

刚需驱动，创新向上

国泰君安医药行业**2024**年度投资策略

2023/12/08/

行业评级：增持

姓名：丁丹（分析师）

邮箱：dingdan@gtjas.com

电话：0755-23976735

证书编号：S0880514030001

姓名：赵峻峰（分析师）

邮箱：zhaojunfeng@gtjas.com

电话：0755-23976629

证书编号：S0880519080017

姓名：谭嘉程（分析师）

邮箱：tanjiacheng@gtjas.com

电话：021-38038429

证书编号：S0880513070004

姓名：孙志伟（分析师）

邮箱：sunzhiwei026923@gtjas.com

电话：0755-23976170

证书编号：S0880523090003

姓名：甘坛艳（分析师）

邮箱：gantanyan028803@gtjas.com

电话：021-38675855

证书编号：S0880523080007

姓名：吴路（分析师）

邮箱：wululu024878@gtjas.com

电话：010-83930775

证书编号：S0880523080005

姓名：姜颖丹（研究助理）

邮箱：jiangyudandan029022@gtjas.com

电话：021-38674878

证书编号：S0880123100004

姓名：唐玉青（研究助理）

邮箱：tangyuqing028689@gtjas.com

电话：021-38031031

证书编号：S0880123070133

01

2024年政策处于优化窗口期

2024年医保政策对价格管控的规则更贴近产业实情和临床实操；DRG落地进度平缓暂无更大影响；创新药支付和进院政策地方改革推进——整体是友好窗口期。

02

刚需市场，创新向上

2019-2023年集采、疫情等影响行业，展望2024年无论正负影响最大阶段均已过去，回归医疗健康需求驱动的主逻辑。国内市场最大购买力医保基金为刚需支出，诊疗复苏中不乏结构性机会；在国际市场，部分先进制造业具备综合优势且全球难找“代餐”，本土创新药已开始输出IP，产业趋势整体向上。

03

医药板块估值体系已进入相对稳定期

过去一年市场对医药板块估值已然发生三大变化：①主要细分领域PEG回归至1-1.5倍；②对短久期权重提升；③创新资产估值初步形成。——2024年产业增长主驱因素下的估值体系预计保持平稳。

04

选股下沉，把握企业经营的小周期

A股：恒瑞医药、智翔金泰、甘李药业、华东医药、京新药业、爱尔眼科、华夏眼科、新产业、迪瑞医疗、天坛生物、春立医疗、澳华内镜、漱玉平民

港股：百济神州、康方生物、信达生物、中国生物制药、石药集团、海吉亚医疗、药明康德、凯莱英

风险提示：集采进度和幅度有不确定性；新药研发进度有不确定性；国际市场汇率影响有不确定性。

目录 | CONTENTS

- 01 政策已进入优化阶段
- 02 国内、海外市场皆有可为
- 03 创新药产业趋势继续向上
- 04 选股下沉，把握企业经营的小周期
- 05 估值体系进入相对稳定期

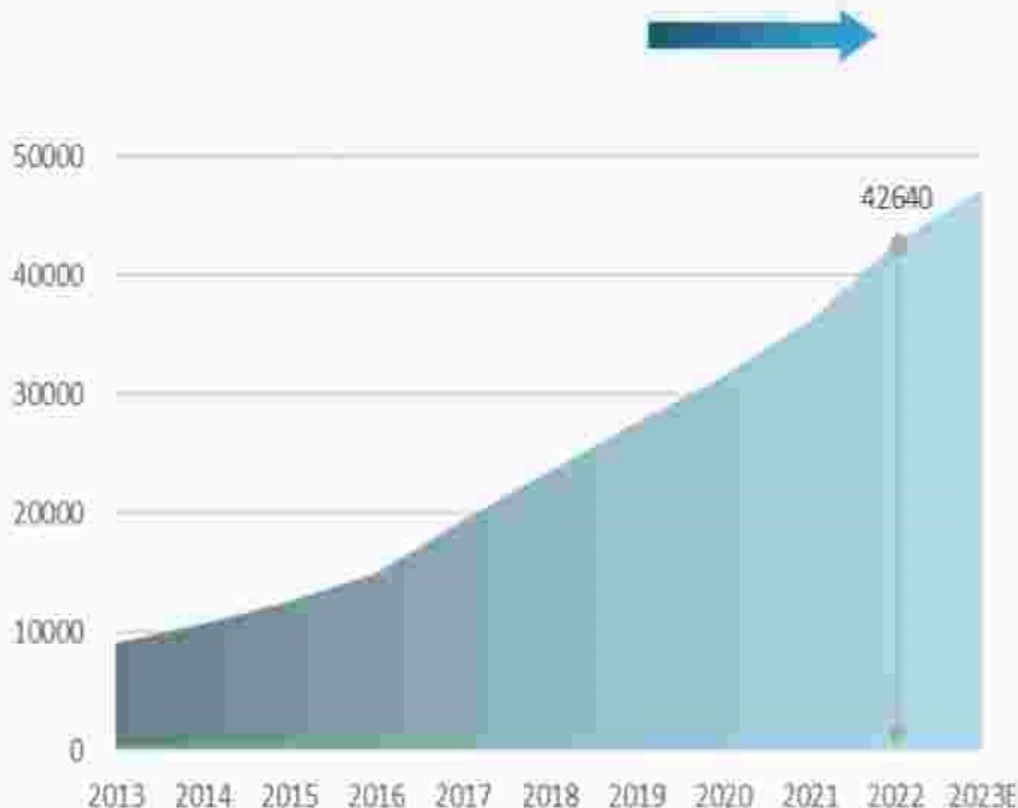
01

政策已进入优化阶段

过去十年医保基金累计结余稳步增长

(单位: 亿元)

2018-2022年集采累计节省 > 4000亿元



医保基金是当下最优质的支付主体

——2023Q1-3院内业务上市公司回款优于整体



医保基金收/支增速



未来3年医保基金当期结余趋势向上 (单位: 亿元)



中期：2024年及未来3-5年累计结余有望持续增长

- 2018~2022年基金收/支CAGR已较为接近，其中2020-2022三年疫情影响常规诊疗、叠加集采等控费效应，支出CAGR显著降速，累计结余迭创新高。
- 2023年医保支出增速或超15%，有2022年低基数效应原因，预计2024年支出增速放缓，而收入增速稳定，当期累计结余正增长确定性较高。

长期：虽无近忧、仍需远虑

- 收入趋势：筹资来源主要为企业缴纳、个人缴纳、财政补贴，预计未来平稳增长；
- 支出趋势：一方面，集采、国谈、DRG等多种工具共同影响医保基金支出降速，但另一方面老龄化势不可挡，是医保基金支出加速的主要推动力。

医改从来都不会一帆风顺，而是探索中前行，在既定的目标下，不断迭代优化。

竞争格局从巨变到可预测性提升 ★

价格降幅从较大到相对温和

2022-2024年
冠脉支架、骨科创伤集采续约提价
出台国谈续约规则，降幅 < 25%
地方出台国谈药品多元化支付、取消进院限制等措施
统筹账户接入零售药店

2018年5月
国家医保局成立

深入

2025年~

DRG深入推进实施
与医疗服务价格改革等协调推进

优化

探索

2018-2021年

开启集采并不断扩面品类，药品集采平均降幅 > 50%、
高值耗材国采降幅 > 80%
国谈平均降幅 > 50%

起步

合理使用、安全可控

已经历集采最大影响

- 化药口服剂型
- 胰岛素
- 冠脉支架
- 冠脉药物涂层球囊
- 冠脉通路类
- 心脏电生理
- 起搏器
- 骨科创伤产品
- 骨科脊柱产品
- 人工髋膝膝关节
- 神经介入弹簧圈

集采影响中

- 化药注射剂型
- 中成药
- 中药配方颗粒
- OK镜
- 吻合器
- 留置针
- 口腔正畸耗材
- 牙种植体
- IVD生化(肝功)
- 外周药物球囊
- 神经外科类
- 骨科运动医学类
- 人工晶状体

推进集采

- 中药饮片
- 生物类似药
- IVD化学发光、生化(肾功和心肌)
- 止血夹
- 冠脉特种球囊
- 左心耳封堵器
- 颅内支架、颅内取栓支架
- 神经介入通路类
- 外周血管弹簧圈、外周溶栓导管
- IVUS血管内超声

规则优化

- 中选规则设置复活线，提高预期稳定性，确保临床使用连贯性
- 分量规则鼓励“价格竞争”，低价企业可分得更多采购需求量，且可参与剩余量分配
- 根据各品种参与玩家数量和竞争格局，差异化设计规则和参数

结果改善

- 中选率大幅提升
- 降幅相对温和
- 中标价差缩小

冠脉支架（续约）

- 最高限价=848元（初次集采最高中标价798元+伴随服务费50元）
- 不高于最高限价即可中标

- 根据中选排名梯度分得95%-65%的采购需求量
- 分配剩余量时，A类产品（低价前40%）可分得不低于50%剩余量

- 企业中选率从初次国采的67%提升至91%；
- 中标价差从469~798元缩窄至730~848元；
- 平均价格从700元左右提升至770元左右

电生理

- 区分组套采购模式和单件采购模式
- 组套（玩家少）：降幅≥30%中标
- 单件（玩家多）：降幅排名靠前中标，降幅≥50%保底中标

- 组套：根据降幅在30%-50%之间，梯度分得80%-40%需求量，降幅≥50%的组套参与剩余量的分配
- 单件：根据中选排名梯度分得100%-60%需求量，排名靠前企业可参与剩余量分配

- 企业中选率高达89%；
- 中选产品平均降幅约49%，较为温和

骨科-创伤（续约）

- 降幅排名靠前中标
- 不高于最高限价（初次集采最高中标价+200元伴随服务费）可复活

- 非复活：根据降幅排名梯度分得100%-80%需求量
- 复活：50%需求量
- 所有中选企业中低价的前40%，或填报过需求量的企业可参与剩余量分配（复活企业除外）

- 各采购包A组中选率均从初次集采的约70%提升至约95%
- 头部企业较初次集采中标价提升约20%-40%

晶体/运医

- 降幅排名靠前中标
- 有保底复活线（晶体为限价60%、运医为限价40%）
- 对于参与企业不超过2家的格局较好品种，复活线更温和（晶体为限价80%、运医为限价70%）

- 据降幅排名梯度分量，复活产品仅能分得50%需求量；对于不超过2家的品种，按降幅比例梯度分量
- 所有中选企业中低价的前40%或填报过需求量的企业可参与剩余量分配（复活除外）；不超过2家的品种，仅第一名可分配剩余量

- 晶体类平均降价60%，运动医学类平均降价74%
- 企业中选率高达98%

IVD: 国内集采挑战机遇并存, 进口替代有望加速

2024年国泰君安年度策略

江西联盟生化集采

江西联盟生化集采

安徽联盟发光集采

集采类别

肝功22项, 血脂4项,
集采前联盟市场规模约20亿元

肾功16项, 心肌酶13项
集采前联盟市场规模约40亿元

传染病8项, 性激素6项, HCG,
糖代谢2项, HPV-DNA
集采前联盟市场规模约100亿元

分组规则

全联盟及任一省份意向采购量前
70%进入A组, 其他企业进入B组

全联盟及任一省份意向采购量前
70%或医疗机构数量30%进A组

组套全目联盟需求量90%进入A
组, 其余进入B组, 组套不全C组

复活机制

不高于最高有效申报价格0.6倍
即在有效申报价基础上降价40%

不高于最高有效申报价格0.6倍
即在有效申报价基础上降价40%

不高于最高有效申报价格0.5倍
即在有效申报价基础上降价50%

带量规则

梯度分量, 排名靠前带量更多
二次分配选择排名前60%企业或
已填报中选产品最低的

梯度分量, 排名靠前带量更多;
二次分配选择排名前80%企业或
已填报中选产品最低的

若中选即获得历史需求报量, 二
次分配选择中选排名最高的企业

实际降幅

与集采前加权采购均价比较,
平均降幅68%

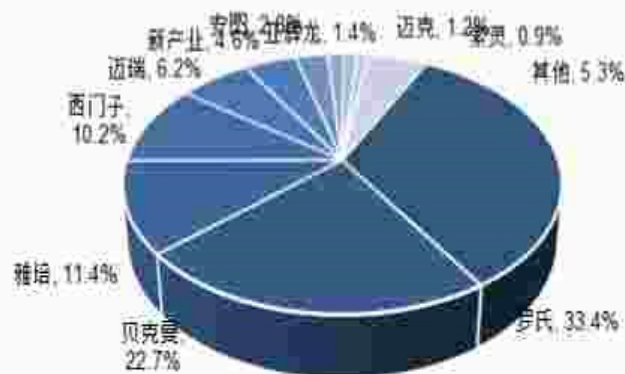
复活机制下, 中选率提升, 相对有效申报价降幅可预期
对出厂价影响远好于集采降幅

