

中信证券研究部



陈竹
医疗健康产业首席分析师
S1010516100003



韩世通
药品和创新产业链首席
分析师
S1010522030002



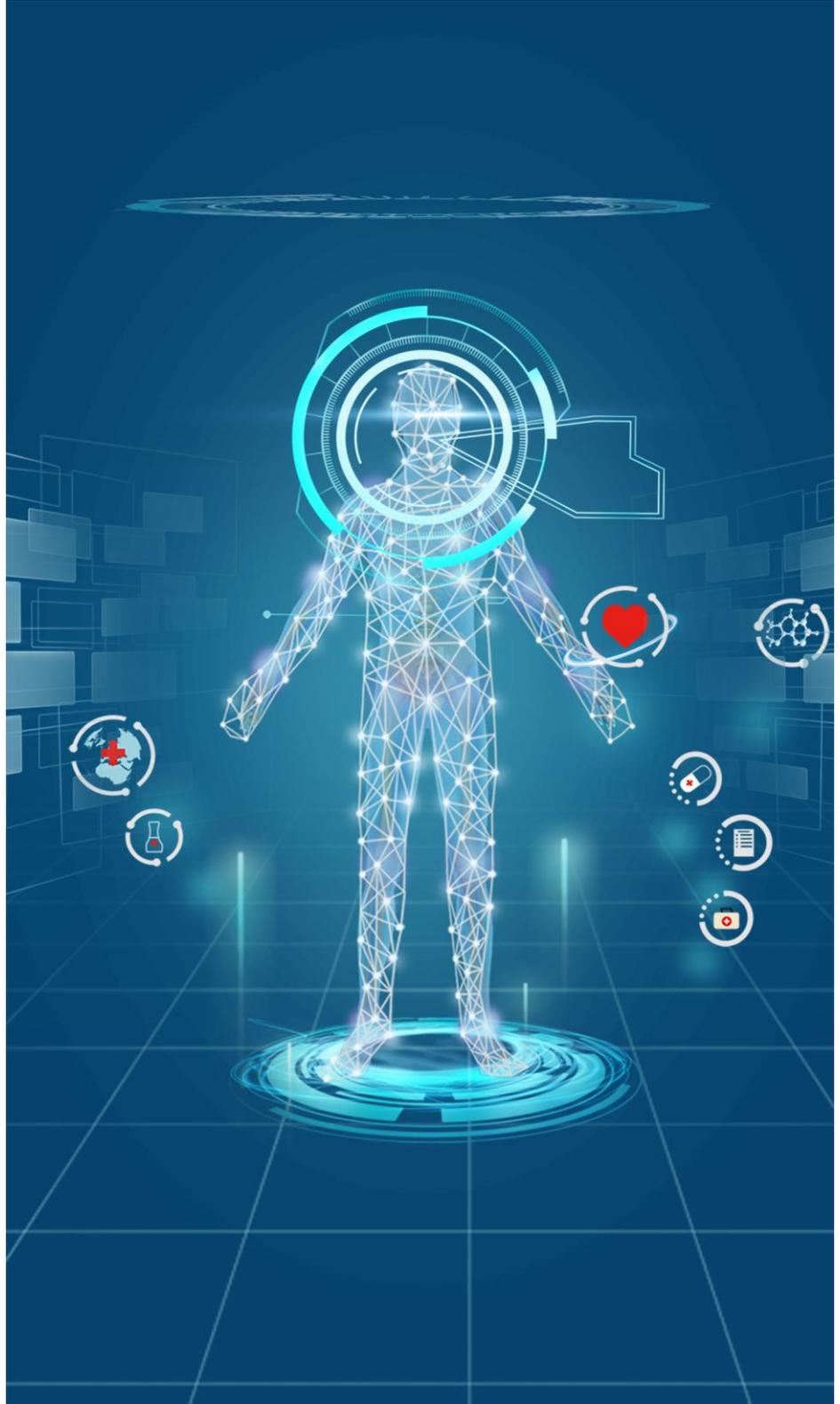
宋硕
医疗产业链首席分析师
S1010520120001



甘坛焕
药品首席分析师
S1010522070002



沈睦钧
医疗产业链分析师
S1010521010006



核心观点

朱奕彰

 医疗产业链分析师
 S1010521090004

王凯旋

 药品产业链分析师
 S1010522120001

联系人：曾令鹏

2023 年初，随着疫情封控的解除，2023Q1 包括创新药械、中药、医药商业、医疗服务等板块，已经出现了明显刚性需求反弹态势。整体来看，疫情后时代医药产业已处于新一轮周期的起点，疫情加速产业趋势的分化，同时加速了相关政策趋势的落地，创新驱动+专精特新制造仍是确定性最强的主线优质赛道；此外，从 2023 年开始，中药板块的政策利好落地，以及国有医药企业在中央全面倡导“一利五率”提效的大背景下，也开始逐渐走出业绩加速兑现的明确态势，成为医药新热点赛道。新冠疫情过后，国家对公共卫生体系建设和底层科研技术的投入和补助明显增加；医疗大基建和科研服务补贴将成为 3-5 年内行业发展的重点增量催化剂，也将进一步打开相关细分行业的中长期发展空间和投资机会。全面注册制正式实施后，医药板块新股百花开，更多更新的公司研究也将带来差异化的机会。2023 年下半年，在政策预期逐渐明朗以及国内外政治环境逐步走向稳定的大环境下，结合目前板块的较低估值位点，重点看好生物医药板块的触底反弹机会，建议关注围绕国产自主化、国际化、高端制造、普惠医疗等优势赛道布局的优秀企业，持续挖掘潜在的行业“隐形冠军”。

■ **刚性复苏凸显，优质赛道布局正当时。**2022 年医药板块上市公司收入、净利润分别同比+10.23%、+0.50%，较 2021 年有所下降（分别+13.98%、+22.35%），主要系疫情影响所致；2023Q1 医药板块上市公司收入、净利润同比+2.4%、-23.5%，主要系 2023Q1 季度国内新冠疫情影响消退，新冠核酸/抗原检测等抗疫需求大幅下滑，医疗器械与医疗服务板块中新冠检测试剂盒、IVD 等相关企业业务量大幅下降有关，但是医药流通、中药、化学制剂等诊疗恢复相关的板块，分别同比增长 16.2%/11.0%/10.5%，呈现出明显的需求复苏。截至 2023 年一季度末，扣除医药基金后市场整体的医药股持仓占比为 6.78%，医药板块的基金持仓比例仍处于低位，尽管相比 2022Q2-Q3 的低点有所回升，但相比历史平均 9%-10%左右的全基医药配置仍处于偏低水平。随着后疫情时代医疗消费及医药大基建建设趋势、创新药数据在大会上陆续公布、中药与国企改革政策端持续鼓励，我们预计板块的配置水平有望迎来环比提升，超跌的优秀赛道公司仍然值得持续关注。

■ **创新药：研发管线加速兑现，国产新药扬帆起航。**2022 年 10 月以来创新药板块由于 2022 年医保谈判降价温和的预期股价有所上涨，近期有所回落，长期基本面坚定看好。国家医保及药品集采常态化，集采带来的市场冲击已经基本消化完毕，且医保资金在经历了多轮集采和谈判降价后，也形成了较为良性的结存安全垫，为未来更多的创新药纳入医保或高定价打下基础。药审中心再次推出新药审批加速方案，有助于创新药快速走向市场；单臂临床用于支持抗肿瘤药物的审批标准趋严，有望缓解国内同质化竞争。国产创新药研发管线快速扩充，创新转型成果正在逐步落地。优质资产获得海外市场高度认可，license out 交易数量及规模频频刷新，中长期来看国产创新药的出海逻辑依然坚挺。短期来看，ASCO 等重磅学术会议为板块提供有力催化，难治疾病的持续突破有助于提振市场信心。在疫后复苏的大背景下，2023H2 创新药迎来快速放量的确定性较强，商业化兑现加速将奠定板块强势基调。

■ **医疗器械：诊疗复苏、医疗基建、器械出海。**我们按照其发展逻辑，将医疗器械分成 4 个板块：1) 医疗设备：23Q1 业绩明显复苏后，后续有望保持稳定，新基建持续，继续重点推荐软镜设备行业；2) 高值耗材+IVD：集采新政催化估值重估为 PEG，有望逐季复苏，电生理弹性大（诊疗复苏、降价后放量、筛查率提升、备货因素共振）；3) 低值耗材：国内复苏+国际化催化；4) 器械上游：新冠出清，复苏在即，建议关注大客户订单。投资建议上，短期看复苏，中期看新基建+国际化，长期看“两化两新”。

■ **生物制药上游供应链：空间广阔，强化内循环下国产替代有望加速。**展望 2023 年，随着疫情管控的放开，我们认为全国科研和研发活动的恢复及需求复苏的确定性较强，季度间有望呈现环比加速态势；而生产端需求也有望随着医疗健康领域投融资的回暖逐季改善。中长期来看，科学服务及生物制药上游供应链作为研发及生产的“卖水人”，料将受益于中国科研经费稳定增长，国内市场整体有望持续扩容。同时，上游供应链的稳定性、安全性问题在新冠疫情催化下进一步凸显，叠加集采和医保谈判等政策带来的潜在

成本压力，强化内循环下国产替代有望进一步加速，而国际化也将带来更多市场空间，一方面越来越多的上游企业凭借产品/服务的综合优势，加速自身的国际化进展（体现为海外客户收入的持续高增长），叠加下游国内生物医药企业高质量产品的商业化/国际化进程，也给上游合作伙伴带来的潜在放量契机。

- **CXO：创新研发的卖水者，新兴技术需求将驱动行业中长期高速增长。**充分享受研发创新红利，CRO/CDMO 等医药外包服务行业景气度料将延续。国内 CXO 企业深度嵌入全新医药研发创新供应链，被制裁风险较小，市场无需过度担心。随着美联储加息周期进入尾声，全球医疗健康领域投融资已出现月度环比回暖信号，我们认为下游的创新需求有望在 23H2 迎来修复。同时，在新技术需求爆发式增长的驱动下，CDMO 行业远期外包率和龙头市占率天花板也有望随之提升。
- **疫苗：品种为王，国产替代加速，多款重磅在研进入收获期。**1) 疫苗行业是医药行业的一个细分子赛道，其竞争门槛高，产品审批严格，伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；2) 当前多款重磅疫苗国产替代加速，在研产品如带状疱疹减毒活疫苗进入收获期，填补国内市场空白；3) 我国当前新冠流行毒株为 XBB，复阳风险逐渐提高，建议关注新型多价新冠疫苗相关标的。同时新冠影响已基本消除，预计流感疫苗接种 2023 年将实现常态化复苏，建议关注流感板块下半年的行情变化。
- **中药大健康：全方位振兴，国企改革中药为首。**《中药注册管理专门规定》出台，中药创新进入新时代。全方位振兴中医药发展，部署 8 项重点工程 26 个建设项目。2023 年国资委提出“一增一稳四提升”新要求，新增净资产收益率和营业现金比率，提高盈利质量和投入产出效率。中药企业相较于 A 股整体非中药医药企业，国企中药企业占比更高，同时市值占比更高。新时代下中药企业内部激励外延扩张，协同发展有望强者恒强。中医药为中华历史文化的瑰宝，“守正创新，传承发展”是行业发展方向和要求。部分中药如片仔癀历史悠久，价格弹性低，掌握核心定价权。同时中医药具有消费品和保健品属性，在人口老龄化和消费升级下具有长期增长逻辑。
- **医疗服务：恢复性需求值得期待，关注高弹性细分赛道。**2023Q1 医疗板块营收及扣非净利润显著复苏（且消费属性较强的眼科医疗等细分赛道均快速恢复），随着宏观环境趋好，我们预计 2023Q2 起仍有望保持，考虑到后疫情时期盈利能力有望同步提升，我们认为 2023 年全年医疗服务板块基本面有望维持持续恢复趋势、全年业绩高速增长值得期待。且党的二十大报告进一步提出促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，社会办医有望成为成为公立医疗的重要补充。随着未来医疗服务价格改革逐步落地、DRG/DIP 相关政策持续推进，医疗服务板块中长期配置机会值得关注。通过建设复制性强的专科连锁发展路线，优质的民营医疗服务公司将迎来连锁化、集团化发展契机，建议重点关注眼科医疗、辅助生殖、中医诊疗等高业绩弹性细分赛道。
- **医美：严监管常态化，看好疫后需求反弹。**我国医美行业行业空间大、增速快、渗透率显著低于发达地区，中高年龄层、低线城市的渗透率提升仍具备较大潜力。非手术类增速高于行业整体增速，预计相关占比将持续提升。随抗衰需求增加、叠加材料迭代，再生针剂、肉毒素及胶原蛋白均为蓝海市场。目前行业严监管已进入常态化，2023 年 5 月，国家市场监督管理总局等十一部委联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，要求强化医疗美容行业监管、保持对行业乱象高压严打态势，随监管趋严，预计非正规机构份额将被不断压缩，这将利好上游合规厂商。2022 全年因疫情影响导致患者入院放缓，23Q1 在防控放开后相关消费已有所恢复，我们看好疫后医美需求反弹。
- **眼科产业链：增长潜力巨大的黄金赛道，看好板块全年业绩恢复弹性。**目前眼科产业链中较为成熟的投资板块已经形成，且我国眼科疾病患病人数庞大，下半年随着诊疗复苏以及眼科产品集采落地，板块有望迎来估值修复。眼科是需求广阔、市场增长潜力巨大的黄金赛道，未来随着需求端患者群体持续扩容、防治意识加强、消费意愿增长、医疗支出持续增长，供给端术式迭代，药械创新、渠道建设以及政策端对行业的规范和支持，眼科药械和服务市场持续扩容确定性较高。
- **医药零售：门诊统筹快速推进，龙头药店渠道价值凸显。**近期国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，2023 年下半年门诊统筹逐步落地将显著促进处方外流提速，并带动客流提升，具备与属地医保对接优势以及规范管理规范

的连锁龙头有望受益，板块业绩确定性进一步凸显。2019-2022 年龙头上市公司门店数量 CAGR 达到 24.5%，考虑到新建门店在前三年内的收入和利润高成长性，未来几年几家连锁药店相关上市公司业绩快速成长的高确定性值得关注。2022 年医药零售板块收入及利润增长已实现同步提升，中长期看随着疫情防控趋缓后消费水平整体回升，中药、非药品等有望长期保持旺盛需求，较高的同店增速及盈利能力有望获得长期保障，考虑到下半年板块业绩高确定性及估值切换机会，医药零售板块值得重点关注。

- **血制品：疫情扰动下刚需属性持续显现，看好景气度持续向上趋势。**疫情影响下血制品刚性需求属性持续显现，我们认为国内血制品行业整体短期仍呈供求紧平衡态势。中长期来看，血液制品源自血浆属稀缺资源，刚性需求下行业潜在空间有待开发，我们认为“十四五”期间国家有望加速国内浆站建设，并且考虑到全球受新冠疫情影响血液制品进口供给收缩，给国产替代和海外出口创造了历史机遇，国内血制品企业稳健增长确定性较强。
- **ICL：疫情消退后常规业务提供持续增长动力，ICL 渗透率有望进一步提升。**2022 年新冠检测业务显著贡献短期业绩，ICL 板块 2022 年收入及净利润增速分别为 168.86%、113.18%，收入端和利润端均大幅激增。我们预计 2023 年剔除新冠业务影响后板块整体常规 ICL 检测业务增速约为 20%~25%，常规业务将为 ICL 板块业绩提供持续增长动力。随着 DRGs 政策的逐步落地和 IVD 集采的推行，国内 ICL 渗透率有望进一步提升，ICL 市场将快速增长。
- **风险因素：**带量采购风险；一级市场生物制药企业融资热度下降风险；高值耗材降价力度和集采进度超预期风险；创新药临床研发失败风险；医疗服务医保政策风险；医疗事故风险；研发、产品注册进度不及预期风险；行业政策超预期变动风险；技术升级及产品迭代风险；知识产权保护不充分或侵犯第三方知识产权的风险。
- **投资策略。**医药产业已进入全新周期，我们建议把握政策方向、探索估值重构，建议关注行业增量逻辑下的投资机会，继续挖掘行业中潜在的“隐形冠军”。建议重点关注：1) 研发管线丰富的龙头药企恒瑞医药、百济神州、信达生物和以创新研发为驱动的制药公司荣昌生物、康方生物、诺诚健华、康诺亚等；2) 受益于医疗新基建、集采政策温和化、进口替代加速的迈瑞医疗、惠泰医疗、澳华内镜、海泰新光、奕瑞科技；3) “卖水者”逻辑下的药明康德、药明生物、泰格医药、凯莱英、九洲药业和山东药玻等；4) 医疗服务及商业药店领域的爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖、益丰药房、大参林、老百姓和一心堂等；5) 疫苗产业链上的智飞生物、百克生物、康泰生物、康希诺生物(H)、沃森生物、华兰生物等；6) 消费升级趋势下的中药大健康龙头企业云南白药、华润三九、片仔癀等；8) 生物制药和生命科学上游国产替代趋势催化下，具备产业化/国际化/平台化潜力的纳微科技、泰坦科技、皓元医药、键凯科技、毕得医药等。

重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
恒瑞医药	600276.SH	45.51	0.61	0.76	0.94	1.14	75	60	48	40	买入
百济神州-U	688235.SH	148.45	-10.04	-6.11	-3.29	-1.20	-15	-24	-45	-124	买入
信达生物	01801.HK	39.75	-1.42	-0.63	-0.14	0.24	-22	-51	-220	133	买入
康方生物	09926.HK	42.55	-1.70	2.37	-0.89	0.35	-25	18	-48	122	买入
迈瑞医疗	300760.SZ	306.79	7.92	9.56	11.49	13.83	39	32	27	22	买入
澳华内镜	688212.SH	64.22	0.16	0.63	0.92	1.51	401	102	70	43	买入
惠泰医疗	688617.SH	351.82	5.37	7.20	9.78	13.24	66	49	36	27	买入
药明康德	603259.SH	66.22	2.97	3.39	4.35	5.29	22	20	15	13	买入
凯莱英	002821.SZ	129.25	8.93	6.60	6.94	8.85	14	20	19	15	买入
华东医药	000963.SZ	40.34	1.42	1.76	2.17	2.73	28	23	19	15	买入
爱尔眼科	300015.SZ	28.70	0.35	0.51	0.66	0.84	82	56	43	34	买入
老百姓	603883.SH	33.37	1.34	1.63	1.99	2.43	25	20	17	14	买入
爱美客	300896.SZ	506.90	5.84	8.88	12.04	15.91	87	57	42	32	买入
康泰生物	300601.SZ	30.04	-0.12	1.16	1.56	2.06	-250	26	19	15	买入
沃森生物	300142.SZ	29.81	0.45	1.09	1.20	1.48	66	27	25	20	买入
云南白药	000538.SZ	57.29	1.67	2.37	2.47	2.66	34	24	23	22	买入

金城医学	603882.SH	75.49	5.89	2.63	3.33	4.23	13	29	23	18	买入
------	-----------	-------	------	------	------	------	----	----	----	----	----

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2023 年 5 月 23 日收盘价

目录

投资聚焦	13
板块回顾：刚性复苏凸显，优质赛道布局正当时	14
医药工业概述：收入端小幅下滑，医疗卫生财政支出稳定增长	14
卫健事业：基层医疗诊疗人数占比过半，中医药发力高质量发展	15
医保趋势：当期结存逐年增长，医保基金未来有望持续良性发展	16
基金持仓：持仓环比仍处低位，龙头个股配置集中	17
2022&2023Q1 板块业绩总结和分析	20
创新药篇：研发管线加速兑现，国产新药扬帆起航	42
板块估值处于底部，长期基本面坚定看好	42
医保和集采常态化，新药审批标准趋严	42
研发管线加速兑现，国产新药放量显著	45
优质资产走向世界，PD-1 海外获批在即	48
板块催化因素众多，难治领域接连突破	50
医疗器械篇：诊疗复苏、医疗基建、器械出海	54
医疗新基建仍持续，集采新政重塑估值	54
短期看复苏，中期看新基建+国际化，长期看“两化两新”	64
创新供应链篇：新兴技术驱动行业中长期需求，后疫情时代常规业务有望保持稳健增长	68
新兴技术驱动创新浪潮，工程师红利下 CRO/CDMO 行业有望持续高景气	68
短期扰动不改行业本源，中国企业深度嵌入全球化医药产业链	72
生物制药上游供应链空间广阔，强化内循环下国产替代有望加速	75
疫苗篇：国产替代加速，重磅在研进入收获期	81
品种为王时代，寡头致力于打造核心爆款品种	81
国产替代加速，重磅在研进入收获期	84
中药大健康篇：全方位振兴，国企改革中药为首	87
政策支持上升新高度，全方位振兴中医药发展	87
国企改革提出新要求，新时代下强者恒强	88
文化瑰宝，掌握核心定价权	91
医疗服务篇：长期空间显著，全年恢复需求可期	92
医美行业：严监管常态化，看好疫后需求反弹	94
行业空间大、增速快、渗透率低，医疗美容或将发展成黄金赛道	94
需求升级材料迭代，再生针剂、肉毒素、胶原蛋白均为蓝海	96
严监管常态化，利好头部合规药械厂商	98
眼科产业链篇：增长潜力巨大的黄金赛道，看好全年业绩恢复弹性	100
眼科为需求广阔、市场增长潜力巨大的黄金赛道	100
眼科耗材细分市场：国内市场如日方升，国产替代趋势初显	102
眼科服务细分市场：赛道具备消费属性，全年业绩恢复弹性较强	104
医药零售篇：门诊统筹政策快速推进，全年业绩确定性强	106
门诊统筹快速推进，龙头药店渠道价值凸显	106
业绩影响因素逐步消除，全年增长具备高确定性	107

血制品篇：疫情扰动下刚需属性持续显现，看好景气度持续向上趋势	109
疫情扰动下刚性需求不减，供需齐升有望驱动行业长期成长	109
ICL 篇：疫情消退后常规业务提供持续增长动力，ICL 渗透率有望进一步提升	112
国内医学检验市场空间广阔，疫后常规业务有望快速恢复	112
风险因素	115
投资策略	116
市场回顾	116
产业投资观点	118
投资标的	119
重点公司	120
恒瑞医药：创新转型提速，业绩拐点已现	120
百济神州：产品收入节节攀升，国际化布局加速兑现	122
信达生物：研发步入兑现期，商业化管理升级初见成效	124
康方生物：商业化成果超预期，研发管线加速兑现	127
迈瑞医疗：业绩符合预期，器械龙头持续高质量稳健增长	129
澳华内镜：逐季提速趋势愈加明确，AQ-300 厚积薄发可期	131
惠泰医疗：短期扰动已过，电生理提速在即	132
药明康德：季度扰动下依然实现稳健增长，全年可期	134
凯莱英：大订单引领业绩高增长，双轮驱动战略深度推进	137
华东医药：工业板块改善持续向好，医美板块业绩靓丽	139
爱尔眼科：23Q1 收入利润双高增，分级连锁持续深化	141
老百姓：利润端维持高增，精益化运营效果渐显	142
爱美客：23Q1 业绩超预期，赛道修复凸显龙头韧性	144
康泰生物：常规苗潜力持续释放，国际化战略持续推进	145
沃森生物：13 价肺炎和双价 HPV 双轮驱动，业绩保持高速增长	147
云南白药：四大事业部底盘稳固，积极拓展新业务	148
金域医学：常规业务加速增长，高质量发展成果兑现	150

插图目录

图 1: 医药制造业累计营业收入及增速	14
图 2: 医药制造业累计营业利润及增速	14
图 3: 2013 年至今财政医疗卫生支出及占比占比情况	15
图 4: 2013 年至今财政医疗卫生支出增长情况	15
图 5: 2018-2021 年基层医疗卫生机构数量 (单位: 家)	15
图 6: 2017-2021 年全国医疗卫生机构诊疗量 (亿人次)	15
图 7: 2018-2021 年全国中医类医疗卫生机构数量 (单位: 家)	16
图 8: 2018-2021 年中医药人员总数情况 (单位: 万人)	16
图 9: 2018-2021 年全国中医类医疗卫生机构总诊疗人次	16
图 10: 2012-2023Q1 基本医疗保险基金收支情况 (亿元)	17
图 11: 2012-2023Q1 基本医疗保险基金结余情况 (亿元)	17
图 12: 2018-2022 年职工医保基金收入 (单位: 亿元) 和结存率情况	17
图 13: 2018-2022 年职工医保基金结存占比医保基金结余情况	17
图 14: 2013Q1-2023Q1 医药板块的基金持仓情况	18
图 15: 2023Q1 部分个股及医药板块整体配置基金的投资类型	20
图 16: 2021 年至今药品板块股价走势	42
图 17: 历年医保谈判情况	43
图 18: 各年医保目录中创新药进入医保周期 (月)	43
图 19: 国内肝素类产品样本医院销售额 (单位: 亿元)	44
图 20: 2022 年国内那屈肝素钙样本医院销售占比	44
图 21: 药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范流程	44
图 22: 国内创新药研发及审批相关政策更新	45
图 23: 国内药企维持高水平研发投入 (单位: 亿元)	45
图 24: 2018-2022 年国产、进口创新药 IND 数量 (单位: 个)	45
图 25: 各国核心临床开展数量对比 (单位: 项)	46
图 26: 国产、进口创新药在国内申请 NDA 数量 (单位: 项)	46
图 27: 2018-2022 年部分 Biotech 公司营业收入 (含合作收入) 情况 (亿元)	46
图 28: 2018-2022 年国内药品医院销售额占比	48
图 29: 2022Q4 样本医院 PD-1/PD-L1 单抗市场份额	48
图 30: 中国创新药和创新技术 license out 交易数量	49
图 31: 中国创新药和创新技术 license out 交易金额统计 (百万美元)	49
图 32: 泽布替尼海内外市场销售额 (单位: 百万美元)	50
图 33: 西达基奥仑赛 2022 年全球销售额 (单位: 百万美元)	50
图 34: 2023AACR 会议上批露摘要数量较多的国内药企 (单位: 项)	51
图 35: 2023AACR 会议中国内项目热门靶点统计 (项)	51
图 36: 2020 年国内约有 983 万 AD 患者	52
图 37: 中国非酒精性脂肪肝相关药物市场规模 (单位: 十亿元)	52
图 38: Resmetirom 三期临床数据优异	52
图 39: 中国乙肝治疗药物市场 (单位: 亿元)	53
图 40: 9%-10% 的乙肝患者接受 bepiroversen 治疗后功能性治愈	53
图 41: 创新药领域重点公司及投资亮点	54
图 42: 医疗机构诊疗人次及出院人数 (月), 单位: 亿人次	58
图 43: 医疗新基建的主要环节一览	58

图 44: 艾隆科技营业收入及增速 (单位: 百万元)	59
图 45: 健麾信息营业收入及增速 (单位: 百万元)	59
图 46: 2021 年全国立项医院数量显著高于往年 (单位: 个)	60
图 47: 按发展阶段高值耗材四大分类	62
图 48: 2020 年我国电生理器械市场竞争格局 (以销售收入计, 亿元)	63
图 49: 2020 年我国三维电生理手术量 (台)	63
图 50: 医疗影像设备产业链	65
图 51: 全球研发管线数量 (单位: 个)	68
图 52: 中国 IND 新药获批数量 (单位: 个)	68
图 53: 新兴生物医药技术正在快速崛起	69
图 54: 中国首次 IND 新药类型分布	69
图 55: 全球双特异性抗体药物市场空间 (亿美元)	70
图 56: 全球多肽药物市场空间 (亿美元)	70
图 57: 全球基因治疗市场空间	70
图 58: 中小生物科技企业在全球新药管线的占比明显提升	70
图 59: 四大技术变革引领生物制药企业发展	71
图 60: 中国部分小分子创新药 CDMO 企业业务收入 (单位: 亿元)	71
图 61: 2022 年国内主要 CXO 企业境内外收入占比	75
图 62: 生命科学服务龙头企业赛默飞业务分类	76
图 63: 中国研究与试验发展 (R&D) 经费支出 (2013-2022 年)	76
图 64: 中国生物医药市场规模 (单位: 十亿元)	76
图 65: 全球生物制药上游供应链头部公司	77
图 66: 楚天科技、东富龙海外营收规模和占比	79
图 67: 抗体药物生产工艺复杂, 涉及设备与耗材种类相比化学合成类药物明显增多	80
图 68: 2017-2022 年中国 HPV 疫苗批签发 (万剂)	85
图 69: 2017-2023 年 4 月中国 HPV 疫苗批签发次数 (次)	85
图 70: 2017-2021 年中国肺炎球菌疫苗批签发 (万剂)	86
图 71: 2017-2022 年 4 月中国肺炎球菌疫苗批签发次数 (次)	86
图 72: Shingrix 于中国上市后的批签发数据	86
图 73: Zostavax 和 Shingrix 上市后销售额 (亿美元)	86
图 74: 全方位振兴中医药发展	88
图 75: 中药企业 (74 家): 国有企业数量和市值占比	89
图 76: A 股非中药企业 (413 家): 国有企业数量和市值占比	89
图 77: 2011 年至今我国卫生总费用 (亿元)	92
图 78: 近年来公立医院检查、手术费用增速持续快于药品增速	92
图 79: 支付方式改革政策传导趋势	94
图 80: 2017-2030E 我国医疗美容市场规模 (单位: 亿元) 及增速	95
图 81: 2020 年各国医疗美容治疗次数 (每千人)	95
图 82: 2020 年我国医疗美容患者各年龄层渗透率	95
图 83: 2020 年中国各城市等级医疗美容渗透率	95
图 84: 2017-2030 年 (含预测) 手术和非手术类医疗美容市场规模 (亿元)	96
图 85: 中国肉毒素市场规模及同比增速 (按销售额)	97
图 86: 中国肉毒素市场规模及同比增速 (按注射次数)	97
图 87: 中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分 (按零售额计, 亿元)	98
图 88: 中国重组胶原蛋白产品市场应用的市场规模细分 (按零售额计)	98
图 89: 眼科产业链包括眼科服务、眼科器械和眼科治疗药物三大领域	100

图 90: 2021 年中国眼科细分领域中眼科服务市场占比最大	101
图 91: 中国眼科医疗器械市场规模（不包括隐形眼镜及护理液）预计 2025 年将达 283 亿元	101
图 92: 中国眼科治疗药物市场规模预计 2025 年将达 440 亿元	102
图 93: 中国眼科服务市场规模预计 2025 年将达 2522 亿元	102
图 94: 我们预测国内角膜塑形镜行业 2025 年市场规模达 431 亿元	103
图 95: 2021 年中国角膜塑形镜行业集中度高，欧普康视市占率居国内第一	103
图 96: 中国眼科医疗服务市场规模（2015-2025E，亿元）	104
图 97: 中国眼科医疗服务市场规模	104
图 98: 公立和民营眼科市场规模占比（2015-2025）	105
图 99: 综合医院眼科和眼科专科医院门急诊数量（百万人次）	105
图 100: 龙头上市公司门店数量对比（含加盟）（单位：家）	107
图 101: 龙头上市公司直营店新店率	107
图 102: 2014-2023Q1 各公司季度营收增长率	108
图 103: 2014-2023Q1 各公司季度归母净利润增长率	108
图 104: 2020 年以来龙头药店上市公司当年动态 PE 情况	108
图 105: 样本医院血制品合计销售额（单位：亿元）	109
图 106: 样本医院人血白蛋白合计销售额（单位：亿元）	110
图 107: 样本医院静丙销售额（单位：亿元）	110
图 108: 中国血制品市场以人血白蛋白为主（2016 年）	110
图 109: 全球血制品市场以静丙为主（2016 年）	110
图 110: 2017 年各国静丙千人用量比较（克/千人）	111
图 111: 国内外血制品价格比较（单位：元/瓶）	111
图 112: 国内血制品行业采浆量	111
图 113: 公立医院检查收入及增速（单位：亿元）	112
图 114: 中国临床检测市场规模及预测（单位：亿元）	112
图 115: 我国和欧美日 ICL 行业渗透率对比	113
图 116: 中国 ICL 市场规模及预测（不含新冠检测）（单位：亿元）	113
图 117: 金域医学新冠检测业务收入（单位：亿元）	113
图 118: 迪安诊断新冠检测业务收入（单位：亿元）	113
图 119: 金域医学常规医学检验业务收入（单位：亿元）	114
图 120: 迪安诊断常规医学检验业务收入（单位：亿元）	114
图 121: 2023 年年初至 5 月 10 日各板块市场表现（单位：%）	117
图 122: 中信医药指数及沪深 300 指数表现（单位：%）	117
图 123: 中信医药指数分时间段涨跌幅（单位：%）	117
图 124: 2023 年初至今医药子板块市场表现（单位：%）	118
图 125: 各板块 2023 年预测 PE（单位：倍）	118

表格目录

表 1: 2023 年一季度末医药行业基金持仓市值前 20	18
表 2: 2023 年一季度末（截至 2023 年 3 月 31 日）医药行业基金持仓市值增/减持前 10	19
表 3: 医药上市公司 2020 年-2023Q1 营业收入和归母净利润同比增长情况	20
表 4: 医药上市公司 2020 年-2023Q1 毛利率及研发费用率情况	21

表 5: 医药上市公司 2020 年-2023Q1 管理费用率、销售费用率及财务费用率情况 (%)	21
表 6: 2020 年至 2023 年一季度医药行业各子领域收入同比增长情况	21
表 7: 2020 年至 2023 年一季度医药行业各子领域净利润同比增长情况	22
表 8: Pharma 板块主要财务指标情况	23
表 9: Biotech 板块主要财务指标	24
表 10: 部分创新药 2022 年销售收入及增速	24
表 11: 医疗器械板块主要财务指标	25
表 12: 医美板块收入盈利情况	26
表 13: 眼科耗材收入、盈利情况	26
表 14: 医疗器械细分板块主要收入盈利指标	27
表 15: CRO 板块主要财务指标情况	28
表 16: CRO 板块部分代表性公司员工人数及人均产出	29
表 17: CDMO 板块主要财务指标情况	30
表 18: CDMO 板块部分代表性公司的 ROIC 和资本投入数据	30
表 19: 仿制药板块主要财务指标情况	31
表 20: 原料药板块主要财务指标情况	32
表 21: 科学服务板块主要财务指标情况	34
表 22: 23Q1 科学服务板块部分公司主要财务指标	34
表 23: 生物疫苗板块主要财务指标	35
表 24: 中药大健康板块主要财务指标	36
表 25: 医疗服务板块主要财务指标情况	37
表 26: 眼科服务收入盈利情况	37
表 27: 医药零售板块主要财务指标情况	38
表 28: 各上市公司门店数量情况	38
表 29: 医药商业板块主要财务指标情况	39
表 30: 2022 年主要血制品企业经营指标概览	40
表 31: 血制品板块主要财务指标情况	40
表 32: ICL 板块主要财务指标情况	41
表 33: 七批国家药品带量采购拟中选品种和价格降幅比较	43
表 34: 国产创新药 2022 年实现快速放量	47
表 35: 2022 年授权出海交易总金额前八项	49
表 36: 已经在海外申报上市的国产创新药海外监管进度值得关注	50
表 37: 各地医保统筹相关政策	55
表 38: 医疗新基建总投资规模测算结果	56
表 39: 2010-2020 年公立医院收入组成	58
表 40: 软镜设备业务延伸价值大, 龙头远期市值有望达 500 亿元	61
表 41: 电生理类耗材集采分组设置及最高有效申报价	62
表 42: 低值耗材细分市场规范和代表企业	66
表 43: 第一到八批“优秀国产医疗设备产品”公示名单 (不完全统计)	67
表 44: 国产医疗器械正在多个细分领域取得突破	67
表 45: 国内部分主要 CDMO 企业药物小分子管线数量增长情况和市占率估算 (2022 年)	74
表 46: 国家鼓励生命科学及医药上游供应链发展相关政策	77
表 47: 生物医药上游供应链细分领域市场规模及竞争格局	79
表 48: 生物制药上游供应链领域重点公司及投资逻辑	81

表 49: 2020-2022 年全球 Top10 疫苗产品及销售额 (亿美元)	81
表 50: 全球主要疫苗生产商产品管线.....	82
表 51: 中国主要二类疫苗品种上市数量和和在研数量统计.....	84
表 52: 疫苗领域推荐标的及理由.....	87
表 53: 适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定.....	87
表 54: “一增一稳四提升”新要求.....	89
表 55: 中药国企业绩考核指标.....	90
表 56: 中药企业外延扩张.....	90
表 57: 中药大健康领域重点公司及投资逻辑.....	92
表 58: 眼科服务收入盈利情况.....	93
表 59: 医疗服务领域重点公司及投资逻辑.....	94
表 60: 国内已上市及临床在研再生类针剂产品 (不完全统计)	96
表 61: 中国已获批上市的肉毒素产品.....	97
表 62: 国内在研肉毒素产品.....	97
表 63: 医美行业政策法规或协会行动一览.....	98
表 64: 医美领域重点公司及投资逻辑.....	99
表 65: 中国眼科医疗行业相关政策.....	105
表 66: 上市公司专业化布局门店情况 (家) (截至 2022 年底)	107
表 67: 零售领域重点公司及投资逻辑.....	109
表 68: 血制品领域重点公司及投资逻辑.....	112
表 69: ICL 板块主要财务指标情况.....	114
表 70: 重点公司盈利预测及投资评级.....	120
表 71: 恒瑞医药盈利预测与估值表.....	122
表 72: 百济神州盈利预测与估值表.....	124
表 73: 信达生物盈利预测与估值表.....	127
表 74: 康方生物盈利预测与估值表.....	128
表 75: 迈瑞医疗盈利预测与估值表.....	130
表 76: 澳华内镜盈利预测与估值表.....	132
表 77: 惠泰医疗盈利预测与估值表.....	134
表 78: 药明康德盈利预测与估值表.....	136
表 79: 凯莱英盈利预测与估值表.....	139
表 80: 华东医药盈利预测与估值表.....	141
表 81: 爱尔眼科盈利预测与估值表.....	142
表 82: 老百姓盈利预测与估值表.....	144
表 83: 爱美客盈利预测与估值表.....	145
表 84: 康泰生物盈利预测与估值表.....	146
表 85: 沃森生物盈利预测与估值表.....	148
表 86: 云南白药盈利预测与估值表.....	149
表 87: 金域医学盈利预测与估值表.....	151

■ 投资聚焦

医药产业已进入全新周期。在后疫情时代，国内常规医疗健康需求有望进入持续复苏阶段，刚性需求累积的释放有望成为部分行业业绩高增长的强催化剂，这一点在 2023 年下半年会体现的更加明显；另一方面，近几年生物医药行业政策频出，在政府干预力度和纠偏力度加大的新机制下，行业发展迎来再平衡，板块估值以及基金配置也处于历史相对低位，但同时随着二十大的召开和定调，十四五期间各项政策预期也将逐渐明朗，2023 年上半年一些招标和集采政策的落地执行就非常鲜明的说明了趋势。我们认为，在这个关键时点，紧抓确定性强的优质赛道，自上而下选股，尤其是布局一些被明显低估的板块核心资产，是 2023 年下半年布局生物医药投资的关键。整体来看，围绕国产创新驱动+专精特新制造仍是业绩高成长、确定性强的主线优质赛道；并且，从 2023 年开始，中药板块的政策利好开始逐渐落地，以及国有医药企业在中央全面倡导“一利五率”的提效大背景下，也开始逐渐走出业绩加速兑现的明确态势，成为医药新热点赛道。

把握政策方向，探索估值重构，尤其关注行业增量逻辑下的投资机会。党的二十大大会报告中明确提出“推进健康中国建设”，新冠疫情过后，国家对公共卫生体系建设和底层科研技术的投入和补助明显增加；医疗大基建和科研服务补贴将成为 3-5 年内行业发展的重点增量催化剂，也将进一步打开相关细分行业的中长期发展空间；此外，根据二十大精神，生物医药制造及科研的核心产业链国产化将是确定性最高的投资主线，亦有望诞生新时代下的“隐形冠军”；伴随着 DRGs 等政策的落地，创新药品和创新器械（设备）国产快速替代、快速放量，也将是布局的重要主线；在中药和医药国企领域，从政策鼓励到政策落地，紧抓业绩兑现和国企改革两条思路。同时，全面注册制后，医药板块新股百花开，大量新股的上市，尤其是非常多的未盈利的“第五套”公司，也是提前布局优秀个股的关键。

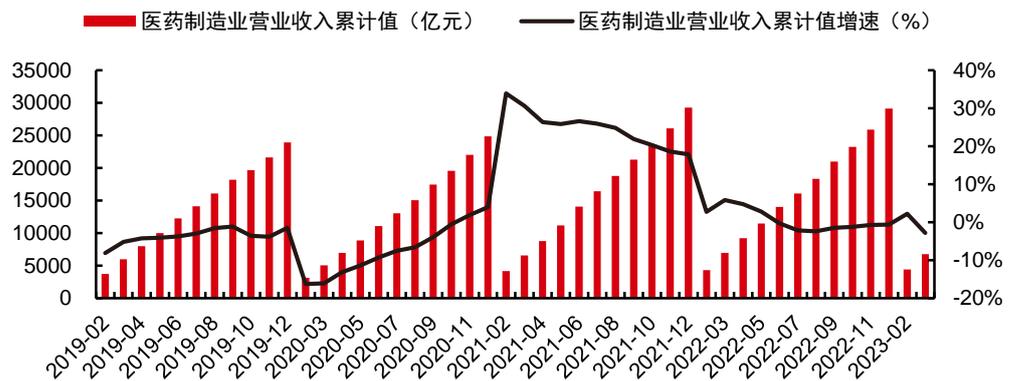
我们建议继续挖掘行业中潜在的“隐形冠军”。中长期来看，我们认为，在国内生物产业蓬勃发展，且二十大后更强调国产自主可控的宏观背景下，生物医药制造及科研的核心产业链国产化仍将是围绕 2023 年全年生物医药投资布局的最重要主线，2023 年也将是创新药品和创新器械（设备）国产快速替代、快速放量的一年，生物医药产业国产自主化将进入新高潮期。这个时期，我们要用前瞻的眼光去发掘在技术和管理能力上突出的企业，提前布局在生物医药产业发展中的“隐形冠军”。另外，在强化平均医疗保障水平、共同富裕的大背景下，医保局常态化的药品和器械集采，虽然带来了一定的投资不确定性，但是高质量、高性价比的创新医药产品有望迎来快速应用和放量，这也鼓励更多的优秀生物医药企业的产品和服务走向全球化、国际化，倒逼产业优胜略汰和改革升级，进一步助推拥有全球地位的“隐形冠军”的诞生。

■ 板块回顾：刚性复苏凸显，优质赛道布局正当时

医药工业概述：收入端小幅下滑，医疗卫生财政支出稳定增长

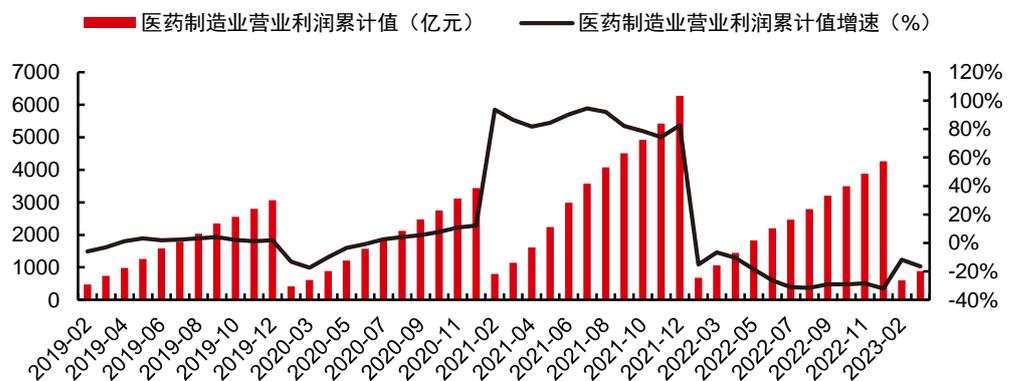
根据国家统计局的最新数据,2022 年 1-12 月医药制造业累计营业收入为 2.91 万亿元,同比减少 0.6%,增速同比下滑 18.4pcts;2022 年 1-12 月行业累计利润为 4263.8 亿元,同比减少 32.0%,增速同比下滑 114.6pcts。我们认为,2022 年 1-12 月医药制造业营收及利润下滑,主要系全国多地的新冠疫情封控以及带量采购全面铺开的影响。未来随着国内外疫情影响逐渐消散、控费政策进一步成熟,我们预计医药制造业将全面恢复,收入和利润端增速将望稳定在 10%以上。2023 年 1-3 月,医药制造业累计营业收入为 6740.9 亿元,同比减少 2.8%;行业累计利润为 888.3 亿元,同比减少 16.5%,考虑到一月份还有疫情的影响,整个板块的需求已经出现明显的抬升回暖信号。我们预计 2023 年全年来看,由于 2022 年的低基数,整个医药制造业累计收入和利润同比增速有望突破 15%。

图 1: 医药制造业累计营业收入及增速



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 2: 医药制造业累计营业利润及增速

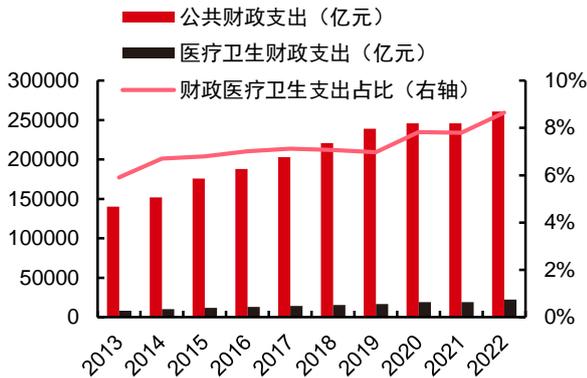


资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

医疗卫生财政支出维持稳定增长。2022 年财政医疗卫生支出累计约 2.25 万亿,同比增长 17.8%,主要由于疫情相关的支出明显增加。2012 年至 2022 年,我国医疗卫生支出

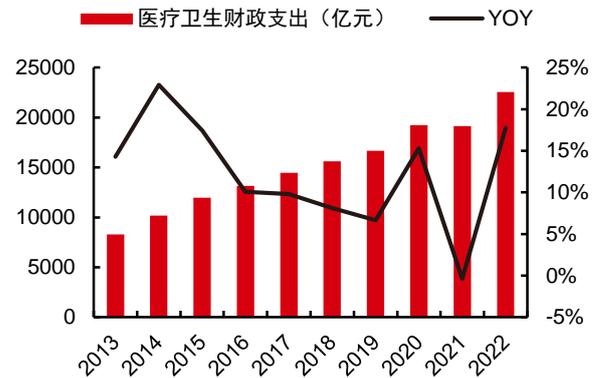
的公共财政占比由 5.73% 提升至 8.65%，提升了 2.92 个百分点。经历了早年的快速增长，2016 年起我国医疗卫生支出占比公共财政支出稳定在 7% 左右，2016 年以来我国医疗卫生财政支出增速维持在 5%-10%（2021 年因《公立医院全面预算管理制度实施办法》发布，公立医院加强了成本核算和控制）。随着二十大后，国家出台政策支持加大医疗卫生体系建设（尤其是公立医院体系的建设），我国医疗卫生财政支出有望迎来加速。

图 3：2013 年至今财政医疗卫生支出及占比占比情况



资料来源：财政部，Wind，中信证券研究部

图 4：2013 年至今财政医疗卫生支出增长情况

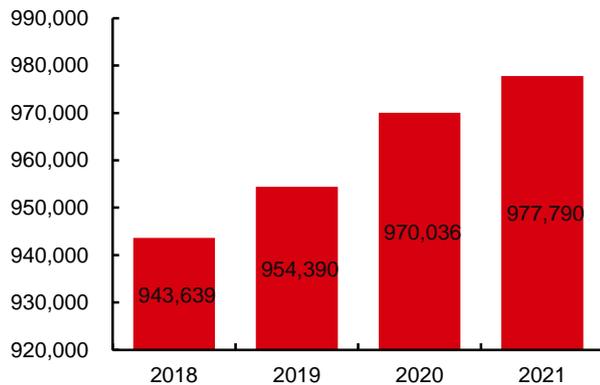


资料来源：财政部，Wind，中信证券研究部

卫健事业：基层医疗诊疗人数占比过半，中医药发力高质量发展

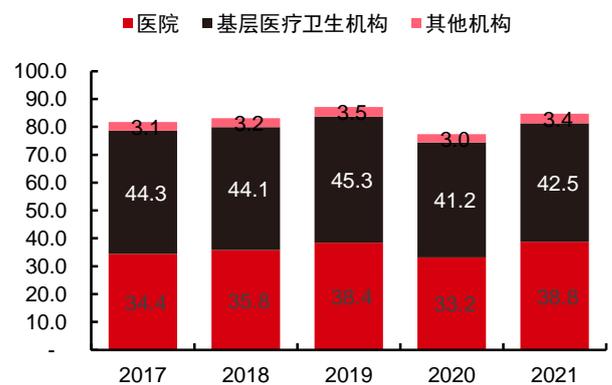
基层医疗卫生机构数量小幅增长，诊疗人次占比过半。基层医疗卫生机构数量稳定增长，2021 年基层医疗卫生机构达 97.78 万家，同比略有增长 (+0.8%)（2022 年数据尚未公布）。2021 年总诊疗量中，医院 38.8 亿人次（占比 45.8%），基层医疗卫生机构 42.5 亿人次（占比 50.2%），其他医疗卫生机构 3.4 亿人次（占 4.0%），其中基层医疗卫生诊疗量占比过半。

图 5：2018-2021 年基层医疗卫生机构数量（单位：家）



资料来源：国家卫生健康委，中信证券研究部

图 6：2017-2021 年全国医疗卫生机构诊疗量（亿人次）

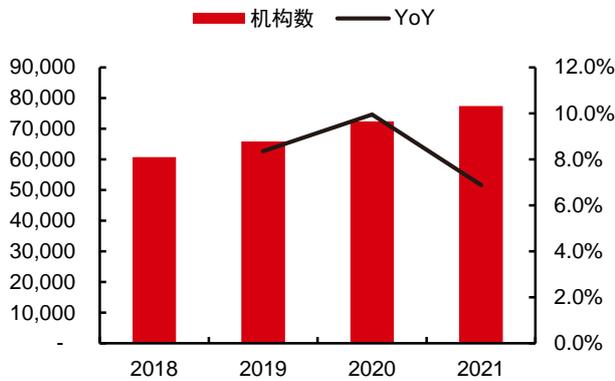


资料来源：国家卫生健康委，中信证券研究部

2021 年中医类医疗总诊疗人次超 12.0 亿，中医药有望迎来高质量发展。近年来国家连续出台一系列文件支持中医药发展，为中医药传承发展带来重大机遇。2021 年全国中医类医疗卫生机构达 7.7 万家，同比 +6.9%；全国中医药人员 88.4 万人，同比 +6.6%；全

国中医类医疗卫生机构总诊疗人次 12.0 亿，同比+13.7%（2022 年数据尚未公布）。随着保障政策不断出台、中医药的创新体制不断健全、人才队伍不断壮大，我们预计中医药行业将望迎来高质量发展。

图 7：2018-2021 年全国中医类医疗卫生机构数量（单位：家）



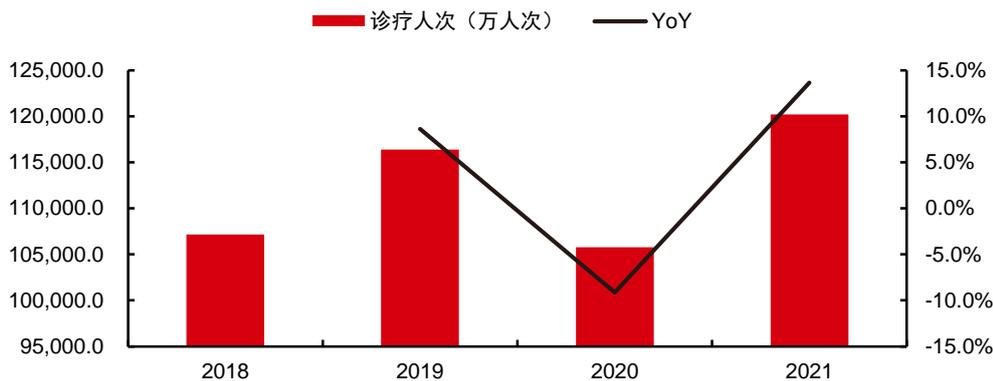
资料来源：国家卫生健康委，中信证券研究部

图 8：2018-2021 年中医药人员总数情况（单位：万人）



资料来源：国家卫生健康委，中信证券研究部

图 9：2018-2021 年全国中医类医疗卫生机构总诊疗人次

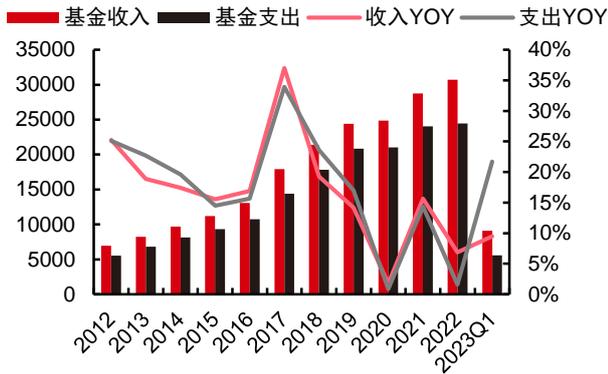


资料来源：国家卫生健康委，中信证券研究部

医保趋势：当期结存逐年增长，医保基金未来有望持续良性发展

当期结余逐年增长，近两年医保基金收入增速反超支出增速。截至 2022 年底，全国基本医保参保人数 13.46 亿人（因全国统一的医保信息平台上线，各省加大数据治理比对，清理重复参保等原因参保人数比上年同期减少 1727 万人），参保率稳定在 95% 以上。随着国家对医保基金使用加强管控，近两年医保基金呈现出收入增速超过支出增速的态势。国家统计局数据显示，当期结余呈现逐年增长的态势，近四年（2019-2022 年）当期结存率逐年提升，其中 2019 年当期结存率为 14.6%，2022 年结存率提升为 20.4%，2023Q1 结存率提升为 38.7%。截至 2022 年底，全国基本医保基金已累计结余 4.25 万亿元。我们判断，随着医保谈判进入常态化，叠加对医保基金支付端的规范管控（例如 DRGS 的进一步全国推行），医保基金未来有望迎来持续良性发展，也为未来更多的优秀医疗品种或医疗方式纳入医保支付打下基础。

图 10: 2012-2023Q1 基本医疗保险基金收支情况 (亿元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 中信证券研究部

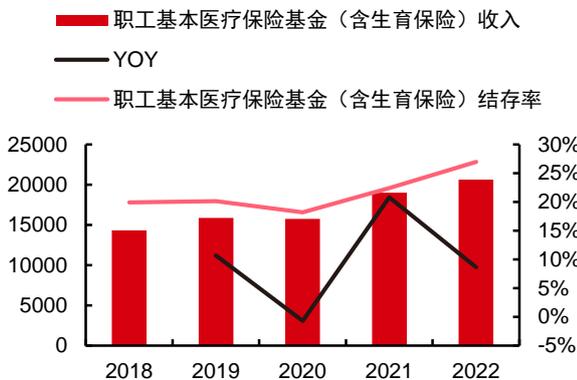
图 11: 2012-2023Q1 基本医疗保险基金结余情况 (亿元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 中信证券研究部

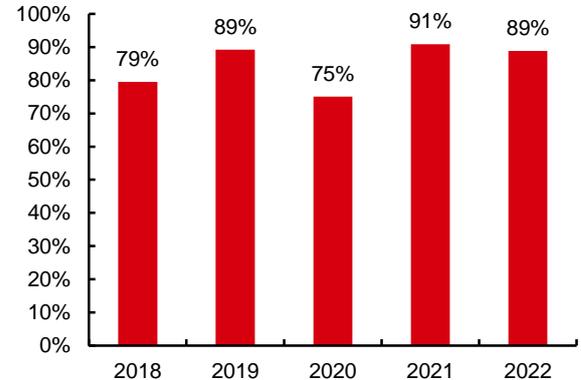
职工医保基金结存率稳中有升, 为医保基金当期结余主要来源。国家医保局数据显示, 2018-2022 年职工医保基金收入呈现增长态势, 期间 CAGR 为 9.6%; 职工医保基金当期结存率稳中有升, 2018 年当期结存率为 19.9%, 2022 年结存率提升到 27.0%。国家医保局数据表明职工医保基金当期结余是医保基金结余的主要来源, 2022 年职工医保基金结存占比医保基金结余比例达 89%。

图 12: 2018-2022 年职工医保基金收入 (单位: 亿元) 和结存率情况



资料来源: 国家医保局, 中信证券研究部

图 13: 2018-2022 年职工医保基金结存占比医保基金结余情况



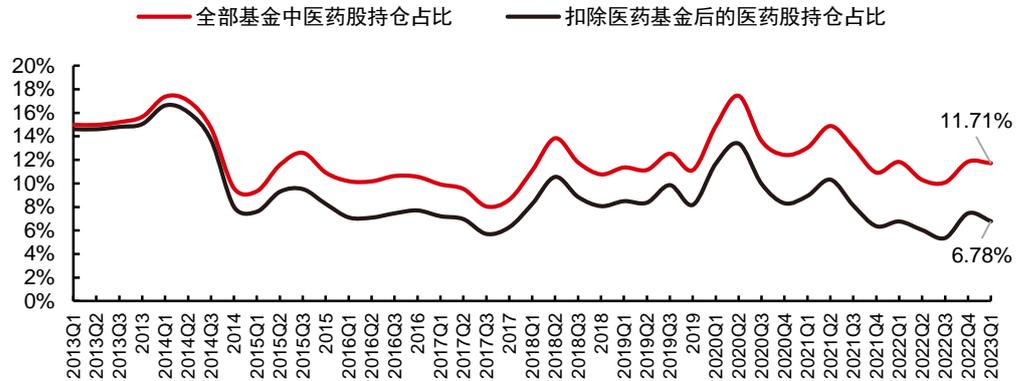
资料来源: 国家医保局, 中信证券研究部

基金持仓: 持仓环比仍处低位, 龙头个股配置集中

截至 2023 年一季度末, 全部基金中医药股持仓占比为 11.71%, 同比及环比分别下降 0.11、0.13 个百分点; 主题医药基金中医药股的持仓占比为 98.65%; 扣除医药基金后, 市场整体的医药股持仓占比为 6.78%, 同比及环比分别上升 0.02、下降 0.68 个百分点。医药板块的基金持仓比例仍处于低位, 尽管相比 2022Q2-Q3 的地点有所回升, 但相比历史平均 9%-10%左右的全基医药配置, 仍处于偏低水平。2023Q1 基金对医药板块配置略有下降主要系 AI 计算机等板块热度明显提升以及受疫情反复影响部分公司 2022 年报及 2023 年一季报业绩略低于预期所致。随着疫情形势的持续向好, 后疫情时代医疗消费及医药大基建建设趋势、创新药数据在大会上陆续公布、中药与国企改革政策端持续鼓励,

我们预计板块的配置水平有望迎来环比提升，超跌的优秀赛道公司仍然值得持续关注。

图 14：2013Q1-2023Q1 医药板块的基金持仓情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

从基金持仓金额的绝对市值来看：2023 年一季度末，持仓金额排在前五的个股为药明康德（386 亿元）、迈瑞医疗（384 亿元）、爱尔眼科（296 亿元）、恒瑞医药（212 亿元）、泰格医药（139 亿元），主要为生物医药、CXO、医疗器械和医疗服务的龙头企业。此外，从个股占整体基金重仓医药股的比例来看，Top3（药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科）合计占比达到 29.43%，整体 Top10 企业的合计基金持仓市值占比为 52.37%，基金在医药个股层面的持股仍较为集中，我们预计医药白马优势的行情仍有望延续。

表 1：2023 年一季度末医药行业基金持仓市值前 20

排序	名称	代码	持有基金数 (支)	持有总市值(亿 元)	相较上一季度基金 数变动	季报持仓变动(万 股)	占比整体基金重 仓医药股比例
1	药明康德	603259.SH	394	386	-59	-882	10.66%
2	迈瑞医疗	300760.SZ	486	384	-96	-479	10.61%
3	爱尔眼科	300015.SZ	281	296	-41	-2397	8.16%
4	恒瑞医药	600276.SH	380	212	70	9776	5.84%
5	泰格医药	300347.SZ	133	139	-91	-2294	3.83%
6	爱美客	300896.SZ	242	131	-32	-180	3.60%
7	智飞生物	300122.SZ	204	113	-57	-661	3.12%
8	同仁堂	600085.SH	100	87	39	1,168	2.40%
9	长春高新	000661.SZ	159	79	43	550	2.19%
10	金域医学	603882.SH	78	71	14	1,902	1.96%
11	华东医药	000963.SZ	113	68	-40	4,677	1.87%
12	片仔癀	600436.SH	77	65	-10	-168	1.79%
13	药明生物	2269.HK	124	64	-50	-9,406	1.75%
14	人福医药	600079.SH	217	58	48	2,618	1.61%
15	凯莱英	002821.SZ	60	57	-24	-158	1.56%
16	康龙化成	300759.SZ	38	51	-114	-7,272	1.42%
17	沃森生物	300142.SZ	71	44	-29	-199	1.23%
18	太极集团	600129.SH	105	43	60	5,018	1.20%
19	通策医疗	600763.SH	62	43	-56	-2,658	1.18%
20	九州药业	603456.SH	46	40	-34	-2,828	1.10%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从基金持仓市值的变动来看：①持仓市值增加：排在前五的个股为恒瑞医药（+58.87 亿元）、太极集团（+28.06 亿元）、金域医学（+22.90 亿元）、同仁堂（+21.72 亿元）、华

东医药 (+21.21 亿元)；②持仓市值下降：排在前五的个股为康龙化成 (-69.33 亿元)、药明生物 (-66.59 亿元)、通策医疗 (-48.52 亿元)、泰格医药 (-37.22 亿元)、九洲药业 (-23.16 亿元)。2023 年一季度机构增持明显个股主要为创新药、中药领域及医疗零售的龙头标的。

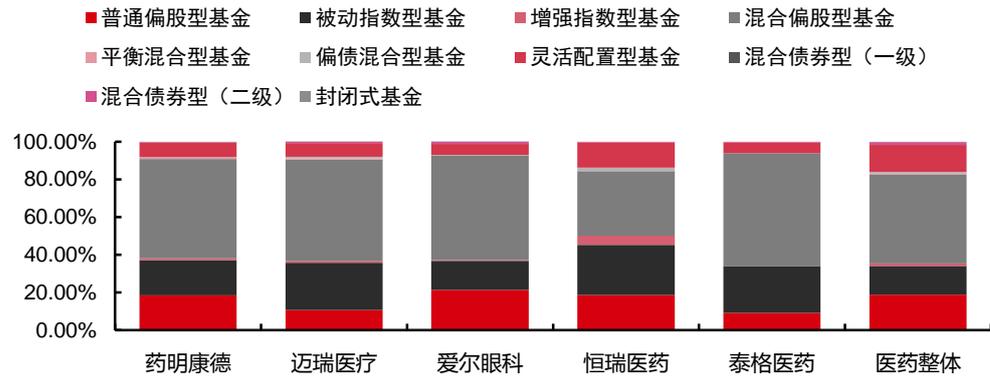
表 2：2023 年一季度末（截至 2023 年 3 月 31 日）医药行业基金持仓市值增/减持前 10

	排序	名称	2023 一季 度末持股 基金数 (支)	2023 一季度末基金持仓市 值 (亿元)	相较上一季度 (2022Q4) 持仓市 值变动 (亿元)
增持 前 10	1	恒瑞医药	380	152.80	58.87
	2	太极集团	105	15.32	28.06
	3	金城医学	78	48.28	22.90
	4	同仁堂	100	65.26	21.72
	5	华东医药	113	46.54	21.21
	6	康缘药业	84	4.18	16.77
	7	鱼跃医疗	48	13.21	16.28
	8	美年健康	42	5.63	15.51
	9	东阿阿胶	79	14.55	15.17
	10	国药股份	37	0.78	14.78
减持 前 10	1	康龙化成	38	120.74	-69.33
	2	药明生物	124	130.14	-66.59
	3	通策医疗	62	91.38	-48.52
	4	泰格医药	133	176.02	-37.22
	5	九洲药业	46	63.15	-23.16
	6	迈瑞医疗	486	404.78	-20.38
	7	奕瑞科技	36	44.00	-17.94
	8	药明康德 (603259.SH)	394	400.83	-14.44
	9	智飞生物	204	126.83	-13.94
	10	华海药业	44	31.02	-12.21

资料来源：Wind，中信证券研究部

从 2023Q1 医药个股相关配置基金的投资类型来看，混合偏股型基金的持仓占比为 47%，被动指数型基金、灵活配置型基金以及普通偏股型基金分别占比 15%、14%和 18%。从基金持仓市值 Top5 的企业来看，泰格医药、爱尔眼科、迈瑞医疗和药明康德混合偏股型基金持仓占比分别为 60%、55%、54%、53%，分别高出医药板块整体 13、8、7 和 6 个百分点；恒瑞医药、迈瑞医疗、泰格医药的被动指数型基金持仓占比分别为 27%、25%和 25%，分别高出医药板块整体 12、10、10 个百分点。

图 15：2023Q1 部分个股及医药板块整体配置基金的投资类型



资料来源：Wind，中信证券研究部

2022&2023Q1 板块业绩总结和分析

2022 年板块恢复稳健增长，盈利水平同比基本持平。2022 年，医药板块上市公司营业收入同比+10.23%，较 2021 年同比增速（+13.98%）有所下降，主要系 2022 年国内疫情反复导致医药板块业绩承压；净利润同比+0.50%，较 2021 年同比增速（+22.35%）下降明显，利润端同样受到疫情影响。总体来看，医药细分板块差异较大，非药板块（医疗器械、医疗服务）的景气度高于药品板块（化学制剂、中药）。其中医疗器械、医疗服务的收入增速均超过 20%，净利润增速均超过 15%，是增速最快的两个细分板块，主要系与疫情相关的仪器、检测试剂，疫苗重磅产品放量。化学制剂、医药流通、中药板块 2022 增速有所下滑，主要系疫情对诊疗人数、药品销售影响较大，随着疫情影响的逐步缓解，2023 年业绩有望出现恢复性反弹。

疫情后常规诊疗需求复苏，2023Q1 医药行业业绩环比改善。2023Q1 医药板块上市公司收入、净利润同比+2.4%、-23.5%，主要系 2023Q1 季度国内新冠疫情影响消退，新冠核酸/抗原检测等抗疫需求大幅下滑，医疗器械与医疗服务板块中新冠检测试剂盒、IVD 等相关企业业务量大幅下降有关，但是医药流通、中药、化学制剂等诊疗恢复相关的板块，分别同比增长 16.2%/11.0%/10.5%，呈现出明显的需求复苏。

表 3：医药上市公司 2020 年-2023Q1 营业收入和归母净利润同比增长情况

	营业收入同比增速					净利润同比增速				
	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
医疗器械	58.0%	22.2%	22.3%	52.9%	-34.3%	204.8%	19.9%	15.7%	72.6%	-63.6%
医疗服务	24.0%	29.1%	26.6%	45.6%	-1.9%	159.0%	36.0%	17.7%	28.4%	-9.0%
生物医药	27.7%	38.3%	14.9%	37.9%	-21.4%	128.1%	109.4%	-32.7%	17.1%	-42.8%
化学制剂	0.1%	11.2%	5.5%	8.1%	10.5%	23.7%	12.1%	3.0%	-12.8%	17.7%
医药流通	9.3%	12.1%	10.1%	7.7%	16.2%	13.6%	-8.3%	4.2%	-8.6%	25.0%
中药	-4.8%	3.6%	1.4%	-0.6%	11.0%	27.8%	25.5%	-22.7%	-2.6%	46.4%
化学原料药	5.6%	14.6%	10.2%	16.6%	5.3%	6.2%	-2.1%	24.1%	12.5%	-11.7%
医药行业整体	8.8%	14.0%	10.2%	15.4%	2.4%	60.4%	22.4%	0.5%	23.1%	-23.5%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：按照中信证券行业分类，已剔除部分业绩波动较大及同期不可比的个股

