

医药行业 2024 年度投资策略

春色满园，百花齐放

- 整体观点:** 我们认为，当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、今年前三季度受到市场环境变化和疫情影响造成行业业绩低基数、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对 2024 医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- 创新药板块:** 尽管投融资节奏放缓，但是很多创新药企业的研发管线都取得了积极进展，部分产品已经在国内甚至在海外商业化，海外授权的产品与日俱增。并且，大量创新药公司的账面现金较为宽裕，可以支撑企业管线的持续推进。此外，创新药在肿瘤、减重、AD、NASH 等大领域和 ADC 等新技术上持续取得突破性的临床数据和商业化销售额，对板块的投资情绪和经营基本面会有较大拉动。
- 传统药企:** 仿制药集采影响经过多轮消化后预计已经基本消除，仿制药企业的创新产品管线也进入兑现阶段，且自身具备较强的新品商业化能力和造血能力，相关公司估值均处于低位，投资价值凸显。
- 医疗器械板块:** 医疗设备招标采购尽管短期放缓，但医疗设备依然处于国产替代的快速阶段。高值耗材中行业高增长、国产化率低的细分领域如外周血管介入、神经介入、电生理、手术机器人、关节等投资机会多。低值耗材行业格局虽然分散，但在国内未来有望诞生类似美国的巨头公司。IVD 中化学发光赛道有集采下三级医院国产替代和国际化的大机遇，基因测序有望从科研走向临床、分享临床端更大的市场。
- 中药板块:** 建议重点关注国企改革、基药等增量逻辑。2015 年以来，国家对中医药产业的支持力度不断强化，实施细节逐步清晰，产业趋势已逐渐清晰明确。在此背景下，我们重点关注从宏观政策利好到微观实际业绩的转化，整体推荐中药板块，建议重点关注国企改革、基药等增量逻辑。
- 血制品板块:** 由于疫情 2022 年血制品板块采浆等活动受到负面影响，2023 年采浆和经营均有较好恢复。对于血制品公司而言，浆站资源是根本。现有血制品公司大多是央企、国企控股背景，在获取浆站资源上具有优势。当前国内血制品行业供需缺口依然很大，行业具有较高的行政准入壁垒，行业内浆站资源整合和新开浆站持续推进。板块整体估值水平合理，部分血制品公司低估明显，具有较好投资价值。
- 零售板块:** 整体估值相对合理，零售行业的整合尚未结束，处方外流依然是长期投资逻辑。
- 原料药、疫情受益资产和消费类医疗服务公司是处于较长周期底部的资产，也值得重点关注。** 1) **原料药:** 当前处于周期底部，价格的持续低迷会推进去产能，从而开启新一轮价格上行周期；叠加专利过期重磅单品带来的新增量，有望迎来收入加速增长期。2) **疫情受益资产:** 该类公司能够把握住特殊时期的机会，这正是竞争力的体现。其中大部分公司的市值已经接近账上现金，也不乏投资机会。3) **消费类医疗服务公司:** 受到消费不景气的负面影响，2023 年并未出现如 2022 年底所预期的强劲恢复，很多公司的估值创下近五年来新低，未来随着宏观和微观环境的持续向好，经营和估值都有较大弹性。
- 风险提示:** 1) 诊疗恢复不达预期；2) 新品拿证进度不达预期；3) 产品出海进度不达预期；4) 集采影响大于预期。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：刘浩

邮箱：liuhao@hcyjs.com

执业编号：S0360520120002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

证券分析师：黄致君

电话：010-66500910

邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

执业编号：S0360522090003

证券分析师：万梦蝶

邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

执业编号：S0360523080008

证券分析师：王宏雨

邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

执业编号：S0360523080006

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	475	0.06
总市值(亿元)	72,897.70	8.24
流通市值(亿元)	58,119.50	8.48

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.0%	-2.5%	-4.9%
相对表现	5.5%	6.4%	4.4%



投资主题

报告亮点

本篇报告回溯医药近 20 年的发展，展望未来前景，认为投资机会将呈现百花齐放。报告全面分析了创新药、医疗器械、中药、医药零售和服务等细分板块 2024 年的投资机会。

投资逻辑

我们认为，当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、今年前三季度受到**市场环境变化和疫情影响**造成行业业绩低基数、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对 2024 医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。

创新药板块：很多创新药企业的研发管线都取得了积极进展，部分产品已经在国内甚至在海外商业化，海外授权的产品与日俱增。并且，大量创新药公司的账面现金较为宽裕，可以支撑企业管线的持续推进。此外，创新药在肿瘤、减重、AD、NASH 等大领域和 ADC 等新技术上持续取得突破性的临床数据和商业化销售额，对板块的投资情绪和经营基本面会有较大拉动。

传统药企：仿制药集采影响经过多轮消化后预计已经基本消除，仿制药企业的创新产品管线也进入兑现阶段，且自身具备较强的新品商业化能力和造血能力，相关公司估值均处于低位，投资价值凸显。

医疗器械板块：医疗设备依然处于国产替代的快速阶段。高值耗材中行业高速增长、国产化率低的细分领域投资机会多。低值耗材行业格局在国内未来有望诞生类似美国的巨头公司。IVD 中化学发光赛道有集采下三级医院国产替代和国际化的大机遇，基因测序有望从科研走向临床、分享临床端更大的市场。

中药板块：2015 年以来，国家对中医药产业的支持力度不断强化，实施细节逐步清晰，产业趋势已逐渐清晰明确。在此背景下，我们重点关注从宏观政策利好到微观实际业绩的转化，整体推荐中药板块，建议重点关注国企改革、基药等增量逻辑。

血制品板块：当前国内血制品行业供需缺口依然很大，行业具有较高的行政准入壁垒，行业内浆站资源整合和新开浆站持续推进。板块整体估值水平合理，部分血制品公司低估明显，具有较好投资价值。

零售板块：整体估值相对合理，零售行业的整合尚未结束，处方外流依然是长期投资逻辑。

原料药、疫情受益资产和消费类医疗服务公司是处于较长周期底部的资产，也值得重点关注。

目 录

一、医药行业 2024 年度投资策略：春色满园，百花齐放.....	9
（一）回溯过去：行业发展曲折前进，行情演绎盛极而落	9
1、近 20 年医药行业发展可以分为三个阶段	9
2、近 20 年医药行业行情的演绎也有其内在规律	20
（二）展望未来：利空预计充分消化、大品种催化不断、本土需求加速、国际化渐入佳境	22
1、行业的利空降价和反腐扰动预计已充分消化	22
2、大品种催化不断，引发市场持续关注医药行业	25
3、中国的医药需求在加速	29
4、国际化渐入佳境	33
（三）投资机会上春色满园、百花齐放	35
1、迷失的 2023 年	35
2、2024 年会是什么情况	36
3、投资机会将呈现百花齐放	36
二、创新药：中国创新药产业站在赶超欧美的起点	38
（一）从免疫双抗到靶向双抗进入第一梯队	38
（二）中国 CAR-T 临床数量世界第一，传奇成 CAR-T 市值第一	39
（三）ADC 授权不断，国际化空间巨大	39
（四）创新国际化：寻找下一个超 10 亿美金重磅	41
三、医药工业：制造崛起逐步兑现，创新挖掘潜力加大	42
（一）传统药企：创新布局迎来收获，业绩有望加速增长	42
（二）特色原料药：专利悬崖下市场扩容再注新增量，原料药制剂一体化打开成长空间	43
（三）血制品：供需弹性释放，行业景气度持续提升	44
四、医疗器械：国产替代加速推进，出海更进一步	46
（一）医疗设备：有望受益于国产替代大浪潮	46
（二）IVD：化学发光国内进口替代推进，出海前景广阔	47
（三）高值耗材：骨科企业多元化成长，技术进步+集采加速电生理国产替代	48
（四）低值耗材：海外订单好转，产品升级持续推进	49
（五）ICL：渗透率预计持续提升，应收账款正有序收回	50
五、中药：建议重点关注国企改革、基药等增量逻辑	50
（一）国企改革稳步推进，行业整体提质增效	51
（二）基药品种贡献业绩弹性	51

六、医药零售：拐点有望确立，弹性较大	52
（一）互联网增长逐步放缓，线上线下融合正当时	52
（二）多年积累水到渠成，处方外流有望落地	53
七、医疗服务：行业迎高质量发展，看好细分领域龙头	53
（一）中医：行业高景气，业绩弹性大	53
（二）眼科：成长空间广阔，格局清晰	54
（三）肿瘤专科：供需错配下，下沉市场机遇明显	54
（四）口腔：行业有望重回快速增长	54
（五）辅助生殖：鼓励生育大背景下的高壁垒赛道	54
八、生命科学服务和 CXO：有望否极泰来	55
（一）需求端景气度指标概览	55
（二）生命科学服务：轻装上阵再出发	56
（三）CXO：新兴领域蓬勃发展，行业景气度逐步提振	58
九、风险提示	59

图表目录

图表 1	2003-2023Q1-3 医药工业收入和利润增速	9
图表 2	2003-2013 年城镇居民和新农合参保人数	10
图表 3	我国基药政策梳理	10
图表 4	2004 年和 2009 年两次医保扩容	10
图表 5	2003-2013 年我国医保覆盖率	11
图表 6	2003-2013 年国内新药获批数量（个）	11
图表 7	2003-2013 年期间代表性年份的用药情况	11
图表 8	2003-2013 年期间典型的医疗事故	11
图表 9	我国医保基金的收入和支出增速情况	12
图表 10	2013-2018 年我国部分地方医保出现收不抵支的现象	13
图表 11	2013-2018 年医药领域重要政策梳理	13
图表 12	历次仿制药集采情况梳理	14
图表 13	代表性仿制药企集采后的市值表现（亿元）	14
图表 14	2012-2022 年国内创新药首次 IND 数量（单位：个）	15
图表 15	2014-2022 年国内创新药临床试验情况（单位：个）	15
图表 16	2018-2022 年国内创新药融资次数（次）	15
图表 17	2018-2022 年国内创新药融资金额（亿美元）	15
图表 18	港股 18A 和 A 股科创板对未盈利生物公司上市的政策	16
图表 19	2018-2023 年上市的 Biotech 公司梳理	16
图表 20	中国创新药在美国获批及销售情况	16
图表 21	中国重磅创新药向跨国药企授权的情况梳理	17
图表 22	2013-2022 年泰格医药收入及增速情况	18
图表 23	2014-2022 年药明康德收入及增速情况	18
图表 24	2022 年国内典型 CXO 公司国内外收入占比	18
图表 25	A 股医疗器械公司数量	19
图表 26	A 股医疗器械板块总市值	19
图表 27	A 股医疗器械细分领域公司数量占比	19
图表 28	2022 年国内外药械比数据对比	19
图表 29	国内民营医院发展趋势	20
图表 30	国内民营眼科/齿科专科医院发展趋势	20
图表 31	2003-2013 年医药板块涨幅前 20 的公司及其营收 CAGR	20
图表 32	2013-2018 年医药板块涨幅前 20 的公司及其营收 CAGR	21
图表 33	2018 年至今医药板块涨幅前 20 的公司及其营收 CAGR	21

图表 34	2020 年北向资金净买入额分布	22
图表 35	2020 年医药基金规模增速	22
图表 36	三个阶段的医药行业营收增速及股价表现	22
图表 37	历次医保价格谈判情况	23
图表 38	第一三共收入结构(2022 财年).....	23
图表 39	武田收入结构(2022 财年).....	23
图表 40	集采前中外仿制药价格对比	23
图表 41	集采前中外冠脉支架价格对比	23
图表 42	恩华药业扣非净利润及增速	24
图表 43	华海药业国内制剂收入及增速情况	24
图表 44	2022 年全球药品市场中美国市场占比	24
图表 45	2021 年全球医疗器械市场中美国市场占比	24
图表 46	代表性公司股价走势图	26
图表 47	2020 年至今礼来股价走势	26
图表 48	2020 年至今诺和诺德股价走势	26
图表 49	诺和 GLP-1 降糖、诺和 GLP-1 减重、礼来替尔泊肽销售额情况.....	27
图表 50	各 GLP-1 受体激动剂减重疗效临床数据对比	27
图表 51	礼来 Donanemab III 期临床数据	27
图表 52	2023 年国内大品种相关企业股价走势	28
图表 53	美国及全球 GLP-1 减肥药市场规模预测	28
图表 54	全球 NASH 诊疗市场规模预测	28
图表 55	全球 AD 治疗市场规模预测	28
图表 56	全球 ADC 市场规模预测.....	28
图表 57	1949 年以来出现过三次比较明显的婴儿潮	29
图表 58	第二波婴儿潮出生的人群已进入退休阶段	29
图表 59	2017-2021 年中国医疗商业保险市场规模.....	29
图表 60	2013-2022 年中国居民人均可支配收入情况	29
图表 61	国产 CGM 产品获 NMPA 批准情况	30
图表 62	国内周制剂 GLP1 情况.....	30
图表 63	国内小分子 glp1 情况	31
图表 64	国内 A β 靶点布局情况	32
图表 65	国内 AD 血检布局情况	32
图表 66	中国、全球行业临床推进效率对比	33
图表 67	ADC 和双抗的 license out.....	33
图表 68	美国上市的国产新药	34

图表 69	2021 年联影医疗美国销售额占比	35
图表 70	2020Q1-3 华大智造美国销售额占比	35
图表 71	2022 年迈瑞医疗北美销售额占比	35
图表 72	2021H1 南微医学美国销售额占比	35
图表 73	近十年中信医药指数 PE (TTM)	36
图表 74	近十年中信医药指数 PB	36
图表 75	2022Q3-2023Q3 非医药基金医药持仓占比	36
图表 76	FDA 和 CDE 新增 IND 数量对比 (个)	38
图表 77	FDA 和 CDE 批准新药数量对比 (个)	38
图表 78	新兴 biopharma 创新药管线比例	38
图表 79	各国总部药企新药比例	38
图表 80	主要实体瘤双抗进展对比	39
图表 81	CAR-T 疗法销售额 (亿美元)	39
图表 82	CAR-T 临床试验数量 (个)	39
图表 83	国内 ADC 研发进度 (部分)	40
图表 84	国产新药海外注册研究以后品种梳理	41
图表 85	2022 年信立泰收入结构	42
图表 86	2022 年华东医药医药工业收入结构	42
图表 87	传统药企板块估值水平及利润增速	43
图表 88	2019-2026 专利到期可能影响的原研药销售额 (十亿美元)	44
图表 89	2020-2026 年即将专利过期的重磅品种 (2019 年销售额, 单位: 10 亿美元)	44
图表 90	中国院内白蛋白销售额 (分季度)	45
图表 91	中国院内静丙销售额 (分季度)	45
图表 92	中国凝血因子 VIII 市场规模及增速	45
图表 93	中国重组八因子研发格局	45
图表 94	2021 年中国软镜市场竞争格局	46
图表 95	2021 年中国硬镜市场竞争格局	46
图表 96	中国化学发光市场规模 (单位: 亿元)	47
图表 97	2021 年国内化学发光市场份额	47
图表 98	各公司骨科赛道覆盖情况	48
图表 99	近年中医药产业重大政策汇总	50
图表 100	部分重点中药国企的改革/激励情况	51
图表 101	中药、化药及生物药纳入国家基药目录情况 (单位: 个)	52
图表 102	销售额相较 2018 年累计增速: 18 版新进独家基药 (合计)/院内中药 (不含	

注射剂) 整体	52
图表 103 全国医药电商 B2C 市场月度销售额同比增速	52
图表 104 全国医药电商 O2O 市场月度销售额同比增速	52
图表 105 全球医疗健康领域融资数据 (亿美元)	55
图表 106 全球医疗健康领域融资事件数 (件)	55
图表 107 中国医疗健康领域融资数据 (亿美元)	56
图表 108 中国医疗健康领域融资事件数 (件)	56
图表 109 全球在研新药数量	56
图表 110 国产 1 类新药 IND 月度数据 (个)	56
图表 111 生命科学服务主要细分产品市场规模、增速及国产市占率	57
图表 112 生命科学服务领域部分公司常规业务收入 (单位: 亿元)	57
图表 113 生命科学服务领域部分公司新冠业务收入占比	58
图表 114 生命科学服务领域部分公司 23H1 国内外收入占比	58
图表 115 全球肽 CDMO 市场规模	58
图表 116 全球 ADC 外包服务市场规模	58

一、医药行业 2024 年度投资策略：春色满园，百花齐放

（一）回溯过去：行业发展曲折前进，行情演绎盛极而落

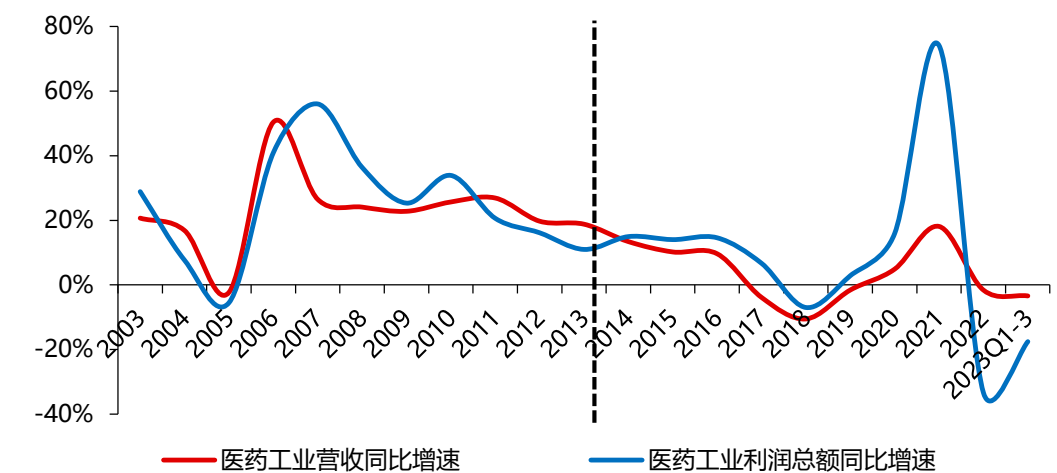
1、近 20 年医药行业发展可以分为三个阶段

① 第一阶段（2003-2013 年）：高速发展、乱象频出

■ 十年间医药工业高速发展

这十年是中国医药工业粗放发展的十年，一方面行业增速很快，上市公司收入和市值体量得到了发展，积累了原始资本，为后续的创新和转型打下了基础；另一方面也伴随着过度使用的抗生素、中药注射剂和辅助用药，看病难看病贵等问题凸显。

图表 1 2003-2023Q1-3 医药工业收入和利润增速



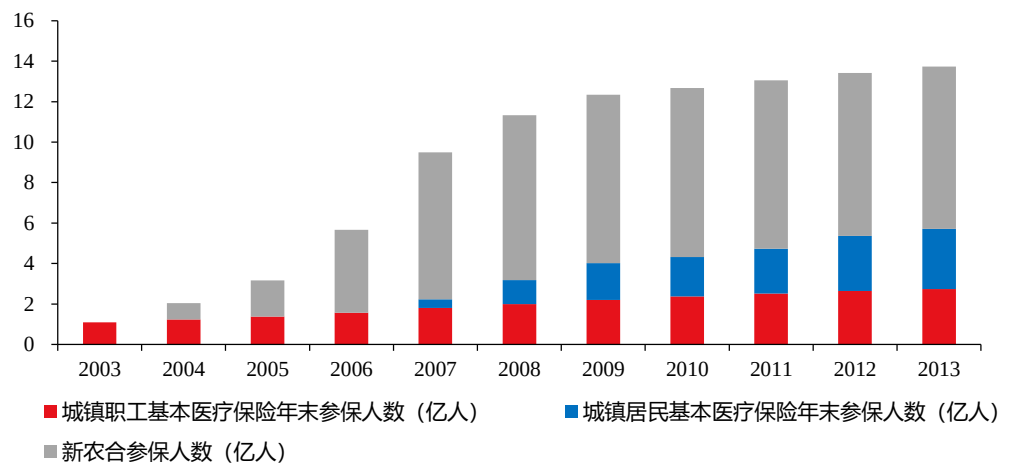
资料来源：国家统计局，华创证券

注：2021 年医药工业收入和利润增速较高的原因系疫情防控及出口增量显著

■ 新医改 2007-2013 年行业加速增长

行业加速增长的推动力有：1) 全民医保：医保收入高速增长，为行业的高速增长提供支持。2) 基药红利：2009 年推出基药，推动基药使用快速增长。3) 医保两次扩容带动行业高速发展。4) 财政补助：2009 年 4 月新医改方案发布，各级政府向医改投入 8500 亿元，推动行业加速发展。

图表 2 2003-2013 年城镇居民和新农合参保人数



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中国统计年鉴，转引自王震等《中国医疗卫生改革十年（2009~2019）研究报告》，华创证券

图表 3 我国基药政策梳理

时间	事件/政策
1979	我国政府积极响应并参与 WHO 基本药物行动计划，开始着手国家基本药物制定工作
1982	公布了第 1 版国家基本药物目录（仅包含西药）
1997	中共中央《关于卫生改革与发展的决定》提出“国家建立基本药物制度”
2004	颁布新版《国家基本药物目录》，包括 773 种西药与 1260 种中成药
2009	国务院深化医药卫生体制改革领导小组公布了《关于建立国家基本药物制度的实施意见》等文件，这标志着我国正式启动初步建立国家基本药物制度的工作
2009	卫生部颁布《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）
2013	卫生部公布了 2012 年版国家基本药物目录
2018	国家卫健委发布《国家基本药物目录》（2018 年版）总品种由原来的 520 种增至 685 种，包括西药 417 种、中成药 268 种。在覆盖临床主要病种的基础上，重点聚焦癌症、儿童疾病、慢性病等病种
2018	《国务院办公厅关于完善国家基本药物制度的意见》
2021	《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见稿，强调基药目录调整周期原则上不超过 3 年

资料来源：卫健委，中国政府网，梅斯医学，郑州文化路文丰社区卫生服务中心公众号，华创证券

图表 4 2004 年和 2009 年两次医保扩容

时间	版本	目录品种	涉及品种	主要调整内容
2000	第一版	1535	西药 913 个品种、中成药 575 个品种，民族药 47 个品种	-
2004	第二版	1901	西药 1031 个品种、中成药 823 个品种，民族药 47 个品种	新增工伤保险部分
2009	第三版	2172	西药 1140 个品种，中成药 987 个品种，民族药 45 个品种	与基药目录衔接、制定谈判准入规则、省份可适当调整乙类药品品种数量

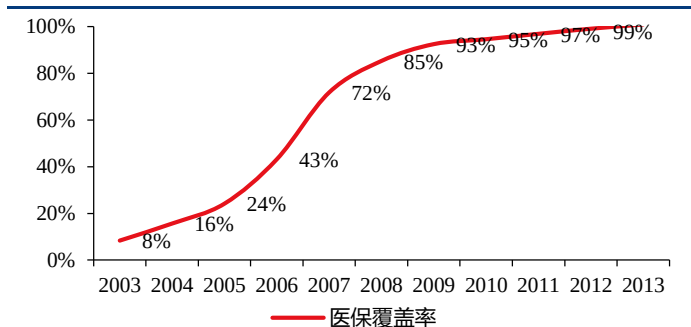
资料来源：遵义医保公众号，武汉医保公众号，华创证券

■ 医药行业乱象频出

行业乱象有郑筱萸事件牵扯的药品批件滥发问题、中药注射剂过度使用、抗生素过度使

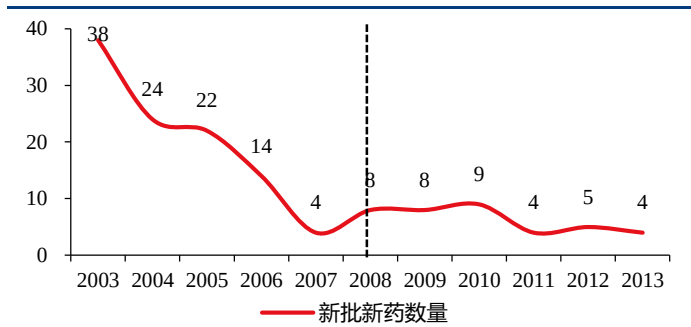
用、辅助用药过度使用、大型医疗事故，以及看病难看病贵（卫生总费用中个人支付比例高）等问题。

图表 5 2003-2013 年我国医保覆盖率



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴、中国统计年鉴、转引自王震等《中国医疗卫生改革十年（2009~2019）研究报告》，华创证券

图表 6 2003-2013 年国内新药获批数量（个）



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 7 2003-2013 年期间代表性年份的用药情况

医药乱象类型	具体情况
中药注射剂滥用	2013 年，全国药品不良反应监测网络共收到中药注射剂不良反应/事件病例报告 12.1 万例次，其中严重报告约 6800 例次（占比 5.6%），与 2012 年相比，中药注射剂报告数量同比增长 17.0%，高于国家药品不良反应监测数据总体报告增长率，严重报告数量增长 22.3%，与总体严重报告增长率基本持平。中药注射剂的过度滥用情况导致其成为当时中药制剂的主要风险之一。
抗生素滥用	2006 年，我国 7 岁以下儿童因为不合理使用抗生素造成耳聋的数量多达 30 万，占总体聋哑儿童的比例高达 30% 至 40%，而一些发达国家只有 0.9% 的比例。也就是说，1000 个聋哑儿童中，我国就有 300 至 400 个是抗生素致聋的，而发达国家还不到 9 人。
辅助药物滥用	2011 年，根据《基层医院病历医嘱不合理用药分析》中对佛山某医院 2011 年上半年 900 份住院病例的用药情况分析结果来看，900 份样本中存在 125 例次的无指征辅助用药情况（占比 22.8%），由于辅助用药的说明书适应症太广泛且那个时期无指南指导用药，临床滥用情况在当时较为严重。

资料来源：NMPA《国家药品不良反应监测年度报告（2013）》，中国质量检验协会，吴伟文等《基层医院病历医嘱不合理用药分析》，华创证券

图表 8 2003-2013 年期间典型的医疗事故

医疗事故发生原因	年份	具体情况
中药注射剂滥用	2009	2009 年 2 月，在青海省有三名患者静脉输注双黄连注射液后，发生疑似不良反应，其中一名 62 岁的女患者抢救无效死亡。
	2008	2008 年 10 月，云南省某医院有 6 名患者使用完刺五加注射液之后出现严重不良反应，其中 3 例死亡。
	2008	2008 年 10 月，卫生部通报了陕西省某医院因使用茵栀黄注射液后，有 4 名新生儿发生不良反应，其中 1 名出生 9 天的新生儿死亡。
抗生素滥用	2010	2010 年 7 月，因内蒙古某医院给一患有腹沟斜疝的婴儿注射了过量阿奇霉素（一种抗生素），导致其出现呼吸急促、脖子痉挛、嘴唇发紫等症状，最后留下了脑瘫的后遗症。
	2009	2009 年 4 月，一半岁婴儿因咽炎到北京某医院进行检查，医生开了庆大霉素（一种抗生素）雾化治疗的治疗单，但庆大霉素属于耳毒性和肾毒性药物，明令禁止 6 岁以内儿童使用，这次庆大霉素雾化治疗导致该婴儿留下双耳重度感音神经性耳聋的后遗症。