国产龙头有望凭借价格优势在竞争中扩大市场份额

传染病术前八项: 国产占比超70%, 前十占比80%

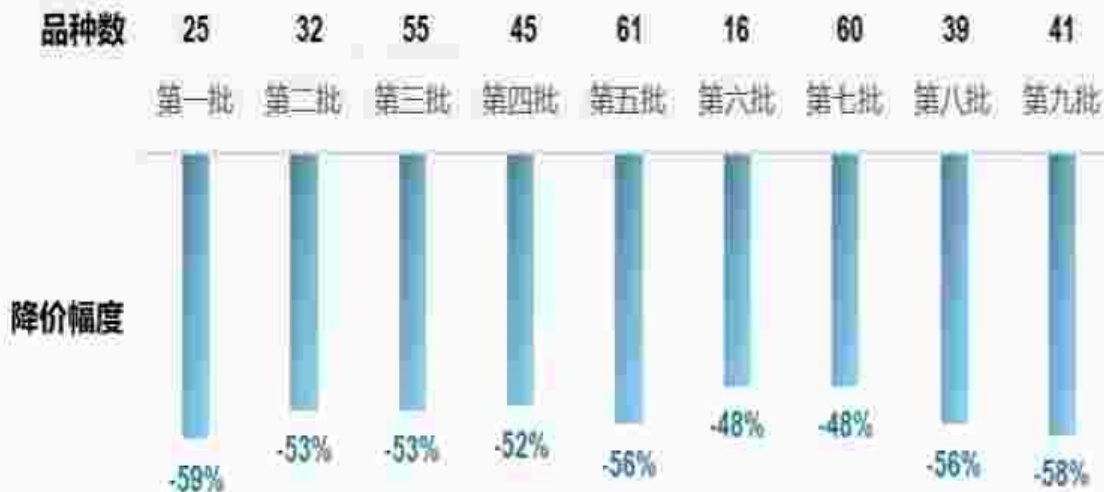


性激素六项: 国产占比20%, 前十占比95%



药品集采已常态化，同质化产品压力延续

前九批药品国家集采平均降幅超过-50%



- 早前第六、七批药品集采降幅-48%微微小于前五批的-50%以上，市场部分观点一度认为是降幅趋缓。实际上，由于每批集采数量不过几十个，且每次品种类型都有差异，比如第六批为胰岛素专项，“被平均”后的表观数字受样本降幅影响有小幅度波动，部分二级市场预期的波动则进一步放大。
- 随之而来的第八、九批平均降价幅度再次扩大。最新一次2023年11月国采第九批降幅为第二批至今的最大降幅。但亦有规则优化：中选药品采购周期接近4年，为国采以来最长的采购周期。

中药配方颗粒首批集采平均降价幅度超过-50%

- 2023年10月山东牵头15省联盟首批中药配方颗粒集采，彼时已有200个国标品种纳入，最终平均降幅-50.8%
- 平均每个品种29家企业拟中选，其中165个品种拟中选企业数量>30家
- 原国家“试点6家”企业拟中标数依旧位居前列，但中标企业也大幅扩容为59家，竞争格局发生明显变化。

拟中选企业	拟中标品种数	是否为原试点“国六家”	关联上市公司
广东一方制药	200	是	中国中药
甘肃佛慈红日药业	200	是	红日药业
华润三九现代中药制药	200	是	华润三九
北京康仁堂药业	200	是	红日药业
山东红日康仁堂药业	200	是	红日药业
石家庄以岭药业股份	199	否，省级试点	以岭药业
江阴天江药业	199	是	中国中药
山东尧王中药科技	199	否，省级试点	-
河南红日康仁堂药业	198	是	红日药业
四川新绿色药业	197	是	-

医保基金账户改革：调整结构、盘活资金

2024年国泰君安年度策略

2022年职工医保参保人员医药费用构成



2022年职工医保基金支出账户构成



2021年04月 国办《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》

- 将门诊费用纳入职工医保统筹基金支付范围：扩大统筹支付的门诊慢特病病种范围，逐步将多发病、常见病的普通门诊费用纳入统筹基金支付范围。
- 改革职工医保个人账户：单位缴纳的基本医疗保险费全部计入统筹基金。
- 可设置3年左右的过渡期，逐步实现改革目标。

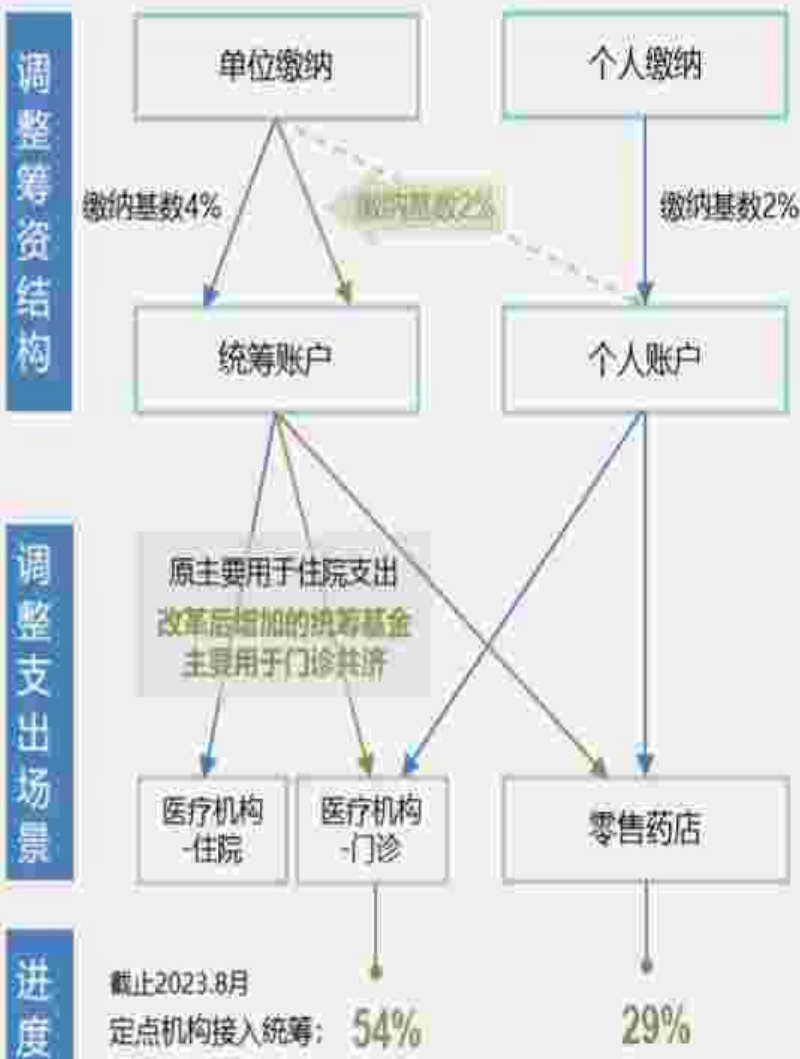
2023年02月 医保办《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》

- 总额预算管理
- 加强药品价格协同、鼓励参与集采
- 加强处方流转，长处方最长可达12周

对于零售药店：

- 减少了每年个人账户新增基金，但增加了统筹基金支付的场景；
- 2022-2023年医疗机构门诊接入统筹进度更早更快，但2024年零售药店有望加速接入。

职工医保个账改革：盘活个账存量，丰富统筹支付场景



DRG/DIP支付方式改革三年行动计划——进度平稳推进

	2022	2023	2024
统筹地区全覆盖	+40%	+30%	+30%
	第一年	启动后 第二年	第三年 <small>2024年启动后于两年内完成</small>
医疗机构全覆盖	+40%	+30%	+30%
病种全覆盖	~70%	~80%	~90%
医保基金全覆盖	~30%	~50%	~70%

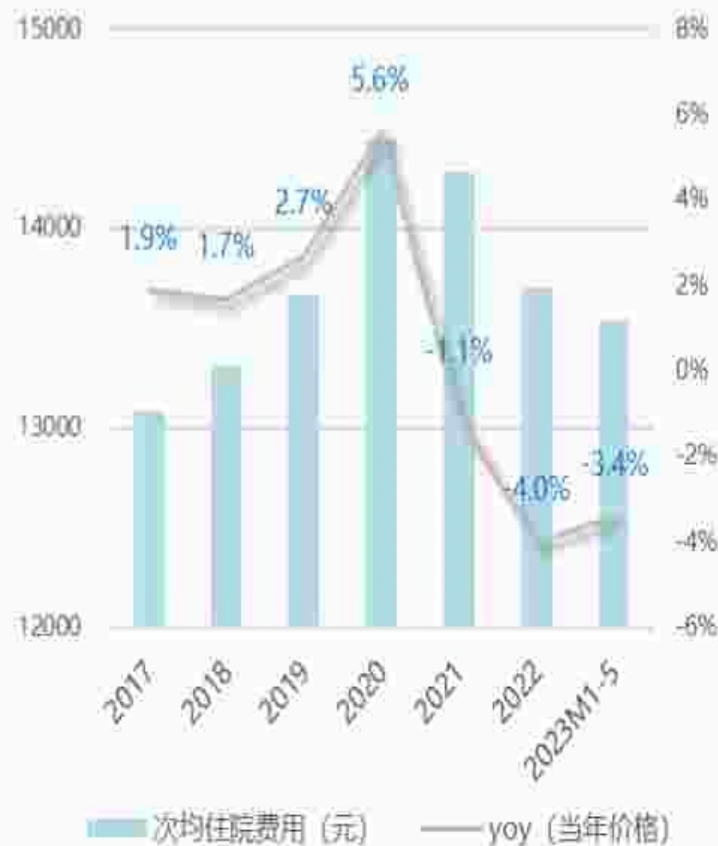
总目标：

- 2024年底，全国所有统筹地区全部启动开展
- 2025年底，覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖



截至2022年底，全国30个按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市和71个区域点数法总额预算和按病种分值（DIP）付费原国家试点城市平稳运行。全国206个统筹地区实现DRG/DIP实际付费，按DRG/DIP付费的定点医疗机构达到52%，则估算实际付费定点医疗机构约**24%**。

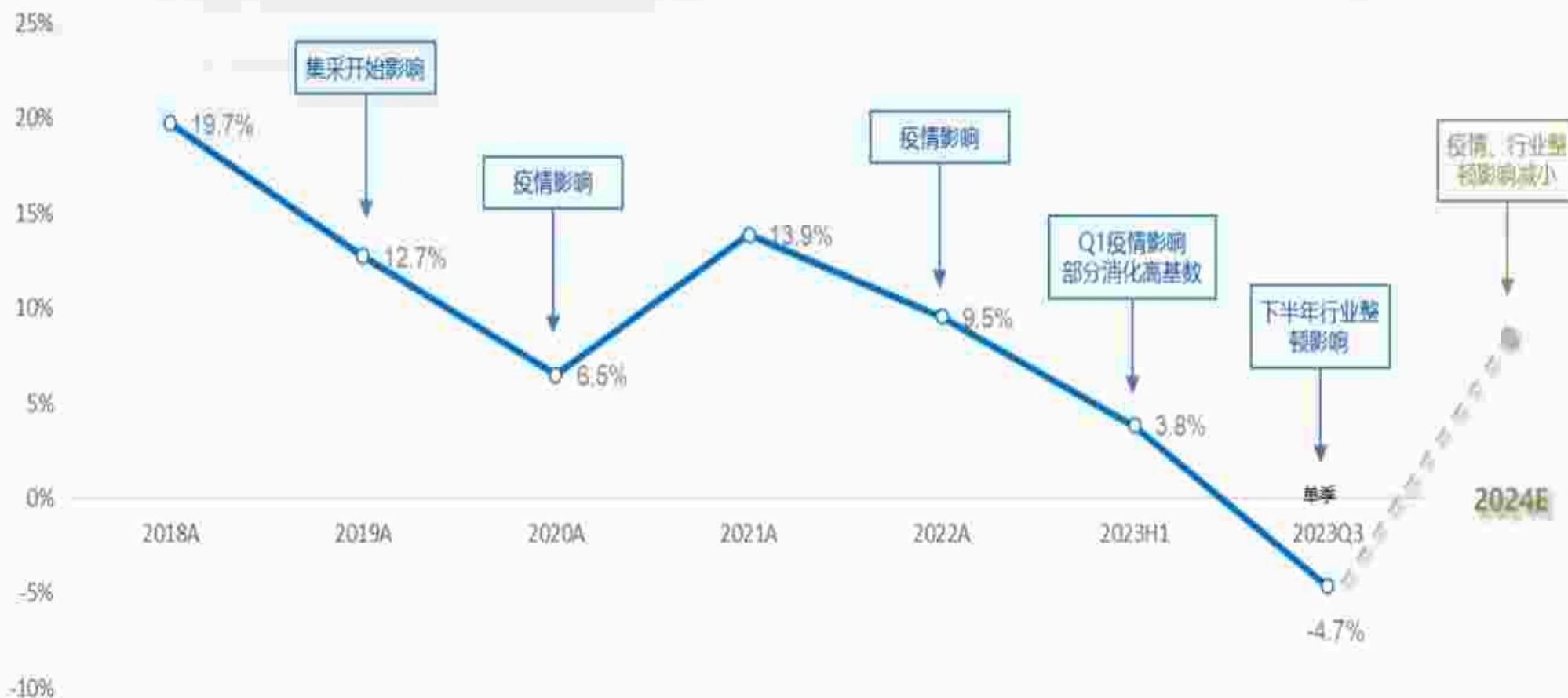
2021-2023年公立三级医院住院次均费用连续下降
——集采为主的多种控费工具共同作用的结果



