

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第72期

全球一次性手套产业图谱

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

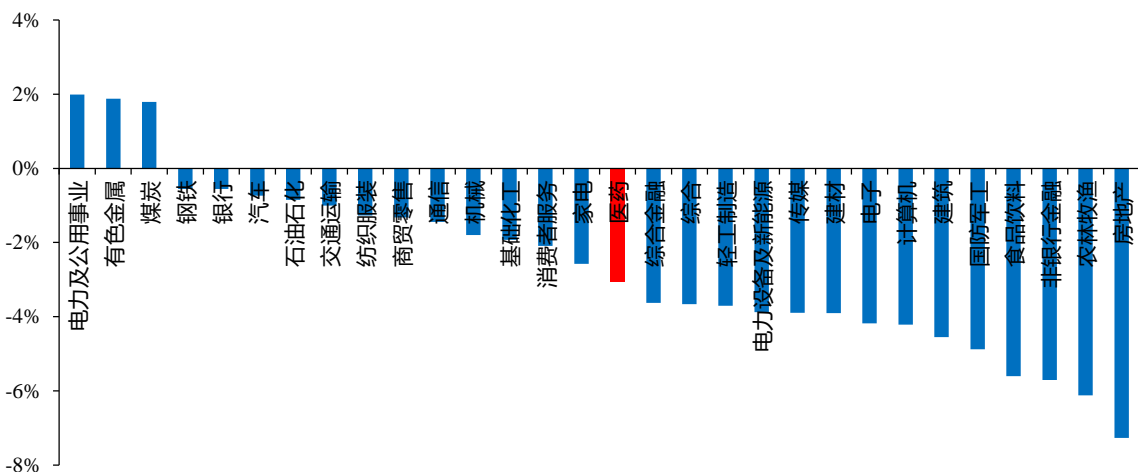
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

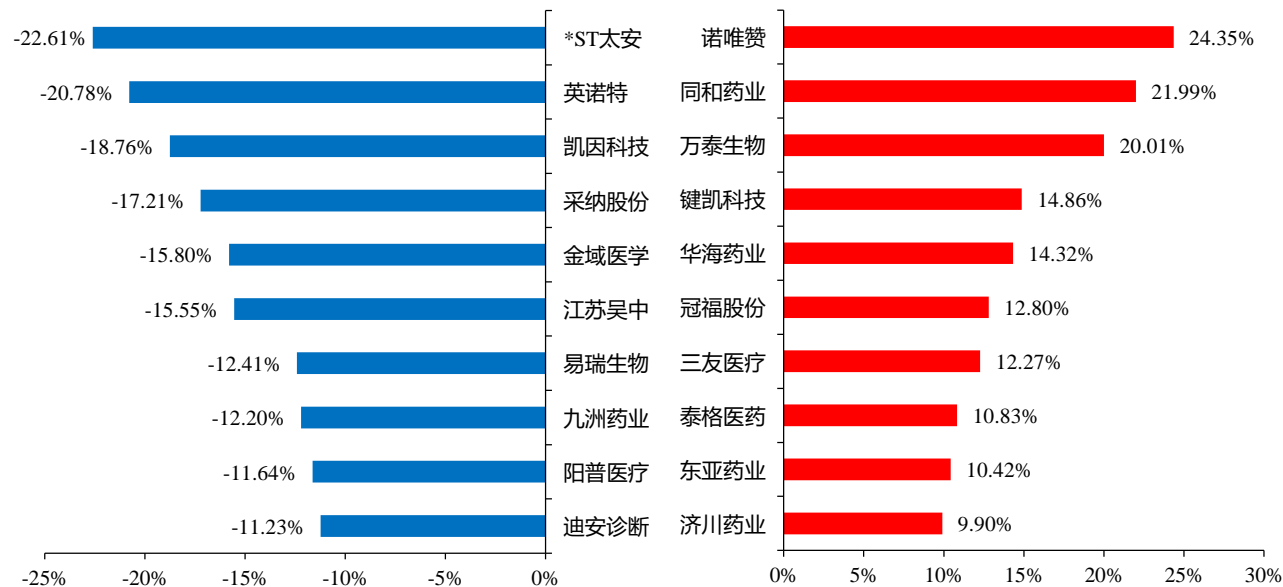
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数下降3.08%，跑输沪深300指数0.50个百分点，在中信30个一级行业中排名第16位。
- 本周涨幅前十名股票为诺唯赞、同和药业、万泰生物、键凯科技、华海药业、冠福股份、三友医疗、泰格医药、东亚药业、济川药业。
- 本周跌幅前十名股票为*ST太安、英诺特、凯因科技、采纳股份、金域医学、江苏吴中、易瑞生物、九洲药业、阳普医疗、迪安诊断。

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

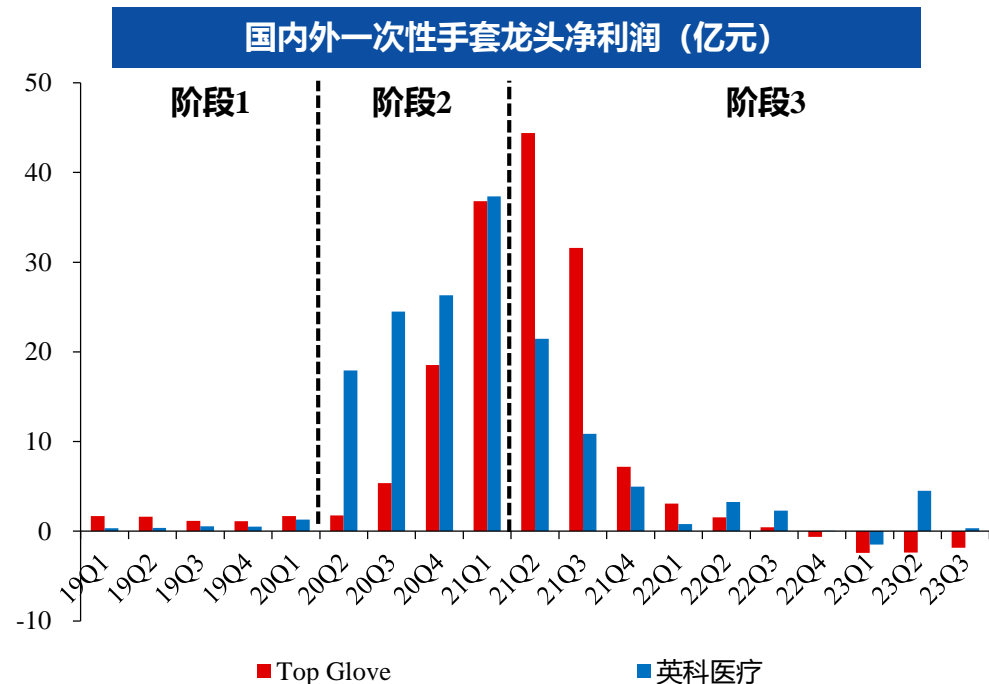
03 行业和个股事件

- **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。

回望过去：一次性手套行业由狂热回归理性

- **阶段1（平稳期）**：2020年之前，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。
- **阶段2（狂热期）**：2020年开始，疫情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。
- **阶段3（冷静期）**：2020年之后，疫苗接种逐渐普及，新冠疫情也逐步得到控制（导致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。



