

医药行业2023年中期投资策略

中医药、院内复苏和医药创新

民生医药 王班



摘要及投资建议

- ◆ 总体来看，医药板块从估值和持仓来看处于历史低位，随着院内诊疗的持续复苏，医药板块整体经营情况持续向上，看好下半年中医药、院内复苏和医药创新等方向。
- ◆ 中医药：持续看好中药高质量发展大逻辑，在政策支持和国民认可度逐步提高的大环境下，有望逐步出现市场规模和个股业绩增长的实质变化。
- ◆ CXO：看好全球投融资在今年下半年持续改善、创新需求持续恢复，我们预计整体上CXO公司二季度收入增长将放缓，下半年本土的国际化CXO头部企业将受益于海外复苏而开启新一轮增长，建议重点关注平台型龙头、细分领域龙头。此外GLP-1药物的持续放量为多肽产业链带来新的增长机遇，建议关注多肽相关产业链机遇。
- ◆ 创新药：关注院内复苏方向，药品板块建议关注集采出清、业绩触底反弹、去年二季度业绩低基数的仿创转型公司；二季度AACR及ASCO会议先后召开，国内外医药创新进入高质量高标准的新阶段，看好具有技术平台及出海潜力的公司。
- ◆ 高值耗材：集采政策推进节奏短期加速，第四批高值耗材国采启动在即，内外因素扰动不改高耗行业向上态势，关注全年择期手术复苏及集采落地后国产替代加速两大方向，重点关注吻合器、电生理、脊柱、关节等集采执标后手术渗透率及国产化率有望出现显著边际变化的细分领域国产龙头及业绩增长有望超预期的主支领域。
- ◆ 仪器设备：国产替代趋势不变，随着国内企业产品力增强，市场可覆盖面积加大，科学仪器支付端政策加码利好职业教育市场增量需求，相同趋势下政府端、科研端、医疗终端各细分赛道需求有望加速恢复。
- ◆ 医药上游供应链：创新药行情回暖，叠加国内复工复产+海外市场开拓，带动生科链板块业绩+估值修复，关注下半年制药工业端大订单落地节奏。
- ◆ 低值耗材：关注GLP-1相关上游辅包材需求提升和潜在国产厂商切入供应链的机遇；关注疫后进入去库存供给逐渐出清的相关上游耗材领域。
- ◆ 医疗服务：近期北京市医保局将辅助生殖16项纳入甲类医保，我们认为北京作为试点城市，后续相关政策有望在全国范围内展开，有助于辅助生殖市场放量。随着6-8月传统的屈光旺季的到来，看好眼科医疗服务行业估值提升。

投资建议：

- ◆ 建议关注华润三九、康缘药业、恒瑞医药、百济神州、迈得医疗、祥生医疗、药明康德、康龙化成、普蕊斯、心脉医疗等。

风险提示：

- ◆ 集采压力大于预期风险；产品研发进度不及预期风险；竞争加剧风险；政策监管环境变化风险；疫后复苏不及预期风险。



01

一季度医药持仓回顾

02

中药行业更新

03

CXO板块更新

02

创新药更新

05

高值耗材更新

06

科学仪器更新

07

生命科学上游更新

08

医疗服务更新

09

风险提示

CONTENTS

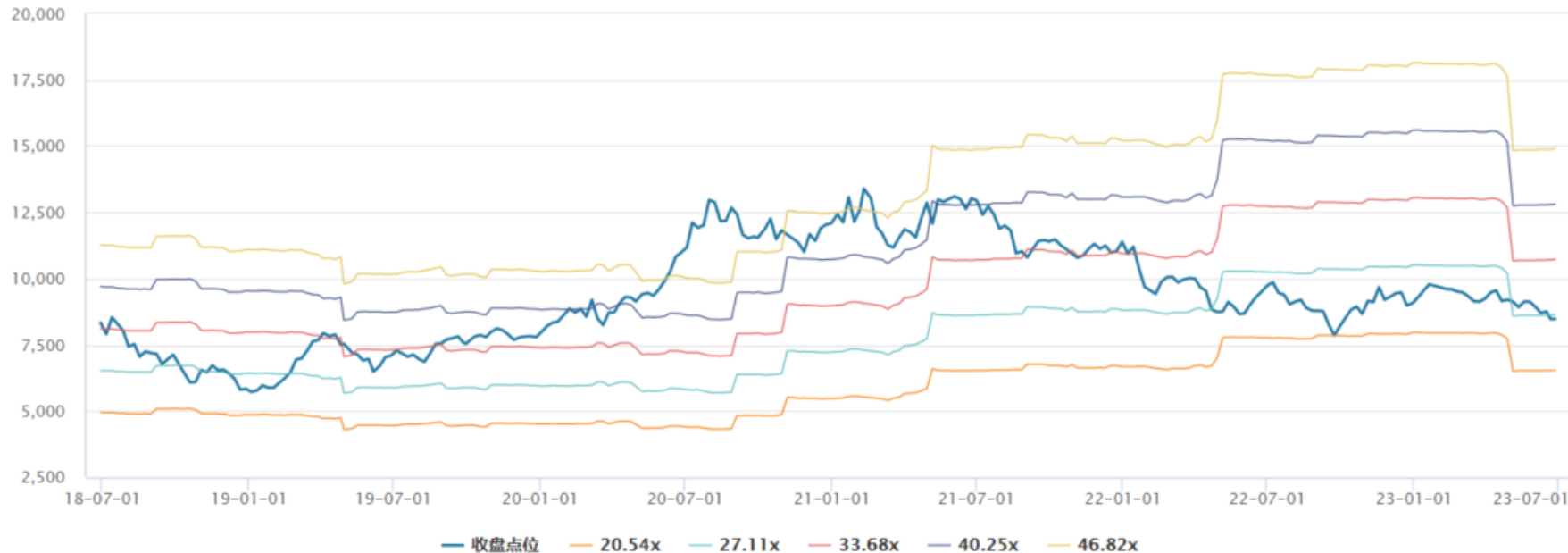
目录



01. 一季度医药持仓回顾

1.1 医药生物PE估值处于历史低位

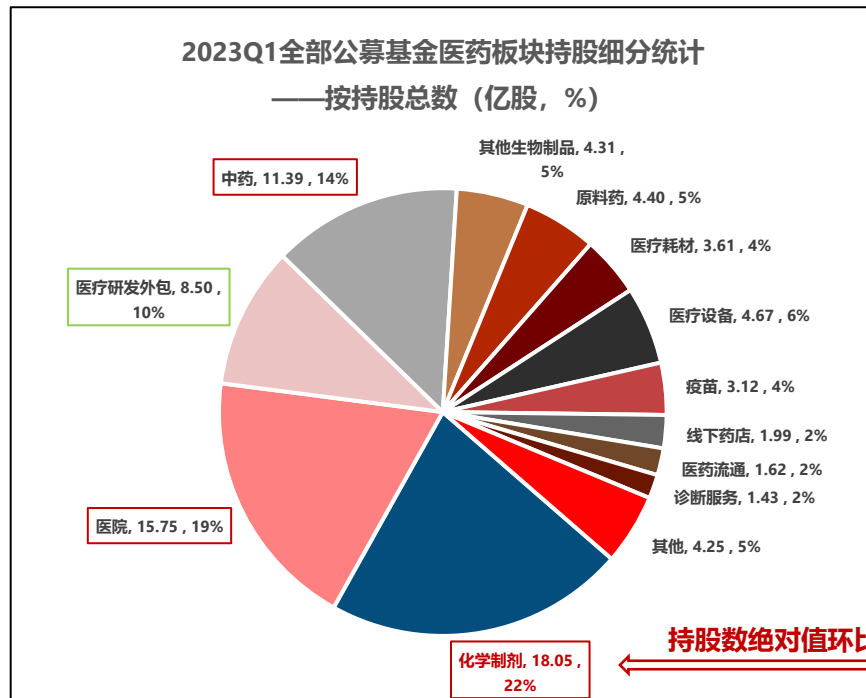
图表：医药生物（申万）（801150.SI）指数近五年PE Band



资料来源：Wind，民生证券研究院；数据截至2023年6月27日

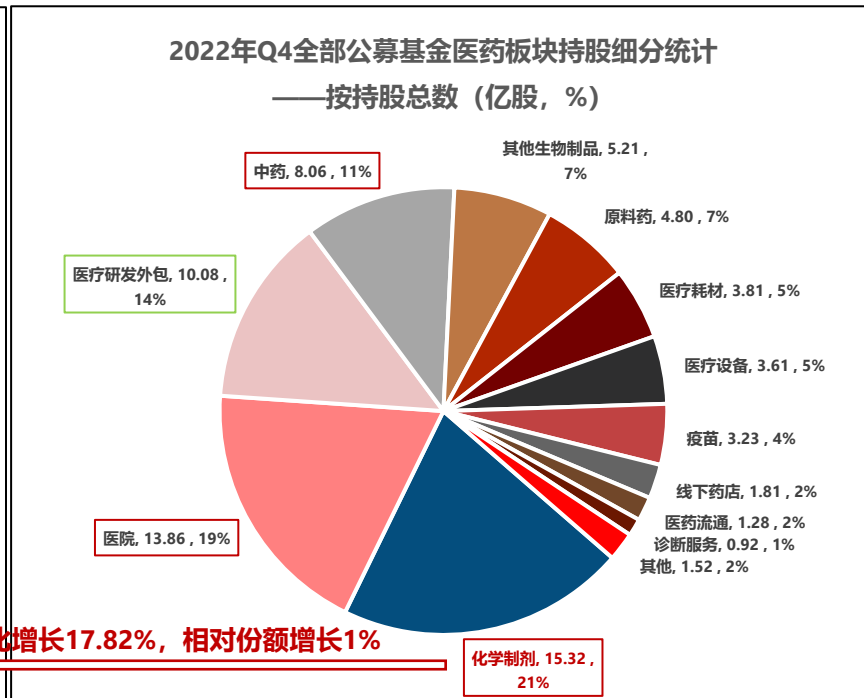
1.2 全基金医药配置结构微调，化学制剂、中药及医院板块总持股数增长

图表：2023Q1全部公募基金医药板块持股数统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2022Q4全部公募基金医药板块持股数统计

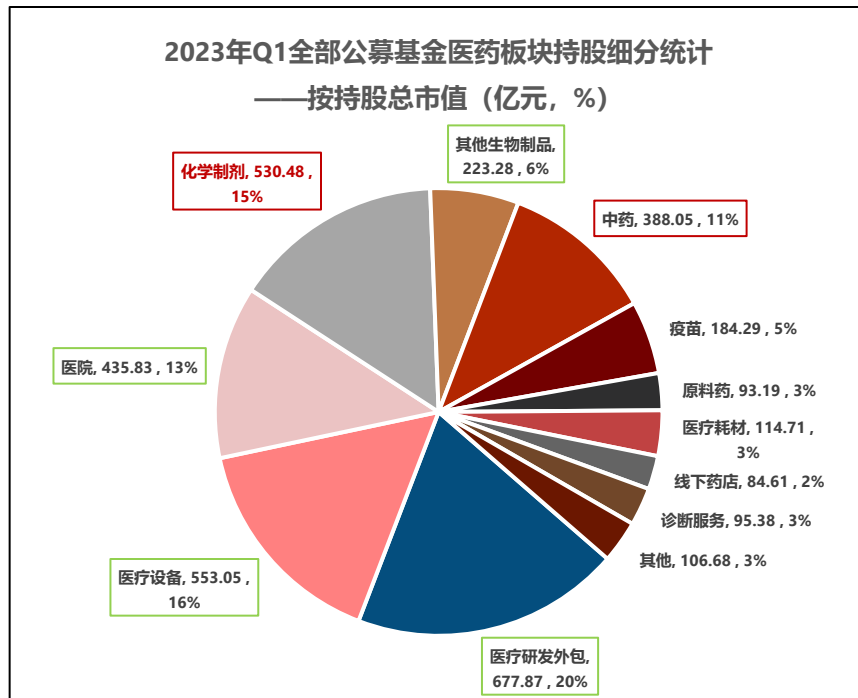


资料来源：Wind，民生证券研究院

持股数绝对值环比增长17.82%，相对份额增长1%

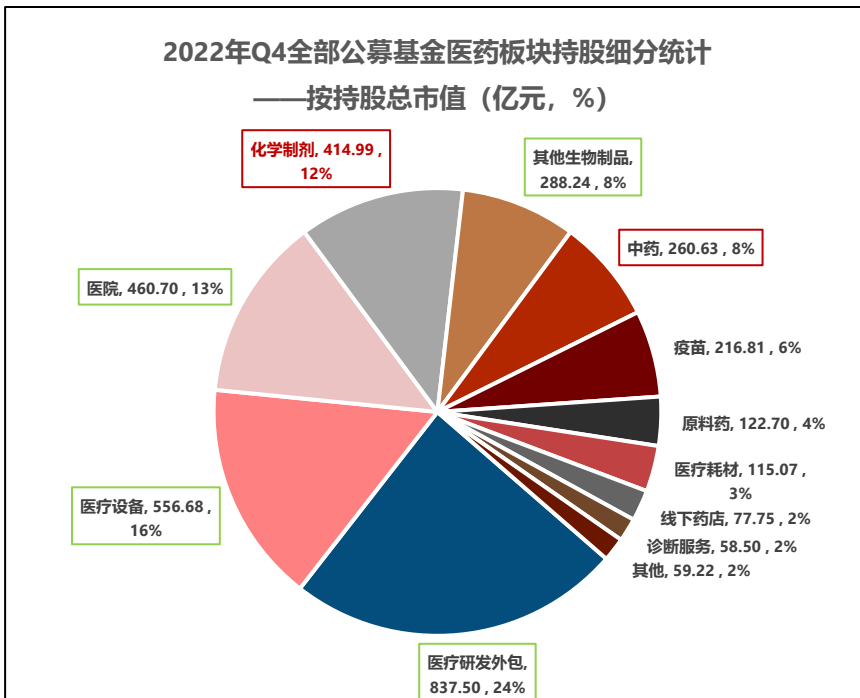
1.2 全基金医药配置结构微调，化学制剂、中药持股总市值及份额逆势增长

图表：2023Q1全部公募基金医药板块持股总市值统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

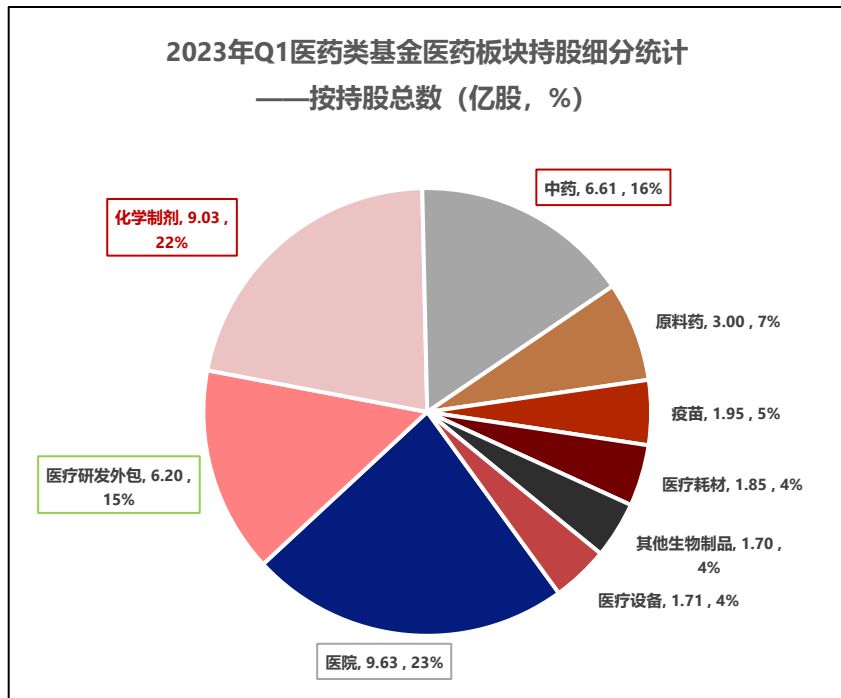
图表：2022Q4全部公募基金医药板块持股总市值统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

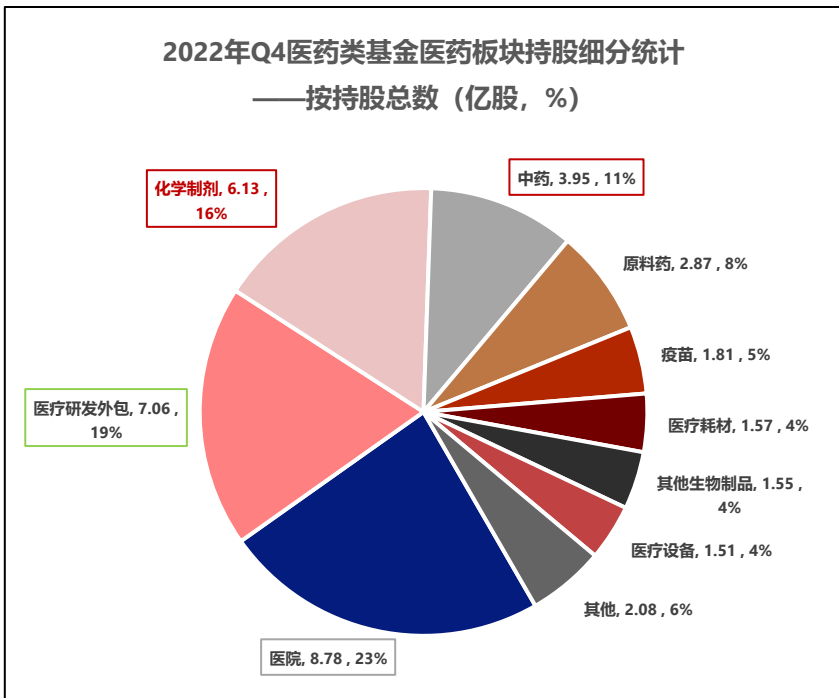
1.3 医药基金行业配置结构微调，化学制剂、中药板块持股数及份额双增长

图表：2023Q1医药主题公募基金医药板块持股数统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

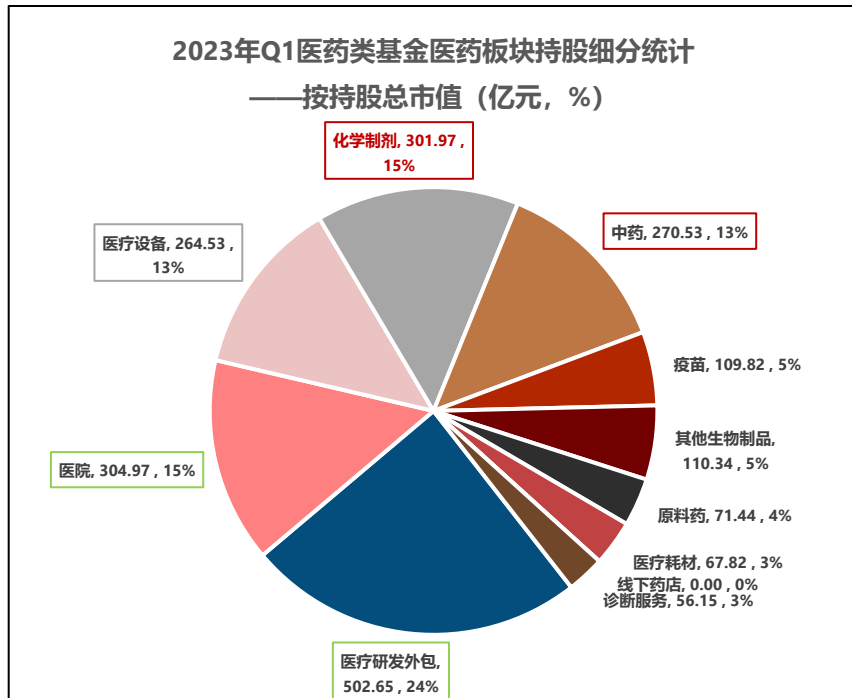
图表：2022Q4医药主题公募基金医药板块持股数统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

