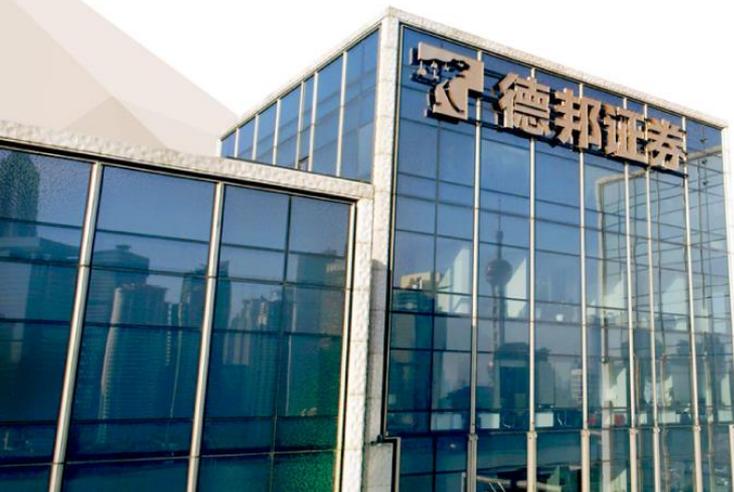




德邦证券
Topsperity Securities

2022年12月18日
证券研究报告 | 行业专题

掘金疫后复苏，共迎23年医药牛市



证券分析师

姓名：陈铁林
资格编号：S0120521080001
邮箱：chentl@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：张俊
资格编号：S0120522080001
邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：陈进
资格编号：S0120521110001
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：刘闯
资格编号：S0120522100005
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

姓名：王艳
邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

研究助理

姓名：李霁阳
邮箱：lijy7@tebon.com.cn

目录 CONTENTS

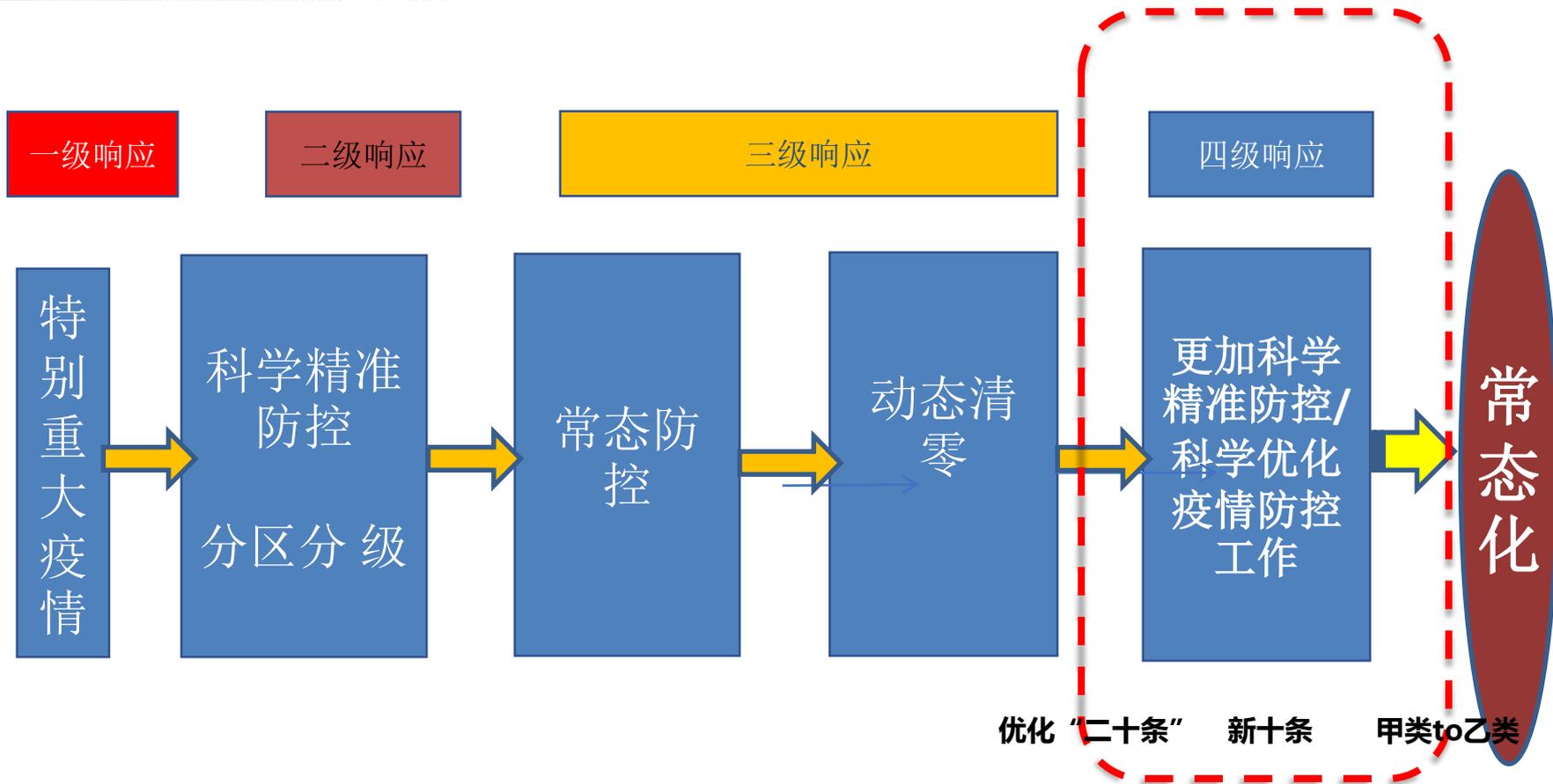
- 01 疫情三年的变化及投资策略
- 02 核心观点及标的
- 03 风险提示

01

疫情三年的变化及投资策略

1.1 国内疫情防控政策：

疫情防控逐级响应，二十条和新十条出台标志向常态化的迈进



1.1 传染病防治法：甲乙类传染病的管理区别

新冠从甲类管理回归乙类管理或为常态化防控的标志

- **调入机制**：其他乙类传染病和突发原因不明的传染病需要采取本法所称甲类传染病的预防、控制措施的，由国务院卫生行政部门及时报经**国务院批准**后予以公布、实施。
- **调出机制**：需要解除依照前款规定采取的甲类传染病预防、控制措施的，由国务院卫生行政部门报经**国务院批准**后予以公布。

