

医药行业 2023年下半年策略报告：

继续看好院内复苏，重点关注中药、处方药、眼科及IVD等

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2023年6月21日

- ◆ **下半年是战略布局医药板块最好时间点。**重要原因：其一医药板块具备抵御国内外市场风险。医疗服务及处方药市场大都在国内，刚需更为明显；其二Q2季度医药板块增速快，但医药板块大概率2024年、2025年依然高成长；其三仿制药集采对处方药影响基本结束，随着新产品获批开始进入处方药加速增长阶段；其四医药板块估值比较具有吸引力，仅有中药板块出现显著超额收益。目前东吴医药团队重点看好几大方向：全面看多处方药、持续创新及品牌中药、集采出清医疗器械、眼科医疗服务、集采很可能受益的IVD等。
- ◆ Q2全面看多处方药、2024年景气度进一步提升。其理由：其一院内复苏。诊疗数据，全国1Q23门诊量同增17%（4月份同增19%），手术同增+21%，住院同增+20%，同、环比趋势向上。其二集采出清。2025年目标集采品500个，1-8批集采已经纳入333个，数量、金额均已过半。8批集采招标结果流出，39个品种中选。恒瑞医药、恩华药业、人福医药等主流制药企业，3亿以上量级仿制药基本不涉及。其三创新进入收获期。其中重点推荐仿制药集采出清、创新药有序获批的创新药标的，重点推荐恒瑞医药、海思科、信立泰、恩华药业等。
- ◆ **具体配置思路**
 - 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药等；
 - 优秀仿创药领域：吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；
 - 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；
 - 中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；
 - 消费医疗领域：济民医疗、华厦眼科、爱尔眼科、爱美客等；
 - 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；
 - 其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；
 - 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；
 - 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；
 - 血制品领域：天坛生物、博雅生物等。
- ◆ **弹性组合：盘龙药业、科美诊断、方盛制药、太极集团、济民医疗、泽璟制药**
- ◆ **稳健组合：恒瑞医药、恩华药业、京新药业、海思科、普瑞眼科、华厦眼科**
- ◆ **风险提示：医院扩张或整合不及预期的风险；产品放量不及预期风险；市场竞争加剧等。**

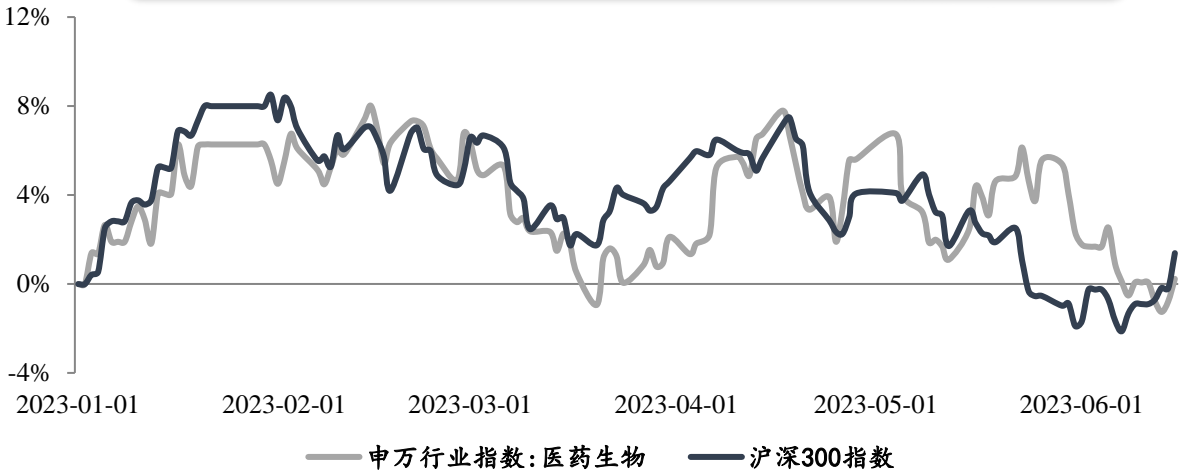


- 一、医药板块具备较高性价比
- 二、制药板块“困境反转”，迎接新景气周期
- 三、中药：不止中特估，更有业绩兑现
- 四、院端恢复逐渐过渡到报表体现阶段，Q2 IVD业绩亮眼
- 五、疫后复苏，消费医疗赛道长牛
- 六、2023年下半年医药行业投资策略及标的
- 七、风险提示

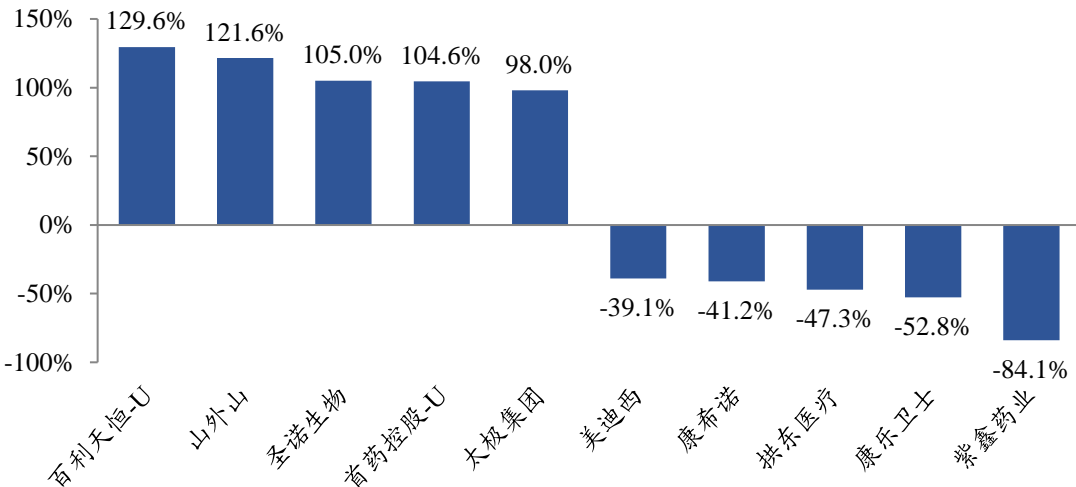
一、医药板块具备较高性价比

1.1 医药二级市场表现（交易日2023/1/1-2023/6/15）

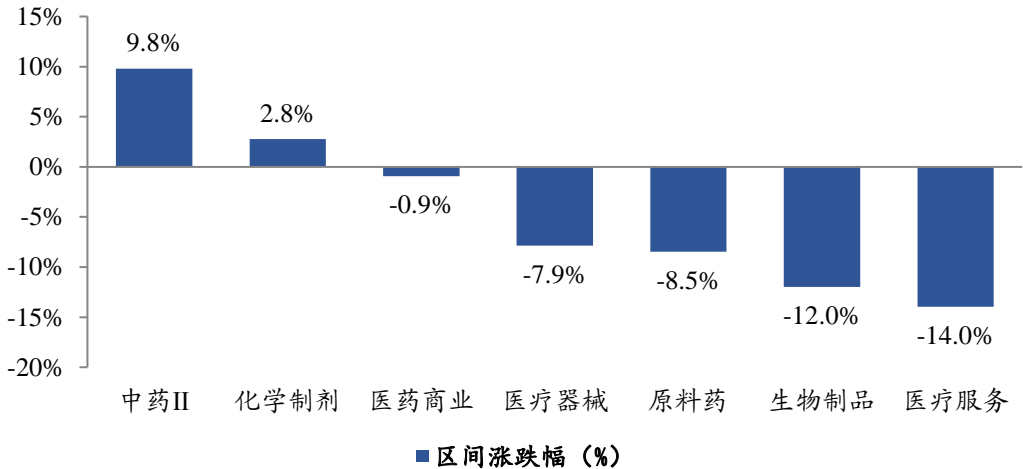
2023年1月1日至6月15日医药指数相对沪深300走势



2023年1月1日至6月15日医药个股涨跌幅排名



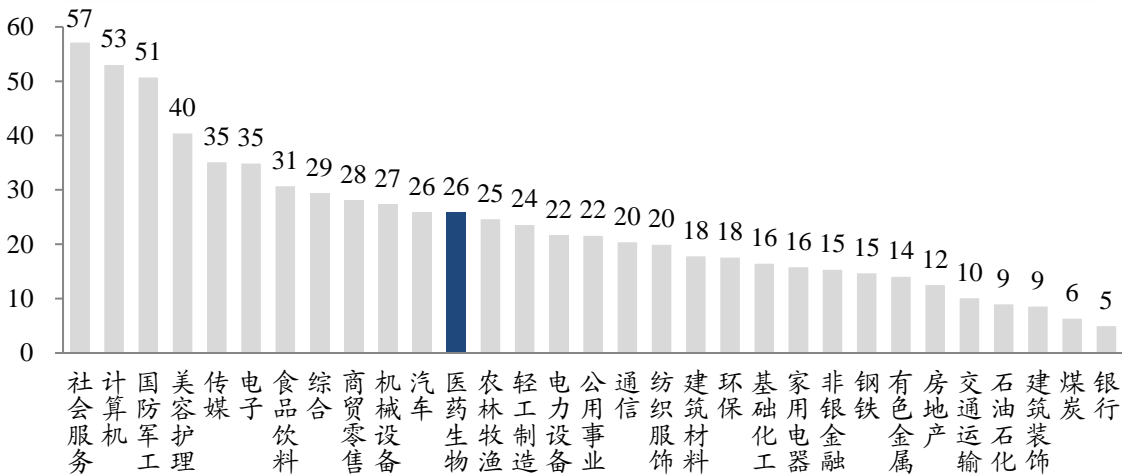
2023年1月1日至6月15日医药子行业二级市场涨跌幅



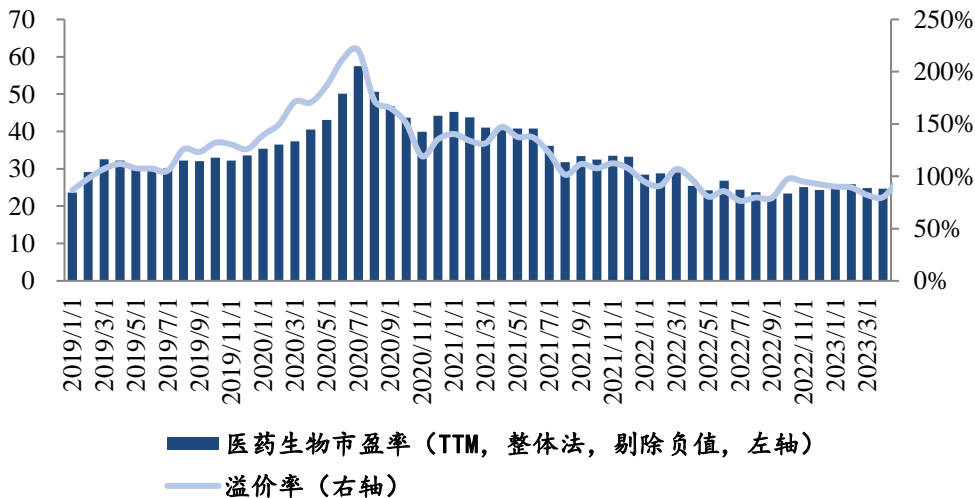
- 2023年1月1日至6月15日，申万医药生物指数上涨0.23%，跑输沪深300指数1.16个百分点。
- 2023年1月1日至6月15日，各医药子行业涨跌分化较大，其中医疗服务，生物制品，原料药，医疗器械跌幅较大，而医药商业略有回调，其中中药涨幅较大。
- 2023年1月1日至6月15日，医药个股中涨幅最大的分别为百利天恒-U (+129.6%)、山外山 (+121.6%)、圣诺生物 (+105.0%)、首药控股 (+104.6%) 及太极集团 (+98.0%)；跌幅较大的依次为紫鑫药业 (-84.1%)、康乐卫士 (-52.8%)、拱东医疗 (-47.3%)、康希诺 (-41.2%) 及美迪西 (-39.1%)。

1.2 医药行业市盈率和溢价率

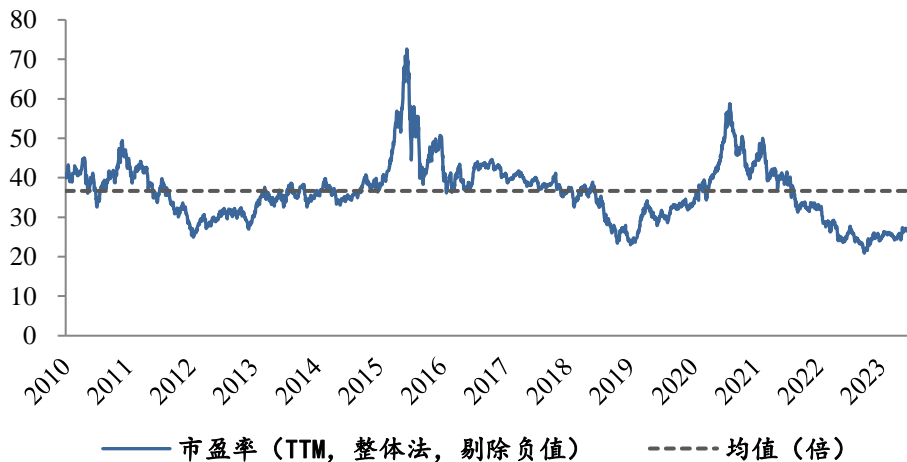
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）（截至2023.6.15）



申万医药市盈率与A股溢价率（截至2023.6.15）



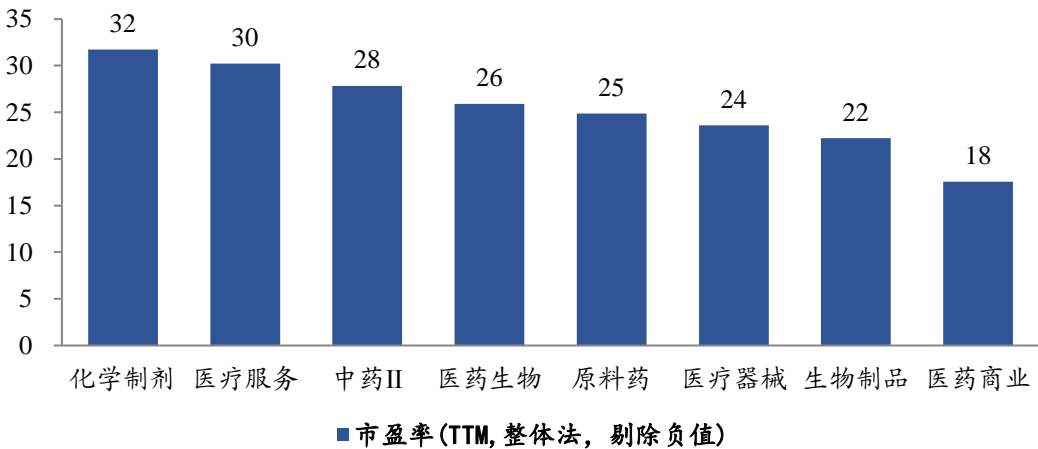
申万医药市盈率历史变化趋势（截至2023.6.15）



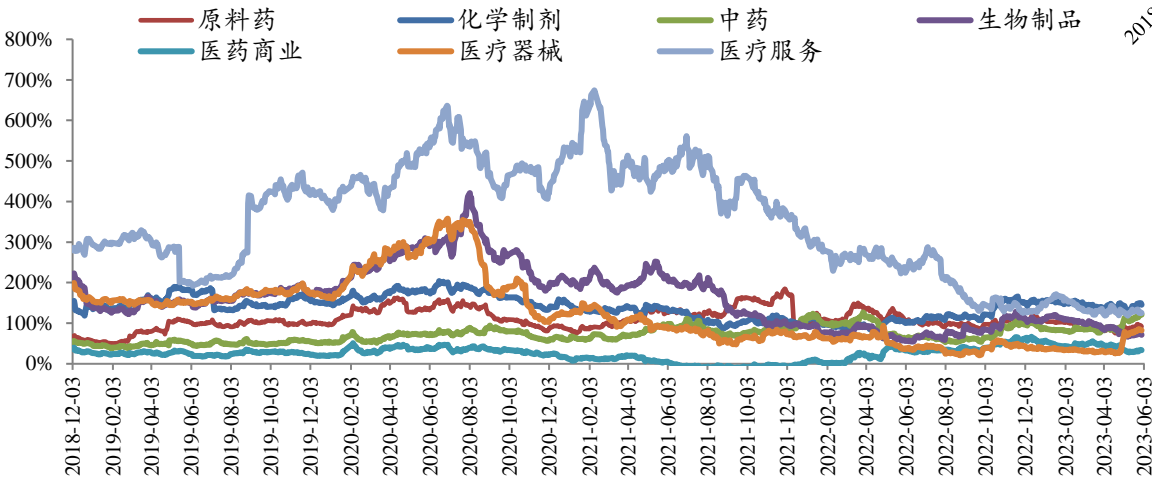
- 横向看：医药行业PE (TTM) 为26倍，在申万一级行业中排名第12。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE最高73倍，最低21倍，平均值约36倍，目前医药行业PE历史分位数为8.54%。
- 截至2023年6月15日，医药行业相对于全部A股估值溢价率为90.05%，溢价率有所上升。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

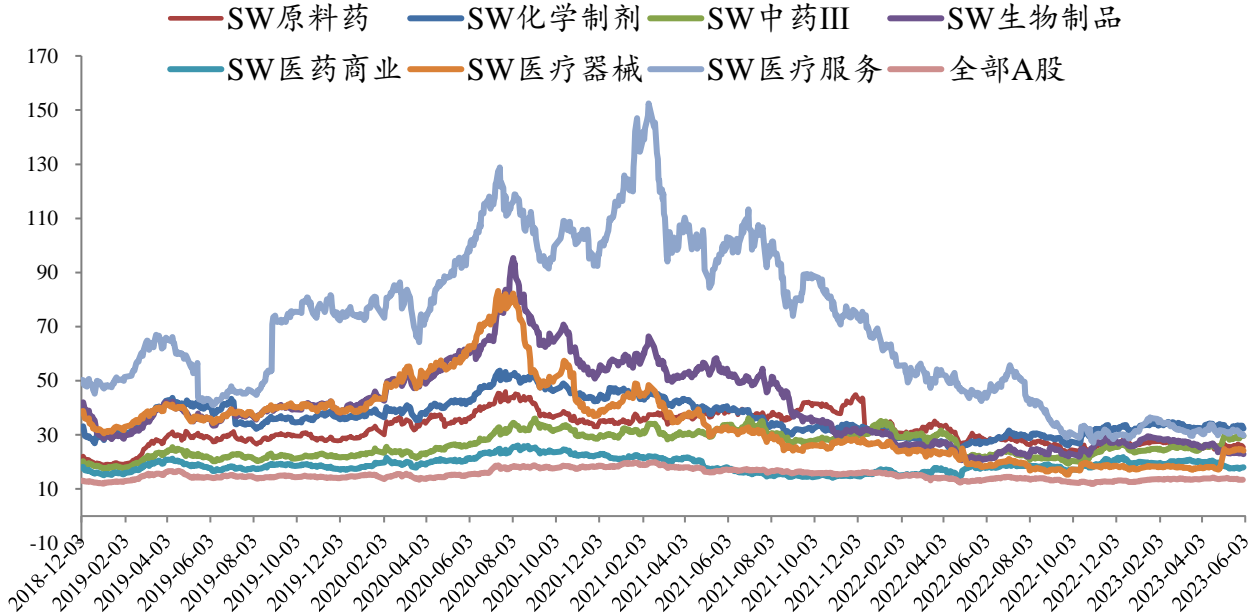
申万医药子行业市盈率比较 (截至2023.6.15)



