

# 华创医药投资观点&研究专题周周谈·第70期

## 造影剂市场国产替代东风已至

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

华创医药分析师王宏雨

执业编号: S0360523080008

邮箱: wanghongyu@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

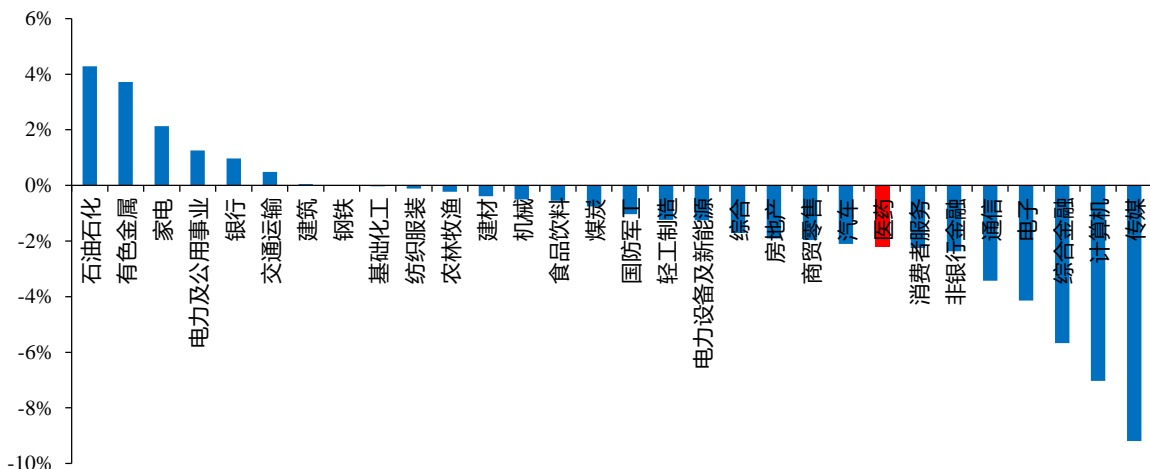
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

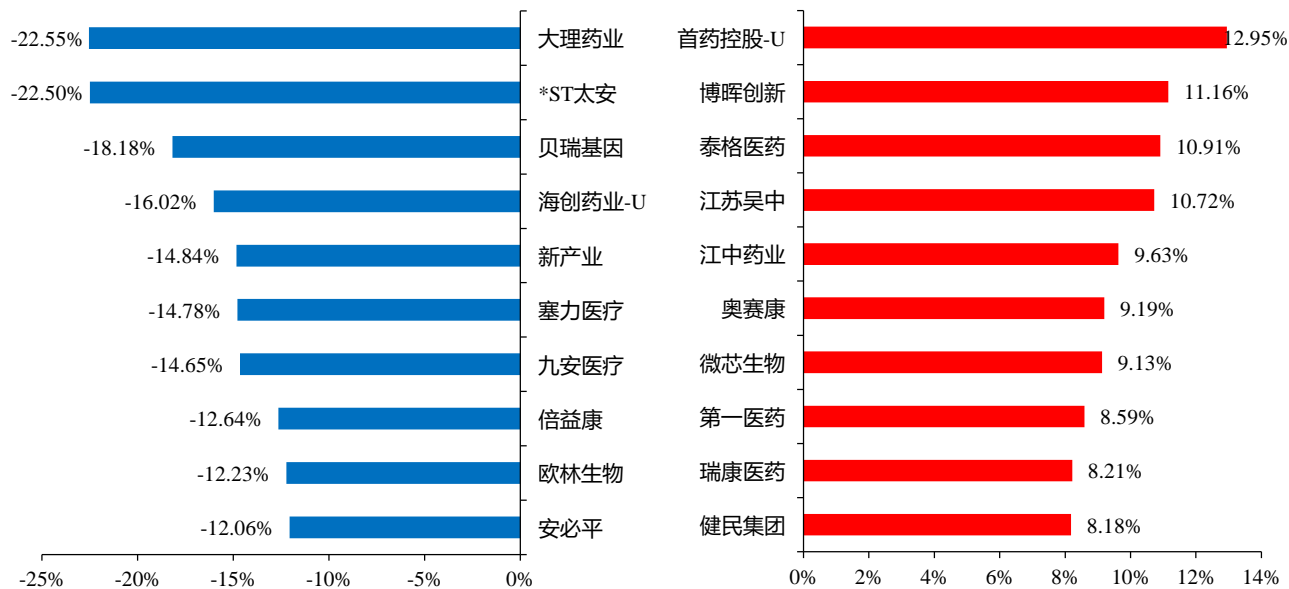
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数下跌2.22%，跑输沪深300指数2.01个百分点，在中信30个一级行业中排名第28位。
- 本周涨幅前十名股票为首药控股-U、博晖创新、泰格医药、江苏吴中、江中药业、奥赛康、微芯生物、第一医药、瑞康医药、健民集团。
- 本周跌幅前十名股票为大理药业、\*ST太安、贝瑞基因、海创药业-U、新产业、塞力医疗、九安医疗、倍益康、欧林生物、安必平。

## 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

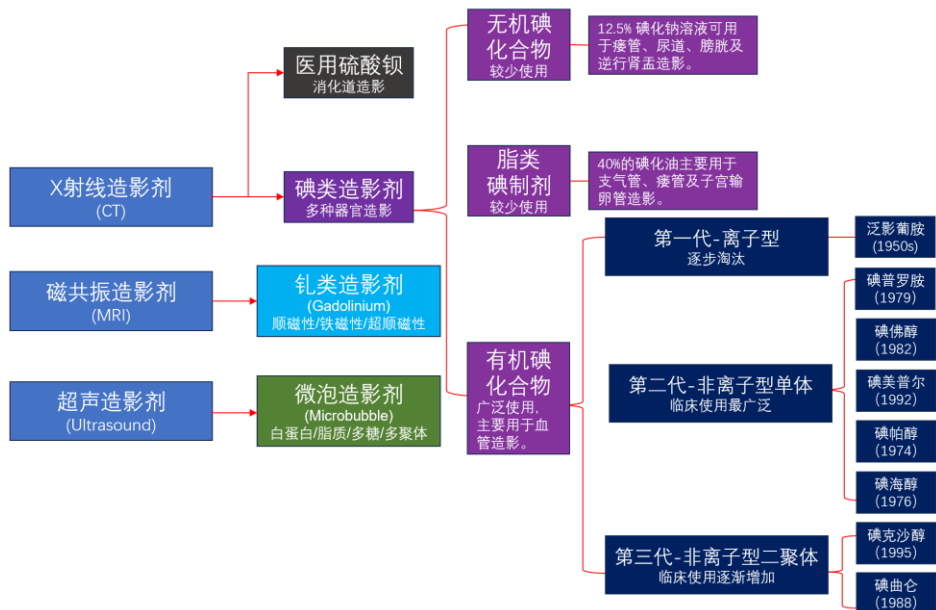
- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、23年前三季度受到市场环境变化和疫情影响造成行业业绩低基数、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2024医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2023年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、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，首推新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技；3) 医疗设备受益持续的国产替代政策支持 and 三年疫情更新设备的需求，首推迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、海泰新光、新华医疗；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。
- **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。

- **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。
- **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。
- **CXO**：多肽、ADC、CGT、mRNA等新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量。建议关注增长稳健的一体化、综合型公司和积极拥抱产业新兴领域的公司，如药明康德、康龙化成、凯莱英、药明合联等，另外建议关注临床外包新签订单金额增速亮眼的普蕊斯、诺思格。

