

成长资产性价比凸显，积极配置创新药械企业 ——医药生物行业2023年6月投资策略

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张佳博

zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：周章庆

021-60375489
zhouzhangqing@guosen.com.cn
S0980523040002

证券分析师：彭思宇

0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：马千里

010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

证券分析师：张超

0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
S0980522080001

- **医药行业：5月下跌2.50%跑赢指数，子板块中仅中药上涨。**医药行业在2023年5月份下跌2.50%，跑赢沪深300指数3.22%，整体表现位于全行业中上游。分子板块看，中药板块上涨3.90%，医疗器械、医药商业、化学制药、生物制品及医疗服务板块分别下跌1.74%、2.96%、3.11%、5.76%及6.36%。
- **6月医药行业投资观点：**今年以来医药行业细分板块走势持续分化，估值不断收敛，目前不少成长性细分行业中最优质的资产从3-5年的维度来看已经具备很好的性价比，建议向医药硬核成长资产集中仓位，积极配置具备真正创新能力和国际化潜力的创新药、创新器械企业，分享未来3-5年创新兑现和产品出海的红利。
- ✓ **创新药：**部分公司重磅产品近期在临床审评审批进度上遇到了一定的问题，市场悲观情绪放大了事件的影响，我们认为这些属于自2021年下半年以来监管趋严后预期之内的事情，有一定代表性但更多是个性化的事件。同时行业进入门槛提高将更大程度有利于研发能力突出、具备差异化竞争力的企业。从今年以来全球研发热点及国内创新药企业的研发成果来看，国内创新药行业竞争力系统性提升的大趋势没有发生任何改变，未来3-5年仍然是核心企业国内外实现快速发展的最好窗口期。持续重点推荐恒瑞医药、康方生物、康诺亚、百济神州等公司。
- ✓ **创新器械：**在医院诊疗秩序恢复及集采、DRG等政策不断深化的大背景下，低渗透率、低市占率、高成长性、高壁垒、具备优秀商业模式的细分板块仍是最值得投资的方向，建议积极配置内镜、电生理、大型影像设备、科研仪器等领域，同时关注骨科、TAVR行业的积极变化。持续重点推荐迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、开立医疗、澳华内镜、南微医学、微创医疗、威高股份、惠泰医疗、沛嘉医疗、新产业等公司。
- 2023年6月投资组合为A股：恒瑞医药、迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、新产业、美好医疗、药康生物；H股：康诺亚、康方生物、威高股份、锦欣生殖、石四药集团、环球医疗。
- **风险提示：**疫情反复的风险、研发进度不及预期的风险、监管政策调整的风险、医保降价超预期的风险、商业化进度不及预期的风险。

2023年6月策略组合个股估值一览

表：国信医药2023年6月策略组合

	代码	公司简称	股价 23/5/31	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
					22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
A股组合	600276	恒瑞医药	45.55	2,906	0.61	0.75	0.90	1.09	74.4	61.1	50.5	41.6	9.4%	2.9	买入
	300760	迈瑞医疗	300.58	3,644	7.94	9.60	11.56	13.88	37.9	31.3	26.0	21.7	30.0%	1.5	买入
	688271	联影医疗	135.63	1118	1.96	2.16	2.79	3.51	67.5	53.2	42.4	35.4	14.5	2.8	增持
	688114	华大智造	87.37	363	4.89	0.64	0.78	0.94	17.9	136.5	112.0	92.9	30.2	0.8	增持
	300832	新产业	59.91	471	1.69	2.11	2.75	3.53	35.4	28.4	21.8	17.0	20.8%	1.0	买入
	301363	美好医疗	42.10	171	0.99	1.28	1.68	2.21	42.6	32.9	25.1	19.0	17.8%	1.1	买入
	688046	药康生物	21.48	88	0.40	0.55	0.71	0.90	53.5	39.1	30.4	24.0	7.4%	1.3	增持
港股组合	2162. HK	康诺亚-B	40.75	114	-1.10	-1.25	-2.47	-1.72	-	-	-	-	-	-	买入
	9926. HK	康方生物	34.90	294	-1.39	2.35	-0.31	0.76	-	-	-	-	-	-	买入
	1066. HK	威高股份	11.49	529	0.60	0.69	0.80	0.94	17.4	15.1	12.9	11.0	12.6%	0.9	买入
	1951. HK	锦欣生殖	4.05	110	0.04	0.13	0.17	0.21	82.0	27.4	22.0	17.2	1.4%	0.4	买入
	2005. HK	石四药集团	4.82	143	0.38	0.47	0.59	0.69	11.5	9.2	7.4	6.3	17.1%	0.4	买入
	2666. HK	环球医疗	4.66	88	1.00	1.09	1.20	1.35	4.2	3.9	3.5	3.1	11.4%	0.4	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测。注：港股股价、市值单位为港元。

- **生产端：**2023年1-4月规模以上工业增加值同比增长4.0%，其中医药制造业工业增加值累计同比下降5.7%，1-4月累计营业收入8560.6亿元（-4.1%），累计利润总额1125.2亿元（-23.8%）。
- **需求端：**2023年1-4月的社零总额11.98万亿元（+8.5%），限额以上中西药品类零售总额2236亿元（+13.3%）。
- **支付端：**2023年1-3月基本医疗保险基金（含生育保险）总收入9100.48亿元，同比增长9.5%；职工医保支出、居民医保支出分别同比增长21.5%与22.0%。

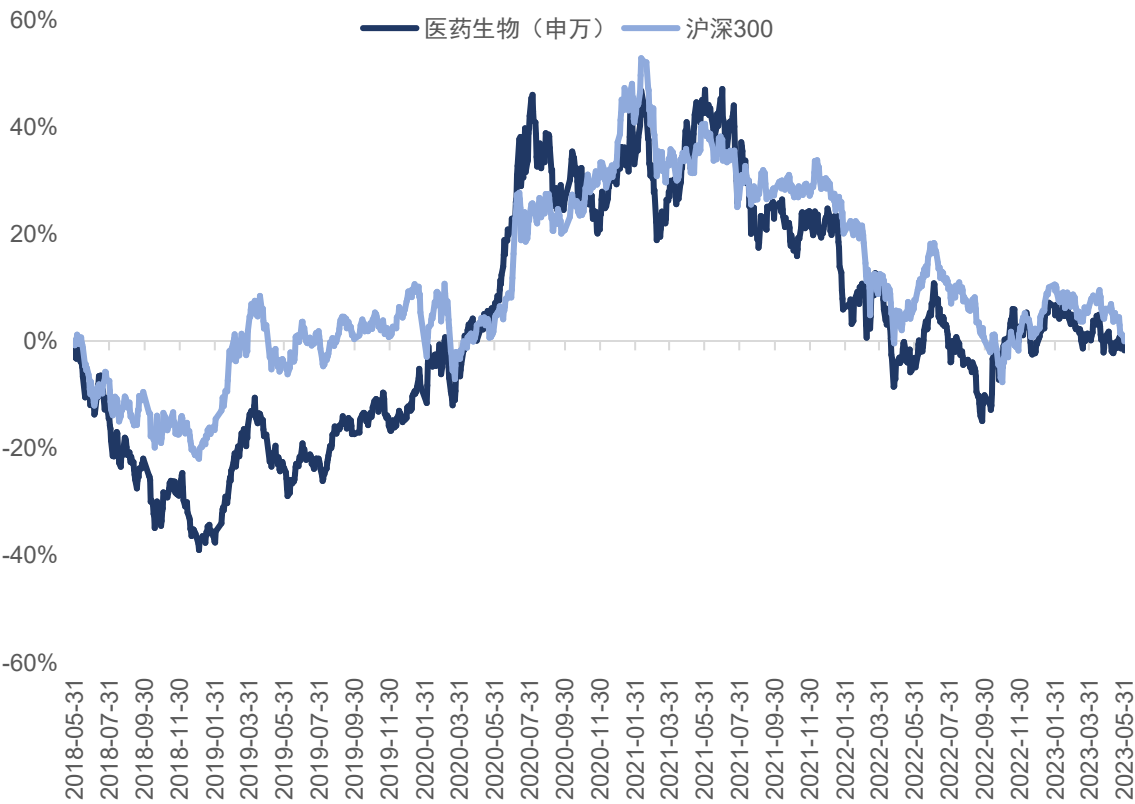
表：医药生产端和需求端宏观数据					
类别	期间	指标	单位	累计金额	累计同比（%）
医药制造业	1-4月	工业增加值	亿元	-	-5.7%
	1-4月	营业收入	亿元	8,560.6	-4.1%
		利润总额	亿元	1,125.2	-23.8%
社会零售总额	1-4月	总计	亿元	149,833	8.5%
		限额以上中西药品类	亿元	2,236	13.3%
消费与收入	1-3月 (季度数据)	人均可支配收入	元	10,870	5.1%
		人均消费支出	元	6,738	5.4%
		人均医疗保健支出	元	605	14.7%
医保基金	1-3月	职工医保支出	亿元	3,585	21.5%
		居民医保支出	亿元	1,992	22.0%