资料来源：Wind, Bloomberg, 华创证券

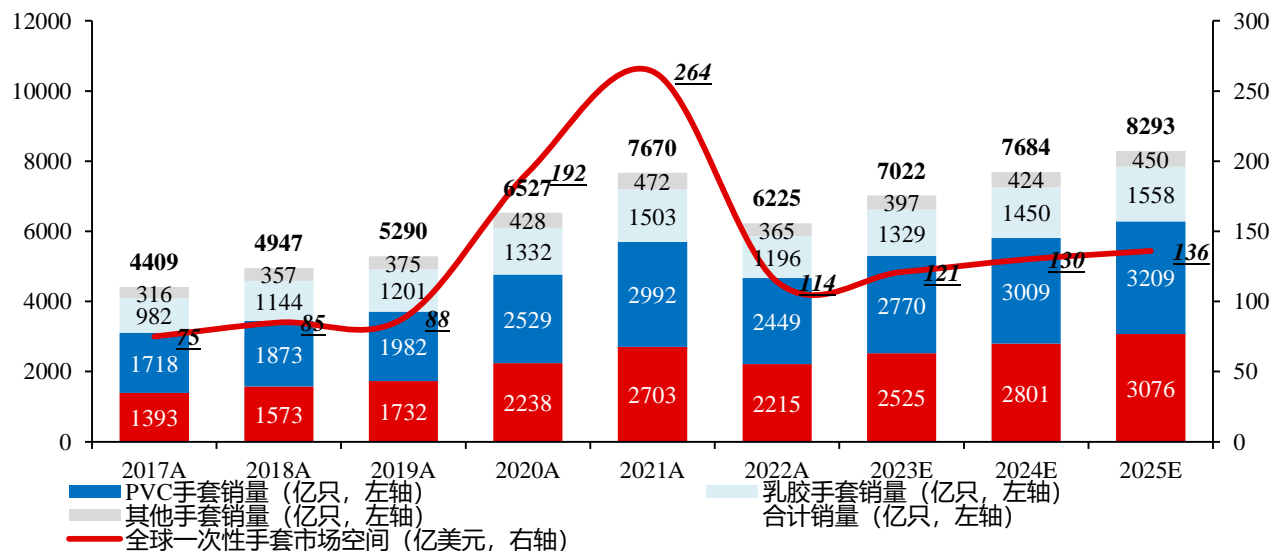
此页包含机密资料，其全部或任何部分不可被复制或再发送。本页不构成对任何产品的要约出售/购买、招揽或建议。关于免责声明全文，详见本PPT最后部分。

资料来源：Wind, Top Glove官网, 华创证券 注：1、Top Glove的财年结束日期为8月31日，英科医疗的财年结束日期为12月31日，统一根据英科医疗的财年划分标准匹配TOP GOLVE的报表实际日期；2、换算汇率取1MYR = 1.53CNY, 1USD=7.23CNY；3、截至2023年4月9日；4、Top Glove市值皆取在马来西亚证交所的市值

展望未来：一次性手套行业长坡厚雪

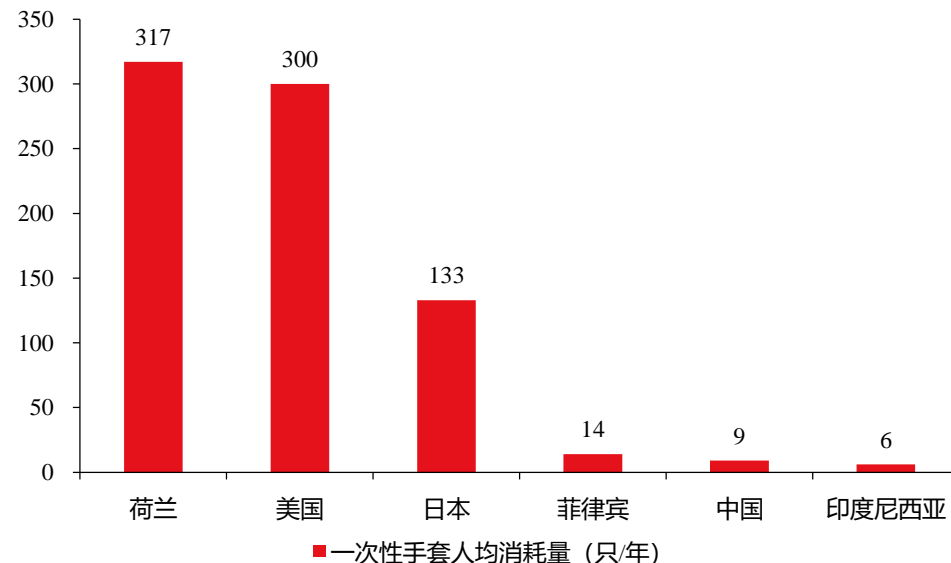
- **全球一次性手套行业恢复正常增长。**一次性手套行业由狂热回归理性，恢复正常增长，据MARGMA预测，自2022年起，全球一次性手套使用量将以10%-12%的增幅持续增长，驱动全球一次性手套市场持续扩容，2025年，全球一次性手套市场空间预计达到136亿美元。
- **中国一次性手套市场仍然有较大成长空间。**据弗若斯特沙利文披露的数据，2021年我国一次性手套人均消耗量仅为9只/年，与人均消耗量最高的荷兰相比（317只/年），仅为其1/35。我们认为，基于中国人口总量，中国一次性手套市场仍有较大成长空间。

全球一次性手套销量及市场空间



资料来源：头豹产业研究院《2023年中国一次性丁腈手套行业发展白皮书》，华创证券 注：1、市场空间数据为图中斜体带下划线的数字；2、2022年全球一次性手套销量数据是实际值，市场空间数据是预测值

