



华安证券
HUAAN SECURITIES

内生、硬医疗与新增长 ——2023年医药投资策略

华安证券医药团队

分析师：谭国超（S0010521120002）

分析师：李昌幸（S0010522070002）

联系人：陈珈蔚（S0010122030002）

联系人：李婵（S0010121110031）

2022年12月13日

华安证券研究所



医药行情回顾和展望：医药商业和中药表现亮眼，疫情因素主题迭起

2023年行业观点和投资建议：抓主线，同时寻找结构机会

医药细分板块策略，结构性回顾

风险提示

医药行情回顾和展望：医药商业和中药表现亮眼，疫情因素主题迭起

2023年行业观点和投资建议：抓主线，同时寻找结构机会

医药细分板块策略，结构性回顾

风险提示

行情回顾：申万医药生物指数走势与要素回顾



资料来源：wind（2022年12月9日）、华安证券研究所

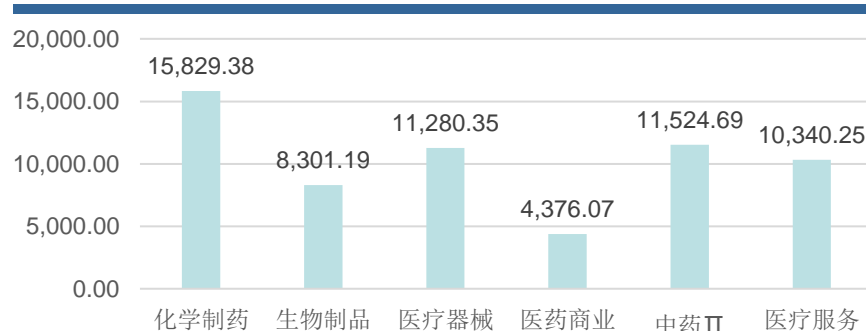
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

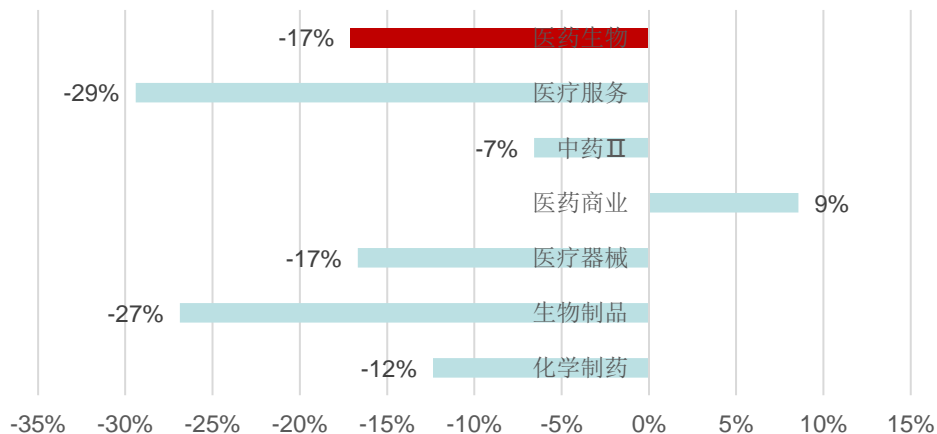
医疗板块概览：医疗服务深度回调、板块结构变化

- 申万医药2022年跌幅17.09%（沪深300是下跌18.76%），其次：医疗服务-29%、生物制品-27%和医疗器械-17%领跌，医药商业和中药相对领涨其他医药细分。
- 中药已经是市值第二细分的板块，仅次于化学制药，第三是医疗器械板块。

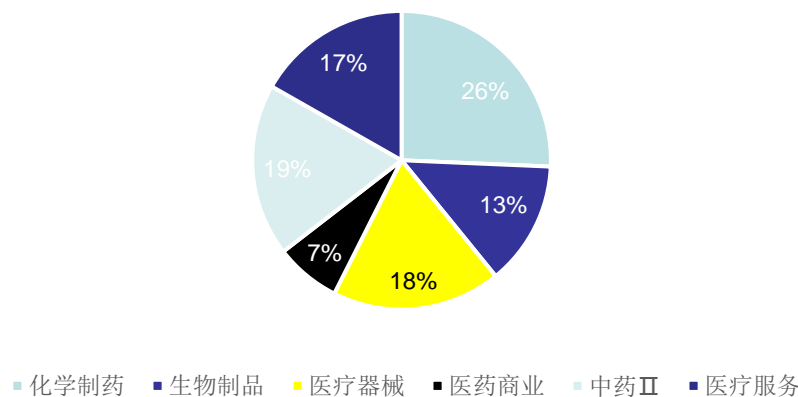
医药（申万II级）子版块市值（亿元）



医药各板块2022年至今涨跌幅



医药（申万II级）子版块市值占比



资料来源：ifind（2022/12/9）、华安证券研究所

医疗板块概览：医药极致涨跌幅top20

- 涨幅top20：化学制药+中药为主，疫情相关主题带动显著，尤其是近期疫情政策调整带来大幅增长；
- 跌幅top20：医疗器械、医疗服务和生物制品为主，前期大白马凯莱英、艾德生物、南微医学等回调幅度较大。

2022至今的医药个股的涨幅top20

2022至今的医药个股的跌幅top20

证券名称	年涨跌幅 (%)	所属申万行业	总市值 (亿元)	营业收入 (2022Q1-Q3, 亿元)	营业收入 (同比增长率)	净利润 (2022Q1-Q3, 亿元)	净利润 (同比增长率)
新华制药	192	化学制药	170	55	10.4%	3	2.0%
以岭药业	160	中药II	850	79	-2.0%	14	15.5%
众生药业	155	中药II	251	20	9.2%	2	-19.8%
合富中国	121	医药商业	53	10	6.4%	1	0.9%
微电生理	91	医疗器械	118	2	39.7%	0	149.2%
康缘药业	87	中药II	134	31	21.0%	3	35.0%
双成药业	85	化学制药	36	2	-21.1%	0	16.0%
荣昌生物	79	生物制品	353	6	397.5%	-7	0.0%
海辰药业	73	化学制药	41	4	-16.4%	0	-28.2%
华润双鹤	71	化学制药	238	72	4.1%	10	10.6%
澳华内镜	68	医疗器械	85	3	22.5%	0	-54.5%
大理药业	66	中药II	32	1	-22.2%	0	-92.8%
上海谊众	66	化学制药	107	2	--	1	617.6%
开立医疗	65	医疗器械	225	13	33.1%	2	76.1%
葵花药业	61	中药II	155	32	7.1%	5	18.6%
特一药业	61	中药II	63	6	11.0%	1	-5.0%
卫信康	60	化学制药	65	11	42.0%	2	83.3%
千红制药	55	化学制药	96	16	20.5%	3	39.8%
翰宇药业	54	化学制药	178	5	4.6%	-1	-26.0%
神奇制药	53	化学制药	50	17	0.6%	1	5.6%

证券名称	年涨跌幅 (%)	所属申万行业	总市值 (亿元)	营业收入 (2022Q1-Q3, 亿元)	营业收入 (同比增长率)	净利润 (2022Q1-Q3, 亿元)	净利润 (同比增长率)
中红医疗	-74	医疗器械	63	12	-71.8%	0	-98.3%
司太立	-71	化学制药	66	14	5.1%	0	-86.7%
凯莱英	-69	医疗服务	490	78	167.2%	27	291.6%
数字人	-67	医疗服务	10	0	-41.1%	0	-347.9%
洁特生物	-66	医疗器械	42	5	-24.0%	1	-43.3%
艾德生物	-66	医疗器械	103	6	-7.2%	2	27.0%
大唐药业	-66	中药II	10	1	-8.4%	0	-29.7%
康泰生物	-65	生物制品	390	26	7.9%	2	-80.4%
*ST宜康	-64	医疗服务	13	7	-27.5%	-3	-34.5%
义翘神州	-63	生物制品	164	4	-47.1%	3	-50.4%
梓潼宫	-62	化学制药	10	3	3.1%	1	35.7%
健友股份	-59	化学制药	280	29	2.6%	9	7.0%
圣湘生物	-59	医疗器械	144	41	24.5%	16	-9.0%
赛伦生物	-57	生物制品	26	1	-11.0%	1	-13.0%
美迪西	-57	医疗服务	183	12	57.7%	3	51.6%
*ST和佳	-56	医疗器械	20	2	-68.4%	-4	-7027.1%
康华生物	-56	生物制品	125	11	35.2%	5	-17.2%
欧林生物	-56	生物制品	64	4	30.2%	0	-48.3%
英科医疗	-56	医疗器械	168	52	-61.8%	6	-90.9%
南微医学	-56	医疗器械	176	15	8.9%	2	-8.9%

资料来源：ifind (2022/12/11)、华安证券研究所

医疗板块概览：市值top20医药公司涨幅

- 目前仅有10家市值1000亿元的医药公司；
- 市值Top5医药公司涨幅均跑输申万医药生物指数；
- 市值Top20医药公司，仅有三家今年取得正收益，分别是以岭药业、华东医药、同仁堂。

医药个股市值top20的公司情况

证券名称	年涨跌幅 (%)	所属申万行业	总市值 (亿元)	营业收入 (2022Q1-Q3, 亿元)	营业收入 (同比增长率)	净利润 (2022Q1-Q3, 亿元)	净利润 (同比增长率)
迈瑞医疗	-18	医疗器械	3776	233	20.1%	81	21.6%
恒瑞医药	-23	化学制药	2476	159	-21.1%	31	-26.1%
药明康德	-33	医疗服务	2330	284	71.9%	74	107.5%
爱尔眼科	-32	医疗服务	2076	131	12.5%	26	18.5%
片仔癀	-38	中药II	1647	66	8.2%	21	1.6%
百济神州	-12	生物制品	1517	69	10.3%	-104	-89.7%
联影医疗	-7	医疗器械	1393	59	25.5%	9	16.1%
智飞生物	-30	生物制品	1388	278	27.5%	56	-33.3%
万泰生物	-35	生物制品	1309	87	140.6%	40	232.8%
云南白药	-44	中药II	1060	269	-5.1%	21	-12.7%
复星医药	-24	化学制药	911	316	16.9%	28	-29.1%
以岭药业	160	中药II	850	79	-2.0%	14	15.5%
华东医药	10	化学制药	777	279	7.4%	20	3.3%
泰格医药	-28	医疗服务	769	54	59.2%	18	-18.9%
康龙化成	-54	医疗服务	725	74	39.6%	9	-6.0%
长春高新	-34	生物制品	721	96	17.1%	36	8.7%
同仁堂	9	中药II	671	109	2.0%	15	4.0%
上海医药	-2	医药商业	654	1746	8.5%	60	11.6%
沃森生物	-28	生物制品	653	37	74.1%	7	42.2%
新和成	-37	化学制药	610	119	12.2%	30	-11.2%

资料来源：ifind (2022/12/11)、华安证券研究所

医疗板块概览：中药板块个股涨跌

- 以岭药业领涨医药板块，今年年度涨幅160%；其次是众生药业和康缘药业；
- 大理药业、葵花药业、特一药业、华润三九、上海凯宝、太极集团、昆药集团等领涨中药行业。

中药2022年涨幅top20的个股

证券名称	年涨跌幅 (%)	所属申万行业	总市值 (亿元)	营业收入 (2022Q1-Q3, 亿元)	营业收入 (同比增长率)	净利润 (2022Q1-Q3, 亿元)	净利润 (同比增长率)
以岭药业	160	中药 II	850	79	-2.0%	14	15.5%
众生药业	155	中药 II	251	20	9.2%	2	-19.8%
康缘药业	87	中药 II	134	31	21.0%	3	35.0%
大理药业	66	中药 II	32	1	-22.2%	0	-92.8%
葵花药业	61	中药 II	155	32	7.1%	5	18.6%
特一药业	61	中药 II	63	6	11.0%	1	-5.0%
华润三九	52	中药 II	515	121	7.5%	20	11.2%
上海凯宝	42	中药 II	92	8	0.6%	1	2.2%
太极集团	41	中药 II	176	105	10.2%	2	5.5%
昆药集团	38	中药 II	115	62	2.7%	4	-13.1%
贵州百灵	30	中药 II	140	21	6.1%	1	-14.5%
华森制药	28	中药 II	93	6	-13.0%	1	-18.5%
盘龙药业	28	中药 II	35	7	11.4%	1	7.1%
方盛制药	28	中药 II	38	14	22.0%	2	281.8%
精华制药	25	中药 II	115	12	21.3%	2	55.7%
步长制药	24	中药 II	289	113	-0.6%	0	-1.1%
汉森制药	18	中药 II	38	7	3.2%	1	14.6%
佛慈制药	17	中药 II	60	7	5.2%	1	-24.9%
贵州三力	17	中药 II	76	7	15.6%	1	-14.0%
江中药业	12	中药 II	102	29	48.3%	5	15.4%

资料来源：ifind (2022/12/11)、华安证券研究所

医疗板块概览：收入和营业利润稳定增长

- 2022年前三季度，医药生物行业营收和营业利润稳定增长，分别有9.31%和8.15%的同比增长；
- 2022年前三季度医疗服务收入和营业利润同比增长分别为39%/67%，增速最亮眼；其次医疗器械收入和营业利润同比增长分别为20.44%/24.76%，疫情带来IVD板块的放量贡献大；各个细分行业收入端均保持正增长，营业利润则不同程度受到疫情的影响。

医药板块2022前三季度收入（亿元）及同比增长&营业利润（亿元）及同比增长

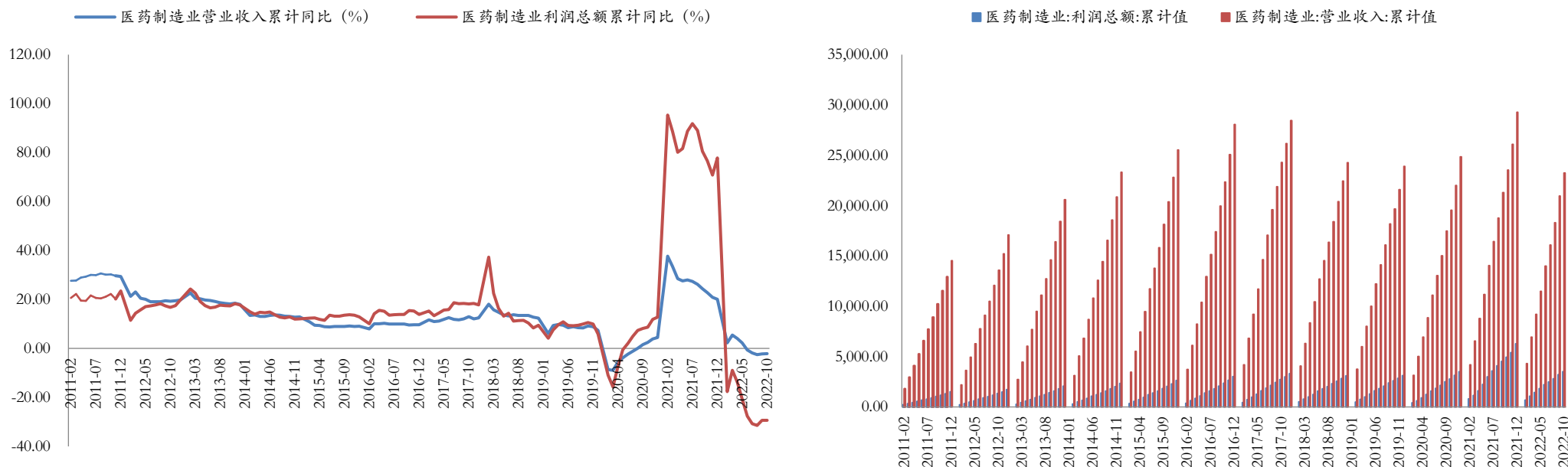
证券名称	营业收入（2022Q1-Q3，亿元）	营业收入合计（同比增长率）	营业利润（2022Q1-Q3，亿元）	营业利润合计（同比增长率）
医药生物	17248	9.31%	2220	8.15%
化学制药	3757	3.48%	465	-2.80%
生物制品	988	16.54%	293	-7.83%
医药商业	6971	7.89%	261	-0.56%
医疗器械	1693	20.44%	587	24.76%
中药II	2553	1.70%	304	-10.00%
医疗服务	1287	39.16%	309	67.46%

资料来源：ifind（2022/12/11）、华安证券研究所

行业情况：医药制造业数据整体向好，利润同比略有下滑

- 医药制造业收入同比提高，利润同比略降，整体向好。根据国家统计局发布的医药制造业相关数据，截至2022年10月，我国医药制造业营业收入累计值23247亿元，同比下降2.1%；利润累计值3496.30亿元，同比下降29.3%；整体来看医药制造业2021年以来恢复迅速，收入增长强劲，利润端由于近期国内疫情多点爆发&反复、板块内部波动等因素影响略有承压。

2011-2022医药制造业营业收入&利润累计值（rmb 亿元）&累计同比（%）



资料来源：wind、国家统计局，华安证券研究所

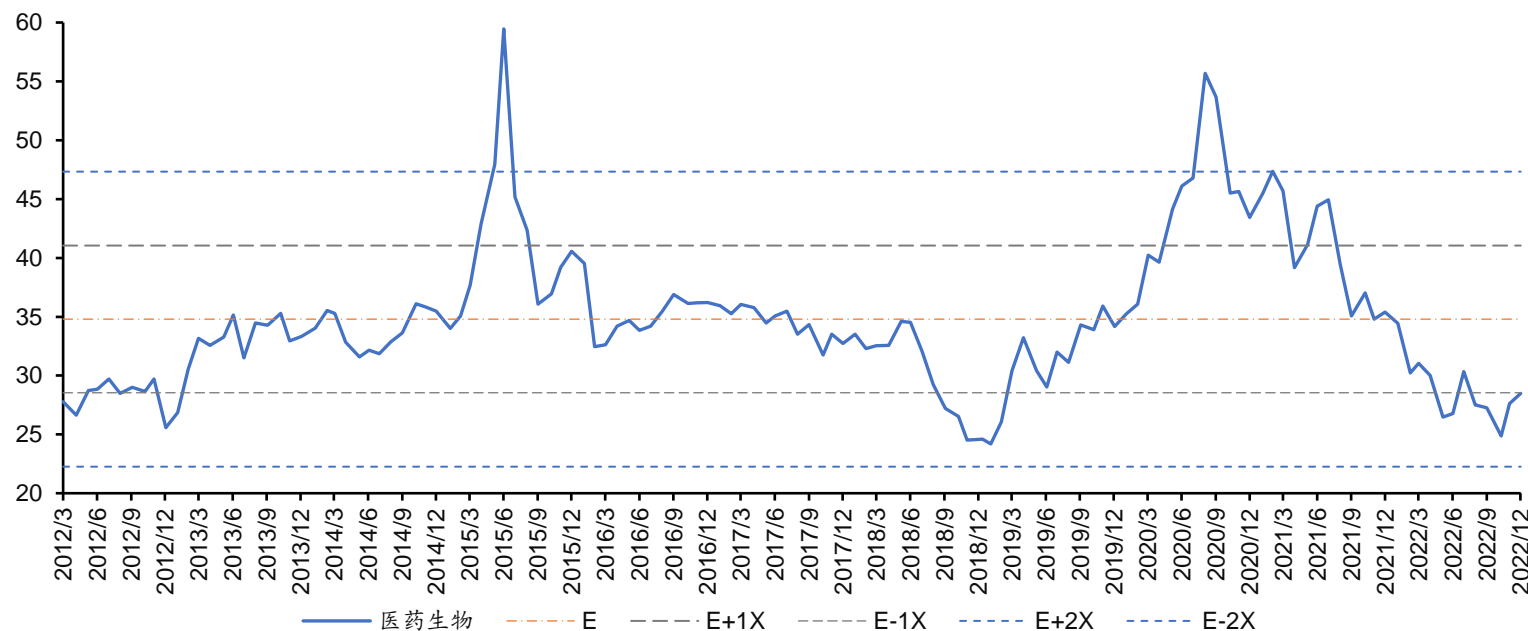
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

行情回顾：医药行业估值处于历史低估值下沿

- 截至12月2日，医药生物行业PE（TTM，剔除负值）为28X，较上周PE下降0.34个单位，比2012年以来均值低6个单位。

A股医药生物行业估值表现（12月2日）

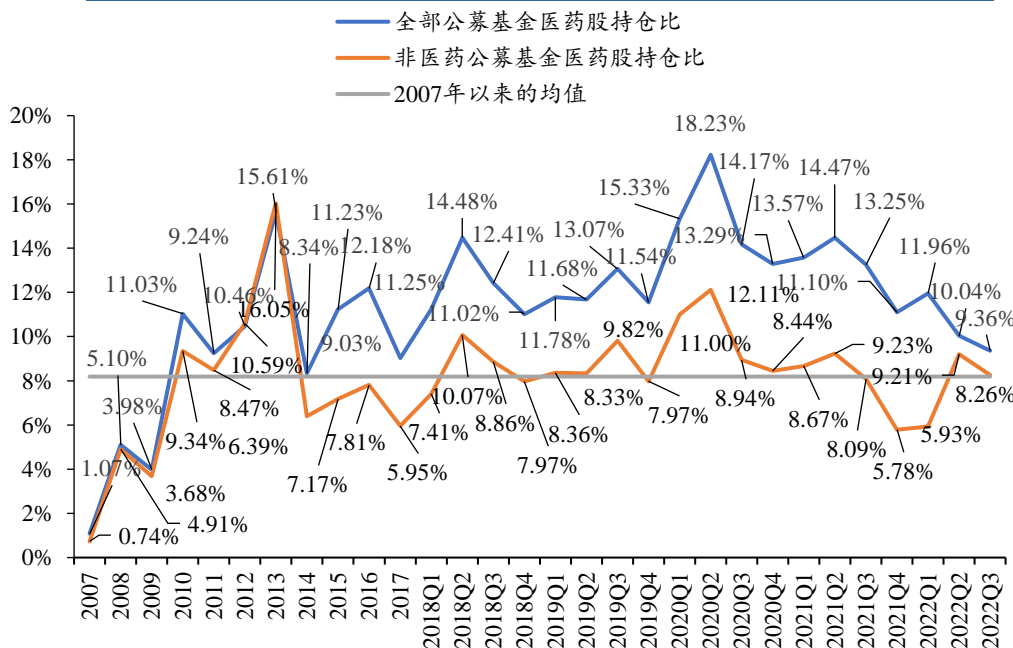


资料来源：wind、华安证券研究所

公募持仓：2007-2022Q3公募基金医药仓位变化趋势图

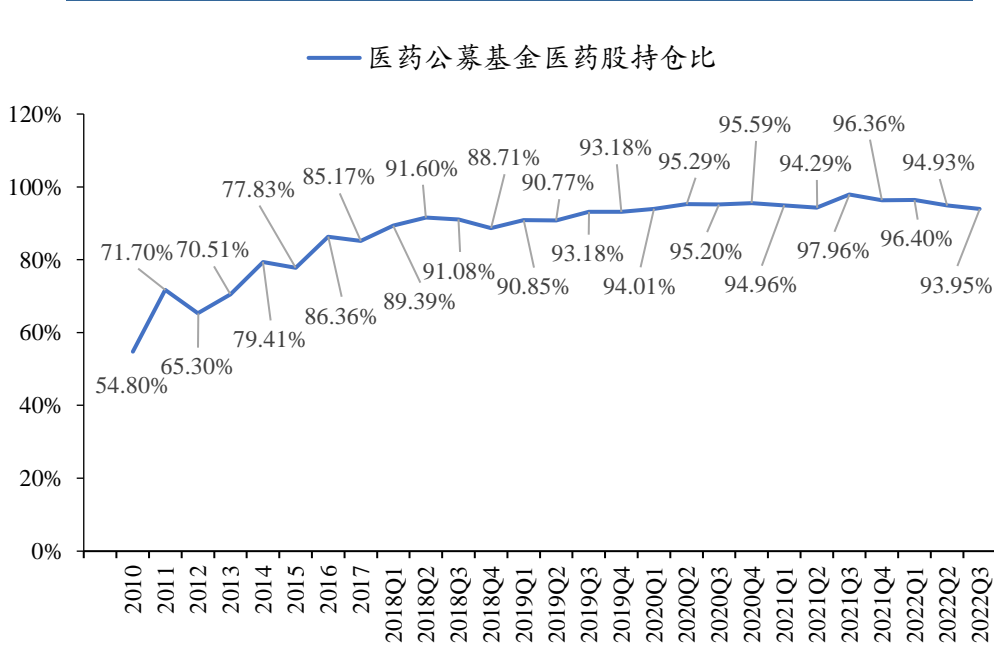
- 2022Q3，全部公募基金医药股持仓占比为9.36%，环比下降0.68个百分点；非医药公募基金医药股持仓占比为8.26%，环比下降0.95个百分点；医药公募基金医药股持仓占比为93.95%，环比下降0.98个百分点。目前公募基金医药配比处于低位，若医药行情复苏，新增量基金有望进入以恢复历史平均仓位。
- 2022Q3，非医药公募基金医药股持仓接近2007年以来的均值（8.18%）。

2007-2022年度公募基金医药股持仓占比



资料来源：ifind、华安证券研究所

2007-2022年度公募基金医药股持仓占比

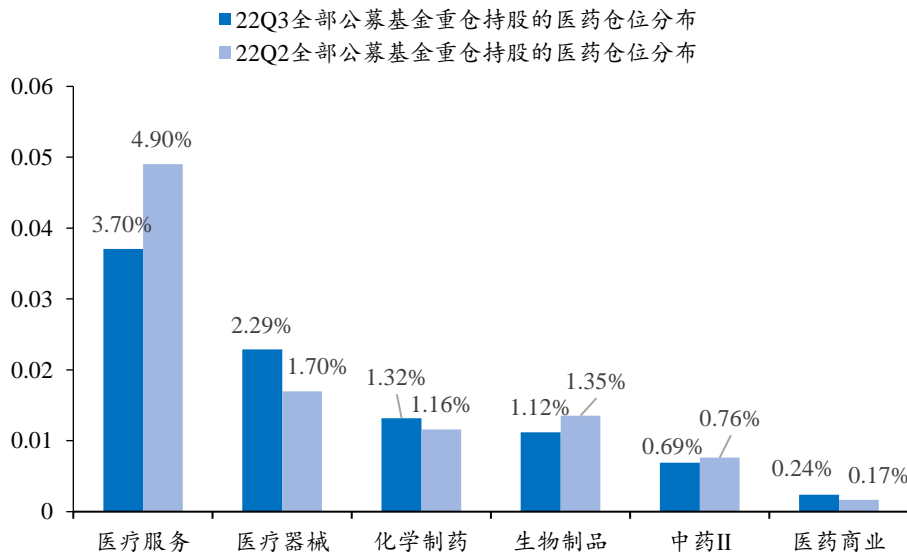


资料来源：ifind、华安证券研究所

公募持仓：2022Q3公募基金子行业医药持仓分析

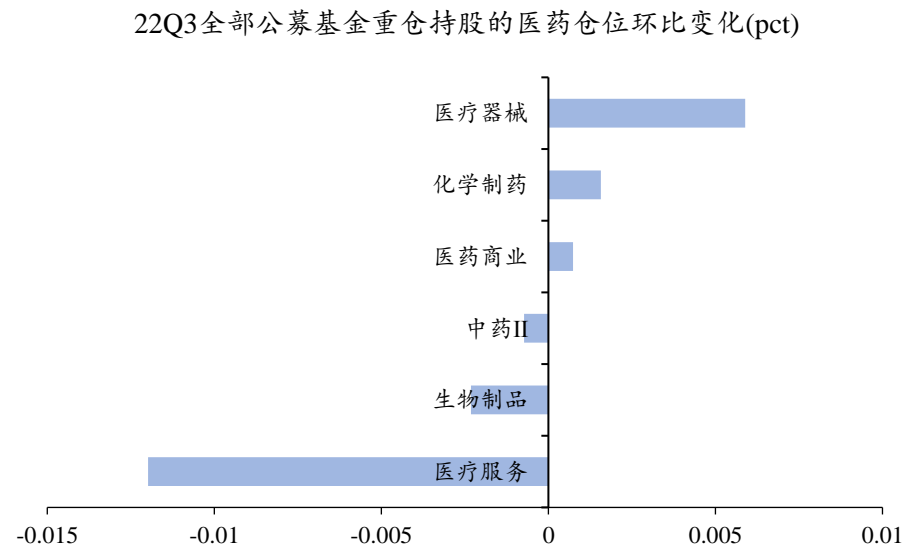
- (1) 全部公募基金重仓持股的医药仓位分析
- 2022Q3，全部公募基金重仓持股的医药仓位占比前三的医药二级子行业为：医疗服务（占比3.70%）、医疗器械（占比2.29%）、化学制药（占比1.32%）。
- 相较于2022Q2，2022Q3二级子行业中全部公募基金持仓占比环比增加的医药二级子行业为：医疗器械（环比+0.59pct）、化学制药（环比+0.16pct）、医药商业（环比+0.07pct）。

2022Q3全部公募基金重仓持股的医药仓位分析



资料来源：ifind、华安证券研究所

2022Q3全部公募基金重仓持股的医药仓位环比变化 (pct)

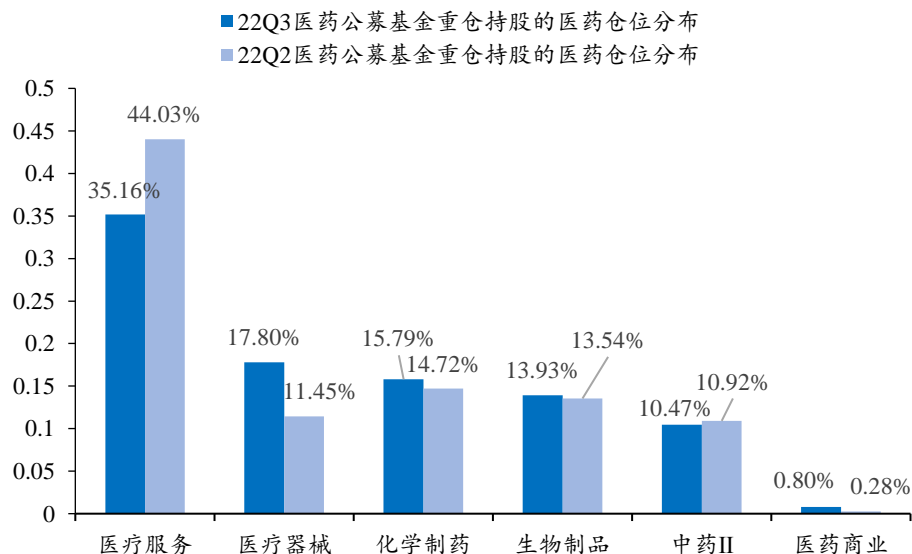


资料来源：ifind、华安证券研究所

公募持仓：2022Q3公募基金子行业医药持仓分析

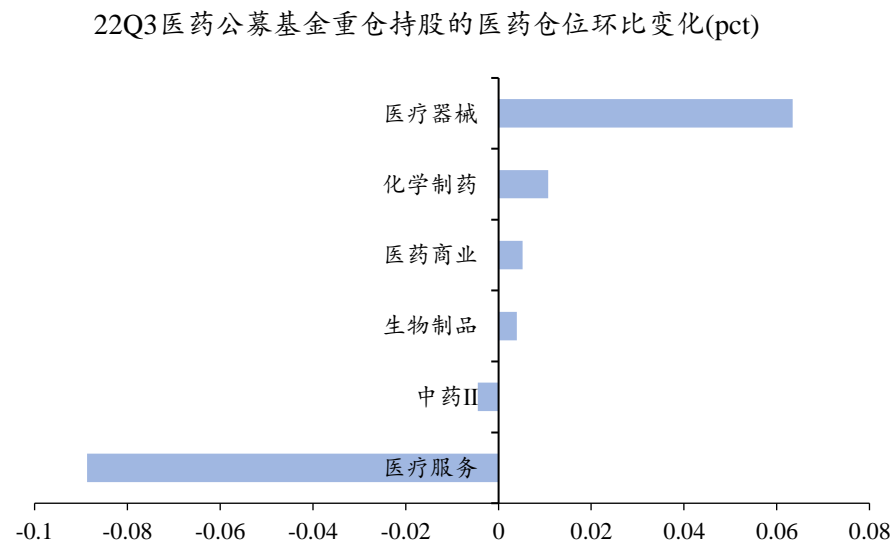
- (2) 医药公募基金重仓持股的医药仓位分析
- 2022Q3，医药公募基金重仓持股的医药仓位占比前三的医药二级子行业为：医疗服务（占比35.16%）、医疗器械（占比17.80%）、化学制药（占比15.79%）。
- 相较于2022Q2，2022Q3二级子行业中医药公募基金持仓占比环比增加的医药二级子行业为：医疗器械（环比+6.35pct）、化学制药（环比+1.07pct）、医药商业（环比+0.52pct）、生物制品（环比+0.39pct）。

2022Q3医药公募基金重仓持股的医药仓位分析



资料来源：ifind、华安证券研究所

22Q3医药公募基金重仓持股的医药仓位环比变化 (pct)

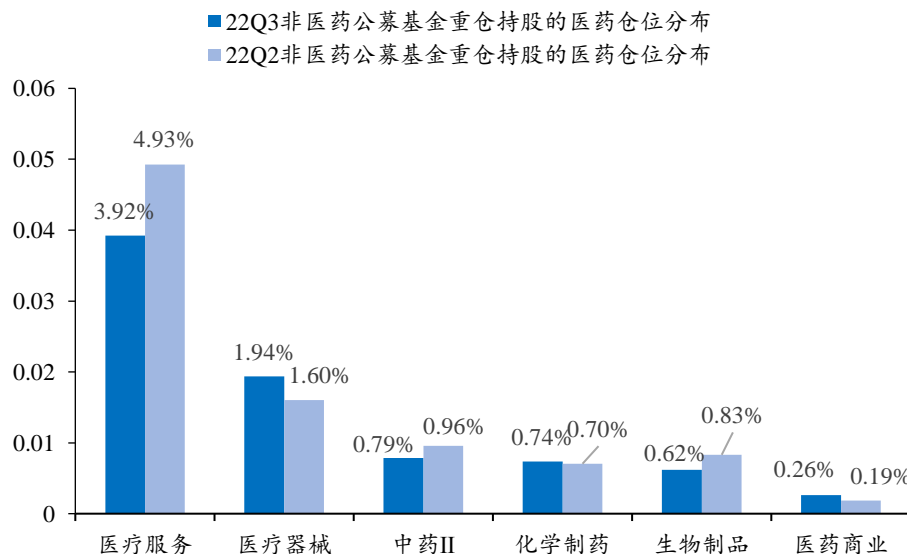


资料来源：ifind、华安证券研究所

公募持仓：2022Q3公募基金子行业医药持仓分析

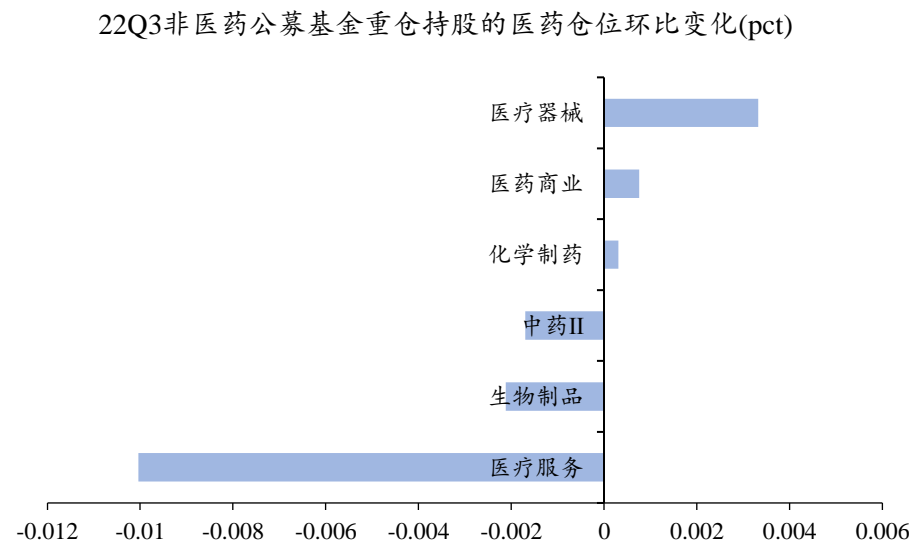
- (3) 非医药公募基金重仓持股的医药仓位分析
- 2022Q3，非医药公募基金重仓持股的医药仓位占比前三的医药二级子行业为：医疗服务（占比3.92%）、医疗器械（占比1.94%）、中药（占比0.79%）。
- 相较于2022Q2，2022Q3二级子行业中非医药公募基金持仓占比环比增加的医药二级子行业为：医疗器械（环比+0.33pct）、医药商业（环比+0.08pct）、化学制药（环比+0.03pct）。

2022Q3非医药公募基金重仓持股的医药仓位分析



资料来源：ifind、华安证券研究所

22Q3非医药公募基金重仓持股的医药仓位环比变化 (pct)



资料来源：ifind、华安证券研究所

华安证券研究所



医药行情回顾和展望：医药商业和中药表现亮眼，疫情因素主题迭起

2023年行业观点和投资建议：抓主线，同时寻找结构机会

医药细分板块策略，结构性回顾

风险提示

2022年医药涨跌要素归因思考

■ 2022年医药市场回顾要点：

□ 2022年医药板块波动的核心要素：研发投入要求和一级融资环境；疫情政策；十年美债收益；医保相关政策。

- 研发投入要求和一级融资环境：2021年7月2日CDE发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》；一二级估值倒挂、投融资环境不佳；
- 疫情政策：放开与不放开？中药支持政策？（放开；中药支持政策）
- 十年美债收益：本质是风险和成长资产估值折现因子（10年美债收益从2022年1月3日的1.63%到10月21日4.21%；21年8月4日是1.19%）；
- 医保相关政策：集采、中药。

2023年医药投资思路：主线+结构

■ 核心主线机会：

- 中药（中长期逻辑不变）：2022年1月份提出中药不是短期机会（3-5年机会），抓住好公司（好品种+稳定团队），以岭药业、康缘药业、华润三九、太极集团、贵州三力、特一药业、桂林三金、羚锐制药、同仁堂、广誉远、新天药业等；留意国企改革、小儿药等主题催化。
- 医疗基建（医疗设备+康复类+药房信息化+IVD+科研仪器）：贴息政策持续关注，落地概率大，弹性+稳健结合，相关标的包括迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器、澳华内镜、海泰新光、健麾信息、艾隆科技、华大智造、亚辉龙、安图生物、新产业等。
- 硬医疗（进口替代有空间的医疗设备和耗材+创新药及产业链的创新落地）：具备创新性和研发实力的产品，硬镜、软镜、超声、新药研发、医疗机器人、神经介入、电生理、科研仪器、测序仪器、双抗、ADC等。
- 复苏：医院端+医疗服务+药店+消费医疗+手术场景的耗材。

■ 结构行情：

- 小细分行业带来的结构性机会：肝炎、艾滋病、测序仪器、医疗机器人等细分大家关注度不高但是有催化。
- 内生（具备商业化产品的公司+中药新增产品渠道放量）：特宝生物、艾迪药业、荣昌生物、科济药业、康缘药业、健民集团等。



医药行情回顾和展望：医药商业和中药表现亮眼，疫情因素主题迭起

2023年行业观点和投资建议：抓主线，同时寻找结构机会

医药细分板块策略，结构性回顾

风险提示



3.1 医疗器械：

拥抱集采、迎接创新、走向全球

三大主线+两大主题

3.1 医疗器械板块22年市场行情回顾：结构性行情特点突出

板块名称	成份区间涨跌幅（流通市值加权平均）2022年以来（%）
医药生物	-8.08
化学制药	-8.25
原料药	-16.67
化学制剂	-5.81
中药II	13.13
中药III	13.13
生物制品	-20.53
血液制品	-14.71
疫苗	-24.76
其他生物制品	-17.86
医药商业	13.50
医药流通	11.29
线下药店	16.88
医疗器械	-10.65
医疗设备	-10.08
医疗耗材	-22.38
体外诊断	-0.01
医疗服务	-28.18
诊断服务	-31.40
医疗研发外包	-35.40
医院	-15.12
其他医疗服务	-32.85