申万医药子行业相对A股的溢价率



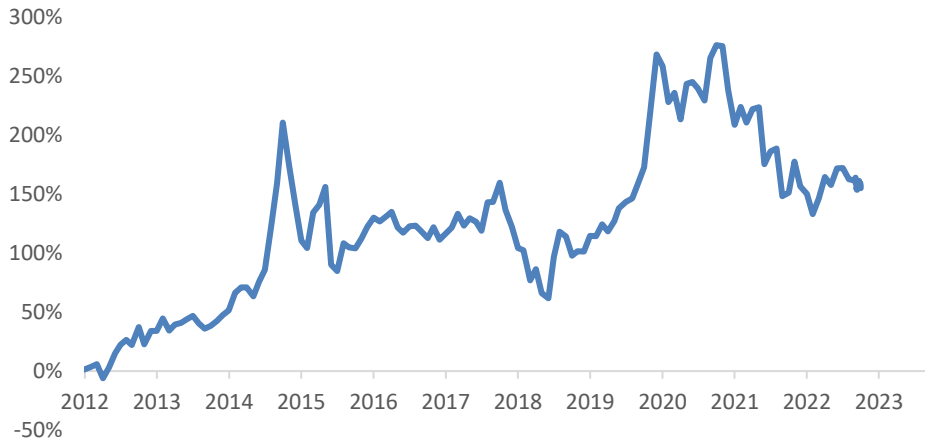
申万医药各子行业市盈率(TTM,整体法)历史变化趋势



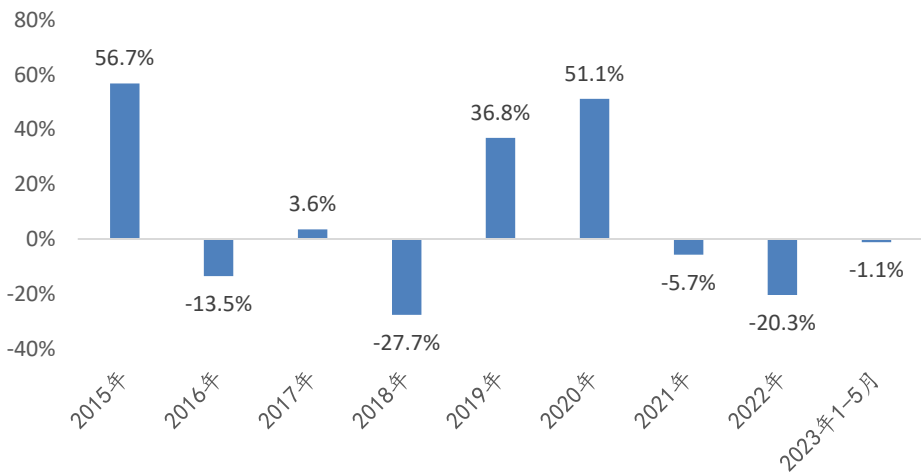
- 横向看，根据Wind数据库，截至2023年6月15日，医药各子板块的市盈率（TTM）中，化学制剂（32倍）、医疗服务（30倍）、中药（28倍）等市盈率较高；医药商业（18倍）的市盈率较低。
- 纵向看，根据Wind数据库，各子板块的估值水平均出现增高，相对全部A股的溢价率变化趋势出现分化。

1.4 医药行业月涨幅和年涨幅

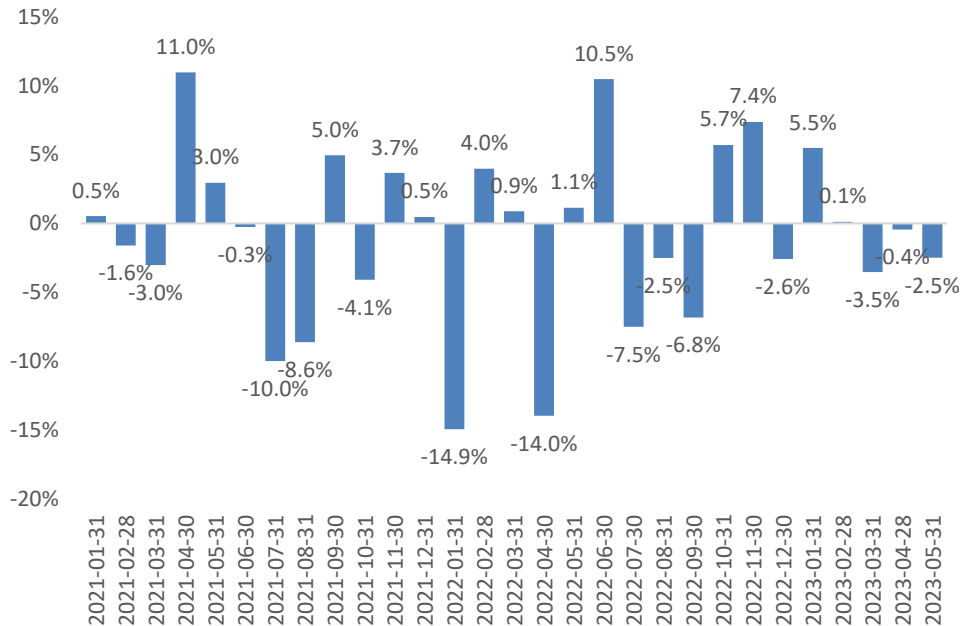
申万医药指数历史涨跌幅（截止2023年5月31日）



申万医药指数年涨跌幅



申万医药指数月涨跌幅

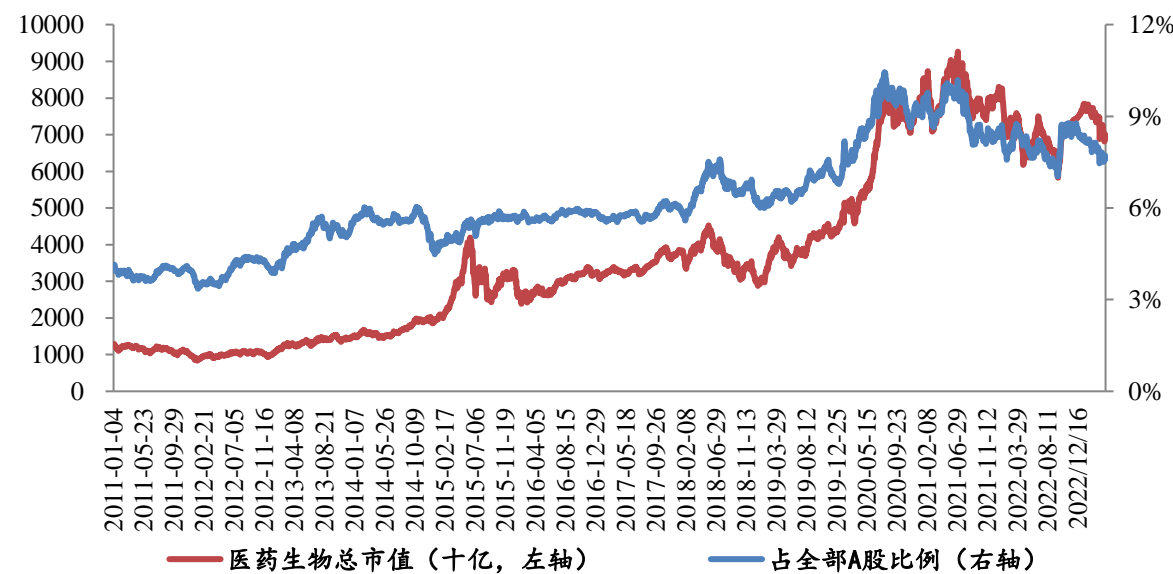


- 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021年以及2022年医药指数涨跌幅均为负值，跌幅分别为5.7%和20.3%，2023年2-5月回吐了今年以来的涨幅，2023年1-5月跌幅为1.1%。
- 分月度看，2022年以来申万医药指数波动频繁，2023年1月申万医药指数上升5.5%，2023年2月申万医药指数上升0.1%，2023年3月申万医药指数下降3.5%，2023年4月申万医药指数下降0.4%，2023年5月申万医药指数下降2.5%。

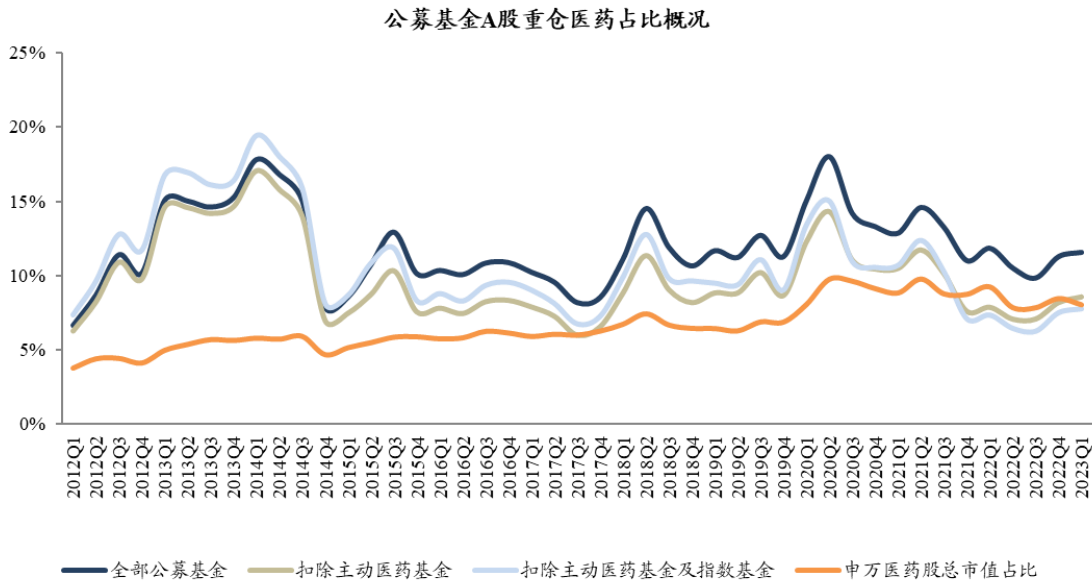
1.5 医药行业占A股市值比重略有回升，公募基金持仓比重环比增加

- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2023年5月31日，医药行业总市值约7.27万亿元，占全部A股的市值从2011年的均值4.03%提升至5月31日7.83%，相比2022年Q4的均值8.5%有所回落。
- 2023年一季度报告期末，医药总持仓变化情况：全部公募基金占比11.56%，环比增加0.29 pp；剔除主动医药基金占比8.58%，环比增加0.38pp；再剔除指数基金占比7.75%，环比增加0.27 pp；仍远低于2014的峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置



1.6 头部医疗主题基金重仓情况

➤ 对前十大主动型医疗主题基金持仓情况进行统计后发现，前十大重仓股中，爱尔眼科、药明康德、迈瑞医疗、恒瑞医药、同仁堂等行业龙头出现频率较高，按照子版块分类，CXO、医疗服务、化学制剂、医疗器械、中药等子行业占比较高。

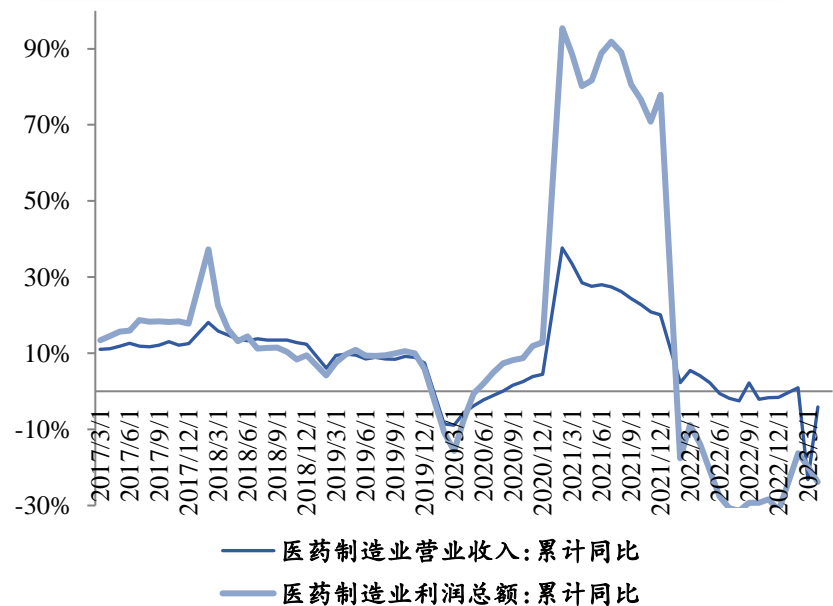
2023Q1头部医疗主题基金重仓情况

基金名称	中欧医疗健康C		中欧医疗健康A		工银前沿医疗A		汇添富创新医药		广发医疗保健A		中欧医疗创新A		工银瑞信医疗保健行业		易方达医疗保健		中欧医疗创新C		汇添富医药保健O	
基金代码	003096.OF		003095.OF		001717.OF		006113.OF		004851.OF		006228.OF		000831.OF		110023.OF		006229.OF		960015.OF	
基金规模/亿元	315		280		137		83		83		67		53		52		52		46	
前十大重仓股	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)	股票名称	占基金净值比例 (%)
	爱尔眼科	10.09	爱尔眼科	10.09	爱尔眼科	7.65	爱尔眼科	9.98	爱尔眼科	9.87	爱尔眼科	10.06	药明康德	7.49	恒瑞医药	9.59	爱尔眼科	10.06	爱尔眼科	9.78
	药明康德	8.36	药明康德	8.36	同仁堂	7.59	药明康德	7.02	药明康德	9.75	药明康德	7.07	爱尔眼科	7.00	康缘药业	6.11	药明康德	7.07	奕瑞科技	6.96
	迈瑞医疗	6.17	迈瑞医疗	6.17	药明康德	7.36	奕瑞科技	6.89	爱美客	8.43	通策医疗	6.55	华润三九	6.66	惠泰医疗	5.68	通策医疗	6.55	药明康德	6.53
	泰格医药	5.90	泰格医药	5.90	恒瑞医药	6.87	泰格医药	6.07	康龙化成	6.54	恒瑞医药	6.13	恒瑞医药	6.45	一品红	5.50	恒瑞医药	6.13	泰格医药	5.21
	同仁堂	4.94	同仁堂	4.94	华润三九	6.39	聚光科技	4.16	凯莱英	5.53	泰格医药	5.78	同仁堂	6.23	新产业	5.28	泰格医药	5.78	金域医学	4.00
	恒瑞医药	4.94	恒瑞医药	4.94	迈瑞医疗	5.77	九洲药业	4.06	通策医疗	5.37	迈瑞医疗	5.17	九洲药业	5.33	爱博医疗	4.92	迈瑞医疗	5.17	同仁堂	3.39
	康龙化成	3.99	康龙化成	3.99	华东医药	5.72	迈瑞医疗	3.18	片仔癀	4.73	康龙化成	4.63	迈瑞医疗	5.28	信立泰	4.37	康龙化成	4.63	聚光科技	3.21
	片仔癀	3.89	片仔癀	3.89	昆药集团	4.35	仙琚制药	3.15	九洲药业	3.97	凯莱英	4.54	华东医药	5.24	国际医学	4.04	凯莱英	4.54	仙琚制药	3.20
	华东医药	3.83	华东医药	3.83	太极集团	4.24	同仁堂	3.13	普洛药业	2.92	片仔癀	4.11	昆药集团	3.90	普门科技	3.57	片仔癀	4.11	迈瑞医疗	3.15
	凯莱英	3.71	凯莱英	3.71	九洲药业	4.09	益丰药房	2.91	信立泰	2.55	九洲药业	3.93	太极集团	3.23	荣昌生物	3.40	九洲药业	3.93	普瑞眼科	3.05
前十大重仓股所属子行业	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)	子行业名称	占基金净值比例 (%)
	CXO	21.96	CXO	21.96	中药	22.56	CXO	13.09	CXO	21.82	CXO	22.02	中药	20.02	化学制剂	19.46	CXO	22.02	医疗服务	16.83
	医疗服务	10.09	医疗服务	10.09	化学制剂	12.60	医疗器械	10.07	医疗服务	15.25	医疗服务	16.61	化学制剂	11.69	医疗器械	19.45	医疗服务	16.61	CXO	11.74
	中药	8.83	中药	8.83	医疗服务	7.65	医疗服务	9.98	医美	8.43	化学制剂	6.13	CXO	7.49	中药	6.11	化学制剂	6.13	医疗器械	10.11
	化学制剂	8.77	化学制剂	8.77	CXO	7.36	原料药	7.21	原料药	6.89	医疗器械	5.17	医疗服务	7.00	医疗服务	4.04	医疗器械	5.17	中药	3.39
	医疗器械	6.17	医疗器械	6.17	医疗器械	5.77	环保设备	4.16	中药	4.73	中药	4.11	原料药	5.33	其他生物药	3.40	中药	4.11	环保设备	3.21

