西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

医药行业2023年投资策略

回归本源，寻找不确定中的“三重奏”

西南证券研究发展中心
医药研究团队

2022年12月

核 心 观 点

- **医药行业投资回归本源。**回顾2022年全年（截止20221130），申万医药指数下跌18.23%，跑赢沪深300指数3.78%，年初以来行业涨跌幅排名第19。2022年疫情对市场影响反复，主题投资方面，主要是围绕新冠预防、检测、治疗等起伏。上半年热点从抗原检测到新冠相关药物及产业链演绎，下半年尤其是Q4回到新冠口服药、中药相关抗疫药物。2022年先后经历在俄乌冲突、国内疫情反复散点、美元加息的大背景下，A股和港股医药板块经历比较大的波动，核心资产估值和持仓回归均衡，这与我们2022年医药投资策略【未来医药估值有望均衡，“穿越医保”和“疫情脱敏”是两条核心主线】判断一致。**展望明年，尽管关于疫情时点、医药政策预期变化、外部因素三方面，目前比较难给出具体相应判断，但，我们认为，医药行业投资需要回归本源，从而寻找一些确定性。**

- **寻找2023年“三重”确定性。**

✓ **确定性之1——**创新仍是医药行业持续发展的本源。差异化创新性品种比如BTK、HER2-ADC、PD-1/CTLA-4等靶点创新药陆续进入商业化放量阶段；创新器械包括多个手术机器人产品等陆续获批上市。此外，国际化是打开成长天花板，创新药械出海有望持续渐入佳境。

✓ **确定性之2——**疫后医药复苏亦是核心主线。C端消费性医疗复苏弹性较大，包括中药消费品、民营专科医疗服务、早筛等。院内药械需求复苏包括院内处方药、耗材、血制品、 常规疫苗接种需求等；渠道端包括医药分销和药店复苏。

✓ **确定性之3——**自主可控/产业链安全。UVL事件后，产业链安全/自主可控重要性凸显，重点关注高端影像设备、生命科学产业链、手术机器人、内窥镜、基因测序等领域。

核 心 观 点

2023年组合推荐：

- **港股组合**：金斯瑞生物科技(1548)、和黄医药(0013)、康方生物-B(9926)、科济药业(2171)、微创机器人-B(2252)、海吉亚医疗(6078)、锦欣生殖(1951)、启明医疗-B(2500)、药明生物(2269)、君实生物(1877)

- **弹性组合：**寿仙谷(603896)、祥生医疗(688358)、上海医药（601607）、福瑞股份(300049)、贝达药业(300558)、迈得医疗（688310）、三诺生物（300298）、美好医疗（301363）、普门科技(688389)、欧林生物（688319）

- **稳健组合：**恒瑞医药(600276)、爱尔眼科(300015)、迈瑞医疗(300760)、云南白药(000538)、太极集团（600129）、华润三九（000999）、我武生物(300357)、爱美客(300896)、智飞生物(300122)、通策医疗(600763)

- **科创板组合**：百济神州(688235)、荣昌生物(688331)、泽璟制药(688266)、联影医疗（688271）、澳华内镜(688212)、奥浦迈(688293)、康希诺(688185)、华大智造(688114)、诺唯赞(688105)、爱博医疗(688050)

风险提示：医药行业政策风险超预期；新冠疫情爆发风险；业绩不及预期风险。

目　录

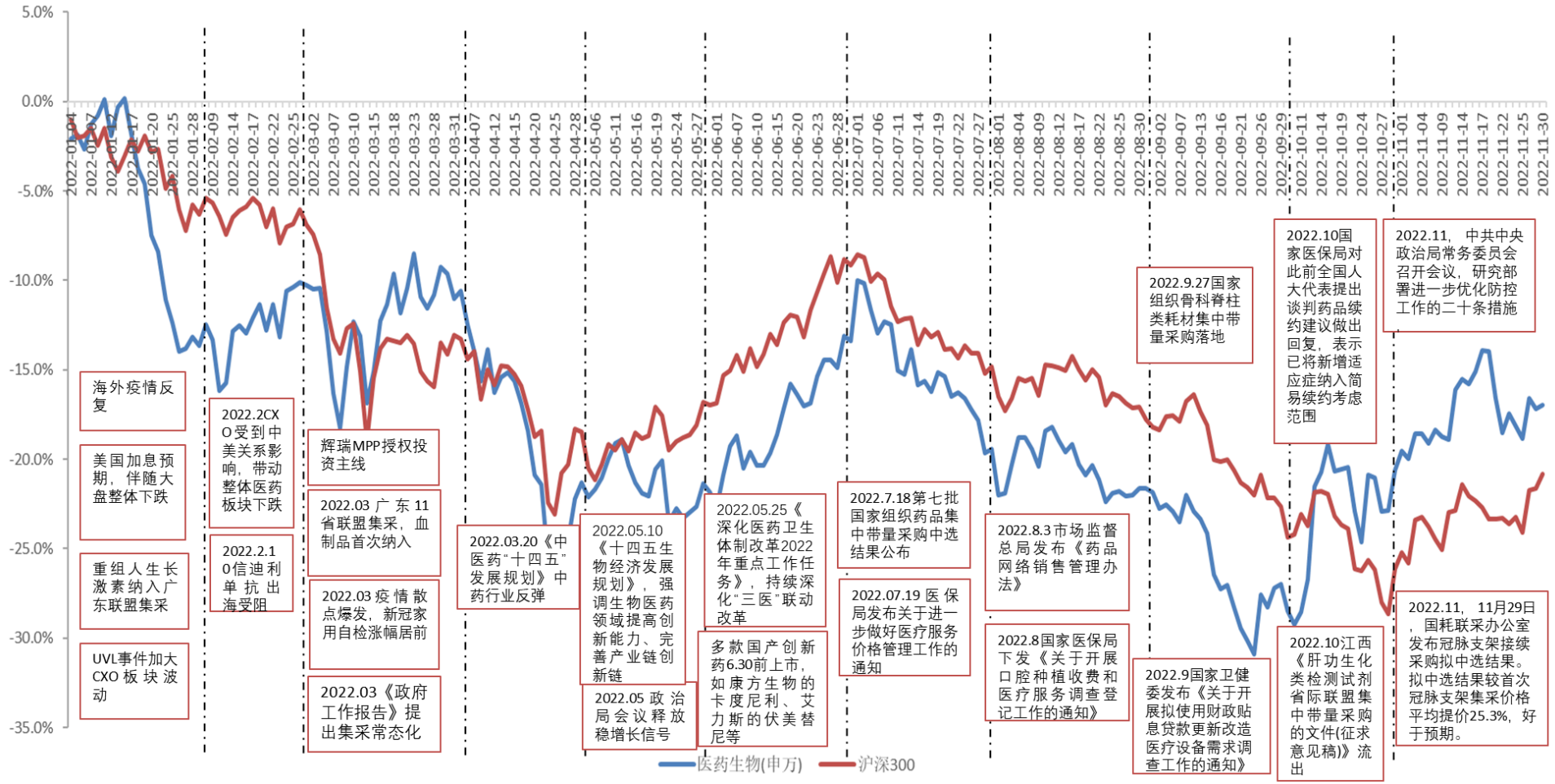
医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

医药全行业2023年投资策略及标的

2022年医药行业政策和事件复盘

2022年医药行业复盘



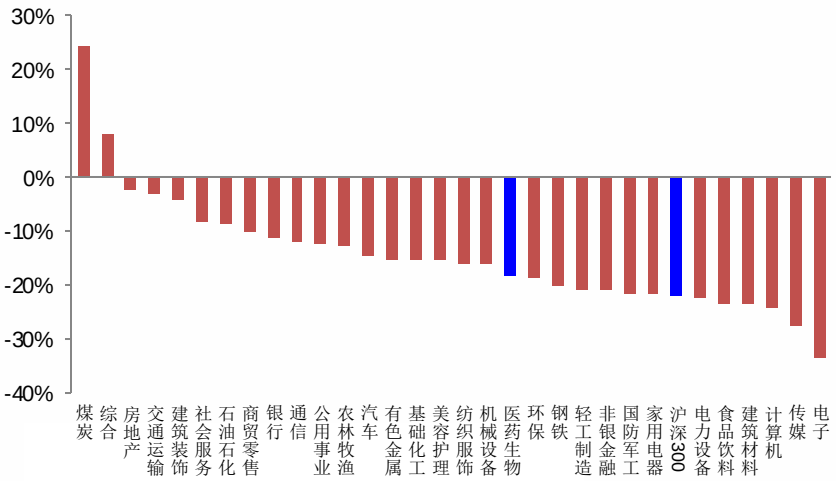
数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

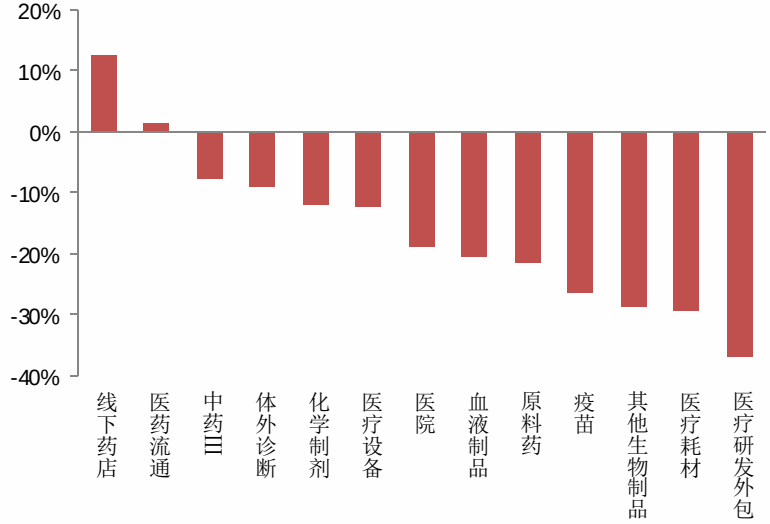
2022年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- 2022年初以来（截止20221130），申万医药指数下跌18.23%，跑赢沪深300指数3.78%，年初以来行业涨跌幅排名第19。
- 2022年初以来（截止20221130），医药子行业调整力度较大，线下药店上涨（+12.6%），医疗研发外包跌幅最大（-36.9%）；

2022年初以来全行业行情（截止20221130）



2022年初以来医药子行业行情（截止20221130）



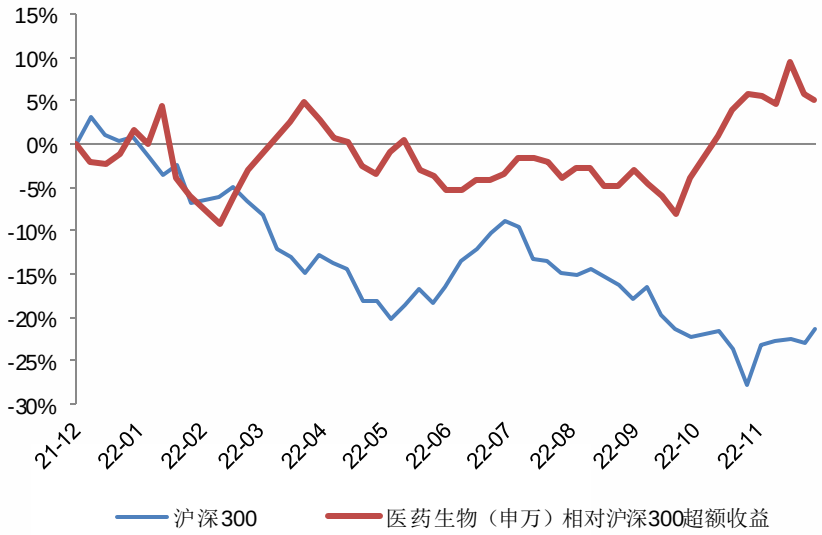
数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

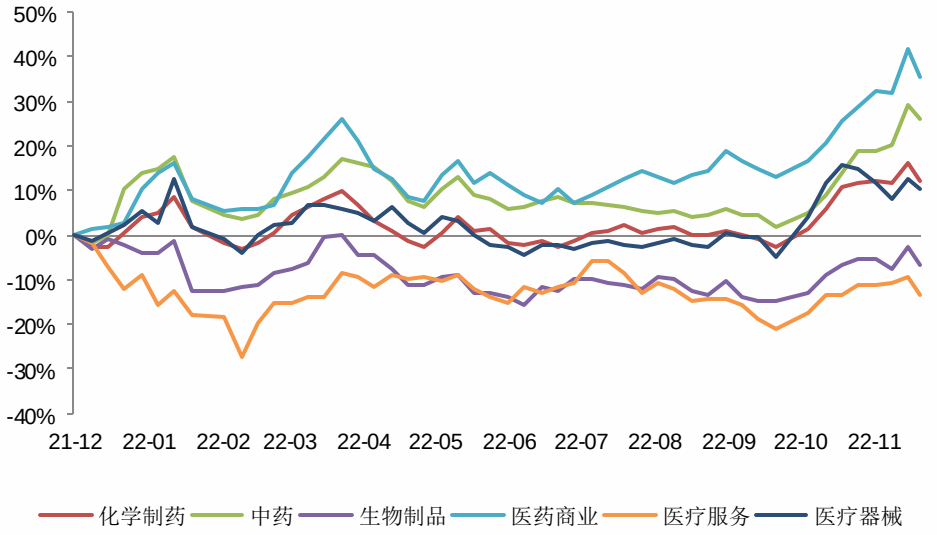
2022年医药行业复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，今年受医药行业政策影响，行业市场情绪波动较大，累计跌幅16.28%，跑赢大盘4.7个百分点；
- 分子行业来看，医药商业为累计收益率最高的子行业，过去一年（TTM）累计收率为42%。

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业累计收益率



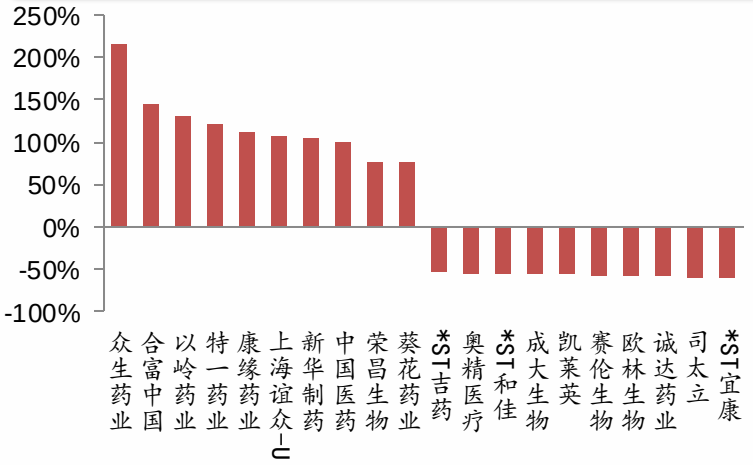
数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

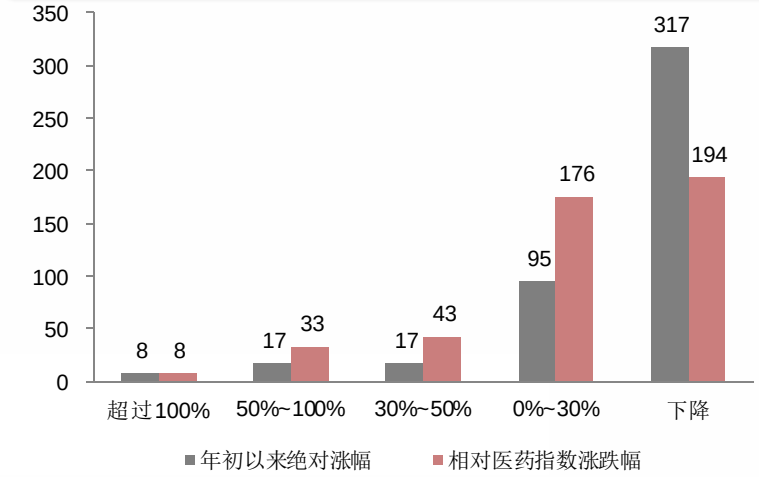
2022年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看

- 2022年医药行业分化加剧，结构化行情显现，翻倍的个股数量较去年有所下降，共有8家。
- **跑赢医药指数超过100pp的有8家，**除了新股上市和次新股公司，还有疫情导致业务需求大涨的如特一药业、众生药业、以岭药业、康缘药业、中国医药，也有受新冠药物叠加新增业务共同驱动的新华制药。

年初以来医药个股涨跌幅排名



年初以来个股涨跌幅区间数量



年初以来个股复盘

跑赢医药指数超过100pp	原因
特一药业、众生药业、以岭药业、康缘药业、中国医药	疫情驱动业绩
新华制药	新冠药物；与真实生物战略协议，成为阿兹夫定等产品的生产商和经销商
合富中国、上海谊众-U	新股、次新股

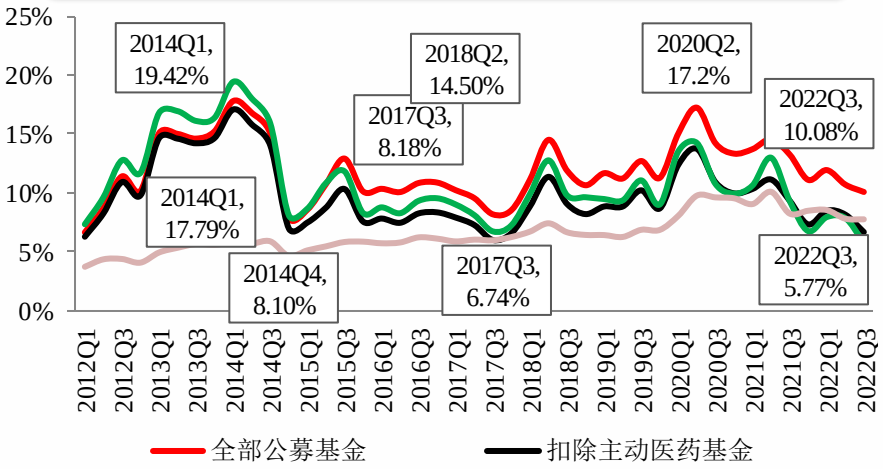
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2021年10月18号

2022年医药行业复盘

2022年医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- 22Q3全部公募基金占比10.08%，环比-0.63pp；剔除主动医药基金占比6.68%，环比-1.48pp；再剔除指数基金占比5.77%，环比-2.09pp；申万医药板块市值占比为7.76%，环比-0.05pp。
- 22Q3外资持有医药生物板块的总市值占比为2.74%，环比下降0.04pp，持股总市值为1776亿元，环比-276亿元。

公募基金A股重仓医药占比概况



22Q3公募基金持仓占比前十

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	最新市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
300760.SZ	迈瑞医疗	536	112	393.1	20.8	10.8%	1.0%	10.8%	1.0%	-4%	3,965	3,965
603259.SH	药明康德	360	-251	311.7	-242.3	14.7%	-3.4%	14.7%	-3.3%	-29%	2,319	2,324
300122.SZ	智飞生物	304	-17	128.0	-16.6	16.0%	1.8%	9.3%	1.1%	-21%	800	1,384
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	278.2	-51.1	16.8%	-4.7%	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
600276.SH	恒瑞医药	246	75	143.1	60.0	6.4%	2.9%	6.4%	2.9%	-1%	2,534	2,534
300896.SZ	爱美客	215	-45	125.8	-11.6	29.0%	3.1%	11.9%	1.3%	-15%	388	948
300347.SZ	泰格医药	172	-7	137.1	-10.2	21.8%	3.1%	17.2%	2.5%	-18%	612	774
301363.SZ	美好医疗	149	149	0.1	0.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	16	174
000661.SZ	长春高新	147	-73	93.5	-34.4	14.5%	0.1%	13.6%	0.0%	-25%	674	721
688073.SH	毕得医药	104	104	0.2	0.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	12	58

数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

22Q3公募基金持股市值TOP20医药公司

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	最新市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
300760.SZ	迈瑞医疗	536	112	**393.1**	20.8	10.8%	1.0%	10.8%	1.0%	-4%	3,965	3,965
603259.SH	药明康德	360	-251	**311.7**	-242.3	14.7%	-3.4%	14.7%	-3.3%	-29%	2,319	2,324
300015.SZ	爱尔眼科	282	-65	**278.2**	-51.1	16.8%	-4.7%	13.8%	0.2%	-10%	1,485	1,841
600276.SH	恒瑞医药	246	75	**143.1**	60.0	6.4%	2.9%	6.4%	2.9%	-1%	2,534	2,534
300347.SZ	泰格医药	172	-7	**137.1**	-10.2	21.8%	3.1%	17.2%	2.5%	-18%	612	774
300122.SZ	智飞生物	304	-17	**128.0**	-16.6	16.0%	1.8%	9.3%	1.1%	-21%	800	1,384
300896.SZ	爱美客	215	-45	**125.8**	-11.6	29.0%	3.1%	11.9%	1.3%	-15%	388	948
000661.SZ	长春高新	147	-73	**93.5**	-34.4	14.5%	0.1%	13.6%	0.0%	-25%	674	721
300759.SZ	康龙化成	72	-79	**75.7**	-86.7	12.3%	-2.7%	11.8%	-2.6%	-43%	621	647
002821.SZ	凯莱英	72	-49	**74.1**	-40.2	15.1%	-6.9%	14.4%	-0.5%	-31%	530	553
600085.SH	同仁堂	77	2	**74.1**	-10.0	11.9%	0.2%	11.9%	0.3%	-13%	773	773
600763.SH	通策医疗	69	-52	**61.8**	-44.2	15.1%	-3.9%	15.1%	-3.9%	-22%	405	405
688301.SH	奕瑞科技	82	15	**61.5**	20.6	28.7%	7.4%	16.2%	4.3%	14%	205	362
603456.SH	九洲药业	94	-28	**58.5**	-46.7	18.0%	-6.7%	17.9%	-6.5%	-20%	302	304
300142.SZ	沃森生物	94	-1	**47.0**	-16.5	8.1%	-0.3%	7.9%	-0.3%	-20%	618	636
600436.SH	片仔癀	62	-26	**44.7**	-52.9	2.8%	-1.8%	2.8%	-1.8%	-23%	1,400	1,400
300529.SZ	健帆生物	47	4	**37.3**	5.8	14.9%	2.9%	9.5%	1.9%	-5%	255	400
000963.SZ	华东医药	90	20	**34.1**	5.9	4.9%	1.3%	4.9%	1.3%	-5%	749	749
000999.SZ	华润三九	52	0	**30.6**	1.1	8.1%	1.3%	8.1%	1.4%	-10%	538	544
600521.SH	华海药业	65	-15	**28.5**	-6.1	10.2%	-0.3%	10.0%	-0.3%	-13%	303	309

数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

2022年医药行业复盘：从陆股通持仓来看

- **医药陆股通持仓前五分别为：迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、泰格医药、爱尔眼科；**
- **医药陆股通增持前五分别为：**迈瑞医疗、科伦药业、山东药玻、开立医疗、江中药业；
- **医药陆股通减持前五分别为：**药明康德、泰格医药、康龙化成、片仔癀、金域医学。

	代码	名称	流通股本占比		总股本占比		持股市值（亿元）		期间涨跌幅
			季度末	季度变化	季度末	季度变化	季度末	季度变化	
TOP5	300760.SZ	迈瑞医疗	9.83%	1.23%	9.83%	1.23%	**356.3**	29.8	-4.2%
	600276.SH	恒瑞医药	7.66%	-0.10%	7.66%	-0.10%	**171.5**	-12.0	-0.8%
	603259.SH	药明康德	7.34%	-0.55%	6.34%	-0.48%	**134.6**	-75.2	-29.3%
	300347.SZ	泰格医药	16.43%	-1.68%	10.66%	-1.09%	**84.8**	-32.5	-17.9%
	300015.SZ	爱尔眼科	5.02%	0.44%	4.12%	0.36%	**83.3**	-8.1	-10.0%
增加前5	300760.SZ	迈瑞医疗	9.8%	1.2%	9.8%	1.2%	356.3	**29.8**	-4.2%
	002422.SZ	科伦药业	8.6%	2.8%	6.8%	2.2%	21.2	**9.0**	18.8%
	600529.SH	山东药玻	16.6%	1.9%	16.6%	1.9%	28.6	**4.1**	3.2%
	300633.SZ	开立医疗	2.4%	0.5%	2.4%	0.6%	4.8	**2.5**	55.4%
	600750.SH	江中药业	3.4%	2.5%	3.4%	2.4%	3.1	**2.2**	5.3%
减少前5	603259.SH	药明康德	7.3%	-0.5%	6.3%	-0.5%	134.6	**-75.2**	-29.3%
	300347.SZ	泰格医药	16.4%	-1.7%	10.7%	-1.1%	84.8	**-32.5**	-17.9%
	300759.SZ	康龙化成	6.8%	0.4%	5.4%	0.3%	34.7	**-23.0**	-42.7%
	600436.SH	片仔癀	3.0%	0.0%	3.0%	0.0%	48.9	**-16.2**	-23.3%
	603882.SH	金域医学	15.1%	-0.4%	15.0%	-0.4%	44.3	**-14.9**	-21.4%

数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

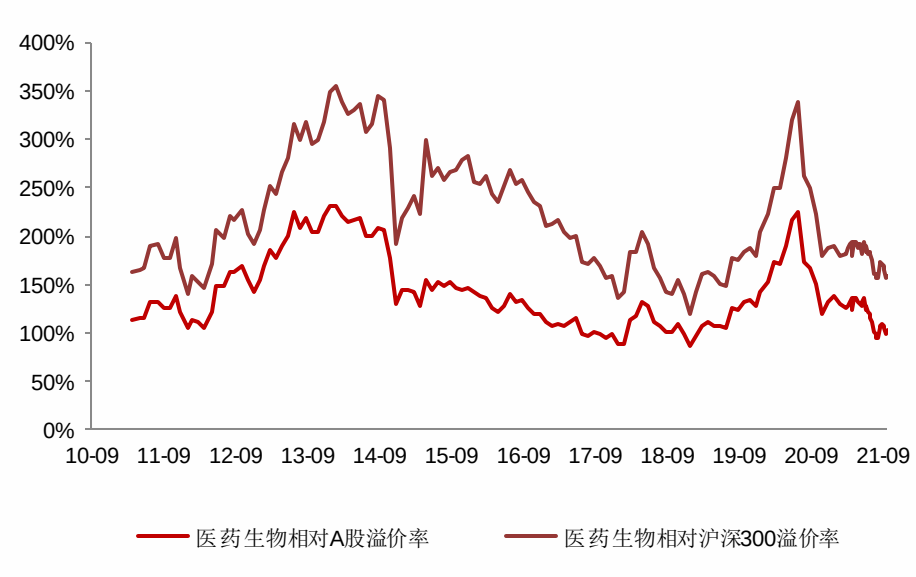
2022年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为26倍，**处于历史估值中枢以下，有所回归。**
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为88.9%，相对沪深300指数溢价率为142.5%，年初以来溢价率上升到3月达到最高，随后进入调整，**目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以下。**

过去十年医药行业估值水平PE



医药行业相对A股和沪深300指数的溢价率



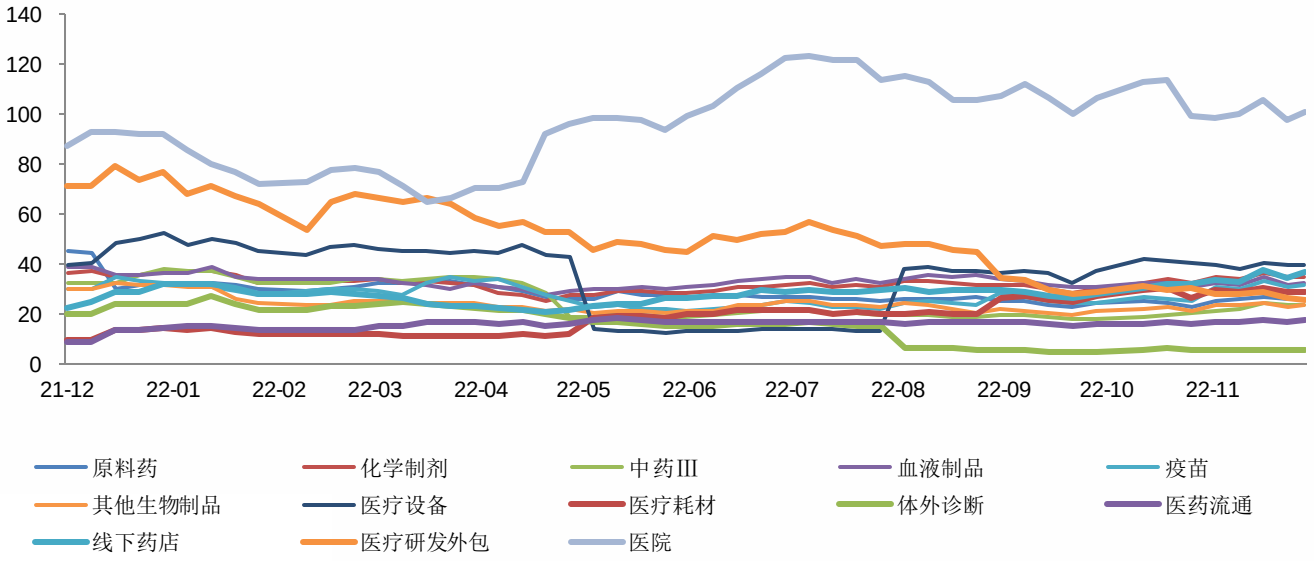
数据来源：Wind，西南证券整理

2022年医药行业复盘

2022年医药行业复盘：从子行业估值走势来看

- 医药子行业市盈率横向看：医院（103倍）和医疗设备（40倍）最高，体外诊断（6倍）和医药流通（18倍）最低。
- 纵向来看子行业的估值，2022年原料药、医疗研发外包、中药、体外诊断估值水平持续下降；医疗耗材、线下药店、医药流通、医院估值水平呈上升趋势。

医药子行业市盈率



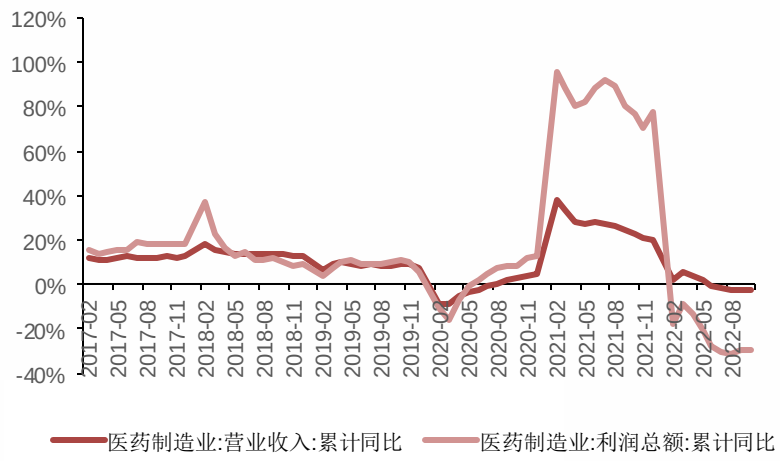
数据来源：Wind，西南证券整理

医药行业数据回顾

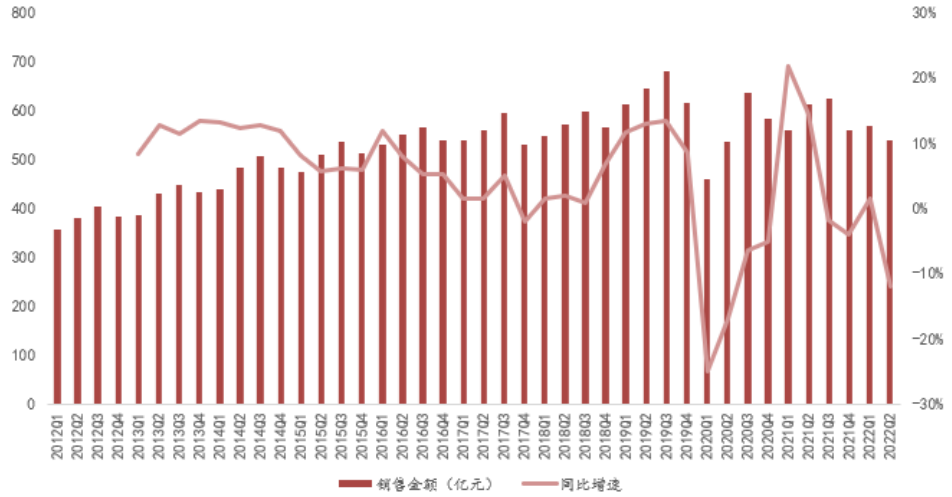
医药行业数据回顾：从制造业数据来看

- **国家统计局规模以上医药制造业数据：2022年1-10月，全国规模以上医药制造业实现营业收入23247亿元，同比下降2.1%。**受集采、国谈和国内疫情影响，2022年医药制造业转为负增长，整体表现走弱，后续有望恢复增长。
- **PDB样本医院药品销售额数据：2022年上半年PDB样本医院药品销售额1107亿元，同比下滑5.5%**，其中Q1/Q2单季度样本医院药品销售额567和540亿元，环比变化+1.43%/-4.85%，我们认为，样本医院药品销售额的下滑主要受集采、国谈和疫情影响，**预计2023年将继续改善。**
- **西南观点：**医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成为行业主要增长动力。**展望2023年，我们预计疫情得到控制，医药工业整体增速将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速（国家统计局）



样本医院药品销售额及增速（PDB）（亿元）



数据来源：国家统计局，PDB，西南证券整理

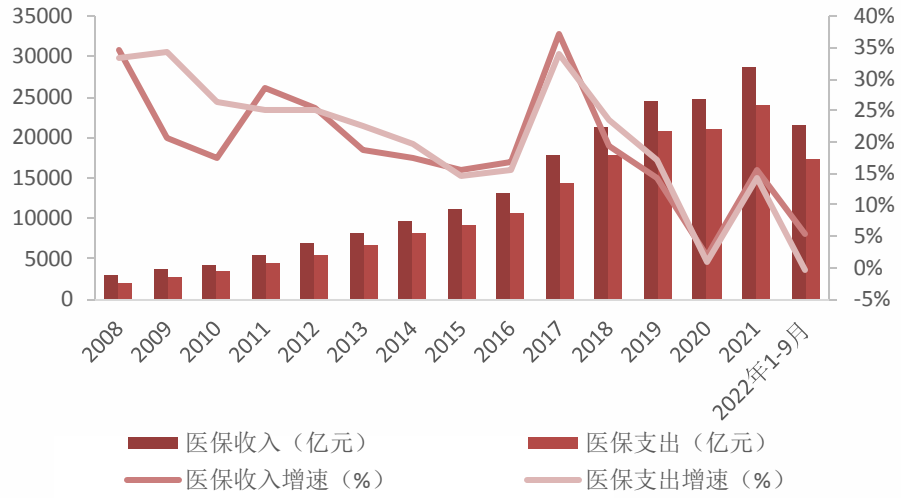
医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从医保基金来看

医保基金收支与医药工业行业收入具有相关性，医疗费用的增长使医保基金支出端面临压力

- **医保基金收支数据：**医保基金收入从2009年的3671.9亿元增长至2021年的28727.6亿元，CAGR达18.7%；医保基金支出从2009年的2797.4亿元增长至2021年的24043.1亿元，CAGR达19.6%，医保基金支出增速高于收入增速。2022年1-9月，医保基金收入21491.18亿元（+5.5%），医保基金支出17285.93亿元（-0.5%）。
- **住院/门诊费用：**2004-2011年，门诊/住院费用快速提高，2011-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高。总体来看，除去2020年疫情原因，2011年后门诊费用增速持续下降，住院费用增速波动中下降，但整体费用依旧不可避免的增长。门诊费用从2004年的118元增长至2020年320元，住院费用从2004年的4285元增长至2020年的11605元。

2008-2022年9月医保收支及增速



2004-2020年住院/门诊费用



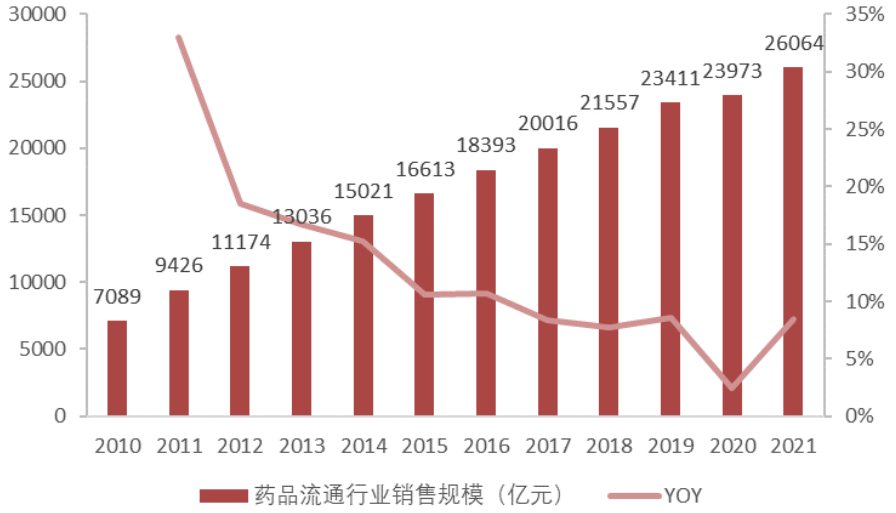
数据来源：国家医保局，西南证券整理

医药行业数据回顾

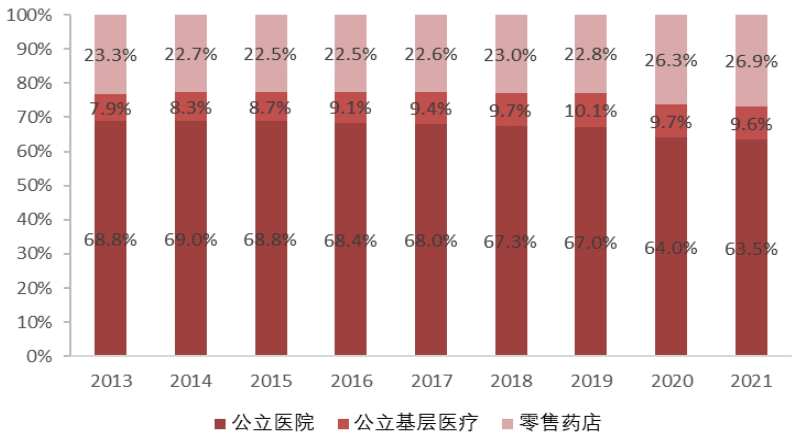
医药行业数据回顾：从药品流通来看

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

2010-2021年药品流通企业销售规模及增速



2013-2021年国内药品销售渠道占比



数据来源：商务部，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来

2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

2.4 中药：重点关注中药消费品等

2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会

2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期

2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

- 我国创新药行业正朝着良性方向发展，从Me too到Me better甚至FIC/BIC，从立足本土到迈向国际，从追求Fast follow、扎堆网红靶点到以临床价值为导向、以患者为中心的自主研发。宏观环境与产业环境正处于从量变到质变的关键节点，经历近2年沉淀，板块再次腾飞已具备前置条件：

- ✓ **估值触底反弹：**创新药板块估值经历近2年的沉淀，已开始触底反弹。化学制剂板块PE(TTM)2020年8月底达到高点57X后持续下降至2022年4月底26X，随后触底反弹至今36X。
- ✓ **政策边际缓和：**国内政策边际缓和，行业信心持续向好。2022年医保谈判首次公布“简易续约”降幅规则、创新药加速纳入医保、北京试点创新药豁免DRG、上海要求创新药进医保后3个月内“应配尽配”且不纳入医保总额等一系列政策为新药商业化注入强心剂。
- ✓ **走出集采影响：**七批国家组织药品集中带量采购覆盖294种药品，按集采前价格测算，涉及金额3500-4000亿元，约占公立医疗机构化学药、生物药年采购额的35%。越来越多的传统药企集采影响见底，创新药步入收获期，迎来业绩复苏与估值重塑。
- ✓ **疫后复苏在即：**疫情一方面影响国内药企研发和商业化放量；另一方面FDA无法如期进行现场检查，2022年国内多家药企的PDUFA日期延长。随着疫情影响消除，创新药研发、商业化与出海均有望恢复向好。
- ✓ **成长空间巨大：**2021年我国三大终端六大市场药品销售额达17747亿元，创新药收入约1000-2000亿元，占比不到10%。而其他G20国家的占比均在20%以上，美国、日本、德国等发达国家超50%。

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

- **国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼。**回首2021年，随着我国新药审评审批的提速，NMPA共批准32款创新药（化药和治疗用生物制品）上市，2022年至今已批准41款创新药上市，屡创新高，一批Biotech企业于2021-2022年迎来了首款上市产品。2023年，国产创新药将继续加速落地，超30个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。同时，随着国内药企研发实力增强，MNC在国内临床、注册和准入方面的先发优势逐渐消失，进口新药时间窗口越来越小。
- **国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显。**Biopharma企业凭借商业化优势推动创新药收入快速增长，加之集采影响陆续见底，创新药占比正不断提升，比如2021年，翰森制药创新药收入约42.2亿元，占集团收入由18%上升至42.3%；中国生物制药创新药收入63.5亿元，占总收入比约24%，4年CAGR约34.8%。Biotech企业通过自建商业化团队或依托Big Pharma或Biopharma等方式加速商业化进程，如信达生物近3000人销售团队2022H1实现23.4亿元收入，康方生物携手正大天晴，康宁杰瑞与先声制药展开合作等。随着创新药加速纳入医保等政策支持，医保谈判以量换价逻辑凸显，国产新药商业化进程将受益于政策支持进一步提速。
- **出海渐入佳境，广阔天地大有作为。**2022年12月，康方生物授予Summit于美国、加拿大、欧洲及日本开发及商业化AK112的独家许可权，将获得5亿美元的首付款及最高可达50亿美元的总交易金额，刷新纪录。泽布替尼、西达基奥仑赛在美国市场的成功商业化也充分验证了全球市场的广阔潜力。随着研发提速、创新提质，国产新药License out与自主出海渐入佳境，2023年，超15项新药和新增适应症有望在海外上市或提交NDA，应关注临床数据优异的Ⅲ期品种以及具有丰富出海管线的企业，关注已上市品种的商业化进展以及NDA品种的商业化预期。
- **投资建议**：结合临床价值为导向、以患者为中心的药物研发，把握“国产新药落地节奏，商业化放量是否超预期、国际化/lincese out”三方面，重点关注恒瑞医药、百济神州、金斯瑞、荣昌生物、康方生物、和黄医药、贝达药业、泽璟制药、康辰药业、海思科、君实生物、京新药业、海普瑞、冠昊生物等。

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

“提质”是第一要务，关注以临床价值为导向、以患者为中心的药物研发

- 近年来，国家从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2021年7月，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》，强调新药研发应以为患者提供更优的治疗选择为最高目标，标志着我国医药创新由高速发展阶段正式进入高质量发展阶段。2022年陆续出台双抗指导原则、单臂临床指导原则、以患者为中心的临床试验设计指导原则等政策，不断夯实“提质”主线。

创新药行业相关政策汇总

目的	政策名称	时间	重要观点
提速	《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	2016	加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾，将对新药、临床急需或质量疗效明显改进**药品优先审批**
	《临床急需药品有条件批准上市的技术指南》	2017	允许境外已批准上市的罕见病治疗药品、早期或中期临床试验数据显示有明显治疗优势的药品在中国**有条件批准上市**
	《关于调整药物临床试验审评审批的公告》	2018	实施**药物临床试验备案制**，在我国申报药物临床试验的，自申请受理并缴费之日起60日内，申请人未收到药审中心否定或质疑意见的，可以按照提交的方案开展药物临床试验
控费	《关于将17种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》	2018	将17种抗癌药纳入国家医保目录
	《关于将2019年谈判药品纳入乙类范围的通知》	2019	医保目录纳入阿达木单抗、PD-1抑制剂等多个重磅创新药品种
	《2020年国家医保药品目录调整工作方案》	2021	罕见病药物“诺西那生钠”纳入医保
提质	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	2021	（1）应尽量为受试者提供临床实践中最佳治疗方式/药物； （2）新药研发应以为患者提供更优的治疗选择为最高目标。
	《患者报告结局在药物临床研发中应用的指导原则（试行）》	2021	患者报告结局（PRO）强调患者自己报告结局，重视患者自身的感受，与CDE强调的“以患者为中心”理念相契合。
	《双特异性抗体类抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》	2022	相同适应症的当前最优SOC中已经包含BsAb中任一相同靶点单抗单药或者联合用药则在随机对照研究中应选择含该单抗的标准治疗方案（单药或者联合用药）作为对照药
	《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性技术指导原则》	2022	对单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请适用性的相关指导，列举了当前单臂临床试验作为关键注册研究的适应条件，抗肿瘤药单臂临床注册上市趋严
	《以患者为中心的临床试验设计技术指导原则（征求意见稿）》	2022	了解患者需求，在符合科学性的原则下将有意义的患者体验数据纳入临床试验设计要素的考量中，并充分关注受试者的感受，进一步规范临床试验的设计和实施

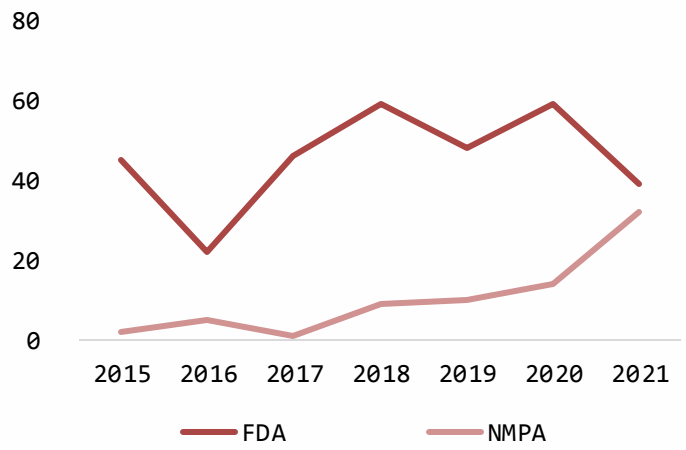
数据来源：政府官网，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

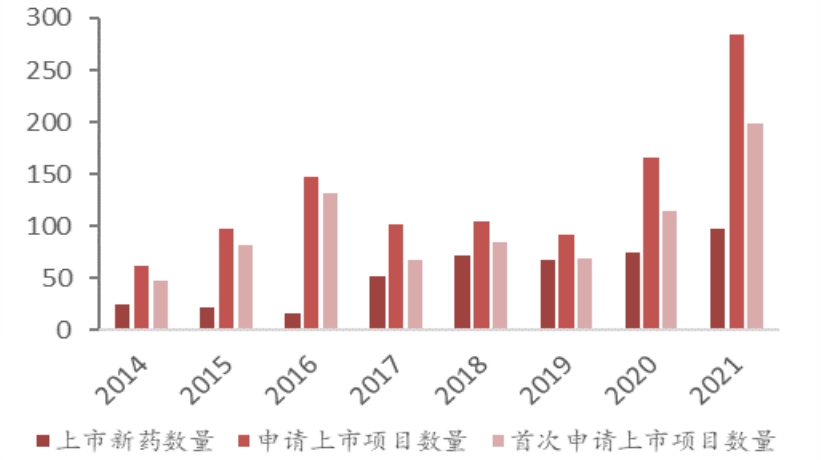
核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。回首2021年，NMPA共批准32款创新药（化药和治疗用生物制品）上市，2022年至今已批准41款创新药上市，屡创新高。一批Biotech企业于2021-2022年迎来了首款上市产品，如康方生物、康宁杰瑞、荣昌生物、药明巨诺、诺诚健华、泽璟制药、艾力斯、金斯瑞生物科技等。**2023年，国产创新药将加速落地，超30个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。**
- 首次申请上市项目数量和IND受理数量是上市新药数量的先行指标，2020年起我国两项先行指标均有显著增长，标志着我国创新药步入密集收获期，并且未来上市创新药数量将迎来更快速的增长。

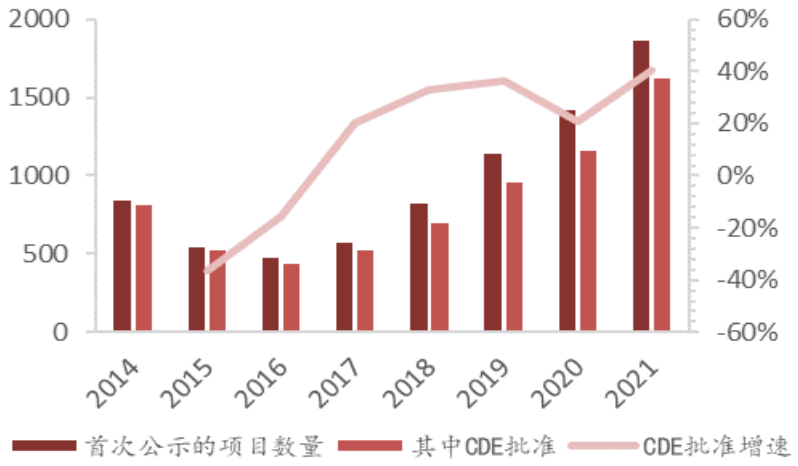
2015-2021年中美创新药批准数量（个）



我国历年上市及申报的创新药数量（件）



我国历年新药临床试验项目数量（件）



数据来源：CDE，医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

- 2021年和2022年我国分别批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为32个和41个。

2021年我国批准上市创新药

序号	药品名称	集团	靶点	适应症
1	甲磺酸伏美替尼片	艾力斯医药	EGFR T790M	非小细胞癌
2	注射用泰它西普	荣昌生物	TACI	系统性红斑狼疮
3	优替德隆注射液	华昊中天药业	microtubule	非小细胞肺癌, 小细胞肺癌, 结直肠癌, 乳腺癌
4	普拉替尼胶囊	Blueprint Medicines Corporation	RET	非小细胞肺癌, 甲状腺癌
5	帕米帕利胶囊	百济神州	PARP	复发性晚期卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌
6	注射用磷丙泊酚二钠	人福医药	GABAA receptor; sodium channel	镇静剂
7	注射用磷酸左奥硝唑酯二钠	扬子江药业	NA	盆腔炎
8	康替唑胺片	盟科药业	50S subunit	复杂性皮肤和皮肤结构感染, 糖尿病足感染
9	甲苯磺酸多钠非尼片	泽璟制药	BRAF; PDGFR; VEGFR	晚期（无法手术或转移性）肝细胞癌
10	注射用维迪西妥单抗	荣昌生物	HER2	胃癌（包括胃食管结合部腺癌）
11	利司扑兰口服溶液用散	F. Hoffmann-La Roche Ltd.	SMN2	脊髓性肌萎缩症
12	海曲泊帕乙醇胺片	恒瑞医药	TPO receptor	重型再生障碍性贫血成人患者
13	苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液	浙江医药	bacterial Top II	社区获得性细菌性肺炎
14	赛沃替尼片	和记黄埔医药（上海）有限公司	c-Met	非小细胞肺癌
15	艾米替诺福韦片	江苏豪森药业集团有限公司	HBV polymerase; RT	慢性乙肝
16	海博麦布片	海正药业	NPC1L1	高胆固醇血症
17	艾诺韦林片	艾迪药业	RT	HIV感染
18	阿兹夫定片	河南真实生物	NS5B polymerase; RT; RdRp; Vif	HIV感染, 新型冠状病毒感染
19	派安普利单抗注射液	正大天晴	PD1	复发性或难治性经典型霍奇金淋巴瘤
20	瑞基奥仑赛注射液	药明巨诺	CD19	复发或难治性大B细胞淋巴瘤
21	赛帕利单抗注射液	誉衡生物	PD1	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤
22	西格列他钠片	成都微芯药液	PPARα; PPARγ; PPARδ	成人2型糖尿病
23	恩沃利单抗注射液	四川思路康瑞药业	PDL1	MSI-H或dMMR实体瘤
24	奥雷巴替尼片	广州顺健生物医药科技	Bcr-Abl T315I; FGFR1; Flt3; PDGFRα; c-Kit	慢性髓细胞白血病
25	甲苯磺酸奥马环素片	再鼎医药	30S subunit	1. 社区获得性细菌性肺炎（CABP） 2. 急性细菌性皮肤和皮肤结构感染（ABSSSI）
26	注射用甲苯磺酸奥马环素	再鼎医药	31S subunit	
27	舒格利单抗注射液	基石药业	PDL1	非鳞状非小细胞肺癌；鳞状非小细胞肺癌
28	安巴韦单抗注射液	腾盛华创药业技术	SARS-CoV-2 S protein	轻型和普通型且伴有进展为重型（包括住院或死亡）高风险因素的成人新型冠状病毒感染患者
29	罗米司韦单抗注射液	腾盛华创药业技术	SARS-CoV-2 S protein	
30	枸橼酸爱地那非片	悦康药业	PDE5	勃起功能障碍
31	脯氨酸恒格列净片	恒瑞医药	SGLT2	II型糖尿病
32	羟乙磺酸达尔西利片	恒瑞医药	CDK4; CDK6	乳腺癌

数据来源：医药魔方，CDE，NMPA，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

2022年我国批准上市创新药（截至12月12日）

序号	药品名称	集团	靶点	适应症
1	注射用罗普司亭	协和发酵麒麟	TPO receptor	免疫性血小板减少症
2	奥木替韦单抗注射液	华北制药	rabies virus	狂犬病
3	注射用罗特西普	百时美施贵宝	ACVR2B	β-地中海贫血
4	艾伏尼布片	基石药业等	IDH1	透析中低血压; 急性髓系白血病
5	钇[90Y]微球注射液	远大医药	not available	癌症肝转移; 结直肠癌
6	奈玛特韦片/利托那韦片组合包装	辉瑞	CYP3A4; SARS-CoV-2 Mpro; HIV-1 protease	新型冠状病毒感染
7	乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	特应性皮炎
8	磷/碳酸氢钠血滤置换液	Baxter	not available	透析; 高钙血症; 急性肾损伤
9	依马利尤单抗注射液	赛默飞世尔科技	IFNγ	噬血细胞性淋巴组织细胞增多症
10	伊奈利珠单抗注射液	泰格医药; 阿斯利康	CD19	视神经脊髓炎
11	度维利塞胶囊	康泰伦特药业; 石药集团	PI3Kδ; PI3Kγ	滤泡性淋巴瘤
12	雷莫西尤单抗注射液	礼来	VEGFR2	胃癌
13	布格替尼片	武田	ALK	非小细胞肺癌
14	斯鲁利单抗注射液	复星医药; 复宏汉霖	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
15	佩米替尼片	Incyte; 信达生物	FGFR1; FGFR2; FGFR3	胆管癌
16	阿布昔替尼片	辉瑞	JAK1	特应性皮炎
17	硫酸拉罗替尼胶囊	拜耳	TrkA; TrkB; TrkC	NTRK融合阳性实体瘤
18	替戈拉生片	罗欣药业	proton pump	反流性食管炎
19	倍氯福格吸入气雾剂	凯西制药	glucocorticoid; mAChR; β2-adrenergic receptor	慢性阻塞性肺病
20	来特莫韦注射液	默沙东	terminase	CMV感染; 造血干细胞移植
21	碳酸氢钠血滤置换液	Baxter	not available	血液透析; 高钾血症; 肾衰竭
22	维立西呱片	默沙东; 拜耳	sGC	慢性心力衰竭
23	注射用戈沙妥珠单抗	云顶新耀	TROP2	三阴性乳腺癌
24	注射用硫酸艾沙康唑	辉瑞	fungal CYP51A1	毛霉病; 侵袭性曲霉病
25	非奈利酮片	拜耳	MR	糖尿病肾病
26	卡度尼利单抗注射液	康方生物	CTLA4; PD1	宫颈癌
27	瑞维鲁胺片	恒瑞医药	AR	激素敏感性前列腺癌
28	注射用盐酸曲拉西利	先声药业; G1	CDK4; CDK6	小细胞肺癌; 化疗引起的骨髓抑制
29	普特利单抗注射液	乐普生物	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
30	恩曲替尼胶囊	罗氏; 澳大利亚梅恩制药	Trk; ROS1; ALK	NTRK融合阳性实体瘤
31	瑞帕妥单抗注射液	神州细胞	CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤
32	奥马珠单抗注射液	诺华	IgE	过敏性哮喘
33	多格列艾汀片	迪赛诺; 华领医药	glucokinase	II型糖尿病
34	塞普替尼胶囊	礼来	RET	髓样甲状腺癌; 非小细胞肺癌
35	莫格利珠单抗注射液	东洋纺绩; 协和发酵麒麟	CCR4	蕈样肉芽肿
36	多替拉韦利匹韦林片	葛兰素史克	HIV-1 RT; HIV-1 integrase	HIV感染
37	盐酸托鲁地文拉法辛缓释片	绿叶制药	NET; SERT; DAT	抑郁症
38	林普利塞片	璎黎药业/ 恒瑞医药	PI3Kδ	滤泡性淋巴瘤
39	对甲苯磺酰胺注射液	普罗生化	not available	非小细胞肺癌
40	羧基麦芽糖铁注射液	Vifor Pharma; 泰格医药	Fe	缺铁性贫血
41	那昔妥单抗注射液	赛生; 赛默飞世尔科技	GD2	神经母细胞瘤

