

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第65期

2023年海外心血管器械龙头收入拆分和管线分析

华创医药首席分析师郑辰

执业编号: S0360520110002 邮箱: zhengchen@hcyjs.com

华创医药联席首席分析师刘浩

执业编号: S0360520120002 邮箱: liuhao@hcyjs.com

华创医药高级分析师李婵娟

执业编号: S0360520110004 邮箱: lichanjuan@hcyjs.com

华创医药高级分析师黄致君

执业编号: S0360522090003 邮箱: huangzhijun@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

第一部分

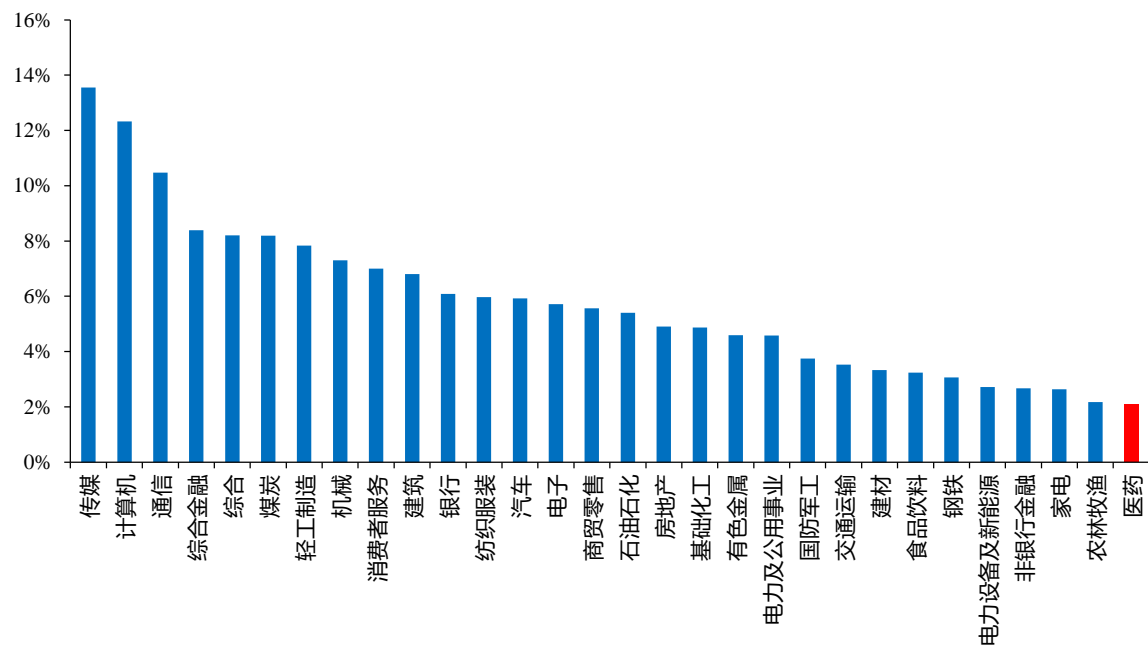
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

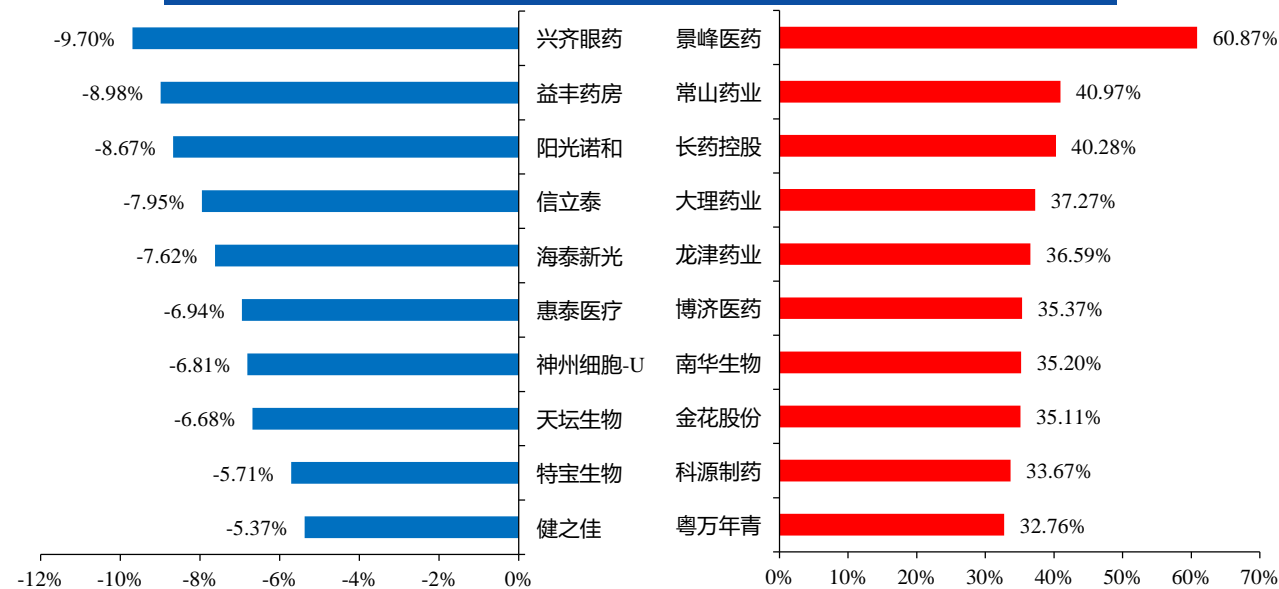
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨2.09%，跑输沪深300指数1.62个百分点，在中信30个一级行业中排名第30位。
- 本周涨幅前十名股票为景峰医药、常山药业、长药控股、大理药业、龙津药业、博济医药、南华生物、金花股份、科源制药、粤万年青。
- 本周跌幅前十名股票为兴齐眼药、益丰药房、阳光诺和、信立泰、海泰新光、惠泰医疗、神州细胞-U、天坛生物、特宝生物、健之佳。

本周中信一级行业指数涨跌幅



本周涨跌幅排名前10的股票



第二部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

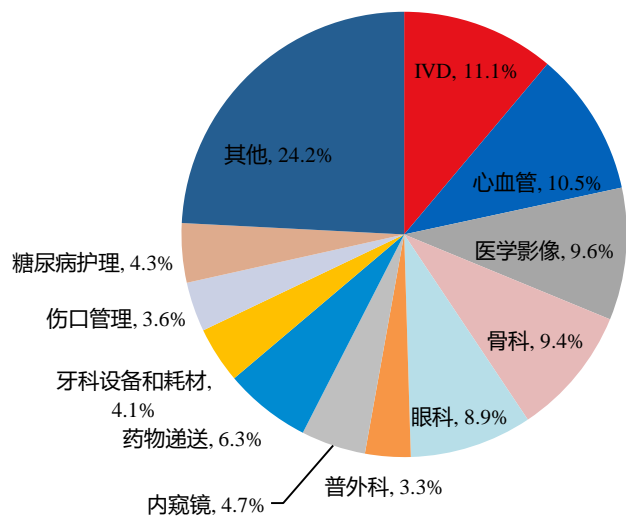
- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、23年前三季度受到市场环境变化和疫情影响造成行业业绩低基数、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2024医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2023年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、荣昌等。
- **医疗器械：**1) 高值耗材关注电生理赛道和骨科赛道。骨科首推春立医疗，关注三友医疗、威高骨科等。电生理关注惠泰医疗、微电生理；2) IVD关注集采弹性和高增长，首推迪瑞医疗、普门科技、新产业；3) 医疗设备受益持续的国产替代政策支持和三年疫情更新设备的需求，首推澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、海泰新光；4) 低值耗材处于低估值高增长状态，国内受益产品升级及渠道扩张，海外订单逐季度恢复，关注维力医疗、振德医疗；5) 医保控费等环境下，ICL渗透率有望提升，推荐金域医学，关注迪安诊断。
- **药房：**展望2024年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。

- **中药：**1) 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家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、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；2) 国企改革：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，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；3) 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，优选确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。
- **医疗服务：**反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。
- **医药工业：**特色原料药行业成本端有望迎来改善，估值已处于近十年低位，行业有望迎来新一轮成长周期。建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。建议关注同和药业、天宇股份、华海药业。
- **血制品：**十四五期间浆站审批倾向宽松，采浆空间进一步打开，各企业品种丰富度不断提升、产能稳步扩张，行业中长期成长路径清晰。随着疫情的放开，血制品行业供给端和需求端均有较大弹性有待释放，各公司业绩也有望逐步改善。建议关注天坛生物、博雅生物。
- **生命科学服务：**国产替代空间大，需求急迫，行业发展空间大；干扰项有新冠和产品竞争力。重点关注奥浦迈、百普赛斯、华大智造等。