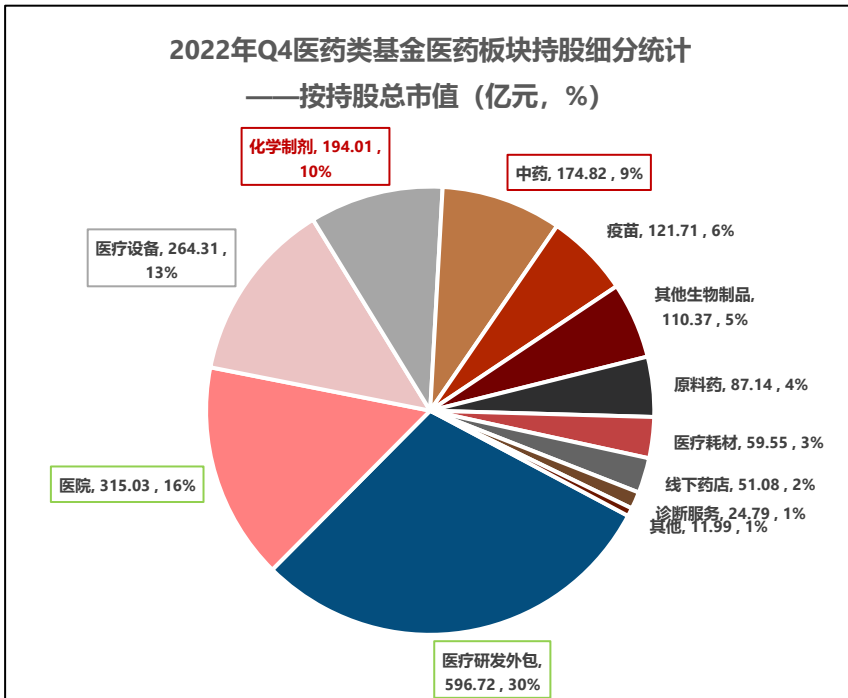
1.3 医药基金行业配置结构微调，化学制剂、中药板块持股总市值快速增长

图表：2023Q1医药主题公募基金板块持股总市值统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

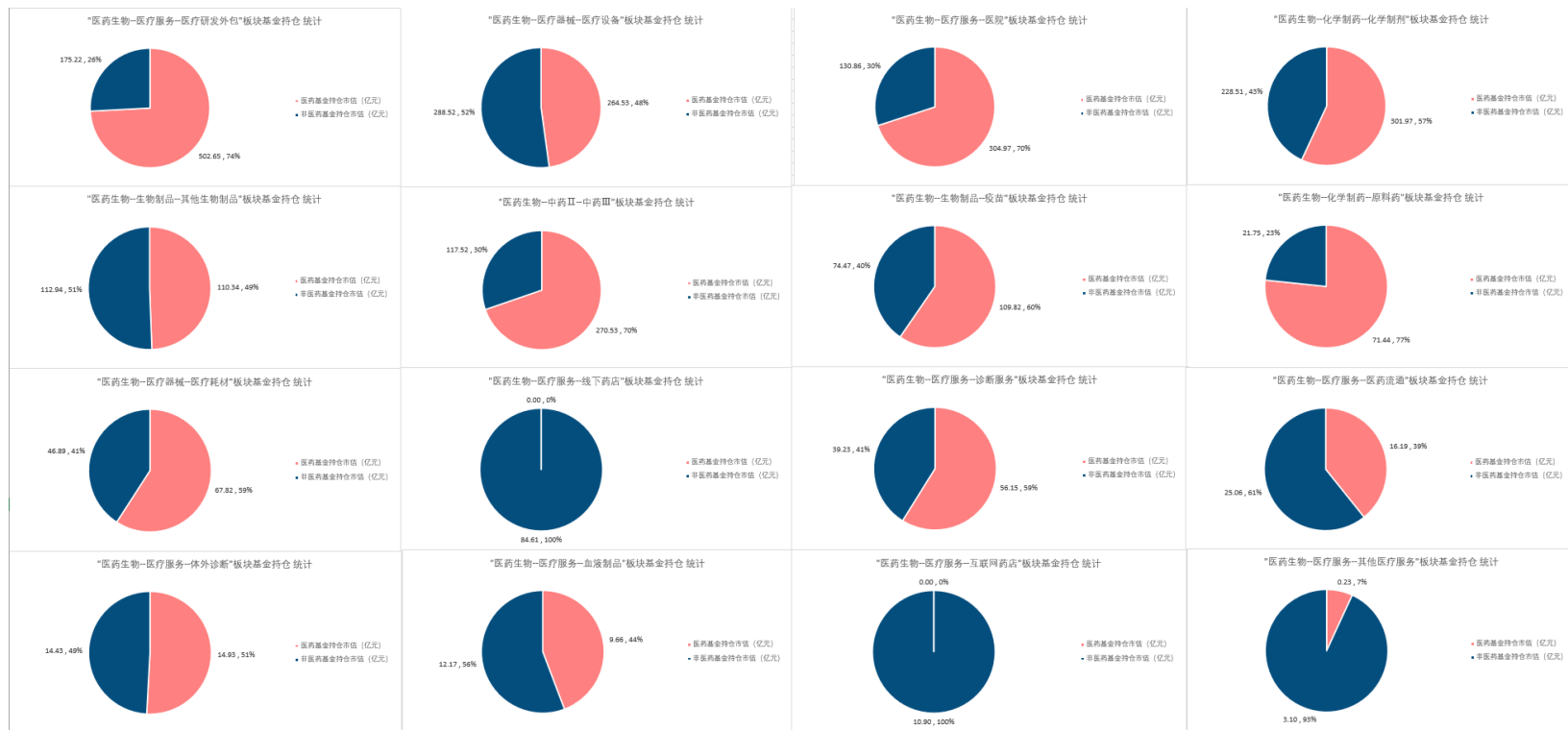
图表：2022Q4医药主题公募基金板块持股总市值统计



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.4 公募基金-医药行业细分板块配置明细

图表：2023Q1公募基金各细分板块持股总市值份额统计



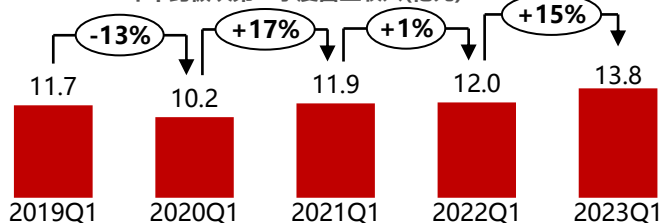
资料来源：Wind，民生证券研究院

02. 中药行业更新

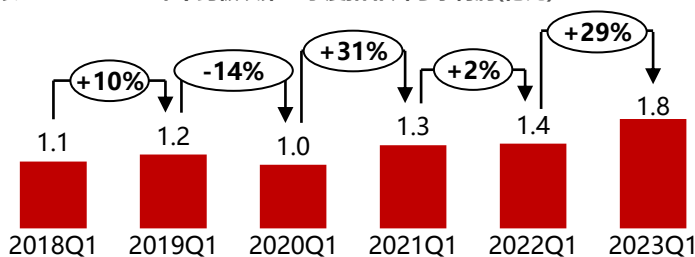
2.1 中药23Q1业绩：中药板块营收实现两位数增长，利润端增速表现更强

- **从收入来看，疫情放开后，中药厂商营收增长较好。**新冠疫情结束后社会经济复苏，以医院和零售药店为主要销售渠道的中药板块脱离疫情影响。参考2019-2023年第一季度板块收入变化情况，23Q1板块实现收入13.77亿元，同比增长15%，较2022年第一季度收入增速上升14 pct，近三年一季度营收走势持续向好。
- **从利润上看，中药厂商归母净利润得到释放。**在受疫情影响较大的2022年一季度净利润基数低的情况下，2023年净利润在回归疫情前水平的基础上有所提升。参考2019-2023年第一季度板块收入变化情况，23Q1板块实现净利润1.88亿元，同比增加56%，较2021年前三季度净利润增速上升64 pct，实现归母净利润显著增长。
- **从利润上看，中药厂商扣非归母净利润持续向好。**参考2018-2023年第一季度板块收入变化情况，23Q1板块实现扣非归母净利润1.8亿元，同比上升29%，较2022年第一季度增速提高27 pct。

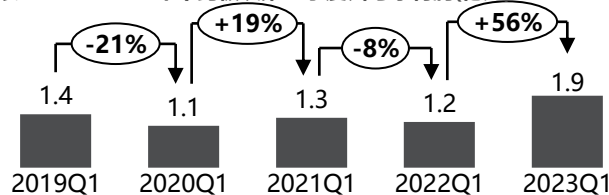
图表：2019-2023年中药板块第一季度营业收入(亿元)



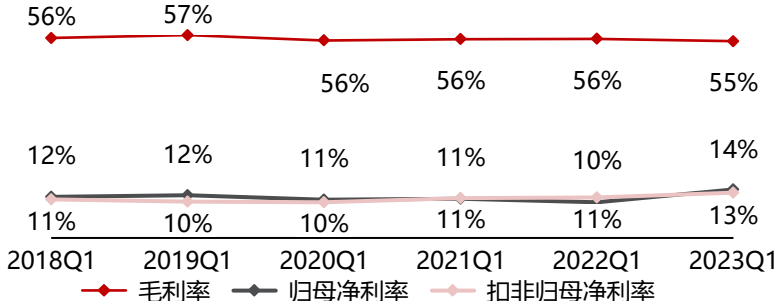
图表：2018-2023年中药板块第一季度扣非归母净利润(亿元)



图表：2019-2023年中药板块第一季度归母净利润(亿元)



图表：2018-2023年中药板块第一季度主要盈利能力指标



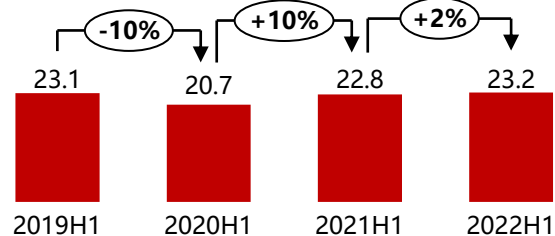
资料来源：Wind；民生证券研究院

2.2

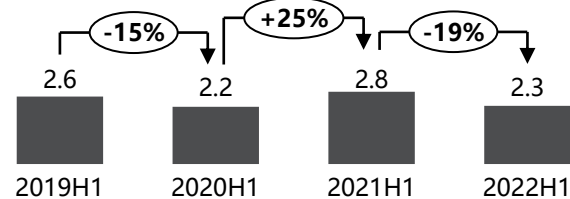
中药23Q2业绩预测：22Q2受疫情影响，利润低基数，预期板块23Q2同比增长压力小

- 随着2023年二季度甲流、新冠疫情的影响，呼吸类中成药产品的终端需求有所增长。
- 2022年单二季度中药板块营收增长2%，归母净利润下降26%，营收和归母净利润基数相对较低。
- 此外，基药目录、全国首次中成药集采等持续推进，落地后可能对中成药市场格局产生较大影响，建议关注二季度中成药企业业绩情况及基药、集采推进情况。

图表：2019H1-2022H1中药板块营业收入(亿元)



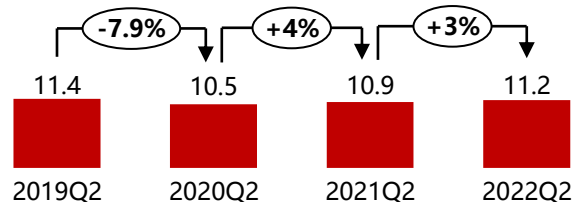
图表：2019H1-2022H1中药板块归母净利润(亿元)



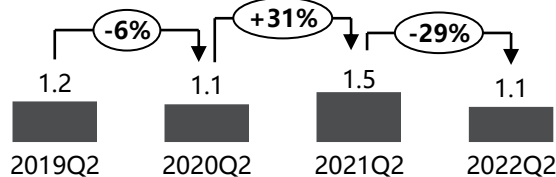
资料来源：Wind；民生证券研究院

注：归母净利润（率）、扣非归母净利润（率）等指标剔除康美药业

图表：2019-2022中药板块第二季度营业收入(亿元)



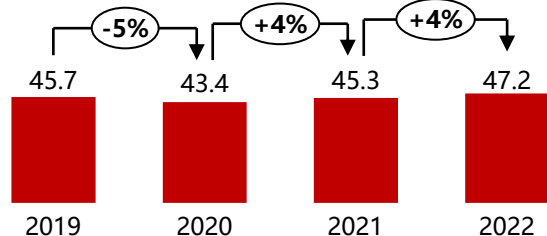
图表：2019-2022年中药板块第二季度归母净利润(亿元)



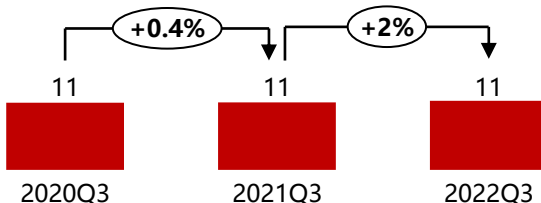
2.3 中药全年业绩预测：中药板块Q4营收压力稍大，下半年利润端基数较低

- 在政策支持和国民认可度逐步提高的大环境下，中医药有望逐步出现市场规模和个股业绩增长的实质变化。
- 1) 2023年是国企改革重要年份，中医药板块国企较多，受益于“中特估”+国企改革，有望实现“戴维斯双击”；
- 2) 潜在基药目录修订的利好尚未兑现；
- 3) 结合2023年一季报表现，我们判断2023年中医药板块业绩持续向好，表现增速仍较好。

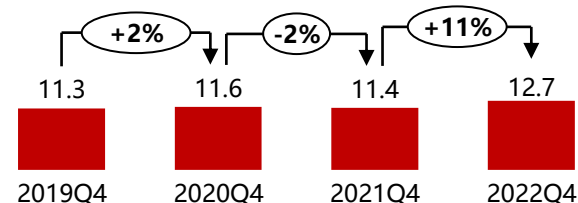
图表：2019-2022年中药板块营业收入(亿元)



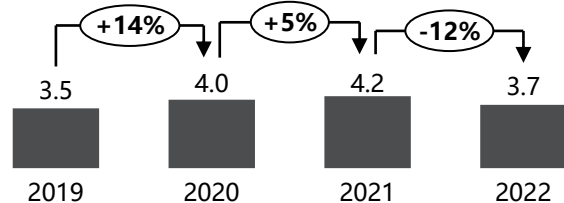
图表：2020-2022年中药板块第三季度营业收入(亿元)



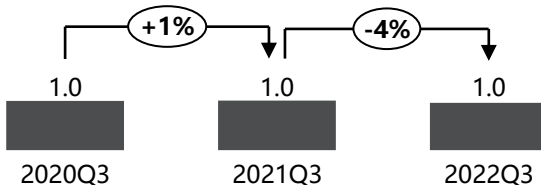
图表：2019-2022年中药板块第四季度营业收入(亿元)



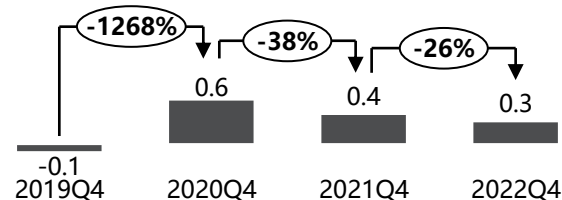
图表：2019-2022年中药板块归母净利润(亿元)



图表：2020-2022年中药板块第三季度归母净利润(亿元)



图表：2019-2022年中药板块第四季度归母净利润(亿元)



