

# 华创医药投资观点&研究专题周周谈·第96期

## 制剂一体化企业即将进入放量期

本周专题联系人：王宏雨

执业编号：S0360523080006邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

华创医药团队：

首席分析师郑辰

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

联席首席分析师刘浩

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

医疗器械组组长李婵娟

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

中药和流通组组长高初蕾

执业编号：S0360524070002邮箱：gaochulei@hcyjs.com

分析师万梦蝶

执业编号：S0360523080008邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

分析师王宏雨

执业编号：S0360523080006邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

分析师朱珂琛

执业编号：S0360524070007邮箱：zhukechen@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

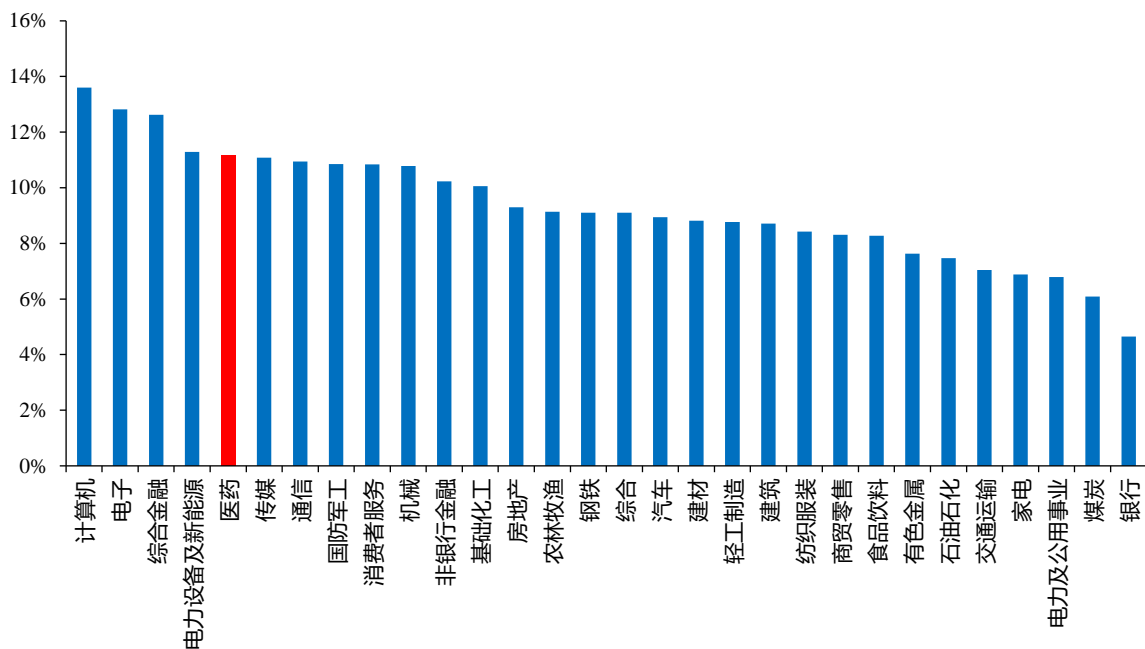
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

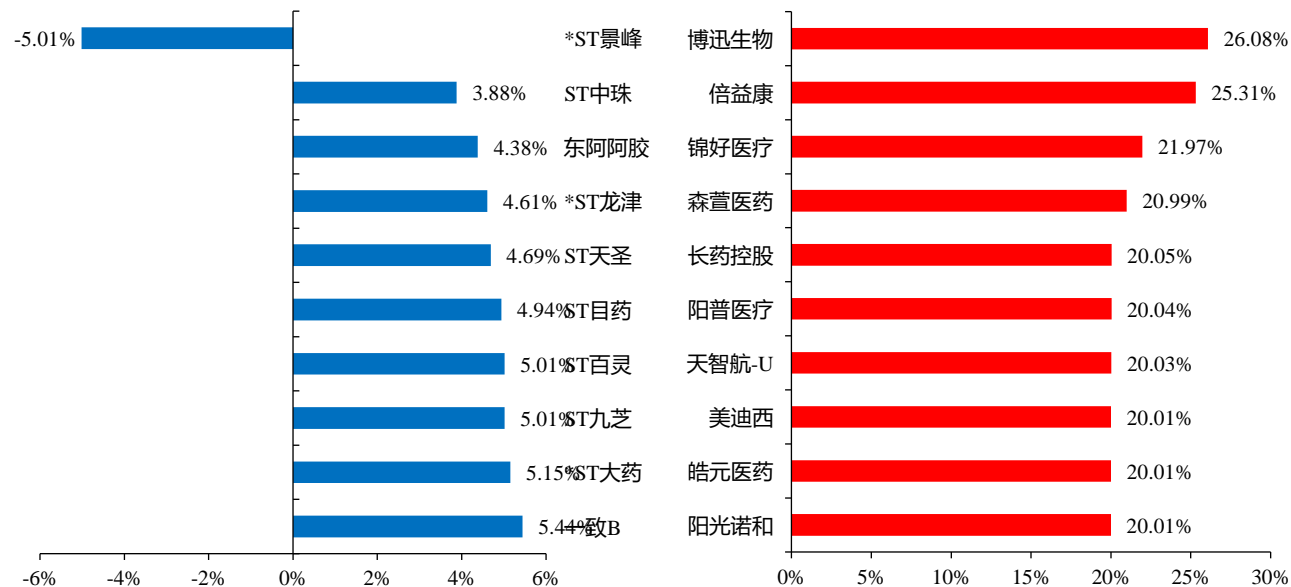
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨11.15%，跑赢沪深300指数2.66个百分点，在中信30个一级行业中排名第5位。
- 本周涨幅前十名股票为博讯生物、倍益康、锦好医疗、森萱医药、长药控股、阳普医疗、天智航-U、美迪西、皓元医药、阳光诺和。
- 本周涨幅后十名股票为\*ST景峰、ST中珠、东阿阿胶、\*ST龙津、ST天圣、ST目药、ST百灵、ST九芝、\*ST大药、一致B。

## 本周中信一级行业指数涨跌幅



## 本周涨幅排名前/后十名的股票



## 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、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。2024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) 国务院3月发布的设备更新政策正在加速推进，各地方陆续出台具体更新方案，关注订单落地后给相关公司带来的业绩增量，首推迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、新华医疗、海泰新光；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) 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；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，建议关注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。

## 一、一体化企业的国内制剂业务开始放量

- 2024年以来，在医药整体表现低迷的背景下，许多以院内集采药品业务为代表的制剂一体化公司曾被市场认为存量业务天花板低、集采药价承压收入增长持续性存疑，然而上半年以来无论是业绩还是股价均表现相对优异
- **未来中长周期下，集采药品的快速放量是否可以维持？以集采放量为核心业务的制剂一体化是否能够被市场认可享受估值溢价？在板块内部走势分化显著，行业整体表现弱勢的背景下这些问题显得尤为重要**
- 本篇报告中，我们通过借鉴日本仿制药行业和时代红利下白马股的诞生，将国内的产业发展趋势与日本21世纪初的情形进行类比，并且认为基于国内更大的人口基数和更快的老龄化进程，本土市场的巨大用药潜力有望使得国内制剂一体化企业的成长天花板远超日本龙头企业

部分制剂一体化企业24H1国内制剂收入情况

|      | 总市值* (亿元) | 24H1国内制剂收入 (亿元) | 同比增速    |
|------|-----------|-----------------|---------|
| 华海药业 | 287.3     | 24.25           | 27.40%  |
| 普洛药业 | 201.6     | 6.80            | 18.37%  |
| 仙琚制药 | 133.5     | 12.15           | 10.60%  |
| 天宇股份 | 61.2      | 0.97            | 126.82% |
| 司太立  | 42.4      | 2.97            | 27.38%  |