2022 年行业整体毛利率基本持平，研发费用率不断提升。2022 年医药板块上市公司整体毛利率为 35.5%，与 2021 年（35.1%）基本持平，其中原料药板块 2022 年毛利率同

比下滑 3.9 pct，主要系原材料价格上涨；化学制剂板块毛利率同比下滑 20.6pcts，主要由于医院高毛利注射剂产品销量下滑以及集采后化学仿制药的利润被压缩。2022 年管理费用率 5.0%，与 2021 年相比变动不大，财务费用率 0.7%，同比下滑 0.4pct，销售费用率 14.5%，同比下滑 0.5pct，主要由于疫情导致差旅，学术推广活动有所减少。2022 年研发费用率 4.4%，同比提升 0.6pct，近年来医药行业整体研发费用率呈不断提升态势。在医保控费的趋势下，带量采购在药品及器械板块逐步落地，驱动医药行业创新转型，研发投入持续加码。

表 4：医药上市公司 2020 年-2023Q1 毛利率及研发费用率情况

	毛利率				研发费用率			
	2023Q1	2022A	2021A	2020A	2023Q1	2022A	2021A	2020A
生物医药	53.5%	60.2%	65.5%	66.5%	11.5%	18.5%	13.3%	17.1%
化学制剂	36.1%	36.5%	38.2%	40.1%	4.8%	5.8%	5.1%	4.9%
医疗器械	52.4%	54.1%	55.7%	56.8%	8.3%	8.8%	5.7%	6.3%
化学原料药	40.1%	40.0%	42.2%	45.6%	6.1%	7.3%	5.6%	6.4%
中药	46.1%	43.7%	44.1%	41.6%	2.1%	2.8%	2.7%	2.6%
医疗服务	38.2%	39.3%	40.2%	40.4%	3.8%	4.7%	2.6%	3.5%
医药流通	13.5%	14.0%	13.7%	14.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
医药行业整体	33.0%	34.8%	35.7%	35.7%	3.6%	4.9%	3.8%	3.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：已剔除部分业绩波动较大及同期不可比的个股

表 5：医药上市公司 2020 年-2023Q1 管理费用率、销售费用率及财务费用率情况（%）

	管理费用率				销售费用率				财务费用率			
	2023Q1	2022	2021	2020	2023Q1	2022	2021	2020	2023Q1	2022	2021	2020
医疗服务	9.9%	11.9%	7.8%	10.4%	7.4%	9.4%	6.7%	8.7%	1.1%	0.3%	0.8%	2.1%
化学原料药	7.4%	8.5%	7.2%	8.1%	11.9%	12.7%	11.5%	14.0%	1.2%	-0.7%	1.2%	2.3%
化学制剂	4.9%	5.6%	5.2%	5.9%	16.1%	18.5%	18.2%	20.3%	0.9%	0.6%	0.8%	1.1%
生物医药	7.3%	8.8%	6.9%	9.1%	17.7%	24.7%	18.4%	24.8%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.7%
医疗器械	7.0%	7.3%	4.9%	5.9%	14.5%	15.3%	10.4%	12.4%	0.0%	-1.2%	0.1%	0.8%
中药	4.8%	5.6%	5.6%	5.5%	22.7%	23.8%	23.7%	22.9%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
医药流通	1.9%	2.4%	1.9%	2.1%	6.7%	7.9%	6.3%	7.0%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
医药行业整体	4.7%	5.5%	4.6%	5.2%	13.2%	15.2%	13.2%	15.0%	0.6%	0.2%	0.6%	0.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：已剔除部分业绩波动较大及同期不可比的个股

此外，我们挑选出有代表性的推荐个股，分别总结了各细分赛道子领域 2022 年的增长情况，如下表所示，优质细分领域的成长差异突出，我们将在下面分别展开。2022 年疫情相关板块（医疗器械、CRO、CDMO、科学服务及生物制药上游供应链、医药零售、ICL）景气度较高，其中 ICL、CRO、CDMO 的收入增速均超过 30%，是收入增速最快的细分板块，主要受大规模的新冠检测业务、新冠药物商业化、生物医药创新需求等驱动。Pharma、Biotech、创新药械在医保、疫情、集采等影响下收入承压，但有望在 2023 年相关负面影响趋势减弱或出清后，叠加刚性需求背景，迎来较大幅度的反弹。

表 6：2020 年至 2023 年一季度医药行业各子领域收入同比增长情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
Pharma	10.0%	12.4%	4.0%	5.5%	2.3%
Biotech	66.3%	103.7%	-0.6%	-49.2%	32.7%
医疗器械	68.6%	17.8%	23.3%	57.6%	-45.9%
CRO	30.1%	42.9%	56.2%	65.1%	10.8%
CDMO	24.0%	45.3%	56.4%	68.5%	21.3%

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
仿制药	-10.3%	10.7%	9.2%	10.0%	9.6%
原料药和中间体	12.1%	8.7%	19.2%	13.1%	8.1%
科学服务及生物制药上游供应链	65.9%	35.6%	24.8%	29.8%	-4.4%
生物疫苗	55.4%	82.8%	19.7%	111.2%	12.6%
中药大健康（国企）	-1.9%	12.7%	11.2%	10.9%	25.6%
中药大健康（非国企）	2.5%	16.8%	18.7%	-2.1%	22.5%
医疗服务	13.3%	28.4%	9.5%	33.8%	19.6%
医药零售	24.8%	14.8%	26.1%	15.0%	24.1%
医药商业	4.9%	13.8%	8.9%	8.0%	12.1%
血制品	11.7%	17.0%	15.5%	28.3%	26.2%
ICL	37.7%	32.5%	168.9%	229.4%	-40.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：医药行业各子领域标的为中信证券研究部挑选的覆盖公司

表 7：2020 年至 2023 年一季度医药行业各子领域净利润同比增长情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
Pharma	20.0%	-1.8%	14.1%	27.3%	-19.8%
医疗器械	178.4%	14.6%	18.7%	73.4%	-73.1%
CRO	75.4%	67.5%	27.4%	12.4%	28.3%
CDMO	54.6%	67.1%	77.1%	124.1%	17.2%
仿制药	-8.2%	-1.9%	48.2%	18.2%	15.7%
原料药和中间体	24.9%	-19.6%	10.9%	14.8%	-6.5%
科学服务及生物制药上游供应链	301.8%	21.6%	-8.0%	9.2%	-50.5%
生物疫苗	74.4%	128.9%	-23.5%	132.8%	-5.0%
中药大健康（国企）	8.5%	23.4%	27.6%	18.2%	45.1%
中药大健康（非国企）	4.7%	24.3%	38.2%	1.9%	64.8%
医疗服务	20.6%	39.6%	-4.7%	35.1%	38.5%
医药零售	36.3%	4.6%	25.1%	0.2%	26.7%
医药商业	25.9%	3.8%	3.8%	-21.4%	15.1%
血制品	30.2%	0.3%	15.0%	9.5%	45.5%
ICL	166.8%	45.5%	113.2%	2062.5%	-78.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：医药行业各子领域标的为中信证券研究部挑选的覆盖公司

Pharma

新品收入占比持续提升，Pharma 公司负面影响因素出清，创新转型成效初现。我们将覆盖标的：恒瑞医药、复星医药、石药集团、翰森制药、丽珠集团和先声药业作为 Pharma 板块作为统计对象。受到集中带量采购、国家医保谈判以及疫情的影响，**Pharma 板块 2022 年收入及扣非归母净利润增速分别为 3.97%、0.63%（2021 年分别为 12.35%、-9.94%），收入增速同比有所放缓，扣非归母净利润恢复正增长。**根据各公司公告，Pharma 公司创新产品/新上市产品收入贡献逐步提升，2022 年恒瑞医药创新药收入占比为 38%，复星医药新品及次新品收入占比超 30%，石药集团创新药收入超百亿元，翰森制药创新药收入占比跃至 53.4%（2021 年占比为 42.3%），先声药业创新药收入占比上升至 65.3%（2021 年占比为 62.4%）。**Pharma 板块 2023Q1 营业收入及扣非归母净利润增速分别为 2.26%、6.58%（2022Q1 分别为 5.53%、-2.77%），扣非归母净利润相较 2022 年同期有所增长，**主要受益于集中带量采购、医保谈判降价等负面影响出清以及 2023Q1 疫后诊疗复苏。Pharma 公司 2023Q1 利润增速高于收入增速，随着创新转型兑现，盈利能力有所提升。

规模化效应凸显，整体财务指标稳健。Pharma 板块 2022 年毛利率 66.45%，同比下降 2.94 pcts；净利率 14.93%，同比下降 1.67 pcts，盈利能力略有下降，我们推测主要是部分产品受到集中带量采购和国家医保谈判的降价影响。销售、管理及财务费用率持续下降，规模化效应日益显著。研发费用率为 13.69%，同比下降 0.57pct，研发投入维持高水平，Pharma 公司继续加快创新转型步伐。2022 年应收账款增速有所提升，经营现金流/营业收入下降，整体各项财务指标稳健。2023Q1 板块毛利率 62.67%，同比增加 3.33PCTs；净利率 15.01%，同比增加 2.24pcts，Pharma 公司盈利能力有所提升。2023Q1 研发费用率为 12.31%，同比提高 1.42pcts，研发投入持续加码。

表 8：Pharma 板块主要财务指标情况

	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	9.97%	12.35%	3.97%	5.53%	2.26%
净利润增速	16.93%	2.31%	-8.73%	-19.81%	20.21%
扣非归母净利润增速	20.30%	-9.94%	0.63%	-2.77%	6.58%
毛利率	73.65%	69.39%	66.45%	59.34%	62.67%
净利率	18.98%	16.60%	14.93%	12.77%	15.01%
销售费用率	33.29%	32.05%	29.55%	25.57%	26.11%
管理费用率	8.25%	7.60%	7.27%	8.01%	8.55%
研发费用率	12.72%	14.26%	13.69%	10.89%	12.31%
财务费用率	0.55%	0.16%	0.02%	-0.03%	0.93%
应收账款增速	2.45%	17.85%	19.89%	16.59%	9.98%
经营性现金流/营业收入	11.99%	13.14%	10.65%	8.94%	7.03%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：选取标的为恒瑞医药、复星医药、石药集团、翰森制药、丽珠集团及先声药业。（2022Q1 及 2023Q1 数据不包含石药集团、翰森制药和先声药业，因财报尚未披露或无季度数据）

Biotech

我们将百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、诺诚健华、艾力斯、康方生物、亚虹医药、益方生物、康诺亚、和黄医药和天境生物作为 Biotech 板块统计对象。**Biotech 板块 2022 年收入增速为-0.59%，收入端略有下滑主要系 2021 年部分公司的海外合作收入款项较高以及部分 PD-1 单抗产品销售在医保+疫情影响下有所承压；由于较高的研发投入，该板块 2022 年仍处于亏损状态。**2021 年的合作款项主要包括：君实生物新冠中和抗体 JS016 海外市场技术许可及特许权收入、特瑞普利单抗授权 Coherus 首付款合计 33.41 亿元；荣昌生物的维迪西妥单抗授权 Seagen 的 2 亿美元（12.93 亿元）首付款；诺诚健华的奥布替尼授权 Biogen 的 1.25 亿美元（8.02 亿元）首付款等，若剔除上述一次性授权费的影响，Biotech 板块 2022 年收入增速为 32.89%，产品端仍然保持快速增长。

2023Q1 Biotech 板块收入快速增长，商业化持续兑现。2023Q1 Biotech 板块收入增速 32.68%，而其中由于君实生物 2022 年同期收到 TIGIT 单抗授权 Coherus 产生技术许可收入以及礼来支付埃特司韦单抗海外特许权收入；若剔除，2023Q1 Biotech 板块收入增速+62.43%，近年来 Biotech 创新药品种处于高速放量阶段，商业化持续兑现。

Biotech 板块 2022 年毛利率为 71.71%，较 2021 年同比-6.23pcts，（和黄医药的国控和黄毛利率降低，若剔除，2022 年毛利率为 78.89%，较 2021 年同比-4.99pcts）继续保持在医药行业的较高水平。2023Q1 毛利率为 82.20%。2022 年毛利率同比有所下降主要是因为 2021 年包含部分高毛利的合作款项收入、叠加 2022 年多产品医保降价所致。2022

年、2023Q1 研发费用率分别为 113.59%、101.31%，Biotech 公司仍处于商业化早期，研发费用维持高水平。

费用结构持续优化，降本增效初见成果。信达生物在 2022 年制定了更加可持续发展及健康的商业管理 2.0 模式，将业务架构调整升级，打造了六大专业 BU 模式和高效精准营销体系，2022 年销售费用率 62.6%，相较 2021 年同期 65.5%有所下降；其中 2022 年 H2 销售费用率 56.9%，环比 22H1 的 68.5%亦显示出积极管控下的初步成效。百济神州 2023Q1 的销售及管理费用（SG&A）为 3.285 亿美元，同比+11.5%，占产品收入的比值为 80.1%，同比-32.6 pct，运营效率显著提升。

表 9：Biotech 板块主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	66.34%	103.68%	-0.59%	-49.17%	32.68%
毛利率	76.70%	77.94%	71.71%	75.96%	82.20%
净利率	-174.09%	-99.47%	-117.16%	-132.60%	-94.41%
研发费用率	168.40%	96.67%	113.59%	121.34%	101.31%
经营现金流/营业收入	-86.16%	-66.51%	-86.19%	-73.96%	-136.03%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：港股公司无一、三季报指标；2023 年 Q1 诺诚健华、百济神州财报尚未披露，故不包含。由于大多数 Biotech 公司仍处于亏损状态，部分财务指标参考意义不大，此处不列出。

创新产品实现快速放量，创新+医保+出海是增长的核心动力。尽管部分竞争激烈的靶点（如 PD-1）产品因医保降价幅度较大使得 2022 年收入略有承压，但更多具备 Best-in-class 和 First-in-class 属性的创新产品仍然实现了快速放量。①医保以价换量：诺诚健华的奥布替尼、艾力斯的伏美替尼均纳入国家医保目录，2022 年分别实现 5.66 亿元和 7.90 亿元，同比分别+164%和+233%；②出海业绩斐然：百济神州的泽布替尼 2022 年全球销售额达到 5.65 亿美元（同比+159%），其中海外销售额 3.90 亿美元（同比+237%）；③FIC 产品打开市场需求：康方生物的全球首款 PD-1/CTLA-4 双抗在上市不到半年且未纳入国家医保的情况下，实现了 5.46 亿元收入。

表 10：部分创新药 2022 年销售收入及增速

产品	靶点	厂商	2022 年收入	同比增长
泽布替尼	BTK	百济神州	5.65 亿美元	+159%
替雷利珠单抗	PD-1	百济神州	4.23 亿美元	+66%
奥布替尼	BTK	诺诚健华	5.66 亿元	+164%
伏美替尼	EGFR	艾力斯	7.90 亿元	+233%
卡度尼单抗	PD-1/CTLA-4	康方生物	5.46 亿元	/
派安普利单抗	PD-1	康方生物/正大天晴	5.58 亿元	+164%
泰它西普	BlyS/APRIL	荣昌生物	3.3 亿元	+600%
维迪西妥单抗	HER2	荣昌生物	4 亿元	+376%
索凡替尼	多靶点 VEGFR TKI	和黄医药	0.32 亿美元	+178%
赛沃替尼	MET	和黄医药	0.41 亿美元	+159%
奥雷巴替尼	BCR-ABL	亚盛医药/信达生物	1.82 亿元	/
特瑞普利单抗	PD-1	君实生物	7.36 亿元	+79%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

医疗器械

医疗器械板块 2022 年收入及净利润同比增速分别为 23.3%、18.7%，较为稳定。抗疫产品在 2022 年继续有所贡献。2023Q1 收入及净利润同比增速分别为-45.9%、-73.1%，

抗疫业务出清中，常规业务持续恢复。各项财务指标有所提升，盈利能力稳健。医疗器械板块 2022 年毛利率及净利率较 2021 年略有下降，分别达到 60.3%、26.6%（分别同比 -2.5pcts 和 -1.2pcts），原因在于抗疫品种有所降价。管理费用率、财务费用率、销售费用率均有小幅波动，分别达到 4.0%、0.1%、9.5%。研发费用率为 7.3%，同比提升 0.2pct，行业加速创新，以抗集采和降价风险。2022 年应收账款周转天数小幅提升至 67 天，经营现金流/归母净利润同比提升 2.0pcts，板块整体财务情况稳健。

表 11：医疗器械板块主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	68.6%	17.8%	23.3%	57.6%	-45.9%
净利润增速	178.4%	14.6%	18.7%	73.4%	-73.1%
扣非归母净利润增速	210.1%	12.8%	19.2%	82.6%	-75.5%
毛利率	64.5%	62.8%	60.3%	67.6%	56.8%
净利率	28.2%	27.8%	26.6%	38.5%	19.3%
销售费用率	13.3%	13.3%	12.7%	9.5%	15.5%
管理费用率	5.7%	5.8%	5.7%	4.0%	7.6%
研发费用率	6.4%	7.1%	7.3%	5.2%	9.7%
财务费用率	1.0%	0.3%	-1.4%	0.1%	-0.1%
应收账款周转天数	65	63	67	69	116
经营现金流/归母净利润	129.7%	109.7%	111.7%	65.5%	0.1%
海外收入占比	38.9%	39.8%	35.1%	-	-

资料来源：Wind，中信证券研究部

医疗器械板块主要涵盖器械上游、常规 IVD&高值耗材、低值耗材、医疗设备等细分板块。按细分板块来看：

1) 器械上游板块：受益大客户大单，2022 年业绩较为靓丽，23Q1 疫情相关业务出清后有望逐季复苏，后续需要重点跟踪大客户订单进展。该板块囊括有 IVD 上游、医疗设备零部件等，商业模式以 toB 为主，总体上业绩较为可控，但疫情相关业务带来了一些波动。该板块 2022 年收入同比+30.4%、归母净利润同比+77.0%，较为靓丽。原因在于 2022 年 IVD 上游公司的新冠相关业务仍有较大贡献（比如诺唯赞、康为世纪、华大智造等），并且多家医疗设备零部件公司大客户收入体量较大（比如海泰新光、奕瑞科技、美好医疗等）。23Q1 该板块收入同比-35%、归母净利润同比-96%，大幅降速，原因在于 IVD 上游企业新冠相关业务出清，并且 22Q1 基数较高；而医疗设备零部件公司 23Q1 经营总体较为稳定。我们预计，IVD 上游企业业绩有望逐季复苏，医疗设备零部件企业业绩后续保持稳定（需紧密跟踪大客户订单进展）。

2) 常规 IVD&高值耗材板块：逐月复苏，23Q2 值得期待。该板块收入 2022 年同比+48.1%、利润 2022 年同比+56.1%。该板块业绩基本和诊疗量成正比，总体上 2022 年 12 月、2023 年 1 月承压，之后逐月复苏，但业绩复苏的进度有所差异，除了新冠治疗相关的产品，院外消费复苏快于院内。比如和手术、新冠相关的赛科希德复苏业绩较快；安图和新产业 23Q1 复苏稍慢等。值得注意的是，电生理虽然手术量复苏，但由于集采执行前渠道清库存，23Q1 电生理工业端业绩复苏较慢，23Q2 在三点逻辑共振下，有望快速复苏（诊疗复苏、心电图筛查率上升、集采降价后加速普及）。该板块细分领域众多，我们

对于其中两个较大的细分行业展开讨论：

a、医美：我们选取爱美客、华东医药、华熙生物及昊海生科作为医美板块的统计对象。2022 年营业收入增速、净利润增速分别为 22.74%/4.87%；2023Q1 营业收入增速、净利润增速分别为+23.15%/22.34%。2022 全年因疫情影响导致患者进院放缓，23Q1 在防控放开后相关消费已有所恢复。由于板块隶属于消费升级赛道，随状况好转及 2023 年 3 月进入 3.8 女神节旺季，终端需求逐步反弹，我们看好疫后医美需求的高确定性反弹。我国医美行业空间广阔，渗透率远低于发达国家。随行业监管趋严，合规产品有望代替非合规产品份额，龙头合规医美器械供应商有望充分受益于需求端反弹和监管趋严带来的竞争格局优化。

表 12：医美板块收入盈利情况

项目	2019	2020	2021	2022	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	35.77%	11.23%	56.78%	22.74%	-19.57%	122.79%	37.96%	23.15%
净利润增速	49.84%	3.84%	43.74%	4.87%	54.06%	187.62%	13.73%	22.34%
毛利率	70.84%	70.73%	69.08%	68.80%	70.84%	70.18%	68.10%	68.36%
净利率	29.19%	27.93%	27.16%	24.20%	19.39%	29.55%	25.54%	25.59%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部（注：因爱美客无 2019Q1 财务数据，2020Q1 营业收入增速及净利润增速剔除爱美客计算）

b、眼科耗材：考虑到业务模块的代表性，我们选取欧普康视、爱博医疗作为眼科耗材细分板块的分析对象。2022 年营业收入增速、净利润增速分别为 21.8%/21.7%；2023Q1 营业收入增速、净利润增速分别为 17.7%/24.4%。板块在受到客观因素及 OK 镜集采政策的影响下仍保持快速增长。展望全年，随着客观因素趋于缓和，眼科手术和视光业务逐步恢复，我们认为板块 2023 年全年业绩快速增长具备高确定性。

表 13：眼科耗材收入、盈利情况

眼科耗材	2019A	2020A	2021A	2022A	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	43.85%	35.82%	51.10%	21.80%	-20.68%	185.25%	35.30%	17.68%
净利润增速	56.74%	49.77%	40.60%	21.67%	-45.48%	425.39%	20.38%	24.36%
毛利率	80.10%	79.82%	78.59%	79.05%	79.14%	79.00%	79.53%	79.90%
净利率	42.82%	47.22%	43.94%	43.90%	26.77%	49.30%	43.86%	46.35%

资料来源：Wind，中信证券研究部

3) 低值耗材板块：疫情相关业务逐步出清，2022 年、23Q1 业绩承压，后续关注常规需求复苏、国际化取得突破的个股性机会。该板块 2022 年收入同比-29.8%、利润同比-82.1%。该板块低值耗材在疫情中大放异彩，2022 年是低值耗材新冠相关业务逐步出清的一年。23Q1 仍然承压，原因在于防控放开后诊疗仍在逐步恢复、国际环境下海外订单有所推迟等因素。展望后市，我们认为该板块存在个股性机会，比如手套行业在年初产品单价跌到低于疫情前水平后，2023 年有望复苏；常规耗材的需求有望跟随国内诊疗量逐季复苏；国际化突破等。

4) 医疗设备板块：防疫放开后，装机加速，23Q1 业绩快速复苏，后续有望保持稳健。该板块收入 2022 年同比 14.1%、利润 2022 年同比+7.5%。医疗设备需求相对刚性，和当期诊疗量关系不大，2022 年底防疫放开后，工程师进院装机顺畅、加速，到装机验收结算有一定时间周期，所以有部分 22Q4 装机的设备在 23Q1 确认收入，所以总体 2022 年

和 23Q1 业绩均较为稳健，复苏较诊疗量更快。现金流方面，在 22Q4 贴息贷款政策支持下，该板块 2022 年和 23Q1 现金流靓丽。我们看到十四五以来，我国的医疗体系建设的指导思想在与时俱进，随着医保统筹范围扩大，各地政府更加重视各地医院硬件建设，医疗设备的医院建设的“卖水人”，该板块在十四五期间都值得重视。随着 23Q1 业绩强势复苏，医疗设备板块后续业绩有望维持稳定。

表 14：医疗器械细分板块主要收入盈利指标

1. 器械上游					
	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	122.9%	33.8%	30.4%	202.0%	-34.8%
净利润增速	913.5%	24.0%	77.0%	86.8%	-95.4%
毛利率	72.5%	65.6%	58.6%	68.3%	57.6%
净利率	26.7%	24.7%	33.4%	34.4%	2.3%
经营性现金流与净利润比值	120.2%	109.1%	108.6%	71.9%	-25.2%
海外收入占比	22.3%	22.3%	19.4%	-	-
2. 高值耗材常规&IVD					
	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	56.4%	35.1%	48.1%	144.5%	-68.2%
净利润增速	144.5%	37.6%	56.1%	227.3%	-85.3%
毛利率	67.8%	65.9%	64.6%	71.7%	61.8%
净利率	29.6%	30.4%	31.7%	46.4%	21.4%
经营性现金流与净利润比值	126.3%	121.2%	237.6%	158.4%	-75.3%
海外收入占比	28.0%	34.0%	34.9%	-	-
3. 低值耗材					
	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	195.6%	-6.5%	-29.8%	-50.5%	-13.9%
净利润增速	739.1%	-20.6%	-82.1%	-90.8%	-52.6%
毛利率	57.4%	50.5%	26.3%	29.4%	25.3%
净利率	33.2%	28.5%	7.1%	7.8%	4.0%
经营性现金流与净利润比值	89.2%	106.9%	76.6%	27.3%	-1256.0%
海外收入占比	69.9%	75.8%	60.7%	-	-
4. 医疗设备					
	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	33.3%	10.0%	14.1%	8.8%	28.9%
净利润增速	68.7%	11.1%	7.5%	-6.9%	42.3%
毛利率	64.6%	65.6%	65.2%	70.4%	62.7%
净利率	22.3%	22.9%	21.6%	21.5%	23.8%
经营性现金流与净利润比值	158.1%	101.3%	112.7%	-1.6%	40.7%
海外收入占比	31.4%	27.5%	27.2%	-	-

资料来源：Wind，中信证券研究部

CRO

CRO 行业过去几年呈现明显的一体化发展趋势（CRO+CDMO），考虑到 CRO 收入占比和业务模块的代表性，我们选取药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、美迪西、药石科技、阳光诺和、百诚医药、诺思格、泓博医药作为 CRO 板块的分析对象。

2022 年营收/利润继续维持高速增长，23Q1 受疫情阶段性影响增速有所放缓——

2022 年 CRO 板块收入整体增速达到 56.22%。22Q4 大部分企业及客户受到疫情影响，增速有所放缓。2022 全年，归母净利润/扣非归母净利润增速分别为 27.36%/65.29%。我们认为，净利润增速低于收入增速主要是因为受到海内外投融资大环境影响，部分公司公允价值变动损益与投资收益相比 2021 年有所波动；而扣非归母净利润增速高于收入增速，则主要得益于美元汇率阶段性走高/经营效率的提升（人均创收/创利持续提升）。2023Q1 虽受到年初疫情影响，CRO 企业及客户整体开工率较低，但依然在 22Q1 的高基数上保持稳健增长，且整体毛利率水平有所提升。

新签/在手订单在高基数上持续增长，常规业务中长期成长性有望持续——整体来看，

尽管全球医疗健康领域投融资额出现波动，但创新的需求依旧，同时大型药企的并购和合作活动非常活跃（根据 Locust Walk 数据，23Q1 医疗业内合作交易成交数达到 61 笔，连续三个季度环比增长，并实现同比增长 27%），预计国内 CXO 公司仍将获益于全球生物医药行业的创新浪潮，以及创新药械和新治疗技术公司临床前/临床阶段的强劲研发需求。从业务数据上来看，CRO 公司新签/在手订单依旧饱满，且在 2021 年（含新冠相关订单）高基数上持续增长：根据各公司公告数据，2022 年度，昭衍新药新签订单 38 亿元，同比增长约 35%，美迪西新签订单 21.67 亿元，同比增长 53.58%，阳光诺和新签订单 11.02 亿元，同比增长 18.62%，百诚医药新签订单 10.07 亿元，同比增长 24.69%；截至 2022 年年末，康龙化成在手订单同比约增长 30%，药明康德在手订单 328.16 亿元（期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入，我们判断同比基数包含大订单影响），同比增长 12.77%（高于其 2023 年全年整体收入增速指引）。

预计投融资环境回暖在即，头部 CRO 企业全球化竞争力将进一步凸显。

我们认为，随着美联储加息周期进入尾声，全球投融资环境转暖在即，目前 CRO 企业需求端或已触及阶段性谷底。同时，后疫情时代下国内 CRO（包括 CDMO）企业，可利用资本市场加速产业链上下游以及全球产业化扩张和整合，一体化平台/全产业链/全球化布局有望得到加强，我们认为，国内 CRO 企业的头部效应和全球化竞争力未来有望进一步显现。

表 15：CRO 板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	30.13%	42.91%	56.22%	65.07%	10.78%
归母净利润增速	75.38%	67.54%	27.36%	12.37%	28.30%
扣非归母净利润增速	33.62%	70.04%	65.29%	78.74%	10.16%
毛利率	40.19%	38.74%	38.59%	37.00%	40.01%
净利率	23.40%	27.43%	22.36%	19.99%	23.15%
扣非净利率	16.33%	19.43%	20.56%	19.87%	19.76%
销售费用率	3.05%	2.69%	1.98%	2.12%	2.11%
管理费用率	11.89%	10.50%	9.16%	8.97%	9.61%
研发费用率	4.35%	4.19%	4.39%	3.76%	4.49%
财务费用率	2.48%	-0.25%	-0.70%	-0.16%	1.05%
应收账款增速	6.89%	30.33%	38.68%	62.34%	21.97%
合同负债增速	169.79%	70.94%	1.73%	77.09%	8.39%
经营现金流/净利润	114.34%	87.25%	110.06%	45.58%	100.44%

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 16: CRO 板块部分代表性公司员工人数及人均产出

项目	员工人数 (人)			人均创收 (万元)			人均创利 (扣非, 万元)		
	2020A	2021A	2022A	2020A	2021A	2022A	2020A	2021A	2022A
药明康德	26411	34912	44361	62.61	65.60	88.71	9.03	11.64	18.62
泰格医药	6032	8326	9233	52.92	62.62	76.74	11.74	14.79	16.67
昭衍新药	1483	2140	2788	72.55	70.87	81.35	19.68	24.78	36.57
药石科技	763	1735	2487	133.97	69.26	64.12	22.75	13.43	10.69
康龙化成	11012	14923	19481	46.62	49.88	52.70	7.27	8.98	7.30

资料来源: Wind, 中信证券研究部

CDMO

我们将药明生物、凯莱英、九洲药业、普洛药业、博腾股份等作为 CDMO 板块的主要分析对象 (由于港股公司未公布单季数据, 单季分析时剔除药明生物)。

受新冠药物商业化订单影响, 2022 年 CDMO 业绩实现增长——营收角度, CDMO 板块 2022 收入增速达到 56.41%, 其中 22Q4/23Q1 单季度增速为 30.25%/21.26%, 增长速度略有放缓, 我们判断主要受到季度间交付节奏以及疫情影响。CDMO 企业盈利能力整体上持续稳步提升: 2022 年毛利率 40.46%, 同比提升 2.13pcts, 净利率 23.97%, 同比提升 2.80pcts, 我们判断这主要和规模效应有关; 2022 年归母净利/扣非归母净利同比增速分别为 77.10%/99.66%, 我们判断这和产能利用率水平提升/规模效应/美元汇率的共同影响有关。从经营性现金流/净利润比值来看, 2022-23Q1 整体现金流情况良好。

合同负债/订单继续快速增长, 后新冠时代常规需求成长性有望持续, 新分子/新兴需求成为新增长点——合同负债 (预收款项) 一部分提示 CDMO 板块的需求, 小分子 CDMO 为主的公司, 2022 年合同负债延续了高增长趋势, 同比增长 63.19%。从订单需求/收入增速来看, 新分子/新兴业务的需求将成为新增长点: 截至 2022 年年末, 药明生物未完成服务订单达到 135.38 亿美元, 同比增长 70.38%, 全年新增 136 个综合项目 (其中双抗/ADC 项目共新增 61 个), 在手项目达到 588 个 (非新冠项目 546 个, 商业化项目 17 个); 2022 年度凯莱英在手项目 399 个 (商业化项目 40 个, 临床 III 期 62 个), 23Q1 小分子业务收入同比增长 (剔除大订单) 45.37%, 新兴业务收入同比增长 72.54%; 2022 年, 博腾股份原料药 CDMO 引入订单新项目 227 个 (不含 J-STAR), 同比增长约 47%, CGT CDMO 业务收入同比增长 443%。

预计 CDMO 将逐步进入产能稳步释放阶段——在需求具备相对高确定性的基础上, CDMO 企业产能先行: 截至 2023Q1, 上述样本 CDMO 企业在建工程达到 33.10 亿元, 同比+12.30%, 增速相比 2022 年有所放缓; 整体固定资产达到 113.49 亿元, 同比增长 35.21%; 而 2023Q1 的资本投入有一定波动, 整体 10.21 亿元, 同比-16.96%。我们判断, 此前投入的在建工程将于今明两年逐步投产, CDMO 企业将逐渐进入产能稳步释放阶段。

地缘政治影响预计逐渐边际缓解, 板块估值有望得到修复。2022 年, CDMO 行业股价频繁受到地缘政治因素影响, 尤其在药明生物被列入美国商务部 UVL 名单后, 进一步引发市场对于中美医药产业链脱钩的担忧。随着药明生物的无锡、上海子公司相继从 UVL

中移除，以及全球大药企和国内头部 CDMO 公司合作的持续性展现。我们认为，CDMO 板块有望在 2023 年迎来价值/估值的修复。

短期来看，我们认为，疫情的恢复并不会改变全球创新药外包行业的本质需求属性（高质量高效率）和整体外包率提升的趋势，同时中国企业在此次新冠订单需求中充分展示出了全球领先的技术和效率优势，抓住机遇窗口，提升了品牌影响力，行业内公司已经确立/逐渐步入国际第一梯队。中长期角度，全球新治疗技术的加速迭代发展趋势下，对于工艺开发和试验设计能力要求的提高，中国 CDMO 行业则有望凭借在全球生物医药创新技术领域早期管线的不断投入和积累，中长期的增长引擎进入由“工程师红利”+“引领创新红利”双核驱动时代。

表 17：CDMO 板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	24.03%	45.31%	56.41%	68.47%	21.26%
归母净利润增速	54.56%	67.09%	77.10%	124.05%	17.18%
扣非归母净利润增速	37.73%	73.16%	99.66%	144.21%	18.59%
毛利率	37.73%	38.33%	40.46%	38.48%	38.87%
净利率	18.41%	21.17%	23.97%	17.78%	17.18%
销售费用率	4.07%	2.65%	2.28%	3.13%	2.69%
管理费用率	8.16%	7.84%	7.33%	7.16%	6.95%
研发费用率	5.55%	5.71%	5.63%	6.34%	7.20%
财务费用率	1.35%	0.22%	-1.37%	1.15%	0.85%
应收票据和账款增速	48.43%	56.31%	21.99%	65.77%	19.08%
存货增速	49.28%	50.63%	25.75%	59.26%	-7.00%
在建工程增速	61.57%	94.91%	26.51%	96.55%	12.30%
固定资产增速	5.69%	20.04%	37.15%	25.08%	35.21%
合同负债增速	/	96.53%	63.19%	6.51%	80.59%
经营现金流/净利润	112.26%	80.87%	119.83%	88.05%	161.34%
经营现金流/扣非归母净利润	140.07%	97.37%	127.97%	91.17%	165.07%
经营现金流/营业收入	20.67%	17.12%	28.72%	15.66%	27.73%
固定资产周转率	2.35	2.79	3.45	0.85	0.76

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 18：CDMO 板块部分代表性公司的 ROIC 和资本投入数据

项目	ROIC (%)			ROE(扣非, 平均, %)			资本投入 (亿元)		
	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1
药明康德	13.01	18.91	4.03	11.45	19.42	3.89	69.36	99.66	12.70
凯莱英	11.19	22.48	3.74	10.05	22.87	3.86	16.60	16.60	3.05
博腾股份	11.33	32.60	3.62	13.64	39.64	4.80	7.77	7.77	3.13
普洛药业	17.90	16.40	3.65	17.63	15.82	4.15	7.02	7.02	1.91
九洲药业	14.00	16.90	3.80	14.97	18.78	4.10	5.80	5.80	2.12

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：A 股公司资本支出取现金流量表“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”

仿制药

自 2018 年国家实施仿制药带量采购以来，截至 2023 年 4 月底，共进行八批次的集采，存量品种影响在逐步出清，增量品种以及创新升级有望给行业内公司带来新一轮成长机遇。我们选取目前收入占比以国内市场仿制药为主的公司作为分析对象，包括信立泰、恩华药业、京新药业、仙琚制药、福元医药、苑东生物、立方制药、福安药业和华纳药厂（国内收入占比均超过 70%）。

2022 年&23Q1：营收端稳健，利润端恢复快速增长——2022 年和 23Q1 仿制药板块营业收入增速分别为 9.22%/9.56%，2022 年在封控导致诊疗量下降的不利因素影响下，营收依然延续了 2021 年 10% 左右的同比增速；23Q1 营收同比增长 9.56%，22Q2 基数较低（疫情影响），并且随着诊疗的复苏，我们预计板块营收端 2023 年全年依然有望实现超过 10% 的正增长。利润端，2022 年/23Q1 的归母净利润增速分别为 48.16%/15.74%，扣非归母净利润增速分别为 44.24%/20.91%；我们判断，随着存量品种的影响逐步出清，集采对仿制药板块公司营收端的负面影响已逐渐减弱，而随着费用率的整体降低（特别是销售费用率），扣非利润端有望延续快速增长势头。

销售费用率下降明显，整体净利率呈上升态势——受集采大幅降价的影响，仿制药板块公司的毛利率近年来呈现波动下降趋势，选取的样本公司整体毛利率从 2020 年的 64.88% 下降至 23Q1 的 60.82%。但板块内公司的整体净利率呈现上升态势，2020 年净利率为 13.24%，23Q1 净利率已经提升至 15.87%。我们判断，带量采购带来销售费用率的大幅下降是行业内公司净利率提升的主要因素：具体来看，板块整体销售费用率从 2022 年的 36.09% 大幅下降至 23Q1 的 30.57%；同时，管理费用和财务费用率略降，研发费用率则略有上升（2022 年增幅更为明显）。我们认为仿制药带量采购的常态化，预计行业内公司的销售费用率有望维持在相对低位水平；而伴随着研发投入强度的提升（研发费用率从 2020 年的 7.22% 上升至 2022 年的 9.10%），增量品种持续获批，产品规模化集群逐步形成，存量品种纳入集采对公司整体业绩的负面影响边际减弱，而行业集中度有望进一步提升；并且依托仿制药经验，向改良型新药和创新药稳健转型升级亦有望提升相关公司估值，板块内公司有望迎来新一轮成长机遇。

表 19：仿制药板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	-10.32%	10.66%	9.22%	10.01%	9.56%
归母净利润增速	-8.21%	-1.86%	48.16%	18.15%	15.74%
扣非归母净利润增速	-13.62%	6.43%	44.24%	15.44%	20.91%
毛利率	64.88%	65.59%	63.62%	64.57%	60.82%
净利率	13.24%	11.75%	15.93%	15.02%	15.87%
扣非净利率	11.07%	10.65%	14.07%	13.59%	15.00%
销售费用率	36.09%	35.53%	32.94%	35.34%	30.57%
管理费用率	5.93%	5.83%	5.57%	5.53%	5.30%
研发费用率	7.22%	7.95%	9.10%	7.72%	7.29%
财务费用率	0.20%	-0.36%	-1.05%	-0.44%	-0.66%
应收账款增速	-19.95%	-0.54%	13.74%	22.51%	8.12%
经营现金流/净利润	169.9%	145.8%	114.4%	88.8%	82.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

原料药和中间体

我国是原料药和中间体生产大国，2020-2022 年受疫情等因素影响，原料药和中间体生产企业成本端上涨明显，随着上述负面因素影响逐渐减弱，原料药和中间体行业有望在 2023 年迎来业绩拐点。我们选取国邦医药、博瑞医药、东亚药业、美诺华、天宇股份、同和药业、共同药业、奥翔药业和海森药业作为分析对象。

多重因素导致 2022 年业绩承压，2023 年有望迎来拐点——2022 年和 23Q1 原料药和中间体板块营业收入增速分别为 19.19%/8.05%，归母净利润增速分别为 10.94%/-6.49%，扣非归母净利润增速分别为 13.68%/-4.75%。2022 年相比 2021 年，原料药和中间体行业营收端已经大幅度改善；但受限於地缘政治、疫情等多重因素，化工原材料和农作物价格维持高位，成本端依然有一定承压，导致 2022 年利润端增速相比收入较慢。2023Q1 行业整体营收增速有所放缓、利润端略降；我们认为主要是国内疫情管控放开，感染高峰的阶段性影响所致；随着上述负面影响逐渐减弱，营收和利润端均有望迎来拐点。

成本端迎来改善趋势，板块有望进入上行周期——2022 年下半年以来，中国化工产品价格指数（CCPI）从高位持续回落，至 2023 年 5 月 5 日，CCPI 降幅已超过 25%（从 2022 年 6 月 10 日的 6243 点降至 2023 年 5 月 5 日的 4537 点，数据来源于 Wind），而原料药和中间体行业上游成本下降传递到公司报表端普遍需要 1-2 个季度。从选取的样本公司毛利率来看，2023Q1，毛利率达到 34.60%，相比于 2022 年的 32.36%提升 2.24 pcts（环比 22Q4 提升 3.74 pcts）。我们预计，随着 CCPI 指数的持续下降，企业成本端的压力将逐渐缓解，原料药和中间体板块公司盈利能力有望迎来上行，加速恢复至疫情前水平。同时，样本公司的存货增速在快速下降，2022 年和 2023Q1 存货增速分别为 18.79%/15.19%，而 2021 年存货增速则高达 39.70%。国内带量采购的实施推动了药品的销量，催生了更多原料药和中间体需求，同时也大幅削弱了原料药企在终端制剂市场营销的劣势；中长期来看，具备全球化规模化竞争力，并向制剂一体化延伸的原料药企有望迎来更大成长空间。

表 20：原料药板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	12.13%	8.69%	19.19%	13.08%	8.05%
归母净利润增速	24.94%	-19.62%	10.94%	14.76%	-6.49%
扣非归母净利润增速	32.80%	-18.98%	13.68%	10.93%	-4.75%
毛利率	40.79%	35.88%	32.36%	36.43%	34.60%
净利率	19.77%	14.62%	13.61%	17.85%	15.45%
销售费用率	1.65%	1.73%	2.05%	1.67%	1.74%
管理费用率	9.22%	10.18%	8.95%	8.36%	8.01%
研发费用率	6.05%	6.91%	6.69%	5.00%	6.01%
财务费用率	1.74%	0.57%	-0.77%	0.64%	0.90%
存货增速	13.30%	39.70%	18.79%	40.38%	15.19%
资本投入增速	23.07%	70.33%	3.39%	-16.46%	0.91%
扣非 ROE	-15.02%	-17.86%	-6.33%	0.37%	-9.09%

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
经营现金流/净利润	102.0%	22.8%	94.2%	-6.0%	26.5%

资料来源：Wind，中信证券研究部

科学服务及生物制药上游供应链

短期业绩受疫情扰动影响，长期国产替代/产业化/国际化空间广阔。我们将东富龙、纳微科技、诺唯赞、义翘神州、皓元医药、泰坦科技、药康生物、楚天科技、昌红科技、毕得医药、百普赛斯、键凯科技、奥浦迈、拱东医疗、阿拉丁、优宁维、南模生物、莱伯泰科、洁特生物、新芝生物、海能技术等作为科学服务及生物制药上游供应链板块统计和分析对象。

回顾 2022 年业绩，考虑到部分板块如生物制药设备、IVD 检测试剂原材料等受益于新冠疫情 2021 年基数较高，科学服务及生物制药上游供应链板块 2022 年收入同比增速为 24.81%，而 2022 年净利润、扣非归母净利润同比增速分别为-7.99%/-8.58%，整体利润端增速慢于收入，我们认为主要系受到 2022 年 3 月份以来疫情管控等因素的影响，同时叠加疫情相关高毛利产品的收入占比有所下滑——2022 年板块毛利率 45.24%，同比下降 3.90pcts，净利润率 15.94%，同比下降 5.69pcts。此外，同样因为上述疫情相关因素，部分公司 2022 年实际达成收入与公司 2022 年初预期目标存在差距，但由于费用投入相对刚性（考虑到该板块内众多公司多是近 1-2 年内 IPO 新上市或（拟）进行了新的融资，在大量募集资金下产能和人员投入增长较为明显），因此营收增速不及预期，对净利润的边际影响较大。2022 年，板块的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 9.54%/8.45%/8.68%/-1.02%，分别同比变化+0.40/+0.53/+0.91/-1.09pcts（累计同比变化+0.75 pct）。而 23Q1 季度基本延续 2022 年趋势，尤其是 2023 年 1 月份受到疫情及春节放假的影响，2023Q1 收入同比增速-4.41%，净利润、扣非归母净利润同比增速分别为-50.53%/-25.02%（只有少数公司利润率同比实现提升，比如泰坦科技、毕得医药等）；23Q1 板块的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 9.90%/10.07%/9.96%/-0.02%，分别同比变化+1.61/+2.41/+2.39/+0.20pcts（累计同比变化+6.61pcts）。

短期来看，随着 2022 年末疫情管控的放开，虽然 23Q1 季度尤其是 1 月份仍受到一定程度疫情及春节放假的影响，整个板块 23Q1 业绩仍有一定压力，但展望 2023 年，我们认为全国科研活动的恢复及研发需求复苏的确定性较强，季度间有望呈现环比加速态势（我们判断整个板块 2023 年 2、3 月份整体已恢复快速增长态势，以泰坦科技为例，根据公告信息，“公司 2023 年 3 月开始逐渐恢复，单月销售收入同比增长超过 45%”），尤其是国家政策端近年来持续鼓励科研创新，加强基础研究建设，研发经费投入稳健增长——根据国家统计局数据，2022 年我国研发经费投入达 30870 亿元，首次突破 3 万亿元大关，比 2021 年增长 10.4%，自“十三五”以来已连续 7 年保持两位数增长，按不变价计算，研发经费增长 8.0%。因此，我们看好 2023 年科研和研发刚性需求恢复趋势下，国产企业的发展机会。

中长期来看，我们认为突破上游领域“卡脖子”核心技术，实现供应链自主可控是长期大势所趋。一方面，近年来中美贸易摩擦频繁，从国家到地方层面逐渐认识到上游供应链稳定性、安全性对新兴产业可持续稳定发展的重要性，新冠疫情的爆发导致海外供应商

的生产和运输受到严重影响，则进一步促进了国产化需求的加速。另一方面，一致性评价、带量采购、医保谈判等政策倒逼企业转型升级、控费降本，而国内企业较海外品牌商具备较为明显的性价比优势，也将中长期进一步促进上游供应链国产化。再者，越来越多的上游企业凭借产品/服务的综合优势，加速自身的国际化进展（体现为海外地区客户收入的持续高速增长，比如药康生物、毕得医药、百普赛斯等），叠加下游部分国内生物医药企业高质量产品（创新药/生物类似物/高壁垒仿制药等）的商业化/国际化进程，也给上游合作伙伴带来的潜在放量契机。

综上，我们认为，科学服务和生物医药上游供应链领域是未来 3-5 年整体生物医药行业确定性最强的赛道之一，2023 年有望迎来后新冠时代的拐点，在资本市场助力下，孵育一批优质企业，市场/市值空间广阔。

表 21：科学服务板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	65.92%	35.57%	24.81%	29.81%	-4.41%
归母净利润增速	301.75%	21.60%	-7.99%	9.15%	-50.53%
扣非归母净利润增速	316.11%	16.25%	-8.58%	-2.86%	-25.02%
毛利率	51.73%	49.14%	45.24%	49.20%	43.45%
净利率	24.11%	21.63%	15.94%	22.74%	11.77%
销售费用率	8.53%	9.15%	9.54%	8.29%	9.90%
管理费用率	7.36%	7.92%	8.45%	7.66%	10.07%
研发费用率	6.42%	7.77%	8.68%	7.57%	9.96%
财务费用率	0.78%	0.08%	-1.02%	-0.22%	-0.02%
应收账款增速	26.35%	26.63%	49.70%	38.62%	28.72%
经营现金流/营业收入	31.25%	24.19%	7.76%	-15.02%	-12.20%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：考虑到毕得医药、奥浦迈、海能技术、新芝生物未披露 2022Q1 扣非归母净利润、应收账款等财务指标，考虑到口径的差异，因此计算该财务指标 2022Q1、2023Q1 增速时将上述公司剔除

表 22：23Q1 科学服务板块部分公司主要财务指标

主要企业	营业收入增速	净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	毛利率同比变化(pcts)	净利率	净利率同比变化(pcts)
东富龙	14.99%	9.26%	13.85%	38.45%	-1.83	17.10%	-0.79
纳微科技	-6.21%	-79.71%	-89.35%	80.46%	-3.27	6.69%	-37.21
诺唯赞	-69.02%	-111.74%	-118.21%	68.67%	-6.10	-16.95%	-61.18
义翘神州	-10.67%	-26.74%	-46.73%	85.96%	-3.89	53.28%	-11.69
皓元医药	39.46%	-25.83%	-28.64%	50.33%	-7.15	11.01%	-9.58
泰坦科技	12.68%	29.17%	39.49%	22.61%	+2.47	4.00%	+0.47
药康生物	20.82%	2.39%	2.35%	69.30%	-7.40	22.13%	-3.98
楚天科技	13.49%	3.86%	3.67%	34.72%	-1.26	8.66%	-0.55
昌红科技	-2.87%	-29.77%	-21.68%	30.00%	-0.80	10.26%	-5.90
毕得医药	42.58%	45.22%	54.64%	43.58%	-4.28	14.63%	+0.27
百普赛斯	19.79%	-15.80%	-17.63%	91.05%	-4.43	31.36%	-15.39
键凯科技	-7.95%	-10.04%	0.73%	85.49%	-0.88	50.72%	-1.18
奥浦迈	-6.53%	-4.26%	-11.50%	65.44%	+0.99	35.43%	+0.66
拱东医疗	-34.96%	-69.58%	-74.75%	34.86%	-10.19	12.78%	-14.55
阿拉丁	-5.93%	-44.38%	-38.88%	61.51%	-0.56	19.93%	-13.80
优宁维	13.48%	-17.51%	-49.75%	21.99%	-0.47	6.54%	-2.46
南模生物	20.08%	-202.22%	-302.52%	40.26%	-9.63	-16.30%	-35.45
莱伯泰科	24.68%	7.99%	5.89%	46.28%	-2.75	13.32%	-2.06
洁特生物	-60.98%	-121.45%	-125.41%	20.89%	-18.02	-11.77%	-33.32

新芝生物	40.88%	122.85%	114.81%	70.05%	+6.60	38.40%	+12.99
海能技术	50.22%	42.10%	45.41%	66.33%	-4.18	-7.23%	+9.28

资料来源：Wind，中信证券研究部

生物疫苗

我们选取智飞生物、康泰生物、康希诺、万泰生物、沃森生物、百克生物、成大生物等上市公司作为生物疫苗板块的统计对象。生物疫苗板块 2022、2023Q1 营业收入增速分别为 19.65%、12.63%，净利润同比增速分别为-23.54%、-5.01%，扣非归母净利润同比增速分别为-24.79%、-6.00%；收入和利润端下降主要系 2022 年新冠接种销售减少的影响。2021 年全年我国（不包括港澳台地区）接种新冠疫苗 28.35 亿剂，2022 年全年我国（不包括港澳台地区）仅接种新冠疫苗 6.34 亿剂，新冠疫苗接种的下降造成利润端承压。扣除新冠影响（去除智飞生物、康希诺、康泰生物），疫苗板块 2022、2023Q1 营业收入同比增速分别为 43.55%、1.37%，净利润同比增速分别为 48.37%、2.25%，扣非归母净利润同比增速分别为 50.88%、-2.95%，2022 年营收和利润均实现较大增长，2023Q1 营收和利润增速下降主要系疫情影响常规疫苗接种所致。

财务指标受新冠疫苗滞后影响。生物疫苗板块 2022 年毛利率 55.66%，同比下降 7.88pcts；净利率 21.97%，同比下降 12.41pcts，盈利能力下降，主要系新冠疫苗 2022 年销售大幅减少，生产车间、产成品、半成品等新冠相关资产折旧或减值对公司财务产生滞后影响。销售费用率 16.57%，同比上升 2.98pcts，主要系 2022 年新冠疫苗销售费用低。管理费用率 2.96%，同比下降 0.24pct，经营效率提升。受 2022 年疫情影响，2022 年应收账款增速 56.94%，高于营收增速 19.65%。经营现金流净额/营业收入有所提高。

品种为王，国产替代加速，多款重磅在研即将进入收获期。1) 疫苗行业是医药行业的一个细分子赛道，其竞争门槛高，产品审批严格，伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；2) 随着《疫苗管理法》落地，行业监管政策进一步完善、疫苗研发和生产制备技术进步以及居民对疫苗需求的提升，疫苗行业将会持续快速增长；3) 多款重磅疫苗国产替代加速，在研产品即将进入收获期，填补国内市场空白。

表 23：生物疫苗板块主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	55.40%	82.77%	19.65%	111.22%	12.63%
净利润增速	74.44%	128.89%	-23.54%	132.76%	-5.01%
扣非归母净利润增速	64.11%	145.41%	-24.79%	171.28%	-6.00%
营业收入增速（扣除新冠）	85.87%	28.13%	43.55%	96.42%	1.37%
净利润增速（扣除新冠）	141.93%	15.45%	48.37%	119.62%	2.25%
扣非归母净利润增速（扣除新冠）	126.49%	23.02%	50.88%	230.08%	-2.95%
毛利率	62.54%	63.54%	55.66%	55.44%	49.56%
净利率	27.45%	34.38%	21.97%	27.43%	23.13%
销售费用率	20.31%	13.60%	16.57%	14.29%	13.43%
管理费用率	4.21%	3.20%	2.96%	2.64%	2.58%
研发费用率	6.64%	6.83%	7.90%	5.33%	5.99%
财务费用率	0.25%	-0.23%	-0.63%	-0.12%	-0.21%
应收账款增速	74.49%	64.91%	56.94%	108.90%	38.00%
经营现金流净额/营业收入	21.24%	29.40%	10.92%	-25.13%	-6.31%

资料来源：Wind，中信证券研究部

中药大健康

我们将中药按照实际控制人分为中药国企和中药非国企，选取中药国企的片仔癀、同仁堂、华润三九、东阿阿胶、太极集团、昆药集团、江中药业，中药非国企的以岭药业、羚锐制药、达仁堂、康缘药业、济川药业、健民集团、寿仙谷等上市公司作为中药大健康板块的统计对象。

营收利润均大幅增长，国企表现亮眼。中药国企板块 2022 年、2023Q1 营业收入同比增速分别为 11.16%、25.64%，净利润同比增速分别为 27.60%、45.10%，扣非归母净利润同比增速分别为 35.88%、38.43%；中药非国企板块 2022 年、2023Q1 营业收入同比增速分别为 18.72%、22.46%，净利润同比增速分别为 38.23%、64.79%，扣非归母净利润同比增速分别为 38.88%、69.54%；营收和利润均实现大幅增长，主要系 2022 年底和 2023 年初对新冠相关 OTC 药需求增加以及中药利好政策逐渐落地。

中药国企盈利能力保持平稳态势，各项财务指标稳健。中药国企板块 2022 年毛利率 50.17%，与 2021 年基本持平；2023Q1 毛利率 51.86%，同比+2.19pcts；2022 年净利率 12.95%，同比上升 1.67pcts；2023Q1 净利率 16.26%，同比+2.18pcts。中药国企板块 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别-0.63pct、-0.63pct、-0.10pct，总体保持稳定。中药国企 2022 年应收账款增速为 24.28%，高于营收增速；经营现金流净额/营业收入有所提升，整体各项财务指标稳健。

中药非国企盈利能力逐步提高，经营质量良好。中药非国企板块 2022 年毛利率 63.28%，与 2021 年基本持平；2023Q1 毛利率 66.40%，同比+3.44pcts；2022 年净利率 16.81%，同比+2.37pcts；2023Q1 净利率 23.05%，同比+5.92pcts，盈利能力逐步提高。中药非国企板块 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别-3.06pcts、-0.34pct、+0.05pct，费用呈现下降趋势。中药非国企 2022 年应收账款增速为 17.62%，低于营收增速；经营现金流净额/营业收入有所提升，经营质量逐渐提高。

表 24：中药大健康板块主要财务指标

项目	中药国企				中药非国企			
	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	12.68%	11.16%	10.94%	25.64%	16.78%	18.72%	-2.14%	22.46%
净利润增速	23.41%	27.60%	18.17%	45.10%	24.26%	38.23%	1.92%	64.79%
扣非归母净利润增速	41.60%	35.88%	27.77%	38.43%	21.45%	38.88%	-1.09%	69.53%
毛利率	50.70%	50.17%	49.67%	51.86%	63.46%	63.28%	62.96%	66.40%
净利率	11.28%	12.95%	14.08%	16.26%	14.43%	16.81%	17.13%	23.05%
销售费用率	26.21%	25.58%	24.36%	24.72%	36.81%	33.75%	35.06%	32.52%
管理费用率	6.77%	6.14%	5.34%	5.21%	4.99%	4.65%	4.38%	4.00%
研发费用率	2.11%	2.01%	1.76%	1.64%	6.18%	6.23%	4.80%	4.52%
财务费用率	0.16%	0.08%	0.04%	-0.13%	-0.37%	-0.37%	-0.31%	-0.48%
应收账款增速	7.83%	24.28%	10.82%	12.78%	8.97%	17.62%	0.47%	-24.76%
经营现金流净额/营业收入	15.81%	25.15%	10.70%	9.18%	15.94%	22.05%	18.17%	16.23%

资料来源：Wind，中信证券研究部

医疗服务

我们将爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、普瑞眼科、锦欣生殖、海吉亚医疗作为板块

统计对象，医疗服务板块 2022 年收入及净利润同比增速分别为 9.53%、-4.65%，收入端和利润端增速同比 2021 年均有明显下滑，主要受 2022 年内多地疫情散发的阶段性冲击影响，且可选消费属性强的医院业务（如屈光、视光等眼科诊疗项目及种植牙、正畸等齿科诊疗项目）影响相对更大。2023Q1 板块营收及扣非净利润同比增速分别达 19.56%/40.12%，随着宏观环境趋好，我们预计 23Q2 起仍有望保持逐季复苏趋势。

医疗服务板块 2022 年毛利率同比下降 1.97pcts 至 41.22%，主要由于医院诊疗受到抑制所致，净利率大幅同比下降 4.71pcts 至 11.38%。各项费用中销售、管理费用率分别同比上升 0.78pct/1.52pcts 至 9.25%/14.70%，后疫情时期盈利能力有望显著恢复。2022 年应收账款增速仍维持 57.68% 的较高水平，然而经营现金流/营业收入仍基本维持稳定，整体各项财务指标稳中向好。

表 25：医疗服务板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	13.32%	28.42%	9.53%	33.79%	19.56%
净利润增速	20.58%	39.63%	-4.65%	35.06%	38.51%
扣非归母净利润增速	41.06%	31.90%	-1.51%	21.64%	40.12%
毛利率	42.70%	43.20%	41.22%	45.06%	46.51%
净利率	15.04%	16.09%	11.38%	15.64%	21.59%
销售费用率	8.13%	8.46%	9.25%	10.58%	9.56%
管理费用率	13.61%	13.18%	14.70%	12.86%	12.79%
研发费用率	0.61%	0.65%	0.82%	1.00%	1.15%
财务费用率	0.87%	1.18%	1.28%	0.97%	0.45%
应收账款增速	2.66%	81.72%	58.20%	12.98%	34.16%
经营现金流/营业收入	23.55%	23.88%	22.07%	21.64%	26.59%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022Q1/2023Q1 数据剔除锦欣生殖、海吉亚医疗，2023Q1 应收账款数据剔除普瑞眼科、华夏眼科、何氏眼科

眼科服务板块：考虑到消费属性医疗服务公司恢复弹性相对更强，我们选取具备较强代表性的眼科赛道中的爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科作为进一步分析对象：

2022 年眼科医疗板块营业收入增速、净利润增速分别为 6.5%/6.6%，受疫情等客观因素影响板块增速较 2021 年有所下滑（2021 年营业收入增速、净利润增速分别为 25.2%/30.8%）；2023Q1 营业收入增速、净利润增速分别为 21.2%/45.4%（均快于医疗服务整体），眼科终端 23Q1 业绩靓丽强势恢复。考虑 23Q1 仍受客观因素影响，我们认为 2023 年全年以眼科服务板块为代表的消费医疗赛道基本面恢复及业绩高速增长值得期待。

表 26：眼科服务收入盈利情况

眼科服务	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	15.76%	25.25%	6.54%	/	21.22%
净利润增速	38.79%	30.76%	6.63%	/	45.41%
毛利率	48.94%	50.27%	49.37%	46.71%	47.31%
净利率	14.61%	15.26%	15.27%	15.45%	18.54%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：华夏眼科 21Q1 数据缺失

医药零售

我们将大参林、益丰药房、一心堂、老百姓四家头部连锁零售企业作为板块统计对象。医药零售板块 2022 年收入及净利润同比增速分别为 26.14%、25.08%，收入端及利润端

同比增速均有显著提升，彰显行业需求韧性及各家上市公司优秀经营管理能力。2023Q1 看，营收及净利润同比增速分别为 24.13%、26.72%，收入及利润端增速同比仍均有明显提升。23Q1 各家上市公司同店销售数据仍维持较高水平，且 2022 年内行业仍受各地防疫政策限制、医保系统切换、保健品医保支付政策调整等阶段性影响，预计 23Q2 起，随着宏观环境趋好、全国集采持续推进以及龙头上市公司门店持续快速扩张，2023 年板块业绩高确定性仍有望持续兑现。

医药零售板块 2022 年毛利率同比小幅下降 0.83pct 至 36.06%，主要由于加盟业务快速拓展、处方外流持续推进、低毛利率的防疫物资销售占比提升等影响；净利率同比小幅提升 0.09pct 至 5.73%，主要由于规模效应逐步凸显；各项费用中销售费用率同比下降 1.66pcts 至 22.87%，主要由于 2022 年门店营销活动仍有一定程度限制。2022 年应收账款同比有 46.95% 的提升，经营现金流/营业收入同比提升 3.24pcts 至 15.80%，整体各项财务指标较为稳健。

医药零售板块 23Q1 逐步改善，2023 年有望持续兑现高确定性恢复。随着客流量恢复和居民用药需求释放，我们预计 2023 年一季度药店板块龙头上市公司同店销售数据仍整体保持 10% 以上的较快同比增长。随着 2023 年全国集采持续推进，“双通道”门店逐步承接外流品种，行业处方药占比有望持续提升，同时防疫精准化趋势下（客流限制逐步消除、四类药销售恢复等）客流有望快速提升（我们预计行业同店销售数据 2023 年全年有望持续改善）。

表 27：医药零售板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	24.83%	14.79%	26.14%	14.96%	24.13%
净利润增速	36.34%	4.58%	25.08%	0.18%	26.72%
扣非归母净利润增速	31.76%	3.75%	30.60%	2.25%	30.87%
毛利率	36.08%	36.90%	36.06%	37.64%	36.08%
净利率	6.43%	5.64%	5.73%	6.60%	6.93%
销售费用率	23.20%	24.53%	22.87%	24.11%	22.50%
管理费用率	4.45%	4.38%	4.58%	4.19%	3.91%
研发费用率	0.01%	0.10%	0.13%	0.08%	0.09%
财务费用率	0.17%	0.91%	0.80%	0.85%	0.55%
应收账款增速	23.68%	46.66%	46.95%	55.93%	3.67%
经营现金流/营业收入	10.52%	12.56%	15.80%	9.86%	15.26%

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 28：各上市公司门店数量情况

主要企业	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林
2023Q1 直营/加盟门店（家）	9344/0	7903/3328	8704/2161	8434/2461
布局省份+直辖市数量（个）	10	20	10	16
2023Q1 净增加直营/加盟门店（家）	138/0	254/194	398/199	396/454

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

定点药店纳入门诊统筹，医药服务供给有望扩大。近期国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，我们判断门诊统筹资质或将成为重要竞争优势，政策利好龙头药店。《通知》明确药房凭处方买医保目录药品可以用统筹医保支付，从而有利于处方药外流；《通知》明确 30 个工作日的结算周期，有利于药店资金回笼。门诊统筹落地将推动参保患者前往具有门诊统筹资质的药店，叠加近期国谈药品目录扩容，处方外流步伐加快，我们判断门诊统筹资质或将成为获客核心竞争力，并有望同步带动店内其他品类销售增长，我们认为具备与属地医保对接优势以及规范管理规范的连锁龙头望

受益明显，行业龙头有望借助政策东风持续内生外延，同时自身精细化运营加持下盈利能力提升值得期待。

医药商业

随着国企改革持续深化，国药控股业务创新转型加速，近年来全国一体化及规模化的服务转型持续推进，未来有望通过扩大分销网络覆盖面持续提升市场渗透率。华润医药凭借优秀的并购整合能力有望通过并购及后续管理整合实现收购标的运营效率提升及业绩增长，不断提升公司竞争力及市占率。我们将上海医药、华润医药、九州通、国药控股作为板块统计对象。医药商业板块 2022 年收入及净利润同比增速分别为 7.53%、6.85%，收入端及利润端增速较为平稳。2023Q1 看，营收及净利润同比增速分别为 15.56%、17.18%，收入及利润端增速同比均有明显提升。2022Q4-2023Q1 板块在疫情管控放开后感冒药等产品需求激增的催化下，稳健兑现业绩，预计 2023 年在疫情管控政策放开、终端客流不断复苏情况下，板块会进入稳步恢复阶段。

板块 2022 年毛利率同比小幅提升 0.07pct 至 11.23%，净利率同比小幅下降 0.01pct 至 2.58%，基本维持平稳；销售/管理/财务费用率分别同比小幅+0.02/-0.14/-0.06pct（2023Q1 板块销售/管理/财务费用率同比持续下降 0.90/0.44/0.21pct），随着规模效应增强有望逐步优化；经营现金流/营业收入同比提升 0.35pct 至 3.41%，整体各项财务指标有望于后疫情时期稳中向好。

表 29：医药商业板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	4.91%	13.80%	8.87%	8.03%	12.05%
净利润增速	25.89%	3.79%	3.84%	-21.36%	15.13%
扣非归母净利润增速	15.49%	-4.23%	15.82%	11.29%	9.57%
毛利率	12.05%	11.16%	11.23%	9.31%	6.87%
净利率	2.82%	2.59%	2.58%	1.99%	1.46%
销售费用率	5.24%	4.88%	4.90%	3.81%	2.91%
管理费用率	2.42%	2.40%	2.26%	1.96%	1.52%
研发费用率	0.25%	0.28%	0.27%	0.32%	0.30%
财务费用率	0.96%	0.84%	0.78%	0.66%	0.45%
应收账款增速	13.00%	12.09%	4.09%	15.30%	10.64%
经营现金流/营业收入	3.30%	3.09%	3.41%		

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022Q1/2023Q1 数据剔除华润医药

血制品

我们将天坛生物、华兰生物、派林生物、卫光生物、博雅生物、上海莱士等作为血制品板块统计对象。

疫情影响下血制品刚性需求属性持续显现。血制品板块 2022 年收入增速为 15.47%。净利润、扣非归母净利润增速分别为 14.96%/12.46%。根据派林生物公司公告，2022 年中国总体采浆量约 10181 吨，较 2021 年增长约 7.8%，采浆量总体受疫情管控影响，增长较为缓慢；而中国实际血浆需求量保守预计超过 14,000 吨，叠加疫情期间静丙等产品需求增加，我们认为国内血制品行业整体短期仍呈供求紧平衡态势。

血制品板块 2023Q1 收入同比增速为 26.19%，我们认为主要系疫情管控放开后血制品尤其是静丙等产品需求迅速增加，以及行业静丙批签发节奏有所加快所致，净利润、扣

