



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业年度策略

生物医药

2023年12月23日

24年成长确定，创新+出海+复苏+ 老龄消费为主线

证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

姓名：刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

姓名：陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

姓名：张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

姓名：王艳

资格编号：S0120122010010

邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

姓名：李霁阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn



目录 CONTENTS

1. 行业观点：24年行业成长确定，政策稳健调结构
2. 四大投资主线：创新+出海+复苏+老龄消费
3. 自下而上，关注细分行业的个股机会
4. 核心观点及投资建议
5. 风险提示



01

行业研判：24年行业成长确定，政策稳健调结构

1.1 医药增长确定：老龄化+新生儿反弹+诊疗复常

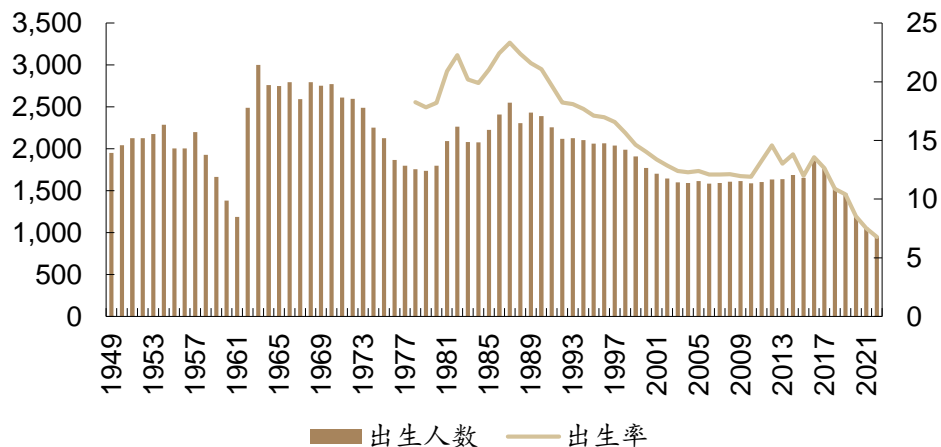
■ 老龄化加速持续，将带来庞大医疗需求

➢ **我国65岁及以上人口急剧增长，预计2031年占比为20%。**近年来我国出生人口逐年下滑，2022年中国出生人口为956万人，出生率为6.8%。同时2022年，65岁及以上人口约为2亿人，占总人口的15%。目前我国已处在人口老龄化的第二阶段（人口增速有所放缓同时第二次生育高峰人群开始进入老年），人口老龄化将进一步加速。根据联合国的预测数据，2025年60岁及以上人口占比将达19.5%，2040年60岁及以上人口占比将达28%左右。根据沙利文的预测，预计到2031年，我国65岁及以上人口将显著增长至2.8亿人，占比将提升至20%，带来庞大的医疗需求。

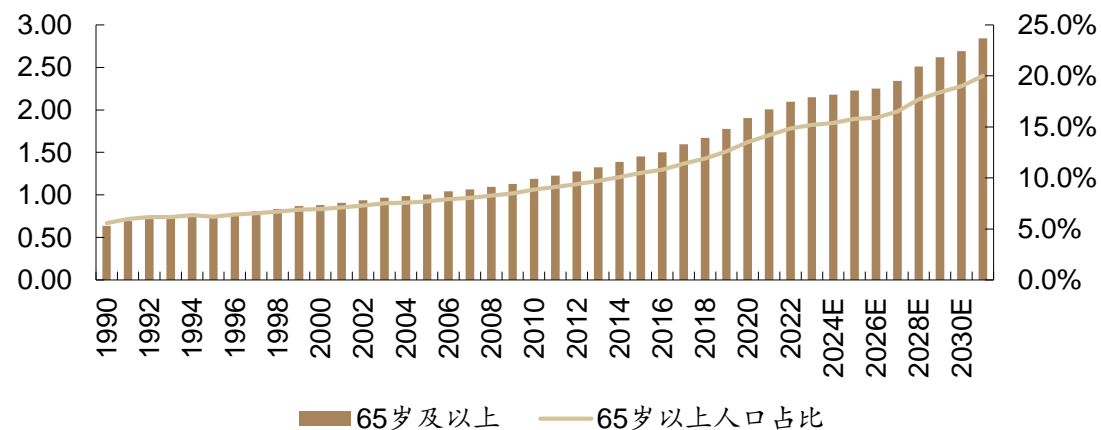
■ 部分因疫情被延后的生育意愿有望恢复，我们预计24年出生人口有望反弹

➢ 按照出生人数/前一年结婚数量的口径趋势判断，2020-2021年间出生人口的加速下滑或存在疫情封控影响，类比1958-1960年三年灾情后1962年出生人口强劲反弹，我们认为2024年部分因疫情被延后的生育意愿有望恢复，出生人口数量有望呈现一定反弹趋势。

图：中国出生人口及出生率（万人，%）



图：1990-2031E 65岁以上人口（亿人，%）



数据来源：wind，德邦研究所

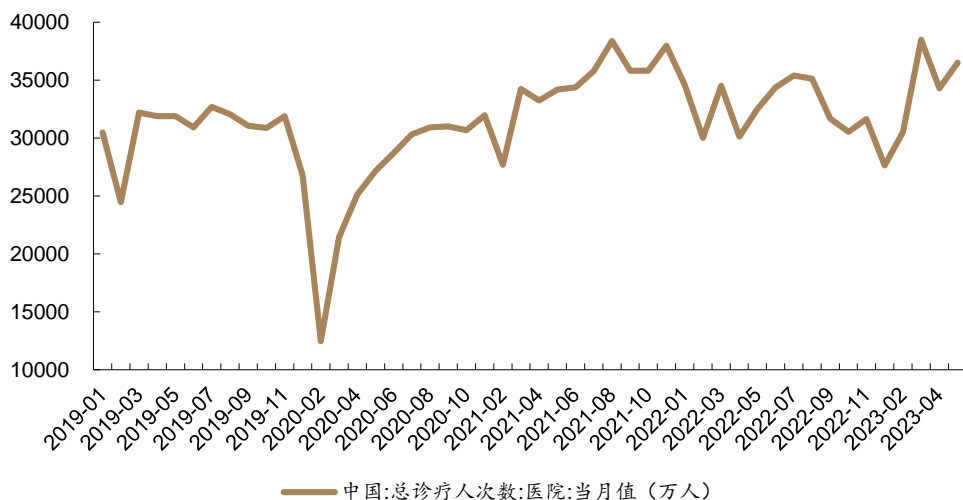
请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

1.1 医药增长确定：老龄化+新生儿反弹+诊疗复常

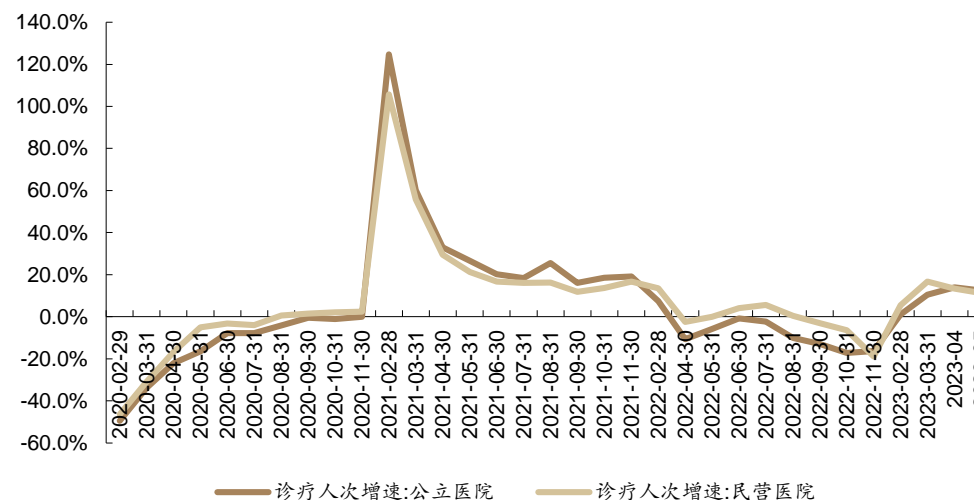
■ 复盘近三年我国诊疗情况，当前疫后诊疗复苏趋势明显，2024年医药需求将进入正常的完整年份

- **回顾22年**：疫情期间，诊疗情况波动较大。22年受到多地疫情散发，以及年末疫情放开的影响，诊疗需求整体受压制，22年2-11月诊疗人次同比下降4.9%。
- **立足23年**：年初诊疗复苏强劲，随着积压需求逐步释放，后续诊疗人次增速有回落趋势，叠加Q3反腐，预计带来诊疗端波动。且23年诊疗复苏中呈现结构性分化，以眼科为例，偏刚性的眼病诊疗恢复情况较好，消费类屈光手术表现稍弱。
- **展望24年**：偏刚性的诊疗需求有望实现稳态恢复，消费类诊疗需求可能有较大弹性。

图：中国：医院诊疗人次：当月值（万人）



图：诊疗人次增速情况（%）

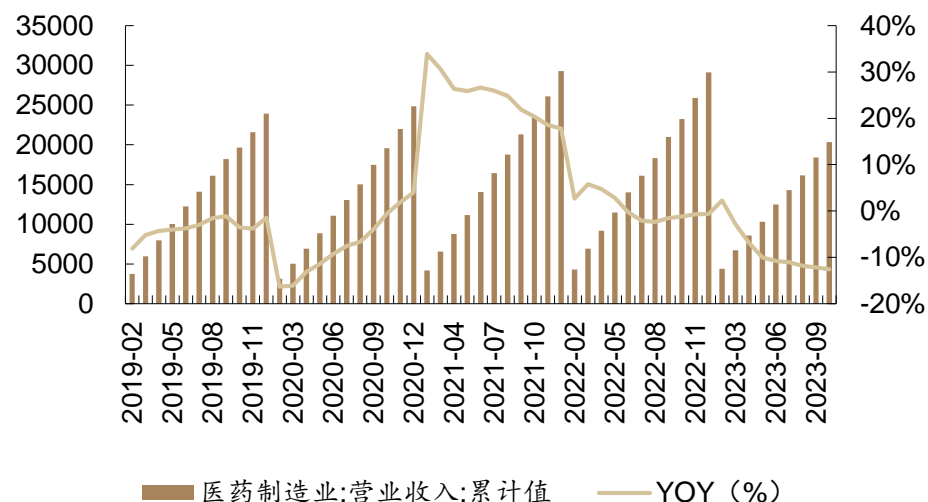


1.1 医药增长确定：老龄化+新生儿反弹+诊疗复常

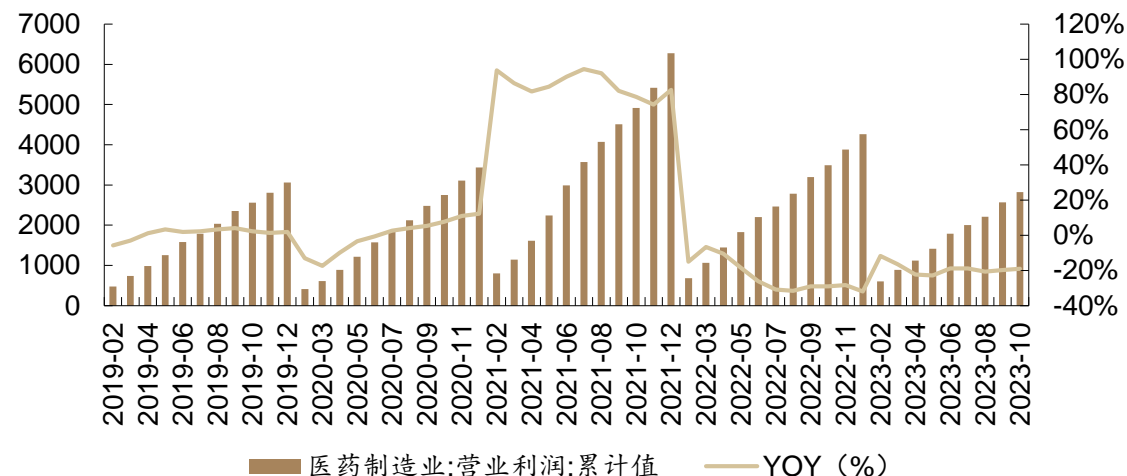
■ 医药制造业累计收入及利润预计见底，有望重回增长轨道，判断24年增长率有望提升！