医疗设备和IVD仍有相对收益

证券代码	证券名称	2022年涨幅（%）
688351.SH	微电生理	63.50
688212.SH	澳华内镜	56.97
300633.SZ	开立医疗	55.16
002932.SZ	明德生物	51.68
300396.SZ	迪瑞医疗	43.67
688068.SH	热景生物	38.77
688075.SH	安旭生物	32.90
300049.SZ	福瑞股份	30.07
002432.SZ	九安医疗	27.33
603309.SH	维力医疗	24.31
300482.SZ	万孚生物	22.83
688677.SH	海泰新光	22.00
300298.SZ	三诺生物	14.30
300832.SZ	新产业	13.14
301363.SZ	美好医疗	12.78
688358.SH	祥生医疗	12.45
603658.SH	安图生物	11.87
688114.SH	华大智造	10.25
301235.SZ	华康医疗	9.24
300314.SZ	戴维医疗	7.63

次新股、设备、疫情股、绩优股

证券代码	证券名称	2021年涨幅（%）
002432.SZ	九安医疗	476.74
605369.SH	拱东医疗	267.79
688068.SH	热景生物	242.11
688198.SH	佰仁医疗	229.78
300171.SZ	东富龙	222.65
688301.SH	奕瑞科技	193.61
600055.SH	万东医疗	139.74
300358.SZ	楚天科技	138.95
600587.SH	新华医疗	129.42
002932.SZ	明德生物	86.53
688026.SH	洁特生物	86.06
300049.SZ	福瑞股份	80.15
002086.SZ	ST东洋	71.11
688677.SH	海泰新光	69.09
688075.SH	安旭生物	64.06
688366.SH	昊海生科	40.74
688139.SH	海尔生物	40.23
603987.SH	康德莱	38.99
300289.SZ	利德曼	37.14
603222.SH	济民医疗	36.34

疫情股、绩优股

证券代码	证券名称	2020年涨幅（%）
300677.SZ	英科医疗	2,422.81
603301.SH	振德医疗	383.67
688399.SH	硕世生物	348.83
603976.SH	正川股份	331.95
002030.SZ	达安基因	294.46
300832.SZ	新产业	212.61
300318.SZ	博晖创新	192.42
300206.SZ	理邦仪器	174.81
300595.SZ	欧普康视	162.28
300298.SZ	三诺生物	147.73
300453.SZ	三鑫医疗	144.20
300171.SZ	东富龙	142.34
300760.SZ	迈瑞医疗	140.83
688139.SH	海尔生物	131.52
002932.SZ	明德生物	109.11
603987.SH	康德莱	99.36
002432.SZ	九安医疗	96.06
688198.SH	佰仁医疗	86.57
600529.SH	山东药玻	85.30
300529.SZ	健帆生物	85.20

疫情股、绩优股

资料来源：IFIND（截止2022年12月2日），华安证券研究所

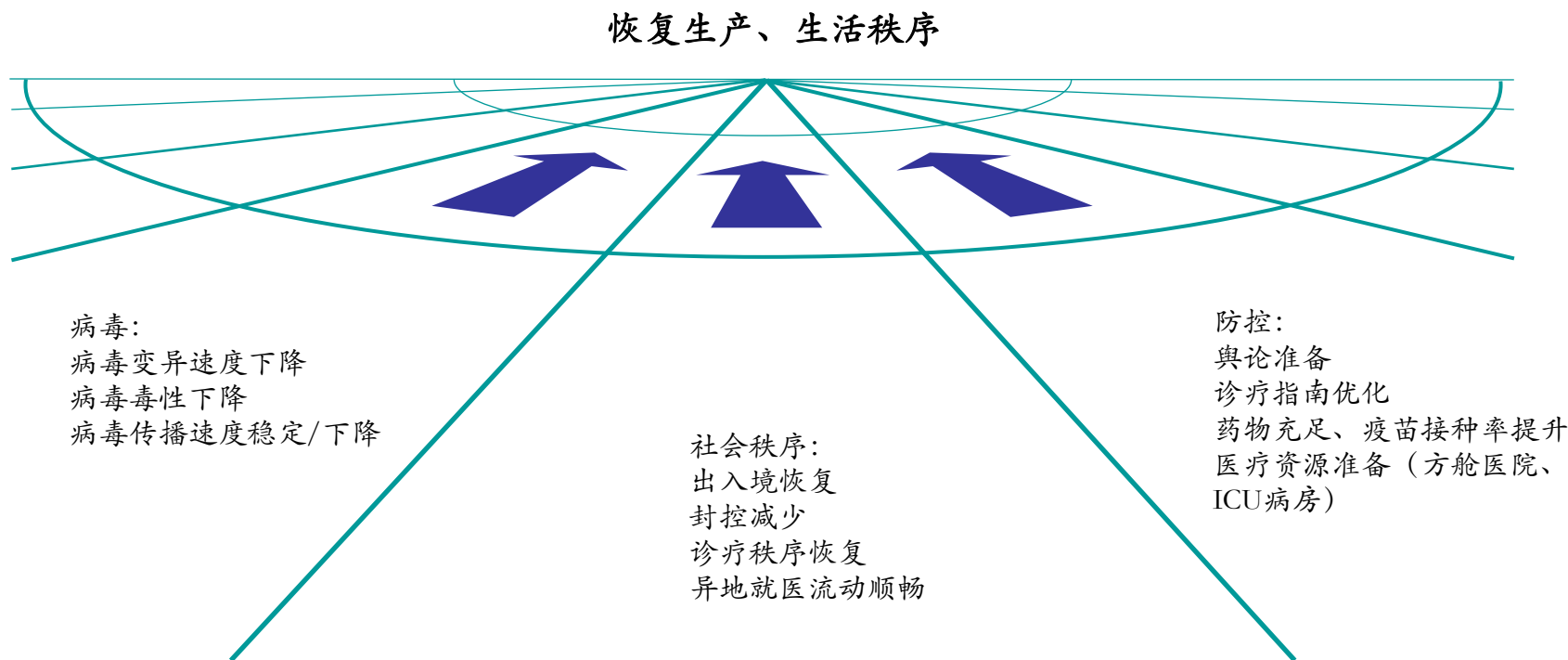
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗器械板块三季报回顾：板块内分化，没有显著一致的贝塔

- **医疗设备**：22Q3受疫情防控缓和影响，板块收入增速有所回暖，尤其是国产替代空间大的内镜诊疗设备、高端超声设备。展望未来，板块仍受益于（1）受益于全球医疗新基建政策，如大型影像设备、康复设备；（2）部分细分领域产业升级、市场需求扩容，国产替代加速，如医用内镜系统、基因测序仪；（3）疫情后复苏预期的家用医疗器械设备，如家用无创呼吸机、血糖监测系列；（4）核心零部件自主可控，龙头公司加大与重点国产公司的合作。
- **体外诊断**：22Q3板块内分化较大，常规需求方面化学发光板块恢复迅速，POCT和分子诊断板块均受新冠疫情检测需求波动而影响较大，展望未来，我们预计（1）院内受损板块逐渐恢复，如仍未有明显恢复的肿瘤伴随诊断板块；（2）化学发光龙头提供生化、免疫整体解决方案，规模化提升，集中度进一步提升；（3）新冠病毒检测类机会持续关注。
- **高值耗材**：22Q3板块业绩迎来显著回升，尤其是血管介入类公司，其次是眼科消费医疗器械公司，骨科板块由于集采政策执行，业绩短期普遍承压。未来，我们看好（1）集采政策风险落地，逐渐超出集采负面影响的公司；（2）所属细分领域有较大的国产替代空间，且国产品牌能够实现技术快速追赶的公司。
- **低值耗材**：22Q3板块内多数公司盈利能力下降，核心原因在于毛利率的下降。展望未来，我们认为低耗板块自下而上去寻找标的更为合适，看好业务平衡能力更强、有大单品推出、新客户导入的公司。

3.1 医疗器械板块2023年展望：疫情与防控亦步亦趋，放开赢得未来

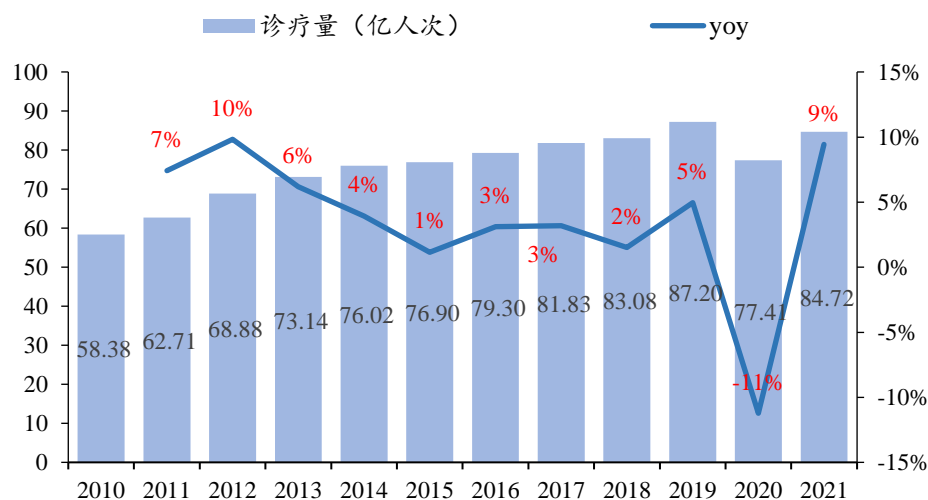


资料来源：华安证券研究所整理

3.1 医疗器械板块2023年展望：需求端持续恢复，疫情仍是扰动项

- 因为新冠疫情防控、人口流动受限、医院门诊关闭等原因，非新冠疾病的诊疗需求被压制，手术类需求、康复类需求、重大疾病跨省就医需求不同程度被延后。但从不同维度看，目前的诊疗需求人次基本恢复到2019年水平，但如果考虑潜在诊疗需求的增长，目前的诊疗需求仍未完全恢复。
- (1) 从异地就医统计口径看，2019年异地就医人次约9790万人次，2021年异地就医人次约10752万人次，已经超过2019年。
- (2) 医疗机构整体诊疗人次看，2021年达到84.72亿人次，2019年约87.20亿人次，接近2019年整体水平。
- (3) 2022年1-6月，全国医疗卫生机构总诊疗人次31.6亿（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长1.0%。

医疗机构诊疗量



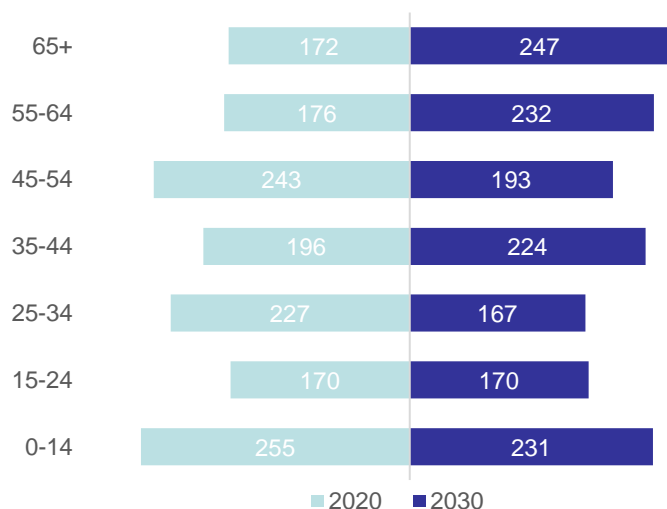
	诊疗人次 (亿人次)			
	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
医疗卫生机构合计	23.93	31.30	31.62	
一、医院	18.19	14.28	19.62	19.62
按登记注册类分				
公立医疗	15.45	12.04	16.59	16.46
民营医疗	2.74	2.24	3.03	3.16
按医院等级分				
三级医院	9.32	7.28	11.02	11.06
二级医院	6.68	5.36	6.60	6.60
一级医院	1.09	0.84	1.07	1.05
未定级医院	1.11	0.80	0.94	0.90
二、基层医疗卫生机构	-	8.43	10.11	10.41
社区卫生服务中心(站)	-	2.95	3.78	3.61
乡镇卫生院	-	4.89	5.33	5.72
三、其他机构	-	1.22	1.57	1.59

资料来源：卫健委网站，卫生统计年鉴，华安证券研究所

3.1 医疗器械板块2023年展望：长期老龄化加剧，医保不是瓶颈

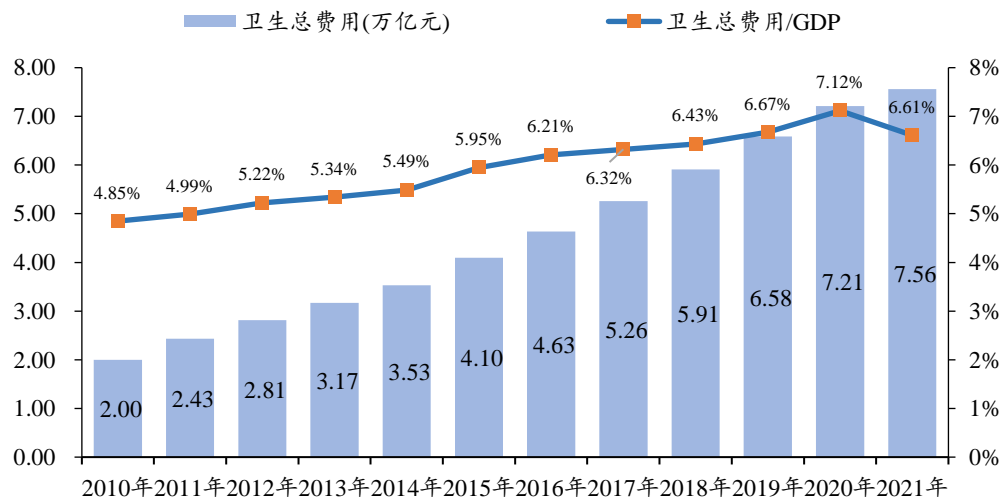
- 从长期需求来看，我国人口结构老龄化加剧，就医需求也将显著增加，对器械的需求也会稳步提升。
- 从我国卫生医疗费用占GDP比例来看，目前仅在6-7%，未来随经济发展，无论是财政端、社会医保端还是居民个人端均会提升对卫生保健的支出，卫生医疗费用占GDP比例也会逐渐向发达国家靠近（如美国18%、日本在10%以上）。

我国人口结构预测（百万人）



资料来源：UNWPP 2019，毕马威，华安证券研究所

2010-2021年我国卫生医疗费用占GDP比例

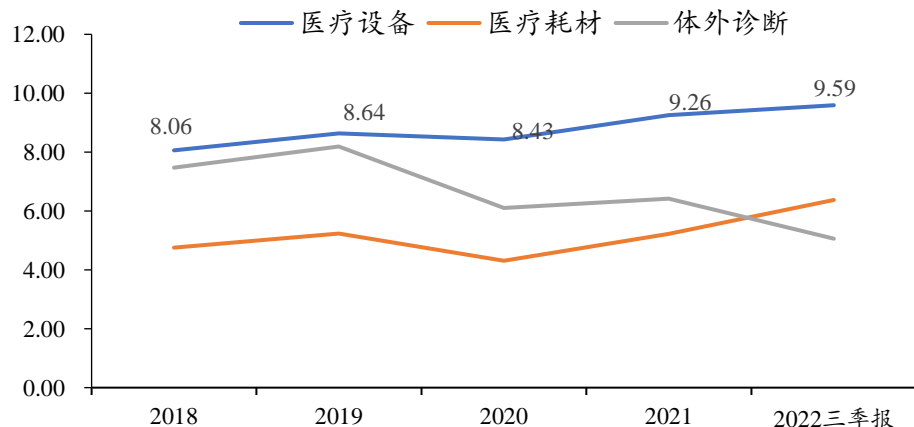


资料来源：卫健委网站，卫生统计年鉴，华安证券研究所

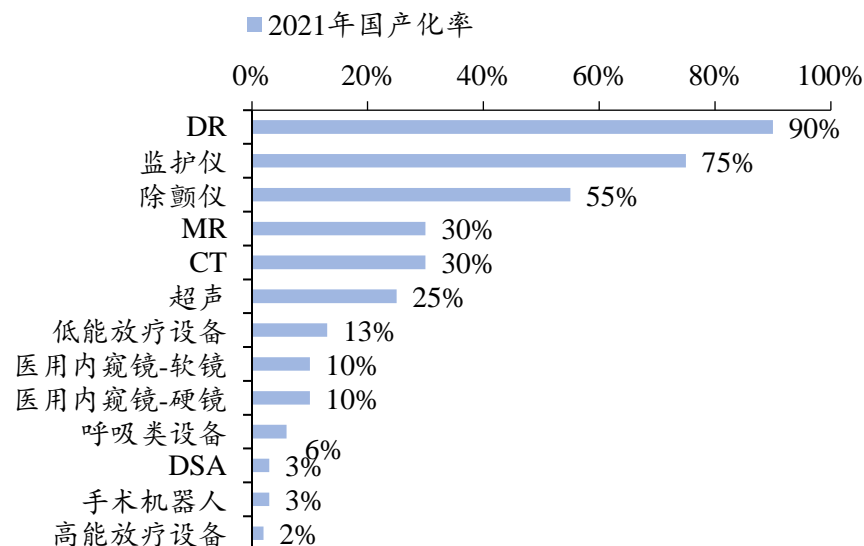
3.1 医疗器械板块2023年展望：供给端国产企业持续加大研发力度

国内医疗器械公司的研发投入力度持续加大，推出新产品，部分领域产品引领行业，如国产高端监护仪、无液氦MRI、4K超高清内镜、腔镜手术机器人等，国产化率也有望继续提升。

医疗器械板块公司研发费用率情况



部分医疗器械赛道国产化率



资料来源：IFID，艾瑞咨询，华安证券研究所

3.1 医疗器械板块2023年展望：集采持续推进，创新品类赢得空间

集采政策持续推进，更有利于行业龙头和平台型企业

- ✓ 国家：冠脉支架集中带量采购协议期满后接续采购（2022.11）
- ✓ 国家：国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购（2022.9）
- ✓ 国家：《国家医疗保障局关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》（2022.9）
- ✓ “3+N”联盟：冠脉导引导丝、冠脉导引导管、冠脉扩张球囊带量联动采购（2022.11）
- ✓ 四川：口腔种植体系统采购需求量填报（2022.9）
- ✓ 福建：心脏介入电生理类、腔镜切割吻合/缝合器类医用耗材采购需求量填报（2022.10）
- ✓ 江西：肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购（2022.11）
- ✓ 陕西：省际联盟省（区、兵团）口腔正畸托槽集中带量采购（2022.11）

创新品类赢得空间

- ✓ **DRG单独支付**：北京医保局发布的《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）》中，提出符合条件的新药、新技术将在北京市获得CHS-DRG付费“豁免权”。
- ✓ **纳入医保支付**：在十三届全国人大五次会议第8013号建议的答复中，国家医保局提到“创新医用耗材医保支付问题”时，表示正研究完善相关政策，指导各地及时将符合条件的创新医用耗材按程序纳入医保支付范围。
- ✓ **带量采购暂不适用**：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。在集中带量采购过程中，根据临床使用特征、市场竞争格局和中选企业数量等因素合理确定带量比例，在集中带量采购之外留出一定市场为创新产品开拓市场提供空间。

3.1 医疗器械板块2023年展望：中国器械“出海”渐成气候

中国“产业链”类公司出海

OEM:

2000年前

低值耗材

康德莱等

ODM:

2015年以来

低值耗材

高值耗材

整机代工

联合品牌

美好医疗、海泰新光、惠泰医疗、采纳股份、康德莱、东方生物等

供应链:

2015年以来

关键组件

弈瑞科技、海泰新光、

关键设备

东富龙、楚天科技

中国自主品牌类公司出海

产品准入:

产品FDA注册越来越多

欧洲、东亚、中东等市场占比越来越高

销售端:

从简单的经销到当地建分公司或与绑定核心经销商

生产端:

本地化建厂逐渐提上日程

迈瑞医疗、联影医疗、祥生医疗、九安医疗、怡和嘉业、华大智造、南微医学、拱东医疗等

资料来源：华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗器械板块选股思路：三大主线+两大主题

主线1	主线2	主线3	主题1	主题2
医疗硬科技线	集采与复苏线	中国公司出海线	新冠疫情	医疗新基建
<p>产业升级、新产品推出、国产替代加速、配置率提升</p> <p>细分领域： 医用内窥镜、 基因测序仪、 三维电生理标测设备、CT、超高端彩超等。</p>	<p>集采政策规则整体有所温和、预期清晰、更有利于创新医疗器械</p> <p>细分领域：平台型+创新型公司；骨科、心血管、心脏电生理、血管介入；院内刚性诊疗类器械；化学发光。</p>	<p>中国产品高性价比、高稳定性及稳定的供应链优势，满足海外不同群体市场需求；包括低值耗材类、设备关键零部件等。</p>	<p>新冠疫情防控仍是未来一年整个社会的焦点，围绕疫情防控产生的各类就医需求仍会带来较好的投资收益；如新冠抗原检测试剂、制氧机、指脉血氧监测仪等。</p>	<p>十四五期间加快加优质医疗资源扩容，促进公立医院优质发展，我国人均医疗资源较发达国家贫乏，医疗新基建是解决就医难的基础抓手。</p>

3.1 医疗硬科技：突破进口品牌的限制，国产品牌实现跟随或超越

- **基因测序仪**：基因测序行业里的明珠，华大智造对标Illumina，已在美国区域实现专利和缓，海外市场空间打开。
- **医用内窥镜**：对标奥林巴斯，澳华内镜AQ-300引领国内4K超高清分辨率像素，抢占X1未进入中国的时间窗口。
- **超高端彩超**：迈瑞医疗，大型平台型公司，超高端彩超领域逐步实现突破。
- **PET/CT**：联影医疗，高举高打，产品实现海外高端研究型医院装机。
- **三维电生理标测设备**：治疗房颤领域的三维电生理标测设备上市晚于外资企业近10年，微电生理、惠泰医疗相继实现国产设备上市。
- **腔镜手术机器人**：对标Intuitive Surgical的达芬奇手术机器人，微创机器人的鸿鹄腔镜手术机器人已经推出。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	300760.SZ	迈瑞医疗	3,935.58	80.02	97.39	117.96	142.61	21.71%	21.13%	20.89%	40.41	33.36	27.60
2	688271.SH	联影医疗	1,528.81	14.17	17.94	23.25	29.24	26.58%	29.58%	25.81%	85.22	65.77	52.28
3	688114.SH	华大智造	456.80	4.84	19.70	7.41	9.37	307.33%	-62.37%	26.36%	23.19	61.63	48.77
4	300633.SZ	开立医疗	211.15	2.47	3.29	4.25	5.46	33.08%	29.26%	28.32%	64.17	49.64	38.69
5	688212.SH	澳华内镜	78.66	0.57	0.57	0.92	1.44	0.66%	59.56%	56.98%	137.00	85.86	54.70
6	688351.SH	微电生理	101.18	-0.12	0.15	0.46	0.93	-225.27%	206.67%	102.17%	674.53	219.95	108.79
7	688617.SH	惠泰医疗	190.01	2.08	2.92	3.97	5.41	40.25%	36.14%	36.23%	65.16	47.86	35.13

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测

3.1 集采与复苏类：院内诊疗刚需耗材，集采扰动减弱，需求复苏动力增强

- **介入类：**冠脉支架已经完成续约竞价，相较前次，量价齐升；通用路耗材也逐渐进入集采，预计也会带来龙头公司量的快速增长；在集采中“剩下”的平台型龙头公司更有竞争力，如乐普医疗、微创医疗、惠泰医疗、心脉医疗、佰仁医疗。
- **骨科手术类：**骨科三大类耗材均已完成带量采购，看好龙头公司，如大博医疗、三友医疗、威高骨科等。
- **微创外科类：**预计会充分受益于明年门诊量恢复预期，如南微医学。
- **肿瘤检测类：**受益于国内PCR-11基因国内获批（预计2023年）和肿瘤病人伴随诊断检测需求回暖的艾德生物。
- **常规检测：**国产化学发光企业实力增强且龙头受益于带量采购，如安图生物、新产业、迈瑞医疗、迈克生物和亚辉龙。
- **其他：**如具备3D打印生物材料技术的迈普医学，受益于种植牙集采的正海生物。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	300760.SZ	迈瑞医疗	3,935.58	80.02	97.39	117.96	142.61	21.71%	21.13%	20.89%	40.41	33.36	27.60
2	300003.SZ	乐普医疗	428.77	17.19	21.65	24.84	29.54	25.93%	14.72%	18.93%	19.80	17.26	14.51
3	688617.SH	惠泰医疗	190.01	2.08	2.92	3.97	5.41	40.25%	36.14%	36.23%	65.16	47.86	35.13
4	002901.SZ	大博医疗	157.76	6.73	7.33	8.64	10.45	8.79%	17.88%	20.96%	21.54	18.27	15.10
5	688085.SH	三友医疗	61.32	1.86	2.12	2.66	3.38	13.76%	25.61%	26.74%	28.92	23.03	18.17
6	688161.SH	威高骨科	221.04	6.90	8.26	9.80	12.18	19.69%	18.55%	24.37%	26.75	22.57	18.14
7	603658.SH	安图生物	356.39	9.74	12.57	16.13	20.47	29.11%	28.29%	26.91%	28.35	22.10	17.41
8	300832.SZ	新产业	386.46	9.74	12.84	16.90	21.50	31.85%	31.62%	27.26%	30.10	22.87	17.97
9	688575.SH	亚辉龙	144.70	2.05	7.87	6.87	9.86	284.14%	-12.62%	43.52%	18.40	21.05	14.67
10	300463.SZ	迈克生物	117.29	9.57	10.26	11.85	13.89	7.23%	15.56%	17.15%	11.43	9.89	8.45
11	300685.SZ	艾德生物	102.72	2.40	3.03	3.67	4.69	26.62%	21.05%	27.61%	33.86	27.97	21.92
12	300653.SZ	正海生物	72.41	1.69	2.12	2.81	3.59	25.66%	32.48%	27.80%	34.19	25.81	20.19
13	301033.SZ	迈普医疗	26.54	0.45	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
14	688029.SH	南微医学	148.60	3.25	3.93	5.37	7.05	20.88%	36.68%	31.40%	37.85	27.70	21.08
15	688016.SH	心脉医疗	132.87	3.16	4.03	5.42	7.09	27.43%	34.57%	30.95%	33.01	24.53	18.73
16	688198.SH	佰仁医疗	179.77	0.51	1.14	1.97	3.31	121.78%	73.49%	68.09%	158.32	91.26	54.29

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测

华安证券研究所

3.1 集采与复苏类：消费医疗群众基础好，支付购买意愿强，为效果付费

- **视光类**：OK镜适用群体广泛，产品渗透率快速提升，高景气持续，如爱博医疗、欧普康视。
- **医美类**：医美项目正从可选消费，逐渐有望成为新消费里的“必选消费”，疫情过后，轻医美项目类项目也会快速恢复，重点关注提供医美能量源设备的企业，如正在产品布局阶段的伟思医疗、普门科技等。
- **盆底康复类**：盆底康复的院外市场也是重要的组成部分，疫情过后预计也会迎来恢复，相关标的如麦澜德。
- **家用医疗器械**：受益于网络电商渠道建设的完善，居民网上自主购买家用医疗器械成为主流，康复类（轮椅、护理床）、POCT（早早孕试纸、尿酸检测类）、血糖监测类等品类需求也会快速提升。关注标的如鱼跃医疗、三诺生物、可孚医疗、诺辉健康。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	688050.SH	爱博医疗	219.82	1.71	2.46	3.48	4.79	43.61%	41.38%	37.63%	89.33	63.19	45.91
2	300595.SZ	欧普康视	281.87	5.55	6.95	9.11	11.74	25.30%	31.13%	28.80%	40.55	30.92	24.01
3	688580.SH	伟思医疗	37.62	1.78	1.40	1.80	2.40	-21.27%	28.57%	33.33%	26.87	20.90	15.67
4	688389.SH	普门科技	86.97	1.90	2.54	3.41	4.49	33.41%	34.31%	31.61%	34.25	25.50	19.38
5	688273.SH	麦澜德	33.18	1.18	1.41	1.79	2.14	19.20%	26.51%	19.82%	23.51	18.59	15.51
6	002223.SZ	鱼跃医疗	368.51	14.82	15.41	18.20	21.59	3.94%	18.12%	18.60%	23.92	20.25	17.07
7	301087.SZ	可孚医疗	100.07	4.29	5.08	6.24	7.68	18.51%	22.73%	23.05%	19.69	16.04	13.04
8	300298.SZ	三诺生物	191.61	1.08	3.57	4.09	4.95	231.79%	14.70%	20.91%	53.69	46.81	38.71

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测

3.1 中国公司出海：绑定优质终端客户，订单获取能力强

- **ODM/CDMO**：关注低值耗材领域与海外客户如Medline、BD、费森尤斯等客户合作密切型公司，如采纳股份、天益医疗、振德医疗、维力医疗、康德莱、拱东医疗、昌红科技，以及IVD领域的东方生物等。
- **供应链**：关注与下游客户有关键零部件供应、且技术拓展能力强的公司，如奕瑞科技、海泰新光 and 美好医疗。
- **上游设备**：关注东富龙、楚天科技。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	301122.SZ	采纳股份	57.56	1.31	1.83	2.73	3.73	40.25%	49.10%	36.58%	31.40	21.06	15.42
2	301097.SZ	天益医疗	35.30	0.78	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
3	603301.SH	振德医疗	118.38	5.96	6.94	8.29	9.84	16.55%	19.37%	18.68%	17.05	14.28	12.03
4	603309.SH	维力医疗	57.27	1.06	1.66	2.25	2.94	56.23%	35.44%	30.85%	34.55	25.51	19.50
5	603987.SH	康德莱	64.42	2.91	3.77	4.65	5.69	29.51%	23.32%	22.26%	17.07	13.84	11.32
6	605369.SH	拱东医疗	126.90	3.11	4.05	5.26	6.81	30.29%	29.71%	29.49%	31.32	24.14	18.64
7	300151.SZ	昌红科技	111.05	1.12	1.69	2.50	3.57	50.66%	48.37%	42.80%	65.91	44.42	31.11
8	688301.SH	奕瑞科技	328.80	4.84	6.44	8.39	10.85	32.98%	30.38%	29.29%	51.08	39.18	30.30
9	688677.SH	海泰新光	99.42	1.18	1.83	2.46	3.22	55.25%	34.53%	30.93%	54.39	40.43	30.88
10	301363.SZ	美好医疗	169.78	3.10	4.12	5.29	7.03	32.73%	28.64%	32.80%	41.25	32.06	24.15
11	300171.SZ	东富龙	154.72	8.28	10.06	12.79	15.97	21.58%	27.03%	24.91%	15.37	12.10	9.69
12	300358.SZ	楚天科技	91.26	5.66	6.77	8.23	10.03	19.61%	21.51%	21.83%	13.47	11.09	9.10
13	688298.SH	东方生物	197.16	49.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测C

3.1 中国公司出海：中国自主品牌出海，本地化经营提上日程

- **高端市场：**高举高打，如联影医疗。
- **性价市场：**大型平台型医疗器械公司，如迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗、康泰医学等；小而美的细分领域龙头公司，如怡和嘉业、南微医学；IVD领域如新产业、亚辉龙、艾德生物、诺禾致源等。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	300760.SZ	迈瑞医疗	3,935.58	80.02	97.44	118.06	142.76	21.78%	21.15%	20.92%	40.39	33.34	27.57
2	688271.SH	联影医疗	1,528.81	14.17	17.88	22.92	28.80	26.14%	28.19%	25.66%	85.52	66.71	53.09
3	300633.SZ	开立医疗	211.15	2.47	3.51	4.61	5.92	41.84%	31.40%	28.41%	60.21	45.82	35.68
4	688212.SH	澳华内镜	78.66	0.57	0.49	0.91	1.45	-14.88%	86.71%	60.32%	162.01	86.77	54.12
5	688029.SH	南微医学	148.60	3.25	3.69	5.05	6.64	13.71%	36.67%	31.50%	40.24	29.44	22.39
6	300832.SZ	新产业	386.46	9.74	12.56	16.24	20.65	29.01%	29.25%	27.19%	30.76	23.80	18.72
7	688575.SH	亚辉龙	144.70	2.05	9.22	5.96	6.54	350.49%	-35.40%	9.82%	15.69	24.28	22.11
8	300463.SZ	迈克生物	117.29	9.57	9.72	11.10	12.87	1.60%	14.25%	15.91%	12.07	10.56	9.11
9	300685.SZ	艾德生物	102.72	2.40	2.91	3.27	4.14	21.39%	12.40%	26.64%	35.32	31.43	24.82
10	688358.SH	祥生医疗	40.60	1.12	1.52	1.92	2.49	35.05%	26.41%	29.72%	26.73	21.15	16.30
11	300869.SZ	康泰医学	104.59	3.52	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
12	688315.SH	诺禾致源	107.25	2.25	1.93	2.64	3.52	-14.39%	37.28%	33.21%	55.69	40.56	30.45
13	301367.SZ	怡和嘉业	165.73	1.46	3.57	4.80	6.14	145.06%	34.45%	27.92%	46.42	34.53	26.99

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测

3.1 医疗新基建：加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局

- **政策：**《十四五优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、《关于推进公立医院高质量发展的意见》、《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》等文件为医疗新基建建设指明方向。十四五规划指明坚持基本医疗卫生事业公益属性，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，加快建设分级诊疗体系。2010-2020年我国医疗服务扩容主要来自民营医院，公立医院扩张被压制。2020年COVID-19爆发，也充分暴露了我国医疗体系中的不足，医疗新基建即在此背景下进入新周期，特点上以公立医疗医疗改扩建为主，预计2022年底开始进入项目竣工高峰期。
- **设备：**优秀的国产医疗设备是实现医疗公平的核心。国产设备在众多领域突破进口垄断，终端医院的使用满意度提升，国产品牌价值突显，高性价比有利于逐渐实现进口替代，从而满足不同购买力的医疗卫生机构需求，惠及更广大患者，进而实现医疗公平。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	300760.SZ	迈瑞医疗	3,935.58	80.02	97.44	118.06	142.76	21.78%	21.15%	20.92%	40.39	33.34	27.57
2	688271.SH	联影医疗	1,528.81	14.17	17.88	22.92	28.80	26.14%	28.19%	25.66%	85.52	66.71	53.09
3	300633.SZ	开立医疗	211.15	2.47	3.51	4.61	5.92	41.84%	31.40%	28.41%	60.21	45.82	35.68
4	688212.SH	澳华内镜	78.66	0.57	0.49	0.91	1.45	-14.88%	86.71%	60.32%	162.01	86.77	54.12
5	600587.SH	新华医疗	108.80	5.56	6.00	7.20	8.24	7.82%	20.00%	14.44%	18.13	15.11	13.20
6	301235.SZ	华康医疗	53.67	0.81	1.34	2.52	3.44	64.91%	88.05%	36.50%	40.00	21.27	15.58
7	688626.SH	翔宇医疗	53.12	2.02	1.69	2.16	2.70	-16.21%	27.62%	25.23%	31.40	24.61	19.65
8	300206.SZ	理邦仪器	83.07	2.31	3.22	4.33	5.84	38.92%	34.68%	34.87%	25.84	19.18	14.22

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测

3.1 新冠疫情防控：仍是未来一年市场的焦点

- 检测：新冠抗原检测在居家隔离成为常态背景下，预计需求量仍有较大弹性。
- 治疗：直接参与新冠病人救治的器械不多，主要是辅助类。但可能提升部分家用医疗器械的潜在需求，如制氧机、指脉血氧仪、家用无创呼吸机、温度计、CGM等。

序号	证券代码	证券名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	002223.SZ	鱼跃医疗	368.51	14.82	14.92	17.61	20.84	0.65%	18.04%	18.31%	24.70	20.92	17.69
2	301087.SZ	可孚医疗	100.07	4.29	3.78	4.69	5.60	-11.86%	23.94%	19.42%	26.47	21.36	17.89
3	300298.SZ	三诺生物	191.61	1.08	4.23	4.80	5.80	292.86%	13.60%	20.83%	45.34	39.91	33.03
4	688105.SH	诺唯赞	298.17	6.78	9.19	9.38	10.95	35.44%	2.13%	16.76%	32.46	31.78	27.22
5	300482.SZ	万孚生物	213.37	6.34	14.78	10.40	11.41	132.89%	-29.62%	9.70%	14.44	20.52	18.70
6	301367.SZ	怡和嘉业	165.73	1.46	3.57	4.80	6.14	145.06%	34.45%	27.92%	46.42	34.53	26.99

资料来源：WIND，华安证券研究所

注：市值和PE均取2022年11月30日收盘时价格，归母净利润取自WIND一致预期预测

迈瑞医疗：基本面扎实，综合型龙头，业绩稳定增长

投资亮点：

- (1) 国内常规业务恢复增长，带动公司业绩高基数下仍保持稳定增长。
- (2) 公司产品在高端市场加速突破，高潜力创新业务正积蓄力量。
- (3) 与医院同行，赋能医疗机构高质量发展，三瑞系统帮助提升公司产品竞争力，保持和医院之间的粘性

投资建议：

预计2022-2024年公司营业总收入为305.81亿元、371.99亿元、452.04亿元，同比增长21.0%、21.6%、21.5%。对应归母净利润为99.07亿、121.14亿、146.62亿，同比增长23.8%、22.3%、21.0%。EPS为8.15元、9.97元、12.06元，对应当前股价PE分别为40倍、33倍、27倍。公司是我国医疗器械龙头企业，综合公司经营情况及盈利能力，维持公司“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,270	30,581	37,199	45,204
收入同比 (%)	20.2%	21.0%	21.6%	21.5%
归属母公司净利润	8,002	9,907	12,114	14,662
净利润同比 (%)	20.2%	23.8%	22.3%	21.0%
毛利率 (%)	65.0%	64.7%	64.3%	63.8%
ROE (%)	29.7%	26.9%	24.7%	23.0%
每股收益 (元)	6.59	8.15	9.97	12.06
P/E	57.81	39.83	32.57	26.91
P/B	17.18	10.71	8.06	6.20
EV/EBITDA	46.22	34.18	27.33	21.95

资料来源：wind，股价日期选自2022年11月30日，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

开立医疗：超声+内镜双龙头，营销改革，进入收获期

投资亮点：

- (1) 超声：进口替代持续推进，公司超声中高端机型占比持续提升，有望保持10-15%复合增长。
- (2) 内镜：受临床需求、技术创新驱动，下游配置意愿高，行业仍有较多空白市场未满足，预计公司内镜业务有望保持40-50%复合增长。
- (3) 公司费用率有效控制，营销改革效果显现，盈利能力有望大幅改善，销售净利率有望恢复到20%以上。

投资建议：

预计公司2022-2024年收入端有望分别实现18.39亿元、22.80亿元、28.41亿元，利润端2022-2024年归母净利润有望实现3.30亿元、4.32亿元、5.54亿元。2022-2024年对应的EPS分别约0.77元、1.01元和1.29元，对应的PE估值分别为64倍、49倍和38倍，考虑到公司是国产内镜和超声双龙头公司，内镜进入快速成长期，公司营销改革效果显现，公司盈利能力有望大幅改善，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1445	1839	2280	2841
收入同比 (%)	24.2%	27.3%	24.0%	24.6%
归属母公司净利润	247	330	432	554
净利润同比 (%)	634.4%	33.5%	31.0%	28.0%
毛利率 (%)	67.4%	67.5%	68.1%	68.7%
ROE (%)	10.5%	12.5%	14.4%	15.9%
每股收益 (元)	0.62	0.77	1.01	1.29
P/E	51.50	63.96	48.83	38.13
P/B	5.45	7.99	7.02	6.08
EV/EBITDA	38.31	47.49	36.91	29.46

澳华内镜：专注内镜设备，国产龙头，厚积薄发

投资亮点：

- (1) 好赛道，国内软镜市场仍有2-3倍空间，2025年软镜市场超百亿。
- (2) 国产替代有望加速。国产企业实现技术突破，且各地采购政策向国产品牌倾向，国产化率有望持续提升。
- (3) 公司专注于软镜设备生产，是国产软镜设备先行者，新一代产品AQ-300即将上市，未来帮助公司突破高等级医院，实现加速成长。