资料来源：国家统计局、国家医保局；国信证券经济研究所整理

5月医药板块表现位于全行业中上游

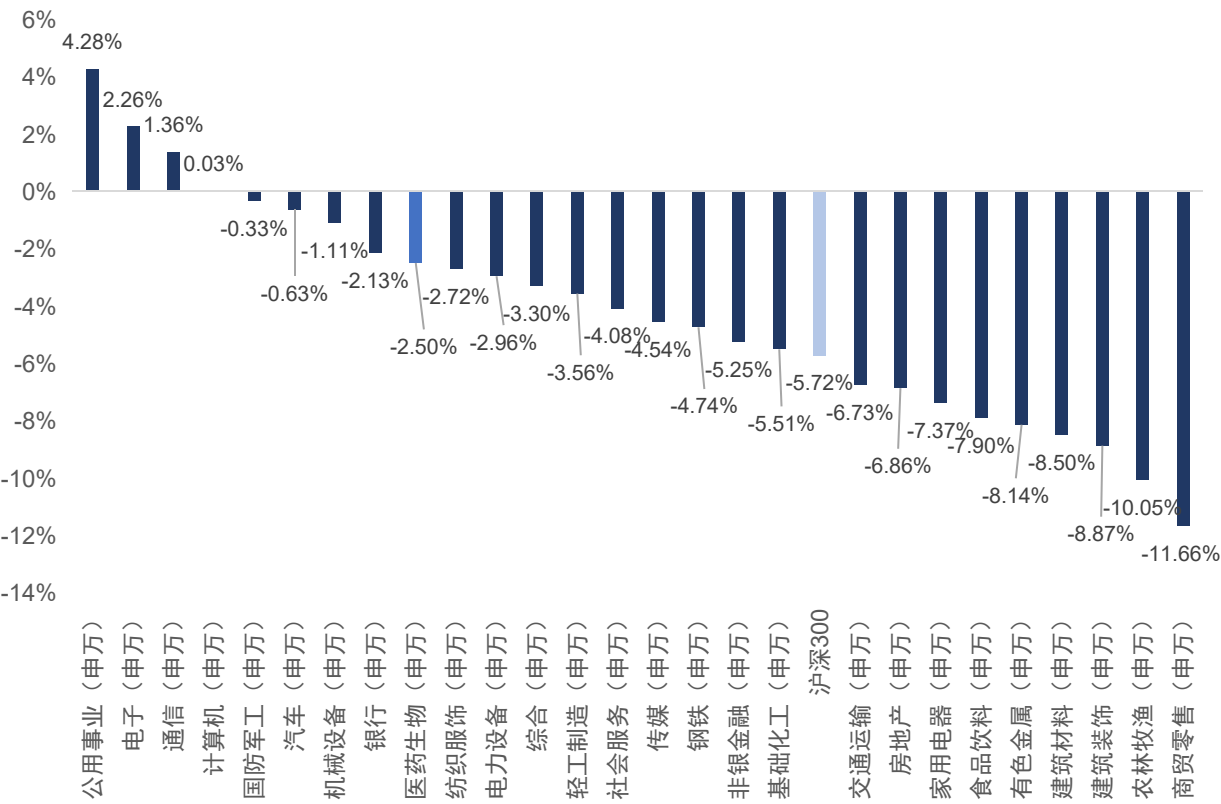
■ 医药行业在5月份整体下跌2.50%，跑赢沪深300指数3.22%。

图：医药生物板块近5年整体走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2023-5-31

图：申万一级行业2023年5月份涨跌幅

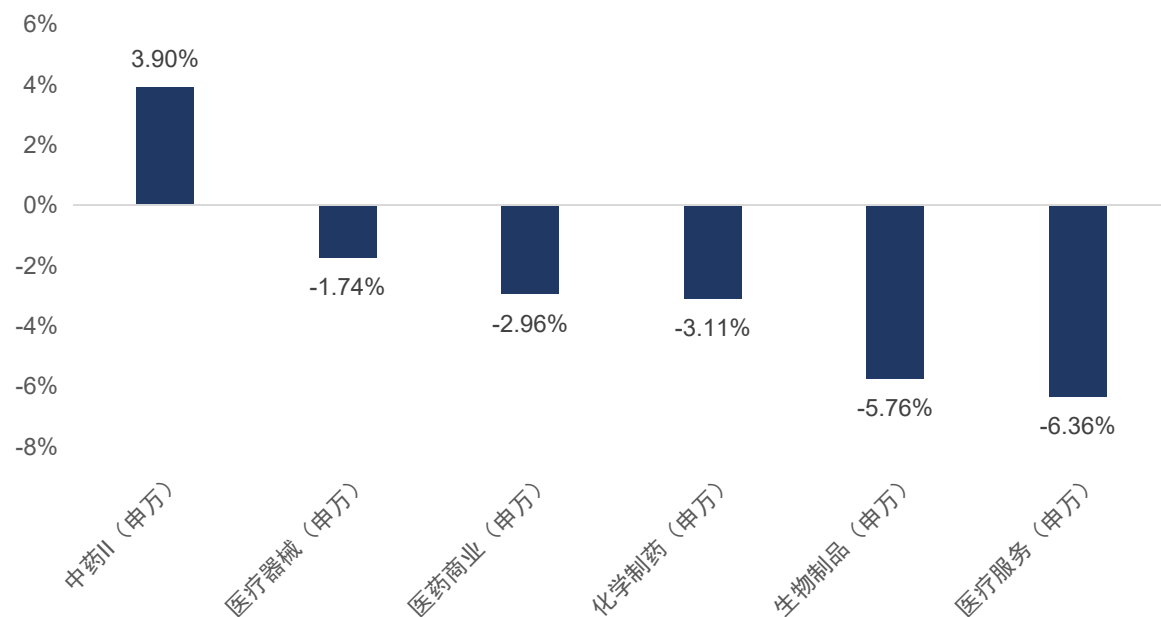


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2023-5-31

子板块：中药板块上涨，医疗服务板块跌幅较大

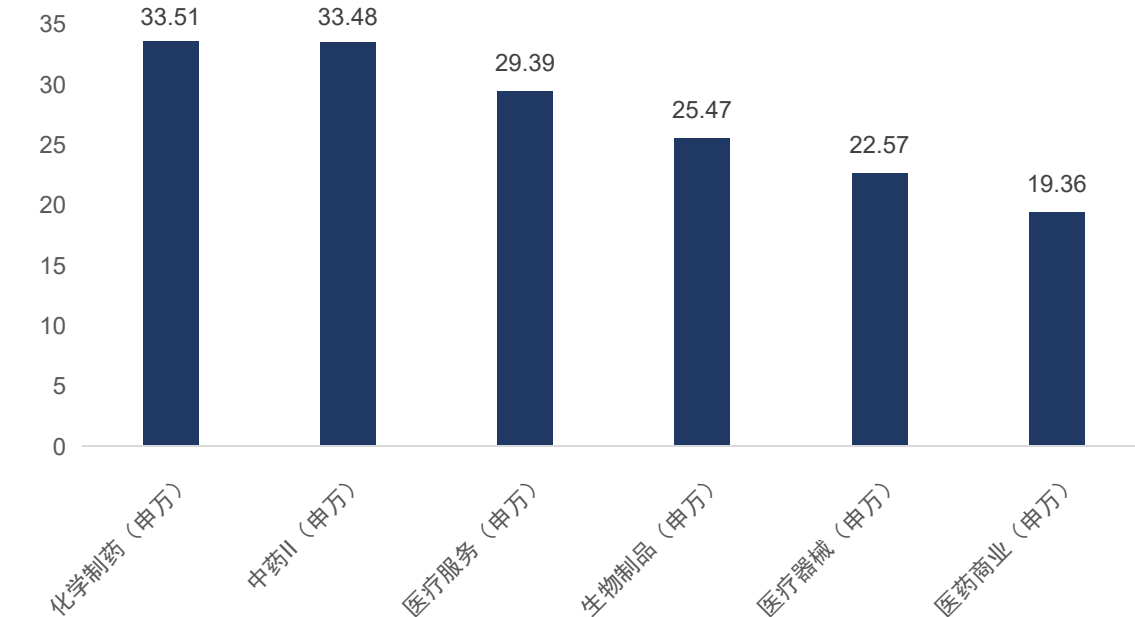
- 分子板块看，中药板块上涨3.90%，医疗器械、医药商业、化学制药、生物制品及医疗服务板块分别下跌1.74%、2.96%、3.11%、5.76%及6.36%。

图：医药生物（申万）各子板块5月涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2023-5-31

图：医药生物（申万）各子板块PE（TTM，剔除负值）

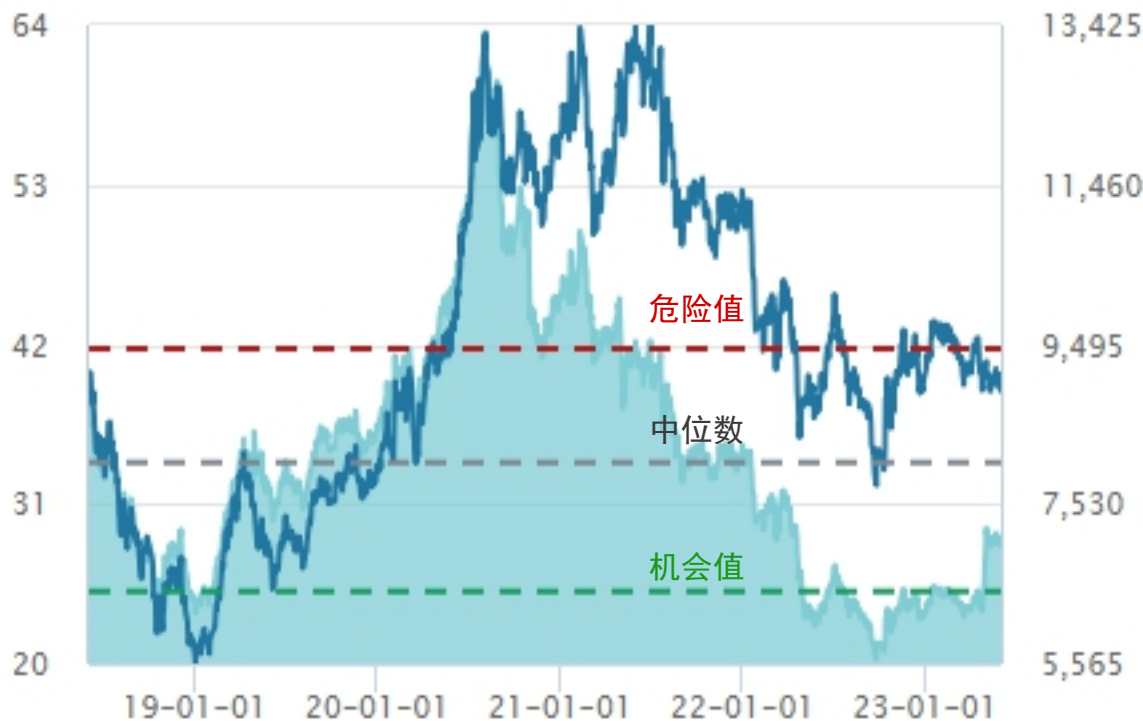


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2023-5-31

医药生物行业估值仍处于历史低位区间

- 医药生物（申万）的整体估值水平已充分回调，当前PE（TTM）为28.16，处于近5年历史分位点28.71%。
- 医药板块相对沪深300以及万得全A的溢价率水平也仍在历史5年低位。

图：医药生物（申万）行业近5年PE（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2023-5-31

图：医药生物（申万）行业近5年估值溢价率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2023-5-31

【 01 】 医药行业近期动态

【 02 】 医药行业数据跟踪

【 03 】 细分板块观点

【 04 】 近期重点报告回顾

- 事件：近期江西医保局公布《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购中选结果》
- 点评：
 - ✓ 肝功生化集采中选结果落地，国产龙头中选品种较多。本次集采品种共26项，以最高有效申报价计算集采对应销售体量为22亿人民币。美康生物、中元汇吉、迈克生物、迈瑞医疗、透景生命、安图生物、迪瑞医疗等中选品种数量较多，进口企业入选品牌仅有西门子、贝克曼、罗氏和富士胶片少数几家。
 - ✓ 国产龙头厂商份额有望进一步提升。根据Frost&Sullivan统计，国内生化诊断市场为152亿元，约占国内IVD市场14%的份额，国内企业在生化领域已接近国外同类产品水平，逐步实现替代进口。在集采涉及的市场中，迈瑞医疗的报量前后占有率有一倍左右的提升，结合重磅高端生化仪BS-2800M上市，迈瑞的国内生化业务增长有望提速，未来几年三级医院收入占比将显著提升。迪瑞医疗也具备仪器（从低速至超高速）自主研发成本优势，将加速进口替代。
 - ✓ 此次肝功集采将为后续IVD集采起到指引作用。作为IVD行业真正意义上的大范围带量采购，以及行业内首个生化类联盟带量采购，本次集采对于后续的 IVD 领域集采具有一定的指引作用。此次集采以需求量为标准进行分组，在申报价格不高于有效申报价0.6倍即获得拟中选资格，避免恶性竞争。同时中选企业的未分配量和未中选量的二次分配规则灵活，可满足不同医院根据自身仪器开放/封闭属性下的采购需求。
 - ✓ 投资建议：随着试剂价格的下降，少数掌握中高端生化仪核心技术或完善生化菜单的国产龙头公司将进一步凸显竞争优势，推荐关注迈瑞医疗（BS-2800M生化仪，2000速）、迪瑞医疗（CS-2000生化仪，2000速）、新产业（C8生化仪，1600速）、安图生物（拥有12大类别的生化检测）。

