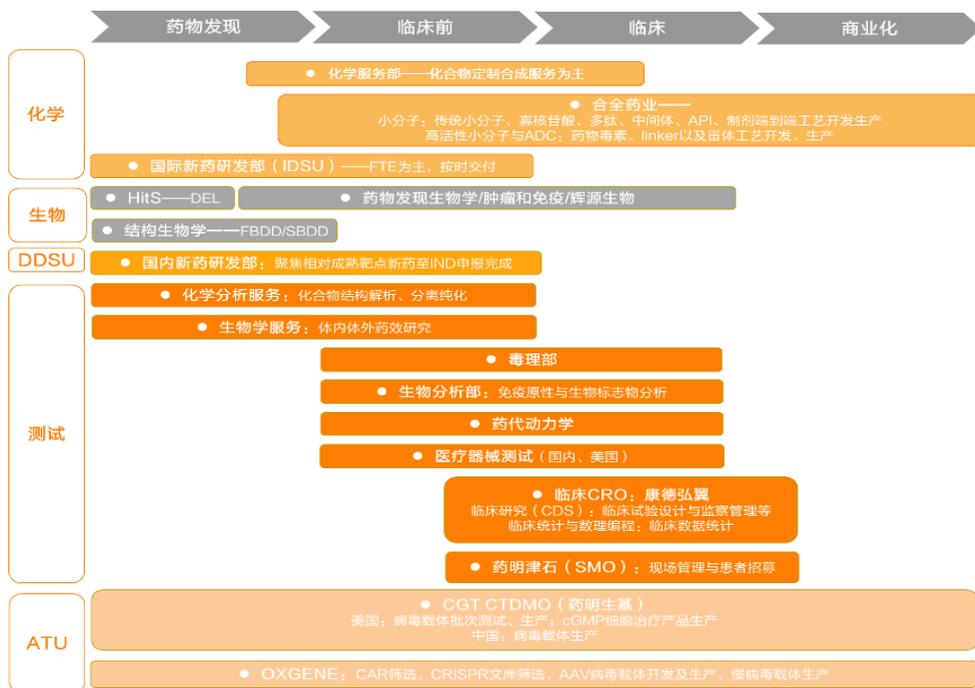
药明康德：一体化平台成果丰硕，收入加速增长创新高

- 得益于公司独创CRDMO\CTDMO业务模式，叠加“跟随分子-跟随客户-跟随科学”服务战略**，2021年营收同比增速为38.50%，2022Q1收入同比高速增长71.18%。利润端，2021年公司归母净利润较2020年增长70.38%，2022Q1增速高达106.52%，平台间协同效应显著。
- 公司资本开支延续高增长态势，产能将进入加速释放期。**2020年-2022年持续加大资本开支力度，2021年为69.36亿，同比增长128.8%；2022年预计为90-100亿人民币，叠加公司行业龙头竞争优势，将有望支撑公司业绩稳定增长。
- CRDMO业务模式渐成熟，协同效应显著增强。**公司持续强化CRDMO一体化服务模式，前后端项目导流加强，化学业务2021年实现营收140.87亿元（+46.93%）；2022年Q1收入61.2亿元（+102.1%），剔除新冠商业化项目后收入增长52.3%，D&M板块收入为43.7亿元，同比增速138.1%。
- CGT CTDMO积势蓄能，提升业务发展弹性。**2022年或将是CTDMO业务转折之年，公司CTDMO板块2021年收入达10.26亿元，同比降低2.79%；共覆盖开发与生产服务项目74个，包括5个临床II期项目、11个临床III期项目。

图：2010-2021年药明康德营收&利润（亿元）及增长率



图：药明康德一体化业务布局



资料来源：Wind，公司官网，天风证券研究所；注：管理费用率计算时包括研发费用

金斯瑞生物科技：多板块布局渐入丰收季，坚定看好未来成长空间

生命科学服务及产品：多元化业务布局，驱动业绩稳定增长

- ✓ **业务方面：**以基因合成业务为基石，不断开拓引物合成、蛋白表达、多肽合成、试剂抗体业务，仪器领域已布局蛋白分析仪器和半自动磁珠纯化仪等产品，未来公司将借助原有客户优势与品牌优势，逐步在GCT产业链及仪器/耗材等产品端发力。
- ✓ **产能方面：**逐步完成基因合成自动化平台升级，60%的基因合成通过自动化平台进行，自动化率提高12%，人员效率提高20%；2月10日亚太地区新加坡生产研发基地正式投产（3万ft²），为全球客户提供定制化服务。

生物医药CDMO：技术平台升级+产能加速释放，未来成长空间广阔

- ✓ GCT板块助力全球客户获得18个IND批件，抗体板块已助力客户获得13个FDA和NMPA的IND批件，其中2021年10个。积极推进产能建设的同时加强国际化布局，2022年5月成立韩国分公司；2022年1月19日镇江34000m²质粒病毒商业化GMP车间正式奠基，建成投产后质粒生产规模预计将达万升，病毒载体总生产规模将达到5000L，年产能将超过200批。

看好cilta-cel未来商业化空间，研发管线储备丰富

- ✓ **已上市管线：**传奇生物cilta-cel已于2022年3月获批美国FDA上市、5月获批欧盟附条件上市，近日美国ASCO年会报告cilta-cel最新数据CARTITUDE-2研究中位随访时间5.8个月时ORR达95%，充分突显Cilta-cel在前线治疗多发性骨髓瘤的潜力。传奇生物与强生共同推进cilta-cel在全球的商业化推广，基于强生在MM领域的全面布局与深厚积淀，公司和强生的强强联合有望快速推进cilta-cel疗法的全球销售。
- ✓ **在研管线：**传奇“端到端”研发平台已布局包括自体&异体CAR-T、TCR-T以及CAR-NK三大技术平台的超10余项研发管线，其中靶向Claudin18.2的LB1908、靶向CD4的LB1901已进入临床一期，各研发管线有望在cilta-cel上市推广获得充足现金流的良性循环下不断加速推进。

图：金斯瑞四大板块服务内容



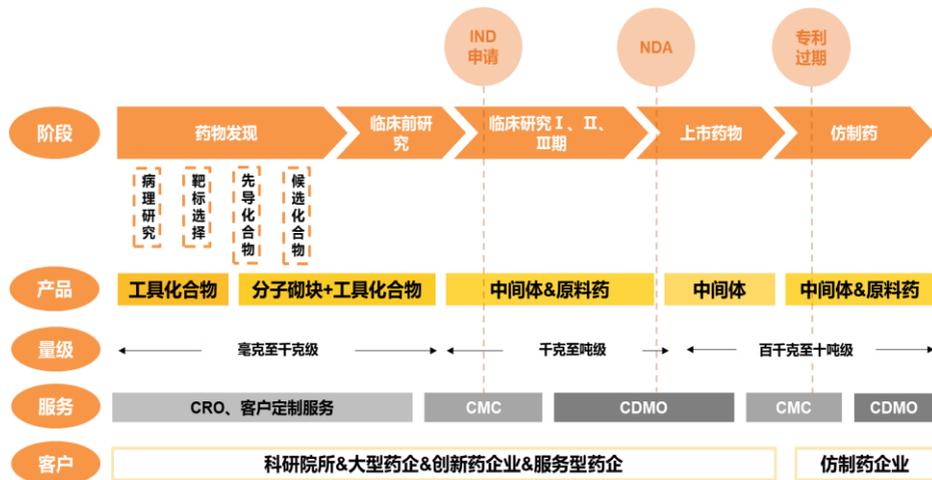
皓元医药：横向拓展纵向延伸，高速成长未来可期

- 以药物发现业务为切入点，不断拓宽业务范围。**在全球化品牌与商业化能力共同作用下，公司业绩实现高速增长，2021年营收和归母净利润同比增速为52.61%和48.70%，2022Q1分别为33.02%和15.06%。借助前端分子砌块和工具化合物业务，公司建立起全球化业务平台与客户渠道；建成后端仿制药与创新药CDMO平台，收购药源药物补足制剂业务短板，完善一体化布局；目前正布局ADC CDMO和生物试剂等业务。
- 搭建一体化CDMO服务平台，加速推进产能建设。**原料药和中间体业务2021年营收同比增速为46.33%，占比约43%，毛利率近36%。公司与知名药企签订艾立布林、曲贝替定等高难仿药合作协议，通过技术授权实现收入并获得销售分成；2021年承接创新药CDMO项目173个，其中上市申报/获批项目8个；马鞍山产业化基地部分车间进入设备安装调试阶段，预计2022年下半年陆续投产运营，将有效缓解产能不足短板。
- 研发驱动结合全球品牌，高效赋能新药研发。**分子砌块和工具化合物业务2021年营收同比增长57.60%，占比达56.23%，毛利率68.28%。该产品主要用于药物发现，现有化合物库包含分子砌块超4.2万种、工具化合物超1.6万种。自主品牌乐研和MCE试剂平台分别负责国内、外客户渠道运营，助力快速开拓公司全球业务。凭借强大研发能力与全球化品牌，该业务板块市场份额有望持续扩大。
- 纵向延伸布局新型业务，打开增长新空间。**公司较早开展ADC药物化学部分研发项目，开发出一系列高活性毒素、连接子和有效载荷，助力荣昌生物维迪西妥单抗上市；推进安徽皓元ADC高活产线建设与参股臻皓生物，完善一站式ADC CDMO平台建设。同时，公司增资（1.44亿元）欧创基因、成立皓元生物研发中心和子公司皓元生化切入生物试剂业务，未来有望依托现有品牌优势开拓全球市场，为公司创造新业绩增长点。

图：2017-2022Q1皓元医药营收与增速



图：皓元医药主营业务板块



目录

一、创新药链条——医保谈判趋向宽松	P4
二、医疗服务——医疗服务价格上调	P20
三、中药——中药鼓励政策落地	P31
四、风格配置——科创板&港股	P40
五、消费医药——疫情后消费复苏	P53

医疗服务：价格调整方案各省加速落地

- 2021年8月31日国家医保局、国家卫健委、国家发改委等八部委发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，目标通过3至5年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。到2025年，深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广。
- 2022年5月4日国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》，要求各省份2022年6月底前印发建立医疗服务价格动态调整机制相关文件，年底前将医疗服务价格调出成本监审和价格听证目录。指导5个医疗服务价格改革试点城市探索价格调整总量确定规则、调价综合评估指标体系等配套措施。

表：《深化医疗服务价格改革试点方案》主要内容

机制内容	主要内容	
五项机制	可持续的总量调控机制	加强对医疗服务价格宏观管理 ，平衡好医疗事业发展需要和各方承受能力，在总量范围内突出重点、有升有降
	规范有序的价格分类形成机制	管好通用项目价格基准，对技术难度大的复杂项目政府要“定规则、当裁判”， 更好体现技术劳务价值
	灵敏有度的价格动态调整机制	明确调价的启动条件和约束条件，在做好事前评估的基础上实施调整， 科学把握调价窗口，稳定调价预期
	目标导向的价格项目管理机制	构建内涵边界清晰、适应临床诊疗、便于评价监管的价格项目体系， 逐步消除地区间差异，促进医疗技术创新发展和临床应用
三项支撑	严密高效的价格监测考核机制	强化医疗服务价格改革运行情况评估，构建监测考核评估与医疗服务价格之间的激励约束关系和传导机制，确保价格机制稳定运行
	优化管理权限配置	医疗服务价格管理体系应 满足宏观管理需要、匹配各个层级的管理能力， 反映医疗资源的属地化特征
	完善定调价程序	最大限度 用规则代替自由裁量 ，规范有序、灵敏有度，兼顾效率与公平
四项配套改革	加强管理能力建设	加强上下衔接、区域联动、信息共享，提升医疗服务价格管理信息化水平，加强医疗服务价格管理队伍建设等
	深化公立医院综合改革	完善区域公立医院医疗设备配置管理，加强内部专业化、精细化管理，规范诊疗行为，合理确定薪酬水平，改革完善考核评价机制
	改进医疗行业综合监管	加强医疗机构医疗服务价格监督检查，研究制定医疗服务价格行为指南
	完善公立医疗机构政府投入机制	落实公立医院基本建设等政府投入，落实对中医医院和传染病等专科医院投入倾斜政策
衔接医疗保障制度改革	医疗服务价格和支付政策协同 ，价格管理总量调控和医保总额预算管理、区域点数法协同， 健全医保医用耗材目录管理制度 ，深化以按病种、按疾病诊断相关分组付费为主的多元复合式医保支付方式改革， 推进医用耗材全部挂网采购，扩大高值医用耗材集中带量采购范围 ，强化公立医疗机构定点协议管理	

表：《深化医疗服务价格改革试点方案》政策导向

序号	改革要点	方案解析
1	把握改革时间口	药耗带量采购为医疗服务价格调整创造了有利时机 。集采降价降费减轻了群众负担，为医疗服务价格赢得了改革的窗口。改革将从试点起步，预计通过 3-5 年时间，探索形成可复制、可推广的改革经验和典型样本，再逐步推开。
2	规划价格改革方向	有升有降，但预计以升为主。根据价格分类形成机制， 对通用型医疗服务 ，政府要把价格基准管住管好， 对于复杂型医疗服务 ，调价将更灵活、更有针对性，更好体现技术劳务价值，把改革红利传导到广大医务人员身上。
3	明确主体演化路径	公立突出公益性，全面利好民营医疗 。坚持公立医院的公益属性，严格控制收费项目和费用占比，不超过全部医疗服务的 10% 。非公立医疗机构落实市场调节价政策，合理定价，纳入医保支付的按医保协议管理。民营医疗服务将带来两个受益方向：1) 整体服务价格提升将在收入端带来增量 ，2) 获得更好的相对性价比 ，优质民营医疗机构在新的价格体系下，相比于公立医疗机构将更具有性价比。

医疗服务：五个医疗服务价格改革试点城市正在推进

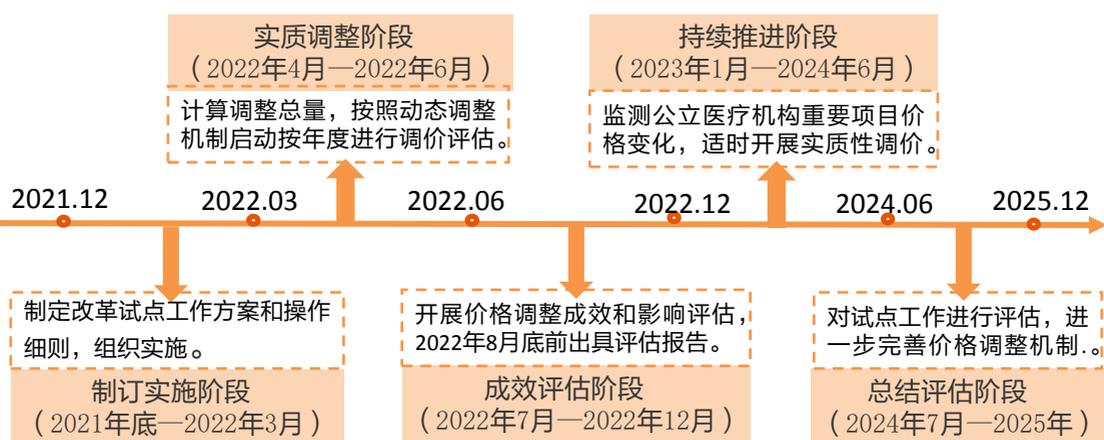
➤ 2021年11月24日，国家医疗保障局举办的深化医疗服务价格改革试点动员部署会在赣州召开，会上宣布将河北省唐山市、江苏省苏州市、福建省厦门市、江西省赣州市、四川省乐山市等5个城市列为改革试点城市。

城市	时间	文件/新闻	主要内容
江苏省苏州市	2022-05-30	《苏州市深化医疗服务价格改革试点实施方案》	建立五项机制、强化三项支撑和推进四项配套改革。
福建省厦门市	2022-03-18	国家医保局医药价格处翁林佳处长一行来厦指导我市深化医疗服务价格改革试点工作	翁林佳处长重点解读了《深化医疗服务价格改革试点方案》的出台背景和主要内容
福建省厦门市	2022-03-11	《2022年厦门市医疗保障工作要点》	结合厦门实际，启动 首轮调价 工作，做好风险评估，出台调价政策，进一步理顺价格项目间的比价关系，优化医疗机构收入结构。
江西省赣州市	2022-05-07	《赣州市深化医疗服务价格改革试点方案》	建立八项机制和推进五项配套改革。
江西省赣州市	2022-05-20	赣州市医疗保障局召开第二次全市深化医疗服务价格改革国家试点工作视频培训会议	会议详细讲解了国家医疗服务价格改革试点操作手册的总体思路、 价格总量宏观调控、通用型医疗服务价格制定和调整、复杂型医疗服务价格制定和调整 等。
江西省赣州市	2022-05-11	国家医疗保障局组织深化医疗服务价格改革国家试点工作线上视频交流研讨会	会议专题讨论 赣州市深化医疗服务价格改革试点价格动态调整操作细则修订工作 。
四川省乐山市	2022-01-18	《乐山市深化医疗服务价格改革试点实施方案》	建立五项机制、强化两项支撑和推进四项配套改革。
四川省乐山市	2022-05-09	乐山市深化医疗服务价格改革监测评估专题研究单位比选公告	编制2022年度乐山市深化医疗服务价格改革监测评估机制专题研究报告，在 2023年4月底之前 完成专题研究报告初稿并报审。
河北省唐山市	2022-05-31	河北省深化医药卫生体制改革领导小组简报第86期	2021年，唐山建立起调整总量内 价格分类形成机制、价格监测评估机制和医疗机构价格执行等级机制 。