## 造影剂的定义、特点及市场规模

- 造影剂（又称对比剂，contrast media）是为增强影像观察效果而注入（或服用）到人体组织或器官的化学制品，主要用于血管、体腔的显示，如X线观察常用的碘制剂、硫酸钡等。由于造影剂的密度高于周围器官组织密度，在进入身体后可和正常组织形成对比，从而清晰显示图像。当普通CT对于一些部位的病变不能准确判断时，需做增强CT，即在普通CT的基础上加入造影剂。
- 按不同应用领域分，造影剂可以分为**X射线造影剂**、**磁共振造影剂**和**超声造影剂**。（1）X射线造影剂主要用于神经系统、心血管系统等部位的造影。（2）磁共振造影剂主要用于全身软组织、心脏大血管的造影。（3）超声造影剂常用于妇产科、心血管系统的造影。

### 造影剂的分类

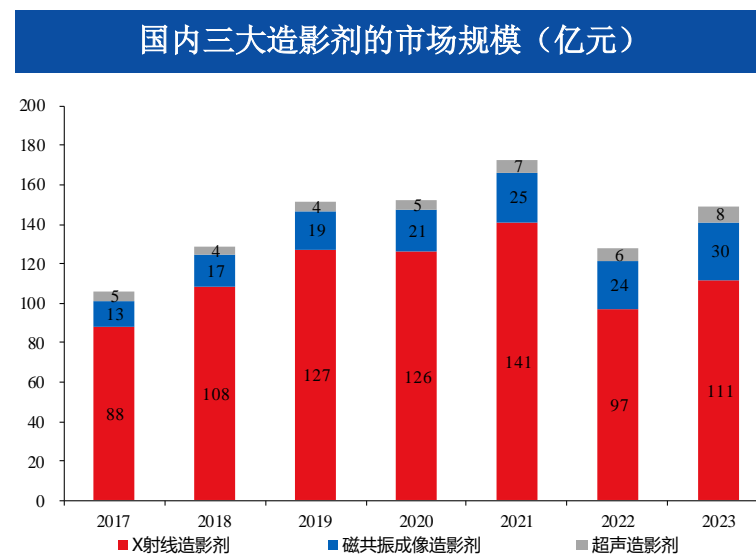
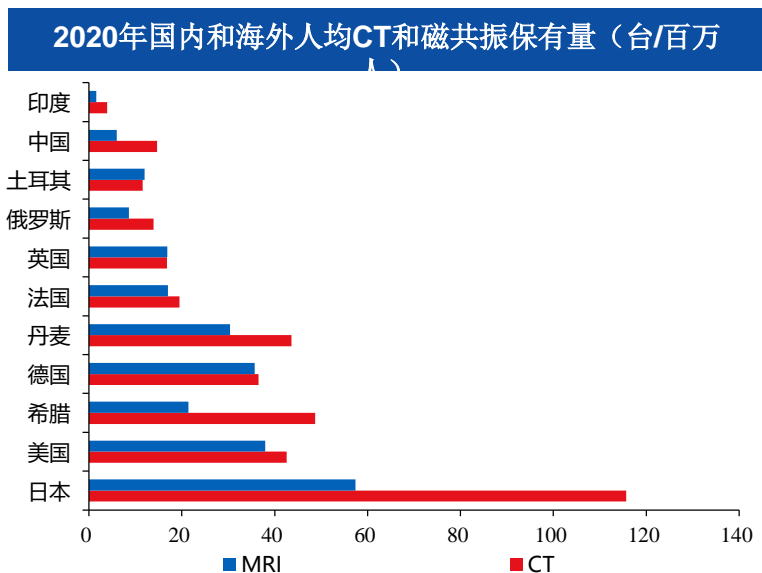


### 常见造影剂的用途及特点

	含碘造影剂(ICA)	含钆造影剂(GBCA)	注射用六氟化硫微泡
成分	含有碘离子化合物，如碘化钠	主要含有钆离子配合物，如钆-DTPA等	主要含有六氟化硫
用途	常用的 <b>X射线造影剂</b> ，可增强X射线图像的对比度	常用的 <b>磁共振成像 (MRI) 造影剂</b> ，可增强MRI图像对比度	最为常用的一种 <b>超声造影剂</b> 。可以提高血液回波率，从而提高信噪比
特点	费用低、应用范围广泛，价格相对较低，制备简单。	费用高、对组织有较好的选择性，软组织分辨率高于CT。	可实时评估、分辨率高、应用范围小。

## 造影剂市场规模稳步增长

- 国内CT和磁共振保有量持续增长，但人均保有量和欧美相比还有较大差距。根据COCIR2021年报告，中国CT和磁共振人均保有量分别为14.7台/百万人、6.0台/百万人，均与发达国家存在较大差距。
- 造影剂各类细分领域均实现蓬勃发展。根据中康开思数据，2023年国内造影剂市场的销售额达到149亿元，同比增长16.5%；其中X射线造影剂销售额为111亿元，同比增长14.9%；磁共振造影剂销售额为30亿元，同比增长22.9%；超声造影剂销售额为8亿元，同比增长16.8%。



# 本周关注：造影剂市场国产替代东风已至

## 造影剂市场格局良好，国内玩家做好充分准备

- 从全球范围看，造影剂市场主要由设备、造影剂和注射器一体化的原研企业主导，仿制药玩家较少，多数产品专利过期多年后依然可以维持良好的竞争格局。国内市场，伴随造影剂集采的实施、落地，国内市场中仿制药对原研的替代进程有望逐步加快。
- 从品种布局上看，国内头部企业已经在X射线和磁共振造影剂上做了较为全面的布局，技术壁垒相对较高的超声造影剂市场研发进度相对缓慢。

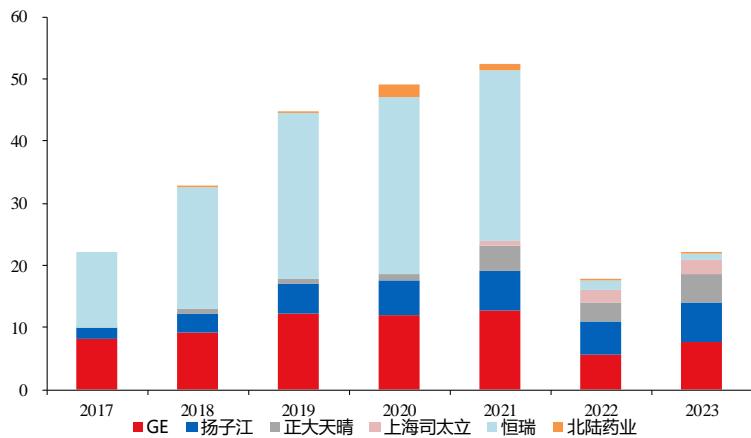
国内市场的主要造影剂品种布局

适应领域	造影剂	GE	博莱科	拜耳	司太立	北陆药业	恒瑞医药	扬子江	正大天晴	2023年销售额 (亿元)	YOY	医保情况
X射线	碘佛醇				√		√			31.11	8%	甲类
	碘克沙醇	√			√	√	√	√	√	22.08	25%	乙类
	碘普罗胺			√					√	20.61	22%	甲类
	碘海醇	√			√	√		√		13.29	9%	甲类
	碘美普尔			√	√					12.98	66%	乙类
	碘帕醇			√	√	√				5.03	-49%	甲类
磁共振	钆喷酸葡胺			√	申请上市	√				8.41	25%	乙类
	钆特酸葡胺	√				申请上市	√			6.6	6%	乙类
	钆塞酸二钠			√					√	4.63	28%	N.A
	钆双胺	√								4.35	26%	甲类
	钆布醇			√		√	√	√		2.66	56%	乙类
	钆贝葡胺			√	申请上市	√				1.87	19%	乙类
	钆特醇			√					申请上市	0.62	55%	乙类
超声	六氟化硫		√							6.97	13%	乙类
	全氟丁烷	√								0.4	90%	乙类