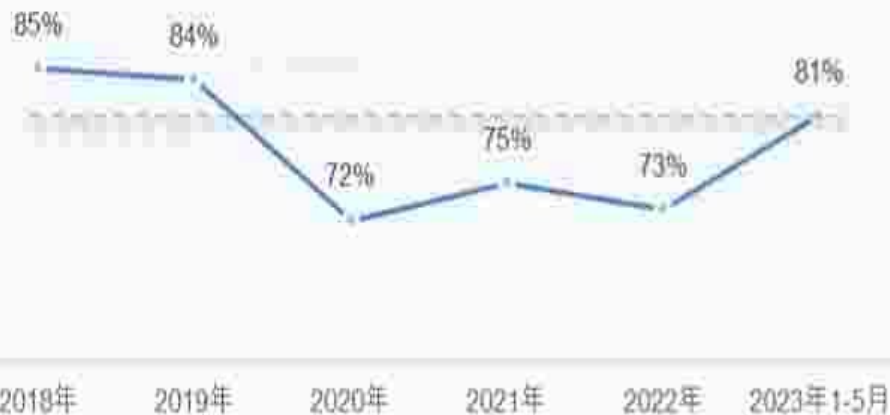
02

国内、海外市场皆有可为

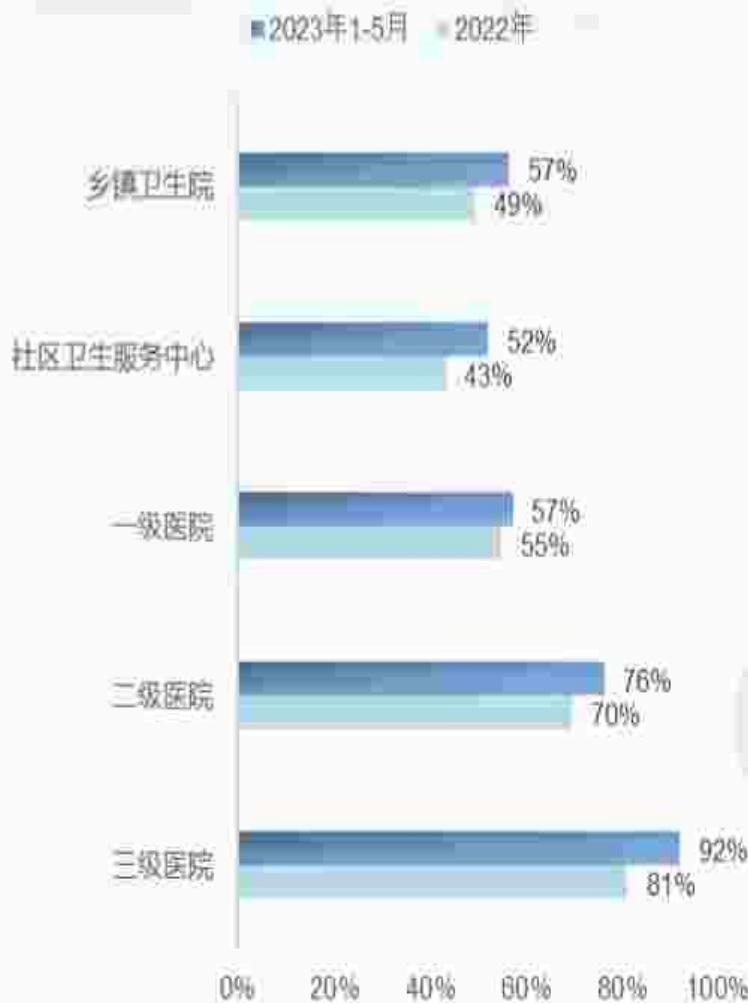
2018-2023Q3医药上市公司整体收入增速



2018年—2023年前5个月医院整体床位使用率



2022 VS 2023前5个月，各级医疗机构床位使用率



- 全国医院整体床位使用率：2023年1-5月显著复苏但和疫情前水平仍有差距。考虑2023一季度疫情、下半年行业整顿影响，预计2024年全年还有提升空间。
- 2023年1-5月从不同类别医疗终端看恢复程度有明显差异，两头的三级医院+基层医疗（乡镇和社区），2023年床位使用率恢复程度更大。中间的一二级医院变化幅度相对较小。

院内市场：支付方战略购买导向下，结构变化加深

2023年第二季度医院用药十大治疗领域

排名	治疗领域	MAT同比增长率
1	其他（中成药为主）	8.5%
2	抗肿瘤药和免疫调节剂	-1.3%
3	消化道和新陈代谢	-4.8%
4	全身用抗感染	6.7%
5	神经系统	1.3%
6	心血管系统	-0.6%
7	医用溶液	5.2%
8	血液和造血器官	2.8%
9	呼吸系统	9.5%
10	骨骼肌肉系统	-1.7%

医保的集采和国谈等政策实施，很大程度改变了医院用药结构、企业竞争格局、品种生命周期

2022年才开启集采，覆盖面还较小，降价幅度相对不激烈

注射剂集采较晚，传统仿制药大品种降幅较大

新近集采涉及较多，降幅较大

集采早期涉及品种已过最大冲击期

分类领域关键词：集采

大品种关键词：国谈

2017年底进入国谈，2020年国产生物类似药获批，2020年起销售额下滑

2019年底进入国谈，22Q3起进入前十大

2018年进国谈，2020、2022续约扩适应症再降价，2020年国产三代EGFR获批

浆站牌照特殊性，难以带量集采

2023年第二季度医院用药十大主要产品

排名	治疗领域	MAT同比增长率
1	舒普深	25.3%
2	恩必普	9.5%
3	加罗宁	-16.6%
4	特比澳	15.4%
5	安可达	5.3%
6	贝林	5.9%
7	赫赛汀	-12.0%
8	安达唐	31.2%
9	泰瑞沙	2.7%
10	人血白蛋白	39.2%

规范的学术会议等活动逐步恢复

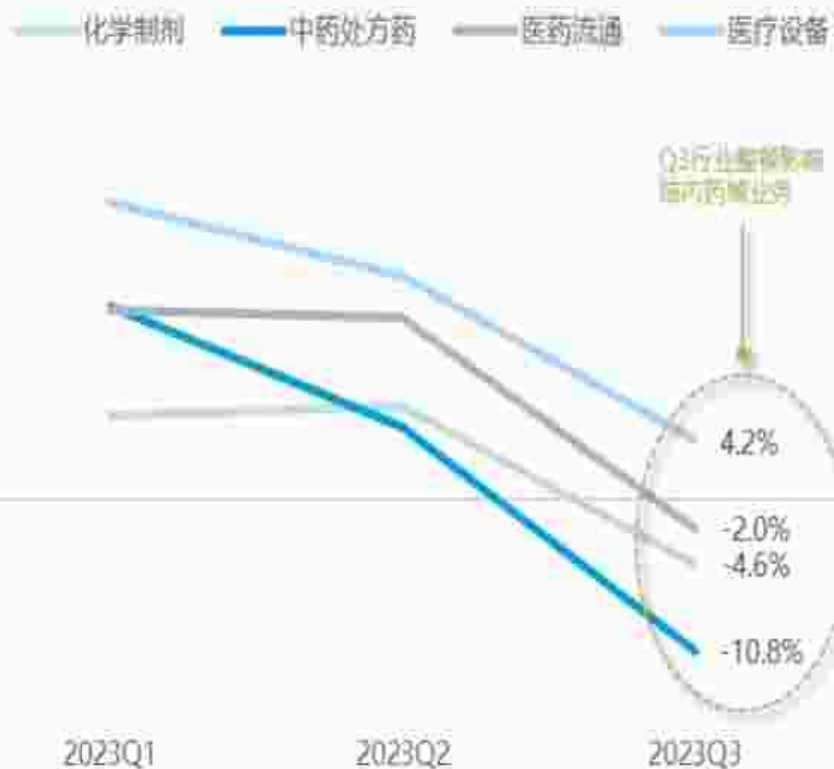
院内销售费用率下降还受集采影响

医保目录内外、集采标内外差异加大

进院、招标延迟需考虑滞后影响

院内市场整顿影响相关领域业绩节奏

院内业务相关板块2023单季度收入增速



集采+规范，销售费用率趋势向下

院内处方药业务2018-2023年单季度销售费用率

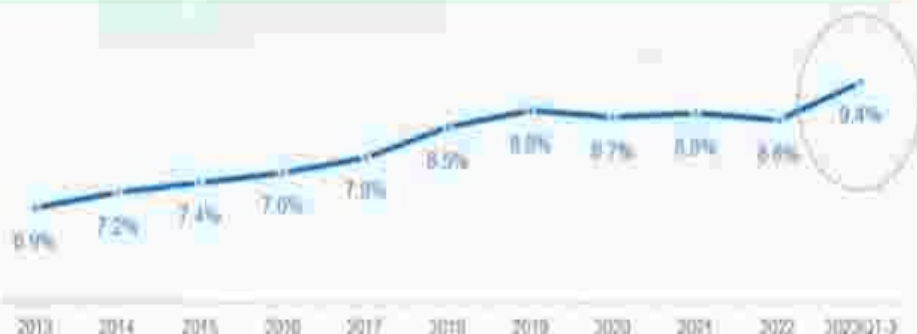


消费医疗：复苏程度有望好转

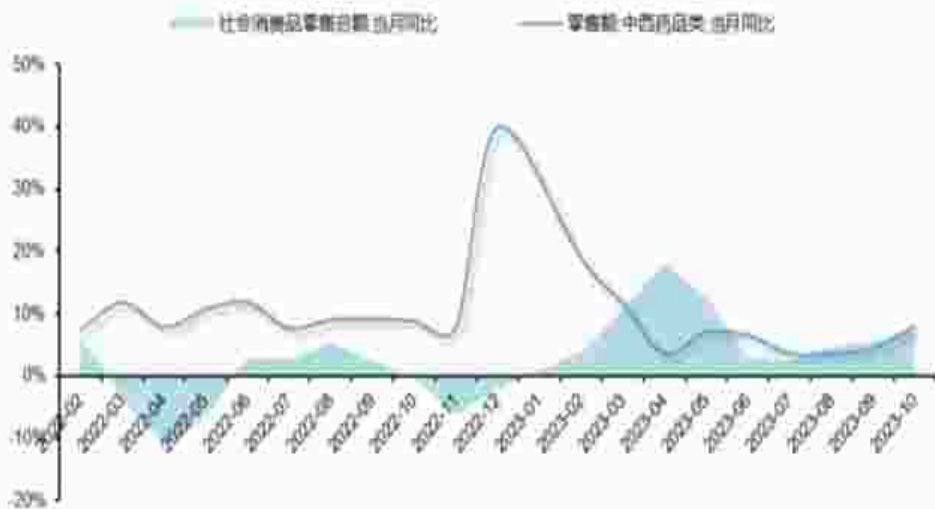
- 预计2024年消费医疗好转，具体幅度待观察。不同领域具有消费属性产品型和服务型公司，2023上半年至Q3单季度收入增速均呈明显的放缓态势，受消费力影响有一定共性。其他因素可能还包括：7-8月出行较多对当期消费有延迟效应等。
- 长期消费趋势仍将向上，居民人均医疗保健支出占总支出比重有望提升。

领域	公司	23H1收入增速	23Q3收入增速	23H1-Q3趋势线
品牌中药	同仁堂	30%	17%	////
	东阿阿胶	19%	3%	////
	云南白药	13%	5%	////
眼科耗材	欧普康视	14%	2%	////
	爱尔眼科	26%	17%	////
医疗服务	通策医疗	3%	0%	////
零售药店	大参林	23%	12%	////
医美耗材	爱美客	65%	18%	////

