西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

医药行业2022年12月投资月报

疫情防控政策变化，回归医药复苏本源

西南证券研究发展中心

2022年12月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：阮雯
执业证号：S1250522100004
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

12月投资观点

➢**行情回顾：**2022年11月申万医药指数上涨7.37%，跑输沪深300指数2.45%，在本月全行业行情排名23。医药行业相对于全部A股估值溢价率为89.6%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为41.3%，相对沪深300指数溢价率为142.1%。11月医药行业子板块线下药店上涨幅度最大（+19.8%），下跌幅度最大的是医疗设备（-0.8%）。2022年初以来（截止20221130），申万医药指数下跌18.23%，跑赢沪深300指数3.78%，年初以来行业涨跌幅排名第19。

➢ **疫情防控政策变化，中长期医药回归复苏本源。**11月10日，防疫新二十条落地，“二十条”提到将加强医疗资源建设、有序推进新冠疫苗接种、加快新冠药物储备。开放国门的关键是构建“预防、检测、治疗”三位一体防治体系，防疫政策将进一步科学精准有效。从中长期来看，医药回归复苏本源：**1）医保免疫/复苏：**随着疫情逐步复苏，政策端陆续释放正向信号，医保免疫/复苏仍是较好选择，重点关注中药消费品、自费生物药，医美上游产品、部分眼科器械以及具备“持续创新+国际化”的药械企业；**2）医保谈判：**本月国家医保谈判结果即将出炉，本次国谈首次明确“简易续约”降幅规则，最高降幅不超过25%，建议关注相关机会。

2022年12月组合推荐

- **本月弹性组合：**寿仙谷(603896)、上海医药(601607)、迈得医疗（688310）、贝达药业(300558)、福瑞股份(300049)、太极集团(600129)、华润三九(000999)、达仁堂(600329)、同仁堂(600085)、我武生物(300357)。
- **本月港股组合：**金斯瑞生物科技(1548)、和黄医药(0013)、药明生物(2269)、康方生物-B(9926)、科济药业(2171)、微创机器人-B(2252)、海吉亚医疗(6078)、锦欣生殖(1951)、启明医疗-B(2500)、康宁杰瑞(9966)。
- **本月科创板组合：**百济神州(688235)、康希诺(688185)、祥生医疗(688358)、澳华内镜(688212)、荣昌生物(688331)、泽璟制药(688266)、普门科技(688389)、奥浦迈(688293)、爱博医疗（688050)。
- **本月稳健组合：**迈瑞医疗(300760)、爱尔眼科(300015)、爱美客(300896)、恒瑞医药(600276)、云南白药(000538)、片仔癀(600436)、智飞生物(300122)、通策医疗(600763)、药明康德(603259)、凯莱英(002821)。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

目 录

1 医药板块与组合表现回顾

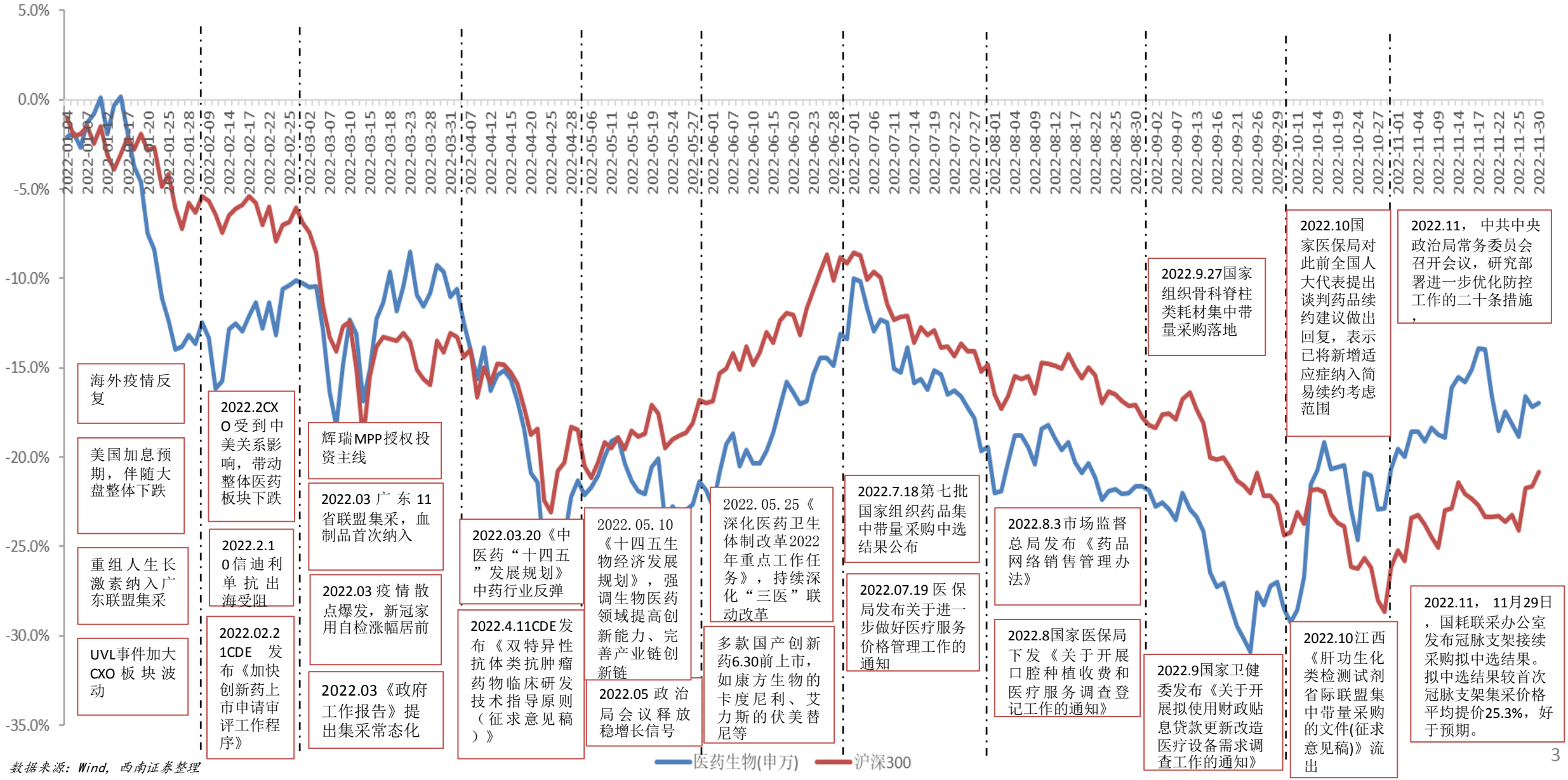
2 新冠疫情与疫苗研发跟踪

3 行业政策

4 投资策略与组合推荐

5 风险提示

1.1 2022年1-11月医药板块复盘

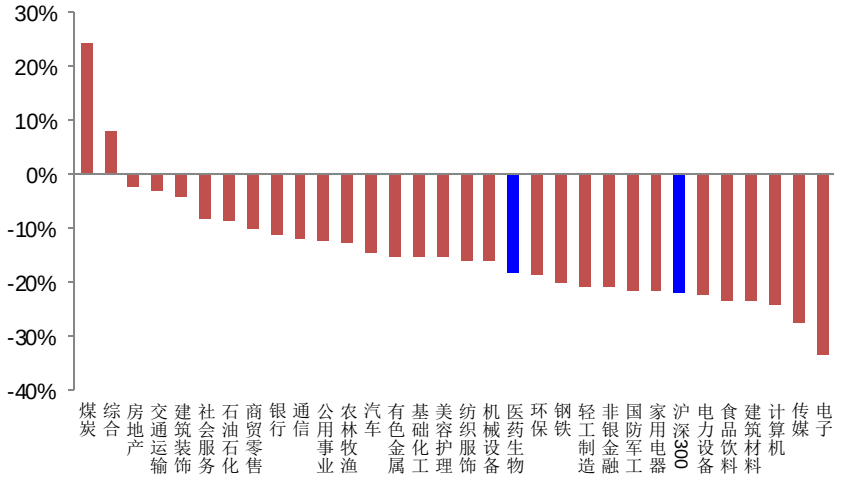


数据来源：Wind，西南证券整理

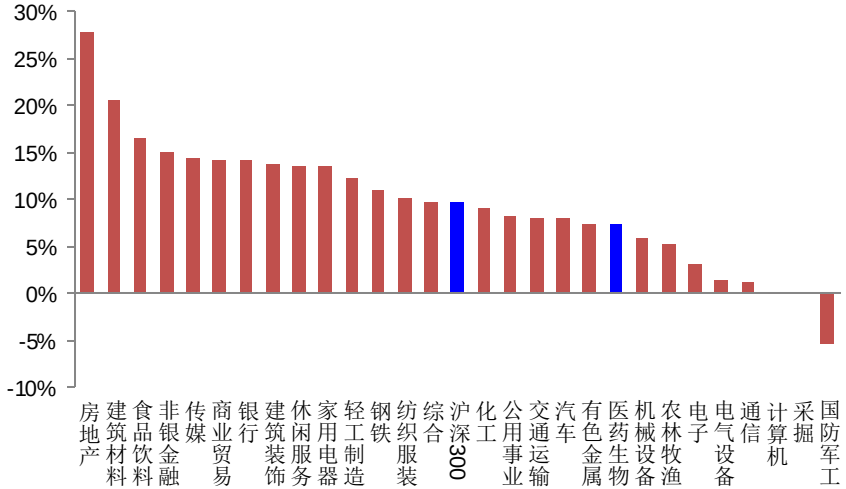
1.2 医药二级市场相对表现

- 2022年初以来（截止20221130），申万医药指数下跌18.23%，跑赢沪深300指数3.78%，年初以来行业涨跌幅排名第19。
- 2022年11月申万医药指数上涨7.37%，跑输沪深300指数2.45%，在本月全行业行情排名23。

2022年初以来全行业行情（截止20221130）



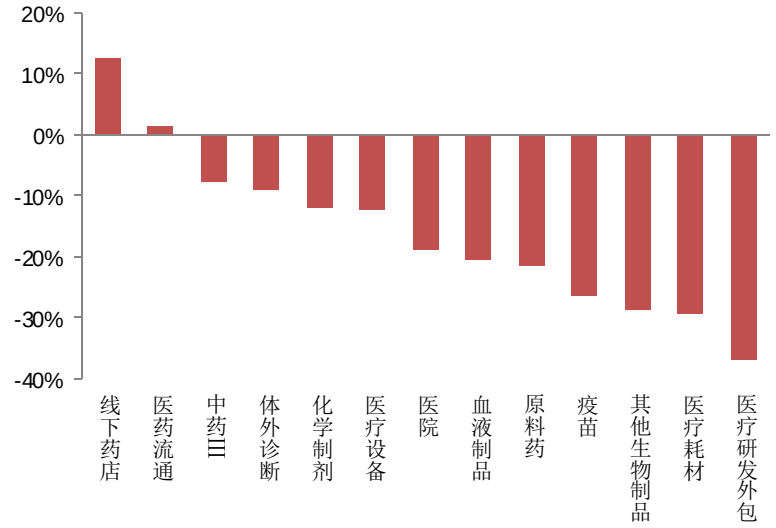
11月全行业行情



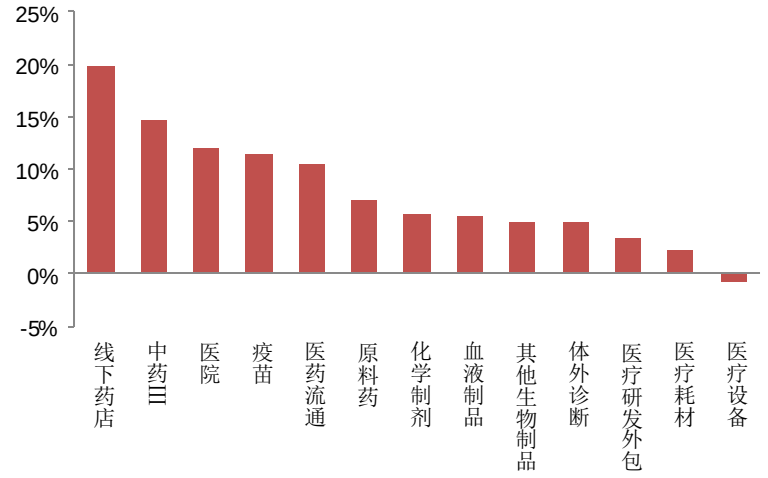
1.3 医药子行业二级市场表现

- 2022年初以来（截止20221130），医药子行业调整力度较大，线下药店上涨（+12.6%），医疗研发外包跌幅最大（-36.9%）；
- 11月医药行业子板块线下药店上涨（+19.8%），下跌幅度最大的是医疗设备（-0.8%）。

2022年初以来医药子行业行情（截止20221130）



11月医药子行业行情



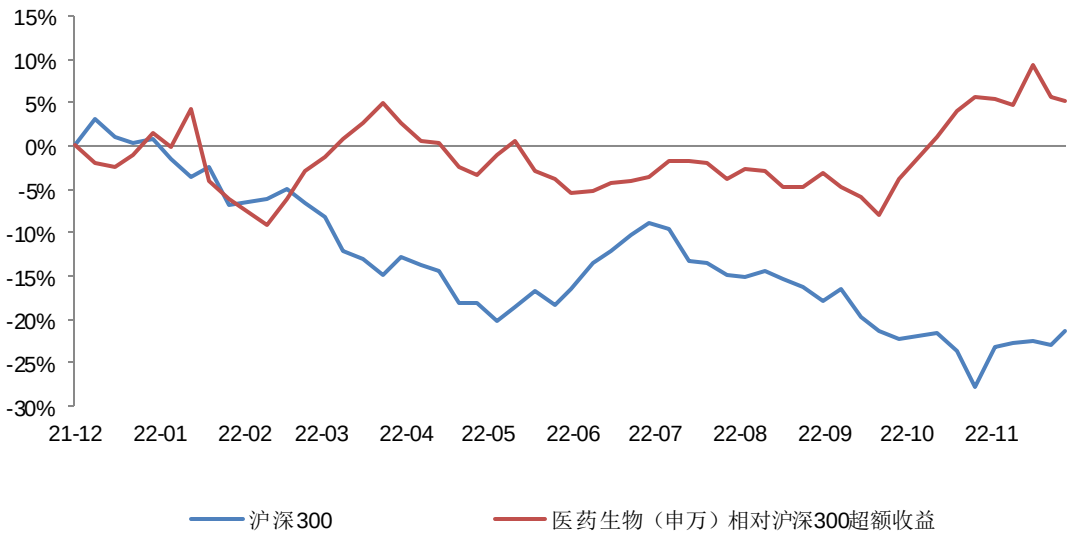
数据来源：Wind，西南证券整理

1.4 医药二级市场表现

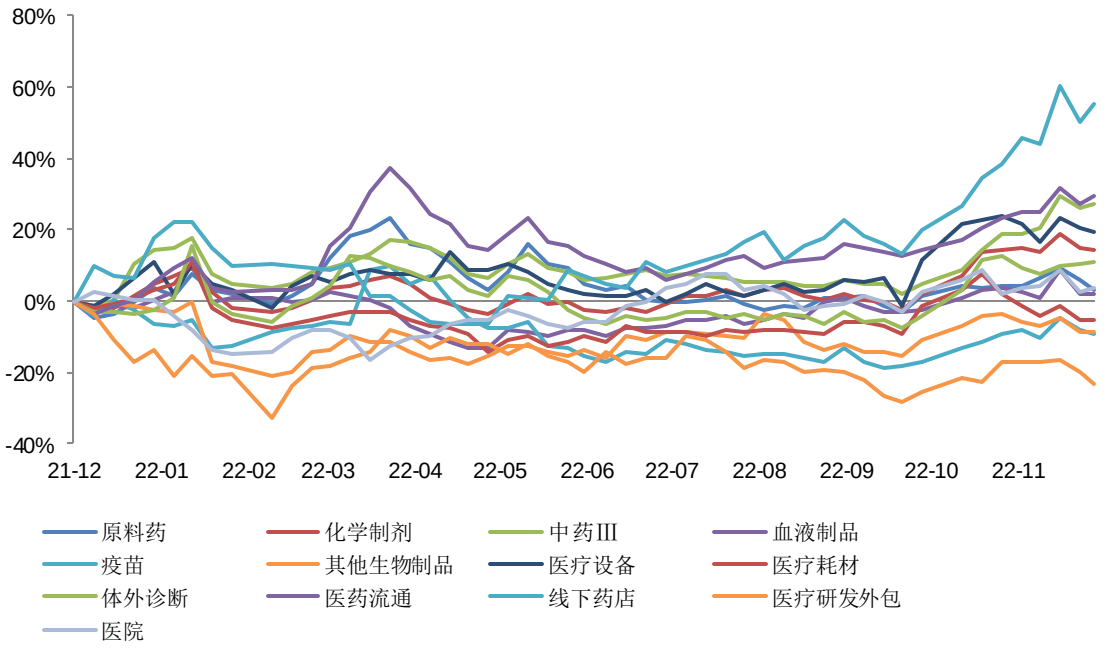
- 比较医药行业行情走势，11月行业累计超额收益水平保持平稳，过去一年（TTM）累计跌幅16.28%，跑赢大盘4.7个百分点；

- 分子行业来看，线下药店为累计收益率最高的子行业，过去一年（TTM）累计收率为41.2%，跑赢医药行业指数57个百分点。

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业相对医药指数超额累计收益率

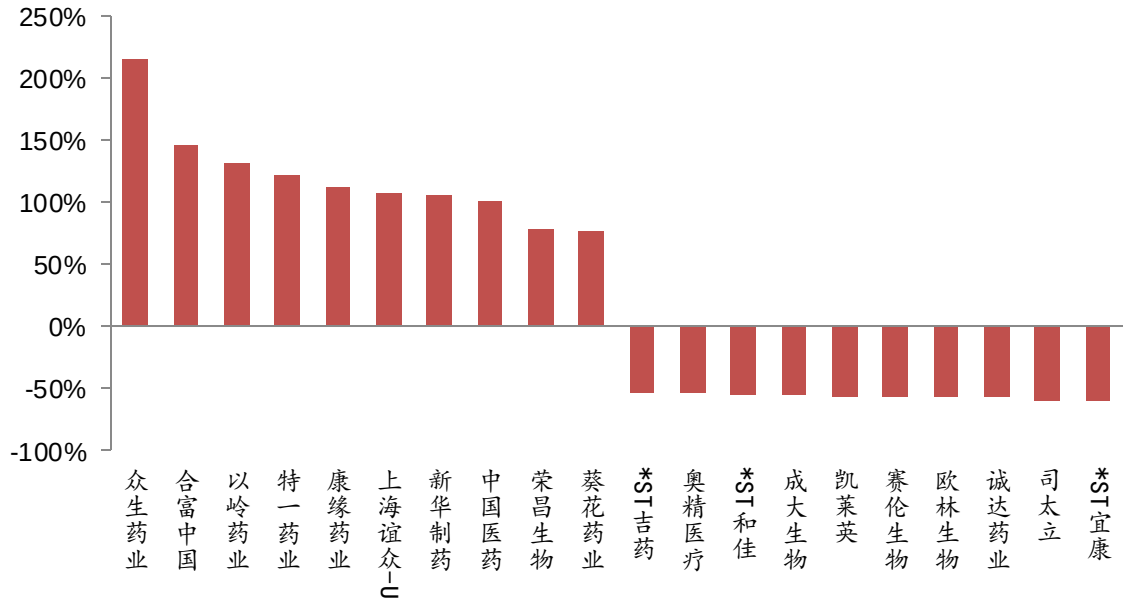


数据来源：Wind，西南证券整理

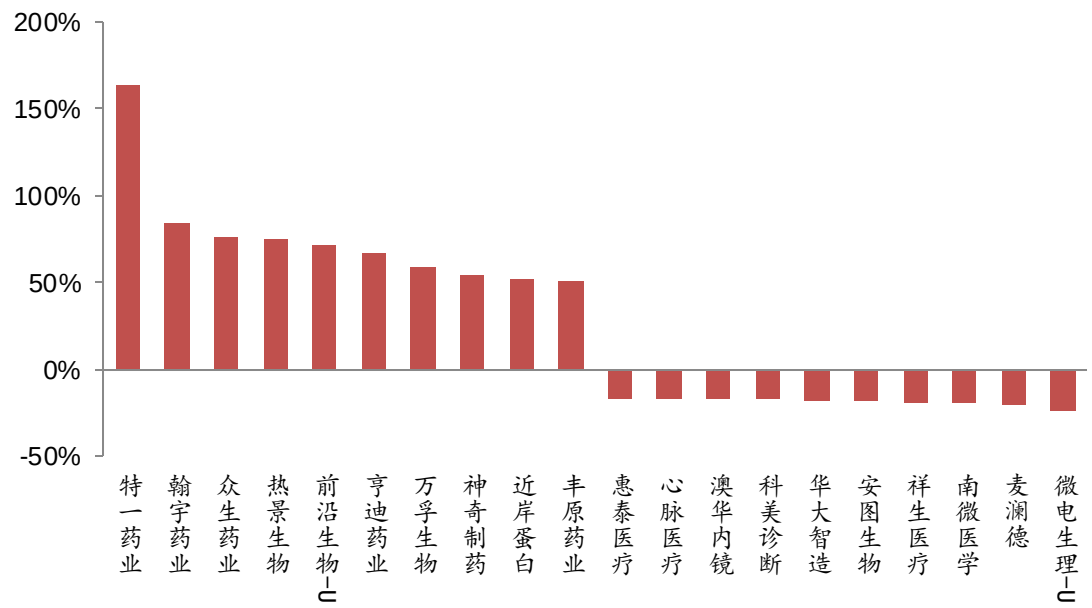
1.5 医药个股二级市场表现

- **2022年初以来涨幅排名前十的个股分别为**：众生药业（+215.4%）、合富中国（+145.3%）、以岭药业（+131.8%）、特一药业（+122%）、康缘药业（+112.7%）、上海谊众-U（+106.4%）、新华制药（+104.9%）、中国医药（+101.1%）、荣昌生物（+77.7%）、葵花药业（+77.1%）。
- **2022年初以来跌幅排名前十的个股分别为：***ST宜康（-61.4%）、司太立（-60.6%）、诚达药业（-57.2%）、欧林生物（-57.2%）、赛伦生物（-56.9%）、凯莱英（-56.7%）、成大生物（-55.8%）、*ST和佳（-55.2%）、奥精医疗（-54.7%）、*ST吉药（-54%）。
- **11月涨幅排名前十的个股分别为：**特一药业（+163.2%）、翰宇药业（+84.3%）、众生药业（+76.6%）、热景生物（+75.4%）、前沿生物-U（+71.3%）、亨迪药业（+66.3%）、万孚生物（+58.7%）、神奇制药（+54.3%）、近岸蛋白（+52.2%）、丰原药业（+51.2%）。
- **11月跌幅排名前十的个股分别为**：微电生理-U（-24.4%）、麦澜德（-20.4%）、南微医学（-19.7%）、祥生医疗（-19.2%）、安图生物（-18.2%）、华大智造（-18.2%）、科美诊断（-17.8%）、澳华内镜（-17.7%）、心脉医疗（-17.2%）、惠泰医疗（-16.9%）。

2022年初以来医药个股涨跌幅排名（截止20221130）



11月医药个股涨跌幅排名



数据来源：Wind，西南证券整理

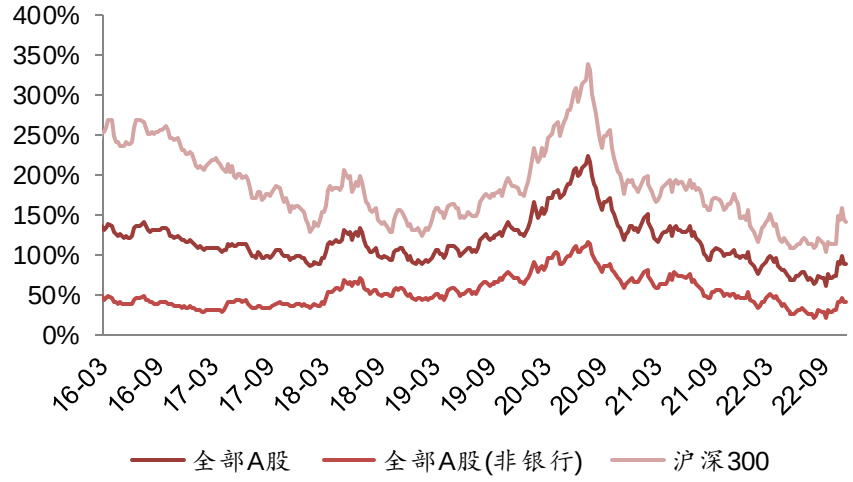
1.6 医药二级市场估值水平PE(TTM)变化：行业估值26倍，11月整体下跌

- 截至2022年11月30日，医药行业PE(TTM)为26倍，低于过去十年中位数水平。
- 纵向看溢价率：截至2022年11月31日，医药行业相对于全部A股估值溢价率为86.9%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为41.3%，相对沪深300指数溢价率为142.1%，相对上个月分别上涨15.9pp、8.4pp 、28.7pp。
- 横向看：医药行业整体估值（PE-TTM）排在行业第16，处于中游的水平。
- 横向看溢价率：医药行业相对沪深300的的溢价率排在行业第16，低于休闲服务、农林牧渔、国防军工、计算机、商业贸易、汽车、机械设备、食品饮料等。

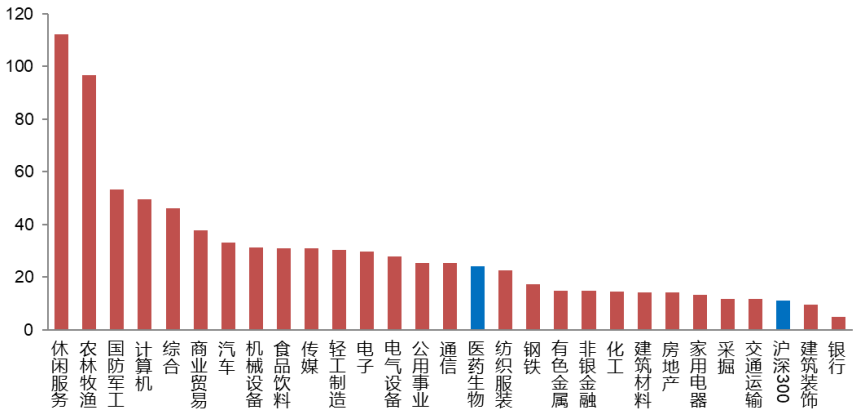
过去10年医药行业估值水平



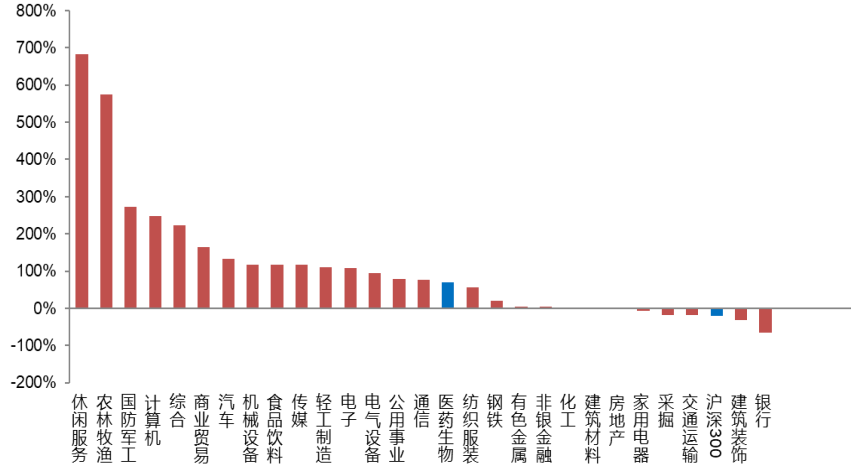
过去六年医药行业溢价率（TTM整体法剔除负值）



全行业估值水平（PE-TTM）



全行业溢价率水平-相对沪深300（PE-TTM）

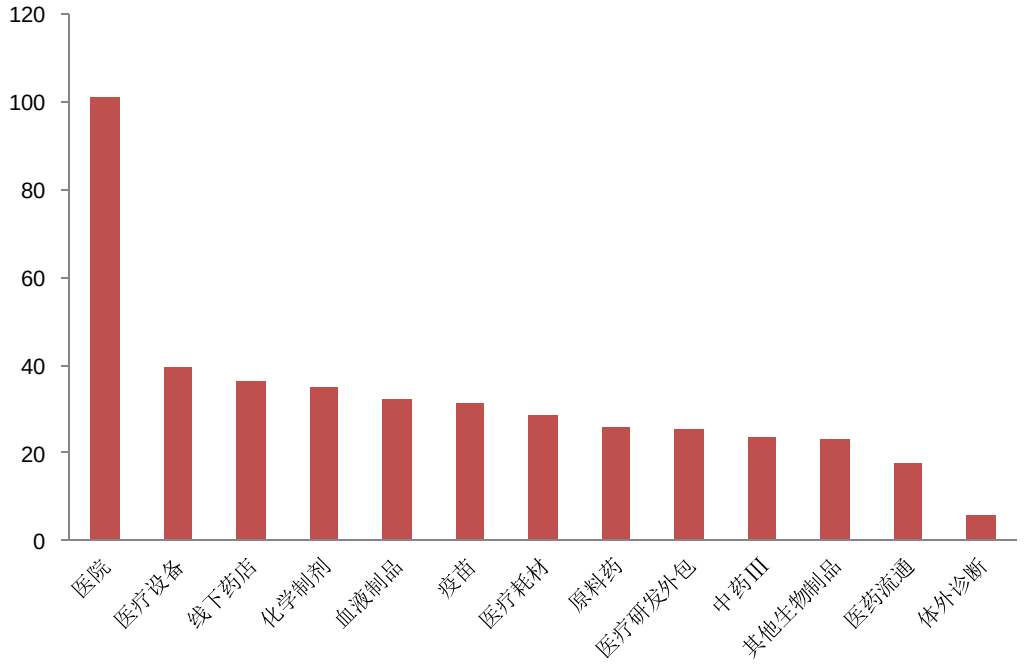


数据来源：Wind，西南证券整理

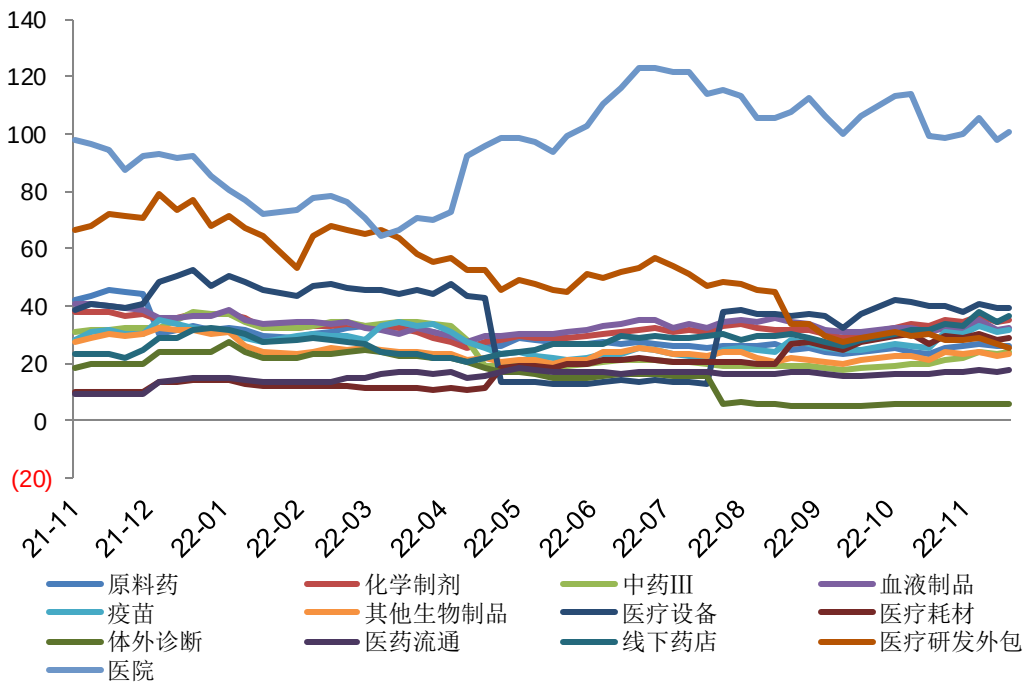
1.7 子行业二级市场估值水平PE(TTM)变化：医院估值最高

- 11月医药子行业市盈率横向看：医院（101倍）的PE(TTM)最高，体外诊断（6倍）最低。
- 子行业11月估值溢价率环比提升前三名：医院（+35.8%）、医疗设备（+24.1%）、医疗研发外包（+18.3%；后三名疫苗（-27.2%）、医疗耗材（-14.9%）、其他生物制品（-9.2%）。

申万医药子行业11月市盈率（TTM）



申万医药子行业历史市盈率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

1.8 11月投资组合收益简评-弹性组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	11月涨跌幅	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
						22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
603896.SH	寿仙谷	36.48	29	74	5.6%	2.67	3.52	4.63	49%	32%	32%	1.35	1.78	2.35	27	20	16
300049.SZ	福瑞股份	19.12	51	50	-13.0%	1.51	2.51	3.29	59%	66%	31%	0.57	0.95	1.25	33	20	15
600129.SH	太极集团	34.63	-37	177	5.8%	9.95	11.47	13.13	-25%	15%	14%	1.79	2.06	2.36	19	17	15
000999.SZ	华润三九	59.22	26	553	8.6%	23.93	28.26	32.09	17%	18%	14%	2.42	2.86	3.25	24	21	18
002603.SZ	以岭药业	44.90	49	704	47.3%	35.55	40.68	47.66	24%	14%	17%	2.13	2.43	2.85	21	18	16
300357.SZ	我武生物	50.64	68	271	7.7%	-8.72	-8.58	-1.30	-19%	-2%	-85%	-1.67	-1.64	-0.25	-30	-31	-204
300558.SZ	贝达药业	50.58	152	209	10.7%	10.50	12.55	15.23	14%	20%	21%	2.52	3.01	3.66	20	17	14
300181.SZ	佐力药业	12.18	29	72	10.0%	2.33	3.17	4.86	36%	34%	32%	0.45	0.6	0.8	27	20	15
300358.SZ	楚天科技	15.87	15	92	-5.3%	3.36	4.65	6.54	38%	38%	41%	0.58	0.81	1.14	27	20	14
605186.SH	健麾信息	34.12	37	47	-7.0%	1.87	2.49	3.22	58%	33%	29%	1.38	1.83	2.37	25	19	14

加权平均涨跌幅					7.0%
000300.SH	沪深300	3,634.2	-	3,853.0	9.8%
跑赢大盘					-2.8%
801150.SI	医药生物(申万)	8,922.0	-	9,309.5	7.4%
跑赢指数					-0.3%

- **弹性组合：上月弹性组合上涨7%，跑输大盘2.8%，跑输医药指数0.3%。**
- **其中以岭药业涨幅最大，上涨47.3%；福瑞股份跌幅较大，下跌13%。**

数据来源：Wind，西南证券整理
股价截止2022年11月30日

1.8 11月投资组合收益简评-稳健组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	11月涨跌幅	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
						22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300760.SZ	迈瑞医疗	324.60	42	3,977	-0.3%	97.86	120.30	148.94	22%	23%	24%	8.07	9.92	12.28	40	33	26
300015.SZ	爱尔眼科	27.10	73	2,004	9.7%	35.51	45.75	58.97	53%	29%	29%	0.49	0.64	0.82	55	43	33
300896.SZ	爱美客	479.60	84	1,072	13.9%	17.53	23.11	30.00	24%	32%	30%	2.13	2.80	3.64	85	65	50
600276.SH	恒瑞医药	39.83	73	2,583	-0.9%	46.23	54.43	64.46	2%	18%	18%	0.72	0.85	1.01	55	47	39
000538.SZ	云南白药	56.58	38	1,021	3.7%	41.64	47.83	55.29	49%	15%	16%	2.32	2.66	3.08	24	21	18
600085.SH	同仁堂	49.15	51	666	0.8%	15.46	19.62	24.36	26%	27%	24%	1.13	1.43	1.78	44	34	28
601607.SH	上海医药	19.35	13	636	10.1%	57.22	64.18	73.25	12%	12%	14%	1.55	1.74	1.98	11	10	9
603259.SH	药明康德	78.00	26	2,260	2.1%	81.73	95.92	126.33	60%	17%	32%	2.76	3.24	4.27	28	24	18
300122.SZ	智飞生物	90.46	20	1,425	5.9%	-81.16	-58.46	-43.00	-17%	-28%	-26%	-5.07	-3.65	-2.69	-18	-25	-34
600763.SH	通策医疗	126.51	68	416	3.5%	7.16	10.15	13.35	2%	42%	32%	2.23	3.17	4.16	57	40	30

加权平均涨跌幅					4.9%
000300.SH	沪深300	3,634.2	-	3,853.0	9.8%
跑赢大盘					-5.0%
801150.SI	医药生物(申万)	8,922.0	-	9,309.5	7.4%
跑赢指数					-2.5%

- **科创板组合：上月稳健组合上涨4.9%，跑输大盘5%，跑输医药指数2.5%。**
- **其中爱美客涨幅最大，上涨13.9%；恒瑞医药跌幅较大，下跌0.9%。**

数据来源：Wind，西南证券整理
股价截止2022年11月30日

1.8 11月投资组合收益简评-科创板组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	11月涨跌幅	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
						22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
688358.SH	祥生医疗	36.21	25	42	-19.2%	1.48	1.86	2.48	32%	26%	33%	1.32	1.66	2.21	27	22	16
688212.SH	澳华内镜	58.99	175	84	-17.7%	(16.03)	(4.73)	(3.07)	-66%	-70%	-35%	(12.02)	(3.55)	(2.30)	(5)	(17)	(26)
688235.SH	百济神州	120.43	-11	1,482	-4.3%	17.53	23.11	30.00	24%	32%	30%	2.13	2.80	3.64	85	65	50
688331.SH	荣昌生物	72.57	143	337	-6.0%	(1.87)	(0.05)	5.11	-168%	97%	9886%	(0.34)	(0.01)	0.94	-	-	67
688050.SH	爱博医疗	209.00	96	234	4.1%	13.46	13.87	15.44	157%	3%	11%	12.80	13.19	14.68	16	16	14
688293.SH	奥浦迈	106.05	89	88	-12.8%	(6.50)	(5.75)	(2.78)	58%	-12%	-52%	(7.93)	(7.01)	(3.39)	(13)	(15)	(31)
688389.SH	普门科技	20.60	39	86	3.1%	2.51	3.31	4.28	32%	32%	29%	0.59	0.78	1.01	35	26	20
688266.SH	泽璟制药	37.87	-17	100	-9.6%	6.84	8.22	9.54	-21%	-20%	-16%	2.85	3.43	3.98	13	11	10
688271.SH	联影医疗	185.50	99	1,534	-11.9%	17.53	23.11	30.00	24%	32%	30%	2.13	2.80	3.64	87	66	51