2006	2006 年 7 月，一患者因牙痛去甘肃某医院就医，被收治入院后诊断为发热待查，单纯疱疹。入院 3 天后，因住院押金用完，医院当即停药，该患者即出现高烧昏迷症状。在交纳了住院押金后，医院开始给王玉明大剂量使用抗生素。出院后，该患者出现不间断的耳鸣、连续感冒、头痛及尿血等症状，半年多只能卧床休息，最后被认定为伤残。
------	---

资料来源：中国政府网、兰州晨报、遂昌新闻网、半岛都市报、健康时报，华创证券

② 第二阶段（2013-2018 年）：医保承压、谋求变革

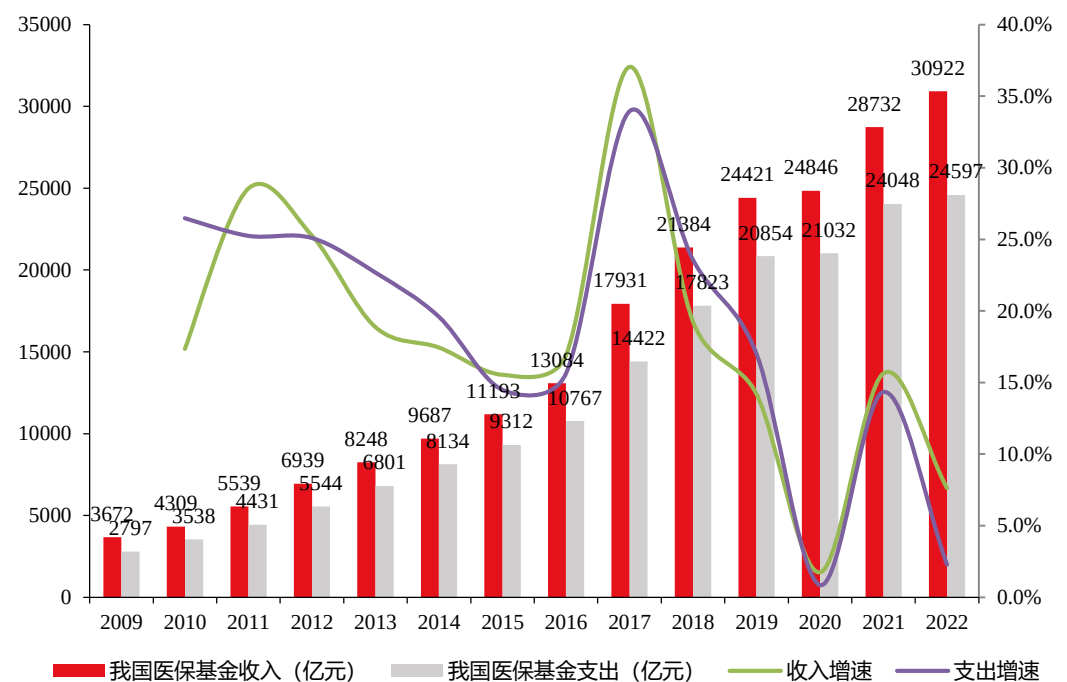
■ 行业在高基数下增速下行

新医改带来了行业的大发展，整体医药行业体量在 2013 年已达到较大规模，充分享受了新医改财政补助、基药红利和两次医保扩容红利。在高基数上，整体行业增速呈现下行趋势。

■ 医保吃紧，变革迫在眉睫

2013 年我国出现了整体医保基金收入增速低于支出增速的现象，部分地方医保甚至出现穿底风险。医保基金收支不平衡情况的背后是用药结构的不合理、仿制药价格高企、是以药养医的结果。用药结构的不合理和药价的不合理短期会侵蚀医保基金，长期来看对行业的创新和发展都是扼杀。国家层面高屋建瓴，密集出台支持和鼓励民营医疗服务政策、推进仿制药一致性评价工作、监管辅助用药使用、营造条件支持创新药的发展。

图表 9 我国医保基金的收入和支出增速情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 2013-2018 年我国部分地方医保出现收不抵支的现象

时间	文件名称	关于部分地方医保收不抵支的描述
2014	《十二届全国人大常委会专题讲座第十一讲——建立更加公平可持续的社会保障制度》	中国人大网 2014 年 7 月发消息称，在医疗保险方面，近年来部分地区也出现了医疗保险基金收不抵支的现象。由于医疗机构过度医疗问题相当严重，导致医疗费用过快增长，有些统筹地区的医疗费用 3-5 年就能翻一番，医保基金不堪重负，出现收不抵支。同时，现行的医保政策以及管理措施对医疗费用的过快增长缺乏根本的制约手段。
2014	《湖南省人力资源和社会保障厅 湖南省财政厅关于进一步加强城镇职工基本医疗保险有关工作的通知》	湖南省人民政府官网 2014 年 10 月发消息称，湖南城镇职工基本医疗保险制度实施以来，制度建设逐步完善，参保人员基本医疗需求得到较好保障，但近年来部分统筹地区出现了基金当期收不抵支甚至累计亏损的情形，危及到制度的可持续性。
2016	《人社部：部分省份医保基金出现了当期收不抵支的状况》	人社部官网 2016 年 2 月发消息称，在医疗费用快速增长的背景下，医保基金与养老保险基金一样，也面临越来越大的支付压力，支出增幅高于收入增幅，甚至有相当一部分省份出现了当期收不抵支的状况，基金“穿底”风险日益凸显。

资料来源：全国人民代表大会官网，中华人民共和国中央人民政府官网，湖南省人民政府官网，华创证券

图表 11 2013-2018 年医药领域重要政策梳理

板块		时间	政策
鼓励支持民营医疗服务		2013	《关于促进健康服务业发展的若干意见》
		2015	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》
		2017	《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》
推动仿制药一致性评价		2016	《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》
		2016	《仿制药质量和疗效一致性评价工作程序》
		2017	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》
		2018	《国务院办公厅关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》
		2018	《关于印发加快落实仿制药供应保障及使用政策工作方案的通知》
创新药	临床试验核查自查	2015	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》
		2016	《关于印发药物临床试验数据核查工作程序（暂行）的通知》
		2017	《总局关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告》
		2017	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》
	优先审批通道	2017	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》
	MAH 政策	2016	《药品上市许可持有人制度试点方案》
辅助用药监管		2016	辽宁省《关于加强公立医院辅助用药预警和监控工作的指导意见》
		2018	湖北省《全省医疗机构辅助用药管理办法制定出台》

资料来源：中国政府网、国家药品监督管理局、湖北卫健委、辽宁省卫计委，华创证券

③ 第三阶段（2018-2023 年）：正本清源、日新月异

■ 2018 年集采开启中国制药行业正本清源之路。

仿制药集采的开启看似是 2018 年底的一个突发事件，实则做了大量的摸索和准备工作。仿制药一致性评价不推开，低价中标就会导致劣币驱逐良币，因此有必要将过去质量层次不齐的仿制药拉到一个标准线之上，仿制药一致性评价应声而出。仿制药一致性评价

的全面推进和贯彻，是后续 2018 年全国仿制药带量采购的基石。

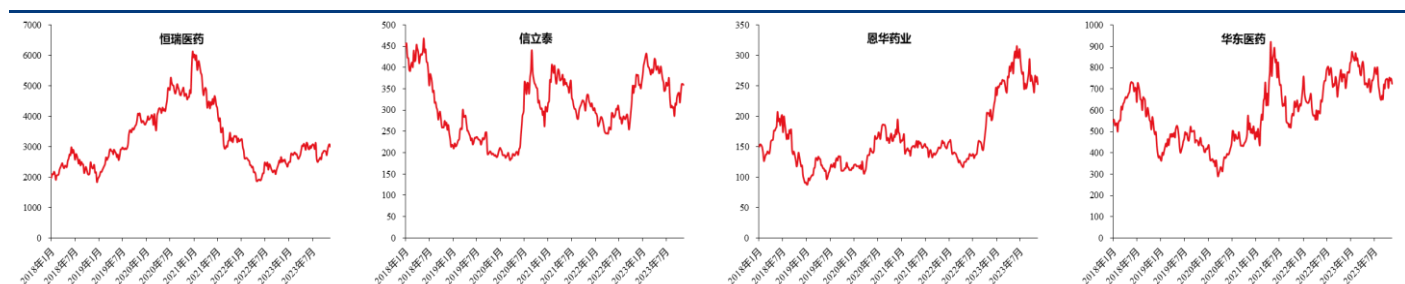
图表 12 历次仿制药集采情况梳理

批次	品种数	平均降幅	开标时间	执行时间
4+7	25	52%	2018 年 12 月	2019 年 2 月
4+7 扩围	25	59%	2019 年 9 月	2019 年 12 月
第二批	32	53%	2020 年 1 月	2020 年 4 月
第三批	55	53%	2020 年 8 月	2020 年 10 月
第四批	45	52%	2021 年 2 月	2021 年 5 月
第五批	61	56%	2021 年 6 月	2021 年 10 月
第六批（胰岛素专项）	16	48%	2021 年 11 月	2022 年 5 月
第七批	60	48%	2022 年 7 月	2022 年 11 月
第八批	39	56%	2023 年 4 月	2023 年 7 月
第九批	41	58%	2023 年 11 月（拟中选）	2024 年 3 月（预计）

资料来源：赛柏蓝，MedTrend 医趋势，华创证券

仿制药集采倒逼了企业创新和转型的步伐，很多企业不仅利润和市值创了新高，创新能力和研发管线也得到了夯实。

图表 13 代表性仿制药企集采后的市值表现（亿元）

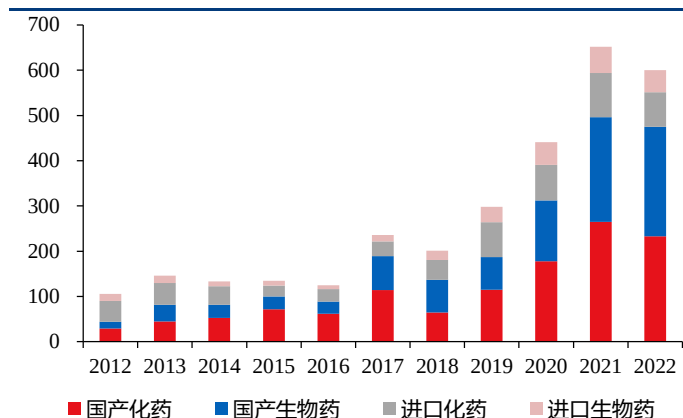


资料来源：Wind，华创证券（股价数据截至 2023 年 11 月 20 日）

■ 创新药和创新药配套产业加速

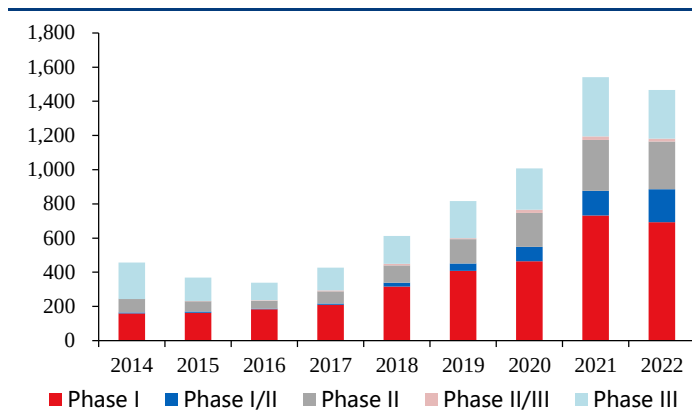
仿制药集采的推进倒逼了恒瑞医药、正大天晴等代表性的仿制药企业加速布局创新管线，传统药企的创新布局有资金和商业化能力上的先天优势，并且有前瞻眼光的优秀企业早已在创新药的布局上率先发力，比如恒瑞医药 2015 年阿帕替尼已上市，正大天晴 2018 年安罗替尼快速放量。

图表 14 2012-2022 年国内创新药首次 IND 数量（单位：个）



资料来源：PharmaGO 数据库，医药魔方，华创证券

图表 15 2014-2022 年国内创新药临床试验情况（单位：个）

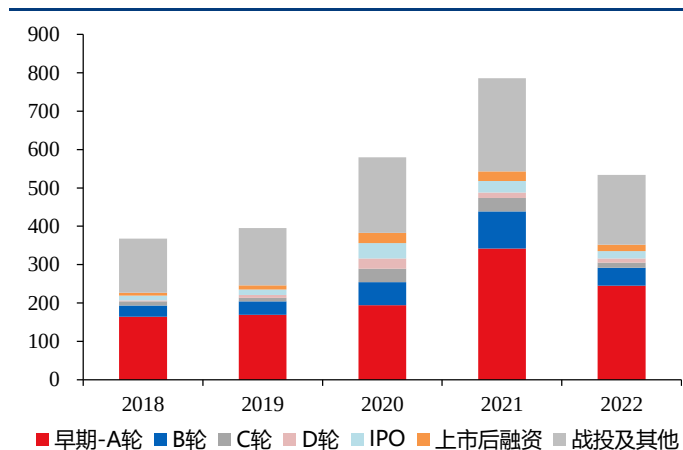


资料来源：PharmaGO 数据库，医药魔方，华创证券

伴随着加速审评政策、创新药医保谈判政策的落地，CRO、CMO、MAH 的配套支持和优秀的国内外投融资环境，优质海归人才回国，biotech 的创新药研发飞速发展。此外，政策对外资创新药在中国的临床申报、临床开展、新品获批与放量同样起到了积极作用，加速了药品的可及性。

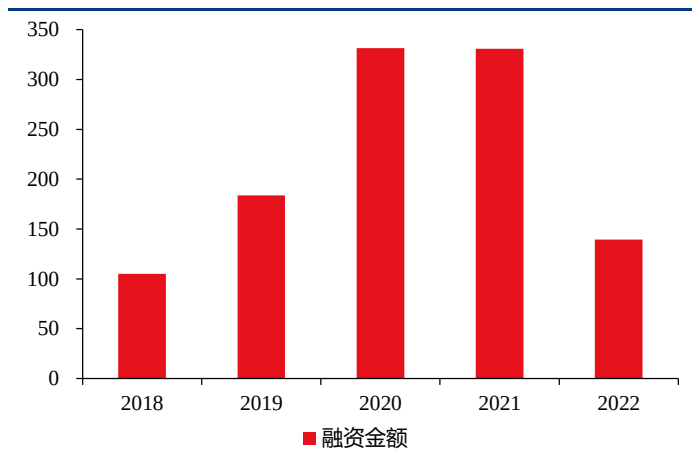
国家实施人才计划，加快优质海归人才回国。例如，微芯生物的董事长鲁先平 1989 年起在美国加州大学圣迭戈分校从事博士后研究，1994 年在美国加州圣迭哥参与创建 Maxia 药物公司和 GaldermaResearch 生物技术公司，2000 年 9 月回国创办微芯生物。又如，信达生物的 CEO 俞德超 1993 年在加州大学旧金山分校进行药物化学博士后研究，先后任职于 Calydon、CellGenesys、Applied Genetic Technology Corporation，2006 年回国加盟康弘药业，组建成都康弘生物技术有限公司，领导研发出中国首个具有全球知识产权的单克隆抗体—康柏西普，2011 年俞德超和团队创立了信达生物。

图表 16 2018-2022 年国内创新药融资次数（次）



资料来源：药渡，华创证券

图表 17 2018-2022 年国内创新药融资金额（亿美元）



资料来源：药渡，华创证券

图表 18 港股 18A 和 A 股科创板对未盈利生物公司上市的政策

	港交所	A 股科创板
规则	《上市规则》第 18A 章（即 18A）	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第五套上市标准
主体资格	生物科技公司	科创属性企业
上市条件	（1）证明其合资格及适合以生物科技公司的身份上市； （2）上市时的市值至少达 15 亿港元； （3）上市前已由大致相同的管理层经营现有的业务至少两个会计年度； （4）确保申请人有充足的营运资金(包括计入新申请人首次上市的所得款项)，足可应付集团由上市文件刊发日期起计至少十二个月所需开支的至少 125%。	（1）预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。 （2）医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。 （3）支持尚未形成一定收入规模的硬科技医疗器械企业在科创板发行上市，鼓励医疗器械企业开展关键核心技术产品研发创新。

资料来源：港交所，上交所，华创证券

图表 19 2018-2023 年上市的 Biotech 公司梳理

类型	代码	公司	上市日期	类型	代码	公司	上市日期	类型	代码	公司	上市日期
港股	1672.HK	歌礼制药-B	2018-08-01	港股	9995.HK	荣昌生物-B	2020-11-09	A 股	688321.SH	微芯生物	2019-08-12
	6160.HK	百济神州-B	2018-08-08		6996.HK	德琪医药-B	2020-11-20		688266.SH	泽璟制药	2020-01-23
	2552.HK	华领医药-B	2018-09-14		2142.HK	和铂医药	2020-12-10		688177.SH	百奥泰	2020-02-21
	1801.HK	信达生物-B	2018-10-31		1167.HK	加科思	2020-12-21		688520.SH	神州细胞	2020-06-22
	1877.HK	君实生物-B	2018-12-24		6622.HK	兆科眼科-B	2021-04-29		688180.SH	君实生物-U	2020-07-15
	2616.HK	基石药业-B	2019-02-26		2171.HK	科济药业	2021-06-18		688488.SH	艾迪药业	2020-07-20
	6185.HK	康希诺生物-B	2019-03-28		0013.HK	和黄医药	2021-06-30		688336.SH	三生国健	2020-07-22
	2181.HK	迈博药业-B	2019-05-31		2162.HK	康诺亚-B	2021-07-08		688185.SH	康希诺	2020-08-13
	3692.HK	翰森制药	2019-06-14		2137.HK	腾盛博药-B	2021-07-13		688221.SH	前沿生物-U	2020-10-28
	2696.HK	复宏汉霖-B	2019-09-25		6628.HK	创胜集团-B	2021-09-29		688578.SH	艾力斯	2020-12-02
	6855.HK	亚盛医药-B	2019-10-28		2256.HK	和誉-B	2021-10-13		688687.SH	凯因科技	2021-02-08
	1875.HK	东曜药业-B	2019-11-08		2197.HK	三叶草生物-B	2021-11-05		688192.SH	迪哲医药-U	2021-12-10
	3681.HK	中国抗体-B	2019-11-12		1228.HK	北海康成-B	2021-12-10		688235.SH	百济神州-U	2021-12-15
	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	2019-12-12		2257.HK	圣诺医药-B	2021-12-30		688176.SH	亚虹医药-U	2022-01-07
	9969.HK	诺诚健华-B	2020-03-23		2157.HK	乐普生物-B	2022-02-23		688062.SH	迈威生物-U	2022-01-18
	9926.HK	康方生物-B	2020-04-24		2179.HK	瑞科生物-B	2022-03-31		688197.SH	首药控股-U	2022-03-23
	9939.HK	开拓药业-B	2020-05-22		1244.HK	3D MEDICINES	2022-12-15		688331.SH	荣昌生物	2022-03-31
	1477.HK	欧康维视-B	2020-07-10		2480.HK	绿竹生物-B	2023-05-08		688302.SH	海创药业-U	2022-04-12
	6978.HK	永泰生物-B	2020-07-10		2487.HK	科笛-B	2023-06-12		688382.SH	益方生物-U	2022-07-25
	9688.HK	再鼎医药-SB	2020-09-28		2105.HK	来凯医药-B	2023-06-29		688373.SH	盟科药业-U	2022-08-05
	6998.HK	嘉和生物-B	2020-10-07		6990.HK	科伦博泰生物-B	2023-07-11		688428.SH	诺诚健华-U	2022-09-21
	1952.HK	云顶新耀-B	2020-10-09		1541.HK	宜明昂科-B	2023-09-05		688506.SH	百利天恒-U	2023-01-06
	2096.HK	先声药业	2020-10-27		2496.HK	友芝友生物-B	2023-09-25		688443.SH	智翔金泰-U	2023-06-20
	2126.HK	药明巨诺-B	2020-11-03		--	--	--		--	--	--

资料来源：Wind，华创证券（截至 2023/11/28）

当下，除了本土创新药的申报和获批加速繁荣外，我们更看到了中国创新药走向世界，授权给跨国药企、以及在美国等发达市场获批和商业化放量。

图表 20 中国创新药在美国获批及销售情况

药品	公司	靶点机制	适应症	美国进度	美国销售额（亿美元）
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血病等	上市（2019.11）	3.90（2022）
西达基奥仑赛	金斯瑞/强生	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	上市（2022.2）	1.34（2022）
本维莫德	天济医药/Dermavant Sciences	AhR	斑块状银屑病	上市（2022.5）	-

特瑞普利单抗	君实生物	PD1	鼻咽癌	上市（2023.10）	-
呋喹替尼	和黄医药	VEGFR	结直肠癌	上市（2023.11）	-
艾贝格司亭α	亿帆医药	G-CSF	化疗引起的中性粒细胞减少症	上市（2023.11）	-

资料来源：医药魔方，公司公告，华创证券

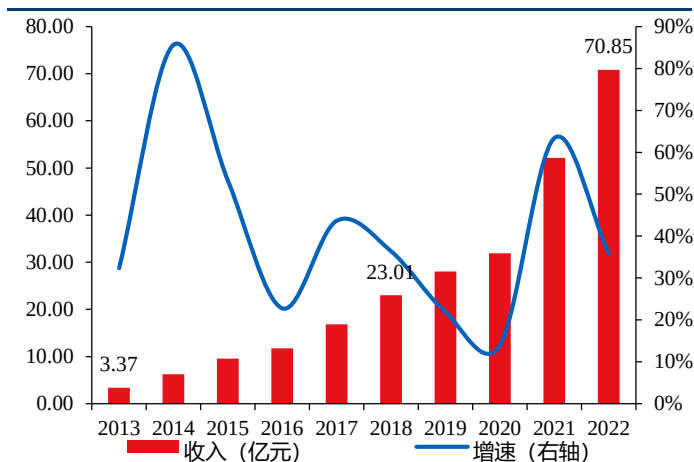
图表 21 中国重磅创新药向跨国药企授权的情况梳理

交易日期	授权方	被授权方	合作产品	交易日期	授权方	被授权方	合作产品
2023	传奇生物	Novartis	LB2102	2022	天境生物	Abbive	在研新 CD47 抗体
2023	诚益生物	AstraZeneca	ECC5004	2022	科伦博泰	MSD	SKB315
2023	烨辉医药	Sanofi	贝舒地尔	2022	三迭纪	Eli Lilly	3D 打印技术实现口服药物的程序化释放
2023	恒瑞医药	Merck KGaA	HRS-1167; SHR-A1904; SHR-A1904; HRS-1167	2022	科伦博泰	MSD	SKB264
2023	豪森药业	GSK	HS-20089	2022	百奥赛图	Merck KGaA	评估三个全新靶点抗体
2023	信念医药	Takeda Pharmaceuticals	BBM-H901	2022	和铂医药	AstraZeneca	HBM-7022
2023	亨利医药	Novo Nordisk	ocedurenone	2022	鹏远基因	Astellas	用鹏远的 mTitan 检测方法开发临床前药物
2023	晶泰科技	Eli Lilly	未披露	2022	普瑞金	CellPoint	BCMA CAR-T
2023	礼新医药	AstraZeneca	LM-305	2022	天演药业	Sanofi	SAFEbody 技术开发多靶点
2023	赞荣医药	Roche	ZN-1041	2022	和誉生物	Eli Lilly	新型小分子
2023	百力司康	Eisai	BB-1701	2021	百济神州	Novartis	欧司珀利单抗
2023	君实生物	Dr.Reddy's Laboratories	特瑞普利单抗; 特瑞普利单抗	2021	百奥泰	Biogen	托珠单抗生物类似药
2023	英矽智能	Novo Nordisk	未披露	2021	诺诚健华	Biogen	奥布替尼
2023	三迭纪	Boehringer Ingelheim	未披露	2021	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗
2023	康诺亚	AstraZeneca	CMG901	2021	百奥泰生物	Hikma	BAT2206
2023	挚盟医药	GSK	CB06-036	2021	百奥泰生物	Sandoz	BAT1706
2023	和黄医药	Takeda Pharmaceuticals	呋喹替尼	2021	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗
2023	药明生物	GSK	CD3 bispecific antibody (GSK)	2020	君实生物	Eli Lilly	JS016
2022	君实生物	Hikma	特瑞普利单抗	2020	天境生物	Abbive	lemzoparlimab
2022	科伦博泰	MSD	7 个 ADC 项目	2020	复星医药	Eli Lilly	FCN-338
2022	百奥赛图	Merck KGaA	RenMiceTM 平台	2020	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗
2022	济民可信	Roche	JMKX-002992	2020	加科思	Abbive	SHP2 产品组合

资料来源：医药魔方，华创证券

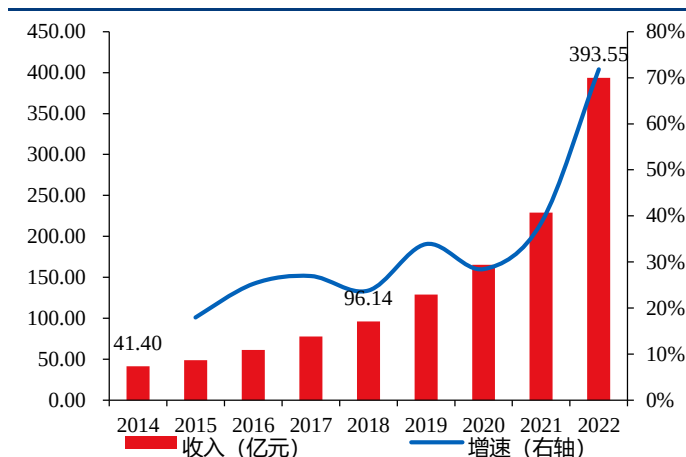
创新药配套产业如 CRO、CMO、科研服务等均得到迅速发展。其中本土 CRO 代表性公司泰格医药、诺思格等立足本土市场，未来有望借助中国创新药出海在发达国家市场扎根发展；CMO 代表性公司药明康德、凯莱英等已经充分承接国际化订单，未来有望继续享受全球 CMO 行业转移红利；科研服务端虽然本土当前竞争力较弱，竞争格局分散，但是在疫情期间，因为供应链问题，也受到国家和创新药企业的高度重视，未来有望快速发展，走出有竞争力公司。