居民人均医疗保健支出占总消费支出比重持续向上

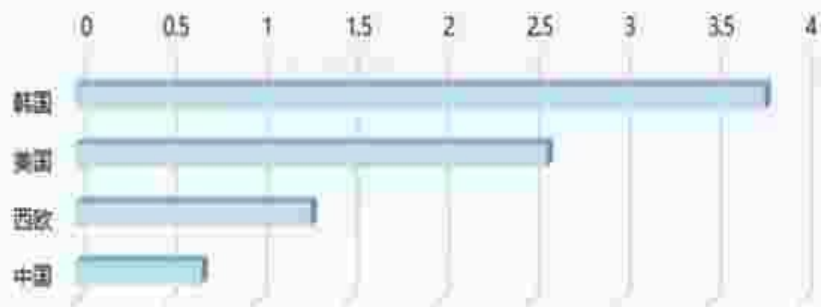


近年来中西药品增长韧性均强于社会消费整体



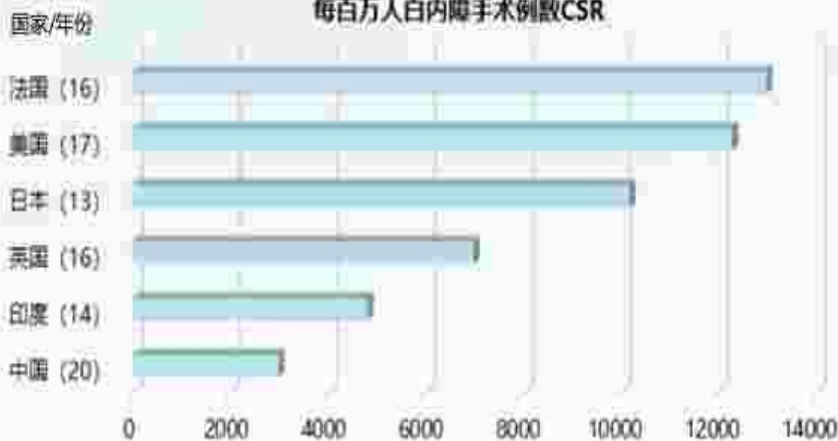
我国近视手术比例低于美、欧、韩等发达国家

每千人近视手术人数



我国白内障手术治疗率仍处于较低水平

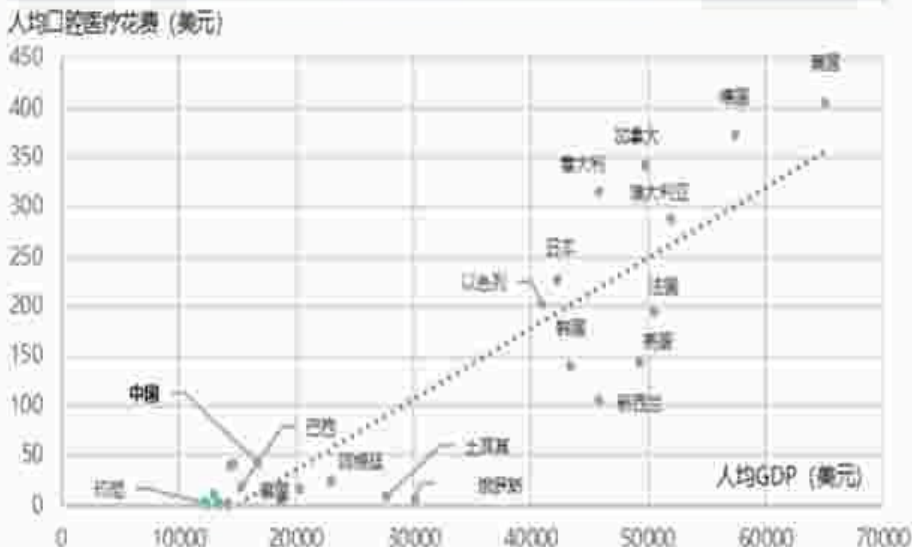
每百万人白内障手术例数CSR



我国每万人种植牙数量远低于发达国家



各国人均口腔医疗支出与人均GDP正相关



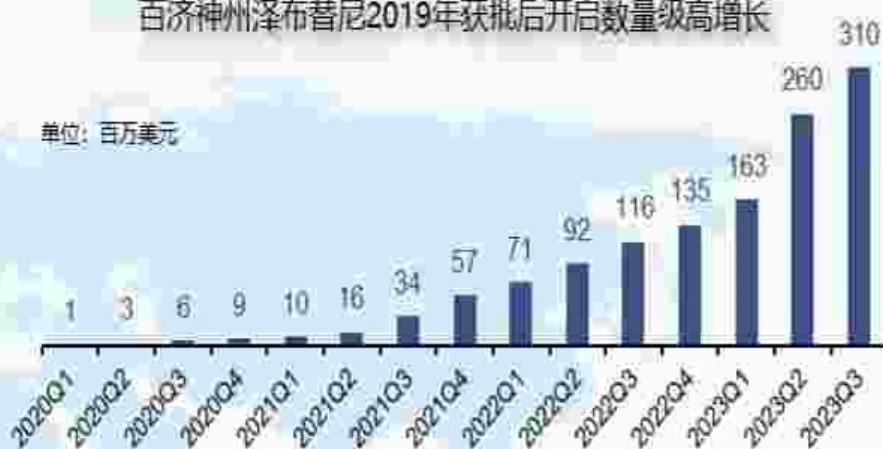
IVD全球性价比优势突出

IVD龙头海外收入高速增长

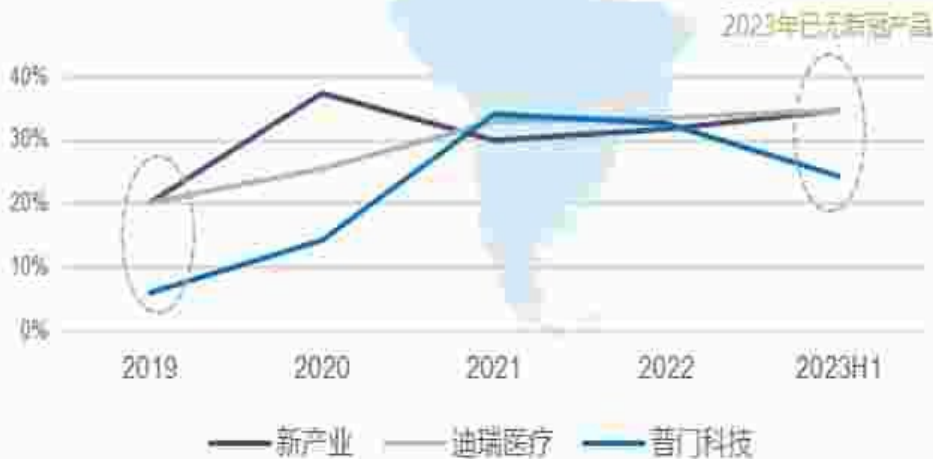


先锋创新药海外收入增长迅猛

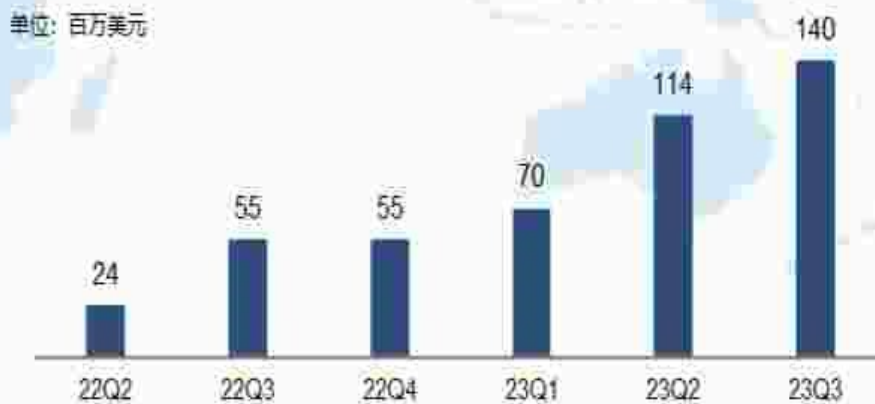
百济神州泽布替尼2019年获批后开启数量级高增长



疫情后2023年IVD部分公司海外收入占比仍明显高于疫前的2019年



传奇生物CAR-T上市后销售额逐季提升



海外市场：本土企业积极参与全球技术升级&创新供应链

- 地缘政治环境确在近年来给本土企业的“走出去、引进来”造成一些波动。
- 无论是产品还是技术的国际贸易，基于“比较优势”的交易，底层逻辑依然有效。
- 中国本土完善的制造业供应链、庞大成熟的产业工人、高学历工程师、综合成本优势、巨量临床资源.....**全球难找“代工”**。
- 医疗器械的研发生产和全球领先水平相比尚有显著差距，当下只有光学等少数环节可参与全球产品技术升级。而本土企业在化学、生物的研发制造环节已具备全球竞争力，有望把握不断涌现的市场和创新机遇。

海泰新光：凭借优秀的光学技术成功进入史赛克供应链，2019/2023年史赛克1688/1788硬镜系统分别上市销售，海泰新光的眼镜/光源发货量均提速，后续有望导入更多镜体种类至史赛克供应体系。



本土CDMO龙头已具备全球竞争力

新冠业务——能力和效率的验证

第一梯队、第一时间参与新冠小分子药物/中和抗体/疫苗产业链研发和生产

2020-2023年相关收入合计：

药明康德
~130亿元

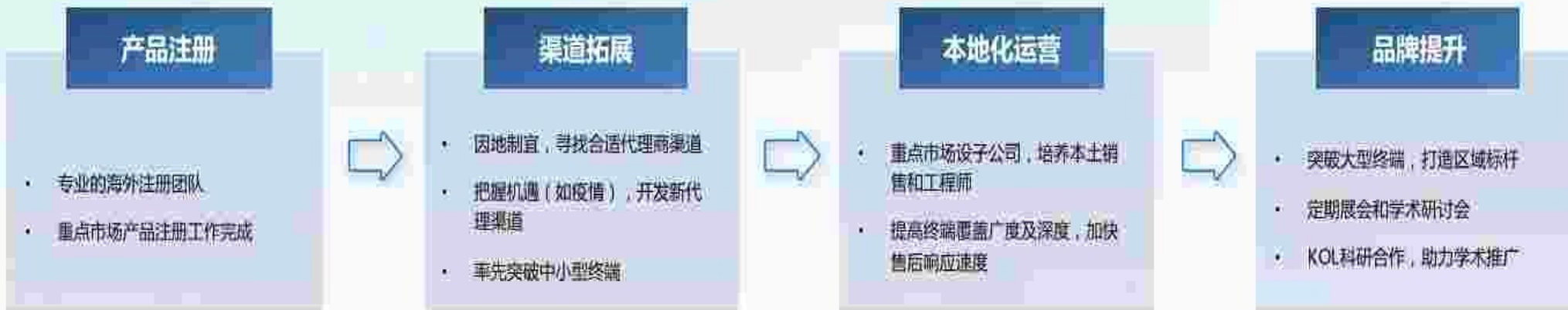
凯莱英
90+亿元

药明生物
~80亿元

多肽业务——积极把握下游市场机遇

	药明康德	凯莱英
产品	线性肽、大环肽、修饰肽和基于多肽的复杂偶合物	氨基酸糖肽多肽、环状多肽、天然多肽修饰、含二硫键线状/链状多肽、环状订书肽/硫醚肽
能力	具有从10L到2,000L的各种大规模多肽合成仪、大规模连续化纯化设备	从毒理批到NDA验证生产的研发分析和克级到十公斤级生产服务
产能	固相合成反应釜体积32000L (2023年底)	固相合成反应釜体积10000L (2024H1)，满足百kg固相多肽商业化生产