加权平均涨跌幅					-8.3%
000300.SH	沪深300	3,634.2	-	3,853.0	9.8%
跑赢大盘					-18.1%
801150.SI	医药生物(申万)	8,922.0	-	9,309.5	7.4%
跑赢指数					-15.6%

➢科创板组合：上月科创板组合下跌8.3%，跑输大盘18.1%，跑输医药指数15.6%。

➢其中爱博医疗涨幅最大，上涨4.1%；祥生医疗跌幅较大，下跌19.2%。

数据来源：Wind，西南证券整理
股价截止2022年11月30日

1.9 11月周报观点回顾

- **11月第1周策略：持续看好医药百花齐放行情。**
  - **持续看好医药百花齐放行情。**本周医药行业出现普涨行情，归于以下几个因素：1）大盘整体回暖；2）在政策、疫情等方面市场形成一定共识，医药各版块后续预期逐渐趋稳；3）医药经过近两年的回调，已经迎来估值底、持仓底、政策底，根据我们统计，22Q3全部公募基金的医药持仓占比10.08%，环比-0.63pp；剔除主动医药基金占比6.68%，环比-1.48pp；再剔除指数基金占比5.77%，环比-2.09pp；申万医药板块市值占比为7.76%，环比-0.05pp，继续处于地位。我们判断，后续医药将迎来百花齐放行情，推荐三个方向：1）医保免疫/复苏方向，如爱美客、爱尔眼科、寿仙谷、福瑞股份、美好医疗等；2）医保谈判方向，如贝达药业、恒瑞医药、百济神州、荣昌生物等；3）新冠主题机会，如口服药歌礼制药、众生药业、君实生物等，疫苗相关康希诺、上海医药、智飞生物等，中药太极集团、以岭药业等。
- **11月第2周策略：防疫新二十条落地，重点关注医药复苏主线**
  - **防疫新二十条落地，重点关注医药复苏主线。**11月10日， 中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，内容包括隔离时间缩短、不再判定次密接、调整风险等级、取消入境航班熔断机制、加强医疗资源建设、有序推进新冠疫苗接种、加快新冠药物储备、防止一刀切等，我们认为防疫政策将进一步科学化、精准化、有效化。此外，美国通胀好于预期，带动市场流动性的增加，也有望给经济复苏带来宽松的外围环境。重点关注复苏主线，适当关注医保谈判和新冠主题。
- **11月第3周策略：持续关注医药复苏主线**
  - **肝功生化集采方案落地，明确采购量同时较意见稿收紧。**11月14日，肝功生化带量采购方案正式文件出台，在未中选企业增补为中选企业的条件等方面有所提高，进一步明确采购量，正式文件整体较意见稿收紧。此外，11月10日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，内容包括隔离时间缩短、不再判定次密接等，防疫新二十条落地，我们认为防疫政策将进一步科学化、精准化、有效化。重点关注复苏主线，适当关注医保谈判和新冠主题。
- **11月第4周策略：疫情散点反复，中长期关注医药复苏**
  - **各地疫情散发且反复，中长期关注医药复苏主线。**截至11月24日24时，据31个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例28164例，11月中旬以来，新冠疫情在我国多地散发，目前消费属性医疗需求仍受疫情影响，根据二十条措施及11月21日新版疫情检测、防控、隔离以及健康监测指南出台，进一步强调高风险区以单元、楼栋等为单位划定，我们认为防疫政策将进一步科学化、精准化、有效化。从中长期看，持续重点关注复苏主线，适当关注医疗资源建设和新冠主题。
- **11月第5周策略：回归医药复苏本源**
  - **防疫政策再优化，回归医药复苏本源。**贯彻落实二十条防疫措施，“快封快解”已成为目前防疫主旋律。中长期来看，随着防疫政策的进一步精准优化，常规医疗和消费医疗板块有望逐步恢复。

1.10 公募基金三季度持仓分析

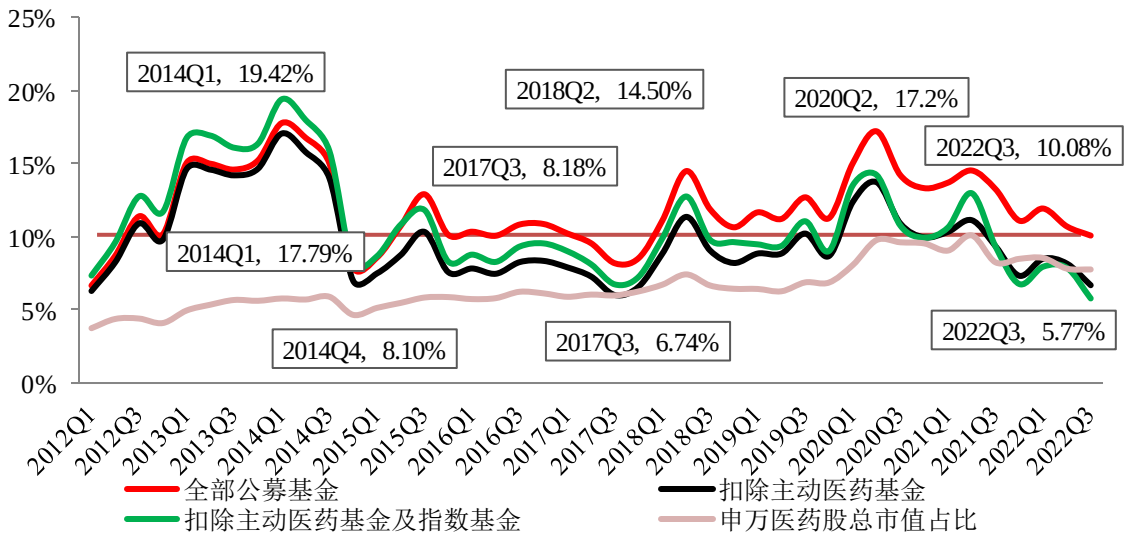
- **2022Q3医药总持仓变化情况：**

22Q3全部公募基金占比10.08%，环比-0.63pp；剔除主动医药基金占比6.68%，环比-1.48pp；再剔除指数基金占比5.77%，环比-2.09pp；申万医药板块市值占比为7.76%，环比-0.05pp。

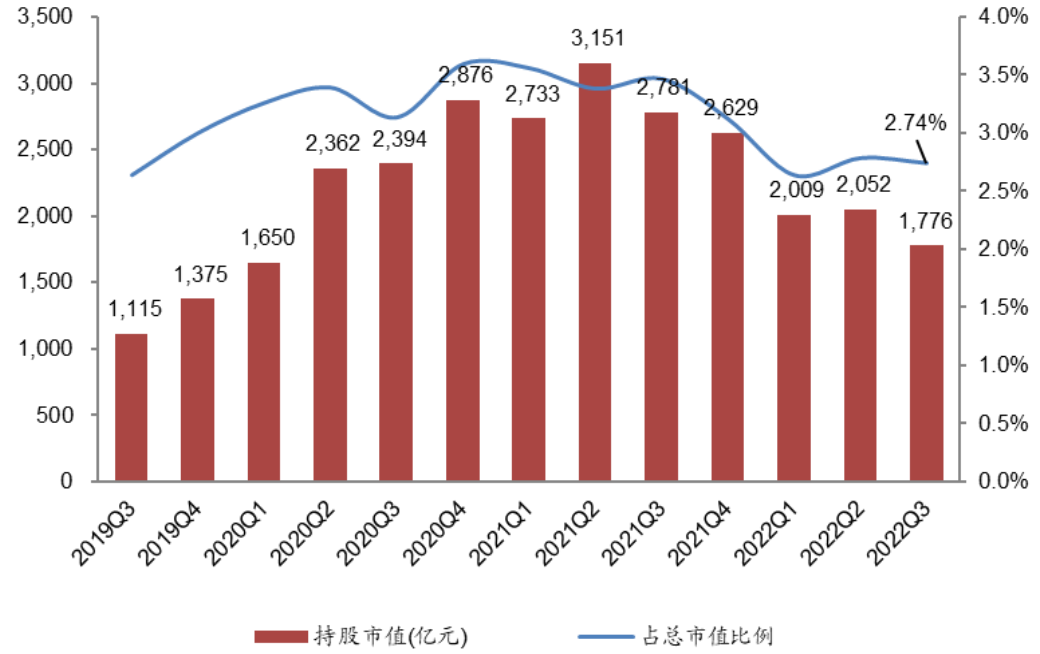
- **22Q3外资持股占比略有上升：**

22Q3外资持有医药生物板块的总市值占比为2.74%，环比下降0.04pp，持股总市值为1776亿元，环比-276亿元。

近年来基金持仓总量占比情况



外资持股占比（陆股通）



数据来源：Wind，西南证券整理

1.10 公募基金三季度持仓分析

- 从公募基金持仓家数来看，公募基金数量前五的分别是迈瑞医疗(536家)、药明康德(360家)、智飞生物(304家)、爱尔眼科(282家)、恒瑞医药(246家)；变动情况来看，基金数量增加前五支股票分别是：美好医疗(+149家)、迈瑞医疗(+112家)、毕得医药(+104家)、联影医疗(+78家)、恒瑞医药(+75家)。

22Q3持股基金数量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
300760.SZ	迈瑞医疗	536	112	393.1	20.8	10.8%	1.0%	10.8%	1.0%	-4%	3,965	3,965
603259.SH	药明康德	360	-251	311.7	-242.3	14.7%	-3.4%	14.7%	-3.3%	-29%	2,319	2,324
300122.SZ	智飞生物	304	-17	128.0	-16.6	16.0%	1.8%	9.3%	1.1%	-21%	800	1,384
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	278.2	-51.1	16.8%	-4.7%	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
600276.SH	恒瑞医药	246	75	143.1	60.0	6.4%	2.9%	6.4%	2.9%	-1%	2,534	2,534
300896.SZ	爱美客	215	-45	125.8	-11.6	29.0%	3.1%	11.9%	1.3%	-15%	388	948
300347.SZ	泰格医药	172	-7	137.1	-10.2	21.8%	3.1%	17.2%	2.5%	-18%	612	774
301363.SZ	美好医疗	149	149	0.1	0.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	16	174
000661.SZ	长春高新	147	-73	93.5	-34.4	14.5%	0.1%	13.6%	0.0%	-25%	674	721
688073.SH	毕得医药	104	104	0.2	0.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	12	58
603456.SH	九洲药业	94	-28	58.5	-46.7	18.0%	-6.7%	17.9%	-6.5%	-20%	302	304
300142.SZ	沃森生物	94	-1	47.0	-16.5	8.1%	-0.3%	7.9%	-0.3%	-20%	618	636
000963.SZ	华东医药	90	20	34.1	5.9	4.9%	1.3%	4.9%	1.3%	-5%	749	749
300633.SZ	开立医疗	88	63	21.6	16.3	10.9%	6.5%	10.9%	6.8%	55%	239	239
688301.SH	奕瑞科技	82	15	61.5	20.6	28.7%	7.4%	16.2%	4.3%	14%	205	362
002001.SZ	新和成	81	42	14.5	-3.3	2.1%	-0.4%	2.1%	-0.4%	-3%	561	568
688271.SH	联影医疗	78	78	16.9	16.9	19.7%	19.7%	1.1%	1.1%	0%	93	1,616
600085.SH	同仁堂	77	2	74.1	-10.0	11.9%	0.2%	11.9%	0.3%	-13%	773	773
300595.SZ	欧普康视	76	-37	18.3	-18.4	7.1%	-3.2%	4.9%	-2.2%	-25%	209	300
002821.SZ	凯莱英	72	-49	74.1	-40.2	15.1%	-6.9%	14.4%	-0.5%	-31%	530	553

数据来源：Wind，西南证券整理

1.10 公募基金三季度持仓分析

- 从公募基金持仓家数来看，公募基金数量前五的分别是迈瑞医疗(536家)、药明康德(360家)、智飞生物(304家)、爱尔眼科(282家)、恒瑞医药(246家)；变动情况来看，基金数量增加前五支股票分别是：美好医疗(+149家)、迈瑞医疗(+112家)、毕得医药(+104家)、联影医疗(+78家)、恒瑞医药(+75家)。

22Q3持股基金数量季度增减前10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
301363.SZ	美好医疗	149	149	0.1	0.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	16	174
300760.SZ	迈瑞医疗	536	112	393.1	20.8	10.8%	1.0%	10.8%	1.0%	-4%	3,965	3,965
688073.SH	毕得医药	104	104	0.2	0.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	12	58
688271.SH	联影医疗	78	78	16.9	16.9	19.7%	19.7%	1.1%	1.1%	0%	93	1,616
600276.SH	恒瑞医药	246	75	143.1	60.0	6.4%	2.9%	6.4%	2.9%	-1%	2,534	2,534
300633.SZ	开立医疗	88	63	21.6	16.3	10.9%	6.5%	10.9%	6.8%	55%	239	239
002001.SZ	新和成	81	42	14.5	-3.3	2.1%	-0.4%	2.1%	-0.4%	-3%	561	568
688677.SH	海泰新光	65	40	17.6	12.4	30.0%	19.3%	18.2%	11.7%	23%	71	117
002422.SZ	科伦药业	43	36	2.9	2.1	1.2%	0.8%	0.9%	0.6%	19%	286	361
688114.SH	华大智造	32	32	2.9	2.9	8.5%	8.5%	0.7%	0.7%	7%	40	525
603259.SH	药明康德	360	-251	311.7	-242.3	14.7%	-3.4%	14.7%	-3.3%	-29%	2,319	2,324
300759.SZ	康龙化成	72	-79	75.7	-86.7	12.3%	-2.7%	11.8%	-2.6%	-43%	621	647
300363.SZ	博腾股份	29	-76	15.2	-43.6	7.2%	-9.5%	6.0%	-7.9%	-38%	204	246
000661.SZ	长春高新	147	-73	93.5	-34.4	14.5%	0.1%	13.6%	0.0%	-25%	674	721
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	278.2	-51.1	16.8%	-4.7%	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
600763.SH	通策医疗	69	-52	61.8	-44.2	15.1%	-3.9%	15.1%	-3.9%	-22%	405	405
002821.SZ	凯莱英	72	-49	74.1	-40.2	15.1%	-6.9%	14.4%	-0.5%	-31%	530	553
603392.SH	万泰生物	39	-47	13.6	-18.0	5.4%	-3.9%	1.3%	-1.0%	-26%	271	1,121
300896.SZ	爱美客	215	-45	125.8	-11.6	29.0%	3.1%	11.9%	1.3%	-15%	388	948
688202.SH	美迪西	24	-39	8.5	-17.7	10.1%	-10.4%	4.4%	-4.5%	-32%	85	197

数据来源：Wind，西南证券整理

1.10 公募基金三季度持仓分析

- 从公募基金持仓占比情况来看，1）持仓占流通股比例前五分别为：海泰新光(30%)、爱美客(29%)、奕瑞科技(28.7%)、百诚医药(25.5%)、泰格医药(21.8%)；2）持仓总股本占比前五分别为：联影医疗（19.7%）、海泰新光（19.3%）、奥浦迈（14%）、苑东生物（9.9%）、百诚医药（9.8%）。

22Q3公募基金持股持股流通股占比及总股本占比TOP10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
688677.SH	海泰新光	65	40	17.6	12.4	**30.0%**	19.3%	18.2%	11.7%	23%	71	117
300896.SZ	爱美客	215	-45	125.8	-11.6	**29.0%**	3.1%	11.9%	1.3%	-15%	388	948
688301.SH	奕瑞科技	82	15	61.5	20.6	**28.7%**	7.4%	16.2%	4.3%	14%	205	362
301096.SZ	百诚医药	10	-1	4.1	0.9	**25.5%**	9.8%	6.1%	2.4%	-18%	21	86
300347.SZ	泰格医药	172	-7	137.1	-10.2	**21.8%**	3.1%	17.2%	2.5%	-18%	612	774
688271.SH	联影医疗	78	78	16.9	16.9	**19.7%**	19.7%	1.1%	1.1%	0%	93	1,616
603456.SH	九洲药业	94	-28	58.5	-46.7	**18.0%**	-6.7%	17.9%	-6.5%	-20%	302	304
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	278.2	-51.1	**16.8%**	-4.7%	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
300122.SZ	智飞生物	304	-17	128.0	-16.6	**16.0%**	1.8%	9.3%	1.1%	-21%	800	1,384
688198.SH	佰仁医疗	16	4	6.0	-0.7	**15.7%**	-0.3%	4.0%	0.0%	-9%	47	183
688271.SH	联影医疗	78	78	16.9	16.9	19.7%	**19.7%**	1.1%	1.1%	0%	93	1,616
688677.SH	海泰新光	65	40	17.6	12.4	30.0%	**19.3%**	18.2%	11.7%	23%	71	117
688293.SH	奥浦迈	23	23	2.9	2.9	14.0%	**14.0%**	2.9%	2.9%	-3%	19	94
688513.SH	苑东生物	12	9	3.9	3.2	12.4%	**9.9%**	6.3%	5.0%	5%	37	73
301096.SZ	百诚医药	10	-1	4.1	0.9	25.5%	**9.8%**	6.1%	2.4%	-18%	21	86
600129.SH	太极集团	46	25	17.0	12.7	12.7%	**9.1%**	12.7%	9.1%	12%	199	199
301015.SZ	百洋医药	6	6	2.3	2.3	8.8%	**8.8%**	2.0%	2.0%	3.4%	33	148
002727.SZ	一心堂	25	15	14.0	8.6	14.5%	**8.7%**	9.7%	5.8%	8%	107	160
688114.SH	华大智造	32	32	2.9	2.9	8.5%	**8.5%**	0.7%	0.7%	7%	40	525
688301.SH	奕瑞科技	82	15	61.5	20.6	28.7%	**7.4%**	16.2%	4.3%	14%	205	362

数据来源：Wind，西南证券整理

1.10 公募基金三季度持仓分析

- 从公募基金持仓占比情况来看，1）持仓占流通股比例前五分别为：海泰新光(30%)、爱美客(29%)、奕瑞科技(28.7%)、百诚医药(25.5%)、泰格医药(21.8%)；2）持仓总股本占比前五分别为：联影医疗（19.7%）、海泰新光（19.3%）、奥浦迈（14%）、苑东生物（9.9%）、百诚医药（9.8%）。

22Q3公募基金持股流通股占比增减前10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
688271.SH	联影医疗	78	78	16.9	16.9	19.7%	**19.7%**	1.1%	1.1%	0%	93	1,616
688677.SH	海泰新光	65	40	17.6	12.4	30.0%	**19.3%**	18.2%	11.7%	23%	71	117
688293.SH	奥浦迈	23	23	2.9	2.9	14.0%	**14.0%**	2.9%	2.9%	-3%	19	94
688513.SH	苑东生物	12	9	3.9	3.2	12.4%	**9.9%**	6.3%	5.0%	5%	37	73
301096.SZ	百诚医药	10	-1	4.1	0.9	25.5%	**9.8%**	6.1%	2.4%	-18%	21	86
600129.SH	太极集团	46	25	17.0	12.7	12.7%	**9.1%**	12.7%	9.1%	12%	199	199
301015.SZ	百洋医药	6	6	2.3	2.3	8.8%	**8.8%**	2.0%	2.0%	3.4%	33	148
002727.SZ	一心堂	25	15	14.0	8.6	14.5%	**8.7%**	9.7%	5.8%	8%	107	160
688114.SH	华大智造	32	32	2.9	2.9	8.5%	**8.5%**	0.7%	0.7%	7%	40	525
688301.SH	奕瑞科技	82	15	61.5	20.6	28.7%	**7.4%**	16.2%	4.3%	14%	205	362
688202.SH	美迪西	24	-39	8.5	-17.7	10.1%	**-10.4%**	4.4%	-4.5%	-32%	85	197
300363.SZ	博腾股份	29	-76	15.2	-43.6	7.2%	**-9.5%**	6.0%	-7.9%	-38%	204	246
603520.SH	司太立	2	-16	0.2	-7.3	0.3%	**-7.5%**	0.3%	-7.5%	-38%	63	63
002821.SZ	凯莱英	72	-49	74.1	-40.2	15.1%	**-6.9%**	14.4%	-0.5%	-31%	530	553
603456.SH	九洲药业	94	-28	58.5	-46.7	18.0%	**-6.7%**	17.9%	-6.5%	-20%	302	304
688105.SH	诺唯赞	10	-13	2.1	-2.4	9.6%	**-5.3%**	0.8%	-0.5%	-26%	23	256
300573.SZ	兴齐眼药	10	-28	4.9	-7.5	8.0%	**-5.1%**	6.2%	-3.0%	-36%	64	83
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	278.2	-51.1	16.8%	**-4.7%**	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
300601.SZ	康泰生物	10	-22	1.8	-18.6	0.7%	**-4.5%**	0.5%	-3.5%	-31%	275	357
600763.SH	通策医疗	69	-52	61.8	-44.2	15.1%	**-3.9%**	15.1%	-3.9%	-22%	405	405

数据来源：Wind，西南证券整理

1.10 公募基金三季度持仓分析

- 从持仓市值情况来看前五分别为迈瑞医疗（393亿元）、药明康德（312亿元）、爱尔眼科（278亿元）、恒瑞医药（143亿元）、泰格医药（137亿元）。持仓市值增幅前五分别为：恒瑞医药（+60亿元）、迈瑞医疗（+21亿元）、奕瑞科技（+21亿元）、联影医疗（+17亿元）、开立医疗（+16亿元）

22Q3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
300760.SZ	迈瑞医疗	536	112	**393.1**	20.8	10.8%	1.0%	10.8%	1.0%	-4%	3,965	3,965
603259.SH	药明康德	360	-251	**311.7**	-242.3	14.7%	-3.4%	14.7%	-3.3%	-29%	2,319	2,324
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	**278.2**	-51.1	16.8%	-4.7%	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
600276.SH	恒瑞医药	246	75	**143.1**	60.0	6.4%	2.9%	6.4%	2.9%	-1%	2,534	2,534
300347.SZ	泰格医药	172	-7	**137.1**	-10.2	21.8%	3.1%	17.2%	2.5%	-18%	612	774
300122.SZ	智飞生物	304	-17	**128.0**	-16.6	16.0%	1.8%	9.3%	1.1%	-21%	800	1,384
300896.SZ	爱美客	215	-45	**125.8**	-11.6	29.0%	3.1%	11.9%	1.3%	-15%	388	948
000661.SZ	长春高新	147	-73	**93.5**	-34.4	14.5%	0.1%	13.6%	0.0%	-25%	674	721
300759.SZ	康龙化成	72	-79	**75.7**	-86.7	12.3%	-2.7%	11.8%	-2.6%	-43%	621	647
002821.SZ	凯莱英	72	-49	**74.1**	-40.2	15.1%	-6.9%	14.4%	-0.5%	-31%	530	553
600085.SH	同仁堂	77	2	**74.1**	-10.0	11.9%	0.2%	11.9%	0.3%	-13%	773	773
600763.SH	通策医疗	69	-52	**61.8**	-44.2	15.1%	-3.9%	15.1%	-3.9%	-22%	405	405
688301.SH	奕瑞科技	82	15	**61.5**	20.6	28.7%	7.4%	16.2%	4.3%	14%	205	362
603456.SH	九洲药业	94	-28	**58.5**	-46.7	18.0%	-6.7%	17.9%	-6.5%	-20%	302	304
300142.SZ	沃森生物	94	-1	**47.0**	-16.5	8.1%	-0.3%	7.9%	-0.3%	-20%	618	636
600436.SH	片仔癀	62	-26	**44.7**	-52.9	2.8%	-1.8%	2.8%	-1.8%	-23%	1,400	1,400
300529.SZ	健帆生物	47	4	**37.3**	5.8	14.9%	2.9%	9.5%	1.9%	-5%	255	400
000963.SZ	华东医药	90	20	**34.1**	5.9	4.9%	1.3%	4.9%	1.3%	-5%	749	749
000999.SZ	华润三九	52	0	**30.6**	1.1	8.1%	1.3%	8.1%	1.4%	-10%	538	544
600521.SH	华海药业	65	-15	**28.5**	-6.1	10.2%	-0.3%	10.0%	-0.3%	-13%	303	309

数据来源：Wind，西南证券整理

1.10 公募基金三季度持仓分析

- 从持仓市值情况来看前五分别为迈瑞医疗（393亿元）、药明康德（312亿元）、爱尔眼科（278亿元）、恒瑞医药（143亿元）、泰格医药（137亿元）。持仓市值增幅前五分别为：恒瑞医药（+60亿元）、迈瑞医疗（+21亿元）、奕瑞科技（+21亿元）、联影医疗（+17亿元）、开立医疗（+16亿元）。

22Q3公募基金持股市值增减前10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
600276.SH	恒瑞医药	246	75	143.1	**60.0**	6.4%	2.9%	6.4%	2.9%	-1%	2,534	2,534
300760.SZ	迈瑞医疗	536	112	393.1	**20.8**	10.8%	1.0%	10.8%	1.0%	-4%	3,965	3,965
688301.SH	奕瑞科技	82	15	61.5	**20.6**	28.7%	7.4%	16.2%	4.3%	14%	205	362
688271.SH	联影医疗	78	78	16.9	**16.9**	19.7%	19.7%	1.1%	1.1%	0%	93	1,616
300633.SZ	开立医疗	88	63	21.6	**16.3**	10.9%	6.5%	10.9%	6.8%	55%	239	239
600129.SH	太极集团	46	25	17.0	**12.7**	12.7%	9.1%	12.7%	9.1%	12%	199	199
688677.SH	海泰新光	65	40	17.6	**12.4**	30.0%	19.3%	18.2%	11.7%	23%	71	117
600673.SH	东阳光	21	-1	20.4	**9.7**	7.7%	3.7%	7.7%	3.7%	1%	287	289
002727.SZ	一心堂	25	15	14.0	**8.6**	14.5%	8.7%	9.7%	5.8%	8%	107	160
300003.SZ	乐普医疗	44	27	13.0	**7.7**	3.8%	1.9%	3.2%	1.7%	16%	403	469
600079.SH	人福医药	41	26	10.9	**7.1**	4.4%	2.7%	3.8%	2.4%	11%	291	341
000963.SZ	华东医药	90	20	34.1	**5.9**	4.9%	1.3%	4.9%	1.3%	-5%	749	749
300529.SZ	健帆生物	47	4	37.3	**5.8**	14.9%	2.9%	9.5%	1.9%	-5%	255	400
688690.SH	纳微科技	17	9	8.1	**5.2**	7.1%	4.9%	2.8%	1.9%	-7%	95	237
002223.SZ	鱼跃医疗	39	29	12.9	**5.1**	4.8%	1.5%	4.5%	1.4%	11%	278	297
603883.SH	老百姓	26	8	15.9	**5.0**	8.5%	2.4%	8.5%	3.0%	-3%	209	210
600587.SH	新华医疗	21	17	4.9	**4.8**	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	21%	112	115
688131.SH	皓元医药	25	5	9.8	**4.8**	13.1%	7.3%	7.6%	4.2%	-9%	69	120
300298.SZ	三诺生物	17	5	17.1	**4.4**	13.8%	3.9%	11.2%	3.1%	0%	163	202
300244.SZ	迪安诊断	46	23	6.3	**3.7**	4.4%	2.7%	3.5%	2.2%	-5%	145	180

数据来源：Wind，西南证券整理

1.11 沪港通资金流动回顾

➢ **11月医药陆股通持仓占比前五分别为**：

益丰药房、泰格医药、艾德生物、金域医学、山东药玻；

➢ **11月医药陆股通持仓占比增加前五分别为**：

京新药业、济川药业、理邦仪器、凯普生物、科伦药业；

➢ **11月医药陆股通持仓占比减少前五分别为**：

康希诺-U、东方生物、一心堂、英科医疗、丽珠集团。

	代码	名称	期末占比-流通A股	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比前十大	603939.SH	益丰药房	16.8%	0.1%	16.8%	0.1%	83.4	6.9	6.1%
	300347.SZ	泰格医药	15.5%	0.0%	10.0%	0.0%	81.5	2.1	1.3%
	300685.SZ	艾德生物	14.6%	0.1%	14.6%	0.1%	15.7	0.9	3.0%
	603882.SH	金域医学	14.3%	0.2%	14.2%	0.2%	46.0	-0.3	-2.1%
	600529.SH	山东药玻	14.3%	-0.1%	12.8%	-0.1%	24.8	-0.9	-4.6%
	300244.SZ	迪安诊断	11.2%	-0.1%	9.0%	-0.1%	15.3	-0.2	-2.4%
	300760.SZ	迈瑞医疗	11.1%	0.3%	11.1%	0.3%	441.1	12.1	1.8%
	300206.SZ	理邦仪器	10.4%	0.5%	6.1%	0.3%	5.2	0.6	10.8%
	002422.SZ	科伦药业	9.8%	0.5%	7.7%	0.4%	26.1	1.8	-0.3%
	000538.SZ	云南白药	9.5%	0.0%	4.5%	0.0%	45.7	-0.1	1.2%

	代码	名称	期末占比	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比增持前十大	002020.SZ	京新药业	2.6%	0.8%	2.0%	0.6%	2.2	0.6	-6.3%
	600566.SH	济川药业	3.1%	0.7%	3.1%	0.7%	8.9	2.0	-5.4%
	300206.SZ	理邦仪器	10.4%	0.5%	6.1%	0.3%	5.2	0.6	10.8%
	300639.SZ	凯普生物	3.9%	0.5%	3.9%	0.5%	3.4	0.5	-1.7%
	002422.SZ	科伦药业	9.8%	0.5%	7.7%	0.4%	26.1	1.8	-0.3%
	300326.SZ	凯利泰	2.6%	0.5%	2.6%	0.5%	1.5	0.3	3.0%
	300294.SZ	博雅生物	5.0%	0.5%	4.2%	0.4%	7.1	0.9	3.7%
	603259.SH	药明康德	7.0%	0.5%	6.0%	0.4%	138.3	2.1	-5.5%
	603387.SH	基蛋生物	2.3%	0.4%	2.3%	0.4%	1.6	0.3	0.3%
	300595.SZ	欧普康视	3.8%	0.4%	2.6%	0.3%	7.6	1.2	5.1%

	代码	名称	期末占比	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比减持前十大	688185.SH	康希诺-U	1.9%	-1.7%	0.5%	-0.5%	2.6	-2.6	-2.5%
	688298.SH	东方生物	6.7%	-1.6%	3.5%	-0.8%	6.5	-0.6	5.2%
	002727.SZ	一心堂	8.5%	-1.4%	5.7%	-0.9%	12.6	0.5	18.5%
	300677.SZ	英科医疗	2.3%	-1.3%	1.6%	-0.9%	2.6	-1.4	-1.9%
	000513.SZ	丽珠集团	4.2%	-1.0%	2.7%	-0.6%	9.5	-2.1	1.3%
	000710.SZ	贝瑞基因	3.3%	-0.9%	2.9%	-0.8%	1.3	-0.4	-2.3%
	300003.SZ	乐普医疗	4.9%	-0.6%	4.2%	-0.6%	17.9	-2.5	-1.7%
	603883.SH	老百姓	7.6%	-0.6%	7.6%	-0.6%	19.3	0.5	8.4%
	600079.SH	人福医药	1.8%	-0.6%	1.6%	-0.5%	6.0	-1.2	9.2%
	300529.SZ	健帆生物	3.7%	-0.5%	2.4%	-0.3%	6.1	-0.7	-0.3%

数据来源：Wind，西南证券整理，截止2022-11-30

1.12 医药工业运行情况：2021年医药制造业加速恢复，PDB样本医院收入有望逐渐改善

- **国家统计局规模以上医药制造业数据：2021年全年医药制造营业收入同比增长20.1%，医药制造利润总额同比增长77.9%**，主要系疫情加速恢复与2020年低基数两方面原因所致，根据收入和利润相比2019年的同比情况看，医药制造业基本恢复。2022年6-10月因国内疫情反复，医药工业收入增速转为负增长，后续有望恢复增长。

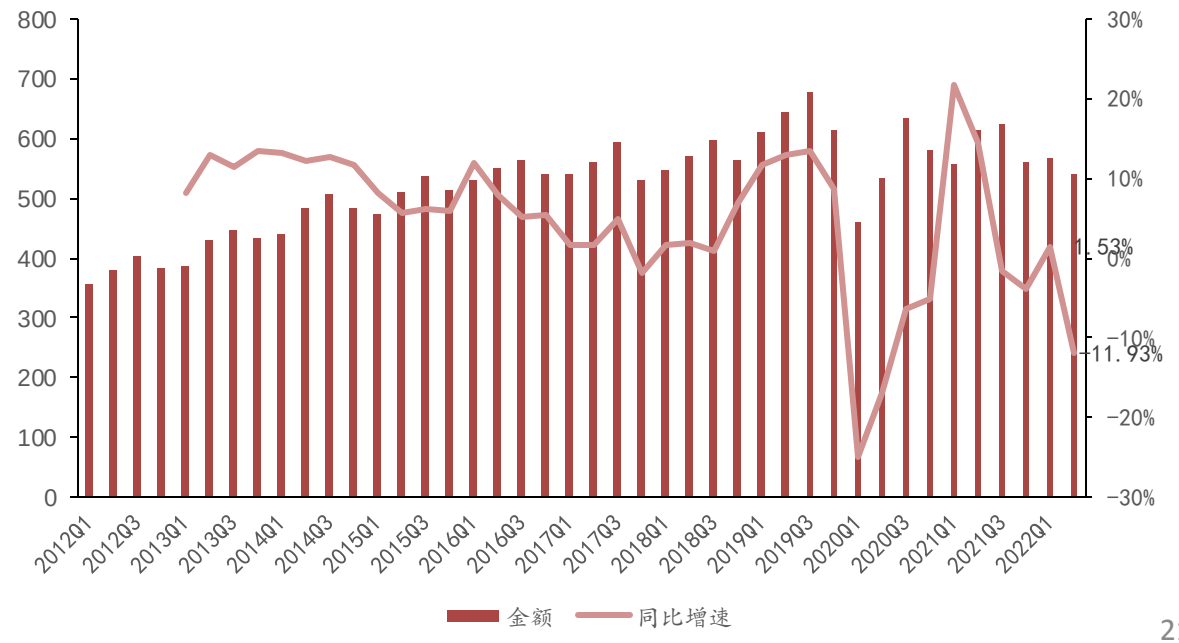
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2021年PDB样本医院药品销售2357亿元，同比增长6.5%，整体呈现疫情后复苏趋势，其中Q1/Q2单季度增速分别为22%/15%，Q3/Q4分别为-2%/-4%，主要系集采和国谈影响 。2022年由于疫情波动影响，整体医药工业增速Q1/Q2分别为1.5%和-11.9%。

- **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，我们预计疫情得到控制，医药工业整体增速将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速（统计局）



医药工业收入总额及增速（PDB）



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 医药板块与组合表现回顾

2 新冠疫情与疫苗研发跟踪

3 行业政策

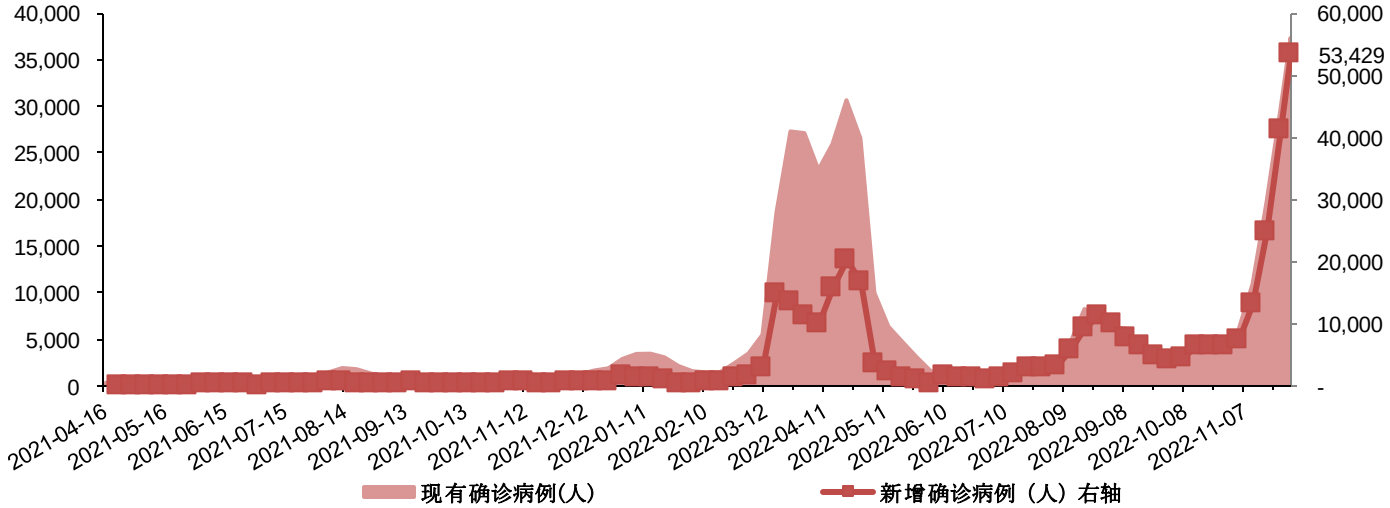
4 投资策略与组合推荐

5 风险提示

2.1 国内：防疫放松，新增确诊数量回升

- 截至11月30日24时，据31个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例37347例，累计治愈出院病例281106例，累计死亡病例5233例，累计报告确诊病例323676例，无现有疑似病例。
- 2022年3月末上海等地区出现Omicron毒株引发的疫情，4月以来，日新增病例数已触顶回落。11月以来每日全国新增确诊突破4000人。