投资建议：

2022-2024年收入端有望分别实现4.33亿元、6.77亿元、10.02亿元，收入实现快速增长，利润端2022-2024年归母净利润有望实现0.20亿元、0.91亿元、1.42亿元。2022-2024年对应的EPS分别约0.15元、0.68元和1.07元，对应的PE估值分别为398倍、86倍和55倍。公司是国产软镜设备的龙头公司，品牌价值凸显，AQ-300已推出市场，助力公司业绩增长，维持公司“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	347	433	677	1002
收入同比 (%)	31.8%	24.7%	56.3%	48.0%
归属母公司净利润	57	20	91	142
净利润同比 (%)	208.2%	-65.4%	361.2%	56.3%
毛利率 (%)	69.3%	69.3%	72.8%	72.9%
ROE (%)	4.6%	1.6%	6.7%	9.5%
每股收益 (元)	0.55	0.15	0.68	1.07
P/E	68.67	398.27	86.36	55.25
P/B	4.03	6.20	5.79	5.24
EV/EBITDA	47.19	285.55	63.92	43.77

资料来源：wind，股价日期选自2022年11月30日，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

麦澜德：聚焦女性健康和美，提供多元产品及解决方案

投资亮点：

- (1) 专注于女性健康和美，在盆底康复和生殖康复两个领域深耕，服务产后女性、不孕不育女性及中老年女性群体，下游科室及终端患者群体支付能力强，占用医保费用低。
- (2) 公司产品组合丰富，且产品之间形成生态系统，与客户的粘性更紧。
- (3) 公司新产品不断推出，包括盆底康复领域的磁刺激设备、生殖康复领域的电超声治疗仪、子宫复旧仪等。

投资建议：

预计2022-2024收入有望实现4.18亿元、5.37亿元和7.05亿元，同比增速分别达到22.2%、28.7%和31.2%，2022-2024年归母净利润实现1.40亿元、1.90亿元和2.39亿元，同比增速分别达到18.4%、35.2%和26.3%。2022-2024年的EPS分别为1.40元、1.90元和2.39元，对应PE估值分别为24x、18x和14x。公司专注女性健康，提供齐备的康复解决方案及产品，产品组合协同效应强，维持公司“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	342	418	537	705
收入同比 (%)	1.5%	22.2%	28.7%	31.2%
归属母公司净利润	118	140	190	239
净利润同比 (%)	-2.9%	18.4%	35.2%	26.3%
毛利率 (%)	72.9%	72.6%	74.7%	74.4%
ROE (%)	32.6%	9.9%	11.8%	13.0%
每股收益 (元)	1.58	1.40	1.90	2.39
P/E	25.53	23.67	17.51	13.86
P/B	8.31	2.35	2.07	1.80
EV/EBITDA	20.05	12.31	8.91	6.00

资料来源：wind，股价日期选自2022年11月30日，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

伟思医疗：公司磁刺激全面领先，进入运动康复和医美赛道

投资亮点：

- (1) 康复行业，在居民老龄化+消费升级+康复科新基建的带动下，康复设备的采购周期有望到来。
- (2) 公司磁刺激产品全面领先，产品应用于多个康复场景（包括盆底及产后康复、精神/神经康复等），高速增长。
- (3) 公司战略升级，进入康复机器人和医美能量源设备市场，打造公司磁刺激外的第二成长曲线。

投资建议：

预计公司2022-2024收入有望分别实现3.47亿元、4.53亿元和5.60亿元，同比增速分别达到-19.3%、30.6%和23.5%，2022-2024年归母净利润分别实现1.39亿元、1.82亿元和2.35亿元，同比增速分别达到-21.8%、30.6%和29.5%。2022-2024年的EPS分别为2.04元、2.66元和3.44元，对应PE估值分别为27x、21x和16x。鉴于公司所在行业政策环境友好，公司战略升级，技术平台横向拓展能力强，中长期增长动力足，维持公司“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	430	347	453	560
收入同比 (%)	13.7%	-19.3%	30.6%	23.5%
归属母公司净利润	178	139	182	235
净利润同比 (%)	23.8%	-21.8%	30.6%	29.5%
毛利率 (%)	74.8%	67.1%	69.2%	69.9%
ROE (%)	11.6%	8.3%	9.8%	11.3%
每股收益 (元)	2.60	2.04	2.66	3.44
P/E	41.82	26.93	20.62	15.92
P/B	4.85	2.24	2.02	1.79
EV/EBITDA	35.93	19.91	13.79	9.20

资料来源：wind，股价日期选自2022年11月30日，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

惠泰医疗：心脏电生理龙头企业，布局血管介入加速成长

投资亮点：

- (1) 电生理：行业规模近200亿元，国产占有率低，进口替代空间大。国产品牌创新产品商业化在即，进军房颤领域。
- (2) 血管介入：公司冠脉通路类稳定增长，外周和神经介入成为新的增长点。
- (3) 公司是国产电生理和血管介入的头部企业，产品从通路类向治疗类产品升级，助力三大主营业务保持高增长。

投资建议：

预计公司2022-2024年收入端分别实现12.43亿元、16.80亿元和22.46亿元，同比增速分别达50.0%、35.1%和33.7%；2022-2024年归母净利润端预计分别实现3.45亿元、4.70亿元和6.44亿元，同比增速分别达65.8%、36.4%和37.1%。2022-2024年的EPS分别约为5.17、7.05和9.66元，对应的PE估值分别约55x、40x和29x。基于公司在心脏电生理和血管介入领域不断推出新产品，国产替代产业背景下，优质赛道的龙头公司，维持“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	829	1243	1680	2246
收入同比 (%)	72.8%	50.0%	35.1%	33.7%
归属母公司净利润	208	345	470	644
净利润同比 (%)	87.7%	65.8%	36.4%	37.1%
毛利率 (%)	69.5%	69.4%	69.4%	69.8%
ROE (%)	11.7%	16.8%	18.6%	20.3%
每股收益 (元)	3.19	5.17	7.05	9.66
P/E	87.77	55.13	40.43	29.49
P/B	10.50	9.24	7.52	5.99
EV/EBITDA	76.42	47.89	33.23	24.28

资料来源：wind，股价日期选自2022年11月30日，华安证券研究所



华大智造：基因测序仪国产之光，具备全球竞争力

投资亮点：

- (1) 基因测序应用潜力大，催生对测序仪设备的旺盛需求，预计2024年将达到96.87亿美元，2019-2024年CAGR为20%。
- (2) 华大智造公司技术源头完整，具备全球竞争力。公司在海外市场也能与Illumina正面竞争，且已经在英国、美国等国家和Illumina实现诉讼和解，海外市场的天花板已打开。

投资建议：

我们预计公司2022-2024年收入端有望分别实现45.09亿元、55.80亿元和70.31亿元，同比增速分别为14.8%、23.7%、26.0%，归母净利润分别22.82亿元、6.83亿元、8.98亿元，同比增速分别为371.9%、-70.1%、31.5%。2022-2024年对应的EPS分别为5.51元、1.65元和2.17元，对应的PE倍数分别为20x、67x、51x。考虑到公司是国产基因测序仪内唯一实现量产和商业化的公司，基因测序仪技术壁垒高，下游市场空间大，公司技术可拓展性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3929	4509	5580	7031
收入同比 (%)	41.3%	14.8%	23.7%	26.0%
归属母公司净利润	484	2282	683	898
净利润同比 (%)	85.4%	371.9%	-70.1%	31.5%
毛利率 (%)	66.4%	57.7%	56.7%	55.9%
ROE (%)	12.1%	23.8%	6.7%	8.0%
每股收益 (元)	1.30	5.51	1.65	2.17
P/E	47.48	20.02	66.91	50.88
P/B	5.73	4.77	4.45	4.10
EV/EBITDA	20.35	53.37	38.05	29.75

资料来源：wind，股价日期选自2022年11月30日，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.2 生物制品：疫苗看品种、血制品价格和量保持关注

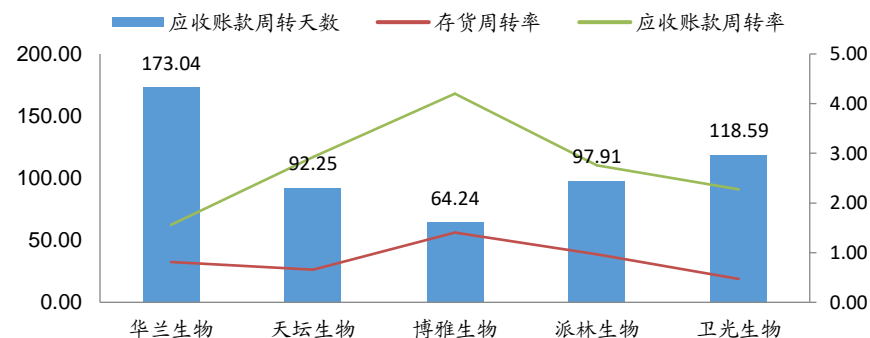
3.2 血制品：疫情扰动大，业绩受到影响

- 我们选取华兰生物、天坛生物、博雅生物、派林生物、卫光生物作为血制品标的池进行业绩统计与复盘：
 - ✓ 2022Q1-Q3标的池实现营业总收入105.03亿元人民币，平均同比增速-1.59%；实现归母净利润23.42亿元人民币，平均同比增速-2.04%；整体来看相对平稳。
 - ✓ 2022单Q3营业总收入36.41亿元人民币，平均同比增速-17.51%；实现归母净利润8.27亿元人民币，平均同比增速-20.03%。Q3单季度相较于前三季度而言下降较多，主要系标的池内华兰生物期间业绩波动幅度较大（22Q2南方流感提前爆发公司提前发货导致数量波动大）。整体来看若不考虑流感的季节波动，血制品标的池板块表现较为平稳。
 - ✓ 2022Q1~Q3标的池实现平均毛利率52.27%，平均净利率23.93%；2022单Q3季度标的池实现平均毛利率52.09%、平均净利率24.13%，盈利能力稳定。
 - ✓ 从费用角度看，2022Q1~Q3公司销售/管理/财务费用率为14.66%/8.19%/-1.04%，22单Q3销售/管理/财务费用率分别为14.42%/12.10%/-0.89%，费用率基本稳定。

血制品标的池业绩表现

标的池指标	2022Q1~Q3	2021Q1~Q3	2022单Q3
营业总收入总和	105.03	101.49	36.41
归母净利润总和	23.42	23.80	8.27
营业总收入yoy%平均	-1.59%	25.76%	-17.51%
归母净利润yoy%平均	-2.04%	54.62%	-20.03%
毛利率	52.27%	52.17%	52.09%
净利率	23.93%	25.18%	24.13%
销售费用率	14.66%	13.52%	14.42%
管理费用率	8.19%	7.72%	12.10%
财务费用率	-1.04%	-1.18%	-0.89%

血制品标的池22Q1~Q3存货周转情况



资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值

3.2血制品：三季度业绩回顾

证券代码	002007.SZ	600161.SH	300294.SZ	000403.SZ	002880.SZ
证券简称	华兰生物	天坛生物	博雅生物	派林生物	卫光生物
总市值	374.72	367.46	166.55	143.40	64.00
营业总收入 (2022Q1~Q3)	36.02	29.13	20.83	14.93	4.11
营业总收入yoy% (2022Q1~Q3)	7.18%	3.36%	3.54%	11.27%	-33.29%
营业总收入 (2021Q1~Q3)	33.61	28.18	20.11	13.42	6.17
归母净利润 (2022Q1~Q3)	9.01	6.01	4.18	3.50	0.73
归母净利润yoy% (22Q1~Q3)	-15.07%	7.67%	29.31%	15.02%	-47.14%
归母净利润 (2021Q1~Q3)	10.57	5.58	3.23	3.04	1.38
2022单Q3营业总收入	12.53	10.22	6.84	5.02	1.80
2022单Q3归母净利润	3.18	2.16	1.39	1.29	0.26
毛利率 (2022Q1~Q3)	67.06%	48.72%	55.06%	49.67%	40.81%
净利率 (2022Q1~Q3)	29.56%	28.36%	20.59%	23.47%	17.68%
PE TTM	32.79	45.77	37.91	32.84	45.54
预测PE 2022E	24.82	44.19	34.07	25.36	31.63
预测PE 2023E	21.09	37.62	30.29	20.47	27.92
预测PE 2024E	18.32	30.81	24.05	16.91	24.05
应收账款周转天数 (2022Q1~Q3)	173.04	92.25	64.24	97.91	118.59
存货周转率 (2022Q1~Q3)	0.81	0.66	1.40	0.97	0.47
应收账款周转率 (2022Q1~Q3)	1.56	2.93	4.20	2.76	2.28

资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值；市值&PE TTM截至22-12-02

3.2 血制品：行业特性、观察量价和持续扩容

- 行业准入限制为血制品企业提供良好的行业发展环境。根据《单采血浆站管理办法》和《关于促进单采血浆站健康发展的意见》等政策，我国对单采血浆站的设立有严格标准和要求，单采血浆站由血液制品企业设立，且未来新增单采血浆站将经过严格审批，研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血制品企业将更有可能获得新设浆站的资格。根据卫健委的数据，2019年我国共有浆站257个，2008-2019 CAGR 5.47%，总体来说增速平缓。从人均拥有量来看，2021年我国每千人采浆量为6.69升，2008-2021 CAGR 8.36%。横向对比，2019年美国/德国/加拿大每千人采浆量分别为138.7/46.1/8.8升，我国（6.45）相较于他国而言依旧处于低位，行业未来依旧有较大发展潜力。
- 在该背景下，血制品的行业格局将趋于稳定，采浆量将持续作为核心指标，用以衡量血制品公司未来发展空间与弹性。考虑到全国多地散发的疫情影响，各血制品公司采浆活动均受到不同程度的影响，行业依旧处于供不应求状态，需求依旧亟待满足，具备较大想象空间。

血制品企业采浆量（吨）及浆站数量

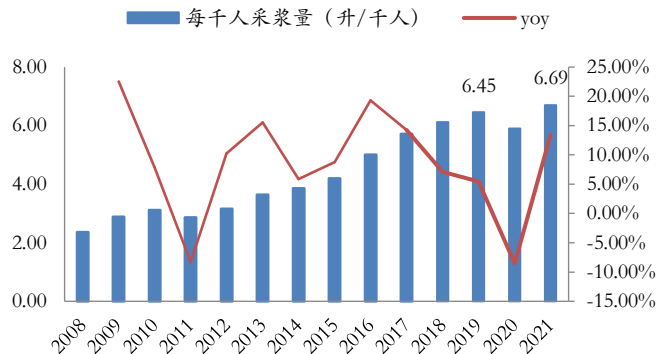
	2019		2020		2021	
	采浆量	浆站	采浆量	浆站	采浆量	浆站
博雅生物	372	12	378	13	420	14
天坛生物	1706	58 (52在营)	1713	55 (在营)	1809	82 (58在营)
卫光生物	400	8	382	8	447	8
华兰生物	1012	25	大于1000	25	1000+	25
派林生物	突破400吨	13	400	13	接近900吨	13
上海莱士	1230	41	1200余吨	41	1280	41

资料来源：wind、国家卫健委、观研报告、各公司公告及年报，华安证券研究所

我国浆站数量及变化（个）



我国每千人采浆量及变化（升/千人）



3.2 疫苗：品类持续贡献新增量

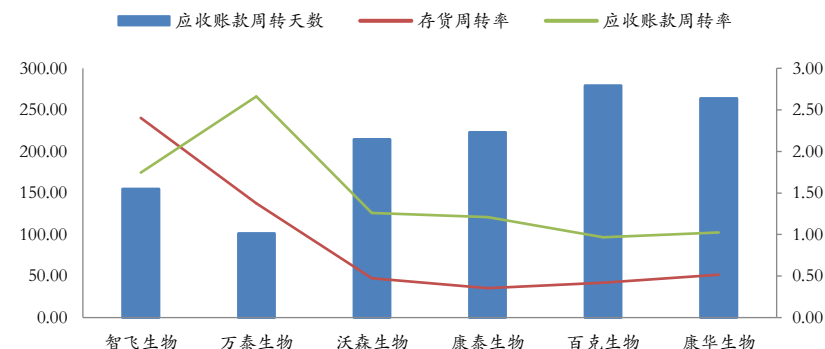
我们选取智飞生物、万泰生物、沃森生物、康泰生物、百克生物、康华生物作为疫苗标的池进行业绩统计与复盘。整体来看，行业保持高景气度：

- ✓ 2022Q1-Q3标的池实现营业总收入总和446.65亿元人民币，平均同比增速46.11%；实现归母净利润总和109.81亿元人民币，同比增速22.97%。同2021前三季度相比归母净利润增速有所下滑，主要系：1) 智飞生物去年同报告期内新冠疫苗造就高基数，今年销量同比下滑，2) 康泰生物报告期内新冠疫苗相关资产计提减值，3) 康华生物单Q3参股公司公允价值变动同比减少等原因。营业总收入增速保持类似水平，主要系智飞生物另一产品HPV放量迅速带动收入增长、康泰生物13价肺炎疫苗稳步放量等原因。
- ✓ 2022Q3单季度营业总收入总和172.50亿元人民币，平均同比增速32.72%；归母净利润总和35.81亿元人民币，同比增速30.88%，整体看，疫苗领域增速依旧领跑生物医药各子赛道，景气度较高。
- ✓ 2022Q1~Q3标的池实现平均毛利率79.92%，净利率27.27%；2022单Q3季度实现平均毛利率80.20%，净利率27.79%。同去年前三季度毛净利率相比，今年盈利能力整体有所下滑，主要系：1) 智飞生物新冠疫苗产品销量下滑导致公司毛净利率有所波动；2) 康泰生物新冠相关资产计提减值以及研发费用化等原因。
- ✓ 2022Q1~Q3标的池平均销售/管理/财务费用率分别为30.42%/9.99%/-0.22%，22单Q3实现平均销售/管理/财务费用率30.64%/18.39%/-0.84%，总体来看比较稳定，销售费用率较去年同期有所上升主要系标的池部分公司报告期内产品销售投入加大。

疫苗标的池业绩表现

标的池指标	2022Q1~Q3	2021Q1~Q3	2022单Q3
营业总收入总和	446.65	316.65	172.50
归母净利润总和	109.81	118.08	35.81
平均营业总收入yoy%	46.11%	51.42%	32.72%
平均归母净利润yoy%	22.97%	92.38%	30.88%
平均毛利率	79.92%	82.22%	80.20%
平均净利率	27.27%	37.56%	27.69%
平均销售费用率	30.42%	26.20%	30.64%
平均管理费用率	9.99%	6.18%	18.39%
平均财务费用率	-0.22%	-0.92%	-0.84%

疫苗标的池22Q1~Q3存货周转情况



资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值

3.2 疫苗： 三季报业绩回顾

证券代码	300122.SZ	603392.SH	300142.SZ	300601.SZ	688276.SH	300841.SZ
证券简称	智飞生物	万泰生物	沃森生物	康泰生物	百克生物	康华生物
总市值	1,425.44	1,382.94	658.31	375.59	297.82	122.67
营业总收入 (2022Q1~Q3)	278.23	86.51	37.06	25.65	8.66	10.55
归母净利润 (2022Q1~Q3)	56.07	39.44	5.31	2.03	2.12	4.83
营业总收入yoy% (22Q1~Q3)	27.45%	140.52%	73.93%	7.95%	-8.41%	35.21%
归母净利润yoy% (22Q1~Q3)	-33.28%	231.91%	45.84%	-80.40%	-9.11%	-17.15%
营业总收入 (2021Q1-Q3)	218.29	35.96	21.29	23.77	9.45	7.89
2021Q1-Q3归母净利润(亿元)	84.04	11.88	3.64	10.36	2.33	5.83
2022单Q3营业总收入	94.70	27.21	13.58	7.37	4.25	3.95
2022单Q3归母净利润	18.78	12.51	1.10	0.83	1.38	1.68
毛利率 (2022Q1~Q3)	33.20%	89.57%	88.28%	87.02%	87.81%	93.66%
净利率 (2022Q1~Q3)	20.15%	46.69%	18.58%	7.92%	24.47%	45.83%
PE TTM	19.23	28.95	110.68	87.28	133.96	16.82
预测PE 2022E	20.11	30.97	61.17	76.88	77.53	15.31
预测PE 2023E	15.85	23.89	40.24	21.74	49.04	10.04
预测PE 2024E	13.12	19.70	33.34	16.70	34.66	8.17
应收账款周转天数 (2022Q1~Q3)	154.83	101.40	214.54	223.03	279.47	263.72
存货周转率 (2022Q1~Q3)	2.41	1.38	0.47	0.35	0.42	0.52
应收账款周转率 (2022Q1~Q3)	1.74	2.66	1.26	1.21	0.97	1.02

资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值；市值&PE TTM截至22-12-02

3.2 疫苗：新冠因素减少、表观增速更高的公司机会更大

- 回溯疫苗行业，2021年上半年进口批签发供应偏紧，下半年以来国产与进口企业批签发均呈现不断回暖。疫苗行业上半年部分常规疫苗品种批签发节奏受到一定程度影响，下半年以来，主要常规疫苗品种呈现良好的批签发复苏态势。
- 我们认为2023年疫苗领域有望实现快速发展，大单品有望在2023年陆续落地和兑现。
- ✓ **13价肺炎疫苗大单品产值有望持续提高**：PCV13广泛适用于2岁及以下儿童，考虑到三胎政策的全国推行、疫情之下居民医疗防控意识的持续提高，我们预计未来13价肺炎疫苗将持续放量，渗透率有望持续提升。2021/2022H1康泰生物13价肺炎疫苗批签发41.76/239.03万支，沃森生物2021/2022H1共计批签发495.08/373.15万支，期待明年业绩释放。
- ✓ 推荐关注康泰生物：2022年受疾控中心准入政策变化和疫情等因素影响13价肺炎疫苗尚未实现大规模放量，期待2023年释放；叠加四联苗的稳步增长和二倍体狂犬苗即将贡献的利润，期待23年业绩释放；建议关注沃森生物（首款国产13价肺炎疫苗商业化）。

各公司13价肺炎疫苗适应接种人群

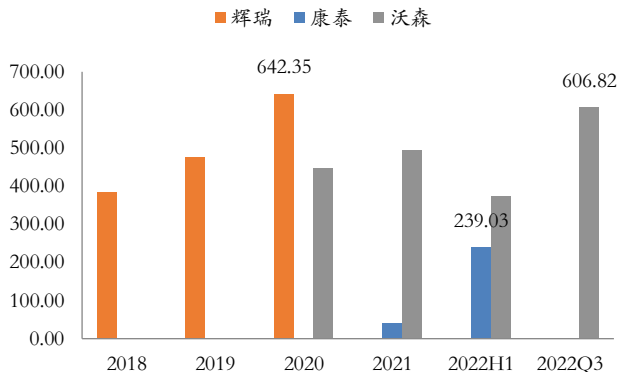
	婴幼儿年龄
康泰	6周龄~60月婴幼儿及儿童
沃森	6周龄~60月龄婴幼儿及儿童
辉瑞	6周龄~15月龄婴幼儿

康泰生物13价肺炎未来市场规模预测

	2022E	2023E	2024E	2025E
2岁及以下人口数量（万人）	4446	4362	4280	4200
13价肺炎疫苗批签发量增速	40%	35%	15%	10%
13价肺炎疫苗销量（万支）	2180	2943	3384	3723
13价肺炎疫苗渗透率（按接种4针计算）	12%	17%	20%	22%
康泰13价肺炎疫苗市占率	15%	21%	21%	21%
康泰13价肺炎疫苗批签发量（万支）	326.98	618.00	710.70	781.77
康泰13价肺炎疫苗单只价格（元）	472	472	465	458
康泰13价肺炎疫苗市场规模（亿元）	15.4	29.2	33.0	35.8
YoY%	1300.0%	89.0%	13.3%	8.3%

资料来源：各公司年报、wind，华安证券研究所

13价肺炎疫苗批签发量（万支）



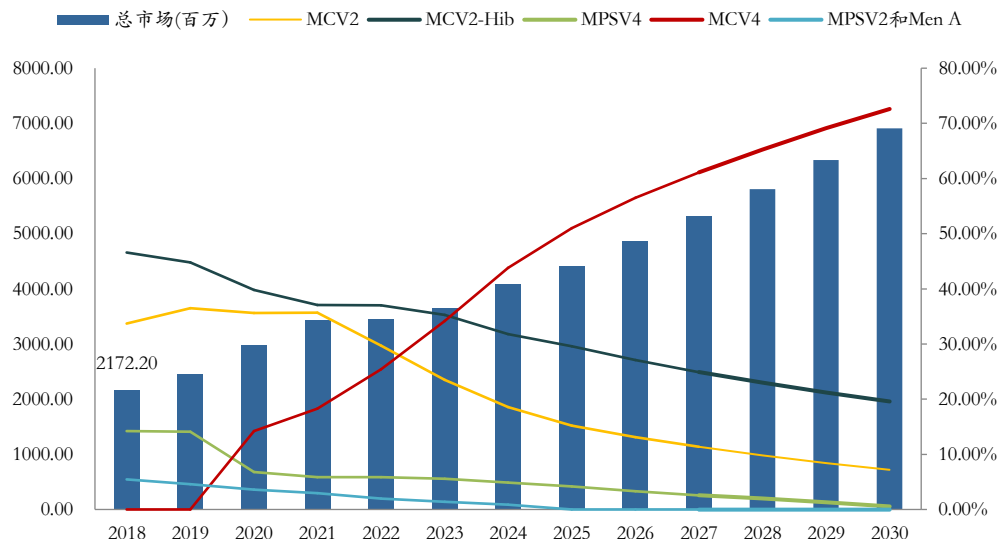
3.2 疫苗：新冠因素减少、表观增速更高的公司机会更大

- ✓ **流行性脑脊髓膜炎年龄越小发病率越高，2价&4价流脑疫苗受环境影响需求增速持续释放：**2020年流脑批签发数量6564.94万支，从批签发数据上看主要一类苗为主，2020年一类苗批签发4707万支占比71.69%；二类苗批签发1858万支占比28.31%，其中A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗批签发743万支占比11.32%，ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗批签发1115万支占比16.98%。
- ✓ **建议关注康希诺：**公司的MCV2（A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，2价流奶疫苗）和MCV4（ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，4价流脑疫苗）分别于2021年6月、12月上市，MCV4是我国首个4价流脑结合疫苗。先发优势明显，期待未来为公司贡献收入利润新增量。

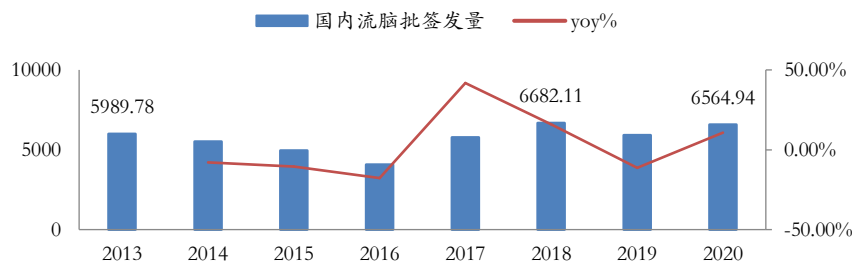
A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗批签发次数（次）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3
康希诺		2	2
智飞生物	8	13	10
欧林生物		4	1

脑膜炎球菌疫苗总市场预测(rmb mn)及各种类疫苗占比



我国流脑批签发量（万支/瓶）及增速

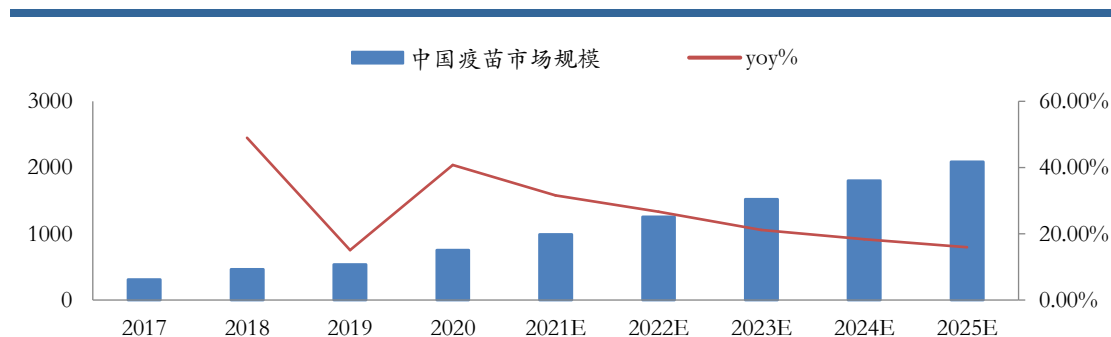


资料来源：wind、前瞻经济学人、Frost&Sullivan、灼识咨询、中检所、康希诺年报，华安证券研究所

3.2 疫苗：新冠因素减少、表观增速更高的公司机会更大

- 回溯疫苗行业的发展历史，新冠疫情的爆发和变种使疫苗作为第一道防线和持续迭代的产品获得新关注，国内疫苗公司通过研发和销售新冠疫苗产品获得了收入利润贡献，同时也升级迭代了公司的疫苗产品矩阵，为管线中其他疫苗产品的研发起到了推进作用。
- 未来，我们仍然建议关注疫苗大品种，如 HPV 疫苗、13价肺炎疫苗、带状疱疹疫苗等。短期来看，我们期待：
 - ✓ 1) 疫情逐步放开背景下对于新冠疫苗加强针的需求；
 - ✓ 2) 国产HPV疫苗上市前现有9价HPV疫苗产品的市场空间和逐步提高的接种意识，建议关注智飞生物；
 - ✓ 3) 13价肺炎疫苗接种人群（0~2岁幼儿）渗透率的提高所带来的疫苗销量的弹性；
 - ✓ 4) 在人口老龄化不可逆趋势的背景下（50岁及以上人口近5亿人），我国带状疱疹疫苗需求潜力无限，有潜力成为疫苗新大品种；对标海外，GSK新型重组带状疱疹疫苗2020年全球实现销售收入25.7亿美元，市场空间广阔；建议关注百克生物（带状疱疹疫苗研发进度国内领先，2023年有望上市销售，竞争优势较为明显）；
 - ✓ 5) 结核病加强苗推进顺利，期待微卡加强苗放量，建议关注智飞生物（微卡已完成25个省级单位的招标准入）。

我国疫苗市场规模（rmb 亿元）及增速



资料来源：wind、Frost&Sullivan，华安证券研究所

3.3 医疗服务：医院运营复苏带来的业绩增长

3.3 医疗服务：疫情影响较大，增收不增利

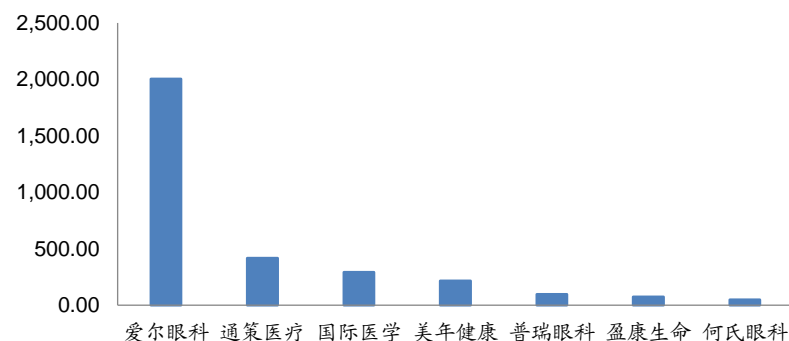
我们选取爱尔眼科、通策医疗、国际医学、美年健康、普瑞眼科、何氏眼科、盈康生命作为医疗服务标的池进行业绩统计与复盘。整体来看，行业保持高景气度：

- ✓ 2022Q1-Q3标的池实现营业总收入总和259.23亿元人民币，平均同比增速2.19%，受疫情多地散发的影响较大；实现归母净利润总和18.72亿元人民币，同比下滑29.54%。同2021前三季度相比归母净利润有较大幅度下降，主要系以下几个原因：1) 国际医学前三季度受停诊影响，营收同比基本持平、归母净利润影响较大(-8.27亿元，同比-41.40%)；2) 美年健康受疫情影响线下体检业务产能无法正常释放、员工持股确认费用等多种因素影响，归母净利润和营收均有一定下滑。
- ✓ 2022Q3单季度营业总收入总和105.75亿元人民币，平均同比增速7.47%；归母净利润总和14.07亿元人民币，同比增速-12.12%，归母净利润同比下滑主要由于国际医学净利润端有所亏损。
- ✓ 2022Q1~Q3标的池实现平均毛利率32.45%，净利率2.68%；2022单Q3季度实现平均毛利率36.73%，净利率8.19%。同去年前三季度毛净利率相比，今年盈利能力整体有所下滑，主要系国际医学和美年健康受疫情、停诊、股权激励等多种因素影响，盈利能力有所波动。
- ✓ 2022Q1~Q3标的池平均销售/管理/财务费用率分别为10.02%/13.82%/1.95%，22单Q3实现平均销售/管理/财务费用率9.57%/13.82%/1.57%，总体来看较为稳定。

医疗服务标的池业绩表现

标的池指标	2022Q1~Q3	2021Q1~Q3	2022单Q3
营业总收入总和	259.23	242.17	105.75
归母净利润总和	18.72	21.06	14.07
平均营业总收入yoy%	2.19%	36.81%	7.47%
平均归母净利润yoy%	-29.54%	40.34%	-12.12%
平均毛利率	32.45%	36.62%	36.73%
平均净利率	2.68%	8.80%	8.19%
平均销售费用率	10.02%	11.42%	9.57%
平均管理费用率	13.82%	13.38%	13.82%
平均财务费用率	1.95%	2.48%	1.57%

标的池22Q1~Q3市值 (rmb 亿元, 22-12-02)



资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值



ICL第三方独立检验检测：三季度报业绩回顾&2023展望

检测标的池业绩表现

标的池指标	2022Q1~Q3	2021Q1~Q3	2022单Q3
营业总收入总和	354.72	247.28	116.45
归母净利润总和	51.82	32.30	15.00
平均营业总收入yoy%	41.41%	36.79%	26.85%
平均归母净利润yoy%	46.16%	44.55%	21.23%
平均毛利率	37.21%	37.02%	36.46%
平均净利率	15.28%	14.54%	14.23%
平均销售费用率	8.50%	9.59%	8.50%
平均管理费用率	5.61%	6.00%	8.70%
平均财务费用率	1.51%	1.66%	1.51%

证券代码	300244.SZ	603882.SH	603108.SH
证券简称	迪安诊断	金域医学	润达医疗
总市值	170.20	323.82	64.97
营业总收入 (2022Q1~Q3)	156.30	122.08	76.34
归母净利润 (2022Q1~Q3)	24.28	24.48	3.06
营业总收入yoy% (22Q1~Q3)	67.52	41.68	15.01
归母净利润yoy% (22Q1~Q3)	96.94	46.41	-4.88
营业总收入 (2021Q1-Q3)	93.38	86.17	67.73
归母净利润 (2021Q1-Q3)	12.33	16.72	3.26
2022单Q3营业总收入	48.76	38.95	28.73
2022单Q3归母净利润	5.48	8.05	1.46
毛利率 (2022Q1~Q3)	40.98	44.77	25.89
净利率 (2022Q1~Q3)	18.39	20.78	6.67
PE TTM	7.22	10.81	18.01
预测PE 2022E	6.64	11.38	15.30
预测PE 2023E	8.43	13.03	12.03
预测PE 2024E	8.08	12.29	9.96

我们选取迪安诊断、金域医学、润达医疗作为检测标的池进行业绩统计与复盘。整体来看，行业保持高景气度：

- ✓ 2022Q1-Q3标的池实现营业总收入总和354.72亿元人民币，平均同比增速41.41%；实现归母净利润总和51.82亿元人民币，同比增长46.16%。同2021前三季度相比总营收和归母净利润均有小幅上升，主要系金域医学与迪安诊断的常规业务持续放量，叠加核酸检测贡献收入利润。
- ✓ 2022Q3单季度营业总收入总和116.45亿元人民币，平均同比增速26.85%；归母净利润总和15.00亿元人民币，同比增速21.23%。
- ✓ 2022Q1~Q3标的池实现平均毛利率37.21%，净利率15.28%；2022单Q3季度实现平均毛利率36.46%，净利率14.23%，同比与环比基本保持稳定。
- ✓ 2022Q1~Q3标的池平均销售/管理/财务费用率分别为8.50%/5.61%/1.51%，22单Q3实现平均销售/管理/财务费用率8.50%/8.70%/1.51%，总体来看比较稳定，22前三季度较去年同期略有下降，整体控费有所收效。

我们认为，在疫情放开、政策指引的背景下，具备检验服务平台综合服务能力的第三方检验企业将更有可能获得市场竞争优势。建议关注润达医疗（全国领先的集约化平台服务领军企业，多年深耕IVD流通行业，拥有丰富的经验和客户资源，从商业板块看，在政策推动检验在院内发展的趋势下，公司有望持续提高市占率；从工业板块看，公司纵深布局IVD产业链，自有工业产业园进行研发、生产、配送，未来有望持续扩充产品矩阵，打造第二增长曲线）。

资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值；市值&PE TTM截至2022-12-02

3.3 医疗服务： 三季度业绩回顾

证券代码	300015.SZ	600763.SH	000516.SZ	002044.SZ	301239.SZ	300143.SZ	301103.SZ
证券简称	爱尔眼科	通策医疗	国际医学	美年健康	普瑞眼科	盈康生命	何氏眼科
总市值	2,003.69	415.52	291.01	214.89	95.08	71.60	46.54
营业总收入 (2022Q1~Q3)	130.52	21.39	19.14	57.51	14.33	8.63	7.72
归母净利润 (2022Q1~Q3)	23.57	5.15	-8.27	-3.89	0.94	0.56	0.66
营业总收入yoy% (22Q1~Q3)	12.58	0.13	-6.68	-1.78	5.52	1.88	3.69
归母净利润yoy% (22Q1~Q3)	17.65	-16.92	-41.40	-62.23	-20.56	-56.43	-26.85
营业总收入 (2021Q1-Q3)	115.96	21.36	20.49	58.41	13.57	4.92	7.45
2021Q1-Q3归母净利润(亿元)	20.04	6.20	-5.85	-2.41	1.18	1.00	0.90
2022单Q3营业总收入	49.44	8.21	8.46	28.29	5.43	2.88	3.03
2022单Q3归母净利润	10.66	2.20	-2.31	2.78	0.43	0.08	0.24
毛利率 (2022Q1~Q3)	51.79	43.02	-10.97	31.75	44.36	25.88	41.32
净利率 (2022Q1~Q3)	19.76	28.18	-44.67	-6.41	6.57	6.81	8.55
PE TTM	74.85	69.50	-27.34	-257.11	136.69	-17.51	74.79
预测PE 2022E	70.46	63.10	-35.82	212.79	87.83	47.15	42.60
预测PE 2023E	53.68	49.86	1,717.81	51.40	71.19	32.17	30.97
预测PE 2024E	41.57	38.94	103.21	37.84	46.75	24.81	23.74

资料来源：wind、华安证券研究所；图表中毛净利率/三费率均为标的池平均值，总营收和归母净利润单位为人民币亿元、yoy%为各公司财务数据同比增/降速的平均值；市值&PE TTM截至2022-12-02