海外市场：先行者深耕成效显著，陆续步入收获期



大部分创新药、创新手术耗材

IVD、医疗设备、少数制药

大型多产品龙头设备公司

恒瑞医药
诺诚健华
迪哲医药
微电生理
惠泰医疗

甘李药业
和黄医药

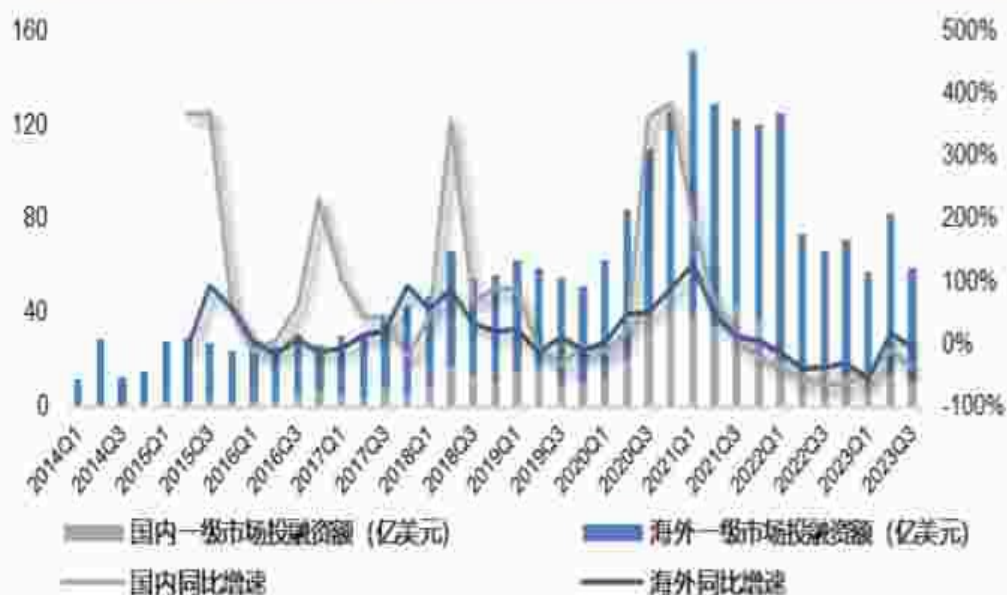
百济神州
传奇生物
新产业
迪瑞医疗
晋门科技
南微医学

迈瑞医疗

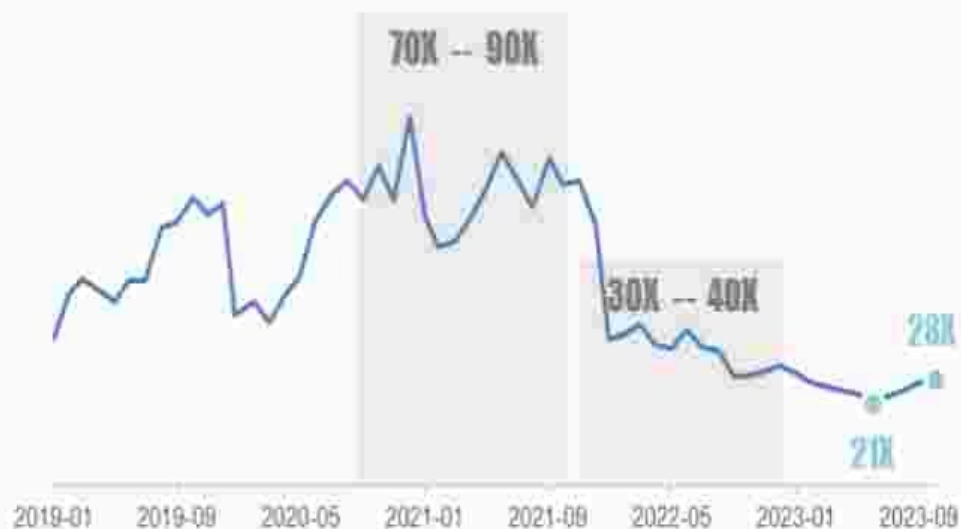
产业链传导



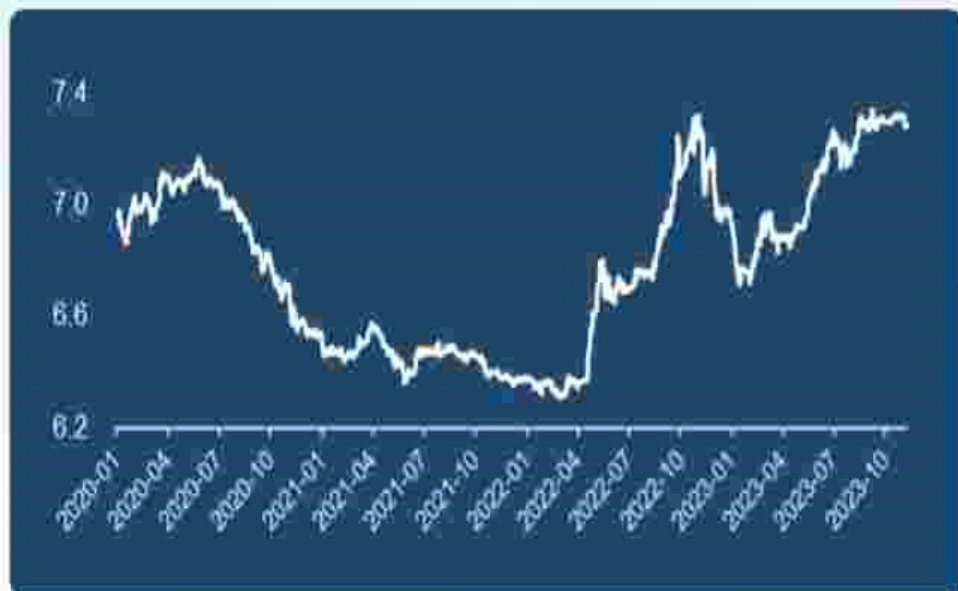
全球医药一级市场融资：2021H2回落-2023年筑底-2024H2或好转



2019-2023年CXO上市公司市盈率先于业绩反应产业链周期



2023年美元兑人民币汇率向上幅度较明显



- 对于制造业出口业务，2022年、2023年美元兑人民币汇率持续向上，汇率对收益有影响。影响幅度受外币结构、结算方式、套保情况等影响，报表利润结果还受呈现方式影响。另一方面，因美元紧张经销商换汇困难，或一定程度影响订单。
- 汇率变动为外部环境变量，和公司自身经营能力无关，即便阶段性影响业绩增速（不调整下），但不影响公司估值水平。

WuXi Chemistry毛利率受汇率影响较明显



* 药明康德经调整Non-IFRS净利润已去掉汇率波动影响

03

创新药产业趋势继续向上



2015年 “722” 临床核查

2015年7月22日CFDA《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》表示，申请人自查发现临床试验数据存在不真实、不完整等问题的，可在2015年8月25日前撤回注册申请。若核查中发现临床试验数据真实性存在问题的申请人，3年内不受理其申请。

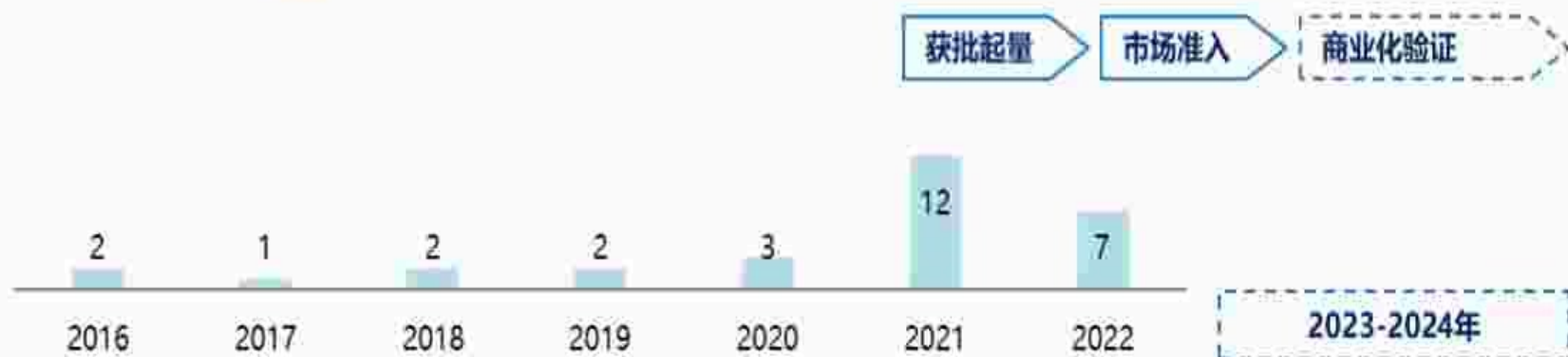


最终，撤回和不予批准的总数为1277个，占应当核查的比重为89.4%。

2016-2022年获批化药/生物药国产1类新药数量：



2016-2022年获批中药新药数量：



本土创新药商业化验证性良好

13家代表性Biotech
产品收入 (剔除合作收入)

27亿元
2018年

CAGR 66%

202亿元
2022年

H1同比 52%

144亿元
2023H1

未来三年多个重
磅新品待上市

13家代表性Biotech企业营业收入 (剔除合作收入, 亿元)



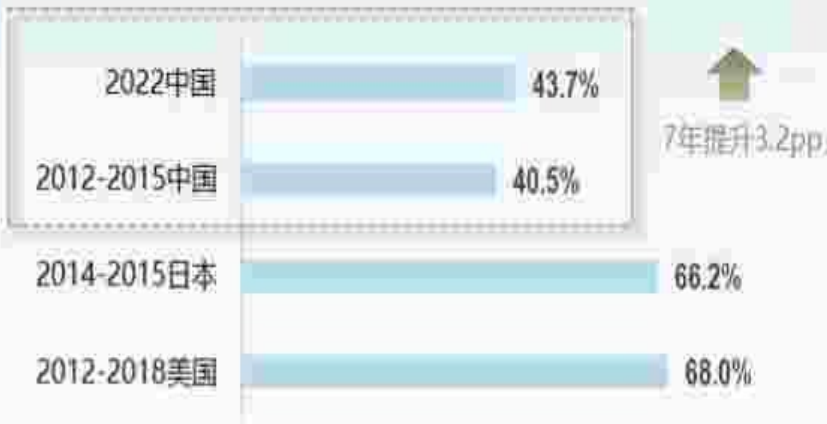
部分重磅创新药产品销售情况 (亿元)

公司	核心产品	产品类型	2021年	2022年	2023H1
百济神州	泽布替尼	BTK抑制剂	2.2亿美元	5.65亿美元	5.19亿美元
艾力斯	伏美替尼	EGFR抑制剂	2.4亿	7.90亿	7.14亿
诺诚健华	奥布替尼	BTK抑制剂	2.4亿	5.66亿	3.21亿
荣昌生物	泰它西普+维迪西妥	BLyS/APRIL融合蛋白, HER2-ADC	1.3亿	约7亿	4.2亿
康方生物	卡度尼利	PD-1/CTLA-4双抗	-	5.46亿	6.06亿
翰森制药	阿美替尼	EGFR抑制剂	约20亿	约33亿	约15亿

需求从来都不是问题：巨大的未被充分满足的可及性

肿瘤

我国癌症五年生存率还有较大提升空间



自免

我国自免用药有巨大潜力待挖掘



NASH

- 目前，尚无NASH的药物获批，存在巨大的未满足的临床需求。
- 根据Frost&Sullivan，预计我国NASH患者将在2025年达到4600万人，在2030年达到5550万人。
- 全球NASH市场预计到2030年达到322亿美元，复合年增长率为24.6%。
- 我国NASH市场预计到2030年达到355亿人民币，复合年增长率为61.4%。
- 海外进展最快的是Madrigal开发的Resmetirom。
- 国内企业进度最快的是正大天晴从Inventia引进的PPAR抑制剂Lanifibranor。

老年退行

AD

2020年中国阿尔兹海默患者已超过980万，目前针对Aβ仅有两款抗体上市（Aducanumab和Lecanemab）

帕金森

中国帕金森病患者已经超过300万，每年新增病例10万人

膝关节炎

中国膝骨关节炎患者超过1亿，每年新增病例超过300万人

慢性疼痛

中国慢性疼痛患者超过3亿，且每年以2000万的速度增长

12 / 31

全年31个省/直辖市，七大类医药商品销售额过千亿的广东、北京、上海、江苏、浙江、山东、河南、安徽、四川、湖北、云南、湖南共12个。

39% / 73%

前述12个千亿省市数量占比39%，但其销售额占比73%。少部分有较强支付能力的省份推进支付端优化，就能够撬动大部分终端市场的创新药销售增长。

492亿元 / 14384 亿元

最新346个国谈药品已执行的2023年3-8月，医保基金支出491.7亿元，平均报销比例69.7%。同期的6个月内医保基金总支出1.4万亿，按30%左右药占比药品支出约4300亿+（半年），还有较大可提升空间。

创新药定价机制优化

- 国家医保局2023年7月发布《谈判药品续约规则（2023年征求意见稿）》，包含连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过4年的品种，支付标准降幅减半等优化规则。
- 2023年11月表态“医保部门正在探索建立药品在不同生命周期下的分阶段价格管理机制。”

逐步打开终端市场限制

- 2021年开始推行谈判药品“双通道”，打开零售药店市场。2023年开始推行符合资质的零售药店接入医保统筹账户。
- 2023年7月广东省出台《广东省医疗机构药品目录管理指南（征求意见稿）》，删除了公立医疗机构的用药数量的限制，明确药事会至少每季度召开一次。

支付端优化

- 2023年7月上海市出台《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》，促进商业健康险发展。
- 广东省2023年8月发布《医疗保障局关于做好医保药品单独支付保障工作的通知》，规定国谈药品费用单列结算，不纳入相关额度、不设起付线等。

