

医药行业 2022年下半年策略报告：

疫情有效控制，医疗服务等消费医疗边际改善明显

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

2022年5月

◆ **随着国内外复杂宏观环境，医药板块跟随市场出现明显下跌，但医药板块估值已跌到近十年低点、国内疫情好转，医药板块具备见底条件。**从基本面、估值体系及筹码结构等多因素支持医药板块企稳见底。从基本面看，每年医保基金支出约12-14%增长（2021年医保基金支出增长超过14%）导致行业增长有保障，医药十四五规划相对于十二五，医药产业从民生产业提升至民生、国家安全性战略性产业，医药地位明显上升；从估值上看，医药板块经历近4个季度快速下跌后企稳，其PE（TTM，2022年4月30日，下同）估值约25倍，再次回到2018年底部、也是近十年最低点，尤其是最贵的医疗服务、CXO板块估值40余倍，吸引力明显；从筹码结构看，公募基金对医药持仓也处于近十年低点，扣除主动医药基金和指数基金后当前约7.34%，处于极低配置水平。

◆ **疫情带来短期影响，但疫情发展趋稳向好，医疗服务、医美等有望实现恢复性增长。**医疗服务是受到疫情管控政策影响较大的行业，以医疗需求更具弹性的代表性公司爱尔眼科、通策医疗为例，从公司的季度收入同比增速来看，2020Q1受疫情管控影响，爱尔眼科、通策医疗收入分别同比下滑26.86%、51.08%，但2020Q3国内疫情显著好转，管控政策放松之后即实现同比增长47.55%、24.49%。以医疗需求更加刚性的肿瘤医疗代表性公司海吉亚为例，在2021年国内疫情好转后，公司收入依然保持快速增长。医疗服务市场具备长期增长潜力，由于2021年下半年以及2022年一季度各地爆发疫情的影响，医疗服务标的股价不断下跌，目前的估值水平已极具性价比。而2022年Q2我们预期随着上海疫情的逐步好转，防控政策恢复正常，尤其进入2022Q3消费旺季，医疗服务、医美及医药工业复苏等业绩有望实现恢复性增长。

◆ 具体配置思路

- 医美领域：爱美客、华熙生物、华东医药、昊海生科等；
- 医疗服务领域：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗等；
- 创新药及产业链领域：博腾股份、药明康德、九洲药业、凯莱英等；
- BIOTECH类创新药：诺诚健华、科济药业、荣昌生物、康诺亚、先声药业等；
- 原料药领域：同和药业、普洛药业、司太立、天宇股份等；
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物、万泰生物等；
- 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
- 血制品领域：博雅生物、天坛生物等；
- 医疗器械领域：欧普康视、鱼跃医疗、海泰新光、迈瑞医疗等；
- 中药领域：佐力药业、济川药业、片仔癀等。

◆ **【重点推荐组合】爱尔眼科、海吉亚医疗、爱美客、欧普康视、智飞生物、药明康德、九洲药业、海尔生物**

➢ 风险提示：研发进展或不及预期；集采降价幅度超预期；医保政策进一步严厉；行业竞争加剧风险；境内外疫情反复风险；医疗事故风险等。

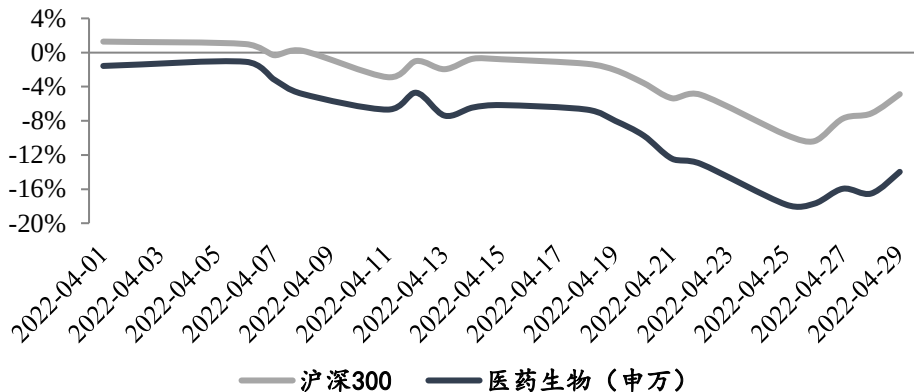


- 一、医药板块已具备较高性价比
- 二、疫情态势趋稳，医疗服务与医美有望实现恢复性增长
- 三、2022年下半年医药行业投资策略及标的
- 四、风险提示

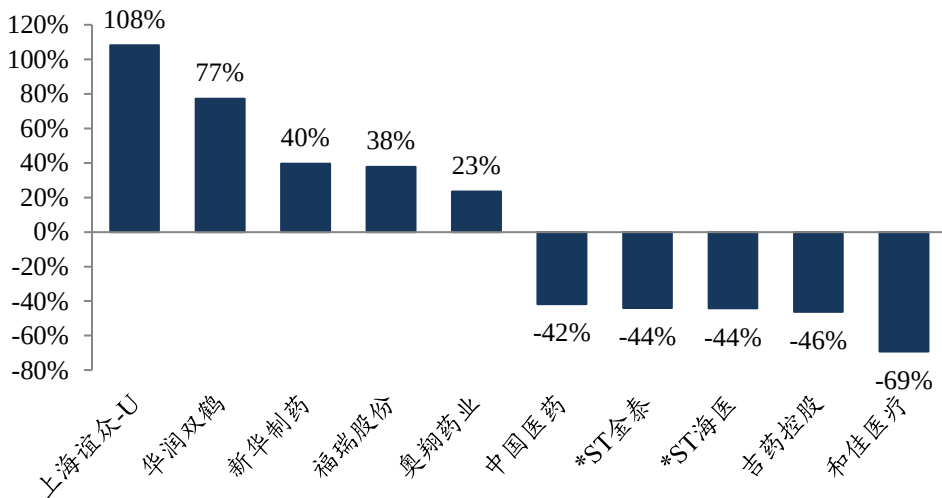
一、医药板块已具备较高性价比

1.1 医药二级市场表现 (2022/4/1-2022/4/30)

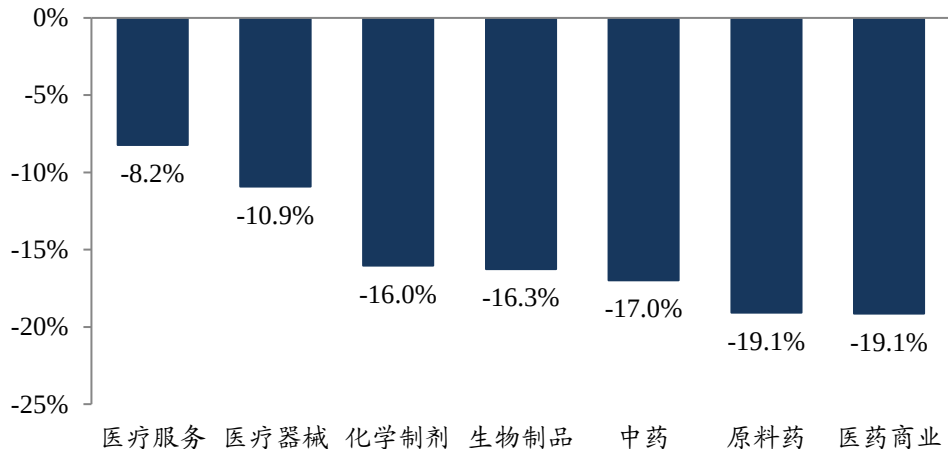
2022年4月医药指数相对沪深300走势



2022年4月医药个股涨跌幅排名



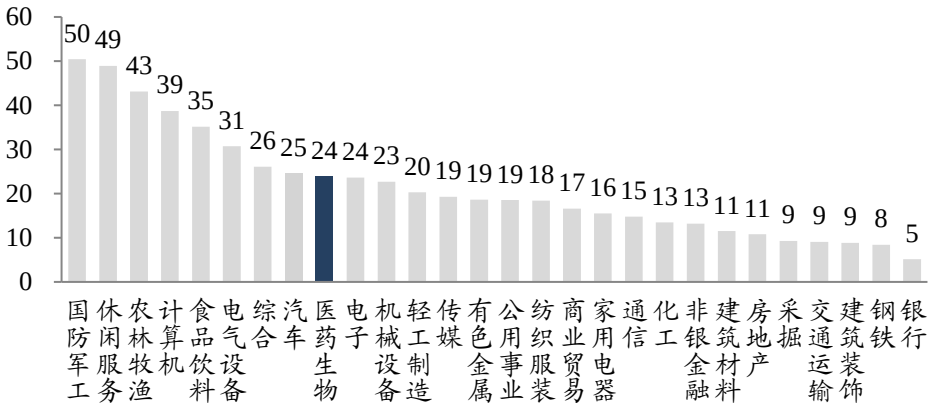
2022年4月医药子行业二级市场涨跌幅



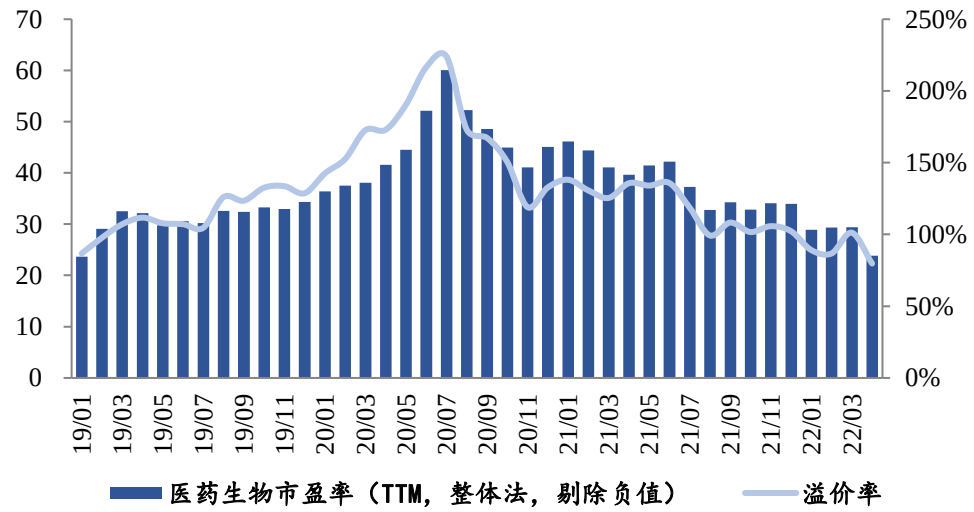
- 2022年4月1日至4月30日，申万医药生物指数下跌13.97%，跑输沪深300指数9.09个百分点。
- 2022年4月各医药子行业中，医疗服务、医疗器械、化学制剂、生物制品、中药、原料药、医药商业均下跌，其中医疗服务跌幅最小，为-8.2%，医药商业跌幅最大，为-19.1%。
- 2022年4月份医药个股中涨幅最大的分别为上海谊众-U (+108%)、华润双鹤 (+77%)、新华制药 (+40%)，跌幅最大的分别为和佳医疗 (-69%)、吉药控股 (-46%)、*ST海医 (-44%)。

1.2 医药行业市盈率和溢价率

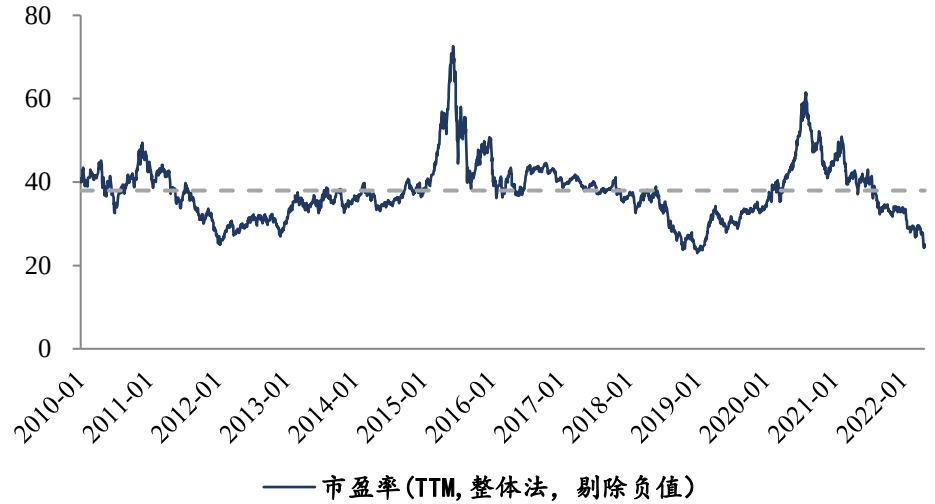
申万一级行业市盈率比较 (TTM整体法) (截至2022.4.30)



申万医药市盈率与A股溢价率 (截至2022.4.30)



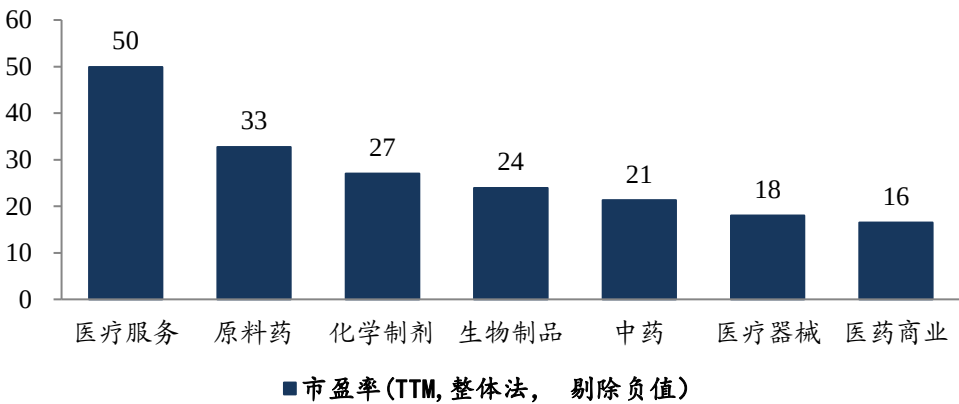
申万医药市盈率历史变化趋势



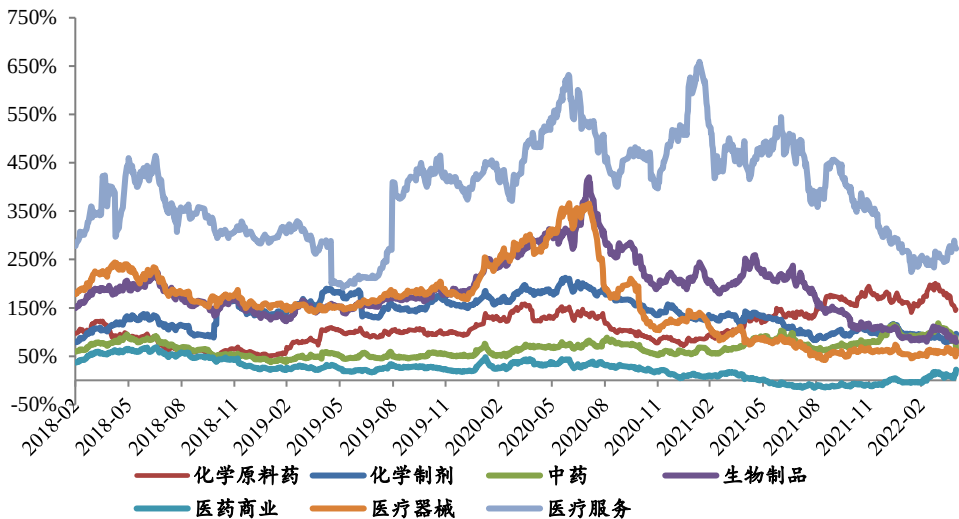
- 横向看：医药行业PE (TTM) 为24倍，在申万一级行业中排名第9。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE最高73倍，最低23倍，平均值38倍，目前医药行业PE低于历史平均估值；2018年为近十年估值最低年份，近期估值回到2018年。
- 2022年4月，医药行业相对于全部A股估值溢价率为80%，2022年4月份表现为溢价率有所下降。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

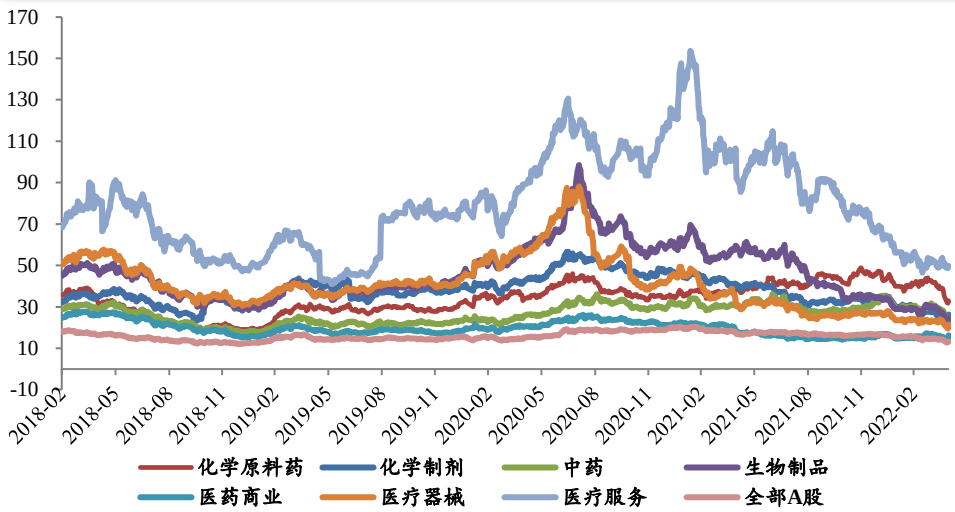
申万医药子行业市盈率比较 (截至2022.4.30)