3.3 医疗服务：运营复苏，带来确定性的机会

- 疫情以来，医疗服务需求的释放不稳定，特别是消费性医疗服务需求延迟效应较为明显。我们认为在全国各地疫情逐步放开的节奏下，医疗服务线下诊疗的业态预期将率先恢复。民营医疗服务连锁马太效应明显，具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的公司受疫情影响更小，业绩增长更加稳定，在不稳定的外部环境下依旧能保持业绩韧性。
- 建议关注：
 - ✓ 眼科医疗服务连锁：行业具备高景气度，行业集中度仍不算高，具有较高品牌影响力和人才凝聚力的公司有望持续提升市占率；推荐关注爱尔眼科（眼科领域全球连锁龙头，全球连锁版图持续扩张，业绩稳定释放，仍未达到天花板，未来依旧有望实现高复合增速）；朝聚眼科（内蒙区域连锁龙头，持续扩张版图至华东&华北地区，长期稳定发展可期）；建议关注普瑞眼科，何氏眼科。
 - ✓ 肿瘤医疗服务连锁：作为严肃医疗的代表，患者天然倾向于选择专家资源丰富、历史悠久的公立肿瘤医院进行治疗，公立医院医疗资源持续紧张，能够承接外溢需求的民营肿瘤医疗机构有望获得竞争优势。推荐关注海吉亚医疗（战略卡位需求大省，2022年在疫情多地疫情反复的影响下依旧实现收入利润双增，同时自建医院和收并购项目稳步推进，未来业绩放量可期）。
 - ✓ 康复医疗服务连锁：康复医院市场供给亟待弥补，资源相对匮乏，床位总体紧张，新进入者需要具备一定的实力但复制难度不至于过大，先进入者具备先发优势。推荐关注三星医疗（智能配用电&医疗服务双业务线共同发展，康复医疗领域潜在龙头，具备可复制的商业模式、一定规模的医院连锁版图，未来三年扩张规划预计顺利落地）。
 - ✓ 中医医疗服务连锁：中医医疗服务机构多私立运营且数量繁杂，未形成品牌效应，拥有异地扩张能力和成熟商业模式的机构有望获得竞争优势，领跑行业，持续提高市占率。推荐关注固生堂（全国最大的连锁中医诊疗服务平台，线上+线下业务协同发展，业务版图拓张&业绩增长同步进行，业务具备永续发展前景）。
 - ✓ 口腔医疗服务连锁：口腔医疗服务竞争格局极度分散，具备通策医疗积极拥抱集采等政策，下半年期待服务项目的量价齐升。推荐关注瑞尔集团（高端口腔全国连锁第一品牌，瑞尔+瑞泰双品牌战略塑造用户心智，复购率&用户满意度双高，经营进入快速发展阶段）；建议关注通策医疗、融钰集团。

资料来源：华安证券研究所

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

- 固生堂是行业领先的中医诊疗服务提供商，将传统中医和现代诊疗手段相结合，打造OMO线上+线下业务联动的模式并得到成功验证。我们认为公司具备强大的业务整合、外延扩展和内生管理的能力，疫情扰动下仍能持续扩大线下业务覆盖区域、优化线上平台，最终打造成为中国最大的智能化、产品化、平台化的新中医体系。2022H1公司实现营业收入7.03亿元人民币，同比增加17.5%；实现利润55.8百万元人民币，同比扭亏；实现经调整净利润64.3百万元人民币，同比增长40.1%。
- 从运营情况上看，公司上半年特别是4，5月受上海和北京等地区疫情扰动，经营受到一些影响，目前已经全部恢复；2022年10月20日及23日，公司根据受限制股份奖励计划的规定回购33万股；2022年10月10日公司公告收购杭州大同中医门诊部，以人民币8370万元收购杭州大同中医门诊部93%股权。我们持续看好公司运营扩张业务版图的能力，推荐关注。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1375	1730	2303	3022
收入同比 (%)	48%	26%	33%	31%
净利润	-507	171	278	391
净利润同比 (%)	98%	-134%	62%	41%
每股收益 (元)	-2.20	0.74	1.20	1.70
P/E	-15.05	49.08	30.26	21.46

资料来源：wind、华安证券研究所；截至2022-12-02

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

固生堂各版块收入预测 (rmb mn)

Rmb mn	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
一、正在运营线下中医馆业务						
医疗健康解决方案收入	668.13	865.86	891.80	1,343.00	1,404.05	1,762.08
yoy%		29.59%	3.00%	50.59%	28.00%	25.50%
销售医疗健康产品收入	58.11	30.29	33.57	29.10	44.78	51.50
yoy%		-47.87%	10.83%	-13.32%	16.00%	15.00%
线下已有业务总收入①	726.24	896.15	925.37	1,372.10	1,448.83	1,813.58
yoy%		23.40%	3.26%	48.28%	5.59%	25.18%
医疗健康解决方案成本	396.60	491.32	467.89	735.63	736.93	906.42
yoy%		23.88%	-4.77%	57.22%	25.00%	23.00%
销售医疗健康产品成本	36.69	13.57	19.98	16.16	33.25	42.22
yoy%		-63.01%	47.24%	-19.12%	28.00%	27.00%
线下已有业务总成本	433.29	504.89	487.87	751.79	770.17	948.64
yoy%		16.52%	-3.37%	54.10%	2.45%	23.17%
线下已有业务毛利	292.95	391.26	437.50	620.31	678.66	864.94
yoy%		33.56%	11.82%	41.79%	9.41%	27.45%
已有业务毛利率	40.34%	43.66%	47.28%	45.21%	46.84%	47.69%

资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

公司各版块收入预测 (rmb mn)

Rmb mn	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
二、计划新建线下中医馆业务						
医疗健康解决方案收入					50	150.00
yoy%						200.00%
销售医疗健康产品收入					2	2.50
yoy%						25.00%
线下计划新建业务总收入②					52.00	152.50
医疗健康解决方案成本						193.27%
yoy%					24.41	61.03
销售医疗健康产品成本						150.00%
yoy%					4.19	22.09
线下计划新建业务总成本						427.15%
yoy%					28.60	83.11
线下计划新建业务毛利						190.60%
yoy%					23.40	69.39
计划新建业务毛利率						206.35%

资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

公司各版块收入预测 (rmb mn)

Rmb mn	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
三、线上业务						
线上业务收入③			24.08	153.20	229.10	336.78
yoy%				536.27%	58.00%	47.00%
线上业务成本			15.65	99.58	142.04	202.07
yoy%				416.97%	50.71%	42.26%
线上业务毛利			8.43	53.62	87.06	134.71
yoy%				1013.46%	71.54%	54.74%
线上业务毛利率			20.00%	35.00%	38.00%	40.00%
主营业务收入=①+②+③	726.24	896.15	925.37	1,372.10	1,729.93	2,302.86
yoy%		23.40%	3.26%	48.28%	26.08%	33.12%

资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

海吉亚医疗：承接肿瘤医疗服务刚需，业绩可期

- 公司是民营肿瘤医疗服务龙头，2022H1公司实现营业收入15.26亿元（+63.8%），净利润2.28亿元（+11.2%），经调整净利润3.01亿元（+46.6%）；经调整每股收益0.48元（+50.0%）；期末经营性现金流2.91亿元人民币（+78.7%），2022年上半年经营活动产生的现金净额为2.91亿元。公司肿瘤核心业务经营优势明显，医师资源充沛，持续优化住院&门诊结构以适应支付政策的变化，公司医院业务实现营收14.5亿元，其中住院收入9.32亿元（+61.0%），占总收入61.1%（-1pct）；门诊收入5.13亿元（+88.8%），占总收入33.6%（+4.4pct）。在医院业务的发展下，公司就诊人次同步增加，22H1共计161.8万（+115.8%）就诊人次。
- 公司经营状况良好：1）持续布局长三角，无锡海吉亚已于11月初动工，预计于2024年开业，品牌影响力持续提升；2）多项自建项目持续推进，成武海吉亚二期、单县海吉亚二期、德州海吉亚、常熟海吉亚等各项目稳步落地，预计2024年底公司可开放床位数将超10000张。公司肿瘤服务商业模式具备可复制性，我们看好公司旗下已发展至成熟期的单体旗舰医院的长期发展潜力与新建医院的爬坡能力，未来有望将业务版图逐步覆盖至全国，推荐关注。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2318	3312	4348	5698
收入同比 (%)	65%	43%	31%	31%
净利润	441	560	835	1051
净利润同比 (%)	160%	27%	49%	26%
每股收益 (元)	0.71	0.91	1.35	1.70
P/E	55.34	41.59	27.91	22.17

资料来源：wind、华安证券研究所；截至2022-12-02

海吉亚医疗：承接肿瘤医疗服务刚需，业绩可期

单位：rmb mn	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
医院业务						
1) 正在运营&二期建设						
收入	1836.60	2095.40	2152.50	2982.20	3822.66	4590.17
yoy%	94%	14%	3%	39%	28%	20%
2) 计划新建						
收入			0.0	109.7	274.9	825.9
yoy%					150.73%	200.72%
第三方放疗业务						
收入	135	151	158	204.91	233.59	261.63
yoy%	4.7%	11.9%	4.6%	30%	14%	12%
托管业务						
收入	6.2	7.7	6.7	11.74	14.21	17.19
yoy%	-2%	24%	-13%	75%	21%	21%
主营业务收入	1086.7	1402.60	2315.35	3308.50	4345.12	5694.93
yoy%	41.8%	29.1%	65.2%	42.9%	31.3%	31.1%
毛利	330.12	480.04	757.50	1057.4	1463.7	1977.9
毛利率		34.25%	32.72%	32.0%	33.7%	34.7%

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明


华安证券研究所

三星医疗：康复连锁医疗服务领跑行业

- 公司是康复医疗代表标的，22Q1~Q3公司实现营业收入69.01亿元，同比增长35.23%；实现归母净利润7.02亿元，同比增长5.15%；实现扣非净利润8.47亿元，同比增长42.85%；基本每股收益0.50元，同比增长4.17%。从医院业务角度看，2021年公司医院业务实现收入13.70亿元，净利润96.52百万元。截至目前，公司通过奥克斯医疗集团、奥克斯投资管理两个医疗集群经营管理：1) 13家医院，床位总数近2000张；2) 2021年收购杭州明州脑康康复医院84%股权和南昌明州康复医院85%股权，22年6月收购南京明州康复等5家康复医院100%股权完成工商变更。从智能电表业务角度看，智能配用电业务为公司传统强项，主营产品涵盖智能电表、变压器、箱式变电站等多种产品，涉及智能计量、新能源等多个领域；2021年公司累计在手订单67.07亿元（+27%），其中海外累计在手订单21.54亿（+39.60%）、国内45.53亿（+21.32%），订单储备充裕。此外公司于2022年6月7日中标6.87亿国家电网、于2022年6月8日中标1.8亿南方电网项目，接连中标国家电网项目，进一步提高放量确定性。
- 公司深耕智能配用电和医疗服务两个领域，其中智能电表方面公司经验丰富，有口皆碑，预计未来将持续保持业内领先，同时公司也将继续把握海外需求，海内外市场同步发展；康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，22H1合并7家康复医院，业务扩张节奏稳定。我们看好公司在康复医院和智能电表领域的先发优势，康复医院版图的扩张将进一步吸引患者，持续提高的医疗质量和患者数量有望实现螺旋上升效应。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	8790	10971	13632
收入同比 (%)	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
净利润	690	905	1159	1461
净利润同比 (%)	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
毛利率 (%)	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
每股收益 (元)	0.50	0.65	0.84	1.05
P/E	32.62	21.47	16.77	13.30

资料来源：wind、华安证券研究所；截至2022-12-02

三星医疗：康复连锁医疗服务领跑行业

公司收入预测拆分 (rmb mn)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
①智能配用电	5,308.97	5,382.65	6,755.23	8,437.28	10,470.66
yoy%	12.02%	1.39%	25.50%	24.90%	24.10%
②医疗服务	1,382.91	1,370.00	1,760.45	2,251.62	2,870.81
yoy%	-8.84%	-0.93%	28.50%	27.90%	27.50%
③融资租赁	302.88	157.94	142.15	127.93	115.14
yoy%	-28.99%	-47.85%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
④主营业务收入	6994.76	6910.59	8657.82	10816.82	13456.61
yoy%	4.67%	-1.20%	25.28%	24.94%	24.40%
⑤其他业务收入	97.95	112.31	132.53	153.73	175.25
yoy%	74.29%	14.66%	18.00%	16.00%	14.00%
营业总收入	7092.71	7022.90	8790.35	10970.55	13631.86
总营收yoy%	5.25%	-0.98%	25.17%	24.80%	24.26%

资料来源：wind，华安证券研究所；其中④=①+②+③，营业总收入=④+⑤

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

朝聚眼科：深耕内蒙、辐射华东，民营眼科连锁稳步发展

- 公司为拥有百年历史的民营眼科医疗服务集团，主营业务包括基础眼科及消费眼科服务，涵盖眼科护理全阶段及流程，如早期筛查、预防及早期诊断、治疗及康复。2022H1公司实现营业收入532.7百万元，同比增长6.5%；实现毛利244.3百万元，同比增长7.4%；实现纯利101.8百万元，同比增长29.4%；净利率19.1%。期末现金净增加额157.3百万元。
- 公司战略明晰，根据地理位置进行医院集群化运营，实现区域内资源共享。截至目前，公司共有18家眼科医院和25家视光中心，覆盖5个省及自治区，持续扩大版图。公司集中化方式管理药物及医疗耗材采购，有效降本增效，口碑的积累帮助公司吸引客户和人才，形成良性循环，眼科医疗服务市场的蓬勃需求和优质医疗资源的紧缺为公司提供广阔发展空间。公司为华北地区民营眼科医疗行业龙头，眼科医疗服务市场的蓬勃需求和优质医疗资源的紧缺为公司提供广阔发展空间。我们看好公司布局消费眼科带来的业务高增长的可能，旗下医院的集群化运作进一步提高公司运营及扩张效率。

主要财务指标（单位：百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1000	1251	1560	1934
收入同比（%）	26%	25%	25%	24%
净利润	162	217	275	345
净利润同比（%）	30%	34%	27%	26%
每股收益（元）	0.23	0.31	0.39	0.49
P/E	22.64	9.13	7.20	5.73

资料来源：wind、华安证券研究所；截至2022-12-02

朝聚眼科：深耕内蒙、辐射华东，民营眼科连锁稳步发展

公司收入预测拆分 (rmb mn)

	2021A	2022E	2023E	2024E
消费眼科服务	517.2	714.4	973.4	1304.9
yoy%	39.98%	38.12%	36.26%	34.05%
占比 (占总收入)	51.84%	57.14%	62.46%	67.51%
基础眼科服务	479.7	535.2	584.8	627.8
yoy%	13.62%	11.57%	9.26%	7.35%
占比 (占总收入)	48.08%	42.81%	37.52%	32.48%
其他	0.842	0.58	0.39	0.25
yoy%	-66.88%	-31%	-33%	-37%
主营业务收入	997.79	1250.19	1558.60	1932.90
yoy%	25.62%	25.30%	24.67%	24.01%

资料来源：wind、华安证券研究所；主营业务收入=消费眼科服务+基础眼科服务+其他

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

爱尔眼科：眼科连锁龙头领跑行业，疫后恢复强劲

- 公司是全球眼科医疗服务龙头，体外优质资产持续注入；截至2021年底在全球范围内开设眼科医疗机构723家，其中国内上市公司旗下医院共292家，接近实现国内省市全覆盖；全球网络横跨中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚，规模优势显著。多维度竞争优势奠定高质量成长基石：
 - 1) “并购基金+合伙人”模式打破了民营连锁机构扩张过程中的“人才、资金”双瓶颈，驱动扩张提速。自2014年成立并购基金以来，公司旗下医院数量由2014年初的50家快速扩张至2021年底的292家，未来扩张需求可顺利落地。
 - 2) 全面分级连锁及全球化生态战略帮助公司在优化资源配置、实现技术资源高效迭代的同时，将优质医疗服务持续下沉，高效满足患者的个性化就医需求。目前公司在部分省会城市已经拥有超越公立医院的技术水平，同时分级连锁网络已经完成省会城市90%覆盖、地级市80%覆盖，新十年1+8+N战略还将持续深化公司分级诊疗网络。分级连锁体系助力门店扩张，门诊量2011-2021 CAGR 23.1%，2021年平均客单价1471.3元/人，在消费升级及持续扩张趋势下，门诊量及客单价有望实现量价齐升，推动收入增长。
 - 3) 医教研体系建设及人才培养计划为公司乃至行业输送眼科人才，为高速扩张提供了人员及技术支撑。截至2020年底，爱尔上市公司及并购基金旗下医疗机构眼科医生共计6000余人，约占全国总眼科医师的1/8，人才聚集效应明显。
 - 4) 持续创新奠定公司长期发展基石。公司抓住新发展机遇。高端术式占比已达到较高水平，且仍处上升趋势；角膜塑形镜为公司视光业务主力，有望实现价量齐增；创新开设干眼门诊等特色门诊，利用全球化布局优势持续引进新技术，领跑新赛道。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15001	18574	22923	28163
收入同比 (%)	25.9%	23.8%	23.4%	22.9%
归属母公司净利润	2323	3071	4019	5162
净利润同比 (%)	34.8%	32.2%	30.8%	28.5%
毛利率 (%)	51.9%	52.2%	52.4%	52.6%
ROE (%)	20.5%	21.3%	21.8%	21.9%
每股收益 (元)	0.43	0.57	0.74	0.95
P/E	97.55	64.90	49.60	38.61
P/B	20.21	13.84	10.81	8.44
EV/EBITDA	43.75	35.79	28.55	22.97

资料来源：wind、华安证券研究所；截至2022-12-02

爱尔眼科：眼科连锁龙头领跑行业，疫后恢复强劲

单位：rmb mn	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
屈光项目					
收入	4,348.81	5,519.73	7,054.21	8,923.57	11,243.70
Yoy%	23.17%	26.92%	27.80%	26.50%	26.00%
白内障项目					
收入	1,961.36	2,191.19	2,456.33	2,731.44	3,040.09
Yoy%	11.41%	11.72%	12.10%	11.20%	11.30%
眼前段项目					
收入	1,200.41	1,456.02	1,691.90	1,962.60	2,256.99
Yoy%	8.43%	21.29%	16.20%	16.00%	15.00%
眼后段项目					
收入	817.49	994.80	1,204.70	1,438.41	1,698.76
Yoy%	17.45%	21.69%	21.10%	19.40%	18.10%
视光项目					
收入	2,453.91	3,378.45	4,527.13	5,930.54	7,733.42
Yoy%	27.15%	37.68%	34.00%	31.00%	30.40%
其他业务					
收入	1,130.43	1,460.62	1,825.77	2,245.70	2,717.30
Yoy%	17.04%	29.21%	25.00%	23.00%	21.00%
营业总收入					
收入	11,912.41	15,000.81	18,760.03	23,232.26	28,690.27
Yoy%	19.24%	25.93%	25.06%	23.84%	23.49%

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.4 CXO：新冠高基数带来23年财务增速表观增速慢



3.4 CXO板块投资逻辑：创新带来的持续需求

- CXO行业面临持续调整，看好业绩催化估值修复：当前CXO板块估值仍处在调整过程当中，三季度业绩表现依旧亮眼，板块内主要标的业绩高增长确定性加强。
- 药明移除UVL清单，情绪面回暖，板块压制因素逐步释放。年初至今的国际关系担忧10月起有望进一步消除，股价持续调整后估值进入价值区间，CXO行业仍是兼具确定性与成长性的优质板块。
- 医药行业政策持续改善，创新药景气度提升，带动CXO板块信心提振，有望迎来估值修复回升。近期出台的医药政策趋于缓和，集采规则逐步完善；创新药医保谈判简易续约规则出台，降幅温和好于预期；叠加创新药领域进展逐步读出，形成催化，处在景气度上行周期。种种迹象表明，行业回暖，利好CXO板块估值回升。
- 投资建议：
 - (1) 龙头CXO，建议关注药明康德、泰格医药、凯莱英和博腾股份；
 - (2) 新兴优质赛道：推荐和元生物（已覆盖，增持评级）、皓元医药（已覆盖，买入评级）；
 - (3) 模式动物：推荐药康生物（已覆盖，买入评级）；
 - (4) 仿制药CRO：推荐百诚医药（已覆盖，买入评级）、阳光诺和（已覆盖，买入评级）。
- 风险提示：创新药研发不及预期的风险；投融资缩减风险；新冠疫情带来的不确定性风险；国际汇率变动风险；地缘政治与贸易冲突风险；技术人才紧缺和人才流失的风险。

3.4 CXO重点标的的三季度报表现亮眼

CXO板块三季度报业绩依旧靓丽：2022前三季度，板块整体营收体量达679.00亿元，同比增速67%；整体归母净利润为180.71亿元，同比增速为89.5%；扣非归母净利润为153.50亿元，同比增速106%。

营收端：高速增长，头部企业更为强劲。2022前三季度，药明康德（营收283.95亿元，+72%）、泰格医药（营收54.06亿元，+59%）、凯莱英（营收78.12亿元，+167%）、博腾股份（营收52.18亿元，+157%）。

利润端：疫情扰动，有所分化，扣非更为明显，高成长性公司盈利能力持续提升。2022前三季度，药明康德（扣非归母净利润62.32亿元，+101%）、百诚医药（扣非归母净利润1.33亿元，+110%）、昭衍新药（扣非归母净利润6.05亿元，+179%）、九洲药业（扣非归母净利润7.63亿元，75%）。部分公司产能扩充叠加疫情影响成本压力增加拖累利润端表现，但我们看好2023年疫情影响消化、产能释放后的业绩放量。如南模生物等。

订单方面：预收账款与合同负债快速增长，在手订单高速增长提示高景气持续。截至2022Q3，百诚医药新增订单7.3亿元。截至2022H1，药明康德在手订单351亿元，同比增速77%；昭衍新药在手订单41亿元，同比增长78%，凯莱英在手订单14.7亿美元，同比增长119%，百诚医药在手订单10亿元，同比增长67%。凯莱英在手新冠大单未交付金额50亿元；博腾股份在手新冠大单未交付金额26亿元。

产能方面：产能持续扩张，在建工程稳步提升。截至2022三季度末，相比2021年末，在建工程增速较快的有南模生物（1.63亿元，+705%）、博济医药（0.73亿元，+542%）、皓元医药（4.19亿元，261%），看好后续产能爬坡带来的业绩放量。

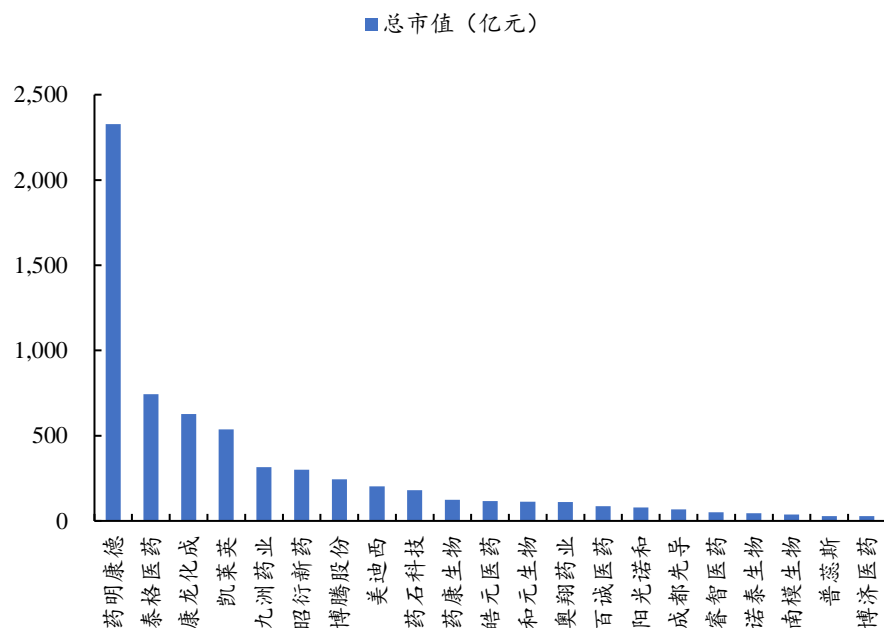
人员方面：人员快速增长，为业务发展储能。截至2022三季度末，相比2021年末，员工总数增速较快的有百诚医药（1185人，+55%）、皓元医药（2122人，+43%）、药康生物（1115人，+35%）。

3.4 CXO业绩持续高增，基本面强劲

- 收入端利润端均保持较快增长：2022前三季度，板块整体营收体量达679.00亿元，同比增速67%；整体归母净利润为180.71亿元，同比增速为90%；扣非归母净利润为153.50亿元，同比增速106%。
- CXO板块选取标的包括：药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、九洲药业、博腾股份、美迪西、药石科技、皓元医药、和元生物、药康生物、奥翔药业、百诚医药、阳光诺和、成都先导、睿智医药、诺泰生物、南模生物、普蕊斯、博济医药21家A股上市企业

2022Q3 CXO板块公司市值排序

2019-2022Q3 CXO板块公司收入及利润表现



单位：亿元	2019	2020	2021	前三季度		第三季度	
				2021	2022	2021	2022
营业总收入	312.20	405.82	580.56	405.59	679.00	149.96	241.49
收入增速 (YOY)		29.99%	43.06%		67.41%		61.03%
归母净利润	52.27	88.93	138.53	95.36	180.71	29.89	60.13
归母净利润增速 (YOY)		70.12%	55.77%		89.51%		101.17%
扣非归母净利润	47.09	64.58	101.57	74.39	153.50	26.29	55.87
扣非归母净利润增速 (YOY)		37.14%	57.28%		106.34%		112.51%

资料来源：Wind、华安证券研究所，市值取2022年11月1日数据

3.4 CXO营收端：高速增长，头部企业更为强劲

CXO公司营业总收入情况 (亿元)

CXO公司营业总收入同比增速

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	128.72	165.35	229.02	165.21	283.95	59.85	106.38
泰格医药	28.03	31.92	52.14	33.95	54.06	13.39	18.12
康龙化成	37.57	51.34	74.44	53.02	74.03	20.16	27.68
凯莱英	24.60	31.50	46.39	29.23	78.12	11.63	27.70
九洲药业	6.39	10.76	15.17	8.57	12.76	3.22	5.00
昭衍新药	20.17	26.47	40.63	30.04	43.73	11.36	14.18
博腾股份	15.51	20.72	31.05	20.30	52.18	7.74	13.04
美迪西	4.49	6.66	11.67	7.86	12.40	3.01	4.97
药石科技	6.62	10.22	12.02	9.03	11.85	2.82	4.50
药康生物	4.09	6.35	9.69	6.96	9.70	2.41	3.49
皓元医药	0.63	1.43	2.55	1.64	2.15	0.65	0.80
和元生物	1.93	2.62	3.94	2.80	3.86	1.01	1.36
奥翔药业	3.08	4.09	5.70	4.30	5.78	1.44	1.97
百诚医药	1.56	2.07	3.74	2.22	4.21	0.81	1.75
阳光诺和	2.34	3.47	4.94	3.41	4.95	1.17	1.71
成都先导	2.64	2.44	3.11	2.27	2.18	0.73	0.79
睿智医药	13.28	14.82	16.91	12.61	10.32	4.16	3.45
诺泰生物	3.72	5.67	6.44	4.50	3.82	1.41	1.14
南模生物	1.55	1.96	2.75	1.90	2.15	0.68	0.85
普蕊斯	3.04	3.35	5.03	3.62	4.01	1.37	1.56
博济医药	2.24	2.60	3.24	2.15	2.78	0.94	1.03

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	33.89%	28.46%	38.50%	39.84%	71.87%	30.58%	77.76%
泰格医药	21.85%	13.88%	63.32%	47.58%	59.23%	57.77%	35.35%
康龙化成	29.20%	36.64%	45.00%	47.84%	39.64%	44.75%	37.31%
凯莱英	34.07%	28.04%	47.28%	40.34%	167.25%	42.34%	138.25%
昭衍新药	56.40%	68.27%	40.97%	35.67%	48.97%	37.62%	55.01%
九洲药业	8.30%	31.26%	53.48%	72.08%	45.55%	53.97%	24.83%
博腾股份	30.93%	33.56%	49.87%	36.41%	157.05%	37.52%	68.42%
美迪西	38.30%	48.19%	75.28%	81.62%	57.74%	74.61%	65.12%
药石科技	38.47%	54.36%	17.55%	24.47%	31.21%	5.86%	59.83%
皓元医药	36.23%	55.29%	52.61%	68.62%	39.38%	46.88%	44.77%
和元生物	42.31%	126.93%	78.57%	117.31%	31.34%	96.64%	23.86%
药康生物	261.64%	35.91%	50.35%	-	38.09%	-	34.21%
奥翔药业	26.25%	32.91%	39.21%	42.34%	34.50%	56.56%	36.46%
百诚医药	90.47%	32.50%	80.61%	77.40%	89.26%	83.45%	116.03%
阳光诺和	73.24%	48.74%	42.12%	45.44%	45.19%	48.40%	46.12%
成都先导	74.74%	-7.80%	27.69%	80.50%	-4.02%	86.95%	8.58%
睿智医药	33.19%	11.58%	14.11%	17.97%	-18.17%	4.25%	-17.00%
诺泰生物	45.40%	52.58%	13.58%	20.05%	-15.03%	-11.09%	-19.12%
南模生物	27.47%	26.74%	40.31%	49.21%	13.55%	36.58%	25.78%
普蕊斯	57.41%	10.46%	50.01%	-	10.82%	-	13.64%
博济医药	30.24%	16.25%	24.47%	21.36%	29.63%	40.47%	9.93%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.4 CXO利润端：疫情扰动，有所分化

CXO公司归母净利润情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	18.55	29.60	50.97	36.52	73.78	8.87	27.42
泰格医药	8.42	17.50	28.74	17.81	16.05	5.26	4.13
康龙化成	5.47	11.72	16.61	10.40	9.61	4.75	3.76
凯莱英	5.54	7.22	10.69	6.95	27.21	2.66	9.81
昭衍新药	1.78	3.15	5.57	2.48	6.32	0.94	2.61
九洲药业	2.38	3.81	6.34	4.73	7.43	1.98	2.75
博腾股份	1.86	3.24	5.24	3.61	15.78	1.46	3.65
美迪西	0.67	1.29	2.82	1.81	2.78	0.68	1.15
药石科技	1.52	1.84	4.87	4.42	2.50	0.61	0.97
皓元医药	0.73	1.28	1.91	1.44	1.58	0.49	0.41
和元生物	-0.37	0.94	0.54	0.29	0.34	0.14	0.14
药康生物	0.35	0.76	1.25	0.85	1.28	0.39	0.46
奥翔药业	0.56	0.87	1.46	1.10	1.77	0.28	0.54
百诚医药	0.44	0.57	1.11	0.65	1.45	0.24	0.60
阳光诺和	0.47	0.72	1.06	0.85	1.29	0.26	0.42
成都先导	1.20	0.64	0.63	0.30	0.10	0.09	0.17
睿智医药	1.39	1.55	-4.02	0.15	10.23	0.10	0.67
诺泰生物	0.49	1.23	1.15	0.73	0.53	0.22	0.18
南模生物	0.23	0.45	0.61	0.39	0.08	0.12	0.03
普蕊斯	0.52	0.35	0.58	0.44	0.38	0.17	0.19
博济医药	0.07	0.17	0.39	0.33	0.21	0.19	0.07

CXO公司归母净利润同比增速

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	-17.96%	59.62%	72.19%	50.41%	107.12%	36.23%	209.11%
泰格医药	78.24%	107.90%	64.26%	35.13%	-9.90%	64.80%	-21.56%
康龙化成	64.30%	114.25%	41.68%	31.81%	-7.59%	53.26%	-20.95%
凯莱英	29.32%	30.37%	48.08%	37.26%	291.59%	39.30%	269.40%
昭衍新药	64.64%	68.67%	76.96%	72.26%	154.85%	76.76%	176.77%
九洲药业	51.32%	60.05%	66.56%	97.65%	57.09%	80.39%	38.77%
博腾股份	49.04%	74.84%	61.49%	50.92%	337.42%	32.23%	150.08%
美迪西	9.54%	94.35%	118.12%	142.06%	53.68%	141.67%	70.20%
药石科技	14.03%	21.13%	164.14%	210.79%	-43.57%	11.16%	57.87%
皓元医药	298.77%	74.91%	48.70%	103.78%	9.63%	92.33%	-15.34%
和元生物	-12.98%	358.57%	-42.55%	-59.15%	16.69%	254.62%	2.00%
药康生物	676.89%	119.99%	63.45%	/	50.00%	/	18.98%
奥翔药业	28.55%	54.00%	68.05%	66.66%	60.52%	103.28%	95.65%
百诚医药	302.09%	29.29%	93.52%	208.88%	125.08%	215.63%	155.42%
阳光诺和	128.80%	52.88%	45.81%	67.01%	51.42%	158.41%	58.68%
成都先导	167.49%	-46.77%	-1.00%	103.24%	-64.88%	1201.14%	93.55%
睿智医药	-13.75%	11.25%	-360.27%	-82.19%	6799.35%	-77.14%	589.07%
诺泰生物	10.71%	153.94%	-6.52%	-12.65%	-27.41%	-38.42%	-16.02%
南模生物	53.86%	91.64%	36.59%	62.60%	-79.90%	2.93%	-76.07%
普蕊斯	72.91%	-32.55%	63.58%	/	-13.04%	/	13.10%
博济医药	-10.91%	157.69%	128.87%	70.91%	-35.72%	152.82%	-66.08%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.4 CXO利润端：疫情扰动，有所分化，扣非更为明显

CXO公司扣非归母净利润情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	19.14	23.85	40.64	31.06	62.32	9.79	23.82
泰格医药	5.58	7.08	12.32	8.69	11.92	3.26	4.21
康龙化成	5.05	8.01	13.41	9.31	10.58	3.47	3.78
凯莱英	4.89	6.44	9.35	5.96	26.83	2.44	9.84
昭衍新药	1.55	2.92	5.30	2.17	6.05	0.87	2.60
九洲药业	2.28	3.22	5.73	4.37	7.63	1.91	2.94
博腾股份	1.62	2.88	5.03	3.53	15.77	1.51	3.65
美迪西	0.58	1.23	2.71	1.76	2.63	0.66	1.09
药石科技	1.37	1.74	2.33	2.01	2.43	0.56	0.92
皓元医药	0.68	1.19	1.77	1.40	1.42	0.45	0.32
和元生物	-0.35	0.27	0.41	0.19	0.29	0.08	0.11
药康生物	0.34	0.66	0.78	/	0.78	/	0.23
奥翔药业	0.48	0.86	1.33	1.09	1.65	0.27	0.48
百诚医药	0.42	0.55	1.03	0.63	1.33	0.23	0.59
阳光诺和	0.46	0.72	1.02	0.83	1.20	0.26	0.39
成都先导	0.74	0.43	0.23	0.13	0.02	0.01	0.14
睿智医药	1.19	0.83	-4.22	0.03	0.28	0.04	0.63
诺泰生物	0.43	0.94	1.05	0.65	0.12	0.18	0.00
南模生物	0.12	0.33	0.52	0.33	-0.19	0.08	-0.11
普蕊斯	0.49	0.33	0.58	/	0.35	/	0.18
博济医药	0.02	0.10	0.25	0.25	0.08	0.17	0.05

CXO公司扣非归母净利润同比增速

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	22.82%	24.60%	70.38%	87.81%	100.64%	87.28%	143.31%
泰格医药	56.31%	26.89%	73.90%	74.62%	37.20%	67.63%	29.02%
康龙化成	58.15%	58.51%	67.46%	53.71%	13.62%	42.63%	8.79%
凯莱英	32.50%	31.79%	45.22%	30.58%	350.16%	35.65%	304.25%
昭衍新药	71.41%	78.91%	81.63%	75.49%	178.60%	155.25%	195.97%
九洲药业	26.66%	41.55%	77.86%	106.87%	74.53%	111.40%	54.11%
博腾股份	124.97%	77.82%	74.42%	60.61%	346.93%	49.64%	141.15%
美迪西	10.34%	111.39%	119.53%	145.70%	49.31%	138.71%	64.01%
药石科技	15.64%	26.77%	34.24%	49.19%	20.95%	5.72%	64.72%
皓元医药	88.43%	75.46%	49.41%	115.67%	1.32%	/	-31.07%
和元生物	-32.06%	176.49%	53.69%	2185.80%	52.17%	/	37.01%
药康生物	224.38%	97.06%	16.67%	/	41.07%	/	/
奥翔药业	41.76%	77.38%	56.03%	72.82%	52.12%	85.87%	76.61%
百诚医药	473.29%	29.85%	87.54%	158.10%	110.33%	/	153.75%
阳光诺和	131.88%	55.93%	41.07%	62.79%	44.41%	/	48.33%
成都先导	134.66%	-42.15%	-45.74%	15632.33%	-84.67%	113.21%	1074.04%
睿智医药	-20.53%	-30.31%	-609.42%	-95.67%	848.03%	-89.20%	1497.54%
诺泰生物	76.13%	121.87%	10.96%	13.02%	-81.57%	/	-96.85%
南模生物	277.00%	163.82%	60.36%	85.18%	-156.91%	-28.23%	-236.81%
普蕊斯	67.06%	-33.77%	75.82%	/	-19.69%	/	/
博济医药	-52.94%	436.39%	155.84%	72.52%	-65.99%	222.83%	-73.35%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.4 CXO利润端：高成长性公司盈利能力持续提升

CXO公司毛利率情况

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	38.95%	37.99%	36.29%	36.99%	37.12%	36.98%	38.58%
泰格医药	46.48%	47.43%	43.55%	46.77%	40.11%	45.54%	40.94%
康龙化成	35.52%	37.47%	35.99%	36.57%	36.49%	36.98%	38.96%
凯莱英	45.50%	46.55%	44.33%	44.93%	46.92%	44.99%	46.75%
昭衍新药	52.64%	51.38%	48.73%	49.71%	49.70%	47.97%	50.85%
九洲药业	34.84%	37.51%	33.33%	32.31%	34.72%	32.82%	33.86%
博腾股份	37.84%	41.68%	41.36%	43.71%	52.56%	44.89%	53.14%
美迪西	35.92%	41.07%	45.34%	44.46%	44.03%	42.41%	43.28%
药石科技	51.59%	45.79%	48.13%	49.33%	47.30%	48.65%	46.57%
皓元医药	57.18%	56.67%	54.12%	55.46%	53.30%	57.91%	48.03%
和元生物	38.91%	58.11%	51.34%	47.90%	45.20%	47.90%	41.09%
药康生物	66.84%	72.04%	74.33%	75.14%	73.27%	76.13%	69.49%
奥翔药业	51.78%	56.43%	54.79%	54.65%	50.65%	48.52%	49.76%
百诚医药	62.20%	65.81%	67.26%	67.34%	69.76%	68.55%	75.62%
阳光诺和	45.89%	49.61%	53.41%	56.42%	56.91%	57.89%	54.15%
成都先导	81.55%	79.36%	47.02%	49.72%	42.02%	44.49%	50.52%
睿智医药	38.18%	38.32%	31.69%	31.06%	36.03%	35.49%	39.09%
诺泰生物	53.37%	58.16%	55.76%	56.43%	53.77%	56.79%	56.32%
南模生物	50.55%	60.34%	60.86%	62.70%	41.63%	60.83%	41.89%
普蕊斯	32.88%	29.12%	26.08%	26.79%	24.59%	25.46%	24.44%
博济医药	42.53%	43.70%	43.22%	47.63%	38.91%	50.36%	37.49%

CXO公司净利率情况

公司名称	2019	2020	2021	前三季度		单三季度	
				2021	2022	2021	2022
药明康德	14.85%	18.06%	22.43%	21.72%	26.23%	14.97%	26.05%
泰格医药	34.79%	63.56%	65.06%	64.38%	32.78%	44.56%	25.09%
康龙化成	14.12%	22.34%	21.76%	18.94%	12.75%	22.65%	13.69%
凯莱英	22.51%	22.92%	23.05%	23.77%	34.83%	22.83%	35.41%
昭衍新药	27.87%	29.15%	36.69%	28.83%	49.43%	29.14%	52.17%
九洲药业	11.75%	14.35%	15.61%	15.76%	16.96%	17.45%	19.27%
博腾股份	11.58%	15.60%	15.32%	17.03%	28.89%	17.07%	25.65%
美迪西	15.25%	20.15%	24.39%	23.32%	22.42%	22.52%	23.22%
药石科技	22.96%	18.02%	41.92%	49.97%	22.06%	23.23%	21.45%
皓元医药	17.95%	20.22%	19.66%	20.68%	16.07%	20.30%	11.68%
和元生物	-68.08%	63.94%	21.28%	17.73%	15.75%	20.97%	17.27%
药康生物	18.02%	29.18%	31.72%	30.53%	33.17%	38.58%	34.21%
奥翔药业	18.31%	21.22%	25.62%	25.67%	30.64%	19.18%	27.50%
百诚医药	28.78%	27.60%	29.65%	28.98%	34.50%	29.05%	34.39%
阳光诺和	20.53%	21.35%	22.04%	25.49%	26.32%	22.77%	25.33%
成都先导	45.52%	26.28%	20.38%	13.06%	4.85%	12.35%	22.19%
睿智医药	10.24%	10.40%	-23.78%	1.17%	99.13%	2.33%	19.31%
诺泰生物	12.06%	21.17%	16.90%	15.45%	12.73%	14.33%	14.63%
南模生物	15.02%	22.71%	22.11%	20.41%	3.61%	17.85%	3.40%
普蕊斯	17.25%	10.53%	11.49%	12.14%	9.52%	12.09%	12.03%
博济医药	5.51%	9.55%	13.42%	17.14%	8.04%	21.73%	6.46%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