- **23Q1-Q3医药制造业累计收入及利润仍有所承压，随诊疗复苏有望恢复增长态势。** 根据国家统计局数据，2022年中国医药制造业累计收入达2.9万亿元，同比下降1.6%；医药制造业累计利润为4288.7亿元，同比下降31.8%。2023年Q1-3中国医药制造业累计收入达1.8万亿，同比下降3.4%，医药制造业累计利润为2560亿元，同比下降17.5%。我们认为当前医药制造业收入利润或已见底，在诊疗复苏及刚性需求下有望重回增长态势。

图：2019年-2023年10月医药制造业累计收入（亿元）



图：2019年-2023年10月医药制造业累计营业利润（亿元）



数据来源：wind，国家统计局，德邦研究所

1.2 政策向好：集采趋于缓和，医保续约及定价支持创新

■ 药品端集采：规则不断优化，整体降幅缓和

- **国家药品集采5年覆盖374种药品，整体降幅趋于缓和。**2018年底最初开展的“4+7”试点中选品种25个，中选价平均降幅为52%，与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，中选价平均降幅52%，最高降幅96%。9个月之后的“4+7”扩围，中选品种降幅创出了这五年的最高点59%。在随后2020-2023年开展的第二~九批国家集采，**整体降幅趋于缓和。**
- **历次集采中不断优化完善采购规则，不再“唯低价”，更加理性。**每一批次药品带量采购都会伴随规则的不断优化和完善，例如颇具创新性的“1.8倍熔断机制”、“50%降幅保护机制”、“0.1元保护机制”等。集采不再是一味的降价，在集采各个环节的规则上都给予了差异性很大的独特设计，让具体规则更具科学性、合理性、操作性。

图：九批国家药品集采时间轴

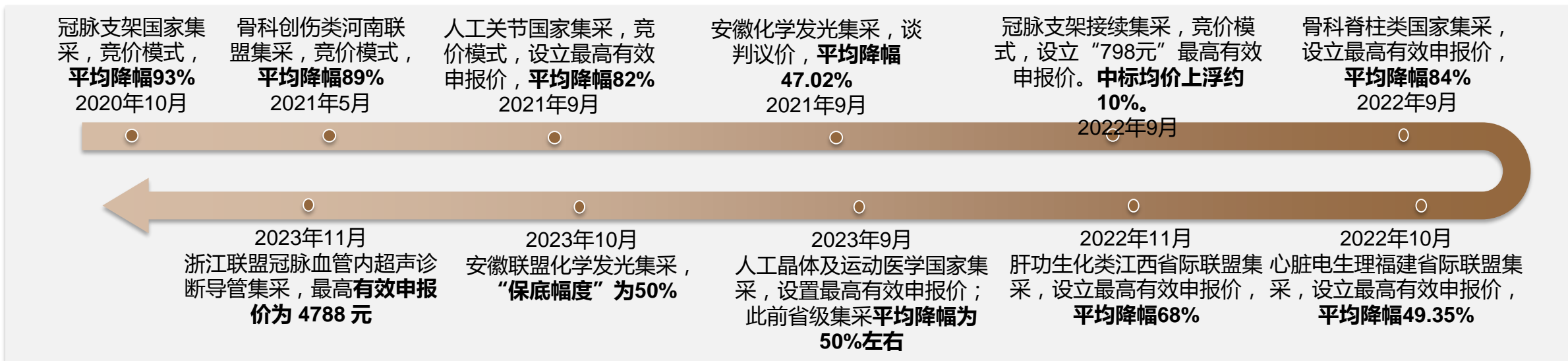
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
批次	首轮4+7	4+7扩围	第二批 第三批	第四批 第五批 第六批	第七批	第八批 第九批
中选时间	12月17日	9月30日	1月21日 8月24日	2月8日 6月28日 11月30日	7月18日	4月11日 11月16日
执行时间	2019年2~3月	2019年底	2020年4月 2020年10月	2021年5月 2021年10月 2022年5月	2022年11月	2023年7月 2024年3月
品种数	25个	25个 (同前一批)	112个 (包含前一批)	122个	60个	80个
中选价平均降幅	↓ 52%	↓ 59%	↓ 54%	↓ 52%	↓ 48%	↓ 57%



1.2 政策向好：集采趋于缓和，医保续约及定价支持创新

器械端集采：集采温和化、成熟化，低国产化率品类受益

➤ **带量采购温和化、成熟化，业绩持续修复，低国产化率品类或受益集采**：医用耗材集采规则的演变从2018年底药品实施“4+7”带量采购开始，经历2020-2021年主要以“竞价模式”低价者优先的规则，到2022年转变为“限价模式”为主的温和规则。最新的安徽发光、人工晶体、IVUS等集采均延续相对温和降价，预计未来潜在的成熟或创新品类均维持该相对成熟的集采规则。随着22年关节、冠脉续约执行，23年生化、电生理、创伤续约落地执行，厂商经历渠道退换货报表出清，业绩持续迎修复，且借助集采国产厂商已经或未来有望加速品类的市占率及国产化率的提升。



上图：医疗器械领域集采降幅梳理

下图：集采落地执行情况更新

2022年12月，江西肝功生化集采结果出台，执行中

2023年4-5月，电生理联盟集采落地执行、骨科脊柱类集采落地

23H2，骨科创伤集采续标、化学发光方案出台，2023年11月人工晶体及运动医学国采开标，关节集采年底或开启续标

1.2 政策向好：开放新药初期定价+医保政策缓和

■ 2023年发布医保谈判新规，预期降幅缓和，有望驱动新药板块向好

➢ 2023年7月21日，国家医疗保障公布医保谈判规则中更新和新增数项新规定，根据新公布的谈判续约规则，**支付上限提高，降幅规则更加趋于温和，实现药品以价换量，有助于快速放量，有望驱动创新药板块持续向好。**

■ 伴随着政策端的利好，有助于创新发展及投资环境改善，当下国内医药环境已迈入新周期、新格局

➢ 2018年国家医保局成立以来，大刀阔斧地开展集采和医保谈判等一系列改革，建立了医保支付标准框架和药价形成机制，纠正过去医药购销领域的种种问题。随后的一系列举措，在大框架下进行细化的动态调整。这一次的医保细化调整措施体现了“先破后立”后的细化调整措施，**释放出的信号让创新药上市后销售的预期变得稳定，有望驱动创新药板块持续向好。**

■ **国家医保局将放开创新药初期定价。国家医保局将根据创新药的不同生命周期，给予不同的价格定位，初期将满足企业尽快回收研发成本的要求，给予合理的价格回报。这对创新药企来说，是个重磅利好。**

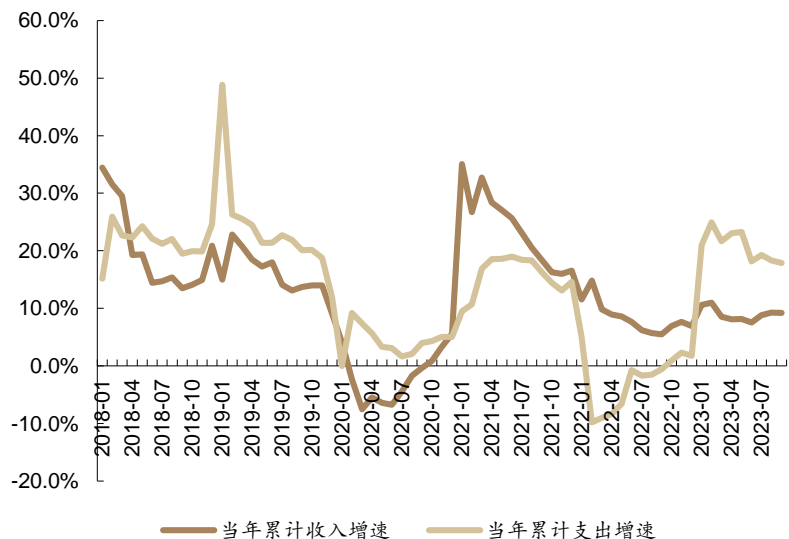
图：国家历次医保药品目录谈判

谈判批次	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批
组织单位	原国家卫生计生委	国家人力资源社会保障部	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局
国家发文时间	2016.05	2017.07	2018.1	2019.11	2020.12	2021.12	2023.01
各省执行时间	2016.6前	2017.12前	2018.11前	2020.1.1	2021.3.1	2022.1.1	2023.03
入围种数	3种	36种	17种	97种（70个新增，27个续约）	119种（96个新增调入，23个目录内谈判调入）	94种（67个新增调入，27个目录内谈判调入）	121种（108个目录外新增）
平均降幅	58.70%	44%	56.70%	60.70%	50.64%	61.71%	60.1%
涉及领域	抗病毒、抗肿瘤	抗肿瘤、心血管病、精神病、抗感染、糖尿病等	12个实体肿瘤药、5个血液肿瘤药	抗肿瘤、罕见病用药、糖尿病、儿童用药等	抗肿瘤、罕见病、肝炎、糖尿病、心脑血管等	肿瘤、慢性病、抗感染、罕见病、妇女儿童等用药	慢性病、肿瘤、抗感染、罕见病等

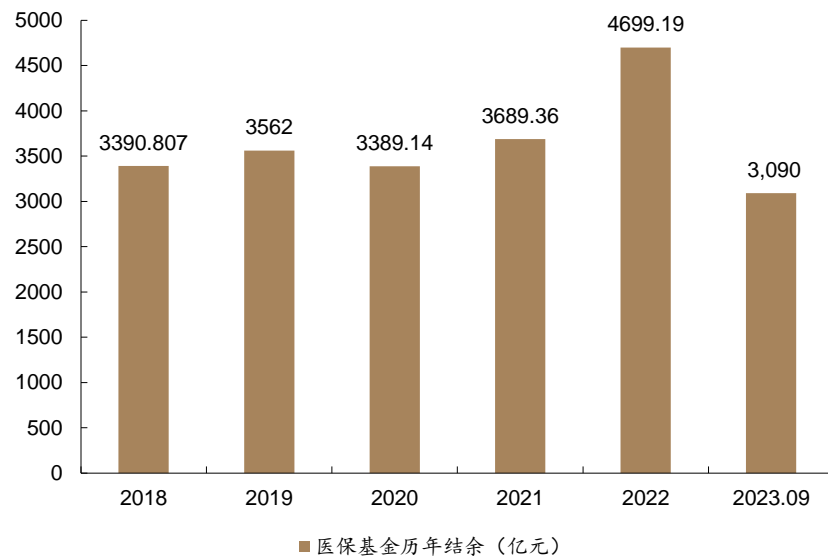
1.3 支付重点调结构：尽管医保资金紧张，但收入仍大于支出

- 由于2022年支出低基数，今年医保支出增速大于收入增速。**截止2023M9，全国基本医疗保险基金累计收入23468.3亿元，同比增长9.2%，累计支出20378.32亿元，同比增长17.9%。近两年收入增速较为平稳，支出增速较快主要是由于去年疫情封控导致整体医疗相关消费较少所致。21M9-23M9累计收入CAGR为7.3%，21M9-23M9累计支出CAGR为8.3%，支出增速略高于收入。
- 医保资金虽然紧张，但历年仍有较多资金结余。**截止2023M9，医保基金结余为3090亿元。
- 医保收入增速快于GDP增速。**近几年，医保收入增速基本高于GDP增速，截止23M9医保收入增速为9.2%，而GDP（现价）增速为4.91%。