◆ 甲类传染病：**强制**管理

2种：鼠疫、霍乱（含乙类参甲管理-传染性非典、炭疽中的肺炭疽和人感染高致病性禽流感）

◆ 乙类传染病27种：**严格**管理

27种：非典、肺结核、艾滋病、病毒性肝炎、脊髓灰质炎、人感染高致病性禽流感、狂犬病等

◆ 丙类传染病11种：**监测**管理

11种：流感、风疹、腮腺炎等

第三十九条 医疗机构发现甲类传染病时，应当及时采取下列措施：

（一）对病人、病原携带者，予以隔离治疗，隔离期限根据医学检查结果确定；

（二）对疑似病人，确诊前在指定场所单独隔离治疗；

（三）对医疗机构内的病人、病原携带者、疑似病人的密切接触者，在指定场所进行医学观察和采取其他必要的预防措施。

拒绝隔离治疗或者隔离期未满擅自脱离隔离治疗的，可以由公安机关协助医疗机构采取强制隔离治疗措施。

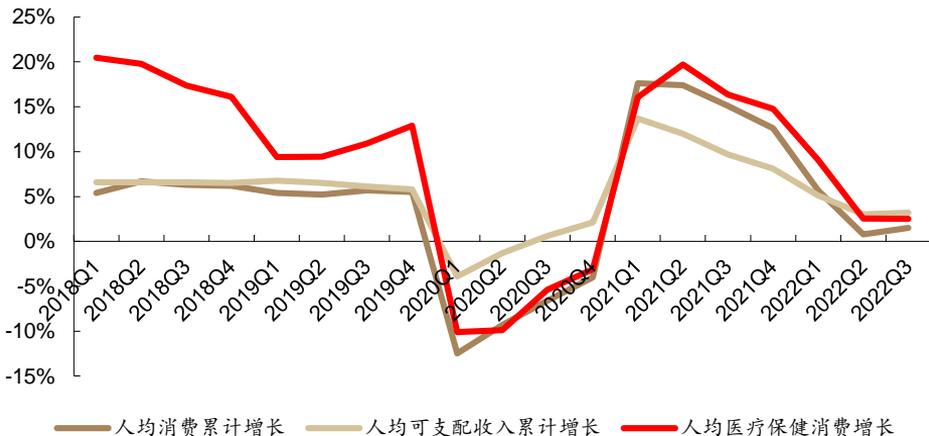
医疗机构发现乙类或者丙类传染病病人，应当根据病情采取必要的治疗和控制传播措施。

1.2 疫情三年变化之：个人及财政支出

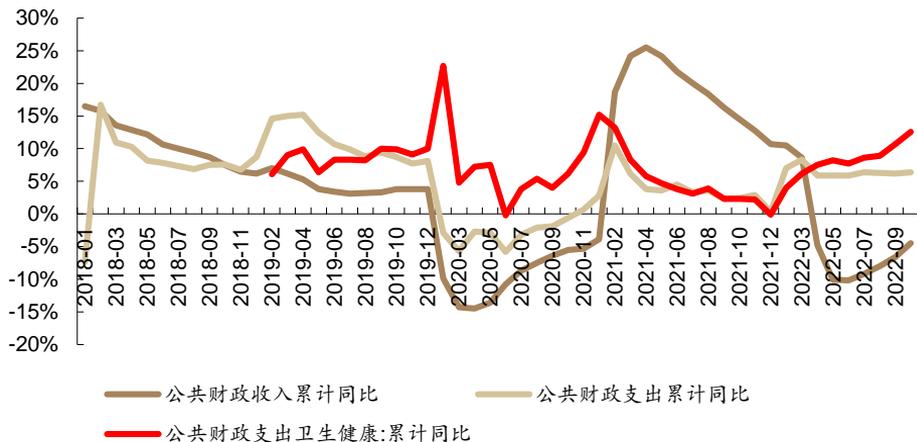
医疗保健需求仍高于个人消费增长，新冠相关需求对卫生健康财政支出有扰动

- **疫情影响基数，但医疗保健支出仍高于人均消费支出**：疫情导致基数效应，人均收入和消费支出波动较大，但2021-2022Q3医疗保健支出增速仍整体高于消费支出，考虑到老龄化等因素，未来医疗保健支出占比将继续提升；
- **卫生健康支出与财政收入关联不大**：疫情对公共财政收入和支出增速产生较大波动，但对卫生健康的财政支出影响相对较小，财政对卫生健康支出包括公立医院职工工资、公立医院补贴、公共卫生、医保补贴和医疗救助等多项支出，相对刚性，其中新冠疫苗、核酸检测、医院建设和新冠治疗等对支出有一定波动，导致2022年增速逐月提升；

图：国内人均消费/可支配收入及医疗保健消费累计同比增长



图：公共卫生财政支出及卫生健康支出水平累计同比增速



1.2 疫情三年变化之：国家基本医疗保险基金

收入影响不大，支出影响较大,反映对需求的影响

- **疫情对医保基金收入端影响有限，对支出端影响较大**：截至2022M9，全国基本医疗保险基金累计收入21494亿元，同比增长5.5%，累计支出17286亿元，同比下滑0.5%。
- **累计支出增速为负的主要原因为**：1) 去年同期全国大规模接种新冠疫苗，且疫苗和接种费用由医保基金负担，造成高基数；2) 由于上半年多地疫情反复，疫情防控影响院内就诊，就诊人次减少。需求积压，随着管控放开，预计增速将加速修复。

图：全国医保基金收支情况



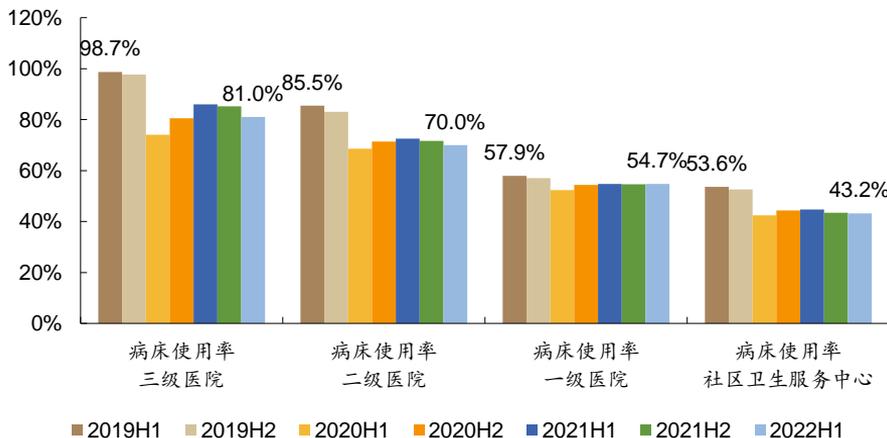
数据来源：wind，德邦研究所

1.2 疫情三年变化之：医疗诊疗活动

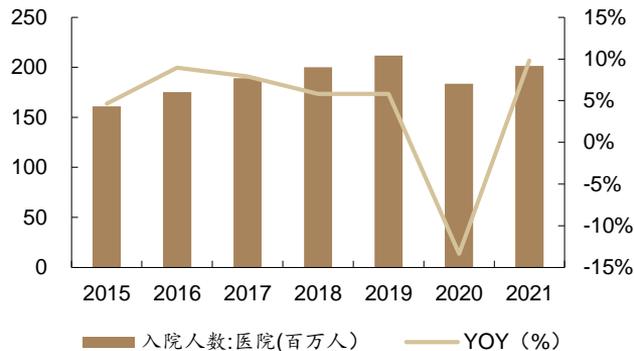
新冠影响诊疗活动，2022年与2021年相比更为严峻

- **2021年入院和出院人次仍未恢复到2019年**：疫情管控下，2021年虽有所恢复，但医疗诊疗活动仍有影响；
- **2022H1病床使用率和2020H2持平，低于2021年**：由于病毒突变给国内疫情防控带来很大压力，特别是2季度上海疫情的影响，2022年诊疗活动的影响比2021年更为严峻，即诊疗活动受疫情影响持续了近3年；

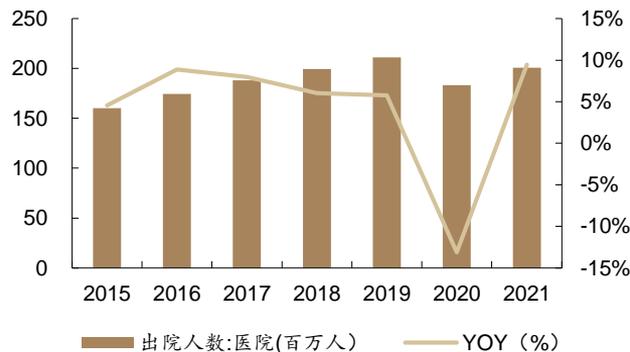
图：2021年和2022H1各级医院床位使用效率仍未达到2019年水平



图：历年入院人次 2021相较于2019年：-4.9%



图：历年出院人次 2021相较于2019年：-4.9%



数据来源：wind，德邦研究所

1.2 疫情三年变化之：医疗诊疗活动

疫情影响门急诊需求，2021年儿科、全科、妇产、职业病科受损严重

科室分类	医院端门急诊人次(百万人)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2021相对于2019增速
总计	3,363.0	3,495.5	3,752.7	3,231.8	3,781.6	
YoY		3.9%	7.4%	-13.9%	17.0%	0.8%
儿科	314.4	301.3	333.2	206.6	285.5	
YoY		-4.2%	10.6%	-38.0%	38.2%	-14.3%
全科医疗科	49.0	50.5	53.9	41.3	47.4	
YoY		3.1%	6.7%	-23.3%	14.8%	-12.0%
耳鼻咽喉科	93.0	98.2	105.1	83.9	101.1	
YoY		5.5%	7.0%	-20.1%	20.5%	-3.8%
皮肤科	99.2	103.4	110.9	91.6	111.6	
YoY		4.2%	7.3%	-17.4%	21.7%	0.5%
妇产科	315.9	310.4	316.1	264.8	283.7	
YoY		-1.7%	1.8%	-16.2%	7.1%	-10.3%
结核病科	5.1	5.6	6.2	5.3	5.9	
YoY		10.1%	9.7%	-15.2%	12.3%	-4.8%
预防保健科	17.1	17.6	17.3	14.7	18.0	
YoY		2.6%	-1.8%	-14.7%	22.4%	4.5%
口腔科	104.7	112.1	122.4	105.3	127.0	
YoY		7.1%	9.2%	-14.0%	20.7%	3.8%
中西医结合科	72.3	76.5	83.8	73.0	85.7	
YoY		5.7%	9.5%	-12.8%	17.4%	2.3%
中医科	609.3	628.4	670.4	587.9	661.8	
YoY		3.1%	6.7%	-12.3%	12.6%	-1.3%

科室分类	医院端门急诊人次(百万人)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2021相对于2019增速
眼科	103.6	108.5	118.7	104.5	125.0	
YoY		4.7%	9.4%	-11.9%	19.6%	5.4%
内科	705.9	738.7	795.3	701.4	798.4	
YoY		4.6%	7.7%	-11.8%	13.8%	0.4%
急诊医学科	166.5	176.3	199.7	178.8	217.4	
YoY		5.9%	13.3%	-10.5%	21.6%	8.8%
康复医学科	30.1	32.2	34.7	31.1	37.6	
YoY		7.0%	7.7%	-10.4%	21.0%	8.5%
民族医学科	10.2	11.6	11.9	10.8	14.6	
YoY		13.4%	3.1%	-9.9%	35.2%	21.9%
外科	318.9	335.0	356.3	322.4	379.2	
YoY		5.0%	6.4%	-9.5%	17.6%	6.4%
职业病科	1.5	1.9	2.1	2.0	1.9	
YoY		22.0%	12.1%	-4.5%	-5.6%	-9.9%
传染科	44.3	47.8	53.2	55.5	69.7	
YoY		8.0%	11.3%	4.4%	25.5%	31.0%
精神科	47.7	52.1	58.6	58.6	66.9	
YoY		9.2%	12.5%	0.0%	14.1%	14.1%
肿瘤科	35.1	39.7	45.7	46.9	55.8	
YoY		13.2%	15.1%	2.7%	18.9%	22.1%
医疗美容科	7.7	10.1	12.3	12.5	16.4	
YoY		31.6%	21.7%	2.1%	30.9%	33.7%
重症医学科				2.4	2.1	
YoY					-10.5%	
其他	211.5	217.0	221.6	230.2	268.9	
YoY		2.6%	2.1%	3.9%	16.8%	21.4%