图：苏州市深化医疗服务价格改革试点进度安排



图：赣州市深化医疗服务价格改革试点进度安排



地方实践——云南省医疗服务价格调整：1300项整体调增28%

- **价格改革思路将有升有降，但预计以升为主**：2021年5月15日，云南省医保局、云南省卫健委发布《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》，本次调整项目数共 1300 项，**平均调增幅度 28.25%**。其中调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。
- **调增的医疗服务项目**主要为综合医疗服务、医技诊疗、手术治疗、物理康复等。本次拟调整医疗服务价格的服务项目成本均高于拟调整价格，**体现技术服务劳务价值的手术、治疗类项目价格与成本偏离较大**。
- **调减的医疗服务项目**主要是检查、检验类项目，包括磁共振平扫、计算机X线摄影、X线摄影、普通CT扫描、伽玛刀治疗(一个靶点)、血栓弹力图试验(TEG)等项目。
- 按照医疗服务价格“**总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位**”的改革方向，**调整体现医务人员技术劳务价值的价格项目，降低检查、检验类项目价格**，符合国家和云南省医改医疗服务项目价格调整的方向。

部分调增项目情况

序号	项目编码	项目名称	项目内涵	除外内容	计价单位	说明	调整前价格(元)			财务分类	拟调整价格(元)			备注
							一类价	二类价	三类价		一类价	二类价	三类价	
61	270400001a	冰冻切片检查与诊断(非特异性感染标本)			例		150	150	150	D	250	250	250	
130	310702008	永久起搏器手术换	含取出和安装。	起搏器、心导管、电极	次		1000	850	750	E	1300	1105	975	
131	310702009	除颤器安置术		除颤器、心导管、电极	次		2000	1700	1500	E	2600	2210	1950	
134	310702016	心脏电复律术			次		60	51	45	E	70	60	53	

资料来源：《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案项目成本调查报告》，天风证券研究所

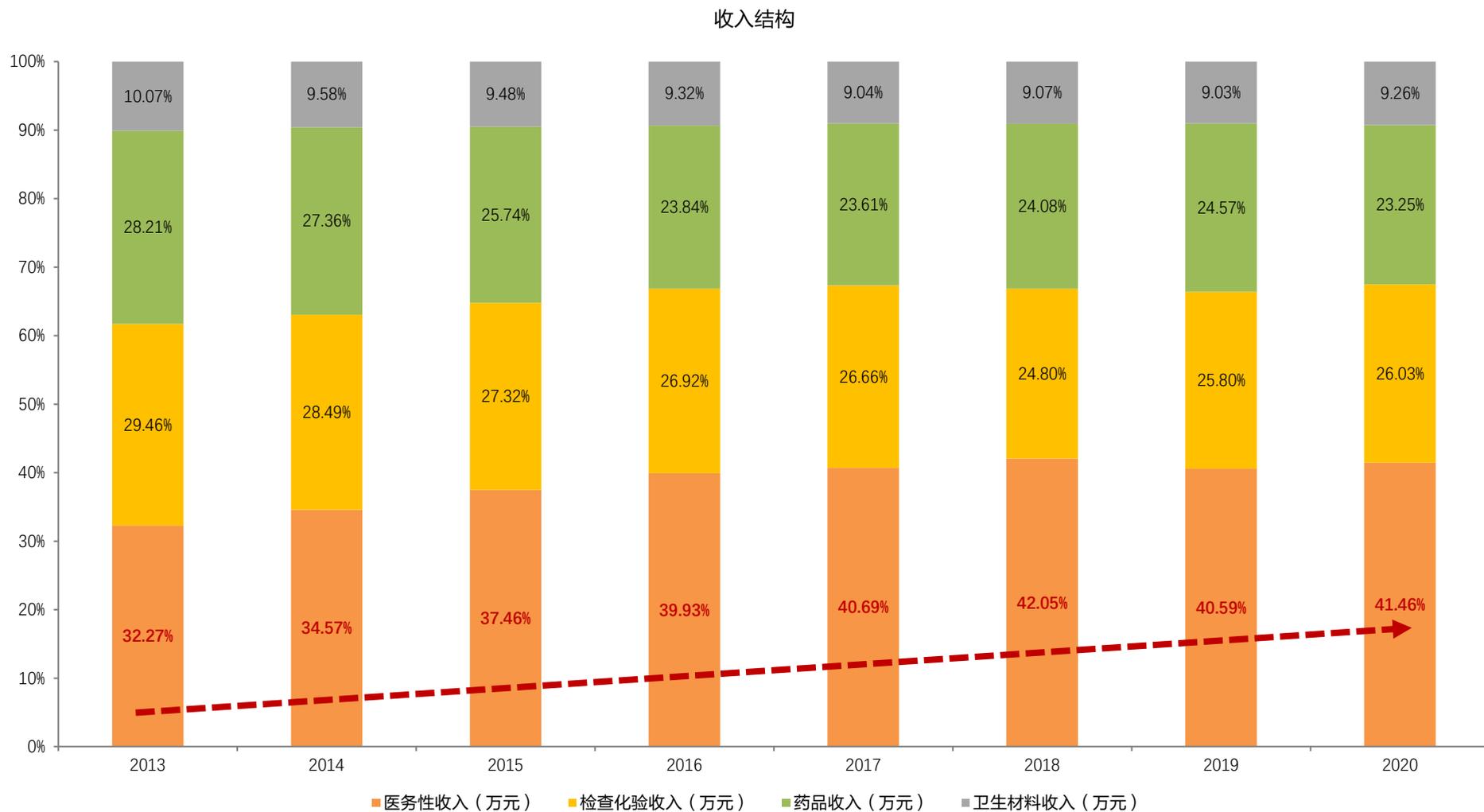
地方实践——福建三明市公立医院医疗服务价格调整

轮次	执行时间	项目数量 (项)	整体调增/ 调减	整体幅度	调增(项)	幅度	调减(项)	幅度	新增(项)	发布时间	文号	文件名称	发布机构
第一轮	2013年2月1日	80	调增	+27%	79	11-650%	1	100%		2013年1月30日	明政文〔2013〕22号	《关于县级以上医院实施药品零差率销售改革的通知》	市政府
第二轮	2014年6月1日	392	调增	+25%	256	7-100%	136	4-31%		2014年5月23日 2014年5月30日	明医改组〔2014〕10号 明政文〔2014〕120号	《关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知》	市医改组 市政府
第三轮	2015年6月1日	4318	调增	+49%	3363	2-150%	955	5-100%		2015年5月15日	明医改组〔2015〕13号	《关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知》	市医改组
	2015年10月15日	22							22	2015年10月12日	明价〔2015〕70号	《关于核定新增医疗服务项目价格的通知》	市物价局 市卫计委
第四轮	2015年12月1日	477	调增	+28%	360	3-600%	117	5-36%		2015年11月6日	明医改组〔2015〕23号	《关于调整理顺基层医疗卫生机构医疗服务价格的通知》	市医改组
第五轮	2016年7月15日	41							40	2016年7月15日	明价〔2016〕42号	《关于核定一批新增和取消的医疗服务项目价格的通知》	市物价局 市卫计委
第六轮	2017年9月1日	125			71		54		8	2017年8月22日	明医保〔2017〕8号	《关于进一步调整医疗服务项目价格工作的通知》	市医保局 市卫计委
第七轮	2019年8月20日	2454			降低磁共振扫描检查化验项目，提高部分小儿医疗服务项目					2019年8月9日	明医保〔2019〕63号	《关于进一步调整三明市公立医疗机构医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
第八轮(第一批)	2020年6月15日	80			核定5项新收费标准，重新核定6个项目收费，降低电脑血糖监测收费标准，修订3个手术项目名称和12项放疗项目计价单位，改变3项计价方式				12	2020年6月11日	明医保〔2020〕43号	《关于规范部分医疗服务价格项目及价格管理的通知》	市医保局
第八轮(第二批)	2020年9月20日	546			143				403	2020年9月11日	明医保〔2020〕57号	《关于进一步完善三明市公立医疗机构部分医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
第九轮	2020年12月25日	64							1	2020年12月21日	明医保〔2020〕69号	《关于调整三明市公立医院部分中医医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
	2021年2月5日	2	调增	+63%	2	30-67%	0	0	1	2021年2月1日	明医保〔2021〕7号	《关于进一步完善药事服务费的通知》	市医保局 市卫健委

资料来源：市政府官网，天风证券研究所

注：第一至四轮及第八轮为官方报道调价轮次，其余轮次依据文件发布时间排列

地方实践——福建三明市样本公立医院医疗服务项目占比提升



资料来源：三明市卫健委，天风证券研究所

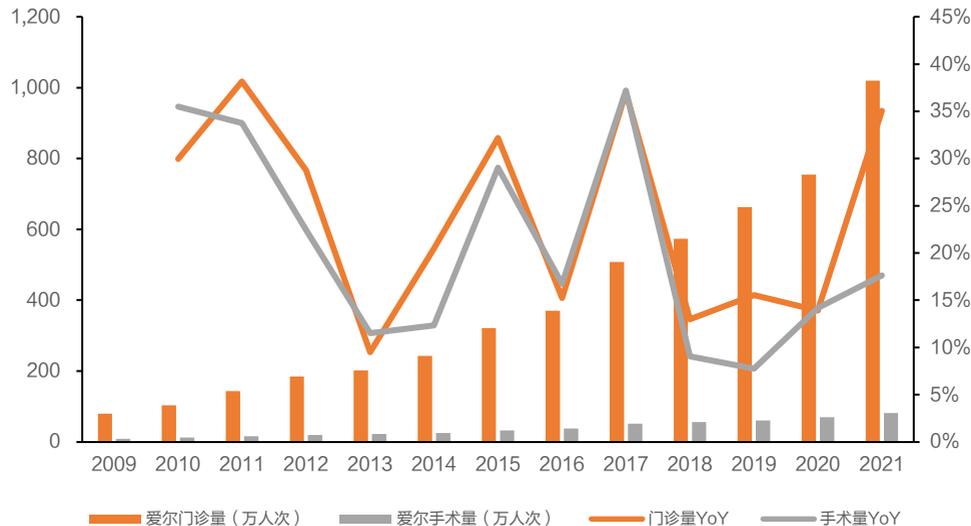
爱尔眼科：规模业务持续放量，构筑全球最大眼健康集团

- **爱尔眼科规模业务持续放量。**爱尔眼科的门诊总量节节攀升，从2009年上市的79.74万人次增长为2021年的1019.61万人次，2009-2021年十二年间上升了11.79倍，CAGR 23.66%；爱尔眼科手术量节节攀升，从2009年的9.01万人次增长为2021年的81.73万人次，2009-2021年十二年间上升了8.07倍，CAGR 20.17%。
- **爱尔眼科业务规模持续放量推动强劲的业绩增长和盈利增加。**自2009年到2021年底，爱尔眼科营收及归母净利润从6.06亿元及0.92亿元分别升至150.00亿元及23.23亿元，增长到上市初的23.75倍和24.25倍，CAGR分别达30.66%及30.87%。

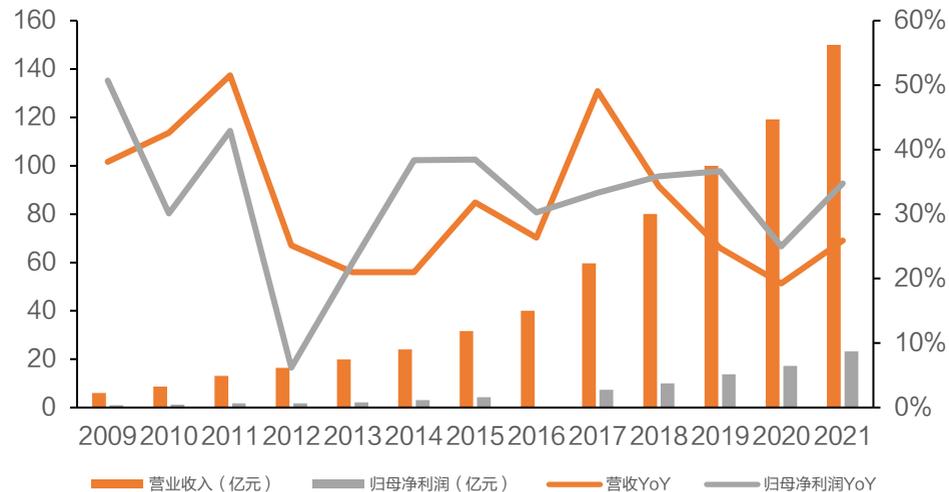
图：爱尔眼科全球布局



图：爱尔眼科历年就诊量



图：爱尔眼科历年业绩情况 (亿元)

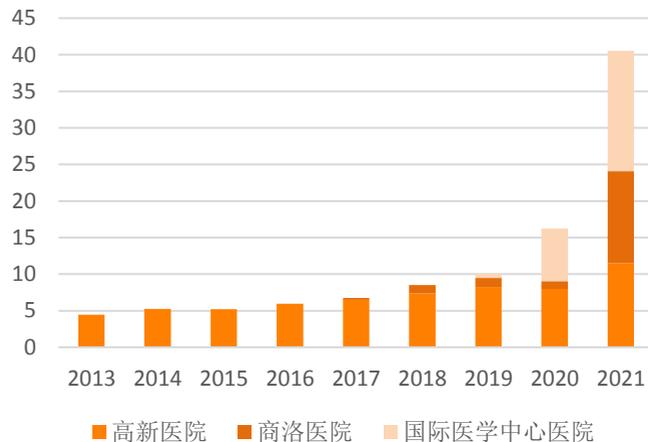


资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际医学：多家院区逐步投入运营，增长空间广阔

- **陕西大型综合医院集团，收入规模持续放量。**2021年公司收入29.21亿元，同比增长81.78%；归母净利润亏损4.28亿元，同比下降134%，主要由于医院前期固定成本较高所致。
- **国际医学中心医院、高新医院业绩迅速增长。**西安高新医院于2002年正式开诊，2009年获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院。西安国际医学中心医院于2019年9月开诊，作为国内最大单体医院（最大规划床位5037张）。商洛医院新院区1800张床位已投入运营。国际医学中心医院2021年营收29.21亿元，同比+81.78%。高新医院2021年收入11.52亿元，同比+44.26%。
- **多院区开诊在即，2022年床位数有望过万张。**随着国际医学中心医院（目前开放1500张）床位逐步开放，高新医院二期（新增1000床）和商洛医院新院区（床位1800张）投入运营，辅助生殖中心和康复中心（床位3600张，稳步建设中）开业，3-5年内公司总床位有望突破10000张，医疗服务体量大幅提高。

图：国际医学各医院营业收入（亿元）



表：国际医学院区建设与床位规划

医疗机构	运营主体	最大床位数（张）	状态
西安国际医学高新医院	西安国际医学高新医院	808	已投用
	西安国际医学高新医院（扩建项目）	1000	已投用
西安国际医学商洛医院	西安国际医学商洛医院（老院区）	500	已停用
	西安国际医学商洛医院（新院区）	1800	已投用
西安国际医学中心医院	西安国际医学中心医院	5037	已投用
西安国际医学康复医院	妇女儿童医院	1200	建设中
	骨科医院	1200	
	康复、中医、老年病医院	1200	

图：国际医学城规划图

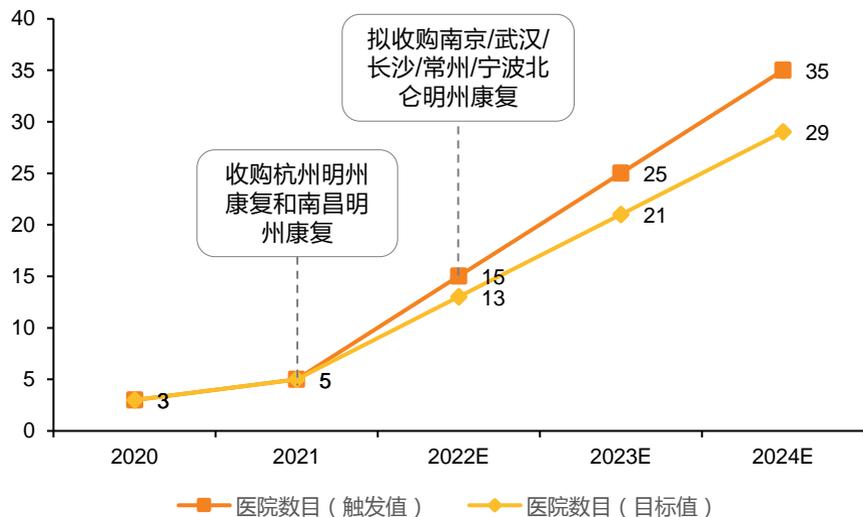


资料来源：高新医院官网，中心医院官网，商洛医院官网，康复医院官网，生殖中心官网，天风证券研究所

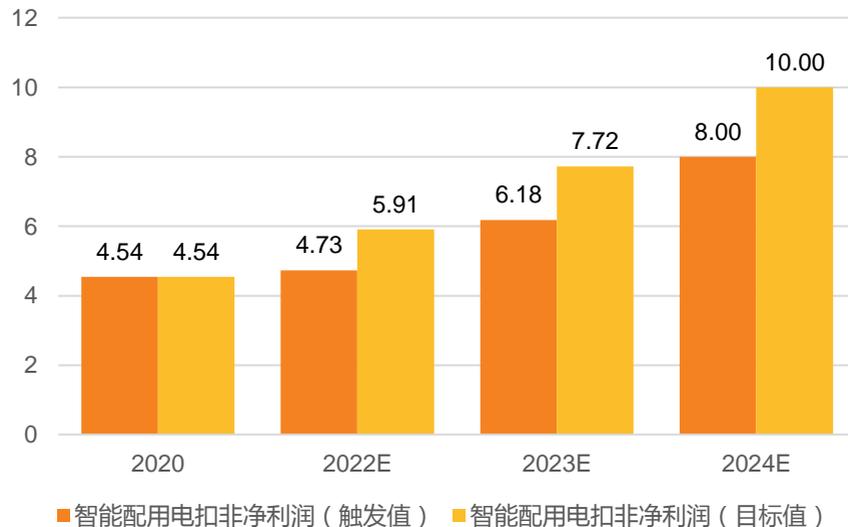
三星医疗：重症康复与公立医院有效协同，连锁康复大有所为

- **2021年电力业务短期承压，2022Q1经营趋势向好**：2021年实现营业收入70.23亿元，同比降低0.98%，归母净利润6.90亿元，同比降低27.83%，扣非归母净利润5.19亿元，同比降低25.86%。2022年Q1单季度实现营业收入19.82亿元，同比增长42.77%，归母净利润1.64亿元，同比降低3.23%，扣非归母净利润2.02亿元，同比增长40.63%。
- **康复并购扩张持续推进，进一步扩大领先优势**。公司2016年成立首家重症康复医院，并差异化选择重症康复发展道路，2021年收购杭州明州康复和南昌明州康复；公司目前形成了可持续拓展复制的模式，且具有一定的先发优势。2022年4月22日，临时股东大会通过南京明州康复医院等5家康复医院100%股权，根据股权激励考核目标，按照2022-2024年每年新增10家计算，截止至2024年底，公司医院数目有望达到35家，进一步扩大领先优势。
- **智能配用电业务在手订单充足，抓住国内国外双重发展机遇**。2021年公司累计在手订单67.07亿元，同比增长26.58%，其中国内累计在手订单45.53亿元，同比增长21.32%；海外累计在手订单21.54亿元，同比增长39.60%。根据电力股权激励，2022-2024年智能配用电业绩考核目标扣非净利润不低于5.91/7.72/10.00亿元。