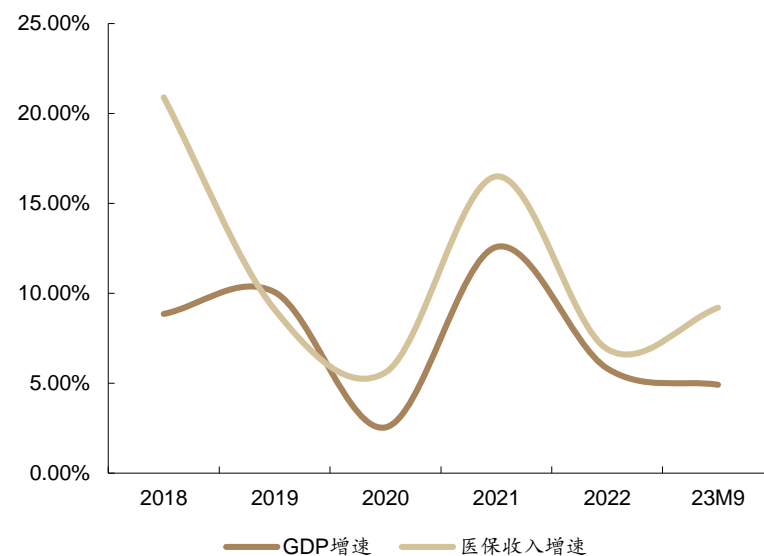
图：医保累计收入及支出增速



图：历年医保结余



图：医保收入增速 vs GDP（现价）增速（%）



数据来源：wind，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

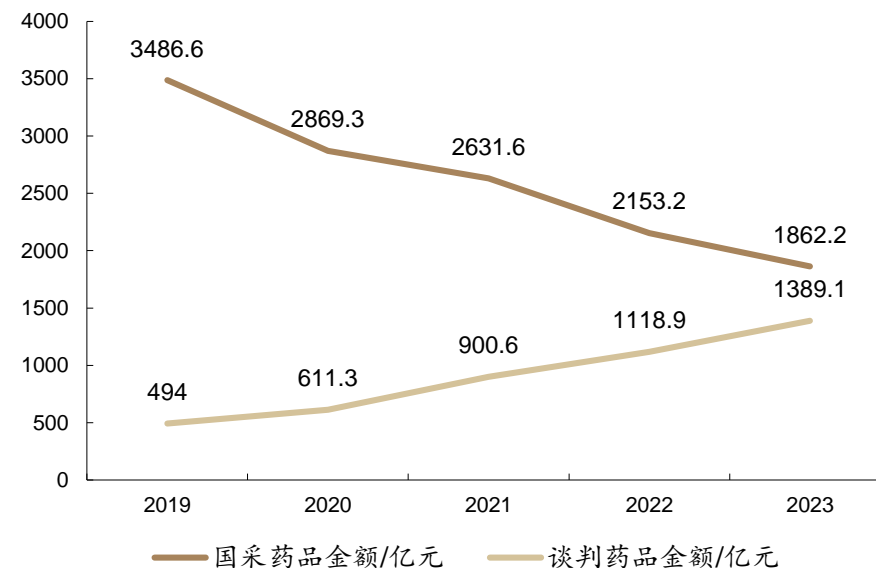
1.3 支付重点调结构：带量采购控费：腾笼换鸟

- **带量采购常态化，减轻患者&医保基金负担。**截止第九批集采，目前集采品种占到公立医疗机构常用药品的约30%。目前已为患者减负5000亿元，同时也缓解了医保基金的支出压力。
- **医药工业维持稳健增长，医保基金将实现腾笼换鸟。**
- **据医药工业十四五规划：**营业收入&利润总额年均增速保持在 8%以上。
- **医保基金实现腾笼换鸟：**国家带量采购将一批壁垒低、竞争充分的仿制药通过报量竞价的形式，为医保基金腾挪出支付空间，在医药工业每年维持8%以上增长的背景下，这部分支付增量预计将向**创新、高壁垒仿制药物、传统优质中药**倾斜。

表：带量采购回顾

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
批次	首轮4+7	4+7扩围	第二批 第三批	第四批 第五批 第六批	第七批	第八批 第九批
中选时间	12月17日	9月30日	1月21日 8月24日	2月8日 6月28日 11月30日	7月18日	4月11日 11月16日
执行时间	2019年2-3月	2019年底	2020年4月 2020年10月	2021年5月 2021年10月 2022年5月	2022年11月	2023年7月 2024年3月
品种数/年	25个	25个 (同前一个)	112个 (包含前一批)	122个	60个	80个
中选价平均降幅	52%	59%	54%	52%	48%	57%

图：仿制药、创新药“腾笼换鸟”



数据来源：wind，第一财经，中国医疗保险，《全国医疗保障事业发展统计公报》，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

1.4 估值和配置：医药指数近15年板块行情复盘

图：2009至今申万医药指数行情走势及相对上证指数超额收益率（左轴：申万医药指数相对于2009年年初涨跌幅；右轴：超额收益率）



资料来源：Wind，德邦证券研究所（截至2023年12月5日）

1.4 估值和配置：当前为医药估值底部，全基配置处于低位

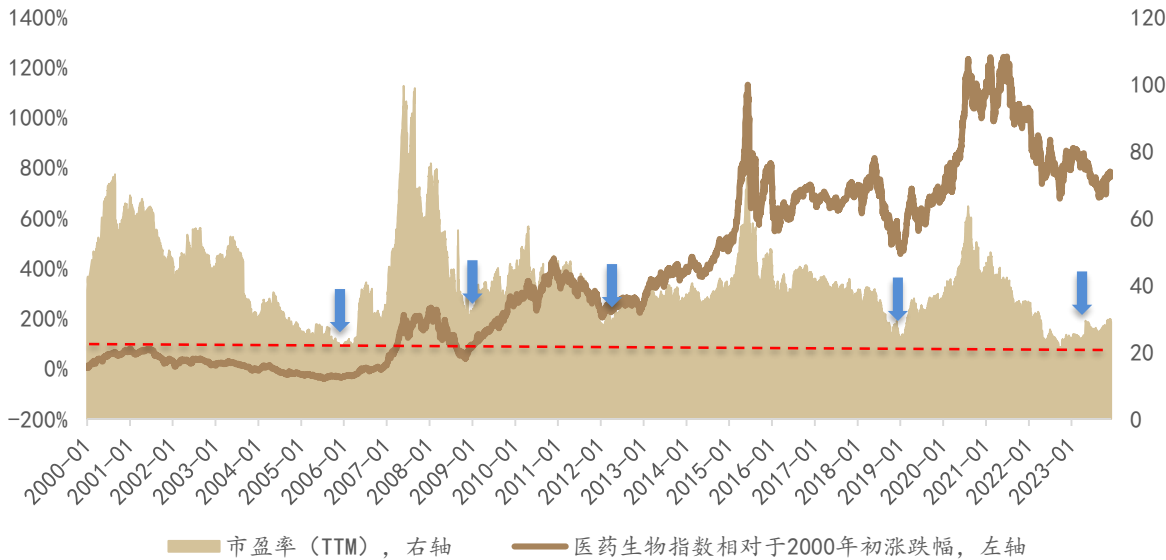
■ 当前医药仍处于估值底部，估值修复与提升空间巨大。

➢ 截至2023年12月6日，申万医药整体估值为29.0x，医药板块当前仍然处于历史估值低位，估值修复与提升空间较大。

■ 全基对医药配置处于底部区间，医药作为配置标配仍大有可为

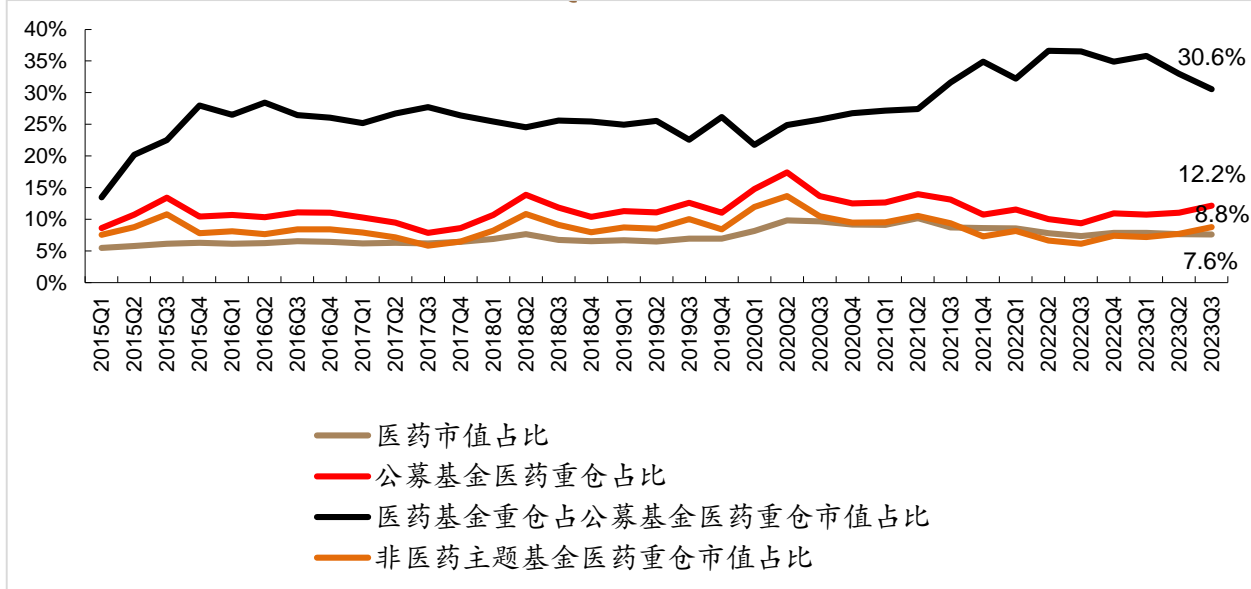
➢ **全基对医药配置处于底部区间**：2023Q3公募基金的医药重仓合计市值为3612.6亿元，占公募基金总重仓占比12.2%，环比提升 1.1pct；医药主题基金对医药持仓1104.6亿元，占比30.6%，环比下降2.4pct，即医药主题基金为医药持仓主力，非医药主题基金（即全基）对医药持仓较少。我们认为，当前全基对医药配置处于底部区间，医药作为配置标配仍大有可为。

图：2000年至今医药生物板块市盈率



数据来源：wind，德邦研究所

图：2015-2023Q3公募基金医药重仓情况



1.4 估值和配置：各子行业展望判断

细分板块	PE-ttm估值		23年回顾	24年展望
	2023/12/6	2023/1/1		
创新药	-13.4	14.9	经历了年初的反弹行情后，CDE监管收紧和反腐使得股价回调明显；然而产品不断获批，商业化成绩持续验证，在三季报风险出清后开始反弹	行业进入到反转阶段，随着出海+商业验证+降息，预计将迎来新一轮行情
化学制剂	19.5	21.3	个股分化较为严重，走出集采且产品开始兑现的企业增速较快，院内占比较高的企业受到反腐影响较大	重点关注“集采出清+创新兑现+商业化能力较强”的化药企业
中药	40.0	24.1	整体实现明确增长，Q1-3在短期扰动影响下逐渐下滑，短期扰动预计正逐步出清	政策利好持续，基药目录有望推进，业绩在短期扰动出清后恢复稳健增长，有望实现逐季同比增速加速。
CXO	28.8	51.7	新冠高基数业绩压力正持续消化当中，药明康德、药明生物均在下半年下调了业绩预期	基数压力出清了，行业增速有望24H2恢复相对较高水平，医药研发需求及投融资或将迎来拐点
血制品	37.3	39.7	静丙供不应求，行业整合加速出现苗头	行业整合加速落地，龙头规模优势愈发明显，第四代静丙有望兑现
疫苗	56.1	32.4	带状疱疹疫苗势头良好，9价HPV疫苗报产保持增长态势，其他品种稳健增长	带状疱疹疫苗有望强劲增长，9价HPV稳健增长，国产疫苗出海逻辑有望兑现
科研服务	10.3	-12.8	行业景气度依然低迷，上游盈利能力持续下行，行业持续出清	24H2下游需求有望恢复，盈利水平有望触底反弹
医疗设备	52.8	27.0	稳健增长，医学影像、测序、内镜、康复等板块快速增长	新基建+国产加速替代+出口拉动+反腐招投标恢复
医疗耗材	-12.7	126.8	1) 高耗：疫后手术量尤其是择期手术显著恢复，电生理、内镜耗材表现较为亮眼，骨科因集采影响短期承压 2) 低耗：疫情高基数整体下滑，但Q3降幅收窄	1) 高耗：手术量恢复+集采出清+新品迭代，国产化有望加速 2) 低耗：23Q3后基数逐渐消退、海外去库存结束，订单陆续恢复，未来几个季度有望重回增长
IVD	15.4	17.9	剔除防疫高基数，常规IVD增速恢复，发光、凝血快速增长	疫情业绩高基数影响逐渐减弱，全面恢复常规增速，国产有望受益集采
医疗服务	25.2	27.5	刚性诊疗复苏明显，消费类诊疗承压	预计迎来稳态恢复，消费类诊疗具备潜在弹性。
药店	21.9	27.5	由于管控放开+各地区药店纳入门诊统筹政策推进差异对各上市药房造成短期业绩扰动和差异	建议关注零售药店纳入门诊统筹进展，处方流转平台建设各省推进速度，以及各药房门店扩张趋势。
流通	17.0	18.4	全年基调是疫后诊疗复苏，Q3波动较大，Q4有望恢复	明年有望实现稳健增长，不会显著变化，高毛利新业务（中药、器械、零售等）预计占比将持续提升，盈利能力逐步改善。