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，CDE，NMPA，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

已提交NDA、预计2023年获批上市的新药或新适应症

企业	药物	靶点	已提交NDA的新药或新适应症	预计获批时间
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗+阿帕替尼		一线晚期肝癌（NDA）	2023
	SHR1316	PD-L1	一线广泛期小细胞肺癌（NDA）	2023H1
	SHR8008	CYP51	复发性外阴阴道假丝酵母菌病（NDA）	2023H1
	SHR8554	MOR	腹部手术后镇痛（NDA）	2023Q4
	瑞格列汀	DPP4	2型糖尿病（NDA）	2023
	吡咯替尼	HER1/HER2/HER4	一线乳腺癌（sNDA）	2023H1
	普那布林	GEF-H1	成年非髓性恶性肿瘤患者化疗导致的中性粒细胞减少症（NDA）	2023
百济神州	泽布替尼	BTK	CLL/SLL（sNDA），1L华氏巨球蛋白血症（sNDA）	2023
	替雷利珠单抗	PD-1	1L食管鳞癌（sBLA）、1L胃或胃食管结合部腺癌（sBLA）	2023
信达生物	信迪利单抗	PD-1	EGFR TKI耐药非小细胞肺癌（sNDA）	2023H1
	IBI-326	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤（NDA）	2023
诺诚健华	奥布替尼	BTK	WM（sNDA）、MZL（sNDA）	2023H1
海思科	HSK16149	α2δ配体	糖尿病、带状疱疹神经痛（NDA）	23Q4/24Q1
贝达药业	贝福替尼	EGFR TKI	一线&二线EGFR突变NSCLC（NDA）	2023H1
	伏罗尼布	VEGFR/PDGFR	既往接受过TKI治疗失败的晚期肾细胞癌（NDA）	2023Q1
科济药业	CT053	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤（NDA）	2023
信立泰	恩那司他	HIF-PH	慢性肾病贫血（NDA）	2023H1
科伦药业	KLA167	PD-L1	鼻咽癌（NDA）	2023H1
京新药业	地达西尼	GABAA	失眠（NDA）	2023Q2
泽璟制药	杰克替尼	JAK1/2/3	骨髓纤维化（NDA）	2023Q4
	外用重组人凝血酶	Thrombin	止血（NDA）	2023
云顶新耀	Eravacycline	-	复杂性腹腔内感染（NDA）	2023
	Nefecon	-	Iga肾病（NDA）	2023
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1	1L小细胞肺癌（sNDA）、1L食管鳞状细胞癌（sNDA）	2023
艾迪药业	ACC008	HIV-1 RT	艾滋病感染初治患者（NDA）	22Q4/23Q1

数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症(1)

企业	药物	靶点	2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症
恒瑞医药	SHR4640	URAT1	通风（III）
	法米替尼	VEGFR/c-Kit/PDGFR	胃肠道间质瘤、非小细胞肺癌、结直肠癌（III）
	SHR0302	JAK1	类风湿性关节炎、溃疡性结肠炎、特应性皮炎、银屑病等（III）
	SHR1314	IL-17A	斑块状银屑病（III）
	SHR1209	PCSK9	高胆固醇血症等（III）
	SHR8058	环孢素A	睑板腺功能障碍相关干眼病（III）
	SHR8028	44868	干眼病（III）
	SHRA1811	HER2 ADC	HER2阳性乳腺癌（III）
	SHR1701	PDL1/TGFβ	非小细胞肺癌等（III）
信达生物	IBI-376	PI3Kδ	滤泡性淋巴瘤（III）
	IBI310	CTLA-4	二线宫颈癌（III）
诺诚健华	奥布替尼	BTK	1L CLL/SLL（III）、1L MCL（III）、1L DLBCL-MCD（III）、SLE（III）
	ICP-B04	CD19	血液瘤/实体瘤（III）
康方生物	AK104	PD-1/CTLA-4	一线宫颈癌（III）、一线胃癌（III）
	AK112	PD-1/VEGF	EGFR-TKI治疗失败的非小细胞肺癌（III）、一线PD-L1阳性非小细胞肺癌
康宁杰瑞	KN046	PD-L1/CTLA-4	一线鳞状NSCLC（III）、胸腺癌（III）、PD-L1经治NSCLC（III）、一线胰腺癌（III）、肝癌（III）
	KN026	HER2/HER2	≥2LHER2+乳腺癌（关键II期）、≥2LHER2+胃癌（III）
海思科	HSK7653	DPP4	2型糖尿病（pre-NDA）
	HSK21542	kappa受体	术后镇痛（III）
科济药业	CT041	CLDN18.2 CAR-T	胃及胃食管交界癌（II/III）
君实生物	VV116	RdRp	新冠（III）
	JS109	PARP	卵巢癌（III）
	JS002	PCSK9	高胆固醇血症（III）
泽璟制药	杰克替尼	JAK1/2/3	重症斑秃（III）、中重度特应性皮炎（III）
海创药业	HC1119	AR	前列腺癌（III）

数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症(2)

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

数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症(3)

企业	药物	靶点	2023年处于关键/注册临床的新药或新适应症
云顶新耀	Etrasimod	-	溃疡性结肠炎（Ⅲ）
	Ralinepag	-	肺动脉高压（Ⅲ）
	Taniborbactam	-	复杂性泌尿道感染（Ⅲ）
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1	胃癌新辅助/辅助（Ⅲ）、1L非鳞状非小细胞肺癌（Ⅲ）
加科思	JAB-21822	KRAS G12C	非小细胞肺癌（Ⅲ）
基石药业	普拉替尼	RET	一线非小细胞肺癌（Ⅲ）
	艾伏尼布	IDH1	一线急性髓系白血病（Ⅲ）
	舒格利单抗	PD-L1	一线胃癌（Ⅲ）、一线食管癌（Ⅲ）、结外NK/T细胞淋巴瘤（Ⅲ）
	CS1003	PD-1	一线肝细胞癌（Ⅲ）
	洛拉替尼	ROS1/ALK	非小细胞肺癌（Ⅲ）
创胜集团	TST001	Claudin18.2	一线胃癌或胃食管结合部癌（Ⅰb/Ⅱ）、晚期胃癌（Ⅰb/Ⅱ）、晚期胰腺癌（Ⅰb/Ⅱ）
圣诺医药	STP705	TGF-β1/COX-2	面部原位鳞状细胞皮肤癌（Ⅱ）、皮肤基底细胞癌（Ⅱ）
乐普生物	HX008	PD-1	二线或以上黑色素瘤（Ⅱ）、二线或以上MSI-H/dMMR （微卫星高度不稳定/错配修复缺陷） 实体瘤（Ⅱ）、二线晚期G/GEJ癌（Ⅱ）
	MRG002	HER2 ADC	乳腺癌（Ⅲ）、HER2过度表达二线或以上G/GEJ癌（Ⅲ）
	CG0070 溶瘤病毒	-	BCG无应答 （卡介苗无应答） NMIBC（非肌层浸润性膀胱癌）（Ⅲ）
德琪医药	塞利尼索	XPO1	复发/难治性多发性骨髓瘤（Ⅲ）、复发/难治性弥漫性大B细胞淋巴瘤（Ⅲ）、子宫内膜癌的维持治疗（Ⅲ）、晚期脂肪肉瘤（Ⅲ）、骨髓纤维化（注册性Ⅱ）
首药控股	SY707	ALK/FAK/IGF1R	一线初治ALK阳性NSCLC（Ⅲ）
传奇生物	LCAR-B38M	BCMA CAR-T	复发难治性多发性骨髓瘤（关键II）
苑东生物	优格列汀片	DPP4	2型糖尿病（Ⅲ）
亚虹医药	APL1202	MetAP2	非肌层浸润性膀胱癌（Ⅲ）
和铂医药	巴托利单抗	FcRn	重症肌无力（Ⅲ）

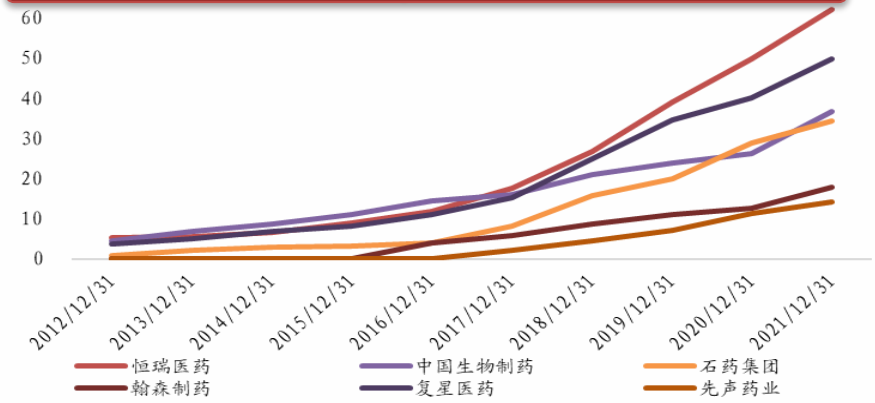
数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

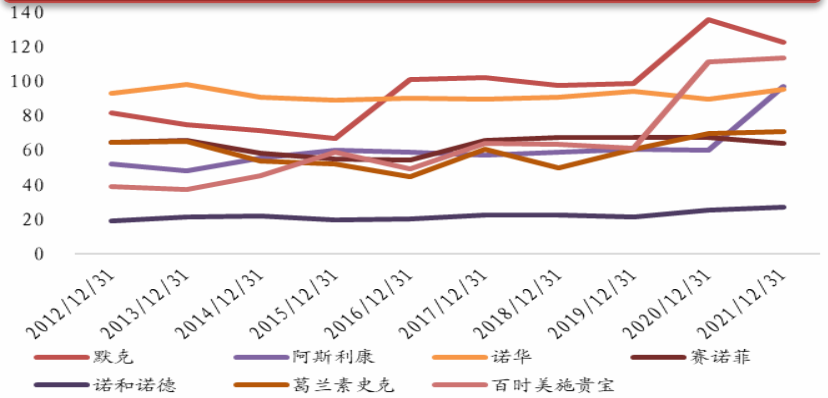
核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

- **国内biopharma营收增速持续提升，庞大国内市场提供坚实基础。**MNC中国营收增速下滑，尽管受疫情影响，国内biopharma营收增速呈增长趋势。
- **国内biopharma研发投入持续快速增长，研发费用率逐年提高接近部分MNC水平。**

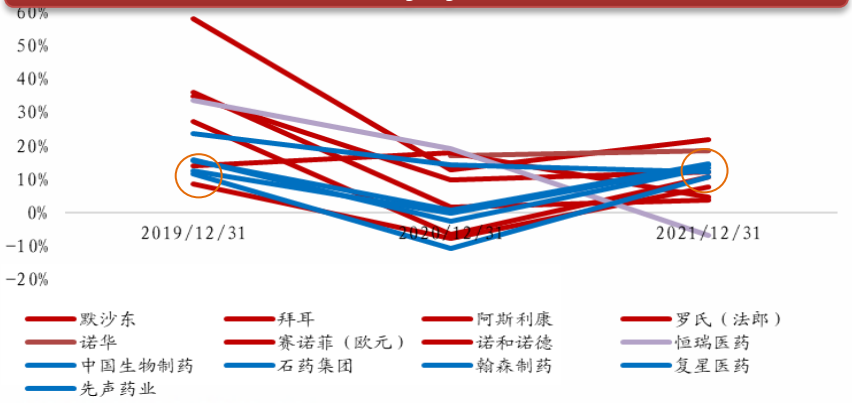
2012-2021年国内biopharma研发投入（亿元）



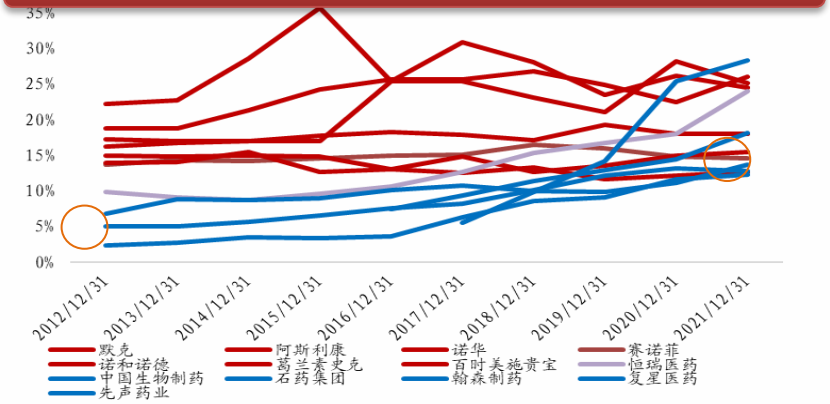
2012-2021年MNC研发投入（亿美元）



2019-2021年国内营收yoy：内资增长，外资下滑



2012-2021年研发费用率：内资逐年提高，外资平缓



www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

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

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

数据来源：CDE，医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

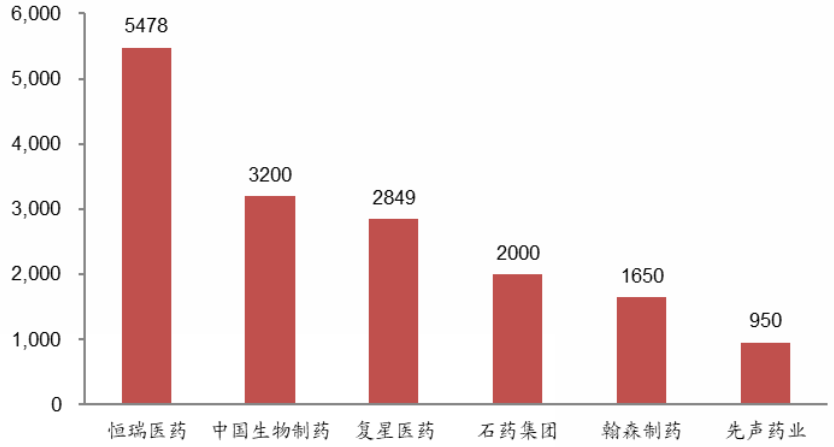
核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，创新提质如火如荼

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

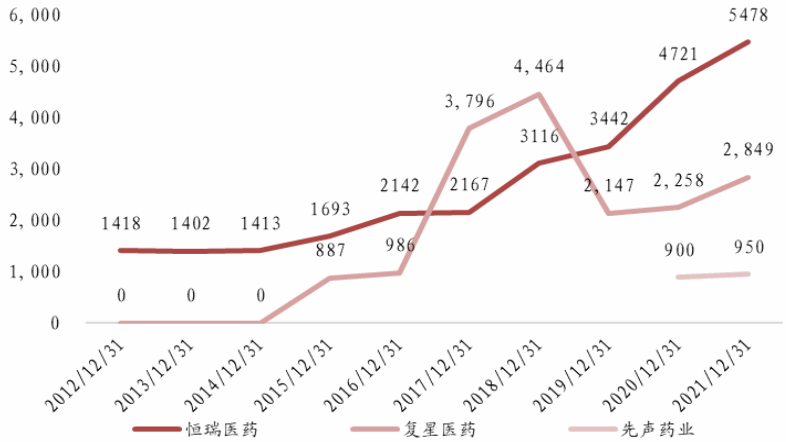
MNC在华研发人员数量及研发组织架构调整

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

2021年中国biopharma研发人员数量



恒瑞医药和复星医药研发人员数量变化趋势



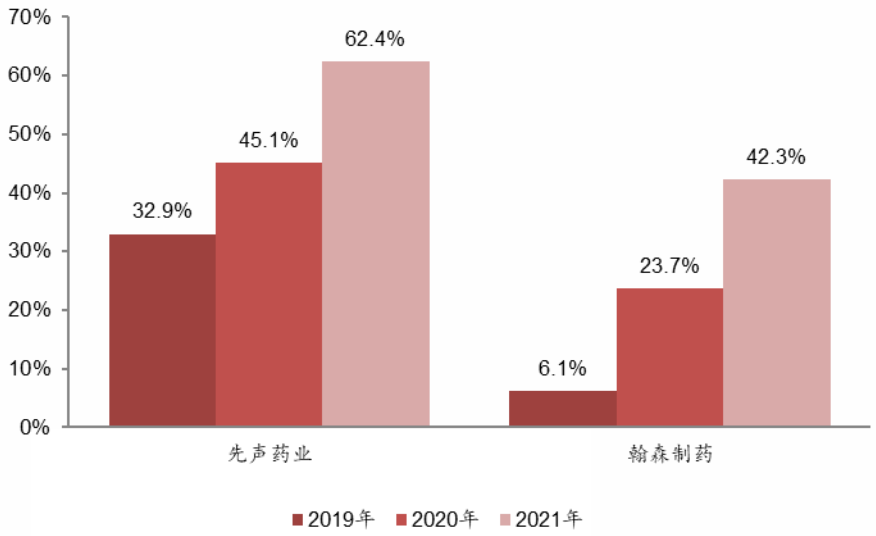
数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

- **企业创新转型初具成效，创新药占比持续提升。**随着创新药的相继落地，企业正加速创新药商业化进程。（1）Biopharma企业创新药占比正不断提升。2021年，翰森制药创新药销售收入约42.2亿元，占集团收入由18%上升至42.3%。中国生物制药创新药收入63.5亿元，占总收入比约24%，4年复合增长率约34.8%。（2）Biotech企业正依托Big Pharma或Biopharma加速探索商业化进程，如康方生物携手正大天晴，康宁杰瑞与先声制药展开合作。随着合作的逐步深入，Biotech商业化进程步入深水区。

2019-2021年创新药收入占比



Biotech商业化模式

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

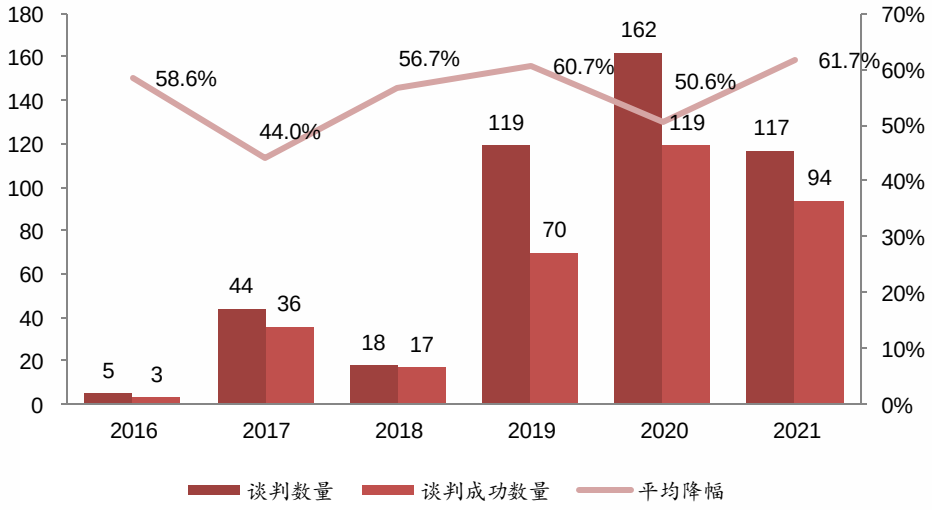
数据来源：IQVIA，PDB，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

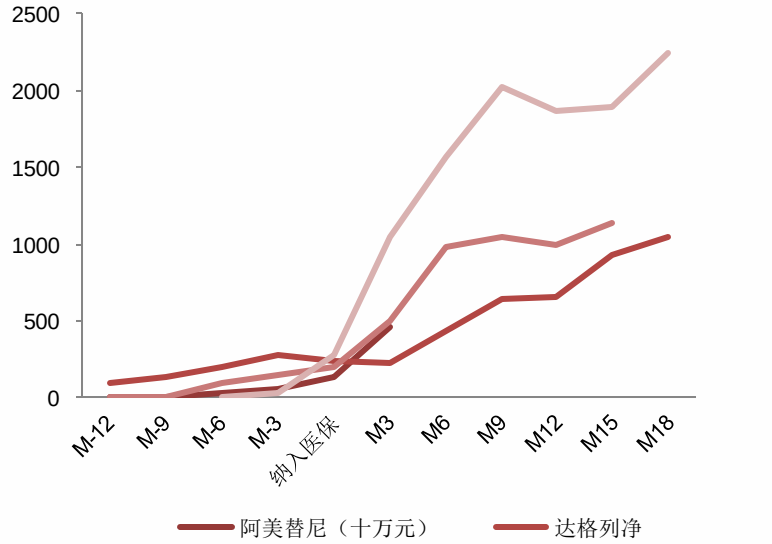
核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

- **医保谈判步入深水区，以量换价逻辑凸显。**我国一共进行了6轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药品，平均降幅基本都在40-60%之间，绝大多数创新药进入医保之后实现了以量换价，销售额大幅增长。2021年共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个（目录外67种，目录内27种），总体成功率80.34%。连续三年近百个品种纳入医保标志着国家对于创新药的谈判力度逐步提升，进一步推动了创新药品的放量。
- **2022年医保谈判进行时，首次公布“简易续约”降幅规则。**本次490个申报药品中344个通过初步审查，与2021年（474个药品271个通过）相比，申报和通过初步形式审查的药品数量都有一定增加，且向罕见病患者、儿童等特殊人群适当倾斜。

医保谈判发展历程



进入医保前后销售额变化情况



数据来源：IQVIA，PDB，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

□ 医保谈判首次公布《谈判药品续约规则》规则二的“简易续约”降幅规则

（一）不调整支付范围的药品

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

$$\text{比值 A} = \frac{\text{医保基金实际支出}}{\text{医保基金预算影响 预估值}}$$

不调整支付范围的药品		
	比值 A≤110%	支付标准均不作调整
	110%<比值 A≤140%	支付标准下调5个百分点
	140%<比值 A≤170%	支付标准下调10个百分点
	170%<比值 A≤200%	支付标准下调15个百分点

（二）调整支付范围的药品

第一步：先按本规则（一）计算原医保支付范围的降幅，形成初步支付标准。

第二步：根据比值 B，在初步支付标准的基础上按以下规则调整，形成最终支付标准

$$\text{比值 B} = \frac{\text{新增医保支付范围的预算增加值}}{\text{两年前预估值和前两年实际支出值中的高者}}$$

调整支付范围的药品		
	比值 B≤10%	支付标准均不作调整
	10%<比值 B≤40%	支付标准下调5个百分点
	40%<比值 B≤70%	支付标准下调10个百分点
	70%<比值 B≤100%	支付标准下调15个百分点

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

数据来源：医保局，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

2021年纳入医保的1类新药

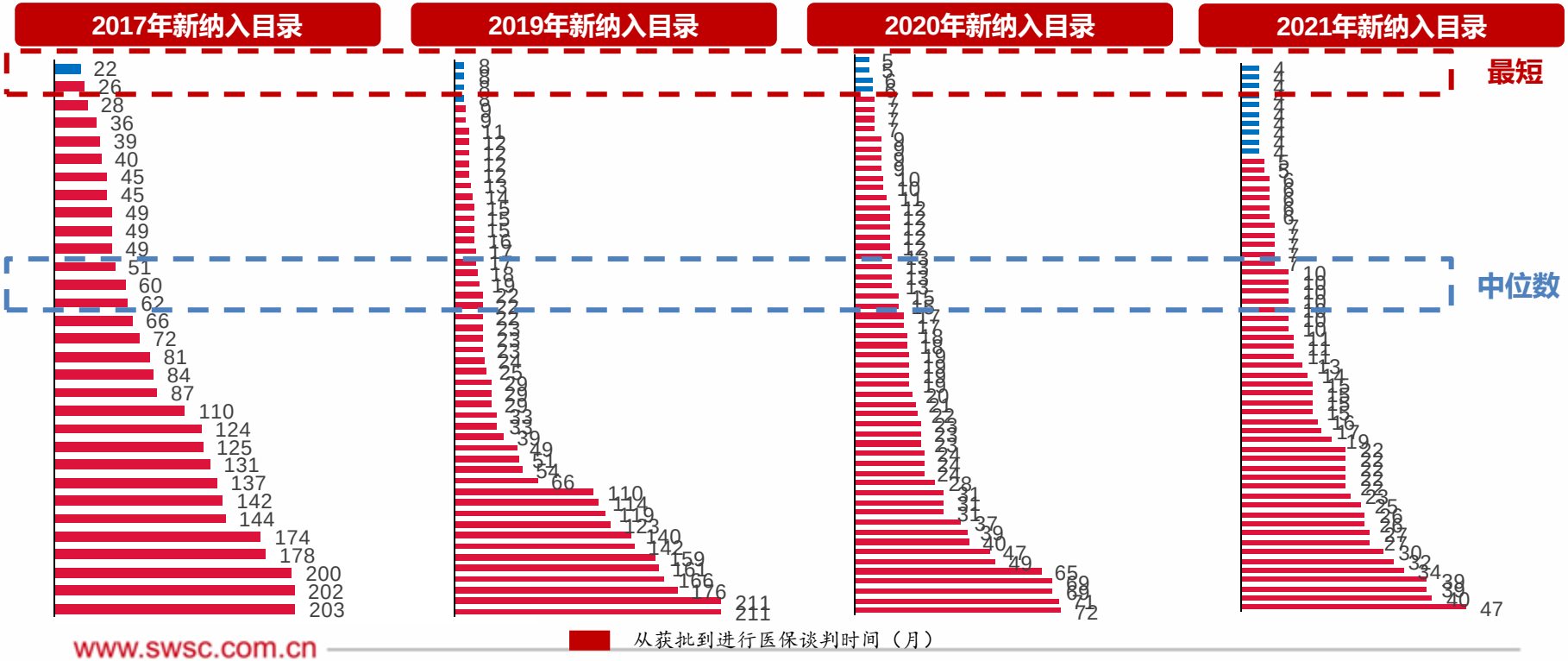
	序号	药物	商品名	靶点	适应症	上市时间	纳入医保	21年销售额（元）	合作方
恒瑞医药	1	甲苯磺酸瑞马唑仑	瑞倍宁	GABAa	手术镇静	2019年	2021年	约1亿	自主研发
	2	氟唑帕利	艾瑞颐	PARP	OC	2020年	2021年	约1亿	自主研发
	3	海曲泊帕乙醇胺	恒曲	TPO-R	血小板减少症、贫血	2021年	2021年	约2亿	自主研发
荣昌生物	1	泰它西普	泰爱	BLyS/APRIL	系统性红斑狼疮	2021年	2021年	4730万	自主研发
	2	维迪西妥单抗	爱地希	HER2 ADC	胃癌、尿路上皮癌	2021年	2021年	8400万	自主研发
诺诚健华	1	奥布替尼	宜诺凯	BTK	CLL/SLL、MCL	2021年	2021年	2.4亿	自主研发
百济神州	1	帕米帕利胶囊	百汇泽	PARP	三线胚系 BRCA 突变 OC	2021年	2021年	-	自主研发
翰森制药	1	艾米替诺福韦	恒沐	核苷酸类抗病毒	乙肝	2021年	2021年	约2亿	自主研发
诺诚健华	1	奥布替尼	宜诺凯	BTK	CLL/SLL、MCL	2021年	2021年	2.4亿	自主研发
泽璟制药	1	多纳非尼	泽普生	BRAF、VEGFR、PDGFR	一线治疗肝细胞癌	2021年	2021年	1.6亿	自主研发
艾力斯	1	伏美替尼	艾弗沙	EGFR-TKI	二线NSCLC	2021年	2021年	2.36亿	自主研发
贝达药业	1	恩沙替尼	贝美纳	HGFR、c-Met、ROS1、ALK	一线、二线ALK阳性局部晚期或转移性NSCLC	2020年	2021年		自主研发
人福药业	1	苯磺酸瑞马唑仑	锐马	GABAA	结肠镜检查镇静 全身麻醉诱导与维持	2020.7	2021年	约3000万	自主研发
海思科	1	环泊酚	思舒宁	GABAA	消化道内镜诊断和治疗镇静；全麻诱导；纤维支气管镜诊疗的镇静和麻醉；非插管手术/操作中的镇静	2020.12	2021年	约6000万	自主研发
海正药业	1	海博麦布	赛斯美	NPC1L1	高胆固醇血症	2021.6	2021年	-	自主研发
浙江医药	1	苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液	太捷信	-	社区获得性肺炎	2021.6	2021年	-	台湾太景

数据来源：IQVIA，PDB，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

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



数据来源：BCG分析，医药经济报，西南证券整理
**注：只对西药进行了统计；医保目录谈判时间指政府决定是否将药品纳入国家医保目录谈判中，时间点分别为2021年10月、2020年12月、2019年8月、2018年8月和2017年2月。*

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

- **DRG/DIP**：中国于2017年推出DRG，国家医保局选择部分地区开展；2018年为探索建立DRGs体系，国家医保局选取30个城市进行试点工作，并分别于2019年/2020年/2021年完成从“顶层设计”到“实际运行”的工作部署。截止2021年，全国30个DRG付费试点城市已全部进入实际付费阶段，DRG将逐步推进。
- **创新药械豁免DRG，单独支付。**2022年7月，北京为进一步完善疾CHS-DRG付费工作，在发挥CHS-DRG引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。发布了《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知》，研究决定对创新药、创新医疗器械、创新医疗服务项目试行不按DRG方式支付，单独据实支付。同时满足以下条件的药品可由企业向北京市医保中心申报：
  ① 三年内（指含申报年及之前的两个自然年，下同）经药监部门批准上市的新通用名药品；三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品；三年内新纳入国家医保药品目录的药品。
  ② 取得国家医疗保障局医保药品分类与代码。
  ③ 符合相关价格政策规定。
  ④ 临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升。
  ⑤ 对DRG病组支付标准有较大影响。
  ⑥ 全市累计基本医疗保险参保人员病例达到50例以上，罕见病不受例数限制。

DRG/DIP支付方式进展

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

数据来源：医保局，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑二：国产新药商业化放量与日俱增，国谈以量换价逻辑凸显

- **第七批集采平均降幅48%为历次最低，首次引入备供机制。**第七批集采平均降幅48%为历次最低，且充分考虑企业实际产能，首次引入备供机制，每个省份将有一个主供企业和一个备供企业，确保临床使用稳定。

前七批带量采购回顾

带量采购批次	范围	时间	中选规则	采购量分配（占首年采购量的比例）	中选品种	平均降幅	最高降幅	中标企业	采购前市场规模	节省医保资金
1	4+7	2018	最低价中标，独家中标	1家企业中标，采购周期1年	25	52%	96%	15家	80亿	30亿
扩围	全国	2019	不高于4+7中标价，中标不超过3家	1家50%，2家60%， 3家70%	25	59%	95%	45家	370亿	110亿
2	全国	2019	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%， 3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	32	53%	93%	77家	530亿	150亿
3	全国	2020	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%， 3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	55	53%	95%	125家	540亿	275亿
4	全国	2021	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%， 3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	45	52%	96%	118家	550亿	124亿
5	全国	2021	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%， 3家70%，≥4家80%（特殊品种除外）	61	56%	99%	148家	866亿	360亿
6	全国	2021	入围产品申报价≤同采购组最低申报价 1.3倍；申报价降幅≥40%最高有效申报价	基础量：A_1 100%、A_2 90%、A_3 85%、B 80%、C 50% 调出分配量：C 30%、D 80% 获得分配量：C调出量分配给A，D 分配给A和B（上限产能150%）	16	48%	74%	11家	170亿	90亿
7	全国	2022	最低报价的1.8倍、降幅超过50%、或者单位可比价不超过0.1元	1家50%，2家60%，3家70%，4家80%（特殊品种除外）	60	48%	98%	217家	680亿元	185亿

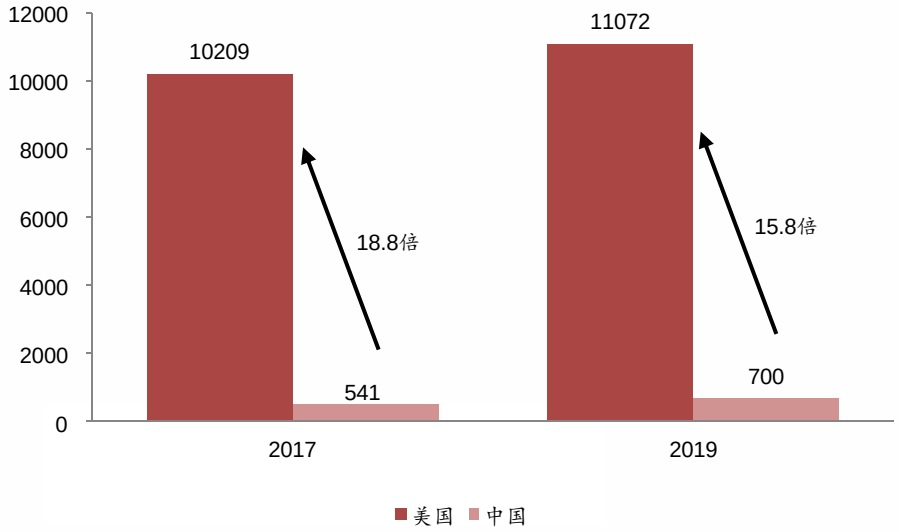
数据来源：上海市医药阳光采购网，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

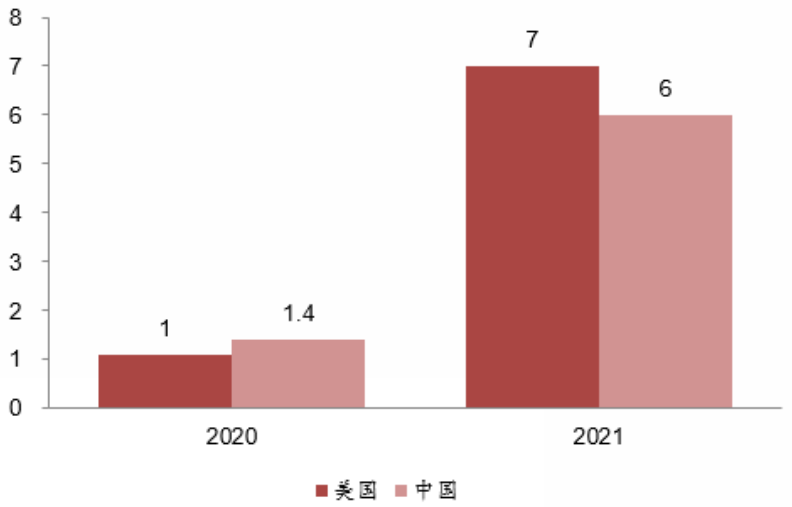
核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

- 受带量采购、医保谈判、研发同质化等影响，国内创新药竞争格局逐步内卷。远眺太平洋彼岸，美国医疗支出四倍于中国，人均医疗支出十五倍于中国，高定价和高渗透率有望将创新药价值十倍放大，市场空间极具吸引力。近年来，4款药物的成功出海和超百款药物的成功License out标志着国产创新药出海征途的开启。随着泽布替尼2021年在海外市场商业化的成功，我们认为，**创新药出海蓄势待发，广阔天地大有作为。**
- **首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。**2021年，泽布替尼在美国市场实现7亿元销售额，国内市场实现6亿元销售额，美国市场销售额超越国内市场，**充分验证了全球市场的广阔潜力。**

中美人均医疗费用支出（美元）



2020年-2021年泽布替尼中美销售额（亿元）



数据来源：IQVIA，PDB，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

- **License out大手笔频现，不断刷新交易金额，国产创新药的国际竞争力与日俱增。**随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，共17个License out项目总交易金额超5亿美元，其中4项超20亿美元的项目值得特别关注，分别是康方生物的依沃西单抗（50亿）、百济神州的欧司珀利单抗（28.95亿）和替雷利珠单抗（22亿）、荣昌生物的纬迪西妥单抗（26亿），国产新药License out交易金额屡创新高，反映了我国药企研发能力和国际视野的不断提高。

License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额（百万美元）	首付款（百万美元）
1	2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗	PD-1/VEGF	5000USD	500USD
2	2021.12	百济神州	Novartis	欧司珀利单抗	TIGIT	2895USD	300USD
3	2021.8	荣昌生物	Seagen	纬迪西妥单抗	HER2 ADC	2600USD	200USD
4	2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	2200USD	650USD
5	2022.5	科伦药业	Merck	生物大分子肿瘤项目A	TROP2	1410USD	47USD
6	2020.10	基石药业	EQRX	舒格利单抗；CS1003	PD-L1；PD-1	1300USD	150USD
7	2022.7	石药集团	Elevation	SYSA1801(ADC)	Claudin18.2	1195USD	27USD
8	2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	1100USD	150USD
9	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	1025USD	200USD
10	2021.7	诺诚健华	Biogen	奥布替尼	BTK	937USD	125USD
11	2022.7	科伦药业	MSD	早期ADC新药	-	936USD	35USD
12	2020.6	加科思	AbbVie	JAB-3068；JAB-3312	SHP-2	855USD	45USD
13	2021.6	艾力斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	EGFR	805USD	40USD
14	2020.11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	EGFR/4-1BB	768USD	5USD
15	2019.9	复宏汉霖	Kalbe Genexine	斯鲁利单抗	PD-1	682USD	10USD
16	2021.8	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	Claudin18.2	640USD	7.5USD
17	2022.9	先声药业	Almirall	SIM0278	IL-2	507USD	15USD

数据来源：公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

- **自主出海：尽管创新药自主出海是创新药企业的一大看点，但从近年企业出海的情况看，国产医药企业出海之路并不顺利**，康柏西普、信迪利单抗、索凡替尼等接连受阻。
- 从受阻原因出发，信迪利单抗、普那布林和索凡替尼均缺少代表美国患者人群的国际多中心临床试验数据；特瑞普利单抗和艾贝格司亭α注射液主要由于新冠疫情导致现场核查受阻；康柏西普的海外试验受疫情影响，大量患者脱落，且一半以上的受试者疗效不及预期。
- **启示**：1）兼具疗效和安全性的差异化产品；

  2）研究和申报程序要全面符合美国药品监管的体系要求，即包含美国患者的临床数据和国际多中心临床试验；

  3）不能为了出海而出海，核心在于解决“未满足的临床需求”；

  4）潜在因素的影响，如新冠疫情导致的现场核查受阻。

国产创新药出海受阻案例

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

数据来源：IQVIA，PDB，西南证券整理

创新药及制剂：跬步千里，王者归来

核心逻辑三：出海渐入佳境，广阔天地大有作为

◆ **聚焦“优异的临床数据驱动”以及“潜在的商业化前景驱动”，把握创新药出海的投资窗口。**从临床数据角度，关注临床数据优异的Ⅲ期品种以及具有丰富出海管线的企业;从商业化前景角度，关注已上市品种的商业化进展以及NDA品种的商业化预期。

出海重点品种时间一览

百济神州	2023年	替雷利珠单抗 食管鳞状细胞癌（PDUFA）	帕米帕利 铂敏感复发性胃癌维持治疗（提交NDA）		
		1月 泽布替尼 cLL/sLL（PDUFA）			
恒瑞医药	2023年	Q1-Q2“双艾方案” 晚期肝细胞癌（提交NDA）			
		卡瑞利珠单抗+法米替尼 一线NSCLC（提交NDA）			
亿帆医药	2023年	F-627 嗜中性粒细胞减少症（PDUFA）	和黄医药	2023年	呋喹替尼 结直肠癌（提交NDA）
海思科	2023年	环泊酚 全麻诱导（提交NDA）	科济药业	2023年	CT053 多发性骨髓瘤（提交NDA）
康方生物	2022年	派安普利单抗 鼻咽癌（PDUFA）	迪哲医药	2023年	舒沃替尼 EGFR exon20ins NSCLC（提交NDA）
					戈利昔替尼 复发外周T细胞淋巴瘤（提交NDA）
复宏汉霖	2023年	斯鲁利单抗 广泛期小细胞肺癌（提交NDA）	君实生物	2023年	特瑞普利单抗 鼻咽癌（PDUFA）
贝达药业	2023年	恩沙替尼 ALK阳性NSCLC（提交NDA）	绿叶制药	2023年	LY03004、LY03005 (PDUFA)
开拓药业	2023年	普克鲁胺 轻中症新冠肺炎（提交NDA）			

数据来源：公司公告，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来

2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

2.4 中药：重点关注中药消费品等

2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会

2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期

2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

- **两个复盘一个总结：政策和疫情是影响板块的主要变量。**从2000年以来复盘看，器械产业经历“国产歧视”-“自主创新”-“进口替代”-“控费常态“等几个阶段，从2022年复盘看，疫情、集采政策、贴息贷款是影响器械板块最大的变量，全年IVD和设备指数表现较好，从业绩总结看，剔除新冠个股，2022年前三季度器械板块因疫情压制常规需求导致业绩承压，其中影像、内镜、眼科等细分赛道业绩表现较好。
- **柳暗花明，展望2023年器械板块有望迎来结构性机会。**展望2023年，从控费政策看，DRG给国产器械公司带来的机遇大于挑战，随着越来越多集采有兜底保障且降价可控，控费的政策底逐渐出现，叠加疫后复苏，门诊量、手术量有望恢复增长。此外，十四五规划的“供应链自主可控”大方向亦有坚实基础，医疗补短板、新建医院等新基建在贴息贷款、专项债资金保障下开启兑现年度。最后，在疫情背景下，国产器械的性价比得到全球认可，有望开启出海浪潮。因此，预计2023年医疗器械板块有望柳暗花明，迎来新的结构性机会。
- **相关标的**：关注四个投资方向：
  1. **供应链自主可控**：高端影像（联影医疗、迈瑞医疗、奕瑞科技）、手术机器人（微创机器人）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）、基因测序（华大智造）；
  2. **医疗新基建**：医疗净化（华康医疗）、自动发药机（健麾信息、艾隆科技）、手术室/ICU设备（迈瑞医疗、理邦仪器）、洗消设备（新华医疗）、影像（联影医疗、祥生医疗）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗）；
  3. **后集采时代下“两低赛道”及疫后复苏**：电生理（惠泰医疗、微电生理）、主动脉（心脉医疗）、外周（先瑞达）、神经介入（赛诺医疗、归创通桥）、人工晶体（爱博医疗）、TAVR（启明医疗）、化学发光（迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技）、骨科、肿瘤早筛。
  4. **出海**：低值耗材（振德医疗）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、福瑞股份、理邦仪器）、IVD（普门科技、新产业）、CGM（三诺生物）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、自主可控的高端设备。
- **风险提示**：降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

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

医疗器械板块复盘和背后的政策背景分析

2001年药品集中采购、医疗服务收入提升利好设备采购

- 2008 年 国办《关于促进自主创新成果产业化若干政策》，器械产业迎来鼓励自主创新的阶段
- 2009年国家投入四万亿拉动内需
- 2009年新医改开启，覆盖城乡的医保体系建立
- 2009年，卫生部发布系列文件指导各地做好健全基层医疗卫生服务体系建设工作
- 2011年《医疗器械科技产业“十二五”规划》出台
- 2012年《高值医用耗材集中采购工作规范》开始进行价格管控

- 2016年药监局发布《关于医疗器械优先审批程序的公告》
- 2016年国办发布《关于促进医药产业健康发展的指导意见》，提出国产医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品
- 2017年《深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新》
- 2020年初新冠疫情加大设备采购需求



2001 年加入 **WTO**，开启医疗器械出海

2002~2008年，一方面经济发展拉动器械需求，但行业发展仍有诸多限制：

- 居民消费能力有限；
- 医院资金匮乏，购买力有限；
- 国产和进口**不平等政策待遇**，包括1）税收政策不公平；2）招采不合理，国产歧视；3）信贷不对称；4）国内标准体系匮乏；5）收费双轨政策使得进口产品获得超国民待遇

2014 年集中出台了多项器械新政新规，包括《医疗器械生产日常监督现场检查工作指南》、《创新医疗器械特别审批程序》、《医疗器械监督管理条例》等，新医改背景下，供给端鼓励创新，推动良性发展成为新趋势。

- 2020年3月国办《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提到招采合一、量价挂钩，并于2020年低开始首次冠脉支架国采。
- 2021年《政府采购进口产品审核指导标准》（2021年版），鼓励进口替代
- 2022年9月卫健委出台财政贴息贷款保障医院设备采购资金
- 2022年12月6日，联防联控机制印发了《做好医疗资源准备工作方案》，加强ICU建设

数据来源：wind，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

年度复盘：2022年疫情、政策（集采、新基建）是影响器械板块最大的变量，全年IVD和设备表现较好

2022年器械指数复盘



数据来源：wind，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

业绩总结：2022年前三季度器械板块剔除疫情影响后内生承压，但单季度呈回暖态势

- **2022年前三季度板块总结：**器械板块（95家样本公司，含科创板）前三季度收入2008亿元（+28.1%），归母净利润660亿元（+35.2%），在高基数下依旧高增长，主要原因为新冠检测贡献增量。分季度看，因疫情影响和海外新冠检测需求下降，导致22Q2/Q3单季度收入和净利润有所承压。剔除新冠的影响，前三季度器械板块收入1227亿元（-1.5%），归母净利润265.6亿元（-22.7%），由于疫情压制常规需求导致板块承压，单季度常规业务逐季回暖的态势较为明显。

医疗器械板块2017-22Q1-3关键财务数据（累计）

（亿元）	17A	18A	19A	20A	21A	22Q1-3
营收	808	971	1,121	1,757	2,111	2,008
yoy	24.5%	20.1%	15.6%	56.7%	20.2%	28.1%
归母净利润	118	160	202	503	607	660
yoy	30%	35%	26%	149%	21%	35%
毛利率	50%	52%	54%	60%	58%	59%
净利率	15%	17%	18%	29%	29%	34%
销售费用率	16%	18%	18%	13%	13%	11%
管理费用率	13%	8%	7%	5%	6%	5%
研发费用率	1%	0%	0%	1%	0%	-2%
财务费用率	0%	9%	7%	6%	7%	6%
剔除疫情后营收	760	914	1,059	1,490	1,647	1,227
yoy	24.3%	20.2%	15.9%	40.7%	10.5%	-1.5%
剔除疫情后归母净利润	115	152	192	386	405	266
yoy	32%	32%	26%	101%	5%	-23%

医疗器械板块21Q1-22Q3关键财务数据（单季度）

（亿元）	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营收	542	552	474	543	891	591	526
yoy	105.0%	10.8%	-0.4%	5.3%	64.5%	7.2%	10.8%
归母净利润	183	178	127	119	351	168	141
yoy	231.7%	6.8%	-16.7%	-6.6%	91.3%	-5.5%	11.1%
毛利率	61%	61%	57%	55%	64%	55%	55%
净利率	34%	32%	27%	22%	39%	29%	27%
销售费用率	12%	12%	14%	15%	9%	12%	14%
管理费用率	5%	5%	6%	6%	4%	6%	7%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-4%
财务费用率	5%	6%	7%	9%	5%	7%	8%
剔除疫情后营收	430	429	386	401	404	418	405
yoy	81.8%	3.5%	-6.6%	-4.6%	-6.1%	-2.6%	4.7%
剔除疫情后归母净利润	131	123	90	61	83	95	87
yoy	182%	-2%	-28%	-30%	-36%	-23%	-2%

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

业绩总结：从2022年前三季度器械主要细分领域表现看，影像、眼科、内镜表现较好

① **IVD：IVD集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。化学发光**体量大、增速快，国产化率低，22Q2受国内疫情影响试剂增速放缓，Q3有所恢复。此前市场担心IVD带量采购，从目前看，一方面，江西生化集采征求意见稿相比骨科有缓和的迹象，另一方面，从安徽化学发光带量采购试点结果看，国产份额加速提升。此外，国产龙头还加速海外市场布局，有望在发展中国家复制国内进口替代的逻辑。在上述逻辑影响下，行业有望估值修复。

② **影像设备：技术突破和产品升级背景下，国产替代持续加速，龙头份额持续提升。**联影医疗前三季度收入58.6亿元（+25.6%），归母净利润9亿元（+16.6%），22Q3单季度收入16.9亿元（+6.7%），单季度归母净利润1.2亿元（+1.4%），三季度因疫情反复影响和上游采购成本上升导致有所承压，后续随着贴息贷款在医疗和教育端的落地，公司诊断、治疗及科学仪器均有望受益。此外超声产业链标的如迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗的超声业务，前三季度均实现较好增长。

③ **心血管器械：前三季度手术量仍受疫情影响有所承压，集采共识形成有望驱动板块估值修复。**

④ **骨科：前三季度业绩有所承压，随着脊柱国采落地，关注后续利空出尽机会。**脊柱全国集采落地，后续骨科赛道有望利空出尽迎来新的机会。9月27日，国家组织骨科脊柱类耗材集采公布了拟中选结果，本次集采共有171家企业参与，152家拟中选，中选率89%；平均降价84%，国产企业有望获得份额提升。当前骨科赛道集采政策已经完全落地，后续风险大幅降低，值得关注量增的机会。

⑤ **眼科：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械标杆赛道。**人工晶体国产化率有望不断提升，角膜塑形镜也有望为消费器械市场大单品，眼科器械龙头爱博医疗2022年前三季度收入4.4亿元（+35.8%），归母净利润2亿元（+41.8%），预计单三季度人工晶体有望恢复到20%以上增长，OK镜业务收入有望实现70%以上增长。

⑥ **内镜：行业稳健增长，国产替代正当时。**内镜产业链需求稳健增长，国产化率普遍较低（硬镜和软镜整机国产化率不足10%），未来国产龙头有望受益。22Q3开立医疗（软镜业务）、海泰新光、澳华内镜收入均实现高增长，后续有望保持高增长。

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

2022年器械控费政策更新：DRG的机遇大于挑战，有兜底的集采有望逐渐形成市场共识

DRG政策：对国产器械，机遇大于挑战

医保局《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》：分期分批加快推进，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于40%、30%、30%的统筹地区开展DRG/DIP支付方式改革并实际付费。

对医疗器械行业的影响：对国产来说，机遇>挑战

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

带量采购政策趋势：有兜底的集采有望逐渐形成市场共识

带量采购策略：联盟集采为核心

2022年更加重视省级联盟集采，价格联动广泛运用；一方面京津冀3+N联盟参与省份越来越多，另一方面联动的策略越来越多，如3+N冠脉药物球囊和起搏器联动20210908、3+N创伤带量联动20220209 、3+N冠脉扩张球囊联动20220215、陕西等9省联盟人工晶体联动20220127等。

带量采购品种：扩围

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

带量采购方案：兜底制

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

数据来源：医保局，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

2022年器械控费政策更新：三批国采+江西IVD+福建电生理、吻合器，有兜底的集采有望逐渐形成市场共识。

- **目前进行三批国采**，分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年9月脊柱，规则逐渐完善。
- **共识的形成**：根据2022年11月14日，江西《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购公告（第1号）》发布，方案的基本原理与骨科国采的方案类似：A组企业的兜底价为最高有效申报价的0.6倍，高于骨科的0.4倍。2022年10月福建亦发布电生理、腔镜吻合器等集采方案；中选规则的逻辑逐渐统一，包括最高有效申报价+兜底降价幅度，预计有兜底的方案或成为后续带量采购的共识，中选结果基本会向出厂价靠拢， 并凸显龙头优势，底线共识形成。

国家组织高值耗材带量采购方案比较

国采方案			
启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14	2022.9.27
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材
占上年度采购量比重	80%	90%	100%
中选规则	申报价从低到高入围前10名，有等量增补原则，在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价价格从低到高差额中选，有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制	根据采购需求、部件材料分为A、B组，根据竞价比价价格从低到高差额中选，有1.3倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制，有在有效申报价降幅60%即以规则三中选兜底机制
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	根据价格中选企业按采购需求量的一定比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据价格中选企业按采购需求量的一定比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业
平均降价幅度	93%	82%	84%
是否伴随费用	无	有	有
执行周期	2年	2年	3年
回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款

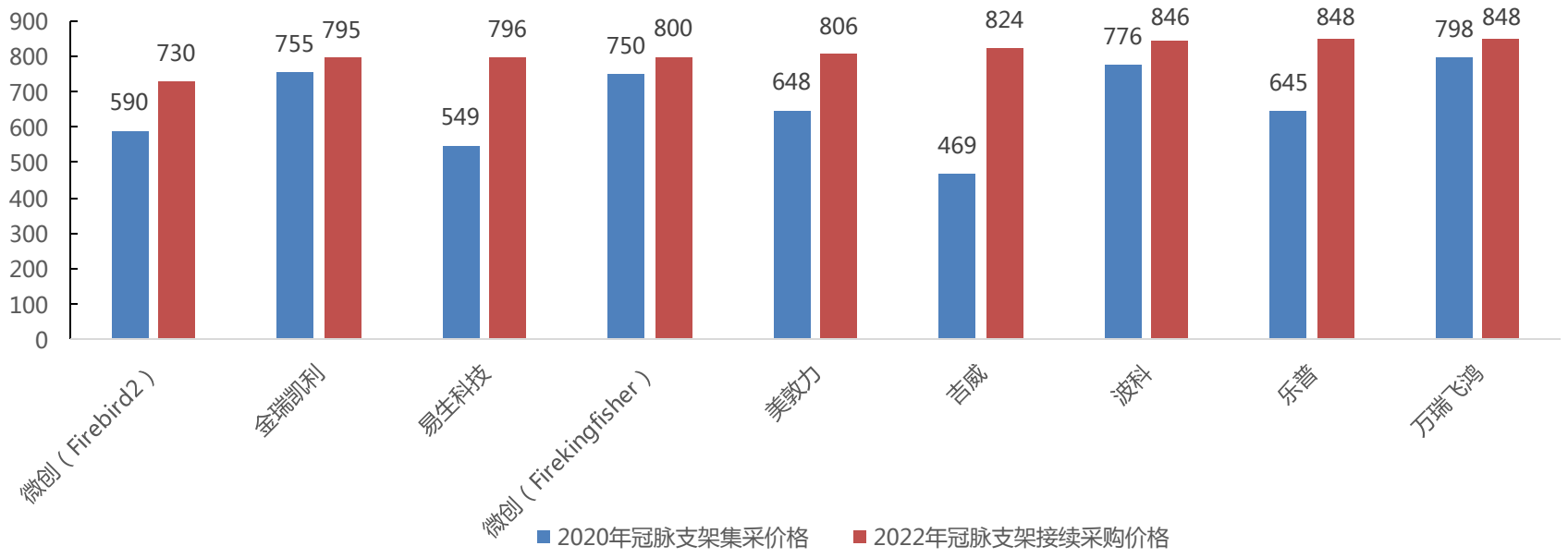
数据来源：药械采购中心，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

2022年器械控费政策更新：首个国采接续采购案例，平均价格有所提升

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

冠脉支架接续采购价格较2020年冠脉支架首次集采价格有所提升



数据来源：药械采购中心，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向一：中长期看好自主可控

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

《“十四五”医疗装备产业发展规划》关注供应链

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

专栏 1 产业基础攻关行动

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

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

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

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

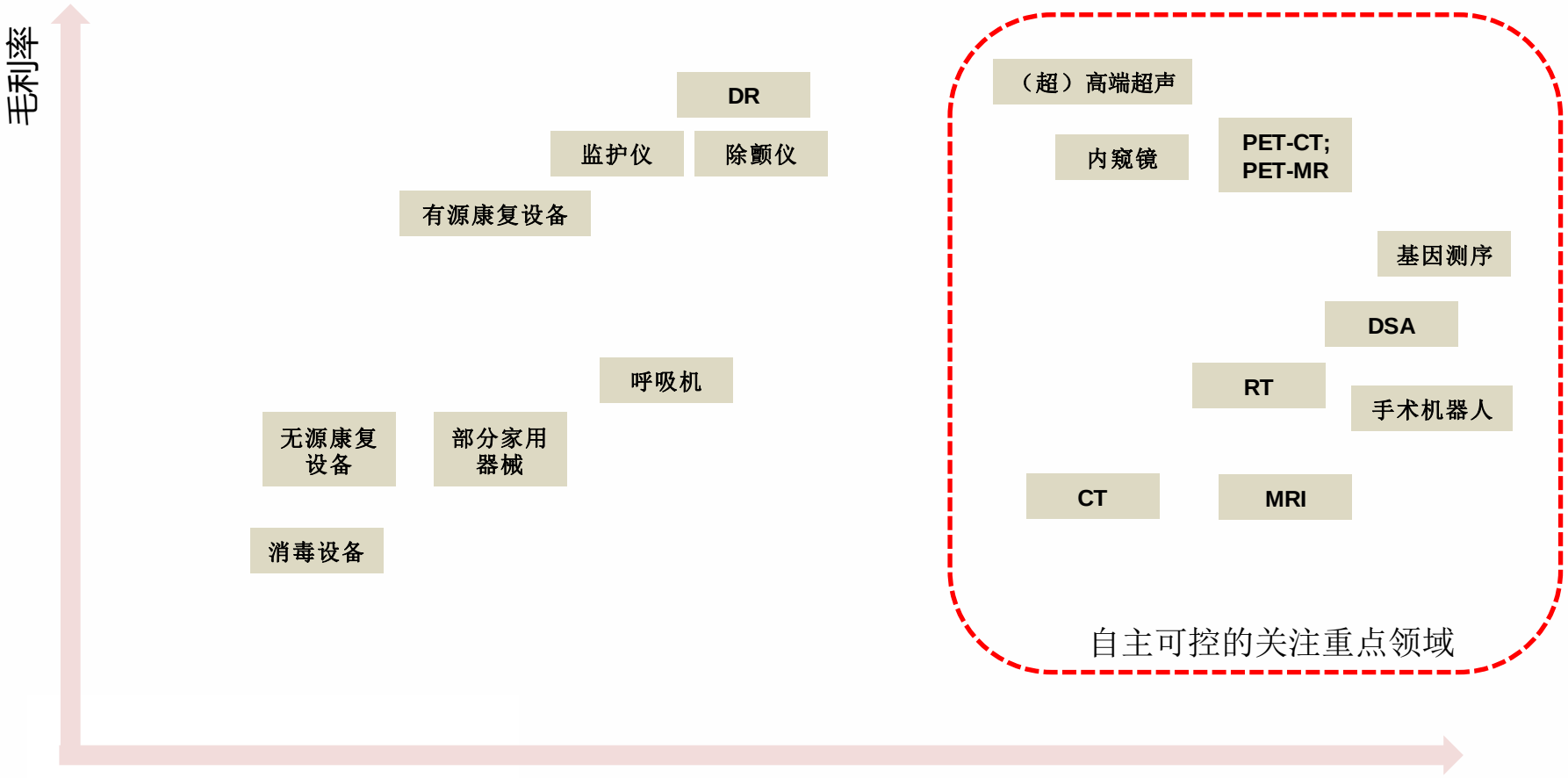
攻关基础工艺。改进优化先进基础材料、关键零部件以及整机产品制造工艺，强化质量安全管控，提升产品性能、可靠性、稳定性和批量生产能力。