图：三星医疗医院数量增长预期



图：三星医疗电力板块股权激励（亿元）



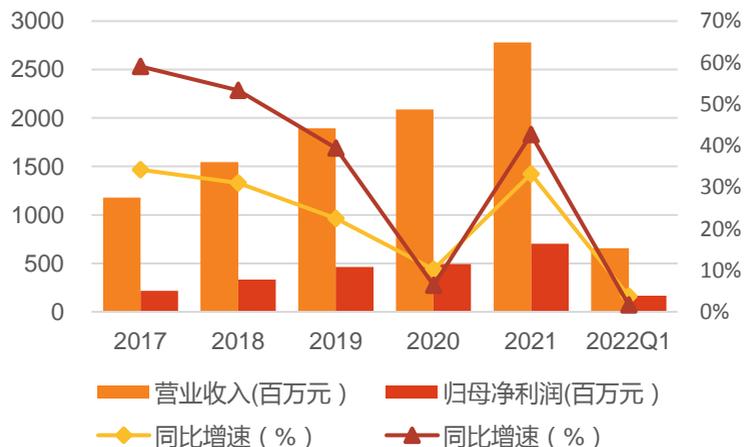
通策医疗：疫情致就诊需求略有延后，积极扩张蓄力长期发展

□ **疫情短暂影响2022Q1增速，未来有望逐步恢复**。2021年公司实现收入27.81亿元，同比增长33.19%，归母净利润7.03亿元，同比增长42.67%，扣非后归母净利润6.71亿元，同比增长41.74%；2022年第一季度实现收入6.55亿元，同比增长3.74%，归母净利润1.66亿元，同比增长1.25%，扣非后归母净利润1.63亿元，同比增长0.99%。

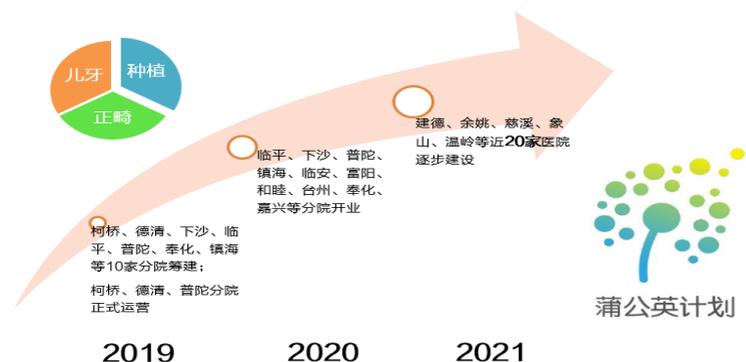
□ **各项业务增势较好，2022Q1种植业务表现较好**。2021年公司正畸业务实现收入5.34亿元，同比增长30%；种植业务实现收入4.41亿元，同比增长38%；儿科业务实现收入5.30亿元，同比增长32%；修复业务实现收入4.27亿元，同比增长25%。2022年一季度由于疫情影响，公司正畸业务实现收入1.24亿元，同比增长4.03%；种植业务实现收入1.02亿元，同比增长12.71%。

□ **门诊量持续快速增长，蒲公英计划稳步推进**。2021年公司口腔医疗服务营业面积超20万平方米，开设牙椅2246台，口腔医疗门诊量达279.82万人次，同比增长28%。公司蒲公英计划稳步推进，2021年浙江省内布局医疗机构43家，8家处于筹备、建设、验收。存济体系医院中，武汉存济口腔医院2021年门诊量10.87万人次，同比增长82%，营业收入同比增长63%，实现盈亏平衡。

图：疫情短暂影响2022Q1增速，未来有望逐步恢复



图：蒲公英计划建设情况



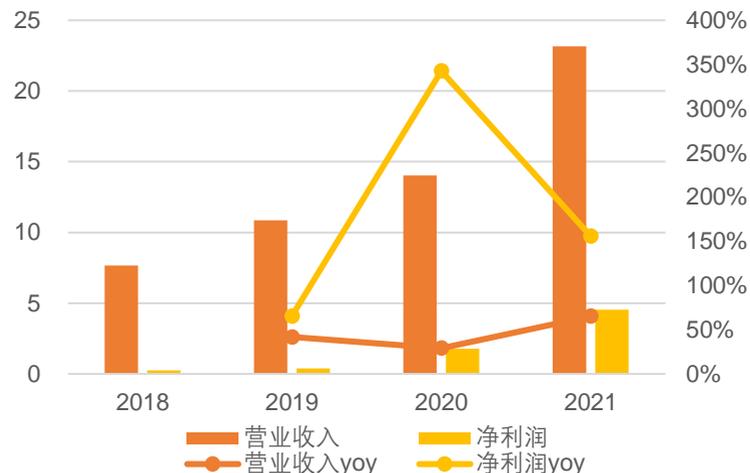
海吉亚医疗：“内生+外延”双逻辑下，业绩兑现能力持续验证

□ **内生增长+外延并购，持续贡献业绩增长。**2021年公司实现营业收入23.15亿元，同比增长65.17%；实现归母净利润为4.53亿元，同比增长155.9%。其中，医院业务占集团总收入92.9%，主要受益于：(i)存量医院收入的增长；及(ii)收购永鼎和贺州医院带来收入规模扩大。

□ **公司收入结构优化，净利率提升。**2021年集团核心业务医院业务持续发力，该板块收入占比上升至92.9%。凭借集团精细化管理和规模化优势，医院业务板块毛利率稳步提升，由2020年30.4%上升至2021年30.8%。集团净利率由2020年12.6%提升至2021年19.6%。

□ **新建并购项目稳步推进，收入规模有望放量。**2022-2024年间，重庆海吉亚二期、单县海吉亚二期、成武海吉亚二期预计开业，分别新增1000张、500张和350张床位。新建医院方面，德州海吉亚、无锡海吉亚预计于2023年开业，分别预计新增500和800-1000张床位。龙岩海吉亚和常熟海吉亚预计于2024年开业。截至2021年底，集团可开放床位超5000张，预计截至2023年底可开放床位突破10000张。

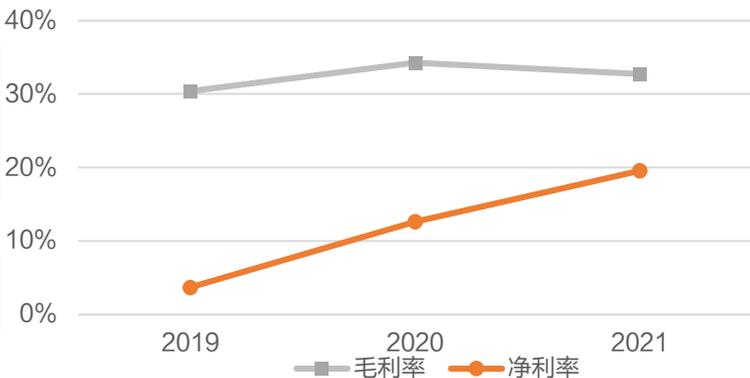
图：2021年集团收入和利润端增速显著



图：新建项目&二期项目进展及规划（2022-2024年）

类型	医院名称	预计增加床位数	预计营运时间	最新进展
在建项目	德州海吉亚医院	500	2023	已取得建设工程规划许可，医院为三级规模建制，预计2023年开业。
	无锡海吉亚医院	800~1000	2023	无锡海吉亚医院已完成土地摘牌，2021年11月举行开工奠基仪式，打造肿瘤专科特色三级综合医院，预计2023年底交付使用。
新签项目	常熟海吉亚医院	800~1200	2024	2021年5月签署了医院建设投资意向协议，打造肿瘤专科特色三级综合性医院，预计2025年建设完成。
	龙岩海吉亚医院	800~1000	2024	2021年4月签署了医院建设投资意向协议，打造肿瘤专科特色三级综合性医院，预计2024年建设完成。
二期项目	单县海吉亚医院	500	2022	2021年12月单县海吉亚二期肿瘤康复保健中心顺利封顶，预计2022年底前竣工。
	成武海吉亚医院	350	2023	截至2021年底，已完成不动产权证、建设用地规划许可证及建设工程规划许可证办理。
	重庆海吉亚医院	1000	2022	2021年12月实现主体封顶，预计2022年底前竣工。

图：收入结构持续优化，净利率显著提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

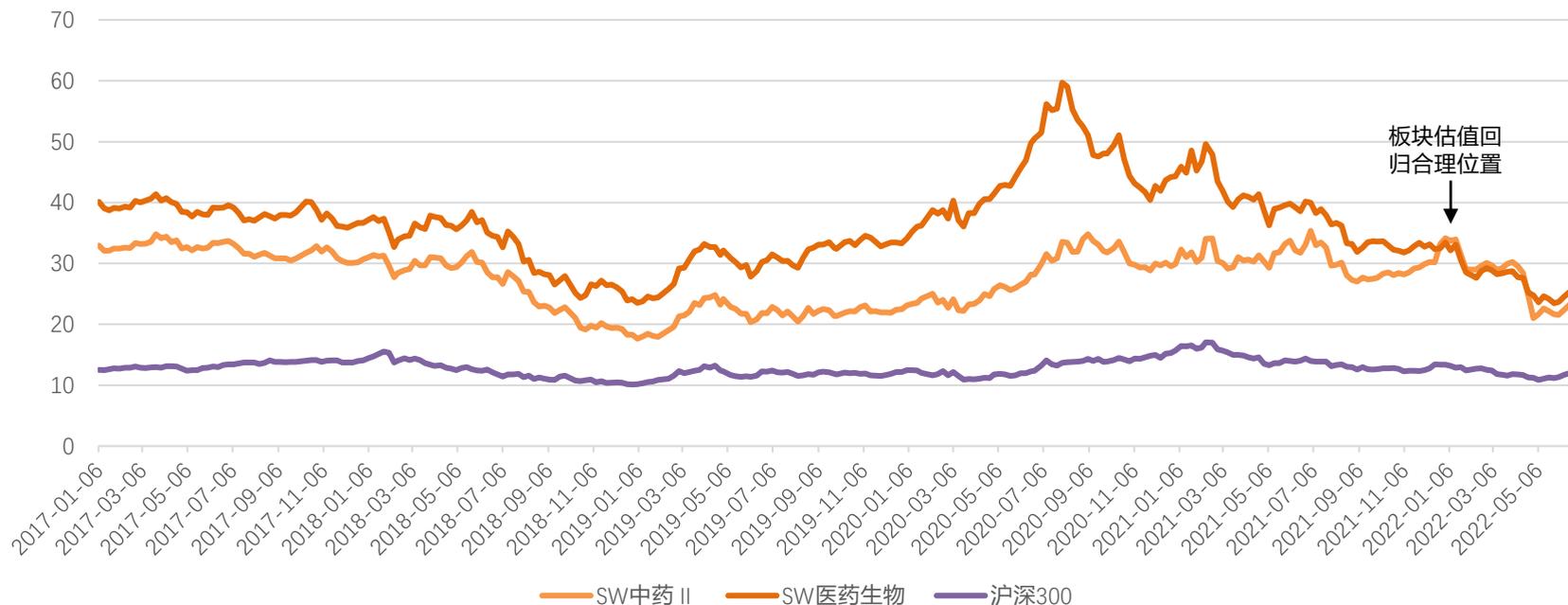
目录

一、创新药链条——医保谈判趋向宽松	P4
二、医疗服务——医疗服务价格上调	P20
三、中药——中药鼓励政策落地	P31
四、风格配置——科创板&港股	P40
五、消费医药——疫情后消费复苏	P53

中药：估值逐步回归合理位置，政策催化下基本面驱动是核心逻辑

- **板块估值水平回归合理位置。**相较于其他医药板块，中药板块估值长期处于中低位区间，在中药利好政策密集加码及企业经营改善的背景下，板块迎来估值及业绩双重修复。截止至2022年6月22日，中药板块平均PE为23X，相较于其他医药板块，板块估值已逐步回归合理位置。
- **基本面驱动是核心逻辑，业绩兑现为首要考虑因素。**在当前市场对于中药板块已经有充分认知的情况下，业绩兑现已成为首要考虑因素，竞争格局将是企业价值的核心筛选要素。

中药板块估值回归合理位置（PE，整体法）



中医药鼓励政策密集落地，行业振兴持续获添新动能

- 2022年3月29日，国务院办公厅印发了《“十四五”中医药发展规划》，制定“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》的发展目标明确，到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

中药鼓励政策密集落地

时间	文件	重点内容
2018年12月	《全国道地药材生产基地建设规划(2018-2025)》	到2020年建立道地药材标准化生产体系，到2025年健全道地药材资源保护与监测体系
2019年7月	关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知	推进中医医院牵头组建多种形式的医联体，全面提升县级中国医际综合能力，加强政策保险
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	要健全中医药服务体系，推动中医药事业和产业高质量发展，加强中医药人才队伍建设，促进中医药传承和开放创新发展，改革完善中医药管理体制机制，发挥中医药在疾病治疗和预防中的特殊作用。
2020年9月	关于推进中医药传承创新工程重点中医医院中医经典病房建设与管理的通知	把建设中医级经典病房作为发挥中国药特色优势，提升中医药核心竞争力的重要举措，将中医经典病房积累的成功诊疗经验推广应用，全面提升医院以中医为主治疗疾病的能力与水平。
2020年10月	关于印发中医药创新团队及人才支持计划实施方案的通知	促进中医药多学科交叉创新团队建设，培养一批中青年多学科交叉创新人才。
2020年12月	《中医药康复服务能力提升工程实施方案(2021-2025年)》	到2025年，依托现有资源布局建设一批中医康复中心，三级中医医院和二级中医医院设置康复(医学)科的比例分别达到85%、70%，康复医院全部设置传统康复治疗室，鼓励其他提供康复服务的医疗机构普遍能够提供中医药康复服务。
2021年2月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	提出要夯实中医药人才基础、提高中药产业发展活力、增强中医药发展动力，完美中西医结合制度、实施中医药发展重大工程，提高中医药发展效益，营造中医药发展良好环境。
2021年4月	《推进妇幼健康领域中医药工作实施方案(2021-2025年)》	到2022年，妇幼健康领域中医药服务网络基本建立，形成并推广一批妇幼中医药诊疗方案、中医治未病干预方案等规范。到2025年，妇幼健康领域中医药服务能力明显增强，中医药服用热妇女儿童全生命周期中医药服务的氛围更加浓厚，广大妇女儿童健康需求得到更好满足。
2021年5月	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知	着力完善发展环境，形成部门政策合力，支持国家中医药服务出口基地大力发展中医药服务贸易，推动中医药服务走向世界。
2021年12月	《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》	及时将符合条件的中医医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理；加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度；中医医疗机构可暂不实行DRG付费
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	充分发挥中医药在健康服务中的作用。实施中医药振兴发展重大工程。实施中医药健康促进行动，推进中医治未病健康工程升级。丰富中医馆服务内涵，促进中医适宜技术推广应用。探索有利于发挥中医药优势的康复服务模式。

“十四五” 中医药发展规划发展指标

《“十四五” 中医药发展规划》及《“十三五” 中医药发展规划》发展指标对比

主要指标	十三五规划			十四五规划			属性
	2015年	2020年	年均增长(%)	2020年	2025年	年均增长(%)	
中医医疗机构数(万个)				7.23	9.5	5.61	
中医医院(所)	3966	4867	4.18	5482	6300	2.82	预期性
中医医院床位数(万张)	82	113.6	6.74				预期性
每千常住人口公立中医医院床位数(张)	0.53	0.55	0.74	0.68	0.85	4.56	预期性
每千人口卫生机构中医执业类(助理)医师数(人)	0.33	0.4	3.92	0.48	0.62	5.25	预期性
每万人口中医类别全科医生数(人)				0.66	0.79	3.66	预期性
二级以上公立中医医院设置康复(医学)科的比例(%)				59.43	70	3.33	预期性
三级公立中医医院和中西医结合医院(不含中医专科医院)设置发热门诊比例(%)				—	100		约束性
二级以上公立中医医院设置老年病科的比例(%)				36.57	60	10.41	预期性
县办中医医疗机构(医院、门诊部、诊所)覆盖率(%)				85.86	100	3.10	预期性
公立综合医院中医床位数(万张)				6.75	8.43	4.55	预期性
二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例(%)				86.75	90	0.74	预期性
二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例(%)				43.56	70	9.95	预期性
社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例(%)				81.29	力争到2022年全部设置		预期性
公民中医药健康文化素养水平(%)				20.69	25	3.86	预期性
中医总诊疗人次数(亿人次)	9.09	13.49	8.19				预期性
中医医院诊疗人次占医院诊疗人次比重(%)	17.84	18.08	0.27				预期性
中医医院出院人数(万人)	2349.3	4326.52	12.99				预期性
中医医院出院人数占医院出院人数比重(%)	14.67	16	1.75				预期性
卫生机构中医类别执业(助理)医师(万人)	45.2	69.48	8.98				预期性
卫生机构中药师(士)(万人)	11.4	13.4	3.28				预期性
中药工业规模以上企业主营业务收入(亿元)	7867	15823	15				预期性
中药工业规模以上企业主营业务收入占医药工业规模以上企业实现主营业务收入比重(%)	29.26	33.26	2.6				预期性
高等院校中医药类专业在校生人数(万人)	75.16	95.06	4.81				预期性