图表 22 2013-2022 年泰格医药收入及增速情况



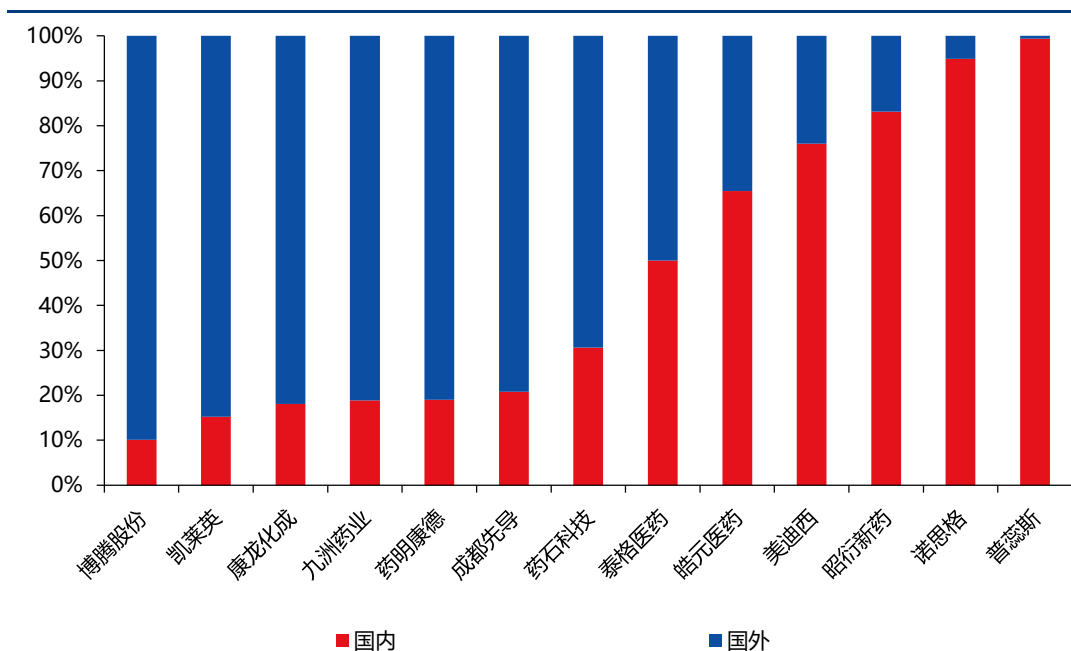
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 2014-2022 年药明康德收入及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 2022 年国内典型 CXO 公司国内外收入占比

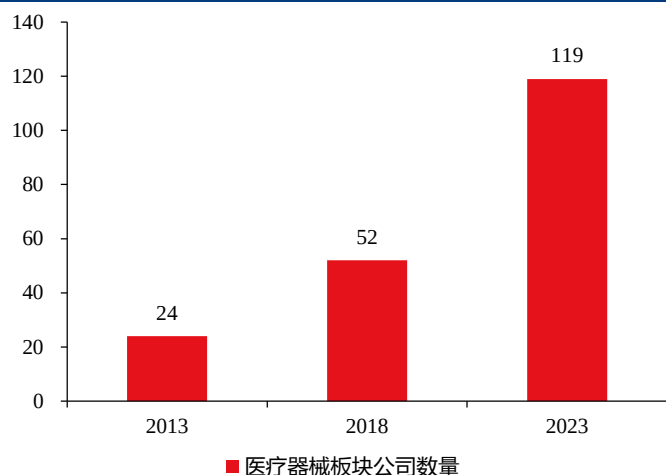


资料来源: Wind, 华创证券

■ 医疗器械加速发展、加速资本化

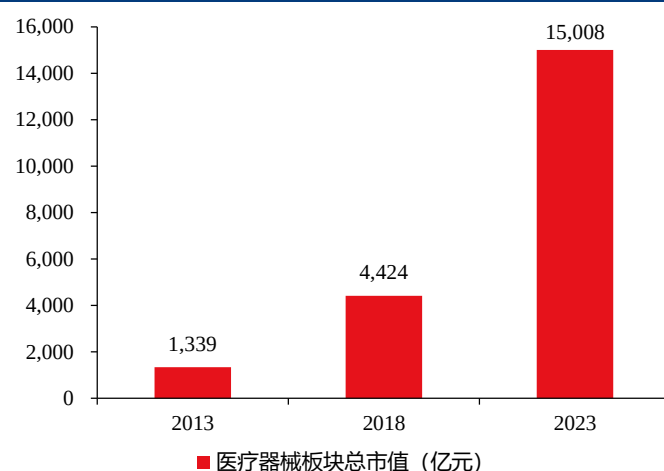
中国医疗器械板块近十年发展突飞猛进，从 2013 年的 24 个上市公司发展到现在的 119 个上市公司，从原来的低值耗材、家用设备发展到高端医疗设备、高值耗材，高壁垒和高附加值细分领域持续国产替代。当前，器械行业依然有很大发展空间，主要体现在高壁垒领域的持续国产替代和出口，中国医疗器械板块的附加值和发达国家相比还是很低。

图表 25 A 股医疗器械公司数量



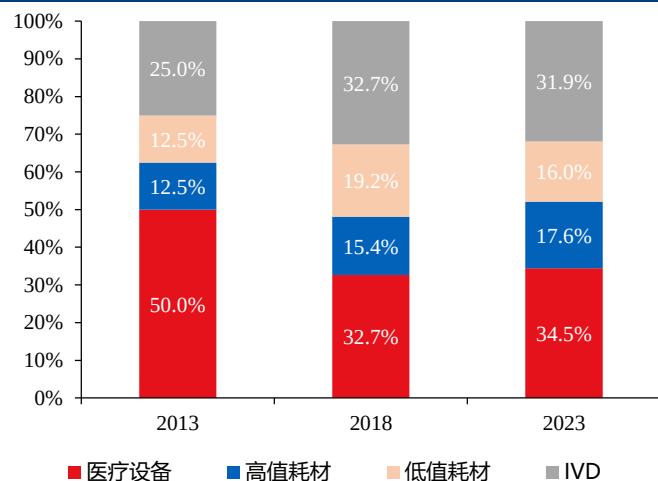
资料来源：Wind，华创证券（2023 年数据截至 11 月 20 日，基于申万医药生物指数）

图表 26 A 股医疗器械板块总市值



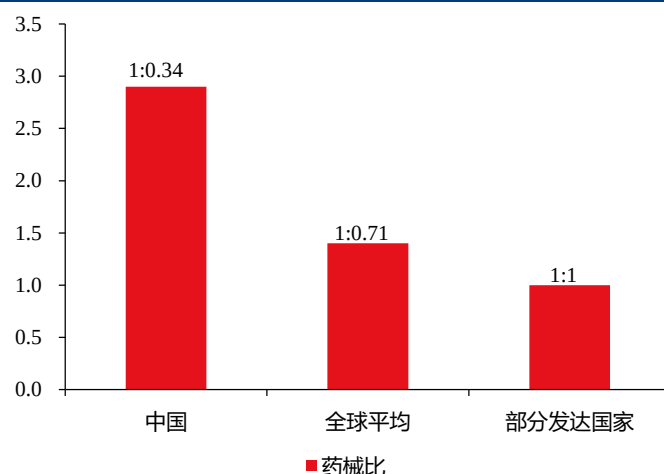
资料来源：Wind，华创证券（2023 年数据截至 11 月 20 日，基于申万医药生物指数）

图表 27 A 股医疗器械细分领域公司数量占比



资料来源：Wind，华创证券（2023 年数据截至 11 月 20 日，基于申万医药生物指数）

图表 28 2022 年国内外药械比数据对比

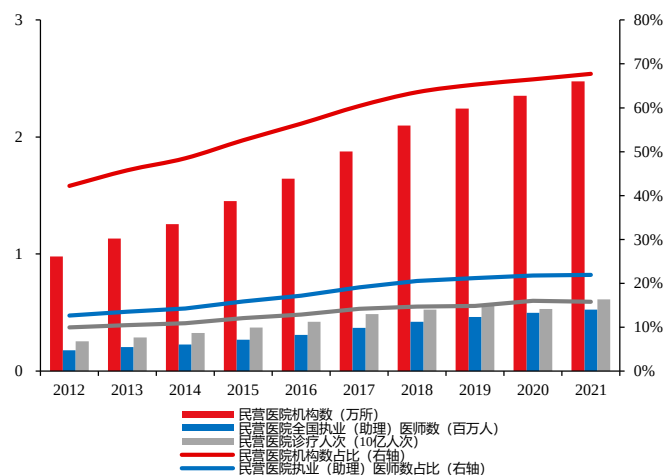


资料来源：弗若斯特沙利文、罗兰贝格管理咨询《中国医疗器械行业发展现状与趋势》，华创证券

■ 民营医疗服务迅速发展但整体依然占比不高

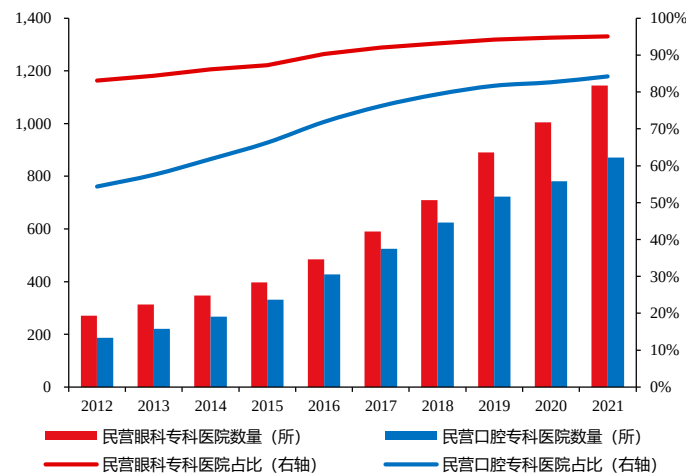
民营医疗服务近十年得到迅速发展，占整个卫生系统的比重越来越高。但民营医疗还是以眼科、齿科、辅助生殖、医美、中医诊疗等壁垒相对较低、对医生资源要求相对较低的细分领域为主，综合性民营医疗机构的发展依然相当缓慢。

图表 29 国内民营医院发展趋势



资料来源: wind, 国家卫计委, 华创证券

图表 30 国内民营眼科/齿科专科医院发展趋势

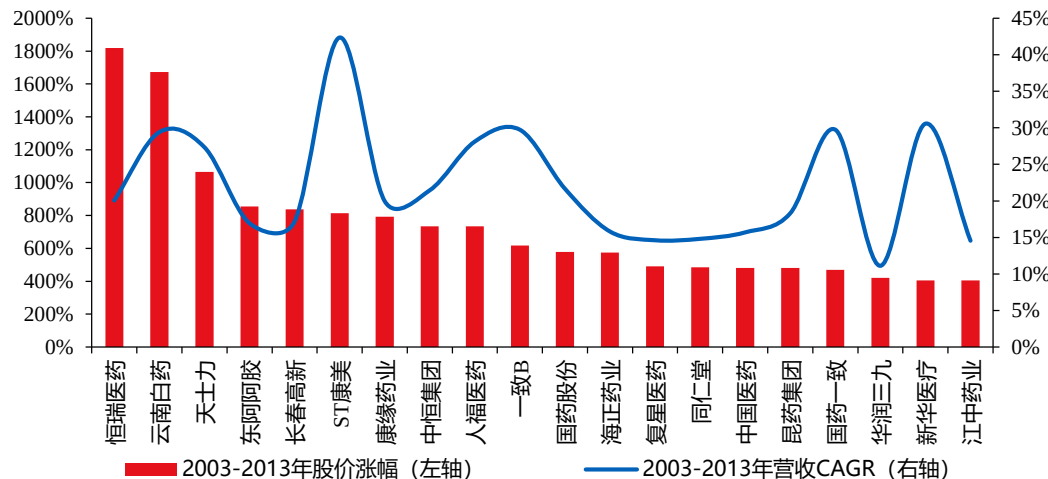


资料来源: wind, 国家卫计委, 华创证券

2、近 20 年医药行业行情的演绎也有其内在规律

在 2003 年到 2013 年医药行业高速发展的年代, 尽管存在用药结构不合理、药品审批乱象, 但是行业基数低、医保支付力度大, 公司发展机会多, 这一阶段的行情明显是业绩驱动的, 增长快的公司或者有整合倾向的股份表现更为强劲。

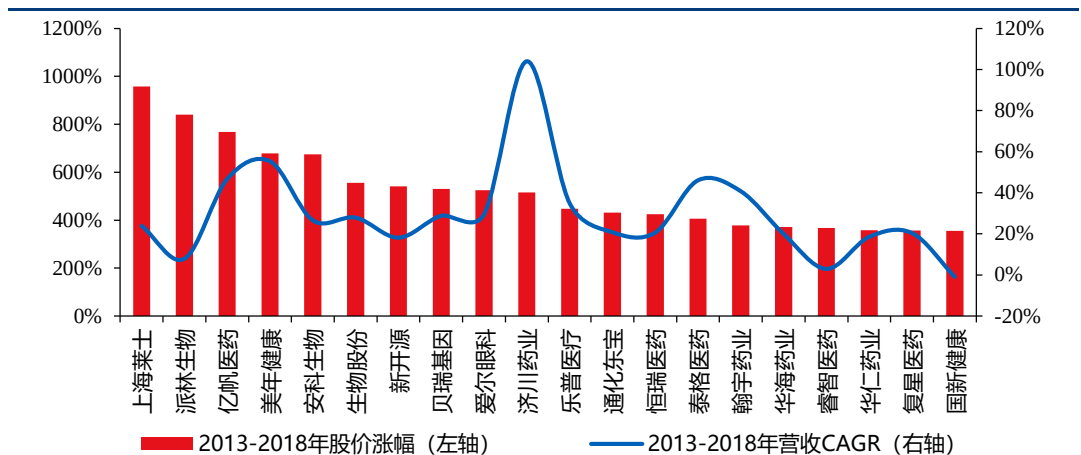
图表 31 2003-2013 年医药板块涨幅前 20 的公司及其营收 CAGR



资料来源: Wind, 华创证券 (股价统计时间为 2003 年初至 2012 年末)

在 2013 年到 2018 年这段行业变革的蓄力期, 政策出台打击药价虚高和药占比过高行为, 打击流通链条的层层加码, 鼓励民营医疗服务发展, 出台新政策引导行业朝向更长远健康的方向上发展。在这段时期内, 原先发展迅速的药品行业和整合成熟的流通行业面临高基数增长慢的问题, 同时转型和变革的蓄力期又蕴含着新的投资思路 and 方向, 新的方向和思路在诞生的过程中充满机遇, 比较典型的有民营医疗投资浪潮、互联网+投资浪潮、基因细胞投资浪潮等。虽然最终很多公司被证伪了, 但是这个过程中他们成为投资者追随的对象。

图表 32 2013-2018 年医药板块涨幅前 20 的公司及其营收 CAGR



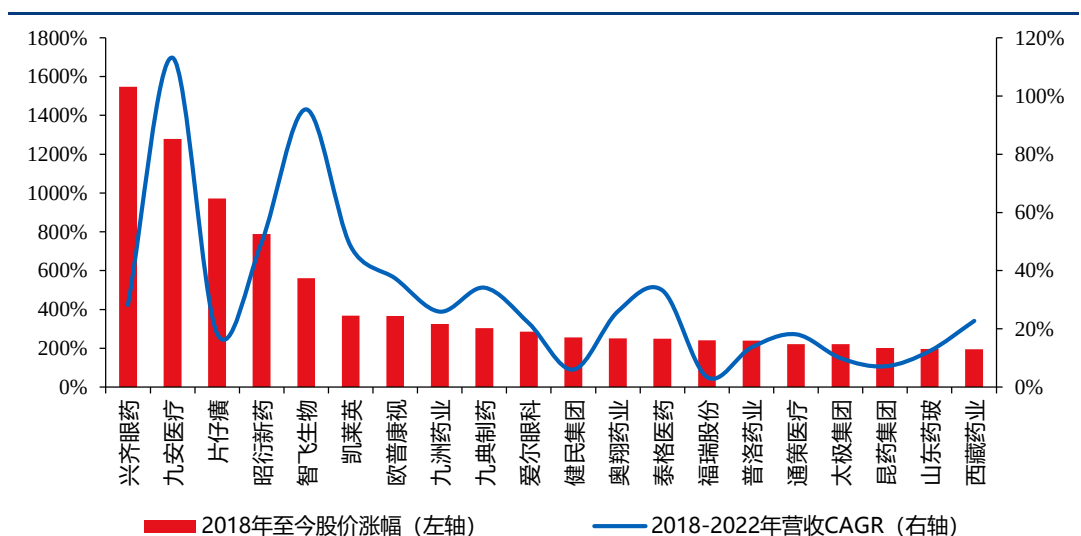
资料来源: Wind, 华创证券 (股价统计时间为 2013 年初至 2017 年末)

在 2018 年至今的这段期间,行业已经在自适应性和监管的作用下健康发展,研发能力强、商业化能力强、布局国际化并取得成果的企业股价表现亮丽,而一些没有及时调整思路、业绩增长慢、研发管线没有前景的企业不仅拖累了整个行业的股价表现,也拖累了行业增速。这个阶段的行情的特点是分化、百花齐放。每个医药的细分领域,只要渡过变革期之后依然呈现竞争力的公司股价都能取得不俗的表现。但因为整个行业的增速下行,医保资金日益紧张,降价行为时有发生,导致很多公司股价低迷。

在这段时间,资金面成为医药行业指数从 2021 年开始回调的重要非基本面因素。2017 年大票风格逐渐确立,在 2020 年大票风格演绎进一步强化,很重要的因素是外资对龙头股成长确定性的偏好、以及加速扩大规模的医药基金对这种偏好的估值助推。叠加龙头成分股 2020 年短期业绩增长强劲,在 2021 年初龙头成分股的估值过高,医药指数自 2019 年初以来实现翻倍以上的涨幅。

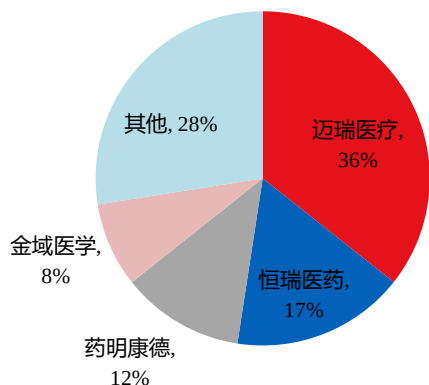
之后医药板块看起来处于持续调整过程中,但是更多的是权重股的消化估值,因为出现了业绩增长与估值增长难以匹配的状况,在此期间很多低估值的小股票和长期低迷的中药股都产生了不错的投资机会。

图表 33 2018 年至今医药板块涨幅前 20 的公司及其营收 CAGR



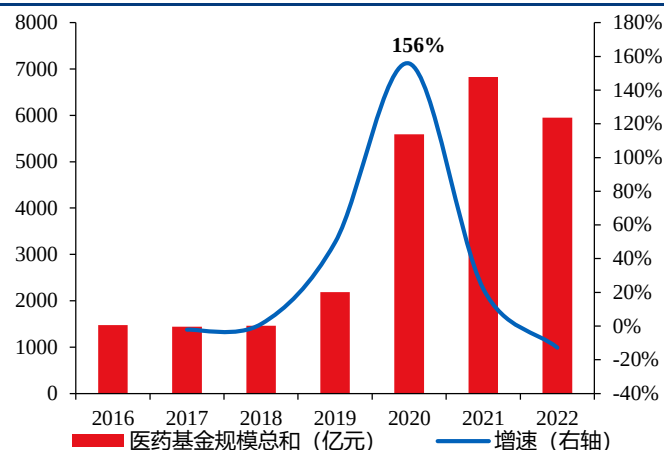
资料来源: Wind, 华创证券 (股价统计时间为 2018 年初至 2023 年 11 月 20 日)

图表 34 2020 年北向资金净买入额分布



资料来源: Wind, 华创证券

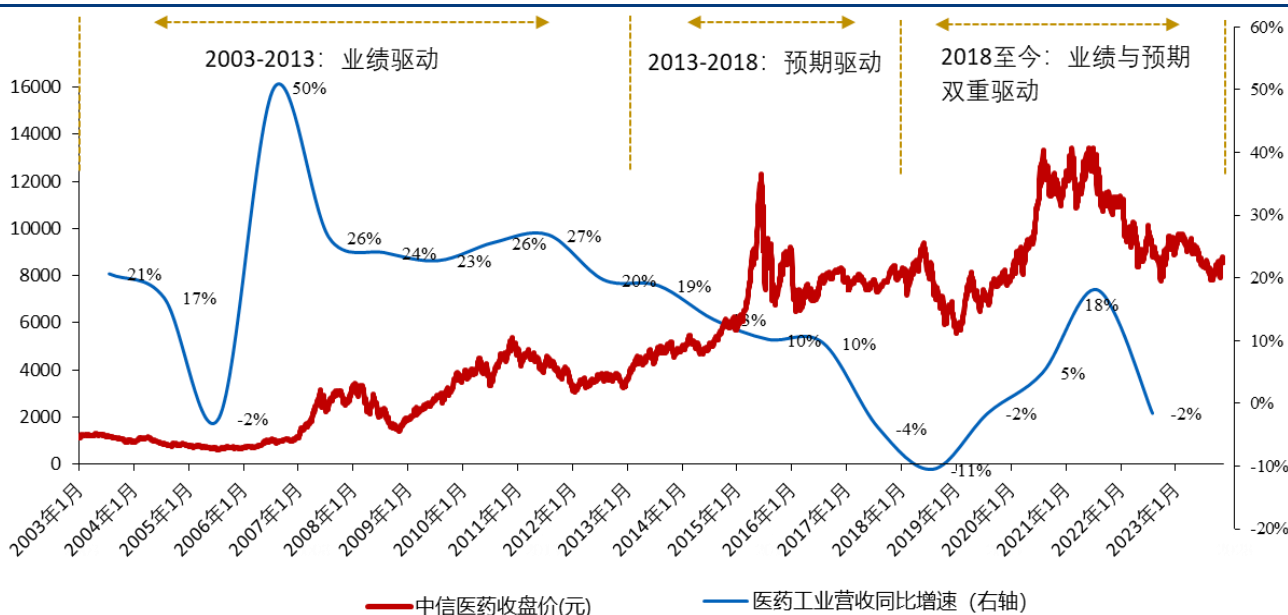
图表 35 2020 年医药基金规模增速



资料来源: Wind, 华创证券 (包括所有 Wind 医疗保健、生物科技、制药行业主题基金)

我们划分的这三个阶段的行情的演绎, 总结下来为: 2003-2013 年业绩驱动, 2013-2018 年预期驱动, 2018 年至今业绩和预期双重驱动。

图表 36 三个阶段的医药行业营收增速及股价表现



资料来源: Wind, 华创证券 (股价数据截至 2023 年 11 月 20 日)

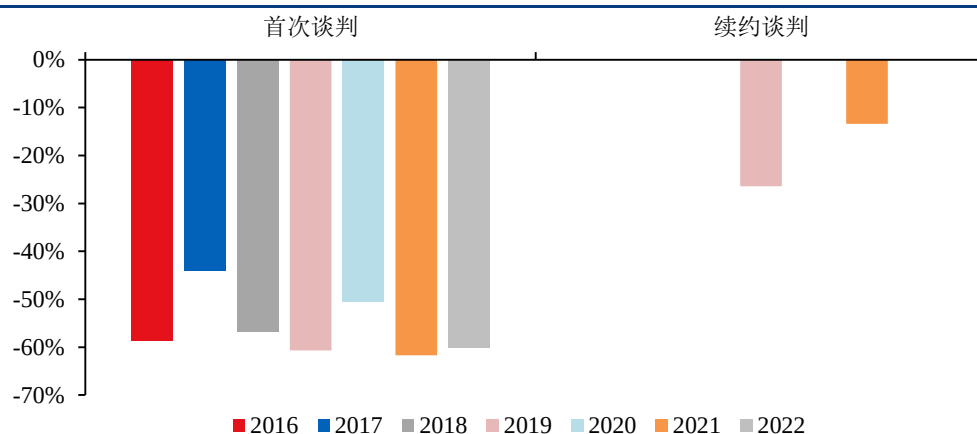
(二) 展望未来: 利空预计充分消化、大品种催化不断、本土需求加速、国际化渐入佳境

1、行业的利空降价和反腐扰动预计已充分消化

① 药械降价是全球的主旋律

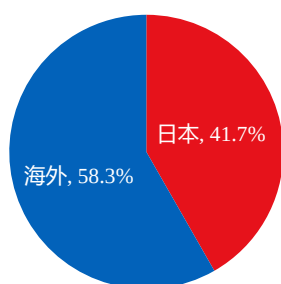
美国通过 Hatch-Waxman 法案, 加速仿制药审评速度, 药智网报道显示, 2016 年仿制药占美国 90% 的处方量, 占药物销售额的 26%。日本全民医保, 持续降价, 倒逼企业出海。中国也持续进行了 9 轮药品集采和 7 轮新药价格谈判。

图表 37 历次医保价格谈判情况



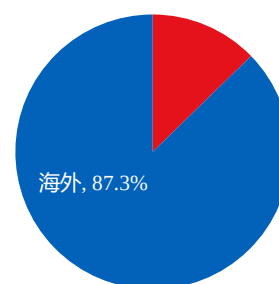
资料来源：医药魔方，健康界，华创证券

图表 38 第一三共收入结构(2022 财年)



资料来源：Wind，华创证券

图表 39 武田收入结构(2022 财年)