非归母净利润同比增速分别为 45.48%/27.60%，利润端快于收入，一方面系 2022 年同期部分标的基数较低，另一方面主要系华兰生物高毛利的流感疫苗业务于 23Q1 季度有所放量。

表 30：2022 年主要血制品企业经营指标概览

主要企业	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物	派林生物	博晖创新
血制品营收(亿元)	42.44	26.79	37.71	13.42	6.54	23.96	5.03
同比增速	3.59%	3.14%	13.28%	8.96%	-26.47%	21.82%	41.94%
血制品成本(亿元)	21.65	12.78	15.70	3.95	4.24	11.47	4.25
血制品毛利(亿元)	20.80	14.01	22.01	9.47	2.30	12.49	0.79
血制品净利润(亿元)	12.05	7.28	14.38	4.98	1.21	5.83	0.96
同比增速	12.73%	-12.61%	20.32%	29.45%	-40.98%	39.96%	-
采浆量(吨)	2035	1120	1400	439	467	880	356
同比增速	12.49%	7.69%	9.38%	4.52%	4.43%	-1.12%	40.40%
吨浆收入(万元/吨)	208.6	239.2	269.3	305.7	140.0	272.2	141.4
吨浆毛利(万元/吨)	102.2	125.1	157.2	215.6	49.3	141.9	22.2
吨浆净利(万元/吨)	59.2	65.0	102.7	113.4	25.9	66.2	27.0
吨浆成本(万元/吨)	106.4	114.1	112.1	90.1	90.7	130.3	119.3
采浆站	102	32	42	14	9	38	14
在营浆站	70	25	41	14	9	28	14
单站采浆能力(吨)	29.07	44.80	34.15	31.36	51.89	31.43	25.43
血制品毛利率	49.00%	52.30%	58.37%	70.53%	35.23%	52.13%	15.67%
同比	+1.55pcts	-2.96pcts	-1.04pcts	+2.76pcts	-4.75pcts	+6.09pcts	-9.42pcts
血制品净利率	28.39%	27.17%	38.15%	37.10%	18.50%	24.32%	19.09%
同比	+2.30pcts	-4.90pcts	+6.37pcts	+5.32pcts	-4.55pcts	+3.15pcts	-

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：华兰生物、上海莱士、派林生物采浆量为预测值；上海莱士血制品收入为自产自销收入（不包括代理收入），净利润为剔除投资收益，公允价值变动损益和资产减值损失及代销产品净利润（假设按照代销净利率 10%）等影响；博晖创新血制品成本我们判断包含疫苗业务，因此其毛利率高于净利率

中长期来看，新冠疫情下血制品战略资源属性进一步凸显，考虑到近年来国家强调生物制品的安全供应，而进口白蛋白常年占据 60%以上的比例（数据来源：PPTA（世界血浆蛋白治疗协会）），我们认为“十四五”期间国家有望加速国内浆站建设，从而缓和中国长久以来血制品资源紧缺并长期依赖进口的局面（如天坛生物浆站数量由 2020 年年末的 58 个增加至 2022 年年末的 102 个，华兰生物由 2020 年年底的 25 个增加至 2022 年年末的 32 个）；并且考虑到全球受新冠疫情导致采浆量受到冲击，血液制品进口供给收缩，给国产替代和海外出口创造了历史机遇（派林生物 2022 年海外销售收入 1.13 亿元，同比增长 534.38%；天坛生物 2022 年海外销售收入 1.14 亿元，同比增长 100.75%），国内血制品企业中长期稳健增长确定性高。

表 31：血制品板块主要财务指标情况

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	11.65%	16.99%	15.47%	28.32%	26.19%
净利润增速	30.22%	0.28%	14.96%	9.49%	45.48%
扣非归母净利润增速	30.74%	1.59%	12.46%	14.48%	27.60%
毛利率	60.26%	54.98%	52.19%	49.86%	48.80%
净利率	30.53%	26.17%	26.05%	27.76%	32.00%
销售费用率	16.50%	13.03%	12.77%	9.35%	7.77%
管理费用率	7.66%	7.41%	6.86%	6.92%	6.72%
研发费用率	3.90%	3.61%	3.53%	3.55%	3.10%

项目	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
财务费用率	-0.46%	-1.05%	-0.82%	-1.24%	-1.17%
应收账款增速	25.36%	24.96%	26.14%	111.15%	89.50%
经营现金流/营业收入	28.35%	31.33%	23.44%	18.05%	45.00%

资料来源：Wind，中信证券研究部

ICL

我们将金域医学、迪安诊断作为板块统计对象。ICL 板块 2022 年收入及净利润增速分别为 168.86%、113.18%，收入端和利润端均大幅激增，主要得益于大规模的新冠检测业务显著贡献短期业绩（我们测算 2022 年常规检测收入在疫情承压下同比约+11%）。2023Q1，ICL 板块的收入及净利润增速分别为-39.95%、-78.34%，业绩下滑主要系新冠检测业务的大幅缩减所致，我们预计剔除新冠业务影响后的板块整体常规 ICL 检测业务增速约为 20%~25%；考虑到 2023 年 1-2 月份的常规检测业务仍受疫情防控政策放开及春节假期的双重影响，我们预计后续随着医疗机构诊疗业务的有序恢复，常规 ICL 业务有望进一步迎来提速增长。

2022 年，ICL 板块毛利率、净利率分别为 39.82%、13.19%，同比-2.85、-2.22 pcts；2023Q1，ICL 板块的毛利率、净利率分别为 35.36%、7.41%，同比-9.79、-13.14 pcts，我们判断利润率水平回落的原因包括：①毛利率：2022 年下降主要系新冠检测价格下降所致；2023Q1 下降主要系新冠业务大幅缩减、相关业务对营业成本的摊薄效应消失导致；②2023Q1 净利率下降除毛利率下降外，也受到公司信用减值损失影响（我们判断系新冠应收账款的账期较长、进而造成的坏账滚动计提相关）；③参考疫情影响前的 2018-2019 年度，公司收入和净利率有季节性差异，Q1 收入为全年最低，净利率较 Q2-Q4 低约 2 pcts。此外，尽管 2023Q1 的 ICL 板块毛利率、净利率同比下滑，但相比疫情前的 2019 年仍分别提升 1.60、1.96pcts，预计 2023 全年利润率水平将进一步提升。

ICL 板块各项费用指标整体控制良好，2022 年销售费用率、管理费用率分别同比-1.89、-1.65 pcts，随着营业收入的大幅增长有所下降；2023Q1 销售费用率、管理费用率分别同比+0.14、-0.26pct，在营业收入下降的同时仍维持稳定水平。2022 年 ICL 板块的应收账款较上年同期大幅增长 130.80%，我们判断主要系公司新冠检测业务大幅增长、而该部分订单的账期较长所致；2023Q1，ICL 板块的应收账款较上年同期增长 14.89%，较 2022 年末环比增长 0.01%，整体维持稳定水平，在有序滚动回款中风险逐步出清。中长期来看，随着院端诊疗持续恢复，常规检测业务稳健增长、高端检验占比持续上升，在社会办医、医联体建设、DRGs、分级诊疗等政策利好的驱动下，ICL 行业的市场空间有望在后疫情时代不断增长。

表 32：ICL 板块主要财务指标情况

	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	37.72%	32.46%	168.86%	229.36%	-39.95%
净利润增速	166.78%	45.54%	113.18%	2062.50%	-78.34%
扣非归母净利润增速	271.95%	49.37%	132.54%	3465.20%	-82.38%
毛利率	42.01%	42.67%	39.82%	45.16%	35.36%
净利率	14.02%	15.41%	13.19%	20.55%	7.41%
销售费用率	10.38%	10.60%	8.71%	9.15%	9.29%
管理费用率	7.37%	8.00%	6.34%	6.53%	6.27%
研发费用率	3.80%	3.78%	3.56%	2.89%	4.34%
财务费用率	1.13%	0.91%	0.80%	0.70%	1.13%
应收账款增速	48.03%	51.51%	130.80%	182.37%	14.89%

	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
经营性现金流/营业收入	16.29%	13.64%	10.05%	-9.94%	-0.17%

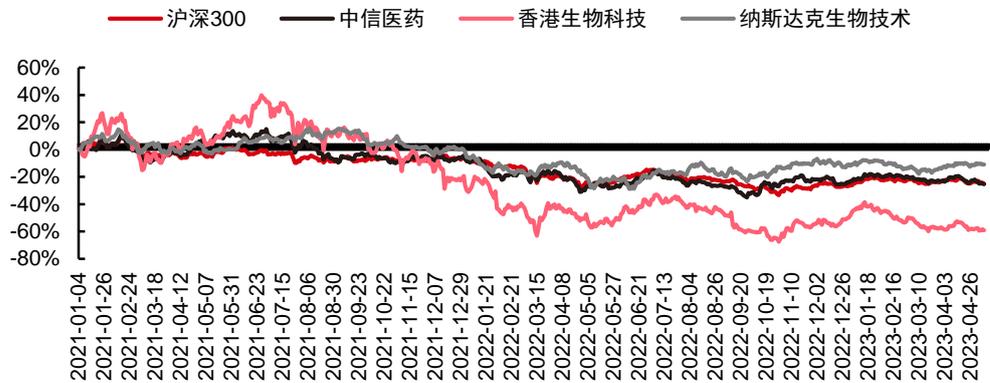
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 创新药篇：研发管线加速兑现，国产新药扬帆起航

板块估值处于底部，长期基本面坚定看好

创新药估值仍处于底部区间，板块基本面坚定向好。2021 年 7 月以来，药品板块估值出现明显下跌，尤其创新药赛道出现较大回落。2022 年 10 月以来创新药板块由于 2022 年医保谈判降价温和的预期股价有所上涨，近期有所回落，目前仍处于底部区间。主要原因包括：①美联储加息的大背景下，全球经济增长走势低迷，保守的投资策略占据市场主流，对于高风险、研发周期长的创新药赛道认可度下降；②疫情封控期间医院诊疗量显著下降，新药临床研究患者入组减缓，产品放量及新药开发速度受到影响；③前期创新药赛道投资火热，板块估值存在一定泡沫，回调符合市场规律；④国内创新药研发同质化竞争激烈，叠加国内药品带量采购及医保谈判压缩创新药利润空间，市场对创新药盈利能力出现担忧；⑤几款创新药出海阶段性受挫，带来市场对于创新药研发的悲观情绪。2023Q1 以来疫后复苏显著，院端药品销售额快速恢复，学术会议及创新突破等催化因素接连落地，板块行情有望实现反弹。考虑到国内药企的综合研发能力、商业化能力均在快速成长，创新研发成果有望在未来 2-3 年内集中涌现，长期来看板块基本面坚定向好。

图 16：2021 年至今药品板块股价走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

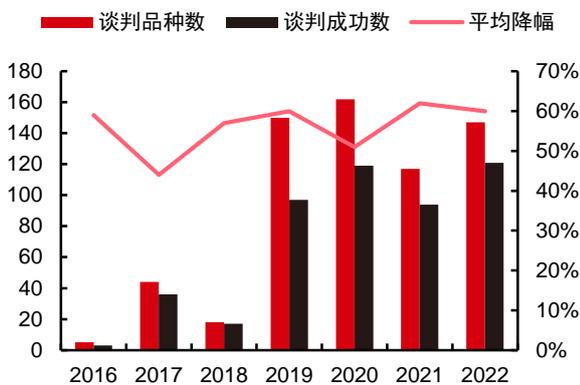
医保和集采常态化，新药审批标准趋严

111 款药品新增进入 2023 年国家医保目录，平均价格降幅为 60%。2022 年国家医保谈判工作于 2023 年 1 月正式完成；根据国家医保局公布数据，本次共计 147 个目录外药品参加谈判和竞价（包含原目录中药品续约谈判），121 个药品谈判或竞价成功，总体成功率为 82.3%，为 2019 年来最高。共有 111 个药品新增进入目录，包括亚盛医药奥雷巴替尼、和黄医药赛沃替尼等重磅国产品种；3 个药品被调出目录，调整后国家医保目录中药品总数为 2967 种。2022 年医保谈判药品价格平均降幅 60.1%，相对 2021 年（61.7%）

小幅下降。艾力斯三代 EGFR-TKI 伏美替尼、贝达药业 ALK-TKI 恩沙替尼新增一线适应症分别降价 18.8%、16.5%，降价幅度温和。新版医保目录于 2023 年 3 月 1 日起正式执行。

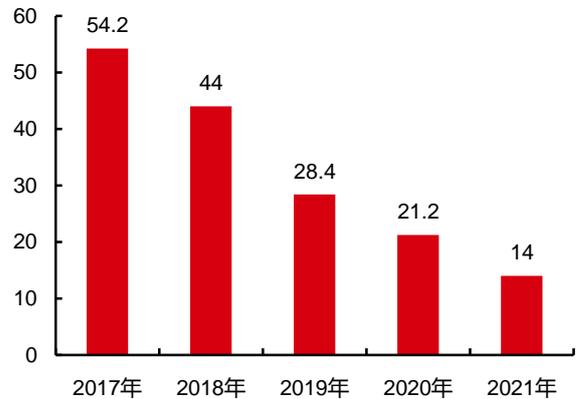
医保目录中新药占比提升，从获批到纳入医保周期大幅缩短。新增进入国家医保目录的 111 种药品中有 105 个是近五年上市新药，其中 23 个药品为 2022 年获批品种，包括石药集团度维利塞、真实生物阿兹夫定等。药品获批上市到进入医保的时间显著缩短，根据国家医保局统计数据，2017 年新药从上市到进入医保要花 4 年至 9 年不等，2019 年缩短至 1 年至 8 年，2020 年进一步压缩至 0.5 年至 5 年，而 2021 年国产重大创新药品的时间间隔平均仅 1 年 2 个月。

图 17：历年医保谈判情况



资料来源：国家医保局，医药魔方，中信证券研究部

图 18：各年医保目录中创新药进入医保周期（月）



资料来源：国家医保局，《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》（中国药学会、中国医疗保险研究会），中信证券研究部

第八批带量采购 39 种药品中标，平均降幅 56%。第八批国家组织药品带量采购在 2023 年 4 月落下帷幕。根据上海阳光采购网公告，正式中选结果共有 39 种药品采购成功，涵盖抗感染、心脑血管疾病、抗过敏、精神疾病等常见病、慢性病用药，首次纳入两个肝素品种。拟中选药品平均降价 56%，相对于第七批集采降幅（48%）有所增加。此次共有 251 家企业的 366 个产品参与投标，最终 174 家企业的 252 个产品获得拟中选资格，包括 5 家跨国药企的 5 个产品，169 家国内药企的 247 个产品，投标企业中选比例约 70%。第八批集采中选结果将于 2023 年 7 月起实施。

表 33：七批国家药品带量采购拟中选品种和价格降幅比较

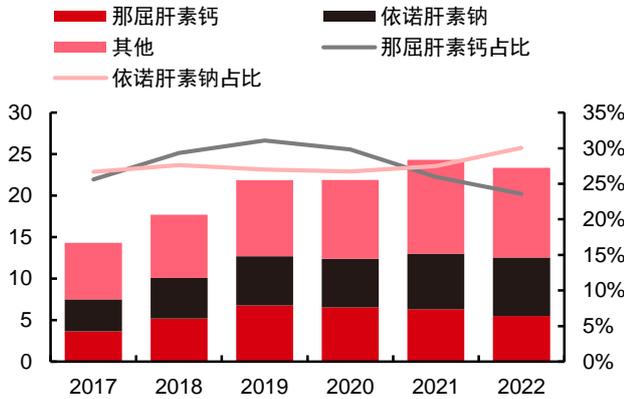
	4+7	4+7 扩围	第二批	第三批	第四批	第五批	胰岛素集采	第七批	第八批
开标时间	2018.12	2019.09	2020.01	2020.08	2021.02	2021.06	2021.11	2022.02	2023.02
中选品种数量	25	25	32	55	45	61	42	60	39
执行范围	4+7 城市	25 个省市	全国						
平均降幅	52%	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%	56%

资料来源：上海阳光医药采购网，中信证券研究部

国内龙头企业为集采主力，肝素大品种原研厂商出局。根据上海阳光采购网公告，在第八批集采中主力军依然为国内头部企业，科伦药业、山东瑞阳、华北制药、复星医药、倍特药业分别有 6-7 种品种中选，为本次集采中标品种数量前五位，跨国大药企历来表现不佳。首次纳入国家集采的那曲肝素注射剂、依诺肝素注射液为肝素大品种。根据 PDB

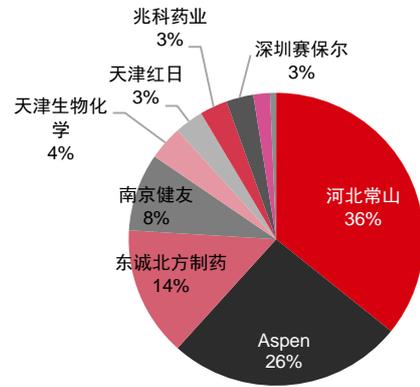
样本医院销售额数据，2022 年那屈肝素钙和依诺肝素钠在国内肝素类产品中市场份额分别为 24%和 30%。此次集采那曲肝素注射剂共有 4 家厂商中标，包括南京健友、东诚北方、兆科药业及常山生化；依诺肝素钠注射液竞争更为激烈，共有 9 家企业中标；两个品种的原研厂商 Aspen 及赛诺菲纷纷出局，有望加速国产替代。

图 19: 国内肝素类产品样本医院销售额 (单位: 亿元)



资料来源: PDB 数据库, 中信证券研究部

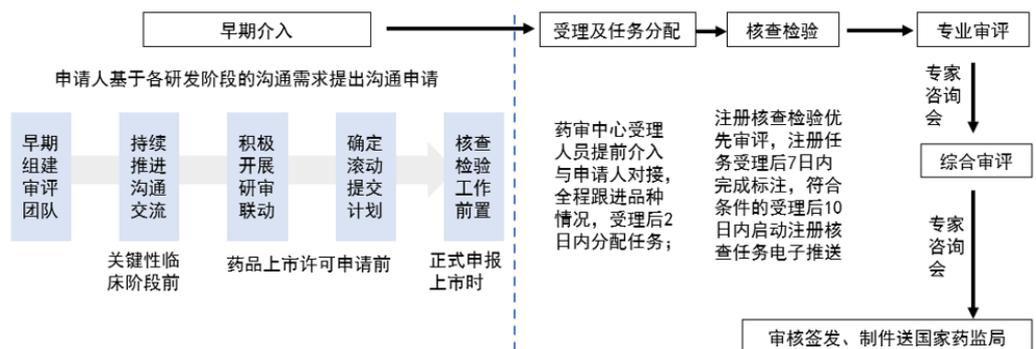
图 20: 2022 年国内那屈肝素钙样本医院销售占比



资料来源: PDB 数据库, 中信证券研究部

创新药上市审评再加速，药审中心提前介入。2020 年，国家药审中心先后发布《药品上市优先审评审批工作程序》及《突破性治疗药物审评工作程序》，对附条件批准和突破性治疗药物等规定了优先申请的申请方式，加速临床急需的药物审批。2023 年 3 月 31 日，国家药监局药品审评中心新发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范(试行)》，将创新药部分审评工作提前，研发药企在探索性临床完成后，具备开展确证性临床条件至批准上市前即可开展沟通交流及审评审批工作，采用“早期介入、研审联动、滚动提交”等策略有望进一步提升新药审批效率，对创新药研发释放利好。

图 21: 药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范流程

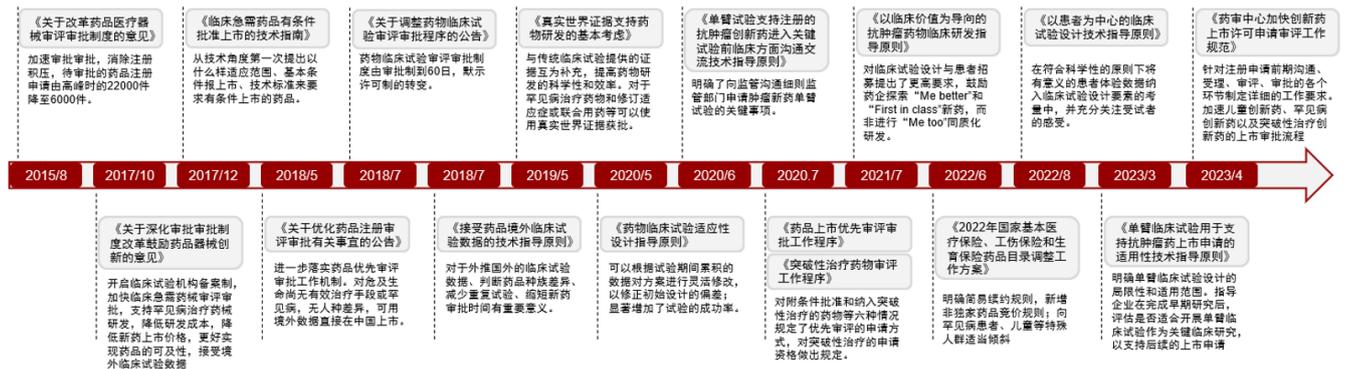


资料来源: 国家药监局药审中心, 中信证券研究部

创新药审批逐渐收紧，提高创新药批准门槛。前几年国内新药审批环境较为宽松，特瑞普利单抗、伏美替尼等国产创新药均通过单臂临床研究获得加速批准，同时也不可避免导致了热门靶点扎堆的低效竞争。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》征求意见稿，要求在抗肿瘤药物研发的关键性临床阶段，应尽量

为受试者提供临床实践中最佳治疗药物作为对照。2023 年 3 月，国家药审中心组织制定了《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》，对于抗肿瘤药物通过单臂临床获得批准的适用情形进一步收紧。政策收紧有望避免扎堆研发造成的资源占用，有利于改善市场目前高度同质化的竞争格局，推动需求侧与供给侧的共同升级，未来唯有优质的创新产品能够在市场上站稳脚跟。

图 22：国内创新药研发及审批相关政策更新

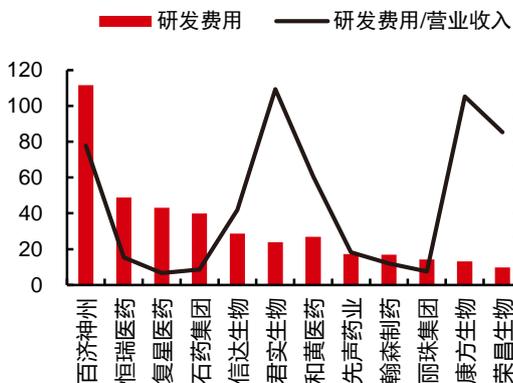


资料来源：中国政府网，NMPA，国家药审中心，中信证券研究部

研发管线加速兑现，国产新药放量显著

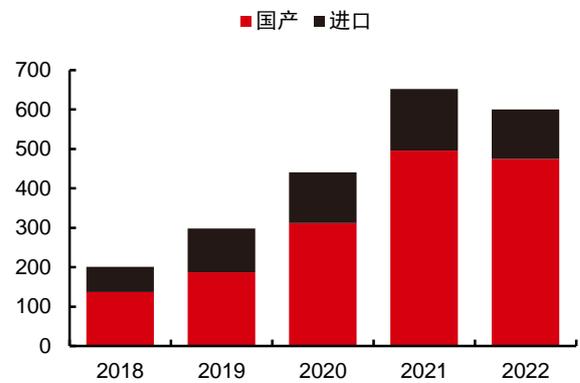
国内药企持续加大研发投入，创新药研发管线快速扩充。集采常态化施行后，在优先审评等一系列国家利好创新药政策的引导下，国内药企纷纷加速创新转型，持续增加创新药的研发投入力度。根据各公司公告，2022 年百济神州、复星医药、石药集团、信达生物、的研发费用分别为 111.52 亿、43.02 亿、39.87 亿元，同比增加 16.9%、12.2%、16.2%、15.9%。国产创新药 IND 申请数量呈现快速增长趋势，根据医药魔方统计数据，2022 年共有 475 项国产创新药在国内提交 IND 申请，同期进口创新药 IND 申请为 125 项，国产创新药研发管线迅速扩充。

图 23：国内药企维持高水平研发投入（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 24：2018-2022 年国产、进口创新药 IND 数量（单位：个）

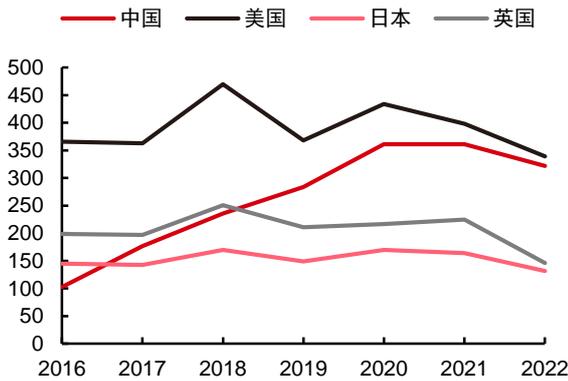


资料来源：医药魔方，中信证券研究部

国内核心临床数量接近美国，国产创新药 NDA 申请数量占比稳步提升。国内开展的

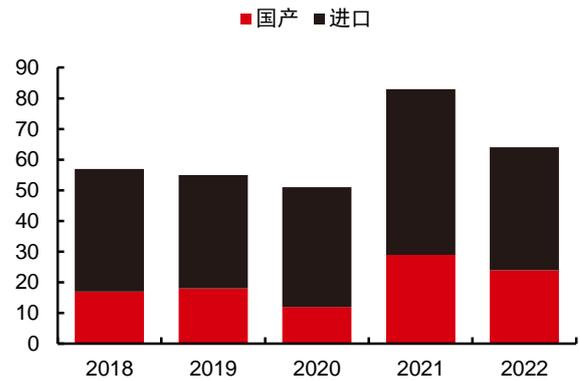
核心临床研究数量也在快速增长。根据医药魔方统计数据，2022 年中国及美国核心临床数量接近，分别为 322、339 项，远超日本和英国；在国内申请 NDA 的创新药中，2022 年共有 24 款国产品种和 40 款进口药物，国产和进口药物的比例从 2018 年的 30% 增长到 2022 年接近 40%，随着核心临床研究的兑现和 IND 产品的持续推进，国产创新药未来有望成为国内市场的主力。

图 25: 各国核心临床开展数量对比 (单位: 项)



资料来源: 医药魔方, 中信证券研究部 注: 核心临床指药物注册所开展的临床试验

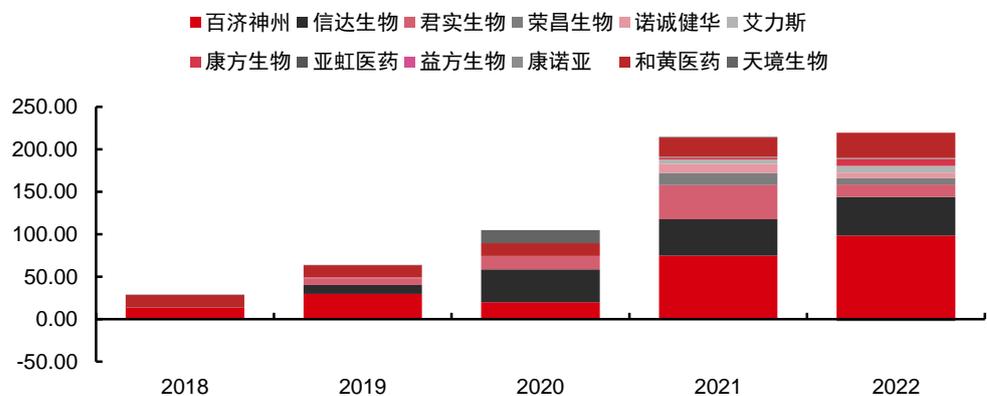
图 26: 国产、进口创新药在国内申请 NDA 数量 (单位: 项)



资料来源: 医药魔方, 中信证券研究部 注: 只包含化药和生物药

Biotech 商业化加速兑现, Pharma 创新转型成效初现。国内 Biotech 企业收入端保持快速增长, 我们将百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、诺诚健华、艾力斯、康方生物、亚虹医药、益方生物、康诺亚、和黄医药和天境生物作为 Biotech 统计对象, 2022 年合计收入同比增速为 -0.59%, **若剔除 BD 授权费用等一次性因素影响, 2022 年 biotech 收入增速为 32.89%, 商业化成果显著。**国内 pharma 也在加快创新转型的步伐, 创新产品/新上市产品收入贡献逐步提升。根据各公司公告, 2022 年恒瑞医药创新药收入占比为 38%, 复星医药新品及次新品收入占比超 30%, 石药集团创新药收入超百亿元, 翰森制药创新药收入占比跃至 53.4% (2021 年为 42.3%), 先声药业创新药收入占比上升至 65.3% (2021 年为 62.4%), 未来 2-3 年内创新药重磅品种的高速放量望带来业绩的爆发性增长。

图 27: 2018-2022 年部分 Biotech 公司营业收入 (含合作收入) 情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

国产创新药放量迅速，创新及差异化打造核心竞争力。在 2022 年疫情封控、板块行情不佳的背景下，国产创新药超预期实现快速放量，我们分析主要有以下几种利好因素：①医保以价换量：诺诚健华的奥布替尼、艾力斯的伏美替尼均纳入国家医保目录，2022 年分别实现 5.66 亿元和 7.90 亿元，同比分别+164%和+233%；②出海业绩斐然：百济神州的泽布替尼 2022 年全球销售额达到 5.65 亿美元（同比+159%），其中海外销售额 3.90 亿美元（同比+237%）；③FIC 产品打开市场需求：康方生物的全球首款 PD-1/CTLA-4 双抗在上市不到半年且未纳入国家医保的情况下，实现了 5.46 亿元收入；④差异化优势实现突破：复宏汉霖斯鲁利单抗上市 9 个月销售收入达到 3.39 亿元，以适应症差异化在 PD-1 红海市场中取得突破。

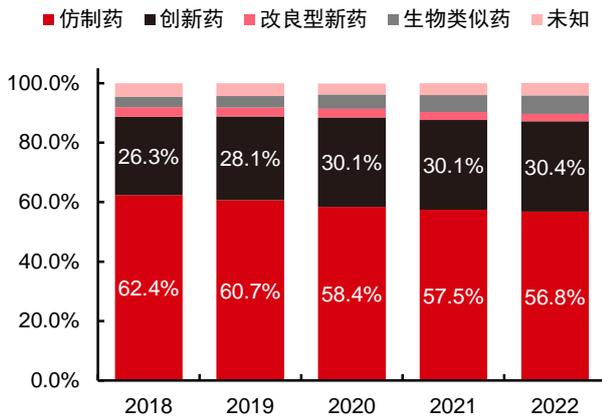
表 34：国产创新药 2022 年实现快速放量

产品	靶点	厂商	2022 年收入	同比增长
泽布替尼	BTK	百济神州	5.65 亿美元	+159%
替雷利珠单抗	PD-1	百济神州	4.23 亿美元	+66%
斯鲁利单抗	PD-1	复宏汉霖	3.39 亿元	/
奥布替尼	BTK	诺诚健华	5.66 亿元	+164%
伏美替尼	EGFR	艾力斯	7.90 亿元	+233%
卡度尼利单抗	PD-1xCTLA-4	康方生物	5.46 亿元	/
派安普利单抗	PD-1	康方生物/正大天晴	5.58 亿元	+164%
泰它西普	BlyS/APRIL	荣昌生物	3.3 亿元	+600%
维迪西妥单抗	HER2	荣昌生物	4 亿元	+376%
索凡替尼	多靶点 VEGFR TKI	和黄医药	0.32 亿美元	+178%
赛沃替尼	MET	和黄医药	0.41 亿美元	+159%
奥雷巴替尼	BCR-ABL	亚盛医药/信达生物	1.82 亿元	/
特瑞普利单抗	PD-1	君实生物	7.36 亿元	+79%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

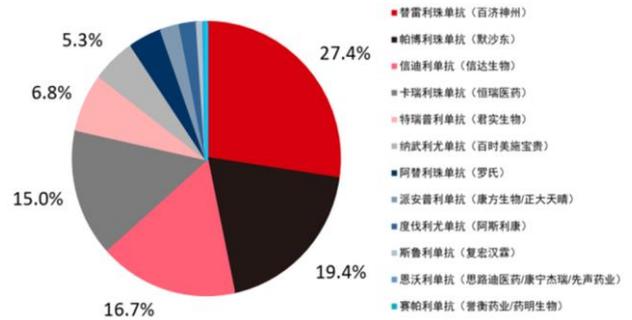
创新药院端销售占比稳步提升，国产 PD1/PD-L1 单抗进口替代加速。从医药魔方统计的院端销售额来看，国内创新药销售收入占比从 2018 年的 26.3%稳步增长至 2022 年的 30.4%，仿制药院端销售占比持续下降，也表现出国内市场创新药势力的不断扩张。国产创新药院端市场份额也在逐步超过同类进口药物，以 PD-1/PD-L1 单抗为例，根据 PDB 数据库统计，2022Q4 国内样本医院 PD-1/PD-L1 单抗总销售额为 5.05 亿元，同比减少 14.8%，主要受到疫情影响。其中市场份额最高的产品分别是百济神州的替雷利珠单抗（27.4%）、默沙东的帕博丽珠单抗（19.4%）、信达生物的信迪利单抗（16.7%）和恒瑞医药的卡瑞利珠单抗（15.0%）。

图 28：2018-2022 年国内药品医院销售额占比



资料来源：医药魔方，中信证券研究部 注：不包括中药，为百张床位以上医院销售数据

图 29：2022Q4 样本医院 PD-1/PD-L1 单抗市场份额



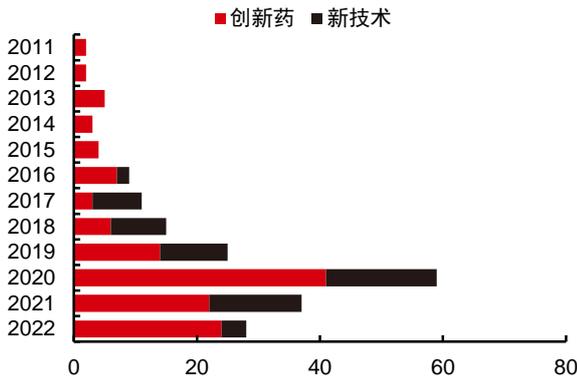
资料来源：PDB 数据库，中信证券研究部

优质资产走向世界，PD-1 海外获批在即

商业化价值天花板打开，国产创新药长期出海逻辑坚挺。全球药品市场空间广阔，国内市场创新药面临医保基金支付压力，而海外患者为满足治疗需求愿意高价为创新药买单，艾伯维的阿达木单抗（Humira）、默沙东的 PD-1 单抗 Keytruda 等创新品种定价较高，在 2022 年全球销售额均超过 200 亿美金。面向全球市场有望最大程度实现商业化潜力，因此开拓海外市场成为国产创新药赢回市场回报的关键途径之一。近年来国产创新药全球竞争力日益凸显，有望登上全球舞台打开商业化价值天花板，典型案例如康方生物自主研发的卡度尼利为全球 First-in-class PD-1×CTLA-4 双抗，百济神州的 BTK 抑制剂泽布替尼在与奥希替尼头对头角逐中展示出 Best-in-class 疗效，市场潜力巨大。

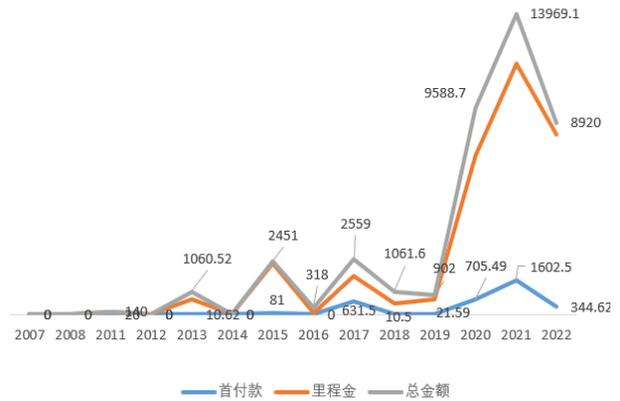
国产创新药及创新技术 license out 常态化，优质资产受到海外广泛认可。随着创新实力和研发水平的不断提升，国产创新药和创新技术紧随泽布替尼开始谋求出海之路。根据医药魔方统计数据，从 2020 年开始中国创新药及创新技术的 license out 交易数量和交易金额开始出现突破性增长，单项交易金额记录也在不断刷新。2021 年，百济神州的 TIGIT 抑制剂 ociperlimab 和荣昌生物的维迪西妥单抗分别以 29 亿美元、26 亿美元的价格出让海外权益，两笔交易规模于当时位列全球创新药合作项前十。

图 30: 中国创新药和创新技术 license out 交易数量



资料来源: 医药魔方, 中信证券研究部 注: 截至 2022 年 9 月

图 31: 中国创新药和创新技术 license out 交易金额统计 (百万美元)



资料来源: 医药魔方 注: 截至 2022 年 9 月

License out 交易金额持续刷新, 国产 ADC、双抗等产品大放异彩。根据研发客统计, 2022 年国产创新药 license out 交易共达成 34 项, 交易总额不断被刷新, 康方生物将 PD-1 × VEGF 双抗 AK112 海外权益授权给 Summit, 总交易金额最高达 50 亿美元, 科伦药业接连与默沙东达成三次授权交易, 7 款临床前 ADC 项目合作总金额高达 94.75 亿美元。根据药研网统计数据, 2023 年 Q1 国产创新药海外授权 license out 交易已有 11 项, 其中已披露的 9 项交易总额超 80 亿美元。国内药企继续在 ADC、双抗等赛道上大放异彩, 2023Q1 映恩生物 2 款 ADC 授予 BioNTech, 获得 1.7 亿美元首付款, 2022 年石药集团接连将 Nectin-4 ADC、Claudin 18.2 两款 ADC 产品 License out 给美国 Elevation、Corbus 公司。

表 35: 2022 年授权出海交易总金额前八项

许可方	受让方	产品或平台	研发阶段 (交易时)	授权区域	预付款 (亿美元)	里程碑金 (亿美元)	交易总金额 (亿美元)
科伦博泰	默沙东	7 种不同在研临床前 ADC 候选药物项目	临床前	全球	1.75	93	94.75
康方生物	Summit	Ivonescimab PD-1xVEGF 双抗	NDA	美国、加拿大、欧洲和日本	5	45	50
天演药业	赛诺菲	安全抗体 SAFEbody 技术平台	药物发现	全球	0.175	25	25.175
科伦博泰	默沙东	SKB264 Trop-2 ADC	III 期	中国(包括中国大陆、香港、澳门和台湾)以外区域	0.47	13.63	14.1
英矽智能	赛诺菲	不超过 6 个创新靶点的候选药物	药物发现	全球	0.215	12	12.215
礼新医药	Turning Point	LM-302 Claudin 18.2 ADC	I 期	全球除大中华区与韩国以外国家及地区	0.25	10	10.25
科伦博泰	默沙东	一款实体瘤治疗 ADC	临床前	全球	0.35	9.01	9.36
济民可信	基因泰克	JMKX002992 AR 降解剂	临床前	全球	0.6	5.9	6.5

资料来源: 研发客, 中信证券研究部

首批 PD-1 出海在即, 君实、百济即将迎来 FDA 现场核查。国产 PD-1 替雷利珠单抗、特瑞普利单抗在 2021 年分别将海外权益授权给诺华和 Coherus, 目前在美国的监管申请均处于审评阶段, 由于国内防疫限制现场核查工作遭受延期。2023 年国内疫情防控放开后, 我们预计 FDA 团队将在 5 月份来华对生产设施进行检查, 君实生物合作伙伴 Coherus 特瑞普利单抗我们预计有望于 2023Q3 在美国获批, 首批国产 PD-1 出海在即。此外近期复星医药已经在欧洲提交斯鲁利单抗的上市申请, 和黄医药在 2023 年 3 月完成向 FDA 滚动提交呋喹替尼上市申请, 海外监管进展值得关注。

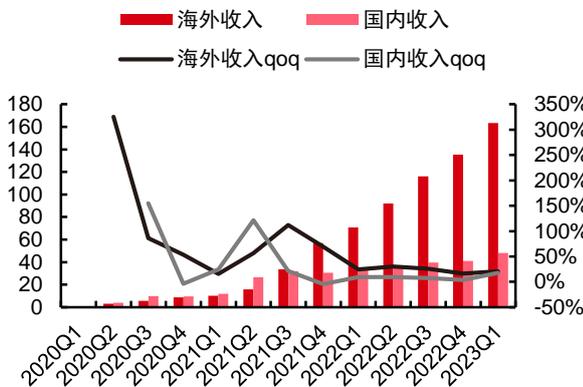
表 36: 已经在海外申报上市的国产创新药海外监管进度值得关注

申请时间	原研企业	海外合作方	药物	靶点/类型	国内状态	海外状态
2023.03	和黄医药	礼来	呋喹替尼	VEGFR 抑制剂	已上市	申报上市 (美)
2023.03	复星医药	-	斯鲁利单抗	PD-1 单抗	已上市	申报上市 (欧)
2022.06	豪森药业	EQRx	阿美替尼	EGFR 抑制剂	已上市	申报上市 (欧、英)
2021.09	百济神州	诺华	替雷利珠单抗	PD-1 单抗	已上市	申报上市 (美、欧)
2021.05	康方生物/ 正大天晴	Specialised Therapeutics	派安普利单抗	PD-1 单抗	已上市	申报上市 (美)
2021.03	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1 单抗	已上市	申报上市 (美、欧、英)

资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

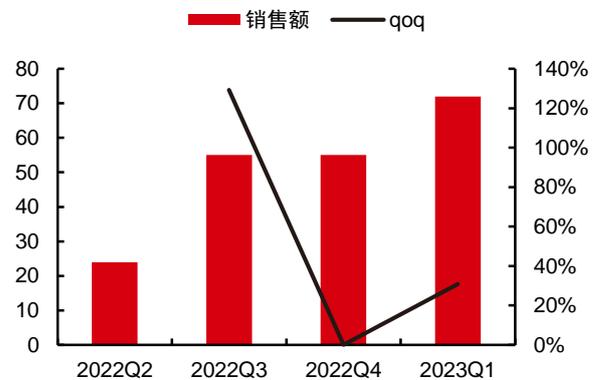
国产创新药海外实现快速放量, 市场潜力不容小觑。近年来泽布替尼、西达基奥仑赛、西达本胺等国产创新药已经陆续成功在海外上市, 百济神州的 BTK 抑制剂泽布替尼于 2019 年在美国上市, 是首个在美上市的国产创新药。根据百济神州公告, 2022 年泽布替尼实现全球销售额 5.65 亿美元, 同比+159.0%, 主要得益于全球多市场、多适应症的同时发力; 其中美国销售额为 3.90 亿美元, 同比增长 236.8%; 泽布替尼在全球 III 期临床终头对头击败伊布替尼, 证实其 best-in-class 实力之后成为抗癌药重磅炸弹指日可待。传奇生物 BCMA CAR-T 疗法西达基奥仑赛于 2017 年将海外权益授予杨森, 2022 年西达基奥仑赛相继在美、欧、日获批上市, 在国内的上市申请被纳入优先审评审批程序。根据金斯瑞生物公告, 西达基奥仑赛在 2022 年上市首年全球累计销售额共 1.34 亿美元, 2023Q1 销售额约 7200 万美元, 凭借突出的临床疗效未来持续放量潜力巨大。

图 32: 泽布替尼海内外市场销售额 (单位: 百万美元)



资料来源: 百济神州公司公告, 中信证券研究部

图 33: 西达基奥仑赛 2022 年全球销售额 (单位: 百万美元)

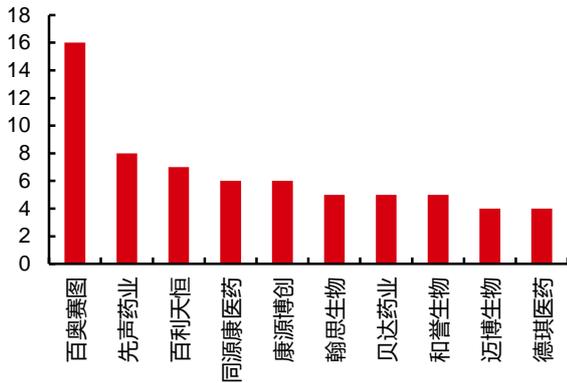


资料来源: 金斯瑞生物公司公告, 中信证券研究部

板块催化因素众多, 难治领域接连突破

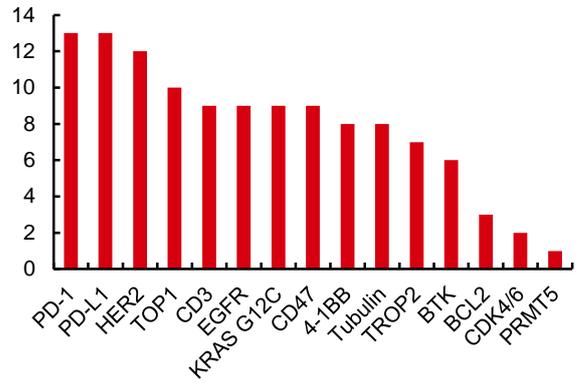
学术会议披露重磅数据, 有助于推动创新药板块行情上涨。在 2023 年 4 月份刚刚举办的美国癌症研究协会年会 (AACR) 上, 据 Insight 数据库统计共有 98 家中国企业发表摘要披露肿瘤项目进展, 相较于 2021 年明显增多。国内药企在 2023 年 AACR 会议中发布多项重磅数据, 主要集中在 PD-1/PD-L1、HER2 等热门靶点, 恒瑞医药 HER2 ADC 在研产品 SHR-A1811 展示出相对于 DS-8201 更优的安全性和有效性, 信迪利单抗两项 III 期临床研究随访数据刷新了中国胃癌、食管癌一线治疗的生存记录, 提振市场信心。2023 年美国临床肿瘤学会年会 (ASCO) 年会将于 6 月 2 日-6 月 6 日举办, 届时将有更多重磅研究进展值得期待, 有望成为创新药行情的下一轮催化。

图 34: 2023AACR 会议上批露摘要数量较多的国内药企 (单位: 项)



资料来源: Insight 数据库, 中信证券研究部

图 35: 2023AACR 会议中国内项目热门靶点统计 (项)



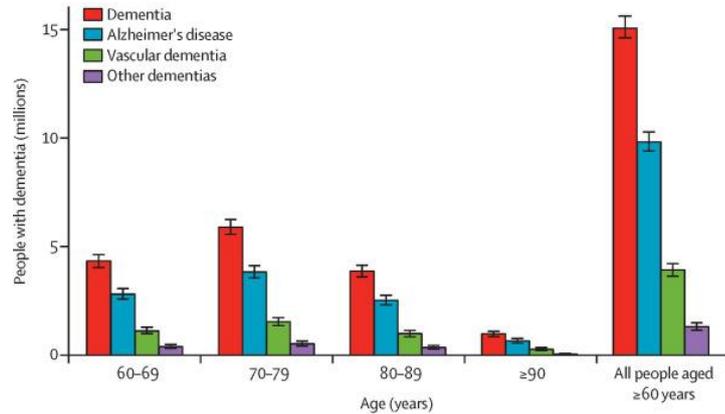
资料来源: Insight 数据库, 中信证券研究部

难治领域接连取得突破, 市场乐观情绪重新被点燃。与此同时, 全球创新药研发在阿尔兹海默症 (AD)、非酒精性脂肪肝 (NASH)、乙肝功能性治愈等一直被认为“难治性”疾病领域接连取得重大进展, 点燃市场对于创新药行业的乐观情绪。国内企业紧跟研发潮流, 在上述热门赛道上均有广泛布局, 且研发进展靠前, 有望在板块 β 行情中获益。国产创新技术持续蓄力, 也在不断突破研发难点, 2023 年 3 月石药集团新冠 mRNA 疫苗 SYS6006 在中国获纳入紧急使用, 成为国内首款获批的 mRNA 疫苗, 也代表了国内药企在 mRNA 技术平台上取得的巨大突破, 我们对于国产创新药未来发展潜力信心十足。

- **礼来 AD 新药实现突破:** AD 是老年人常见的神经退行性疾病, 一直被认为难以攻克, 存在大量未满足的临床需求。2023 年 5 月礼来宣布其 A β 单抗 Donanemab 治疗早期 AD 的 III 期临床研究达到主要终点, 与安慰剂相比, Donanemab 将患者临床衰退速度减缓 35%, 将进展到 AD 下一阶段的风险降低 39%, 47% 患者接受治疗后 1 年内疾病未出现进展, 为迄今 AD 治疗领域最好的 III 期数据。礼来公告将在 2023Q2 向 FDA 递交上市申请, Donanemab 有望成为继 Leqembi 后的 AD 重磅新药。

根据 2020 年 12 月发表于《柳叶刀》的《Prevalence, risk factors, and management of dementia and mild cognitive impairment in adults aged 60 years or older in China: a cross-sectional study》(Longfei Jia, Yifeng Du, Lan Chu 等) 研究统计, 2020 年国内 AD 患者约 983 万人, 国内目前尚无 A β 靶点新药获批, 在研新药管线丰富。根据 Insight 数据库, 恒瑞医药自主开发的 A β 抗体 SHR-1707 正在进行 Ib 期临床; 先声药业口服小分子 SIM0408 针对 A β 上游的谷氨酰胺环化酶 (QPCT), 目前处于临床 II 期阶段; 东诚药业的 Tau 蛋白正电子影像示踪剂 18F-APN-1607 通过 PET 扫描能够实现 AD 诊断, 有望在 2023 年底完成 III 期临床。

图 36：2020 年国内约有 983 万 AD 患者

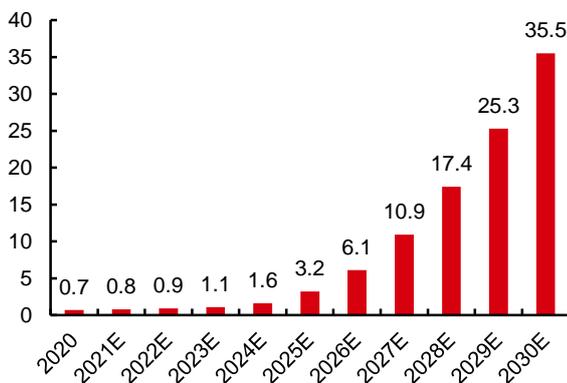


资料来源：Prevalence, risk factors, and management of dementia and mild cognitive impairment in adults aged 60 years or older in China: a cross-sectional study (Longfei Jia, et al., DOI:https://doi.org/10.1016/S2468-2667(20)30185-7)

- **全球首款 NASH 新药即将面市**: NASH 全球患病率超过 5%，疾病进展成肝硬化、肝细胞癌等严重肝病风险较高，传统治疗方式治标不治本，缺乏有效抑制肝纤维化的干预手段。2023 年 4 月，Madrigal 的 NASH 新药 Resmetirom 获得 FDA 授予的突破性疗法认定，Resmetirom 在 III 期临床 MAESTRO-NASH 研究中将患者 NAS 降低超过 2 分、改善纤维化至少一个阶段的比例均显著超过安慰剂组，同时达到两个临床终点，是首个获得 III 期临床成功的 NASH 新药。Madrigal 公告显示公司预计将于 2023Q2 向 FDA 提交上市申请寻求加速批准。

国内多家药企深耕 NASH 领域，歌礼制药广泛布局 FXR、FASN、THR-β 靶点单药和复方制剂，东阳光、石药集团瞄准 FXR 靶点开发 NASH 新药，众生药业的两款临床阶段 NASH 产品分别靶向 PPAR 和 PDE，微芯生物也在探索糖尿病药物西格列他钠治疗 NASH 的潜力，有望开拓国内百亿 NASH 蓝海市场。

图 37：中国非酒精性脂肪肝相关药物市场规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自派格生物招股书，含预测），中信证券研究部

图 38：Resmetirom 三期临床数据优异

Primary Endpoint	Resmetirom 80 mg (n=316)	p-value	Resmetirom 100 mg (n=321)	p-value	Placebo (n=318)
NASH resolution (ballooning 0, inflammation 0,1) with ≥2-point reduction in NAS and no worsening of fibrosis	26%	<0.0001	30%	<0.0001	10%
≥1-stage improvement in fibrosis with no worsening of NAS	24%	0.0002	26%	<0.0001	14%
Key Secondary Endpoint					
LDL-C lowering (24 weeks)	-12%	<0.0001	-16%	<0.0001	1%

AE Term	Resmetirom 80 mg (n=316)	Resmetirom 100 mg (n=321)	Placebo (n=318)
SAEs	11.8%	12.7%	12.1%
Study discontinuation for AEs	2.8%	7.7%	3.7%
Diarrhea	28%	34%	16%
Nausea	22%	19%	13%

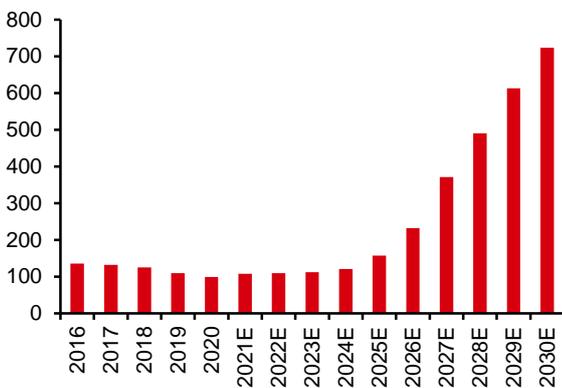
资料来源：Madrigal 公司官网

- **乙肝功能性治愈曙光初现**: 慢性乙肝仍然是全球面临的重大公共卫生问题，世界

世界卫生组织（WHO）数据显示，全球约有 2.4 亿慢性 HBV 感染者，病毒难以完全清除，终末期肝病发病率和病死率较高，现有的乙肝治疗药物无法在有限疗程内达到“根治”的目的。GSK 与 Ionis 合作开发的一款反义核酸（ASO）分子 Bepirovirsen 在 IIb 期临床中单药治疗 24 周后引起 9% 患者功能性治愈，GSK 公告称将启动两项 III 期临床；强生与 Arrowhead 合作开发的小干扰 RNA（siRNA）疗法 JNJ-3989 联合核苷酸类似物（NAs）治疗引起 19% 患者达到 NAs 药物停药标准，具有乙肝功能性治愈潜力。

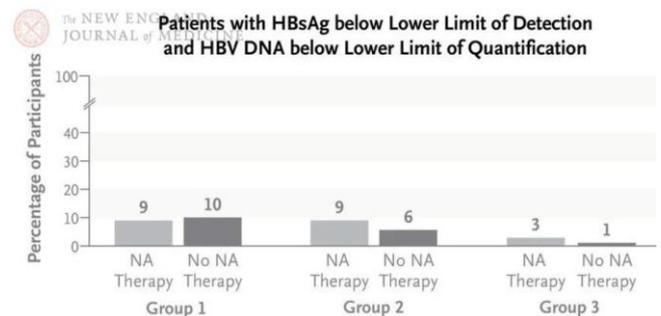
国内药企针对乙肝治疗积极布局，腾盛博药引进三款不同机制的抗乙肝候选药物，积极探索单药及联合疗法用于乙肝功能性治愈的潜力；舒泰神、瑞博生物和星曜坤泽各自研发的抗乙肝 siRNA 疗法已经进入临床阶段；特宝生物、歌礼制药和广生堂等国内药企也针对乙肝治疗开发了多种作用机制的产品，未来市场空间广阔。

图 39：中国乙肝治疗药物市场（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自新通药物招股书，含预测），中信证券研究部

图 40：9%-10% 的乙肝患者接受 bepirovirsen 治疗后功能性治愈



资料来源：Efficacy and Safety of Bepirovirsen in Chronic Hepatitis B Infection (Man-Fung Yuen, et al., DOI: 10.1056/NEJMoa2210027), NEJM 医学前沿微信公众号

重点推荐：致力于抗肿瘤药、手术用药、心血管药等多个领域创新发展，研发创新能力比肩国外一线药企的医药健康企业**恒瑞医药**；在具有重大未满足临床需求的治疗领域建立领先地位，以研发创新为驱动的制药公司**翰森制药**；以药品研发制造为核心，同时在医疗服务、医学诊断和医疗器械等领域拥有领先市场地位的**复星医药**；产品管线储备丰富，拥有多个国内畅销创新药产品的国内领先综合药企**石药集团**；国内传统制剂公司向创新药和高端制剂药企成功转型的典范**丽珠集团**；以强大研发能力和创新能力著称，致力于新型分子靶向药与肿瘤免疫药研发领域的全球性生物制药公司**百济神州**；自主研发和国际化领先的国内 Biotech 龙头**君实生物**；具备成熟销售团队，研发和临床推进高效的创新型药物研发企业**信达生物**；聚焦差异化创新，转型步伐持续提速的制药龙头**先声药业**；国内 ADC 和融合蛋白创新药赛道的领跑者**荣昌生物**；聚焦全球首创及全球最优疗法，国内双抗赛道的龙头**康方生物**；小分子抗肿瘤药物开发领军企业和**和黄医药**；快速成长的肿瘤和自免创新药企**诺诚健华**；国内肺癌领域小分子创新药龙头**艾力斯**；成长空间充足，竞争格局良好的中枢神经领域龙头**恩华药业**；加快创新转型步伐的儿童药领军企业**一品红**。

图 41：创新药领域重点公司及投资亮点

重点公司	投资亮点
恒瑞医药	致力于抗肿瘤药、手术用药、心血管药等多个领域创新发展，研发创新能力比肩国家一线药企的医药健康企业
翰森制药	在具有重大未满足临床需求的治疗领域已建立领先地位，以研发创新为驱动的制药公司
复星医药	以药品研发制造为核心，同时在医疗服务、医学诊断和医疗器械等领域拥有领先市场地位
石药集团	产品管线储备丰富，拥有多个国内畅销创新药产品的国内领先综合药企
丽珠集团	国内传统制剂公司向创新药和高端制剂药企成功转型的典范
百济神州	以强大研发能力和创新能力著称，致力于新型分子靶向药与肿瘤免疫药研发领域的全球性生物制药公司
君实生物	自主研发和国际化领先的国内创新药龙头
信达生物	具备成熟销售团队，研发和临床推进高效的创新型药物研发企业
先声药业	聚焦差异化创新，转型步伐持续提速的制药龙头
荣昌生物	国内 ADC 和融合蛋白创新药赛道的领跑者
康方生物	聚焦全球首创及全球最优疗法，国内双抗赛道的龙头
和黄医药	小分子抗肿瘤药物开发领军企业
诺诚健华	快速成长的肿瘤和自免创新药企
艾力斯	国内肺癌领域小分子创新药龙头
恩华药业	成长空间充足，竞争格局良好的中枢神经领域龙头
一品红	国内儿童药领军企业，加速创新转型

资料来源：中信证券研究部

■ 医疗器械篇：诊疗复苏、医疗基建、器械出海

医疗新基建仍持续，集采新政重塑估值

医疗器械细分领域众多，一般按照产品形态来分，可以分成设备、耗材和 IVD 三个板块。我们按照其发展逻辑来分，将医疗器械分成 4 个板块：医疗设备、高值耗材+IVD、低值耗材、器械上游。下面我们分别探讨其景气度。

1. 医疗设备：23Q1 业绩明显复苏后，后续有望保持稳定，新基建持续

(1) 医保在更大范围统筹管理，倒逼各地政府有诉求的主动把患者留在本地，主动支持医院建设。“十四五”期间，预计基本医保将逐渐从地级市统筹提高到省级统筹，并在未来逐步提高到国家级统筹。2022 年 5 月 12 日，全国统一的医疗保障信息平台已基本建成，省级异地结算大幅推进，这标志着我国医保统筹层次提高的进度不断加快。医保基金是我国医疗系统最大的支付方，医保统筹层级的不断提高，将促使地方政府重视医院建设。下表中我们统计了多个省市医疗保障的“十四五”规划，并就医保统筹的相关内容做出盘点。可以发现，大部分省份将在“十四五”期间内逐步推动省级医保统筹。

医保推动省级统筹后，就医人群可以在全省范围内使用医保支付，这将大幅增加医保资金在省内的流动性，规模大、水平高、竞争能力强的医院将受益。面对省内其他城市医院的竞争，地方政府为了将医保支付资金更多地留在本地，将重视各级医院建设，包括**新建高水平公立医院、提高县医院至二甲水平、加速构建医联体**等措施。医院建设工作可

以更加顺畅的吸引其他城市的患者，变相增加了当地的医保支付总额。换言之，各地级市公立医院之间竞争也在加剧，而医疗设备是这一过程的“卖水人”。

表 37：各地医保统筹相关政策

省、市、自治区	“十四五”规划中医保统筹相关内容
北京	推动京津冀医疗保障区域合作，提升区域医疗保障一体化发展水平。推进京津冀异地就医门诊医疗费用直接结算。
上海	探索建立跨区域的医保经办管理一体化机制，在长三角率先实现基本医保公共服务便利共享。
江苏	江苏省基本医保制度体系将更加公平规范，市级统筹全面做实，推动建立省级统筹制度。
浙江	到 2025 年，医疗保障制度体系基本成熟定型，基本医疗保险省级统筹平稳推进，初步形成“整体智治”的现代化医疗保障治理体系。
安徽	建立异地就医费用联审互查工作机制。积极推进长三角地区门诊慢特病跨省异地就医直接结算。加快基本医保一体化发展。
天津	促进京津冀医疗保障共建共享。推进三地医保定点医疗机构互认，推进异地就医医疗费用直接结算。
河北	全面深化京津冀医疗保障领域合作，拓展合作范围，在定点互认、门诊费用直接结算、药品耗材联盟采购等方面，继续走在全国前列。
山西	在太原都市圈探索建立城乡居民基本医疗保险区域统筹模式，建立健全与医疗保障统筹层次相协调的管理体系。
辽宁	完善医保基金总额预算办法，推进区域（或一定范围内）医疗保障基金总额预算。
吉林	2024 年，按照分级管理、责任共担、统筹调剂、预算考核的思路，率先实现城乡居民基本医疗保险省级统筹。
黑龙江	在促进保障水平公平适度上聚焦发力。力争“十四五”期内完成省级统筹，实现全省制度公平统一。
福建	“十四五”期间，健全多层次医疗保障制度体系，构筑坚实的医疗保障服务支撑体系。建设国家异地就医结算能力建设工程、创新医保结算服务新模式工程、省级医疗保障信息平台建设工程。
江西	到 2035 年，在全面建成中国特色医疗保障制度体系的基础上，全省基本医疗保险制度实现规范统一。
山东	2021 年底全面实现市级统筹收支，积极探索建立省级统筹管理机制。
河南	到 2025 年，多层次医疗保障制度体系基本成熟定型，基本医疗保险省级统筹积极推进。
湖北	基本医保市级统筹全面做实，省级统筹稳步推进。
湖南	以长株潭地区为试点，逐步实现基本医疗保险省级统筹。
广东	推进基本医疗保险省级统筹，规范医保支付政策确定办法，逐步统一全省待遇标准。
广西	在全面做实基本医疗保险市级统筹的基础上，强化基金管理主体责任。加快基本医疗保险自治区级统筹。
海南	完善省级统筹基金运行机制，优化筹资结构，加强预算管理和风险预警，建立与海南自贸港建设相适应、与各方承受能力相匹配、与基本健康需求相协调的筹资机制。
重庆	完善基本医疗保险市级统筹模式，做实城乡居民基本医疗保险市级统筹。
贵州	按照分级管理、责任共担、统筹调剂、预算考核的思路，推进基本医疗保障省级统筹。
云南	全面做实基本医疗保险州市级统筹，促进医疗救助统筹层次与基本医疗保险统筹层次相协调，稳步推进省级统筹。
陕西	按照分级管理、责任共担、统筹调剂、预算考核的思路，不断统一各项政策标准，提升管理能力探索推进省级统筹。
甘肃	医疗保障市级统筹全面做实，省级统筹逐步推进。
青海	各市州负责研究编制区域卫生服务体系规划，对本市州范围内的各级各类医疗卫生机构的设置进行统筹规划并组织实施。
宁夏	逐步提高医保统筹层次，推进基本医疗保险基金市地级统筹收支，城乡居民大病保险实现自治区级统筹。
新疆	完善基本医疗保险地市级统筹。按照分级管理、责任共担、统筹调剂、预算考核的思路，分类分步推进基本医疗保险省级统筹。
四川	逐步提高统筹层次，全面做实基本医疗保险市级统筹。加快推进省级统一预算、省市两级调剂、省市县三级责任共担和分级经办管理的基本医疗保险调剂金模式省级统筹。

资料来源：各省、市政府官网，中信证券研究部

院费用跨省直接结算运行稳定，门诊费用跨省直接结算范围进一步扩大。统一住院、普通门诊和门诊慢特病费用跨省直接结算政策，进一步扩大跨省异地就医直接结算覆盖范围，实现每个县至少有一家定点医疗机构能够直接结算包括门诊费用在内的医疗费用，高血压糖尿病、恶性肿瘤门诊放化疗、尿毒症透析、器官移植术后抗排异治疗等 5 种门诊慢特病相关治疗费用跨省直接结算实现统筹地区全覆盖。国家医保局的数据显示，2022 年 1-12 月，全国跨省异地就医直接结算惠及 3812.35 万人次，基金支付 809.19 亿元。截至 2022 年 12 月底，全国住院费用跨省联网定点医疗机构数量为 6.27 万家。1-12 月，全国住院费用跨省直接结算 568.79 万人次，比 2021 年增加 128.20 万人次，增长 29.1%。基金

支付 762.33 亿元，比 2021 年增加 137.70 亿元，增长 22.1%。截至 2022 年 12 月底，门诊费用跨省联网定点医疗机构 8.87 万家（其中门诊慢特费用跨省联网定点医疗机构 1.43 万家），定点零售药店 22.62 万家。1-12 月，全国门诊费用跨省直接结算 3243.56 万人次，比 2021 年增加 2040.27 万人次，增长 169.6%；基金支付 46.85 亿元，比 2021 年增加 30.06 亿元，增长 179.1%。

(2) 宏观经济恢复，新冠检测费用节省，使得各地政府有更多资金投入医院建设。

由于医疗新基建并无官方统计口径，我们从政策具体目标出发，在财政支出端测算总投资规模。政策目标方面，《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》（以下简称《方案》）围绕疾控体系、公立医院建设、中医药等，提出了具体建设任务，可以作为比较完整的政策目标归纳。此外，此处还考虑了“千县工程”等重点医疗建设项目。财政支出方面，各类型项目的中央预算内投资标准已有明确政策规定。结合央地财政支出比例，即可测算得到医疗新基建总投资规模。

疾控体系方面，主要包括预防控制中心、国家重大传染病防治基地、国家紧急医学救援基地等建设目标。公立医院高质量发展方面，主要包括国家医学中心、区域医疗中心等建设目标。重点人群健康服务方面，主要包括省级儿科、妇产项目等建设目标。中医药创新工程方面，主要包括国家中医疫病防治基地、中西医协同旗舰医院、中医特色重点医院等建设目标。此外，针对基层医疗机构建设，此前推出了“千县工程”等大型医疗建设项目。

为测算医疗新基建的总投资规模，还需要结合央地财政支出比例进行测算，分别考虑中央负担总投资额 30%、40%、50% 三个情景。医疗机构建设所需资金，将由中央预算内投资、地方财政资金、地方政府专项债券等渠道筹措安排。《方案》提出，“原则上按照东、中、西部地区分别不超过总投资的 30%、60% 和 80% 的比例进行补助”，即中央预算内投资对地方项目实施差异化补助，经济越不发达的地区，中央出资占项目总投资额比例更高。通过对往年央地出资占比的分析，发现一般中央财政出资在项目总投资额中占比较低。因此，测算模型中将分别考虑中央负担总投资额的 30%、40%、50% 三个档次。