资料来源: 国家中医药管理局, 国务院办公厅, 天风证券研究所注: 1. 中医医疗机构包括中医医院(含中西医结合医院、少数民族医院)、中医门诊部(含中西医结合门诊部、少数民族门诊部)、中医诊所(含中西医结合诊所、少数民族诊所)。 2. 二级以上公立中医医院中医类别执业(助理)医师比例统计范围不含中西医结合医院和少数民族医院

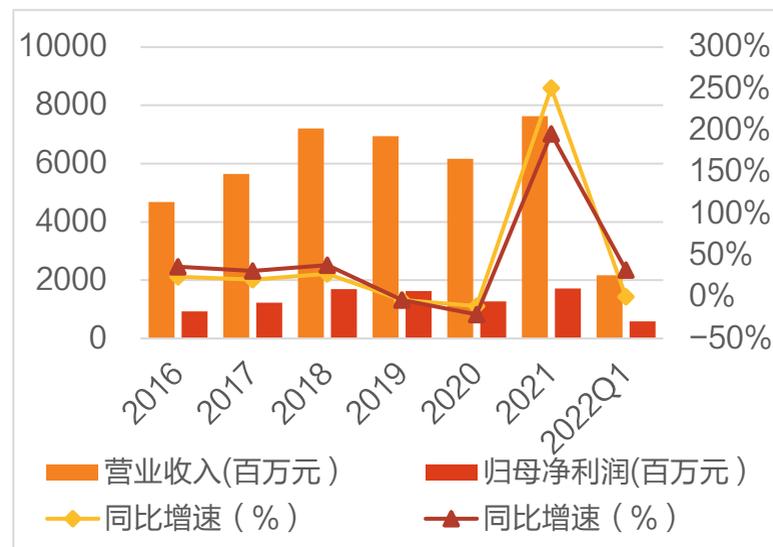
中药：基本面驱动成为核心逻辑，业绩兑现为首要考虑因素

中药板块重点公司经营情况（按市值排序）

证券代码	公司	目前市值（亿元）	PE-TTM	2021年归母净利润增速（%）	2022Q1归母净利润增速（%）	2021年初至今涨跌幅（%）
600436.SH	片仔癀	2033	80	44.98	22.07	26.24
000538.SZ	云南白药	1047	35	-48.81	22.99	-24.34
600085.SH	同仁堂	699	53	17.37	15.14	115.07
600332.SH	白云山	473	13	26.32	10.87	9.25
000999.SZ	华润三九	411	18	17.95	30.99	70.40
002603.SZ	以岭药业	392	34	9.23	-30.95	33.38
600518.SH	ST康美	337	4	126.28	81.14	-3.42
600566.SH	济川药业	246	13	31.47	35.27	44.46
000423.SZ	东阿阿胶	243	49	244.74	85.44	-2.95
603858.SH	步长制药	225	17	-27.41	11.22	-12.35
300026.SZ	红日药业	206	28	24.99	23.75	52.02
600535.SH	天士力	159	11	86.92	-248.71	-24.43
600329.SH	达仁堂	154	25	13.64	-6.30	43.21
600771.SH	广誉远	153	-49	-2113.99	64.94	107.84
002287.SZ	奇正藏药	137	20	77.07	-20.77	0.76
002390.SZ	信邦制药	135	49	57.46	-2.20	-20.61
600129.SH	太极集团	131	-25	-423.58	-32.81	75.84
002349.SZ	精华制药	129	75	180.63	20.18	227.03
002317.SZ	众生药业	117	40	189.63	42.72	34.92
600572.SH	康恩贝	116	6	227.92	82.15	-4.46

济川药业——营业收入及净利润创历史新高，儿药领军者再启航

- 核心产品销售亮眼，2021Q4单季度营业收入创历史新高。**2021Q4公司营收22.21亿元，同增20.01%，归母净利润4.47亿元，同增40.78%，Q4收入创新高。2021年营收中：①清热解毒类产品营收24.22亿元，同增13.16%；②儿科类产品营收17.01亿元，同增63.85%，主要系小儿鼓翘清热颗粒销售收入上升所致；③呼吸类产品营收4.81亿元，同增72.01%，主要系黄龙止咳颗粒、三拗片销售收入上升所致；④消化类产品营收18.04亿元，同增6.79%。
- 小儿鼓翘清热颗粒口感改善，儿科品种用药需求广阔。**公司核心品种小儿鼓翘清热颗粒改进口感，2022年1月上市销售，对药物的气味、苦味、粘稠度、异味全面优化，显著提升产品口感，可提供患者依从性，龋齿儿童、肥胖儿童也可放心使用。
- 生长激素研发进展顺利，看好长期发展前景。**2021年公司研发费用5.23亿元，同增114.74%，加强BD引进力度，已向天境生物支付2.24亿元首付款。伊坦生长激素正处在临床试验III期，目前进展顺利。



儿科类	消化类	呼吸类	妇科类	其他
小儿鼓翘清热颗粒 (同贝) 	雷贝拉唑钠肠溶胶囊 (济诺) 健胃消食口服液 	黄龙止咳颗粒 	妇炎舒胶囊 	蛋白琥珀酸铁口服溶液 (盛雪元)
清热解毒类 蒲地蓝消炎口服液 	甘海胃康胶囊 	三拗片 	心脑血管类 川芎清脑颗粒 	展筋活血散



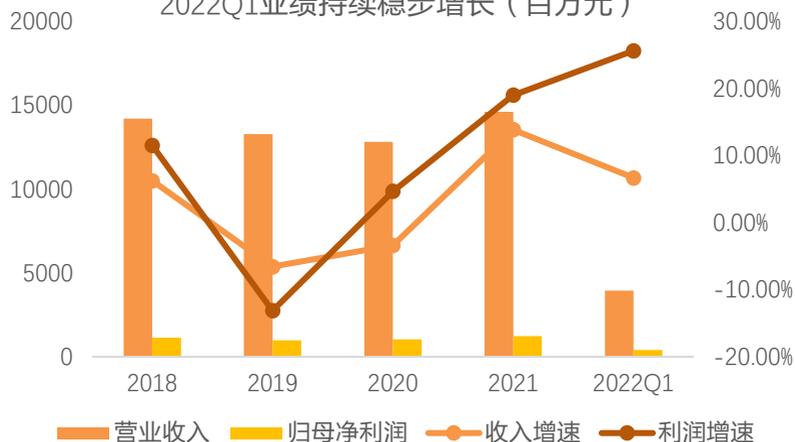
同仁堂：业绩稳步增长，降本增效不断提升盈利能力

- 业绩稳步增长，盈利能力持续提升。**2021年公司实现营业收入146.03亿元，同比增长13.86%；归母净利润12.27亿元，同比增长19.00%。2022Q1实现营业收入39.54亿元，同比增长6.67%；归母净利润4.00亿元，同比增长25.61%，我们认为主要得益于公司不断深入精细化管理，成本费用得到有效管控，毛利率及净利率显著提升。
- 持续推进大品种战略，加强精准营销。**公司深入贯彻大品种战略，合理优化资源配置，全面推进不饱和营销。2021年公司前五大类产品实现销售收入41.16亿元，同比增长15.41%。

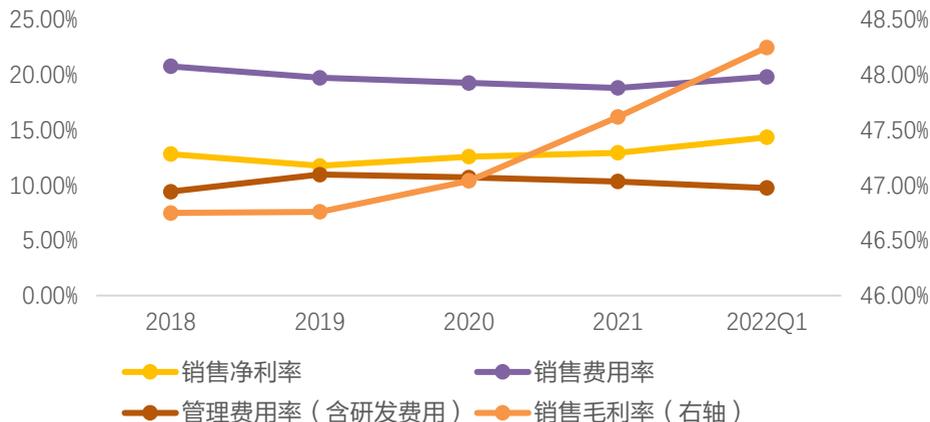
公司前五名品种销售收入持续提升（百万元）



2022Q1业绩持续稳步增长（百万元）



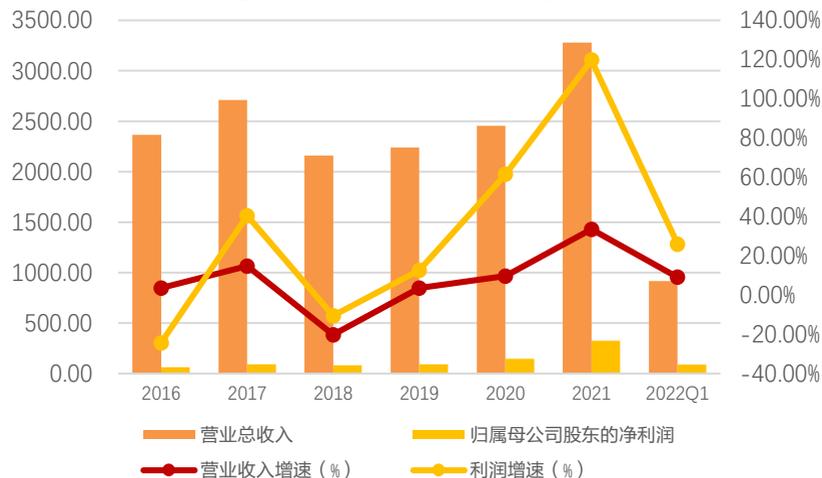
公司盈利能力持续提升



健民集团：2022年新股权激励出台，看好全年业绩增长

- 2021年激励计划目标超额完成，2022年新激励彰显公司发展信心。** 2021年公司实现考核净利润2.12亿元，同比增长302%，实际已超过此前设定的2023年业绩考核指标。新激励计划考核年度为2022-2023年，公司层面业绩考核目标为以2021年归母净利润32473.68万元为基数，2022-2023年归母净利润增长分别不低于10%/21%。新激励出台有望持续提高公司核心管理团队积极性和创造力，反映公司内生业务成长性和盈利能力，彰显公司发展信心。
- 核心品种趋于稳定，第二梯队产品有望贡献新增量，看好全年业绩增长。** 2022Q1公司核心品种龙牡壮骨颗粒销售趋于稳定，同时2022Q1公司第二梯队产品便通胶囊同比销售增长44%，其中OTC渠道便通胶囊于2021年上市，2022Q1环比增速实现翻倍，该品种OTC渠道覆盖率较低，市场空间较大，有望贡献新增量，看好公司全年业绩增长。

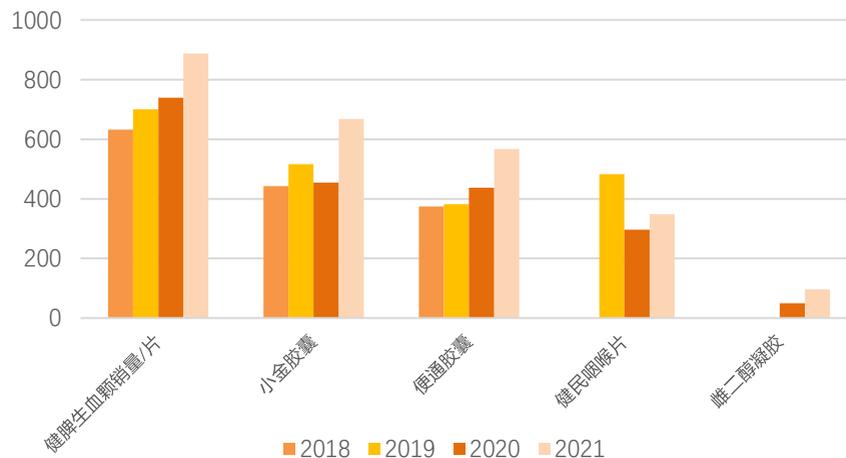
公司业绩维持稳健增长（百万元）



龙牡壮骨颗粒零售终端销售快速增长（亿元）



公司产品梯队有望贡献新增量（万盒）



羚锐制药：产品提价，精品升级，业绩延续高增长态势

- 公司延续高质量发展，2022一季度利润端超预期。2021年实现营收26.94亿元，同比增长15.52%；归母净利润3.62亿元，同比增长11.08%；2022年Q1公司收入6.82亿元，同比增长15.73%，归母净利润1.31亿元，同比增长35.41%。不考虑股权激励费用下利润超预期。
- 贴膏剂和胶囊剂稳步增长，片剂快速放量。2021年，1)贴膏剂收入16.24亿元，同比增长14.64%；2)胶囊剂收入6.66亿元，同比增长15.90%；3)片剂收入1.48亿元，同比增长36.59%；4)软膏剂收入1.21亿元，同比减少10.34%。
- 主力品种销量提升，结构优化叠加场景拓展助力二次腾飞。2021年公司核心产品通络祛痛膏销售2.9亿贴，同比增长11.40%；培元通脑胶囊销售2.99亿粒，同比增长13.21%；丹鹿通督片销售1.84亿片，同比增长20.07%；参芪降糖胶囊销售3.3亿粒，同比增长15.08%。两只老虎系列产品壮骨麝香止痛膏及伤湿止痛膏分别销售7.89/3.73亿贴，同比增长8.51%/0.22%，2021年9月公司开启部分贴膏剂产品提价，有望持续增厚公司业绩。

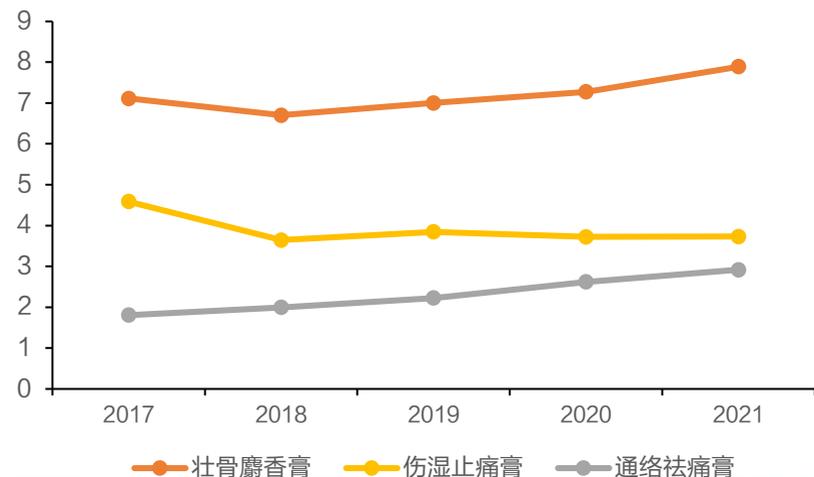
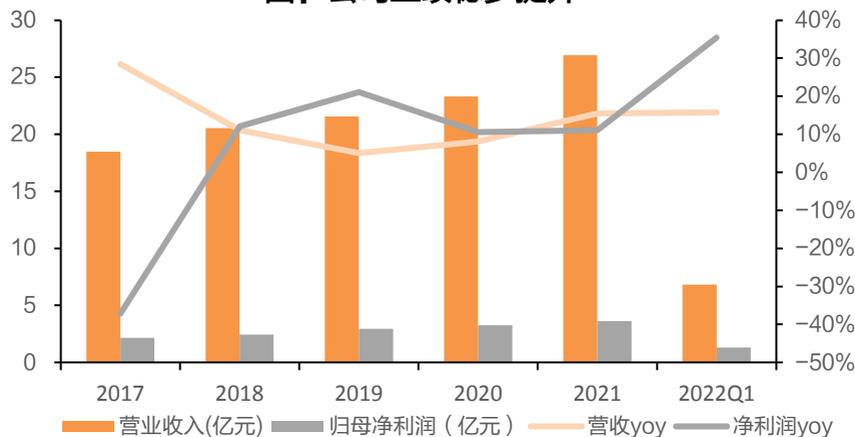
表：股权激励业绩目标

	业绩考核目标	目标净利润 (亿元)
第一期解锁	以2020年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于20%	3.59
第二期解锁	以2020年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于44%	4.31
第三期解锁	以2020年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于65.6%	4.96

注：以上“净利润”指标均以经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后并剔除当年股权激励、员工持股计划成本影响的净利润作为计算依据。