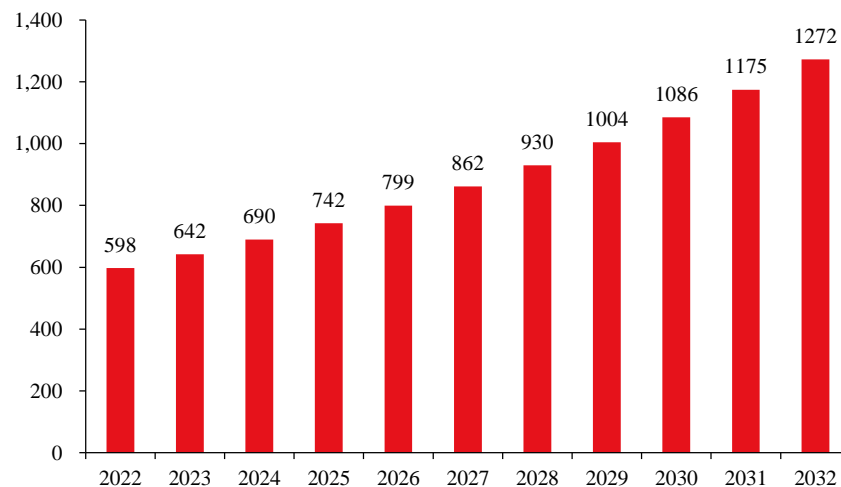
心血管是医疗器械的第二大细分赛道，并且市场规模随着人口老龄化加深而持续增长

- 心血管疾病是包括心脏病、中风、动脉粥样硬化、缺血性心脏病、高血压疾病、心肌病在内的一系列心脏和血管疾病。心血管疾病治疗方式主要包括药物治疗、外科手术及介入治疗，其中介入治疗应用到了血管介入器械、心脏瓣膜、心脏封堵器、心脏节律管理等多种医疗器械。
- 根据IHME（健康指标与评估研究所）的数据，2019年，全球1/3的死亡人口是由于心血管疾病而致死，达到1800万人。CDC报道，2020年，全球预计有5.23亿人患有心血管疾病。由于心血管疾病的发病率、死亡率均处于较高水平，心血管领域成为了医疗器械的第二大细分赛道，IQVIA预测到2025年，全球心血管器械市场规模将占到总体医疗器械市场的10.5%，仅次于IVD的11.1%。2022年，全球心血管器械市场规模已达到598亿美元，随着人口老龄化加深和不良生活方式的影响，预计到2032年，全球心血管器械市场规模已达到1272亿美元，期间CAGR达到7.8%。

2025年全球医疗器械市场规模拆分（预测）



全球心血管器械市场规模（亿美元）



数据来源：IQVIA，华创证券

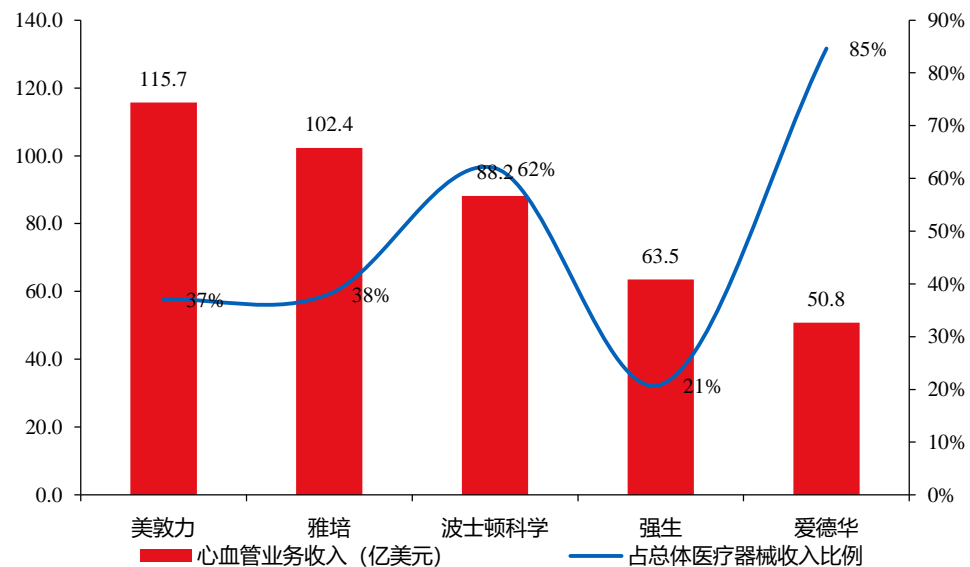
■ 全球心血管器械市场规模（亿美元） 数据来源：Precedence Research，华创证券

本周关注：2023年海外心血管器械龙头收入拆分和管线分析

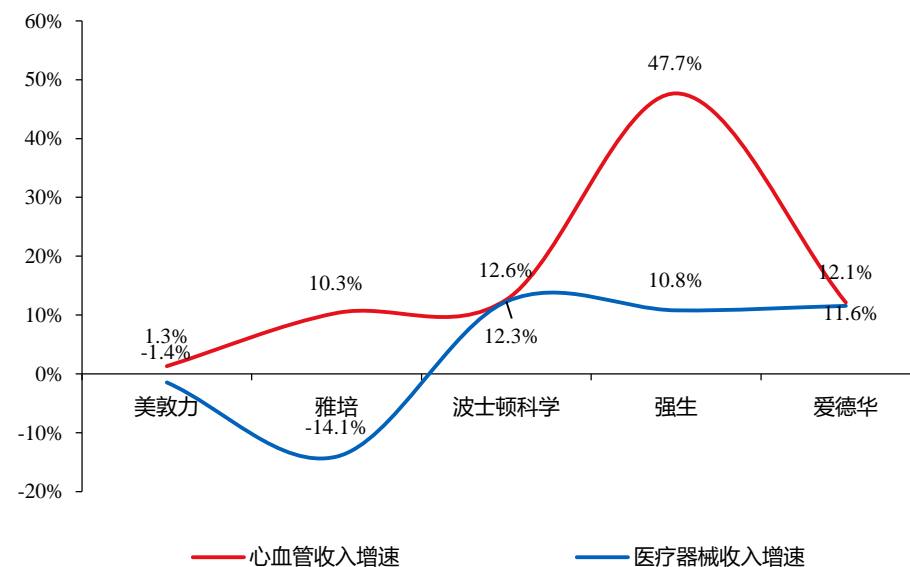
心血管是多家全球头部械企的重要业务版图，带动企业总体收入增长

- 由于心血管赛道在医疗器械行业中的重要地位，多家全球头部医疗器械企业都将心血管器械作为其关键业务版图。2023财年，全球心血管器械收入前五的企业分别是美敦力、雅培、波士顿科学、强生、爱德华生命科学，这五家械企在Medtech insight的2024年全球医疗器械百强榜单中分别排名第2、1、11、3、22位，2023财年心血管收入在这五家企业的医疗器械板块中均有较高占比，分别达到37%、38%、62%、21%、85%。
- 通过比较2023财年各龙头的心血管业务营收增速和其总体器械板块营收增速，我们看到心血管增速均高于总体器械收入增速（雅培的医疗器械板块负增速是受到2022年新冠检测收入高基数影响），心血管业务对各龙头的总体收入增速起到了推动作用。