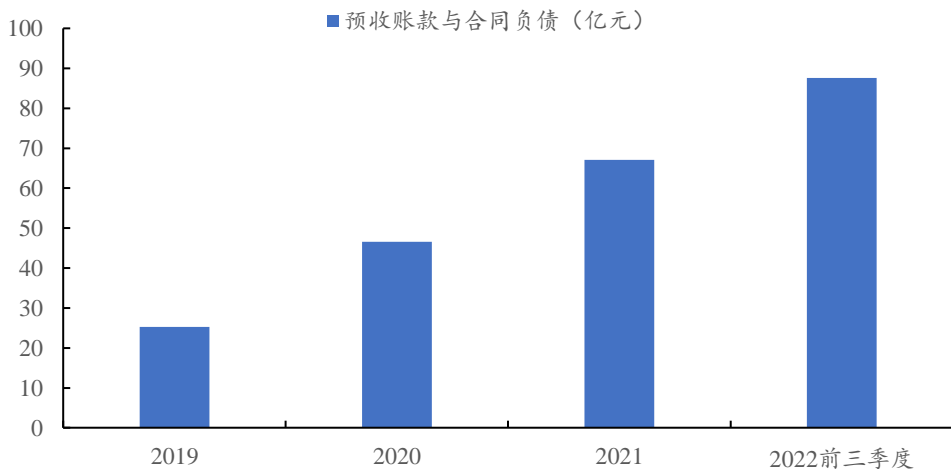
3.4 CXO关键指标：订单饱满，预收账款与合同负债快速增长

CXO公司预收账款与合同负债（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022前三季度
药明康德	8.97	15.81	29.86	39.59
泰格医药	3.98	4.85	7.90	10.00
康龙化成	2.72	4.73	6.80	8.49
凯莱英	0.20	0.90	1.31	3.00
昭衍新药	3.35	5.85	9.72	15.19
九洲药业	0.20	0.23	0.50	0.94
博腾股份	0.24	0.29	0.64	0.94
美迪西	0.34	0.54	1.52	0.80
药石科技	0.09	0.57	0.29	0.45
皓元医药	0.21	0.48	0.23	0.40
和元生物	0.13	0.34	0.38	0.21
药康生物	0.50	0.60	0.76	0.76
奥翔药业	0.02	0.03	0.23	0.28
百诚医药	0.61	0.50	0.71	0.65
阳光诺和	1.13	1.28	2.00	1.39
成都先导	0.35	0.23	0.25	0.20
睿智医药	0.48	0.58	0.55	0.54
诺泰生物	0.09	0.13	0.26	0.03
南模生物	0.42	0.54	0.74	1.13
普蕊斯	0.45	0.81	0.92	1.10
博济医药	0.83	1.30	1.53	1.54

- 预收账款与合同负债可作为CXO企业订单的先行指标，可在一定程度上反映新签订单和在手订单情况。2022前三季度，CXO板块公司整体预收账款与合同负债达88亿元，其中体量最大的是药明康德（40亿元），其次是昭衍新药（15亿元）、泰格医药（10亿元）。
- 值得注意的是，部分公司受新冠事件催化，大笔新冠订单在2021~2022年集中兑现消化，也为明年订单增长带来一定压力。

2019-2022Q3 CXO板块公司预收账款与合同负债



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.4 CXO关键指标：在手订单高速增长提示高景气持续

- 订单增长为营收增长提供确定性：部分重点CXO公司在手订单体量相当可观，维持较高增速，订单作为体现公司竞争力的核心指标，为持续发展增加确定性。截至2022Q3，百诚医药新增订单7.3亿元。截至2022H1，药明康德在手订单351亿元，同比增速77%；昭衍新药在手订单41亿元，同比增长78%，凯莱英在手订单14.7亿美元，同比增长119%，百诚医药在手订单10亿元，同比增长67%。
- 另外，受新冠事件催化，药明康德、凯莱英大订单为2022年贡献可观收入，下半年仍有大金额待交付，推动业绩全年高速增长。根据三季报信息，药明康德第三季度新冠收入27亿元；博腾股份大单已完成生产，10.8亿存货，推测交付金额为15亿元左右；凯莱英预计第三季度交付金额为15亿左右。

部分CXO公司在手订单情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022H1	2022Q1-Q3
药明康德	119	159	291	351 (+77%)	
泰格医药	50.1	72.6	114		
昭衍新药	10.4	17	29	41 (+78%)	
凯莱英 (亿美元)			19	14.7 (+119%)	
百诚医药		5.0	8.9	10 (+67%)	新增订单7.3亿 (+45%)
阳光诺和		11.3	15.7	18 (+33%)	
博济医药	9.6		12.8		

部分CXO公司大订单情况

公司名称	签订日期	新冠订单 总额	新冠收入			
			2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3
药明康德			5.8亿元	15.1亿元	26.8亿元	27亿元
博腾股份	2021.11	2.17亿美元 (2021~2022 交付)	3.16亿元	28.3亿元 (待交付25.8亿元)		大单完成生产，10.8亿 存货，推测 交付金额为 15亿元左右
	2022.02	6.81亿美元 (2022交付)				
凯莱英	2021.11	4.8亿美元	15.1亿元	30.3亿元 (待交付50.4亿元)		预计在15亿 元左右
	2021.12	27.2亿元				
	2022.02	35.4亿元				

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

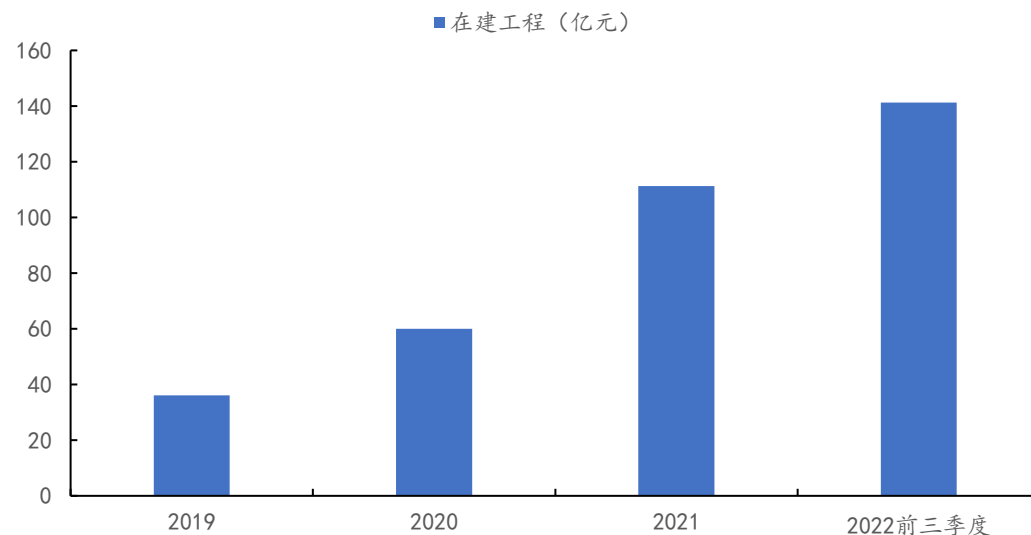
3.4 CXO关键指标：产能持续扩张，在建工程稳步提升

CXO公司在建工程情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022Q3
药明康德	20.92	30.86	57.72	81.09
泰格医药	0.22	0.55	2.17	1.61
康龙化成	2.17	8.21	13.74	15.28
凯莱英	3.60	6.71	10.47	14.34
昭衍新药	0.35	0.49	1.27	2.83
九洲药业	2.54	2.87	4.51	
博腾股份	0.63	1.89	3.42	8.10
美迪西	0.18	0.11	1.01	1.04
药石科技	1.27	1.71	5.75	4.54
皓元医药	0.01	0.24	1.16	4.19
和元生物	0.02	0.14	1.92	3.88
药康生物	0.17	0.03	0.53	
奥翔药业	0.57	0.67	3.58	
百诚医药	0.06	1.87	1.04	
阳光诺和			0.03	
成都先导				
睿智医药	0.42	3.09	2.36	2.00
诺泰生物	2.77	0.04	0.30	
南模生物		0.50	0.20	1.63
普蕊斯				
博济医药	0.17	0.03	0.11	0.73

- 在建工程反映CXO企业的产能扩张进程，在建工程持续攀升意味着新签订单快速增加，也预示着行业较高的景气度。
- 2022Q3，CXO板块公司整体在建工程达141亿元。其中体量最大的是药明康德（81亿元），截至2022Q3，相比2021年末，在建工程增速较快的有南模生物（1.63亿元，+705%）、博济医药（0.73亿元，+542%）、皓元医药（4.19亿元，261%）、博腾股份（8.10亿元，137%），看好后续产能释放带来的业绩放量。

2019-2022Q3 CXO板块在建工程情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

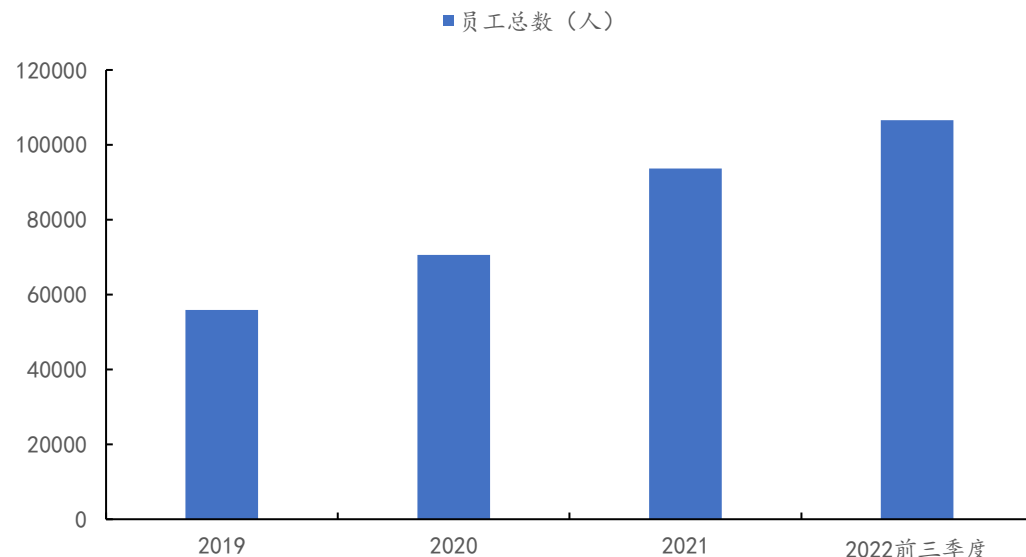
3.4 CXO关键指标：人员快速增长，为业务发展储能

CXO公司员工总数（人）

公司名称	2019	2020	2021	2022Q3
药明康德	21744	26411	34912	39716
泰格医药	4959	6032	8326	8299
康龙化成	7393	11012	14923	17650
凯莱英	3840	5477	7126	8931
昭衍新药	1224	1483	2140	2140
九洲药业	2998	3586	4083	4083
博腾股份	2077	2635	3782	4750
美迪西	1219	1642	2440	2833
药石科技	652	763	1735	2159
皓元医药	671	873	1486	2122
和元生物	244	311	367	367
药康生物	619	759	823	1115
奥翔药业	587	757	846	846
百诚医药	343	496	765	1185
阳光诺和	529	675	873	982
成都先导	394	458	471	471
睿智医药	2439	2657	2636	2636
诺泰生物	795	891	1091	1091
南模生物	291	347	509	509
普蕊斯	2186	2579	3343	3593
博济医药	651	715	989	989

- CXO行业整体属于人力密集型行业，人员的扩张也是衡量公司经营增长的重要指标。
- 2022Q3，CXO板块公司整体员工总数超过10万人。其中员工数最多的是药明康德（39716人），截至2022Q3，相比2021年末，员工总数增速较快的有百诚医药（1185人，+55%）、皓元医药（2122人，+43%）、药康生物（1115人，+35%）。

2019-2022Q3 CXO板块员工总数情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

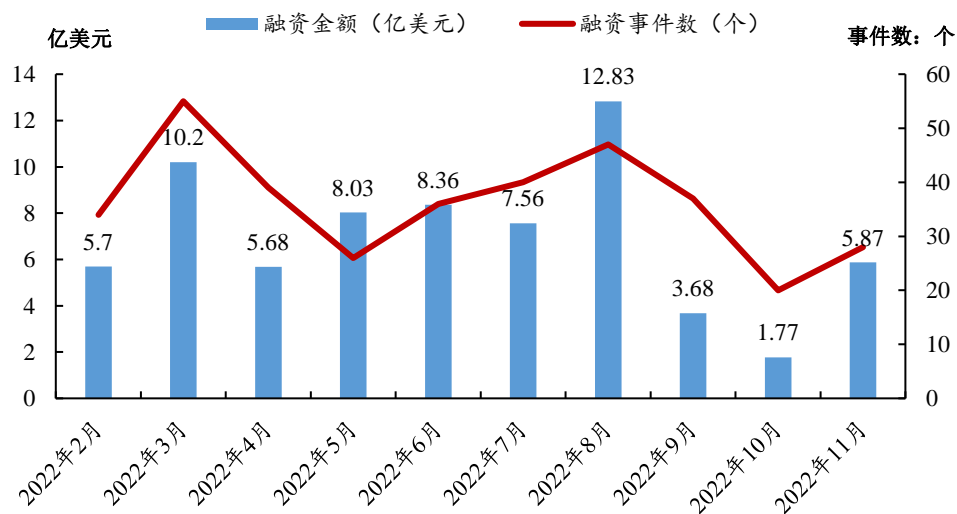
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

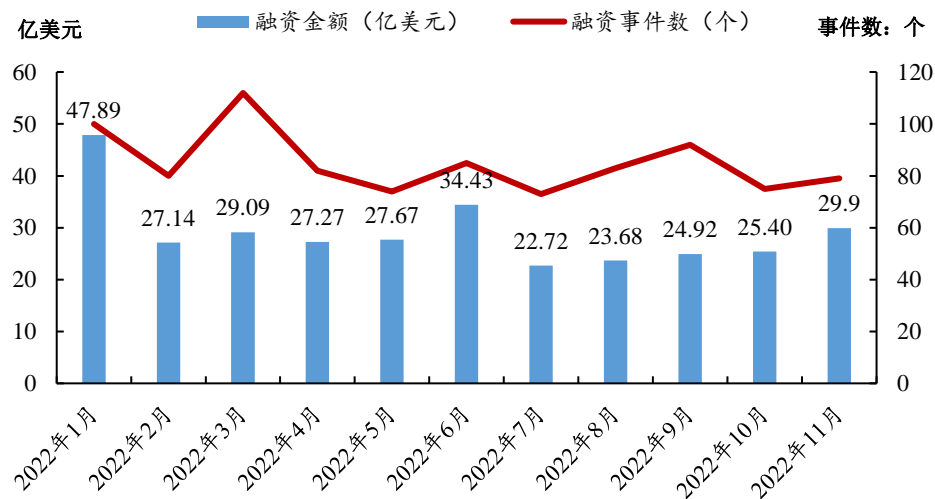
3.4 CXO投融资：生物医药领域月度间持续波动，11月环比上升

- 国内：月度投融资数据持续波动。2022年11月，国内生物医药领域发生投融资事件28起，环比增加40%；投融资金额5.87亿美元，环比增加232%。
- 全球：月度间较为平稳。2022年11月，全球生物医药领域发生投融资事件79起，环比增加18%；投融资金额29.9亿美元，环比增加5%。

国内生物医药领域投融资情况（2022年月度数据）



全球生物医药领域投融资情况（2022年月度数据）



资料来源：动脉网（不完全统计）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

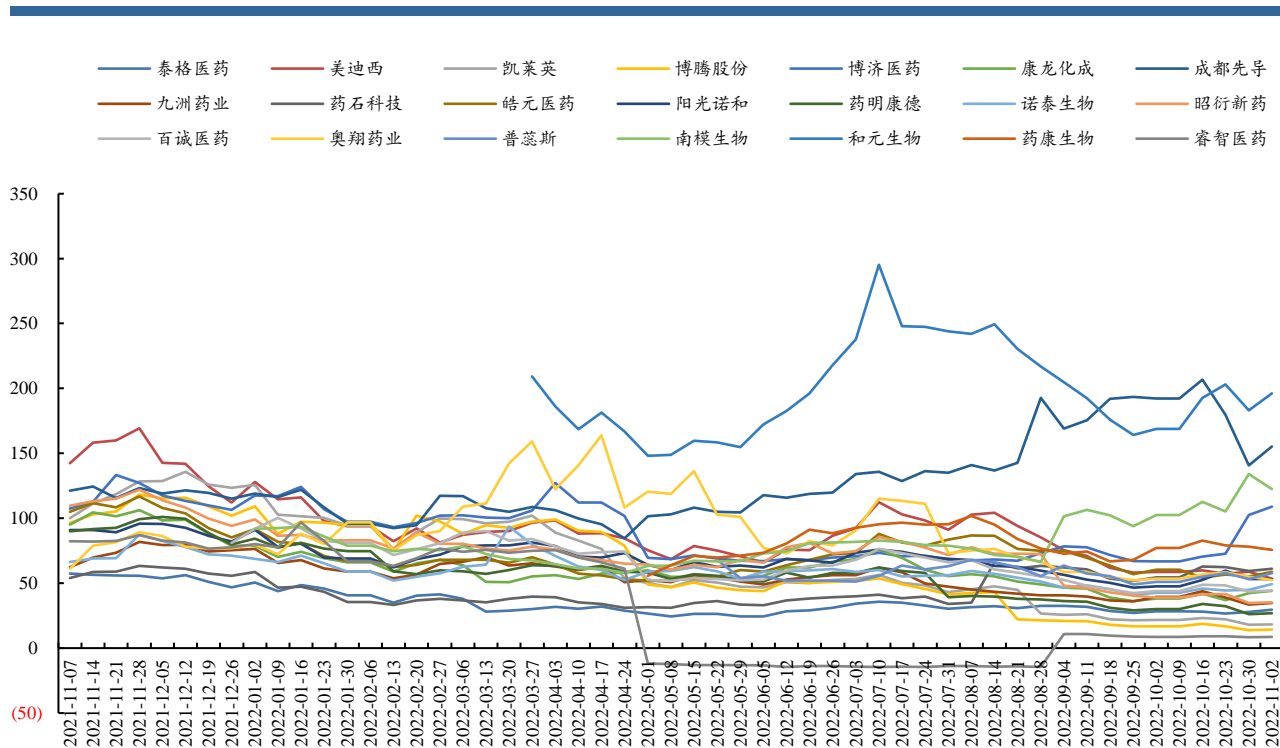
3.4 CXO估值：调整充分，主要CXO公司估值进入价值区间

主要企业的横向对比来看，CXO板块估值持续调整，核心标的进入价值区间，目前估值超过100倍的标的仅有和元生物、南模生物和成都先导。主要CXO公司估值均已进入价值区间。

CXO公司PE (TTM) 情况

公司名称	2021	2022Q3
药明康德	84.37	30.07
泰格医药	50.39	28.30
康龙化成	78.82	38.28
凯莱英	125.66	21.56
昭衍新药	98.95	38.96
九洲药业	76.25	39.52
博腾股份	109.16	16.66
美迪西	127.96	58.56
药石科技	58.63	54.43
皓元医药	91.63	60.47
和元生物	/	168.73
药康生物	/	77.02
奥翔药业	79.81	53.51
百诚医药	91.97	43.78
阳光诺和	91.24	47.49
成都先导	118.98	192.10
睿智医药	80.18	8.70
诺泰生物	68.76	42.48
南模生物	91.84	102.58
普蕊斯	/	51.03
博济医药	117.43	66.83

主要CXO公司近一年PE (TTM) 变化情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

百诚医药：“药学+临床”综合CRO踏浪而来，凸显成长属性

- **公司整体业绩进入收获期，营收利润高增长：**公司作为“药学+临床研究”综合CRO领域的先行者，深耕行业多年，具备仿制药药学研究、临床试验及注册申报等一体化竞争优势。研发投入持续增加，技术平台体系完善。公司营收持续高增长，盈利能力不断增强：2021年营业收入3.47亿元，同比增长80.61%；归母净利润1.11亿元，同比增速达93.52%，收入端和利润端均增长迅速。
- **双线拓展、模式创新，增强长期业绩弹性：**公司开展“受托研发服务+研发技术成果转化”的创新型发展模式，并在盈利模式上引入销售分成的付款方式，深度绑定客户。目前受托研发服务增长强劲，其中临床前药学研究是受托研发服务板块的核心业务，2021年收入达1.59亿元，同比增速99.47%；自主研发技术成果转化业务盈利能力突出，近年毛利率维持在80%左右的较高水平，未来还有望通过销售分成，进一步增厚利润。
- **在手订单充足，彰显成长属性：**凭借创新发展模式，客户订单齐增长，业绩放量有保障。2018-2021H1，公司客户数量和合同数量快速增加，公司的客户粘性较强。从订单执行情况来看，其中来自于制药企业的订单金额占比突出，2020年其整体订单的比重为74.22%；来自于医药研发投资机构的订单增长快速，由2018年的329.35万，增长到2020年的5324.14万元，年符合增速达152.85%。2021年末公司在手订单8.93亿元，同比增长76.88%。
- **CDMO业务实现突破，奠定业绩增长新方向：**战略进入CDMO板块，公司涉足CDMO业务的初衷是从自身研发项目的需求出发，希望加快内部订单执行效率，加快研发进程；与此同时，承接外部订单，并于CRO业务产生协同效应。目前赛默具备原料+制剂生产能力，剂型全，产能大。2021年下半年，浙江赛默的CDMO业务对外实现收入940.14万元，对内为公司的57个受托研发项目提供CDMO服务，取得了阶段性的突破，预计未来赛默将成为新的业绩贡献板块。

百诚医药：“药学+临床”综合CRO踏浪而来，凸显成长属性

公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	156.42	207.25	374.31	672.64	1016.52	1426.77
YOY	90.47%	32.50%	80.61%	79.70%	51.12%	40.36%
受托研发服务收入	122.16	142.89	213.55	346.52	521.70	708.50
YOY	77.56%	16.97%	49.46%	62.27%	50.55%	35.81%
毛利率	57.80%	59.00%		61.56%	62.60%	63.15%
自主研发技术成果转化收入	27.24	54.81	105.84	158.76	222.26	288.94
YOY	167.35%	101.18%	93.10%	50%	40%	30%
毛利率	82.28%	83.90%	71.96%	73%	75%	75%
CDMO业务收入	-	-	9.40	100.00	150.00	200.00
YOY				963.83%	50.00%	33.33%
毛利率				30%	30%	30%
权益分成收入			32.17	50.00	100.00	200.00
YOY				55.42%	100.00%	100.00%
毛利率			100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他主营业务收入	7.02	9.55	13.35	17.36	22.56	29.33
YOY	123.92%	36.10%	39.76%	30%	30%	30%
毛利率	60.80%	62.71%		60%	60%	60%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

百诚医药：“药学+临床”综合CRO踏浪而来，凸显成长属性

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为6.73/10.17/14.27亿元；同比增速79.7%/51.1%/40.4%；归母净利润分别为2.04/3.14/4.50亿元；净利润同比增速83.4%/54.3%/43.5%；对应估值为36/23/16X。
- 考虑公司受托研发和自主研发技术成果转化业务增长稳健，销售分成增厚利润空间，提供长期业绩保障，CDMO板块未来潜力突出。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	374	673	1017	1427
收入同比（%）	80.6%	79.7%	51.1%	40.4%
归属母公司净利润	111	204	314	451
净利润同比（%）	93.5%	83.4%	54.3%	43.5%
毛利率（%）	67.3%	62.4%	64.1%	66.0%
ROE（%）	4.8%	8.1%	11.1%	13.7%
每股收益（元）	1.37	1.88	2.91	4.17
P/E	62.71	36.15	23.43	16.33
P/B	4.01	2.92	2.60	2.24
EV/EBITDA	45.54	22.07	12.92	8.21

资料来源：wind（2022/10/25），华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

阳光诺和：深耕仿制药CRO一体化，拓展创新药CRO版图

- **深耕仿制药CRO，主营业务增长强劲。**公司是国内较早对外提供药物研发服务的CRO公司之一，公司主营业务涵盖仿制药开发、一致性评价及创新药开发等方面的综合研发服务，建立了“药学研究+临床试验+生物分析”综合药物研发服务模式。公司收入端和利润端快速增长：一体化的综合研发服务模式，协同效应明显，业务规模进一步扩大，2021年公司实现营业收入4.94亿元，同比增长42.12%；归母净利润1.06亿元，同比增长45.81%；其中药学研究服务实现收入2.79亿元，同比增长35.98%；临床试验服务和生物分析服务实现收入2.14亿元，同比增长50.95%，发展势头良好。公司利润率呈现持续上升趋势：2019-2021年公司销售毛利率分别为45.89%、49.61%、53.41%；销售净利率为20.53%、21.35%、22.04%。随着公司在执行项目的增加，规模效应使得成本增幅小于收入增幅，利润率上升。
- **新增订单持续高增长，彰显业绩潜力。**业务模式协同效应明显，客户粘性增强，公司各项业务的订单规模快速增长。2021年公司累计存量订单15.68亿元，新增订单9.29亿元，同比增加76.42%，持续高增长的客户需求为业绩增长提供充分保障。公司先后为国内超过500家客户提供药物研发服务，2021年新增客户136家。新增订单中药学研究服务占比66.18%，临床试验和生物分析服务占比33.82%，目前仍以药学研究服务业务为主导。由于各类订单执行周期存在一定差异，因此订单转化为收入存在一定的滞后效应。充足的在手订单为长期增长奠定基础。
- **加码创新药CRO，在研管线丰富，提供增长新动能。**公司于2018年成立诺和晟泰，从创新药研发的起始阶段药物发现开始，聚焦在多肽、小核酸方向的创新药物研究和中试生产服务。公司持续加大自主创新药、改良型新药、特色仿制药方面的研发投入：2021年公司研发投入0.48亿元，同比增长39.15%，占营收的比重为9.64%。截至2021年末公司内部在研项目累计已超150项，其中创新药18个：多肽及类肽创新药8项，改良型新药10项。在创新药方面，公司在研产品主要应用在镇痛、肾病与透析、肿瘤辅助、心脑血管、抗菌用药等适应症领域；这类产品均具有一定的技术壁垒，且属于临床必需、市场短缺的品种，具有良好的市场前景，比较容易推荐至客户，从而有利于带动公司业绩的增长。

阳光诺和：深耕仿制药CRO一体化，拓展创新药CRO版图

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为6.88/9.33/12.34亿元；同比增速为39.4%/35.6%/32.3%；归母净利润分别为1.53/2.15/2.95亿元；净利润同比增速44.8%/40.7%/36.9%；对应PE为52X/37X/27X。
- 考虑到公司在仿制药领域积累的丰富经验，形成了“药学研究+临床试验+生物分析”综合药物研发服务优势，并逐渐加大在创新药CRO板块的投入力度，随着公司在创新药平台的布局，预计未来创新药相关服务订单会有较大幅度增长，具备较强的增长潜力。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	494	688	933	1234
收入同比 (%)	42.1%	39.4%	35.6%	32.3%
归属母公司净利润	106	153	215	295
净利润同比 (%)	45.8%	44.8%	40.7%	36.9%
毛利率 (%)	53.4%	52.6%	53.3%	54.0%
ROE (%)	13.9%	16.7%	19.0%	20.7%
每股收益 (元)	1.51	1.91	2.69	3.68
P/E	80.53	51.97	36.95	26.98
P/B	12.77	8.69	7.04	5.58
EV/EBITDA	60.13	42.61	30.01	21.40

资料来源：wind (2022/10/24)，华安证券研究所

阳光诺和：深耕仿制药CRO一体化，拓展创新药CRO版图

公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	233.53	347.36	493.65	687.90	932.87	1234.35
YOY	73.24%	48.74%	42.12%	39.35%	35.61%	32.32%
毛利率	45.89%	49.61%	53.41%	53.68%	55.38%	55.60%
药学研究服务收入	127.21	204.81	278.51	375.99	496.30	645.20
YOY	75.05%	61.00%	35.98%	35.00%	32.00%	30.00%
毛利率	51.31%	58.40%	62.75%	65.00%	68.00%	68.00%
临床试验和生物分析服务收入	106.05	142.00	214.35	310.81	435.13	587.43
YOY	70.77%	33.90%	50.95%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率	39.39%	36.88%	41.12%	40.00%	41.00%	42.00%
其他业务收入	0.27	0.54	0.79	1.11	1.44	1.73
YOY	1250.00%	100.00%	46.30%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	48.28%	62.85%		50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

药康生物：立足动物模型，打造产品+服务，探索行业新边界

- **深耕行业，发展迅猛：**公司为全球客户提供具有自主知识产权的商品化小鼠模型，同时开展模型定制、定制繁育、功能药效分析等一站式服务，是全球品系最多的小鼠模型供应商之一。公司营收保持快速增长，盈利能力持续增强：2021年营收3.94亿元，+50.35%；2021年归母净利润1.25亿元，+63.45%；2022Q1，公司实现营收1.16亿元，+51.16%；归母净利润0.3亿元，+66.95%。2019-2021年毛利率为67%、72%、74%，维持在高位水平。
- **小鼠模型品系行业领先，核心业务高速发展，增长动力充足：**公司拥有在业内规模领先、技术先进、品系齐备的基因敲除小鼠品系资源库，2021年，小鼠模型品系库增长到22000种，在全球同行业公司中处于领先地位。多样化的小鼠品系使得公司能够最大化满足客户个性化的产品需求，大大缩短交付周期，提高公司的核心竞争力。商品化小鼠模型销售是目前公司最大业务板块，2021年实现收入2.5亿元，同比增长66%；功能药效业务也随着公司小鼠品系库的丰富、服务体系完善以及客户需求的增长，成为增速最快的业务板块，2021年实现收入5348万元，同比增长67%。未来商品化小鼠模型销售和功能药效将依然保持高增速，驱动业绩增长。
- **加速布局海外，把握全球市场机会：**凭借小鼠品系数量、质量控制体系、成本和价格等方面的独特优势，公司海外业务发展迅速，2018年公司海外收入占比在1%左右，2022Q1年这一比重已提升到10%。近年来公司持续加大海外市场开拓力度，2020年公司已在美国建立了子公司，并初步组建了海外销售团队，预计销售团队会继续扩充规模；并计划在海外主要地区筹建研发生产基地，将进军海外作为自身重要战略方向进行布局，基于海外庞大的市场规模，公司业绩进一步增长值得期待。
- **研发驱动，模型创制持续推进，探索行业新边界：**公司注重模型创制，长短结合开展创新性模型研发，在满足现有市场需求的同时加强原始创新，布局真实世界小鼠模型的开发，为新药开发提供新的临床前试验研发工具。通过持续不断地研发投入推进野生鼠和无菌鼠等项目，创造全新需求，预计未来还将继续保持高强度的研发投入。斑点鼠、无菌鼠、野生鼠作为公司目前主要在研项目，是公司重要的战略举措。随着生命科学研究的不断深入，现有的常规小鼠模型难以完全满足科研需求，无菌鼠、野生鼠可有效填补国内市场空白，尤其是无菌鼠、野生鼠等真实世界小鼠模型为客户提供高技术水平的产品及服务，同时提升行业市场空间天花板。未来随着重点高附加值品系的产能提升以及更多新产品的落地放量，能够优化现有收入结构，提升竞争力，增强可持续发展能力。

药康生物：立足动物模型，打造产品+服务，探索行业新边界

公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	192.72	261.92	393.79	577.35	832.21	1171.06
YOY	261.64%	35.91%	50.35%	46.61%	44.14%	40.72%
毛利率	66.84%	72.04%	74.33%	74.23%	73.55%	73.34%
商品化小鼠模型销售（合计）	95.27	152.60	253.31	405.30	607.94	881.52
YOY	189.34%	60.18%	66.00%	55.86%	49.57%	42.93%
毛利率	79.37%	85.01%	80.44%	78.00%	76.00%	75.00%
模型定制业务收入	29.51	24.17	24.56	25.30	24.03	22.83
YOY	484.75%	-18.10%	1.63%	3.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	50.61%	51.62%	56.38%	56.00%	55.00%	55.00%
定制繁育业务收入	45.38	50.06	56.69	65.19	74.97	86.22
YOY	245.16%	10.31%	13.25%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	62.60%	61.38%	55.86%	55.00%	55.00%	55.00%
功能药效业务收入	19.08	32.01	53.48	93.59	154.42	247.08
YOY	611.65%	67.75%	67.09%	70.00%	65.00%	60.00%
毛利率	57.52%	74.77%	75.81%	75.00%	75.00%	75.00%
代理进出口及其他收入	1.74	1.62	4.40	4.53	4.67	4.81
YOY	-441.32%	-7.03%	171.66%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明


 华安证券研究所

药康生物：立足动物模型，打造产品+服务，探索行业新边界

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为5.77/8.32/11.71亿元；同比增速为46.6%/44.1%/40.7%；归母净利润分别为1.75/2.50/3.48亿元；净利润同比增速40.3%/42.4%/39.5%；对应PE为71X/50X/36X。
- 考虑到公司在模式动物领域的龙头地位，拥有丰富的品系资源，持续进行研发投入，随着模型创制不断推进，开创性新产品逐步落地放量，预计未来公司的产品和服务业务均会呈现快速增长的同时提升行业市场空间天花板，具备较强的发展潜力。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	394	577	832	1171
收入同比（%）	50.3%	46.6%	44.1%	40.7%
归属母公司净利润	124.93	175	250	348
净利润同比（%）	63.4%	40.3%	42.4%	39.5%
毛利率（%）	74.3%	74.2%	73.6%	73.4%
ROE（%）	15.9%	8.4%	10.7%	13.0%
每股收益（元）	0.35	0.43	0.61	0.85
P/E	-	71.41	50.14	35.94
P/B	-	6.00	5.36	4.66
EV/EBITDA	-1.51	55.73	43.59	31.93

资料来源：wind（2022/10/31），华安证券研究所

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



皓元医药:小分子药物研发前后端一体化平台,加速布局打开成长空间

- 小分子药物研发前后端一体化,业绩增长强劲:**公司建立了前端分子砌块和工具化合物及后端原料药和中间体一体化的创新发展模式,坚持自主开发和客户定制合成相结合,积累了丰富的产品种类,树立了较高竞争壁垒。公司收入端和利润端快速增长:前后端一体化的服务模式,协同效应明显,业务规模进一步扩大。2021年,公司实现营业收入9.69亿元,同比增长52.61%;归母净利润1.91亿元,同比增长48.70%。2022年Q1,公司实现营业收入3.00亿元,同比增长33.02%,实现归母净利润0.62亿元,同比增长15.06%。利润率维持较高水平:2021年和2022年Q1,销售毛利率分别为54.12%和57.48%,销售净利率分别为19.66%和20.59%。
- 前端业务订单需求快速增长,积极开拓高附加值产品品类:**2021年,公司分子砌块订单数量超16.3万,工具化合物订单数量超11.6万,不断增长的订单需求为业绩持续高增长提供了保障。2021年公司前端分子砌块和工具化合物业务收入5.45亿元,同比增长57.59%。依托处于药物研发产业链前端的分子砌块和工具化合物业务,公司紧跟生物医学和医药研发的前沿进展并进行前瞻性研究和项目储备开发。截止2021年末,公司已累计储备超5.86万种分子砌块和工具化合物,其中,自主合成的分子砌块和工具化合物产品种类超过14000种。
- 后端业务加速布局,创新药CDMO打开成长空间:**公司原料药和中间体合成能力国内领先。扩大前端业务导入价值,实现前后端一体化发展。通过对客户研发最早期介入,大幅度提升客户研发效率和成功率。2021年,后端原料药和中间体业务营业收入4.17亿元,营业收入占比43.03%,同比增长46.32%。公司加速后端业务产能布局,解决公司原料药和中间体业务GMP产能瓶颈。收购药源药物落地,推动业务往制剂领域延伸,打造“中间体—原料药—制剂”一体化CRO/CDMO/CMO产业服务平台。

创新药CDMO有望成为强劲驱动力:截止2021年底,公司创新药CDMO承接了173个项目,主要布局在中国、日本、美国和韩国市场。领先布局ADC项目,未来有望受益行业增长:2021年,公司ADC项目数80个,同比增长247.83%,销售收入同比增长321.45%,公司助力我国首个申报临床ADC一类抗癌新药荣昌生物RC-48上市,树立了良好口碑,为后续承接订单提供了优质的项目经验。

皓元医药:小分子药物研发前后端一体化平台,加速布局打开成长空间

公司收入拆分与盈利预测

单位:百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	408.97	635.1	969.23	1413.79	2020.39	2830.11
YOY	36.23%	55.29%	52.61%	45.87%	42.91%	40.08%
分子砌块和工具化合物收入	235.68	345.81	544.98	800.23	1157.75	1636.13
YOY	56.46%	46.73%	57.59%	46.84%	44.68%	41.32%
毛利率	70.70%	70.26%	68.28%	67.51%	67.18%	66.69%
产品销售	213.90	317.03	478.34	680.28	947.84	1279.27
YOY	61.66%	48.21%	50.88%	42.22%	39.33%	34.97%
技术服务 (CRO)	21.78	28.79	66.64	119.95	209.92	356.86
YOY	18.87%	32.19%	131.46%	80.00%	75.00%	70.00%
原料药和中间体收入	167.25	285.04	417.09	605.56	862.64	1193.99
YOY	12.86%	70.43%	46.32%	45.19%	42.45%	38.41%
毛利率	38.83%	40.60%	35.98%	36.75%	37.17%	37.60%
产品销售	155.16	272.52	344.98	482.97	666.50	899.78
YOY	9.10%	75.64%	26.59%	40.00%	38.00%	35.00%
技术服务 (CMC/CDMO)	12.10	12.52	72.11	122.59	196.14	294.21
YOY	102.05%	3.53%	475.86%	70.00%	60.00%	50.00%
其他业务收入	6.04	4.24	7.16	8.00	9.00	10.00
YOY	342.73%	-29.70%	68.79%	11.73%	12.50%	11.11%
毛利率	38.00%	29.01%	32.80%	30%	30%	30%

资料来源:公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

皓元医药:小分子药物研发前后端一体化平台,加速布局打开成长空间

投资建议:

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为14.14/20.20/28.30亿元;同比增速为45.9%/42.9%/40.1%;归母净利润分别为2.68/3.87/5.47亿元;净利润同比增速40.2%/44.5%/41.4%;对应估值为42X/29X/21X。
- 考虑公司高附加值小分子化合物产品积累,树立竞争壁垒。随着客户药品研发注册推进,后端业务增长可期,创新药CDMO板块未来潜力突出。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	969	1414	2020	2830
收入同比 (%)	52.6%	45.9%	42.9%	40.1%
归属母公司净利润	190.98	268	387	547
净利润同比 (%)	48.7%	40.2%	44.5%	41.4%
毛利率 (%)	54.1%	54.1%	54.1%	54.2%
ROE (%)	10.5%	13.1%	15.9%	18.3%
每股收益 (元)	2.94	2.57	3.72	5.26
P/E	84.59	42.13	29.16	20.63
P/B	10.15	5.50	4.63	3.78
EV/EBITDA	65.99	26.26	17.75	12.74