## 二、政策触发日本仿制药市场红利期

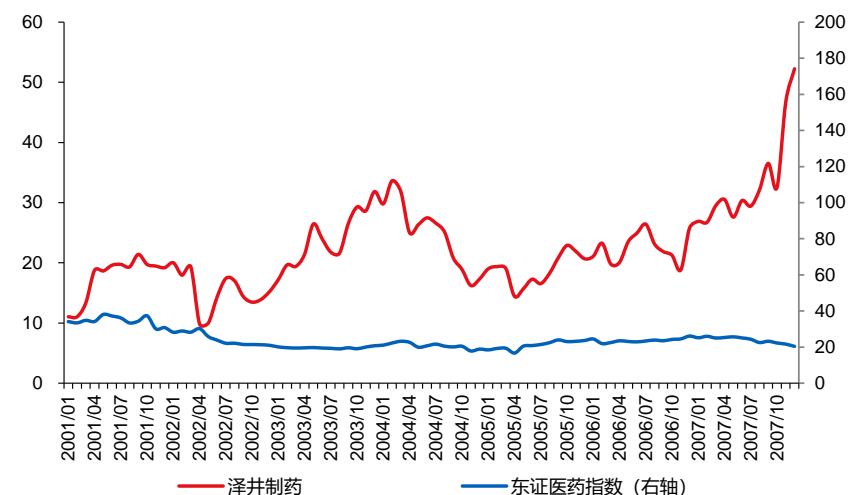
### （一）仿制药发展的黄金七年（2001-2007年）

- 复盘日本仿制药行业，由于仿制药低廉的价格和降价压力的长期存在，仿制药行业不断触发政策红利。为提高药品可及性、控制医疗费用上涨，日本政府自2000年以来开展了一系列改革，多措并举地提高了仿制药的替代率，日本仿制药行业迎来发展的黄金时代
- 更具指导意义的是，仿制药企业龙头的股价在资本市场享受估值溢价的阶段，正是日本加大医保控费力度，密集出台仿制药鼓励政策，但是渗透率依然较低的时期

#### 2002-2004年，为医保控费日本出台鼓励仿制药政策

| 日期       | 政策变化                     | 影响                |
|----------|--------------------------|-------------------|
| 2002年4月  | 减少体检报销比例                 | 限制医疗费用            |
|          | 引入使用仿制药的激励措施             | 鼓励使用仿制药           |
| 2002年6月  | 政府鼓励国立医院使用仿制药            |                   |
| 2002年10月 | 在老年医疗保健保险制度中实行个人患者固定费用比例 | 患者自付比例提高→患者成本意识提高 |
| 2003年4月  | 对有薪雇员来说，患者自付比例增加到30%     |                   |
| 2004年4月  | 利用先进技术向医院引入DPC           | 医疗机构成本意识提高        |
|          | 国立医院向独立行政实体过渡            |                   |
|          | 将DPC向没有先进技术的医院推广应用       |                   |

#### 2001-2007年泽井制药的市盈率



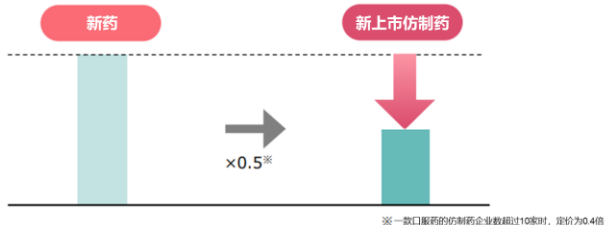
## 1、严格的药价控制是日本控费的主旋律

- **对药品价格进行严格管控是日本全面控费改革的主旋律。**1981年开始，日本政府调控药品价格全面降低18.6%，开启了每两年一次降价的降价过程。为了配合药品控费的政策，厚生劳动省将全民健康保险药品价格定期下调，这不仅加剧了药企之间的竞争激烈程度，同时还要求仿制药厂商必须以更加严格的标准确保药品的高质量。此外，仿制药定价计算方式中还规定，当口服剂型生产厂商超过10家时，仿制药定价以原研药的40%计算，这也避免了过多的生产企业推出同一种产品的资源浪费
- **此外，政府也在不断上调医保自付比例提高患者对于成本的敏感度，运用医保支付杠杆引导仿制药的使用。**从不同年龄段的人均医疗费用中可以清晰看到，当进入到60岁以后保险费缴纳额度急剧下降，但是人均医疗费用却随着年龄增长而快速增加，与此同时个人支付的医疗费用金额也维持在较高区间。日本政府通过维持较高的自付比例，使百姓自主产生费用控制意识，出于成本考量优选仿制药

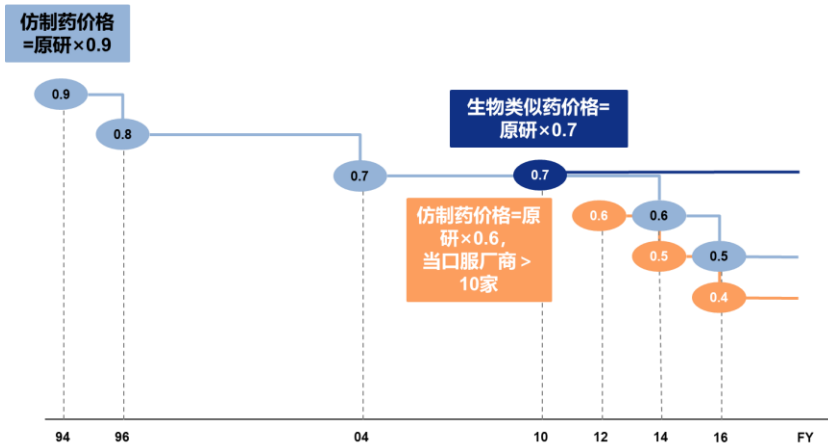
### 当前日本仿制药首次纳入医保支付的定价机制

#### 计算方式

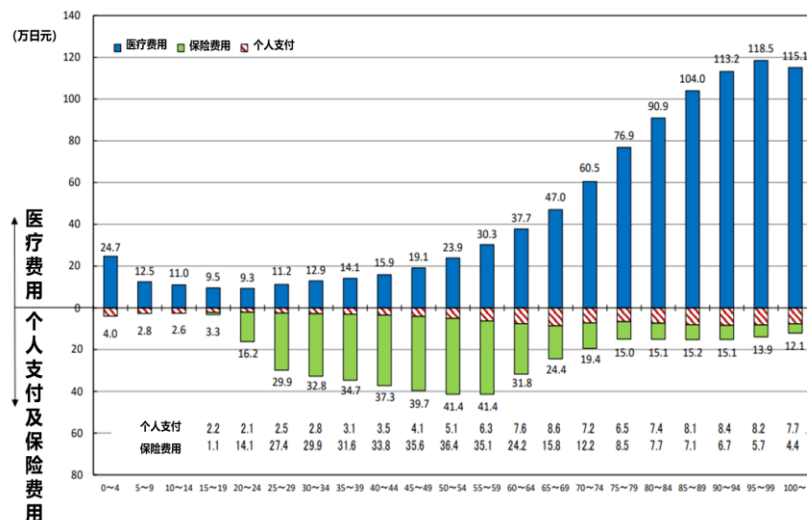
- 仿制药第一次被收录时
  - 仿制药价格=原研药的价格×0.5
  - 但是对口服药而言，如果品牌数超过10个，则×0.4
  - 新上市的生物类似药价格=原研价格×0.7（如果厂家临床试验充实度较高达到要求则最多可以在此基础上提价10%）
- 对于与原研药具有相同活性成分、原料药等并已获批仿制药（Baysai AG）的生物药品，价格为原研价格×0.7
- 仿制药已经被收录，则与最低价格的仿制药价格相同