资料来源：Wind；民生证券研究院

注：归母净利润（率）、扣非归母净利润（率）等指标剔除康美药业

2.4

22Q2中药部分个股业绩梳理

图表：2022H1中药业绩回顾

| 股票名称 | 代码 | 营收 (百万元) | | | | | 归母净利润 (百万元) | | | | | 归母净利润率 | | | | 扣非归母净利润 (百万元) | | | | | 扣非净利润率 | | | | | | | |
|------|-----------|----------|--------|------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|------|-----|
| | | 2021H1 | 2022H1 | 增速 | 2021Q2 | 2022Q2 | 增速 | 2021H1 | 2022H1 | 增速 | 2021Q2 | 2022Q2 | 增速 | 2021H1 | 2021Q2 | 2022Q2 | 差值 | 2021H1 | 2022H1 | 增速 | 2021Q2 | 2022Q2 | 增速 | 2021H1 | 2021Q2 | 2022Q2 | 差值 | |
| 江中药业 | 600750.SH | 1266 | 1901 | 50% | 589 | 970 | 65% | 307 | 392 | 28% | 147 | 209 | 42% | 21% | 25% | 22% | -4% | 276 | 357 | 29% | 133 | 183 | 38% | 19% | 23% | 19% | -4% | 高基数 |
| 珍宝岛 | 603567.SH | 1630 | 2481 | 52% | 904 | 1477 | 63% | 276 | 239 | -13% | 121 | 81 | -33% | 10% | 13% | 5% | -8% | 170 | 218 | 28% | 56 | 86 | 54% | 9% | 6% | 6% | 0% | 高基数 |
| 鹿神戎发 | 300534.SZ | 108 | 150 | 40% | 59 | 95 | 63% | 0 | 2 | 566% | 0 | 1 | 1221% | 1% | 0% | 1% | 1% | (6) | 1 | 122% | (5) | 1 | 120% | 1% | -9% | 1% | 10% | 高基数 |
| 太龙药业 | 600222.SH | 752 | 864 | 15% | 336 | 441 | 31% | 27 | (25) | -194% | 0 | (28) | -8328% | -3% | 0% | -6% | -6% | 27 | (15) | -157% | (5) | (18) | -275% | -2% | -1% | -4% | -3% | 高基数 |
| 广誉远 | 600771.SH | 375 | 479 | 28% | 185 | 242 | 30% | (48) | 8 | 116% | (53) | 0 | 100% | 2% | -29% | 0% | 7% | (65) | 4 | 107% | (66) | (3) | 95% | 1% | -36% | -1% | -1% | 高基数 |
| 以岭药业 | 002603.SZ | 5896 | 5566 | -6% | 2228 | 2844 | 28% | 964 | 1049 | 9% | 289 | 564 | 95% | 19% | 13% | 20% | 7% | 929 | 1050 | 13% | 262 | 561 | 114% | 19% | 12% | 20% | 8% | 高基数 |
| 佐力药业 | 300181.SZ | 698 | 895 | 28% | 358 | 456 | 27% | 87 | 135 | 56% | 43 | 66 | 55% | 15% | 12% | 15% | 3% | 82 | 131 | 59% | 39 | 63 | 62% | 15% | 11% | 14% | 3% | 高基数 |
| 西藏药业 | 600211.SH | 1038 | 1343 | 29% | 544 | 687 | 26% | 298 | 262 | -12% | 141 | 88 | -38% | 20% | 26% | 13% | -13% | 293 | 273 | -7% | 150 | 91 | -40% | 20% | 28% | 13% | -14% | 低基数 |
| 福华制药 | 002349.SZ | 641 | 792 | 23% | 307 | 383 | 25% | 106 | 130 | 23% | 49 | 63 | 28% | 16% | 16% | 17% | 1% | 103 | 120 | 17% | 47 | 58 | 24% | 15% | 15% | 15% | 0% | 高基数 |
| 马应龙 | 600993.SH | 1668 | 1928 | 16% | 808 | 979 | 21% | 255 | 272 | 7% | 138 | 134 | -2% | 14% | 17% | 14% | -3% | 233 | 273 | 17% | 114 | 135 | 19% | 14% | 14% | 14% | 0% | 高基数 |
| 后海药业 | 000590.SZ | 149 | 178 | 20% | 72 | 86 | 20% | 29 | 12 | -60% | 9 | (1) | -111% | 6% | 12% | -1% | -13% | 24 | 5 | -79% | 8 | (6) | -170% | 3% | 11% | -6% | -18% | 低基数 |
| 葵花药业 | 002737.SZ | 2102 | 2249 | 7% | 885 | 1051 | 19% | 307 | 401 | 31% | 81 | 182 | 124% | 18% | 9% | 17% | 8% | 261 | 358 | 37% | 46 | 155 | 235% | 16% | 5% | 15% | 10% | 高基数 |
| 太极集团 | 600129.SH | 6443 | 7185 | 12% | 3146 | 3681 | 17% | 77 | 124 | 61% | 52 | 104 | 100% | 2% | 2% | 3% | 1% | 84 | 179 | 112% | 49 | 107 | 118% | 2% | 2% | 3% | 1% | 高基数 |
| 特一药业 | 002728.SZ | 358 | 385 | 8% | 164 | 191 | 16% | 75 | 61 | -18% | 34 | 16 | -53% | 16% | 21% | 8% | -12% | 63 | 56 | -10% | 32 | 11 | -65% | 15% | 19% | 6% | -14% | 低基数 |
| 新天药业 | 002873.SZ | 454 | 525 | 16% | 239 | 275 | 15% | 47 | 57 | 23% | 21 | 27 | 24% | 11% | 9% | 10% | 1% | 47 | 55 | 19% | 22 | 26 | 19% | 11% | 9% | 9% | 0% | 低基数 |
| 万邦德 | 002082.SZ | 929 | 731 | -21% | 347 | 399 | 15% | 112 | 58 | -48% | 85 | 33 | -61% | 8% | 24% | 8% | -16% | 90 | 46 | -48% | 76 | 25 | -67% | 6% | 22% | 6% | -15% | 低基数 |
| 方盛制药 | 603998.SH | 730 | 873 | 20% | 393 | 451 | 15% | 42 | 63 | 49% | 19 | 29 | 54% | 7% | 5% | 6% | 2% | 40 | 40 | 1% | 19 | 15 | -17% | 5% | 5% | 3% | -1% | 低基数 |
| 华润三九 | 000999.SZ | 7757 | 8401 | 8% | 3677 | 4207 | 14% | 1365 | 1433 | 5% | 722 | 594 | -18% | 17% | 20% | 14% | -6% | 1265 | 1332 | 5% | 642 | 534 | -17% | 16% | 17% | 13% | -5% | 低基数 |
| 千金药业 | 600479.SH | 1754 | 1911 | 9% | 842 | 958 | 14% | 104 | 115 | 11% | 66 | 75 | 14% | 6% | 8% | 8% | 0% | 87 | 102 | 18% | 50 | 67 | 34% | 5% | 6% | 7% | 1% | 低基数 |
| 片仔癀 | 600436.SH | 3849 | 4423 | 15% | 1847 | 2074 | 12% | 1115 | 1314 | 18% | 550 | 625 | 14% | 30% | 30% | 30% | 0% | 1115 | 1317 | 18% | 555 | 641 | 15% | 30% | 30% | 31% | 1% | 低基数 |
| 康缘药业 | 600557.SH | 1769 | 2097 | 19% | 907 | 1019 | 12% | 160 | 211 | 32% | 76 | 101 | 34% | 10% | 8% | 10% | 2% | 163 | 202 | 24% | 84 | 95 | 14% | 10% | 9% | 9% | 0% | 低基数 |

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2.5

22Q2中药重点个股估值更新

图表：22Q2中药重点个股估值更新

| 公司名称 | 2022年归母净利润 (亿元) | 市值 | 市盈率分位数 (%) | 23年归母一致预期 (亿元) | 增速 | PE (2023) | PEG | 24年归母一致预期 (亿元) | 增速 | PE (2024) | PEG |
|------|-----------------|-------|------------|----------------|------|-----------|------|----------------|------|-----------|------|
| 同仁堂 | 14 | 744 | 65 | 16.8 | 18% | 44 | 2.44 | 19.5 | 16% | 38 | 2.37 |
| 广誉远 | -4 | 169 | 0.0 | 1.1 | 128% | 152 | 1.19 | 2.5 | 129% | 67 | 0.52 |
| 片仔癀 | 25 | 1,742 | 25 | 31.3 | 27% | 56 | 2.09 | 38.5 | 23% | 45 | 1.97 |
| 东阿阿胶 | 8 | 304 | 9 | 10.0 | 28% | 31 | 1.11 | 12.0 | 20% | 25 | 1.26 |
| 寿仙谷 | 3 | 91 | 18 | 3.4 | 23% | 27 | 1.15 | 4.3 | 27% | 21 | 0.79 |
| 红日药业 | 6 | 164 | 46 | 8.0 | 29% | 20 | 0.71 | 10.3 | 29% | 16 | 0.55 |
| 以岭药业 | 24 | 428 | 0.0 | 25.1 | 6% | 17 | 2.67 | 28.8 | 15% | 15 | 1.00 |
| 方盛制药 | 3 | 57 | 13 | 1.7 | 41% | 34 | 0.83 | 2.3 | 34% | 25 | 0.75 |
| 康缘药业 | 4 | 154 | 88 | 5.5 | 27% | 28 | 1.03 | 6.9 | 25% | 22 | 0.90 |
| 新天药业 | 1 | 31 | 44 | 1.5 | 28% | 21 | 0.76 | 1.8 | 23% | 17 | 0.75 |
| 天士力 | -3 | 212 | 92 | 9.8 | 483% | 22 | 0.04 | 11.6 | 18% | 18 | 1.02 |
| 达仁堂 | 9 | 284 | 90 | 10.8 | 25% | 26 | 1.03 | 13.4 | 24% | 21 | 0.89 |
| 贵州三力 | 2 | 68 | 0 | 2.6 | 29% | 26 | 0.88 | 3.3 | 28% | 20 | 0.72 |
| 桂林三金 | 3 | 104 | 77 | 4.8 | 45% | 22 | 0.48 | 5.8 | 22% | 18 | 0.81 |
| 特一药业 | 2 | 49 | 15 | 2.5 | 40% | 20 | 0.48 | 3.2 | 28% | 15 | 0.55 |
| 康恩贝 | 4 | 167 | 47 | 7.0 | 95% | 24 | 0.25 | 8.6 | 24% | 19 | 0.82 |
| 千金药业 | 3 | 51 | 90 | 3.5 | 15% | 14 | 0.97 | 4.0 | 15% | 13 | 0.85 |
| 白云山 | 40 | 487 | 15 | 43.8 | 10% | 11 | 1.07 | 47.7 | 9% | 10 | 1.14 |
| 太极集团 | 3 | 338 | 36 | 6.7 | 93% | 50 | 0.54 | 9.1 | 35% | 37 | 1.05 |
| 华润三九 | 24 | 608 | 88 | 28.7 | 17% | 21 | 1.24 | 33.3 | 16% | 18 | 1.13 |
| 江中药业 | 6 | 137 | 94 | 6.9 | 17% | 20 | 1.19 | 8.1 | 17% | 17 | 1.00 |
| 昆药集团 | 4 | 158 | 95 | 6.2 | 61% | 26 | 0.42 | 7.6 | 23% | 21 | 0.90 |
| 云南白药 | 30 | 941 | 21 | 41.4 | 38% | 23 | 0.60 | 46.7 | 13% | 20 | 1.58 |
| 马应龙 | 5 | 118 | 58 | 6.1 | 28% | 19 | 0.68 | 7.4 | 21% | 16 | 0.76 |
| 葵花药业 | 9 | 137 | 16 | 12.1 | 39% | 11 | 0.29 | 13.3 | 10% | 10 | 1.06 |
| 佐力药业 | 3 | 82 | 13 | 3.8 | 39% | 22 | 0.56 | 5.0 | 33% | 16 | 0.49 |
| 九芝堂 | 4 | 112 | 55 | 4.3 | 19% | 26 | 1.42 | 5.3 | 25% | 21 | 0.86 |
| 仁和药业 | 6 | 84 | 17 | 6.8 | 18% | 12 | 0.71 | 7.4 | 9% | 11 | 1.29 |
| 济川药业 | 22 | 261 | 24 | 24.6 | 13% | 11 | 0.79 | 27.6 | 12% | 9 | 0.77 |
| 健民集团 | 4 | 114 | 41 | 5.1 | 25% | 22 | 0.87 | 6.3 | 24% | 18 | 0.76 |
| 羚锐制药 | 5 | 86 | 55 | 5.5 | 17% | 16 | 0.92 | 6.5 | 18% | 13 | 0.73 |

资料来源：Wind，民生证券研究院整理。注：市值更新到20230621

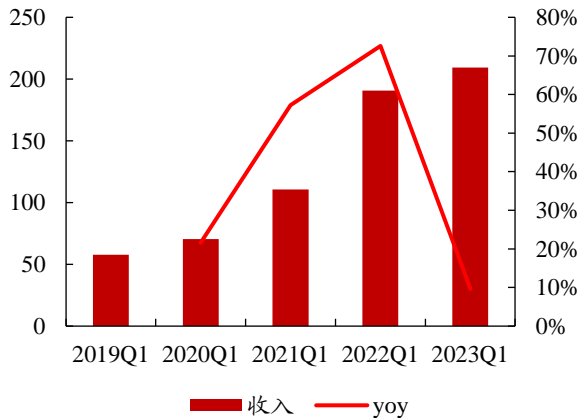
03. CXO板块更新

16

3.1 CXO 2023Q1业绩回顾：收入增速大幅降低，利润率稳中有增

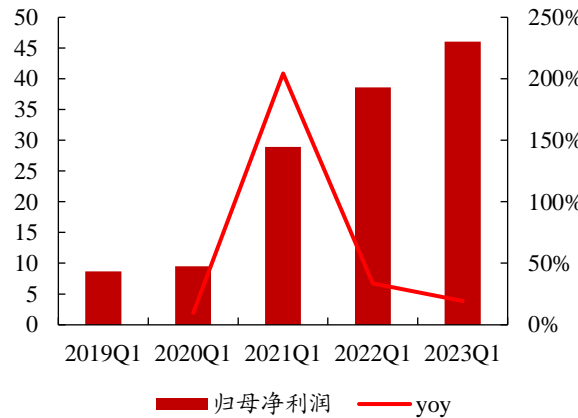
- **从收入来看，CXO板块增速显著放缓。**由于全球尤其是中国投融资市场的持续遇冷，下游创新需求有所减少，部分biotech公司暂停或缩减项目管线，下游创新需求相对疲软，导致CXO公司新签项目和订单比较困难。2023年一季度CXO板块收入209.23亿元，同比增长10%，而2022年一季度收入增速73%，CXO板块在2022年Q1高基数下增速大幅放缓。
- **从利润端看，CXO板块增速小幅降低，利润率有所上升。**2023年一季度CXO板块归母净利润46.04亿元，同比增长19%；毛利率42%，比去年同期提高2.1pp，净利率22%，比去年同期提高1.5pp，利润率持续改善。

图表：2019-2023年CXO板块第一季度营业收入(亿元)



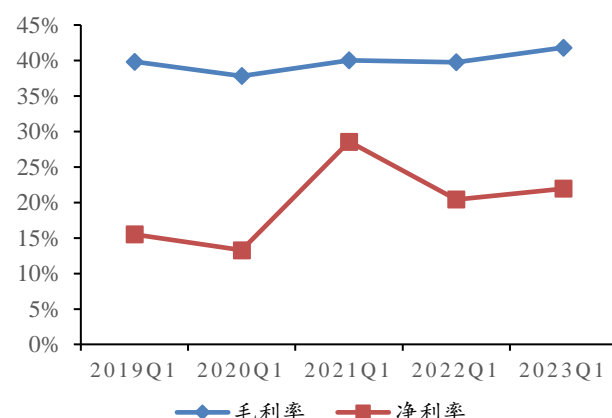
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2019-2023年CXO板块第一季度归母净利润(亿元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2019-2023年CXO板块第一季度毛利率和净利率

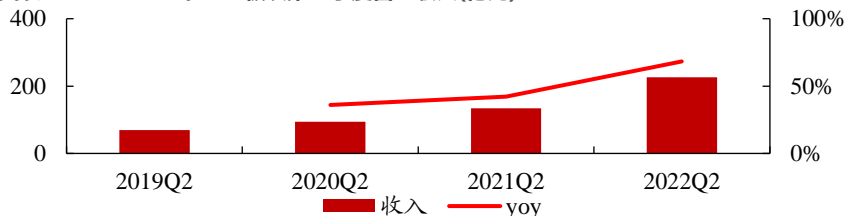


资料来源：Wind，民生证券研究院

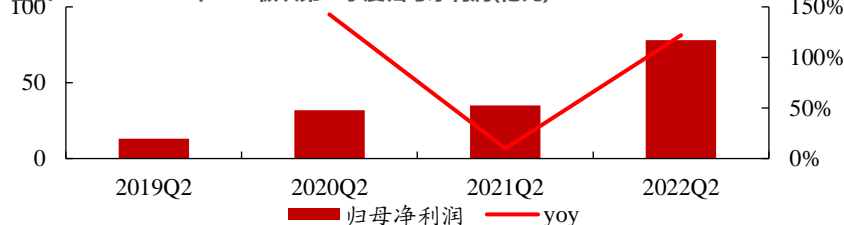
3.2 CXO 2023Q2业绩预测：上半年增速有所放缓，下半年业绩将逐步改善

- 全球投融资逐步复苏，下游创新需求有望持续改善。2023年以来全球资本市场出现改善趋势，2023年5月全球生物医药融资金额有所上升，融资金额为24.75亿美元，同比下降9.90%，环比上升21.32%。而国内资本市场仍保持谨慎，2023年5月国内创新药融资金额大幅下降，融资金额为29.6亿元，同比下降14.94%，环比下降40.20%。
- 在2022年Q2高基数的背景下，我们预计CXO板块第二季度收入增速相对较低。目前海外医药创新研发需求逐渐复苏，特别是欧美，我们预计全球生物领域投融资将在下半年持续改善，本土的国际化CXO龙头将受益于海外复苏而开启新一轮增长，非新冠业务将实现快速放量。

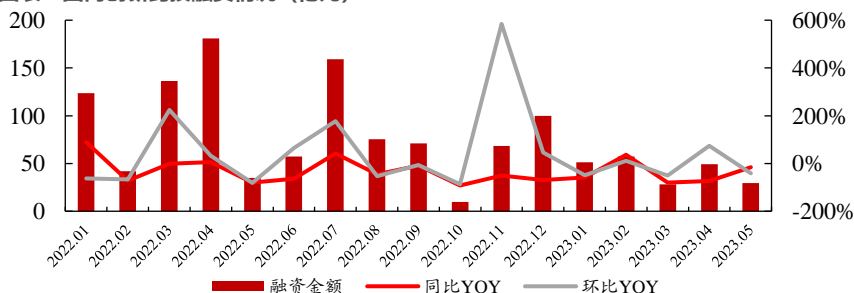
图表：2019-2022年CXO板块第二季度营业收入(亿元)



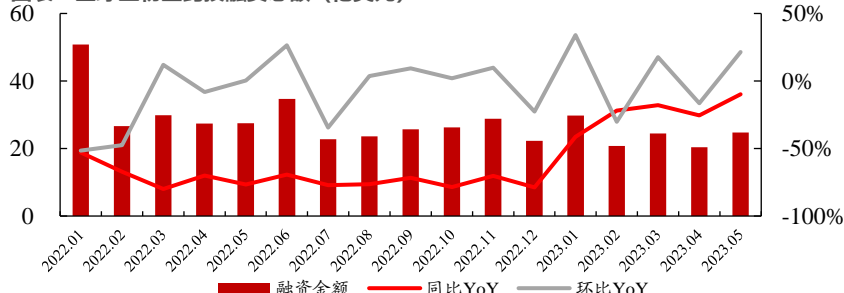
图表：2019-2022年CXO板块第二季度归母净利润(亿元)



图表：国内创新药投融资情况 (亿元)



图表：全球生物医药投融资总额 (亿美元)



资料来源：Wind，医药魔方，民生证券研究院

资料来源：Wind，动脉网，民生证券研究院

3.3 重点公司更新：药明生物上半年收入增速较慢，维持全年指引不变

药明生物：M端需求持续旺盛，D端项目下半年有望加速改善，三条增长曲线驱动公司长期发展

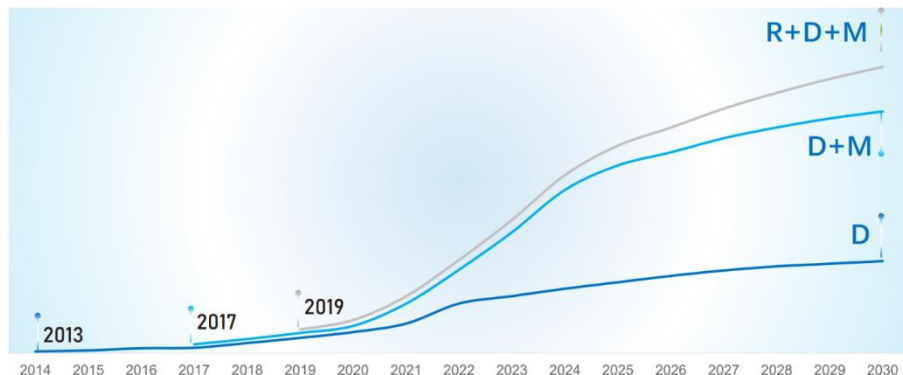
- 1) 2023年1-5月公司新增项目25个，而2022年1-4月新增47个综合项目，新增项目大幅降低，主要系全球尤其是中国生物技术的投资放缓，临床前项目增长放缓。
- 2) 公司“赢得分子”战略持续发力，今年新增25个项目中包含4个三期项目和2个CMO商业化生产项目（2023年1-4月新增0个三期和商业化生产项目），截至5月31日已有21个商业化项目。每个三期临床和商业化生产项目在项目签署后的第一年收入可能相当于临床前开发项目的5至10倍左右，公司M端的强劲增长，公司预计将提升近期收入。
- 3) 爱尔兰基地于2025年几乎全部预定，在手订单保持充沛，70%的项目是基于赢得分子策略（重磅生物药）。
- 4) 由于2022年上半年的高基数，叠加2023年上半年的设备维修，公司预计上半年收入增长将放缓，但是仍然维持全年指引不变。