图：核心产品通络祛痛膏及两只老虎系列销量（亿贴）持续提升

图：公司业绩稳步提升



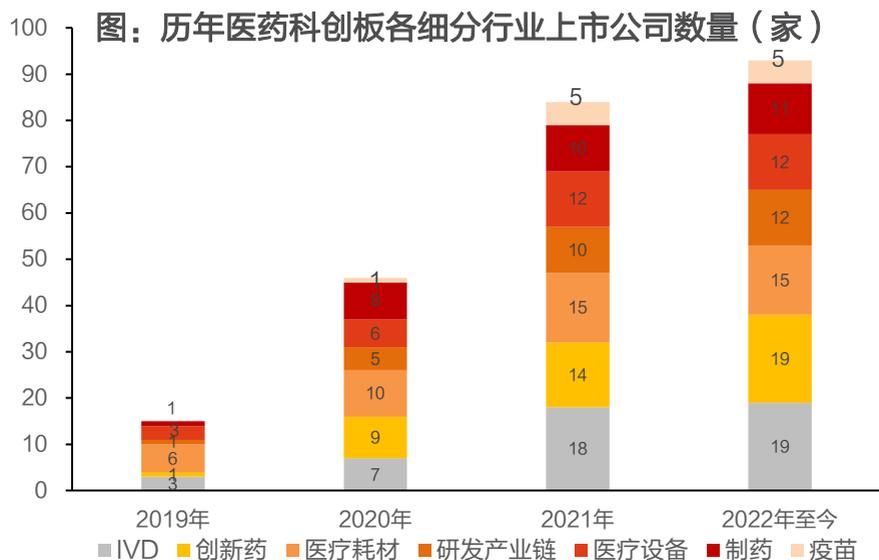
目录

一、创新药链条——医保谈判趋向宽松	P4
二、医疗服务——医疗服务价格上调	P20
三、中药——中药鼓励政策落地	P31
四、风格配置——科创板&港股	P40
五、消费医药——疫情后消费复苏	P53

科创板医药行业：高研发推动景气上行，整体业绩持续向好

□ **板块扩容，业绩持续高速增长。**科创板医药板块上市公司数量持续增长，截止2022/6/2合计共有93家公司。从经营业绩看，在新冠检测、疫苗、创新药等相关板块带动下，2019-2021年科创板医药行业整体板块业绩快速增长，同口径下2021年营收合计1114.46亿元（+63.76%），归母净利润147.86亿元（同比扭亏）。2022年Q1板块营收379.49亿元（+47.70%），归母净利润72.79亿元（+15.72%）。

□ **研发投入强劲，科创属性强劲。**随着创新药逐步进入商业化兑现阶段及新冠检测相关产品出口的爆发，板块整体收入增速较快，导致板块整体研发费用率由2019年的31.75%下降至2022年Q1年的18.51%，但研发绝对金额仍快速增长。强劲的研发投入将为企业后续长期发展提供持久的增长动能。



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：截至2022/6/2

表：医疗行业整体主要财务指标情况（百万元）

	2022Q1	2021A	2021Q1	2020A	2019A
营业收入	37949	111446	25693	68054	47128
营业收入增速	47.70%	63.76%	198.44%	44.40%	34.32%
毛利率	68.39%	70.92%	74.99%	73.14%	71.32%
销售费用率	18.79%	24.39%	20.63%	29.09%	31.82%
管理费用率	25.60%	31.53%	27.86%	41.43%	48.21%
研发费用率	18.51%	22.60%	20.14%	29.95%	31.75%
归母净利润	7279	14786	6290	-77	-4900
归母净利润增速	15.72%	19423.61%	566.53%	98.44%	-73.13%
扣非净利润	6885	11515	4903	-1624	-3900
扣非净利润增速	40.43%	809.08%	561.14%	58.36%	-50.17%
应收账款	20931	21767	12234	13642	10135
经营性现金流	5615	16406	4096	8968	-1236
经营性现金流/净利润	77.42%	111.64%	65.29%	-7287.33%	25.04%

科创板医药研发投入强度显著高于其他板块

□ 2019-2022Q1科创板医药上市公司研发费用远高于其它板块医药上市公司，2022Q1研发费用率为18.51%；

图:2019-2022Q1医药上市公司板块整体研发费用率历年变化趋势

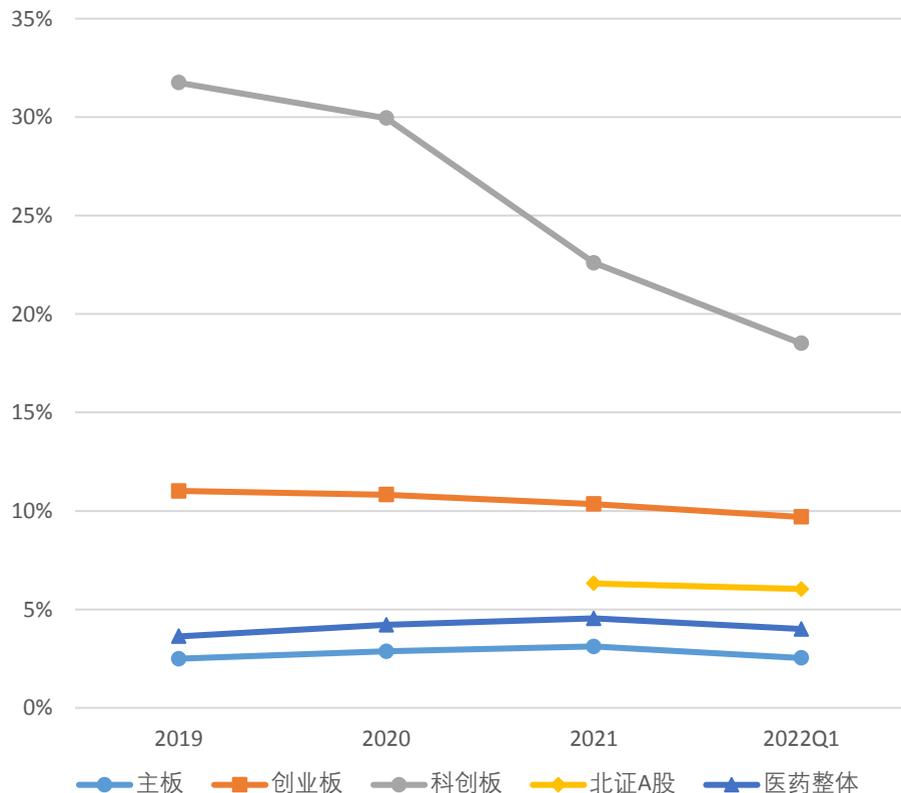
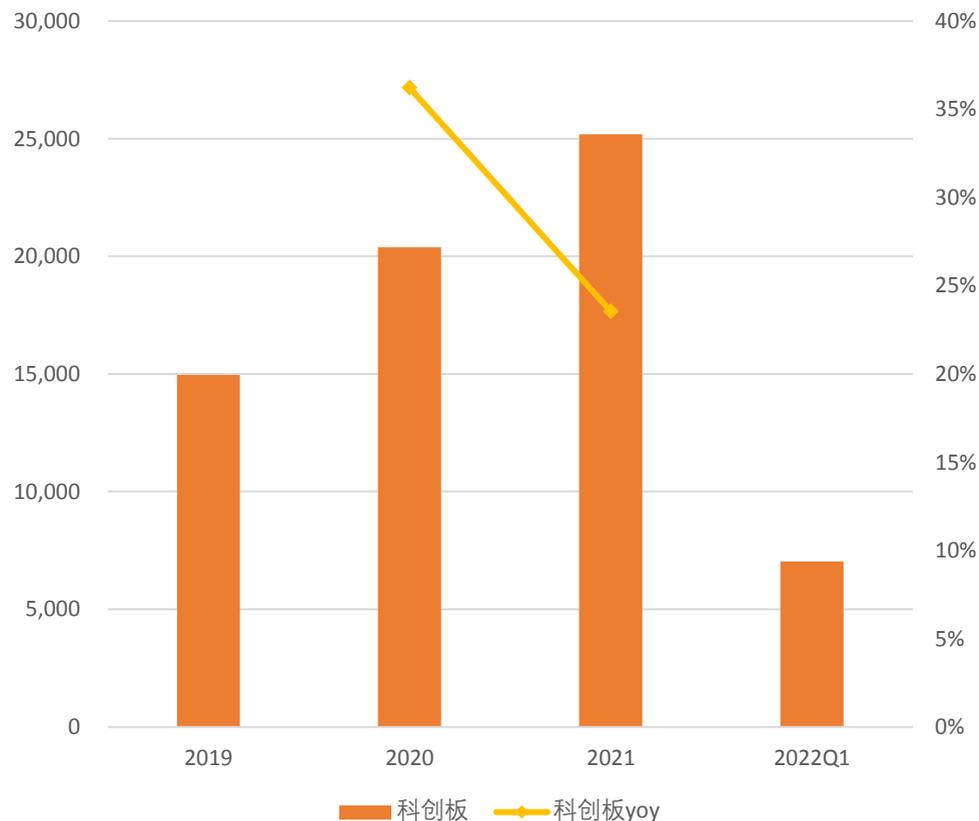


图:2019-2022Q1科创板医药上市公司研发费用变化趋势（单位：百万元）



注：1. 2022年指截至2022年3月31日；2. 主板包括上证主板和深圳主板；3. 2019-2022年医药上市公司板块整体研发费用率计算口径包括截至2022年6月2日各板块所有医药上市公司。

接近50%科创板医药上市公司已开展股权激励

分类	公司数量 (家)	实施股权激励公司数量	占比	代表公司 (营收前两位)									
				公司	上市时间	总市值	2021年营收 (亿元)	2021年归母净利润 (亿元)	股权激励时间	考核周期	第一个解除限售期	第二个解除限售期	第三个解除限售期
创新药	19	8	42.11%	君实生物-U	2020-07-15	693.997	40.248	-7.209	2022/5/25	2022-2024	2020-2022 年度, 公司累积营业收入不低于 66 亿元	2020-2023 年度, 公司累积营业收入不低于 101 亿元	2020-2024 年度, 公司累积营业收入不低于 151 亿元
				凯因科技	2021-02-08	30.807	11.444	1.073	2021/4/20	2021-2023	2021年公司营业收入不低于 11.2亿元	2021-2022年公司累积营业收入不低于26.0亿元	2021-2023年公司累积营业收入不低于43.0亿元
				爱博医疗	2020-07-29	211.330	4.331	1.713	2021/3/31	2021-2024	2021年经调整后净利润的增长率目标值45%	2022年经调整后净利润的复合增长率目标值40%	2023年经调整后净利润的复合增长率目标值35%
医疗耗材	15	7	46.67%	佰仁医疗	2019-12-09	170.725	2.518	0.512	2020/7/1	2020-2024	2020年的营业收入达到1.8亿元或2020年的净利润达到 0.81 亿元;	目标值: 2021年的营业收入达到2.25亿元或2021年的净利润达到1.01亿元;	2022年的营业收入达到2.81亿元或2022年的净利润达到1.27亿元;
				热景生物	2019-09-30	73.871	53.692	21.858	2020/5/21	2020-2022	2020年营业收入同比增长30%或净利润同比增长30%	2020年、2021年营业收入累计值的平均值或同比增长49.5%或收入累计值的平均值或同比增长49.5%	2020年、2021年和2022年营业收入累计值的平均值或同比增长72.9%或净利润累计值的平均值同比增长72.9%
IVD	19	9	47.37%	圣湘生物	2020-08-28	192.132	45.145	22.427	2021/10/23	2021-2024	2合剂新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于3个。战略产线业务收入7.4亿元。	2合剂新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于8个。战略产线业务收入10.10亿元。	2合剂新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于16个。战略产线业务收入13.67亿元。
				泰坦科技	2020-10-30	119.345	21.642	1.440	2022/2/12	2022-2024	2022年营业收入增长率不低于82%	2023年营业收入增长率不低于146%	2022年营业收入增长率不低于232%
研发产业链	12	6	50.00%	皓元医药	2021-06-08	117.408	9.692	1.910	2021/1/27	2022-2024	2022年营业收入增长率或净利润增长率不低于35%	2023年营业收入增长率或净利润增长率不低于75%	2024年营业收入增长率或净利润增长率不低于125%
				海尔生物	2019-10-25	239.326	21.259	8.450	2021/3/26	2021-2023	营业收入增长率目标值需达成30%。	营业收入增长率目标值需达成69%。	营业收入增长率目标值需达成120%。
医疗设备	12	8	66.67%	奕瑞科技	2020-09-18	285.229	11.874	4.840	2021/9/24	2021-2023	2021年净利润不低于3.90亿元	2022年净利润不低于5.00亿元	2023年净利润不低于6.40亿元
				康希诺	2020-08-13	425.366	42.997	19.144	2021/8/21	2021-2022	1. 2021年公司营业收入不低于70亿元; 2.至少拥有3个上市产品; 3.2021年度新获得临床试验批准、已获得临床试验批准及进入临床试验的在研产品进入下一期临床试验, 不少于3个。	1、2021-2022年公司累积营业收入不低于200亿元; 2、截止2022年年末, 至少拥有4个上市产品; 3、2022年度, 新申报并获得受理的IND申请不少于2个	以2020年营业收入为基数, 2022年较2020年增长100%
疫苗	5	3	60.00%	欧林生物	2021-06-08	87.740	4.872	1.080	2021/8/25	2021-2022	以2020年营业收入为基数, 2021年较2020年增长50%	以2020年营业收入为基数, 2022年较2020年增长100%	
				博瑞医药	2019-11-08	93.808	10.524	2.440	2021/1/21	2021-2023	2021年营业收入增长率不低于30%; 或2021年净利润增长率不低于30%	2022年营业收入增长率不低于70%; 2022年净利润增长率不低于70%	2023年营业收入增长率不低于120%; 2023年净利润增长率不低于120%
制药	11	4	36.36%	悦康药业	2020-12-24	84.510	49.657	5.453	2021/12/2	2022-2024	1、2022年净利润增长率不低于30%; 2、2022年度创新药, 新申报并获得受理的IND申请不少于2项	1、2023年净利润增长率不低于69%; 2、2023年度创新药, 新申报并获得受理的IND申请不少于2项, 申报并获得受理的新申请不少于3项, 申报并取得药品注册证书不少于1项	1、2024年净利润增长率不低于119%; 2、2024年度创新药, 新申报并获得受理的IND申请不少于2项, 申报并获得受理的新申请不少于3项, 申报并取得药品注册证书不少于1项
				合计	93	45	48.39%						

资料来源: wind, 各公司公告, 天风证券研究所 (截止至2021年8月7日)

科创板部分医药上市公司已尝试开展并购整合

分类	公司代码	公司	总市值 (亿元)	2021年营收 (亿元)	2021年归母 净利润(亿 元)	上市时间	并购标的	并购时间	并购标的主营业务	对价(亿元)	收购股权
医疗设备	688139.SH	海尔生物	239	21.26	8.45	2019/10/25	重庆三大伟业	2020年11月	采浆设备耗材	5.47	90%
医疗耗材	688366.SH	昊海生科	136	17.67	3.52	2019/10/30	欧华美科	2021年2月	美容仪器、医用激光仪器设备	2.05	63.64%
医疗耗材	688366.SH	昊海生科	136	17.67	3.52	2019/10/30	亨泰视觉	2021年3月	硬性隐形眼镜	0.25	55.00%
医疗耗材	688366.SH	昊海生科	136	17.67	3.52	2019/10/30	南鹏光学	2022年1月	视力矫正系列产品	0.7	51%
医疗耗材	688085.SH	三友医疗	44	5.93	1.86	2020/4/9	北京水木天蓬	2021年6月	超声外科手术设备及耗材	3.43	49.88%
医疗耗材	688050.SH	爱博医疗	211	4.33	1.71	2020/7/29	江苏天眼医药	2021年3月	洗眼液、软性亲水接触镜	0.4	55%
研发产业链	688131.SH	皓元医药	117	9.69	1.91	2021/6/8	药源药物	2022年5月(拟)	小分子制剂/原料药CDMO	4.2	100%
研发产业链	688690.SH	纳微科技	294	4.46	1.88	2021/6/23	赛谱仪器	2022年5月(拟)	蛋白纯化仪	1.13	43.96%
IVD	688068.SH	热景生物	74	53.69	21.86	2019/9/30	翱锐生物	2021年12月	无创早筛早诊和精准诊断	1.23	33.11%
IVD	688289.SH	圣湘生物	192	45.15	22.43	2020/8/28	真迈生物	2021年6月	基因测序产业上游设备和试剂	2.55	14.78%
创新药	688180.SH	君实生物-U	605	40.25	(7.21)	2020/7/15	四川至善唯新	2021年2月	拥有重组腺相关病毒生产平台	0.4	5%
创新药	688180.SH	君实生物-U	605	40.25	(7.21)	2020/7/15	苏州众合生物	2018年6月	原料药、新药研发	4.35	
创新药	688505.SH	复旦张江	81	11.40	2.13	2020/6/19	上海汉都医药	2021年3月	在研项目以5个技术平台为依托,聚焦具有高技术壁垒的505(b)(2)核心产品,精耕神经系统、心血管系统和免疫系统领域	2.67	39.57%
创新药	688488.SH	艾迪药业	41	2.56	(0.30)	2020/7/20	扬州市星斗药业	2015年6月	原料药、制剂	0.41	100%
创新药	688488.SH	艾迪药业	41	2.56	(0.30)	2020/7/20	石家庄龙泽制药	2021年1月	制剂、原料药和医药中间体	1.5	4.76%
创新药	688266.SH	泽璟制药-U	84	1.90	(4.51)	2020/1/23	Gensun Biopharma Inc.	2022年1月	创新抗体药物的研发,主要包括肿瘤免疫领域生物药的研发、许可和市场推广,在研候选药物包括包括单克隆抗体、双特异抗体和三特异抗体		4%
创新药	688266.SH	泽璟制药-U	84	1.90	(4.51)	2020/1/23	Gensun Biopharma Inc.	2018年8月	创新抗体药物的研发,主要包括肿瘤免疫领域生物药的研发、许可和市场推广,在研候选药物包括包括单克隆抗体、双特异抗体和三特异抗体	0.58	51%

医药科创板上市公司选股逻辑

□ 业务发展趋势：

- ① 研发：核心产品有积极进展
- ② 商业化：商业化兑现在即
- ③ 并购整合：并购整合稳步推进

□ 业绩兑现能力：

- ① 连续多个定期报告业绩未低于预期（新冠影响外）
- ② 股权激励

□ 估值性价比：

- ① 相比于同类公司（包括主板和创业板）具有估值优势
- ② 与自身历史估值相比，处于相对较低位置

相关的

- 1) 创新药：百济神州-U、君实生物-U、荣昌生物、艾力斯-U；
- 2) 医疗耗材：南微医学、惠泰医疗、心脉医疗、三友医疗、爱博医疗；
- 3) IVD：诺唯赞、东方生物；
- 4) 研发产业链：皓元医药，键凯科技，纳微科技，药康生物，和元生物；
- 5) 医疗设备：海尔生物、海泰新光、澳华内镜、奕瑞科技、祥生医疗、伟思医疗、迈得医疗；
- 6) 疫苗：康希诺、百克生物、欧林生物；
- 7) 制药：特宝生物、悦康药业。