海外五大龙头2023财年心血管业务营收及占比



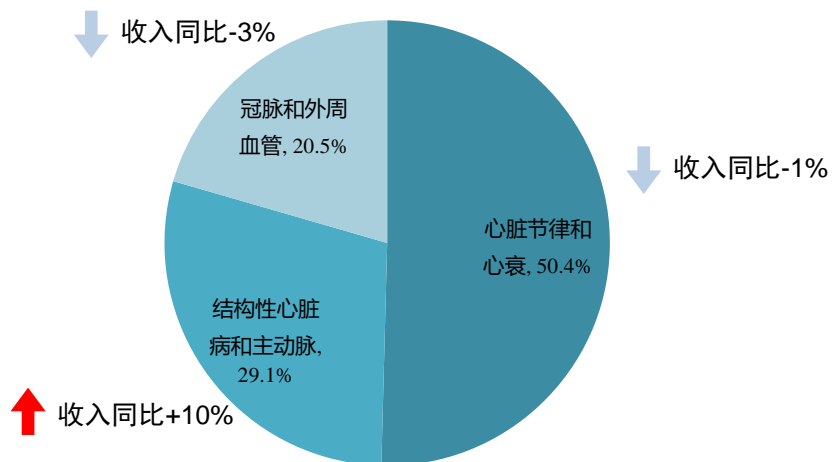
2023财年各龙头心血管营收增速和整体医疗器械营收增速



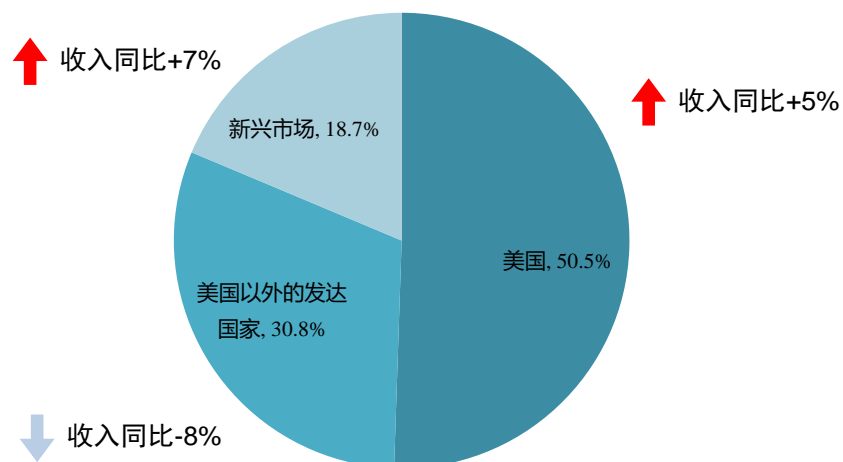
美敦力：TAVR推动结构性心脏病和主动脉业务增长，新兴国家市场增速领先

- 2023财年，美敦力的心血管部门收入为115.7亿美元，同比增长1.3%，汇率波动和部分业务的供应链压力对营收造成了一定负面影响。
- 按业务类型划分：**美敦力的心血管按业务类型可划分为3个细分板块，分别是心脏节律和心衰、结构性心脏病和主动脉、冠脉和外周血管业务。2023财年3个细分业务在美敦力的心血管营收中占比分别为50.4%、29.1%、20.5%，三个业务的收入同比增速分别是-1%、+10%、-3%。心脏节律和心衰业务的略微下滑是由于在西欧的电生理产品受到竞争压力、在中国的部分产品受到集采影响；结构性心脏病和主动脉业务的增长受益于美国和日本地区的经导管主动脉瓣置换术（TAVR）手术量提高，此外还有来自爱德华生命科学的2.65亿美元特许权使用费；冠脉和外周血管收入的下滑是因为几个主要市场的冠脉手术量仍然低于新冠疫情前的水平。
- 按地域划分来看：**美国本土市场占到美敦力心血管业务收入的一半，美国以外的发达国家市场占30.8%，新兴市场占18.7%。2023财年，新兴市场的心血管收入增速领先，达到7%，美国市场增长5%，其他发达国家市场收入同比下滑了8%。

2023财年美敦力心血管收入拆分及同比增速（按业务类型）



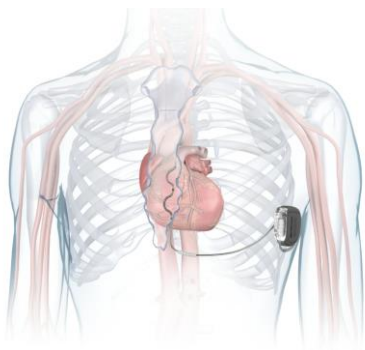
2023财年美敦力心血管收入拆分及同比增速（按地域）



美敦力产品管线进展：PFA、RDN取得突破

- 心脏节律和心衰领域：**2023年，美敦力的ICD（植入式心律转复除颤器）、PFA（脉冲电场消融）、起搏器产品管线陆续取得突破。2月，公司的Aurora EV-ICD™获得CE认证，10月，上述产品获得FDA批准，用于治疗心律失常。与传统ICD相比，Aurora EV-ICD的导线放置于心脏和静脉外部，降低了长期并发症的风险。3月，美敦力集RF（射频消融）和PFA于一体的电生理系统Affera™获得CE认证，11月，公司的新型PulseSelect™ PFA系统获得CE批准，12月，PulseSelect™系统成为首个获得FDA批准用于房颤治疗的PFA产品，该产品的商业化将在2024年初开始。公司最新一代的无线心脏起搏器Micra™ AV2 和Micra™ VR2陆续获得FDA、CE的批准，是世界上最小的起搏器。
- 结构性心脏病和主动脉：**美敦力在2023年10月公布了其Evolut™ TAVR平台在低风险患者中的4年时间试验结果，与外科主动脉瓣置换相比，Evolut™ TAVR表现了更好的临床收益。此外，公司在二尖瓣置换、二尖瓣修复、三尖瓣置换领域均有在研管线。
- 冠脉和外周血管：**2023年11月，美敦力的RDN（肾动脉去交感神经消融术）系统Symplicity Spyral™获得FDA批准用于治疗高血压，成为继Recor公司的Paradise系统后第二个获得FDA批准的RDN产品。目前Symplicity Spyral™在日本、中国、加拿大仅限于研究用途，但在全球其他70多个国家/地区中已被批准用于商业化。

Aurora EV-ICD™产品



PulseSelect™产品



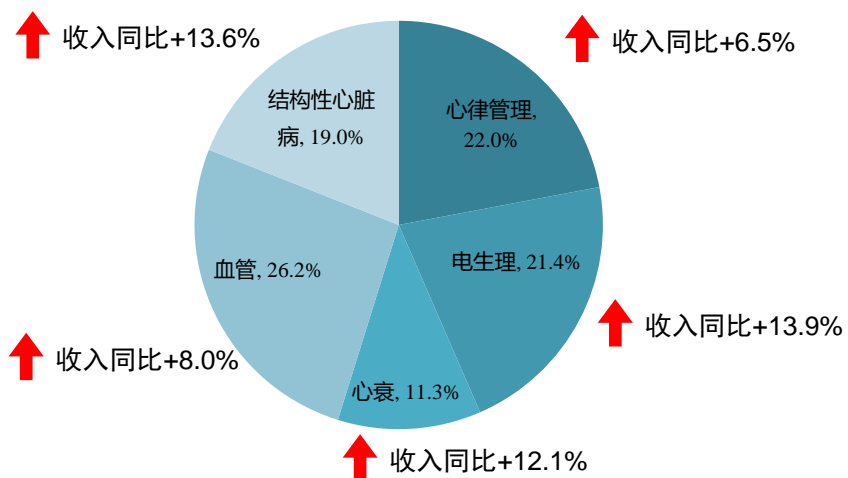
Symplicity Spyral™产品



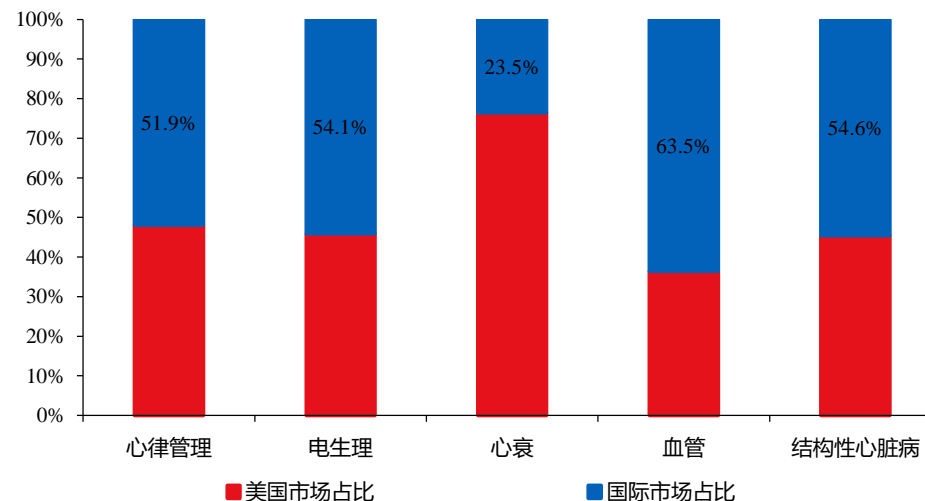
雅培：电生理、结构性心脏病、心衰引领心血管收入增长

- 2023年，雅培的心血管相关业务收入为102.4亿美元，同比增长10.3%，其中电生理、结构性心脏病、心衰均实现两位数以上的增长。
- 按业务类型来看**，雅培共有5个心血管细分业务，分别是心律管理、电生理、心衰、血管、结构性心脏病，2023年各细分业务收入占心血管营收的比例分别为22.0%、21.4%、11.3%、26.2%、19.0%，收入同比增速分别为+6.5%、+13.9%、+12.1%、+8.0%、13.6%。其中电生理业务的快速增长是由于美国、中国、多个欧洲国家的手术量上升；结构性心脏病业务在2022-2023年持续较快增长，是受益于二尖瓣MitraClip产品、Amplatzer Amulet左心耳封堵器、经导管主动脉瓣植入系统Navitor、三尖瓣TriClip产品销售的稳步提高；血管业务的增长主要来自对于CSI的并购整合以及血管内治疗产品的双位数增长。
- 按地域划分来看**，2023年，雅培心血管收入中有53%来自美国以外的市场，其中心律管理、电生理、结构性心脏病的国际收入占比超过50%，血管业务的国际收入占比超过60%。