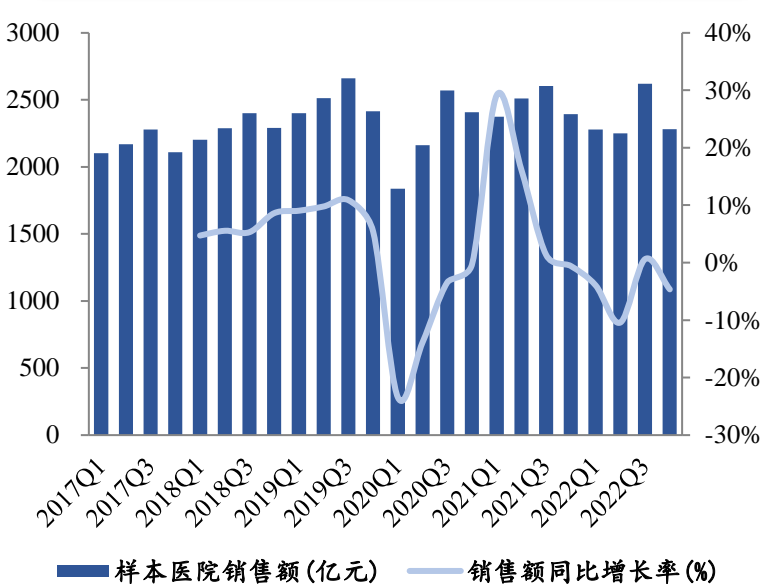
1.7 医药制造业数据2022年回落，2023年初有回暖迹象

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：2023年1-4月营业收入8560.6亿元，同比下降4.1%，利润总额1125.2亿元，同比下降23.8%。其中，单4月份规模以上医药制造业营业收入同比下降0.8%，利润同比下降3.9%
- 根据中康开思医药数据库：2022年Q4由于我国疫情管控放开后迎来新冠感染高峰，样本医院药品销售额同比下降4.7%，但零售药店由于感冒/清热、镇咳类药物销售大增，样本零售药店销售额同比增长30.4%，2023年Q1样本零售药店销售额依然保持11.5%的同比增长。
- 我们认为：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行和疫情的影响，行业格局变化在即。医药工业收入增速整体承压，但结构上分化愈加明显，创新药产业链、医疗器械、生物制品等或成行业主要增长动力。

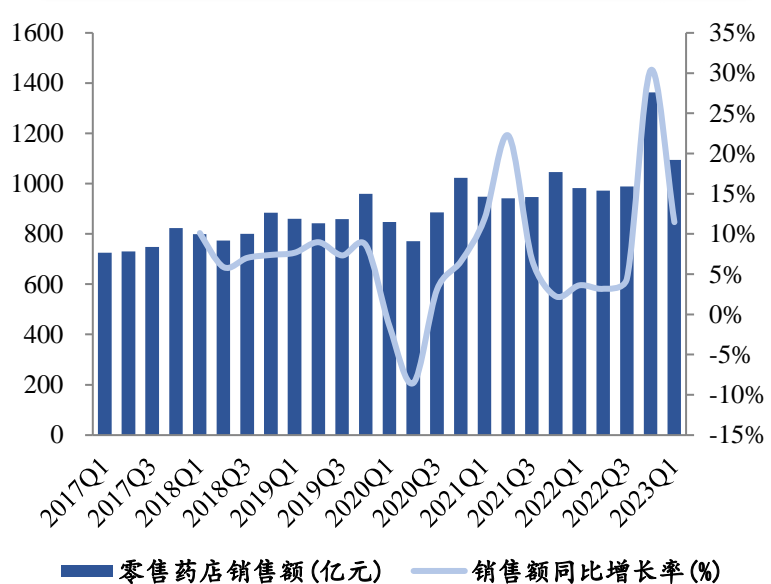
我国医药制造业营业收入累计同比增速 (%)



我国样本医院销售额及同比增长率



我国样本零售药店销售额及同比增长率



1.8 零售终端畅销药品销售变化趋势

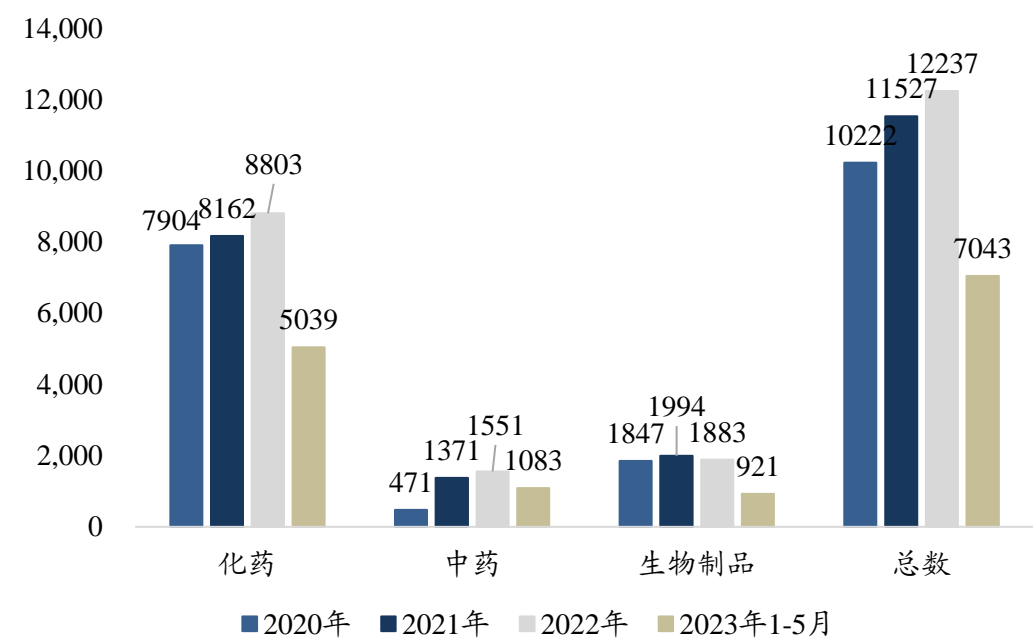
➤ 根据开思数据库，2023年Q1零售终端最畅销的产品为安宫牛黄丸、阿胶、感冒灵颗粒、肠炎宁片、蜜炼川贝枇杷膏等，同比2022年Q1销售额大幅增长，显示零售终端畅销药品的销售恢复情况较好。

零售终端最畅销药品销售变化趋势							
排名	药品名	2022Q1销售额 (百万元)	2022Q2销售额 (百万元)	2022Q3销售额 (百万元)	2022Q4销售额 (百万元)	2023Q1销售额 (百万元)	2023Q1销售额 同比增长 (%)
1	安宫牛黄丸	1,104	1,156	806	1,189	1,684	52.54%
2	阿胶	1,351	912	1,182	2,353	1,633	20.87%
3	感冒灵颗粒	610	408	441	2,118	908	48.85%
4	肠炎宁片	254	340	407	274	607	138.98%
5	蜜炼川贝枇杷膏	422	272	287	1,119	567	34.36%
6	复方阿胶浆	355	300	358	414	492	38.59%
7	六味地黄丸	493	488	472	502	469	-4.87%
8	健胃消食片	468	418	414	441	454	-2.99%
9	补肺丸	190	214	162	274	427	124.74%
10	强力枇杷露	221	150	169	639	426	92.76%
11	连花清瘟胶囊	629	522	371	2,421	418	-33.55%
12	黄芪精	244	275	342	297	416	70.49%
13	小柴胡颗粒	257	234	206	927	397	54.47%
14	藿香正气口服液	196	416	851	579	397	102.55%
15	益安宁丸	255	330	402	402	380	49.02%
16	复方丹参滴丸	318	306	302	341	363	14.15%
17	蒲地蓝消炎口服液	341	269	308	936	346	1.47%
18	蓝芩口服液	336	292	328	1,221	334	-0.60%
19	云南白药气雾剂	230	336	391	318	308	33.91%
20	抗病毒口服液	206	180	158	673	298	44.66%

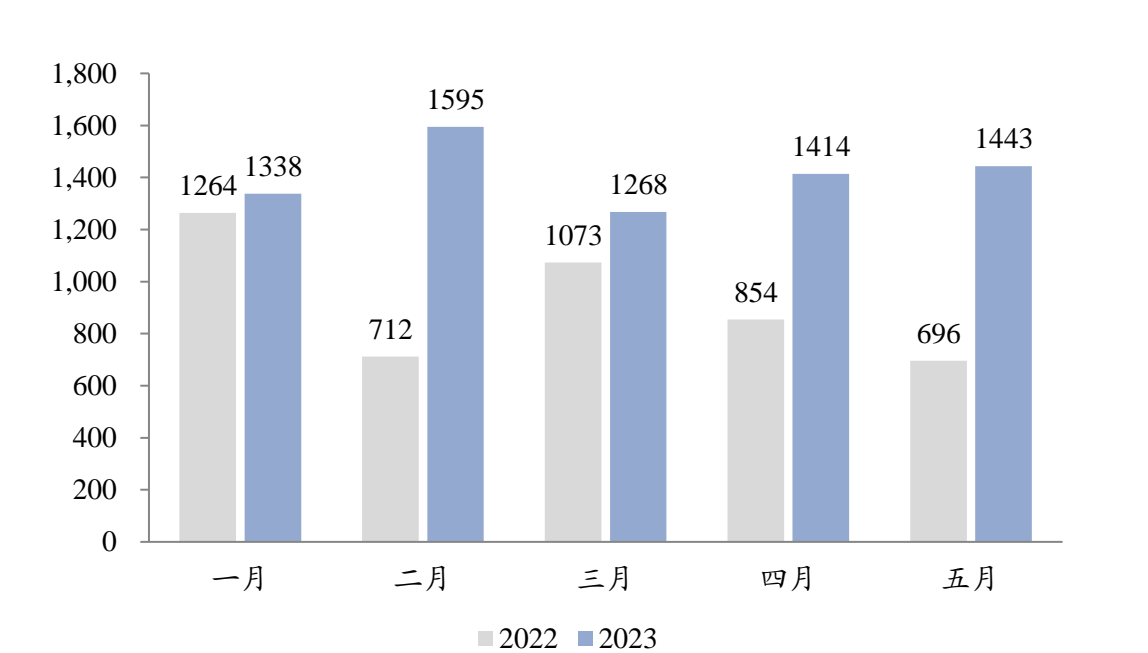
1.9 2021年至2023年5月药物审评情况(CDE)

- 2023年1月至5月CDE共受理7043个药物审评申报，其中化药受理5039个，中药1083个，生物制品921个。
- 分月度来看，2023年1-5月份，CDE药物审评数量同比2022年显著增长，且最近三个月逐月增长，显示CDE药物审评恢复情况较好。

2020年至2023年5月CDE申报受理情况（个）



2022和2023年CDE申报分月度受理情况（个）



1.10 2023年1-5月药物审评情况(CDE)

2023年1-5月NMPA批准的创新药及生物制品

通用名	企业名称	类型	批准日期	适应症
莫博赛替尼	武田	化药	2023/01/11	用于含铂化疗进展且携带表皮生长因子受体（EGFR）20号外显子插入突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者
维泊妥珠单抗	罗氏	生物药	2023/01/13	用于治疗既往未经治疗的弥漫性大B细胞淋巴瘤（DLBCL）成人患者；以及联合苯达莫司汀和利妥昔单抗用于不适合接受造血干细胞移植的复发或难治性弥漫性大B细胞淋巴瘤成人患者
氖瑞米德韦	旺实生物	化药	2023/01/29	用于治疗轻中度新型冠状病毒感染（COVID-19）的成年患者
瑞波西利	诺华	化药	2023/01/29	用于HR阳性、HER2阴性局部晚期或转移性乳腺癌绝经前或围绝经期女性患者的初始内分泌治疗
先诺特韦片/利托那韦片	先声药业	化药	2023/01/29	用于治疗轻至中度新型冠状病毒（SARS-CoV-2）感染成人患者
奥扎莫德	百时美施贵宝	化药	2023/02/02	用于治疗成人复发型多发性硬化，包括临床孤立综合征、复发-缓解型多发性硬化和活动性继发进展型多发性硬化。
凯普拉生	柯菲平	化药	2023/02/15	用于治疗十二指肠溃疡和反流性食管炎
尼替西农	Apoteket	化药	2023/02/20	用于治疗成人和儿科患者（任何年龄阶段）的遗传性酪氨酸血症I型（HT-1）
德曲妥珠单抗	阿斯利康 第一三共	生物药	2023/02/24	单药适用于治疗既往接受过一种或一种以上抗HER2药物治疗的不可切除或转移性HER2阳性成人乳腺癌患者
阿得贝利单抗	恒瑞医药	生物药	2023/03/03	联合化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌
谷美替尼	海和药物	化药	2023/03/08	用于具有间质-上皮转化因子（MET）外显子14跳变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的治疗
依拉环素	Everest Medicines Limited	化药	2023/03/16	成人复杂性腹腔内感染
阿可替尼	阿斯利康	化药	2023/03/22	用于既往至少接受过一种治疗的成人套细胞淋巴瘤（MCL）患者
来瑞特韦	众生睿创	化药	2023/03/23	用于治疗轻中度新型冠状病毒感染（COVID-19）的成年患者
Ⅲ价轮状病毒疫苗	兰州所	疫苗	2023/04/17	预防G1、G2、G3、G4和G9型轮状病毒导致的婴幼儿腹泻。
司美替尼	阿斯利康	化药	2023/05/08	用于3岁及3岁以上伴有症状性和/或进展性、无法手术的神经纤维瘤病I型（NF1）相关丛状神经纤维瘤（PN）患者的治疗
艾贝格司亭α	亿一生物	生物药	2023/05/09	用于预防和治疗肿瘤患者在接受化疗药物后出现的中性粒细胞减少症
维拉卡肽	安进	化药	2023/05/09	用于治疗接受血液透析慢性肾脏病(CKD)成人患者的继发性甲状旁腺功能亢进症(SHPT)
泽贝妥单抗	博锐生物	生物药	2023/05/17	用于 CD20 阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤，非特指性（DLBCL，NOS）成人患者
四价流感病毒亚单位疫苗	中慧生物	疫苗	2023/05/17	用于预防由甲型H1N1和H3N2与乙型BV和BY四种流感病毒引起的流行性感冒，适用于3岁及以上人群
奥磷布韦	圣和药业	化药	2023/05/17	用于初治或干扰素经治的基因1、2、3、6型成人慢性丙型肝炎病毒（HCV）感染，可合并或不合并代偿性肝硬化。
可泮利塞	拜耳	化药	2023/05/23	用于治疗既往至少接受过两种系统性治疗的复发或难治性滤泡性淋巴瘤（FL）成人患者
替瑞奇珠单抗	康哲药业	生物药	2023/05/30	用于治疗中度至重度斑块状银屑病患者
贝福替尼	贝达药业	化药	2023/05/31	用于既往经EGFR抑制剂治疗出现疾病进展，并且伴随EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的治疗

1.11 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			2022-2024 CAGR增速		市值（亿元）	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023	2024	2022	2023	2024	营业收入			2023	2024
华大智造	688114.SH	4,231	3,055	4,134	2,026	44	291	-1%	-62%	360	819	124
和元生物	688238.SH	368	657	896	81	123	169	56%	44%	77	63	46
奥浦迈	688293.SH	294	430	602	105	154	217	43%	44%	53	34	24
药康生物	688046.SH	517	682	893	165	212	270	31%	28%	84	40	31
凯莱英	002821.SZ	10,255	9,908	11,147	3,302	2,368	2,384	4%	-15%	499	21	21
纳微科技	688690.SH	711	1068	1,567	286	409	611	48%	46%	167	41	27
皓元医药	688131.SH	1,358	1,971	2,741	194	320	457	42%	53%	90	28	20
海泰新光	688677.SH	477	658	859	183	245	329	34%	34%	68	28	21
美诺华	603538.SH	1828	2405	3010	296	420	559	28%	37%	39	9	7
新产业	300832.SZ	3,047	3,984	5,078	1,328	1,693	2,156	29%	27%	491	29	23
迈瑞医疗	300760.SZ	30,366	36,604	43,975	9,607	11674	14040	20%	21%	3,675	31	26
诺禾致源	688315.SH	1,926	2,535	3,299	177	280	380	31%	47%	113	40	30
科美诊断	688468.SH	465	605	824	153	200	290	33%	38%	37	19	13
威高骨科	688161.SH	1,848	2,121	2,622	544	603	732	19%	16%	176	29	24
康泰生物	300601.SZ	4812	6926	9086	1467	2164	2913	37%	41%	285	13	10
方盛制药	603998.SH	1,792	1,840	2,462	286	163	236	17%	-9%	53	32	22
济川药业	600566.SH	8,996	9,851	10,794	2,171	2,408	2,652	10%	11%	265	11	10
万邦德	002082.SZ	1901	2441	3121	203	291	408	28%	42%	42	15	10
诺唯赞	688105.SH	2936	2516	2672	940	800	893	-5%	-3%	125	16	14
爱博医疗	688050.SH	579	840	1,210	233	335	474	45%	43%	218	65	46
药明康德	603259.SH	39,355	41,600	49,876	8,814	9,684	11,911	13%	16%	2,046	21	17
康龙化成	300759.SZ	10,266	13,173	16,528	1,375	2,103	2,914	27%	46%	531	25	18
惠泰医疗	688617.SH	1,216	1,706	2,342	358	485	652	39%	35%	241	50	37

1.11 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

股票名称	股票代码	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			2022-2024 CAGR增速		市值（亿元）	PE	
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	营业收入			2023	2024
南微医学	688029.SH	1,980	2,607	3,339	331	470	642	30%	39%	152	32	24
海尔生物	688139.SH	2,864	3,569	4,532	601	800	1,035	26%	31%	161	20	16
百普赛斯	301080.SZ	474	578	722	204	221	284	23%	18%	75	34	26
天宇股份	300702.SZ	3247	3922	4701	456	656	809	20%	33%	90	14	11
昊海生科	688366.SH	2,130	2,530	3,056	180	456	581	20%	80%	144	32	25
欧普康视	300595.SZ	1,525	1,980	2,512	624	761	944	28%	23%	271	36	29
药石科技	300725.SZ	1644	2255	3056	340	487	678	36%	41%	103	21	15
金城医学	603882.SH	15707	14057	14409	3059	2264	2433	-4%	-11%	349	15	14
上海医药	601607.SH	231,981	262,139	294,906	5,617	6,347	7,128	13%	13%	782	12	11
百诚医药	301096.SZ	607	897	1,231	194	286	392	42%	42%	68	24	17
润达医疗	603108.SH	10,494	12,465	14,416	418	516	633	17%	23%	108	21	17
佐力药业	300181.SZ	1,805	2,326	2,933	273	371	500	27%	35%	85	23	17
信立泰	002294.SZ	3,482	4,074	4,929	637	748	906	19%	19%	347	46	38
海思科	002653.SZ	3,015	3,784	4,554	277	306	409	23%	22%	250	82	61
华东医药	000963.SZ	37,715	42,484	46,640	2,499	3,076	3,776	11%	23%	747	24	20
泰格医药	300347.SZ	7,085	9,008	11,674	2,007	2,711	3,687	28%	36%	613	23	17
恩华药业	002262.SZ	4,299	5,241	6,401	901	1,111	1,376	22%	24%	301	27	22
片仔癀	600436.SH	8,649	10,276	12,033	2,472	2,974	3,539	18%	20%	1,767	59	50
贝达药业	300558.SZ	3035	4282	5790	547	796	1034	38%	37%	205	26	20
鱼跃医疗	002223.SZ	7,102	8,426	9,857	1,595	1,853	2,208	18%	18%	348	19	16
信邦制药	002390.SZ	6,350	7,045	7,817	224	305	387	11%	31%	83	27	22
恒瑞医药	600276.SH	21,275	25,318	29,622	3,906	4,908	5,804	18%	22%	2,984	61	51
普洛药业	000739.SZ	10,545	11,735	13549	989	1,240	1,522	13%	24%	213	17	14
通策医疗	600763.SH	2,719	3,435	4,232	548	692	902	25%	28%	321	46	36