资料来源: wind (2022/10/28), 华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

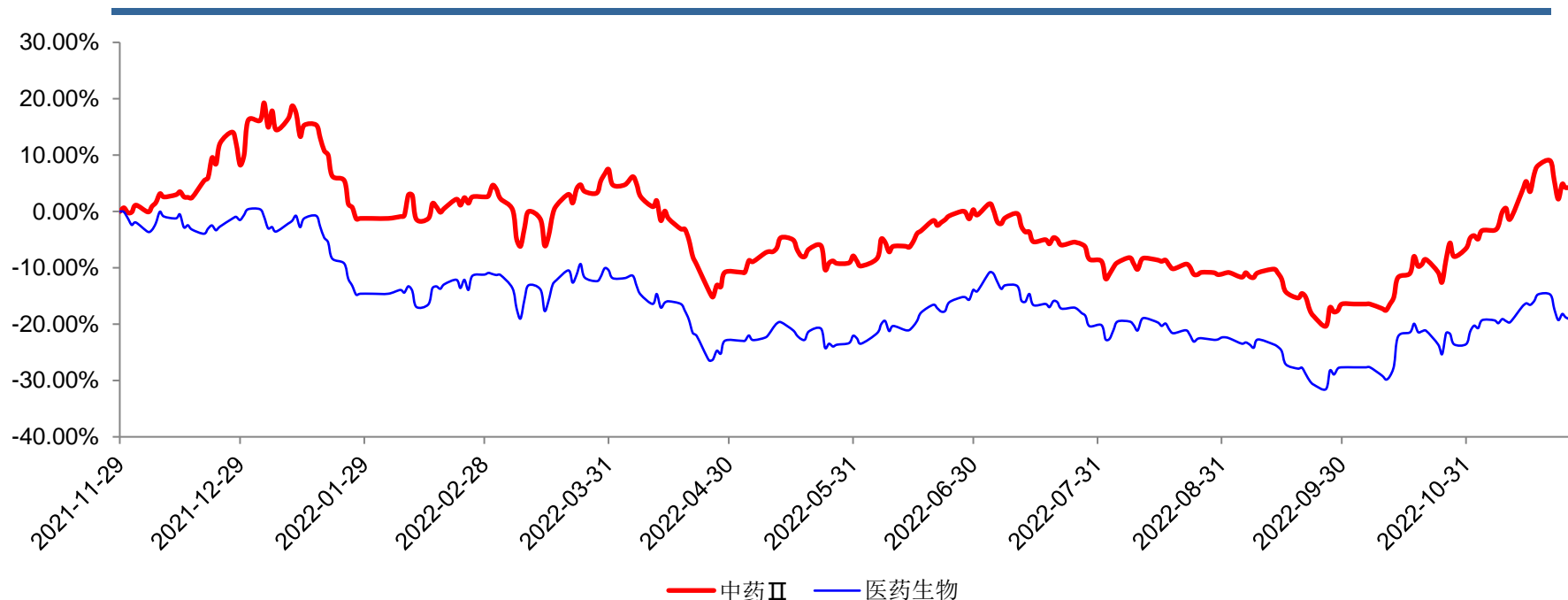


3.5 中药：持续性的机会，“政策+疫情+品种”推动

3.5 中药：近一年复盘，跑赢医药指数

- 截止2022年11月28日收盘，中药（申万）板块近一年上涨4.69%，高于申万医药（下跌19.86%）24.55pct。尤其是10月以来，中药指数反弹优于医药生物指数，10月中药指数涨幅为10%，最高反弹38%。

近一年中药板块行情复盘（截止到2022/11/28）



资料来源：wind、华安证券研究所

3.5 中药：上半年疫情扰动，三季度经营指标恢复正常

- 上半年疫情影响明显。选取申万三级分类作为行业整体指标。2021年成长性恢复正增长，2021营收和归母净利润增长分别为8.6%和15.2%。但2022受疫情影响较大，导致营收和利润增速明显下滑，2022前三季度营收和归母净利润增长分别为1.83%和3.11%，但利润增速前三季度较上半年有所回升。
- 经营指标相对正常，疫情干扰下费用率下降。2021年毛利率和净利率恢复正常水平，2021年毛利率和净利率分别为44.7%和12.3%。22年疫情导致部分正常销售活动无法正常展开，费用端控制明显。

行业收入、利润增速以及核心财务指标情况

中药III (申万)	2019A	2020A	2021A	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3
营业收入YOY	9.08%	-4.34%	8.63%	11.01%	1.83%
归母净利润YOY	0.21%	-4.84%	15.15%	4.00%	3.11%
毛利率	44.38%	43.39%	44.70%	44.75%	44.32%
净利率	6.54%	0.07%	12.32%	10.55%	9.68%
期间费用率	32.80%	31.26%	30.63%	29.97%	29.00%
销售费用率	25.67%	24.09%	24.45%	23.86%	23.32%
ROE (平均)	6.65%	-0.16%	13.33%	8.63%	6.82%
经营性现金净流量/营业收入	10.83%	11.59%	13.07%	13.85%	12.70%

资料来源：wind、华安证券研究所

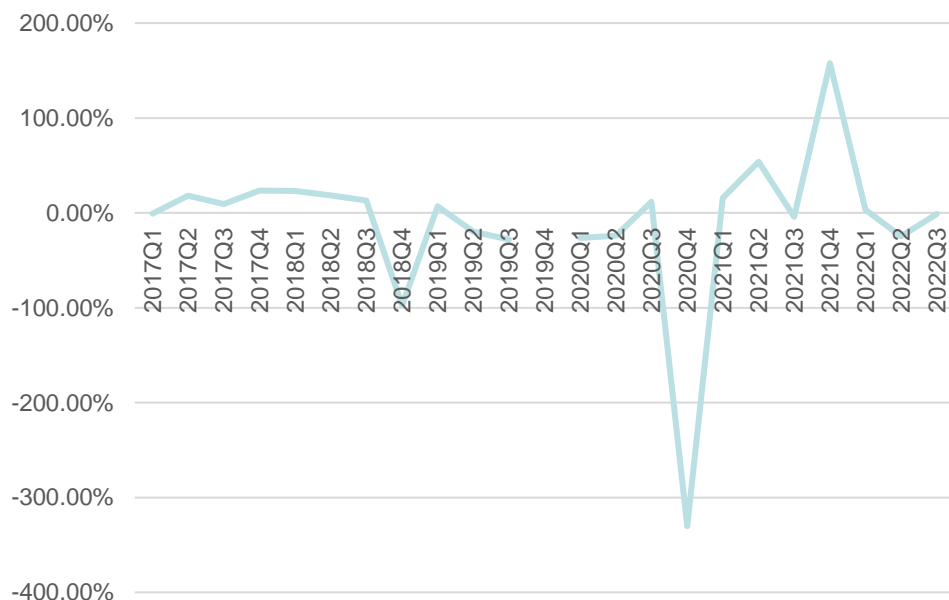
3.5 中药：季度收入韧性显现，利润增速承压

- 中药（申万）板块收入增速从2021Q1恢复到19.54%（主要因素为2020年疫情的负增长）后出现调整，到2022Q1出现恢复，2022年Q1、Q2、Q3收入增速分别为1.15%、2.75%、1.74%，并且增速是在2022年疫情影响下且相较于2021年的正常基数下，可以看出中药企业在应对疫情影响出现一定的销售韧性。
- 利润端的季度增速高点出现在21Q4，主要系20Q4基数较低，而2022年Q1、Q2、Q3利润增速分别为3.28%、-24.63%、-1.03%，Q2多方面因素下（22Q2疫情、原材料价格等）利润承压，Q3有所恢复。

中药板块季度收入增速



中药板块季度净利润增速



资料来源：wind、华安证券研究所

3.5 中药：板块代表性公司前三季度业绩分化

中药板块代表性公司2022三季度报财务情况

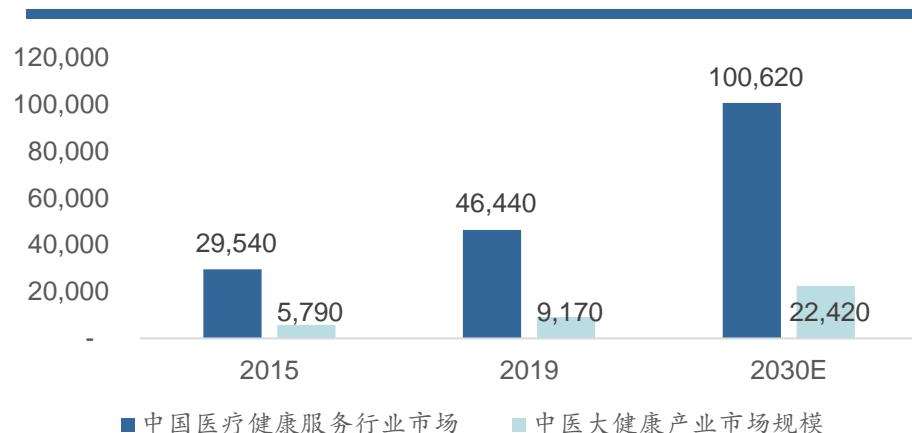
	2022Q1-03	市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2022E,wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率	经营性现金流净额(亿元)
品牌OTC	片仔癀	1,567	63.38	56.95	66.16	8.25%	20.52	2.04%	20.62	2.77%	19.92%	47.65%	5.61%	5.20%	-1.04%	31.64%	61.7080
	云南白药	1,021	38.42	28.41	269.16	-5.10%	23.05	-5.94%	27.05	-7.73%	6.06%	28.21%	11.48%	2.76%	-0.79%	7.95%	19.4228
	同仁堂	666	50.80	46.97	109.00	2.03%	10.03	9.01%	9.90	8.85%	9.11%	48.39%	19.67%	10.23%	0.12%	13.39%	24.1320
	华润三九	553	24.49	23.44	121.11	7.53%	19.52	12.13%	17.83	10.08%	12.31%	54.78%	26.44%	8.38%	-0.09%	16.33%	20.1786
	济川药业	292	14.32	14.23	58.94	8.96%	15.92	25.17%	14.47	20.98%	16.56%	82.74%	45.04%	8.63%	-0.99%	27.03%	20.2210
	东阿阿胶	257	39	32	30.46	7.81%	5.13	70.24%	4.52	92.59%	5.12%	67.55%	37.58%	10.37%	-1.50%	16.82%	12.8829
	广誉远	146	-57	332	8.21	38.09%	(0.50)	55.01%	(0.54)	60.43%	-2.40%	64.34%	56.74%	10.49%	2.28%	-6.55%	0.4208
	康恩贝	123	6		44.88	-8.68%	2.29	6.82%	4.43	19.11%	3.31%	61.64%	35.65%	11.41%	-0.18%	6.77%	5.1927
	葵花药业	162	20	19	32.29	7.11%	5.09	27.05%	4.58	32.18%	13.53%	59.03%	25.56%	12.81%	-0.30%	16.62%	7.8119
	太极集团	177	-34	52	105.44	10.17%	2.49	0.35%	3.17	238.28%	8.73%	45.00%	33.21%	5.33%	1.14%	2.32%	4.6
	马应龙	102	20	18	27.85	10.07%	4.16	13.14%	4.13	17.42%	12.60%	38.80%	17.20%	4.77%	-1.32%	14.91%	2.6
	仁和药业	97	16		38.46	5.09%	4.56	-13.01%	4.22	-15.49%	8.37%	36.16%	10.98%	6.63%	-0.51%	14.75%	2.9
	江中药业	97	17	15	28.74	48.33%	5.05	11.75%	4.50	12.01%	12.45%	66.55%	39.10%	6.93%	-0.77%	18.73%	4.5
	昆药集团	123	27	23	61.93	2.74%	3.73	-14.10%	2.60	0.79%	7.64%	42.87%	29.26%	5.67%	0.53%	6.14%	-1.2
	寿仙谷	74	30	28	5.08	5.82%	1.30	49.49%	1.11	47.36%	7.87%	84.95%	46.58%	18.77%	-2.47%	25.64%	2.2
	九芝堂	81	21	16	24.63	-17.66%	3.91	44.75%	1.50	-36.79%	9.81%	58.16%	36.07%	10.71%	0.02%	15.78%	3.8
	桂林三金	94	25	24	14.39	14.60%	3.24	10.75%	3.05	24.38%	11.24%	72.41%	24.36%	20.66%	-0.40%	22.54%	2.5
	羚锐制药	79	18	17	22.77	10.91%	4.05	24.06%	3.68	18.21%	17.16%	73.24%	47.94%	8.48%	-0.74%	17.80%	4.8
	健民集团	83	21	21	27.95	7.25%	3.26	26.84%	2.89	20.04%	19.58%	42.70%	29.80%	5.13%	0.01%	11.69%	1.0
	佐力药业	72	29	27	13.44	24.66%	2.04	55.08%	1.98	56.07%	11.58%	71.34%	46.50%	9.13%	0.37%	15.96%	1.9
特一药业	72	59	38	5.83	10.96%	0.98	-4.96%	0.91	1.76%	7.89%	47.36%	13.25%	11.95%	3.46%	16.77%	1.3	
中药创新药	以岭药业	704	46	43	79.46	-2.04%	14.14	15.58%	14.16	20.60%	14.85%	62.04%	27.33%	11.38%	0.07%	17.77%	12.2
	康缘药业	140	36	34	31.25	20.97%	2.81	35.83%	2.63	27.30%	6.33%	70.71%	41.10%	17.89%	-0.17%	9.09%	6.1
	新天药业	38	33	30	8.69	16.63%	1.05	17.94%	1.02	17.91%	11.03%	77.73%	49.26%	12.84%	0.54%	12.07%	0.6
	贵州三力	72	50	38	7.10	15.59%	1.04	-7.40%	0.95	0.29%	9.54%	70.73%	48.73%	7.06%	-0.25%	13.43%	1.4
中药配方颗粒	中国中药	189	11	13	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0
	华润三九	553	24	23	121.11	7.53%	19.52	12.13%	17.83	10.08%	12.31%	54.78%	26.44%	8.38%	-0.09%	16.33%	20.2
	红日药业	191	37	32	49.00	-10.68%	4.70	-26.15%	4.10	-34.10%	5.91%	55.15%	33.27%	9.90%	0.63%	9.58%	2.5

资料来源：wind、华安证券研究所

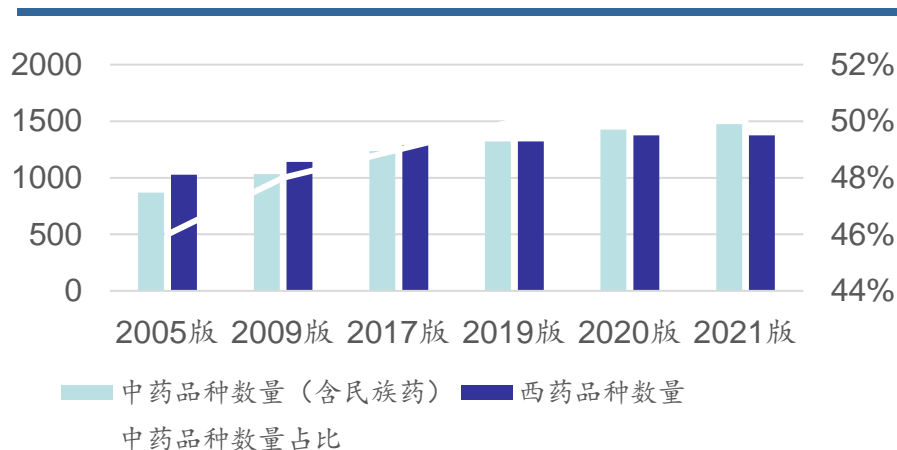
3.5 中药投资逻辑：政策驱动下的行业景气度提升明显

- 中医大健康历史悠久，独具中国特色，是医疗健康服务行业的重要子赛道。2019年中国医疗健康服务行业市场规模达到4.6万亿元，2015-2019 CAGR 12%，预计2030年将达到10万亿元。
- 医保目录层面，在历年发布的医保目录中，中药的数量也增长较快。2020年和2021年均均为1374种。基药目录层面，2009年以来我国基药目录不断扩容，中成药的种类均实现快速增长。2018年基药目录中，中成药占268种。

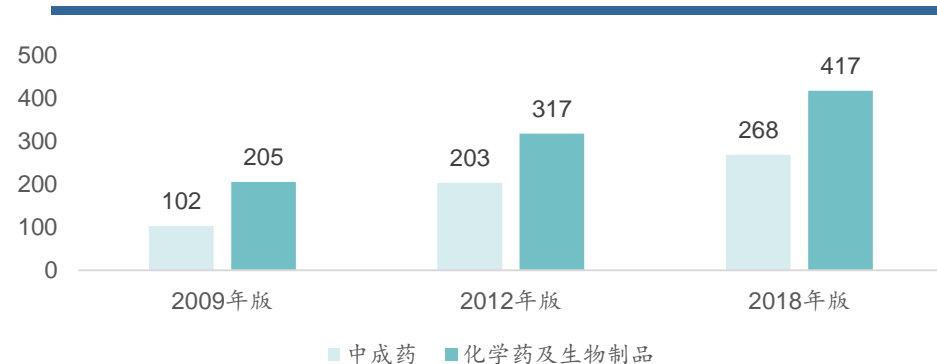
中医大健康产业是中国医疗健康服务的主要组成部分（亿元）



医保目录中的中西药药品数量（个）



我国基本药物目录情况（种）



资料来源：wind、华安证券研究所

3.5 中药：未来行业催化逐步演绎，期待多方面政策落地

- 展望接下来的中医药行业发展，多方面发展值得关注：
 - **基药目录**：2021年11月，国家卫健委发布公告就《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见。但由于疫情等各方面原因，具体细则和时间节点一直没有出台，因此后续的新版基药目录值得期待，尤其是中药独家品种，新进入基药对其放量将有显著提升作用。
 - **医保谈判**：2022年6月，国家医保局启动2022年国家基本医保药品目录调整工作，预计12月份公布结果，2023年1月1日落地执行。其中中药品种中中药创新药品种值得关注，尤其是在21年获批上市的中药创新药，本次是否调入将指导未来中药新药研发进度。
 - **集采进一步推进**：根据“应采尽采”的要求，中药（包括颗粒、饮片等）的集采必将进一步推进，目前全国已经发文正式由湖北牵头推进全国性中成药集采。不过此前湖北、广东中成药集采的落地也给行业一个参考，关注未来大品种是否进入集采以及降价情况。

3.5 中药：未来行业催化逐步演绎，期待多方面政策落地

- 展望接下来的中医药行业发展，多方面发展值得关注：
 - **配方颗粒：**中药配方颗粒试点结束后，一方面国标数量的推进成为行业发展的关键，截至目前，已正式公布200个国家药品标准的中药配方颗粒品种。而数量也在进一步推进中，9月1日国家药典委发布《关于中药配方颗粒国家药品标准(2022年第二期)的公示》，共计19个品种，因此后续可以期待更多国标的出台。另一方面，配方颗粒的进入医保进程也值得关注，8月31日国家医保局发布《关于印发医保中药配方颗粒统一编码规则和方法的通知》，意味着中药配方颗粒有了统一编码规则和方法，未来大批颗粒有望纳入医保支付范围。
 - **OTC提价：**中药OTC价格一直受到关注，而其也有提价的动能，一方面是核心原材料仍旧在高位，导致成本提升；另一方面疫情下自我健康关注提升，带来需求旺盛。成本和需求双轮驱动，未来提价是值得期待的。
 - **疫情的逐步缓和：**Q2受疫情影响，中药公司在运营上受到限制，随着三、四季度的逐步恢复，叠加部分产品进入旺季期，有望从中恢复。



3.5 中药：选股思路—把握长期核心赛道

- **核心赛道：**政策驱动下行业发生变革，未来尤其关注基药目录调整、各省中药集采等政策因素。整体上，行业景气度提升下的优质赛道更能成为业绩释放方向，重点赛道方向关注中药创新药、品牌中药和中药配方颗粒。
 - **中药创新药：**以岭药业（已覆盖，买入评级）、康缘药业（已覆盖，买入评级）、新天药业（已覆盖，买入评级）、贵州三力（已覆盖，买入评级）、天士力、方盛制药等；
 - **品牌中药：**
 - **大品牌：**广誉远（已覆盖，买入评级）、同仁堂（已覆盖，买入评级）、华润三九（已覆盖，买入评级）、片仔癀（已覆盖，买入评级）、济川药业（已覆盖，买入评级）、云南白药（已覆盖，增持评级）等；
 - **特色品牌：**太极集团（已覆盖，买入评级）、桂林三金（已覆盖，买入评级）、寿仙谷（已覆盖，买入评级）、羚锐制药（已覆盖，买入评级）、佐力药业（已覆盖，买入评级）、健民集团（已覆盖，买入评级）、九芝堂（已覆盖，买入评级）、特一药业（已覆盖，买入评级）、江中药业、东阿阿胶等；
 - **中药配方颗粒：**华润三九（已覆盖，买入评级）、中国中药、红日药业等。
- **主题驱动：**除了大逻辑下的细分赛道外，中药部分主题也是值得关注。1.中药儿童药（新版医保、基药目录鼓励儿童药品）；2.中药国企（2022年为三年国企改革收官之年）；3.感冒止咳（疫情逐步开放下的用药增长）。
 - **中药儿童药：**贵州三力、济川药业、葵花药业、葫芦娃等；
 - **中药国企：**广誉远、同仁堂、太极集团、江中药业、华润三九、东阿阿胶等；
 - **感冒止咳类：**华润三九、以岭药业、济川药业、康缘药业、太极集团、贵州三力、桂林三金、特一药业等。

3.5 中药：选股思路—品牌价值增长可期，创新企业值得关注

中药部分公司估值预测表

	股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
						2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中药创新药	002603.SZ	以岭药业	704	42.11	46	13.44	16.25	19.24	22.75	43	37	31	2.1	2.0	1.7
	600557.SH	康缘药业	140	24.00	36	3.21	4.11	5.20	6.31	34	27	22	1.2	1.0	1.0
	002873.SZ	新天药业	38	16.51	33	1.01	1.27	1.65	2.08	30	23	18	1.2	0.8	0.7
	603439.SH	贵州三力	72	17.48	50	1.52	1.88	2.49	3.27	38	29	22	1.7	0.9	0.7
	600535.SH	天士力	173	11.56	32	23.59	10.32	11.52	12.92	17	15	13	(0.3)	1.3	1.1
	603998.SH	方盛制药	40	9.06	15	0.70	2.89	1.63	2.36	14	24	17	0.0	(0.6)	0.4
品牌中药	600771.SH	广誉远	146	29.69	-57	-3.16	0.44	1.72	2.78	332	85	53	(2.9)	0.3	0.9
	600085.SH	同仁堂	666	48.53	51	12.27	14.17	16.68	19.57	47	40	34	3.0	2.3	2.0
	000999.SZ	华润三九	553	55.95	24	20.47	23.59	27.33	31.29	23	20	18	1.5	1.3	1.2
	600436.SH	片仔癀	1,567	259.72	63	24.31	27.51	33.05	39.99	57	47	39	4.3	2.4	1.9
	600566.SH	济川药业	292	31.68	14	17.19	20.52	23.22	26.11	14	13	11	0.7	1.0	0.9
	000538.SZ	云南白药	1,021	56.83	38	28.04	35.94	45.06	53.20	28	23	19	1.0	0.9	1.1
	600129.SH	太极集团	177	31.73	-34	-5.23	3.42	5.29	7.72	52	33	23	(0.3)	0.6	0.5
	002275.SZ	桂林三金	94	16.07	25	3.44	4.00	4.61	5.35	24	20	18	1.4	1.3	1.1
	603896.SH	寿仙谷	74	37.43	30	2.01	2.62	3.36	4.33	28	22	17	0.9	0.8	0.6
	600285.SH	羚锐制药	79	13.92	18	3.62	4.56	5.47	6.45	17	14	12	0.7	0.7	0.7
	300181.SZ	佐力药业	72	11.86	29	1.79	2.63	3.55	4.75	27	20	15	0.6	0.6	0.4
	600976.SH	健民集团	83	54.36	21	3.25	3.99	5.01	6.20	21	17	13	0.9	0.6	0.6
	000989.SZ	九芝堂	81	9.44	21	2.71	5.18	6.71	7.56	16	12	11	0.2	0.4	0.8
	002728.SZ	特一药业	72	31.73	59	1.27	1.89	2.36	2.82	38	31	26	0.8	1.2	1.3
	600750.SH	江中药业	97	15.48	17	5.06	6.38	7.66	8.66	15	13	11	0.6	0.6	0.9
	000423.SZ	东阿阿胶	257	39.35	39	4.40	8.04	10.48	13.16	32	25	20	0.4	0.8	0.8
中药配方颗粒	000999.SZ	华润三九	553	55.95	24	20.47	23.59	27.33	31.29	23	20	18	1.5	1.3	1.2
	0570.HK	中国中药	189	3.76	11	19.33	13.28	20.50	25.55	14	9	7	(0.5)	0.2	0.3
	300026.SZ	红日药业	191	6.37	37	6.87	5.96	8.78	11.01	32	22	17	(2.4)	0.5	0.7

资料来源：wind（一致预期2022/12/3）、华安证券研究所

以岭药业：独创“络病证治”体系，创新中药前景广阔

- 三大业务板块构建核心产品群，业绩增长和新药续航并存**
 - 公司积极布局多产业，构建了专利中药、化生药、健康产业协同发展的格局，覆盖心脑血管、呼吸、糖尿病、肿瘤、神经等重大疾病领域。（1）心脑血管领域3大创新中药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊均纳入甲类医保和基药目录，贡献公司一半左右业绩，借助良好的品牌知名度和营销优化。（2）呼吸系统类药物包括连花清瘟胶囊和连花清咳片等，在院内院外中药感冒药市场份额中均处于前列，成为疫情治疗的大单品，极大的提升了公司的品牌力。（3）多个其他专利中药及化生药物持续临床开发，现有业绩叠加新药上市将带来更长续航能力。（4）疫情相关及大健康等产业寻求海外市场，为公司业绩提供额外增速。
- 中药创新药在多疾病领域广泛布局，国际化战略稳步实施**
 - 公司重点布局中医药板块的研发管线，在创新络病理论的指导下，开发一系列拥有自主知识产权的专利中药，构成了公司业绩的主要驱动因素。益肾养心安神片（治疗失眠症）和解郁除烦胶囊（治疗轻、中度抑郁症）的上市工作扎实推进，精神类疾病新产品领域有望得到拓展，将为公司贡献新的业绩增长动能；公司的中药创新药研发广泛布局多项疾病领域，已获临床批件品种涉及风湿免疫系统、消化系统、五官科及儿科等疾病，在研立项品种涵盖心血管系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、神经系统、消化系统、妇科、儿科等疾病，分别处于新药研发不同阶段。目前，芪黄明目胶囊（治疗糖尿病视网膜病变）正在申报新药，络痹通片（治疗类风湿性关节炎）、柴黄利胆胶囊（治疗慢性胆囊炎）、玉屏通窍片（治疗过敏性鼻炎）已完成新药II期临床，正在开展III期临床；小儿连花清感颗粒（治疗儿童感冒）已完成II期临床出组。与此同时，公司正积极拓展国际市场，连花清瘟胶囊在利比里亚、尼日利亚获批注册上市，在为海外患者带来福音的同时最大化释放产品价值。
- 三季度符合预期，管线丰富值得期待**
 - 2022前三季度公司2022Q3收入为23.80亿元，同比+7.41%；归母净利润为3.66亿元，同比+40.92%；扣非归母净利润为3.65亿元，同比+49.32%。
 - 前三季度公司整体毛利率为62.04%，同比-2.17个百分点；期间费用率38.77%，同比-6.93个百分点；其中销售费用率27.33%，同比-7.14个百分点；管理费用率11.38%，同比+0.48个百分点；财务费用率0.07%，同比-0.27个百分点；经营性现金流净额为12.24亿元，同比+338.20%。

以岭药业：独创“络病证治”体系，创新中药前景广阔

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别122.7/147.2/173.4亿元，分别同比增长21.3%/19.9%/17.8%，归母净利润分别为16.1/19.5/23.1亿元，分别同比增长20.0%/21.1%/18.3%，对应估值为44X/36X/30X，维持“买入”评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10117	12270	14717	17337
收入同比（%）	15.2%	21.3%	19.9%	17.8%
归属母公司净利润	1344	1612	1953	2311
净利润同比（%）	10.3%	20.0%	21.1%	18.3%
毛利率（%）	63.6%	66.0%	66.0%	66.3%
ROE（%）	14.8%	15.1%	15.5%	15.5%
每股收益（元）	0.80	0.96	1.17	1.38
P/E	24.37	43.64	36.03	30.45
P/B	3.61	6.59	5.57	4.71
EV/EBITDA	16.48	33.10	27.90	23.74

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

康缘药业：力克疫情触底回弹，业绩表现稳步向好

• 独家品种数量众多，基药品种潜力巨大

- 公司目前主要产品线聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。公司共有药品生产批件203个，其中中药独家品种43个（2个为中药保护品种），共有106个品种被列入2021版国家医保目录，其中甲类45个，乙类61个，独家品种23个；共有47个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为6个。公司全面开发七大基药品种及重点品种，坚持打造战略大品种，金振口服液、杏贝止咳颗粒、参乌益肾片等多品种实现了较快的增长。与此同时，公司把握基药政策红利，重点推动基层医疗终端上量及品种次覆盖，在2022年上半年内实现基层医疗终端销售规模的显著提升。在充分利用基药优势、顺应国家政策支持，转化、发掘产品市场优势等多重努力下，公司于二季度疫情背景下仍实现营收正向增长且非注射剂品种维持稳定的增长速率。

• 创新药物研发持续展开，上市后药物研究稳步进行

- 针对在研药物，2022年上半年公司中药获批临床试验通知书4个，申报生产批件1个；化药创新药开展Ⅱ期临床2个；生物药提交CDE pre-IND沟通交流申请1个；同时推动一批项目分别开展成药性研究、临床前研究、临床研究工作。针对已上市品种，公司有序开展杏贝止咳颗粒、金振口服液、复方南星止痛膏、热毒宁注射液等主要品种的循证医学临床研究，深化基础研究，为药品的学术推广及临床合理用药提供有力支撑。同时，公司发力平台建设、注重软实力提升，建设以AI技术研究平台、基因组学研究平台、中药组分库、重链抗体筛选平台等为核心的新药创制基础支撑技术平台，完善国家重点实验室建设，并在2022年上半年完成多项省级国家级研发项目验收工作。公司积极推动知识产权保护工作，获得发明专利授权571件，拥有中药新药52个，在国内中药企业中处于领先地位。在综合发力的研发助推之下，公司进一步发掘中药药物的科学内涵研究。

• 积极抗击新冠疫情，多角度多方法发挥公司优势

- 社会责任方面，公司向连云港市捐赠了金振口服液、热毒宁注射液等抗疫药品共计200余万元，用于支持连云港市新冠疫情的一线治疗及抗疫人员防护。产品方面，公司多项产品在2022年上半年被纳入新型冠状病毒诊疗方案的临床推荐用药或观察期推荐用药，彰显了产品效用。康缘药业旗下散寒化湿颗粒正式开始销售，是依据第六版至第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中的“寒湿疫方”研制开发而成。

康缘药业：力克疫情触底回弹，业绩表现稳步向好

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别44.5/54.0/64.8亿元，分别同比增长22.0%/21.2%/20.1%，归母净利润分别为4.1/5.1/6.1亿元，分别同比增长28.6%/24.9%/17.8%，对应EPS为0.70/0.87/1.02元，对应估值为35X/28X/23X，维持“买入”评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3649	4453	5398	6482
收入同比（%）	20.3%	22.0%	21.2%	20.1%
归属母公司净利润	321	412	515	606
净利润同比（%）	21.9%	28.6%	24.9%	17.8%
毛利率（%）	71.9%	72.7%	72.9%	73.0%
ROE（%）	7.4%	8.7%	9.8%	10.4%
每股收益（元）	0.56	0.70	0.87	1.02
P/E	21.86	34.52	27.65	23.47
P/B	1.69	3.02	2.72	2.44
EV/EBITDA	12.02	20.46	17.66	15.62

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

新天药业：新药研发叠加二次开发，创新中药迎来收获期

产品梯队布局合理，多疾病领域共同发力

- 目前，公司拥有药品生产批件32个，其中国家医保目录品种10个、国家基本药物目录品种1个、非处方药（OTC）品种12个、独家品种12个；在产产品主要妇科类、泌尿系统类、清热解毒类、其他类。2022H1妇科类营收3.70亿元（+14.39%），毛利率78.03%；泌尿系统类营收1.09亿元（+15.50%），毛利率85.86%；清热解毒类营收0.38亿元（+19.11%）；其他类营收0.08亿元（+74.42%）。主导产品均为国内独家专利品种，是经过多年临床验证且疗效独特的独家优质中成药。坤泰胶囊属于唯一改善卵巢功能的中成药；宁泌泰胶囊属于泌尿系全面镇痛、直击尿频的基础中成药；苦参凝胶属于唯一三步恢复阴道微生态平衡的高纯度植物凝胶；夏枯草口服液属于降抗散结的优选中成药。第二梯队品种丰富，包括调经活血胶囊、当归益血口服液、欣力康胶囊、龙掌口含液、消痰降脂胶囊等，多为独家品种和OTC品种。

持续推进产品研发储备，创新中药成果丰硕

- 公司重视中药行业未来发展布局，按照“生产一代、储备一代、开发一代”的研发要求，持续进行中药新药、中药配方颗粒和经典名方等产品研发储备。截至2022年上半年，公司拥有3个中药新药产品（龙岑盆腔舒颗粒、苦苣洁阴凝胶、术愈通颗粒）且已完成临床三期试验；拥有中药配方颗粒品种445个，完成国标备案133个；经典名方产品的研发初见成效。公司以自主研发为主，取得丰硕成果。截至2022上半年，拥有发明专利36项，实用新型专利2项，外观专利13项，获得国家新药证书11个，药品批准文号32个。

以临床疗效为抓手，持续推动高品质的产品推广策略

- 截至2022年上半年，公司拥有近300人的自有专业营销队伍和近90家长期合作的产品销售推广服务公司，在全国30个省、自治区、直辖市进行学术推广活动，处方药产品覆盖11500余家县（区）级以上医院，其中三级医院1400余家，与国内1400余家医疗商业单位建立了长期稳定的业务关系；OTC产品覆盖800余家药品连锁公司、85000余家门店，与国内近500家药品连锁公司总部建立了长期稳定的业务关系。公司坚持以“临床疗效”为基本抓手，拉动OTC渠道市场，公司主要品种在临床用药方面已经具备了相应规模市场，领先品种年销售规模已经达到2-5亿元不等，在临床疗效的基础上拓展OTC渠道的“院外”零售市场销售，具备丰实的临床市场基础与患者人群的“粘合强度”。公司加强医药商业品牌建设，持续提高产品在消费者中的品牌影响力。公司女性青春与生殖健康管理的中药商业品牌——“和颜”品牌推广正在四个省份进行试点，目前，和颜坤泰胶囊“卵巢安康和颜坤泰”品牌广告已登录多个省市相关媒体平台。

新天药业：新药研发叠加二次开发，创新中药迎来收获期

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别13.2/16.9/21.0亿元，分别同比增长36.3%/27.8%/24.0%，归母净利润分别为1.4/1.9/2.4亿元，分别同比增长34.6%/37.7%/30.2%，对应EPS为0.41/0.56/0.73元，对应估值为40X/29X/23X，维持“买入”评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	970	1322	1690	2095
收入同比（%）	29.1%	36.3%	27.8%	24.0%
归属母公司净利润	101	135	187	243
净利润同比（%）	35.8%	34.6%	37.7%	30.2%
毛利率（%）	79.3%	78.3%	78.8%	78.1%
ROE（%）	11.3%	11.3%	13.5%	15.0%
每股收益（元）	0.62	0.41	0.56	0.73
P/E	32.62	40.43	29.35	22.54
P/B	3.72	4.59	3.97	3.37
EV/EBITDA	23.00	35.84	27.06	21.51

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

贵州三力：贵州苗药传承者，品类持续丰富带来稳定增长

- 独家品种开喉剑喷雾剂，预计峰值约20亿元**
 - 公司独家品种开喉剑喷雾源自传统苗药验方，安全性高，疗效显著，使用方便，儿童依从性高，剂型优势突出。2009年开喉剑喷雾剂（儿童型）年进入国家医保目录品种，2014年开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂成为贵州省（市）名牌产品。2018年开喉剑喷雾剂（儿童型）成功入选由广东省卫生计生委和广东省中医药发布的《广东省手足口病诊疗指南（2018年版）》，并且是口咽部局部用药中唯一的儿童专用剂型。开喉剑系列在咽喉疾病中成药市场的排名从2011年的32位升至2017年的第4位，在儿童咽喉疾病中成药市场中连续多年销售第一。我们认为公司开喉剑喷雾剂属于传统中药配方，咽喉疾病发病率高，潜在就诊人群约4亿人，具备成为大单品的潜力，销售峰值市场占有率预计能够达到10%，每人次年均以2盒使用量计算，预计未来年销售峰值约20亿元。
- 公司着眼于长远，优秀并购优秀标的拓展新品类**
 - 并购德昌祥：2022年5月初，完成了破产重整工作并进行了工商登记变更，正式将德昌祥纳入合并范围。报告期内德昌祥收入1804万元，利润224万元。“德昌祥”品牌作为贵州百年老字号，目前共有药品批准文号69个，其中独家品种9个，医保品种41个，其“龙凤至宝丹传统中药制作技艺”妇科再造丸和杜仲补天素丸更是省级非物质文化遗产。
 - 并购无敌药业：2022年7月26日，公司签署《上市公司资产收购框架协议》，拟通过现金方式收购好司特51%股权的事项达成初步意向。本次股权收购总金额预计为7000万-9000万元。好司特主要为上述股东持股平台，持有云南无敌制药有限责任公司82.80%的股权。云南是国内专业从事研究、生产治疗骨病药品的重点骨干生产型企业，也是中华老字号企业，主要产品有“无敌丹胶囊、无敌止痛搽剂、外用无敌膏、无敌药酒”等产品，与云南白药并称“黑”、“白”二圣。
- 疫情影响前三季度，四季度旺季业绩值得关注**
 - 2022年前三季度实现营业收入7.10亿元，同比+15.59%；归母净利润1.04亿元，同比-7.40%；扣非归母净利润0.95亿元，同比+0.29%。
 - 公司整体毛利率为70.73%，同比-0.12个百分点；期间费用率55.55%，同比+2.32个百分点；其中销售费用率48.73%，同比+0.52个百分点；管理费用率7.06%，同比+2.13个百分点；财务费用率-0.25%，同比-0.33个百分点；经营性现金流净额为1.41亿元，同比-5.28%。

贵州三力：贵州苗药传承者，品类持续丰富带来稳定增长

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别11.6/15.0/18.8亿元，分别同比增长23.9%/28.7%/25.3%，归母净利润分别为1.8/2.5/3.1亿元，分别同比增长15.6%/40.4%/26.2%，对应估值为41X/29X/23X，维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	939	1163	1497	1875
收入同比（%）	49.0%	23.9%	28.7%	25.3%
归属母公司净利润	152	176	247	312
净利润同比（%）	62.1%	15.6%	40.4%	26.2%
毛利率（%）	70.5%	71.0%	71.7%	71.7%
ROE（%）	14.8%	14.6%	17.0%	17.7%
每股收益（元）	0.37	0.43	0.60	0.76
P/E	42.65	40.81	29.06	23.02
P/B	6.29	5.95	4.94	4.07
EV/EBITDA	0.00	32.29	25.07	20.28

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

同仁堂：历史铸就品牌，改革焕发新生

• 三百五十余年铸就大品牌

- 同仁堂品牌始创于1669年(清康熙八年)，至今已有352年历史，是首批中华老字号企业。同仁堂股份隶属与同仁堂(集团)，也直接或间接控股集团旗下的两家港股上市公司(同仁堂科技、同仁堂国药)，三家上市公司分别覆盖传统剂型、现代剂型和海外销售，共同打造同仁堂老字号品牌。公司2021年完成核心管理层改革，原公司总经理邱淑兵接任董事长。董事长邱淑兵曾历任公司各项业务部门，经验丰富，其余核心管理团队也都是业务出身，有能力推进公司业务的进一步向好发展。

• 安宫牛黄丸绝对龙头，核心产品增长稳健，积极探索科研创新与品种开发

- 安宫牛黄丸一直是传统中药中的知名品种，而同仁堂在众多竞争企业中是绝对的龙头，2019年占据市场份额高达74.5%。并且公司对安宫牛黄丸定价权掌握十足，近20年来同仁堂三次公开调整安宫牛黄丸的售价，最近一次是在2021年底，安宫牛黄丸(3克*丸/盒)的销售价格从780元提至860元，涨幅约为10%。
- 公司产品数量丰富，拥有400+个常年生产中成药品种，27+种中成药产品剂型。着眼精准营销，落实精品战略。2022上半年前五名系列(安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列、六味地黄系列及金匱肾气系列)收入24.60亿元，同比增长9.94%，毛利率为60.72%，同比提升2.59个百分点。并且稳步推进五子衍宗丸、同仁乌鸡白凤丸、国公酒、坤宝丸、锁阳固精丸五大核心OTC重点品种五年广告项目，打造名品精品。
- 积极探索科研创新与品种开发，筛选经典名方目录先期开发部分品种。持续开展清脑宣窍滴丸三期临床研究，完成91例病例入组。持续开展同仁牛黄清心丸、安宫牛黄丸等部分品种二次开发，探索贵细原料替代研究。上半年研发费用为7190万元，比上年同期增加41.53%。