2023年雅培心血管收入拆分及同比增速（按业务类型）



2023年雅培心血管收入拆分（按地域）



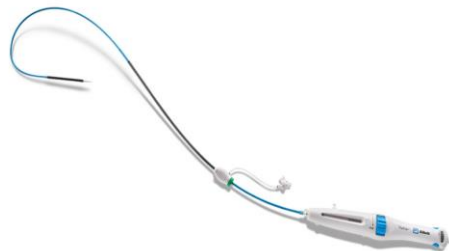
雅培产品管线进展：PFA产品开启首例临床试验，三尖瓣修复产品获得FDA批准

- **心律管理**：2023年7月，雅培的全球首款双腔无引线起搏器AVEIR™ DR获得FDA批准。
- **电生理**：2023年上半年，公司的TactiFlex™消融导管陆续获得CE和FDA批准，该产品是世界上第一款采用独特的柔性电极头和接触力感应设计的消融导管，用于治疗房颤患者。2024年1月，公司的Volt™ PFA系统进行了全球首例临床试验手术，预计该系统的美国IDE（临床试验申请）将在24年上半年获得批准。
- **结构性心脏病**：2023年1月，公司的最新一代经导管主动脉瓣植入系统Navitor™获得FDA批准。3月，FDA批准雅培的Epic™ Max支架组织瓣膜用于治疗主动脉瓣反流或狭窄患者。2024年2月，FDA咨询委员会以13:1的比例投票赞成雅培TriClip™经导管边缘修复系统用于治疗三尖瓣反流患者，TriClip已被批准在包括欧洲和加拿大在内的50多个国家/地区使用，并已用于治疗超过10000名三尖瓣反流患者。
- **血管**：2023年4月，雅培完成了对Cardioangio Systems, Inc. (CSI) 的收购，该标的拥有领先的斑块切除系统，完善了雅培在外周动脉和冠状动脉领域的治疗解决方案。

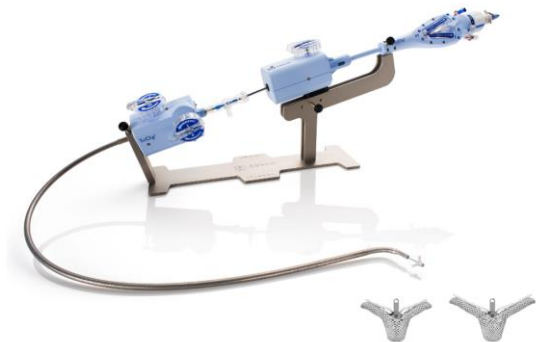
AVEIR™ DR



经导管主动脉瓣植入系统Navitor™



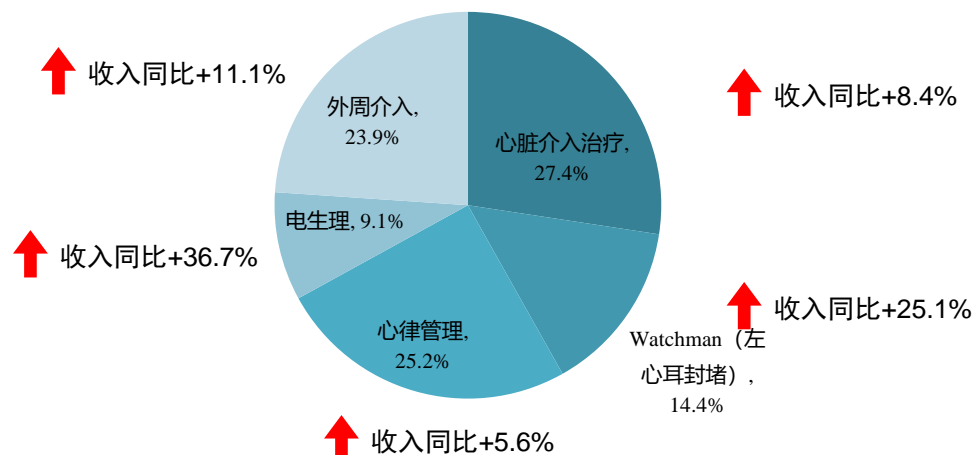
三尖瓣修复产品TriClip™



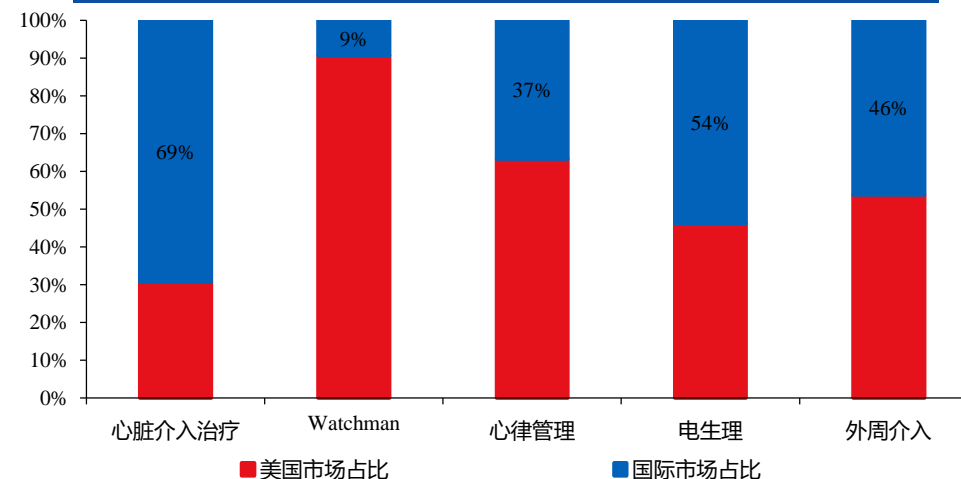
波士顿科学：Watchman（左心耳封堵）、电生理业务快速增长

- 2023年，波科的心血管业务收入合计为88.19亿美元，同比增长12.6%，其中Watchman（左心耳封堵）、电生理收入提高显著。
- 按业务类型来看**，波科的心血管业务分为心脏介入治疗、左心耳封堵、心律管理、电生理、外周介入，2023年，五个业务的收入占比分别为27.4%、14.4%、25.2%、9.1%、23.9%，同比增速分别为+8.4%、+25.1%、+5.6%、+36.7%、+11.1%。心脏介入治疗的增长一方面受益于国际市场冠脉治疗产品的驱动，此外欧洲市场的主动脉瓣系统ACURATE Neo2™的良好表现也带动了心脏介入板块的增长。截至2023年Q3，Watchman已治疗超过35万患者，Watchman全年+25.1%的增速主要来自美国市场的需求驱动。电生理业务中，FARAPULSE™和POLARx™产品推动了美国和海外市场的收入增长。在外周介入领域，药物洗脱产品、肿瘤介入产品和领先的静脉曲张治疗技术共同带来了外周介入业务11.1%的同比增长。
- 按地域划分来看**，波科有45%的心血管业务收入来自美国本土以外的市场，其中电生理、外周介入的国际收入占比在50%左右，心脏介入的国际收入占比近七成，Watchman收入主要来自美国市场。

2023年波科心血管收入拆分及同比增速（按业务类型）



2023年波科心血管收入拆分（按地域）



- 波士顿科学产品管线进展：PFA获批并拓展适应症，持续巩固Watchman优势地位
- 电生理**：2023年Q1，公司的冷冻消融球囊POLARx FIT获得日本、加拿大、欧洲政府批准，8月，该产品获得FDA认证。12月，波科启动了AVANT GUARD临床试验，以评估FARAPULSE™脉冲场消融系统作为持续性房颤的一线治疗方式的可行性。2024年1月，FARAPULSE™系统获得FDA批准，用于治疗耐药型的阵发性房颤。
- Watchman（左心耳封堵）**：2023年9月，波科的最新一代WATCHMAN FLX™ Pro左心耳封堵器获得FDA批准。四季度，公司的LAAOS-4全球临床试验开始入组，试验包含了WATCHMAN FLX™和WATCHMAN FLX™ Pro两款左心耳封堵器，试图探索有中风高风险的房颤患者能够从左心耳封堵和口服抗凝药物的联合治疗中获益。
- 外周介入**：2023Q1，公司完成了对中国介入器械公司先瑞达的并购，本次并购将为波科在研发、制造和商业化方面提供更多协同效应。