02

四大投资主线：创新+出海+ 院内复苏+老龄消费

创新崛起：Biotech-迎来新周期，宏观流动性有望转向

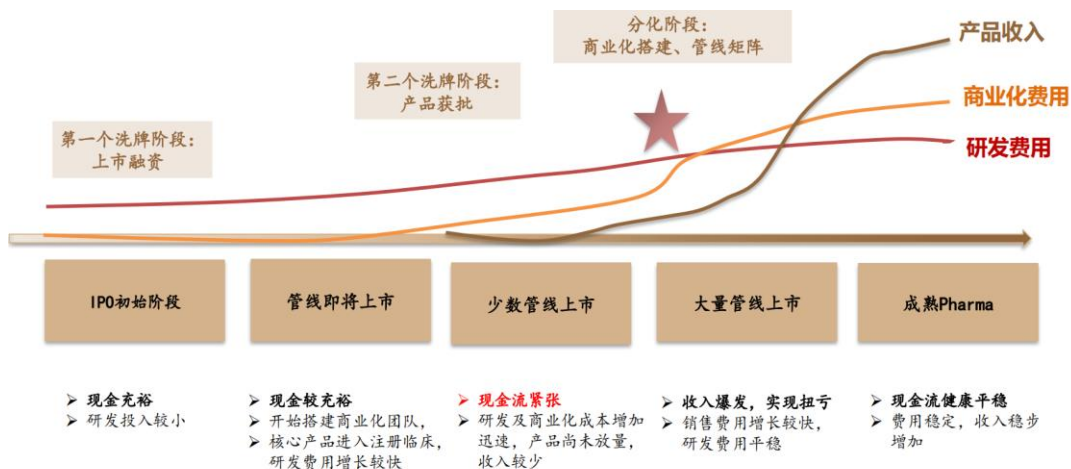
■ 穿越寒冬，中国创新药迎来新周期起点

- 2021年以来，中国的创新药市场发生较大变化，供给侧的升级与出清，支付端医保边际放松，出海迎来一个个里程碑事件，预示着新周期的到来；
- 供给侧：自2021年资本寒冬，导致行业出现被动出清与分化，头部biotech已开始兑现收入；CDE政策收紧引导行业高质量发展；
- 支付端：主要支付手段医保降幅规则趋于温和，2023年7月，医保局发布2023年版《谈判药品续约规则》，续约新规对老药降幅更加温和；

■ 宏观流动性改善，明年有望迎来降息周期

- 美联储加息直接影响biotech定价：1) 对港股流动性的影响；2) 对DCF估值折现系数影响；3) 对biotech融资有影响
- 远端降息预期：CME联邦基金期货模型显示，在当前[5.25, 5.5]%利率水平下，交易员预期首次降息时点在2024年3月；

图：biotech成长路径，已进入分化期



图：CME官网美联储政策利率变动预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	87.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	71.1%	19.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	66.5%	23.1%	1.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.5%	62.4%	21.0%	1.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	12.8%	56.5%	26.1%	3.7%	0.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	11.4%	51.3%	29.7%	6.4%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.4%	7.3%	36.3%	37.8%	15.1%	2.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	5.7%	29.5%	37.5%	20.5%	5.7%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%

数据来源：wind，CME，德邦研究所

创新崛起：Biotech-迎来新周期，宏观流动性有望转向

■ 新领域、新周期，肿瘤领域ADC独领风骚

➢ ADC是IO免疫治疗之后肿瘤治疗领域又一大突破。2023H1全球ADC新药市场规模达50亿美元，预计全年将首次突破百亿美元，预计2030年，全球ADC市场规模有望达647亿美元；ADC药物投融资事件逐渐繁荣，2023年辉瑞430亿美元收购Seagen，自2022年以来国内ADC公司掀起了“出海”狂潮，多个10亿美金以上交易。建议关注：迈威生物、百奥泰、科伦博泰、恒瑞医药、翰森医药、石药集团、乐普生物、康诺亚等；

■ 新领域、新周期，自免领域开启新蓝海赛道

➢ 自身免疫性疾病治疗未被满足需求巨大：全球已知的自身免疫病超过100种，已上市的大品种覆盖的适应症不超过30个。自免机制复杂，药物靶点众多，根据弗若斯特沙利文报告预测药物市场预计在2030年将达到1760亿美元。海外各大药企通过自研或收购进军自免领域，“重磅炸弹”药物层出不穷，中国在自免治疗领域正逐步进入生物制剂时代。建议关注：康诺亚、三生国建、智翔金泰、再鼎医药等；

图：已上市免疫炎症大品种获批适应症

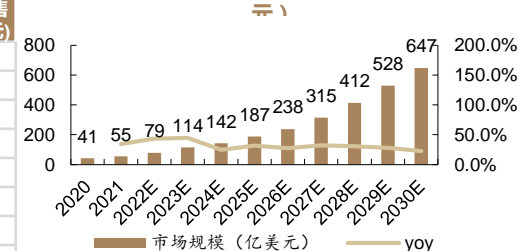
靶点	产品	药	峰值(\$亿)	年	适应症						
TNF-a	Humira	Adalimumab	212.37	2022	RA	PA	PP	AS	UC	CD	HS
	Enbrel	etanercept	59.65	2016	RA	PA	PP				
	Remicade	infliximab	70	2016	RA	PA	PP	AS	UC	CD	
	Simponi	golimumab	22.76	2021	RA	PA	AS	UC			
IL-17	Cosentyx	secukinumab	47.88	2022	RA	PA	PP	AS	nr-axSpA		
	Taltz	ixekizumab	24.82	2022	PA	PP	AS		nr-axSpA		
IL-12/23	Tremfya	guselkumab	22.68	2022	PA	PP					
	Skyrizi	risankizumab	51.65	2022	PA	PP	UC	CD			
IL-4/13	Stelara	ustekinumab	97.23	2022	PA	PP	UC	CD			
	Dupilxent	dupilumab	82.93	2022	AD	ASM	NP	EE	PN	COPD	
PDE4	Otezla	Apremilast	22.88	2022	PA	PP	OU				
	Actemra	tocilizumab	35.62	2021	RA	GCA	CRS	IDL	COVID		
IL-6	Rinvoq	upadacitinib	25.22	2022	RA	PA	AS	UC	nr-axSpA	CD	AD
	Olumiant	baricitinib	11.15	2021	RA	COVID	AA				
JAK	Xeljanz	tofacitinib	24.55	2021	RA	PA	AS	UC			
	Ocrevus	ocrelizumab	60.36	2022	MS						
CD20	Kesimpta	ofatumumab	10.92	2022	MS						
	合计		882.67								

资料来源：Argenx，各公司官网，德邦研究所

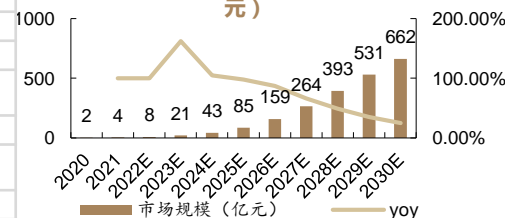
图：全球获批ADC药物销售数据

商品名	公司	靶点	获批日期	2022销售额 (百万美元)	2023H1销售 (百万美元)
Mylotarg®	辉瑞	CD33	2000/5/17		
Adcetris®	Seagen/武田	CD30	2011/8/19	1473	821
Kadcyla®	罗氏	HER2	2013/2/22	2389	1195
Besponsa®	辉瑞	CD22	2017/6/28	219	117
Lumoxiti®	阿斯利康	CD22	2018/9/13		
Polivy®	罗氏	CD79b	2019/6/10	591	513
Padcev®	Astellas/Seagen	Nectin-4	2019/12/18	754	466
Enhertu®	第一三共/阿斯利康	HER2	2019/12/20	1260	1165
Trodelyv®	吉利德	Trop-2	2020/4/22	680	482
Blenrep®	GSK	BCMA	2020/8/5	143	25
Akalux	Rakuten Medical	EGFR	2020/9/25		
Zynlonta	ADC Therapeutics	CD19	2021/4/23	75	40
爱地希	荣昌生物	HER2	2021/6/8	56	
Tivdak	Genmab/Seagen	TF	2021/9/20	62	41
ELAHERE	ImmunoGen	FRα	2022/11/14	107	
已公布的总计销售额 (百万美元)				7702	4972

图：ADC药物全球市场规模 (亿美元)



图：ADC中国市场规模 (亿元)



创新崛起：Biotech-投资思路

- **我们认为：**创新药行业已逐步穿越寒冬，供给侧的升级与出清，支付端医保边际放松，出海迎来一个个里程碑事件，预示着新周期的到来；24年加息周期结束，宏观流动性有望改善，有利于港股及创新药的投融资环境；我们看好中国创新药未来的发展趋势，看好24年创新药投资机会。
- **建议关注：**1) 国内商业化验证+出海：百济神州、康方生物、和黄医药、百奥泰、迪哲医药等；2) ADC赛道龙头：迈威生物、科伦博泰等；3) 自免龙头：康诺亚、智翔金泰、三生国建、再鼎医药；3) 核心产品有望即将获批：泽璟制药、海创药业等。

建议关注	核心逻辑	预计2024催化剂
百奥泰	类似药出海逐步兑现+ADC数据	类似药在欧美商业化；乌司奴申报上市；ADC数据读出等
迈威生物	Nectin-4 ADC 尿路上皮癌拓展前线潜力大，数据优异	ADC数据、长效G-CSF获批、类似药出海等
康方生物	国内销售强劲+海外 AK112 临床顺利进行	新产品获批
和黄医药	呋喹替尼顺利在美国获批，明年将验证海外商业化，多个产品即将NDA	美国销售验证，呋喹2L胃癌获批，新产品NDA等
再鼎医药	自免大单品Efgar进医保，多个产品明年获批或NDA	Efgar销售验证，皮下剂型获批，SUL-DUR等新产品获批等

资料来源：各公司官网、德邦研究所

创新崛起：Pharma-迈入商业化+国际化新阶段

■ 中国Pharma基本大面积的走过研发周期，即将进入商业化+国际化新周期。

➢ 集采出清、业绩拐点+创新药收入占比加速提升+商业化确定性强+Biotech合作授权=创新药中坚力量



创新崛起：Pharma-集采出清+创新转型+商业化平台

■ 我们认为：

- ✓ 中国传统Pharma药企基本大面积的走过研发周期，即将进入商业化+国际化新周期。
- ✓ 目前大部分传统pharma迎来集采出清、业绩拐点的发展期，相关pharma公司创新药收入占比加速提升，传统pharma具备较强的商业化能力，因而销售确定性强，我们看好传统pharma有望迎来黄金时期。

□ 建议关注：恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、先声药业、赛生药业、三生制药、绿叶制药、百洋医药、康哲药业等

代码	简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		市盈率（X）		未来增量
		2023/12/05	2024E	2025E	2024E	2025E	
600276.SH	恒瑞医药	2,857	55.57	69.68	51	41	肿瘤、自免、心血管代谢、大慢病全面布局
3692.HK	翰森制药	812	30.92	35.28	26	23	7款上市创新药放量，ADC出海
1177.HK	中国生物制药	534	31.78	36.04	17	15	创新转型，聚焦肿瘤/肝病/呼吸/外科镇痛
2096.HK	先声药业	154	13.8	17.5	11	9	先必新（+舌下片）放量
0867.HK	康哲药业	304	35.56	40.01	9	8	兼顾创新和商业化的平台型药企，创新管线储备丰富
301015.SZ	百洋医药	193	8.76	11.41	22	17	从CSO转向自研+BD的一体化商业化平台
6600.HK	赛生药业	78	10.23	10.91	8	7	核心品种日达仙+在研后期品种
1530.HK	三生制药	154	24.44	27.42	6	6	特比澳+蔓迪品牌，自免在研
2186.HK	绿叶制药	120	8.69	13.4	14	9	中枢神经+肿瘤

创新崛起：大品种-海外映射+技术创新



需求端-老龄化下健康需求旺盛；供给端-药审存量优化，鼓励创新；支付端-医保降幅及续约规则逐步趋于温和，医保内预计能出大品种；商业化-反腐深化整治，利好真创新。我们认为医药正进入关注海外映射和大品种爆发的时代。