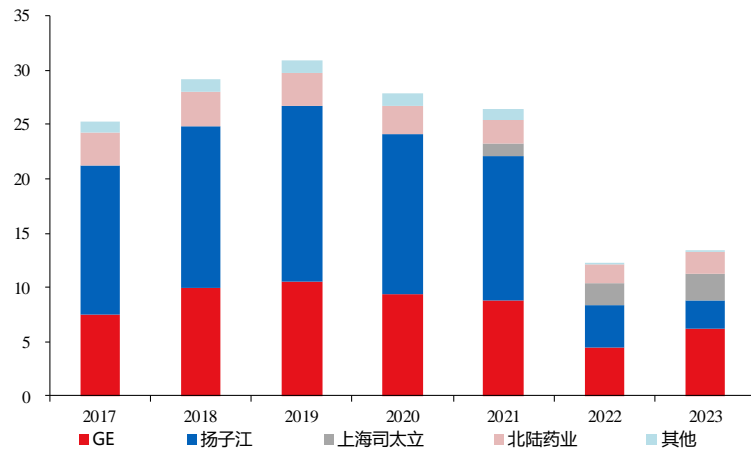
## 下游-X射线造影剂：国采重塑碘克沙醇、碘海醇和碘帕醇格局，打破原研主导

- 碘克沙醇**：碘克沙醇属于第三代X射线造影剂，相比其他碘造影剂的显著特点在于与血液等渗，安全性更高，属于乙类医保。第五批集采前，2020年碘克沙醇注射液的销售量为49.01亿元，主要玩家是恒瑞（58%）、GE（24%）和扬子江（12%）。随着集采的实施，光脚企业获益明显，2023年碘克沙醇注射液的销售量为22.09亿元，新进入者司太立和正大天晴销售量分别达到2.32亿元和0.75亿元。
- 碘海醇**：碘海醇是各类X射线造影剂的金标准，也是国际市场上最畅销的品种，是第二代X射线造影剂，在我国属于甲类医保。第五批集采前，2020年碘海醇注射液的销售量为27.90亿元，主要玩家是扬子江（53%）和GE（34%）。随着集采的实施，2023年碘海醇注射液的销售量为13.29亿元，新进入者司太立销售量为2.42亿元。
- 碘帕醇**：碘帕醇与碘海醇类似，同属第二代X射线造影剂，在我国被纳入甲类医保。第七批集采前，2021年碘帕醇注射液的销售量为10.97亿元，主要玩家为博莱科（82%，原研）和北陆药业（18%），仿制药企业数量较少。集采后，2023年碘帕醇注射液销售量为5.03亿元。

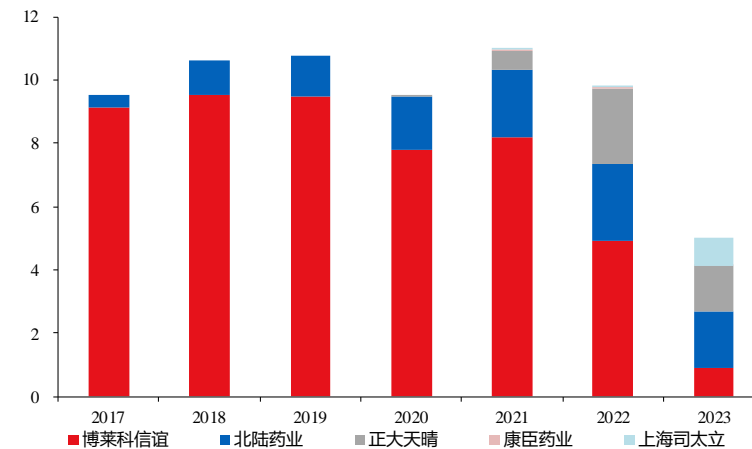
### 碘克沙醇市场规模及格局



### 碘海醇市场规模及格局



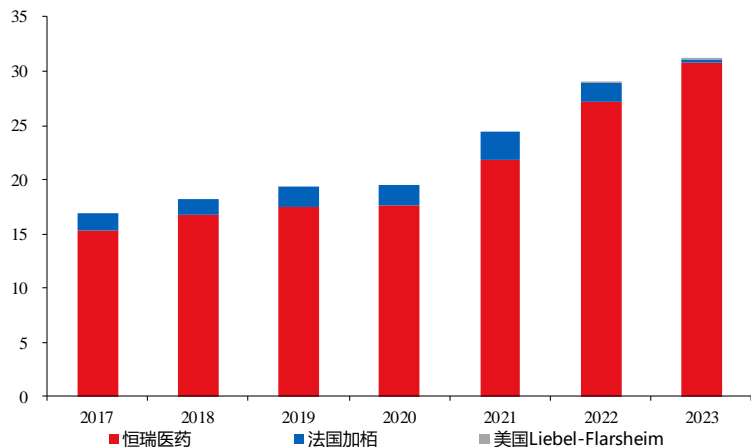
### 碘帕醇市场规模及格局



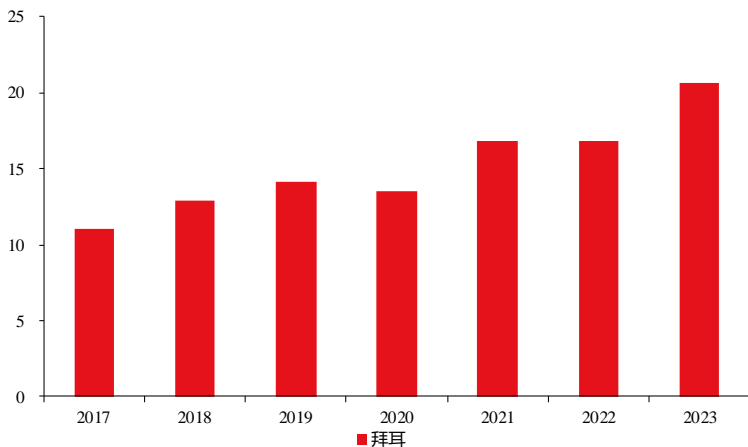
## 下游-X射线造影剂：其他碘造影剂品种格局良好，关注碘普罗胺、碘美普尔市场

- 除了已经集采的三大碘造影剂品种之外，其他碘造影剂格局优异。
- 碘佛醇**：碘佛醇属于第二代非离子型、低渗透、水溶性造影剂，由美国万灵科公司研制，1999年进入国内市场，2009年进入医保甲类，国内恒瑞医药首仿+首家过评。2023年碘佛醇注射液的销售额达到31.11亿元，成为碘造影剂行业中的第一大品种，其中恒瑞医药的销售额为30.76亿元，法国加栢销售额0.33亿元。
- 碘普罗胺、碘美普尔**：碘普罗胺和碘美普尔同样属于第二代非离子型造影剂，目前市场主要有原研主导。2023年，碘普罗胺和碘美普尔的销售额分别为20.61亿元和12.98亿元，同比增长22%和66%。根据2020年1月中华放射学杂志碘美普尔肝脏CT应用专家共识，碘美普尔400在肝脏等腹部实质脏器的CT动态增强扫描以及CT血管成像检查方面具有独特的优势，未来有望推动碘美普尔的临床应用及规模增长。