申万医药子行业相对A股的溢价率



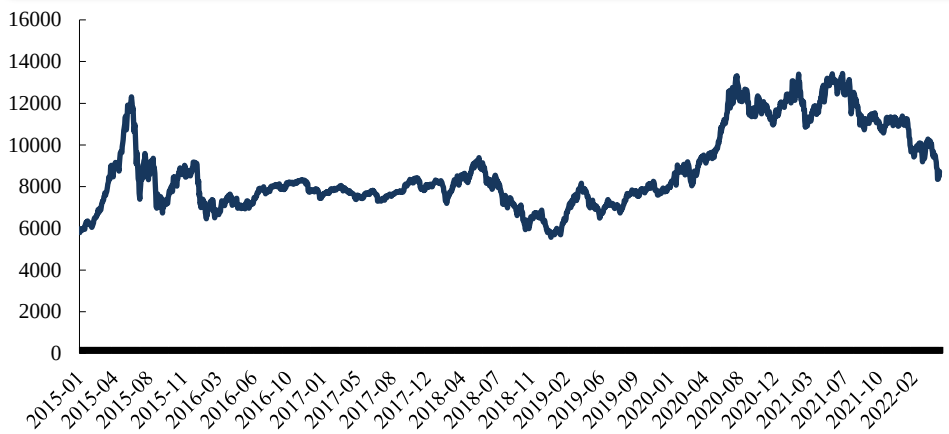
申万医药各子行业市盈率历史变化趋势



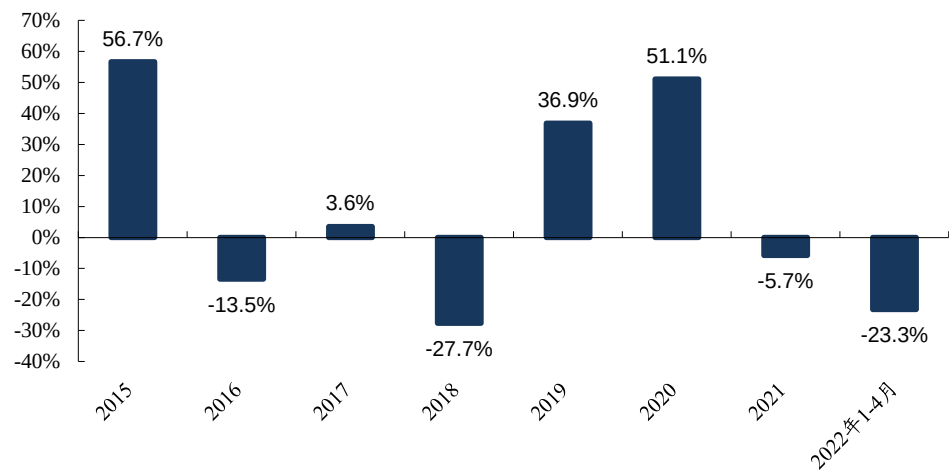
- 横向看，截至2022年4月30日，医药各子板块的市盈率（TTM）中，医疗服务（50倍）、原料药（33倍）、化学制剂（27倍）、的市盈率较高；生物制品（24倍）、中药（21倍）、医疗器械（18倍）、和医药商业（16倍）的市盈率较低。
- 纵向看，各子板块的估值水平均出现回落，相对全部A股的溢价率变化趋势出现分化。

1.4 医药行业月涨幅和年涨幅

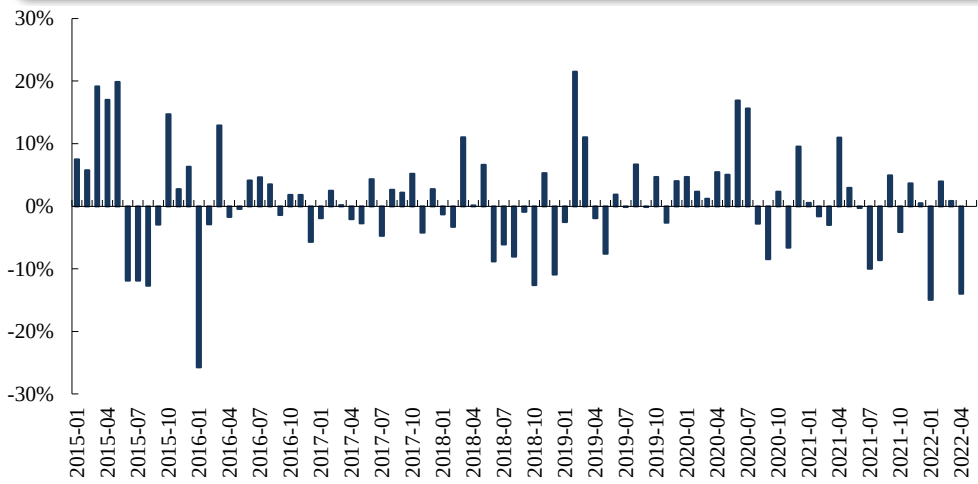
申万医药指数历史走势



申万医药指数年涨跌幅



申万医药指数月涨跌幅

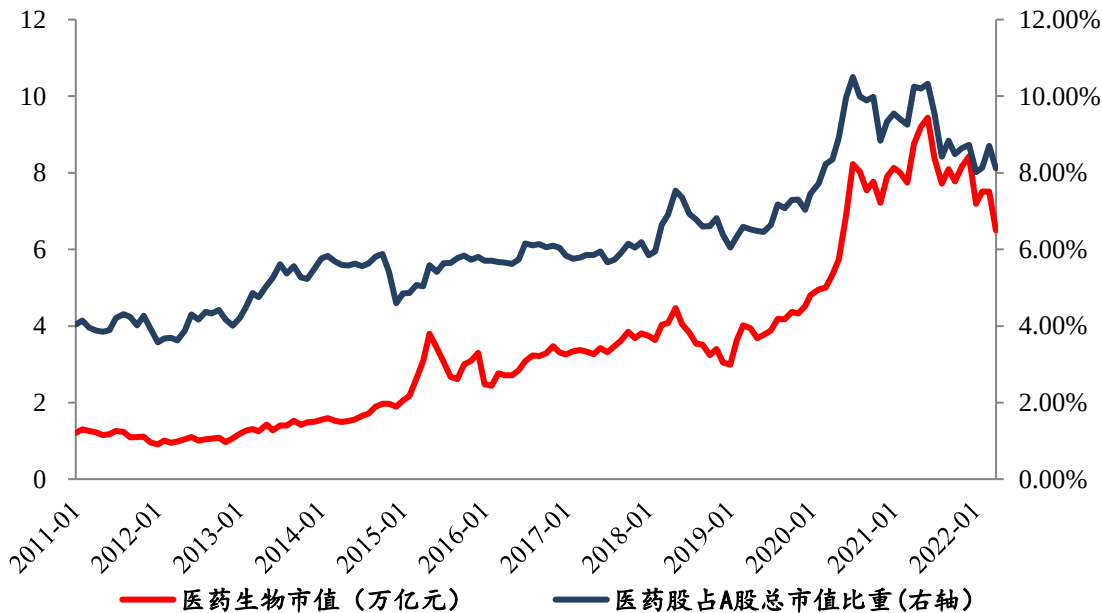


➤ 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021年以及2022年前4个月医药指数涨跌幅均为负值。分月度看，2022年2月和3月医药指数均有小幅回升，4月受到新冠疫情影响，医药指数下跌明显，随着目前全国疫情态势趋稳向好，目前医药板块已具备较高性价比。

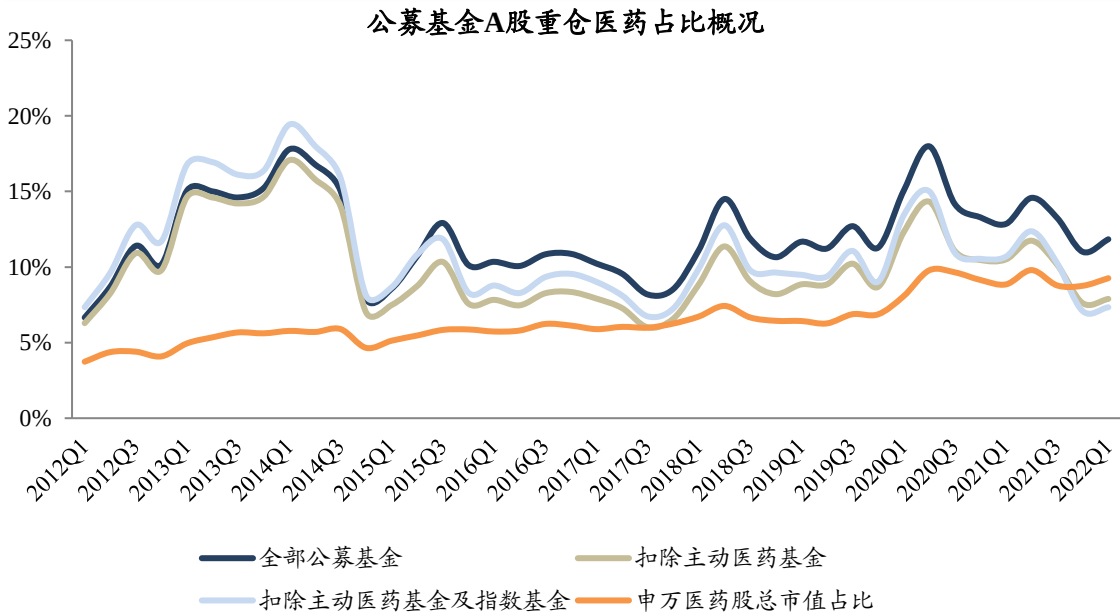
1.5 医药行业占A股市值比重略有回落，公募基金持仓比重环比增加

- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2022年4月30日，医药股总市值约6.50万亿元，占全部A股的市值从2011年的4.1%提升至8.12%，相比2022年3月的8.70%略有回落。
- 2022年一季度公募基金重仓医药行业的比例为11.84%，如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为7.34%，环比增加0.26%，仍远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



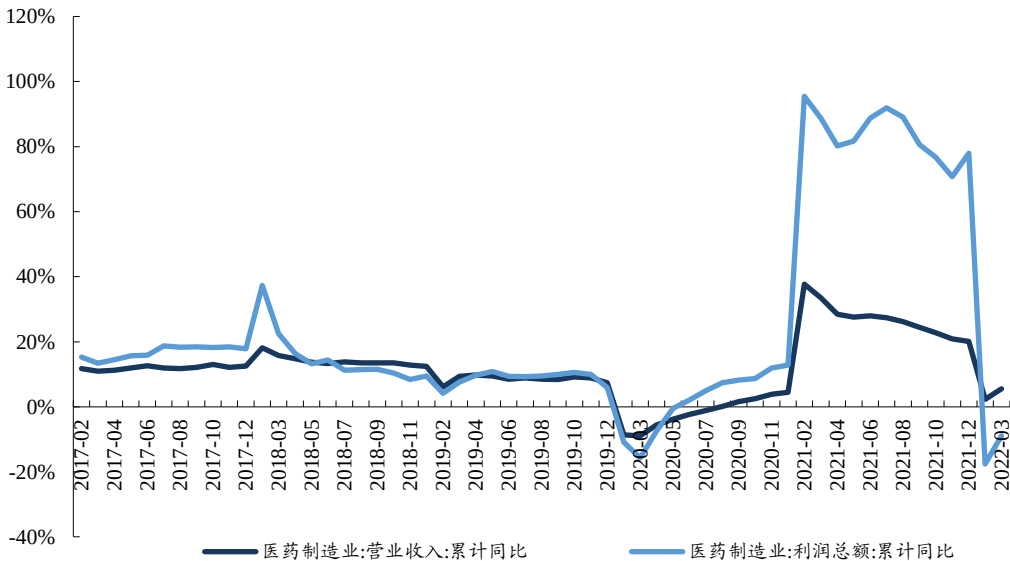
公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置



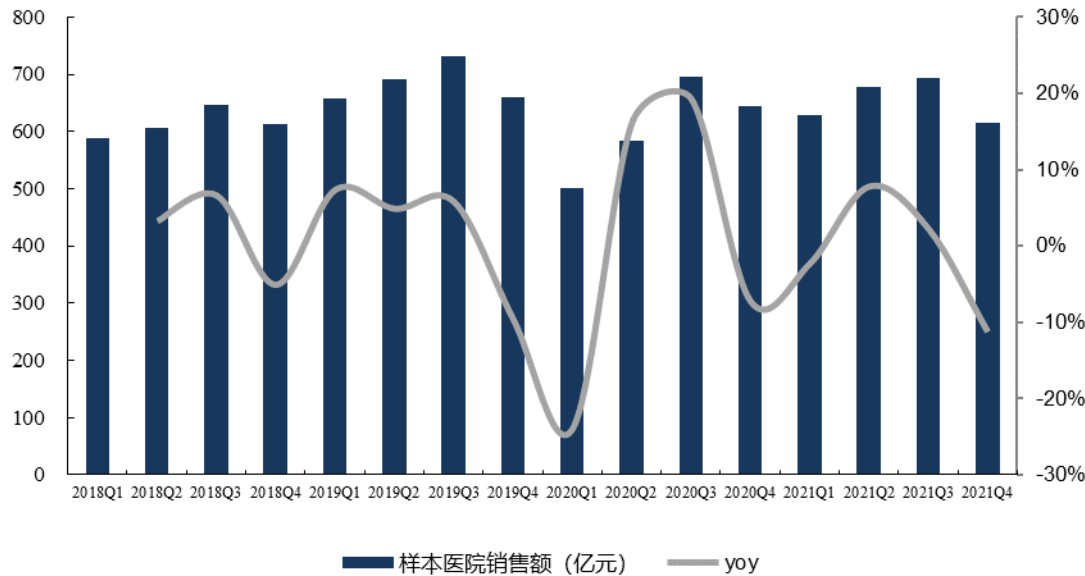
1.6 医药制造业数据2022年明显回落

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：2022年3月我国医药制造业实现营业收入和利润总额分别为6,936.6亿元（+5.5%），1,065.6亿元（-8.9%），可以看到医药制造业增速有所放缓，利润总额出现明显下降。
- 根据医药魔方的样本医院药品数据，2021年整体从疫情中恢复，2021全年样本医院用药金额达2617.2亿元，同比增长8.0%，基本恢复到疫情前水平；2021Q4再次受到国内疫情多点爆发影响，样本医院用药金额达615.4亿元，同比下降11.3%。

我国医药制造业收入及利润累计同比增速



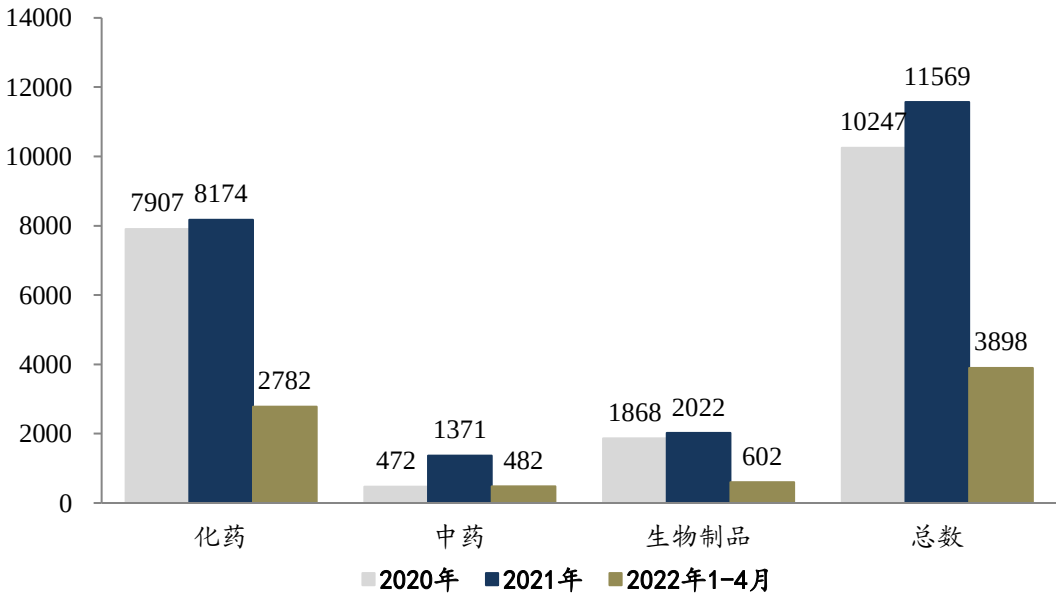
样本医院销售增速情况（按季度，亿元）



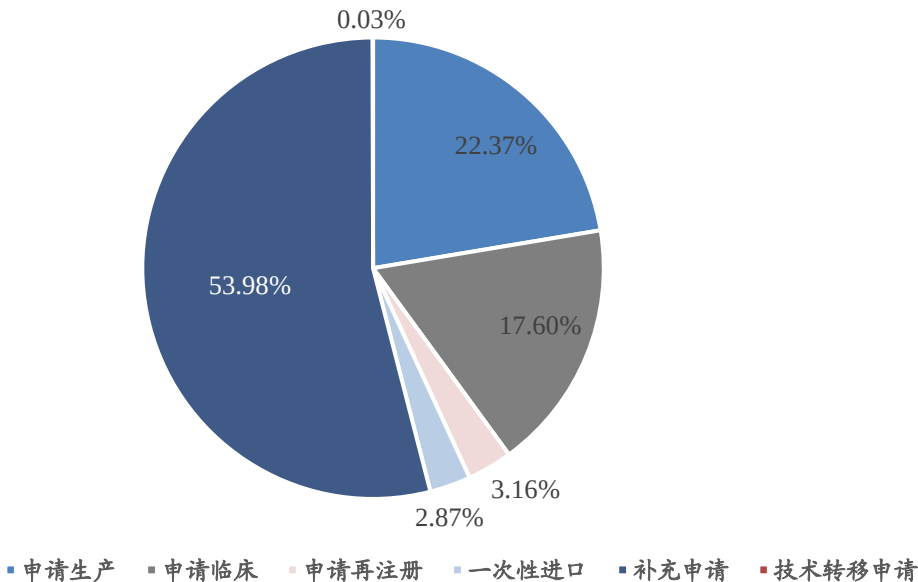
1.7 2021年至2022年4月药物审评情况(CDE)

- 2021年全年CDE审评中心受理11569个受理号，其中化药受理8174个，中药1371个，生物制品2022个。2021年受理数量相比于2020年有明显增加，总量增加1322个，其中中药受理数量大幅增加，相比于2020年增加了899个。2022年1-4月CDE共承办3898个，其中化药受理2782个，中药482个，生物制品602个。
- 2022年1-4月各类申报类型为：补充申请为主，占比53.98%，其次申请生产，占比为22.37%，申请临床占比17.60%。其中，补充申请所占比例与2021年基本持平。

2020年至2022年4月CDE申报受理情况（个）



2022年1-4月CDE申报受理分类占比



1.7 2022年1-4月药物审评情况(CDE)

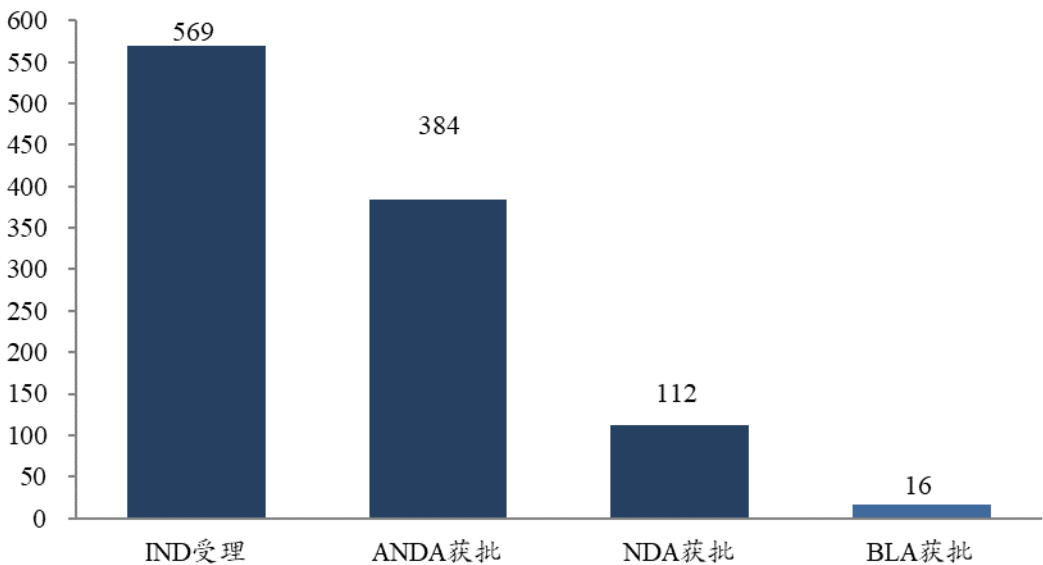
2022年1-4月NMPA批准国产新药

药品通用名	企业名称	批准日期	适应症
奥木替韦单抗	华北制药	2022/1/25	用于狂犬病毒暴露患者的被动免疫
斯鲁利单抗	复宏汉霖	2022/1/26	用于治疗需要定期输注红细胞（RBC）的成人β-地中海贫血患者
SIR-Spheres Y-90树脂微球	远大医药/Sirtex Medical	2022/2/9	用于治疗结直肠癌肝转移
艾伏尼布	基石药业	2022/2/9	用于治疗携带易感IDH1突变的成人复发性或难治性急性髓系白血病（R/R AML）
四价流感病毒裂解疫苗	国光生技	2022/2/9	保护三岁以上的儿童和成人免受流感病毒的侵害。接种疫苗后，免疫系统会在两到三周内产生足够的抗体来保护人体，免受常见流感病毒(A型H1N1， A型H3N2， B型山形株， B型维多利亚株) 的侵害。而此疫苗保护能力可持续6到12个月。
乌帕替尼	艾伯维	2022/2/24	用于适合系统性治疗的成人和12岁及12岁以上青少年中重度特应性皮炎患者
重组新型冠状病毒蛋白疫苗（CHO细胞）	智飞龙科马生物	2022/3/1	用于预防新型冠状病毒感染所致的疾病（COVID-19）
依马利尤单抗	苏庇医药	2022/3/11	用于治疗难治性、复发性或进展性疾病或对常规HLH疗法不耐受的原发性噬血细胞性淋巴组织细胞增多症（HLH）成人 and 儿童（新生儿及以上）患者。
伊奈利珠单抗	阿斯利康	2022/3/11	用于治疗重症肌无力和IgG4相关疾病
雷莫西尤单抗	礼来	2022/3/18	晚期胃或胃食管结合部腺癌二线治疗
度维利塞	石药集团	2022/3/18	用于治疗既往至少经过两次系统治疗的复发或难治性滤泡性淋巴瘤（FL）
重组人乳头瘤病毒二价（16/18型)疫苗(酵母)	泽润生物	2022/3/24	用于预防由HPV16、18型感染引发的宫颈癌及癌前病变等疾病。
布格替尼	武田	2022/3/24	ALK阳性晚期非小细胞肺癌
替戈拉生	罗欣药业	2022/4/8	用于治疗反流性食管炎

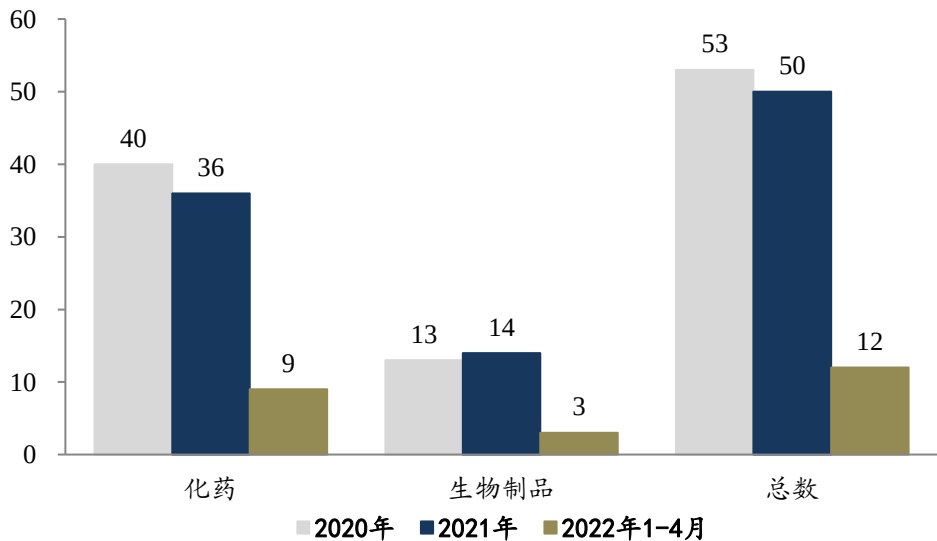
1.8 2021年至2022年4月药物审评情况(FDA)

- 2021年前三季度，FDA共受理569项IND申请，低于2020年同期水平；2021年全美，ANDA获批384项，NDA申请获批112项，BLA申请获批16项。
- 2021全年FDA共批准50款新药，其中包括36款化药，14款生物制品。2022年1-4月，FDA共批准12款新药，其中包括9款化药，3款生物制品。

2021年FDA申报受理情况（个）



2020年至2022年4月年、FDA新药获批情况



1.8 2021年-2022年4月药物审评情况(FDA)

2021年-2022年4月FDA批准新药

药品通用名	企业名称	批准日期	类型	适应症	疾病领域
维利西呱	拜尔/默沙东	2021/1/19	新分子实体	伴有症状的射血分数小于45%的承认慢性心衰	心血管
卡博特韦+利匹韦林	GSK	2021/1/21	新分子实体	HIV-1感染	感染性疾病
伏环孢素	Aurinia Pharma	2021/1/22	新分子实体	狼疮性肾炎	自身免疫性疾病
特泊替尼	德国默克	2021/2/03	新分子实体	METex14跳跃改变非小细胞肺癌	肿瘤
umbralisib	TG	2021/2/05	新分子实体	边缘区淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤	肿瘤
Lisocabtagene maraleucel	BMS	2021/2/05	细胞疗法	大b细胞淋巴瘤	肿瘤
evinacumab	再生元	2021/2/11	单抗	纯合子家族性高胆固醇血症	遗传性疾病
trilaciclib	G1 Therapeutics	2021/2/12	新分子实体	预防小细胞肺癌患者因化疗导致的骨髓抑制	肿瘤
casimersen	Sarepta	2021/2/25	新分子实体	45外显子跳跃突变杜氏肌营养不良症	遗传性疾病
melphalan flufenamide	Oncopeptides	2021/2/26	新分子实体	多发性骨髓瘤	肿瘤
fosdenopterin	Origin Bio.	2021/2/26	新分子实体	降低因A型相辅因子缺乏症	遗传性疾病
serdexmethylphenidate 和 dexamethyohenidate	Kem Pharm	2021/3/02	新分子实体	注意力缺陷多动障碍（ADHD）	神经
tivozanib	Aveo Pharms	2021/3/10	新分子实体	晚期肾细胞癌（RCC）	肿瘤
ponesimod	强生	2021/3/18	新分子实体	复发型多发性硬化症（RMS）	自身免疫性疾病
dasiglucagon	Zealand Pharma	2021/3/22	新分子实体	糖尿病患者严重低血糖症	内分泌代谢

1.8 2021年-2022年4月药物审评情况(FDA)

2021年-2022年4月FDA批准新药

药品通用名	企业名称	批准日期	类型	适应症	疾病领域
idecabtagene vicleucel	BMS	2021/3/26	细胞疗法	多发性骨髓瘤	肿瘤
维洛沙秦	Supernus Pharr	2021/4/02	新分子实体	注意缺陷多动障碍 (ADHD)	神经
屈螺酮和雌四酮(E4)复方制剂	Mayne Pharma	2021/4/15	新分子实体	预防具有生殖潜能女性的怀孕	生殖/泌尿
Dostarlimab	GSK	2021/4/22	单抗	子宫内膜癌	肿瘤
loncastuximab tesirine-lpyl	ADC	2021/4/23	ADC	复发或难治性(r/r)弥漫大B细胞淋巴瘤	肿瘤
Pegcetacoplan	Apellis	2021/5/14	新分子实体	阵发性睡眠性血红蛋白尿	生殖/泌尿
Amivantamab-vmjw	强生	2021/5/21	双抗	EGFR外显子20插入突变NSCLC	肿瘤
Piflufolastat F-18	Progenics	2021/5/26	新分子实体	前列腺癌PET成像	诊断试剂
Sotorasib	安进	2021/5/28	新分子实体	KRAS G12C突变NSCLC	肿瘤
Infigratinib Phosphate	Qed Therap	2021/5/28	新分子实体	携带FGFR2融合或重排的局部晚期或转移性胆管癌	肿瘤
Olanzapine; Samidorphan L-malate	Alkermes Inc	2021/5/28	新分子实体	成人精神分裂症或双相性I型障碍	神经精神
Ibrexafungerp Citrate	Scynexis	2021/6/01	新分子实体	阴道酵母菌感染	感染性疾病
Aducanumab	涪健/卫材	2021/6/07	单抗	阿尔兹海默症	神经
Asparaginase erwinia chrysanthemi(recombinant)-rywn	Jazz	2021/6/30	蛋白质	对大肠杆菌源性天冬酰胺酶过敏的急性淋巴细胞白血病和淋巴细胞淋巴瘤	肿瘤

1.8 2021年-2022年4月药物审评情况(FDA)

2021年-2022年4月FDA批准新药

药品通用名	企业名称	批准日期	类型	适应症	疾病领域
Kerendia	Bayer Hlthcare	2021/07/09	新分子实体	糖尿病肾病	内分泌
Fexinidazole	Sanofi	2021/07/16	新分子实体	人类非洲锥虫病(HAT)	神经
Rezurock	Kadmon Pharms LLC	2021/07/16	新分子实体	慢性移植物抗宿主病(慢性GVHD)	免疫
Bylvay	Albireo	2021/07/20	新分子实体	进行性家族性肝内胆汁淤积(PFIC)	遗传性疾病
Twyneo	Sol-Gel Technologies	2021/07/26	新组合	寻常性痤疮	炎症
Semglee	Mylan Pharms Inc	2021/07/28	BLA	糖尿病	内分泌
Upravi	Actelion	2021/07/29	新剂型	肺动脉高压(PAH, WHO Group I)	心肺血管领域
Micafungin	Teva Pharms Usa Inc	2021/07/30	新配方或新制造商	念珠菌病	感染性疾病
Saphnelo	Astrazeneca Ab	2021/07/30	BLA	系统性红斑狼疮(SLE)	免疫
Nexviazyme	Genzyme corp	2021/08/06	BLA	晚发性庞贝病 (LOPD)	遗传性疾病
Welireg	Merck Sharp Dohme	2021/08/13	新分子实体	希佩尔·林道综合征 (VHL综合征)	遗传性疾病
Jemperli	Glaxosmithkline LLC	2021/08/17	BLA	错配修复缺陷(dMMR) 、子宫内膜癌	肿瘤
Succinylcholine Chloride	Hikma pharms	2021/08/20	新配方或新制造商	全身麻醉	试剂
Bortezomib	Intas pharms USA	2021/08/20	新配方或新制造商	未显示	未显示

1.8 2021年-2022年4月药物审评情况(FDA)

2021年-2022年4月FDA批准新药

药品通用名	企业名称	批准日期	类型	适应症	疾病领域
Korsuva	Cara therapeutics inc	2021/08/23	新分子实体	慢性肾脏病 (CKD-aP) 相关的中度至重度瘙痒症	皮肤
Cyclophosphamide	Auromedics Pharma	2021/08/25	新配方或新制造商	恶性淋巴瘤霍奇金病，卵巢腺癌等多种癌症	肿瘤
Skytrofa	Acendis Pharma Endocrinology DIV A/S	2021/08/25	BLA	因内源性生长激素 (GH) 分泌不足而生长障碍。	内分泌代谢
Vancomycin	Xellia Pharms APS	2021/08/26	新配方或新制造商	败血症；感染性心内膜炎；皮肤和皮肤结构感染	感染性疾病
Loreev Xr	Almatica Pharma, LLC	2021/08/27	新剂型	成人焦虑症	神经
Sitagliptinnda	Zydus Worldwide Dmcc	2021/09/02	新活性成分	成人 2 型糖尿病患者	内分泌代谢
Trudhesa	Impel Neuropharma	2021/09/02	新配方或新制造商	有或无先兆偏头痛	神经
Exkivity	Takeda Pharms USA	2021/09/15	新分子实体	局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC)	肿瘤
Byooviz	Samsung Bioepis Co Ltd	2021/09/17	BLA	新生血管（湿）年龄相关性黄斑变性 (AMD)；视网膜静脉阻塞 (RVO) 后黄斑水肿；近视脉络膜新生血管 (mCNV)	心血管
Tivdak	Seagen	2021/09/20	BLA	复发性或转移性宫颈癌	肿瘤
Opzelura	Incyte Corp	2021/09/21	作为独立 NDA 提交的新适应症	非轻度至中度特应性皮炎	皮肤
Qulipta	Abbvie Inc	2021/09/28	新分子实体	预防成人发作性偏头痛	神经
Livmarli	Mirum Pharma Inc	2021/09/29	新分子实体	Alagille 综合征 (ALGS) 患者的胆汁淤积性瘙痒症	神经

1.8 2021年-2022年4月药物审评情况(FDA)

2021年-2022年4月FDA批准新药

药品通用名	企业名称	批准日期	类型	适应症	疾病领域
Sertraline hydrochloride	Almatica	2021/10/04	新剂型	重度抑郁症；强迫症	神经
Tavneos	Chemocentryx	2021/10/07	新分子实体	患有严重活动性抗中性粒细胞胞浆抗体(ANCA)相关血管炎	心血管
Zimhi	Adamis Pharms Corp	2021/10/15	新配方或新制造商	紧急治疗已知或疑似阿片类药物过量	神经
Seglentis	Esteve	2021/10/15	新组合	治疗需要阿片类镇痛剂且替代治疗不充分的成人急性严重疼痛	神经
Tyrvaya	Oyster Point Pharma	2021/10/15	新剂型	干眼病	眼科
Tascenso Odt	Handa Neuroscience LLC	2021/10/18	新剂型	多发性硬化症	神经
Xipere	Clearside Biomedical, Inc	2021/10/22	新剂型	与葡萄膜炎相关的黄斑水肿	眼科
Susvimo	Genentech Inc	2021/10/22	BLA	新生血管（湿性）年龄相关性黄斑变性	眼科
Vuity	Abbvie Inc	2021/10/28	新配方或新制造商	成人老花眼	眼科
Diltiazem Hydrochloride	Exela Pharma	2021/10/28	新配方或新制造商	临时控制心房颤动或心房扑动中的快速心室率。阵发性室上性心动过速 (PSVT) 快速转换为窦性心律	心血管
Scemblix	Novartis Pharms Corp	2021/10/29	新分子实体	费城染色体阳性慢性粒细胞白血病 (Ph+ CML) 具有T315I 突变的慢性期的Ph+ CML	肿瘤
Besremi	PharmaEsstnia	2021/11/12	新分子实体	用于治疗成年人真性红细胞增多 (PV)	心血管
Voxzogo	BioMarin	2021/11/19	新分子实体	用于治疗儿童软骨发育不全症	遗传性疾病
Livtencity	GSK/Takeda	2021/11/23	新分子实体	移植受者治疗移植后巨细胞病毒 (CMV)感染	感染性疾病
Cytalux	On Target Laboratories	2021/11/29	/	显影剂，帮助外科医生识别卵巢癌病变	诊断
Vyvgart	Argenx 再鼎医药	2021/12/17	新分子实体	适用于乙酰胆碱手提 (AChR) 抗体阳性的成人广泛性重症肌无力 (gMG)	神经

1.8 2021年-2022年4月药物审评情况(FDA)

2021年-2022年4月FDA批准新药					
药品通用名	企业名称	批准日期	类型	适应症	疾病领域
Tezspire	Amgen AstraZeneca	2021/12/17	新生物制品	作为一种附加维持疗法，用于治疗年龄≥12岁的严重哮喘儿科患者和成人患者。	炎症
Leqvio	Novartis Pharms Corp	2021/12/22	siRNA	作为附加疗法用于杂合子家族性胆固醇血症或临床动脉粥样硬化性心血管疾病	心血管
Adbry	Leo Pharma	2021/12/28	新生物制药	用于治疗18岁或以上、疾病无法通过局部处方疗法充分控制或治疗的中重度特应性皮炎成人患者。	皮肤
Quviviq	Idorsia	2022/1/10	新分子实体	用于治疗成人失眠症	神经
Cibinqo	辉瑞	2022/1/14	新分子实体	用于治疗难治的中重度特应性皮炎成人患者	皮肤
Kimmtrak	Immunocore	2022/1/25	新分子实体	用于治疗HLA-A*02:01基因型、转移性或不可切除的葡萄膜黑色素瘤	皮肤
Vabysmo	罗氏	2022/1/28	生物制品	用于治疗湿性年龄相关黄斑变性（wAMD）和糖尿病黄斑水肿（DME）	皮肤、免疫
Enjaymo	Sanofi	2022/2/4	新分子实体	用于治疗冷凝集素病（CAD）	免疫
Pyrukynd	Agios	2022/2/17	新分子实体	丙酮酸激酶缺乏症成人溶血性贫血	免疫
Carvykti	传奇生物	2022/2/28	生物制品	用于治疗复发/难治性多发性骨髓瘤（r/r MM）患者	肿瘤
Opdualag	BMS	2022/3/18	生物制品	用于治疗罹患不可切除或转移性黑色素瘤的成人和儿童（12岁及以上）患者	肿瘤
Ztalmy	Marinus	2022/3/18	新分子实体	用于治疗2岁以上与细胞周期蛋白依赖激酶样5缺乏症（CDD，一种罕见的遗传性癫痫）相关的癫痫发作患者	神经
Pluvicto	诺华	2022/3/23	新分子实体	用于治疗前列腺特异性膜抗原（PSMA）阳性转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）	肿瘤
VIVJOA	Mycovia Pharmaceuticals	2022/4/26	新分子实体	治疗复发性外阴阴道念珠菌病(RVVC)	抗真菌
CAMZYOS	百时美施贵宝	2022/4/28	新分子实体	治疗梗阻性肥厚型心肌病（oHCM）成人患者	遗传性疾病

建议关注Q1和全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测（截至2022. 4.30）

股票代码	公司名称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				2021-2024 CAGR增速		2022年PE
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	营业收入	归母净利润	
300760.SZ	迈瑞医疗	252.70	304.00	366.13	440.00	80.02	96.92	116.74	140.40	20.30%	20.61%	39
603259.SH	药明康德	229.02	391.33	477.42	598.25	50.97	86.33	104.06	132.20	37.72%	37.40%	35
300015.SZ	爱尔眼科	150.01	168.73	210.27	262.56	23.23	29.52	38.44	49.89	20.51%	29.02%	65
600276.SH	恒瑞医药	259.06	263.21	305.61	355.54	45.30	50.96	60.52	71.33	11.13%	16.34%	37
600436.SH	片仔癀	80.22	94.79	111.17	130.05	24.31	29.95	36.26	43.80	17.47%	21.68%	62
300122.SZ	智飞生物	306.52	337.87	432.05	-	102.09	75.51	97.47	-	-	-	20
603392.SH	万泰生物	57.50	63.72	88.01	-	20.21	21.43	33.05	-	-	-	33
300896.SZ	爱美客	14.48	21.65	32.82	47.31	9.58	13.82	20.64	29.61	48.39%	45.67%	81
600196.SH	复星医药	390.05	475.66	545.59	-	47.35	62.77	72.18	-	-	-	18
300759.SZ	康龙化成	74.44	102.60	137.44	179.77	16.61	22.17	30.55	41.67	34.16%	35.88%	45
002821.SZ	凯莱英	46.39	109.69	121.21	150.79	10.69	26.24	29.44	36.70	48.13%	50.86%	27
000661.SZ	长春高新	107.47	139.81	177.03	214.56	37.57	48.58	62.39	77.20	25.92%	27.13%	13
000963.SZ	华东医药	345.63	375.20	410.73	448.60	23.02	28.35	34.81	41.83	9.08%	22.03%	21
601607.SH	上海医药	2,158.24	2,427.31	2,737.52	3,058.50	50.93	59.80	69.83	81.94	12.32%	17.18%	11
1548.HK	金斯瑞生物科技	5.12	7.13	10.07	-	-3.48	-1.55	-1.46	-	-	-	-
300601.SZ	康泰生物	36.52	48.12	69.26	90.86	12.63	14.67	21.64	29.13	35.50%	32.12%	31
600763.SH	通策医疗	27.81	32.64	42.33	52.86	7.03	8.07	10.70	13.74	23.87%	25.03%	51
300363.SZ	博腾股份	31.05	73.15	84.07	103.50	5.24	14.78	15.08	17.74	49.38%	50.16%	27
603456.SH	九洲药业	40.63	53.03	68.44	87.68	6.34	9.07	11.97	15.63	29.23%	35.09%	43
603882.SH	金域医学	119.43	107.05	118.61	-	22.20	16.69	17.80	-	-	-	23

建议关注Q1和全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测（截至2022. 4.30）

股票代码	公司名称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				2021-2024 CAGR增速		2022年PE
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	营业收入	归母净利润	
603127.SH	昭衍新药	15.17	20.96	28.12	36.01	5.57	7.07	9.09	10.84	33.41%	24.82%	54
300832.SZ	新产业	25.45	33.92	43.54	55.46	9.74	13.59	17.98	23.11	29.65%	33.38%	23
300595.SZ	欧普康视	12.95	17.09	22.21	28.09	5.55	7.21	9.21	11.31	29.45%	26.78%	43
688690.SH	纳微科技	4.46	6.93	10.65	15.54	1.88	2.89	4.43	6.45	51.60%	50.82%	101
2252.HK	微创机器人-B	0.02	0.73	5.08	10.37	-5.83	-10.07	-7.66	-5.30	683.02%	-	-
002223.SZ	鱼跃医疗	68.94	69.40	80.70	93.54	14.82	15.50	18.51	22.11	10.71%	14.27%	15
000739.SZ	普洛药业	89.43	102.25	117.35	135.49	9.56	11.28	14.19	18.26	14.85%	24.07%	19
603233.SH	大参林	167.59	205.47	247.27	296.50	7.91	9.79	11.46	13.22	20.95%	18.67%	21
688139.SH	海尔生物	21.26	28.98	37.43	48.27	8.45	5.96	7.91	10.39	31.43%	7.13%	34
002044.SZ	美年健康	91.56	105.14	118.71	132.88	0.64	3.85	4.87	6.07	13.22%	111.68%	50
9995.HK	荣昌生物-B	14.26	8.95	14.83	26.89	2.76	-6.81	-5.20	-0.48	23.54%	-	-
688050.SH	爱博医疗	4.33	6.48	9.36	13.48	1.71	2.48	3.40	4.65	46.02%	39.58%	78
6699.HK	时代天使	12.72	15.07	19.97	26.04	2.86	3.86	5.11	6.55	26.97%	31.81%	49
300558.SZ	贝达药业	22.46	30.35	42.82	57.90	3.83	5.47	7.96	10.34	37.12%	39.24%	33
002901.SZ	大博医疗	19.94	24.85	31.04	38.80	6.73	8.37	10.28	12.46	24.84%	22.79%	17
1951.HK	锦欣生殖	18.39	25.82	31.14	37.09	3.40	5.24	6.41	7.81	26.35%	31.94%	24
688366.SH	昊海生科	17.67	24.80	29.81	35.53	3.52	5.31	6.18	7.10	26.22%	26.35%	26
688617.SH	惠泰医疗	8.29	12.14	16.76	22.41	2.08	3.03	4.16	5.61	39.30%	39.20%	37
603520.SH	司太立	20.00	27.84	35.22	43.59	3.24	5.03	6.87	8.86	29.65%	39.84%	22
301080.SZ	百普赛斯	2.46	3.91	5.62	7.77	1.16	1.77	2.66	3.72	46.72%	47.47%	62

建议关注Q1和全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测（截至2022. 4.30）

股票代码	公司名称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				2021-2024 CAGR增速		2022年PE
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	营业收入	归母净利润	
688131.SH	皓元医药	6.35	9.67	13.36	18.85	1.28	1.91	2.75	3.85	43.72%	44.35%	54
002390.SZ	信邦制药	64.72	71.82	79.83	88.18	2.73	3.18	4.37	5.78	10.86%	28.41%	29
9939.HK	开拓药业-B	0.35	0.61	7.37	-	-8.42	-6.70	-4.78	-	-	-	-
002675.SZ	东诚药业	39.12	40.06	43.76	47.43	1.52	3.78	4.98	6.33	6.63%	60.89%	23
688238.SH	和元生物	2.55	3.68	6.57	-	0.54	0.81	1.23	-	-	-	107
688166.SH	博瑞医药	10.52	13.94	18.14	24.04	2.44	3.24	4.29	5.79	31.72%	33.38%	26
603538.SH	美诺华	12.58	18.28	24.05	30.10	1.43	2.96	4.20	5.59	33.75%	57.53%	24
603987.SH	康德莱	30.97	37.77	45.01	53.39	2.91	3.96	5.13	6.49	19.91%	30.65%	17
688677.SH	海泰新光	3.10	4.96	6.57	8.71	1.18	1.79	2.45	3.29	41.11%	40.75%	37
2160.HK	心通医疗-B	2.01	3.66	5.94	9.45	-1.83	-1.78	-1.48	-0.38	67.58%	-	-
301096.SZ	百诚医药	3.74	6.30	10.14	13.72	1.11	1.95	3.02	4.02	54.23%	53.57%	34
300653.SZ	正海生物	4.00	5.44	8.08	11.12	1.69	2.06	2.89	3.91	40.61%	32.26%	32
2171.HK	科济药业-B	0.00	0.00	0.00	0.79	-10.64	-4.87	-5.75	-6.91	-	-	-
300143.SZ	盈康生命	10.90	16.02	20.32	-	-3.64	2.28	3.03	-	-	-	23
300206.SZ	理邦仪器	16.36	19.93	24.05	28.93	2.31	3.50	4.56	5.87	20.93%	36.46%	14
9996.HK	沛嘉医疗-B	1.37	3.09	5.85	9.99	-5.74	-1.98	-1.37	0.04	93.78%	-	-
300636.SZ	同和药业	5.92	8.02	12.53	15.72	0.81	1.31	2.50	3.29	38.48%	59.55%	32
6855.HK	亚盛医药-B	0.28	2.29	3.44	6.51	-7.82	-7.66	-7.35	-6.88	185.41%	-	-

二、疫情态势趋稳，医疗服务与医美有望实现恢复性增长

◆ 医疗服务

- **老龄化推动医疗需求持续增长，医疗刚需具备长期增长基石。**伴随人口出生率下降、人口死亡率下降、预期寿命提高等，中国老龄化趋势日益加剧，而老龄化显著提升医疗服务需求。卫生健康统计年鉴调查数据显示，2018年中国55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，显著高于55岁以下人群，且65岁以上两周就诊率相对2013年从26.4%提升至2018年的42.6%。尽管疫情导致大部分慢性病患者延迟就医，但医疗是刚需，医疗服务需求只会延迟就医，不会消失。积聚的医疗服务需求及新增需求，将有望在疫情防控恢复正常后得到释放和满足。随着疫情影响的逐步消除和居民收支水平提高，医疗服务行业在短期及中长期均具备扎实的成长逻辑。
- **疫情带来短期影响，疫情发展趋稳向好，医疗服务有望实现恢复性增长。**以医疗需求更具弹性的代表性公司爱尔眼科、通策医疗为例，从公司的季度收入同比增速来看，2020Q1受疫情影响，爱尔眼科、通策医疗收入分别同比下滑26.86%、51.08%，但2020Q3即实现同比增长47.55%、24.49%。从相较于2017年单季度的年均复合增速对比来看，2020Q1公司收入受到疫情影响显著下滑，自2020Q2开始恢复，而后季度收入的增速变化幅度较小，拉长时间维度来看，公司整体业绩依然保持快速稳健增长。以医疗需求更加刚性的肿瘤医疗代表性公司海吉亚为例，公司收入增速在2020H1有所下滑，但2021年公司收入依然保持快速增长。因此我们预期随着防控逐步恢复正常，尤其进入2022Q3消费旺季，医疗服务公司业绩有望实现恢复性增长。

◆ 医美

- **国内医美消费方兴未艾，终端消费规模近两千亿。**根据艾瑞咨询统计与预测，2020年中国医疗美容市场规模约1975亿元，同比增长11.6%，受疫情影响，行业增速略有下降，但将逐步提升。预计2023年市场规模达3115亿元，2019-2023年CAGR为15.2%。我国医美行业整体处于发展初期，医美渗透率相对于发达国家仍有提升空间，随着我国人均收入水平提升与消费升级，医美行业仍将保持高景气度增长。
- **后疫情时代医美消费恢复快速增长，“水光针”新规将为合规持证产品带来增量。**非手术类的轻医美项目由于创伤小、见效快、风险低、单价低，具有更高的市场接受度和复购率，成为2020年最火热的细分领域。2020年初新冠肺炎疫情导致医美行业受到冲击，但随着疫情防控进入常态化，医美消费在集聚效应和新生需求推动下快速复苏。轻医美由于高频和相对低价的特点，复苏势头迅猛，线上医美平台更加促进轻医美消费增长。同时行业医美监管不断加强，例如“水光针”新规已于2022年3月正式发布，医美机构正逐步转向使用正规持证产品，我们认为这将为爱美客、华熙生物等公司产品带来增量空间。而爱美客含营养素的水光产品持证且更加稀缺，有望充分受益。

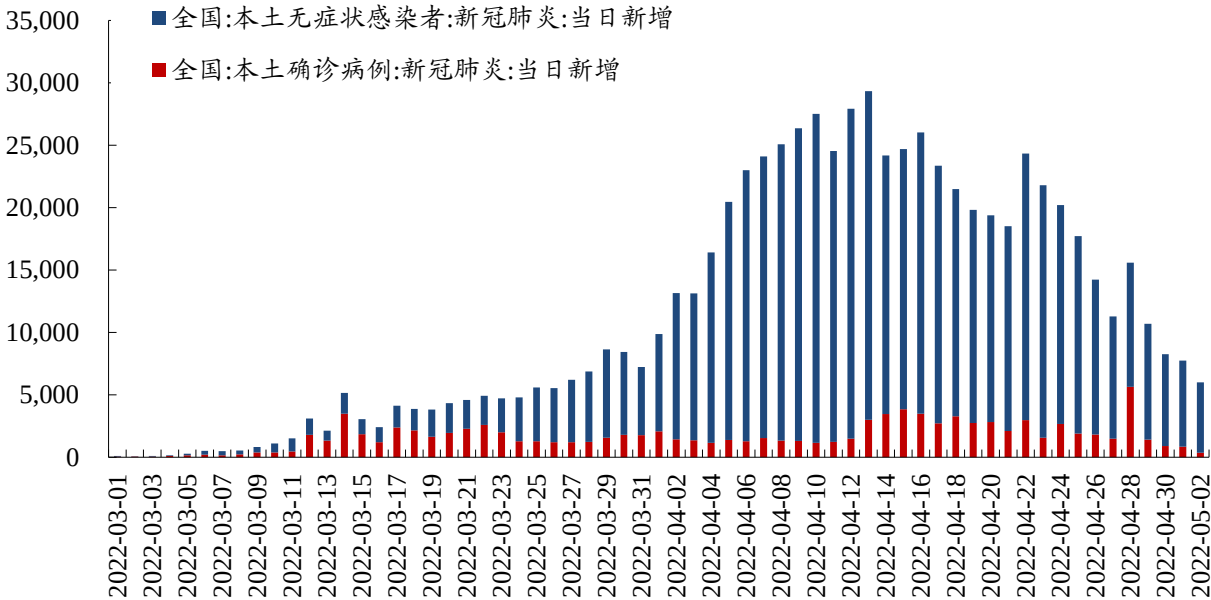
◆ 投资建议：建议关注爱尔眼科、海吉亚、爱美客等。

- ◆ **风险提示：**医院扩张或医院盈利提升不及预期；市场推广不及预期；新产品研发不及预期；市场竞争加剧；新冠疫情反复或加剧的风险；医疗事故风险等。

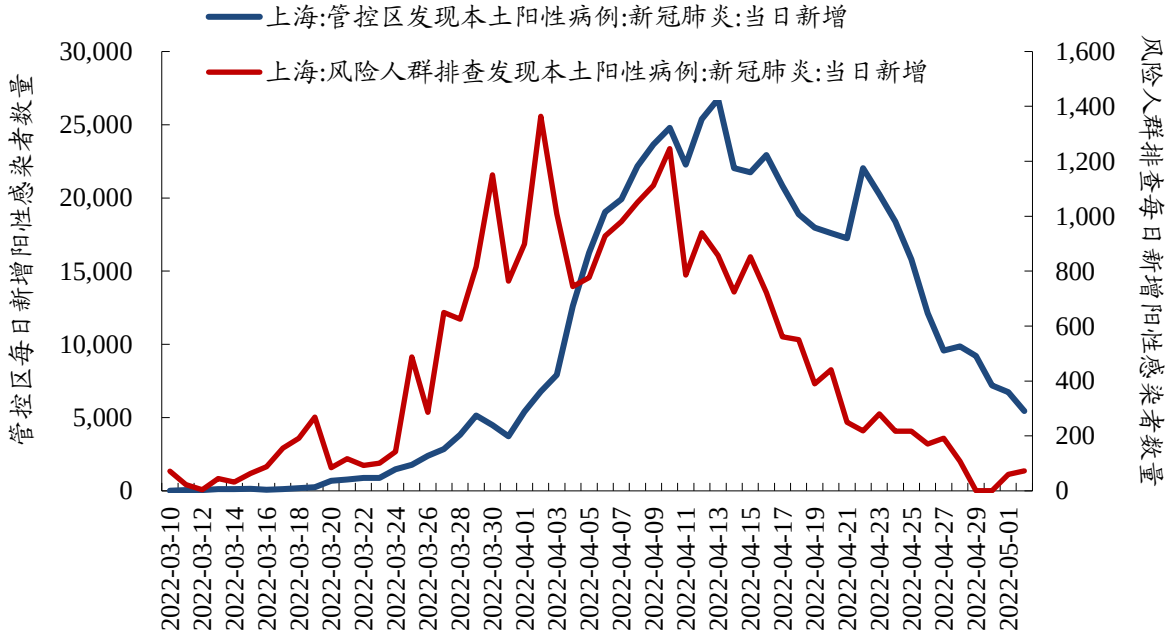
新冠疫情态势趋稳向好，全国本土每日新增阳性感染者显著降低

- **新冠疫情态势趋稳向好，全国本土每日新增阳性感染者显著降低。**2022年3月以来，中国本土新冠感染者显著增多，2022年4月13日当日新增29,317例阳性感染者，达到高峰，随后每日新增阳性感染者数量波动下降，截至2022年5月2日，全国新增6,015例阳性感染者，其中确诊病例368例，无症状感染者5,647例，和高峰时相比显著降低。
- **上海市疫情管控效果明显，部分实现社会面清零。**与全国趋势相同，上海市2022年4月13日当日新增27,605例阳性感染者，达到高峰，随后每日新增阳性感染者数量波动下降，尤其在风险人群排查中阳性感染者数量下降较快，并在2022年4月29日和30日连续两天降为零，部分区域实现了社会面清零。截至2022年5月2日，上海市新增5,514例阳性感染者，其中管控区发现5,441例，风险人群排查发现73例，和高峰时相比显著降低。

2022年3月以来全国本土每日新增新冠肺炎阳性感染者数量



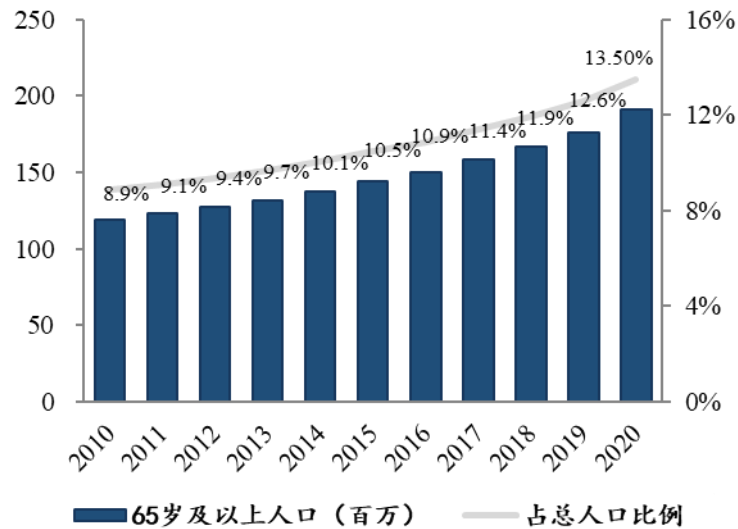
2022年3月以来上海市管控区和社会面每日新增阳性感染者数量



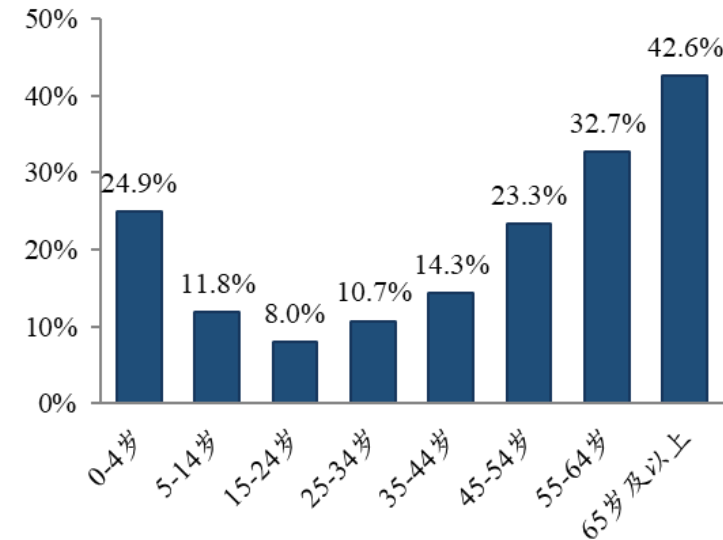
老龄化推动医疗需求持续增长，医疗刚需具备长期增长基石

- **人口结构演变，老龄化趋势加剧。** 中国60岁以上老年人数量从2010年的1.78亿快速增长到2020年的2.6亿人， 占总人口比例从2010年13.3%增长至2020年18.7%；65岁以上老人数量则从2010年的1.19亿增长至2020年1.91亿， 占总人口比例从2010年的8.9%上升至2020年的13.5%。伴随人口出生率下降、人口死亡率下降、预期寿命提高等，中国老龄化趋势日益加剧。
- **老龄化提升医疗服务需求。** 根据《2020年中国卫生健康统计年鉴》，2018年调查地区居民55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，显著高于55岁以下人群，人口老龄化将显著提高医疗服务需求。纵向看，近年来随着国内医疗体系逐步健全和人均收入水平提升，老年人就诊频率显著提升。2018年55-64岁、65岁以上人群两周就诊率明显高于2013年的19.7%和26.4%。
- **慢性病等医疗需求只会延迟、不会消失。** 尽管疫情导致大部分慢性病患者延迟就医，但医疗是刚需，医疗服务需求只会滞后、延迟就医，不会消失。积聚的医疗服务需求及新增需求，将有望在疫情防控恢复正常后得到释放和满足。

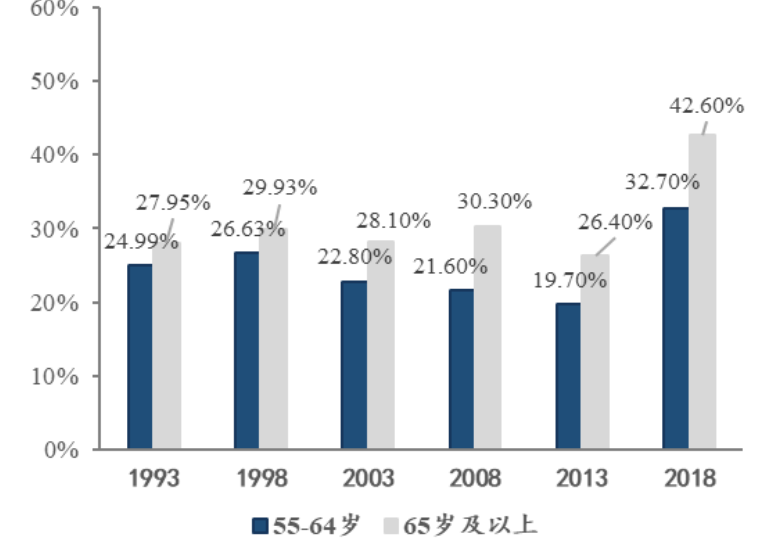
中国65岁老人数量及占总人口比例



2018年中国调查地区居民两周就诊率

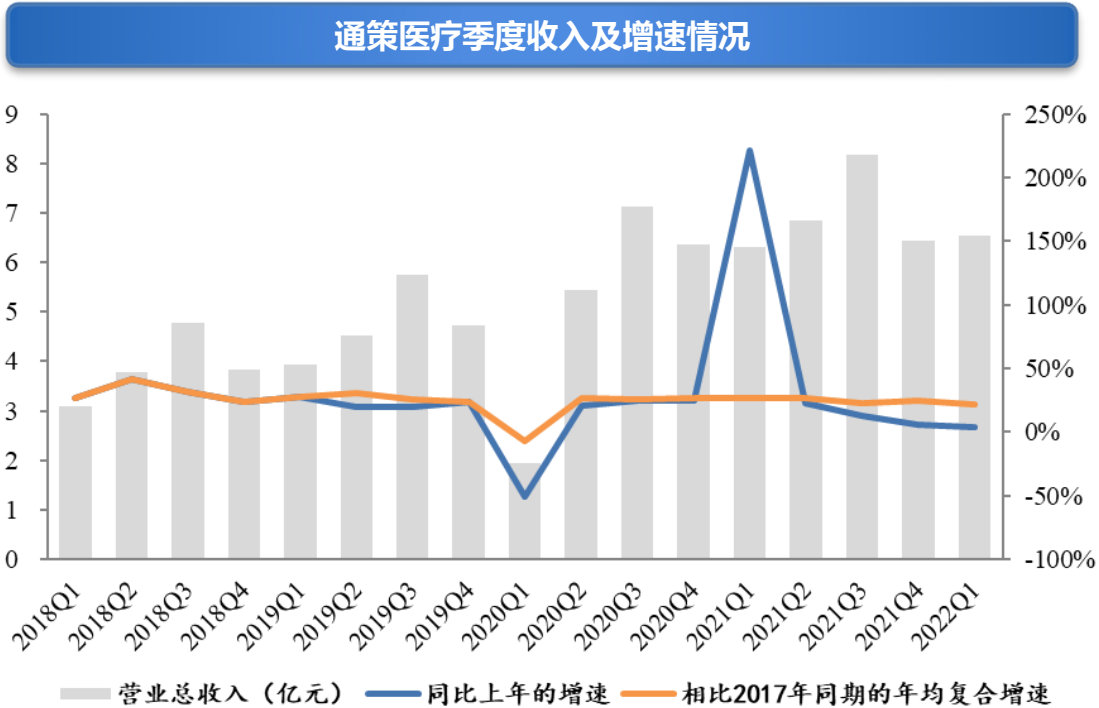
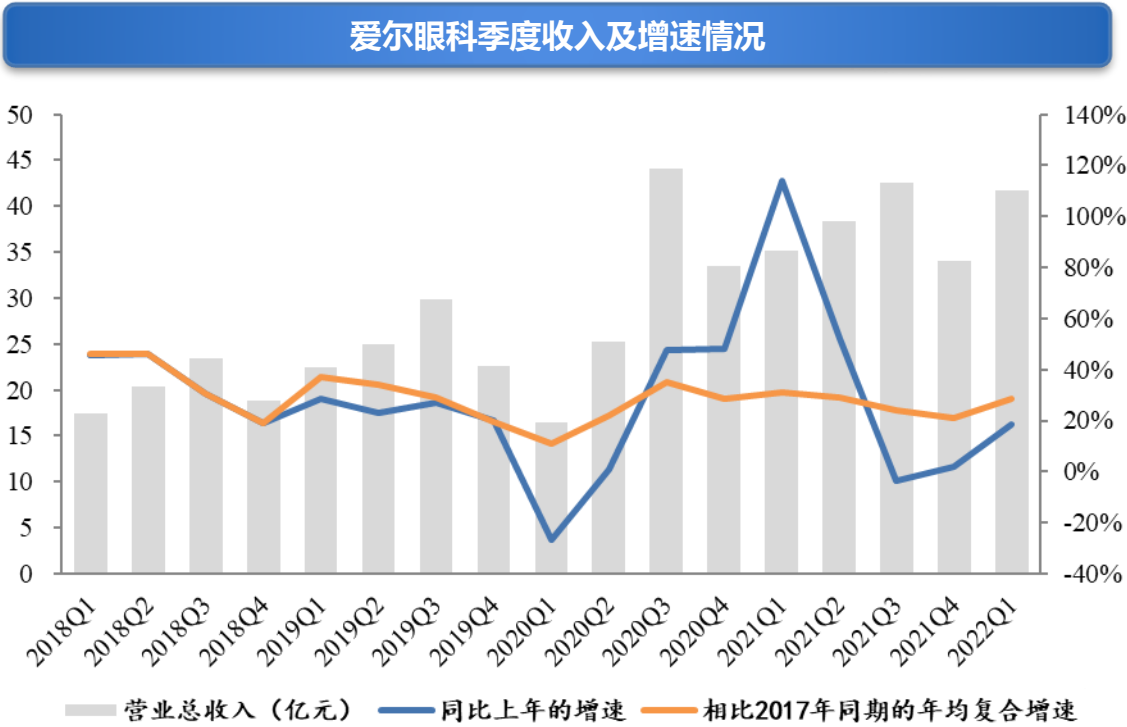


中国调查地区55-64岁和65岁以上人群两周就诊率



疫情发展趋稳向好，医疗服务有望实现恢复性增长

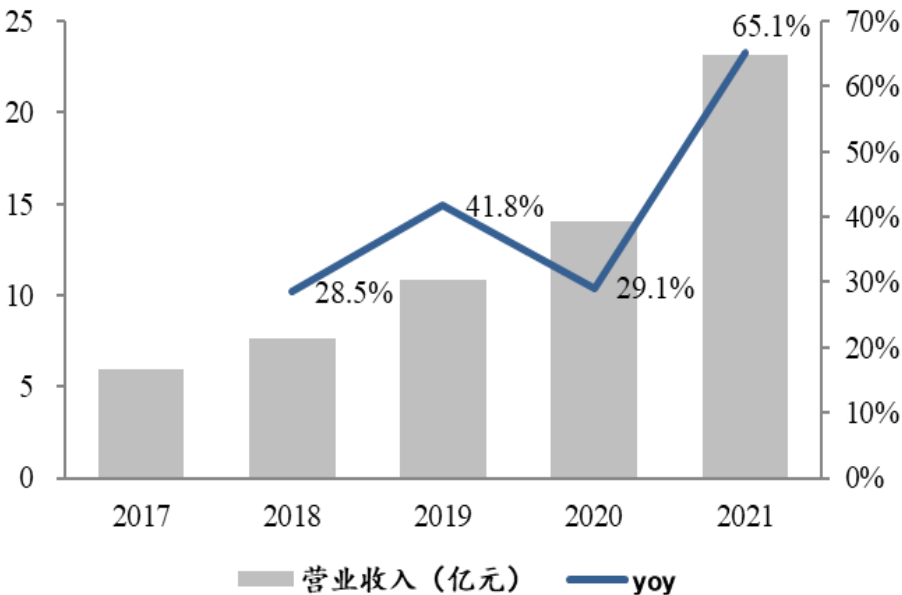
- 近两年经验表明疫情带来短期扰动，但疫情后医疗服务恢复增长情况较好，长时间维度来看，上市公司季度业绩增长波动性降低
- 以医疗需求更具弹性的代表性公司爱尔眼科、通策医疗为例，从公司的季度收入同比增速来看，可见自2020年以来公司季度收入的同比增速变化较大，尤其是2020Q1受疫情影响，公司收入显著下滑，而2020Q3由于延迟就医、叠加需求新增等因素，收入已恢复至大幅增长。2020Q1爱尔眼科、通策医疗收入分别同比下滑26.86%、51.08%，但2020Q3即实现同比增长47.55%、24.49%。2021Q3收入增速由于上年同期高基数略有下滑，但2021Q4、2022Q1环比改善
- 从相较于2017年单季度的年均复合增速对比来看，2020Q1公司收入受到疫情影响显著下滑，自2020Q2开始恢复，而后季度收入的增速变化幅度较小，拉长时间维度来看，公司长期业绩复合增速依然体现稳健较快增长。



疫情发展趋稳向好，医疗服务有望实现恢复性增长

- 近两年经验表明疫情带来短期扰动，但疫情后医疗服务恢复增长情况较好，长时间维度来看，上市公司季度业绩增长波动性降低
- 以医疗需求更加刚性的肿瘤医疗代表性公司海吉亚为例，公司收入增速在2020H1有所下滑，但2021年公司收入依然保持快速增长。
- 从2020-2021各医疗服务上市公司经营关键指标来看，疫情是造成公司短期业绩波动的重要因素，但疫情防控恢复正常后往往实现恢复性增长。
- 2022年来看，Q2公司业绩可能受疫情影响较大，但随着疫情趋于平复、管控放松，尤其眼科等消费医疗在Q3进入旺季，我们预计2022Q3医疗服务客流量及公司业绩有望实现显著恢复性增长。长期来看，随着疫情防控常态化，我们估计医疗服务收入受到疫情影响因素减弱，而序贯疫苗接种、新冠小分子药物等预防和治疗方案，也将进一步减弱疫情导致的公司业绩波动性。在老龄化与消费升级趋势下，医疗服务具备长期增长基石。

2017-2021年海吉亚收入及增速



2020-2021年龙头公司关键指标同比增长率

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2
海吉亚：诊疗人次 同比增速	0.1%	26.28%	67.13%	168.36%
锦欣生殖：IVF周期数 同比增速	-28.1%	-8.35%	36.51%	7.21%
爱尔眼科：门诊人次 同比增速	16.53%	17.92%	81.38%	10.15%
通策医疗：浙江区域 门诊人次同比增速	15.09%	--	57.61%	7.54%

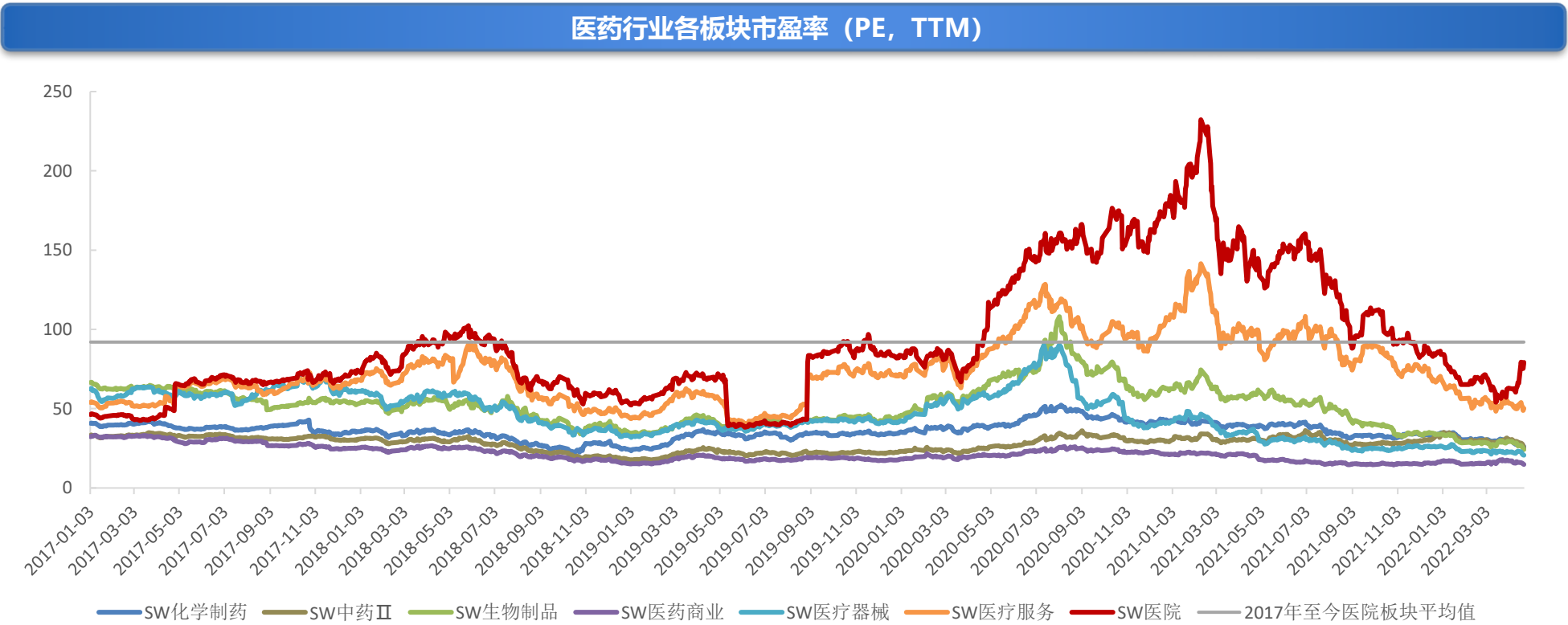
- **鼓励社会办医的政策方向不变。政策与疫情推动，民营医院仍将是多层次、多元化医疗体系的重要和有益补充。**由于2021年民办教培双减政策出台，市场对于“民营医疗的定位、民营医疗的营利性”等仍然存在较大的政策风险担忧，导致医疗服务板块估值大幅下行。首先，我们认为，民营医疗与民办教培有着本质区别，民营医疗从根本出发是解决供给不足的问题，而不是催生附加需求。其次，近十年来国家陆续出台一系列支持社会办医的政策，在放宽准入条件、硬件资源配置、人才引进等诸多方面提供支持，近年来民营医疗也得以快速扩张。最后，从2021年的政策文件来看，国家层面鼓励社会办医的政策方向不变；从十部委联合发布的《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》、人大通过的立法《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》等政策高度来看，支持社会办医是已经奠下基调的发展方向。
- 与此同时，继2021年《深化医疗服务价格改革试点方案》出台之后，各省市陆续发布医疗服务价格调整目录，带来不同程度的医疗服务价格调升；北京市将16项辅助生殖技术项目纳入医保；四川省新增25项康复医疗项目纳入医保等，带来政策边际改善的利好信号。

社会办医相关政策

年度	文件	政策要点
2009	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。提出形成投资主体和方式多样化的办医体制，引导社会资本参与公立医院改制，鼓励社会资本兴办非营利性医疗机构，适度降低公立医疗机构比重。
2010	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	明确鼓励社会资本进入医疗服务领域。放宽社会资本准入限制，鼓励社会资本参与公立医院改制，调整和新增医疗资源优先社会资本，优化社会资本办医环境。
2014	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
2015	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	进一步放宽准入；拓宽投融资渠道；推动医师多点执业；将社会办医纳入医保定点范围等。
2017	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	打造一大批较强服务竞争力的社会办医疗机构，形成若干具有影响力的特色健康服务产业集聚区，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局；2020年，社会力量办医能力明显增强。
2019	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2019.06	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	社会办医是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分，是满足不同人群医疗卫生服务需求并为全社会提供更多医疗服务供给的重要力量。党中央、国务院高度重视发展社会办医，进一步促进社会办医持续健康规范发展。提出：加大政府支持社会办医力度；推进“放管服”，简化准入审批服务；公立医疗机构与社会办医分工合作；优化运营管理服务；完善医疗保险支持政策；完善综合监管体系。
2020.01	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	第四十一条 国家采取多种措施，鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作。社会力量举办的医疗卫生机构在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。社会力量可以选择设立非营利性或者营利性医疗卫生机构。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	积极支持社会办医发展；社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。推进专科联盟和远程医疗协作网发展。支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2021.06	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展。推进医疗联合体建设，社会办医机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021.08	《深化医疗服务价格改革试点方案》	非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策，按照公平合法、诚实信用、质价相符的原则合理定价，纳入医保基金支付的按医保协议管理。

医疗服务板块估值水平合理低位，尤其适合中长期配置

- 长期来看，中国医疗需求持续增长是医疗服务公司业绩持续性、稳健性增长的底层逻辑。老龄化与医疗需求存在直接线性关系，根据中国卫生健康统计年鉴数据显示，55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，显著高于55岁以下人群，且65岁以上两周就诊率相对2013年从26%提升至42%。老龄化趋势加剧推动医疗服务市场需求不断扩大，随着疫情影响的逐步消除和居民收支水平提高，医疗服务行业在短期及中长期均具备扎实的成长逻辑。
- 历史纵向来看，以往医疗服务可持续的高成长受到资本市场的青睐，爱尔眼科、通策医疗等龙头公司享有80-100倍高估值，而此前主要出于政策担忧，医疗服务板块龙头估值已大幅下跌至40-60倍，板块及龙头动态估值进入五年来低位水平。但我们认为随着2021年公立医院扩建、民营医院在医疗体系中变化、种植牙耗材集采及两会后流传文件带来的市场情绪影响，当前政策利空见底。而后续各省市发布医疗服务价格调整等政策有望带来服务价格调增、医保覆盖范围扩面等利好，估值水平有望修复。医药行业板块横向对比来看，医疗服务即使在疫情扰动下仍然体现增长韧性，业绩持续性、稳健性增长理应享受估值溢价，当前板块估值仍具吸引力。
- 我们认为，医疗服务板块经历大幅下跌后，医疗服务板块当前估值已经较为合理，尤其对长期资金、大规模机构投资者具备吸引力。受到医疗服务板块政策底、估值底、需求强化等因素影响，建议从中期布局医疗服务板块，建议关注爱尔眼科、通策医疗、三星医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖、固生堂等。



后疫情时代，医美消费恢复快速增长

■ 国内医美消费市场快速发展，终端消费规模近两千亿

➢ 根据国际整形美容医学会统计，全球医疗美容服务疗程数在2011-2017年的年均复合增长率为8.04%，已进入稳定发展阶段。而国内医疗美容市场正呈现出快速发展的趋势，根据艾瑞咨询统计与预测，2020年中国医疗美容市场规模约1975亿元，同比增长11.6%，受疫情影响，行业增速略有下降，但将逐步提升。预计2023年市场规模达3115亿元，2019-2023年CAGR为15.2%。

■ 非手术类整形有更高的市场接受率，轻医美成为潮流风向，且复购属性强，后疫情时代拉动医美消费增长

➢ 相较于手术类医美项目，非手术类项目主要为注射、激光和超声疗法等，创伤小、见效快、风险低、单价低，尽管有效期短、需要重复消费以维持效果，但仍具有更高的市场接受度和复购率，市场规模增速更快。根据新氧对中国消费者的调查，轻医美消费者的复购率很高，2017年度新氧电商平台人均复购率达 92%，复购频次3-6个月。新氧《2021年医美白皮书》数据显示多疗程消费成常态，人均下单量增长30%，20岁以上群体消费2次或2次以上的超过半数。

➢ 2020年初新冠肺炎疫情导致医美机构大范围的关停，医美行业受到冲击；随着疫情防控进入常态化，医美消费在集聚效应和新生需求推动下快速复苏。由于高频和相对低价的特点，轻医美成为2020年最火热的细分领域，复苏势头迅猛。同时人们线上娱乐学习时间加长，医美线上平台崛起，更加促进非手术类医美消费增长。

中国医疗美容行业市场规模（亿元）及增速

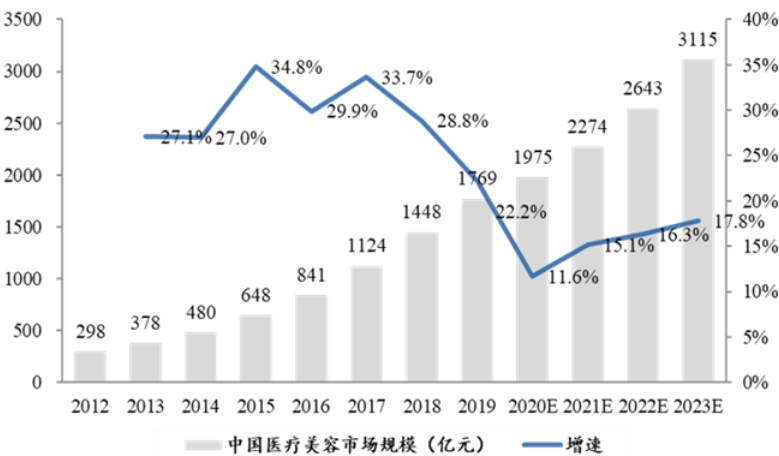
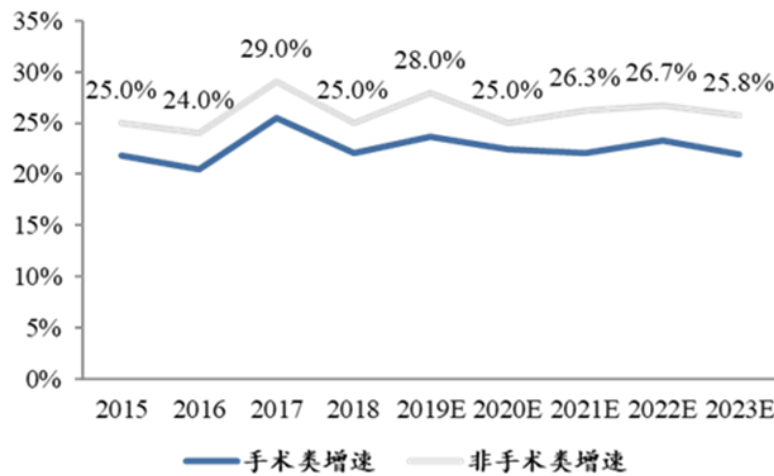
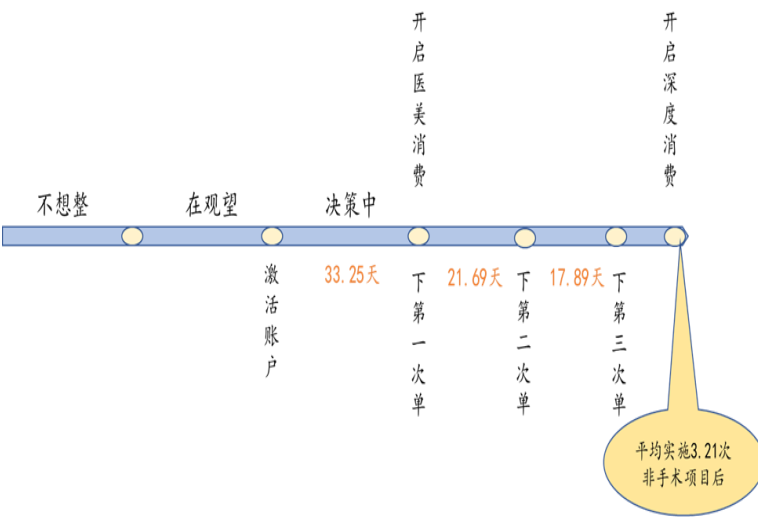


图6：2020-2021年龙头公司关键指标



轻医美复购情况调查

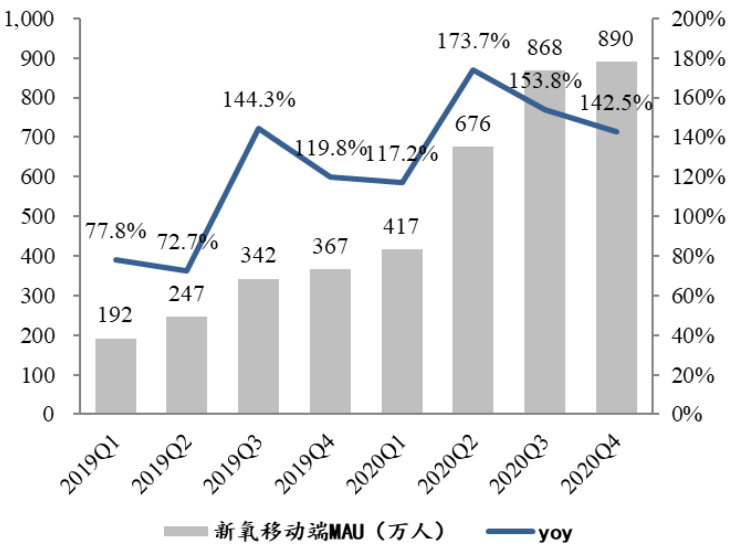


后疫情时代，医美消费恢复快速增长

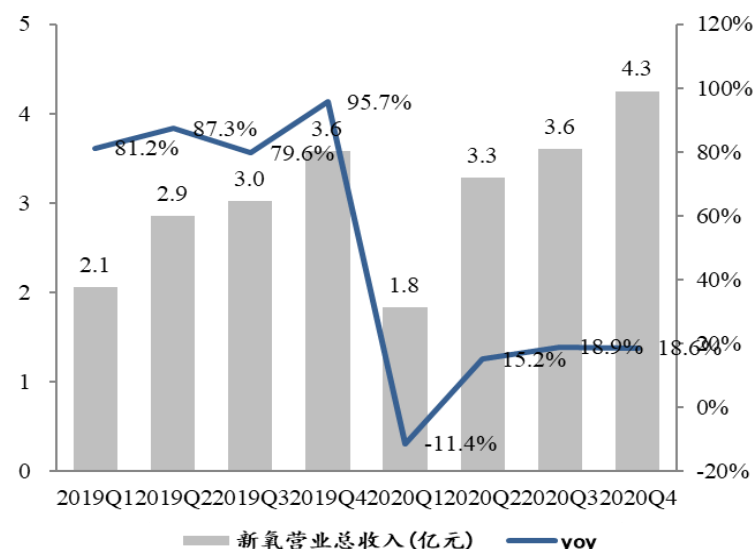
■ “后疫情”时代医美需求快速复苏，轻医美龙头保持高速增长

- 随着2020年初疫情爆发，无论是医美平台如新氧，还是医美上游厂商如爱美客，都受到疫情一定冲击。2020Q1新氧移动端月活数约417万，同比增速放缓，环比仅增长14%；2020Q1新氧营业总收入1.8亿元，同比下滑11.4%。爱美客2020Q1收入仅0.8亿元，为2019Q3以来单季度最低。
- 随着疫情得到控制，医美消费快速复苏。根据新氧判断和估计，截至2020年3月底，线下医美机构复工率已达70%-80%，而客户量有望在6月恢复至上年同期水平。后疫情时代，尤其轻医美项目借助线上咨询、AI诊断等互联网方式，消除信息不对称，促进医美决策和消费。
- 随着疫情防控进入常态化，终端医美消费逐步恢复增长。2020Q2、Q3、Q4，新氧移动端月活数量分别同比增长173.7%、153.8%、142.5%，新氧单季度营业总收入分别同比增长15.2%、18.9%、18.6%，呈现医美消费者数量与线上医美平台收入逐季恢复的态势。而爱美客作为轻医美龙头，2020Q2营业总收入实现环比翻倍增长，并且呈现逐季增长态势，保持高速增长。

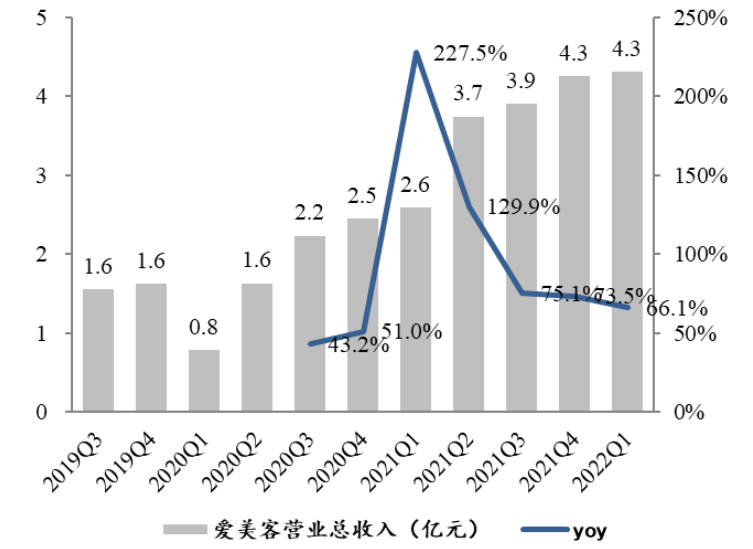
新氧移动端月活数及其增长率



新氧单季度营业总收入及增速



爱美客单季度营业总收入及增速



- **自1994年以来，医美行业各项标准相继推出，不断完善。**1994年，卫生部发布《医疗机构诊疗科目名录》和《医疗机构基本标准》，规定了医疗美容行业及相关机构的基本标准；2002年，卫生部发布《医疗美容服务管理办法》，规定医疗美容机构和医疗美容医师必须具有执业资格；2009年，卫生部发布《医疗美容项目分级管理目录》，同年9月中国整形美容协会成立；2014年，中整协出台了《医疗美容机构评价标准》和《医疗美容机构评价标准实施细则》。2021年，《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准》试行，为医美机构的医疗用房、设备、人员配置设立具体标准等。
- **国家部门整顿医美行动不断，政策监管趋严，引导行业健康发展。**国家相关部门对医美行业乱象进行持续整顿。2011年、2013年，卫生部等部门开展专项整治活动，查处以非专业非正规的形式进入医疗美容诊疗活动的单位和个人。2014年，国家食品药品监管总局开展了注射用透明质酸专项监督检查。2017年5月至2018年4月，国家卫健委等7部门联合部署开展打击非法医疗美容专项行动。2019年，卫健委要求各地对非法医疗美容等突出问题进行回顾抽检与查处。2020年、2021年进一步加强医美综合监管执法与打击非法医疗美容专项整治，尤其在2021提出打击非法医疗的专项活动，强调严格监管和规范医美药械的流通和使用、规范医美广告。

医美行业监管相关政策			
时间	名称	发布单位	主要内容
2010年	“医疗整形美容行业监管工作座谈会 “	卫生部	卫生部马晓伟副部长提出制定《医疗美容行业发展纲要》、完善和落实医疗整形美容行业相关法律法规、发挥行业协会协助政府主管部门的行业监管工作
2011年	《关于开展医疗美容专项整治工作的通知》	卫生部	在全国范围内开展医疗美容专项整治工作，取缔以非专业正规的形式进入医疗美容诊所活动的单位和个人
2012年	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求
2013年	“打击非法行医专项行动”	卫计委等六部门	于2013年10月起在全国范围内开展为期一年的进一步整顿医疗秩序，打击非法行医专项行动，工作任务包括以城市生活美容机构为重点，查处未取得《医疗机构执业许可证》擅自从事医疗美容诊疗活动的单位和个人。
2014年	“注射用透明质酸专项监督检查 “	食药监局	国家食药监局开展了注射用透明质酸专项监督检查，全国累计检查透明质酸钠经营企业21415家，使用单位27463家，互联网经营企业984家。
2017年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫健委等七部门	2017.5-2018.4开展大规模严厉打击非法医疗美容专项行动，根据国家卫生健康委披露，全国公安机关共破获涉医刑事案件、涉药品安全案件1219件，抓获犯罪嫌疑人1899名，捣毁制售假药黑窝点728个，总涉案金额近7亿元。
2018年	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》	国办	到2020年，实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化
2019年	“医美乱象专项整治抽检与查处”	卫健委	要求各地对非法医疗美容等突出问题开展“回头看”，将医疗美容纳入国家监督抽查以及8部门联合开展的医疗乱象专项整治。并公布了2019年医疗美容违法违规十大典型案例，对一批违法违规医美机构进行处罚
2020年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国办	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度
2021.6	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委等八部门	于2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。严格规范医疗美容服务相关药品和医疗器械生产、流通和使用监管，严厉打击生产、经营和使用不符合国家规定的药品、器械等行为。依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为，严厉打击虚假医疗美容类广告、信息以及不正当竞争行为。

医美监管趋严有利于行业健康发展，水光针新规带来持证产品加速放量

- 在2021进一步打击非法医疗美容服务专项整治工作方案之后，国家药监局对于医美药械的合规性提出更高审批要求，央视点评非合规水光针注射风险。2021年5月25日央视报道，多名顾客求美道路艰辛，被售无证水光针，甚至有些消费者因自己注射水光针不当导致了血管栓塞、眼睛失明等悲剧，提示非合规水光针注射风险。根据艾瑞咨询发布的《2020年中国医疗美容行业洞察白皮书》，目前医美市场上流通的针剂正品率仅为33.3%，而水货、假货等非法针剂或擦边球水光注射产品较多，由此较大潜在风险。
- 国家药监局明确“水光针”作为三类器械审批，利好正规持证产品。2022年3月，国家药监局正式发布“关于调整《医疗器械分类目录》部分内容”的公告，明确作为“水光针”主要成分的注射用透明质酸钠溶液按照Ⅲ类医疗器械监管。用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，产品不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分。而目前医美市场上获得三类器械证的水光针产品尚少，以爱美客、华熙生物上市公司的产品为代表。而其中，例如爱美客嗨体、乔活泡泡针这类含营养素的水光针更加稀缺。在政策监管趋严之下，医美机构正逐步转向使用正规持证产品，我们认为这将为爱美客、华熙生物等公司产品带来可观的增量空间。

2021年11月9日，国家药品监督管理局医疗器械标准管理中心发布关于征求《医疗器械分类目录》调整意见的通知，其中进一步明确把水光针分类为Ⅲ类器械来监管。

2022年3月30日，国家药监局发布“关于调整《医疗器械分类目录》部分内容”的公告，

《目录》明确作为“水光针”主要成分的注射用透明质酸钠溶液按照Ⅲ类医疗器械监管。用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，产品不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分。

国内竞争市场上合规的水光产品

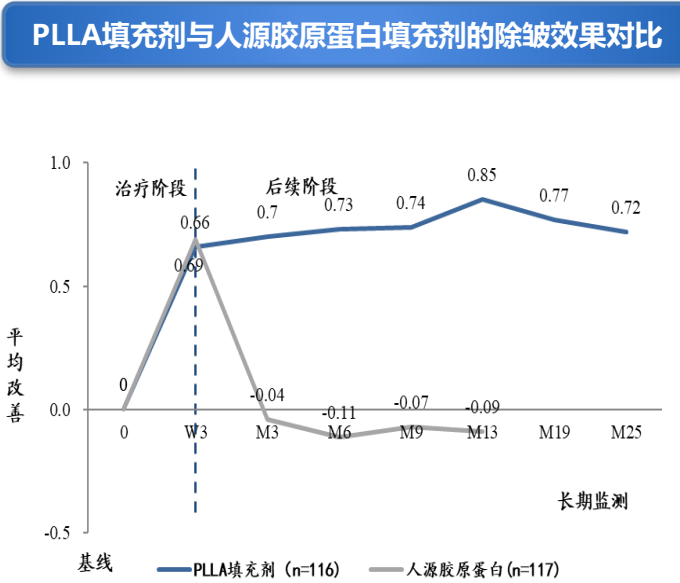
产品	企业名称	成分	作用
润致御龄双子针（逆龄熨纹针）	华熙生物	微交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	平衡补水，微填充静态纹，利多卡因提升舒适感
润致Aqua娃娃针	华熙生物	微交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	刺激I型胶原蛋白、补水亮白、丰盈润弹、皱纹修复
润致水光	华熙生物	透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	4种玻尿酸黄金配比，润致玻尿酸网状结构高效补水，梯度酶解，有效长效储水； - 修复受损细胞，改善肌肤亮度；升级水光补水效果
润百颜 润月雅	华熙生物	透明质酸、氯化钠、磷酸盐	基础保湿补水
乔活泡泡针	爱美客	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2	- 抗糖化：保护蛋白质不被糖基化、清除高级糖基化终末产物AGEs，提升弹性蛋白活性和补充能力 - 抗氧化：捕获和清除自由基，抗皮肤衰老 - 医学隔离膜，恢复皮肤屏障，打造皮肤“嫩紧弹” - 与光电类项目联合使用抗衰、紧致、修复等
嗨体	爱美客	透明质酸钠、L-肌肽、维生素、氨基酸	保湿补水、辅助机体自身成纤维细胞分泌出大量胶原蛋白
瑞兰·唯琨	Q-Med	透明质酸、氯化钠、磷酸二氢钾、磷酸氢二钠	补水保湿、促进胶原蛋白再生、改善皱纹

高端医美消费强劲，再生医学类材料上市销售业绩亮眼

- **再生医学类产品引领胶原蛋白再生潮流。**含聚左旋乳酸（PLLA）微球的填充剂（俗称童颜针），具有刺激胶原蛋白再生作用，达到改善皱纹、改善肤质的效果。此前以国内非三类器械证产品或国外“水货”在大陆市场流通，如国内的瑞博（II类械）、欧倍颜（I类械）等，以及国外的Sculpture（塑然雅/舒颜萃）、DermaVeil（得美颜）、AestheFill（爱塑美）等。含聚己内酯（PCL）微球的CMC填充剂（俗称少女针），具有即刻填充、刺激胶原蛋白再生、除皱抗衰作用，此前也存在“水货”市场。
- **2021年，3款再生医学类产品获批上市。**2021年4月，长春圣博玛生物材料有限公司申请的“聚乳酸面部填充剂”正式获得国家药监局注册审批上市；华东医药全资子公司Sinclair“注射用聚己内酯微球面部填充剂”作为进口器械获得NMPA批准上市，商品名“伊妍士”。2021年6月，爱美客的“含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶”获得NMPA批准上市，商品名“濡白天使”。至此，国内3款再生医学类注射填充材料先后于2021年上市，并于下半年陆续实现商业化上市销售。
- **再生医学类注射填充材料上市推广顺利，销售业绩亮眼。**根据华东医药公告，2021年公司国内伊妍士少女针上市4个月即实现收入1.85亿元，并且销售子公司在正式运营当年即实现盈利；2022Q1，伊妍士少女针销售受3月疫情影响，但一季度仍实现收入1.57亿元，并且展现较好盈利能力。根据爱美客公告，至2022年一季度，濡白天使童颜针医生认证已超过300人，临床使用效果反馈较好。3款再生医学注射填充产品上市初期即体现良好推广效果，我们估计2022Q1上市公司的2款产品伊妍士与濡白天使的销售额有望超2亿医院，上市新产品销售业绩亮眼，前景可期。

玻尿酸/“童颜针”/“少女针”功效对比			
针剂类型	玻尿酸	PLLA填充剂“童颜针”	含PCL填充剂“少女针”
作用机理	填充	刺激胶原蛋白增生	填充+刺激胶原蛋白增生
起效时间	立即填充	短暂肿胀+1-2个月的胶原增生	即时填充+持续胶原蛋白增生
持续时间	6-12个月	1年以上	1-4年及以上
变化	即时填充	逐渐变美	即时填充，越来越美
效果	明显	自然	明显+自然
针对问题	填充轮廓	皮肤改善，紧致提升，回龄	填充轮廓，皮肤改善，紧致提升，回龄

含PCL填充剂与玻尿酸的除皱效果对比						
	6个月（n=34）		9个月（n=32）		12个月（n=30）	
	PCL	NASHA	PCL	NASHA	PCL	NASHA
显著改善	53%	29%	16%	0%	0%	0%
较大改善	32%	35%	25%	0%	20%	0%
改善	9%	29%	56%	56%	33%	10%
总改善	85%	64%	41%	0%	20%	0%
无变化	6%	6%	3%	41%	47%	90%
更差	0%	0%	0%	3%	0%	0%



三、2022年下半年医药行业投资策略及标的

◆ **随着国内外复杂宏观环境，医药板块跟随市场出现明显下跌，但医药板块估值已跌到近十年低点、国内疫情好转，医药板块具备见底条件。**从基本面、估值体系及筹码结构等多因素支持医药板块企稳见底。从基本面看，每年医保基金支出约12-14%增长（2021年医保基金支出增长超过14%）导致行业增长有保障，医药十四五规划相对于十二五，医药产业从民生产业提升至民生、国家安全性战略性产业，医药地位明显上升；从估值上看，医药板块经历近4个季度快速下跌后企稳，其PE（TTM，2022年4月30日，下同）估值约25倍，再次回到2018年底部、也是近十年最低点，尤其是最贵的医疗服务、CXO板块估值40余倍，吸引力明显；从筹码结构看，公募基金对医药持仓也处于近十年低点，扣除主动医药基金和指数基金后当前约7.34%，处于极低配置水平。

◆ **疫情带来短期影响，但疫情发展趋稳向好，医疗服务、医美等有望实现恢复性增长。**医疗服务是受到疫情管控政策影响较大的行业，以医疗需求更具弹性的代表性公司爱尔眼科、通策医疗为例，从公司的季度收入同比增速来看，2020Q1受疫情管控影响，爱尔眼科、通策医疗收入分别同比下滑26.86%、51.08%，但2020Q3国内疫情显著好转，管控政策放松之后即实现同比增长47.55%、24.49%。以医疗需求更加刚性的肿瘤医疗代表性公司海吉亚为例，在2021年国内疫情好转后，公司收入依然保持快速增长。医疗服务市场具备长期增长潜力，由于2021年下半年以及2022年一季度各地爆发疫情的影响，医疗服务标的股价不断下跌，目前的估值水平已极具性价比。而2022年Q2我们预期随着上海疫情的逐步好转，防控政策恢复正常，尤其进入2022Q3消费旺季，医疗服务、医美及医药工业复苏等业绩有望实现恢复性增长。

◆ 具体配置思路

- 医美领域：爱美客、华熙生物、华东医药、昊海生科等；
- 医疗服务领域：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗等；
- 创新药及产业链领域：博腾股份、药明康德、九洲药业、凯莱英等；
- BIOTECH类创新药：诺诚健华、科济药业、荣昌生物、康诺亚、先声药业等；
- 原料药领域：同和药业、普洛药业、司太立、天宇股份等；
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物、万泰生物等；
- 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
- 血制品领域：博雅生物、天坛生物等；
- 医疗器械领域：欧普康视、鱼跃医疗、海泰新光、迈瑞医疗等；
- 中药领域：佐力药业、济川药业、片仔癀等。

◆ **【重点推荐组合】爱尔眼科、海吉亚医疗、爱美客、欧普康视、智飞生物、药明康德、九洲药业、海尔生物**

➢ 风险提示：研发进展或不及预期；集采降价幅度超预期；医保政策进一步严厉；行业竞争加剧风险；境内外疫情反复风险；医疗事故风险等。

投资逻辑

- 我国是全球眼病患者最多的国家，2015-2019年，眼科医疗市场从507亿元增长至1037亿元，年复合增长率达19.6%，预计2020年至2025年保持17.5%的复合增速快速增长。爱尔眼科是眼科医疗服务赛道上的龙头企业，以总收入计算的市占率约10%，龙头市占率遥遥领先于其他竞争对手。
- 公司坚持分级连锁发展模式，实现上下级医院的分工配合与互相协助，并向基层渗透，解决中国眼科医疗资源分布不均的痛点。公司现已形成“科教研一体化”的人才培养体系，在行业内的地位提升的同时，获医能力增强。公司推行医生合伙人制度，通过体外产业基金孵化优质资产，稳步扩张。在全球范围内累计网点达600余家，覆盖中国、欧美以及东南亚，具备全球影响力。
- 大专科赛道的强护城河公司，长期业绩有望持续稳健快速增长。从业务增长角度，近视屈光与视光业务需求旺盛，品牌强化与术式升级等有望推动近视屈光手术量价齐升，视光业务有望在OK镜渗透率提升、离焦镜加大普及等推动下保持快速增长，我们认为未来近视屈光与视光业务有望占比提升至70-80%贡献最主要利润，也将增强公司抗风险能力。从医院增长角度，拆分公司历次并购医院的数据可见，上市公司体内存量医院是最主要的盈利贡献，但新老院利润率同时持续提升，协同驱动业绩稳健较快增长。

盈利预测与投资评级

- 考虑到公司高毛利的屈光与视光业务快速增长带来业务结构优化，上市公司体内存量医院稳健增长与并购医院逐步贡献利润，长期看公司业绩有望保持稳健快速增长。预计2022-2024 年公司归母净利润分别为 29.52/38.44/49.89 亿元，对应当前市值的PE 估值分别为 65/51/40 倍，维持“买入评级”。

风险提示

- 医院扩建或医院盈利提升或不及预期的风险；疫情反复或加剧的风险；医疗事故风险等。

投资逻辑

- **肿瘤医疗市场规模超4千亿，行业市场空间大，持续稳定增长：**我国肿瘤发病率持续提高，肿瘤患者生存率仍有提升空间。肿瘤放疗作为重要的治疗手段，但在国内渗透率很低，随着放疗设备管控逐步放开及肿瘤医院供给端增加，肿瘤医疗及放疗市场将进一步打开。根据弗若斯特沙利文数据，2021年我国肿瘤医疗服务市场规模约4545亿元，预计2025年达7003亿元。2021年我国肿瘤放疗市场规模约505，预计2025年达809亿元；2021-2025年我国肿瘤医疗和放疗服务市场规模CAGR分别为11.4%、12.5%。
- **肿瘤医疗供需错配，低线城市缺口大，海吉亚精准定位下沉市场逻辑走通：**低线城市肿瘤发病率更高，但肿瘤医疗资源匮乏；肿瘤治疗周期长、费用昂贵，经济条件不优渥的患更倾向首诊于一线城市，接续治疗回到原住地，基层市场肿瘤供需缺口大。截至2021年底，海吉亚公司管理及经营12家以肿瘤科为核心的医院，向22家医院合作伙伴的放疗中心提供服务，并于2021年新签27家放疗中心协议。公司通过对下沉市场的精准选址和深度覆盖，解决行业痛点，成为承接公立溢出的有效补充。
- **海吉亚医院标准化扩张模式成熟，精细化管理打造民营医院新标杆。**公司以放疗设备业务起家，后通过自建+收购布局医院网络，凭借自有专利立体定向放疗设备打造垂直一体化服务模式。2017-2021年，公司收入CAGR达40.36%，医院业务收入占比从77.2%提升至92.9%，规模快速扩张。公司拥有标准化管理体系与精细化管理能力，新建医院耗时仅需同规模医院的1/2-1/3，扩张模式具备高度可复制性。公司拥有专利立体定向放疗设备，凭借基层定位与放疗业务形成差异化竞争能力。中长期来看，公司内生增长+外延并购双轮驱动收入规模扩张，医院品牌增强与精细化管理有利于盈利提升。2021年医院单床收入约57.57万元，同比增加24%；加规划中自建与并购的医院床位，公司预计至2023年底可开放床位将超过10000张。

盈利预测与投资评级

- **盈利预测：**根据wind一致预期，预计2022-2024年公司归母净利润分别为5.93/8.11/10.45亿元，对应当前市值的PE分别为32/24/18X。

风险提示

- 医院扩建或医院盈利提升或不及预期的风险；疫情反复或加剧的风险；医疗事故风险等。

投资逻辑

- 国内医美消费方兴未艾，终端消费规模近两千亿。根据艾瑞咨询统计与预测，2020年中国医疗美容市场规模约1975亿元，同比增长11.6%，受疫情影响，行业增速略有下降，但将逐步提升。预计2023年市场规模达3115亿元，2019-2023年CAGR为15.2%。我国医美行业整体处于发展初期，医美渗透率相对于发达国家仍有提升空间，随着我国人均收入水平提升与消费升级，医美行业仍将保持高景气度增长。
- 后疫情时代医美消费恢复快速增长，“水光针”新规将为合规持证产品带来增量。非手术类的轻医美项目由于创伤小、见效快、风险低、单价低，成为2020年最火热的细分领域。2020年初新冠肺炎疫情导致医美行业受到冲击，但随着疫情防控进入常态化，医美消费在集聚效应和新生需求推动下快速复苏。轻医美由于高频和相对低价的特点，复苏势头迅猛，线上医美平台更加促进轻医美消费增长。同时行业医美监管不断加强，例如“水光针”新规已于2022年3月正式发布，医美机构正逐步转向使用正规持证产品，而爱美客含营养素的水光产品持证且更加稀缺，有望充分受益。
- 公司产品矩阵丰富且力争差异化，重点产品嗨体颈纹为机构乐推与客户高复购产品；濡白天使童颜针仍在进院和医生培训阶段已有良好表现，21年上市约5个月我们估计实现销售收入4千万元左右；而嗨体水光针、冬活泡泡针有望在水光针新规下带来加速增长点。2017-2021年，公司营业总收入CAGR约60%，归母净利润CAGR约85%，2021年公司销售毛利率/销售净利率分别为93.70%/66.12%。随着公司上市产品持续放量，在研肉毒素等产品陆续投入市场，公司业绩有望实现持续高速发展增长。

盈利预测与投资评级

- 考虑嗨体持续高增、濡白天使放量，及疫情影响，我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为13.82/20.64/29.61亿元，对应当前市值的PE估值分别为81X/54X/38X。维持“买入”评级。

风险提示

- 医美产品研发或不及预期，医美产品市场推广或不及预期，市场竞争加剧的风险；医疗事故风险；疫情反复加剧风险。

- **一季度业绩超预期，非新冠产品贡献较大业绩增速：**2021年公司实现营业收入306.52亿元，同比增长101.8%；实现归母净利润102.09亿元，同比增长209.2%；实现扣非后归母净利润101.84亿元，同比增长206.5%。2022Q1公司实现营业收入88.41亿元，同比增长125.2%；实现归母净利润19.23亿元，同比增长104.95%；实现扣非归母净利润18.96亿元，同比增长101.15%。业绩超市场预期，其中非新冠产品贡献较大业绩增速。
- **HPV疫苗市场需求强劲，预计2022年将持续高增长：**2021年九价HPV疫苗实现批签发1020.6万支，同比增长101.45%，四价HPV疫苗实现批签发880.3万支，同比增长21.93%。2022Q1九价HPV疫苗实现批签发483万支，同比增长280%，四价HPV疫苗实现批签发211万支，同比增长70%。相对3.5亿适龄人群市场，HPV疫苗渗透率不足6%，市场供小于求，消费者接种四价或九价疫苗的等待时间较长。国产四价、九价疫苗预计要2年后上市，因此2022年和2023年是公司产品销售的黄金年份，预计可能会加大中国区的供给，HPV疫苗在2022年将持续高增长。
- **自主产品管线推进顺利，将逐步兑现：**公司有29个自主研发项目，积极推进EC和微卡的推广、准入工作，预计2022年上半年在国内90%以上省份中标，2022年下半年为公司贡献显著业绩。此外，流感病毒裂解疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗已完成临床试验；15价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、四价脑膜炎结合疫苗等多款产品已经进入三期临床，自主产品管线逐步兑现，有望打开长期成长空间。
- **卫健委启动新冠疫苗序贯加强免疫，重组蛋白疫苗有望为公司贡献显著业绩：**2022年2月19日，国家卫健委启动序贯加强免疫接种，智飞重组蛋白疫苗凭借安全性好、保护效率高等优势具备较大的市场潜力。在海外市场，公司积极推进WHO的认证工作，在乌兹别克斯坦、印尼、厄瓜多尔等地陆续获批，重组新冠疫苗海外出口有望为公司贡献较大业绩。
- ◆ **盈利预测与估值：**考虑到公司研发管线逐步进入收获期，代理产品销售超过我们预期，我们预计2022-2023年归母净利润75.51/97.47亿元，2022-2023年EPS分别为4.72/6.09元，当前市值对应2022-2023年PE分别为20/16倍，维持“买入”评级。由于目前较难预测新冠疫情的走向，估值中未包含重组新冠疫苗部分的市场预测。
- ◆ **风险提示：**临床研发失败的风险；代理业务被取消的风险。

- **一体化端到端新药研发平台漏斗效应明显。**小分子是公司传统优势领域，后端合全药业技术突出，产能不断扩张，前端Hits、DEL等新平台加速下游导流，一体化端到端的平台优势不断凸显。
- **各管线业务均保持快速增长，业绩确定性强。**2022年预计化学业务受益于新冠大订单，预计业务翻倍增长；剔除新冠订单外的常规业务也保持50%的增速；除了DDSU短期受损外，测试、生物等其余业务均将保持30%左右的增速。我们认为，公司是全球CXO龙头之一，各管线业务均保持稳定高速增长，漏斗效应确定，且CRDMO、长尾客户策略效果显现，未来业绩确定性强。
- **新业务不断实现突破，助力公司未来高速发展。**化学业务方面，2021年CRDMO管线新增732个分子，全年共1666个分子，其中商业化42个，III期阶段49个，99个为寡核苷酸和多肽药物项目；测试业务方面，截至2021年底，公司拥有11万平米实验室，预计2023年增至16.5万平米，动物房预计从2021年的450间增长至2023年的750间；生物学业务与化学业务协同效应显著，同时使用WuXi Chemistry与WuXi Biology的客户比例大于70%；细胞基因治疗方面，2021年共有临床前与I期项目53个，II期项目8个，III期项目11个，4个项目即将递交上市申请，有望于2022-2023年迎来商业化CGT CDMO项目，为公司贡献业绩弹性；DDSU业务共有232个项目进行中，其中1个项目处于NDA阶段，3个项目处于临床III期。公司业绩多点开花，未来有望在新兴业务方面继续引领行业，为业绩高增长打下坚实基础。
- **产能释放领先，支撑业绩长期释放。**2021年公司完成常州二期、泰兴、无锡口服和无菌灌装制剂工厂等产能的投产，并完成了常熟工厂的建设，同时加速推进常州三期、泰兴一期、美国特拉华州等设施的建设。2021年在固定资产和在建工程同比增速分别为50%和87%，建工程占到固定资产的比例达到68%。公司产能建设能力和意愿都很强，在CDMO行业2-3年产能偏紧张的大背景下，产能优势对订单的获取优势很明显。
- ◆ **盈利预测与估值：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为391.33/477.42/598.25亿元，同比增速分别为71%/22%/25%，2022-2024年归母净利润分别为86.33/104.06/132.20亿元，同比增速分别为69%/21%/27%，P/E估值分别为35/29/23；公司作为CRO平台化龙头，业绩高确定性，估值性价比凸显，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**产能扩张不及预期，汇兑损益风险等。

- **API+CDMO双线布局，CDMO有望进入国际一线：**CDMO业务的依托公司强大的技术平台能力、充沛的大客户服务经验以及不断扩张的GMP产能实现跨越式成长。CDMO业务方面，诺欣妥、瑞博西尼、格列卫三个重磅产品持续放量，苏州博瑞持续放量，浙江瑞博订单饱满；且长期来看诺华产品线丰富，未来仍有很大合作空间。在诺华的加持下，公司原有生产优势进一步凸显，管理能力提高快，诺华、其他外资、中国 biotech 公司研发管线上加深，D能力提高，有望跻身全球顶尖梯队。
- **CDMO订单饱满，业绩增速快：**公司2021年承接CDMO项目582个（+32.9%），其中III期和上市项目分别为49个（+22.5%）和20个（+25.0%），项目结构持续优化，且漏斗效应初现，导流效应明显；公司2021年助推客户的1个NDA新药项目通过NMPA原料药现场核查，1个NDA项目获批上市。公司2021年营收和归母净利润同比增速分别为53.48%和+66.56%，业绩保持动能强。
- **产能是现阶段CDMO企业的核心之一，公司产能释放节奏优秀：**2021年公司通过内建+并购的模式，加速产能建设：1）新建台州博瑞新基地；2）改造苏州博瑞车间；3）收购Teva杭州工厂，扩充产能的同时深度绑定优质客户。募投的制剂产能四维医药基本完成建设，产能投产在即。
- **重视研发能力建设，加快制剂等新能力推进：**公司2021年研发投入1.88亿元（+65.01%），其中CDMO和制剂研发投入分别为1.01亿（+37.74%）和0.36亿，持续加强连续化、酶催化、氟化学、制剂等公司平台的能力。制剂是公司重点研发领域，公司2021年收购杭州珠联100%股权和南京康川济51%股权，提升小分子创新药能力，加强全流程一站式服务能力。凭借已有的制剂研发平台，截至年报公司已有17个仿制药项目，其中新研发糖尿病产品关联客户欧盟上市；制剂产品AED-02缓释片报批ANDA且向NMPA提交申请；制剂产品T2DM-02获NMPA批准上市。2022年公司也将持续推动多肽等新领域的能力建设和项目获取。
- ◆ **盈利预测与估值：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为53.03/68.44/87.68亿元，同比增速分别为31%/29%/28%，2022-2024年归母净利润分别为9.07/11.97/15.63亿元，同比增速分别为43%/32%/31%，P/E估值分别为43X/33X/25X，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**诺欣妥放量不及预期；原料药价格波动风险；汇率损益风险等

- **从低温存储走向生物安全，业绩进入快速增长期。**公司将业务从传统低温存储扩展至生物安全大市场，业绩迅速增长，2021年营收21.26亿元（+51.63%，括号内为同比增速，下同），归母净利润8.45亿元（+121.82%），2016-2021年复合增长率分别为34.55%，46.98%。其中物联网业务发挥强大动能，2021年营收6.68亿元（+138.11%），营收占比已达31.42%，2018-2021年CAGR高达198.96%，有望继续保持高速增长。
- **各细分领域市占率领先，物联网生态加深护城河。**公司传统低温存储业务具有绝对优势，全球市占率第二，国内各细分场景市占率均为异地，龙头地位稳固。公司样本安全场景营收8.74亿元（+21.78%），其中物联网业务营收1.57亿元（+51.04%）。样本安全作为公司的传统优势业务有望继续保持稳健增长。疫苗安全营收5.03亿元（+102.71%），其中物联网业务营收2.65亿元（+132.18%），2021年相继建成西藏省网及中山市、三明市等城市网，智慧疫苗接种点覆盖到4000个，渗透率仍存较大的进一步提升空间，将长期发挥强大动能；药品及试剂安全营收5.13亿元（+49.26%），其中物联网方案营收2634万元，公共卫生新基建及疫情防控体系的建设有望带来持续的需求；血液安全营收2.28亿元（+266.32%），其中物联网业务营收2.20亿元（+345.57%）。继青岛血液网落地之后，公司相继在湖北、浙江等地推广，同时不断加快细分场景解决方案的创新，公司对其他城市血液中心的自动化改造有望带来更多的城市血液网订单。整体物联网生态加深了公司的护城河，目前较低的渗透率亦存在较大提升空间。
- **海外市场协同发展，持续创业打开发展空间。**公司生物安全柜及新推出的二氧化碳培养箱、离心机等市场培育情况良好，同时持续创业的激励机制有助于不断开拓新业务应用场景，打开成长空间。海外业务方面，2021年营收5.33亿元（+39.34%），其中经销业务营收3.28亿元（+26.05%），项目业务营收2.05亿元（+67.68%）。经销业务方面公司海外经销商总数已超过500家，2021年新增208家，海外品牌影响力持续提升，项目业务方面公司已与20多个国际组织建立合作关系。随着整体解决方案向海外的拓展以及当地化团队建设，国际业务长线发展前景乐观。
- ◆ **盈利预测：**我们预计公司2022-2024年营收分别为28.98/37.43/48.27亿元，同比增长36.3%/29.2%/28.9%，归母净利润为5.96/7.91/10.39亿元，同比增长-29.50%/32.81%/31.35%，对应当前股价PE为34/26/20×，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**1) 业务拓展不及预期；2) 海外项目周期波动；3) 原材料价格上涨；4) 汇兑损益风险。

欧普康视：2022Q1业绩超我们预期，角膜塑形镜业务有望持续增长

- **深耕角膜塑形镜业务，业绩稳健增长：**欧普康视以角膜塑形镜（OK镜）为核心，布局视光终端提供配套验配服务，除核心产品外，产品布局OK镜配套护理液、框架镜，近年来加强一体化布局，提高直销比例，公司竞争力不断增强。2021年公司业绩维持较高增速，公司实现营收12.95亿元（+48.7%，括号内为同比增速，下同），归母净利润5.55亿元（+28.0%），扣非归母净利润4.88亿元（+22.87%），毛利率76.69%（-1.85pct）。分业务来看，角膜塑形镜实现收入6.70亿（+28.5%），普通角膜接触镜业务实现收入0.17亿（-14.0%）；护理产品业务实现收入2.28亿（+47.5%）；医疗收入1.77亿（+180.8%）；普通框架镜及其他业务实现收入1.96亿（+84.4%）；其他业务实现收入0.07亿（+34.5%）。整体硬性角膜接触镜板块销售63.5万片（+35.5%）。
- **一季度疫情影响有限，公司业绩超我们预期：**公司2022Q1实现营业收入3.71亿元（+29.4%），归母净利润1.48亿元（+7.2%），扣非归母净利润1.38亿元（+28.7%），经营活动现金流量净额1.6亿元（+0.65%）。归母净利润增速慢于收入和扣非主要原因：1）上年同期确认闲置资金理财收益约1632万元，银行存款利息收入约43万元，此项收益同比减少约415万元；2）上年同期公司转让子公司股权确认投资收益约2000万，该收益是一次性的，不具有可持续性。
- **积极拓展下游视光终端，公司直销占比提升：**公司近年来通过收购视光终端积极拓展下游，2021年公司新增合作终端300多家，目前已建立合作关系的终端总数超过1400家，其中参股和控股视光终端超过350家，2021年公司直销业务收入8.28亿，毛利率达80.65%，较经销毛利率高11.12pct，直销占比提升至64%，直销业务营收同比增长53.66%。2022年预计拓展不低于100家视光终端，如果增发计划得到实施，公司控股视光终端数量将大幅提升，促进公司业绩持续增长。
- ◆ **盈利预测与估值：**考虑疫情对公司业绩的影响，我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为7.21/9.21/11.31亿元，对应4月26日收盘PE分别为35/28/22倍。维持公司“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**疫情控制不及预期；行业竞争加剧风险；政策风险等。

四、风险提示

➤ 研发进展不及预期风险

如果创新药、医疗器械等新产品研发不及预期，可能造成产品不能及时更新换代，维持市场优势，造成市场份额下降，营收下滑等风险

➤ 集采降价超预期风险

仿制药/械集采影响导致企业为获得市场份额采取超预期降价策略，引起市场销售不及预期；

➤ 医保政策进一步严厉

很多药品、耗材、服务等支出大部分由医保承担，如果医保政策进一步严厉，将导致产品销售或营收不及预期；

➤ 行业竞争加剧风险

由于科学进步和创新技术的迭代导致技术壁垒降低，行业赛道竞争加剧，导致产品销售不及预期；

➤ 境内外疫情反复风险

新冠疫情控制不及预期或常态化管理不及预期，导致境内外疫情反复，影响疫苗等创新药物的销售；

➤ 医疗事故风险

某些医疗产品在临床使用过程中具有发生医疗事故的风险，该风险可能会影响到产品销售等。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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