【天风医药杨松团队】天风医药688之精选个股

股票代码	公司简称	细分行业	总市值 (亿元)	上市时间	上市至今 涨幅	最高点至今涨 跌幅	股权激励	净利润(亿元)			PE(X)		
								2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
688235.SH	百济神州-U	创新药	1,080	2021/12/15	-50%	-45%	是	-97.48	-80.13	-49.95	-	-	-
688180.SH	君实生物-U	创新药	600	2020/07/15	35%	-66%	是	-7.21	-10.10	-3.21	-	-	-
688105.SH	诺唯赞	IVD	334	2021/11/15	52%	-36%	否	6.78	9.37	9.82	63	36	34
688690.SH	纳微科技	研发产业链	306	2021/06/23	849%	-41%	是	1.88	2.92	4.45	170	105	69
688139.SH	海尔生物	医疗设备	229	2019/10/25	371%	-52%	是	8.45	6.15	8.18	34	37	28
688331.SH	荣昌生物	创新药	224	2022/03/31	-4%	-4%	否	2.76	-8.01	-4.73	-	-	-
688050.SH	爱博医疗	医疗耗材	222	2020/07/29	531%	-47%	是	1.71	2.46	3.48	129	85	60
688276.SH	百克生物	疫苗	222	2021/06/25	48%	-60%	否	2.44	4.60	6.83	116	48	33
688029.SH	南微医学	医疗耗材	159	2019/07/22	130%	-63%	是	3.25	4.13	5.61	88	39	28
688016.SH	心脉医疗	医疗耗材	143	2019/07/22	332%	-59%	是	3.16	4.28	5.75	57	33	25
688617.SH	惠泰医疗	医疗耗材	139	2021/01/07	182%	-55%	是	2.08	2.98	4.23	90	47	33
688356.SH	键凯科技	研发产业链	134	2020/08/26	448%	-44%	是	1.76	2.44	3.25	115	55	41
688278.SH	特宝生物	制药	119	2020/01/17	258%	-64%	否	1.81	3.06	4.67	66	39	26
688658.SH	悦康药业	制药	86	2020/12/24	-20%	-47%	是	5.45	6.81	9.05	25	13	9
688677.SH	海泰新光	医疗设备	77	2021/02/26	152%	-27%	否	1.18	1.69	2.29	70	46	34

注：总市值为20220623日收盘数据，公司盈利预测数据来自wind一致预期；注：排序方式按精选个股市值排列。

港股：流动性边际有所改善，建议关注医药生物板块

- 港股医药板块从2021年6月开始大幅下调，最高下跌幅度超过66%，主要是由于医药行业面临集采、医保谈判降价等政策风险，估值大幅下降。
- 流动性方面，美国加息加速资本外流，流动性大幅下降，目前随着美国加息逐渐落地，影响流动性因素边际有所改善。
- 估值方面，医药生物板块估值处于历史较低点，30家公司面临破发。

表：2010年至今 恒生医疗保健指数走势



港股医药板块主要是亏损公司为主，目前处于相对低估阶段

□ 2022年港股上市的生物医药企业共有87家，18A的公司有31家，其中医疗器械的公司有11家，制药公司有19家，疫苗公司有1家。

表：港股医药公司梳理

证券代码	证券简称	市值 (亿港元)	PS	股价(2022/6/27)(元)	发行价格(元)	IPO至今涨跌幅	2022年最高价(元)	2022最低价(元)
6160.HK	百济神州	1,456.60	20.37	107.00	108.00	-0.93%	164.60	73.80
0853.HK	微创医疗	421.91	7.43	24.85	6.10	307.38%	29.00	12.24
2252.HK	微创机器人-B	343.18	12,686.80	34.90	43.20	-19.21%	60.15	19.92
9995.HK	荣昌生物-B	280.52	13.55	43.80	52.10	-15.93%	76.60	25.05
9688.HK	再鼎医药-B	270.23	20.20	27.60	562.00	-95.09%	509.00	17.60
9969.HK	诺诚健华-B	211.45	16.58	14.10	8.95	57.54%	15.70	8.86
9926.HK	康方生物-B	202.63	72.30	24.80	16.18	53.28%	34.20	11.50
6606.HK	诺辉健康-B	106.36	40.74	24.70	26.66	-7.35%	34.45	14.00
2162.HK	康诺亚-B	95.81	59.45	34.25	53.30	-35.74%	36.45	16.90
2171.HK	科济药业-B	90.76	274.33	15.92	32.80	-51.46%	30.15	9.68
2160.HK	心通医疗-B	82.52	32.72	3.34	12.20	-72.62%	4.28	2.05
1477.HK	欧康维视生物-B	82.14	42.75	12.32	14.66	-15.96%	17.96	7.97
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	80.02	43.18	8.52	10.20	-16.47%	13.88	6.12
2500.HK	启明医疗-B	76.65	15.71	18.20	33.00	-44.85%	30.90	10.52
9939.HK	开拓药业-B	75.50	176.63	19.48	20.15	-3.33%	46.00	7.00
1952.HK	云顶新耀-B	70.88	107,324.53	23.65	55.00	-57.00%	46.80	13.86
2137.HK	腾盛博药-B	66.48	0.00	9.20	22.25	-58.65%	34.80	7.15
2616.HK	基石药业-B	66.42	22.28	5.59	12.00	-53.42%	8.62	4.17
6855.HK	亚盛医药-B	56.63	165.09	21.50	34.20	-37.13%	28.85	11.16
9996.HK	沛嘉医疗-B	54.21	32.69	8.11	15.36	-47.20%	13.58	5.20
1167.HK	加科思-B	53.31	28.39	6.91	14.00	-50.64%	14.50	6.38
6996.HK	德琪医药-B	49.76	139.38	7.49	18.08	-58.57%	10.00	5.17
2190.HK	归创通桥-B	47.53	21.59	14.20	42.70	-66.74%	26.45	10.02
2197.HK	三叶草生物-B	43.07	1,865.02	3.71	13.38	-72.27%	13.58	2.70
2235.HK	微泰医疗-B	42.57	22.99	10.00	30.50	-67.21%	24.00	8.60
2126.HK	药明巨诺-B	37.41	99.31	9.11	23.80	-61.72%	13.88	6.06
2142.HK	和铂医药-B	32.64	97.15	4.25	12.38	-65.67%	7.89	3.08
6978.HK	永泰生物-B	29.28	1,932.14	5.69	11.00	-48.27%	17.50	4.42
6669.HK	先瑞达医疗-B	22.19	5.91	7.01	23.80	-70.55%	12.10	4.21
6998.HK	嘉和生物-B	22.18	5,064.96	4.39	24.00	-81.71%	7.23	2.90
2251.HK	鹰瞳科技-B	18.06	12.82	17.44	75.10	-76.78%	43.00	15.02
2170.HK	贝康医疗-B	14.91	11.11	5.45	27.36	-80.08%	7.80	3.40
6609.HK	心玮医疗-B	14.76	13.39	38.00	171.00	-77.78%	105.70	27.00

南微医学：创新驱动铸内镜诊疗王者，可视化产品开启第二增长曲线

- 南微医学二十二年三阶段稳步发展，从跟随者成长为中国微创介入领域的引领者。2021年公司实现收入19.47亿元人民币，同比增长46.77%。国内收入12亿元，同比增长48%；海外收入7.4亿元人民币，同比增长44.53%。22年Q1营业收入4.43亿元，同比增长12.5%，归母净利润0.43亿元，同比下降35.1%，主要由于疫情影响择期手术开展及研发等费用投入加大所致。随着国内疫情日趋好转，公司经营有望持续回暖。
- 新产品矩阵丰富，可视化产品贡献新增量。2021年11月一次性使用胆道镜在国内获批。一次性支气管镜已同时提交中国、FDA、CE注册，将在22年陆续获批；止血闭合类中，22年Q1三臂夹已获得国内及FDA注册，牵拉夹已获得国内及日本注册，钴铬合金夹、闭合夹等产品将在未来两年陆续获批在中国及美国上市；神经外科三个产品研发顺利，颅内隧道牵开手术系统进入国内临床阶段，计划2023年获得国内及FDA注册；一次性可视化脑部灌洗系统，计划2023年获得FDA注册；脑科球囊已于22年3月获得国内注册。
- 精细化深耕销售网络，EurUp计划加速全球化进程。2021年公司首次获得泰国、加拿大、秘鲁等国家和地区共159张医疗器械准入证书，持续扩大公司产品覆盖范围，推进全球化进程。公司在欧洲启动EurUp计划，已在英国和法国设立全资子公司，积极建设发达国家直销团队，稳步推进国际化进程。

图：内镜耗材增长催化剂



需求端：
中国肿瘤发病率居高不下，内镜早筛需求广阔

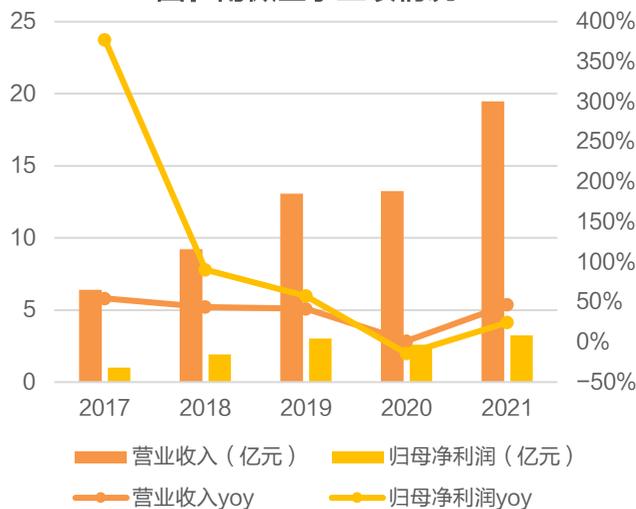


技术端：
屡次技术迭代，中国内镜技术与国际接轨



政策端：
鼓励创新、医保控费为国产内镜制造带来机遇

图：南微医学业绩情况



图：南微医学新产品

产品类型	产品名称	进展或阶段性成果
止血闭合类	三臂夹	2022年1月获得国内和FDA注册，计划2022年获得CE认证
	闭合夹	计划2022年获得国内和FDA注册
	连发夹	获国内注册
	Lockado (大开口)	美国上市
可视化类	合金夹	计划2022年获得国内注册，2023年获FDA注册
	一次性使用胆道镜	获得国内注册
神经外科类	一次性支气管镜	计划2022年获得国内和FDA、CE注册
	颅内隧道牵开手术系统	进入国内临床阶段，计划2023年获得国内及FDA注册
	一次性可视化脑部灌洗系统	计划2023年获得FDA注册
	脑科球囊	已于2022年3月获得国内注册

特宝生物：聚焦慢乙肝临床治愈领域

- 公司为聚乙二醇蛋白质长效药物领域的领军企业，商业化能力逐步被验证。公司于1996年成立，主要从事重组蛋白质及其长效修饰药物研发。2021年公司收入为11.32亿元，同比增长42.61%；归母净利润为1.81亿元，同比增长55.44%，业绩主要来源了4个产品，分别为在造血生长因子领域的特尔立（人粒细胞巨噬细胞刺激因子）、特尔津（人粒细胞刺激因子）和特尔康（人白介素-11）和感染线的派格宾（聚乙二醇干扰素α-2b注射液）。
- 掌握核心技术“聚乙二醇重组蛋白质修饰平台”。聚乙二醇化修饰技术是目前主流的重组蛋白质药物长效化修饰技术，公司攻克了蛋白质药物选择性修饰、修饰位点比例控制与鉴定以及修饰工艺产业化放大等关键技术难题后，提高修饰效率、降低多修饰产物的含量。
- 深入推进乙肝临床治愈研究。公司聚焦以派格宾为基础的乙肝临床治愈领域，深入开展以提升乙肝临床治愈率的研究，根据2019年慢性乙型肝炎临床治愈(功能性治愈)专家共识，长效干扰素与核苷（酸）类药物联合治疗方案或有望实现临床乙肝治愈。目前公司的慢性乙型肝炎临床治愈研究项目已经完成III期临床研究患者招募，截至2022年2月珠峰项目已入组患者18200多例，临床治愈3000多例，完成48周治疗的患者临床治愈率为32.8%。

表：乙肝治疗终点

相关概念	具体含义和关系	对应的治疗终点/俗称
ALT复常	ALT指标恢复正常，通常意味着患者肝损伤程度受到一定程度控制。	/
HBV DNA转阴	转阴意味着乙肝病毒的复制强度较弱。	基本的治疗终点
e抗原（HBeAg）和e抗体（HBeAb）	血清清除 e抗原由阳性转换为阴性，称为e抗原血清清除，说明患者体内e抗原表达水平极低。	满意的治疗终点（俗称“大三阳转小三阳”）
	血清转换 e抗原血清清除的情况下，检测出患者e抗体由阴性转为阳性，称为实现e抗原血清学转换；实现e抗原血清学转换意味着患者针对e抗原的免疫能力较强。	
表面抗原（HBsAg）和表面抗体（HBsAb）	血清清除 表面抗原由阳性转换为阴性，称为表面抗原血清清除，说明患者体内表面抗原表达水平极低。	理想的治疗终点（即临床治愈）
	血清转换 表面抗原血清清除的情况下，检测出患者表面抗体由阴性转为阳性，称为实现表面抗原血清学转换；实现表面抗原血清学转换意味着患者针对表面抗原的免疫能力较强。	

图：2016-2021年公司收入结构图（单位：百万元）



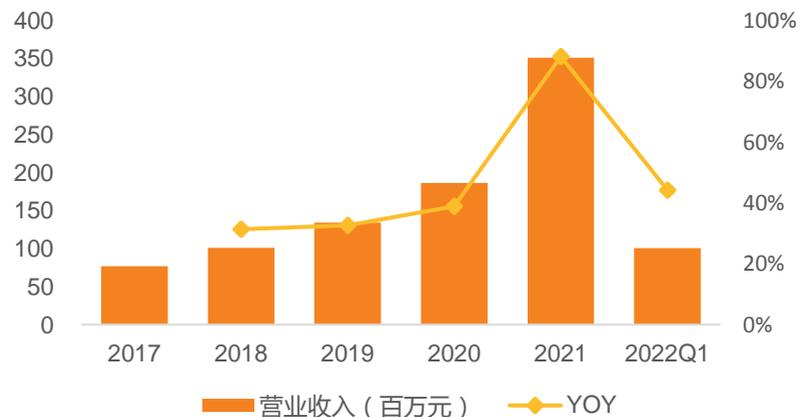
表：乙肝治疗使用单药治疗和联合用药方案

疗效指标（48-52周）	核苷（酸）类药物27单药治疗方案	聚乙二醇干扰素α单药治疗方案	联合治疗方案
HBV DNA阴转率	67%-94%	7-19%	与核苷（酸）类药物单药治疗方案类似
HBeAg血清学转换率	10-21%	29%-35%	14.9%-55%
HBsAg清除率	0-3%	3-11%	整体患者：8.5%-30% 优势患者：20%-80%

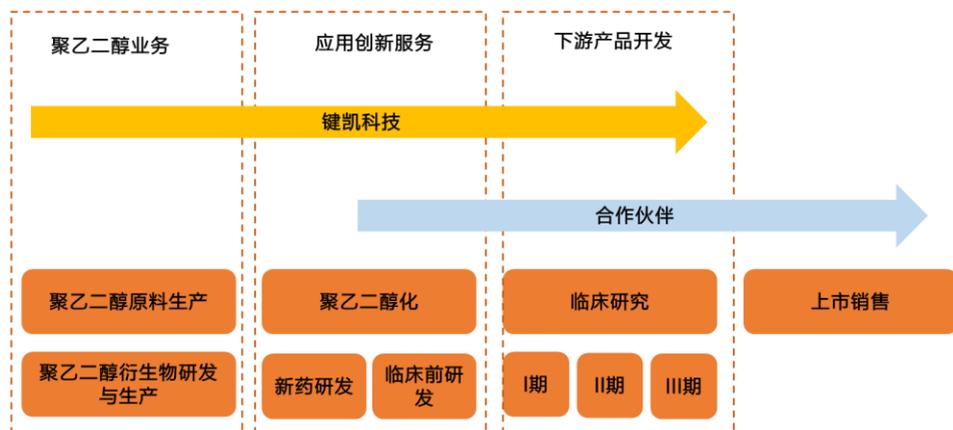
键凯科技：国内医/药用聚乙二醇龙头，全球市场主要新兴参与者

- 深耕聚乙二醇（PEG）行业，成为国内唯一能够规模化生产医/药用PEG的上市企业。PEG修饰是实现药物长效化和改善医疗器械生物相容性的先进技术，伴随国产PEG化药物与医疗器械产业蓬勃发展，公司业绩迎来高速增长。收入端，2021年公司营收同比高速增长88.18%，2022Q1收入同比增速为44.23%。利润端，2021年归母净利润较2020年增长105.16%，2022Q1同比增长45.41%。
- 产品销售构成业务主体，布局谋篇加速产能扩张。公司产品销售营收占比始终保持在85%以上，2021年同比增长85.48%，毛利率为83.2%。除常规产品目录所属600余种PEG活性衍生物，公司也可根据客户需求提供定制化生产服务，当前产能包括年产2吨PEG原料和单批次50公斤医用药用PEG及其活性衍生物。随着市场需求日益旺盛，公司积极推进辽宁盘锦生产基地建设，设计产能达现有规模的6-10倍，预计将于2022年10月竣工。
- 先进技术赋能下游客户，销售分成助力整体业绩提升。公司还开展技术服务业务，通过专利授权费、里程碑收入和销售分成等获得收入，曾授权特宝生物相关专利并赋能4款PEG化药物，其中派格宾自2016年上市以来为公司带来销售分成近1亿元，该板块营收占比也从2017年3.70%增至2021年13.26%，近三年毛利率保持在98以上。待专利到期后，剩余在研药物仍需在上市后不少于5年内给予键凯销售分成。
- 自主研发创新药和医疗器械产品，推动下游应用领域延伸。公司在肿瘤、止痛、免疫和医美等领域开展自研项目，其中PEG化伊立替康顺利进入临床II期，PEG化凝胶项目JK-2122H、蛋白类肿瘤免疫药项目JK-1219I等进展顺利，预计将于2022年进入临床阶段。