根据政策目标口径我们测算，若中央负担总投资额 30%/40%/50%，预计对应的“十四五”期间医疗新基建总投资规模将分别达到 13367/10026/8020 亿元。假设中央负担总投资额 40%，预计医疗设备投资规模将达到 2005 亿元（占比 20% 左右）。通常而言，医院建设项目投资中，医疗设备配置投资占比 20% 左右，具体比例取决于实际项目需求。根据我们测算结果，假设中央负担总投资额 40%，医疗设备配置投资占比 10%/20%/30% 时，预计医疗设备配置投资规模将达到 1003/2005/3008 亿元。

表 38：医疗新基建总投资规模测算结果

方面	内容	“十四五”期间目标	“十四五”中央财政投资额（亿元）
疾控体系	预防控制中心	加快推进疾病预防控制机构基础设施达标建设，与区域内各级各类医疗机构互联互通，满足新形势下突发公共卫生事件应对和重大疾病防控需要；预计维持往年水平	1654.2
	国家重大传染病防治基地	依托高水平综合性医疗机构，布局建设国家重大传染病防治基地，具备聚集性疫情暴发时大规模危重症患者集中收治能力；预计维持往年水平	360.0
	国家紧急医学救援基地	依托有较好工作基础的医疗机构进行升级改造，在全国范围内以省为单位开展国	76.8

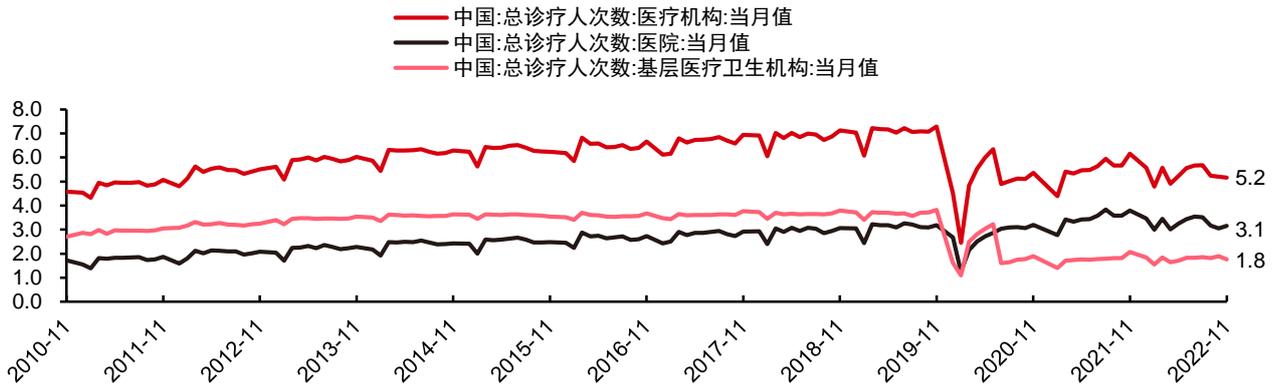
方面	内容	“十四五”期间目标	“十四五”中央财政投资额（亿元）
	援基地	家紧急医学救援基地建设；“十四五”期间，国家发改委、国家卫健委开展了在全国建设 32 个国家紧急医学救援基地的重要项目	
公立医院高质量发展	区域医疗中心	到 2025 年基本完成区域医疗中心建设，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局，群众危急重症、疑难病症基本在省域内得到解决；截至目前，已公布 76 个国家区域医疗中心建设试点项目	304.0
	省级区域医疗中心	遴选建设 120 个左右省级区域医疗中心，形成省域内具有较强引领和辐射带动作用的优质医疗服务、医学科研和人才培养高地，重点疾病诊疗水平与省会城市明显缩小	192.0
重点人群健康服务	省级儿科妇产项目	每省份支持 1 个省级妇产项目建设（可为省级妇幼保健机构、省级妇产专科医院或省级综合性医院妇产中心），每省份支持 1 个儿科项目建设（可为省级妇幼保健机构、省级儿童医院或省级综合性医院儿科病区）	99.2
中医药创新工程	国家中医药传承创新中心	建设 30 个左右国家中医药传承创新中心，重点提升中医药基础研究、优势病种诊疗、高层次人才培养、中医药装备和中药新药研发、科技成果转化等能力，打造“医产学研用”紧密结合的中医药传承创新高地	36.0
	国家中医疫病防治基地	建设 35 个左右、覆盖所有省份的国家中医疫病防治基地，提高中医药在新发突发传染病等重大公共卫生事件发生时的第一时间快速反应参与救治能力和危急重症患者集中收治能力，带动提升区域内中医疫病防治能力	84.0
	中西医协同“旗舰”医院	建设 50 个左右中西医协同“旗舰”医院，打造中西医结合团队，推动建立中西医多学科诊疗体系，成为全国重大疑难疾病中西医结合诊疗、人才培养和医疗模式推广的中心，在区域内乃至全国发挥中西医协同发展“旗舰”引领作用	40.0
	地市级重点中医医院	遴选 130 个左右中医特色突出、临床疗效显著、示范带动作用明显的地市级重点中医医院，围绕心脑血管、肿瘤、骨伤、妇科、儿科、康复等优势病种，打造名科、名医、名药，做优做强一批中医优势专科	104.0
基层医疗机构建设	千县工程	2021 年 11 月 3 日，“千县工程”计划提出，“到 2025 年全国至少有 1000 家县级医疗机构达到三级医疗机构服务水平”。今年 4 月，确定了首批 1223 家“千县工程”示范单位	1060.0
总投资额（假设）	中央负担总投资额的 30%		13367.3
	中央负担总投资额的 40%		10025.5
	中央负担总投资额的 50%		8020.4

资料来源：国家卫健委、国家发改委官网，中信证券研究部假设、测算

（3）医院诊疗复苏，带来医院自有资金的充裕

随着宏观环境向好，院内诊疗逐渐复苏，根据国家卫健委数据，截至到 2022 年 11 月医疗机构当月诊疗量在 5.2 亿次，医院月诊疗次数在 3.1 亿次，基层医疗卫生机构诊疗人次在 1.8 亿次。随着宏观环境的解放，通过 23Q1 院内诊疗相关耗材以及 IVD 公司的业绩披露，可以明显观察到院内诊疗量逐月上升趋势，我们预计院内诊疗复苏将会持续到年底。2012-2019 年院内医疗收入占到总收入的 87%以上，2020 年由于疫情影响院内诊疗医疗收入占比有所下降到 80.3%，我们预计随着院内诊疗量的恢复，医疗收入占比将会达到疫情前水平，因此带来医院自由资金的充裕，保障设备的采购。

图 42：医疗机构诊疗人次及出院人数（月），单位：亿人次



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 39：2010-2020 年公立医院收入组成

年份	院内总收入（单位：亿元）	医疗收入占比	财政补助收入占比
2012	14,212	89.5%	8.2%
2013	16,430	89.7%	7.9%
2014	18,843	90.0%	7.7%
2015	20,843	88.6%	9.0%
2016	23,270	88.4%	9.1%
2017	25,469	88.1%	9.2%
2018	28,052	87.7%	9.5%
2019	31,588	87.7%	9.7%
2020	32,146	80.3%	15.9%

资料来源：WIND，中信证券研究部

（4）过去两年大量土建逐级完成，陆续迎来设备配置周期

医疗新基建主要是指以公立医院为主的新改扩建，帮助提升医疗服务能力等一系列工程。从项目流程来看，主要包括基础设施建设、医疗专项工程、医疗设备及医疗信息化等环节。其中，基础设施建设包括大楼规划设计、土建工程、装饰装修、机电安装等；医疗专项工程包括医疗净化、医用气体、射线防护、轨道物流、污水处理等；医疗设备包括 ICU 设备、医学影像设备、检验科设备等；医疗 IT 包括 HIS 和电子病例等信息化建设系统。

图 43：医疗新基建的主要环节一览



资料来源：国家卫健委、国家发改委官网，中信证券研究部绘制

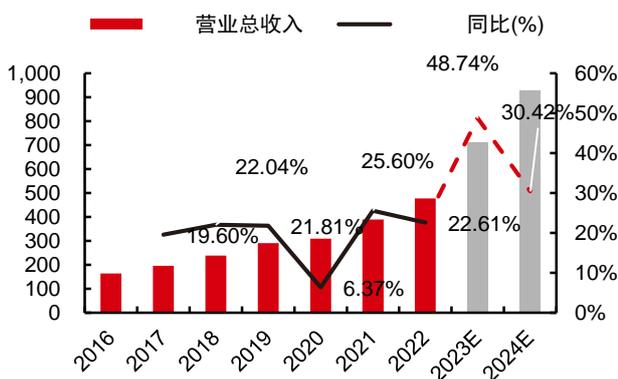
新基建项目如火如荼，多数项目进入土建阶段，医院自动化设备首先入场。在我国医

院信息化、智能化的大趋势之下，自动化设备服务对新建院区来说属于“刚需”。同时目前国内二、三级医院自动发药机以及自动静配中心普及率仍处于较低水平，在既有院区扩建项目中，门诊自动化设备市场仍有较大发展空间，院内药品、耗材自动化管理设备正借助医疗新基建快速普及。

健麾信息、艾隆科技为医药自动化设备和信息服务领域龙头企业，其业绩与新扩建院区项目关联性较强。考虑到医院自动化设备主要在院区建设的早期阶段（土建阶段）入场安装，我们认为健麾、艾隆的营收情况和当前医院建设情况正相关，且滞后性较小，可以从侧面反映出医院整体的建设情况。

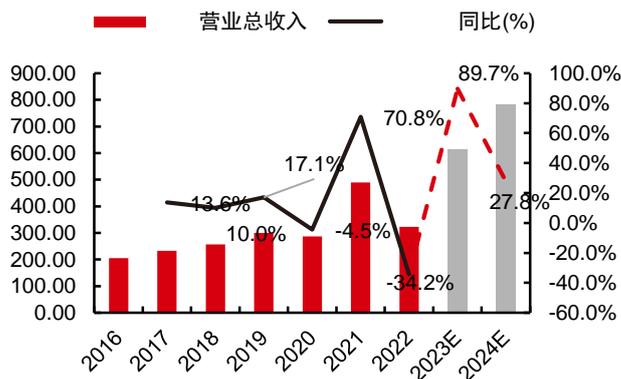
通过整理两家企业近年的营收数据，可以发现 2020 年受到疫情影响，医院诊疗量下降，新院区建设放缓，二者营收增速下降；2021 年医疗新基建政策出台后，新扩建院区项目大量上马，二者营收大幅上升。2022 年因为外部宏观因素影响了收入结算，根据 Wind 一致预期，2023 年两家公司的收入增速将大幅提速。

图 44：艾隆科技营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023 和 2024 年数据为 Wind 一致预测

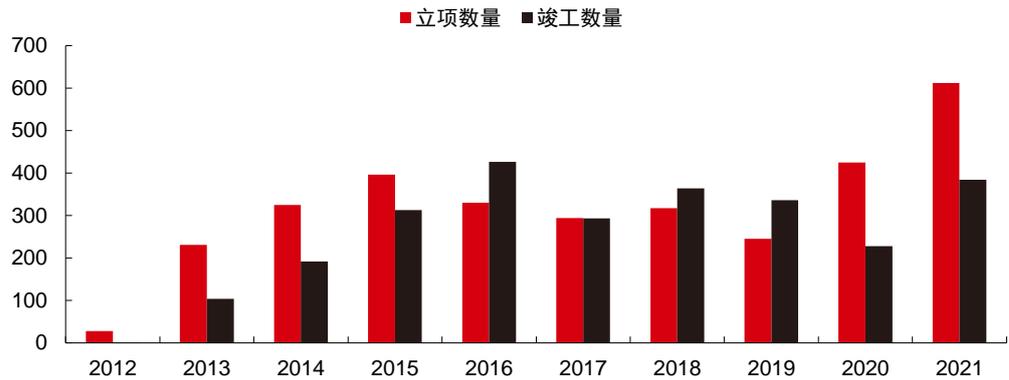
图 45：健麾信息营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023 和 2024 年数据为 Wind 一致预测

当前，多数医疗新基建项目已经进入土建阶段，我们预计竣工潮或在 2023 年到来，下游医疗设备采购环节将逐步受益。根据中国在建医院信息工程网，2021 年以来疫情发生前受到抑制的新医院立项数量得到明显恢复，连续两年创新高。2021 年全国立项 612 项，合计竣工 384 个项目，立项医院数量显著高于往年。同时，根据中国建筑公告披露，2021 年，该公司医疗设施类房建工程新签合同额同比增长超过 60%，可以从侧面反映出医院建设情况。土建工程是资金投入后医疗新基建的第一步，土建完成后将会陆续进入到医疗设备的采购和安装环节。通常而言，大中型医院建设的完整的周期一般为 2-3 年，预计下游医疗设备采购环节或将逐步受益。此外，前期贴息贷款要求企业于 2022 年 12 月 31 日前签订贷款协议且支付设备购置首批贷款（不低于总货值的 20%），2023 年医疗设备采购有望受益明显。

图 46：2021 年全国立项医院数量显著高于往年（单位：个）



资料来源：中国在建医院信息工程网，中信证券研究部

医疗设备内部，重点推荐软镜设备行业。我们测算 2018 年日系三巨头全球市占率超 90%，COMOS 助力下内资企业完成光学技术突破，迎来行业机遇期。**从行业前景、商业模式、竞争格局、发展空间等方面看均有良好前景。**

(1) 行业前景：全球百年历史正青春，我国百亿规模再加速。据澳华内镜招股说明书，2019 年全球软镜设备市场规模 60 亿美元、耗材 59 亿美元，合计 2015~19 年 CAGR 为 9.18%，仍处普及期。我国每年食管癌、胃癌发病和死亡人数约占全球的一半，但消化道癌症 5 年生存率显著低于日韩，防治任务十分严峻。2019 年我国软镜设备市场规模 51 亿元，我们预计 2020~2025 年 CAGR 约为 10%。参考发达国家诊疗渗透率，预计我国软镜行业远期规模至少 3 倍空间。随着疫情后需求恢复，以及消化道早癌筛查、医疗基建、分级诊疗等政策推进，预计我国市场将持续稳健增长。

(2) 商业模式：主机卡位，依靠镜体和耗材赚永续的钱。从澳华内镜和开立医疗的收入结构可以看出，由于更新换代周期短，软镜镜体的市场空间远大于主机。那么在软镜销售中存在模式创新空间，比如可以依靠主机卡位（跟新换代周期在 5 年以上），通过镜体（更新周期约 2 年）和耗材赚钱等。由于现在市场通行销售模式还是独立销售，对医院来说，主机的采购成本较高，这样其实变相提高了设备的门槛。如果将来主机采购价格降低（尤其是内资企业成本更低），入院门槛降低，只在局部技术有突破的内资企业也可以有入院机会，届时软镜设备可能会针对不同术式推出不同的型号，这是内资企业的机会，并且有可能成为未来行业的主流营销模式，类似于当年化学发光行业的变迁。

(3) 竞争格局：外资市占率 90%+，进口替代空间大，内资软镜厂商已经进入了技术和渠道的正循环，业务护城河深厚。我们测算 2018 年奥巴+富士+宾得，日系三巨头全球市占率超 90%，进口替代空间巨大。我们看到，随着 CMOS 带来的光学成像技术突破，澳华 AQ200 和开立医疗的 HD550 的主要技术参数已经和日系比较接近，澳华内镜的 AQ300 更是有望实现反超。目前，澳华的产品已经可以满足大部分应用场景的需求（检查需求占软镜使用量是 91%），自 2018 年推出 AQ200 后，公司 2019 年业绩就大幅增长。并且，凭借 28 年技术积累、谢天宇教授资源、宾得合作、渠道加强布局等，澳华已经构建起了顺畅的医工结合体系，有望在实际临床的大量使用中，持续改进产品，2022 年 11

月公司发布重磅新品 4K 内镜 AQ300，市场表现值得期待，有望接力。可以说，澳华已经进入了技术和渠道的正循环。软镜设备技术积累体现在医工结合的镜体等方面，由于镜体没有外部供应商（日本企业均在日本当地手工装配生产），“门外的野蛮人”可能很难切入，这是行业的护城河。

（4）发展空间：设备业务延伸价值大，海外市场+新产品线，内资软镜设备龙头未来将不断打开市值成长空间，远期市值有望达 500 亿元。目前，对于内资企业来说，软镜设备已经没有了底层的技术瓶颈，和外资的差别主要在于医工结合，即是和实际应用场景需求相结合的特色功能。依靠国内巨大的术式开展量，内资企业有望在使用中持续迭代技术，甚至开发出具有全球竞争力的产品。我们看到，在具有类似产品技术迭代属性的软镜耗材领域，南微医学的止血夹等产品已经技术上取得领先，并在海外市场显著放量。从全球市场竞争格局来看，软镜设备的市场更为集中。换言之，掌握了软镜设备资源的企业可以带动软镜耗材的销售，例如，软镜设备王者奥林巴斯在软镜耗材领域市占率全球第二。综上，内资软镜设备龙头澳华内镜未来有望在全球市场占据较大份额，并且延伸至耗材领域，不断打开天花板，远期（2030 年）市值有望达 500 亿元。

表 40：软镜设备业务延伸价值大，龙头远期市值有望达 500 亿元

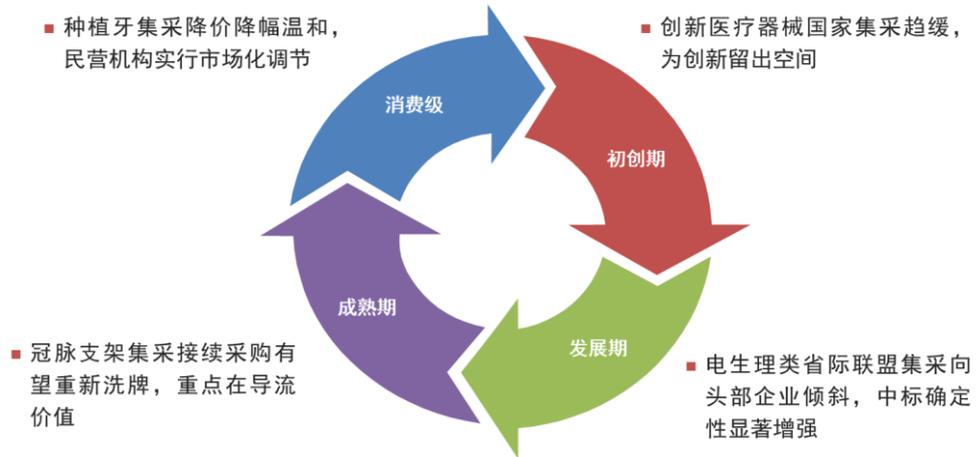
项目	假设数字	备注
2019 年全球软镜设备市场规模（亿美元）	60	数据来自弗若斯特沙利文（转引前瞻产业研究院）、中国产业信息网
2019-2030 年全球 CAGR	5%	参考弗若斯特沙利文预测（转引前瞻产业研究院）全球内镜市场 2019~2024 年 CAGR 约为 6%
2030 年全球软镜设备市场规模（亿美元）	103	
人民币兑美元汇率	6.5	
2030 年全球软镜设备市场规模（亿元）	667	
2030 年内资软镜设备龙头全球市占率	6%	考虑全球竞争格局、内资龙头收入放量情况下的保守估计
2030 年内资软镜设备龙头该业务收入（亿元）	40	
2030 年软镜设备业务净利率	30%	参考澳华高端型号镜体毛利率 90%
2030 年内资软镜设备龙头该业务净利润（亿元）	12	
2030 年 PE	30	参考美股医疗器械龙头 PE
2030 年内资软镜设备龙头软镜设备业务市值（亿元）	360	
2030 年内资软镜设备龙头市值（亿元）	500	软镜耗材市场规模和设备市场规模接近

资料来源：弗若斯特沙利文（转引前瞻产业研究院），中国产业信息网，Wind，中信证券研究部假设、测算

2. 高值耗材+IVD：集采新政催化估值重估为 PEG，有望逐季复苏，电生理弹性大

高值耗材和 IVD 集采新规落地，方案成熟化。相比于仿制药集采和 2020 年的冠脉支架全国集采，我们看到自 2022 年四季度以来，高值耗材和 IVD 的集采政策有了很大的变化，不再仅仅 PK 价格，而是充分尊重各家的已有销量：

图 47：按发展阶段高值耗材四大分类



资料来源：国家医保局官网，中信证券研究部绘制

1) 高值耗材电生理集采：耗材精细化分组，多模式集采优化竞争格局。2022 年 10 月 14 日，福建省药械联合采购中心官网发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购文件》（下称《文件》）。《文件》明确，电生理类耗材集采将以组套、单件、配套三种采购模式分组进行。其中，压力感应/冷冻治疗导管及其对应的诊断导管根据产品属性不同分为 4 各组别，按照 1:1 的配比采取组套采购模式，相对最高有效申报价达到一定降幅的组套获得拟中选资格；房间隔穿刺针/鞘、线性/环形/星形/异形标测导管及非压力感应治疗导管采取单件采购模式，多家报名的竞价单元以企业加权报价与所在竞价单元的最高有效申报价的降幅确定拟中选企业，独家报名的竞价单元议价降幅为同品类似中选产品的加权平均降幅；冷冻环形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品）、冷冻导管鞘、心内超声导管、体表定位参考电极、灌注管路等配套产品采取配套采购模式，按照相配套产品同步降价。采购周期为 2 年，首年协议采购量于 2023 年 4 月起陆续执行。

表 41：电生理类耗材集采分组设置及最高有效申报价

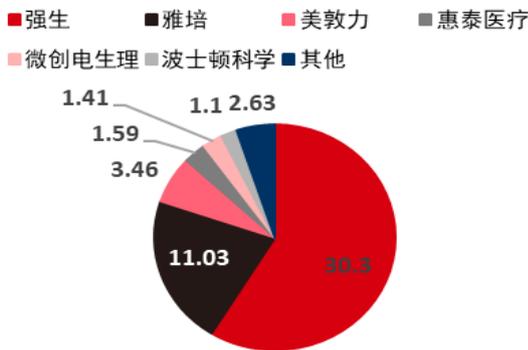
组套采购模式				
组别	分组	组件名称	组件最高有效申报价（元）	分组最高有效申报价（元）
分组 1	磁定位异/星形诊断导管 +磁定位压力感应治疗导管	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 2	磁定位环形诊断导管 +磁定位压力感应治疗导管	磁定位环形诊断导管	18000	46000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 3	电定位环形诊断导管+电定位压力感应治疗导管 （允许同企业的磁定位产品参与本分组的申报）	电定位环形诊断导管	11000	39000
		电定位压力感应治疗导管	28000	
分组 4	冷冻环形诊断导管 +冷冻治疗导管	冷冻环形诊断导管	23000	51000
		冷冻治疗导管	28000	
单件采购模式				
序号	品类名称	竞价单元	最高有效申报价（元）	
1	房间隔穿刺针	\	3400	
2	电生理导管鞘（房间隔穿刺鞘）	固定弯	1600	
		可调弯	9500	
3	线形诊断导管	2 极标测	固定弯	1100
		4 极标测（含 5-9 极）	固定弯	2400
			可调弯	4200
		10 极标测（含 10-19 极）	固定弯	3500

		可调弯	5300
4	环形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报）	电定位	8300
		磁定位	8300
5	非压力感应治疗导管	电定位	非冷盐水 9000 冷盐水 18000
		磁定位	非冷盐水 15000 冷盐水 20000
6	磁定位异/星形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报）	\	25000
配套采购模式			
序号	品类名称		最高有效申报价（元）
1	冷冻环形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品）		23000
2	冷冻导管鞘		8000
3	心内超声导管		19000
4	体表定位参考电极		8000
5	灌注管路		800

资料来源：心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购文件（DSLCC-2022-1）（福建省医疗保障局），中信证券研究部

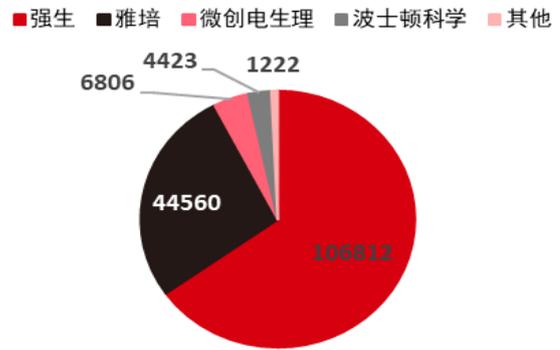
电生理集采明显向头部企业倾斜，价格竞争打破零和博弈，中标确定性显著增强。根据《文件》，相对最高有效申报价的降幅在 30%（组套采购模式）或 50%（单件采购模式）以上即可保证中选，且中选排名较高者可获得不低于上年销量的协议采购量。由于保底中选机制的存在，各厂商间的价格竞争得以打破零和博弈，产品销量也明显更具确定性。根据福建省药械联合采购中心官网公布的中选企业名单，内外资各主要电生理厂商均顺利中选。我们估计集采后电生理耗材的总体终端价格降幅可能处于 50%~60%的区间，出厂价可能降低约 20%。在更低的终端价格基础上，电生理手术的渗透率也有望得到快速提升。

图 48：2020 年我国电生理器械市场竞争格局（以销售收入计，亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自微创电生理招股说明书），中信证券研究部

图 49：2020 年我国三维电生理手术量（台）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自微创电生理招股说明书），中信证券研究部

2) IVD 生化试剂集采：延续电生理集采思路，总体降幅温和。2022 年 11 月，江西省医疗保障局网站发布《肝功能生化类检测试剂省际联盟集中带量采购文件（JX-HC2022-01）》，正式开启由江西牵头的 22 省肝功能生化试剂集采。其总体思路和上述电生理集采类似，相对最高有效申报价的降幅达到 40%即可确保中选，协议采购量按中选排名梯度分配，第一名为意向采购量的 100%，最低 70%，即中选排名高者同样也可获得不低于去年销量的协议采购量。根据拟中选结果公示，整体价格降幅约为 50%，较为温

和。

总体来说，高值耗材和 IVD 最新的集采政策相比于最早期版本，明显成熟化，催化板块重估为 PEG 估值体系。高值耗材和 IVD 产品是非同质化的，渠道具有服务价值，所以一定程度上尊重已有格局是医保、医院、企业、患者各方再平衡后的最佳选择。在原有仅 PK 价格的体系下，出于整体竞争的考虑，往往会有企业报出过低的价格，从而抢占市场份额，冲击竞争对手的主力品种。在原来的集采体系下，企业中标的确定性较低，且价格降幅较大，所以板块估值甚至一度按照周期股体系。在新的集采体系下，价格降幅变得温和，没有企业再主动报出过低的价格，并且中标的确定性也加强了（存在复活机制），该板块修复到 PEG 估值体系。

PEG 估值体系下，业绩增速是关键。随着诊疗量恢复，高值耗材和 IVD 业绩有望逐季复苏。其中我们认为电生理行业（代表公司：惠泰医疗、微电生理）有望自 23Q2 开始明显复苏，在 PEG 估值体系下值得关注。主要有以下四点逻辑共振：

- 1) **整体复苏：**电生理手术一般不是用于急救，而且择期手术，所以其诊疗量有望在较长时间范围内逐步复苏。
- 2) **集采降价后加速普及：**福建省牵头的 27 个省市电生理省级联盟集采中，电生理耗材进院价平均降幅 49.35%（我们推测相关国产器械出厂价仅下降 10-20%）。由于我国电生理手术还在普及期，价格下降将望加速行业普及。
- 3) **新冠带来心电图筛查率提升：**新冠疫情中，大量的患者进行了心电图检测，这是电生理疾病筛查的主要手段。
- 4) **23Q2 进入渠道备货周期：**福建省牵头的 27 个省市电生理省级联盟集采正自 2023 年 4 月份陆续执行，23Q1 大量的渠道商降低渠道库存，导致微电生理 23Q1 收入同比下滑 6%，我们推测惠泰医疗 23Q1 情况也类似。23Q2 开始执行集采的地区经销商进入备货周期，有望带来相关公司业绩的快速复苏。

3. 低值耗材：国内复苏+国际化催化

疫情中，海外低值耗材巨头引入中国企业作为其供应商，但在宏观环境影响下，多家海外合作进度有所波折。预计 2023 年低值耗材的常规需求将逐渐恢复，叠加国际化可能取得的进展，有望为业绩带来催化。

4. 器械上游：新冠出清，复苏在即，关注大客户订单

该板块可细分为两类：IVD 生物试剂企业、医疗设备零部件企业。IVD 上游生物试剂企业（诺唯赞、康为世纪等）在 23Q1 新冠影响因素相关出清后，有望持续复苏。医疗设备零部件企业（奕瑞科技、康众医疗、海泰新光、美好医疗等）业绩并没有新冠相关业务的显著贡献，但普遍存在收入占比较大的大客户，需要紧密跟踪大客户订单。

短期看复苏，中期看新基建+国际化，长期看“两化两新”

1. 短期：诊疗有望逐季复苏，先院外，后院内

疫情后复苏有顺序规律，先院外，后院内。进入 2023 年社会活动开始正回归常态，此前受疫情利空影响的企业经营料将逐步恢复。我们认为，医药全产业链上企业的业绩恢复将有一定的顺序规律：

1) **院外消费**：在管控放开过程中，民营医疗机构和药店由于完全自负盈亏，复工对其利好的边际变化最为明显，预计欧普康视、以及药店等标的业绩可能较快回暖。

2) **院内诊疗**：公立医院为了防止院内感染，预计其诊疗量的恢复相对稍慢，可能维持较长维度的逐月恢复趋势，一些院内非急救刚需性质的诊疗活动可能会在较长时间维度中逐季恢复，建议关注涉及院内高植耗材和 IVD 的公司：惠泰医疗、微电生理、心脉医疗、南微医疗、新产业、安图生物、亚辉龙等。

同时要**考虑地区分布因素**。以上均是对同一地区的服务进度的讨论，落实到相关公司的业绩上，要考虑地区布局因素。

从未来一个季度维度来看，建议关注欧普康视、惠泰医疗、微电生理、心脉医疗、南微医学、艾德生物、新产业、安图生物、亚辉龙、康基医疗等。

2. 中期：关注新基建+国际化

1) **新基建**：医疗设备产业链政策免疫+景气提升+供应链本土化。医疗设备相对免疫于集采政策的冲击，且在医疗新基建下，预计行业将保持高景气（政府加大医院建设诉求强+宏观经济恢复+医院运营恢复+医院建设进入设备采购周期）。同时，在高端装备自主可控的要求下，我国医疗设备行业也在持续进口替代。要强调的是，由于医疗设备整个产业链都在进口替代，我们看到外资医疗设备企业纷纷在中国建立整机组装生产基地，或者寻找国内整机代工企业，这将为内资医疗设备产业链带来机会。

图 50：医疗影像设备产业链



资料来源：奕瑞科技招股说明书，康众医疗招股说明书，中信证券研究部；logo 来自各公司官网

2) **国际化：低值耗材产业链享受全球产业转移浪潮，国产器械走向全球。**疫情中，中国企业的优秀表现使得外资低值耗材巨头纷纷调整自身供应链体系，将中国企业纳入其中，这大大加速了国产低值耗材企业的国际化进程。2023 年部分企业有望兑现其国际化逻辑，引来估值重估。另外，进入 2023 年大量的优秀国产器械凭借产品力开始在海外市场崭露头角。

表 42：低值耗材细分市场规模和代表企业

细分市场	2018 年市场规模 (亿元)	低值医用耗材各领域占比	国产代表公司	进口品牌
注射穿刺类	192	30%	威高股份、康德莱、三鑫医疗	泰尔茂、BD、贝朗、百特
医用卫生材料及敷料耗材	141	22%	威高股份、振德医疗	3M、泰尔茂
医用高分子材料	103	16%	威高股份、蓝帆医疗、维力医疗	泰尔茂、百特
医技耗材类	77	12%	爱克发	美国伊士曼柯达、日本富士、日本柯尼卡、索尼
医用消毒类	58	9%	利尔康	欧洁、利尔康
麻醉耗材类	32	5%	维力医疗、威高股份	泰尔茂、BD、百特、贝朗
手术室耗材类	26	4%	威高股份	强生、贝朗
其他	13	2%		
合计	641	100%		

资料来源：中国医疗器械研究院，中信证券研究部

从半年维度来看，建议关注：**迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、澳华内镜、开立医疗、海泰新光、奕瑞科技、康众医疗、健麾信息、艾隆科技、海尔生物、新华医疗、拱东医疗、采纳股份、天益医疗、新产业、惠泰医疗等。**

3. 长期：临床价值为核心，关注“两化两新”

长期角度，我们更应该关注医疗器械招采和 DRGS 支付政策革新、医疗新基建等政策的长期影响，预计真正具有临床价值的产品将受到青睐，且国产企业正积极参与全球范围内的产业链重构，这样引发医疗器械行业内部的高度分化，我们建议投资者重点关注四大主线：

1) 国际化

医疗器械全球市场广阔，国际化是优秀企业的必然发展方向，新冠疫情大大加速了优秀企业的国际化进程。另外，国产企业也借助新冠或者进口替代政策，加速进入到外资巨头供应链体系。我们认为三类企业将明显受益：

- 抗疫相关产品（抗疫设备、新冠检测）打开海外渠道，传统产品借道放量；
- 虽然新冠疫情阶段性压制需求，但在需求回暖中依靠海外自营渠道提高市占率；
- 新冠疫情或是国产进口替代的政策冲击了海外企业原有供应体系，导致海外开始引入中国企业作为其供应商。

2) 国产化

国产器械有望加速技术突破、进口替代，进军高端市场。虽然国产企业近年正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破，但在 DSA、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等众多领域仍与国际一流产品有较大差距。2020 年 3 月 2 日，习总书记指出：“要加快补齐我国高端医疗装备短板，加快关键核心技术攻关，突破技术装备瓶颈，实现高端医疗装备自主可控。”我们预计我国高端医疗器械产业将持续获得政策支持，有望借势实现核心技术突破。另外，在集采、DRGS 预期下，医院也有动力积极推进技术达到标准的国产产品进口替代。

表 43：第一到八批“优秀国产医疗设备产品”公示名单（不完全统计）

厂商	入选设备	总项目合计 (个)
迈瑞医疗	血细胞分析仪、腹腔镜、呼吸机、麻醉机、除颤仪 AED、注射泵、输液泵、化学发光分析仪、平板 DR（单板和双板）、彩色多普勒超声波诊断仪（台式，分为 A、B 和 C 类）、便携彩超（A 和 B 型）、移动 DR、移动数字化 X 线机	193
万东医疗	500mA 型数字化 X 线机、永磁 MRI、1.5T 超导 MRI、影像板 DSA、影像增强器 DSA、单板数字化 X 线机、双板数字化 X 线机、移动式数字化 X 线机、数字化乳腺 X 线机、数字胃肠 X 线机、CT(≤40 排)	54
东软医疗	500mA 型数字化 X 线机、永磁 MRI、1.5T 超导 MRI、影像板 DSA、影像增强器 DSA、单板数字化 X 线机、双板数字化 X 线机、移动式数字化 X 线机、数字化乳腺 X 线机、数字胃肠 X 线机、CT(≤40 排)	30
新华医疗	300mA 型数字化 X 线机、低能直线加速器、中高能直线加速器、单板数字化 X 线机、双板数字化 X 线机、移动式数字化 X 线机、数字胃肠 X 线机、数字化乳腺 X 线机	16

资料来源：医疗器械装备协会，中信证券研究

表 44：国产医疗器械正在多个细分领域取得突破

细分领域	19 年市场空间 (进院价, 亿元)	同比 增速	19 年外资 市占率	出厂 价	终端收费 方式	终端收费 主管部门	招标 主管机构	主要国产企业
化学发光	700	20%	75%	45 扣	检验服务费	医保局	医保局	迈瑞医疗、安图生物、迈克生物、新产业、亚辉龙
灌流器	17	30%	10%	80 扣	耗材费	医保局	医保局	健帆生物、威高股份
骨科	290	15%	50%	20 扣	耗材费	医保局	医保局	大博医疗、威高股份、凯利泰、春立医疗、爱康医疗、微创医疗
超声设备	120	8%	75%	50 扣	检验服务费	医保局	卫健委	迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器
硬镜设备	65	14%	90%	40 扣	检验服务费	医保局	卫健委	海泰新光、迈瑞医疗、开立医疗、康基医疗
软镜设备	51	14%	93%	40 扣	检验服务费	医保局	卫健委	开立医疗
软镜耗材	64	16%	72%	35 扣	耗材费	医保局	医保局	南微医学

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：出厂价一列中的“XX 扣”，表明相对于进院价的 XX%。

3) 新诊疗：集采和 DRGS 新政下，公立医院和民营医疗、科室内部、科室之间三个维度都将迎来再平衡，新诊疗项目有望快速普及，如电生理、外周介入、神经介入、TAVR、分子诊断、手术机器人、内镜、康复等诊疗项目。

4) 新消费：消费类耗材需求快速回升，疫情过后国产品牌凭借性价比优势或更受益。我们建议关注眼科、医美、肿瘤早筛等方向。

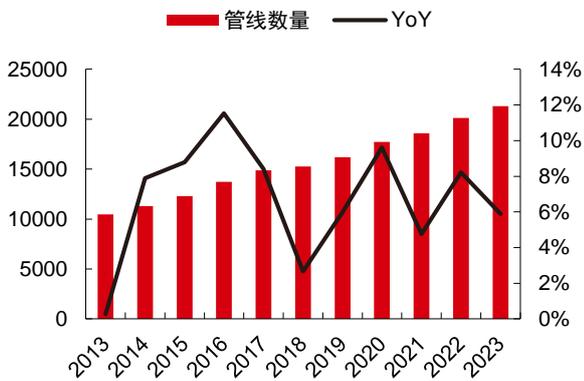
综上，重点推荐：疫情影响消退，诊疗需求复苏下，常规诊疗产品业绩恢复性增长，国际化水平和品牌影响力持续提升的国产器械龙头企业**迈瑞医疗**；创新研发持续，市场竞争力强，进口替代市场空间广阔的国产电生理和血管介入领域的领先企业**惠泰医疗**；在软镜设备领域实现技术突破，正持续进口替代的**澳华内镜**。

■ 创新供应链篇：新兴技术驱动行业中长期需求，后疫情时代常规业务有望保持稳健增长

新兴技术驱动创新浪潮，工程师红利下 CRO/CDMO 行业有望持续高景气

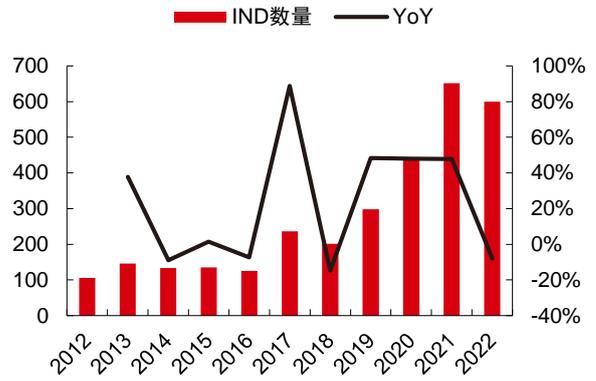
过去十年，国内外临床管线数量明显增加。Pharmaprojects 预计全球研发管线数量（包括临床前和临床阶段）在 2023 年将达到 21292 个，同比增速 5.88%（对应 2018-2023 年 CAGR 为 6.88%）。根据医药魔方统计，中国首次 IND 新药数量 2017 年开始快速增长，2022 年达到 600 个，2019-2022 年 CAGR 为 26%，其中国产创新药迎来发展机遇，数量增长显著高于进口药品，2022 年国产药品占比达 79%，国产生物药 IND 申报数量 2019-2022 年 CAGR 高达 50%，显著高于进口。

图 51：全球研发管线数量（单位：个）



资料来源：Pharmaprojects，中信证券研究部；为每年年初实际数据

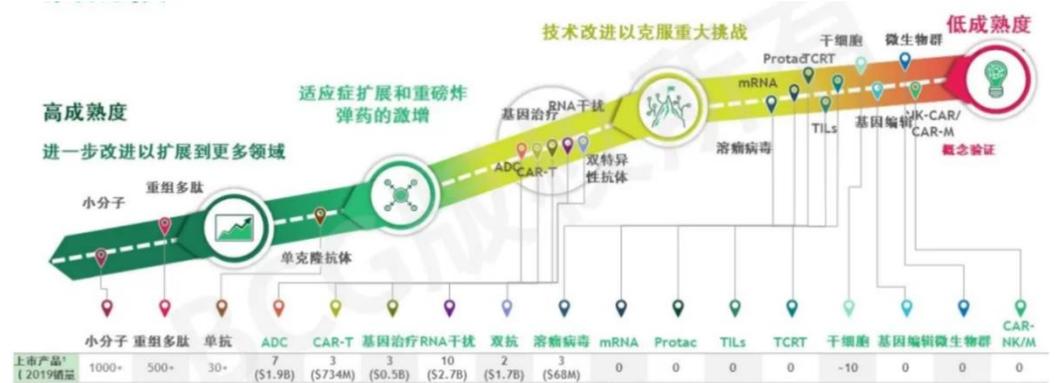
图 52：中国 IND 新药获批数量（单位：个）



资料来源：医药魔方，中信证券研究部

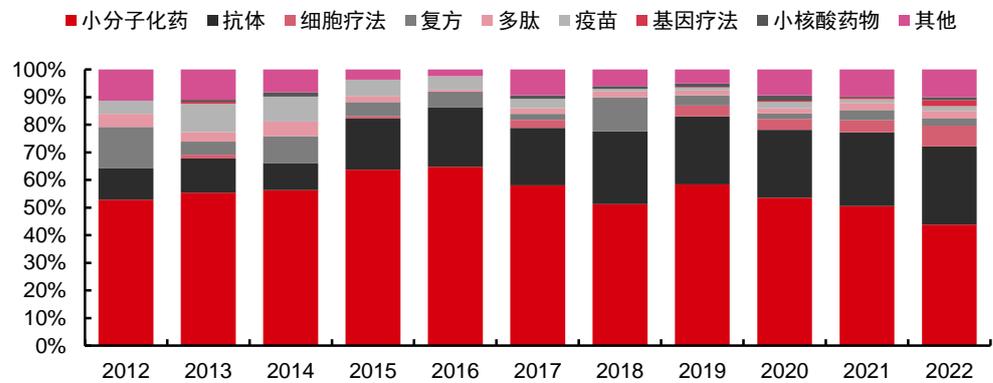
近年来，以 ADC、双抗、mRNA、多肽、核酸、PROTACS、基因细胞治疗为代表的生物医药技术创新浪潮迭起。许多几十年前初步建立科学概念的新治疗技术路线在近几年进入适应症扩展和临床后期/商业化的集中收获期，比如 ADC（抗体偶联药物），相关概念早在 1960s 就已经出现，第一款获批的 ADC 药物为 2000 年 FDA 批准的 gemtuzumabozogamicin，但 2010 年被辉瑞主动撤市，在经历剂量调整/补充临床数据后于 2017 年重新获得 FDA 批准；截至 2023 年 5 月，FDA 共批准 16 款 ADC 药物，其中 11 款是在 2019 年及以后才获批上市，且全球约有 300 款活跃的 ADC 新药研发项目，加速趋势极其明显。Carolina do Pazo、Khurram Nawaz、Rachel M Webster 在 Nature 上发表的文章《Nature Reviews Drug Discovery: The oncology market for antibody-drug conjugates》中预测，仅目前全球已上市的 ADC 药物 2026 年销售额就将超过 164 亿美元，市场空间广阔。而不仅仅是 ADC，双抗、多抗、细胞基因治疗等领域也有类似的趋势正在发生。

图 53：新兴生物医药技术正在快速崛起



资料来源：BCG 咨询，药明生物投资者交流日演示材料

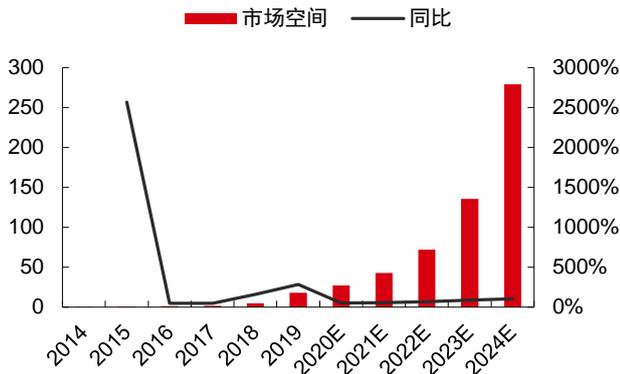
图 54：中国首次 IND 新药类型分布



资料来源：医药魔方，中信证券研究部

其中，国内新兴生物技术近年来持续突破。从国内 IND 新药数量来看，尤其是新兴技术例如细胞疗法的开发自 2017 年国内开始兴起，近 10 年有 138 个申报临床，2022 年 IND 数量同比增长 55%。2022 年如 PROTAC、三抗/四抗、CAR-NK、肿瘤浸润淋巴细胞 (TIL) 等 IND 数量与 2021 年类似。2022 年国产新药 IND 申报主要集中于肿瘤、血液以及免疫领域。自 2021 年新药获批数量创新高后，2022 年国内上市创新药数量回归为 49 款。其中，国产新药 15 款，占比达到 30%。从药物类型上看，获批的小分子化药共 26 款，单抗 11 款，双抗 1 款，复方制剂 8 款，重组/融合蛋白类药品 1 款。

图 55: 全球双特异性抗体药物市场空间 (亿美元)



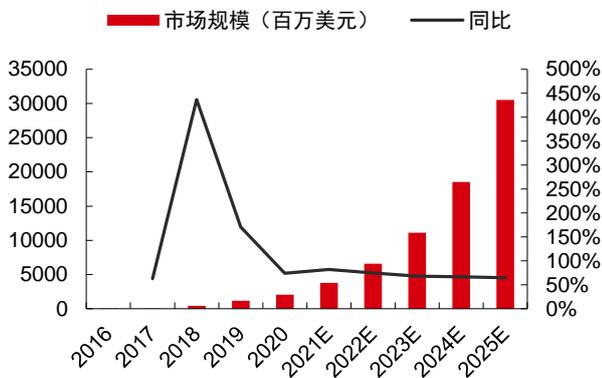
资料来源: 健康界 (含预测), 中信证券研究部

图 56: 全球多肽药物市场空间 (亿美元)



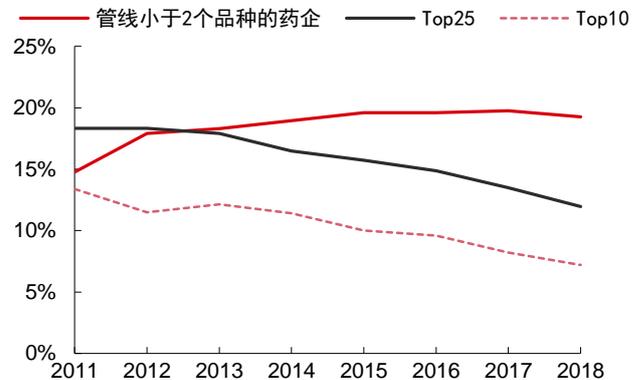
资料来源: 圣诺生物招股说明书, 中信证券研究部

图 57: 全球基因治疗市场空间



资料来源: 弗若斯特沙利文 (含预测, 引自和元生物招股说明书), 中信证券研究部

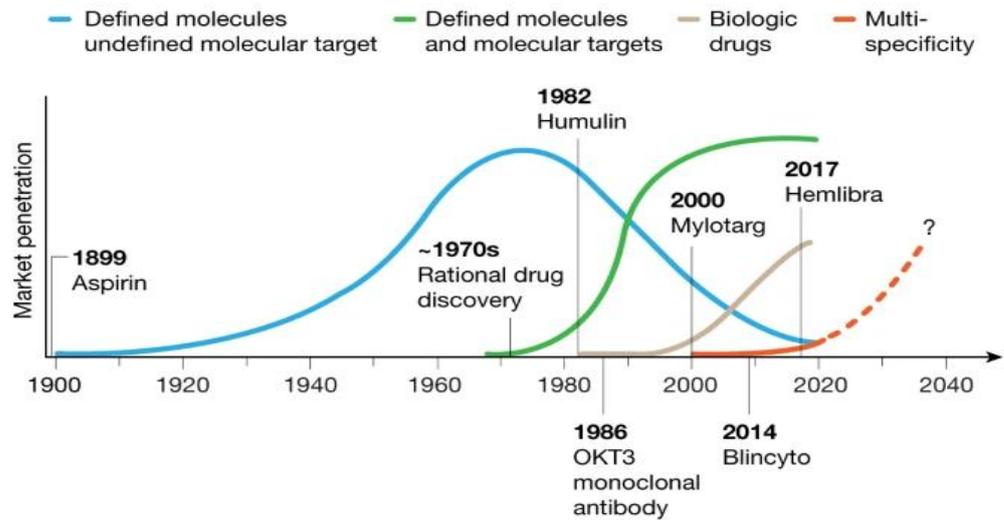
图 58: 中小生物科技企业在全球新药管线的占比明显提升



资料来源: Pharmaprojects, 中信证券研究部

创新性治疗技术和药物的 CMC (药品的化学、制造和控制) 难度也不断加大, 以多特异性药物 (Multi-specificity drug) 为例, 其对应的药物分子结构相对以往的单分子治疗手段复杂很多, CMC (药品的化学、制造和控制) 难度明显加大。同样以 ADC 为例, ADC 药物在研发生产时需要考虑的要素包括: 1) 抗体的选择, 2) Linker: 类型及稳定性, 3) 毒素 (药物作用机制、毒性), 4) 药物抗体偶联比等。一方面, 由于 ADC 药物既包含抗体也包含小分子药物, 其生物分析和表征方法更为复杂, 工作量是单抗药物的 2 倍以上; 另一方面, ADC 药物偶联过程较为复杂, 要同时考虑稳定性、药物抗体偶联比、游离药物的去除及批间一致性等; 此外, 不同的药物组成部分可能来自全球不同地方的供应商, 其生产供应链管理难度也明显放大。ADC 药物的研发生产难度使外包率明显提升 (大小药企都不会做的比例提升)。根据科睿唯安统计, 目前约 70%-80% 的 ADC 药物都是通过服务外包生产, 远高于以往一般创新药 API 和制剂 30%-50% 的外包生产比例。目前仅少数外包企业具有开发连接物和细胞毒素的能力, 能够提供 ADC 药物偶联技术整体服务的企业则更为稀缺。因此, 具有复杂分子研发和生产技术创新优势和经验的 CDMO 龙头企业, 未来有望更受益于上述新技术的爆发式进展。预计具备早期工艺开发能力的龙头将引领行业技术创新, 强者恒强, 新技术领域的市场集中度将更高。

图 59：四大技术变革引领生物制药企业发展

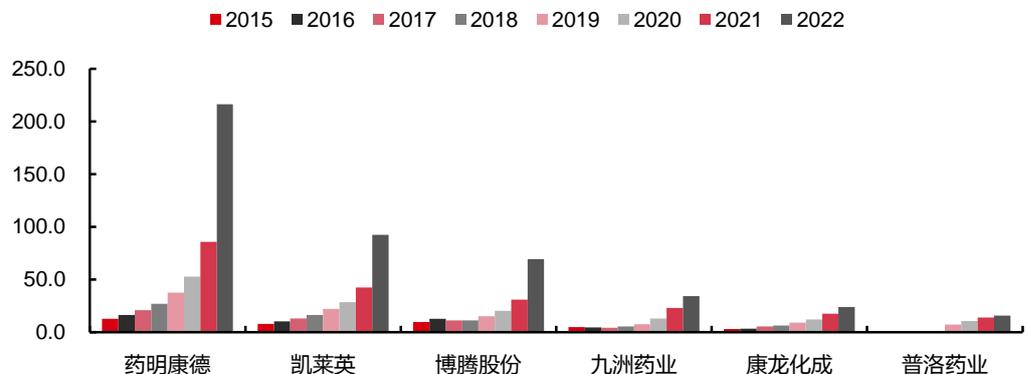


资料来源：《Multispecific drugs herald a new era of biopharmaceutical innovation》(Raymond J. Deshaies, Nature volume580, pages329-338 (2020))

生物医药的创新从“有确定分子，无明确靶向性”→“明确的分子和靶向”→“生物制药”→“多特异性作用药物”+“细胞基因治疗”，药物 CMC 的难度不断加大，无论大小药企会更加倾向外包。新冠疫情的爆发阶段性加速了上述新治疗技术的发展（比如 mRNA 疫苗的应用），随着更多的资金投入全球医疗健康领域，在新技术需求爆发式增长的驱动下，CDMO 行业的远期外包率（参考上述 ADC 药物的研生产外包率，我们预计有望由原来的 40%-50% 上升至 70%-80%）和龙头公司市占率的天花板也有望随之提升（参考合全药业目前在同类型新药管线的渗透率，我们预计有望达到 15%-20%）。

新技术创新更多的由中小生物科技企业发起，该类企业在全中国新药管线的占比不断提升，而他们往往不具备完善的研发和生产体系，在药品研发过程中原本就会更依赖于研发和生产外包服务商。因此，我们预计新技术需求的爆发式增长将进一步推动 CDMO 行业的整体渗透率提升。中国 CDMO 行业则有望凭借在全球生物医药创新技术领域早期管线的不断积累，中长期进入由“工程师红利”+“引领创新红利”双核驱动的时代。

图 60：中国部分小分子创新药 CDMO 企业业务收入（单位：亿元）



资料来源：相关公司公告，中信证券研究部 注：普洛药业从 2018 年开始披露 CDMO 业务收入，药明康德为 Wuxi Chemistry CDMO 业务收入

短期扰动不改行业本源，中国企业深度嵌入全球化医药产业链

近年来，关于 CXO 企业被制裁的传言已有多次。此前，

1. 2021 年 12 月初，根据《Financial Times》新闻报道，美国政府将把二十多家中国公司列入实体清单（Entity List），其中包括一些涉及生物技术（biotechnology）的公司，造成市场对于 CXO 和创新药企被制裁的担忧；但根据 2021 年 12 月 15 日和 16 日晚间美国财政部和商务部发布的消息，国内 CXO 企业未被纳入美国政府“实体清单”或被实施制裁，打消市场对于 CXO 被美国制裁的担忧。

2. 2022 年 2 月 7 日，“联邦公布”网站信息显示，美国商务部工业与安全局（BIS）发布了更新的“未经核实名单（Unverified List，简称 UVL）”，并在 2 月 8 日挂网公开，在这份“未经核实名单（UVL）”中，增加了 33 家中国单位，其中药明生物在列。我们认为，未经核实名单不同于实体名单，通过美方检查后即有可能被移除。美国商务部工业与安全局（BIS）的黑名单包括被拒绝人名单、未核实名单、实体清单、军事最终用户清单。美国的未经核实清单主要是针对 BIS 无法在其先前交易中确认物品最终用途的当事方，向 UVL 名单所列的采购商、中间收货人、最终收货人或最终用户出口、再出口或转让美国原产物项时，不得享受任何许可例外，且必须出具“UVL 声明”。我们认为不同于实体名单，未核实名单的限制没有这么严格，参考此前 2020 年 10 月 9 日，美国商务部产业安全局（BIS）发布对未经证实名单（Unverified List，“UVL”）的修订，其中，有 16 个中国大陆的实体被移除，被移除的原因：美方能够对被列入 UVL 的实体开展最终用途核查并验证其“善意”（Bona Fide），或者公司在中国不再参与从美国进口物项的经营活动。

此次药明生物被暂时纳入“未经核实名单”，公司判断主要系公司进口并使用的生物反应器硬件（控制器/架子）和少数过滤用超滤膜包等相关产品一直受美国出口管制，美国商务部需要现场核实出口管制产品（美国商务部规定这类管制产品终端使用需合法合规，不能将这些物品再出口或转售给任何其他实体），过去两年由于疫情影响，美国商务部无法完成现场核实，所以暂时将药明生物纳入 UVL。药明生物的无锡、上海子公司已分别于 2022 年 10 月、12 月正式从 UVL 中移除。我们认为 UVL 并未对药明生物 2022 年的业绩产生实质性影响，海外市场收入依然保持了强劲增长。通过全球双厂的供应链策略，公司保障了项目的交付。

3. 据财联社报道，2022 年 2 月 24 日，美国白宫政府高级官员表示，计划采取 10 项具体行动以提高关键供应链的复原力，促进小型企业的作用。美国希望以此确保本国供应链安全。其中部分关键项目有：提出一项进出口银行倡议，增强本土半导体、生科科技、生物医药、可再生能源和储能产品生产的融资支持；在未来几周内提出一项新的“买美国货”规则，对于关键产品提供新的参考价格和本土产品含量门槛；使用《国防生产法》建造和扩展一系列医药资源产业基地，以减少美国在关键医药产品和原料药对进口的高度依赖等。

我们认为此次发言主要系对一年前拜登政府百日审查的表态，方向上仍是老生常谈，对产业无实质性影响。此前，美国当地时间 2021 年 2 月 24 日，美国总统拜登正式签署一项行政命令，提出对四种关键产品：半导体芯片、电动汽车大容量电池、稀土金属、药品

的供应链进行为期 100 天的审查及更深入的一年期审查，并于 2021 年 6 月出具了一份百日报告——其中关于药品供应链部分百日报告指出要确保自新冠大流行开始以来表现异常出色的仿制药供应链得到进一步加强。我们认为此次美国政府官员的表态主要系对去年同期美国总统拜登签署的为期 100 天的短期供应链审查以及更深入的一年期审查项目的延续，方向上仍是老生常谈（和百日审查没有本质上差别），医疗领域主要针对一些常用（仿制）药物的原料药和防疫相关产品及设备，主要是鼓励上述产品本土生产和购买。2021 年 2 月 25 日，中国外交部发言人曾对该行政命令表态：“在全球化时代，各国利益深度融合，全球产业链供应链的形成和发展是市场规律和企业选择共同作用的结果。人为推动产业转移脱钩，以政治力量强行改变经济规律是不现实的，无法解决本国自身面临的问题，也会损害全球产业链供应链”。

4. 2022 年 9 月 12 日根据白宫发布的一份简报，美国总统拜登已正式签署一项行政命令，启动国家生物技术和生物制造倡议。简报中指出，生物制造（主要讨论的是合成生物学等控制微生物制造特殊的化学物质和化合物，用于打造塑料、燃料、材料和药品等）未来将成为工业的重要组成部分，在十年内或可达到 30 万亿美元产值，而目前美国生物制造业正过度依赖于其他国家的供应链。具体来说，美国政府期望在未来加大对生物制造业的资源部署和研发投入，并以此强化本土供应链，从而创建更健康的生物经济生态，并为社会贡献更多的工作岗位。该倡议预计将加速生物技术创新，在农业、能源、医药等领域发展美国的生物经济。

2022 年 9 月 14 日，美国白宫举办生物技术和生物制造峰会，正式公布 20 亿美元的“国家生物技术和生物制造计划”（以下简称“计划”）细节，以推进拜登 12 号提出的启动国家生物技术和生物制造计划的行政命令。该行政法令具体而言，美国政府将提供超过 20 亿美元的补贴，主要用途包括：1) 补贴 0.4 亿美元用于增强供应链，包括 API、抗生素、关键原料等；2) 未来 5 年补贴 2.7 亿美元用于支持生物材料研发，例如燃料、耐火材料、高分子材料等；3) 未来 5 年补贴 10 亿美元用于推动生物生产设施建设；4) 补贴 2 亿美元用于加强生物安全及网络安全；5) 补贴 5 亿美元用于支持化肥生产；6) 补贴 1.78 亿美元用于推动生物科技、生物产品、生物材料的研发；7) 补贴超过 2 亿美元用于发展美国的生物经济；8) 补贴不超过 1 亿美元用于将生物质转化为燃料和化学品的研发，0.6 亿美元用于支持生物技术和生物制造的规模化以减少环境污染等。

我们认为上述行政命令以促进发展美国本土生物制造业竞争力为主，对当前全球生物医药产业链格局影响有限：

第一，该行政命令的主要目的是促进美国本土生物制造业发展，增强本土供应链竞争力。该行政命令对“生物制造”的定义更偏向于合成生物学。合成生物学横跨多个行业，广泛用于农业、能源、医药等多个领域，是未来工业制造的重要发展方向。拜登政府期望通过加大对该新兴领域的投入，巩固美国在生物技术上的优势地位，并创造出一个全新的生物经济生态。该行政命令并未针对特定国家，也并非强调生物医药行业的供应链转移，更多以建设自身能力为主。

第二，美国中期选举在即，近来不断出台或拟出台的法案，我们判断政治象征意味更

浓。在政策支持细节尚不确定前提下，生物医药相关产业监管严格且合规产能建设配套落地周期较长（3-5 年以上）；因此我们认为该行政命令短期来看对于生物制药产业实际影响有限。

第三，我们认为中国原料药和 CXO 企业作为全球市场化竞争参与者，已深度嵌入全新医药研发创新供应链。凭借完善的产业供应链和工程师效率优势，中国企业承接全球 CDMO/原料产能需求（根据百日报告估计，在美国销售的“87% 的仿制药的 API 工厂位于海外，这在过去十年中帮助降低了数万亿美元的成本；美国本土的产能建设周期/员工成本远高于中国），大型跨国药企/中小生物科技公司相关外包需求逐渐转移国内，十几年来市场份额逐渐提升。同时，行政命令的具体执行方案中提到未来需加强合法合规的国际合作，从而加速生物技术的创新。

第四，中国龙头 CXO 企业已前瞻性布局了多个海外基地，以保障全球化供应体系的安全稳定。比如药明生物在爱尔兰、德国、美国均建有多座生产设施，并且计划在新加坡投资建设一体化 CRDMO 服务中心；药明康德的大部分 CGT 产能布局在美国，并宣布计划在新加坡建立研发和生产基地，计划在未来十年累计投资 20 亿新元用于新基地的建设，从而更好地为全球合作伙伴赋能。

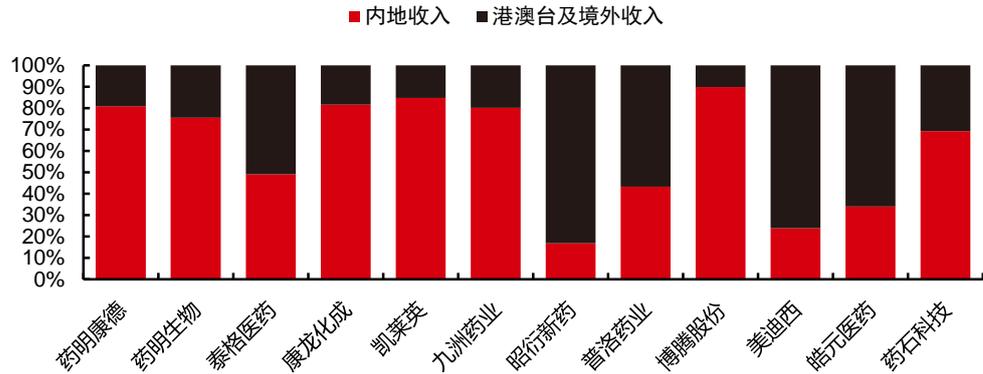
综上，我们认为国内 CXO 企业深度嵌入全新医药研发创新供应链，被制裁风险较小，市场无需过度担心。一方面，从下游客户的角度来看，CXO 企业主要服务于全球医药创新，市场化程度高，并不涉及政府军用目的相关；另一方面，从产业链角度来看，CXO 企业具有高效率/低成本/专业化的特点，服务范畴已涵盖药物研发全过程，有助于提升研发效率和降低医疗成本负担，已成为全球医药研发产业链中不可缺少的环节。国内 CXO 企业作为全球市场化竞争参与者，凭借国内工程师红利/高端制造的比较优势，随着大型跨国药企/中小生物科技公司相关外包需求逐渐转移国内，十几年来国内 CXO 企业市场份额逐渐提升；尤其是 2020 年初新冠疫情爆发以来，国内疫情控制较好+相关抗疫药物的研发生产外包需求，进一步显示了国内 CXO 专业化/高效率的优势。

表 45：国内部分主要 CDMO 企业药物小分子管线数量增长情况和市占率估算（2022 年）

企业	CDMO 业务管线产品数量	占全球小分子药物（包含临床前）管线比例（E）	占全球新药管线（E）
合全药业	由 2012 年的 246 个增长到 2022 年的 2341 个	22.1%	11.6%
康龙化成	由 2015 年的 578 个增长到 2022 年的 1078 个	10.2%	5.4%
凯莱英	由 2013 年的 150 个增长到 2022 年的 399 个	3.8%	2.0%
九洲药业	由 2015 年的 103 个增长到 2022 年的 740 个	7.0%	3.7%
博腾股份	由 2017 年的 128 个增长到 2022 年的 449 个	4.2%	2.2%
普洛药业	由 2020 年的 200 个增长到 2022 年的 524 个	5.0%	2.6%

资料来源：各公司年报，pharmaprojects，中信证券研究部测算

图 61：2022 年国内主要 CXO 企业境内外收入占比



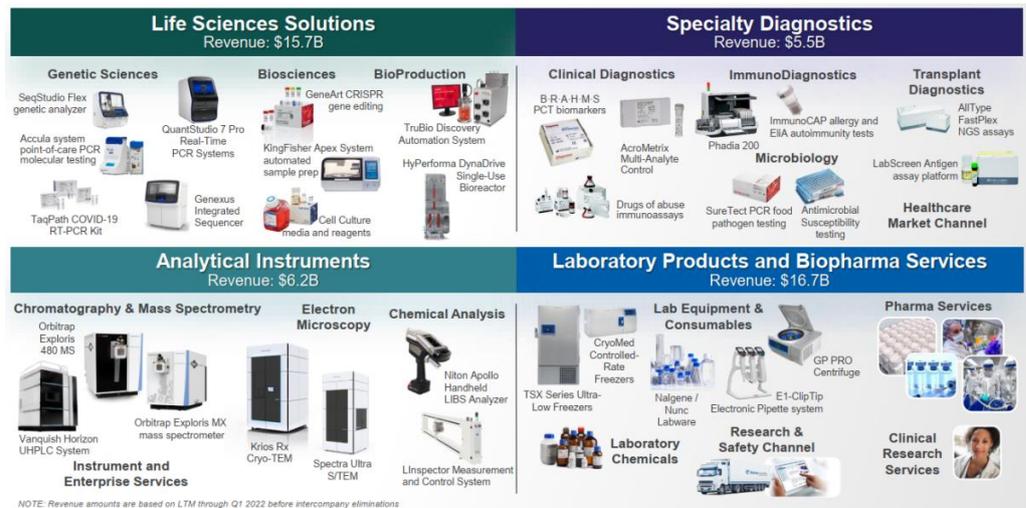
资料来源：Wind，中信证券研究部

CXO 领域我们重点推荐小分子 CDMO 创新药项目管线储备最深厚的一体化 CRO/CDMO 外包服务龙头**药明康德**；核心技术优势明显、客户结构优秀、储备品种丰富、新兴业务高速发展的**凯莱英**；与诺华深度战略绑定重磅药 API 生产服务，并有数个国内 MAH 项目处于报产/放量阶段的**九洲药业**；围绕“做强 CDMO”发展战略，向“注册中间体+原料药”模式转变的**普洛药业**；国内创新药临床 CRO 龙头，在手订单充沛，有望通过国际化拓展打开成长天花板的**泰格医药**；国内临床前 CRO 龙头，业绩有望在 2-3 年内维持高速增长的**昭衍新药**；CRDMO 模式下全球领先的大分子医药研发外包龙头**药明生物**。

生物制药上游供应链空间广阔，强化内循环下国产替代有望加速

生物医药上游供应链是服务于医药领域研发生产的最核心基础环节。生物医药上游供应链主要包括原材料（试剂、耗材）、科研仪器/设备以及生物技术支持和相关配套服务，是生物医药企业研发、生产的核心基础环节，其中按照下游用户所处阶段又可划分为**实验室研究和工业化生产两部分**。实验室研究即研发阶段所要用到原材料包括化学试剂（如分子砌块、分析色谱等）、生物试剂（重组蛋白、抗原/抗体、酶等）、实验室耗材（一次性塑料耗材等）以及通用设备和分析仪器等；工业化生产阶段，以生物制药为例，主要的原材料和设备包括培养基、色谱填料/层析介质、滤膜、生物反应器等。