数据来源：《“十四五”医疗装备产业发展规划》，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向一：中长期看好自主可控

国产医疗设备所处位置



数据来源：西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向一：中长期看好自主可控

影像设备的保有量、国产化率、关键参数和零部件

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

数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向二：医疗新基建背景下的设备有望在未来两年逐渐兑现

医疗新基建的几种形式

现有医院医疗资源增配

医疗补短板

- 抗疫主线
- 改善医疗主线

ICU补短板、CT补短板、监护仪、呼吸机补短板

医疗设备保有量提升、鼓励设备更新迭代

涉及大楼建设，需要考虑工程周期

医院改扩建

新医院建设

- 大楼规划设计
- 土建工程
- 装修装饰工程
- 机电安装工程
- 医疗专项工程
- 医疗设备

该部分占新建医院的专项资金超过70%，与医药公司相关性不大，但其进展值得关注，一旦工程收尾，即将进入医疗企业受益阶段。由于新建医院和改扩建普遍在2020年提速，故2023-2024年将进入医疗新基建设备受益的大年。

包括医疗净化、医用气体、污水处理、磁屏蔽、射线防护、轨道物流、自动发药

手术室/ICU专用设备、洗消设备、影像科设备、病理科、检验科设备等

涉及净化、自动发药机、生命信息与支持、洗消、影像、检验等诸多医疗领域，上市公司众多

2020-2022年医疗新基建主线

2023-2024年医疗新基建主线

数据来源：西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向二：医疗新基建背景下的设备有望在未来两年逐渐兑现

- **贴息贷款、ICU病床建设驱动医疗补短板。**2022年9月，国家卫健委发布《国家卫生健康委关于开展拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备需求调查工作的通知》，贷款总额1.7万亿，覆盖领域包括医院、高校等9大领域，如果平均分配，预计医院将获得2000亿左右的资金支持。目前各省份贷款发放积极，利好设备更新改造，预计2023年上半年有望逐渐落地。2022年11月17日，国务院联防联控机制提出定点医院ICU床位要达到床位总数的10%，针对具体执行，**12月6日，印发了《做好医疗资源准备工作方案》以迅速扩充重症医疗资源，由于方案给的截止日期基本是2022年12月30日之前，预计接下来ICU病床建设有望提速。**
- **专项债资金到位支撑医院改扩建和新医院建设：**据企业预警通的统计，2019年地方政府医疗专项预算仅为330亿元，而2020年该项金额增长至约2850亿元，2022年预计将进一步增长至约3250亿元，而2022年上半年的发行规模即超过3000亿元，这将为医院改扩建和新医院建设等新基建提供资金保障。
- **主要受益领域**：1）医疗净化（华康医疗）；2）自动发药机（健麾信息、艾隆科技）；3）手术室/ICU设备（迈瑞医疗、理邦仪器）；4）洗消设备（新华医疗）；5）影像（联影医疗、祥生医疗）；6）内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）；7）检验科（迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技）等。

医疗新基建的主要受益公司

新基建领域	上市公司
医疗净化	华康医疗
自动发药	健麾信息、艾隆科技
手术室/ICU设备	迈瑞医疗、理邦仪器
洗消设备	新华医疗
影像设备	联影医疗、迈瑞医疗、祥生医疗、万东医疗
内窥镜	开立医疗、澳华内镜、海泰新光、迈瑞医疗
检验科	迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技、

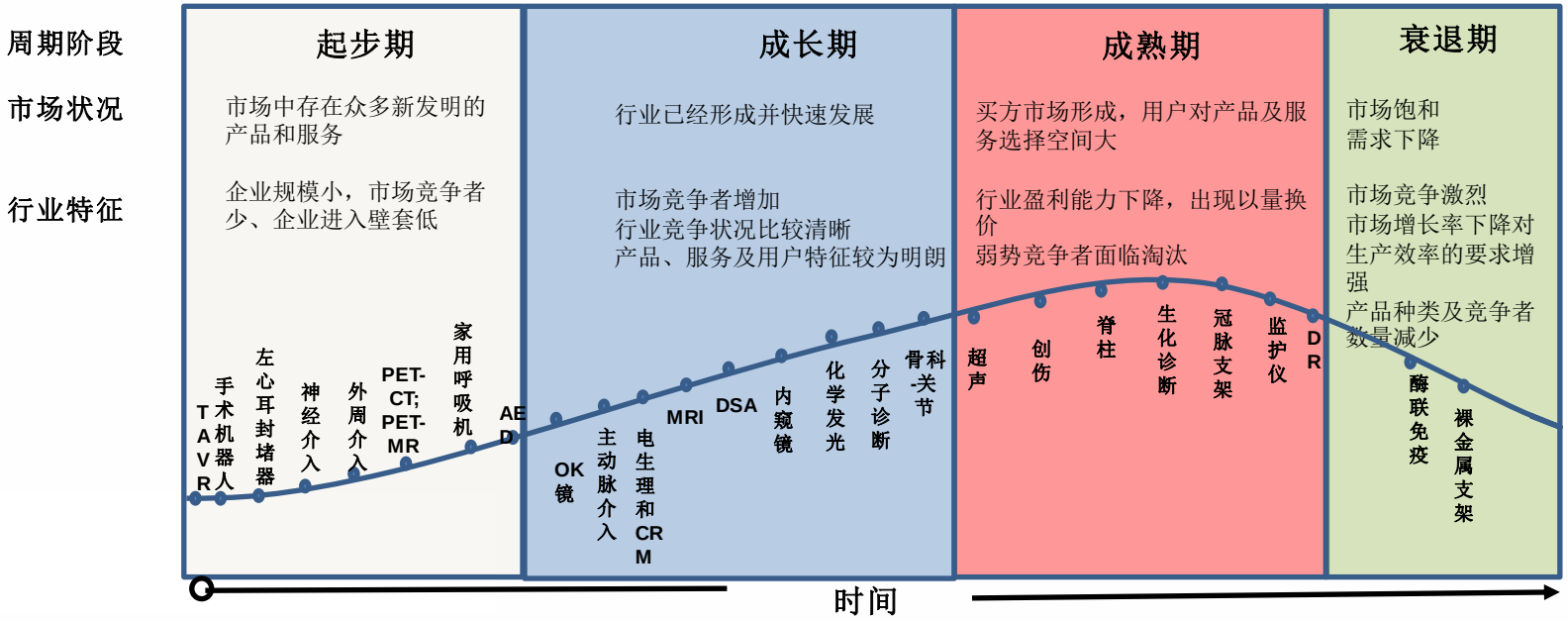
数据来源：西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向三：后集采时代下“两低”赛道及疫后复苏

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

医疗器械产品的成长周期



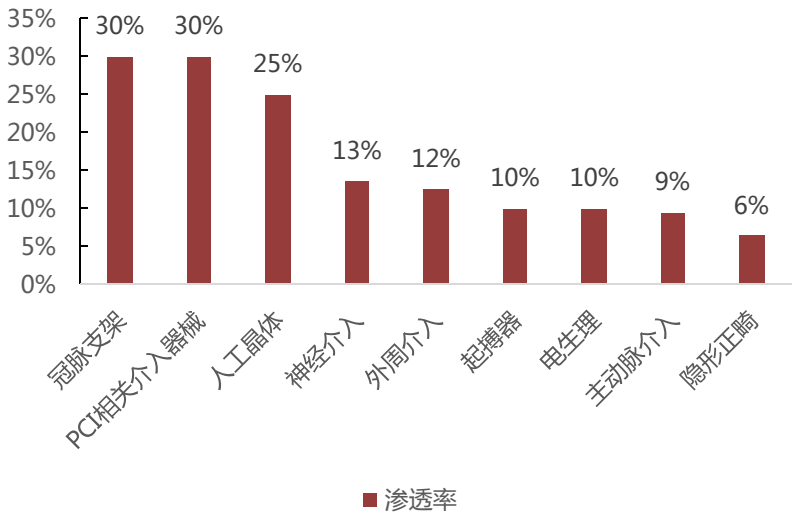
数据来源：西南证券整理

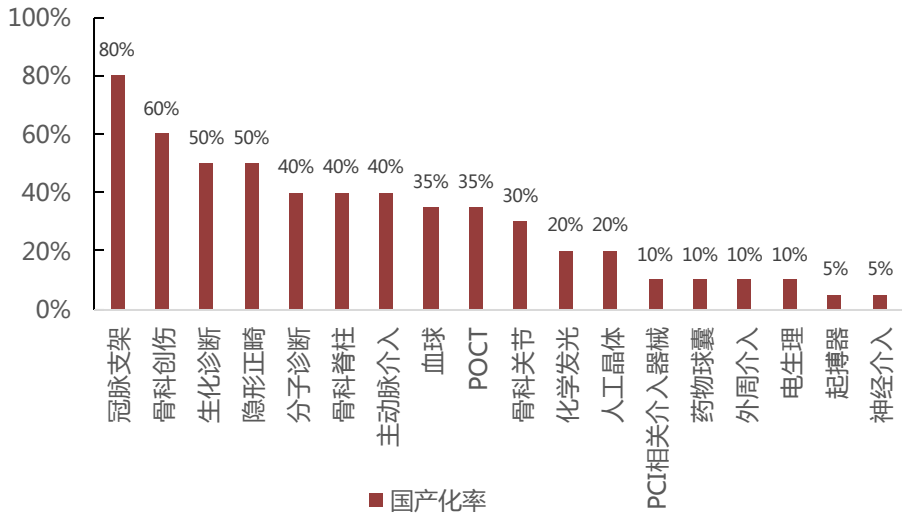
医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向三：后集采时代下“两低”赛道及疫后复苏

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

部分高值耗材和IVD领域渗透率和国产化率





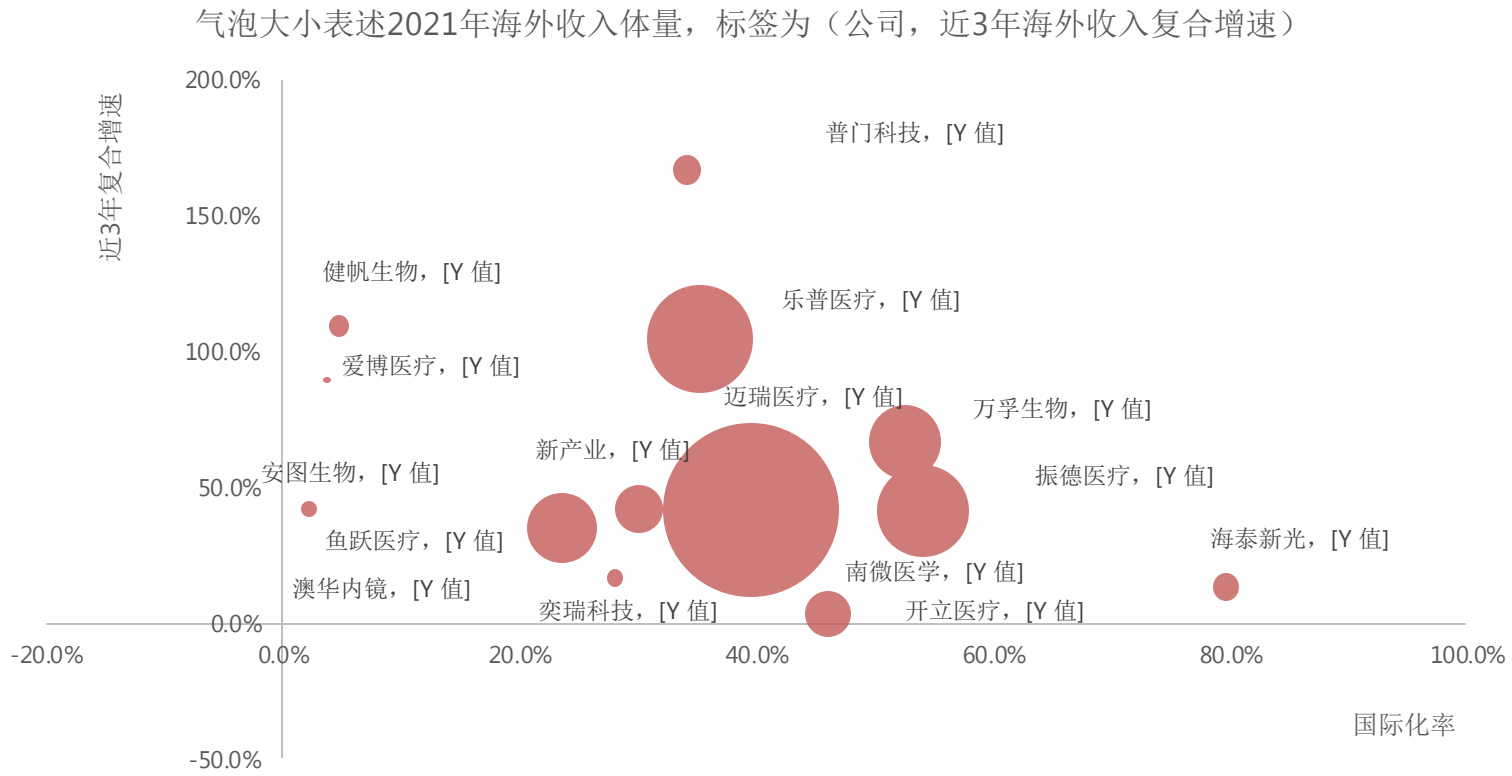
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理
注：渗透率为以美国每百万人手术量为分母，国内相应每百万人手术量为分子

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

器械投资方向四：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

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

主要A股器械公司国际化水平分析（海外收入体量、占比、近3年复合增速）



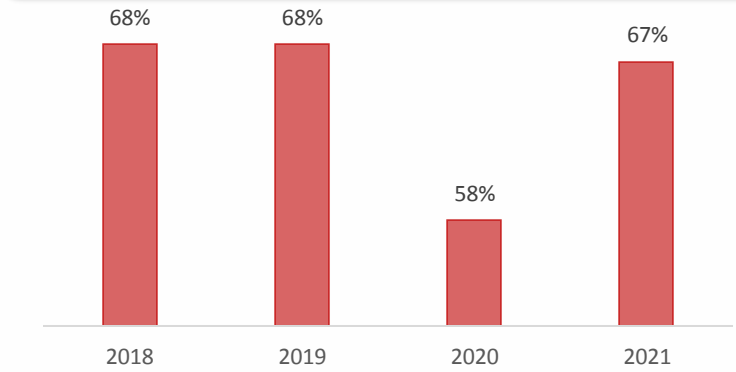
数据来源：wind,西南证券整理

医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理

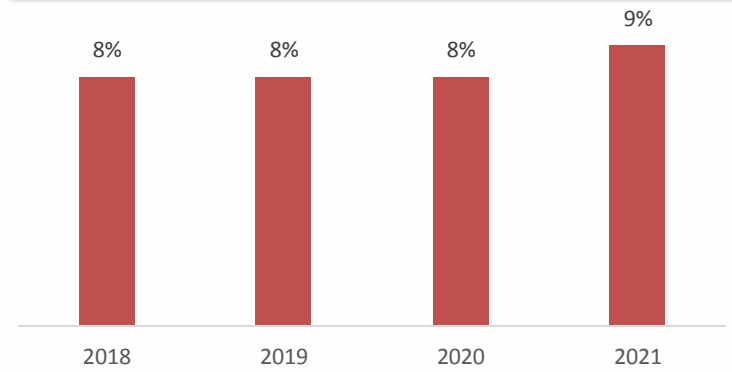
器械投资方向四：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

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

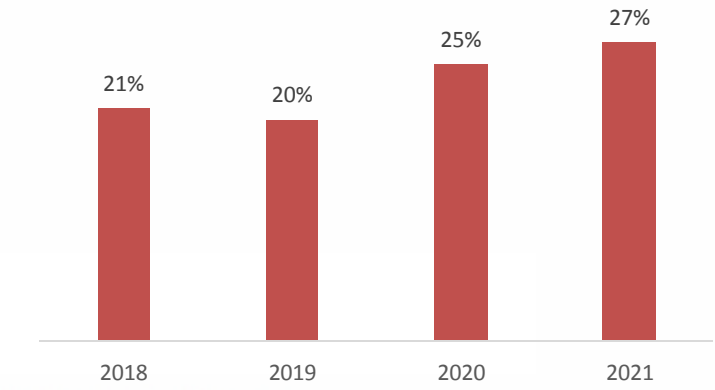
低值耗材上市公司出海收入占比情况



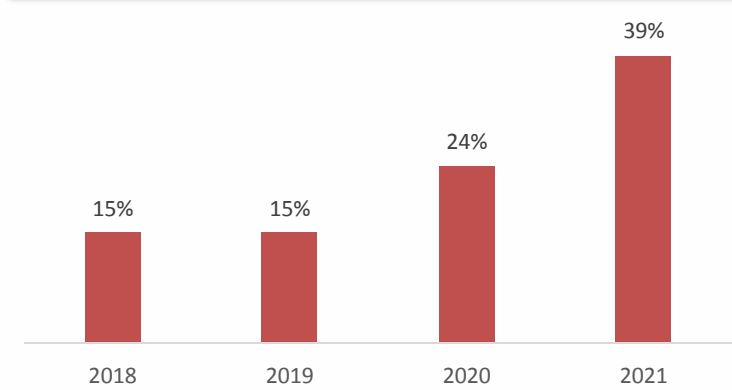
高值耗材上市公司出海收入占比情况



设备上市公司出海收入占比情况



IVD上市公司出海收入占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

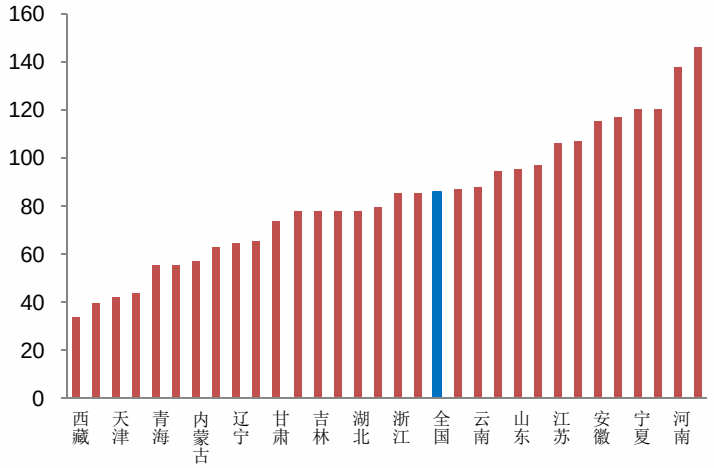
- **疫后修复正当时，关注2022年因疫情业绩严重受损标的。**2022年全国疫情长期散点爆发，医疗服务板块标的业绩表现不佳，其中消费属性医疗服务标的受疫情影响更大，随着“新二十条”落地，防疫进入新阶段，预计2023年医疗服务标的将逐渐修复，消费属性标的更具修复弹性。
- **角塑镜地方集采待落地，国家口腔种植服务价格调整幅度温和。**2022年在口腔、眼科领域出台了种植体/牙冠国家级集采/阳光挂网、口腔种植项目服务价格调整、地方角塑镜集采等政策，由于种植项目并非医保内项目，种植体及牙冠等耗材暂无纳入医保的计划，所以国家级种植服务价格调整力度相对温和，公立三级医院口腔种植服务费用为4500元/颗，并可根据经济水平区域差异、服务难度、服务质量等适当上浮；河北及三明牵头组织的地方角塑镜集采征求意见稿已出，适用对象为在联盟内的公立医疗机构和军队医疗机构，角塑镜验配也非医保内项目，民营机构验配比例高，且在医保控费趋势下，预计角塑镜纳入医保可能性小，我们认为角塑镜全国集采可能性小，即便开启国采，对标种植服务价格调整幅度，预计价格降幅也将处于理性区间，覆盖范围为公立机构，对民营医疗服务标的影响小。
- **内生外延加速行业集中度提升。1）内生：**民营医疗服务龙头通过业务结构升级，内生增长势头强劲，眼科医疗服务标的表现亮眼，通过提高屈光、视光等高毛利项目收入占比，提升公司整体盈利能力，目前行业屈光项目收入占比在20%以上,仍有持续提升空间。**2）外延：**疫情下逆势扩张，爱尔眼科收购26家医院、普瑞眼科自有资金扩张5家医院，海吉亚并购2家医院，自建1家医院，通策医疗2022年加速蒲公英医院下沉，行业龙头集中度有望加速提升。
- **投资建议：**关注疫后复苏主线，以及盈利能力/可复制性强，医保政策风险低的专科医院赛道，建议关注细分领域龙头标的，如通策医疗、爱尔眼科、普瑞眼科、锦欣生殖、海吉亚医疗等。

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

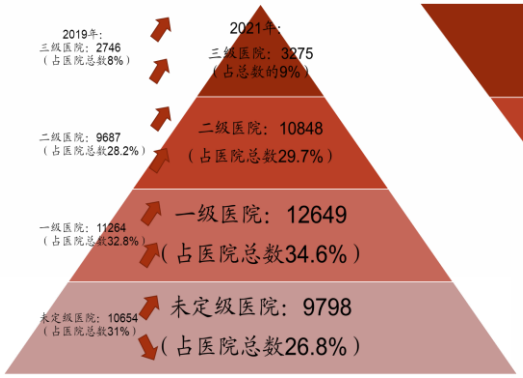
医疗服务资源总量不足，供需失衡

- **医疗服务人员与整体医疗行业发展的不匹配,服务缺口大**：改革开放至2021年以来，我国卫生费用复合增速达到17%，占GDP比重持续提升3.57pp达到6.72%，但与此同时从业人员数量增速较低，复合增速仅为1.58%。
- **医疗服务的结构性失衡明显，仍在加剧**：2021年三级医院仅占全国医院总数的**9%**，就诊人数高达22.3亿人次，占全国医院总就诊人数的**57.5%**，相较2019年上升**2pp**。三甲医院负荷的现状导致就诊等待时间长和服务体验差等问题。同时还存在大量未被满足的差异化需求。
- **医疗资源地域分布不均**：部分经济发展程度相对较低，但人口密集中的省份在医疗资源配置方面有较大需求。

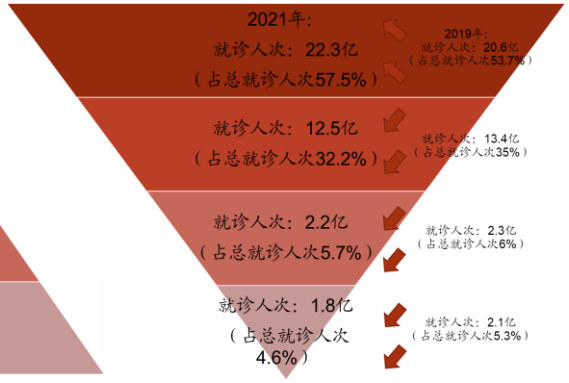
中国各省平均三甲医院覆盖人数不均（万人/家）

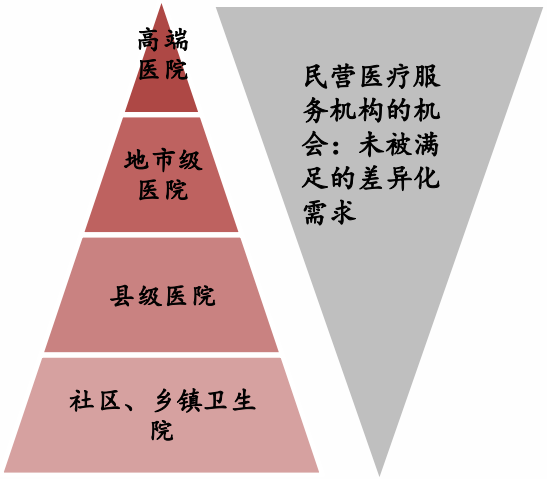


医院数量



就诊人次





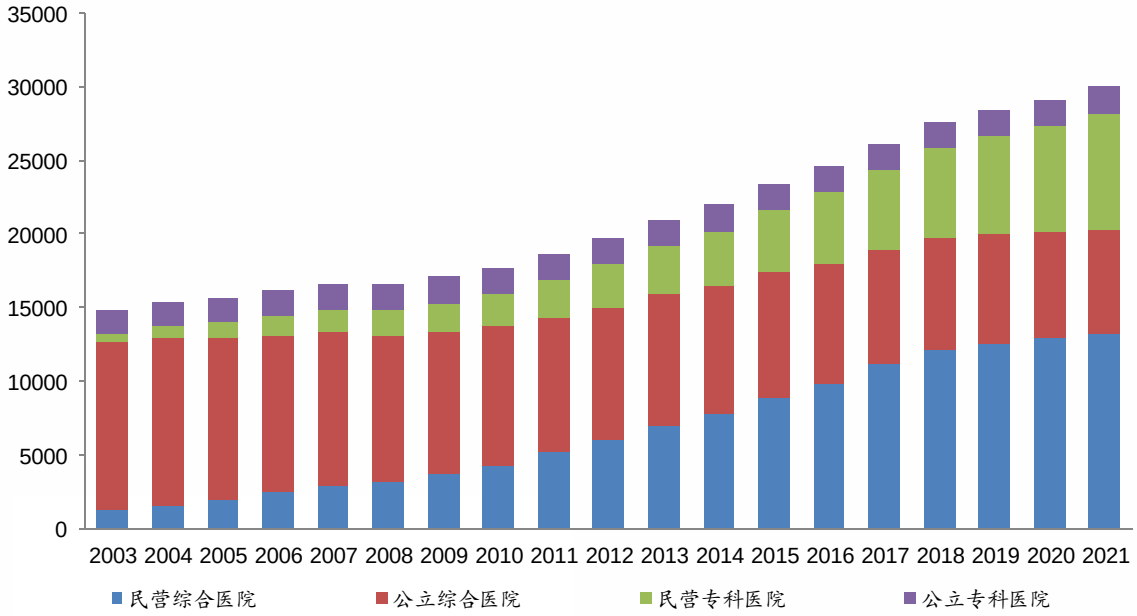
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

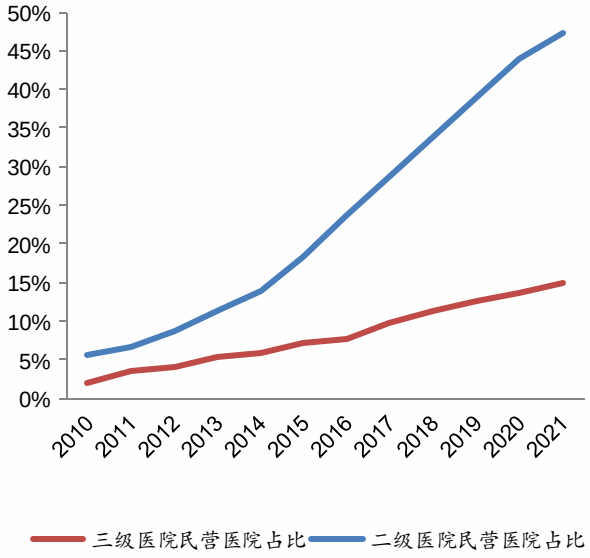
政策鼓励下，民营高质量快速发展

- **供需的结构性失衡给民营医院带来了庞大的潜在市场**，社会办医的政策导向降低了进入门槛，2021年我国共有1.3万家民营综合医院，相较于同年7128家公立综合医院，综合医院方面民营机构占比高达64.9%；专科医院方面，2021年共有民营专科医院7844家，公立专科医院1855家，民用占比高达80.9%，预计随着政策持续利好，民营机构数量将持续增长。
- **民营医院朝着高质量发展，办医实力显著增强。**民营二级以上医院占比逐年提升，2021年三级医院中民营医院占比提升至14.8%，二级医院中民营医院占比提升至47.3%。

民营医院快速发展（家）



二三级医院民营医院占比



数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

近年我国针对民营医疗服务的鼓励政策

时间	政策	部门	要点
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》	中央委员会	明确提出支持社会办医
2021年8月	《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》	人力资源社会保障部	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、审评方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制
2022年3月	《政府工作报告》	国务院	提高医疗卫生服务能力。深化医保支付方式改革，加强医保基金监管。完善跨省异地就医直接结算办法，实现全国医保用药范围基本统一。坚持中西医并重，加大中医药振兴发展支持力度，推进中医药综合改革。持续推进分级诊疗和优化就医秩序。
2022年4月	《国务院常务会议》	国务院	会议指出，要扩大重点领域消费。促进医疗健康、养老、托育等消费，支持社会力量补服务供给短板。
2022年5月	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	国务院办公厅	发挥高水平医疗中心辐射带动作用，引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平。强调医养结合、推进中医药振兴、强化罕见病用药供应、推动医保省级统筹、完善异地结算并将罕见病用药纳入医保。
2022年7月	《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》	医保局	优先从治疗类、手术类、中医类中遴选价格长期未调整且具备技术劳动价值的项目进行价格调整，遴选标准为该服务价格构成中技术劳务部分占比60%以上。

《政府工作报告》：持续推进分级诊疗和优化就医秩序。

《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》：引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平。

《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》发布，“技耗分离”方式确立，推进耗材集采/阳光挂网，公立三级医院口腔种植服务费用为4500元/颗，并可根据经济水平区域差异、服务难度、服务质量等适当上浮，**调整幅度超出市场预期。**

2022年3月 2022年4月 2022年5月 2022年7月 2022年9月

《国务院常务会议》：促进医疗健康、养老、托育等消费，支持社会力量补服务供给短板。

《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》：优先从治疗类、手术类、中医类中遴选价格长期未调整且具备技术劳动价值的项目进行价格调整，遴选标准为该服务价格构成中技术劳务部分占比60%以上。

资料来源：国务院等相关部门，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

关注板块疫后修复机会

- **板块具备疫后修复机会，偏消费属性标的弹性更大：**我们把医疗服务标的分为主营业务为可选消费属性标的（如屈光、视光等项目收入占比高的眼科标的；种植、正畸收入占比高的口腔等）和主营业务为刚需属性标的（如肿瘤治疗相关标的、康复相关标的以及综合性医院），我们发现医疗服务板块受疫情影响，2022年收入增速放缓/负增长，其中消费属性医疗服务标的受疫情影响更严重，眼科、口腔等赛道Q2收入端大幅负增长，港股口腔标的上半年收入负增长，2022年全国疫情长期散点爆发，消费属性医疗服务标的业绩表现不佳，随着“新二十条”落地，防疫进入新阶段，预计2023年消费属性医疗服务标的将逐渐修复，具备修复弹性。

刚需属性及港股医疗服务标的业绩

A股刚需属性服务标的		22Q1	22Q2	22Q3	港股标的		22H1
信邦制药	收入	15.78	15.65	15.43	固生堂	收入	7.04
	同比增速（%）	8.1	-4.45	-5.06		同比增速（%）	17.39
	归母净利润	0.73	0.58	1.1		净利润	0.55
	同比增速（%）	1.8	-27.88	90.66		同比增速（%）	115.86
国际医学	收入	3.05	7.63	8.46	锦欣生殖	收入	11.47
	同比增速（%）	-51.78	13.21	13.96		同比增速（%）	32.77
	归母净利润	-4.28	-1.67	-2.31		净利润	1.9
	同比增速（%）	-134.01	5.38	-2.81		同比增速（%）	22.17
盈康生命	收入	2.68	3.07	2.88	海吉亚医疗	收入	15.32
	同比增速（%）	10.72	4.57	-7.47		同比增速（%）	63.92
	归母净利润	0.24	0.23	0.08		净利润	2.24
	同比增速（%）	30.56	0.25	-90.42		同比增速（%）	13.46
三星医疗	收入	19.82	24.16	25.03	瑞尔集团	收入	7.72
	同比增速（%）	42.77	23.46	42.37		同比增速（%）	-8.28
	归母净利润	1.64	1.87	3.5		净利润	-0.89
	同比增速（%）	-3.23	-43.42	109.59		同比增速（%）	81.09

消费属性医疗服务标的单季度业绩

A股消费属性服务标的		22Q1	22Q2	22Q3
爱尔眼科	收入	41.69	39.39	49.44
	同比增速（%）	18.72	2.66	16.38
	归母净利润	6.11	6.81	10.66
	同比增速（%）	26.15	7.74	20.06
普瑞眼科	收入	4.68	4.21	5.43
	同比增速（%）	20.75	-8.16	6.31
	归母净利润	0.37	0.14	0.43
	同比增速（%）	28.85	-61.71	-19.35
华厦眼科	收入			9.44
	同比增速（%）			15.81
	归母净利润			1.61
	同比增速（%）			36.07
何氏眼科	收入	2.42	2.26	3.03
	同比增速（%）	14.94	-10.98	8.32
	归母净利润	0.26	0.16	0.24
	同比增速（%）	-6.66	-49.35	-22.52
通策医疗	收入	6.55	6.64	8.21
	同比增速（%）	3.74	-3.34	0.29
	归母净利润	1.66	1.29	2.2
	同比增速（%）	1.25	-30.72	-18.47
美年健康	收入	13.52	15.7	28.29
	同比增速（%）	1.12	-23.32	14.52
	归母净利润	-4.31	-2.35	2.78
	同比增速（%）	-1.44	-16306.93	48.69

数据来源：各公司公告，招股说明书，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

盈利能力与扩张能力为关注重点

- **盈利能力与扩张能力为关注重点。盈利能力方面**，牙科、眼科、辅助生殖等赛道龙头企业具有医生、品牌、技术壁垒，具有较好的竞争格局，在成熟门店的净利润率上通常更高；**扩张能力方面**，设备依赖程度高的医疗服务标的，在扩张过程中服务可呈标准化，眼科、辅助生殖、康复等设备依赖程度更高，扩张过程中可更好的进行标准化复制。

我国专科医疗服务市场分类

市场	2019年市场规模（亿元）	2021年市场规模（亿元）	CAGR	民营市场份额	样本公司	样本公司2021年收入	样本公司市场份额	2021年数量	政策牌照壁垒	万元以上设备台数（2021年）	医保依赖程度	可复制性	盈利能力	行业增速
肿瘤	3710	4545	7%	9%	海吉亚	23	0.5%	157家（民营76，公立81）	较高	5517	高	强	高	高
体检	1717	1890	3%	21%	美年健康	92	4.8%	12124家（民营占比10%）	低	NA	低	强	中	中
眼科	1037	1337	9%	19%	爱尔眼科	150	11.2%	1203家（民营1144，公立59）	低	2485	低	强	高	高
口腔	1720	1933	4%	40%	通策医疗	28	1.4%	1034家（民营871，公立163）	低	1167	低	弱	高	中
辅助生殖	311	497	17%	10%	锦欣生殖	19	3.7%	539家（民营占比10%）	高	NA	低	中	高	高
康复	667	1011	15%	NA	三星医疗	14	1.4%	810家（民营628，公立182）	低	1508	高	强	中	高
中医	9170	11320	7%	NA	固生堂	14	0.1%	4630家（民营2283，公立2347）	低	29883	低	中	高	高

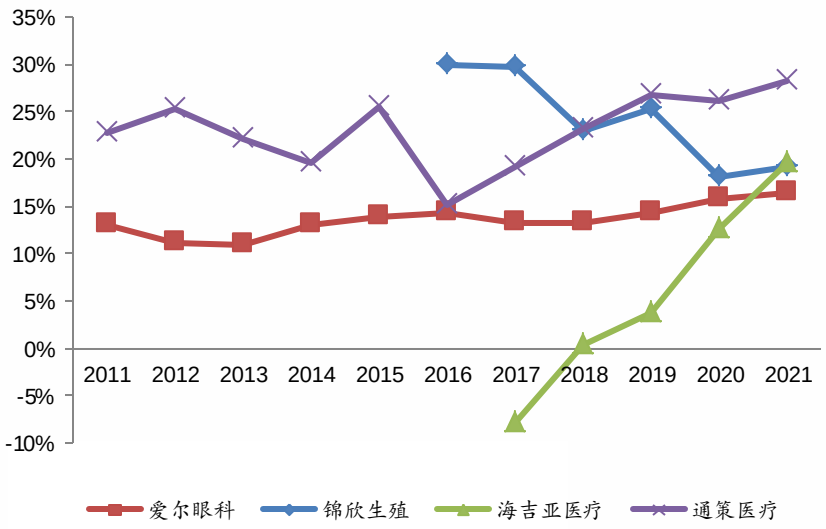
数据来源：各公司公告，招股说明书，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

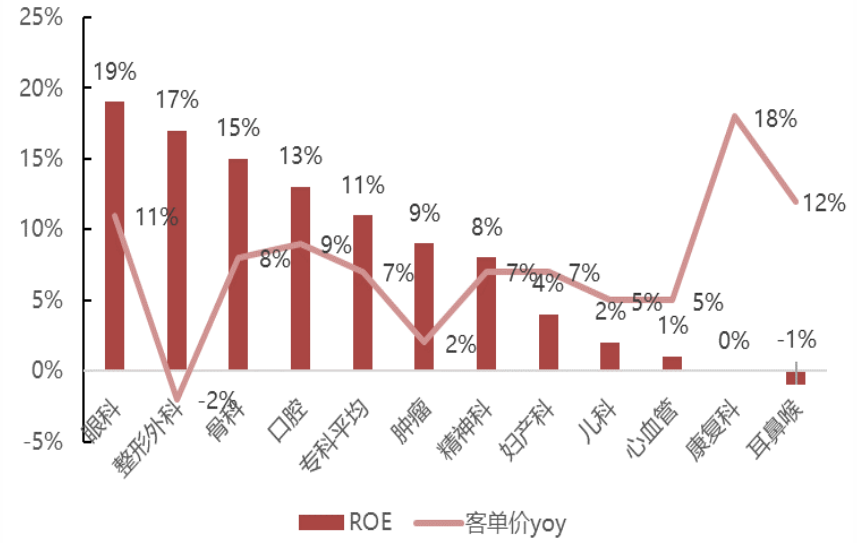
龙头标的盈利能力持续提升

- **聚焦高ROE专科赛道，龙头标的盈利能力持续提升。**专科医院经营门槛低于综合医院，在社会办医早期环境中优于综合医院。 从客单价和ROE角度分析，口腔、眼科、肿瘤、辅助生殖等专科医院是优质赛道，其中的行业龙头盈利能力持续提升。民营医院企业需要精细化管理以控制成本提高效率，产生规模效应，打造品牌力以降低费用率，提高净利率，近年细分行业龙头盈利能力持续提升：爱尔眼科净利润率稳定在16%左右；通策医疗品牌力强，消费费用率低（1%），2021年净利率高达28.3%；锦欣生殖由于受到海外疫情影响，净利润率有所波动；海吉亚则随着门店逐步培育成熟，净利率逐步提升。

医疗服务行业上市公司净利率对比



不同专科医院ROE和客单价变化比较



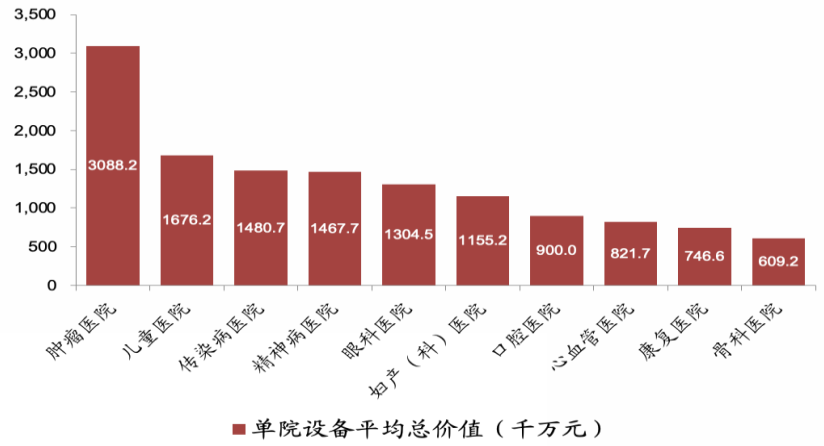
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

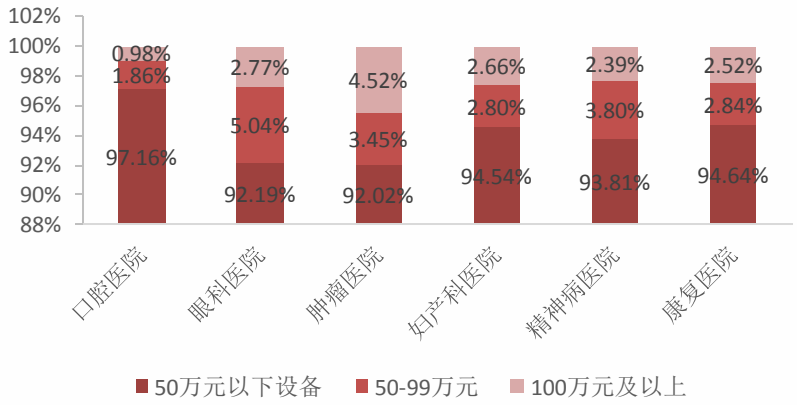
扩张能力关注行业资金壁垒及标准化服务程度

- **肿瘤医院扩张资金壁垒高。**肿瘤医院2020年单店设备投入超300亿元，100万元以上设备占比为各行业之最，达4.5%，与其高度依赖设备的行业属性相关，服务可成标准化复制，扩张资金壁垒高，行业属性利好行业中已成一定规模的龙头公司。根据卫生统计年鉴数据，2020年眼科、口腔、康复医院设备平均总价值分别为130/90/74.7亿元，100万元以上设备占比分别为2.8%/1%/2.5%，千万级别的单院投入，不会对民营医院形成太大的资金压力，易于连锁扩张。
- **眼科、康复、肿瘤医院设备依赖度高，服务易成标准化复制。**眼科服务依托飞秒设备，康复服务依赖高压氧舱等设备，肿瘤医院依赖伽马刀等大型设备，其服务较为标准化，在扩张过程中较易做到质量把控，成标准化复制利于全国扩张。口腔赛道进入资金壁垒低，且人工依赖度高，服务间差异化较大，故口腔医疗机构易形成区域龙头，突破省际扩张存在难度。

2020年专科医院单院设备平均总价值（千万元）



2020年各专科医院不同价值设备占总设备数比例



数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

行业龙头持续扩张

- **通策医疗**：省内新建中心医院+蒲公英分院和体外基金省外建设大型医院的扩张计划加速推进，2022年疫情下逆势扩张蒲公英医院，加速下沉。
- **瑞尔集团**：截至2022年9月30日，拥有114家口腔诊所（51家瑞尔，63家瑞泰），以及8家医院。
- **海吉亚**：截至2022H1，公司有12家以肿瘤科为核心的医院，有医院二期项目2项，自建医院项目2项。到2023年末通过“自建+收购”将扩展到18家医院，可开放床位数将达到1万张。2022年并购2家医院，自建1家医院，预计2023年将释放业绩。
- **三星医疗**：现投资及运营 29 家医疗机构，包括 4 家综合医院、25 家专科医疗机构，2025 年将实现 100 家医疗机构的战略目标。

通策医疗全国医院网络布局



瑞尔集团全国网络布局



海吉亚全国医院网络布局



三星医疗全国医院网络布局



数据来源：公司公告、公司官方，西南证券整理

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

行业龙头持续扩张

- **爱尔眼科**：截至2022H1，公司境内医院187家，门诊部132家；海外已布局115家眼科中心及诊所，逐渐形成覆盖全球的医疗服务网络。
- **华厦眼科**：截至2022年9月，公司已在国内开设57眼科专科医院，覆盖17个省及46个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地区，同时，公司已在国内开设20家视光中心，为屈光不正患者提供医学验光配镜服务。
- **普瑞眼科**：截至2022H1公司已开设了23 家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市，在眼科专科医院的建设、运营管理方面已经形成一套成熟、高效的管控模式。

爱尔眼科全球医院网络布局（图片截至2021年）



华厦眼科全国医院网络布局



普瑞眼科全国医院网络布局



数据来源：公司公告、公司官网，招股书，西南证券整理

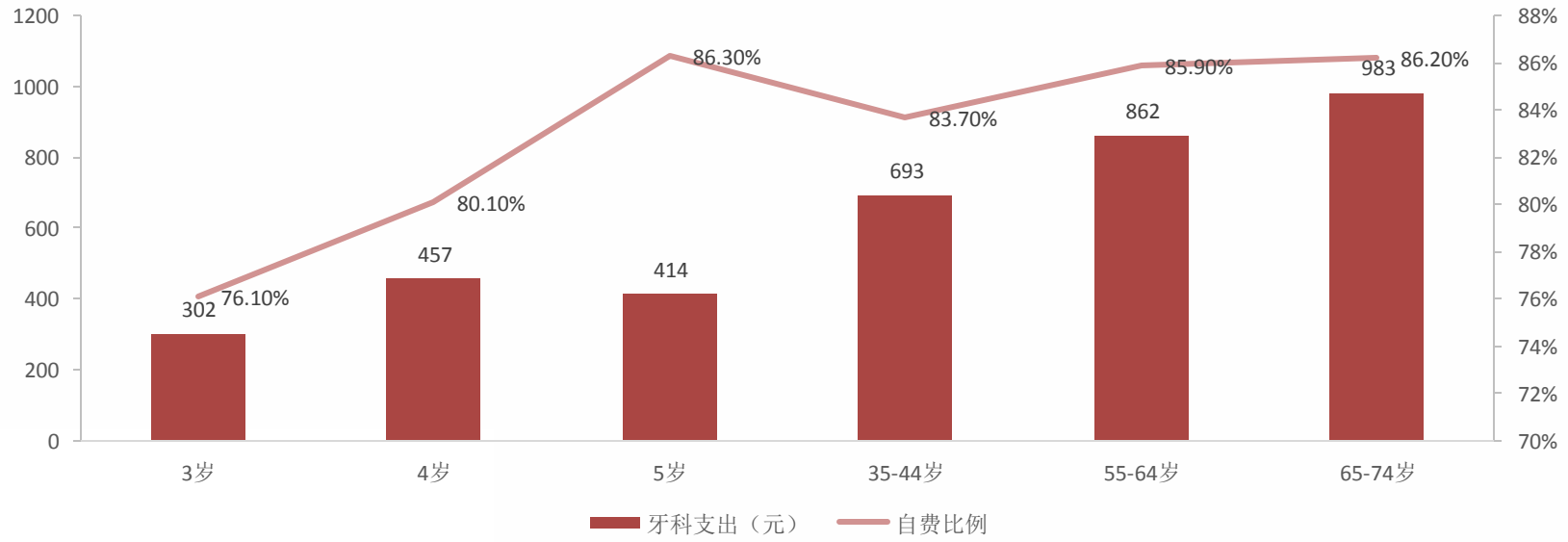
医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

关注医保依赖程度低的服务赛道

- **医保控费趋势下关注医保依赖程度低的医疗服务赛道。**辅助生殖、体检、眼科、口腔对于医保的依赖程度更低，消费属性更强，医保控费趋势下，DRG付费推进势在必行，对医保支付的服务项目毛利率造成一定压力，医保支付项目占比低的赛道具有更强的抗利润率降低的风险的能力。

- **非医保项目服务价格调整理性温和，对医疗服务标的影响较小。**从2022年9月口腔种植项目服务价格调整政策中可以看出，医保局对于非医保支付项目价格调整偏温和且理性，尊重市场经济规律，调整后对下游服务标的影响较小，医保依赖程度低的赛道具备更小的政策风险。

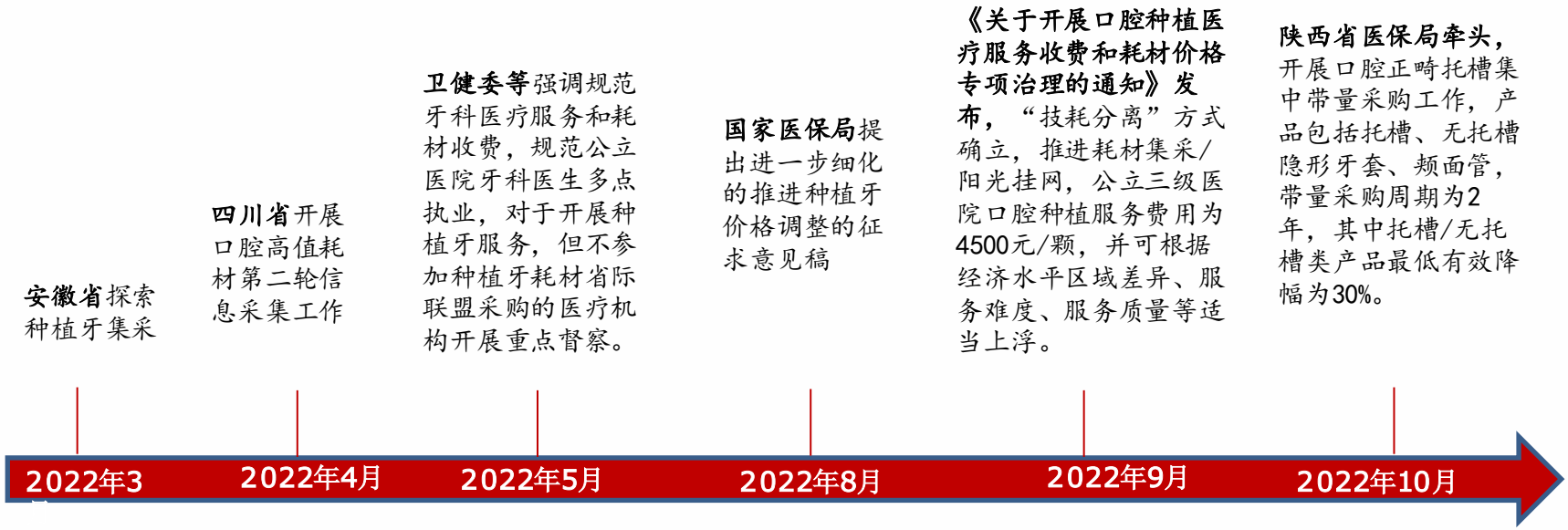
口腔医疗服务中不同年龄段牙科医疗支出及自费比例



数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2021年10月18号

医疗服务：疫后修复正当时，关注政策风险小的优质赛道

口腔行业部分项目价格调整政策



数据来源：西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

中药：重点关注中药消费品等

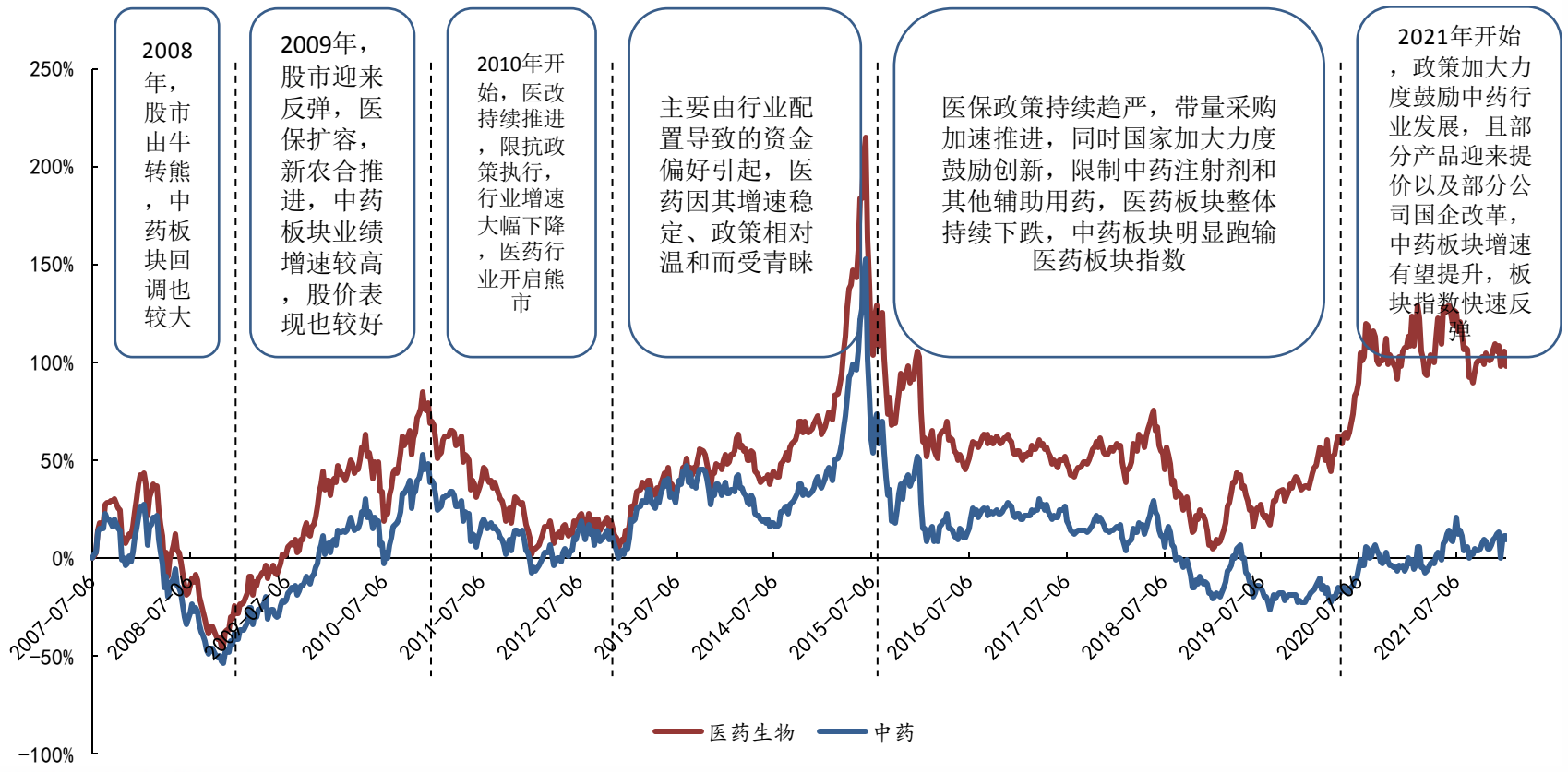
- **政策持续利好，逐步实施兑现。1）供给端：** 2022年工信部等九委发布《十四五医药工业发展规划》表示要加大对中医药科技创新的支持力度，“二十大”提出中医药传承创新发展 ，“三结合”注册审评证据体系有望进一步加快中药创新药上市 。**2）支付端：** 国家医疗保障局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用。**3）需求端：**提升中医医疗服务和中药需求，扩大中医医疗服务机构覆盖网络。
- **国企混改释放红利，股权激励值得期待。**中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，1）国企混改下引入新股东为公司发展注入新的活力，云南白药、太极集团、广誉远、达仁堂不断深入推进国企混改，将进一步提升治理水平；2）云南白药、华润三九、江中药业等国企相继推出股权激励，极大释放员工积极性；3）部分国企在公司内部治理上锐意革新，同仁堂、东阿阿胶等企业完成库存清理工作，随着积极主动的改革策略提高效率。
- **百花齐放，细分子领域业绩有望增长。 1）中药消费品：**医保免疫属性凸显，强品牌力下持续具有提价能力。 **2）中药创新药：**“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间，中药创新药研发迎来兑现阶段 。 **3）配方颗粒：**国标切换加速，国家标准一共颁布了三批，合计有200个品种，目前仍有69个品种标准处于公示阶段。企业标准库存清理接近尾声，国标+省标有望加速推广；**4）独家基药：**新一轮基药目录调整即将落地，相关进入目录内的中药品种有望加速院内布局。5） “二十条”及“新十条”落地，“四类药”限制放开，呼吸系统相关中成药有望迎来快速增长。
- **投资建议：**1、医保免疫中药消费品/OTC主线: 寿仙谷、太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、马应龙、福瑞股份、佐力药业、健民集团、济川药业等；2、中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3、中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药股份、中国中药等。