一次性手套人均消耗量对比



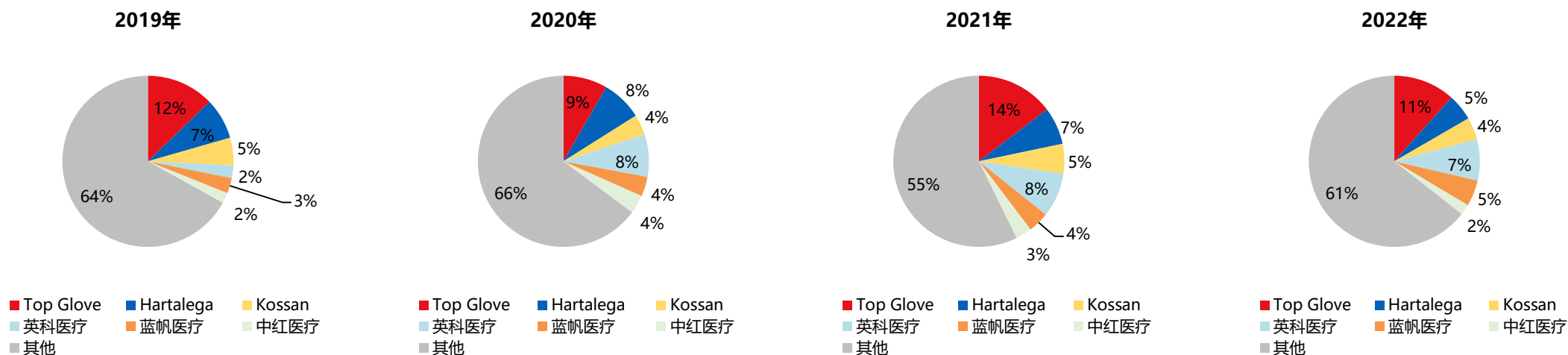
资料来源：弗若斯特沙利文公众号，华创证券

本周关注：全球一次性手套产业图谱

竞争格局：疫情期间国产一次性手套厂商获取了较多市场份额

- **马来西亚和中国是全球一次性手套的两大生产地。** 2022年马来西亚一次性手套产量占比全球的65%，中国占比20%，其余国家合计占比15%。
- **马来西亚前三大一次性手套厂商为Top Glove、Hartalega、Kossan。** 马来西亚由于天然橡胶产量大、政府对于一次性手套的支持、行业协会对于手套产业的促进，其一次性手套产业起步较早，先发优势显著。2022年，马来西亚前三大一次性手套厂商Top Glove、Hartalega、Kossan在全球一次性手套市场的市占率分别为11%、5%、4%。
- **我国前三大一次性手套厂商为英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗。** 疫情前，我国一次性手套产业中具备优势的主要是PVC手套产业，我国PVC手套产量占比全球的90%，但综合来看，我国一次性手套厂商在全球的市占率仍然较低。但随着疫情期间我国一次性手套厂商积极推进扩产（马来西亚厂商在扩产层面较为保守），我国一次性手套厂商在产量提升的基础上承接了更多订单，驱动市占率上升。2022年，我国前三大一次性手套厂商英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗在全球一次性手套市场的市占率分别为7%、5%、2%，相较2019年有显著提升。

2019-2022年全球一次性手套市场竞争格局



| 马来西亚前三大一次性手套厂商特征简介

■ Top Glove

- 1) **2023年一次性手套年化总产能950亿只**。排名全球第一。2) **产品种类丰富**。公司主要制造和销售丁腈手套、天然乳胶手套、CPE/TPE手套、乙烯基手套及手术手套，产品线较为丰富。3) **燃料为天然气，成本相对更高**。受到一些环保政策的影响，以Top Glove为代表的大部分马来西亚一次性手套厂商使用天然气作为燃料，相较我国厂商使用的电厂余热和清洁燃煤而言成本更高。

■ Hartalega

- 1) **2023年一次性手套年化总产能440亿只**。2) **发明了丁腈手套制造技术**。公司在2005年发明了丁腈手套制造技术，丁腈手套的触觉敏感性以及保持手部灵活性较PVC手套更佳，同时具有防静电功能，未来应用空间巨大，而公司作为行业先驱，具备先发优势。3) **持续推动创新**。与传统手套厂商专注于成本控制不同，公司以创新为驱动力。公司推出了每小时产能高达4.5万只的一次性手套生产线，在推出时为全球最快的生产线，同时公司自主研发了多种强竞争力产品，例如最低克重为2.5g 的丁腈手套、3.2g的丁腈软橡胶手套、5分钟内可以杀死99.9%细菌的活性抗菌手套等。

■ Kossan

- 1) **2023年一次性手套年化总产能335亿只**。2) **橡胶产品+手套双轮驱动**。公司业务以橡胶产品和一次性手套为主，其中公司工业橡胶产品复合产能每年超过10000公吨，一次性手套年化产能为335亿只，皆达到了全球先进水平。3) **全球化布局**。公司在马来西亚、美国、中国、印尼地区有控股公司，产品出口90多个国家，获得“星报”2023年出口卓越奖—最具潜力奖，在全球化布局层面业内领先。

我国前三大一次性手套厂商特征简介

■ 英科医疗

- **1) 2023年丁腈手套年化产能480亿只。**一次性手套年化总产能790亿只，排名全国第一。**2) 专注于一次性手套主业。**近几年公司一次性手套收入占比皆达到了80%以上，并且暂时未披露外延式并购计划。**3) 成本具有优势。**首先公司主要使用清洁燃煤，相较同行的天然气、蒸汽等能源方式成本优势显著；其次公司通过参股/控股等方式向上游布局了原材料及手模制造，控制了成本；并且公司自主研发建成了第三代生产线，线速更高、能耗更低。**4) 业绩跟美元汇率相关性较强。**公司外销主要以美元为结算货币，且公司存在一定美元储备，汇率波动影响公司汇兑损益，对公司整体经营业绩会产生一定影响。**5) 民营企业属性。**公司实际控制人为董事长刘方毅（持股35.09%），为民营企业架构，战略相对灵活。

■ 蓝帆医疗

- **1) 2023年丁腈手套年化产能230亿只。**一次性手套年化总产能500亿只。**2) 首家完成一次性手套全品类布局的上市公司。**公司可为客户提供最全品类的产品系列，主要产品分为一次性丁腈手套、一次性PVC手套、一次性乳胶手套和一次性TPE/CPE手套四大类产品。**3) PVC手套业务优势显著。**公司PVC手套业务起步较早，积累了先发优势，2023H1，公司一次性PVC手套出口市场份额超过23%，继续保持中国和全球第一。**4) 高中低值耗材充分布局。**公司高值耗材板块主要为以心脏支架及介入性心脏手术相关器械、经导管主动脉瓣膜置换术的植入器械等为主的产品线，中低值耗材板块主要为以一次性手套、急救包、医用敷料等为主的医疗防护产品线。

■ 中红医疗

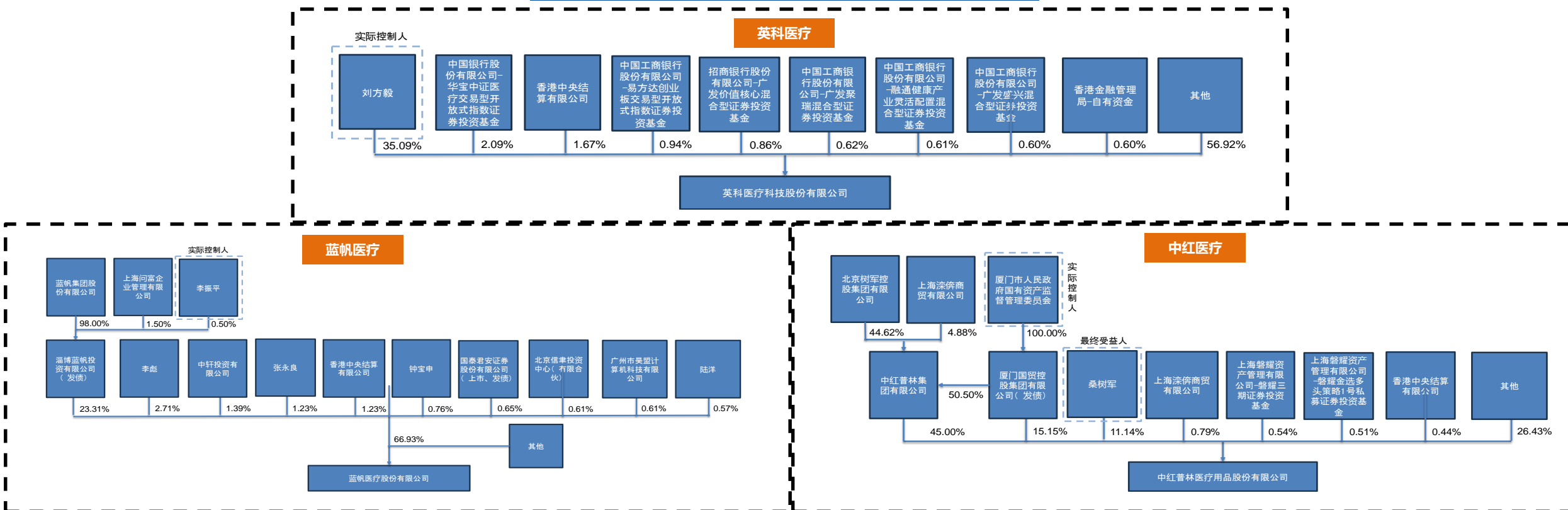
- **1) 2023年丁腈手套年化产能170亿只。**一次性手套年化总产能260亿只。**2) 基于一次性手套主业，积极推进外延式并购。**2023年，公司收购恒宝健康，拓展了避孕套业务，推进了外延式拓展。未来，公司创新孵化事业部计划进一步加大研发力度、开展投资并购，重点布局麻醉器械、微创手术器械、康复器械、高端敷料等相关产品。**3) 国资背景。**公司的实际控制人为厦门市国资委，战略相对稳健。