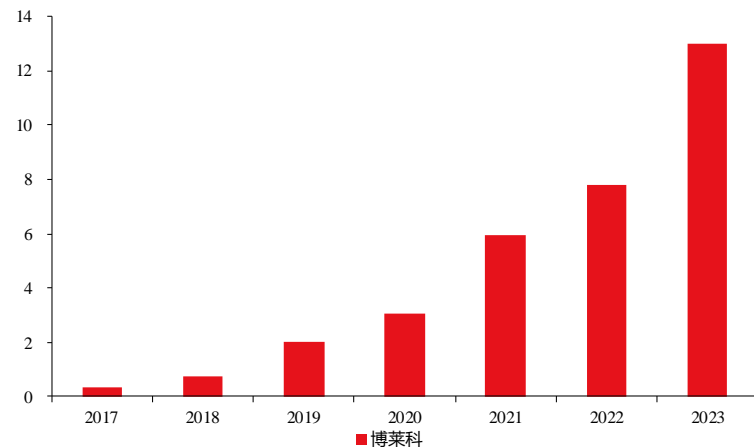
### 碘佛醇市场规模及格局



### 碘普罗胺市场规模及格局



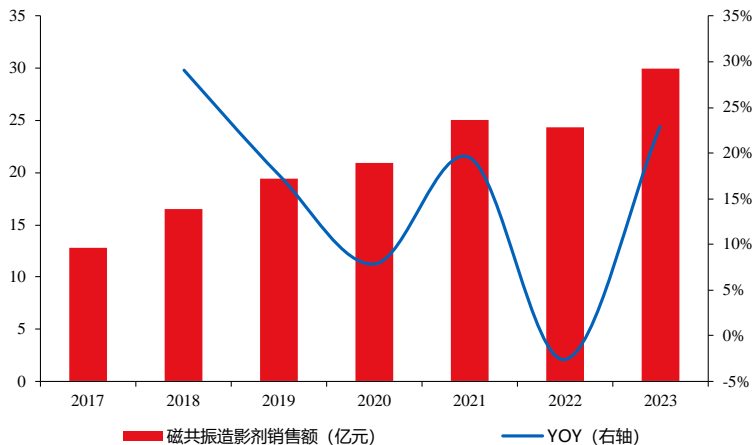
### 碘美普尔市场规模及格局



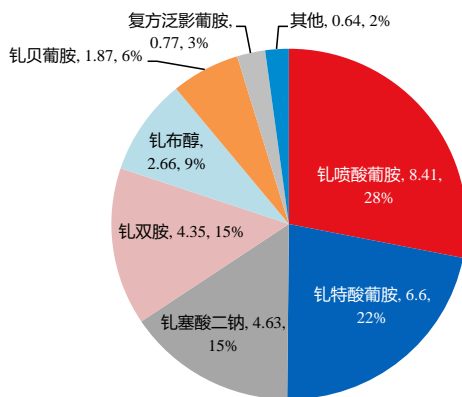
## 下游-磁共振和超声造影剂：国内企业积极布局钆类市场，超声领域依然被外资垄断

- 磁共振造影剂市场主要以钆类为主。**据中康开思，2023年国内磁共振造影剂的市场规模为29.93亿元，同比增长22.9%，主要玩家包括拜耳（26%）、恒瑞（22%）、GE（15%）、北陆药业（12%）和博莱科（8%）等。磁共振造影剂市场中，主要品种包括钆喷酸葡胺、钆特酸葡胺、钆塞酸二钠、钆双胺和钆布醇等。磁共振造影剂最大的品种钆喷酸葡胺国产化率已经相对较高，2023年钆喷酸葡胺注射液销售额为8.41亿元，原研拜耳份额为26%，剩下74%份额均为国产占据。
- 超声造影剂原研独占，市场潜力较大。**由于超声造影剂属于微球、微泡类复杂制剂，技术壁垒较高，目前国内市场主要由原研厂家博莱科垄断，尚无仿制药品种上市。2023年超声造影剂市场规模为7.52亿元，同比增长16.9%。据医药魔方，六氟化硫后续在研企业仅有一家启慧生物，尚处在临床前期。

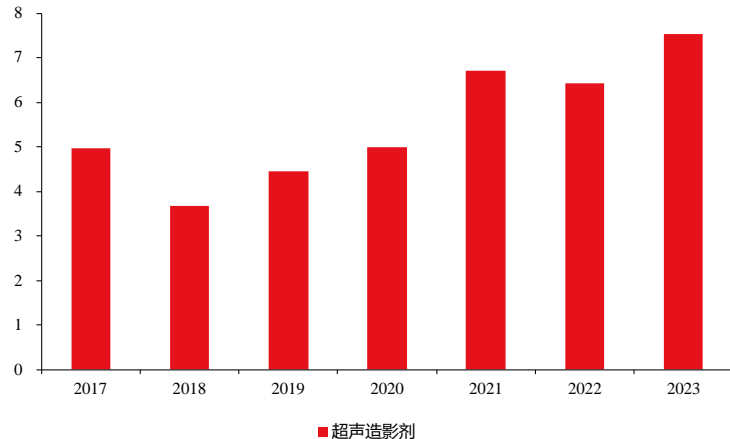
### 2017-2023年磁共振造影剂市场规模



### 2023年磁共振造影剂市场品种结构



### 2017-2023年超声造影剂市场规模



## 中游：碘API生产厂商稀少

- **全球碘API玩家较少。**由于较高的技术难度和巨大的规模效应，全球主要玩家除了原研外，集中在国内的司太立、北陆药业、兄弟科技及海外的Divis、Hovione等少数几家厂商中。
- **头部玩家优势明显。**1) 产能优势：经过20余年持续不断的投入，国内头部原料药企业司太立在碘海醇、碘帕醇及碘克沙醇三个品种上已合计拥有了超过2000吨的产能，与其他原料药供应商相比处于绝对领先地位。2) 规模效应：由于碘造影剂均为多羟基三碘苯胺结构，不同碘造影剂在合成路线上可以共用起始物料5-硝基间苯二甲酸二甲酯，在生产乃至新品开发过程中能够体现一定的规模效应。

国内主要玩家原料药产能

公司名称	现有产品产能（吨）	预计扩充产能
司太立	碘海醇1045吨+220吨（前次募投项目新增产能）、碘帕醇450吨+100吨（前次募投项目新增产能）、碘克沙醇300吨	碘海醇335吨、碘克沙醇300吨、碘帕醇100吨、碘佛醇100吨、碘美普尔100吨、碘普罗胺100吨
兄弟科技	实施产能400t/a，包括碘克沙醇和碘佛醇原料药、中间体	年产1,150吨造影剂原料药项目，具体产品包括碘海醇、碘克沙醇、碘佛醇、碘普罗胺和碘美普尔原料药
北陆药业	钆特酸葡胺等磁共振造影剂产能20.9吨、碘海醇原料药实施产能200吨（子公司海昌药业）	沧州三期原料生产项目，具体产品包括钆布醇原料药13.6吨，钆特酸葡胺17吨

资料来源：关于浙江司太立制药股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函之回复报告(2023年半年度财务数据更新版)，华创证券

## 上游：碘价呈现小幅回落趋势

- 碘在自然界中主要以碘化物的形式存在，主要是通过海洋、地质和生物作用等过程形成，其中海水蒸发和地质作用是主要形成途径。
- 碘在全球的主要生产地区为智利和日本。智利以天然硝石矿制硝酸钠过程的副产物为原料，由硝石母液提取法制碘。而日本以卤水为主要原料，以离子交换树脂法制碘。由于智利碘纯度在99.8%以上，高于日本碘，因此更受市场认可。
- 自2023年2月，国内碘价进口均价当月值达到近五年的峰值71,454美元/吨后，碘价呈现小幅回落趋势。