1.11 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

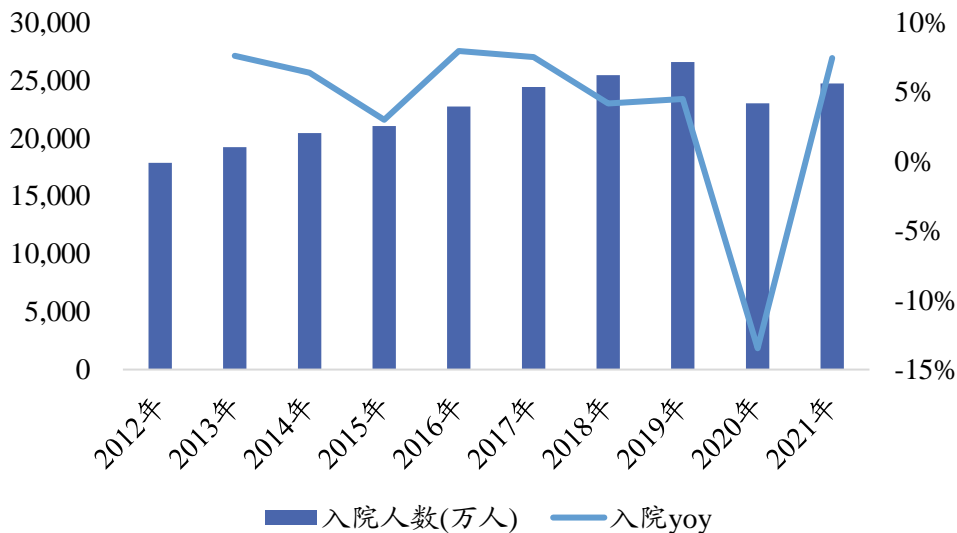
股票名称	股票代码	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			2022-2024 CAGR增速		市值（亿元）	PE	
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	营业收入			2023	2024
爱尔眼科	300015.SZ	16,110	21,339	26,473	2,524	3,642	4,651	28%	36%	1,858	51	40
我武生物	300357.SZ	896	1,111	1,378	349	439	545	24%	25%	177	40	32
长春高新	000661.SZ	12,627	15,026	17,881	4,140	4,927	5,912	19%	19%	568	12	10
九洲药业	603456.SH	5,445	7,085	8,893	921	1,250	1,619	28%	33%	261	21	16
博雅生物	300294.SZ	2,759	3,129	3,631	432	527	693	15%	27%	186	35	27
东诚药业	002675.SZ	3,583	3,686	4,094	307	407	518	7%	30%	116	29	22
理邦仪器	300206.SZ	1,742	2,040	2,462	233	283	382	19%	28%	84	30	22
海普瑞	002399.SZ	8087	9634	11290	1006	1264	1538	18%	24%	167	13	11
三诺生物	300298.SZ	2,814	3,323	4,021	431	480	604	20%	18%	163	34	27
博腾股份	300363.SZ	7315	8407	10350	2092	1508	1774	19%	-8%	166	11	9
康德莱	603987.SH	3,119	3,419	3,863	312	375	448	11%	20%	56	15	13
华海药业	600521.SH	8597	10876	13628	1031	1307	1622	26%	25%	269	21	17
康缘药业	600557.SH	4,351	5,477	6,818	434	552	689	25%	26%	155	28	22
科伦药业	002422.SZ	18,913	20,804	22,884	1,709	2,100	2,230	10%	14%	433	21	19
兴齐眼药	300573.SZ	1508	2067	2785	343	529	721	36%	45%	175	33	24
安图生物	603658.SH	4,442	5,420	6,634	1,167	1,465	1,799	22%	24%	314	21	17
盈康生命	300143.SZ	1,156	1,512	1,739	-596	138	195	23%	19%	69	50	35
昭衍新药	603127.SH	2,268	2,941	3,754	1,074	1,078	1,375	29%	13%	237	22	17
大参林	603233.SH	20547	24727	29650	1091	1307	1569	20%	20%	323	25	21
益丰药房	603939.SH	18914	23161	27982	1084	1373	1669	22%	24%	382	28	23
老百姓	603883.SH	19162	23149	27526	781	965	1206	20%	24%	180	19	15
华夏眼科	301267.SZ	3,233	4,099	5,124	512	666	866	26%	30%	362	54	42
三星医疗	601567.SH	9,098	11,406	13,870	948	1,213	1,615	23%	31%	176	14	11
海吉亚医疗	6078.HK	3,206	4,081	5,197	477	702	930	27%	40%	266	38	29
固生堂	2273.HK	1,627	2,097	2,645	183	253	339	28%	36%	116	46	34

二、制药板块“困境反转”，迎接新景气周期

疫情流行终结，药品消费受益院内复苏

➤ **疫情抑制医疗需求，就医活动受限，住院、手术人次下滑。**2016-2019年，住院患者人数分别为2.3、2.4、2.5、2.7亿人，平均增速为6%，2019年底新冠疫情于武汉爆发，2020年住院患者人数为2.3亿人，同比增速为-13.5%，近5年首次下滑。院内市场数据匹配住院人数。疫情缓解后，预期医院门诊量将回升，就诊量、手术量会有较大程度的复苏，促进处方药消费，麻醉镇痛药物尤其受益。

住院人次情况

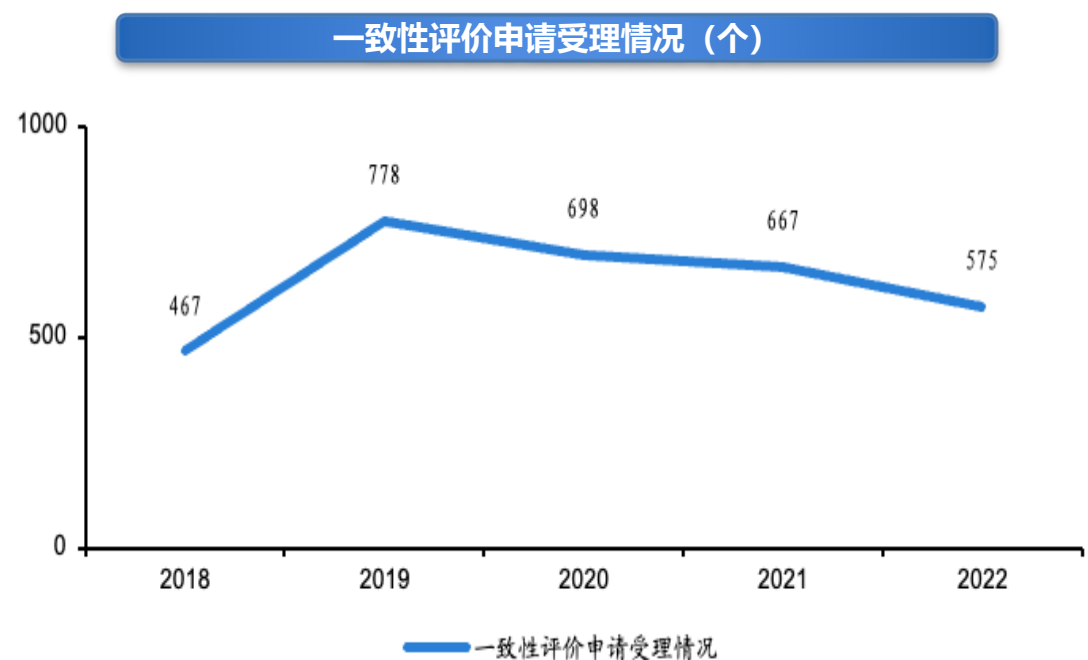
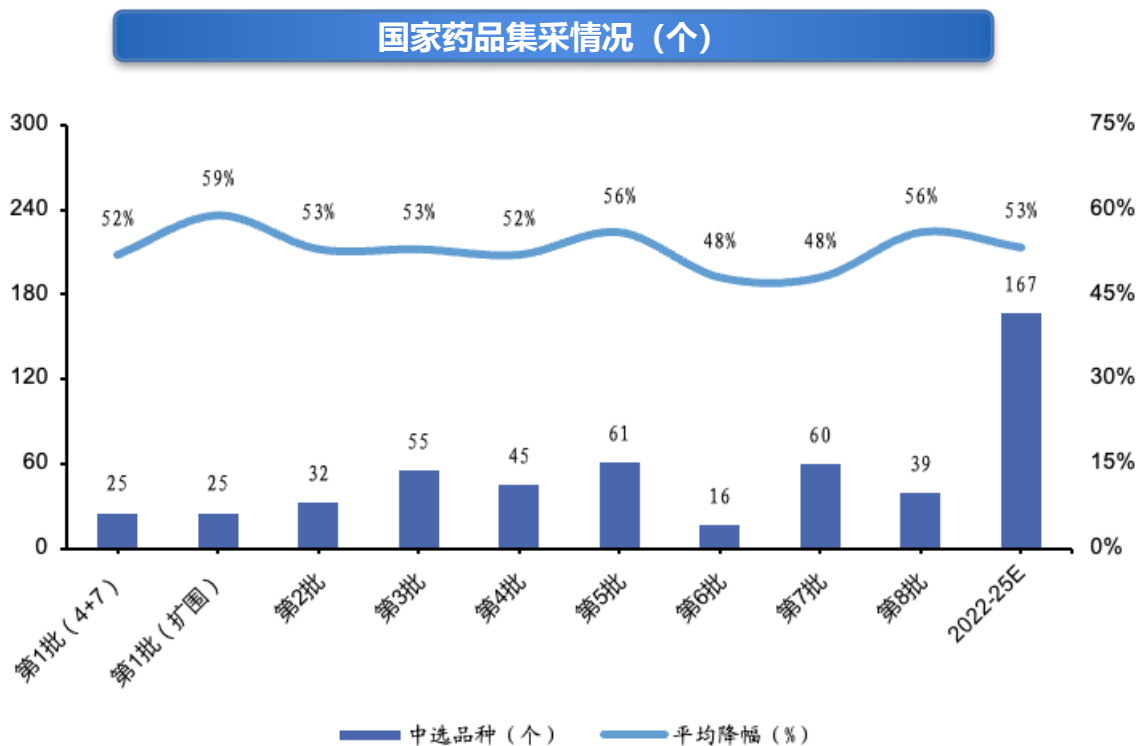


住院药品销售数据



集采利空出清，制药行业迎接拐点

➤ 我们认为，2022年为国家药品集采政策底，多数行业利空已经充分。1) 药品集采数量、金额过半，预计2025年完成500个品种的集采，2018年以来1-8批带量采购已纳入333个品种，大品种多数纳入集采；2) 存量品种数量有限，一致性评价高峰已过，2019年一致性评价申请受理数量为778个，随后2020-22年分别为698、667、575个，呈下滑趋势，剩余品种多一致性评价难度较大、销售体量较小；3) 集采影响边际减少，第八批国采来看，通过一致性评价企业数量达5家者才会被纳入，入围门槛提高。第八批集采39个品种中标，恒瑞医药、恩华药业、人福医药、科伦药业、海思科、信立泰等企业3亿以上量级品种基本不涉及，边际影响减少。



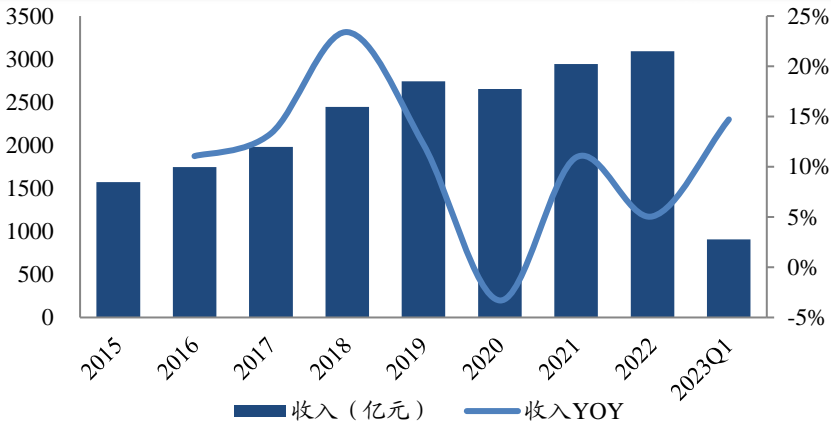
- **投资逻辑：**1) 制药行业有望启动新景气周期，2023年院内复苏、集采出清，两重重大边际改善共振，二季度有望迎业绩、估值反转；2) 2024-25年，增长动能切换，新药放量、加速增长；3) 板块景气度清晰，比较优势明确，价值亟待重估。
- **院内复苏：疫情大流行终结，院内诊疗有望复苏。**2016-2019年，住院患者人数分别为2.3、2.4、2.5、2.7亿人，平均增速为6%，2019年底新冠疫情于武汉爆发，2020年住院患者人数为2.3亿人，同比增速为-13.5%，近5年首次下滑。院内市场数据匹配住院人数。疫情缓解后，预期医院门诊量将回升，就诊量、手术量会有较大程度的复苏，促进处方药消费，麻醉镇痛药物尤其受益。
- **集采出清：我们判断2022年为药品集采政策底。**1) 集采进程过半，国家规划2025年完成500个品种的集采，2018年以来1-8批带量采购已纳入333个品种；2) 存量品种数量有限，2020年一致性评价受理数量达到高峰，随后呈下滑趋势；3) 集采风险降至较低水平，多数百亿市值药企2023-25年的集采风险降至较低水平；胰岛素、CCB（钙拮抗剂）类降压药等领域，未集采品种占比降至较低水平；4) 8批集采39个品种中选，恒瑞医药、科伦药业、信立泰、恩华药业、人福医药等主流制药企业，3亿以上量级仿制药基本不涉及。
- **创新兑现：创新是行业方向，存在结构性机会。**1) 政策层面，医保谈判、审评审批、商业保险协同支持创新，新药评审速度、准入速度加快，2万亿商保定位支持创新；2) 新药存在结构性机会，集采品种份额下降，2021国内vs美国创新药市占率为11% vs 79%；3) 企业增长动力充足，恒瑞医药、信立泰、海思科等企业，在研品种预期带来当前收入1-2x的增量；4) 老树开新花，催化丰富。科伦博泰ADC与MSD合作金额超百亿美元。恒瑞医药EZH2实现对外授权。海思科环伯酚、Protac平台积极推进对外授权。
- **市场方面：估值、基金配置水平历史低位，板块有望“困境反转”催化“戴维斯双击”。**1) 截至5月31日，化学制剂板块市值总额近1.5万亿元，近一半公司上述公司市值总额超6.5千亿元，多数公司具有“困境反转”特征和成为赛道的潜力；2) 板块估值水平仍处于历史低位，恒瑞医药估值率先回到中枢之上，二线标的具有类似逻辑，有望随着2Q23业绩整体释放实现估值修复；3) 化学制药板块占公募基金股票投资市值比、股票投资市值比两个指标2022年为0.85%、1.2%，相较近10年历史中枢有翻倍空间，为增量资金的注入留足了空间。
- **配置策略：**全面看多优质制药企业，建议提高配置比例，首推恒瑞医药、恩华药业、京新药业、海思科，具体思路：1) 景气度中长期向上，便宜、估值修复弹性大：恩华药业、京新药业、人福医药、仙琚制药、健康元、立方制药，未来三年整体复合增长中枢在20%上下，当前PE仅12-25X，比较优势突出；2) 创新属性强：恒瑞医药、科伦药业、海思科、信立泰；3) 低估值、低位置：丽珠集团、健康元；4) 增速快、弹性大：吉贝尔。
- **风险提示：**格局恶化、医保控费、研发失败、专利到期、带量采购

三、中药：不止中特估，更有业绩兑现

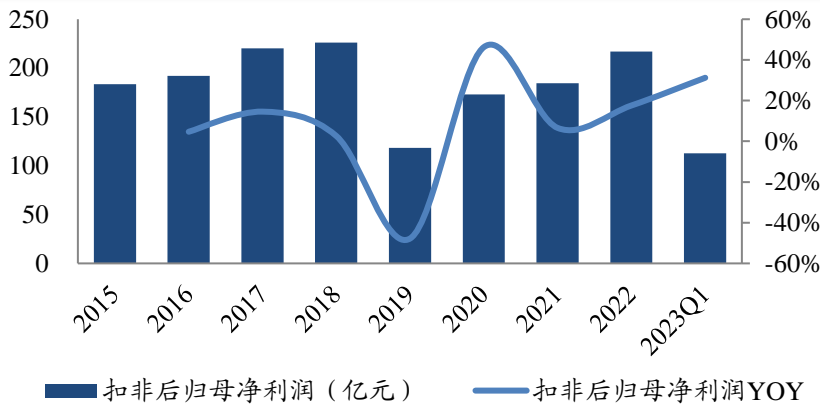
中药已经从政策呼吁过渡到业绩兑现阶段

➤ 2023年Q1业绩表现亮眼，盈利能力有所改善。选取申万中药板块74家公司，根据各公司年报数据，我们将5家ST股份剔除后，69家中药公司在2023Q1收入总额同比增速为14.7%、归母净利润总额同比增速为45.9%，扣非净利润总额同比增速为31.3%。2023Q1中药公司整体毛利率、净利率上升明显。