本周关注：全球一次性手套产业图谱

股权结构：英科医疗和蓝帆医疗为民营企业，中红医疗有国资背景

- 英科医疗和蓝帆医疗为民营企业。英科医疗的实际控制人为董事长刘方毅，蓝帆医疗的实际控制人为董事李振平。
- 中红医疗有国资背景。中红医疗的实际控制人为厦门市国资委。

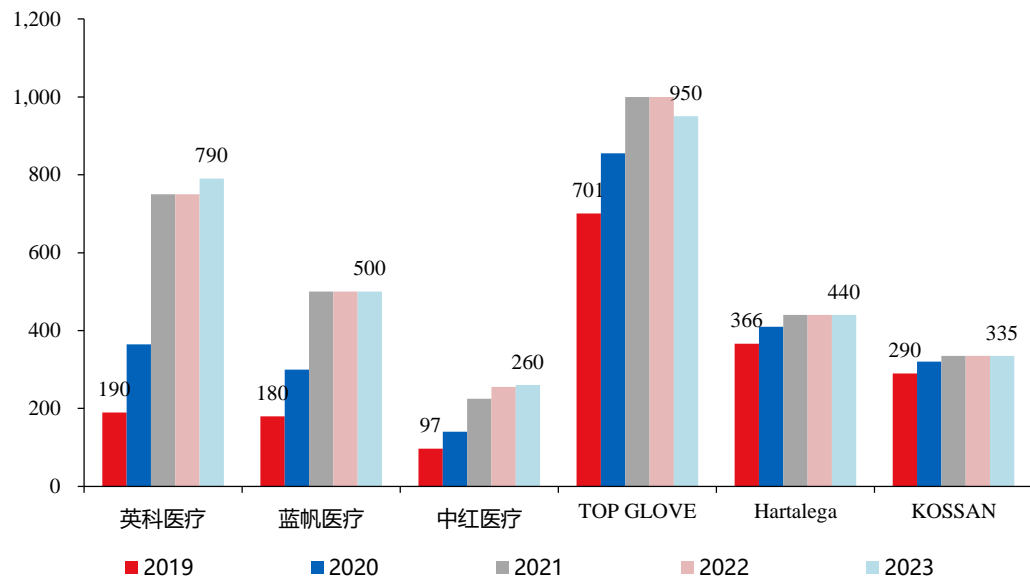
我国前三大一次性手套厂商的股权结构



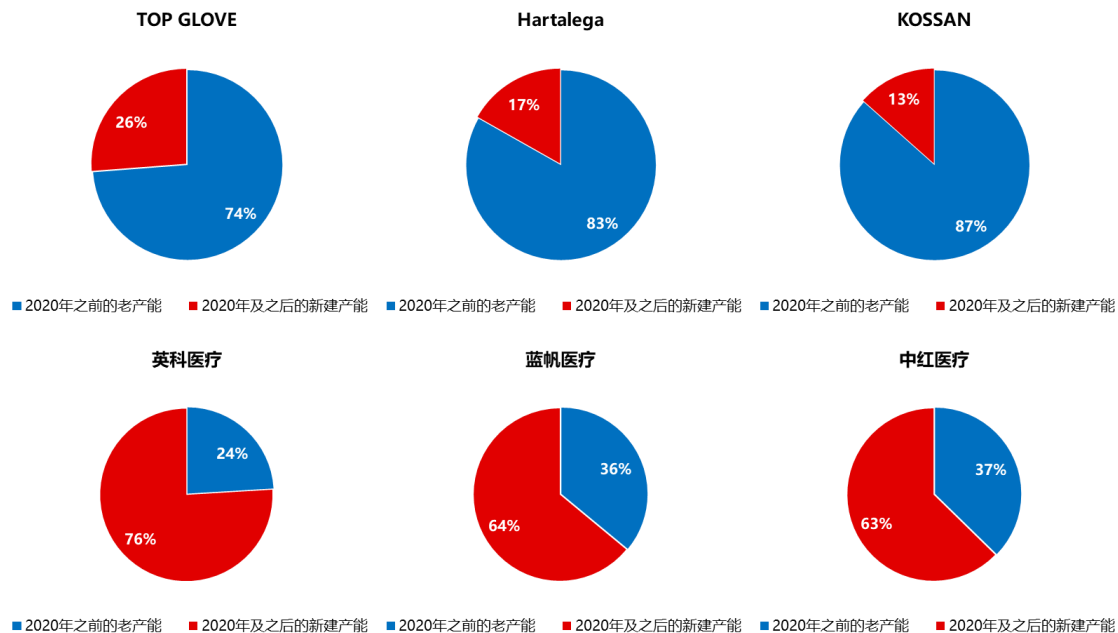
产能情况：国产厂商与马来西亚厂商的产能差距已较小

- 国产厂商产能快速赶超马来西亚厂商。** 疫情期间随着一次性手套销量快速上升，国产厂商陆续推出了扩产计划，推动扩产。随着疫情期间国产一次性手套厂商快速扩产，相较2019年，2023年国产厂商与马来西亚厂商的产能差距已显著减小，且随着2022年开始全球一次性手套企业开始大规模暂停扩产计划，全球产能向中国的转移已阶段性结束，全球产能结构已得到稳固。2023年英科医疗一次性手套年化产能为790亿只，仅比产能排名全球第一的Top Glove低160亿只。且由于国产手套厂商新建产能占比较高，产线自动化程度较高，在产线成本控制上较马来西亚厂商存在一定优势。

一次性手套产能情况 (亿只/年)