### 碘的物理特性

中文名称/别名	碘
英文名称/别名	Iodine
CAS号	7553-56-2
分子式	I <sub>2</sub>
分子量	253.809
熔点(°C)	113°C(lit.)
沸点(°C)	184±9.0°C Cat760mmHg
闪点(°C)	<10°C
密度	3.8±0.1g/cm <sup>3</sup>
储存	储存于阴凉、通风、低温干燥的库房；与可燃物、有机物及易氧化物分开存放
外观	紫黑色晶体，带有金属光泽和强烈气味



### 2007年-2024年2月国内进口碘价走势

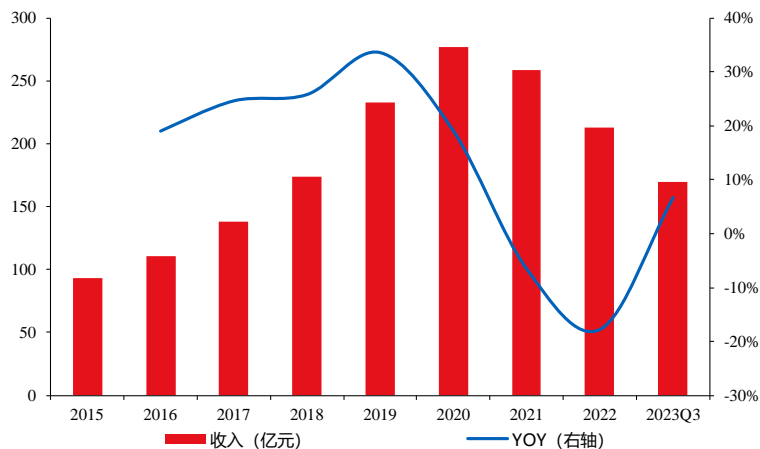


# 本周关注：造影剂市场国产替代东风已至

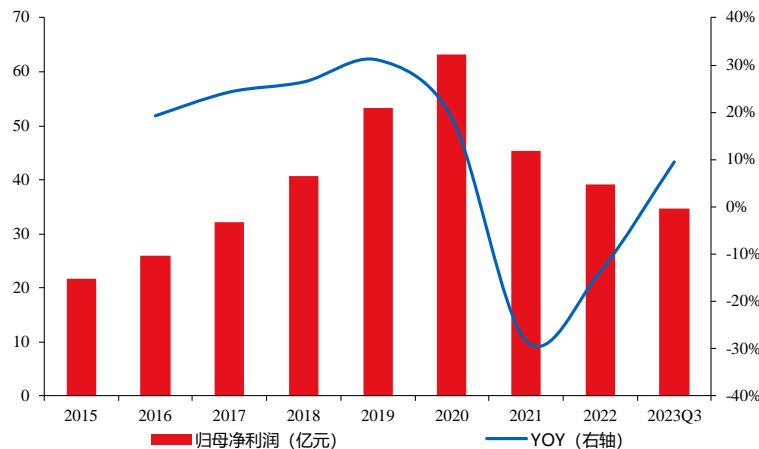
## 主要企业：恒瑞医药

- 恒瑞医药是中国最大的抗肿瘤药和手术用药的大型制药企业，抗肿瘤药销售在中国排名第一。公司主要产品为肿瘤药、麻醉药和造影剂等三大类。
- 2023年前三季度，公司实现收入170.14亿元，同比增长6.70%；实现归母净利润34.74亿元，同比增长9.47%。
- 根据医药魔方，2023年恒瑞医药主要造影剂品种及实现收入分别为：碘佛醇注射液27.29亿元、钆特酸葡胺注射液4.81亿元、罂粟乙碘油注射液2.64亿元、碘克沙醇注射液2.30亿元和钆布醇注射液0.2亿元。

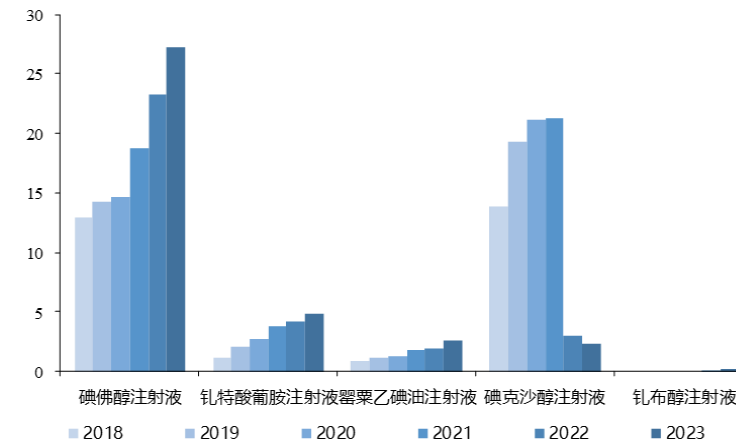
### 恒瑞医药的收入及增速



### 恒瑞医药的归母净利润及增速



### 恒瑞医药的造影剂品种收入

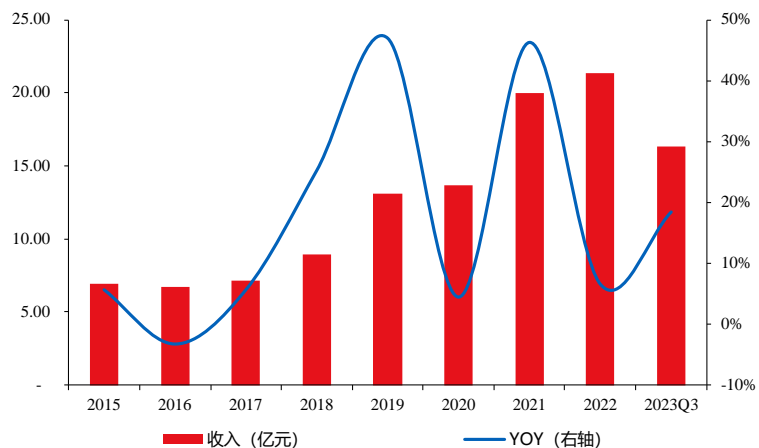


# 本周关注：造影剂市场国产替代东风已至

## 主要企业：司太立

- 司太立是国内规模最大品种最全的非离子型碘造影剂生产企业，同时生产医药原料药和中间体。公司主要产品有X-CT非离子型造影剂以及氟喹诺酮类两大类。
- 2023年前三季度，公司实现收入16.40亿元，同比增长18.43%；归母净利润0.39亿元，同比增长101.17%。
- 根据医药魔方，2023年司太立主要造影剂品种及实现收入分别为：碘海醇注射液2.13亿元、碘克沙醇注射液1.92亿元和碘帕醇注射液0.26亿元。