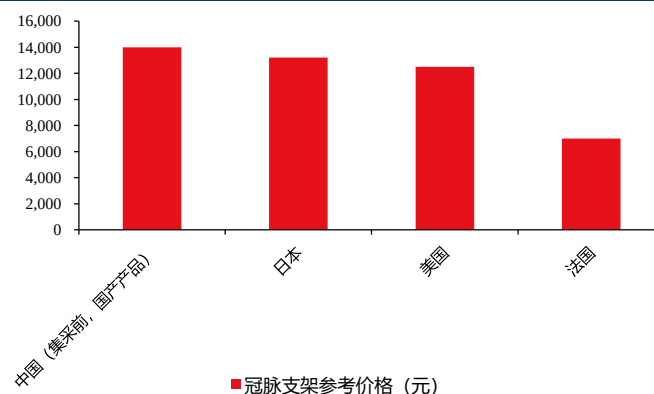
资料来源：Wind，华创证券

图表 40 集采前中外仿制药价格对比

	中国 (元 RMB/片)	美国 (元 RMB/片)
氯吡格雷 (75mg)	15.7	0.47
阿卡波糖 (50mg)	2.1	1.35

资料来源：中康，美国医保局网站，华创证券

图表 41 集采前中外冠脉支架价格对比

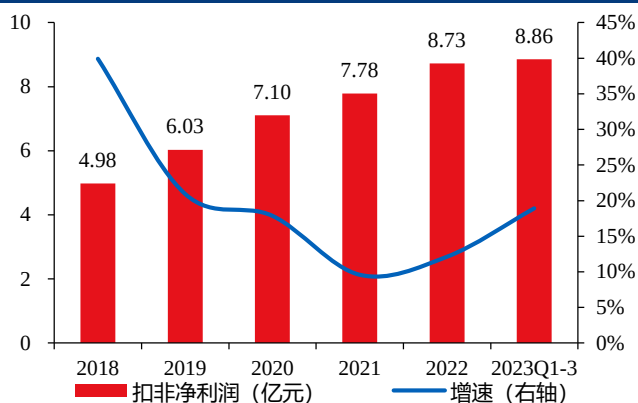


资料来源：中国日报，央视新闻，华创证券

② 持续的研发投入和坚定不移的国际化才能对抗国内的降价

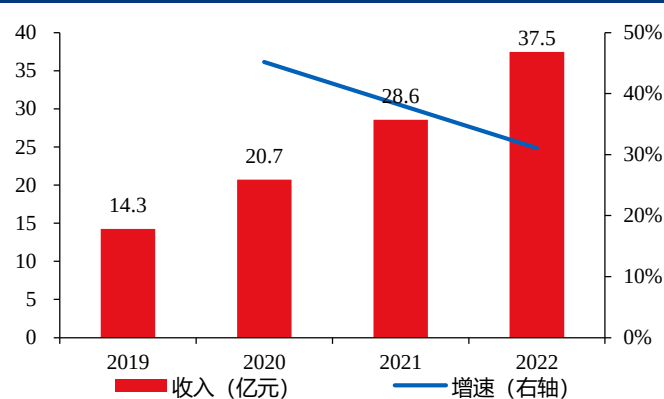
2018 年底集采政策受损最大的是仿制药。我们以仿制药公司为例，其应对措施包括加强推出仿制药管线、加强创新药研发投入和转型。仿制药也并非没有壁垒，比如在中国的管制精麻药物就有行政壁垒，比如呼吸系统疾病的吸入药物、生物类似物等均比一般口服仿制药的壁垒要高。仿制药企业同样可以通过加速推进仿制药管线来实现收入的稳步增长，典型的案例有华海药业借助集采在中国仿制药市场迅速放量。

图表 42 恩华药业扣非净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 华海药业国内制剂收入及增速情况



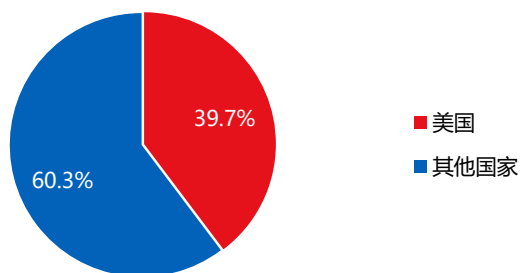
资料来源: Wind, 华创证券

仿制药企业也可以通过加强创新药的研发投入收获创新药管线，然后借助其成熟的商业化能力去实现销售放量，比如 teva 梯瓦很长时间销售的增长都靠创新药格拉替雷拉动，比如 2015 年恒瑞医药获批阿帕替尼后快速放量，2018 年正大天晴尽管恩替卡韦受集采重创但是安罗替尼快速放量，同样还有信立泰阿利沙坦、海思科环泊酚的例子。

仿制药企业的跨行业转型也是一个思路，比较成功的有华东医药在医美领域的布局，我们预计 23 年公司国内少女针有望成为突破 10 亿的大单品。

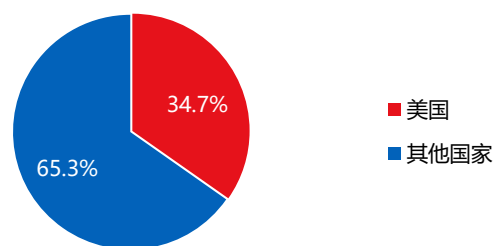
中国药械公司的创新也是摸着石头过河，从一开始的跟随模仿到现在的改进，未来我们相信一定会出现引领行业技术创新的企业。放眼全球来看，美国才是最大市场，中国的药品和器械公司未来想要持续增长，美国和日本市场是必争之地。坚定不移的国际化，一方面收获的是收入和利润，另一方面也是提升自身竞争力和品牌形象。南微医学、传奇生物、百济神州等企业的国际化之路也让我们看到了希望和曙光。

图表 44 2022 年全球药品市场中美国市场占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

图表 45 2021 年全球医疗器械市场中美国市场占比



资料来源: Statista, 转引自前瞻产业研究院, 华创证券

③ 除了降价之外，医药还有涨价和周期

品牌 OTC 是可以基于其内在的品牌价值维持价格或者提价的，同仁堂、片仔癀、云南白药、东阿阿胶等老字号可以根据原材料供需情况和通胀情况来提价。眼科、口腔、中医连锁等诊疗项目也会因为通胀、新技术和新耗材的采用等来提高客单价。

原料药、中药材等医药细分领域的价格具有显著的周期性。1) 中药材领域，由于此前对中药的整治使得相关公司库存、经营和估值处于较长时间的底部，2021 年底以来，政策面显著向好，集采优势明显，疫情受益显著，推动行业快速发展，我们可以看到，2023 年以来在需求的强烈拉动下中药材有明显涨价。2) 原料药领域，2018 年华海缙沙坦事件后带来的供给变化和后续的环保整治带来的提价效应，直接推动天宇股份、司太立等公司业绩大幅提升，天宇股份最高涨幅更是接近 10 倍。但是价格高位后的供给过剩、叠加上游化工原料的涨价、以及疫情带来的运费上涨等因素导致较多特色原料药品种价格持续处于下行周期，目前依然在底部位置，未来有望企稳回升，叠加新的一波慢病重磅品种专利陆续到期带来的新的增量，新一轮原料药行情正在酝酿。

④ 反腐只是暂时性影响

我们认为，反腐不影响药械价格，或影响药械入院节奏，反向影响推广费用，一定程度上对企业价值的影响较小。在国内市场，药械的入院价格通过挂网招标、集采、谈判等机制确定，因此我们认为反腐不会影响药械价格。对于刚需药械而言，无论反腐与否，医院对于产品的需求客观存在，反腐可能仅仅影响了产品入院节奏，而非影响了产品的需求。过去部分药械的销售存在不合理的销售费用投入，反腐后不合理费用有望减少，对 DCF 是正向贡献。

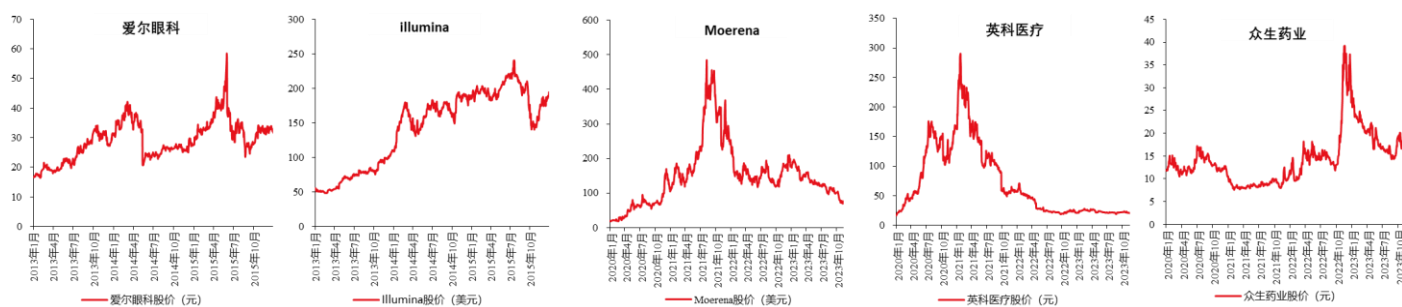
总而言之，不管是暂时性影响的反腐还是从 2018 年投资者造成担忧情绪的集采降价开始，对于市场都不是新鲜事物了。集采和价格谈判已经从区域到全国，从仿制到创新，从药品到器械，对行业的边际影响已经较弱。上市公司已经新的起点上重新出发，未来研发扎实、不断推出竞争力产品管线、商业化能力强、坚定不移走国际化的企业依然能取得不俗的经营和资本市场表现。至于反腐，如我们在之前的深度报告《医药反腐不影响行业投资价值》里提到，腐败从来都不是医药行业的发展动力，那么反腐也就不可能影响医药行业的发展和投资价值，它更多的是规范行业行为，引导行业向更规范更科学的方向发展。

2、大品种催化不断，引发市场持续关注医药行业

① 大品种总是能够扣人心弦

2013-2015 年，国家鼓励民营资本进入医疗行业带来的民营医疗服务的投资浪潮；同期市场对基因测序技术的全民推广和应用领域拓宽的追捧；2020-2022 年对新冠物资、新冠疫苗和相关特效药标的的持续买入；近期对减重、阿尔兹海默、NASH、ADC 等大领域大品种的狂热。我们能看到大空间领域的大品种总是能够扣动投资者的心弦。

图表 46 代表性公司股价走势图

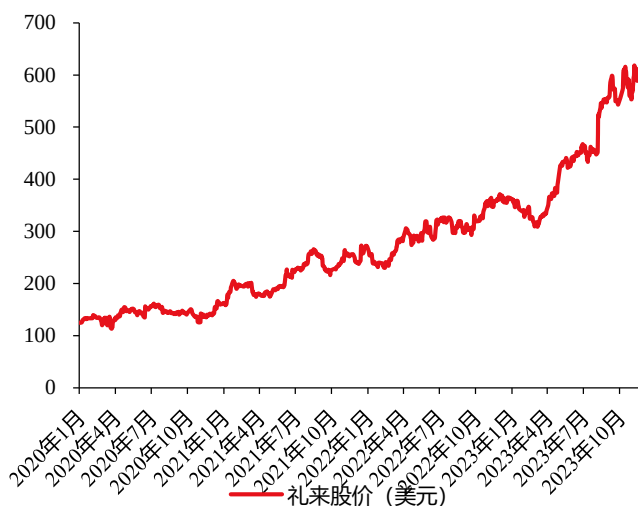


资料来源: Wind, 华创证券 (股价数据截至 2023 年 11 月 20 日)

② 大品种的预期和兑现确实能带动市值和销售额层面的质的提升

大品种的赚钱效应,无论是在销售额或销售额预期或股价反应上,均能吸引到众多的参与者去布局。如果壁垒较低,则利润会迅速被分散,形成大行业小市值的局面,典型代表是国内的一些低值耗材和康复器械领域。如果壁垒较高,则会巩固掌握壁垒的企业的护城河,让其销售额和市值稳定上一个台阶;与此同时早期众多的参与者都会尘归尘、土归土。我们认为当前无论是减重的 GLP-1 靶点、AD 领域、NASH 还是肿瘤领域的 ADC 技术等,最终大部分公司都无法兑现或者实现销售预期,但一定会有小部分公司兑现利润和市值更上一个台阶。能否成功取决的因素包括但不限于产品竞争力、临床方案设计、临床数据、商业化能力、竞争格局等。

图表 47 2020 年至今礼来股价走势



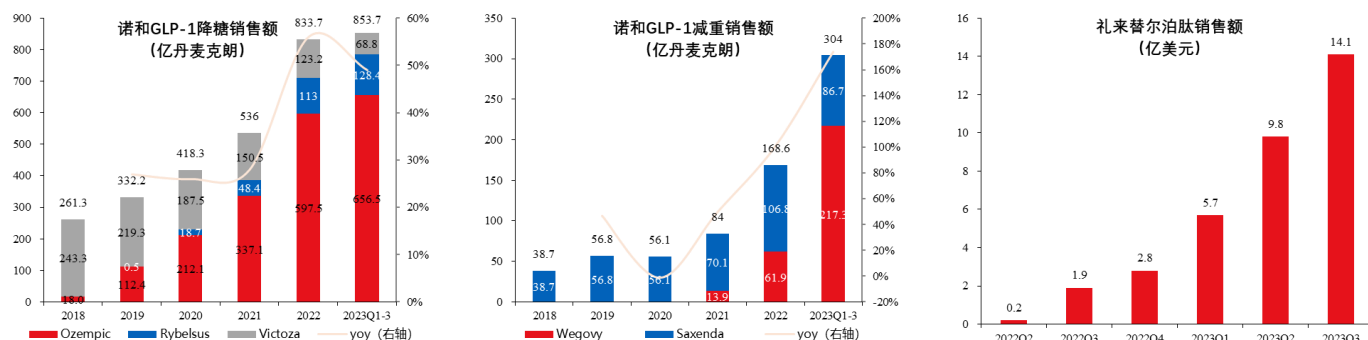
资料来源: Wind, 华创证券 (股价数据截至 2023 年 11 月 20 日)

图表 48 2020 年至今诺和诺德股价走势



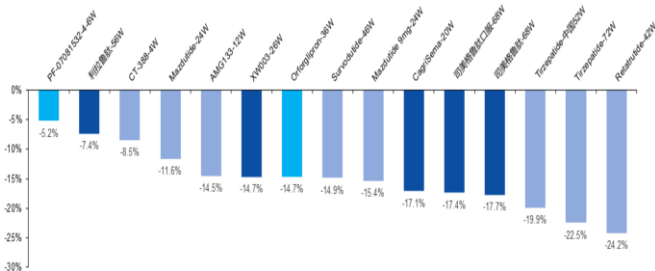
资料来源: Wind, 华创证券 (股价数据截至 2023 年 11 月 20 日)

图表 49 诺和 GLP-1 降糖、诺和 GLP-1 减重、礼来替尔泊肽销售额情况



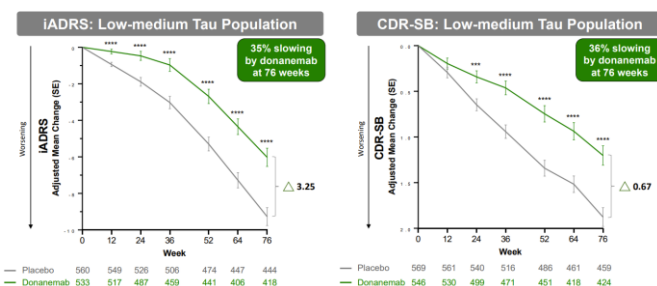
资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 各 GLP-1 受体激动剂减重疗效临床数据对比



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 51 礼来 Donanemab III 期临床数据

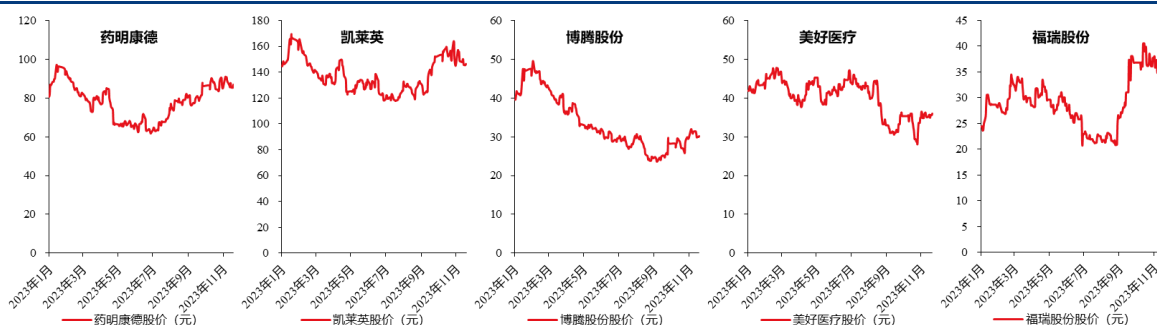


资料来源：2023 AAIC Lilly Alzheimer's Disease Update

③ 大品种能够带动相关产业链的产值得到跃迁，与此同时带来产业链投资机会

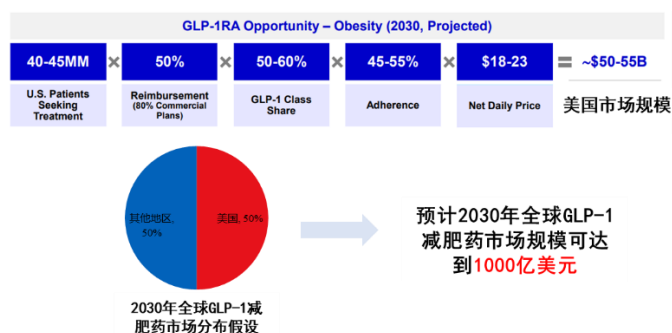
以近期在糖尿病和减重领域迅速放量的多肽为例，随着礼来小分子 glp-1 替尔泊肽的快速放量，与小分子相关的多肽 CMO 产能有望充分受益。我们注意到药明康德将提高多肽产能到 32000L，估算预计近百亿产值；凯莱英预计 2024 年上半年固相合成总产能将超过 10000L。除了 CMO 之外，我们也观察到对注射笔等配套产业的拉动。2020-2022 年新冠疫苗和新冠特效药作为大品种也有效拉动了 CMO 产业、预灌封注射笔、一次性反应器和袋、培养基等产业的快速发展。NASH 的有效药物出现后也对 FibroScan 的拉动和销售预期的产生积极影响。

图表 52 2023 年国内大品种相关企业股价走势



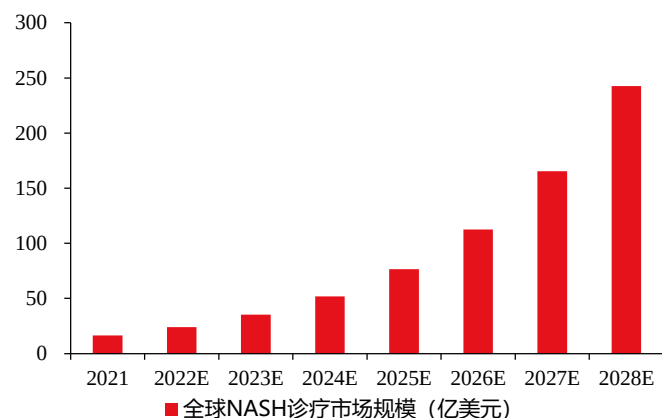
资料来源: Wind, 华创证券 注: 股价数据截至 2023 年 11 月 20 日

图表 53 美国及全球 GLP-1 减肥药市场规模预测



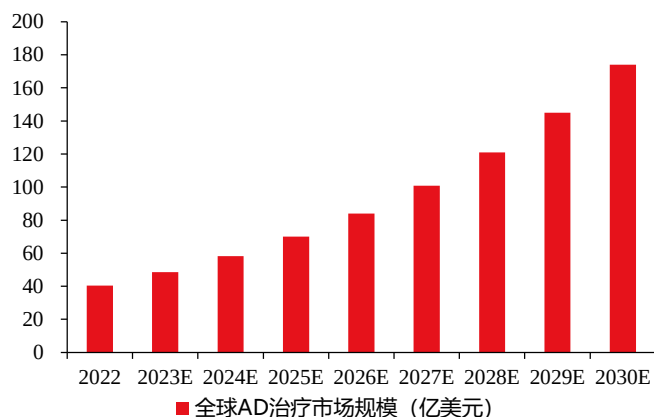
资料来源: 辉瑞官网, Globaldata, 华创证券预测

图表 54 全球 NASH 诊疗市场规模预测



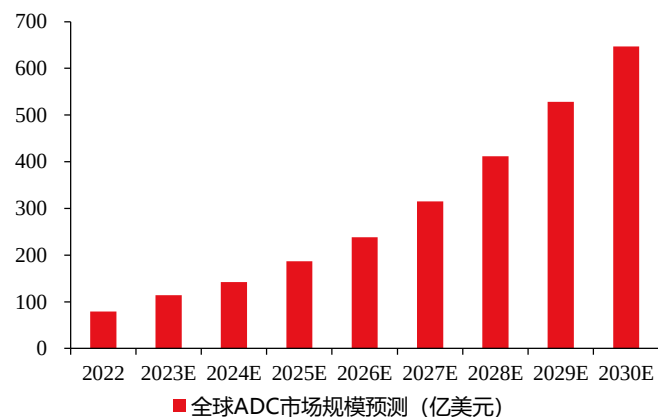
资料来源: The Insight Partners 《Non-Alcoholic Steatohepatitis Market Size | Global Forecast 2028》, 华创证券

图表 55 全球 AD 治疗市场规模预测



资料来源: Grandview Research 《Alzheimer's Therapeutics Market Size & Share Report》, 华创证券

图表 56 全球 ADC 市场规模预测



资料来源: Frost & Sullivan, 转引自药明合联招股书, 华创证券

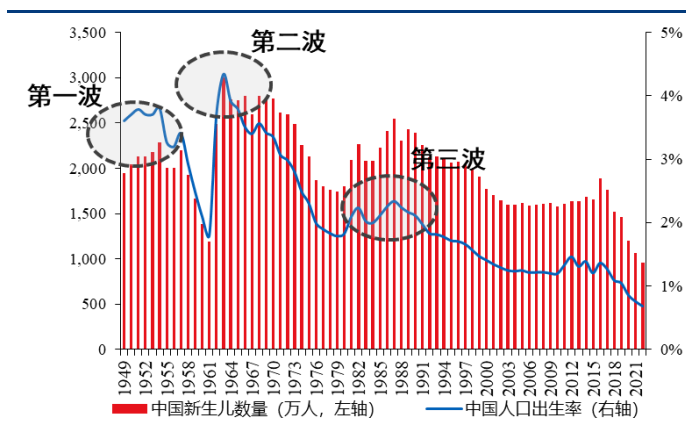
当下医药行业正在一个大品种频繁出现和放量的阶段，结合大品种对行业的相关产业链的拉动效应，未来医药行业的投资机会将十分值得期待和重视。

3、中国的医药需求在加速

① 第二波婴儿潮进入退休阶段，医疗需求加速

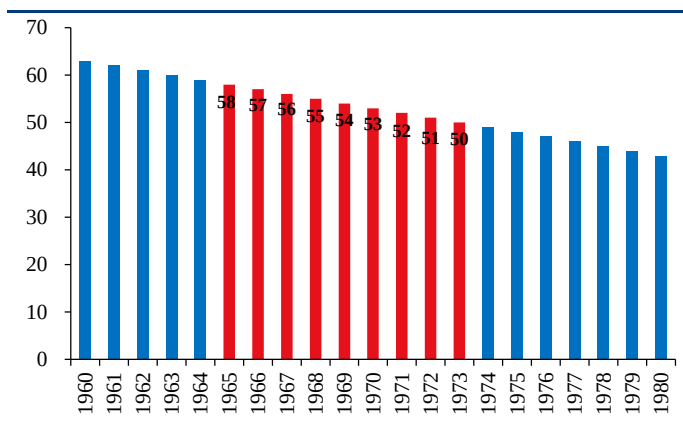
老年人是医药市场的主要消费者。当前不仅是中国，全球老龄化都在加速。而在国内，第二波婴儿潮人群（1965-1973 年出生人口）进入退休阶段（50-58 岁），对医药的需求是刚性的且可能持续增长的。

图表 57 1949 年以来出现过三次比较明显的婴儿潮



资料来源：iFind，华创证券

图表 58 第二波婴儿潮出生的人群已进入退休阶段



资料来源：iFind，华创证券

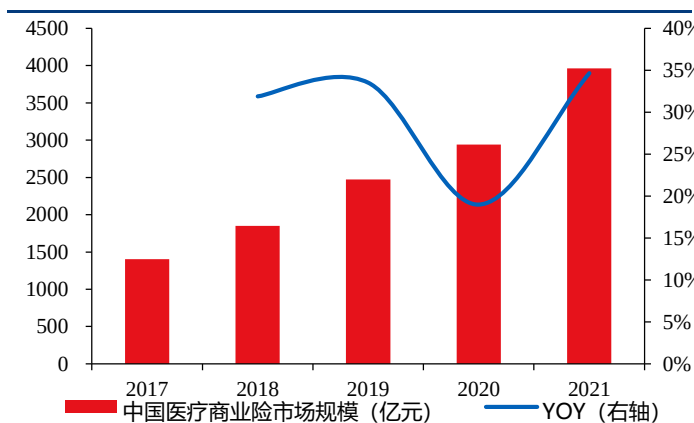
注：横轴为出生年份，纵轴为其目前（2023 年）的年龄状况

② 居民购买力更强，商业保险也在加速发展

中国居民购买力增强。中国居民人均可支配收入持续上升，由 2013 年的 1.83 万元上升至 2022 年的 3.69 万元。

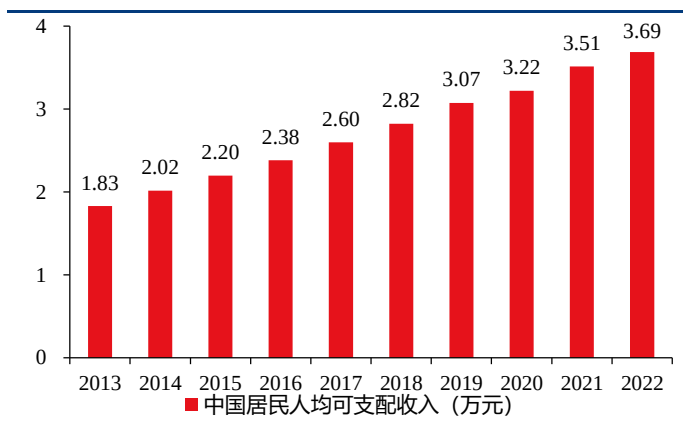
中国医疗商业保险正加速发展。2017 年中国商业医疗保险的市场规模为 1404 亿元，而 2021 年已达到近 4000 亿元（2017-2021 年 CAGR 约 30%），实现快速增长。BCG 预计，2025 年中国商业医疗保险的预期市场规模将达到近万亿元。

图表 59 2017-2021 年中国医疗商业保险市场规模



资料来源：BCG 波士顿咨询，华创证券

图表 60 2013-2022 年中国居民人均可支配收入情况



资料来源：Wind，华创证券

③ 加速的医疗需求也在加速得到满足

国家审评药械速度更快、本土企业对欧美先进药品和器械的跟进速度也更快。以糖尿病患者为例：14 天免校准的连续血糖监测已经有雅培、微泰、硅基、三诺、鱼跃等多家产品陆续上市，充分内卷；列汀的仿制药和创新药加速上市和临床；glp-1 周制剂减肥和糖尿病适应症已充分内卷；周制剂胰岛素诺和诺德、礼来推进三期，甘李药业推进二期。以 AD 患者为例，卫材/渤健的单抗上市，礼来即将上市，恒瑞医药和先声药业同靶点药物已经跟进；相关 AD 检测产业在国内也应声而起，除了金标准 pet 和脑脊液穿刺，血检相关产品的初步探索也在诺唯赞和热景生物等公司开展。再以中国的临床推进效率为例，中国药企已开始在药物发现、临床入组等过程中发挥中国执行和速度优势，麦肯锡报告显示在药物发现阶段，从靶点确认到化合物筛选的行业平均周期为 24-36 个月，而中国头部药企仅需花费 12-20 个月便可完成上述过程，节省了 30-50% 的时间。在临床阶段，中国药企同样拥有更高的临床效率，患者入组速度比行业平均水平快 2.5 倍。以 PD-1 在 1L 治疗 NSCLC 的入组为例，行业正常入组速度为每家临床中心平均每月入组 0.3-0.5 名患者，而中国企业在同样时间内平均可入组 0.9 名受试者；又如 GLP-1，正常情况下每家临床中心每月可入组 2 名患者，而中国头部药企则平均每月能实现 10 名患者的入组。中国药械公司的研发实力在过去长达三十年内持续积累，我们看到加速的医疗需求正在被加速的满足。