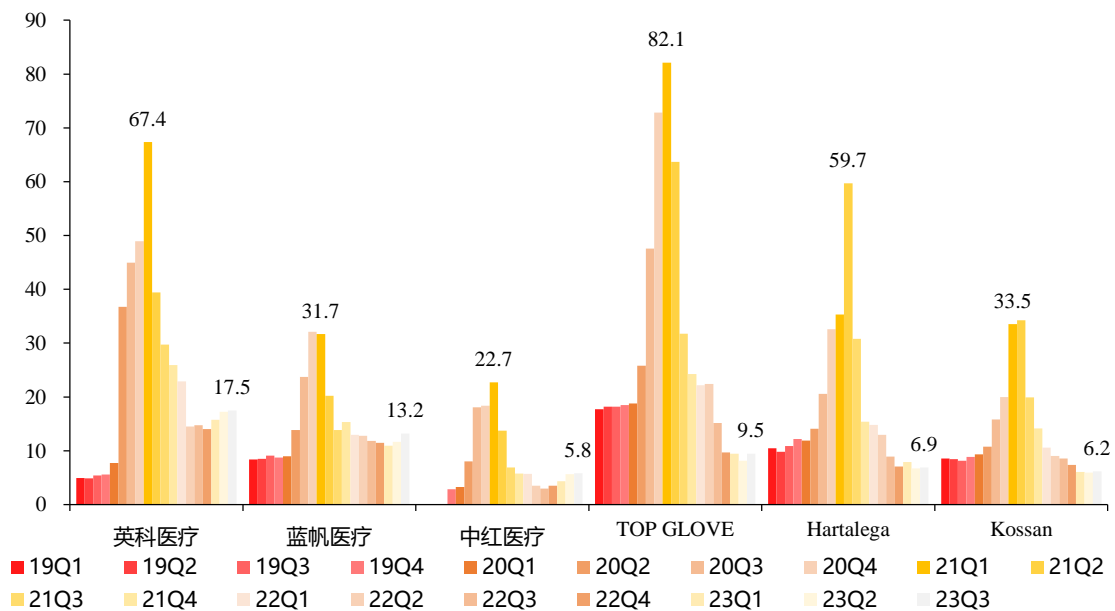
新建产能占比情况



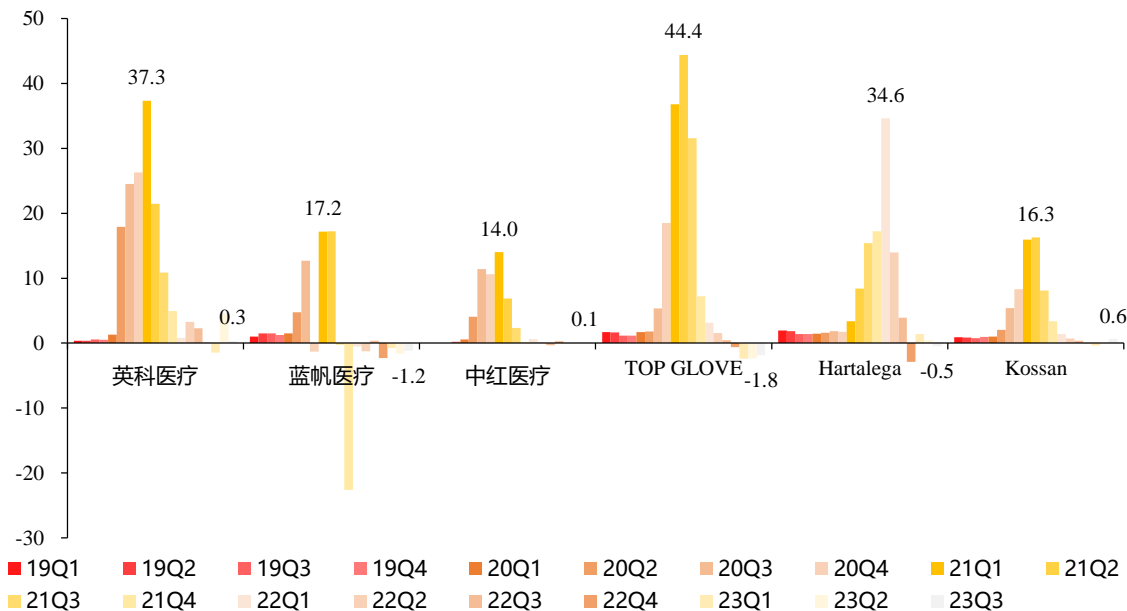
业绩情况：国产厂商收入体量已高于马来西亚厂商

- 马来西亚手套提价是收入体量下降的主要原因。**根据Top Glove FY23一季报，其在2023年2月上调了其产品售价，此后其余马来西亚厂商也同步上调了售价，价格的上调导致部分马来西亚订单流向中国企业，导致马来西亚厂商产能利用率下降而国产厂商产能利用率上升。马来西亚厂商的提价改善了其盈利能力，但综合来看影响了收入体量，**而国产厂商在这波订单承接中，在价格不降低的前提下提升了产能利用率，提高了收入体量。**以英科医疗为例，2023Q1-3，公司收入为50.4亿元，已达到Top Glove同期收入体量的两倍。

营收情况 (亿元)



净利润情况 (亿元)



本周关注：全球一次性手套产业图谱

市值情况：国产厂商市值已赶超马来西亚厂商

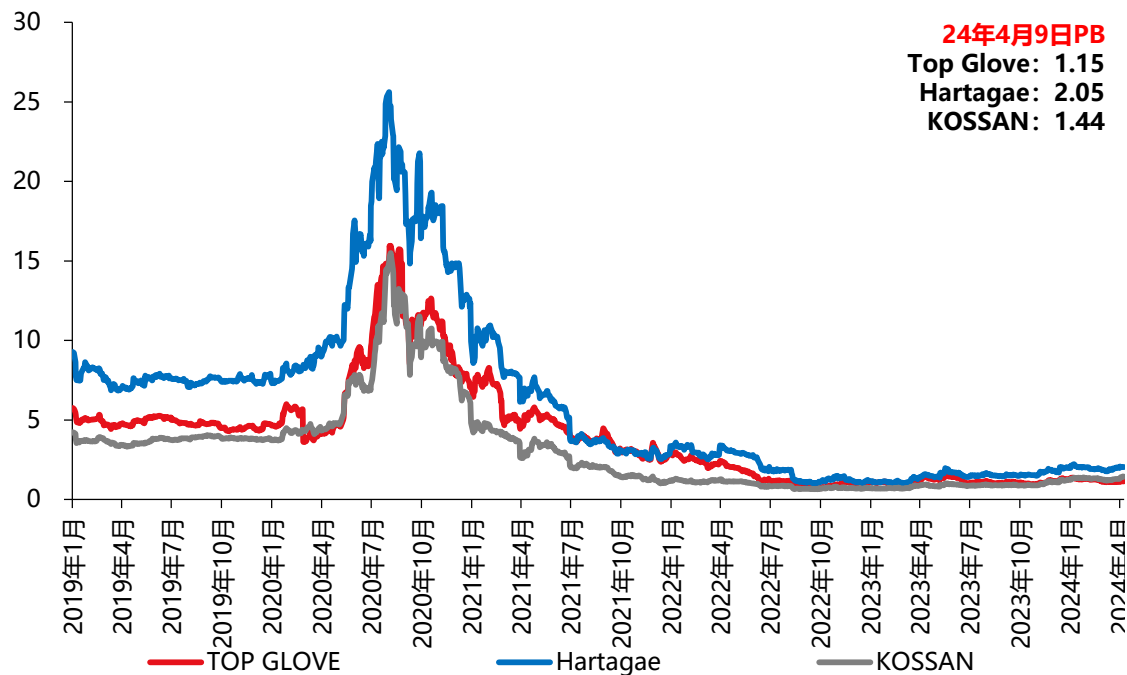
- 英科医疗市值已赶超Top Glove。2019年12月31日，英科医疗市值为33亿元，低于同期Top Glove的213亿元。但随着疫情期