### 日本首个仿制药列入医保支付时定价变化



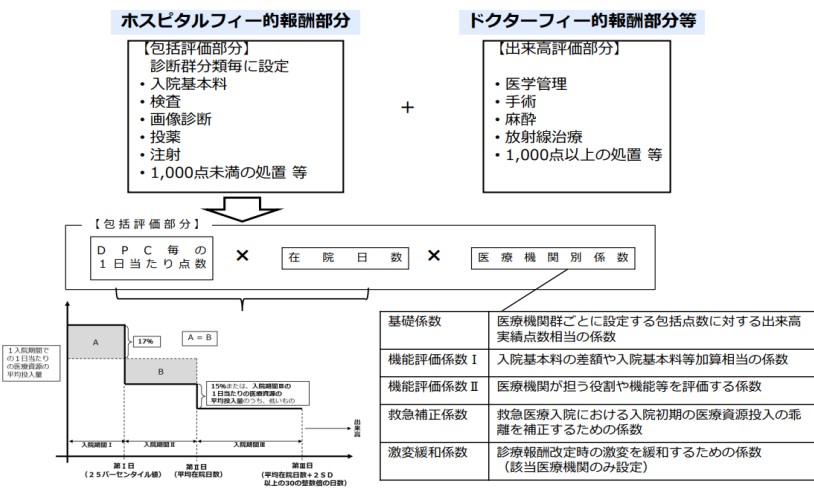
### 按年龄段，日本的人均医疗费用、自费金额及保险费用



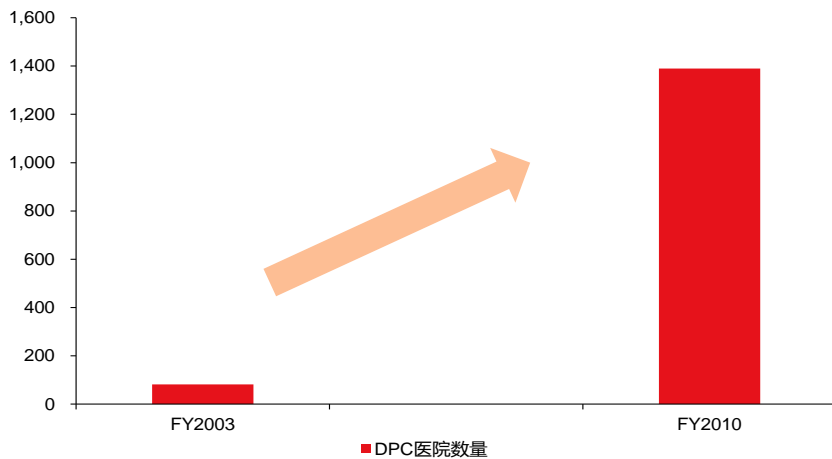
## 2、DPC/PDPS间接却深远地影响了仿制药替代进程

- **DPC的执行通过加强医院对成本端的控制意识，间接促进了仿制药的推行。** 尽管政府不断努力控制快速老龄化社会带来的医疗费用增加，但日本医疗保险的财务压力愈发严峻。日本长期使用传统的按服务项目付费作为医疗服务的付费方式，1990年厚生劳动省对老年医院中病例实行按日收费，1998年日本在10家试点医院对急性住院患者实行按疾病诊断相关分组收费，2003年4月日本政府正式推出DPC/PDPS
- **DPC相比集采对药价的影响虽然更为间接，但其影响更为深远。** 自2003年日本开始推行DPC以来，DPC制度覆盖面迅速提升。横向对比其他医疗终端，DPC住院的仿制药替代率远高于其他形式。从日本全国水平看，仿制药的平均代替比率在80%，而DPC医院住院的替代率为90%，不仅高于按项目付费住院的医疗机构，甚至高于有政策强制要求仿制药替代的药店

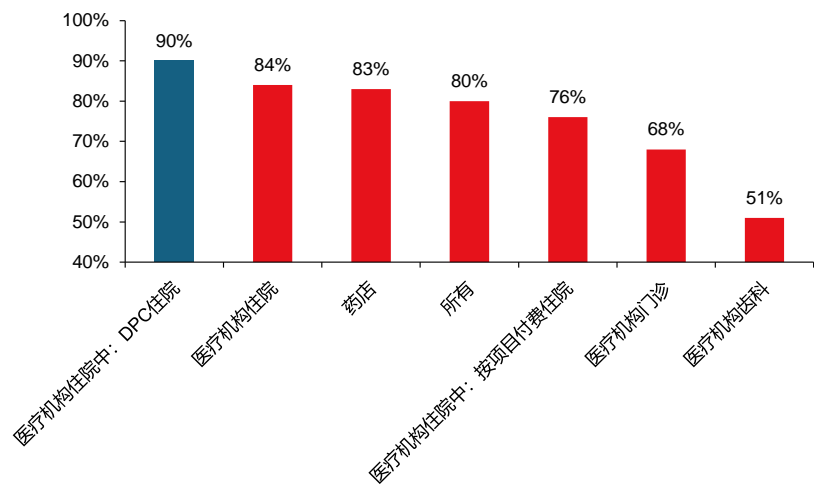
### 日本DPC/PDPS付费制度



### 03年实行DPC之后，日本DPC医院数量迅速增加



### 2020年日本全国各类型机构仿制药替代比率



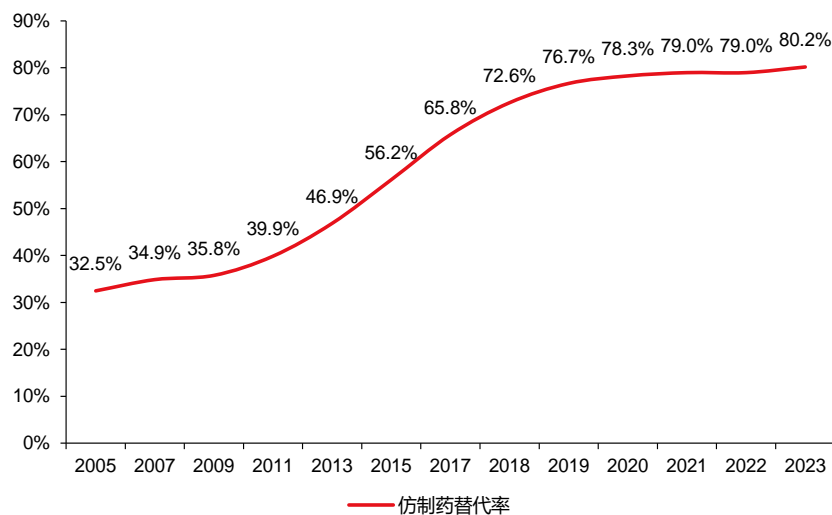
## 3、市场教育真正提升仿制药的临床使用

- 尽管仿制药与原研药在疗效上几乎没有区别，但是由于仿制药本身存在缺货或者质量担忧医患偏向于使用品牌药，对仿制药的信心不足，且医生和药师在低价仿制药上激励性不足，仿制药前期推广速度并不快。日本政府通过法律法规激励和引导医师和药剂师使用仿制药
- 对医师和药师的管理和激励上，首先是改变处方样式，不允许仿制药替代的处方医师需解释说明并签字；其次，政策赋予了药师仿制药替代权，药师可以在征求患者同意后对处方进行仿制药替代。最后，政策还给予医师、药师和医疗机构经济激励。针对开具仿制药处方的医师给予20日元/张的奖励，仿制药使用比例达到20-30%和超过30%的医疗机构分别给予280日元/人次和350日元/人次的奖励。“仿制药处方奖励机制”规定药师调配的仿制药比例在近3个月内达到30%以上即可获得170日元的现金奖励，同时药师每次向患者介绍仿制药的相关信息，也可获得100日元的现金奖励
- 除了医生和药师端的市场教育之外，患者端的知晓率提升也是仿制药推行过程中的重要一环。2001年日本仿制药的份额在所有的处方药中占比仅为12%，彼时发达国家的仿制药知晓率已经很高。由于仿制药能够有效限制医疗费用的增加，各国政府采取了各种措施进行推广，如美国FDA通过网站和海报提供仿制药信息，2001年美国和部分欧洲国家的仿制药替代率已经超过一半