图表 61 国产 CGM 产品获 NMPA 批准情况

公司	产品	获批时间	有效期至	型号	适用范围
普林斯顿医疗科技（珠海）	持续葡萄糖监测系统	2010/3/15	2024/2/17	CGMS-2009	≥ 18 岁的 2 型患者
湖州美奇	动态葡萄糖监测系统	2017/4/28	2022/4/27	RGMS- I	≥ 18 岁的 2 型患者
圣美迪诺	动态葡萄糖监测系统	2017/11/2	2022/11/1	CGM-S203、CGM-T203、CGM-SF203	≥ 18 岁患者
圣美迪诺	动态葡萄糖监测系统	2018/9/29	2023/9/28	CGM-303	≥ 18 岁患者
上海移宇科技	持续葡萄糖监测系统	2019/5/15	2024/5/14	MD-MY-008	≥ 18 岁患者
浙江凯立特（鱼跃医疗子公司）	持续葡萄糖监测系统	2021/2/7	2026/2/6	CT2	≥ 18 岁患者
九诺医疗	持续葡萄糖监测系统	2021/10/26	2026/10/25	GN- I	≥ 18 岁患者
微泰医疗	持续葡萄糖监测系统	2021/11/3	2026/11/2	G7、G7-A、G7-B	≥ 18 岁患者
深圳硅基传感科技	持续葡萄糖监测系统	2021/11/3	2026/11/2	GS1	≥ 18 岁患者
浙江凯立特（鱼跃医疗子公司）	持续葡萄糖监测系统	2023/3/15	2028/3/14	CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15	≥ 18 岁患者
三诺生物	持续葡萄糖监测系统	2023/3/31	2028/3/30	i3、H3、13、h3	≥ 18 岁患者

资料来源：NMPA，智研咨询，华创证券

图表 62 国内周制剂 GLP1 情况

药品名称	靶点类型	靶点	研发机构	海外研发进度	中国研发进度	预计中国上市时间
艾塞那肽微球	单靶点	GLP-1R	阿斯利康	批准上市（2012）	批准上市（2017）	已上市
度拉糖肽	单靶点	GLP-1R	礼来	批准上市（2014）	批准上市（2019）	已上市
司美格鲁肽	单靶点	GLP-1R	诺和诺德	批准上市（2017）	批准上市（2021）	已上市
聚乙二醇洛塞那肽	单靶点	GLP-1R	豪森药业	-	批准上市（2019）	已上市

聚乙二醇化艾塞那肽	单靶点	GLP-1R	派格生物/天士力	-	申报上市	24H2-25H1
苏帕鲁肽	单靶点	GLP-1R	银诺医药	-	申报上市	24H2-25H1
Ecnoglutide (XW003)	单靶点	GLP-1R	先为达/凯因科技	-	III 期临床	25H2-26H1
艾本那肽	单靶点	GLP-1R	常山药业	-	III 期临床	25H2-26H1
格鲁塔株单抗	单靶点	GLP-1R	鸿运华宁	-	III 期临床	2027 年以后
GX-G6	单靶点	GLP-1R	石药集团	-	II 期临床	
GZR18	单靶点	GLP-1R	甘李药业	I 期临床	II 期临床	
JY09	单靶点	GLP-1R	百泰生物/精益泰翔	-	II 期临床	
艾塞那肽-白蛋白融合蛋白	单靶点	GLP-1R	华阳药业	-	II 期临床	
LY05006	单靶点	GLP-1R	绿叶制药	II 期临床	I 期临床	
Byetalog	单靶点	GLP-1R	和邦生物	-	I 期临床	
ZT002	单靶点	GLP-1R	质肽生物	-	I 期临床	
替尔泊肽	双靶点	GLP-1R/GIPR	礼来	批准上市 (2022)	申报上市	
玛仕度肽	双靶点	GLP-1R/GCGR	信达生物	-	III 期临床	
BGM0504	双靶点	GLP-1R/GIPR	博瑞医药	-	II 期临床	
HEC88473	双靶点	GLP-1R/FGF21	东阳光	-	II 期临床	
HRS9531	双靶点	GLP-1R/GIPR	恒瑞医药	-	II 期临床	
HS-20094	双靶点	GLP-1R/GIPR	豪森药业	-	II 期临床	
MWN101	双靶点	GLP-1R/GIPR	民为生物/乐普医疗	-	I 期临床	
RAY1225	双靶点	GLP-1R/GIPR	众生睿创	-	I 期临床	
retatrutide (LY3437943)	三靶点	GLP-1R/GCGR/GIPR	礼来	III 期临床	III 期临床	
DR10624	三靶点	GLP-1R/GCGR/FGF21R	道尔生物/华东医药	I 期临床	I 期临床	
MWN101	三靶点	GLP-1R/GCGR/GIPR	民为生物/乐普医疗	-	I 期临床	

资料来源：医药魔方，华创证券

图表 63 国内小分子 glp1 情况

药品名称	靶点类型	靶点	研发机构	海外研发进度	中国研发进度	日制剂/周制剂
Orforglipron (LY3502970)	单靶点	GLP-1R	礼来	III 期临床	III 期临床	日制剂
HRS-7535	单靶点	GLP-1R	恒瑞医药	-	II 期临床	日制剂
TTP273	单靶点	GLP-1R	vTv/华东医药	II 期临床	II 期临床	日制剂
MDR-001	单靶点	GLP-1R	德睿智药	-	I/II 期临床	日制剂
Danuglipron	单靶点	GLP-1R	辉瑞	II 期临床	I 期临床	日制剂
SAL0112	单靶点	GLP-1R	信立泰	-	I 期临床	日制剂
VCT220	单靶点	GLP-1R	闻泰医药	-	I 期临床	日制剂
HSK34890	单靶点	GLP-1R	海思科	-	I 期临床	日制剂
THDBH110	单靶点	GLP-1R	通化东宝	-	I 期临床	日制剂
HDM1002	单靶点	GLP-1R	华东医药	临床批准	I 期临床	日制剂
SHR2042	单靶点	GLP-1R	恒瑞医药	I 期临床	申报临床	日制剂
GSRB-1290	单靶点	GLP-1R	Gasherbrum/硕迪生物	II 期临床	临床前	日制剂
XW014	单靶点	GLP-1R	先为达生物	I 期临床	临床前	日制剂

资料来源：医药魔方，华创证券

图表 64 国内 A β 靶点布局情况

药品名称	产品类别	靶点	研发机构	中国阶段
甘露特钠	化药	APP	绿谷制药	批准上市（2019）
奥拉西坦	化药	AMPA receptor	诺华	批准上市（2021）
杏芍	中药	-	弘和制药(四环医药)	批准上市（2003）
仑卡奈单抗	生物	A β	卫材/渤健	申请上市
donanemab	生物	pGlu3-A β	礼来	申请上市
多奈哌齐+美金刚	化药	-	艾伯维	申请上市
多奈哌齐口腔速溶膜	化药	σ 1 receptor; α 7 receptor; α 4 β 2 receptor;AChE	力品药业	申请上市
remternetug	生物	pGlu3-A β	礼来	III 期临床
阿杜卡尼单抗	生物	A β	卫材/渤健	III 期临床
八氢氮吡啶	化药	AChE/BuChE	通化金马	III 期临床
司美格鲁肽	生物	GLP-1R	诺和诺德	III 期临床
Rybelsus	生物	GLP-1R	诺和诺德	III 期临床
umibecestat	化药	BACE1	诺华/安进	II/III 期临床
JK-50561	化药	RAC1	卓凯生物	II 期临床
varoglutamstat	化药	QPCTL;QPCT	先声药业/Vivoryon Therapeutics	II 期临床
氟诺哌齐	化药	AChE	康缘药业	II 期临床
美金刚硝酸酯	化药	NMDA receptor	喜鹊医药	II 期临床
BT-1	化药	vitamin B1	日馨生物	II 期临床
养血清脑	中药	-	天士力	II 期临床
五加益智	中药	-	康弘药业	II 期临床
棉花花总黄酮	中药	-	新疆维药	II 期临床
RP902	化药	A β	润佳医药	I 期临床
SHR-1707	生物	A β	恒瑞医药	I 期临床
HEC30654	化药	5-HT6	东阳光药	I 期临床
OAB-14	化药	RXR	新华制药	I 期临床
哌啶甲酮	化药	-	华南新药	I 期临床
美可比林	化药	Tau;TRPML1;calcium channel;AChE	先声药业	I 期临床
posdinema	生物	Tau	强生	I 期临床
ahaMSCs-Exo	生物	-	西比曼生物科技	I 期临床
ANGE-S004	生物	-	安集协康	I 期临床
美金刚口溶膜	化药	NMDA receptor;5-HT3 receptor;nAChR;D2 receptor	和泽医药	IND 获批
氢甲硫莰	化药	Tau	TauRx Pharmaceuticals	申报临床
HECB1701301	化药	-	东阳光药	申报临床
BrAD-R13	化药	TrkB	博芮健	申报临床
RX04	化药	-	日馨生物	申报临床
SAL0114	化药	-	信立泰	申报临床
GX-G6	生物	GLP-1R	石药集团	申报临床
BX U001	生物	-	贝来生物	申报临床
ZT002	生物	GLP-1R	质肽生物	申报临床

资料来源：医药魔方，华创证券

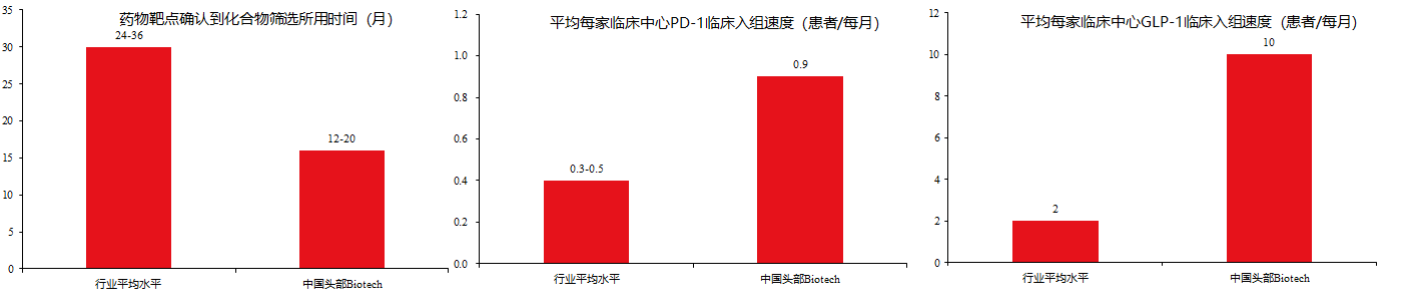
图表 65 国内 AD 血检布局情况

	公司	检测生物标志物	检测基质	获批时间
已获 NMPA 批准	安群生物	P-tau 181	血液	2020 年 6 月
		A β 1-42	血液	2020 年 6 月
	鸿宇泰	P-tau 181	血液	2023 年 5 月
		A β 1-42	血液	2023 年 5 月

	永和阳光	P-tau 181	血液	2023 年 8 月
		A β 1-42	血液	2023 年 8 月
	亿彤生物	P-tau 181	血液	2021 年 4 月
		A β 1-42	血液	2021 年 12 月
	伊普诺康	P-tau 181	血液	2021 年 12 月
	彩科生物	P-tau 181	血液	2023 年 5 月
		A β 1-42	血液	2023 年 5 月
	赛基生物	多靶点	血液	2023 年 1 月
	艾珉生物	P-tau 181	血液	2023 年 7 月
	岚煜生物	P-tau 181	血液	2023 年 7 月
	常津生物	A β 1-42	血液	2023 年 7 月
	纽康度	多靶点	血液	2023 年 3 月
在研中	仁迈生物	P-tau 181	血液	2021 年 5 月
	诺唯赞	多靶点	血液	-
	热景生物	Tau	血液	-

资料来源：NMPA，各公司公告，华创证券

图表 66 中国、全球行业临床推进效率对比



资料来源：McKinsey 《China biopharma-Charting a path to value creation》，华创证券

4、国际化渐入佳境

① 创新药已经在美国市场崭露头角

在国内集采和持续谈判降价的背景下，国际化是中国药企做大做强的必走之路。过去十年友好的国内政策支持、宽松的融资环境、海龟和技术人才的归国创业、以及头部企业的更长时间的研发积累，当前中国创新药正式迈进收获期。不管是对头部药企的授权，还是在美国的药品上市和商业化，都代表了国内最有竞争力药企未来的发展方向。

图表 67 ADC 和双抗的 license out

药品类别	交易日期	授权方	被授权方	合作产品
ADC	2021/8/9	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗
	2022/5/5	礼新医药	Turning Point	LM-302

	2022/5/16	科伦博泰	默沙东	SKB264
	2022/7/26	科伦博泰	默沙东	SKB315
	2022/7/28	石药集团	Elevation	SYSA-1801
	2022/12/22	科伦博泰	默沙东	7 个 ADC 项目
	2023-02-13	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002
	2023-02-23	康诺亚	AstraZeneca	CMG901
	2023-04-03	映恩生物	BioNTech	DB-1303; DB-1311
	2023-04-13	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010
	2023-05-07	百力司康	Eisai	BB-1701
	2023-05-12	礼新医药	AstraZeneca	LM-305
	2023-08-07	映恩生物	BioNTech	DB-1305
	2023-10-12	宜联生物	BioNTech	-
	2023-10-20	豪森药业	GSK	HS-20089
	2023-10-30	恒瑞医药	Merck KGaA	SHR-A1904; HRS-1167
双抗	2022/4/7	和铂医药	阿斯利康	HBM-7022
	2022/12/6	康方生物	Summit	Ivonescimab
	2023/2/14	和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008
	2023/11/6	普米斯	BioNTech	PM8002

资料来源：医药魔方，华创证券

图表 68 美国上市的国产新药

药品	公司	靶点机制	适应症	美国进度	美国销售额（亿美元）
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血病等	上市（2019.11）	3.90（2022）
西达基奥仑赛	金斯瑞/强生	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	上市（2022.2）	1.34（2022）
本维莫德	天济医药/Dermavant Sciences	AhR	斑块状银屑病	上市（2022.5）	-
特瑞普利单抗	君实生物	PD1	鼻咽癌	上市（2023.10）	-
呋喹替尼	和黄医药	VEGFR	结直肠癌	上市（2023.11）	-
艾贝格司亭α	亿帆医药	G-CSF	化疗引起的中性粒细胞减少症	上市（2023.11）	-

资料来源：医药魔方，华创证券

② 医疗器械的国际化还有巨大发展空间

中国医疗器械整体出口比例比较高，但是产品形式的出口主要还是在发展中国家和欠发达国家，对发达国家的出口很多是低附加值的产品或者 OEM/ODM 业务。整体来说，医疗器械由于其涉及领域的多样性和复杂性，其产业成熟程度在中国是低于药品行业。因此从国际化的角度来看，医疗器械当前的国际化进展是低于创新药领域的。

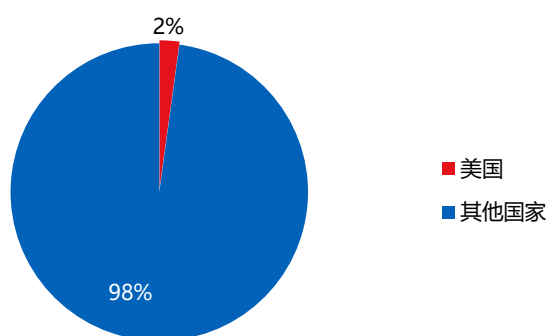
医疗设备板块，迈瑞医疗、联影医疗、华大智造等代表性企业已经慢慢开始在美国市场取得实质性销售或突破性进展（华大智造因诉讼今年才全面进军美国市场）。

高值耗材板块，南微医学在美国、欧洲甚至日本都取得了突破性进展。近年随着国内企业技术的全面提升和资本的助力，国内企业在主动脉血管、外周血管、神经介入、电生理、外科手术机器人等低渗透且高速发展的领域都取得了积极进展，未来产品有竞争力的公司也有望复制南微医学的出海路径。

IVD 板块，迈瑞医疗已经在稳扎稳打的布局全球市场，采取区域布点，本土化供应链、售后，在产品竞争力得到巨大提升的情况下，力求全球做大；新产业更是海外累计装机超过 17400 台（2023H1 数据）。

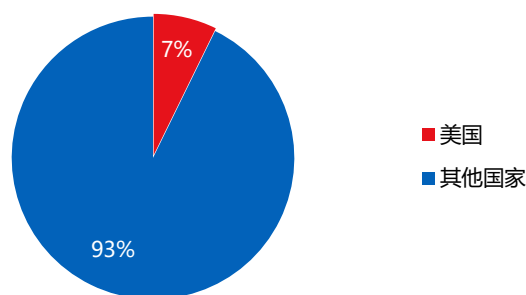
低值耗材板块，产品壁垒相对较低，国内企业切入欧美市场以代工为主，美国在低值耗材板块的生产、分销已经高度规模化，产品直销的可能性相对较低。

图表 69 2021 年联影医疗美国销售额占比



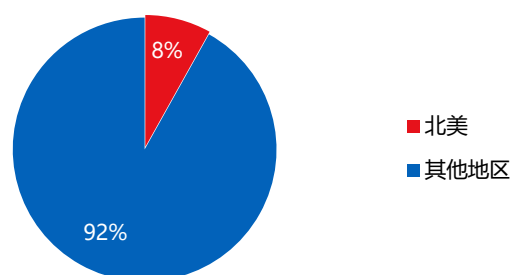
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 70 2020Q1-3 华大智造美国销售额占比



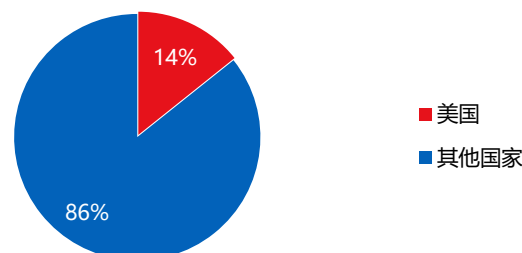
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 71 2022 年迈瑞医疗北美销售额占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 72 2021H1 南微医学美国销售额占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

（三）投资机会上春色满园、百花齐放

1、迷失的 2023 年

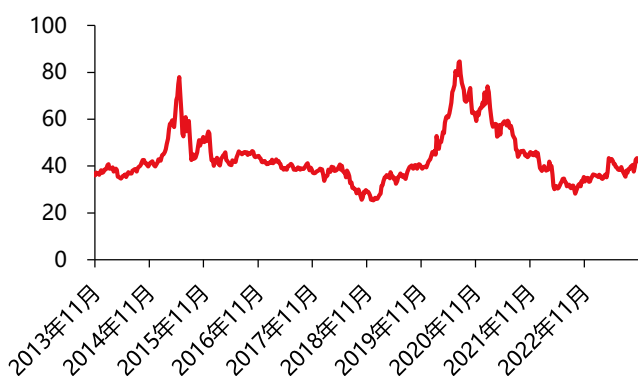
对 2022 年底和 2023 年的医药行情，我们曾经是非常乐观的，当时的判断主要基于疫情管控放开带来的诊疗量提升、整体估值偏低、整体配置偏低等逻辑。但是在反腐以来的

全新市场环境下，恢复的节奏与我们之前的预期相比，还是存在一定差别，今年二季度以来，各地医院和企业开始进行调整，以适应新市场环境，7月28日中纪委牵头反腐更是把反腐工作全面推开，整个行业的 Q2/Q3 的业绩情况并没有达到我们在 2023 年策略报告给出的预判。结合今年四季度全国范围的支原体、衣原体儿童感染以及市场影响逐季减小的反腐工作，我们预计今年四季度行业增速会相对乐观。

2、2024 年会是什么情况

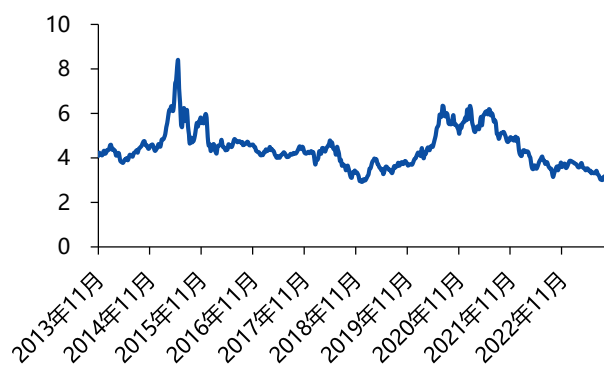
我们认为，当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、今年前三季度受到市场环境变化和疫情影响造成行业业绩低基数、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对 2024 医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。

图表 73 近十年中信医药指数 PE (TTM)



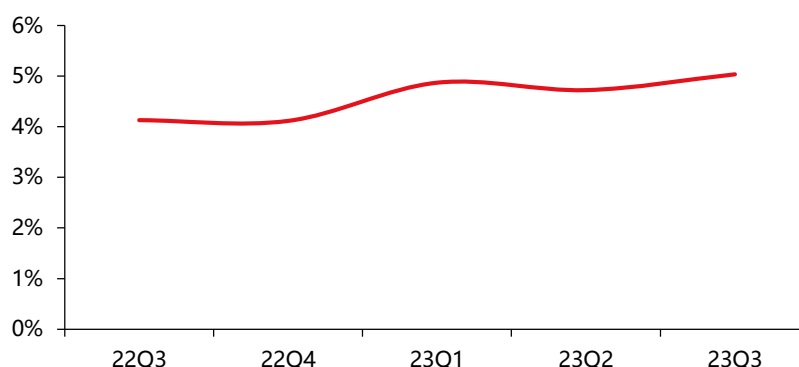
资料来源：Wind，华创证券（PE 数据截至 2023 年 11 月 20 日）

图表 74 近十年中信医药指数 PB



资料来源：Wind，华创证券（PB 数据截至 2023 年 11 月 20 日）

图表 75 2022Q3-2023Q3 非医药基金医药持仓占比



资料来源：Wind，华创证券

3、投资机会将呈现百花齐放

诚如我们前面分析，行业整体已经过了快速增长的阶段了，但是各个细分领域都有优质公司涌现。医药在长达三年的调整之后，在各个细分领域都有投资机会。

创新药板块：尽管投融资环境不太友好，但是很多创新药企业的研发管线都取得了积极

进展，部分产品已经在国内甚至在海外商业化，海外授权的产品与日俱增。并且，大量创新药公司的账面现金较为宽裕，可以支撑企业管线的持续推进。此外，创新药在肿瘤、减重、AD、NASH 等大领域和 ADC 等新技术上持续取得突破性的临床数据和商业化销售额，对板块的投资情绪和经营基本面会有较大拉动。

传统药企：仿制药集采影响经过多轮消化后已经基本消除，仿制药企业的创新产品管线也进入兑现阶段，且自身具备较强的新品商业化能力和造血能力，相关公司估值均处于低位，投资价值凸显。

医疗器械板块：医疗设备招标采购尽管短期放缓，但医疗设备依然处于国产替代的快速阶段。高值耗材中行业高增长、国产化率低的细分领域如外周血管介入、神经介入、电生理、手术机器人、关节等投资机会多。低值耗材行业格局虽然分散，但在国内未来有望诞生类似美国的巨头公司。IVD 中化学发光赛道有集采下三级医院国产替代和国际化的大机遇，基因测序有望从科研走向临床、分享临床端更大的市场。

中药板块：2018-2021 年中药板块受到政策长达三年以上的压制，板块表现持续跑输医药其他细分领域。板块行情从 2021 年底开始酝酿，当时中药板块有三方面显著的变化：第一是相关上市公司的渠道库存处于低位，并且在股价和业绩低迷的时间节点实施了员工激励；第二是国家药监局开始加速中药新药的审批和审评；第三是政策利好频出，再叠加疫情催化酝酿了持续一年多的行情。今年随着反腐推进，中药板块调整幅度较大，板块目前整体估值处于低位，在后续基药目录调整等因素助推下，预计板块也有较好的投资机会。

血制品板块：由于疫情 2022 年血制品板块采浆等活动受到负面影响，2023 年采浆和经营均有较好恢复。对于血制品公司而言，浆站资源是根本。现有血制品公司大多都是央企、国企控股背景，在获取浆站资源上具有优势。当前国内血制品行业供需缺口依然很大，行业具有较高的行政准入壁垒，行业内浆站资源整合和新开浆站持续推进。板块整体估值水平合理，部分血制品公司低估明显，具有较好投资价值。

零售板块：整体估值相对合理，零售行业整合尚未结束，处方外流依然是长期投资逻辑。

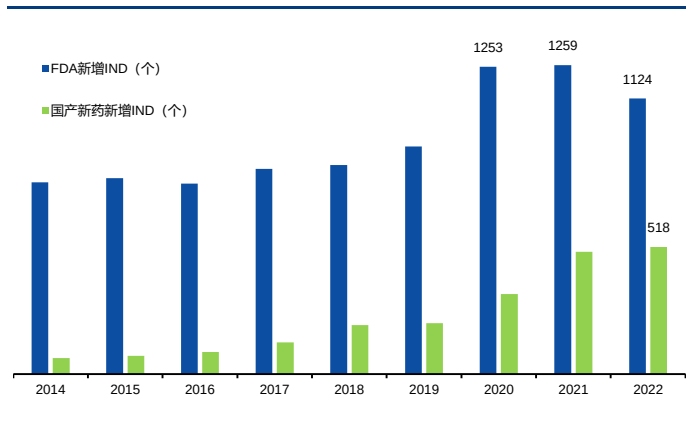
原料药、疫情受益资产和消费类医疗服务公司是处于较长周期底部的资产，也值得重点关注。1) 原料药：当前处于周期底部，价格的持续低迷会推进去产能，从而开启新一轮价格上行周期；叠加专利过期重磅单品带来的新增量，有望迎来收入加速增长期。2) 疫情受益资产：该类公司能够把握住特殊时期的机会，这正是竞争力的体现。其中大部分公司的市值已经接近账上现金，也不乏投资机会。3) 消费类医疗服务公司：受到消费不景气的负面影响，2023 年并未出现如 2022 年底所预期的强劲恢复，很多公司的估值创下近五年来新低，未来随着宏观和微观环境的持续向好，经营和估值都有较大弹性。