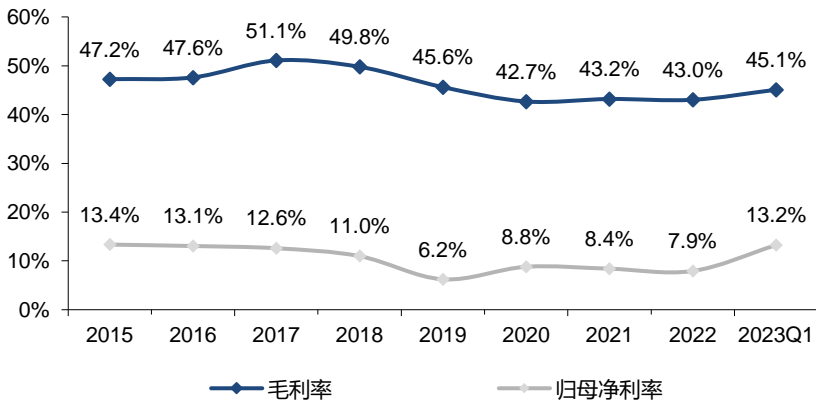
中药上市公司收入总额及增速



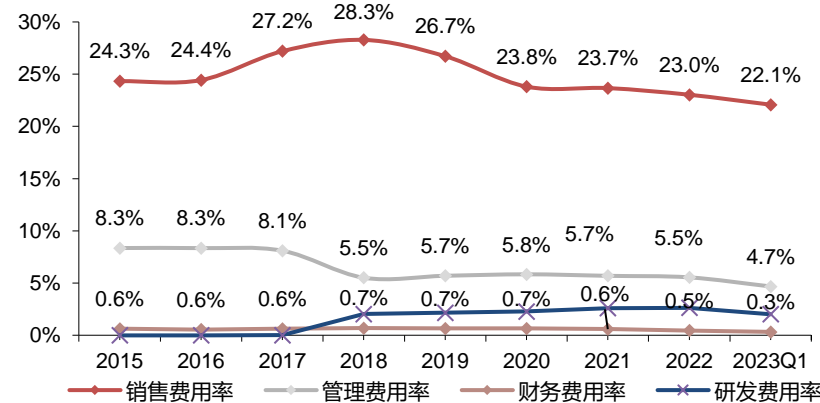
中药上市公司扣非后归母净利润总额及增速



中药上市公司毛利率及归母净利率 (整体法)



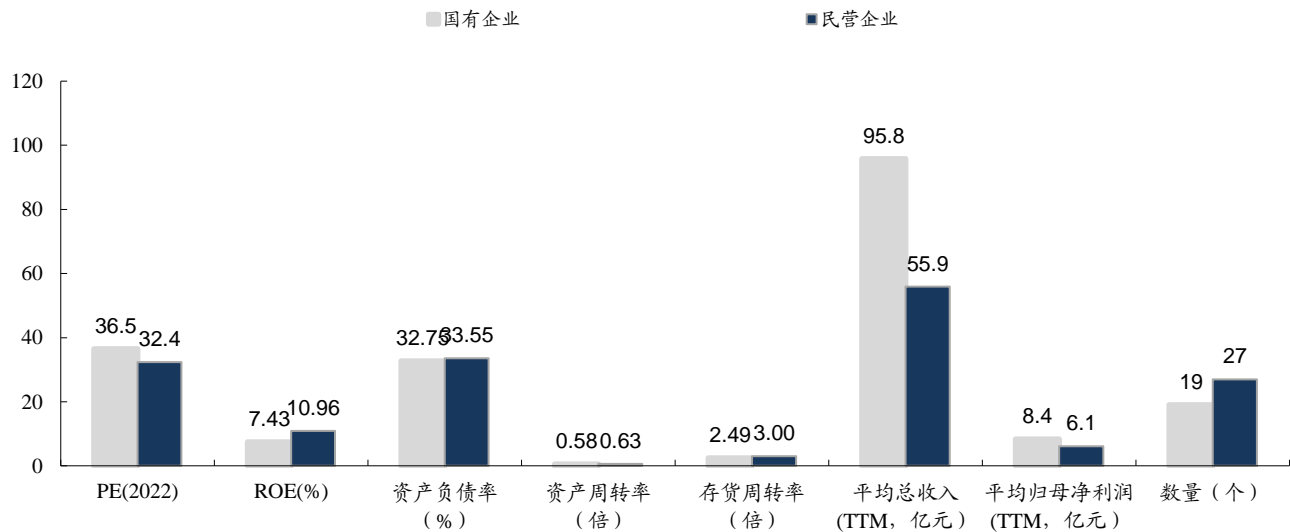
中药上市公司期间费用率 (整体法)



中药国企数量多，市值占医药国企总市值半壁江山

- 中药板块共有国有企业19家，其中华润系4家（华润三九、昆药集团、江中药业、东阿阿胶），国药系2家（中国中药、太极集团），截至5月31日，总市值5894亿元（占板块55.3%）。
- 从2022年年度财务数据上看，19家国企1) 平均收入95.8亿元，平均归母净利润8.4亿元，由于中药企业发展较早，云南白药、华润三九等大型中药企业均为国企；2) ROE为7.43%，低于民企的10.96%；3) 资产负债率为32.75%，与民企持平；4) 资产、存货周转率略低于民企。
- 总体来看，中药板块国有企业龙头企业比例高，体量较大，经营情况良好。

中药板块国有/民营2022年财务数据对比



中药上市国企大股东实控人情况（截至2023Q1）

所属行业	名称	属性	第一大股东	第一大股东持股比例	实控人	实控人属性
中药	太极集团	中央国有企业	太极集团有限公司	27.62%	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
中药	佛慈制药	地方国有企业	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	61.63%	兰州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	同仁堂	地方国有企业	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	52.45%	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	东阿阿胶	中央国有企业	华润东阿阿胶有限公司	23.14%	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
中药	华润三九	中央国有企业	华润医药控股有限公司	62.99%	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
中药	达仁堂	地方国有企业	天津市医药集团有限公司	42.81%	无实控人	
中药	康恩贝	地方国有企业	浙江省中医药健康产业集团有限公司	20.85%	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	白云山	地方国有企业	广州医药集团有限公司	45.04%	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	红日药业	地方国有企业	成都兴城投资集团有限公司	22.13%	成都市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	千金药业	地方国有企业	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	27.77%	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	片仔癀	地方国有企业	漳州市九龙江集团有限公司	51.30%	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	广誉远	地方国有企业	晋创投资有限公司	14.61%	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	江中药业	中央国有企业	华润江中制药集团有限责任公司	43.06%	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
中药	陇神戎发	地方国有企业	甘肃药业投资集团有限公司	29.93%	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	中恒集团	地方国有企业	广西投资集团有限公司	24.77%	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	精华制药	地方国有企业	南通产业控股集团有限公司	34.39%	南通市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
中药	启迪药业	地方国有企业	启迪科技服务有限公司	29.41%	无实控人	

中药上市国企股权激励方案（截至2023Q1）

股票代码	公司简称	首次实施公告日	盈利相关行权条件	其他行权条件	方案进度	激励总数占总股本的比例	期权初始行权价格（元/股）
000999.SZ	华润三九	2022/5/11	第一/二/三个解除限售期，2022/2023/2025 年归母扣非净资产收益率不低于 10.15%/ 10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2022/2023/2024 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平	第一/二/三个解除限售期，2022 /2023/2024年总资产周转率不低于 0.69/ 0.70/ 0.72	实施	0.83%	14.84
600572.SH	康恩贝	2022/11/11	第一/二/三个行权期，以 2021 年度为基数，公司 2022/2023/2024 年度净利润增长率不低于 200%/240%/280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2022 /2023/2024年度加权平均净资产收益率不低于 6.5%/7%/7.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2022/2023/2024 年度净利润现金含量不低于 105%	第一/二/三个行权期，2022/2023/2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 4.5%/5%/5.5%	实施	2.43%	4.13
600479.SH	千金药业	2022/2/26	第一/二/三个解除限售期，以2020年度营业收入为基数，2022/2023/2024年营业收入增长率不低于 30%/50%/75%，且不低于行业平均值；第一/二/三个解除限售期，以2020年度营业收入为基数，2022/2023/2024年度的加权平均净资产收益率不低于12%，且不低于行业平均值	第一/二/三个行权期，2022/2023/2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 4.5%/5%/5.5%	实施	2.63%	4.3
600750.SH	江中药业	2021/11/17	第一/二/三个解除限售期，较 2020 年，2022/2023/2024 年度投入资本回报率应不低于 12.74%/12.75%/12.76%，2022/2023/2024 年度归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且两项指标均不低于对标企业75 分位水平或同行业平均值	第一/二/三个解除限售期，2022/2023/2024年度研发投入强度应不低于 2.96%/2.98%/3.00%	实施	0.91% 0.08%	6.62（首次） 7.62
600252.SH	中恒集团	2022/1/28	第一/二/三个解除限售期，2022/2023/2024 年度净利润基于 2020 年的增长率不低于 16.6%/26%/36%，且不低于同行业净利润平均水平或对标企业净利润 75 分位值	第一/二/三个解除限售期，2022/2023/2024 年度经济增加值（EVA）基于 2020 年的增长率不低于 21%/33%/46%；年度现金分红比例均不低于 30%	实施	1.05%	1.76
600422.SH	昆药集团	2021/5/11	第一/二/三个解除限售期，以2020年实现的净利润值为基数，2021/2022/2023年实现的净利润值增长不低于 10%/21%/33%，且2021/2022/2023年现金分红比例不低于同年净利润的30%		实施	0.34	4.16

国企改革体质增效成果凸显，迎来业绩+估值双击

- 国企改革中药板块具有国资背景企业众多，2023一季报显示，除中恒集团和红日药业利润端下滑较多外，其余国资背景企业均实现较快增长。尤其是太极集团、东阿阿胶、达仁堂、华润三九表现亮眼。
- 此外，一众国企二级市场表现同样亮眼，国资背景企业迎来业绩+估值双击。

国企背景企业业绩表现及股价表现

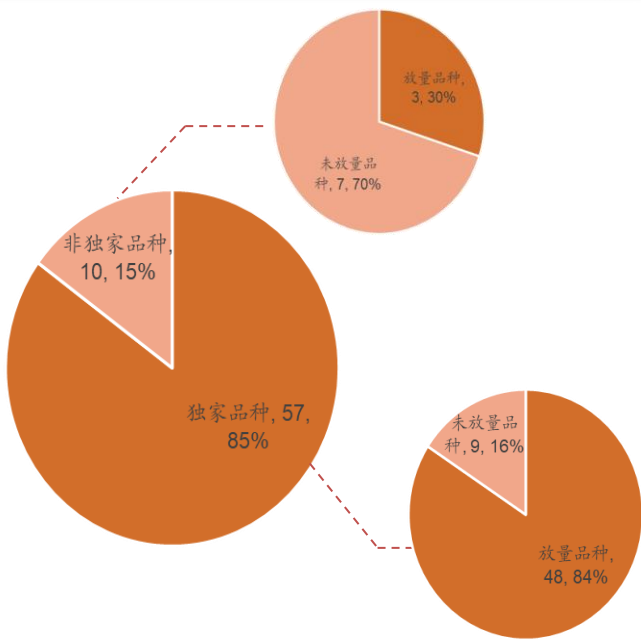
代码	公司名称	营业收入同比增速（%）		扣非后归母净利润同比增速（%）		实控人背景	实控人属性	年初至6月12日 涨跌幅（%）	主要国企改革事件
		2022Q4	2023Q1	2022Q4	2023Q1				
600129.SH	太极集团	36	25	106	235	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	101	提质增效，毛利率不断提升
000423.SZ	东阿阿胶	-3	20	111	132	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	19	“四个重塑”，提升经营组织效率
600329.SH	达仁堂	73	14	16	99	无实控人	混改	67	混改后产线及组织架构调整，销售能力提升
000999.SZ	华润三九	39	49	87	42	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	31	华润系主力，内生打造CHC王牌业务，外延并购昆药、股权激励
600572.SH	康恩贝	-9	25	119	36	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	45	优化业务结构，提质增效、股权激励
600750.SH	江中药业	0	41	152	30	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	62	华润赋能，内生增长+外延并购并举、股权激励
600422.SH	昆药集团	-6	-19	-139	-3	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	57	优化业务结构，工业增长提速

18版基药回顾：基药目录对产品放量发挥正向拉动作用

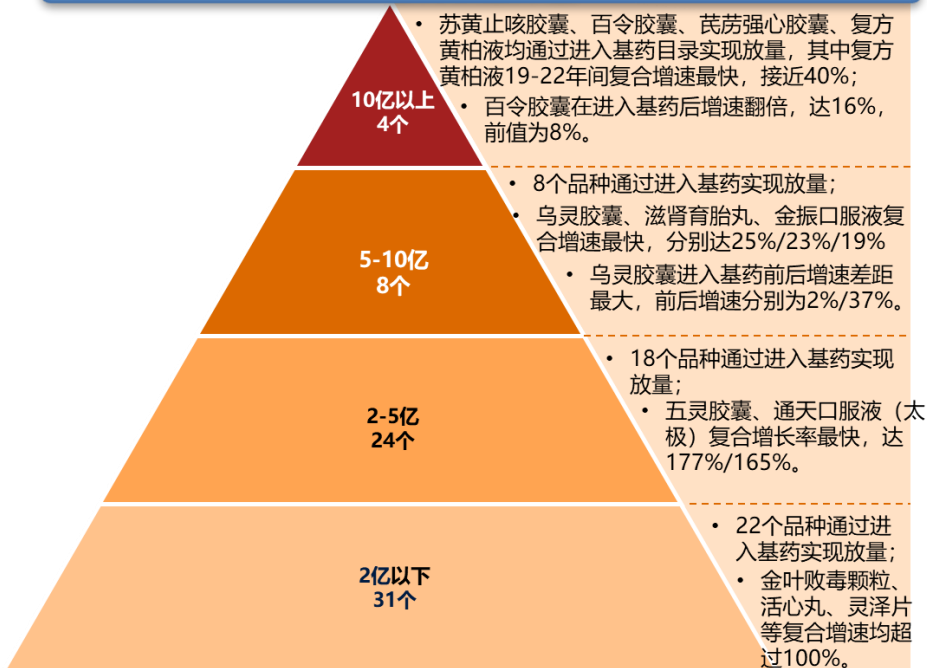
【主要结论】

- 1. 2018版新进67个中成药，51个品种实现放量；18版新进57个独家品种，48个品种实现放量；
- 2. 其中2019-22年销售额复合增速接近20%及以上的达37个；复合增速超过100%的品种有6个，但基数均较小，目前最高销售额仅达到2亿体量
- 3. 2022年销售额达到5亿及以上品种12个，其中实现放量的有11个，百令胶囊因集采等原因销售额有所下滑，但集采之前仍通过基药实现放量

2018-2022年独家品种通过基药放量情况



基药放量体量



判断标准：

1. 进入基药目录前后增速存在明显差异，如19年增速快于18年增速，或19年规模下滑幅度小于18年
2. 19-22年间复合增长率接近20%或与18年增速之差超过10%
3. 大体量单品（规模超过5亿）19-22年间复合增长率超过10%

基药目录调整在即，“986”政策刺激中药放量

■ 基药目录中成药占比逐步提高

- 自1977年WHO首次提出基本药物理念后，全球已有160多个国家制定了本国的《基本药物目录》，其中105个国家制定和颁布了国家基本药物政策。我国从1979年开始引入“基本药物”的概念，到2018版（685）基药目录，一共发布过五版。2018版基药目录共调入药品187种，调出22种（其中有17个为化药），目录总品种数量由原来的520种增加到685种，其中西药417种、中成药268种。中成药数量占比进一步提升至39.12%。
- 直到2018年版基药目录，才将儿科单独划分一类，2018年基药目录儿科用药中，化药仅有3种，中成药有六大类13种。
- 2023年3月21日，国卫健委发布的《对十三届全国人大五次会议第1996号建议的答复》中，就基本药物遴选和使用向中成药倾斜的建议答复。答复中提到，**提高国家基本药物目录中成药占比，体现“中西医并重”**。对于中成药的遴选，充分尊重中医药特点，会同国家中医药管理部门单独组织中医药专家进行充分论证和评审。调整后中西药的构成比例与2012年版目录保持一致。

历次基药目录调整

目录版本	发布年份	目录组成（个）		目录总数（个）	是否纳入中药饮片	中成药数量占比
		化药及生物制品	中成药			
第一版	1981	278	-	278	否	-
第二版	1996	699	1699	2398	是	-
2009版	2009	205	102	307	是	33.22%
2012版	2012	317	203	520	是	39.04%
2018版现行	2018	417	268	685	是	39.12%

各版基药目录中成药数量对比

类别	2009数量（个）	2012年数量（个）	2018年数量（个）
内科用药	73	137	166
外科用药	7	11	21
眼科用药	8	20	8
妇科用药	2	7	24
耳鼻喉科用药	4	13	18
骨伤科用药	8	15	18
儿科用药	-	-	13
合计（个）	102	203	268

中药景气度、性价比仍在，重点推荐Q2季度有望高增长的标的：

- 业绩层面，Q2中药高增长可持续，2023年全年仍能高增长。中药板块23Q1收入和扣非净利润+15%和31%，业绩完美兑现，且多家企业超预期。部分企业产品实质受损于疫情，Q2季度有望环比改善；太极集团等经营层面提质增效效果显著的企业利润端仍有望快速增长；华润三九、同仁堂、片仔癀等品牌中药企业Q2季度也有望加速释放业绩。
- 从增速角度来看，估值层面仍未进入泡沫化阶段，仍处于PEG小于1状态；
- 基药目录等催化剂即将落地；
- 2023年5月5日，片仔癀大幅提价30%，彰显品牌力且带来业绩弹性，品牌中药具备量价齐升的空间。

- 1) 品牌中药：太极集团、达仁堂、华润三九、东阿阿胶、康恩贝、佐力药业、寿仙谷等
- 2) 中药创新药：以岭药业、康缘药业、方盛制药、天士力、健民集团、新天药业等
- 3) 国企改革相关：太极集团、昆药集团、达仁堂、康恩贝等
- 4) 配方颗粒：红日药业等