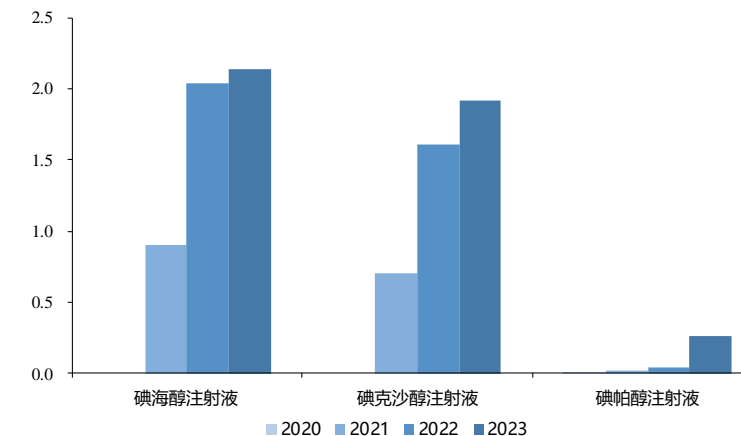
### 司太立的收入及增速



### 司太立的归母净利润及增速



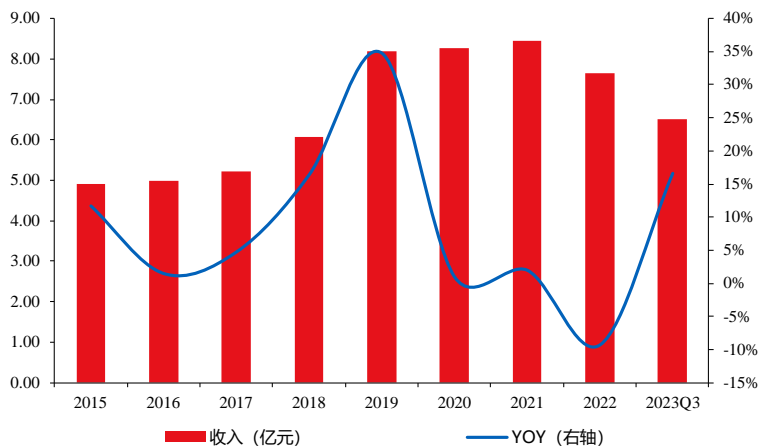
### 司太立的造影剂品种收入



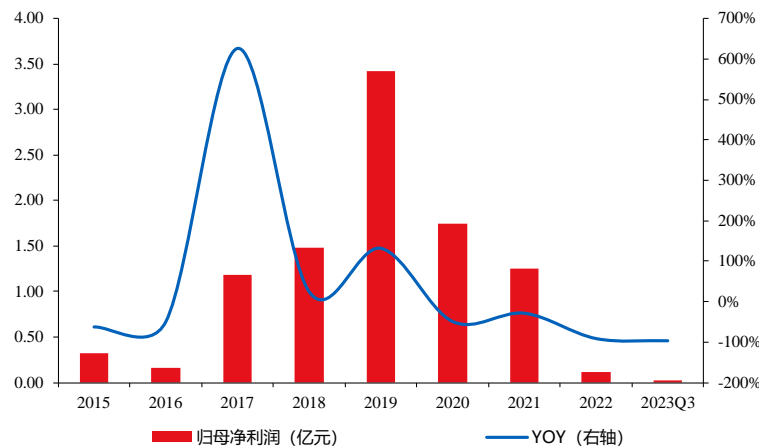
## 主要企业：北陆药业

- 北陆药业是国内对比剂行业的龙头企业。公司产品主要为对比剂制剂及原料药、降糖类药物、中枢神经类药物三大类。
- 2023年前三季度，公司实现收入6.50亿元，同比增长16.60%；归母净利润0.02亿元，同比增速-96.48%。
- 根据医药魔方，2023年北陆药业主要造影剂品种及实现收入分别为：钆喷酸葡胺注射液2.80亿元、碘帕醇注射液1.65亿元、碘海醇注射液1.44亿元、碘克沙醇注射液0.29亿元和钆布醇注射液0.01亿元。

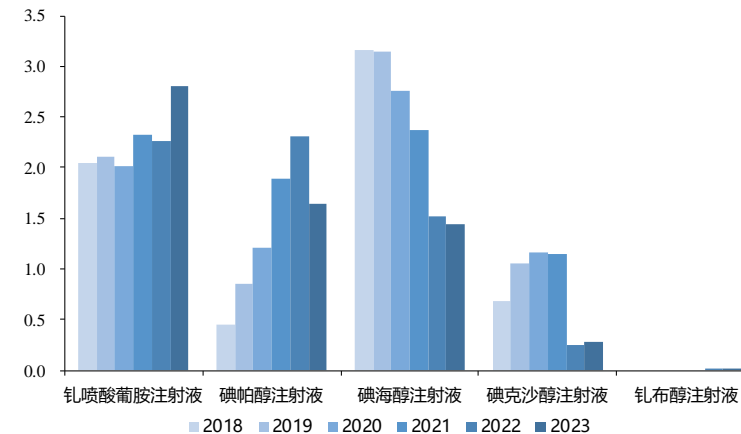
### 北陆药业的收入及增速



### 北陆药业的归母净利润及增速



### 北陆药业的造影剂品种收入

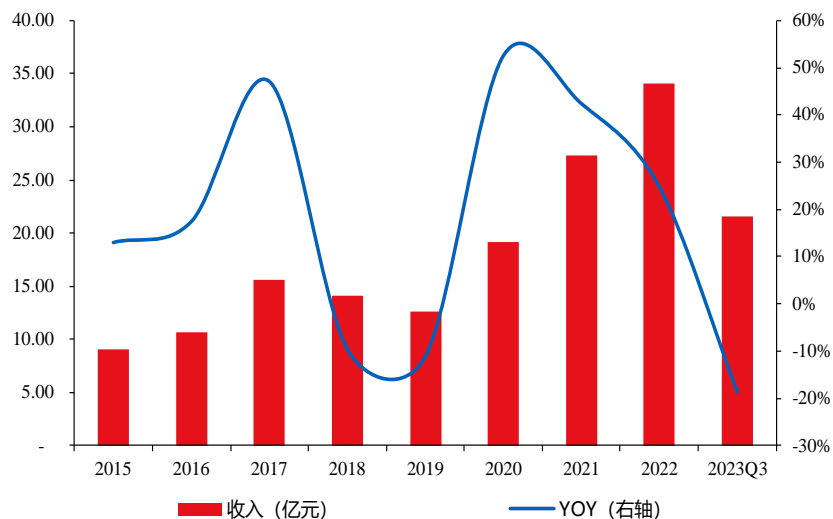


# 本周关注：造影剂市场国产替代东风已至

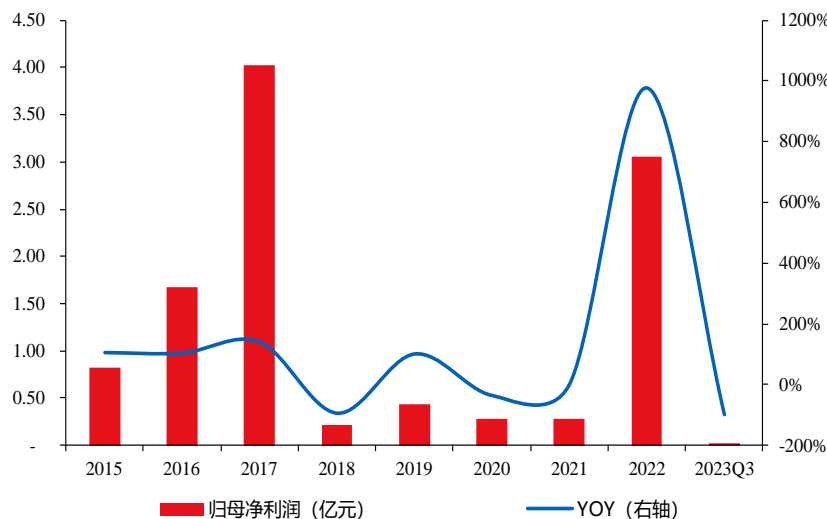
## 主要企业：兄弟科技

- 兄弟科技股份有限公司是国际型化工企业公司，其烟酰胺产品处于全球领先地位。公司主要产品为维生素、皮革化学品、香精香料、原料药和催化新材料等五大类。
- 2023年前三季度，公司实现收入21.58亿元，同比增速-18.61%；归母净利润0.03亿元，同比增速-99.04%。