1.2 疫情三年变化之：医疗诊疗活动

疫情影响住院活动，2021年儿科、妇产科和传染科受损严重

科室分类	出院人数(百万人)					2021年相对于2019年增速
	2017	2018	2019	2020	2021	
总计	188.23	199.58	211.08	183.34	200.67	
YoY		6.0%	5.8%	-13.1%	9.5%	
急诊医学科	1.56	1.64	1.79	1.49	0.15	
YoY		5.0%	8.9%	-16.6%	-89.6%	-91.4%
预防保健科	0.10	0.09	0.09	0.06	0.06	
YoY		-11.2%	1.3%	-39.6%	11.7%	-32.5%
传染科	3.13	3.25	3.46	2.46	2.59	
YoY		3.6%	6.6%	-28.8%	5.2%	-25.1%
儿科	16.67	17.01	17.41	11.50	14.22	
YoY		2.0%	2.3%	-33.9%	23.6%	-18.3%
妇产科	19.95	19.03	18.72	15.76	15.33	
YoY		-4.6%	-1.6%	-15.8%	-2.8%	-18.1%
结核病科	0.47	0.49	0.54	0.42	0.44	
YoY		3.7%	10.0%	-21.9%	5.3%	-17.8%
全科医学科	1.60	1.71	1.80	1.52	1.61	
YoY		7.0%	5.6%	-15.6%	5.7%	-10.8%
口腔科	0.63	0.66	0.66	0.54	0.61	
YoY		4.2%	1.1%	-18.4%	12.3%	-8.3%
皮肤科	0.56	0.59	0.63	0.49	0.58	
YoY		6.6%	6.2%	-21.9%	18.4%	-7.5%
内科	52.12	55.82	58.76	51.26	55.21	
YoY		7.1%	5.3%	-12.8%	7.7%	-6.0%
中医科	26.86	28.93	31.13	27.92	29.33	
YoY		7.7%	7.6%	-10.3%	5.0%	-5.8%

科室分类	出院人数(百万人)					2021年相对于2019年增速
	2017	2018	2019	2020	2021	
耳鼻咽喉科	3.14	3.39	3.60	2.94	3.50	
YoY		8.0%	6.1%	-18.4%	19.1%	-2.7%
职业病科	0.11	0.11	0.12	0.10	0.12	
YoY		3.5%	7.8%	-13.5%	12.8%	-2.5%
民族医学科	0.67	0.83	0.85	0.69	0.83	
YoY		24.2%	2.0%	-18.8%	20.1%	-2.5%
中西医结合科	3.19	3.52	3.77	3.37	3.76	
YoY		10.6%	6.9%	-10.6%	11.7%	-0.1%
外科	35.27	37.43	39.48	35.80	39.79	
YoY		6.1%	5.5%	-9.3%	11.1%	0.8%
眼科	5.06	5.69	6.01	5.47	6.30	
YoY		12.4%	5.7%	-9.0%	15.3%	4.9%
康复医学科	2.65	3.10	3.30	3.10	3.48	
YoY		16.9%	6.4%	-6.1%	12.3%	5.4%
医疗美容科	0.20	0.22	0.27	0.26	0.30	
YoY		9.5%	21.0%	-2.5%	11.7%	9.0%
精神科	2.52	2.94	3.27	3.25	3.94	
YoY		16.5%	11.4%	-0.9%	21.4%	20.4%
肿瘤科	7.83	8.91	10.22	10.09	12.12	
YoY		13.7%	14.8%	-1.3%	20.1%	18.5%
重症医学科				1.09	1.12	
YoY					3.2%	
其他	3.92	4.20	4.33	3.74	3.89	
YoY		7.1%	2.9%	-13.6%	4.0%	-10.1%

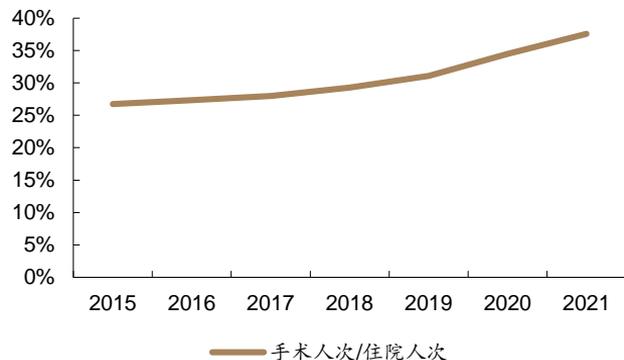
1.2 疫情三年变化之：医疗诊疗活动

手术需求相对刚性，但2021年绝大多数领域恢复到正常水平

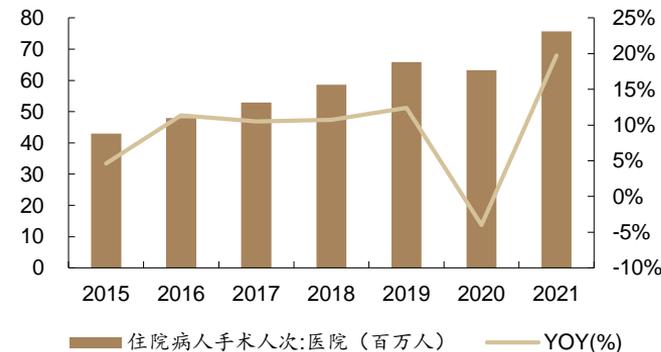
表：各类型医院历年住院病人手术人次变化

单位：万人次	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021比2019
住院病人手术人次:医院	4302.5	4790.8	5293.3	5860.3	6586.7	6324.6	7573.8	15.0%
YOY(%)		11.3%	10.5%	10.7%	12.4%	-4.0%	19.8%	15.0%
其中：综合医院	3340.4	3721.4	4092.0	4514.7	5091.0	4864.2	5746.0	12.9%
YOY(%)		11.4%	10.0%	10.3%	12.8%	-4.5%	18.1%	12.9%
其中：肿瘤医院	54.3	61.1	65.8	86.2	98.3	97.7	129.7	32.0%
YOY(%)		12.4%	7.8%	30.9%	14.0%	-0.6%	32.8%	32.0%
其中：骨科医院	44.4	47.8	55.2	63.3	67.9	69.9	77.1	13.6%
YOY(%)		7.7%	15.5%	14.5%	7.3%	2.9%	10.4%	13.6%
其中：口腔医院	7.5	8.2	7.8	8.5	9.3	7.4	9.5	2.2%
YOY(%)		9.2%	-4.0%	9.1%	8.5%	-19.8%	27.4%	2.2%
其中：妇产(科)医院	72.6	85.5	91.5	94.6	91.5	80.4	95.9	4.8%
YOY(%)		17.9%	6.9%	3.5%	-3.4%	-12.1%	19.2%	4.8%
其中：眼科医院	104.7	124.6	153.2	181.4	197.7	180.3	216.8	9.7%
YOY(%)		19.0%	23.0%	18.4%	9.0%	-8.8%	20.2%	9.7%
其中：美容医院	5.7	5.9	8.4	9.1	10.2	10.4	10.8	5.2%
YOY(%)		3.3%	41.1%	8.6%	12.4%	2.1%	3.0%	5.2%
其中：康复医院	7.1	7.0	8.9	9.2	8.5	8.2	11.2	32.1%
YOY(%)		-1.2%	25.9%	3.6%	-8.0%	-2.8%	35.9%	32.1%
其中：皮肤病医院	0.4	0.4	0.6	0.9	1.2	1.1	1.4	23.8%
YOY(%)		-11.9%	47.6%	62.0%	25.4%	-7.9%	34.4%	23.8%
其中：传染病医院	9.8	12.2	14.5	18.0	23.8	22.0	30.9	30.2%
YOY(%)		24.7%	18.8%	24.0%	32.3%	-7.5%	40.8%	30.2%
其中：精神病医院	6.8	7.1	9.8	11.2	13.1	14.1	18.1	38.7%
YOY(%)		4.9%	38.4%	14.1%	16.6%	7.7%	28.8%	38.7%
其中：结核病医院	5.1	5.3	5.5	6.5	8.8	11.0	16.4	85.8%
YOY(%)		4.7%	3.8%	17.5%	36.3%	23.8%	50.1%	85.8%
其中：耳鼻喉科医院	11.5	12.6	13.4	17.6	17.1	12.9	16.4	-4.4%
YOY(%)		9.6%	7.1%	31.2%	-2.9%	-24.6%	26.7%	-4.4%
其中：整形外科医院	3.2	3.6	3.4	4.1	5.0	3.2	4.8	-3.4%
YOY(%)		11.6%	-3.3%	18.3%	21.3%	-36.1%	51.1%	-3.4%
其中：心血管病医院	12.5	14.7	41.3	26.1	27.2	23.5	32.5	19.8%
YOY(%)		17.3%	181.9%	-36.9%	4.0%	-13.5%	38.5%	19.8%