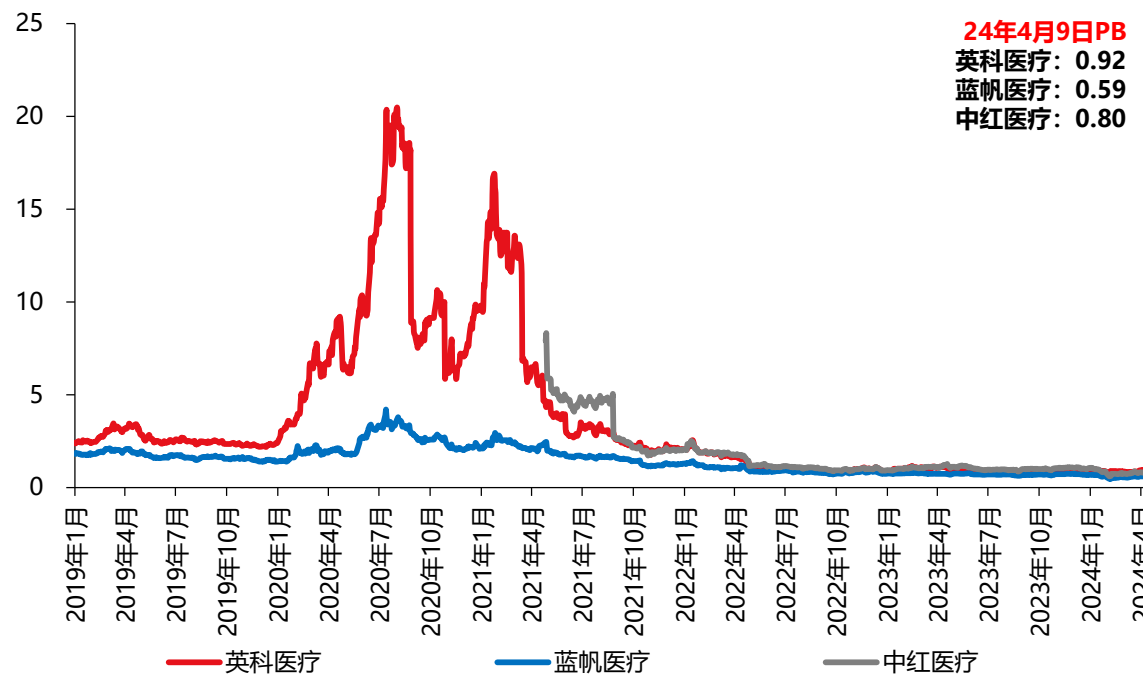
估值情况：国产厂商PB低于马来西亚厂商

- 国产厂商处于破净状态。24年4月9日，Top Glove、Hartagae、KOSSAN的PB (MRQ) 分别为1.15、2.05、1.44，而同期英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗的PB (MRQ) 分别为0.92、0.59、0.80，处于破净状态。

马来西亚手套厂商PB情况



国产手套厂商PB情况



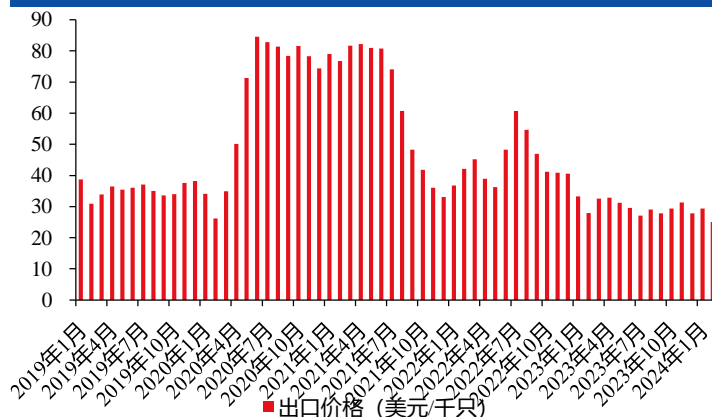
建议关注一次性手套板块的投资机会

- 一方面，我们认为国产手套价格已经筑底。2021年开始手套价格下行的原因在于供需关系的调整，我们认为，目前这种调整已进入尾声。首先从供给端来看，各手套厂商皆暂停了产能扩张计划，且小厂在手套价格下行过程中已陆续出清，此外经销商库存消化也已进入尾声，供给端溢出情况得到缓解。再从需求端来看，疫情期间民众使用一次性手套的习惯得到了提升，相较疫情前存在更多一次性手套使用需求，并且未来一次性手套使用范围也将逐步扩展至更多非医疗场景，为一次性手套需求端带来新的增长驱动力。因此，基于前述判断，我们认为国产手套价格已经筑底。
- 另一方面，我们认为国产手套价格上行可期。2023年初，国产丁腈手套价格约为15美元/千只，马来西亚丁腈手套的价格约为17美元/千只，其中2美元价差源自于美国对中国医用手套征收的7.5%的关税，属于合理价差。但2023年上半年，在Top Glove的号召下，马来西亚手套厂商开始陆续涨价，但是国产厂商仍然维持着原价，拉大了价差。我们认为，拉大的价差将成为国产丁腈手套价格上行的驱动力，直至回归7.5%关税带来的合理价差。
- 整体来看，我们认为国产手套价格已经筑底且上行可期，考虑到目前相关标的估值处于低位，处于破净的状态，**建议关注一次性手套板块投资机会，相关标的为英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗。**