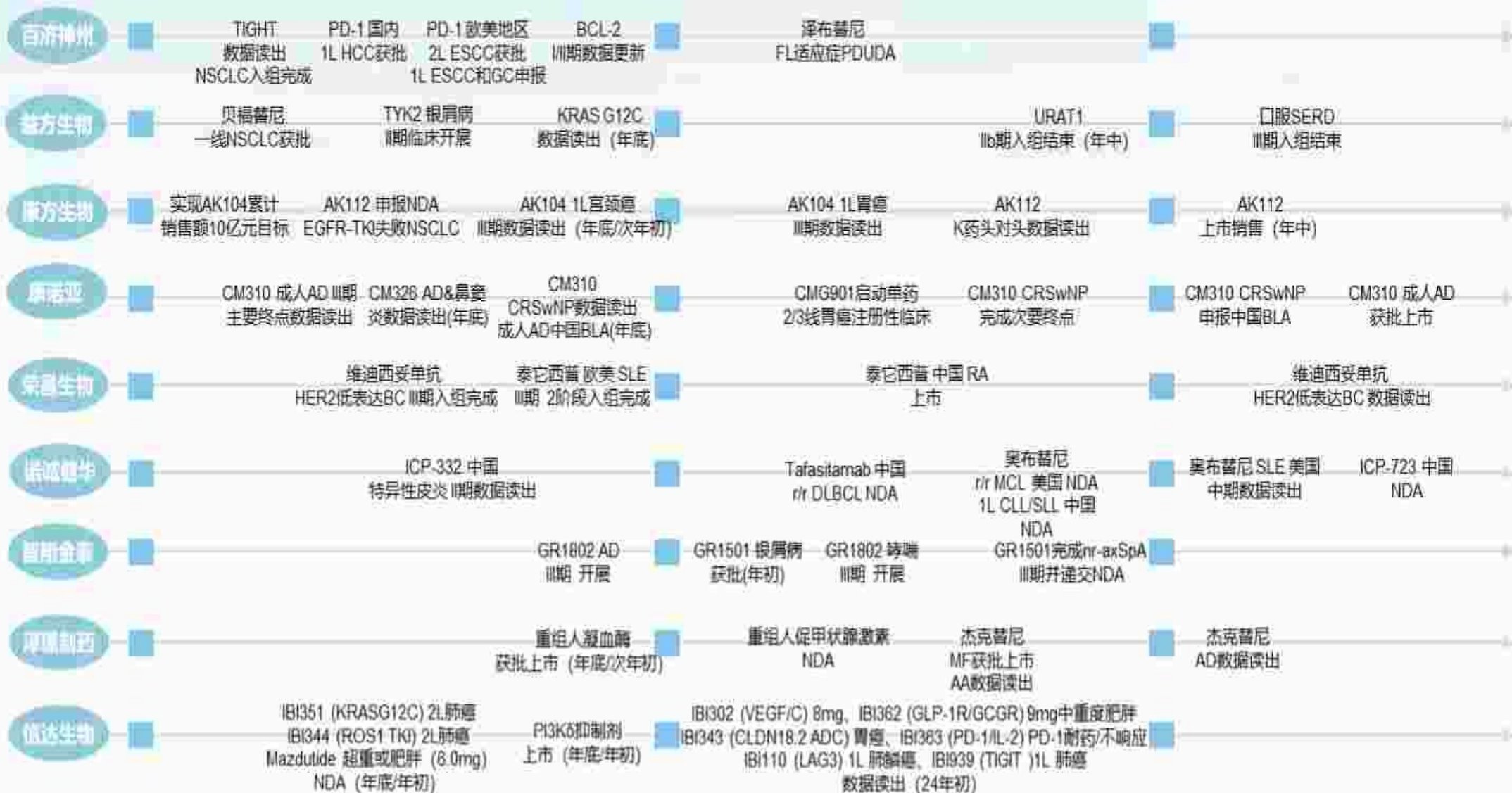
Biotech研发相关催化更加丰富、充足

2024年国泰君安年度策略

2023.06

2024.01

2024.06



创新药国际化波折中前行，2024年有望加速收获

2024年国泰君安年度策略

▲ 创新药出海整体趋势是向上的
▼ 波折主要原因之一是临床数据
● MNC根据自身情况调整管线为常态，并不一定是断崖且调整周期
◀ 先行者的试错经验，加快行业的学习曲线



图示：为部分有代表性的海外获批和License out deal 交易金额为 首付款/潜在总金额

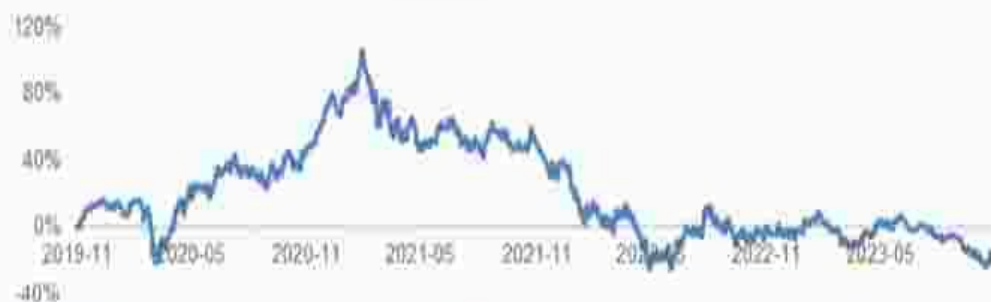
美元周期的影响——Biotech行情

过去4年美国10年期国债利率

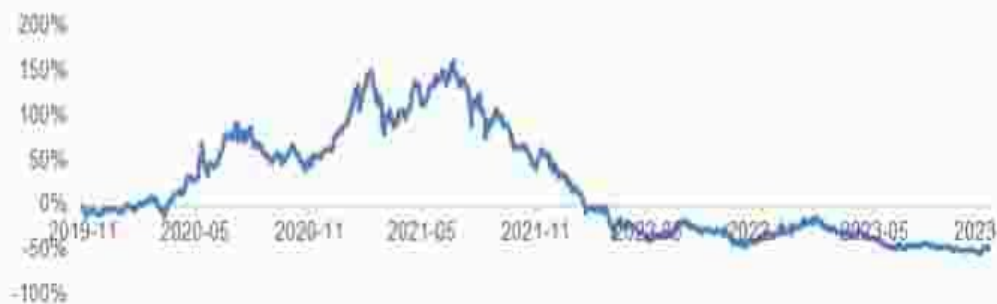


- 货币周期是影响Biotech走势的重要因素，但不是唯一因素，还受政策周期、技术周期的多重影响。某一阶段影响权重可能取决于“变化”的程度。
- 2023全年美债利率的向上幅度和时间都超出市场预期。预计2024年美债利率有望企稳至回落。

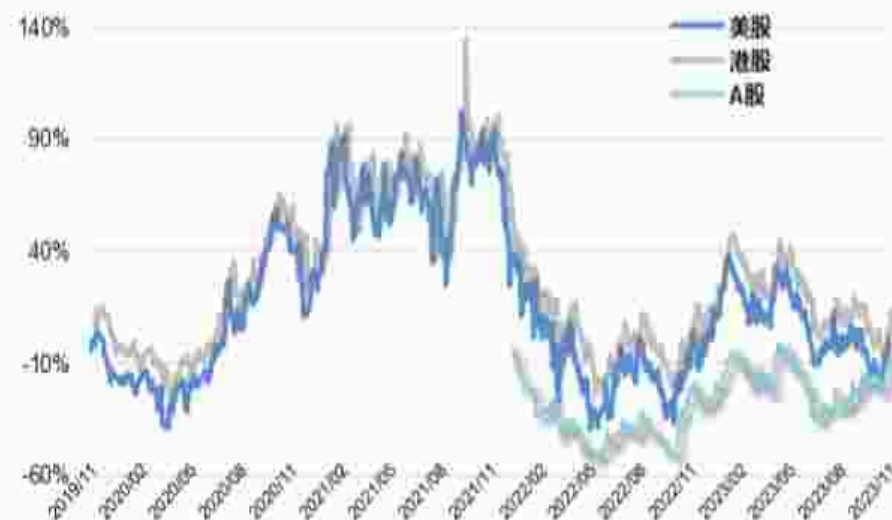
美国XBI走势与美债利率相反



HK未盈利Biotech走势与XBI一致



百济神州在不同交易所的走势基本一致但也有局部差异



04

选股下沉，把握企业经营的小周期

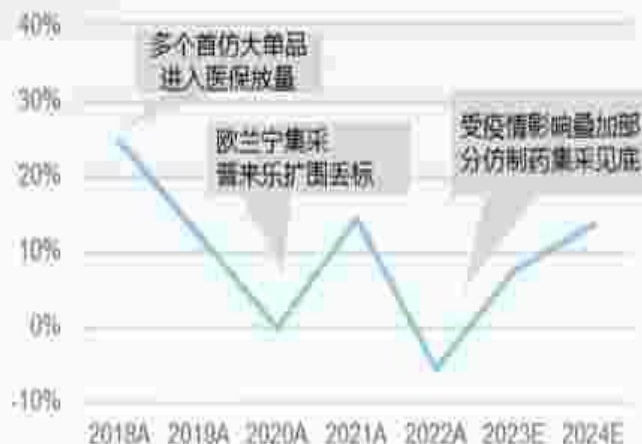
中国生物制药



石药集团



翰森制药



集采影响减弱，2024年收入有望重回两位数增长

- 集采边际影响减弱：年收入5亿元以上仿制药产品（剔除独家产品）均已被纳入集采范围。
- 新管线步入收获期：亿立舒（G-CSF）及生物类似药放量，TQB2450（PD-L1）等新品陆续获批。

- 集采边际影响减弱：克艾力集采，玄宁第八批集采丢标。
- 新产品有望贡献增量：达复乐（急性缺血性脑卒中），奥马珠单抗（荨麻疹），两性霉素B脂质体（深部真菌感染），SYSA1802（≥2L宫颈癌）有望2024年获批上市。

- 集采边际影响减弱：2020-2022创新药收入占比18%/42%/53%，集采风险逐步释放。
- 新管线步入收获期：阿美乐（阿美替尼），豪森斯福（奥马替尼）两大明星产品上市后持续放量。

创新管线建设初具成效

- 聚焦创新转型：安罗替尼适应症持续扩展，多个核心领域（如NASH）布局领先，创新药数量有望迎来快速提升。
- BD&国际化：积极引进创新管线，补充海外优质技术平台（如F-star双抗药物平台）。

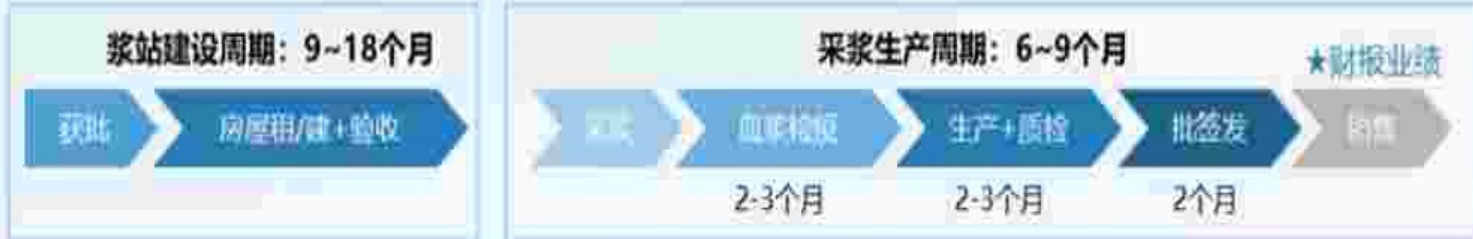
- 聚焦创新转型：达复乐接棒恩必普巩固神经领域地位，脂溶性平台新品陆续获批。预计6年内将有57个新产品/适应症获批，新药蓄势待发。
- BD&国际化：Nectin-4 ADC授权美国Corbus公司，引进康诺亚、康宁杰瑞等国内Biotech优质产品。

- 聚焦创新转型：2023H1创新药收入占比达61.8%，预计2024年上市10款创新药分子，2025年商业化15款创新药产品。
- BD&国际化：B7-H4 ADC授权GSK，首付款8500万美元，潜在14.85亿美元里程碑付款。

血制品：供需紧平衡延续，浆站周期驱动新一轮增长周期

2024年国泰君安年度策略

- 血制品主要品种终端供需紧平衡，业绩取决于供给能力，
- 十四五新浆站有望于23-24年间陆续建成开始采浆，随着新浆站采浆量逐步爬坡建成后3-5年内有望持续为相应公司贡献业绩增量

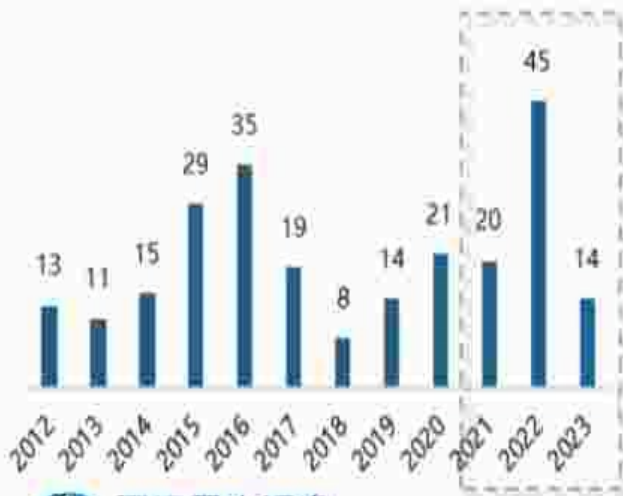


部分重点企业
“十四五”新浆站获批/建设节奏*



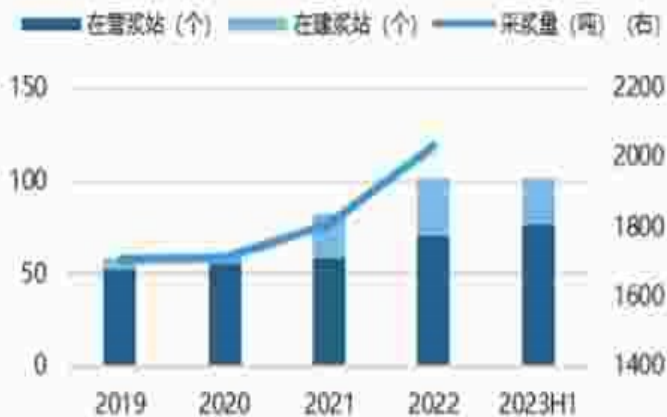
十四五新浆站于2022年前后密集获批

■ 当年成立的单采血浆公司 (浆站)