图：住院人次中，手术比例明显提升，刚性需求



图：医院历年住院病人手术人次变化

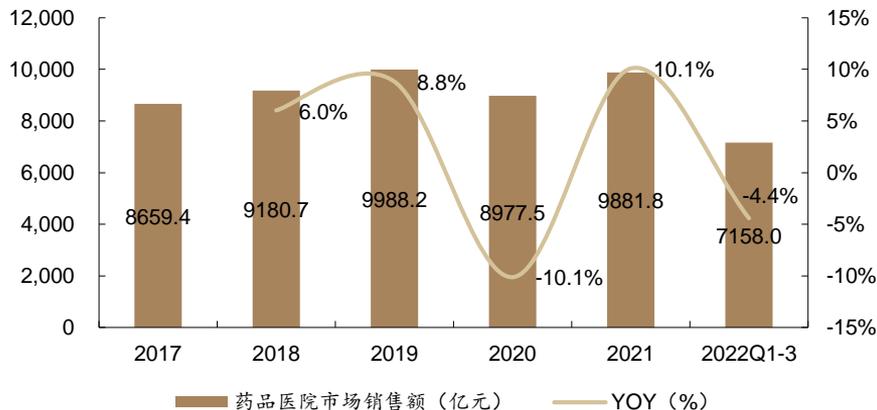


1.2 疫情三年变化之：医院端药品市场

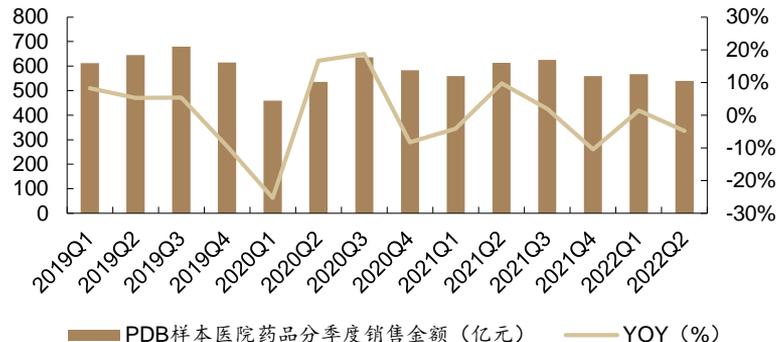
2021年医院市场与2019年持平，2022H1有所下滑，2022Q3有所恢复

- **2021年医院市场与2019年持平**：疫情管控下，2021年相对医疗诊疗活动的下滑，医院药品市场与2019年持平；
- **2022Q2下滑，Q3开始有所恢复**：2季度上海疫情对医院药品销售影响严重，Q3开始有所恢复；

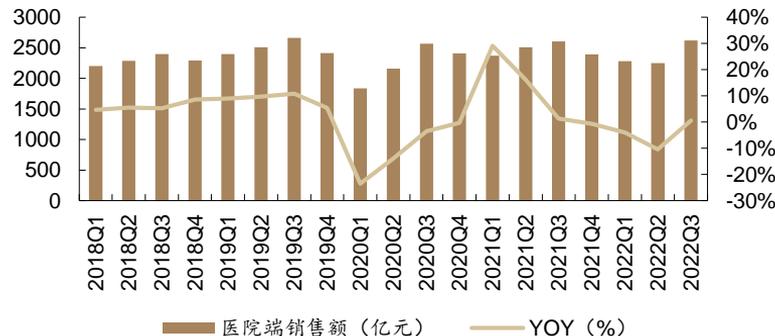
图：国内药品医院端（放大后）销售额（亿元）



图：国内药品样本医院端销售额（亿元）



图：国内药品医院端分季度（放大后）销售额（亿元）



数据来源：中康CHIS开思数据库，PDB数据库，德邦研究所

1.2 疫情三年变化之：医院端药品市场

各类药品表现差异较大

- **相对刚性，受影响较小的品类：**抗肿瘤、消化道及代谢、皮肤病用药等；
- **疫情影响较大的品类：**抗感染、呼吸系统、心血管系统等；

表：医院端药物分类别收入及增速（亿元，%）

疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3	疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3
抗肿瘤药和免疫功能调节药	1558.89	1627.87	1825.24		1355.47	杂类	423.51	416.9	474.15		305.66
yoy	15.40%	4.40%	12.10%	17.09%	-1.90%	yoy	8.80%	-1.60%	13.70%	11.96%	-17.21%
消化道及代谢	1368.33	1289	1400.67		995.68	肌肉骨骼系统	392.79	345.9	372.78		274.5
yoy	8.10%	-5.80%	8.70%	2.36%	-6.85%	yoy	11.90%	-11.90%	7.80%	-5.09%	-2.68%
血液和造血器官	1203.85	1135.06	1273		902.43	生殖泌尿系统和性激素	299.42	267.27	318.97		246.3
yoy	10.90%	-5.70%	12.20%	5.74%	-6.71%	yoy	5.30%	-10.70%	19.30%	6.53%	2.67%
系统用抗感染药	1393.62	1097.25	1127.89		794.99	非性激素和胰岛素类的激素类用药	137.52	132.42	146.68		106.2
yoy	7.10%	-21.30%	2.80%	-19.07%	-7.52%	yoy	14.10%	-3.70%	10.80%	6.66%	-5.28%
神经系统	1138.03	976.73	1061.98		785.93	感觉器官	98.83	98.09	116.89		86.8
yoy	3.70%	-14.20%	8.70%	-6.68%	-2.44%	yoy	14.70%	-0.80%	19.20%	18.27%	-2.48%
心血管系统	1159.39	957.43	1021.17		759.53	皮肤病用药	97.85	94.41	108.91		82.04
yoy	1.70%	-17.40%	6.70%	-11.92%	-1.16%	yoy	13.80%	-3.50%	15.40%	11.30%	-0.24%
呼吸系统	705.14	527.67	620.74		452.76	抗寄生虫药、杀虫药和驱虫药	10.98	11.54	12.69		9.71
yoy	14.90%	-25.20%	17.60%	-11.97%	-0.12%	yoy	11.70%	5.10%	10.00%	15.57%	2.47%