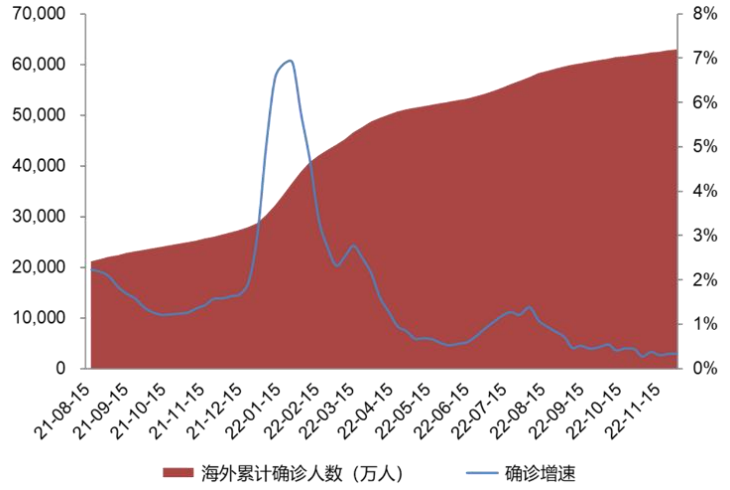
全国新冠疫情：现有确诊趋势与每周新增人数



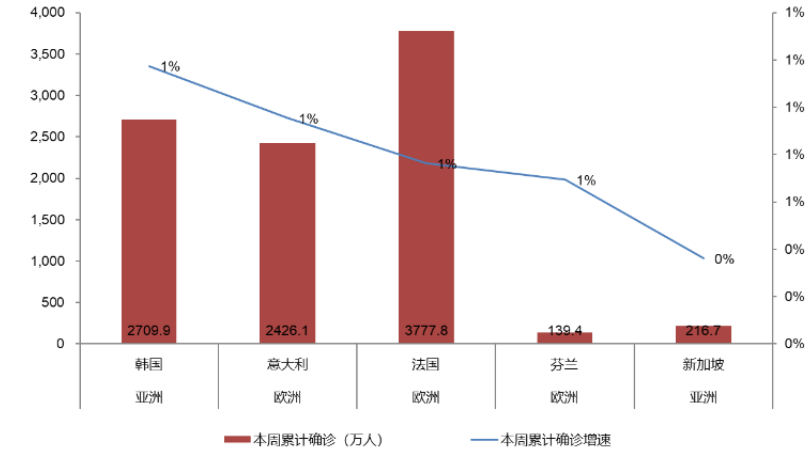
2.2 全球：累计确诊持续增长，2021年11月底Omicron变异株传播导致海外病例数迅速抬升

- 截至2022年11月30日，全球累计确诊病例近6.4亿例，全球死亡病例663万例，死亡率1.04%。
- 海外累计确诊增速2021年1月开始持续下滑，得益于防控手段的加强和疫苗接种，进入3月增速触底开始提升，主要与部分国家疫情防控不力有关。进入5月，随着疫苗接种率的提升以及疫情管控加严，增速快速下降，进入7月小幅反弹之后，8月底开始增速逐步下降。**11月底Omicron变异株传播导致海外病例数迅速抬升。**

全球累计确诊人数、增速趋势图



本周确诊增速前五国家-全球增速前五

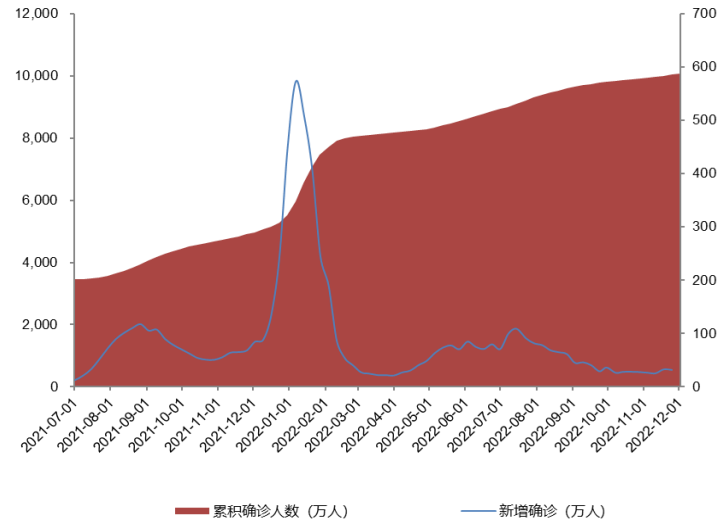


数据来源：Wind，西南证券整理

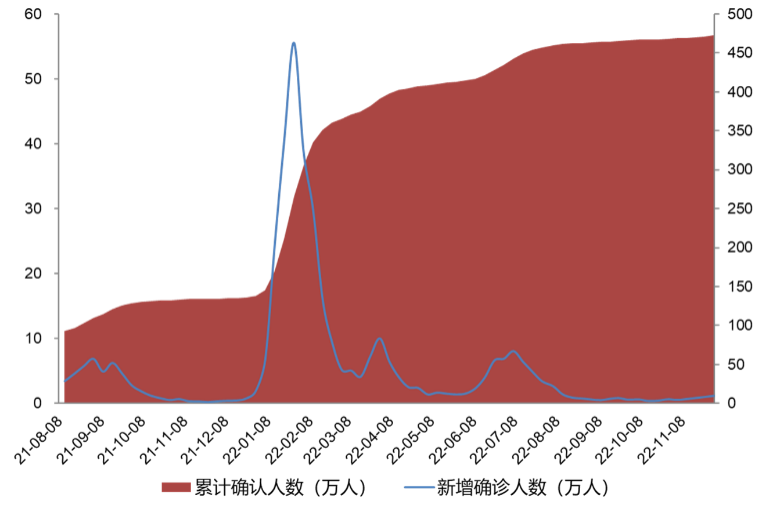
2.3 主要国家新增确诊有所回落（截止11月30日）

- **美国**：美国2021年12月以来新增确诊人数迅速增加，现有确诊人数约为145万人，较上周增加约5万人。美国累计确诊病例10074万例，累计死亡病例111万例。
- **以色列**：以色列累计确诊病例472万例，约为总人口的51%，较上周增加约1万人。
- **印度**：印度累计确诊4467万人，约为总人口的3.4%，累计死亡病例53万人，过去一周新增1800人。
- **英国**：英国累计确诊2423万人，约占总人口的35.58%，本周新增确诊人数2万人。

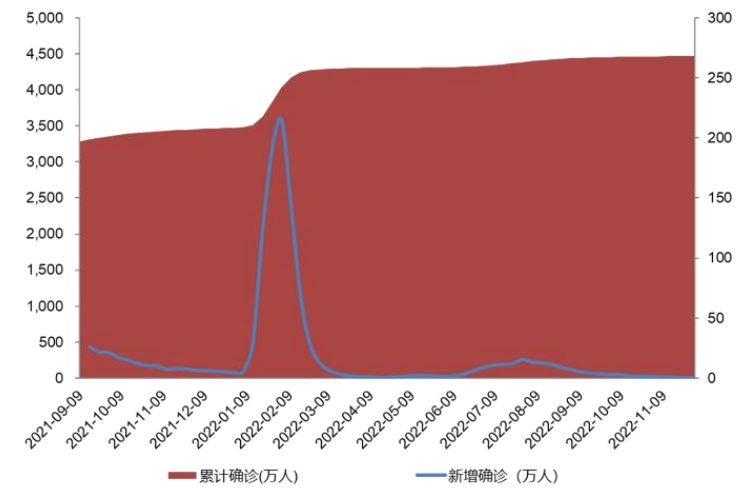
美国现有确诊和新增确诊人数趋势图



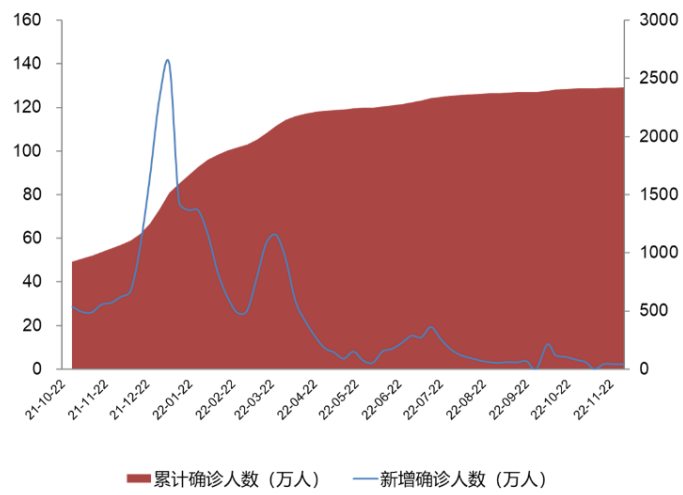
以色列累计确诊、新增确诊人数趋势图



印度累计确诊和新增确诊人数趋势图



英国累计确诊和新增确诊人数趋势图



数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 新冠疫苗逐渐进入商业化周期

- **国内核心疫苗企业积极布局新冠疫苗研发。**目前已有7家企业的新冠疫苗可在国内销售，**其中北生所、武汉所、科兴、康希诺、智飞生物是有条件批准，康泰生物和医科院是紧急使用。**进入IV期临床的项目有北生所、科兴中维、康希诺、复星；III期临床的新冠疫苗项目有康希诺的腺病毒载体疫苗、智飞的重组蛋白疫苗、医科院的灭活疫苗、康泰生物的灭活疫苗、万泰生物的鼻喷流感病毒载体疫苗、三叶草生物的重组蛋白疫苗、沃森生物的mRNA疫苗等；进入II期临床的有艾棣维欣的DNA疫苗等。

中国新冠疫苗主要在研项目进展（更新至2022年11月30日）

公司	技术路径	合作单位	剂数	研发进度						
				临床前	1期临床	1/2期	2期临床	3期临床	4期临床	上市
北生研	灭活疫苗	-	2							中国、阿联酋、巴林
武汉所	灭活疫苗	中国科学院武汉病毒研究所	2							中国、阿联酋等
科兴中维	灭活疫苗	-	2							中国、巴西、印尼、土耳其、智利
康希诺生物	腺病毒05载体疫苗	军事科学研究院	1							中国、巴基斯坦、墨西哥
	mRNA疫苗	Precision NanoSystems(PNI)	-							
智飞生物	重组蛋白疫苗	中国科学院微生物研究所	3							中国、乌兹别克斯坦EUA
医科院	灭活疫苗	-	2							中国EUA
康泰生物	灭活疫苗	-	-							中国EUA
	腺病毒载体疫苗	阿斯利康	-							
	重组VSV病毒载体疫苗	-	-							
艾棣维欣	DNA疫苗	Inovio	2							
万泰生物	鼻喷流感病毒载体疫苗	厦门大学	2							
复星医药	mRNA疫苗	BioNTech	2							
沃森生物	mRNA疫苗	艾博生物、军事科学院	2							
三叶草生物	重组蛋白疫苗	GSK/Dynavax	2							
华兰生物	减毒流感病毒载体疫苗	厦门大学/香港大学	-							
	灭活疫苗	广东、河南疾控中心	-							
	腺病毒载体疫苗	恩宝生物	-							
西藏药业/斯微生物	mRNA疫苗	同济大学	-							
冠昊生物	mRNA疫苗	参股公司ZY Therapeutics	-							
泽润生物	变异株重组蛋白疫苗	母公司沃森生物、CEPI	-							
	蛋白亚基	华威生物、CEPI	2							
国药控股	灭活疫苗	中国生物	2							
	武汉COVID-19疫苗	武汉所								
华西医院/四川大学	重组蛋白疫苗	西华生物	2							
华威生物科技	mRNA疫苗	军事科学研究院/阿博根生物	2							
深圳基因免疫医学研究	复制型病毒载体		3							
	非复制型病毒载体		1							
波谱生物	重组蛋白疫苗		2							
江苏瑞科生物	蛋白亚基	-	2							
上海东方医院	mRNA疫苗	Stemirna治疗中心	2							
白亚植物防治有限公司	蛋白亚基	-	2							
北京神州细胞生物	蛋白亚基	-	1							
逸生生物	蛋白亚基	-	2							
烟台守护神生物科技	病毒样颗粒	-	3							

数据来源：WHO，西南证券整理

2.4 新冠疫苗逐渐进入商业化周期

- **海外目前已有15个新冠疫苗获批使用。**根据WHO的数据显示全球目前共有137个项目进入临床阶段(包括已上市品种)，194个项目处于临床前阶段。目前海外获批紧急使用或附条件上市的新冠疫苗有BioNtech的mRNA疫苗、Moderna的mRNA疫苗、阿斯利康的腺病毒载体疫苗、Gamaleya研究院的腺病毒载体疫苗、Bharat的灭活疫苗及强生的重组腺病毒载体疫苗、强生的腺病毒载体疫苗等15个品种在不同国家地区上市。Novavax的重组蛋白疫苗、Medicago的VLP疫苗、Inovio的DNA疫苗以及赛诺菲/GSK的重组蛋白疫苗等都处于III期临床。处于II期的有Arcturus的mRNA疫苗、Vaxart的腺病毒载体疫苗、Finlay de Vacunas的重组蛋白疫苗等；另外还有多个项目进入I期。

海外新冠疫苗主要在研项目进展（更新至2022年11月30日）

公司	疫苗平台	剂数	研发进度						
			1期临床	1/2期临床	2期临床	2/3期临床	3期临床	4期临床	紧急使用或附条件上市地区
牛津大学/阿斯利康	非复制型病毒载体	2							英国、阿根廷、印度、墨西哥、欧盟等
Moderna/NIAID	mRNA	2							美国、加拿大、英国、欧盟等
BioNTech/复星医药/Pfizer	mRNA	2							美国、英国、加拿大、欧盟、智利、哥伦比亚、香港
Gamaleya Research Institute	非复制型病毒载体	2							俄罗斯
强生	非复制型病毒载体	2							提交申请（欧盟、美国、加拿大、英国）
Novavax	重组蛋白	2							提交申请（欧盟、美国、加拿大、英国）
Bharat Biotech	灭活	2							印度、菲律宾
Medicago Inc.	VLP	2							
Inovio/International Vaccine Institute	DNA	2							
Curevac	mRNA	2							
哈萨克斯坦RIBSP	灭活	2							
Medigen/NIAID/Dynavax	重组蛋白	2							
NIAID	RNA	3							
大阪大学/AnGes/Takara Bio	DNA	2							
Cadila Healthcare	DNA	3							
Genexine	DNA	2							
Arcturus/杜克-新加坡国立大学医学院	mRNA	-							
Sanofi Pasteur/GSK	重组蛋白	2							
埃尔西耶大学	灭活	2							
拉兹疫苗和血清研究所	重组蛋白	2							
Vaxine Pty Ltd/Medytox	重组蛋白	2							
俄罗斯国家病毒学与生物技术研究中心(简称“	重组蛋白	2							
昆士兰大学/CSL/Seqirus	重组蛋白	2							
瓦尔内瓦	灭活	2							
Biological E. Limited	重组蛋白	2							
印度血清研究所/SpyBiotech/Accelagen Pty	重组病毒样颗粒	2							
	减毒活疫苗病毒	1-2							
ReiThera/Leukocare/Univercells Rei	非复制型病毒载体	1							
Vaxart	非复制型病毒载体	2							
CIGB	重组蛋白	3							
	重组蛋白	3							
Finlay de Vacunas	重组蛋白	2							
	重组蛋白	2							
Nanogen	重组蛋白	2							
以色列生物研究所	复制型病毒载体	1							
Vaxixinity	重组蛋白	2							
图宾根大学医院	重组蛋白	1							
Kentucky Bioprocessing	重组蛋白	2							
默克	复制型病毒载体	1-2							

数据来源：WHO，西南证券整理

2.5 新冠疫苗获批情况及产能跟踪

- 从产能看，2021年BioNTech的产能目标为30亿剂，Moderna为8~10亿剂，阿斯利康30亿剂、国药北生所扩建后有望到50亿剂、科兴约为20亿剂、此外康希诺有5亿剂产能、智飞、康泰都有2~3亿剂的产能。

全球主要新冠疫苗产能和订单跟踪（更新至2022年11月30日）

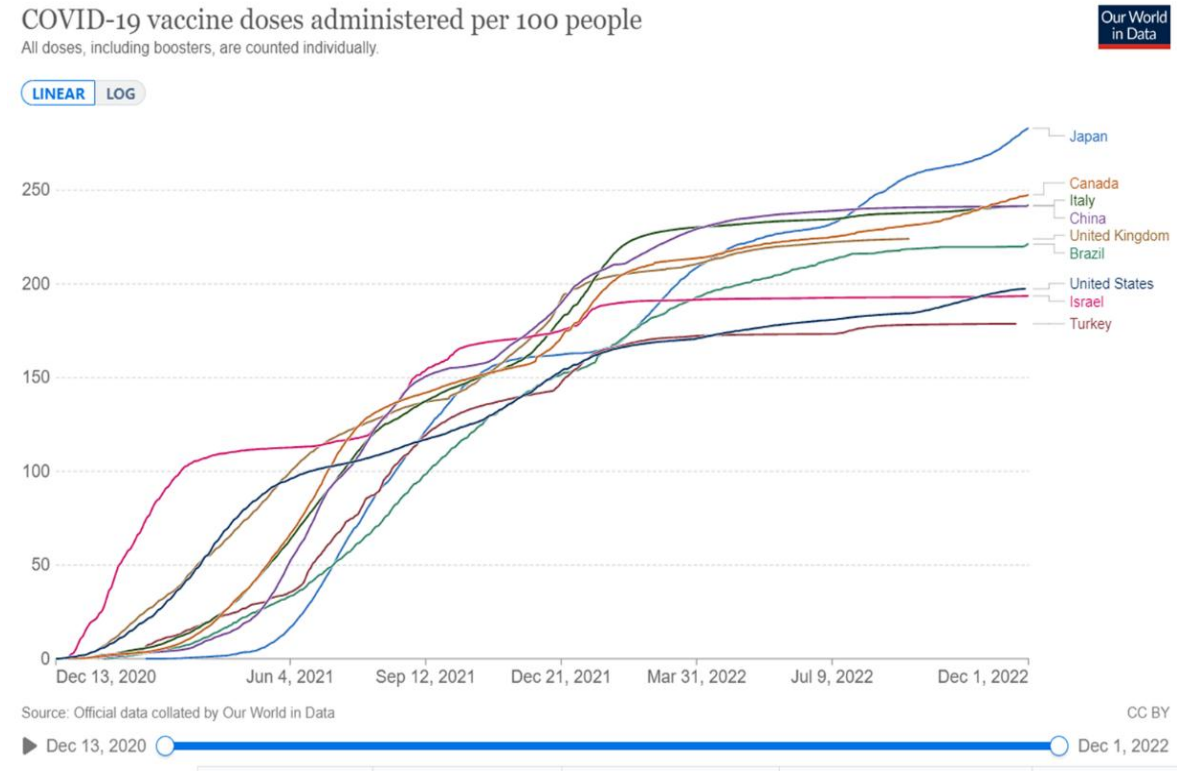
公司		BioNtech	Moderna	阿斯利康	Novavax	强生	国药	科兴	康希诺	智飞	康泰	医科院	Gamaleya研究所	Bharat Biotech
产品		BNT162b2	mRNA-1273	AZD1222	NVX-CoV2373	Ad26COVS1	BBIBP-CorV	CoronaVac	Ad5-nCoV	ZF2001	KCONVAC	科维福	Sputnik V	Covaxin
技术路线		mRNA	mRNA	腺病毒载体	重组蛋白	腺病毒载体	灭活	灭活	腺病毒载体	重组蛋白	灭活	灭活	腺病毒载体	灭活
紧急使用或附条件上市地区		美国、英国、加拿大、欧盟、以色列等	美国、加拿大、英国、欧盟等	英国、阿根廷、印度、墨西哥、欧盟等	提交申请（欧盟、美国、加拿大、英国）	提交申请（美国、欧盟）	中国、阿联酋、巴林获批	中国、巴西、印尼、土耳其、智利获批	中国、巴基斯坦、墨西哥	中国	中国	中国	俄罗斯	印度、菲律宾
2021年化产能（亿剂）		**30**	**8~10（Lonza）**	**30**	**20**	**10**	**50**	**20**	**5**	**3**	**2**	**5~10**	**5**	**5**
储存条件		-70℃保存6个月，2~8℃保存5天	-20℃保存6个月，2-8℃保存30天	2-8℃保存6个月	2-8℃	2-8℃保存6个月	2-8℃	2-8℃	2-8℃	2-8℃	2-8℃	2-8℃	2-8℃	2-8℃
接种程序		Day 0+28	Day 0+28	Day 0+28	Day 0+21	Day 0	Day 0+21	Day 0+14	Day 0	Day 0+28+56	Day0+28	Day0+14~28	Day 0+21	Day 0+14
I/II期临床GMT是康复期患者的倍数		3.8	4.1	≈1	4	-	-	<1	-	2	2.65	-	≈1	-
细胞免疫情况		诱导高强度CD4+和CD8+ T细胞反应	Th1偏向的细胞免疫	有细胞免疫，第14天达到峰值，维持较高水平至第56天	诱导强大的多功能CD4+ T细胞反应，偏向Th1表型	有76%至83%的参与者中检测到CD4 + T细胞应答，并且明显偏向1型	-	-	产生了显著的细胞免疫反应	诱导中等、均衡的Th1/Th2的反应	-	-	诱导了细胞免疫反应	-
III期及数据	开始时间	2020/7/27	2020/7/27	2020/6/15	2020/9/28	2020/9/25	2020/7/16	2020/9/14（土耳其）	2020/8/30	2020/12/16	2020/12/6	2020/12/9	2020/8/31	2020/11/11
	发布时间	2020/11/16	2020/11/18	2020/11/23	2021/1/28	2021/1/29	2020/12/30	2020/12/24	2021/2/9	2021/8/27	-	-	2020/12/14	-
	内容	总体有效率95%（实验组8例，对照组162例），可预防严重新冠感染（实验组1例重症，对照组9例重症）	总体有效率94.1%（实验组11例，对照组185例），可预防严重新冠感染（实验组0例重症，对照组30例重症）	平均有效率70.4%（实验组30例，对照组101例），方案一（0.5+1）有效率90%，方案二（1+1）有效率62.1%；可预防重症，疫苗组中未发生严重感染或住院的情况。	有效率89.3%（英国实验组6例，对照组56例），62例感染者有61例中轻度，1例重症（对照组）。	预防中度至重度新冠的有效率66%（468例），62例感染者有61例中轻度，1例重症（对照组）	NPMA认定有效率79.3%，巴林药监局批准有效性达到86%；对于中重度症者的保护率都是100%。	91.25%（土耳其）、50.4%（巴西）、65.4%（印尼）；	单针接种28天后总体有效65.7%，对重症的保护率为90.98%，巴基斯坦总体有效率74.8%	总体有效率81.76%，对重症的保护率为100%	-	-	有效率91.6%（78例，疫苗组16/14964，对照组62/4902），对重度预防100%	-
针对变异的保护率	印度株（Delta）B.1.617.2	88%（英国）；39%（以色列）	中和滴度下降2.1倍	60%(英国)	-	中和抗体效价与武汉株对比（107vs184）	68%（斯里兰卡）	中和抗体效价与武汉株对比（泰国）（10vs640）	-	77.54%	-	-	-	-
	英国毒株（Alpha）B.1.1.7	体外测试抗体效价水平下降20%，但不影响中和活性	体外测试抗体效价水平没有下降	73.5%（英国临床）	86%；89%（65岁以上）	中和抗体效价与武汉株对比（147vs184）	-	中和抗体效价与武汉株对比（泰国）（40vs640）	-	92.30%	-	-	-	-
	南非毒株（Beta）B.1.351	体外测试效价水平略低，但公司预计不会导致保护率显著降低	体外测试抗体效价水平低6倍，将测试加强剂量	82%（住院病人加拿大临床）	51%	中和抗体效价与武汉株对比（62vs184）	GMT下降1.6倍	中和抗体效价与武汉株对比（泰国）（20vs640）	-	GMT下降1.6倍	-	-	-	-
	巴西毒株（Gamma）P.1	-	中和滴度下降3.2倍	64.2%（巴西临床）	-	中和抗体效价与武汉株对比（129vs184）	-	50.4%（巴西临床）	-	-	-	-	-	-

数据来源：各公司官网，西南证券整理

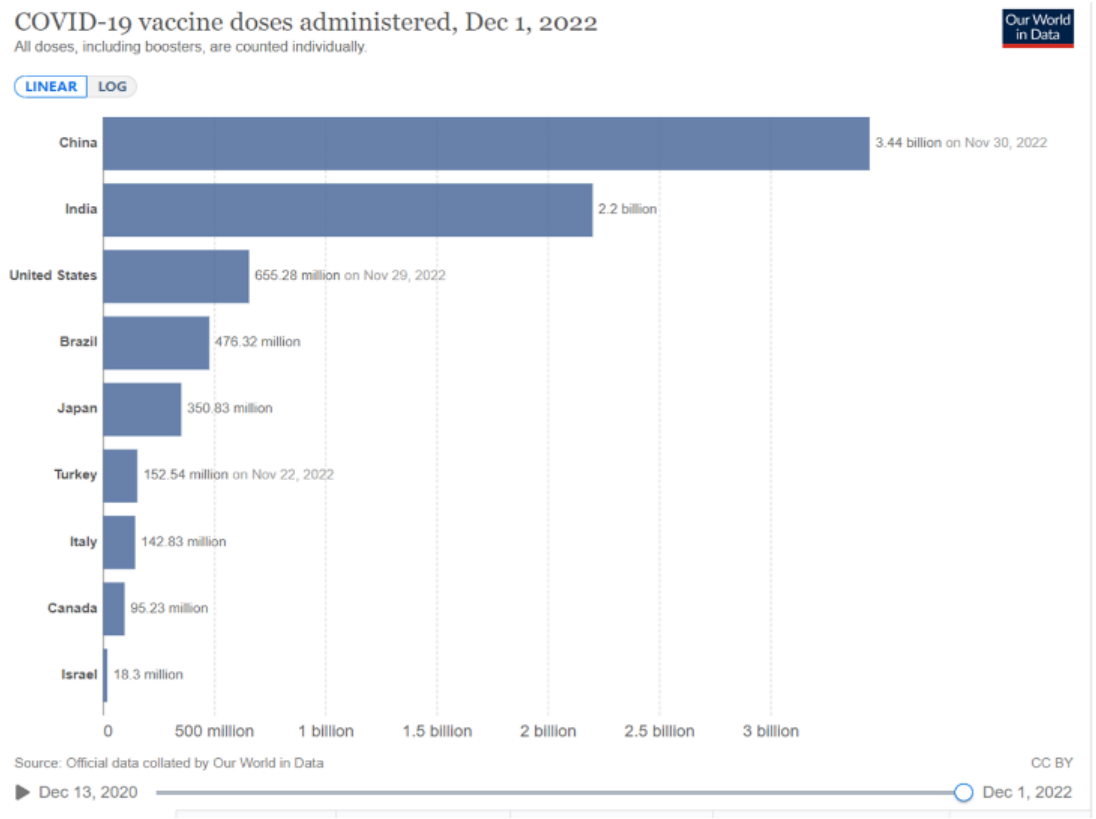
2.6 全球主要国家疫苗接种有序推进

- 2022年12月1日，全世界共接种130.1亿剂，接种率（每百人接种量）约为68.5%。
- 中国接种量34.4亿剂，接种率241.5%；
- 美国接种量6.6亿剂，接种率为197.4%。
- 2022年12月1日，从接种量来看，中国、印度、美国是前三大接种国家，疫苗接种剂量分别为34.4亿剂、22亿剂、6.6亿剂。

全球新冠疫苗接种率变化（%）



全球主要国家疫苗接种量（剂）



数据来源：Our World in Data，西南证券整理
注：截止12月1日

目 录

1 医药板块与组合表现回顾

2 新冠疫情与疫苗研发跟踪

3 行业政策

4 投资策略与组合推荐

5 风险提示

2022年1月6日，国家药监局发布《药品生产质量管理规范-细胞治疗产品附录（征求意见稿）》

- 事件：1月6日，国家药监局发布新版《药品生产质量管理规范-细胞治疗产品附录（征求意见稿）》。征求意见稿从人员、厂房与设施、供者及供者材料管理、物料与产品、生产管理、质量管理、产品追溯系统等七个方面制定细胞治疗产品规范。本次征求意见稿继承了2019年版在供者及供者材料的管理、企业对医疗机构进行质量评估审计、产品追溯系统等方面的规定，同时亦对部分内容进行修订，并向社会公开征求意见。

- 与上一版相比，本次征求意见稿主要在以下方面进行修订：

  1）本次征求意见稿加强了对细胞治疗关键物料的管理规范。本次征求意见稿首次将直接用于细胞产品生产的基因修饰载体或其他起始生物材料（包括：病毒、质粒、RNA、抗原肽、抗原蛋白、蛋白-RNA复合体等）纳入GMP法规适用范围。意见稿要求企业应当对物料进行风险评估；对上述关键物料的确定应当有记录；对关键物料应开展入厂检验，并考虑特定风险及降低风险的其他措施（如加强质量控制）；在关键物料有效期或货架期内对其保存留样。

  2）本次意见稿对法规规则进一步完善细化。相较于前一版GMP规范，本次征求意见稿在以下三方面进行细化或调整：1）适当放松对于生产负责人和质量负责人资格标准，此次征求意见稿删去了对其工作经验的要求，仅保留对其专业知识方面的要求；2）进一步厘清了细胞治疗生产相关概念，如批次的划分标准；3）完善了部分复杂生产问题的执行细则，如同一来源多批次/多个自体产品/自体异体产品共区域的车间划分、细胞产品成品减少留样的具体条件和方法等等。以上修订切实提升了法规的可执行性，便于企业进行合规生产。

- 细胞治疗产业链将广泛受益。总体来看，本次GMP细胞治疗附录修订后更加清晰合理，有利于促进行业快速发展。建议关注：1）细胞治疗设备提供商楚天科技、东富龙、泰林生物；2）细胞治疗CDMO企业药明生物、金斯瑞生物科技、博腾生物等；3）细胞治疗企业药明巨诺、复星医药、传奇生物、科济药业、亘喜生物、永泰生物、信达生物、驯鹿医疗、博生吉等。

- 风险提示：新产品研发及商业化进度不达预期、市场支付能力弱于预期、细胞治疗产品生产质量管理风险、行业竞争格局恶化的风险。

2022年1月30日，国家工信部、发改委、医保局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》

- 事件：1月30日，为推动医药行业发展，国家工信部、发改委、医保局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，总结“十三五”期间我国医药工业发展取得的成绩，同时根据“十四五”时期的内外部大环境，对医药行业规模效益、创新驱动、产业链供应链、药品及设备供应、制造水平、国际化发展等方面提出目标，其中对创新、国际化两方面提出更高要求。2月8日，美国商务部工业与安全局（BIS）更新的未经核实名单（UVL），宣布将33个总部在中国的实体列入所谓UVL，药明生物在上海和无锡的两家子公司在名单中，引发CXO股价波动。此事件表明美国对生物反应器等有潜力制造生化武器的相关容器、化学品的出口管控。
- 药械创新投入力度加大，规模效益要求提高：“十四五”时期我国医药工业仍处于重要战略机遇期，基于“十三五”时期取得的成果，下一阶段药械创新及医药工业规模效益将追求更高目标。创新方面“十四五”期间研发投入年均增长10%以上，加大研发创新力度同时强调企业围绕尚未满足的临床需求开展创新研发，促使药企从me-too向me-better转型；强调中医药创新重要性，完善以临床价值为导向的药物临床研发指导原则，促进企业合理布局研发管线。规模效益方面要求医药工业增加值占比重提升至5%，进一步提升行业集中度。
- 夯实基础加快国际化进程，内外驱动共创国际竞争新优势：国际化是“十四五”规划的另一重点，基于当下内外部大环境，创新药械、中医药“出海”成为大势所趋。《规划》指出下一阶段应加强国际药政合作，促进国内外法规、标准接轨；鼓励企业与跨国企业合作交流，引进先进技术、标准；开展创新药国内外同步注册、参与国际多中心实验，以国际标准规范自身生产、研发。面向全球市场，研发布局新靶点、新机制药物，实现从“license in”向“license out”转型。
- 医药产业链自主可控，供应保障能力提升：新冠疫情使得全球产业流通受阻，产业链不完善带来的风险显现；UVL事件表明国际关系态势尚不明朗，产业链自主可控尤为重要。与此同时，国内防控疫情胜利的经验也体现应急物资、设备的储存、运输、生产等方面的重要性。产业链各环节企业应加强与上下游企业和科研单位协作，对标国际先进水平，开展关键技术产品攻关，补齐产业链短板。加快发展“原料药+制剂”一体化；打通生命科学产业链，加速设备仪器、耗材试剂等国产替代，实现医药产业链自主可控，规避国际风险。供应保障方面，加强医药流通领域建设，提高对疫苗、易短缺药品、临床急需品种的研发能力，保障应急产品供应。
- 投资建议：在鼓励药械创新、提高供应链自主可控能力的大环境下，我们认为“十四五规划”的颁布再次表明政府对医药产业的支持，建议重点关注“穿越医保”主线之具备“持续创新+国际化”能力相关公司如迈瑞医疗、百济神州、恒瑞医药等；产业链自主可控逻辑相关标的如楚天科技、东富龙、诺唯赞等。
- 风险提示：政策执行力度不及预期；宏观经济风险等。

2022年3月5日，《政府工作报告》发布

- 事件：3月5日，2022年《政府工作报告》发布，对国家经济发展、国计民生等诸多方面做出规划。其中医药行业维持创新、医保基金高效使用的主基调不变，强调推进跨省异地就医直接结算办法，并对中医药、疫苗、医疗服务等行业提出持续发展的要求。
- 持续创新驱动发展战略，政策利好创新型医药企业：当下我国医药行业仍处于重要战略机遇期，2022年政府将给予创新型企业更多税收等方面支持，药械创新将追求更高目标。2022年将延续实施研发费用加计扣除政策，将科技型中小企业加计扣除比例从75%提高至100%，促进高科技创新性企业加大研发投入；关注重点企业强链补链，推动国际合作培养人才，促进创新药企从“metoo”“fast-follow”向“mebetter”“first-in-class”转型预计医药产业链国产替代进程加快。此外，《报告》指出保障疫苗研发及供应力度以及支持中医药改革，预计在疫苗研发、生产领域以及中医药创新等领域加大投入力度。
- 提高医保基金使用效率，推动医保省级统筹：2022年国内生产总值目标为5.5左右，较往年增速目标有所下调。医保收入、累计结余等于GDP增长趋势高度相关，医保收入及医保基金累计结余压力仍在，提高医保基金使用效率仍是2022年的首要任务，预计将续推进药品和高值医用耗材带量采购，从药械供给端缓解医保基金压力；推动DRG（按疾病诊断相关分组付费）、DIP（按病种分值付费），提高医保基金使用效率。此外，《报告》强调推动医保省级统筹，完善跨省异地就医直接结算办法，对省级政府医药基金的征缴等方面提出更高要求。
- 持续支持社会办医，补齐专科服务短板：我国老龄化趋势加剧，医疗需求持续增加，预计政策将持续支持社会办医，对民办医疗服务机构给予更多政策利好，同时促进公立机构与民办机构合作，共同做好医疗服务下沉，建立分级诊疗体系。此外，立足于我国当下生育率低、老龄化程度加剧的大环境，将补齐妇幼儿科、精神卫生、老年医学等方面服务短板，完善医疗服务体系，利于国计民生。
- 投资建议：我们认为《2022年政府工作报告》再次表明政府对医药创新、完善医疗服务体系的支持以及对扩大医保覆盖范围，提高医保基金使用效率的关注。通过带量采购，医保控费初见成效，预计将在不影响企业创新的前提下继续执行带量采购政策，并拓展覆盖范围，充实医保基金，提高医疗服务质量，完善医疗服务体系，形成“三医”联动，利好国计民生，推动行业发展。建议重点关注年度策略“穿越医保”主线标的如太极集团、寿仙谷；供应链自主可控相关标的如东富龙、楚天科技；低估值标的如润达医疗、健麾信息。
- 风险提示：政策执行力度不及预期；宏观经济风险等。

2022年3月29日，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》

- 事件：2022年3月29日，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，七个方面提出中医药发展目标。1）中医药服务体系进一步健全。2）中医药特色人才建设加快推进；3）中医药传承创新能力持续增强；4）中医药产业和健康服务业高质量发展取得积极成效；5）中医药文化大力弘扬；6）中医药开放发展积极推进；7）中医药治理水平进一步提升。
- 利好中药创新药发展。培育和建设国家重大科技创新平台，建设30个左右国家中医药传承创新中心。加强中医药临床疗效评价研究。加强开展基于古代经典名方、名老中医经验方、有效成分或组分等的中药新药研发。优化中药临床证据体系，建立中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系。
- 中药基药用量将快速增长，利好中药基药独家品种。《规划》主要任务提出做实基层中医药服务网络，力争实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师，100%的社区卫生服务站和80%以上的村卫生室能够提供中医药服务。力争2022年社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例从81.29%提升至100%。2021年11月卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见的公告，预计2022年将迎来新一轮调整，基层医疗服务机构中成药使用量大，中药基药独家品种有望迎来新的发展机遇。
- 利好中药配方颗粒，强化中药材质量控制。制定实施全国中药饮片炮制规范，继续推进中药炮制技术传承基地建设，探索将具有独特炮制方法的中药饮片纳入中药品种保护范围。加强中药材第三方质量检测平台建设。研究推进中药材、中药饮片信息化追溯体系建设，强化多部门协同监管。加快中药制造业数字化、网络化、智能化建设，加强技术集成和工艺创新，提升中药装备制造水平，加速中药生产工艺、流程的标准化和现代化。
- 利好中医药医疗服务。2020年到2025年中医医疗机构数量从7.23万个提升到9.5万个，中医医院数量从5482个提升到6300个，每千人口公立中医医院床位数从0.68张提升到0.85张；县办中医医疗机构覆盖率从86.86%提升至100%。人才方面，每千人口中医类别执业医师从0.48提升到0.62人。鼓励社会办医疗机构设置中医药科室。依托现有资源布局一批中医康复中心，二级以上中医医院加强康复（医学）科建设。
- 中药消费品具备消费属性，以院外市场为主，相对医保免疫，持续看好中药消费品三大逻辑：1）提价：近几年部分上游中药材持续提价，成本向下游传导，带动终端产品提价，有望增厚业绩，重点关注片仔癀、同仁堂、太极集团、寿仙谷、福瑞股份、马应龙、华特达因、健民集团等。2）国企混改：中药行业国企混改以及股东层面的变动加速落地，业绩有望释放，重点关注云南白药、太极集团、华润三九等；3）渠道库存周期：经过几年调整，部分企业渠道库存清理进入尾声，出厂发货逐步恢复，业绩迎来恢复，重点关注太极集团、东阿阿胶等。
- 此外，还看好中药创新药、中药基药独家品种、中药配方颗粒、中药材质量控制、中医医疗服务等。中药创新药：2021年开始，我国中药创新药研发成果进入逐步兑现阶段，有望成为新增长点，建议关注以岭药业等；关注中药基药独家品种如中新药业、佐力药业等；中药配方颗粒关注华润三九、中国中药等；关注中医医疗服务如固生堂等。
- 风险提示：提价不达预期；混改不达预期；研发不达预期。