事件：5月10日，北京市医保局发布《关于我市第一批DRG付费和带量采购政策联动采购方案征求意见的通知》。

首次探索实现DRG付费与医用耗材带量采购的联动。过去DRG政策推行与耗材带量采购往往分线推行，北京成立DRG联动采购组，目的是发挥CHS-DRG付费改革对耗材集采的导向作用，合理兑现临床价值，完善对医疗机构的激励约束机制。此方案将谈判权力还给医院，让专业的人做专业的事，后续有望探索出更良性、常态化的耗材采购+支付体系。

建立“带量联动+带量谈判”两个采购方式。北京DRG联动采购组拟采取两种方式推行政策：

- 1) 一种是带量联动，预计外省市已带量品种将通过此种方式，通过外省市带量的中选价格就低联动制定报价上限，并约定采购量，采购周期为1年；
- 2) 另一种为带量谈判，本次选择电生理、神经介入、运动医学三大品种，明确以所有产品的历史采购价（产品 2021 年在北京市各医疗机构的采购加权平均价）中位值，作为最高有效申报价（方案文件首次明确提出限价标准，比较规范），然后依据入门降幅和达标降幅，中选企业获得不同比例采购量，采购周期为1年。此方案基本遵循过去国采和联盟集采方案原则——即兜底制，我们通过计算，电生理产品入门降幅平均为31%（8%~55%），达标降幅平均为44%（13%~75%）；运动医学入门降幅为40%，达标降幅50%；神经介入入门降幅平均为20%（15%~25%），达标降幅为32%（30%~35%）。通过上述计算，我们认为DRG联动的带量谈判，整体较过去单独的耗材集采更加温和，按照最高有效申报价如果实现达标降幅，预计仍不会触及出厂价，创新、格局好、国产化率低的品类降幅更低（最低至8%），背后蕴含对DRG付费模式长期良性推行的考量，以及体现对国产创新的良性支持。

改变过去集采痛点，有利进口替代。过去高值耗材带量采购存在几个问题：1) 价格断崖式下跌导致市场不稳定；2) 医院积极性不强；3) 品间替代等利益诱导；4) 医院的专业性未发挥；5) 长期常态化、可以持续开展的集采的操作方式不明。本次北京DRG联动采购对这几个问题提供一种解决方案，其中提到首年不因产品降价而降低病组支付标准，结余与医疗机构共享，大幅提升医院积极性，次年起根据实际运行情况启动支付标准调整工作（访谈中例子中结余留用从2万到1.5万）。我们认为，北京DRG联动采购既保留传统带量采购中温和化的点（如兜底），又在降幅、支付支持、鼓励创新方面好于预期，后续有望加速高值耗材进口替代。

投资建议。从市场维度，医用耗材经历多年政策压制，股价普遍处于低位，且考虑今年疫后复苏的持续和22Q2的低基数，建议重点关注医用耗材的投资机会，相关公司如南微医学、心脉医疗、戴维医疗、爱博医疗、惠泰医疗、微电生理、赛诺医疗、威高骨科、IVD（如迈瑞医疗、新产业、安图生物、普门科技）等。

- 事件：美国时间2023年5月25日，美国临床肿瘤学会（ASCO）年会摘要部分公布，众多创新药产品将在会上发布临床成果。
- 点评：
 - ✓ 1) 国产创新药百花齐放：国产创新药在此次ASCO年会上延续了近年来的良好表现，包括小分子、单抗、双抗、ADC、CAR-T等众多的药物形态均有优秀的数据披露，并且有接近20项研究入选口头报告。
 - ✓ 2) 关注潜在的FIC/BIC分子：科伦博泰的SKB264（TROP2-ADC）披露NSCLC数据，在EGFRmut NSCLC患者中的ORR、PFS数据优异；百利天恒的BL-B01D1（EGFRxHER3双抗ADC）同样在NSCLC中取得了优秀的早期数据；康方生物的AK112、君实生物的BTLA单抗、首药控股的三代ALK抑制剂、迪哲医药的舒沃替尼等具备FIC/BIC潜力的分子均在此次会议上有数据读出。
 - ✓ 3) 投资建议：ASCO年会是世界上学术水平最高的肿瘤学术会议，每年会有很多重要的临床结果在ASCO年会上发布，重磅品种的数据读出往往会成为公司重要的催化剂。建议关注具备差异化、全球化创新能力的优质公司：科伦药业/科伦博泰（拟上市）、康方生物、荣昌生物、信达生物、恒瑞医药、百济神州等。
 - ✓ 4) 风险提示：研发进度不及预期的风险、临床数据不及预期的风险、海外监管风险、地缘政治风险。

2023 ASCO年会国产创新药数据整理

表：2023年ASCO大会国内部分创新药企业重点品种摘要数据汇总

公司	分子	靶点及形态	方案	适应症	阶段	类型	患者人数	mOS	mPFS	ORR	DCR	mDOR
科伦博泰	SKB264	TROP2-ADC	mono	NSCLC后线	ph1/2	Poster	39			44%	95%	9.3m
							EGFRwt=19		5.3m	26%	89%	
							EGFRmut=20		11.1m	60%	100%	
百利天恒	BL-B01D1	EGFR x HER3双抗ADC	mono	实体瘤	ph1	Oral Abstract	NSCLC EGFRmut=34			61.8%	91.2%	
							NSCLC EGFRwt=42			40.5%	95.2%	
							SCLC=7			14.3%	85.7%	
							NPC=24			45.8%	100%	
康方生物	AK104	PD1 x CTLA4双抗	+chemo	GC/GEJ 1L	ph1b/2	Poster	HNSCC=13			7.7%	76.9%	
							88	17.41	9.2	68.2%	92.0%	9.69
							CPS≥5	20.24				
康方生物	AK112	PD1 x VEGF双抗	+chemo	NSCLC 1L	ph2	Poster	CPS<5					
							135鳞癌=63	9m%: 93%	9m%: 67%	75%	95%	15.4
信达生物	IBI110	LAG3单抗	+信迪利+仑伐替尼	HCC 1L	ph1b	Poster	非鳞癌=72	81%	61%	55%	100%	NR
							27	NR	9.9	29.6%	85.2%	
信达生物	IBI110	LAG3单抗	+信迪利+chemo	GC/GEJ 1L	ph1b	Poster	17	1y%: 70.6%	12.9	88.2%	94.1%	
君实生物	tifcemalimab	BTLA单抗	+特瑞普利	ES-SCLC 2L	ph1/2	Poster	38			26.3%	57.9%	
首药控股	SY-3505	三代ALK-TKI	mono	ALK+ NSCLC	ph1/2	Poster	82			34.2%	74.4%	
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR抑制剂	mono	EGFR ex20ins NSCLC 2L	ph2	Oral Abstract	97			60.8%		NR
石药集团	SYSA1801	CLDN18.2-ADC	mono	实体瘤	ph1	Poster Discussion	脑转移=31			48.5%		
							21			38.1%	57.1%	
翰森制药	HS-20093	B7H3-ADC	mono	实体瘤	ph1	Poster Discussion	GC=17			(47.1%)	(64.7%)	
							40			35.0%	85.0%	
科济药业	CT0180	GPC3 CAR-T	mono	HCC	ph1	Poster	7	11.6		28.6%	71.4%	
益方生物	D-1553	KRAS G12C抑制剂	mono	KRAS G12C CRC	ph1/2	Poster	24		7.62	20.8%	95.8%	

资料来源：ASCO、国信证券经济研究所整理

【 01 】 医药行业近期动态

【 02 】 医药行业数据跟踪

【 03 】 细分板块观点

【 04 】 近期重点报告回顾

器械集采跟踪：5月新增启动2项省际联盟集采

- 带量采购方面，2项联盟集采启动，4项省级集采征求意见。
- ✓ 联盟采购：京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类耗材全国集采和辽宁11省补片类集采正式启动；广东6省联盟冠脉球囊类耗材接续采购公示拟中选结果；河北省牵头三明联盟19种医用耗材集采开展熔断补救工作并公开报价结果；江西22省肝功生化类检测试剂集采公布中选结果；内蒙古联盟止血材料、预充式导管冲洗器、压力泵集采以及广东5省联盟静脉留置针等9类耗材集采开展信息维护工作，正式采购文件有待后续发布。
- ✓ 省级采购：江苏第三和四轮耗材接续采购、湖南吻合器和冠脉扩张球囊类耗材接续采购、安徽心脏起搏器类耗材集采、北京第一批DRG付费和带量采购政策联动采购公开征求意见。
- 挂网采购方面，重庆、黑龙江、广西、河北牙冠竞价挂网采购有新进展。

表：2023年5月主要器械集采项目进展一览表

类别	集采项目	进展
联盟带量采购	京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类耗材全国集采	1. 4-1. 13开展信息维护工作，5. 20启动
联盟带量采购	辽宁11省补片类集采	5. 15征求意见，5. 26启动
联盟带量采购	广东6省联盟冠脉球囊类耗材接续采购	4. 27启动，5. 18线上报价、公示拟中选结果
联盟带量采购	河北省牵头三明联盟19种医用耗材集采	4. 10启动，5. 6公开报价结果，5. 11开展熔断补救工作，5. 12公开熔断补救报价结果
联盟带量采购	江西22省肝功生化类检测试剂集采	22. 11. 14启动，23. 5. 19公布中选结果(第一批)
联盟带量采购	内蒙古联盟止血材料、预充式导管冲洗器、压力泵集采	4. 27官宣，5. 9-5. 22开展止血材料信息维护工作，正式采购文件待发布
联盟带量采购	广东5省联盟静脉留置针等9类耗材集采	22. 8. 19征求意见，23. 3. 13再次征求意见，23. 5. 12-23. 5. 18开展信息维护工作
省级带量采购	江苏第三、四轮耗材接续采购	5. 25征求意见、开展企业申报，品种包括人工硬(脊)脑、癌修补材料、医用胶片、痔吻合器、开放直线型切割吻/缝合器、管型/端端吻合器
省级带量采购	湖南吻合器、冠脉扩张球囊类耗材接续采购	5. 22征求意见
省级带量采购	安徽心脏起搏器类耗材集采	5. 22征求意见
省级带量采购	北京第一批DRG付费和带量采购政策联动采购	5. 10征求意见，针对运动医学类、神经介入类、电生理类耗材
挂网采购	牙冠竞价挂网采购	重庆：5. 5起执行中选产品挂网采购结果，5. 12公示价格联动挂网采购第二批产品价格；黑龙江4. 27开展二次挂网，5. 18起执行二次挂网结果；广西：5. 16开展入围结果落地工作；河北：5. 19公布第二批规范挂网结果

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理 注：截至2023年5月26日

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

器械集采跟踪：关节骨水泥类耗材联盟集采启动，覆盖全国31省



- 首次覆盖全国的关节骨水泥类耗材集采正式启动。5月20日，京津冀“3+N”医药联盟采购办公室发布《京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类医用耗材集中带量采购公告》，关节骨水泥带量采购正式启动，覆盖全国31省（市、自治区）和新疆兵团，采购周期为2年。
- 目前进口品牌占据国内关节骨水泥类耗材市场主导地位，首年采购需求量占比超9成。首年采购需求量由参加集采的医疗机构报量累加得出，以20g粉末所对应的关节骨水泥产品为1个基础包统计，首年采购需求总量为673213个基础包（13464260g），其中关节骨水泥（含抗生素）595241个基础包，关节骨水泥（不含抗生素）77972个基础包。报量涉及企业8家，3家国产企业首年采购需求量仅占9.3%，其余5家进口企业占比超9成，其中雷德睦华占比最大（57.0%），集采或将加快国内关节骨水泥类耗材市场重塑。
- 低于最高有效报价即可中选，竞价排名影响分配量。同产品类别统一设置最高有效申报价，低于相应产品的最高有效申报价均可获得拟中选资格，中选门槛不高，但申报价排名将影响采购量分配，排名靠前的企业分配量占医疗机构需求量的比例更高。

