

强于大市

医药生物行业 2023 年中期策略

医药生物行业估值进入平稳区间，新周期扩张需要新的增长动力

医药生物板块经过近两年的再平衡估值进入平稳区间，截至 2023 年 6 月 2 日 SW 医药板块的市盈率（TTM，剔除负值）为 27.56 倍，同时板块内部的估值分化情况有所减弱。医药生物行业的估值水平进入新的估值扩张周期需要新的增长动力，技术升级为行业带来新的增长潜力。

支撑评级的要点

- 经过近两年的再平衡，医药生物估值进入平稳区间。医药生物行业在近两值经历了大幅调整，目前经过近两年的调整估值已经进入相对平稳的区间。截至 2023 年 6 月 2 日，SW 医药板块的市盈率（TTM，剔除负值）为 27.56 倍，相比 2022 年年末略有提升，但是与 2021 年估值水平相比仍然较低（2021 年 6 月 2 日 SW 医药板块的市盈率（TTM，剔除负值）为 39.98 倍）。同时，行业内部虽然板块之间的估值仍然存在差异，但是差异相比 2021 年同期有较为明显的减小。医药生物行业的估值水平进入新的估值扩张周期需要新的增长动力。
- 医保精细化管理成为长期趋势。中国目前医药生物相关的产品、服务的支付主力仍然是医保基金，商保的覆盖率仍然较低。医保经费的精细化管理是长期趋势，对于行业内公司带来了更高的要求。医保药品目录新规则机制对创新药新增适应症较为友好，明确创新药在新增适应症时，纳入简易续约考虑范围，不必再经历漫长的提交材料和谈判过程。长期来看，医保精细化管理的手段和机制预计会越来越科学，有利于具有产品优势的公司实现以价换量，在医药支付方面形成良性循环。
- 技术升级带来新的增长潜力。在医疗器械领域，随着头部企业技术的不断升级，在国内市场持续推进国产替代，不断在国内医疗器械市场提升市场占有率。同时，头部医疗器械企业在近年出海方面也取得了一定成绩。在创新药方面，2023 年美国临床肿瘤学会年会于 6 月 2 日至 6 日在芝加哥举行，超过 50 家中国制药企业参会，共有 19 项中国研究入选“口头报告”，与上市公司相关的研究共 11 项。
- 疫苗板块估值已回归合理区间，行业静待催化。接种意愿较高的品种将可能继续稳定贡献业绩增长，同时长期关注新兴生物科技在疫苗领域的应用。血液制品行业受疫情影响，今年上半年原料可能受限，下半年有望迎来行业加速恢复。采浆仍是行业核心。

投资建议

- 推荐：迈瑞医疗、华东医药、复锐医疗科技、普洛药业、药明康德、凯莱英、沃森生物。
- 建议关注：万泰生物、天坛生物、卫光生物、博雅生物、派林生物、九芝堂、昆药集团、一心堂、老百姓。

评级面临的主要风险

- 行业政策变动风险、技术更新迭代风险、企业研发失败风险、汇率变动风险、国际关系风险等。

相关研究报告

《医药生物板块 2022 年年报&2023 年一季报综述》20230509

《2023 年 CAR-T 行业动态跟踪点评》20230401

《海外新冠流行常态化背景下医美行业跟踪（一）》20230212

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
医药生物

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

目录

医药生物行业估值进入平稳区间，估值扩张需要新的增长动力	5
创新药板块：支付方式多样化，技术进步值得关注	6
医保药品目录正式实施，新规则机制助力创新药平稳增长	6
“医保外”商业化放量，创新药产品新的选择	6
ASCO 年会召开，中国创新力量深度参与	7
医疗器械板块：医院诊疗与采购活动恢复，高值耗材集采趋向精细化 ...	8
医院常规诊疗与采购活动恢复	8
医疗耗材集采常态化，高值耗材集采更加精细化	8
CXO：2023 年回归常规业务有望平稳过渡	10
新冠订单带来高基数压力，2023 年回归常规业务有望平稳过渡	10
新冠订单带来高基数压力，2023 年回归常规业务有望平稳过渡	10
医药零售：门店拓展加速，处方外流持续推进	12
门店拓展加速，预期 2023 年零售药店增速释放	12
处方外流推动零售药店市场持续扩容	13
疫苗板块：板块复合增速健康，继续关注 HPV 与流感疫苗	16
疫情带来的高估值已基本消化，等待行业催化事件出现	16
新冠疫情干扰疫苗板块业绩，板块年复合增长仍保持较好增速	16
HPV 疫苗仍旧维持较稳定的增长	17
本轮流感疫情可能带来更强的接种意愿	20
投资建议	20
血液制品板块：疫情持续影响投浆，行业整合正在进行中	21
疫情造成采浆下滑，2023 年上半年投浆量受限	21
行业内整合不断，采浆仍是核心	22
投资建议	23
原料药板块：估值仍处低位，疫情后负增长因素减弱行业整体趋势向好	24
估值接近底部，业绩逐步进入复苏期	24
中药板块：集采降幅温和，关注医保解限和基药目录出台	28
中医药行业利好政策频出，新药研发热度呈上升趋势	29
风险提示:	33

图表目录

图表 1. SW 医药生物各板块市盈率情况.....	5
图表 2. 历次国家医保谈判对比.....	6
图表 3. SW 医疗设备公司 2022Q1&2023Q1 业绩情况（单位：百万元）	8
图表 4. SW 医疗耗材 2022Q1&2023Q1 财务摘要（单位：亿元）	9
图表 5. 中国主要 CXO 公司 2023 年及 2023Q1 业绩情况（单位：百万人民币）	10
图表 6. 主要 CXO 公司 2022Q1 及 2023Q1 存货与合同负债情况（单位：百万元人民币）	10
图表 7. 主要 CXO 公司 2021 及 2022 年固定资产与在建工程情况（单位：百万元人民币）	11
图表 8. 中国主要零售药店公司 2023 年及 2023Q1 业绩情况（单位：百万人民币）	12
图表 9. 中国主要零售药店公司 2022 年门店拓张情况.....	12
图表 10. 中国主要零售药店公司 2022 门店医保资质获取情况	13
图表 11. 中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况	14
续图表 11. 中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况.....	15
图表 12. 2018-2022 疫苗板块营业收入及增速（单位：百万元人民币）	16
图表 13. 2018-2022 疫苗板块净利润及增速（单位：百万元人民币）	17
图表 14. 2018-2022 疫苗板块费用变化（单位：百万元人民币）	17
图表 15. 2021Q1-2023Q1 季度万泰生物 HPV2 疫苗批签发批次数.....	18
图表 16. 2021Q1-2023Q1 季度沃森生物 HPV2 疫苗批签发批次数.....	18
图表 17. 2021Q1-2023Q1 季度智飞生物 HPV 疫苗批签发批次数.....	19
图表 18. 2020 年中国 10-44 岁各年龄组男女人口（万人）	19
图表 19. 2023 年国内流感样暴发疫情每周数量.....	20
图表 20. 2018-2022 血液制品板块营业收入及增速（单位：百万元人民币）	21
图表 21. 2018-2022 血液制品板块净利润及增速（单位：百万元人民币）	22
图表 22. 2018-2022 血液制品板块费用变化（单位：百万元人民币）	22
图表 23. 原料药板块 2013-2023 年市盈率（TTM）	24
图表 24. 2017 至 2023Q1 原料药板块营收及其增速.....	24
图表 25. 2017 至 2023Q1 原料药板块净利润及其增速.....	24
图表 26. 2017 至 2023Q1 原料药板块毛利率、净利率、ROE.....	25
图表 27. 2017 至 2023Q1 原料药板块各费用率.....	25
图表 28. API 板块主要企业业绩情况	26
图表 29. 近年我国化学原料药产量及增速	27
图表 30. 近年我国原料药出口规模及增速	27
图表 31. 近年我国化学原料药出口量及增速	27
图表 32. 近年我国化学原料药营业收入及增速.....	27
图表 33. 中药板块 2013-2023 年市盈率（TTM）	28

图表 34. 2021 年中药工业主营收入（亿元）	29
图表 35. 《“十四五”中医药发展规划》指标规划.....	29
图表 36. 《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》内容梳理.....	30
图表 37. 《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（第九版）》推荐使用中成药.....	30
图表 38. 2018-2022 年中药注册申请完成审评情况.....	31
图表 39. 2022 年批准中药创新药.....	31
图表 40. 2022 年批准中药经典名方	31
图表 41. 2023 至今中药新药申请上市情况	31
图表 42. 2022 全国中成药集采情况梳理	32
图表 43. 我国历次基药目录品种情况	32

医药生物行业估值进入平稳区间，估值扩张需要新的增长动力

医药生物行业近两年估值出现了较大幅度的调整。目前经过近两年的调整，医药生物板块的估值已经进入相对平稳的区间。2023 年医药生物整体行业收入端增速也趋向稳定，利润端受到了一定的压力，行业内部存在分化现象。SW 医药生物板块 2023Q1 实现营业收入 6237.46 亿元，同比增长 1.53%，基本与上年持平，实现扣除非经常性损益的净利润 498.13 亿元，同比降低 30.3%。2023 年一季度医药生物行业内部细分板块的增长出现分化：随着常规诊疗的恢复，医疗设备、医院、血制品、中药板块增长表现较好；医疗耗材板块持续承压，但是利润率的降幅相对 2022 年全年趋向平和；原料药板块业绩增速放缓，上游原材料价格仍处相对高位，毛利率相应有所降低；医药商业板块整体表现较为平稳，头部零售药店随着门店扩张进程业绩也表现出相应的增长。

截至 2023 年 6 月 2 日，SW 医药板块的市盈率（TTM，剔除负值）为 27.56 倍，相比 2022 年年末略有提升，但是与高位相比仍然较低。同时，行业内部虽然板块之间的估值仍然存在差异，但是差异相比 2021 年同期有较为明显的减小。其中，CXO 行业的市盈率出现较明显的降幅，截至 2023 年 6 月 2 日，SW 医疗研发外包行业的市盈率为 24.10 倍，相比 2021 年 6 月 2 日降幅超过 75%。医药生物行业经过近两年的调整已经进入较为平稳的合理估值区间，行业进入新的估值扩张区间需要新的增长动力。

图表 1. SW 医药生物各板块市盈率情况

	P/E 2023-06-02	P/E 2022-12-31	P/E 2022-06-02	P/E 2021-06-02
SW 医药生物	27.56	23.64	24.78	39.98
SW 化学制药	30.86	28.56	31.13	39.96
SW 原料药	26.54	30.78	27.45	38.78
SW 化学制剂	32.47	27.85	32.57	40.47
SW 中药II	28.87	21.57	23.58	33.36
SW 生物制品	25.33	23.03	30.03	56.17
SW 血液制品	30.64	31.44	37.39	49.34
SW 疫苗	22.29	20.20	29.14	63.64
SW 其他生物制品	28.86	24.71	29.30	51.66
SW 医药商业	17.57	17.82	19.34	17.86
SW 医药流通	15.72	15.35	15.18	12.79
SW 线下药店	23.52	27.79	35.85	40.63
SW 医疗器械	26.78	17.28	18.09	30.92
SW 医疗设备	36.39	19.84	41.24	57.78
SW 医疗耗材	34.73	25.15	33.70	21.46
SW 体外诊断	13.24	12.34	5.93	26.71
SW 医疗服务	31.57	44.85	32.75	97.95
SW 诊断服务	21.22	15.02	12.03	28.53
SW 医疗研发外包	24.10	46.77	29.85	100.62
SW 医院	77.67	78.66	82.11	150.64
SW 其他医疗服务	69.37	46.46	50.59	212.44

资料来源：万得，中银证券（股价为截至 2023 年 6 月 2 日数据）

创新药板块：支付方式多样化，技术进步值得关注

医保药品目录正式实施，新规则机制助力创新药平稳增长

最新版医保药品目录从今年3月1日起正式实施。根据国家医保局信息，2022年国家医保，共有111个药品新增进入目录，3个药品被调出目录。从谈判和竞价情况来看，147个目录外药品参与谈判和竞价，121个药品谈判或竞价成功，总体成功率达82.3%。谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅达60.1%。在本次调整后，国家医保药品目录内药品总数达到2967种，西药1586种，中成药1381种，中药饮片未做调整，仍维持892种。

图表 2. 历次国家医保谈判对比

目录发布日期	组织单位	进入谈判药品数	谈判成功药品数	平均降价幅度(%)
2015.05	原卫生计生委	5	3	(58)
2017.07	原人社部	44	36	(44)
2018.10	国家医保局	18	17	(56.7)
2019.11	国家医保局	目录外: 119	70	(60.70)
		目录内: 31	27	(26.40)
2020.12	国家医保局	162	目录外: 96	(50.64)
			目录内: 16	
2021.12	国家医保局	117	直接调入: 23	未披露
			目录外: 67	(61.71)
2023.01	国家医保局	147	目录内: 27	未披露
			目录外: 111	(60.10)
			目录内: 暂无	未披露

资料来源：国家医保局，中银证券

随着新药不断拓展适应症，越来越多的适应症也被纳入医保放量。这次的医保谈判规则出台后，公布了简易续约规则，并明确创新药在新增适应症时，纳入简易续约考虑范围，不必再经历漫长的提交材料和谈判过程，提高了效率，简化了流程。