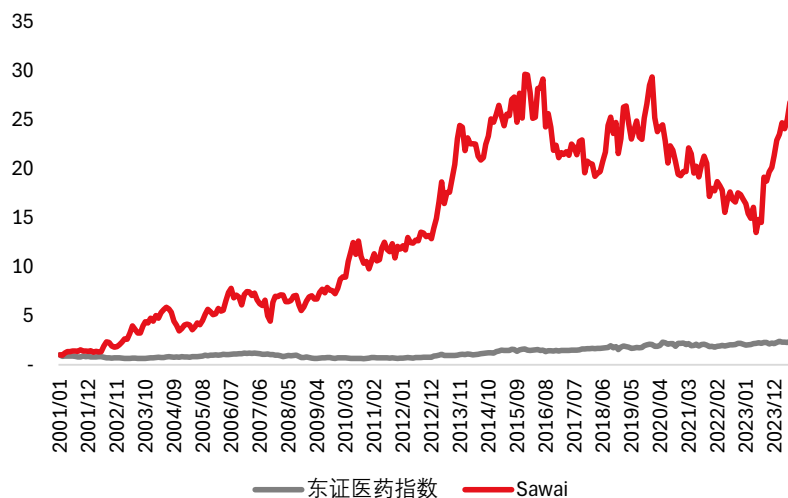
## （二）优质仿制药发展的全面普及期（2008年以后）

- **2008年以后日本仿制药行业的替代率快速提升。**2007年日本政府将“促进仿制药使用”列入《经济财政改革基本方针2007》，并明确提出2012年仿制药替代率达到30%，并且从稳定供应、质量保证、信息提供、仿制药促进环境和医保等多角度陆续出台相关政策，仿制药正式开始全面普及。多措并举下，日本仿制药替代率在2011年后迅速上升，在2023年超过80%，基本和欧美发达国家的平均水平接近
- **市场的快速发展必然引来更多的竞争者。**2008年前后，国际仿制药巨头也逐渐看到日本仿制药行业巨大潜力，并伴随政府全方位的鼓励仿制药政策不断出台，不少公司通过合资/收购的形式进军日本仿制药市场，行业竞争压力骤然上升
- **值得一提的是，尽管随着竞争态势严峻，各家仿制药企业在行业发展中后期盈利能力开始下行，但是在一定的阶段内，也并没有直接影响龙头公司的业绩和股价继续上涨**

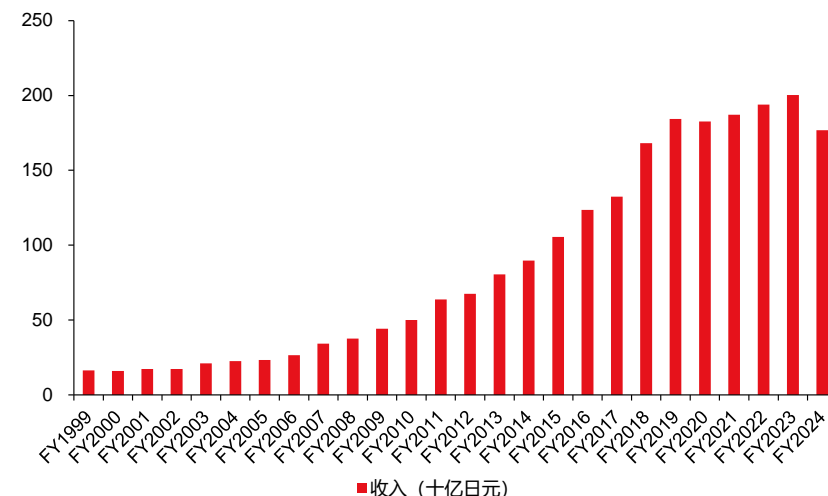
### 日本仿制药替代率提升路径



### 2001年以来泽井制药的股价显著跑赢东证医药指数（归一化）



### 1999-2024财年泽井制药的收入



## 三、看好国内领先制剂一体化企业的成长潜力和投资机会

我们坚定看好国内领先原料药制剂一体化企业的成长潜力和投资机会：

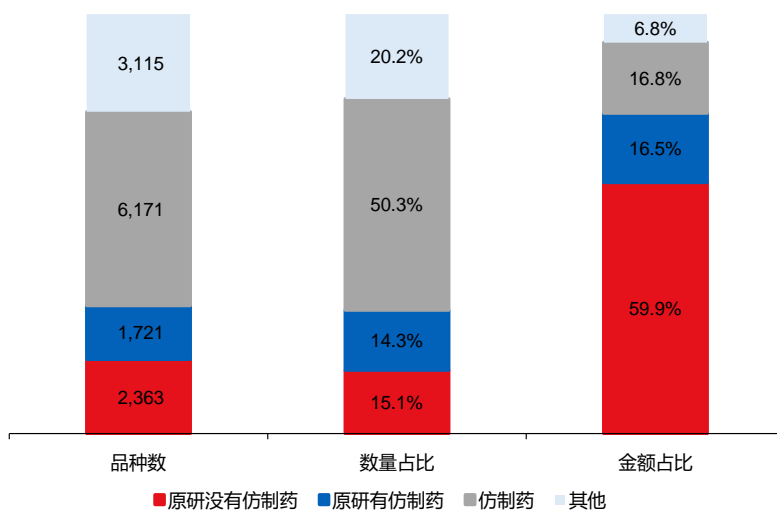
- 时间维度上，我们认为国内药品市场正在迎来仿制药渗透率提升和结构重塑的关键拐点，而DRG的全面推行有望加速仿制药的替代，基本可以与日本21世纪初开始全面推广DPC/PDPS的阶段对标。一系列医改政策背景下，制剂一体化企业的竞争优势正不断突显
- 空间维度上，基于国内更大的人口基数和更快的老龄化进程，国内本土市场的巨大用药潜力有望成为制剂一体化企业未来中长期成长的重要支持
- 此外，随着产业发展走向中后期，行业大概率会呈现出高度集中化的特征，具备足够强制造竞争力的头部企业将会在中长周期中最终胜出