表：关节骨水泥集采首年采购需求量汇总表（单位：基础包）

	申报企业	含抗生素	不含抗生素	首年采购需求总量
进口	雷德睦华	327046	56800	383846
	捷迈	145716	6556	152272
	强生	60015	1888	61903
	各路宝	5324	1632	6956
	史赛克	0	5739	5739
	进口合计	538101	72615	610716
	合计占比	90.4%	93.1%	90.7%
国产	江苏乐铠生物	35184	2208	37392
	北京邦塞科技	21956	1661	23617
	上海意久泰医疗	0	1488	1488
	国产合计	57140	5357	62497
	合计占比	9.6%	6.9%	9.3%
总需求量	595241	77972	673213	

资料来源：京津冀医药联合采购平台、国信证券经济研究所整理

表：京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类医用耗材集中带量采购规则

最高有效申报价	含抗生素产品为260元/基础包，不含抗生素产品为200元/基础包
拟中选规则	按企业申报价由低到高的顺序确定排名，当报价相同时，医疗机构采购需求总量大的、2021年1月至2022年12月销售总量大的企业优先。企业排名前70%且拟中选价格不高于相应产品的最高有效申报价即拟中选，排名后30%企业若申报价≤最高有效申报价也可获得拟中选资格。
协议采购量分配	医疗机构报量产品若中选，则中选排名前40%企业(A类)、40%至70%(B类)、其他中选企业(C类)分别按报量的95%、85%、65%分量，待分配量分别为0%、10%、30%。 医疗机构报量但未中选产品采购需求量的95%+未申报产品采购需求量的95%+中选产品的待分配量组成剩余量，由医疗机构自主分配给A类企业以及本医疗机构已报量企业中价格最低的企业，分给A类企业的量不少于剩余量的50%。分配含抗生素产品剩余量时，只能选含抗生素产品，分配不含抗生素产品剩余量时，含抗生素与不含抗生素产品均可选择

资料来源：京津冀医药联合采购平台、国信证券经济研究所整理

器械集采跟踪：辽宁11省补片类集采启动

- 辽宁11省补片类集采启动，分A、B组竞价。5月15日，辽宁省药品和医用耗材集中采购网发布《省际联盟补片类集中带量采购文件（征求意见稿）》，5月26日发布正式采购文件，由辽宁、山西、内蒙古、吉林、黑龙江、海南、贵州、青海、西藏、宁夏、新疆等11省和新疆兵团组成联盟，组织开展疝补片和脑（脊）膜补片集中带量采购，意向采购量分别为65215片、55134片，按意向采购量占比形成A和B两个竞价组，依据降幅确定拟中选和采购量分配。
- 参考2022年芜湖开展的安徽省补片类集采，降幅较大。有33家企业329个品种参与竞价，共297个品种中选，以全国省级挂网最低价为基准，平均降幅74.28%，最高降幅97.74%。硬脑（脊）膜补片有约定采购量中选品种综合降幅80.10%，其中北京邦塞的动物源性硬脑（脊）膜补片，集采后价格由原挂网价1.95万元/片（30×70）下降为440.78元/片，降幅达97.74%；腹股沟疝补片中选品种综合降幅59.47%，其中意大利HERNIAMESH S. R. L 生产疝补片，集采后价格由原挂网价为1824元/片（8×15CM（轻量型大孔补片））下降为100元/片，降幅达到94.52%。

表：辽宁11省补片类集采品种分组		
分组	产品分类	意向采购量（片）
1组	腹股沟疝平片（合成材料）	29130
2组	腹股沟疝网塞（合成材料）	11102
3组	腹股沟疝立体片（合成材料）	19740
4组	防粘连腹壁疝（合成材料）	2255
5组	非防粘连腹壁疝（合成材料）	1309
6组	完全可吸收补片（生物材料）	1679
疝补片合计		65215
7组	硬脑（脊）膜补片（动物源性材料）	44854
8组	硬脑（脊）膜补片（化学合成材料）	10280
硬脑（脊）膜补片合计		55134
总计		120349

资料来源：辽宁省药品及医用耗材集中采购网、国信证券经济研究所整理

表：辽宁11省补片类集采规则	
分组竞价	按联盟地区意向采购量由高到低排名，意向采购量之和≥95%（硬脑（脊）膜补片（化学合成材料）为98%）包含的申报企业纳入A竞价组，其余纳入B竞价组
分组限价	同分组参考所有申报企业的产品基准价、企业基准价、其他省带量采购中标价格，同时结合联盟地区实际采购情况，制定分组限价（不区分竞价组）。 产品基准价 ：取产品在联盟地区最低现行采购价/全国最低省级挂网采购价，其余产品取同分组所有产品基准价的加权平均价。 企业基准价 ：同分组同申报企业申报的所有产品的产品基准价的加权平均价
报价规则	产品报价不得超过省级最低带量采购中标价/分组限价，企业降幅=（同分组同申报企业的企业基准价-企业加权报价）/企业基准价
中选规则	同分组同竞价组企业降幅从大到小排序，若申报企业拟中选，则该申报企业该分组所有产品拟中选，若同竞价组申报企业数<3，不低于同分组其他竞价组拟中选结果的平均企业降幅则拟中选。 A组：规则一，企业降幅前80%拟中选，规则二，同分组企业加权报价最低、疝补片企业降幅≥50%、硬脑膜补片企业降幅≥70%拟中选。B组：规则一，企业降幅前70%、不低于A组拟中选最小企业降幅的拟中选，规则二，企业降幅大于同分组A竞价组最大降幅的拟中选（不含A组规则二）
采购量分配	同分组企业降幅由大到小排序，梯度分配意向采购量，1-5、6及最后一名的分配采购量比例为100%、90%、80%、70%、60%、50%。剩余意向采购量为待分配协议采购量，由医疗机构自主分配，可选A组/本医疗机构有报量/比本医疗机构有报量价格低的中选产品

资料来源：辽宁省药品及医用耗材集中采购网、国信证券经济研究所整理

器械集采跟踪：北京首批DRG付费联动带量采购征求意见

- 北京发起国内首次DRG付费联动带量采购，征求意见已结束。5月10日，北京市医保局发布《关于我市第一批DRG付费和带量采购政策联动采购方案征求意见的通知》，由北京市医疗机构组成DRG联动采购集团，6家三甲医院牵头，针对运动医学类、神经介入类、电生理类医用耗材制定了DRG付费和带量采购政策联动采购方案，采购周期1年，是国内首次DRG与带量采购联动的实践。
- 分组细致，一品一策制定降幅，谈判权归属医疗机构，控费有望更加合理。神经介入类弹簧圈采取带量联动方式，根据外省集采价格制定报价上限。运动医学类、神经介入类（除弹簧圈）、电生理类采取带量谈判方式，将产品分为49个谈判组，参考同组中所有产品历史采购价的中位值制定每组最高有效报价，参考临床使用实际、DRG付费分组特点、市场价格水平等因素，针对不同谈判分组分别制定谈判降幅（分为入门降幅和达标降幅），对应获得不同比例的需求量。另外，医疗机构替代医保局与企业议价，控费有望更加合理。
- 采购首年不因产品降价而降低病组支付标准，有望激发医疗机构控费积极性。方案表明，对于DRG联动采购涉及的主要DRG病组，在全市范围内推行实际付费，首年不因产品降价而降低病组支付标准，并根据产品是否参与DRG联动采购、谈判降幅和任务量完成情况，通过不同DRG结余比例奖励政策，与医疗机构共享结余，有望激发医疗机构控费积极性。

表：北京DRG付费联动带量采购涉及品种

耗材类别	品种名称	耗材类别	品种名称
电生理	房间隔穿刺鞘	电生理	电定位治疗导管
电生理	电生理导管鞘	电生理	磁定位治疗导管
电生理	房间隔穿刺针	电生理	冷冻治疗导管
电生理	体表定位参考电极	运动医学	带线错钉
电生理	灌注管路	神经介入	颅内支架
电生理	电定位诊断导管	神经介入	血流导向密网支架
电生理	磁定位诊断导管	神经介入	弹簧圈
电生理	心内超声导管		

资料来源：北京市医保局、国信证券经济研究所整理

表：北京市医疗机构DRG付费和带量采购政策联动采购方案

	神经介入类弹簧圈	运动医学类、神经介入类（除弹簧圈）、电生理类
采购方式	带量联动	带量谈判，“颅内支架-覆膜支架”只谈判不带量
报价上限	外省市带量采购中选产品：取外省市最低中选价；外省市带量采购非中选产品：取其他产品中选价格中位值	分为49个谈判组，参考同组中所有产品的历史采购价（产品2021年在北京各医疗机构的采购加权平均价）中位值，制定该谈判分组中所有产品的最高有效报价
采购需求量	医疗机构结合产品申报价、临床使用状况、医疗技术进步等因素，从参与企业中选择产品，并填报每个产品未来一年的采购需求量，填报总量不得低于2021年实际采购量的90%	
中选和分配	医疗机构采购需求量的90%作为意向采购量，申报企业针对医疗机构意向采购量，结合自身供应能力，进行供应意向确认，确认供应即为中选产品，并形成相应的分包任务量，若拒绝供应，对应意向采购量作为待分配量，由医疗机构重新分配给其他中选产品	参考临床使用实际、DRG付费分组特点、市场价格水平等因素，针对不同谈判分组制定谈判降幅（分入门降幅和达标降幅），报价降幅达到入门降幅则拟中选，达到入门降幅但小于达标降幅，获得自身采购需求量的60%，达到达标降幅获得自身采购需求量的90%。谈判失败产品需求量的90%和未达到达标降幅产品需求量的30%作为待分配需求量，由医疗机构二次分配，须选择同一谈判分组内降幅达到达标降幅的中选产品并全部分配完成

资料来源：北京市医保局、国信证券经济研究所整理

医疗服务跟踪：医院诊疗量已基本恢复/超过疫情前水平

■ 以天津市（华北）、重庆市（西南）、三明市（华南）为样本城市，最新（2023年3月/4月）诊疗量数据显示，门急诊方面，样本城市门急诊人次已恢复至疫情前水平，其中重庆市公立医院恢复明显，2023年4月门急诊人次较2019年同期增长11.79%；住院方面，重庆市、天津市医院出院人数较疫情前明显增长，三明市恢复相对较慢，2023年3月入院人次恢复至2019年同期的95.70%。