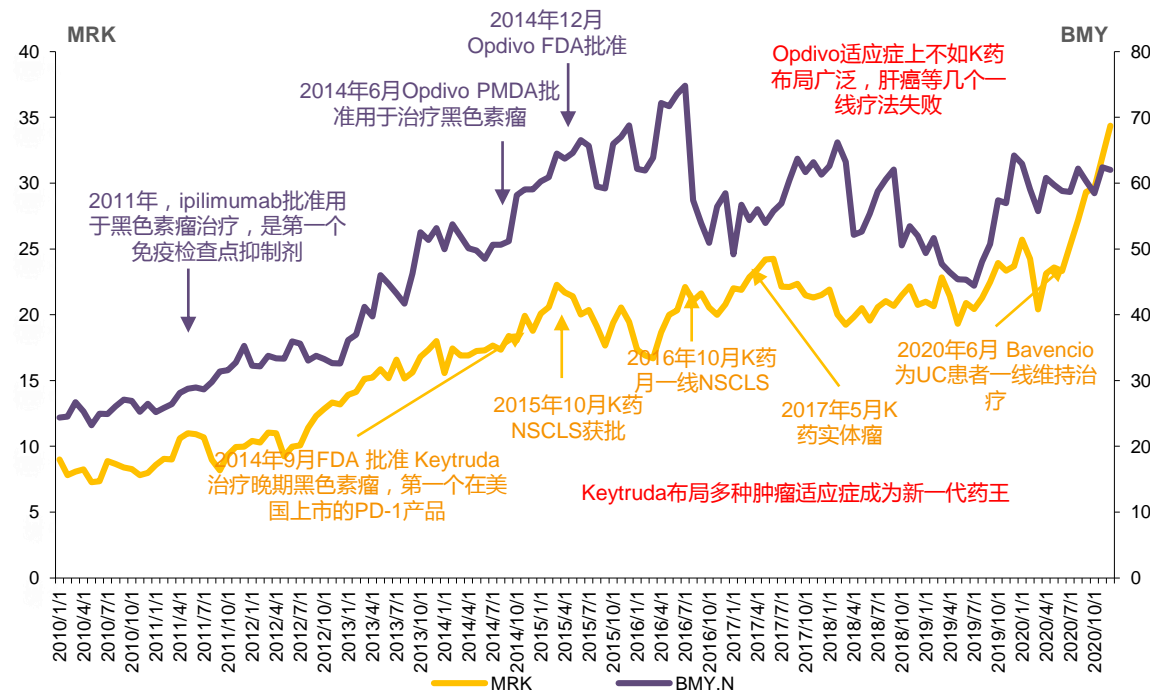
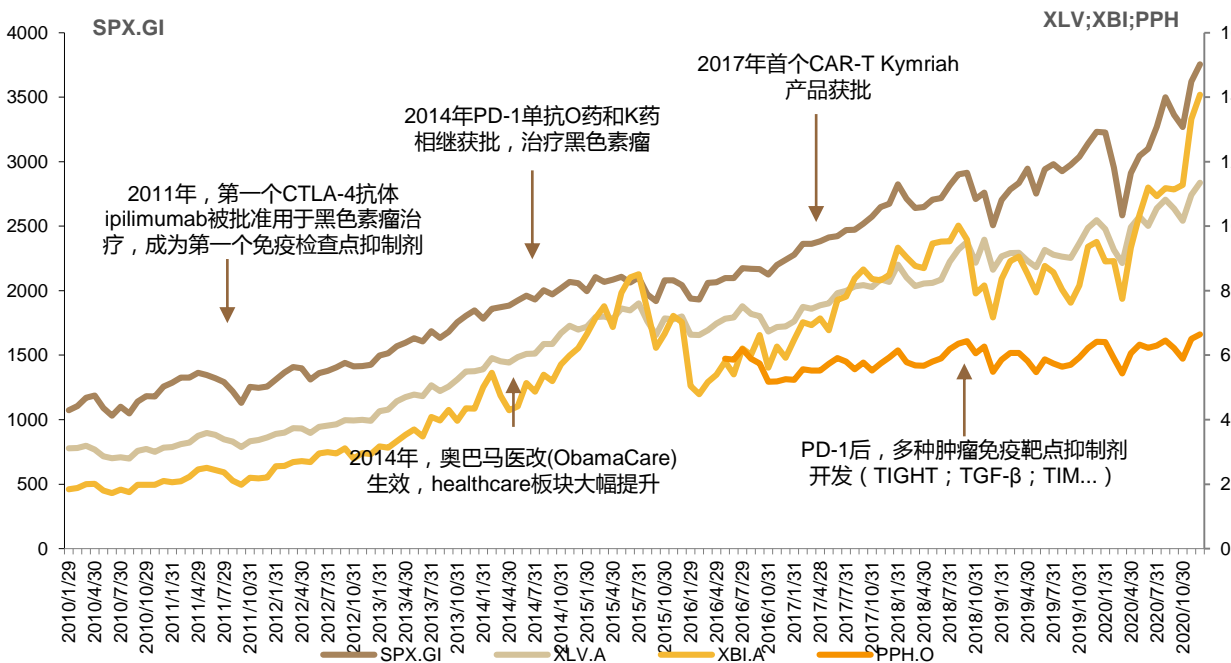
创新崛起：大品种-复盘美股医药，技术创新为根本驱动

■ 技术创新带来市场爆发，美股二级十年牛市

- **创新技术推动肿瘤免疫机制研究与药物发现**：测序技术以及基因编辑技术为肿瘤分子生物学机制奠定了基础，以PD1为首的**肿瘤免疫疗法**逐步登场。
- **美股二级市场十年持续上涨**：医疗改革，政策利好，技术创新。SPX.GI增长约303%；XLV增长约320%；XBI增长约300%；PPH增长约38%。
- **肿瘤免疫PD1抑制剂领头羊默克与BMS**：默克KeytrudaK是美国第一个上市的PD1，布局近30多种适应症；2022年Keytruda大卖209.37亿美元，同比增长22%。BMS的Opdivo适应症布局较少，被K药超越，2022年Opdivo营收82.49亿美元，相较于其老对手Keytruda已是相差甚远。

图：美股2010-2020年股价复盘

图：默克与BMS 2010-2020股价复盘



创新崛起：大品种-复盘中国，肿瘤免疫获得显著收益

- 紧随全球肿瘤免疫热潮，中国创新药企PD-1抑制剂获批：恒瑞，信达，君实，百济PD-1抑制剂均获批并积极出海。
- 先预期，后业绩兑现，体现在资本市场获得显著收益。四款国产领先“PD-1”相继于2018年底-2019年获批，获批后资本市场获得显著收益。
- 映射当前创新药市场格局，未来具备诞生创新药“大品种”潜力的ADC、GLP-1、阿尔兹海默症等应重点关注，我们预计或将有“预期先行”的市场机会。

图：国内PD-1四家药企股价复盘



创新崛起：大品种-美股ADC/GLP1/NASH/AD等相继突破

■ 美股得益于创新技术与前沿药物领衔研发，二级市场表现持续向好：

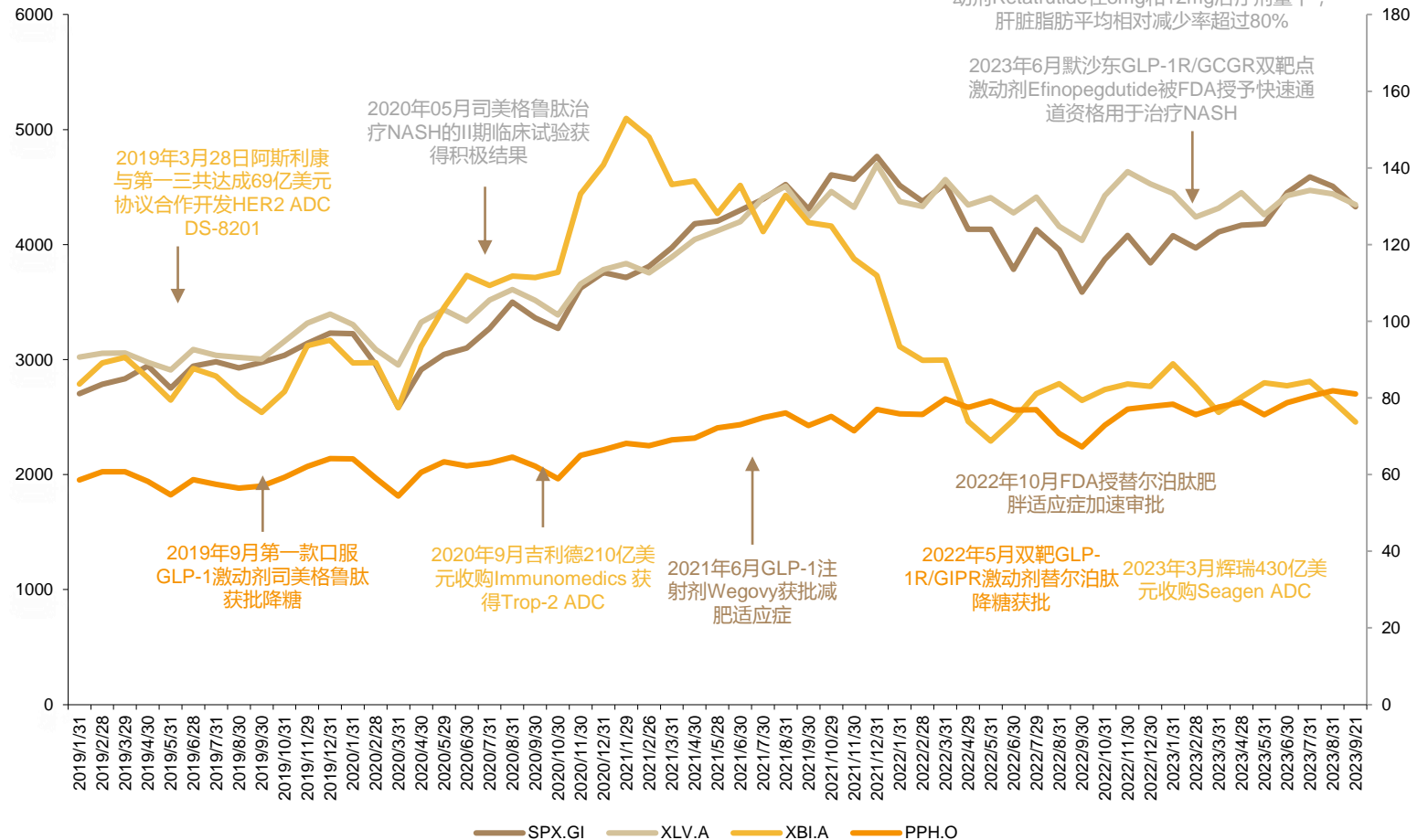
➤ **ADC开发并购事件频繁**：2019年03月28日阿斯利康与第一三共达成69亿美元协议合作开发HER2 ADC DS-8201；2020年9月吉利德210亿美元收购 Immunomedics 获得Trop-2 ADC；2023年3月辉瑞430亿美元收购Seagen ADC。

➤ **GLP-1药物等多种适应症获批或在研**：降糖适应症（eg.2019年9月第一款口服GLP-1激动剂司美格鲁肽获批降糖）；减肥适应症（eg.2022年10月FDA授了替尔泊肽肥胖适应症加速审批）；NASH（eg.2023年6月Lily三靶GLP-1/GIP/glucagon激动剂Retatrutide在8mg和12mg治疗剂量下，肝脏脂肪平均相对减少率超过80%）；阿尔兹海默症。

■ 引领国内投资方向：ADC、GLP-1、NASH和AD、免疫和核酸等赛道火热。

图：美股2019至今股价复盘

注：SPX.GI股价对应左侧坐标轴，XLV.A,XBI.A,PPH.O股价对应右侧坐标轴



创新崛起：大品种-仍为24年重要投资策略

■ **我们认为：**复盘海外及中国市场，全球技术创新预计将会带来产业和资本市场巨大投资机会：从IO药物到ADC、NASH、减肥药和AD药的产业发展和国内外资本市场的表现，无一不说明医药投资需要紧跟全球技术创新，抓住技术创新和大品种预计将能带来显著投资收益；

□ 建议关注：

➢ 药：带状疱疹（智飞生物）、痛风/尿酸（一品红、海创药业）、阿托品（兴齐眼药）、金葡菌疫苗（欧林生物）、失眠药（京新药业）、白癜风（泰恩康、康哲药业）、心衰（信立泰、西藏药业）、老年痴呆（东诚药业）、基因细胞治疗（诺思兰德、金斯瑞）、脑卒中（悦康药业、先声药业）等；

➢ 械：CGM（三诺生物）、美瞳（迈得医疗）、NASH检测（福瑞股份）、脑血管（赛诺医疗）、瓣膜（佰仁医疗）、人工心脏（百洋医药）、测序（华大智造）、影像（联影医疗）、RDN（百心安）等；