图表：药明生物2023年1-5月项目漏斗



资料来源：药明生物公司公告；民生证券研究院

图表：药明生物CRDMO三条增长曲线



资料来源：药明生物公司公告；民生证券研究院

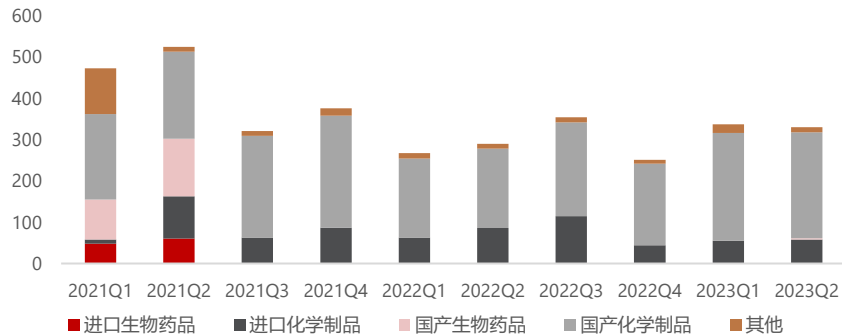
04. 创新药更新

4.1 创新药行业观点

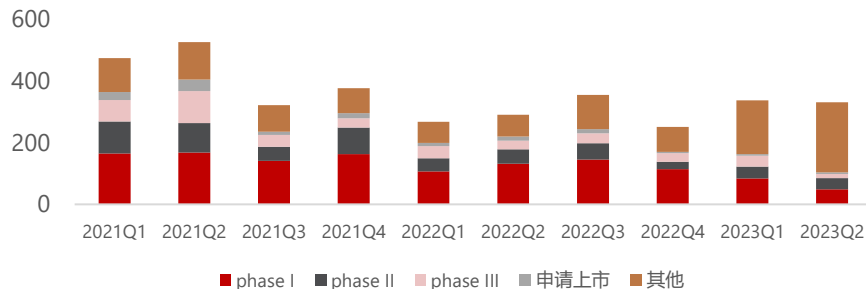
- 2023年一季度诊疗恢复，药品企业业绩修复回暖，整体业绩呈增长趋势，**看好集采出清、业绩触底反弹的仿创转型企业：**
 - （1）前期集采影响出清，后续集采政策稳定，存量大品种有限，集采带来的业绩压力降级可控，且已充分预期；
 - （2）医药政策“腾笼换鸟”初见成效，医保局发布2023年医保目录调整工作方案，医保政策稳定，降价幅度趋于缓和，进入医保后创新药放量趋势明确，国产创新药有望加速实现进口替代，关注今年医保谈判品种。
- 2023年二季度医药创新里程碑不断，4月份AACR会议召开，6月初ASCO会议召开，携多项重磅数据亮相国际舞台，催化创新药企业估值修复。但研发并非一帆风顺，国内外医药创新均已进入高质量高标准的新阶段，**看好具有新型技术平台及出海潜力的公司：**
 - （1）国内创新药审评要求趋严，长期来看有利于优胜劣汰，改善同质化竞争格局；
 - （2）看好具有新型技术平台公司，ADC领域建议关注恒瑞医药，科伦药业，荣昌生物，百利天恒，双抗领域关注康方生物；
 - （3）看好具有出海潜力的公司，百济神州泽布替尼海外业绩持续放量，我们认为专利纠纷对best-in-class放量潜力不造成重大影响；科伦药业、康方生物、康诺亚/乐普生物ADC产品相继达成大金额对外授权，有望实现“借船出海”，建议授权产品全球研发进展，关注后续潜在国产创新药对外授权带来的估值提升。
 - （4）后续学术会议催化：关注9月WCLC，10月ESMO，12月SABCS等会议。
- **建议关注：**恒瑞医药，科伦药业，百济神州，百利天恒

4.2 创新药研发趋势

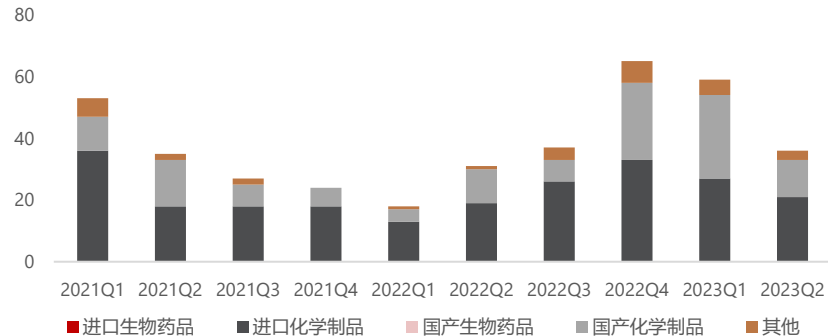
图表：2021-2023Q2各季度IND申报数量（按种类，项）



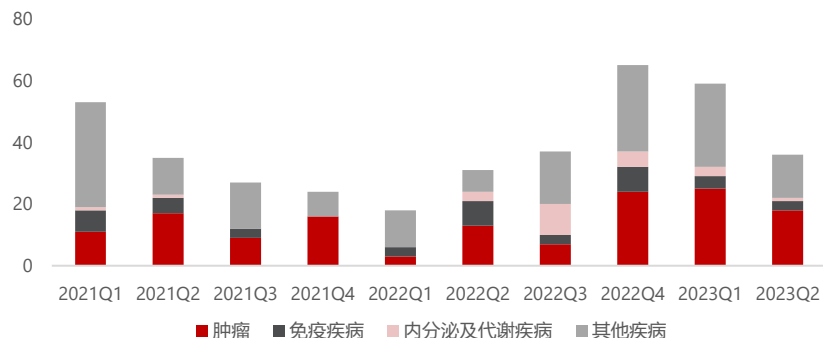
图表：2021-2023Q2各季度IND申报数量（按阶段，项）



图表：2021-2023Q2各季度NDA获批数量（个）



图表：2021-2023Q2各季度新药获批适应症数量（个）

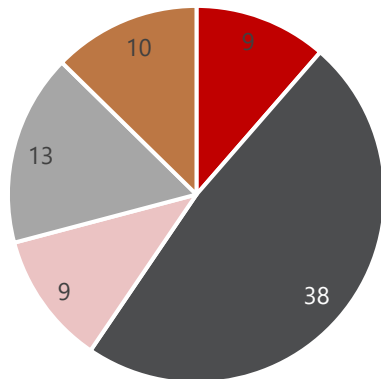


资料来源：医药魔方，民生证券研究院；数据截至日期：2023年6月25日

4.3 关注今年医保谈判

- 2022年七月至2023年6月25日，79款创新药获批上市，其中包括国产化药13个，国产生物药9个，建议关注下半年医保谈判。

图表：2022年7月以来获批上市的药品分类（个）



- 进口生物药品
- 进口化学制品
- 国产生物药品
- 国产化学制品
- 其他

资料来源：医药魔方，民生证券研究院，数据起止日期：20220701-20230625

图表：2022年7月至2023年6月25日获批上市的药品

| 药品 | 企业 | 药品类别 | 适应症 | 批准日期 |
|---------------------|------------------|------|--------------------|------------|
| 普利单抗 | 乐普生物科技股份有限公司 | 生物制品 | 黑素瘤; MSI-H或dMMR实体瘤 | 2022/7/19 |
| 瑞帕妥单抗 | 神州细胞工程有限公司 | 生物制品 | 弥漫性大B细胞淋巴瘤 | 2022/8/23 |
| 广金钱草总黄酮 | 武汉光谷人福生物医药有限公司 | 中药 | 输尿管结石 | 2022/9/14 |
| 多格列艾汀 | 华领医药技术(上海)有限公司 | 化学药品 | II型糖尿病 | 2022/9/30 |
| 散寒化湿 | 江苏康缘药业股份有限公司 | 中药 | 发热; 腹泻; 咳嗽 | 2022/10/8 |
| 盐酸托鲁地文拉法辛 | 山东绿叶制药有限公司 | 化学药品 | 抑郁症 | 2022/11/1 |
| 林普利塞 | 上海瓊黎药业有限公司 | 化学药品 | 滤泡性淋巴瘤 | 2022/11/8 |
| 对甲苯磺酰胺 | 天津红日健达康医药科技有限公司 | 化学药品 | 非小细胞肺癌 | 2022/11/15 |
| 黄蜀葵花总黄酮 | 杭州康恩贝制药有限公司 | 中药 | 口腔溃疡; 疼痛 | 2022/12/21 |
| 零桂术甘 | 江苏康缘药业股份有限公司 | 中药 | 未知/待定(原研) | 2022/12/27 |
| 芪胶调经 | 湖南安邦制药股份有限公司 | 中药 | 未知/待定(原研) | 2022/12/27 |
| 艾诺韦林+拉米夫定+替诺福韦二吡呋酯 | 江苏艾迪药业股份有限公司 | 化学药品 | HIV-1感染 | 2022/12/30 |
| 氢溴酸氘瑞米德韦 | 上海旺实生物医药科技有限公司 | 化学药品 | 新型冠状病毒感染 | 2023/1/28 |
| 先诺特韦+利托那韦 | 海南先声药业有限公司 | 化学药品 | 新型冠状病毒感染 | 2023/1/28 |
| 阿得贝利单抗 | 上海盛迪医药有限公司 | 生物制品 | 小细胞肺癌 | 2023/2/28 |
| 重组新型冠状病毒蛋白疫苗(CHO细胞) | 安徽智飞龙科马生物制药有限公司 | 生物制品 | 新型冠状病毒感染 | 2023/2/28 |
| 谷美替尼 | 上海海和药物研究开发股份有限公司 | 化学药品 | 非小细胞肺癌 | 2023/3/7 |
| 盐酸凯普拉生 | 江苏柯菲平医药股份有限公司 | 化学药品 | 反流性食管炎; 十二指肠溃疡 | 2023/3/8 |
| 来瑞特韦 | 广东众生睿创生物科技有限公司 | 化学药品 | 新型冠状病毒感染 | 2023/3/21 |
| Ⅲ价轮状病毒疫苗(基因重配) | 兰州生物制品研究所有限责任公司 | 生物制品 | 腹泻 | 2023/4/17 |
| 贝格司亭 | 亿一生物制药(北京)有限公司 | 生物制品 | 癌症; 中性粒细胞减少症; 发热 | 2023/5/6 |
| 奥磷布韦 | 南京圣和药业股份有限公司 | 化学药品 | 肝炎; 肝硬化 | 2023/5/12 |
| 四价流感病毒亚单位疫苗(中慧元通) | 江苏中慧元通生物科技股份有限公司 | 生物制品 | 流感 | 2023/5/12 |
| 泽贝妥单抗 | 浙江博锐生物制药有限公司 | 生物制品 | 弥漫性大B细胞淋巴瘤 | 2023/5/12 |
| 甲磺酸贝福替尼 | 贝达药业股份有限公司 | 化学药品 | 非小细胞肺癌 | 2023/5/29 |
| 伏罗尼布 | 贝达药业股份有限公司 | 化学药品 | 肾细胞癌 | 2023/6/7 |
| 参郁宁神 | 广东思济药业有限公司 | 中药 | 未知/待定(原研) | 2023/6/8 |

资料来源：医药魔方，民生证券研究院，数据起止日期：20220701-20230625

4.4 恒瑞医药：业绩拐点明确，SHR-A1811数据优异

业绩：2022年实现营业收入212.8亿元（-17.9%）；归属于上市公司股东的净利润为39.1亿元（-13.8%）。2023年一季度实现营业收入54.9亿元（+0.3%），归属于上市公司股东的净利润为12.4亿元（+0.2%）。

2023Q1业绩迎来拐点：2022年业绩下滑因素：①第五批集采8个药品销售收入6.1亿元（-79%），第七批集采5个药品销售收入9.8亿元（-48%）；②创新药的新医保销售价格平均下降33%；③诊疗业务量缩减。2023Q1实现营收和净利润同比双增长，业绩拐点明确。未来随着①集采影响降级；②创新药医保放量（吡咯替尼、海曲泊帕乙醇胺增长强劲，达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净进入医保启动放量）；③诊疗恢复（尤其带动麻醉产品增长），公司业绩有望实现加速增长。

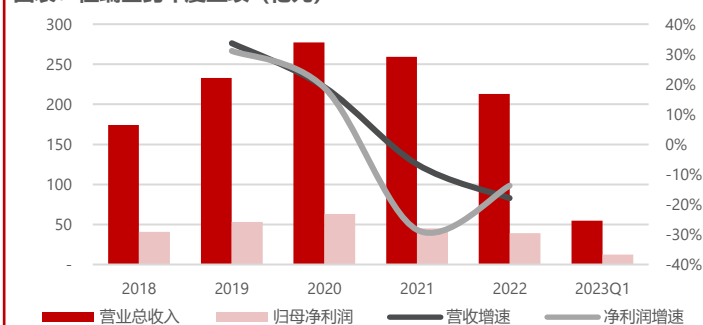
持续研发投入，1811数据优异：22年公司研发投入63.46亿元（+2.29%），占收入比重达29.83%。研发管线深厚，NDA及III期阶段创新药数量遥遥领先。23年4月AACR会议首次发表ADC产品早期临床数据，HER2 ADC SHR-A1811数据优异，媲美同靶点明星产品DS8201，初步验证公司ADC平台技术水平。

图表：恒瑞医药WIND一致盈利预期

| 盈利预测 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万) | 27,734.60 | 25,905.53 | 21,275.27 | 24,592.50 | 28,458.08 | 33,088.22 |
| 增长率(%) | 19.09 | -6.59 | -17.87 | 15.59 | 15.72 | 16.27 |
| 归母净利润(百万) | 6,328.38 | 4,530.22 | 3,906.30 | 4,784.61 | 5,788.82 | 6,978.59 |
| 增长率(%) | 18.78 | -28.41 | -13.77 | 22.48 | 20.99 | 20.55 |
| EPS(摊薄) | 1.19 | 0.71 | 0.61 | 0.75 | 0.91 | 1.09 |
| 基准股本(百万股) | 5,331.72 | 6,396.01 | 6,379.00 | 6,379.00 | 6,379.00 | 6,379.00 |
| ROE(摊薄)(%) | 20.75 | 12.94 | 10.33 | 11.43 | 12.32 | 13.03 |
| ROA(%) | 20.26 | 12.12 | 9.35 | 10.35 | 11.26 | 12.01 |
| PE | 93.91 | 71.60 | 62.92 | 61.86 | 51.13 | 42.41 |
| PEG | 5.00 | -2.52 | -4.57 | 2.75 | 2.44 | 2.06 |

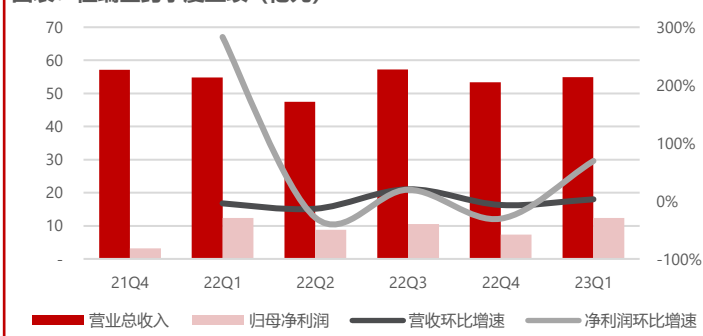
资料来源：公司公告，Wind一致预期，民生证券研究院

图表：恒瑞医药年度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：恒瑞医药季度业绩（亿元）

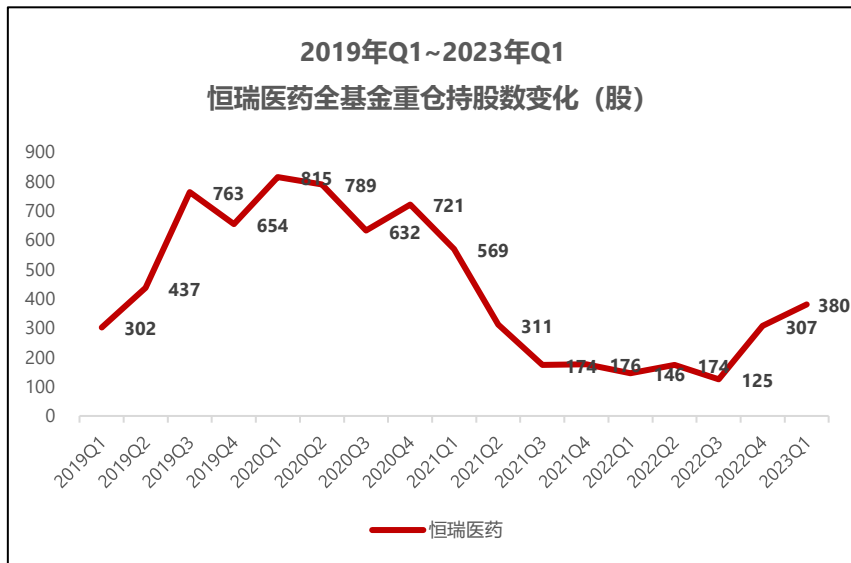


资料来源：wind，民生证券研究院

4.4 恒瑞医药23年Q1重仓持仓数再次回升

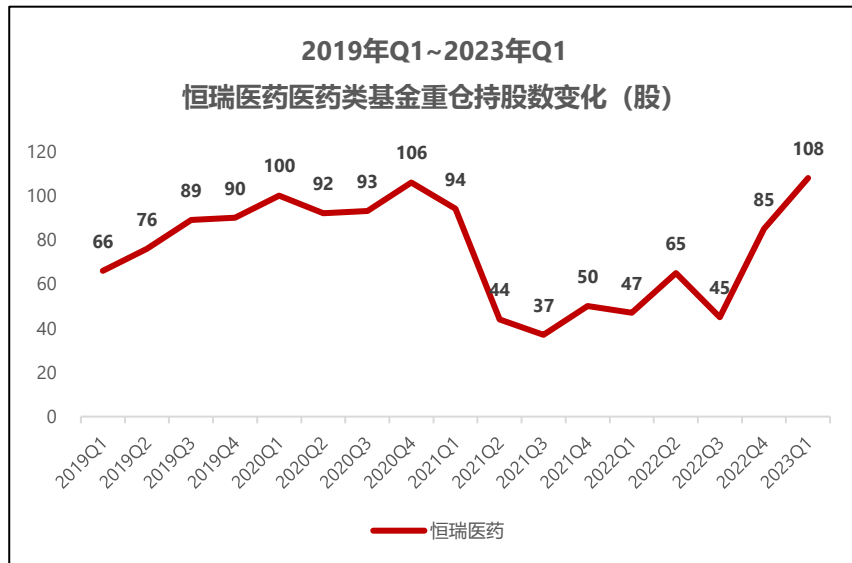
- 即使在行业低谷时期，**恒瑞医药**仍是最受基金关注的创新药标的。对2019年Q1-2023年Q1国内全部基金和Wind医药主题基金重仓创新药企业的持股数及持股总市值进行回溯统计，在2020年起经历行业低谷后，**2022年Q3起公募基金开始增持恒瑞医药**，持股基金数量**转增**，**2023年Q1仍延续增长趋势**。

图表：恒瑞医药2019年Q1~2023年Q1全基金重仓持股数变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：恒瑞医药2019年Q1~2023年Q1医药主题基金重仓持股数变化