同时本次医保谈判引入了非独家药品竞价规则。根据规则，医保方组织测算专家按程序进行测算，提出医保支付意愿作为该药品的准入门槛。只要企业的报价低于医保支付意愿，则该药品纳入医保乙类目录。在报销时，医保局按照该药品医保支付意愿的70%以上报销。非独家竞价是医保谈判创新的首次尝试，根据GBI数据，本次共有42款药品申报进行非独家竞价，其中申报竞价的跨国药企（原研）仅有3家，其他均为国内企业申报（也有药品原研并未在中国上市），最终17个药品进入医保，成功率为40%。

根据国家医保局发布的数据来看，2022年基本医疗保险基金总收入、总支出为30697.72亿元、24431.72亿元，年末基金累计结存42540.73亿元。2023年一季度基本医疗保险基金总收入、总支出为9100.48亿元、5577.45亿元，基本医疗保险基金整体平稳运行。

“医保外”商业化放量，创新药产品新的选择

尽管国内医保支付制度持续推进，增大创新药的覆盖面，对创新药的支付力度逐渐增大，同时带量采购“腾笼换鸟”作用明显，国内部分创新药的生存空间还是受到了一部分医保谈判的挤压作用。但如今部分药企通过自身强大的商业推动能力，和创新药产品优秀的临床价值，走出了一条不一样的道路。

康方生物去年6月上市的PD-1×CTLA-4双特异性抗体卡度尼利单抗注射液，获批适应症为既往接受过含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌患者。这款产品同时也是首款自主研发的国产双特异性抗体。卡度尼利单抗注射液尽管没有选择进入医保，但在2022年6月29日上市后半年的时间内实现了5.46亿元销售收入。除了康方生物的这款双抗产品，其他的例如康方生物/正大天晴合作的PD-1单抗派安普利单抗安尼可（2022年销售额5.58亿元），康宁杰瑞的恩沃利单抗注射液等产品也在医保外市场收获了不错的销售额。

我们认为，虽然进入医保目录有助于刚刚获批上市的创新药加速入院，实现产品的快速放量，是创新药产品市场策略的重要选择，但已然不是唯一选择。创新药产品未来拥有了更加多元化的选择，只要其具备足够的临床使用价值，对于支付能力较强的人群而言，依然愿意使用这部分产品。对于市场而言，有了更多选择和更多的生存空间对于创新药的长期发展会提供更多助力。

ASCO 年会召开，中国创新力量深度参与

2023 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会于 6 月 2 日至 6 日在芝加哥举行，本次的会议的主题是“与患者合作（Partnering With Patients）”。每年的 ASCO 年会是肿瘤领域全球规模最大、学术水平最高、权威性最强的国际会议之一。在 ASCO 大会上的展示大致分为口头报告（Oral abstract）、壁报（Poster）、线上发表（Publication Only）三种形式，口头报告是受认可度最高的一种。能在 ASCO 大会上以口头报告形式展示，不仅意味着产品的未来前景，更是中国药企创新实力的一种彰显。

超过 50 家中国制药企业亮相本次 ASCO，共有 19 项中国研究入选“口头报告”，与上市公司相关的研究涉及的企业包括恒瑞医药、百济神州、君实生物、迪哲医药、百利天恒、科伦药业、信达生物、亘喜生物等。

医疗器械板块：医院诊疗与采购活动恢复，高值耗材集采趋向精细化

医院常规诊疗与采购活动恢复

2022 年由于受到疫情的影响，医疗机构的诊疗受到了一定的影响：一方面，医疗场所受到暂时关停及人流量减少的情况，耗材类医疗器械的消耗有所减少；另一方面，医疗机构的设备的采购也受到了一定的影响。2023 年医疗机构的诊疗活动与采购活动基本恢复，虽然部分体外诊断相关企业在上年新冠相应检测需求带来的高基数基础上出现同比降低，但是医疗设备板块表现较好。SW 医疗设备板块 2023 年一季度实现营业收入 223.90 亿元，同比增长 23.46%，实现归母净利润 48.70 亿元，同比增长 37.96%，实现扣除非经常性损益的净利润 47.01 亿元，同比增长 39.15%。

图表 3. SW 医疗设备公司 2022Q1&2023Q1 业绩情况（单位：百万元）

	营业收入			归母净利润		
	2022Q1	2023Q1	变动(%)	2022Q1	2023Q1	变动(%)
华康医疗	131.32	240.21	83	(8.58)	(17.31)	102
澳华内镜	81.61	125.49	54	3.41	16.55	386
锦好医疗	37.69	59.37	57	5.59	11.22	101
翔宇医疗	85.08	143.15	68	9.48	37.81	299
海泰新光	93.49	148.43	59	35.79	48.46	35
康众医疗	38.09	50.12	32	(7.22)	(6.70)	(7)
奕瑞科技	326.76	440.37	35	100.91	136.72	35
康泰医学	183.24	368.70	101	73.31	170.05	132
鹿得医疗	76.26	79.58	4	8.29	12.30	48
伟思医疗	54.11	95.54	77	17.01	30.08	77
天智航-U	17.15	39.50	130	(28.77)	8.64	(130)
祥生医疗	100.37	165.15	65	24.85	52.51	111
海尔生物	563.45	686.67	22	113.52	137.54	21
爱朋医疗	72.79	94.07	29	(10.99)	1.22	(111)
迈瑞医疗	6,943.11	8,364.28	20	2,105.07	2,571.12	22
开立医疗	370.63	473.03	28	51.08	138.47	171
乐心医疗	260.37	162.61	(38)	1.29	(12.10)	(1,041)
楚天科技	1,368.75	1,553.39	13	128.42	133.38	4
戴维医疗	97.72	157.86	62	9.59	50.02	422
三诺生物	619.76	657.88	6	65.29	67.67	4
*ST 和佳	161.58	79.93	(51)	(29.41)	(83.11)	183
宝莱特	291.79	344.57	18	13.95	27.16	95
理邦仪器	389.56	639.69	64	49.55	140.42	183
东富龙	1,237.35	1,422.86	15	211.46	231.05	9
福瑞股份	209.13	242.06	16	8.64	13.00	50
阳普医疗	179.56	158.56	(12)	(37.71)	13.63	(136)
鱼跃医疗	1,821.06	2,702.57	48	464.41	713.52	54
新华医疗	2,112.97	2,438.89	15	127.60	196.51	54
万东医疗	210.60	255.08	21	24.63	30.44	24

资料来源：万得，中银证券

医疗耗材集采常态化，高值耗材集采更加精细化

集采带来的业绩压力仍然为行业内公司业绩尤其是利润端带来了一定的压力。2023 年一季度 SW 医疗耗材板块实现营业收入 177.83 亿元，同比降低 6.11%，实现归母净利润 25.69 亿元，同比降低 14.32%，实现扣除非经常性损益的净利润 22.09 亿元，同比降低 20.19%。2023 年一季度 SW 医疗耗材板块的净利润率依然面临下行压力，同比下降了 1.29 个百分点，但是降幅相对 2022 年有所减少。

图表 4. SW 医疗耗材 2022Q1&2023Q1 财务摘要 (单位: 亿元)

	2022Q1	2023Q1	同比变动(%)
营业总收入	189.41	177.83	(6.11)
毛利	84.27	79.87	(5.22)
毛利率(%)	44.49	44.91	0.42pct
销售费用	23.10	24.41	5.67
销售费用率(%)	12.20	13.73	1.53pct
管理费用	13.67	14.05	2.72
管理费用率(%)	7.22	7.90	0.68pct
研发费用	10.67	11.11	4.14
研发费用率(%)	5.63	6.25	0.61pct
财务费用	0.33	1.16	252.38
财务费用率(%)	0.17	0.65	0.48pct
归属母公司股东的净利润	29.99	25.69	(14.32)
扣除非经常性损益的净利润	27.67	22.09	(20.19)

资料来源: 万得, 中银证券 (为保持口径一致, 剔除: 微电生理-U、五洲医疗、天益医疗)

根据《关于做好 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知》, 高值医用耗材集采的新批次将按照“一品一策”开展。医疗耗材集采将聚焦心内科、骨科重点产品, 指导更多省份推进吻合器、超声刀等普外科耗材集采。

CXO: 2023 年回归常规业务有望平稳过渡

新冠订单带来高基数压力，2023 年回归常规业务有望平稳过渡

受益于新冠相关的订单，中国 CXO 企业在 2022 年表现出高景气度的增长，龙头企业剔除新冠常规业务也同样保持亮眼的增长。从表观上看，部分 CXO 公司 2023 年在新冠订单带来的高基数基础上会面临一定的业绩增长压力，但是从长期来看龙头企业仍然具有增长动力。

新冠订单带来高基数压力，2023 年回归常规业务有望平稳过渡

图表 5. 中国主要 CXO 公司 2023 年及 2023Q1 业绩情况（单位：百万人民币）

		营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
		2021	2022	变动 (%)	2021	2022	变动 (%)	2021	2022	变动 (%)
药明康德	603259	22,902	39,355	72	5,097	8,814	73	4,064	8,260	103
凯莱英	002821	4,639	10,255	121	1,069	3,302	209	935	3,231	245
博腾股份	300363	3,105	7,035	127	524	2,005	283	503	1,979	294
康龙化成	300759	7,444	10,266	38	1,661	1,375	(17)	1,341	1,421	6
昭衍新药	603127	1,517	2,268	50	557	1,074	93	530	1,019	92
美迪西	688202	1,167	1,659	42	282	338	20	271	307	13
泰格医药	300347	5,214	7,085	36	2,874	2,007	(30)	1,232	1,540	25
		营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
		2021Q1	2022Q1	变动 (%)	2021Q1	2022Q1	变动 (%)	2021Q1	2022Q1	变动 (%)
药明康德	603259	8,474	8,964	6	1,643	2,168	32	1,714	1,869	9
凯莱英	002821	2,062	2,249	9	499	630	26	486	618	27
博腾股份	300363	1,443	1,378	(5)	382	304	(20)	381	296	(22)
康龙化成	300759	2,103	2,724	30	249	348	40	311	347	12
昭衍新药	603127	271	369	36	125	188	50	132	185	40
美迪西	688202	356	451	27	77	102	32	75	99	32
泰格医药	300347	1,818	1,805	(1)	518	568	10	378	381	1

资料来源：万得，中银证券

中国 CXO 公司在 2022 年表现出高景气度的业绩增长。药明康德在 2022 年实现营业收入 393.55 亿元，同比增长 72%，实现扣非归母净利润 82.60 亿元，同比增长 103%。其中，化学业务实现收入 288.50 亿元，同比增长 104.8%，剔除新冠商业化生产项目，化学业务板块收入同比强劲增长 39.7%。凯莱英与博腾股份同样表现出收入端与利润端的高景气度，新冠相关大订单对业绩增长起到了很大助力。康龙化成收入端在 2022 年实现 38% 的同比增长，但是归母净利润有所下降，主要受到非经常性损益大幅减少影响，公司在海外进行细胞与基因新业务拓展成本较高，公司实现扣非归母净利润同比增长 6%。

进入 2023 年一季度后，业绩回归常规业务及新兴业务，受到高基数影响表观增速下降，但仍实现平稳增长，2023 年有望实现平稳过渡。药明康德在 2023 年一季度实现营业收入 89.64 亿元，同比增长 5.77%，其中，化学业务实现收入 64.33 亿元，同比增长 5.1%，剔除新冠商业化生产项目，化学业务板块收入同比增长 21.8%，预计 2023 年将实现稳健增长。博腾股份剔除抗议新冠订单后收入保持稳定增长，利润端有所下降主要受到人员规模增加带来的费用增长以及新基地投产和收购带来的费用及折旧增加影响。

图表 6. 主要 CXO 公司 2022Q1 及 2023Q1 存货与合同负债情况（单位：百万元人民币）

		存货			合同负债		
		2022Q1	2023Q1	变动 (%)	2022Q1	2023Q1	变动 (%)
药明康德	603259	6,415	5,843	(9)	3,296	3,587	9
凯莱英	002821	1,708	1,108	(35)	145	342	136
博腾股份	300363	981	684	(30)	50	73	46
康龙化成	300759	789	1,073	36	746	792	6
昭衍新药	603127	866	2,394	176	1,255	1,463	17
美迪西	688202	139	171	23	129	59	(54)
泰格医药	300347	8	23	203	836	871	4

资料来源：万得，中银证券

截止 2023 年一季度末，头部 CXO 公司存货仍保持较稳定水平。从合同负债来看，药明康德合同负债达 35.87 亿元，同比增长 9%，凯莱英合同负债同比增长达 136%，博腾股份合同负债同比增长达 46%。

图表 7. 主要 CXO 公司 2021 及 2022 年固定资产与在建工程情况（单位：百万元人民币）

		固定资产			在建工程		
		2021	2022	变动 (%)	2021	2022	变动 (%)
药明康德	603259	8,554	14,171	66	5,772	7,473	29
凯莱英	002821	2,244	3,622	61	1,047	1,072	2
博腾股份	300363	1,748	2,120	21	342	1,029	201
康龙化成	300759	3,923	5,665	44	1,374	1,671	22
昭衍新药	603127	493	590	20	127	278	118
美迪西	688202	411	577	41	101	140	40
泰格医药	300347	438	566	29	217	186	-14