资料来源：中康CHIS开思数据库，德邦研究所

1.2 疫情三年变化之：零售端药品市场

受疫情影响增速放缓，但销售额未出现下滑，四类药品受影响严重

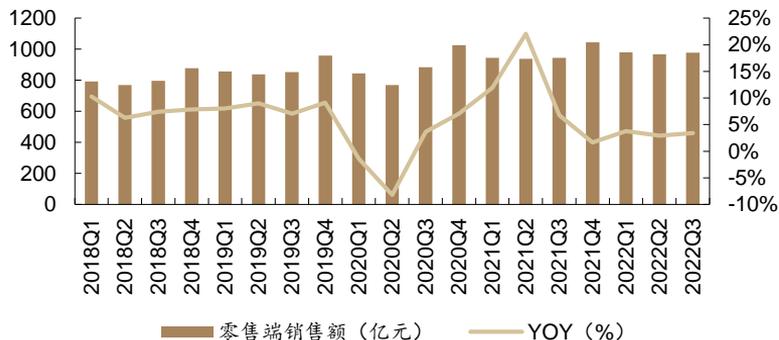
图：国内药品零售端（放大后）销售额（亿元）



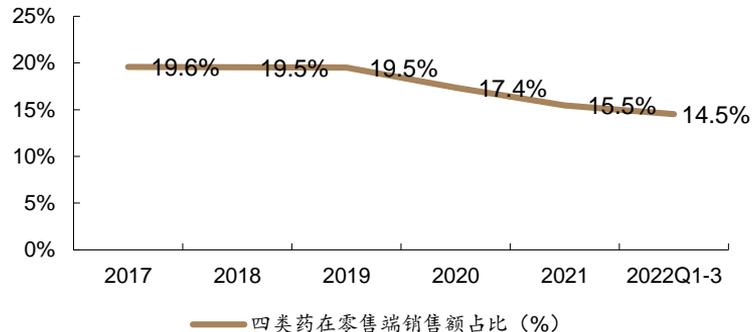
图：“四类药”零售端收入情况（亿元，%）



图：分季度国内药品零售端（放大后）销售额（亿元）



图：“四类药”在零售端销售额占比（%）



数据来源：中康CHIS开思数据库，德邦研究所

1.2 疫情三年变化之：零售端药品市场

各类药品表现差异较大

表：零售端药物分类别收入及增速（亿元，%）

疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3	疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3
肿瘤治疗药物及免疫调节剂	194.74	272.67	346.48		268.26	解热、镇痛、抗炎与抗风湿及抗痛风药	110.43	101.97	108.46		81.61
YOY	34.80%	40%	27.10%	77.92%	4.77%	YOY	17.80%	-7.70%	6.40%	-1.78%	0.79%
心脑血管用药（不含高血压）	268.68	283.11	322.75		249.53	血液和造血系统用药	97.13	97.78	114.31		80.44
YOY	9.70%	5.40%	14%	20.12%	6%	YOY	12.90%	0.70%	16.90%	17.69%	-5.84%
胃肠道疾病	260.63	269.4	300.01		226.1	妇产科用药	102.57	95.95	100.82		74.47
YOY	8.60%	3.40%	11.40%	15.11%	0.58%	YOY	2.20%	-6.50%	5.10%	-1.71%	-1.10%
感冒清热类药物	348.97	348	310.3		221.47	眼科类	63.94	68.53	72.32		56.74
YOY	10.10%	-0.30%	-10.80%	-11.08%	0.50%	YOY	6.90%	7.20%	5.50%	13.11%	3.18%
高血压用药	241.32	255.22	281.71		207.5	肝胆疾病用药	71.88	70.21	71.89		54.31
YOY	8.10%	5.80%	10.40%	16.74%	0%	YOY	0.00%	-2.30%	2.40%	0.01%	0.79%
维生素矿物质补充剂	160.97	171.58	224.74		191.84	慢性阻塞性肺疾病	42.32	40.98	46.41		34.05
YOY	7.70%	6.60%	31%	39.62%	16.50%	YOY	13.80%	-3.20%	13.20%	9.66%	3.37%
滋补保健类	252.43	228.69	234.67		163.22	计划生育用品类	27.14	25.21	28.78		22.74
YOY	2.30%	-9.40%	2.60%	-7.04%	0.43%	YOY	3.80%	-7.10%	14.20%	6.04%	5.26%
糖尿病	168.31	168.24	175.69		136.8	耳鼻喉用药	23.05	23.93	27.36		21.71
YOY	12.20%	0.00%	4.40%	4.38%	5.92%	YOY	10.80%	3.80%	14.40%	18.70%	10.63%
肌肉骨骼系统用药	179.24	165.16	181.74		133.87	全身性抗过敏药	20.80	21.08	24.73		20.45
YOY	-5.10%	-7.90%	10.00%	1.39%	-0.89%	YOY	16.40%	1.30%	17.30%	18.89%	9.26%
皮肤用药	131.98	133.5	156.96		129.25	肛肠类	20.20	20.07	23.26		18.58
YOY	7.30%	1.10%	17.60%	18.93%	7.82%	YOY	9.10%	-0.60%	15.90%	15.15%	9.64%
全身用抗感染药物	169.18	146.62	158.99		113.46	激素与内分泌调节药物	7.61	8.55	9.60		7.92
YOY	5.75%	-13.30%	8.40%	-6.02%	-0.87%	YOY	10.30%	12.40%	12.30%	26.15%	14.15%
口腔咽喉类	151.98	142.3	152.44		110.47	减肥类	6.46	10.60	10.30		6.68
YOY	5.40%	-6.40%	7.10%	0.30%	1.73%	YOY	94.80%	64.00%	-2.80%	59.44%	-16.80%
泌尿系统用药	107.75	117.09	125.49		99.40	杂类	3.73	3.81	4.45		3.76
YOY	7.40%	8.70%	7.20%	16.46%	8.04%	YOY	18.80%	2.20%	16.80%	19.30%	12.21%
止咳祛痰类	176.86	134.69	147.75		103.66	肠内肠外营养支持	2.44	2.76	3.59		2.88
YOY	4.90%	-23.80%	9.70%	-16.46%	5.28%	YOY	7.20%	13.00%	30.10%	47.13%	12.18%
神经系统用药/补益安神助眠类	92.99	96.48	105.58		82.82						
YOY	6.10%	3.80%	9.40%	13.54%	7.01%						

数据来源：中康CHIS开思数据库，德邦研究所

02

核心观点及标的

后疫情时代的投资策略及核心观点：

2022Q2开始复苏，2023年医药或迎戴维斯双击

我们认为2023年医药或迎戴维斯双击：业绩面：2023年诊疗和消费活动复苏，2023Q2开始医药业绩有望向好；估值面：政策释放积极信号，政策关注点正从医保政策逐步转向医疗政策；我们判断医药制造、科技和消费将依次崛起，医药复苏为2023年医药最重要的投资主线之一，**我们具体细分看好如下领域：**

□ 服务端复苏：

- 1) **医疗服务**：普瑞眼科、锦欣生殖、华夏眼科、国际医学和爱尔眼科等；
- 2) **零售药店**：一心堂、健之佳等；

□ 产品端复苏：

- 1) **医疗器械**：普通耗材（康德莱、威高股份、振德医疗等）、微创及IVD耗材（普门科技、拱东医疗、南微医学、电生理等）、骨科（威高骨科、春立医疗、三友医疗等）；
- 2) **医院端**：处方药（海思科、人福医药、东诚药业、昆药集团和康缘药业等）、儿科及呼吸药（一品红、葵花药业和健康元等）、血制品（派林生物、天坛生物和博雅生物等）、疫苗（智飞生物、百克生物、康泰生物和欧林生物等）；
- 3) **院外端**：药品（太极集团、长春高新、兴齐眼药和片仔癀等）、医美（时代天使、华东医药和华熙生物等）；

风险提示：医保或集采降价风险、销售不及预期风险、行业政策风险。



普瑞眼科：聚焦重点城市的优质民营眼科连锁医疗服务机构

核心看点：眼科医疗服务属于黄金赛道，普瑞长期业绩弹性较大，短期受疫情严重影响，或将充分受益于疫后复苏

- **眼病诊疗市场超2000亿，民营眼科医疗机构成长空间大。**据公司招股书预测，2019年我国眼科市场规模超2000亿，2020年公立医院占据74.1%的市场份额，眼科专科医院所占市场份额不足三成。预计未来随着眼科手术、角膜塑形镜渗透率提升以及术式升级，量价齐升的逻辑下市场空间持续扩容，结合政策控制公立医院数量及规模，鼓励社会办医，预计眼科医疗服务行业将持续高增长。
- **2022年Q1-3受疫情扰动影响，业绩短期承压，管控放松后预计将迎来反弹：**1) 眼科医疗服务行业受疫情冲击：2022年，全国各地陆续出现疫情反弹，医院停诊、限流等措施，对眼科医疗服务行业造成冲击，2022Q1-3各家经营表现为：爱尔眼科（收入+12.5%，利润+17.6%）、华夏眼科（收入+10.2%，利润+18.1%）、普瑞眼科（收入+5.5%，利润-20.6%）、何氏眼科（收入+3.6%，利润-26.9%），其中门店布局最广泛、数量最多的爱尔眼科受影响程度较小，普瑞眼科受影响较大；2) 短期承压叠加较大的长期成长空间，预计管控放松后，普瑞眼科将充分受益行业恢复的弹性增长。
- **连锁医院聚焦重点城市，新设医院陆续开业，未来可期。**1) 公司医院布局集中在直辖市或省会城市，所在区域内各类综合性大专院校、医学院众多，为当地市场提供大量医护专业人才；2) 新设医院陆续开业，处于业绩爬坡期：截至2021年公司开业19家医院，其中10家盈利、9家亏损，另有8家未开业处于亏损状态、2022H1公司昆明、合肥、南昌和广州番禺四家新建医院开诊；3) 医院建设初期均需经过一段时间的亏损，公司新设/收购医院尚处于培育期，目前处于业绩爬坡阶段，净利率较低，预计随着未来爬坡逐渐结束，将为公司带来可观的业绩增长。
- **风险提示：**连锁经营模式带来的扩张风险、医疗事故和医疗责任纠纷的风险、新冠肺炎疫情持续发展引起的风险

一心堂：估值性价比高，疫情修复迎来业绩拐点

核心看点：1) 疫情利空出尽，业绩已迎来拐点，全年冲刺10亿股权激励目标；2) 疫后修复、行业转暖，公司估值性价比高。

核心逻辑：

- **利空出尽，业绩增长加速：**22H1主要经营地区受疫情影响比较大，短期业绩承压，22H1利润同比下滑20%，Q3迎来疫后业绩修复拐点，单季度恢复正增长；从全年10亿股权激励目标来看，公司Q4目标实现利润3亿+，单季度同比有望实现翻倍增长目标，公司业绩动力强劲；
- **行业转暖，公司低估：**行业层面：疫情放开后药店迎来客流恢复，四大类（感冒、发烧、止咳、消炎）产品购买管控逐步取消，给药品销售和门店客流带来边际改善，同时对防疫物资的需求有望进一步提升药店的销售额和客流量。公司层面，Q3业绩恢复较好，利润恢复正增长，预计直到23H1都将呈现较好的恢复态势；且公司属于同类可比公司中的最低估，估值有提升空间（从当前PE来看，一心堂24x、健之佳28x、老百姓33x、大参林44x、益丰药房45x）；

催化剂：

- 1) Q4业绩进一步加速增长，同店增长数据较好；2) 行业估值最低（22年同行业wind一致预期：健之佳24.9倍，老百姓31倍，大参林38.0倍，益丰药房40.9倍），业绩修复+估值有望切换凸显潜力

投资建议：

- 预计公司22-24年营收171/202/232亿，归母净利10/ 11.3 /13亿，对应当前201亿市值，估值20/18/15倍。

风险提示：

- 行业转暖不及预期；同店数据不及预期，行业竞争加剧。

康德莱：穿刺一体化布局，海外ODM+国内自主品牌双轮驱动

核心逻辑：1) 公司深耕穿刺器械30余年，实现了产业链一体化布局，具有丰富的制造经验+成本优势；2) 海外OEM/ODM业务持续稳健增长，公司通过多年的生产制造经验不断拓展新品类+新客户挖掘市场潜力；3) 公司在国内市场持续推出新产品，借助产品优势、成本优势、集采契机快速抢占留置针、胰岛素针、美容针等市场份额。