同仁堂：历史铸就品牌，改革焕发新生

投资建议

- 我们预计公司2022~2024年收入分别170.9/197.4/227.5亿元，分别同比增长17.0%/15.5%/15.3%，归母净利润分别为15.7/17.7/20.2亿元，分别同比增长27.5%/12.9%/14.5%，对应估值为43X/38X/33X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14603	17088	19735	22750
收入同比（%）	13.9%	17.0%	15.5%	15.3%
归属母公司净利润	1227	1565	1767	2023
净利润同比（%）	19.0%	27.5%	12.9%	14.5%
毛利率（%）	47.6%	47.5%	47.4%	47.5%
ROE（%）	11.5%	12.8%	12.6%	12.7%
每股收益（元）	0.90	1.14	1.29	1.47
P/E	50.26	42.53	37.68	32.90
P/B	5.80	5.46	4.77	4.16
EV/EBITDA	16.85	13.45	12.03	10.67

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

广誉远：老字号落叶归根，期待国药精品涅槃重生

• 国药精品，落叶归根

- 广誉远始创于明嘉靖二十年（公元1541年），距今已有近500年的历史。公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号。股权几经波折后，2021年正式回归山西，公司控股股东由原先的东盛集团变更为晋创投资（持股14.53%，山西国资委控股）。公司一直坚持精品中药路线，综合毛利率相对较高，并且精品中药占比持续提升。

• 重回山西国有控股，期待治理结构进一步改善

- 2021年9月3日，晋创投资与神农科技集团签署委托协议，其所持有的广誉远股权表决权委托给神农科技集团行使，意味着神农科技集团接管。人事上原董事长张斌申请辞去公司董事长职务但仍担任公司董事、总裁。选举鞠振为公司第七届董事会董事长。并选鞠振、李晓军、刘兆维为第七届董事会董事。三人均来自山西国资，意味着山西国资接掌广誉远董事会。
- 神农科技集团是山西省属农业旗舰劲旅，是整合山西省农业科技资源组建而成的山西省属国有大型农业科技企业，可以期待神农科技今后为广誉远的长远健康可持续发展提供坚实支撑和广阔空间。

• 2022前三季度受疫情影响，公司持续边际改善

- 营收增速加快：前三季度实现营业收入8.21亿元，同比+38.09%；Q3收入为3.42亿元，同比+55.84%。
- 应收账款清收显成效：22Q3应收账款及票据为11.71亿元，较中报减少1.5亿元。可见公司加大清收力度，收回了部分已计提信用减值损失的应收账款。
- 费用增长导致亏损：前三季度归母净利润-0.50亿元；扣非归母净利润-0.54亿元；第三季度归母净利润为-0.58亿元。扣非归母净利润为-0.58亿元。

广誉远：老字号落叶归根，期待国药精品涅槃重生

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别12.7/16.4/21.3亿元，分别同比增长48.0%/29.8%/30.0%，归母净利润分别为0.4/1.7/2.8亿元，分别同比增长114.1%/287.3%/61.7%，对应估值为329X/85X/52X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	854	1265	1641	2133
收入同比（%）	-23.0%	48.0%	29.8%	30.0%
归属母公司净利润	-316	44	172	278
净利润同比（%）	-1088.2%	114.1%	287.3%	61.7%
毛利率（%）	61.2%	71.5%	74.7%	77.1%
ROE（%）	-15.1%	2.1%	7.4%	10.7%
每股收益（元）	-0.64	0.09	0.35	0.57
P/E	—	328.57	84.85	52.47
P/B	10.09	6.81	6.31	5.63
EV/EBITDA	-71.45	76.12	42.76	31.35

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

华润三九：品牌价值凸显，期待四季度持续增长

- 华润集团大健康重要一环，激励方案设置多维考核，彰显公司发展信心
 - 公司产品覆盖领域广，产品线丰富，是华润集团大健康板块中重要一环。华润三九主营核心业务定位于CHC健康消费品和RX处方药领域，2020年公司拥有年销售额过亿元的品种21个，“999”品牌可以说是家喻户晓。
 - 2021年12月2日，公司发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟授予284名激励对象限制性股票978.9万股，授予价格为14.84元/股。激励方案颇具亮点，一方面是央企股权激励会考虑方方面面，方案落地本身就彰显公司的优秀能力。另一方面方案解锁条件设置多维目标。
- 三季度恢复明显，期待四季度持续增长
 - 2022年前三季度公司实现营业收入121.11亿元，同比+7.53%；归母净利润19.52亿元，同比+11.17%；扣非归母净利润17.83亿元，同比+10.08%。
 - CHC健康消费品业务：通过搭建的成熟三九商道客户体系，上半年实现营业收入55.35亿元，同比增长7.43%；毛利率为55.87%，同比下降4.03个百分点。预计三季度趋势持续。
 - 处方药业务：上半年配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，增速有一定下滑，以及中药注射剂业务受疫情以及集采政策影响销售同比下降，影响了处方药业务增速。预计随着颗粒国标数量的陆续提升以及集采的影响消化，处方药板块逐步恢复。
- 内研外拓同步进行，已拟定具体应对措施展望双位数增长
 - 公司内研外拓同步进行，一方面加强创新研发投入，2022年上半年研发投入2.34亿元，1类创新中药DZQE、1类小分子靶向抗肿瘤药QBH-196等都在临床推进中。另一方面外拓收购优质资产，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，完成后昆药集团将成为华润三九的控股子公司。
 - 公司半年报称，公司已拟定了具体的应对措施，如下半年疫情得到有效控制、配方颗粒业务顺利推进，预计公司2022年营业收入将实现双位数的增长，净利润将努力匹配营收增长水平。

华润三九：品牌价值凸显，期待四季度持续增长

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别178.3/207.2/241.5亿元，分别同比增长16.4%/16.2%/16.6%，归母净利润分别为23.5/26.0/29.0亿元，分别同比增长14.6%/10.8%/11.5%，对应估值为24X/21X/19X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15320	17829	20719	24154
收入同比（%）	12.3%	16.4%	16.2%	16.6%
归属母公司净利润	2047	2345	2599	2897
净利润同比（%）	28.1%	14.6%	10.8%	11.5%
毛利率（%）	59.7%	60.1%	60.3%	60.4%
ROE（%）	13.4%	13.3%	12.8%	12.5%
每股收益（元）	2.09	2.37	2.63	2.93
P/E	16.38	23.58	21.27	19.09
P/B	2.19	3.14	2.73	2.39
EV/EBITDA	10.40	8.10	6.87	5.60

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

片仔癀：一核量价齐升，两翼拓展边际，国药瑰宝站上新台阶

- **当之无愧的国药瑰宝，业绩保持持续增长**
 - 片仔癀有近五百年的发展历史，以其卓越的疗效而闻名。其处方和工艺被列为国家秘密，并被列入国家中药一级保护品种，是中国中成药保护的最高级别。公司近年来营收和归母净利润实现了快速增长，特别是2014年提出“一核两翼”战略以来，增速明显增加，营收结构日益丰富。
- **多因素驱动片仔癀量价齐升，供需上还没有到平衡点**
 - **量增：**片仔癀作为拥有五百年历史的传统中药企业，其医疗价值和保健价值得到了时间的检验。片仔癀拥有双重消费属性，并延伸出三大主要使用场景。1.肝病用药领域：中国是肝病大国，预计到2022年肝病中成药市场在零售端的规模将达到37亿元。以片仔癀在零售端的占据半壁江山，起到主导作用。2.日常保健和解酒：高额的保健费用针对高净值人群，在高净值人群健康意识增强和消费升级的驱动下，加之体验馆的铺设和推荐，各地域高净值人群的渗透率逐步提升。
 - **价升：**片仔癀拥有国家保护的双绝密配方，稀缺性凸显，享有充足的定价权。成本端上片仔癀原材料天然麝香和天然牛黄十分珍贵，在两种关键原材料的涨价趋势下，片仔癀价格的提升以对冲成本压力。
- **核心肝病用药持续增长，前三季度受多因素影响**
 - 2022年上半年分产品来看，上半年肝病用药部分收入为19.70亿元，同比增速为+15.32%；毛利率为80.49%，同比减少0.4个百分点。心脑血管用药部分收入为1.23亿元，同比增速为+171.00%；毛利率为47.63%，同比减少3.33个百分点。主要系聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，大力推广片仔癀牌安宫牛黄丸单品，全面覆盖全国体验馆近400家和全国超50家连锁的5000家终端门店。区域上看华东仍是主要营收来源，而国内华北、华南、华中增速均超过20%。境外收入受到疫情影响，增速持平。
 - 2022年前三季度实现营业收入66.16亿元，同比+8.25%；归母净利润20.52亿元，同比+2.04%；扣非归母净利润20.62亿元，同比+2.77%，主要系疫情、去年高基数等因素影响。公司整体毛利率为47.65%，同比-5.32个百分点；期间费用率9.77%，同比-2.72个百分点；其中销售费用率5.61%，同比-2.08个百分点；管理费用率5.20%，同比-0.63个百分点；财务费用率-1.04%，同比-0.01个百分点；经营性现金流净额为61.71亿元，同比+858.37%。

片仔癀：一核量价齐升，两翼拓展边际，国药瑰宝站上新台阶

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别90.8/108.3/128.5亿元，分别同比增长13.2%/19.3%/18.7%，归母净利润分别为28.9/34.9/42.4亿元，分别同比增长18.9%/20.9%/21.5%，对应估值为54X/45X/37X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8022	9084	10833	12855
收入同比（%）	23.2%	13.2%	19.3%	18.7%
归属母公司净利润	2431	2891	3494	4244
净利润同比（%）	45.5%	18.9%	20.9%	21.5%
毛利率（%）	50.7%	51.0%	52.1%	53.0%
ROE（%）	25.1%	23.0%	21.7%	20.9%
每股收益（元）	4.03	4.79	5.79	7.03
P/E	108.47	54.20	44.85	36.92
P/B	27.18	12.44	9.74	7.71
EV/EBITDA	89.16	42.40	35.54	28.85

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



济川药业：特色品种快速增长，BD打开成长空间

- **产品梯队清晰，逐步摆脱疫情影响**
 - 公司的药品产品线主要围绕儿科、妇科、呼吸科、消化科及老年病领域，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊；并有蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙咳喘颗粒等二线品种。随着疫情对公司经营带来的不利影响逐渐消除，公司2022年前三季度实现营业收入58.94亿元，同比+8.96%；归母净利润15.92亿元，同比+25.17%；扣非归母净利润14.47亿元，同比+20.98%。
- **主力产品逐步恢复，二线品种储备充足，推动公司业绩稳定增长**
 - 1) 小儿鼓翘清热颗粒：凭借产品优势和品牌优势，2020年小儿鼓翘清热颗粒在中国城市公立医院、零售药店儿科感冒中成药市场占有率分别为60.43%和28.01%。2) 蒲地蓝消炎口服液：凭借产品优势和品牌优势，在2020中国城市公立医院、零售药店清热解毒类中成药市场占有率分别为16.74%和4.09%，荣获多项荣誉，入选多个用药指南。3) 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：拥有坚实的消费者口碑，年，公司逐步消化疫情不利影响，营收增速提升，逐步恢复。4) 二线品种：公司采用专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式，不断深化学术平台的搭建。公司成立了专业化的学术推广部门，营销办事机构覆盖全国30个省、市、自治区，拥有超过3,000人的推广团队，营销渠道覆盖医院、OTC药店、基层医疗机构等。经过蒲地蓝、小儿鼓翘和雷贝拉唑钠一线核心大品种积累了覆盖广、专业性强的销售网络有望推动公司蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等二线品种的快速放量，为公司业绩增长提供新增量。
- **引进和自研双轮驱动，研发稳步推进中**
 - 公司持续加大新产品研发和引进力度、积极开展已有重点品种的二次开发，不断丰富储备产品，为企业可持续发展提供强有力的支持。引进：公司2022年8月限制性股票与股票期权激励计划，其中解锁条件将BD项目引入数量纳入考核，要求公司2022年至2024年会计年度，每年BD引进产品数量不低于4个。自研：2022年上半年，公司获得硫酸镁钠钾口服用浓溶液、盐酸奥普力农注射液生产批件、芪风颗粒药品注册备案通知书，完成布洛芬混悬液，阿奇霉素干混悬剂申报生产。公司药品一致性评价研究阶段项目3项，进入预BE或BE项目6项，II期临床2项,III期临床4项，申报生产11项。

济川药业：特色品种快速增长，BD打开成长空间

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别89.2/101.5/115.6亿元，分别同比增长17.0%/13.7%/13.9%，归母净利润分别为21.3/23.8/27.0亿元，分别同比增长23.6%/11.8%/13.4%，对应估值为14X/12X/11X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7631	8924	10148	11557
收入同比（%）	23.8%	17.0%	13.7%	13.9%
归属母公司净利润	1719	2125	2376	2695
净利润同比（%）	34.6%	23.6%	11.8%	13.4%
毛利率（%）	83.3%	82.8%	82.0%	81.3%
ROE（%）	18.9%	18.1%	16.8%	16.0%
每股收益（元）	1.94	2.31	2.58	2.92
P/E	14.61	13.74	12.29	10.83
P/B	1.36	2.49	2.07	1.74
EV/EBITDA	4.62	6.36	4.94	3.63

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



云南白药：百年名药，百年品牌，成就大健康领导者

• 百年名药，百年品牌，成就品牌价值

- 云南白药作为国家最高保密级别，有着百年的悠久历史。公司不仅仅局限于原有的白药传统药用功效，而是不断推陈出新，向大健康领域延伸拓展，一步步发展出超50亿元销售规模的大健康产品，在多项品牌排行榜中持续稳居行业首位，是当之无愧的中国大健康领域的领军者。体现在基本上，过去十年，公司收入和归母净利润保持优质稳定增长。收入端由2010年的100.75亿元增长至2020年的327.43亿元，实现CAGR13%；归母净利润端由2010年的9.25亿元增长至2020年的55.16亿元，实现年复合增长率20%。

• 四大事业部各有特点，齐头并进

- 1) 药品事业部：包括传统的云南白药药品、透皮贴膏以及其他普药，其中白药贴膏以及气雾剂针对骨伤科大赛道，创可贴品牌连续3年得分最高，普药板块拥有较为完备的产品体系。2022年，药品事业部以“稳药品·育器械”为核心战略，持续通过“专业化+产品+服务”的营销理念，建立白药各领域的头部专家资源库（专业形象）。
- 2) 健康产品事业部：长期优质增长，成为公司增长的核心动力。2020年收入达53.9亿元，同比增长15.1%，占公司总收入的16.5%。其中牙膏市占率继续稳居第一，2020年云南白药牙膏的国内市场占有率为22.20%，具有强大品牌影响力。并且不局限于牙膏，而是云南白药以牙膏为成功典范，拓展至洗护用品、卫生用品以及美妆用品，开启大健康全产业之路。
- 3) 中药资源：受三七价格下滑影响，2019年板块收入增长停滞。但公司一直主打豹七三七，建全产业链体系，打造高标准、高品质的豹七三七，进一步强化豹七品牌在豹七中高端市场的占位。渠道上有序推进以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式，“白药生活+”体验店持续收获好口碑。
- 4) 省医药公司：2020年云南省医药公司营收215亿元，公司作为云南省内龙头，市占率不断提高。加上定增参与全国龙头医药商业公司上海医药，白药作为战略投资者拟认购金额共计112.29亿元，持有上海医药18.02%的股份，期待两者的强强联合。

• 改革激发白药新活力

- 产业新布局：借力混合所有制改革和吸收合并整体上市为公司带来的体制机制活力和资金资源优势，公司以市场化运作思路进行了下一步战略调整和产业布局。资金运作也是动作频频，先后在工业大麻、抗体、投资、医美等热门领域发力，彰显自身大健康管理战略方向。
- 2022年公司中央研究院正式启用，中央研究院将以“1+4+1”战略部署为研究方向指引，致力于打造全球化研发平台，提高自主创新能力，探索以生物医药为代表的医药技术革新，融合新兴信息技术实现跨越发展，并坚持将前沿数字化科技引入到研发的各个环节，提升云南白药的产品创新能力。

云南白药：百年名药，百年品牌，成就大健康领导者

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别389.3/433.8/476.7亿元，分别同比增长7.0%/11.4%/9.9%，归母净利润分别为39.1/48.1/52.8亿元，分别同比增长39.3%/23.1%/9.9%，对应估值为26X/21X/19X。维持“增持”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	36374	38932	43384	47671
收入同比（%）	11.1%	7.0%	11.4%	9.9%
归属母公司净利润	2804	3906	4808	5285
净利润同比（%）	-49.2%	39.3%	23.1%	9.9%
毛利率（%）	27.1%	27.0%	27.0%	26.9%
ROE（%）	7.3%	9.2%	10.1%	10.0%
每股收益（元）	2.21	2.17	2.68	2.94
P/E	47.35	26.14	21.24	19.32
P/B	3.51	2.39	2.15	1.94
EV/EBITDA	25.54	13.41	10.45	8.91

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

太极集团：国药入主焕发新机，经营成果持续兑现

- 中西并行，国药入主焕发新机，公司规划更近一步
 - 太极集团是一家总部位于重庆市的主要从事中、西成药的生产和销售，拥有医药工业、医药商业等完整的医药产业链，集“工、商、科、贸”一体的大型医药集团。其明星产品有藿香正气口服液、急支糖浆等老牌OTC药物，年销量均过亿。
 - 2021年4月，太极集团有限公司完成了增资相关工商变更登记手续，公司的实际控制人由涪陵区国资委变更为中国医药集团有限公司。顺利完成董事会等管理层交接工作之后，国药制定了公司十四五发展规划，力争“十四五”末营业收入达到500亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，并努力成为世界一流的中药企业
 - 展望2022年，太极将严格遵循“十四五”战略规划奋斗目标指引，创新医药工业营销机制和模式，加快医药商业整合转型，力争2022年营收同比增长15%。其中医药工业销售收入预计增长18%以上，而医药商业销售收入增长12%以上。
- 前三季度核心品种持续高增长，五大区域增长破10%
 - 公司前三季度实现营业收入105.44亿元，同比+10.17%；归母净利润2.49亿元，同比+0.35%；扣非归母净利润3.17亿元，同比+238.28%。
 - 分产品线，2022Q1-Q3消化系统药品（主要为藿香正气）的营收17亿元，同比增长62%，Q3营收5亿元，毛利率59%；呼吸系统药品（主要为急支糖浆和鼻窦炎口服液）营收10亿元，同比增长62%，Q3营收2亿元，毛利率53%；神经系统药品（主要为通天口服液和洛芬待因缓释片）的营收9亿元，同比增长35%，单Q3营收3亿元，毛利率82%。
 - 分区域，优势地域西南同比增长9%，另外东北、华东、华中、华南、西北增速都超过10%，其中华东区域收入破16亿元，同比增长19.95%。

太极集团：国药入主焕发新机，经营成果持续兑现

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别142.0/165.0/192.0亿元，分别同比增长16.8%/16.2%/16.4%，归母净利润分别为3.3/5.3/7.7亿元，分别同比增长163.8%/58.7%/44.5%，对应估值为53X/33X/23X，维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12149	14195	16497	19196
收入同比（%）	8.4%	16.8%	16.2%	16.4%
归属母公司净利润	-523	334	530	765
净利润同比（%）	-891.9%	163.8%	58.7%	44.5%
毛利率（%）	42.5%	44.2%	45.6%	46.7%
ROE（%）	-19.2%	10.9%	14.8%	17.6%
每股收益（元）	-0.94	0.60	0.95	1.37
P/E	—	52.95	33.36	23.09
P/B	4.59	5.77	4.92	4.06
EV/EBITDA	69.69	30.68	24.24	18.03

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

桂林三金：地区品牌中药龙头稳健增长，新业务开启第二增长曲线

- 公司整体经营稳健，传统中药板块品牌优势明显，股权激励绑定业绩增长
 - 桂林三金作为老牌中药OTC企业，核心品种三金片和西瓜霜系列产品家喻户晓，品牌认可度高，长期以来为公司贡献稳定现金流。若拆分还原亏损业务之后，公司2019-2021年净利润为4.23亿元、3.35亿元、5.50亿元，2021年同比增长64%。公司资金面充足，资产负债率优良，截止2022Q1公司账面货币资金为16.01亿元，资产负债率基本保持在30%以下。
 - 同时2021年12月，公司发布第一期员工持股计划，解锁条件为2022年主营业务收入不低于19.25亿元，估算对应同比增速11%，解锁比例50%；2023年主营业务收入不低于21.25亿元，估算对应同比增速11%，解锁剩余50%，为业绩增长目标增加保障。
- 战略转型切入生物药板块，开启第二增长曲线
 - 目前桂林三金通过子公司上海三金生物以全资控股宝船生物和白帆生物的方式，战略进军生物药板块。由于尚处在研发管线和生产基地前期投入阶段，目前上海三金仍处在亏损状态。
 - 公司2013年全资收购宝船生物，经过多年布局，目前宝船生物技术平台优良，研发管线充足，覆盖生物创新药和生物类似药，进展最快的全人源抗PD-L1抗体注射液，2021年11月已进入II期临床阶段，预计未来3-5年可迎来收获期。白帆生物抗体基地已正式投产，由于处于刚刚起步阶段，2021年暂时定位在满足自身产品的生产需求同时，富余产能承接CDMO业务。但公开信息显示已与10余家生物医药公司达成合作，产能释放将贡献可观的业绩增长，是公司当前最值得期待的战略板块。
- 结构调整阵痛期将过，新业务带来估值重塑
 - 公司由于上市时间较长，传统中成药产品的高速增长动力已不足，目前维持在市场平稳期，未来依靠互联网营销发力，线上线下一联动，延续稳健业绩表现。因此公司也在积极进行战略拓展，实施以中药制药为主体，生物制药和大健康产业为“一体两翼”的发展战略。CDMO业务为公司增量业务，由于2020年底白帆基地才正式投产，未来逐步释放业绩。

桂林三金：地区品牌中药龙头稳健增长，新业务开启第二增长曲线

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别21.3/26.0/31.5亿元，分别同比增长22.4%/21.8%/21.4%，归母净利润分别为4.0/4.6/5.4亿元，分别同比增长16.2%/15.5%/16.0%，对应估值为24X/20X/18X，维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1741	2131	2595	3150
收入同比（%）	11.2%	22.4%	21.8%	21.4%
归属母公司净利润	344	400	461	535
净利润同比（%）	24.1%	16.2%	15.5%	16.0%
毛利率（%）	74.3%	71.3%	68.8%	66.6%
ROE（%）	12.1%	12.3%	12.5%	12.6%
每股收益（元）	0.60	0.68	0.79	0.91
P/E	28.18	23.63	20.46	17.64
P/B	3.51	2.92	2.55	2.23
EV/EBITDA	17.81	16.50	14.32	12.10

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

寿仙谷：进军有机国药第一品牌，渠道外拓带来新增量

公司向有机国药第一品牌持续迈进

- 公司为百年老字号品牌，使用现代化科技传承，拥有独家育种技术，其培育的品种优势突出，主要产品灵芝孢子粉中药饮片、灵芝孢子粉保健食品产品及铁皮石斛类产品具有消费者基础，产品质量好，有效含量高于市场同类产品，极具发展优势。公司具有杰出的管理团队和科研团队，已形成公司人才优势，为未来公司的发展筑基。2022年前三季度公司实现营业收入5.08亿元，同比+5.82%；归母净利润1.30亿元，同比+49.49%；扣非归母净利润1.11亿元，同比+47.36%。

核心产品“一芝一斛”竞争优势显著

- 灵芝孢子粉具有产品工艺保障：先进育种技术+仿野生有机栽培+超音速气流破壁技术三大壁垒。可持续育种为基，同时发展仿野生有机栽培，又具备超音速气流破壁技术灵芝孢子粉的有力加持，可以公司产品质量提供有力的保障。并且公司核心产品灵芝孢子粉的产品剂型及规格丰富，有效成分下具备高性价比。自2016年至今，灵芝孢子粉销售收入占公司主营业务的比重一直在65%以上，2021年度占比为70.51%，并且同比增长率一直维持在10%以上。
- 另一核心品类铁皮石斛具备种植区位优势显著，产品营收稳定增长。寿仙谷作为目前唯一一个同时主导承担制定两项中药材国际标准的企业，通过灵芝孢子粉和铁皮石斛国际标准的制定，公司有望进一步夯实在行业中的领先地位，为企业的持续发展奠定坚实的技术基础。自2016年至今，铁皮石斛销售收入呈现增长趋势，虽然2020年受新冠疫情影响稍有下滑，但是下滑幅度较小。2021年铁皮石斛营收已恢复增长，同比增长率达到34.67%。

省外拓展受疫情影响，期待4季度公司旺季放量

- 2022年前三季度浙江省内地区部分收入为2.30亿元，同比增速为+10.82%；浙江省外地区部分收入为0.42亿元，同比增速为+11.79%；互联网部分收入为0.72亿元，同比增速为+5.25%。
- 第4季度一直是公司传统旺季，2021年Q4收入为2.87亿元，同比增长34.31%，主要系季节效应、双十一等消费因素影响，随着消费者认知的逐步提升，22年Q4值得期待。

寿仙谷：进军有机国药第一品牌，渠道外拓带来新增量

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别9.3/11.4/14.3亿元，分别同比增长20.8%/23.1%/25.3%，归母净利润分别为2.6/3.3/4.3亿元，分别同比增长29.9%/28.0%/29.1%，对应估值为28X/22X/17X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	767	927	1141	1429
收入同比（%）	20.6%	20.8%	23.1%	25.3%
归属母公司净利润	201	261	334	431
净利润同比（%）	32.4%	29.9%	28.0%	29.1%
毛利率（%）	83.5%	83.4%	84.3%	85.1%
ROE（%）	12.4%	13.5%	14.8%	16.0%
每股收益（元）	1.34	1.32	1.69	2.18
P/E	43.28	28.31	22.12	17.14
P/B	5.46	3.83	3.27	2.74
EV/EBITDA	31.25	17.50	12.68	9.11

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

羚锐制药：营销改革+品种多元，中药贴膏龙头行稳致远

- **耕耘贴膏市场，成就国内市场龙头**
 - 羚锐制药成立于1992年，多年来核心专注于骨科贴膏剂产品的研发与销售，公司及子公司拥有国家医保目录品种45个、国家基本药物目录品种24个，独家品种13个。公司经过近30年的风雨征程，奠定了国内贴膏剂市场龙头地位。
 - 股权激励绑定核心员工利益，业绩信心十足。公司于2021年实施股票激励计划和员工持股计划，解锁标准为2021-2023年剔除股权激励费用等影响后，以2020年净利润为基数，扣非净利润净利润增长率不低于20%/44%/65.6%。
- **营销改革+产品丰富，未来增长可期**
 - 深化营销改革，推动营销创新。2019年公司对羚锐医药进行深度整合，形成OTC、基层医疗、临床三大营销渠道网络。公司深入推进连锁客户的战略合作，扩大基层医疗机构的市场覆盖。也积极探索营销新模式，加快布局快消品销售渠道，通过新零售、商超、电商，加大新渠道拓展力度。
 - 公司产品覆盖骨科疾病、心脑血管疾病和麻醉科等领域。随着老龄化与国家医保的发展将贴膏剂受众群体不断扩大。贴膏剂产品营收占比最高，占比超过60%。其中公司主打骨科“两只老虎”系列产品，主要包括壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、麝香壮骨膏等，“两只老虎”系列产品销量处于市场领先地位。
- **前三季度**
 - 2022年前三季度公司实现营业收入22.77亿元，同比+10.91%；归母净利润4.05亿元，同比+24.06%；扣非归母净利润3.68亿元，同比+18.21%。
 - 2022H1分产品来看，贴膏剂部分收入为9.36亿元，同比增速为+11.31%；毛利率为76.21%，基本持平。其中，“两只老虎”牌膏药系列作为公司发展新阶段优化市场策略和实施品牌OTC发展战略的重点，产品10年累计销售量突破100亿贴，销量位居中国膏药产品畅销榜前列，具有较好的OTC品牌知名度和市场基础。通过极具性价比的“两只老虎”牌膏药系列产品，推动公司品牌价值和收入质量的进一步提升。片剂部分收入为0.97亿元，同比增速为+42.90%；软膏剂部分收入为0.92亿元，同比增速为+33.98%。增速较快的原因主要系丹鹿通督片和糠酸莫米松乳膏营业收入增加。

羚锐制药：营销改革+品种多元，中药贴膏龙头行稳致远

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别31.5/36.2/41.6亿元，分别同比增长16.8%/15.2%/14.9%，归母净利润分别为4.5/5.5/6.6亿元，分别同比增长24.8%/22.0%/20.5%，对应EPS为0.80/0.97/1.17元，对应估值为18X/14X/12X，维持“买入”评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2694	3146	3623	4164
收入同比（%）	15.5%	16.8%	15.2%	14.9%
归属母公司净利润	362	451	550	663
净利润同比（%）	11.1%	24.8%	22.0%	20.5%
毛利率（%）	74.3%	75.1%	75.4%	75.5%
ROE（%）	15.9%	16.5%	16.8%	16.8%
每股收益（元）	0.65	0.80	0.97	1.17
P/E	24.31	17.50	14.35	11.91
P/B	3.94	2.89	2.41	2.00
EV/EBITDA	17.64	11.17	8.51	6.32

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

九芝堂：三百年九芝堂，传承老字号大品种

- **传承百年历史品牌，员工持股计划激发动力**
 - 九芝堂前身“劳九芝堂药铺”起源于公元1650年，距今已有372年历史。已构建“品牌+品种”护城河，拥有国家药品注册批文339个，其中独家品种35个，国家中药保护品种1个，覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等多个领域。
 - 2020年公司实施员工持股计划，与对象为公司董监高及核心技术、业务骨干、突出贡献人员，受让价格为5元/股。近年来营收端恢复稳定，利润端受干细胞业务拖累逐步减少，公司主营业务收入逐步覆盖创新药投入，扣除亏损影响后2020年公司实际主业经营利润为4.3亿元，同比增长30%。
- **六大过亿中药品类，梯队产品储备丰富**
 - 积极拓展营销渠道，中药OTC板块稳健增长。2021年OTC板块实现营收17.90亿元，同比增长16%。公司持续深耕市场，与超50万家连锁终端合作，并积极通过多种形式的线上中医药文化普及和产品推广，助力线下经营。五款重点中成药产品实现销售收入过亿元，分别为六味地黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、安宫牛黄丸、足光散，其中安宫牛黄丸销售收入同比增长22%；26个产品实现销售收入过千万元，其中杞菊地黄丸、补中益气丸、乌鸡白凤丸等产品销售收入同比均增长20%以上。
 - 多款核心产品提价，彰显品牌价值。2022年1月1日，公司因考虑部分产品原材料涨价影响，对部分中成药产品进行提价。其中安宫牛黄丸每盒零售价格提价10-20%；六味地黄丸主力品规出厂价格上调10%；其他OTC产品出厂价也均出现不同程度的上调。预计提价后不仅仅能覆盖原料成本上涨影响，还有望增厚公司利润。
- **与益丰药房强强联手，相互赋能**
 - 九芝堂门店出售给益丰药房后，虽然不再并表，但预计经营效率将大幅改善。根据益丰药房的公告，经营整合完成后，预计目标公司第一个年度销售额将不低于11.4亿元，净利润不低于1,840万元。即2022年归属于九芝堂的投资收益为约875万元，仍旧高于2021年全年利润。并且益丰药房成为公司股东后，将进一步绑定双方利益，未来两者能够互相合作、协同发展。

九芝堂：三百年九芝堂，传承老字号大品种

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别31.4/38.1/46.4亿元，分别同比增长-17.1%/21.3%/21.9%，归母净利润分别为5.0/5.2/7.0亿元，分别同比增长85.3%/4.1%/33.0%，对应EPS为0.59/0.61/0.81元，对应估值为16X/15X/12X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3784	3139	3808	4643
收入同比（%）	6.3%	-17.1%	21.3%	21.9%
归属母公司净利润	271	502	522	695
净利润同比（%）	-0.6%	85.3%	4.1%	33.0%
毛利率（%）	59.0%	72.4%	72.9%	73.4%
ROE（%）	6.8%	11.3%	10.5%	12.2%
每股收益（元）	0.32	0.59	0.61	0.81
P/E	34.29	16.11	15.48	11.63
P/B	2.38	1.81	1.62	1.42
EV/EBITDA	14.49	4.81	4.05	4.03

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

健民集团：四百年老字号，大鹏助力展翅高飞

• 四百年老字号，股权激励彰显信心

- 健民集团的前身为始创于明崇祯十年（1637年）的叶开泰。公司作为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。主导品种龙牡壮骨颗粒为集团的独家产品，是儿童健康成长药物领域的知名品牌。2021年公司进行股权激励来绑定核心管理层利益，解锁条件为剔除大鹏投资收益后的归母净利润未来三年复合增速不低于20%。并且2022年再次发布股权激励方案，本激励计划拟授予的限制性股票数量369600股，占总股本0.24%，授予对象总人数为6人，包括公司董事长、总裁、副总裁、董事会秘书及核心技术人员。考核年度为2022-2023年，两个解禁期条件以2021年归母净利润3.25亿元为基数，2022和2023年归母净利润增速不低于10%和21%。

• 大品种与新品种双线布局带动工业端增长

- 在大产品培育方面，2022年上半年围绕龙牡、便通双品牌塑造。主导产品龙牡壮骨颗粒销售总体保持稳定，其中60袋规格保持稳定增长，30袋规格公司从渠道管控、销售政策调整、减少发货等方面进行价值链的维护，通过调整，终端价格有所恢复，渠道库存趋于良性；健脾生血颗粒（片）开展大规格替换、多科室推广、薄弱省区销售模式调整等，提升医疗机构的覆盖率，同比增长20%。

• 健民大鹏稳健增长，体外培育牛黄市场空间广阔

- 2022年三季度公司对联营企业和合营企业的投资收益为1.15亿元，同比增长22%，其中单三季度为3799万元，同比增长10%。联营企业和合营企业的投资收益主要为健民大鹏贡献，而健民大鹏作为唯一的体外培育牛黄提供商，具备极强的资源属性和不可替代性，并且天然牛黄价格一直维持在高位，体外培育牛黄市场空间广阔。

健民集团：四百年老字号，大鹏助力展翅高飞

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别39.6/46.6/55.5亿元，分别同比增长20.7%/17.7%/19.1%，归母净利润分别为4.0/4.9/6.0亿元，分别同比增长23.7%/22.8%/20.8%，对应EPS为2.62/3.22/3.88元，对应估值为21X/17X/14X。维持“买入”评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3278	3956	4658	5545
收入同比（%）	33.5%	20.7%	17.7%	19.1%
归属母公司净利润	325	402	493	596
净利润同比（%）	119.7%	23.7%	22.8%	20.8%
毛利率（%）	43.5%	44.3%	45.0%	45.4%
ROE（%）	20.8%	20.5%	20.1%	19.5%
每股收益（元）	2.13	2.62	3.22	3.88
P/E	37.04	20.76	16.90	13.99
P/B	7.75	4.25	3.39	2.73
EV/EBITDA	41.78	16.61	12.93	10.22

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

佐力药业：聚焦主业带来业绩高增长，乌灵胶囊龙头未来可期

- 独家产品优势突出，乌灵胶囊未来可期。
 - 公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品战略，构建出具有自主知识产权的产品线，乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒均为独家产品。乌灵胶囊是国家中药一类新药、中药保护品种，具备良好的市场开拓基础。灵莲花颗粒“治疗妇女更年期综合症的药物制剂及其制备方法”和灵泽片“治疗前列腺炎、前列腺增生的药物组合物及其制备方法和制剂”均获得国家发明专利；灵莲花颗粒为国家中药二级保护品种。乌灵胶囊、灵泽片和百令片均进入了《国家基本药物目录(2018年版)》、《国家医保目录(2021版)》。
 - 核心产品乌灵胶囊市占率稳步提升，临床研究为导向下仍有大空间。乌灵胶囊上市二十多年来，在临床上广泛应用于精神科、神经内科、中医科、耳鼻喉科、皮肤科、消化科、心内科、肿瘤科、内分泌科等科室。公司行业地位显著，根据米内网的数据，2021年公司主导产品乌灵胶囊作为神经系统疾病用药在各级市场市占率都有显著提升。
- 中药饮片和中药配方颗粒公司持续布局。
 - 中药饮片：控股子公司佐力百草中药现有中药饮片系列1500多个品规，包括茯苓、黄芪、麸炒白术、当归、麸白芍、丹参、陈皮、生地黄等品种，以及直接口服的饮片三七粉、川贝粉、破壁灵芝孢子粉等。配方颗粒：自公司获得浙江省中药配方颗粒专项科研企业以来，公司专注先进的生产技术和质量标准，公司目前已有600多个中药配方颗粒备案品种。
- 三季报增长亮眼，品种发展梯队明确。
 - 公司前三季度实现营业收入13.44亿元，同比增长24.66%；归属于上市公司股东的净利润2.04亿元，同比增长55.08%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.98亿元，同比增长56.07%。高增长主要来自于公司继续坚持“一体两翼”的战略目标和“稳自强、强招商”的营销策略，其中核心产品乌灵系列较去年同期增长25.95%（其中灵泽片增长为77.49%）。
 - 以乌灵系列、百令片、中药饮片和配方颗粒为核心，大力拓展并服务基层市场，发挥现代中医药在慢病防治中的作用，力争把乌灵系列打造成20亿、百令片打造成10亿、中药饮片和配方颗粒打造成10亿规模的大品种，重点培育聚卡波非钙片为新的潜力品种；同时，通过外延式并购、研发创新丰富品种线，以及引进战略合作伙伴共同助力公司发展。

佐力药业：聚焦主业带来业绩高增长，乌灵胶囊龙头未来可期

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别19.1/24.9/32.6亿元，分别同比增长31.2%/30.1%/30.8%，归母净利润分别为2.6/3.4/4.4亿元，分别同比增长43.6%/31.2%/31.3%，对应估值为28X/21X/16X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1457	1912	2487	3255
收入同比（%）	33.6%	31.2%	30.1%	30.8%
归属母公司净利润	179	258	338	444
净利润同比（%）	102.0%	43.6%	31.2%	31.3%
毛利率（%）	71.4%	71.6%	70.9%	70.7%
ROE（%）	9.7%	12.3%	13.9%	15.4%
每股收益（元）	0.29	0.42	0.56	0.73
P/E	39.56	28.01	21.35	16.25
P/B	3.85	3.43	2.96	2.50
EV/EBITDA	29.15	23.44	17.93	13.42

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

特一药业：围绕止咳宝中药特色，打造“1+N”发展矩阵

• 地域特色，走向全国

- 特一药业是一家集医药研发、医药工业、医药商业为一体的综合型医药集团公司。核心产品为止咳宝片，主要产品包括皮肤病血毒丸、小儿咳喘灵颗粒、金匱肾气片、降糖舒丸、蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒、血塞通分散片、银杏叶分散片、益心舒颗粒、铝碳酸镁咀嚼片、枫蓼肠胃康片、奥美拉唑肠溶胶囊等。公司由广东台城制药股份有限公司演变而来，14年在深交所上市。家族式企业，许氏家族直接控股股份近50%，现任公司董事长许丹青长期从事药材贸易等业务，资历深厚。虽然2020年总营收、净利润和毛利率受疫情影响较大，但2021年以来，正逐渐摆脱疫情影响，财务状况持续转好。

• 借助中药发展春风，核心产品止咳宝片做大做强

- 2021年中医药政策迎来爆发期，相关的重磅政策纷纷落地。中药产业是我国医药产业的重要组成部分，市场规模庞大。其中中成药市场无论是在产量端、医院端还是在零售端，景气度都出现明显向上。特一药业的止咳宝片作为公司独家产品，拥有近百年的悠久历史。疗效突出，对各类型的慢性咳嗽有显著效果、毒副作用很低，在我国止咳化痰类中成药市场排名前五。目前，公司止咳宝片产能是10亿片，后期可以根据市场需要，在现有的场所增加生产班次或者生产设备的情况下，产能可以达到24亿片。公司希望在销售市场正常的情况下，用5-8年的时间，将止咳宝片的年销售量增长到24亿片。