资料来源：万得，中银证券

医药零售：门店拓展加速，处方外流持续推进

门店拓展加速，预期 2023 年零售药店增速释放

零售药店行业在 2022 年受到新冠疫情带来的一定负面影响，尤其是在一些疫情较为严重的地区影响相对较为明显。一方面，新冠疫情与疫情严重时期的封控措施对于零售药房线下运营造成了一定的负面影响，包括门店关停及门店客流量减少。疫情相关的“四类药”管控措施也对零售药房的部分品类产品销售造成了一定影响。另一方面，部分地区受疫情的影响较为严重，药房并购进程受到一定的影响。

图表 8.中国主要零售药店公司 2023 年及 2023Q1 业绩情况（单位：百万人民币）

		营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
		2021	2022	变动 (%)	2021	2022	变动 (%)	2021	2022	变动 (%)
一心堂	002727	14,587	17,432	19	922	1,010	10	899	989	10
大参林	603233	16,759	21,248	27	791	1,036	31	718	1,009	41
益丰药房	603939	15,326	19,886	30	888	1,266	43	859	1,230	43
老百姓	603883	15,696	20,176	29	669	785	17	572	736	29
健之佳	605266	5,235	7,514	44	301	363	21	283	361	28
漱玉平民	301017	5,322	7,823	47	115	229	100	102	220	115
		营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
		2022Q1	2023Q1	变动 (%)	2022Q1	2023Q1	变动 (%)	2022Q1	2023Q1	变动 (%)
一心堂	002727	3,995	4,436	11	179	239	33	164	241	47
大参林	603233	4,677	5,947	27	384	497	29	396	498	26
益丰药房	603939	4,148	5,266	27	272	336	24	266	321	21
老百姓	603883	4,141	5,441	31	242	291	20	216	281	30
健之佳	605266	1,450	2,167	49	31	76	144	37	75	101
漱玉平民	301017	1,587	2,072	31	50	65	30	53	60	14

资料来源：万得，中银证券

2022 年前三季度疫情扰动为零售药店业绩带来负面影响，四季度疫情管控放开后零售药店的收入及利润端增速修复明显，头部连锁零售药房实现收入及利润端稳健增长。大参林和老百姓 2022 年收入突破 200 亿元大关，大参林实现营业收入 212.48 亿元，同比增长 27%，老百姓实现营业收入 201.76 亿元，同比增长 29%。益丰药房 2022 年实现营业收入 198.86 亿元，同比增长 30%，归母净利润同比增长 43%，得益于老店内生增长和外延并购增长以及管理效益提升。健之佳实现扣非归母净利润 3.61 亿元，同比增长 28%，较 2020 年增长 54.10%，达成净利润增长目标。

2023 年疫情影响消除，预期零售药店的客流恢复和门店扩张加速将释放业绩增速。一季度零售药店客流虽然受到春节假期的影响，但是增速仍然表现出修复迹象。大参林、健之佳、老百姓 2023 年一季度收入均超 50 亿元，大参林实现营业收入 59.47 亿元，同比增长 27%；益丰药房实现营业收入 52.66 亿元，同比增长 27%；老百姓实现营业收入 54.41 亿元，同比增长 31%。健之佳控租降租效果逐步体现，新店及次新店费用控制合理，实现归母净利润同比增长 144%。

图表 9.中国主要零售药店公司 2022 年门店拓张情况

		直营门店总数			加盟门店总数			2022 年末总计
		2021 年末	2022 年末	净增	2021 年末	2022 年末	净增	
一心堂	002727	8,560	9,206	646	-	-	-	9,206
大参林	603233	7,258	8,038	780	935	2,007	1,072	10,045
益丰药房	603939	6,877	8,306	1,429	932	1,962	1,030	10,268
老百姓	603883	6,129	7,649	2,764	2,223	3,134	1,069	10,783
健之佳	605266	3,044	4,055	1,011	-	-	-	4,055
漱玉平民	301017	2,592	3,325	733	749	2,131	1,382	5,456

资料来源：公司公告，中银证券

头部连锁零售均在积极开展规模扩张，大参林、益丰药房和老百姓门店均突破 1 万家。根据一心堂年报，一心堂坚持以自建、收购为主进行门店拓展，注重“少区域高密度”的立体化纵深发展，截至 2023 年 3 月 31 日，公司直营连锁门店达 9344 家，一季度新增 138 家。根据大参林年报，大参林利用自建、并购和直营式加盟推进“深耕华南，布局全国”战略布局，截止 2022 年末公司已布局 8038 家直营门店，2007 家加盟门店，直营业务范围覆盖 16 个省份及直辖市，2022 年加盟及分销业务实现收入 15.38 亿元，同比增长 52.8%。根据益丰药房年报，益丰药房以“新开+并购+加盟”并重，聚焦发展中南华东华北市场。截至 2022 年末，公司共开设了 10268 家连锁门店（含加盟店 1962 家）。根据老百姓年报，老百姓采用直营、星火、加盟和联盟“四驾马车”重点聚焦“9+7”省域市场，大力发展“新农村”和下沉战略，截止 2022 年末，公司全国直营店 7649 家，加盟店 3134 家。联盟业务销售额同比增长 67%。根据健之佳年报，健之佳扩张模式为“自建+收购”双轮驱动，推行“中心城市为核心向下渗透”策略，截止 2022 年末门店总数达 4055 家，云南覆盖率达 85%，提升 4 个百分点，2022 年 8 月通过收购唐人医药 667 家门店进入京津冀及环渤海区域。

在处方外流的大趋势下，头部零售药店企业积极获取医保资质以提升顾客购药便利性和门店销量。在政策支持和企业积极拥抱下，医保门店覆盖率呈上升趋势。一心堂、大参林、老百姓、健之佳在 2022 年医保门店覆盖率均超 90%。根据一心堂年报，一心堂 2022 年医保刷卡销售占比 45.71%，同比增长 1.92 个百分点。老百姓 2022 年医保门店覆盖率为 91%，由于门店新增较多但医保资质获取需要一定缓冲期，覆盖率同比下降 1 个百分点。

图表 10. 中国主要零售药店公司 2022 门店医保资质获取情况

		医保门店覆盖率			截止 2022 年末专业药房建设情况					
		2021(%)	2022(%)	Pct	院边店	双通道	门诊统筹	DTP 药房	慢病门店	特病门店
一心堂	002727	87	92	5 个百分点	712	221	-	-	1,093	279
大参林	603233	89	93	4 个百分点		457	747	174		1,500
益丰药房	603939	81	87	6 个百分点	560+	197	-	253		1,300+
老百姓	603883	92	91	(1 个百分点)	-	227	-	162		1,053
健之佳	605266	84	96	11 个百分点	-	124	62	-	630	98
漱玉平民	301017	82	85	3 个百分点	310	-	-	67	-	-

资料来源：万得，中银证券

头部零售药店持续推进专业化建设，药房专业化，人才专业化、服务专业化同步进行。根据大参林年报，大参林成立慢病管理团队，截止 2022 年末星级认证慢病服务人员超 1100 人，药物管理治疗药师超 100 名，提供专业药学服务。根据老百姓年报，老百姓在门店开展“中药传承人”计划，提供专业专业中药服务，2022 年服务 687.8 万慢病建档会员，慢病管理累计建档 860+ 万人。根据健之佳年报，健之佳在 1800+ 家门店部署“四高”检测设备，截止 2022 年末慢病累计建档 150 万人，并持续打造皮肤病、眼科、呼吸疾病、糖尿病等专科病房，提供专科化解决方案。

同时，头部零售药店积极推动多元化业务发展，拓宽服务形式和边界。根据一心堂年报，一心堂线上业务销售额突破 6 亿元，2022 年个护美妆产品销售额近 3 亿元，覆盖门店超 5000 家。根据大参林年报，大参林 2022 年美团全国药店销售额排名该平台第三，并在多个省市排名第一，私域方面，公司通过“大参林健康”微信小程序积极运营私域流量。益丰药房 O2O 门店超 7000 家，24 小时服务门店 600+ 家，线上业务 2022 年实现销售收入 17.5 亿元（不含税）。根据老百姓年报，老百姓私域平台“老百姓大药房”小程序 2022 年全年收入超 9000 万元，并创新打造“1（官方账号）+N（大人孵化）”新媒体矩阵，启动 IP 生态。根据健之佳年报，健之佳开立了便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等多元化店型，“药店+便利店”赢得良好口碑并实现盈亏持平。

处方外流推动零售药店市场持续扩容

在医药分家的大背景下，处方外流成为长期趋势，将进一步打开零售药店市场空间，而互联网医疗的发展和电子处方普及进一步推动处方药由医疗机构渠道流向零售渠道。受益于线下药店的便利性、可及性更高，处方药中如慢病相关处方药、家庭常备处方药等以病人主导购买类药物与部分急症处方药相对容易转向零售渠道。

在医保费用精细化管理的大背景下，集采趋向常态化，将推动医药流通行业渠道逐步下沉，向终端客户聚焦，市场资源向零售药店倾斜。未中标的产品在失去公立医院的市场后，需要转向院外市场进行销售。而对于集采中标的产品，医保定点零售药店也可以自愿参加集中采购试点，实现“以量换价”，目前已有浙江、湖南、山东、广东、上海、河南等多地出台药店药品集采相关政策。“双通道”管理机制下，定点零售药店成为满足医保谈判药品供应保障、临床使用等方面合理需求的重要渠道，定点零售药店被纳入医保药品供应保障范围，并实行与医疗机构统一的支付政策。2023 年国家将积极推进定点零售药店纳入门诊统筹管理。

图表 11.中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况

政策或公告	地方	时间	内容
《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	国家医保局	2023/2/15	明确门诊统筹基金支付范围：定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策；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
《自治区已将定点零售药店纳入门诊统筹管理》	新疆	2023/2/28	报销比例执行与一级医疗机构相同的医保待遇。
《2023 年上海市医疗保障局重大行政决策事项目录》	上海	2023/3/31	定点零售药店纳入门诊统筹管理将于 2023 年二季度决策
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	江西	2023/3/14	执行江西省定点基层医疗机构相同的医保待遇政策
《河北省医疗保障局关于将符合条件的定点零售药店纳入门诊保障范围的通知》	河北	2022/5/18	医保目录内药品销售价格协商谈判确定；医保目录外药品销售价格参照市场定价。执行与统筹区内定点医疗机构相同的医保待遇政策。实际销售价格超支付自付。（1）谈判药品、医保支付标准试点药品执行医保支付标准。谈判药品同通用名药品实际销售价格更低，以实际销售价格为准；（2）集采药品（包括同一通用名下的原研药、参比制剂、通过一致性评价的仿制药），以中选价格作为标准。集中采购同通用名药品实际销售价格更低，以实际价格作为标准；（3）医保目录内其他药品加价率不超过实际采购价格的 15%，药品最小零售包装实际采购价格高于 500 元的，以最高加价额不超过 75 元；中药饮片加价率不超过实际采购价格的 25%。医疗器械、医用耗材不纳入门诊保障定点药店门诊保障范围。
《广州市医疗保障局关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	广州	2023/5/4	协商约定医保结算药品的价格加成率、加成限额。统筹基金按开具外配处方定点医疗机构的普通门诊支付比例支付，并纳入参保人员普通门诊年度最高支付限额
《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	齐齐哈尔市	2023/5/9	集中带量采购中选产品协商确定销售价格或加价率等方式。执行与我市定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。执行医保支付标准，实际销售价格低于医保支付标准的，以实际销售价格为标准
《关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	湖南	2023/5/18	医保目录内药品由医保部门参考挂网价与药店谈判约定，倡导参考挂网价销售，医保目录外药品市场定价原则。可省内异地结算，门诊统筹费用纳入全省集中清算。报销比例 70%。
《关于进一步做好定点零售药店纳入职工医保普通门诊统筹管理的通知》	常州	2023/2/17	国谈、带量采购等药品，按医保支付标准执行；其他江苏省药品（医用耗材）阳光采购和综合监管平台挂网药品，以平台价格为医保支付上限。统筹基金支付比例参照二级定点医疗机构执行，支付限额 3000 元。
《安徽省医疗保障局关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理工作的通知》	安徽	2023/4/28	保障待遇按职工门诊就诊定点医疗机构的级别执行。已确定医保支付标准的医保目录内药品，按医保支付标准进行医保结算。药品实际销售价格超出医保支付标准的部分，由参保人员承担；未确定医保支付标准的目录内药品，按实际销售价格进行医保结算。