中药：重点关注中药消费品等

中药板块历史及近一年复盘

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

中药板块历史回顾



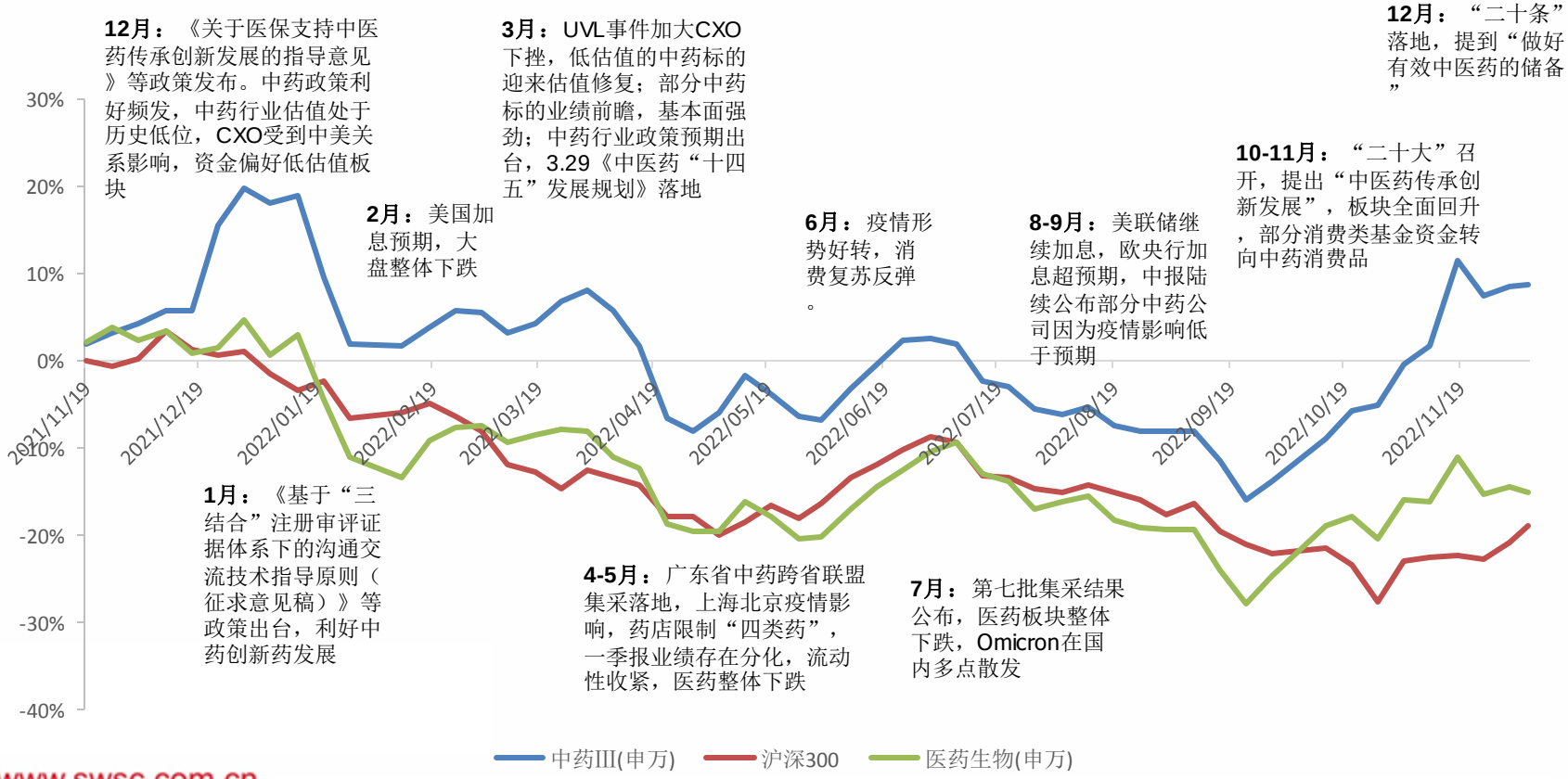
数据来源： Wind，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

中药板块历史及近一年复盘

- 中药板块近一年持续跑赢申万医药。近一年中药板块累计涨幅达到8.7%，相对于医药生物指数的超额收益为15.1%，相对于沪深300的超额收益为27.5%。

中药板块近一年历史回顾（2021.12.7-2022.12.7）

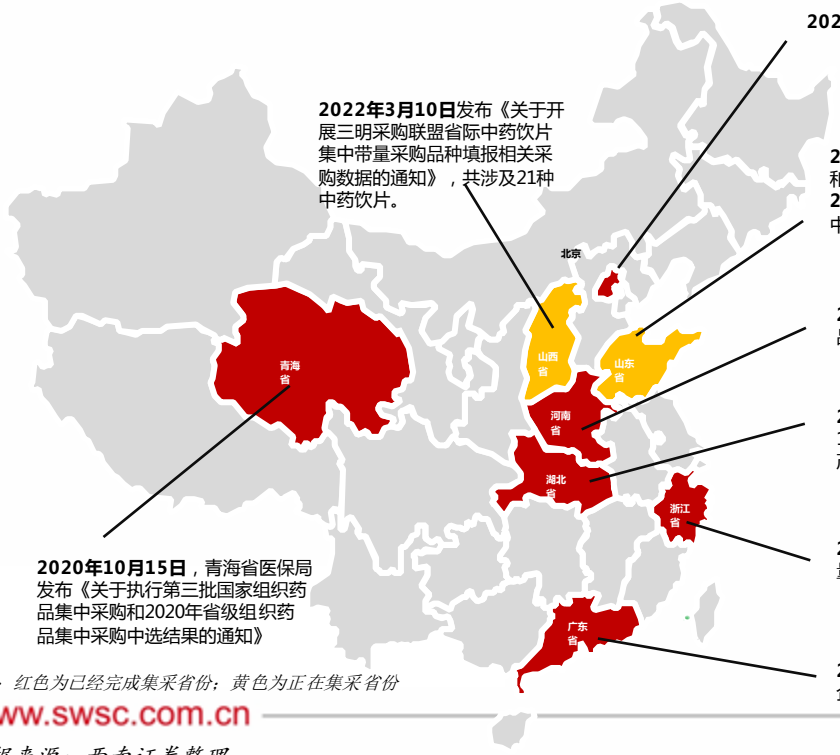


数据来源：wind，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

集采：中成药集采逐步扩面，集采规则相对友好

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



2022年7月29日北京市开始2022年中成药集采，涉及29个品规，84个药品。

2022年3月10日发布《关于开展三明采购联盟省际中药饮片集中带量采购品种填报相关采购数据的通知》，共涉及21种中药饮片。

2022年3月3日发布《关于开展部分中药饮片品种相关数据填报工作的通知》，共涉及180种中成药和190种中药饮片。
2022年8月4日发布《山东省第三批药品（中成药专项）集中带量采购文件（征求意见稿）》。本次中成药专项集采共覆盖15个品种67个药品

2020年6月29日发布《关于执行濮阳市药品集中带量采购中选结果的通知》，共涉及200种药品。中选产品价格平均降幅为19.49%。

2021年12月21日发布《中成药省际联盟集中带量采购拟中选结果公示》，共157家企业的182个产品参与报价，采购规模近100亿元，97家企业、111个产品中选。企业中选率62%，产品中选率60.98%，平均降幅为42.3%。

2020年6月金华发布《金华市药品耗材集中带量采购联盟委员会关于开展金华市第二批药品带量采购的公告》，180个品种有39个中标，中选率21.7%，平均降幅23%。

2020年10月15日，青海省医保局发布《关于执行第三批国家组织药品集中采购和2020年省级组织药品集中采购中选结果的通知》

2021年12月24日发布《广东联盟开灵等中成药集中带量采购文件》，共涉及132个药品。企业中选率63.27%，产品中选率62.67%，拟中选品种的整体平均降幅为56%。

批注：红色为已经完成集采省份；黄色为正在集采省份

数据来源：西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

广东VS湖北VS山东VS北京集采规则对比

	湖北	广东	山东	北京
分组依据	1)根据产品的功能主治、给药途径和成分2)划分A/B两个竞争单元。A竞争单元：2020年采购金额占比达到同产品组总金额10%以上及以上或金额从高到低排名前三的申报企业。B竞争单元申报企业＜3家则将同产品组内所有申报企业合并到A竞争单元。	1）非独家品种同品种将**相近剂型合并一组**。非独家品种分为AB采购单。 2）独家品种按照申报品规对应的最高日均费用/最高有效申报价（P0）四舍五入保留整 数后的数值划分为3个组别：㊀数值≤5 元；㊁5 元＜数值≤15 元；㊂数值＞15 元。	1）㊀第一评审组：按申报企业各挂网产品累计服用总天数，占比由高到低累计达80%的申报企业。若企业数量少于3家，按服用总天数占比由高到低的顺序补齐3家。 ㊁第二评审组：除第一评审组外其他申报企业。若企业数量少于3家，申报企业全部并入第一评审组，不再设第二评审组。 2）各评审组按照功能主治、成分相近的原则，将不同通用名药品合并为同一分组	1）根据市场竞争情况分为带量联动药品和带量谈判药品两大类。**㊀带量联动：**较少部分独家品种，市场竞争较为充分，历史集采降幅较高； **㊁带量谈判：**独家品种，市场竞争相对不足，历史集采降幅平缓。 2）各类别下根据产品的功能主治、给药途径和成分进行分组
打分依据	入围规则为综合得分制，不以降幅作为唯一考核依据。综合得分计算公式为：技术评价得分*40%+价格竞争得分*60%	以降幅作为唯一评分标准	入围规则为综合得分制，不以降幅作为唯一考核依据。综合得分计算公式为：**报价得分+服用总天数占比得分-产品质量安全得分**	以降幅作为唯一评分标准
限价	省级挂网价格或省级中标价格最低价与最低日均费用最低值	全国省级采购平台的最低中标/挂网价格最低价为限价	企业报价不高于代表品产品日均费用、最高有效申报价两者的低值； 未挂网、备选和已撤网药品的申报价格不高于同品种其他申报企业代表品的最低日均费用。	**带量联动药品：**有省级或省际联盟带量采购中选价格的产品，报价不得高于该产品带量采购最低中选价格及各省现行最低价；无省级或省际联盟带量采购中选价格的产品，报价不得高于同组产品 带量采购中选价格的平均水平及各省现行最低价。 **带量谈判药品：**成交参考价不得高于该品牌企业药品省级或省际联盟带量采购中选价格及各省现行最低价。
报价方式	只报一次价格	阶梯级报价：分为第一梯级报价P1和第二梯级报价P2，P1中标符合拟备选资格，P2中标符合拟中选资格	1）拟中选企业；2）增补拟中选企业；3）备选企业	只报一次价格
中选规则与采购量的分配	**分为AB两个竞争单元：** **1）A单元：**企业产品金额占比达到同产品组总金额10%以上的，或者金额从高到低排序排名前三的申报企业进入A单元。A单元入围企业降幅排前70%的企业直接获得拟中选资格，降幅排名后30%的企业进入议价环节。 **2）B单元：除了A单元以外产品。**	**分为独家和非独家：** **1）独家品种：**有本企业最低价格的，P1比P0的降幅≥1%且P1≤P0的纳入拟备选；无本企业最低价格的：P1比P0的降幅≥1%纳入拟备选。按P2与P0降幅从高到低依次顺位排序，排名前70%的企业纳入拟中选；有本企业最低价格的：P1比P的降幅≥1%且P2比P降幅≥21%的纳入拟中选；无本企业最低价格的：P1比P0的降幅≥1%且P2比P0降幅≥21%的纳入拟中选。 **2）非独家品种：**分为A、B组。A组P1比P0的降幅≥1%且P1≤P0的，纳入拟备选；按P2的"单位可比价"从低到高依次顺位排序，排名在前50%的企业纳入拟中选，最多12家。B组企业报价≤P0最低价，按"单位可比价"由低到高依次顺位排序，排名前50%的企业入围，最多12家；"单位可比价"≤同组A采购单P2最高拟中选"单位可比价"，纳入拟中选	**分入围和未入围：** **1）入围：**非最高申报价；最高申报价的企业按"同评审组入围企业最高申报价/同评审组入围企业最低申报价"计算，比值降序排列中非前2名的，接受拟中选企业平均报价的。 **2）未入围：**产品服用总天数占比超过30%，并接受同评审组拟中选企业最低申报价的	**分带量联动和带量谈判** **1）带量联动：**入围形成供采购主体候选药品清单，可获得医疗机构采购需求量80%约定采购量。与平均水平相比，每差距增加1倍，约定任务比例减少10%，最多减少50%； **2）带量谈判：**独家品牌谈判药品报价不高于成交参考价，可获得医疗机构80%约定任务量，2家品牌谈判药品报价不高于成交参考价，可获得70%约定任务量。谈判药品在不高于成交参考价基础上，每再降低1个百分点，约定任务量比例相应增加5个百分点，最高约定比例100%。
待分配量的分配	由医药机构依照如下顺序分配：1）将30%的待分配量分配给同产品组内降幅最高的中选企业；2）剩余70%待分配量由医药机构从所有中选企业产品中自主选择	省内各公立医疗机构对待分配量进行调整并确认，优先选择日均费用/价格低的品种	待分配量有两部分组成：一是未中选企业（含未申报企业、备选企业）产品采购需求量的80%；二是增补拟中选企业产品采购需求量的40%。待分配量由医药机构在同品种两个评审组各中选企业中自由分配，鼓励医药机构优先选择价格较低的中选产品。	

数据来源：西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

湖北第二次中成药集采品种

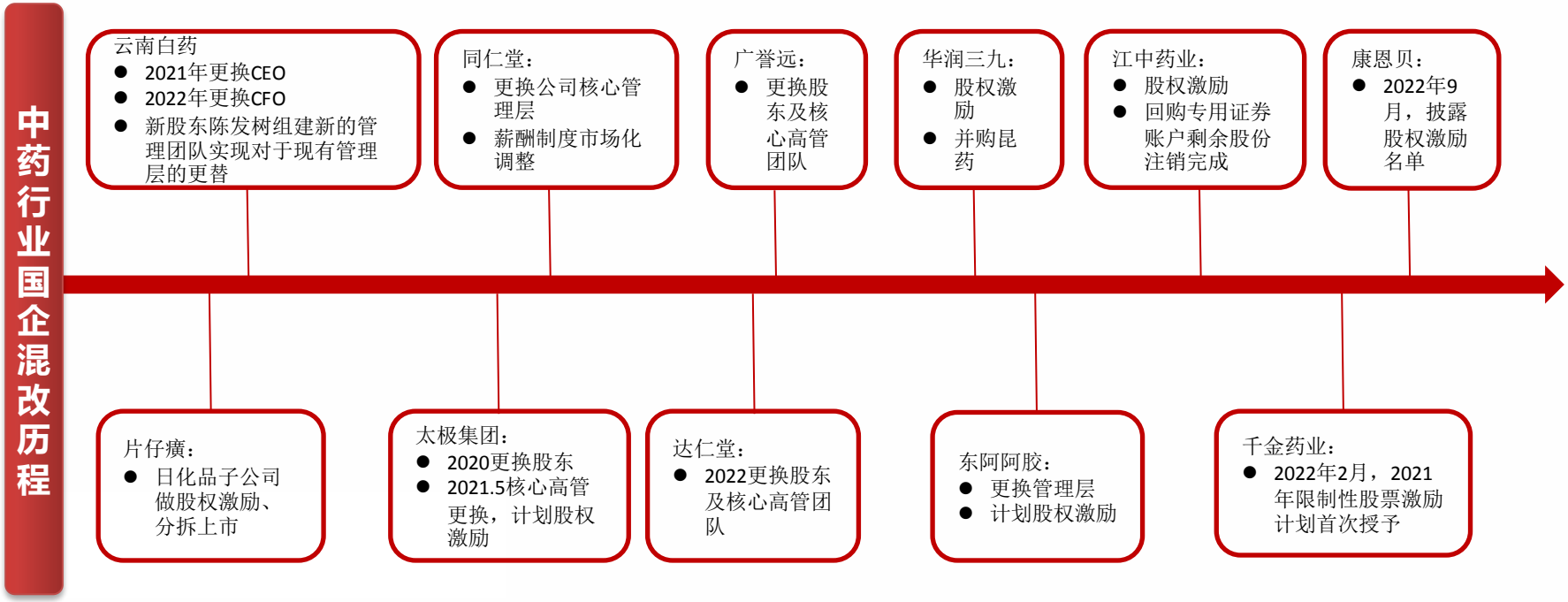
序号	采购组	给药途径	药品名称	市场规模（万元）	核心公司			公立医院2021年销售额（万元）			市场份额			历次集采情况
					TOP1	TOP2	TOP3	TOP1	TOP2	TOP3	TOP1	TOP2	TOP3	
1	复方斑蝥	口服	复方斑蝥胶囊	39,844	贵州益佰制药	重庆希尔安药业	陕西方舟制药	27,917	9,481	1,902	70.07%	23.80%	4.77%	首次
2	复方血栓通	口服	复方血栓通滴丸	636	广州威斯宝药业			636			100%			湖北、广东、山东
			复方血栓通胶囊	36,092	广东众生药业			36,092			100%			
			复方血栓通颗粒	1	广东欧化药业			1			100%			
			复方血栓通片	3,013	扬州中惠制药	广东众生药业		1,704	1,309		56.55%	43.45%		
			复方血栓通软胶囊	4,352	广东广发制药	广东华南药业集团		3,311	1,042		76.06%	23.94%		
3	冠心宁	注射	冠心宁注射液	23,703	神威药业集团	山西华卫药业	亚宝药业集团	19,304	2,060	1,198	81.44%	8.69%	5.05%	首次
4	华蟾素	口服	华蟾素胶囊	126,849	陕西东泰制药	山东鑫齐药业		117,857	8,992		92.91%	7.09%		山东
			华蟾素口服液	263	华润金蟾药业			263			100%			
			华蟾素片	38,848	华润金蟾药业			38,848			100%			
5	接骨七厘	口服	接骨七厘胶囊	6,754	湖南金沙药业			6,754			100%			山东
			接骨七厘片	7,880	湖南金沙药业			7,880			100%			
			接骨七厘散	50	黑龙江参鸽药业	鞍山制药	葵花药业(佳木斯)	39	11	0	78.00%	22.00%	0.00%	
			接骨七厘丸	6,484	沈阳东新药业	洛阳顺势药业		4,106	2,378		63.33%	36.67%		
6	乐脉	口服	乐脉分散片	204	西安森格药业			204			100.00%			首次
			乐脉胶囊	1,377	海南中玉药业	石家庄科迪药业	陕西华龙制药	1,237	89	52	89.77%	6.46%	3.77%	
			乐脉颗粒	1,838	四川川大华西药业			1,838			100%			
			乐脉片	707	西安必康制药集团	金花企业西安金花制药		703	4		99.43%	0.57%		
			乐脉丸	887	康美保宁(四川)制药	贵州景峰注射剂		784	103		88.39%	11.61%		
7	脉管复康	口服	脉管复康胶囊	15,609	陕西东泰制药			15,609			100%			首次
			脉管复康片	3,759	天津同仁堂集团	山西仁源堂药业		3,529	230		93.88%	6.12%		
8	脑安	口服	脑安滴丸	6,394	安徽雷允上药业			6,394			100.00%			首次
			脑安胶囊	3,005	安徽雷允上药业	上海祥鹤药业		2,991	14		99.53%	0.47%		
			脑安颗粒	8,248	河南百泉制药			8,248			100%			
			脑安片	472	哈药制药六厂			472			100%			
9	藤黄健骨	口服	藤黄健骨胶囊	20,400	丽彩甘肃西峰制药			20,400			100%			首次
			藤黄健骨片	22,384	湖南方盛制药			22,384			100%			
			藤黄健骨丸	382	山西旺龙药业集团	朗致集团双人药业	天圣制药山西	159	128	94	41.62%	33.51%	24.61%	
10	香丹	注射	香丹注射液	3,188	河南同源制药	信合援生制药	山西华卫药业	1,097	501	466	34.41%	15.72%	14.62%	首次
11	心可舒	口服	心可舒胶囊	2,000	河北国金药业	重庆希尔安药业	山西迈迪制药	523	505	461	26.15%	25.25%	23.05%	首次
			心可舒咀嚼片											
			心可舒颗粒	159	雅安迅康药业	湖南恒伟药业	湖南恒伟药业	111	49	0	69.38%	30.63%	0.00%	
			心可舒片	14,088	山东沃华医药			14,088			100%			
			心可舒丸	4,460	吉林吉春制药			4,460			100%			
12	醒脑静	注射	醒脑静注射液	130,423	无锡济煜山禾药业	大理药业	河南天地药业	114,897	10,125	5,400	88.10%	7.76%	4.14%	广东
13	鸦胆子油	注射	鸦胆子油乳注射液	86,411	江苏九旭药业	沈阳药大雷允上药业	白云山明兴制药	60,001	15,373	11,037	69.44%	17.79%	12.77%	广东
14	银杏达莫	注射	银杏达莫注射液	33,413	贵州益佰制药	山西普德药业	通化谷红制药	23,326	6,544	3,395	69.81%	19.59%	10.16%	广东
15	银杏叶提取物	注射	银杏叶提取物注射液	188,491	悦康药业集团	台湾济生医药生技		143,004	45,487		75.87%	24.13%		广东、湖北、北京、山东
16	振源	口服	振源胶囊	25,360	吉林集安益盛药业			25,360			100%			首次
			振源口服液		长春大政药业	吉林通化博祥药业								
			振源片	3,967	吉林吉春制药	吉林东北亚药业	安徽九华华源药业	2,914	1,027	26	73.46%	25.89%	0.66%	
			振源软胶囊											

数据来源： 广东药交所，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

国企混改释放红利，股权激励相继落地

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



数据来源：公司公告，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

中药消费品：提价与渠道变革加速业绩兑现

- **强品牌力品种具有提价空间。**品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。
- **片仔癀：**强品牌产品提价空间大、频率高。从2004年到2020年片仔癀国内零售价一共提价9次，从325元的零售价提升到了590元，提升81%。出口零售价一共提了10次，从14.5美元/锭提升到了51.8美元/锭，提升257%。目前原料段价格上涨推动成本端上涨，提价预期相对比较强烈。
- **同仁堂：** 2021年12月1日，同仁堂安宫牛黄丸终端销售价格从780元提升至860元，价格涨幅为10%。其余大单品如牛黄清心丸、乌鸡白凤丸等品种均有不同程度的提价，其余品种如壮骨药酒、跌打丸、局方至宝丸、牛黄清胃丸也有提价。我们预计提价带来工业端毛利率提升。
- **太极集团：**藿香正气口服液日均治疗费用最多可以达到5元/天，目前售价为22~25元（10支/盒），日均费用仅不到3.5元，仍然还有大幅提价的潜在空间，我们认为未来1-2年内提价的概率较大。
- **达仁堂：**公司的速效救心丸也属于低价药范畴，日用药金额接近4元，目前速效救心丸日用药金额仍然相对较低，预计未来仍有一定提价空间。
- **东阿阿胶：**核心产品阿胶块历史上持续提价。东阿阿胶从2006年开始对阿胶产品进行全面提价，东阿阿胶共调价17次，最后一次提价在2018年12月，出厂价从2006年5月的196元/千克提升至目前的约3273元/千克，涨幅超过20倍。目前一盒250g的阿胶可以食用3周，终端价格约为1500元/250g，则日用金额约为70元。复方阿胶浆作为公司主力产品，出厂价也在不断提升，且2014年到2016年连续提价三次，最后一次提价是在2018年1月份，提价幅度为5%。

中药：重点关注中药消费品等

中药消费品：提价与渠道变革加速业绩兑现

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒(终端)	2020年1月	11.30%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端） 765元/盒（批发含税） 676元/盒（批发无税）	2022年1月	12.82% 12.83% 12.67%
	跌打丸OTC	20元/盒（终端） 17.4元/盒（批发含税） 15.4元/盒（批发无税）	2022年1月	45% 45% 45.01%
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端） 17.2元/瓶（批发含税） 15.22元/瓶（批发无税）	2022年1月	65% 65.38% 65.43%
	壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端） 346.02元/瓶（批发无税）	2022年1月	25% 24.92%
	壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端） 600元/瓶（批发无税）	2022年1月	30% 29.88%
	同仁乌鸡白凤丸OTC	80元/盒（终端） 61.59元/盒（批发无税）	2022年1月	15.94% 15.99%
	局方至宝丸	898元/丸（终端） 4680元/盒（批发含税） 4141.59元/盒（批发无税）	2022年1月	12.53% 12.42% 12.42%
东阿阿胶	阿胶浆		2018.1	5.00%
广誉远	安宫	双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒）5880元/盒（定价）	2022年3月	14.0%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒）3360元/盒（定价）	2022年3月	6.3%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒）10080元/盒（定价）	2022年3月	6.3%

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
		60袋	2020年底	超50%
马应龙	马应龙痔疮膏（10g）		2021年	提价
太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
	太极急支糖浆	28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶
	通天口服液	5.5-7元/支	2020年底	从2.8元/支提价到5.5-7元/支
	鼻窦炎口服液	4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍
九芝堂	六味地黄丸	48元/盒（520丸/盒）	2021年1月	10%
	安宫牛黄丸（天然牛黄）（1丸/盒）	598元/丸	2021年1月	12%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%
	牛黄解毒丸	15元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%
	逍遥丸	29.9元/盒（360丸/盒）	2021年1月	超25%
	上清丸	18元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	通宣理肺丸	18元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）	2021年1月	超25%

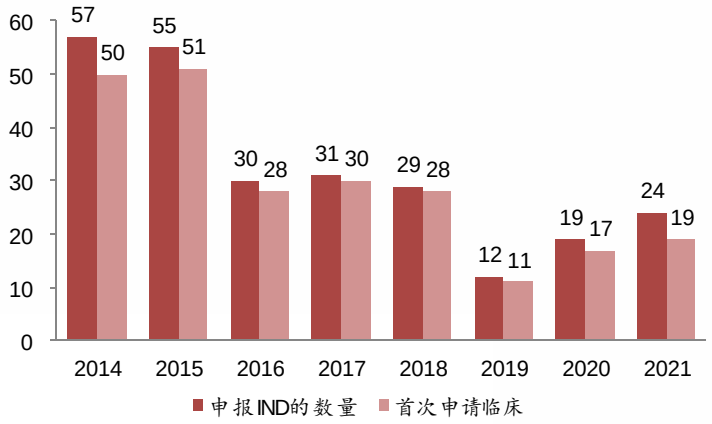
数据来源：公司公告，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

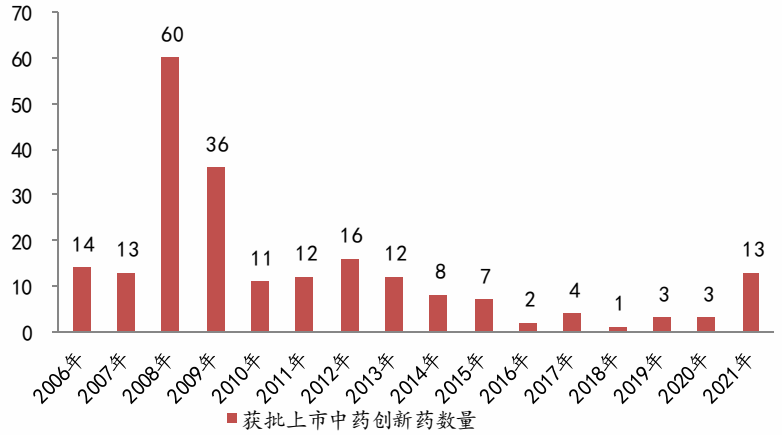
中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

- **中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市。**从每年上市的中药新药数量来看，2008-2009年是一个高峰期，2016-2020年由于2015年启动的药审改革，上市的中药新药数量较少，2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出，近三年申报临床试验的中药新药数量逐年增加。
- **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。**《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。

近年中药申报临床的数量（个）



2006-2021年获批上市中药创新药数量（个）



数据来源：CDE，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

配方颗粒：国标切换加速，行业迎来发展拐点

- **国标切换加速，行业库存清理接近尾声。**截至2022年9月末，截至2022年9月，国家标准一共颁布了三批，合计有200个品种，目前仍有69个品种标准处于公示阶段。此外，随着省标备案逐步推进，目前已经有红日药业、中国中药、神威药业在省标备案进度上超过400种，能够满足临床常用400种的需求。2021年11月1日之后不允许生产企业标准配方颗粒，目前华润三九、红日药业等企业上半年清理完企标库存，2022年三季度市场主要以国标和省标的配方颗粒为主，国标产品有望在2022年三四季度开始逐步实现放量。
- **行业迎来新一轮量价齐升。**从价格上看，配方颗粒替换国标之后价格平均提升80-100%，从量上来看，各省加快配方颗粒纳入医保进度，保证在患者的可及性，截至 2022 年 9 月，已有多省出台政策将配方颗粒纳入省级医保支付范围，并参照乙类管理。随着纳入医保的省份增加，有望提高终端产品销量。此外，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，中药饮片仍然可以按照25%加成销售，以及各地将中药饮片纳入中治率考核等政策将有利于推动配方颗粒行业快速发展。
- **中药颗粒配方的集采短期时间不成熟，龙头企业具有竞争优势。**相比中成药，中药配方颗粒的标准几乎是统一的，因此可能成为集采的优先选项。但国标品种推进进度和进入医保进度，是实施全国集采的大前提，当前时机或未完全成熟。从长期竞争格局来看，龙头企业具有全产业链控制的能力，在上游中药材种植基地建设、成本端把控、质量标准控制、下游终端渠道能力上具有竞争优势，即便未来面临集采，行业也会加速集中。

数据来源：《中药配方颗粒的发展现状及国际化对策探讨》，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

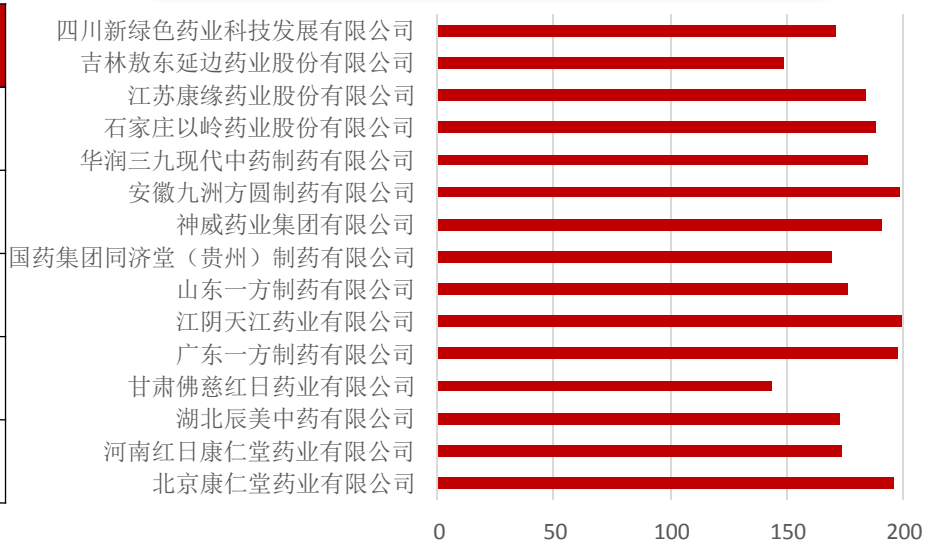
配方颗粒：国标切换加速，行业迎来发展拐点

- **国标品种加速推进，获批进度靠前的企业有望优先获益。**截至2022年9月，国家标准一共颁布了三批，合计有200个品种，目前仍有69个品种标准处于公示阶段，还未执行。目前临床常用的配方颗粒品种大约至少400个品种，各个省目前也有省标品种正在备案过程中加速。目前中国中药、红日药业、华润三九等企业的国标备案进度接近200个。我们认为龙头企业在国标标准制定和炮制工艺上具有先发优势，市场后进入者需要几个月的时间去备案及生产，并且在成本控制上新进入者并不具有规模优势。因为在国标切换窗口期能率先抢占市场，率先受益。

配方颗粒国标颁布和公示情况

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

不同企业国标注册进度



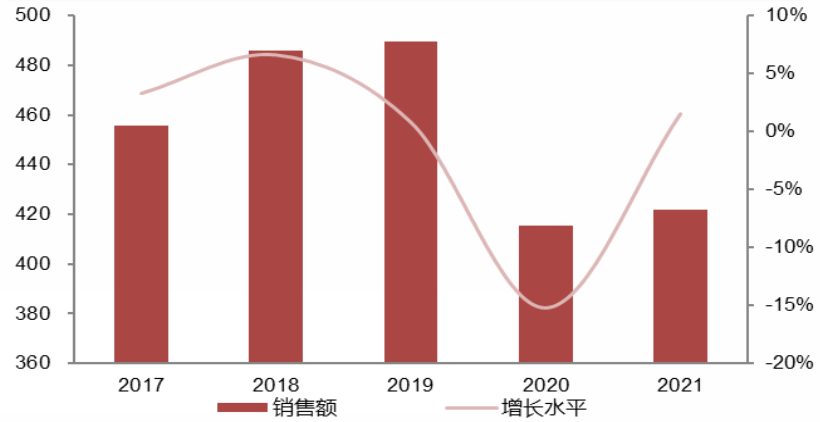
数据来源：国家药典委，药监局，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

防疫新二十条落地，关注呼吸系统相关中成药

- 11月10日， 中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，防疫政策将进一步科学化、精准化、有效化。国务院联防联控机制发布通知：“加快新冠肺炎治疗相关药物储备，做好供应储备，满足患者用药需求，尤其是重症高风险和老年患者治疗需求。重视发挥中医药的独特优势，做好有效中医药方药的储备”。另外，根据第九版新冠诊疗方案，其中提到根据医学观察期和治疗期的不同疾病进展推荐了相应的中药。新冠的轻症患者以及流感患者症状多表现为呼吸系统相关症状，如咳嗽、感冒等。2021年我国呼吸系统用药市场规模为422亿元，相较于2019年490亿元，其市场规模有大幅回落，随着后续对于零售药店端“四类药”管控进一步放松，叠加流感及相关呼吸系统疾病进入高发季，感冒咳嗽相关用药需求增加，短期关注感冒咳嗽相关药物公司。

2017-2022E中国整体呼吸道疾病用药销售额（亿元）及增速



新版新冠肺炎诊疗指南推荐中药情况

疾病进展	推荐中药/中成药	对应企业
医学观察期	藿香正气胶囊、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）	太极集团、以岭药业
治疗期	清肺排毒汤、清肺排毒颗粒	华润三九、片仔癀
轻型	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业
普通型	宣肺败毒颗粒、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）	步长制药、以岭药业
重型	化湿败毒颗粒、喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液。功效相近的药物根据个体情况可选择一种，也可根据临床症状联合使用两种。中药注射剂可与中药汤剂联合使用。	中国中药、红日药业、康缘药业、天士力等
危重型	血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液。功效相近的药物根据个体情况可选择一种，也可根据临床症状联合使用两种。中药注射剂可与中药汤剂联合使用。	华润三九、中国中药、红日药业、康缘药业、天士力等

数据来源：公司公告，米内网，卫健委，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

防疫新二十条落地，关注呼吸系统相关中成药

- 从目前上市公司的感冒咳嗽相关的收入及占比情况来看，济川药业的蒲地蓝和小儿豉翘清热一共占公司收入53%，太极集团的藿香正气口服液和急支糖浆收入合计占比达到10%，以岭药业的连花清瘟胶囊/颗粒和连花清咳片合计占比达到41%。特一药业的止咳片占总收入的32%。华润三九的感冒收入占比达到32%，贵州三力的开喉剑收入占比达到79%。

呼吸系统用药主要上市公司产品收入及占比

证券代码	证券简称	市值	市盈率PE(TTM)	药品名称	2021年药品收入(亿元)	收入占比	合计占比	是否纳入全国新冠诊疗指南	纳入各省新冠指南情况
002603.SZ	以岭药业	746	49	连花清瘟胶囊	40.60	40%	41%	是	
				连花清咳	0.60	1%			北京、山东、湖北、河北、四川、福建
600085.SH	同仁堂	638	49	安宫牛黄系列	30.84	21%	25%	是	
				牛黄解毒系列	4.42	3%			
				感冒清热颗粒	0.82	1%			山东
000999.SZ	华润三九	563	25	感冒止咳收入（包括感冒灵）	48.28	32%	32%		
600332.SH	白云山	486	13	小柴胡颗粒	3.40	0.5%	0%		四川、山东、广东
600566.SH	济川药业	300	15	蒲地蓝	24	32%	57%		河北、辽宁、湖南、江苏、河南、山东、黑龙江、海南、四川、贵州
				小儿豉翘清热	16	21%			北京、河北、山东、黑龙江、四川、浙江、广东、河南、湖南、贵州
				黄龙止咳	3	4%			河北、河南、黑龙江
603858.SH	步长制药	267	21	宣肺败毒颗粒	0	0%	0%	是	
600329.SH	达仁堂	240	29	清咽滴丸	0.55	1%	3%		
				清肺消炎丸	1.50	2%			四川
600129.SH	太极集团	199	-38	藿香正气口服液	9.2	8%	10%	是	
				急支糖浆	2.77	2%			重庆、广东、四川
600535.SH	天士力	194	36	藿香正气液滴丸	2.33	3%	3%	是	
002737.SZ	葵花药业	168	21	小儿肺热咳喘口服液/颗粒	4.25	10%	18%		黑龙江、湖南、山东、北京、辽宁、贵州
				小儿柴桂退热	2.17	5%			
				金银花露	1.77	4%			
600557.SH	康缘药业	135	34	热毒宁注射液	4.6	13%	15%	是	
				杏贝止咳颗粒	0.8	2%			
				散寒化湿					
600976.SH	健民集团	88	22	小儿宣肺止咳颗粒	0.24	1%	2%		
				小儿宝泰康颗粒	0.30	1%			
600664.SH	哈药股份	80	195	双黄连口服液	2.63	2%	2%		北京、广东、河南、黑龙江、陕西
605199.SH	葫芦娃	79	119	小儿肺热咳喘颗粒	2.67	20%	20%		北京、山东、河南、四川
603439.SH	贵州三力	72	50	开喉剑	7.45	79%	79%		北京
002728.SZ	特一药业	61	50	止咳宝片	2.40	32%	32%		

数据来源：公司公告，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

中药板块利润端改善，业绩走向分化

- 中药板块53家公司2022年前三季度收入1966亿元（+4.3%），归母净利润209.17亿元（+3.6%），扣非归母净利润191亿元（+2.7%），分季度看，板块2022Q1/Q2/Q3收入分别为685.1/632.5/640.1亿元（+4.04%/+4.66%/+3.92%），归母净利润分别为78.6/68.9/62.2亿元（+4.98%/-1.63%/+7.16%）。收入增速放缓主要系上半年全国各地疫情散发，销售推广活动部分出现暂停。从盈利能力看，2022前三季度板块2022前三季度板块毛利率为46%（-0.2pp），净利率为8.5%（-0.1pp），四费率为33.46%（-1.28pp），板块盈利能力下降主要毛利率受到成本压力影响及部分企业出现非经常性损益影响。

中药板块21-22Q3业绩速览

（亿元）	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	2022Q3
营收	658.5	604.3	616.0	639.5	685.1	632.5	**640.1**
同比增速	18.74%	7.60%	1.05%	-1.48%	4.04%	4.66%	**3.92%**
归母净利润	74.8	70.0	58.1	45.8	78.6	68.9	**62.2**
同比增速	31.65%	18.68%	6.31%	43.07%	4.98%	-1.63%	**7.16%**

中药板块21-22Q3盈利能力指标概览

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
毛利率	47.21%	47.94%	46.61%	46.85%	46.70%	45.43%	**46.38%**
净利率	11.36%	11.58%	9.43%	7.16%	11.47%	10.89%	**9.72%**
销售费用率	25.89%	26.73%	27.31%	27.86%	24.76%	24.80%	**26.39%**
管理费用率	5.00%	5.52%	5.56%	6.87%	4.87%	5.67%	**5.59%**
财务费用率	0.14%	0.17%	0.25%	0.27%	0.01%	0.16%	**0.16%**
研发费用率	2.11%	2.58%	2.60%	3.96%	2.24%	2.52%	**2.85%**

数据来源：wind，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

中药板块利润端改善，业绩走向分化

- **院内端恢复情况较好，独家基药增速表现亮眼。1）中药消费品：**三季度5家中药消费品公司收入为91亿元（+6.2%），归母净利润为8亿元（+3%），扣非归母净利润为7亿元（+37%），主要系去年同期非经常性损益比较大；**2）独家基药：**2022年三季度16家独家基药收入335亿元（5.3%），归母净利润为27亿元（+15.8%），扣非归母净利润为25亿元（+16.4%）。Q3增速环比有所提升，主要原因院内端产品提价带来毛利率提升，同时Q3的疫情相对于Q2有所缓和，院内渠道放量明显。**3）配方颗粒：**2家配方颗粒公司收入为53亿元（-0.8%），归母净利润为6亿元（+10.8%），主要系三季度配方颗粒国标品种销售占比提升，毛利率有所提升；**4）中药创新药：**3家中药创新药公司总收入38亿元（+13%），归母净利润为5亿元（+38.4%）；**5）普药：**24家普药三季度收入102亿元（-0.5%），归母净利润为14亿元（-12.8%）；**6）中药注射剂：**2022年三季度总收入为55亿元（-0.7%），归母净利润为4亿元（-18.1%）。

中药板块22Q1-22Q3业绩速览

	中药（53家）			中药消费品（5家）			独家基药（16家）			配方颗粒（2家）			中药创新药（3家）			普药（24家）			中药注射剂（4家）		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
单季度收入（亿元）	**685**	**632**	**640**	**95**	**92**	**91**	**367**	**321**	**335**	**59**	**58**	**53**	**40**	**41**	**38**	**111**	**98**	**102**	**48**	**58**	**55**
同比增速	4.0%	4.7%	3.9%	8.2%	4.3%	6.2%	4.4%	4.8%	5.3%	3.6%	4.7%	-0.8%	-14.6%	22.6%	13.0%	7.8%	-3.6%	-0.5%	2.8%	7.7%	-0.7%
毛利率	**46.7%**	**45.4%**	**46.4%**	**49.2%**	**49.3%**	**49.4%**	**38.0%**	**35.4%**	**36.0%**	**54.9%**	**54.1%**	**55.8%**	**64.9%**	**66.4%**	**65.0%**	**51.2%**	**52.3%**	**53.3%**	**66.3%**	**54.6%**	**65.6%**
四费率	**31.9%**	**33.2%**	**35.0%**	**37.3%**	**35.7%**	**36.7%**	**25.2%**	**25.9%**	**26.1%**	**32.9%**	**38.1%**	**41.5%**	**44.8%**	**44.3%**	**48.3%**	**37.7%**	**42.5%**	**42.9%**	**52.7%**	**43.3%**	**55.7%**
销售费用率	24.8%	24.8%	26.4%	29.4%	27.4%	28.1%	20.2%	19.5%	19.9%	25.3%	29.3%	31.0%	32.4%	31.1%	34.2%	28.1%	30.5%	30.9%	42.6%	35.1%	45.8%
管理费用率	4.9%	5.7%	5.6%	6.6%	6.5%	7.0%	3.6%	4.6%	4.3%	4.8%	6.1%	6.3%	4.6%	4.7%	5.1%	6.3%	7.9%	7.8%	7.4%	5.5%	5.9%
财务费用率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.3%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.6%	0.9%	0.9%	1.2%	1.0%	0.9%
研发费用率	2.2%	2.5%	2.9%	1.1%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	2.0%	2.6%	3.0%	3.8%	7.6%	8.5%	9.1%	2.6%	3.2%	3.3%	1.5%	1.5%	3.1%
归母净利润（亿元）	**79**	**69**	**62**	**7**	**8**	**8**	**36**	**27**	**27**	**11**	**7**	**6**	**6**	**7**	**5**	**11**	**15**	**14**	**7**	**5**	**4**
同比增速	5.0%	-1.6%	7.2%	32.1%	39.2%	3.2%	14.2%	2.9%	15.8%	28.8%	-26.7%	10.8%	-20.3%	79.1%	38.4%	-25.3%	-14.8%	-12.8%	4.1%	-26.9%	18.1%
扣非归母净利润（亿元）	**77**	**60**	**55**	**7**	**7**	**7**	**36**	**24**	**25**	**10**	**6**	**5**	**6**	**7**	**5**	**13**	**11**	**10**	**5**	**5**	**4**
同比增速	6.0%	-3.1%	3.7%	38.9%	41.0%	37.0%	13.5%	-2.5%	16.4%	22.9%	-26.6%	-0.4%	-18.9%	85.9%	43.9%	-7.7%	-26.2%	-26.2%	-17.6%	-3.6%	9.8%

数据来源：wind，西南证券整理

中药：重点关注中药消费品等

中药板块利润端改善，业绩走向分化

	证券代码	证券简称	净利润			PE			YOY			市值（亿元）	数据来源
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
中药消费品	600436.SH	片仔癀	27.5	33.0	40.0	55.5	46.2	38.2	13%	20%	21%	1,528	wind
中药消费品	600085.SH	同仁堂	14.2	16.7	19.6	45.5	38.6	32.9	15%	18%	17%	644	wind
中药消费品	000423.SZ	东阿阿胶	8.0	10.5	13.2	31.0	23.8	18.9	82%	30%	26%	249	wind
中药消费品	600771.SH	广誉远	0.4	1.7	2.8	329.9	84.4	52.2	-114%	291%	62%	145	wind
中药消费品	600750.SH	江中药业	6.4	7.7	8.7	15.8	13.1	11.6	26%	20%	13%	101	wind
中药消费品	603896.SH	寿仙谷	2.6	3.4	4.3	27.9	21.8	16.9	30%	28%	29%	73	wind
中药消费品	600976.SH	健民集团	4.0	5.0	6.2	21.5	17.1	13.8	23%	26%	24%	86	wind
中药消费品	000538.SZ	云南白药	35.9	45.1	53.2	28.4	22.7	19.2	28%	25%	18%	1,023	wind
中药消费品	600129.SH	太极集团	3.4	5.3	7.7	55.1	35.7	24.4	-165%	54%	46%	189	wind
独家基药	000989.SZ	九芝堂	5.2	6.7	7.6	15.3	11.8	10.5	91%	30%	13%	79	wind
独家基药	600332.SH	白云山	39.4	43.5	0.0	11.3	10.2		6%	10%	-100%	445	wind
独家基药	600566.SH	济川药业	20.5	23.2	26.1	14.4	12.8	11.3	19%	13%	12%	296	wind
独家基药	600535.SH	天士力	10.3	11.5	12.9	17.0	15.2	13.6	-56%	12%	12%	176	wind
独家基药	600329.SH	达仁堂	8.9	11.1	13.9	22.7	18.2	14.5	15%	25%	26%	202	wind
独家基药	600572.SH	康恩贝	3.1	6.6	7.9	39.7	18.5	15.5	-85%	115%	20%	123	wind
独家基药	002737.SZ	葵花药业	8.6	10.0	11.8	19.1	16.5	14.0	22%	16%	18%	165	wind
独家基药	600993.SH	马应龙	5.8	6.8	8.1	18.2	15.4	12.9	24%	18%	19%	105	wind
独家基药	002275.SZ	桂林三金	4.0	4.6	5.4	21.9	19.0	16.4	16%	15%	16%	88	wind
独家基药	600285.SH	羚锐制药	4.6	5.5	6.5	17.9	14.9	12.6	26%	20%	18%	81	wind
独家基药	603439.SH	贵州三力	1.9	2.5	3.3	35.9	27.1	20.6	23%	33%	31%	67	wind
独家基药	300181.SZ	佐力药业	2.6	3.5	4.7	27.5	20.7	15.5	47%	33%	34%	73	wind
独家基药	002317.SZ	众生药业	3.6	4.2	4.9	81.5	70.6	61.3	31%	16%	15%	297	wind
独家基药	600422.SH	昆药集团	5.3	6.3	7.4	23.7	20.0	16.9	5%	19%	18%	126	wind
独家基药	605199.SH	葫芦娃	0.9	1.1	1.4	76.8	64.3	50.6	29%	19%	27%	71	wind
独家基药	002728.SZ	特一药业	1.9	2.4	2.8	32.7	26.2	21.9	49%	25%	19%	62	wind
配方颗粒	000999.SZ	华润三九	23.6	27.4	31.4	22.4	19.3	16.9	16%	16%	15%	529	wind
配方颗粒	300026.SZ	红日药业	6.8	9.9	12.4	29.3	20.2	16.1	-1%	45%	25%	199	wind
配方颗粒	600222.SH	太龙药业										45	wind
中药创新药	002603.SZ	以岭药业	16.2	19.2	22.7	42.7	36.0	30.5	21%	19%	18%	693	wind
中药创新药	600557.SH	康缘药业	4.1	5.2	6.3	36.8	29.1	24.0	28%	26%	21%	151	wind
中药创新药	002873.SZ	新天药业	1.3	1.6	2.1	28.3	21.7	17.2	26%	30%	26%	36	wind

数据来源：wind，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

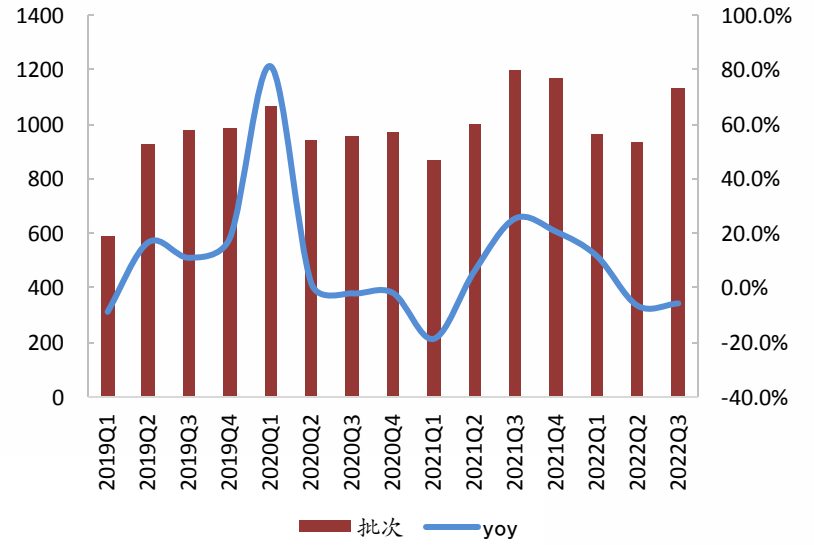
血制品：看好复苏后优质个股投资机会

- **疫情对血制品供需两端均有影响，预计需求复苏快于供给。供给方面：**前三季度血制品主要品种批签发增速逐渐放缓，Q3人白、静丙签发批次同比下降6%和3%。预计与国内疫情、进口备案延缓等因素相关。另一方面，疫情对采浆也有较大影响。22H1主要上市公司采浆同比增速较好主要系低基数效应，预计下半年采浆增速放缓，未来血制品行业供给仍将有所波动。**需求方面：**2022年我国终端诊疗活动复苏程度有限。2022年上半年我国医院月均诊疗人次3.3亿人，环比下降11.2%。Q2人白、静丙样本医院销售额分别同比下降1.8%、11.5%。终端需求的增长不足，预计主要系疫情影响。整体来看，当前血制品行业供需较为平衡。预计随着疫情管控措施放开，需求有望率先恢复。
- **广东联盟血制品集采落地，对行业格局影响较小。**2022年5月27日，广东联盟血制品集采中选结果公布。各企业产品普遍中标，且中标价均不低于历史最低中标价。我们认为此次集采对企业的利润率及市场份额影响较小。
- **十四五浆站数量边际增加，血制品供给长期增长前景明朗。**截至2022年Q3，天坛生物、华兰生物等公司均受益于十四五规划，浆站数量有所增加。结合部分血制企业的并购整合，预计未来血制品行业的有效供给将持续增长。
- **建议关注具备业绩弹性且估值具备性价比个股。**2022年5月以来，市场对疫情后复苏进程预期有所反复，海外宏观因素已现边际改善，血制品板块估值待修复。建议关注**1）派林生物（000403）2）华兰生物（002007）3）天坛生物（600161）4）卫光生物（002880）等。**

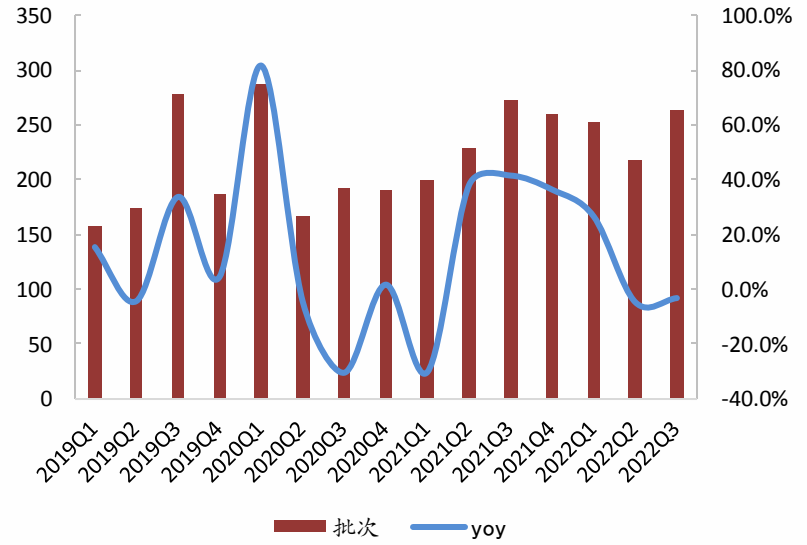
血制品：批签发增速下行，血制品供给增长放缓

- **前三季度血制品主要品种批签发增速逐渐放缓。**预计受国内疫情限制采浆、进口备案延缓等因素影响，2022年血制品批签发增长乏力。2022年前三季度，人血白蛋白签发3037批(-1%)，其中国产人血白蛋白批签发总量为1159批(+3%)，占比38%；进口人血白蛋白批签发总量为1878批(-3%)，占比62%；静丙批签发735批，同比增长5%,其中Q3静丙批签发264批(-3%)。其中Q3人白、静丙签发批次同比下降6%和3%。

人白签发批次



静丙签发批次

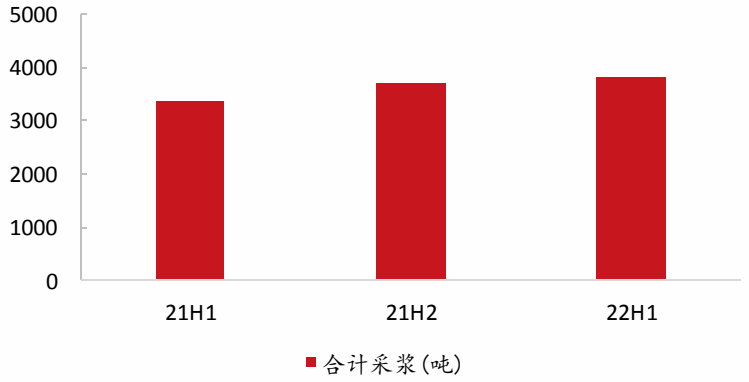


数据来源：医药魔方，中检院，西南证券整理

血制品：供给主要受疫情制约

- **从采浆水平来看，**样本企业22H1采浆量同比增长13%，复苏趋势较好。预计22H2受多地疫情管控影响，行业采浆复苏进程或有所起伏。
- **从库存水平看，**从2021H1到2022年Q3，主要血制品上市企业的存货水平未见明显增长。因此我们认为当前血制品行业供给未现明显过剩。