### 兄弟科技的收入及增速



### 兄弟科技的归母净利润及增速



- 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。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，重点推荐发光和ICL，关注迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技、金域医学、迪安诊断。**

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。23年安徽IVD集采中国产发光品牌安图、迈瑞等报量占比靠前，集采有望进一步加速发光的国产替代。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，安图的出海业务刚刚起步且势头强劲。推荐迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技。

ICL：国内ICL市场渗透率相较于国外仍有较大差距，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内ICL行业有望进入快速发展期。此外疫情期间的应收账款持续稳定收回，24年计提应收减值有望收窄。推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

- **医疗设备受益国产替代大浪潮、大规模设备更新政策等。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：多维度促进产品结构优化，毛利率有望持续提高；海外业务发展迅速，国际业务前景可期。

国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，我们认为本次医疗设备更新将给国产医疗设备企业带来放量机会。

**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，23Q4和24Q1的订单有望出现明显好转。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

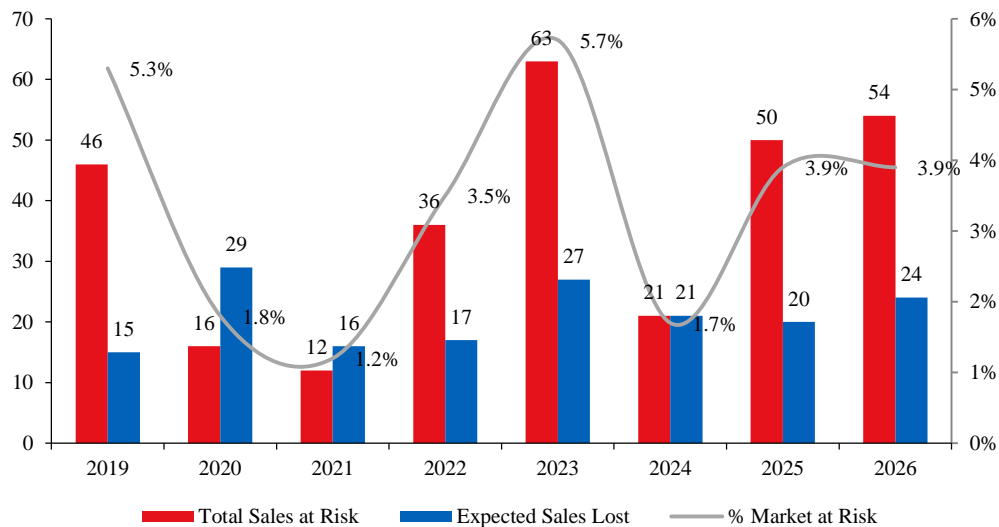
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，优选确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中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

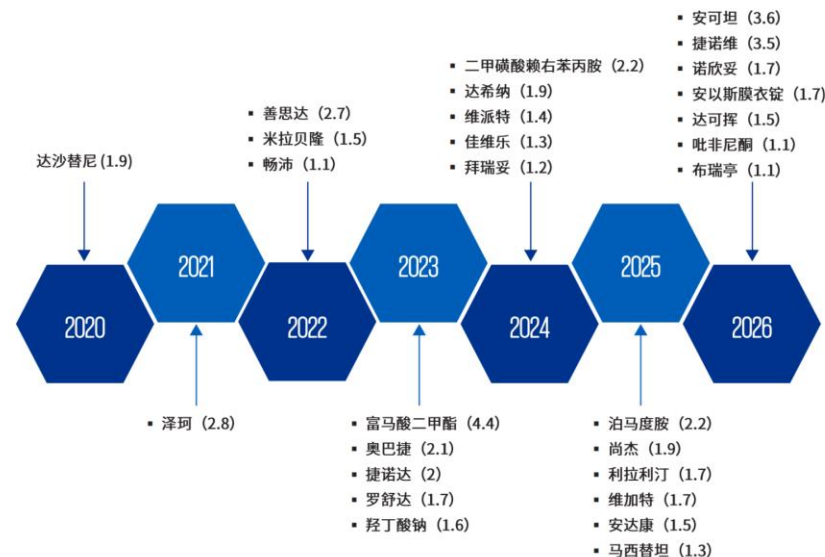
## 2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



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)

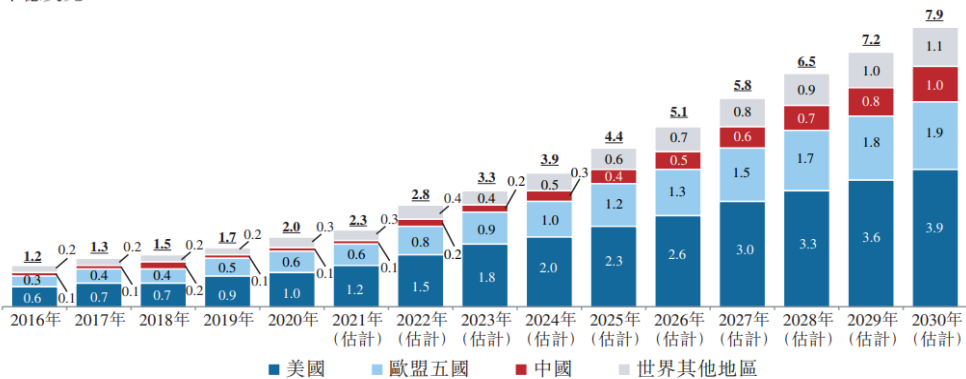
# CXO：新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量

- 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的34%。新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量。建议关注增长稳健的一体化平台化综合型公司和积极拥抱产业新兴领域的相关公司，如药明康德、康龙化成、凯莱英、药明合联等，另外建议关注临床外包新签订单金额增速亮眼的普蕊斯、诺思格。

## 全球肽CDMO市场规模

複合年增長率	美國	歐盟五國	中國	世界其他地區	全球
2016年至2020年	15.6%	14.6%	-1.9%	11.8%	13.3%
2020年至2025年 (估計)	17.1%	16.4%	26.6%	18.1%	17.7%
2025年 (估計) 至2030年 (估計)	11.0%	10.4%	21.0%	12.9%	12.1%