资料来源：各地医保局网站，中银证券

续图表 11.中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况

政策	地方	时间	起付标准	报销比例	报销限额	备注
《武汉市职工基本医疗保险普通门诊统筹告知书》	武汉	2023/1/31	在职职工：累计 700； 退休人员：累计 500	在职职工：60%； 退休人员：68%	在职职工：3,500 元； 退休人员：4,000 元	暂时执行与二级医疗机构相同待遇报销政策
《昌吉州 44 家定点零售药店纳入门诊统筹结算范围》	昌吉			在职职工：70%； 退休人员：75%	3,000 元	
《山西省医疗保障局办公室关于转发《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》的通知》	山西	2023/2/20	30 元/次	在职职工 60%， 退休人员 65%		门诊统筹药品执行全省统一的医保支付标准，超支费用自付。暂未制定支付标准的药品，按实际销售价格按比例报销
《重要发布：咸阳市 1068 家定点零售药店全部纳入职工门诊统筹服务范围》	咸阳	2023/3/4	累计 260 元	在职职工：70%； 退休职工：75%	在职职工：1,500 元； 退休职工：1,700 元	
《全省首个！我市定点零售药店开通职工医保门诊统筹结算》	西安	2023/3/2	累计 200 元	在职职工：70%； 退休人员：75%	在职职工：2,000 元； 退休人员：2,500 元	
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	包头	2023/2/24	累计 1000 元	在职职工：60%； 退休人员：65%	2000 元	
《关于做好职工基本医疗保险门诊统筹定点零售药店有关工作的通知》	呼和浩特	2022/10/7	同基本医疗保险政策 普通门诊医疗费用起付标准	在职人员：60%； 退休人员：70%	2000 元	
《关于进一步明确点医药机构开通职工医保普通门诊统筹服务等有关事项的通知》	常州	2023/4/12		在职人员：70%； 退休人员：75%	3,000 元	
《徐州市职工基本医疗保险门诊共济保障机制实施细则》	徐州	2022/10/28	累计 700 元	在职职工：75%； 退休人员：85%	7,000 元	
《苏州市职工基本医疗保险门诊共济保障机制实施细则（试行）》	苏州	2023/1/13	在职职工：累计 600 元； 退休职工：累计 400 元	报销比例与外配处方的定点医疗机构一致	3,000 元	
《方便！辽阳市首批 6 家零售药店开通医保门诊统筹结算服务》	辽阳			在职人员：70%； 退休人员：75%	3,000 元	参照一级定点医疗机构起付标准、支付限额和支付比例进行报销
《市医保局关于明确贵阳贵安定点零售药店职工医保普通门诊统筹待遇标准等有关问题的通知（试行）》	贵阳	2023/2/19	累计 150 元	在职人员：70%； 退休人员：75%	2,000 元	药品处方、药品目录及价格等执行国家、省、市相关管理规定

资料来源：各地医保局网站，中银证券

疫苗板块：板块复合增速健康，继续关注 HPV 与流感疫苗

疫情带来的高估值已基本消化，等待行业催化事件出现

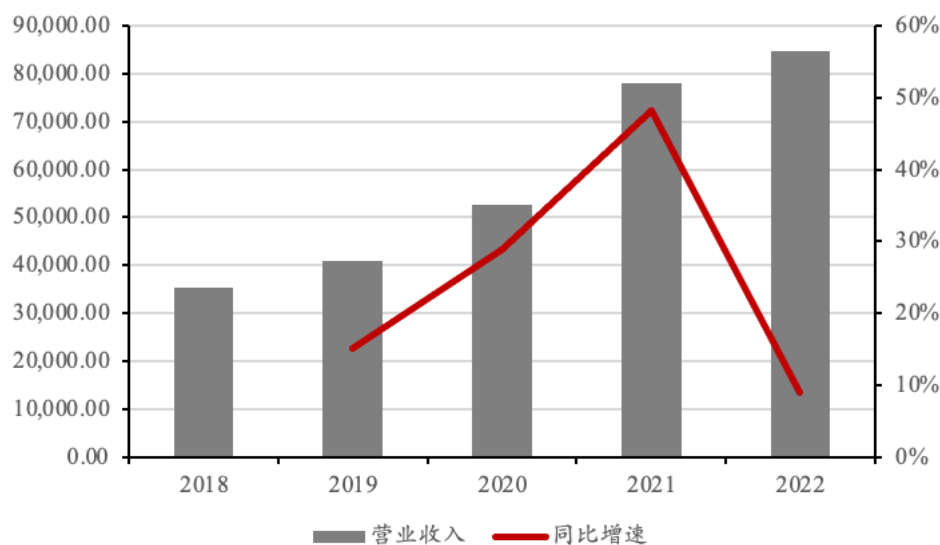
疫苗板块自 2021 年以来一直处于相对低迷的行情之中。在新冠疫情爆发后，疫苗受到了极高的社会关注度以及期待。在此期间，社会对疫苗的认知程度也得到了较大的提升。随着市场教育程度的提高，疫苗上市企业得到了资本市场较为透彻的了解，股价的错估逐渐缩小。但同时，由于疫苗行业新产品的研发需要大量时间进行研究试验，因此行业新的增长点到来也需要更长时间。在股价已回归合理估值中枢的背景下，国内疫苗行业目前缺乏一个突破性产品或行业性机会作为催化剂。

目前疫苗板块估值已进入相对合理区间，截至 2023 年 6 月 5 日，各企业预测 PEG 均小于 1，反映目前市盈率与企业成长速度的比例已较为合理。

新冠疫情干扰疫苗板块业绩，板块年复合增长仍保持较好增速

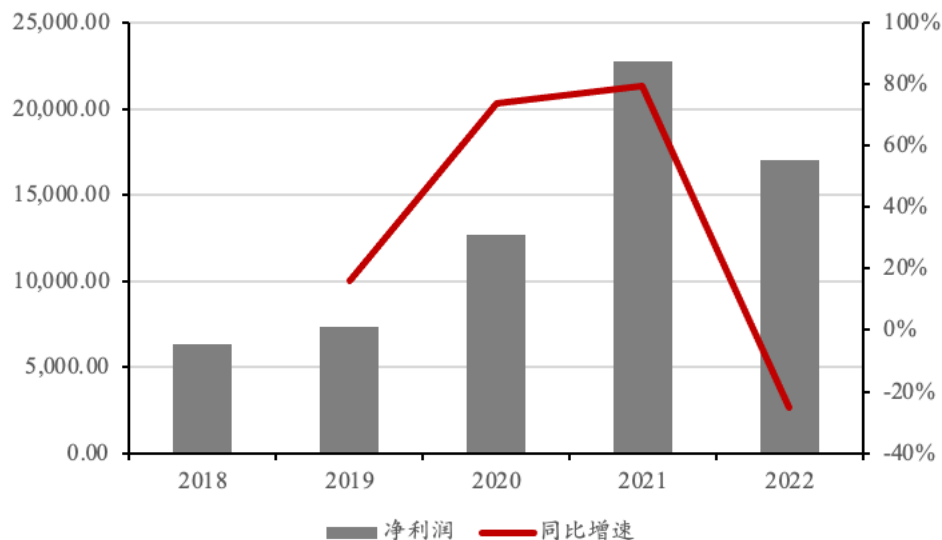
新冠疫情自 2020 年初爆发，疫苗成为被寄予厚望的对抗病毒的有力武器之一。由于新冠疫苗市场潜力大，因此，伴随着高预期，疫苗板块估值水涨船高。得益于新冠疫苗，2021 年板块（以 SW 疫苗板块为准）收入及利润均有显著提升，2021 年板块收入同比增长 48.28%，净利润同比增长 79.44%。2021 年的高基数使板块 2022 年收入增速下滑，同时利润端出现同比下滑。但如果从疫情前的 2018 年回溯，疫苗板块 4 年来的年复合增长仍旧保持不错的增速，其中收入 4 年 CAGR 约 24.38%，净利润 CAGR 约 28.21%。

图表 12. 2018-2022 疫苗板块营业收入及增速（单位：百万元人民币）



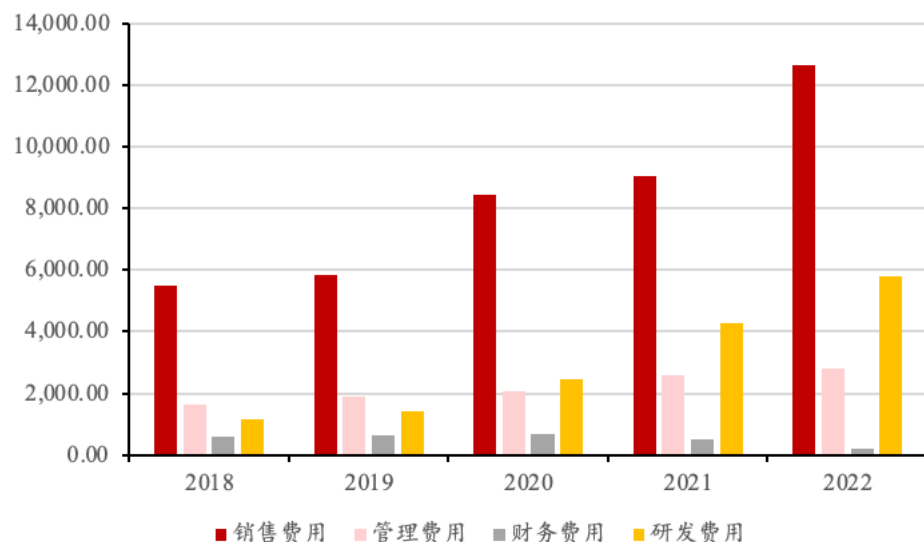
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2018-2022 疫苗板块净利润及增速（单位：百万元人民币）



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2018-2022 疫苗板块费用变化（单位：百万元人民币）



资料来源：万得，中银证券

HPV 疫苗仍旧维持较稳定的增长

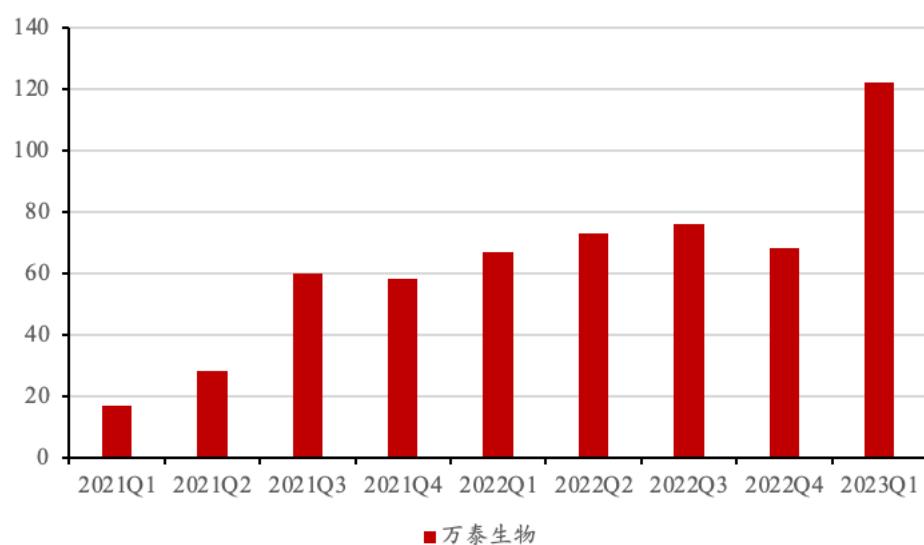
从批签发情况来看，HPV 疫苗仍旧是增长较为稳健的品种。

其中，万泰生物表现亮眼。自 2020 年以来，公司疫苗板块收入实现跨越式增长，由 2020 年的 8.66 亿元增长至 2022 年的 84.93 亿元，年复合增长率高达 213.23%。进入 2023 年后，公司 2 价 HPV 疫苗在第一季度获得 122 个批次批签发，同比增长 82%。

沃森生物在 2022 年 5 月获得上市许可后，HPV 疫苗也已开始获得批签发，2022Q2 至 2023Q1 分别获得批签发 6、4、20、16 个批次。有望在 2023 年贡献业绩增长。

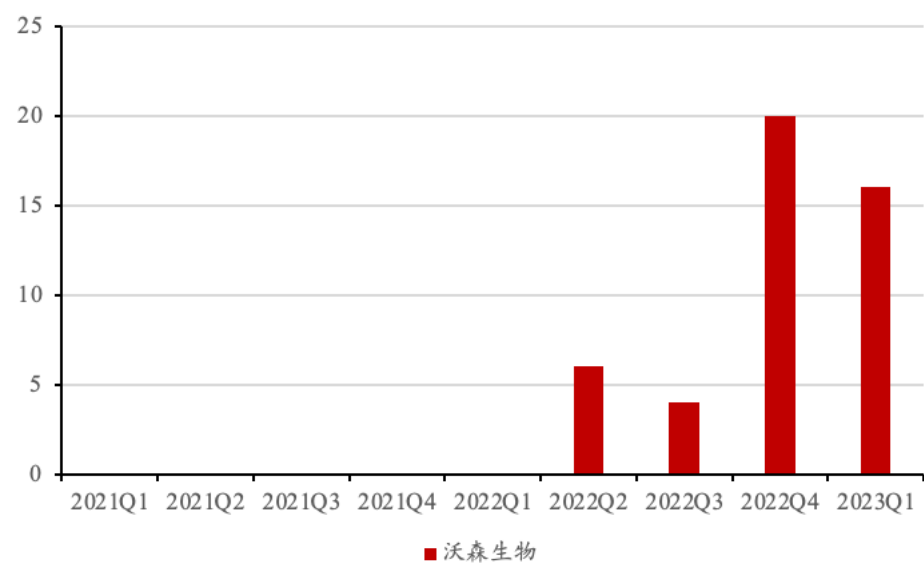
智飞生物代理的 MSD 的 4 价与 9 价 HPV 疫苗也在 2023 年维持了批签发批次增长的态势。其中，4 价 HPV 疫苗在 2023Q1 实现了同比 67% 的增长，9 价 HPV 疫苗则实现了 5% 的增长。