样本血制品企业采浆量



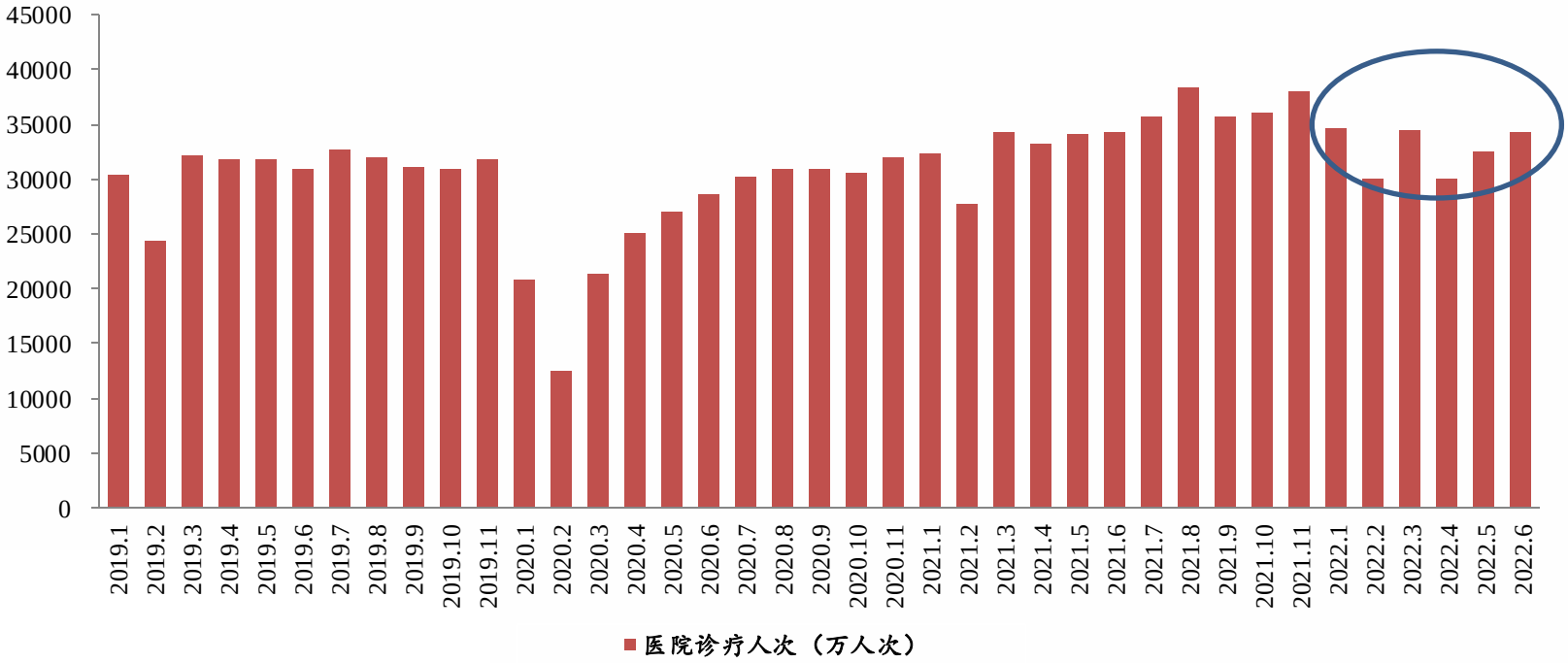
公司	存货				原材料			在产品			产成品		
	22Q3YTD	22H1	21A	21H1	22H1	21A	21H1	22H1	21A	21H1	22H1	21A	21H1
派林生物	8.1	7.3	7.4	7.8	3.7	3.3	3.6	2.5	2.8	3.4	1.1	1.4	0.8
天坛生物	23.9	23.1	21.4	22.3	10.1	9.2	7.5	9.9	10.7	12.4	3.1	1.5	2.5
华兰生物	15.8	15.8	13.6	15.0	6.6	7.1	7.0	6.2	4.7	6.4	3.0	3.2	2.1
上海莱士	30.8	30.4	31.7	25.8	6.1	5.9	5.7	9.5	8.9	8.5	14.9	17.1	11.8
博雅生物	6.6	6.6	6.8	6.6	2.4	2.5	2.5	2.3	2.5	2.3	2.0	1.8	1.8
卫光生物	6.2	5.7	4.2	4.7	2.4	1.9	1.4	1.6	1.0	1.4	1.7	1.4	1.8
合计	91.3	89.0	85.1	82.2	31.3	29.8	27.6	31.9	30.4	34.4	25.8	26.3	20.9

数据来源：Wind，西南证券整理

血制品：疫情影响我国诊疗活动

- **2022年医院诊疗人次受疫情影响有所下降。**受疫情管控措施影响，我国医院诊疗数量有所下滑。2022年上半年我国医院月均诊疗人次3.3亿人，环比下降11.2%（2021H2月均诊疗人次3.7亿人次）。22H1同比疫情同比疫情前水平同比增长约5%（2019年月均诊疗人次3.1亿人）。

我国近年医院诊疗人次

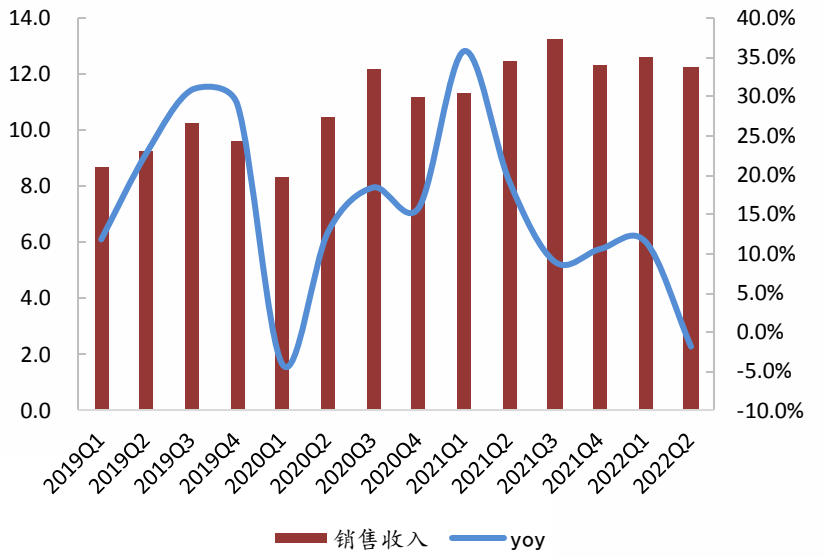


数据来源：卫健委，西南证券整理

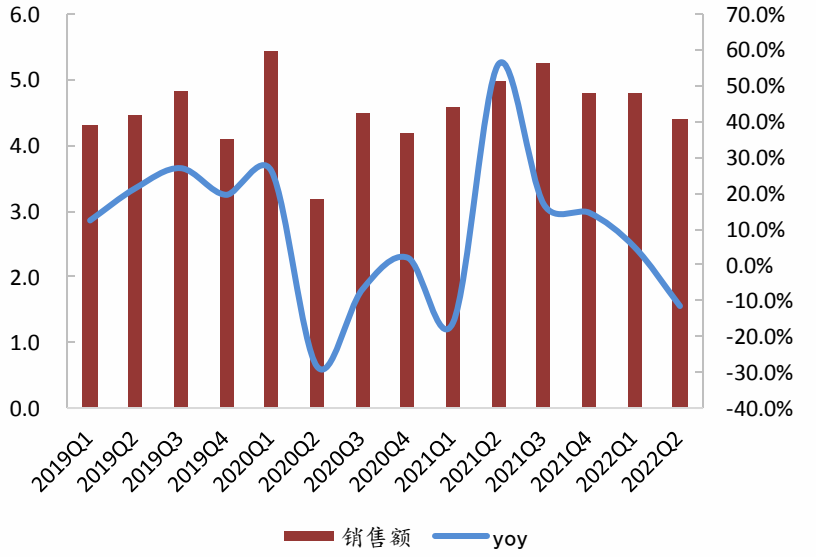
血制品：终端诊疗增长不足，血制品需求受损

- **血制品终端需求或受疫情压制。**从样本医院主要品种销售来看，2022年Q1血制品销售增速较好，Q2销售增速有所回落。Q2人白、静丙样本医院销售额分别同比下降1.8%、11.5%。终端需求的增长不足，预计主要系疫情影响。

样本医院人白销售额



样本医院静丙销售额



数据来源：PDB，西南证券整理

血制品：前期投浆不足，上市公司业绩有所波动

- **疫情影响季度分布，前三季度板块收入增速前高后低：**剔除华兰生物疫苗业务后，6家血液制品上市公司2022年前三季度收入总额约为139亿元(+17.7%)，归母净利润总额约236亿元(+6.7%)，扣非归母净利润34亿元（+2.6%）。分季度来看，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2022Q1/Q2/Q3的收入总额分别为43/48/48亿元，分别同比增长28.2%/22.3%/5.8%，归母净利润分别为11/12/12亿元，分别同比增长12.5%/8.8%/-0.1%。Q3单季度收入增速环比有所下滑，
- **疫情或对血制品供需两端均有所影响，预计当前血制品主要品种供需较为平衡。**上市公司业绩的波动主要系去年末行业采浆受疫情影响，行业投浆量季度分布有所变化。

血制品板块2022Q3YTD业绩概览（剔除华兰疫苗业务影响）

单位：亿元	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3YTD	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3YTD	2021
营收	43	48	48	139	34	39	45	118	165
yoy	28.2%	22.3%	5.8%	17.7%	4.1%	22.2%	30.4%	19.3%	24.6%
归母净利润	11	12	12	36	10	11	12	34	38
yoy	12.5%	8.8%	-0.1%	6.7%	20.5%	19.2%	39.5%	25.3%	8.8%
扣非归母净利润	11	11	12	34	10	11	12	33	37
yoy	14.5%	3.9%	-3.6%	2.6%	17.9%	19.1%	47.1%	26.6%	1.6%
毛利率	49.4%	47.1%	49.4%	48.6%	54.0%	52.6%	50.1%	52.0%	50.8%
四费率	17.6%	19.0%	20.4%	19.1%	20.0%	20.5%	19.9%	20.1%	20.5%
销售费用率	9.4%	10.0%	10.9%	10.1%	10.5%	10.8%	11.2%	10.9%	10.8%
管理费用率	6.8%	6.7%	6.8%	6.8%	8.0%	7.5%	7.2%	7.6%	7.8%
财务费用率	-1.2%	-0.5%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.2%	-1.2%
研发费用率	2.7%	2.8%	3.2%	2.9%	2.5%	3.4%	2.8%	2.9%	3.1%

数据来源：Wind，西南证券整理

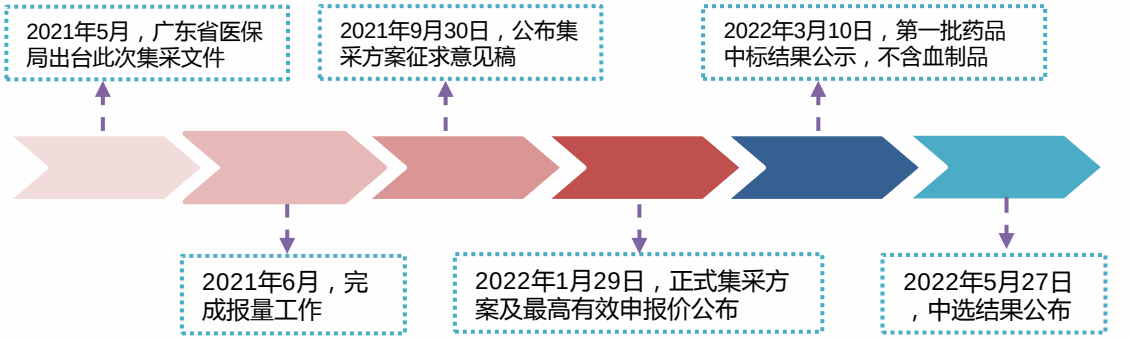
血制品：广东联盟血制品集采对行业格局影响较小

- 2022年5月27日，广东联盟血制品集采中选结果公布。各企业产品普遍中标，且中标价均不低于历史最低中标价。我们认为此次集采对企业的利润率及市场份额影响较小。

广东联盟血制品集采报量

产品	集采报量	2020年全国批签发	占比
人血白蛋白（50ml:10g）	262万支	5989万支	4.4%
静丙（50ml:2.5g）	71.9万支	1238万支	5.8%
人凝血因子Ⅷ（200IU）	24.4万支	199万支	12.2%
人纤维蛋白原（0.5g）	12.9万支	125万支	10.3%
人免疫球蛋白（0.15g）	1047支	470万支	0.02%

广东省联盟集采



公司	白蛋白(50ml,10g)广东联盟集采中标价	白蛋白(50ml,10g)近三年全国范围历史中标价		
		中值	最低值	最高值
兰州生物制品研究所有限责任公司	446	420	420	448
国药集团贵州血液制品有限公司	403	405	401	420
山东泰邦生物制品有限公司	358	358	358	384
同路生物制药有限公司	378	378	378	390
上海莱士血液制品股份有限公司	520	580	412	650
华兰生物工程股份有限公司	378	378	378	435
广东双林生物制药有限公司	374	358	358	412
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	410	412	410	412
公司	静丙(50ml,2.5g)广东联盟集采中标价	静丙(50ml,2.5g)近三年全国范围历史中标价		
		中值	最低值	最高值
兰州兰生血液制品有限公司	620	620	620	620
国药集团上海血液制品有限公司	620	620	620	620
山东泰邦生物制品有限公司	561	561	561	589
上海莱士血液制品股份有限公司	561	620	561	620
同路生物制药有限公司	550	550	545	561
华兰生物工程股份有限公司	561	561	550	630
广东双林生物制药有限公司	561	561	561	561
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	605	605	605	605

数据来源：医药魔方，广东省药品采购中心，西南证券整理

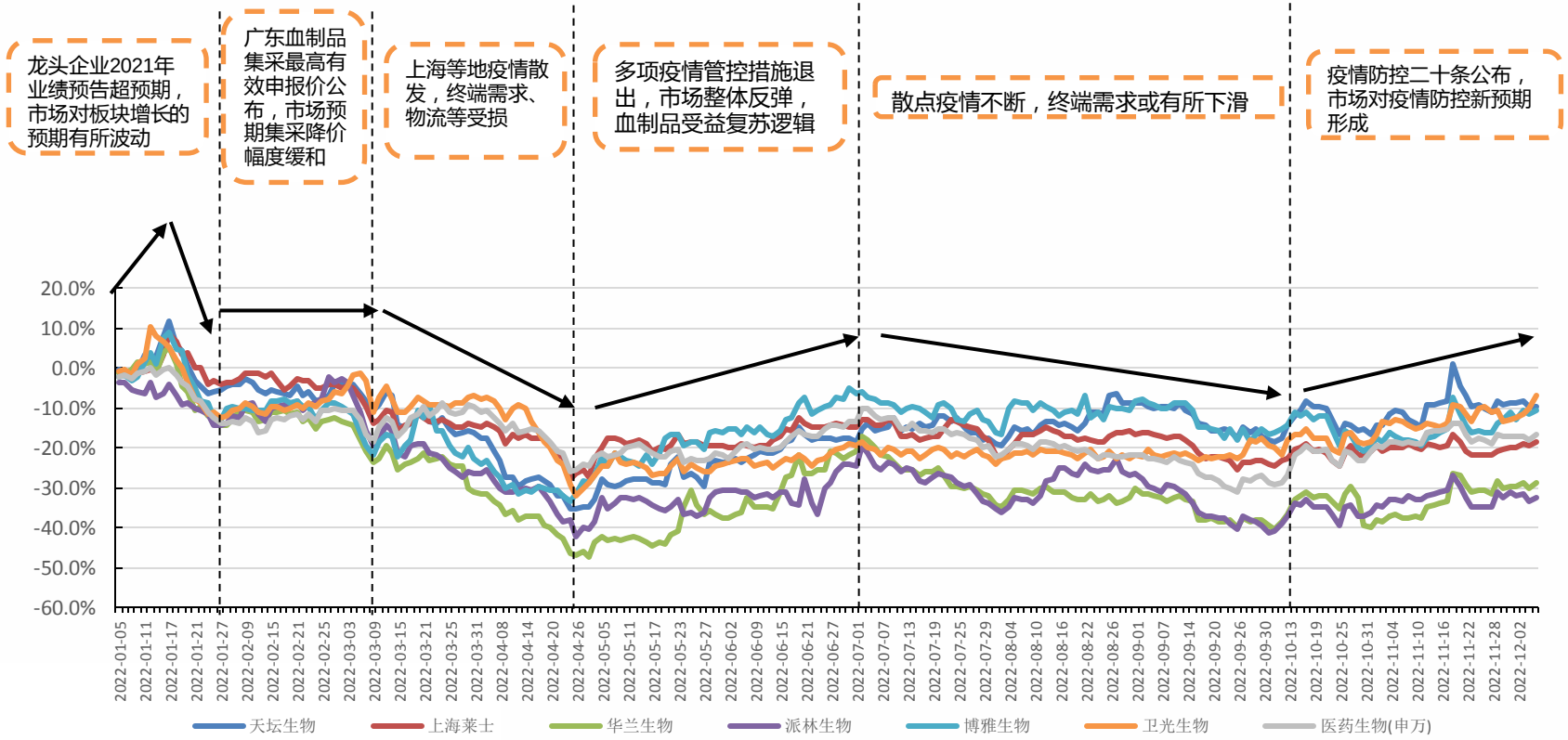
血制品：关注十四五期间浆站审批动态

集团	在营浆站数量（含分站）	获批浆站数量（含分站）	企业	在营浆站数量（含分站）
天坛生物	58	82	兰州兰生	11
			国药集团武汉血制	14
			国药集团贵州血制	2
			国药集团上海血制	9
			成都蓉生	22
上海莱士	41	41	上海莱士	17
			同路生物	21
			郑州莱士	3
华兰生物	25	25 + 4	华兰股份	14
			华兰重庆	11
泰邦生物	23	23	山东泰邦	20
			西安回天	3
派林生物	27 + 1	38	广东双林	11
			派斯菲科	10 + 1
			新疆德源	6
博晖创新	16	16	广东卫伦	8
			河北大安司	8
博雅生物	13	14	博雅生物	13
卫光生物	8	8	深圳卫光	8

数据来源：各公司公告，Wind，西南证券整理

血制品：当前血制品板块估值整体较低

- **2022年初-2022年4月，**受前期板块超涨、疫情发展、宏观环境等因素影响， 血制品板块超调。
- **2022年5月以来，**市场对疫情后复苏进程预期有所反复，海外宏观因素已现边际改善，血制品板块估值待修复。



数据来源：Wind，西南证券整理

血制品：看好业绩具备弹性、估值具备性价比个股

- **对比海内外血制品企业，业绩差异主要源于疫情冲击程度不同。**基立福在疫情期间的采浆严重受损，导致其利润于2021年大幅下降，同时其估值亦降低。而疫情受损较小的CSL，其业绩增速较国内企业更快，估值水平与多数国内血制企业相当。

海外血制品企业估值对比

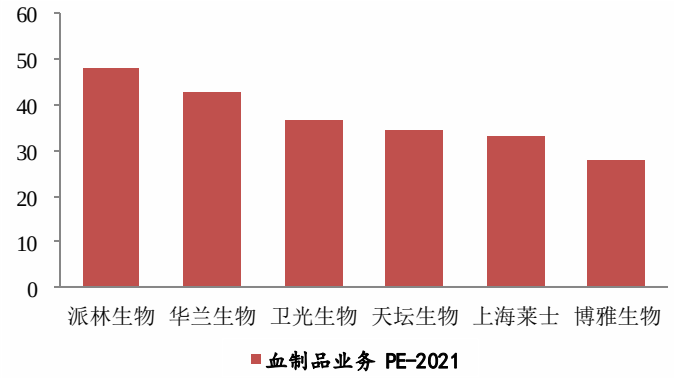
名称	主要业务	2021年血制收入占比	当前市值	PE-TTM	2021年净利润	过去三年净利润CAGR	2021年净利率	2021年毛利率
基立福	血制品、诊断、医院等	78.0%	376	26	1.8亿欧元	-32.6%	3.7%	39.8%
CSL	血制品、疫苗	85.9%	6,782	42	23.8亿美元	22.2%	23.0%	56.7%
名称	**主要业务**	**2021年血制收入占比**	**当前市值**	**PE-TTM**	**2021年净利润（亿元）**	**过去三年净利润CAGR**	**2021年净利率**	**2021年毛利率**
华兰生物	血制品、疫苗	58.6%	392	34	13	4.5%	32.8%	68.7%
上海莱士	血制品	100%	394	26	13	194.8%	30.1%	51.8%
博雅生物	血制品、化学药品	70.7%	176	40	3	-9.8%	13.5%	57.0%
派林生物	血制品	100%	150	34	4	69.7%	19.9%	46.1%
天坛生物	血制品	100%	386	48	8	14.3%	26.0%	47.5%
卫光生物	血制品	100%	68	49	2	9.5%	22.6%	40.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

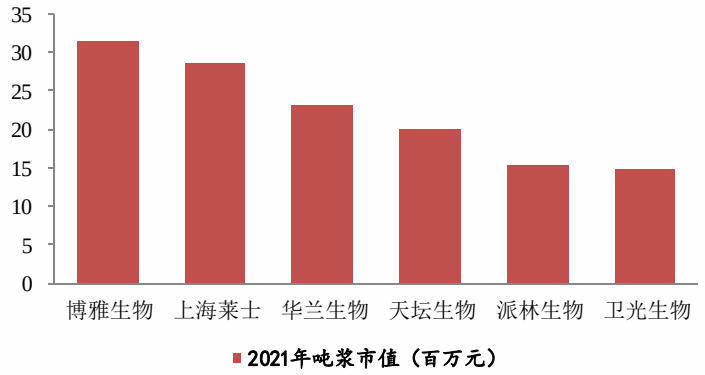
血制品：看好业绩具备弹性、估值具备性价比个股

目前市场已形成疫情后复苏的预期，海外宏观因素已现边际改善，血制品板块估值水平较低。未来随着采浆、终端需求及业绩的陆续恢复，血制品板块投资价值将得到凸显。

血制品个股估值水平



血制品企业吨浆市值-2021浆量



血制品企业吨浆净利及市值

公司	2021年采浆量（吨）	2021年血制品业务收入（亿元）	2021年血制品净利润（亿元）	2021年吨浆收入（万元）	2021年吨浆净利（万元）	最新市值（亿元）	血制品业务市值测算（亿元）
华兰生物	1040	26	7	251	71	380	244
上海莱士	1280	43	14	335	107	382	382
博雅生物	420	12	3	288	79	170	142
派林生物	900	20	4	219	43	142	142
天坛生物	1809	41	8	227	42	364	364
卫光生物	448	9	2	203	44	68	68

数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

- **关注新冠疫苗序贯加强以及潜在第四针市场。**目前我国新冠疫苗接种已经经历了基础免疫、加强免疫到最新的重点加强老年人接种阶段。从海外情况看，疫苗基础免疫→加强免疫→奥株/双价苗加强免疫的接种量与每日新增人数呈明显反比，但数量级依次下降。截至22.11.28，我国60岁以上老年人加强针接种比例占其人口总数的69%，80岁以上加强针接种比例占其人口总数的40%，从2022.11.20以来，我国已经陆续批准了4款新冠疫苗EUA，我们预计未来仍会有mRNA技术路线新冠疫苗获批。我们认为国内随防疫政策边际缓和，后续国内与海外情况可能类似，即新冠疫苗会阶段性放量，但市场规模不会较之前更高。
- **预计传统疫苗销量2023Q2反弹。**传统疫苗分品种来看，HPV疫苗受疫情及疾控资源分配影响较小主要系其仍处于供不应求状态、群众接种意识高、产能增加所致。但儿童苗、较刚需品种及有复购属性品种受上述因素影响较大。展望后市，HPV疫苗预计Q4默沙东与智飞续签落地，产能明后年有望进一步提升。康泰生物13价肺炎疫苗预计今年底完成全国准入，明年蓄势待发。狂苗/破苗随防疫政策边际缓和，相应需求端存在回暖可能，且年末经销商存在囤货需求。按年初加强针启动占用疾控资源的持续时间预计影响为1个季度左右。
- **在研管线短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能。**近期来看，百克生物带状疱疹疫苗、康泰生物人二倍体狂犬疫苗预计将于2022年底或2023年初获批上市，有望带动相应企业业绩增长。长期来看，我国疫苗企业对于全球创新品种的布局与海外厂商的差距缩小，如欧林生物的金葡菌疫苗、康希诺的PBPV疫苗以及各家对于mRNA新冠疫苗以外品种的布局均存在弯道超车可能。
- **疫苗出海抓住机遇，国际化有望加速。**1）创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。2）针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种；成大生物狂苗品种等。
- **投资建议：**智飞生物、康希诺、康泰生物、万泰生物、康华生物、欧林生物、华兰疫苗、金迪克等
- **风险提示：**产品销售不及预期；竞争格局恶化的风险；产品研发进展不及预期。

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

新冠疫苗加强针：建议关注序贯接种及潜在的第四针市场

- 从海外情况看，疫苗基础免疫→加强免疫→奥株/双价苗加强免疫的接种量与每日新增人数呈明显反比，但数量级依次下降，我们认为国内随防疫政策边际缓和，后续国内与海外情况可能类似，即新冠疫苗会阶段性放量，但市场规模不会较之前更高。



Moderna/辉瑞； AZ； 强生； 辉瑞12-15EUA；老年人加强针；异源序贯/5-11EUA；成年人加强针；12岁以上加强针；加强高危人群接种；5-11加强针；6个月以上加强针；奥株/双价苗获批开打第四针

数据来源：Wind，AJMC，中检院，各公司官网，西南证券整理

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

新冠疫苗加强针——预计未来mRNA技术路线新冠疫苗也将获批EUA，助力国内防疫

■ 截至2022.12，国内新冠疫苗获批及在研进展

厂商名称	技术路线	最新进展	开始日期	适应症人群	试验地区	入组人数
丽凡达生物（艾美疫苗）	mRNA	临床II期	2022/3/9	18~59	国内	420
		临床III期	2022/9/30	18周岁以上	巴基斯坦	1100
艾博生物/沃森生物/军科院	mRNA	临床III期	2021/7/21	18周岁以上	国内	2000
		临床III期	2021/7/22		墨西哥、印度尼西亚	28000
		临床I/II期	2021/8/2	60岁以上	国内	320
石药集团	mRNA	临床II期	2022/6/28	18周岁以上	国内	600
康希诺	mRNA	临床II期	2022/7/6	18周岁以上	国内	300
斯微生物	mRNA	临床III期	2022/10/31	18周岁以上	老挝	2000
锐博生物/阿格纳生物	mRNA	临床II期	2022/3/17	18~59岁	国内	360
瑞科生物	重组蛋白	临床II期	2021/12/31	18周岁以上	菲律宾	20301
		临床III期	2022/5/1		菲律宾、阿联酋	10000
中逸安科	重组蛋白	临床III期	2021/9/1		——	——
泽润生物	重组蛋白	临床II期	2021/7/31		中国	1056
北京所	重组蛋白	临床II期	2021/9/12		阿联酋	1800
万泰生物	减毒活病毒载体	临床III期	2021/11/10		南非等4国	40000
北京所	灭活	已上市	2020/12/30	3周岁以上	均已在国内获批同源/异源加强	——
武汉所	灭活		2022/2/23			——
科兴生物	灭活		2022/1/30			——
医生所	灭活		2021/6/9			——
智飞生物	重组蛋白		2022/3/1			——
康泰生物	灭活		2021/5/1			——
康希诺	腺病毒载体		2022/2/23			——
康希诺	吸入式		2022/9/1			——
丽珠集团	重组蛋白		2022/9/1			——
神州细胞	重组蛋白		2022/5/10			——
三叶草生物	重组蛋白		2021/3/24			——
威斯克生物	重组蛋白		2021/6/15			——
万泰生物	减毒活病毒载体		2021/11/10			——

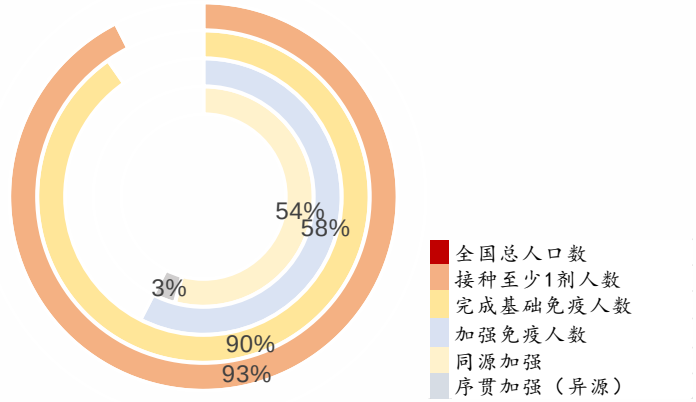
数据来源：医药魔方，公司公告，NMPA，CDE，西南证券整理；备注：未包含临床I期及以前产品。

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

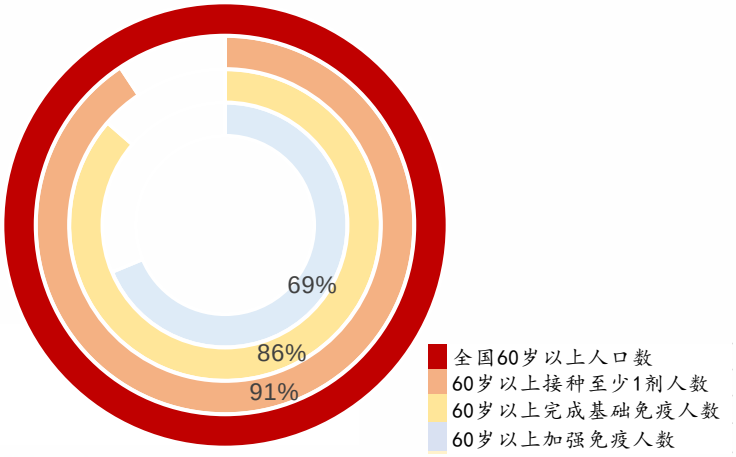
新冠疫苗加强针——60/80岁以上老年加强针仍有空间

- 截至2022年11月28日，全国接种至少1剂人数/基础免疫/加强免疫/同源加强/异源序贯加强人数分别为13.5/12.7/8.1/7.6/0.5亿人，占人口比例分别为93%/90%/58%/54%/3%。
- **60岁以上人口数据：**接种至少1剂人数/基础免疫/加强免疫人数分别为2.4/2.3/1.8亿人，占60岁以上人口比例分别为91%/86%/**69%**。
- **80岁以上人口数据：**接种至少1剂人数/基础免疫/加强免疫人数分别为2.7/2.4/1.4千万人，占80岁以上人口比例分别为77%/66%/**40%**。
- 吸入式腺病毒载体疫苗共接种了4.84万剂次。

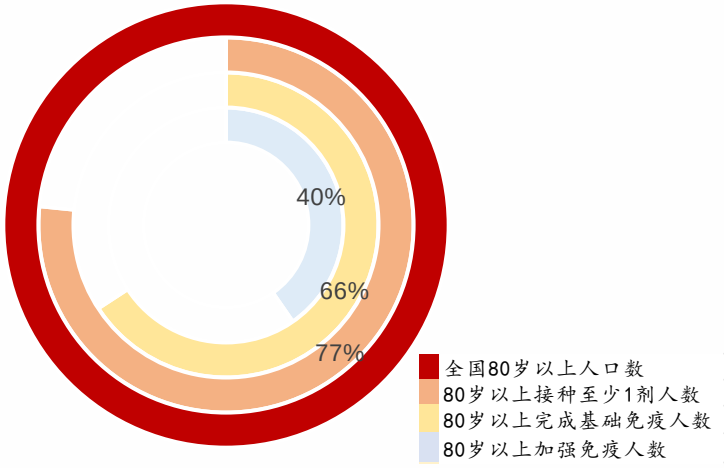
中国新冠疫苗接种情况



60岁以上人群新冠疫苗接种情况



80岁以上人群新冠疫苗接种情况



数据来源：国务院联防联控机制发布会，西南证券整理 注：数据截止至2022年11月28日

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

传统疫苗复苏节奏——预计2023年Q2陆续反弹

品种		公司		2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q3	2022Q1-3	疫情/疾控资源对传统疫苗的影响
成人疫苗	HPV疫苗	智飞生物	四价批签发（万支）	211	277	488	693	1181	**影响较小：**1）HPV疫苗仍处于供不应求状态，在受到疫情影响时，企业可灵活调控库存分配；2）群众接种意识较强，存在主动接种需求3）产能增加，MSD预计今年给国内提供3000万支4+9价HPV。国产厂商覆盖二价市场，提供增量产能，万泰预计2700万支。**未来预期：**预计Q4默沙东与智飞续签落地，产能明后年有望进一步提升；
			yoy	70%	53%	60%	354%	158%	
			九价批签发（万支）	483	447	930	298	1228	
			yoy	280%	567%	379%	-13%	128%	
		万泰生物	二价批签发批次	86	61	147	82	229	
			yoy	378%	126%	227%	17%	99%	
		沃森生物	二价批签发（万支）	——	88	88	120	209	
儿童疫苗	13价肺炎疫苗	沃森生物	批签发（万支）	209	165	373	234	607	**影响较大：1）**受疾控资源分配影响较大，且群众主动接种意识仍较弱，属于非刚需可递延需求；2）目前行业内渠道库存较多**未来预期：**康泰预计今年底完成全国准入，明年蓄势待发。
			yoy	27%	60%	40%	72%	50%	
		康泰生物	批签发（万支）	106	133	239	146	385	
较刚需品种	狂犬疫苗	康华生物	批签发（万支）	173	218	390	292	682	**影响较大：1）**疫情封控降低人群暴露风险导致相应狂苗、破伤风疫苗需求较弱；2）企业出差受阻，疾控渠道、医院渠道较难开展销售工作；**未来预期：**随防疫政策边际缓和，相应需求端存在回暖可能，且年末经销商存在囤货需求。按年初加强针启动占用疾控资源的持续时间预计为1个季度左右。
			yoy	300%	61%	151%	225%	——	
	破伤风疫苗	欧林生物	批签发批次	3	20	23	16	39	
			yoy	-79%	150%	5%	0%	3%	
其他复购属性品种	流感疫苗	华兰疫苗	四价流感批签发批次	——	64	64	22	86	**影响较大：**接种新冠疫苗同期民众普遍不愿重复接种流感疫苗；**未来预期：**今年流感存在爆发可能，相应企业批签发提前
		金迪克	四价流感批签发批次	——	——	——	60	60	

数据来源：WHO，柳叶刀，谷歌学术，西南证券整理

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

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

疫苗行业重磅品种

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

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

带状疱疹疫苗：百克生物预计于2022年底或2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2025年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	报产受理	22年底
上海所	减毒活疫苗	Ⅱ期	——
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	Ⅰ期	——
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	——
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	——
康希诺	重组蛋白	临床前	——
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	——

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

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

数据来源：Wind，医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

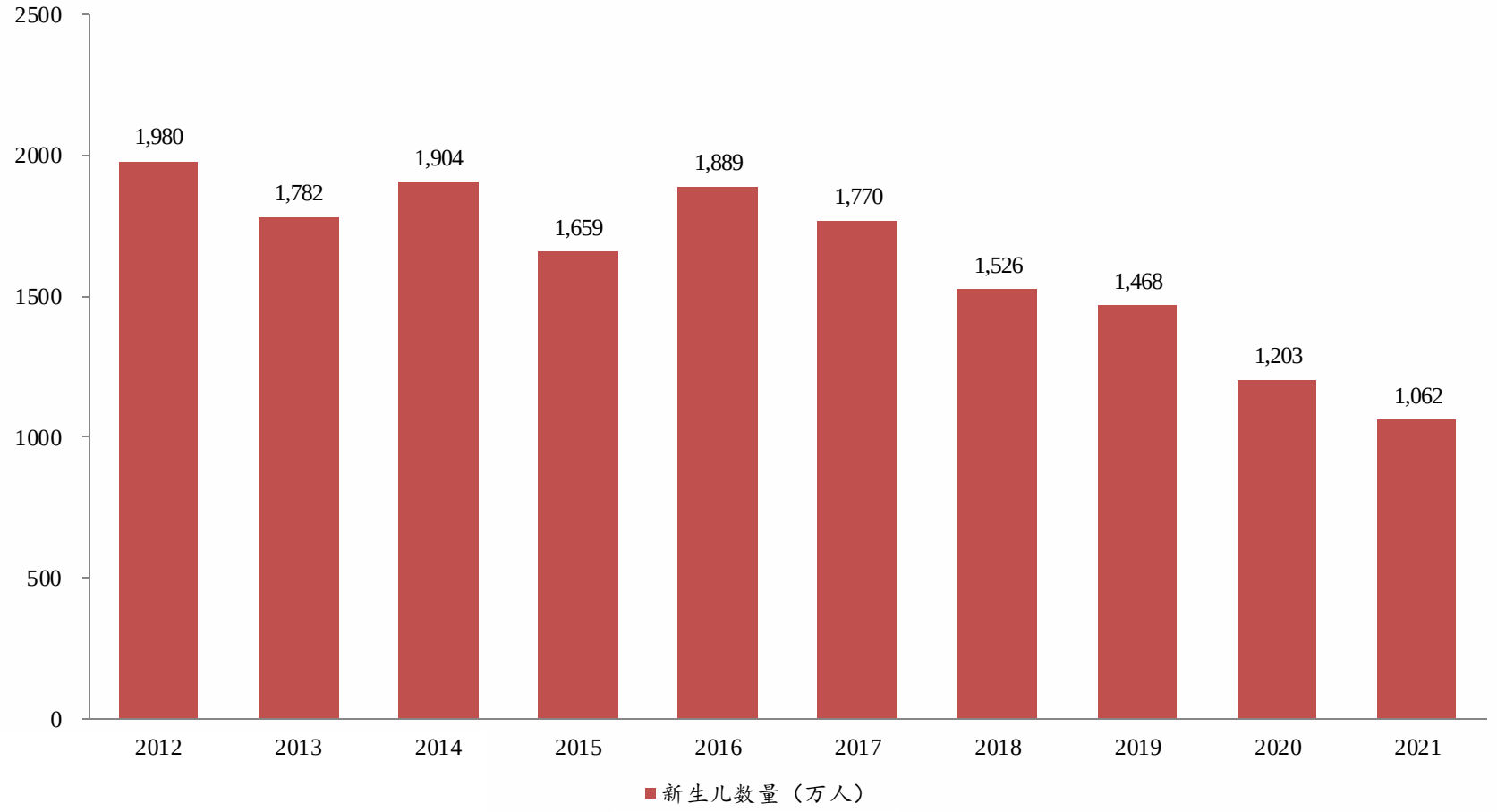
mRNA技术路线除新冠外将在治疗性肿瘤疫苗、动物疫苗、人用疫苗上大有可为。

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

数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

新生儿数量呈下降趋势，中长期来看成人疫苗的空间相对来说更加广阔。



数据来源：国家统计局，西南证券整理

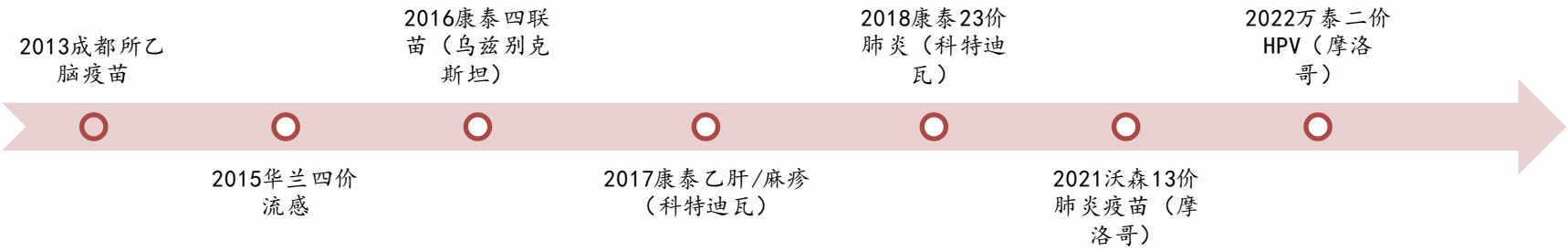
疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏

疫苗出海——抓住机遇，国际化进展有望加速

■ **未来出海的方式：**

1）创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。

2）针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种；成大生物狂苗品种等。



疫苗企业2019-2021年海外收入占比

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

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

- **宏观维度：风险因素逐步出清，板块悲观预期修复在即。**1）美联储加息节奏预期放缓，生物医药一级投融资情绪或将持续修复；2）药明生物无锡、上海工厂已全部移出UVL清单，全球客户合作如常进行；3）拜登签署生物制造行政命令引发供应链负面预期，该倡议实际影响有限；4）国内防疫政策持续放松，新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，CXO估值体系有望重塑。我们认为，当前股价已经充分反映了市场的担忧情绪，CXO板块已回落至历史低位，具备较高配置价值。

- **行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续。**预计2022-2024年全球医药行业研发投入仍将以2-4%的速度稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，三季度以来投融资情绪略有回暖，2022Q3、2022M11全球医疗健康行业融资总额分别为1388亿元（同比-37.2%%，环比-4.1%）、404亿元（同比-59.3%，环比+7.2%）、融资事件总数为721件（同比-29.7%，环比-1.2%）、226件（同比-39.7%，环比+17.7%）； 2022Q3、M11国内医疗健康融资总额分别为389亿元（同比-43.3%，环比+14.6%）、131亿元（同比-57%，环比+65.3%）、融资事件数为287件（同比-29.4%，环比+11.7%）、73件（同比-43.4%，环比+23.7%）。2022M11我国创新药新增IND数量95个（同比-18.8%，环比-6.9%）、新增NDA数量19个（同比-34.5%，环比-5%）；2022M1-11我国共新增IND与NDA数量分别为1158个和268个。长期维度看，我们认为CXO行业仍是兼具确定性与成长性的优质板块。

- **企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。**1）业绩高增持续验证CXO板块高景气度；2）在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满；3）员工数量快速增长，人均创收分化明显；4）合同负债与预收账款快速增长，在手订单增速稳健；5）CRO高增持续，商业化大订单助力CDMO加速兑现。

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

- **未来展望：1）海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有空间。**海外产能转移是行业发展核心驱动力，CXO行业精细化分工或将持续深化；海外成熟CXO企业业绩保持稳健增长，验证了全球医药研发生产外包需求的快速修复。然而，相较海外CXO行业，国内CXO企业仍处于与业绩高成长性不匹配的估值底部区间，仍具备较高配置性价比。**2）仍处于产能爬坡期，产能过剩担忧为时尚早。**国内小分子CDMO业务相对成熟，选取7家具有较大规模产能的小分子CDMO企业，其中共3家拥有超2000立方米产能，分别为凯莱英（4684立方米）、九洲药业（2500立方米）、博腾股份（2091立方米）；国内大分子CDMO起步较晚，产能较海外龙头企业仍有一定差距。目前国内CXO企业中药明生物生产规模较大，共有15.4万升产能，金斯瑞和凯莱英分别拥有2600升和700升产能，目前在手订单丰沛，市场对产能过剩的担忧为时尚早。**3）新兴业务仍处于早期阶段，能力建设决定企业核心竞争力。**目前欧美地区CGT CDMO已有一定生产规模，头部企业占据较大市场份额，国内行业仍处于发展初期，除药明康德具有较大生产规模外，其他企业多数处于起步阶段，其中和元生物处于第一梯队，占国内市场份额约8%。

- **投资建议：**建议关注产业链布局一体化平台型CXO企业，推荐CRDMO/CTDMO一体化龙头企业药明康德、药明生物，临床CRO泰格医药、康龙化成，小分子CDMO凯莱英、博腾股份、九洲药业、皓元医药和药石科技等。

- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；新冠口服药临床试验进展不及预期；新冠口服药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

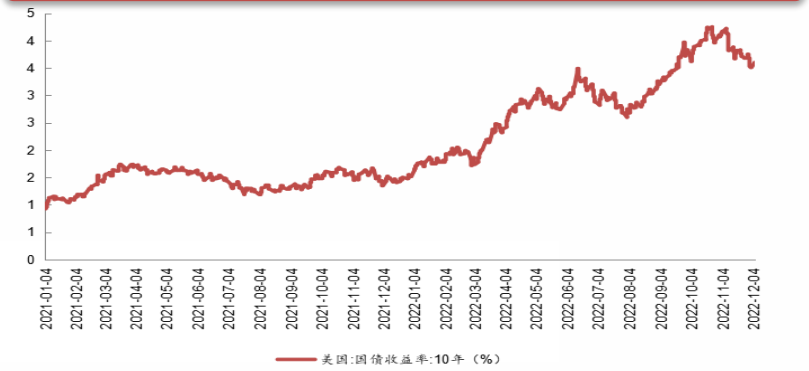
宏观维度：宏观风险因素逐步出清，板块悲观预期修复在即

宏观维度：美联储加息预期放缓，药明生物UVL取得重要进展

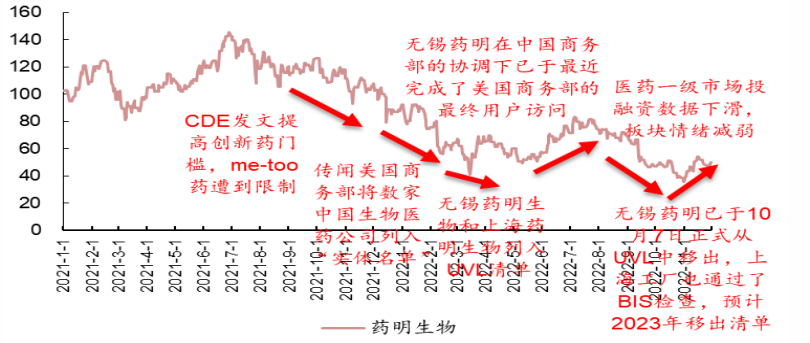
- **美联储加息节奏预期放缓，生物医药一级投融资情绪或将持续修复。**美国货币政策方面，2021年起美联储较大幅度向上修正经济预期和通货膨胀预期，联邦基金利率市场已充分定价；2022年内美联储已连续加息6次，累计加息375个基点。近日，10年期美债收益率已开始低于3.75%-4%的联邦基金目标利率当前区间，在通胀和需求双回落背景下，加息节奏预计放缓，利率在高位持续时间也将缩短。2023年，美联储加息周期预期见顶，生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期稳步恢复，创新药产业链将产生估值修复机会。

- **药明生物无锡、上海工厂已全部移出UVL清单，全球客户合作如常进行。**2021年12月，传闻美国商务部BIS将包括药明生物在内的数家中国公司列入“未核实清单”（UVL），引发市场对美国制裁中国CXO公司的悲观预期，CXO板块应声下跌。2022年10月，药明生物上海工厂成功完成BIS最终用户访问，于12月16日正式从UVL中移出，至此药明生物两家工厂已全部移出UVL清单，UVL事件风险完全出清，由此引发的市场悲观情绪修复在即。

10年期美债收益率变化



药明生物UVL清单事件梳理



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

宏观维度：宏观风险因素逐步出清，板块悲观预期修复在即

宏观维度：拜登行政令对需求端影响有限，后疫情时代CXO估值体系有望重塑

- **拜登签署生物制造行政命令引发供应链负面预期，该倡议实际影响有限。**2022年9月12日，美国总统拜登签署一项行政命令，旨在启动“国家生物技术和生物制造”倡议以确保在美国研发的产品能够在美国制造。该倡议发布后，美国加强自身供应链能力的负面预期引发市场担忧。而后续白宫峰会举措对CXO并无实质性影响，我们判断该行政命令与国内CXO企业并无任何针对性与相关性，市场无需过度担忧。离岸外包生产在中短期无法实现完全转移，中国CDMO龙头公司已具备全球竞争力及离岸供应能力，仍是兼具高业绩确定性与安全边际的优质板块。
- **国内防疫政策持续放松，新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，CXO估值体系有望重塑。**近日，随着优化防疫“二十条”政策及具体措施加速落地，头部CXO企业新冠商业化订单带来的一次性业绩高速增长对估值的扰动持续出清，内生业务增速将重塑CXO估值体系。我们认为，当前股价已经充分反映了市场的担忧情绪，CXO板块已回落至历史低位，具备较高配置价值。

CXO企业股价复盘



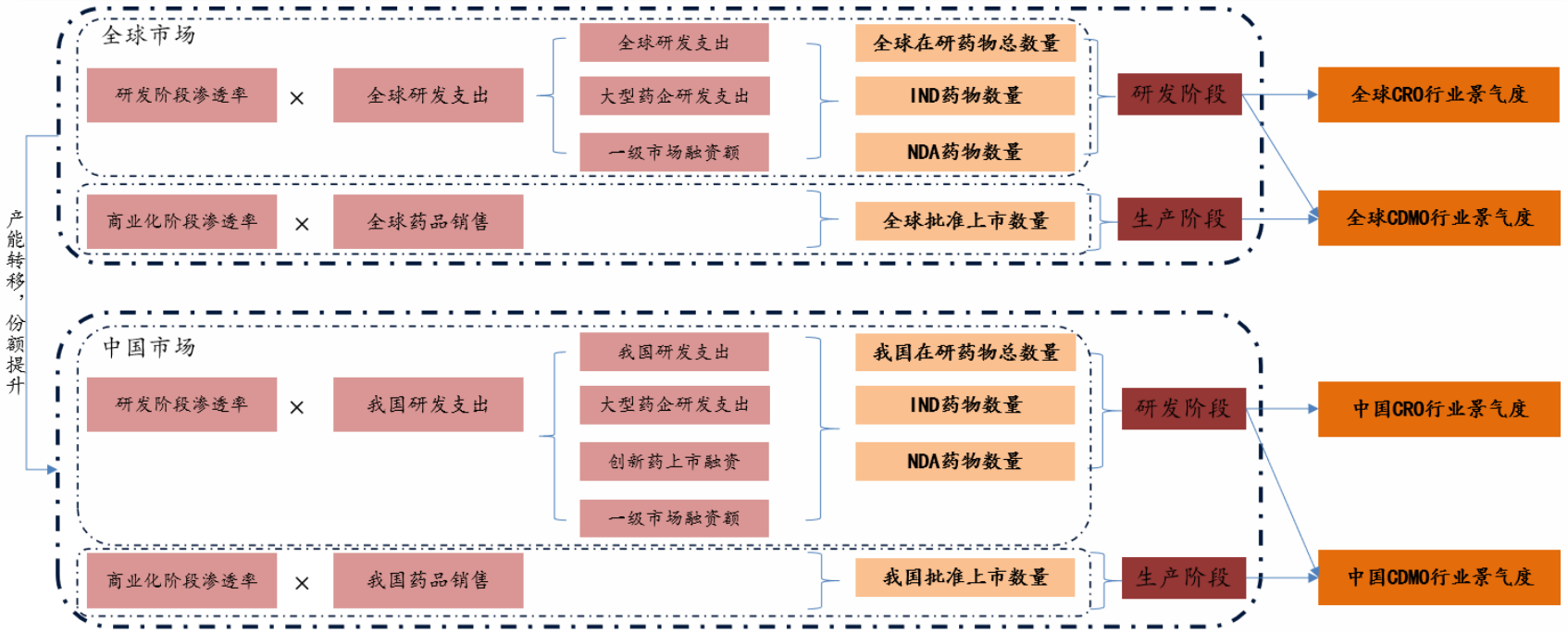
数据来源：Wind，西南证券整理

行业维度：研发投入与药物在研上市数量是行业景气度关键指标

行业维度：创新研发投入与药物在研上市数量是CXO行业景气度关键指标

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

CXO行业研究框架



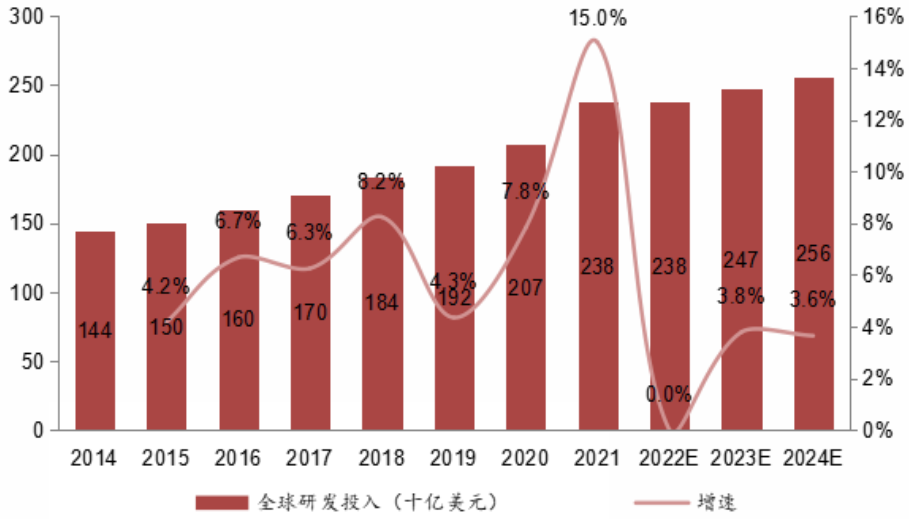
数据来源：西南证券整理

行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续

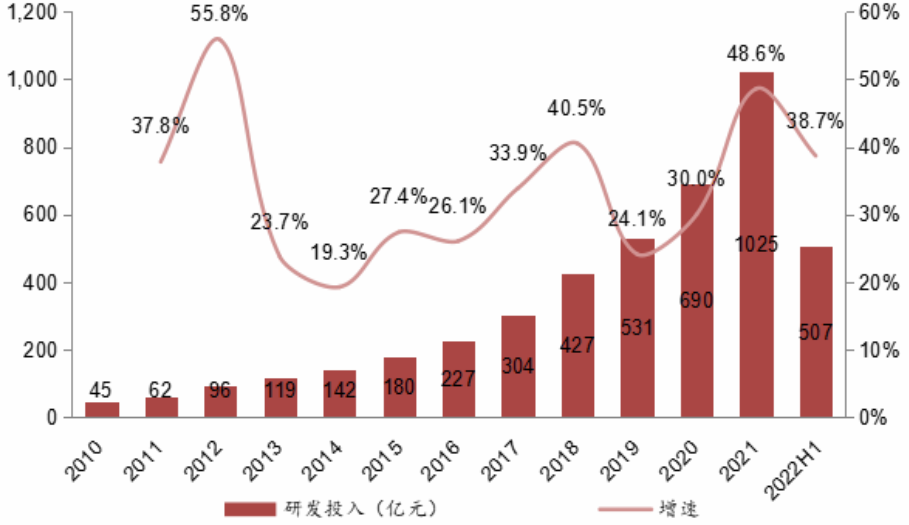
行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业高景气度或将持续

- **全球医药生物企业研发投入稳步增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年增速逐步企稳回升，2021年全球医药研发投入同比增速接近15%。从绝对值来看，全球医药行业研发投入从2010年的1090亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为6%，预计2022-2024年全球医药研发仍将以2-4%的速度稳步增长。
- **我国医药生物企业处于快速成长期，研发开支维持高增。**我国A股医药生物企业研发投入保持高增，2019年研发投入额达530亿元，2021研发投入额达1024.9亿元，2022H1研发投入达507亿元，同比增长超过40%，仍然维持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的持续高景气度奠定基础。

全球医药生物上市企业研发投入（十亿美元）



A股医药生物上市企业研发投入（亿元）



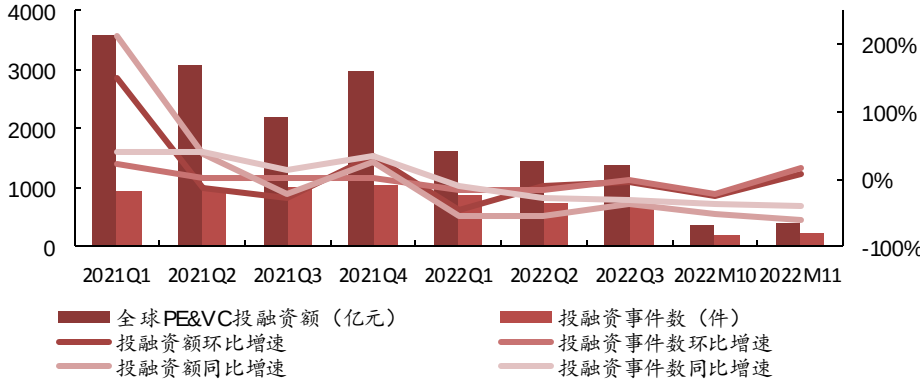
数据来源：WIND，IMS、Evaluate Pharma、西南证券整理

行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续

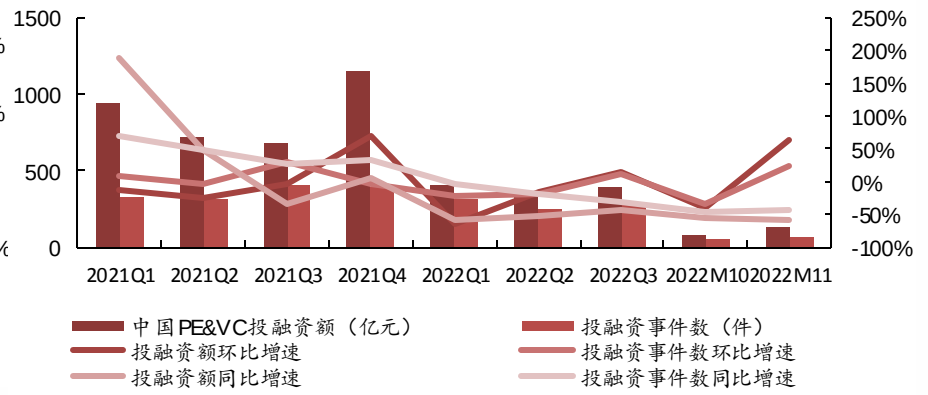
行业维度：一级市场投融资活动强度略有回暖，高景气度有望维持

- **海外医药生物PEVC融资活动强度有所下降。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019、2020年较为平稳，2021年融资额达6003亿元，同比有所回升。2022年起全球资本市场趋于冷静，融资事件数稳步增加、融资总额有所下降，2022Q3、2022M11全球医疗健康行业融资总额分别为1388亿元（同比-37.2%，环比-4.1%）、404亿元（同比-59.3%，环比+7.2%）、融资事件总数为721件（同比-29.7%，环比-1.2%）、226件（同比-39.7%，环比+17.7%）。
- **国内一级市场医疗健康投融资活动强度略有回暖，高景气度有望维持。**2022Q3以来国内一级市场投融资情绪略有回暖， 2022Q3、M11国内医疗健康融资总额分别为389亿元（同比-43.3%，环比+14.6%）、131亿元（同比-57%，环比+65.3%）、融资事件数为287件（同比-29.4%，环比+11.7%）、73件（同比-43.4%，环比+23.7%），国内创新药研发高景气度有望维持。