## 三、看好国内领先制剂一体化企业的成长潜力和投资机会

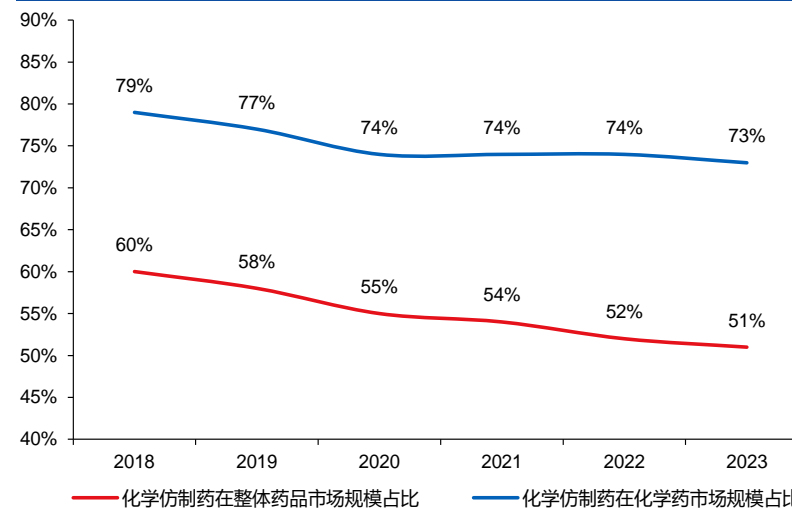
### 1、国内药品市场结构有待重塑，制剂一体化企业的竞争优势不断突显

- 相比日本等发达国家，国内的药品市场结构有待重塑。参考日本，2022年，日本仿制药的销量在药品总市场中的占比约一半，金额占比约为药品市场规模的六分之一。我们预计，随着DRG/DIP支付方式改革在2024年实现全国统筹地区全部覆盖，药品成为医院成本端的控费意识将会进一步普及，集采内药品的可及性和销量有望快速上升，推动国内药品市场结构发生变化
- 在集采等一系列医改背景下，国内制剂一体化企业的竞争优势正在不断突显。首先，集采后药品大幅降价往往带来销售量显著上升，能够直接拉动上游原料药的需求，提升制剂一体化企业的整体经营效率，带来利润增量。其次，历次国家药品集采平均降幅在50%左右，而制剂一体化企业可以自主生产原料药，同时减少了流通等多个中间环节，从而确保有效控制成本。最后，作为生产端，制剂一体化企业能够更好地保障原料药的质量一致性和供应稳定性，最大程度地降低了因降价幅度过大导致的供应短缺风险

#### 日本药品市场中仿制药金额占比约17%（2022年）



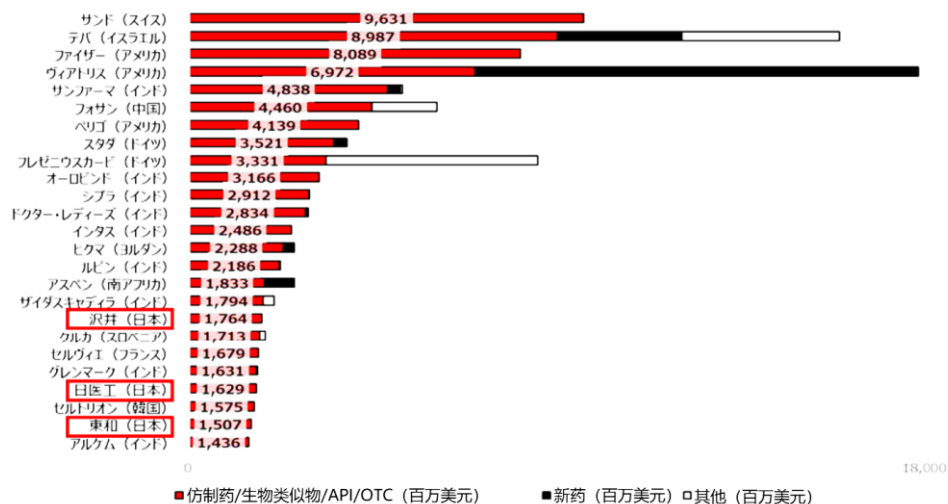
#### 18-23年中国化学仿制药在整体药品市场规模中的占比



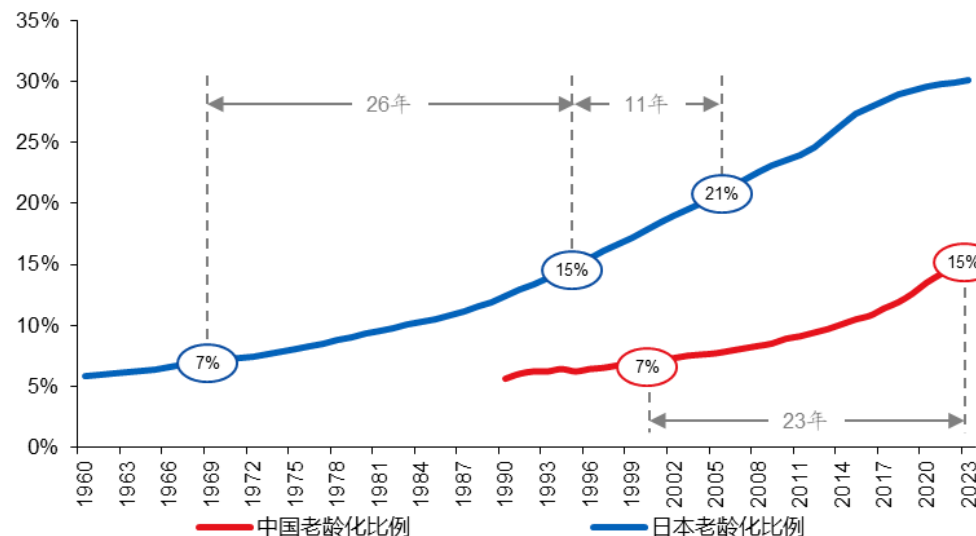
## 2、国内本土市场的长期空间极其广阔

- 全球视角下，由于日本仿制药企业仅聚焦国内业务，出口业务的扩张仍然相当有限，头部仿制药企业的整体收入规模仍较小
- 国内的老龄化进程或会比日本更快，同时国内较高的自付比例使得患者对药价敏感度更高。日本在1969年左右进入老龄化社会，1995年日本进入65岁以上人口占比超过15.0%的中度老龄化社会，2006年日本老龄化比例达到21.3%，进入超老龄化社会。2023年我国的65岁及以上人口占比首次超过15%，类似日本90年代初期的老龄化社会，国内从老龄化到中度老龄化社会用的时间比日本更短

日本仿制药企业在全全球仿制药企业中的排名（基于2022年）



中国的老龄化进度比日本晚30年



## 2、国内本土市场的长期空间极其广阔

- 在日本和中国，以三高为代表的慢性病患者率基本相当，且随着老龄化和生活方式的改变，近十年来患病率均处在持续提升的状态。但在目前老龄化比例仅为日本一半的情况下，国内老龄化人口基数几乎是日本的10倍
- 参考日本仿制药行业，2023财年日本仿制药销量达到917亿片，仿制药渗透率超过80%，并且过去十年日本的仿制药销量仍在以每年6.5%的增速持续增长
- 随着国内集采政策推行，国内主流的仿制药产品价格均出现了较大幅度的下滑，用药渗透率也在迅速提升，若未来中国逐步达到日本目前的渗透率，那么仿制药的需求量或许有可能接近万亿片的量级。国内市场的巨大用药潜力有望成为制剂一体化企业未来中长期成长的重要支撑

### 日本和中国人口基数及三高患病率情况

|                | 日本     | 中国     |
|----------------|--------|--------|
| 总人口 (亿人)       | 1.2    | 14.1   |
| 老龄化比例          | 30.1%  | 15.4%  |
| 65岁及以上人口数 (亿人) | 0.37   | 2.17   |
| 高血压患病率 (2019年) | 31.40% | 27.30% |
| 高血压患者基数 (亿人)   | 0.39   | 3.85   |
| 糖尿病患病率 (2021年) | 11.8%  | 8.3%   |
| 糖尿病患者基数 (亿人)   | 0.15   | 1.17   |