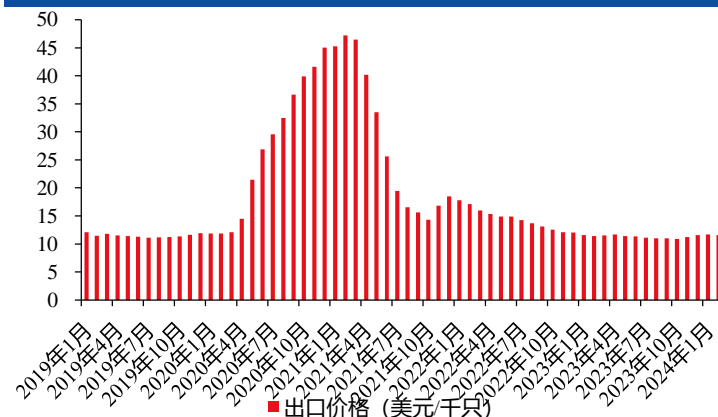
全球一次性手套均价



国产硫化橡胶手套（包含丁腈手套）出口价格趋势



国产PVC手套出口价格趋势



- 信达生物成立于2011年，致力于研发、生产和销售肿瘤、自身免疫、代谢、眼科等重大疾病领域的创新药物，是国内领先的生物制药公司。自2018年首款产品信迪利单抗获批上市以来，信达生物已有10款产品实现商业化。公司销售收入进入加速增长阶段，2023年全年产品销售收入超过57亿元，同比增长超过39%。公司经营效率显著提升，销售及管理费用率下降，亏损显著收窄。2023年息税折旧及摊销前亏损缩窄至6亿元，相比2022年22.21亿元下降73%。
- 自主研发+合作引进，双管齐下致力全球创新。信达生物已建立一支拥有1500多名员工的产品研发团队，国清院每年稳定推进6-8个创新候选药物至IND准备阶段，将成为公司长期成长推动力。信达生物已与礼来、罗氏、赛诺菲等国际合作方达成30项战略合作，同时携手本土企业，借助公司强大的商业化能力充分实现创新价值。通过自主研发大力投入，对外合作共同开发，公司建立了丰富管线，计划于2027年实现约20款产品商业化，预计将达成约200亿产品销售额。此外，来自临床早期阶段的全球权益管线，以及持续的BD合作将进一步带来成长空间。
- 四大疾病领域全面覆盖，多款产品进度领先。信达生物在肿瘤、代谢、自免、眼科等四大适应症领域均有领先产品在研。在肿瘤领域，将“IO+ADC”作为研发的重点方向，充分发挥管线协同效应，拓展肿瘤领域市场空间，CLDN18.2 ADC IBI343全球首个进入临床III期。在代谢领域，布局减重、降血脂、痛风等大适应症，全球首款GLP-1R/GCGR双激动剂玛仕度肽已申报上市。在自免领域，国产首个IL23p19单抗已进入临床III期，每三个月给药一次，具备差异化优势。在眼科领域，首款国产IGF-1R单抗IBI311已完成临床III期即将报产，全球首个眼用VEGF/补体双靶向融合蛋白IBI302正在开展临床III期研究，有望延长给药间隔。
- 投资建议：公司已有10款商业化产品，收入进入加速增长阶段，同时经营效率不断提升，亏损显著缩窄。公司研发管线布局丰富，临床推进迅速。作为中国领先的生物制药公司，有望兑现创新价值。我们预计公司2024-2026年的营业收入分别为73.08、94.66和123.78亿元，同比增长8.1%、29.5%和30.8%；归母净利润为-3.50、-0.16和8.05亿元。根据创新药管线估值方法（基于风险调整的现金流折现法）测算，给予公司整体估值908亿港元，对应目标价为56港元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示。临床进度不达预期，竞争格局变动，对外合作不达预期。

- **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

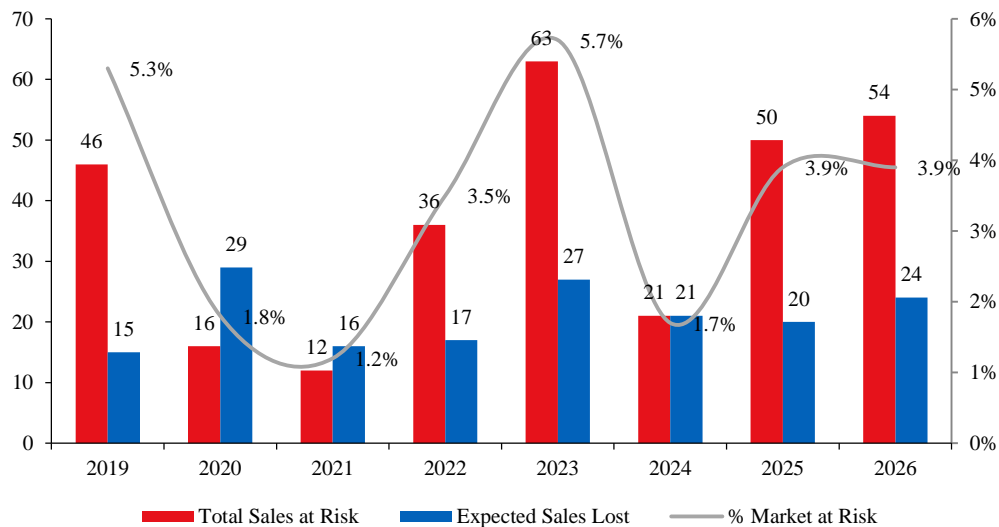
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，优选确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中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

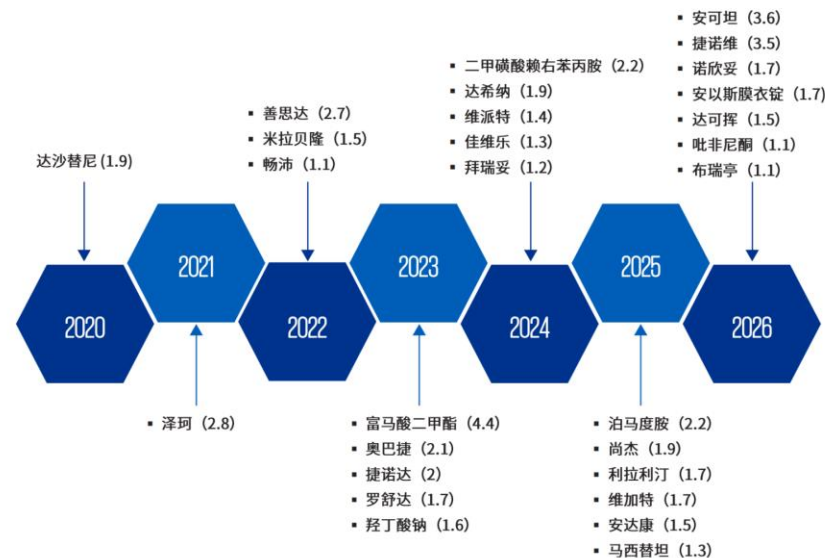
2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



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)

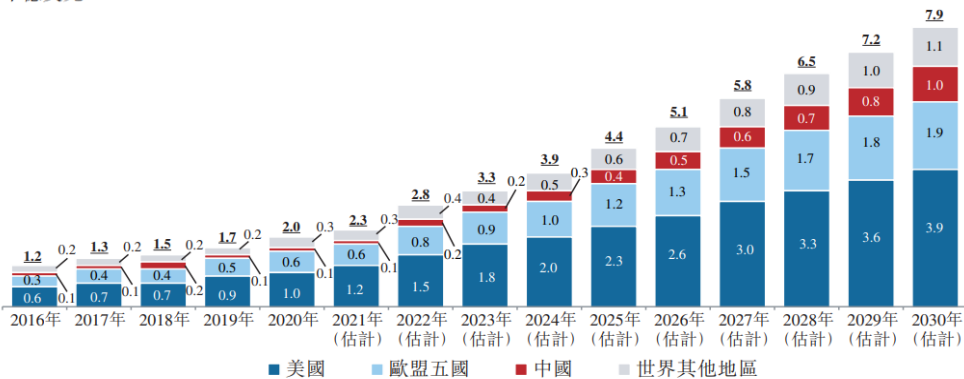
CXO：新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量