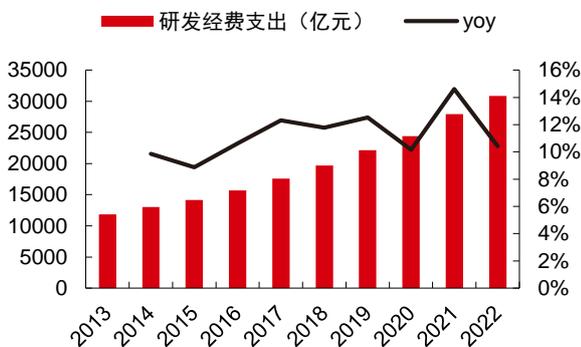
图 62：生命科学服务龙头企业赛默飞业务分类



资料来源：赛默飞公司公告

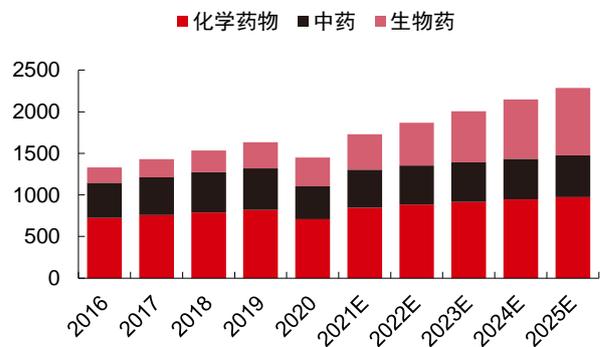
受益于生物医药产业蓬勃发展，国内研发和生产上游供应市场规模有望呈现快速增长态势。科研端，近年来国家加快创新体系建设和产业升级，大力支持科技创新和基础研究，国家科研经费投入的持续增长（根据国家统计局数据，2022 年全国共投入研究与试验发展（R&D）经费 30870 亿元，同比增长 10.4%，2018-2022 年均复合增速 11.92%），将带动科研机构及生物医药企业上游科研产品及服务需求的增加。尤其是政策端持续鼓励支持——2023 年 2 月 21 日中共中央政治局集体学习会议，习总书记强调：“加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是建设世界科技强国的必由之路”、“要稳步增加基础研究财政投入，通过税收优惠等多种方式激励企业加大投入”、“要打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战，鼓励科研机构、高校同企业开展联合攻关，提升国产化替代水平和应用规模，争取早日实现用我国自主的研究平台、仪器设备来解决重大基础研究问题”。生产端，随着中国下游生物医药产业的持续繁荣（根据凯莱英招股说明书引用的弗若斯特沙利文数据，2020 年中国生物制品市场规模约 3457 亿元，预计到 2025 年将增长至 8116 亿元，对应 2020-2025 年均复合增速 18.61%）。综上，我们认为生物医药研发和生产上游供应市场有望直接受益，并将持续扩容。

图 63：中国研究与试验发展（R&D）经费支出（2013-2022 年）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

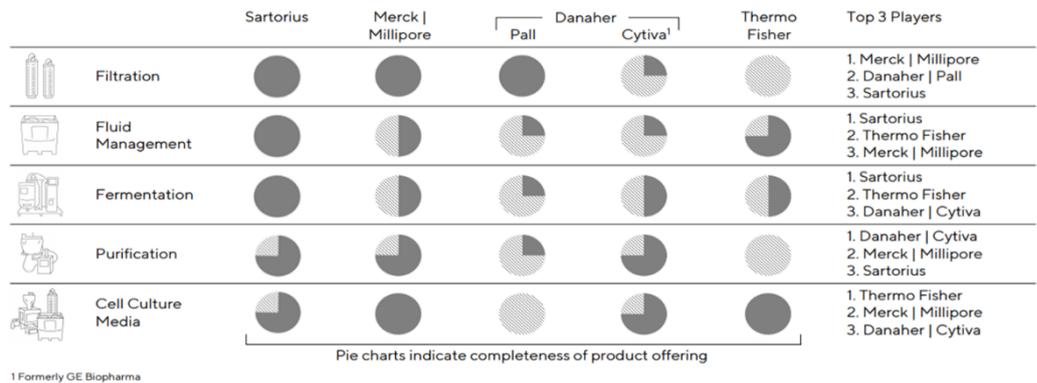
图 64：中国生物医药市场规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（含预测，引自凯莱英招股说明书），中信证券研究部

海外品牌相对垄断全球，国内市场国产替代空间广阔。在生物医药上游供应链领域，由于欧美等发达国家或地区相关行业起步较早，部分企业成立时间超过 50 年，凭借长期投入在品牌知名度、关键性核心、制造技术、产品成熟度等方面均处于全球领先水平，并在全球市场占据主导地位——例如色谱填料，根据 MarketsandMarkets 的数据（转引自纳微科技招股书），GE Healthcare、Tosoh、Bio-Rad 三家公司占据了 2018 年全球色谱填料市场 50% 的份额，形成了寡头垄断；而在国内市场，部分上游供应链细分赛道外资品牌市占率达到 90%——例如培养基，根据智研咨询数据，2018 年我国培养基市场规模约 16 亿元，而进口金额近 14 亿元，市占率接近 90%。

图 65：全球生物制药上游供应链头部公司



资料来源：赛多利斯官网

同时，大多国产生物医药上游供应链企业于本世纪初建立，经过近 20 年的发展，通过持续的研发投入不断提升自主创新、工艺技术和生产质控能力，逐步与国际领先企业形成有效竞争，从产品端到客户端已具备国产替代的基础。

表 46：国家鼓励生命科学及医药上游供应链发展相关政策

政策	部门	发布时间	主要内容
《国家创新驱动发展战略纲要》	国务院	2016/5	科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置。到 2020 年进入创新型国家行列，研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重达到 2.5%；到 2030 年跻身创新型国家前列，研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重达到 2.8%；到 2050 年建成世界科技创新强国，成为世界主要科学中心和创新高地。
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	2016/8	加强大型科学仪器设备、实验动物、科研试剂、创新方法等保障研究开发的科研条件建设，夯实科技创新的物质和条件基础，提升科研条件保障能力
《“十三五”国家基础研究专项规划》	科技部	2017/5	鼓励和培育具有原创性学术思想的探索性科研仪器设备研制，聚焦高端通用和专业重大科学仪器设备研发、工程化和产业化；注重研发具有自主知识产权的通用试剂和高端高纯专用试剂
《关于全面加强基础科学研究的若干意见》	国务院	2018/1	到 2020 年，我国基础科学研究整体水平和国际影响力显著提升，在若干重要领域跻身世界先进行列，在科学前沿重要方向取得一批重大原创性科学成果；到 2035 年，我国基础科学研究整体水平和国际影响力大幅跃升，在更多重要领域引领全球发展
产业结构调整指导目录（2019 年本）	国家发 改委	2019/10	科研试剂属于国家鼓励类产业，包括“生物高分子材料、填料、试剂、芯片、干扰素、传感器、纤维素生化产品开发与生产以及新型精细化学品的开发与生产和大规模细胞培养和纯化技术、大规模药用多肽和核酸合成、抗体偶联、无血清无蛋白培养基培养、发酵、纯化技术开发和应用等”
国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	国务院	2020/11	强化国家战略科技力量。制定科技强国行动纲要。加强基础研究、注重原始创新，优化学科布局和研发布局，推进学科交叉融合，完善共性基础技术供给体系。推进国家实验室建设，重组国家重点实验室体系。提升企业技术创新能力。

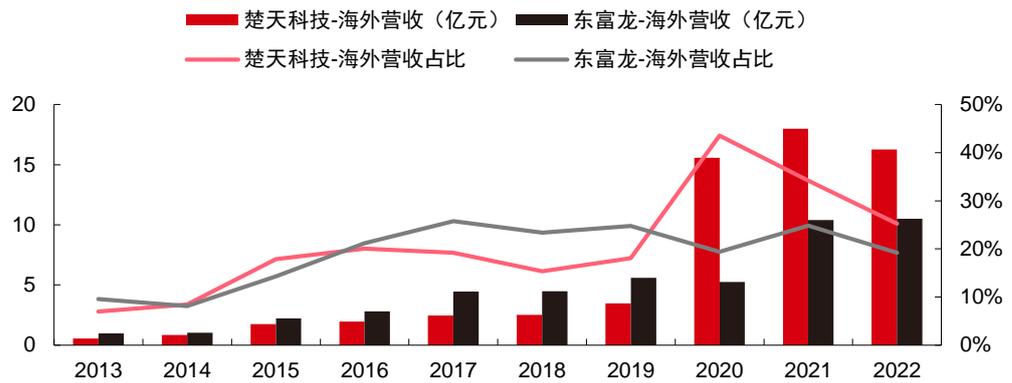
政策	部门	发布时间	主要内容
中央经济工作会议	-	2020/12	产业链、供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技
《坚持创新大力推动生物医药产业发展》	两会人大代表提案	2021/3	增强生物医药产业链、供应链的稳定性和竞争力。鼓励生物产品研发和生产企业进行国产替代，当国产设备、仪器、物料和耗材质量不亚于进口产品时，优先选择国产品牌。同时对已采用进口物料和设备的在研和上市产品，进行国产物料替换时，从国家层面给予法规、政策上的支持。
《关于促进全省生物医药产业高质量发展的若干政策措施》	江苏省政府	2021/9	为提升生物医药产业链供应链稳定性和竞争力，《措施》提出，将强化关键材料供应保障、提升高标准规模化生产水平、优化生物医药环境准入管理、培育壮大创新型领军企业。

资料来源：中国政府网，中国人大网，财政部、科技部、国家发改委、江苏省政府等官网，中信证券研究部

上游供应链的稳定性、安全性问题在新冠疫情催化下进一步凸显，叠加集采和医保谈判等政策带来的潜在成本压力，国产企业有望迎来绝佳发展良机。一方面，近年来中美贸易摩擦频繁，结合《“十四五”医药工业发展规划》首次提出产业链要稳定可控，关键共性技术要突破、重点领域短板要补齐，从国家到地方层面逐渐认识到上游供应链稳定性、安全性对新兴产业可持续发展的重要性，都有相关政策鼓励生命科学及医药上游供应链发展。而 2020 年新冠疫情的爆发，导致海外供应商的生产和运输受到严重影响，供货国内企业的周期被显著拉长，新冠疫苗、中和抗体研发生产相关的需求爆发则进一步激化供需关系失衡，大量未被满足的需求转向国内，这给国产生物医药上游供应链企业提供了快速切入下游核心客户的发展良机。另一方面，一致性评价、带量采购、医保谈判等政策倒逼企业转型升级、控费降本，而国内企业较海外品牌具备较明显的性价比优势，这也将进一步促进上游供应链国产化。

- **新冠催化全球制药供应链结构调整，中国龙头出口规模加速扩张。**根据灼识咨询的数据，国内领先厂家在本土传统制药装备市场的市占率已经超过外资，侧面说明了国产厂家在一部分制药装备的技术和质量上已具备国际化竞争力。以往由于国际市场品牌壁垒，国产厂家在全球市场的影响力/市占率有限。基于交付周期和服务的优势，国产制药装备替代进口已成为一种趋势，特别是新冠疫情期间，海外制药装备企业的响应速度明显受限（国产 3-6 个月 vs 进口 12 个月以上），无法满足国内外药企快速扩大产能的需求。
- 短期来看，国内制药装备企业充分获益于全球生物制药上游供应链的阶段性供需失衡，获得了大量的订单（体现为合同负债/预收款项）；业务也由传统的单机向整体解决方案（装备+耗材+工程）模式转变，价值量预计将不断增加。

图 66：楚天科技、东富龙海外营收规模和占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **中长期，疫情为国产制药装备的进口替代提供良好契机，有望将“短期红利”转化为“长期成长动力”。**一方面，国内制药装备企业经过十几年发展，国际化布局（例如楚天科技收购 Romaco）和竞争能力（体现为海外收入及其占比）不断提升，特别是在传统的制剂加工和包装领域。制药企业的供应链管理相对保守谨慎，新冠疫情给予国内龙头公司切入全球客户供应链的良好契机，即便疫情后海外企业恢复供应，客户合作关系也已经形成。另一方面，对于相对前沿的生物工艺设备和耗材领域，国内原有市场的国产化率极低，疫情使得国内生物制药企业对于供应链本地化产生较为急切的需求，也同样给予国内制药装备企业进入“重复耗用+增速更快”生物制药工艺设备和耗材细分领域的契机。

表 47：生物医药上游供应链细分领域市场规模及竞争格局

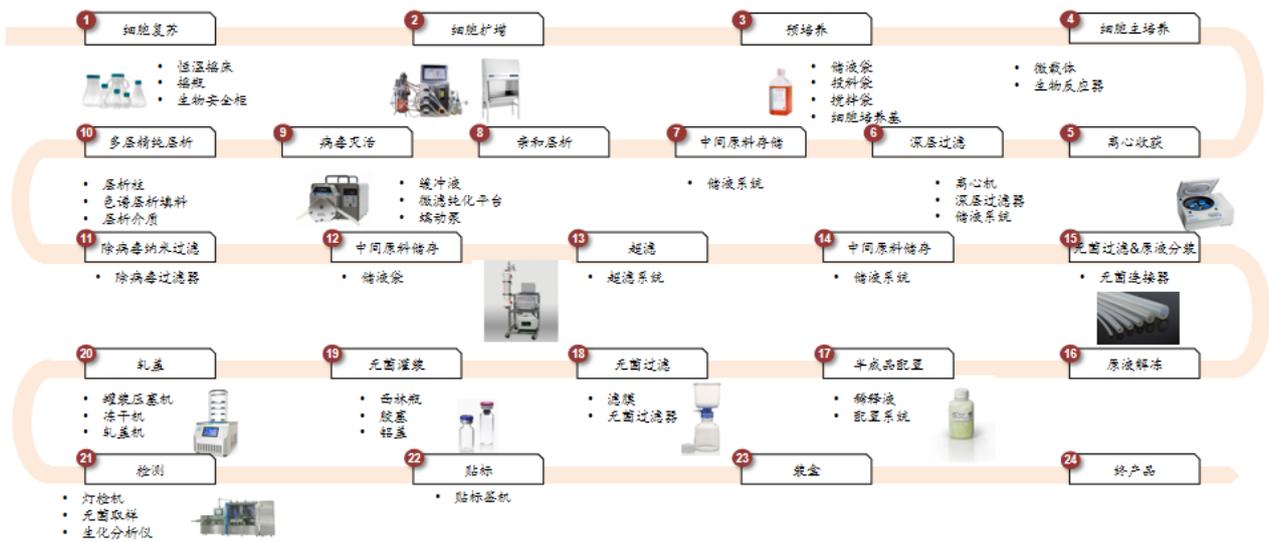
分类	产品	内容描述	2020 年中国本土市场规模	国产化率	国内代表性企业
实验室研发阶段	化学试剂	化学试剂是指具有一定纯度标准的各种单质和化合物（也可以是混合物），广泛应用于医疗卫生、生物技术、检验检疫、国防军工、工农业生产等国民经济的各行各业	大于 500 亿元（包含生物医药、新材料、能源化工等各个领域）	其中高端试剂约 10%	阿拉丁、毕得医药、泰坦科技、皓元医药、国药试剂、西陇科学等
	生物科研试剂	生物试剂是主要用于生命科学基础研究和医药研发的基础工具，可以分为蛋白类试剂（重组蛋白、抗体等）、分子类试剂（酶等）、细胞类试剂。	约 160 亿元	约 10%-20%	百普赛斯、义翘神州、诺唯赞、金斯瑞等
	生物实验耗材	实验耗材是指生物、医药、卫生和健康等相关学科领域科学研究、新产品开发、诊断检测等相关活动所必需的实验用品，包括一次性塑料耗材和其他耗材等，主要用于细胞培养和收获、生物实验移液、溶液过滤和分离、贮存等	约 330 亿元，（其中一次性塑料耗材市场规模约 100 亿元）	其中实验室一次性塑料耗材约 5%-10%	洁特生物、无锡耐思、硕华生命等
生物药生产阶段	分析仪器设备	实验分析仪器是基础的科学实验装备，具备复杂而精密的技术体系，包括色谱、质谱、原子光谱、分子光谱、材料表征、表面科学、生命科学仪器、实验室自动化&软件、全球通用分析仪和全球实验室设备等	约 400-500 亿元	其中通用设备大于 50%，高端分析仪器小于 5%	聚光科技、禾信仪器、莱伯泰科、天瑞仪器等
	培养基	培养基是指人工模拟细胞在体内生长的营养环境，供给微生物、植物或动物（或组织）生长繁殖的，由不同营养物质组合配制而成的营养基质，是提供细胞营养和促进细胞生长增殖的物质基础	约 25-30 亿元	约 10%-20%	健顺生物、多宁生物等
	色谱填料/层析介质	具有纳米孔道结构的功能性微球材料，可满足色谱/层析分离纯化的要求，是色谱/层析技术的核心；由于可以对复杂组份进行分离，在生物制药领域，色谱技术几乎是生物制药分离纯化的唯一手段	约 30 亿元	约 10%-20%	博克隆、纳微科技、蓝晓科技等
	一次性生物反应器/袋	生物反应器是指用于微生物和细胞体外培养，通过生化反应或生物自身的代谢等来获得各种目标产物、药物的装置，在生物制药生产环节中扮演不可或缺的角色，可以帮助企业提高生产效率，降低生产成本	约 20 亿元	国产化率较低	楚天科技、东富龙、森松国际、多宁生物、乐纯生物、金仪盛世、石四药等
	不锈钢生		-	国产化率较高	

分类	产品	内容描述	2020 年中国本土市场规模	国产化率	国内代表性企业
	物反应器				
	磁珠/NC 膜	磁性纳米微球广泛应用化学发光、分子诊断及蛋白纯化等领域。而 NC 膜在胶体金试纸中用做 C/T 线的承载载体，同时也是免疫反应的发生处	约 10-20 亿元	约 5%-10%	海狸生物、纳微科技等
IVD	试剂原料	体外诊断试剂原料指用于生化、免疫或分子诊断等试剂的反应体系原料，包括抗原/抗体、酶等	约 100 亿元	约 12%	菲鹏生物、诺唯赞、瀚海新酶、翌圣生物、爱博泰克等
	定制化耗材	封闭 IVD 体系依赖定制化耗材以匹配设备，因此耗材供应商需与 IVD 企业前期共同培育产品，主要产品包括反应杯、比色杯、自动化吸头、PCR 孔板等	约 20-30 亿元	国产化率较低	昌红科技、拱东医疗等

资料来源：弗若斯特沙利文（含对应生物试剂和 IVD 试剂原料市场规模的预测；引自义翘科技、诺唯赞招股说明书），Research and Markets，新思界，纳微科技、优宁维招股说明书，SDI 等，中信证券研究部（含对其中化学试剂、分析仪器设备、一次性生物反应器/袋、IVD 磁珠/NC 膜、IVD 定制化耗材等市场规模数据的测算）

我们认为，在强化内循环产业能力的政策鼓励以及国产医疗制造业不断取得快速发展的背景下，生物医药上游供应链领域将是未来 3-5 年确定性最强的赛道，有望孵育一批优质国内企业，市场/市值空间广阔。

图 67：抗体药物生产工艺复杂，涉及设备与耗材种类相比化学合成类药物明显增多



资料来源：制药设备网，东富龙官网，楚天科技官网，中信证券研究部绘制

综上，生物制药上游供应链领域，我们重点推荐：持续深化生物制药上游耗材布局的国内领先的制药装备制造厂商**楚天科技**，围绕“一体两翼”战略布局、国内领先的综合性制药装备服务商**东富龙**，具备核心技术专利护城河的国内领先的医用聚乙二醇及衍生产品研发生产企业**键凯科技**，国产重组蛋白试剂国际化领跑者**百普赛斯**，国内领先的“一站式”生物试剂和技术服务平台**义翘神州**，品牌及电商平台优势国内领先的高端科研试剂研发生产企业**阿拉丁**，国内公斤级以下药物分子砌块龙头企业，积极布局全球市场**毕得医药**，专注药物研发与产业化的一体化服务平台**皓元医药**，国内领先的生物实验室一次性塑料耗材龙头**洁特生物**。此外，我们建议关注：全球一流、国内领先的高性能纳米微球材料供应商**纳微科技**，可提供全生命周期一站式服务国内领先的科学服务公司**泰坦科技**，国内高端分析仪器的领军企业**聚光科技**，全产业链+多品种战略成效渐显，色谱光谱业务快速发展的**海能技术**；深耕生命科学仪器的专精特新“小巨人”**新芝生物**。

表 48：生物制药上游供应链领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资亮点
楚天科技	持续深化生物制药上游耗材布局的国内领先的制药装备制造
东富龙	围绕“一体两翼”战略布局、国内领先的综合性制药装备服务商
键凯科技	具备核心技术专利护城河，国内领先的医用聚乙二醇及衍生产产品研发生产企业
纳微科技	全球一流、国内领先的高性能纳米微球材料供应商
泰坦科技	可提供全生命周期一站式服务国内领先的科学服务公司
洁特生物	国内领先的生物实验室一次性塑料耗材龙头
毕得医药	国内公斤级以下药物分子砌块龙头企业，积极布局全球市场
聚光科技	国内高端分析仪器的领军企业
百普赛斯	国产重组蛋白试剂国际化领跑者
义翘神州	国内领先的“一站式”生物试剂和技术服务平台
皓元医药	专注药物研发与产业化的一体化服务平台
阿拉丁	品牌及电商平台优势国内领先的高端科研试剂研发生产企业
新芝生物	国内知名的生命科学仪器厂商
海能技术	全产业链+多品种战略成效渐显，色谱光谱业务快速发展

资料来源：中信证券研究部

■ 疫苗篇：国产替代加速，重磅在研进入收获期

品种为王时代，寡头致力于打造核心爆款品种

品种为王是疫苗板块的基本投资逻辑，单个爆款品种就可为公司贡献绝大部分收入和利润。辉瑞的 13 价肺炎疫苗销售额曾多年保持全球第一，销售额常年保持在 50 亿美元以上，2022 年销售额达到 63.37 亿美元。2021 年受益于中国等市场 HPV 疫苗的快速放量，默沙东的 HPV 疫苗产品在 2021 年荣登“疫苗之王”宝座，全年销售额达 56.73 亿美元，2022 年继续放量提高到 68.97 亿美元。GSK 的重组带状疱疹疫苗放量迅速，2022 年销售额达到 35.78 亿美元。四大疫苗厂商包揽了 2022 年全球 Top10 疫苗产品。

表 49：2020-2022 年全球 Top10 疫苗产品及销售额（亿美元）

排名	疫苗	病菌	厂商	2020 年(亿美元)	2021 年(亿美元)	2022 年(亿美元)
1	Gardasil/Gardasil 9	HPV	Merck	39.38	56.73	68.97
2	Prevnar 13/Prevenar 13	肺炎球菌	Pfizer	58.50	52.72	63.37
3	Shingrix	带状疱疹	GSK	25.52	23.66	35.78
4	Fluzone	流感	Sanofi	28.19	31.11	31.86
5	Pentacel	脊灰、百白破、Hib	Sanofi	24.02	25.56	24.46
6	ProQuad/M-M-R II/Varivax	麻腮风、水痘	Merck	18.78	21.35	22.42
7	Bexsero	B 型脑膜炎	GSK	8.34	22.41	9.11
8	Fluarix, FluLaval	流感	GSK	9.40	12.86	8.64
9	Infanrix, Pediarix	脊灰、百白破、乙肝	GSK	8.07	10.30	7.19
10	Pneumovax 23	肺炎球菌	Merck	10.87	8.93	6.02

资料来源：各公司年报，中信证券研究部。注：未考虑新冠肺炎疫苗

四大巨头研发管线结构丰富品种齐全，发展新型疫苗和多联多价疫苗是未来主流趋势。多价疫苗指由一种病原生物体的多个血清型抗原制成的疫苗，能够实现对多种亚型病原生物体的广泛保护，如四价流感疫苗相较于三价流感疫苗具有更强的保护效果；多联疫苗是将针对多种病原生物体的疫苗结合制成的疫苗，可同时预防多种病原生物，减少接种程序，如百

白破-脊髓灰质炎-Hib 五联苗。四大巨头研发管线分布广泛，涵盖了呼吸道合胞病毒、疱疹病毒、疟疾、肺炎、COPD 等多个领域。GSK 目前上市 24 各产品，19 个在研项目，6 个进入临床 III 期或申请上市；Sanofi 目前 14 个上市产品，12 个在研项目，4 个产品进入临床 III 期或申请上市。相较于国内企业研发管线布局，国际巨头的研发管线更加多元化。

表 50：全球主要疫苗生产商产品管线

企业	项目名称	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	申报生产	上市
GSK	甲型肝炎(灭活)和乙型肝炎疫苗(吸附)疫苗	√	√	√	√	√
	B 型嗜血杆菌结合疫苗	√	√	√	√	√
	无细胞百白破-重组乙肝-灭活脊髓灰质炎疫苗	√	√	√	√	√
	百白破疫苗	√	√	√	√	√
	百白破联合脊髓灰质炎(灭活)疫苗	√	√	√	√	√
	甲肝灭活疫苗	√	√	√	√	√
	重组乙型肝炎疫苗	√	√	√	√	√
	乙型肝炎疫苗	√	√	√	√	√
	16、18 型 HPV 疫苗	√	√	√	√	√
	脑膜炎疫苗	√	√	√	√	√
	C 群脑膜炎奈瑟菌	√	√	√	√	√
	B 型脑膜炎球菌疫苗(美国)	√	√	√	√	√
	ACYW 群脑膜炎球菌结合疫苗	√	√	√	√	√
	(Hib-MenC) 联合疫苗	√	√	√	√	√
	麻疹, 腮腺炎, 风疹, 水痘联合疫苗	√	√	√	√	√
	麻风腮疫苗(美国)	√	√	√	√	√
	水痘疫苗	√	√	√	√	√
	季节性流感疫苗	√	√	√	√	√
	口服轮状减毒活疫苗(欧洲)	√	√	√	√	√
	带状疱疹疫苗	√	√	√	√	√
	10 价肺炎双球菌疫苗	√	√	√	√	√
	新冠疫苗	√	√	√	√	√
	新冠疫苗(与 Sanofi 合作)	√	√	√	√	√
	呼吸道合胞病毒疫苗(老人型)	√	√	√	√	√
	ACYW 群脑膜炎球菌结合疫苗(青少年)	√	√	√	√	√
	轮状病毒疫苗	√	√	√	√	√
	B 型脑膜炎球菌疫苗(婴儿)	√	√	√	√	√
	5 价脑膜炎球菌疫苗(ABCWY 群)	√	√	√	√	√
	新冠疫苗(与 Medicago 合作)	√	√	√	√	√
	呼吸道合胞病毒疫苗(孕产妇型)	√	√	√	√	√
	治疗性乙肝疫苗	√	√	√	√	√
	水痘疫苗	√	√	√	√	√
新一代疟疾疫苗	√	√	√	√	√	
志贺氏杆菌痢疾疫苗	√	√	√	√	√	
金黄色葡萄球菌疫苗	√	√	√	√	√	
生殖器疱疹疫苗	√	√	√	√	√	
COPD 疫苗	√	√	√	√	√	
流感疫苗	√	√	√	√	√	
艰难梭菌疫苗	√	√	√	√	√	
巨细胞病毒疫苗	√	√	√	√	√	
新冠疫苗(mRNA)	√	√	√	√	√	

企业	项目名称	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	申报生产	上市	
Sanofi	狂犬病 mRNA 疫苗	√					
	呼吸道合胞病毒疫苗（儿童型）	√					
	四价流感病毒灭活疫苗（高/低剂量）	√	√	√	√	√	
	b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	√	√	√	√	√	
	百白破、脊髓灰质炎、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	√	√	√	√	√	
	四价登革热疫苗	√	√	√	√	√	
	狂犬疫苗（人二倍体细胞）	√	√	√	√	√	
	灭活脊髓灰质炎疫苗	√	√	√	√	√	
	ACYW135 脑膜炎球菌多糖结合疫苗	√	√	√	√	√	
	脑膜炎-肺炎疫苗	√	√	√	√	√	
	吸附无细胞百白破联合疫苗	√	√	√	√	√	
	脊髓灰质炎-百日咳-乙肝疫苗	√	√	√	√	√	
	黄热病疫苗	√	√	√	√	√	
	无细胞百白破-灭活脊髓灰质炎疫苗	√	√	√	√	√	
	伤寒 Vi 多糖疫苗	√	√	√	√	√	
	新冠疫苗（与 GSK 合作）	√	√	√	√	√	
	百白破-乙肝-脊髓灰质炎-Hib 儿童六联苗	√	√	√	√	√	
	呼吸道合胞病毒单克隆抗体	√	√	√	√		
	ACYW 群脑膜炎球菌结合疫苗（美国/欧盟 6 周龄以上）	√	√	√			
	纯化狂犬病疫苗（Vero 细胞）	√	√	√			
	儿童流感疫苗（高剂量）	√	√				
	新一代肺炎球菌结合疫苗	√	√				
	黄热病疫苗（Vero 细胞）	√	√				
	B 型脑膜炎疫苗	√	√				
	单纯疱疹病毒 2 型疫苗	√	√				
	呼吸道合胞病毒（幼儿）	√	√				
	呼吸道合胞病毒（老年人）	√					
	流感 mRNA 疫苗	√					
	Merck	卡介苗	√	√	√	√	√
		埃博拉疫苗	√	√	√	√	√
四价 HPV 疫苗		√	√	√	√	√	
九价 HPV 疫苗		√	√	√	√	√	
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗		√	√	√	√	√	
麻风腮疫苗		√	√	√	√	√	
23 价肺炎球菌疫苗		√	√	√	√	√	
麻风腮-水痘疫苗		√	√	√	√	√	
乙型肝炎疫苗		√	√	√	√	√	
轮状病毒疫苗		√	√	√	√	√	
水痘疫苗		√	√	√	√	√	
百白破-脊髓灰质炎-Hib-乙肝联合疫苗		√	√	√	√	√	
15 价肺炎球菌疫苗		√	√	√	√	√	
带状疱疹疫苗		√	√	√	√	√	
灭活甲肝疫苗		√	√	√	√	√	
15 价肺炎球菌结合疫苗 V114（日本）		√	√	√	√		
成人肺炎球菌疫苗		√	√	√			
巨细胞病毒疫苗	√	√					
mRNA 疫苗	√						

企业	项目名称	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	申报生产	上市
	登革热疫苗	√				
	蝉传脑膜炎疫苗	√	√	√	√	√
	ACYW135 脑膜炎球菌多糖结合疫苗	√	√	√	√	√
	B 型脑膜炎球菌疫苗	√	√	√	√	√
	7 价肺炎球菌结合疫苗	√	√	√	√	√
	13 价肺炎球菌结合疫苗	√	√	√	√	√
	新冠 mRNA 疫苗（与 BioNTech 合作）	√	√	√	√	√
	5 价脑膜炎球菌疫苗（ABCWY 群）	√	√	√	√	
	20 价肺炎球菌结合疫苗	√	√	√	√	
	森林脑炎疫苗	√	√	√	√	
	新冠 mRNA 疫苗（与 BioNTech 合作：美国，欧盟-5-11 岁）	√	√	√	√	
	新冠 mRNA 疫苗（与 BioNTech 合作：美国-5-11 岁）	√	√	√	√	
Pfizer	新冠 mRNA 疫苗（与 BioNTech 合作：美国，欧盟 6-24 个月婴儿）	√	√	√	√	
	新冠 mRNA 疫苗（与 BioNTech 合作：美国，欧盟 2-4 岁）	√	√	√	√	
	新冠 mRNA 疫苗（与 BioNTech 合作：成人）	√	√	√	√	
	呼吸道合胞病毒疫苗（老人）	√	√	√	√	
	呼吸道合胞病毒疫苗（孕妇）	√	√	√		
	艰难梭菌疫苗	√	√	√		
	莱姆病疫苗	√	√	√		
	B 链球菌肺炎疫苗（孕产妇）	√	√			
	5 价脑膜炎球菌疫苗（婴儿）	√	√			
	肺炎球菌结合疫苗（婴幼儿）	√	√			
	新冠&流感疫苗	√				
	流感疫苗（成人）	√				

资料来源：各公司公告、各公司年报（截至 2022 年底），中信证券研究部

国产替代加速，重磅在研进入收获期

紧抓时代机遇，国产厂商强化研发管线布局。中国疫苗行业总体相较于欧美国家仍有较大差距，新冠疫情在一定程度上加速了中国疫苗产业的发展，借助时代机遇，我国疫苗厂商扩充研发管线，新建技术平台，强化自身研发竞争力。国内厂商在肺炎球菌疫苗、流感疫苗、狂犬病疫苗等二类疫苗已占主导地位，而 HPV 疫苗、带状疱疹疫苗目前仍以进口厂商主导。

表 51：中国主要二类疫苗品种上市数量和在研数量统计

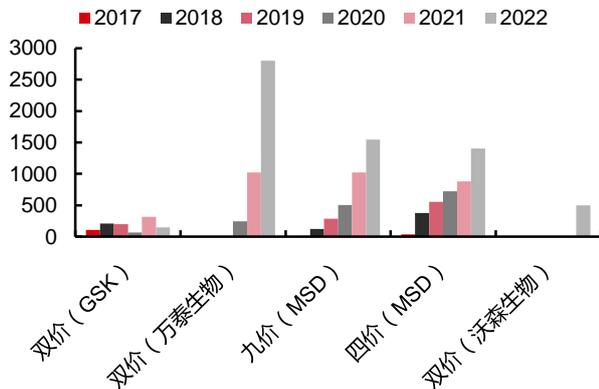
疫苗	分型	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请	已上市
HPV 疫苗	2 价	2	1			3
	3 价			1		
	4 价	2	2	2		1
	9 价	1	3	5		1
	11 价		2			
	14 价		2			
肺炎球菌疫苗	13 价	3		3	1	3
	15 价			1		
	20 价	1				
	23 价	1	1	1	2	6
流感疫苗	裂解疫苗（三价）			1		11
	裂解疫苗（四价）		2	5	1	6
	亚单位疫苗（三价）			1		4

疫苗	分型	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请	已上市
狂犬病疫苗	亚单位疫苗（四价）			1		
	Vero 细胞	1		8	2	7
	地鼠肾细胞					5
	人二倍体细胞	2		2	1	1
水痘疫苗		1		1	1	5
带状疱疹疫苗	减毒活疫苗	1	1	1		1
	亚单位疫苗	2	1			1
成人结核疫苗		2	1			1
手足口病疫苗	EV71		2	1		4
	EV71/CA16	2				
脑膜炎球菌疫苗	ACYW135 群（结合）	1	2	1		1
	ACYW135 群（多糖）				1	7
	AC 结合苗		1	3		5
	AC 多糖苗					4

资料来源：各公司官网、年报，中信证券研究部。截至 2023 年 5 月 12 日

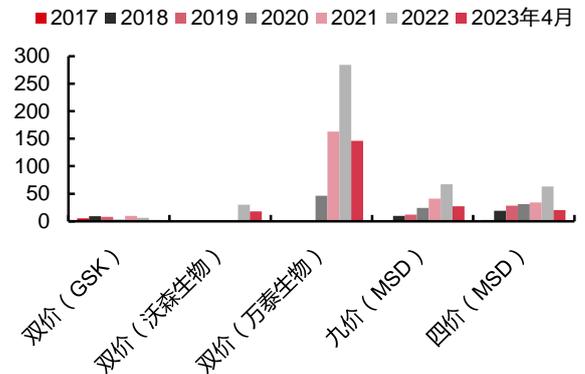
二价 HPV 疫苗进入国产时代，静待国产九价 HPV 疫苗。中国市场上 HPV 疫苗共有五种，其中三款为进口疫苗，分别是 GSK 的二价 HPV 疫苗、MSD 的四价 HPV 和九价 HPV 疫苗，两款为国产二价疫苗（馨可宁和沃泽惠），分别于 2019 年 12 月和 2022 年 3 月获 NMPA 批准上市，在研产品进入临床 III 期的国产企业有瑞科生物（九价），博唯生物（九价、四价），万泰生物（九价），康乐卫士（九价、三价），成都所/北京所（四价）。国产二价逐渐替代进口二价，2021 年万泰生物批签发 1022.8 万剂，2022 年批签发量约为 2,800 万剂。2023 年前 4 个月万泰生物批签发 146 批次，达到 2022 年全年的一半。沃森生物二价 HPV 疫苗 2023 年前 4 个月批签发 18 批次。

图 68：2017-2022 年中国 HPV 疫苗批签发（万剂）



资料来源：中检院；中信证券研究部。

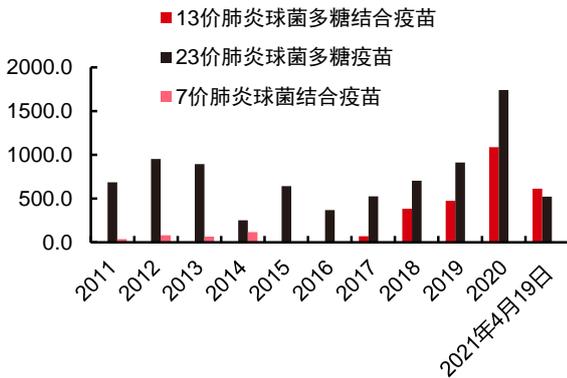
图 69：2017-2023 年 4 月中国 HPV 疫苗批签发次数（次）



资料来源：中检院；中信证券研究部。注：截至 2023 年 4 月

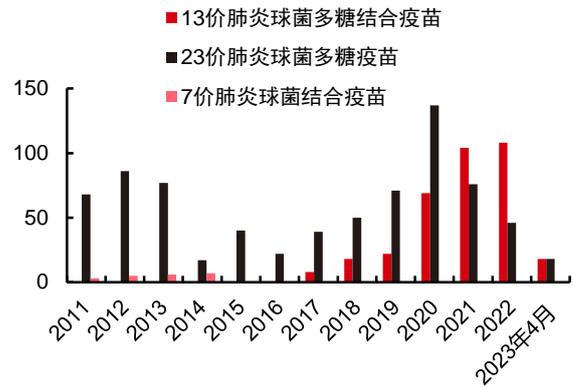
肺炎球菌疫苗加速国产替代进程。23 价肺炎已基本实现国产替代，目前上市国产品种 5 个，2023 年前 4 个月批签发 18 批次。13 价肺炎处于加速国产替代中，批签发量快速提升。13 价肺炎 2023 年前 4 个月批签发 18 批次，其中沃森生物批签发 14 次，康泰生物批签发 3 次，辉瑞批签发 1 次，国产替代进程加速。

图 70：2017-2021 年中国肺炎球菌疫苗批签发（万剂）



资料来源：中检院；中信证券研究部。注：截至 2021 年 4 月 19 日（中检院不再披露具体批签发数量）

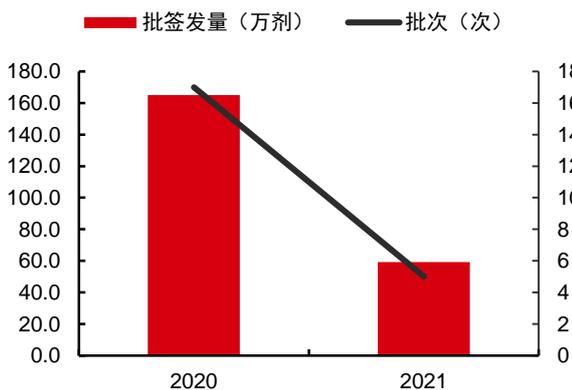
图 71：2017-2023 年 4 月中国肺炎球菌疫苗批签发次数（次）



资料来源：中检院；中信证券研究部。注：截至 2023 年 4 月

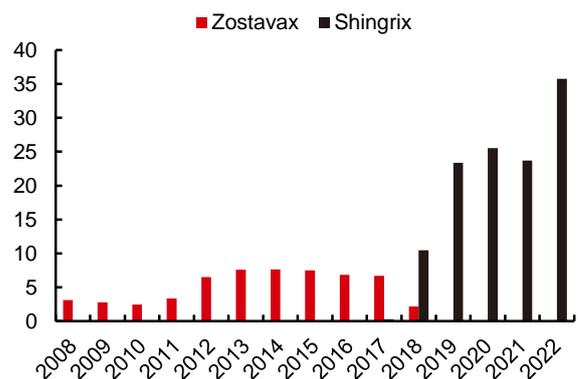
Shingrix 已成为全球重磅品种，国产减毒活带状疱疹疫苗凸显潜力。最早的带状疱疹疫苗为减毒活疫苗，2006 年上市。GSK 的重组蛋白疫苗 2017 年获 FDA 批准上市，并迅速占据主要市场份额，之后于 2020 年在中国实现上市销售。Shingrix 对于 ≥ 50 岁人群带状疱疹的保护效力达到 97.2%，对于 ≥ 60 岁人群保护效力达 97.6%，有效性整体高于 Zostavax，但 Zostavax 对比 Shingrix 安全性更高。2020 年 11 月 18 日起，减毒活带状疱疹疫苗 (Zostavax) 已不再在美国使用，因此目前在中美市场销售的只有 GSK 的 Shingrix。2023 年 1 月 31 日，百克生物带状疱疹减毒活疫苗上市许可申请获 NMPA 批准，适用于 40 岁及以上成人。相比进口重组带状疱疹疫苗 Shingrix 适用年龄为 50 岁以上，百克生物带状疱疹减毒活疫苗覆盖更多的适用年龄人群。百克生物带状疱疹减毒活疫苗为国内首创，II 期临床数据显示安全性和免疫原性良好，具有不弱于 Zostavax 的有效性，以及显著高于 Shingrix 的安全性，我们预计该疫苗潜在市场空间超百亿元，其他厂商进度远不如公司。

图 72：Shingrix 于中国上市后的批签发数据



资料来源：中检院，中信证券研究部。

图 73：Zostavax 和 Shingrix 上市后销售额（亿美元）



资料来源：米内网，中信证券研究部。注：自 2020 年 11 月 18 日起，减毒活带状疱疹疫苗 (Zostavax) 已不再在美国使用。

我们持续看好疫苗板块的投资机会。品种为王是疫苗板块投资的基本逻辑，国产替代加速，多款重磅在研即将进入收获期。建议关注**康泰生物**（13 价肺炎和四联苗放量，乙肝疫苗复产，人二倍体人用狂犬疫苗有望年中上市）、**百克生物**（鼻喷流感疫苗秋冬放量，

首个国产带状疱疹疫苗上市放量)、沃森生物(13价肺炎疫苗国产替代,二价HPV上市放量)、智飞生物(重组蛋白新冠疫苗EUA,印尼及国内获批异源序贯接种,代理HPV持续放量)、康希诺(A/H)(单针腺病毒载体新冠疫苗获批放量,国内异源序贯接种加强针;MCV4放量;吸入剂型EUA)等。新冠疫情进入低流行阶段,距离上一波高峰已接近半年,当前我国流行毒株为XBB,复阳风险逐渐提高,建议关注新型多价新冠疫苗相关标的。同时新冠影响已基本消除,流感疫苗接种今年将实现常态化复苏,建议关注流感板块下半年的行情变化。

表 52: 疫苗领域推荐标的及理由

推荐标的	推荐理由
智飞生物	重组蛋白新冠疫苗 EUA, 印尼及国内获批异源序贯接种, 代理 HPV 持续放量
康希诺	单针腺病毒载体新冠疫苗获批放量, 国内异源序贯接种加强针; MCV4 放量; 吸入剂型 EUA
康泰生物	13 价肺炎和四联苗放量, 乙肝疫苗复产, 人二倍体人用狂犬疫苗有望年中上市
沃森生物	13 价肺炎疫苗国产替代, 二价 HPV 上市放量
百克生物	鼻喷流感疫苗秋冬放量, 首个国产带状疱疹疫苗上市放量
瑞科生物	重组蛋白新冠疫苗三期在研、重组九价 HPV 疫苗三期在研、优秀的佐剂系统

资料来源: 中信证券研究部

■ 中药大健康篇: 全方位振兴, 国企改革中药为首

政策支持上升新高度, 全方位振兴中医药发展

《中药注册管理专门规定》出台, 中药创新进入新时代。2023 年 2 月 10 日, 国家药监局发布《中药注册管理专门规定》(以下简称《专门规定》), 自 2023 年 7 月 1 日起施行。《专门规定》共 11 章 82 条, 对中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行了明确。《专门规定》的发布进一步落实加快推进完善中医药理论、人用经验和临床试验相结合的中药审评证据体系, 加强了对中药研制的指导, 具有较强的实操性。我们认为国家顶层战略持续利好中医药创新发展, 中药行业有望进入高速发展阶段。《专门规定》按照调整后的中药注册分类的不同特点, 明确中药注册分类、研制路径和模式, 建立适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定。

表 53: 适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定

审批类型	审批要求
简化审批	对古代经典名方中药复方制剂的上市申请实施简化注册审批, 具体要求按照相关规定执行。
优先审批	对临床定位清晰且具有明显临床价值的以下情形中药新药等的注册申请实行优先审评审批: (一) 用于重大疾病、新发突发传染病、罕见病防治; (二) 临床急需而市场短缺; (三) 儿童用药; (四) 新发现的药材及其制剂, 或者药材新的药用部位及其制剂; (五) 药用物质基础清楚、作用机理基本明确。
附条件批准	对治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病以及国务院卫生健康或者中医药主管部门认定急需的中药, 药物临床试验已有数据或者高质量中药人用经验证据显示疗效并能预测其临床价值的, 可以附条件批准, 并在药品注册证书中载明有关事项。
特别审批	在突发公共卫生事件时, 国务院卫生健康或者中医药主管部门认定急需的中药, 可应用人用经验证据直接按照特别审批程序申请开展临床试验或者上市许可或者增加功能主治。

资料来源: NMPA(国家药品监督管理局)官网, 中信证券研究部

2023 年 2 月 28 日，国务院办公厅发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》（以下简称“方案”），进一步加大“十四五”期间对中医药发展的支持和促进力度。目标到 2025 年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药防病治病水平明显提升，中西医结合服务能力显著增强，中医药科技创新能力显著提高，高素质中医药人才队伍逐步壮大，中药质量不断提升，中医药文化大力弘扬，中医药国际影响力进一步提升，符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。

全方位振兴中医药发展，部署 8 项重点工程 26 个建设项目。《方案》统筹部署了 8 项重点工程，包括中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程（岐黄工程）、中药质量提升及产业促进工程、中医药文化弘扬工程、中医药开放发展工程、国家中医药综合改革试点工程，安排了 26 个建设项目。《方案》建设项目涉及中医药医疗、教育、科研、产业、文化等全方位全角度促进力度。医疗端推动优质医疗资源扩容和均衡布局、组建区域中西医协同医疗联合体、将中西医结合工作纳入医院等级评审和绩效考核，教育加快人才培养计划，科研给予中医药科技创新项目重点支持，产业加快促进中药材种业发展、推动中药产业高质量发展，文化推动中医药文化融入群众生产生活、贯穿国民教育始终，医保给予支付倾斜政策。一系列的利好政策为中医药的发展提供了稳定、规范的市场经营环境，中医药在“传承精华，守正创新”的基础上，有望开创产业发展新局面。

图 74：全方位振兴中医药发展



资料来源：中国政府网，中信证券研究部。

国企改革提出新要求，新时代下强者恒强

“一增一稳四提升”新要求。为全面深入贯彻落实党的二十大精神 and 中央经济工作会议部署，推动中央企业进一步聚焦提升核心竞争力、实现高质量发展和培育世界一流企业，结合国资委新时代新征程新任务，国资委进一步优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”，保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标，用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩

“含金量”。

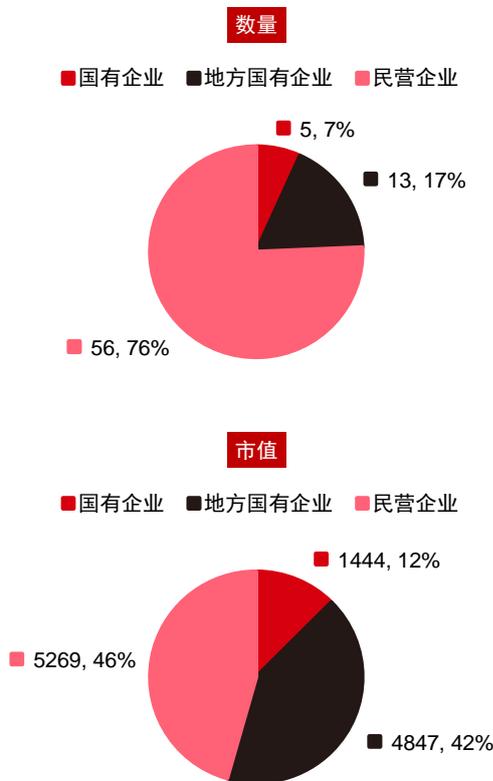
表 54：“一增一稳四提升”新要求

考核指标	2022 年	2023 年
	“两增一控三提高”	“一增一稳四提升”
利	利润总额增速	高于 GDP 增速
	净利润增速	高于 GDP 增速
率	全员劳动生产率	提升
	研发经费投入强度	提升
	资产负债率	控制好
	营业收入利润率	提升
	净资产收益率	/
	营业现金比率	/
		提升

资料来源：国务院国资委官网，中信证券研究部

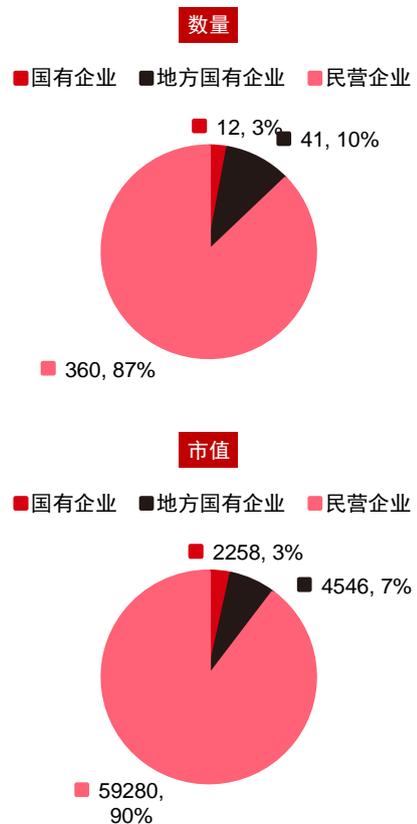
国企改革中药为首。 中药企业相较于 A 股整体非中药医药企业，国企中药企业占比更高，同时市值占比更高，说明中药国企在中药行业处于龙头地位。在中药企业中国有企业数量占比 24%，而市值占比达到 54%。非中药企业中国有企业数量占比 13%，而市值占比仅有 10%。

图 75：中药企业（74 家）：国有企业数量和市值占比



资料来源：wind，中信证券研究部。注：国有企业包括地方国有企业和中央国有企业；市值为 4 月 18 日收盘市值

图 76：A 股非中药企业（413 家）：国有企业数量和市值占比



资料来源：wind，中信证券研究部。注：国有企业包括地方国有企业和中央国有企业；市值为 4 月 18 日收盘市值

新时代下中药企业内部激励外延扩张。国资中药企业内部设置多维业绩考核机制，考核指标包括 ROE、盈利增速、研发投入、盈利质量等多维指标，以内部激励实现高质量发展。同时外部积极进行外延并购扩张，华润三九 2022 年 12 月收购昆药集团 28% 股权，云南白药 2022 年 4 月 100 亿元参与上海医药定增，中药企业外延并购可打通中药产业链，实现上下游，不同细分领域之间协同发展。

表 55：中药国企绩效考核指标

公司名称	业绩考核指标	2022 年	2023 年	2024 年
华润三九	归母扣非净资产收益率	≥10.15%	≥10.16%	≥10.17%
	归母扣非净利润年复合增速(2020 年为基准)		≥10.0%	
	总资产周转率	≥0.69	≥0.7	≥0.72
华润系	净利润值增速(2020 年为基准)	≥21%	≥33%	
	现金分红占当年净利润的比例		≥30%	
江中药业	投入资本回报率	≥12.74%	≥12.75%	≥12.76%
	归母净利润年复合增长率(2020 年为基准)			≥6%
天津国资	研发投入强度	≥2.96%	≥2.98%	≥3.00%
	每股收益	≥0.92 元		
	净利润增长率(2018 年为基准)	≥27.1%		
浙江国资	主营业务收入占营业收入的比例	≥92%		
	净利润增长率(2021 年为基准)	≥200%	≥240%	≥280%
	加权平均净资产收益率	≥6.5%	≥7%	≥7.5%
康恩贝	研发投入总额占当期工业营业收入的比例	≥4.5%	≥5%	≥5.5%
	净利润现金含量			≥105%
株洲国资	营业收入(2020 年为基准)	≥30%	≥50%	≥75%
	加权平均净资产收益率			≥12%
	研发费用增长率(2020 年为基准)	≥20%	≥35%	≥50%
南京国资	净利润增长率(2020 年为基准)	≥86%	≥97%(2022 年和 2023 年的平均值)	≥109%(2022 年-2024 年三年平均值)
	加权平均净资产收益率	≥76%	≥82%(2022 年和 2023 年的平均值)	≥87%(2022 年-2024 年三年平均值)
	年研发费用增长率(2020 年为基准)	≥70%	≥120%	≥186%
广西国资	经济增加值增长率(2020 年为基准)	≥21%	≥33%	≥46%
	净利润增长率(2020 年为基准)	≥16.6%	≥26%	≥36%
	现金分红比例			≥30%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

表 56：中药企业外延扩张

公司	外延扩张
华润三九	2022/12,收购昆药集团 28% 股权
	2021/11,与九州通共同成立合资公司
昆药集团	2021 年, BD 成功引进磺达肝癸钠、普瑞巴林口服溶液
	2020/12,投入 3000 万对汉光药业增资, 占汉光药业股份总数的 6.98%
东阿阿胶	2019/12,以 660 万收购天禾药业 100% 股权
	2022/10,出资 4000 万元对昂德生物药业增资
	2022/07,出资 1.8 亿元对东欣投资增资

江中药业	2021/09,通过股权转让及增资方式,以 2.2 亿元收购海斯制药 51%股权 2019/01,3.77 亿元现金增资方式收购桑海制药和济生制药 51%的股权
康恩贝	2022/10,以 2.2 亿元收购中医药大学饮片公司 66%股权 2022/09,以 3558 万元收购奥托康科技公司 100%股权 2021/12,16.8 亿元转让所原控股子公司珍视明药业公司 42%股权
片仔癀	2020/7,出资 4448 万元收购龙晖药业 51%的股权
云南白药	2021/12,以 13.6 亿港元收购万隆控股集团 2022/4,100 亿参与定增上海医药定增
同仁堂	2023/2,同仁堂孙公司麦尔海以扩股增资方式引入健之佳战略投资者, 2022/12,同仁堂以 1.9 亿元取得京宜生物 51%股权,
红日药业	2020/1,出资 6000 万购买亿诺瑞生物制药 25%的股权
佛慈制药	2022/12,出资 5100 万成立佛慈纹党参产业发展有限公司,持股比例 51%
金陵药业	2022/3,以 2250 万元购买东升药业 50%股权
陇神戎发	2023/2,拟以 2.57 亿元收购甘肃普安制药 70%的股份

资料来源:各公司公告,中信证券研究部

文化瑰宝,掌握核心定价权

中医药为中华历史文化的瑰宝,“守正创新,传承发展”是行业发展方向和要求。部分中药历史悠久,价格弹性低,掌握核心定价权。

以片仔癀为例,片仔癀产品有着 450 多年的历史,被国内外中药界誉为“国宝名药”,片仔癀品牌位列“2022 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜”榜首。5 月 5 日,片仔癀发布公告,鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因,片仔癀决定自公告之日起,公司主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格将从 590 元/粒上调到 760 元/粒(上调幅度约 29%),供应价格相应上调约 170 元/粒(出厂价上调幅度将大于 29%);海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。

过去 20 年间,片仔癀曾多次宣布提价。2004 年至 2020 年,片仔癀锭剂产品一共提价 19 次,零售价从 325 元/粒升至 590 元/粒,提价幅度 81.54%。从出厂价来看,片仔癀锭剂提价共计 10 次,从 2004 年的 125 元/粒升至 2020 年 1 月初的 390 元/粒,提价幅度 212%。此次提价为历史提价幅度之最。片仔癀原材料包括天然麝香(含量 3%)、天然牛黄(含量 5%)、蛇胆(含量 7%)、三七(含量 85%),根据我们测算,天然麝香和天然牛黄合计约占原材料成本超过 90%。根据中药材天地网数据,2022 年天然麝香价格为 44 万元/kg,相较于 2020 年提高 10%;2022 年底天然牛黄价格为 55 万元/kg,相较于 2020 年提高 30%。天然麝香来源受国家管控,片仔癀控制的林麝存栏量约占全国一半。天然牛黄不受国家管控,片仔癀 2022 年底天然牛黄存货账面价值为 4.66 亿元,同比增加 25.61%,在核心原材料形成战略储备。

受益于消费升级和政策扶持,整体中医药行业需求仍持续向好,中药板块行情具备可持续性,建议从六大维度去选择标的:1) 中药创新药增量逻辑:康缘药业、以岭药业、天士力等;2) 主营产品具备定价权、叠加涨价逻辑的太极集团、达仁堂、羚锐制药、昆药集团等;3) 业绩增长的持续性与估值相匹配:受益于配方颗粒新国标改革后放量的华润三九、中国中药(H)、红日药业等;4) 中药老字号,产品品牌壁垒高的龙头企业,例如云南白药、片仔癀等;5) 管理层改善逻辑:建议关注同仁堂、广誉远等;6) 中医服务

提供商：建议关注固生堂（新中医诊疗龙头，OMO 模式全国布局持续推进），浙江震元（百年老字号震元堂中医馆，布局合成生物学）。

表 57：中药大健康领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
云南白药	中药大健康龙头企业，伴随大健康产业链布局逐步完善，有望进入发展新阶段
片仔癀	具备天然护城河及稀缺属性，长期发展空间广阔。
东阿阿胶	中国最大阿胶生产企业，中长期增量产品线成长空间值得期待
同仁堂	百年老字号，安宫牛黄丸涨价逻辑
以岭药业	连花清瘟助力新冠疫情，解郁除烦胶囊近期获批，有望为业绩贡献新增量
华润三九	受益于配方颗粒新国标改革后放量和长期消费升级、股权激励提升士气
中国中药	受益于配方颗粒新国标改革后放量
羚锐制药	中药贴膏剂国家三家龙头企业之一，贴膏剂持续提价
广誉远	实际控制人变更山西国资委，有望开启行业新篇章
固生堂	中国领先的中医门诊服务连锁集团，持续受益于行业消费升级

资料来源：中信证券研究部

■ 医疗服务篇：长期空间显著，全年恢复需求可期

消费医疗恢复性需求值得期待，关注高弹性细分赛道

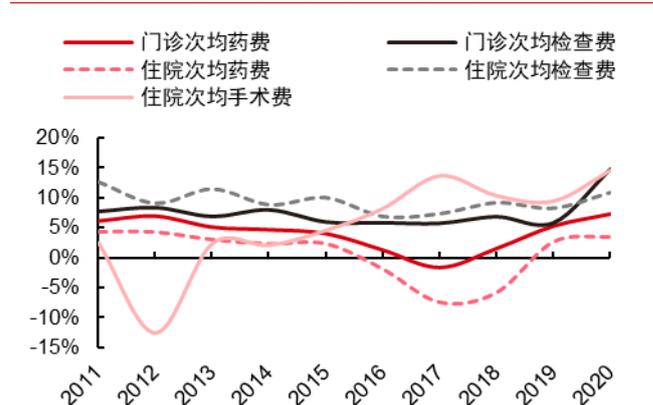
医疗消费升级叠加人口老龄化拉动行业需求。根据国家卫健委、商务部公布的数据，2021 年中国医疗卫生总费用达 7.56 万亿元，约占 GDP 的 6.5%，相较于美国的 15% 以上水平尚有提升空间，同时 2016 年至今我国公立医院检查、手术费用增速持续快于药品支出费用增速。随着经济的不断发展，我国的人均可支配收入及健康观念将不断提升，医疗卫生消费将迎来长期稳步发展阶段。

图 77：2011 年至今我国卫生总费用（亿元）



资料来源：国家卫健委，商务部，中信证券研究部 注：卫生总费用包括政府、社会和个人开展卫生服务事业的总支出，包括国家医保支出、社会医保、个人现金消费等所有资金来源

图 78：近年来公立医院检查、手术费用增速持续快于药品增速



资料来源：国家卫健委，中信证券研究部

延后需求有望充分释放，消费医疗赛道景气度有望提升。2022 年医疗服务板块整体收入端和利润端承压，主要受 2022 年内多地疫情散发的阶段性冲击影响，且可选消费属

性强的医院业务（如屈光、视光等眼科诊疗项目及种植牙、正畸等齿科诊疗项目）影响相对更大。然而 2023Q1 整体业绩快速恢复（以眼科赛道为代表的消费医疗弹性相对显著），随着宏观环境趋好，我们预计 23Q2 起板块整体仍有望保持逐季复苏趋势。

表 58：眼科服务收入盈利情况

眼科服务					
	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	15.76%	25.25%	6.54%	/	21.22%
净利润增速	38.79%	30.76%	6.63%	/	45.41%
毛利率	48.94%	50.27%	49.37%	46.71%	47.31%
净利率	14.61%	15.26%	15.27%	15.45%	18.54%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：华夏眼科 21Q1 数据缺失

行业政策持续落地，精益化运营能力逐步凸显

2022 年以来，国家卫健委发布《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》、江苏省医保局及卫健委印发《关于调整部分临床诊疗类医疗服务项目价格的通知》，且党的二十大报告进一步提出促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，随着未来行业相关政策逐步落地，医疗服务板块中长期配置机会值得关注。

党的二十大报告明确，深化医药卫生体制改革，促进医保、医疗、医药协同发展和治理，促进优质医疗资源扩容和均衡布局。我们认为，同期国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造、卫健委落地“医疗新基建”等相关政策，体现了政府对医疗资源扩容和升级的重视，也体现出我国医疗资源仍旧处于整体不足、区域发展不均衡的阶段。在医疗资源分布不均的情况下，民营医疗机构正在填补部分区域医疗资源空白。从国内优质民营医疗机构的经营结果来看，社会办医已经成为公立医疗的重要补充，且预计在未来医疗资源扩容的阶段，将扮演更重要的角色。

引导公立医院高质量发展，床位规划有序推进。国家卫健委于 2022 年 1 月印发《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》，《原则》明确对社会办医区域总量和空间不作规划限制，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体。同时《原则》明确加强社会办医的规范化管理和质量控制，提高同质化水平；探索社会办医和公立医院开展多种形式的协作，诊所设置不受规划布局限制，实行备案制管理。我们判断未来具备标准化异地扩张能力的优秀专科民营医疗集团具备较大发展空间。

近年来国家出台多项政策加快推进 DRG/DIP 改革的落地，2021 年底国家医保局发布的 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》明确，2024 年 DRG/DIP 方式覆盖所有符合条件的医疗机构，我们预计推行后将驱动公立医疗供给端调整（如术前和术后检查从住院转移至门诊）、发展门诊业务（不受 DRG/DIP 管控）等，同时手术用耗材集采等政策趋向不断推进驱动优质医生外流，未来差异化医疗服务需求有望加速向民营医院转移。优秀医疗机构有望凭借精细运营、技术壁垒、品牌优势等方面因素脱颖而出，占据更大的市场份额。

图 79：支付方式改革政策传导趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们判断，通过建设复制性强的专科连锁发展路线，优质的民营医疗服务公司将望迎来连锁化、集团化发展契机。建议按照以下标准甄选优质细分赛道：①在技术、资本开支或者行业的牌照上具备一定的进入门槛；②具备标准化扩张基础；③行业龙头具备较强领先优势。我们判断眼科、齿科、辅助生殖、中医、肿瘤等领域的专科龙头具备显著品牌及成长性优势，建议关注具备高进入壁垒、扩张模式良好、逐步建立品牌力的行业龙头爱尔眼科、海吉亚医疗、锦欣生殖、固生堂、国际医学。

表 59：医疗服务领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
爱尔眼科	全球最大的连锁眼科医疗集团，内生增长稳健且外延维持快速增长，叠加健全的激励体系有望保持业绩高增速。
海吉亚医疗	我国最大的肿瘤医疗集团机构，在肿瘤专科医疗服务领域的竞争优势、外延拓展性良好，长期增长潜力显著。
锦欣生殖	公司深圳及成都医院具备较强竞争力，后续有望受益于行业旺盛需求及医保支付改革催化，未来行业渗透率有望快速提升。
固生堂	中国最大新中医诊疗机构，短期受益于内生及外延快速增长，凭借优秀管理运营能力有望充分分享中医诊疗行业红利。
国际医学	国内稀缺的大型综合医疗服务集团，2023 年业绩有望显著受益于院内诊疗恢复，同时公司布局的辅助生殖、整形美容、高端妇儿、康复诊疗等特色专科有望持续推进。

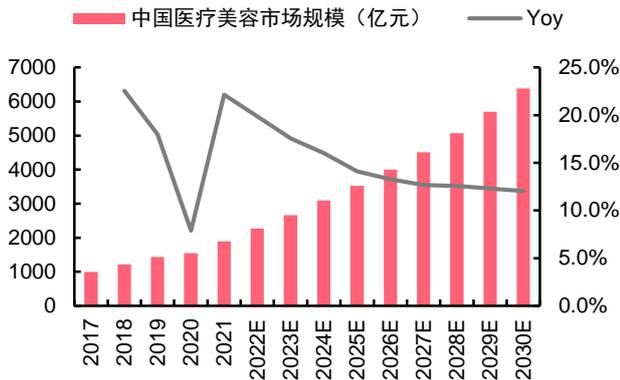
资料来源：中信证券研究部

■ 医美行业：严监管常态化，看好疫后需求反弹

行业空间大、增速快、渗透率低，医疗美容或将发展成黄金赛道

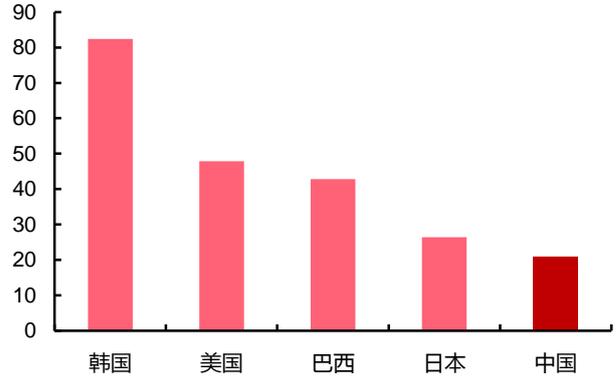
近年来医疗美容在中国受欢迎程度提升，中国医疗美容市场增长率远高于全球市场。根据弗若斯特沙利文（转引自爱美客 H 股招股书），按服务收入计，2017-2021 年中国医疗美容市场规模由 993 亿元增至 1891 亿元，CAGR 为 17.5%；预计于 2030 年达到 6382 亿元，对应 2021-2030 年 CAGR 为 14.5%。根据弗若斯特沙利文（转引自爱美客 H 股招股书），按每千人进行的医疗美容治疗次数计，2020 年中国医疗美容治疗的渗透率显著低于巴西、美国及韩国等国家，因此我们判断中国医疗美容市场在全球具有较大增长潜力。