2022年4月8日，广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》

- 事件：2022年4月8日，广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》公布53个品种，361个品规的中选结果。
- 报量积极性高，覆盖范围广。1）集采范围涉及到广东、山西、河南、海南、宁夏、青海等省份，其中广东省报量占比64%，其余省份合计占比36%，广东省报量积极向较高；2）采购主体包括联盟地区所有公立医疗机构（含军队医疗机构），医保定点社会办医医疗机构和定点药店，首年采购期采购量未35.95亿（片/粒/袋/支），其中公立医疗机构报量占比94%，定点药店报量占比4%，社会办医医疗机构报量占比2%。3）本次中标品种361种，中标率达到54%，其中拟中标249种，拟备选112种。
- 独家品种降幅较小。分品种来看，独家品种一共有30个，非独家品种一共有23个品种。整体平均降幅56%，中标率54%，测算出非独家拟中标产品的平均降幅为-67.8%，独家产品拟中标平均降幅为-21.8%。独家品种根据日服用金额分为3组，独家品种分为≤5元（组别1），5元＜数值≤15元（组别2），数值＞15元（组别3）），独家品种1组降幅18%，独家品种2组平均降幅19.4%，独家品种3组平均降幅24.5%，非独家A组平均降幅55.3%，非独家B组降幅84.2%。
- 从上市公司维度来看，降幅好于预期。1）以岭药业：连花清瘟胶囊降幅1%，好于预期。此外银杏叶片中标价格高于此前各省最低中标价，价格涨幅达到27.7%；2）华润三九：生脉注射液持平，参附注射液降幅21%，鸦胆子油软胶囊降幅37.5%；3）太极集团：小金片受益于独家剂型降幅15%，降幅好于预期；4）佐力药业：乌灵胶囊降幅20.7%；5）康缘药业：大株红景天胶囊降幅20.9%，复方丹参颗粒降幅16.1%，热毒宁注射液降幅14.8%，银杏叶片价格持平；7）昆药集团：注射用血塞通（冻干）降幅17%；8）仁和药业：大活络胶囊降幅1.5%；9）康恩贝：蓝芩颗粒降幅15%。
- 投资建议：广东省中成药集采降幅好于预期，中药消费品具备消费属性，以院外市场为主，相对医保免疫，持续看好中药消费品三大逻辑：1）提价：近几年部分上游中药材持续提价，成本向下游传导，带动终端产品提价，有望增厚业绩，重点关注片仔癀、同仁堂、太极集团、寿仙谷、福瑞股份、马应龙、华特达因、健民集团等。2）国企混改：中药行业国企混改以及股东层面的变动加速落地，业绩有望释放，重点关注云南白药、太极集团、华润三九等；3）库存处于低位：部分企业渠道库存清理进入尾声，进入新一轮铺货周期。此外，还看好中药创新药、中药基药独家品种、中药配方颗粒、中药材质量控制、中医医疗服务等。中药创新药：2021年开始，我国中药创新药研发成果进入逐步兑现阶段，有望成为新增长点，建议关注以岭药业等出厂发货逐步恢复，业绩迎来恢复，重点关注太极集团、东阿阿胶等。
- 风险提示：药品降价风险、政策变动风险。

2022年5月25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》的通知

- 事件：5月25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》的通知，对医疗、医保、医药领域提出现阶段发展要求，借鉴三明市医改经验，持续深化“三医”联动改革，较往年工作任务提出更多细化要求。
- 发挥高水平医院带动作用，增强基层医疗服务能力：我国幅员辽阔，医疗资源分布不均，高水平医疗资源集中于东部地区、省会等城市。《任务》指出，发挥高水平医疗中心辐射带动作用，引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平。民营医疗是我国医疗体系中重要组成部分，肩负提升医疗服务质量，扩大医疗服务供给重任，对公立医疗资源起补充作用，预计民营医疗服务机构将持续完善自身分级诊疗体系，加快医疗资源下沉到地、县级市，开拓市场同时提高基层医疗服务水平。
- 医改进入“深水区”，借鉴三明市经验推进“三医”联动：老龄化趋势加剧、疫情影响等因素影响，我国医疗需求持续增长，医保资金长期承压。2012年三明市针对医药、医保、医疗三方面进行改革并取得显著成效，借鉴三明市经验，《任务》指出扩大药械集采范围，激励合理优先使用中选产品；推动医疗服务价格改革，5个试点城市先行探索调价规则；推进DRG/DIP改革，覆盖区域达到统筹地区的40%以上，DRG/DIP付费的医保基金占符合条件住院医保基金的30%。扩大集采范围并激励中选产品，利于中选产品放量，目前在药械领域，我国产品已逐步缩小与进口产品差距，部分产品质量、性能可比肩进口产品，但是价格低于进口产品，合理的集采规则可在减轻医保基金压力的同时利于中标产品放量，以量补价提升市占率。而DRG/DIP付费则是基于成本及诊疗效果共同考量，医院会持续发展优势科室，在药械选择时会考虑循证依据、临床评价等选择质优价廉的产品，集采及付费改革或可为我国头部创新药械企业提供发展机遇。此外，《任务》指出深化公立医院人事薪酬制度改革，实施以增加知识价值为导向的分配政策，促进医疗服务人员专业素质提高，从而推动医疗服务水平，预计将尝试提高医疗服务价格，完善分配制度，激励具有专业技能的医护技人员，促进医疗服务水平提高的同时，从根本杜绝“以药养医”，使行业进一步规范发展。
- 着力增强公共卫生服务能力，促进多层次医疗保障体系发展：新冠疫情常态化的趋势下，持续做好新冠肺炎疫情防控，并推动医防协同。《任务》强调医养结合、推进中医药振兴、强化罕见病用药供应、推动医保省级统筹、完善异地结算并将罕见病用药纳入医保等一系列利于民生的措施，利好中医药、罕见病用药等行业发展。此外，还将扩大全科医生3.5万人，专业硕士招生向全科、儿科、精神科等紧缺专业倾斜，增加医生资源供给，利好医疗服务行业发展。
- 投资建议：我们认为《任务》再次表明政府对“三医”联动改革的决心，对提高医保基金使用效率、提高医疗服务质量、完善医疗服务体系的关注。建议重点关注中药消费品片仔癀、云南白药、太极集团、同仁堂、华润三九、达仁堂、以岭药业等；自主消费我武生物、爱美客、寿仙谷等；供应链自主可控相关标的如楚天科技、东富龙、健麾信息等；医疗服务相关标的如爱尔眼科、通策医疗、海吉亚、锦欣生殖、信邦制药等。
- 风险提示：政策执行力度不及预期；宏观经济风险等。

2022年6月25日，国家中医药管理局等四部门发布《关于加强新时代中医药人才工作意见》

- 事件：2022年6月25日，国家中医药管理局等四部门发布《关于加强新时代中医药人才工作意见》，《意见》聚焦中医药振兴发展重大需求，到2025年，实现二级以上公立中医医院中医医师配置不低于本机构医师总数的60%，全部社区服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配置中医医师。
- 六个方面重点强调中医人才培养任务。《意见》提出6个方面的重点任务：一是加快培养集聚中医药高层次人才。提出培养造就中医药领域战略科学家、培育壮大领军人才队伍、促进青年人才脱颖而出、打造中医药人才发展高地4个方面的政策措施。二是夯实基层中医药人才队伍。提出扩大基层人才供给、推动人才向基层流动、改善基层人才发展环境3个方面的政策措施。三是大力推进西医学习中医。提出完善西医学习中医制度、实施西医学习中医专项2个方面的政策措施。四是统筹推进中医药重点领域人才队伍建设。提出强化中药专业技术人才培养、加强中医技师队伍建设、加快急需紧缺人才队伍建设、强化中医药管理人才队伍建设4个方面的政策措施。五是医教协同深化中医药教育改革。提出改革中医药院校教育、完善中医药人才培养模式2个方面的政策措施。六是深化人才发展体制机制改革。提出拓宽中医医疗服务岗位、落实用人自主权、加大薪酬激励力度、完善人才评价体系、健全表彰奖励机制5个方面的政策措施。
- 重点夯实基层中医药人才队伍。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。三是改善基层人才发展环境。
- 投资建议：中药板块业绩分化明显，在“政策边际利好+提价+低库存+混改”背景下，重点看好医保免疫的中药消费品同仁堂、云南白药、片仔癀、寿仙谷、马应龙、东阿阿胶、广誉远等；中药（基药）独家品种太极集团、华润三九、达仁堂、以岭药业、佐力药业、济川药业、福瑞股份、众生药业等；此外，关注中药创新药以岭药业、康缘药业等，中药配方颗粒关注华润三九、中国中药等；中药材业务关注珍宝岛等；关注中医医疗服务如固生堂等。
- 风险提示：提价不达预期；混改不达预期；业绩不达预期；政策超预期风险。

2022年7月13日，北京市医保局发布《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》

- 事件：2022年7月13日，北京市医保局发布《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，为进一步完善我市疾病诊断相关分组（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，决定试行CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法。
- 利好创新药和创新医疗器械。本次DRG付费除外的药品和器械申报范围包括三年内(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/医疗器械；三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品；三年内新纳入国家医保药品目录的药品;三年内由于价格调整新增的可另行收费的医疗器械；②取得国家医疗保障局医保药品分类与代码/医保医用耗材分类与代码。我们认为DRG对于新药和新器械的除外机制使医生能够不受按病种付费的限制，有利于创新药和创新器械在院内端的顺利推广，也彰显国家鼓励创新的态度。
- 推动创新医疗技术发展，利好龙头民营医疗服务。本次DRG付费除外的诊疗项目申报范围：①公立定点医疗机构三年内在本市批准设立的新增医疗服务价格项目；②取得国家医疗保障局医疗服务项目分类与代码；③在操作途径、操作方法、解剖部位、适用范围等方面有技术创新。我们认为新诊疗项目在DRG付费除外，有利于临床治疗技术的迭代升级，利好医技含量较高民营医疗服务机构。随着龙头民营专科医疗服务机构学术实力逐步增强，在创新技术上迭代升级优势凸显，利好龙头民营医疗服务。
- 投资建议：随着DRG付费对于新药和新技术除外政策的出台，体现出国家医保局鼓励创新的态度，我们认为利好创新药、创新器械及创新药相关产业链。
- 风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

2022年7月13日，上海阳光医药采购网正式挂出《全国药品集中采购拟中选结果公示》

- 事件：7月13日，上海阳光医药采购网正式挂出《全国药品集中采购拟中选结果公示》，第七批国采拟中选结果公布。
- 带量采购常态化进行，价格降幅仍为历次国采最低。第七批国家集采于7月12日产生拟中选结果，共有60种药品拟中选，平均降价48%，按约定采购量测算，预计每年可节省费用185亿元。本次集采价格降幅仍为历次国家集采最低，4+7、4+7扩围、第二轮、第三轮、第四轮、第五轮、第六轮集采降幅分别为52%、59%、53%、53%、52%、56%、48%。
- 集采规则进一步优化，投标企业数量创新高。本次集采首次引入备供机制，每个省份将同时有一个主供企业和一个备供企业，确保临床使用稳定。本次集采共纳入61种药品，295家企业的488个产品参与投标，为历次之最。217家企业的327个产品获得拟中选资格，投标企业中选比例73%，平均每个药品品种有5.4家企业中选，供应多元化和稳定性进一步增强。
- 集采竞争依然激烈，倒逼企业加快创新。本次集采纳入的61个品种竞争企业数量均≥4家，其中14个品种竞争企业数量≥10 家，竞争依然激烈，中选的327个产品中，包括6家国际药企的6个产品和211家国内药企的321个产品，肝癌一线靶向药仑伐替尼胶囊降价58%，硝苯地平控释片降价58%、美托洛尔缓释片降价53%，外企的替加环素、米卡芬净、依巴斯汀和典帕醇平均降幅达67%。集采将加速推进国产龙头药企集中度提高，同时倒逼企业加快创新。
- 投资建议：国家集采从原来的品种试点走向品种数量不断扩大，从原来过评且充分竞争的化药，逐步走向化学药、中成药、生物药三大板块全方位开展。我们认为国家医保控费大背景下，集采与医保谈判常态化推进，驱动行业创新，看好能够转型升级，有望穿越“医保结界”的转型pharma和新兴biotech：恒瑞医药、百济神州、君实生物、贝达药业、海思科、泽璟制药、康方生物、荣昌生物等。
- 风险提示：带量采购进度不及预期风险，药品价格大幅下降风险，其他政策风险。

2022年7月19日，医保局发布《国家医疗保障局办公室关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》

- 事件：7月19日晚医保局发布关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知，在做好日常服务价格管理和调整工作的同时，强调对具有技术含量的医疗服务、具有创新性的医疗服务的支持。
- 支持具有技术含量的与具有临床创新价值的医疗服务，利好专业程度高的优质民营医疗机构：《通知》指出，优先从治疗类、手术类、中医类中遴选价格长期未调整且具备技术劳动价值的项目进行价格调整，遴选标准为该服务价格构成中技术劳务部分占比60%以上。此外，《通知》表示每次价格调整方案中技术劳务价值为主的项目数量和金额原则上占总量的60%以上，充分体现了国家对技术劳务价值以及医技人才的重视，利于行业内从业者技术提升以及高技术壁垒项目的人才扩充，对于民营医疗机构，其具备技术价值的服务项目价格也可得到合理的调整，利好专业程度高、具备优质医疗资源及人力资源的民营连锁医疗机构。
- 重视创新性医疗服务，利好具备创新能力的医疗器械公司：对于基于临床价值进行创新的医疗技术，给予加快价格审核速度等利好措施，体现了对医疗服务创新的关注与支持，结合7月13日北京医保局关于DRG付费新技术除外支付管理办法，充分体现了对医疗创新性、提升患者治疗体验的重视，预计医疗服务中使用可提升治疗效果或提升患者体验的创新性医疗器械，可重新对服务价格进行定价，对于术式的升级、医技人员技术提升等有推动作用，与此同时持续鼓励企业创新，利好具备创新能力的医疗器械公司。
- 理清医疗服务价格与耗材费用关系：《通知》指出要理顺将医疗服务与耗材各自的功能和定位，耗材单独收费的，耗材集采降价后若服务价格偏低则优先纳入调整范围，耗材合并收费的则将在耗材集采后适当降低服务价格。针对耗材费用高却低技术性的医疗服务，价格会适当下调，但对于高技术含量的服务项目，参考《通知》对技术劳务价值的保护态度，则价格调整概率、幅度均有限。
- 投资建议：医疗服务价格管理通知不仅强调了对医疗服务技术性、专业性的重视，也延续了鼓励药械企业创新的态度，并给予在下游服务端的支持。建议关注专业程度高且具有优质医疗资源的民营医疗服务龙头公司如爱尔眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科、通策医疗、瑞尔集团、海吉亚医疗、盈康生命、固生堂、锦欣生殖等。
- 风险提示：医疗事故风险；研发失败风险；政策推进不及预期风险等。

2022年8月3日，市场监管总局发布《药品网络销售监督管理办法》

- 事件：8月3日，市场监管总局发布《药品网络销售监督管理办法》，自2022年12月1日起施行。《办法》共6章42条，对药品网络销售管理、平台责任履行、监督检查措施及法律责任作出了规定。
- 第三方平台监管趋严，压实平台药品网售责任。明确第三方平台应当设立药品质量安全管理机构，配备药学技术人员，建立并实施药品质量安全、药品信息展示、处方审核、处方药实名购买、药品配送、交易记录保存、不良反应报告、投诉举报处理等管理制度，并按规定备案。同时，要求平台与药品网络销售企业签订协议，明确双方药品质量安全责任，规定平台应当履行审核、检查监控以及发现严重违法行为的停止服务和报告等义务，并强化平台在药品召回、突发事件应急处置以及监督检查中的配合义务。
- 网售处方药实名制购买，强调“处方在前，售药在后”。考虑用药安全风险和线上线下一致性管理要求，明确对处方药网络销售实行实名制，并按规定进行处方审核调配；规定处方药与非处方药应当区分展示，并明确在处方药销售主页面、首页面不得直接公开展示包装、标签等信息；通过处方审核前，不得展示说明书等信息，不得提供处方药购买的相关服务，意在强调“先方后药”和处方审核的管理要求。同时，要求处方药销售前应当向消费者充分告知相关风险警示信息并经消费者确认知情，切实防范用药安全风险。
- 国家特殊管控药品不得在网上销售。自2022年12月1日起施行，依法明确疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品不得在网络上销售，具体目录由国家药品监督管理局组织制定。
- 投资建议：建议关注低估值下的稳健大型连锁药店，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；并购门店整合不及预期；药品降价风险；疫情波动风险。

2022年9月3日，医保局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复公开

- 事件：9月3日，医保局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复公开，明确答复“由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式”。
- 1、什么是创新医疗器械？——因为从注册审批角度，并不像药品可以从批文号明确看出，使得创新器械的界定相对较难。目前国内创新医疗器械标准可参考《创新医疗器械特别审查程序》《医疗器械优先审批程序》的目录标准，为“核心技术拥有我国发明专利，产品主要工作原理/作用机理属于国内首创，具有显著临床运用价值和临床急需”，可做为创新器械概念的参考。
- 2、哪些品种属于创新器械？——2014~2021年创新器械特别审查名单从17个增加到108个，累计共408个品种进入目录，从品类分布看，心血管占比40%，IVD占比17%，影像占比6%，骨科6%，眼科4%，内窥镜4%。品种包括但不限于：结构心(TAVR/TMVR/r、RDN）、电生理（三维标测系统、冷冻消融）、神经介入（密网支架、颅内药物洗脱支架）、CRM（起搏器、CRT）、神经调节（脑起搏器、神经刺激）、手术机器人（腔镜、骨科、神外）、影像（MRI、MI、乳腺机、RT)、内镜（超声内镜、一次性内镜）、IVD（基因测序仪、CGM、伴随诊断）、眼科（多焦人工晶体、人工角膜）。以上可作为创新器械的品种参考。
- 3、如何评价医保局答复背后的出发点？——本次答复出自于创新医疗器械纳入医保收费绿色通道的建议，对创新器械挂网机制、价格形成机制都有指导性的回复，体现对创新器械的鼓励。结合同期披露的其他答复稳健，医保局下半年的工作重点为推进脊柱集采并指导省际联盟种植牙、电生理集采。我们认为该回复会改善市场对器械控费的过度担忧，后续真创新、渗透率低的细分领域将迎来政策利好。
- 4、涉及哪些标的？——心血管领域：结构心（启明医疗、佰仁医疗）、电生理（惠泰医疗、微电生理）、神经介入（归创通桥、赛诺医疗）；——IVD：华大智造、三诺生物、微泰医疗、艾德生物——影像：联影医疗、迈瑞医疗——内镜：开立医疗、澳华内镜、南微医学——手术机器人：微创机器人、天智航——眼科：爱博医疗。
- 风险提示：政策风险、研发不及预期、产品放量不及预期。

2022年9月6日，医保局公示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通过初步形式审查的药品及相关信息。

- 事件：本次490个药品344个通过初步审查，与2021年（474个药品271个通过）相比，申报和通过初步形式审查的药品数量都有一定增加。本次344个西药和中成药通过初步形式审查，通过比例为70%，包括目录外199个，其中西药184个（独家品种144个），中成药15个（独家品种14个），新上市药品153个；目录内145个，其中西药110个（独家品种88个），中成药35个（均为独家品种），新上市药品87个。
- 与前几轮目录调整相比，本次调整向罕见病患者、儿童等特殊人群适当倾斜。对罕见病用药的申报条件没有设置“2017年1月1日后批准上市”的时间限制，同时增加了纳入国家鼓励仿制药品目录、鼓励研发电报儿童药品清单的药品可以申报今年医保目录。本次通过初步审查药品中，鼓励的罕见病药19个，鼓励的儿童药/仿制药8个，新冠药2个。热门靶点新药竞争激烈，昂贵创新疗法支付模式备受关注。本次调整，热门靶点PD-1药物与2021年不同的是跨国药企未出现在通过初审名单中，四家国产企业新增适应症通过初步审查。部分适应症竞争激烈，四家公司将共同竞争晚期食管鳞癌的一线适应证；百济神州、恒瑞医药和君实生物将共同竞争鼻咽癌一线适应证。ADC、CAR-T等前沿创新疗法备注关注，ADC方面，罗氏的恩美曲妥珠单抗通过初审；CAR-T方面，药明巨诺的瑞基奥仑赛注射液通过初审。
- 投资建议：在医保控费的大背景下，药品均面临降价风险，仅有疗效好、临床稀缺的创新品种具有较强的定价能力，我们认为医保谈判常态化加速药品结构调整，驱动行业创新，看好能够转型升级，有望穿越“医保结界”的转型pharma和新兴biotech：恒瑞医药、百济神州、君实生物、贝达药业、海思科、泽璟制药、康方生物、荣昌生物等。
- 风险提示：药品价格大幅下降风险，产品放量不及预期风险，其他政策风险。

3 行业政策

2022年9月12日，美国总统拜登签署了一项行政命令，启动了国家生物技术和生物制造倡议。

- CXO跟踪点评：白宫峰会对CXO无实质性影响，CXO板块处于配置时点，中长期行业价值永续可期【西南医药杜向阳团队】
- 今天，CXO指数跌幅大幅收窄，其中药明生物（2269）下跌4.87%，药明康德（603259）下跌1.35%。白宫峰会内容与我们判断一致，该行政命令与制裁CXO无相关性，并且短期对业绩无影响。当期时点，我们认为，CXO板块处于配置时点，其中药明康德（603259）23年PE 23X，药明生物（2269）23年PE 29X等。
- 9月14日，白宫举办国家生物技术和生物制造倡议峰会，提出将以超20亿美元资金用于推动该总统行政命令。峰会中提及的主要举措和生物医药相关包括：1）通过生物技术加强供应链：将投资4000万美元用于扩大生物制造在API、抗生素及生产基本药物和应对大流行病所需关键起始材料方面的作用；国防部拟投资超2.7亿美元以推进弹性供应链计划，将研究加快转化为产品并支持国防供应链生物基材料的高级开发，如燃料、防火复合材料、聚合物和树脂以及保护材料；将利用约10亿吨可持续生物质和废物资源用于提供国内燃料、化学品和材料供应链；2）加强国内生物制造：将在5年内投资10亿美元用于生物工业国内制造基础设施，如关键化学品等重要产品的制造能力；农业部将提供5亿美元以支持独立、创新和可持续的美国肥料生产；3）促进全美国的创新：拟资助全美国区域创新引擎，支持具有国家利益和经济前景的关键领域，如药物制造等；4）将生物产品推向市场：将提供高达1亿美元研发资金用于将生物质转化为燃料和化学品。根据峰会的具体细则，我们判断该行政命令与国内CXO企业并无任何针对性与相关性。
- 回到CXO板块供应链来看，目前国内CXO供应保障性完整，竞争力较强；无论是项目价格、还是交付效率，对于海外MNC药企而言仍是较好的选择。CXO助力医药行业创新，CXO行业与药企将互相伴存，中长期来看，CXO行业价值永续可期 。
- 重申我们西南医药团队2022年中期年度策略三条主线：第一，未来医保压力将成为常态，寻找“穿越医保”品种是关键。一方面，寻找自主消费品种比如中药消费品、自费生物药，医美上游产品、部分眼科器械等；另一方面，我们认为药械企业通过“持续创新+国际化”有望穿越“医保结界”。第二，关注疫情后需求复苏板块。第三，UVL事件后，我们认为，产业链自主可控重要性凸显，尤其是医药产业链上游，包括影像设备、生命科学产品及服务、生物药制药设备及耗材等。
- 风险提示：CXO业绩不达预期；汇率波动风险；订单不达预期。

2022年9月15日，中消协官网发布邀请中消协律师团律师对消费者反映强烈的医疗美容领域不公平格式条款进行点评

- 9月19日医美板块下跌2.92%，其中华熙生物（688363）下跌13.68%，爱美客（300896）下跌11.65%，朗姿股份（002612）下跌9.29%，华东医药（000963）下跌8.09%，昊海生科（688366）下跌6.14%，或与9月15日中消协发布的医疗美容领域不公平格式条款点评有关。
- 中消协点评及近期传闻影响市场情绪，医美板块下跌2.92%。9月15日，中消协官网发布邀请中消协律师团律师对消费者反映强烈的医疗美容领域不公平格式条款进行点评，对医美手术费不退、设置严苛附加条件推卸自身责任等乱象进行法律角度解读，部分医美机构或面临整顿。结合8月15日杭州千和医美使用个人账户收款隐匿收入，税务部门将对行业内企业进行调查，以及9月18日香港媒体称内地将禁用整形艺人等消息，引发市场恐慌情绪，导致板块下跌。
- 下游机构或出清不良产能提升行业集中度，上游企业长期增长逻辑不变。从中消协对不公平条款的点评，到医美机构隐匿收入逃税，再到禁用整形艺人传闻，体现对医美下游机构规范及整顿的决心，医美机构下游机构市场小而散，集中程度低，行业内机构质量良莠不齐，市场亟待整顿，出清不良产能，而下游行业头部企业则可提升市占率。而禁用整形艺人等传闻，或为抑制下游机构在销售时盲目推销，使消费者面对整形等手术类医美回归理性，做出适合自己的项目选择。而对于上游企业，对下游行业整顿并不会影响终端需求，人均可支配收入提高，以及后疫情时代消费复苏逻辑不变，伴随上游产品矩阵进一步丰富，医美上游赛道仍具备高成长性，上游头部公司可尽享行业红利。
- 依旧坚定看好2022年中期年度策略三条主线：1）寻找“穿越医保”品种之自主消费品种，比如中药消费品、自费生物药，医美上游产品、部分眼科器械，以及具备“持续创新+国际化”的药械企业；2）关注疫情后需求复苏板块；3）关注产业链自主可控主线。
- 风险提示：疫情影响风险；政策风险；医疗事故风险等。

2022年9月27日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室公布骨科脊柱类耗材集中带量采购拟中选结果。本次全国脊柱集采根据手术类型、手术部位、入路方式等组建产品系统进行采购，共分为14个产品系统类别。

- 规则较上次关节集采进一步优化，利于企业合理报价。整体而言，本次全国脊柱集采较上次关节集采规则更加清晰科学，更加符合国家集采目的。1）企业中标角度，利于龙头企业集中度提升：A单元企业通常为行业内市场份额较大的龙头企业（主要部件齐全且能全国供应企业，按医疗机构采购量从多到少排序，取该类别累计采购量前85%所涵盖的企业进入A单元，其余进入B单元，主要部件具备钉塞棒（板），但缺少其他任意部件的进入C单元），若在规则一条件下，其申报价格未能入选，可通过规则二进入B单元竞争拟中选企业。2）价格端仍延续之前集采规则，按申报竞价价格由低到高排序，本次新增规则三，若未按规则一二中选企业，其竞价比价价格≤最高有效申报价的40%，也可获得拟中选资格，有利于企业理性报价。3）采购量端，引导企业在合理降价范围内，形成良性竞争。按规则一中选可获得报量的80%-100%采购量，按规则二、三中选可获得报量的50%采购量。4）从采购时间来看，采购周期为3年。首年协议采购量于2023年1-2月起执行，具体执行日期由联盟各地区确定。本次脊柱集采结果平均降幅为61%，降幅趋于温和，各家差价较小。按最高有效申报价计算，本次脊柱集采平均降幅为61%，14个产品系统类别当中差异不大，基本维持在60%~70%左右，共有152家企业中标，中标率为88%，符合此前市场预期。国内企业方面，威高骨科共中选10个产品种类，平均降幅为62%，三友医疗共中选11个产品种类，平均降幅为61%，大博医疗共中选11个产品种类，平均降幅为61%，春立医疗共中选8个产品种类，平均降幅为60%，凯利泰共中选7个产品种类，平均降幅为60%。国外企业方面，美敦力共中选10个产品种类，平均降幅为60%，强生共中选9个产品种类，平均降幅为60%，贝朗共中选3个产品种类，平均降幅为60%。
- 投资建议：随着本次骨科集采结果落地，短期内骨科器械板块集采利空出尽，政策面趋于缓和，中长期来看，龙头企业通过集采以价换量业绩有望趋于稳健增长，行业集中度有望进一步提升。相关标的：威高骨科、三友医疗、春立医疗、爱康医疗、大博医疗、凯利泰等。
- 风险提示：政策变化风险，行业竞争格局恶化，销售放量不及预期。

3 行业政策

2022年9月28日，国家卫健委发布《国家卫生健康委关于开展拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备需求调查工作的通知》、《关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知》。

- 医院有望获得2000亿左右贴息贷款，支持力度明显。此次财政贴息贷款原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，要求每家医院贷款金额不低于2000万。中央财政贴息2.5%，期限2年；贷款利息不多于3.2% ，相当于补贴后利息小于等于0.7%，接近免息，支持力度明显。此次贷款总额1.7万亿，贷款覆盖领域包括医院、高校等9大领域，如果平均分配，预计医院将获得2000亿左右的资金支持。
- 保障医院自有资金采购缺口，利好设备更新改造。受疫情反复的影响，今年医疗机构诊疗量有所承压，医院资金相对较为紧张，贴息贷款雪中送炭补足部分医院资金缺口，目前全国各地已上报项目1万余个，预计医疗机构贷款的意愿较强，利好设备更新改造。
- 配套政策重点支持基层医疗机构补短板。根据配套政策建议，贷款主要面向面向县医院、县级新冠定点和后备定点医院、医疗应急队伍、国家/区域医疗中心和妇幼保健机构。
- 相关医疗设备需求有望迎来爆发式增长。相关利好领域1）手术室/ICU设备（迈瑞医疗、理邦仪器）；2）影像设备（联影医疗、祥生医疗、万东医疗）；3）内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）；4）检验科（迈瑞、安图、普门）等。
- 风险提示：资金到位不及预期、诊疗恢复不及预期、政策控费风险。

2022年11月10日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施。

- 事件：11月10日， 中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，内容包括隔离时间缩短、不再判定次密接、调整风险等级、取消入境航班熔断机制、加强医疗资源建设、有序推进新冠疫苗接种、加快新冠药物储备、防止一刀切等，我们认为防疫政策将进一步科学化、精准化、有效化。
- 疫情管控放松，家中防疫常备用药有望迎来大幅增长。国务院联防联控机制通知：加快新冠肺炎治疗相关药物储备，涉及藿香正气胶囊（丸、水、口服液）、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）、宣肺败毒颗粒、化湿败毒颗粒、安宫牛黄丸等。根据第九版新冠诊疗方案提到的中医治疗根据医学观察期和治疗期的不同疾病进展推荐了相应的中药及中成药。
- 新冠叠加流感季，感冒咳嗽相关用药销量有望大幅增长。新冠的轻症患者以及流感患者症状多表现为呼吸系统相关症状，如咳嗽、感冒等。2021年院外呼吸道疾病用药中成药市场规模回落至274亿元，相对于2019年304年市场规模有大幅回落，随着后续对于零售药店端“四类药”管控进一步放松，感冒咳嗽相关用药有望实现恢复性增长。
- 投资建议：院外端利好太极集团、华润三九、以岭药业、同仁堂、同仁堂科技等。院内端利好济川药业、红日药业、康缘药业、步长制药。

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》，价格好于预期。

- 事件：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。
- 拟中选结果较首次冠脉支架集采价格平均提价25.3%，好于预期。2020年11月5日，首次国采冠脉支架结果落地，拟中选产品平均中选价676，平均降幅92.5%，降幅超出市场预期，开启两年以上的高值耗材控费叙事。2022年11月29日，冠脉接续采购结果出炉，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%，好于市场预期。
- 兜底制引导集采价格进入新的均衡水平，A组企业有望分到较多的量。本次接续集采不在以大幅降价为核心，“支架+伴随服务”不高于最高有效申报价848元即可中选，此外本次参与者更多、采购中期更长，有望引导长期的价格新均衡。本次接续采购共有19个注册证产品可参与，其中14个产品拟中选，除了Micell公司放弃外，其余公司皆有产品入围（部分多注册证企业选择部分产品入围）。A组有6个注册证产品，分别隶属微创（Firebird2）、赛诺、金瑞凯利、易生、微创（Firekingfisher ）、美敦力，B组有4个注册证产品，C组有4个注册证产品，其中A组获得需求量的95%为承诺，并有机会去获得剩余量（约15.7万个）。
- 作为首个国采接续采购案例，有望引导长期高耗带量采购到期后的续标思路。本次接续采购的方案之所以值得关注，一方面是因为作为首个高耗国采的接续方案，有望引导市场对高值耗材长期价格的判断，参考意义较大，另一方面是因为方案存在涨价可能，且具备兜底价格。
- 相关个股：1）相关中选企业边际改善，关注赛诺医疗、微创医疗、乐普医疗、蓝帆医疗，其中赛诺医疗首次集采因未有钴铬支架使得冠脉业务大幅承压，本次参与两个产品分别获得A组和B组，后续有望带来收入增量和渠道获益。2）接续采购的方案使市场对集采建立长期共识具有重要意义，相关集采承压股有望受益，关注IVD（普门科技、新产业、安图生物、迈瑞医疗）、骨科、心血管（心脉医疗、惠泰医疗）、眼科（爱博医疗）、内镜（南微医学）。

目 录

1 医药板块与组合表现回顾

2 新冠疫情与疫苗研发跟踪

3 行业政策

4 投资策略与组合推荐

5 风险提示

12月投资观点

- **行情回顾：**2022年11月申万医药指数上涨7.37%，跑输沪深300指数2.45%，在本月全行业行情排名23。医药行业相对于全部A股估值溢价率为89.6%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为41.3%，相对沪深300指数溢价率为142.1%。11月医药行业子板块线下药店上涨幅度最大（+19.8%），下跌幅度最大的是医疗设备（-0.8%）。2022年初以来（截止20221130），申万医药指数下跌18.23%，跑赢沪深300指数3.78%，年初以来行业涨跌幅排名第19。
- **疫情防控政策变化，中长期医药回归复苏本源。**11月10日，防疫新二十条落地，“二十条”提到将加强医疗资源建设、有序推进新冠疫苗接种、加快新冠药物储备。开放国门的关键是构建“预防、检测、治疗”三位一体防治体系，防疫政策将进一步科学精准有效。从中长期来看，医药回归复苏本源：**1）医保免疫/复苏：**随着疫情逐步复苏，政策端陆续释放正向信号，医保免疫/复苏仍是较好选择，重点关注中药消费品、自费生物药，医美上游产品、部分眼科器械以及具备“持续创新+国际化”的药械企业；**2）医保谈判：**本月国家医保谈判结果即将出炉，本次国谈首次明确“简易续约”降幅规则，最高降幅不超过25%，建议关注相关机会。

2022年12月组合推荐

- **本月弹性组合：**寿仙谷(603896)、上海医药(601607)、迈得医疗（688310）、贝达药业(300558)、福瑞股份(300049)、太极集团(600129)、华润三九(000999)、达仁堂(600329)、同仁堂(600085)、我武生物(300357)。
- **本月港股组合：**金斯瑞生物科技(1548)、和黄医药(0013)、药明生物(2269)、康方生物-B(9926)、科济药业(2171)、微创机器人-B(2252)、海吉亚医疗(6078)、锦欣生殖(1951)、启明医疗-B(2500)、康宁杰瑞(9966)。
- **本月科创板组合：**百济神州(688235)、康希诺(688185)、祥生医疗(688358)、澳华内镜(688212)、荣昌生物(688331)、泽璟制药(688266)、普门科技(688389)、奥浦迈(688293)、爱博医疗（688050)。
- **本月稳健组合：**迈瑞医疗(300760)、爱尔眼科(300015)、爱美客(300896)、恒瑞医药(600276)、云南白药(000538)、片仔癀(600436)、智飞生物(300122)、通策医疗(600763)、药明康德(603259)、凯莱英(002821)。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

2022年12月医药投资策略及标的-弹性组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
					22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
601607.SH	上海医药	19.35	13	636	57.22	64.18	73.25	12%	12%	14%	1.55	1.74	1.98	11	10	9
688310.SH	迈得医疗	26.50	50	24	0.78	1.01	1.25	22%	29%	24%	0.93	1.2	1.49	29	22	18
603896.SH	寿仙谷	36.48	29	74	2.67	3.52	4.63	49%	32%	32%	1.35	1.78	2.35	27	20	16
300558.SZ	贝达药业	50.58	152	209	10.50	12.55	15.23	14%	20%	21%	2.52	3.01	3.66	20	17	14
300049.SZ	福瑞股份	19.12	51	50	1.51	2.51	3.29	59%	66%	31%	0.57	0.95	1.25	33	20	15
600129.SH	太极集团	34.63	-37	177	9.95	11.47	13.13	-25%	15%	14%	1.79	2.06	2.36	19	17	15
000999.SZ	华润三九	59.22	26	553	23.93	28.26	32.09	17%	18%	14%	2.42	2.86	3.25	24	21	18
600329.SH	达仁堂	30.74	28	190	0.90	1.46	1.92	76%	62%	32%	0.12	0.19	0.25	213	131	100
600085.SH	同仁堂	49.15	51	666	15.46	19.62	24.36	26%	27%	24%	1.13	1.43	1.78	44	34	28
300357.SZ	我武生物	50.64	68	271	-8.72	-8.58	-1.30	-19%	-2%	-85%	-1.67	-1.64	-0.25	-30	-31	-204

数据来源：Wind，西南证券
股价及市值截止2022年11月30日

上海医药（601607.SH）：三季度业绩符合预期，创新驱动加速转型

- 事件：公司发布2022年度三季报，前三季度实现收入1746.1亿元（+8.5%）；实现归母净利润48.1亿元（+7.4%）；扣非后归母净利润37亿元（+4.3%）。单非后归母净利润10.2亿元（+2.3%）。
- 三季度业绩符合预期。分板块看，医药工业前三季度收入197.9亿元（+5.4%），归母净利润16.5亿元（+4%）；医药商业前三季度收入1548.2亿元（+8.9%），实现归母净利润24.1亿元（+15.9%）。从费用端看，2022Q3销售费率为5.92%，同比下降0.43pp；2022Q3研发费率为0.8%，同比下降0.05pp，公司前三季度研发投入16.9亿（-1.34%），其中费用化的研发投入13.9亿元（+1.6%）。
- 医药工业：创新驱动稳步增长。1）持续丰富创新药管线。截至2022Q3末，公司临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线已有53项，其中创新药43项，改良型新药10项。在创新药管线中，已有8项处于关键性研究、临床III期及后续研究阶段。2）新冠疫苗推进：与康希诺开展合作，拥有从原液生产到制剂灌装全套GMP的生产能力（年产能2亿剂）。2022年9月，吸入用重组新冠疫苗克威莎雾优（5型腺病毒载体）被作为加强针纳入紧急使用。2022年10月26日起，于上海启动克威莎雾优的加强免疫接种。3）中药创新：引入白药赋能OTC渠道，持续培育中药大品种。拥有7个主要中药企业，9个中药核心品牌，14个销售规模过亿的中药大品种。
- 医药商业：保持进口创新药商业总代的领先地位，构建中国领先的“互联网+”医药商业科技平台。1）2022年9月，公司与雅培制药、绿叶制药和罗欣药业分别签署了战略合作协议。2022年前三季度公司新增23个进口总代产品。2）上药云健康加速发展以“益药”系列为核心的全国新特药销售与服务的首选品牌，成为新特罕药进入中国的首选渠道。3）镁信健康深度参与全国各地惠民保，推动带病体可保可赔新模式，累计惠及近亿人次，覆盖21个省、直辖市、自治区，100+城市。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年EPS分别为1.55元、1.74元、1.98元，未来三年归母净利润将保持12.9%的复合增长率，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；疫情波动风险。