核心逻辑：

- ▣ **深耕穿刺领域30余年，产业链一体化布局优势显著：**公司成立于1987年，是国内少数拥有医用穿刺器械完整产业链的生产企业之一，产品包括注射针系列、注射器系列、采血针系列、胰岛素笔针系列、输液输血器系列、喂食喂药器械、静脉留置针系列、花色针系列、介入器械系列，市场拓展潜力广阔。
- ▣ **海外OEM/ODM业务持续稳健增长，新品类+新客户持续打开海外市场空间：**公司深耕海外市场多年，近年来主动变革外贸销售模式，加强海外市场业务拓展、结构升级，持续提升海外盈利能力。公司产品销往美国、欧洲、南美、中东、东南亚等五十多个国家和地区，通过加强项目合作制，设立海外公司，加强欧洲市场的自主品牌营销体系建设，同时进一步加强与欧美流通领域巨头的深度合作，海外业务预计将持续保持稳健增长。
- ▣ **国内市场持续丰富产品+完善销售渠道，成本优势+集采加速公司产品放量：**公司坚持深耕长三角一体化示范区、京津冀都市经济圈、粤港澳大湾区等经济发达地区的医疗器械产业市场机会，在多个省市加强布局渠道，覆盖省市数量逐年上升。近些年不断推出新产品如安全类留置针、胰岛素针、美容针等，在院内市场借助成本优势以及集采的契机，预计将加速提升留置针等市场份额；在院外市场，通过产品品质、产品价格等优势，预计将加快胰岛素针、美容针等高毛利产品放量。

投资建议：

- ▣ 预计公司22-24年营业收入为34.5/39.7/46.2亿，归母净利润为3.5/4.2/5.1亿；

风险提示：海外市场拓展不及预期；新产品市场拓展不及预期。

普门科技：IVD、康复双翼齐飞，医美业务前景可期



核心看点：1) 业绩持续快速增长；2) 电发光+糖化血红蛋白IVD业务高速增长；3) 布局医美持续打开成长天花板。

核心逻辑：

- **电化学发光国产首家，体外诊断领域有望高速放量：**公司体外诊断收入2017-2021年CAGR高达42%，其中2021年收入达5.9亿，同比上涨53%，其中糖化血红蛋白产品和电化学发光产品贡献大部分收入。公司电化学发光小设备于2017年推出，成为全球第二家国产首家电化学发光产品，打破了罗氏对电化学发光的技术垄断，大电化学发光设备今年获批，有望凭借稀缺性和产品质量优势迅速抢占市场。
- **积极布局光电医美，冷拉提技术抢占“自然抗衰”市场：**公司于2020年和2021年先后分别收购了重庆京渝和为人光大，丰富了医美产品线。历经5年研发，公司在2022年推出“自然抗衰”尖端技术冷拉提，该技术无创无痛、无副作用，在祛双下巴、塑下颌线，瘦咬肌、祛法令纹等方面卓有成效，同时冷拉提能很好地缓解和治疗皮肤受热刺激或其他损伤导致的各种问题，目前有类似技术在欧美高端抗衰机构风靡多时。
- **光子治疗填补国内空白，收购智信生物进军内窥镜领域，公司治疗与康复领域丰富产品线构建系统化解方案：**公司实现了LED技术在光子创面治疗这一空白领域的产品研发，适用于外科、内科、妇产科、儿科、皮肤科以及康复科等多个治疗领域，未来市场前景可期。此外，公司于2022年7月收购智信生物，获得了内窥镜产线（已有多款一次性内镜上市），这将进一步丰富并完善公司在治疗与康复领域的布局，提升公司治疗与康复的综合方案解决能力。

催化剂：

1) 业绩持续释放；2) IVD集采政策温和；3) 医美业务放量；

投资建议：

预计22-24年收入10亿/13.8亿/18亿元，归母净利润分别为2.5亿/3.4亿/4.5亿元，对应当前81亿市值（12月16日），估值32/24/18倍；

风险提示：行业竞争加剧；海外市场拓展不及预期；新产品市场拓展不及预期。

拱东医疗：IVD定制业务快速增长，药包材+科研耗材放量在即

核心逻辑：1) 公司深耕一次性高分子医用耗材30余年，产品线包括覆盖体液采集类、实验检测类、真空采血管、医用护理类、药包材以及科研耗材类等，下游客户覆盖医疗机构、科研机构、药械企以及流通商等；2) IVD定制类业务作为公司目前核心的增长点，公司通过新客户、新品类的持续拓展挖掘市场潜力；3) 药包材作为公司下一阶段重点布局的领域，预计未来将逐步进入放量阶段；4) 科研耗材OEM/ODM业务作为公司新进入的领域，预计未来将为公司贡献业绩增量。

核心逻辑：

- **专注于一次性医用耗材30余年，上市后迎来发展新机遇：**公司深耕医用耗材领域超过三十年，凭借突出的模具开发、产品设计以及商务合作能力，在IVD定制、体液采集、真空采血管、医用护理、药包材等领域均取得了亮眼的业务表现，与安图生物、McKesson、IDEXX、Medline、Thermo Fisher、As One、Henry Schein、Cardinal等企业形成了长期稳定的合作伙伴关系；2020年公司上市后，借助上市公司的优势进一步拓展客户和新业务，为公司后续快速发展夯实基础。
- **IVD定制业务持续拓展，新客户+新业务奠定高增长基础：**公司凭借突出的模具开发能力、产品品质把控能力，持续获得新客户、新业务的合作，公司IVD定制业务近些年在与安图生物的合作基础上，持续拓展与国内多家IVD企业和国际知名IVD企业合作，通过个别项目的合作持续打入客户供应链，为公司未来3年快速增长奠定了基础。
- **药包材业务步入收获期，加大研发进入科研耗材领域：**公司在药包材项目储备较多，过去三年项目进度受疫情影响较大，预计在未来将逐步进入放量阶段。另外，公司近两年加大研发投入，主要用于定制类业务以及细胞培养类耗材的项目开发（如细胞培养皿、细胞培养多孔板等），将为公司将入科研耗材领域奠定基础。

投资建议：

- 预计公司22-24年营业收入为14/18.5/24.2亿，归母净利润为4.2/5.4/7.1亿；

风险提示：新客户拓展不及预期；收购进展不及预期；集采降价超预期；新产品放量不及预期。

南微医学：内镜耗材龙头拐点将至，海外渗透率加速提升

核心逻辑：

- **内镜诊疗耗材龙头，止血夹及黄金刀大单品奠定公司成长基底**：公司为国内内镜诊疗耗材龙头，产品包含内镜诊疗器械（包含活检类、止血和闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等）、微波消融设备和耗材、一次性内镜等，软组织夹（2015 年上市）和高频电刀（2019 年）两大核心全球领先单品拉动公司业绩高速增长，2017-2021 年公司收入 CAGR 32%，其中止血和闭合 CAGR 43%，EMR/ESD CAGR 68%。内镜耗材产品不断迭代及扩展布局，预计随着国内早癌筛查渗透率不断提升，将持续推动公司内镜耗材高成长，在当前医保控费医院降本诉求下，公司依托高性能+价格优势+医保覆盖率提高，预计国内份额将进一步提升。
- **可视化业务贡献第二成长曲线，“1+3+N”创新模式医工合作开拓长期空间**：21年重磅一次性胰胆成像导管（一次性胆道镜）加速放量，22H1新增可视化产品收入1.03亿元，可视化产品潜在空间大，未来随着一次性支气管镜等新产品陆续商业化，公司可视化业务有望贡献新的盈利增长点；公司子公司康友医疗微波消融相关产品国内技术领先，仍处于快速放量阶段（22H1+34%），公司依托“1+3+N”创新模式及医工合作优势，持续孵化及赋能新产品，开拓新品长期成长空间。
- **海外营销渠道改革，海外放量加速国际化渗透**：2021年全球内镜耗材市场规模为50亿美元，波士顿科学、库克、奥林巴斯市占率超80%（2018年），海外渗透空间充足。2021年公司对海外销售区域重新调整，借助德国直销子公司的成功经验，有望快速完成欧洲直销销售网络的布局，我们预计渠道改革效果有望落地在2023年，海外销售品类持续高端化，公司多个新产品持续海外上市，品种扩充+渠道改革，海外有望进入放量新阶段。

催化剂：

1) 内镜诊疗手术提升；2) 可视化产品放量；3) 海外渠道改革放量；

风险提示：疫情恢复不及预期；海外市场拓展不及预期；可视化产品放量不及预期。

威高骨科：平台型骨科龙头，持续布局新产品线

核心逻辑：1) 公司是国内骨科龙头，脊柱国产市占率第一、创伤第二、关节第三，同时也持续布局运动医学、骨科修复材料等领域；2) 公司是国产脊柱龙头、创伤第二，有望在集采环境下加速市占率提升；3) 公司关节业务处于高速发展过程中，同时加速布局运动医学、骨修复材料等潜力较大的领域，将为公司中长期发展增添新的增长点。