冷冻消融球囊POLARx FIT



FARAPULSE™脉冲场消融系统



WATCHMAN FLX™ Pro左心耳封堵器

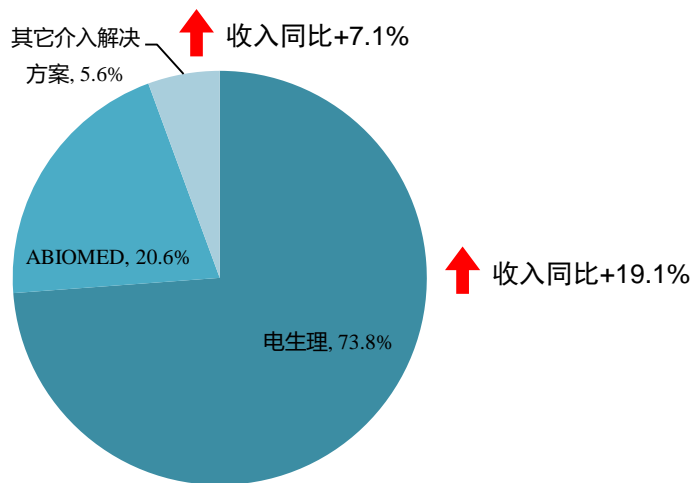


本周关注：2023年海外心血管器械龙头收入拆分和管线分析

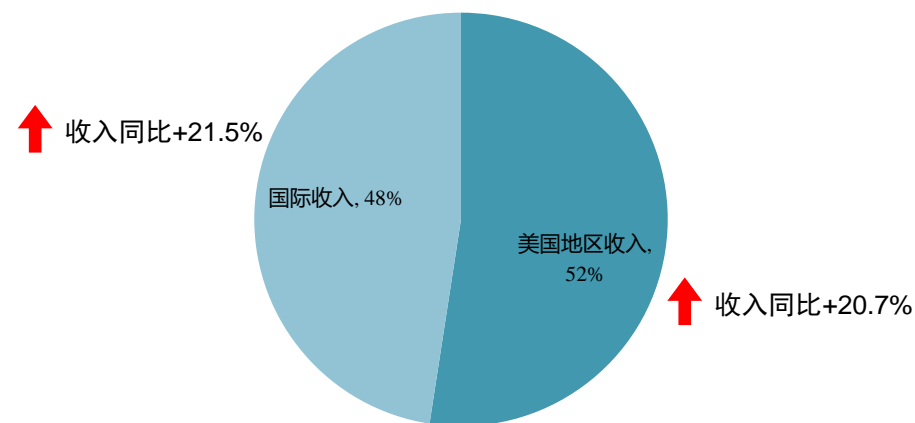
强生：并购ABIOMED实现心血管收入大幅提高，电生理持续高增长

- 2023年，强生心血管相关业务合计收入为63.5亿元，同比增长47.7%，高增速一方面是由于合并了22年完成并购的ABIOMED公司收入，ABIOMED公司拥有治疗冠脉疾病和心衰的先进产品组合，另一方面是由于电生理业务的快速增长。
- 按业务类型来看**，强生的心血管相关业务分为电生理、ABIOMED、其它介入解决方案，2023年，三个细分业务的收入占比分别为73.8%、20.6%、5.6%。其中电生理的收入同比增速达到了19.1%，主要由于全球手术量的增长和新产品射频消融导管QDOT、标测导管OCTARAY的放量。
- 按地域划分来看**，强生心血管相关业务收入的43%来自美国以外的国际市场，其中电生理的国际收入占比达到了48%，2023年电生理的国际收入增速为21.5%，美国本土的收入增速为20.7%。

2023年强生心血管收入拆分及同比增速（按业务类型）



2023年强生电生理业务不同地域收入及同比增速



强生产品管线进展：电生理产品快速迭代，并购进入心衰、左心耳封堵领域

- **电生理领域：**2023年7月，强生子公司Biosense Webster正式推出采用了TRUEref™技术的OPTRELL™标测导管，用于复杂心律失常病例的标测，该产品完善了Biosense Webster的诊断测绘产品组合。2023年8月，Biosense Webster被FDA批准可在无辐射的工作流程下使用多种房颤消融产品，Biosense Webster以CARTO®3 导航设备和标测、消融导管整合形成了无辐射的工作流程，提高了电生理手术的安全性和工作效率。2024年1月，Biosense Webster的VARIPULSE™脉冲电场消融平台在日本获得批准，公司将继续推动该产品在全球其他地区的临床研究。
- **并购：**1) **Abiomed：**2022年11月，强生宣布并购在心脏、肺、肾病领域拥有先进技术的Abiomed公司，Abiomed的Impella®心脏泵是FDA独家批准的突破性产品，Abiomed在心衰领域处于优势地位，此次并购能够完善强生的心脏介入治疗产品线，加速强生向高增长市场的转变。2) **Laminar：**2023年11月，强生完成了对Laminar的收购，Laminar专注于左心耳封堵器领域，但与传统堵塞左心耳的技术不同，Laminar通过旋转消除左心耳，降低房颤患者出现血栓栓塞的风险。