图：2017-2022Q1键凯科技营收与增速



图：键凯科技主营业务板块



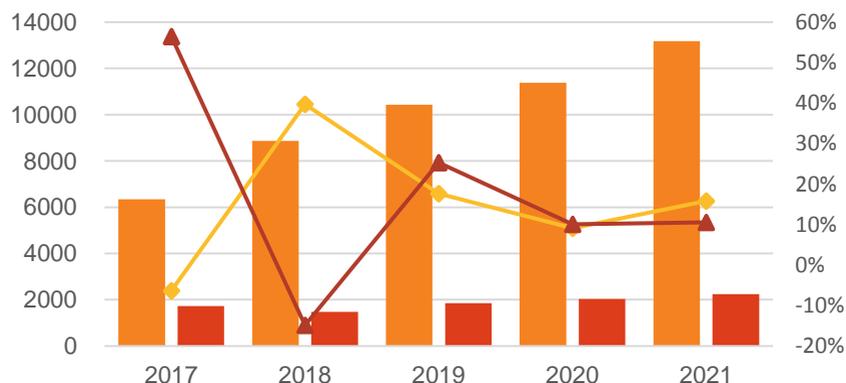
威高股份：主营业务稳健增长，药品包装板块增长强劲

□ **医疗器械、介入、血液管理业务持续向好，骨科耗材业务出类拔萃**。2021年实现营业收入131.52亿元，同比增长13.15%；实现扣非后归母净利润24.43亿元，同比增长20.30%。2021年整体毛利率为55.43%，同比基本持平。

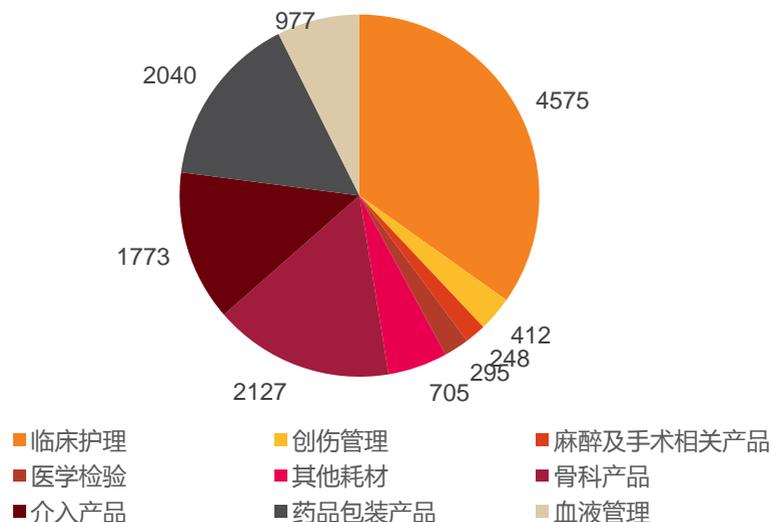
□ **药品包装板块增长强劲，预灌封系列加速国产化，产能持续扩充**。2021年公司药品包装产品实现营业收入20.40亿元，同比增长20.46%，占总营业收入的15.51%。其中，预灌封注射器同比增长35.20%，进一步扩大生物制药包装领域的影响力。公司拥有稳定的产品质量，逐渐打破国外企业的垄断；疫情下，实现了疫苗用预灌封包材的国产化，年产能达5亿支，公司预计2025年产能实现20亿支。

□ **研发、渠道齐头并进，积极相应国家集采政策，坚定执行渠道下沉战略**。2021年10月，公司先后与中科院、泸州市政府框架协议；并于10月底获批国内首张腔镜手术机器人注册证；同年11月，公司荣获国家科技进步二等奖。2021年，公司在国内新获得专利144项。海外市场，正在申请中的专利13项，已完成研发、尚在取证过程中的产品注册证有181项。同时，公司密切关注集采动向，执行渠道下沉的销售战略。

图：2017-2021威高股份营收与净利润情况



图：威高股份2021年产品收入情况（百万元）

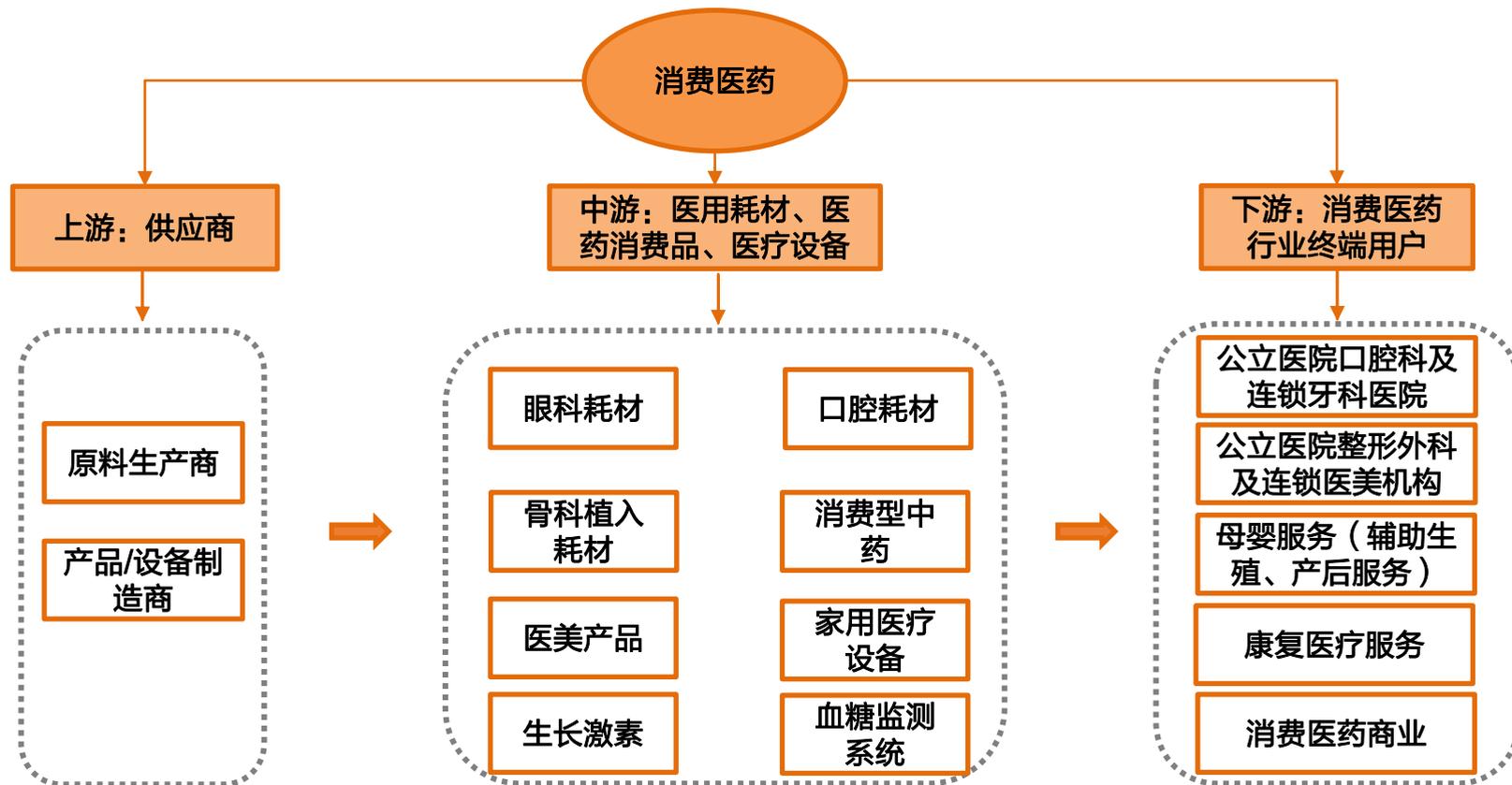


目录

一、创新药链条——医保谈判趋向宽松	P4
二、医疗服务——医疗服务价格上调	P20
三、中药——中药鼓励政策落地	P31
四、风格配置——科创板&港股	P40
五、消费医药——疫情后消费复苏	P53

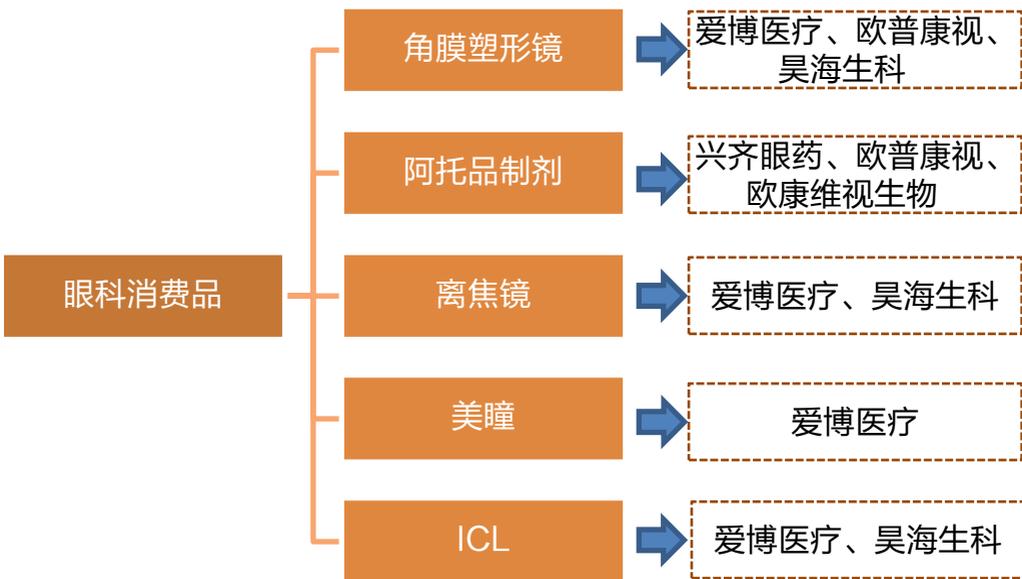
消费医药：二季度终端销售暂受疫情影响，需求边际复苏，长期趋势向好

- 市场空间广阔，发展前景良好。消费医药泛指具有一定医疗属性（如消费场景在医院），能为消费者带来医学上的改变，但主要由个人支付（较少依赖于医保），且兼具品牌效应的产品或者服务，涵盖了**医美、齿科、眼科、妇产、皮肤、消费中药**等领域，具有**单次消费价格高、复购频率高**等特点。消费医疗对应的是消费者的健康需求和审美需求，在消费升级和大健康趋势的推动下，消费医药的市场空间仍有较为广阔的发展空间。
- 二季度终端销售受疫情影响，预计二季度末开始逐渐恢复。从销售端来说，4-5月区域疫情导致部分终端关闭，患者无法正常就诊；此外，部分地区物流暂时中断，发货也受到一定影响。6月份开始，随着多地疫情影响逐渐消退，终端消费的恢复呈现出较为明显的边际改善。从长期看，消费医药整体受益于消费升级趋势不变，渗透率有望持续提升。

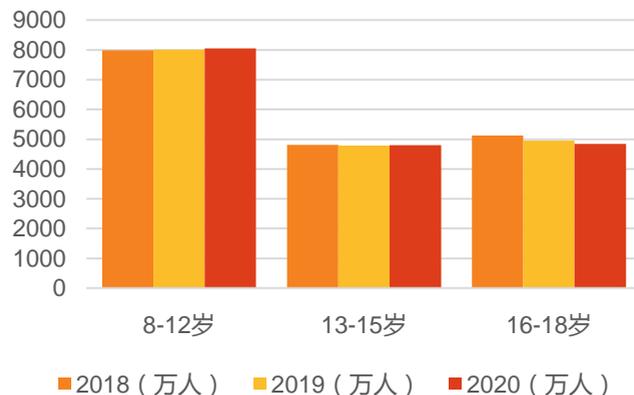


眼科：接触镜引领消费升级，角膜塑形镜市场空间广阔

- 青少年近视率居高不下，国家加大近视防控力度。根据国家卫健委公布的数据，2020年我国儿童青少年总体近视率为52.7%，较2019年上升了2.5个百分点。
- 角膜塑形镜销售在疫情下仍实现快速增长。角膜塑形镜头部企业展现出较好的盈利能力，2021年爱博医疗2021年角膜塑形镜产品销量达21.52万片（+110.64%）；欧普康视角膜塑形镜产销量63.45万片（+35.53%）。
- 低浓度阿托品制剂快速发展。阿托品作为药物治疗近视的手段之一，可有效抑制屈光度以及眼轴的增加。在2019年国家卫健委发布的《儿童青少年近视防控适宜技术指南》中提到：低浓度阿托品可用于儿童青少年减缓近视进展。欧普康视低浓度阿托品滴眼剂院内制剂已于2022年6月正式上市。



图：2018-2020年中国青少年近视人数情况



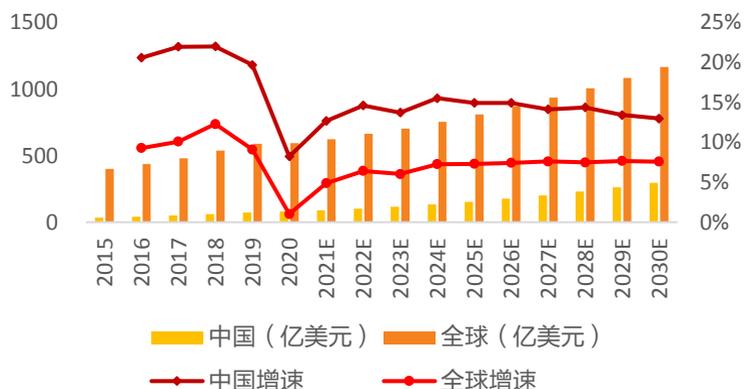
表：国内主流角膜塑形镜经营企业

公司	角膜塑形镜业务
吴海生科	2021年3月，公司战略合作台湾亨泰光学，取得国内最高透氧率角膜塑形镜“迈儿康myOK”10年独家经销权，透氧率达DK141，产品于2021年6月上市。
欧普康视	拥有“梦戴维”和“DreamVision”两个角膜塑形镜品牌。梦戴维是大陆首个取证的角膜塑形镜产品，已应用十五年，用户超过百万。高端镜片DreamVision于2019年推出，拥有智能设计与自动调节参数、验配简单、全自动生产等优势，大大缩短验配人员的验配耗时。2020年OK镜业务实现营收5.22亿，占比59.90%。
爱博医疗	核心产品普诺瞳角膜塑形镜于2019年3月取得注册证，是中国境内第2家取得角膜塑形镜产品注册证的生产企业。普诺瞳采用125高透氧材料和全弧段非球面的设计，配戴更加安全、舒适。2020年角膜塑形镜快速放量，实现收入0.41亿元。

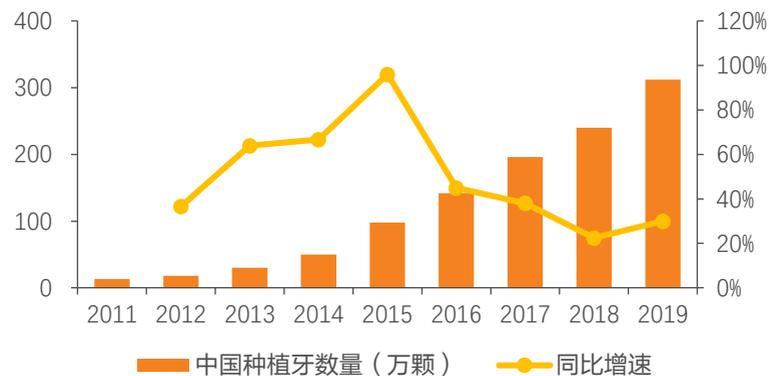
口腔：隐形正畸在一线城市和下沉市场同步渗透，种植牙潜在需求广阔

- **正畸：国内市场广阔，隐形正畸占比持续提升。**相较于传统正畸，隐形正畸美观、卫生、舒适，患者就诊频率低、就诊时间短，国内隐形正畸行业高速发展。根据灼识咨询报告，2020年全球正畸市场594亿美元，2015-2020年复合年增长率为8.3%。其中，中国正畸市场的零售销售收入79亿美元，2015-2020年复合年增长率为18.1%。2020年中国隐形正畸案例数达34万例，2015-2020年复合年增长率为47.7%。
- **种植牙：目前效果最好的缺牙修复方式，中国种植牙数量高速增长。**2019年已达到312万颗，2011-2019年复合增长率达到48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。目前国内种植牙渗透率远远低于其他国家。原因一方面是国内植牙医生数量仍然不足，另一方面是目前种植牙费用相对较高。主流消费人群为中老年代际，随着此人群年龄的增长，口腔种植需求增多。随着口腔诊疗机构的普及、口腔治疗的观念逐步被接受，口腔种植潜在需求可兑现的空间较为广阔。