图表 15. 2021Q1-2023Q1 季度万泰生物 HPV2 疫苗批签发批次数



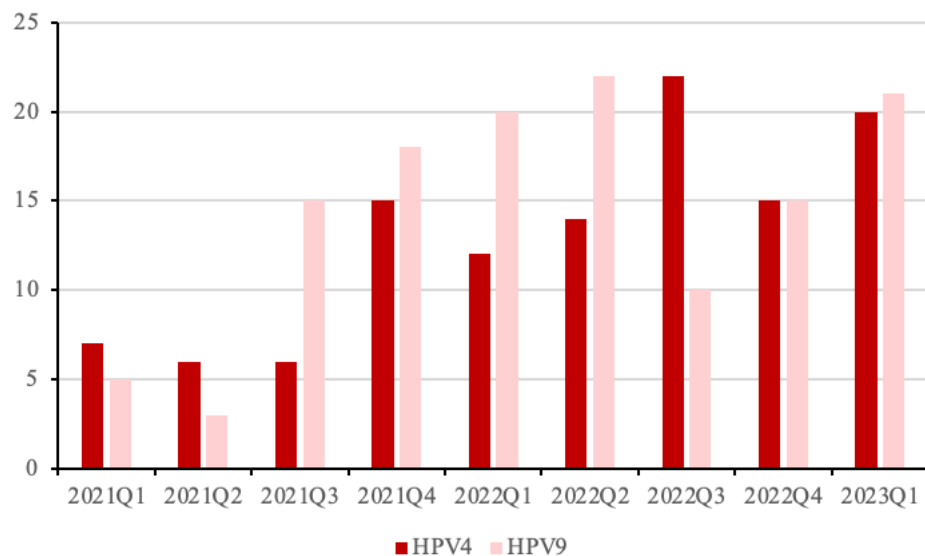
资料来源: Insight 数据库, 中银证券

图表 16. 2021Q1-2023Q1 季度沃森生物 HPV2 疫苗批签发批次数



资料来源: Insight 数据库, 中银证券

图表 17. 2021Q1-2023Q1 季度智飞生物 HPV 疫苗批签发批次数



资料来源: Insight 数据库, 中银证券

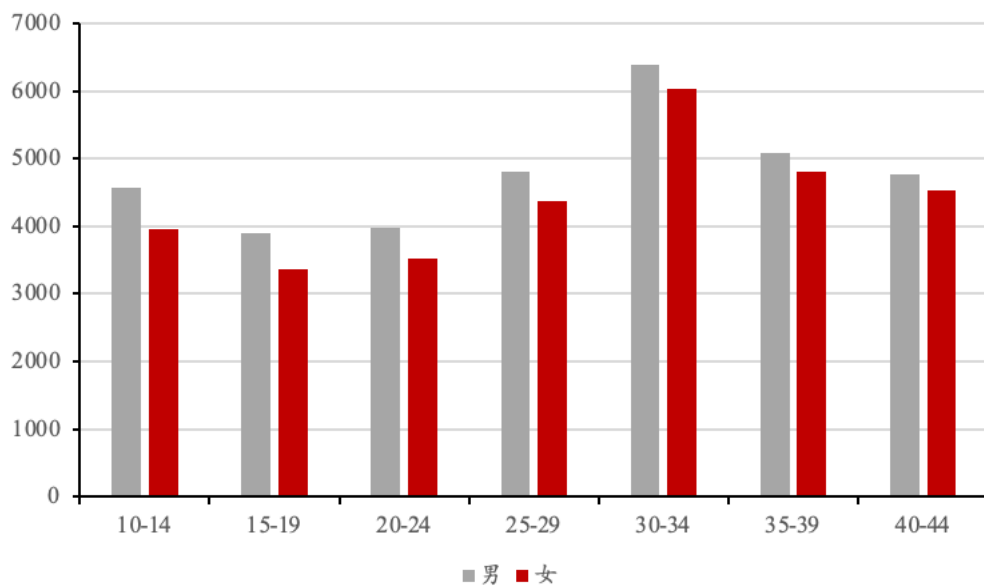
人乳头瘤病毒疫苗能够有效降低宫颈癌等疾病的发生概率。同时, HPV 疫苗市场教育程度较高, 接种意愿较强, 加之此前国内接种率较低, 目前需求仍较为可观。

WHO 于 2020 年提出《加速消除宫颈癌全球战略》, 希望在 2030 年之前 90% 的女性在 15 岁之前能够完成 HPV 疫苗接种。北京协和医学院群公共卫⼭医学教授乔友林在接受北京商报记者采访时表示, 目前我国适龄女性 (9-14 岁) HPV 疫苗接种率不足 1%。

目前国内已获批的 HPV 疫苗包括: 默沙东的 HPV9 (佳达修 9)、HPV4 (佳达修), GSK 的 HPV2 (希瑞适), 万泰生物的 HPV2 (馨可宁), 沃森生物的 HPV2 (沃泽惠)。

HPV 疫苗的适应人群为 9-45 岁之间的女性。参照全国第七次人口普查数据和 2020 年国家统计局《2020 年中国统计年鉴》, 2020 年, 中国 10-44 岁女性约 3.06 亿人。目前小年龄段的渗透率较低, 未来将可能是 HPV 疫苗增量需求的主要来源。

图表 18. 2020 年中国 10-44 岁各年龄组男女人口 (万人)



资料来源: 人口普查数据, 中国统计年鉴, 中银证券

随着市场中竞品的增多，市场竞争越发激烈，可能对 HPV 带来降价压力。2023 年江苏省的招标中，万泰生物以 245 元的单价中标，相较于此前约 319-329 元的市场定价下降了约 25%。同时，9 价 HPV 原研疫苗佳达修 9 获得扩龄许可，目前也已覆盖上至 45 岁的大年龄组。虽然 9 价 HPV 疫苗定价较高，但其高价次的优势仍旧保障了它一定的市场需求。

现有的 HPV 疫苗产品开始互相竞争，而在研过程中的国产 9 价 HPV 疫苗也进入了最终的冲刺阶段。根据 CDE 信息，目前万泰生物、沃森生物、瑞科生物、博唯生物、康乐卫士均已开始开展临床 III 期研究。其中最快的产品有望在 2025 年上市。

本轮流感疫情可能带来更强的接种意愿

2023 年 2-4 月，我国经历了一轮流感疫情。根据国家流感中心数据，本轮疫情爆发的时间点约在 2 月中旬，在 3 月中旬到达顶峰。流感不同于普通感冒，患者可能出现发热、疲惫、头痛、全身无力等症状，影响正常工作与生活。在免疫力较低的人群中，例如老年人及儿童，也有一定的致死概率。

流感疫苗能够帮助预防感染流感病毒。在新冠疫情后，社会对呼吸道传染疾病以及疫苗的认知得到了提升。在经历本轮流感疫情后，流感疫苗的接种意愿有望得到提高。今年秋冬季节的流感疫苗需求有望因此而提升。

图表 19. 2023 年国内流感样暴发疫情每周数量



资料来源：中国国家流感中心，中银证券

投资建议

疫苗板块经历了长达 2 年的下跌过程，目前整体估值已回归合理范围内，静待行业催化事件到来。以 HPV 疫苗为代表，接种意愿较高、市场教育程度充分的品种值得关注，相关标的包括万泰生物、沃森生物。同时，随着本轮流感疫情以及新冠期间大众健康意识的提升，流感疫苗的需求有望提升。长期来看，创新的生物科技仍然是疫苗行业保持发展的内在驱动力，例如 mRNA 疫苗、重组蛋白疫苗以及新型佐剂值得长期关注。

血液制品板块：疫情持续影响投浆，行业整合正在进行中

疫情造成采浆下滑，2023 年上半年投浆量受限

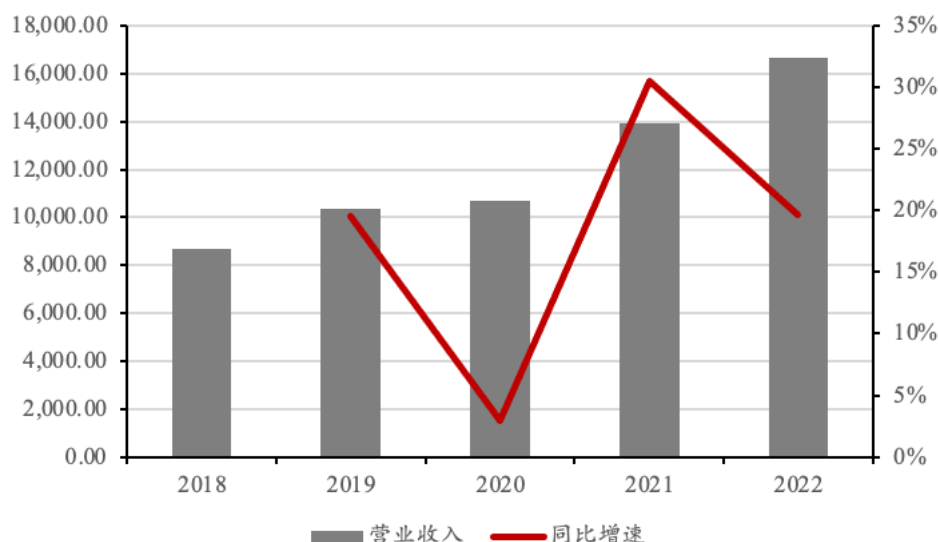
2022 年国内新冠疫情逐渐蔓延，相关防控措施也逐渐升级，导致血液制品行业的采浆活动经历了不同程度的停滞。国内血液制品行业从采浆到批签发的周期约为 6 个月。因此，2022 年下半年采浆活动停滞产生的影响，将传导至 2023 年上半年，由于原料供应不足，投浆量下滑，导致公司收入和利润的承压。

2022 年 12 月，国内经历了新冠疫情的大规模爆发，影响持续至 1 月末。因此，2023 年一季度的采浆活动也可能受到一定影响，导致 2023 年三季度投浆随之受到负面影响。因此，预计疫情对血液制品行业的影响将持续至 2023 年三季度。行业有望在 2023 年三季度下旬及四季度迎来进一步的复苏。

业绩方面，2022 年血液制品行业（以 SW 血液制品为准）整体收入同比增长 19.60%，净利润同比增长 27.76%。2023 年一季度，得益于静丙在疫情期间的供不应求，板块营业收入同比增长 25.72%，净利润同比增长 41.04%。随着疫情趋于稳定，采浆、生产、批签发、销售正常化，血液制品行业有望继续保持较稳定的增长。

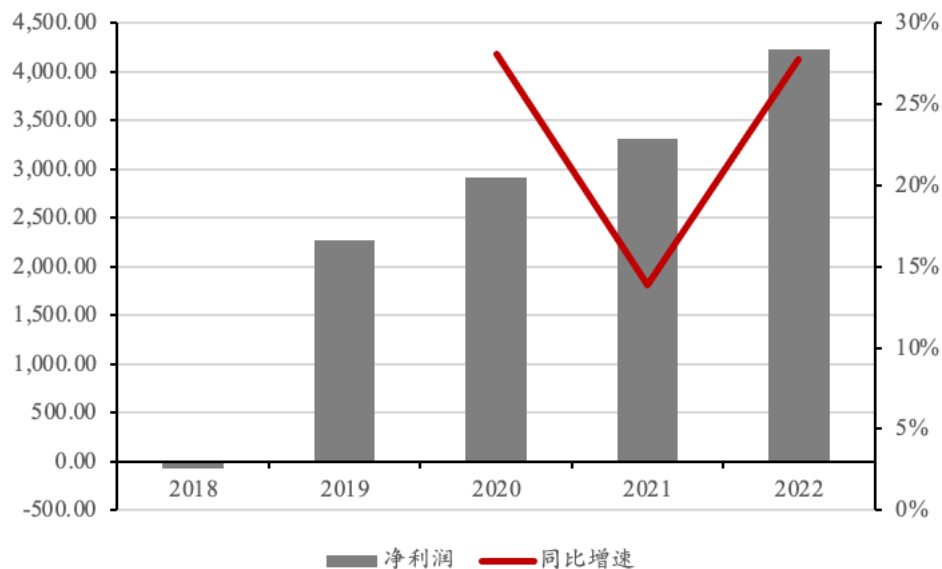
2018-2022 年，板块营业收入 CAGR 约 17.74%。2019-2022 年，板块净利润 CAGR 约 23.05%。