迈得医疗（688310.SH)：22H1业绩符合预期，血液透析类产品贡献主要增量

- 事件：公司发布2022年中报，上半年收入1.3亿元（+3.3%），归母净利润1057万元（-55.4%），扣非归母净利润768万元（-60.4%），经营现金流净额1606万元（-44.3%）。
- 业绩符合预期，加大费用投入导致利润短期承压。1）分季度看，2022Q1/Q2单季度收入0.5/0.8亿元（+10.9%/-1.1%），二季度收入增速放缓主要因为疫情影响。2）从盈利能力看，2022H1毛利率53.3%（+6.9pp），主要因部分订单有效控制成本所致，四费率44.1%（+14.5pp），主要因管理费用和研发费用大增，其中管理费用率28%（+12pp），主要因职工薪酬、股份支付金额、专利费增加较多所致，研发费用率14%（+4pp），上述费用投入增加导致上半年利润承压。
- 连线机高增长，其中血液透析类产品贡献主要增量。分业务看，22H1安全输注类单机收入2069万元（-72.4%)，安全输注类连线机收入6183万元（+54.4%），安全输注类单机下降较多主要因2021年同期因新冠疫苗注射器导致设备需求形成高基数所致；22H1血液透析类单机收入369万元（+156.1%），血液透析类连线机收4021万元（+2481.6%），主要因2021低基数下恢复高增长。公司已成为国内安全输注类和血液净化类耗材上游智能装备的重要供应商，两者合计市场空间约30亿元，公司凭借性价比优势和技术优势以及疫情影响的恢复，后续有望持续增长。
- 研发布局潜在业务，预灌封和胰岛素笔智能装备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，22H1年研发投入1862万元（+44.1%），占应收比例14%，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。
- 盈利预测与投资建议。预计2022~2024年归母净利润分别为0.8、1、1.3亿元，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、设备行业投资周期的波动性风险。

寿仙谷（603896.SH）：疫情短期影响有限，看好省外扩张

- 业绩总结：2022年前三季度实现营业收入5.1亿元（+5.8%），归母净利润1.3亿元（+49.5%），扣非归母净利润1.1亿元（+47.36%）。单三季度实现营业收入1.6亿元（-2.55%），归母净利润4812.0万元（+50.11%），扣非归母净利润4441.4万元（+45.42%）。
- 利润端：优化管理机制，毛利率同比提升带来营业收入增长。公司前三季度毛利率84.95%，上升2.3pct。期间费用率为62.9%，下滑2pp，主要系受疫情影响，线下论坛、广告等宣传活动取消，费用降低。同时，公司获得政府补助同比有较大增长。我们预计公司未来毛利率仍然随着规模效应和产品结构改善将进一步提升毛利率水平。
- 渠道端：省外扩张加速推进。公司积极通过省外加盟商形式拓展省外渠道。截至2022上半年末公司省外加盟商已经达到14家，实现快速拓张。预计目标新增10家经销商签约，省外市场收入将快速提升。我们预计全年平均每家贡献300-500万元销售额。省外市场重点推广高端新剂型孢子粉片剂，片剂一年的服用费用为3.4-6.8万元，粉剂和颗粒剂根据服用情况分别为1.9-3.9万元，预计将进一步改善产品结构提升毛利率水平。
- 公开发行第二期可转债用于产能扩建。本次公开发行可转债募集资金总额不超过3.98亿元，扣除发行费用后，募集资金拟用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目和寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目。项目建成后，将形成年产20吨保健食品片剂、胶囊剂的生产能力，为省外扩张提供充足产能。项目建成达产后，将年均新增销售收入33897万元，年均实现净利润 7572万元。项目的建成投产将有助于培育公司新的利润增长点，为公司带来显著的经济效益。
- 盈利预测。预计2022-2024年EPS分别为1.32元、1.70元、2.20元，对应PE为26倍、21倍和16倍，考虑到公司省外扩张带来业绩增量，2022-2024年的复合增速为24.99%。
- 风险提示：原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

贝达药业（300558.SZ）：多重因素短期影响业绩，创新管线持续推进

- 业绩总结：公司2022年前三季度实现营业收入16.6亿元（-3.6%），实现归母净利润1亿元（-70.4%）。其中，第三季度实现营业收入4.1亿元（-28.1%），实现归母净利润0.1亿元（-93.9%）。
- 股票激励费用导致管理费用大幅增加，研发投入持续加大。2022年前三季度管理费用率25.8%(+13.9pp)，管理费用4.3亿元（+109.4%），包括限制性股票激励费用为17822万元，其中Q3限制性股票激励费用为5702万元，若剔除该影响因素后前三季度归母净利润为28102万元（-19%）。销售费用率为29.5%(-9.1pp)。研发费用率为29%(+7.8pp)，主要系新药研发投入增加。
- 埃克替尼销量维持增长趋势，恩莎替尼销量高速增长。凯美纳销量同比增长26.54%，贝美纳销量同比增长797.57%，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。
- 创新管线持续推进，贝福替尼二线临床数据显示其具有确切的疗效和良好的安全性。公司目前在研16个品种，包括2项BLA/NDA，2项Ⅲ期，2项Ⅱ期。从获批上市进度看，三代EGFR抑制剂贝福替尼有望2022年获批上市，伏罗尼布有望2023年获批上市。贝福替尼二线临床数据发布，ORR为67.6%，DCR为94.8%，中位PFS为16.6个月，中位DOR为18个月。贝福替尼同样能够有效控制颅内病灶，IRC评估的iORR为55.9%，iDCR为97.1%，颅内中位PFS尚未达到。安全性方面，绝大部分患者可耐受贝福替尼治疗，最常见的治疗相关不良事件是血小板减少、贫血、白细胞计数降低、头痛和皮疹等，大多数为1级或2级。
- 盈利预测与投资建议。预计2022-2024年归母净利润分别为2.1亿元、4.6亿元、6.9亿元，对应PE分别为93、43、29倍。公司核心产品埃克替尼稳定放量，新产品恩沙替尼贡献增量，销售收入稳定增长。公司在研管线顺利推进，未来陆续有新药上市。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。

福瑞股份（300049.SZ）：业绩符合预期，22Q3同比高增长

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度收入7.2亿元（+19.8%），归母净利润6076万元（+4.5%），扣非净利润6159万元（+15.9%），经营现金流净额1.1亿元（-19.2%）。
- 业绩符合预期，22Q3同比高增长。剔除股份支付费用2080万元影响后，扣非归母净利润约0.82亿元（+22.6%），符合市场预期。分季度看，2022Q1/Q2/Q3单季度收入分别为2.1/2.4/2.7亿元（+18.3%/+13.9%/+26.8%），单季度归母净利润分别为0.09/0.24/0.28亿元（-31.2%/-19.4%/+77%），单三季度恢复高增长。从盈利能力看，毛利率71.7%（-1pp），按内生业绩测算净利率为11.3%（+0.3p），盈利能力稳步提升。
- 预计仪器和药品业务均有所提速。预计前三季度仪器业务由于美国内分泌协会指南更新导致增速提升，Echosens子公司以欧元结算收入增速有望超过30%，以人民币计算收入超过20%；药品业务预计增速增速15~20%，随着疫情影响缓解以及销售扩张，收入较上半年有所提速；儿科诊所由于成都疫情，盈利能力有所承压。
- 仪器业务催化不断，业绩有望高增长。公司的Fibroscan肝纤维化诊断设备为全球首创，9月份Akero公布的efruxifermin数据超预期，11月初Madrigal也有望公布resmetirom的数据，随着NASH药物开发的推进，仪器长期空间有望打开；独家产品复方鳖甲软肝片为肝纤维化临床指南推荐用药，受益于国家对中药行业的支持和公司院外OTC市场的开拓，有望成为业绩主要驱动力；基于儿科医疗健康管理和肝病慢病管理成功拓展服务业务的盈利模式。公司股权激励考核目标为2021~2023净利润为1、1.5、2.5亿元，高速增长彰显管理层信心。
- 盈利预测与投资建议：考虑股权支付费用的影响，预计公司2022~2024年归母净利润为1.2、2.4、3.3亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：竞争风险、原材料价格上涨风险、药品院外拓展不及预期、NASH药物进展不及预期、海外疫情复发风险。

太极集团（600129.SH）：混改稳步推进，盈利能力持续提升

- 业绩总结：公司发布2022年前三季度累计实现营业收入105.4亿元（+10.17%）；归母净利润2.5亿元（+35.0%），扣非后归母净利润3.2亿元（+238.3%）。单三季度实现收入分别为33.6亿元（+7.4%）；归母净利润分别为1.2亿元（-27.1%），扣非后归母净利润分别为1.4亿元（+1326.9%）。扣非净利润前期市场预期1.2亿元，主要系营收增长和毛利率提升。
- 收入端：大品种持续增长，工业毛利率持续改善。工业67.2亿元（+10.1%），商业58.8亿元（+6.33%）。工业毛利率为56%（+5.6pp），主要系大品种提价和剔除低毛利和负毛利小品种所致。藿香正气口服液14.2亿元（+63%）。急支糖浆收入2.8亿元（+67%），鼻窦炎口服液1.5亿元（+54%）。神经系统9.1亿元（+34.5%），其中通天口服液2亿元（+54%）。抗感染类13.7亿元（+20.9%），其中头孢唑肟钠11.6亿元，大单品持续快速增长。
- 省外扩张加速，逐步拓展全国渠道。分产品区域来看，省外收入增速快速增长。西南以外地区收入增速较快。华东、华中、华南、西北地区均有15~20%不等的收入增长，西南地区收入63.2亿元，占比60%，同比增速9%。
- Q3业绩超预期增长，现金流持续改善。归母净利润同比下降主要由于去年同期太阳能股价变动贡献投资收益，今年太阳能计划全部减持回笼资金。从费用端来看：2022年前三季度销售费用率为33.2%（+1.1pp），略有上升主要系公司核心产品的营销投入，预计2023年开始控制销售费用；管理费用率为4.6%（-0.6pp），主要系公司团队精简；研发费用率为0.7%（+0.1pp），主要系公司研发新品种，后续将持续加大研发投入；财务费用率为1.0%（-0.5pp），主要系公司处置资产偿还借款，利息支出大幅减少。我们预计随着公司非主营业务资产逐步处置，财务费用将继续下降。公司前三季度经营性现金流4.6亿元（+807.6%），其中Q3为1.3亿元（+381.2%），现金流显著改善，主要系销售回款增加所致。
- 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2022-2024年归母净利润分别为3.3亿元，6亿元，8.6亿，对应PE分别为56倍、30倍和21倍。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。

华润三九（000999.SZ）：三季报符合预期，看好公司长期发展

- 事件：公司发布2022年三季报，2022年前三季度公司实现营业收入121.0亿元（+7.5%）；实现归母净利润19.5亿元（+11.0%）；实现扣非归母净利润17.8亿元（+10.0%）。
- 业绩稳定增长，受外部影响盈利能力略降。CHC业务尤其是专业品牌、大健康等业务增速较快，上半年整体业绩维持增长。2022H1公司毛利率为54.9%（-5.4pp），净利率为17.2%（-0.5pp），盈利能力受疫情和中药配方颗粒新国标实施叠加影响略有下降，目前公司已拟定具体应对措施，净利润将努力匹配营收增长水平；销售费用率为25.6%（-4.4pp），管理费用率为5.2%（-0.01pp），研发费用率为2.8%（-0.2pp），财务费用率为-0.4%（-0.01pp），销售费用显著减少主要由公司管理加强以及疫情下部分销售活动支出减少所致。分季度看，2022Q2公司实现营业收入42.1亿元（+11.1%），实现归母净利润5.9亿元（-18.9%），实现归母扣非净利润5.3亿元（-16.7%），主要受疫情和中药配方颗粒新国标实施影响。
- CHC健康消费品业务灵活应对环境变化，业务稳健增长。2022H1公司CHC健康消费品板块实现营业收入55.4亿元（+7.4%），毛利率为55.9%（-4pp），因疫情四类药管控盈利能力短期承压，该板块产品覆盖感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等近10个品类。针对四类药限售，公司在线上联合平台推出活动，结合平台端、连锁端三方合力，保障供给；线下推出创新项目扩大品牌影响力，此外对未限售品类产品借助包装或线上平台营销提升曝光度，扩大细分领域领先地位，实现快速增长。大健康业务和康复慢病业务保持稳定增长。公司“999完美药店”终端门店服务项目已高效覆盖超6000家重点连锁门店。下半年随着疫情得到有效控制，CHC板块有望延续稳定增长。
- 处方药业务短期承压，持续优化业务结构。2022H1公司处方药板块实现营业收入25亿元（+5.7%），毛利率为57.5%（-8.1pp），主要由于销售进度受疫情影响以及配方颗粒业务上半年处于新国标切换期业务增速下滑。1）消化领域：基于易善复产品构建的肝脏慢病生态圈正逐步建立；2）儿科领域：基于全球领先的儿科产品诺泽对医患双驱模式进行持续探索，业务进入良性发展阶段；3）骨科领域：瘀血痹片产品价值挖掘工作取得成果；4）抗感染领域：持续提升自营推广模式占比，积极开拓非公立医院市场，通过新产品引进等方式加快业务转型；5）中药配方颗粒业务：积极推进中药配方颗粒新国家标准品种的生产落地研究、销售备案工作，稳步推进国家标准、地方标准产品的切换工作，开展国家和地方配方颗粒标准研究和申报，推动配方颗粒产品标准化，预计下半年随新国标、省标品种的生产和销售持续落地，业务将逐渐回归常态。
- 研发并购同步进行，创新能力进一步提升。2022H1研发投入2.3亿元，占营业收入2.7%。公司重点研究项目进展正常，1类创新中药DZQE正在推进II期临床准备工作；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正积极推进国内注册申报工作。此外2022年5月9日公司公告收购昆药28%股份的重大资产重组预案，收购完成后昆药集团将成为公司控股子公司，未来双方将整合资源，协同打造三七产业链龙头企业。
- 盈利预测与投资建议。我们预计2022-2024年EPS分别为2.42元、2.86元、3.25元，对应PE分别为17、14、13倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：销售不及预期，在研产品进度不及预期风险。

达仁堂（600329.SH）：业绩增长稳定，速效救心丸稳中有升

- 事件：公司发布2022年半年报，实现营业收入37.8亿元，同比增长3.7%；实现归属于母公司股东净利润4.7亿元，同比增加1.4%；实现扣非后归母净利润4.6亿元，同比增加4.3%。
- 速效救心丸稳健增长，长期放量值得期待。公司工业收入中，大品种总体稳中有升，其中速效救心丸实现不含税收入7.7亿元。速效救心丸市占率持续提升，乡镇卫生端，市场占有率排名第7，从2016年的2.4%提升到2021年的3.2%；在城市实体药店端，速效救心丸市场占有率排名第2，占有率从2016年的6.3%提升到2021年的7.2%。速效救心丸从2015年开始提价，并在2017年完成，40mg*120粒规格提价前平均中标价在25元左右，日用药金额不到3元，提价后平均中标价在35元以上，日用药金额接近4元，日用价格仍然较低，预计未来仍具提价空间。目前公司打造常服概念，加大在医院端推广力度，改变速效救心丸用于急救的使用场景，目前速效救心丸在医院端和零售端的销售比例接近1：1，预计常服有望极大增加速效救心丸消费量，推动医院端占比进一步提升，为长期增长增添动力。
- 盈利能力保持稳定。从盈利能力来看，公司2022H1毛利率为41.2%（-1.1pp），净利率为12.7%（-0.3pp），略有下降，主要系近两年中药材受供需两端影响，成本价格在波动中有一定幅度的抬升。费用率方面，销售费用率为22.7%（-0.27pp），管理费用率为4.7%（-0.87pp），财务费用率为-0.7%（-0.14pp），基本保持稳定。
- 品牌积淀深厚，产品储备日益丰富。公司品种资源丰富，拥有22个剂型，599个药品批准文号，其中1个国家机密品种（速效救心丸），1个国家秘密品种（京万红软膏），5个中药保护品种（舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片），114个独家生产品种，75个中成药和化学药品种及601种中药饮片收载于2018年版《国家基本药物目录》，国家医保品种223个。部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。
- 盈利预测与评级。我们预计2022-2024年归母净利润分别为9.2亿元、11.6亿元和14.7亿元，EPS分别为1.19元、1.50元和1.90元，维持“买入”评级。
- 风险提示：销售不及预期；集采风险；在研产品进度不及预期的风险。

同仁堂（600085.SH）：子公司拖累业绩，国内业务持续增长

- 事件：2022年前三季度实现营业收入109.0亿元（+2.0%），归母净利润10.0亿元（+9.0%），扣非归母净利润9.9亿元（+28.9%）。单三季度营业收入33.9亿元（+2.1%），归母净利润2.6亿元（-12.33%），扣非归母净利润2.5亿元（-12.96%）。
- 收入端：国内疫情好转，收入保持增长。前三季度营业收入109.0亿元，同比略有增长。主要得益于公司高效统筹疫情防控与务实推进生产经营各项工作，持续深化营销改革，努力克服新冠肺炎疫情散发等不利因素影响。商业前三季度有所恢复。公司上半年在疫情影响下，严格落实市场流速监测与分析，精细化实施产品进销存管理，提高产品在战略终端单位的销售驱动力，有效推动终端产品的实销增长。上半年新开门店13家，截至上半年末一共有933家，其中配备医疗诊所数量583家。2022年9月1日起，北京市个人账户实现定向使用，可用于在定点药店和医疗机构使用，公司在北京密集布局，有望受益此政策实现快速恢复。
- 费用管控得当，经营效率持续提升。）前三季度销售毛利率48.4%，同比上0.4pp；销售净利率13.4%，同比上涨0.3pp。毛利率的增长主要来大品种提价与聚焦大品种战略，随着一季度提价品种在Q3放量，我们预计毛利仍有提升空间。2）前三季度营业成本51.6%（-0.4pp），销售费用率19.7%（-0.5pp），管理费用率9.2%（+0.1pp），研发费用率1.0%（+0.1pp），财务费用率0.1%（-0.1pp）。公司成本费用得到有效管控，实现了前三季度净利润增幅高于营业收入增幅。第三季度归母净利润同比下降，主要受疫情因素影响，部分子公司业绩有所波动且公司各季度间费用支出不均衡。
- 母公司经营持续向好，子公司拖累业绩。母公司受益于安宫牛黄丸提价放量，预计三季度延续上半年增长趋势，子公司同仁堂科技前三季度未经审计营业收入约41.4亿元，未未经审计归母净利润3.8亿元。我们预计主要系澳门在三季度疫情散发，同仁堂科技由于物料供应困难等不利因素导致中成药总体产量及产值较上年同期相比小幅下降，安宫牛黄丸海外销售受到影响。
- 盈利预测：预计2022-2024年EPS分别为1.01元、1.28元、1.58元，对应PE分别为47倍、37倍和30倍。
- 风险提示：疫情反复风险，医药行业政策变化风险。

我武生物（300357.SZ）：业绩符合预期，研发力度加大

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度实现收入7亿元（+13%）；实现归母净利润3.3亿元（+19.2%）；扣非后归母净利润2.9亿元（+13.4%）。单三季度母净利润1.4亿元（+10.7%）。
- 疫情下业绩增长符合预期，净利率提升。2022年Q3销售旺季，局部地区受疫情影响，收入及利润增速放缓，公司Q3收入3.1亿元，同比增长14.4%，归母净利润1.5亿元，同比增长14.8%，在疫情常态化的大背景下业绩增长符合预期。利润率方面，单三季度毛利率为95.5%，较2021年同期下降0.7pp，而净利率为45.8%，较去年同期提升0.2pp，期间费用控制得当，净利率提升。
- 研发力度加大，在研产品获批进程持续推进。2022年前三季度公司研发费用0.8亿元，同比增长24.6%，研发费用率为10.9%，较去年同期提升1pp，研发费用主要用于干细胞研发以及天然药物研发。公司另一大产品黄花蒿滴剂持续放量，其儿童适应症处于技术审评阶段，黄花蒿点刺液等3项花粉过敏点刺液及其对照液处于补充资料阶段，期待产品儿童适应症获批及点刺液获批后，产品可进一步放量。
- 脱敏治疗市场空间广阔，粉尘螨滴剂有望长期快速增长。过敏性疾病发病率高，我国庞大的人口基数决定了我国患者众多。虽然因为目前市场认知不足、临床应用时间较短及推广较晚等因素影响，脱敏药物渗透率不足2%，但由于脱敏治疗能改变过敏性疾病自然进程，随着临床医生认知度的不断提高，脱敏治疗市场空间广阔。公司主导产品“粉尘螨滴剂”自上市以来销售收入持续较快增长，2021销售收入超过8亿元。目前国内上市脱敏药物仅三种，作为唯一一种舌下脱敏药物，在安全性、便捷性、依从性方面优势明显，预计仍将保持快速增长。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年EPS分别为0.78元、0.98元、1.25元，未来三年归母净利润将保持24.7%的复合增长率，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情扩散风险；政策风险；公司经营效率提升不达预期的风险。

2022年12月医药投资策略及标的-港股组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
					22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
0013.HK	和黄医药	17.33	-9	152	-13.07	-0.82	-0.44	-4%	-94%	-46%	-1.51	-0.09	-0.05	-14	-226	-422
2269.HK	药明生物	40.51	46	1,765	49.27	67.85	91.47	45%	38%	35%	1.17	1.61	2.17	43	31	23
1548.HK	金斯瑞生物科技	15.96	-13	331	10.02	12.26	14.92	-27%	-22%	-	0.47	0.58	0.71	-	-	28
9926.HK	康方生物-B	27.06	-18	218	4.08	5.13	6.55	-21%	-26%	-28%	0.49	0.61	0.78	-	-	-
2171.HK	科济药业	11.15	-9	64	6.56	7.47	8.90	-	-	-	-	1.31	1.56	-	-	-
2252.HK	微创机器人-B	24.15	-33	247	6.19	9.98	10.45	-44%	-61%	-5%	0.65	1.04	1.09	46	29	27
6078.HK	海吉亚医疗	39.46	53	232	3.99	7.15	9.47	64%	79%	32%	0.65	1.16	1.54	76	42	32
1951.HK	锦欣生殖	4.89	37	131	11.26	14.62	19.26	36%	30%	32%	0.45	0.58	0.77	14	10	8
2500.HK	启明医疗-B	10.32	-11	49	-4.01	-2.52	-2.39	-7%	37%	5%	-0.91	-0.57	-0.54	-14	-22	-24
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	7.15	-25	69	3.97	5.05	6.51	22%	-27%	-29%	0.42	0.54	0.69	21	16	13

数据来源：Wind，西南证券
股价截止2022年11月30日

和黄医药（0013.HK）：创新起舞，志在全球

- 推荐逻辑：1)核心品种呋喹替尼FRESCO-2研究数据亮眼，治疗三线结直肠癌mOS达7.4m，较安慰剂组显著延长2.6m；mPFS达3.7m，较安慰剂组显著延长1.9m，国际多中心临床研究符合FDA要求，有望在年底前递交NDA。二线胃癌取得阳性顶线结果，预计明年上半年递交NDA；2)赛沃替尼是国内首款获批上市的MET抑制剂，先发优势明显，即将参与2022年医保谈判，纳入医保后有望加速放量；3)索凡替尼治疗非胰腺神经内分泌瘤实现9.2m的无进展生存期，较安慰剂组提升5.4m，有望成为神经内分泌瘤治疗的BIC药物；4)公司大力推进聚焦后期管线的战略调整，未来三年至少15项注册临床即将递交NDA。上海和黄贡献稳定利润，剥离有望带来丰厚现金。
- 呋喹替尼出海在即，晚期肠癌的标准药物。呋喹替尼是一款高选择性及强效的血管内皮生长因子受体(VEGFR1、2、3)口服抑制剂，目前正在开发包括结直肠癌、胃癌、子宫内膜癌等实体瘤。FRESCO-2研究数据亮眼，mOS达7.4m，较安慰剂组显著延长2.6m；mPFS达3.7m，较安慰剂组显著延长1.9m。国际多中心临床研究符合FDA要求，有望成功出海。海外BD通过合作伙伴将最大实现呋喹替尼商业化价值，同时BD带来的现金可助推呋喹替尼的研发和临床。FRUTIGA取得阳性顶线结果，在二线胃癌中显示出显著的疗效和安全性优势。
- 赛沃替尼先发优势明显，纳入医保有望加速放量。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%。赛沃替尼医保谈判在即，假设顺利纳入国家医保目录，有望加速放量。
- 索凡替尼双重作用机制，有望成为神经内分泌瘤的BIC药物。索凡替尼是一款口服小分子抑制剂，靶向VEGFR1、2、3、FGFR1及CSF-1R，具有独特的抗血管生成以及免疫调节双重活性。索凡替尼打破非胰腺NET的治疗空白，治疗非胰腺神经内分泌瘤实现9.2m的无进展生存期，较安慰剂组提升5.4m，有望成为神经内分泌瘤治疗的BIC药物。
- 盈利预测。随着呋喹替尼、赛沃替尼和索凡替尼适应症的逐步落地，叠加呋喹替尼海外NDA以及赛沃替尼有望纳入国家医保目录的催化，我们预计公司2022-2024年营业收入分别为4.1、4.7、6.4亿美元，其中肿瘤/免疫服务收入荣昌生物、康方生物、君实生物和诺诚健华，可比公司2022年PS为32倍，2023年PS为16倍。和黄医药的研发实力强劲，研发产品线丰富，出海预期较高，业绩成长确定性强，给予公司2023年12倍PS，对应目标价27.05港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 投资风险。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。

药明生物（2269.HK）：CRDMO持续兑现，中报业绩再创新高

- 业绩总结：公司发布2022年中期业绩公告，实现营业收入72.1亿元（+63.5%），实现归母净利润25.4亿元（+37.6%），经调整后净利润28.4亿元（+60.3%）。
- 业绩略超预期，疫情下总体实现高增长。2022H1公司收入和净利润增长均略超预期，主要原因有：1）临床后期和商业化项目快速放量，IND前项目收入26.4亿元（+63.5%），临床I期和II期项目收入12.8亿元（+42.7%），临床III期及商业化项目收入31.5亿元（+63.5%）；2）海外疫情缓解、需求恢复，收入占比最大的北美地区贡献收入39亿元（+78%），欧洲地区贡献收入13亿元（+31%）；3）管理优化，运营销量提升，公司目前共有1.1万名员工，上半年人均创收68万元/人（+18.7%）。22H1毛利率为47.4%（-4.7pp），经调整净利率39.3%（-0.8pp），营业收入增速大于净利润增速，主要由于去年同期净利润高基数及管理费用、产能建设、研发支出增长；销售费用率0.9%（-0.5pp），管理费用率7.2%（-0.7pp），研发费用率3.8%（+1.1pp），财务费用率0.3%（-0.2%），研发费用大幅提升主要由于公司持续投资前沿技术平台，为未来业务发展奠定技术基础。
- 成功实施“跟随并赢得分子”战略，项目数量维持高速增长。公司综合项目总数达到534个（+30.9%），包括近500个非新冠综合项目。1）分项目阶段：临床前项目287个（+35.4%），临床I/II/III期项目分别为144/60/29个（+24.1%/+36.4%/-9.4%），上半年新增5个商业化项目，商业化项目总数达14个（+250%，6个新冠项目、8个非新冠项目），其中6个通过“赢得分子”战略转入。2）分项目类型：新冠项目35个（+133.3%）、实现收入22.2亿元（+46.2%），非新冠项目499个（+27%）、实现收入49.9亿元（+72.6%），非新冠项目保持强劲增长势头，是业绩增长的主要动力。此外，自2018年起，共45个处于不同研发阶段（临床I/II/III期+CMO）项目从外部转入药明生物，其中16个临床III期及CMO项目，“跟随并赢得分子”战略加速公司业绩高增。
- 未完成订单达184.7亿美元，奠定未来业绩增长基础。公司未完成订单合计达到184.7亿美元（+48.2%），在高基数基础上仍保持高增。其中未完成服务订单同增77.2%至128.1亿美元，未完成潜在里程碑收入达56.6亿美元（+8.1%），3年内未完成订单30亿美元（+5.5%），占未完成订单总数的16.5%；3年以上未完成订单占比69.4%，锁定长期业绩增长。此外，超10个临床III期及商业化项目正在洽谈，短期内将为公司带来收入新增长点。服务客户数量从去年同期的352家增至434家，未来有望加速增长。
- 2022年产能持续扩张，在建工程保障业绩持续稳定增长。公司目前共有9个原液厂投产，10个原液厂在建，产能6000升和4.8万升的首个欧洲基地MFG6/7有望年内投产，产能6000升的首个美国临床生产基地MFG18已GMP放行。2022年底产能有望增至26.2万升，预计2026年原液产能将达58万升。
- 全力克服UVL和疫情影响，业务经营维持正常水平。无锡工厂检查已于6月完成，8月初美国两个供应商已获美国出口许可向无锡公司发货，目前库存储备充足且极端情况下可将受影响项目转移至其他工厂。上半年上海疫情封控期间仍达成100%交付成功率，进出口订单达正常订单量的85%，公司业务经营正常。
- 盈利预测：我们预计未来随着中国及全球生物药产业快速发展，公司作为行业龙头，订单及产能将继续增加，维持业绩的高增速。预计公司2022-2024年归母净利润分别为49.3、67.9和91.5亿元，EPS分别为1.16、1.59和2.14元，对应PE分别为62、45和33倍。
- 风险提示：1）研发生产外包服务行业增速或不及预期的风险；2）项目进度不及预期的风险；3）对外投资收益的波动性风险；4）汇率波动的风险。

金斯瑞生物科技（1548.HK）：非细胞疗法持续增长，Carvykti放量值得期待

- 业绩总结：公司发布2022年中期业绩公告，2022年上半年实现收益3亿美元（+32.7%），实现毛利1.8亿美元（+26.6%），续亏2.3亿美元（2021H1亏损约1.6亿美元），经调整净亏损1.3亿美元（2021H1经调整净亏损1.4亿美元），业绩表现符合预期。
- 非细胞疗法业务符合预期，研发开支持续加码。2022H1公司非细胞疗法业务实现外部收益2.5亿美元（+26.6%），毛利（抵消前）为1.3亿美元（+16.4%），经调整净利润（抵消前）为3020万美元（+14.4%）；2022H1公司细胞疗法业务实现外部收益5700万美元（+68.1%），毛利（抵消前）为5210万美元（+53.7%），经调整净亏损（抵消前）为1.6亿美元，上半年业绩符合预期。公司研发开支持续加码，2022H1研发投入为1.8亿美元（+1.3%），有效支持Cilta-cel全球多中心III期临床及其他在研管线临床快速推进，助力公司长期发展。
- 生命科学传统业务增长持续，CDMO业务进入发展快车道。1）生命科学业务：
- 公司生命科学服务及产品2022H1实现收益1.8亿美元（+15.8%），毛利9980万美元（+8.8%），毛利率为56.7%（-3.6pp），经营利润2600万美元，毛利率受海外产能爬坡影响、运费及关税成本增加、新冠肺炎相关产品价格及销量波动等因素影响略有下滑，利润端增速略低于收入端。公司生命科学业务发展逻辑清晰，从传统基因合成向多肽、蛋白、抗体等下游增量业务延伸，拓展产品类型同时推进产能与自动化建设，衍生高附加值仪器设备业务有望成为新增长点。2）CDMO业务：蓬勃生物客户基础良好、在手订单饱满、产能高速扩张，2022H1实现收益6270万美元（+99%），收入端高速增长主要由于海外项目大幅增加、临床前及临床开发能力提升、抗体发现及工艺开发交付时间缩短；2022H1实现毛利1620万美元（+62%），经调整毛利2390万美元（+125.5%），经调整毛利率为38.1%（+4.4pp），得益于产能利用率及生产效率快速提高。上半年共新获大分子项目共292个（+47.5%，其中发现阶段项目242个，CLD项目27个，CMC及CMO项目21个，2个IND批件），GCT项目共137个（+41.2%，其中临床前项目51个，CMC项目39个，临床阶段项目38个，IND批件9个），CDMO业务进入高速发展快车道。3）合成生物学业务：百斯杰2022H1实现收益1680万美元（-6.7%），收益下滑主要由公司积极调整产品组合、下游饲料企业受疫情影响需求下滑、俄乌局势导致东欧订单量下滑等所致，预计随着疫情好转将逐季改善；2022H1实现毛利720万美元（+41.2%），毛利率为42.9%（+14.6pp），经营利润40万美元（2021H1同期经营亏损70万美元），毛利及经营利润大幅提升，主要由于高利润率产品推广加强、生产工艺持续改进及专利许可获利等。
- 细胞疗法收益及毛利高速增长，持续关注Carvykti后续季度销售数据。细胞疗法业务2022H1收益5710万美元（+68.4%），实现毛利5210万美元（+53.7%），收益及毛利高速增长主要由于2021、2022年实现额外里程碑，进一步确认与杨森合作开发Cilta-cel的合约收益；经营亏损为1.8亿美元（2021H1经营亏损1.7亿美元），亏损扩大主要由患者入组率提高及临床试验投入持续加码、发布 Cilta-cel相关商业筹备活动成本
提升及行政职能扩张等所致，续亏符合预期。Cilta-cel是杨森与传奇首款靶向BCMACAR-T疗法，为r/rMM患者提供安全可控的早期、持久且深度缓解，是目前全球CAR-T产品Best-in-class。Carvykti将为r/rMM适应症提供更前线治疗方案，为CAR-T产品打开广阔空间。公司管线覆盖广泛，临床及商业化快速推进，中长期增长曲线已然形成。
- 盈利预测与评级。预计公司2022-2024年营业收入分别为6.8/12/21.6亿美元，归母净利润分别为-2.6亿美元/-1.7亿美元/0.1亿美元，维持“买入”评级。
- 风险提示：新业务拓展不及预期；在手订单转化不及预期；公司产能扩张进度不及预期；传奇生物CAR-T产品商业化推广不及预期；政策波动风险等。

康方生物-B（9926.HK）：伊努西单抗Ⅲ期研究达到预设终点

- 事件：11月1日，康方生物宣布伊努西单抗（AK102）治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症的随机、双盲、安慰剂对照关键注册性Ⅲ期临床研究成功达到预设终点。
- 伊努西单抗Ⅲ期研究达到预设终点，临床数据优异。伊努西单抗是公司和东瑞制药共同开发的PCSK9单克隆抗体，用于治疗原发型高胆固醇血症和混合型高脂血症。临床研究表明，使用伊努西单抗连续治疗12周，各剂量组低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）可显著下降，展现出优秀的临床疗效和安全性。考虑到中国PCSK9市场复合年增长率高达36.9%，伊努西单抗凭借优异的临床疗效，上市后有望成为高血脂患者重要的用药选择。
- 卡度尼利商业化快速推进，一线适应症落地蓄势待发。AK104上市6周处方近亿元，发货近两亿元，商业化推进顺利。一线宫颈癌和一线胃癌适应症均将于今年完成入组，有望于明年下半年递交NDA，一线适应症的落地有望加速AK104放量，未来增速有望进一步攀升。此外，AK112的两项大适应症——EGFR-TKI治疗失败的NSCLC和一线PD-L1阳性非小细胞肺癌有望于明年下半年读出Ⅲ期数据，其中一线PD-L1阳性非小细胞肺癌适应症与K药头对头，值得期待！
- 研发逐步聚焦，管线落地未来可期。公司对候选药物的临床开发计划进行了审查和优先排序，将资源集中于临床后期或注册试验阶段的临床项目，包括AK104联合化疗治疗一线胃癌、AK104联合化疗治疗一线宫颈癌、AK112（PD-1/VEGF）、AK101（IL-12/IL-23）及AK102（PCSK9）等多个Ⅲ期项目。我们认为，公司研发聚焦的策略有望加速产品落地。随着新产品的逐步落地，预计将对公司未来的营收产生显著的影响。
- 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2022-2024年收入分别为9.3亿、19.7亿和30.4元，对应EPS为-1.04、-1.02和-0.15元，维持“持有”评级。
- 风险提示：研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

科济药业-B（2171.HK）：深耕CAR-T，剑指实体瘤

- 推荐逻辑：1）核心品种CT053（BCMACAR-T）NDA获国家药监局受理，上市预期高。CT053疗效及安全性数据惊艳，LUMMICAR-1研究显示ORR达100%，没有≥3级细胞因子释放综合征（CRS）或神经毒性；2）CT041（Claudin18.2CAR-T）数据良好，客观缓解率高达60%，有望率先突破实体瘤CAR-T；3）CT011是全球首个靶向GPC3的CAR-T疗法，联合索拉非尼治疗晚期肝细胞癌实现完全缓解，发展前景广阔。
- 核心品种CT053（BCMACAR-T）NDA获国家药监局受理，疗效及安全性数据惊艳。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10月18日获国家药监局受理，上市预期高；在北美正开展Ⅰb/Ⅱ期临床试验（LUMMICARSTUDY2），预计2023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，提交NDA；CT041胃癌适应症在北美正在进行Ⅰb期临床试验，计划于2022年下半年启动Ⅱ期试验，计划于2024年向FDA提交BLA。
- CT011是全球首个靶向GPC3的CAR-T疗法，发展前景广阔。CT011是公司旗下一款潜在全球同类首创的CAR-T细胞候选产品（人源化GPC3CAR-T），目前肝细胞癌适应症处于临床Ⅰ期。CT011疗效数据卓越，联合索拉非尼治疗晚期肝细胞癌已成功实现完全缓解。
- 盈利预测。公司核心品种CT053NDA获国家药监局受理，在研品种逐步进入收获期，业绩有望进入加速增长阶段，我们预计公司2022-2024年收入分别为0、0.6和3.6亿元。
- 投资风险。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。

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

- 事件：近日公司发布2022年中期业绩，上半年收入104.8万元，毛利69万，本公司权益股东应占亏损4.6亿元。
- 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。
- 盈利预测：预计2022~2024收入分别为0.9、5.1、12.3亿元，目前处于起步阶段，放量在即。
- 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。

海吉亚医疗（6078.HK）：肿瘤医疗服务优质龙头企业，全国扩张有序推进

- 业绩：2022H1公司实现营业收入15.26亿元，同比增长63.3%；实现净利润2.24亿元，同比增长13.5%；实现经调整净利润（剔除股份支付薪酬开支、上市开支、可赎回股份赎回日展期影响等）3.01亿元，同比增长46.6%，经调整EPS为0.48元（同比+50%）。
- 国内民营肿瘤医疗服务市场快速增长，放疗业务潜在空间大。1)患者基数大：2020年我国新发癌症患者人数达到457万人，2019年我国肿瘤医疗服务市场达到3711亿元，预计到2025年将以CAGR=11.2%的速度快速增长至7000亿元。2)放疗渗透率低：癌症患者中有约70%的肿瘤患者需要放疗，但由于我国人均放疗设备不足美国五分之一，尤其是三线及以下城市人均设备不足导致我国放疗渗透率较低，我国放疗患者比例仅为23%，美国放疗比例为60%，未来渗透率还有近三倍提升空间。三线及其他城市肿瘤医疗服务市场将伴随着放疗设备快速投放，实现快速发展，预计到2025年将达到4153亿元，2019-2025CAGR为12.1%。3)民营医院快速发展：政策利好民营医院快速发展，2019年民营肿瘤医院收入达到344亿元，预计到2025年将达到1023亿元，复合增速为20%，显著高于行业平均增速。
- 三大核心优势打造国内肿瘤放疗医疗服务龙头企业。公司旗下肿瘤医疗服务收入及医院数量位居行业第一。1)设备：公司自主研发生产陀螺旋转式钴60立体定向放射治疗系统，可用于治疗头部及体部肿瘤，公司旗下医院及放疗中心安装的放疗设备数量居行业第一，设备成本仅为公立医院1/2；2)运营：可复制能力得到验证，公司新建一家医院平均筹建周期约为25个月，对比行业内内平均36-48个月有大幅缩短。通常公司开业后实现盈亏平衡需要3-9个月，而行业平均水平约为36个月；3)医生：自有医院拥有226名全职肿瘤专家，主要通过自主培养+吸纳公立医院医生，后续有望推出股权激励绑定核心医生。
- 内生外延开拓长期增长空间。到2023年末通过“自建+收购”将扩展到18家医院，可开放床位数将达到1万张。1)自建医院：共有6个扩建项目，山东聊城预计将在2021年底开业，山东德州、江苏无锡预计2023年开业，河南安阳、江苏常熟、福建龙岩预计2024年开业。所有自建医院均是三级医院，平均每家医院增加800-1000张床；2)二期医院：重庆二期2022年底开业，新增1000张床位，单县二期2022年底开业，预计新增500张床位。成武二期预计2023年开业，新增350张床位。截止到2023年底，公司可开放床位将增加到1万张。3)从外延并购来看，未来有望每年保持并购1-2家医院的节奏实现全国扩张，2021年收购苏州永鼎、贺州广济医院，有望在2022年并表大幅增厚业绩；
- 盈利预测：鉴于公司在行业的龙头地位，肿瘤医疗服务需求逐年扩大，预计2022-2024年公司的归母净利润将达到5.8亿元、7.7亿元和10亿元，对应PE分别为45、33和26倍。
- 风险提示：外延拓展和并购整合不及预期、法律政策和监管风险、重大医疗事故风险。

锦欣生殖（1951.HK）：内生外延持续扩展，看好疫情复苏业绩恢复

- 业绩总结：2022年公司实现营业收入18.4亿元，同比增加28.9%，净利润4.6亿元，同比增长35.8%，经调整后的净利润4.6亿元，同比增长22.3%。调整项目主要包括收购形成的PPE折旧2760万元，员工持股股权计划开支7630万元。取卵周期数达到27354个，同比增长19.6%。
- 疫情短期波动，内生外延持续发展。1）成都：周期数量同比增长10%，收入达到8.8亿元，增长12%.2021年11月，收购锦欣妇儿业务，打造辅助生殖一体化服务。从业务协同方面，2022年1-2月，IVF转诊至妇产病人数量同比增长87%，同期，妇产转诊至IVF的病人数量同比增长78%。从资源共享方面，设立锦欣健康和锦迈实验室，共享供应链和检验检测中心，进一步降低成本。此外，西囡妇科医院协助锦欣妇儿医院建立“不孕不育科”，加强两院的学科建设。2）深圳：取卵周期数量突破7000个，同比增长29%，收入达到3.8亿元，同比增长42%。公司于1月27日公布进一步收购深圳中山医院15%股权，持股比例达到94%，新物业选址确定，深圳物业大楼建筑面积大约4.6万平方米，预计于2022年Q3竣工，为未来业务发展和战略升级提供空间。新设产科，围绕辅助生殖拓展全生育全周期服务，空间及床位的增加帮助医院跻身妇产三甲专科医院，预计5-6年获取三甲牌照，在生育行业创造更高准入门槛；3）武汉：超预期完成取卵周期1244个。4）美国：收入同比增长21%，取卵周期数量增长16%。
- 核心竞争力持续强化。持续对核心员工进行激励和绑定，2022RSU计划，预留股份数不超过现有股份数3%，同时完善三级合伙人分配制度，进一步建立妇产培训体系，储备妇产和辅助生殖优秀人才。HRC目前有8位合伙医生，5位储备合伙人医生，引入4位USC生殖中心的医生。
- 投资建议：公司2021年并购5个重大标的在2021年将大幅增厚利润，考虑到非经常性摊销项目和员工持股计划摊销项目，建议保持关注。
- 风险提示：外延拓展和并购整合不及预期、法律政策和监管风险、海外疫情恶化风险、重大医疗事故风险.