全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



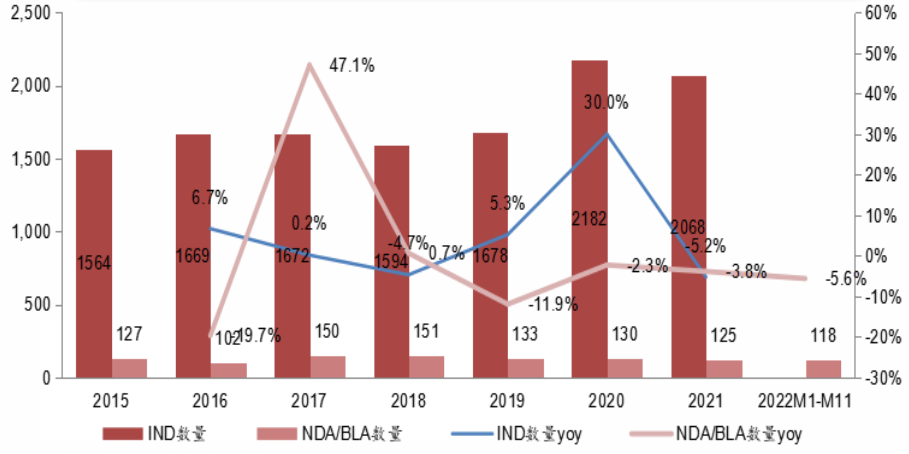
数据来源：药智网，西南证券整理

行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业高景气度或将持续

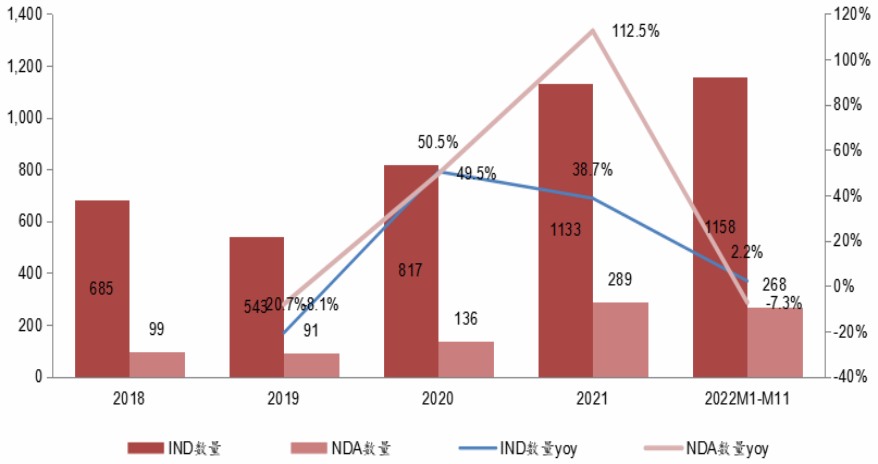
行业维度：创新药IND和NDA数量保持高位，创新需求仍将持续

- **美国创新药IND和NDA数量维持高位。**据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（同比+30%）；2021年IND数量维持高位，为2167个（同比-5.2%），2022年预计仍将维持在此水平；2015-2021年间，美国创新药NDA/BLA数量在120~150个之间波动，预计2022年NDA/BLA数量将维持在120~130个。
- **我国创新药IND和NDA数量保持快速增长，创新需求仍将持续。**2019年后，我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的817个增至2021年的1133个（同比+38.7%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的136个增至2021年的289个（同比+112.5%），国产生物创新药进入上市收获期。2022M11我国创新药新增IND数量95个（同比-18.8%，环比-6.9%）、新增NDA数量19个（同比-34.5%，环比-5%）；2022M1-11共新增IND与NDA数量分别为1158个和268个。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）



数据来源：医药魔方，FDA，西南证券整理

行业维度：医药要素资源优化关键窗口期，专业化分工方兴未艾

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

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

2022年Biotech公司战略性出售资产事件梳理

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

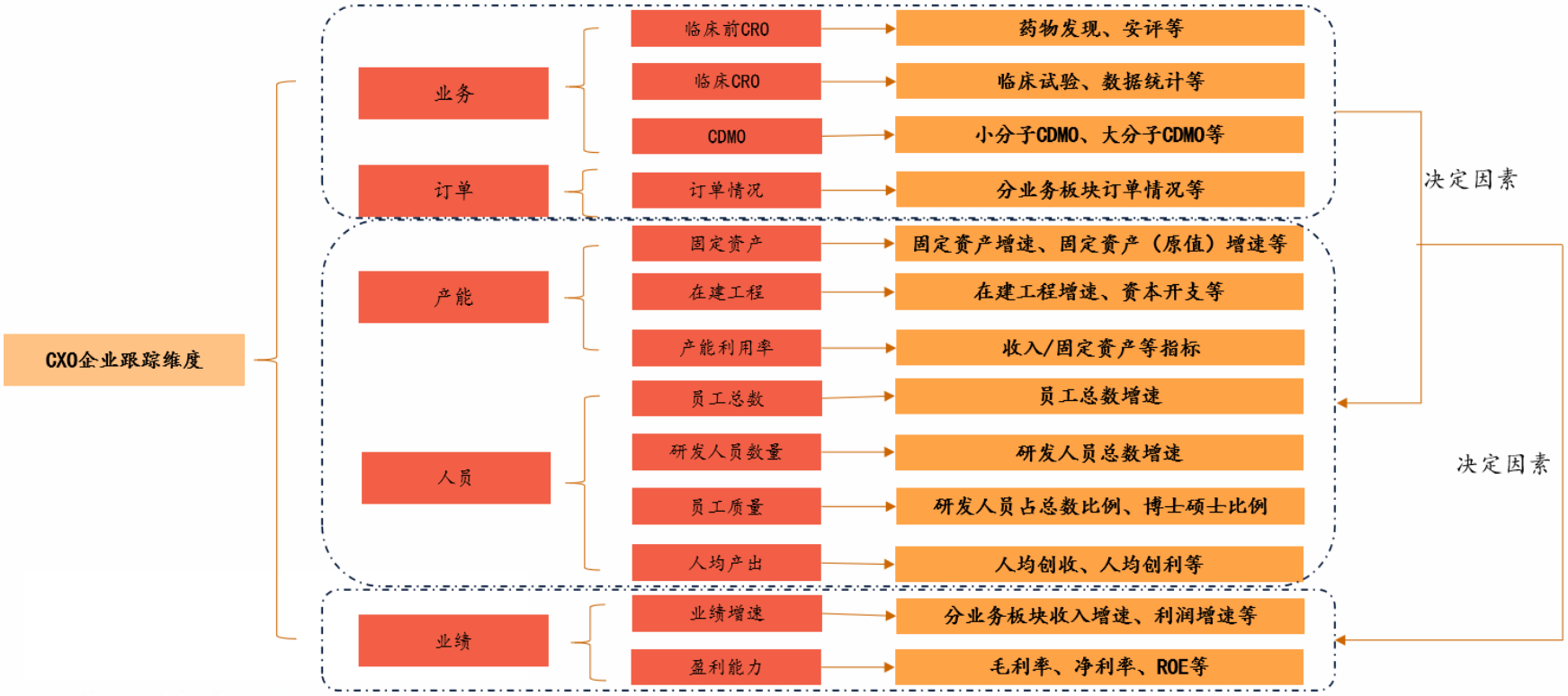
数据来源：Wind，公司公告，医药魔方，西南证券整理

企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标

企业维度：业务布局、订单、产能、人员以及业绩是跟踪CXO企业的核心维度

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

CXO企业跟踪框架



数据来源：西南证券整理

企业维度：业绩高增持续验证CXO板块高景气度

企业维度：业绩高增符合或超预期，CXO板块高景气度得以验证

- CXO板块选取的共16家公司2022年三季报中，药明康德、凯莱英、昭衍新药、九洲药业、博腾股份等2022Q3业绩均表现出同比强劲增长，业绩增长符合或超预期，CXO板块高景气度得以验证。

证券名称	市值	PE	PE(扣除新冠项目)	营业收入（百万元）							归母净利润（百万元）						
	2022-12-11	2022E/2023E	2022E/2023E	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q3	2022Q1-Q3	2022E	2023E	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q3	2022Q1-Q3	2022E	2023E
药明康德	2330	24/21	41/29	8,474	9,282	17,756	10638	28,395	39,128	45,837	1,643	2,993	4,636	2,742	7,378	8,173	9,592
yoy				71.2%	66.2%	68.5%	77.7%	71.9%	70.9%	17.2%	9.3%	154.8%	73.5%	209.1%	107.1%	60.4%	17.3%
泰格医药	769	18/16	-	1,818	1,776	3,594	1812	5,406	6,884	8,745	518	674	1,192	413	1,605	2,462	3,051
yoy				101.8%	53.9%	74.8%	35.4%	59.2%	32.0%	27.0%	13.3%	-15.7%	-5.0%	-21.5%	-9.3%	-14.3%	23.9%
康龙化成	725	30/22	-	2,103	2,532	4,635	2768	7,403	10,092	13,395	249	336	585	376	961	1,905	2,589
yoy				41.2%	41.0%	41.1%	37.3%	39.6%	35.6%	32.7%	1.1%	5.5%	3.6%	-20.9%	-7.3%	14.7%	35.9%
凯莱英	490	17/17	21/24	2,062	2,979	5,041	2770	7,812	11,093	11,633	499	1,241	1,740	981	2,721	2,673	2,760
yoy				165.3%	203.1%	186.4%	138.2%	167.2%	139.1%	4.9%	223.6%	351.3%	305.3%	269.5%	291.6%	150.0%	3.3%
九洲药业	327	37/28	-	1,374	1,581	2,954	1418	4,373	5,658	7,279	208	260	468	275	743	929	1214
yoy				60.5%	56.2%	58.2%	24.8%	45.6%	39.2%	28.7%	120.1%	44.2%	70.3%	38.7%	57.1%	46.5%	30.8%
昭衍新药	297	34/25	-	271	506	777	500	1,276	2,125	2,912	125	246	371	261	632	792	1,054
yoy				34.8%	51.7%	45.3%	55.2%	49.0%	40.1%	37.1%	34.3%	307.1%	141.2%	176.9%	154.7%	42.1%	33.0%
博腾股份	228	18/17	46/30	1,443	2,471	3,914	1304	5,218	7,504	6,828	382	830	1,212	365	1,577	1,610	1,323
yoy				165.8%	246.6%	211.7%	68.5%	157.0%	141.7%	-9.0%	165.8%	556.6%	465.0%	149.8%	337.3%	207.2%	-17.8%
美迪西	183	34/22	-	356	387	743	497	1,240	1,885	2,930	77	85	163	115	278	531	830
yoy				65.8%	43.1%	53.2%	65.0%	57.7%	51.5%	55.5%	71.1%	25.6%	43.8%	69.5%	53.4%	88.0%	56.3%
药石科技	155	34/26	-	336	399	735	450	1,185	1,698	2,383	71	82	153	97	250	384	519
yoy				17.4%	18.9%	18.2%	59.8%	31.2%	41.3%	40.3%	1.5%	-73.6%	-59.8%	158.7%	-43.5%	-21.2%	35.3%
皓元医药	117	47/31	-	300	321	621	349	970	1,402	2,010	62	54	116	41	157	258	382
yoy				33.0%	40.0%	36.5%	44.8%	39.4%	44.7%	43.3%	15.1%	32.4%	22.5%	-16.3%	9.3%	35.2%	48.0%
药康生物	103	75/53	-	116	134	250	136	386	563	802	30	51	82	46	128	176	249
yoy				51.2%	32.1%	40.3%	34.2%	38.1%	42.9%	42.5%	67.0%	82.1%	76.2%	19.0%	50.0%	40.8%	41.6%
和元生物	105	120/76	-	73	62	135	80	215	362	594	12	8	20	14	34	77	122
yoy				56.8%	17.9%	36.2%	23.2%	31.3%	41.9%	84.2%	28.8%	31.0%	29.7%	2.8%	17.1%	42.6%	57.5%
百诚医药	76	34/22	-	96	150	246	175	421	655	1,003	20	65	85	60	145	197	298
yoy				114.3%	55.2%	73.9%	115.9%	89.3%	75.0%	53.0%	352.6%	178.8%	107.6%	154.6%	124.8%	77.7%	50.9%
阳光诺和	80	41/29	-	148	176	324	171	495	685	942	33	54	87	41	128	152	217
yoy				54.5%	37.4%	44.7%	46.2%	45.2%	38.7%	37.5%	62.7%	40.5%	48.2%	56.7%	50.8%	44.3%	42.6%
成都先导	61	91/72	-	72	66	139	79	218	427	550	-7	0	-7	17	10	74	94
yoy				4.8%	-22.6%	-10.0%	8.6%	-4.0%	37.3%	28.8%	-222.3%	-99.3%	-134.2%	93.6%	-64.3%	16.8%	27.0%
诚达药业	57	-	-	109	109	217	88	306	-	-	26	39	65	27	92	-	-
yoy				23.5%	1.3%	11.3%	-6.6%	5.5%	-	-	25.3%	29.6%	27.8%	17.7%	30.6%	-	-
睿智医药	56	-17(2021A)	-	386	301	687	345	1,032	-	-	9	947	957	67	1,024	-	-
yoy				-0.9%	-34.0%	-18.7%	-17.1%	-18.2%	-	-	480.4%	26913.4%	18518.3%	591.1%	6800.7%	-	-
毕得医药	54	45/33	-	-	-	369	220	589	825	1,106	-	-	59	39	98	133	178
yoy				-	-	37.4%	38.5%	38.0%	36.1%	34.1%	-	-	36.5%	65.4%	47.0%	35.5%	34.0%
诺泰生物	50	28/22	-	134	134	268	114	382	693	889	16	19	35	18	53	122	157
yoy				-19.2%	-6.1%	-13.2%	-19.1%	-15.0%	7.7%	28.3%	-59.5%	59.8%	-32.3%	-17.7%	-27.9%	5.8%	28.7%
诺思格	49	-	-	170	156	326	142	468	-	-	27	35	61	23	84	-	-
yoy				18.3%	3.7%	10.8%	-4.1%	5.8%	-	-	15.3%	27.6%	22.0%	10.6%	18.7%	-	-
泓博医药	38	-	-	104	102	126	206	332	-	-	10	10	21	18	38	-	-
yoy				33.0%		19.6%	8.7%	12.6%	-	-	-6.8%		-8.7%	0.4%	-4.7%	-	-
南模生物	38	81/43	-	73	57	130	85	215	320	458	14	-9	5	3	8	49	92
yoy				33.9%	-15.1%	6.7%	25.6%	13.6%	16.4%	43.1%	17.6%	-161.2%	81.6%	76.1%	79.9%	-19.7%	88.5%
普蕊斯	29	-	-	121	124	245	156	401	-	-	10	10	19	19	38	-	-
yoy				24.4%	-2.6%	9.1%	13.6%	10.8%	-	-	-0.2%	44.9%	28.9%	13.1%	13.0%	-	-
博济医药	32	93(2021A)	-	74	101	175	103	278	415	548	12	2	15	7	22	28	50
yoy				34.3%	54.0%	45.0%	9.5%	29.6%	28.0%	32.1%	69.1%	-64.0%	5.7%	-63.5%	-34.2%	-28.0%	78.6%
百花医药	25	-	-	59	105	164	93	256	-	-	1	9	10	1	11	-	-
yoy				24.4%	44.7%	36.7%	43.4%	39.0%	-	-	28.0%	181.8%	179.4%	85.8%	80.0%	-	-
银学人	10	-	-	3	4	7	19	26	-	-	-5	-9	-14	2	-12	-	-
yoy				185.8%	70.0%	88.1%	-12.7%	41.1%	-	-	384.1%	4885.3%	418.1%	70.3%	336.8%	-	-
A股CXO板块市值合计：6485亿元（占SW医药总市值的8.65%）																	
药明生物	2276	41/30	62/37	-	-	7,235	-	-	15089	20982	-	-	2,535	-	-	4,782	6,563
yoy				-	-	84.0%	-	-	46.8%	39.1%	-	-	37.8%	-	-	41.1%	37.2%
金斯瑞生物科技	506	-	-	-	-	2,111	-	-	5,202	7,862	-	-	-881	-	-	-1,993	-1,401
yoy				-	-	91.0%	-	-	43.6%	51.1%	-	-	-480.0%	-	-	19.2%	29.7%
方达控股	49	-	-	-	-	804	-	-	1736	2170	-	-	87	-	-	178	225
yoy				-	-	39.4%	-	-	32.7%	25.0%	-	-	46.8%	-	-	36.2%	26.8%
维亚生物	36	-	-	-	-	1,109	-	-	-	-	-	-	-91	-	-	-	-
yoy				-	-	17.9%	-	-	-	-	-	-	-260.3%	-	-	-	-
港股CXO板块市值合计：2868亿港元（占SW港股医药总市值的9.61%）																	

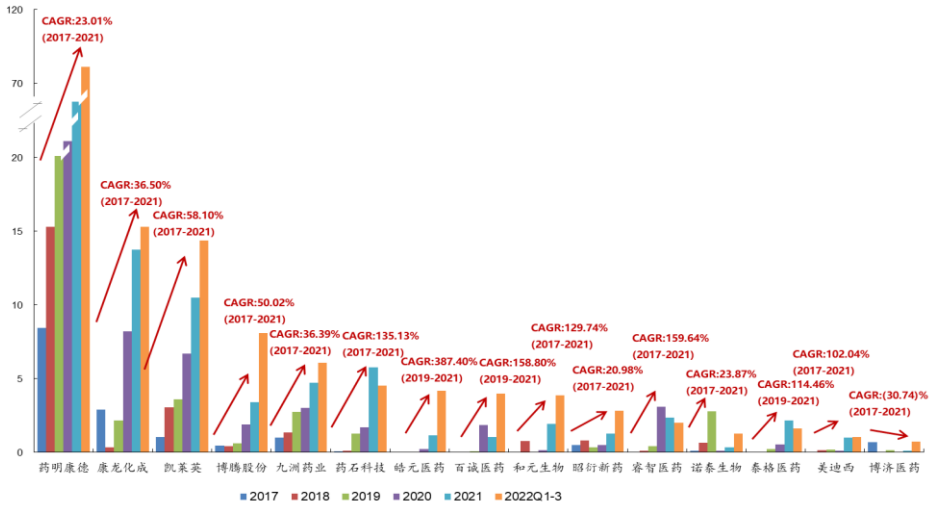
数据来源：Wind，西南证券整理

企业维度：在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满

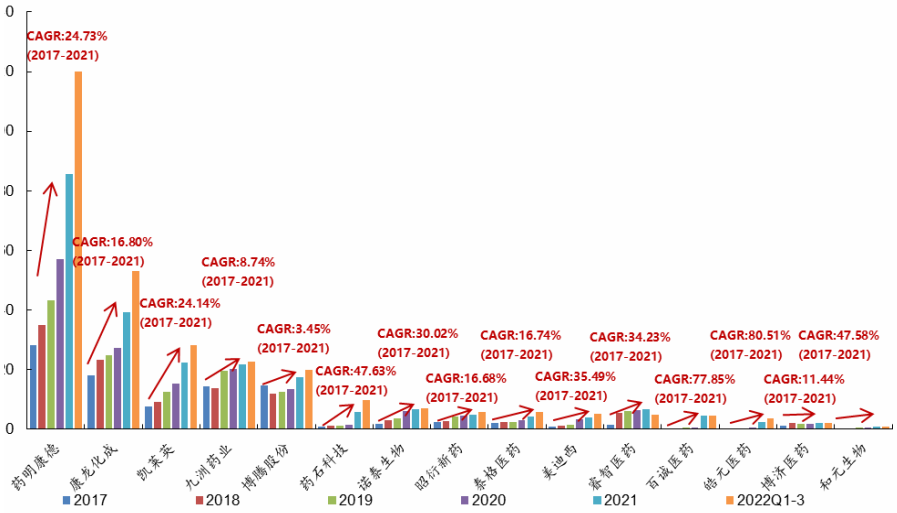
企业维度：CXO企业在建工程、固定资产增速较高，反映订单较为饱满

- **从在建工程增速来看**，2022年Q1-3皓元医药、博济医药等几家企业增速较快，主要由于在建实验室面积、实验动物房面积、生产基地产能高速扩张所致；博腾股份、百诚医药、昭衍新药也都保持230%以上增速。
- **从固定资产增速来看**，2022年Q1-3皓元医药、凯莱英等企业高速增长；药石科技、阳光诺和、药明康德也都保持在50%以上的增速。
- **整体来看，**我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

A股CXO企业在建工程增速



A股CXO企业固定资产（原值）增速



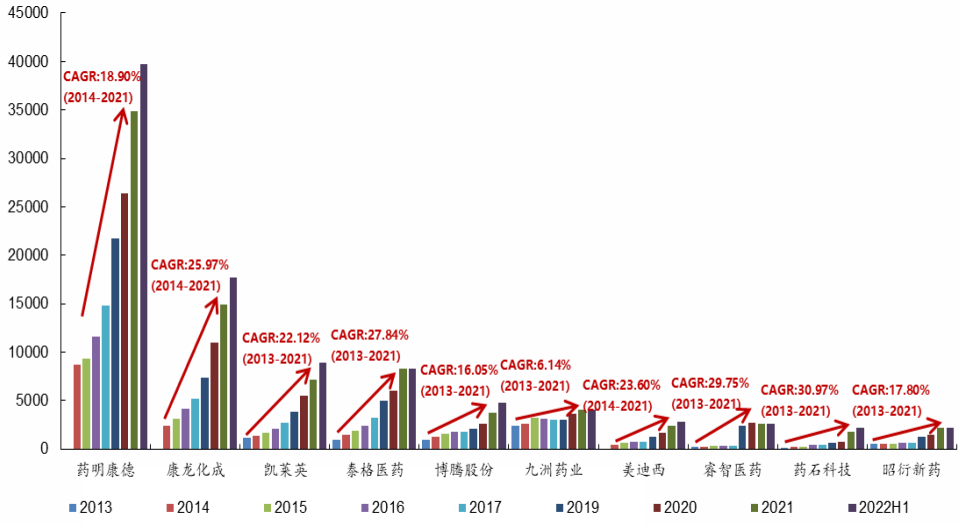
数据来源：Wind，西南证券整理

企业维度：员工数量快速增长，人均创收分化明显

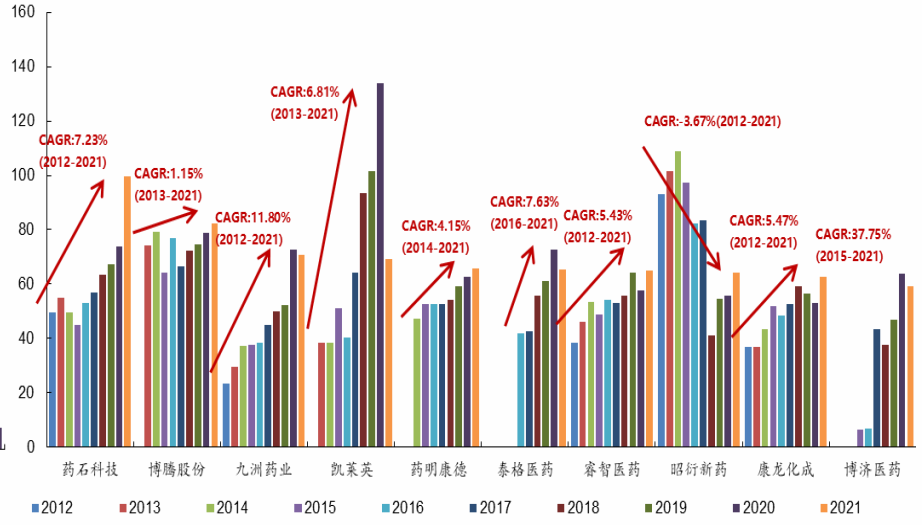
企业维度：CXO企业员工数量快速增长，人均创收分化明显

- **从人员增速来看，**2022年H1博腾股份、凯莱英、药石科技员工增速较快，其中博腾股份增速超25%，人数快速增长表明企业订单充足，对未来发展充满信心。
- **CDMO企业人均创收较高，**其中药石科技增长较快，超过30%；横向对比，药石科技人均创收最高，2021年超过99.5万元/人/年；其次，博腾股份、九洲药业、凯莱英等CDMO企业人均创收也相对较高，药明康德、睿智医药、泰格医药、睿智医药、昭衍新药和博济医药等CRO业务占比较大的企业，人均创收水平则相对较低。

A股CXO企业人员总数及增长情况（人）



A股CXO企业员工人均创收对比（万元/人）



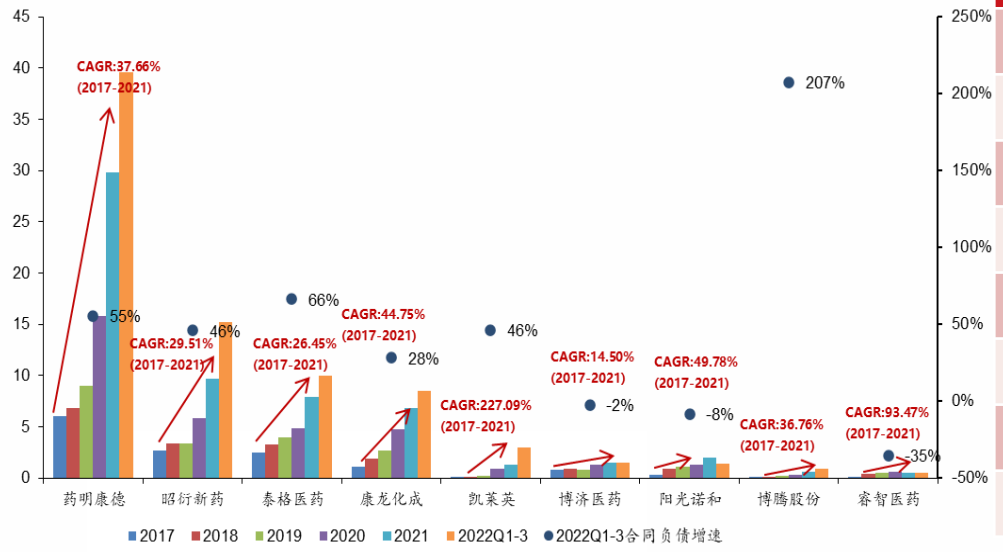
数据来源：Wind，西南证券整理

企业维度：合同负债与预收账款快速增长，在手订单增速稳健

企业维度：合同负债与预收账款快速增长，在手订单增速稳健

- **从合同负债与预收账款来看，**2022年Q1-3博腾股份、泰格医药、药明康德等企业增速较快，其中博腾股份增速超200%，泰格医药、药明康德、昭衍新药及凯莱英同比增速也超过40%；从绝对值来看，药明康德、昭衍新药等企业创下历史新高，分别达到40亿元和15亿元。合同负债与预收账款快速增长表明企业订单充足，下游需求旺盛，对未来盈利能力充满信心。
- **CXO企业在手订单增幅明显，**从增速来看2022H1凯莱英、药明生物增长较快，增速分别为482%与119%；从绝对值来看，药明生物2022H1达184.7亿美元，创历史新高；药明康德、泰格医药、凯莱英等企业在手订单数额也相对较高，均超100亿元。

部分A股CXO企业合同负债及预收账款情况（亿元）



部分A股CXO企业在手订单情况

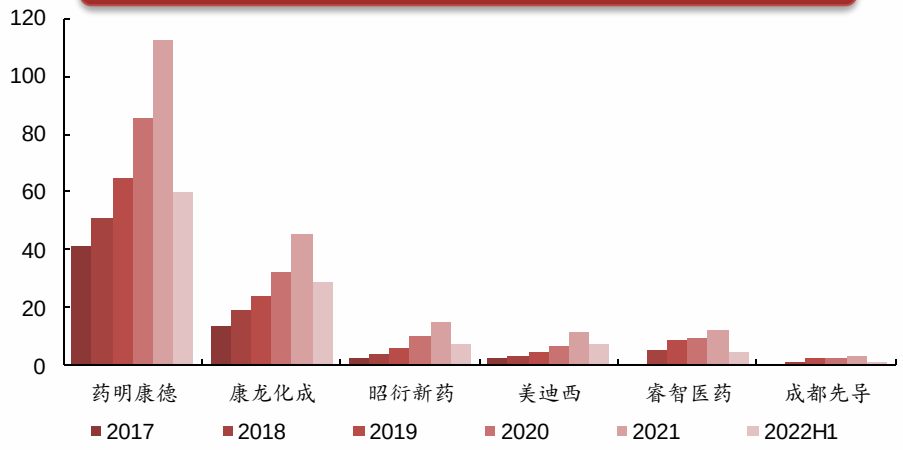
公司名称	2021年	2022H1
药明康德	291亿元（+83%）	351亿元（+77%）
药明生物	136亿美元（+20%）	184.7亿美元（+48%）
泰格医药	114亿元（+57%）	-
凯莱英	19亿美元	14.7亿美元（+119%）
昭衍新药	29亿元（+71%）	41亿元（+78%）
百诚医药	8.9亿元（+78%）	10亿元（+67%）
阳光诺和	15.7亿元（+39%）	18亿元（+33%）
博济医药	12.8亿元	-

数据来源：Wind，西南证券整理

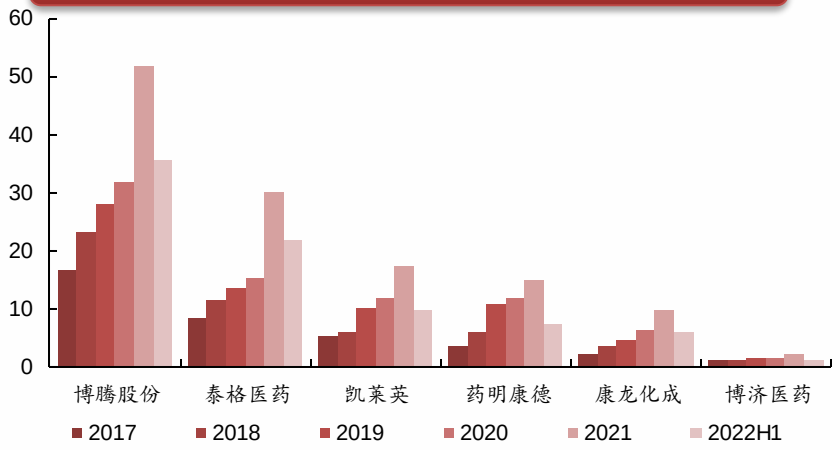
企业维度：CRO高增持续，商业化大订单助力CDMO加速兑现

企业维度：CRO高增持续，商业化大订单助力CDMO加速兑现

部分A股CXO企业临床前CRO收入情况（亿元）



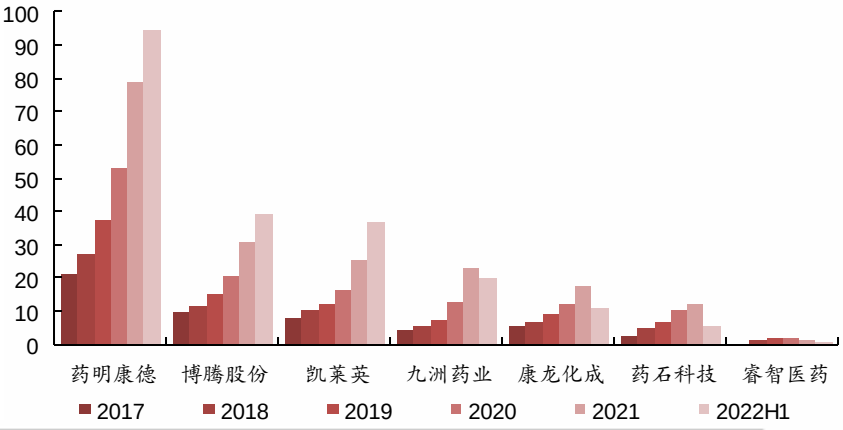
部分A股CXO企业临床CRO收入情况（亿元）



主流CDMO公司2022H1项目数对比（个）



部分A股CXO企业CDMO业务收入情况（亿元）



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

企业维度：CRO高增持续，商业化大订单助力CDMO加速兑现

企业维度：国产创新药迎来收获期，上游CRO板块或将持续获益

- **国产创新药迎来收获期、大分子药物开发加速及新冠药物研发需求持续强劲，上游CRO板块获益显著。** 2021年底国家药监局等8部门联合印发《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》，明确我国“十四五”期间药品安全及促进高质量发展的指导思想，国内创新药迎来收获期；叠加新冠疫情加速在研新冠药物进展，研发需求持续强劲促使上游药物发现相关CRO持续获益。
- **全球、国内CRO市场规模保持快速增长态势。**据南模生物招股书披露，2015-2019年全球CRO市场规模由443亿美元增至626亿美元，CAGR达9%，预计2024年全球CRO市场规模将达960亿美元；国内CRO市场规模保持高速增长，2015-2019年国内CRO市场规模由26亿美元增至68亿美元，CAGR高达27.3%，预计2024年我国CRO市场规模将达222亿美元。



数据来源：药康生物招股书，西南证券整理

企业维度：CRO高增持续，商业化大订单助力CDMO加速兑现

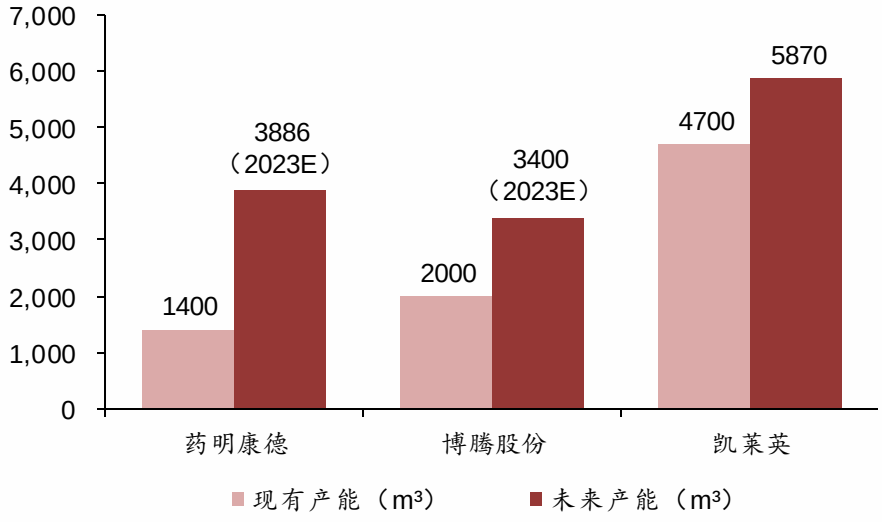
企业维度：国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩确定性高

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

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元（2022年供货）
2021年新冠收入	5.8亿元	3.2亿元	15亿元
22Q1新冠收入	15.1亿元	~9亿元	~10.5亿元
22Q2新冠收入	26.8亿元	~19.3亿元	~19.8亿元
22Q3新冠收入	26.9亿元	~10亿元	17.5亿元
2022E新冠收入	~80亿元	~40亿元	~60.7亿元
2023E新冠收入	~	~	~20亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况



数据来源：公司公告，投资者问答，西南证券整理

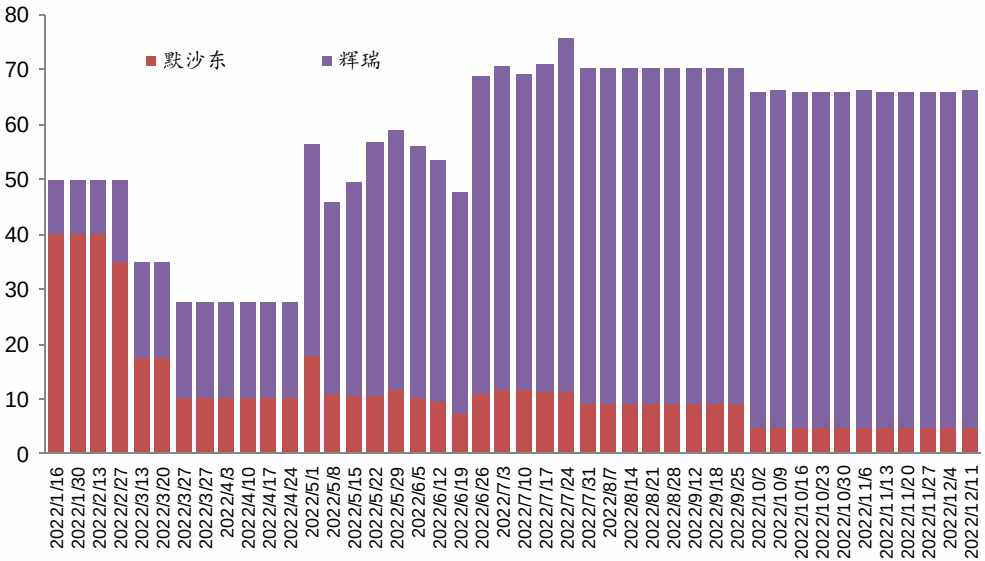
企业维度：CRO高增持续，商业化大订单助力CDMO加速兑现

企业维度：美国新冠药物分发情况（截至2022.12.11）

美国新冠药物类型及分发状态

新冠药物名称	研发公司	药物类型	分发状态	累计分发量
Bebtelovimab	礼来	中和抗体	每周	964050
Ecusheld	阿斯利康	中和抗体	每月	2670336
Sotrovimab	GSK/Vir	中和抗体	自2022/4/5中止	958920
Bamlanivimab/ Etesevimab	礼来/君实	中和抗体	自2022/1/24中止	850382
REGEN-COV	再生元/罗氏	中和抗体	自2022/1/24中止	1437824

美国新冠药物分发动态更新（万人份）



美国新冠药物类型及分发状态

研发机构	药品名称	周度分发情况（万人份）			月度累计分发情况（万人份）											年度累计分发情况（万人份）	
		上周（2022.11.28-2022.12.4）	本周（2022.12.5-2022.12.11）	同比变（%）	2022M1	2022M2	2022M3	2022M4	2022M5	2022M6	2022M7	2022M8	2022M9	2022M10	2022M11	2021年（自2021.12.27始）	2022年（截至2022.12.11）
默沙东	Lagevrio (Molnupiravir)	4.82	4.87	1.1%	79.99	74.96	44.99	39.99	61.42	37.52	54.91	36.81	36.81	24.18	24.17	30.06	4.87
辉瑞	Paxlovid	61.21	61.36	0.2%	19.99	24.89	52.50	70.03	205.83	188.81	301.58	244.84	244.98	306.18	306.18	6.50	6.50

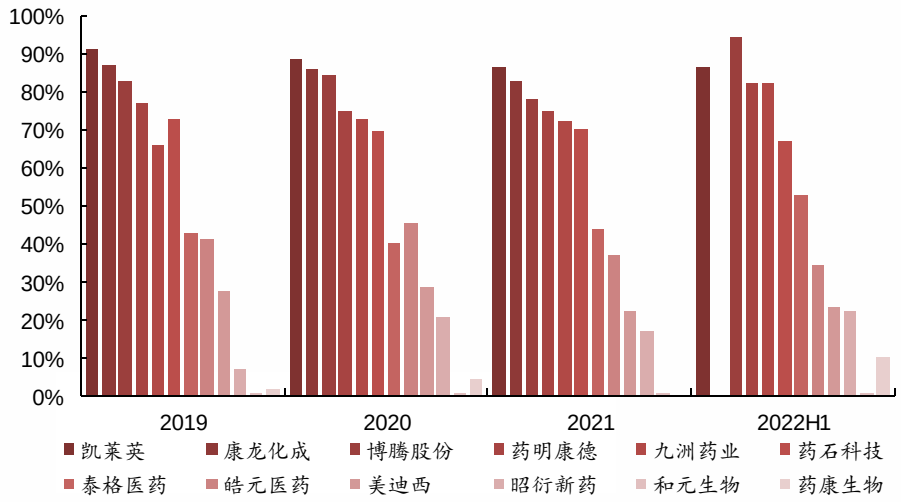
数据来源：ASPR，HHS，西南证券整理

未来展望：海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有空间

未来展望：海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有较大空间

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

A股主流CXO企业海外收入占比



2022Q3海外CXO企业收入情况梳理

		Q2收入（亿美元）	Q3收入（亿美元）	Q2全年收入指引	Q3全年收入指引	指引中值变化	PE	市值（亿美元）
CRO	IQVIA	35.41	35.62	3.8-4.9%	3.2-4.0%	-0.75%	33	385.76
	ICON	19.35	19.42	40-43%	40-43%	不变	34	160.57
	Charles River	9.73	9.89	9-11%	10-11%	0.50%	25	108.37
	Medpace	3.51	3.84	23.0-25.6%	26.1-27.8%	2.65%	28	64.27
	Syneos	13.61	13.36	4.4-6.3%	1.7-2.8%	-3.10%	12	34.95
	Codexis	0.38	0.34	28.6-34.3%	28.6-34.3%	不变	-12	3.68
	LabCorp	36.97	36.06	(6)-(2)%	(7.5)-(6)%	-2.75%	-	-
CMO	Lonza AG-REG	29.82(H1)	-	-	-	-	12	348.22亿瑞法
	Catalent	13.13	10.22	19-22%	20-23%	1%	19	84.98
	OXFORD BIOMEDICA	64(H1)	-	-	-	-	-23	3.51亿英镑

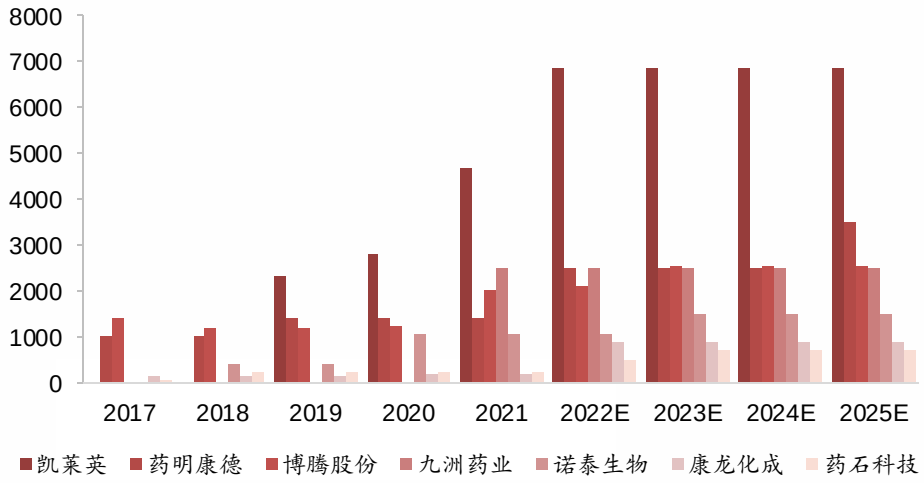
数据来源：公司公告，西南证券整理

未来展望：仍处于产能爬坡期，产能过剩担忧为时尚早

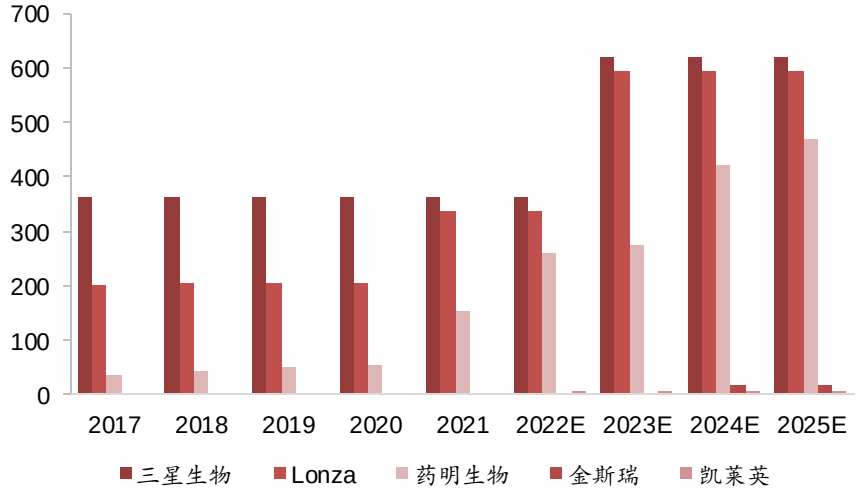
未来展望：国内企业以小分子CDMO业务为主，大分子CDMO产能仍在追赶海外龙头

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

CXO企业小分子产能（立方米）



CXO企业大分子产能（千升）



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来展望：新兴业务仍处于早期阶段，能力建设决定企业核心竞争力

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

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

全球主要CGT CDMO企业对比

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

数据来源：公司公告，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

生命科学产业链：未来国产替代可期

- **2022年医药行业投融资热度有所下降。**受宏观环境、医药行业政策等因素影响，2022年下半年一级市场投资热度降低。2022年前三季度一级市场医药投融资事件共858例，同比去年同期下降17.8%。受市场环境影响，2022年生物科技类企业IPO市场热度下降，截至12月9日港股生物科技类企业（含医疗器械类）IPO申请共有9例，去年全年共有22例。
- **疫情影响逐渐减弱，贴息贷款政策利好生命科学试剂板块。**生命科学试剂板块2022年前三季度收入62亿元（+26.5%），归母净利润14.3亿元（-1.4%）。非新冠业务有所回暖。贴息贷款政策促进机构的设备购置更新，利好上游试剂行业快速扩容。
- **医药制造业固定资产额稳健增长，生物制药耗材需求有所波动。**2018年以来制药装备行业进入上行周期，2021年新冠疫苗产能建设增厚头部企业业绩。预计目前医药制造业固定资产规模保持稳健增长。长期来看，中国医药及制造投入成长空间广阔。国内Biotech受资本市场环境影响，资金端承压导致管线战略有所调整，生物制药耗材需求短期内有所波动。
- **看好下游放量+国产替代驱动增长带来的投资机会。**受益于医药市场的迅速成熟与高速发展，我国医药上游供应链市场规模快速增长。国产供应链企业在服务能力、产品性价比等方面具有优势，未来国产供应链企业有望加速成长。
- **相关标的：**生命科学服务领域，建议关注诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、近岸蛋白、阿拉丁、泰坦科技、皓元医药等；制药装备及耗材领域，建议关注楚天科技、东富龙、奥浦迈、纳微科技等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

生命科学产业链：未来国产替代可期

2022年前三季度板块业绩总结

1）生命科学试剂板块：前三季度收入62亿元（+26.5%），归母净利润14.3亿元（-1.4%）。常规试剂业务有所回暖；利润同比下降主要受新冠产品价格持续下降、企业费用投入提升、扩充品类所致。常规业务中，诺唯赞实现收入7.3亿元（+48.2%)，百普赛斯实现收入2.9亿元（+36.8%）、义翘神州实现收入3亿元（+12.6%），疫情影响逐渐减弱，头部企业保持较高增速。

2）制药装备板块：前三季度业绩稳健增长，楚天科技、东富龙前三季度业绩分别同比增长15.3%/8.3%；受去年新冠业务基数影响，毛利率承压；公司通过管控费用率，净利率端受影响相对更小。

3）生物制药耗材：纳微科技前三季度实现收入4.7亿元（+66.6%），实现归母净利润2.1亿元（+83.9%），季度间增速有所波动。公司前三季度毛利率 79.1%，同比下滑 2.4pp，前三季度公司净利率达 45.4%，同比上升 4.58pp。

上游行业2021及2022年前三季度财务数据

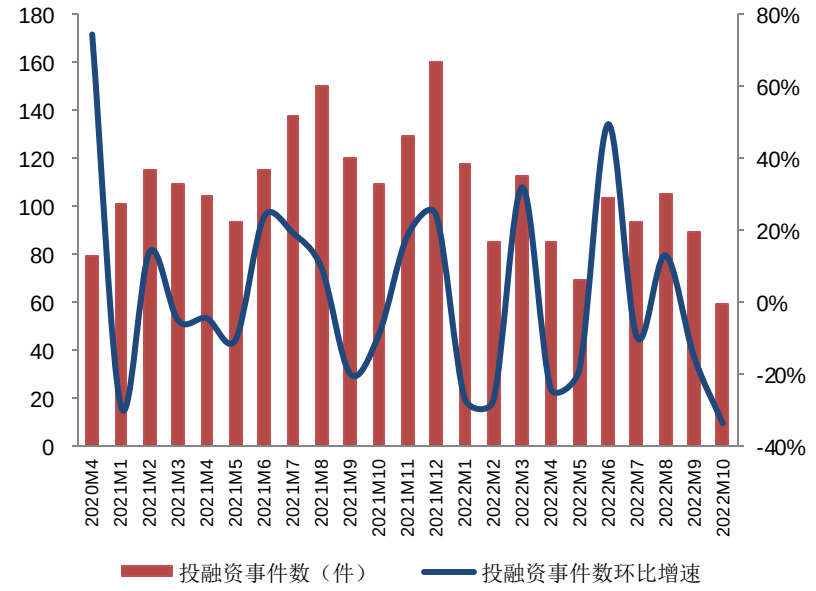
公司	收入		收入增速		归母净利润		常规业务收入增速		归母净利润增速		毛利率		净利率		品类数	
	2021	22Q1-3	2021	22Q1-3	2021	22Q1-3	2021	22Q1-3	2021	22Q1-3	2021	22Q1-3	2021	22Q1-3	2021总体	2021新增
诺唯赞	18.7	23.1	19.4%	78.9%	6.8	7.5	91%	48%	-17.5%	36%	81.2%	72.8%	36.3%	32.5%	800+	-
百普赛斯	3.9	3.5	56.3%	27.7%	1.7	1.7	70.9%	36.8%	50.3%	36.7%	92.6%	92.6%	45.1%	45.8%	2500	~800
义翘神州	9.7	4.3	39.5%	-47%	7.2	2.8	41.4%	12.6%	-36.2%	-50%	94%	86%	75%	64%	52000	1500
泰坦科技	21.6	19.5	56.3%	29%	1.4	1	-	-	40.1%	12%	21.3%	21.6%	6.6%	5%	自主40000+	-
优宁维	11.1	8.6	30.7%	8.7%	1.1	0.8	-	-	42.2%	-0.4%	23.2%	22.4%	9.8%	9.2%	自主350000+	-
阿拉丁	2.9	2.7	22.8%	34.5%	0.9	0.7	-	-	20.1%	10.1%	62.3%	58.9%	31.1%	24.7%	-	-
楚天科技	52.6	45	47.1%	22.1%	5.7	4.6	-	-	182.5%	15.3%	39.7%	37.5%	10.9%	10.5%	-	-
东富龙	41.9	38.2	54.8%	32.4%	8.3	6		--	78.6%	8.3%	46.1%	40.6%	21.1%	16.7%	-	-
泰林生物	2.8	2.3	41.5%	28.1%	0.6	0.5	-	-	31.3%	11.5%	61.9%	55.9%	22.4%	20.2%	-	-
纳微科技	4.5	4.7	117.7%	66.6%	1.9	2.1	-	-	158.9%	83.9%	83.9%	79.1%	42%	45.4%	-	-
奥浦迈	2.1	2.2	70.2%	47.6%	0.6	0.8	-	-	416.9%	80%	59.9%	66.8%	28.4%	37.2%	-	-

数据来源：wind，各公司公告，西南证券；

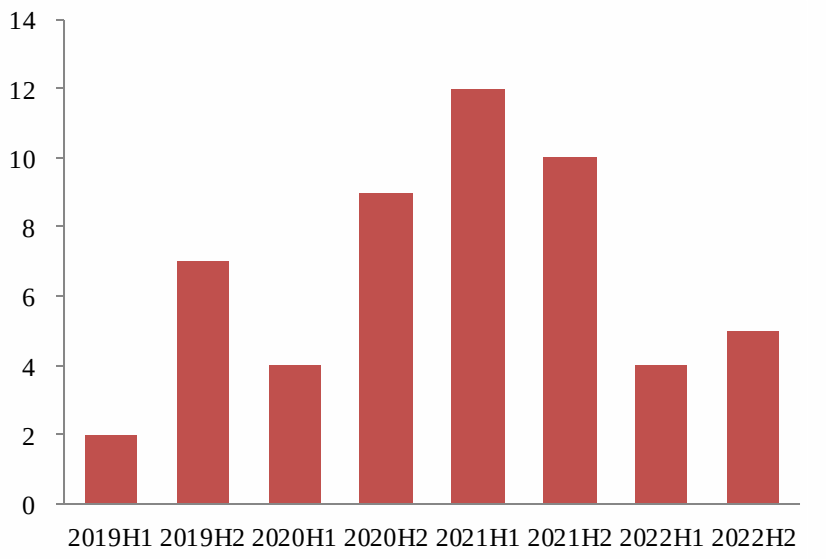
生命科学产业链：未来国产替代可期

- **医药行业投融资放缓。** 受宏观环境、医药行业政策等因素影响，2022年恒生医疗保健指数下跌17.8%，同期申万医药指数下跌17.1%。2022年下半年，一级市场投资热度降低，2022年前三季度一级市场融资事件共858例，同比去年同期下降17.8%。受市场环境影响，2022年生物科技类企业IPO市场热度下降。截至12月9日，2022年港股生物科技类企业（含医疗器械类）IPO申请共有9例，去年全年共有22例。

中国一级市场医药行业投资事件数量及环比增速



港股Biotech IPO申请数量（个）

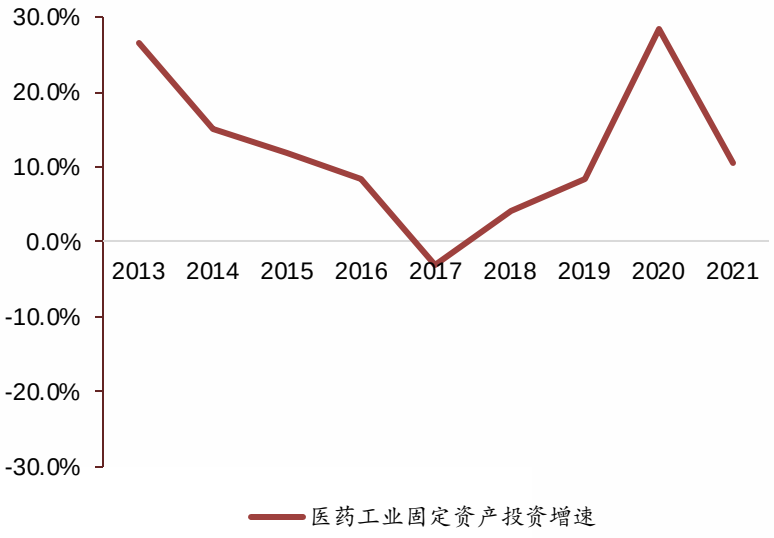


数据来源：药智网，wind，西南证券

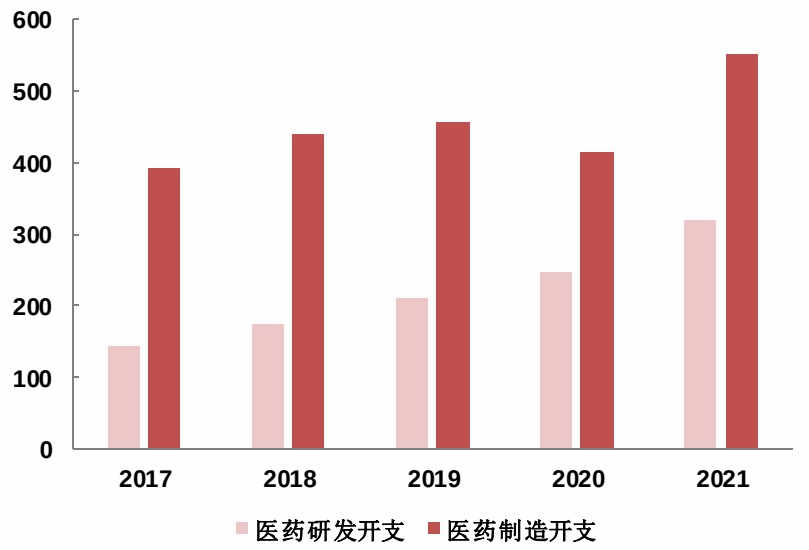
生命科学产业链：未来国产替代可期

- **医药制造业固定资产额稳健增长。**2018年以来，制药装备行业进入上行周期。规模以上制药设备企业销售额自2019年开始逐步提升，销售额开始逐步提升。2021年新冠疫苗产能建设增厚头部企业业绩。预计目前医药制造业固定资产规模保持稳健增长。长期来看，中国医药及制造投入成长空间广阔。