结合以上我们对医药各个细分领域的分析，我们不免得出一个结论，2024 年，对医药行业投资要积极乐观。投资机会上，我们倾向于百花齐放。

二、创新药：中国创新药产业站在赶超欧美的起点

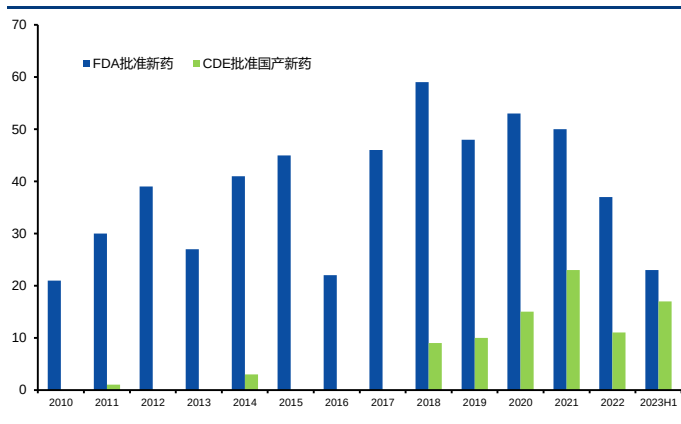
2021 年，国产新药首次 IND 数量接近 500 个，获批数量超过 20 个。

图表 76 FDA 和 CDE 新增 IND 数量对比（个）



资料来源：FDA，CDE，华创证券

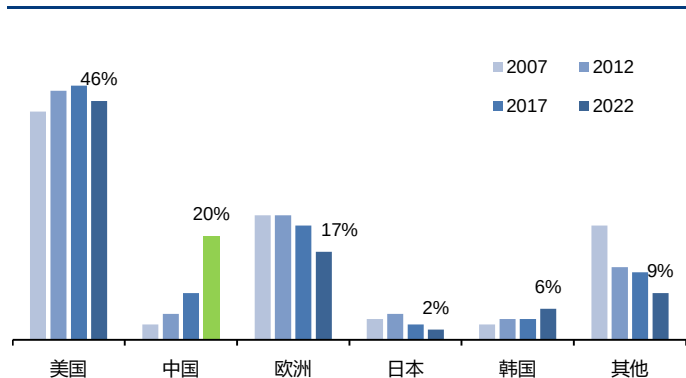
图表 77 FDA 和 CDE 批准新药数量对比（个）



资料来源：FDA，CDE，华创证券

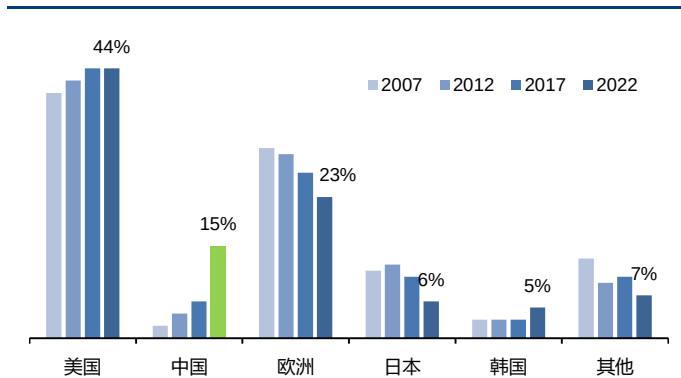
中国贡献在研创新药数量从 2007 年的小个位数提升到 2022 年的 15%。中国创新药数量已经远超日本，略低于拥有多家 MNC 的欧洲。新兴 biopharma 研发的新药数量，中国仅次于美国。

图表 78 新兴 biopharma 创新药管线比例



资料来源：IQVIA 《Global Trends in R & D 2023: Activity, Productivity, and Enablers》，华创证券

图表 79 各国总部药企新药比例



资料来源：IQVIA 《Global Trends in R & D 2023: Activity, Productivity, and Enablers》，华创证券

头部 biotech 普遍进入商业化阶段，有望实现产品销售额的大幅增长，部分 biotech 开始扭亏为盈，一批 biotech 亏损大幅收窄。国产新药销售持续高增长，渗透率提升空间巨大。最重要的是，中国创新药行业技术水平较 5-10 年前大幅提高，并且仍然在不断提高，逐渐逼近国际领先水平，甚至在部分靶点、技术领域实现了领先。

（一）从免疫双抗到靶向双抗进入第一梯队

国产免疫双抗已经领先欧美进入收获期：卡度尼利获批上市，AK112 已经 NDA，KN046 处于临床 III 期。EGFR/c-MET 双抗由强生的 Amivantamab 领先，国内贝达等公司布局。HER2 双抗中美产品均处于临床 III 期阶段。百利天恒首创的 EGFR/HER3 双抗 SI-B001 已经启动 III 期临床试验。

图表 80 主要实体瘤双抗进展对比

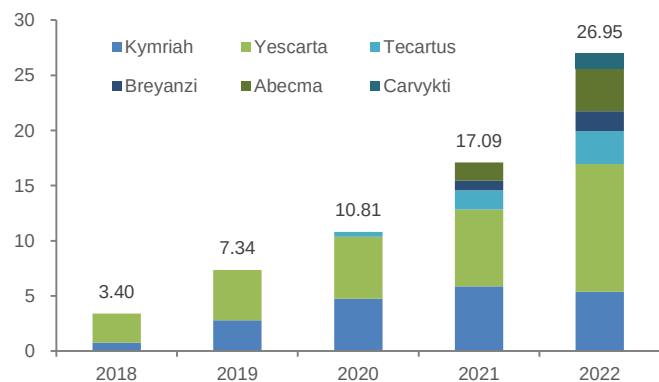
靶点	公司	产品	靶点	进度
PD-1 双抗	康方生物	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	上市
	康方生物	AK112	PD-1/VEGF	NDA
	康宁杰瑞	KN046	PD-L1/CTLA-4	III 期
	阿斯利康		PD-L1/CTLA-4	III 期
EGFR/c-Met	强生/Genmab	Amivantamab	EGFR/c-MET	上市
	贝达/Merus	MCLA-129	EGFR/c-MET	I/II 期
	嘉和生物	GB-263T	EGFR/c-MET/c-MET	I 期
	翰森/普米斯		EGFR/c-MET	IND
HER2 双抗	百济/Zymeworks	Zanidatamab	HER2/HER2	III 期
	康宁杰瑞	KN026	HER2/HER2	III 期
HER3 双抗	百利天恒	SI-B001	EGFR/HER3	III 期
	Merus	Zenocutuzumab	HER2/HER3	II 期

资料来源: CDE, Clinicaltrials, 华创证券

(二) 中国 CAR-T 临床数量世界第一, 传奇成 CAR-T 市值第一

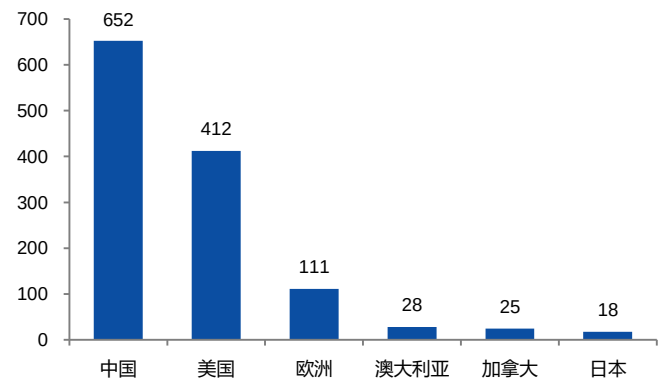
Gilead 的 Yescarta 销售在 2022 年突破 10 亿美元, 成为 CAR-T 领域首个重磅产品。强生预计与传奇生物合作的 Carvykti 峰值销售将达到 50 亿美元, 目前传奇也成为了 CAR-T 市值第一的公司。

图表 81 CAR-T 疗法销售额 (亿美元)



资料来源: 吉利德财报, BMS 财报, 诺华财报, 传奇生物财报, 华创证券

图表 82 CAR-T 临床试验数量 (个)



资料来源: clinicaltrials, 华创证券

(三) ADC 授权不断, 国际化空间巨大

全球在研 ADC 中, 国产占比达到 30%。中国出现了一批 first-in-class 潜力的在研 ADC 产品。新结构/新设计产品涌现。一批产品实现海外授权, 具备巨大的国际化价值。

图表 83 国内 ADC 研发进度（部分）

	产品	公司	靶点	适应症	研发进度
研发后期/已成药靶点进展较快	A166	科伦博泰	HER2	HER2+乳腺癌	NDA
	SHR-A1811	恒瑞医药	HER2	乳腺癌	III 期
	FS-1502	复星医药	HER2	乳腺癌	III 期
	MRG002	乐普生物	HER2	尿路上皮癌、胃癌等	III 期
	ARX788	新码生物	HER2	胃癌、HER2+乳腺癌等	II/III 期
	DP303c	石药集团	HER2	胃癌、HER2+乳腺癌等	II 期
	DX126-262	多禧生物	HER2	HER2+乳腺癌	II 期
	SHR-A1921	恒瑞医药	TROP2	实体瘤	I/II 期
	MRG003	乐普生物	EGFR	头颈癌等实体瘤	III 期
	BB-1705	百力司康	EGFR	头颈癌等实体瘤	I 期
	BAT8006	百奥泰	FR α	实体瘤	I 期
	9MW2821	迈威生物	Nectin4	实体瘤	I/II 期
	SY56002	石药集团	Nectin4	实体瘤	I 期
	MRG004	乐普生物	TF	实体瘤	I/II 期
	SHR-A1912	恒瑞医药	CD79b	B 细胞瘤	I 期
	N8T508	东曜药业	CD79b	B 细胞瘤	I 期
尚未成药	SAR408701	信达生物	CEACAM5	NSCLC	III 期
	MRG001	乐普生物	CD20	淋巴瘤	I 期
	TRS-005	特瑞思	CD20	淋巴瘤	I 期
	BAT-8009	百奥泰	CD276	实体瘤	I 期
	F0002-ADC	复旦张江	CD30	淋巴瘤	I 期
	STI-6129	艾森药业	CD38	多发性骨髓瘤	I 期
	RC-108	荣昌生物	c-Met	实体瘤	I 期
	SHR-A1403	恒瑞医药	c-Met	实体瘤	I 期
	Oba-01	和元艾迪斯	DR5	非小细胞肺癌	I 期
	LM-305	礼新医药	GPRC5D	多发性骨髓瘤	I 期
	RC-88	荣昌生物	Mesothelin	实体瘤	I 期
	DXC-005	多禧生物	MUC1	实体瘤	I 期
	RC-98	荣昌生物	PD-L1	实体瘤	I 期
	Ozuriftamab Vedotin	凯博斯	ROR2	实体瘤	I 期
双靶 ADC	BL-B01D1	百利天恒	EGFR/HER3	肺癌等实体瘤	III 期
	JSKN-003	康宁杰瑞	HER2(II/IV)	实体瘤	III 期
	CBP-1008	同宜医药	FR α /TRPV6	卵巢癌等实体瘤	II 期
海外授权	SKB264	科伦博泰	TROP2	肺癌乳腺癌等	III 期，授权默沙东
	SKB410	科伦博泰	Nectin4	膀胱癌	I 期，授权默沙东
	SKB315	科伦博泰	Claudin 18.2	胃癌	I 期，授权默沙东
	LM-302	礼新医药	Claudin 18.2	胃癌	I 期，授权 TPTX/BMS

	SYSA-1801	石药巨石	Claudin 18.2	胃癌	I 期, 授权 Elevation
	CMG901	康诺亚/乐普	Claudin 18.2	胃癌	I 期, 授权阿斯利康
	DB-1303/DB-1311	映恩生物	HER2/未公开	实体瘤	III 期, 授权 BioNTech
	BB-1701	百力司康	HER2	实体瘤	I/II 期, 授权卫材
	LM-305	礼新医药	GPRC5D	多发性骨髓瘤	I 期, 授权阿斯利康
	DB-1305	映恩生物	TROP2	实体瘤	I/II 期, 授权 BioTech
	YL202	宜联生物	HER3	实体瘤	II 期, 授权 BioTech
	HS-20089	翰森制药	B7H4	实体瘤	II 期, 授权 GSK
	SHR-A1904	恒瑞医药	Claudin 18.2	胃癌	I/II 期, 授权德国默克

资料来源: CDE, 各公司公告, 华创证券

(四) 创新国际化: 寻找下一个超 10 亿美金重磅

随着中国创新药技术水平不断提升, 国际化主线持续确立, 公司也呈现出百花齐放的状态。创新药国际化以产品为王, 看好技术、靶点全球领先的品种, 有望给相应公司带来巨大的想象空间和市值增厚。

2020 和 2021 年, 国产新药海外授权合计首付款和里程碑金额超过 100 亿美元。其中, 科伦对默沙东的交易总金额、康方对 Summit 交易的首付款创出了历史新高。2023 年, 和黄将呋喹替尼授权给武田制药, 首付款 4 亿美元, 创出小分子授权历史新高。

图表 84 国产新药海外注册研究以后品种梳理

药品	公司	靶点机制	适应症	美国进度
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血血病等	上市
Cilta-Cel	传奇/金斯瑞	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	上市
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	鼻咽癌	上市
呋喹替尼	和黄医药	VEGFR	结直肠癌	上市
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	食管鳞癌	NDA
恩沙替尼	贝达药业	ALK	肺癌	III 期完成
赛沃替尼	和黄医药	c-MET	肺癌	III 期
Ociperlimab	百济神州	TIGIT	实体瘤	III 期
SKB264	科伦博泰	TROP2-ADC	肺癌等	III 期
AK112	康方生物	PD1/VEGF	实体瘤	III 期
泰他西普	荣昌生物	BLyS/APRIL	IgAN/SLE	III 期
环泊酚	海思科	GABAa	麻醉	III 期
Sonrotoclax	百济神州	BCL-2	CLL	III 期
APG-2575	亚盛医药	BCL-2	CLL	III 期
斯鲁利单抗	复宏汉霖	PD-1	SCLC	III 期
Pimicotinib	和誉	CSF-1R	TGCT	III 期
tifcemalimab	君实生物	BTLA	LS-SCLC	III 期
舒沃替尼	迪哲	EGFR exo20ins	肺癌	III 期
伏美替尼	艾力斯	EGFR	肺癌	III 期

LAE002	来凯医药	AKT	卵巢癌	II 期（注册研究）
CT053	科济药业	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	II 期（注册研究）
CT041	科济药业	Claudin18.2 CAR-T	胃癌	II 期（注册研究）

资料来源：clinicaltrials，华创证券

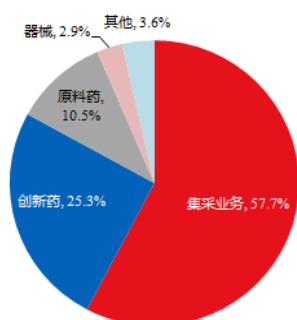
三、医药工业：制造崛起逐步兑现，创新挖掘潜力加大

（一）传统药企：创新布局迎来收获，业绩有望加速增长

自 2018 年 4+7 带量采购以来，国家共进行了九批药品集采，集采范围已从片剂延伸至注射剂、从化药拓展到生物制品。集采造成仿制药价格大幅下降，叠加疫情、反腐扰动，传统药企板块业绩承压明显，行业估值也回到了相对历史低位。

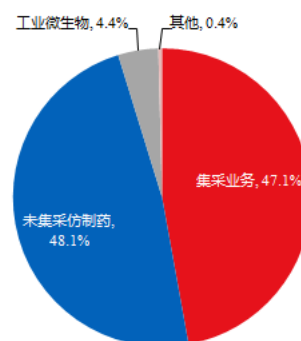
集采现已推进到第六个年头，即使像执行节奏较慢的胰岛素集采也已落地两年，站在当下时点，我们发现，传统药企基本消化了存量业务集采所带来的业绩扰动，集采风险得到释放。例如，2022 年信立泰集采业务收入占比达到 57.7%，华东医药工业部分集采业务收入占比 47.1%，剩下非集采业务或为已上市创新药、或为原料药/工业微生物等非制剂业务、或为竞争格局良好且短期集采风险小的仿制药。胰岛素企业如通化东宝、甘李药业也渡过第一个完整的集采年份，业绩也开始在低基数下实现较好恢复性增长。

图表 85 2022 年信立泰收入结构



资料来源：Wind，华创证券

图表 86 2022 年华东医药医药工业收入结构



资料来源：Wind，华创证券（注：华东医药集采业务统计包括医保谈判降价的百令胶囊）

存量业务风险出清的同时，公司增量业务也迎来收获。集采开始后，各家公司根据资源禀赋选择了不同研发策略，经过 5-7 年的研发投入后，传统药企逐渐迎来了收获期，一批自主研发或海外引进的产品进入临床 III 期或者 NDA 阶段，部分公司的产品已经获批上市成为公司增长的动力。例如，华东医药 2023 年利拉鲁肽降糖和减重适应症先后获批、2024 年还有望收获乌司奴单抗生物类似药、迈华替尼、卵巢癌 ADC ELAHERE、自免罕见病用药 ARCALYST 等品种的上市；信立泰 2023 年恩那度司他上市，2024 年预计 S086 高血压、SAL0107、SAL0108、复格列汀四款产品将会获批；恩华药业的麻醉镇痛新药 TRV 130 已于 2023 年 5 月获批，若完成医保准入有望自 2024 年实现放量；京新药业的失眠新药地达西尼也有望于 2023 年内获批；丽珠集团的 IL-17A/F 单抗正在开展 III 期临床。随着创新药不断获批上市，未来传统药企将迎来创新驱动增长的新阶段。

展望 2024 年，我们认为传统药企板块有望迎来业绩与估值的共振。一方面，集采叠加反

腐扰动，2023 年基数较低，后续业绩弹性更大，同时随着新产品、新业务的兑现，未来传统药企业绩增长有望加速。另一方面，当前仍有较多传统药企估值中尚未体现其创新管线的价值，如华东医药、恩华药业、京新药业、人福医药、丽珠集团、健康元等标的 2024 年 PE 估值均介于 10-20x 之间。我们认为，随着创新药节奏不断推进，企业估值也将实现修复。**建议关注：信立泰、通化东宝、华东医药。**

图表 87 传统药企板块估值水平及利润增速

证券代码	证券简称	市值（亿元）	2024PE	2023E 归母增速	2024E 归母增速	2025E 归母增速
000963.SZ	华东医药	717	20	18%	21%	21%
002422.SZ	科伦药业	420	16	38%	15%	16%
600079.SH	人福医药	389	15	-10%	19%	16%
002294.SZ	信立泰	362	46	7%	16%	22%
000513.SZ	丽珠集团	325	14	10%	13%	15%
002653.SZ	海思科	265	67	9%	31%	33%
002262.SZ	恩华药业	256	19	23%	24%	25%
600380.SH	健康元	236	13	1%	16%	22%
002019.SZ	亿帆医药	194	32	106%	53%	39%
300573.SZ	兴齐眼药	184	37	36%	72%	42%
002675.SZ	东诚药业	149	31	26%	23%	24%
300723.SZ	一品红	132	25	35%	33%	30%
002020.SZ	京新药业	124	16	4%	16%	19%
300705.SZ	九典制药	99	20	41%	30%	28%
688658.SH	悦康药业	98	21	22%	17%	19%
301263.SZ	泰恩康	78	23	36%	42%	30%
002550.SZ	千红制药	72	22	-21%	30%	26%
600200.SH	江苏吴中	66	47	-118%	913%	63%
688513.SH	苑东生物	65	21	3%	24%	26%
002435.SZ	长江健康	59	80	-13%	30%	41%
688566.SH	吉贝尔	55	20	32%	37%	38%
603676.SH	卫信康	49	15	40%	30%	30%
003020.SZ	立方制药	47	16	17%	20%	21%
300016.SZ	北陆药业	39	122	70%	68%	50%
603811.SH	诚意药业	37	13	13%	60%	47%

资料来源：Wind，华创证券（盈利预测为 Wind 一致预期，时间截止 2023/11/24）

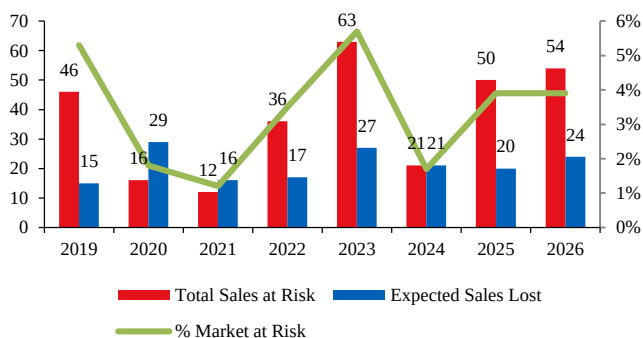
（二）特色原料药：专利悬崖下市场扩容再注新增量，原料药制剂一体化打开成长空间

2023 年前三季度，原料药行业受到部分品种价格战和国际竞争加剧等多重因素的冲击，经营受到一定程度干扰。从 2023 年一季度开始，人民币贬值、原材料的价格基本保持稳定均对原料药企业的业绩构成利好。我们认为过去对行业业绩造成压力的各种负面影响有望逐步出清，上下游两头向好，各家企业毛利率有望恢复到合理的区间，整体特色原料药板块或进入新一轮成长周期。

■ 专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量

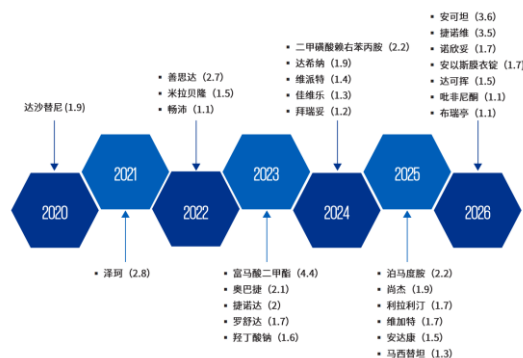
新到期的专利品种有望给原料药市场带来极大扩容。根据 Evaluate Pharma 数据显示，2019 年至 2026 年，全球有近 3000 亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，仿制药价格约为专利药的 10%-20%，2019-2026 年仿制药的替代空间大概为 298-596 亿美元。而随着增量仿制药对专利药份额的侵袭，会进一步扩容特色原料药市场。

图表 88 2019-2026 专利到期可能影响的原研药销售额（十亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma 《World Preview 2020, Outlook to 2026》，华创证券

图表 89 2020-2026 年即将专利过期的重磅品种（2019 年销售额，单位：10 亿美元）



资料来源：KPMG 《Generics 2030: Three strategies to curb the downward spiral》，华创证券

■ 向下游制剂端延伸，国内外双轮驱动打开成长空间

1) 制剂出口方面，我们认为中国原料药制剂一体化公司有望通过制剂出口打开成长空间，其中法规市场是较好的发展方向。近年来国内企业获得 ANDA 批文数持续活跃，国内医药制造企业出海成为新常态。目前我国仿制药企业在全市场的竞争力于印度企业相比仍有一定的差距，从收入体量上来看也远小于印度和欧美的头部仿制药企业，不过基于我国企业制造的全球比较优势，预计未来 10 年全球渗透率提升趋势明确。我们认为医药制造崛起的趋势比较明确，看好基于制造能力升级、兼具成本优势的原料制剂一体化企业的广阔成长空间。

2) 国内制剂方面，在当前国内集采环境下，原料药公司无需自建销售能力，以“光脚品种”参加集采具有较强的成本优势，集采稳定放量的情况下，对公司的增量较为可观。

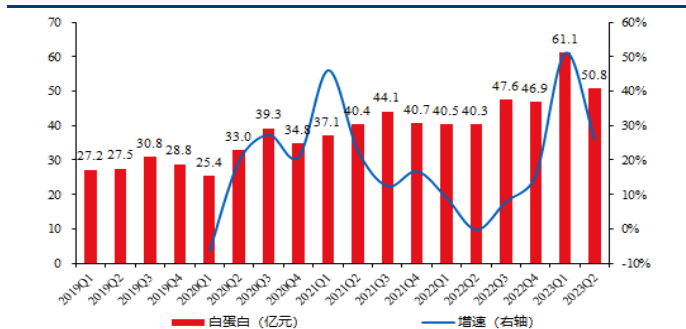
特色原料药板块上游成本改善，下游需求有望恢复。行业整体来看，我们预计 2024 年各家陆续新产品放量，行业集中度或进一步提高，明年有望进入新一轮成长周期。具体投资方向而言，我们建议把握两条主线：重磅慢病品种专利到期带来的增量和原料制剂一体化下的产业链纵向拓展，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注：华海药业、天宇股份、同和药业、仙琚制药等。

（三）血制品：供需弹性释放，行业景气度持续提升

院内诊疗活动恢复，行业需求迎来复苏。2023 年随着医院常规诊疗活动陆续恢复，血制品需求迎来复苏。根据中康数据，白蛋白 2023Q1 和 2023Q2 院内销售额分别为 61.1 和 50.8 亿元，同比增长 51%和 26%；静丙 2023Q1 和 2023Q2 院内销售额分别为 29.6 和 17.3 亿元，同比增长 117%和 33%，尽管一季度新冠重症患者治疗对静丙有较大消耗，但随着

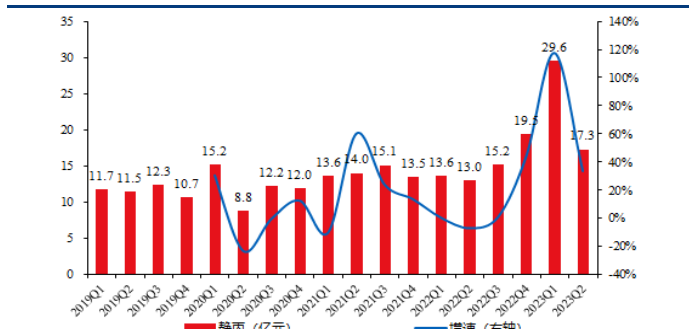
院内常规诊疗活动的恢复以及临床认知的提升，二季度院内静丙依然维持较高增长水平。

图表 90 中国院内白蛋白销售额（分季度）



资料来源：中康，华创证券

图表 91 中国院内静丙销售额（分季度）

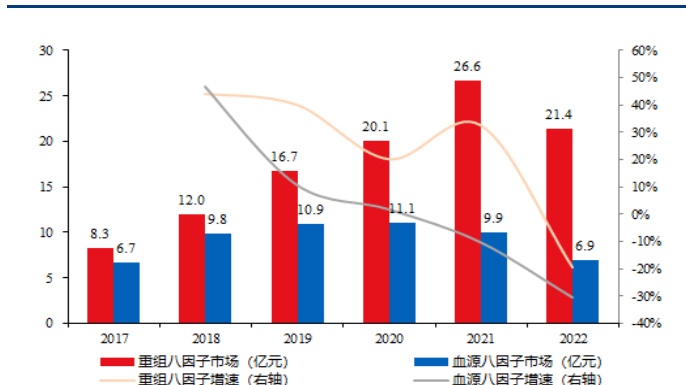


资料来源：中康，华创证券

新浆站不断投产，采浆量有望加速增长。2023 年全国各地浆站采浆活动、中检院批签发工作、血制品流通已全面恢复，同时各企业积极进行浆站拓展，随着新浆站落地开采，行业采浆量或将迎来新一轮增长高峰。例如，天坛生物截至 2023H1 共拥有 102 家单采血浆站（在营 76 家+26 家筹建），2023 年上半年 16 家浆站取得单采血浆许可证；华兰生物 2022 年获批 7 家单采血浆站，2023 年上半年伊川、潢川及商水 3 个单采血浆站获得采浆许可证，公司采浆空间进一步打开。