启明医疗-B（2500.HK）：2022H1手术量受疫情影响，在研管线巩固长期竞争优势

- 事件：近日公司公告2022年中期业绩，上半年实现收入2.1亿元（-12.2%），归属母公司拥有人应占亏损-2亿元（-104.5%）。
- 疫情影响短期手术量。分业务看，2022上半年TAVR收入2亿元（-16.2%），占比93.7%，为核心业务，收入增速放缓主要因国内疫情反复影响终端手术量。VenusP-Valve收入911万元，占比4.3%；TriGUARD3收入为380万元，占比1.3%。从盈利能力看，22H1毛利率78.2%，基本稳定，销售费用率58.8%，后续将优化销售效率提高中高等级医院单院产出，追求国内商业“利润化”，管理费用率26.1%，研发费用率104.9%，公司加大研发投入，全球多中心临床加速推进。
- TAVR业务行业地位稳固，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2022H1，公司拥有超过260人的销售团队（较2021年底增加约40人），医院覆盖数量375余家（较2021年底增加约15家），上半年TAVR植入量为1800例，第二代产品占比60%，终端市场占有率维持绝对领先优势，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TriGUARD3在欧洲销售稳步推进，22H1公司海外收入1400万元，同比增长150%。
- 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FIM临床）、Venus-Vitae（球扩干瓣，处于FIM临床）；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）配套产品中CEP装置TriGUARD3已在欧洲上市并销售，中国市场处于注册申请中；6）RDN产品目前处于动物研究阶段，聘请RDN领域国际大牛MartinB.Leon教授及其团队担任全球PI；7）治疗HCM的创新器械LiwenRF国内多中心临床试验进行中，并计划在欧洲开展临床试验；8）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2022-2024年收入分别为5、8.2、10.8亿元，归母净利润分别为-4、-2.5、-2.4亿元，收入端持续高增长。
- 风险提示：产品放量不及预期、研发失败风险、政策控费风险、竞争加剧。

康宁杰瑞制药-B（9966.HK）：PD-L1上市在即，抗体平台奠定长远发展

- 推荐逻辑：1)公司KN035首个适应症提交上市申请，2021年有望获批上市贡献业绩，该产品有望在PD-1/PD-L1的大市场中抢占一席之地，成为20亿品种。KN046/KN026处于III期关键性临床，预计两年内可递交上市申请，均有潜力成为其治疗领域的最优效新药，KN046作为PD-1/PD-L1领域的下一代双抗产品，有望成为30亿品种；KN026作为HER2突变的下一代药物，有望成为过10亿品种，如果未来用药线数从后线向前线推进，高峰销售额还有望升高。2)在研管线丰富，由8种肿瘤候选药物以及一种Covid-19的多功能抗体组成。3)研发技术强劲，构建了3类具有自主知识产权的技术平台，包括CRIB平台(双特异性抗体开发平台)、CRAM平台(混合抗体开发平台)和单域抗体平台，以强势的技术平台来支持整个双抗管线的开发。
- KN046：临床表现优于获批疗法，积极开展联合用药的研发。与已获批的nivolumab与ipilimumab联合疗法相比，KN046的治疗相关不良反应发生率显著低于联合疗法，且治疗范围广泛，药物的不耐受性并未因治疗时长的增加而加重。公司积极开发其他药物与KN046的联合治疗方案，目前已注册的临床有5项，联合药物涵盖KN026、多纳非尼、对甲苯磺酸宁格替尼(CT053)、仑伐替尼等，针对HER2阳性实体瘤、肝癌等多项适应症。市场上暂无PD-L1/CTLA-4双特异性抗体获批上市，KN046有望于2022年上半年提交第一个适应症的上市申请。
- KN035：竞争优势突出，即将步入收获期。KN035目标适应症为微卫星不稳定晚期结直肠癌、胃癌及其他错配修复功能缺陷晚期实体瘤，以及胆管癌、软组织肉瘤等，2020年11月MSI-H/dMMR实体瘤适应症提交上市申请并现已获得受理，有望成为全球首个皮下注射PD-1/PD-L1类药物。KN035在给药方式、临床表现等方面均具有明显优势，患者依从性更佳、更便利，覆盖面将会更广。目前PD-1/PD-L1市场空间广阔，同时竞争也较激烈，PD-L1抑制剂获批数量较少，而在研项目众多，II期和III期临床多达21家生产厂家在研，KN035有望借助给药方式的优势抢占市场份额。
- KN026：填补治疗领域空白，市场驱动力充足。KN026是公司自主研发的抗HER2双特异性抗体，核心适应症为HER2阳性实体瘤。KN026可有效弥补曲妥珠单抗和帕妥珠单抗联用在HER2低表达及HER2中表达癌症中的治疗盲区，显示出对HER2中低表达肿瘤的生长抑制。随着目标患病人群数量扩大和发病率提高，中国的抗HER2 BsAb的总市场规模预计2023年达到1亿美元，并将于2030年进一步增至12亿美元，年复合增长率为46.6%，增长潜力巨大。
- KN019：克服研发技术壁垒，初步临床结果良好。KN019是已上市药品贝拉西普的类似药，开发用于肾移植排斥反应和类风湿关节炎等自身免疫性适应症的预防与治疗。由于融合蛋白结构中复杂的糖基化，研发存在技术壁垒，因此全球在研同类药品数量较少。基于与贝拉西普相同的结构，KN019预计可达到与贝拉西普相当的安全性及功效，有望成为全球首个贝拉西普类似药。KN019的II期临床试验正在进行中，初步临床结果表现出良好的安全性、耐受性和PK特征。
- 盈利预测。根据我们预测，所有在后期研究阶段的产品在2030年的销售额约为73亿元。由于2021年是公司产品上市第一年，建立新的销售推广团队需要投入资金，且公司仍将持续投入研发，所以预计公司在未来几年里可能仍处于亏损状态。KN035即将上市，有望成为第一个上市的国产PD-L1，KN046/KN026均有潜力成为其治疗领域的最优效新药，公司的几个在研后期阶段产品未来潜力可期，建议积极关注公司。
- 风险提示：1)在研品种上市申请无法如期取得监管机构的批准；2)在研品种上市后未来不能进入医保的风险；3)新药研发进度不及预期或研发失败。

2022年12月医药投资策略及标的-科创板组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
					22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
688235.SH	百济神州-U	120.43	-11	1,482	1.48	1.86	2.48	32%	26%	33%	1.32	1.66	2.21	31	25	19
688185.SH	康希诺	223.44	521	344	16.18	19.71	23.30	25%	22%	18%	6.54	7.97	9.42	23	19	16
688358.SH	祥生医疗	36.21	25	42	1.48	1.86	2.48	32%	26%	33%	1.32	1.66	2.21	27	22	16
688212.SH	澳华内镜	58.99	175	84	-1.87	-0.05	5.11	-168%	97%	9886%	-0.34	-0.01	0.94	-	-	47
688331.SH	荣昌生物	72.57	143	337	-1.87	-0.05	5.11	-168%	97%	9886%	-0.34	-0.01	0.94	-	-	67
688266.SH	泽璟制药-U	37.87	-17	100	1.03	1.64	2.37	70%	60%	45%	1.25	2.00	2.89	98	62	43
688389.SH	普门科技	20.60	39	86	2.51	3.31	4.28	32%	32%	29%	0.59	0.78	1.01	35	26	20
688293.SH	奥浦迈	106.05	89	88	-6.50	-5.75	-2.78	58%	-12%	-52%	-7.93	-7.01	-3.39	-13	-15	-31
688050.SH	爱博医疗	0.00	0	0	17.53	23.11	30.00	24%	32%	30%	2.13	2.80	3.64	88	67	51

数据来源：Wind，西南证券
股价截止2022年11月30日

百济神州-U（688235.SH）：泽布替尼CLL适应症欧盟获批，提供优先治疗选择

- 事件：2022年11月17日，欧盟委员会（EC）批准百悦泽（泽布替尼）用于治疗初治（TN）或复发/难治性（R/R）慢性淋巴细胞白血病（CLL）成人患者；11月10日，泽布替尼在巴西获批治疗华氏巨球蛋白血症（WM）成人患者以及既往接受过至少一种抗CD20疗法的R/R边缘区淋巴瘤（MZL）成人患者；11月9日，公司发布2022Q3主要财务数据，2022Q3实现收入3.9亿美元（+87.8%），其中产品收入3.5亿美元（+81.6%）；实现净亏损-5.6亿美元。
- 泽布替尼有望成为新确诊和R/RCLL患者的优先治疗选择。本次EC批准基于两项3期临床试验的积极结果，分别为在既往未经治疗的CLL患者中开展的SEQUOIA试验（NCT03336333）和在R/RCLL患者中开展的ALPINE试验（NCT03734016）。这两项试验中，无论与苯达莫司汀联合利妥昔单抗（B+R）相比用于一线CLL治疗，还是与伊布替尼相比用于R/RCLL治疗，百悦泽均呈现优效性。百悦泽是唯一经独立评审委员会（IRC）评估在R/RCLL中对比伊布替尼获得优效性的BTK抑制剂，其总缓解率（ORR）分别为80.4%和72.9%（双侧p值=0.0264）。此外，相比于伊布替尼，接受百悦泽治疗的患者有更多人一年后仍维持缓解状态（78%和90%），两项试验中不良事件与百悦泽总体安全性特征一致。此项批准或将为CLL患者提供具有变革性的治疗选择。
- 医保助力PD-1渗透率稳健提升，多项适应症国内外申报快速推进。百泽安（替雷利珠单抗注射液）2022Q3中国销售额总计1.3亿美元（+66.5%），百泽安新增治疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤（R/RcHL）、二线治疗尿路上皮癌（UC）、一线治疗非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）、一线治疗鳞状NSCLC和二线或三线治疗肝细胞癌（HCC）五项适应症获纳入国家医保药品目录。百泽安后续适应症申报上市也在顺利推进中：
- 1）国内：联合化疗用于一线治疗不可切除局部晚期、复发或转移性食管鳞状细胞癌（ESCC）的新适应症上市许可申请获CDE受理；2）国外：新西兰：用于一线、二线治疗非小细胞肺癌（NSCLC）和二线治疗食管癌的新药上市申请已获Medsafe受理；韩国：用于二线治疗食管癌的新药上市申请已获MFDS受理。
- 3）临床进展：全球3期临床RATIONALE301达到主要终点并在ESMO2022口头报告，用于一线治疗不可切除HCC成人患者，与索拉非尼相比展示出总生存期的非劣效性；用于二线治疗NSCLC的3期试验RATIONALE303在预先设定的亚组间取得的缓解一致性数据，并在ESMO2022海报展示；全球3期试验RATIONALE303（NCT03358875）最新临床数据在WCLC2022公布，包括其作为单药与化疗对比治疗既往经治晚期NSCLC患者的终期分析结果。
- 盈利预测与投资建议。预计2022-2024年EPS分别为-5.18元、-2.76元、-0.94元。考虑到百悦泽、百泽安和新产品快速放量，众多新增适应症处于申报或后期临床，后续在研管线储备充足，建议投资者积极关注。
- 风险提示：创新药研发、上市、商业化不达预期；药品降价风险。

康希诺（688185.SH）：2022年一季报点评，新冠疫苗增速放缓，期待新品种放量

- 事件：公司发布2022年一季度报告，2022年一季度实现营业收入5亿元，同比上升7%；实现归母净利润1.2亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润0.8亿元，同比扭亏为盈；实现经营活动现金流净额-6亿元。
新冠疫苗价格下降，增速有所放缓。公司收入增速放缓主要系国内市场新冠疫苗价格下降，序贯接种进度较慢，叠加海外市场供给端竞争格局激烈，需求端有所下滑。从盈利能力来看，公司毛利率为70.3%（+18pp），主要系公司新冠疫苗产品产线成熟，规模效应显现。销售费用率为6.9%（+5.3pp），管理费用率为12.8%（+10pp），主要系公司在新冠疫苗国内序贯接种获批以及MCV2/4疫苗上市后，销售推广投入增加所致；研发费用率为31.5%（-26pp），主要系公司重组新型冠状病毒疫苗（5型腺病毒载体）于2021年实现商业化；且在研产品的研发进展、研发阶段不同导致研发投入减少。财务费用率为1.8%（+8pp），主要系利息收入减少所致。销售净利率为23%，较21年有所下降主要系产品价格有所下降，且费用投放增加所致。
- 新冠疫苗序贯接种仍需加大推广力度，海外市场WHO获批在即。从产品端来看，公司新冠疫苗仍然占比较大，国内市场收入占比略多于国外市场。根据国务院联防联控机制发布会的数据，截至4月27日，全国累计报告接种新冠疫苗33亿3855.5万剂次，覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的91.12%、88.62%。完成加强免疫接种7亿4859.6万人，其中序贯加强免疫接种2955.8万人。序贯接种占加强针的比例为4%，低于我们预期。展望全年，新冠国内接种仍需进一步推广。海外市场方面，全球新冠疫苗产能目前已较为充足，且针对于低收入国家市场的价格普遍较低，对于公司业绩放量节奏可能有所影响。
- 公司脑膜炎疫苗管线正式形成，有望成为业绩新增长点。公司MCV4疫苗作为国内首个获批四价产品预计未来几年不会有同类产品上市，公司先发优势明显。公司MCV4疫苗凭借辉瑞销售团队+自主销售的模式，2022年作为第一个完整销售年，有望实现快速放量。同时，公司凭借新冠疫苗获得的大量现金流对研发投入持续加码，公司在研管线重点布局重磅品种，如13价肺炎疫苗处于临床Ⅲ期阶段，PBPV疫苗处于Ⅰa期等均进展顺利，未来有望丰富公司产品品类。
- 盈利预测与投资建议。短期内，新冠疫苗由于产品降价，竞争格局激烈等因素放量下降，我们下调公司盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为1.83元、3.75元、4.62元。但长期看，公司已经成功验证其商业化平台的能力，且在研管线丰富，创新品种多样，未来有望成为疫苗行业龙头厂商，建议关注。
- 风险提示：MCV系列上市销售有低于预期风险；研发低于预期或研发失败风险；新冠疫苗未来大幅降价的风险。

祥生医疗（688358.SH）：三季度业绩延续高增长，高端产品持续放量

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度收入3.54亿元（+22.7%），归母净利润1.26亿元（+61.5%），扣非归母净利润1.23亿元（+66.3%），经营活动现金流净额2877万元（+709.4%）。
- 三季度业绩延续高增长，盈利能力大幅提升。分季度看，2022Q1/Q2/Q3单季度收入1/1.28/1.26亿元（+23%/+21.7%/+23.5%），单季度归母净利润分别为0.25/0.51/0.5亿元（+9.1%/+108.6%/+63%），单季度扣非归母净利润分别为0.24/0.50/0.49亿元（+10.9%/+115.8%/+68.2%），22Q3延续高增长态势。从盈利能力看，前三季度毛利率60.7%（+1.6pp），预计主要因高端产品占比提升，四费率22.8%（-12.9pp），其中销售费用率下降2.8pp，主要因疫情减少出差，财务费用率下降10.8pp，主要因汇兑受益，最终归母净利率35.5%（+8.5pp），盈利能力大幅提升。
- 高端产品占比提升和汇兑损益是驱动业绩高增长的主要因素。前三季度业绩高增长主要因为1）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Xbit90高端台超2021年底上市，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，实现国内业务的同步增长，预计前三季度国内增长超过25%。
- 夯实海外市场基本盘，股权激励目标高增长。公司一方面持续投入全球销售网络建设，公司在香港、美国和德国设立了3个境外子公司，建立了覆盖100多个国家和地区的全球销售网络，2021年境外销售收入占比达86.7%，为公司基本盘。9月30日，公司发布股权激励草案，业绩考核为2022~2024年扣非归母净利润相对2021年基数增幅分别为60%、124%、191%，即分别为1.25、1.75、2.28亿元，内生业绩有望高增长。
- 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2022-2024年收入分别为5、6.3、8亿元，归母净利润分别为1.5、1.9、2.5亿元，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。

澳华内镜（688212.SH）：三季度收入大幅提速，AQ300上市在即

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度收入2.8亿元（+22.5%），归母净利润858万元（-58.6%），扣非归母净利润437万元（-77.4%），经营活动现金流净额-6390万元（-310.4%）。
- 三季度收入大幅提速，销售和研发投入大增影响短期利润。分季度收入看，22Q1/Q2/Q3单季度收入分别为0.82/0.86/1.13亿元（+13.8%/+14.1%/+38%），三季度疫情影响逐渐减弱，实现收入大幅提速，预计22Q4收入有望延续提速态势。从盈利能力看，前三季度毛利率69.5%（-0.7pp），基本稳定，四费率67.2%（+8.8pp），其中销售费用率27.6%（+6.2pp），主要为即将上市的AQ-300做市场营销的准备，研发费用率21.2%（+5.8pp），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，前三季度财务费用率下降4.2pp，主要因大额存单的利息收入增加。
- 预计AQ-200为下半年收入加速的主要驱动力，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，成为下半年收入加速的主要驱动力。从区域维度，预计前三季度海外收入接近持平，相比上半年有较大幅度好转，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上市在即。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。2022年1月份，公司发布股票激励计划，业绩考核目标为收入端2022~2024分别不低于4.4、6.6、9.9亿元，净利润端2023、2024年分别不低于0.8、1.2亿元，收入端高增长体现公司对未来发展的信心。
- 盈利预测：预计2022-2024年归母净利润分别为0.35、0.9、1.7亿元，对应EPS为0.26、0.68、1.26元，对应PE为277、106、58倍。
- 风险提示：研发失败风险、销售不及预期、疫情反复、竞争加剧风险。

荣昌生物（688331.SH）：研发销售齐头并进，国际化征途提速

- 事件：10月27日，荣昌生物发布三季度报告，营业收入2.2亿元（+162.3%），年初至报告期末营业收入5.7亿元（+397.5%），业绩符合预期。
- 核心产品销售放量显著，商业化进程提速。泰它西普和维迪西妥单抗2022年上半年销售放量显著，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6月30日，自身免疫商业化团队达241人，已准入337家医院及717家双通道药房。肿瘤科商业化团队达291人，已准入340家医院，2022年下半年公司将持续扩大商业化团队。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，全球化布局提速。泰它西普治疗系统性红斑狼疮（SLE）患者的国内Ⅲ期确证性研究达到预设的临床终点，第52周SRI-4应答率在泰它西普组为82.6%，安慰剂组仅38.1%，疗效优势明显。泰它西普用于治疗系统性红斑狼疮的全球多中心Ⅲ期临床试验于9月26日和9月28日获得欧盟和国家药品监督管理局批准，国际化征途再迎里程碑进展。
- 医保简易续约降幅有望温和，尿路上皮癌适应症有望纳入医保。维迪西妥单抗首个适应症HER2阳性胃癌已于2021年底成功挺进医保，第二个适应症——HER2阳性尿路上皮癌将参与2022年国家医保谈判。考虑到本次医保谈判简易续约规则降幅更加温和，维迪西妥单抗有望以较低的降幅续约医保，加速产品放量。
- 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单抗的放量，公司业绩长期增长动力充足。预计公司2022-2024年营业收入分别为8.1、13.2和22.2亿元，EPS为-0.37、-0.01和0.94元。
- 风险提示：研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

泽璟制药-U（688266.SH）：业绩符合预期，两款重磅单品落地在即

- 事件：2022年10月28日，泽璟制药发布第三季度报告，实现营业收入9249万元（+65.7%），年初至报告期末营业收入1.9亿元（+100.75%），业绩符合预期。
- 多纳非尼适应症逐步落地，产品加速放量。多纳非尼Q3实现近亿元收入，环比增长近50%，放量步入快车道。多纳非尼已获批一线肝癌及甲状腺癌适应症，其中甲状腺癌适应症于8月获批上市，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，疗效和安全性优势显著。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≥35%的受试者比例（SVR35）达72.3%，与对照组羟基脲（17.4%）相比展现出卓越的有效性和安全性优势。除了一线治疗中高危骨髓纤维化外，杰克替尼针对芦可替尼不耐受的中、高危骨髓纤维化注册临床试验亦取得成功，有望于近期递交NDA申请。
- 外用重组人凝血酶NDA获国家药监局受理，未来市场可观。生物止血药外用重组人凝血酶Ⅲ期临床结果达到预设主要终点，上市许可申请已于5月25日获国家药监局受理。该药品是国内唯一处于试验阶段的重组人凝血酶，竞争格局好，临床数据显示止血效果好，具备广泛应用于外科止血的潜力。根据Frost&Sullivan预测，我国外科手术局部止血市场规模约80亿元，叠加凝血酶属于《国家临床必需易短缺药品重点监测清单》中的品种，我们认为，重组人凝血酶上市后将为止血药市场带来新的选择，有望分得可观市场。
- 盈利预测与投资建议：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2022-2024年收入分别为4.1、8.3和11.6亿元，对应EPS为-1.33、-0.30和0.70元，维持“持有”评级。
- 风险提示：研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

普门科技（688389.SH）：体外诊断产品持续突破，治疗与康复产品两翼齐飞

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度收入6.7亿元（+23.8%），归母净利润1.5亿元（+25.2%），扣非归母净利润1.4亿元（+42.8%），经营现金流净额1.1亿元（+33.5%）。
- Q3业绩提速，盈利能力有所提升。分季度看，2022Q1/Q2/Q3单季度收入分别为2.1/2.4/2.3亿元（+27.7%/+23.6%/+20.5%），单季度归母净利润分别为0.67/0.32/0.54亿元（+24.4%/+13.8%/+34.5%），单季度扣非归母净利润分别为0.64/0.29/0.5亿元（+30.3%/+47.9%/+59%）,单三季度业绩提速。从盈利能力看，2022年前三季度毛利率59.5%（-2.5pp），四费率37%（-6.3pp），其中销售费用率16.8%（-1.5pp），管理费用率5%（+0.2pp），研发费用率20.7%（-1pp），财务费用率-5.5%（-3.9pp），最终归母净利率22.7%（+0.3pp），盈利能力有所提升，其中单季度提升更为明显。
- 体外诊断产品持续突破，治疗与康复产品两翼齐飞。分业务看，前三季度预计体外诊断业务增速较快，为公司增长驱动力，其中化学发光和糖化血红蛋白业务高增长，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，增强了公司在该领域的核心竞争力；在高压液相色谱技术平台方面，公司完善了糖化血红蛋白等检测项目的系列化布局，持续提升公司在该领域的全球竞争优势，在海外市场取得较好业绩。前三季度治疗与康复业务预计有所承压，主要因疫情反复对医院采购有一些负面影响，后续随着临床医疗产品和医美方向产品的丰富，该业务后续有望修复。
- 高研发投入带来丰富产品线，激励彰显公司信心。2022年前三季度公司研发收入1.4亿元，占营业收入比重为20.7%，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。根据2022年4月的股权激励，业绩目标值为在2021年基础上，2022~2024为对应的收入和净利润增长率分别为30%、60%、90%，彰显公司对后续发展的信心。
- 盈利预测与投资建议。预计2022-2024年归母净利润分别为2.5、3.3、4.3亿元，对应PE为34、26、20倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：销售推广不及预期、研发不及预期风险。

奥浦迈（688293.SH）：前三季度收入快速增长，业绩符合预期

- 事件：公司发布2022年三季报，期间实现收入2.2亿元，同比+47.6%，实现归母净利润8309万元，同比+80%，扣非归母净利润7347万元，同比+93.3%；
- 收入快速增长，单季度业绩增速受技术效应影响。2022年Q3公司实现收入7639万元，同比增长11.1%，归母净利润2973万元，同比增长38.92%。单三季度收入端增速有所放缓，系去年三季度基数较高。2021年Q3实现收入6879万元，占全年收入的32.3%；同期实现归母净利润2721万元，占全年收入的45.1%。从盈利能力来看，公司前三季度毛利率为66.8%，同比提升3.6pp，预计毛利率提升主要系公司业务规模快速扩大带来的规模效应所致。从费用率来看，前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为4.4%、13.9%、10.9%，分别同比-0.4pp、-6，3pp、+1.2pp，公司收入体量快速增长摊薄销售费用及管理费用。前三季度净利率为37.2%，同比提升6.7pp，主要系毛利率提升以及收入增长摊薄费用所致。
- 积极投入研发，丰富产品种类。公司目前已有逾100个药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，相较于2021年末显著增长。明星产品“AltairCHO和VegaCHO”系列于2020年问世，其产品性能优异。公司积极拓展海外市场，客户认可度不断提升，未来海外市场有望成为公司新的业绩增长点。
- 盈利预测：预计公司2022-2024年归母净利润1、1.6、2.4亿元，EPS分别为1.25元、2.00元、2.89元，对应估值分别为89倍、56倍、39倍。
- 风险提示：下游客户需求不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司新产品研发不达预期的风险。

爱博医疗（688050.SH）：疫情影响减弱，单三季度提速超预期

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度收入4.4亿元（+35.8%），归母净利润2亿元（+41.8%），扣非归母净利润1.8亿元（+46.9%），经营活动现金流2亿元（+39.3%）。
- 疫情影响减弱，单三季度提速超预期。分季度看，22Q1/Q2/Q3单季度收入分别为1.3/1.4/1.7亿元（+55.5%/+16.3%/+41.9%），单季度归母净利润0.59/0.64/0.76亿元（+63%/+16.3%/+55.2%），三季度疫情影响逐渐减弱，伴随暑期需求旺季，单三季度收入、净利润提速超预期。从盈利能力看，前三季度毛利率为85.4%（+1.4pp），提升的主要原因为OK镜业务规模效应带来单位成本的下降，四费率为35.2%（-4.9pp），其中销售费用率下降3.6pp，管理费用率下降0.4pp，研发费用率下降1.3pp，所得税税率有所提升预计主要因公司为提高效率将人工晶体由此前的子公司销售改为母公司直销，增加了递延所得税费用，最终归母净利率45.1%（+1.9pp），考虑到股份支付费用影响，内生盈利能力提升较多。
- OK镜引领增长，三季度人工晶体增速有所恢复。分业务来看，1）预计单三季度人工晶体有望恢复到20%以上增长，上半年因疫情因素导致的阶段性放缓得到大幅改善，预计后续有望进一步恢复，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；2）预计前三季度OK镜业务收入有望实现80%以上增长，凭借独特的产品设计、多样化的市场推广、增扩度数范围的监管批准，后续有望维持高增长态势。此外，视光配套产品、离焦镜、美瞳片等其他业务有望逐渐贡献新增量。
- 在研管线丰富，眼科器械龙头长期确定性不变。公司注重研发投入，2022年前三季度研发费用费用率9.9%，维持高位。公司在研管线丰富，其中多功能硬性接触镜护理液已于2022年2月获批上市；OK镜增扩度数适用范围注册申请已于2022年6月或NMPA批准；硬性接触镜酶清洁剂于22Q3在国内获批上市；非球面衍射型多焦人工晶状体进入产品注册阶段；有晶体眼人工晶状体、眼用透明质酸钠凝胶、硅水凝胶材质的软性角膜接触镜等产品临床有序推进。作为研发主导型公司，公司已延伸为眼科器械平台龙头，长期增长确定性强。
- 盈利预测与投资建议。预计2022~2024年归母净利润分别为2.4、3.3、4.6亿元，对应增速分别为41.2%、37.9%、39%，对应PE分别为93、67、48倍。公司内生增长突出，在研管线丰富，叠加眼科器械创新龙头的平台价值，维持“买入”评级。
- 风险提示：带量采购降价幅度超出预期、研发不及预期、产品放量不及预期。

2022年12月医药投资策略及标的-稳健组合

代码	公司名称	收盘价（元）	PE(TTM)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE		
					22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300760.SZ	迈瑞医疗	324.60	42	3,977	97.86	120.30	148.94	22%	23%	24%	8.07	9.92	12.28	40	33	26
300015.SZ	爱尔眼科	27.10	73	2,004	35.51	45.75	58.97	53%	29%	29%	0.49	0.64	0.82	55	43	33
300896.SZ	爱美客	479.60	84	1,072	17.53	23.11	30.00	24%	32%	30%	2.13	2.80	3.64	85	65	50
600276.SH	恒瑞医药	39.83	73	2,583	46.23	54.43	64.46	2%	18%	18%	0.72	0.85	1.01	55	47	39
000538.SZ	云南白药	56.58	38	1,021	41.64	47.83	55.29	49%	15%	16%	2.32	2.66	3.08	24	21	18
600436.SH	片仔癀	254.95	62	1,567	28.80	36.58	46.11	18%	27%	26%	4.77	6.06	7.64	53	42	33
300122.SZ	智飞生物	90.46	20	1,425	-81.16	-58.46	-43.00	-17%	-28%	-26%	-5.07	-3.65	-2.69	-18	-25	-33.66
600763.SH	通策医疗	126.51	68	416	7.16	10.15	13.35	2%	42%	32%	2.23	3.17	4.16	57	40	30
603259.SH	药明康德	78.00	26	2,260	81.73	95.92	126.33	60%	17%	32%	2.76	3.24	4.27	28	24	18
002821.SZ	凯莱英	134.16	16	480	11.30	14.47	18.36	27%	28%	27%	3.05	3.91	4.96	43	33	26

数据来源：Wind，西南证券
股价截止2022年11月30日

迈瑞医疗（300760.SZ）：22Q3业绩符合预期，高研发推动产品高端升级

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度收入233亿元（+20.1%），归母净利润81亿元（+21.6%），扣非归母净利润80亿元（+22.3%），经营活动现金流净额67.4亿元（+10.6%）。
- 22Q3业绩符合预期，盈利能力维持高水平。分季度看，2022Q1/Q2/Q3单季度收入59.4/84.1/79.4亿元（+20.1%/+20.2%/20.1%），单季度归母净利润分别为21.1/31.8/28.2亿元（+22.7%/+21%/+21.4%），22Q3延续稳健增长态势，符合预期。从盈利能力看，前三季度毛利率64.3%（-1.3pp），预计因产品结构变化所致，四费率25.2%（-1.8pp），其中销售、管理、财务费用率分别下降0.4pp、0.4pp、1.6pp，而研发费用率增长0.6pp，最终归母净利率34.8%（+0.4pp），盈利能力维持高水平。
- IVD和影像业务引领增长，多因素拉动国内市场快速增长。从产线看，前三季度IVD业务快速增长，主要受益于海外常规试剂业务的完全复苏和重磅仪器的亮眼装机表现，其中化学发光引领增长；前三季度影像业务亦实现快速增长，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高端客户群的突破。分区域看，前三季度国内市场快速增长，包括专项债资金到位对医疗新基建的推动、疫情环比二季度改善等多因素驱动，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；前三季度海外市场面临复杂困难的国际形势预计整体增速不及国内，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。前三季度公司研发费用20.8亿元（+28.1%），占收入比重9%（+0.6pp），公司持续加大产品创新研发，尤其在高端领域不断突破。2022年第三季度，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ConsonaN9/8/7/6、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DRDigiEye330/350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2022~2024年归母净利润分别为97.9、120.3、148.9亿元，对应EPS为8.07、9.92、12.28元，对应PE为40、33、26倍，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。

爱尔眼科（300015.SZ）：业绩符合预期，具备经营韧性

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度实现收入130.5亿元（+12.6%）；实现归母净利润23.6亿元（+17.7%）；扣非后归母净利润25亿元（+15.1%）。单三季度实现收入49.4亿元（+16.4%）；实现归母净利润10.7亿元（+20.1%）；扣非后归母净利润11.2亿元（+18.3%）。
- 疫情下业绩增长符合预期，海外业务快速增长。2022年前三季度公司在疫情影响下，收入端仍实现12.6%的正增长，利润端实现17.7%的正增长，业绩符合预期，体现了公司的经营韧性；海外业务方面增势喜人，公司多方推进与海外研究平台的合作，融合先进医疗技术和管理经验，打造世界级眼科中心愿景可期。
- 费用率管控得当，公司净利率持续提升。公司单三季度毛利率为56.2%，较上年同期下降2.3pp，净利率为23.2%，较上年同期提高1.1pp，费用率方面，单三季度销售费用率为9.5%，持平于去年同期，管理费用率为14.4%，同比下降0.8pp，费用率管理得当使得公司在毛利率下降的情况下，净利率仍同比提升。综合来看，2022Q1-Q3毛利率为51.9%，较2022H1提升2.6pp，净利率为19.7%，较2022H1提升2.1pp，为Q3季度高毛利率项目收入占比提升所致。
- 定增进展顺利，助力公司战略布局。公司定增推进顺利，主要用于公司在省会城市中心医院的扩建及新建，助力公司做大做强省会城市中心医院的战略布局。公司1+8+N战略持续推进，有望持续提升市占率。此外，视光门诊作为爱尔眼科同城分级诊疗体系的一环，承担社区健康教育、病人引流、病人术后复诊等职能，有助于公司深度布局下沉市场，目前也在持续推进过程中。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年EPS分别为0.42元、0.56元、0.72元，未来三年归母净利润将保持30.4%的复合增长率，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情风险、政策风险、医疗事故风险、经营不及预期风险。

爱美客（300896.SZ）：业绩略超预期，经营韧性凸显

- 事件：公司发布2022年三季报，前三季度实现收入14.9亿元（+45.6%）；实现归母净利润9.9亿元（+40%）；扣非后归母净利润9.7亿元（+44.1%）。单三归母净利润4亿元（+52.3%）。
- 疫情影响下维持高增，凸显公司经营韧性。2022年疫情散发，公司业绩逆势而上，2022Q1-Q3收入端增速达45.6%，利润端增速达40%，核心产品实现快速增长。预计未来防疫政策逐渐精准化，公司业绩有望进一步增长。
- 明星产品渗透率低，持续放量带动毛利率提升。2022年前三季度，公司毛利率94.6%，较去年同期提升1.1pp，预计为公司明星产品放量所致。公司明星产品“嗨体”及其衍生产品嗨体熊猫针、“濡白天使”等目前在国内渗透率仍处于低位，存在渗透率提升空间，预计公司明星单品将持续放量，拉升公司毛利率。此外，公司目前拥有包括肉毒素等7个在研项目，产品后备力充足，将不断完善产品矩阵，推出更多明星单品，助力公司长远发展。
- 市场监管利于出清不良产能，优质龙头市占率预计持续提升。近年政策对医美行业监管趋严，整顿产品良莠不齐的上游市场，利于出清行业中不良产能，作为行业龙头，公司品牌力、渠道销售能力优异，产品矩阵丰富、专业化程度高，预计将在整顿中提升市占率，利好公司进一步发展。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年EPS分别为6.69元、9.66元、13.96元，未来三年归母净利润将保持46.6%的复合增长率，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情扩散风险；政策风险；医疗事故风险。