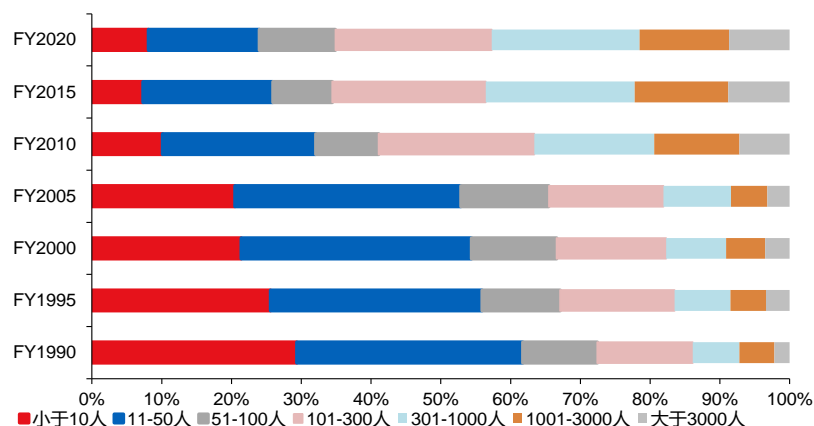
### 日本人口基数小，中国头部企业天花板更高

| 日本 (FY2023)     |        |
|-----------------|--------|
| 总人口 (亿人)        | 1.2    |
| 老龄化比例           | 30.1%  |
| 日本仿制药销量 (亿片)    | 917    |
| 单价 (日元/片)       | 12.8   |
| 日本仿制药市场规模 (亿日元) | 11,776 |
| Sawai销量 (亿片)    | 156    |
| Sawai份额         | 17%    |
| Sawai收入 (亿日元)   | 2,003  |
| Sawai净利润 (亿日元)  | 127    |

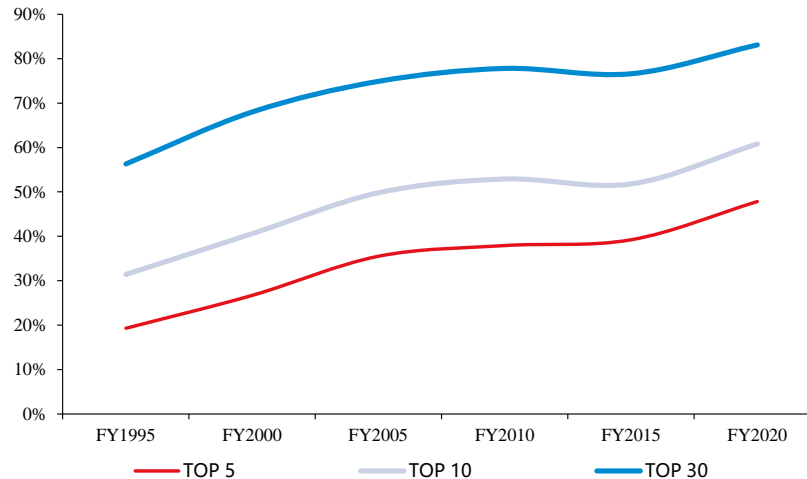
## 3、集中度快速提升，头部企业整合

- **参考日本，仿制药行业发展到成熟期将表现出极高的市场集中度。**从医药企业规模来看（员工数），过去30年员工数超过3000人的大型医药公司的占比从2.2%提高到8.7%；从医药企业的销售额来看，1995财年到2020财年TOP5公司的市占率从19%到48%，接近行业规模的一半，TOP30的公司份额达到83%
- **未来国内大概率也将会呈现头部寡头企业迅速聚合的发展趋势。**随着医保控费的压力不断增加，仿制药降价趋势会一直持续，同时市场竞争也将会更加激烈，利润端不可避免的下滑使得行业通过并购整合再次重新资源配置，以提高效率。近五年我国化学仿制药市场中，由大型制药企业组成的Top10企业稳定占据化学仿制药市场超过20%的份额。随着未来竞争加剧，我们预计未来头部企业大概率会呈现出加速集中的趋势

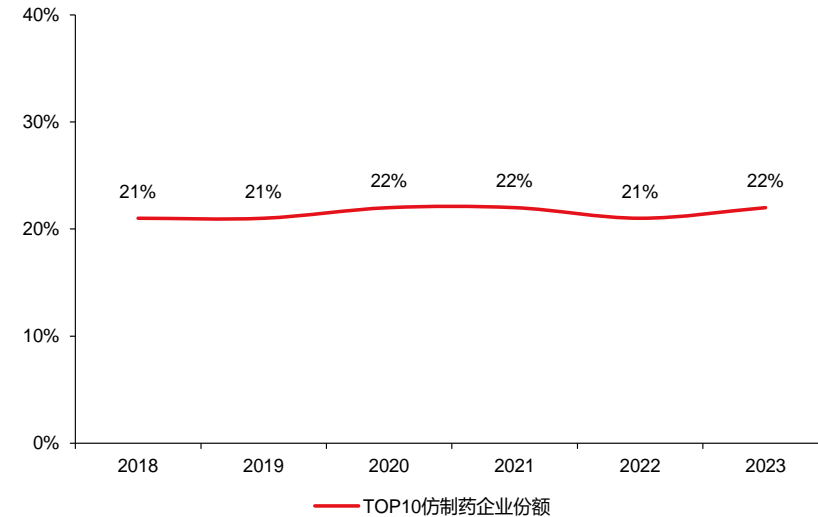
### 日本制药行业不断向头部集中（按员工数）



### 日本制药行业不断向头部集中（按销售额）



### 2018-2023年中国TOP10企业化学仿制药市场份额变化



- 血液瘤布局全面，适应症拓展推动销售增长。诺诚健华在血液瘤领域布局6款产品，覆盖骨髓瘤、白血病及非霍奇金淋巴瘤各个细分适应症。已上市BTK抑制剂奥布替尼随着国内独家适应症r/rMZL获批并纳入医保，销售有望显著提升。公司还将于年内在国内递交奥布替尼一线治疗CLL/SLL新适应症上市申请，在美国递交r/rMCL上市申请，进一步拓展商业化空间。国内首款CD19单抗坦昔妥单抗联合来那度胺治疗r/rDLBCL的上市申请已获CDE受理并纳入优先审评。
- 自免开启公司第二成长曲线。自免疾病患者人群庞大，全球自免患病人数预计达到5亿以上，中国自免发病人数约8000万人。自免市场已成为仅次于肿瘤及感染的第三大市场。诺诚健华凭借领先的小分子研发能力，在自免领域布局多款差异化小分子药物，有望开启公司第二成长曲线。BTK抑制剂奥布替尼治疗原发性免疫性血小板减少症的研究已推进至III期，治疗系统性红斑狼疮及多发性硬化处于临床II期阶段。在JAK/TYK2信号通路上，公司布局了TYK2/JAK1抑制剂ICP-332及变构抑制剂ICP-488。ICP-332治疗特应性皮炎已读出II期积极数据，展现同类最优潜力，将于今年启动临床III期研究。ICP-488高选择性靶向TYK2已启动银屑病临床II期研究，并有望于今年年底读出数据。公司差异化布局口服IL-17小分子药物ICP-923，已在临床前研究中展现出了优异的疗效，有望凭借给药便捷性与注射型IL-17生物制剂差异化竞争。
- 实体瘤布局me-better品种，预计首款产品即将报产。公司在实体瘤领域布局五款候选产品，包括选择性更好的pan-FGFR抑制剂ICP-192、潜在更优的二代TRK抑制剂ICP-723、SHP2抑制剂ICP-189等。其中，ICP-723治疗NTRK融合阳性肿瘤和ICP-192治疗胆管癌已进入注册II期临床，公司预计将于年底递交ICP-723上市申请。