图表 20. 2018-2022 血液制品板块营业收入及增速（单位：百万元人民币）



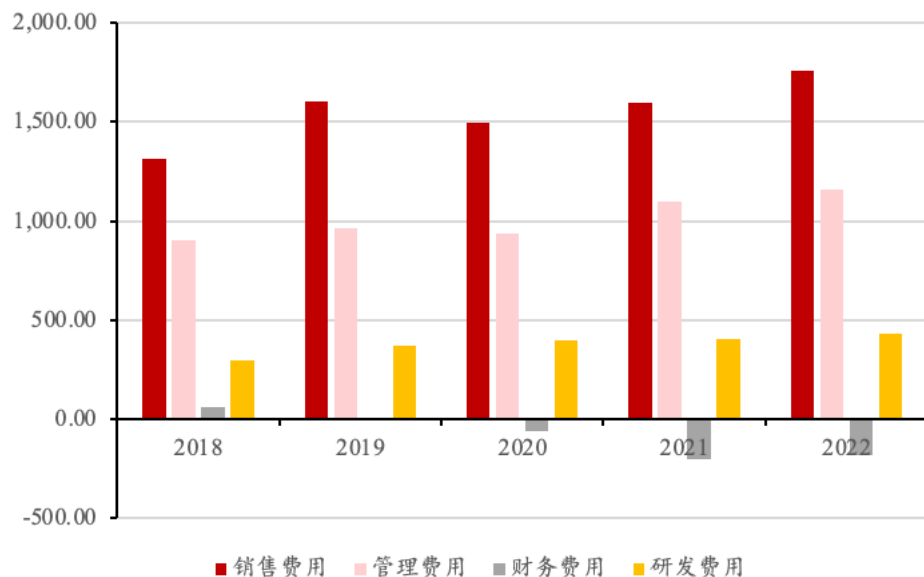
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 2018-2022 血液制品板块净利润及增速（单位：百万元人民币）



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2018-2022 血液制品板块费用变化（单位：百万元人民币）



资料来源：万得，中银证券

行业内整合不断，采浆仍是核心

血液制品行业具有较高的行业政策壁垒。自 2001 年以来，国家不再发放新的血液制品企业牌照，血液制品行业成为存量竞争市场。在此背景下，行业内企业扩张除内延成长外，也可能通过整合并购形成规模更大的血液制品企业。

由于血液制品行业的各产品均依赖于原料血浆，因此企业的采浆量成为了衡量企业的核心指标。而如何拿到新建采浆站的批文又成为了衡量企业成长能力的重要因素。由于新建采浆站需要各级政府的审批，具有国资股东背景的企业可能由此拥有更大优势。

近些年来，行业内整合不断。2021 年初，原双林生物成功并购派斯菲科，并更名为派林生物。2021 年末，华润医药成功入主博雅生物，成为控股股东。2023 年 3 月，派林生物原控股股东拟转让持有的公司股份，公司实控人拟变更为陕西省国资委。2023 年 6 月，卫光生物股东光明国资局与中国生物技术股份有限公司成立合资公司，卫光生物实际控制人由光明国资局变更为国药集团。

以上重大变更中，可以看到国资背景股东正逐渐进入血液制品行业，与企业形成互利共赢的关系。未来，如何利用好国资背景股东带来的赋能，将其转化为实际的采浆扩张，将是决定未来行业格局的重要看点。

投资建议

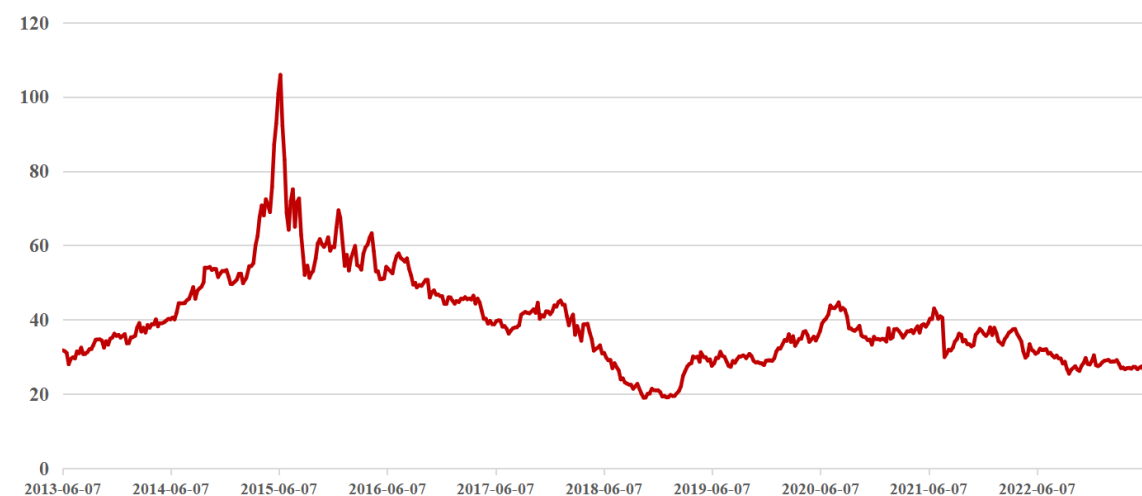
采浆是血液制品企业的核心竞争力。因此建议关注采浆扩张潜力较大的企业，例如：天坛生物、卫光生物、博雅生物、派林生物。

原料药板块：估值仍处低位，疫情后负增长因素减弱行业整体趋势向好

估值接近底部，业绩逐步进入复苏期

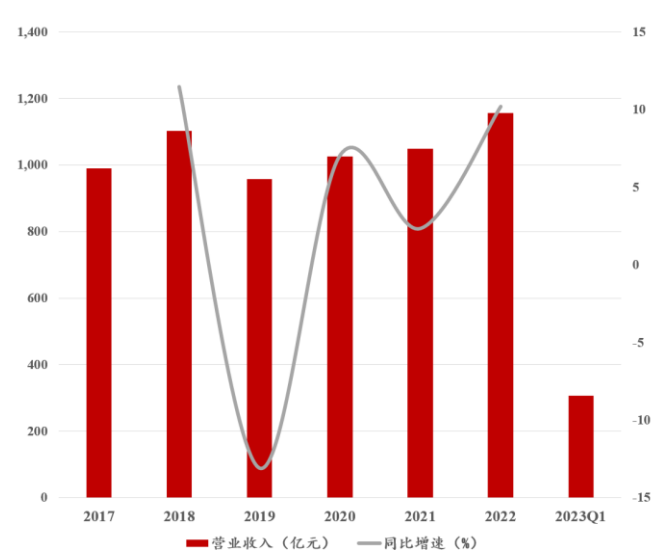
目前原料药板块估值在相对底部，截至 2023 年 6 月 2 日，SW 原料药板块 PE (TTM、整体法) 为 26.54 倍，处在 2019-2022 年之间相对低位，基本与 2019 年中期持平，看好板块未来增长空间。2023 年上半年随着疫情封控解除、上游原材料价格逐步回落，以及出口航运成本降低，API 板块出现复苏迹象。API 企业通过产业升级改革、产品结构优化、产业链管控，板块整体生产效率提高，各费用率有所下降，毛利率有望得到修复。2023 一季度板块销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为 6.32%、5.91%、4.80% 和 1.02%。由于企业维持较高研发投入和新产线扩张，未来规模效应扩大可能推动盈利能力增强，行业景气度仍旧良好，板块业绩逐渐进入复苏期。

图表 23. 原料药板块 2013-2023 年市盈率 (TTM)



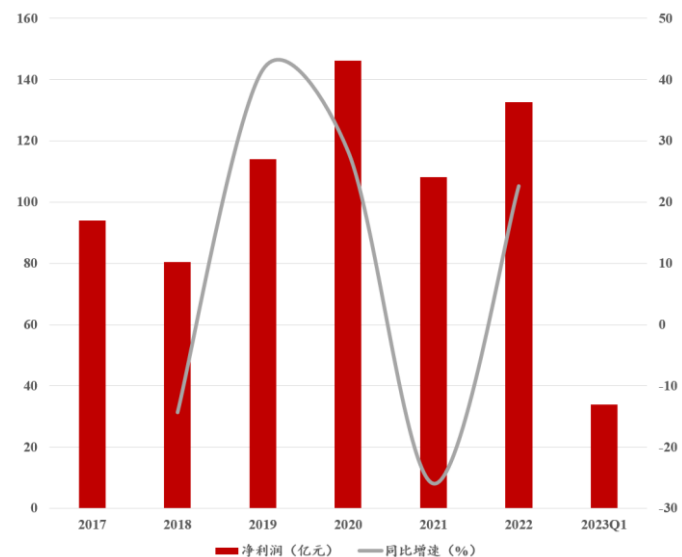
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2017 至 2023Q1 原料药板块营收及其增速



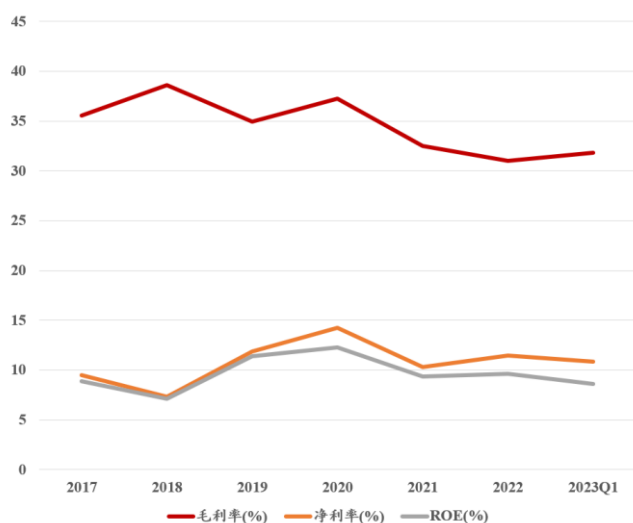
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 2017 至 2023Q1 原料药板块净利润及其增速



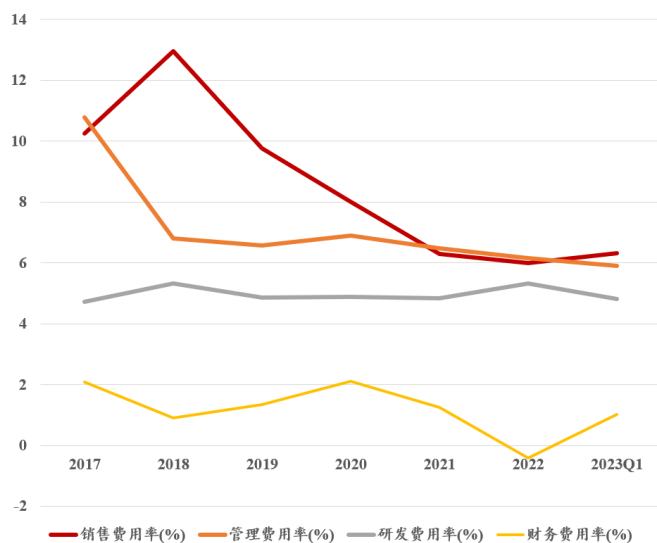
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 2017 至 2023Q1 原料药板块毛利率、净利率、ROE



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 2017 至 2023Q1 原料药板块各费用率



资料来源：万得，中银证券

2022 年受到国内外疫情波动和上游原材料涨价影响，航运成本提高，原料药出口业务受到较大影响，API 板块业绩增速有所放缓。API 企业成本控制能力有所加强，板块毛利率略有提升，同时销售及管理费用率均有所降低，并相继加大研发投入，研发费用率保持增长趋势。2023Q1 原料药板块业绩增速放缓，上游原材料价格仍处相对高位，毛利率相应有所降低。API 企业顺应原料药制剂一体化趋势或进行业务整合和战略转型，后续随着上游原材料价格逐渐回落和航运成本降低，制剂集采落地推动 API 市场扩大，以及 API 企业新产品管线的扩充和新产能逐步落地，板块毛利率有望获得修复，盈利能力继续增强。

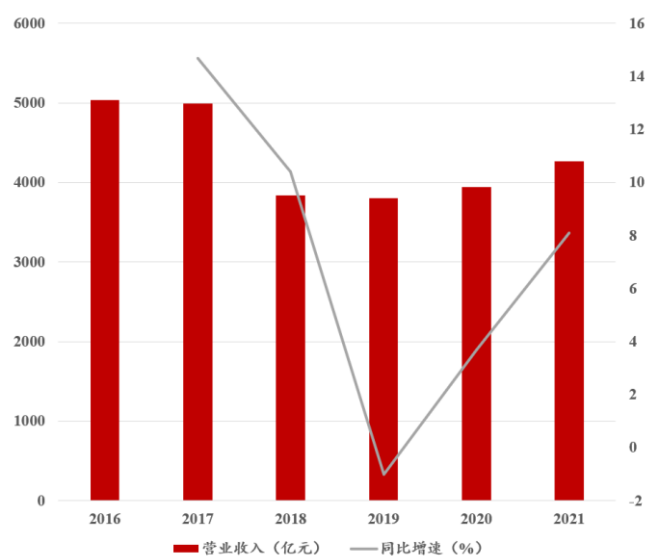
图表 28.API 板块主要企业业绩情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2022 营业收 入 (亿元)	2022 归母净利 润 (亿元)	同比增长率 (%)	2023Q1 营业 收入 (亿元)	2023Q1 归母净 利润 (亿元)	同比增长率 (%)
688690.SH	纳微科技	179.05	7.06	2.75	46.27	1.32	0.12	(79.71)
688356.SH	键凯科技	68.75	4.07	1.87	6.29	0.93	0.47	(10.04)
688166.SH	博瑞医药	95.48	10.17	2.40	(1.77)	3.05	0.71	16.48
605507.SH	国邦医药	124.73	57.21	9.21	30.43	14.10	1.95	(2.88)
605116.SH	奥锐特	102.93	10.08	2.11	25.00	3.02	0.46	12.30
603538.SH	美诺华	43.11	14.57	3.39	137.67	2.46	0.43	(62.30)
603520.SH	司太立	58.26	21.31	(0.76)	(123.43)	5.66	0.10	(88.08)
603456.SH	九洲药业	265.91	54.45	9.21	45.28	17.51	2.81	35.07
603229.SH	奥翔药业	94.38	7.65	2.35	61.29	2.63	0.94	32.45
600488.SH	津药药业	62.81	36.89	0.35	(27.25)	9.91	0.67	199.30
600216.SH	浙江医药	110.02	81.16	5.40	(48.38)	20.08	1.14	(56.42)
301246.SZ	宏源药业	134.64	20.64	4.35	(11.96)	5.04	0.65	(63.38)
301211.SZ	亨迪药业	79.08	5.15	1.26	3.35	1.93	0.40	42.76
301089.SZ	拓新药业	95.42	7.85	2.87	336.05	5.51	3.04	970.02
300765.SZ	新诺威	158.05	26.26	7.26	84.70	6.84	1.82	47.33
300702.SZ	天宇股份	90.06	26.67	(1.19)	(158.12)	7.77	1.00	18.31
300636.SZ	同和药业	45.50	7.20	1.01	24.10	2.21	0.33	23.36
300497.SZ	富祥药业	72.11	16.47	(1.41)	(389.72)	3.98	(0.30)	(207.86)
300401.SZ	花园生物	67.50	14.18	3.84	(20.68)	3.17	0.52	(65.69)
300267.SZ	尔康制药	67.24	18.71	0.46	105.78	5.47	0.26	15.73
002399.SZ	海普瑞	174.90	71.59	7.27	201.96	13.01	0.67	(71.68)
002332.SZ	仙琚制药	142.35	43.80	7.49	21.00	9.57	1.33	4.23
002102.SZ	冠福股份	91.13	122.60	4.44	339.70	29.63	0.85	(25.88)
002099.SZ	海翔药业	137.43	27.04	0.88	(7.58)	6.34	0.42	(51.62)
002001.SZ	新和成	475.69	159.34	36.20	(16.89)	36.12	6.43	(46.55)
000756.SZ	新华制药	158.62	75.03	4.11	17.97	26.40	1.52	39.72
000739.SZ	普洛药业	219.79	105.45	9.89	3.52	30.86	2.39	57.35