表：样本城市医疗机构诊疗服务情况

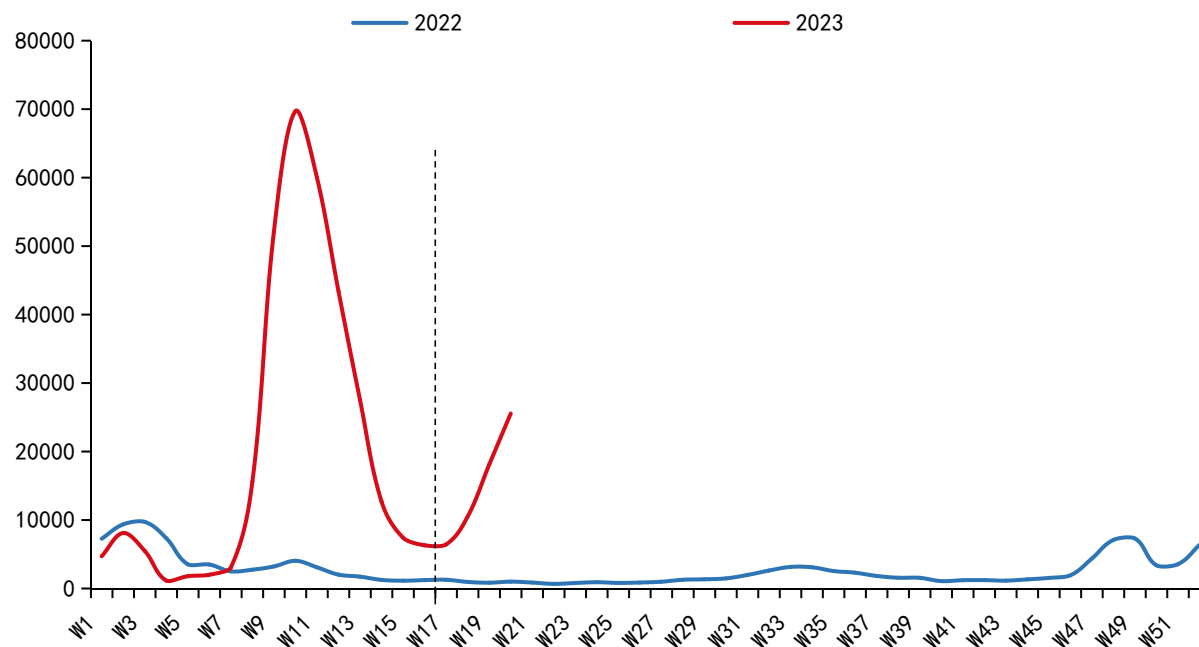
重庆市	2019年4月	2022年4月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	相较于2019年4月恢复程度
公立医院门急诊人次（万人次）	612.11	748.41	533.12	605	776.41	684.27	111.79%
同比增长		12.55%	-28.20%	-11.97%	-3.52%	-8.57%	
公立医院出院人数（万人次）	39.59	35.92	36.7	37.92	46.39	45.52	114.98%
同比增长		-4.70%	-8.10%	29.29%	17.56%	26.73%	
公立医院医疗收入（亿元）	60.06	66.89	65.04	70.18	79.5	74.74	124.44%
同比增长		-1.11%	-3.20%	21.82%	8.98%	11.74%	
天津市	2019年3月	2022年3月	2023年1月	2023年2月	2023年3月		相较于2019年3月恢复程度
医院门、急诊人次（万人次）	608.74	480.15	408.37	488.14	612.98		100.70%
同比增长		-16.04%	-3.40%	18.68%	27.66%		
医院出院人数（万人次）	14.30	13.79	12.94	15.09	18.77		131.26%
同比增长		-1.46%	14.26%	62.41%	36.13%		
基层医疗卫生机构门、急诊人次（万人次）	260.15	209.33	222.52	222.03	270.32		103.91%
同比增长		-9.89%	22.00%	29.44%	29.14%		
三明市	2019年3月	2022年3月	2023年1月	2023年2月	2023年3月		相较于2019年3月恢复程度
总医院医药总收入（亿元）	2.94	3.05	2.58	3.02	3.24		110.35%
同比增长		0.68%	-12.66%	26.39%	6.39%		
总医院入院人次（万人次）	2.79	2.39	2.28	2.40	2.67		95.70%
同比增长		-8.68%	-3.15%	10.86%	11.88%		
门急诊人次（万人次）	56.42	68.78	43.16	49.69	57.93		102.68%
同比增长		16.08%	-33.17%	0.01%	-15.78%		

资料来源：各城市官网，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

北京市法定传染病数据

- 根据北京市卫健委公布的2023年第21周（5月22日至5月28日）疫情周报，北京市共报告法定传染病16种30750例，其中报告病例数居前5位的病种依次为：新型冠状病毒感染、其它感染性腹泻病、流行性感冒、肺结核和梅毒，共占法定传染病报告发病数的99.0%。
- 北京新冠病毒感染的报告发病数已连续五周列于第一，第17至21周全市报告法定传染病依次为6438例、10508例、18081例、25544例、30750例。

图：2022-2023W21北京市16种法定传染病报告病例数



资料来源：北京市疾控，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

重点品种批签发

表：2021-2023M5 国内重点疫苗品种批签发批次数据

疫苗品种		企业名称	批签发批次					
			2021年	2022年	同比增速	2022M1-5	2023M1-5	同比增速
多联苗	百白破-Hib-IPV/五联苗	赛诺菲巴斯德	67	85	27%	47	44	-6%
	百白破-Hib/四联苗	康泰生物	42	31	-26%	11	9	-18%
HPV	2vHPV	GSK	10	6	-40%		3	
	2vHPV	万泰生物	163	288	77%	121	181	50%
	2vHPV	沃森生物		30		1	21	
	4vHPV	默沙东	39	59	51%	14	23	64%
	9vHPV	默沙东	43	65	51%	31	43	39%
肺炎	PCV13	辉瑞	59	1	-98%	1	2	100%
	PCV13	沃森生物	42	70	67%	27	21	-22%
	PCV13	康泰生物	3	37	1133%	12	3	-75%
	PPSV23	默沙东	7	4	-43%	3	3	
	PPSV23	科兴生物	10	7	-30%	6	1	-83%
	PPSV23	康泰生物	10	3	-70%		6	
	PPSV23	成都所	42	15	-64%		9	
	PPSV23	沃森生物	9	15	67%		9	
流感	四价流感	科兴生物	36	28	-22%	4	2	
	四价流感	华兰生物	96	91	-5%	24		
	四价流感	江苏金迪克	98	71	-28%			
	四价流感	上海所	41	38	-7%			
	四价流感	武汉所	5	32	540%			
	四价流感	长春所	46	31	-33%			
	四价流感	国光生物		25			2	
	三价流感	科兴生物	23	17	-26%			
	三价流感	大连雅立峰	20	31	55%			
	三价流感	国光生物	14	6	-57%	5		
	三价流感	华兰生物	4	12	200%			
	三价流感	上海所						
	三价流感	赛诺菲巴斯德	51	40	-22%			
	三价流感	长春所	8	5	-38%			
	鼻喷流感	长春百克	25	11	-56%			
	亚单位流感	中逸安科	6	3	-50%	2		
带状疱疹疫苗	重组带状疱疹疫苗	GSK	5	7	40%		3	
	带状疱疹减毒活疫苗	百克生物					6	
破伤风疫苗	吸附破伤风疫苗	欧林生物	43	54	26%	23	12	-48%
	吸附破伤风疫苗	武汉所	2		-100%			
轮状病毒疫苗	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero细胞）	默沙东	87	99	14%	51	38	-25%
	口服轮状病毒活疫苗	兰州所	102	89	-13%	48	40	-17%
狂犬病疫苗	人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	康华生物	63	106	68%	46	23	-50%

【 01 】 医药行业近期动态

【 02 】 医药行业数据跟踪

【 03 】 细分板块观点

【 04 】 近期重点报告回顾

■ **ASCO摘要发布，ADC数据亮眼。** ASCO年会摘要公布，国产创新药在此次ASCO年会上延续了近年来的良好表现，包括小分子、单抗、双抗、ADC、CAR-T等众多的药物形态均有优秀的数据披露，并且有接近20项研究入选口头报告。科伦博泰的TROP2-ADC（SKB264）在今年的ASCO会议上首次披露NSCLC中的数据，在EGFRmut NSCLC组（n=20）中（所有患者均为EGFR-TKI耐药，且有50%的患者至少接受过一种化疗方案），ORR=60%，DCR=100%，mPFS=11.1个月，表现十分优异。百利天恒的EGFR x HER3双抗ADC（BL-B01D1）在EGFRmut NSCLC患者（n=34）中，ORR=61.8%，DCR=91.2%；在EGFRwt NSCLC患者（n=42）中，ORR=40.5%，DCR=95.2%。

表：创新药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 23/5/31	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600276	恒瑞医药	45.55	2,906	0.61	0.75	0.90	1.09	74.4	61.1	50.5	41.6	9.4%	2.9	买入
688331	荣昌生物	62.23	279	-1.84	-1.36	-0.77	0.27	-	-	-	-	-	-	增持
2162.HK	康诺亚-B	40.75	114	-1.10	-1.25	-2.47	-1.72	-	-	-	-	-	-	买入
9926.HK	康方生物	34.90	294	-1.39	2.35	-0.31	0.76	-	-	-	-	-	-	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：港股股价、市值单位为港元。

生物制品：卫光生物实控人拟变更为国药集团



- 血制品：6月2日，卫光生物公告披露，公司实控人光明国资局与中国生物拟设立合资公司，光明国资局持有合资公司49%股权，中国生物持有合资公司51%股权。合资公司设立后，光明国资局向合资公司无偿划转公司35.25%股权，本次无偿划转将导致中国生物成为公司的间接控股股东，国药集团成为公司的实控人。另一方面，中国生物将向拟设立的合资公司无偿划转天坛生物5.96%的股权。血制品行业资源品属性强、规模优势大，近年来也产生了多项并购整合，预计未来行业将持续向头部企业集中。
- 疫苗：从收入结构来看，新冠疫苗整体需求下降，常规品种维持快速增长。2022年疫情对常规疫苗产品的准入、推广、销售等各个环节均造成了一定的负面影响，在2022Q1新冠疫苗高基数的情况下，凭借常规疫苗的放量，2023Q1行业营收保持了两位数增长，利润端下滑同比缩窄，我们预计疫苗行业全年的经营情况将逐步改善。

表：生物制品重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 23/5/31	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300601	康泰生物	27.79	310	-0.12	1.01	1.40	1.77	-	28	20	16	-	0.85	买入
300122	智飞生物	70.29	1125	4.71	5.93	7.07	7.78	19	12	10	9	31	0.82	买入
600161	天坛生物	27.90	460	0.53	0.61	0.74	0.89	52.2	45.4	37.5	31.2	10.1%	2.4	买入
002007	华兰生物	22.53	411	0.59	0.79	0.95	1.11	38.2	28.4	23.7	20.2	9.5%	1.2	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

- **CX0行情回顾：整体呈现回调。**2023年05月01日至05月31日，CX0继续回调。除圣诺生物（17.43%）、博济医药（13.91%）、诺泰生物（6.65%）、凯莱英（4.23%）、百花医药（2.34%）有所上涨外，大部分标的呈现回调态势，皓元医药（-42.94%）、美迪西（-38.04%）、阳光诺和（-36.24%）、泰格医药（-11.17%）、博腾股份（-10.40%）、九洲药业（-9.14%）、昭衍新药（-8.63%）、成都先导（-7.21%）、药石科技（-6.89%）、康龙化成（-5.84%）跌幅居前。5月22日晚，诺泰生物发布公告：子公司杭州澳赛诺生物与某欧洲药企签订了主服务及供货合同（为客户提供cGMP高级医药中间体），合同累计金额为1.021亿美元（约合人民币7.2亿），引发次日股价积极表现（+12.98%）。
- **原料药行情回顾：板块下跌4.6%。**2023年05月01日至05月31日，原料药板块下跌4.6%，跑输医药生物板块整体（-2.5%）。除海翔药业（20.75%）、赛托生物（8.44%）、新诺威（6.89%）、威尔药业（6.84%）、亿帆医药（4.59%）、凯莱英（4.23%）、山河药辅（2.75%）、奥锐特（0.42%）有所上涨外，主要标的大部分呈现下跌，新华制药（-13.77%）、美诺华（-13.24%）、新和成（-11.54%）、键凯科技（-10.51%）、博腾股份（-10.40%）、金达威（-10.31%）、普洛药业（-10.26%）、九洲药业（-9.14%）、冠福股份（-8.95%）跌幅居前。