核心逻辑：

- **国产骨科龙头，平台型布局优势显著：**公司是国产骨科企业中少数拥有较全产品线的供应商，产品覆盖脊柱、创伤、关节、运动医学、骨修复材料，其中脊柱市占率国内厂商第一、全行业第三，创伤市占率国内厂商第二、全行业第五，关节市占率国内厂商第三、全行业第七。
- **国产脊柱龙头、创伤第二，市占率有望持续提升：**2021年公司脊柱业务收入10.2亿，创伤业务收入6.1亿，国内市占率较低，创伤份额占比更低，随着集采的落地，预计行业集中度有望加速向国产头部企业集中。威高骨科作为国产脊柱龙头、创伤第二，市占率有望显著提升。
- **关节业务高速增长，运动医学等业务潜力可期：**2021年公司关节业务收入4.7亿，位居国产第三，威高作为国产骨科平台型龙头，有望凭借营销、产品性能等优势快速提升份额。另外，公司近些年来持续布局运动医学、骨科修复材料等增速较快的领域，将为公司中长期发展奠定新的增长点，近期公司拟收购威高新生医疗，有望加速公司在骨科领域的整体竞争优势。

投资建议：

- 根据wind一致预期，公司22-24年营业收入为24.5/29.9/37亿，归母净利润为8/9.8/12.3亿；

风险提示：新业务产品市场拓展不及预期；集采政策落地不及预期，市场竞争加剧，收购进展不及预期。

海思科：麻醉镇痛创新品种将陆续上市，带动业绩反转

核心逻辑：

- 1) 麻醉镇静创新药环泊酚上市后放量迅速，国内有望持续超预期；
- 2) 环泊酚在美国经FDA批准豁免I、II期临床，直接开展III期临床研究，目前正在进行中，明年海外授权有望落地
- 2) 第二个重磅术后镇痛药HSK21542预计23年Q1完成III期并申报；

核心逻辑：

- **仿制药落地，业绩迎来拐点。**仿制药集采及降价对业绩的影响已充分在2021年年报中反应，随着创新药上市，业绩迎来拐点；
- 环泊酚是自主开发的1类静脉麻醉药物，于2020年12月获批上市，2021年谈判纳入医保。2022年，“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”、“妇科门诊手术”等全部适应症均获批。与丙泊酚相比，环泊酚具有“两快五少”的临床优势，具体表现为起效快速，苏醒快速，更少用量、更少呼吸抑制、更少心血管不良事件、更少注射痛和更少脂质输注量。基于此，环泊酚获得了多个指南共识推荐。预计今年环泊酚能实现超过400万支的销售，销售额4亿左右，明年有望实现销售数量翻番；
- 第二个重磅新药止痛药HSK21542预计23年申报NDA，作为非成瘾性的术后镇痛药物市场潜力巨大。神经痛药物（HSK16149）已申报上市、长效降糖药物（HSK7653）已完成三期临床；

盈利预测：

- 根据Wind一致预期，预计公司2022-2024年的收入为31.23/38.51/47亿元，归母净利润为 2.82/4.40/6.6 亿元；

风险提示：销售不及预期、临床进度不及预期，行业竞争格局恶化。

东诚药业：多元业务布局的核药寡头企业

核心逻辑：

- **处于核药高壁垒双寡头赛道，收并购进入核药头部**：东诚药业与中国同辐形成国内核药市场双寡头格局，行业准入门槛高，长期格局较好。东诚药业2015年通过并购进入核药领域，2021年核药业务营收占比27.7%，重点产品包括18F-FDG、云克注射液（类风湿关节炎治疗，独家品种）等，2021年分别贡献10.2%、8.3%收入。
- **PET-CT/MR有望加速装机，公司核药房业务将显著受益**：目前国内2019年PET-CT/MR累计装机接近427台（其中有部分是用于科研），配置率仅约美国1/10，考虑到国内三级医院超3000家，国内PET-CT/MR装机量严重不足，未来县级医院潜力亦是巨大，预计十四五规划的配置证将显著提升；公司核药房数量及布局属于国内龙头地位，另外，从品种方面，目前核药房主要是FDG（用于肿瘤诊断），但未来还会有其他诊断或治疗品种上市，预计将持续提升单个核药房的盈利能力。
- **在研核药管线丰富，2023年有望迎来收获期**：公司目前在研产品包括氟化钠（骨成像显影剂）、镓依替膦酸盐注射液（前列腺癌骨转移后镇痛）、替曲膦（心肌灌注显像剂）、18FAI-PSMA（前列腺癌诊断）以及蓝纳成创新系列核药（用于多项癌症的诊断与治疗）等；今年国庆期间，药监局为鼓励放射性药品研发申报，组织起草了《关于改革完善放射性药品审评审批管理的意见（征求意见稿）》，有望加快核药新药上市速度。
- **经营困境反转，董事长完成全额认购定增彰显信心**：受疫情影响，公司核药业务过去两年处于经营困境，诊疗复苏后预计2023年将迎来业绩加速增长；近期，董事长已完成2.5亿的全额定增认购（价格为11.17元/股），彰显对公司未来发展的强劲信心。

催化剂：

1) 疫情放开放射诊疗恢复；2) PET/CT配置证有望放松；3) 多种核药获批上市；

风险提示：PET/CT装机量不及预期、疫情恢复不及预期、核药房投入运营不及预期。

昆药集团：六百年老字号，龙头赋能焕发新机

核心看点：老牌中药公司底蕴丰厚，迎来困境反转；华润三九预控股，有望赋能公司品牌与销售。

核心逻辑：

- **华润拟控股公司，有望在品牌、销售、资源等多维度赋能。** 2022年5月，公司与华润三九签署《股份转让协议》，拟将其持有的公司合计约2.12亿股股份（28%）转让给华润三九，股份转让完成后华润三九将控股公司。华润三九作为国内重要OTC龙头公司之一，品牌塑造与销售能力行业顶尖，背靠华润系资源支持，有望全方位赋能公司，打造出多个大品种中药产品。
- **产品+渠道转换，完成3年调整期，“口服+院外”成为公司发展新动能。** 2019年，针剂产品在公司的工业板块中占比近50%，中药注射剂产品使用受到限制后，公司经历转型镇痛期。2019年开始，公司调整发展战略，2021年完成转型，口服产品占比超过70%，重磅产品血塞通软胶囊连续三年实现院外业务快速增长，2021年在中国城市零售药店终端心脑血管中成药产品销售排名第9。经历3年调整期，公司重磅产品血塞通软胶囊、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等在零售渠道快速放量，已经成为拉动公司业绩增长的持续动力。
- **中药注射剂有望困境反转，有望贡献业绩边际增量。** 2019年，新版医保目录对中药注射剂的使用进行了严格的限制，要求二级以上医疗机构才能使用，同时规定只能用在重症或者特定病种上。公司注射用血塞通（冻干）制剂受到较大的影响，销售量下滑。2021-2022年，全国多地医保局陆续下发试点药品医保支付标准的通知及相应的实施细则。对于进入该支付试点的产品，按照规则重新确定医保支付标准，并将支付范围恢复至药品说明书范围。中药注射剂医保限制政策边际放松，公司中药注射剂有望迎来困境反转。

风险提示：产品销售不及预期，股权转让进展不及预期，行业竞争加剧

一品红：聚焦儿童药、慢病领域，股权激励下目标明确

核心看点：1) Q3业绩环比改善明显，核心品种增长态势良好，新发布股权激励，23-26年营收增长目标明确；2) 磷酸奥司他韦胶囊、注射用盐酸溴己新等核心品种中标第七批国采，有望在疫情下加速放量。

核心逻辑：

- **业绩改善启动，股权激励目标明确：**22H1受疫情影响比较大，收入同比下滑5.04%，Q3已恢复平稳增长，实现收入7.1亿（环比增长82.3%），归母净利润1.1亿（环比增长48.9%）22年Q1-Q3医药制造收入约15.66亿元，同比增长4.98%，其中儿童药收入约9.51亿元，同比增长17.42%，业绩改善明显；2022年11月发布23-26年股权激励目标，对应2021年收入增长率不低于25%、56%、103%和165%，24-26年增速分别为25%/30%/30%，目标明确，未来4年有望持续高增长。
- **聚焦儿科、慢病领域，政策加持及疫情修复下加速增长：**公司聚焦儿科及慢病领域，政策支持力度大，已基本完成代理到自研的结构性调整，22Q1-Q3，重点产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、苓香清解口服液营收分别达7.65亿、0.40亿，同比增长19.4%、88.7%；磷酸奥司他韦胶囊、硝苯地平控释片、盐酸溴己新注射液中标第七批国采，据公司公告预计市场规模约2.4亿；呼吸抗感染线苓香清解口服液、盐酸氨溴索滴剂、小儿咳喘灵口服液等儿童药有望在疫情下加速放量。

催化剂：

- 1) 医药制造板块已恢复正增长，业绩有望持续改善；2) 股权激励目标明确，未来4年有望持续实现高增长；3) 儿童药和慢病药品种或将加速放量

风险提示：

- 产品放量不及预期；产品获批进度不及预期；市场竞争加剧。

派林生物：重组并购跻身血制品第一梯队

核心逻辑：

- 1) 23年疫情影响减弱，预计带动派斯菲科和新疆德源（6个浆站）采浆量显著恢复；
- 2) 双林生物预计后续新品种（PCC、纤原）获批以及派斯菲科采浆量恢复带动公司吨浆利润持续提升；