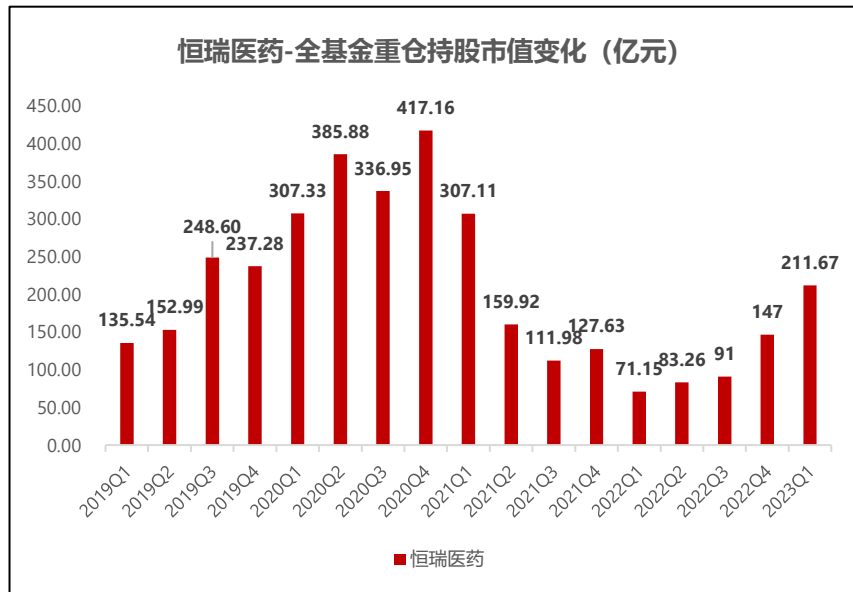


资料来源：Wind，民生证券研究院

4.4 恒瑞医药23年Q1重仓持仓总市值持续上升

- 对2019年Q1-2023年Q1国内全部基金和Wind医药主题基金重仓创新药企业的持股数及持股总市值进行回溯统计，在2020年起经历行业低谷后，**2022年Q1起恒瑞医药被持股总市值转增，2023年Q1仍延续增长趋势。**

图表：2019年Q1~2023年Q1全基金重仓持股市值变化（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2019年Q1~2023年Q1医药主题基金重仓持股市值变化（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.5 科伦药业：9款ADC授权MSD，川宁实现强势增长

业绩：2022年实现营业收入189.13亿元（+9.46%），归母净利润17.09亿元（+54.98%），扣非归母净利润16.46亿元（+58.60%）。2023年一季度实现营业收入56.02亿元（+24.98%）；归母净利润8.10亿元（+178.10%）；归母扣非净利润7.89亿元（+199.54%）。

川宁、博泰分拆上市，公司未来发展思路清晰。公司布局原料药中间体及创新药板块多年，系公司川宁生物及科伦博泰相继成熟，分拆上市融资有利于公司进一步整合资源持续发展。

9款ADC授权MSD，研发能力获巨头认可：2022年公司研发投入达18.15亿元，已启动400余项药物研究，其中创新药达33项，14项进入临床阶段；38项产品获批。与MSD就至多9个ADC项目达成授权，总交易金额近118亿美元，创新研发能力获得跨国药企巨头认可。目前公司已有4个ADC项目进入临床研究阶段，SKB264（TROP2 ADC，III期）、A166（HER2 ADC，pre-NDA）、SKB315（CLDN18.2 ADC，I期）、SKB410（Nectin-4 ADC，I期），借助MSD的全球开发和商业化能力，创新有望成为公司未来业绩的主要驱动力。

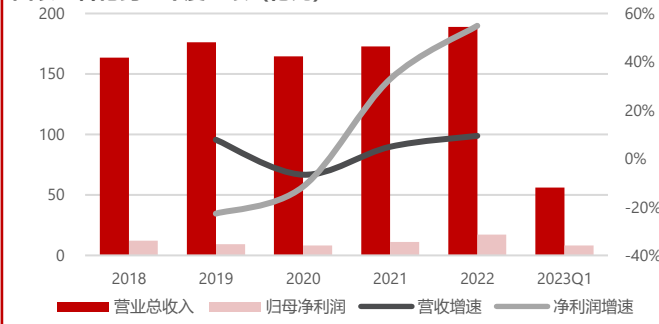
输液产品结构优化，川宁实现强势增长：输液板块22年收入94.52亿元（-3.56%），密闭式输血量占比提升1.91pp，新产品销量增长使利润同比增加。非输液药品22年收入41.26亿元（+5.51%），原料药板块22年收入39.13亿元（+23.28%），毛利9.28亿元（+35.58%），其中川宁生物22年收入38.21亿元（+18.21%），净利润4.12亿元（+269.58%）。

图表：科伦药业WIND一致盈利预期

| 盈利预测 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万) | 16,464.20 | 17,277.41 | 18,912.65 | 21,330.25 | 23,046.68 | 25,654.28 |
| 增长率(%) | -6.65 | 4.94 | 9.46 | 12.78 | 8.05 | 11.31 |
| 归母净利润(百万) | 829.39 | 1,102.55 | 1,708.70 | 2,151.65 | 2,305.85 | 2,595.12 |
| 增长率(%) | -11.57 | 32.94 | 54.98 | 25.92 | 7.17 | 12.55 |
| EPS(摊薄) | 0.58 | 0.77 | 1.20 | 1.46 | 1.57 | 1.76 |
| 基准股本(百万股) | 1,438.69 | 1,425.42 | 1,422.25 | 1,472.03 | 1,472.03 | 1,472.03 |
| ROE(摊薄)(%) | 6.14 | 7.96 | 10.85 | 12.18 | 11.51 | 11.38 |
| ROA(%) | 2.49 | 2.73 | 5.20 | 6.25 | 6.40 | 6.10 |
| PE | 33.72 | 24.47 | 22.07 | 19.83 | 18.50 | 16.44 |
| PEG | -2.92 | 0.74 | 0.40 | 0.76 | 2.58 | 1.31 |

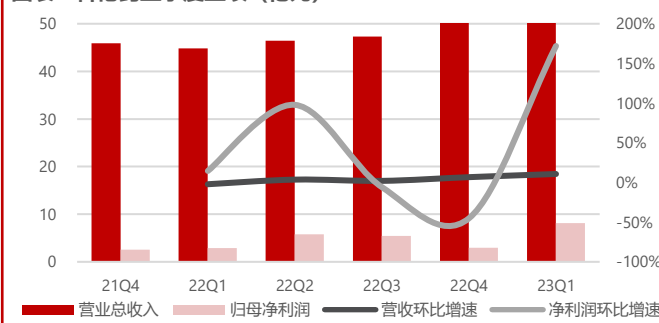
资料来源：公司公告，Wind一致预期，民生证券研究院

图表：科伦药业年度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：科伦药业季度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

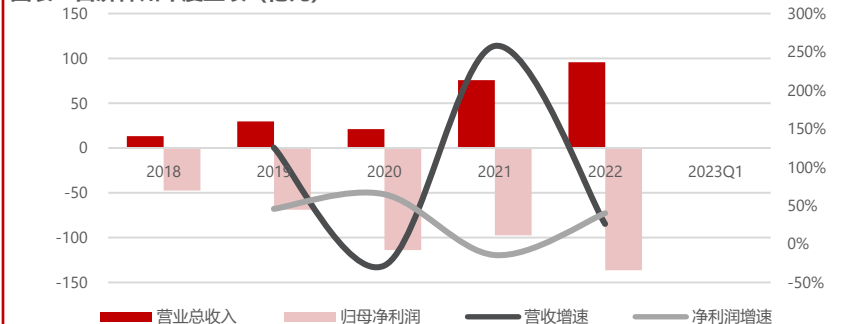
4.6 百济神州：百悦泽全球加速放量，百泽安国内持续增长

业绩：2022年实现营业总收入为95.66亿元（+26.1%）；产品收入84.80亿元（+107.3%）；归母净利润-136.42亿元。2023年一季度实现产品收入为28.08亿元（+69.0%）。

百悦泽me-better数据优异，全球加速放量：百悦泽22年全球销售额总计38.29亿元（+172%），其中美国销售额26.44亿元（+254%）；23Q1全球销售额14.47亿元（+118%），其中美国销售额9.50亿元（+120%）。全球III期SEQUOIA试验（泽布替尼vs.标准BR疗法用于初治CLL/SLL）和ALPINE试验（泽布替尼vs.伊布替尼用于r/r CLL/SLL）的结果持续验证百悦泽me-better潜质，23年1月英国和美国相继批准百悦泽CLL/SLL适应症，带来加速放量。

百泽安国内收入持续提升，全球多地大适应症审评中：百泽安22年在中国的销售28.59亿元（+74%），23年Q1在中国销售额7.86亿元（+41%）。百泽安目前在中国获批11项适应症，海外上市审评中的适应症包括：（1）美国FDA正在审评的对二线ESCC的BLA。（2）欧盟一线和二线NSCLC以及二线ESCC的上市申请正在审评中，公司预计将在2023年取得相关审评决议；（3）英国一线和二线NSCLC以及二线ESCC进行审评；（4）瑞士二线ESC与二线NSCLC的上市申请正在审评中。2023年计划提交的上市申请包括（1）美国递交一线G/GEJ腺癌以及一线ESCC适应症上市申请，（2）向日本PMDA递交一线和二线ESCC的新药上市许可申请。公司还计划于2023年公布广泛期小细胞肺癌（ESSCLC）和一线胃癌关键性试验的最终分析数据。

图表：百济神州年度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：百济神州WIND一致盈利预期

| 盈利预测 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万) | 2,120.20 | 7,588.96 | 9,566.41 | 15,538.06 | 20,830.08 | 27,066.27 |
| 增长率(%) | -28.23 | 257.94 | 26.06 | 62.42 | 34.06 | 29.94 |
| 归母净利润(百万) | -11,383.80 | -9,747.67 | -13,642.04 | -9,786.01 | -7,276.98 | -5,883.07 |
| 增长率(%) | -64.63 | 14.37 | -39.95 | 28.27 | 25.64 | 19.16 |
| EPS(摊薄) | -9.33 | -7.30 | -10.06 | -7.17 | -5.33 | -4.31 |
| 基准股本(百万股) | -- | 1,331.47 | 1,351.43 | 1,364.83 | 1,364.83 | 1,364.83 |
| ROE(摊薄)(%) | -44.93 | -24.41 | -44.98 | -46.81 | -52.37 | -153.63 |
| ROA(%) | -47.74 | -21.25 | -27.45 | -25.57 | -18.63 | -8.83 |
| PE | -- | -19.74 | -13.11 | -15.53 | -20.88 | -25.83 |
| PEG | -- | -1.37 | 0.33 | -0.55 | -0.81 | -1.35 |

资料来源：公司公告，Wind一致预期，民生证券研究院

图表：百济神州2023年预期里程碑事件

| | 2023上半年 | 2023下半年 |
|--------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 百悦泽® (泽布替尼, BTK抑制剂) | FDA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | FDA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| 百泽安® (替奈利珠单抗, PD-1抗体) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-11417 (BCL-2抑制剂) |
| BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| BGB-4445 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-4445 (BCL-2抑制剂) |
| BGB-15025 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) | EMA批准BTK抑制剂BGB-15025 (BTK抑制剂) |
| BGB-1007 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) |
| | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) | EMA批准BCL-2抑制剂BGB-1007 (BCL-2抑制剂) |
| 其他项目 | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |
| | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) | EMA批准PD-1抑制剂BGB-16673 (BTK抑制剂) |

资料来源：百济神州官网，民生证券研究院

4.7 益方生物：重磅产品获批在即，在研管线进度领先

贝福替尼获批上市。贝福替尼是公司研发的三代EGFR TKI产品，与同靶点药物相比具有更长的mPFS和更优的脑转移疗效。贝福替尼治疗二线NSCLC已于2023年6月获批上市，成为第三款获批的国产三代EGFR；一线NSCLC处于NDA阶段，公司预计23年底至24年有望获批上市。合作伙伴贝达药业已有一代EGFR埃克替尼的商业化经验，2023年起将实现里程碑款和销售提成收入。

公司有三款核心产品处于临床后期研发阶段，2024-2026年有望陆续上市，带来持续增长动力。

- (1) D-1553是首个国产的进入临床阶段的KRAS G12C靶向药，目前已经获批开展关键单臂II期临床，并纳入突破性治疗品种，有望于2024年获批。
- (2) 口服SERD靶向药D-0502针对ER阳性HER2阴性晚期乳腺癌患者，解决目前SERD药物需要注射的便利性问题，目前已经获批开展III期临床，公司预计该产品将于2025年获批。
- (3) URAT1抑制剂D-0120针对痛风和高尿酸血症患者，人群庞大而现有药物普遍具有安全性问题。D-0120目前处于II期临床，公司预计将于2026年获批。
- (4) 多款在研药物海外临床试验同步进行中，若达成海外授权，有望打破公司成长天花板。

图表：益方生物WIND一致盈利预期

| 盈利预测 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 营业收入(百万) | -- | -- | -- | 116.41 | 249.90 | -- |
| 增长率(%) | -- | -- | -- | -- | 114.68 | -- |
| 归母净利润(百万) | -1,053.45 | -357.91 | -483.49 | -431.88 | -505.27 | -- |
| 增长率(%) | -1,009.06 | 66.02 | -35.09 | 10.67 | -16.99 | -- |
| EPS(摊薄) | -2.29 | -0.78 | -0.84 | -0.75 | -0.88 | -- |
| 基准股本(百万股) | -- | -- | 575.00 | 575.00 | 575.00 | -- |
| ROE(摊薄)(%) | -104.27 | -52.25 | -21.83 | -23.72 | -38.52 | -- |
| ROA(%) | -189.53 | -38.55 | -30.78 | -19.00 | -38.00 | -- |
| PE | -- | -- | -15.79 | -18.29 | -15.64 | -- |
| PEG | -- | -- | 0.45 | -1.71 | 0.92 | -- |

资料来源：公司公告，Wind一致预期，民生证券研究院

图表：益方生物研发管线

| 候选产品 | 机制 | 适应症 | 区域 | 单药/联用 | 临床前 | I 期 | II 期 | 注册试验 | 预计商业化 | 合作方 |
|-------------|-----------|----------------|-------|-----------------|-----|-----|------|------|--------|------|
| 喜美纳 贝福替尼 | EGFR | 非小细胞肺癌 | 中国 | 单药（二线治疗） | | | | | 2023 年 | 贝达药业 |
| | | | 中国 | 单药（一线治疗） | | | | | 2023 年 | |
| D-1553 | KRAS G12C | 肺癌 | 中国 | 单药 | | | | | 2024 年 | |
| | | 多种实体瘤 | 中国 | 联用 FAK 抑制剂 | | | | | | |
| | | 多种实体瘤 | 国际多中心 | 单药 | | | | | | |
| | | 肺癌 | 国际多中心 | 联用 PD-1 抗体 | | | | | | |
| | | 结直肠癌 | 国际多中心 | 联用 EGFR 单抗(西妥昔) | | | | | | |
| | | 多种实体瘤 | 国际多中心 | 联用其他靶向治疗 | | | | | | |
| D-0502 | SERD | ER+ / HER- 乳腺癌 | 中国 | 单药 | | | | | 2025 年 | |
| | | | 中国 | 联用帕柏西利 | | | | | | |
| | | | 国际多中心 | 单药 | | | | | | |
| D-0120 | URAT1 | 高尿酸血症及 痛风 | 中国 | 单药 | | | | | 2026 年 | |
| | | | 国际多中心 | 单药 | | | | | | |
| | | | 国际多中心 | 联用 | | | | | | |
| D-2570 | 未披露 | 免疫性疾病 | 中国 | 未披露 | | | | | | |
| 临床前 | 激酶抑制剂 | 肿瘤免疫 | 全球 | 未披露 | | | | | | |
| | 激酶抑制剂 | 多种实体瘤 | 全球 | 未披露 | | | | | | |
| | 蛋白抑制剂 | 肿瘤 | 全球 | 未披露 | | | | | | |
| | 未披露 | 肿瘤 | 全球 | 未披露 | | | | | | |

资料来源：益方生物官网，民生证券研究院

4.8 凯因科技：凯力唯医保扩展快速增长，长效干扰素III期推进

业绩：2022年实现营业收入11.60亿元（+1.36%）；归母净利润0.83亿元（-22.26%）；扣非归母净利润0.55亿元（-23.65%）。2023年一季度实现营业收入1.93亿元（+12.34%）；归母净利润0.21亿元（-15.10%）；扣非归母净利润0.21亿元（+52.88%）。

研发投入高速增长，净利率有所降低：2022年公司研发投入1.53亿元，较上年增长83.88%，费用化研发投入同比增加47.56%，研发费用率增至9.85%，同比提高3.08pp，由此导致公司净利率有所降低。销售费用率61.72%（-0.23pp），管理费用率11.83%（+0.16pp）。

凯力唯医保范围扩展，销量大幅增长：2022年凯力唯收入增长133.02%。23年初顺利通过国家医保谈判续约，医保报销适应症由基因非1b型扩展为“基因1、2、3、6型”，覆盖国内主要基因型。医保适应症拓展有望带来更广阔的市场空间。

全面布局乙肝功能性治愈：公司布局乙肝功能性治愈药物组合，已形成多靶点多机制系列研发管线，包括KW-001、KW-027、KW-040等。KW-001培集成干扰素α-2注射液治疗复制期慢性HBV感染III期临床完成全部受试者入组和24周随访给药，23年底至24年初有望完成III期临床。此外，治疗带状疱疹的KW-051进入临床II期，针对儿童疱疹性咽峡炎的KW-045进入临床I期。

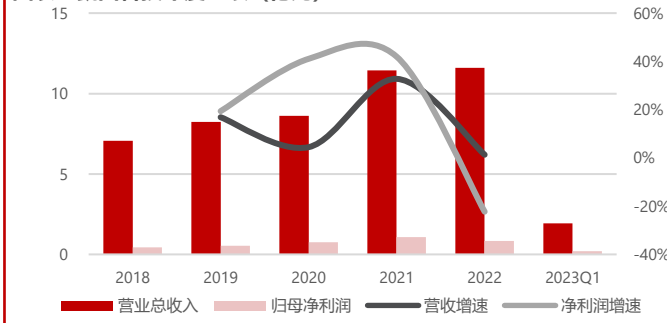
金舒喜稳健增长，安博司快速放量：2022年受疫情影响，金舒喜增速放缓，但仍旧实现同比增长。安博司（吡非尼酮）快速放量，2022年销量同比增长92.50%。

图表：凯因科技WIND一致盈利预期

| 盈利预测 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 862.05 | 1,144.36 | 1,159.97 | 1,536.50 | 2,003.00 | 2,609.33 |
| 增长率(%) | 4.50 | 32.75 | 1.36 | 32.46 | 30.36 | 30.27 |
| 归母净利润(百万) | 75.57 | 107.29 | 83.41 | 123.33 | 170.83 | 237.50 |
| 增长率(%) | 41.09 | 41.98 | -22.26 | 47.87 | 38.51 | 39.02 |
| EPS(摊薄) | 0.59 | 0.63 | 0.49 | 0.72 | 1.00 | 1.39 |
| 基准股本(百万股) | -- | 169.83 | 170.91 | 171.15 | 171.15 | 171.15 |
| ROE(摊薄)(%) | 8.91 | 6.39 | 4.98 | 6.78 | 8.68 | 10.87 |
| ROA(%) | 6.38 | 5.87 | 3.67 | 5.14 | 6.34 | 7.73 |
| PE | -- | 43.31 | 46.62 | 38.07 | 27.48 | 19.77 |
| PEG | -- | 1.03 | -2.09 | 0.80 | 0.71 | 0.51 |