表：CX0及原料药板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 23/05/31	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300347	泰格医药	80.80	705	2.30	2.91	3.69	4.66	35.1	27.8	21.9	17.4	10.6	1.0	买入
603259	药明康德	65.00	1929	2.97	3.31	4.16	5.24	21.9	19.7	15.6	12.4	20.7	0.9	买入
300759	康龙化成	46.10	549	1.15	1.81	2.44	3.20	40.0	25.5	18.9	14.4	13.3	0.6	买入
300725	药石科技	52.03	104	1.57	2.02	2.71	3.64	33.1	25.8	19.2	14.3	12.4	0.8	买入
300363	博腾股份	30.76	168	3.67	1.82	1.94	2.37	8.4	16.9	15.9	13.0	40.2	(1.2)	无评级
603456	九洲药业	29.13	262	1.02	1.38	1.80	2.34	28.5	21.2	16.2	12.5	18.7	0.7	无评级
2269.HK	药明生物	40.05	1694	1.05	1.26	1.65	2.16	38.3	31.8	24.3	18.5	13.1	1.2	买入
603127	昭衍新药	45.22	242	2.01	2.14	2.57	3.08	22.5	21.2	17.6	14.7	14.0	1.4	买入
000739	普洛药业	18.55	219	0.84	1.04	1.32	1.59	22.1	17.8	14.1	11.7	18.7	0.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测； 注：港股股价、市值单位为港元。

注：除昭衍新药、普洛药业外，其余均为wind一致预测

中药：山东互联网中药（材）交易中心发布《中药饮片联合采购拟中选企业名单公示》



- **行情回顾：**2023年05月01日至05月31日，中药板块上涨3.9%，跑赢医药生物板块整体（-2.5%）。太极集团（33.16%）、达仁堂（27.13%）、马应龙（18.31%）、昆药集团（17.57%）、健民集团（14.69%）、华神科技（13.16%）、片仔癀（11.87%）、ST康美（10.85%）、华润三九（10.81%）涨幅领先，*ST紫鑫（-61.90%）、*ST太安（-32.58%）、特一药业（-30.13%）、众生药业（-14.68%）、中国中药（-11.92%）、以岭药业（-8.96%）、贵州三力（-7.67%）、云南白药（-7.46%）、上海凯宝（-6.97%）跌幅居前。
- **事件：**2023年5月1日，山东互联网中药（材）交易中心发布《中药饮片联合采购拟中选企业名单公示》，由三明牵头、山东组织的首个多省联盟中药饮片采购公布结果。
- **国信医药观点：**本次联采亮点体现在多个方面：
 - ✓ 范围最广：联盟地区包括除港澳台、湖南和福建省外的29个省（市、自治区）和新疆生产建设兵团，由湖北省牵头，基本实现全国覆盖。
 - ✓ 价格联动：联动其他中成药集采。申报价不高于基准价格和省级、省际联盟集中带量采购中选价格的，为有效报价。
 - ✓ 中选规则：采取综合评分由高到低排序的方式确认中选，其中综合得分=价格竞争得分×60%+技术评价得分×40%。其中，药材品质（加分项）、供应保障（倒扣分项目），有望引导企业更加关注中药材质量。
- **投资建议：**持续关注三类中药企业：
 - ✓ 中药创新药布局领先企业；
 - ✓ 兼具口碑与疗效的品牌OTC企业；
 - ✓ 资源端布局领先企业。

表：中药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 23/05/31	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
0570.HK	中国中药	3.72	190	0.15	0.19	0.32	0.43	22.1	17.9	10.5	7.8	3.8	0.4	买入
000999	华润三九	65.32	646	2.48	2.83	3.30	3.80	26.4	23.1	19.8	17.2	15.2	1.5	买入
002603	以岭药业	28.65	479	1.41	1.50	1.73	1.98	20.3	19.1	16.6	14.5	23.6	1.6	买入
300026	红日药业	6.38	192	0.21	0.25	0.32		30.7	25.5	19.9		7.8		增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：港股股价、市值单位为港元；

医疗服务：诊疗量恢复趋势明确，龙头企业行稳致远

■ 医疗服务子行业重点公司：

- ✓ **爱尔眼科**：公司于5月底召开股东大会，会上表示会深入实施“三年倍增”计划，即在三年内实现服务能力、管理能力和经营能力的倍增。同时背靠同城医院的技术支持，首期发展1000家眼视光诊所。未来也将通过“新建+并购”的方式逐步扩大在欧洲的医疗网络布局。
- ✓ **普瑞眼科**：5月7日，普瑞眼科在武汉设立的第二家旗舰眼科医院——湖北普瑞眼科医院正式开业，“全国连锁化+同城一体化”迈出新的步伐。湖北普瑞为三级眼科专科医院，总投资上亿，建筑面积近1.5万平方米，拥有100张床位，囊括全生命周期眼健康综合管理与眼科疾病诊疗体系，在产品、服务上全面升级。
- ✓ **锦欣生殖**：5月初与华大基因正式签订合作协议并完成分子实验室揭幕仪式。锦欣西囡和锦欣妇儿实现全面融合，分别升级为四川锦欣西囡妇女儿童医院毕昇院区区和静秀院区，将从横向拓宽和纵向延伸两个维度，提供更加多元化的医疗服务项目，让每一位试管妈妈享有备孕、怀孕、产检、分娩以及产后一体化全生命周期服务。
- ✓ **海吉亚医疗**：公司公告以2.68亿收购宜兴市第四人民医院89.2%股权，以291万收购药房89.2%股权。标的医院前身为宜兴市第四人民医院，始建于1951年，是一家有70多年历史积淀的二甲综合医院，提供不限于外科、肛肠科、骨科、消化内科及妇科在内的医疗服务，注册床位369张。该医院2021/22年收入为1.81/1.74亿，税后净利润为-300/478万，22年底资产净值为1490万。以22年营收计算，收购估值PS为1.73X，22年净利率为2.74%，纳入集团后盈利能力提升空间大。此外，5月内，单县海吉亚医院二期肿瘤康复楼于正式投入使用，病房楼已全部完工，处于投用前的最后冲刺阶段；开远解化医院住院综合楼项目取得了建设工程规划许可证；无锡海吉亚医院建设项目的后勤康复楼已开始屋面层施工，住院楼开始2层结构施工，门诊楼开始地下室墙柱顶板施工。

表：医疗服务重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		23/05/31	亿元/港元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300015	爱尔眼科	26.80	1,923	0.36	0.48	0.63	0.81	73.4	55.8	42.5	33.1	15.1%	1.7	买入
301267	华厦眼科	71.62	401	1.00	1.21	1.56	2.01	71.6	59.3	45.8	35.7	10.0%	1.8	无评级
301239	普瑞眼科	120.25	180	0.16	1.47	1.65	2.32	751.6	81.6	72.7	51.9	1.0%	3.2	无评级
600763	通策医疗	105.75	339	1.71	2.30	2.96	3.72	61.8	46.0	35.7	28.5	16.6%	1.6	无评级
000516	国际医学	9.62	219	(0.52)	0.01	0.11	0.24	-18.5	1551.6	84.7	40.8	-27.7%	3.0	无评级
1951.HK	锦欣生殖	4.05	110	0.04	0.13	0.17	0.21	82.0	27.4	22.0	17.2	1.4%	0.4	买入
6078.HK	海吉亚医疗	46.05	291	0.75	1.17	1.54	1.96	55.0	35.3	27.0	21.2	9.7%	0.6	无评级
2273.HK	固生堂	46.80	113	0.76	1.03	1.37	1.79	55.4	40.8	30.9	23.6	10.7%	1.2	买入
6639.HK	瑞尔集团	7.58	44	-1.03	-0.05	0.18	0.29	-6.6	-151.5	38.7	23.7	-44.8%	-	无评级
2219.HK	朝聚眼科	4.44	31	0.27	0.32	0.39	0.47	15.1	12.6	10.2	8.4	8.3%	0.6	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测；注：港股股价、市值单位为港元。

注：除爱尔眼科、固生堂、锦欣生殖外，其余均为wind一致预测；瑞尔集团以财年计算（此处22A为2021.3.31-2022.3.31）

医疗器械：关注平台化、集采风险出清、具备消费属性的龙头

■ 医疗器械子行业重点公司：

- ✓ **迈瑞医疗**：2023年CACLP年会上，迈瑞医疗与诺唯赞生物签署战略合作协议，双方将携手打造感染筛查及呼吸道病原体检测的整体自动化解决方案，真正实现血常规、炎症、呼吸道全套餐“一管血”检测。
- ✓ **爱博医疗**：VisionChina2023普诺瞳卫星会上，公司发布“普诺瞳离焦镜真实世界研究数据”，真实世界研究起始于2022年5月，在全国20个省级地区，50余家中心持续进行中，现阶段入组超1500例。戴镜6个月，普诺瞳®离焦镜BCMD组，眼轴长度变化均值0.13mm，等效球镜度变化量均值-0.20D；SV组，眼轴长度变化量均值0.23mm，等效球镜度变化量均值-0.34D。润晰®硬性接触镜润滑液已于5月获批上市，标志着普诺瞳®硬镜护理系列产品覆盖了专业硬镜护理的各个环节。此次上市也意味着爱博诺德成为国内唯一掌握硬性接触镜原材料合成技术，光学设计，加工工艺及全线配套护理产品技术的生产厂家。
- ✓ **新产业**：公司的生物参考检测实验室正式获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）颁发的认可证书，标志着新产业在参考测量系统建立，临床检测量值溯源与结果可靠性保证方面更上一层楼。
- ✓ **春立医疗**：金属带锁髓内钉系统、髋关节假体-翻修骨水泥股骨柄于近期获批上市。5月中旬，春立医疗在北京大学中关村会议中心携手北京大学王启宁教授团队成功召开“康复机器人+”项目启动会，以康复机器人为核心，结合智能可穿戴设备、物理因子治疗设备等，系统地进行患者术前术后神经-肌骨-心肺的全面评估与康复，推进“加速康复外科”理念落地。5月中“3D打印膝关节截骨导板”、“3D打印髋关节截骨导板”、“3D打印脊柱截骨导板”、“3D打印四肢小关节截骨导板”等陆续获批，丰富公司3D打印产品线。
- ✓ **联影医疗**：2022年营收92.38亿元（+27.36%），归母净利润16.56亿元（+16.86%），研发投入高达14.66亿元（+39.89%），共10款产品获批NMPA注册：包含行业首款人体全身磁共振uMRJupiter5T，行业首款最高时间分辨率全芯无极数字PET/CTuMIPannoroma，智慧仿生微创介入手术系统uAngio960；共39款产品获批CE；37款产品获批FDA；在27个国家和地区新获当地产品注册，涉及42款产品。海外营收持续高增长达110.83%，海外收入占比由7.15%提升至11.94%，疫情扰动下国际化持续快速推进。
- ✓ **华大智造**：2022年营收42.31亿元（+7.69%），归母净利润20.26亿元（+319.04%），基因测序业务快速增长、海外商业化持续推进。DNBSEQ-T20×2已于今年2月发布，年生产力可达5万例人全基因组测序，可将单个人全基因组测序成本降低至100美元以内。Illumina诉讼和解，今年有望打开欧美市场远期成长空间。