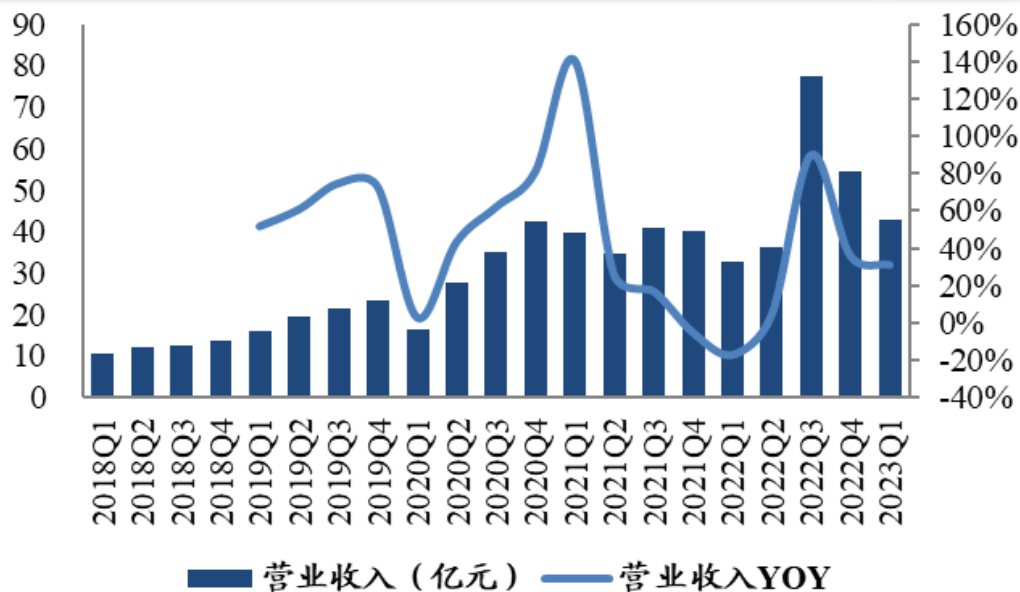
四、院端恢复逐渐过渡到报表体现阶段，Q2 IVD业绩亮眼

疫后诊疗需求恢复明确，Q2是IVD板块业绩转折点

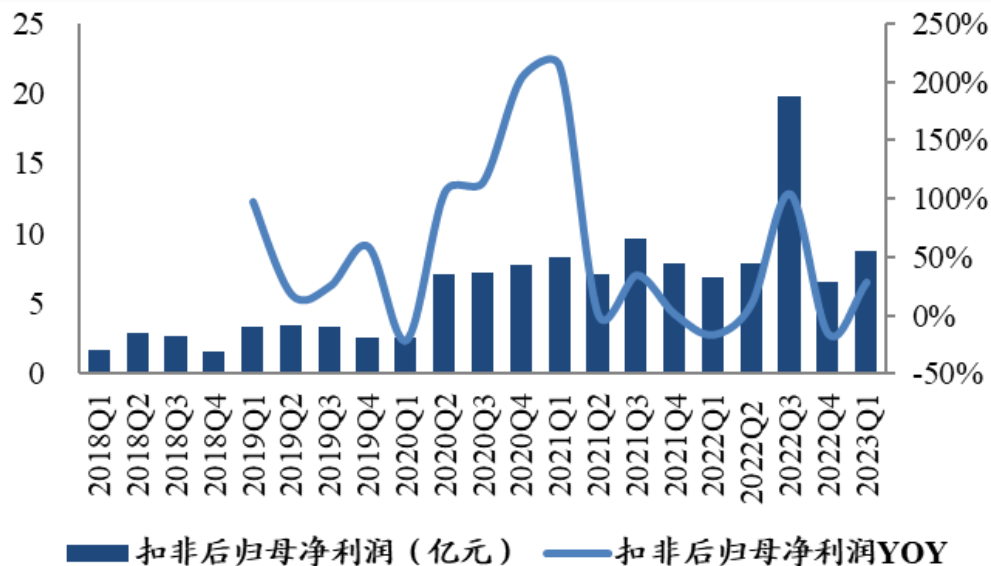
■ 疫情放开影响IVD恢复，2023Q2是业绩明显转折点

➢ IVD板块（剔除新冠）2022年总体保持良好恢复，22Q4-23Q1受到疫情放开影响，常规科室诊断需求下滑；从2023年2月中下旬开始，常规增量需求逐渐恢复，2023年Q2完全恢复正常，且疫后恢复预期明确，将是板块业绩恢复高增速的转折点。

IVD板块上市公司收入总额及增速（单季度）



IVD板块上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）

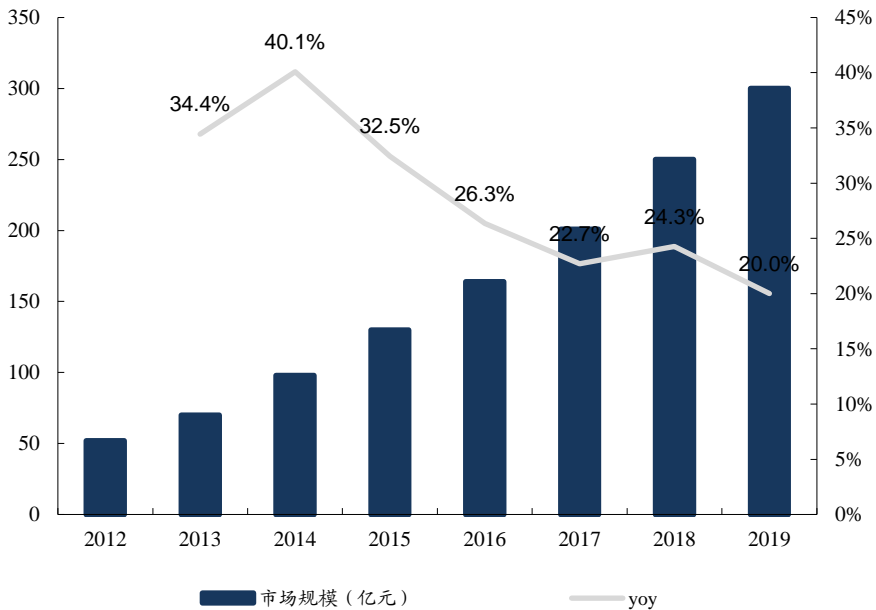


疫后诊疗需求恢复明确，Q2是IVD板块业绩转折点

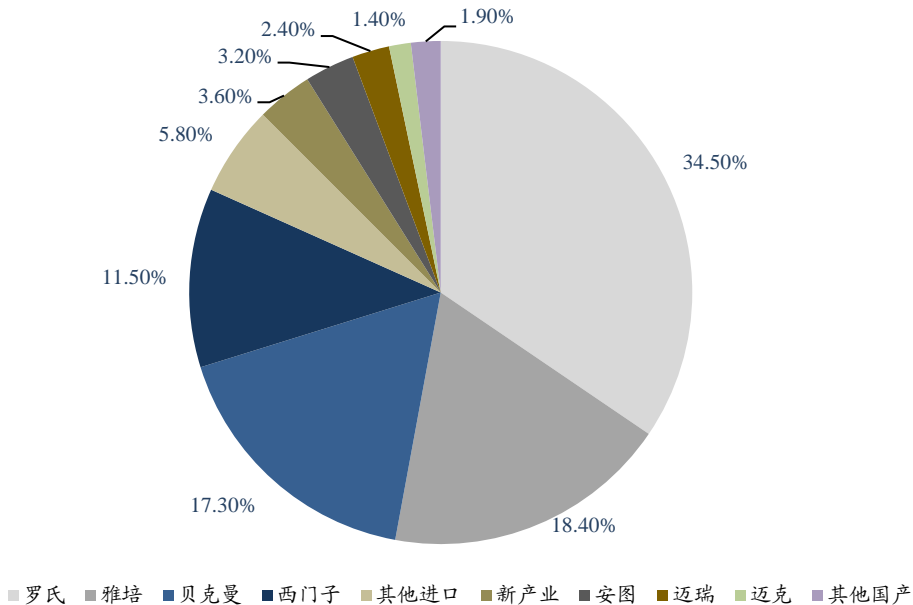
■ 常规项目3月后需求逐步释放，关注优质IVD子行业快速恢复

- **在院端诊疗量总体恢复过程中，IVD直接受益。**常规IVD产品有望迎来恢复性高增长，我们看好化学发光、分子诊断、POCT、第三方实验室四大主流赛道（市场规模大、行业增速快、竞争格局相对较好），各领域龙头公司中长期看均具备良好的成长性。尤其是国产化学发光行业，行业高壁垒，集采入组规则等预期改善，有望在诊疗恢复中保持高增速。
- **发光仍是IVD黄金赛道。**我国化学发光2019年市场规模约为300亿元，近5年CAGR达25%，国产厂家市场份额仅有20%不到。市场规模大，行业增速高，进口替代空间足，国产化学发光仍是IVD领域的黄金赛道。建议关注：1) 收入体量和行业地位看，新产业、安图生物、迈瑞医疗是国产第一梯队三大龙头；2) 具备光激发光新技术，在小分子检测上具备优秀检测能力的二线标的科美诊断。

中国化学发光市场规模及增速



中国化学发光市场竞争格局 (2018)



■ 发光集采规则有望缓和，降价有望不突破出厂价

■ 2021年安徽试点：

- 2021 年 8 月，安徽省率先开启对化学发光项目集采工作。
- 其中涉及 5 大类（肿瘤相关抗原、感染性疾病、心肌疾病、激素、降钙素原）23 种化学发光项目。
- 平均降幅约为 47%；从调研反馈数据看，集采降价并未降低出厂价，仅压缩渠道商和医生的灰色收入。安徽集采反而加速国产公司进入地方医院的进度，加快国产替代。
- 从中标结果来看，跨国巨头罗氏、贝克曼、希森美康等头部外资企业均放弃了谈判机会。国产企业中迈瑞和新产业各中标 14 项，中标数量仅次于雅培（中标 19 项）。
- 我们认为，受制于化学发光封闭系统等特点，未来全国大面积集采的可能性较小，地方性集采可能相对较大，且对出厂价的伤害较小。

■ 2023年安徽牵头的全国集采：

- 集采预期有望缓和，全国化学发光集采有望在7月出初稿，目前专家认为国家对打破现有发光格局意愿小，在保持现有格局的情况下控制费用，且有望保留生化集采的保底机制，总体政策强度缓和。
- 化学发光渠道安全垫厚，渠道费用普遍占终端价的70-75%，集采降价有望不突破出厂价。

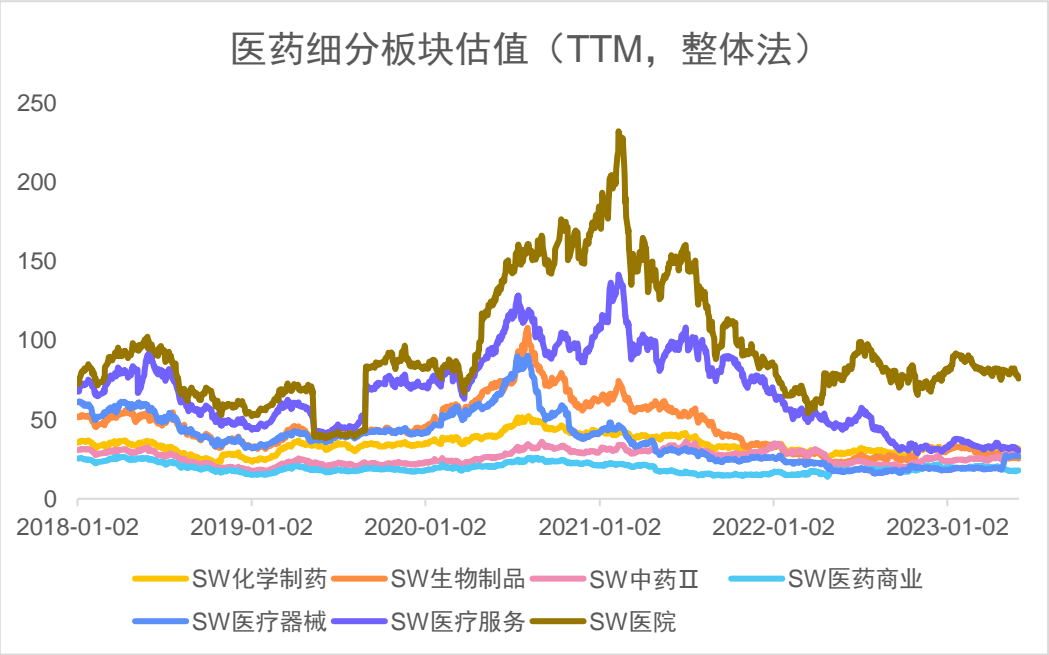
- **新产业：** 国产发光龙头，国内外铺设量均破万台，X8等高端设备占比提升，带动单机产出提升；海外常规业务放量；公司上半年业绩有望维持稳定高增，Q2业绩预期环比加速。市场对发光集采担忧较重，目前股价最大压制因素消除，且院端恢复在即，公司作为最纯粹的发光企业之一，是弹性最大的标的。我们预计2023-2024年归母净利润为16.9/21.6亿， 2023-2024对应PE估值为29/23倍。
- **科美诊断：** 光激化学发光龙头，均相检测诊断灵敏度/稳定性等质量对标罗氏，从传染病出发扩展激素、肿标等小分子优势领域。短期看，Q1因为传染病项目受到疫情影响较大，业绩受损，随着院端常规需求恢复，Q2业绩有望回归高增长；中期看，在DRG推行背景下，因优异质量受到临床认可，有望加速国产替代。23年开始设备放量，未来2年业绩增速中枢40%。我们预计2023-2024年归母净利润为2.0/2.9亿元；2023-2024对应PE估值为19/13倍。
- **迪瑞医疗：** 国企改革IVD核心标的，主业稳定增长，华润加速赋能。主业保持高增速：1) 尿分预计2023年30%增长，预期尿分流水线350条销售预期；2) 2023年妇科销售预期300台；3) 2023年预计销售2000速生化仪销售200台，生免流水线200台；4) 2023年实验室预计销售100条；LA60售价300万，试剂单产200万；免疫借助一体化平台放量，2022年收入1亿；5) 海外业务维持高增速：2023Q1海外实现营收20%同比增长（剔除新冠后同比+46-49%），全年规划营收同比增加40%；俄罗斯、印度2023年营收预期破亿（2022年在7-8000万）。

五、疫后复苏，消费医疗赛道长牛

消费医疗疫后修复，二季度显著加速，战略布局窗口期

■ Q1疫后需求逐步释放，医疗服务实现逐步修复，Q2有望加速增长

- **2023年3、4月复苏数据整体不错，看好二季度继续恢复。**1月初疫情过峰、春节淡季因素仍有影响，但春节后已明显恢复，尤其高端医疗、眼科、医美等恢复趋势显著。3月、4月环比加速，重点公司4月份收入端实现30%+增速。
- **消费医疗二季度有望增长更快，基数原因+持续复苏验证。**2022年Q2上海等地因疫情封城，多地疫情防控严格，基数较低。随着需求持续释放，二季度有望实现环比加速。且**三季度迎来旺季，四季度在低基数下仍有望实现高增长。**
- 经历近3个月深度调整，当前估值及位置比较具有吸引力。医院板块PE（TTM）估值已经从1月中旬的90倍左右下降至当前（2023年5月31日）的78倍左右。短期将持续修复，长期老龄化与消费升级趋势下，医疗服务产业趋势持续增长和资产增值确定性强，当前估值水平具有吸引力。



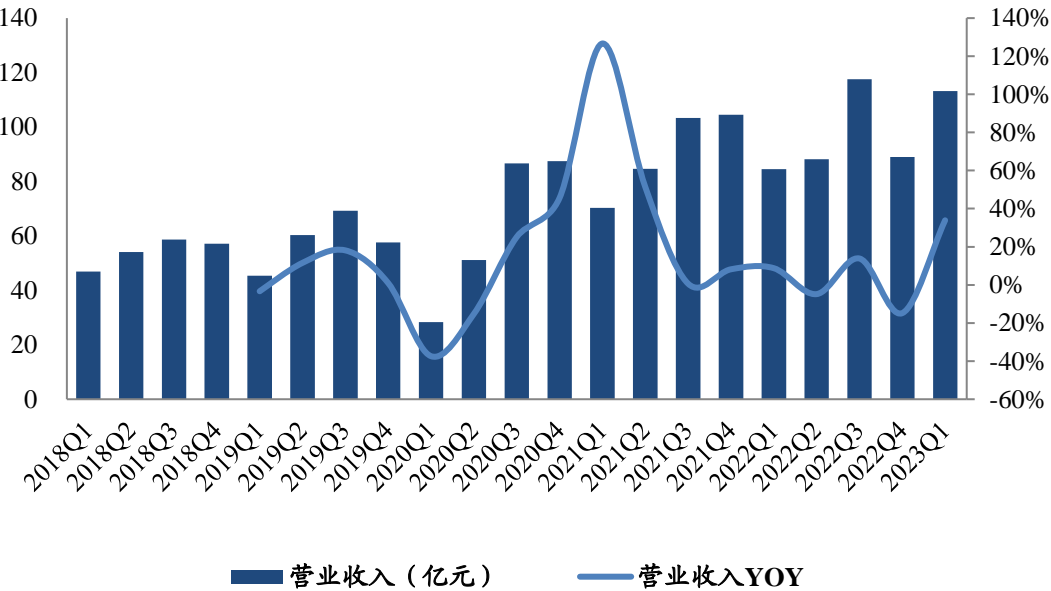
2023Q1医疗专科疫后增长复盘	
眼科	疫后恢复快，业绩兑现度高。屈光、视光等消费眼科在高基数下保持快速增长，白内障、基础眼病等实现快速增长。整体来看，眼科医疗服务公司Q1季度呈现逐月加速增长趋势，Q1收入增速超20%。
口腔	疫情期间受损严重，叠加患者对于集采政策的观望情绪，业务恢复相对较慢。随着种植牙项目集采降价政策在4月落地，有望带来种植量大幅增长，预计口腔业务有望在二季度实现同比较快增长。
中医	客户粘性强、消费频次高，面诊需求在人员流动限制解除后得以大量释放，春节后诊疗量快速回升，Q1实现快速修复增长。
综合医院	刚需性院内诊疗率先恢复，可择期手术需求逐步释放，消费性科室逐步加快增长；异地患者流动加快，Q1季度在春节后呈现稳定快速爬坡趋势
重症康复	疫情期间受益于公立医院患者溢出及康复需求增长；疫情影响消除后，随着老龄化下康复需求增长，预计康复行业回归正常增长趋势
肿瘤	诊疗刚需性较强，整体快速恢复至稳健增长态