天坛生物：超过40家新浆站陆续建成采浆

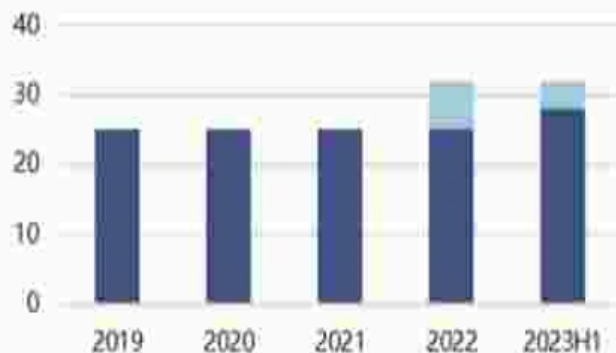
央企综合优势突出，十四五期间获批新浆站陆续建成开始采浆，高纯静丙等新品种陆续获批有望提高吨浆收入，重链8因子有望贡献增量。



华兰生物：7家河南新浆站有望贡献显著增量

2022年在人口大省河南获批7家新浆站，2023年起陆续建成开始采浆，有望于2024年起数年内持续驱动血制品业务加速增长。

■ 在营浆站 (个) ■ 在建浆站 (个)



手术耗材：手术量增速是基础，把握集采周期



春立医疗：集采扰动出清，多元化布局迎接下一春

- 关节、脊柱集采影响预计已分别于2022Q3/2023Q3出清，运医集采2024H1执行前后或产生一定影响，但规模尚小预计影响有限。2023年底关节续约时此前落标的膝关节有望中标，2024年起贡献增量。
- 关节仍是增速最快的骨科细分之一（接近20%），借助集采进入大量空白医院，同时持续布局新材料、新技术，关节领域竞争力有望持续加强。脊柱、运动医学、PRP、口腔等新业务有望不断带来新增长点



IVD：平台化和全球化是必然趋势

集采落地，份额提升

在三级医院高端市场，化学发光、生化仪器等品类国产化率较低，生化、发光联盟集采推进，国产龙头有望凭借性价比优势扩大市场份额，加速进口替代，并实现集中度提升

扩品类，平台化

- 国产龙头在巩固优势产线基础上，不断扩充和完善产品线，提供实验室整体解决方案。
- 行业整合大势所趋，外延并购是丰富产线，提升份额的重要途径。

走出去，全球化

- 基于工程师红利和完善配套产业链，国产IVD龙头研发效率和成本优势突出，具备全球竞争力。
- 国产先行者深耕海外市场多年，疫情助力渠道拓展，高端客户持续突破，逐步进入收获期。

新产业：国内进口替代空间广阔，海外增长提速步入收获期

- **国内市场：**通过高速机 X8 持续推广，带动大型终端客户开拓和装机量增长，大型机占比不断提升；发光集采落地在即，进口替代可期，份额有望提升。
- **海外市场：**本地化运营突破重点市场，装机加速同时中大型仪器占比提升，增长提速显著，试剂上量潜力大，有望持续高速增长。



迪瑞医疗：华润赋能成效显著，业绩进入加速期

- **产品结构优化，试剂有望上量：**加大高通生化、化学发光、流水线等新产品销售，仪器增长势头明显，产品结构优化和试剂上量仍有较大空间。
- **国内突破三级客户，海外市场提速：**国内加强渠道建设，突破三级客户，海外聚焦重点市场深度开发，增长再次提速。
- **华润赋能成效显著，外延并购有望落地，平台化发展可期。**



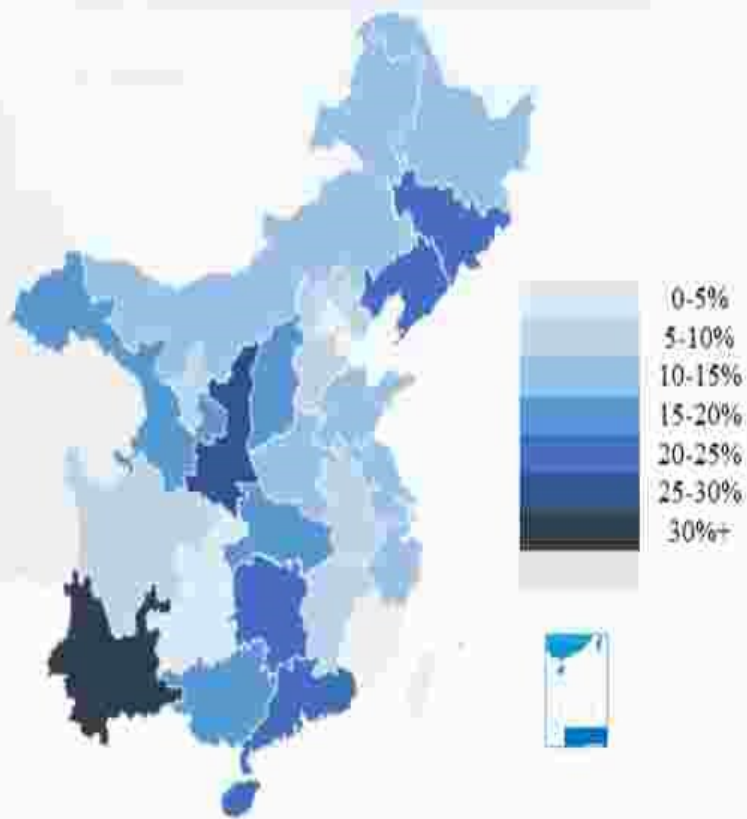
普门科技：多品类拓展丰富产线，海内外并行开拓平台化可期

- **IVD产线：**高通电化学发光上市，有望延续快速增长，流水线推出在即；糖化机型升级，国内外持续突破，快速放量。
- **临床医疗：**扩充产品，持续升级，布局一次性内镜，培育消费者健康业务。
- **皮肤医美：**持续推出冷拉提，超声V拉美，美美光等新产品，形成完整皮肤医美解决方案，带动业绩快速增长。
- **国内国际并行开拓，平台化发展可期。**

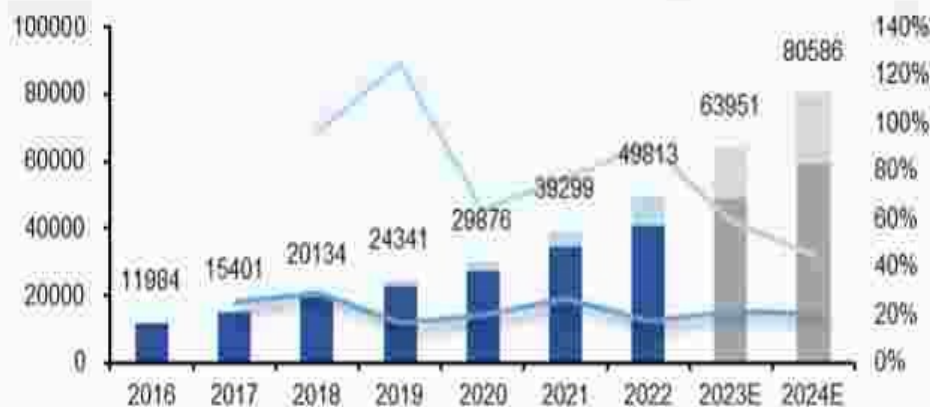


绝大多数省份TOP1药店市占率低于25%，渗透率提升潜力较大

六大民营药店龙头有望保持20%左右直营门店增速及更快的加盟门店增速



■ 直营店 ■ 加盟店 — YOY (直营) — YOY (加盟)

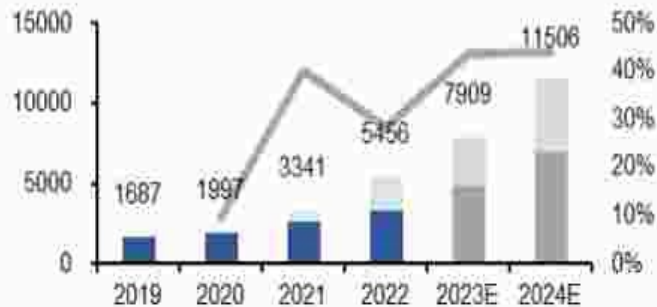


漱玉平民

有望成为增长最快的区域小龙头

山东省内市占率15-20%，辽宁地区天士力落地后有望提升至600+家，潜在扩张空间广阔，预计未来2-3年保持较快开店速度。

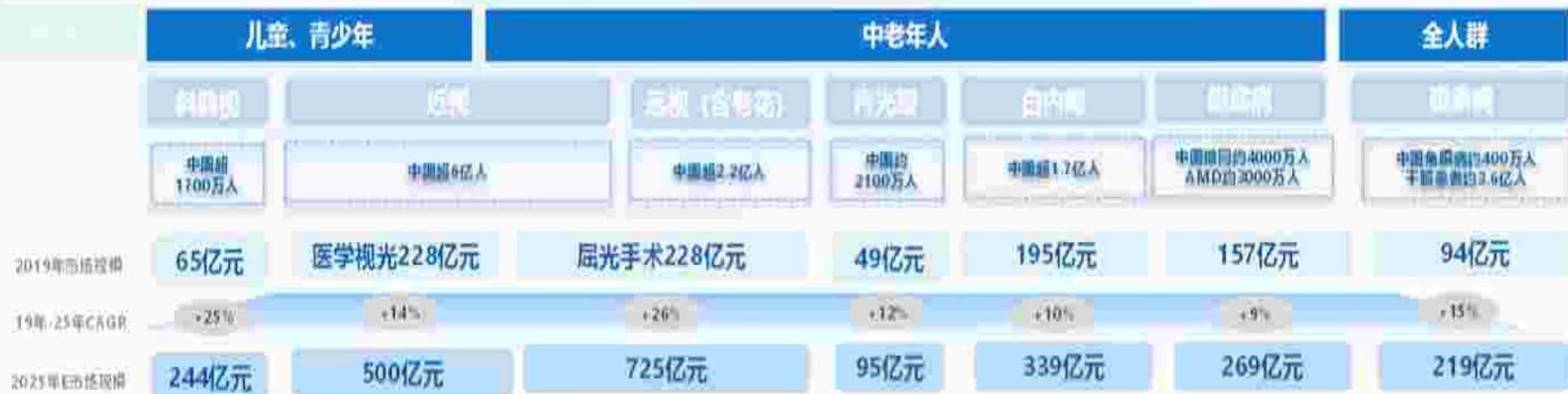
■ 直营店 ■ 加盟店 — YOY (直营)



专科医疗服务：黄金赛道成色仍在，个体扩张节奏有差异

2024年国泰君安年度策略

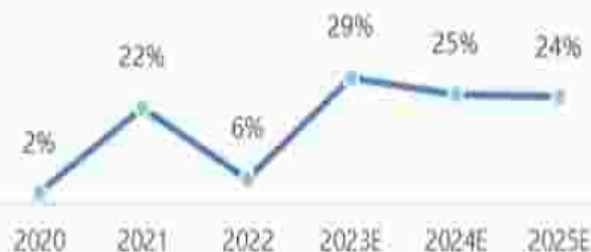
我国眼科医疗服务仍具备可持续成长性



华夏眼科

眼病诊疗和消费眼科齐头并进

2020-2022综合眼病业务占比高，受疫情影响更大，2023-2025有望重回高增长



2022年屈光和视光业务收入占比：还有提升空间



内生外延双轮驱动全国扩张



医疗设备：存量刚需或滞后释放

- 已然形成存量市场巨大刚需：**疫情发生以来中国迎来一轮医疗新基建，各地加快加大医院建设，仅央企龙头中国建筑一家公司2021-2023年新签医疗设施类合同金额或累计6000亿规模，考虑医疗设备采购滞后于土建进展，且峰值更平滑，大量设备采购需求仍待释放。
- 积压需求滞后释放：**2023Q3面对外部环境变化，医疗设备招投标进度放缓，中小设备交付周期较短，1-2月内即可反映至财报，因此Q3相关公司收入增速已经开始体现影响。考虑医疗设备刚需属性及新基建带来的大量设备购置需求，积压需求或滞后释放。

中国建筑：医疗设施类建筑新签合同金额大幅增长后保持高位



2023Q3医疗设备增速普遍放缓，预计未来1~2Q延续影响；2024年Q2后积压需求有望滞后释放



CDMO-药明康德

单位：亿元



剔除新冠阶段性增量收入，既有业务保持较快增长：



- 2024年相关高基数基本消除，回归自身产业链景气度趋势
- 本土龙头公司在新冠期间因海外服务能力不足获得订单转移，借此机遇加快赢得海外新客户信任，为后续订单奠定合作基础