图 80：2017-2030E 我国医疗美容市场规模（单位：亿元）及增速



资料来源：弗若斯特沙利文（含预测，转自爱美客 H 股招股说明书），中信证券研究部

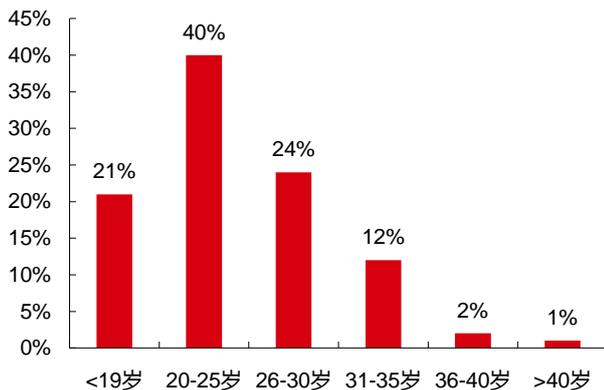
图 81：2020 年各国医疗美容治疗次数（每千人）



资料来源：弗若斯特沙利文（转自爱美客 H 股招股说明书），中信证券研究部

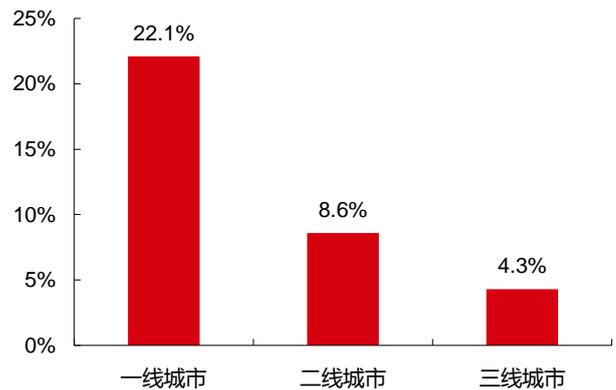
中高年龄层、低线城市渗透率提升仍具备较大潜力。我国医疗美容消费者集中 20~30 岁，抗衰需求尚未完全发掘。我国 80-90 后人群对医美接受度更高，据弗若斯特沙利文，2020 年我国医疗美容消费者中，20-30 岁年龄层渗透率最高，20-25/25-30 岁渗透率为 40%/24%，对比成熟市场，美国 19-34 岁渗透率仅为 17.5%，医美人群主要集中于 35-64 岁，主要需求抗衰。预计随 80-90 后群体年龄增长，中国未来将向年龄层较高人群发展，抗衰诉求将近进一步增强。另外，2020 年我国二、三线城市医美渗透率不足 10%。目前我国医美消费主力仍集中于一线城市，由于医美具备消费升级属性、主流合规机构及医生主要集中于经济发达地区。未来随我国居民可支配收入增加、二三线城市购买力提升，具备较大增长潜力。

图 82：2020 年我国医疗美容消费者各年龄层渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文（转自爱美客 H 股招股说明书），中信证券研究部

图 83：2020 年中国各城市等级医疗美容渗透率

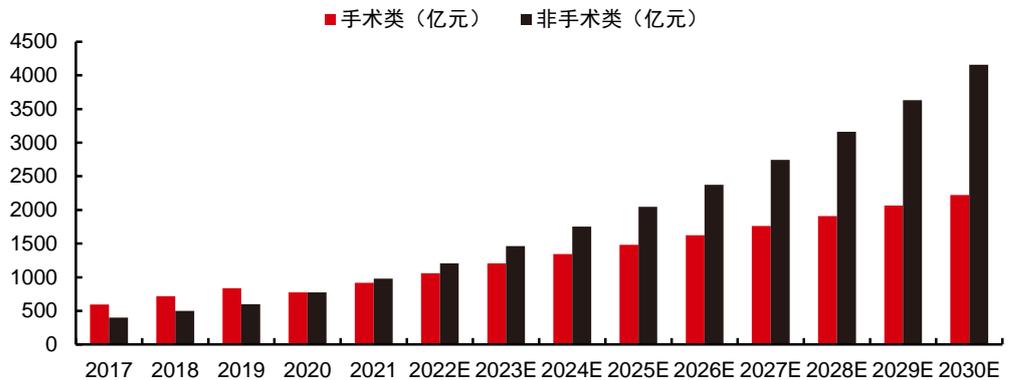


资料来源：弗若斯特沙利文（转自爱美客 H 股招股说明书），中信证券研究部

非手术类增速高于行业整体增速，预计相关占比将持续提升。与医疗美容手术类治疗相比，医疗美容非手术类治疗更容易操作、风险更低、恢复期更短及治疗成果更可逆。弗若斯特沙利文统计（转引自爱美客 H 股招股书），按销售收入计，2021 年手术/非手术类市场规模分别为 915/977 亿元，2017-2021 年 CAGR 分别为 11.5%/24.9%，占比分别为 48%/52%；且预计 2030 年分别达到 2224/4157 亿元，对应 2021-2030 年 CAGR 分别为

10.4%/17.5%，占比分别为 35%/65%。

图 84：2017-2030 年（含预测）手术和非手术类医疗美容市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（含预测，转自爱美客 H 股招股说明书），中信证券研究部

需求升级材料迭代，再生针剂、肉毒素、胶原蛋白均为蓝海

作为抗衰更优解，多款再生针剂获批上市。再生针剂具有刺激胶原蛋白再生及除皱抗衰作用，2021 年濡白天使（透明质酸钠+PLLA）、童颜针（PLLA）、Ellanse 少女针（PCL）等多项再生类产品获批上市，国内注射医疗美容人群覆盖面增加，市场将快速扩容。预计随消费者教育不断完善，相关针剂认可度有望提升，可一定程度替代水货、及部分高端透明质酸等市场份额，行业前景可期。

表 60：国内已上市及临床在研再生类针剂产品（不完全统计）

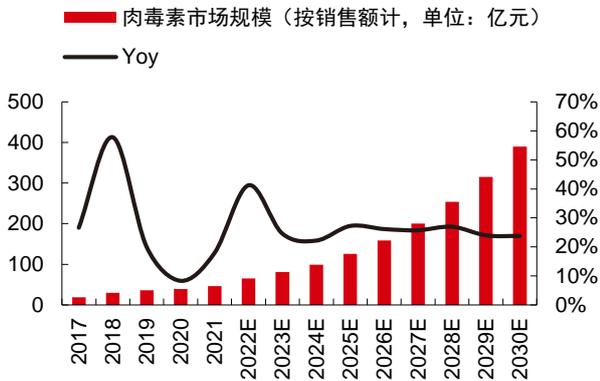
已上市再生针剂					
商品名	公司	获批时间	产品成分	时长	参考价格 (元/支)
伊妍仕（少女针）	华东医药	2021 年 4 月 (CE 2009)	30%聚己内酯 (PCL) +70%羧甲基纤维素 (CMC)	1 年及以上	18,800
艾维岚（童颜针）	长春圣博玛	2021 年 4 月	聚乳酸微球 (PLLA)、甘露醇和羧甲基纤维素钠 (CMC) 组成的冻干粉，使用前需配置成溶液	2 年以上	19,888
濡白天使	爱美客	2021 年 6 月	18%的左旋乳酸-乙二醇共聚物微球 (PLLA) +交联透明质酸钠+盐酸利多卡因等	2 年左右	12,888
临床及在研产品					
商品名	公司	海外获批情况	产品成分	时长	进展
爱塑美 AestheFill	韩国 Regen (江苏吴中代理)	KFDA 2014	外消旋聚乳酸 (PDLLA)，使用前需配置成溶液	1-2 年	2023E
舒颜萃 Sculptra	Galderma	FDA 2004	羧甲基纤维素 (CMC) +聚左旋乳酸微球 (PLLA)，使用前需配置成溶液	2 年左右	2024E
童颜针	尚礼	-	-	-	2025E
童颜针	四环医药	-	-	-	临床前
少女针	四环医药	-	-	-	临床前
童颜针	普丽妍医疗	-	-	-	2024E

资料来源：各公司公告，NMPA，CE，FDA，新氧，中信证券研究部预测

肉毒素：因审批入局玩家较少、市场空间广阔。我国肉毒素市场一直处于高增态势，据弗若斯特沙利文统计及预测（转引自爱美客公司招股书），2021 年，中国监管市场医美类肉毒素入院价口径下市场规模约为 46 亿元/+18%，2017-2021 年 CAGR 为 26%；且预计 2021-2026 年仍维持 28%的高速增长。因 2008 年原国家食药监局将肉毒素列入毒性药品，

作为处方及毒麻类药物，因此相关产品获批、流通及使用均受到严格管控。目前国内仅有 4 款过证产品，目前 NMPA 仅批准四种注射用 A 型肉毒毒素，4 款产品处于临床 III 期或申报注册程序中。

图 85：中国肉毒素市场规模及同比增速（按销售额）



资料来源：弗若斯特沙利文(含预测；转引自公司招股说明书)，中信证券研究部

图 86：中国肉毒素市场规模及同比增速（按注射次数）



资料来源：弗若斯特沙利文(含预测；转引自公司招股说明书)，中信证券研究部

表 61：中国已获批上市的肉毒素产品

公司	国家	产品名称	首次获批时间	获批适应症
兰州生物制品研究所	中国	衡力 (Hengli)	1997 年	眉间纹
Allergan/艾尔建	美国	保妥适 (Botox)	2009 年 12 月	眉间纹 鱼尾纹 咬肌凸出
IPSEN LIMITED/高德美	英国	吉适 (Dysport)	2020 年 11 月	眉间纹
Hugel (四环医药代理)	韩国	乐提葆 (Letybo)	2020 年 10 月	眉间纹

资料来源：各公司公告，国家药监局，中信证券研究部

表 62：国内在研肉毒素产品

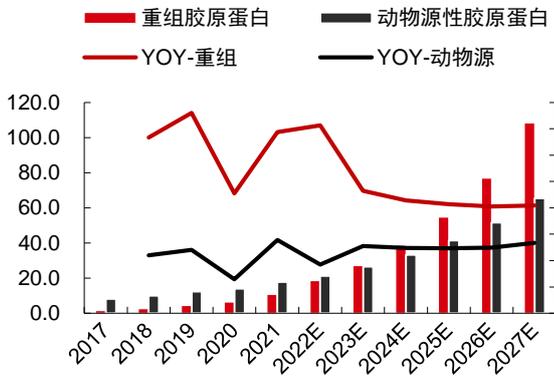
公司	国家	产品名称	国内合作公司	研发阶段	适应症	3 期完成时间
Huons	韩国	Hutox 橙毒	爱美客	临床 3 期阶段	中度至重度眉间纹适应症，动态皱纹治疗	-
Merz	德国	Bocouture/Xeomin 西马肉毒	精鼎医药	已完成临床 3 期	眉间纹	2018/10/19
大熊制药	韩国	Nabota 绿毒	无	上市申请	暂时改善 20 岁至 65 岁成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹	2021/7/1
Revance	美国	RT002@长效肉毒	复星医药 (复锐医疗)	完成临床 3 期入组	中度至重度眉间纹	-

资料来源：各公司公告，国家药监局，中信证券研究部

胶原蛋白：新蓝海，重组胶原蛋白为下一步趋势。近年来，我国胶原蛋白市场规模呈现逐渐增长趋势。胶原蛋白根据原材料的来源可分为动物组织提取的动物源胶原蛋白和生物合成的重组胶原蛋白。重组胶原蛋白是采用重组 DNA 技术，对编码所需人胶原蛋白质的基因进行遗传操作和修饰，表达翻译成胶原蛋白或类似胶原蛋白的多肽，经过提取和纯化等步骤制备而成。其生物活性及相容性更高、免疫原性更低、漏检病原体隐患风险更低、水溶性更佳、无细胞毒性以及可进一步加工优化等优势。据弗若斯特沙利文数据（转引自巨子生物招股书），2021 年中国重组胶原蛋白产品规模为 108 亿元，占整体胶原蛋白行业

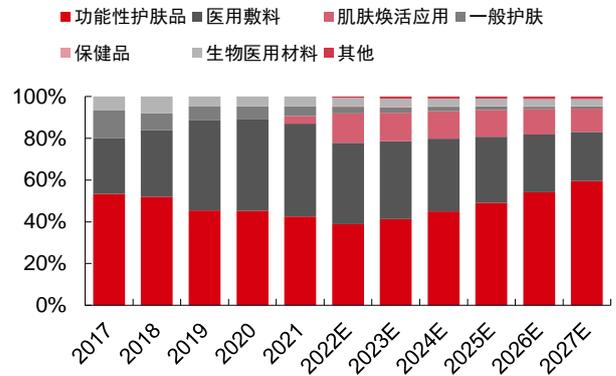
的 37.7%，2017-2021 年 CAGR +63.0%；该机构预计 2027 年重组胶原蛋白产品规模有望达到 1083 亿元，占整体胶原蛋白行业的 62.3%，对应 2022E-2027E CAGR 为+42.4%。

图 87：中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分（按零售额计,亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自巨子生物招股书，含预测），中信证券研究部

图 88：中国重组胶原蛋白产品市场应用的市场规模细分（按零售额计）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自巨子生物招股书，含预测），中信证券研究部

严监管常态化，利好头部合规药械厂商

监管措施持续出台，新阶段监管更趋深入全面。据中国整形美容协会统计，2019 年中国合法合规的医疗美容机构占比仅为 12%，剩余 88%为合法非合规或违法医美机构。近年来国家出台多项整治非法医疗美容的监管措施，不断细化相关政策管理。2022 年 6 月，国家八部委联合发布《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，2023 年 5 月，国家市场监督管理总局等十一部委联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，要求强化医疗美容行业监管、保持对行业乱象高压严打态势，就是要扫清“黑机构”“黑医生”“黑药械”，以监管手段防止医疗美容行业出现“劣币驱逐良币”现象，为依法合规医疗美容机构健康发展提供更为公平、有序的市场环境。预计随监管趋严，非正规机构份额将被不断压缩，这将利好上游合规厂商，抬升市场空间。

表 63：医美行业政策法规或协会行动一览

发布时间	相关文件及行动	颁布机构	具体内容
2010 年 11 月	医疗整形美容行业监管工作座谈会	卫生部	卫生部马晓伟副部长提出制定《医疗美容行业发展纲要》，完善落实医疗美容行业相关法律法规，发挥行业协会协助政府主管部门的行业监管工作
2014 年 9 月	《医疗美容机构评价标准（试行稿）》	中国整形美容协会	从“医院管理”、“就医者安全”、“医疗质量”、“医院服务”等方面对医疗美容机构进行评价
2017 年 5 月	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫计委等七部委	于 2017 年 5 月-2018 年 4 月联合开展 严厉打击非法医疗美容专项行动
2020 年 4 月	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委等八部委	规范医疗美容服务、药品及医疗器械生产经营使用、规范医美广告发布， 加强政府监管力度、行业组织自律及强化社会监督推进社会共治
2021 年 6 月	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委等八部委	提高美容医疗机构依法执业意识；强化医疗服务质量和安全管理；防范医疗纠纷和安全风险；严厉打击非法医疗美容活动；严格 规范医疗美容服务相关药品和医疗器械生产、流通和使用监管；依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为 ，严厉打击虚假医疗美容类广告、信息以及不正当竞争行为
2021 年 11 月	《医疗美容广告执法指南》	国家市场监督管理总局	严厉打击虚假违法医疗美容广告。广告主必须依法 取得医疗机构执业许

发布时间	相关文件及行动	颁布机构	具体内容
			可证才能发布或者委托发布医疗美容广告，发布医疗美容广告前必须依法取得《医疗广告审查证明》
2022 年 1 月	《2022 年医疗美容机构规范运营指南》	中国整形美容协会	“三正规医美平台”上线，集中展示正规医院、正规医师、正规产品信息，提供公开、可观的信息查询及验证服务等
2022 年 3 月	《医疗器械分类目录》	国家药监局	调整《医疗器械分类目录》，将“水光针”等产品纳入 III 类医疗器械管理，并进一步明确产品成分、用途等。
2022 年 5 月	《禁止委托生产医疗器械目录》	国家药监局	新增并细化近年来存在较多可疑不良事件的医美植入材料：整形填充材料、整形用注射填充物、组织工程支架材料； 明确将“水光针”、“射频仪”、“埋线”等纳入 III 类器械监督、被禁止委托生产
2022 年 5 月	《红光类美容仪器在皮肤健康管理中的规范应用》	中国整形美容协会	规范引导红光类美容仪的应用市场，补充现有标准尚未对红光类仪器特有属性的规范空缺
2022 年 5 月	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》（修订草案征求意见稿）	国家药监局	增加涉及透明质酸钠的边缘产品、药械组合产品管理属性界定原则以及相关医疗器械产品分类原则
2023 年 5 月	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	市场监督管理总局等 11 部委	优化医疗美容市场准入管理，强化事中事后监管，深化跨部门综合监督，健全适应医疗美容行业发展特点的常态化监管体系，形成以监管促发展的良好态势。

资料来源：国家卫健委（或卫生部）、市场监督管理总局、国家药监局、卫生部、中国整形美容协会，中信证券研究部

医疗美容行业同时具备医疗及消费属性，上游药械厂商需具备强品牌力、高技术壁垒及审批注册能力、多元化产品线：

- 品牌力强。**多数非手术类医美具备立即见效特点，部分效果不可逆，因此下游医疗美容机构及消费者追求品牌认可度高、具备长期安全记录的产品。
- 研发壁垒及审批注册能力。**III 类医疗器械注册周期约为 3~5 年，公司新产品研发从实验室研究至最终获批上市销售，过程周期长、获批难度大、环节多、研发投入重，准入后将形成一段期间的天然保护期、先发优势较强。
- 多元产品管线。**为满足不同年龄层、消费力人群面临的多元医疗美容诉求以及多数产品可进行交叉或叠加销售，厂商普遍布局多元化产品管线。因研发投入及时间成本较高，在自主研发的同时，企业可通过收并购、合作的方式拓展业务、完善医美产品链。

我国医美行业主要消费群体为中高收入人群，主要集中于一二线城市，板块消费升级属性显著。2022 年因疫情影响导致患者入院放缓，23Q1 在防控放开后相关消费已有所恢复，我们看好疫后医美需求反弹。考虑 22Q2-Q3 低基数、以及 Q4 为医美消费旺季等因素，我们认为后续季度为环比向好趋势。综上，我们建议重点关注系统医美解决方案供应商，在产品布局、渠道管理及研发储备等多维度先发优势明确的国内医美龙头爱美客；以及覆盖医药全产业链，工业板块已企稳回升，国内外医美板块业绩靓丽有望贡献业绩弹性的老牌医药龙头**华东医药**。

表 64：医美领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
爱美客	系统医美解决方案供应商，在产品布局、渠道管理及研发储备等多维度先发优势明确的国内医美龙头
华东医药	覆盖医药全产业链，工业板块已企稳回升，国内外医美板块业绩靓丽，有望贡献业绩弹性

资料来源：中信证券研究部

眼科产业链篇：增长潜力巨大的黄金赛道，看好全年业绩恢复弹性

眼科为需求广阔、市场增长潜力巨大的黄金赛道

眼科疾病种类繁多，患者基数大、需求广阔。眼科疾病是发生在视觉系统的相关疾病，包括致盲类眼病和非致盲类眼病。据《柳叶刀-全球健康》2021年2月17日发表的《全球眼健康特邀重大报告》(Matthew J Burton, Jacqueline Ramke, Ana Patricia Marques等)，中国常见的眼科疾病包括屈光不正、结膜炎、干眼症、白内障、睑缘炎、视网膜病变、青光眼及葡萄膜炎等。在患者人数方面，中国眼科疾病患病人数庞大且远超美国，拥有大量目前尚未获得充分治疗的眼科疾病患者群体，眼病诊疗需求存在较大缺口。据国家卫健委数据，2020年中国近视患者超7亿人，占全国人口数量的近50%，白内障患者达2亿人以上，此外，干眼症、青光眼等眼科疾病也存在庞大患者群体。

眼科疾病治疗方式多样，包括药物治疗、手术治疗和器械矫正等。手术治疗为白内障及闭角型青光眼等眼科疾病的一线治疗方案，药物治疗为多数眼科疾病的基础治疗手段，而器械矫正主要用于8-18岁屈光不正治疗以延缓近视进展。

眼科产业链包括眼科服务、眼科器械和眼科治疗药物三大领域。眼科服务市场可分为公立眼科和民营眼科两大阵营；眼科器械市场则包括眼外科(可分为眼科诊断设备、眼科治疗设备、眼科耗材及眼科技术服务等板块)和视力保健两大领域；而眼科治疗药物市场目前主要集中在抗炎抗感染药物、抗VEGF药物、干眼症药物三大领域。

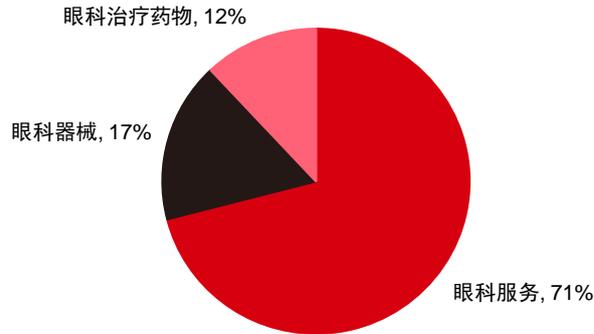
图 89：眼科产业链包括眼科服务、眼科器械和眼科治疗药物三大领域



资料来源：弗若斯特沙利文(转引自蛋壳研究院)，格隆汇，中信证券研究部

眼科市场规模持续增长，2021 年达 2100 亿元。弗若斯特沙利文数据（转引自中商产业研究院）显示，2021 年中国眼科市场整体规模已达 2100 亿元；其中眼科服务市场为占比最大的板块，占眼科市场整体规模比例为 71%。眼科器械次之，占比为 17%左右，而眼科治疗药物目前市场规模占比最小，占比为 12%。

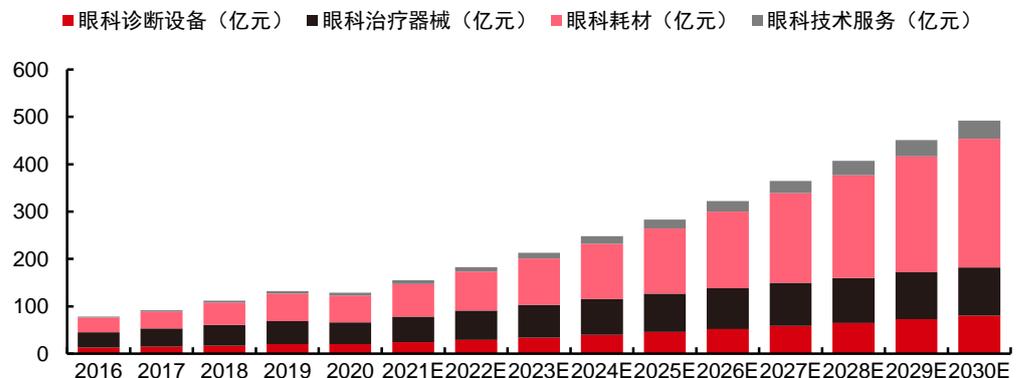
图 90：2021 年中国眼科细分领域中眼科服务市场占比最大



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自中商产业研究院），中信证券研究部

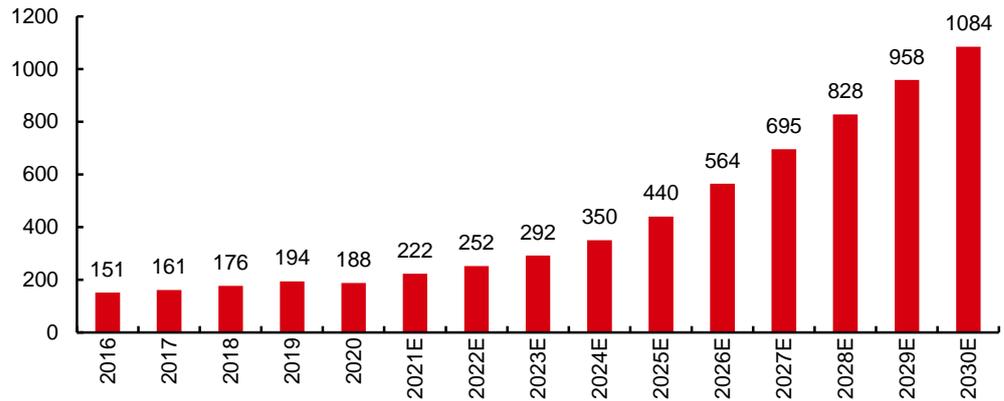
中国眼科药械和服务市场空间广阔，未来发展潜力大。未来随着需求端患者群体持续扩容、防治意识加强、消费意愿增长、医疗支出持续增长，供给端术式迭代，药械创新、渠道建设以及政策端对行业的规范和支持，眼科药械和服务市场持续扩容确定性较高。据弗若斯特沙利文统计（转引自健康界），中国眼科医疗器械市场规模（不包括隐形眼镜及护理液）2020 年市场规模为 129 亿元，且预计 2025 年将达 283 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 为 17.0%；眼科治疗药物市场规模 2020 年为 188 亿元，预计 2025 年将达到 440 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 为 18.5%。灼识咨询统计（转引自华夏眼科招股书）眼科服务市场规模 2020 年为 1126 亿元，且预计 2025 年将达到 2522 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 为 17.5%。

图 91：中国眼科医疗器械市场规模（不包括隐形眼镜及护理液）预计 2025 年将达 283 亿元



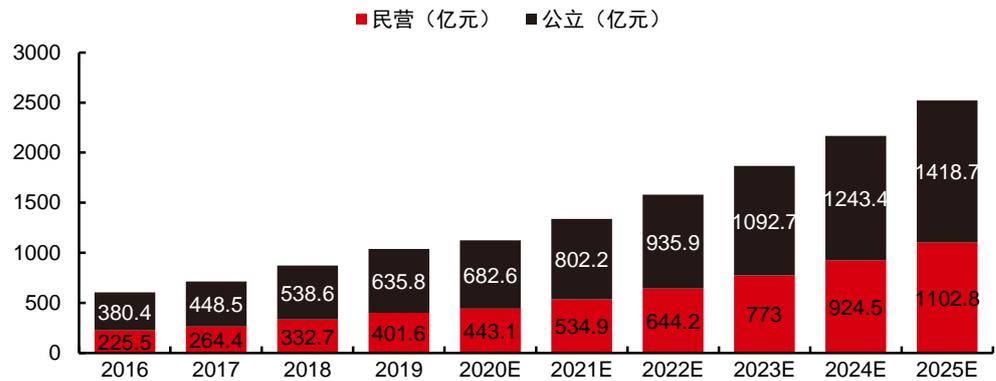
资料来源：弗若斯特沙利文（含预测，转引自健康界），中信证券研究部

图 92：中国眼科治疗药物市场规模预计 2025 年将达 440 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文（含预测，转引自健康界），中信证券研究部

图 93：中国眼科服务市场规模预计 2025 年将达 2522 亿元

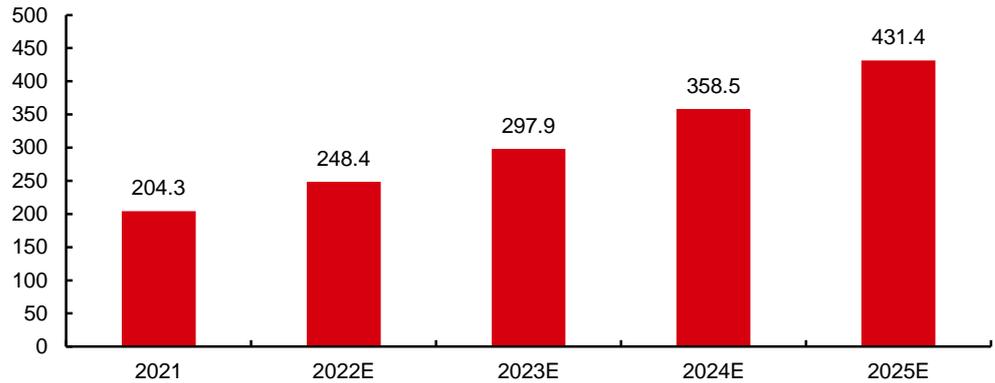


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》（国家卫健委），灼识咨询（含预测，转引自华夏眼科招股书），中信证券研究部

眼科耗材细分市场：国内市场如日方升，国产替代趋势初显

全球发展正当时，国内角膜塑形镜市场如日方升。中国儿童青少年近视率高居世界第一，受客观因素影响下儿童青少年近视率不断增长，防治任务严峻。我们测算 2021 年角膜塑形镜中国市场规模约为 204.3 亿元，渗透率约为 1.68%，仍处普及期。参考港台地区渗透率，我们预测国内角膜塑形镜行业 2025 年市场规模达 431 亿元。随着客观因素影响逐渐减弱，需求逐步恢复，以及近视防控政策不断推进，我们预计中国角膜塑形镜市场规模 2020-2025 年 CAGR 为 20.54%，行业正处于快速发展的成长期。

图 94：我们预测国内角膜塑形镜行业 2025 年市场规模达 431 亿元

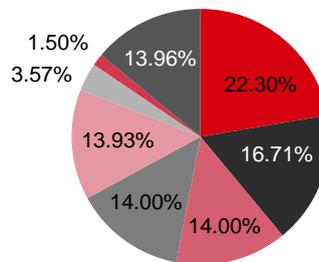


资料来源：国家卫健委，中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会，爱博医疗招股书，中信证券研究部测算、预测

角膜塑形镜行业相对集中，进口产品占主导、国产替代空间大。根据 Eshare 医械汇（微信公众号），2021 年角膜塑形镜行业 CR3 达 50%以上，其中欧普康视以 22.33%的市场份额，成为国内角膜塑形镜细分领域的龙头。由于国内角膜塑形镜企业起步较晚，目前仍在初步发展阶段，总体上现阶段进口品牌市场份额领先内资品牌，2021 年进口品牌（包括中国台湾地区的品牌）市场份额超 70%，国产替代空间较大。

图 95：2021 年中国角膜塑形镜行业集中度高，欧普康视市占率居国内第一

■ 欧普康视 ■ 美国欧几里得 ■ 亨泰光学 ■ Alpha ■ 韩国露晰得 ■ 爱博医疗 ■ 昊海生科 ■ 其他



资料来源：Eshare 医械汇（微信公众号），中信证券研究部

在当前时点，我们看好眼科耗材细分行业，主要由于：

1) 行业远期空间广阔：从长期看，国内近视防控的需求空间广阔，作为疗效最佳的青少年近视防控手段，角膜塑形镜行业未来发展可期。镜片材料和设计创新将不断提高角膜塑形镜的有效性和安全性。目前角膜塑形镜在国内仍处于普及期，2021 年渗透率仅 1.68%左右。2020 年国内市场规模约 117 亿元，参考港台地区，长期来看渗透率未来可达 5%-10%之间，远期空间超 300 亿元。

2) 行业加速在即：从短期看，受客观因素影响国内儿童青少年近视率迅速增高，近视防控需求增加，同时内资角膜塑形镜企业目前已具备技术、价格、服务、渠道四维竞争

力。根据卫健委发布《“十四五”全国眼健康规划》，要求到 2025 年力争实现儿童青少年眼健康整体水平不断提升，政策支持下角膜塑形镜渗透率将不断大幅提高，我们认为角膜塑形镜行业加速在即。

3) 内资企业有望持续国产替代：内资角膜塑形镜企业依靠多年布局建设，已经构建起产品覆盖面广，价格多样化，服务和渠道能力好的竞争基础，有望在市场中不断完善，实现国产替代。

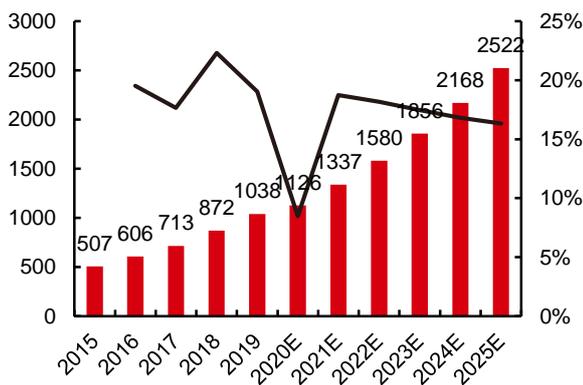
4) 全年业绩快速增长具备高确定性：2023Q1 板块营业收入增速、净利润增速分别为 17.7%/24.4%，在受到客观因素及 OK 镜集采政策的影响下仍保持快速增长。展望全年，随着客观因素趋于缓和，眼科手术和视光业务逐步恢复，我们认为板块全年业绩快速增长具备高确定性。

综上，我们建议关注技术达到主流水平，并受益技术、价格、服务、渠道四维共振的近视防控优势企业欧普康视。

眼科服务细分市场：赛道具备消费属性，全年业绩恢复弹性较强

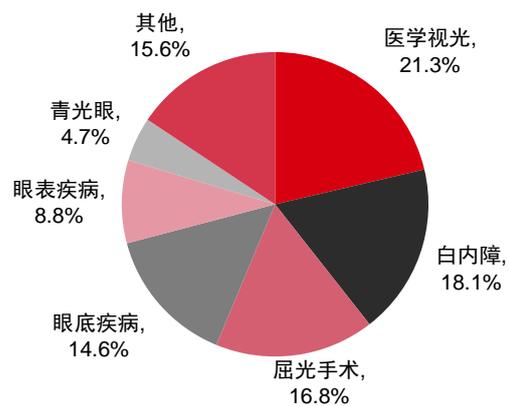
黄金眼科医疗服务赛道超千亿规模，灼识咨询（转引自华夏眼科招股说明书）预计 2015-2025E 复合增长率达 17.4%。在青少年近视防控、成人摘镜需求、老年人白内障及老花治疗等多重需求推动下，眼科医疗服务市场持续扩容。据《中国卫生健康统计年鉴》和灼识咨询（转引自华夏眼科招股书），2022 年中国眼科医疗服务市场规模据灼识咨询预计已达 1580 亿元，且 2015-2025 年将达 CAGR 达 17.4%。根据灼识咨询（转引自华夏眼科招股说明书），在细分市场上，于 2019 年，医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位，占比分别为 21.3%/18.1%/16.8%；其次，眼底疾病和眼表疾病占比分别达到 14.6%/8.8%。

图 96：中国眼科医疗服务市场规模（2015-2025E，亿元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询预测（转引自华夏眼科招股书），中信证券研究部

图 97：中国眼科医疗服务市场规模

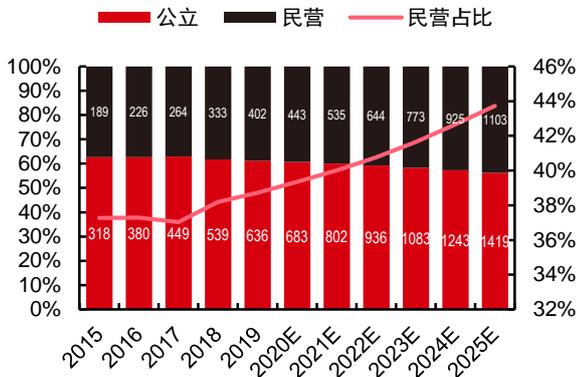


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询预测（转引自华夏眼科招股书）注：其他类包含小儿眼病和青少年斜弱视、眼整形和眼外伤

民营眼科具备相对优势，加速承接诊疗业务。根据灼识咨询，2015 年到 2019 年我国民营眼科医院市场规模从约 189.3 亿元增长至约 401.6 亿元，对应 CAGR 为 20.7%，且

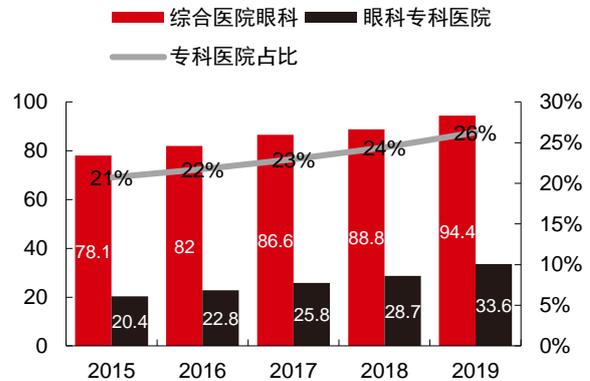
预计到 2025 年民营眼科专科医疗服务市场规模或将达约 1,102.8 亿元，对应 2020 年至 2025 年 CAGR 高达 20.0%。考虑到眼科诊疗需求不断攀升，民营眼科医院凭借全面灵活的服务能力、针对性强、运营模式可复制性强的比较优势，凸显竞争力。

图 98：公立和民营眼科市场规模占比（2015-2025）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询（含预测），中信证券研究部

图 99：综合医院眼科和眼科专科医院门急诊数量（百万人次）



资料来源：华经产业研究院，中信证券研究部

眼健康受国家高度重视，政策春风利好民营医院。国家出台多项政策鼓励眼科医院发展。2018 年《卫生健康委关于印发医疗消毒供应中心等三类医疗机构基本标准和管理规范(试行)的通知》鼓励眼科医院连锁化、集团化经营。2022 年《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）》鼓励实力强的眼科专科医院和综合医院眼科牵头建设专科联盟。此外 2019 年《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》明确要严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间，从拓展社会办医空间、扩大用地供给、推广政府购买服务、落实税收优惠政策四方面推动民营医院发展，民营眼科医院有望持续蓬勃发展。

表 65：中国眼科医疗行业相关政策

年份	文件	要点
2016	《“十三五”全国眼健康规划（2016—2020 年）》	提出将人人享有基本眼科医疗服务， 将眼病防治工作纳入医疗卫生服务体系中统筹规划 ，采取力度更大、针对性更强、作用更直接的政策举措，提高眼科医疗服务的覆盖面、可及性、公平性和有效性
2018	《卫生健康委关于印发医疗消毒供应中心等三类医疗机构基本标准和管理规范(试行)的通知》	各级卫生健康行政部门应当加强对独立设置医疗机构的规划引导， 鼓励眼科医院连锁化、集团化经营 ，建立规范、标准的服务与管理模式。眼科医院应当与区域内的其他综合性医院建立协作关系，畅通转诊渠道，加强技术协作
2018	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	规范诊断治疗。鼓励县级以上综合医院普遍开展眼科医疗服务。出现视力变化的学生应尽早到眼科医疗机构检查和治疗，鼓励高校培养更多眼视光专业人才；2019 年起，0—6 岁儿童每年眼保健和视力检查覆盖率达 90% 以上。对青少年近视防控提出了具体目标，黑龙江、贵州、安徽、海南、河南、福建等 超过 29 个省份出台了省级近视防控实施方案
2019	《国家卫健委、国家发展改革委、科技部等关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	规范和 引导社会力量举办眼科医院等医疗机构连锁化
2019	《健康中国行动（2019-2030 年）》	全面普及学校眼保健操，注意健康用眼和眼病预防
2020	《中国眼健康白皮书》	指出“编制‘十四五’全国眼健康规划，进一步 完善三级防盲和眼健康服务体系，推动眼科医疗服务高质量发展 ，努力满足人们不断提高的眼健康需求”。
2021	《青少年近视防控光明行动工作方案（2021-2025 年）》	健全 完善儿童青少年近视防控体系 ，到 2025 年每年持续降低儿童青少年近视率
2022	《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）》	强化二级以上综合医院眼科设置与建设，每个地级市至少 1 家二级以上综合医院独立设置眼科。鼓励有条件的县级综合医院独立设置眼科并提供门诊服务。统筹建设眼科专业国家医学中心和 国家区域医疗中心。鼓励实力强的眼科专科医院和综合医院眼科牵头建设专科

年份	文件	要点 联盟
----	----	----------

资料来源：国家卫健委等政府机构官网，中信证券研究部

在当前时点，我们看好眼科服务细分行业，主要由于：

1) 行业远期空间广阔：黄金眼科医疗服务赛道已超千亿规模，在青少年近视防控、成人摘镜需求、老年人白内障及老花治疗等多重需求推动下，眼科医疗服务市场持续扩容。预计 2025 年眼科医疗服务市场规模将达到 2522 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 为 17.5%。

2) 政策春风利好民营医院：考虑到眼科诊疗需求不断攀升，民营眼科医院凭借全面灵活的服务能力、针对性强、运营模式可复制性强的比较优势，凸显竞争力。此外国家出台多项政策鼓励民营眼科医院，民营眼科医院有望持续蓬勃发展。

3) 全年业绩高速增长值得期待：根据各公司财报，2023Q1 眼科服务板块营业收入增速、净利润增速分别为 21.2%/45.4%（均快于医疗服务整体），眼科终端 23Q1 业绩靓丽强势恢复。考虑 23Q1 仍受疫情等客观因素影响，我们认为全年以眼科服务板块为代表的消费医疗赛道基本面恢复及业绩高速增长值得期待。

综上，我们重点推荐内生增长稳健、集团内医院注入叠加健全的激励体系有望保持业绩的高增长的**爱尔眼科**，同时建议关注**华夏眼科**和**普瑞眼科**。

■ 医药零售篇：门诊统筹政策快速推进，全年业绩确定性强

门诊统筹快速推进，龙头药店渠道价值凸显

近期国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，《通知》明确：① 高度重视定点零售药房纳入门诊统筹工作，此举有利于提升参保人员就医购药的便利性可及性，各地医保部门务必将门诊统筹基金用于扩大医药服务供给；② 积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务；③ 完善定点零售药店门诊统筹支付政策，明确门诊统筹基金支付范围，完善门诊统筹总额预算管理，加强门诊统筹医保服务协议管理，并做好门诊统筹费用审核结算；④ 明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策，加强药品价格协同，加强处方流转管理，并加强基金监管；⑤ 强化组织保障。

门诊统筹资质或将成为重要竞争优势，政策利好龙头药店。《通知》明确药房凭处方买医保目录药品可以用统筹医保支付，从而有利于处方药外流；《通知》明确 30 个工作日的结算周期，有利于药店资金回笼。门诊统筹落地将推动参保患者前往具有门诊统筹资质的药店，叠加近期国谈药品目录扩容，处方外流步伐加快，我们判断门诊统筹资质或将成为获客核心竞争力，并有望同步带动店内其他品类销售增长。综上，我们认为具备与属地医保对接优势以及规范管理规范的连锁龙头望受益明显。

零售药店上市公司门店快速扩张，处方外流扩大发展空间。龙头上市公司 2019-2022

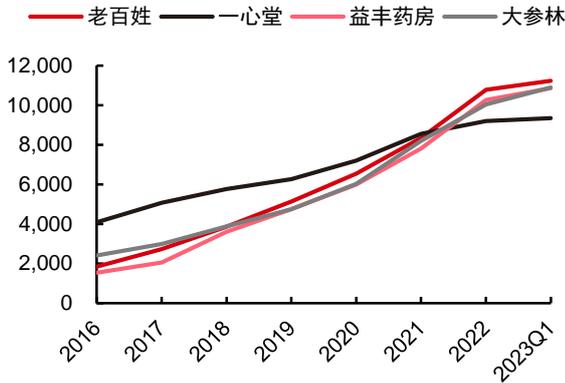
年门店数量 CAGR 达到 24.5%，考虑到新建门店在前三年内的收入和利润高成长性，我们认为未来几年几家上市公司业绩快速成长的高确定性值得关注。近期部分地区已加快推进门诊统筹对接线下药店，同时经过一年试行后“双通道”药店的全国推广已成高确定性趋势，后续国谈品种放量有望带来院内患者处方外流，并带动 OTC、保健品等品类销售增长。

表 66：上市公司专业化布局门店情况（家）（截至 2022 年底）

主要企业	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	健之佳	漱玉平民
DTP 药店		162	253	174		
院边店	712		560			310
特慢病店	1372	1053	1300+	1500+	728	
双通道门店	221	227	197	457	124	

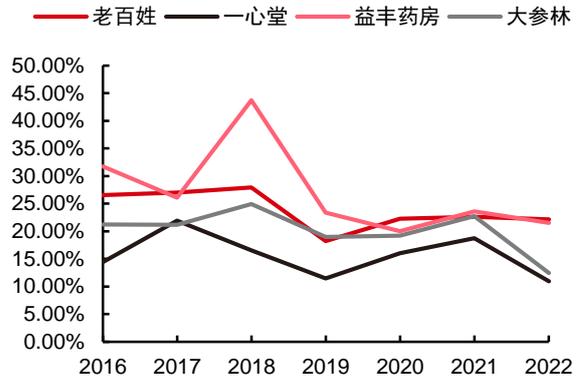
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 100：龙头上市公司门店数量对比（含加盟）（单位：家）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 101：龙头上市公司直营店新店率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

龙头规模优势不断体现，业绩增长持续兑现。从区域分布和收入规模来看，医药零售行业头部阵营优势明显，同时龙头连锁在各自重点布局区域（如大参林在广东省，益丰在江苏、湖南等）的市占率已超过 10%，头部阵营公司的先发优势和区域布局优势已经基本确立。从行业成长和自身发展规律角度，未来全国性的龙头连锁有望诞生，零售板块抗风险能力及投资确定性进一步加强，我们长期看好行业高速增长。

业绩影响因素逐步消除，全年增长具备高确定性

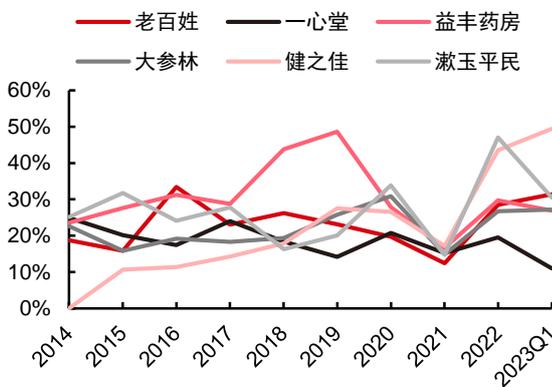
2023 年开始，行业高景气度的催化剂（带量采购持续推进、门诊统筹推进等）仍在持续落地，结合医药分家和龙头连锁规模化效应提升的持续推进，我们认为未来 3-5 年有望成为国内医药连锁零售行业的高确定性发展期，优秀上市连锁药房公司值得重点布局。药店未来有望更多参与到医保的全国整体统筹支付中，有望发挥充分的基层诊疗辅助职能。

线上线下监管趋同，第三方平台持续规范。市场监管总局于 2022 年 9 月发布《药品网络销售监督管理办法》（自 2022 年 12 月 1 日起施行）。《办法》明确药品网络销售企业须为线下实体药店企业、药品上市许可持有人（仅能销售其取得药品注册证书的药品）或

取得药品经营许可证的经营企业。同时考虑用药安全风险和线上线下一致性管理要求对方药网络销售实行实名制，并按规定进行处方审核调配；规定处方药与非处方药应当区分展示，并明确在处方药销售主页面、首页面不得直接公开展示包装、标签等信息，此外强调“先方后药”和处方审核的管理要求。《办法》进一步规范线上药品流通，我们判断线上平台及线下药店监管一致性不变，有助促进药品流通行业规范发展，实现良性竞争。

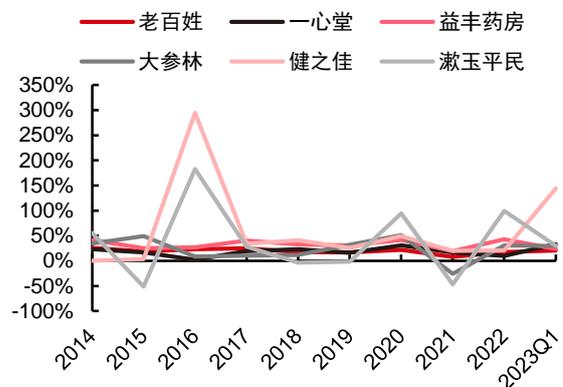
医药零售板块盈利有望迎来高确定性恢复，中长期受益行业景气度提升。2022 年医药零售板块收入及利润增长同步提升，中长期看随着疫情防控趋缓后消费水平整体回升，中药、非药品等有望长期保持旺盛需求，同时全国集采、双通道及门诊统筹推进下医药零售渠道议价能力增强，较高的同店销售增速及盈利能力有望获得长期保障。

图 102：2014-2023Q1 各公司季度营收增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 103：2014-2023Q1 各公司季度归母净利增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

从当前位置来看，几家龙头连锁零售公司估值仍处于近 3 年的偏低水平，但板块短期业绩确定性及长期成长性有望随着内外部环境变化持续强化，明年内生增速恢复叠加外延扩张加速有望推动板块业绩及估值双重修复。我们认为当前时点医药零售板块配置价值值得重点关注。

图 104：2020 年以来龙头药店上市公司当年动态 PE 情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 67：零售领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
大参林	2023Q1 兑现高增长，广东省处方外流加速、次新店盈利能力持续提升及省外市场快速拓展值得期待
老百姓	加盟业务及星火并购同步推进，DTP、特慢病药房、O2O 等业态蓬勃发展
一心堂	医保支付政策影响有望逐步消除，川渝地区持续扩张

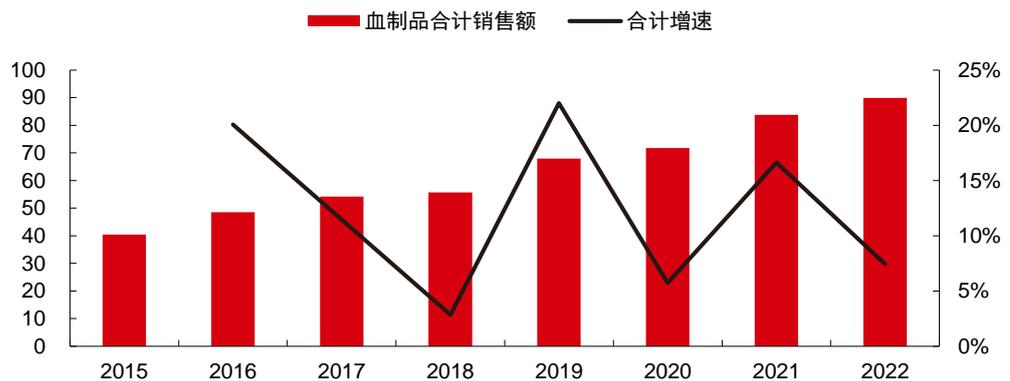
资料来源：中信证券研究部

■ 血制品篇：疫情扰动下刚需属性持续显现，看好景气度持续向上趋势

疫情扰动下刚性需求不减，供需齐升有望驱动行业长期成长

血液制品适应症广泛，具备刚需属性，行业需求明确且难以替代。如人血白蛋白主要用于失血、创伤及烧伤等引起的休克，脑水肿及损伤引起的颅压升高，肝硬化及肾病引起的水肿或腹水等；而静丙适用于各类原发性球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺乏病、自身免疫性疾病、各种细菌和病毒的严重感染等；凝血因子类产品需求则更为明确。

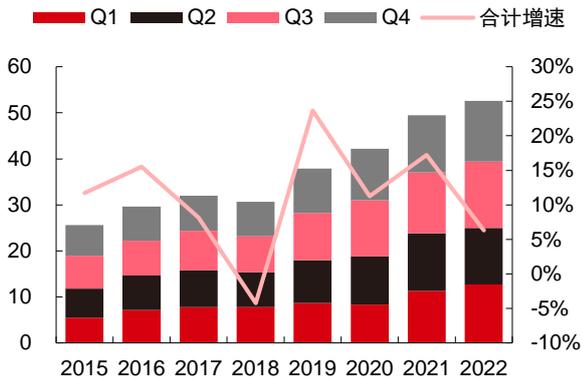
图 105：样本医院血制品合计销售额（单位：亿元）



资料来源：PDB 样本医院数据库，中信证券研究部

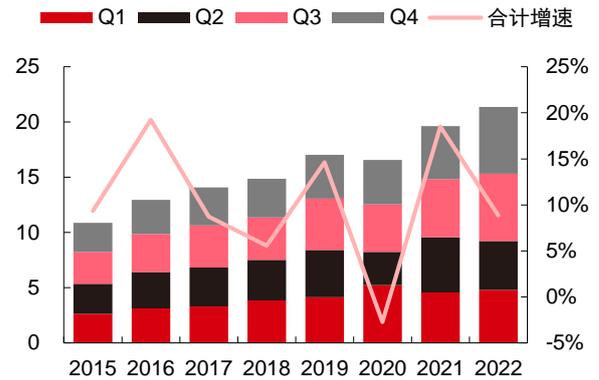
血制品终端需求稳健，疫情封控放开催化下静丙需求显著提升。根据国家统计局数据，2022 年全国医疗卫生机构总诊疗人次 84.0 亿人次，较 2021 年减少 1.3 亿人次，同比下降 1.52%，受疫情扰动整体诊疗人数下降的情况下整体 2022 年血液制品需求仍然保持稳健增长——根据 PDB 样本医院数据库统计，2022 年血液制品样本医院销售额约 89.98 亿元，同比增长 7.42%；分产品来看，白蛋白 2022 年样本医院销售额约 52.57 亿元，同比增长 6.33%，静丙 2022 年样本医院销售额约 21.37 亿元，同比增长 8.86%，其中 22Q4 单季度静丙销售额 6.06 亿元，同比增长 25.93%——新冠疫情期间，静丙广泛用于医护人员的防护和患者治疗，权威专家和多个诊疗方案中明确推荐使用静丙，2022 年末疫情封控放开后静丙等产品需求迅速增加。我们认为目前国内静丙人均使用量相对海外仍然较少，医生认知度不高，未来来看，新冠疫情帮助提高医生与患者对静丙的认知及普及，有望打开其远期成长空间。

图 106：样本医院人血白蛋白合计销售额（单位：亿元）



资料来源：PDB 样本医院数据库，中信证券研究部

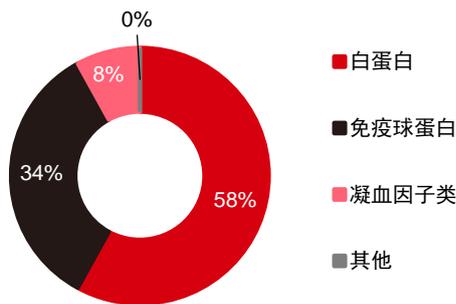
图 107：样本医院静丙销售额（单位：亿元）



资料来源：PDB 样本医院数据库，中信证券研究部

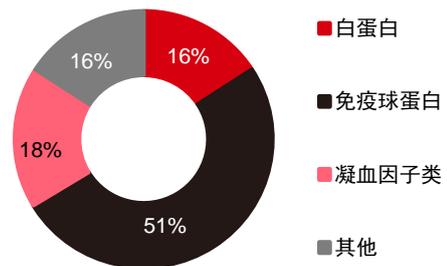
海外静丙量价均高于国内，国产企业迎来出口良机。从需求端来看，中国血制品市场结构与全球血制品市场结构存在巨大差异——在国内市占率超过 50%的人血白蛋白在全球市场市占率仅 16%（2016 年）；国内免疫球蛋白类产品占比约 34%，全球占比为 51%。从人均用量角度来看，根据 Grifols 公司统计，中国大陆静丙用量 20 克/千人，美国 248 克/千人，存在至少十倍差距。从价格来看，以静注人免疫球蛋白（5g 规格）为例，美国价格远高于国内。2020 年新冠疫情发生后海外企业采浆持续受到影响，考虑到海外国家尤其是一带一路沿线及发展中国家普遍缺少血制品工业基础，产品主要依赖进口，这给国内血制品企业提供了出口良机——派林生物 2022 年海外销售收入 1.13 亿元，同比增长 534.38%；天坛生物 2022 年海外销售收入 1.14 亿元，同比增长 100.75%。

图 108：中国血制品市场以人血白蛋白为主（2016 年）



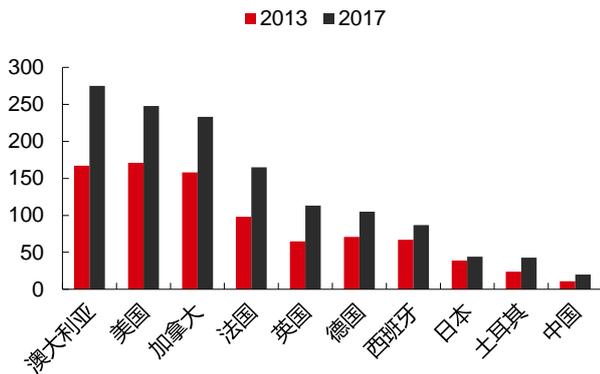
资料来源：药智网，中检院，中信证券研究部

图 109：全球血制品市场以静丙为主（2016 年）



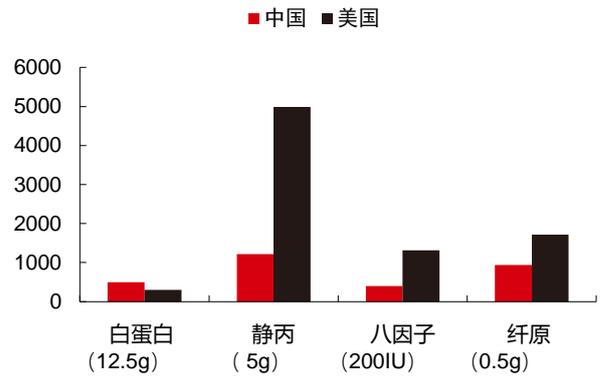
资料来源：PPTA，中信证券研究部

图 110: 2017 年各国静丙千人用量比较 (克/千人)



资料来源: Grifols 公司公告, 中信证券研究部

图 111: 国内外血制品价格比较 (单位: 元/瓶)



资料来源: PDB, 药智网, pharmacychecker, 中信证券研究部

供给端, 短期来看, 2022 年中国总体采浆量约 10181 吨, 较 2021 年增长约 7.8%, 采浆量总体受疫情管控影响, 增长较为缓慢, 尤其是 2022 年下半年受到的影响比较严重, 行业整体仍然保持供求紧平衡的格局。中长期来看, 新冠疫情下血制品战略资源属性进一步凸显, 考虑到近年来国家强调生物制品的安全供应, 而进口白蛋白常年占据 60% 以上的比例 (数据来源: PPTA), 我们认为“十四五”期间国家有望加速国内浆站建设, 从而缓和中国长久以来血制品资源紧缺并长期依赖进口的局面 (如天坛生物浆站数量由 2020 年年末的 58 个增加至 2022 年年末的 102 个, 华兰生物由 2020 年年底的 25 个增加至 2022 年年末的 32 个), 随着这些新浆站经过 1-2 年左右的建设期, 我们认为大部分浆站今年有望完成建设和验收并拿到采浆许可贡献浆量, 叠加新浆站开始采浆后的爬坡周期, 未来几年行业内采浆量料将呈现加速增长的态势, 供给端有望持续驱动行业稳健增长。

图 112: 国内血制品行业采浆量



资料来源: 国家卫健委, 派林生物、华兰生物公司公告, 中信证券研究部

综上, 重点推荐目前国内血制品规模最大、在研项目梯队完整、销售渠道行业领先且未来规模效应有望进一步显现的天坛生物; 经营发展重回正轨、内生+外延浆量有望突破千吨、多个产品即将步入收获期的派林生物; 采浆规模行业前列、血浆综合剪用率高、产品种类齐全, 并以血液制品为基, 疫苗、单抗业务三轮驱动的华兰生物。

表 68：血制品领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
天坛生物	国内血制品规模最大、在研梯队完整、销售渠道行业领先且未来规模效应有望进一步显现
派林生物	经营发展重回正轨、内生+外延浆量有望突破千吨、多个产品即将步入收获期
华兰生物	采浆规模行业前列、血浆综合利用率高、产品种类齐全，血制、疫苗、单抗三轮驱动

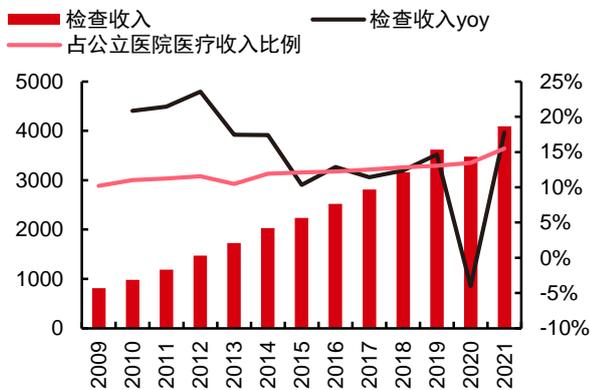
资料来源：中信证券研究部

ICL 篇：疫情消退后常规业务提供持续增长动力，ICL 渗透率有望进一步提升

国内医学检验市场空间广阔，疫后常规业务有望快速恢复

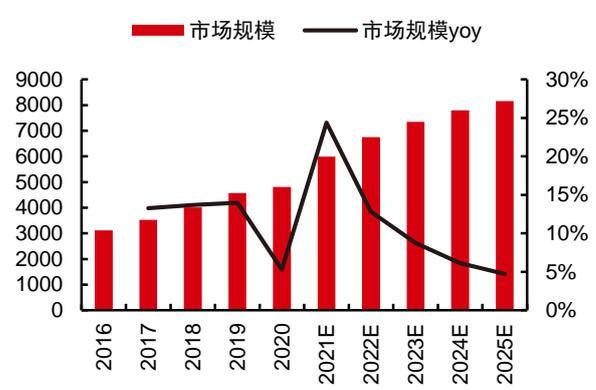
我国医学检验市场存量空间庞大，呈现高速增长趋势。我国检验市场存量空间大，目前以公立医院为主体。根据《中国卫生健康统计年鉴 2022》（国家卫健委），2021 年，我国公立医院检查收入约 4,093 亿元。除受新冠疫情影响的 2020 年外，公立医院检查收入增速维持在 10% 以上，近 10 年的年均增长率为 10.79%；检查收入在公立医院总医疗收入中的占比亦逐年升高，2021 年达 15.51%，近 10 年增长 3.96 PCTs。据弗若斯特沙利文（转引自艾迪康招股说明书）统计，我国临床检测市场规模由 2016 年的 3,115 亿元增至 2020 年的 4,812 亿元，CAGR 为 11.5%，处于高速增长期，并预计于 2025 年达到 8,163 亿元，呈现高速增长趋势。

图 113：公立医院检查收入及增速（单位：亿元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》（国家卫健委），中信证券研究部

图 114：中国临床检测市场规模及预测（单位：亿元）

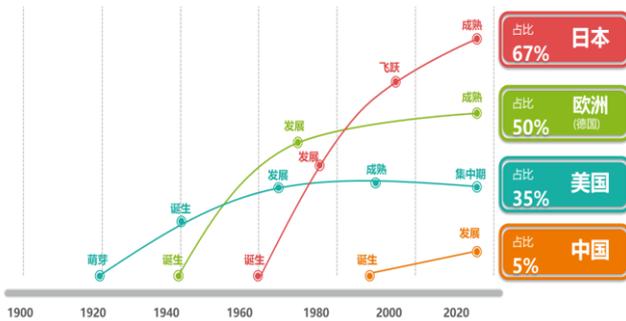


资料来源：弗若斯特沙利文（转引自艾迪康招股说明书，含预测），中信证券研究部

国内 ICL 行业渗透率较低，市场规模迅速增长。第三方医学实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL）将原本属于医院检验科、病理科的检验业务外包进行集中检验，通过规模化经营和分工，提升检验效率及检验水平。我国 ICL 行业起步较晚，国内公立医院的主导地位导致 ICL 目前市场规模较小，与美国 35%、欧洲 50%、日本 67% 的渗透率差距较大。随着医学检验技术水平和市场需求的提高，在庞大的医学检验市场催化下，国内 ICL 市场有望迎来快速成长。据弗若斯特沙利文（转引自艾迪康招股说明书）统计，不考虑新冠检测业务，国内 ICL 市场规模已从 2016 年的 117 亿元增长至 2020 年的 198 亿

元，CAGR 达 14.0%，并预计于 2025 年增至约 460 亿元，在临床检测市场的渗透率约为 6%。

图 115：我国和欧美日 ICL 行业渗透率对比



资料来源：金域医学公司公告

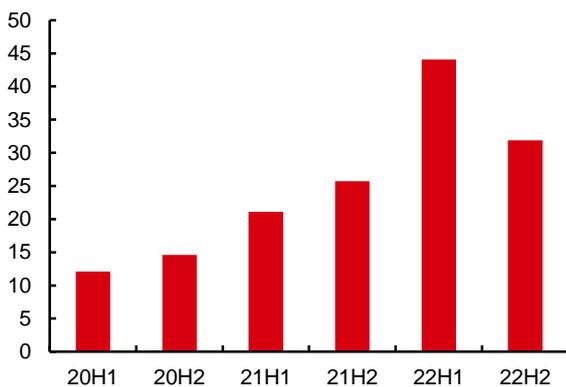
图 116：中国 ICL 市场规模及预测（不含新冠检测）（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自艾迪康招股说明书，含预测），中信证券研究部

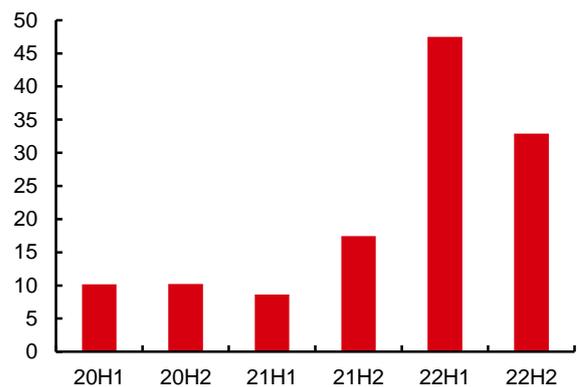
新冠检测业务贡献短期业绩，2022 年 ICL 板块实现大幅提升。我们将金域医学、迪安诊断作为板块统计对象，ICL 板块 2022 年收入及净利润增速分别为 168.86%、113.18%，收入端和利润端均大幅激增，主要得益于大规模的新冠检测业务显著贡献短期业绩（我们测算 2022 年常规检测收入在疫情承压下同比约+11%）。2022Q2 以来，全国多地疫情散发，新一轮新冠检测业务的市场需求激增，检测资源在防疫政策的推动下进一步下沉。专业化的 ICL 具有显著的成本优势和产能优势，承接了大量核酸检测筛查的社会责任。我们测算 2022 年金域医学、迪安诊断的新冠检测业务收入分别约 76 亿元、80 亿元，同比约 +62%、+208%。头部 ICL 公司充分发挥规模优势，借助检测量的提升拉动业绩快速增长。

图 117：金域医学新冠检测业务收入（单位：亿元）



资料来源：金域医学公司公告，中信证券研究部测算

图 118：迪安诊断新冠检测业务收入（单位：亿元）

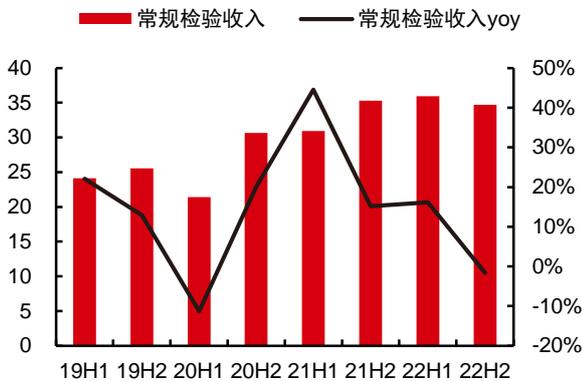


资料来源：迪安诊断公司公告，中信证券研究部测算

疫情放开后常规业务有望恢复，预期增速为 20%~25%。2023Q1，ICL 板块的收入及净利润同比增速分别为-39.95%、-78.34%，业绩下滑主要系新冠检测业务的大幅缩减所致，我们预计剔除新冠业务影响后的板块整体常规 ICL 检测业务增速约为 20%~25%；考虑到 2023 年 1-2 月份的常规检测业务仍受疫情防控政策放开及春节假期的双重影响，我们预计