资料来源：各公司公告，中银证券（市值截至 2023 年 6 月 3 日）

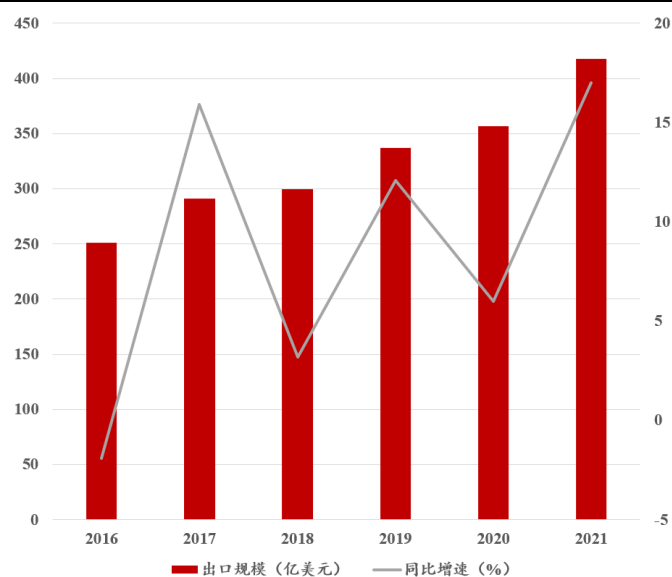
原料药出口额保持稳定增长，产能位居全球首位。2022 年我国化学药品原料产量为 362.6 万吨，较上年同比增长 17.50%。据观研报告网报告披露数据，2021 年我国原料药产能居全球第一，约占全球 28.0% 左右，由于环保监管要求趋向严格，供给侧结构性改革深化，促使 API 企业不断进行生产工艺升级，国内原料药市场集中度有所提升。同时我国也是原料药最大出口国，2021 年我国原料药出口量为 1140 万吨，较上年同比增长 4.8%；原料药出口额为 417.7 亿美元，较上年同比增长 17%，出口额近年保持稳定增长趋势，主要源于国外需求上涨。随着环保压力等原因日益突出，出现全球原料药供应向亚太地区转移的趋势，预计今年我国出口额将保持稳健增长态势。此外，随着全球人口逐年增长，老龄化程度逐渐加深，医药需求保持较稳健增长，叠加带量采购政策常态化推行加快，随着由此引起的仿制药价格大幅下调和渗透率提高，推动了上游原料药市场规模的扩大。

图表 29. 近年我国化学原料药产量及增速



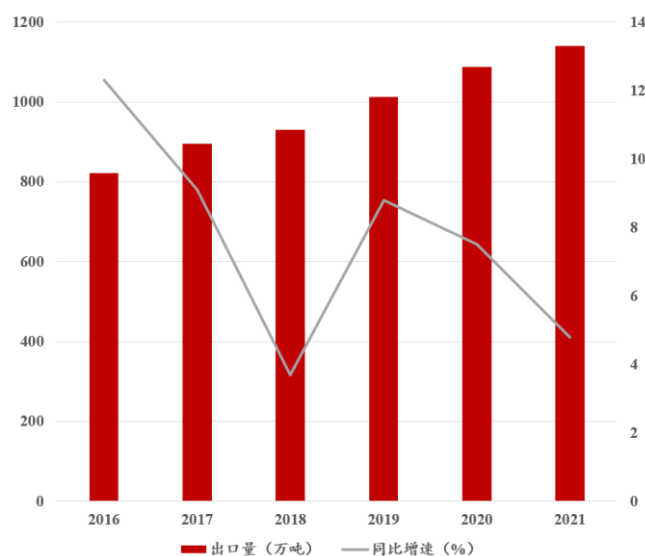
资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 30. 近年我国原料药出口规模及增速



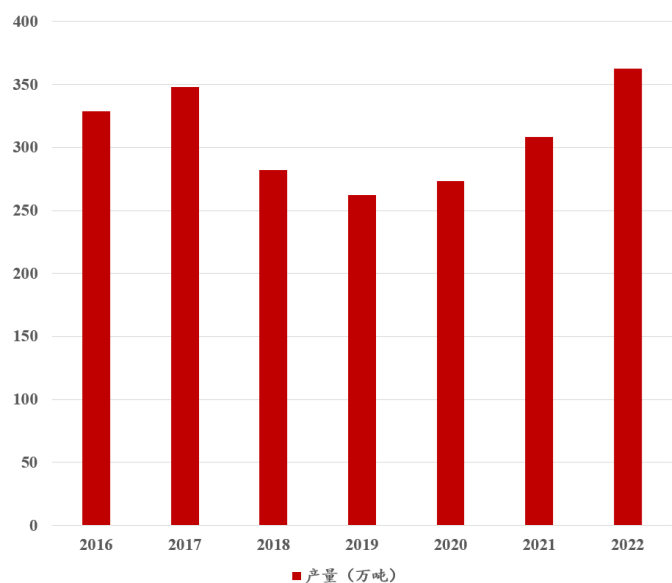
资料来源：观研报告网，中银证券

图表 31. 近年我国化学原料药出口量及增速



资料来源：观研报告网，中银证券

图表 32. 近年我国化学原料药营业收入及增速

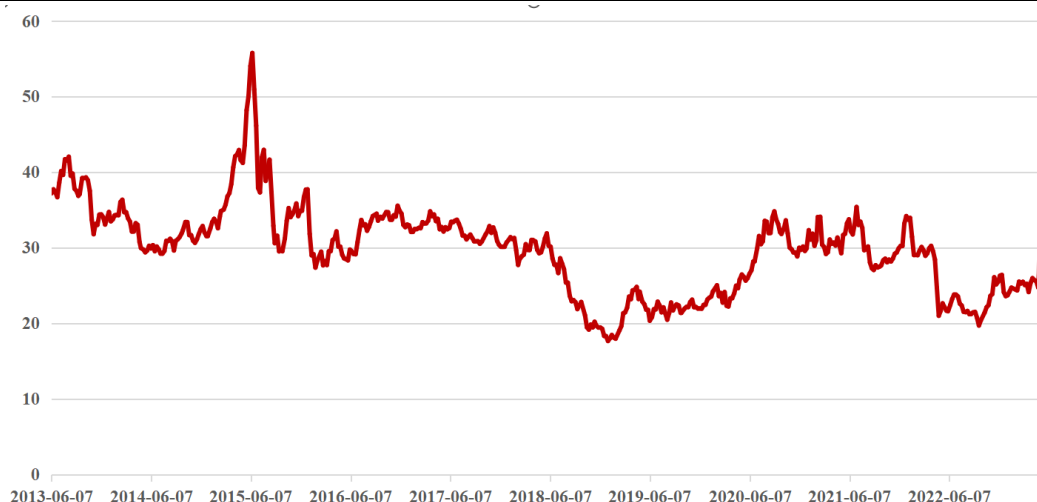


资料来源：观研报告网，中银证券

中药板块：集采降幅温和，关注医保解限和基药目录出台

2023 年以来中药板块估值基本呈现波动上升趋势,截至 2023 年 6 月 2 日,SW 中药板块 PE(TTM、整体法)为 28.87 倍,基本与 2020 年末持平,看好板块未来增长空间。2023Q1 中药板块业绩增长较快,政策性利好明显。中药集采政策逐步落地,规则相对化药更加温和。国务院先后发布中医药支持性政策文件,推进行业整体发展。同时进一步加速中药创新药审评审批,集采政策独家品种和创新药处于优势地位。此外,基药目录中中成药占比逐年提高有望推动放量提升。中药颗粒国标切换逐步落地,业绩增速有望恢复较快增长。行业获顶层政策加持,叠加基层中医药诊疗全面铺开,以及消费性中药受集采影响较小,中药企业针对大健康领域的业务展开积极拓展,预计板块将延续高景气度发展。

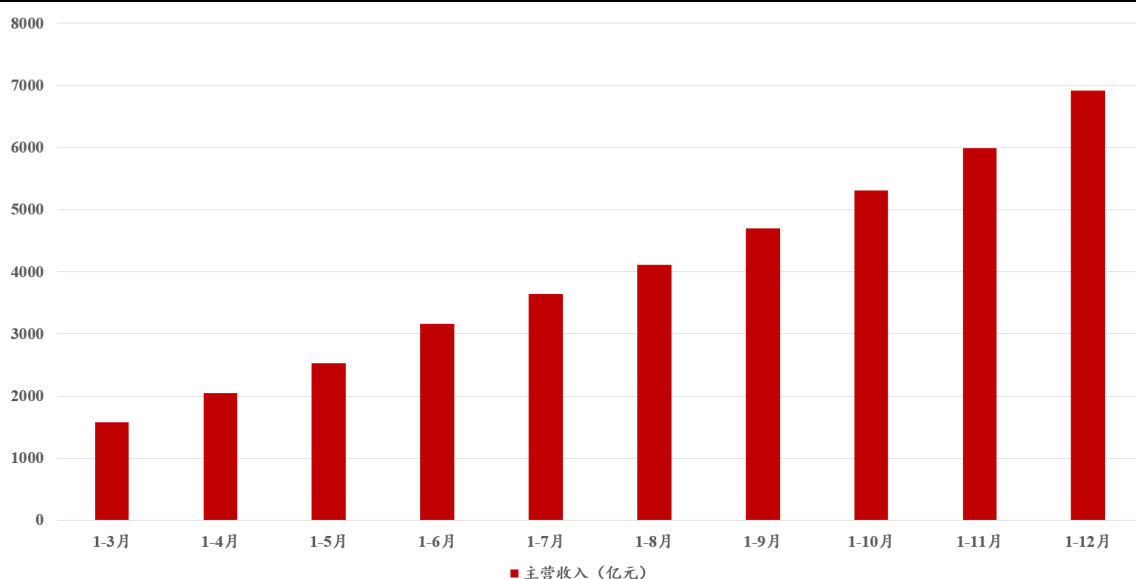
图表 33. 中药板块 2013-2023 年市盈率 (TTM)



资料来源：万得，中银证券

中医药行业近年主营业务收入呈现波动趋势,据前瞻产业研究院披露数据,2021 年中国中药行业市场规模超过 9000 亿元,其中包括中药材主营业务收入 1945 亿元;中成药主营业务收入 4862 亿元(占比超过一半),相较 2020 年的 4347 亿元同比增长 11.8%;中药饮片主营业务收入 2057 亿元,相较 2020 年的 1809 亿元同比增长 13.6%;中药配方颗粒 533 亿元。据福建省商务厅披露,2021 年我国中药工业主营收入达到 6919 亿元,利润总额达到 1004.5 亿元,同比增长 37%,其中中成药利润总额 755.2 亿元,同比增长 23.2%;中药饮片利润总额 249.3 亿元,同比增长率 102.3%。中药饮片及中成药领域受到监管趋严及质量标准提高的影响,行业增速减缓。