- **高值耗材集采陆续落地，迎来新成长，重点推荐骨科、电生理、神经外科赛道，关注春立医疗、威高骨科、三友医疗、惠泰医疗、迈普医学等。**

骨科：1) 受益老龄化，国内骨科市场前景广阔。2) 国内骨科手术渗透率低。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，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。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。

神经外科：迈普医学已形成完善的神经外科高值耗材产品线，主要产品具备独特优势且协同效应显著，销售放量在即。业绩驱动因素：1) 集采影响转向利好；2) 拓展已有产品适应症和应用科室，并持续开拓新产品；3) 海外收入实现持续高增长；4) 2023年股权激励计划落地。

- **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、三诺生物。**

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。

三诺生物：传统BGM主业稳健发展，积极拥抱行业变革，有望在CGM赛道迸发新活力。

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

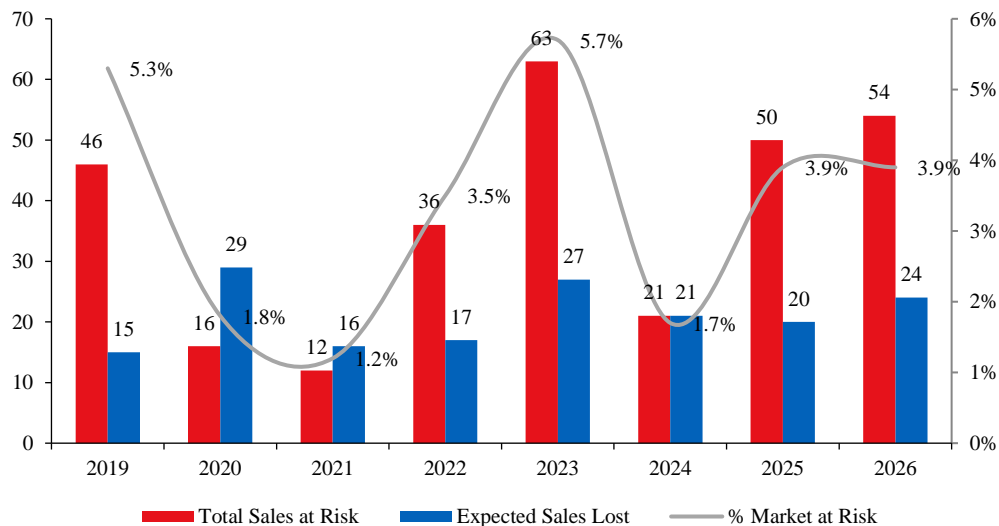
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、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

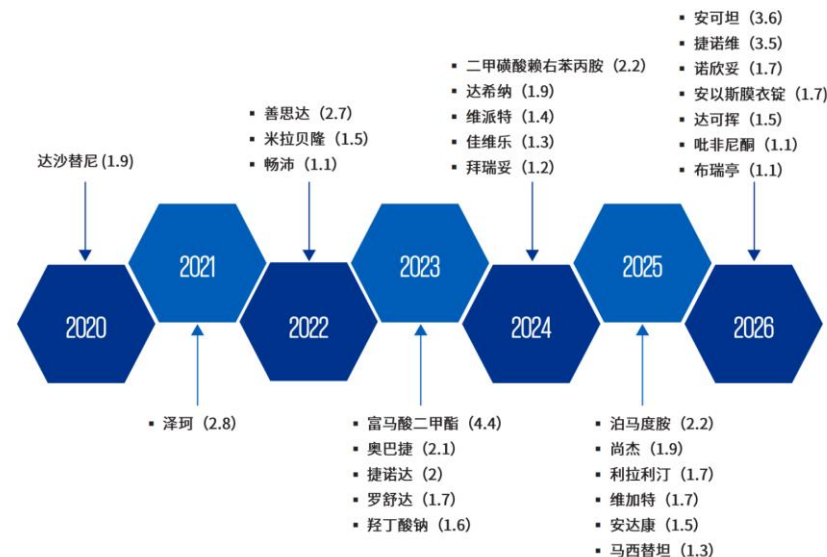
## 2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, EvaluatePharma, 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)



资料来源：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、毕得医药、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)<br>分子类生物试剂: 30% (2020)<br>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)   |

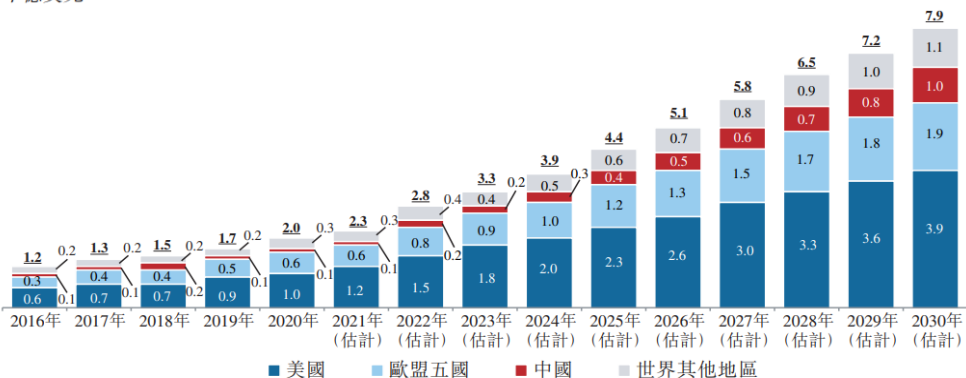
# CXO：新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量

- 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，另外建议关注新签订单表现亮眼且订单执行周期较长的临床CRO公司如泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

## 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% |

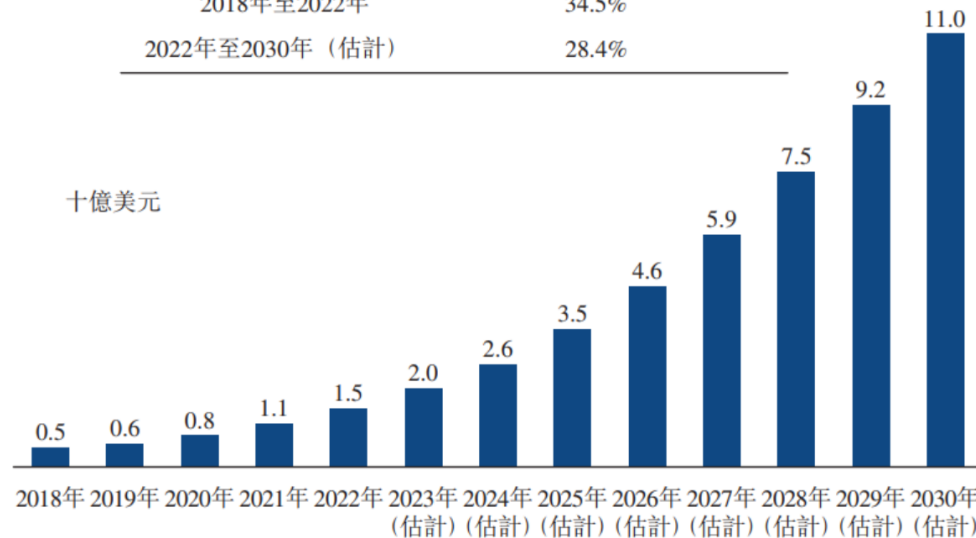
十億美元



## 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、迈普医学、三诺生物、和黄医药、科伦博泰、三生国健、来凯医药、翰森制药、艾迪药业、信达生物、乐普生物、诺诚健华、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、同和药业、仙琚制药、华海药业、健之佳、漱玉平民、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、国际医学、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、泰格医药。