医药制药业固定资产增速



中国医药开发&制造开支（亿美元）

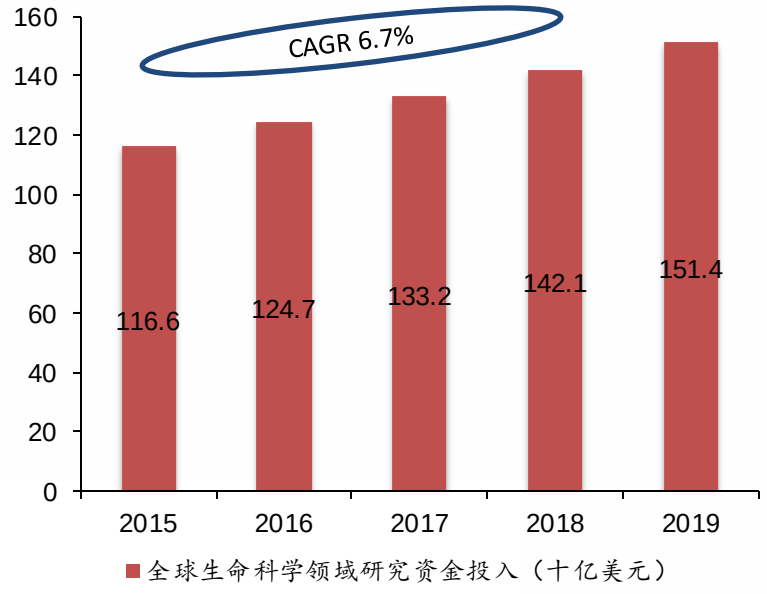


数据来源：中国医药企业协会，弗若斯特沙利文，西南证券

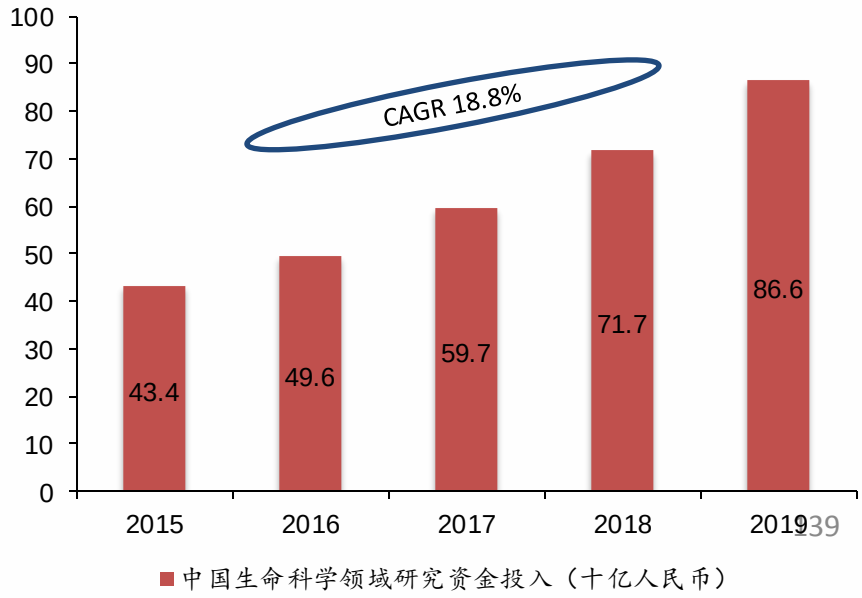
生命科学产业链：未来国产替代可期

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

全球生命科学领域研究资金投入



中国生命科学领域研究资金投入



数据来源：Frost&Sullivan，国家统计局，科技部，西南证券

生命科学产业链：未来国产替代可期

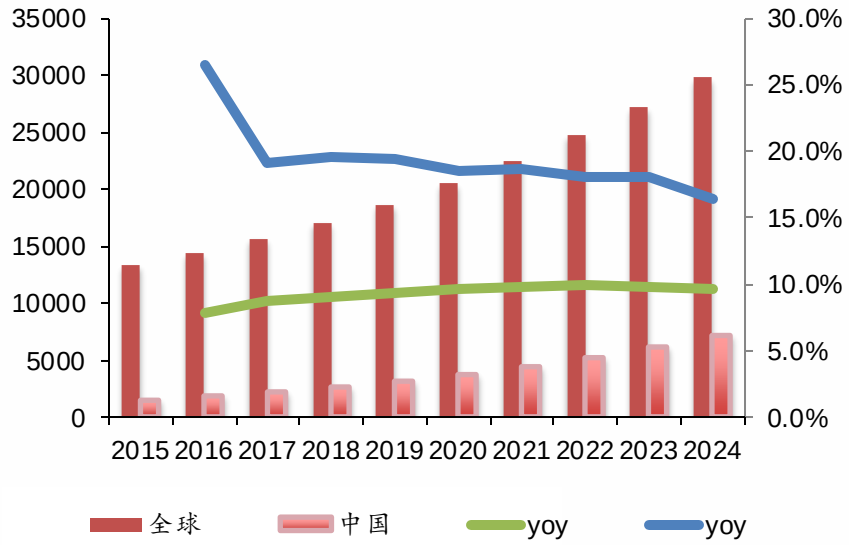
- **生命科学试剂行业发展受益于生物药市场规模持续增长。**生命科学试剂的主要应用领域在生物药当中，其中单抗、重组蛋白以及疫苗占据了绝大部分的市场份额。未来的行业的需求增长在于新技术、新平台的研发。

✓ 疫苗：多联多价的升级需求以及mRNA、DNA等新技术平台的应用。

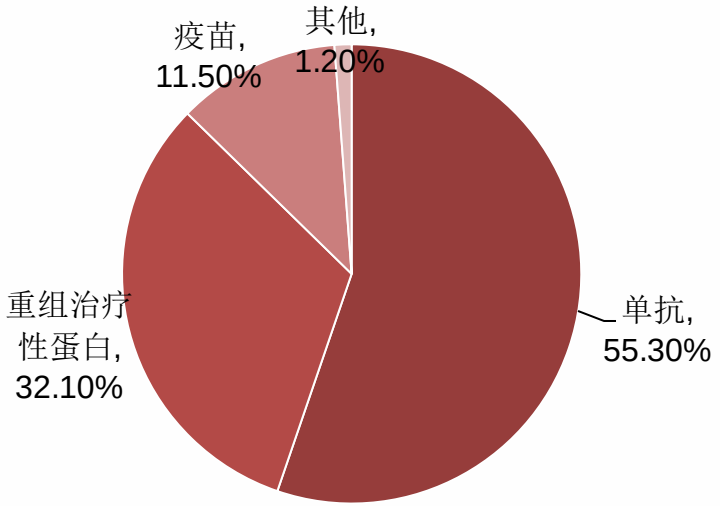
✓ 重组蛋白、单抗：ADC类药物、PROTAC等技术应用。

✓ 细胞及基因治疗等新兴领域。

国内外生物药行业市场规模（亿元）



生物药行业不同品种市场规模占比



数据来源：Frost&Sullivan，产业信息网，西南证券整理

生命科学产业链：未来国产替代可期

上游行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

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

细分领域		市场规模（2021）		市场规模复合增速（19-24E）		国产化率	代表公司	
		全球（亿美元）	中国（亿元）	全球	中国		国外	国内
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems 、PeproTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
核酸类		-	90	-	12.3%	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪等
生物反应器		34	40	16.2%	28.1%	28%	丹纳赫、赛多利斯、赛默飞	森松国际、东富龙、楚天科技等
模式动物		178	48	9.2%	24.2%	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华（查尔斯河）等	南模生物、药康生物、百奥赛图
一次性袋及管材		26	40	22.4%	52.2%	33%	赛多利斯、圣戈班	乐纯生物、多宁生物、楚天科技等
细胞培养基		21	30	12.4%	37.3%	34%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等
层析柱&填料		52	120	22.7%	34.6%	24.7%	丹纳赫、默克、Bio-Rad、东曹	纳微科技、利穗科技、东富龙、楚天科技
滤器		46	60	14.7%	46.6%	20.4%	默克、Pall、旭化成	科百特、百林科、东富龙等

数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

- **复盘2022年：分销板块整体三季度呈复苏趋势，业绩出现明显分化。**2022年Q1-3，17家医药分销股实现收入总额6001.2亿元（+7.7%）；归母净利润总额130.9亿元（-0.3%）；扣非归母净利润为115.4亿元（+7.4%）。板块22Q1-22Q3单季度收入分别为1945/1935.3/2120.9亿元，同比增速为7.6%/4.2%/11.3%；归母净利润分别为34.9/57.1/38.9亿元，同比增速为-23.5%/7.4%/19.4%；扣非归母净利润分别为33.9/44.3/37.2亿元，同比增速为5.7%/5.5%/12.7%。随着疫情逐步好转，2022年业绩复苏趋势明显。
- **展望2023：紧抓疫后复苏主线，防疫政策精准化叠加新冠病例数高增，防疫物资需求量高增带动业绩增量。**2022年11月开始，国务院疫情防控二十条出台，各地防疫政策陆续更新，市场对防疫药品和器械需求增大，短期增厚流通企业业绩。
- **长期投资主线不变：板块处于低估值，上下游产业链延伸是未来发展趋势，个股呈现结构性分化趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。建议积极把握产业结构调整的机遇，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）、国药一致（000028）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 复盘2022：分销板块估值处于低位，积极把握个股机遇

估值处于历史低位，性价比凸显。药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。

2011-2022Q3药品流通企业估值对比



数据来源：WIND，西南证券整理

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 复盘2022：高毛利工业板块增速亮眼，分销及零售平稳增长

- 医药流通行业公司业务分为分销、零售、工业三大板块，总体来看，分销收入占比最高，毛利率较低，在5%-8%左右波动，其中器械分销的毛利率略高于药品分销；零售业务收入占比较低，毛利率普遍远低于四大零售连锁药店，原因是药品结构有一定差异；工业板块收入占比较低，但是毛利占比相对较高，近年来医药流通企业强化工业板块布局，2022H1，上海医药、华润医药、九州通、柳药集团的工业板块收入同比增速分别为3.6%、15.8%、136.7%、26.7%，预计未来医药流通企业将加速推进向上游业务的延伸，通过工业板块拉起“第二增长曲线”。

医药流通行业：2021年及2022H1上海医药、国药控股、华润医药、九州通、国药一致、柳药集团板块拆分对比

	2021年						2022H1					
（单位：亿元）	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团
总营收	2158.2	5211.1	1943.1	1224.1	683.6	171.4	1117.1	2614.8	1079.3	679.8	361.3	92.0
YoY	12.5%	14.2%	18.1%	10.4%	14.6%	9.4%	6.1%	5.0%	9.8%	9.7%	8.9%	10.6%
毛利率	13.2%	8.5%	14.9%	8.0%	11.7%	11.4%	13.5%	8.3%	15.8%	8.0%	11.6%	12.0%
分销业务	1906.2	4925	1585	1183.6	474.2	138.0	991.6	2465	869	657.6	252.3	74.6
YoY	13.7%	13.8%	14.5%	10.9%	13.5%	9.0%	7.2%	4.6%	11,4%	8.8%	8.9%	10.5%
营收占比	88.3%	94.5%	81.6%	96.7%	69.4%	80.5%	88.8%	94.3%	80.5%	96.7%	69.8%	81.1%
毛利率	6.5%	-	-	7.5%	5.8%	7.9%	7.1%	-	-	7.5%	5.8%	8.7%
毛利占比	43.4%	-	-	90.3%	34.3%	55.6%	46.7%	-	-	90.7%	34.9%	58.8%
零售业务	77.7	286	62	18.4	205.5	27.3	35.3	150	35	10.5	106.8	14.1
YoY	-8.8%	20.7%	14.8%	-9.4%	16.6%	9.6%	-4.8%	11.1%	16.7%	14.0%	8.4%	8.6%
营收占比	3.6%	5.5%	3.2%	1.5%	30.1%	15.9%	3.2%	5.7%	3.2%	1.5%	29.6%	15.3%
毛利率	13.2%	-	-	17.1%	24.9%	19.4%	12.4%	-	-	17.7%	24.7%	19.5%
毛利占比	3.6%	-	-	3.2%	63.8%	27.0%	2.9%	-	-	3.4%	62.9%	24.9%
工业业务	251.0	-	288.0	18.8	-	5.4	130.5	-	171.0	10.8	-	3.0
YoY	5.7%	-	16.6%	9.8%	-	17.2%	3.6%	-	20.4%	136.7%	-	26.7%
营收占比	11.6%	-	14.8%	1.5%	-	3.1%	11.7%	-	15.8%	1.6%	-	3.3%
毛利率	58.8%	-	-	26.7%	-	54.0%	58.9%	-	-	22.3%	-	52.2%
毛利占比	51.6%	-	-	5.1%	-	14.8%	51.0%	-	-	4.4%	-	14.2%

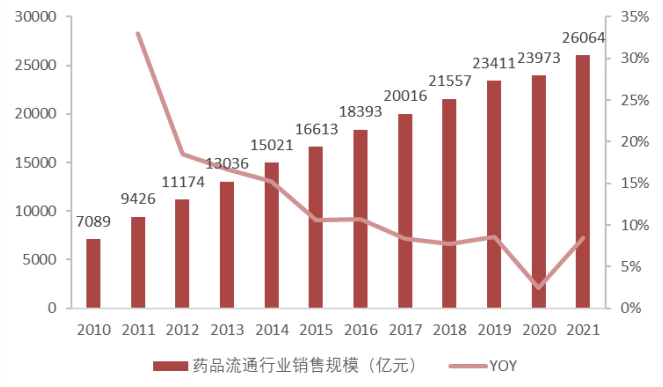
数据来源：WIND，各公司公告，西南证券整理

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

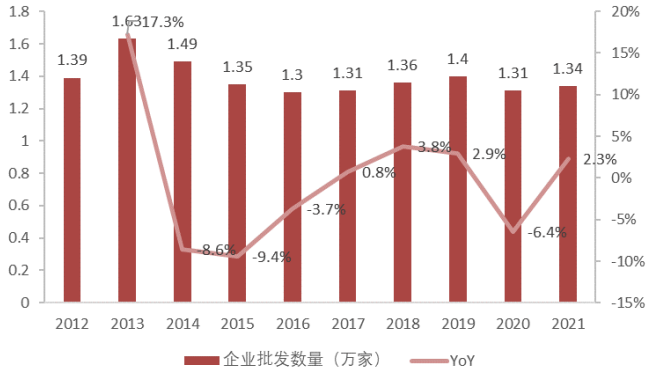
◆ 展望2023：行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五千亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

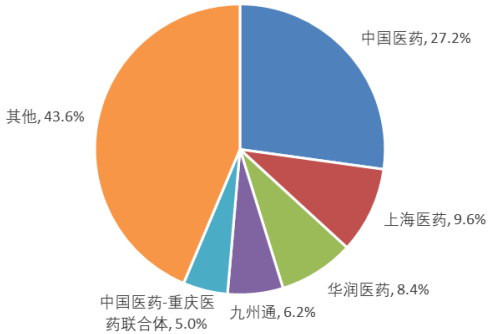
2010-2021年药品流通企业销售规模及增速



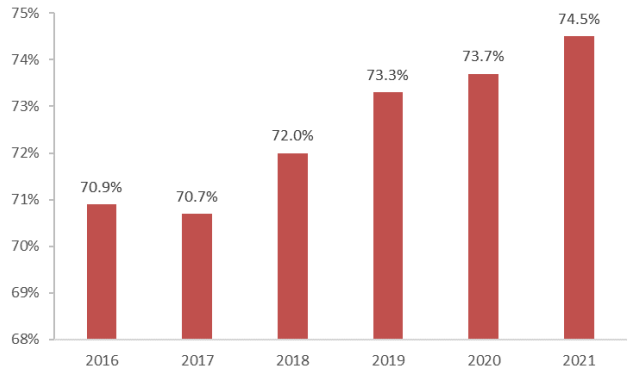
2012-2021年医药批发企业数量及增速



2021年全国医药批发企业竞争格局



2016-2021年中国医药批发行业Top100市场份额

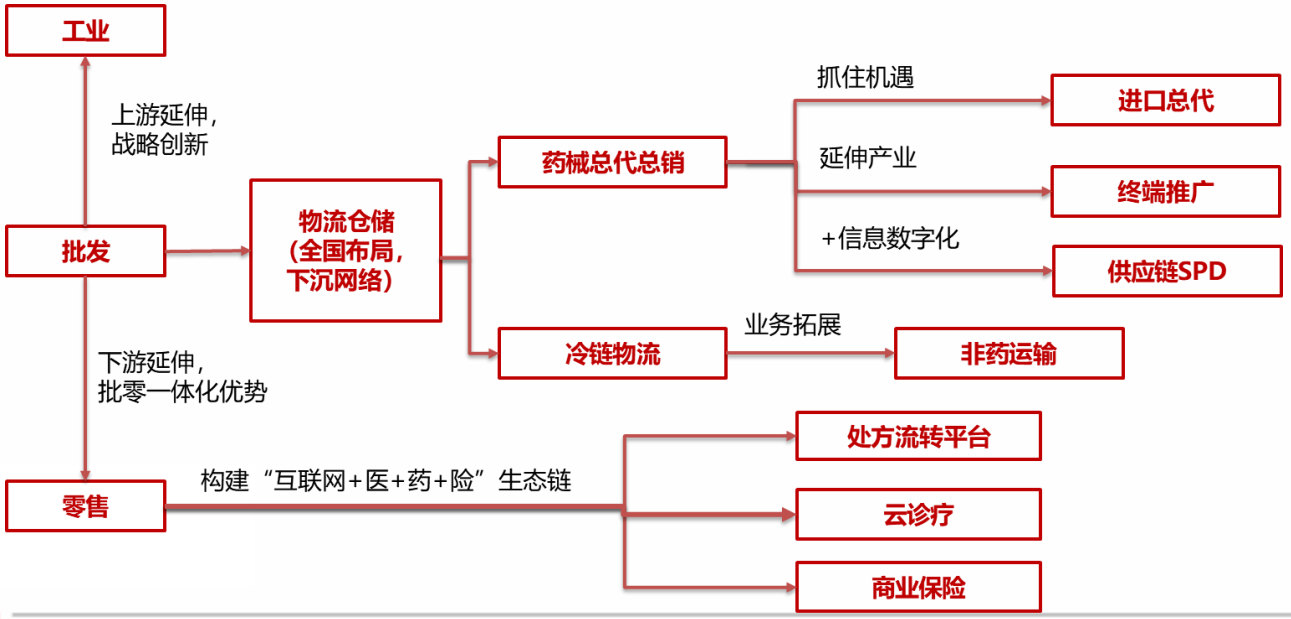


数据来源：商务部，西南证券整理

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 展望2023：重视上下游产业链延伸价值，个股呈现结构性分化趋势

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



数据来源：西南证券整理

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

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

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

		战略转型/市场定位	方向举例	代表企业
医药分销企业	大型集团企业	• 基于自身规模优势、深化上下游专业服务能力，拓展服务类型 • 通过服务转型，实现效率提升	• 医疗服务（如：自建或并购整合医院） • 医疗器械 • 第三方检验 • 药品福利管理（PBM）	华润 SPH 上海医药
	区域企业	• 结合自身现状，提供差异化服务及业务 • 深耕细分市场，建立竞争优势	• SPD（药+耗材） • 大数据信息服务 • 智能化供应链 • 合约销售（CSO）	重药控股股份有限公司 C.Q.Pharmaceutical Holding Co.,Ltd.
第三方竞业	互联网、物流公司等	• 利用企业技术、服务、资金、市场等优势、跨界发展、布局医疗大健康行业	• 冷链物流 • 电子处方平台 • 人工智能诊断等	SF EXPRESS 顺丰速运 AliHealth 阿里健康 Tencent 腾讯

数据来源：西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

- **复盘2022年：门店稳健扩张，业绩逐季复苏。** 21年药店板块受全国医保系统切换的影响，以及全国多地疫情反复下部分药品管控，21年业绩增速全年放缓。药店板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏。截至22Q3末，大参林/益丰药房/一心堂/老百姓/健之佳门店数分别增至9578/9781/9203/10327/3983家，分别同增26%/35%/10%/27%/48%。
- **展望2023：紧抓疫后复苏机遇，加速全国扩张布局。**2022年11月开始，随着全国防疫政策精准科学化，药店已恢复正常经营，不得随意关停，四类药无需登记销售。我们认为新冠病例高增结合今年四季度（秋冬交替）、明年一季度（冬春交替）的流感高发季，在新冠精准科学化的防控趋势下，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量有望提升。叠加去年Q4、今年Q1的业绩低基数因素，有望延续业绩逐季复苏的趋势，未来业绩增长确定性强。预期明年门店加速扩张，通过优质并购标的切入空白区域或弱势区域。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。**行业集中度持续提升，处方药加速外流，处方药在O2O市场占比加速增长，赋能“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。 “十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率增至70%。
- **投资建议：**建议关注稳健的大型连锁药店，推荐大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883） 。

药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

◆ 复盘2022年：药店行业重大政策汇总（2022.1.1-2022.12.1）

6月8日，国务院发布“**新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）**”，新版新增了药品监测要求，在本土疫情发生后，辖区药店应对购买退热、止咳、抗病毒、抗生素、感冒等药物的人员进行实名登记并将信息推送辖区街道（社区）管理，及时督促用药者开展核酸检测，必要时可先开展一次抗原检测。

6月23日，国家药监局发布的《**中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）**》，新增的第八十三条中明确规定：第三方平台提供者不得直接参与药品网络销售活动，历时一个月的公开征求意见已正式截止。

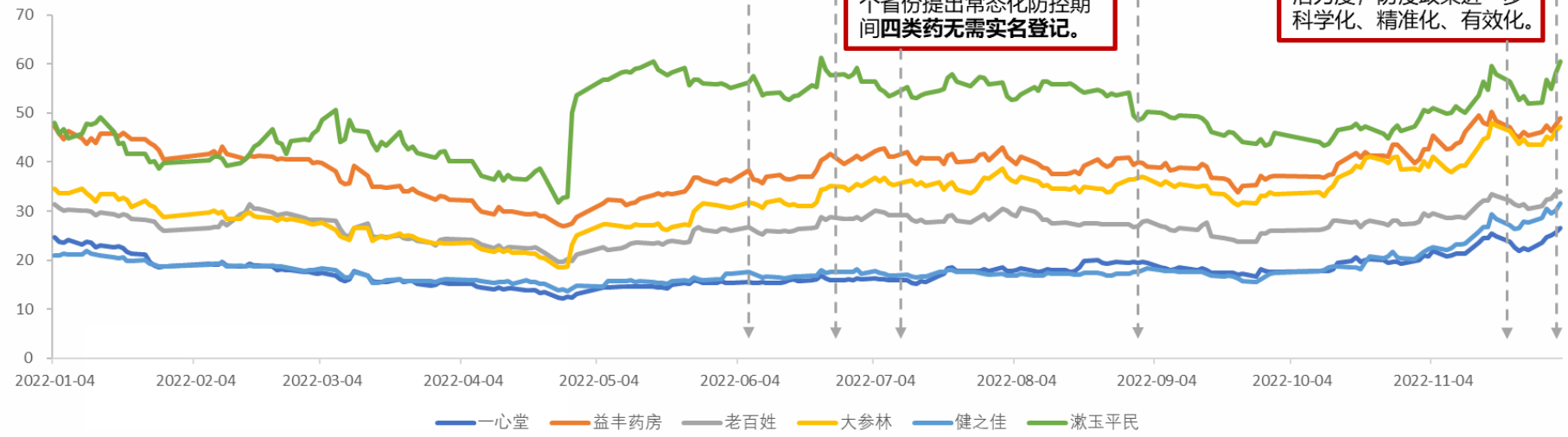
7月5日，**广东省**是国内首个省份提出常态化防控期间**四类药无需实名登记。**

9月1日，市场监管总局发布《**药品网络销售监督管理办法**》。第三方平台监管趋严，压实平台药品网售责任。网售处方药实名制购买，强调“处方在前，售药在后”。国家特殊管控药品不得在网上销售。

12月1日，《**药品网络销售监督管理办法**》**正式实施。**

12月1日起，**全国多地优化疫情防控措施**，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，四类药销售放开，取消实名登记。

11月10日，**防疫新二十条落地**，加快新冠药物储备、加大“一刀切”、整治力度，防疫政策进一步科学化、精准化、有效化。



数据来源：西南证券整理

药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

◆ 复盘2022年：药店行业2022年前三季度板块总结

- **2022年前三季度板块总结：**2022Q1-Q3，7家连锁药店公司实现收入657亿元（+22.9%），归母净利润为34.3亿元（+8.8%），扣非归母净利润为33.2亿元（+11.7%）。分季度看，板块21Q1-22Q3单季度收入分别为174.4/176.2/184/208.7/203.9/223.8/229.3亿元，同比增长12.8%/12.2%/16.1%/15.7%/16.9%/27%/24.7%；归母净利润分别为11.8/11.3/8.4/5.8/11.6/12.4/10.3亿元，同比增长23.5%/11.3%/-9.6%/-33.7%/-1.7%/9%/23.3%；扣非归母净利润分别为11.2/10.5/8/4.9/11.4/11.8/10.1亿元，同比增长20.5%/5.7%/-6%/-30.6%/1.6%/11.7%/25.9%。药店板块受全国多地散发疫情的影响，以及四大类药品（退烧、止咳、抗病毒、抗生素）管控，21年业绩增速全年放缓。板块归母净利润和扣非归母净利润在21年Q3首次出现负增长，21年Q4扩大降幅，22年Q1降幅开始收窄，Q2出现业绩向上拐点，Q3业绩加速复苏，全年药店板块估值呈现均值回归。

药店板块2017-22Q3关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22Q1-Q3
营收	338.7	412.5	518.0	650.4	743.2	657.0
YOY	21.5%	21.8%	25.6%	25.6%	14.3%	22.9%
归母净利润	18.4	22.0	26.9	37.8	37.3	34.3
YOY	21.5%	19.6%	22.4%	40.4%	-1.1%	8.8%
扣非归母净利润	17.6	20.8	26.0	35.7	34.6	33.2
YOY	18.9%	18.4%	25.1%	37.2%	-3.2%	11.7%
毛利率	37.8%	38.3%	36.7%	35.0%	35.9%	35.8%
四费率	29.9%	30.5%	29.4%	27.0%	29.2%	28.6%
销售费用率	24.9%	25.8%	24.7%	22.6%	24.2%	23.8%
管理费用率	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	3.9%
财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.8%	0.8%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

药店板块2021Q1-2022Q3关键财务数据（单季度）

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

数据来源：WIND，西南证券整理

药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

◆ 回顾2022年：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

短期聚焦疫情修复逻辑：疫情影响趋于减弱，业绩逐季环比改善。1）四类药政府管控趋松，经营品类逐步恢复，部分地区在常态化防控期间四类药“无需实名登记”，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量有望提升。2）药店逐步恢复客流量，可比同店逐月改善，门店扩增速度稳健。下半年盈利修复可期，零售板块均值回归趋势明显。3）医药电商第三方平台的监管趋严，行业规范化发展，零售药店O2O渠道有望加速发展，药店加速迈入“新零售时代”。

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

	2021						2022H1						2022Q1-3					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入（亿元）	167.6	153.3	145.9	157.0	52.3	53.2	97.2	87.5	79.7	88.9	30.1	33.9	148.2	133.5	120.3	137.8	47.1	52.5
YoY	15%	17%	15%	12%	17%	15%	21%	19%	19%	21%	26%	37%	20%	22%	15%	22%	28%	41%
归母净利润（亿元）	7.9	8.9	9.2	6.7	3.0	1.2	7.1	5.8	4.2	4.6	0.9	1.1	9.2	8.2	6.8	6.1	1.9	1.3
YoY	-26%	19%	17%	8%	20%	-47%	11%	14%	-20%	12%	-28%	28%	13%	18%	-11%	14%	-2%	18%
扣非归母净利润（亿元）	7.2	8.6	9.0	5.7	2.8	1.0	7.1	5.6	4.0	4.2	0.9	1.1	9.2	8.0	6.5	5.7	1.9	1.2
YoY	-30%	20%	19%	5%	20%	-56%	19%	13%	-22%	16%	-21%	34%	21%	17%	-13%	19%	4%	24%
经营性现金流（亿元）	15.6	21.5	17.9	23.0	7.4	2.4	14.2	10.9	6.3	10.2	3.4	0.6	20.8	23.1	14.8	19.0	8.2	1.7
毛利率（%）	38.1	40.3	37.0	32.1	35.8	28.5	39.5	40.9	34.7	32.7	36.0	29.6	38.8	40.9	35.2	32.8	36.6	28.7
净利率（%）	4.8	6.5	6.3	5.0	5.7	2.2	7.3	7.3	5.2	5.9	2.9	3.2	6.2	6.9	5.6	5.2	4.1	2.4
销售费用率（%）	25.5	26.5	25.4	20.8	25.6	22.0	23.9	26.0	25.3	20.4	27.4	21.5	24.1	26.7	25.1	21.0	27.0	21.3
管理费用率（%）	5.5	4.3	2.7	4.6	2.6	3.0	5.0	4.2	2.5	4.4	2.5	2.8	5.2	4.3	2.5	4.7	2.5	3.0
财务费用率（%）	1.0	0.7	0.7	1.2	0.9	0.5	1.0	0.6	0.6	0.9	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	1.0	1.4	1.0
存货周转率（%）	3.3	3.5	3.3	4.2	3.6	3.6	1.7	1.7	1.6	2.1	1.5	1.8	2.6	2.5	2.3	3.1	1.9	2.7
应收账款周转率（%）	28.6	16.1	13.5	12.4	26.5	18.7	12.0	6.9	5.3	5.7	10.1	8.2	18.4	11.4	7.8	9.1	13.5	11.5
门店数	8193	7809	8560	8352	3044	3341	8896	9200	8990	10009	3283	4009	9578	9781	9203	10327	3983	4633
YoY（同比）	36%	30%	20%	28%	43%	67%	27.5%	33.6%	11.6%	30.3%	35.9%	86.6%	25.9%	35.0%	10.1%	26.5%	48.2%	102.7%
其中：直营门店	7258	6877	8560	6129	3044	2592	7520	7684	8990	7254	3283	2970	7851	8028	9164	7362	3983	3098
加盟店	935	932	0	2223	0	749	1376	1516	0	2755	0	1039	1727	1753	39	2965	0	1535
其中：当期自建	903	1197	1603	852	597	463	194	546	578	1205	202	174	425	817	885	1342	241	251
当期收购	748	425		535	360	281	172	363		0	51	225	310	478		0	718	276
当期加盟	620	297	0	776	0	603	441	584	0	609	0	290	792	821	39	872	0	786
当期搬迁	0	0	156	0	0	0	0	0	87	0	0	0	0	0	144	0	0	0
当期闭店	98	101	92	344	43	3	104	102	61	157	14	21	142	144	137	239	20	21
当期净增	2173	1818	1355	1819	914	1344	703	1391	430	1657	239	668	1385	1972	643	1975	939	1292

数据来源：WIND，西南证券整理

药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

◆ 展望2023年：限制性因素逐步消除，明年把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性

2022Q4-明年药店板块展望，未来业绩增长确定性强：10月开始，国内新冠新增病例数持续攀升，其中台湾、香港、广东、北京、河北、重庆、山西、四川、河南、黑龙江等地疫情较为严重。我们认为新冠病例高增结合今年四季度（秋冬交替）、明年一季度（冬春交替）的流感高发季，在新冠精准科学化的防控趋势下，严禁管控“一刀切”，仅有极少部分地区药店经营受限，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量有望提升。叠加去年Q4、今年Q1的业绩低基数因素，明年有望延续业绩逐季复苏的趋势，未来业绩增长确定性强。

影响因素	2021年	2022年	2023年
防疫措施	防疫措施：零售药店疫情防控监管趋严，“一刀切”层层加码的管控现象多地出现，多地门店关闭，四类药大规模下架。	防疫措施：2022年1-10月，全国多地疫情散点多发，全国防疫监管严格，各地防疫政策略有差异，部分地区仍存在一刀切的管控现象，药店经营受到覆盖地区疫情情况以及当地防疫政策限制。2022年11月，防疫20条政策落地。2022年12月，全国多地优化疫情防控措施，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，多地四类药销售取消实名登记。	2023年长期来看，防疫措施趋向精准科学化防控，各地药店要求正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物，药店加速恢复至疫前水平。短期来看，新冠新增病例攀升的趋势下，零售药店作为居民购买药品重要渠道，客流量和客单价有望迅速提升。
医保系统切换	医保系统切换：建立国家医疗保障信息平台，全国各地陆续宣布进行相关系统的切换，各地系统切换期间医保业务暂停服务。	2022年初，全国大多数定点药店已接入新医保平台进行联网结算，消费者去药店购药基本恢复正常医保刷卡。	医保系统切换调整完毕。
四类药	四类药“一刀切”下架：2021年全国多点疫情散发，21年下半年国内多地发布公告，要求零售药店暂停销售四类药品，国内大部分城市“一刀切”四类药全部下架。	四类药逐步解禁，需要实名登记：今年2季度开始，各地逐步解禁四类药的销售，但是仍有极少的疫情严重区域禁售四类药。2022年7月，广东省和浙江省内部分地区提出常态化期间无需实名登记。	四类药全面恢复正常销售，购买不需实名登记。
门店情况	门店扩张节奏放缓；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速下滑；疫情影响关闭门店较多。	门店恢复稳步扩张；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速逐季恢复至疫前水平6-8%；局部地区疫情影响短期关闭门店。	门店加速扩张节奏，有望加快并购实现全国扩张布局；新开门店盈亏平衡周期逐步缩短；老店同比增速稳定在6-8%波动。
经营品类	低毛利防疫物资占比提升。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。关注高毛利的发烧感冒药、抗原检测盒、防疫物资等增厚。

数据来源：西南证券整理

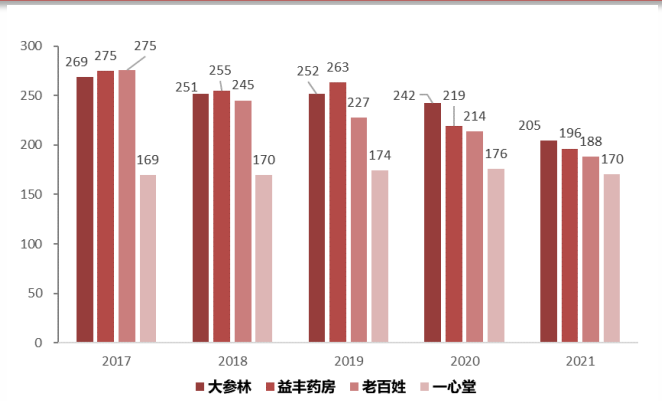
药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

◆ 展望2023年：限制性因素逐步消除，把握明年疫后“开店”与“店效”的双重弹性

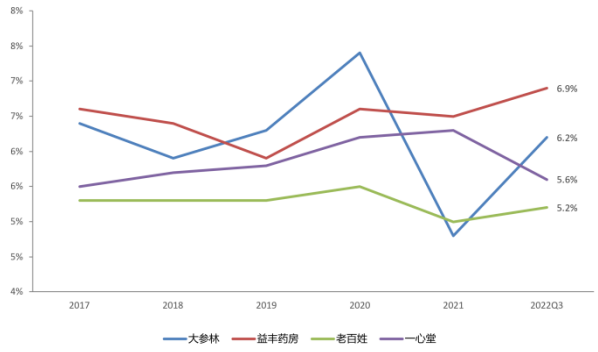
四大药店门店扩张情况

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
大参林	门店数量	1602	1921	2409	2985	3880	4756	6020	8193	9578
	YOY		19.9%	25.4%	23.9%	30.0%	22.6%	26.6%	36.1%	25.9%
益丰药房	门店数量	810	1065	1535	2059	3611	4752	5991	7809	9781
	YOY	22.7%	31.5%	44.1%	34.1%	75.4%	31.6%	26.1%	30.3%	35.0%
一心堂	门店数量	2623	3494	4085	5066	5758	6266	7205	8560	9203
	YOY		33.2%	16.9%	24.0%	13.7%	8.8%	15.0%	18.8%	10.1%
老百姓	门店数量		1483	1838	2733	3864	5128	6533	8352	10327
	YOY			23.9%	48.7%	41.4%	32.7%	27.4%	27.8%	26.5%
健之佳	门店数量				1305	1506	1752	2130	3044	3983
	YOY					15.4%	16.3%	21.6%	42.9%	48.2%

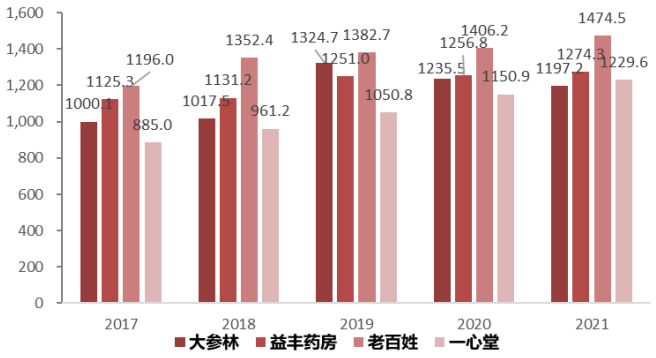
四大药店单店收入（万元/年）



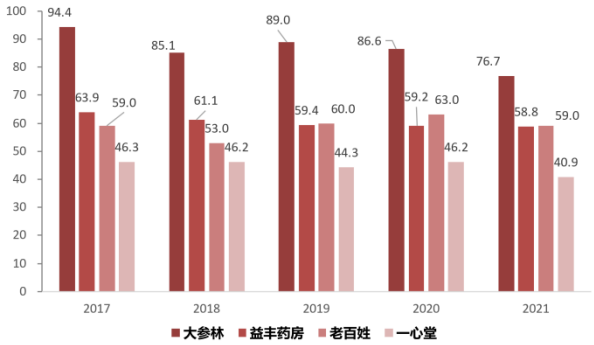
2017-2022Q3四大药店净利率情况



四大药店日均人效（元/人）



四大药店日均坪效（元/m^2）



药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

◆ 展望2023年：预期明年门店加速扩张，通过优质并购标的切入空白区域或弱势区域

并购提高连锁率，强强并购或为未来趋势。2022年药店行业落地3起大型并购，分别是益丰药房收购湖南九芝堂、老百姓收购怀仁药房、健之佳收购河北唐人医药。从今年的并购节奏上看，收购PE逐年上涨，选择的标的为各省份的前六名中型连锁药店，益丰药房和老百姓收购目的为加深优势省份的渗透率，健之佳通过并购开拓空白省份。根据最新的2021Q3国家药监局管理统计报告显示，2021年3季度末，全国药店总数为58.7万家，其中连锁门店数达到33.5万家，全国药店连锁率达57.2%。“十四五规划“药品零售连锁率目标为70%，中国药店连锁率有望加速提升。

历年药店重要并购标的梳理

序号	公司名称	成交价格（亿元）	标的资产	财务数据基准日	PS	PE
1	健之佳	0.71	重庆佰瑞100%资产	2022/3/31	0.86	-
2022年均值					0.86	
2	益丰药房	2.04	湖南九芝堂51%股权	2021/12/31	0.77	56.82
3	健之佳	20.74	河北唐人医药100%股权	2021/12/31	-	24.25
4	健之佳	0.96	普洱佰草堂100%股权	2022/10/31		15.92
5	漱玉平民	2.88	齐河泰耀100%股权	2021/8/31	1.13	21.51
6	健之佳	0.42	平果誉佳100%股权	2021/5/31	1.01	-
7	老百姓	14.28	华佗药房51%股权（已终止）	2021/4/30	1.61	22.42
8	健之佳	0.44	星云大药房100%股权	2021/2/28	0.84	-
2021年均值					1.07	28.18
9	老百姓	16.37	湖南怀仁71.96%	2020/12/31	1.62	22.75
10	老百姓	6.80	人川大药房100%股权	2020/11/30	1.55	19.13
2020年均值					1.59	20.94
11	国大药房	18.60	成大方圆100%股权	2019/12/31	0.63	28.34
12	大参林	1.27	南通市江海51%股权	2019/7/31	1.14	22.76
2019年均值					0.89	25.55
13	益丰药房	13.84	新兴药房86.31%股权	2018/6/30	1.61	24.66
14	益丰药房	1.43	上海上虹51%股权	2018/6/30	1.11	22
15	益丰药房	1.33	江苏市民53%股权	2018/6/30	1.49	12.5
2018年均值					1.40	19.72
16	益丰药房	1.68	无锡九州51%股权	2017/11/30	1.6	22.26
17	大参林	0.75	福建国晟100%股权	2017/9/30	0.75	18.75
18	老百姓	1.17	江苏新普泽51%股权	2017/8/31	1.27	17.53
19	老百姓	2.71	通辽泽强51%股权	2017/7/31	1.07	16.9
2017年均值					1.17	18.86

各省份药店排行榜前6名

	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6
广东省	大参林	海王星辰	东莞国药	高济医药	南北药行	中智大药房
山东省	漱玉平民	山东立建	山东燕喜堂	华新宏仁	青岛同方	仁和堂
湖南省	老百姓	益丰药房	湖南千金	怀仁药房（老百姓收购）	养天和大药房	湖南九芝堂（益丰药房收购）
湖北省	天济大药房	益丰药房	湖北宜草堂	老百姓	用心人大药房	马应龙大药房
江西省	益丰药房	黄庆仁栈华氏大药房	洪兴大药房	江西昌盛	汇仁堂	昌盛大药房
浙江省	瑞人堂	海王星辰	浙江英特	宁波彩虹大药房	九洲大药房	震元医药
江苏省	益丰药房	全亿健康	老百姓	高济医药	百佳惠瑞丰大药房	南京医药国药
四川省	高济医药	全亿医药	正和祥健康	一心堂	杏林医药	德仁堂
安徽省	国胜大药房	老百姓	高济医药	丰原大药房	南京医药合肥大药房	四方百信大药房
云南省	一心堂	健之佳	龙马药业	国大迪升大药房	立之康大药房	云南白药大药房
陕西省	怡康医药	广济堂	众友健康	老百姓	众信医药	百姓乐大药房
河北省	神威大药房	益丰药房	河北唐人（健之佳收购）	德医堂大药房	高济医药	全亿健康
黑龙江省	人民同泰	大参林	鑫世一大药房	宝丰医药	健康医药	华辰大药房
吉林省	吉林大药房	国大益和	恒爱大药房	东辽医药	星火医药	延边正道医药

数据来源：西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

2.1 创新药及制剂：跬步千里，王者归来
2.2 医疗器械：柳暗花明，四个投资方向梳理
2.3 医疗服务：疫后修复正当时，关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.4 中药：重点关注中药消费品等
2.5 血制品：看好复苏后优质个股投资机会
2.6 疫苗：关注新冠疫苗加强针及传统疫苗需求复苏
2.7 CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即
2.8 生命科学产业链：未来国产替代可期
2.9 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
2.10 药店：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑
2.11 原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

医药全行业2023年投资策略及标的

原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

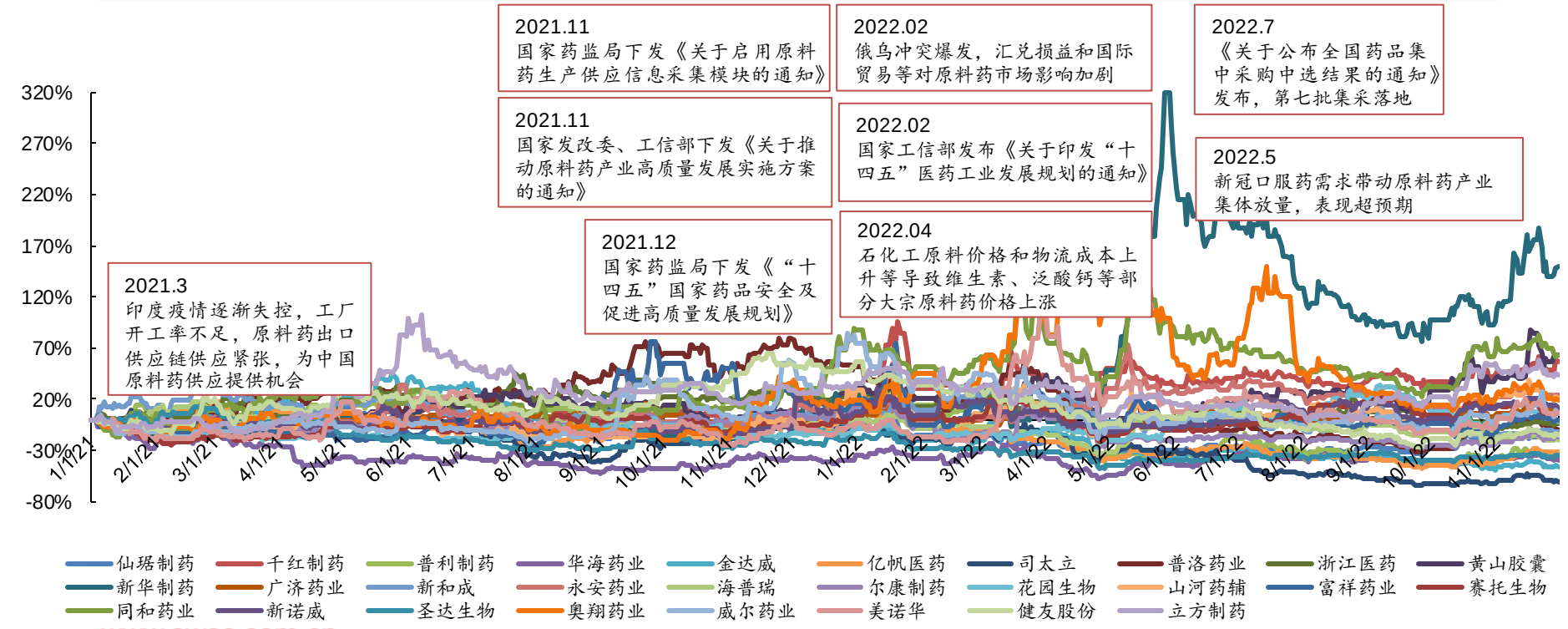
- **宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好。**2022Q1-3原料药板块由于上游原材料涨价、疫情影响发货周期、运输成本上涨等影响，板块表现波动明显。展望2023年，随着原材料价格见顶、海运成本回落、防疫政策逐步放松、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素开始出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。**驱动因素：1）在带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升；2）全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔；3）新冠口服药商业化需求为原料药板块短期放量带来机遇。**
- **未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间。1）“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中2021年华海药业、健友股份海外仿制药销售额分别为2亿、1.5亿美元，均高于国内销售额（分别为1.8亿、1.1亿美元）。**国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2021年公司实现国内制剂收入28.6亿元（+38.1%），截至2022H1已有18个集采中选品种，快速放量有望持续；**2）优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期：**原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高；即将进入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注，从在建工程来看，2022Q1-3悦康药业、立方制药等企业增速较高，均保持150%以上增速；从绝对值来看，新和成、浙江医药分别为30亿元、11亿元，创历史新高；从固定资产来看，2022Q1-3金达威、浙江医药等企业高速增长，增速分别为95%、32%；从绝对值来看，2021年新和成、浙江医药、新华制药固定资产均超30亿元；**3）基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **投资建议：**建议关注九洲药业、健友股份、海普瑞、博瑞医药等。

宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

- **板块扰动因素持续缓和，行业持续边际向好。**2022Q1-3，原料药板块由于上游原材料涨价、疫情影响发货周期、运输成本上涨等影响，板块表现波动明显。展望2023年，随着原材料价格见顶、海运成本回落、防疫政策逐步放松、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素开始出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。

原料药企业股价复盘



数据来源：Wind，西南证券整理

宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

板块业绩短期承压，长期前景依旧向好

受益原料药上游化工产品价格下降，原料药企业毛利率呈上行趋势

上游化工产品价格上涨，原料药毛利率略有承压

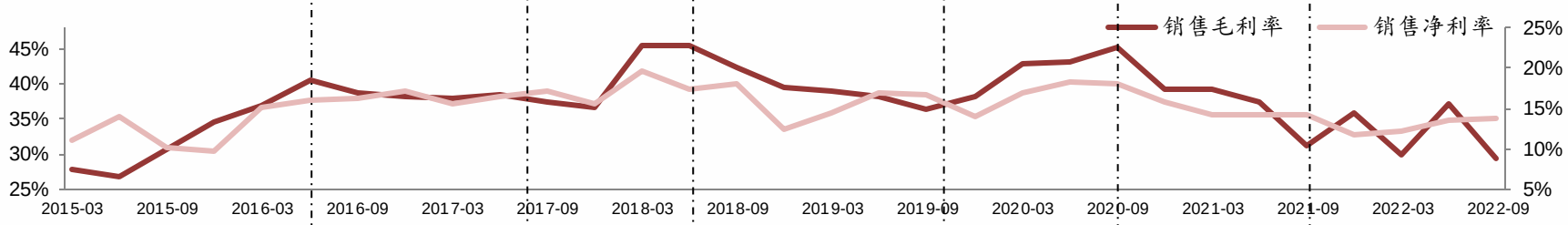
受环保等政策影响，原料药价格达到高位

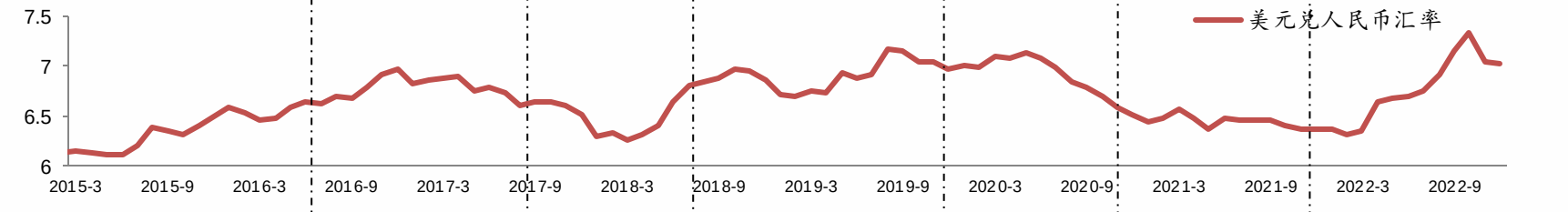
汇率波动明显，公司报价调整幅度较大，药品出口价格下滑，原料药短期毛利率下行

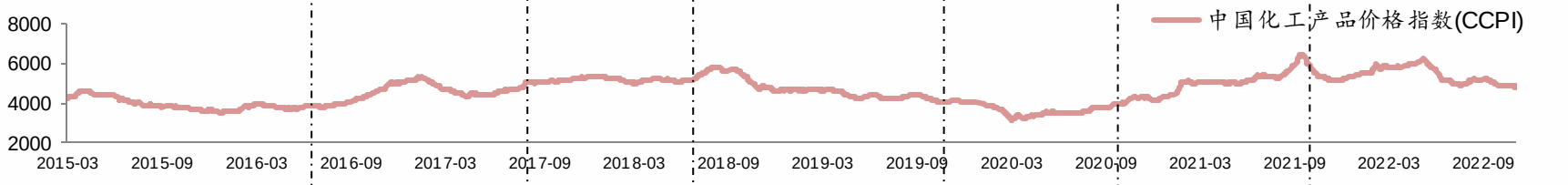
疫情因素及全球环保措施趋严，原料药企业总产能下降

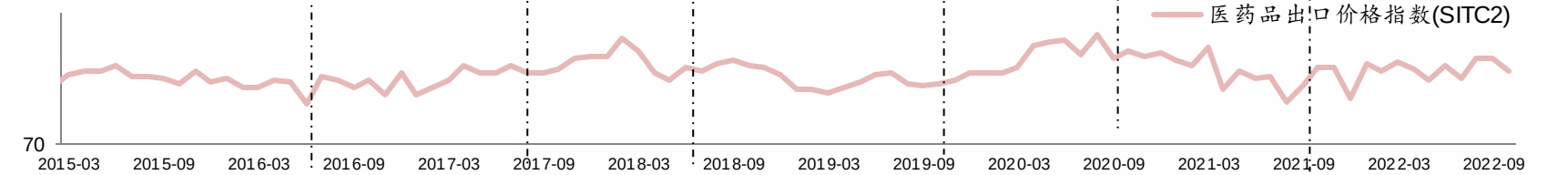
疫情持续下原料药出口受阻、运输成本上升

原材料价格上涨、供应紧张叠加汇率、通货膨胀等因素，板块毛利率持续波动









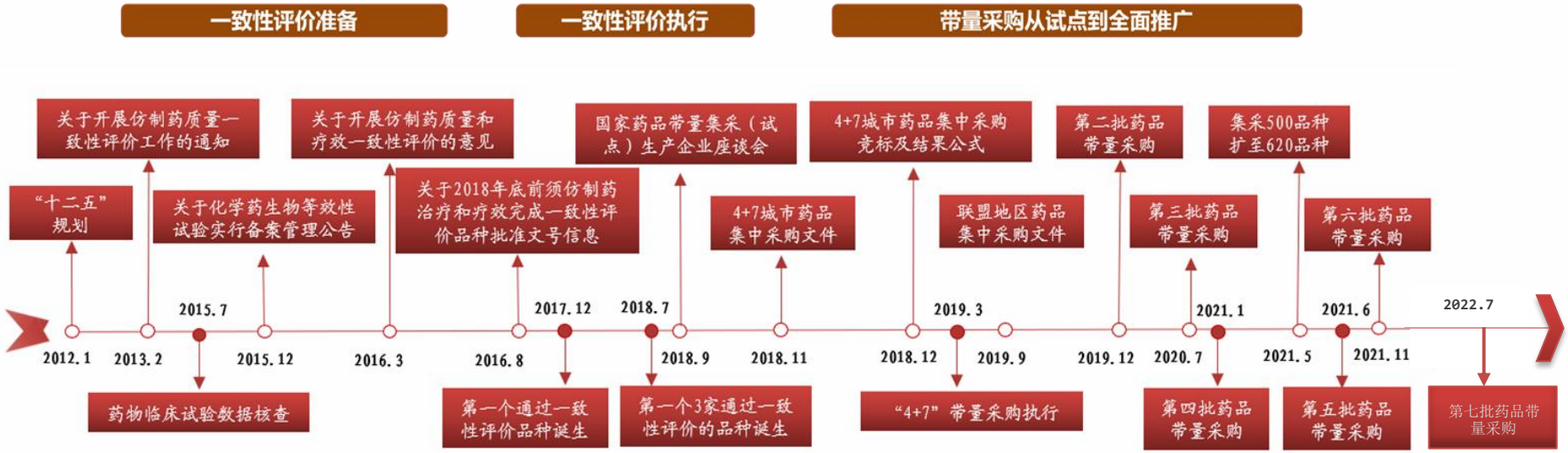
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