图表 34. 2021 年中药工业主营收入（亿元）



资料来源：福建省商务厅，中银证券

中医药行业利好政策频出，新药研发热度呈上升趋势

近年来中医药行业支持政策不断发布，政府进一步加大“十四五”期间对中医药领域发展的推进力度。2023 年 4 月 19 日，国家中医药局等八部门联合印发的《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》中提出了“加大中医药文化活动和产品供给”等 12 项重点任务，旨在大力弘扬中医药文化，更好满足人民群众对中医药的健康需求和精神需求。方案到 2025 年总体目标为：中医药文化产品和服务供给更为优质丰富；打造一批中医药文化品牌活动、精品力作、传播平台；公民中医药健康文化素养水平提升至 25% 左右；中医药海外传播半径不断延伸。2022 年 3 月 29 日国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，提到现仍有中医药发展不平衡不充分、中医药优质医疗服务资源总体不足、基层中医药服务能力仍较薄弱、中西医协同作用发挥不够、中医药参与公共卫生和应急救治机制有待完善、传承创新能力有待持续增强、中药材质量良莠不齐、中医药特色人才培养质量仍需提升、符合中医药特点的政策体系需进一步健全等问题亟待解决。在行业利好政策加持下，中药板块有望迎来蓬勃发展时期。

图表 35. 《“十四五”中医药发展规划》指标规划

指标		2025 年预期目标
1	中医医疗机构数（万个）	9.5
2	中医医院数（个）	6300
3	每千人口公立中医医院床位数（张）	0.85
4	每千人口中医类别职业（助理）医师数	0.62
5	每万人口中医类别全科医生数（人）	0.79
6	公立综合医院中医床位数（万张）	8.43
7	公立中医药健康文化素养水平（%）	25

资料来源：国务院办公厅，中银证券

图表 36. 《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》内容梳理

政策	细则
夯实中医药人才基础	提高中医药教育整体水平，坚持发展中医药师承教育，加强中医药人才评价和激励
提高中药产业发展活力	优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理
增强中医药发展动力	保障落实政府投入，多方增加社会投入，加强融资渠道支持
完善中西医结合制度	创新中西医结合医疗模式，健全中西医协同疫病防治机制，完善西医学习中医制度，提高中西医结合临床研究水平
实施中医药发展重大工程	实施中医药特色人才培养工程，加强中医医疗服务体系建设，加强中医药科研平台建设，实施名医堂工程，实施中医药产学研医政联合攻关工程，实施道地中药材提升工程，建设国家中医药综合改革示范区，实施中医药开放发展工程
提高中医药发展效益	完善中医药服务价格政策，健全中医药医保管理措施，合理开展中医非基本服务
营造中医药发展良好环境	加强中医药知识产权保护，优化中医药科技管理，加强中医药文化传播，提高中医药法治化水平，加强对中医药工作的组织领导

资料来源：国务院办公厅，中银证券

中医药在呼吸道感染防治中具有特殊优势，当前全球新冠病毒传播仍然存在，新发传染病不断出现，传统传染病防控仍需重视，中医药在各级医疗机构防治工作中起到了不可或缺的重要作用。在疫情防治的各级医疗救治实践中，中国始终坚持中西医结合、中西药并用，筛选出“三药三方”等临床有效方药，对提高治愈率、降低重症率和病亡率、促进患者早日康复发挥了重要作用，第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中也明确提到中成药在新冠肺炎防治中的使用指南。随着疫情防控政策放开，居民自我防护意识提升，叠加要求基层医疗机构加强发热、止咳、解痛类药品储备，相关中成药品类有望迎来放量。

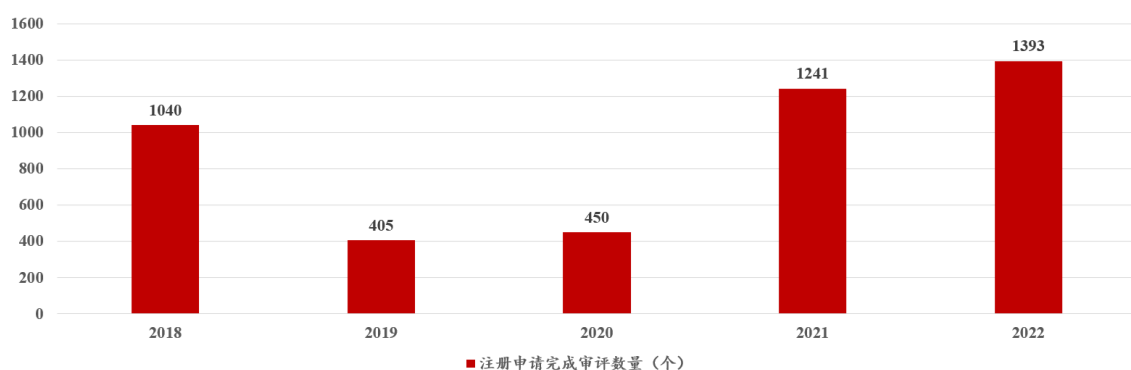
图表 37. 《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（第九版）》推荐使用中成药

阶段	分型	症状	推荐用药
医学观察期	/	乏力伴胃肠不适	藿香正气胶囊（丸、水、口服液）
		乏力伴发热	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）
临床治疗期	轻型、普通型、重型、危重型		清肺排毒颗粒
	轻型	湿热蕴肺证	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）
	普通型	湿毒郁肺证	宣肺败毒颗粒
		疫毒夹燥证	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）
		疫毒闭肺证	化湿败毒颗粒
	重型	气营两燔证	喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液
	危重型	内闭外脱证	血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液
		肺脾气虚证	/
恢复期		气阴两虚证	

资料来源：卫健委，中银证券

随着中药利好政策逐步落地，国内新药研发热度迭起。2022 年 1 类创新药申请 946 个品种，其中包含中药申请 42 个品种，全年中药完成审评 1393 个品种，以审评任务类别统计，IND 申请 52 个品种，包含 39 个创新药品种、11 个改良型新药品种；NDA 申请 11 个品种。据米内网披露数据，2023 年国内已有 7 款中药新药申请上市，其中涵盖 1.1 类创新药 3 个，古代经典名方中药复方制剂 3 个，改良型新药 1 个，较 2022 年同期的 3 款有明显增加。另有 26 款中药新药申报临床，其中包含 1 类中药创新药 20 个和 2 类中药改良型新药 6 个，相较 2022 年同期略有增加，研发覆盖科室包括心脑血管、呼吸科、消化科、骨科等热门领域。临床获批方面，2023 年已有 17 个中药新药获得临床试验默示许可，其中包含中药创新药有 12 个和 2 类中药改良型新药有 5 个。

图表 38. 2018-2022 年中药注册申请完成审评情况



资料来源：中国医药创新促进会，中银证券

图表 39. 2022 年批准中药创新药

药品名称	企业名称	批准文号	功能主治
阿可拉定软胶囊	北京坤诺基医药科技有限公司；北京康而福药业有限责任公司	国药准字 Z20220002	用于既往未接受过全身系统性治疗的不可切除的肝细胞癌
广金钱草总黄酮胶囊	武汉光谷人福生物医药有限公司；武汉康乐药业股份有限公司	国药准字 Z20220003	清热祛湿、利尿排石
太子神悦胶囊	新疆华春生物药业股份有限公司；国药集团德众（佛山）药业有限公司	国药准字 Z20220008	益气，养阴，补肾，适用于轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚、肾气不足证

资料来源：中国医药创新促进会，中银证券

图表 40. 2022 年批准中药经典名方

药品名称	企业名称	批准文号	功能主治
苓桂术甘颗粒	江苏康缘药业股份有限公司	国药准字 C20220002	温阳化饮，健脾利湿
散寒化湿颗粒	江苏康缘药业股份有限公司	国药准字 C20220001	用于寒湿郁肺所致疫病

资料来源：中国医药创新促进会，中银证券

图表 41. 2023 至今中药新药申请上市情况

药品名称	注册分类	企业简称	承办日期	治疗领域
桃红四物汤颗粒	3.1	瑞阳制药	2023/4/17	妇科用药
玄黄润通片	1.1	湖南时代阳光	2023/3/28	消化系统疾病用药
苓桂术甘汤颗粒	3.1	康恩贝	2023/2/11	呼吸系统疾病用药
荆门上清丸	1.1	齐进药业	2023/2/9	呼吸系统疾病用药
小儿豉翘清热糖浆	2.2	济川药业	2023/1/28	儿科用药
枇杷清肺颗粒	3.1	吉林敖东	2023/1/28	呼吸系统疾病用药
诺丽通颗粒	1.1	方盛制药	2023/1/7	神经系统疾病用药

资料来源：米内网，中银证券

近年国家药监局等政府部门出台了一系列与中医药发展及监管审批相关的法规及文件。2020 年开始进行中药注册管理办法改革，2021 年中药新药注册申请完成情况显著上升。2023 年 2 月国家药监局关于发布《中药注册管理专门规定》的公告，为中药新药 MAH 提供了全面的注册指引和研究指南，结合中药注册分类，选择符合品种研制实际的中药新药研制路径，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。中药新药管理办法的进一步完善有助申报审评效率的进一步提速，有望为中医药行业提供新的业绩增量。

中成药集采降价幅度温和，中成药准入基药目录比重有望加大

2018 年集采以来，国家医保局共组织开展 8 批次国家药品集采的平均降幅超 50%，但中成药集采降幅整体相对化学药集采更加温和，如湖北 19 省中成药集采的平均降幅为 42.27%，最大降幅为 82.63%；广东牵头 6 省联盟对 132 个中成药集采，中选品种平均降幅 64.28%，备选品种平均降幅 37.24%。独家品种和受市场竞争不足的非独家品种受到集采的影响更小，而消费性中药则主要集中在院外市场。此外，不同品种的竞价激烈程度差异性较高。2022 年 9 月份，湖北牵头的第二批中成药联盟集采涉及的品种目录有 16 个类别、42 个品种，涵盖冠心宁注射液、华蟾素胶囊、脑安胶囊、银杏达莫注射液等。2023 年 3 月 27 日，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》，覆盖 30 个省级单位，16 个产品采购组、42 个品种，药品涉及等多个治疗领域，集中采购品种将覆盖复方血栓通、冠心宁、华蟾素、接骨七厘、乐脉等 16 种口服和注射中成药，采购周期为 2 年，视情况可延长 1 年。未来随着集采和医保谈判常态化，药品可及性提升，市场竞争结构有望优化，进一步带来业绩放量。

图表 42. 2022 年全国中成药集采情况梳理

联盟	品种数量	覆盖省份	中选结果
湖北 19 省联盟	76 个	湖北、河北、山西内蒙古、辽宁、福建江西、河南、湖南海南、重庆、四川贵州、西藏、陕西甘肃、宁夏、新疆新疆生产建设兵团	7 家企业、111 个产品中选，中选率达 62%，中选价格平均降幅 42.27%，最大降幅 82.63%。非报价代表品中选价平均降幅约为 45.39%，最高降幅为 82.66%，87.86% 的企业参与，86.88% 的产品产生报价，最终 174 家企业 361 个品种拟中选/备选，其中 30 个独家品种产生拟中选(备选) 企业 112 个产品拟备选，平均降幅 37.24%，249 个产品拟中选，平均降幅 64.28%
广东 6 省联盟	132 个	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	中选共计 59 个品种，共 241 个品规，涉及 122 家药企平均降价幅度约为 23%，独家品种降价幅度小。
北京市	84 个	北京	共有 155 家企业参与申报，涉及 330 个品种。15 个品种组竞争，全部产生拟中选结果，平均降价 44.31%，最高降幅 87.97%，预计年减轻支出 4.83 亿元。其中价格降幅最大的是银杏叶片，由原来的 39.9 元/盒降至 4.8 元/盒，降幅达 87.97%
山东省	15 个	山东	

资料来源：米内网，中银证券

2021 年 11 月，国家卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见稿发布，2023 年 3 月全国卫生健康药政工作电视电话会议中明确基药、儿科药、短缺药是 2023 年重点工作任务，此次基药目录更新中成药准入比重有望加大，据米内网预测，第六版基药目录中预计品种数有望调整至 900-1000 个，其中中成药增至 300-400 个，进入中成药传承创新发展新时代。提高基药目录中成药比重有望拉动中药企业业绩放量，进一步推动中药行业高速发展。

图表 43. 我国历次基药目录品种情况

时间	版本	目录品种数（个）		品种总数（个）
		化药/生物药	中成药	
1981	第一版	278	0	278
1996	第二版	699	1,699	2,398
2009	第三版	205	102	307
2012	第四版	317	203	520
2018	第五版（现行）	417	268	685
2023（预测）	第六版（待公布）	/	/	900-1,000（预测）

资料来源：米内网，中银证券

风险提示：

医药政策风险：集采政策的全面铺开对相关制药企业和医疗器械企业的业绩影响较大，新产品的获批和推广也需时时关注政策变动。

汇率变化对出口型企业的影响：目前较多药企已经进军海外市场，业务包括提供研究服务、药物海外市场销售、药物技术授权等等，海外收入是公司收入的重要组成部分，人民币汇率变化会对该项收入产生直接影响。

国际关系风险：医药生物行业存在较多的国际合作交流、产品引进及海外授权，国际关系的变化对这些活动产生影响。

技术更新迭代风险：医药生物行业技术发展迅速，行业技术升级及技术路线更迭可能会对行业格局造成一定的影响。新兴技术的掌握者可能会对领域内的传统领先者造成一定冲击。

产品研发失败风险：较多创新药企业有许多管线仍处于临床前研究阶段和临床阶段，存在研发失败、临床数据不理想等情况影响产品上市，进而影响企业营收。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371