2015-2030E全球及中国正畸市场规模快速增长（亿美元）



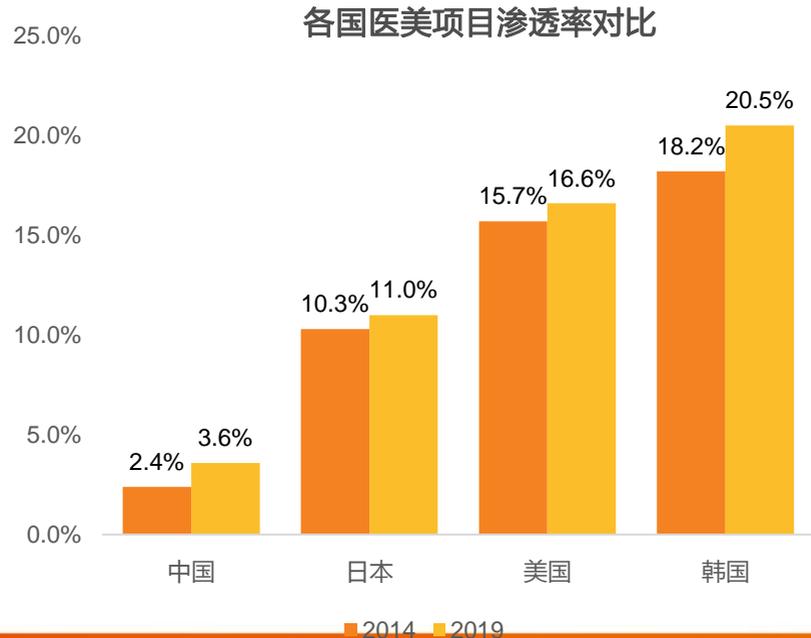
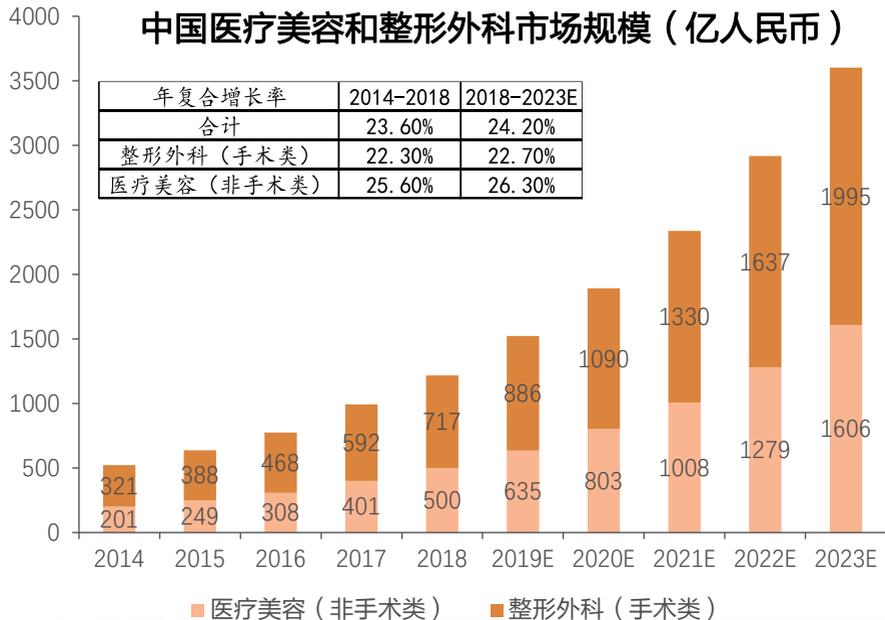
2011-2019年中国种植牙数量高速增长



医美：销售在二季度末加速恢复，行业渗透率或仍有3-6倍提升空间。

- 国内医美渗透率市场仍处于较低水平。2014年国内医美渗透率为2.4%，2019年增长到3.6%，但远低于美日韩水平。
- 行业加强监管，推动医疗美容行业健康持续规范发展。2021年以来，多部门出台政策或展开行动，规范行业发展，有利于行业持续、有序、长久的发展。
- 医美产品销售在二季度末加速恢复，受益于消费升级，新产品销售需求广阔。国内主要的医美公司如华东医药、爱美客等企业新品迭代持续，2021年分别推出伊妍仕、濡白天使等产品。从一季度销售情况看，华东医药医美子公司欣可丽美学实现营业收入1.57亿元，并展现较强盈利能力。

时间	部门	文件/措施
2021年6月10日	国家卫健委等八部委	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》
2022年3月	国家药监局	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》，明确将用于真皮层保湿补水的注射用透明质酸钠溶液纳入医疗器械分类目录，按照Ⅲ类医疗器械进行管理
2021年11月2日	市场监管总局	《医疗美容广告执法指南》
2021年11月25日	公安部	要求严厉打击非法制售医疗美容产品等犯罪活动的通知



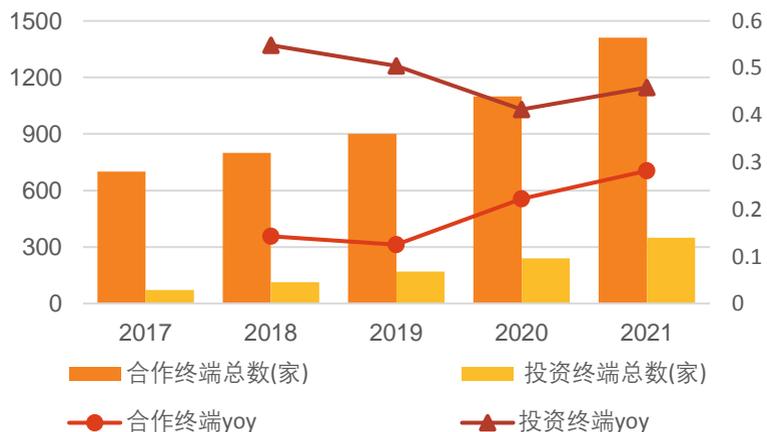
欧普康视：视光终端建设扩张渠道，新品研发持续推进

□ 角膜接触镜产品稳步增长，护理产品实现高增长。受益于终端视光中心渠道的搭建，2021年公司角膜接触镜营收6.87亿元，同比增长26.87%；护理产品收入达到2.28亿元，同比增长47.50%；普通框架镜及其他营收达到1.96亿元，同比增长84.44%；归因于批发业务并入，医疗服务营收1.77亿元，同比增长180.78%。2022年一季度扣非归母净利润同比增长28.66%，增速符合预期。

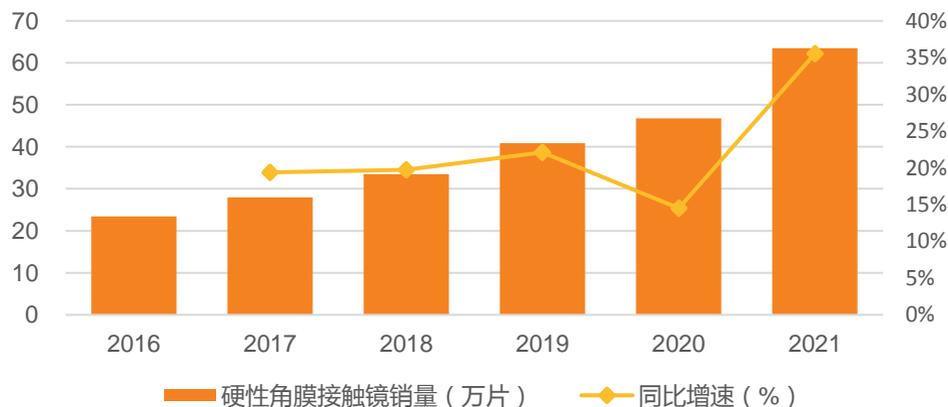
□ 视光中心建设加速，终端持续进行扩张：2021年公司通过自建与入股的方式，新增视光终端110家，截止2022年5月25日，公司合作的视光中心超过1400家。2022年，公司计划拓展超过300家视光终端，并通过加大品牌宣传、技术培训等手段提高已合作的视光终端销售业绩。

□ 阿托品院内制剂2022年5月获批上市，新品研发逐步推进：阿托品作为药物治疗近视的手段之一，可有效抑制屈光度以及眼轴的增加，公司0.01%阿托品获批，可利用互联网医院资格，尝试网上销售。另外，公司还有超高透氧角膜塑形镜、巩膜镜、308纳米准分子激光皮肤仪等新产品完成注册，部分已经进入临床阶段，未来多产品齐头并进，有利于业绩的持续高速增长。

图：欧普康视视光终端高速增长



图：终端扩大带动产品销量上升



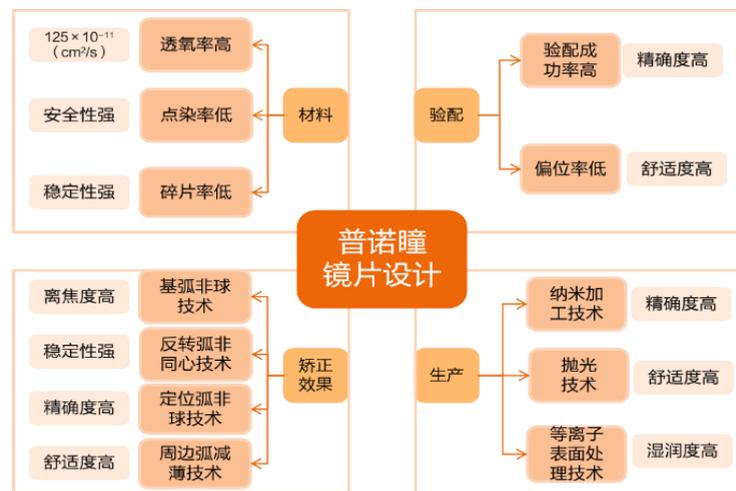
爱博医疗：专注于眼科医疗器械领域，多管线布局产品

- 产品销量稳步向好，经营费用逐步优化：**2022Q1公司人工晶体和角膜塑形镜产品销量快速增长，实现营业收入1.31亿元，同比增长55.54%；归母净利润5869.03万元，同比增长63%；销售费用率13.58%，同比下降2.08%；研发费用率9.61%，同比下降3.24%；管理费用率10.24%，同比下降2.27%。公司适当优化经营费用，经营性现金流提升33.95%。
- 研发创新持续推进，近视防控产品线布局强劲：**2022年一季度公司研发费用1261.62万元，同比增长16.32%，2022年一季度非球面扩景深（EDoF）人工晶状体产品在中国境内正在启动临床试验，非球面衍射型多焦人工晶状体、有晶体眼人工晶状体、非球面三焦散光矫正人工晶状体进入临床试验阶段。公司积极布局角膜塑形镜相关护理产品，普诺瞳角膜塑形镜是公司视光类核心产品，其中“普诺瞳-曦明”多功能硬性接触镜护理液已在市场推广。
- 彩瞳、离焦镜大力布局，多维度打造丰富管线：**公司积极拓展“彩瞳”业务，子公司“天眼医药”已有3款（半年抛、月抛、日抛）彩色隐形眼镜产品提交国家药监局申报注册；公司2021年底发布功能性镜片——iBright®普诺瞳®离焦镜，有望在2022年实现收入增长，眼用透明质酸钠凝胶等产品也在稳步推进临床试验。

图：爱博医疗营业收入情况



图：普诺瞳镜片设计

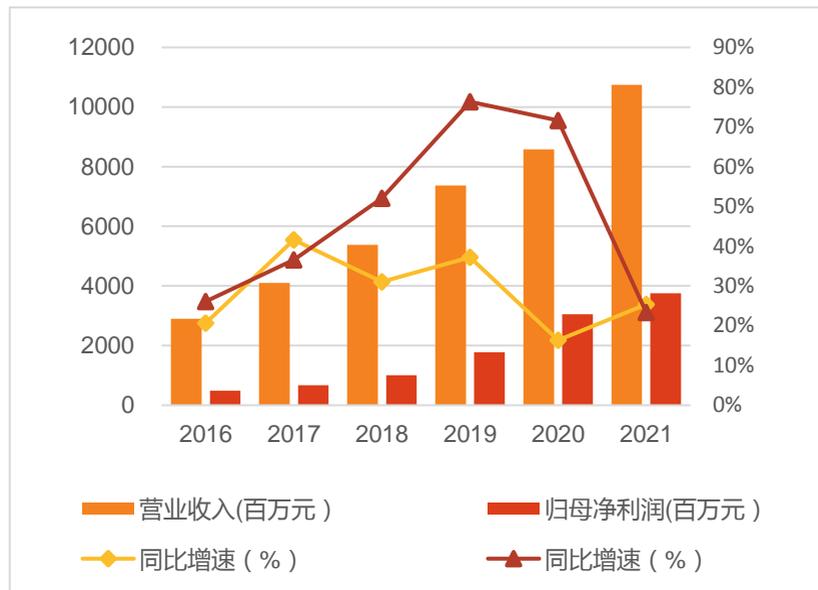


长春高新：生长激素驱动发展，百克生物研发顺利

□ 金赛药业业绩亮眼，布局电子注射和中枢神经赛道：2022年第一季度子公司金赛药业业绩亮眼，营业收入26.48亿元，同比增长43.69%，净利润12.05亿元，同比增长37.31%。2022年4月，金赛药业两款产品的补充申请获得国家药监局批准。其中聚乙二醇重组人生长激素注射液增加卡式瓶包装形式及生产地，意味着正式布局电子注射赛道。重组人生长激素注射液相关剂型增加适应症可用于因小于胎龄儿（SAG）所引起的儿童身材矮小，进一步扩大覆盖患者。

□ 百克生物疱疹减毒活疫苗进展顺利，研发管线多维布局：2022年一季度子公司百克生物实现收入1.38亿元，同比下降44.27%；净利润1731.63万元，同比下降68.76%。百克生物产品带状疱疹减毒活疫苗上市许可申请获得受理，未来有望打破国内带状疱疹病毒疫苗独家销售局面。

图：长春高新营业收入及归母净利润情况（亿元）



长春高新
CHANGCHUN HIGH-TECH



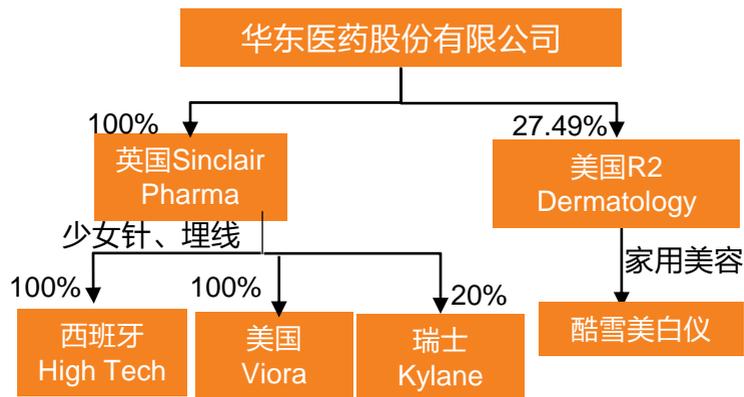
华东医药：医药工商业稳健发展，布局医美国内+海外双轮驱动

□ 公司布局医药工业、医药商业、医美业务三大板块。聚焦抗肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心治疗领域产品的医药工业研发布局；拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业等四大业务板块医药商业；涵盖医美医药流通全领域，聚焦面部微整形和皮肤管理领域最新的产品和器械的研发、生产和销售。

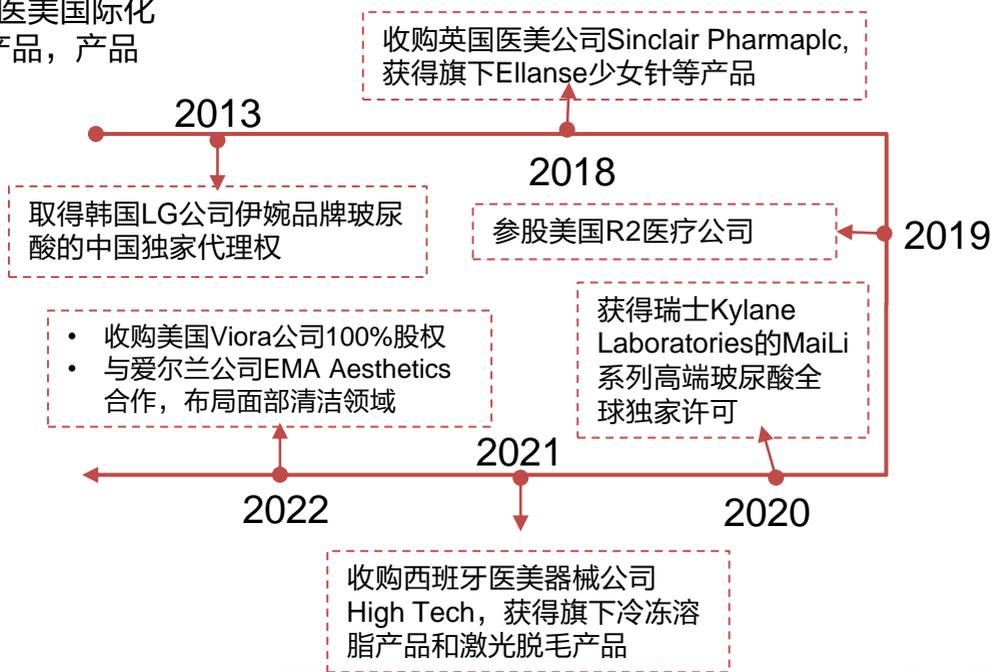
□ 公司医美产业聚焦于面部填充剂、身体塑形、埋线、能量源器械等非手术类主流医美产品的研发、生产和销售，已形成差异化透明质酸钠全产品组合、胶原蛋白刺激剂、埋植线、能量源设备的综合化产品集群。按可比口径（剔除华东宁波），2021年营业收入10.02亿元(+123.28%)，其中“少女针”伊妍仕在全球市场实现99%增长；按可比口径（剔除华东宁波）2022 Q1营业收入为4.53亿元(+226.8%)。目前公司已拥有“微创+无创”医美国际化高端产品35款，包括21款已上市产品和14款在研创新产品，产品数量和覆盖领域均居行业前列。



图：华东医药医美领域海外公司布局



(截至2021年12月31日)



风险提示

□ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

□ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或对业绩造成一定波动

□ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

□ 新冠疫情进展具有不确定性

疫情风险尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下