血制品企业有望分享重组凝血因子广阔市场。目前中国已获批九款重组八因子产品，神州细胞的重组八因子（安佳因）作为第一款国产重组八因子，自 2021 年 7 月上市以来快速放量，2022 年销售收入已突破 10 亿元。我们认为，凝血因子作为高度依赖学术推广的产品，传统血制品企业已拥有专业的血制品学术推广团队，渠道资源丰富，重组产品上市后有望借用现有渠道实现快速放量。

图表 92 中国凝血因子 VIII 市场规模及增速



资料来源：中康，华创证券

图表 93 中国重组八因子研发格局

企业	研发进度	状态开始时间	国产/进口
拜耳	批准上市	2007/9/24	进口
Baxalta	批准上市	2012/4/28	进口
辉瑞	批准上市	2012/7/10	进口
诺和诺德	批准上市	2020/12/29	进口
绿十字	批准上市	2021/8/5	进口
武田	批准上市	2022/7/29	进口
神州细胞	批准上市	2021/7/20	国产
正大天晴	批准上市	2023/8/29	国产
天坛生物	批准上市	2023/9/5	国产
奥克斯特玛	申请上市	2022/1/26	进口
晟斯生物	申请上市	2021/12/23	国产
远大蜀阳	III期临床	2023/5/10	国产
赛诺菲	III期临床	2021/2/23	进口
开封制药	III期临床	2023/8/22	国产

资料来源：医药魔方，华创证券

十四五期间浆站审批政策倾向宽松、各企业品种丰富度快速提高、产能稳步扩张，行业中长期成长逻辑清晰。短期受益于疫情复苏，行业供需弹性释放，景气度持续提升。**建议关注：天坛生物、博雅生物。**

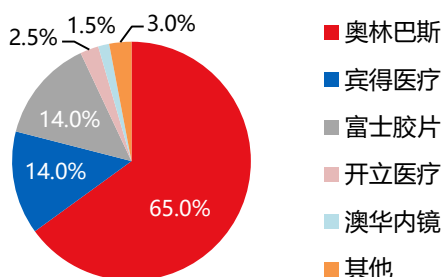
四、医疗器械：国产替代加速推进，出海更进一步

（一）医疗设备：有望受益于国产替代大浪潮

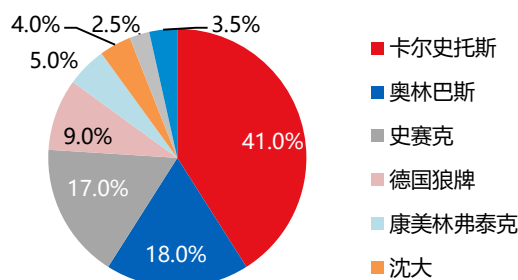
1、软镜：国产高端产品持续推出，有望加速国产替代

我国软镜诊疗渗透率提升空间和国产替代空间较大。2019 年我国消化内镜诊疗量（每十万人）为 2884 例，与美国（每十万人 6603 例）、英国（每十万人 4425 例）等发达国家存在差距，软镜诊疗渗透率有较大提升空间。此外，2021 年，我国软镜市场 93.0% 的份额被奥林巴斯、富士、宾得三家外企占据，国产替代空间大。并且由于国产软镜厂家稀缺，国产软镜内部竞争格局良好，目前仅有澳华内镜和开立医疗在高端软镜市场有所突破。

图表 94 2021 年中国软镜市场竞争格局



图表 95 2021 年中国硬镜市场竞争格局



资料来源：医械会《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》，华创证券

资料来源：医械会《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》，华创证券

国产高端产品持续推出，有望加速国产替代进程。2022 年 11 月澳华内镜推出了 4K 清晰度的 AQ-300 软镜系统，配套光学放大内镜等高端镜种，对标奥巴 EVIS X1，同时，2023 年 10 月澳华内镜发布了新一期股权激励方案，公司层面归属比例 100% 的业绩考核目标为：24-26 年收入不低于 9.9 亿/14 亿/20 亿元，24-26 年净利润不低于 1.2 亿/1.8 亿/2.7 亿元（收入和净利润目标满足一个即可），业绩考核目标较高，彰显出公司业绩增长信心；2023 年 9 月开立医疗推出了 HD-580 系列医用内窥镜图像处理器，全面支持可变刚度镜体等高端镜种，市场定位高于前代产品 HD-550。国产高端产品持续推出，有望加速国产替代进程，且当前奥巴 EVIS X1 主攻大三甲医院，不是国产软镜的直接竞争对象。

综合来看，我们在软镜板块重点推荐澳华内镜、开立医疗。

2、硬镜：微创手术渗透率提升+国产替代推进双轮驱动

我国微创手术渗透率提升空间和国产替代空间较大。观研报告网数据显示，2021 年，我国微创手术渗透率为 14.2%，有较大提升空间，预计驱动硬镜市场持续发展。2021 年，我国硬镜市场 76.0% 的份额被卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克三家外企占据，国产替代空间较大。

迈瑞医疗和开立医疗重视硬镜业务。迈瑞医疗 2017 年出让了软镜业务相关股权，决定专注于以硬镜业务为核心的微创外科领域，并将其作为公司高度看好的种子业务。开立医疗 2023 年 8 月发布了新一轮股权激励计划以促进其微创外科业务（以硬镜业务为核心）发展，本次激励对象主要是公司微创外科业务团队，考核目标为：23/24/25 年公司在中国大陆的微创外科业务总收入不得低于 1.00/1.45/2.50 亿元，彰显出公司硬镜业务发展决心。

海泰新光国内硬镜整机业务稳步推进+出口订单恢复，业绩有望重回高速增长。中国史赛克的赛镜 TS88 4K 荧光内窥镜系统（具有除雾功能）于 23 年 9 月在国内获批上市，海泰

新光联营子公司国药新光的 4K 超高清内窥镜系统也于 23 年 10 月获证，同时海泰新光自主品牌的二代整机也正在申请拿证的过程中，国内硬镜业务整体推进节奏稳健。此外，美国史赛克新品 1788 推出后，海泰新光的出口订单预计也将恢复正常。国内外业务双轮驱动下，海泰新光业绩有望于 24 年重回高速增长。

综合来看，我们在硬镜板块重点推荐迈瑞医疗、开立医疗、海泰新光。

3、CGM：国产高壁垒产品推出，国产替代+出海有望同步推进

三诺生物 CGM 产品上市有望加速国产替代。2020 年我国 CGM 市场中，雅培和美敦力合计占据了 89% 的市场份额，原因在于当时国产产品性能不足。2023 年 3 月，三诺的 CGM 产品 iCan 获得 NMPA 上市许可，iCam 是全球首个应用第三代葡萄糖传感器技术的 CGM 产品，性能优势显著，为三诺构筑了核心技术壁垒，有望加速国产替代进程。

三诺生物海外推进拿证，进军海外市场。2023 年 9 月，三诺生物成功获得了中国首张 CGM 领域的 MDR 证书，具备了欧盟市场准入资格，可在认可欧盟 CE MDR 资质的国家进行销售，填补了我国持续葡萄糖监测领域在 MDR 法规下的海外出口许可空白。同时，三诺也在积极推动美国 FDA 的注册临床工作，持续进军海外市场。

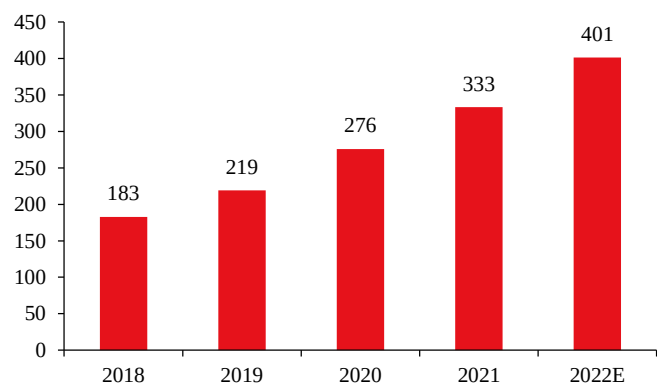
综合来看，我们在 CGM 板块建议关注三诺生物。

（二）IVD：化学发光国内进口替代推进，出海前景广阔

化学发光为国内 IVD 最大细分赛道且增速较快，七成以上市场被外资占据。化学发光已基本完成了对酶联免疫的替代，成为了免疫诊断中的主流技术，并成为国内 IVD 中最大的细分赛道。我国化学发光市场快速发展，根据德勤测算，2018-2021 年，其市场规模以 22.1% 的复合增速增长至 333 亿元。2021 年，“罗雅贝西”合计占据国内化学发光市场份额 73%，国产替代空间广阔。

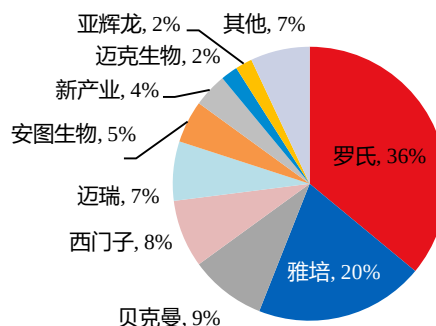
化学发光国产替代推进中，集采有望加速替代进程。目前，以迈瑞、安图、新产业为代表的国内发光企业已成功实现部分国产替代，占据了超过 20% 的市场份额。2021 年安徽化学发光试剂谈判议价的降价幅度相对温和，并且实际执行后国产企业显著受益，迈瑞成为安徽省发光市场龙头。2023 年安徽省牵头 25 省联盟组织 IVD 集采，国产发光厂家有望通过价格优势挤占进口品牌的市场份额。对于迈瑞、安图、新产业等国内头部企业而言，集采是提高市占率的助推力，有望加速国产替代进程。

图表 96 中国化学发光市场规模（单位：亿元）



资料来源：德勤《中国免疫诊断市场现状与未来展望》，华创证券

图表 97 2021 年国内化学发光市场份额



资料来源：德勤《中国免疫诊断市场现状与未来展望》，华创证券

化学发光出海前景广阔，头部企业出海业务逐渐深入。2020 年，中国占全球化学发光市场的份额不足 1/5，海外市场前景广阔。国产发光企业沿着设备升级、客户升级、试剂放量的发展路径逐步在海外打开市场。1) **新产业**出海从小型机装机开始，之后推动中高端设备装机，公司海外中大型机装机占比已从 2018 年的 7%提高至 2023H1 的 55%。2) **迈瑞医疗**陆续收购了海外 IVD 企业 Hytest、DiaSys，完善海外供应链平台，支持海外中大样本量客户群突破。2023 年 Q1-3，迈瑞的海外发光新增装机超过 2000 台，同比增长超过 20%，级联流水线新增装机超过 200 套、同比增长超过 40%，不断突破海外高端客户。随着海外发光累计装机数量提高，国产企业逐步进入试剂放量阶段，高毛利的试剂业务将显著提高企业盈利能力。

综合来看，我们在 IVD 板块重点推荐迈瑞医疗、新产业、迪瑞医疗、普门科技。

（三）高值耗材：骨科企业多元化成长，技术进步+集采加速电生理国产替代

1、骨科：集采推动国产替代，海外市场开拓与业务多元化带来新成长

骨科集采逐步出清。1) **创伤**：21 年 9 月，河南等 12 省联盟集采公布创伤集采结果，平均价格降幅达 88.65%；2022 年，京津冀“3+N”联盟也进行了创伤集采，平均降幅为 83.48%；23 年 9 月，创伤集采续标结果公布，最高有效申报价相比前次有所提高。2) **关节**：21 年 9 月，国家组织人工关节产品集中采购在天津开标，中选产品平均降幅 82%。第一轮两年执行周期将结束，预计关节续标将在 23 年底至 24 年初开展。3) **脊柱**：22 年 9 月，国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购产生中选结果，中选产品平均降价 84%，23 年 Q1 开始执行。4) **运动医学**：23 年 11 月，《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第 2 号）》公布，运动医学集采即将落地。骨科四大品类均进入集采，集采风险逐步出清。

国内市场进口替代加速，海外收入快速增长。1) **国内市场**：集采加速了国内骨科领域的进口替代。爱康医疗的关节集采中选量排名全行业第一，关节集采执行的 22 年中，公司髋关节、膝关节收入同比增速分别达到 39.5%、59.2%，国内市场份额进一步提高。春立医疗 22 年关节收入同比增速为 1.1%，而销量同比增速达到 63.1%。2) **海外市场**：海外业务近年来成为骨科公司的重要业绩增长来源，国内骨科企业凭借不断提高的产品质量与价格优势有望在海外市场占得一席之地。如春立医疗通过加强国际业务团队建设和市场推广投入，使得 2018-2022 年间境外收入占比从 4%提高至 9%。爱康医疗也在积极开拓海外市场，2020-2023H1 期间境外收入占比从 10%提高至 17%。

骨科公司纷纷转向平台化，并寻求第二增长曲线。国内各大头部骨科企业纷纷转向骨科平台化，逐渐覆盖骨科耗材四大赛道，形成骨科整体解决方案。此外骨科企业也跨出传统骨科耗材领域，在集采标外市场寻求第二增长曲线。如春立医疗已开始拓展骨科机器人、口腔、医美、PRP 等产品领域，为中长期发展进行战略布局。

综合来看，我们在骨科板块重点推荐春立医疗，建议关注爱康医疗、威高骨科、三友医疗等。

图表 98 各公司骨科赛道覆盖情况

	关节	脊柱	创伤	运动医学
春立医疗	✓	✓	✓	✓
爱康医疗	✓	✓	✓	
威高骨科	✓	✓	✓	✓

三友医疗		✓	✓	✓
大博医疗	✓	✓	✓	✓

资料来源：各公司官网，华创证券

2、电生理：市场空间广阔，技术进步+集采加速国产替代

我国电生理市场空间广阔。中国心脏电生理手术渗透率较低，2020 年房颤/室上速电生理手术对应渗透率仅为 0.71%/3.03%，具有较大提升空间。从竞争格局来看，国内电生理器械市场进口垄断严重。2020 年，中国电生理器械市场中，国外企业强生、雅培市占率分别高达 58.8%、21.4%，而国内上市企业惠泰医疗和微电生理的市占率仅为 3.1%、2.7%，仍有较大提升空间。

技术进步与集采加速电生理国产替代。1) **技术进步：**随着近年国产企业实力快速发展，在三维标测系统、高密度标测导管、冷冻消融、压力感知消融等领域与国外企业的差距正逐渐缩小，为国产替代打下基础。2) **电生理集采：**福建电生理集采的平均价格降幅为 49%，在单件采购模式中，国产主流厂家基本全部中标，微电生理以 15 个中选产品排名第一。电生理集采一方面有望通过降价推动市场渗透率的上升，另一方面有助于市场份额低的国产企业扩张销售渠道，有望加速提升市占率，实现国产替代。

综合来看，我们在**电生理板块建议关注惠泰医疗、微电生理**。

（四）低值耗材：海外订单好转，产品升级持续推进

国内低值耗材企业海外订单好转，部分客户去库存进入尾声。23Q3 开始，低值耗材公司的海外业务有所好转。以维力医疗为例，维力医疗 2023 年落地的海外大客户项目有 3 个，随着前期交货磨合期完成，23Q3 维力医疗正在逐步进行稳定发货。同时，23Q3 维力医疗的北美大客户也逐步完成了库存消化，驱动 23Q3 维力医疗的外销业务从 23Q2 快速恢复并实现同比增长。

国产低值耗材产品升级持续推进。维力医疗推动了国产导尿管产品的升级（维力医疗的 BIP 涂层导尿管在 30 天体外菌体试验中，大肠杆菌、绿脓杆菌、萨氏葡萄球菌等单位平方厘米细菌群落总数远低于普通导尿管，定植减少达 60%以上）。振德医疗推动了国产敷料产品的升级（振德医疗的现代敷料相较于传统纱布类敷料，具备维持伤口平衡湿性环境、促进伤口愈合、不黏连伤口、减少患者疼痛、减少更换次数等优势）。英科医疗、中红医疗推动了国产手套产品的升级（英科医疗和中红医疗的丁腈手套产品相较于其他品类的一次性手套，应用场景更为广泛）。

一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。2020 年之前，一次性行业处于平稳运行期，供需稳定，相关企业处于稳步发展状态。2020 年开始，疫情的爆发带来一次性手套需求量飙升，但由于手套产能难以在短时间扩充，供需错位下一一次性手套价格快速上涨，量价齐升下相关企业实现了业绩的显著增长。为了进一步吸收潜在订单，国内外相关厂商提出了扩产计划。但从 2021 年开始，由于疫苗接种逐渐得到普及，新冠疫情也逐步得到控制，一次性手套需求量降低，此外，市场新增产能开始投放，同时原材料成本开始下降，一次性手套价格进入下行通道，行业在供需关系调整中逐渐回归理性。从当前情况来看，一次性手套行业前期囤货的经销商去库存成效明显，且手套价格已经筑底，同时，全球手套龙头 TOPGLOVE 在 2023 年 2 月上调了其产品售价，我们认为，一次性手套行业调整已趋于稳定，且曙光已现，一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。

综合来看，我们在**低值耗材板块重点推荐维力医疗、振德医疗，建议关注英科医疗**。

（五）ICL：渗透率预计持续提升，应收账款正有序收回

医保控费背景下，ICL 渗透率提升是长期趋势。2020 年，国内 ICL 市场渗透率仅为 8%，相较国外成熟市场有较大差距。医保控费背景下，参考美国 ICL 市场当年的发展历程，国内 ICL 市场渗透率还有较大提升空间：1960 年开始，美国的年均医疗支出大幅增长，为了减轻医疗支出的负担，美国政府和商业医疗保险机构开始修改医保政策，试图控制医疗支出，加大了医院成本控制的压力，促使医院将检验项目外包给运营成本更低的 ICL，驱动 ICL 行业持续发展，2022 年，美国 ICL 市场渗透率已经达到 41%。

政策驱动下，ICL 渗透率有望加速提升。1) DRG/DIP 付费方式改革，中长期来看有望将医院检验科转变为成本控制中心，促使医院加大医检外包力度，从而加速提升 ICL 渗透率。2) LDT 政策，对于 ICL 行业规范性及长效市场增量影响巨大，LDT 模式下的新靶标产品“快速通道”有望给产品线丰富且定制化能力、临床试验运营能力、数据积累和成果发表能力强的公司带来更大的发展空间，促进头部 ICL 的特检渗透率提升。3) IVD 集采，驱动试剂价格降低，我们预计，试剂价格的降低将进一步导致诊疗项目目录收费标准下降，医院收入减少的情况下，将产生医检外包的增量需求，加速提升 ICL 渗透率。

国内 ICL 的应收账款有序收回，后续减值冲回有望贡献利润弹性。从应收账款来看，23Q1-3，金域医学各季度应收账款期末余额分别为 65.9、63.3、60.4 亿元，迪安诊断各季度应收账款期末余额分别为 103.5、96.7、93.9 亿元，皆呈现出逐季下降的趋势。从信用减值来看，23Q3，金域医学的信用减值为-0.8 亿元，迪安诊断的信用减值为-1.0 亿元，皆少于 23Q1 及 23Q2。整体来看，国内 ICL 的新冠应收账款正在有序收回。后续随着收款逐步推进，潜在的减值冲回有望给国内 ICL 带来进一步的利润弹性。

综合来看，我们在 ICL 板块重点推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

五、中药：建议重点关注国企改革、基药等增量逻辑

2015 年以来，国家对中医药产业的支持力度不断强化，实施细节逐步清晰，产业趋势已逐渐清晰明确。在此背景下，我们重点关注从宏观政策利好到微观实际业绩的转化，整体推荐中药板块。

图表 99 近年中医药产业重大政策汇总

时间	部门	名称	内容
2015 年 5 月	国务院	《中医药健康服务发展规划（2015—2020 年）》	首个中医药健康服务领域的专项发展规划
2016 年 2 月	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2020 年）》	明确了未来五年我国中医药发展方向和工作重点，把中医药发展上升为国家战略
2016 年 12 月	全国人大	《中华人民共和国中医药法》	我国首部全面、系统体现中医药特点的综合性法律
2019 年 10 月	中办、国办	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	最高层发布对中医药全面、系统的支持
2021 年 2 月	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	进一步落实 2019 年最高层的文件精神
2022 年 3 月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	全面支持中医药产业发展

资料来源：国务院官网、全国人大、华创证券

（一）国企改革稳步推进，行业整体提质增效

近年来，随着更多主流中药企业相继发布改革及激励方案，业绩考核目标普遍设置在同比+10-20%左右，有望提质增效并形成板块效应。我们重点看好具有大品牌、强渠道、多品种，同时叠加基本面显著改善的公司。今年以来央企考核体系调整后将更重视 ROE 指标，有望带动基本面大幅提升，建议关注昆药集团、太极集团；其他优质标的还包括康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等。

图表 100 部分重点中药国企的改革/激励情况

证券简称	实际控制人属性	国企改革或股权激励
片仔癀	地方国资委	无
云南白药	混改完成	已完成
同仁堂	地方国资委	推进中
华润三九	国资委	已完成
白云山	地方国资委	无
东阿阿胶	国资委	推进中
达仁堂	混改完成	已完成
红日药业	地方国资委	无
太极集团	国资委	推进中
昆药集团	国资委	已完成
康恩贝	地方国资委	已完成
江中药业	国资委	已完成

资料来源：公司公告，华创证券

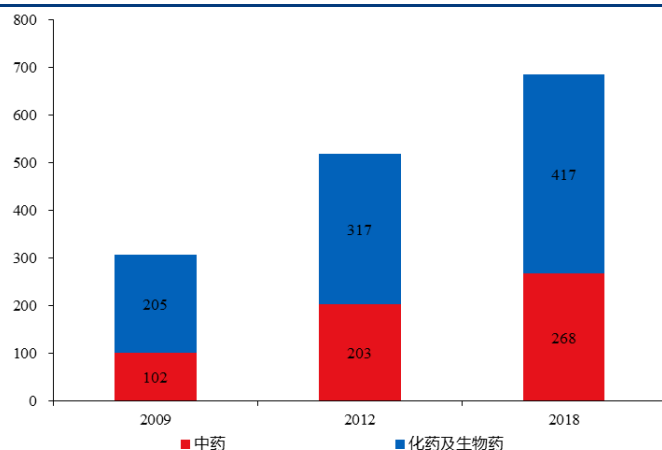
（二）基药品种贡献业绩弹性

自 2018 版基药目录颁布已 5 年有余，随着 2021 年 11 月《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》出台并明确基药目录“实行动态管理，原则上 3 年调整一次”，故本次新版目录虽有延迟，但预计不会缺席。同时，在“986”药品配备政策加持下，基药重要性已不言而喻。此外，随着近期医疗反腐，中药企业压缩营销成本背景下，对于获取合规性更强的“基药身份”的需求也愈发迫切；目前基药已成为中药企业的必争之地。

- **18 版基药目录，中成药大幅扩容。**18 版基药目录中成药数量从 12 版基药目录的 203 个扩容至 268 个，其中独家品种数量从 108 个增长至 163 个，大幅提升 51%。
- **中药独家基药销售增速为行业平均的 3 倍。**根据中康统计，18 版新进中药独家基药（合计）销售增速与院内中药（不含中药注射剂）18-22 年累计增速分别为 90%、25%，CAGR 分别为 17.4%、5.7%（剔除基药后为 4.3%）。

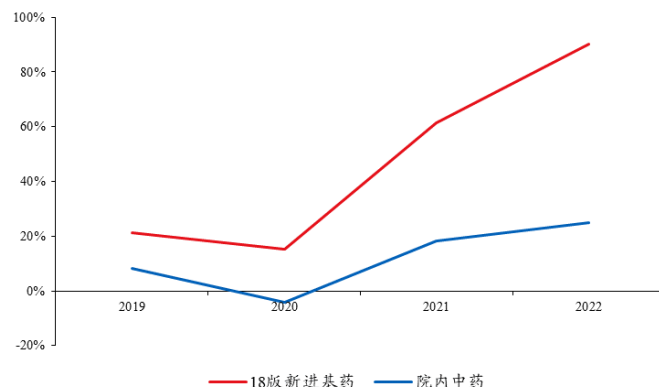
我们认为目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，通过复盘发现中药基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康恩贝、方盛制药，相关弹性标的还有盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等。

图表 101 中药、化药及生物药纳入国家基药目录情况
(单位: 个)



资料来源: 国家卫健委、国家基药目录、华创证券

图表 102 销售额相较 2018 年累计增速: 18 版新进独家基药 (合计)/院内中药 (不含注射剂) 整体



资料来源: 中康数据、华创证券

六、医药零售: 拐点有望确立, 弹性较大

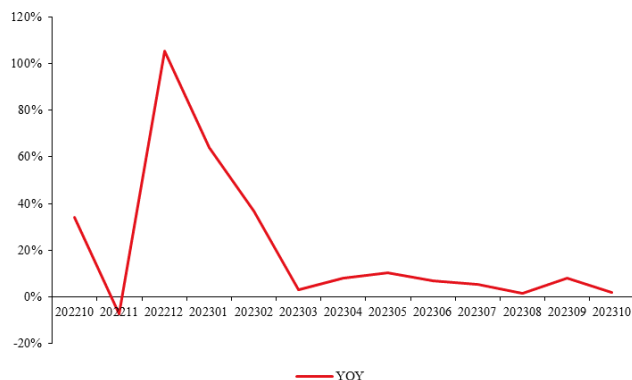
经过今年三季度业绩低点后, 药房板块整体呈现恢复态势, 拐点有望确立; 展望明年, 在互联网销售增长逐步放缓背景下, 线上线下有望加速融合; 同时经过多年积累, 处方外流有望取得长足进展, 弹性较大。

(一) 互联网增长逐步放缓, 线上线下融合正当时

互联网高速发展带来了医药电商的快速增长, 但随着线上 O2O 和 B2C 的渗透率持续提升, 药品互联网销售增速开始逐月放缓, 对线下药店带来的直接冲击边际递减, 线上线下有望融合并步入新常态。