出海发展：创新药-出海投资思路

- **我们认为：**欧美的创新药竞争环境更好，创新药价格更高，中国创新药出海将打开销售空间。
- **建议关注：**百济神州、金斯瑞生物科技（传奇生物）、和黄医药、绿叶制药、恒瑞医药、亿帆生物、君实生物等

表：国产创新药出海情况（部分）

药品名	商品名	公司	药物类型	作用机制	适应症	FDA获批时间
泽布替尼	Brukinsa	百济神州	创新药	BTK抑制剂	套细胞淋巴瘤	2019/11/14
					华氏巨球蛋白血症	2021/9/1
					边缘区淋巴瘤	2021/9/14
					慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞性淋巴瘤	2023/1/19
西达基奥仑赛	Carvykti	传奇/强生	创新药	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	2022/2/28
本维莫德软膏	Tapinarof	天济/Dermavant	创新药	芳香烃受体调节剂	斑块状银屑病	2022/5/24
利培酮缓释微球	Rykindo	绿叶制药	改良型新药	5-HT2A/D2受体拮抗剂	精神分裂症/I型双相情感障碍	2023/1/13
特瑞普利单抗	Loqtorzi	君实/Coherus等	创新药	PD-1单抗	鼻咽癌	2023/10/27
呋喹替尼	Fruzaqla	和黄/武田等	创新药	VEGFR抑制剂	结直肠癌	2023/11/8
艾贝格司亭α	Ryzneuta	亿一生物/正大天晴	创新药	G-CSF-Fc融合蛋白	化疗致中性粒细胞减少症	2023/11/17
替雷利珠单抗	Tevimbra	百济神州	创新药	PD-1单抗	食管鳞状细胞癌	EU：2023/9/19 US：NDA（完成现场核查）
卡瑞利珠单抗	AiRuiKa	恒瑞医药等	创新药	PD-1单抗	肝细胞癌	PDUFA日期: 2024年5月31日
托鲁地文拉法辛	若欣林	绿叶制药	创新药	DAT/SERT/NET	抑郁症	US：NDA
帕利哌酮微晶	LY03010	绿叶制药	改良型新药	5-HT2A/D2受体拮抗剂	精神分裂症	US：NDA

出海发展：类似药/仿制药-出海投资思路

- **我们认为：**除了创新药出海，我们认为欧美的生物类似药和仿制药出海亦可关注，整体上欧美市场环境更好，定价相对国内更高，亦为增量市场。
- **建议关注：**百奥泰、甘李药业、健友股份、通化东宝等

表：国产生物类似药/仿制药出海情况（部分）

药品名	公司	药物类型	作用机制	适应症	海外进展	合作方
托珠单抗	百奥泰	生物类似药	IL-6R单抗	类风湿性关节炎/幼年特发性关节炎	2023年9月29日 FDA 获批	Biogen
贝伐珠单抗	百奥泰	生物类似药	VEGF-A单抗	结直肠癌、肺癌、肾癌、宫颈癌等	2023年12月7日 FDA 获批	Sandoz
门冬胰岛素	甘李药业	生物类似药	insulin类似物	糖尿病	2023年6月14日 FDA 受理	Sandoz
甘精胰岛素	甘李药业	生物类似药	insulin类似物	糖尿病	2023年2月23日 FDA 受理	Sandoz
赖脯胰岛素	甘李药业	生物类似药	insulin类似物	糖尿病	2023年6月1日 FDA 受理	Sandoz
重组人胰岛素	通化东宝	生物类似药	insulin类似物	糖尿病	2023年2月1日 欧盟 受理	瑞典瑞康生命科学
曲妥珠单抗	复宏汉霖	生物类似药	HER2 单抗	HER2阳性乳腺癌/胃癌等	2020年7月29日 欧盟 获批 2023年2月14日 FDA 受理	Accord
盐酸布比卡因注射液	健友股份	仿制药	长效酰胺类	局部浸润麻醉和外周神经阻滞	2023年6月25日 FDA 获批	-
盐酸苯达莫司汀	健友股份	仿制药	双功能氮芥衍生物	淋巴细胞白血病和非霍奇金淋巴瘤	2023年6月5日 FDA 获批	-

出海发展：器械-海外库存拐点，高端国际化进击

■ 低耗：海外去库存周期进入尾声，带动相关公司经营拐点向上

➢ 受海外去库存影响+疫情高基数原因，出口业务占比大的公司从22Q3至23Q3业绩持续调整，且PE基本均处于三年以来历史低位，预计24年基数影响逐渐消退、海外订单陆续恢复，业绩有望边际改善，未来几个季度有望重回增长，经营拐点向上。

■ 产品创新升级，高端器械国际化持续加速

➢ 医学影像、基因测序、化学发光等高端设备、仪器、IVD等加速出海，高端产品性能显著提升，海外高端结构提升，国际化加速，打开成长天花板。

图：低耗公司季度收入变动（亿元）

收入（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
康德莱	4.8	7.3	7.4	7.0	6.7	7.5	7.9	8.8	8.7	7.7	7.6	7.2	6.9	5.9	5.9
YoY					39.6%	2.5%	7.6%	26.7%	28.8%	3.2%	-4.2%	-18.4%	-20.8%	-23.2%	-21.6%
拱东医疗	1.0	2.3	2.5	2.4	2.6	3.1	2.7	3.5	3.5	4.5	3.8	2.9	2.3	2.3	2.5
YoY					155.9%	33.6%	7.6%	44.3%	32.7%	43.7%	40.6%	-16.8%	-35.0%	-48.6%	-33.2%
采纳股份			1.2	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.3	1.0	0.9	0.7	1.1	1.2
YoY							-7.0%	57.4%	39.5%	34.4%	-4.5%	-34.1%	-52.8%	-16.8%	12.8%
昌红科技	1.8	3.4	2.9	3.1	2.7	2.8	3.1	2.6	2.9	2.8	3.4	3.2	2.9	2.3	2.3
YoY					51.6%	-18.0%	8.6%	-15.4%	7.3%	-0.1%	7.4%	22.0%	-2.9%	-16.8%	-33.3%
维力医疗	1.6	3.9	2.9	2.9	2.2	2.5	2.9	3.5	3.0	3.3	3.7	3.6	3.6	2.9	3.3
YoY					40.9%	-35.5%	-0.4%	22.5%	36.9%	30.0%	28.2%	1.5%	20.2%	-11.8%	-13.1%
可孚医疗			5.1	6.3	6.5	4.5	6.0	5.8	6.0	7.0	5.8	11.0	8.6	6.6	6.0
YoY							16.6%	-8.8%	-7.2%	53.7%	-2.7%	90.2%	42.4%	-4.5%	3.9%
英科医疗	7.7	36.8	45.0	48.9	67.3	39.4	29.7	25.9	22.9	14.5	14.7	14.0	15.7	17.2	17.5
YoY					770.9%	7.2%	-33.9%	-47.0%	-66.0%	-63.1%	-50.5%	-46.0%	-31.2%	18.5%	18.7%
中红医疗	3.3	8.1	18.1	18.4	22.7	13.7	6.9	5.7	5.7	3.5	3.0	3.5	4.3	5.7	5.8
YoY					588.2%	70.6%	-61.9%	-68.7%	-74.8%	-74.5%	-56.8%	-38.8%	-24.6%	61.8%	96.0%
蓝帆医疗	9.0	13.9	23.7	32.1	31.7	20.2	13.8	15.4	13.0	12.8	11.8	11.4	10.9	11.7	13.2
YoY					253.0%	45.7%	-41.6%	-52.2%	-59.0%	-36.9%	-14.7%	-25.5%	-15.7%	-8.5%	11.9%
振德医疗	7.1	31.1	43.0	22.8	19.9	9.2	9.5	12.3	12.6	15.0	14.3	19.4	13.0	10.1	9.0
YoY					181.3%	-70.5%	-77.9%	-46.1%	-36.6%	63.7%	50.5%	57.9%	2.8%	-33.1%	-36.9%
海泰新光	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.4	1.4	1.5	1.2	1.1
YoY					-6.2%	7.6%	29.5%	20.0%	39.2%	50.2%	73.9%	49.7%	58.8%	16.2%	-24.4%
美好医疗							3.2	3.1	2.8	3.9	3.9	3.5	3.7	3.9	2.9
YoY											24.4%	11.0%	29.2%	-0.8%	-26.5%

图：医疗器械细分领域龙头出海加速

海外收入（亿元）	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
新产业	2.66	3.43	7.90	7.66	9.69	6.49
YoY		28.6%	130.6%	-3.0%	26.4%	31.6%
占收入比（%）	19%	20%	38%	30%	32%	35%
联影医疗	0.433	0.988	2.398	5.111	10.776	7.178
YoY		128.2%	142.7%	113.1%	110.8%	32.3%
占收入比（%）	2.1%	3.3%	4.2%	7.0%	11.7%	13.6%
华大智造	0.626	2.474	4.203	6.543	12.202	7.849
YoY		295.4%	69.9%	55.7%	86.5%	-52.5%
占收入比（%）	2.7%	9.3%	67.5%	54.3%	35.6%	33.8%

出海发展：器械-出海投资建议

我们认为：

- 当前器械出海国产医疗器械产品力强化，品牌实力增强，高端出口进程加快，带来广阔增量市场空间，建议关注龙头：联影医疗、华大智造、迈瑞医疗；关注出海大单品：福瑞股份、三诺生物；关注IVD出海高速增长：新产业、迪瑞医疗、普门科技。
- 低耗海外去库存周期预计逐步进入尾声，带动相关公司经营拐点向上，关注海外ODM：美好医疗、康德莱等。

代码	名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE		23H1海外收入占比	海外成长逻辑
			2024E	2025E	2024E	2025E		
688271.SH	联影医疗	1,108	24.7	30.0	44.8	36.9	13.8%	海外新产品获证或加速突破，欧美、亚太等多区域高速增长
688114.SH	华大智造	354	1.7	3.9	208.5	90.4	33.8%	专利达成和解后迅速打开国际市场，测序板块美洲、欧非高速增长，全球测序仪装机奠定后续高增长基础
300760.SZ	迈瑞医疗	3,520	138.9	167.4	25.3	21.0	36.2%	海外市场二季度后显著提速，其中欧洲、ROW二季度增长均超过20%
300049.SZ	福瑞股份	107	2.2	3.2	48.7	34.0	66.8%	fibroscan GO新模式验证，装机及使用频率有望持续提高；NASH药物上市催化，
300298.SZ	三诺生物	179	5.6	7.0	31.7	25.7	33.8%	欧洲CGM拿证上市或放量在即，FDA临床持续推进
300832.SZ	新产业	587	21.2	27.2	27.7	21.6	34.8%	X3、X8比重提升，试剂快速上量
300396.SZ	迪瑞医疗	83	4.5	6.0	18.4	13.8	34.7%	国际加码，海外深耕俄罗斯市场，本地化工厂生产工作落地
688389.SH	普门科技	96	4.8	6.3	20.1	15.2	24.4%	海外发光、糖化装机、试剂加速
301363.SZ	美好医疗	150	5.5	6.9	27.4	21.6	89.0%	海外去库存有望迎来拐点，胰岛素注射笔有望放量，消费类新订单持续拓展
603987.SH	康德莱	43	3.6	4.4	11.8	9.7	20.5%	大客户海外去库存结束，订单有望加速

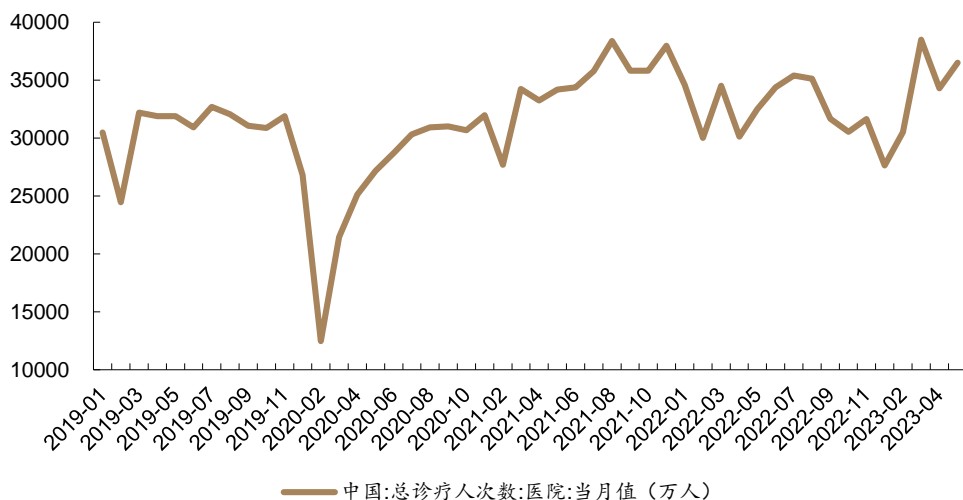
数据来源：wind，各公司公告等，德邦研究所；注：市值数据截止2023年12月20日，其中联影医疗、迈瑞医疗、三诺生物、迪瑞医疗、普门科技、康德莱为德邦覆盖标的，华大智造、福瑞股份、新产业、美好医疗采用Wind一致预期