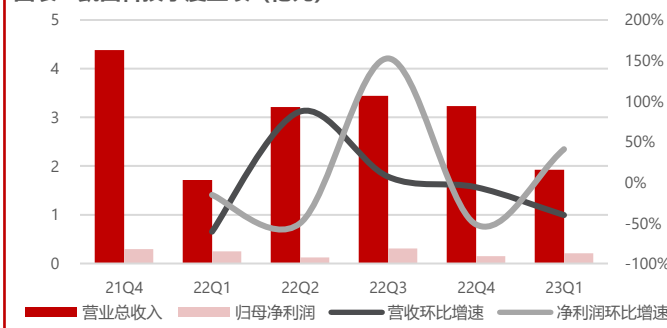
资料来源：公司公告，Wind一致预期，民生证券研究院

图表：凯因科技年度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：凯因科技季度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

4.9 吉贝尔：2023业绩有望超预期，尼群洛尔优势明显

业绩：2022年实现营业收入212.8亿元（-17.9%）；归属于上市公司股东的净利润为39.1亿元（-13.8%）。2023年一季度实现营业收入54.9亿元（+0.3%），归属于上市公司股东的净利润为12.4亿元（+0.2%）。2022年股东大会资料显示，公司2023年度营业收入计划为10亿元（同比+53%），净利润计划为2.32亿元（同比+50%）。

尼群洛尔优势明显：尼群洛尔片是复方抗高血压一类新药，也是国内外唯一由钙通道阻滞剂（CCB）和 β 受体阻滞剂组成的低剂量固定复方制剂，机制协同，可实现血压、心率双达标，并已被《中国高血压防治指南》和《中国高血压基层管理指南》列为推荐用药。国内高血压患者数量超2.45亿人，单纯高血压伴快心率患者比例达38.2%，对应患者数量超9.3千万人。公司组建尼群洛尔事业部，加大推广力度，伴随竞品集采，有望保持快速增长。

独家产品利可君片应用广泛：利可君片为升白化药的代表性药品，用于肿瘤、精神、传染多个科室。公司是利可君原料药的独家供应企业，也是国家药品标准品的唯一提供企业，二次开发后的新标准和工艺开发提高进入壁垒。

三大技术平台，创新药研发稳步推进：公司已搭建复方制剂、氙代药物、脂质体三大技术平台，其中氙代技术的抗抑郁新药JJH201501（沃替西汀衍生物）正在开展IIb期临床试验；脂质体技术的多西他赛衍生物JJH201601，公司正在推进开展临床I期研究。

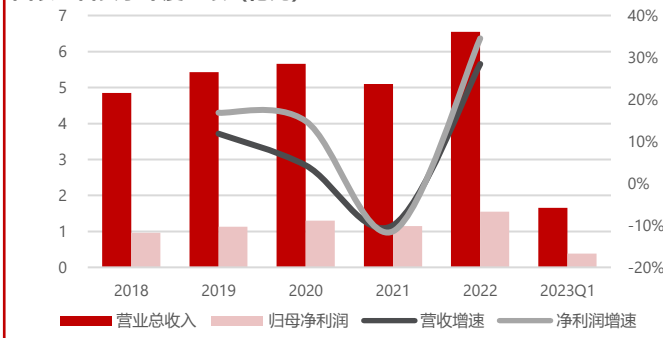
2023年业绩有望超预期：2023年5月25日，公司发布2022年年度股东大会资料。资料显示，根据2023年度的经营目标和工作计划，公司2023年度营业收入计划为10亿元（同比增长53%），净利润计划为2.32亿元（同比增长50%）。

图表：吉贝尔WIND一致盈利预期

| 盈利预测 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 565.97 | 509.69 | 654.73 | 971.75 | 1,348.92 | 1,919.07 |
| 增长率(%) | 4.32 | -9.94 | 28.46 | 48.42 | 38.81 | 42.27 |
| 归母净利润(百万) | 129.72 | 114.90 | 154.67 | 196.37 | 276.04 | 413.24 |
| 增长率(%) | 14.88 | -11.42 | 34.61 | 26.96 | 40.57 | 49.70 |
| EPS(摊薄) | 0.69 | 0.61 | 0.83 | 1.05 | 1.48 | 2.21 |
| 基准股本(百万股) | 186.94 | 186.94 | 186.94 | 186.97 | 186.97 | 186.97 |
| ROE(摊薄)(%) | 8.27 | 7.17 | 9.16 | 10.70 | 13.60 | 17.83 |
| ROA(%) | 11.09 | 6.41 | 8.15 | -- | -- | -- |
| PE | 37.59 | 37.13 | 25.89 | 33.86 | 24.09 | 16.09 |
| PEG | 2.53 | -3.25 | 0.75 | 1.26 | 0.59 | 0.32 |

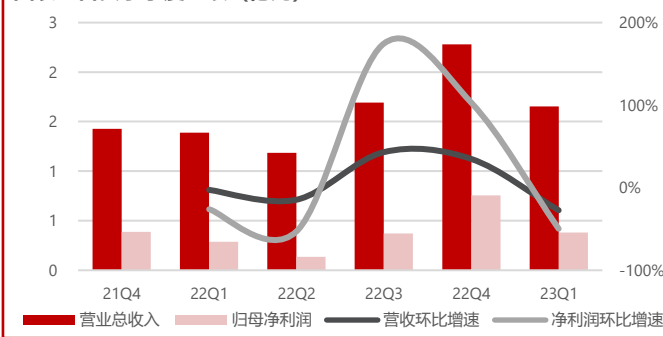
资料来源：公司公告，Wind一致预期，民生证券研究院

图表：吉贝尔年度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：吉贝尔季度业绩（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

05. 高值耗材更新

32

5.1

高值耗材行业核心观点：Q2业绩进入强复苏轨道，高增长细分领域

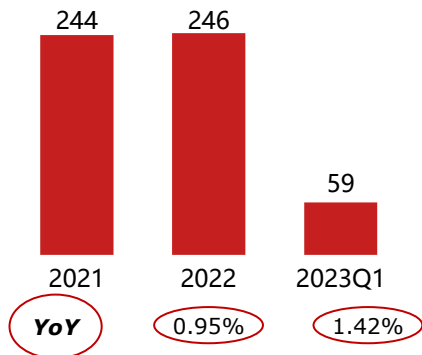
- 2023年一季度业绩高值耗材板块整体承压，**主要为1月份疫情影响院内手术实施，短期影响不改行业长期向好态势：**
 - （1）受1月份院内手术停滞及22Q4压货库存较高影响，23Q1高值耗材板块业绩整体承压；
 - （2）2-3月手术复苏数据向好，经销商库存影响下经营数据先于财务数据反转，业绩释放或将滞后到23Q2。
- 2023年二季度疫情管控政策放开影响基本出清，核心细分领域均实现手术量高速增长，**看好低基数+强复苏背景下率先实现困境反转的公司，及集采降幅温和+国产渗透空间较大的政策受益公司：**
 - （1）23Q2为吻合器、电生理、脊柱集采集中执标落地区间，集采落地边际变化逐步显现；
 - （2）看好疫情期间低基数背景+23Q2择期手术量强劲复苏双轮驱动下业绩率先实现困境反转的公司，重点关注心脉医疗；
 - （3）看好集采降幅温和且国产渗透率提升空间较大的电生理、吻合器领域，重点关注惠泰医疗、微电生理、戴维医疗、天臣医疗。
 - （4）后续催化：关注下半年即将推进的联盟及国家集采、骨科续约谈判带来的潜在边际变化。
- **建议关注：**心脉医疗、惠泰医疗、微电生理、戴维医疗、春立医疗、三友医疗

5.2

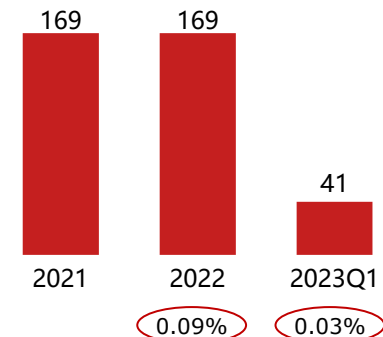
高值耗材行业Q1回顾：1月疫情冲击下，板块盈利能力遇冷

- 从收入来看，受一月疫情影响，2023Q1板块收入增长小幅上升。参考2021-2023第一季度板块收入变化情况，2023年Q1板块实现收入59.04亿元，同比增长1.42%。
- 从毛利上看，疫情影响下，2023Q1板块毛利与收入同向上升。参考2021-2023年第一季度板块收入变化情况，主要高耗公司实现毛利41.04亿元，同比增长0.03%。
- 从归母及扣非净利润上看，行业归母利润回归正增长，主业扣非净利润下滑。参考2021-2023第一季度变化情况，2023年Q1板块实现归母净利润15.12亿元，同比增长2.29%，回归正增长轨道；实现扣非利润13.84亿元，同比下降3.13%，仍处于负增长轨道。

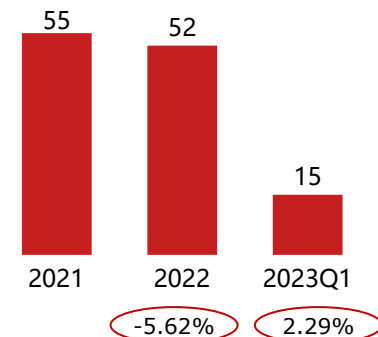
图表：高耗板块营业收入(亿元)



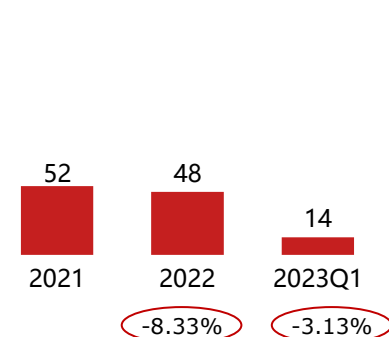
图表：高耗板块毛利(亿元)



图表：高耗板块归母净利润(亿元)



图表：高耗板块扣非净利润(亿元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

5.3

政策前瞻：集采推进持续高压局面短期持续，创新器械豁免政策有望加速腾笼换鸟进程

2023集采政策进程前瞻

国家级：

- 人工晶体及运动医学将进行国家集采

联盟级：

- 陕西牵头开展硬脑(脊)膜补片、疝修补片耗材省际联盟采购
- 河南牵头开展神经外科耗材省际联盟采购
- 安徽牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购

省级：

- 指导更多省份推进吻合器、超声刀等普外科耗材集采，继续探索体外诊断试剂集采，各省份至少开展1批省级耗材集采

指导文件：国家医保局《关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》

创新器械集采豁免政策

图表：创新医疗器械集中带量采购政策



资料来源：新华网；国家医保局，民生证券研究院

三、关于创新医疗器械集中带量采购
集中带量采购重点将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围，通过公开透明的竞争规则，促使价格回归合理水平，同时让企业获得明确的市场预期。在集中带量采购过程中，医疗机构根据历史使用量，结合临床使用情况和医疗技术进步确定采购量。由于创新医疗器械临床使用尚未成熟，使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式。在集中带量采购过程中，我们根据临床使用特征、市场竞争格局和中选企业数量等因素合理确定带量比例，在集中带量采购之外留出一定市场为创新产品开拓市场提供空间。

指导文件：《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》

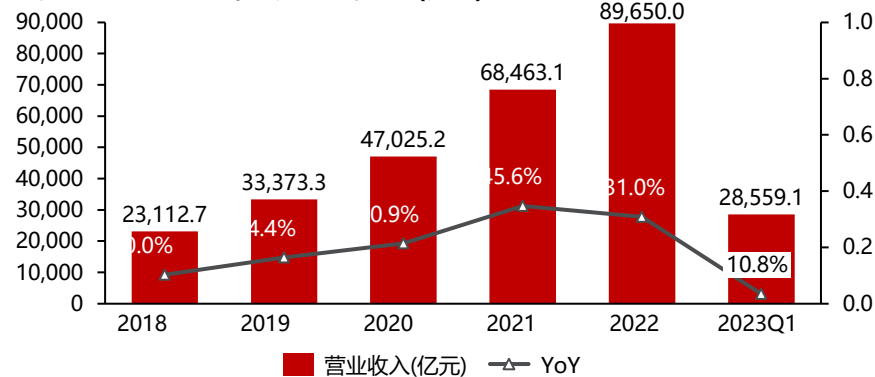
具体内容：

- 集中带量采购重点将部分临床用量大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入集采范围。
- 创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式，在集中带量采购之外留出一定市场为创新产品开拓市场提供空间

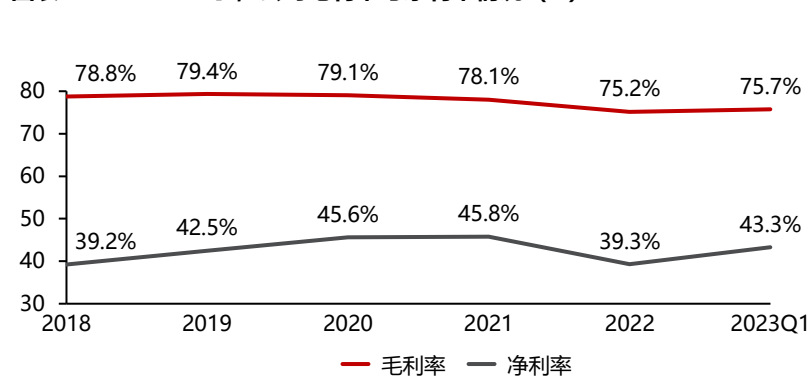
5.4

重点公司心脉医疗：22年低基数叠加23年院内复苏背景下Q2业绩有望超预期

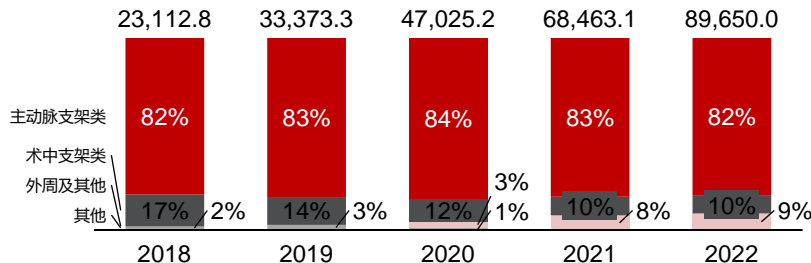
图表：2018-2023Q1，公司收入变化（万元）



图表：2018-2023Q1，公司毛利率与净利率情况（%）

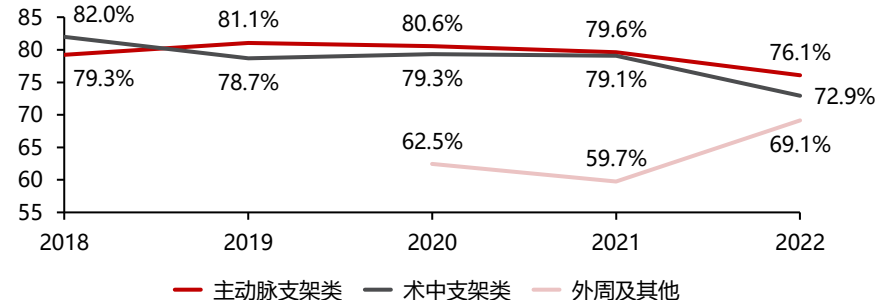


图表：2018-2022，常规业务各板块业绩拆分（万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2018-2022，核心业务各板块毛利率情况（%）



06. 科学仪器更新

- **科学仪器板块需求端保持稳健，下半年行业有望迎来支付端政策利好。**上半年科学仪器企业订单增速回落，我们预计头部企业Q2收入端呈现增速修复趋势，相比来看进口仪器普遍呈现同比下降趋势。我们认为下半年科学仪器有望迎来新一轮的国产支持政策，支付端的采购政策和研发端的支持政策仍可预期。
- **研发端国产企业屡克新高地，市场覆盖面积加大。**生命科学领域国产质谱的产品覆盖面积和产品力在快速成长。高端串联质谱领域，国产三重四极杆质谱、四极杆串联飞行时间质谱均突破海外垄断，实现核心零部件自主可控生产。禾信仪器率先打破了Q-TOF质谱的进口垄断，填补生命科学市场的重要空缺。谱育科技推出国产首个质谱仪流式细胞仪，国产质谱流式细胞仪填补产品端的空白。
- **科学仪器在生命科学领域提升空间可观，需求缺口仍大。**科研需求和生物医药是科学仪器下游市场未来主要拓展方向，具体为科研院所、IVD、生物制药、临床检验等。2018年美国质谱仪在生物医药及科研领域占比达70%，成为质谱仪市场的主要方向，生命科学及其下游产业快速发展为质谱仪提供了广阔的市场前景，其它应用方向还包含食品、环境、半导体等领域。美国2018年质谱市场中生命科学端占比24%，对应我们预测2026年国内质谱仪市场超过200亿元的规模，质谱市场种，我们预计科研端市场可达50亿元。

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |
| 300203.SZ | 聚光科技 | 20.55 | -0.83 | 0.47 | 0.81 | - | 43 | 26 |
| 688622.SH | 禾信仪器 | 33.99 | -0.90 | 0.33 | 0.93 | - | 103 | 36 |
| 430476.BJ | 海能技术 | 14.66 | 0.55 | 0.71 | 0.88 | 29 | 21 | 17 |
| 688600.SH | 皖仪科技 | 25.06 | 0.36 | 0.83 | 1.24 | 70 | 30 | 20 |

资料来源：Wind，民生证券研究院（表中个股均为未覆盖标的，eps采用wind一致预期，股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价）

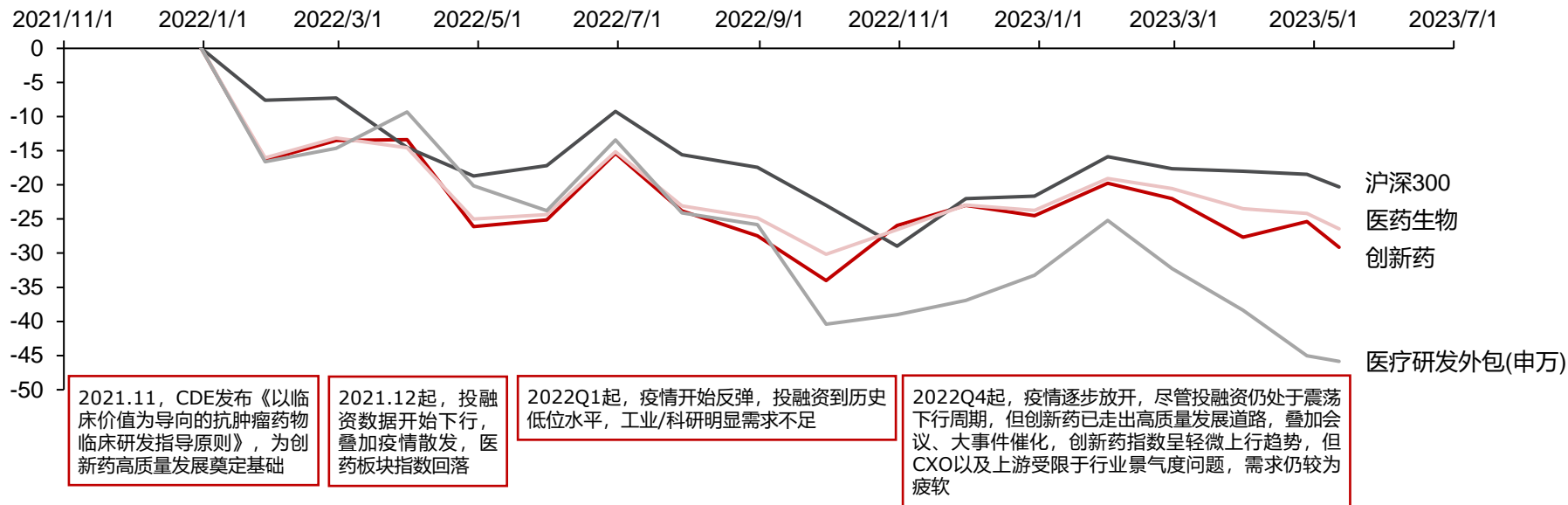
07. 生命科学上游更新

7.1

指数：创新药指数开始回暖，创新药产业链指数大幅跑输医药生物

- **复盘：2021/11-2022/9**，CXO与创新药、生物医药指数基本协同，主要受疫情管控及投融资影响，行业整体处于震荡下行周期；**2022/9-至今**，受CDE发布的《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》影响，经历了1年半的行业调整，创新药开始走向高质量发展，但作为创新药产业链的CXO和上游需求端仍显疲软。
- **未来：2023H1**，疫后基本面恢复（常规收入上行，利润端承压）→**2023H2**，情绪面伴随创新药回暖，基本面季度环比持续改善→**2024H1**，对标海外，投融资改善，需求端上行，PE+EPS有望实现“戴维斯双击”。