表：医疗器械重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 23/05/31	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300760	迈瑞医疗	300.58	3,644	7.94	9.60	11.56	13.88	37.9	31.3	26.0	21.7	30.0%	1.5	买入
688050	爱博医疗	207.00	218	2.21	3.12	4.18	5.49	93.7	66.3	49.5	37.7	12.5%	1.9	增持
688161	威高骨科	47.18	189	1.36	1.49	1.89	2.35	34.7	31.7	25.0	20.1	11.2%	1.6	增持
688236	春立医疗	31.88	105	0.80	0.92	1.16	1.47	39.9	34.7	27.5	21.7	11.3%	1.5	买入
1789.HK	爱康医疗	6.97	78	0.18	0.24	0.31	0.42	34.4	26.3	20.0	15.1	9.1%	0.8	买入
300832	新产业	59.91	471	1.69	2.11	2.75	3.53	35.4	28.4	21.8	17.0	20.8%	1.0	买入
603658	安图生物	56.79	333	2.00	2.45	3.07	3.80	28.4	23.2	18.5	14.9	15.0%	1.0	无评级
300463	迈克生物	16.34	100	1.17	0.98	1.22	1.52	13.9	16.6	13.3	10.7	11.2%	1.8	买入
300482	万孚生物	30.08	134	2.71	1.32	1.68	2.12	11.1	22.7	17.9	14.2	27.6%	0.9	无评级
688271	联影医疗	135.63	1118	1.96	2.16	2.79	3.51	67.5	53.2	42.4	35.4	14.5%	2.8	增持
688114	华大智造	87.37	363	4.89	0.64	0.78	0.94	17.9	136.5	112.0	92.9	30.2%	0.8	增持
688016	心脉医疗	159.65	115	4.96	6.47	8.47	11.04	32.2	24.7	18.9	14.5	22.2%	1.1	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测
注：迈克生物、安图生物、万孚生物为Wind一致预期

港股：持续回调，已进入价值区间

- **威高股份 (1066.HK)**：22年实现营收136.19亿（+3.6%），归母纯利27.23亿（+21.3%），扣除特殊项目后的归母纯利同比增长为13.9%。五大业务线表现有所差异，医疗器械（临床护理为主）同比增长5.6%，骨科同比下降14%，介入同比增长9.3%，药品包装同比增长3.2%，血液管理同比增长12.4%。去年各地散发疫情影响医院诊疗，同时骨科集采陆续落地，对于收入端增长产生显著影响，利润端仍保持稳健增长。
- **康基医疗**：公司主营微创手术器械及配件（MISIA），主要产品包括一次性产品（一次性套管穿刺器、高分子结扎夹、一次性电凝钳、一次性超声刀等）及重复性产品（4K内窥镜摄像系统等）。2021年公司营收中，一次性产品占88%、重复性产品占12%；分地区看，国内销售占93%、国外销售占7%，海外销售增长较快、同比增速达36%。公司未来通过扩展团队、增加产品注册、进一步多元化出口产品组合及增加分销商，预计营收有望逐年增长。
- **康方生物**：公司基于自有平台快速推进创新分子的研发，拥有丰富的潜在同类首创/同类最佳分子，几大核心资产均进入收获期：卡度尼利（PD-1xCTLA-4）已经获批上市，商业化销售快速放量；AK112（PD-1xVEGF）迅速推进肺癌的注册性临床，并有望在23年读出首个中国3期数据，并且在美国开展3期临床试验。
- **康诺亚**：由于核心产品CM310（IL4Ra单抗）的首发适应症（成人特应性皮炎）的报产时间推迟，公司股价有较大幅度的回调。我们认为，公司只需继续延长3期临床的随访时间至52周，无需新入组患者，预计仍可在年底左右报产，成为首个获批上市的国产IL4Ra单抗，对于IL4Ra单抗的竞争格局并无显著影响。CMG901（CLDN18.2-ADC）的全球权益授权AZ，研发进度同靶点领先，有望成为FIC/BIC分子。公司在研管线的分子均具备差异化设计和BIC潜力，并且临床推进速度在同靶点中处于领先地位。

表：港股重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司	股价 2023/05/31	总市值 亿港币	EPS				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
2162.HK	康诺亚-B	40.75	114	-1.10	-1.25	-2.47	-1.72	-	-	-	-	-	-	买入
9926.HK	康方生物	34.90	294	-1.39	2.35	-0.31	0.76	-	-	-	-	-	-	买入
1066.HK	威高股份	11.49	529	0.60	0.69	0.80	0.94	17.4	15.1	12.9	11.0	12.6%	0.9	买入
9997.HK	康基医疗	8.50	103	0.39	0.50	0.63	0.78	21.8	17.0	13.5	10.90	14.4%	0.9	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测。注：港股股价、市值单位为港元。

- [01] 医药行业近期动态
- [02] 医药行业数据跟踪
- [03] 细分板块观点
- [04] 近期重点报告回顾

- **常规疫苗业务增速恢复：**Merck/GSK/Sanofi/Pfizer疫苗业务（剔除新冠疫苗）2022年分别实现营收107亿美元/78.73亿美元/72.29亿英镑/69.59亿欧元，同比分别+10%/+16%/+14%/+19%，回顾2020和2021年各企业营收增速分别为-1%/-2%/+4%/-1%以及+23%/-3%/+6%/-9%，只有Merck在2021年依靠HPV疫苗在新兴市场放量营收增速较快，四巨头常规疫苗业务回暖，新冠疫情扰动逐步消除。
- **新冠疫苗商业化转型：**四巨头中仅Pfizer取得实质性商业化（GSK在2021年有部分佐剂收入，Sanofi重组新冠疫苗VidPrevtyn Beta于2023Q1取得约1.7亿欧元采购预付款），美国市场2023年逐步消化库存，预计2024年正式转为自费市场，短期渗透率~25%，长期布局流感-新冠联苗，预计渗透率将达到30%~40%。
- **重点品种1-4月批签发：**国内四联苗/五联苗、HPV疫苗等大品种批签发有所改善，预计由于上年同期国内疫情影响批签发进度导致基数较低；PCV13批签发数同比有所下滑，预计为企业排产和批签发节奏影响；PPSV23、水痘疫苗等传统品种批签发数同比下滑，预计由于供需关系及产品结构变化等影响；流感疫苗方面，2023年WHO推荐组分有所变化，预计今年流感季首次批签发将略晚于上年同期。
- ✓ **多联苗：**2023M1-4 康泰生物百白破-Hib/四联苗实现批签发8批次（+33%），上年同期为6批次；赛诺菲巴斯德百白破-Hib-IPV/五联苗实现批签发44批次（+26%），上年同期为35批次。
- ✓ **HPV疫苗：**1）2价HPV疫苗：2023M1-4 万泰生物形成批签发173批次（+59%），GSK批签发3批次，沃森生物批签发19批次；2）2023M1-4 默沙东4价HPV疫苗批签发20批次（+122%）；9价HPV疫苗批签发40批次（+43%）。
- ✓ **PCV13：**2023M1-4 Pfizer批签发2批次，预计由于2021年沛儿13再注册时间节点，出于备货考虑批签发大增，目前以存货消耗为主；沃森生物批签发19批次（-14%）；康泰生物批签发3批次（-75%）。
- **投资建议：**从收入结构来看，新冠疫苗整体需求下降，常规品种维持快速增长。2022年疫情对常规疫苗产品的准入、推广、销售等各个环节均造成了一定的负面影响，在2022Q1新冠疫苗高基数的情况下，凭借常规疫苗的放量，2023Q1行业营收保持了两位数增长，利润端下滑同比缩窄，我们预计疫苗行业全年的经营情况将逐步改善。建议关注：康泰生物、康希诺等。
- **风险提示：**全球疫情发生重大变化的风险；批签发量波动以及批签发进度不及预期的风险；市场竞争加剧的风险等。

- 事件：美国时间2023年5月25日，美国临床肿瘤学会（ASCO）年会摘要部分公布，众多创新药产品将在会上发布临床成果。
- 点评：
 - ✓ 1) 国产创新药百花齐放：国产创新药在此次ASCO年会上延续了近年来的良好表现，包括小分子、单抗、双抗、ADC、CAR-T等众多的药物形态均有优秀的数据披露，并且有接近20项研究入选口头报告。
 - ✓ 2) 关注潜在的FIC/BIC分子：科伦博泰的SKB264（TROP2-ADC）披露NSCLC数据，在EGFRmut NSCLC患者中的ORR、PFS数据优异；百利天恒的BL-B01D1（EGFRxHER3双抗ADC）同样在NSCLC中取得了优秀的早期数据；康方生物的AK112、君实生物的BTLA单抗、首药控股的三代ALK抑制剂、迪哲医药的舒沃替尼等具备FIC/BIC潜力的分子均在此次会议上有数据读出。
 - ✓ 3) 投资建议：ASCO年会是世界上学术水平最高的肿瘤学术会议，每年会有很多重要的临床结果在ASCO年会上发布，重磅品种的数据读出往往会成为公司重要的催化剂。建议关注具备差异化、全球化创新能力的优质公司：科伦药业/科伦博泰（拟上市）、康方生物、荣昌生物、信达生物、恒瑞医药、百济神州等。
 - ✓ 4) 风险提示：研发进度不及预期的风险、临床数据不及预期的风险、海外监管风险、地缘政治风险。