院内复苏：24年有望实现稳态恢复

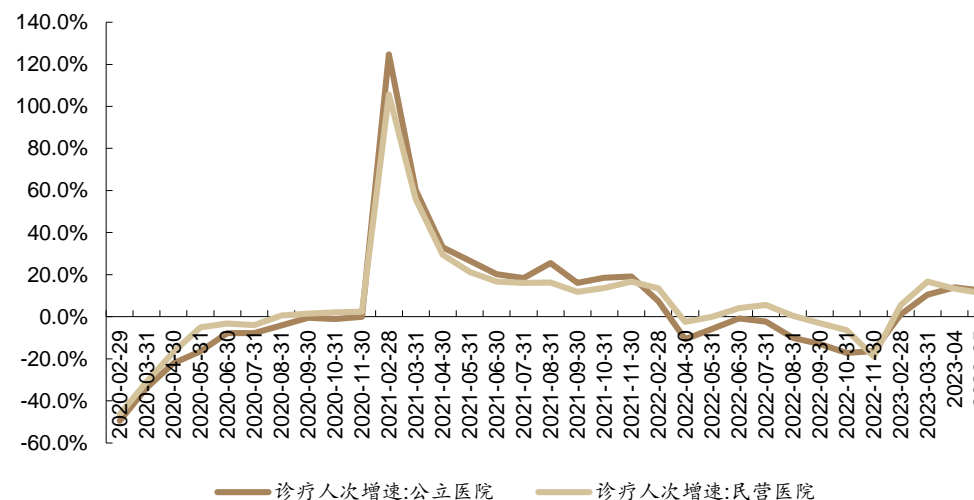
■ 诊疗复苏仍为行业基调，24年有望实现稳态恢复。

- **回顾22年**：疫情期间，诊疗情况波动较大。22年受到多地疫情散发，以及年末疫情放开的影响，诊疗需求整体受压制，22年2-11月诊疗人次同比下降4.9%。
- **立足23年**：年初诊疗复苏强劲，随着积压需求逐步释放，后续诊疗人次增速有回落趋势，叠加Q3反腐，预计带来诊疗端波动。且23年诊疗复苏中呈现结构性分化，以眼科为例，偏刚性的眼病诊疗恢复情况较好，消费类屈光手术表现稍弱。
- **展望24年**：偏刚性的诊疗需求有望实现稳态恢复，消费类诊疗需求可能有较大弹性。

图：中国：医院诊疗人次：当月值（万人）



图：诊疗人次增速情况（%）



院内复苏：医疗服务诊疗复苏明确，23Q1-3业绩表现亮眼

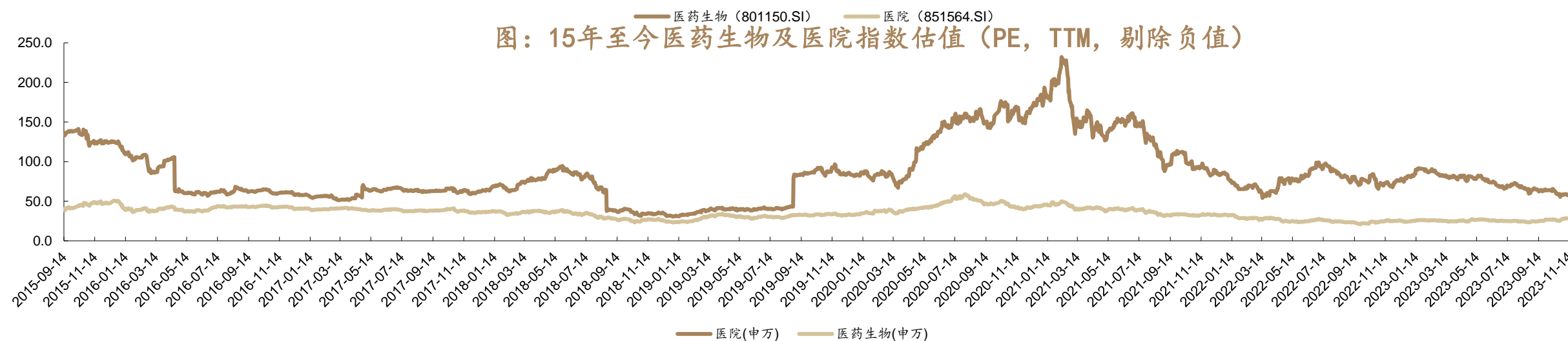
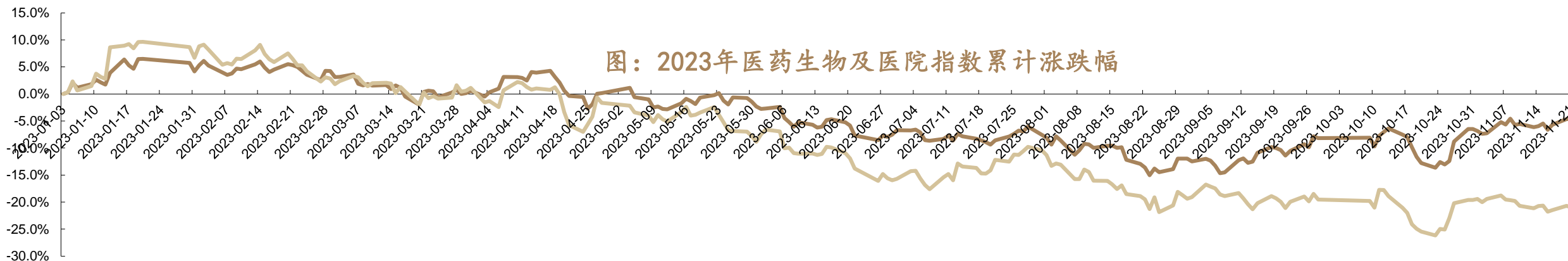
□ 23年随着国内迈入后疫情时代，诊疗活动复苏强劲。从23Q1-3表现来看，其中兼具刚性+消费属性的眼科板块表现亮眼，收入端：爱尔眼科（+23%）、华夏眼科（+23%）、普瑞眼科（+51%）、何氏眼科（+22.4%）。齿科由于集采执行及消费不及预期，业绩承压。综合诊疗的代表：国际医学复苏强劲，预计年末将迎来经营拐点。

表：医疗服务相关公司分季度业绩表现（亿元）

收入	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
爱尔眼科	22.4	25.0	29.8	22.6	16.4	25.2	44.0	33.5	35.1	38.4	42.5	34.0	41.7	39.4	49.4	30.6	50.2	52.3	58.0
何氏眼科									2.1	2.5	2.8	2.2	2.4	2.3	3.0	1.8	3.1	3.1	3.2
普瑞眼科								3.5	3.9	4.6	5.1	3.5	4.7	4.2	5.4	2.9	6.5	7.3	7.9
华夏眼科					3.2	0.0	0.0	7.1	0.0	0.0	8.2	7.7	8.1	7.7	9.4	7.1	9.3	10.6	11.1
国际医学	2.2	2.2	2.3	3.2	2.8	3.6	4.3	5.3	6.3	6.7	7.4	8.7	3.0	7.6	8.5	8.0	10.6	11.5	11.3
通策医疗	3.9	4.5	5.7	4.7	1.9	5.5	7.1	6.4	6.3	6.9	8.2	6.4	6.5	6.6	8.2	5.8	6.7	6.9	8.2
三星医疗	13.5	17.2	17.9	18.8	13.6	21.3	20.0	16.0	13.9	19.6	17.6	19.2	19.8	24.2	25.0	22.0	22.5	33.0	27.9
收入增速																			
爱尔眼科	28.5%	23.2%	27.2%	19.8%	-26.9%	0.7%	47.6%	48.2%	113.9%	52.1%	-3.5%	1.7%	18.7%	2.7%	16.4%	-10.2%	20.4%	32.8%	17.2%
何氏眼科													14.9%	-11.0%	8.3%	-15.6%	26.9%	38.8%	6.5%
普瑞眼科												0.8%	20.7%	-8.2%	6.3%	-16.9%	38.7%	72.8%	45.1%
华夏眼科												9.5%			15.8%	-8.2%	15.1%	38.1%	17.4%
国际医学	-80.8%	-51.6%	11.7%	42.6%	25.0%	63.4%	88.6%	68.0%	129.8%	84.8%	71.7%	63.2%	-51.8%	13.2%	14.0%	-8.6%	247.4%	50.8%	34.0%
通策医疗	27.8%	20.1%	20.0%	23.8%	-51.1%	20.4%	24.5%	34.2%	227.3%	25.9%	14.6%	1.4%	3.7%	-3.3%	0.3%	-10.1%	3.0%	3.7%	0.1%
三星医疗	16.8%	20.3%	10.5%	12.9%	1.3%	23.3%	11.6%	-14.6%	1.8%	-8.0%	-12.1%	19.8%	42.8%	23.5%	42.4%	14.5%	13.4%	36.6%	11.4%
归母净利润																			
爱尔眼科	3.0	4.0	5.4	1.5	0.8	6.0	8.7	1.8	4.8	6.3	8.9	3.2	6.1	6.8	10.7	1.7	7.8	9.3	14.7
何氏眼科	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	(0.0)	0.3	0.2	0.2	(0.3)	0.6	0.2	0.2
普瑞眼科	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5	(0.2)	0.4	0.1	0.4	(0.7)	1.6	0.7	0.8
华夏眼科	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.3)	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	1.2	1.2	1.1	1.2	1.6	1.1	1.5	2.0	2.0
国际医学	0.3	(0.2)	(0.3)	(3.8)	(1.9)	(1.5)	(1.5)	5.4	(1.8)	(1.8)	(2.3)	(2.4)	(4.3)	(1.7)	(2.3)	(3.5)	(0.7)	(1.5)	(0.0)
通策医疗	0.9	1.1	1.9	0.6	(0.2)	1.6	2.5	1.0	1.6	1.9	2.7	0.8	1.7	1.3	2.2	0.3	1.7	1.4	2.1
三星医疗	2.3	3.4	2.4	2.3	2.1	2.9	2.3	2.3	1.7	3.3	1.7	0.2	1.6	1.9	3.5	2.5	2.7	6.0	6.2
归母净利润增速																			
爱尔眼科	37.8%	35.6%	38.9%	29.7%	-73.4%	50.5%	62.3%	20.1%	509.9%	5.9%	2.0%	79.9%	26.2%	7.7%	20.1%	-47.7%	27.9%	36.8%	37.8%
何氏眼科													-6.7%	-49.3%	-22.5%	-828.2%	117.8%	36.9%	-12.0%
普瑞眼科												-485.1%	28.8%	-61.7%	-19.4%	-200.4%	334.8%	420.4%	92.8%
华夏眼科												9.6%			36.1%	-3.5%	34.0%	64.6%	25.7%
国际医学	-58.4%	-101.1%	-209.2%	-707.0%	-765.5%	-559.7%	-510.0%	241.7%	3.4%	-14.3%	-45.8%	-143.6%	-134.0%	5.4%	-2.8%	-47.4%	82.6%	11.8%	100.0%
通策医疗	53.7%	54.4%	36.5%	11.8%	-119.6%	44.6%	30.7%	52.8%	986.6%	13.9%	7.4%	-14.6%	1.3%	-30.7%	-18.5%	-60.0%	1.5%	4.9%	-5.6%

院内复苏：医疗服务估值处于历史底部位置

2023年初医疗服务走强：年初诊疗复苏强劲，预期全年诊疗复苏；4月之后医院指数开始跑输医药生物指数：主要系积压需求快速释放后，复苏力度不及预期；消费走弱，屈光、视光、正畸等消费医疗受影响，叠加板块高估值。



院内复苏：医疗服务投资建议

我们认为：在经历疫情放开、医药行业整治对诊疗活动造成的波动后，24年国内诊疗有望迎来稳态恢复，且23年板块复苏呈现分化，刚性需求复苏较强、消费需求复苏较弱，随着老龄化进程及健康意识的提高，未来偏刚性诊疗增长确定性较强，消费诊疗增长潜在弹性大。