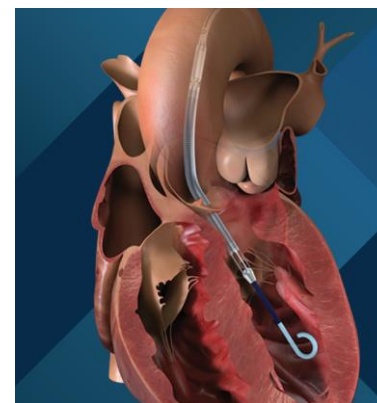
OPTRELL™ 标测导管



VARIPULSE™脉冲电场消融平台



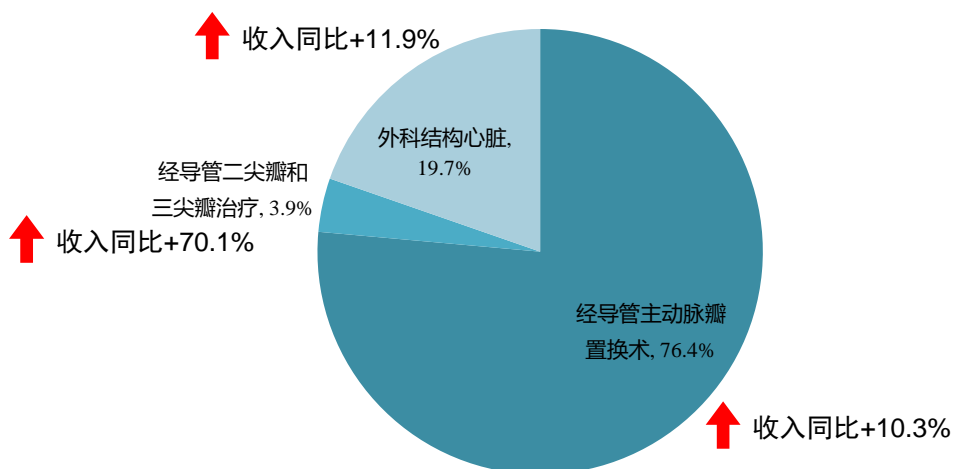
Impella®心脏泵



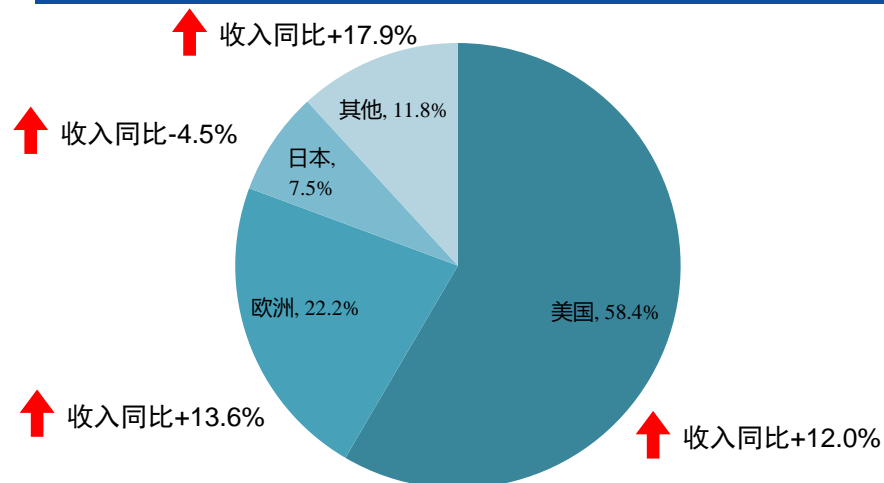
爱德华：经导管二尖瓣和三尖瓣业务实现高增长，产品组合领先

- 2023年，爱德华心血管相关业务收入为50.8亿美元，同比增长12.1%。
- 按业务类型来看**，爱德华的心血管业务可分为经导管主动脉瓣置换术（TAVR）、经导管二尖瓣和三尖瓣治疗业务（TMTT）、外科结构心脏，2023年三个细分业务的收入占比分别为76.4%、3.9%、19.7%，同比增速分别为+10.3%、+70.1%、+11.9%。2023年TAVR业务在美国和海外均有良好增长，SAPIEN 3 Ultra RESILIA产品的成功推出有望提高TAVR在全球的渗透率。TMTT业务的高速增长受益于差异化PASCAL Precision平台的加速采用、美国和欧洲更多临床中心的启动、经导管边缘修复市场的整体增长，爱德华是当前唯一拥有经FDA批准的经导管二尖瓣和三尖瓣产品组合的心血管公司（雅培的三尖瓣尚未获得FDA正式批准），这一优势将让公司继续处于领先地位。
- 按地域划分来看**，2023年爱德华收入的58.4%来自美国本土（包括了心血管以外的急救护理业务，约占总营收的15%）除日本市场由于汇率波动导致同比下降4.5%外，爱德华在美国、欧洲等其他市场均实现了10%以上的增长。

2023年爱德华心血管收入拆分及同比增速（按业务类型）



2023年爱德华收入拆分及同比增速（按地域）



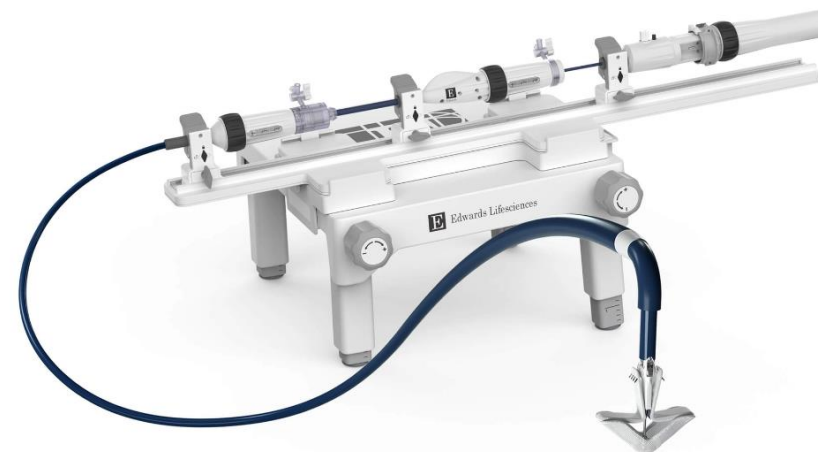
爱德华产品管线进展：密集布局二尖瓣、三尖瓣领域，积蓄长期发展潜力

- **经导管二尖瓣和三尖瓣治疗业务 (TMFT)**：2023年10月，爱德华的经导管三尖瓣置换系统EVOQUE获得CE认证，是世界上第一个获得监管部门批准用于治疗三尖瓣反流 (TR)的经导管瓣膜置换疗法。2024年2月，该产品又获得了FDA的批准，成为美国第一个获批的该类产品。此外2023年期间，公司的PASCAL Precision系统在日本获得批准，用于治疗退行性二尖瓣反流患者；公司还完成了经股二尖瓣置换产品SAPIEN M3的关键试验入组。
- 全球范围内，与发展较成熟的经导管主动脉瓣置换术 (TAVR) 相比，二尖瓣、三尖瓣介入治疗市场起步较晚，随着各厂家的技术逐渐完善和院端术式的普及，二尖瓣、三尖瓣市场正在快速增长，爱德华在该领域的产品布局已经形成领先优势，为公司发展提供了新的增长点。

经导管三尖瓣置换系统EVOQUE



经导管二尖瓣治疗系统PASCAL Precision



| 总结

- **1) 心血管器械是优质赛道：**心血管器械具备大病种、耗材化的属性，市场规模大，增长稳定，是医疗器械板块的长期优质赛道，也是各大医疗器械龙头的重要业务版图。
- **2) 新的高增长细分领域不断涌现：**冠脉介入、心律管理（不包括电生理）、TAVR等赛道发展较为成熟，行业进入相对低增速阶段，各龙头的相应业务增长较缓慢。而电生理、左心耳封堵、二尖瓣/三尖瓣治疗等领域正处于快速成长期，公司对应的业务增速较高，各龙头的产品管线布局也重点集中在这些领域。此外心血管疾病还有众多尚未被满足的临床需求，随着技术突破，有望出现更多类似于RDN的高潜力新赛道。
- **3) 并购是心血管领域重要的管线补充方式：**心血管领域细分赛道众多，技术快速迭代，并购是械企在心血管行业切入更多赛道、增强产品技术、提高竞争力的重要手段。美敦力、雅培、强生等巨头均在心血管领域有众多并购，美敦力通过收购Ardian公司获得了RDN技术，雅培通过并购St. Jude Medical大大增强其在心血管市场的竞争力；强生通过并购Cordis、Biosense两家公司进入到电生理领域，并成为当今电生理行业的领头羊，2023年强生又通过收购Laminar进入到高增长的左心耳封堵领域。

- 2023年，国产新药IND/NDA/获批均创出历史新高，NDA数量高达56个将带来密集获批。全年海外授权合计首付款和里程碑金额超过400亿美元，授权或合作项目数量超过100个；一批公司正在凭借国际化迎来非线性成长，各个赛道会出现新的龙头公司。创新药硬科技时代，不是强者恒强，百花齐放才是产业现状，all that glitters is gold。同时，全球降息交易已经展开，XBI底部反弹约50%，中途不免震荡但2024年biotech有望强于pharma，CXO板块有望触底反弹。
- 1) 中国ADC成为全球第一梯队，ADC新靶点新需求正在被创造，看好IO+ADC大浪潮
- 2) 实体瘤双抗迎来收获期
- 3) BCMA CART即将放量，实体瘤CART数据优异
- 4) CAR-T全面布局B细胞自免，SLE有望治愈
- 5) PROTAC板块触底反弹
- 6) 国产小核酸全面布局慢病
- 7) GLP-1后时代关注超长效降糖、口服GLP1和增肌减脂新需求
- 8) 自免关注新靶点和口服药，JAK1被低估
- 9) VEGF/ANG2双抗放量，关注超长效眼科品种
- 10) 国内HIV防控形式严峻，救治需求持续增加

- **高值耗材集采陆续落地，迎来新成长，重点推荐骨科、电生理赛道，关注春立医疗、威高骨科、三友医疗、惠泰医疗等。**

骨科：1) 受益老龄化，国内骨科市场前景广阔。骨科疾病发病率与年龄相关度极高，例如椎体压缩性骨折、骨性关节炎、骨质疏松等疾病发病率均与年龄呈正相关。2) 国内骨科手术渗透率低。我国创伤、脊柱和关节市场渗透率分别为4.9%、1.5%和0.6%，美国分别为66%、38%、43%。相比于发达国家，我国骨科市场未来是一个高成长高增量的市场。集采后手术价格的下降有望拉动手术量提升。3) 骨科植入物集采对国产龙头是利好，且国产龙头为应对集采也更重视研发、纷纷进行了业务拓展、更积极开拓国际市场。骨科植入物集采落地后国产龙头有望迎来新成长。重点关注春立医疗、威高骨科、三友医疗。

电生理：1) 中国心律失常发病率高，2020年，室上速与房颤患者近1500万人。中国快速性心律失常患者中使用电生理手术治疗的手术量持续增长，但我国手术渗透率相较美国等发达国家有很大提升空间。以2020年房颤患者与房颤消融手术为例，2020年我国房颤患者达1159.6万人，但对应房颤手术仅为8.2万台。2) 中国电生理市场进口替代空间广阔，2020年国产化率不足10%。随着国内企业技术突破（如三维技术）以及政策支持国产，进口替代有望加速。3) 福建牵头的电生理集采中，主流国内企业均有中标。其中，微电生理19个类别中选，惠泰医疗（含埃普特）12个类别中选。对于市场份额低的国产企业而言集采有望加速提升市占率。重点关注惠泰医疗、微创电生理。