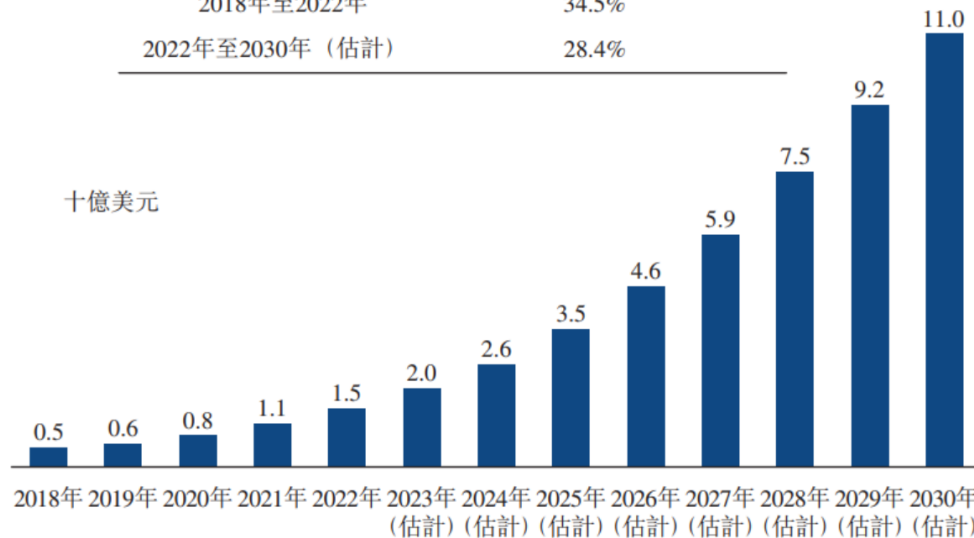
十億美元



## 全球ADC外包服务市场规模

期間	複合年增長率
2018年至2022年	34.5%
2022年至2030年 (估計)	28.4%

十億美元



- 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、苑东生物、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 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
医疗器械	603309.SH	维力医疗	32	1.8	2.4	3.1	18	13	10
医疗器械	603301.SH	振德医疗	54	4.3	5.3	6.6	13	10	8
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	81	0.8	1.4	2.2	101	58	37
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	164	5.0	6.5	8.4	33	25	19
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,413	116.6	141.2	170.8	29	24	20
医疗器械	688236.SH	春立医疗	72	2.7	3.3	4.0	26	22	18
医疗器械	300396.SZ	迪瑞医疗	60	3.4	4.5	6.1	18	13	10
医疗器械	688677.SH	海泰新光	68	1.5	2.1	2.8	44	32	24
医疗器械	603882.SH	金域医学	264	7.9	11.4	15.8	38	22	17
医疗器械	300832.SZ	新产业	520	16.4	21.2	27.2	32	25	19
医疗器械	600587.SH	新华医疗	107	7.1	9.0	11.1	16	12	10
创新药	0013.HK	和黄医药	211	1.0	-0.2	0.4	-	-	-
创新药	6990.HK	科伦博泰	308	-2.6	-2.2	2.6	-	-	-
创新药	688336.SH	三生国健	141	5.4	1.5	2.5	26	97	56
创新药	2105.HK	来凯医药	20	-5.3	-4.8	-3.6	-	-	-
创新药	3692.HK	翰森制药	833	27.8	30.4	32.9	30	27	25
创新药	688488.SH	艾迪药业	68	-0.4	-0.1	1.0	-	-	-
中药	002603.SZ	以岭药业	337	21.3	17.1	19.7	16	20	17
中药	000999.SZ	华润三九	513	28.3	31.0	35.7	18	17	14
中药	000423.SZ	东阿阿胶	396	11.11	14.86	19.29	34	27	21
中药	600557.SH	康缘药业	121	4.4	5.6	6.7	27	22	18
中药	2273.HK	固生堂	97	2.6	3.5	4.6	37	28	21
中药	600329.SH	达仁堂	215	10.8	13.4	16.6	20	16	13
中药	600572.SH	康恩贝	124	7.0	8.6	10.2	18	14	12
中药	600129.SH	太极集团	185	9.1	11.9	15.4	20	16	12

## 推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
化药	002294. SZ	信立泰	325	6.8	7.6	8.8	48	43	37
化药	000963. SZ	华东医药	544	29.1	35.3	43.2	19	15	13
化药	600079. SH	人福医药	317	22.5	26.7	31.2	14	12	10
化药	688513. SH	苑东生物	69	2.3	2.8	3.6	30	24	19
生物制品	600867. SH	通化东宝	204	10.1	12.1	14.5	20	17	14
医药零售	605266. SH	健之佳	57	4.4	5.5	7.1	13	10	8
医药零售	301017. SZ	漱玉平民	54	2.7	3.6	4.9	20	15	11
医疗服务	301239. SZ	普瑞眼科	83	2.6	3.1	4.0	32	26	21
医疗服务	301267. SZ	华夏眼科	217	6.8	8.9	11.7	32	24	19
医疗服务	301293. SZ	三博脑科	101	0.8	0.8	0.8	133	128	135
医疗流通	600998. SH	九州通	315	23.9	27.6	32.1	13	11	10
生命科学服务	301080. SZ	百普赛斯	49	1.8	2.3	3.1	27	21	16
生命科学服务	688114. SH	华大智造	246	0.3	1.6	3.3	945	156	75
生命科学服务	688073. SH	毕得医药	33	2.1	3.0	4.1	16	11	8
生命科学服务	688293. SH	奥浦迈	44	0.8	1.5	2.1	56	30	21
CXO	301333. SZ	诺思格	48	1.7	2.2	2.9	28	22	17
CXO	2268. HK	药明合联	199	3.7	6.8	9.9	54	29	20

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医疗器械	688389. SH	普门科技	77	4.2	5.3	6.6	18	15	12

## 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**

**3月25日，Nuvation Bio和AnHeart Therapeutics (葆元医药) 宣布，两家公司已达成最终协议，Nuvation Bio将以全股票交易的方式收购AnHeart。** Nuvation Bio是一家生物制药公司，通过开发差异化和新颖的治疗候选药物来解决肿瘤领域一些最大的未满足需求。AnHeart是一家全球临床阶段的生物制药公司，旨在为癌症患者开发新型精确疗法。收购完成后，AnHeart的前股东将立即拥有约33%的股权，Nuvation Bio的现任股东将在完全稀释的基础上拥有约67%的股权。此次收购已获得两家公司董事会的批准，并有待AnHeart股东的批准和其他惯例成交条件，将Nuvation Bio定位为一家拥有多个临床开发项目的后期全球肿瘤公司。此次收购预计将于2024年第二季度完成。（来源：医药魔方）

**3月26日，默沙东宣布Sotatercept治疗肺动脉高压（PAH）的上市申请获得FDA批准，商品名为Winrevair。** 本次获批上市是基于III期STELLAR研究的积极结果。该研究共纳入323例正在接受稳定的背景疗法治疗的成人PAH患者，旨在评估Sotatercept对比安慰剂作为附加疗法的有效性和安全性。结果显示，治疗第24周时，Sotatercept组患者的6分钟步行距离（6MWD）相较于基线增加了34.4米，而安慰剂组这一数值为1.0米。根据Hodges-Lehmann检验，两组之间的组间差异为41米（ $P < 0.001$ ）。（来源：医药魔方）

**3月27日，Akebia Therapeutics宣布FDA已经批准vadadustat上市（商品名为：Vafseo），用于治疗至少接受3个月透析的慢性肾病（CKD）贫血患者。** 本次获批主要是基于INNO2 VATE研究的疗效和安全性数据，以及日本上市后的安全性数据评估。其中，INNO2 VATE研究结果显示，vadadustat vs. 达依泊汀 $\alpha$ 相较于基线水平Hb平均变化达到非劣效性，安全性数据也相似。Vafseo是一款小分子缺氧诱导因子-1脯氨酰羟化酶（HIF-PH）抑制剂，通过增加内源性促红细胞生成素的产生，改善铁的吸收和动员以及下调铁调素来促进红细胞生成。（来源：医药魔方）

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	首药控股-U	12.95%	创新药板块	1	大理药业	-22.55%	前期涨幅较高，短期回调
2	博晖创新	11.16%	签订合作协议	2	*ST太安	-22.50%	退市风险
3	泰格医药	10.91%	2023年年报发布	3	贝瑞基因	-18.18%	前期涨幅较高，短期回调
4	江苏吴中	10.72%	医美业务	4	海创药业-U	-16.02%	无特殊原因
5	江中药业	9.63%	2023年年报发布	5	新产业	-14.84%	前期涨幅较高，短期回调

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。