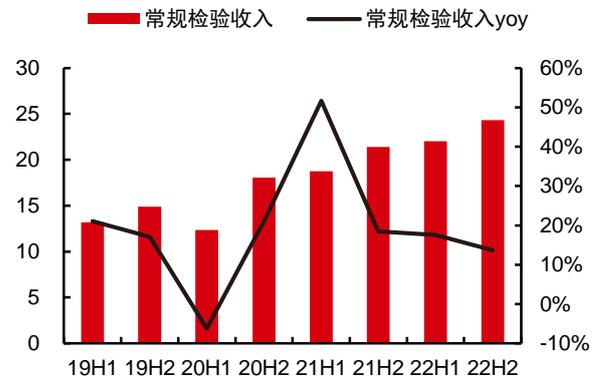
后续随着医疗机构诊疗业务的有序恢复，常规 ICL 业务有望进一步迎来提速增长。

图 119：金城医学常规医学检验业务收入（单位：亿元）



资料来源：金城医学公司公告，中信证券研究部测算

图 120：迪安诊断常规医学检验业务收入（单位：亿元）



资料来源：迪安诊断公司公告，中信证券研究部测算

盈利水平同比回落，相对于疫情前水平有所提升。2022 年，ICL 板块毛利率、净利率分别为 39.82%、13.19%，同比-2.85、-2.22 pcts；2023Q1，ICL 板块的毛利率、净利率分别为 35.36%、7.41%，同比-9.79、-13.14 pcts，我们判断利率水平回落的原因包括：①毛利率：2022 年下降主要系新冠检测价格下降所致；2023Q1 下降主要系新冠业务大幅缩减、相关业务对营业成本的摊薄效应消失导致；②2023Q1 净利率下降除毛利率下降外，也受到公司信用减值损失影响（我们判断系新冠应收账款的账期较长、进而造成的坏账滚动计提相关）；③参考疫情影响前的 2018-2019 年度，公司收入和净利润率有季节性差异，Q1 收入为全年最低，净利率较 Q2-Q4 低约 2 pcts。此外，尽管 2023Q1 的 ICL 板块毛利率、净利率同比下滑，但相比疫情前的 2019 年仍分别提升 1.60、1.96 pcts，预计 2023 全年利率水平将进一步提升。

表 69：ICL 板块主要财务指标情况

	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
营业收入增速	37.72%	32.46%	168.86%	229.36%	-39.95%
净利润增速	166.78%	45.54%	113.18%	2062.50%	-78.34%
扣非归母净利润增速	271.95%	49.37%	132.54%	3465.20%	-82.38%
毛利率	42.01%	42.67%	39.82%	45.16%	35.36%
净利率	14.02%	15.41%	13.19%	20.55%	7.41%
销售费用率	10.38%	10.60%	8.71%	9.15%	9.29%
管理费用率	7.37%	8.00%	6.34%	6.53%	6.27%
研发费用率	3.80%	3.78%	3.56%	2.89%	4.34%
财务费用率	1.13%	0.91%	0.80%	0.70%	1.13%
应收账款增速	48.03%	51.51%	130.80%	182.37%	14.89%
经营性现金流/营业收入	16.29%	13.64%	10.05%	-9.94%	-0.17%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：选取标的为金城医学、迪安诊断

DRGs 政策逐步落地，ICL 行业迎来发展良机。近年来国家出台多项政策加快推进 DRGs 落地，医学检验逐渐转移为医院的成本端中心。公立医院成本控制压力增大，更有动力把检验外包给第三方。ICL 行业通过集约化经营控制成本、通过专业化提升检验水平，将原本属于医院检验科、病理科的检验业务外包进行集中检验，充分发挥规模优势。因此，DRGs 模式将患者费用转换成了医院的成本压力，有利于医院主动降低医疗费用，倒逼医

院对成本结构进行改革。检验科作为医院的成本中心，DRGs 制度的推动有望推动医院检验项目外包率提升，促进 ICL 行业的长足发展。

IVD 集采有望推动 ICL 渗透率提升，预计对利润率影响相对可控。2021 年 8 月以来，IVD 集采政策的推行引发对 ICL 产生负面冲击的担忧。从外包率看，我们认为 IVD 集采将导致检验项目价格下降，压缩医院检验科利润，进而促进整体外包率的提升。从利润端看，ICL 企业对上游 IVD 企业具有较大议价权，检验价格下降的压力可以很大程度由 IVD 企业承担。而在外包率提升后，规模效应有望更加明显，平均固定费用、固定成本的进一步下降可减少检验项目价格下降对利润率的冲击。我们预计 IVD 集采将大幅提升 ICL 行业的渗透率，而对利润率的影响较小，有利于规模效应较强的 ICL 行业龙头发展。

重点推荐：特检业务快速增长，国内行业规模最大，检验项目和技术平台齐全的国内第三方检验行业市场领导企业**金城医学**；疫情推动下加速增长，具“服务+产品”一体化商业模式特色的第三方医学诊断服务平台的**迪安诊断**。

■ 风险因素

带量采购风险：随着国家药品集采的多次大规模顺利开展，国内药品带量采购已经实现常态化。预计未来药品集采将进一步在中成药、生物药等领域全方位开展，带量采购政策的执行力度和进度持续加大，行业竞争压力加剧，还将持续压缩药企的利润空间。

一级市场生物制药企业融资热度下降风险：目前有很多研发型的 Biotech 公司在一级市场融资，若融资热度下降，个别企业可能出现现金流断裂等情况，将导致研发项目停滞，这一方面将影响到临床 CRO/CDMO 相关公司的业务进展，另一方面也会降低一级市场生物制药企业的估值，并有望从一级传导到二级，导致估值中枢下移。

高值耗材降价力度和集采进度超预期风险：针对高值耗材的带量采购，目前代表性的模式为江苏和安徽的带量采购，从集采结果来看，参与试点的品类均实现了价格的明显下降。同时由于小企业直接出局、企业数量大幅缩减，龙头企业市场份额大幅提升。若降价持续超预期，预计也会影响到龙头企业公司的利润。未来高值耗材有望进一步扩大集采品种，根据国家医保局，到 2022 年底，通过国家组织和省级联盟采购实现平均每个省覆盖高值医用耗材品种达到 5 个以上。

创新药临床研发失败风险：原创新药的成功研发，需要经历临床前研究、临床开发、取得监管机构批准及实现商业化等过程，研发周期长，投入大，并取决于众多因素，包括但不限于完成临床前研究等；成功取得专利、商业秘密及其他知识产权的保护；成功获得临床试验批件；在各期临床试验及其他研究中取得良好的安全性及疗效的数据；通过自建设施取得药品生产证书和 GMP 证书，或通过 MAH 制度委托其他制药企业生产获得监管机构的新药上市批准，并成功进行商业化销售等。如上述一项或多项因素产生不利影响，可能会导致研发进度被延迟或无法实现商业化，影响创新药企业未来现金流及利润。

医疗服务医保政策风险：行业受国家政策鼓励和支持，但因涉及人身安全健康，相关

监管要求较严格，服务质量标准较高。此外，各地监管政策具有一定差异性。医院业务对医保支付有较高依赖，若未来医保控费政策趋于严格，可能会对企业业绩产生一定影响。同时未来不排除因医疗行业政策发生调整或突发事件的出现，导致企业运营费用提高、影响业务发展的可能。

医疗事故风险：医疗行业往往涉及一些具备风险的治疗、手术、用药的医疗服务项目，优秀上市公司具备较好的质量管控能力，总体面临的质量风险相对可控，但仍存在一定因诊疗疏忽导致的医疗事故的风险。

研发、产品注册进度不及预期风险：根据《药品注册管理办法》、《医疗器械注册管理办法》等相关规定，药品和医疗器械需要通过国家药监局审评审批并取得相关产品注册批件后才能上市销售。上市新产品研发从实验室研究至最终获批上市销售，整个过程周期长、难度大、环节多、研发投入重，新产品最终是否能上市销售具有一定的不确定性。不排除新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素的影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审评审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

行业政策变动风险：医药行业受到国家及各级地方药品监督管理部门和卫生部门等监管部门的严格监管。随着国家医疗卫生体制改革的不断深入和社会医疗保障体制的逐步完善，行业政策环境可能面临重大变化。如果上市公司不能及时调整经营策略以适应市场规则和监管政策的变化，将难以实现满足市场需求和适应行业政策目标的平衡，从而对上市公司的经营产生不利影响。

技术升级及产品迭代风险：医药行业的诸多前沿技术及新兴领域均受到快速及重大的技术变革的影响。上市公司面临来自全球主要医药公司及生物科技公司的竞争，部分竞争对手有可能研发出显著优于现有上市产品的创新产品及技术，对现有上市或在研产品造成重大冲击。

知识产权保护不充分或知识产权被第三方侵犯的风险：医药领域产品的知识产权保护涉及多方面。虽然上市公司往往已经寻求通过在中国提交专利申请以及结合使用商业秘密等方法来保护具有商业重要性的在研产品及技术，但不排除上市公司知识产权仍存在可能被侵害或保护不充分的风险。若上市公司无法为在研产品及技术取得及维持知识产权保护，或所取得的知识产权保护范围不够广泛，第三方公司可能通过不侵权的方式开发与公司相似或相同的产品及技术并直接与公司竞争，从而对公司产品成功实现商业化的能力造成不利影响。此外，如果上市公司产品及技术的专利权到期，第三方公司可能通过公开渠道获得相关数据，开发与公司产品存在直接竞争的产品，从而影响公司产品和技术的商业化以及公司的盈利能力。

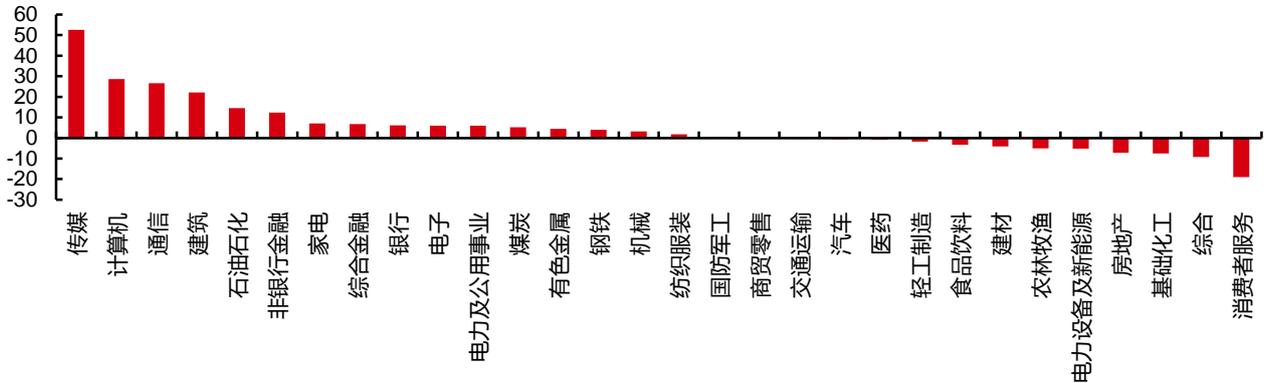
■ 投资策略

市场回顾

2023 年初至 5 月 10 日，按中信证券行业分类的医药板块指数下跌 0.89%，同期沪深

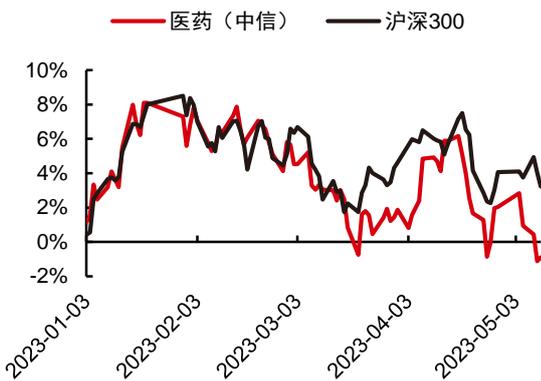
300 上涨 3.23%，医药板块跑输大盘 4.12pcts。

图 121：2023 年年初至 5 月 10 日各板块市场表现（单位：%）



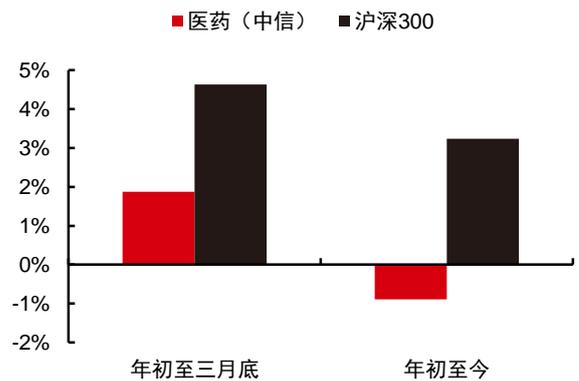
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：按中信证券行业分类，统计时间截至 2022 年 5 月 10 日

图 122：中信医药指数及沪深 300 指数表现（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：按中信证券行业分类，统计时间截至 2022 年 5 月 10 日

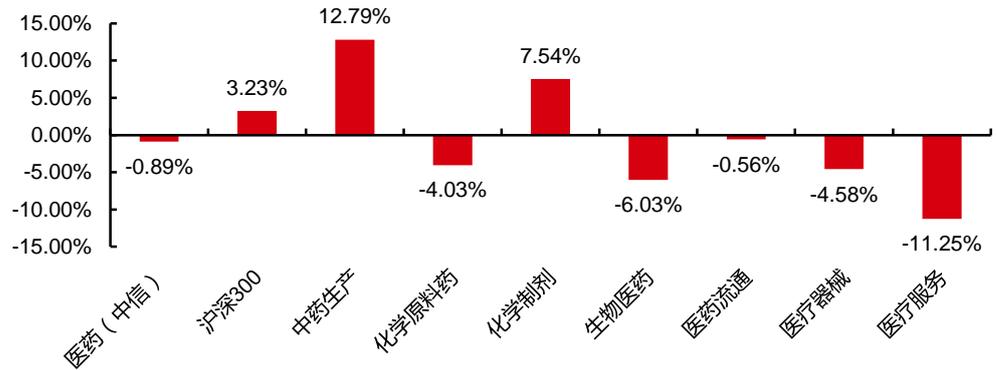
图 123：中信医药指数分时间段涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：按中信证券行业分类，统计时间截至 2022 年 5 月 10 日

医药各子板块表现各异。受国家层面对中医药持续性的政策支持以及 23Q1 疫情防控放开后对中医药需求持续旺盛，中药生产板块涨幅达到 12.79%，位居医药子板块涨幅首位；化学制剂板块受 2022 年医保国谈降幅温和、2023H1 国际大会上创新药数据的读出的正面影响，涨幅达到 7.54%；医疗服务板块跌幅较大，跌幅超过 11%。

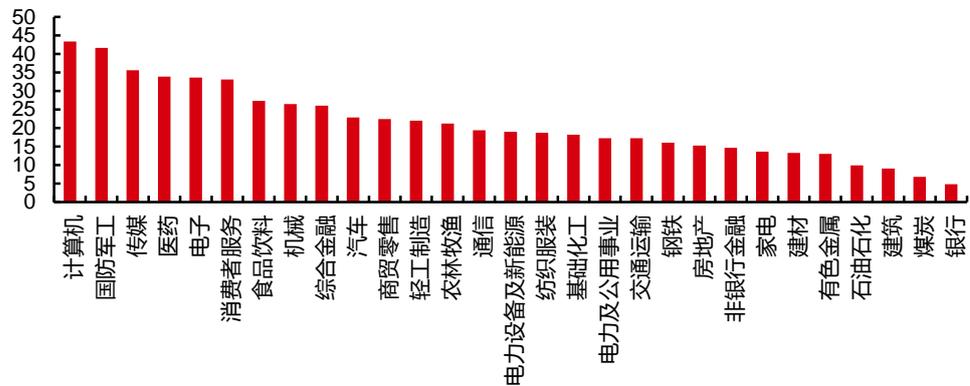
图 124：2023 年初至今医药子板块市场表现（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：按中信证券行业分类，统计时间截至 2022 年 5 月 10 日

从估值角度来看：目前医药行业 2023 年的动态估值（一致预测）为 34 倍 PE，在所有行业中排名第 5，处于靠前水平，正处于 2022 年 9 月低位的爬升阶段。考虑到后疫情时代，医药需求旺盛以及板块长期的刚需属性，我们认为行业保持 20%-30%左右净利润增速具可持续性。我们看好医疗健康产业中长期稳定增长的前景，维持产业“强于大市”的投资评级。

图 125：各板块 2023 年预测 PE（单位：倍）



资料来源：Wind 一致预测，中信证券研究部 注：按中信证券行业分类，统计时间截至 2022 年 5 月 10 日

产业投资观点

医疗健康产业已进入全新周期。在后疫情时代，国内常规医疗健康需求有望进入持续复苏阶段，刚性需求累积的释放有望成为部分行业业绩高增长的强催化剂，这一点在 2023 年下半年会体现的更加明显；另一方面，近几年生物医药行业政策频出，在政府干预力度和纠偏力度加大的新机制下，行业发展迎来再平衡，板块估值以及基金配置也处于历史相对低位，但随着二十大的召开和定调，十四五期间各项政策预期也逐渐明朗，2023 年以来一些招标和集采政策的落地执行就非常鲜明的说明了这一趋势。我们认为，在这个关键时点，紧抓确定性强的优质赛道，自上而下选股，尤其是布局一些被明显低估的板块核心资产，是 2023 年下半年布局生物医药投资的关键。整体来看，围绕国产创新驱动+专精

特新制造仍是业绩高成长、确定性强的主线优质赛道；并且，从 2023 年开始，中药板块的政策利好落地，以及国有医药企业在中央全面倡导“一利五率”的提效大背景下，也开始逐渐走出业绩加速兑现的明确态势，成为医药新热点赛道。

把握政策方向，探索估值重构，尤其关注产业增量逻辑下的投资机会。党的二十大大会报告中明确提出“推进健康中国建设”，新冠疫情过后，国家对公共卫生体系建设和底层科研技术的投入和补助明显增加；医疗大基建和科研服务补贴将成为 3-5 年内产业发展的重点增量催化剂，也将进一步打开相关细分行业的中长期发展空间；此外，根据二十大精神，生物医药制造及科研的核心产业链国产化将是确定性最高的投资主线，亦有望诞生新时代下的“隐形冠军”；伴随着 DRGs 等政策的落地，创新药品和创新器械（设备）国产快速替代、快速放量，也将是布局的重要主线；在中药和医药国企领域，从政策鼓励到政策落地，紧抓业绩兑现和国企改革两条思路。同时，全面注册制后，医药板块新股百花开，大量新股的上市，尤其是非常多的未盈利的“第五套”公司，也是提前布局优秀个股关键。

我们建议继续挖掘产业中潜在的“隐形冠军”。中长期来看，我们认为，在国内生物产业蓬勃发展，且二十大后更强调国产自主可控的宏观背景下，生物医药制造及科研的核心产业链国产化仍将是围绕 2023 年全年生物医药投资布局的最重要主线，2023 年也将是创新药品和创新器械（设备）国产快速替代、快速放量的一年，生物医药产业国产自主化将进入新高潮期。这个时期，我们要用前瞻的眼光去发掘在技术和管理能力上突出的企业，提前布局在生物医药产业发展中的“隐形冠军”。另外，在强化平均医疗保障水平、共同富裕的大背景下，医保局常态化的药品和器械集采，虽然带来了一定的投资不确定性，但是高质量、高性价比的创新医药产品有望迎来快速应用和放量，这也鼓励更多的优秀生物医药企业的产品和服务走向全球化、国际化，倒逼产业优胜略汰和改革升级，进一步助推拥有全球地位的“隐形冠军”的诞生。

投资标的

建议重点关注：1) 研发管线丰富的龙头药企**恒瑞医药、石药集团**和以创新研发为驱动的制药公司**百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、诺诚健华、康诺亚**等；2) 受益于医疗新基建、集采政策温和化、进口替代加速的**迈瑞医疗、惠泰医疗、澳华内镜、海泰新光、奕瑞科技**；3) “卖水者”逻辑下的**药明康德、山东药玻和九洲药业**等；4) 医疗服务及商业药店领域的**爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖、益丰药房、大参林、老百姓和一心堂**等；5) 疫苗产业链上的**智飞生物、百克生物、康泰生物、康希诺生物（H）、沃森生物、华兰生物**等；6) 消费升级趋势下的中药大健康龙头企业**云南白药、华润三九、片仔癀**等；8) 生物制药和生命科学上游国产替代趋势催化下，具备产业化/国际化/平台化潜力的**纳微科技、泰坦科技、皓元医药、键凯科技**等。

表 70: 重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
恒瑞医药	600276.SH	45.51	0.61	0.76	0.94	1.14	75	60	48	40	买入
百济神州-U	688235.SH	148.45	-10.04	-6.11	-3.29	-1.20	-15	-24	-45	-124	买入
信达生物	01801.HK	39.75	-1.42	-0.63	-0.14	0.24	-22	-51	-220	133	买入
康方生物	09926.HK	42.55	-1.70	2.37	-0.89	0.35	-25	18	-48	122	买入
迈瑞医疗	300760.SZ	306.79	7.92	9.56	11.49	13.83	39	32	27	22	买入
澳华内镜	688212.SH	64.22	0.16	0.63	0.92	1.51	401	102	70	43	买入
惠泰医疗	688617.SH	351.82	5.37	7.20	9.78	13.24	66	49	36	27	买入
药明康德	603259.SH	66.22	2.97	3.39	4.35	5.29	22	20	15	13	买入
凯莱英	002821.SZ	129.25	8.93	6.60	6.94	8.85	14	20	19	15	买入
华东医药	000963.SZ	40.34	1.42	1.76	2.17	2.73	28	23	19	15	买入
爱尔眼科	300015.SZ	28.70	0.35	0.51	0.66	0.84	82	56	43	34	买入
老百姓	603883.SH	33.37	1.34	1.63	1.99	2.43	25	20	17	14	买入
爱美客	300896.SZ	506.90	5.84	8.88	12.04	15.91	87	57	42	32	买入
康泰生物	300601.SZ	30.04	-0.12	1.16	1.56	2.06	-250	26	19	15	买入
沃森生物	300142.SZ	29.81	0.45	1.09	1.20	1.48	66	27	25	20	买入
云南白药	000538.SZ	57.29	1.67	2.37	2.47	2.66	34	24	23	22	买入
金域医学	603882.SH	75.49	5.89	2.63	3.33	4.23	13	29	23	18	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 5 月 23 日收盘价

重点公司

恒瑞医药: 创新转型提速, 业绩拐点已现

业绩企稳回升, 止跌拐点已现。2022 年, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 212.75 亿、39.06 亿、34.10 亿元, 同比-17.87%、-13.77%、-18.83%; 2023Q1, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 54.92 亿、12.39 亿、12.20 亿元, 同比+0.25%、+0.17%、+3.40%。公司 2023Q1 收入端与利润端均迎来正增长, 结束了自 2021Q3 以来持续的负增长态势, 标志着公司业绩正式迎来拐点。

仿制药业务出清, 集采冲击料已迎来边际缓解。仿制药集采为公司 2021 年以来业绩短期承压的主要原因。据公司 2022 年年报披露, 第五批集采涉及的 8 个产品, 在 2020 年收入约 44 亿元, 在 2022 年收入仅 6.1 亿元, 呈断崖下跌; 第七批集采涉及的 5 个产品, 在 2022 年收入为 9.8 亿元, 同比-48%。随着第五批集采、第七批集采带来的冲击已在 2022 年业绩中大部分释放, 我们判断公司受集采冲击的顶点已过, 未来尚待集采的存量有限。从已经落地的第八批集采来看, 公司仅涉及左布比卡因、达托霉素 2 款体量较小的产品, 我们判断对业绩的影响较小, 集采冲击已迎来边际缓和。

医保促进新品放量, 创新药迎来收获期。2022 年, 公司创新药销售收入 81.16 亿元, 占总收入的比重 38%。2022 年初起, 公司的阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药执行新医保谈判价格, 价格平均降幅 33%, 叠加

疫情影响、产品准入难等因素，收入增长较慢或收入下跌。在 2023 年 1 月结束的新一轮医保谈判中，公司新晋获批上市的达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净成功纳入医保目录，有望作为“光脚”品种带来新一轮业绩增量。随着医保谈判导致的价格冲击充分释放、以及新品种纳入医保快速放量，我们预计公司的创新药业务在 2023 年迎来高速增长。

疫情影响见底，诊疗复苏驱动业务快速恢复。2022 年，受疫情散发影响，多地医疗机构的日常诊疗业务量缩减，公司产品销售受到较大影响，尤其高度依赖手术业务的麻醉管线收入同比-32.15%；此外，公司产品出口订单一定时间内出现积压，部分海外业务需求未能及时转化为销售收入。我们预计在 2023 年大量择期手术的相关需求将迎来集中释放，带动麻醉产品高速放量；疫后的诊疗复苏预计将驱动公司各项业务线快速增长。

销售组织架构整合提效，运营效率持续改善。2022 年，公司的销售、管理、财务费用率分别为 34.54%、10.84%、-2.21%，同比-1.70%、-0.27%、+0.10 pcts，期间费用率同比下降-1.97pcts；其中，公司销售费用为 73.48 亿元，同比-21.70%，销售团队改革提效的效果显著。截至 2022 年底，公司销售队伍约 1.04 万人，相比 2021 年底减少约 2800 人，考虑到其中 2022H1 减少约 2300 人，我们判断销售团队的大幅度改革已接近尾声，后续将迎来收获期。随着产品价格的稳定、创新药增量的落地和销售团队的成功转型，公司的运营效率有望进一步迎来改善。

AACR 数据新鲜出炉，ADC 平台初获验证。2023 年 4 月，公司于美国癌症研究协会年会（AACR）首次公布两款产品 HER2 ADC SHR-A1811 和 Trop2 ADC SHR-A1921 的优异临床数据，引发广泛关注。其中，SHR-A1811 展现优异疗效，针对后线 HER2 阳性乳腺癌、HER2 低表达乳腺癌的 ORR 分别为 81.5%、55.8%，具有比肩同类明星药物 DS-8201 的潜力；而在安全性方面，SHR-A1811 显著降低了 DS-8201 最常见的严重不良反应间质性肺炎，乳腺癌患者中的间质性肺炎发生率仅为 3.2%（DS-8201 为 10%以上，非头对头对比）。优异的临床数据验证了公司 ADC 平台的国际顶尖水平，目前公司已有 6 款差异化 ADC 产品获批进行临床试验，后续进展值得期待。

研发持续提速，转型加速落地。2022 年，公司累计研发投入达 63.46 亿元，同比+2.29%，占营业收入的比例提升至 29.83%，其中费用化研发投入 48.87 亿元，占营业收入的比例提升至 22.97%。2022 年初以来，达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净、阿得贝利单抗等创新药陆续获批上市；瑞格列汀用于 2 型糖尿病、SHR8008 用于治疗急性外阴阴道假丝酵母菌病、SHR8554 用于治疗腹部手术后中重度疼痛、SHR8028 及 SHR8058 用于干眼症均已处于 NDA 阶段。公司持续加码创新研发，截至 2022 年底，在研管线中的 III 期、II 期、I 期试验分别为 9 项、11 项、23 项，未来有望陆续推出上市，驱动长期业绩增长。

海外研发投入持续提升，国际化布局稳步推进。2022 年，公司海外研发投入达 12.72 亿元，占总体研发投入的 20.04%。公司在海外的临床稳步推进，卡瑞利珠单抗+阿帕替尼治疗晚期肝癌的国际多中心 III 期临床获得成功，成为目前晚期肝癌一线治疗最长 OS 获益组合（22.1 个月），已在中国获批上市，并在美国启动递交 NDA 前的准备工作；海曲泊帕片已获得 FDA 授予的孤儿药资格认定；SHR-A1811、SHR-A1921 等管线的国际临床陆续推进。此外，基石药业的创始人江宁军博士于 2023 年初正式加盟公司，全面负责创新药

国际化、临床研究和商务拓展工作。江宁军博士经验丰富，有望显著提振公司创新和国际化布局，包括加速公司管线的出海合作力度。

风险因素：公司新药研发失败风险；公司研发进度低于预期风险；公司业务国际化进展不及预期风险；药品降价风险。

盈利预测、估值与评级：公司转型升级步伐加快，新产品及新适应症陆续进入市场，国际化布局稳步推进，运营效率持续提升。维持 2023/24/25 年 EPS 预测 0.76/0.94/1.14 元。考虑到公司的行业地位，相比同类公司具有较高龙头溢价，参考公司历史估值水平（据 Wind 数据，2020 年、2021 年、2022 年 PE 平均值分别为 84 倍、67 倍、53 倍，平均值为 68 倍），考虑到集采对短期业绩的冲击逐渐消除，业绩逐渐迎来拐点，以及创新药有望迎来加速放量，给予公司 2023 年 80xPE，对应目标价 61 元，维持“买入”评级。

表 71：恒瑞医药盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,906	21,275	24,027	28,617	33,078
营业收入增长率 YoY	-6.6%	-17.9%	12.9%	19.1%	15.6%
净利润(百万元)	4,530	3,906	4,867	5,998	7,290
净利润增长率 YoY	-28.4%	-13.8%	24.6%	23.2%	21.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.71	0.61	0.76	0.94	1.14
毛利率	85.6%	83.6%	84.9%	86.0%	86.9%
净资产收益率 ROE	12.9%	10.3%	11.7%	12.9%	13.9%
每股净资产(元)	5.49	5.93	6.53	7.31	8.23
PE	66.6	77.3	62.0	50.3	41.4
PB	8.6	8.0	7.2	6.5	5.8
PS	11.7	14.2	12.6	10.5	9.1
EV/EBITDA	64.3	72.3	57.7	48.0	39.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

百济神州：产品收入节节攀升，国际化布局加速兑现

产品收入高速增长，业绩呈现减亏态势。2023Q1 公司实现营业收入 4.478 亿美元，同比+46.1%；其中，产品收入 4.103 亿美元，同比+56.8%，在自研产品的拉动下呈现高速增长态势。2023Q1 公司净亏损为 3.484 亿美元，同比减亏（归母净利润的亏损额度减少）19.9%，净亏损减少主要由于产品收入的增长超过了经营费用的增长（2023Q1 公司经营费用为 7.373 亿美元，同比+7.7%），公司预计在 2023 年将持续保持这一趋势。

泽布替尼收入节节攀升，商业化潜力加速兑现。泽布替尼 2023Q1 实现收入 2.114 亿美元，同比+102.7%，实现翻倍增长，环比+20.1%。其中，在美国，泽布替尼 2023Q1 实现收入 1.388 亿美元，同比+104.4%，环比+10.8%，美国市场收入占比约 63%，为泽布替尼业绩增长的主引擎；在中国，泽布替尼 2023Q1 实现收入 4810 万美元，同比+43.6%，环比+17.6%；此外，在中国、美国以外的其他市场，泽布替尼 2023Q1 实现收入 2450 万美元，同比+744.83%，环比+147.47%，市场开拓工作进展迅速。泽布替尼海内外放量同步加速，已在美国、中国、欧盟、英国等超过 65 个市场获批多项适应症，全球开发布局逐步兑现，市场潜力巨大，公司预计泽布替尼在 2023 年有望在超过 30 个市场取得（获批上市或新增适应症等）药政批准。

CLL/SLL 大适应症尘埃落定，新一轮高速放量蓄势待发。 CLL/SLL（慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤）是西方最常见的白血病种类，为 BTK 抑制剂的主要市场。在针对 CLL/SLL 适应症的 III 期临床 ALPINE 研究、SEQUOIA 研究中，泽布替尼分别头对头击败伊布替尼、BR 方案，取得 ORR、PFS 等多项指标的优效性结果，展现同类最优潜力并获 NCCN 指南最高级别推荐。2023 年 1 月，FDA 批准泽布替尼在美国用于治疗 CLL/SLL 的新适应症。此前，泽布替尼在美国的销售额增长主要源自于 MCL（套细胞淋巴瘤）、WM（华氏巨球蛋白血症）、MZL（边缘区淋巴瘤）等小适应症的持续渗透；CLL/SLL 大适应症的获批有望带来泽布替尼美国市场放量的进一步提速。

替雷利珠单抗市占率扩容，出海进程持续推进，FDA 现场核查在即。 替雷利珠单抗 2023Q1 实现收入 1.149 亿美元，同比+31.2%，环比+12.4%。医保适应症范围的扩大、销售团队的扩容及进院数量的增加有力提升了替雷利珠单抗的市占率。据 PDB 数据库统计，2022 年全年替雷利珠单抗销售额接近 K 药，成为样本医院 PD-1/PD-L1 市场中的国产 TOP1 品种，市占率达 22.3%。目前替雷利珠单抗的一线 ESCC（食管鳞癌）、一线 HCC（肝细胞癌）两项适应症处于 NMPA 上市审评过程中，公司预计在 2023H1、2023H2 相继获得审评结果。替雷利珠单抗开展广泛的全球临床布局，在 31 个国家和地区入组受试者超过 12100 人，在美国，二线 ESCC 适应症已处于 FDA 审评过程，公司预计 FDA 将于 2023 年做出审评决议，公司预计 2023Q2 将迎来 FDA 的生产基地现场核查。

运营效率显著提高，研发投入稳步加大，现金储备充沛。 公司 2023Q1 的毛利占产品收入比值为 80.1%，同比+5.0 pct，主要得益于自研产品泽布替尼、替雷利珠单抗的拉动。公司 2023Q1 的销售及管理费用（SG&A）为 3.285 亿美元，同比+11.5%，占产品收入的比值为 80.1%，同比-32.6 pct，运营效率显著提升，SG&A 费用的增加主要归因于员工人数的增加。公司 2023Q1 的研发费用为 4.086 亿美元，同比+4.8%，研发费用的增长主要来自员工人数增长、对药物发现和临床开发投入的增加等；此外，截至 2023Q1 末，公司现金及现金等价物余额为 38 亿美元（2022 年年底为 45 亿美元）。持续的研发投入和充沛的现金储备有力保障了公司研发管线的顺利推进。

多项里程碑事件蓄势待发，后续有望迎来多项股价催化剂。 1) 泽布替尼：①美国和欧盟：公司预计将在 2023H1 继续推进 CLL 新适应症补充说明的审评工作；②国内：一线 CLL/SLL 和 WM 适应症处于审评过程，我们预计有望于 2023H1 获批；③加拿大、澳大利亚：CLL 适应症处于审评过程，我们预计有望于 2023 年获批。2) 替雷利珠单抗：①国内：一线 ESCC、一线 HCC 适应症处于审评过程，我们预计分别有望于 2023H1、2023H2 获批；②美国（与诺华合作）：二线 ESCC 适应症处于审评过程，我们预计有望于 2023 年获批；一线胃癌、一线 ESCC 适应症公司预计 2023 年向 FDA 提交 NDA；③2023 年公司预计持续推进替雷利珠单抗在澳大利亚、新西兰、韩国、欧洲、英国、瑞士等多个市场的上市申报工作；④公司预计将于 2023 年公布广泛期小细胞肺癌和一线胃癌关键性试验的最终分析数据。3) BGB-11417（BCL-2 抑制剂）：公司预计将于 2023H2 启动联合泽布替尼一线治疗 CLL 的全球关键性试验。4) 欧司珀利单抗（抗 TIGIT 抗体）：①公司预计将于 2023 年公布多项 II 期研究数据，包括二线 PD-(L)1+ESCC、一线 HCC、一线 NSCLC 等；②公司预计将于 2023 年完成一线治疗 NSCLC 的 III 期 AdvanTIG-302 试验入组。5. 其他产品：公司预计 BGB-16673（BTK CDAC）、BGB-A445（OX40 抗体）于 2023 年公布初

步临床数据，BGB-15025（HPK1 抑制剂）将于 2023 年启动联合替雷利珠单抗治疗实体瘤的剂量扩展研究。6.合作项目：公司预计将与南京维立志博合作，于 2023 年推进 LBL-007（LAG-3 抗体）相关的伞式研究。

风险因素：新药研发失败风险；新药上市审评进展不及预期风险；药物临床试验进度不及预期风险；医保谈判导致产品价格大幅下降风险。

盈利预测、估值与评级：公司同时开拓国内外广阔市场，各项产品的重磅成果逐步落地，商业化进程持续提速。我们预计随着新产品、新适应症陆续上市放量，公司营收有望高速增长。维持 2023/24/25 年净利润预测-83.05 亿/-44.74 亿/-16.25 亿元。考虑到泽布替尼放量持续提速，海外临床地位持续升高，公司的商业化布局持续兑现。国际化临床布局的高风险正逐步被快速成长高确定性的业绩增量所抵消。结合公司 2023Q1 业绩，依据 DCF 估值方法（根据市场利率水平及公司各项参数，假设 WACC 值为 7.47%；预期十年后公司业务进入成熟阶段，增速仍将持续，根据公司管线长期增长情况，给予公司永续增长率为 3.0%），我们认为公司合理股权估值约为 2642 亿元，对应 A 股目标价 194 元，维持“买入”评级。

表 72：百济神州盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,589	9,566	14,523	18,297	23,107
营业收入增长率 YoY	257.9%	26.1%	51.8%	26.0%	26.3%
净利润(百万元)	-9,748	-13,642	-8,305	-4,474	-1,625
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-7.17	-10.04	-6.11	-3.29	-1.20
毛利率	86.0%	80.2%	81.0%	81.0%	81.3%
净资产收益率 ROE	-24.4%	-45.0%	-37.7%	-25.5%	-10.2%
每股净资产 (元)	29.38	22.32	16.21	12.92	11.72
PE	-21.6	-15.4	-25.3	-47.0	-129.3
PB	5.3	6.9	9.5	12.0	13.2
PS	27.7	22.0	14.5	11.5	9.1
EV/EBITDA	-25.0	-19.4	-28.0	-56.0	-223.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

信达生物：研发步入兑现期，商业化管理升级初见成效

业绩基本符合预期，2022 年实现产品收入 41.39 亿元，在手现金充沛。公司 2022 年实现总收入 45.56 亿元，同比+6.71%；其中产品收入 41.39 亿元，同比+3.45%。信迪利单抗以外的产品放量明显，四款创新药（佩米替尼、奥雷巴替尼、雷莫西尤单抗、塞普替尼）和三款类似药（利妥昔单抗、贝伐珠单抗、阿达木单抗）共同贡献了约 20 亿元的收入，多产品发力维持了公司业绩的增长。公司 2022 年毛利率为 78.9%，同比下降 9.8PCTs，主要是因为信迪利单抗价格下降明显、毛利率较低的新合作产品和生物类似药收入占比增加所致。2022 年公司亏损 24.62 亿元，较上年 20.28 亿元有所提升，主要由于持续的研发投入所致（IFRS 口径下 2022 年亏损 21.79 亿元，较上年同期 27.29 亿元有所收窄，该变化主要是受汇兑损益和员工持股计划开支影响）。截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有在手现金和短期金融资产 91.7 亿元（约 13 亿美元），包括 2022 年 8 月与赛诺菲签订战略合作协议收到价值 3 亿欧元现金的股权投资，现金储备充沛。

信迪利单抗 2022 年全年收入约 20 亿元，两大一线适应症零降价纳入医保，未来有望持续放量。根据礼来 (LLY.N) 的财报，信迪利单抗 2022 年实现收入 2.94 亿美元 (约 20 亿元人民币)，同比-29.7%，其中 Q3 和 Q4 分别实现收入 7680 万美元和 5800 万美元。信迪利单抗收入同比下降主要是因为：①2022 年产品执行新医保价格，降幅达 62%；②2022Q2 和年底的国内疫情，导致部分地区及城市的市场需求和产品销售受到了一定的限制。2022 年 6 月，信迪利单抗一线食管癌和一线胃癌两项一线大适应症获批，并以零降价成功纳入 2023 年医保目录，信迪利单抗成为国内唯一一款五项一线适应症均纳入医保的 PD-(L)1，包括肝癌、nsq NSCLC、sq NSCLC、食管癌、胃癌。公司预计 EGFRm NSCLC 适应症年内获批上市，未来有望持续放量。

多款产品即将实现商业化，IBI-362 快速推进多项 III 期临床试验。截至 2022 年年报，公司 3 款产品处于 NDA 阶段，包括 PCSK9 单抗 (IBI-306)、BCMA CAR-T (IBI-326)、PI3K δ 抑制剂 (IBI-376)，上述产品有望逐步在 2023 年-2024 年 H1 获批上市。根据公司 2022 年年报，多产品临床进展顺利：

GLP-1/GCGR 受体激动剂 (Mazdutide)：治疗成人超重或肥胖人群的 III 期临床试验 (GLORY-1) 已于 2023 年 1 月完成全部 600 例受试者入组，主要终点为 32 周体重较基线的百分比变化，公司预计 2024 年读出数据；治疗 2 型糖尿病 (仅靠饮食和运动控制不佳) 的 III 期临床试验 (DREAMS-1) 已于 2023 年 1 月完成首例受试者给药，主要终点为第 24 周 HbA1c 水平较基线的变化；治疗 2 型糖尿病 (二甲双胍或二甲双胍+SGLT-2 抑制剂控制不佳) 的 III 期临床试验 (DREAMS-2) 已于 2023 年 1 月完成首例受试者给药 (对照组度拉糖肽)，主要终点为第 28 周 HbA1c 水平较基线的变化；治疗 NASH 的 IND 已获 CDE 批准。Mazdutide 有望成为首个国产的长效 GLP-1 受体激动剂。

其他产品：IL-23p19 单抗 (IBI-112) 治疗中重度斑块状银屑病的 III 期临床试验已于 2023 年 2 月启动；同赛诺菲合作的 CEACAM5 ADC 正在开展治疗 2 L NSCLC 的全球多中心 III 期临床试验。

研发管线全面推进，未来一年多个催化剂事件值得期待。2022 年公司研发支出 26.65 亿元，同比+25.77%。截至 2022 年报，公司已拥有 36 个新品种的创新产品管线 (25 条肿瘤、11 条非肿瘤)，其中 PCSK9 单抗、BCMA CAR-T、PI3K δ 抑制剂已提交 NDA，5 个处于 III 期或关键临床，已建立起约 20 种处于 I/II 期的创新分子。公司预计未来一年有多个里程碑事件有望落地：

①上市：PCSK9 单抗治疗原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常 (有望成为首个国产上市的 PCSK9 单抗)，BCMA CAR-T 治疗 r/r MM (有望成为国内首个上市的国产 CAR-T 治疗产品)，PI3K δ 抑制剂治疗 r/r FL (预计 23H2-24H1)；

②NDA：KRAS G12C 抑制剂 (IBI-351) 治疗 2L NSCLC、NTRK/ROS1 抑制剂 (IBI-344) 治疗 ROS1 融合阳性 NSCLC；

③开展 III 期或注册性临床：与 LG 化学合作的全新非嘌呤类似物 XO 抑制剂 Tigulixostat 治疗高尿酸血症的 III 期临床；IGF-1R 单抗 (IBI-311) 治疗甲状腺相关眼病 (TAO)

的 III 期临床；

④数据读出：Mazdutide 9.0mg 在中国肥胖患者的 II 期临床试验的初步数据（公司预计 23H1）和更长治疗期数据（公司预计 23H2）；TIGIT 单抗（IBI-939）治疗晚期一线肺癌的更新数据；LAG-3（IBI-110）治疗 1L sqNSCLC 的最新数据；高浓度 VEGF/补体（IBI-302）的治疗 nAMD 的 II 期研究数据；PDE4 抑制剂（IBI-353）治疗银屑病的 II 期研究数据；IGF-1R 单抗治疗 TAO 的 II 期临床数据；

⑤进入临床：推进 HER2 ADC（IBI-354）、B7H3 ADC（IBI-129）、TROP-2 ADC（IBI-130）、CD40L 单抗（IBI-355）、OX40L 单抗（IBI-356）等产品进入临床阶段。

公司研发正迈进商业化兑现期，公司预计未来 4-5 年内实现 200 亿元的年销售收入，2027 年拥有商业化产品约 20 个，对应 2021-2027 年收入 CAGR 达到 20%+。

渠道建设不断深化，商业化管理持续升级，效率改善初见成效。截至 2022 年报，公司拥有销售及市场推广团队近 3000 人，为多个即将商业化的产品和新适应症的拓展做好准备，目前已覆盖超过 5000 家医院。此外，公司在 2022 年制定了更可持续发展及健康的商业管理 2.0 模式，将业务架构调整升级，打造包括 IO、VEGF、TKI、血液瘤、广阔市场、非肿瘤等六大专业 BU 模式和高效精准营销体系，旨在进一步增加产出及改善效率。公司 2022 年销售费用率 62.6%，相较 2021 年同期 65.5%有所下降；其中 2022 年 H2 销售费用率 56.9%，环比 H1 的 68.5%亦显示出积极管控下的初步成效。随着公司商业化管理模式持续升级，有望推动公司实现更可持续的长期增长。

风险因素：公司产品研发进度不及预期或研发失败风险；公司新产品上市时间不及预期风险；公司药物销售不及预期风险；市场竞争日益加剧。

投资建议：公司是一家立足一体化发展并放眼全球的创新型药企，建立了抗体候选药物的发现、开发制造及商业化为一体的全面集成平台。公司研发管线深厚，共拥有 36 个临床管线，其中 8 款获批上市，管线产品市场空间且竞争优势明显。结合公司 2022 年年报，考虑 PD-1 领域竞争持续加剧、公司研发维持高投入以及公司降本增效初见成果，维持公司 2023/24/25 年净利润预测-9.59/-2.17/3.67 亿元。使用绝对估值法通过 DCF 模型计算公司合理股权价值为 689.48 亿港元（WACC 值为 8.40%，股票 beta 值为 1.1，风险溢价为 6.50%，其中 beta 值为百济神州（H）、荣昌生物（H）、君实生物（H）、恒瑞医药、复宏汉霖、康方生物 beta 值的平均值），对应目标价 45 港元，维持“买入”评级。

表 73：信达生物盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,270	4,556	6,564	8,396	10,575
营业收入增长率 YoY	11.1%	6.7%	44.1%	27.9%	25.9%
净利润(百万元)	-3,138	-2,177	-959	-217	367
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-2.04	-1.42	-0.63	-0.14	0.24
每股净资产 (元)	6.73	6.99	6.33	6.16	6.37
毛利率	86.6%	79.6%	81.2%	80.1%	79.2%
净利率	-73.5%	-47.8%	-14.6%	-2.6%	3.5%
净资产收益率 ROE	-30.4%	-20.3%	-9.9%	-2.3%	3.8%
PE	-15.5	-21.6	-50.5	-220.0	132.8
PB	4.7	4.4	5.0	5.2	5.0
PS	11.3	10.3	7.3	5.8	4.6
EV/EBITDA	-21.5	-32.2	-98.8	415.1	72.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

康方生物：商业化成果超预期，研发管线加速兑现

公司 2022 年收入超预期。公司 2022 年，公司产品销售总额达 11.04 亿元，同比+422%，扣除分销成本后的综合收入达 8.34 亿元，同比+759%，超过市场预期。公司收入的高速增长主要得益于卡度尼利及派安普利的高速放量。

卡度尼利高速放量，商业化能力初获验证。卡度尼利于 2022 年 6 月 29 日获批上市，2022 全年即实现销售额 5.46 亿元，销售业绩亮眼。我们判断卡度尼利的强劲业绩主要源于两方面：一方面，卡度尼利作为首个获批国产双抗、全球首个获批肿瘤双免疫检查点双抗，展现出强大的疗效优势、临床价值深受认可；另一方面，公司组建了优异的销售团队（截至 2022 年底约 650 人），上市后已快速覆盖全国 30 多个省份、220 多个城市的 1500 多家医院、500 多家院外药房，商业化能力立于国内 Biotech 潮头。目前，卡度尼利不仅在宫颈癌领域获得诊疗指南高度推荐，且在肺癌、肝癌、胃癌等多个领域，凭借优异的临床疗效迎来广泛的 off-label 销售，公司强大的商业化能力初获验证，预计在未来持续带来业绩加持。

派安普利放量提速，大适应症有序落地。2022 年，派安普利实现销售额 5.58 亿元，同比+164%，扣除分销成本后的综合收入 2.87 亿元，同比+196%，在合作伙伴正大天晴的推动下实现高速增长。派安普利的一线鳞状 NSCLC 大适应症已于 2023 年 1 月获批上市，有望显著提振后续的放量进程。

依沃西出海交易充盈现金流，下半年有望递交 NDA。依沃西商业化潜力备受业内认可，2022 年 12 月海外授权 Summit Therapeutics，交易总金额达 50 亿美元，刷新业内记录。等值 5 亿美元的首付款已全部到账，大幅充盈现金储备，公司账面现金目前达 53 亿元，有望全面加速公司后续研发进程。依沃西在肺癌领域全面布局，开展多项临床研究，已获得 3 项 CDE 突破性疗法认证，其中 EGFR-TKI 耐药非鳞状 NSCLC 的注册性 III 期临床入组已完成，有望于 2023H2 递交 NDA。

研发管线加速兑现，多项里程碑蓄势待发。我们预计公司核心研发管线快速进展，有望在 12 个月内带来多项股价催化剂：

卡度尼利：①一线宫颈癌：III 期临床入组已结束，我们预计 2023 年底或 2024 年初数据读出，2024 年申报 NDA；②一线胃癌：III 期临床我们预计 2023Q1 入组结束，2023 年底或 2024 年初数据读出，2024 年申报 NDA；

依沃西：①EGFR-TKI 耐药 NSCLC：III 期临床入组已结束，我们预计 2023Q2-Q3 数据读出、2023H2 申报 NDA；②一线 PD-L1+ NSCLC（帕博利珠单抗对头）：III 期临床我们预计 2023 年完成入组，2024 年初数据读出；③海外注册性临床 III 期我们预计在 2023 年启动；

其他产品：①派安普利鼻咽癌适应症我们预计有望在 2023 年获批；②AK117(CD47) 联合阿扎胞苷治疗 MDS 我们预计 2023 年开展 III 期临床试验；③AK102 (PCSK9) 我们预计 2023 年中递交 NDA；④AK101 (IL-12/23) 我们预计 2023 年中递交 NDA；⑤AK111 (IL-17) 中重度银屑病已进入 III 期、预计强直性脊柱炎我们预计 2023Q3 年进入 III 期；⑥AK120 (IL-4R) 我们预计 2023H1 完成 II 期入组、2023 年内进入 III 期。

风险因素：药品的研发速度不及预期或者研发失败风险；药品审评耗时较长，上市时间不及预期风险；创新药未能及时纳入全国医保目录或医保谈判降幅较大风险；市场竞争加剧，药品销售不及预期风险；技术升级及产品迭代风险；知识产权风险。

投资建议：公司研发管线深厚，专注于全球首创及全球最优疗法开发，覆盖肿瘤、自身免疫病等领域，市场空间广阔且竞争优势明显，重磅管线逐步进入收获期。结合公司 2022 年业绩公告，考虑到公司商业化进展超预期，维持公司 2023/2024/2025 年净利润预测为 16.99 亿/-6.25 亿/2.46 亿元。使用绝对估值法，通过 DCF 模型计算公司合理股权价值 463.10 亿港元（WACC 值为 8.82%，股票 beta 值为 1.3，风险溢价为 6.00%），对应 2023 年目标价 55 港元，维持“买入”评级。

表 74：康方生物盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	226	838	5,324	3,011	4,705
营业收入增长率 YoY	0	271.3%	535.6%	-43.4%	56.3%
净利润(百万元)	-1,075	-1,168	1,699	-625	246
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	-136.8%	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-1.28	-1.39	2.02	-0.74	0.29
每股净资产(元)	3.76	3.13	5.09	8.64	8.96
毛利率	86.1%	88.8%	94.8%	92.1%	92.0%
净利率	-476.4%	-139.5%	31.9%	-20.8%	5.2%
净资产收益率 ROE	-34.0%	-44.3%	39.7%	-8.6%	3.3%
PE	-28.1	-25.1	18.0	-48.0	121.8
PB	9.6	11.1	7.1	4.1	4.0
PS	134.0	35.0	5.7	10.0	6.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

迈瑞医疗：业绩符合预期，器械龙头持续高质量稳健增长

2022 年和 2023Q1 业绩符合预期，宏观扰动逐步缓和助力稳健增长。公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营收 303.66 亿元（同比+20.17%）；实现归母净利润 96.07 亿元（同比+20.07%），扣非后归母净利润为 95.25 亿元（同比+21.33%）；单季度维度：2022Q4 实现收入 70.70 亿元（同比+20%），归母净利润 15.05 亿元（同比+12%），扣非归母净利润 15.21 亿元（同比+17%）；23Q1 实现营收 83.64 亿元（同比+20.47%），实现归母净利润 25.71 亿元（同比+22.14%），扣非后归母净利润为 25.29 亿元（同比+22.05%），主因国内国际营销拓展和本地化建设等多方面综合能力，持续提升公司产品市场占有率，宏观扰动逐步缓和助力稳健增长，符合预期。

经营性现金流持续向好，逐步过渡到高质量发展阶段。2022 年经营性现金流量净额 121.41 亿元，同比增长 34.92%。2023Q1 经营性现金流量净额 13.33 亿元，同比增长 53.30%。与我们在 2022 年 11 月外发的《医疗健康产业 2023 年策略报告：至暗将过，拥抱不确定下的确定性》中提出来的观点“22Q4 企业现金流情况有望改善”吻合。我们认为宏观扰动会短暂扰动医疗设备的需求和生产，但是需求不会消失。从 2022 年 12 月份至 2023 年 2 月份，国内市场 ICU 病房的建设显著提速，监护仪、呼吸机、输注泵等重症所需设备的紧急采购量大幅增加，同时其他常规产品的采购在此期间有所放缓。为了尽全力满足市场的需求，公司在 2023 年第一季度将产能大幅倾斜在了重症所需产品上，使得生命信息与支持业务和国内市场 2022 年内实现了高速增长，但同时不可避免地对其他非重症产品和国际市场的产能造成了一定影响。今年 2 月份以来，随着国内医院常规诊疗活动的逐渐恢复，体外诊断试剂消耗和超声采购等其他常规业务已经开始呈现逐步复苏的趋势，并且非重症产品和国际市场的产能情况 2 月中下旬以来也已经回归到常态，公司预计体外诊断和医学影像业务、以及海外市场在 2023 年的表现将有所反弹。

短期：重磅新品驱动增长，国内医疗新基建持续扩容+海外高端加速突破。板块维度：
 1. 生命信息与支持收入 134 亿元（同比+20%），受到国内医疗新基建和海外高端客户群突破的拉动，维持增长趋势，微创外科业务全年仍实现了超过 60% 的高速增长，其中硬镜系统增长超过 90%；
 2. IVD 收入 103 亿元（同比+34%），在国内体外诊断试剂消耗在受到常规门急诊量、体检量、手术量下降的负面影响下，公司通过加大仪器和流水线的装机以及加速渗透海外中大样本量客户，其中，化学发光增长近 30%，BC-7500 系列国内装机近 2000 台，进一步巩固了公司血球市场第一的行业地位；海外第三方连锁实验室成批量突破了近 70 家，国际体外诊断业务增长超过 35%；
 3. 医学影像业务收入 65 亿元（同比+22%），得益于全新高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速上量带来了海内外客户层级的全面提升，高端超声占国内超声收入的比重已超过一半，并且少部分贴息贷款项目在 2022 年四季度的落地也对超声采购带来了一定的拉动作用。
 区域维度：受益于医疗新基建持续扩容和海外渠道突破及重磅产品放量，2022 年国内收入 186.67 亿元（同比+22.33%）。据公司统计，从可及市场角度来看，截至 2022 年年末，国内医疗新基建待释放的市场空间超过 245 亿元，我们预计未来两年对该业务线的增长都会带来显著贡献；2022 年海外收入 116.98 亿元，同比增长 16.86%，主要受益于国际市场常规业务加速恢复，发展中国家引领增长以及发达国家高端大客户突破，2022 年公司突破了 400 余家全新海外高端客户，还同时实现了已有 300 余家高端客户的横向产品突破。

中期：国际化+高端化+平台化，三化持续加速。当前时点，公司三化均有所加速：1. 国际化：疫情驱动公司进入国际化新阶段。2022 年公司实现了超过 300 家全新高端客户的突破，同时实现了超过 450 家已有高端客户更多产品的横向突破；2. 高端化：多点开花。生命信息与支持方面：监护仪、麻醉机步入全球引领阶段；体外诊断方面，2021 年公司通过收购全球顶尖的专业 IVD 原料供应商 HyTest，补强核心原料自研自产能力；医学影像方面：通过 Resona 系列技术突破，驶入高端蓝海市场；3. 平台化：智慧医疗实现高维度平台化，兽用器械、微创外科新兴业务开启增长新动能。智慧医疗解决方案：将充分发挥公司多产品优势，实现更高维度的平台化，是终极形态的跑马圈地，截至 2022 年，“瑞智联”实现签单累计 389 家医院，2022 年新增超过 200 家，“瑞影云++”实现累计装机超过 5200 套，2022 年新增 2700 套，“迈瑞智检”实现 146 家医院装机，其中 70% 为三级医院 130 家为新增装机；兽用医疗方面，市场发展潜力巨大；微创外科方面，公司专注于国内市场较快增长的硬镜业务，已推出硬镜系统及腹腔镜手术器械产品；骨科方面，公司已经完成创伤、脊柱、关节全品类布局，有望借助集采快速放量，中期来看，我们预计公司三化将持续加速。

长期：公司布局业务仍有巨大延伸空间，强者恒强。医疗器械行业具有产品更新迭代属性，造就强者恒强的行业特征。迈瑞医疗是国内少有的集多产线研发、制造、销售为一体的平台型医疗器械公司，多元化产品布局对应广阔行业空间，将持续打开公司成长新格局。迈瑞已布局的三大传统产线（生命信息与支持、体外诊断以及医学影像）和四个高潜力新业务（微创外科、骨科、动物医疗、以及 AED），我们测算所对应的国内、国际可及市场空间分别为 1200 亿元和 7100 亿元，而公司 2022 年国内和国际收入分别约为 187 亿元和 117 亿元，仍有巨大空间。我们预测，2030 年公司在国内与海外市场收入总计有望突破 1000 亿元，其中三大传统产线收入将超过 900 亿元，新兴业务收入有望贡献近 100 亿元收入。

风险因素：中美贸易摩擦升温风险；汇率波动风险；公司新产品研发不及预期风险；公司的客户拓展不及预期；公司并购整合相关风险。

投资建议：公司作为医疗器械龙头的优势明显，品牌知名度与市场占有率不断提升，长期投资价值显著。根据公司 2022 年及 2023Q1 经营情况，我们调整公司各业务增长预测，新增 2025 年 EPS 预测，得出 2023/24/25 年 EPS 预测为 9.56/11.49/13.83 元，现价对应 PE 33/27/23 倍。考虑到迈瑞医疗是医疗器械子板块的龙头，参考创新药龙头恒瑞医药、医疗服务龙头爱尔眼科、CXO 龙头公司药明康德 2023 年 Wind 一致预测平均 PE 48 倍，考虑公司收入体量已较大，给予 2023 年 42 倍 PE，对应目标价 402 元，维持“买入”评级。

表 75：迈瑞医疗盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,270	30,366	36,545	43,915	52,765
营业收入增长率 YoY	20.2%	20.2%	20.3%	20.2%	20.2%
净利润(百万元)	8,002	9,607	11,585	13,937	16,765
净利润增长率 YoY	20.2%	20.1%	20.6%	20.3%	20.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	6.60	7.92	9.56	11.49	13.83
毛利率	65.0%	64.2%	64.8%	64.8%	64.6%

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净资产收益率 ROE	29.7%	30.0%	30.4%	30.3%	30.3%
每股净资产 (元)	22.23	26.38	31.42	37.96	45.58
PE	46.5	38.7	32.1	26.7	22.2
PB	13.8	11.6	9.8	8.1	6.7
PS	14.7	12.2	10.2	8.5	7.0
EV/EBITDA	38.9	32.9	28.8	24.0	20.1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

澳华内镜: 逐季提速趋势愈加明确, AQ-300 厚积薄发可期

2022 年和 23Q1 业绩符合预期, 逐季提速趋势愈加清晰。2022 年公司营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 4.45 亿/0.22 亿/0.10 亿元, YoY +28.3%/-61.9%/-79.7%, 主因 2022 年公司加大渠道建设投入, 加速驱动内镜业务市场推广。22Q4 公司营业收入/归母净利润为 1.64 亿/0.13 亿元, YoY + 39.5%/-63.8%。23Q1 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 1.25 亿/0.17 亿/0.16 亿元, YoY +53.8%/+385.7%/+806.6%, 主因公司加大市场推广, 以 AQ-300 为代表的内镜产品销售收入上升所驱动, 整体业绩符合预期。2022Q1/Q2/Q3/Q4/23Q1 公司单季度收入分别为 0.82 亿/0.86 亿/1.13 亿/1.64 亿/1.25 亿元 (YoY +13.8%/+14.1%/+38%/39%/53.77%), 逐季提速趋势愈加清晰。

持续加大研发和渠道建设, 奠定后续高成长基础。2022 年公司内窥镜设备板块实现收入 3.92 亿元 (YoY +29.12%), 营收占比 88.09%, 其中, 软镜镜体收入 2.36 亿元 (YoY +26.23%), 软镜主机收入 0.99 亿元 (YoY +39.26%), 内窥镜周边设备板块收入 0.57 亿元 (YoY +25.21%)。内窥镜诊疗耗材板块 2022 年实现收入 0.49 亿元 (YoY +23.56%), 内窥镜维修服务板块 2022 年实现收入 368 万元 (YoY +10.22%), 伴随设备累计装机量的增长, 我们预计公司内窥镜配套业务需求有望进一步提升。分区域: 国内新品+渠道促增长, 国内营收 3.44 亿元 (YoY +37.8%, 占比 77%), 境外 1 亿元 (YoY +3.9%, 占比 23%)。2022 年销售/管理/研发费用率分别为 29.6%/18.9%/21.7%, YoY 分别为 +8.6 /-1.4/+7.5pcts (合计+14.7pcts), 公司持续加大投入, 不断强化产品推广及研发力度, 为后续高端产品奠定基础。2022 年公司毛利率为 69.7% (YoY +0.4pct), 判断主因产品销售结构调整所致。2023Q1 毛利率/净利率分别 76.17%/13.13%, 2020 年以来毛利率持续向上, 我们预计随着公司收入体量上升形成规模, 销售净利率仍有进一步提升的趋势。

短期: AQ-300 系统厚积薄发放量可期, 2023 年收入同比+50%可期。2022 年公司推出新品 AC-1、AQ-200、AQ-200L 及 AQ-300;2022 年三季度国内局部疫情逐渐得到控制, 公司已经全部复工, 抓紧时间进行产品终端入院装机。2022 年 1 月份推出面对二级及以下医院的 AC-1, 5 月份推出 AQ-200 升级款 AQ-200L, 其搭载多 LED 光源, CBI 多光谱染色技术, 临床效果反馈优异。目前公司已经形成基础系列 (可视喉镜、纤维内镜、VEM 系列、AC-1 等) 和高端系列 (AQ-100、AQ-200 系列), 产品性能和市场认可度不断提高, 其中 AQ-200 主机和镜体在三级医院装机数量分别为 26 台、101 根 (主机和镜体比例达到 1: 3.9), 服务的三级医院客户数量为 25 家。重磅产品 AQ-300 于 2022 年 11 月获批上市, 为国内首款超高清 4K 软性内窥镜系统, 适用于多科室的诊疗, 产品型号逐渐丰富齐整, 各系列定位明确。展望 2023 年全年, 随着医疗贴息贷款推进、新基建热潮和常规诊疗恢复带来的需求, 我们预计 AQ-300 系列等高端产品将带动 2023 年全年收入实现同

比 50% 的增长目标，收入将呈现环比逐季加速趋势。

中期：产品力获临床认可，加速国产替代进程。 AQ-300 4K 高清内窥镜系统在光学放大、镜体可变硬度、强力传导、智能弯曲等关键功能上实现突破，性能对标奥林巴斯新一代在研产品 X1，于 2022 年 11 月获批上市，为国内首款超高清 4K 软性内窥镜系统，适用于多科室的诊疗，接力 AQ-200L 进一步打开三级医院，加速国产高端内镜替代进程，将护航公司未来三年收入高增长；此外，公司 2022/23/24 年股权激励考核目标高，对应 2022/23/24 年收入同比为+27%/+50%/+50%，彰显管理团队信心。

长期：COMS 时代，澳华进入技术+渠道正循环，破局在即。 日系三巨头全球市占率超 90%，COMOS 助力下公司完成光学技术突破，迎来行业机遇期。从行业前景、商业模式、竞争格局、发展空间上看，澳华内镜均有良好前景：1) 行业前景：全球百年历史正青春，我国百亿规模再加速；2) 商业模式：主机卡位，靠镜体和耗材赚永续的钱；3) 竞争格局：根据公司招股书，2018 年外资企业市占率 90%+，替代空间大，澳华已经进入技术+渠道正循环，护城河深厚；4) 发展空间：设备业务延伸价值大，远期可期待内资大市值龙头公司。

风险因素：公司新产品上市推广不及预期；行业竞争加剧公司风险；汇兑损益风险；行业政策超预期变动风险。

盈利预测、估值与评级：从行业前景、商业模式、竞争格局、发展空间上看，澳华内镜均有良好前景，维持预测 2023/24/25 年公司收入为 6.72 亿/10.13 亿/14.49 亿元（同比 +50.8%/+50.8%/+43.1%）、净利润预测为 0.84 亿/1.23 亿/2.01 亿元（同比 +284.9%/+47.4%/ +63.3%），对应 EPS 预测为 0.63/0.92/1.51 元，现价对应 PE 为 102/70/43 倍，DCF 估值法下，公司股权合理价值为 116 亿元，维持 2023 年目标价 87 元，维持“买入”评级。

表 76：澳华内镜盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	347	445	672	1,013	1,449
营业收入增长率 YoY	31.8%	28.3%	50.8%	50.8%	43.1%
净利润(百万元)	57	22	84	123	201
净利润增长率 YoY	208.2%	-61.9%	284.9%	47.4%	63.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.43	0.16	0.63	0.92	1.51
毛利率	69.3%	69.7%	69.3%	71.6%	72.8%
净资产收益率 ROE	4.6%	1.7%	6.3%	8.6%	12.7%
每股净资产 (元)	9.36	9.51	9.95	10.68	11.91
PE	149.3	401.4	101.9	69.8	42.5
PB	6.9	6.8	6.5	6.0	5.4
PS	24.7	19.2	12.7	8.5	5.9
EV/EBITDA	102.0	209.0	69.7	43.1	27.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

惠泰医疗：短期扰动已过，电生理提速在即

疫情扰动下业绩仍大幅增长，疫后复苏值得期待。 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 12.16 亿元（同比+46.74%），归母净利润 3.58 亿元（同比

+72.19%)，扣非归母净利润 3.22 亿元（同比+92.02%）；23Q1 实现营业收入 3.50 亿元（同比+31.71%），归母净利润 1.03 亿元（同比+53.71%），扣非归母净利润 0.90 亿元（同比+49.08%）。在疫情扰动的不利影响下，公司稳步推进产品覆盖率和渗透率提升，疫后复苏背景下业绩将更加值得期待。

电生理、血管介入齐头并进，平台化优势愈发明显。①电生理：2022 年收入 2.93 亿元（同比+25.92%），我们推测 23Q1 同比+2%，主要是宏观环境扰动和集采执行前渠道去库存影响。2022 年公司专注于核心策略产品的准入与增长，积极拥抱集采，产品全线中标。新增入院 300 余家，累计覆盖超 800 家，头部医院的准入渗透率由 27%提升至 70%；2022 年全年开展三维手术 3000 余例，如期实现二维向三维手术的升级。2023 年将完成磁定位压力导管、高密度标测导管及 PFA 临床项目的大部分随访。②血管介入：2022 年冠脉通路类收入 5.69 亿元（同比+49.08%），我们推测 23Q1 同比+33%；外周介入类收入 1.83 亿元（同比+53.13%），我们推测 23Q1 同比+43%；OEM 收入 15.98 亿元（同比+79.06%），我们推测 23Q1 同比+97%。产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升，2022 年新增入院超 600 家，累计覆盖 3000 余家，同比增长超 20%；特种球囊、外周支架及栓塞材料等临床项目稳步推进。