- 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%

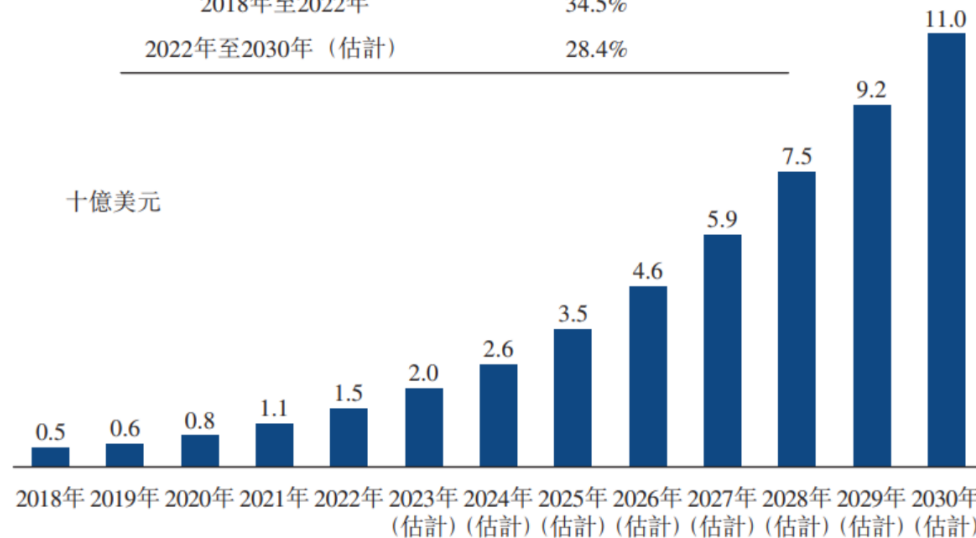
十億美元



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。
- 新增：信达生物、国际医学。

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	31	1.8	2.4	3.1	17	13	10
医疗器械	603301.SH	振德医疗	53	4.3	5.3	6.6	12	10	8
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	73	0.6	1.4	2.2	126	52	33
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	158	4.54	6.5	8.4	32	24	19
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,281	116.0	141.2	170.8	28	23	19
医疗器械	300396.SZ	迪瑞医疗	62	3.4	4.5	6.1	18	14	10
医疗器械	688677.SH	海泰新光	58	1.5	2.1	2.8	40	28	21
医疗器械	603882.SH	金域医学	213	7.0	11.4	15.8	31	18	14
医疗器械	300832.SZ	新产业	517	16.5	21.2	27.2	32	24	19
创新药	0013.HK	和黄医药	228	1.0	-0.2	0.4	-	-	-
创新药	6990.HK	科伦博泰	289	-6.0	-2.2	2.6	-	-	-
创新药	688336.SH	三生国健	136	3.0	1.5	2.5	46	93	53
创新药	2105.HK	来凯医药	17	-3.7	-4.8	-3.6	-	-	-
创新药	3692.HK	翰森制药	863	32.8	30.4	32.9	26	28	26
创新药	688488.SH	艾迪药业	68	-0.8	-0.1	1.0	-	-	-
中药	002603.SZ	以岭药业	328	21.3	17.1	19.7	15	19	17
中药	000999.SZ	华润三九	541	28.5	31.0	35.7	19	17	15
中药	000423.SZ	东阿阿胶	422	11.5	14.86	19.29	37	28	22
中药	600557.SH	康缘药业	124	5.4	5.6	6.7	23	22	18
中药	2273.HK	固生堂	95	2.5	3.5	4.6	38	27	21
中药	600329.SH	达仁堂	243	9.9	13.4	16.6	25	18	15
中药	600572.SH	康恩贝	127	7.0	8.6	10.2	18	15	12
中药	600129.SH	太极集团	180	8.2	11.9	15.4	22	15	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	000963.SZ	华东医药	509	29.1	35.3	43.2	17	14	12
化药	600079.SH	人福医药	301	21.3	26.7	31.2	14	11	10
化药	688513.SH	苑东生物	70	2.3	2.8	3.6	31	25	20
医药零售	605266.SH	健之佳	59	4.4	5.5	7.1	13	11	8
医药零售	301017.SZ	漱玉平民	51	2.7	3.6	4.9	19	14	10
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	77	2.6	3.1	4.0	30	25	19
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	215	6.8	8.9	11.7	32	24	18
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	91	0.8	0.8	0.8	119	115	121
医疗服务	000516.SZ	国际医学	132	-2.8	1.9	5.7	-47	69	23
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	46	1.8	2.3	3.1	25	20	15
生命科学服务	688114.SH	华大智造	225	-6.0	1.6	3.3	-38	142	68
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	32	1.1	3.0	4.1	28	11	8
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	40	0.5	1.5	2.1	74	26	19
CXO	301333.SZ	诺思格	55	1.7	2.2	2.9	33	25	19
CXO	2268.HK	药明合联	206	2.8	6.8	9.9	73	31	21

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	78	4.2	5.3	6.6	18	15	12
医疗器械	688236.SH	春立医疗	77	3.3	4.0	5.0	23	19	15
医疗器械	600587.SH	新华医疗	107	8.3	10.4	12.8	13	10	8
创新药	01801.HK	信达生物	0	(10.3)	(3.9)	(0.4)	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	323	6.3	7.0	8.6	51	46	38
生物制品	600867.SH	通化东宝	200	13.4	15.8	19.0	15	13	11

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

国家医保局发布《2023年医疗保障事业发展统计快报》。截至2023年底，基本医疗保险参保人数达133386.9万人，参保覆盖面稳定在95%以上，参保质量持续提升。参加职工基本医疗保险人数37093.88万人。参加城乡居民基本医疗保险人数96293.02万人。2023年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为33355.16亿元、28140.33亿元。职工基本医疗保险基金（含生育保险）收入22880.57亿元，其中统筹基金收入16636.07亿元。基金支出17717.80亿元，其中统筹基金支出11620.58亿元。职工基本医疗保险统筹基金（含生育保险）年末累计结存26405.89亿元。城乡居民基本医疗保险基金收入10474.59亿元，支出10422.53亿元。

4月10日，Vertex Pharmaceuticals 和Alpine Immune Sciences共同宣布，两家公司已达成最终协议，根据协议，Vertex将以每股65美元或约49亿美元的现金收购Alpine。该交易获得了Vertex和Alpine董事会的一致批准，预计将于本季度早些时候完成。Alpine 的先导分子povetacicept (ALPN-303) 是一种高效的B细胞活化因子BAFF和增殖诱导配体APRIL双拮抗剂。通过II期研发，povetacicept在 IgA肾病 (IgAN) 方面显示出了同类产品中最优的潜在疗效。IgAN是一种严重的进行性自身免疫性肾病，可导致终末期肾病。目前还没有针对 IgAN 潜在病因的获批疗法。IgAN是全球原发性（特发性）肾小球肾炎最常见的病因，在美国约有13万人受到影响。Povetacicept有望在2024年下半年进入III期临床开发阶段。

4月11日，罗氏宣布，该公司用于支持早期阿尔茨海默病诊断的血浆生物标志物Elecsys pTau217获得了FDA的突破性设备认定。该检测方法由罗氏和礼来合作开发，它将用于帮助确定个人体内是否存在淀粉样蛋白病理，有助于患者的疾病诊断。这可能包括参与临床试验或接受已获批准的疾病调整疗法。如果获得批准，该测试将有助于迅速扩大获得更及时、更准确诊断的范围，并有可能减轻阿尔茨海默病对人类和社会的影响。

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	诺唯赞	24.35%	AD检测概念	1	*ST太安	-22.61%	退市风险
2	同和药业	21.99%	原料药板块	2	英诺特	-20.78%	前期涨幅较高，短期回调
3	万泰生物	20.01%	九价HPV临床进展	3	凯因科技	-18.76%	2023年报
4	键凯科技	14.86%	注射用交联透明质酸钠凝胶注册进展	4	采纳股份	-17.21%	FDA警示
5	华海药业	14.32%	原料药板块	5	金城医学	-15.80%	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。