诊断服务-金域医学

单位：亿元



常规诊疗业务受疫情挤出影响，2023-2024年收入加速：



- 2024年新冠后应收账款和坏账计提有延续影响，但预计趋势递减
- 有能力快速上产能的龙头公司在新冠期间各地开展检测业务，加速覆盖空白市场，提升客户粘性，提升信誉度

资本开支的中周期——择时寻找ROA回升的公司

医药板块资本开支增速

受新冠对相关诊断、耗材、疫苗、设备、CDMO等多领域的需求拉动，2021年成为过去十年来的资本开支高峰

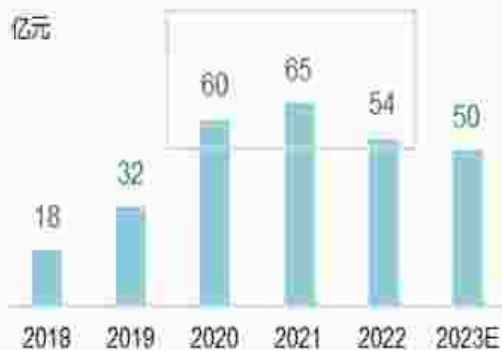


CDMO: 新冠的额外需求加快过去三年的产能扩张，2024年后对个体“填产能”的能力和订单获取要求更高，个体增长将分化。



药明生物: 2024年ROA有望回升 公司CAPEX高峰后，2023年多地新产能投产致产能利用率阶段性下降，盈利水平受明显影响。随着订单获得和产能爬坡，预计2024年单位成本压力将明显减小。

公司CAPEX高峰在2020-2022年



公司毛利率受间接成本上升影响明显



业绩基数出清+现金类资产安全边际

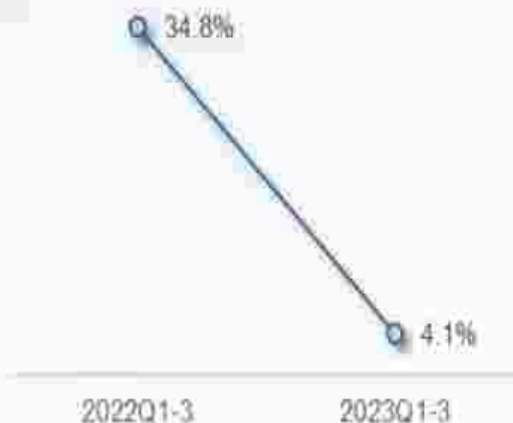
IVD板块收入增速已消化高基数



疫后IVD板块现金资产大幅增长



疫后IVD板块ROA大幅下降



- 受疫情期间需求激增拉动, IVD板块大部分公司2020-2022连续三年收入大幅增长, 2023Q1虽少部分还有收入确认, 但全年大幅下滑, **预计2024年此项基数效应出清。**
- 2020-2023年期间收入高增长, 带来大量现金结存, IVD板块现金类资产亦大幅增长, 但2023年已鲜少有新冠订单, 资产增长的同时利润急剧萎缩, ROA大幅下降, 2024年如能回归常规业务增长, **ROA有望企稳回升。**
- 相关个股因积累大量现金类资产, 可提供部分公司相对较高的资产安全边际。个股业绩恢复情况、现金类资产盘活潜力则还需具体跟踪。

部分现金类资产占比较高的公司

证券简称	货币资产+交易性金融资产 (亿元)	现金类资产/总市值
硕世生物	25	78%
东方生物	57	66%
之江生物	28	60%
博拓生物	19	56%
九安医疗	92	51%
圣湘生物	48	46%
安旭生物	25	45%
明德生物	24	42%

05

估值和推荐组合、风险提示

2024年国泰君安医药板块增长&估值图谱

2024年国泰君安年度策略

注：收入增速为主要上市公司wind一致预期结合我们预测中位数；PE为中位数但其中可能个股方差极大；

2024预测PE



PEG已合理反应个股增长阶段

爱尔眼科

	17-19年CAGR	20-22年CAGR	23-25年CAGR
净利润增速:	35%	22%	31%



惠泰医疗

	17-19年CAGR	20-22年CAGR	23-25年CAGR
净利润增速:	70%	63%	37%



药明康德

	17-19年CAGR	20-22年CAGR	23-25年CAGR
净利润增速:	24%	68%	20%



新产业

	17-19年CAGR	20-22年CAGR	23-25年CAGR
净利润增速:	20%	20%	27%



迈瑞医疗

	17-19年CAGR	20-22年CAGR	23-25年CAGR
净利润增速:	43%	27%	21%



益丰药房

	17-19年CAGR	20-22年CAGR	23-25年CAGR
净利润增速:	34%	33%	21%



市场对医药板块的估值在久期的权重上有所变化

Wind评级机构对2023年净利润预期调整趋势：



Wind评级机构对2024年净利润预期调整趋势：



机构对医药板块的增长预期下修

- 无论是2022年下半年期间的盈利预测调整，还是2023年最近半年的盈利预测调整，评级机构调低的占比最高。
- 随着时间的推移，调低的机构数量占比持续提升。

市场对医药板块估值短久期权重提升

- 对2024年盈利预测的连续下修且数量占比提升较大，或许显示了市场对未来的不确定性评估提升。
- 基于以上预期变化，市场或对近期的盈利预测估值给与更高的权重，而对不那么确定的远期预测给与更低的权重；同时提高板块和个股的轮动频次以反应短期变化。

医药板块估值体系进入相对稳定期

- 过去3-5年医药板块估值水平波动远大于全市场，展望2024年影响最大的疫情和集采最大冲击阶段已过
- 除非有货币因素带来的水涨船高，产业增长主驱因素下的PEG预计保持平稳
- 对创新的估值体系已初步形成，传统制造业的创新转型不能完全摆脱存量影响，但已开始对验证性较高的创新资产有独立的分步估值

医药板块估值水平 (PE ttm) 已处于历史中值以下



重点公司盈利预测与投资要点

2024年国泰君安年度策略

公司 名称	公司 代码	每股收益(元)			业绩增速			市盈率(X)			投资要点	风险提示	投资评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
600276.SH	恒瑞医药	0.72	0.86	1.03	17%	20%	20%	62	52	43	集采出清业绩反转，创新药对外授权贡献弹性	新药研发失败风险，新药推广低于预期	增持
6160.HK	百济神州	-0.92	-0.59	-0.03	/	/	/	-121	-187	-4287	BTK重磅产品高速放量，Bcl-2等新品开启第二成长曲线	临床进度不及预期，新药推广低于预期	增持
9926.HK	康方生物	1.91	-0.47	0.53	/	/	/	24	-96	85	双抗平台技术领先，新药海外市场拓展打开广阔空间	临床进度不及预期，新药推广低于预期	增持
1801.HK	信达生物	-0.63	-0.31	0.24	/	/	/	-65	-130	169	PD-1等现有产品稳健增长，GLP-1双靶点减肥药等慢病新品拉动收入高速增长	市场竞争加速，新药研发进度不及预期	增持
1177.HK	中国生物制药	0.14	0.16	0.19	6%	15%	16%	24	21	18	仿制药业务风险释放，降本增效提升盈利能力，BD与自研新药进入收获期	新药研发失败风险，新药推广低于预期	增持
1093.HK	石药集团	0.52	0.59	0.68	1%	15%	15%	13	12	10	恩必普等原有业务稳健，创新药新品拉动业绩增长	集采降价超预期，新药推广低于预期	增持
688443.SH	智翔金泰	-2.04	-1.35	-1.15	/	/	/	-19	-28	-33	国内首款IL17单抗即将获批上市，狂犬病双抗被动免疫抑制剂市场空间广阔	新药审批进度不及预期；市场竞争加剧，商业化不及预期	增持
603087.SH	甘李药业	0.60	1.10	2.00	177%	85%	81%	92	50	28	集采出清业绩反转，胰岛素海外市场贡献远期弹性	集采降价超预期；美国胰岛素获批及商业化不及预期	增持

重点公司盈利预测与投资要点

2024年国泰君安年度策略

公司 名称	公司 代码	每股收益(元)			业绩增速			市盈率(X)			投资要点	风险提示	投资评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
000963.SZ	华东医药	1.68	2.04	2.40	18%	21%	18%	24	19	17	工业板块持续稳健增长，创新管线逐步兑现	创新药研发进展及商业化不及预期，医美事故风险	增持
002020.SZ	京新药业	0.78	0.93	1.07	1%	19%	15%	17	14	12	地达西尼失眠新药有望逐步放量，销售改革及院外市场开拓贡献增量	创新药研发进展及商业化不及预期，新业务拓展风险	增持
300015.SZ	爱尔眼科	0.38	0.49	0.62	40%	29%	27%	42	33	26	眼科龙头内生增长稳健，外延巩固优势提升份额	医院扩张低于预期；消费医疗恢复不及预期	增持
301267.SZ	华夏眼科	0.88	1.14	1.48	44%	30%	30%	39	30	23	综合眼病和消费眼科齐头并进，内生增长和外延并购双轮驱动，全国连锁化扩张稳步推进	医院扩张不及预期；消费医疗恢复不及预期	增持
300832.SZ	新产业	2.06	2.69	3.49	22%	30%	30%	34	26	20	国内市场有望受益集采加速进口替代，海外市场增长提速步入收获期	集采降价超预期；市场竞争加剧	增持
300396.SZ	迪瑞医疗	1.18	1.60	2.19	24%	35%	37%	27	20	14	产品结构优化，试剂上量潜力大，海外市场有望快速增长	新产品推广低于预期；市场竞争加剧	增持
6078.HK	海吉亚医疗	1.22	1.71	2.14	27%	41%	25%	32	23	18	自建和并购双轮驱动，床位扩张稳步推进	自建医院和外延扩张进度不及预期；政策风险	增持

重点公司盈利预测与投资要点

2024年国泰君安年度策略

公司 名称	公司 代码	每股收益(元)			业绩增速			市盈率(X)			投资要点	风险提示	投资评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
603259.SH	药明康德	3.49	3.81	4.57	18%	9%	20%	22	20	17	常规业务稳定增长，TIDES等新兴业务持续贡献增量	地缘政治风险；创新药投融资额波动	增持
002821.SZ	凯莱英	6.90	5.00	6.22	-23%	-28%	25%	18	25	20	多肽及寡核苷酸等新兴业务持续推进，连续流技术输出模式逐步兑现	地缘政治风险；创新药投融资额波动	增持
600161.SH	天坛生物	0.71	0.94	1.28	33%	32%	36%	44	33	24	大量新浆站密集建成推动采浆量加速增长；高纯静丙、重组8因子等新品贡献增量	终端供需变化；新品推广不及预期	增持
688236.SH	春立医疗	0.72	0.95	1.25	-11%	32%	33%	39	29	22	集采扰动出清业绩有望反转；关节重返高速增长轨道，脊柱、运医、PRP等新业务贡献弹性	关节续约不及预期，终端手术量不及预期	增持
688212.SH	澳华内镜	0.63	0.99	1.53	289%	57%	55%	101	64	42	AQ300放量带来收入高增长；软镜受外部环境的影响相对较小	AQ300商业化不及预期；外部环境严峻仍持续	增持
301017.SZ	漱玉平民	0.70	0.91	1.22	23%	31%	33%	30	23	17	省内外扩张空间大，新开门店有望加速；门诊统筹有望带来增量	开店速度不及预期；门诊统筹接入进度不及预期	增持

- 集采政策顶层框架设计已确定，在市场预期之内，如地方推进节奏较快则对相关公司业绩影响可能提前。
- 创新药立项、里程碑式研发进展不能保证产品能够获批，获批后的销售进度预期也有较大不确定性。
- 商誉、应收账款等金额较大的部分公司有减值风险。
- 外部因素如汇率等对相关板块和公司影响有不确定性。

THANKS FOR LISTENING

国泰君安证券研究所医药团队

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获取更详细的信息或进而交易本报告中所提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

	评级	说明	
投资建议的比较标准	股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨跌幅度在10%以上
		谨慎增持	相对沪深300指数涨跌幅度介于5%~10%之间
		中性	相对沪深300指数涨跌幅度介于-5%~5%之间
	行业投资评级	增持	相对沪深300指数涨跌幅度在10%以上
		中性	相对沪深300指数涨跌幅度在-5%~5%之间
		减持	相对沪深300指数涨跌幅度在-10%以下

投资建议的比较标准

股票评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布日后的12个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅度为基准。

国泰君安证券研究所		
E-mail: gtjaresearch@gtjas.com		
上海	地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20层
	邮编	200041
	电话	(021) 39676666
深圳	地址	深圳市福田区益田路6003号卓越商务中心B栋27层
	邮编	518026
	电话	(0755) 23976888
北京	地址	北京市西城区金融大街甲9号 金融街中心南楼18层
	邮编	100032
	电话	(010) 83939888