短中长维度俱佳，电生理业务有望进一步提速。①短期有业绩。23Q1 已完成三维电生理手术 2000 余例，2023 年全年有望在以下因素基础上实现逐季提升，后续季度业绩仍可能非常靓丽：(1)电生理耗材集采 2023 年四月起陆续执行，终端降价将带动全行业手术量快速提升，公司产品全线中标；(2)后疫情时代，医院端择期手术恢复正常，学术交流、教学活动也可顺利开展；(3)新冠可引发或加重心血管疾病、导致房颤等心律失常，心电图筛查率提升也使得更多患者得以检出。②中期有逻辑。电生理手术目前以射频和冷冻为主，各自存在一定局限性，由强生、雅培、美敦力等外资巨头所垄断。脉冲场消融（PFA）由于高度的心肌选择性和消融效率被业界广泛认为是未来房颤治疗的主流能量选择，国内尚无产品上市。公司全球首创三合一 PFA 系统，产品力或领先于进口厂商，公司预计将于 2024 年底获批上市。PFA 时代公司有望实现对外资巨头的弯道超车，开启大规模进口替代。③远期有空间。根据黄从新教授等人的最新研究（Prevalence and risk of atrial fibrillation in China: A national cross-sectional epidemiological study, 2022），我国房颤患者超 2000 万，且随着人口老龄化不断增加，而每年房颤手术量仅数万台，治疗缺口巨大。根据弗若斯特沙利文数据（转引自微电生理招股说明书），目前我国电生理手术渗透率仅约美国的五到十分之一，假设我国 2030 年达到美国当前渗透率水平，则我们预计届时对应电生理耗材市场规模超 200 亿元，对应 2023-2030 年 CAGR 20%以上。

风险因素：公司新技术、新产品研发失败的风险；市场竞争加剧、格局恶化的风险；行业政策超预期变动的风险。

盈利预测、估值与评级：公司是电生理和血管介入领域的国产龙头企业，市场竞争力强，远期发展空间广阔。参考公司 2022 年年报和 2023 年一季报，考虑到其龙头属性和研发实力，维持 2023/24/25 年 EPS 预测为 7.20/9.78/13.24 元，现价对应 PE 51/38/28 倍。参考具有较高创新属性的高值耗材可比公司心脉医疗、南微医学、佰仁医疗 2023 年 Wind 一致预测平均 PE 为 60 倍，给予公司 2023 年 60 倍 PE，目标价 432 元，维持“买入”

评级。

表 77：惠泰医疗盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	829	1,216	1,681	2,261	3,053
营业收入增长率 YoY	72.8%	46.7%	38.2%	34.5%	35.0%
净利润(百万元)	208	358	480	652	883
净利润增长率 YoY	87.7%	72.2%	34.0%	35.9%	35.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.12	5.37	7.20	9.78	13.24
毛利率	69.5%	71.2%	71.8%	71.9%	72.1%
净资产收益率 ROE	11.7%	20.3%	22.5%	24.6%	26.5%
每股净资产 (元)	26.67	26.45	32.00	39.73	50.00
PE	112.8	65.5	48.9	36.0	26.6
PB	13.2	13.3	11.0	8.9	7.0
PS	28.3	19.3	14.0	10.4	7.7
EV/EBITDA	89.0	51.8	38.8	29.1	21.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

药明康德：季度扰动下依然实现稳健增长，全年可期

高基数下 2023Q1 营收/业绩实现稳健增长。公司 2023Q1 实现营收 89.64 亿元，同比增长 5.77%（剔除新冠商业化订单后，我们预估营收同比增长 17%），我们判断在 22Q1 增长基数较高的同时，23Q1 疫情放开对于业务运营有一定扰动。23Q1 归母净利润 21.68 亿元，同比增长 31.97%；扣非归母净利润 18.69 亿元，同比增长 9.02%；经调整后净利润 23.42 亿元，同比增长 14.10%；毛利率 39.9%，同比增长 4.1pcts；经调整毛利率 41.0%，同比增长 3.2pcts；经调整净利率 26.1%，同比增长 1.9pct。费用率方面，2023Q1 公司销售、管理、研发、财务费用分别为 1.96/7.24/3.98/1.62%，同比-0.08/+0.12/+0.68/+1.50pcts（共计+2.22pcts）。公司 2023Q1 经营活动产生的现金流量净额人民币 30.27 亿元，同比增长 508.55%。截至 2023Q1，公司员工人数 43800 人（2022 年底为 44361 人）。

部分早期业务受投融资影响和季度扰动，CDMO 持续高增长趋势，DDSU 有望进入分成收入收获期。

——Wuxi Chemistry（公司化学业务）2023Q1 收入 64.33 亿元（同比+5.1%），剔除新冠商业化项目后，收入同比增长 21.8%。Non-IFRS 毛利率为 44.9%，同比增长 4.6pcts。其中，药物发现（R）收入 18.93 亿元（同比+8.5%），发现化学业务受全球投融资环境影响增速相对放缓，工艺研发和生产(D&M)收入 45.39 亿元（同比+3.8%），剔除新冠后同比增长 30.0%，维持强劲增长态势。公司坚定推行“跟随分子”策略，在过去 12 个月内完成了超过 42 万个定制化合物的合成。2023Q1，化学药工艺研发和生产应得总计 258 个新分子，包括 1 个商业化阶段的新增分子，截至 2022 年年末，D&M 管线累计达到 2590 个（其中商业化项目 55 个、III 期 57 个、II 期 301 个、I 期及临床前 2177 个）。在新分子能力建设方面，新分子种类相关业务（TIDES）收入 5.4 亿元，同比增长 44.1%（主要为寡核苷酸/多肽药物），D&M 服务客户数量达到 112 个（同比+22%），服务分子数量达到 193 个（同比+28%），服务收入达到 4.2 亿元（同比+69%）。TIDES 业务拥有业界独特的新分子种类 CRDMO 平台，端到端支持多种复杂化学偶联物的研发与生产。

——Wuxi Testing（公司测试业务）2023Q1 收入 14.53 亿元（同比+13.6%）。Non-IFRS

毛利率为 36.3%，同比增长 0.6pct。其中，实验室分析及测试服务收入 10.54 亿元（同比+15.9%），临床 CRO 及 SMO 收入 3.99 亿元（同比+7.7%）。其中 SMO 收入同比增长 16.9%，保持中国行业第一领先地位并持续发展；药物安评业务收入同比增长 24%，保持亚太安评业务行业领先；医疗器械测试业务收入同比增长 14%；我们预计实验室分析和测试业务中的早期业务受全球投融资环境影响增速相对放缓。

——Wuxi Biology(公司生物学业务)2023Q1 收入 5.77 亿元(同比+8.3%)。Non-IFRS 毛利率为 41.5%，同比增长 0.1pct。2022 年全年新分子种类及大分子相关收入同比增长 40%，占比提升至 25.3%（2022 年末为 22.5%）。截至 2023Q1 末，公司累计交付了 260+ 个 ADC 药物项目，搭建了完整的从早期发现、体内外概念验证到临床前药效学研究的能力平台。

——Wuxi ATU(细胞基因疗法 CTDMO 业务)2023Q1 收入 3.24 亿元(同比+8.7%)。其中测试业务收入增长 8.6%；工艺开发业务收入下降 55.4%，主要由于部分项目 2022 年下半年取消；生产服务收入同比增长 7.1%。Non-IFRS 毛利率为-7.4%，同比增长 0.1pct。截至 2023Q1，公司临床前和 I 期/II 期/III 期项目分别为 52/8/8 个（2022 年末为 50/10/8 个），其中 2 个项目已提交上市申请（一个美国客户的 TIL 项目，以及一个中国客户 CAR-T 项目的 LVV），2 个项目处于上市申请准备阶段，我们预计 2023 年下半年迎来首个商业化项目。

——Wuxi DDSU（国内新药研发服务部）2023Q1 收入 1.66 亿元（同比-31.0%）。Non-IFRS 毛利率为 24.0%，同比-9.4pcts；收入下降主要由于中国客户需求下降，从而新项目数量减少；公司 DDSU 业务也主动进行改革创新，新研发项目以全创新药物为主。2023Q1，公司为客户完成了 3 个项目的 IND 申报，并获得 6 个临床试验批件。目前，有 70/27/6 个项目正处于 I 期/II 期/III 期阶段，有 1 个项目处于 NDA 阶段，1 个项目已获批上市（2023 年 3 月获批）。根据公司 2022 年年报，2023 年公司将迎来药品上市后的销售分成收入，公司预计未来十年药品销售分成收入将有 50%左右的复合增长。公司正在为客户开展 15 个新分子种类临床前项目，包括多肽/多肽偶联药物（PDC）、蛋白降解剂和寡核苷酸。

一体化模式驱动客户数量和需求持续增长，公司新能力建设脚步不停。

——2023Q1，公司新增客户超过 310 家，活跃客户数量超过 6000 家，全球各地的客户对公司的服务需求保持强劲增长。公司来自美国客户收入人民币 54.1 亿元（同比+3%，剔除新冠商业化后同比+22%）；来自中国客户收入人民币 16.7 亿元（同比+5%）；来自欧洲客户收入人民币 14.4 亿元（同比+19%）；来自其他地区客户收入人民币 4.4 亿元（同比+12%）。公司来自原有客户收入人民币 88.8 亿元（同比+7%，剔除新冠后同比+18%）；来自新增客户收入人民币 0.8 亿元。截至 2023Q1 期末，公司合同负债 35.87 亿元，较期初+43.65%（增长 10.90 亿元），同比增长 8.83%（快于同期收入增速，我们判断侧面反应了在手订单的情况）。

——得益于公司独特的 CRDMO 和 CTDMO 业务模式以及全球“长尾客户”战略持续发力，客户渗透率继续提高，来自于全球前 20 大制药企业收入人民币 31.5 亿元（同

比-17%，剔除新冠商业化后+1%，我们判断主要受订单季度交付节奏波动影响)；来自于全球其他客户收入人民币 58.2 亿元(同比+25%)，其中 Biotech 客户收入同比增长 53%。

——截至 2023 年 2 月底，公司拥有 27 条寡核苷酸生产线，总体积超过 10,000 升的多肽固相合成仪，和 1000 多人的寡核苷酸和多肽研发团队。后期和商业化项目交付的速度、规模引领行业；同时整合原料药到制剂的一体化能力，2022 年完成 16 个化学成分生产和控制 (CMC) 一体化项目。根据其公告，公司计划在 2023 年投入资本开支 80 亿-90 亿元，同时继续推进全球各地多项设施的设计与建设，未来将更好地满足全球合作伙伴需求。

风险因素：药企研发投入不及预期；生物技术企业融资不及预期；业务订单不及预期；全球或国内疫情反复超预期。

盈利预测、估值与评级：公司是全球医药研发生产外包龙头企业，2023Q1 在去年同期的高基数和疫情放开的一定影响下保持稳健增长态势，各板块持续发力；部分早期业务受投融资影响和季度扰动，CDMO 持续高增长趋势，DDSU 有望进入分成收入收获期。公司继续维持 2023 年 5%-7% 的收入增长目标以及 12%-14% 的经调整 non-IFRS 毛利增长目标，显示了公司在全球领先的 CRDMO 和 CTDMO 业务模式驱动下持续发展的信心。维持公司 2023/24/25 年 EPS 预测 3.39/4.35 /5.29 元，现价对应 PE 分别为 20x/15x/13x，参考可比公司（康龙化成、九洲药业、昭衍新药等）2023 年 Wind 一致预期 PE 平均值 25 倍，考虑到公司的行业龙头地位，给予公司 2023 年 27 倍 PE，对应目标价 92 元，维持“买入”评级。

表 78：药明康德盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,902.39	39,354.78	41,710.72	54,635.05	67,721.23
营业收入增长率 YoY	39%	72%	6%	31%	24%
净利润(百万元)	5,097.16	8,813.71	10,073.47	12,897.43	15,708.47
净利润增长率 YoY	72%	73%	14%	28%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.72	2.97	3.39	4.35	5.29
毛利率	36.3%	37.3%	38.6%	38.5%	38.7%
净资产收益率 ROE	13.2%	18.9%	18.6%	20.2%	20.7%
每股净资产 (元)	12.97	15.70	18.20	21.53	25.52
PE	38.5	22.3	19.5	15.2	12.5
PB	5.1	4.2	3.6	3.1	2.6
PS	8.6	5.0	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA	27.3	16.2	14.0	11.0	9.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

凯莱英：大订单引领业绩高增长，双轮驱动战略深度推进

公司 2022 年业绩实现快速增长，单 Q4 季度收入/利润创历史新高。公司 2022 实现营业收入 102.55 亿元，同比增加 121.08%；归母净利润/扣非归母净利润 33.02 亿/32.31 亿元，分别同比增长 208.77%/245.44%。公司在持续夯实小分子全球领先竞争优势的同时，快速推动新兴业务的发展，全年业绩实现强劲增长，其中公司 2022Q4 单季度实现营业收入 24.44 亿元，同比增长 42.42%，归母净利润/扣非归母净利润 5.81 亿/5.47 亿元，分别同比增长 55.09%/61.37%。盈利能力方面，受益于公司高水平的经营效率和产能利用率（公司商业化项目带来的规模效应）以及新技术使用带来的成本降低，公司 2022 年毛利率 47.37%，相比 2021 年提升 3.04pcts（其中公司商业化阶段 CDMO 项目毛利率 50.54%，同比提升 2.95pcts；临床阶段 CDMO 项目毛利率 41.28%，同比提升 0.53pct；新兴服务毛利率 33.68%，同比下降 5.90pcts——主要系生物 CDMO 业务尚处于业务拓展期，毛利率相对较低，其余业务的平均毛利率水平与 2021 年相比大体持平）。公司 2022 年净利率 32.13%，同比提升 9.08pcts，费用率明显降低——2022 年内公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别相比 2021 年同期变化 -0.69/-2.41/-1.44/-5.01pcts（累计 -9.55pcts）。

在手订单保持高位，常规业务有望加速增长。公司 2022 年小分子业务实现收入 92.53 亿元，同比增长 118.32%。2022 年内共计完成项目 399 个（2021 年为 378 个，2020 年为 221 个），其中商业化阶段项目 40 个（2021 年为 38 个，2020 年为 32 个），临床前及阶段项目 359 个（2021 年为 340 个，2020 年为 189 个），其中临床 III 期项目 62 个（2021 年为 55 个，2020 年为 42 个）。分拆来看，其中公司 2022 年商业化阶段项目收入 75.87 亿元，同比增长 201.67%；临床阶段项目收入 16.66 亿元，同比减少 3.31%，我们认为主要系 2021 年交付与抗病毒相关的两个规模较大项目，项目总金额为 3.23 亿元，若剔除这一因素，收入同比增长 19.00%；新兴服务项目收入 9.96 亿元，同比增长 150.52%。大订单方面，根据此前公司公告，公司为某制药公司的一款小分子化学创新药物提供合同定制研发生产（CDMO）服务过程中累计签订合同金额约 93 亿元（其中约 59.10 亿元已于 2022 年确认收入，另外 2021 年已确认收入 12.31 亿元，剩余约 21.59 亿元），剔除此大订单收入后，我们测算公司 2022 年收入 43.42 亿元，同比增长约 27%，其中小分子业务实现收入 33.43 亿元，同比增长约 11%。单 4 季度来看，我们预计 2022Q4 大订单对营收的贡献为 10 亿-15 亿元，剔除大订单影响后 2022Q4 收入同比增长有望超过 30%。

产能建设与人员扩张大幅度提升，常规业务快速增长确定性强。2022 年末，公司固定资产 36.22 亿元，相比 2021 年增长 61.44%；在建工程 10.72 亿元，相比 2021 年增长 2.41%；存货 15.10 亿元，相比 2021 年增长 8.19%；公司传统批次反应釜体积近 5300m³（2021 年同期约 4700m³，同比增长约 13%），连续性反应车间面积同比增长超过 70%，连续化设备数量同比增长近 75%，连续化反应产能同比增长近 400%；员工总数则由 2021 年的 7126 人增长至 2022 年的 9719 人，同比增长 36.39%。需求端，截至 2022 年底，公司在手订单总额 11.50 亿美元（含 2023 年已执行的订单），我们认为公司整体在手订单总额相比于 2021 年同期仍维持在高位（2022 年同期期末在手订单总额 18.98 亿美元），有望为 2023 年常规业务高速增长奠定基础。

新市场拓展着重发力，新兴业务保持强劲增长。公司 2022 年继续保持技术创新和自主研发核心技术的投入力度，研发投入 7.09 亿元，同比增长 82.95%——八大技术中心致力发展不同方向尖端及未来关键性技术，相辅相成。2022 年，公司快速推动制剂、化学大分子、生物合成技术、生物大分子等新业务发展，实现收入 9.96 亿元，同比增长 150.52%。分业务来看：

——①化学合成大分子：2022 年业务收入 3.73 亿元，同比增长 138.71%，增加新客户 40 余家，新增 Phase II/III 项目超 25 个，承接新项目将 68 个。此外，公司在寡核苷酸 CDMO 业务板块上重点发力，业务收入同比增长超过 464%，承接新项目超 25 个，包括 Phase II 之后项目 5 个；

——②制剂板块：2022 年业务收入 2.29 亿元，同比增长 84.73%。新承接制剂项目约超 100 个，其中包括十余项 NDA 项目，涵盖中国、美国、韩国等客户。制剂团队顺利完成多个客户项目的工艺验证和 NDA 申报，为制剂业务 2023 年取得国家局现场核查和步入商业化阶段生产，此外，无菌滴眼液业务订单数量同比增长 150%；

——③临床研究服务：2022 年业务收入 2.64 亿元，同比增长 201.44%——公司 2022 年新增签署 260 余个项目合同，其中 150 余个为创新药项目，优势领域肿瘤、免疫、感染 & 传染类项目近百项，II、III 期项目逐渐增多；

——④生物大分子 CDMO：2022 年业务收入 1.01 亿元。2022 年公司服务项目达 48 个，其中有 11 个 IND 项目，各类研发项目 37 个，并且公司成功交付第一个抗体 IND 项目并获批临床研究；新建抗体 2000L、偶联药物中试及商业化原液和制剂生产车间全面投产，并均实现首批生产的成功交付；

——⑤合成生物技术：2022 年公司出色承接并完成第一个临床后期口服药用酶的研发生产，第一个生物类新药上市申报（BLA）工艺表征项目，第一个药用酶 50-500L 规模的纯化生产等多个订单。历经 10 年累积，现有工程酶库数量已开发接近 2400 个，其中公司拥有 IP 超过 1000 个，涵盖 20+种类。成功开发 16 类酶粉试剂盒，供客户筛选特定催化活性的目标酶，得到了良好的反馈与评价。

——分区域来看，公司 2022 年来自境外收入 86.91 亿元，同比增长 117.41%，其中欧美地区收入增长 112.95%，亚太地区（除中国外）收入增长 199.38%；境内市场进入收获期，收入 15.64 亿元，同比增长 143.89%。其中，经过多年的耕耘，日本市场进入收获期，2022 年来自该地区收入同比增长 202.06%。而国内市场业务取得积极进展，2022 年，小分子 CDMO 业务国内客户收入 7.82 亿元，同比增长 108.02%。截至报告披露日，国内 NDA 阶段在手订单 40 个，随着更多项目逐渐实现国内甚至海外商业化，将有望快速推动公司来自国内客户的收入快速增长。

风险因素：公司核心技术迭代不及预期风险；公司技术及产品无法满足客户需求风险；公司创新医药产品研发失败风险；公司知识产权泄密或被侵害的风险；下游终端产品市场推广或生命周期管理不利的风险。

盈利预测、估值与评级：公司作为国内领先、国际知名的医药 CDMO 公司，核心技

术优势明显，客户认可度高。短期来看，公司的在手订单保持高位，小分子 CDMO 国内业务进入收获期；中长期来看，公司商业化阶段项目数增长明显，国内 MAH 项目在经过较长培育期后也即将迎来放量；我们认为公司未来新技术领域/新兴业务/海外布局有望加速，随着国内外客户商业化项目的增多，加上新兴业务的快速成长，公司业务有望再上新的台阶。维持公司 2023/24/25 年 EPS 预测为 6.60/6.94/8.85 元，现价对应 PE 分别为 20x/19x/15x，考虑到公司虽然因为商业化重磅大订单的预期波动，对估值带来了短期影响，但公司在手订单充足，传统小分子和新兴业务一齐驱动了中长期成长确定性的提升，我们参考可比公司（药明康德、九洲药业、康龙化成等，基于 Wind 一致预期）2023 年平均 PE 25 倍，给予公司 2023 年 27 倍 PE，对应公司目标价 178 元，维持“买入”评级。

表 79：凯莱英盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,639	10,255	10,185	11,318	14,298
营业收入增长率 YoY	47.3%	121.1%	-0.7%	11.1%	26.3%
净利润(百万元)	1,069	3,302	2,442	2,569	3,273
净利润增长率 YoY	48.1%	208.8%	-26.0%	5.2%	27.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.89	8.93	6.60	6.94	8.85
毛利率	44.3%	47.4%	43.2%	42.4%	42.8%
净资产收益率 ROE	8.5%	21.1%	14.1%	13.3%	14.8%
每股净资产 (元)	34.09	42.30	46.78	52.40	59.86
PE	46.7	15.1	20.5	19.4	15.3
PB	4.0	3.2	2.9	2.6	2.3
PS	10.8	4.9	4.9	4.4	3.5
EV/EBITDA	35.5	13.9	14.8	13.4	10.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

华东医药：工业板块改善持续向好，医美板块业绩靓丽

收入及净利润改善持续向好，稳步回升。公司公布 2022 年年报，2022 年实现收入、归母净利润 377.15 亿、24.99 亿元，同比+9.1%、+8.6%，如按扣除参控股研发机构损益同口径计算，同期内公司实现扣非净利润 25.98 亿元，同比+13.24%。2022Q4 单季度公司实现收入、归母净利润 98.56 亿、5.18 亿元，同比+14.13%、+27.45%，扣非净利润 5.09 亿元，同比+19.20%。公司收入及净利润逐季改善，保持稳步回升态势，展现公司较强的经营韧性。

医药工业板块持续优化，工业微生物发展迅猛。中美华东（含 CSO 业务）2022 年实现收入、扣非净利润 112.44 亿、20.93 亿元，同比+10.88%、+4.71%。公司参与药品集采与纳入医保降价压力已缓解向好，其中①百令中标湖北中成药集采联盟带量采购，销量呈现快速增长；②百令及阿卡波糖成功续约国家医保目录，吗替麦考酚酯胶囊、盐酸吡格列酮片和奥硝唑片中标国家第七批药品集中采购；③阿卡波糖片和洋托拉唑钠注射剂完成多省联盟集采到期续约。公司持续拓展相关产品销售渠道，提升产品在基层、零售及线上销售市场份额及覆盖率。工业微生物板块 2022 年发展迅猛，实现销售收入 5.1 亿元，同比+22%。公司持续践行工业微生物发展战略，已确立了创新药物（核酸&ADC 药物）原料、医药原料药&中间体、大健康&医美原料、宠物动保和特色生物材料五大方向。公司已开展立项研发项目累计超 130 项，其中包含 xRNA 及 ADC 等创新原料 17 项（含子项目 71 项），医药原料药和中间体 30 项，大健康和医美原料、动物保健、生物材料及其他合

计 18 项，未来公司将积极拓展宠物动保、特色生物材料等领域，并持续加大产业布局，板块有望保持高速发展。

创新研发进一步深化，多条管线即将步入收获期。公司 2022 年研发费用 10.16 亿元，同比+3.71%；医药工业板块研发合计投入 26.8 亿元，同比+44.8%，其中直接研发支出 11.96 亿元，同比+24.2%；产品引进及研发股权投入 14.84 亿元。2022 年，公司已储备在研创新药及生物类似药项目 52 款，其中 5 款产品处于 III 期临床阶段，3 款产品处于 II 期临床阶段，覆盖肿瘤、内分泌和自身免疫等核心治疗领域。目前多条研发管线即将步入收获期，内分泌领域：①利拉鲁肽糖尿病适应症已于 2023 年 3 月获批上市；肥胖或超重适应症的上市许可申请于 2022 年 7 月获得受理，2023 年年内有望获批。②司美格鲁肽注射液目前已完成 I 期临床试验全部受试者给药及随访；③德古胰岛素注射液 IND 已于 2022 年 9 月获临床试验批准，目前已完成 I 期临床试验全部受试者给药。肿瘤领域：①ELAHERE™（HDM2002）已于 2022 年 12 月完成中国 III 期单臂临床试验全部受试者入组，2023 年 3 月完成 pre-BLA 递交，公司预计年内提交 BLA 申请。②迈华替尼片：已完成 III 期临床受试者整体入组，公司预计于 23Q2 获 III 期研究 PFS 事件数后开展上市申报工作。自身免疫领域：ARCALYST®已于 2022 年 7 月递交 CAPS 适应症的 Pre-BLA 申请，并已获得反馈，公司预计 2023 年在国内递交 BLA 申请。

商业板块深耕传统培育创新，实现稳健增长。2022 年商业板块实现收入 255.53 亿元，同比+10.55%；净利润 3.97 亿元，同比+3.85%。公司医药商业板块在特殊情况下肩负医疗保供重任，实现业务稳健增长。公司深耕传统业务，通过优化组织架构、降本增效：院内逐步优化产品结构，扩大高价值产品的份额；OTC 聚焦医保定点、医院关联及连锁药店，提高覆盖份额；自营持续开发院内、院边及 DTP 门店，实现销售新突破。创新业务主要聚焦产品代理及高端冷链物流，引领板块业绩高质量发展。

医美板块业绩靓丽，新品布局按预期稳步推进。2022 年医美板块营业收入（剔除内部抵消）为 19.15 亿元，剔除华东宁波同比增长 91.11%，海内外均为历史最高水平。其中，根据公司 2022 年年报：1）子公司 Sinclair 实现营业收入 13,457 万英镑（约 11.44 亿元），同比+76.90%，EBITDA 2,304 万英镑，同比+245.95%，为并购以来首次实现年度经营性盈利。海外市场需求强劲，其中①MaiLi 玻尿酸上市以来受消费者持续认可，同比+190%；②Lanluma®为全球唯一一款被批准可用于臀部和大腿填充的再生型产品，同比+44%；③Viora 在北美获得超预期增长。新品方面，23Q1 Sinclair 在欧洲市场推出全身塑形和面部年轻化的能量源设备新品 Sculpt & Shape，获消费者良好反馈，公司将于 23Q2 开启 Ellanse 及 MaiLi 在美国市场的注册工作。2）国内医美业务 2022 年实现营业收入 6.26 亿元，并实现较好盈利。Ellanse 签约合作医院数量超 500 家，培训认证医生数量超过 1100 人，已成为国内医美注射剂领域的明星产品，有望保持持续高增。酷雪 Glacial Spa 已与国内 40+ 家美业机构展开合作。公司将持续推进核心产品于海内外注册及商业化工作：①公司预计多功能面部皮肤管理平台 Prême DermaFacial 将于 23 年在中国上市；②双极射频抗衰设备“芮艾琨®”（Reaction®）于 2022 年完成国内代理人变更，公司预计 23Q2 开始国内销售推广；③聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂 Lanluma®V 型及 X 型于 2022 年 12 月获批落地海南博鳌乐城；④23Q1 透明质酸钠填充剂 MaiLi Extreme 和 Ellanse M 型已顺利完成中国临床试验全部受试者入组，并开始随访。

风险因素：带量采购导致药价大幅下降风险；公司产品研发及商业化进度低于预期；医美市场竞争加剧；消费复苏节奏不及预期；监管趋严风险。

盈利预测、估值与评级：公司覆盖医药全产业链，医药工业板块持续优化，集采阴霾淡化已企稳回升，工业微生物板块发展迅猛，公司持续推进创新研发赋予板块新动能。目前利拉鲁肽糖尿病适应症已于 2023 年 3 月获批上市，肥胖或超重适应症申请受理，有望于年内获批。公司医美板块业绩靓丽，海外市场需求强劲，为并购以来首次实现年度经营性盈利；国内业务再生填充产品 Ellansé 已成为国内医美注射剂领域的明星产品，有望持续贡献业绩弹性。考虑到公司未来持续的销售及研发投入，维持公司 2023/24/25 年 EPS 预测为 1.76/2.17/2.73 元。参考可比公司估值，根据 Wind 一致预测，2023 年可比创新药公司恒瑞医药（创新药龙头企业）为 62 倍、复星医药（创新驱动的全球化医药健康产业集团）为 17 倍、丽珠集团（国内专科制剂龙头，加快向创新药企转型）为 16 倍，平均值为 32 倍，给予公司 2023 年 32 倍 PE，目标价 56 元，维持“买入”评级。

表 80：华东医药盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,563	37,715	42,595	47,654	53,344
营业收入增长率 YoY	2.6%	9.1%	12.9%	11.9%	11.9%
净利润(百万元)	2,302	2,499	3,088	3,812	4,797
净利润增长率 YoY	-18.4%	8.6%	23.6%	23.4%	25.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.31	1.42	1.76	2.17	2.73
毛利率	30.7%	31.9%	33.7%	35.4%	37.3%
净资产收益率 ROE	13.9%	13.5%	14.6%	15.7%	17.0%
每股净资产(元)	9.45	10.59	12.06	13.85	16.11
PE	34.3	31.6	25.6	20.7	16.5
PB	4.8	4.3	3.7	3.3	2.8
PS	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	24.4	21.9	19.0	15.7	12.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

爱尔眼科：23Q1 收入利润双高增，分级连锁持续深化

23Q1 收入利润双高增，彰显优秀运营能力。公司 2022 年实现营收 161.10 亿元，同比增长 7.39%；实现归母净利润 25.24 亿元，同比增长 8.65%；实现经营活动现金流净额 44.91 亿元，同比增长 9.95%。单季度看，2022Q4 分别实现营收及净利润 30.58 亿/1.67 亿元，分别同比下滑 10.17%/47.73%。2023Q1 公司分别实现营收/归母净利润 50.21 亿/7.81 亿元，分别同比增长 20.44%/27.92%。公司 2022Q4 业绩受疫情防控措施放开的阶段性影响，2023Q1 兑现强势复苏，强劲增长彰显行业刚性需求及公司优秀管理能力。

2022 年屈光视光业务稳健增长，盈利能力小幅波动。2022 年，公司实现门诊量 1125.12 万人次，同比增长 10.35%；手术量 87.07 万例，同比增长 6.54%。分业务看，屈光/视光/白内障/眼前段/眼后段项目分别同比增长 14.80%/11.85%/-2.19%/-8.00%/+6.08% 至 63.37 亿/37.79 亿/21.43 亿/13.39 亿/10.55 亿元，各项目毛利率分别同比 -2.13%/-1.60%/-2.33%/-3.49%/-0.91pcts 至 56.82%/56.44%/35.34%/44.46%/33.61%。公司医疗服务业务毛利率同比下降 1.49pcts 至 50.39%，主要由于诊疗量受抑制的阶段性影响。2022 年公司销售/管理/财务费用率分别同比 +0.01%/+1.19%/-0.67pcts 至 9.66%/14.24%/0.04%，在疫情影响下仍基本维持平稳。

前十大医院业务占比持续下降，分级连锁持续深化。截至 2022 年 12 月 31 日公司境内医院 215 家，门诊部 148 家。2022 年公司前十大医院收入及净利润占比分别为 19.5% 及 27.5%（2021 年分别为 22%/25%），分级连锁布局下基层医院营收贡献已逐渐提升，利润端在疫情期间影响相较头部医院更大，2023 年复苏背景下利润端贡献提升同样值得期待。2022 年公司完成对顺德爱尔、南漳爱尔、忻州爱尔等 30 家医院部分股权的收购，地、县基层医院网络布局广度深度进一步拓展，有利于形成规模效应，进一步深化在全国各地的“分级连锁”体系，巩固和提升公司的领先地位。

激励机制凝聚人才，技术优势加深护城河。2022 年公司持续打造医教研一体化平台，夯实人才队伍。2022 年公司推进实施全球引才引智计划，吸引大量国内外权威眼科专家加盟。公司合伙人计划持续推进，达成了吸引人才、凝聚人才的良好效果。2022 年公司技术及服务优势进一步夯实，硬件方面，公司继续跟踪引进国际先进诊疗技术和先进设备，同时利用远程会诊、分级转诊、专家带教、多中心研究等多种手段，不断提高公司的临床、科研技术能力，持续加深公司护城河。在技术为核心的眼科医疗服务行业内，公司持续加强人才优势及先进技术、设备配置，头部效应有望持续夯实。

风险因素：行业政策超预期变动风险；医疗纠纷风险；竞争过度致毛利率下滑风险；公司并购整合效果不达预期。

盈利预测、估值与评级：公司作为全球最大的连锁眼科医疗集团，内生增长稳健，集团内医院注入叠加健全的激励体系有望保持业绩的高增长。维持 2023/24/25 年 EPS 预测 0.51/0.66/0.84 元。参考医疗服务板块同属眼科赛道的可比公司普瑞眼科、华夏眼科 2023 年平均估值为 75 倍 PE（Wind 一致预期），考虑到公司仍处于“1+8+N”医院体系建设的投入期，给予公司 2023 年 70 倍 PE，对应目标价 36 元，维持“买入”评级。

表 81：爱尔眼科盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,001	16,110	21,041	26,425	32,988
营业收入增长率 YoY	25.9%	7.4%	30.6%	25.6%	24.8%
净利润(百万元)	2,323	2,524	3,642	4,730	6,053
净利润增长率 YoY	34.8%	8.6%	44.3%	29.9%	28.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.35	0.51	0.66	0.84
毛利率	51.9%	50.5%	51.6%	51.7%	51.8%
净资产收益率 ROE	20.5%	15.1%	18.6%	20.4%	21.7%
每股净资产(元)	1.58	2.32	2.73	3.24	3.88
PE	89.7	82.0	56.3	43.5	34.2
PB	18.2	12.4	10.5	8.9	7.4
PS	13.7	12.8	9.8	7.8	6.2
EV/EBITDA	55.0	51.5	40.0	31.5	25.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

老百姓：利润端维持高增，精益化运营效果渐显

利润端实现快速增长，精益化运营效果逐渐兑现。公司 2022 年分别实现营收/归母净利润 201.76 亿/7.85 亿元，分别同比增长 28.54%/17.29%；实现扣非归母净利润 7.36 亿元，同比增长 28.52%；实现经营活动现金流净额 23.14 亿元，同比增长 0.70%。单季度看，2022Q4 公司分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 63.99 亿/1.75 亿/1.68 亿元，

分别同比增长 44.93%/28.35%/76.94%。2023Q1 公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 54.41 亿/2.91 亿/2.81 亿元，分别同比增长 31.39%/20.49%/30.20%，收入及利润端同步快速增长，符合市场预期。公司精益化管理能力逐渐兑现，中长期增长值得期待。

各板块同步发力，降本增效趋势初显。2022 年公司中西成药、中药、非药品营收分别同比增长 25.85%/22.06%/47.98%至 156.56 亿/14.05 亿/31.15 亿元，中长期看公司处方药、养生中药及非药品板块有望同步发力兑现快速增长。2022 年西成药/中药/非药品毛利率分别同比-0.28/-2.26/+0.33pcts 至 29.39%/47.82%/37.21%。公司销售/管理/财务费用率分别-0.87/-0.27/-0.21pct 至 20.18%/4.45%/0.68%，总体费用率稳中有降，组织变革及科技赋能推进下，降本增效趋势初步显现。

门店布局突破万家，四驾马车深耕下沉市场。截至 2022 年末，公司布局覆盖全国 20 个省级市场、140 多个地级以上城市、共计 10783 家门店（直营门店 7649 家、加盟门店 3134 家），其中 2022 年分别新增直营/加盟布局 1695/1069 家（新增门店中下沉市场门店占比 86%），后续有望通过“自建+并购+加盟+联盟”的四驾马车布局策略持续深耕下沉市场。2022 年公司以自有资金 16.37 亿元收购怀仁药房 71.96%的股权，7 月进一步收购怀仁药房 3.88%少数股权，截至 2022 年 4 月底公司合计已持有其 80%股权。怀仁药房并表后，主要业绩稳步达成预算目标，同时整合后销售毛利率提升 3.1pcts，会员消费占比已超过 85%，彰显公司优秀精益运营管理能力。

数字化赋能升级管理能力，新零售版图持续强化。2022 年内公司数字化转型取得阶段性成果：①门店智能请货项目优化，提升门店周转率；②采购数字化从“0”到“1”赋能采购运营体系的建立；③数据工具、数仓建设阶段性完成，加速推动业务端使用；④持续开展数据治理，夯实数字化转型的数据基石。2022 年，公司新零售业务同步实现快速发展，全渠道业务竞争力全面提升。2022 年公司持续运用数据驱动/业务增长，线上渠道实现销售额 17 亿元（含并购），同比增长 140%，截至 2022 年末，公司 O2O 外卖服务门店达 7876 家，24 小时门店增至 500 家，新业态蓬勃发展强化未来增长动力。

自有品类持续建设，高效组织改革提升效能。截至 2022 年末，公司经营商品品规 2.5 万余种（同比下降 7.3%），2022 年度统采销售占比 66%（同比提升 2.9pcts），为供应商深度合作奠定基础。2022 年，公司自有品牌销售额达到 26.7 亿元，同比增长 34.8%，毛利额同比增长 38.9%。自有品牌在集团内的销售占比超过 18.7%，较 2021 年同期增加 1.7 个百分点。2022 年公司持续推进组织变革提升效能，直营事业群与星火事业群合并为营运中心；采购线、商品中心、物流运营中心、供应链大区合并管理关系；逐步推进多个省区整合成战区管理，提升管理效率。组织变革叠加品类优化下零售业务毛利率有望持续提升。

风险因素：带量采购相关风险；市场竞争加剧；公司并购门店经营不达预期。

投资建议：公司是国内少有的全国性布局连锁药房，目前已布局全国 20 个省 140 多个地级市，我们预计未来其在优势省份增长动力较强。考虑到公司数字化赋能转型仍需阶段性投入，且 2023 年小规模纳税人税改对利润端有一定影响，我们调整公司 2023/24/25 年 EPS 预测为 1.63/1.99/2.43 元，参考可比公司益丰药房、大参林（Wind 一致预期）的

2023 年平均 PE 24x，考虑到公司近期快速扩张下后续业绩动力较强，给予公司 2023 年 25 倍 PE，目标价 41 元，维持“买入”评级。

表 82：老百姓盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,695.66	20,175.52	24,215.12	29,494.45	35,571.44
营业收入增长率 YoY	12%	29%	20%	22%	21%
净利润(百万元)	669.24	784.96	952.25	1,165.82	1,418.96
净利润增长率 YoY	8%	17%	21%	22%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.14	1.34	1.63	1.99	2.43
毛利率	32%	32%	32%	32%	32%
净资产收益率 ROE	15.36%	12.02%	13.24%	14.45%	15.58%
每股净资产 (元)	7.45	11.16	12.29	13.79	15.57
PE	29.3	24.9	20.5	16.8	13.7
PB	4.5	3.0	2.7	2.4	2.1
PS	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA	9.8	8.5	16.4	13.5	11.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

爱美客：23Q1 业绩超预期，赛道修复凸显龙头韧性

公司公布 2023 年一季度报告，业绩略超我们预期。2023Q1 公司实现营业收入 6.30 亿元/同比+46.30%，归母净利润 4.14 亿元/同比+51.17%，净利率 65.71%/同比+2.12pcts，扣非净利润 3.87 亿元/同比+49.26%，扣非净利率 61.43%/同比+1.22 pcts，经营性现金流量净额达 4.27 亿元/同比+77.67%。

需求持续恢复，多款产品仍将维持快速放量趋势。2023Q1 初虽防控放开延缓患者入院，但随状况好转及 3 月进入 3.8 女神节销售旺季，终端需求逐步恢复。政策端看，315 晚会后加大对非合规医美的打击力度，随行业监管趋严，合规产品有望逐步替代非合规产品份额。公司多款产品展现良好发展势头，其中溶液类注射产品：①嗨体 1.5/2.5 等铺货较充分的产品，有望受益于需求端反弹，实现稳健增长；②嗨体熊猫针仍处渠道拓展期，有望同步受益于需求恢复及渠道扩张；③冬活泡泡针作为稀缺合规水光类产品，有望持续受益于监管趋严带来的格局优化，预计将保持良好增长销售势头；2022 年 12 月公司投资艾美创医疗科技（珠海）有限公司，成为其联营企业，艾美创旗下 REMEE（瑞米丽）智能电子注射器（水光仪）于 2020 年获批上市，有望配合冬活泡泡针等水光产品，作为采购激励提升产品竞争力。凝胶类注射产品：截至 2022 年底，濡白天使已进入超 600 家医疗机构，授权医生人数达 700 多名，全轩学院于 2023 年 4 月推出濡白培训活动和第二阶段 5A 注射大师选拔计划，医生资源丰富或将助力公司产品提升渗透率，我们预计濡白天使仍将维持较快放量趋势。

产品结构及费用率持续优化，带动公司盈利能力提升。2023Q1 公司毛利率达 95.29%/同比+0.84 pct，主因为产品结构优化提升盈利能力。费用端看，2023Q1 公司销售费用率达 10.41%/同比-2.10pcts，管理费用率 7.99%/同比+2.91pcts，研发费用率 6.92%/同比+0.17pct，财务费用率-2.49%/同比+0.46pct。其中，销售费用率持续优化、环比收窄（环比 2022Q4-6.76 pcts），随着 2023 年疫情影响如预期逐渐消退，公司有望恢复适度费用投放；管理费用率提升主要系港股上市服务费增加所致。

股权激励已完成首次授予，彰显公司持续发展信心。2023 年 3 月 8 日公司发布 2023 年第一期限制性股票激励计划。截至 2023 年 3 月 31 日，公司已完成首次授予，合计向 141 名激励对象授予限制性股票 33.39 万股，占总授予量的 80%、占公司总股本 0.15%，授予价格为 282.99 元/股。2023Q1 看，公司营收和业绩增速均超过股权激励中对 2023 年要求的 45%、40%，今年激励目标完成的信心或将进一步增加。

风险因素：监管趋严风险；公司新品研发、注册进度及推广不及预期；药品创新具有不确定性；消费复苏节奏不及预期；市场竞争加剧。

盈利预测、估值与评级：2023Q1 初虽防控放开此前延缓就医患者入院，但随状况好转及 3 月开始进入销售旺季，终端需求逐步恢复，我们看好疫后医美需求的高确定性反弹。公司为产品布局、渠道管理及研发储备等多维度先发优势明确的国内领先医美领域医疗器械供应商，有望持续受益于需求端反弹及监管趋严带来的竞争格局优化。我们认为：①嗨体系列壁垒较高、竞争格局稳固奠定利润基石；②濡白天使仍将维持较快放量趋势；③在研管线中优势产品肉毒素、用于纠正颈部后缩的注射产品研发注册持续推进，我们预计公司未来仍将维持较高增长势头。2023Q1 公司业绩略超我们预期，考虑低基数等因素，预计后续季度增速有望环比提升，维持 2023-25 年公司 EPS 预测 8.88/12.04/15.91 元，采用 DCF 估值，维持目标价 680 元，维持“买入”评级。

表 83：爱美客盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,448	1,939	2,943	4,172	5,695
营业收入增长率 YoY	104.1%	33.9%	51.8%	41.7%	36.5%
净利润(百万元)	958	1,264	1,921	2,605	3,443
净利润增长率 YoY	117.8%	31.9%	52.0%	35.6%	32.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	4.43	5.84	8.88	12.04	15.91
毛利率	93.7%	94.8%	95.1%	94.5%	94.3%
净资产收益率 ROE	19.0%	21.6%	26.8%	30.5%	32.5%
每股净资产(元)	23.25	27.02	33.10	39.48	49.01
PE	124.1	94.1	61.9	45.6	34.5
PB	23.6	20.3	16.6	13.9	11.2
PS	82.1	61.3	40.4	28.5	20.9
EV/EBITDA	113.0	84.0	56.2	41.3	31.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

康泰生物：常规苗潜力持续释放，国际化战略持续推进

利润端受新冠相关减值影响，2023 年一季度常规苗业绩恢复显著。公司 2022 年实现营收 31.57 亿元 (-13.55%)，归母净利润-1.33 亿元，扣非归母净利润-1.83 亿元。公司 2023 年一季度实现营收 7.48 亿元 (-14.12%)，归母净利润 2.05 亿元，扣非归母净利润 1.90 亿元。收入及利润同比下降主要系 2021 年新冠疫苗收入较高，而 2022 年新冠疫苗接种大幅下降。2022 年归母净利润由盈转亏主要系 2022 年对新冠疫苗相关库存商品、原料、半成品、生产设备以及开发支出计提资产减值准备合计 7.99 亿元。不考虑新冠疫苗相关影响，公司常规苗收入 2022 年同比增长 85.39%，2023 年一季度同比增长 3.42%，环比增长 26.34%，常规苗业绩恢复显著。

常规疫苗增长强劲，三大品种打造核心增长引擎。公司常规疫苗业务（不包括新冠疫

苗) 2022 年同比增长 85.39%，其中四联苗销售同比+54.18%，公司预计 2023 年全年同比+10%至+20%；乙肝疫苗销售同比+26.34%，公司预计 2023 年全年同比+10%至+20%；13 价肺炎疫苗公司预计 2023 年同比+70%至+90%。13 价肺炎疫苗是目前全球最为畅销疫苗，我们判断国内有百亿元以上市场规模，公司为继沃森之后全国第二家上市 13 价肺炎疫苗的国产企业，我们预计该产品将成为未来业绩核心增长点。

管线储备丰富，多品种即将进入收获期。根据公司 2022 年年报，目前公司在研项目 30 余项，其中狂犬病疫苗（人二倍体细胞）已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查，公司预计 2023 年年中上市，有望成为国内第二家人二倍体细胞狂犬病疫苗生产商。公司冻干水痘减毒活疫苗已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查，公司预计 2023 年年底有望上市。Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗已获得 III 期临床试验总结报告，ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗和甲肝灭活疫苗已完成 III 期临床研究现场工作。公司深入布局多联多价疫苗，包括口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）、百白破-IPV-Hib 联合苗、麻腮风水痘疫苗、四价流感疫苗、20 价肺炎球菌多糖结合疫苗等，同时积极拓展 mRNA 技术、病毒载体技术、新佐剂技术。

新冠疫苗敲开国际市场大门，国际化战略稳步推进。公司重组新型冠状病毒疫苗（Y25 腺病毒载体）于 2021 年 10 月获得印度尼西亚国家药品和食品监管局紧急使用授权，敲开了国际市场的大门。目前公司国际化战略稳步推进，无细胞百白破-Hib 联合疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）等已取得乌兹别克斯坦、科特迪瓦等国家出口的证书。2022 年 9 月与菲律宾合作方签订合作协议，2023 年 2 月与巴基斯坦合作方签订合作协议，2023 年 4 月与印尼 Biotis 签署合作协议。此外公司深圳光明区疫苗生产基地 2022 年 6 月获得由菲律宾食品与药品管理局 GMP 认证，有助于进一步开拓海外市场。

2023 年 4 月 21 日公司发布公告，公司及全资子公司拟向中国银行等相关银行申请总额累计不超过 25 亿的授信额度，其中公司为全资子公司的银行融资提供担保总额不超过 9 亿元，民海生物（全资子公司）为公司的银行融资提供担保总额不超过 16 亿元。

风险因素：13 价肺炎疫苗销售不及预期；冻干人用狂犬疫苗审评进度不及预期；无细胞百白破-Hib 联合疫苗销售不及预期；为子公司担保风险。

盈利预测、估值与评级：由于 2022 年新生儿数量不及预期，公司主要产品 13 价肺炎疫苗及四联苗均为儿童疫苗。维持公司 2023/2024/2025 年净利润预测为 13.00 亿/17.43 亿/23.03 亿元，对应 2023/24/25 年 EPS 预测为 1.16/1.56/2.06 元，参考可比公司估值（基于中信证券研究部预测），截至 2023 年 4 月 24 日，2023 年百克生物 PE 为 42 倍，沃森生物为 30 倍，均值为 36 倍，给予公司 2023 年 36 倍 PE，目标价为 42 元/股，维持“买入”评级。

表 84：康泰生物盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,652	3,157	4,109	5,438	6,665
营业收入增长率 YoY	61.5%	-13.5%	30.1%	32.3%	22.6%
净利润(百万元)	1,263	(133)	1,300	1,743	2,303

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润增长率 YoY	86.0%	-110.5%	N/A	34.1%	32.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.13	(0.12)	1.16	1.56	2.06
毛利率	73.0%	84.2%	87.0%	88.0%	88.9%
净资产收益率 ROE	13.8%	-1.5%	12.6%	14.9%	17.1%
每股净资产 (元)	8.21	8.04	9.21	10.44	12.07
PE	26.6	-250.3	25.9	19.3	14.6
PB	3.7	3.7	3.3	2.9	2.5
PS	9.2	10.6	8.2	6.2	5.0
EV/EBITDA	19.8	-275.7	21.4	16.5	12.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

沃森生物：13 价肺炎和双价 HPV 双轮驱动，业绩保持高速增长

业绩符合预期高速增长。公司 2022 年营收 50.86 亿元，同比+46.89%；实现归母净利润 7.29 亿元，同比+70.35%；实现扣非归母净利润 8.59 亿元，同比+45.33%。公司 2022 年毛利率和净利率分别为 88.02%、18.45%，同比分别为-0.59pct、+1.08pcts，保持相对稳定。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 39.76%、5.3%、18.34%，研发费用增加 50%，主要系九价 HPV、新冠疫苗等新产品研发投入增加所致。

13 价肺炎疫苗加速国产替代，传统品种陆续复产。公司 2022 年 13 价肺炎结合疫苗获得批签发 772.11 万剂，较上年同期增长 55.96%。同期我国 13 价肺炎疫苗共批签发 108 次，公司为 70 次，13 价肺炎疫苗加速国产替代。此外公司上半年确认对摩洛哥的 100 万剂 13 价肺炎疫苗销售收入，并在摩洛哥开展该疫苗的本地化生产技术转移工作。公司部分产品生产线前期因 WHO-PQ 项目整改等原因进行了设备改造，下半年 Hib 疫苗和 AC 多糖疫苗已恢复生产和批签发，分别实现批签发 61.75 万剂、604.92 万剂，待后续整改完毕后，其他产品的生产和批签发我们预计也将陆续恢复。

二价 HPV 疫苗首获批签发，贡献新的业绩增长点。公司二价 HPV 疫苗 5 月首获批签发 88.47 万剂，2022 年共实现批签发 498.05 万剂。公司二价 HPV 疫苗设计产能为 3000 万剂，有力保障生产供应。公司 2022 年在除西藏、港澳台等地区外在全国 30 个省市地区获得准入，同时 WHO-PQ 申请获得 WHO 受理。公司二价 HPV 疫苗对 9-14 岁及 25 岁以上人群保护率 100%，9-30 岁女性均可接种。我们预计截至 2022 年我国 HPV 疫苗累计渗透率接近 10%，潜在市场空间巨大。

九价 HPV 进入临床 III 期，积极布局 mRNA 技术平台。2022 年 9 月 7 日，公司九价 HPV 疫苗启动 III 期临床研究。2022 年 9 月 30 日公司新型冠状病毒 mRNA 疫苗获得印度尼西亚紧急使用授权（EUA），系我国自主研发的首个获批海外上市的新冠 mRNA 疫苗，用于 18 岁及以上人群基础免疫或加强免疫。根据其 2022 年年报，公司 MCV4 处于临床 III 期阶段。公司积极布局 mRNA 技术平台：和蓝鹊生物合作的新冠变异株 mRNA 疫苗正在进行临床研究；和艾博生物合作的带状疱疹 mRNA 疫苗、和蓝鹊生物合作的 RSV mRNA 疫苗和流感 mRNA 疫苗、和圣诺合作的通用流感 siRNA 药物处于临床前研究。

风险因素：公司主要疫苗产品销售（13 价肺炎疫苗、二价 HPV 疫苗）、研发（mRNA 疫苗、九价 HPV 疫苗）不及预期；行业政策变动超预期。

投资建议：伴随着疫苗接种意识逐渐增强、消费升级、健康需求增长，公司未来业绩增长确定性较强。维持公司 2023/24/25 年净利润预测为 17.51 亿/19.22/23.79 亿元，对应 EPS 预测为 1.09/1.20/1.48 元，现价对应 PE 分别为 27/25/20 倍。参考可比公司 2023 年预期 PE（基于中信证券研究部预测），由于新冠疫苗接种预期降低及疫苗减值影响，相关疫苗公司估值水平均出现回调，截至 2023 年 4 月 4 日，百克生物 2023 年 PE 为 36x（估值相对较高是带状疱疹疫苗竞争格局良好，市场空间巨大），康泰生物 2023 年 PE 为 22x，均值为 29 倍。考虑到公司是目前唯一拥有 13 价肺炎疫苗和二价 HPV 疫苗两个重磅品种的疫苗上市公司，同时积极布局 mRNA 技术平台，给予一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 40x PE 估值水平，目标价 44 元，维持“买入”评级。

表 85：沃森生物盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,463	5,086	6,867	8,333	9,699
营业收入增长率 YoY	17.8%	46.9%	35.0%	21.3%	16.4%
净利润(百万元)	428	729	1,751	1,922	2,379
净利润增长率 YoY	-57.4%	70.3%	140.3%	9.8%	23.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	0.45	1.09	1.20	1.48
毛利率	88.6%	88.0%	89.9%	90.0%	90.0%
净资产收益率 ROE	5.0%	8.0%	16.2%	15.2%	16.0%
每股净资产 (元)	5.28	5.65	6.73	7.85	9.26
PE	110.4	66.2	27.3	24.8	20.1
PB	5.6	5.3	4.4	3.8	3.2
PS	13.8	9.4	7.0	5.8	4.9
EV/EBITDA	75.8	45.7	21.8	19.5	16.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

云南白药：四大事业部底盘稳固，积极拓展新业务

疫情扰动下业绩保持稳定，逐步缩小证券投资。2022 年公司实现营收 364.88 亿元，同比+0.31%；实现归母净利润 30.01 亿元，同比+7.00%。2022 年公司毛利率、净利率分别为 26.32%、7.78%，相对保持稳定。2022 年公司交易性金融资产 24.16 亿元，同比-48.82%，逐渐回归主营业务稳健发展。2022 年公司公允价值变动净收益-6.20 亿元，相较于 2021 年的-19.29 亿元，亏损已大幅收窄。我们预计公司逐渐缩小证券投资，减少非经常性损益带来的业绩波动影响。

药品事业部抓住四季度普药放量机遇。2022 年公司药品事业部收入 59.83 亿元，销售过亿产品 10 个。白药系列核心产品取得高速增长，云南白药气雾剂收入贡献超过 15 亿元，较上年增长超过 20%，云南白药膏、云南白药胶囊收入均保持良好增长。感冒类独家产品“伤风停胶囊”单品过亿元，风寒、风热感冒颗粒深受广大消费者认可；清热解毒类蒲地蓝消炎片、黄连上清片合计近 3 亿元。公司目前拥有 247 个中成药品种，其中独家中成药品种 43 个。在政策利好推动下，公司中药业务有望保持快速增长。

健康品事业部保持行业领先地位。2022 年公司健康品事业部收入首次突破 60 亿元，牙膏市场占比突破 24.4%，继续保持市场份额第一，品牌渗透率超过 30%；在线下渠道保持平稳的基础上，公司 2022 年健康产品线上渠道收入占比超过 15%，较上年进一步提升；“双 11”期间，云南白药口腔护理品类全网销售额增长超过两位数，养元青洗护品类全网销售额增长超过 30%。在品牌优势下，健康品事业部有望保持行业领先地位。

中药资源事业部增长迅速。2022 年实现对外营业收入约 14 亿元，整体外销增长超过 30%，其中中药材收入较上年增长 36%，植物提取物、香精香料、进出口业务等收入也实现了高速增长。公司以品牌、技术、平台、趁鲜加工优势整合云南特色药材资源，持续推进品牌中药材工程，深化三七产业平台建设，在三七领域保持持续领先。

省医药公司在云南省公立医院市场份额持续领跑。受疫情和药品带量采购影响，省医药公司 2022 年主营业务收入 231.71 亿元，较上年下降约 3.9%。省医药公司作为公司医药物流业务主体，全年物流入库商品数量同比增长 5.45%；出库商品数量同比增长 2.99%，实现云南省 16 个州市全覆盖，在云南省县级以上公立医院市场份额持续领跑。

重点培育新业务单元，全力拓展增量发展空间。公司上线“齿说”（ToothTalk）口腔科学专研品牌，产品包括：智能电动牙刷、冲牙器、个性化刷头、漱口水、凝胶、口喷等。医美领域公司布局上游功效型护肤品、功效型敷料、中胚层产品、再生类产品和线雕等品类；中游医美机构上海云臻妮医疗美容门诊部、昆明云臻医疗科技有限公司呈贡综合门诊部进入营业阶段；北京、上海医美机构建设正在稳步推进中。公司建立围绕“白药生活+”的新零售健康服务业务单元，2022 年完成营业收入超 3 亿元。

推动产业合作和资源整合，战略合作正式开启。2022 年 4 月公司完成对上海医药非公开发行新增 A 股股份的认购，持股 18%。2022 年 7 月公司与上海医药、天津医药建“云天上·复兴中华优秀传统中医药产业联盟”，携手发展中医药产业，持续巩固公司行业内龙头地位。2022 年 8 月底上海医药提名董明和陈发树为新一届董事会董事，自此云南白药深度参与上海医药运营治理，完成双方资源整合，进一步增强双方的核心竞争力和内在价值。

风险因素：中药材价格波动风险；政策超预期变动风险；竞争加剧风险；集采降价风险；公司新业务发展不及预期风险。

盈利预测、估值与评级：公司是中药大健康龙头企业，伴随大健康产业链布局逐步完善，有望进入发展新阶段。我们预计公司会逐渐减少证券投资，预测公司 2023/24/25 年净利润预测为 42.53 亿/44.41 亿/46.76 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.37/2.47/2.66 元，现价对应 PE 分别为 24/23/22 倍。参考可比公司估值（截至 2023 年 4 月 7 日，Wind 一致预期 2023 年 PE 同仁堂为 45 倍，太极集团为 41 倍，达仁堂为 29 倍，均值为 38 倍），由于云南白药商业板块占比略高于上述可比公司，我们给予公司 2023 年 33x PE 估值水平，对应目标价 78 元。我们认为公司逐渐回归主营业务后，新业务单元的放量以及和上海医药产业协同资源整合的战略合作将为公司带来新的增长曲线，给予“买入”评级。

表 86：云南白药盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36,374	36,488	39,804	42,920	45,924
营业收入增长率 YoY	11.1%	0.3%	9.1%	7.8%	7.0%
净利润(百万元)	2,804	3,001	4,253	4,441	4,781
净利润增长率 YoY	-49.2%	7.0%	41.7%	4.4%	7.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.56	1.67	2.37	2.47	2.66
毛利率	27.1%	26.3%	25.8%	25.7%	25.7%
净资产收益率 ROE	7.3%	7.8%	10.6%	10.9%	11.4%

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股净资产 (元)	21.27	21.43	22.28	22.74	23.35
PE	36.7	34.3	24.2	23.2	21.5
PB	2.7	2.7	2.6	2.5	2.5
PS	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	29.9	29.4	20.1	19.3	18.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

金域医学: 常规业务加速增长, 高质量发展成果兑现

2022 年业绩符合预期, 2023Q1 常规业务加速增长。2022 年, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 154.76 亿、27.53 亿、27.05 亿元, 同比+29.58%、+24.02%、+23.58%, 尽管 22Q4 受疫情防控政策放开影响, 全年在新冠业务的拉动下实现高速增长; 2023Q1, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 21.18 亿、1.50 亿、1.41 亿元, 同比-50.19%、-82.40%、-83.20%, 业绩下滑主要系新冠业务的大幅缩减所致; 剔除新冠业务影响后, 公司实现常规 ICL 收入 19.91 亿元, 同比+19.52%, 1-2 月份受疫情防控政策放开及春节假期的双重影响, 预计 3 月份常规业务呈加速增长态势。

常规业务加速发展, 后疫情时代有望迎来加速。2022 年公司实现医学检验收入 145.29 亿元, 同比+28.54%, 我们预计其中新冠业务约 76 亿元。剔除新冠业务后, 我们测算公司常规业务全年实现收入约 79 亿元, 同比约+8.6%, 在疫情承压下仍维持增长趋势; 其中, 我们测算 Q1-Q4 分别同比约+19.3%、+14.5%、+15.1%、-11.3%, Q4 常规业务受疫情散发、医疗机构业务大幅缩减影响较为严重, 为拖累全年增速的主因。随着疫情冲击显著缓和, 2023Q1 公司常规医学检验业务已实现同比+19.52%的稳步增长。随着医疗机构诊疗业务的有序恢复, 后续公司常规业务有望迎来提速增长。

高质量发展成果凸显, 高端业务占比持续提高。2022 年公司各条重点疾病线布局稳步推进, 其中感染性疾病 (不含新冠)、血液疾病、实体瘤、神经&临床免疫诊断业务分别营收 9.84 亿、7.25 亿、4.75 亿、3.81 亿元; 公司高端业务平台的常规业务占比达 52.07%, 同比+1.62 PCTs, 占比稳步提升, 已成为公司业绩增长的核心驱动力。在高端平台项目的持续推动下, 公司持续拓展业务深度, 2022 年三级医院客户收入占比 (扣除新冠) 提升至 38.40%, 占比同比+2.54 PCTs, 与高毛利的高端业务相辅相成、共同高增长。

运营效率较高, 利润率水平合理。2022 年, 公司毛利率、净利率分别为 43.13%、17.79%, 同比-4.16、-0.80 PCTs; 2023Q1, 公司毛利率、净利率分别为 37.92%、7.07%, 同比-8.39、-12.93 PCTs, 我们判断: ①毛利率: 2022 年下降主要系新冠检测价格下降所致; 2023Q1 下降主要系新冠业务大幅缩减、相关业务对营业成本的摊薄效应消失导致; ②2023Q1 净利率下降除毛利率下降外, 也受到公司信用减值损失影响 (约 1.48 亿元, 我们判断系新冠应收账款的账期较长所造成的坏账计提相关); ③参考疫情影响前的 2018-2019 年度, 公司收入和净利润率有季节性差异, Q1 收入为全年最低, 净利率较 Q2-Q4 低约 2 PCTs。此外, 公司持续优化期间费用, 提高运营效率, 2022 年公司销售费用率、管理费用率分别为 9.76%、6.43%, 同比-2.26、-1.00 PCTs; 2023Q1, 公司销售费用率、管理费用率分别为 11.03%、6.54%, 同比+1.07、-0.01 PCTs, 销售费用率回升主要系新冠业务大幅缩减所致。

研发投入持续加大，数字化转型成果逐步兑现。2022 年，公司研发投入 6.33 亿元，同比+22.14%，公司 2022 年累计开发新项目 614 项、检验项目累计已超过 3600 项，近三年新开发项目实现收入 3.70 亿元。此外，公司数字化布局持续加速，建设信息化、自动化、智能化的“三化”实验室运营管理体系，有望在未来持续带来降本增效。染色体核型 AI 辅助诊断系统、宫颈细胞学 AI 辅助诊断系统、免疫荧光 AI 辅助诊断系统均已进入验证阶段。在分子遗传、染色体等领域推行实验室干湿分离生产模式，报告效率提升 20%以上。

一季度经营现金流大幅增长，应收账款风险逐步出清。2023Q1，公司经营性现金流净额达 2.20 亿元，同比+143.5%，随着新冠业务大幅缩减后营收质量的提高，在后疫情时代体现出强大的增长韧性。截至 2023Q1 末，公司应收账款为 65.89 亿元（2022Q3 末、2022 全年末分别为 74.33 亿元、70.25 亿元），呈现稳步下降趋势，在有序滚动回款中风险加速出清。

风险因素：行业政策变动超预期风险；市场竞争日趋激烈风险；检验样本控制风险；检验价格下降风险；回款周期大幅上升风险等。

盈利预测、估值与评级：公司高质量发展成果逐步兑现，后疫情时代常规检测业务有望迎来加速增长。考虑到公司新冠业务大幅缩减，维持 2023/2024/25 年 EPS 预测 2.63/3.33/4.23 元。随着公司新冠业务大幅缩减、回归高质量常规检测业务，公司估值方面的龙头溢价凸显，同类公司 PE 值参考价值较弱，因此我们参考公司历史估值水平（据 Wind 数据，疫情前公司 2017-2019 年 PE 平均值为 67 倍），考虑到公司常规检验业务体量已显著高于疫情前水平，从疫情前的“跑马圈地”高速发展切换至当前的“高质量发展”，给予公司 2023 年 40x PE，对应目标价 105 元，维持“买入”评级。

表 87：金城医学盈利预测与估值表

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,943	15,476	10,074	12,020	14,376
营业收入增长率 YoY	44.9%	29.6%	-34.9%	19.3%	19.6%
净利润(百万元)	2,220	2,753	1,230	1,555	1,977
净利润增长率 YoY	47.0%	24.0%	-55.3%	26.4%	27.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	4.75	5.89	2.63	3.33	4.23
毛利率	47.3%	43.1%	41.8%	42.6%	43.5%
净资产收益率 ROE	35.2%	31.9%	13.6%	15.1%	16.6%
每股净资产 (元)	13.49	18.47	19.32	22.06	25.41
PE	17.1	13.8	30.8	24.4	19.2
PB	6.0	4.4	4.2	3.7	3.2
PS	3.2	2.5	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	12.5	10.2	21.8	17.3	13.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

■ 相关研究

- 医疗健康行业创新药前沿专题 JAK1 抑制剂子行业报告—JAK1 抑制剂迭代上市，立足自免蓝海市场 (2023-05-10)
- 医疗健康产业专题研究—医药 2022&2023Q1 业绩总结—产业迎来刚性复苏，优质赛道布局正当时 (2023-05-09)
- 医疗健康产业创新药前沿专题—Nectin-4：从 UC 实现突破，ADC 研发新热点 (2023-04-17)
- 医疗健康行业 GLP-1 受体激动剂行业研究报告—GLP-1 受体激动剂：糖尿病和肥胖症重磅治疗药物，百亿市场即将打开 (2023-04-06)
- 医疗健康产业事件点评—配置证调整目录落地，深入推进医疗新基建 (2023-03-22)
- 药品和创新产业链科学仪器行业深度研究报告—大国重器科学仪器，冬藏春生锋芒渐露 (2023-03-06)
- 医药创新供应链投资机遇—医药上游加速成长，创新汇聚专新特新 (2023-03-06)
- 药品和创新产业链细胞基因治疗 CDMO 行业深度研究报告—细胞基因疗法千帆竞发，研发生产外包踏浪前行 (2023-03-05)
- 医疗健康行业中医药子行业点评—全方位振兴中医药发展 (2023-03-01)
- 医疗健康行业重大事项点评—柬埔寨实验用猴供应受阻，看好国内临床前 CRO 龙头全球市场份额持续提升 (2023-02-24)
- 医疗健康行业重大事项点评—科技强国战略，多重政策驱动，持续推荐科研上游 (2023-02-23)
- 医疗健康行业重大事项点评—首次检出本土 XBB.1.5，关注后新冠时代的疫情产业链机会 (2023-02-20)
- 医疗健康行业重大事项点评—第八批集采正式启动，料对头部药企影响有限 (2023-02-20)
- 医疗健康行业药店纳入门诊统筹事件点评—定点药店纳入门诊统筹，政策利好龙头药店 (2023-02-16)
- 医疗健康行业中医药子行业点评—创新中医药注册审批持续提速 (2023-02-15)
- 医疗健康行业胰岛素行业点评—胰岛素集采风险基本出清，创新研发不断加速 (2023-02-09)
- 医疗健康行业辅助生殖行业事项点评—辅助生殖逐步纳入医保，行业渗透率有望提升 (2023-02-06)
- 医疗健康产业南北资金流向盘点—三大核心主线驱动，南北向资金持续加码医药板块 (2023-02-01)
- 医药行业景气度盘点专题—新冠防控放开，关注短期防疫与长期复苏 (2022-12-27)
- 医药行业创新药前沿专题—从难治到突破，EGFR 20 外显子插入突变正被攻克 (2022-12-27)
- 医药行业创新药前沿专题—三期临床首获突破，百亿美元 NASH 市场新药可期 (2022-12-21)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

截至本报告发布日，中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：澳华内镜（688212），对应持股业务类别：自营，持股比例：0.85%；另类投资子公司，限售持股比例：1.25%，限售起始日：2021 年 11 月 15 日，限售期：24 个月。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。