图表：2021年底以来医药生物vs创新药vs医疗研发外包指数变化（%）

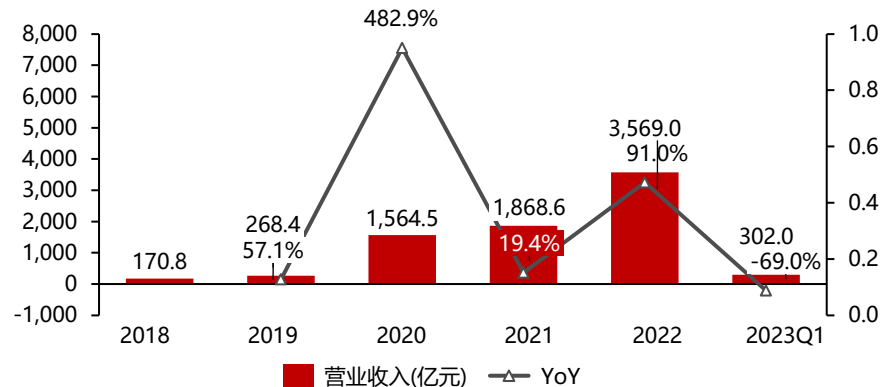


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

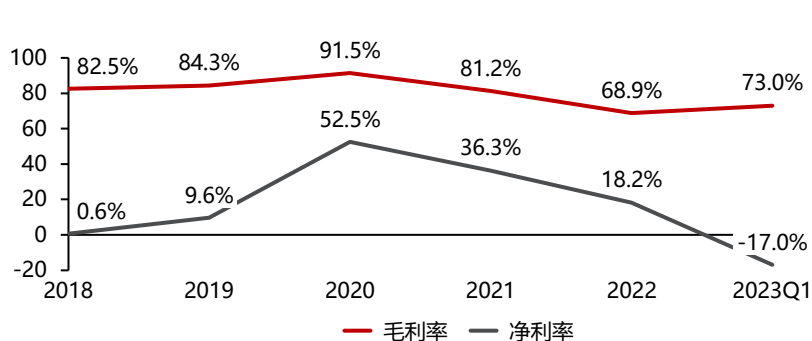
7.2

诺唯赞：新冠风险清零，底部反转+估值体系重塑

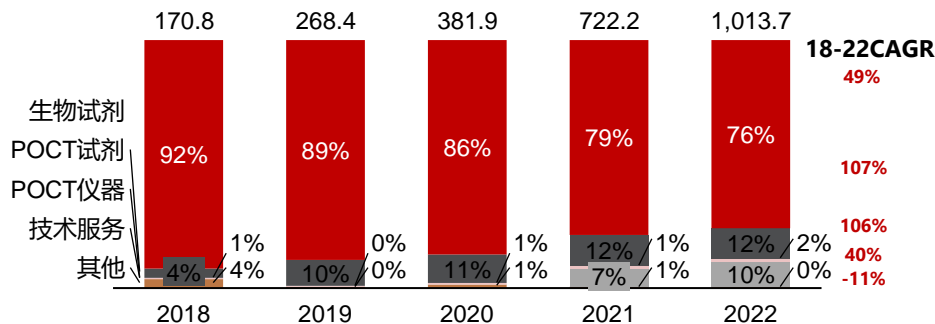
图表：2018-2023Q1，公司收入变化（百万元）



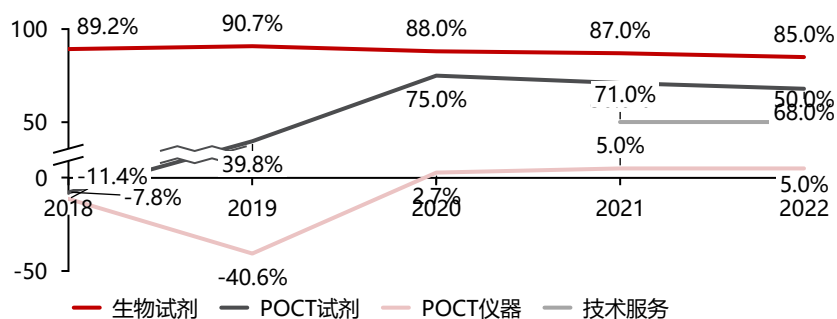
图表：2018-2023Q1，公司毛利率与净利率情况 (%)



图表：2018-2022，常规业务各板块业绩拆分（百万元）



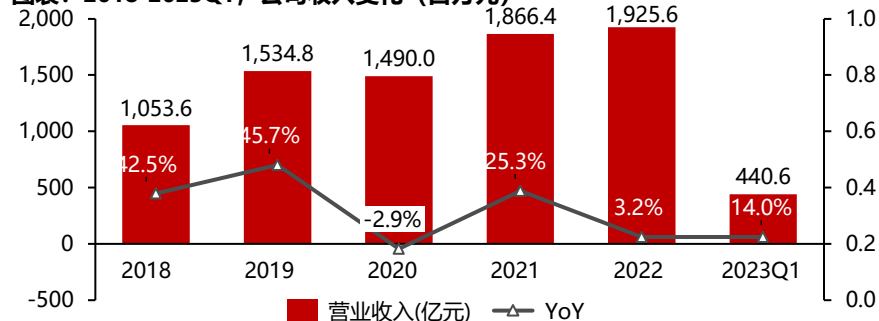
图表：2018-2022，常规业务各板块毛利率情况 (%)



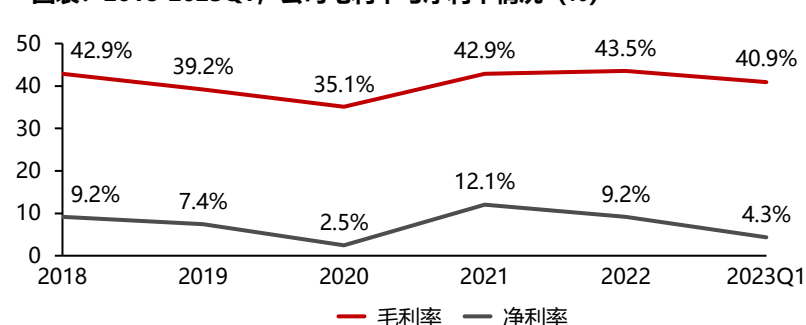
资料来源：Wind，诺唯赞公司年报，民生证券研究院

7.3 诺禾致源—业绩确定性高+经营效率提升

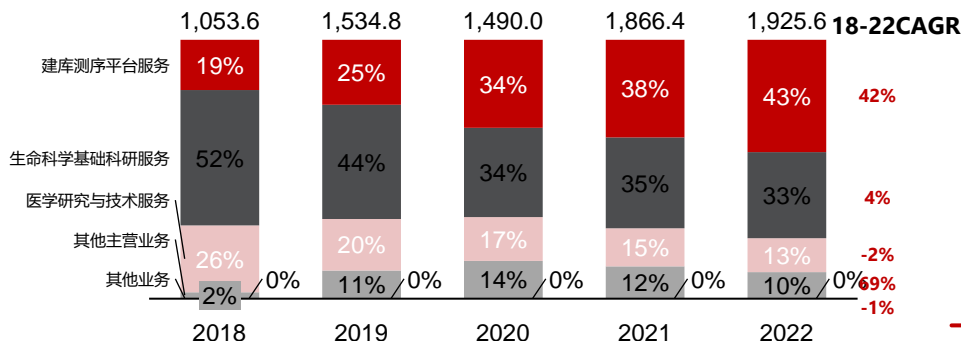
图表：2018-2023Q1，公司收入变化（百万元）



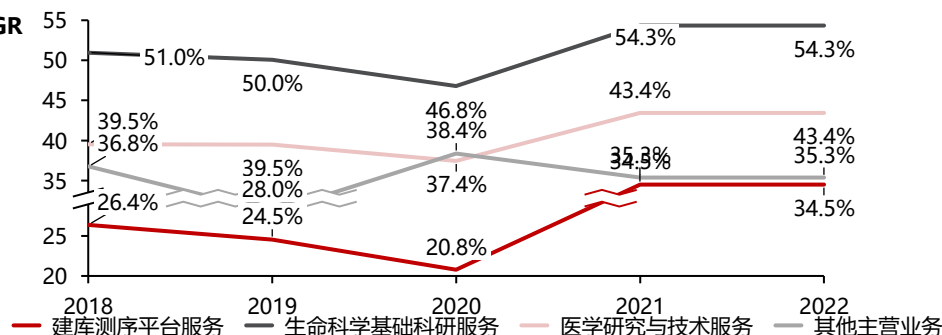
图表：2018-2023Q1，公司毛利率与净利率情况（%）



图表：2018-2022，常规业务各板块业绩拆分（百万元）



图表：2018-2022，常规业务各板块毛利率情况（%）

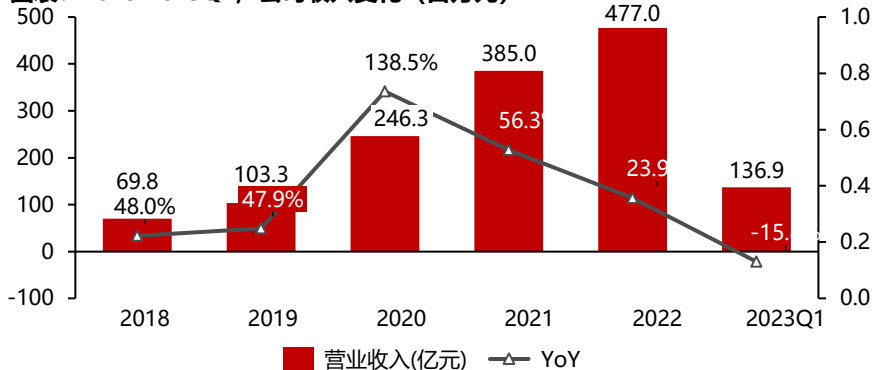


资料来源：Wind，诺禾致源公司年报，民生证券研究院

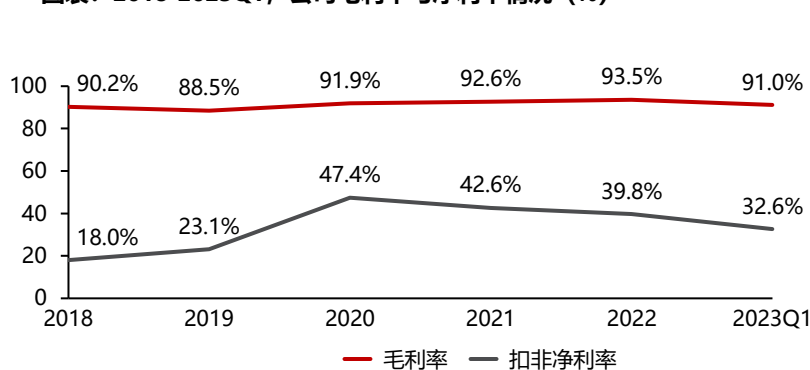
7.4

百普赛斯：持续塑造品牌力，海外业务拓展如火如荼

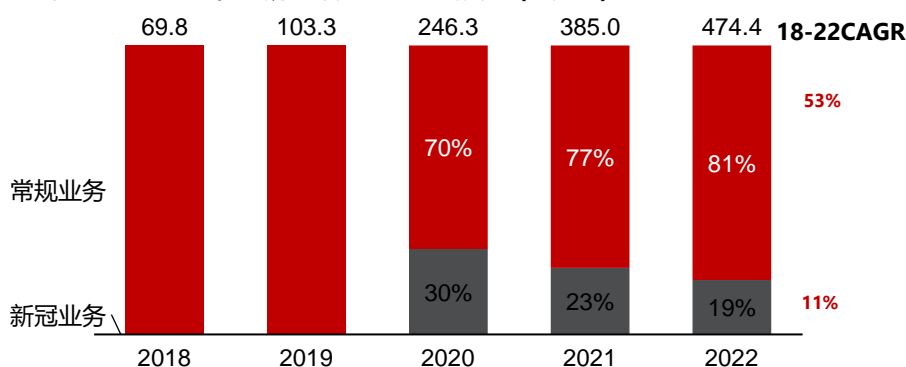
图表：2018-2023Q1，公司收入变化（百万元）



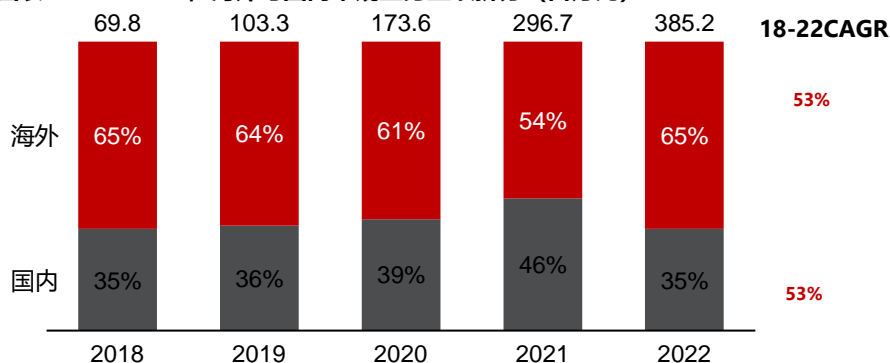
图表：2018-2023Q1，公司毛利率与净利率情况（%）



图表：2018-2022，常规与新冠业务业绩拆分（百万元）



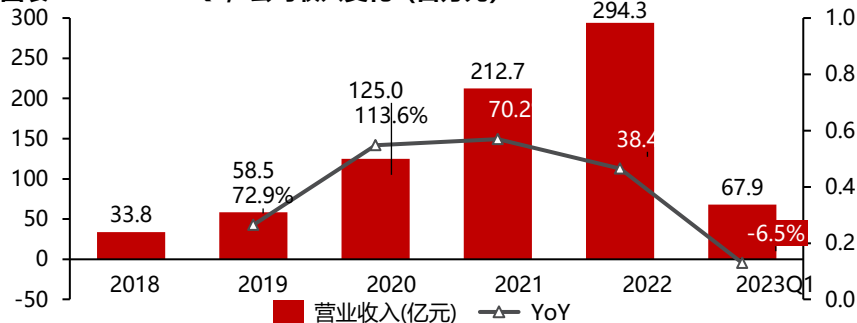
图表：2018-2022，海外与国内常规业务业绩拆分（百万元）



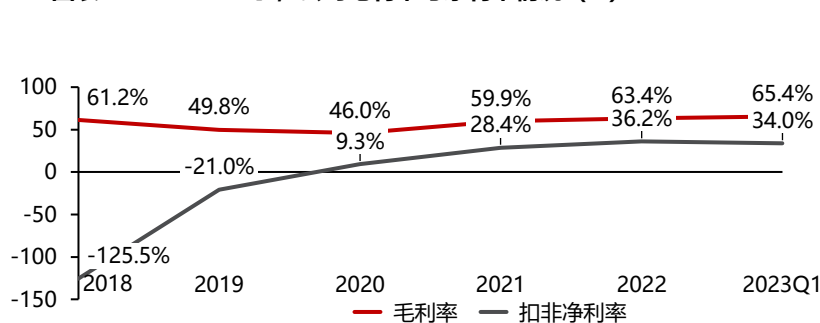
资料来源：Wind，百普赛斯公司年报，民生证券研究院

7.5 奥浦迈：与国内药企合作紧密，海外市场有望成为第二增长曲线

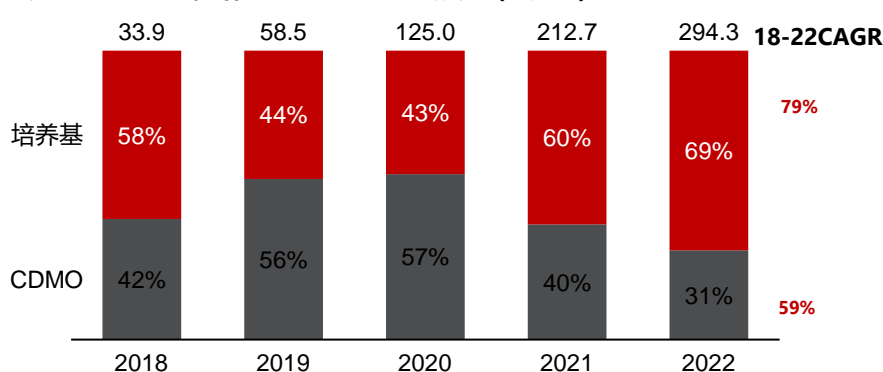
图表：2018-2023Q1，公司收入变化（百万元）



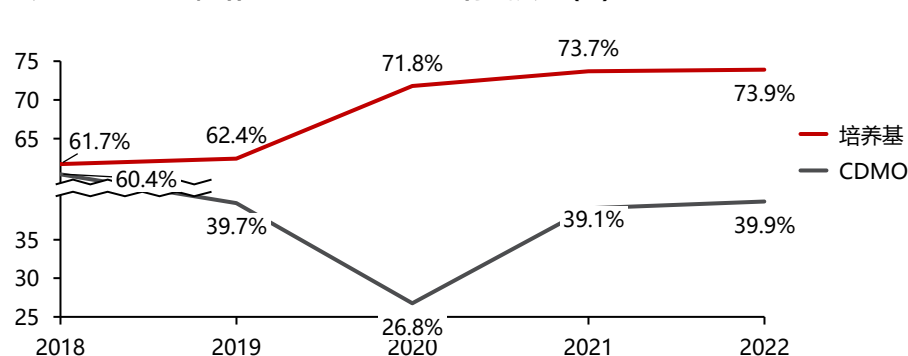
图表：2018-2023Q1，公司毛利率与净利率情况（%）



图表：2018-2022，培养基与CDMO业绩拆分（百万元）



图表：2018-2022，培养基和CDMO业务毛利率拆分（%）



资料来源：Wind，奥浦迈公司年报，民生证券研究院

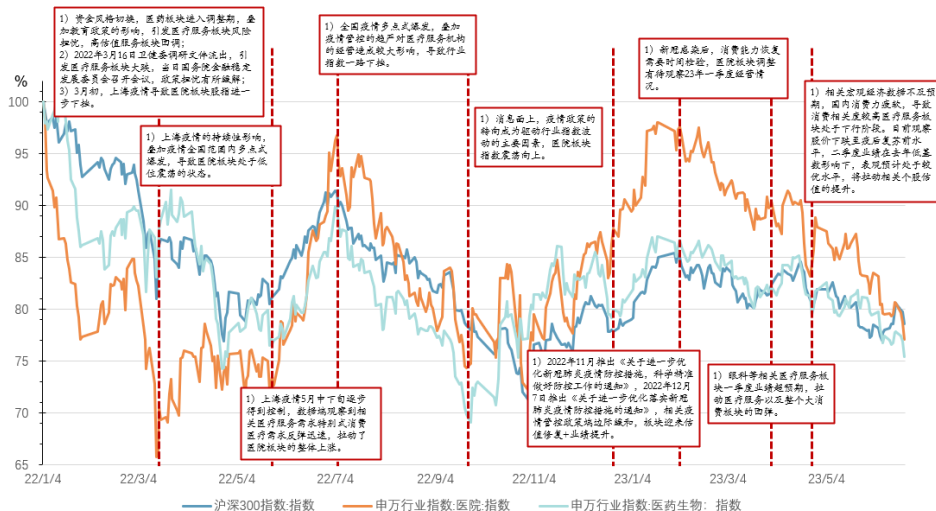
08. 医疗服务更新

8.1

医疗服务指数目前跌至疫后复苏前水平，具备较高性价比

- 复盘：**自2022年11月至1月以来的交易疫后复苏逻辑暂告一段落，申万三级医院指数处于阶段性下行阶段，后又受益于4月一季报业绩部分公司大超预期的驱动，申万三级医院指数又处于震荡上调的趋势，后由于4、5月整体消费数据相对景气度不及预期，市场表现整体受到消费拉动有所下滑。
- 未来：**至今相关医疗服务板块公司市值基本已跌至2022年底低位附近，目前具备较高性价比空间，建议重点关注去年二季度因疫情受损较为严重以及今年二季度表现稳定且有相关事件催化的标的，例如：爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、何氏眼科，以及业绩确定性较高且存在业务外延扩张的刚性医疗服务板块，例如：三星医疗、国际医学。