• 特一坚持多品种共同发展战略，积极打造“1+N”产品线矩阵

- 除了核心产品止咳宝片以外，特一坚持多品种共同发展战略，积极打造“1+N”产品线矩阵。“1”是主力品种止咳宝片。“N”：在国家产业政策大力支持中医药行业发展的背景下，公司计划紧跟国家改革与发展的大趋势，中成药、化学药及化学原料药3大方向同时发力。重点发展中成药品种，将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育；积极发展化学制剂药，参加一致性评价、集采和医院的招投标工作，增加公司产品营销渠道，目前公司已有11个产品通过一致性评价，其他项目正在按计划推进中；同时加大原料药的市场推广力度，提高现有原料药产品的市场份额。

特一药业：围绕止咳宝中药特色，打造“1+N”发展矩阵

投资建议

- 我们预计，公司2022~2024年收入分别7.9/10.8/13.2亿元，分别同比增长4.0%/37.1%/21.6%，归母净利润分别为1.6/2.5/3.4亿元，分别同比增长24.3%/60.2%/34.3%，对应EPS为0.69/1.11/1.49元，对应估值为46X/29X/21X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	758	789	1082	1316
收入同比（%）	19.8%	4.0%	37.1%	21.6%
归属母公司净利润	127	158	253	339
净利润同比（%）	189.7%	24.3%	60.2%	34.3%
毛利率（%）	53.0%	57.0%	60.4%	63.4%
ROE（%）	10.1%	11.1%	15.1%	16.8%
每股收益（元）	0.62	0.69	1.11	1.49
P/E	27.61	45.74	28.56	21.27
P/B	3.01	5.06	4.30	3.58
EV/EBITDA	17.56	25.79	18.13	13.89

资料来源：wind（2022/12/4）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



3.6 药店：复苏带来确定性的机会

3.6 药店：2022年逐步恢复，疫情防控政策变化下未来可期

- **2022年逐步恢复正常。**选取申万三级分类作为行业整体指标，2021年营业收入和利润端受2020年高基数、租金会计准则变化以及社保等多方面影响，导致增速相对放缓。但2022前三季度逐步恢复，收入端增速提升至22.92%，利润增速恢复至15.15%。
- **六大上市药店经营恢复。**各个公司2021年均出现业绩放缓，疫情管控及高基数的影响仍在持续。到2022年，虽然由于各地防疫措施不同导致业绩有所分化，但在后续防控逐步稳定、药品限制解除等预期下，药店将逐步摆脱疫情反复的影响，行业龙头公司未来经营将有望持续性好转。

药店行业收入、利润增速以及核心财务指标情况

线下药店(申万)	2019A	2020A	2021A	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3
营业收入YOY	25.87%	24.85%	14.23%	13.80%	22.92%
归母净利润YOY	18.21%	23.33%	14.26%	11.77%	15.15%
毛利率	37.12%	35.43%	35.86%	36.59%	35.79%
净利率	5.75%	6.33%	5.33%	6.20%	5.51%
期间费用率	29.52%	27.32%	29.15%	28.89%	28.49%
销售费用率	24.67%	22.81%	24.18%	24.22%	23.75%
ROE (平均)	14.89%	17.16%	14.03%	11.92%	11.20%
经营性现金净流量/营业收入	10.69%	10.22%	11.86%	11.35%	13.42%

资料来源：wind、华安证券研究所

3.6 药店代表公司：六大上市药店经营恢复显著

药店代表公司2022Q1-Q3年财务情况

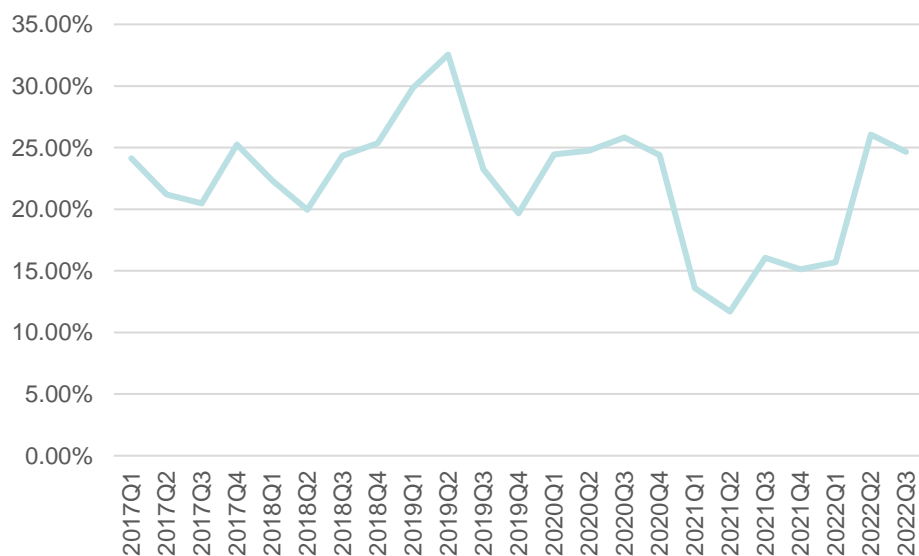
2022Q1-Q3	最新市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2022E, wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率	经营性现金流净额(亿元)	扣非归母净利润/经营性现金流净额	商誉(亿元)	商誉/所有者权益
益丰药房	497.76	49.01	44.99	133.48	22.03%	8.24	18.34%	7.95	16.62%	10.59%	40.93%	26.67%	4.28%	0.63%	6.87%	23.0809	290.47%	41.19	47.97%
老百姓	253.50	33.97	32.13	137.76	22.13%	6.10	14.46%	5.67	18.88%	11.41%	32.79%	21.02%	4.66%	0.96%	5.18%	19.0283	335.30%	52.73	77.00%
大参林	423.40	47.25	40.54	148.18	19.93%	9.23	12.82%	9.17	20.70%	16.04%	38.77%	24.14%	5.23%	0.98%	6.24%	20.7832	226.61%	23.22	34.97%
一心堂	222.04	26.59	22.47	120.25	14.55%	6.77	-11.33%	6.48	-13.42%	9.90%	35.24%	25.09%	2.50%	0.59%	5.61%	14.7730	228.10%	13.80	19.17%
健之佳	93.60	31.52	28.09	47.09	28.43%	1.93	-1.80%	1.94	3.93%	8.95%	36.56%	27.04%	2.54%	1.35%	4.07%	8.2151	422.99%	22.44	94.33%
漱玉平民	81.59	60.48	59.12	52.47	41.25%	1.30	18.16%	1.23	23.84%	6.70%	28.69%	21.33%	3.02%	0.99%	2.39%	1.7306	140.57%	8.09	39.90%

资料来源：wind、华安证券研究所；股价截至2022-12-02

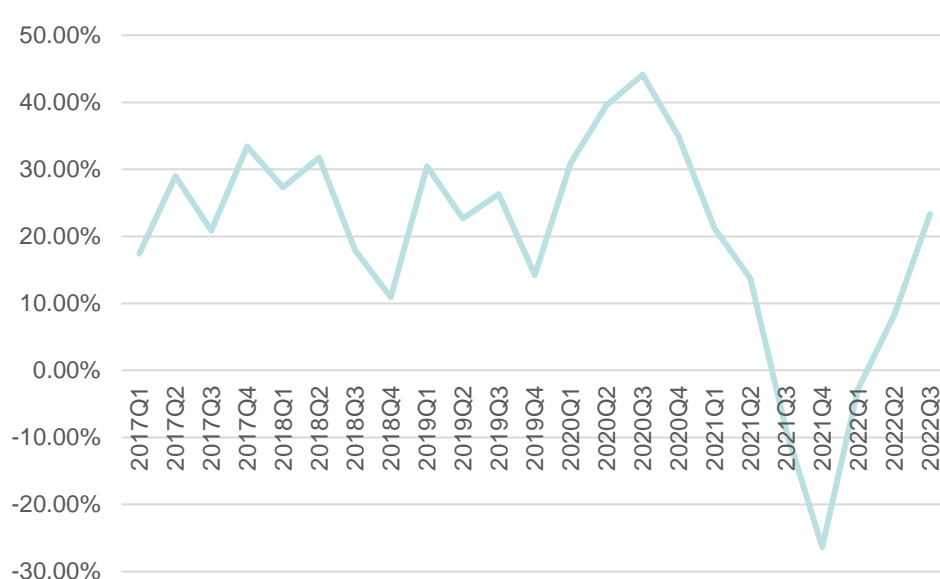
3.6 药店：季度收入韧性显现，利润增速承压

- 线下药店（申万）板块收入增速恢复具有持续性，2022Q2、Q3收入增速分别为26.07%、24.66%，增速水平恢复到2020年疫情前25%左右水平线。
- 利润端季度增速恢复明显，2022Q1-Q3季度增速分别为-2.76%、8.26%、23.34%，从2022年第二季度开始增速转正，第三季度更是恢复到疫情前的正常水平。可预期在疫情防控逐步正常化下，板块恢复将逐步兑现。

药店板块季度收入增速



药店板块季度净利润增速

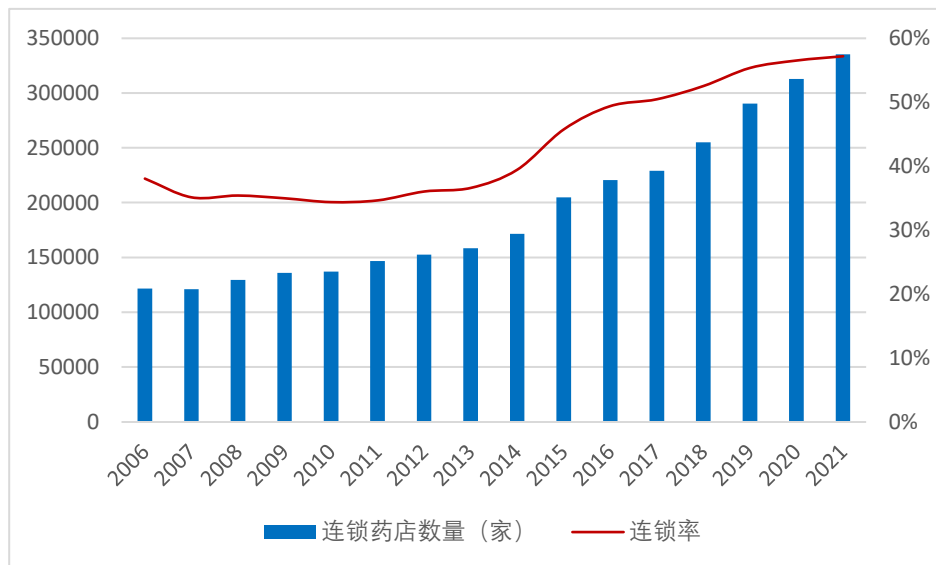


资料来源：wind、华安证券研究所

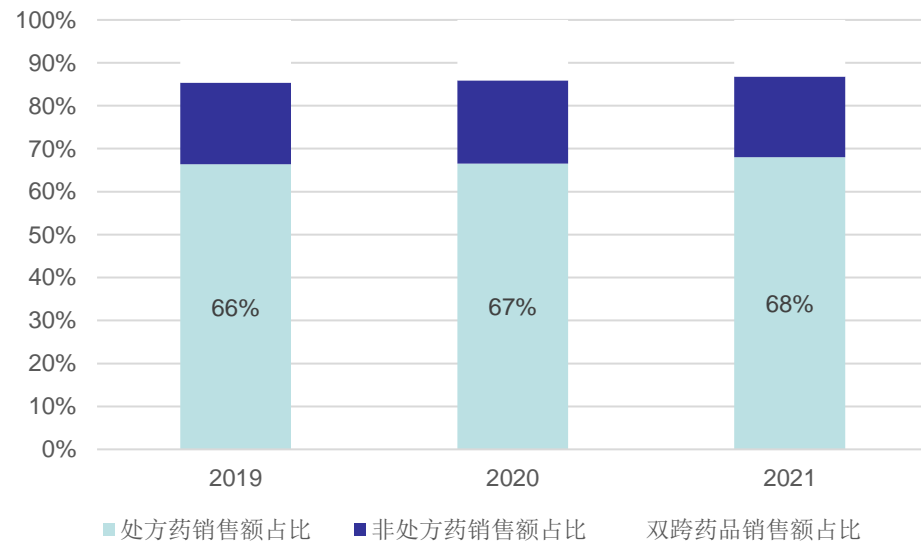
3.6 药店投资逻辑：连锁率提升+处方外流的大逻辑不变

- 中国药店长期逻辑不变。连锁率提升+处方外流，两大长逻辑没有改变。
- 连锁率提升：国家药监局统计数据显示，连锁药店的数量从2006年的12.2万家增长至2021年的33.53万家，年复合增长率为7%，连锁率也从38%升至57.17%。
- 处方外流持续进行：根据RPDB中国药品零售数据库数据统计，零售市场中的处方药份额从2019年的66.4%稳步上升至2021年的68%，处方外流持续进行中。

中国零售药店数量（家）及连锁率



零售市场处方药占比



资料来源：国家食药监局、RPDB、华安证券研究所

3.6 药店投资逻辑：疫情防控政策变化带来增量

- 多地四类药品管制松动，疫情防控常态化时代带来个人需求提升。“四类药品”指的是退烧、止咳、抗病毒、抗菌素四大类药物，包含老百姓常买的所有感冒药、消炎药，是药店销售的重要组成部分。疫情三年，部分地区对“四类药”管控也是随着疫情的情况进行调整，整体上看是趋严状态。而“四类药”的管制也直接造成了药店客流量减少、库存压力，对于药店而言损失明显。
- 11月下旬以来，多地根据疫情防控形势，调整药店四类药品销售政策。据21财经消息，北京、广州、河北三地对药店购买“四类药品”的规定进行调整。
 - 河北及北京部分药店销售“四类药”，即退烧、止咳、抗病毒、抗生素类药品的要求出现重要调整——购药人员不再需要实名登记信息。
 - 广州市也相继发布相关通知或消息，药店销售包括“四类药品”在内的相关药品，不再进行实名登记上传。这些措施的调整，是基于新冠病毒特征的变化以及民众激增的药品购买需求等现状。
- 目前，随着部分地区疫情防控政策调整药店销售迎来回暖潮。据多家媒体消息，石家庄、广州等地调整疫情管控政策后，抗病毒类药品、防疫类、抗原试剂盒需求大幅提升。预期随着更多地方疫情防控的政策变化，药店客流量得到回升，另外防疫相关物资的个人需求提升也将给药店销售带来增量。

3.6 药店：选股思路—疫情扰动减弱，行业板块回升

- 选股思路：经历2021年疫情反复、20年高基数等因素影响下的增速下滑，加上2022年上半年疫情的持续干扰，导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下，疫情影响也会持续减弱，随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看，2023年的内生增长逐步恢复，叠加疫情防控政策变化带来增量，看好2023年药店板块。
- 选股上，目前上市的6家上市药房走在市场前列，复苏也会成为板块性机会，建议关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民。

药店行业上市公司估值情况

股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603939.SH	益丰药房	498	49	8.9	11.1	13.9	17.3	45	36	29	1.8	1.4	1.2
603233.SH	大参林	253	34	6.7	7.9	9.6	11.7	32	26	22	1.8	1.2	1.0
603883.SH	老百姓	423	47	7.9	10.4	13.1	16.2	41	32	26	1.3	1.3	1.1
002727.SZ	一心堂	222	27	9.2	9.9	11.9	14.3	22	19	16	3.1	0.9	0.8
605266.SH	健之佳	94	32	3.0	3.3	4.1	5.1	28	23	18	2.6	1.0	0.7
301017.SZ	漱玉平民	82	60	1.1	1.4	1.7	2.0	59	49	40	2.9	2.3	1.9

资料来源：wind（一致预期2022/12/3）、华安证券研究所

3.7 科研上游：新冠扰动过去，国产替代带来新机会

3.7 科研上游：疫情干扰表观业绩，行业景气度不减

- 科研上游又可以分为试剂、设备和耗材，从代表性企业来看，2020年新冠受益一次性影响导致2021年表观增速下滑，2022年疫情反复带来新增量，扣除新冠之后表观陆续恢复，看好2023年非新冠业务的持续高增长。

科研上游代表公司2022前三季度年财务情况

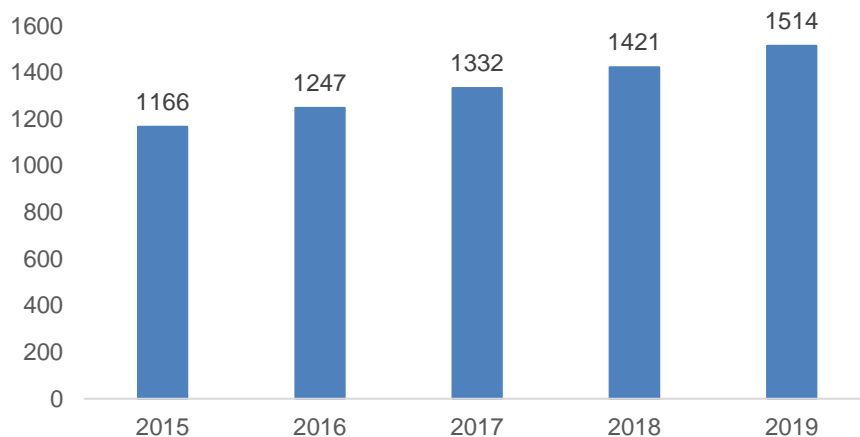
	2022Q1-03	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2022E, wind 一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增长	扣非归母净 利润 (亿元)	扣非归母净 利润同比增 长	ROE	销售毛利 率	销售费用 率	管理费用 率	财务费用 率	销售净利 率	经营性现 金流净额 (亿元)	扣非归母 净利润/经 营性现金 流净额
试剂	阿拉丁	52.13	54.66	45.05	2.66	34.45%	0.66	10.08%	0.61	5.37%	7.28%	58.91%	8.83%	23.36%	-1.01%	24.67%	-0.54	-89.04%
	泰坦科技	112.66	73.01	57.39	19.45	29.42%	0.97	12.00%	0.86	7.61%	4.54%	21.56%	6.24%	8.16%	0.97%	5.23%	-3.03	-351.07%
	诺唯赞	290.89	33.14	31.51	23.05	78.87%	7.50	36.26%	6.98	31.93%	16.87%	72.84%	14.99%	19.57%	-0.42%	32.52%	1.28	18.31%
	义翘神州	157.62	35.86	36.86	4.30	-47.07%	2.76	-50.41%	1.94	-62.72%	4.21%	86.10%	21.16%	23.64%	-14.02%	64.12%	1.70	87.64%
	百普赛斯	93.93	42.95	42.03	3.53	27.68%	1.66	36.68%	1.52	25.62%	6.65%	92.58%	21.12%	39.13%	-12.31%	45.77%	1.21	79.56%
	优宁维	58.76	54.20	47.38	8.62	8.68%	0.79	-0.40%	0.64	-14.80%	3.74%	22.38%	8.73%	5.02%	-1.31%	9.17%	-1.74	-271.14%
	奥浦迈	88.42	90.86	81.07	2.23	47.58%	0.83	79.97%	0.73	93.30%	6.10%	66.76%	4.43%	24.81%	-2.71%	37.24%	0.93	126.92%
设备	莱伯泰科	27.50	54.34	35.08	2.49	-7.35%	0.35	-35.26%	0.32	-35.03%	4.30%	48.95%	16.84%	18.19%	-0.73%	13.86%	-0.15	-47.04%
	天瑞仪器	25.47	-18.15		5.28	-13.65%	(0.62)	-1595.21%	(0.64)	-3459.20%	-3.90%	44.12%	26.05%	26.48%	3.86%	-12.62%	-1.21	188.35%
	海尔生物	213.09	35.03	34.82	20.75	36.52%	4.61	-33.91%	4.08	29.56%	12.27%	47.21%	11.50%	15.62%	-1.61%	22.38%	1.94	47.40%
	泰林生物	66.28	96.87	63.12	2.34	28.09%	0.47	11.53%	0.42	2.84%	8.56%	55.86%	11.64%	28.97%	-2.81%	20.22%	0.30	70.88%
	聚光科技	153.09	-54.56	93.35	21.75	4.19%	(1.09)	-78.55%	(1.58)	-6.62%	-3.12%	43.61%	21.58%	31.07%	5.05%	-6.53%	-4.55	287.75%
	禾信仪器	25.07	-552.98	56.98	1.51	-37.30%	(0.44)	-211.54%	(0.67)	-491.76%	-7.59%	57.74%	54.57%	55.88%	1.32%	-31.52%	-0.84	124.01%
耗材	浩特生物	43.06	40.69	31.20	4.80	-24.03%	0.86	-43.28%	0.80	-48.72%	8.24%	33.46%	3.93%	11.00%	-1.92%	17.82%	1.22	151.91%

资料来源：wind、华安证券研究所；股价截至2022-12-02

3.7 科研上游投资逻辑：科研为基石，扩张是必选

- **科研经费增长决定行业高景气度。**随着全球各国对基础研究的重视程度不断提升，科研经费拨款也越来越多。全球各国对于生命科学领域的研究资金投入也快速增长，从2015年的1,166亿美元增加到2019年的1,514亿美元，年复合增长率为6.7%。
- **并购扩张是龙头成长必经之路。**产品多元化是必要条件。赛默飞、丹纳赫、默克、安捷伦等国际厂商都涵盖至少3项的实验室服务项目。以赛默飞为例，作为科研服务领域的领导者，产品主要包括分析仪器、实验室设备、试剂、耗材和软件等，并向客户提供实验室综合解决方案，其拥有多家分公司及工厂。

2015-2019年全球生命科学领域研究资金投入（亿美元）



科研服务行业内知名公司都为多元发展

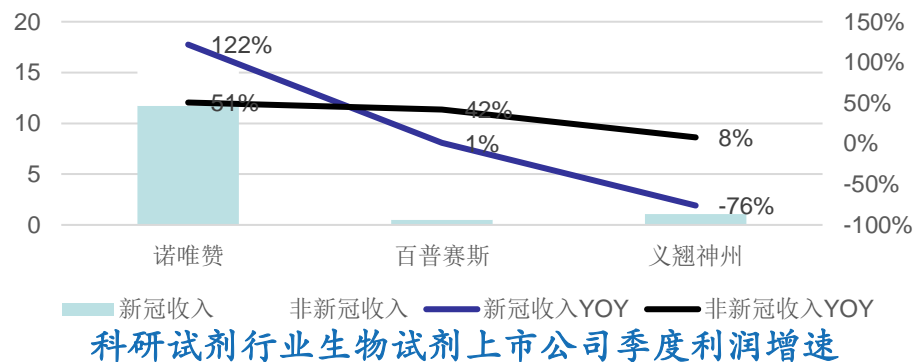
公司名称	国家	主要产品及服务
赛默飞 (Thermo-Fisher)	美国	仪器、试剂、耗材、信息化、服务
丹纳赫 (Danaher)	美国	仪器、试剂、耗材
默克 (Merck KgaA)	德国	仪器、试剂、耗材、服务
安捷伦 (Agilent)	美国	仪器、耗材、信息化
岛津 (SHIMADZU)	日本	仪器、耗材
梅特勒-托利多 (METTLER TOLEDO)	瑞士	仪器、耗材、试剂
珀金埃尔默 (Perkin Elmer)	美国	仪器、信息化
沃特世 (Waters)	美国	仪器、耗材
堀场 (HORIBA)	日本	仪器、耗材
亚速旺 (AS ONE)	日本	耗材、试剂

资料来源：wind、华安证券研究所

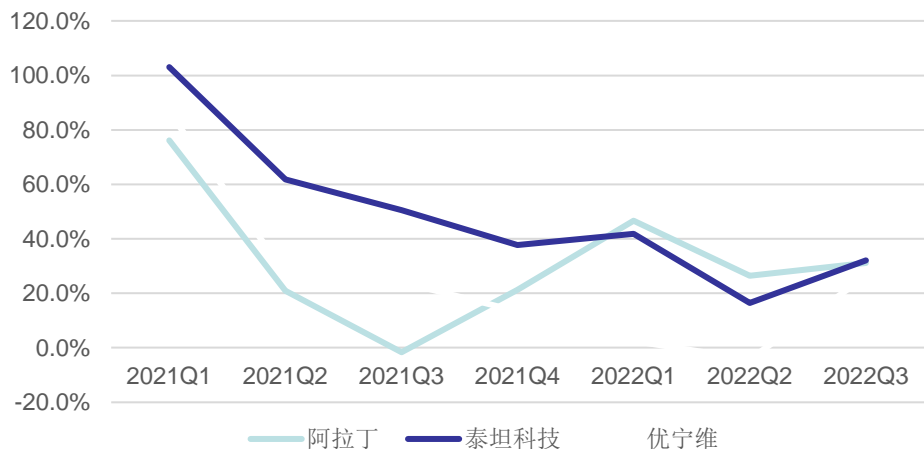
3.7 科研试剂：疫情下不同因素导致不同业绩增速

- **上海区域：**阿拉丁、泰坦科技、优宁维总部位于上海，Q2不同程度受上海疫情影响，Q3增速已经得到恢复。
- **生物试剂：**诺唯赞、百普赛斯、义翘神州受新冠业务影响较大，整体增速Q3增速相对放缓。而非新冠业务方面诺唯赞和百普赛斯仍保持高增速，而义翘神州疫情影响下增长放缓。

科研试剂行业生物试剂上市公司非新冠业务出现分化



科研试剂行业上海上市公司季度收入增速



科研试剂行业生物试剂上市公司季度利润增速



资料来源：wind（一致预期2022/12/3）、华安证券研究所

3.7 科研试剂：选股思路—去伪求真，关注非新冠部分增长

- 选股思路：科研服务行业的高景气度是随着国内整体医药生物行业发展而提升的，加之国内进口替代空间巨大带来广阔的市场空间，其中科研试剂行业公司借助新冠疫情获得极大的营收和利润增量，也增加了行业的曝光度。诚然，新冠收入和利润的不可持续带来表观增速不理想，但留存的利润和客户基础是公司未来发展产品和拓展市场的基础，并且在上市的资金资源给予公司长远发展的动力。所以在配置上应去伪求真，关注上市科研试剂公司的未来成长性。
- 建议关注：诺唯赞、泰坦科技、百普赛斯、义翘神州、阿拉丁、优宁维、奥浦迈等。

科研试剂行业上市公司估值情况

股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688179.SH	阿拉丁	52	55	0.9	1.2	1.6	2.1	45	33	25	1.5	1.0	0.7
688133.SH	泰坦科技	113	73	1.4	2.0	2.9	4.1	57	39	28	1.6	0.8	0.7
688105.SH	诺唯赞	291	33	6.8	9.2	9.3	10.9	32	31	27	0.9	26.9	1.6
301047.SZ	义翘神州	158	36	7.2	4.3	4.5	5.4	37	35	29	(0.9)	7.9	1.4
301080.SZ	百普赛斯	94	43	1.7	2.2	3.0	4.1	42	31	23	1.5	0.9	0.6
301166.SZ	优宁维	59	54	1.1	1.2	1.6	2.2	47	36	27	3.3	1.2	0.8
688293.SH	奥浦迈	88	91	0.6	1.1	1.8	2.6	81	50	35	1.0	0.8	0.8

资料来源：wind（一致预期2022/12/3）、华安证券研究所



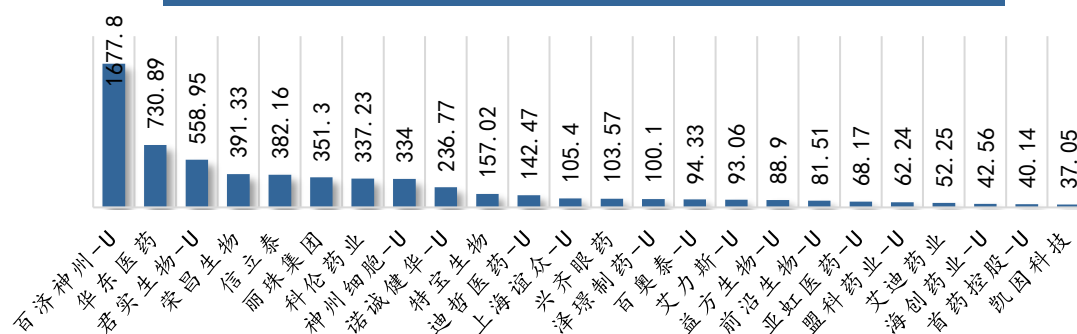
3.8 创新药：商业化落地品种带来确定性



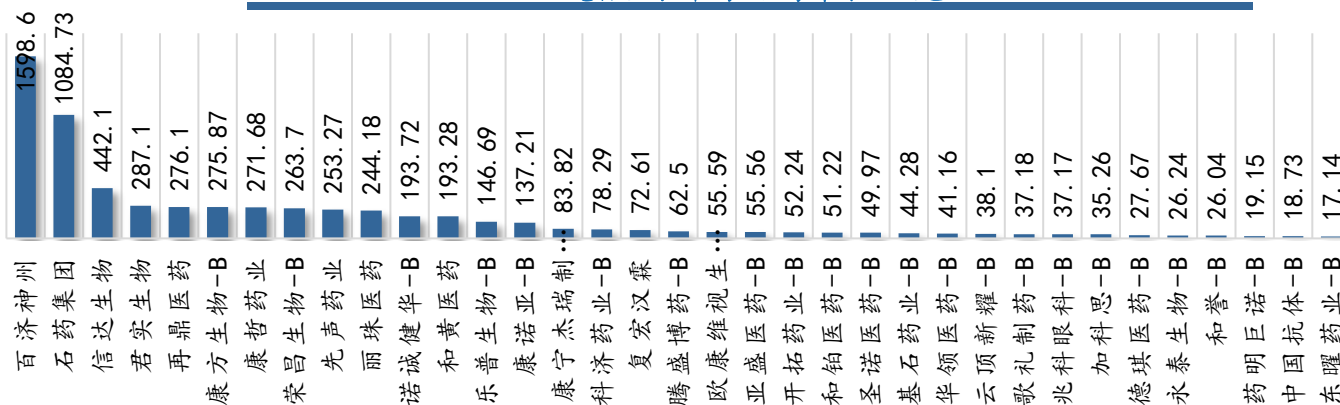
3.8 创新药：研发型企业大浪淘沙，商业化兑现展真实力

- 行业出清，强者生存：国内研发型创新药企今年先后经历了出海受阻，产能过剩，大多数18A港股药企市值腰斩之后，从不断开启新临床试验、盲目堆砌产能野蛮生长的阶段逐渐冷静。
- 创新药医保谈判逐渐乐观：随着PD-1之后越来越多的国内首创、全球首创新药上市，国内创新药企已经进入需要展现商业化实绩的新阶段。经过长达2年的瓶颈期，生物医药板块已经触底。随着医保简易续约的政策放松，在今年底估值逐渐企稳。

A股创新药公司市值一览



港股创新药公司市值一览



资料来源：Wind（数据截至20221202）、华安证券研究所



3.8 创新药：Biotech代表公司研发销售费用趋稳

- 2020~2021年为多家生物技术公司商业化首年，首年及次年投入较高的销售成本，随着销售正常化，并继续投入扩大适应症等新管线临床，研发费用及销售费用率趋于平衡稳定。百济神州、信达生物、荣昌生物、神州细胞、诺诚健华、泽璟制药维持20%左右的研发费用增速，科济药业、艾迪药业等有产品处在III期关键临床的公司保持了高研发费用增速。

创新药代表公司2021年及2022前三季度财务情况

	证券代码	证券简称	市值（元/港元）	PE(TTM)	营业收入增速%		归母净利润增速%		扣非归母净利润增速%		研发费用增速%		销售费用率	
					2021	2022Q1~Q3	2021	2022Q1~Q3	2021	2022Q1~Q3	2021	2022Q1~Q3	2021	2022Q1~Q3
1	688235.SH	百济神州	1677.80	-11.38	257.94	10.31	14.37	-89.69	15.09	-84.25	6.65	22.96	58.66	63.79
2	688180.SH	君实生物-U	487.42	-29.06	152.36	-55.18	56.80	-306.69	48.27	-208.27	16.35	15.01	18.25	42.17
3	1801.HK	信达生物	442.10	-11.36	11.08	15.34	-214.30	5.29	-	-	25.50	20.53	63.90	62.41
4	688331.SH	荣昌生物	391.33	141.63	46753.00	397.47	139.59	0.01	122.44	-3.91	52.64	26.29	18.44	48.74
5	688520.SH	神州细胞-U	334.00	-54.87	40852.81	6373.79	-21.66	39.07	-15.41	54.13	20.05	18.19	89.87	25.57
6	9688.HK	再鼎医药-B	276.10	-6.72	194.77	52.22	-161.98	22.56	-	-	151.54	-52.14	36.20	34.84
7	9926.HK	康方生物-B	275.87	-17.52	-	26.85	8.68	-48.37	-	-	46.11	5.66	79.40	-
8	688428.SH	诺诚健华-B	236.77	-24.00	76390.00	-55.00	83.51	-1048.85	80.46	-891.92	73.09	19.73	28.61	65.73
10	688192.SH	迪哲医药-U	142.47	-19.97	-62.95	-100.00	-14.19	-9.37	-73.38	-16.76	33.70	18.02	-	-
11	688091.SH	上海谊众-U	105.40	87.62	-	-	81.70	617.63	41.01	429.88	-26.01	-63.29	56.85	35.76
12	688266.SH	泽璟制药-U	100.10	-19.16	588.19	100.75	-41.28	-24.28	-40.35	-18.17	62.13	16.43	73.41	78.43
13	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	83.82	-23.88	-	-	3.59	44.90	-	-	45.32	-6.68	2.15	27.66
14	2171.HK	科济药业-B	78.29	-8.21	-	-	-345.88	91.43	-	-	78.03	80.02	-	-
15	688176.SH	亚虹医药-U	68.17	-30.13	-	-	4.98	5.06	-56.09	-70.77	10.88	26.45	76840.57	5.94
16	688488.SH	艾迪药业	52.25	-45.99	-11.54	-36.03	-175.39	-1259.90	-276.31	-1694.15	81.17	80.45	10.85	36.78

信达生物、康方生物、先声药业、康宁杰瑞、科济药业为2022半年报数据

资料来源：Wind（数据截至20221202）、华安证券研究所



3.8 创新药：成熟创新药代表公司营收净利稳步提升

- 具有较好盈利能力的成熟创新药公司，基本保持营收稳定，业务基本盘扎实，或向更具成长空间的领域进行新的布局并成功推出产品上市。石药集团、信立泰、科伦药业、先声药业2022前三季度营收增速进一步提高；康哲药业、特宝生物、兴齐眼药投入较高研发，营收增速有所下滑但仍保持两位数的净利润增速；恒瑞制药营收端、利润端继续下滑，但研发及销售费用大大减少，预计2023年将现拐点。

创新药代表公司2021年及2022前三季度财务情况

	证券代码	证券简称	市值(元/港元)	PE(TTM)	营业收入增速%		归母净利润增速%		扣非归母净利润增速%		研发费用增速%		销售费用率	
					2021	2022Q1-Q3	2021	2022Q1-Q3	2021	2022Q1-Q3	2021	2022Q1-Q3	2021	2022Q1-Q3
1	600276.SH	恒瑞医药	2583.50	61.06	-6.59	-21.06	-28.41	-24.57	-29.53	-26.46	19.12	-15.55	36.22	32.37
2	1093.HK	石药集团	1084.73	16.46	11.73	13.83	8.63	3.06	-	-	18.79	16.43	37.48	34.53
3	000963.SZ	华东医药	730.89	30.61	2.61	7.45	-18.38	4.54	-9.91	7.89	5.71	8.32	15.69	16.17
4	002294.SZ	信立泰	382.16	53.13	11.68	16.5	776.9	37.64	7237.88	38.68	-3.72	67.27	33.87	33.69
5	002422.SZ	科伦药业	337.23	17.93	4.94	9.24	32.94	66.33	65.14	71.42	13.75	1.26	29.07	24.20
6	0867.HK	康哲药业	271.68	7.08	20.03	15.74	19.25	10.52	-	-	72.58	50.75	30.47	28.73
7	2096.HK	先声药业	253.27	20.30	10.89	27.34	125.10	-88.57	-	-	24.08	3.94	40.74	38.11
8	688278.SH	特宝生物	157.02	61.84	42.61	41.17	55.44	56.95	77.36	53.42	6.30	77.82	52.78	47.82
9	300573.SZ	兴齐眼药	103.57	38.29	49.26	30.37	121.31	29.96	117.09	33.64	39.97	45.25	32.91	34.13
10	688687.SH	凯因科技	37.05	37.86	32.75	18.43	41.98	-12.11	3.18	-3.04	37.18	36.95	61.95	61.64

康哲药业、先声药业为2022半年报数据

资料来源：Wind（数据截至20221202）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



3.8 创新药投资逻辑：商业化+创新平台，传统公司新变化新增长

■ 建议关注：

(1) 已经成功商业化及平台型的研发企业，前期利空出尽，具有长期续航能力；

- 恒瑞医药：强大的临床管线管理能力以及入院渠道，经过集采阵痛内部业务板块调整，整体业绩已经到达最低点，创新药业务支撑会逐渐显现，明年将有多款重磅产品上市，血液类新药贡献新一轮增长；
- 百济神州：下一个国际化生物制药巨头，自建全球化研发、临床及商业渠道，充裕现金流支持扬帆远航。“潜在最优”泽布替尼等贡献增长动能，“适应症最多”替雷利珠PD-1单抗斩获第9项适应症；
- 荣昌生物：ADC领军企业，随着自建厂房完成，规模效应在三季度渐渐凸显，两款上市产品泰它西普及维迪西安可扩展市场辽阔，预计维迪西安续约谈判情况乐观；
- 康方生物：双抗领域全球领先公司，全球首个PD-1/CTLA-4双靶点抗体卡度尼利单抗，今年首次参加医保谈判；
- 科济药业：CAR-T治疗平台型公司，BCMA靶点血液瘤产品泽沃基奥仑赛注射液于今年10月上市申报受理，后续实体瘤产品全球进度领先；
- 泽璟制药：具有小分子、重组蛋白及抗体的研发技术平台，核心产品多纳非尼一线肝癌用药纳入医保。

(2) 业绩稳定的老牌成熟药企，新业务带来新增长，及领域深耕的专科药企。

- 信立泰：心血管领域药物+器械双料公司，阿利沙坦酯片2021年续约谈判后继续放量，4款I类新药申报临床，继续攻占自身免疫疾病市场；
- 兴齐眼药：眼科用药领域头部公司，成熟产品覆盖十个眼科药物细分类别，30个被纳入医保目录，6个产品被纳入国家基药目录，丰富的产品结构带动营收净利增长，医疗服务收入保持可观增速；
- 康哲药业：原有创新药业务贡献稳定营收，新开拓皮肤医美业务康哲美丽，继2021年收购卢凯后，2022年通过收购布局超声技术医美器械，丰富皮肤线布局，继续进军医美市场。



核心观点

创新西药：1) 2022上半年由于疫情原因公司运营受影响情况普遍，而年底的多项集采及医保谈判显示相关政策逐渐宽松，弹簧已到底部。2) 2020/2021为多家biotech商业化元年，新上市产品及新纳入医保产品逐渐适应市场，预计明年进入开始放量阶段；行业洗牌期，平台型研发实力及充裕研发资金奠定长期续航能力。3) 领域深耕专科药企随着院内秩序恢复正常，市场销售情况趋于稳定向上，继续巩固领域地位。建议关注：（1）具有大平台研发实力或商业化阶段产品即将放量的创新药企；（2）老药企子公司或业务板块迸发新气象，以专科药企为主。



医药行情回顾和展望：医药商业和中药表现亮眼，疫情因素主题迭起

2023年行业观点和投资建议：抓主线，同时寻找结构机会

医药细分板块策略，结构性回顾

风险提示

风险提示：

- 集采政策和医保谈判政策：集采政策带来价格不确定性，并且开展的地域差距，也会造成收入波动；此外，医保谈判价格还具备不确定性；
- 新产品放量节奏不及预期：新产品进入医保首年，还需要完善进院和销售团队建设，销售推进可能会不及预期；
- 疫情扰动：新冠病毒进化较快，从而导致相关政策变化，带来的对公司经营的波动；
- 研发进展：近期融资环境较差，企业的运营可能对研发投入有调整；
- 国际化订单可能不及预期：国际化运营相对复杂，可能海外推广不及预期。



重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。