行业维度：多重因素共同驱动，原料药行业集中度持续提升

多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

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

带量采购常态化全面推进



www.swsc.com.cn

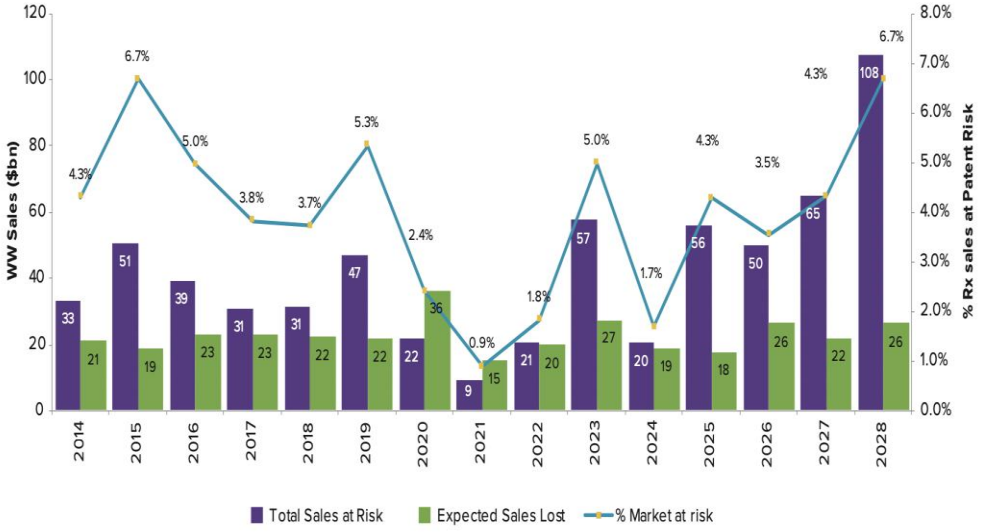
数据来源：政府官网，西南证券整理

行业维度：全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔

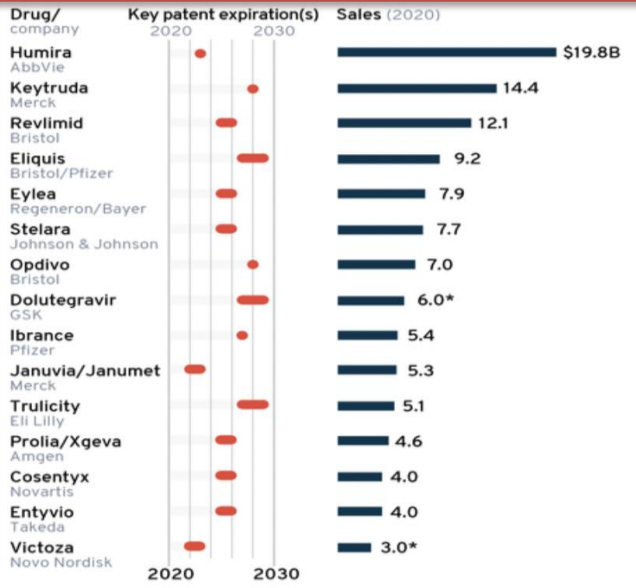
全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

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

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



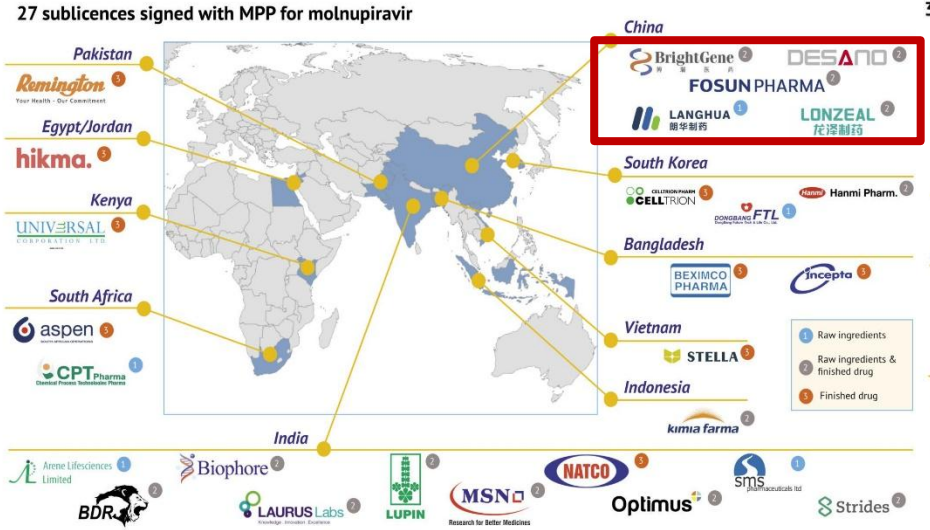
数据来源：Evaluate Pharma，Fierce Pharma，西南证券整理

行业维度：新冠口服药相关商业化订单带来短期业绩弹性

新冠口服药商业化需求为原料药板块短期放量带来机遇

- **新冠口服药商业化需求为上游原料药企业带来业绩弹性。**新冠疫情逐渐常态化，新冠小分子药商业化带来上游原料药和中间体需求，关键原料药和中间体制备相关企业明显获益，如合成Paxlovid所需原料药奈玛特韦/利托那韦、中间体SM1、SM2、卡隆酸酐、氮杂双环生产商，合成Molnupiravir所需尿苷的生产商，合成Ensitelvir所需氟相关中间体生产商，及在研管线合成路径相关中间体生产商。
- **已上市小分子药物布局商业化生产，国内MPP授权企业值得关注。**Paxlovid和Molnupiravir布局全球商业化，博瑞医药、迪赛诺、复星医药、朗华制药及龙泽制药等仿制药企获MPP授权生产Molnupiravir仿制药，普洛药业、复星医药、九洲药业、迪赛诺及华海药业获授生产Paxlovid仿制药。

默沙东Molnupiravir MPP授权结果



辉瑞新冠Paxlovid MPP授权结果



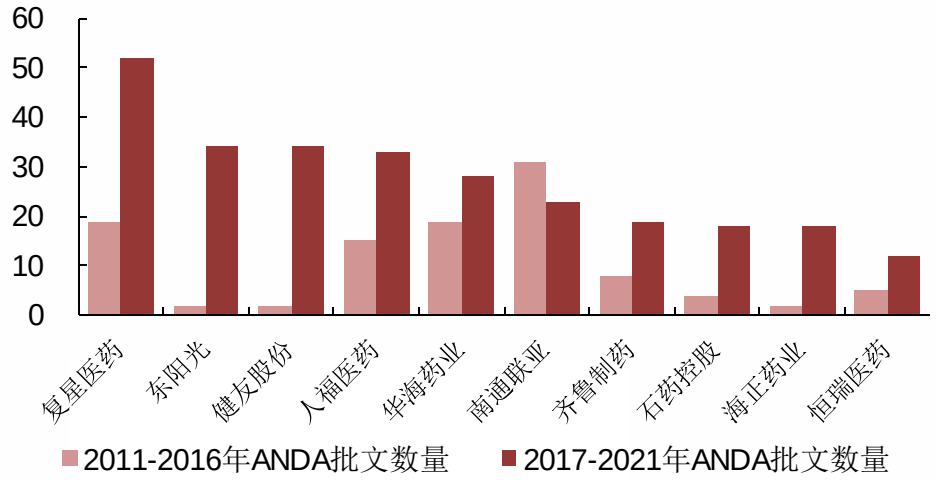
数据来源：MPP官网，西南证券整理

未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

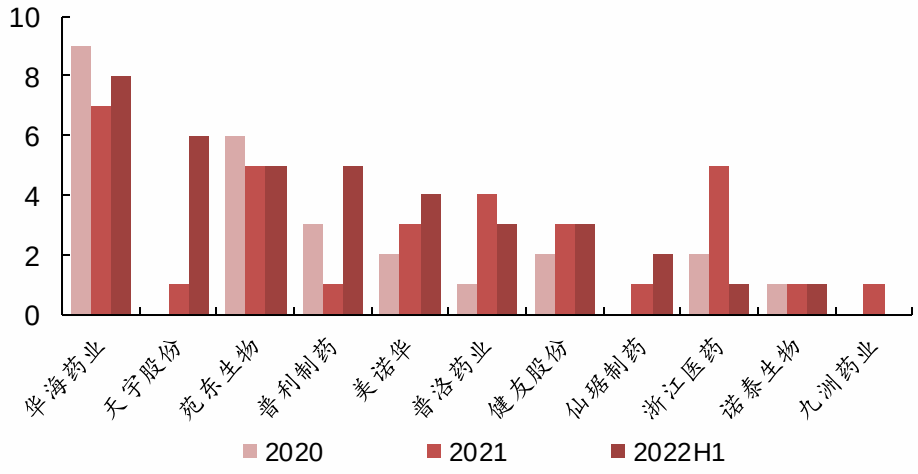
制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- **海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中2021年华海药业、健友股份海外仿制药销售额分别为2亿、1.5亿美元，均高于国内销售额（分别为1.8亿、1.1亿美元）。
- **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2021年公司实现国内制剂收入28.6亿元（+38.1%），截至2022H1已有18个集采中选品种，快速放量有望持续。

2011-2021年获批ANDA数量前十中国药企（个）



2020-2022H1我国API及制剂公司制剂获批数量（个）



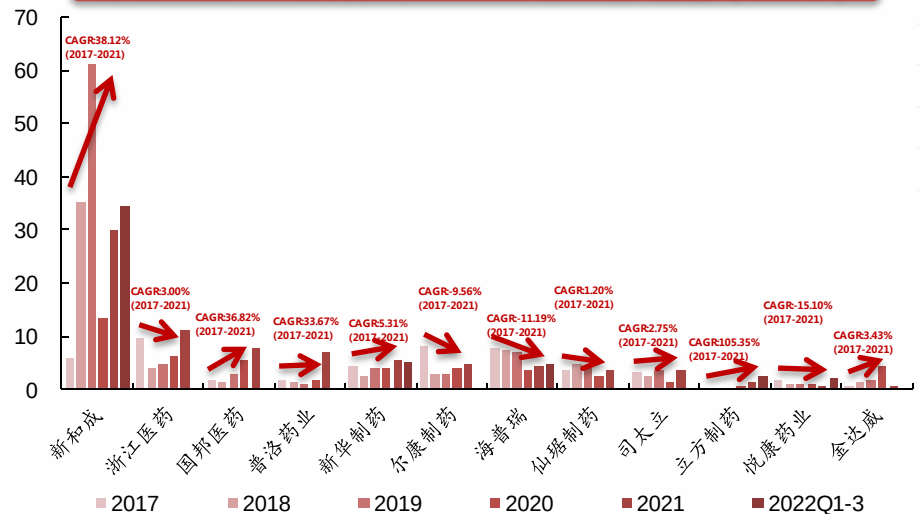
数据来源：BCG，西南证券整理

未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

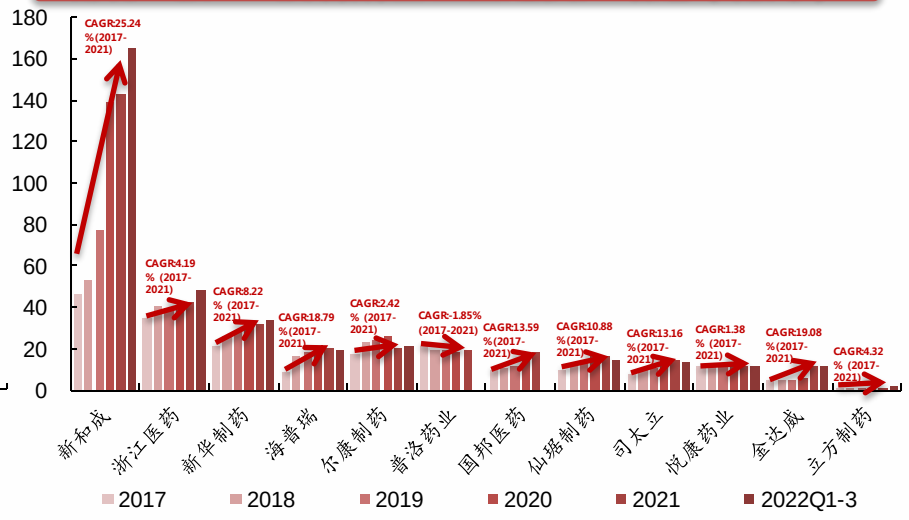
优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- **原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。**近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2022H1奥翔药业CDMO收入占比达57.7%；2021年健友股份、天宇股份CDMO毛利率达50%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- **即将进入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看**，2022Q1-3悦康药业、立方制药等企业增速较高，均保持150%以上增速；从绝对值来看，新和成、浙江医药分别为30亿元、11亿元，创历史新高。**从固定资产来看**，2022Q1-3金达威、浙江医药等企业高速增长，增速分别为95%、32%；从绝对值来看，2021年新和成、浙江医药、新华制药固定资产均超30亿元。

部分A股API及制剂企业在建工程增速（亿元）



部分A股API及制剂企业固定资产增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- **基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1）仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2）创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品，截至2022H1公司自主研发的长效多肽靶向偶联药物BGC0228已获批IND，进入I期临床。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

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

数据来源：公司公告，西南证券整理

目　录

医药行业2022年度二级市场表现回顾

医药子行业2023年投资逻辑

医药全行业2023年投资策略及标的

核 心 观 点

- **医药行业投资回归本源。**回顾2022年全年（截止20221130），申万医药指数下跌18.23%，跑赢沪深300指数3.78%，年初以来行业涨跌幅排名第19。2022年疫情对市场影响反复，主题投资方面，主要是围绕新冠预防、检测、治疗等起伏。上半年热点从抗原检测到新冠相关药物及产业链演绎，下半年尤其是Q4回到新冠口服药、中药相关抗疫药物。2022年先后经历在俄乌冲突、国内疫情反复散点、美元加息的大背景下，A股和港股医药板块经历比较大的波动，核心资产估值和持仓回归均衡，这与我们2022年医药投资策略【未来医药估值有望均衡，“穿越医保”和“疫情脱敏”是两条核心主线】判断一致。展望明年，尽管关于疫情时点、医药政策预期变化、外部因素三方面，目前比较难给出具体相应判断，但，我们认为，医药行业投资需要回归本源，从而寻找一些确定性。

- **寻找2023年“三重”确定性。**

✓ **确定性之1**——创新仍是医药行业持续发展的本源。差异化创新性品种比如BTK、HER2-ADC、CTLA-4/PD-1等靶点创新药陆续进入商业化放量阶段；创新器械包括多个手术机器人产品等陆续获批上市。此外，国际化是打开成长天花板，创新药械出海有望持续渐入佳境。

✓ **确定性之2**——疫后医药复苏亦是核心主线。C端消费性医疗复苏弹性较大，包括中药消费品、民营专科医疗服务、早筛等。院内药械需求复苏包括院内处方药、耗材、血制品、 常规疫苗接种需求等；渠道端包括医药分销和药店复苏。

✓ **确定性之3**——自主可控/产业链安全。UVL事件后，产业链安全/自主可控重要性凸显，重点关注高端影像设备、生命科学产业链、手术机器人、内窥镜、基因测序等领域。

核 心 观 点

2023年组合推荐：

- **港股组合**：金斯瑞生物科技(1548)、和黄医药(0013)、康方生物-B(9926)、科济药业(2171)、微创机器人-B(2252)、海吉亚医疗(6078)、锦欣生殖(1951)、启明医疗-B(2500)、药明生物(2269)、君实生物(1877)

- **弹性组合：**寿仙谷(603896)、祥生医疗(688358)、上海医药（601607）、福瑞股份(300049)、贝达药业(300558)、迈得医疗（688310）、三诺生物（300298）、美好医疗（301363）、普门科技(688389)、欧林生物（688319）

- **稳健组合：**恒瑞医药(600276)、爱尔眼科(300015)、迈瑞医疗(300760)、云南白药(000538)、太极集团（600129）、华润三九（000999）、我武生物(300357)、爱美客(300896)、智飞生物(300122)、通策医疗(600763)

- **科创板组合**：百济神州(688235)、荣昌生物(688331)、泽璟制药(688266)、联影医疗（688271）、澳华内镜(688212)、奥浦迈(688293)、康希诺(688185)、华大智造(688114)、诺唯赞(688105)、爱博医疗(688050)

风险提示：医药行业政策风险超预期；新冠疫情爆发风险；业绩不及预期风险。

金斯瑞生物科技（1548.HK）：多板块协同加速成长，四位一体战略未来可期

□ 投资逻辑：

1）公司是全球基因合成龙头，全球市占率超30%，为下游增量业务导流、高附加值业务打开长期空间；2）蓬勃生物是公司生物药CDMO平台，生物药CDMO：提供抗体药开发全生命周期CDMO服务；GCTCDMO：国内质粒龙头，是国内GCT项目经验最丰富的CDMO企业之一；3）杨森/传奇生物合作开发的Cilta-cel（商品名：Carvykti®）2022年2月28日在美获批上市、5月6日获欧盟附条件上市许可，是首款获FDA批准的国产出海CAR-T产品。其临床数据亮眼，安全可控性高，或将为r/rMM提供更前线治疗方案。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年营业收入分别为6.8/12/21.6亿美元，归母净利润分别为-2.6亿美元/-1.7亿美元/0.1亿美元。

□ 风险提示：

新业务拓展不及预期；在手订单转化不及预期；公司产能扩张进度不及预期；传奇生物CAR-T产品商业化推广不及预期；政策波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	511.06	680.61	1201.81
营业收入增长率	30.76%	33.18%	76.58%
归母净利润（百万元）	-347.87	-263.02	-166.33
净利润增长率	-69.74%	24.39%	36.76%

和黄医药（0013.HK）：创新起舞，志在全球

□ 投资逻辑：

1）核心品种呋喹替尼FRESCO-2研究数据亮眼，治疗三线结直肠癌mOS达7.4m，较安慰剂组显著延长2.6m；mPFS达3.7m，较安慰剂组显著延长1.9m，国际多中心临床研究符合FDA要求，有望在年底前递交NDA。二线胃癌取得阳性顶线结果，预计明年上半年递交NDA；2）赛沃替尼是国内首款获批上市的MET抑制剂，先发优势明显，即将参与2022年医保谈判，纳入医保后有望加速放量；3）索凡替尼治疗非胰腺神经内分泌瘤实现9.2m的无进展生存期，较安慰剂组提升5.4m，有望成为神经内分泌瘤治疗的BIC药物；4）公司大力推进聚焦后期管线的战略调整，未来三年至少15项注册临床即将递交NDA。上海和黄贡献稳定利润，剥离有望带来丰厚现金。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年营业收入分别为4.1、4.7、6.4亿美元。

□ 风险提示：

研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	356.13	408.18	470.63
营业收入增长率	56.21%	14.62%	15.30%
归母净利润（百万元）	-194.65	-186.65	-116.70
净利润增长率	-54.81%	4.11%	37.48%

康方生物-B（9926.HK）：双抗龙头，卡度尼利商业化启程

□ 投资逻辑：

1）核心品种卡度尼利（AK104）于2022年6月29日上市，成为首个上市的国产双抗品种，商业化正式启程，早于市场Q3落地的预期；2）派安普利单抗2021年销售业绩超预期，与正大天晴的合作初见成效，2022年销售额有望突破6亿元；3）商业化能力渐入佳境，商业化团队共512人，到2022年底团队有望扩充至800人。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年收入分别为9.3亿、19.7亿和30.4元，对应EPS为-1.04、-1.02和-0.15元。

□ 风险提示：

研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	225.63	930.01	1974.30
营业收入增长率	--	312.19%	112.29%
归母净利润（百万元）	-1074.93	-871.73	-857.54
净利润增长率	8.68%	18.90%	1.63%

科济药业（2171.HK）：深耕CAR-T，剑指实体瘤

□ 投资逻辑：

1）核心品种CT053（BCMACAR-T）NDA获国家药监局受理，上市预期高。CT053疗效及安全性数据惊艳，LUMMICAR-1研究显示ORR达100%，没有≥3级细胞因子释放综合征（CRS）或神经毒性；2）CT041（Claudin18.2CAR-T）数据良好，客观缓解率高达60%，有望率先突破实体瘤CAR-T；3）CT011是全球首个靶向GPC3的CAR-T疗法，联合索拉非尼治疗晚期肝细胞癌实现完全缓解，发展前景广阔。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年收入分别为0、0.6和3.6亿元。

□ 风险提示：

研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险，医药行业政策风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25.81	0	60
营业收入增长率	--	--	--
归母净利润（百万元）	-4744.42	-1602.78	-473.38
净利润增长率	--	--	--

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

□ 投资逻辑：

1)随着重磅产品上市及商业化，手术机器人产品有望贡献收入增量。2）腔镜手术机器人:图迈作为核心产品对标达芬奇，2022 年开启国产化元年。3）骨科手术机器人: 鸿鹄已经在 NMPA和 FDA均获批上市，进展国内领先。4）内生+外延，候补产品全面布局其他手术机器人赛道。

□ 盈利预测：

预计2022~2024收入分别为 0.9、5.1、12.3亿元。

□ 风险提示：

产品研发及上市进度或不及预期的风险、图迈上市后放量不及预期风险、政策控费风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2.2	87.5	512.8
营业收入增长率	--	3969.8%	486.1%
归母净利润（百万元）	-582.9	-583.6	-535.7
净利润增长率	-179.1%	-0.1%	8.2%

海吉亚医疗（6078 .HK）：肿瘤医疗服务优质龙头企业，全国扩张有序推进

□ 投资逻辑：

1）国内肿瘤医疗服务市场2020年至2025年复合增速达11.5%，到2025年有望达到7000亿元；2）国内已布局12家医院，覆盖19个省的肿瘤医疗服务网络，已成为国内最大肿瘤医疗服务集团。3）预计到2023年通过内生“自建+扩建”有望达到1万张床位，至少布局18家医院。

□ 盈利预测：

预计2022-2023 年公司的归母净利润分别为6.2 亿元和 10 亿元，EPS 分别为1 和 1.61 元。

□ 风险提示：

外延拓展和并购整合不及预期、法律政策和监管风险、重大医疗事故风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2348.74	3650.98	4971.87
营业收入增长率	67.56%	55.44%	36.18%
归母净利润（百万元）	430.94	618.73	997.79
净利润增长率	153.37%	43.58%	61.26%

数据来源：Wind，公司招股说明书，西南证券

锦欣生殖（1951.HK）：民营辅助生殖龙头，可复制模式下全球扩张

□ 投资逻辑：

锦欣生殖是中美领先的辅助生殖服务供应商。1）国内辅助生殖民营企业龙头，辅助生殖行业稀缺标的价值凸显。2）短期：VIP套餐提升客单价，多元获客提升市占率；3）长期：国内外不断拓展外延经营网络，未来国内将达到8-10个辅助生殖中心，国外将达到5-7个辅助生殖中心。2021-2023净利润复合增速预计将达到40%。

□ 盈利预测：

预计2022-2024 年公司归母净利润 3.7 亿元、4.9 亿元和 6.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.15、0.2和 0.26元。

□ 风险提示：

新建医院进展或不达预期，政府对私立医院政策或出现变动。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1426.09	1784.28	2231.50
营业收入增长率	-13.49%	25.12%	25.06%
归母净利润（百万元）	251.62	374.40	492.49
净利润增长率	-38.57%	48.80%	31.54%

启明医疗-B（2500.HK）：百亿TAVR赛道腾飞在即，国产龙头乘风而起

□ 投资逻辑：

疫情影响短期手术量。分业务看，2022上半年TAVR收入2亿元（-16.2%），占比93.7%，为核心业务，收入增速放缓主要因国内疫情反复影响终端手术量。TAVR业务行业地位稳固，国际化多点突破。根据Frost&Sullivan预测，2025年国内TAVR手术量有望达到4.2万例，行业出厂规模有望达到50亿元，行业快速扩容；随着2022年5月VenusA-Pro上市，公司是国内首家拥有三款TAVR产品的公司，产品先发优势明显。在研管线丰富，从瓣膜病到肾动脉消融不断拓展业务边界。公司近年来保持高研发投入，深度布局TAVR、主动脉瓣修复、TPVR、TMVR/TTVR、外科瓣膜、肾动脉消融等。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年收入分别为5、8.2、10.8亿元，归母净利润分别为-4、-2.5、-2.4亿元。

□ 风险提示：

产品放量不及预期、研发失败风险、政策控费风险、竞争加剧。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	415.9	499.3	822.4
营业收入增长率	50.6%	20.1%	64.7%
归母净利润（百万元）	-373.6	-400.7	-251.6
净利润增长率	-105.3%	-7.2%	37.2%

药明生物（2269.HK）：业绩符合预期，持续推进大品种战略

□ 投资逻辑：

1）全球领先的生物药CDMO龙头，业绩连年高速增长。2）生物药CDMO发展潜力巨大，市场规模增长迅速。3）公司拥有长且宽的护城河：享誉国内外优质口碑，产能大幅扩充，有丰富的目经验和卓越的技术平台。4）公司业绩增长驱动力充足，未来有望保持强劲的发展势头。

研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为49.3、67.9和91.5亿元，EPS分别为1.16、1.59和2.14元。

□ 风险提示：

研发生产外包服务行业增速或不及预期的风险；项目进度不及预期的风险；对外投资收益的波动性风险；汇率波动的风险.。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10290.1	14828.9	20601.0
营业收入增长率	83.35%	44.11%	38.92%
归母净利润（百万元）	3388.5	4927.3	6785.3
净利润增长率	100.63%	45.41%	37.71%

数据来源：Wind，西南证券

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

□ 投资逻辑：

国内PD-1/PDL-1市场空间广阔，特瑞普利单抗具有先发优势&多适应症优势据国家癌症中心的数据，我国每年新增肿瘤患者超过400万人。特瑞普利单抗未来3年多个适应症获批&PCSK9抑制剂和阿达木单抗类似物市，公司即将迎来业绩高速增长期。重磅品种促进公司获得可观估值空间。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年收入增速分别为-57.3%、76.4%、47%，归母净利润亏损分别为19.6、8.7和4.1亿元。

□ 风险提示：

在研管线研发进展不及预期；海外上市进度不及预期；未来上市产品不能进入医保的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4024.84	1720.00	3034.00
营业收入增长率	152.36%	-57.27%	76.40%
归母净利润（百万元）	-720.91	-1961.31	-866.52
净利润增长率	56.80%	-172.06%	55.82%

寿仙谷（603896.SH）：Q1利润端增长超预期，省外拓展持续推进

□ 投资逻辑：

1)收入端：Q1/Q2收入分别为2亿元/1.5亿元，同比增速分别为17%/1.7%。Q2收入增速回落主要系疫情影响，但公司在疫情期间积极探索直播、小红书、抖音传播等网络传播模式，进一步增强寿仙谷品牌曝光度及知名度。2)产品具有疗效好、育种壁垒和加工技术优势，第三代去壁技术获得独家专利，其有效成分是其他破壁灵芝孢子粉的10倍；3)省外渠道快速扩张，开辟外省加盟商模式，推广高端新剂型孢子粉片剂，预计2022年目标新增30家城市代理商。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润复合增速为28.5%。

□ 风险提示：

原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	767.14	947.20	1167.09
营业收入增长率	20.61%	23.47%	23.21%
归母净利润（百万元）	200.83	273.65	367.36
净利润增长率	32.37%	36.26%	34.24%

祥生医疗（688358.SH）：小而美超声龙头，高端产品和掌超有望放量

投资逻辑：

高端产品占比提升和汇兑损益驱动业绩高增长。便携式超声为公司特色，推车式超声向高端升级。夯实海外市场基本盘，持续研发占领技术高地。

盈利预测：

预计2022-2024年收入分别为5、6.3、8亿元，归母净利润分别为1.5、1.9、2.5亿元。

风险提示：

研发失败风险、汇率波动风险、产品升级失败风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	397.81	498.35	628.74
营业收入增长率	19.43%	25.27%	26.17%
归母净利润（百万元）	112。47	147.78	186.01
净利润增长率	12.88%	31.39%	25.87%

上海医药（601607.SH）：业绩稳步增长，定增落地布局中药大健康

□ 投资逻辑：

业绩稳步增长，定增落地布局中药大健康。1）医药商业：深化网络布局，巩固全国进口药和创新药服务龙头地位。医药商业实现收入1907.3亿元（+13.4%），贡献利润25.1亿元（+13.2%）。互联网+：上药云健康完成10.3亿元 B 轮融资，2021年营业收入实现超50%的大幅增长，实现近50单创新药新品首发和全国首单落地，占上市新特药首单的约80%。镁信健康立足“互联网+医+药+险”生态模式，完成超20亿元C轮融资，新增惠民保险产品46款，新增服务保单数近 6000万。2）医药工业：加快自研，转型科技创新驱动的研发型医药企业。医药工业实现收入 251亿元（+5.71%），毛利率 57.8%。新冠疫苗方面：与康希诺开展合作，建成一座按照GMP要求设计的年产能2亿剂、从原液到制剂一体化的新冠疫苗工厂，开创了上药基建项目“速度之最”。3）国企改革深化，云南白药战投落地，共同拓展大健康消费市场。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年EPS分别为1.55元、1.74元、1.98元，未来三年归母净利润将保持12.9%的复合增长率。

□ 风险提示：

行业政策波动风险；研发进展不及预期；疫情加剧风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	215824.26	237665.67	265861.92
营业收入增长率	12.46%	10.12%	11.86%
归母净利润（百万元）	5093.47	5724.82	6424.46
净利润增长率	13.28%	12.40%	12.22%

福瑞股份（300049.SZ）：肝病诊疗龙头，器械+药品+服务三发驱动

□ 投资逻辑：

我国是肝病大国，慢性肝病诊断和治疗的市场空间巨大。公司为国肝病诊疗龙头企业，器械+药品+服务三发驱动业绩迎来拐点。1）公司的Fibroscan肝纤维化诊断设备为全球首创，已成为临床肝纤维化无创即时检测首选设备；2）公司独家产品复方鳖甲软肝片为肝纤维化临床指南推荐用药，十余年来市场份额稳定在25%左右，系抗肝纤维化第一大中成药；3）公司基于儿科医疗健康管理和肝病慢病管理成功拓展服务业务的盈利模式。

□ 盈利预测：

预计公司2022~2024年归母净利润为1.2、2.4、3.3亿元。

□ 风险提示：

竞争风险、原材料价格上涨风险、药品院外拓展不及预期、NASH药物进展不及预期、海外疫情复发。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	898.48	1141.10	1481.50
营业收入增长率	11.26%	27.00%	29.83%
归母净利润（百万元）	95.47	121.30	241.10
净利润增长率	54.22%	27.05%	98.77%

数据来源：Wind，西南证券

贝达药业（300558.SZ）：业绩符合预期，持续推进大品种战略

□ 投资逻辑：

埃克替尼销量维持增长趋势，恩莎替尼销量高速增长。凯美纳销量同比增长26.54%，贝美纳销量同比增长797.57%，贝安汀逐步打开市场。埃克替尼2021年新获批术后辅助治疗并纳入国家医保目录加速放量。恩莎替尼二线治疗局部晚期或转移性NSCLC于2021年底纳入国家医保目录快速放量，一线适应症于2022年3月获批上市，一线、二线共同发力提高竞争力和可及性，术后辅助适应症临床已开始入组。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为2.1亿元、4.9亿元、6.9亿元。

□ 风险提示：

产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2245.86	2372.84	3299.98
营业收入增长率	20.08%	5.65%	39.07%
归母净利润（百万元）	383.07	214.08	494.96
净利润增长率	-36.83%	-44.11%	131.20%

数据来源：Wind，西南证券

迈得医疗（688310.SH）：专精特新“小巨头”，研发布局新增长点

□ 投资逻辑：

公司是国产医用耗材智能装备龙头，属于工信部第一批专精特新“小巨人”企业。1）从行业看，我国耗材智能装备行业仍处早期发展阶段，随着下游集中度提升，耗材生产企业基于成本、效率等因素对智能化、自动化生产需求迫切。2）公司经过多年积累，攻克了许多医用耗材智能装备行业卡脖子的技术难题，目前公司已成为国内安全输注类和血液净化类耗材上游智能装备的重要供应商，两者合计市场空间约30亿元，2020年公司两者收入1.5亿元，按50%份额预计有10倍提升空间，同时公司布局的核心产品预灌封注射器智能装备即将上市。

□ 盈利预测：

预计2022~2024年归母净利润分别为0.8、1、1.3亿元。

□ 风险提示：

订单不及预期、设备行业投资周期的波动性风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	315.53	393.69	491.45
营业收入增长率	19.90%	24.77%	24.83%
归母净利润（百万元）	64.48	77.61	101.53
净利润增长率	9.15%	20.37%	30.81%

数据来源：Wind，西南证券

三诺生物（300298.SZ）：点线面全面测糖，CGM开启第二成长曲线

□ 投资逻辑：

公司是血糖仪检测龙头，全面布局“点线面”糖尿病检测市场。点：传统血糖仪龙头，市占率和渗透率双向提升。线：CGM上市在即，市场空间广阔。面：开拓糖尿病慢病检测新市场，POCT实现内生外延式增长。CGM在国内外获批在即。公司研发的CGM系统注册申请进展顺利，7月28日收到国家药监局下发关于CGM医疗器械注册申请《受理通知书》，公司产品临床试验结果较好，MARD值约为7.9%，属于全球领先水平，国内上市时间预计为2022年四季度或2023年一季度。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为4.1亿元、4.8亿元和5.7亿元。

□ 风险提示：

研发不及预期、市场竞争加剧风险、商誉减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2361.31	2755.37	3343.15
营业收入增长率	17.17%	16.69%	21.33%
归母净利润（百万元）	107.57	411.47	478.06
净利润增长率	-42.44%	282.52%	16.18%

美好医疗（301363.SZ）：家用呼吸机组件龙头，平台化渐成

□ 投资逻辑：

1）公司为医疗器械组件龙头，经10多年聚焦，公司已具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力；2）家用呼吸机组件为公司基本盘业务，下游需求确定，随着客户新品更迭和产能增加，未来成长可期：3）公司掌握组件开发的核心技术，已建立较强的优势壁垒，平台化延伸能力强，在人工耳蜗组件、其他医疗产品逐组件、家用及消费电子组件领域延伸得到验证，已逐渐挖局出新的增长点。

□ 盈利预测：

预计公司2022~2024年归母净利润为4.1、5.3、7.0亿元。

□ 风险提示：

大客户依赖风险、汇率波动风险、人才流失、新业务延伸不及预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1137.45	1456.76	1877.27
营业收入增长率	28.10%	28.07%	28.87%
归母净利润（百万元）	310.10	411.60	529.49
净利润增长率	20.21%	32.73%	28.64%

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

□ 投资逻辑：

公司是具备研发与市场开拓能力的IVD与康复医疗器械公司。体外诊断产品持续突破，治疗与康复产品两翼齐飞。分业务看，前三季度预计体外诊断业务增速较快，为公司增长驱动力，其中化学发光和糖化血红蛋白业务高增长。高研发投入带来丰富产品线，激励彰显公司信心。2022年前三季度公司研发收入1.4亿元，占营业收入比重为20.7%，在体外诊断领域，大型、高速电化学发光设备eCL9000、高端糖化血红蛋白分析仪H100Plus及配套试剂相继上市；在治疗与康复领域，对老产品进行升级，进一步完善能量医美。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为2.5、3.3、4.3亿元。

□ 风险提示：

销售推广不及预期、研发不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	778.11	1037.57	1366.82
营业收入增长率	40.50%	33.34%	31.73%%
归母净利润（百万元）	190.35	250.74	330.79
净利润增长率	32.23%	31.73%	31.92%

欧林生物（688319.SH）：业绩快速增长，金葡菌疫苗有望填补世界空白

□ 投资逻辑：

公司现有破伤风疫苗借助多渠道快速放量，峰值有望达到17.6亿元远超市场预期；AC-Hib三联苗研发顺利推进，预计2023年上市，将成公司第二个10亿级大品种；在研金黄色葡萄球菌疫苗有望全球首个超级细菌疫苗，解决全球性的金葡菌临床耐药感染，或将成为百亿级全球创新疫苗品种。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为1.1亿元、1.9亿元和3.3亿元，EPS分别为0.28元、0.48元和0.8元。

□ 风险提示：

销售不及预期；竞争格局恶化风险；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	487.15	658.49	938.58
营业收入增长率	52.18%	35.17%	42.54%
归母净利润（百万元）	107.96	114.61	193.93
净利润增长率	198.82%	6.15%	69.21%

恒瑞医药（600276.SH）：调整发展战略，加速创新转型

□ 投资逻辑：

1）国内创新药绝对龙头企业，创新正驱动公司加速成长。公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，随着10个重磅创新产品获批，创新药占比将越来越大，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，即将度过转型的阵痛期。2）BD引进彰显创新转型决心，国际化布局也不断加速。孙飘扬总重掌帅印后，花费近15亿元于2021年9月连续引进两款FIC/BIC产品，补强和丰富公司的研发管线。在国际化布局上，2021年公司开展近 20 项国际临床试验（其中国际多中心Ⅲ期项目7项），PD-1联合阿帕替尼治疗晚期肝癌计划于2022年向FDA递交NDA/BLA。目前，公司已在欧美日获得包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的21个注册批件，另有1个制剂产品在美国获得临时性批准。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为43.2亿元、49.5亿元、60.1亿元。

风险提示：

仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25905.53	23586.70	26998.16
营业收入增长率	-6.59%	-8.95%	14.46%
归母净利润（百万元）	4530.22	4317.53	4946.69
净利润增长率	-28.41%	-4.69%	14.57%

爱尔眼科（300015.SZ）：优质商业模式促发展，全球眼科巨舰再启航

□ 投资逻辑：

1）公司是全球眼科医疗服务龙头，并购基金模式保证体外优质资产持续注入，目前并购基金旗下医院和门诊共318家，培育成熟后可纳入上市公司贡献收入增量；2）公司品牌力强，分级连锁体系助力门店扩张，门诊量2011- 2021年CAGR达23.1%，2021年平均客单价提高至1471.3元/人，在消费升级及公司持续扩张趋势下，预计门诊量及客单价有望持续提升，推动收入增长；3）消费升级及近视患病率提高促进我国光学矫正、屈光手术市场扩容，预计至2025年屈光手术市场规模将达726亿元，老龄化趋势加剧推动白内障手术量增长，预计2025年白内障手术市场规模将达339亿元，主营业务市场空间大。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年EPS分别为0.42元、0.56元、0.72元，未来三年归母净利润将保持30.4%的复合增长率。

□ 风险提示：

经营状况不及预期；新冠疫情风险；政策风险；医疗纠纷风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15000.81	18514.27	22894.02
营业收入增长率	25.93%	23.42%	23.66%
归母净利润（百万元）	2323.34	3036.90	3986.07
净利润增长率	34.78%	30.71%	31.25%

迈瑞医疗（300760.SZ）：“迈”向全球，“瑞”不可当

□ 投资逻辑：

“创新+并购+国际化”有望助力公司成为全球器械巨头，激励彰显公司对未来发展的信心。2021年公司研发投入27.3亿元（+30.1%），占收入比重10.8%，公司进一步加大产品创新研发，一方面加大对体外诊断领域的自动化、智能化流水线，以及微生物子业务和生命信息与支持领域的呼吸机子业务、院内和跨院区监护及互联互通等方面的研发投入，另一方面重点培育微创外科、动物医疗、AED等细分赛道，同时，积极探索超高端彩超、分子诊断、骨科等种子业务，并采用内外部研发相结合的方式，加快在这些领域的研发节奏。2022年1月份公司发布员工持股计划，激励目标为2022~2024年表观归母净利润CAGR超20%，如剔除拟摊销股份支付费用，2022~2024年内生净利润实际增长率分别为24%、23%、21%，彰显公司对未来稳健发展的信心，我们预计公司有望在5~10年内成为全球器械前20强的国产巨头公司，发展前景确定。

□ 盈利预测：

考虑股份支付费用的影响，预计2022~2024年归母净利润分别为97.9、120.3、148.9亿元。

□ 风险提示：

汇率波动风险，政策控费风险，新产品研发不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25269.58	30686.57	37360.29
营业收入增长率	20.18%	21.44%	21.75%
归母净利润（百万元）	8001.55	9785.63	12029.72
净利润增长率	20.19%	22.30%	22.93%

数据来源：Wind，西南证券

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

□ 投资逻辑：

1)云南白药系列药品居骨伤科行业第一，拓展康复器械领域；2)品牌价值延伸模式成熟，云南白药牙膏市占率高达22%，护肤、洗护发、卫生巾持续发力；3)国企混改落地，员工持股+股权激励保障未来ROE保持10%以上的增长。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为42亿元、48亿元和55亿元。

□ 风险提示：

公允价值变动损益波动风险、产品销售或不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	36373.92	42492.52	48866.40
营业收入增长率	11.09%	16.82%	15.00%
归母净利润（百万元）	2803.62	4163.83	4783.28
净利润增长率	-49.17%	48.52%	14.88%

太极集团（600129.SH）：聚焦主品提升毛利，经营业绩改善初显成效

□ 投资逻辑：

1）短期：2021年改革逐步推进，2022年实现轻装上阵，藿香提价释放利润，二线品种均有大幅提价；2）中期：开源节流政策有序推进，未来3年将培育1个上30亿元品种和3个上10亿元的品种；3）长期：十四五力争突破500亿元收入，工业净利润达到10%。

□ 盈利预测：

鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善，预计2022-2024年归母净利润分别为3.3亿元，6亿元，8.6亿。

□ 风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12149.43	14296.26	17196.86
营业收入增长率	8.40%	17.67%	20.29%
归母净利润（百万元）	-523.17	326.99	601.06
净利润增长率	-891.88%	-37.50%	83.82%

华润三九（000999. SZ）：业绩增长符合预期，品牌价值持续凸显

□ 投资逻辑：

1）2021年公司发布股权激励，多维度股权激励考核方案激发增长动能；2）公司三九品牌认知度高，未来仍具一定提价空间，同时CHC业务持续拓展市场边界，近几年复合增速保持在10%以上，长期空间广阔；3）处方药业务探索转型，产品结构持续优化，其中中药配方颗粒收入达到30亿体量，有望继续加速增长，成为新增长点。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为23.9亿元、28.3亿元和32.1亿元。

□ 风险提示：

销售不及预期；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15319.99	17701.98	19940.76
营业收入增长率	12.34%	15.55%	12.65%
归母净利润（百万元）	2046.87	2392.72	2825.88
净利润增长率	28.13%	16.90%	18.10%

我武生物（300357.SZ）：业绩稳健增长，黄花蒿滴剂开始放量

□ 投资逻辑：

1）黄花蒿花粉滴剂开始贡献收入，有望成为新增长点。2021年公司核心在研产品黄花蒿滴剂获得药品注册证书，目前我国花粉过敏人群数量较大，过敏率呈现北方高南方低的区域特征，黄花蒿滴剂将主要面对我国北方过敏市场，和公司粉尘螨滴剂形成互补，强化公司在国内脱敏诊疗领域的龙头地位。2）脱敏治疗市场空间广阔，粉尘螨滴剂有望长期快速增长。过敏性疾病发病率高，市场认知不足、临床应用时间较短及推广较晚等因素影响，脱敏药物渗透率不足2%，市场空间广阔。目前国内上市脱敏药物仅三种，公司主导产品“粉尘螨滴剂”自上市以来销售收入持续较快增长，作为唯一一种舌下脱敏药物，在安全性、便捷性、依从性方面优势明显，预计仍将保持快速增长。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2022-2024年EPS分别为0.78元、0.97元和1.24元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

销售不及预期；研发不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	807.69	990.07	1244.42
营业收入增长率	26.95%	22.58%	25.69%
归母净利润（百万元）	337.99	408.19	513.01
净利润增长率	21.38%	20.77%	25.68%

爱美客（300896.SZ）：挖掘细分市场需求，做医美行业先行者

□ 投资逻辑：

公司是面部软组织修复材料领域的领先企业，2019年玻尿酸产品售量市占率为26.5%，首次超过进口品牌居行业第一。1）从短期来看，差异化战略全面布局不同部位与功能的产品，独家品种嗨体、宝尼达、紧恋有望持续放量增长；2）从长期来看，消费升级与下沉三四线市场将带来医美行业快速发展。对标韩国，我国医美市场仍有6倍空间；3）围绕医美布局多项重磅产品，切入减肥与护肤品市场，有望持续打开多元成长空间。

□ 盈利预测：

预计公司 2022-2024 年 EPS分别为 6.69元、9.66 元、13.96 元，未来三年归母净利润将保持 46.6%的复合增长率。

□ 风险提示：

疫情扩散风险;政策风险; 医疗事故风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1447.87	2266.89	3254.80
营业收入增长率	104.13%	56.57%	43.58%
归母净利润（百万元）	957.80	1447.60	2090.30
净利润增长率	117.81%	51.14%	44.40%

智飞生物（300122. SZ）：新冠疫苗带来充足现金流，22Q1HPV疫苗显著提升

□ 投资逻辑：

1）HPV疫苗继续实现快速放量，预计全年有望超2500w支销量，对应约60亿利润体量。根据目前跟踪的数据来看，销量已经接近完成全年任务一半，后续存在超预期可能性。主要驱动因素还是因为需求处于高位叠加产能扩增。2）肺结核矩阵产品重点发力，今年已经明确了学生、社会体检市场，主要的原因是这两个市场的集中度较高，相对来说易于推广宣传，且学生市场有政策、财政支持。我们全年预计8亿收入体量，3）管线中，四价流感、人二倍体狂苗、三联苗、15价肺炎疫苗将陆续上市，目前节奏上基本符合预期，未来有望增厚公司业绩体量，提高自有品种占比。4）销售能力看，广阔市场销售实力最强。从估值角度看，对应22年非新冠净利润73亿，只有20倍，维持“买入”评级。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为73亿元、111亿元及126亿元。

□ 风险提示：

新冠疫苗放量不及预期，研发失败的风险，产品降价风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	30652.42	33301.79	47441.71
营业收入增长率	101.79%	8.64%	42.46%
归母净利润（百万元）	10208.55	7276.29	11064.78
净利润增长率	209.23%	-28.72%	52.07%

数据来源：Wind，西南证券

通策医疗（600763.SH）：业绩受疫情影响，长期高增长趋势仍在

□ 投资逻辑：

1)我国至少存在22%口腔医生供给缺口，医生资源补齐驱动行业稳健增长，我们预计未来5年有望保持约18%复合增速。公司作为龙头企业有望充分享受行业发展红利；2)“总院+分院”扩张模式成熟可复制，公司计划未来3-5年新开100家分院下沉省内市场，预计5年后提高省内市占率至45%；公司在省外扩张区域保持人口净流入、经济发展有活力，且行业竞争激烈程度好于浙江省，打开长期成长空间。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年EPS分别为2.15元、3元、4.02元，未来三年归母净利润将保持22.5%的复合增长率。

□ 风险提示：

疫情扩散风险；政策风险；公司经营效率提升不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2780.73	2896.19	3725.06
营业收入增长率	33.19%	4.15%	28.62%
归母净利润（百万元）	702.81	688.48	960.40
净利润增长率	42.67%	-2.04%	39.50%

百济神州（688235.SH）：自研+合作双轮驱动的全球化创新企业

□ 投资逻辑：

研发是核心驱动力，BD是强助攻，自研+合作双轮驱动公司成长为具备国际竞争力的biopharma。1）已上市3款领先创新药产品，自研矩阵新、快、精，支撑收入高增长，预计2020-2025年收入CAGR76.1%；2）授权许可、合作研发进一步扩大产品布局，2020-2025年收入CAGR 34.5%。3）公司高度重视研发，2017-2020年研发费用CAGR64.3%，远高于同类可比公司，科创板上市募资促进研发及产业化，将进一步巩固公司头部地位。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年EPS分别为-5.18元、-2.76元、-0.94元。

□ 风险提示：

创新药研发、上市、商业化不达预期；药品降价风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7588.96	9787.30	13854.39
营业收入增长率	257.94%	28.97%	41.55%
归母净利润（百万元）	-9747.67	-8115.97	-5846.16
净利润增长率	14.37%	16.74%	27.97%

荣昌生物（688331.SH）：ADC领域领军者，研发商业化实力齐头并进

□ 投资逻辑：

1）公司研发商业化实力齐头并进，两款核心品种2022Q1实现收入1.5亿元，已超过去年全年营业收入1.3亿元，业绩进入加速增长阶段；2）维迪西妥单抗一线尿路上皮癌值得期待，71.8%的cORR较帕博利珠单抗优势明显，有望填补临床治疗空缺；3）双靶点药物泰它西普和RC28扎根自免和眼科赛道，有望成为赛道内BIC药物，将结构优势转化为临床优势和商业化优势。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年营业收入分别为8.1、13.2和22.2亿元，EPS为-0.37、-0.01和0.94元。

□ 风险提示：

研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1426.36	808.34	1319.18
营业收入增长率	46753.31%	-43.33%	63.20%
归母净利润（百万元）	276.26	-204.05	-5.22
净利润增长率	139.59%	-173.86%	97.44%

数据来源：Wind，西南证券

泽璟制药（688266.SH）：创新药研发新锐，即将步入收获期

□ 投资逻辑：

1）多纳非尼适应症逐步落地，产品加速放量。多纳非尼Q3实现近亿元收入，环比增长近50%，放量步入快车道。多纳非尼已获批一线肝癌及甲状腺癌适应症，其中甲状腺癌适应症于8月获批上市，适应症的落地及患者用药人数的增长有望对产品后续销售收入产生显著的影响。2）杰克替尼上市在即，疗效和安全性优势显著。杰克替尼的中、高危骨髓纤维化NDA申请已于10月16号获得受理，Ⅲ期试验显示杰克替尼治疗中、高危骨髓纤维化24周时脾脏体积较基线缩小≥35%的受试者比例（SVR35）达72.3%，与对照组羟基脲（17.4%）相比展现出卓越的有效性和安全性优势。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年收入分别为4.1、8.3和11.6亿元，对应EPS为-1.33、-0.30和0.70元。

□ 风险提示：

研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	190.36	405.47	831.21
营业收入增长率	588.19%	133%	105%
归母净利润（百万元）	-451	-318.82	-71.09
净利润增长率	-41.28%	29.31%	77.7%

联影医疗（688271.SH）：国产影像设备龙头，“技术突破+产品升级”打开成长空间

□ 投资逻辑：

公司为国产影像设备龙头。国产影像设备龙头，“技术突破+产品升级”打开成长空间。随着产业扶持、分级诊疗、配置监管放松等政策利好影像行业发展，中国影像设备市场规模预计2030年有望超千亿，随着公司技术突破和产品推陈出新，后续有望引领进口替代，并且伴随高端产品占比提升和核心零部件逐步自产化，公司盈利能力有望提升。设备业务逆势增长，服务收入和海外收入持续高增长。分业务来看，前三季度设备收入约51.9亿元（+20.9%），在国内影像行业因疫情影响规模下降的背景下，公司实现逆势增长，后续随着贴息贷款在医疗和教育端的落地，公司诊断、治疗及科学仪器均有望受益。

□ 盈利预测：

预计2022~2024年归母净利润分别为17.5、23.1、30亿元。

□ 风险提示：

疫情反复风险、销售不及预期、政策控费风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7253.76	9002.75	11286.24
营业收入增长率	25.91%	24.11%	25.36%
归母净利润（百万元）	1417.18%	1753.22	2310.84
净利润增长率	56.96%	23.71%	31.81%

澳华内镜（688212.SH）：国产软镜设备龙头，向高端不断突破

□ 投资逻辑：

公司为国产软镜设备龙头。1）行业：软镜具备更高的诊疗效率和效果，在临床诊疗场景中广泛使用，相比发达国家，国内胃镜、肠镜诊疗开展率和内镜医师数量均有提升空间。2）目前公司已经搭建三大技术平台并储备诸多内镜前沿技术，后续将推进新一代内窥镜设备的开发和已上市内窥镜产品的持续升级优化。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年归母净利润分别为0.35、0.9、1.7亿元，对应EPS为0.26、0.68、1.26元。

□ 风险提示：

研发失败风险、销售不及预期、疫情反复、竞争加剧风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	347.05	451.94	682.43
营业收入增长率	31.82%	30.22%	51.00%
归母净利润（百万元）	57.04	34.88	91.33
净利润增长率	208.16%	-38.84%	161.83%

奥浦迈（688293.SH）：国产培养基龙头，抢占自主可控高地

□ 投资逻辑：

1）我国培养基需求高速增长，进口替代率有望快速提升。2021年国内培养基市场规模约为26亿元，预计2025年有望达到60亿元。2021年主要海外培养基企业的合计市场份额约为65%，未来进口替代率有望快速提升。2）细胞培养基替代周期长，企业先发优势显著。已上市生物药更换培养基供应商属于关键成分变更，涉及的时间、资金成本较大，因此在药物研发早期阶段渗透客户的培养基企业具有明显的先发优势。3）奥浦迈是国产培养基龙头，产品自主可控有望率先实现进口替代。

□ 盈利预测：

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为1亿元、1.6 亿元、2.4 亿元，分别同比增长69.8%、59.8%、44.6%。

□ 风险提示：

原材料波动风险，医药行业政策变化风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	212.68	281.11	398.72
营业收入增长率	70.19%	32.17%	41.84%
归母净利润（百万元）	60.39	102.52	163.80
净利润增长率	416.87%	69.76%	59.77%

康希诺（688185.SH）：期待新品种放量，持续推进大品种战略

□ 投资逻辑：

展望全年，新冠国内接种仍需进一步推广，新冠疫苗序贯接种需求有望持续。公司脑膜炎疫苗管线正式形成，有望成为业绩新增长点。公司MCV4疫苗作为国内首个获批四价产品预计未来几年不会有同类产品上市，公司先发优势明显。公司MCV4疫苗凭借辉瑞销售团队+自主销售的模式，2022年作为第一个完整销售年，有望实现快速放量。

□ 盈利预测：

预计2022-2024年EPS分别为1.83元、3.75元、4.62元。

□ 风险提示：

MCV系列上市销售有低于预期风险；研发低于预期或研发失败风险；新冠疫苗未来大幅降价的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4299.70	2577.46	2713.10
营业收入增长率	17174.53%	-40.05%	5.26%
归母净利润（百万元）	1914.39	451.93	926.74
净利润增长率	382.65%	76.39%	105.06%

数据来源：Wind，西南证券

华大智造（688114.SH）：国产基因测序龙头，未来市场增量可期

□ 投资逻辑：

1）行业：国内基因测序行业起步初期，下游有望催生多个百亿级甚至千亿级的应用市场。预计2030年，中国基因测序仪及耗材市场将达到303.9亿元的市场规模。2）产品：7款产品打造完整的高中低通量产品矩阵，自主研发技术全球领先，精准度达99.4%，灵敏度达98.8%。3）战略：已初步构建全球化的业务网络，未来全球渗透率有望持续提升。

□ 盈利预测：

公司是国产基因测序设备第一股，自主研发技术全球领先，未来市场增量可期。预计2022-2024年公司归母净利润年复合增速为24.3%。

□ 风险提示：

上游原材料风险；国际贸易摩擦风险；专利风险；市场竞争风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3928.64	4662.89	5617.00
营业收入增长率	41.32%	18.69%	20.46%
归母净利润（百万元）	483.60	2091.06	748.87
净利润增长率	85.38%	332.40%	-64.19%

数据来源：Wind，西南证券

诺唯赞（688105.SH）：国产分子类生物试剂龙头企业

□ 投资逻辑：

生物试剂下游应用广泛，国内市场规模增长迅速，国产化率低。公司在分子类试剂领域技术领先，产品拓展能力强，有望领跑国内生物试剂进口替代。抗原检测试剂推动2022H1新冠相关收入快速增长。上半年公司新冠业务实现收入11.7亿元，同比+121.8%。品类持续扩张，打开长期成长空间。公司依托技术平台及丰富的产品开发经验，持续扩展现有业务的产品品类。针对新药研发领域，形成了细胞活力检测、报告基因细胞株、残留检测试剂、免洗ELISA试剂盒等4大试剂产品系列，近70个终端产品。同时公司积极开发与储备新兴细分市场业务。例如可应用于化妆品领域的多肽产品线以及人源化胶原蛋白的产品开发。

□ 盈利预测：

预计公司2022-2024年归母净利润9.1、9.9、11.8亿元。

□ 风险提示：

下游客户需求不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司新产品研发不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1868.63	2634.76	2654.01
营业收入增长率	19.44%	41.00%	0.73%
归母净利润（百万元）	678.29	908.38	986.53
净利润增长率	-17.46%	33.92%	8.60%

爱博医疗（688050.SH）：高速成长的国内眼科器械创新型领军企业

□ 投资逻辑：

公司是国内眼科医疗医疗器械创新型龙头.1）眼科医疗需求旺盛，2021年我国眼科高值医用耗材市场规模约为76亿元，同比增长16.9%。公司所处的人工晶体和角膜塑形镜两个领域增长迅速，具有可观的市场潜力和空间。其中，2016~2025年我国人工晶体市场规模将从19.7亿元增长到34.2亿元，复合增速为11.7%；2018~2025年我国角膜塑形镜市场规模有望从14亿元增加到47亿元，复合增速19%。2）受益于行业迅速扩容和公司的竞争优势，公司业绩有望高成长。3）公司在核心技术、产品设计、渠道建设、品牌形象、研发布局上都已经形成了明显的竞争壁垒，持续高成长带来的投资机会值得关注。

□ 盈利预测：

预计2022~2024年归母净利润分别为2.4、3.3、4.6亿元，对应增速分别为41.2%、37.9%、39%。

□ 风险提示：

原材料波动风险，医药行业政策变化风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	433.07	612.89	837.05
营业收入增长率	58.61%	41.52%	36.58%
归母净利润（百万元）	171.34	242.00	333.72
净利润增长率	77.45%	41.24%	37.90%

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

首席分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：周章庆
执业证号：S1250522080001
电话：021-68416017
邮箱：zzq@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
电话：021-68416017
邮箱：ttm@swsc.com.cn

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

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

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

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

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

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

本报告

且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

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