核心逻辑：

- **公司采浆站和采浆量持续增加，跻身行业第一梯队：**1) 依托内生和外延，公司采浆站和采浆量迅速增长：截止22H1，公司拥有38个浆站，位居行业前三；采浆量方面，2021年公司采浆量近900吨，在行业内处于头部水平；2) 随着疫情影响逐渐减弱，预计后续采浆量持续提升：2022年新疆德源受疫情影响较大，以及派斯菲科受东北地区疫情影响较大，我们判断2023年开始，新疆德源和派斯菲科采浆量有望显著提升；此外，派斯菲科现有在建浆站有望在近几年陆续投产，我们判断派斯菲科未来几年采浆量有望得到显著提升；
- **公司吨浆利润有望持续提升，净利率有望持续增加：**公司吨浆利润提升的逻辑主要基于新产品上市增厚以及产能利用率的持续提升：1) 新品种上市方面：根据2022年半年报，目前广东双林拥有7个血制品产品，我们预计双林的人凝血酶原复合物及人纤维蛋白原有望于明后两年上市，相关产品上市后将增厚公司吨浆收入和利润；2) 采浆量增长的规模效应：派斯菲科受疫情影响采浆量较少，产能利用率较低，随着2023年开始派斯菲科采浆量预计将持续提升，规模效应将不断体现，此外，随着派斯菲科采浆量上行，在特免及因子类产品将持续发力，有望进一步带动公司吨浆净利润持续提升。

风险提示：采浆量增长不及预期、销售不及预期的风险

智飞生物：国产疫苗龙头

核心逻辑：

- 1) 续约之后HPV疫苗放量带动公司业绩高增长；
- 2) 看好23年微卡疫苗放量以及核心在研品种报产带动整体估值上行；

核心逻辑：

- 短期看代理业务和EC+微卡放量：a、代理业务：国产2价HPV对4/9价HPV疫苗市场影响不大，按照目前的临床进度，我们判断国产9价HPV可能会在2025年左右获批上市，我们预计23-25年公司业绩有望维持高增长；b、微卡：微卡疫苗已获批上市，依托智飞强大的销售能力和结核病巨大市场，以及2023年开始预期影响逐步减弱，我们认为该产品市场空间巨大。
- 23年看三代狂犬、四价流感疫苗、冻干三联苗报产；四价流脑结合、15价肺炎三期临床进度不断推进；中长期看其他品种研发持续推进。
- 短期催化剂：1) 23年三代狂犬、四价流感疫苗、冻干三联苗报产；四价流脑结合、15价肺炎三期临床取得催化剂；2) 与默沙东续约近期或有望落地；

投资建议：

- 我们预期公司22-23年业绩分别为73/99亿利润，对应当前PE分别为18/14倍，维持买入评级；

风险提示：销售不及预期、市场竞争加剧的风险

太极集团：国药泽华夏，太极济苍生

核心看点：国药入主，治理改善显著；2025年500亿收入目标；中国中药整合预期

核心逻辑：

- **“十四五”战略聚焦中药，治理改善成效显著。**十四五战略描绘宏伟蓝图，2025年将力争实现500亿收入规划，利润不低于行业平均水平；2022Q1-3，公司工业板块实现收入 67.3 亿元，同比增长 10.1%，其中消化系统板块收入 17.5 亿元，同比增长 62.1%，主要系藿香正气口服液销售额增长所致；呼吸系统板块实现收入 10.1 亿元，同比增长 62%，其中急支糖浆及鼻窦炎口服液贡献较大；抗感染药物实现收入 13.8 亿元，同比增长 20.9%；神经系统药物实现收入9.1 亿元，同比增长 34.5%，主要系通天口服液及洛芬待因销售额增长所致。
- **降本增效成效显著。**22Q3单季度公司毛利率45.2%，较去年同期提升1.7pct；销售费用率31.5%，较去年同期降低2.4pct。
- **深入贯彻公司十四五规划，优化产能基地布局。**公司在“十四五”战略规划引领下，坚持“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”的工作方针，规划布局了12 个产品赛道、6 大治疗领域，瞄准自身赛道，确定路径，协同发展。此外，公司积极优化产能和基地布局，推进“3143”产能战略规划落地实施，升级打造 3 个中药和 1 个化药智能制造产能中心，提质增效 4 个产能协同厂，专业聚焦 3 个特色药品生产厂。公司所谋定的“1+3+N”发展战略，正稳步推进 20 个核心品种、50 个重点品种基地建设，新增订单种植 2.3 万亩。

投资建议：

□ 预计公司22-23年营收142/170亿元，22-23年归母净利3.5/5.5亿元，22-23PE为48/30倍。

□ **风险提示：**业绩市场进度或低于预期，产品销售不及预期，治理优化不及预期，费用控制不及预期

长春高新：生长激素市场空间巨大，当前位置低估

核心逻辑：

- 1) 生长激素医保资金占用少且主要为院外用药，我们判断集采对生长激素影响不大，等待后续集采执行后市场验证；
- 2) 生长激素目前儿科国内渗透率较低，未来还有很大市场空间，成人市场打开长期天花板；

核心逻辑：

- 1) 2023年主要看生长激素新患的恢复，以及百克生物鼻喷流感疫苗和带状疱疹疫苗的放量：a、生长激素新患：22年新患增速受疫情影响我们判断23年随着疫情对儿科看病的影响逐步减弱，生长激素新患入组将得到显著恢复；此外，公司目前正大力拓展成人市场，我们判断未来成人市场有望打开长期成长空间。
- 2) 百克生物：流感疫苗方面，从长期趋势来看，流感疫苗国内接种率提高是大势所趋，公司为国内唯一鼻喷剂型产品，具备一定优势；带状疱疹疫苗方面，获批上市在即，打开公司长期成长天花板。
- 3) 中长期看生长激素在儿科领域渗透率的持续提升、在成人领域的持续拓展，以及在妇科、大儿科以及疫苗板块的逐步兑现；

投资建议：

- 我们预期公司22-23年业绩分别为44.5/55.6亿利润，对应当前PE分别为16/13倍，维持买入评级；

风险提示：销售不及预期、市场竞争加剧的风险、相关政策风险

时代天使：后疫情时代，天使再展翅

核心看点：1) 行业低渗透率高成长存在复苏弹性；2) 公司国内下沉优势及前瞻出海布局；3) 生产和技术持续投入增强规模化壁垒

核心逻辑：

□ **行业低渗透高成长：**中国隐形矫治市场在2019年成为世界第二大市场，中国隐形矫治市场终端规模由2015年的17亿元增长至2021年的131亿元，carg41.0%，根据灼识咨询预计2030年市场规模达到706亿元，carg约为20.6%，目前渗透率约为13%，和美国同期相比还有2倍渗透率空间。

□ **21年达成案例数第一，看好疫后复苏弹性：**以达成案例数计，2021年公司凭借本土化团队对终端下沉需求的掌握和产品线丰富，市场份额超越隐适美达到第一，2022年H1全国疫情散点爆发，受疫情影响公司上半年收入同比下降0.09%，预计未来随着疫情影响散去，隐形矫治市场需求将持续恢复，看好公司作为本土化龙头复苏弹性。

□ **持续推进下沉并前瞻布局海外新市场：**公司目前处于扩展国内下沉市场和海外业务布局投入期，随着后疫情时代行业需求逐渐复苏，前期投入有望收获；海外布局进入落地阶段，公司公告收购巴西领先的正畸企业Aditek51%的股权，巴西的正畸市场是全球规模最大、发展最快的新兴市场之一，公司收购巴西正畸市场领先品牌有望借其丰富的销售渠道在南美及其他新兴市场复制国内的成功经验。

□ **持续投入研发制造，产能释放有助于未来规模效应：**公司始终在数字化投入，产品方案升级上进行前瞻投入，并注重制造端优势，2022年H1公司创美基地新产能投产，后续预计将为公司海外市场开拓以及国内市场下沉提供产能增量支持。

□ **投资建议：**

□ 根据Wind一致预期，预计公司22-24年营收12.53/15.56/19.36亿，归母净利2.15/ 2.89/3.76亿，22-24年PE分别为77/57/44倍。

风险提示：

□ 行业复苏不及预期，行业竞争格局恶化，下沉及海外扩展不及预期，集采风险。

03

风险提示

- 1、医保或集采降价风险：**医药行业集采、医保政策调整等措施的实施将直接影响药品终端价格和药品生产企业的业绩。随着国家医疗卫生体制改革的不断深化，医药政策陆续出台，可能对行业造成一定的冲击。
- 2、销售不及预期风险：**销售受到产品本身特性，竞争格局，销售队伍，行业发展等多方面因素影响，同时，进入医保后价格下降，存在销售不及预期风险。
- 3、行业政策风险：**医药生物行业较易受到行业政策的影响，目前我国医药行业处于发展期，行业政策更新快，存在受到行业政策或监管政策影响的风险。

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于某疫苗上市公司、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、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。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128