据久谦数据统计, 全国医药电商 B2C 市场的月度销售额同比增速从 2022 年 10 月的 34% 下降到 2023 年 10 月的 1.8%; 同时中康数据显示, O2O 市场的月度销售额同比增速从 2022 年 1 月的 111% 下降到 2023 年 8 月的 19%。整体看, 医药电商市场规模的增长放缓趋势明显。

图表 103 全国医药电商 B2C 市场月度销售额同比增速



资料来源: 久谦, 华创证券

图表 104 全国医药电商 O2O 市场月度销售额同比增速



资料来源: 中康 CMH、转引自第一药店财智, 华创证券

（二）多年积累水到渠成，处方外流有望落地

处方外流的本质是打破医院、医生、处方、药品之间的利益纽带，实现处方流通的市场化。未来处方可以自然流向院外渠道，患者可以通过社会上的药品销售渠道满足对处方药的需求，医院和医生回归治病救人的角色，凭医疗服务获得收入而非药品销售，破除“以药养医”的弊病，最终实现医药分家的效果。

伴随着国家医保局的成立，加上 DRGs 支付改革、“零差率”、“药占比”、辅助用药目录等政策深入推进，医院药品销售额逐年放缓，医院药房已经从原来的利润中心转变为成本中心。同时，推动医院处方外流也已成为监管部门以人民利益为中心、深化医疗体制改革、满足人民健康需求的重要施政目标。

- 今年以来，随着国家医保局发布“鼓励零售药店纳入门诊统筹”的文件后，配合门诊共济保障的进度，全国各地与医保基金、定点药店相关的政策频出，无不显示处方外流推动力度在加速。
- 今年 10 月广东省医疗保障局召开 2023 年全省医疗保障系统重点工作推进会。会议将“全面推广电子处方流转全流程便民服务应用，优化提升以‘粤医保’小程序为主要服务平台的全流程医保公共服务体验”列入明年重点工作内容。
- 今年 11 月，云南省医保“双通道”电子处方平台正式开通了定点医疗机构互联网诊疗服务。云南省肿瘤医院互联网医院开出了全国首张依托国家医保电子处方中心的线上电子处方，顺畅流转至定点零售药店完成医保结算，并通过国家医保信息平台的全流程规范验收。这是全国统一医保信息平台深化应用的又一重要成果，是对落实落地国家医保门诊统筹及“双通道”政策的重要举措。

七、医疗服务：行业迎高质量发展，看好细分领域龙头

在医保扩容、社会办医政策利好的大背景下，2009 年以来医疗服务行业迎来大发展。一方面支付端和供给端扩容促进了需求的释放，另一方面核心医疗资源执业医师依然稀缺。在医疗服务供需矛盾仍然长期存在的背景下，我们认为未来多元化的医疗需求和效率优势依然会长期推动社会办医高质量发展，医疗服务长期投资价值显著。

我们重点关注中医诊疗领域龙头固生堂，以及眼科、肿瘤、口腔等细分领域龙头公司，如爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、海吉亚医疗以及通策医疗等。

（一）中医：行业高景气，业绩弹性大

随着人口老龄化以及生活方式改变，我国慢性疾病及亚健康等治疗需求持续增加，同时中医医疗服务在传统领域优势继续保持，尤其新冠疫情以来，中医诊疗全面参与疫情防控救治成果显著。多重因素叠加下，我们预计中医医疗服务有望长期维持高景气。根据固生堂公司招股书数据，我国中医诊断和治疗服务收入由 2015 年的 1,110 亿元提升至 2019 年的 2,920 亿元，并有望于 2030 年实现 18,390 亿元，2019-2030 年 CAGR 18%。

固生堂：公司是中医诊疗龙头及唯一的上市公司，目前在全国市占率处于较低水平，当下公司的自建和并购进展顺利正处在扩张期，未来具备广阔的成长空间。

（二）眼科：成长空间广阔，格局清晰

眼科行业涵盖庞大的消费基础和多年龄段的广阔需求，根据沙利文的统计，近年来眼科医疗服务市场规模实现快速提升，由 2015 年 730 亿元提升至 2019 年 1275 亿元，并预计于 2024 年提升至 2231 亿元。尽管短期消费疲软对眼科医疗服务部分项目成长性有所扰动，但眼科各个业务还处在渗透率提升、技术和产品持续升级的成长阶段，长期发展前景广阔。逆势下，各公司积极修炼内功，标准化建设与管理输出能力持续升级，行业优势地位不断巩固。

爱尔眼科：作为国内眼科医疗服务龙头，公司通过并购基金及分级连锁模式完善网络体系，在多个省区形成了“横向成片、纵向成网”的布局。此外，公司通过收购美国、欧洲等多家海外眼科机构来布局国际化平台，国内外空间进一步打开，市占率有望持续提升。

华厦眼科：深耕福建廿载，品牌优势显著。公司在单体医院探索连锁发展经营过程中，积累了强大的专家团队、标准化管理体系和并购经验，竞争优势显著。同时，公司华东区域优势地位明确，通过品牌辐射实现全国化连锁的逻辑顺畅，未来发展前景远大。

普瑞眼科：全国布局的民营眼科医疗服务连锁机构。公司全国化布局已经成型，收入增长具备扎实基础，体内医院未来有望逐渐跨过扭亏时点，盈利能力提升顺畅。考虑到公司上市后资金充裕，且新建/并购医院项目有望顺利落地，未来几年业绩增长或有望兑现。

（三）肿瘤专科：供需错配下，下沉市场机遇明显

肿瘤医疗服务行业空间广阔，尤其是基层下沉市场尚存大量未满足的需求。近年来，由于饮食、环境、生活习惯以及人口的老龄化等因素，我国肿瘤医疗服务规模及新发病人数量逐年增长。据海吉亚公司招股书数据，2020 年我国肿瘤市场规模预计为 4056 亿元，新发患者人数为 451 万人；预计 2025 年我国肿瘤市场规模为 7003 亿，新发病例为 511 万人，市场规模和每年新发病人数量均持续增长。肿瘤下沉市场（一二线城市以外）患者人数占比较大且呈现更快的增长趋势，但医疗资源不足，存在严重供需错配。由于支付能力限制等因素，多数下沉患者留在本地治疗，严重的供需错配有望催生肿瘤下沉市场新机遇。

海吉亚医疗：公司是肿瘤医疗服务龙头，在设备、管理及人才等要素具备优势，自下而上全国布局，模式成熟易于复制。公司短期内内生增长动能强劲、并购有序落地，中长期看公司肿瘤核心战略不移，管理能力突出。

（四）口腔：行业有望重回快速增长

口腔医疗服务行业受益各项业务渗透率提升，潜在空间广阔，龙头公司获医能力强。随着消费者支付能力提升、就诊意识补足、高值项目渗透率提升，同时借助集采等高客单价项目有望持续放量，行业有望维持高增长。行业内口腔医疗服务龙头公司获医能力卓越，有望持续提升品牌力，竞争优势稳固。

通策医疗：公司为口腔赛道龙头，近年来积极贯彻落实各项战略行动计划，不断夯实人才储备、拓展新院及分院建设。2023 年公司受到种植集采、消费力疲软等不利因素导致业绩产生一定波动，但集采后 2024 年种植牙放量可期。

（五）辅助生殖：鼓励生育大背景下的高壁垒赛道

辅助生殖行业具有壁垒高、空间大的特点，行业发展前景广阔。辅助生殖行业具有较高

的准入壁垒。除育龄妇女人数预计小幅下降之外，不孕率、转化率（IVF）、渗透率（IVF）均呈现增长趋势，构成行业增长核心驱动力。我们认为，在当下鼓励生育大背景下，辅助生殖技术已成为应对生育能力下降的重要抓手，行业发展态势愈发清晰。

锦欣生殖：公司作为辅助生殖行业龙头，有望凭借其较强的运营整合能力、优秀的品牌 and 平台，实现国内市占率（取卵周期数）的稳步提升，其平均客单价亦有望在 VIP 业务带动下持续提升。

八、生命科学服务和 CXO：有望否极泰来

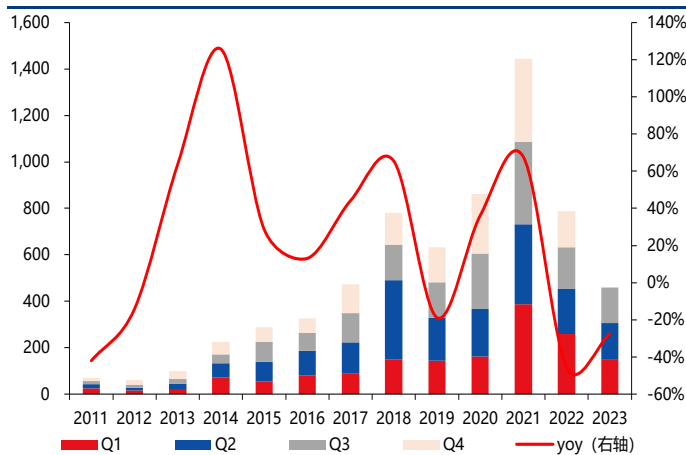
（一）需求端景气度指标概览

■ 医疗健康领域融资数据

医疗健康领域融资数据处于筑底阶段，2023Q1-3 全球医疗健康领域融资数据季度间基本企稳，中国仍有一定起伏。

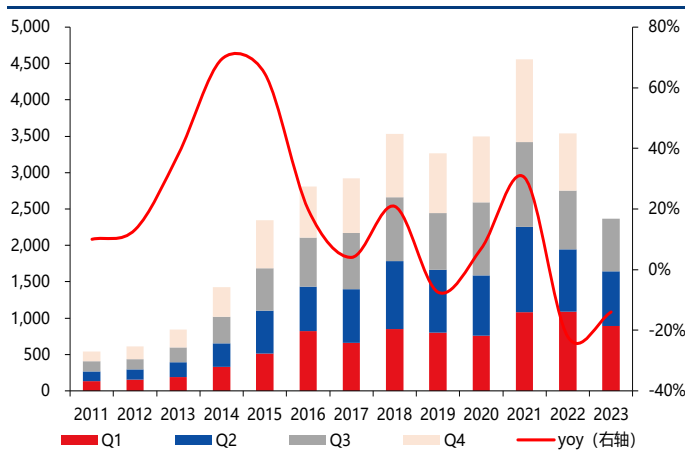
据动脉橙数据库，2023Q1-3 全球医疗健康领域共发生 2366 起融资事件，同比下滑 14%，披露融资总额为 458 亿美元，同比下滑 28%，2023Q3 全球医疗健康领域共发生 726 起融资事件，同比下滑 10%，环比下滑 3%，披露投资总额为 152 亿美元，同比下滑 15%，环比下滑 2%；2023Q1-3 中国医疗健康领域共发生 1011 起融资事件，同比下滑 14%，披露融资总额为 86 亿美元，同比下滑 43%，2023Q3 中国医疗健康领域共发生 322 起融资事件，同比下滑 10%，环比增加 12%，披露融资总额为 29 亿美元，同比下滑 34%，环比下滑 14%。

图表 105 全球医疗健康领域融资数据¹（亿美元）



资料来源：动脉橙数据库，华创证券

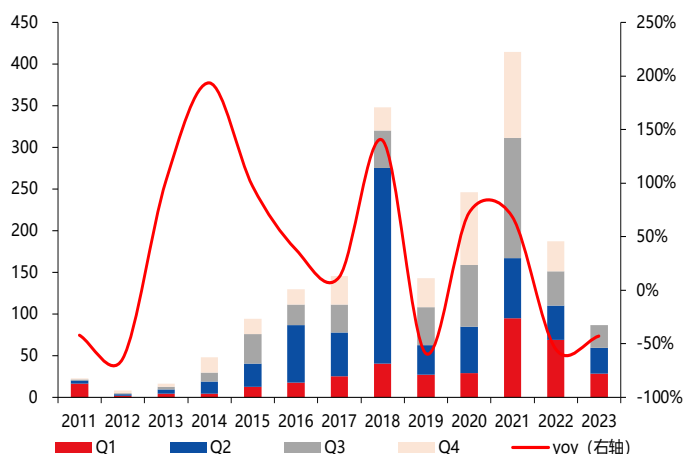
图表 106 全球医疗健康领域融资事件数（件）



资料来源：动脉橙数据库，华创证券

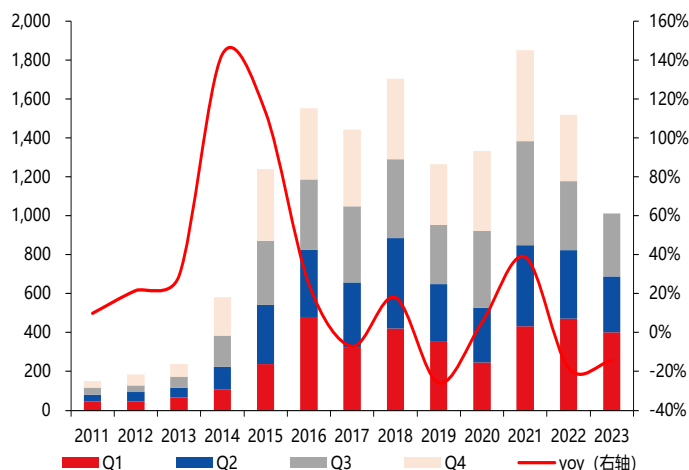
¹ 注：融资事件仅包括从天使轮到 IPO 以前的风险投资事件，不包括并购事件或二级市场融资。

图表 107 中国医疗健康领域融资数据（亿美元）



资料来源：动脉橙数据库，华创证券

图表 108 中国医疗健康领域融资事件数（件）

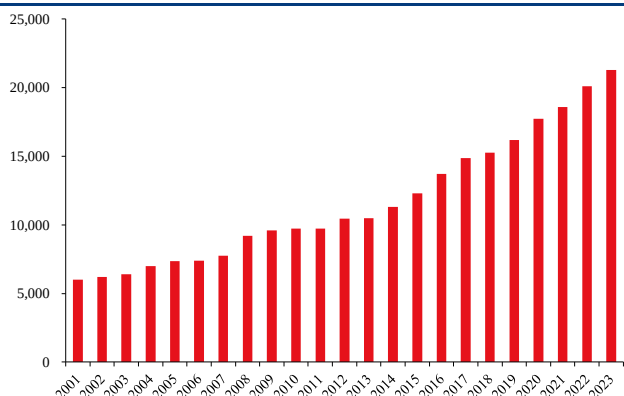


资料来源：动脉橙数据库，华创证券

■ 研发管线数据

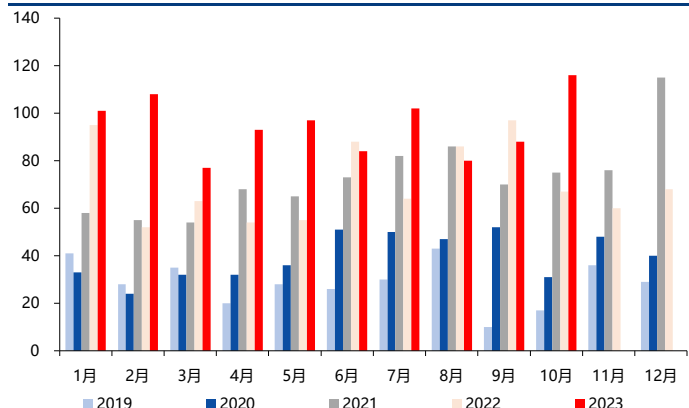
从研发管线相关数据来看，全球在研新药数量仍处于增长势头，国内创新药 IND 申请热情持续，头部创新药企研发投入仍维持在一定水平。

图表 109 全球在研新药数量



资料来源：Pharmaprojects 《Pharma R & D Annual Review 2023》，华创证券

图表 110 国产 1 类新药 IND 月度数据（个）



资料来源：CDE，华创证券

（二）生命科学服务：轻装上阵再出发

国内生命科学服务整体国产市占率低，替代空间大。相较试剂和耗材，生命科学仪器技术含量高，绝大部分市场长期被海外企业占据，美国化学会旗下 CEN 杂志发布的 2018 年度全球科学仪器品牌 TOP 20 均为海外企业，2016-2019 年间采购的 200 万元以上的科学仪器中，质谱仪、X 射线类仪器、光学色谱仪等的国产设备比例不足 1.5%。

但不论是仪器、试剂还是耗材领域，已经不乏经过多年发展，在部分细分领域产品达到国际先进水平并已占据一定国内市场份额的国产公司，如华大智造 2022 年国内基因测序仪市场份额达 26%，澳斯康 2021 年国内细胞培养基市场份额达 12.3%，奥浦迈 2020 年国内蛋白抗体培养基市场份额达 6.2%，纳微科技 2021 年国内层析填料市场份额达 8.5%。

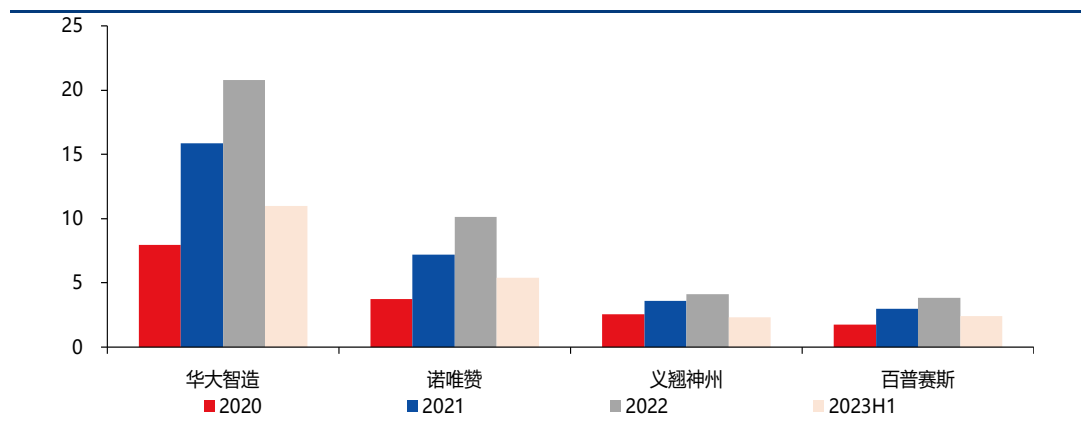
图表 111 生命科学服务主要细分产品市场规模、增速及国产市占率

产品类别	国内整体市场规模（亿元）	年复合增速	国产市占率
基因测序仪	44（2022）	14.3%（2015-2022）	26%+（2022）
质谱仪	172（2022）	17.7%（2014-2022）	30.86%（2022）
色谱仪	107.2（2020）	8%（2017-2020）	27%（2021）
光谱仪	71.4（2020）	11%（2016-2020）	20%（2021）
生物试剂	392（2021）	17%（2017-2021，科研端）	生物科研试剂：10%（2021） 分子类生物试剂：30%（2020） 细胞培养基：33.7%（2021）
化学试剂	1761（2021）	12%（2018-2021）	高端化学科研试剂：<20%（2019）
生物工艺使用的一次性产品	38.1（2021）	70%（2018-2021）	32.5%（2021）
生物反应器（不锈钢+一次性）	38.5（2021）	28%（2018-2021）	27.7%（2021）
层析产品（层析柱+层析填料）	116.4（2021）	61%（2018-2021）	24.7%（2021）
过滤器	57.6（2021）	67%（2018-2021）	20.4%（2021）

资料来源：华大智造/禾信仪器/海能技术/泰坦科技/翌圣生物/诺唯赞/多宁生物等公司公告，华经情报网《2022 年全球及中国质谱仪行业发展现状及趋势分析》，火石创造、信公股份公众号，华创证券（注：生物工艺使用的一次性产品主要包括一次性容器（配液袋、储液袋及反应器袋）、一次性管材（热塑性塑料管、硅胶管及接头）及无菌转移产品）

前几年医药领域资本热潮、新冠相关产品需求爆发叠加海外供应链不可控等带来本土生命科学上游需求端的增加。而自 2022Q1 以来，投融资收紧，下游研发开支更为谨慎，新冠相关产品需求大幅下滑使得生命科学服务板块进一步承压。但值得注意的是，不少上游公司常规业务收入仍实现不错增长。

图表 112 生命科学服务领域部分公司常规业务收入（单位：亿元）

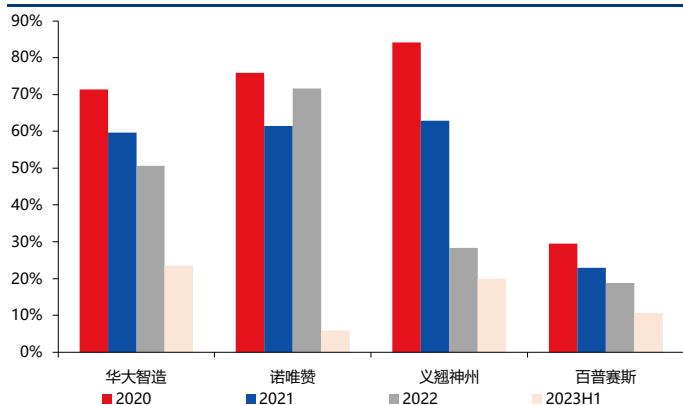


资料来源：各公司公告，华创证券

当前，上游公司新冠相关业务收入占比已大幅降低，新冠资产基本处理完成，对表观业绩的扰动可控，下游库存也基本出清。展望明年，全球投融资有望企稳回升，生命科学服务板块低基数下再出发。长期来看，国内市场国产替代大趋势，海外市场空间大，国产企业纷纷加强布局，有望打开长期成长天花板。

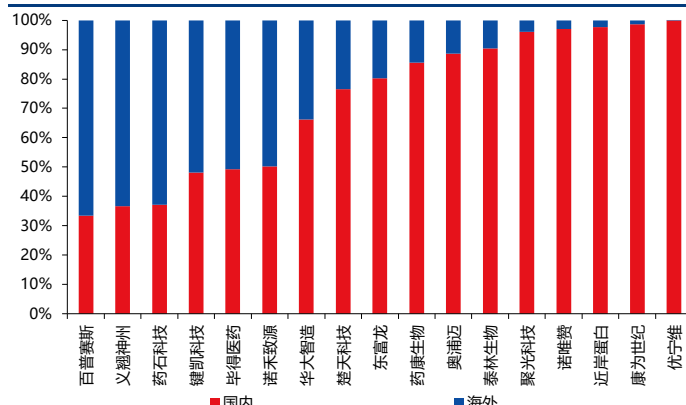
建议关注：1、技术壁垒高、产品力强劲的公司，如华大智造、药康生物等；2、海外收入占比高且增速快的公司，如百普赛斯、义翘神州、毕得医药等；3、多个大项目有望逐步迎来重大进展（多个商业化变更项目+多个管线有望在 1 年时间维度从 III 期走向商业化）带来较大业绩弹性的奥浦迈。

图表 113 生命科学服务领域部分公司新冠业务收入占比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 114 生命科学服务领域部分公司 23H1 国内外收入占比

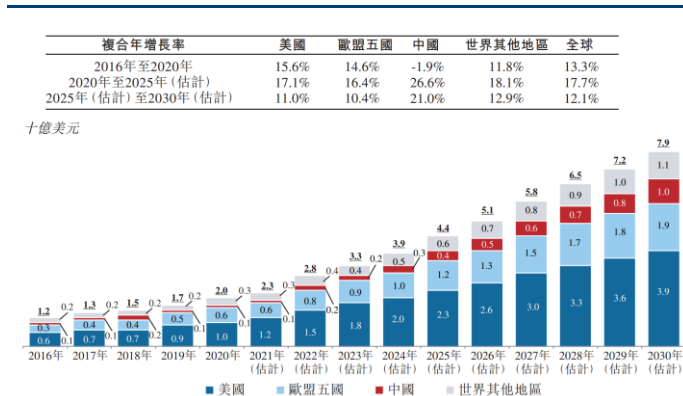


资料来源：Wind，华创证券

(三) CXO：新兴领域蓬勃发展，行业景气度逐步提振

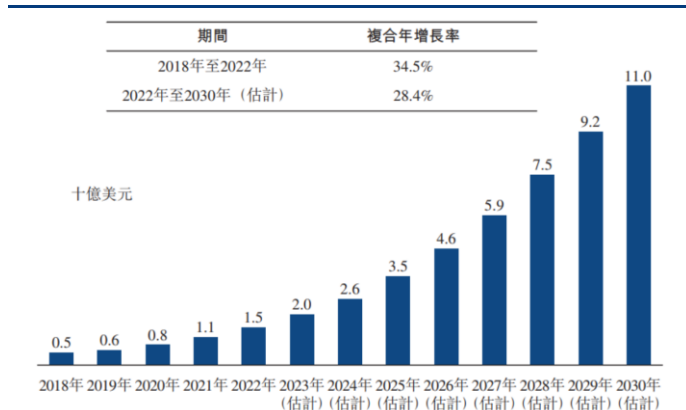
近来，多肽、ADC、CGT、mRNA 等产业新兴领域蓬勃发展。新兴技术复杂性往往更高，开发及生产过程较为耗时且耗费资金，更加依赖于外包服务，据 Frost & Sullivan，截至 2022 年底，全球 ADC 发现、开发及制造外包率已达到约 70%，远高于其他生物制剂 34% 的外包率。因此，新兴领域的蓬勃发展，有望提供较大的边际需求增量。行业景气度有望逐步提振。

图表 115 全球肽 CDMO 市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，转引自昂博制药招股书

图表 116 全球 ADC 外包服务市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，转引自药明合联招股书

■ CDMO

当前，新冠订单带来的业绩扰动正在逐步减少，全球投融资数据有望企稳回升，叠加中美关系趋于缓和，基本面有望趋势向上。长期来看，创新药加速外包趋势不变，中国成本优势显著，头部企业竞争优势明显，有望在全球市场持续提升市场份额。

建议关注：1、增长稳健的一体化、平台化综合型公司药明康德、药明生物、康龙化成；2、积极拥抱产业新兴领域的相关公司，如药明康德、凯莱英和药明合联等。

■ CRO

临床 CRO 行业头部集中趋势明显，2023Q1-3 泰格剔除特定疫苗项目影响后增长显著，

诺思格、普蕊斯新签订单金额增速亮眼。仿制药 CRO 需求强劲，百诚医药、阳光诺和业绩持续高增长。

建议关注：1、临床 CRO 头部企业泰格医药；2、新签订单持续高速增长且订单执行周期较长的公司如普蕊斯、诺思格等。

九、风险提示

- 1) 诊疗恢复不达预期；
- 2) 新品拿证进度不达预期；
- 3) 产品出海进度不达预期；
- 4) 集采影响大于预期。

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

分析师：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊威

西澳大学生物化学与分子生物学学士，悉尼大学会计和商业分析硕士。2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522