恒瑞医药（600276.SH）：Q3收入降幅收窄，创新研发加速推进

- 事件：公司发布2022年三季报，2022年前三季度实现营业收入159.5亿元（-21.1%）；归属于上市公司股东的净利润为31.7亿元（-24.6%）。其中，Q3实现营业收入57.2亿元（-17.2%），归属于上市公司股东的净利润为10.5亿元（-31.5%）。
- Q3收入降幅收窄，费用率管控良好。2022年Q3实现营业收入57.2亿元（-17.2%），降幅有所收窄。前三季度毛利率83.3%（-3.2pp）；净利率19.4%（-1.4pp）。费用率管控良好，研发费用率21.9%（+1.4pp），销售费用率32.4%（-2.2pp），管理费用率9.2%（+1.6pp）。
- 集采、医保谈判和疫情反复多重影响持续体现。收入与利润增速均下滑的原因主要有：1）2021年9月开始陆续执行的第五批集采涉及的8个药品，加之白蒜等产品的续标降价，前三季度收入预计下滑幅度较大；2）2022年起，阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药执行新医保谈判价格，平均下降33%；3）国内疫情多点散发，部分医疗机构诊疗量缩减，同时产品出口订单积压，部分海外业务需求未能及时转化为销售收入。
- 双艾方案取得双阳性结果，达尔西利和吡咯替尼一线适应症申报上市。目前公司打造了5300多人的规模化、专业化、能力全面的研发团队，主导和支持国内外260多个临床项目。Q3公司取得多项重要研发进展：针对未接受过系统治疗的不可切除或转移性肝细胞癌患者，双艾方案对比标准治疗药物索拉非尼获得了mOS和mPFS双阳性结果；吡咯替尼新适应症上市申请获受理，拟用于乳腺癌一线治疗；达尔西利新适应症上市申请获受理，拟用于HR+/HER2-晚期乳腺癌一线治疗。
- 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/多特异性抗体、基因治疗、mRNA、生物信息学、转化医学等。其中，已有5个新型、具有差异化的ADC分子获批临床，抗HER2ADC产品SHR-A1811快速进入临床Ⅲ期研究阶段；3个基因治疗分子完成PCC进入临床前开发阶段；1个PROTAC分子正在申报临床；PD-L1/TGFβ双抗SHR-1701快速推进多项临床Ⅲ期研究，新一代PD-L1/SIRPγ、TIGIT/PVRIG融合蛋白已顺利开展临床研究，还有10多个FIC/BIC双/多特异性抗体在研。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年归母净利润分别为43.2/49.5/60.1亿元，对应PE为58X/50X/41X。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、药品研发进度不大预期等风险。

云南白药（000538.SZ）：“1+4+1”战略推进，新业务开辟第二成长曲线

- 事件：2021年公司实现营业收入363.7亿元，同比增加11.1%，归母净利润28亿元，同比下降49.2%，扣非归母净利润为33.4亿元，同比增长15.2%。分季度来看，2021Q1/Q2/Q3/Q4收入分别实现103.3亿元（+33.4%）、87.6亿元（+13%）、92.8亿元（+10%）和80.1亿元（-9.1%），扣非归母净利润分别为13.7亿元（+29.4%）、5.2亿元（-34.5%）、10.5亿元（-21.7%）和4.1亿元（+242.4%）。
- 还原非经常损益，主营业务利润增速亮眼。公司非经常性损益合计为-5.4亿元，其中主要包括投资收益-13.5亿元、非流动资产处置损益6.2亿元、政府补助1.8亿元等，除此以外管理费用中有5.5亿元股份支付费用。如果扣非归母净利润剔除股份支付影响，公司主业的净利润有38.9亿元，同比增长29%。未来公司将进一步聚焦主业，主动降低交易性金融资产投资规模，降低投资收益波动性。
- “1+4+1”战略稳步推进，新业务发力第二曲线。分业务板块来看，工业收入127亿元（+8.4%），商业收入235.8亿元（+12.4%）。1）大健康事业部：2021年实现收入59.1亿元，同比增长9.7%，净利润22.6亿元，净利润率达到38%，提升3.1pp。我们预计净利润率大幅提升主要系牙膏线上占比快速提升，牙膏系列新品价格带动整体价格带上移动。牙膏市场份额突破23%，连续四年稳居市场份额第一。养元青系列产品全年营收超过60%增长，实现过亿收入，2022年目标实现3亿元收入。公司2021年在医学美容、口腔护理和新零售健康服务、皮肤科学的布局初见成效。口腔护理推出多款全新产品，云南白药口腔含漱液，首款实时混液冲牙器——云南白药智护冲牙器。2）深耕中药领域发展，云南白药散剂提价13.5%，后续围绕现有品种进一步挖掘潜力，未来将加大中药创新药研发力度，2021年3月公司中药1.1类创新药全三七片获批临床，未来将持续推动多款中药创新药上市。
- 加大创新投入，创新驱动发展。2021年研发费用投入3.3亿元，同比增长83%，加大研发中心建设。云南白药上海国际中心2021年下半年正式开工，总投资额15.5亿元，建成后将承担云南白药国际运营中心、研发中心等职能。北京大学-云南白药国际医学研究中心正式揭牌，围绕公司确定战略赛道开展项目合作，在肿瘤学、创伤骨科、药学、口腔医学、医学美容5个领域开展合作。
- 定增上海医药持续推进。2022年3月公司定增上海医药获得证监会批准，投资143.8亿元，派2名董事进入上海医药董事会。通过借助上海医药优质平台和产业资源协同，进一步放大云南白药既有资源优势，把握产业整合的重要机遇，拓展主营业务规模、既有产业布局，提升整体运营效率，通过在区域互补和物流仓储、采购议价、品种代理、品牌推广、新药研制等方面的整合协同，有利于扩大主营业务规模、提升运营效率，提升企业核心竞争力和盈利水平。
- 盈利预测与投资建议：预计2022-2024年归母净利润分别为41.6亿元、47.8亿元和55.3亿元，EPS分别为2.32元、2.66元和3.08元。考虑到公司四大业务持续向好，骨伤科用药龙头地位稳固，股权激励计划激发员工积极性，牙膏和护肤领域新产品和新项目持续落地，公司未来增长可期。
- 风险提示：公允价值变动损益波动风险、产品销售或不达预期。

片仔癀（600436.SH）：Q3受到高基数影响，后续有望触底反弹

- 业绩总结：2022年前三季度营业收入66.2亿元，同比增长8.3%。归属于上市公司股东的净利润20.5亿元，同比增长2%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润20.6亿元，同比增长2.8%。
- 收入：Q3工业增速受高基数影响，流通和食品业务增速加快。2022年三季度营业收入为21.9亿元，同比下降3.1%。归母净利润7.4亿元，同比下降17.6%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润7.5亿元，同比下降16.4%。分业务来看，1）医药工业：公司前三季度收入31.44亿元，同比增长0.22%。毛利率为78.4%，同比减少1.9pp，主要系2022Q3线上占比恢复到正常水平，去年同期线上占比较高造成；2）医药商业：前三季度收入28.6亿元，同比增长21%，毛利率13.31%，同比增加0.2pp。3）日化板块：前三季度收入4.6亿元，同比下降17.54%。毛利率61.68%，同比减少9.4pp。4）食品板块：前三季度营业收入1.32亿元，同比增长308.2%。毛利率10.04%，同比下降0.99%。
- 心脑血管增长亮眼，一核多品持续推进。分产品来看，前三季度肝病用药收入29.7亿元，同比下降0.7%，毛利率80.34%，同比下降1.93%。毛利率下降预计与原材料价格上涨相关，同时线上渠道占比恢复到正常水平。心脑血管用药收入1.34亿元，同比增长59.49%，毛利率47.52%，同比下降3.4pp。主要系安宫牛黄丸快速增长所致。公司在核心产品片仔癀保持核心竞争力同时，积极培育安宫牛黄丸等经典名方，目前来看安宫牛黄丸借助片仔癀的品牌和渠道实现放量增长。
- 盈利预测与投资建议。预计2022-2024年EPS分别为4.49元、5.77元和7.35元，对应PE分别为51倍、40倍和31倍。维持“持有”评级。
- 风险提示：片仔癀提价不及预期、片仔癀放量不及预期、化妆品销量不及预期。

智飞生物（300122.SZ）：新冠下滑影响利润增速，预计Q4表观业绩恢复

- 事件：公司发布2022年三季报，实现营业收入278.2亿元，同比增长27.5%；实现归属于母公司股东净利润56亿元，同比下降33.3%；实现扣非后归母净利润55.9亿元，同比下降33.6%。
- 新冠疫苗销量下滑影响利润增速，预计Q4季度表观业绩恢复。分季度来看，公司2022Q1/Q2/Q3单季度收入分别为88.4/95.1/94.7亿元（+125%/+3%/+9.4%），单季度归母净利润分别为19.2/18.1/18.8亿元（+105%/-60%/-35.6%）。其中三季度利润端同比下滑主要系去年同期新冠疫苗高基数，今年需求销量下滑严重、价格下降所致，收入端维持增长主要系代理品种HPV疫苗放量迅速，同比实现较高增长。从盈利能力看，公司2022Q1-3毛利率为33.2%（-20.8pp），净利率为20.2%（-18.4pp），毛利率、净利率下滑的主要系新冠疫苗产品价格下降明显所致。公司期间销售费用率为5.3%（-0.3pp），管理费用率为1%（+0.1pp），财务费用率为0.03%（-0.06pp），研发费用率为2.2%（+1.1pp），基本保持稳定。
- HPV疫苗仍保持快速放量。分产品来看，公司主要自主产品ACYW135多糖疫苗批签发269万支，AC结合疫苗批签发436万支，AC多糖疫苗批签发107万支，自主产品批签发保持稳定。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1181万支，同比增长158%；九价HPV疫苗批签发1228万支，同比增长128%，其他代理产品五价轮状病毒疫苗批签发622万支，23价肺炎疫苗批签发102万支，灭活甲肝疫苗批签发61万支，HPV疫苗目前仍处于供不应求状态，预计在年底公司与默沙东续签完成后，业绩确定性将进一步提升。
- 在研管线丰富，长期动力强劲。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15项，其中23价肺炎疫苗已申报上市，人二倍体狂苗、四价流感疫苗已经完成临床试验，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，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，长期发展动力充足。
- 盈利预测与评级。不考虑新冠疫苗销售增量，我们预计2022-2024年归母净利润分别为73亿元、111亿元和126亿元，对应PE分别为19、13、11倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：自主/代理疫苗放量不及预期，研发失败的风险，产品降价风险。

通策医疗（600763.SH）：利润短期承压，扩张正常推进蓄力来年

- 事件：公司发布2022年三季报，2022年Q1-Q3实现营业收入21.4亿元，同比增长0.1%；实现归母净利润5.2亿元，同比下降16.9%；扣非后归母净利润5亿元，同比下降18.7%。Q3实现营业收入8.2亿元，同比增长0.3%；实现归母净利润2.2亿元，同比下降18.5%；扣非后归母净利润2.1亿元，同比下降20.7%。
- 受疫情影响收入增速放缓，人力成本增加导致利润增速下降。2022年Q1-Q3受疫情影响，收入增速放缓，2022年Q1-Q3收入端同比增速0.1%利润增速下降，单三季度受义乌疫情影响，旺季收入端增速仅0.3%；利润方面，公司Q1-Q3归母净利润5.2亿元，同比下降16.9%，除疫情因素外，公司增加医生人员储备，人力成本增加，利润端出现负增长。
- 蒲公英医院快速成长，利润率水平环比提升。截至2022Q3，公司21.4亿元收入中，约3亿为蒲公英分院贡献，收入占比约36.3%，单三季度蒲公英分院净利率较去年有所提升；利润率方面，Q3公司毛利率44.4%，较去年同期下降5.6pp，净利率31.4%，较去年同期下降6.3pp，环比Q2，毛利率提升6.3pp，净利率提升8.4pp，盈利能力环比改善。
- 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年前三季度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。预计公司2022-2024年EPS分别为2.15元、3元、4.02元，未来三年归母净利润将保持22.5%的复合增长率。考虑到公司为口腔医疗服务龙头，且种植集采政策落地后存在需求放量空间，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情风险、政策风险、医疗事故风险等。

药明康德（603259.SH）：三季度业绩加速兑现，一体化龙头高成长可期

- 事件：公司发布2022年三季报，2022年前三季度实现营业收入283.9亿元，同比增长71.9%；归母净利润73.8亿元，同比增长107.1%；扣非后归母净利润62.3亿元，同比增长100.6%；经调整Non-IFRS净利润67.7亿元，同比增长77.9%。
- CRDMO/CTDMO模式持续强化，下半年高增有望持续。22Q1-3公司收入加速增长，22Q3收入环比增长77.8%，连续18个季度实现环比增长（20Q1受疫情影响除外）。22Q1-3公司主营业务尤其是化学板块增长强劲，得益于订单快速交付和经营管理效率持续提升，公司实现扣非后归母净利润、经调整Non-IFRS归母净利润分别同增100.6%、77.9%，利润增速超收入增速。22Q3公司经调整Non-IFRS毛利率为38.7%，剔除外汇套保后经调整Non-IFRS毛利率为38.3%（+2pp）。依托CRDMO/CTDMO商业模式，我们认为公司2022年持续高增确定性强，公司已将2022年全年收入增长目标由68~72%上调至70~72%。
- 五大业务板块齐发力，长期成长动力强劲。2022Q1-3公司持续强化CRDMO（合同研究、开发与生产）和CTDMO（合同测试、研发和生产）一体化业务模式，充分发挥全球布局、多地运营及全产业链覆盖优势，助力公司业绩持续高增。1）化学业务（WuXiChemistry）：22Q1-3实现营收208.2亿元（+106.6%，剔除新冠商业化项目后+38.3%），其中小分子药物发现营收53.9亿元（+36.2%），工艺研发和生产营收154.2亿元（+152.2%）、新增分子692个；2）测试业务（WuXiTesting）：22Q1-3实现营收41.8亿元（+25.3%），其中实验室分析与测试收入30.4亿元（+35.2%）、临床CRO及SMO收入11.4亿元（+4.6%），SMO赋能23个创新药获批上市；3）生物学业务（WuXiBiology）：22Q1-3实现收入17.8亿元（+24.9%），新分子种类及生物药相关收入同比增长76%，新分子种类相关生物学服务已成为生物学板块重要增长驱动力；4）细胞与基因治疗CTDMO（WuXiATU）：一体化CTDMO服务平台助力管线持续扩张，22Q1-3实现收入9.2亿元（+25.2%），截至22Q3共有50个临床前和I期临床项目、9个II期临床项目、8个III期临床项目（4个项目处于上市申请阶段）。2022年8月，公司与杨森签订TESSATM技术许可协议，截止22Q3共有38个TESSATM项目正在客户评估中，客户包括6大Biotech/Pharma企业；5）国内新药研发服务部（WuXiDDSU）：22Q1-3实现收入6.7亿元（-27.9%），新药研发项目研发难度提升、交付IND周期变长，对当期业绩有一定影响。截至22Q3公司累计完成159个项目IND申报并获136个项目临床试验批件；里程碑+销售分成模式助力公司逐步共赢新药成功收益。
- 盈利预测与评级。我们预计2022-2024年EPS分别为2.76元、3.24元和4.27元，对应当前股价估值分别为28倍、24倍和18倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：订单增长不及预期；外延拓展不及预期；行业景气度不及预期风险。

凯莱英（002821.SZ）：2022年中报点评，大订单驱动业绩高增长，新兴业务多点开花

- 事件：公司发布2022年半年度报告，2022年上半年公司实现营业收入50.4亿元，同比增长186.4%；实现归母净利润17.4亿元，同比增长305.3%；实现归母扣非净利润17亿元，同比增长381.4%。
- 上半年业绩高速增长，盈利能力持续提升。公司上半年业绩爆发性增长，主要得益于小分子CDMO大订单确认销售收入30.3亿元，目前仍有50.4亿元待交付。2022H1公司毛利率为47%（+2.1pp），净利率为34.5%（+10.1pp），主要得益于公司订单强劲增长，目前在手订单14.7亿美元（+118.8%）。费用率方面，销售费用率为1%（-1.2pp），管理费用率为6.6%（-4.2pp），研发费用率为5.2%（-4.1pp），财务费用率为-5.6%（-5.6pp），大订单带来规模效应叠加汇兑收益助力费用率显著下降，财务费用由正转负主要系人民币兑美元汇率波动所致。
- 大订单高质量交付，项目数量持续扩大。2022H1公司小分子CDMO业务实现收入46.4亿元（+187.3%），其中临床阶段业务收入9.7亿元（+16.7%），商业化阶段业务收入36.8亿元（+366.8%），得益于商业化大订单交付。目前在手订单12.5亿美元，彰显公司的小分子CDMO业务在全球范围的领先竞争优势。项目方面，上半年共完成临床前及临床早期/临床Ⅲ期/商业化阶段项目172/48/34个（+49.6%/+33.3%/+21.4%），为持续获取重磅商业化订单提供项目储备。此外，公司加强连续性反应工艺开发技术平台建设，目前超过40%的临床Ⅱ期及以后项目应用连续性反应技术、生物酶技术等新兴技术，提升项目经济效益与效率。分市场看，1）国内：客户确认收入3.8亿元（+259.5%），新增服务2个NDA项目顺利通过NMPA现场核查，NDA阶段在手订单超35个，随着项目逐渐实现商业化，国内收入快速增长；2）海外：积极开拓海外中小型制药客户，与前沿Biotech公司深度合作，海外中小创新药公司收入持续提升，同时欧洲、日本市场取得积极进展，其中日本市场在手订单大幅增长。
- 新兴业务多点开花，打开长期发展天花板。2022H1公司新兴业务实现收入3.9亿元（+173.9%），完成新兴服务类项目476个。1）化学大分子：2022H1收入同比增长210.7%，合计成功开发新客户超10家，承接新项目将近50项，自早期项目中成功推进到II期的项目合计27个；2）制剂：2022H1收入同比增长79.4%，新承接制剂项目约100个，其中NDA项目十余项，涵盖中国、美国、韩国等客户；3）临床研究：2022H1收入同比增长242%，新增签署170余个项目合同，其中创新药项目合同金额占比超85%，优势领域肿瘤、免疫、抗感染及传染类临床研究项目50余个，实现承接细胞治疗药物领域干细胞和免疫细胞IND申报及I期一站式服务的新突破；4）生物大分子：完成首个IND项目完整交付，目前在手订单超2.6亿元人民币，2x500LADC商业化偶联原液产能将于9月底投入使用，上海市奉贤商业化基地建设有序推进。
- 加速拓展产能，保障未来订单和业绩高速增长。目前公司研发中心和研发生产基地已形成战略架构。1）小分子：传统批次反应釜体积约5300立方米，2022H1连续性反应车间面积同比增长超70%，设备数量同比增长近75%，产能同比增长近400%，此外苏州研发中心泰兴小分子生产基地预计2023年内交付；2）新兴业务：天津化学大分子项目约1.2万平研发中心和约9500平GMP生产厂房预计2022年底前完成建设，合成生物技术研发中心、生产车间及配套辅助工程计划2022Q4完成主体建设，生物大分子CDMO服务目前已于上海金山建立抗体和ADC药物研发和生产中心，在苏州建立质粒和mRNA业务研发和中试基地，并拟与高瓴资本共同投资25亿元。
- 盈利预测与评级。我们预计2022-2024年EPS分别为7.22元、7.46元、7.79元，对应PE分别为24、23、22倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：订单不及预期；外延式拓展不及预期。

附录：医药上市公司股东大会召开信息

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

➢ 截止2022年11月30日公告信息，未来三个月拟召开股东大会的医药上市公司共有51家，其中下周(2022/12/05-2022/12/09)召开的公司有17家。

名称	会议日期	会议类型	召开地点
重药控股	2022-11-30	临时股东大会	重庆市渝北区金石大道303号公司会议室
海翔药业	2022-11-30	临时股东大会	浙江省台州市椒江区岩头工业区海虹路71号台州前进会议室
爱尔眼科	2022-11-30	临时股东大会	长沙市芙蓉南路一段188号爱尔大厦北塔会议室
三生国健	2022-12-01	临时股东大会	中国(上海)自由贸易试验区李冰路399号公司会议室
尔康制药	2022-12-02	临时股东大会	公司办公楼会议室(湖南省长沙市浏阳工业园北园开元大道工业路一号)
毕得医药	2022-12-02	临时股东大会	上海市杨浦区翔殷路128号1号楼A座101室 会议室
诺泰生物	2022-12-02	临时股东大会	浙江省杭州市余杭区文一西路1378号杭州师范大学科技园E座12楼会议室
微电生理-U	2022-12-02	临时股东大会	上海市浦东新区周浦镇天雄路588弄15号楼1楼会议室
力生制药	2022-12-05	临时股东大会	天津力生制药股份有限公司会议室,天津市西青经济技术开发区赛达北一道16号
大唐药业	2022-12-05	临时股东大会	内蒙古大唐药业股份有限公司会议室
丽珠集团	2022-12-06	临时股东大会	广东省珠海市金湾区创业北路38号丽珠工业园总部大楼六楼会议室
华大基因	2022-12-06	临时股东大会	广东省深圳市盐田区北山道136号华大基因7楼701会议室
*ST科华	2022-12-07	临时股东大会	上海市徐汇区钦州北路1189号公司本部会议室
亚太药业	2022-12-07	临时股东大会	浙江省绍兴滨海新城沥海镇南滨西路36号办公楼三楼会议室
中国医药	2022-12-07	临时股东大会	北京市东城区光明中街18号
鱼跃医疗	2022-12-08	临时股东大会	江苏省丹阳市河阳生命科学产业园鱼跃医疗1号楼会议室
黄山胶囊	2022-12-08	临时股东大会	安徽省旌德县篁嘉桥经济开发区篁嘉大道7号本公司一楼会议室
楚天科技	2022-12-08	临时股东大会	湖南省长沙市宁乡市玉潭镇新康路1号楚天科技元首会议厅
天益医疗	2022-12-08	临时股东大会	浙江省宁波市东钱湖旅游度假区莫枝北路788号宁波天益医疗器械股份有限公司会议室
康德莱	2022-12-08	临时股东大会	上海市嘉定区高潮路658号四楼会议室
美迪西	2022-12-08	临时股东大会	上海市浦东新区川大路585号公司会议室
阳光诺和	2022-12-08	临时股东大会	北京市昌平区科技园区双营西路79号院30号楼公司会议室
*ST必康	2022-12-09	临时股东大会	公司会议室(陕西省西安市锦业一路与丈八二路十字东南角永威时代中心31楼)
迪瑞医疗	2022-12-09	临时股东大会	长春市高新技术产业开发区宜居路3333号公司会议室
华厦眼科	2022-12-09	临时股东大会	厦门市湖里区五通西路999号17楼大会议室
信立泰	2022-12-12	临时股东大会	深圳市福田区深南大道6009号车公庙绿景广场主楼(B座)37层公司会议室
中恒集团	2022-12-12	临时股东大会	广西梧州市工业园区工业大道1号中恒集团会议室

附录：医药上市公司股东大会召开信息

名称	会议日期	会议类型	召开地点
贵州三力	2022-12-12	临时股东大会	贵州省安顺市平坝区夏云工业园区贵州三力制药股份有限公司
一心堂	2022-12-13	临时股东大会	云南省昆明市经济技术开发区鸿翔路1号会议室
迪哲医药-U	2022-12-13	临时股东大会	无锡市太湖饭店
嘉事堂	2022-12-14	临时股东大会	北京市海淀区昆明湖南路11号1号楼二层会议室
山东药玻	2022-12-14	临时股东大会	山东省淄博市沂源县城药玻路1号山东药玻公司研发大楼辅楼会议室
莎普爱思	2022-12-14	临时股东大会	浙江省平湖市经济开发区新明路1588号浙江莎普爱思药业股份有限公司办公楼五楼董事会会议室
昂利康	2022-12-15	临时股东大会	浙江省嵊州市嵊州大道北1000号公司办公楼二楼会议室
康芝药业	2022-12-15	临时股东大会	海口国家高新技术产业开发区药谷工业园药谷三路6号
兰卫医学	2022-12-15	临时股东大会	上海市长宁区临新路268弄1号楼兰卫医学6楼会议室
康惠制药	2022-12-15	临时股东大会	咸阳市秦都区彩虹二路公司十楼会议室
益丰药房	2022-12-15	临时股东大会	湖南省长沙市金洲大道68号益丰医药物流园三楼
上海谊众-U	2022-12-15	临时股东大会	公司会议室(上海市奉贤区仁齐路79号)
泽璟制药-U	2022-12-15	临时股东大会	江苏省昆山市玉山镇晨丰路262号苏州泽璟生物制药股份有限公司二楼大会议室
派林生物	2022-12-16	临时股东大会	广东省湛江市经济技术开发区绿华路48号华都汇7号综合楼27楼1号会议室
凯莱英	2022-12-16	临时股东大会	天津经济技术开发区第七大街71号公司会议室
白云山	2022-12-16	临时股东大会	中国广东省广州市荔湾区沙面北街 45 号本公司会议室
圣达生物	2022-12-16	临时股东大会	浙江省天台县福溪街道始丰东路18号,公司会议室
威尔药业	2022-12-16	临时股东大会	南京市玄武区苏宁大道64号徐庄软件园研发五区5号楼三楼会议室
睿昂基因	2022-12-16	临时股东大会	上海市奉贤区金海公路6055号3幢睿昂基因会议室
特一药业	2022-12-19	临时股东大会	广东省台山市台城长兴路9,11号特一药业集团股份有限公司二楼会议室
山河药辅	2022-12-19	临时股东大会	安徽省淮南市经济技术开发区河滨路2号公司三楼会议室
丽珠集团	2022-12-20	临时股东大会	广东省珠海市金湾区创业北路38号丽珠工业园总部大楼六楼会议室
佛慈制药	2022-12-20	临时股东大会	甘肃兰州市兰州新区华山路2289号公司办公楼五楼会议室
达仁堂	2022-12-30	临时股东大会	中国天津市南开区白堤路17号达仁堂大厦会议室

附录：医药上市公司限售股解禁信息

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

➢ 截止2022年11月30日公告信息，未来三个月内有限售股解禁的医药上市公司共有60家，其中下周(2022/12/05-2022/12/09)解禁的公司有8家。

证券代码	证券简称	下次解禁日期	解禁股份性质
301290.SZ	C东星	2022-11-30	首发一般股份,首发机构配售股份
002826.SZ	易明医药	2022-11-30	股权激励限售股份
300677.SZ	英科医疗	2022-12-01	股权激励限售股份
688578.SH	艾力斯-U	2022-12-02	首发战略配售股份
603127.SH	昭衍新药	2022-12-02	股权激励限售股份
688399.SH	硕世生物	2022-12-05	首发原股东限售股份
300244.SZ	迪安诊断	2022-12-05	股权激励一般股份
688358.SH	祥生医疗	2022-12-06	首发原股东限售股份
688151.SH	华强科技	2022-12-06	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
301111.SZ	粤万年青	2022-12-07	首发原股东限售股份
301126.SZ	达嘉维康	2022-12-07	首发原股东限售股份
688336.SH	三生国健	2022-12-07	股权激励限售股份
688198.SH	佰仁医疗	2022-12-09	首发原股东限售股份
688136.SH	科兴制药	2022-12-13	首发战略配售股份
688235.SH	百济神州-U	2022-12-15	首发战略配售股份
301096.SZ	百诚医药	2022-12-20	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
300595.SZ	欧普康视	2022-12-20	定向增发机构配售股份
688161.SH	威高骨科	2022-12-26	首发原股东限售股份
688658.SH	悦康药业	2022-12-26	首发战略配售股份
688265.SH	南模生物	2022-12-27	首发战略配售股份
688690.SH	纳微科技	2022-12-27	首发原股东限售股份
000538.SZ	云南白药	2022-12-27	定向增发机构配售股份
301166.SZ	优宁维	2022-12-28	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
688265.SH	南模生物	2022-12-28	首发原股东限售股份
002390.SZ	信邦制药	2022-12-28	定向增发机构配售股份
688068.SH	热景生物	2022-12-29	首发原股东限售股份

附录：医药上市公司限售股解禁信息

➢ 截止2022年11月30日公告信息，未来三个月内有限售股解禁的医药上市公司共有60家，其中下周(2022/12/05-2022/12/09)解禁的公司有8家。

证券代码	证券简称	下次解禁日期	解禁股份性质
688236.SH	春立医疗	2022-12-30	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
301239.SZ	普瑞眼科	2023-01-04	首发一般股份,首发机构配售股份
688617.SH	惠泰医疗	2023-01-09	首发战略配售股份
688176.SH	亚虹医药-U	2023-01-09	首发原股东限售股份
688656.SH	浩欧博	2023-01-13	首发战略配售股份
688690.SH	纳微科技	2023-01-13	定向增发机构配售股份
603392.SH	万泰生物	2023-01-16	定向增发机构配售股份
688278.SH	特宝生物	2023-01-17	首发原股东限售股份
688317.SH	之江生物	2023-01-18	首发战略配售股份
688062.SH	迈威生物-U	2023-01-18	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
301201.SZ	诚达药业	2023-01-20	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
688253.SH	英诺特	2023-01-30	首发一般股份,首发机构配售股份
605369.SH	拱东医疗	2023-01-30	股权激励限售股份
688016.SH	心脉医疗	2023-01-30	首发原股东限售股份
688266.SH	泽璟制药-U	2023-01-30	首发原股东限售股份
301235.SZ	华康医疗	2023-01-30	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
688026.SH	洁特生物	2023-01-30	首发原股东限售股份
301122.SZ	采纳股份	2023-01-30	首发原股东限售股份
688382.SH	益方生物-U	2023-01-30	首发一般股份,首发机构配售股份
600196.SH	复星医药	2023-01-30	定向增发机构配售股份
688607.SH	康众医疗	2023-02-01	首发战略配售股份
688298.SH	东方生物	2023-02-06	首发原股东限售股份
688373.SH	盟科药业-U	2023-02-06	首发一般股份,首发机构配售股份
688687.SH	凯因科技	2023-02-08	首发战略配售股份

附录：医药上市公司限售股解禁信息

➢ 截止2022年11月30日公告信息，未来三个月内有限售股解禁的医药上市公司共有60家，其中下周(2022/12/05-2022/12/09)解禁的公司有8家。

证券代码	证券简称	下次解禁日期	解禁股份性质
688273.SH	麦澜德	2023-02-13	首发一般股份,首发机构配售股份
603122.SH	合富中国	2023-02-15	首发原股东限售股份
835892.BJ	中科美菱	2023-02-20	首发原股东限售股份
301207.SZ	华兰疫苗	2023-02-20	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
688177.SH	百奥泰	2023-02-21	首发原股东限售股份
688271.SH	联影医疗	2023-02-22	首发一般股份,首发机构配售股份
301130.SZ	西点药业	2023-02-23	首发原股东限售股份
688677.SH	海泰新光	2023-02-27	首发战略配售股份
688247.SH	宣泰医药	2023-02-27	首发一般股份,首发机构配售股份
688238.SH	和元生物	2023-02-28	首发原股东限售股份

附录：医药上市公司定增进展信息

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

➢ 截至2022年11月30日，已公告定增预案但未实施的医药上市公司共有47家，其中进展阶段处于董事会预案阶段的有13家，处于股东大会通过阶段的有19家，处于证监会通过阶段的有11家。

证券代码	证券简称	预案公告日	增发进度
688266.SH	泽璟制药-U	2022-11-30	证监会通过
300171.SZ	东富龙	2022-03-01	证监会通过
688315.SH	诺禾致源	2022-03-24	证监会通过
603222.SH	济民医疗	2022-04-08	证监会通过
603456.SH	九洲药业	2022-08-05	证监会通过
002880.SZ	卫光生物	2022-03-09	证监会通过
688277.SH	天智航-U	2022-06-14	证监会通过
300765.SZ	新诺威	2021-07-27	证监会通过
603229.SH	奥翔药业	2022-03-09	证监会通过
002653.SZ	海思科	2022-10-18	证监会通过
600587.SH	新华医疗	2021-12-30	证监会通过
300584.SZ	海辰药业	2022-06-11	股东大会通过
002317.SZ	众生药业	2022-07-06	股东大会通过
688016.SH	心脉医疗	2022-07-26	股东大会通过
603538.SH	美诺华	2022-08-16	股东大会通过
600521.SH	华海药业	2022-08-31	股东大会通过
301060.SZ	兰卫医学	2022-09-03	股东大会通过
300636.SZ	同和药业	2022-07-02	股东大会通过
002864.SZ	盘龙药业	2022-10-28	股东大会通过
000534.SZ	万泽股份	2022-10-28	股东大会通过
300482.SZ	万孚生物	2022-08-20	股东大会通过

附录：医药上市公司定增进展信息

➢ 截至2022年11月30日，已公告定增预案但未实施的医药上市公司共有47家，其中进展阶段处于董事会预案阶段的有13家，处于股东大会通过阶段的有19家，处于证监会通过阶段的有11家。

证券代码	证券简称	预案公告日	增发进度
002382.SZ	蓝帆医疗	2022-10-28	股东大会通过
300558.SZ	贝达药业	2022-06-14	股东大会通过
600721.SH	百花医药	2022-05-25	股东大会通过
000411.SZ	英特集团	2022-05-26	股东大会通过
600200.SH	江苏吴中	2022-10-29	股东大会通过
000411.SZ	英特集团	2022-05-26	股东大会通过
000504.SZ	南华生物	2022-03-23	股东大会通过
603087.SH	甘李药业	2022-10-25	股东大会通过
300111.SZ	向日葵	2022-05-17	股东大会通过
688131.SH	皓元医药	2022-03-05	发审委/上市委通过
688202.SH	美迪西	2022-02-11	发审委/上市委通过
600420.SH	国药现代	2022-06-27	发审委/上市委通过
688131.SH	皓元医药	2022-03-05	发审委/上市委通过
603520.SH	司太立	2022-08-26	董事会预案
300204.SZ	舒泰神	2022-09-09	董事会预案
002022.SZ	*ST科华	2022-09-29	董事会预案
300358.SZ	楚天科技	2022-07-11	董事会预案
300683.SZ	海特生物	2022-09-01	董事会预案
688621.SH	阳光诺和	2022-11-08	董事会预案
300583.SZ	赛托生物	2022-05-25	董事会预案
300086.SZ	康芝药业	2022-08-11	董事会预案

附录：医药上市公司定增进展信息

- 截至2022年11月30日，已公告定增预案但未实施的医药上市公司共有47家，其中进展阶段处于董事会预案阶段的有13家，处于股东大会通过阶段的有19家，处于证监会通过阶段的有11家。

证券代码	证券简称	预案公告日	增发进度
300273.SZ	*ST和佳	2021-06-01	董事会预案
301126.SZ	达嘉维康	2022-07-22	董事会预案
603998.SH	方盛制药	2022-03-07	董事会预案
688621.SH	阳光诺和	2022-11-08	董事会预案
300143.SZ	盈康生命	2022-08-13	董事会预案

重点公司盈利预测与估值（1/4）

代码	覆盖公司	市值(亿)	股价(元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE			评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
300760.SZ	迈瑞医疗	3936	324.60	97.86	120.30	148.94	22%	23%	24%	8.07	9.92	12.28	40	33	26	买入
600276.SH	恒瑞医药	2541	39.83	46.23	54.43	64.46	2%	18%	18%	0.72	0.85	1.01	55	47	39	买入
603259.SH	药明康德	2280	78.00	81.73	95.92	126.33	60%	17%	32%	2.76	3.24	4.27	28	24	18	买入
2269.HK	药明生物	2116	45.54	49.27	67.85	91.47	45%	38%	35%	1.17	1.61	2.17	43	31	23	-
300015.SZ	爱尔眼科	1945	27.10	35.51	45.75	58.97	53%	29%	29%	0.49	0.64	0.82	55	43	33	买入
600436.SH	片仔癀	1538	254.95	28.80	36.58	46.11	18%	27%	26%	4.77	6.06	7.64	53	42	33	持有
688271.SH	联影医疗	1529	185.50	17.53	23.11	30.00	24%	32%	30%	2.13	2.80	3.64	87	66	51	-
300122.SZ	智飞生物	1447	90.46	-81.16	-58.46	-43.00	-17%	-28%	-26%	-5.07	-3.65	-2.69	-18	-25	-34	买入
688235.SH	百济神州	1446	120.43	72.76	110.65	126.13	29%	-52%	-14%	5.39	8.20	9.34	-	-	-	-
300896.SZ	爱美客	1038	479.60	14.48	20.90	30.21	51%	44%	45%	6.69	9.66	13.96	72	50	34	买入
000538.SZ	云南白药	1017	56.58	41.64	47.83	55.29	49%	15%	16%	2.32	2.66	3.08	24	21	18	买入
002603.SZ	以岭药业	750	44.90	35.55	40.68	47.66	24%	14%	17%	2.13	2.43	2.85	21	18	16	买入
300347.SZ	泰格医药	747	88.60	19.05	25.89	35.25	15%	36%	36%	2.18	2.97	4.04	39	29	21	持有
300759.SZ	康龙化成	717	64.12	50.43	63.49	75.66	34%	26%	19%	4.23	5.33	6.35	14	11	9	-
000661.SZ	长春高新	684	169.10	16.22	19.94	24.78	21%	23%	24%	4.01	4.93	6.12	42	34	28	买入
600085.SH	同仁堂	674	49.15	15.46	19.62	24.36	26%	27%	24%	1.13	1.43	1.78	44	34	28	-
601607.SH	上海医药	647	19.35	57.22	64.18	73.25	12%	12%	14%	1.55	1.74	1.98	11	10	9	买入
000999.SZ	华润三九	585	59.22	23.93	28.26	32.09	17%	18%	14%	2.42	2.86	3.25	24	21	18	买入
1877.HK	君实生物	575	31.33	-11.26	-8.03	-7.04	-56%	29%	12%	-1.23	-0.88	-0.77	-51	-72	-82	买入
688363.SH	华熙生物	521	108.40	10.06	13.46	17.35	29%	34%	29%	2.09	2.80	3.61	52	39	30	买入
002821.SZ	凯莱英	483	134.16	11.30	14.47	18.36	27%	28%	27%	3.05	3.91	4.96	43	33	26	买入
603939.SH	益丰药房	470	65.10	26.73	27.60	28.81	150%	3%	4%	3.70	3.82	3.99	18	17	16	买入
300003.SZ	乐普医疗	429	22.65	21.49	24.55	28.76	25%	14%	17%	1.14	1.30	1.52	20	17	15	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	418	17.94	10.02	12.26	14.92	-27%	-22%	-	0.47	0.58	0.71	-	-	28	买入
600763.SH	通策医疗	406	126.51	7.16	10.15	13.35	2%	42%	32%	2.23	3.17	4.16	57	40	30	买入
603233.SH	大参林	401	42.21	-18.55	-11.73	0.70	-24%	-37%	-106%	-1.95	-1.24	0.07	-22	-34	573	买入
300601.SZ	康泰生物	385	34.40	5.68	21.91	27.04	-55%	286%	23%	0.51	1.96	2.41	68	18	14	买入
688185.SH	康希诺	378	223.44	16.18	19.71	23.30	25%	22%	18%	6.54	7.97	9.42	23	19	16	买入
002007.SZ	华兰生物	373	20.46	14.93	17.60	20.62	1%	18%	17%	0.82	0.96	1.13	25	21	18	-
002223.SZ	鱼跃医疗	369	36.76	8.84	10.15	11.77	16%	15%	16%	0.88	1.01	1.17	42	36	31	买入