### 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)  | 2024E      | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 医疗器械   | 688389.SH | 普门科技 | 73    | 4.2        | 5.1   | 6.4   | 17    | 14    | 11    |
| 医疗器械   | 688236.SH | 春立医疗 | 55    | 2.7        | 3.3   | 3.9   | 21    | 17    | 14    |
| 医疗器械   | 600587.SH | 新华医疗 | 116   | 8.3        | 10.4  | 12.8  | 14    | 11    | 9     |
| 医疗器械   | 688212.SH | 澳华内镜 | 66    | 0.5        | 1.7   | 2.7   | 146   | 40    | 24    |
| 医疗器械   | 300633.SZ | 开立医疗 | 157   | 5.9        | 7.5   | 9.6   | 27    | 21    | 16    |
| 医疗器械   | 300832.SZ | 新产业  | 644   | 20.8       | 26.5  | 33.4  | 31    | 24    | 19    |
| 医疗器械   | 300396.SZ | 迪瑞医疗 | 51    | 3.7        | 5.0   | 6.7   | 14    | 10    | 8     |
| 医疗器械   | 603309.SH | 维力医疗 | 36    | 2.4        | 3.0   | 3.8   | 15    | 12    | 10    |
| 医疗器械   | 603301.SH | 振德医疗 | 64    | 4.1        | 5.2   | 6.4   | 16    | 12    | 10    |
| 医疗器械   | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 3,552 | 137.5      | 164.4 | 195.3 | 26    | 22    | 18    |
| 医疗器械   | 688677.SH | 海泰新光 | 43    | 1.8        | 2.3   | 2.9   | 24    | 19    | 15    |
| 医疗器械   | 603882.SH | 金域医学 | 173   | 6.1        | 9.3   | 10.8  | 28    | 19    | 16    |
| 医疗器械   | 301033.SZ | 迈普医学 | 32    | 0.6        | 0.8   | 1.2   | 53    | 39    | 26    |
| 医疗器械   | 300298.SZ | 三诺生物 | 171   | 4.4        | 5.4   | 6.5   | 39    | 32    | 26    |
| 创新药    | 01801.HK  | 信达生物 | 834   | -3.5       | -0.2  | 8.1   | -     | -     | -     |
| 创新药    | 02157.HK  | 乐普生物 | 69    | -3.5       | -1.1  | 1.8   | -     | -     | -     |
| 创新药    | 0013.HK   | 和黄医药 | 264   | -0.2       | 6.5   | 13.6  | -     | 40    | 19    |
| 创新药    | 688428.SH | 诺诚健华 | 228   | -5.3       | -5.3  | -3.7  | -     | -     | -     |
| 化药     | 002294.SZ | 信立泰  | 386   | 6.4        | 7.1   | 8.8   | 61    | 55    | 44    |
| 化药     | 600079.SH | 人福医药 | 344   | 24.4       | 27.9  | 31.9  | 14    | 12    | 11    |
| 原料药    | 300636.SZ | 同和药业 | 39    | 1.7        | 2.3   | 3.0   | 22    | 17    | 13    |
| 原料药    | 002332.SZ | 仙琚制药 | 134   | 6.7        | 8.3   | 10.3  | 20    | 16    | 13    |
| 原料药    | 600521.SH | 华海药业 | 287   | 13.1       | 16.1  | 19.9  | 22    | 18    | 14    |
| 生物制品   | 600867.SH | 通化东宝 | 174   | 12.5       | 13.8  | 15.9  | 14    | 13    | 11    |
| 医疗服务   | 301267.SZ | 华夏眼科 | 206   | 6.9        | 7.7   | 8.6   | 30    | 27    | 24    |
| 医疗服务   | 000516.SZ | 国际医学 | 123   | 1.6        | 3.5   | 6.0   | 80    | 35    | 21    |
| 医疗服务   | 301293.SZ | 三博脑科 | 85    | 0.9        | 1.0   | 1.2   | 93    | 83    | 74    |
| 医疗服务   | 301239.SZ | 普瑞眼科 | 69    | 1.7        | 2.2   | 2.6   | 41    | 32    | 26    |
| 医疗服务   | 2273.HK   | 固生堂  | 103   | 3.3        | 5.1   | 7.3   | 31    | 20    | 14    |
| 生命科学服务 | 688293.SH | 奥浦迈  | 39    | 0.6        | 1.0   | 1.4   | 63    | 41    | 27    |
| 生命科学服务 | 301080.SZ | 百普赛斯 | 51    | 1.3        | 1.7   | 2.2   | 39    | 30    | 24    |
| 生命科学服务 | 688073.SH | 毕得医药 | 34    | 1.4        | 1.8   | 2.4   | 25    | 19    | 14    |
| CXO    | 301333.SZ | 诺思格  | 48    | 1.5        | 2.0   | 2.6   | 32    | 24    | 18    |
| CXO    | 300347.SZ | 泰格医药 | 597   | 15.0       | 16.1  | 18.9  | 40    | 37    | 32    |

## 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**

9月27日，艾伯维宣布已向FDA递交c-Met靶向ADC药物telisotuzumabvedotin (Teliso-V, ABBV-399) 的生物制品许可申请 (BLA)，用于治疗既往接受过治疗的c-Met蛋白过表达、表皮生长因子受体 (EGFR) 野生型晚期/转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 成人患者。该药物是c-Met赛道首款递交上市申请的ADC产品，也是艾伯维首款提交BLA的自研ADC产品。Teliso-V的安全性与之前的研究结果一致，没有发现新的安全性问题。最常见的任何级别治疗相关不良事件 (TRAE) 是外周感觉神经病变 (30%)、外周性水肿 (16%) 和疲劳 (14%)，最常见的 $\geq 3$ 级AE是外周感觉神经病变 (7%)。

9月30日，国家药品监督管理局 (NMPA) 官网显示，已附条件批准齐鲁制药有限公司申报的艾帕洛利托沃瑞利单抗注射液 (QL1706, 商品名：齐倍安) 上市，用于既往接受含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌患者的治疗。艾帕洛利托沃瑞利单抗是齐鲁制药基于MabPair技术平台研发的1类新药，由靶向PD-1的IgG4抗体艾帕洛利单抗 (Iparomlimab) 和靶向CTLA-4的IgG1抗体托沃瑞利单抗 (Tuvonralimab) 以固定比例组成，具有同时阻断PD-1和CTLA-4的协同作用机制，并且其中的CTLA-4抗体成分经过改造，半衰期缩短，毒性降低。艾帕洛利托沃瑞利单抗可以在体内维持正常PD-1抗体暴露量的同时，降低CTLA-4抗体的暴露量，有望成为毒性更低、耐受性更佳的双免疫疗法。

9月30日，国家药品监督管理局批准康融东方申报的伊努西单抗注射液上市。适应症为：在控制饮食的基础上，与他汀类药物、或者与他汀类药物及其他降脂疗法联合用药，用于在接受中等剂量或中等以上剂量他汀类药物治疗后，仍无法达到低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C) 目标的原发性高胆固醇血症 (包括杂合子型家族性和非家族性高胆固醇血症) 和混合型血脂异常的成人患者。

| 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  | 博迅生物  | 26.08% | 无特殊原因 | 1  | *ST景峰 | -5.01% | 前期涨幅较高，短期回调 |
| 2  | 倍益康   | 25.31% | 无特殊原因 | 2  | ST中珠  | 3.88%  | 无特殊原因       |
| 3  | 锦好医疗  | 21.97% | 无特殊原因 | 3  | 东阿阿胶  | 4.38%  | 无特殊原因       |
| 4  | 森萱医药  | 20.99% | 无特殊原因 | 4  | *ST龙津 | 4.61%  | 无特殊原因       |
| 5  | 长药控股  | 20.05% | 无特殊原因 | 5  | ST天圣  | 4.69%  | 无特殊原因       |

资料来源：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。