消费医疗疫后修复，二季度显著加速，战略布局窗口期

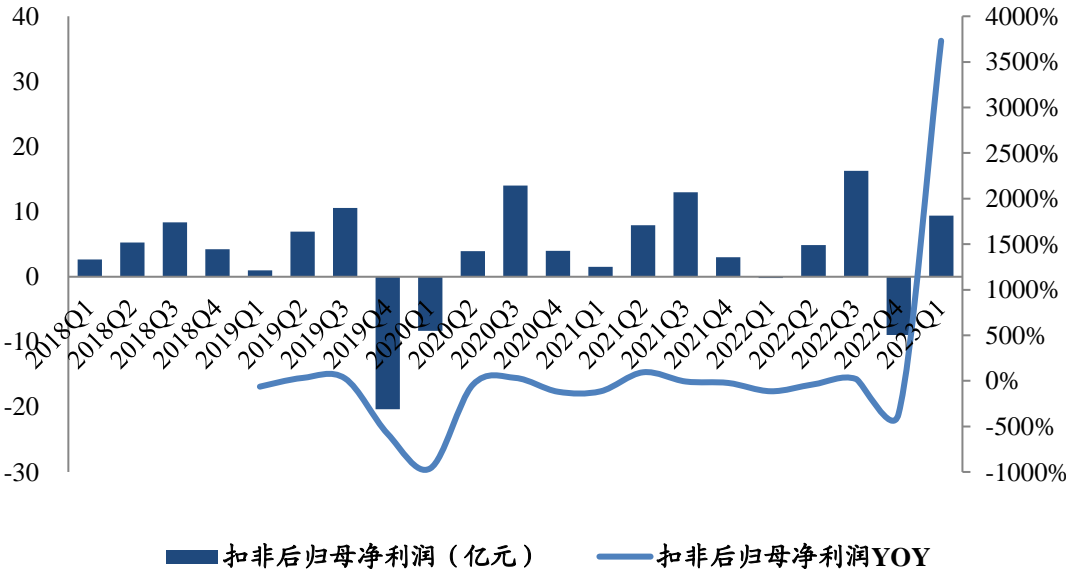
■ 民营专科医院&综合医院2022年Q4业绩承压，2023Q1利润端回暖

- 选取A股综合医院/专科医院类医疗服务公司（包括爱尔眼科、光正眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科、国际医学、盈康生命、美年健康、通策医疗），2022年业绩承压，2023年Q1业绩回暖明显。
- 2022年Q4收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为-14.9%、-1416.2%、-362.7%；2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为33.9%、1266.6%、3732.1%。

医院板块上市公司收入总额及增速（单季度）



医院板块上市公司扣非归母净利润总额及增速（单季度）



■ 疫后眼科板块快速复苏，净利率回升，院端扭亏凸显增长空间

➢ 眼科公司2023年Q1季度业绩恢复亮眼。由于2022年Q4疫情防控政策调整，眼科医院诊疗客流量受到较大冲击，收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为-14.45%、-108.7%、-54.1%；但2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为21.29%、52.34%、33.9%。收入、利润端均快速恢复，体现极强的业绩韧性。

眼科公司2022及2023Q1财务数据概览

	2022					2023Q1			
	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	朝聚眼科	何氏眼科	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科
营业收入（亿元）	161.10	32.33	17.26	9.92	9.55	50.21	9.31	6.50	3.07
yoy	7.39%	5.51%	0.91%	-0.78%	-0.74%	20.44%	15.10%	38.73%	26.91%
归母净利润（亿元）	25.24	5.12	0.21	1.88	0.33	7.81	1.50	1.62	0.57
yoy	8.65%	12.50%	-78.09%	16.08%	-61.55%	27.92%	34.01%	334.85%	117.82%
扣非归母净利润（亿元）	29.19	5.39	0.19	1.62	0.28	7.52	1.47	0.71	0.55
yoy	4.89%	13.29%	-78.36%	1.71%	-63.69%	20.73%	21.47%	92.30%	112.93%
毛利率	50.46%	48.05%	41.67%	43.91%	38.40%	47.49%	48.17%	44.64%	47.19%
净利率	16.69%	15.71%	1.19%	18.46%	3.43%	17.94%	16.95%	25.44%	18.33%
销售费用率	9.66%	12.44%	19.91%	6.18%	14.50%	9.35%	11.61%	15.00%	11.00%
管理费用率	15.92%	12.74%	16.05%	16.33%	17.16%	20.44%	15.10%	38.73%	26.91%
财务费用率	0.04%	0.98%	2.75%	1.20%	-0.85%	14.58%	12.43%	12.13%	13.22%

■ 疫后眼科板块快速复苏，净利率回升，院端扭亏凸显增长空间

- **爱尔眼科**：2023Q1实现营收50.21亿元（+20.44%），归母净利润7.81亿元（+27.92%），扣非归母净利润7.52亿元（+20.73%），业绩符合市场预期，净利率为17.94%，同比增加1.32个百分点，盈利水平有所回升。公司是民营眼科行业龙头，院端布局完善、业务结构合理，公司于2022年11月、2023年1月分别公告收购26家、14家眼科医院，收购医院多数处于快速爬坡期，收入、净利率均有较大提升空间，未来有望增厚公司业绩。
- **华厦眼科**：2023Q1实现营收9.31亿元（+15.10%），归母净利润1.50亿元（+34.01%），扣非归母净利润1.47亿元（+21.47%），业绩符合市场预期，净利率为16.95%，同比增加1.95个百分点。扩张上，公司“自建+并购”双轮驱动加快市场布局；业务上，公司消费眼科占比提升空间充足。预计随着公司“医教研”体系建设的不断完善，公司整体医疗实力有望进一步提升，并带动业绩增长。
- **普瑞眼科**：2023Q1实现营收6.50亿元（+38.73%）；归母净利润1.62亿元（+334.85%）；扣非归母净利润7143万元（+92.30%），业绩超出市场预期，净利率为25.44%，同比增加17.47个百分点。除了并表东莞光明眼科医院带来的增量收益以外，公司旗下2020年前设立医院全部实现扭亏，利润突破拐点。预计随着新设医院爬坡，未来新老院协同发展有望持续为公司贡献利润。
- **何氏眼科**：2023Q1实现营收3.07亿元（+26.91%）；归母净利润0.57亿元（+117.82%）；扣非归母净利润0.55亿元（+112.93%），业绩超出市场预期，净利率为18.33%，同比增加7.49个百分点。公司立足辽宁省，持续推进京津冀、长三角、大湾区、成渝地区四地布局，旗下何氏医学院持续培养视光人才。公司三级机构全部实现盈利，二级机构每年均有几家实现扭亏，是公司重要的利润来源。预计今年随着二级眼保健机构的爬坡数量增多，公司利润有望进一步提高。

■ 疫后医美消费快速恢复，尤其高端医美消费体现增长韧性

- 根据产业调研，大型连锁医美机构、中高端医美诊所恢复快速增长，尤其高端医美消费体现增长韧性，“童颜针”“少女针”类再生医学注射材料、高端玻尿酸呈现快速增长态势，**我们预计爱美客、华东医药、昊海生科等上游厂商的高端医美产品在Q1销售实现较快增长，并且在二季度的消费旺季将有望加速放量。**长期看，国内医美产业方兴未艾，空间广阔，有望成长出大型医美企业。建议关注：爱美客、昊海生科、华东医药等。
- **爱美客：**公司2023年一季度实现营收6.30亿元（+46.30%），实现归母净利润4.14亿元（+51.17%），扣非归母净利润3.87亿元（+49.26%），一季度业绩超出市场预期。2023年Q1季度，拆分产品来看，我们估计核心产品“嗨体”系列收入占公司总收入比重约60%，其中价格相对较高的熊猫针保持快速增长；另一方面，高端新品“濡白天使”稳定放量，收入占比继续提升。至2022年底，濡白天使已进入超600家医美机构，授权700余名医生，2023年将继续扩大覆盖面，我们认为2023年全年有望实现翻倍以上增长，为公司增长带来新动能。
- **昊海生科：**疫情影响生产及重点市场销售，但“海魅”玻尿酸仍表现亮眼。2022年，公司医美实现收入7.48亿元（+61.45%），公司“海魅”玻尿酸推广销售取得不错表现，估计销售收入超1亿元，同比2021年增速近30%。我们预计2023年公司在疫后恢复性增长的基础上，医美玻尿酸有望贡献较大增长弹性，OK镜新品上市将有望带来增量贡献。
- **华东医药：**医美板块国内伊妍士销售符合预期，海内外医美二季度有望加速增长。2023年Q1，医美板块合计实现收入5.03亿元（剔除内部抵消因素），同比增长10.86%。国内医美业务：销售子公司欣可丽美学积极抓住国内医美市场逐步回暖的市场契机，2023Q1实现营业收入2.1亿元（+33.83%），环比2022Q4增长10.51%。随着国内消费市场持续复苏向好，预计公司国内医美业务二季度有望取得更好表现。海外医美业务：Sinclair2023Q1实现合并营业收入3380万英镑（约2.84亿元人民币），同比增长8.89%；实现EBITDA299万英镑，增速同比放缓的主要原因是部分区域订单有所延迟，预计二季度起增速将逐渐回升。

六、下半年行业投资策略及标的

- **投资逻辑：**2019-2022年，公司受到集采、疫情多重影响，业绩、估值受挫。我们认为，恒瑞医药的研发、销售能力依旧强大，龙头位置稳固。随着“集采出清+创新兑现+国际突破”，公司将进入新的稳定增长阶段，中枢有望维持15-20%，国际化突破带来质变。
- **2025年，有望形成25+创新药矩阵，收入体量超230亿元，峰值超过400亿元，支撑未来23-24年增长中枢在15-20%。**截至2022年9月，公司已经上市创新药达12个，2022年贡献81亿元收入，NDA阶段的创新药达4个，III期阶段的创新药超10个，增长动力强劲。1) 13个创新药已上市，其中卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、海曲泊帕乙醇胺增长动力强劲，达尔西利、瑞维鲁胺准入医保，亟待放量；2) 4个创新药处于NDA阶段，瑞格列汀、SHR8008、SHR8554、SHR8058等，涉及降糖、镇痛、眼科、抗感染多领域；3) 10+创新药处于3期阶段，SHRA1811（HER2-ADC）、SHR0302（JAK1）、SHR1713（IL17）等，重磅品种丰富。
- **集采利空释放，预计4Q22迎接业绩拐点。**1) 仿制药利空即将出清，自2018年以来，第1-7批集采中选22个品种，价格平均降幅74.5%。其中，第三、五批集采品种对应销售额分别为19、44亿元。8批集采仅左布比卡因纳入，整体来看，10+亿元品种多数已被纳入集采，仿制药利空有望于2023年消化，并逐渐企稳回升；2) “集采+疫情”双重影响，业绩底已铸，2021Q4、2022Q1、2022Q2收入分别为57.07、54.79、47.50亿元，归母净利润分别为3.23、12.37、8.82亿元，为近10个季度最低水平。3) 历经2021年的构架合并、人员优化，公司管理、销售费用率下降，运营效率、人均销售单产提高。子公司Luzsana、瑞石生物探索对外合作研发，研发投入资本化，缓解业绩压力。
- **创新药结构机会明显，龙头有望享转型红利。**1) 国产创新药存在结构性机会，2021年中国药品终端销售额超过2万亿。2017-2021年国产创新药上市数量为1、9、10、20、25，累计65个，假设每个创新药销售额为10亿元，终端市场650亿元；2) 根据RDPAC数据，发达国家创新药市场占比超50%。带量采购节约费用超2.6千亿元，仿制药的医保基金占比逐渐降低；3) 假设，随着医保支付比例逐渐增加，到2030年国产创新药市场占比达35%，对应终端市场为7千亿元，仍有近10x增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，2023-25年归母净利润为49/58/69亿元，当前市值对应PE分别为61/51/43倍。1) 业绩加速，迈入新增长阶段；2) 持续推进BD和国际化，有望迎来质变；3) 新药储备丰富，创新浓度提高，盈利能力、经营质量提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险。

海思科：环泊酚持续增长，被低估的创新药企

- **2024年有望集齐4款新药，整体峰值看到50-70亿元，23-25年收入增长中枢20-25%：**1) 环泊酚为稀缺麻醉创新药，有望加速替代丙泊酚，销售加速，2022年销售额达4.35亿元（销量突破突破500万支），2023年有望翻倍，销售峰值看到25亿元；2) HSK16149（GABA）为新一代神经镇痛药物，具有成为神经疼痛首选用药的潜力，已提交NDA，预计2024年初上市，销售峰值看到5-10亿元；3) HSK7653（DPP4）为国内鲜有长效降糖，两周使用一次，已经提交NDA，预计2024年上市，销售峰值看到5亿元；4) HSK21542（KOR）为阿片镇痛药物，非成瘾性适用范围广，有望替代传统镇痛药和退出医保的地佐辛。HSK21542目前处于临床III期，预计2024年上市，销售峰值有望达20-30亿元。
- **“引领式”小分子创新，BD+国际化最大化创新价值。**1) 公司多个1类新药进入临床阶段，同时搭建了国内领先的蛋白水解靶向嵌合体（Protac）、多肽偶联药物（PDC）技术平台，多个品种具备license out潜力；2) 环泊酚注射液美国III期临床试验积极推进，HSK3486-304达到了主要终点（250例美国受试者），预计1H23完成试验；3) 公司持续推进BD，多款创新药均在寻求对外合作，最大转化创新价值，23年预计落地1-2单。公司自主研发TYK2已实现对外转让，合计高达1.8 亿美元（6,000 万美元首付款+ 1.2亿美元的里程碑），公司已收到首付款和 3,700 万美元里程碑。
- **药品降价利空基本出清，以仿养创，行稳致远。**1) 核心产品多拉司琼谈判降价，肿瘤止吐药物销售额从2020年的10.2亿元下降至2021年的1.5亿元，目前利空完全释放；2) 带量采购第四、五、七批集采涉及公司6个品种，其中3个尚无销售，2个销售仅百万元，有望通过集采快速放量，脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)、琥珀酸甲泼尼龙略有影响，销售额仅为3亿级，影响较小；3) 存量仿制药，多烯磷脂酰胆碱，销售体量分别为7亿元级别，尚为独家品种，中期无集采风险。复方氨基酸注射液(18AA-VII)，销售体量为2.5亿元级别，影响较小，仅3家企业获批，2年内无国采风险。
- **盈利预测：**我们预计，公司2023-2025年归母净利润分别为3.1/4.1/6.0亿元，当前市值对应2023-2025年PE分别为82/61/42倍，由于：1) 环泊酚商业潜力较大，持续兑现；2) 新药规模效应逐渐体现，盈利能力提升；3) 创新药对外授权有望增厚利润；4) 创新产品迎接收获期，中长期业绩加速，维持“买入”评级。
- **风险提示：**创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险

- **投资逻辑：**1) 新品密集上市，业绩加速，2023-25年增长中枢有望达20%；2) 集采出清，长逻辑通顺；3) 行业新老交替，新药“量价齐升”；4) 疫情放开+ICU扩建，围手术产品受益，短期业绩有望超预期；5) 估值历史底部，亟待修复。五重因素共振，上行趋势明确。
- **TRV130 引领第二增长曲线，有望成为 24 亿元级重磅。**Oliceridine 注射液（简称“TRV130”）自美国 Trevena 公司引进，G 蛋白偏向性 μ -阿片受体（MOR）激动剂能够减少不良反应。TRV130 放量确定性较强：1) 研发进度领先，有望于 1H23 上市；2) 恩华药业销售体系成熟，渠道优势明显；3) 镇痛相关恶心、呕吐、呼吸抑制等不良反应发生率较低；4) 竞争格局较好，TRV130 定位 197 亿镇痛市场，阿片类创新镇痛药物，临床后期的仅 SHR8554、SHR0410 等 4 款。我们预计，TRV130 将于 2030 年达到销售峰值 24 亿元，对应 105 元/支，销量 2 千万只，用药人数为 910 万，手术相关人群渗透率仅 8.6%。
- **镇痛产品推陈出新，贡献新增长点。**2021 年“芬太尼系列+羟考酮”市场超 60 亿元，人福医药、萌蒂市占率超 80%。公司管制类镇痛药于 2020-21 年集中获批，市占率 < 4%，有望抢占市场。地佐辛 2021 年终端达 82 亿元，由扬子江主导，公司“光脚”地佐辛预计 2Q23 获批，贡献弹性。同时，传统品种依托咪酯、咪达唑仑价格不超过 40 元/支，新获批镇痛药在 90-140 元/支，高毛利品种带动盈利能力提升。
- **集采出清，精麻药物高壁垒，长逻辑通顺。**精麻药物生产、流通、销售全流程受到强监管，格局、价格中长期稳定。集采利空基本出清，公司精神类产品（如利培酮、阿立哌唑、度洛西汀等）、麻醉类（右美托咪定、丙泊酚）及神经类（加巴贲丁），已纳入集采且在报表端充分反应，7、8 批集采无公司产品。依托咪酯乳状注射液尚为国内独家，咪达唑仑注射液积极推进升级“红处方”。存量仿制药，仅齐拉西酮、丁螺环酮体量较大，2022 年销售额预计不超过 4 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.1/13.8/17.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 27/22/17 倍。由于：由于：1) 新品密集上市，业绩加速，2023-25年增长中枢有望达20-25%；2) 集采出清，长逻辑通顺；3) 行业新老交替，新药“量价齐升”；4) 疫情放开+ICU扩建，围手术产品受益；5) 估值历史底部，亟待修复。五重因素共振，上行趋势明确，维持“买入”评级。
- **风险提示：**带量采购、竞争恶化、研发失败、新冠疫情