数据来源：Wind，西南证券，截止到2022/11/30日收盘价

重点公司盈利预测与估值（2/4）

代码	覆盖公司	市值(亿)	股价(元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE			评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
600161.SH	天坛生物	365	22.17	12.41	15.58	19.45	27%	26%	25%	0.75	0.95	1.18	29	35	19	买入
603658.SH	安图生物	356	60.79	4.52	9.27	11.43	-76%	105%	23%	0.77	1.58	1.95	79	38	31	买入
688331.SH	荣昌生物	344	72.57	-1.87	-0.05	5.11	-168%	97%	9886%	-0.34	-0.01	0.94	-	-	67	-
603456.SH	九洲药业	330	39.60	8.97	11.97	15.54	42%	33%	30%	1.08	1.43	1.86	37	28	21	买入
603882.SH	金域医学	319	68.20	25.42	26.72	29.17	15%	5%	9%	5.44	5.72	6.24	13	12	11	买入
600566.SH	济川药业	302	32.72	-5.84	-5.36	-3.32	0%	-8%	-38%	-0.63	-0.58	-0.36	-52	-56	-91	买入
6078.HK	海吉亚医疗	301	44.36	3.99	7.15	9.47	64%	79%	32%	0.65	1.16	1.54	76	42	32	买入
688105.SH	诺唯赞	298	74.54	7.92	10.54	13.54	42%	33%	29%	1.98	2.63	3.39	38	28	22	买入
688276.SH	百克生物	293	71.05	20.54	22.78	26.12	19%	11%	15%	4.98	5.52	6.33	14	13	11	买入
603127.SH	昭衍新药	290	58.13	9.08	9.87	11.81	34%	9%	20%	1.70	1.84	2.20	32	29	25	买入
2252.HK	微创机器人-B	287	27.15	6.19	9.98	10.45	-44%	-61%	-5%	0.65	1.04	1.09	46	29	27	-
603707.SH	健友股份	284	17.55	12.41	16.06	21.50	17%	29%	34%	0.77	0.99	1.33	23	18	13	持有
9926.HK	康方生物-B	282	30.42	4.08	5.13	6.55	-21%	-26%	-28%	0.49	0.61	0.78	-	-	-	买入
300357.SZ	我武生物	265	50.64	-8.72	-8.58	-1.30	-19%	-2%	-85%	-1.67	-1.64	-0.25	-30	-31	-204	买入
300529.SZ	健帆生物	256	31.67	16.72	22.53	30.81	40%	35%	37%	2.07	2.79	3.81	15	11	8	买入
000423.SZ	东阿阿胶	253	38.74	9.85	12.41	14.86	124%	26%	20%	1.51	1.90	2.27	26	20	17	买入
600998.SH	九州通	253	13.49	28.26	32.16	36.30	15%	14%	13%	1.51	1.72	1.94	9	8	7	买入
300676.SZ	华大基因	248	60.03	8.06	9.70	11.65	20%	20%	20%	1.95	2.34	2.81	31	26	21	持有
603883.SH	老百姓	243	41.48	10.27	10.94	11.34	-30%	7%	4%	1.76	1.87	1.94	24	22	21	买入
002653.SZ	海思科	232	21.56	3.48	4.74	6.77	1%	36%	43%	0.32	0.44	0.63	67	49	34	买入
300363.SZ	博腾股份	228	41.76	2.42	3.34	4.64	42%	38%	39%	0.44	0.61	0.85	94	68	49	买入
688050.SH	爱博医疗	220	209.00	13.46	13.87	15.44	157%	3%	11%	12.80	13.19	14.68	16	16	14	买入
300558.SZ	贝达药业	211	50.58	10.50	12.55	15.23	14%	20%	21%	2.52	3.01	3.66	20	17	14	持有
002727.SZ	一心堂	209	35.10	4.15	5.88	8.92	8%	42%	52%	0.70	0.99	1.50	50	36	23	买入
600129.SH	太极集团	193	34.63	9.95	11.47	13.13	-25%	15%	14%	1.79	2.06	2.36	19	17	15	买入
600529.SH	山东药玻	193	29.02	6.91	8.64	10.38	17%	25%	20%	1.04	1.30	1.56	28	22	19	-
002262.SZ	恩华药业	192	19.02	9.18	11.59	14.68	19%	26%	27%	0.91	1.15	1.46	21	17	13	买入
600329.SH	达仁堂	192	30.74	0.90	1.46	1.92	76%	62%	32%	0.12	0.19	0.25	213	131	100	买入
300298.SZ	三诺生物	192	33.96	3.51	4.10	5.11	225%	17%	25%	0.62	0.73	0.91	55	47	37	买入
0013.HK	和黄医药	185	21.45	-13.07	-0.82	-0.44	-4%	-94%	-46%	-1.51	-0.09	-0.05	-14	-226	-422	买入

数据来源：Wind，西南证券，截止到2022/11/30日收盘价

重点公司盈利预测与估值（3/4）

代码	覆盖公司	市值	股价	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE			评级
		(亿)	(元)	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
688202.SH	美迪西	184	211.31	5.31	8.30	12.49	88%	56%	50%	6.11	9.55	14.37	35	22	15	持有
002399.SZ	海普瑞	182	13.71	10.59	14.92	21.13	339%	41%	42%	0.72	1.02	1.44	17	12	9	买入
688198.SH	佰仁医疗	180	132.50	3.27	6.01	8.64	-163%	84%	44%	2.41	4.43	6.37	55	30	21	买入
300009.SZ	安科生物	170	10.15	4.12	5.29	7.03	33%	28%	33%	0.25	0.32	0.42	41	32	24	买入
301363.SZ	美好医疗	170	41.75	6.29	8.55	11.31	204%	36%	32%	1.01	1.30	1.73	44	34	26	买入
300677.SZ	英科医疗	162	24.60	4.92	6.43	8.16	32%	31%	27%	0.75	0.97	1.24	33	25	20	买入
300725.SZ	药石科技	159	79.88	3.94	5.19	6.85	-19%	32%	32%	1.97	2.60	3.43	40	31	23	买入
002019.SZ	亿帆医药	157	12.79	15.83	19.11	21.67	-79%	21%	13%	1.29	1.56	1.77	10	8	7	持有
300171.SZ	东富龙	155	24.35	8.92	12.26	15.83	221%	37%	29%	1.40	1.93	2.49	17	13	10	买入
1951.HK	锦欣生殖	152	5.49	11.26	14.62	19.26	36%	30%	32%	0.45	0.58	0.77	14	10	8	买入
688029.SH	南微医学	149	79.36	3.96	5.32	7.05	22%	34%	33%	2.11	2.84	3.77	38	28	21	买入
000403.SZ	派林生物	143	19.48	5.81	6.65	8.22	49%	14%	24%	0.79	0.91	1.12	25	21	17	买入
603567.SH	珍宝岛	139	14.71	4.14	6.39	7.45	25%	54%	17%	0.44	0.68	0.79	33	22	19	-
300841.SZ	康华生物	125	92.79	8.53	11.98	13.27	3%	40%	11%	6.33	8.90	9.86	15	10	9	买入
603301.SH	振德医疗	118	44.43	7.09	8.57	10.33	19%	21%	21%	2.66	3.22	3.88	17	14	11	买入
002020.SZ	京新药业	112	13.01	2.58	3.82	5.41	35%	48%	42%	0.30	0.44	0.63	43	29	21	买入
000915.SZ	华特达因	111	47.37	5.09	6.48	8.15	34%	27%	26%	2.17	2.77	3.48	22	17	14	-
688131.SH	皓元医药	110	106.00	6.91	8.29	10.00	13%	20%	21%	6.64	7.97	9.61	16	13	11	-
002390.SZ	信邦制药	106	5.25	3.37	4.11	5.09	23%	22%	24%	0.17	0.20	0.25	32	26	21	买入
600993.SH	马应龙	103	24.00	1.71	2.42	4.06	-139%	42%	68%	0.40	0.56	0.94	60	43	25	-
2273.HK	固生堂	97	38.37	5.65	6.42	7.38	-22%	14%	15%	2.45	2.79	3.20	17	15	13	-
600211.SH	西藏药业	95	38.31	-3.19	-0.71	1.68	-29%	-78%	-336%	-1.29	-0.29	0.68	-30	-134	57	买入
300358.SZ	楚天科技	91	15.87	3.36	4.65	6.54	38%	38%	41%	0.58	0.81	1.14	27	20	14	买入
688166.SH	博瑞医药	91	21.59	7.70	10.20	13.05	268%	32%	28%	1.82	2.41	3.09	12	9	7	持有
688266.SH	泽璟制药-U	91	37.87	6.84	8.22	9.54	-21%	-20%	-16%	2.85	3.43	3.98	13	11	10	持有
688221.SH	前沿生物-U	90	24.00	1.03	1.64	2.37	-70%	-60%	-45%	0.27	0.44	0.63	88	55	38	-
688389.SH	普门科技	87	20.60	2.51	3.31	4.28	32%	32%	29%	0.59	0.78	1.01	35	26	20	买入
688293.SH	奥浦迈	87	106.05	-6.50	-5.75	-2.78	58%	-12%	-52%	-7.93	-7.01	-3.39	-13	-15	-31	买入
600976.SH	健民集团	84	55.00	0.61	0.99	1.42	7%	62%	43%	0.40	0.65	0.93	138	85	59	买入
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	83	8.04	3.97	5.05	6.51	22%	-27%	-29%	0.42	0.54	0.69	21	16	13	买入

数据来源：Wind，西南证券，截止到2022/11/30日收盘价

重点公司盈利预测与估值（4/4）

代码	覆盖公司	市值	股价	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			EPS			PE			评级
		(亿)	(元)	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
603368.SH	柳药集团	80	21.99	-2.45	-1.80	-0.82	-6%	-27%	-54%	-0.68	-0.50	-0.23	-33	-44	-97	买入
2171.HK	科济药业	79	13.80	6.56	7.47	8.90	-	-	-	-	1.31	1.56	-	-	-	-
688212.SH	澳华内镜	79	58.99	-16.03	-4.73	-3.07	-66%	-70%	-35%	-12.02	-3.55	-2.30	-5	-17	-26	-
300181.SZ	佐力药业	74	12.18	2.33	3.17	4.86	36%	34%	32%	0.45	0.60	0.80	27	20	15	买入
603896.SH	寿仙谷	72	36.48	2.67	3.52	4.63	49%	32%	32%	1.35	1.78	2.35	27	20	16	买入
603108.SH	润达医疗	64	11.11	4.88	6.54	8.69	28%	34%	33%	0.84	1.13	1.50	13	10	7	买入
002880.SZ	卫光生物	63	27.93	2.07	2.35	2.72	1%	14%	16%	0.91	1.04	1.20	31	27	23	买入
688319.SH	欧林生物	62	15.32	1.15	1.94	3.26	6%	69%	68%	0.28	0.48	0.80	54	32	19	买入
2500.HK	启明医疗-B	56	11.61	-4.01	-2.52	-2.39	-7%	37%	5%	-0.91	-0.57	-0.54	-14	-22	-24	买入
300049.SZ	福瑞股份	50	19.12	1.51	2.51	3.29	59%	66%	31%	0.57	0.95	1.25	33	20	15	买入
688076.SH	诺泰生物	49	23.12	1.44	1.84	2.32	25%	28%	26%	0.68	0.86	1.09	34	27	21	买入
605186.SH	健麾信息	46	34.12	1.87	2.49	3.22	58%	33%	29%	1.38	1.83	2.37	25	19	14	买入
603590.SH	康辰药业	43	26.60	1.56	1.77	2.12	5%	14%	20%	0.97	1.11	1.33	27	24	20	买入
688358.SH	祥生医疗	41	36.21	1.48	1.86	2.48	32%	26%	33%	1.32	1.66	2.21	27	22	16	买入
688580.SH	伟思医疗	38	54.82	1.83	2.33	2.78	3%	27%	19%	2.67	3.40	4.05	21	16	14	买入
300453.SZ	三鑫医疗	37	9.27	2.03	2.40	3.18	30%	18%	33%	0.51	0.60	0.80	18	15	12	买入
300452.SZ	山河药辅	37	15.64	1.17	1.49	1.85	31%	27%	24%	0.50	0.64	0.79	31	25	20	买入
300238.SZ	冠昊生物	30	11.24	0.97	1.22	1.58	31%	26%	30%	0.37	0.46	0.60	31	24	19	买入
688310.SH	迈得医疗	22	26.50	0.78	1.01	1.25	22%	29%	24%	0.93	1.20	1.49	29	22	18	买入
688656.SH	浩欧博	21	33.81	1.35	1.72	2.15	30%	27%	25%	2.14	2.73	3.41	16	12	10	持有

数据来源：Wind，西南证券，截止到2022/11/30日收盘价

行业深度策略合集

【2022年中期投资策略】医药估值回归，重点布局“穿越医保”、“疫情复苏”、“供应链自主可控”三大主线2022-06-20

【2022年度投资策略】未来医药估值有望均衡，“穿越医保”和“疫情脱敏”是两条核心主线2021-11-02

【2021年度投资策略】“双循环”背景下，”创新升级+进口替代”引领医药大时代2020-11-04

【2020年中期投资策略】医药产业地位提升，创新药械时代共舞2020-06-30

【22年Q3业绩前瞻】中药消费品、医疗器械、CXO等保持较快增长2022-10-11

【2022年中报业绩前瞻】中药消费品、CXO、疫苗、创新器械有望持续高增长2022-07-04

【2022年一季报业绩前瞻】业绩整体增长趋势良好，看好医药行业反弹 2022-03-15

【2021年业绩前瞻】CXO、疫苗板块有望高增长2022-01-21

【2021年三季报前瞻】CXO、生物制品、创新器械有望持续高增长2021-10-10

【2021年中报前瞻】CXO、生物制品、创新器械、医疗服务有望持续高增长2021-06-21

【2021年一季报前瞻】CXO、器械、药店等有望延续高增长2021-03-16

【2020年业绩前瞻】创新及CXO、药店、疫苗等有望延续高增长2021-01-19

【2022年医药行业三季报总结】中药消费品、CXO、医疗器械等业绩持续高增，受疫情影响板块Q3逐步恢复2022-11-13

【2022年医药行业中报总结】业绩持续分化，积极把握结构性底部行情2022-09-08

【2022年原料药板块中报总结】2022H1疫情下业绩承压2022-09-07

【2022年医药商业板块中报总结】静待下半年板块复苏2022-09-06

【2022年制药设备及耗材板块中报总结】上半年经营受疫情影响，产品升级驱动未来成长2022-09-06

【2022年创新药及制剂板块中报总结】收入利润分化，差异化创新、出海驱动板块良性发展2022-09-06

【2022年血制品板块中报总结】疫情后逐步复苏，出口业务快速增长2022-09-06

【2022年医疗器械板块中报总结】剔除新冠检测短期承压，下半年聚焦医疗设备、出海、医疗新基建等领域2022-09-05

【2022年疫苗板块中报总结】预计板块Q4表观业绩有明显改善2022-09-05

【2022年生命科学上游板块中报总结】板块Q2受疫情影响，常规业务内部有所分化2022-09-05

【2021年及2022Q1血制品板块总结】疫情影响仍存，供需处于平衡状态2022-05-11

【2021年及2022Q1医药商业板块总结】后疫情时代，关注医药商业板块复苏机会2022-05-10

【2021年及2022Q1CXO和原料药板块总结】行业高景气度持续，业绩进入高速兑现期2022-05-10

【2021年及2022Q1中药板块总结】板块走向分化，一季度疫情扰动较大2022-05-09

【2021年及2022Q1疫苗板块总结】新冠疫苗叠加重磅品种放量助力板块延续高增长2022-05-09

【2021年及2022Q1医疗器械板块总结】2022Q1因抗原检测放量提速，控费背景下关注医保免疫和两低赛道2022-05-09

【2021年及2022Q1医疗服务板块总结】受疫情影响短期承压，需求不减期待后续表现2022-05-08

【2021年及2022Q1创新药及制剂板块总结】多因素冲击下板块回调，看好差异化创新及出海逻辑2022-05-08

【2021年及2022Q1医药行业总结】中药消费品、疫苗、CXO板块保持较快增长2022-05-05

【2021年三季报总结】CXO板块维持高景气，疫苗、服务板块延续高增长2021-11-08

【2021年中报总结】CXO、医疗服务、医疗器械等持续高景气2021-09-07

【2020年及2021Q1总结】Q1业绩复苏回暖，看好CXO、疫苗等高景气板块2021-05-07

【2020年三季报总结】Q3行业大幅回暖，持续看好CXO、疫苗、药店、器械等板块2020-11-04

【2020年中报总结】结构分化明显，药店、CXO、器械等延续高景气 2020-09-04

行业深度策略合集

【基金持仓】2022Q3：医药细分板块持仓结构性分化，化药和医疗设备持仓占比明显提高2022-10-30

【基金持仓】2022Q2：医药细分板块持仓结构性分化2022-07-25

【基金持仓】2022Q1：医药占比维持低位2022-04-24

【基金持仓】2021Q4：医药占比持续下降2022-01-28

【基金持仓】2021Q3：医药仓位小幅下降，CXO板块占比增加2021-11-03

【基金持仓】2021Q2：医药仓位持续回升，核心资产继续分化2021-07-23

【基金持仓】2021Q1：医药仓位略有回升，核心资产有所分化2021-04-25

【基金持仓】2020Q4：医药仓位有所回落，核心资产持续加强2021-01-25

【基金持仓】2020Q3：医药仓位有所回落，紧握核心资产2020-11-05

【国谈专题】2022年国家医保谈判品种前瞻 2022-10-11

【国谈专题】医保启示录，“创新+国际化”是永恒主题2022-07-22

【国谈专题】2021医保目录落地，鼓励创新仍是主旋律2021-12-04

【国谈专题】回顾五次国谈，持续看好创新型龙头企业2020-12-29

【集采专题】第七批落地，降价趋于理性，首次引入备供2022-07-21

【集采专题】第六批落地，规则逐步温和完善2021-12-30

【集采专题】集采重塑仿制药竞争格局，重视创新及医保免疫方向2020-12-15

【中药】呼吸系统中成药市场分析2022-11-23

【中药】中药配方颗粒专题：国标切换加速，行业迎来发展拐点2022-10-27

【中药】中药板块2022年中报总结：短期疫情扰动，中药消费品增速亮眼2022-09-08

【中药】政策边际向好，三维度看中药细分领域

【中药】“穿越医保”主线之——中药消费品迎来三大机遇(行业篇)2021-12-27

【中药】中药创新药八问，行业长期成长可期2022-02-13

【CXO】CXO板块2022年中报总结：板块中报业绩靓丽，持续关注优质赛道成长2022-09-08

【CXO】CXO板块2020年报及2021Q1总结：行业景气度保持高水平，CDMO持续加速2021-05-10

【CXO】CDMO行业进入黄金发展阶段，龙头企业竞争优势凸显2021-02-08

【CXO】三维度透视CXO行业，景气度持续保持高水平2021-01-22

【创新药】双抗潮头，倍道而进2022-10-09

【创新药】麻醉药专题：重磅新药逐步兑现，百亿市场迎创新浪潮2022-09-19

【创新药】ESMO大会召开，寻找潜在爆品2022-09-05

【创新药】创新药简易估值方法2022-09-02

【创新药】NASH药物，百亿市场下一城 2022-08-26

【创新药】国际化专题：出海渐入佳境，广阔天地大有作为2022-07-28

【创新药】创新药行业报告：创新时代大潮来临，中国迎来新药收获期2022-01-06

【创新药】新冠药物研发跟踪报告(更新)：中和抗体和小分子药物是抗击新冠的有效补充2021-12-31

【创新药】新冠药物研发跟踪报告:小分子口服药有望成为抗疫有效补充2021-12-04

【创新药】浪潮之巅，中国创新药迎来黄金时期2020-12-07

【创新药】PD-1专题：百亿市场逐步兑现，群雄逐鹿花落谁家？2021-02-09

【创新药】创新驱动，ADC药物发展加速2022-06-10

【创新药】GLP-1引领全球降糖药时代变革2020-11-17

【创新药】新冠疫苗、中和抗体、小分子口服药是抗疫有效组合2022-01-17

【创新器械】睡眠和呼吸护理行业专题：大慢病滚雪球，百亿空间正崛起2022-10-02

【创新器械】影像行业专题：核心三问，窥影像设备技术兴替和投资机会2022-06-24

【创新器械】持续血糖检测CGM：CGM技术迅速发展，国产市场方兴未艾2022-06-02

行业深度策略合集

【创新器械】手术机器人，从一马当先到万马奔腾，500亿高壁垒赛道看国产龙头蓄势待发2021-08-12

【创新器械】结构性心脏病介入器械，创新升级主旋律，十年十倍正起航2020-12-21

【创新器械】耗材带量采购背景下，医疗器械“路在何方”？2020-10-08

【药房自动化专题】药房升级改造何去何从？海外的探索与启示2022-03-23

【制药机械】制药设备及耗材：生物药需求引领行业新一轮发展，国产替代空间广阔2022-03-01

【供应链专题】供应链自主可控——生命科学产品及服务：百花齐放，国内行业迎来发展黄金期2022-06-17

【血制品专题】血制品行业研究框架与投资逻辑2022-9-19

【创新疫苗】mRNA技术迎来快速发展期，未来前景广阔2021-11-14

【创新疫苗】新冠肺炎疫苗更新报告：全面进入业绩兑现期2021-05-25

【创新疫苗】庞大需求将催生数百亿狂犬病预防市场2021-01-12

【创新疫苗】复盘Delta变异株，看Omicron对医药板块影响几何2021-11-30

【新冠专题】新冠检测历次行情复盘：看当前常态化核酸的空间和未来潜在机会2022-5-16

【新冠专题】合集：预防、检测、治疗，三位一体——新冠疫苗、核酸抗原检测、特效药2022-3-21

【新冠专题】抗原检测：欧美“与病毒共存”防疫策略下的检测市场2022-03-11

【新冠专题】治疗药物：中和抗体和小分子药物是抗击新冠的有效补充2021-12-27

【政策】医疗服务价格调整强调技术价值2022-07-20

【政策】三胎政策利好人口增长，辅助生殖赛道有望迎来高景气度2021-07-30

【政策】第五批集采启动报量，持续看好创新药及相关产业链2021-05-10

【政策】网售药品逐步落实，药品零售市场持续繁荣2020-11-15

【政策】医保目录调整专家评审结束，竞价谈判拉开帷幕2020-11-13

【ASCO】2021ASCO，国产新药分瘤种临床数据对比分析2021-06-02

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--鼻咽癌+头颈部肿瘤2020-10-14

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--妇科肿瘤2020-10-11

【CSCO】从CSCO会议梳理国内药物研发进展--肝胆胰腺癌2020-10-08

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--胃癌与结直肠癌2020-10-08

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--血液与淋巴癌2020-10-08

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--泌尿生殖系统2020-10-08

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--乳腺癌2020-10-07

【CSCO】从CSCO会议梳理全球药物研发进展--肺癌2020-10-07

批签发报告合集

【疫苗批签发】2022Q1-3疫苗批签发：多数品种批签发有所下滑2022-10-14

【疫苗批签发】2022Q2及H1疫苗批签发：多数重磅品种延续较快增长2022-7-19

【疫苗批签发】2021年Q1疫苗批签发：多数重磅品种保持较快增长2021-4-13

【疫苗批签发】2021年1-2月疫苗批签发：多联多价苗保持增长2021-3-13

【疫苗批签发】2020年度疫苗批签发：重磅品种持续快速增长2021-1-18

【血制品】2022Q3血制品批签发：三季度人白、静丙批次小幅下滑，因子类签发高增长2022-10-22

【血制品】2022H1血制品批签发：白蛋白、静丙稳健增长，纤原签发批次快速增长2022-7-21

【血制品】2021&2022Q1血制品批签发：进口人白持续恢复，静丙批签发增长较快2022-6-4

【血制品】2021年Q1血制品批签发：人血白蛋白供给缺口扩大2021-4-10

【血制品】2021年1-2月血制品批签发，人血白蛋白供给紧张开始凸显2021-03-14

【血制品】2020年1-12月血制品批签发：Q4国产人白持续下滑2021-01-10

【血制品】11月人白、静丙等出现明显下滑2020-12-07

【血制品】10月小品种增速较快2020-11-15

【血制品】Q3多数品种出现不同程度下滑2020-10-28

【血制品】8月多数品种出现不同程度下滑2020-09-15

【血制品】7月人白略有下滑2020-08-09

西南医药杜向阳团队研究报告

A股深度报告

【2021-04-10】迈瑞医疗(300760.SZ)：“迈”向全球，“瑞”不可当
【2020-10-19】药明康德(603259.SH)：中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足
【2022-05-27】爱尔眼科(300015.SZ)：优质商业模式促发展，全球眼科巨舰再启航
【2021-02-08】片仔癀(600436.SH)：国宝名药走向全国，一核两翼展翅腾飞
【2021-01-13】爱美客(300896.SZ)：挖掘细分市场需求，做医美行业先行者
【2021-04-15】云南白药(000538.SZ)：国企混改落地，新白药快速启航
【2020-12-03】长春高新(000661.SZ)：生长激素龙头发展正当时，未来仍可期
【2021-06-30】泰格医药(300347.SZ)：中国临床CRO领军企业，开启全球发展新征程
【2022-02-16】同仁堂(600085.SH)：百年御药量价齐升，国企混改值得期待
【2021-03-17】康龙化成(300759.SZ)：产业链协同效应凸显，一体化布局带动长期发展
【2020-03-24】凯莱英(002821.SZ)：发展正当时，CDMO龙头未来可期
【2022-08-28】华润三九(000999.SZ)：中报业绩符合预期，下半年表现值得期待
【2020-10-22】通策医疗(600763.SH)：扩张模式成熟复制性高，省内市场下沉可期
【2022-05-20】以岭药业(002603.SZ)：连花出海市场可期，中药创新持续推进
【2021-01-13】安图生物(603658.SH)：国产化学发光龙头，多元布局迈向卓越
【2021-03-18】九洲药业(603456.SH)：CDMO业务加速转型升级，业绩高增长可期
【2021-05-10】康泰生物(300601.SZ)：多联多价疫苗优势显著，不改长期发展趋势
【2021-01-21】博腾股份(300363.SZ)：战略转型逐步推进，开启发展新篇章
【2020-10-31】我武生物(300357.SZ)：国内脱敏治疗龙头，发展空间巨大
【2022-05-16】济川药业(600566.SH)：产品结构持续调整，开启发展新征程
【2022-05-18】东阿阿胶(000423.SZ)：阿胶行业龙头，开启增长新起点
【2021-11-02】海思科(002653.SZ)：创新研发步入收获期，公司开启发展新起点
【2022-09-27】山东药玻(600529.SH)：中硼硅替代加速，产能扩建蓄势待发
【2022-11-04】美好医疗(301363.SZ)：家用呼吸机组件龙头，平台化渐成
【2022-08-19】三诺生物(300298.SZ)：点线面全面测糖，CGM开启第二成长曲线
【2021-07-06】东富龙(300171.SZ)：制药机械龙头，业绩迎来拐点
【2021-07-03】英科医疗(300677.SZ)：业绩爆发式增长，全球一次性手套龙头隐现
【2022-04-03】振德医疗(603301.SH)：凭风借力，“医疗+健康”双战略冲刺百亿收入
【2020-11-12】康华生物(300841.SZ)：人二倍体狂苗产能扩张可期，在研品种逐步推进
【2022-01-30】珍宝岛(603567.SH)：中药板块乘政策春风，投资特瑞思入局创新生物药
【2022-10-08】奥浦迈(688293.SH)：国产培养基龙头，抢占自主可控高地
【2022-06-16】信邦制药(002390.SZ)：区域医疗服务行业龙头，多板块协同共创佳绩
【2022-03-22】华特达因(000915.SZ)：维生素AD滴剂龙头，长期发展动力充足
【2021-05-23】楚天科技(300358.SZ)：制药机械行业拐点已至，公司加速发展可期
【2022-02-11】马应龙(600993.SH)：扎根主业、开拓边界，肛肠百年品牌焕发活力
【2022-01-28】健民集团(600976.SH)：儿科用药快速增长，体外培育牛黄增厚业绩
【2021-03-28】润达医疗(603108.SH)：打造院内第三方实验室检测服务平台型企业
【2020-12-23】健麾信息(605186.SH)：稳健增长的智能化药品管理龙头
【2022-01-25】佐力药业(300181.SZ)：乌灵胶囊龙头企业，进入加速增长新阶段
【2021-08-08】福瑞股份(300049.SZ)：肝病诊疗龙头，器械+药品+服务三发驱动
【2020-07-26】冠昊生物(300238.SZ)：生物材料龙头，借创新药二次起航

科创板个股报告

【2022-08-17】联影医疗(688271.SH)：国产影像设备龙头，“技术突破+产品升级” 打开成长空间
【2022-10-21】华大智造(688114)：国产基因测序龙头，未来市场增量可
【2021-12-12】百济神州(688235.SH)：自研+合作双轮驱动的全球化创新企业
【2020-11-11】诺唯赞(688105.SH)：国产分子类生物试剂龙头企业
【2022-07-07】荣昌生物(688331.SH)：ADC领域领军者，研发商业化实力齐头并进
【2021-08-14】百克生物(688276.SH)：国内领先疫苗企业，带状疱疹疫苗值得期待
【2020-11-08】爱博医疗(688050.SH)：高速成长的国内眼科器械创新型领军企业
【2020-11-24】佰仁医疗(688198.SH)：动物源性植介入龙头，三轮驱动业绩成长
【2021-06-07】皓元医药(688131.SH)：小分子研发&产业一体化服务商，高速成长可期
【2020-09-18】博瑞医药(688166.SH)：高技术壁垒塑造多元业务，丰富在研产品静待结果
【2020-10-30】泽璟制药(688266.SH)：创新药研发新锐，即将步入收获期
【2021-04-25】普门科技(688389.SH)：“研发+市场”双轮驱动，开拓康复与体外诊断蓝海
【2021-07-19】欧林生物(688319.SH)：超预期的破伤风+全球领先的金葡菌疫苗—重新认识欧林生物！
【2021-11-22】澳华内镜(688212.SH)：国产软镜设备龙头，向高端不断突破
【2021-07-14】诺泰生物(688076.SH)：小分子+多肽双轮驱动，长期发展值得期待
【2022-08-23】祥生医疗(688358.SH)：小而美超声龙头，高端产品和掌超有望放量
【2020-07-22】伟思医疗(688580.SH)：新型康复器械前景广阔，国产龙头快速成长
【2021-06-21】浩欧博(688656.SH)：过敏检测龙头，长期发展空间广阔
【2021-12-06】迈得医疗(688310.SH)：专精特新“小巨头”，研发布局新增长点

西南医药杜向阳团队研究报告

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

港股深度报告

【2022-10-24】科济药业(2171.HK)：深耕CAR-T，剑指实体瘤

【2022-11-25】和黄医药(0013.HK)：创新起舞，志在全球

【2021-03-19】药明生物(2269.HK)：生物药CDMO龙头，独特优势造就行业护城河

【2022-08-08】金斯瑞生物科技(1548.HK)：多板块协同加速成长，四位一体战略未来可期

【2020-08-11】君实生物(1877.HK)：特瑞普利多个适应症有望集中上市，中长期打开公司成长空间

【2021-09-17】海吉亚医疗(6078.HK)：肿瘤医疗服务优质龙头企业，全国扩张有序推进

【2021-11-02】微创机器人(2252.HK)：国产手术机器人龙头，重磅产品进入收获期

【2022-07-01】康方生物-B(9926.HK)：双抗龙头，卡度尼利商业化启程

【2021-04-14】锦欣生殖(1951.HK)：民营辅助生殖龙头，可复制模式下全球扩张

【2022-02-18】固生堂(2273.HK)：中医诊疗方兴未艾，新模式改革领路人

【2021-03-19】启明医疗(2500.HK)：百亿TAVR赛道腾飞在即，国产龙头乘风而起

【2021-04-29】康希诺生物(6185.HK)：创新疫苗平台型企业

【2021-04-23】时代天使(6699.HK)：隐形正畸长坡厚雪，数字赋能冠军微笑

【2021-07-22】雍禾医疗(H01595.HK)：美丽，从“头”开始

海外个股报告

【2021-03-31】诺和诺德(NVO)：索马鲁肽逆势高增长，引领降糖药市场变革

【2021-03-05】默沙东(MSD)：K药独尊，中国市场业绩领涨全球

【2021-02-09】强生(JNJ):抗肿瘤药物延续强劲表现，积极推进新药研发

【2020-10-29】艾伯维(ABBV)：免疫组合新药逐步放量，艾尔建并购拓展药物管线

【2020-10-26】安进(AMGN)：自身免疫药物表现强劲，多领域药物研发助力持续发展

【2020-10-13】赛诺菲(SNY)：疫情持续影响至二季度，Dupixent在华获批扩版图放量可

【2020-10-09】阿斯利康(AZN)：业绩逆势表现强劲，新药研发奠定长期增长基础

【2020-10-08】辉瑞(PFE)：预计4季度剥离普强公司，创新药增收强劲可挑大梁

月度策略和周度策略合集

【月度策略】持续看好医药反弹，重点把握医保免疫/复苏、医保谈判和新冠主题三大机会2022-11-06

【月度策略】重点关注医疗新基建、穿越医保、疫情复苏三大板块2022-10-12

【月度策略】夯实底部，医药结构性行情可期2022-09-13

【月度策略】关注医药结构性行情2022-08-09

【月度策略】医药行情百花齐放，Q2业绩仍是核心催化剂2022-07-10

【月度策略】短期震荡行情，Q2业绩进入披露期2022-07-07

【月度策略】短期疫情扰动，医药重点看好三个方向2022-06-02

【月度策略】关注疫情后复苏三大主线2022-05-09

【月度策略】业绩+政策+估值筑底，行业迎来布局良机2022-04-07

【月度策略】医药估值处于低位，未来有望迎来配置良机2022-03-06

【月度策略】大幅回调后，迎来逐步布局时机2022-02-03

【月度策略】继续看好中药消费品板块2022-01-07

【月度策略】业绩和政策真空期，医药板块有望持续反弹2021-12-07

【月度策略】重点寻找“穿越医保”和“疫情脱敏”品种2021-11-03

【月度策略】重点布局三季报持续靓丽个股2021-10-08

【月度策略】医药已进入舒适配置区间2021-09-05

【月度策略】市场震荡加剧，医药分化将是常态2021-8-10

【月度策略】宽幅震荡即是考验，建议定投高景气板块2021-7-10

【月度策略】 6月仍然是较好的窗口期，两条思路配置医药2021-6-12

【月度策略】海外疫情时有反复带来不确定性，重点配置基本面和估值匹配品种2021-5-7

【月度策略】把握一季报最佳反弹窗口期，加配低估值且高增长标的2021-4-05

【月度策略】核心资产大跌之后性价比凸显，建议关注PEG投资机会2021-03-17

【月度策略】业绩是“王道”，“创新+自主消费”是核心主线2021-2-06

【周度策略】回归医药复苏本源2022-12-4

【周度策略】疫情散点反复，中长期关注医药复苏2022-11-28

【周度策略】持续关注医药复苏主线2022-11-18

【周度策略】防疫新二十条落地，重点关注医药复苏主线2022-11-11

【周度策略】持续看好医药百花齐放行情2022-11-4

【周度策略】三季报基本落地，政策小波折不改医药上升趋势2022-10-29

【周度策略】政策共识驱动板块回暖，关注Q3业绩确定性2022-10-22

【周度策略】医药情绪回暖，重点关注医疗新基建、医保免疫、疫后复苏三大主线2022-10-14

【周度策略】政策预期缓和，设备等反弹领先2022-09-26

【周度策略】医药泥沙俱下， 静待深蹲后起跳2022-09-19

【周度策略】无需非理性恐慌， 医药迎来战略性配置机会2022-12

【周度策略】医疗服务政策预期边际缓和，建议逐步乐观配置2022-09-05

【周度策略】持续看好医药结构性行情2022-09-02

【周度策略】积极把握“结构底”行情2022-08-26

【周度策略】联影医疗上市在即，医药仍有结构性机会2022-08-19

【周度策略】医药结构性行情，低估值板块率先反弹2022-08-12

【周度策略】反弹后筑底，关注个股良机2022-07-31

【周度策略】震荡行情，寻找个股机会2022-07-24

【周度策略】医药政策边际缓和，持续关注中报业绩2022-07-18

【周度策略】医药行情百花齐放，Q2业绩仍是核心催化剂2022-07-10

【周度策略】 Q2业绩进入落地期2022-07-03

【周度策略】辩证性看待Q2业绩预期2022-06-26

【周度策略】看好医药反弹持续性行情2022-06-19

【周度策略】超跌板块迎来反弹，持续看好中药消费品2022-06-12

【周度策略】不悲观，医药仍有结构性行情2022-06-05

【周度策略】谈医药策略的三个思路2022-05-29

【周度策略】 】震荡行情，静待复苏2022-05-22

【周度策略】 “十四五”生物经济规划利好医药行业，重点关注疫情复苏主线2022-05-15

【周度策略】持续关注疫情后复苏主线2022-05-08

目 录

1 医药板块与组合表现回顾

2 新冠疫情与疫苗研发跟踪

3 行业政策

4 投资策略与组合推荐

5 风险提示

5 风险提示

- ✓ 药品降价低于预期风险；
- ✓ 医改政策执行进度低于预期风险；
- ✓ 研发失败的风险。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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 SOUTHWEST SECURITIES

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn