

医药生物行业

报告日期：2023 年 6 月 26 日

草长莺飞 复苏可期

——医药生物行业 2023 年下半年策略报告

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

行业走势图



研究员

姓名：罗洁

执业证书编号：S0230521030004

邮箱：luoji@hlzqgs.com

电话：0931-4635761

相关阅读

2022.12.28 《医药生物行业 2023 年度策略报告：沉舟侧畔 千帆竞发》

2022.10.12 《医药生物行业 2022 年四季度策略报告：行业发展韧性较强 业绩增速有望回升》

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- 医药生物行业 2022 年增长相对稳定，基本恢复疫情前水平。但 2023 年一季度行业利润端承压，且细分行业表现分化：中药、医药商业、化学制药及医疗服务子行业实现营收及利润双增，中药行业利润增长幅度较大；医疗器械行业营收及利润双降；生物制品则呈现增收不增利。展望 2023 年，疫情防控政策优化后，相关负面影响将逐渐消除，居民生活及经济运行常规化发展，医疗消费有望持续企稳，行业整体将逐步恢复正常增长态势。
- 估值低于 2013 年以来行业中枢。截至 2023 年 5 月 31 日，医药生物行业市盈率（TTM，剔除负值）约 27 倍，较年初有所回升，但低于 2013 年以来行业估值中枢。目前处于行业中游位置。
- 持续关注需求复苏主线。防疫政策优化以后，企业经营活动边际改善，业绩复苏预期变强。虽然一季度行业估值有所修复，但部分企业修复略微滞后，预计上半年结束后相继出现变化或拐点。医药生物行业的核心逻辑是需求持续向好，自 2023 年来，随着国民经济及居民生活逐渐恢复常态，相关消费需求都陆续复苏，如医院就诊量、疫苗（非新冠）接种量及其他相关消费属性子行业；此外，2023 年一季度，中药行业受益于政策面支持业绩和走势均大幅上升，未来政策红利+基药目录调整将成为行业增长动力。而投资者还需持续关注政策面变化，对待相对高估值个股保持谨慎乐观。重点关注个股，华兰疫苗（301207.SZ）、智飞生物（300122.SZ）、国际医学（000516.SZ）、爱尔眼科（300015.SZ）、仁和药业（000650.SZ）、桂林三金（002275.SZ）等。
- 风险提示：行业政策风险、研发进展低于预期风险、原料价格波动风险、竞争加剧风险、估值调整投资风险、其他风险。

目录

1. 2022 年度及 2023 年一季度业绩总结.....	1
2. 行业走势回顾.....	3
2.1 行情走势.....	3
2.2 持仓情况.....	5
2.3 估值水平.....	5
3. 投资方向.....	7
3.1 疫苗.....	7
3.1.1 短期业绩波动复合年均增长率较高.....	8
3.1.2 常规疫苗需求迎来持续恢复.....	8
3.2 诊疗服务及消费医疗.....	12
3.2.1 诊疗需求滞后不改医疗服务刚性需求.....	12
3.2.2 政策支持民营医疗服务机构发展.....	13
3.2.2 近视防控叠加老龄化，眼科服务需求持续增加.....	15
3.3 中药.....	17
3.3.1 政策推动中医药行业高质量发展.....	17
3.3.2 中成药集采提升行业集中度.....	19
3.3.3 关注中药创新药及品牌 OTC 方向.....	20
4. 重点个股分析.....	24
4.1 华兰疫苗.....	24
4.2 智飞生物.....	26
4.3 国际医学.....	27
4.4 爱尔眼科.....	28
4.5 仁和药业.....	30
4.6 桂林三金.....	32
5. 风险提示.....	33
图目录.....	35
表目录.....	36

1. 2022 年度及 2023 年一季度业绩总结

2022 年医药生物行业上市公司实现营业收入 2.48 万亿元，同比增长 9.7%，2019-2021 年营收同比增长速度分别为 13.74%、7.28%、13.43%，目前收入增速相对稳健；实现归母净利润 2004.09 亿元，同比下降 5.85%，2019-2021 年利润增速分别为 -4.56%、45.88%、52.47%，与疫情前水平差距微小。2023 年一季度行业实现营业收入 6372.32 亿元，同比增长 2.43%；实现归母净利润 539.16 亿元，同比下降 27.48%。上市公司业绩增速短期放缓，主要受同期高基数、疫情扰动等因素影响。

图 1：2019-2022 年营业收入（亿元）

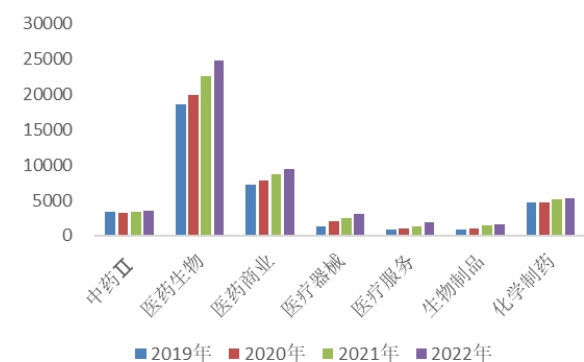
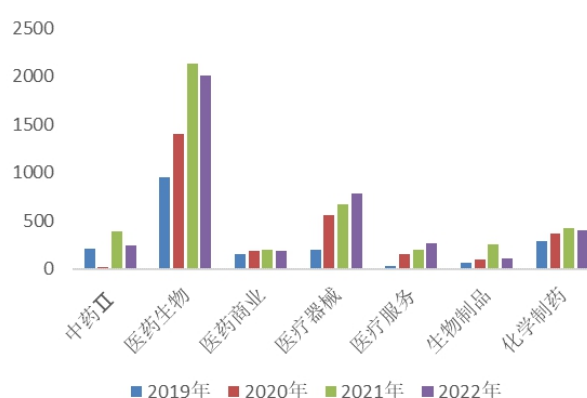


图 2：2019-2022 年归母净利润（亿元）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 3：2019-2023 年 Q1 营业收入（亿元）

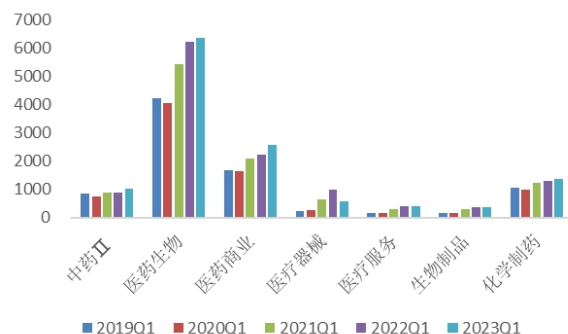
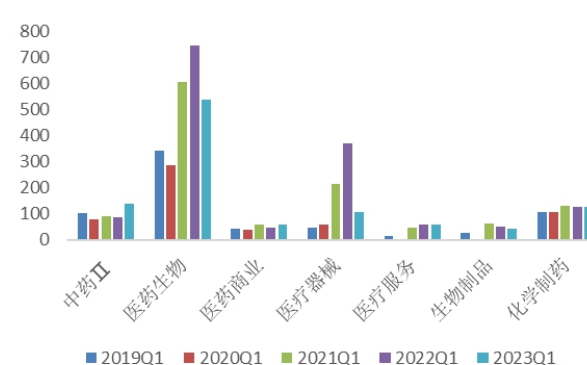


图 4：2019-2023 年 Q1 归母净利润（亿元）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

表 1：2019 年-2022 年医药生物各子行业业绩增速

行业名称	营业收入增速				归母净利润增速			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
医药生物	13.74%	7.28%	13.43%	9.70%	-4.56%	45.88%	52.47%	-5.85%
化学制药	11.86%	-1.28%	10.06%	3.44%	3.21%	25.20%	15.77%	-4.32%
中药 II	8.53%	-4.94%	4.35%	4.22%	-30.42%	-91.77%	2150.43%	-37.38%
生物制品	10.16%	12.17%	42.65%	7.28%	110.66%	42.90%	163.43%	-55.44%
医药商业	17.52%	6.35%	11.36%	8.62%	-2.46%	23.07%	2.29%	-6.56%
医疗器械	16.65%	60.07%	20.50%	21.86%	24.68%	175.79%	18.69%	17.74%
医疗服务	14.48%	23.40%	27.63%	33.12%	-56.99%	491.48%	22.53%	38.35%

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

表 2：2019-2023Q1 医药生物各子行业业绩增速

行业名称	营业收入增速					归母净利润增速				
	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
医药生物	16.90%	-4.01%	34.33%	14.38%	2.43%	11.19%	-15.84%	110.16%	23.26%	-27.48%
化学制药	10.71%	-5.89%	23.80%	5.66%	5.97%	-5.24%	-0.58%	23.13%	-3.14%	2.35%
中药 II	17.01%	-12.44%	16.78%	0.85%	14.54%	5.88%	-25.81%	16.05%	-1.05%	56.00%
生物制品	15.78%	3.46%	62.11%	23.50%	5.59%	87.29%	-83.07%	1358.46%	-20.55%	-17.44%
医药商业	20.20%	-2.58%	26.00%	7.47%	15.47%	10.20%	-4.44%	48.33%	-19.20%	23.25%
医疗器械	24.92%	17.32%	121.58%	55.47%	-42.67%	50.42%	23.19%	267.23%	72.70%	-70.53%
医疗服务	15.73%	-2.51%	78.97%	42.12%	0.60%	19.40%	-90.18%	2986.76%	32.65%	0.76%

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

总体看，医药生物行业 2022 年增长相对稳定，基本恢复疫情前水平。但 2023 年一季度行业利润端承压，且细分行业表现分化：中药、医药商业、化学制药及医疗服务子行业实现营收及利润双增，其中中药行业利润增长幅度较大；医疗器械行业营收及利润双降；生物制品则呈现增收不增利。

展望 2023 全年，疫情防控政策优化后，相关负面影响将逐渐消除，居民生活及经济运行常规化发展，医疗消费有望持续企稳，行业整体将逐步恢复正常增长态势。

2. 行业走势回顾

2.1 行情走势

我国医药生物行业近十年发展当中经历了三个关键时点：首先是**2015年**，国务院发布《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，标志着中国医药创新元年的开启，医药生物行业创新开始进入发展的快车道。其次是**2018年**，为突围欧美国家在生物医药领域的技术垄断、进一步推动生物医药产业从仿制向创新过渡的进程，国务院于2018年11月发布《国家组织药品集中采购试点方案》，通过医保带量采购的方式压缩仿制药的生存空间，扩大创新药的市场。第三是**2020年**，疫情的爆发给相关子行业带来重大发展机遇。同时，国家对行业的进一步标准化和规范化、创新研发能力的提升和产业集聚效应进一步细化，医药生物行业在二级市场经历了三段明显的趋势走势。而2021年《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》发布，行业经历了近两年的调整走势。

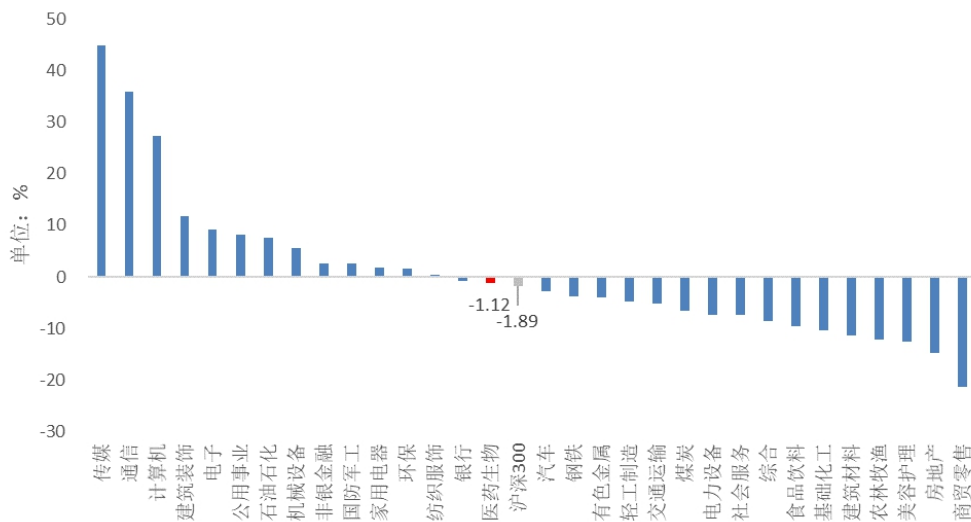
图 5：医药生物叠加沪深 300 走势（2012 年 1 月 1 日-2023 年 5 月 30 日）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2023 年以来，行业整体表现较弱，申万医药生物行业指数下跌 1.12%，在一级行业中排第 15 位，跑赢沪深 300 指数约 0.77%。分季度看，医药生物行业一季度、4-5 月份分别上涨 1.86%和下跌 2.48%。

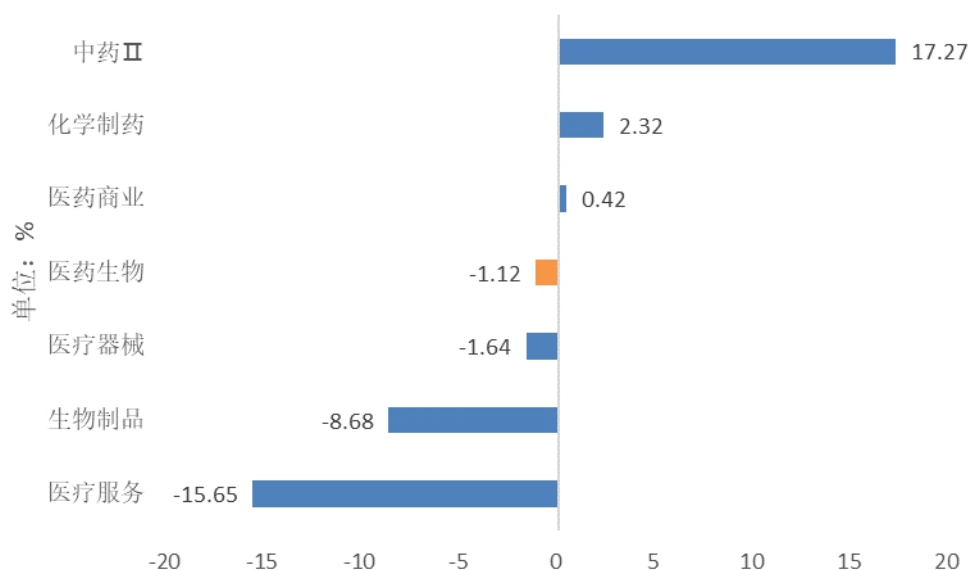
图 6：申万一级行业涨跌幅（2023 年 1 月 1 日-2023 年 5 月 31 日）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

二级子行业中中药行业表现亮眼，涨幅超过 10%。化学制药和医药商业微幅上涨；医疗服务下跌最多（15.65%）

图 7：申万二级行业涨跌幅（2023 年 1 月 1 日-2023 年 5 月 31 日）

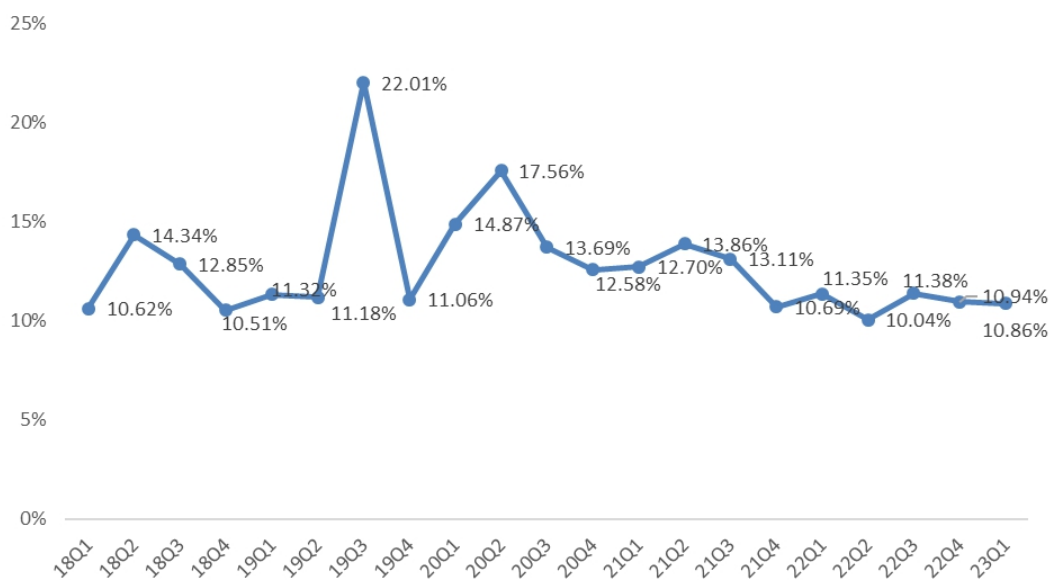


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.2 持仓情况

医药行业基金持仓占比在 2022Q2 触底反弹，继续维持在 11%附近；从医药行业二级分类看，内部分化明显：回升态势明显的有化学制药、中药和医药商业，医疗器械与生物制品整体较为稳定，医疗服务（含 CXO）下滑明显。

图 8：公募基金重仓股持仓水平（医药生物）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

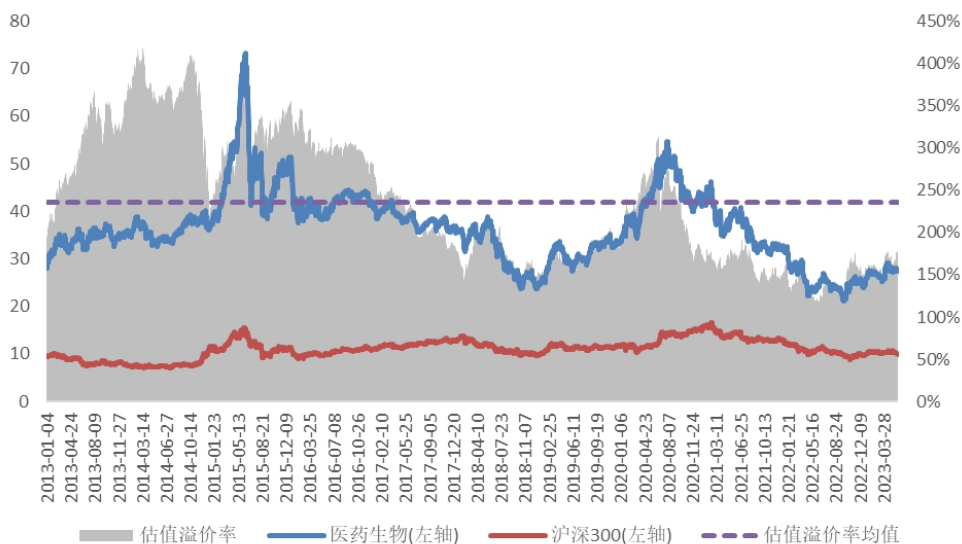
根据同花顺 iFinD 数据，2023 年一季度公募基金医药生物行业重仓个股数 327 支，较 2022 年四季度增加 36 支。从持股基金数量来看，2023Q1 持有基金数最多的前三名股票为：迈瑞医疗（483）、药明康德（390）、恒瑞医药（376）；2022Q4 持有基金数最多的前三名股票为：迈瑞医疗（578）、药明康德（444）、爱尔眼科（321）。

2.3 估值水平

医药生物行业估值在近两年估值出现较大幅度调整。

目前行业估值已经进入相对平稳区域。截至 2023 年 5 月 31 日，医药生物行业市盈率（TTM，剔除负值）约 27 倍，较年初有所回升，但低于 2013 年以来行业估值中枢。目前处于申万一级行业中游位置。

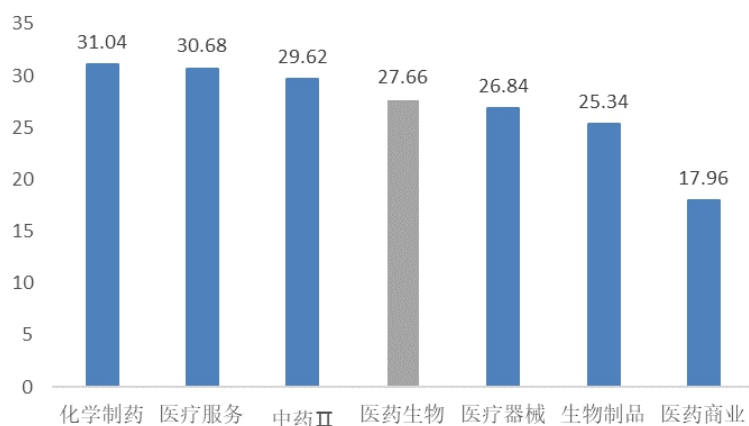
图 9：医药生物行业与沪深 300 市盈率及估值溢价率



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

自 2013 年 1 月以来，采取 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药生物行业历史估值平均为 36 倍，当前估值低于该历史平均水平；此外，如上图（虚线）显示：当前医药生物行业相对于沪深 300 指数的估值溢价率约为 176%，远低于近 10 年溢价率均值 236%。

图 10：二级行业估值水平（2023 年 5 月 31 日）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

二级行业市盈率中，化学制药排名第一，医药商业排名靠后。器械、生物制品均低于行业平均水平。

3. 投资方向

持续关注需求复苏主线。防疫政策优化以后，企业经营活动边际改善，业绩复苏预期变强。虽然一季度行业估值有所修复，但部分企业修复略微滞后，预计上半年结束后相继出现变化或拐点。医药生物行业的核心逻辑是需求持续向好，自 2023 年以来，随着国民经济及居民生活逐渐恢复常态，相关消费需求都陆续复苏，如医院就诊量、疫苗（非新冠）接种量及其他相关消费属性子行业；此外，2023 年一季度，中药行业受益于政策面支持业绩和走势均大幅上升，未来政策红利+基药目录调整将成为行业增长动力。而投资者还需持续关注政策面变化，对待相对高估值个股保持谨慎乐观。

3.1 疫苗

目前居民生活水平和预防意识均提升，使得大家对疫苗的认知度和接受度也在不断提升。经历冬春季流感后，未来秋季流感疫苗的接种意愿有望得到提高。而 2023 年

一季度许多潜在接种者主动或被迫更改或取消了接种计划，如肺炎疫苗、HPV 疫苗、带状疱疹疫苗等。因此，常规疫苗将逐步恢复，中短期内可能迎来业绩和估值修复，相关优质龙头企业值得关注。

3.1.1 短期业绩波动复合年均增长率较高

2020 年以来，新冠疫苗研制如火如荼，由于市场潜力巨大，因此，高预期带来疫苗行业的高估值，2020 年及 2021 年申万 SW 疫苗行业营业收入及归母净利润增速显著提高，2021 年营收同比增长分别为 28.8%、48.28%，归母净利润同比增长分别为 76.61%、75.54%。由于基数较高，2022 年增速均出现下滑。但如果看复合增速，2018-2022 年复合增速仍较好，收入 CAGR 为 24.38%，净利润 CAGR 为 27.52%。

图 11：2018-2022 疫苗板块净利润及增速

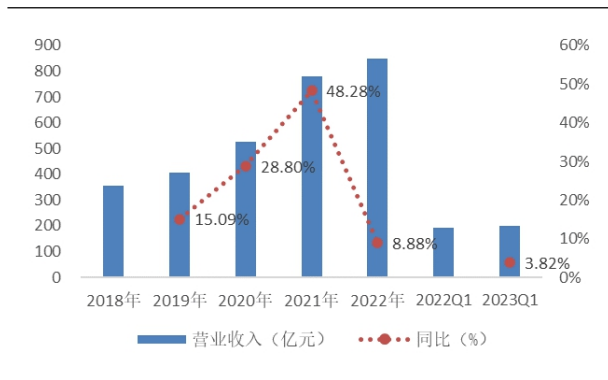
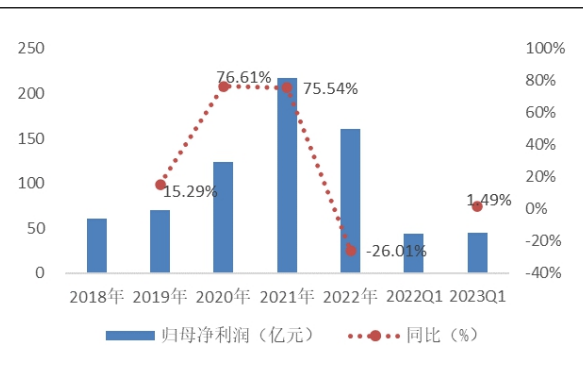


图 12：2018-2022 疫苗行业营业收入及增速



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

3.1.2 常规疫苗需求迎来持续恢复

近年来随着重磅品种陆续在国内获批，国内疫苗市场规模尤其是二类自费疫苗市场规模呈现加速增长。新冠疫苗也促进了整体疫苗行业的研制和创新进度。随着科学技术的进步，疫苗品种不断推陈出新，除新冠疫苗外，全球

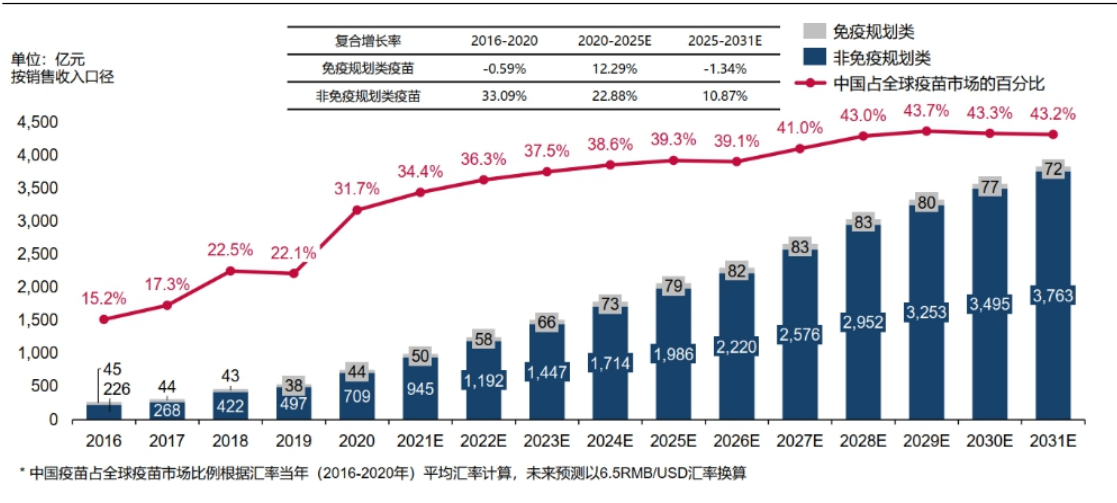
年销售额超十亿美元的多个重磅品种（13 价肺炎疫苗、HPV 疫苗、重组带状疱疹疫苗等）均为 2006 年以来获批的创新品种。此外，多价多联疫苗由于接种次数少、防疫效果好等优势成为未来创新研发的重要方向。《健康中国行动 2023 年工作要点》提出，将继续开展疫情防控和疫苗接种等健康科普，进一步促进疫苗行业的发展。而新冠疫苗的创新研制思路，促使国家加强对疫苗行业的支持，将预防、控制重大疾病的疫苗研制、生产和储备纳入当前应对疫情的保障措施。

表 3：全球前十大疫苗销售情况（不含新冠疫苗）单位：亿美元

排名	疫苗名称	厂商	适应症	2019	2020	2021
1	Gardasil/Gardasil9	默沙东	由人乳头瘤病毒（HPV）引起的宫颈癌、外阴癌、阴道癌、肛门癌、口咽癌和其他头颈癌	37.4	39.4	56.7
2	Prevnar 系列	辉瑞	肺炎球菌感染	58.5	58.5	52.7
3	Vaxigrip, Fluzone (Influenza vaccine)	赛诺非	流感	21.2	28.2	31.1
4	Pentacel/Pentaxim (Polio/Pertussis/Hib)	赛诺非	白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌引起的侵入性感染（如脑膜炎、败血症、蜂窝织炎、关节炎、会厌炎等）	21.8	24.1	25.5
5	Shingrix/欣安立适	葛兰素史克	带状疱疹	23.1	25.5	23.7
6	ProQuad、M-M-R II 及 Varivax	默沙东	麻疹、腮腺炎、风疹和水痘（MMRV）	22.8	18.8	21.4
7	Pneumovax23	默沙东	肺炎球菌感染	9.3	10.9	8.9
8	Fluarix, FluLaval	葛兰素史克	流感	6.9	9.5	9.3
9	Bexsero	葛兰素史克	B 群脑膜炎球菌感染	8.7	8.4	8.9
10	Infanrix/Pediarix	葛兰素史克	白喉、百日咳、破伤风	9.4	8.1	7.5

数据来源：康希诺年报，华龙证券研究所

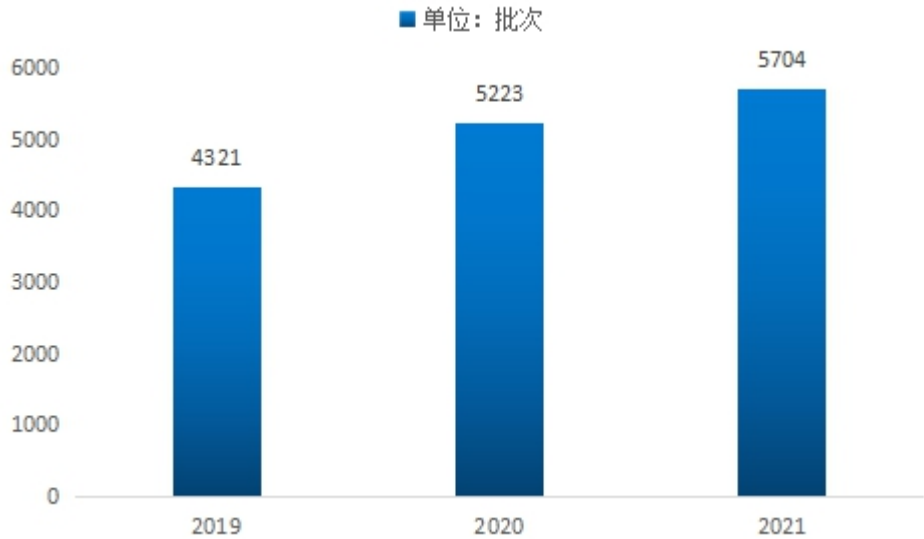
图 13：我国疫苗市场规模（单位：亿元）按销售收入口径



数据来源：康希诺年报，华龙证券研究所

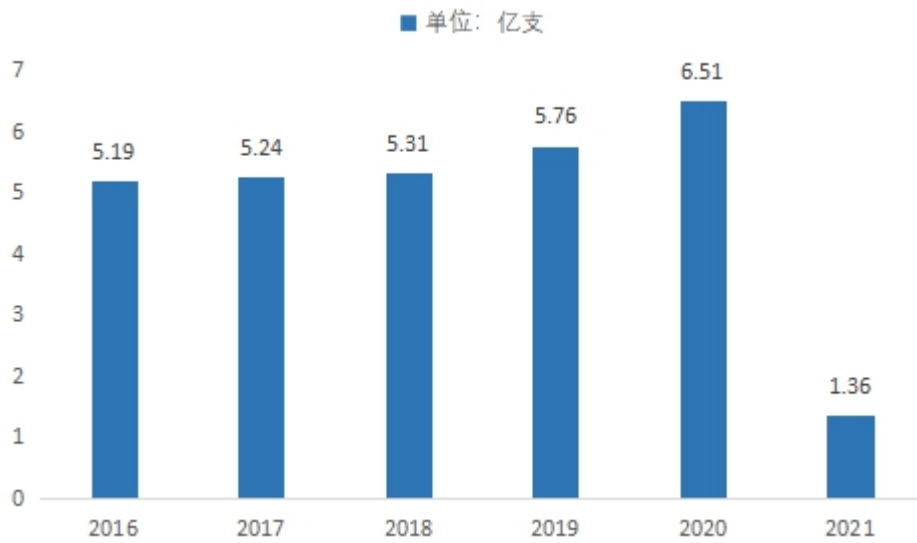
2021 年中国疫苗行业总计实现批签发 5704 批次，较去年同期增长 9.2%，较 2019 年增长 32%。近几年，中国疫苗批签发量总体维持在 5 亿支。但 2021 年中国疫苗批签发量出现历史性下降，2021 年中国疫苗批签发量为 1.36 亿支，同比下降 5.15%。

图 14：2019-2021 年中国疫苗批签发批次变化



数据来源：中检院，华龙证券研究所

图 15：2016-2021 年中国疫苗批签发量变化



数据来源：中检院，华龙证券研究所

我国 HPV 疫苗总批签发量呈现明显上升态势，2017-2021 年累计批签发量从 146 万支增至 6739 万支，年复合增长率为 160.65%。2021 年，双价 HPV 疫苗合计实现批签发 181 批次，同比增长 269%；九价 HPV 疫苗实现批签发 44 批次，同比增长 83%；我国狂犬疫苗 2019 年批签发量为 5883.22 万瓶，较 2018 年同期下降 7%；批签发量下滑主要与行业事件导致长生生物停产及行业监管趋严有关。2021 年中国狂犬疫苗批签发量 1999.79 万瓶，同比下降 74.6%；新冠疫情爆发之后，民众接种流感疫苗的意识进一步提升。从批签发数量来看，2022 年行业内批签发量约为 7300 万支，其中四价流感疫苗占比约在 7 成左右，与 2021 年整体趋势类似。

2022 年以来受疫情防控等原因影响，常规疫苗接种需求不同程度被取消或者推后。随着疫情影响逐渐退去，常规疫苗品种批签发有望迎来恢复性增长。疫苗板块经历了较长时间下跌调整，目前整体估值已处于合理区间。未来接种意愿较高、市场认知度充分的品种值得关注。此外，

随着 2023 年春季流感病毒爆发、及新冠期间大众健康意识的提升，流感疫苗的需求有望提升。

长期看，疫苗行业内在驱动力也在于创新的生物科技，如 mRNA 疫苗、重组蛋白疫苗以及新型佐剂值得长期关注。重点关注个股：百克生物、华兰疫苗、智飞生物、沃森生物、万泰生物等。

3.2 诊疗服务及消费医疗

此前由于受到疫情影响，患者入院需求受限，诊疗服务板块利润下降明显；同时，消费医疗板块增速也出现放缓。2023 年下半年需求将逐步回升，带动相关板块重启业绩增速。

3.2.1 诊疗需求滞后不改医疗服务刚性需求

2009-2019 年全国医疗卫生机构门诊、入院人次年均复合增速分别为 4.5%、7.2%，居民医疗支出意愿提升及消费升级、人口老龄化、医保筹资标准提升等是医疗服务行业增长的主要驱动因素。2020 年国内新冠疫情爆发导致当年门诊、入院人次分别下降 8.2%、13.5%；2021 年诊疗量环比有所恢复，接近 2019 年同期水平。2021 全年门诊、入院人次分别为 2019 年 100%、93%。

图 16：全国医疗卫生机构总诊疗人次（亿）

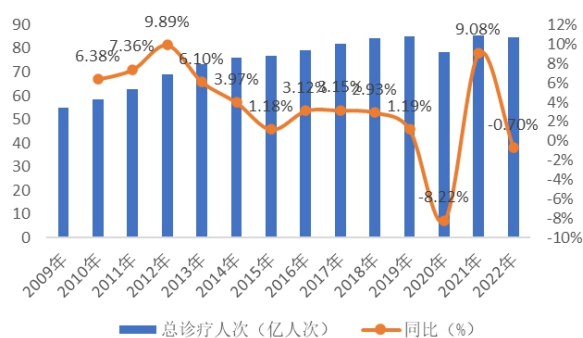
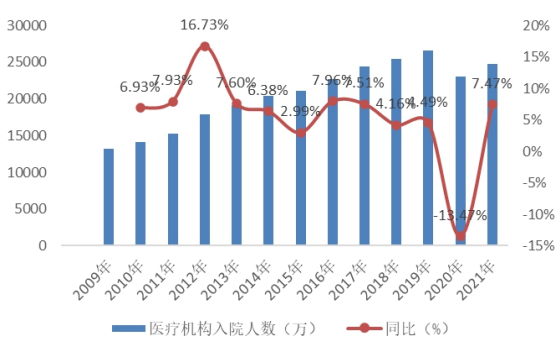


图 17：全国医疗机构入院人数（万人）

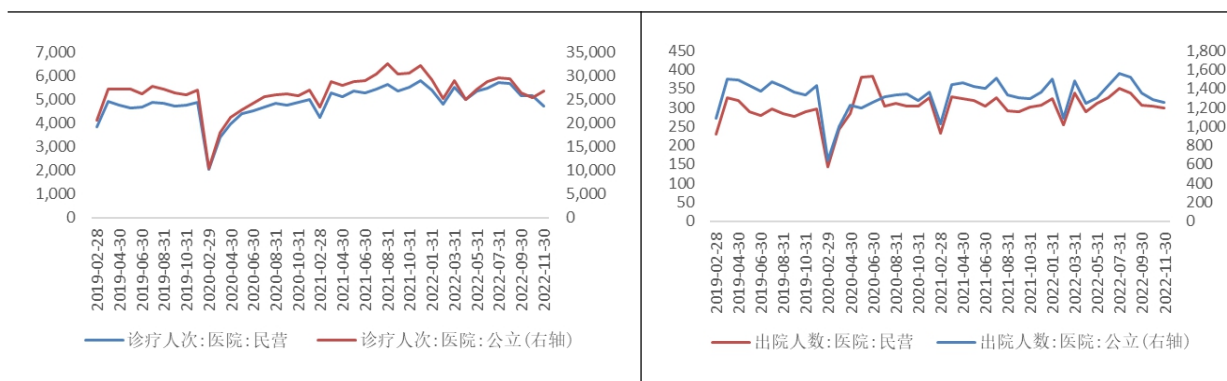


数据来源：国家统计局，iFind，华龙证券研究所

住院医疗短期恢复趋势更为陡峭，门诊恢复弹性更大。从疫情冲击后 1-2 个月内诊疗人次和出院人次的恢复趋势来看，住院医疗整体恢复更快，大概率住院医疗需求更为刚性。2021 年为疫情期间受影响相对最小的年份，门诊和住院月度平均人次分别达到 2019 年同期的 112%、99%，所以，门诊的恢复弹性相对更大。

图 18：民营医院与公立医院诊疗人次（万人）

图 19：民营医院与公立医院出院人次（万人）



数据来源：国家统计局，iFind，华龙证券研究所

3.2.2 政策支持民营医疗服务机构发展

2017 年，国务院办公厅发布《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，提出促进社会办医加快发展，凡符合规划条件和准入资质的，不得以任何理由限制；支持社会办医疗机构引入战略投资者与合作方，加强资本与品牌、管理的协同，探索委托知名品牌医疗实体、医院管理公司、医生集团开展经营管理等模式；发展医疗服务领域专业投资机构、并购基金等，加强各类资源整合。2019 年，国家发改委等多部门联合印发《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》，提出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。此外，国家相关部门还先后发布《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》、《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》、《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》、《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》等多个文件从多个方面支持社会办医。

表 4：我国支持社会办医相关政策

发布时间	发布机构	名称	主要内容
2021. 6. 3	国务院	国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知	在全国范围内推行“证照分离”改革，覆盖范围包括取消部分医疗机构设置医疗机构批准书核发、简化诊所设置审批，力争2022年底前建立简约高效、公正透明、宽进严管的行业准营规则。
2021. 6. 7	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2021年重点工作任务	积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展。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。
2022. 1. 29	国家卫健委	医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）	明确社会办医区域总量和空间不作规划限制。鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构和独立设置医疗机构，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体。
2022. 5. 25	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2022年重点工作任务	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。
2023. 2. 23	国务院办公厅	关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务。

数据来源：政府网站，华龙证券研究所

我国人口老龄化加速，拉动医疗服务需求上升。我国 65 岁以上人口数量从 2000 年的 8821 万增长到 2022 年的 2.1 亿；老年人口占比从 2000 年的 7.0% 提升至 2022 年的 14.9%。根据中国发展基金会的预测，到 2050 年，我国 65 岁以上人口数量将达到峰值，占总人口比例将达到 27.9%。我国人口老龄化加速将推升对医疗服务的需求。而当前我国医疗卫生资源相对不足。2020 年，我国每万人口医疗卫生机构床位数约为 6.46 张，而老龄化同样严重的日本每千人口医院床位数约为 13 张（2018 年）。

图 20：我国 65 岁以上人口数量及占比

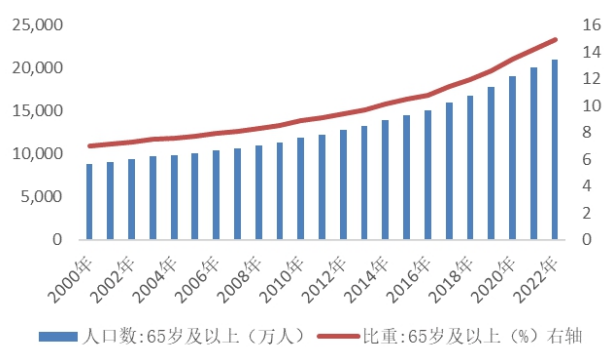
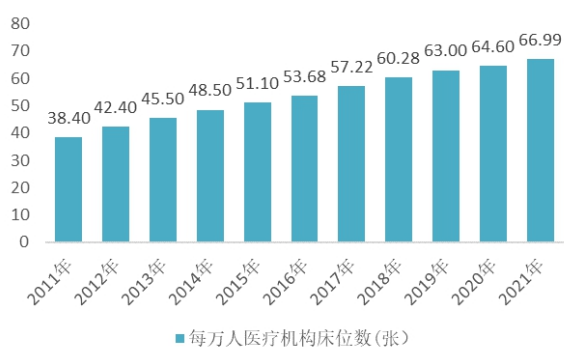


图 21：我国每万人医疗机构床位数

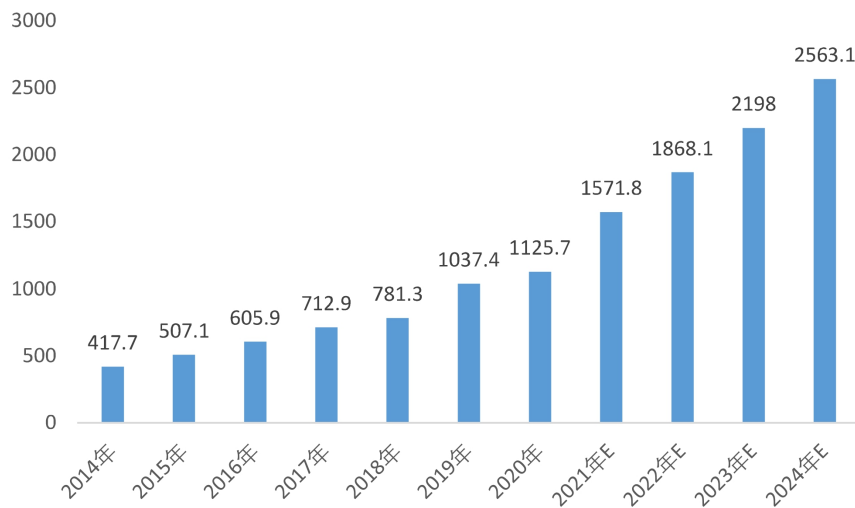


数据来源：iFind，华龙证券研究所

3.2.2 近视防控叠加老龄化，眼科服务需求持续增加

近年来，我国眼科医疗市场规模稳速增长。据统计，中国眼科医疗服务市场的行业规模从 2015 年 507.1 亿增长至 2020 年的 1125.7 亿，2016-2020 年复合增长率达 17.3%，保持稳定高速增长，预计 2024 年中国眼科医疗服务市场规模达到 2563.1 亿元，2020-2024 年年复合增长率为 22.8%，中国眼科医疗市场持续扩容确定性高。

图 22：中国眼科医疗市场规模（亿元）



数据来源：华经产业研究院，华龙证券研究所

我国眼科医疗服务项目众多,各细分领域发展较为均衡。2019年医学视光、白内障、屈光手术占据了我国眼科医疗服务细分市场的前3位,占比分别高达21.3%、18.1%和16.8%。随后是眼底疾病和眼表疾病,占比分别为14.6%和8.8%。

眼科专科医院的数量增长迅速,民营眼科医院占比迅速提高。随着眼病发病率逐年攀升、眼健康意识不断增强、支付能力提升等多重因素影响,眼科刚需不断增加。2011年我国眼科专科医院共计288家,2020年我国眼科专科医院达1061个。2015-2020年,民营眼科医院数量快速增加,从2015年的397家增至2020年的1005家,2020年民营眼科医院数量占眼科专科医院的94.7%。

图 23：我国 65 岁以上人口数量及占比

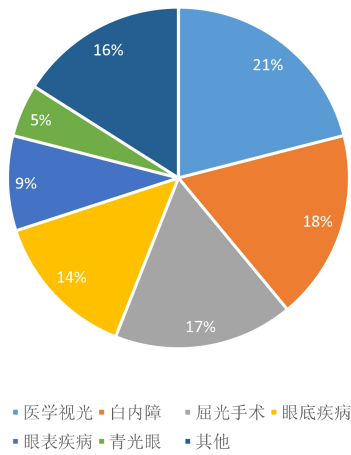
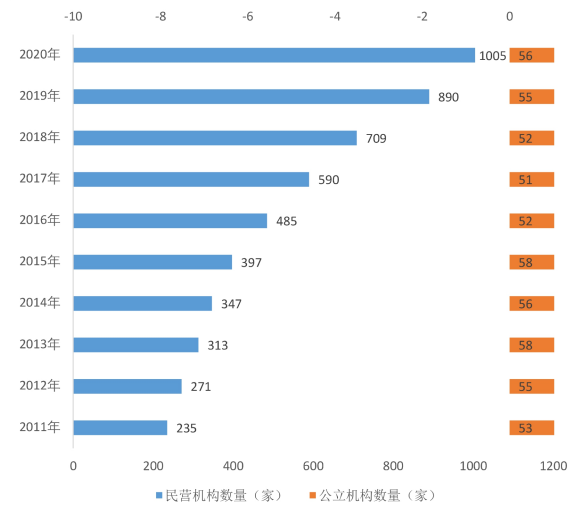


图 24：我国每万人医疗机构床位数



数据来源：华经产业研究院，华龙证券研究所

随着国内主要城市相继过峰，院内常规诊疗正在逐步复苏，可关注以住院收入为主的民营综合性医院，如海吉亚医疗、国际医学；复苏弹性较大且具备板块效应的眼科医疗服务，如爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科等。

3.3 中药

《“十四五”中医药发展规划》出台后，中药行业利好政策频出，行业经营趋势向好。未来，政策仍为上市公司业绩重要催化剂。中药国企上市公司借助股权变化、变更控股股东、股权激励、并购注资等行为将优质资源进行整合，提升企业综合经营能力。此外，部分独家品种在医保目录调整中被纳入基药目录，因此将实现快速放量，具备长期发展空间。

3.3.1 政策推动中医药行业高质量发展

2023 年 2 月国务院发布《中医药振兴发展重大工程实

施方案》，强调了要着力改善中医药发展条件，发挥中医药特色优势，又一次明确了推进中医药振兴发展。2023 下半年，政策依然是中医药行业的重要风向标。基于 2021 年下半年开始持续的政策支持，我们认为政府对于中医药行业的支持力度大且态度坚定，预计未来仍将有相关政策给予支持从而带动行业长期稳定发展。

表 5：2021 年下半年以来中药行业政策梳理

时间	名称	主要内容
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	1、及时将符合条件的中医、医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理； 2、对来源于古代经典、至今仍广泛应用、疗效确切的中医传统技术以及创新性、经济性优势突出的中医新技术，简化新增价格项目审核程序，开辟绿色通道； 3、中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂符合条件纳入医保； 4、中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划的通知》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
2022年10月	国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第8514号建议的答复	1、允许中药配方颗粒剂在乡镇卫生院等基层医疗机构使用； 2、将疗效明显、中医特色突出的中医医疗服务项目纳入基层医疗机构报销范围。
2022年10月	《二十大报告》	推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，建立生育支持政策体系，实施积极应对人口老龄化国家战略，促进中医药传承创新发展，健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设，有效遏制重大传染病传播。
2023年2月	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	坚持以人民健康为中心，加大投入与体制机制创新并举，统筹力量集中解决重点领域、重要环节的突出问题，破除制约高质量发展的体制机制障碍，着力改善中医药发展条件，发挥中医药特色优势，提升中医药防病治病能力与科研水平，推进中医药振兴发展。

数据来源：政府网站，医保局，华龙证券研究所

未来中药行业估值是否能得到进一步的提升很大程度上取决于是否预期出台更多利好政策。

3.3.2 中成药集采提升行业集中度

全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果 2023 年 6 月 21 日深夜出炉。此次集采由湖北省牵头 30 省(区、市)组成联盟，对复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁、华蟾素等 16 个中成药进行集中带量采购，共 296 款剂型、规格不一的药品，96 家企业参与申报。

从拟中选价格来看，拟中选品种平均降幅 49.36%。对比此前发布的《报价代表品相关数据》来看，相比表中的基准价格，部分品种拟中选企业的价格降幅较小，在 40% 以下；也有部分品种拟中选企业价格降幅超 70%，甚至超 90%。从拟中选结果来看，63 家企业、68 个报价代表品拟

中选，中选率达 71.6%。16 个采购组除银杏叶提取物未有企业拟中选之外，其它 15 个采购组均有企业拟中选。63 家拟中选企业中不乏上市公司，包括众生药业、益佰制药、亚宝药业、神威药业、哈药股份、吉林敖东、白云山等。

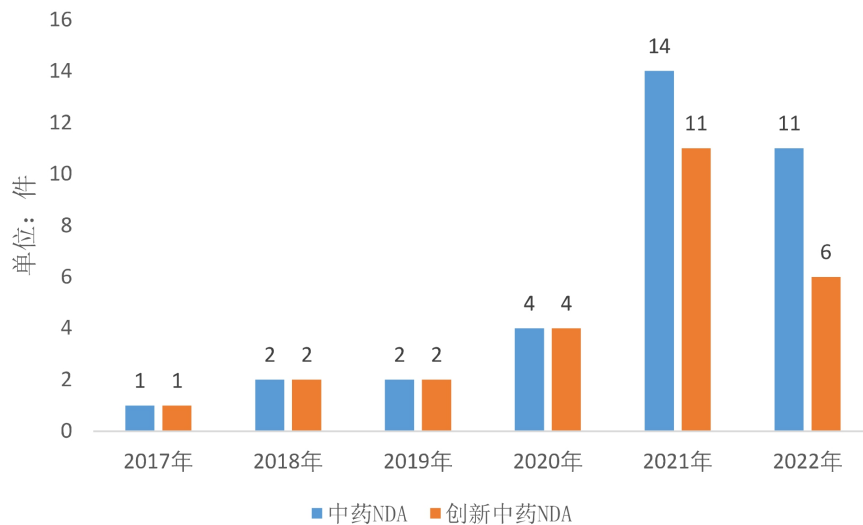
短期看，中成药集采会对中标药品价格带来一定降幅，但也会扩大相关产品的市场份额，促使企业压缩相关渠道环节，实现“以价换量”；长期看，中成药集采利好具备优质资源的中成药龙头企业，行业集中度有望持续优化。

3.3.3 关注中药创新药及品牌 OTC 方向

2019 年 8 月新《药品管理法》通过，正式将中药注册分类改革为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等。伴随着中药注册分类改革的实施和审评审批思路的理清，2021 年无论是中药新药 NDA 申请受理还是获批均创近 5 年新高，分别达到 10 个和 12 个，为中药新药爆发元年。根据米内网数据，2022 年国内共有 10 款中药新药申报 NDA，获批 7 款，研发热度不减。

医保局明确发文支持中药创新药发展。2021 年 12 月 31 日，国家医保局和国家中医药管理局联合发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提出“将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录”。2021 年宣肺败毒颗粒和化湿败毒颗粒谈判成功进入医保，实现获批当年即进入医保。

图 25：中药新药 NDA 受理和批准情况



数据来源：米内网、国家药审中心，华龙证券研究所

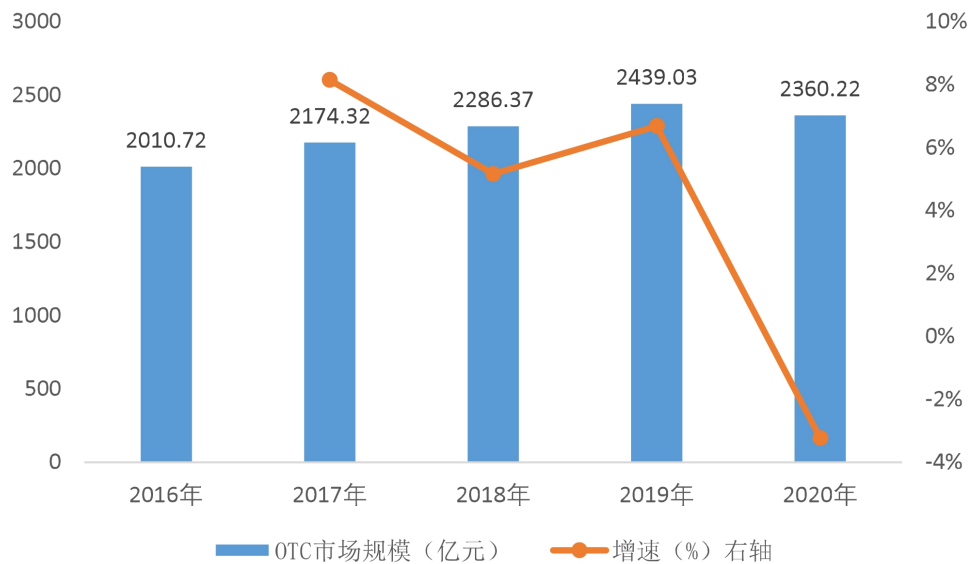
表 6：2022 年国内中药新药获批情况

序号	药品名称	注册分类	治疗领域	生产企业
1	参葛补肾胶囊	1.1类	抗抑郁药	华春药业
2	芪胶调经颗粒	原6.1类	妇科调经药	安邦制药
3	苓桂术甘颗粒	3.1类	呼吸道疾病	康缘药业
4	黄蜀葵花黄酮口腔贴片	原5类	口腔溃疡	康恩贝
5	散寒化湿颗粒	3.2类	呼吸道疾病	康缘药业
6	广金钱草总黄酮胶囊	1.2类	结石用药	光谷人福
7	淫羊藿素软胶囊	1.2类	抗肿瘤药	坤诺基

数据来源：药监局、公司公告、米内网、医药魔方、药智君，华龙证券研究所

非处方药（OTC）在提高自我药疗、便捷接受有效治疗、降低就医成本等方面发挥着重要作用。根据 IQVIA 数据，2020 年全国 OTC 市场为 2360 亿元（-3.2%），主要受疫情影响，加之居民防控意识增强，因此感冒咳嗽等常见病发病率下降。2016-2019 年 CAGR 为 6.64%，保持稳定增长态势。

图 26：我国 OTC 市场规模及增速



数据来源：中国非处方药物协会，iFind，华龙证券研究所

OTC 以中药、院外市场为主，受医保控费影响小。2019 年底我国 OTC 按品种计约 3390 个，其中化药 632 个、中成药 2758 个，中成药占比 81%。从销售金额看，化药、中成药占比分别约 35%、65%，我国中成药非处方药数量远多于化药非处方药。从销售渠道上看，线下零售药店是主要渠道，2020 年占比约 56%；其次是医疗渠道（含医院和第三终端），占比 36%；线上 B2C 占比 8%。OTC 产品销售以院外渠道为主，受医保控费影响小。

图 27：2019 年 OTC 金额中成药、化药占比

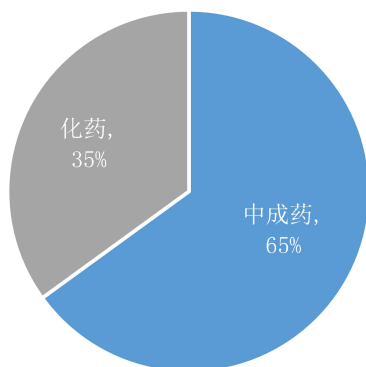
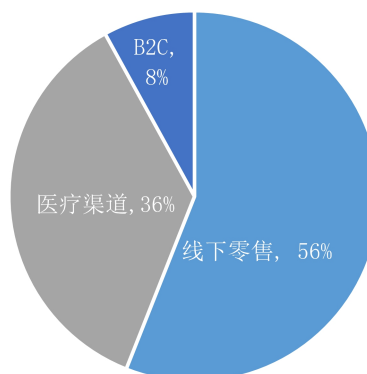


图 28：2020 年 OTC 品种渠道占比



数据来源：中国非处方药物协会，iFind，华龙证券研究所

在品牌 OTC 领域呈现强者恒强的特点，提升品牌认可度至关重要。（以安宫牛黄丸为例）米内网数据显示，安宫牛黄丸是中国城市实体药店终端心脑血管中成药第一大品种，近年来销售额快速增长，2019 年超过 20 亿元后，2020 年同比增长 16.52%。2021 年在中国三大终端六大市场销售额超过 42 亿元，同比增长 36.45%（其中，城市实体药店安宫牛黄丸销售规模预计为 36.48 亿元，同比增长 29.73%）。截至 2022 年 2 月底我国共有安宫牛黄丸批件 123 个，但市场集中度以同仁堂、广誉远、白云山、达仁堂等知名品牌为主，仅北京同仁堂和广誉远合计占比就高达 74.55%。而安宫牛黄丸这一大单品在近几年有过提价，由于原材料价格不断上涨，目前安宫牛黄丸相关厂家正在观望，一旦头部企业宣布价格调整，其余企业跟进的可能性较大。因此，品牌 OTC 具备持续提价能力，与一般的 OTC 产品相比，成本转嫁能力更强，可保持较高盈利能力。

表 7：2021 年城市实体药店 OTC 品种排名及第一品牌占比率

	2021 年规模 (亿元)	2021 年增速	5 年复合增速	第一品牌	第一品牌占比	批文数 (个)
阿胶	48	-1%	-4%	东阿阿胶	51%	234
安宫牛黄	36	30%	30%	北京同仁堂	66%	134
感冒灵	25	12%	9%	华润三九	93%	70
藿香正气	21	2%	4%	太极集团	64%	518
六味地黄	18	-1%	-1%	仲景宛西	21%	795

资料来源：米内网，iFind，华龙证券研究所

目前中药行业估值在医药生物行业中并非最高的，未来通过政策利好预期及基药目录调整扩大产量及销量，实现行业持续增长趋势。建议关注在生产端更具规模、在生产端有大单品因而抵御成本压力能力更强的公司。重点关注个股：同仁堂、东阿阿胶、太极集团、仁和药业、桂林三金、康缘药业等。

4. 重点个股分析

4.1 华兰疫苗

基本情况：华兰疫苗是专业从事人用疫苗研发、生产、销售的高新技术企业。目前，公司已取得《药品注册证书》的疫苗有流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型）、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）以及吸附破伤风疫苗。

优势与亮点：公司主要销售的产品为流感病毒裂解疫苗，2018 年公司四价流感疫苗获得了国家药品监督管理局

授予的《新药证书》并在国内独家上市。2021 年，公司流感疫苗批签发共获批 100 批次，其中四价流感疫苗 96 个批次，三价流感疫苗 4 个批次，四价流感疫苗及流感疫苗批签发批次数量均为国内第一。2022 年 2 月，公司国内首家取得四价流感疫苗（儿童剂型）的《药品注册证书》，进一步扩大了四价流感疫苗的覆盖人群。公司从事疫苗研发生产多年，拥有专业资深的质量管理团队，在多个质量标准监管体系下实施，公司质量管理团队在质量控制理论、实施等方面接受了严格的专业培训，积累了丰富的质量管理经验。公司研发的吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗、冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib 疫苗）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗等多个疫苗正在按计划开展临床研究或开展临床前研究。人用狂犬病疫苗、破伤风疫苗于 2023 年 2 月双双取得《药品注册证书》，即将上市销售；此外，公司正在积极开展流感病毒 mRNA 疫苗等多款 mRNA 疫苗的研发。随着募集资金的投入及使用，公司将持续推进疫苗新产品的研发，丰富产品管线，增加新的利润增长点。

业绩与估值：公司 2023 年一季度实现收入、归母净利、扣非净利分别为 1.4、0.9、0.7 亿元，收入端大幅增长、利润端大幅扭亏主要系一季度多地爆发甲流，带动流感疫苗销售。基于全年较高的流感流行预期（人群预存免疫较低、一季度甲流流行范围广），有望催化流感疫苗接种需求。根据 iFinD 一致预期，公司 2023-2025 年净利润分别为 9.32 亿元、12.31 亿元、15.94 亿元；EPS 分别为 1.93 元、2.55 元、3.28 元，对应 6 月 26 日收盘价 31.99 元，PE 分别为 16.6 倍、12.5 倍和 9.8 倍。根据 iFind 疫苗行业市盈率为参考，我们认为合理估值区间为

37.3-57.9 倍，给予“增持”评级（首次覆盖）。

风险提示：政策导致产品价格下降超预期的风险，产品销售推广不及预期的风险，研发进展不及预期的风险，产品质量安全出现问题的风险及公共卫生事件导致的防控政策变动风险等。

4.2 智飞生物

基本情况：智飞生物主营的人用疫苗为国家七大战略性新兴产业，发展前景广阔。公司共有 11 种产品上市在售，1 种产品附条件上市，包括预防流脑、宫颈癌、肺炎、轮状病毒等传染病的疫苗产品，也涵盖提供结核感染诊断、预防、治疗有效解决方案的药品，覆盖人群包括婴幼儿、青少年、成人，切实为传染病防控提供了产品支持，为国民提供了多元化的疾病防护选择。2023 年 1 月底，公司与默沙东续签合作协议，将由智飞生物继续代理默沙东疫苗产品中国大陆经销及推广。协议涵盖 2023H2-2026 年期间。报告期内公司参股深信生物布局 mRNA 技术平台。

优势与亮点：公司是国产疫苗龙头，强大的销售能力及网络是其核心竞争力之一。独家代理默沙东重磅疫苗，实现收入和利润双高速增长，短期代理产品的销售仍是公司的业绩基石。公司产品管线丰富，如 23 价肺炎疫苗申请生产注册获得受理；冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）、四价流感疫苗和流感病毒裂解疫苗获得 III 期临床试验总结报告；此外还有包括 15 价肺炎疫苗和四价脑膜炎结合疫苗在内的 4 个项目处于 III 期临床试验进行中，我们判断 2023 年自主业务板块将有众多催化剂落地，如冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）、四价流感疫苗有望报产，整体来看公司自主产品管线将在 2023 年以后逐步兑现。此外，

公司“EC+微卡”结核产品线放量在即，带动 2023 年自主板块业务实现高增长。

业绩与估值：公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 111.73 亿元，同比增长 26.37%；归母净利润 20.32 亿元，同比增长 5.68%。业绩符合市场预期。扣除新冠 2023Q1 净利润增长明显，因此常规疫苗利润贡献呈恢复态势。根据 iFinD 一致预期，公司 2023-2025 年净利润分别为 95.02 亿元、115.27 亿元、132.82 亿元；EPS 分别为 5.63 元、6.82 元、8.21 元，对应 6 月 26 日收盘价 44.23 元，PE 分别为 7.9 倍、6.5 倍和 5.4 倍。根据 iFind 疫苗行业市盈率为参考，我们认为合理估值区间为 37.3-57.9 倍，给予“增持”评级（维持）。

风险提示：产品批签发数量不及预期，新产品研发或推广不及预期，代理合作调整，产品质量安全出现问题，公共卫生事件导致的防控政策变动等。

4.3 国际医学

基本情况：国际医学拥有全球超大单体医院西安国际医学中心医院，全国首家社会办三甲医院西安高新医院，汇聚了中国中西部地区优质医疗专家资源以及同步国际先进水平的医疗设备，构建了提供全生命周期高水平医疗健康服务平台，品牌影响力与日俱增，目前已经打造出了深耕西安，辐射中西部的综合医疗服务版图，发展成为国内大型医疗健康管理集团之一。目前，旗下拥有西安高新医院、西安国际医学城及即将开诊的国际医学中心医院北院区三大综合院区。

优势与亮点：公司在医疗领域专注“综合医疗+特色专科”业务模式，高新医院已获批开展 IVF/ICSI 业务，在

特色专科方向上积极布局辅助生殖、医美整形、康复、妇儿、特需、质子治疗等业务板块，获准开展 IVF/ICSI 是实现公司在特色专科业务布局上的关键节点，有助于公司打造全生命周期医疗服务平台。后续中心医院北院区全面投入运营后，国际医学核心院区开放床位规模将达 10000 张左右，医疗服务体量有望大幅提高。公司在人才梯队、经营规模、商业模式上具备长远的优势和潜力，获准开展试管婴儿技术，将优化业务结构，催化公司业绩新增量。

业绩与估值：2023 年 Q1 公司实现收入 10.59 亿元，同比增长 247.40%，归母净利润-0.75 亿元，同比减亏；扣非净利润-1.03 亿元，同比减亏。在疫情放开、经济复苏、经营持续向好的背景边际改善下，影响公司医疗服务业务发展的负面因素逐步消除，2023 年一季度业绩超预期，收入快速增加、亏损加速收窄。预计公司旗下高新医院将稳定发展、新开床位将持续爬坡；中心医院南北院区&在建质子治疗中心等项目为公司长期发展提供强劲支持。根据 iFinD 一致预期，公司 2023-2025 年净利润分别为 0.14 亿元、2.59 亿元、5.36 亿元；EPS 分别为 0.01 元、0.11 元、0.23 元，对应 6 月 26 日收盘价 8.23 元，PE 分别为 823 倍、74.8 倍和 35.8 倍。根据 iFind 医疗服务行业市盈率为参考，我们认为合理估值区间为 43.3-56.7 倍，给予“增持”评级（首次覆盖）。

风险提示：床位爬坡速度低于预期，运营前期资本开支较大，医保支付政策变动，医疗事故风险，新业务放量不及预期等。

4.4 爱尔眼科

基本情况：爱尔眼科作为专业眼科连锁医疗机构，主

要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜，目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚，奠定了全球发展的战略格局。公司长期坚持“内生增长”+“外延并购”的双轮驱动战略，量价齐升持续实现：“量增”源自医院布局扩张与单院持续成长，“价升”源自各亚专科中高端业务占比提升而实现的业务结构性升级。

优势与亮点：爱尔眼科长期坚持四级“分级连锁”战略布局，盈利能力强劲、扩张速度领先。屈光方面，短期内容单价持续提升、长期维持高位；白内障方面，国产多焦晶体获批背景下屈光性晶体渗透率有望持续提升、高附加值飞秒白内障手术快速推广；综合眼病方面，以干眼治疗为代表的偏消费类基础眼科医疗服务蓬勃兴起；视光服务方面，OK镜、离焦框架镜、低浓度阿托品等近视防控产品同时具备高年化客单价、高复购率和低渗透率的特点，转化率持续快速提升。2023年5月28日，公司发布《关于回购公司股份方案的公告》，拟用不低于3亿元且不超过5亿元的自有资金回购公司股份，回购价格上限为44.16元/股。公司本次回购的股份，将用于实施股权激励计划或员工持股计划。回购价格高于市价，表明公司对其未来发展的信心，有利于公司进一步建立和完善利益共享机制，提高员工凝聚力和核心竞争力，实现公司长远可持续发展。

业绩与估值：2023年一季度实现营收50.2亿元，同比增长20.4%，归母净利润7.8亿元，同比增长27.9%，疫情后业绩恢复好于预期。一季度整体营收恢复明显，主要系疫情期间积累的需求在疫情后逐步释放所致。展望2023年全年，防疫管控新政下各业务诊疗恢复常态，公司将在偏低的基期下实现快速增长。未来，公司整合全球资源的能力

不断提升，临床、教学、科研、人才全球一体化加速推进，规模及平台优势越来越凸显，长期发展可期。根据 iFind 一致预期，公司 2023-2025 年净利润分别为 35.36 亿元、46.26 亿元、59.13 亿元；EPS 分别为 0.47 元、0.62 元、0.81 元，对应 6 月 26 日收盘价 18.83 元，PE 分别为 40.1 倍、30.4 倍和 23.2 倍。根据 iFind 医疗服务行业市盈率为参考，我们认为合理估值区间为 43.3-56.7 倍，给予“增持”评级（首次覆盖）。