- **IVD受益诊疗恢复有望回归高增长，重点推荐化学发光赛道，如普门科技、迪瑞医疗、迈瑞医疗、新产业、安图生物。**

化学发光：1) IVD中规模最大（21年超300亿元）且增速较快（21年-25年CAGR预计为15-20%左右）的细分赛道。2) 发光赛道国产替代空间广阔。目前国内发光市场国产市占率20-25%左右。国产替代从二级医院向三级医院渗透，从传染检测向其他检测领域渗透。3) 海外市场进一步打开成长空间。以迈瑞、新产业等为代表的国产发光企业海外业务进展迅速，逐步从装机放量转向试剂放量。推荐迈瑞医疗、新产业、安图生物、普门科技、迪瑞医疗。

- **医疗设备受益国产替代大浪潮等。重点推荐澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、海泰新光、新华医疗。**

软镜赛道：国产企业技术水平与进口差距缩小，产品性价比高，放量可期。澳华内镜新一代旗舰产品AQ-300对标奥林巴斯下一代4K旗舰产品X1。AQ-300具有4K+光学放大、可变硬度等功能，还搭配有小镜种，目标是三级医院市场。开立医疗带有光学放大和可变硬度功能的镜体已获批；超声内镜已在国内拿证，打破进口垄断。国产软镜与进口差距进一步缩小。

硬镜赛道：微创手术在国内渗透率有较大提升空间。国内硬镜市场国产替代空间广阔，国内硬镜企业技术进步加速国产替代。

新华医疗：1) 大股东参与定增显信心，员工激励完善保增长；2) 多维度促进产品结构优化，毛利率有望持续提高；3) 海外业务发展迅速，国际业务前景可期。

- **低值耗材处于低估值高增长状态，国内入院情况逐步恢复，海外订单好转，关注维力医疗、振德医疗、英科医疗、中红医疗。**

23年以来，低值耗材厂商海外大客户进入去库存周期，国内厂商订单量同比减少，经过近一年时间的消化，目前海外大客户清库存已经进入尾声，国内厂商订单量逐步恢复和好转。国内三季度低耗新产品入院节奏放缓，四季度以来入院放缓情况边际减弱，国内业务也在恢复中。低值耗材厂商国内外业务均在改善中。推荐维力医疗、振德医疗。

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。建议关注英科医疗、中红医疗。

【药房】处方外流提速，竞争格局优化，药房板块否极泰来

- 展望2024年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。

【中药】重点推荐基药、国企改革，同时关注医保解限以及呼吸条线催化

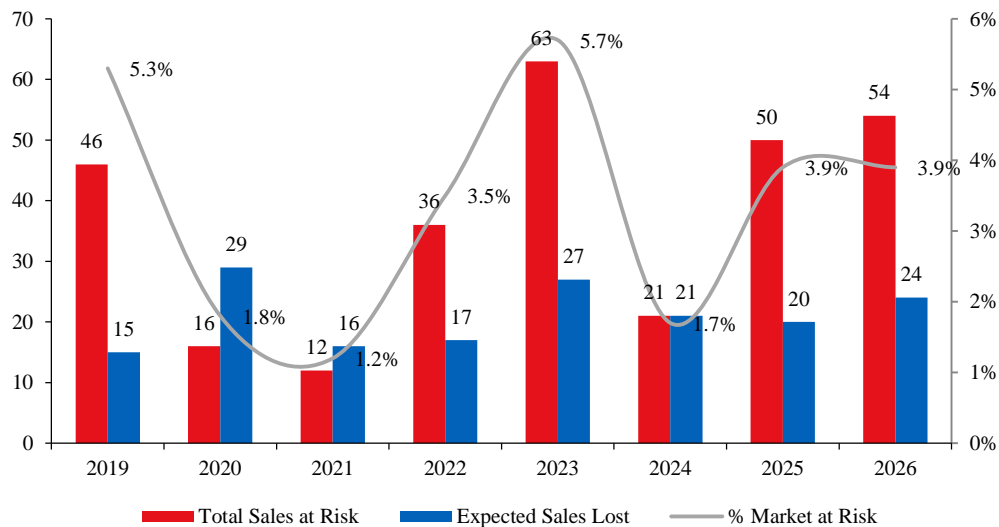
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，优选确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。

【医疗服务】看好具备全国化扩张能力优质标的，重点推荐固生堂

- 反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。

- 建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。
- 专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量。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。建议关注同和药业、天宇股份。
- 向下游制剂端延伸，部分企业已经入业绩兑现期：原料制剂一体化企业具备较强成本优势，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注纵向拓展制剂已进入业绩兑现期的华海药业。

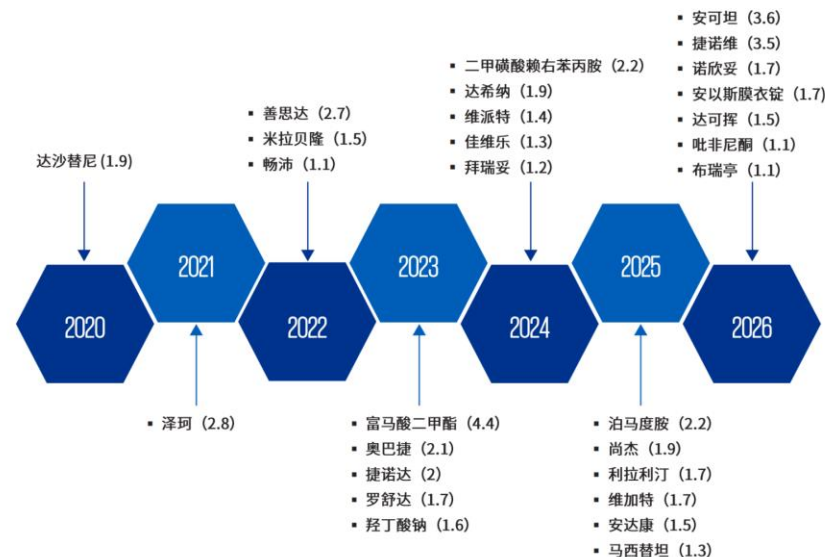
2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

此页包含机密资料，其全部或部分不可复制或再发送。本页不构成对任何产品的要约出售/购买、招揽或建议。关于免责声明全文，详见本PPT最后部分。

2020-2026即将专利过期的重磅品种 (2019年销售额, 十亿美元)



数据来源：Wind, KPMG, 华创证券

- 国内生命科学服务市场国产市占率低，替代空间大。经过多年发展，已出现细分领域产品达到国际先进水平的国产公司。国产企业商业环境有利：政策端，国家高度重视供应链自主可控；需求端，集采及医保控费、进口供应短缺使得客户选择国产意愿变强，进口替代进程有望持续推进。建议关注生命科学服务细分行业龙头和有潜力发展成为平台型的公司，重点关注奥浦迈、百普赛斯、华大智造等。

生命科学服务主要细分行业市场规模、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 | 国产份额 |
|------------------|---------------|----------------------|------------------------------------------------------------------|
| 基因测序仪 (含配套试剂及耗材) | 42.2 (2019) | 22% (2016-2019) | 27.9%+ (2019) |
| 质谱仪 | 142 (2020) | 16% (2017-2020) | 15% (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) |

- 维持推荐：维力医疗、振德医疗、澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、普门科技、春立医疗、迪瑞医疗、海泰新光、金域医学、新产业、新华医疗、和黄医药、科伦博泰、三生国健、来凯医药、翰森制药、艾迪药业、以岭药业、华润三九、东阿阿胶、康缘药业、固生堂、达仁堂、康恩贝、太极集团、信立泰、华东医药、人福医药、通化东宝、健之佳、漱玉平民、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、九州通、百普赛斯、华大智造、毕得医药、奥浦迈、诺思格、药明合联。