- **2023 年一季度业绩高增长，毛利率拐点已现。**2022 年公司收入 14.2 亿元（+24.4%），归母净利润 4 亿元（+29.7%），从单季度看，22Q4 收入 3.5 亿元（+11%），归母净利润 0.75 亿元（+1.2%），主要因 12 月疫情新政对交付有一定影响。23Q1 公司收入 3.7 亿元（+29.2%），归母净利润 1.1 亿元（+61.7%），业绩实现高增长。从毛利率看，22 年和 23Q1 毛利率分别为 43%（-1.9pp）和 43.4%（+3.3pp），随着大亚湾基地产能利用率提升和规模效应，毛利率拐点已现，预计后续毛利率稳中有升。从费用率看，22 年四费率 10.5%（-2.6pp），其中管理费用率增加 1.5pp，财务费用率下降 4.2pp，23Q1 四费率 11.5%（-1.6pp），主要是汇率导致财务费用率的下降。
- **医疗业务高增长，家用呼吸机组件和人工耳蜗组件领涨。**分行业看，2022 年医疗业务 12.4 亿元（+31.6%），非医疗业务 1.7 亿元（-10.7%）。分产品看，22 年家用呼吸机组件收入 10.6 亿元（+38.7%），人工植入耳蜗组件收入 1 亿元（+56.6%），两者为公司 2022 年的增长驱动力，随着下游核心客户 A 和客户 B 疫后复苏以及公司份额提升，未来增长可期；其他医疗产品组件收入 0.8 亿元（-22.5%），主要因 Ellume 新冠检测订单减少；家用及消费电子组件收入 0.77 亿元（-7.4%），主要因 2022 年手机业务下游不景气所致；精密模具及自动化设备收入 0.8 亿元（-23.2%）。分区域看，22 年境外收入 13.2 亿元（+30.6%），占比 93.5%，境内业务 0.9 亿元（-26.1%）。
- **新客户不断突破，平台化延伸可期。**一方面，公司通过与瑞思迈深度合作，随着瑞思迈产能释放和公司在瑞思迈供应体系中占比提升，公司订单充足，叠加惠州基地投产带来的产能保障，公司家用呼吸机组件的业务收入作为基本盘有望保持高增长且具备弹性。另一方面，公司凭借核心技术延伸到其他客户，在其他医疗器械组件业务，已拓展强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞、Kardium、Nanosonics 等，在家用及消费电子组件业务，已切入飞利浦、YETI、Rosti、SKG 等国际国内知名品牌的供应体系，公司平台化能力突出，新业务和新客户有望增加弹性。
- **风险提示：**大客户依赖风险、汇率波动风险、人才流失、新业务延伸不及预期。
- **投资建议：**预计 2023-2025 年归母净利润 5.2、6.8、9 亿元，分别同比增长 29.7%、30.9%、31.9%，对应 PE 分别为 30、23、18 倍，参考可比公司，给予 2023 年 35-40 倍 PE 估值，对应股价 44.7-51.1 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **2022营收端受制于新冠需求减弱，利润端获益于诉讼和解。**2022年总营收42.31亿元（+7.69%），归母净利润20.26亿元（+319.04%），扣非归母净利润2.64亿元（-46.43%），经营性现金流14.21亿（+32.43%），其中四季度单季营收9.41亿元（-13.03%），归母净利润0.04亿元（-81.22%）。营收端增速放缓主要系新冠自动化设备采购减少所致。利润端增长获益于与illumina诉讼和解3.25亿美元赔偿。
- **研发投入强度进一步提升，重磅产品陆续上市。**2022年研发费用8.14亿元（+33.88%），收入占比达到19.25%，研发费用率较2021年15.48%显著提升3.76pp，研发投入强度已接近全球MNC企业水平（15-25%）。持续高强度的研发投入已陆续进入收获期：1）基因测序仪业务：推出全球同等通量测序仪中速度最快机型之一的小型化双载片测序平台DNBSEQ-G99。今年2月发布超高通量测序仪DNBSEQ-T20×2，将单人全基因组测序成本降至100美元以下；2）实验室自动化业务板块：发布MGISPSmart8实验室自动化移液机器人、基于数字微流控技术的自动化建库平台DNBelab-D4；3）新业务板块：升级智能高效的新型生物样本资源库MGICLab-LT系列、推出掌上无线彩色多普勒超声诊断仪。
- **2023Q1新冠效应出清，业绩暂时承压。**2023年一季度总营收6.19亿元（-49.25%），归母净利润-1.50亿（-143.78%），扣非净利润-1.65亿（-149.67%），经营性现金流-4.52亿（-493.91%），业绩下滑主要系新冠相关实验室自动化设备采购需求降低、研发持续高投入所致。2023Q1研发费用达2.19亿元（+40.1%），研发费用率高达35.35%（+16.1pp）。
- **诉讼和解打开海外远期成长空间。**公司于2022年与illumina达成专利诉讼和解，基因测序仪开启欧美成熟市场商业化。公司基因测序仪全球新增装机总数超600台，海外新增装机总数超130台，根据灼识咨询，全球基因测序仪及耗材22年市场规模约48亿美元，公司全球对应实现基因测序业务收入约17.6亿元，市占率约5.2%；国内基因测序仪及耗材22年市场规模约44亿元，公司市占率约26.1%，海外市场成长空间广阔。
- **风险提示：**海外业务拓展不及预期；专利诉讼风险；市场同质化竞争加剧等
- **投资建议：维持“增持”评级。**公司为全球唯二能够自主研发并量产从Gb级至Tb级低中高不同通量的临床级基因测序仪企业之一，诉讼和解打开远期成长空间。考虑到新冠相关自动化设备采购需求下降，下调23-24年盈利预测、新增25年盈利预测，预计未来三年归母净利润2.66/3.22/3.89亿元，原23-24年预测为7.11/9.11亿元，同比增速-86.9/21.1/20.9%；对应当前股价对应PE=127/105/87x。维持“增持”评级。



- **2022年营收端快速增长，核心产品加速商业化。**2022年总营收8.97亿元（+30.95%），归母净利润3.57亿元（+12.99%），扣非归母净利润3.24亿元（+12.25%），毛利率75.18%（-2.87pp），研发支出1.72亿元（+39.84%）、营收占比达19.22%。主动脉覆膜支架Castor、腹主动脉覆膜支架Minos及药物球囊扩张导管Reewarm PTX均实现快速入院商业化。
- **2023Q1疫情扰动，营收及利润端承压。**2023一季度营收2.86亿元（+10.75%），归母净利润1.25亿元（+1.1%），扣非归母净利润1.2亿元（+1.58%），毛利率75.73%（-2.09pp），净利率43.26%（-4.06pp）。销售费用率8.78%（+0.98pp），研发费用率12.68%（-0.62pp），管理费用率4.62%（+0.6pp）。业绩增速放缓主要系疫情及春节因素影响。医院1月手术量显著减少，公司经销商春节前备货降低，致公司1月销售收入大幅低于去年同期。但医院逐月恢复正常运转，2月医院手术量开始回升，3月份手术量全面恢复，与之对应公司5款创新立品植入量在3月份均创月度历史新高。2023年1-3月，Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统植入量同比增长24.32%，Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统植入量同比增长45.51%，Reewarm PTX 药物球囊扩张导管同比增长62.54%。
- **2022年持续加大研发投入，在研管线持续兑现。**2022年研发费用支出同比增长39.84%，营收占比达19.22%，持续加大研发投入。主动脉、外周动脉、外周静脉、肿瘤介入均实现研发进展。新品分支型术中支架Fontus、Tallos直管型胸主动脉覆膜支架商业化快速，覆盖超过100家。外周血管产品逐步丰富、组合优势将逐步凸显。
- **风险提示：**集采降价超出预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险。
- **投资建议：**维持“增持”评级。略微下调23-24年盈利预测、新增25年盈利预测，预计未来三年营收12.1/16.2/21.24亿元，同比增长34.9%/33.9%/31.1%，原23-24预测为12.37/16.22亿元；归母净利润4.65/6.1/7.95亿元，同比增长30.4%/31%/30.3%，原23-24预测为5.26/6.85亿元。对应PE=26/20/15x。

- **2022营收端稳健增长，利润端增速略放缓。**2022年营收92.38亿元（+27.36%），归母净利润16.56亿元（+16.86%），扣非归母净利润13.28亿元（+13.91%），毛利率48.37%（-1.05pp），净利率17.86%（-1.49pp）。销售费用率14.37%（+0.18pp），研发费用率14.14%（+0.79pp），管理费用率4.66%（+0.26pp）。利润端增速放缓主要系研发高支出及全球疫情供应链问题外购原材料价格波动所致。
- **2022主营产品持续快速增长，产品组合优势逐步凸显。**从营收结构看设备产品受益于公司不断加大研发投入，各业务线均保持双位数增长。2022年CT/MR/MI/XR/RT收入分别同比增长10.26%/35.33%/47.23%/15.95%/80.62%，其中MI、MR及RT业务线的同比增速均超30%。维修服务收入同比增长70.44%，主要获益于公司装机量不断累加使得服务收入呈高速增长趋势，产品组合效应优势逐步凸显。
- **2023Q1营收端快速增长，研发费用率继续提升。**2023一季度营收22.13亿元（+33.42%），归母净利润3.3亿元（+7.68%），扣非归母净利润2.77亿元（+3.14%），毛利率50.26%（+0.73pp），净利率14.71%（-3.48pp），销售费用率15.11%（+0.08pp），研发费用率18.64%（+5.05pp），管理费用率5.24%（+0.43pp）。
- **持续维持高研发投入，多款重磅产品推出。**公司2022年研发投入高达14.66亿元，同比增长39.89%，研发投入占比达15.87%，研发人员占比达42.29%。公司2022年共10款产品获批NMPA注册：包含行业首款人体全身磁共振uMR Jupiter 5T，行业首款最高时间分辨率全芯无极数字PET/CT uMI Pannoroma，智慧仿生微创介入手术系统uAngio 960；共39款产品获批CE；37款产品获批FDA；在27个国家和地区新获当地产品注册，涉及42款产品。
- **海外营收持续高增长，营收占比持续提升。**2022年境内收入79.46亿元（+26.32%），境外收入10.78亿元（+110.83%），海外收入占比由7.15%提升至11.94%，疫情扰动下国际化持续快速推进。
- **风险提示：**汇率波动的风险；研发进度不及预期的风险；外购部件受国际贸易摩擦供应不及预期的风险；海外业务经营的风险。
- **投资建议：**维持“增持”评级。略微下调23-24年盈利预测、新增25年盈利预测。预计未来三年营收117.88/149.10/184.19亿元（增速27.6%/26.5%/23.5%），原23-24年预测为116.92/147.70亿元，归母净利润20.99/26.39/31.57亿元（增速26.7%/25.7%/19.6%），原23-24年预测为22.97/28.91亿元。当前股价对应PE分别为57/45/38x倍，维持“增持”评级。

国信证券医药行业近期研究报告一览



报告日期	报告标题	报告栏目	报告类型
2023-05-29	医药行业重大学术会议点评-2023 ASCO年会国产创新药数据整理	行业研究	行业快评
2023-05-29	医药生物周报（23年第21周）-疫情相关公司产能扩张及经营拐点跟踪分析	行业研究	行业周报
2023-05-28	疫苗行业月度专题&4月批签发数据跟踪：海外疫苗龙头22年报&23一季报总结	行业研究	行业专题
2023-05-22	医药生物周报（23年第20周）-诊疗复苏正当时，样本城市医院诊疗量已基本恢复/超过疫情前水平	行业研究	行业周报
2023-05-22	楚天科技（300358.SZ）--22年报及23年一季报点评-收入端增长良好，新产品开拓取得突破	公司研究	财报点评
2023-05-19	东富龙（300171.SZ）--22年报及23年一季报点评-营收保持稳定增长，注射剂业务优势持续	公司研究	财报点评
2023-05-19	美好医疗（301363.SZ）-基本盘业务稳健增长，平台化延伸可期	公司研究	财报点评
2023-05-15	医药生物周报（23年第19周）-北京发布DRG联动耗材带采征求意见稿，医学影像专科龙头递交招股书	行业研究	行业周报
2023-05-09	医药生物行业2022年报&2023一季报总结：创新+改革，迎接高质量发展新周期	行业研究	行业投资策略
2023-05-09	医药生物行业2023年5月投资策略：行业表现分化，寻找细分板块中的优质公司	行业研究	行业投资策略
2023-05-08	医药行业周报（23年第18周）-美股医疗器械公司发布2023一季报，关注诊疗复苏相关标的	行业研究	行业周报
2023-05-05	华大智造（688114.SH）-2022年报及2023一季报点评：新冠影响逐步出清，海外打开远期成长空间	公司研究	财报点评
2023-05-05	百普赛斯（301080.SZ）-2022年报及2023年一季报点评：常规产品收入维持高增速，海外业务持续拓展	公司研究	财报点评
2023-05-04	医药生物周报（23年第17周）-年报及一季报“成绩单”已出，关注疫情后复苏	行业研究	行业周报
2023-05-04	联影医疗（688271.SH）-2022年报及2023一季报点评：主营产品营收快速增长，海外营收占比持续提升	公司研究	财报点评
2023-05-04	心脉医疗（688016.SH）-2023年报及2023一季报点评：疫情扰动利润端承压，在研管线持续兑现	公司研究	财报点评

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032