- **推荐逻辑：**1) 仿制药集采利空出清，有望迎市占率提高、价格回暖、院外放量、产能扩大等边际改善；2) 积极拓展大中型连锁及单体药店、个体诊所、医药电商等院外渠道，打造新增长点；3) 失眠创新药地达西有望于2023年获批上市，为该领域罕有品种。
- **制造能力优秀，细分领域优势明显。**公司在 CNS 领域的产品力持续加强，抗癫痫药物吉易克®(左乙拉西坦片)在全国院内市场排名第一；用于治疗帕金森药物索普乐®(普拉克索片及缓释片)在全国院内市场排名国产第一，抗抑郁药物唯他停®(盐酸舍曲林片及分散片)在全国院内市场排名国产第二。全资子公司上虞京新是全球喹诺酮类抗感染原料药的主要生产企业之一，其主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额位居全球前列；全资子公司深圳巨烽在国内医疗影像显示终端的市场占有率较高，是全球主流大设备厂商的战略合作伙伴，占据市场领先地位。
- **新药稳步推进，地达西尼为失眠领域稀缺创新药。**地达西尼 (EVT201) 用于失眠障碍治疗，是对传统失眠治疗药物的重要改进，提高了服用者白天的精神状态，已经提交NDA并受理，预计于2023H1获批上市。公司自研开发的治疗精分的 1 类新药 JX11502MA 胶囊II期临床推进顺利；依托消化管线优势品种康复新液进行二次开发的康复新肠溶胶囊II 期临床入组完成，10 余个在研创新药(械)项目有序推进中。仿制药研发方面，全年注册获批 3 项、申报注册 13 项、研发启动近 20 项，为公司未来发展持续提供产品支持。
- **仿制药集采利空出清，院外市场快速增长。**公司千万级别以上仿制药已被纳入集采，并在历史报表充分反应。集采后，核心品种左乙拉西坦片、普拉克索片及缓释片、盐酸舍曲林片等市占率排名前列。随着新产能建设完成，公司制造能力、成本优势、规模优势将进一步凸显。公司营销人员近千人，精耕细作院内市场；拓展院外市场，2022年，电商渠道壹药城等专业平台不断深化战略合作，实现销售收入 1.67 亿元，同比增速 174%。
- **医用显示器具备全球竞争力。**巨烽积极研究开发 OLED 等新一代医用显示技术，提升超声、内窥、诊断、会诊等配套产品和解决方案，与西门子、富士、迈瑞、GE等企业深度合作，具备全球医用显示器竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为7.7/8.9/10.0亿元，同增17/16/16%，对应PE分别为14/12/11倍。公司仿制药集采利空出清，加大院外渠道拓展力度，创新管线步入收获期，给予“买入”评级。(Wind一致预期)
- **风险提示：**创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。

- **投资逻辑：**公司拥有治疗领域广泛的中西药产品群与西南地区最完备的医药商业体系，现已发展成为OTC品牌第一名。2021年国药正式入主成为公司实控人，有望带来管理效率提升、业务全面优化。未来OTC品牌中药有望在营销升级、产品提价、国药协同下继续进入高速发展阶段，麻精特色化药与区域商业体系辅助条线并行发展，稳健增长。公司发布“十四五”战略规划，力争营收达到500亿，销售净利率不低于行业平均水平。公司有望进入业绩增长提速与估值提升通道。
- **聚焦主品，核心大品种快速放量。**四月份业绩同环比增长均亮眼，环比来看，单4月份扣非净利润已经达2023Q1的一半，业绩环比加速增长。2023年1-4月份，公允价值变动损益为-0.1亿元（2022年同期为-1.5亿元），扣非归母净利润的高速增长主要系核心产品销售的大幅增长。其中藿香正气口服液、急支糖浆、复方对乙酰氨基酚片均实现翻一番，益保世灵、通天口服液、思为普等均环比改善。公司提质增效明显，毛利率、净利率均不断提升，2023年Q1毛利率51%（+5.63pct），净利率5.34%，同比提升4.84pct，公司提质增效效果显著。
- **过亿核心大产品&潜力品种带来长期增长。**藿香正气口服液、急支糖浆等中药核心品种将加大川渝以外地区的开发拓展力度，同时持续优化品类，完善补充品种，抓好独家品种、特色高毛利品种销售，一方面，核心产品在川渝地区的渗透率仍有提升空间，另一方面，其他七大市场正在快速提升。化学药聚焦院内市场，疫情后随着医疗就诊需求恢复，医院端销售也将迎来复苏。此外，公司产品批文丰富，OTC战略性品种仍具提价空间，化药大品种有望增厚公司业绩，具有长期稳定增长动力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年，公司归母净利润为7.5/10.4/14.0亿元，当前市值对应的PE估值为45/32/24倍。
- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

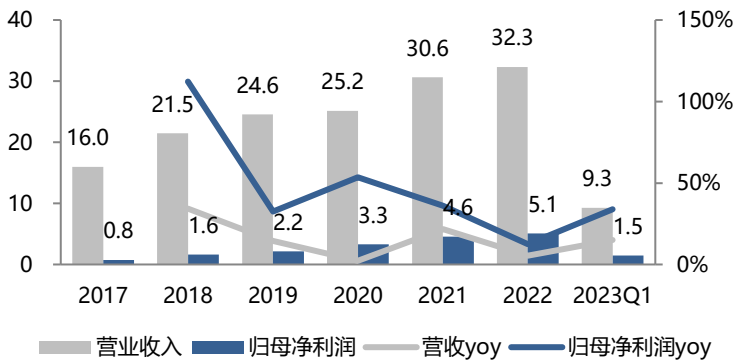
- **公司“338”产品矩阵优异，制药板块业绩稳步增长。**2022年，公司主业收入增长近20%，快于公司整体收入增速。其中小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏（蜜炼）/露等产品的销售收入同比增长均超过170%；化药方面，依折麦布片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长140%以上。分产品来看，2022年心脑血管用药收入4.5亿元（+50.8%），呼吸系统收入1.4亿元（+230.8%），儿童用药实现收入1.51亿元（+16.5%），抗感染用药收入0.96亿元（+24.2%），产品增长表现良好，骨科产品受到疫情进院影响，收入同比下滑7.93%。各产品终端覆盖比例的提升，有望为主业增长夯实基础。
- **盈利能力大幅提升。**2023年Q1季度利润端表现亮眼，剔除政府补贴等非经常性损益后，扣非归母净利润翻倍增长。毛利率、净利率均呈现提升趋势。2023年Q1毛利率67.77%（+1.7pct），净利率14.43%（+7.02pct），扣非后净利率11.26%（+5.46pct）。自2022年Q3季度，公司业绩端呈现加速增长态势，聚焦主业的效果显著，净利率也逐步提升至行业平均水平。
- **加强中药创新药研发，依托学术研究进一步提升产品力。**2022年公司研发投入7040万元，同比增长37%，研发费用率提升0.62pct。截至2022年底，1.1类中药创新药产品诺丽通颗粒完成3期临床，2023年中有望获批。此外，蛭龙通络片已完成二期临床，益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒处在药学研究阶段。已上市产品中，藤黄健骨片、金英胶囊、跌打活血胶囊完成了临床综合评价报告，小儿荆杏止咳颗粒纳入专家共识等，产品力在学术加持下进一步提升。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.63/2.36/3.03亿元，对应当前市值的PE为32/22/27倍。考虑到在中医药行业利好政策频出的背景下，公司核心产品有望持续放量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

- **投资逻辑：**1) 骨伤科类慢病的领导品牌，看好盘龙七片放量空间，2023年开通下沉市场加速放量，基药目录调整有望带来弹性；2) 一体两翼全产业链布局，得天独厚的中药材资源优势造就特色“秦药”，定增募投项目一方面补充骨科产品矩阵，一方面中药配方颗粒带来新增长动力，且公司地区作为龙头属性，当地政策倾斜受益。
- **盘龙药业精耕骨科领域，核心产品盘龙七片有望加速放量。**盘龙药业专注于骨科中成药领域的产品开发，主导产品盘龙七片覆盖骨科多个关键用药类别，在同类中成药竞争中位居前列，是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药，已覆盖4100加医院和31个省市，2022年销售额近5亿。不考虑基药目录弹性，公司挖掘下沉县域市场，院内院外同时发力，有望逐步成长为过十亿的大单品。盘龙七片曾为中药保护品种，产品资质突出，被列入6指南、2教材、2共识、1个路径，有较大可能纳入基药目录。盘龙七片贡献公司近一半收入，基药目录调整有望为盘龙七片的增长带来更大的弹性空间，尤其是院内放量有望明显加快，有望成长为20亿大品种。此外，骨松宝片和盘龙七片形成新老产品梯度，两年增速较快。公司布局高端外用凝胶透皮给药平台，在骨科市场布局逐渐深入和拓宽。
- **全产业链布局，内生+外延打开长期增长空间。**公司纵向架构涵盖中药全产业链，得天独厚坐拥道地药材，源头控制实现品质保障。基于当地药材优势，公司拟投资1.39亿进行配方颗粒研发及产业化。一方面，公司作为当地龙头中成药企业，中药配方颗粒备案有望稳步推进；另一方面，公司院内营销网络完备，竞争企业在陕西等级医院（尤其是二级以下医院）并未形成绝对优势，配方颗粒未来有望带来新的增长极。外延方面，公司计划合并骨科同类项，一方面增厚公司收入和利润，另一方面完善骨科产品的品类布局，打造中华骨伤领导品牌，提供骨科全方位解决方案。
- **盈利预测与投资评级：**根据wind一致预期，2023-2025年公司归母净利润预计为1.47/1.80/2.19亿元，当前市值对应的PE估值为28/23/19倍。维持“买入”等级。
- **风险提示：**产品放量不及预期，基药目录调整不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

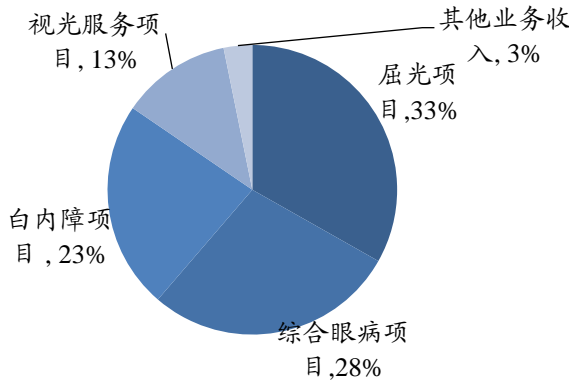
华厦眼科：消费升级类眼科项目占比提升释放盈利潜力

- **眼科医疗需求旺盛，千亿市场保持快速增长。**随着我国人口老龄化及居民生活方式改变等，我国已成为全球眼病患者最多的国家，根据弗若斯特沙利文预计，2025年我国屈光不正加白内障患者人数将达7.69亿；眼科诊疗需求持续增加。根据灼识咨询数据，预计2025年眼科医疗市场规模有望发展至2522 亿元，2020-2025年CAGR约17.5%。
- **公司专家资源与科研学术驱动学科实力领先，已建立全国布局的眼科医院服务网络，医教研一体化储备人才梯队。**公司以厦门眼科中心医院为基础，目前已在国内开设 57 家眼科专科医院及 23 家视光中心，覆盖 17 个省及 46 个城市。医院数量与整体规模位居眼科专科医院连锁集团行业第二。公司眼科专家阵容强大，深耕眼科各亚专科及眼视光领域，汇聚了黎晓新、赵堪兴等一批具有国际影响力的眼科学界专家，此外 9 名学科带头人均为中华医学会眼科分会委员。公司依托厦门眼科中心强化临床医疗资源，下属医院与厦门大学、北京大学战略合作进行人才培养、学术共建和临床研究等，成熟的“医教研”体系驱动眼科医学科研创新能力提升，同时为公司储备丰富的人才梯队。
- **消费升级类眼科项目占比提升释放盈利潜力，医院陆续扭亏贡献公司利润增长。**2021年公司消费类升级类的屈光业务收入占比31%、配镜业务收入占比12%，基础眼病类的白内障业务收入占比25%，眼底、眼表、斜弱视及小儿眼科、及其他眼病类业务收入占比超过30%。公司学科优势保证基础眼病类业务稳定增长，未来毛利率较高的屈光和视光业务、白内障中高端项目占比提升，将继续提升盈利水平。2021年公司旗下多家医院实现盈亏平衡，同时厦门眼科中心的收入占比从 2019 年的 32%下降至 2021 年的 26%，其他医院贡献提升。截至2021年底，公司旗下18家医疗机构尚未盈利，未来随着医院扭亏及医院盈利提升，也将有望驱动公司利润业绩快速增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计2023-2025年公司营业收入分别为40.99亿元、51.24亿元、63.01亿元，归母净利润分别为6.66亿元、8.66亿元、11.17亿元，对应当前市值的估值分别为54倍、42倍、32倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**新院建设不及预期；疫情反复；医疗纠纷等。

华厦眼科营业收入及归母净利润（亿元）



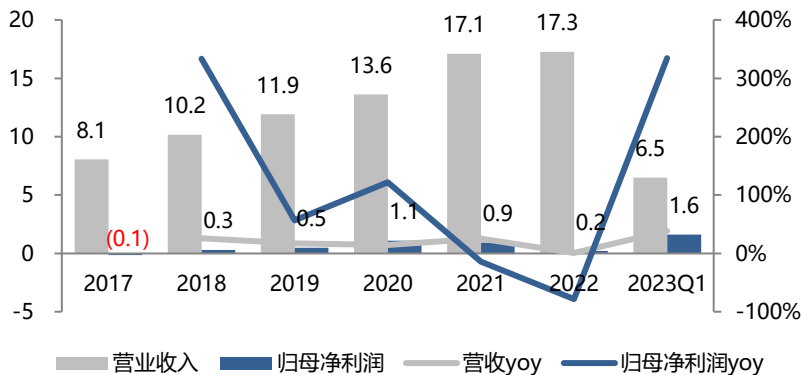
2022年华厦眼科主营业务构成



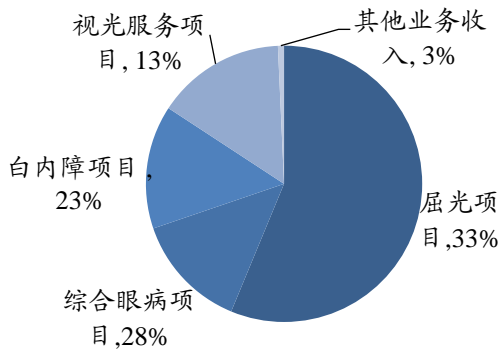
普瑞眼科：未来医院扭亏有望大幅贡献利润

- **我国眼科医疗需求持续增长，手术渗透率有望提升。**我国是眼科患者最多的国家，至2022年估计近视人群已超6亿，45岁以上白内障患者人群约1.8亿。由于人口老龄化及用眼习惯变化等因素，各类眼科需求将持续增长。根据灼识咨询预测，2025年我国眼科医疗服务市场规模约2522亿元，2020-2025年CAGR为17.50%。其中，预计至2025年屈光、视光市场规模分别约725亿元、500亿元，2020-2025年CAGR分别为28.37%、14.60%。
- **“全国连锁化+同城一体化”布局持续完善，未来医院扭亏有望大幅贡献利润。**截至2022年底，公司旗下拥有25家眼科专科医院、3家门诊部，未来随着产业基金落地，将继续扩张至未来60-70家眼科医院，完善全国连锁和同城加密的布局。参考公司标杆医院成都普瑞、昆明普瑞，公司其他核心医院净利率均有10%以上的提升空间。分医院来看，公司13家老院2017-2021年营收/净利润CAGR分别为18.33%/34.55%，仍保持高速增长；8家新院2019-2021营收CAGR为45.15%，爬坡明显并有望逐步扭亏，未来将显著贡献利润增长。
- **消费眼科高速增长，公司毛利率有望进一步提升。**2022年，公司消费眼科（屈光+视光）占比71.32%，远高于同行。屈光方面，同期营收占比达56.26%，旗下成熟医院屈光占比超50%，预计未来随着各新院业务结构改善、规模效应带来的耗材成本降低、高端屈光占比的提升，屈光业务毛利率有望进一步提升。视光方面，同期营收占比为15.06%，预计随着公司加大对视光的投入，视光业务有望加快增长。此外，随着医生资源加强，白内障、综合眼病等基础业务有望保持稳健增长贡献。
- **盈利预测与投资评级：**预计2023-2025年公司营业收入分别为25.78亿元、33.38亿元、43.11亿元，归母净利润分别为2.59亿元、2.87亿元、3.97亿元，对应当前市值的估值分别为62倍、56倍、40倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**医院扩张或不及预期；医院盈利提升或不及预期；疫情反复；医疗纠纷等。

普瑞眼科营业收入及归母净利润增速（亿元）



2022年普瑞眼科主营业务收入结构



- **第四代光激发光优势明确，小而美公司业绩放量在即：**公司主要产品为基于光激化学发光的LiCA系列和基于酶促免疫的CC系列诊断试剂及仪器；其中LiCA系列为主打产品，已上市LiCA500/800/Smart等多款仪器，覆盖各类医院。公司在传染病等优势领域的基础上，依托光激方法学对小分子检测高精度的优势，加速产品线拓展，目前已有66项产品注册证，基本覆盖高频检测项目。随着公司LiCA系列完成对CC系列的替换，入院设备持续放量，我们认为公司业绩将进入快车道，预计2023-2024年净利润CAGR近40%。
- **二季度院端恢复逻辑表观兑现：**在2022年底疫情放开后，国内院端诊疗需求快速释放；2023年1月常规科室恢复受到较大影响；随着疫情管控放开，感染在春节触顶，2023年3月后诊疗量全面恢复，带动诊断需求的快速恢复。公司4月出货数据良好，Q2开始业绩有望在表观有较好表现；下半年有望逐季度加速。
- **集采预期有望缓和：**全国化学发光集采有望在7月出初稿，目前专家认为国家对打破现有发光格局意愿小，在保持现有格局的情况下控制费用，且有望保留生化集采的保底机制，总体政策强度缓和，降价有望不突破出厂价。
- **第四代发光技术，纳米高分子微球+均相反应，检测质量高速度快：**公司自主研发的光激化学发光LiCA平台为第四代化学发光，对比传统发光方法学，采用独创的纳米级微球，反应迅速且充分，在检测精度、灵敏度、特异性等方面具备独特优势，尤其是在激素等小分子检测领域。且光激发光为均相检测，无需清洗过程，避免了结合状态标记物被洗脱而造成检测误差，且检测速度更快，通量高，无需清洗液等耗材，成本更低。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年归母净利润分别为2.00/2.90/3.96亿元，对应P/E估值分别为19/13/9倍；基于公司1) LiCA平台装机加速，2) DRGs等政策推进进口替代，3) 光激发光技术优势明确；维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

七、风险提示

- ◆ **医院扩张或整合不及预期的风险：**医院扩张并不是简单的扩大占地面积或单院数量，往往面临人员组织架构调整、销售推广策略调整等，具有投入过大业绩阶段性承压，扩张整合不及预期风险；
- ◆ **产品放量不及预期风险：**国内创新药品、器械与进口仍存在差距，临床习惯及销售推广策略导致上市公司新品面临放量布局预期风险；
- ◆ **市场竞争加剧等：**相关创新药品、器械面临获批上市竞品增多风险，民营医院面临竞争对手新院拓展加速风险，导致市场竞争加剧。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园