风险提示：市场竞争加剧风险，人才短缺风险，跨区发展风险，医疗安全性事故纠纷风险，合规监管风险，扩张不及预期、商誉减值等风险等。

4.5 仁和药业

基本情况：仁和药业主营为生产、销售中西药、原料药及健康相关产品，包括口服固体制剂、口服液体制剂、大容量注射剂、小容量注射剂、外用洗剂、搽剂、栓剂、软膏剂等剂型药品以及健康相关产品。药品业务板块的产品包括仁和可立克、优卡丹系列、妇炎洁系列、大活络胶囊、闪亮滴眼液、清火胶囊、正胃胶囊等。“仁和”、“妇炎洁”、“可立克”、“优卡丹”等为国内知名商标；大健康产品业务板块共有六家商业公司、三家工业公司，产品种类涉及功效性化妆品、护肤护发用品、洗涤用品；母婴用品；保健食品、饮料；医疗器械、保健器材；保健品、中药饮片等。公司产品分为自有产品和 OEM 贴牌产品。目前从收入来看，自有产品和 OEM 贴牌产品基本各占一半，但自有产品的毛利高于贴牌产品。自有产品是公司未来业绩的保障和发展根本，贴牌产品是有益补充。

优势与亮点：公司拥有先进的市场营销和营销管理模

式、周到的售后服务、快速有力的物流保障；公司注册中西药品、保健品等过千个产品批文，已有胶囊剂、软胶囊剂、滴丸剂等 30 多个药品剂型和 8 个保健食品剂型获得国家 GMP 认证证书，是江西省乃至全国 GMP 认证剂型最多的企业之一。公司借助中药领域的深度积累，在药妆研发上已经显现出实力，《2020 年眼霜十大网红国产品牌排行榜》，仁和药业的药都仁和位居榜单第二，未来前景可期。

业绩与估值：公司 2023 年一季度实现营收 13.56 亿元，同比增长 3.39%，归母净利润 1.82 亿元，同比增长 17.09%，扣非后归母净利润 1.75 亿元，同比增长 23.34%。利润端增速优于营收端增速，说明公司在持续加大经营效益和优化发展战略方面取得明显成果。未来，药品的增量主要来自于大品种的仿制药和国家中药经典名方上，如大活络胶囊、苯磺酸氨氯地平片、磷酸奥司他韦胶囊、玻璃酸钠滴眼液，以及双“伟哥”（他达拉非片、西地拉非片）。并且发力国内中低端美白祛痘品类市场，成功孵化出祛痘、美白淡斑等核心产品线，具备发展潜力。根据 iFinD 一致预期，公司 2023-2025 年净利润分别为 6.76 亿元、7.36 亿元、8.04 亿元；EPS 分别为 0.48 元、0.53 元、0.57 元，对应 6 月 26 日收盘价 5.93 元，PE 分别为 12.4 倍、11.2 倍和 10.4 倍。根据 iFind 中药行业市盈率为参考，我们认为合理估值区间为 37.0-40.4 倍，给予“增持”评级（维持）。

风险提示：市场竞争风险，行业政策变化风险，营销不及预期风险，化妆品业务宣传及公关风险，原材料成本上涨高于预期，产品研发不及预期等

4.6 桂林三金

基本情况：桂林三金主要业务是中成药的研发、制造与销售，同时涵盖化学品制剂、生物制剂、日化保健、大健康产品等多个细分领域，经过 50 多年的发展，公司已经在口腔咽喉用药中成药领域、泌尿系统中成药领域形成了领先或领导地位。公司主要产品三金片、桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片、脑脉泰胶囊、眩晕宁片/颗粒、蛤蚧定喘胶囊、玉叶解毒颗粒、拉莫三嗪片（安闲）、复方田七胃痛胶囊等产品多次被临床指南、专家共识收录并推荐，为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。根据世界品牌实验室（World Brand Lab）发布的 2021 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，“三金”品牌价值 112.29 亿元，位于医药行业第 4 位。

优势与亮点：公司与下属子公司拥有 217 个药品批文，其中有 47 个独家特色产品，69 个品规进入国家基本药物目录，119 个品规进入国家医保目录，22 个产品被认定为第一批广西民族药，拥有有效发明专利 73 件（其中 1 件为美国发明专利，4 件发明专利获得中国专利优秀奖）。公司立足口喉健康、泌尿健康两大领域，辐射心脑血管、神经系统、呼吸系统、消化系统等家庭常见疾病的预防、自我治疗、康复，人群覆盖全人群。目前在咽喉、口腔用药和泌尿系统用药方面已处于行业领先地位。

业绩与估值：2023 年一季度实现营收 7.16 亿元，同比增长 38.51%，归母净利润 1.69 亿元，同比增长 40.96%，扣非归母净利润 1.64 亿元，同比增长 42.86%。一季度主要是西瓜霜、三金片的销量增长，两者占了销售总额的大半。未来二线品种有望实现快速放量，全资孙公司白帆生物也有望实现盈亏平衡。根据 iFinD 一致预期，公司

2023-2025 年净利润分别为 4.70 亿元、5.70 亿元、6.45 亿元；EPS 分别为 0.80 元、0.97 元、1.10 元，对应 6 月 26 日收盘价 16.9 元，PE 分别为 21.1 倍、17.4 倍和 15.4 倍。根据 iFind 中药行业市盈率为参考，我们认为合理估值区间为 37.0-40.4 倍，给予“增持”评级（首次覆盖）。

风险提示：业绩增长不及预期，公共卫生事件发展超预期，中药材价格波动，创新药研发失败风险；生物药 CMO 产能利用率不及预期风险等。

表 8：重点个股盈利预测（2023 年 6 月 26 日）

证券代码	证券名称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PB(倍)
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
301207.SZ	华兰疫苗	增持	191.94	1.32	1.93	2.55	3.28	36.94	20.60	15.60	12.05	3.43
300122.SZ	智飞生物	增持	1,061.52	4.71	5.63	6.82	8.21	14.08	11.17	9.21	7.99	4.04
000516.SZ	国际医学	增持	186.06	-0.52	0.01	0.11	0.23	——	1324.07	71.96	34.72	4.45
300015.SZ	爱尔眼科	增持	1,756.54	0.36	0.47	0.62	0.81	69.59	49.68	37.97	29.71	10.03
000650.SZ	仁和药业	增持	83.02	0.41	0.48	0.53	0.57	14.45	12.28	11.28	10.33	1.40
002275.SZ	桂林三金	增持	99.30	0.56	0.80	0.97	1.10	30.13	21.11	17.41	15.40	3.32

数据来源：iFind，华龙证券研究所

5. 风险提示

行业政策风险。如医保控费，部分药品集采后降价幅度较大。

研发进展低于预期风险。研发过程中存在较大的不确定性，研发进展可能低于预期。

原料价格波动风险。原材料价格波动大对企业经营造成不利影响。

竞争加剧风险。部分产品竞争格局恶化可能将影响到企业盈利及成长性。

估值调整投资风险。精选优质赛道当中的部分个股短期估值偏高，若市场一致预期有所松动，那么将面临超短期估值调整的投资风险。

其他风险，包括但不限于：汇率波动、贸易摩擦、核心人才流失、技术迭代等风险。

图目录

图 1 : 2019-2022 年营业收入 (亿元)	1
图 2 : 2019-2022 年归母净利润 (亿元)	1
图 3 : 2019-2023 年 Q1 营业收入 (亿元)	1
图 4 : 2019-2023 年 Q1 归母净利润 (亿元)	1
图 5 : 医药生物叠加沪深 300 走势 (2012 年 1 月 1 日-2023 年 5 月 30 日)	3
图 6 : 申万一级行业涨跌幅 (2023 年 1 月 1 日-2023 年 5 月 31 日)	4
图 7 : 申万二级行业涨跌幅 (2023 年 1 月 1 日-2023 年 5 月 31 日)	4
图 8 : 公募基金重仓股持仓水平 (医药生物)	5
图 9 : 医药生物行业与沪深 300 市盈率及估值溢价率.....	6
图 10 : 二级行业估值水平 (2023 年 5 月 31 日)	6
图 11 : 2018-2022 疫苗板块净利润及增速.....	8
图 12 : 2018-2022 疫苗行业营业收入及增速.....	8
图 13 : 我国疫苗市场规模 (单位: 亿元) 按销售收入口径.....	9
图 14 : 2019-2021 年中国疫苗批签发批次变化.....	10
图 15 : 2016-2021 年中国疫苗批签发量变化.....	10
图 16 : 全国医疗卫生机构总诊疗人次 (亿)	12
图 17 : 全国医疗机构入院人数 (万人)	12
图 18 : 民营医院与公立医院诊疗人次 (万人)	13
图 19 : 民营医院与公立医院出院人次 (万人)	13
图 20 : 我国 65 岁以上人口数量及占比.....	15
图 21 : 我国每万人医疗机构床位数.....	15
图 22 : 中国眼科医疗市场规模 (亿元)	15
图 23 : 我国 65 岁以上人口数量及占比.....	17
图 24 : 我国每万人医疗机构床位数.....	17
图 25 : 中药新药 NDA 受理和批准情况.....	21
图 26 : 我国 OTC 市场规模及增速.....	22
图 27 : 2019 年 OTC 金额中成药、化药占比.....	23
图 28 : 2020 年 OTC 品种渠道占比.....	23

表目录

表 1 : 2019 年-2022 年医药生物各子行业业绩增速.....	2
表 2 : 2019-2023Q1 医药生物各子行业业绩增速.....	2
表 3 : 全球前十大疫苗销售情况（不含新冠疫苗）单位：亿美元.....	9
表 4 : 我国支持社会办医相关政策.....	14
表 5 : 2021 年下半年以来中药行业政策梳理.....	18
表 6 : 2022 年国内中药新药获批情况.....	21
表 7 : 2021 年城市实体药店 OTC 品种排名及第一品牌占比率.....	24
表 8 : 重点个股盈利预测（2023 年 6 月 26 日）	33

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州	北京	上海
地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼	地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：730030	邮编：100033	邮编：200000
电话：0931-4635761		
邮箱：hlzqyjs2021@163.com		