推荐标的盈利预测表

| 细分行业 | 代码 | 简称 | 总市值 | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|--------|-----------|------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | (亿元) | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 医疗器械 | 603309.SH | 维力医疗 | 33 | 1.8 | 2.4 | 3.1 | 18 | 14 | 11 |
| 医疗器械 | 603301.SH | 振德医疗 | 56 | 4.3 | 5.3 | 6.6 | 13 | 11 | 9 |
| 医疗器械 | 688212.SH | 澳华内镜 | 72 | 0.8 | 1.4 | 2.2 | 91 | 52 | 33 |
| 医疗器械 | 300633.SZ | 开立医疗 | 165 | 5.0 | 6.5 | 8.4 | 33 | 25 | 20 |
| 医疗器械 | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 3,519 | 116.6 | 141.2 | 170.8 | 30 | 25 | 21 |
| 医疗器械 | 688389.SH | 普门科技 | 82 | 3.3 | 4.3 | 5.7 | 25 | 19 | 14 |
| 医疗器械 | 688236.SH | 春立医疗 | 76 | 2.7 | 3.3 | 4.0 | 29 | 23 | 19 |
| 医疗器械 | 300396.SZ | 迪瑞医疗 | 74 | 3.4 | 4.5 | 6.1 | 22 | 16 | 12 |
| 医疗器械 | 688677.SH | 海泰新光 | 63 | 1.5 | 2.1 | 2.8 | 41 | 30 | 22 |
| 医疗器械 | 603882.SH | 金域医学 | 279 | 7.9 | 11.4 | 15.8 | 40 | 24 | 18 |
| 医疗器械 | 300832.SZ | 新产业 | 582 | 16.4 | 21.2 | 27.2 | 36 | 27 | 21 |
| 医疗器械 | 600587.SH | 新华医疗 | 100 | 7.1 | 9.0 | 11.1 | 14 | 11 | 9 |
| 创新药 | 0013.HK | 和黄医药 | 190 | -0.4 | -0.2 | 0.2 | - | - | - |
| 创新药 | 6990.HK | 科伦博泰 | 199 | -2.6 | -2.2 | 2.6 | - | - | - |
| 创新药 | 688336.SH | 三生国健 | 142 | 5.4 | 1.5 | 2.5 | 26 | 98 | 56 |
| 创新药 | 2105.HK | 来凯医药 | 13 | -5.3 | -4.8 | -3.6 | - | - | - |
| 创新药 | 3692.HK | 翰森制药 | 729 | 27.8 | 30.4 | 32.9 | 26 | 24 | 22 |
| 创新药 | 688488.SH | 艾迪药业 | 53 | -0.4 | -0.1 | 1.0 | - | - | - |
| 中药 | 002603.SZ | 以岭药业 | 356 | 21.3 | 17.1 | 19.7 | 17 | 21 | 18 |
| 中药 | 000999.SZ | 华润三九 | 544 | 28.3 | 31.0 | 35.7 | 19 | 18 | 15 |
| 中药 | 000423.SZ | 东阿阿胶 | 354 | 11.11 | 14.86 | 19.29 | 32 | 24 | 18 |
| 中药 | 600557.SH | 康缘药业 | 104 | 4.4 | 5.6 | 6.7 | 24 | 19 | 16 |
| 中药 | 2273.HK | 固生堂 | 98 | 2.6 | 3.5 | 4.6 | 38 | 28 | 21 |
| 中药 | 600329.SH | 达仁堂 | 225 | 10.8 | 13.4 | 16.6 | 21 | 17 | 14 |
| 中药 | 600572.SH | 康恩贝 | 125 | 7.0 | 8.6 | 10.2 | 18 | 15 | 12 |
| 中药 | 600129.SH | 太极集团 | 221 | 9.1 | 11.9 | 15.4 | 24 | 19 | 14 |
| 化药 | 002294.SZ | 信立泰 | 317 | 6.8 | 7.6 | 8.8 | 47 | 42 | 36 |
| 化药 | 000963.SZ | 华东医药 | 580 | 29.1 | 35.3 | 43.2 | 20 | 16 | 13 |
| 化药 | 600079.SH | 人福医药 | 346 | 22.5 | 26.7 | 31.2 | 15 | 13 | 11 |
| 生物制品 | 600867.SH | 通化东宝 | 203 | 10.1 | 12.1 | 14.5 | 20 | 17 | 14 |
| 医药零售 | 605266.SH | 健之佳 | 64 | 4.4 | 5.5 | 7.1 | 15 | 12 | 9 |
| 医药零售 | 301017.SZ | 漱玉平民 | 58 | 2.7 | 3.6 | 4.9 | 21 | 16 | 12 |
| 医疗服务 | 301239.SZ | 普瑞眼科 | 96 | 2.6 | 3.1 | 4.0 | 37 | 31 | 24 |
| 医疗服务 | 301267.SZ | 华夏眼科 | 246 | 6.8 | 8.9 | 11.7 | 36 | 28 | 21 |
| 医疗服务 | 301293.SZ | 三博脑科 | 105 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 138 | 133 | 140 |
| 医疗流通 | 600998.SH | 九州通 | 308 | 23.9 | 27.6 | 32.1 | 13 | 11 | 10 |
| 生命科学服务 | 301080.SZ | 百普赛斯 | 52 | 1.8 | 2.3 | 3.1 | 29 | 22 | 17 |
| 生命科学服务 | 688114.SH | 华大智造 | 305 | 0.3 | 1.6 | 3.3 | 1174 | 193 | 93 |
| 生命科学服务 | 688073.SH | 毕得医药 | 38 | 2.1 | 3.0 | 4.1 | 18 | 13 | 9 |
| 生命科学服务 | 688293.SH | 奥浦迈 | 48 | 0.8 | 1.5 | 2.1 | 60 | 32 | 23 |
| CXO | 301333.SZ | 诺思格 | 48 | 1.7 | 2.2 | 2.9 | 28 | 22 | 17 |
| CXO | 2268.HK | 药明合联 | 193 | 3.7 | 6.8 | 9.9 | 53 | 29 | 19 |

第三部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

2月20日，美敦力发布2024财年Q3业绩报告，同时宣布，美敦力公司已决定退出其呼吸机产品线，保留并将剩余的PMRI业务合并为一个名为急性护理和监测（ACM）的业务部门。2024Q3美敦力患者监测和呼吸干预（PMRI）收入5.32亿美元，同比增长1.9%，增速在财报单列的各项细分业务中居于倒数第二。美敦力董事长兼首席执行官杰夫·玛莎在2024财年Q3收益电话会议上也提到，呼吸机盈利能力不断下降，市场偏好转向低灵敏度呼吸机。（资料来源：赛柏蓝器械）

2月21日，中国中药正式宣布，其控股股东国药集团拟以每股4.6港元的价格将中国中药控股私有化。相对于此次停牌前收市价3.43港元，此次私有化价格溢价约34.11%，将耗费资金156.45亿港元。若此次私有化进程顺利，中国中药将从港股市场退市，这也将成为今年以来港股第一家拟进行私有化交易的药企。中国中药其2023年中报显示，中国中药2023年上半年营收93.03亿元，股东应占溢利5.79亿元，日前，年报业绩预告预计2023年净利润将同比增长85%至95%。（资料来源：赛柏蓝）

2月21日，3M宣布向美国证券交易委员会(SEC)提交了一份声明，计划将其医疗保健业务分拆为新独立的医疗保健公司Solventum。Solventum预计将于2024年4月1日从3M公司分拆出去，具体时间取决于3M公司董事会的最终批准和其他必要条件。Solventum已申请以“SOLV”的名称在纽约证券交易所上市。Solventum在2023年的销售额为82亿美元，将包括2万多名员工。3M医疗保健业务包括生物制药纯化、卫生信息系统、医疗解决方案、医疗器械组件和口腔护理等。在 Medical design and outsourcing 发布的2023年全球医疗器械公司百强榜单（Medtech Big 100）中，3M（医疗保健部门）位列第17位，具有较强的市场竞争力和一定的行业领导力。（资料来源：赛柏蓝器械）

| 排序 | 涨幅前五名 | 本周涨跌幅 | 原因分析 | 排序 | 跌幅前五名 | 本周涨跌幅 | 原因分析 |
|----|-------|--------|-------|----|-------|--------|---------|
| 1 | 景峰医药 | 60.87% | 预重整延期 | 1 | 兴齐眼药 | -9.70% | 无特殊原因 |
| 2 | 常山药业 | 40.97% | 减肥药概念 | 2 | 益丰药房 | -8.98% | 无特殊原因 |
| 3 | 长药控股 | 40.28% | 中药股波动 | 3 | 阳光诺和 | -8.67% | CRO板块波动 |
| 4 | 大理药业 | 37.27% | 中药股波动 | 4 | 信立泰 | -7.95% | 无特殊原因 |
| 5 | 龙津药业 | 36.59% | 中药股波动 | 5 | 海泰新光 | -7.62% | 无特殊原因 |

数据来源：WIND资讯

- 1、集采力度超预期；
- 2、创新药谈判降价幅度超预期；
- 3、医院门诊量恢复低于预期。

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。