图表：2021年底以来申万医院指数走势复盘

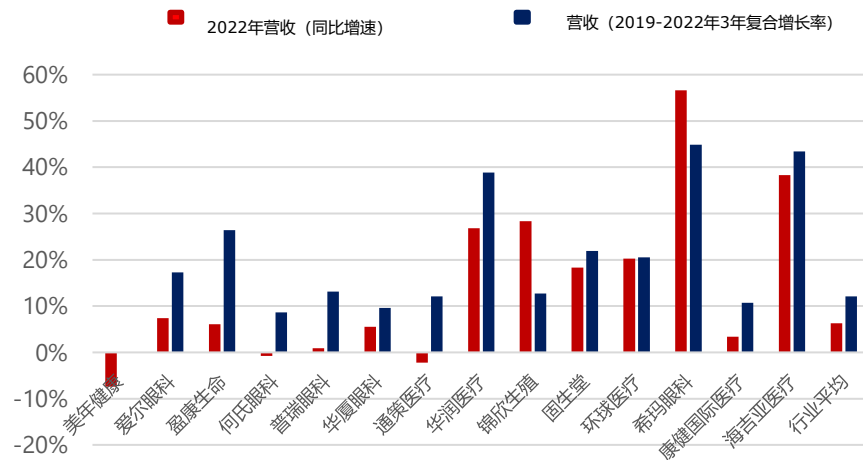


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

8.2 2022年疫情因素导致板块低基数，一季度复苏态势明显

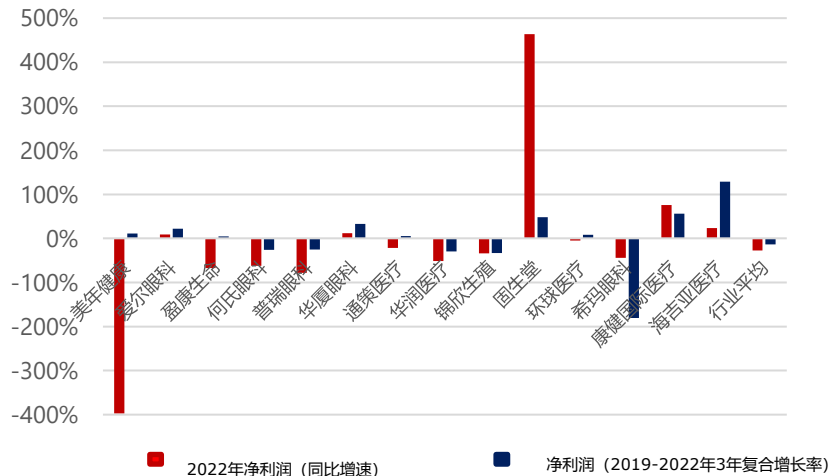
- 2022年年报复盘：
- 从收入端来看，以医院（申万）A股指数为例，医疗服务板块虽然受到疫情影响较大，整体略下滑。参考2020-2022年医疗服务板块收入变化情况，2022年板块实现收入131.67亿元，同比-0.92%。
- 从利润上看，以医院（申万）A股指数为例，医疗服务板块净利润增长在2022年呈现负增速。参考2020-2022年板块净利润变化情况，2022年主要医疗服务公司实现净利润3.57亿元，同比下降181.94%。

图表：2022年全年申万医院板块（A股及港股）收入同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

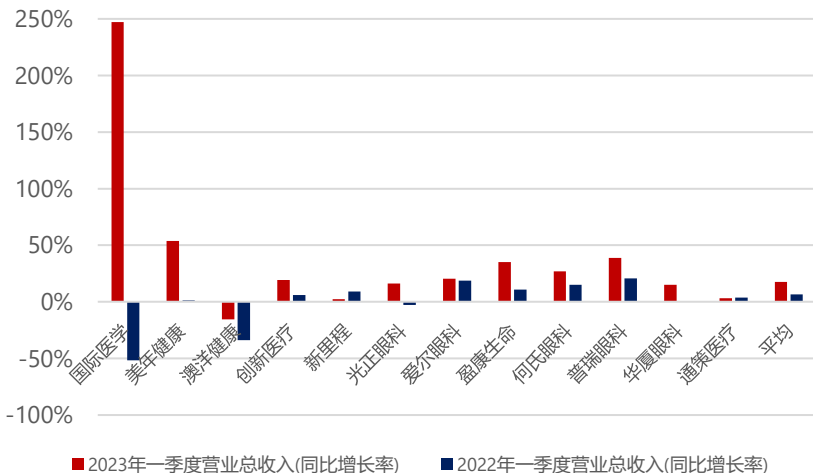
图表：2022年全年申万医院板块（A股及港股）利润同比增速



8.2 2022年疫情因素导致板块低基数，一季度复苏态势明显

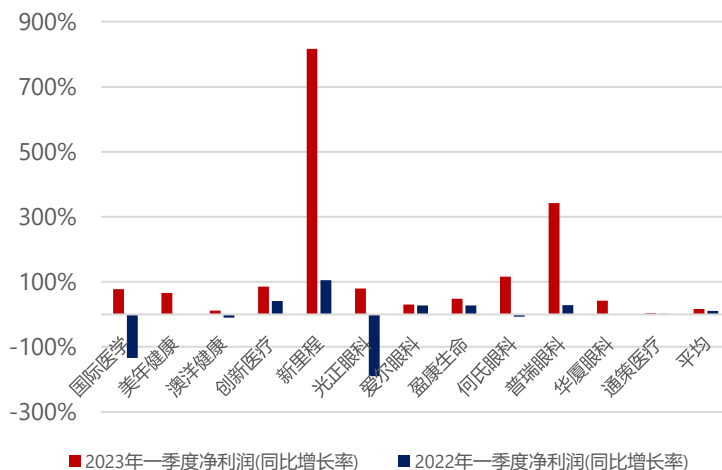
- 一季度情况复盘：一季度医疗服务板块业绩存在明显反弹，疫后复苏态势明显。
- 从收入端来看，以医院（申万）A股指数为例，2023年一季度同比增速达到26.36%；
- 从利润上看，以医院（申万）A股指数为例，2023年一季度同比增速达到512.45%

图表：2023年一季度申万医院板块（A股）收入同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2023年一季度申万医院板块（A股）利润同比增速



8.3 当下：重点关注眼科医疗服务以及稳健增长的刚性医疗服务细分

- 考虑到眼科医疗服务板块整体估值已调整到前期2022年底水平，处于较高性价比布局点。考虑到前期2022年Q2眼科医疗服务公司普遍处于低基数状态，叠加今年6月11号后开始迎来6-8月的消费旺季，我们认为随着6-8月传统的屈光旺季的到来以及相关公司二季报的发布，市场将进一步受到催化进而拉高整体眼科医疗行业估值，此外，疫后部分体外医院盈利能力有所恢复后有望逐步纳入上市公司体内，有望为公司业绩增长提供新增量，建议重点关注：爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科。何氏眼科等；
- 刚性医疗服务公司具备较高的业绩韧性，虽不存在去年低基数影响，但考虑到部分公司存在公司的外延扩张将推动业绩的高速发展，且目前相关公司估值具备较高性价比空间，建议重点关注：三星医疗、国际医学。

图表：眼科医疗服务板块2022年Q2以及2023年Q1业绩情况总览

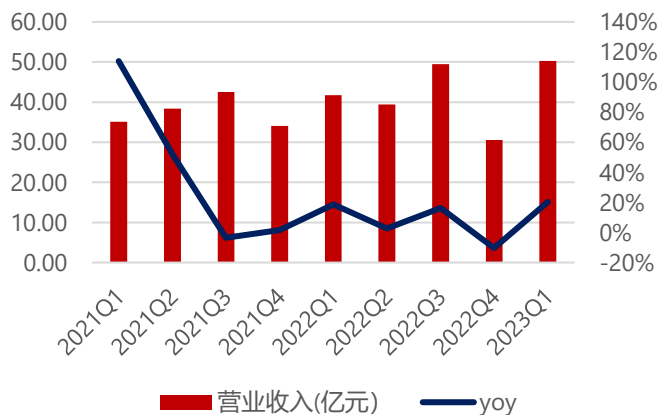
| | | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 |
|-------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 爱尔眼科 300015.SZ | 营业收入(亿元) | 35.11 | 38.37 | 42.48 | 34.04 | 41.69 | 39.39 | 49.44 | 30.58 | 50.21 |
| | yoy | 114% | 52% | -3% | 2% | 19% | 3% | 16% | -10% | 20% |
| | 净利润 | 5.44 | 6.89 | 9.39 | 2.98 | 6.93 | 7.34 | 11.46 | 1.16 | 9.01 |
| | yoy | 711% | 8% | -4% | 52% | 27% | 7% | 22% | -61% | 30% |
| 何氏眼科 301103.SZ | 营业收入(亿元) | 2.10 | 2.54 | 2.80 | 2.18 | 2.42 | 2.26 | 3.03 | 1.84 | 3.07 |
| | yoy | 0% | 0% | 0% | 0% | 15% | -11% | 8% | -16% | 27% |
| | 净利润 | 0.28 | 0.31 | 0.31 | -0.04 | 0.26 | 0.16 | 0.24 | -0.33 | 0.56 |
| | yoy | 0% | 0% | 0% | 0% | -7% | -49% | -23% | -840% | 116% |
| 华厦眼科 301267.SZ | 营业收入(亿元) | 0.00 | 0.00 | 8.15 | 7.74 | 8.09 | 7.70 | 9.44 | 7.10 | 9.31 |
| | yoy | 0% | 0% | 0% | 9% | 0% | 0% | 16% | -8% | 15% |
| | 净利润 | 0.00 | 0.00 | 1.19 | 1.19 | 1.11 | 1.26 | 1.65 | 1.06 | 1.58 |
| | yoy | 0% | 0% | 0% | 12% | 0% | 0% | 38% | -11% | 42% |
| 普瑞眼科 301239.SZ | 营业收入(亿元) | 3.88 | 4.59 | 5.11 | 3.53 | 4.68 | 4.21 | 5.43 | 2.93 | 6.50 |
| | yoy | 0% | 0% | 0% | 1% | 21% | -8% | 6% | -17% | 39% |
| | 净利润 | 0.29 | 0.36 | 0.53 | -0.24 | 0.37 | 0.14 | 0.43 | -0.73 | 1.65 |
| | yoy | 0% | 0% | 0% | -485% | 29% | -62% | -19% | -200% | 343% |

资料来源：Wind，民生证券研究院

8.4 爱尔眼科：全国布局对冲疫情风险，业绩经营稳健增长

- 公司属于全国布局的眼科医疗服务龙头企业，因而2022年二季度受疫情影响相较于其他集中度较高的眼科医疗服务企业较小，目前公司处于正常运营的过程中；

图表：2021年至今各季度营收及增速



资料来源：Wind，爱尔眼科公司年报，民生证券研究院

图表：2021年至今各季度净利润及增速情况



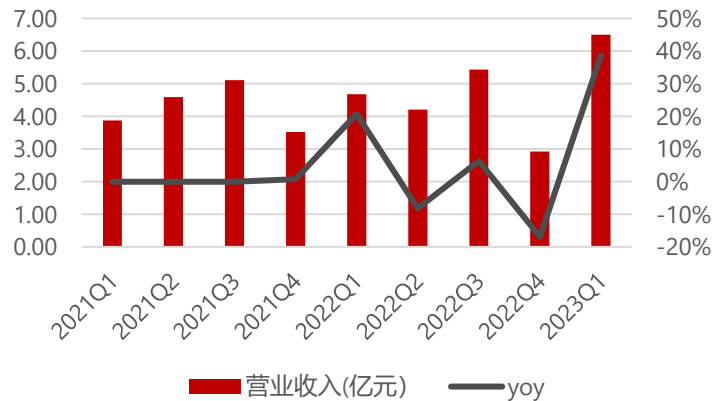
资料来源：Wind，爱尔眼科公司年报，民生证券研究院

8.4

普瑞眼科：去年同期受疫情冲击较大，今年Q2预计延续稳健高增长

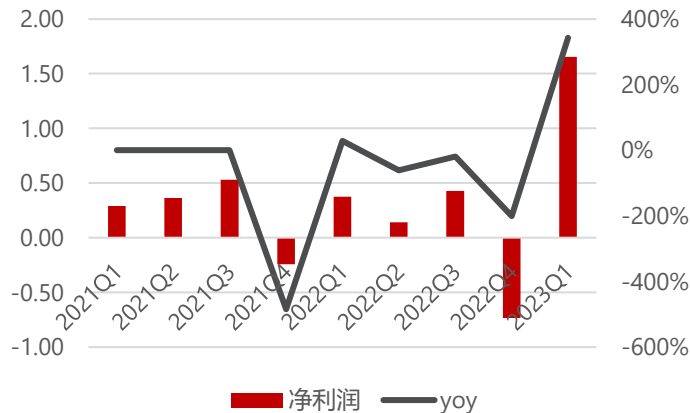
- 公司属于全国布局的眼科医疗服务企业，医院主要集中在省会城市，去年疫情相关业绩贡献受疫情影响较大，导致去年Q2及Q3均处于负增长状态，今年疫后恢复反弹较大，一季度处于业绩高增长过程。

图表：2021年至今各季度营收及增速情况



资料来源：Wind，普瑞眼科公司年报，民生证券研究院

图表：2021年至今各季度净利润及增速情况



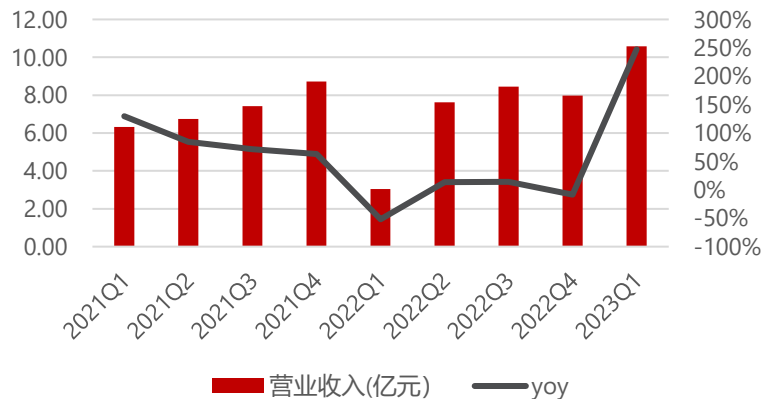
资料来源：Wind，普瑞眼科公司年报，民生证券研究院

8.4

国际医学：去年受疫情影响较大，今年新院区开业带来业绩新增量

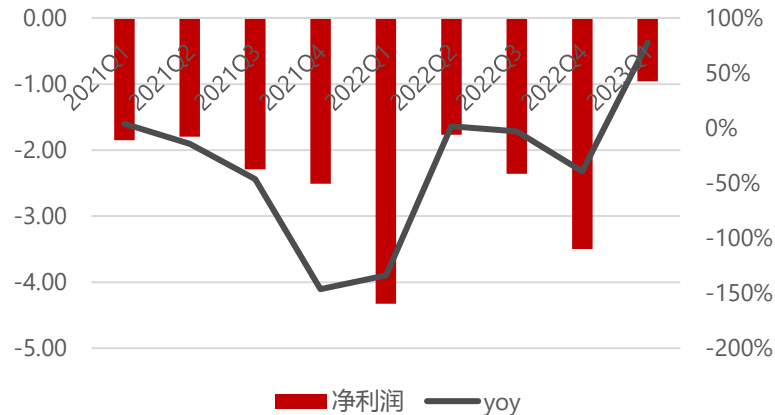
- 公司去年一季度受停诊影响，且后期亦受疫情影响较大，去年同期具备较低增长
- 目前股价回调至疫情前期低位，目前具备较高性价比空间。

图表：2021年至今各季度营收及增速情况



资料来源：Wind，国际医学公司年报，民生证券研究院

图表：2021年至今各季度净利润及增速情况



资料来源：Wind，国际医学公司年报，民生证券研究院

09. 风险提示

- ◆ 集采压力大于预期风险：医用耗材正在全国范围内开展集中采购，若集中采购的价格过低则会损伤厂家的利润，对长期发展较为不利；
- ◆ 产品研发进度不及预期风险：新产品的推出是企业不断前进的动力，若产品研发进度受到拖累或者失败，会影响企业的核心竞争力；
- ◆ 竞争加剧风险：医药行业随着同类型产品不断上市或新一代产品上市，行业竞争可能加剧，产品市场份额存在不及预期或下滑风险，影响企业营收和利润；
- ◆ 政策监管环境变化风险：医药行业受政策严格监管，上市审批政策、医保支付政策、合规监管政策、环保政策等存在不断演变的可能性，监管要求变化可能直接或间接影响企业经营；
- ◆ 疫后复苏不及预期风险：22年底至23年初，受疫情影响诊疗量下降，随着疫情缓解，诊疗量逐步复苏，择期手术等医疗需求回暖，但仍然存在诊疗复苏程度或复苏速度不及预期的风险。

THANKS 致谢

医药研究团队：



分析师 王班

执业证号：S0100523050002

邮件：wangban@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅5%以上 |
| | 推荐 | 相对基准指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅5%以上 |

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。