建议重点：**严肃医疗服务：**国际医学、金域医学、迪安诊断、海吉亚医疗、锦欣生殖。**关注消费医疗：**爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、何氏眼科。

表：医疗服务投资建议（数据统计截止2023.12.20）

代码	公司	市值 (亿元)	24年PE	23年利润 (亿元)	23年利润增速(%)	24年利润 (亿元)	24年利润增速(%)	核心看点
000516.SZ	国际医学	203	89	-1.6	86.1%	2.3	238.6%	经营有望迎来拐点，趋势向好
6078.HK	海吉亚医疗	291	30	7.4	0.0%	9.8	32.8%	内生稳定增长，外延打开成长空间
1951.HK	锦欣生殖	98	20	3.7	0.0%	5.0	33.3%	新生儿有望带来辅助生殖业务复苏
300015.SZ	爱尔眼科	1,563	35	34.6	37.2%	44.8	29.5%	业内龙头，品牌效应强，业绩增长稳健
301239.SZ	普瑞眼科	150	45	3.1	1401.3%	3.3	7.4%	消费类业务静待复苏
301267.SZ	华夏眼科	319	37	6.7	30.1%	8.6	29.0%	人才培养&学术建设一流，稳步扩张
301103.SZ	何氏眼科	51	33	1.2	255.6%	1.6	31.4%	坚实打造三级诊疗模式

数据来源：wind，各公司公告等，德邦研究所

注：华夏眼科、何氏眼科数据为德邦研究所预测，其余均来自wind一致预期

院内复苏：药品-院内集采出清+创新转型

- 我们认为：基于化药赛道“集采出清+创新加速”的选股大逻辑，建议关注真创新、高壁垒、差异化、竞争格局良好的产品管线：恩华药业聚焦中枢神经研发，依靠自研加外部合作的方式构建产品梯队；人福医药依托自身在麻醉镇痛的绝对优势，围绕手术期进行产品线建设，同时加强多科室推广和国际化建设；恒瑞医药、信立泰、仙琚制药等企业立足自身优势之余，积极拓宽业务范围，覆盖肿瘤、心血管、代谢等多领域。

图：化药板块重点关注公司总结

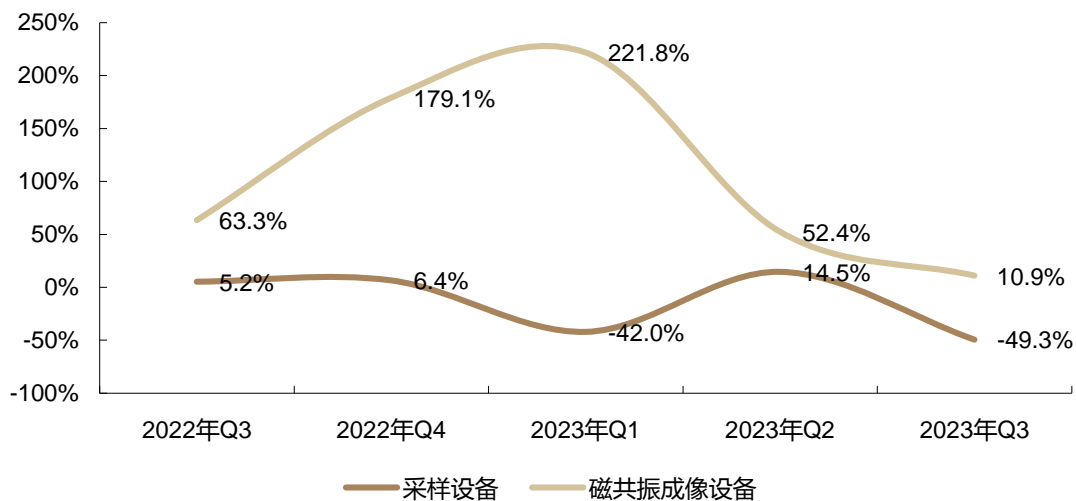
公司名称	市值(亿元)	22年营业收入(亿元)	22年归母净利润(亿元)	当前PE(TTM)	23H1管线收入拆分	核心看点	创新/差异化品种	22年销售人员	22年销售人均单产(万元)
恒瑞医药	2821	212.8	39	67	2022年数据：肿瘤52%，麻醉16%，造影剂13%，其他19%	转型创新药企，聚焦肿瘤、代谢等领域	2021-2023年获批5款创新药，涵盖肿瘤、糖尿病和贫血等领域	10392	205
科伦药业	433	189.1	17	19	输液47%，非输液40%，研发项目10%，其他3%	积极拓展合成生物学和创新药ADC赛道	治疗型大输液产品；抗生素中间体、合成生物学产品；ADC：SKB264等	4497	421
人福医药	418	223.4	25	21	宜昌人福33%，湖北人福35%，葛店人福5%，新疆维药4%，其他23%	宜昌人福产品聚焦围手术期，同时加大多科室推广。维药和甾体激素高速发展	麻醉镇痛药、生育调节药、维吾尔民族药、两性健康等领域布局开发	6164	362
信立泰	352	34.8	6	61	原料12%，制剂81%，器械5%，其他2%	主要聚焦集采程度较深的高血压赛道	高血压：阿里沙坦酯、S086、SAL0107、SAL0108； 肾性贫血：恩那度司他； 骨质疏松：特立帕肽	1175	296
丽珠集团	279	126.3	19	16	化学制剂52%，生物制品2%，原料药27%，中药14%，诊断试剂设备4.5%	打造高壁垒制剂产品线，微球平台和生物药平台有望陆续兑现	艾普拉唑、亮丙瑞林微球；曲普瑞林，奥曲肽、阿立哌唑微球	1819	694
恩华药业	273	43.0	9	26	麻醉53%，精神23%，神经3%，原料药3%，商业12%	聚焦中枢神经产品开发，积极构建差异化管线	TRV130；NH600001、NHL35700、Lu-AF35700	2285	188

院内复苏：器械-招标复苏，需求持续恢复

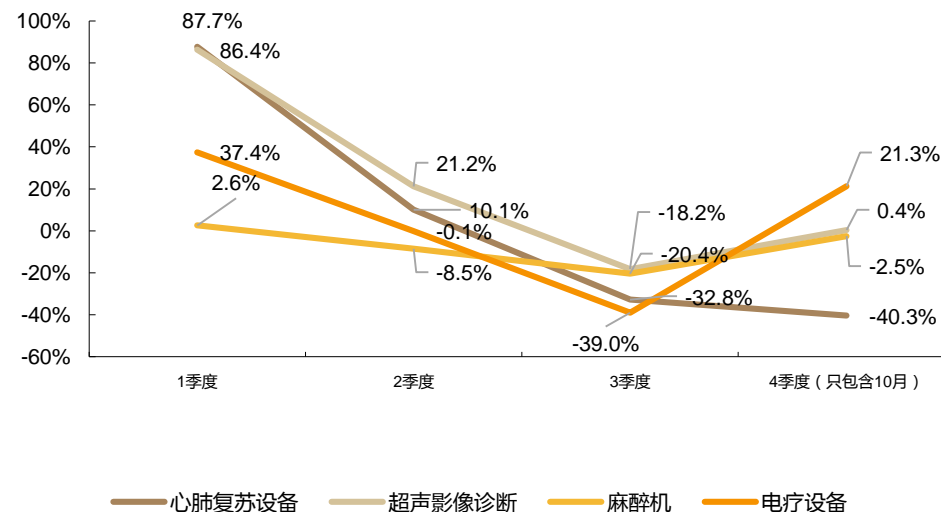
院端招投标逐步恢复，需求有望持续释放

- **根据行业招标数据，总体看目前招投标活动正逐步恢复中。**招投标数据看，三季度受反腐影响较大，同比各品类都出现较大下滑。考虑到国内设备的配置更新换代，短期反腐压制的需求四季度及明年有望进一步释放。
- **财政政策积极，进一步保障2024年医疗采购资金。**根据10月25日国务院政策例行吹风会上公布的消息，中央财政将在今年四季度增发2023年特别国债1万亿元，拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元，且全部通过转移支付方式安排给地方使用，全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担。11月17日，提前下达2024年度部分新增地方政府债务额度，合理保障地方融资需求。

图：Q3医疗设备中标金额显著受反腐影响（同比变化）



图：Q4多个品类医疗设备中标金额趋势变化（同比变化）



数据来源：wind，众成医械，德邦研究所

院内复苏：器械-复苏投资建议

- **我们认为：**随院端招投标、手术量的逐步恢复，叠加较为积极的财政政策，短期反腐压制的需求四季度及明年有望进一步释放。医疗设备、IVD、骨科等相关板块及个股短期有望加速业绩改善，中长期国产替代及出海逻辑加速驱动。
- **建议关注：**龙头：联影医疗、华大智造、迈瑞医疗；内镜设备：开立医疗、澳华内镜；康复设备：麦澜德等；IVD：新产业、迪瑞医疗、普门科技；骨科：大博医疗、春立医疗。

代码	名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE		核心看点
			2024E	2025E	2024E	2025E	
688271.SH	联影医疗	1,108	24.7	30.0	44.8	36.9	产品高端化国产替代+出海加速
688114.SH	华大智造	354	1.7	3.9	208.5	90.4	测序高速放量，从科研逐步拓展临床端
300760.SZ	迈瑞医疗	3,520	138.9	167.4	25.3	21.0	国内强劲复苏，产品高端化+海外提速
300633.SZ	开立医疗	205	6.5	8.5	31.6	24.3	内镜高速放量，超声利润率持续提升
688212.SH	澳华内镜	81	1.2	1.8	66.8	44.9	AQ300装机有望实现高增长
688273.SH	麦澜德	33	1.7	2.3	19.6	14.3	业绩有望环比改善，新产品放量+布局医美
300832.SZ	新产业	587	21.2	27.2	27.7	21.6	仪器高端结构优化，海外高速装机及试剂放量
300396.SZ	迪瑞医疗	83	4.5	6.0	18.4	13.8	华润赋能，十四五高增长
688389.SH	普门科技	96	4.8	6.3	20.1	15.2	多产品线布局迎收获期，医美占比快速提升
002901.SZ	大博医疗	156	4.1	5.9	38.1	26.7	集采逐步出清，外延布局+出海加速
688236.SH	春立医疗	96	3.7	4.7	26.2	20.7	集采逐步出清，关节续约有望受益，拓展新领域

数据来源：wind，各公司公告，MDCLLOUD（医械数据云），德邦研究所；注：市值数据截止2023年12月20日，其中联影医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、麦澜德、迪瑞医疗、普门科技为德邦覆盖标的，华大智造、新产业、大博医疗、春立医疗采用Wind一致预期

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

老龄化消费：老龄人口疾病高发+支付能力强

- **我们认为：**以肿瘤、糖尿病、冠心病、中风、骨科、带状疱疹等为代表的老龄化疾病，其发病率随年龄上升显著提升，随着国内1962年后婴儿潮全面进入60岁+的老龄阶段，老龄化疾病进入高发十年阶段，将催化医疗需求的持续爆发。

疾病	发病率和年龄的关系
肿瘤	癌症发病率和死亡率都随着年龄的增长而增加，发病率在80~84岁年龄组达到高峰，死亡率在85岁以上年龄组达到高峰。
糖尿病	中国成年人糖尿病患者人数与65岁及以上老年人口数量均位列世界第一。据柳叶刀论文，糖尿病的发病率随着年龄增长而增加，参与者中55~65岁发病率为7.3%；65~75岁发病率为9.2%；大于75岁发病率为10%。
冠心病	中国第五次卫生服务调查显示，中国大陆≥15岁人群冠心病的患病率为10.2‰，60岁以上人群为27.8‰。
中风	脑卒中是全球第二大常见死亡原因，同时也是第三大导致成年人及老年人残疾的常见原因。脑卒中的发生率随年龄增长而增加，其发病率在65岁以上的人群中高达34.4%，在75岁以上的人群中达69%
骨科	骨科疾病发病率与年龄相关性极高，随着年龄的增长，人体发生骨折、脊柱侧弯、脊椎病、关节炎、关节肿瘤等骨科疾病的概率大幅上升。《2018中国卫生健康统计年鉴》显示，我国居民在14岁以下骨科类疾病发病率为2.8%，15-44岁的发病率为20.8%，而45岁以上的发病率则达到了76.4%。
带状疱疹	由水痘-带状疱疹病毒（VZV）原发感染引起带状疱疹，并发症为带状疱疹后神经痛。全球人群带状疱疹发病率为(3~5)/1000人年，亚太地区为(3~10)/1000人年，60岁发病率为6/1000人年~8/1000人年，80岁可达8/1000人年~12/1000人年。

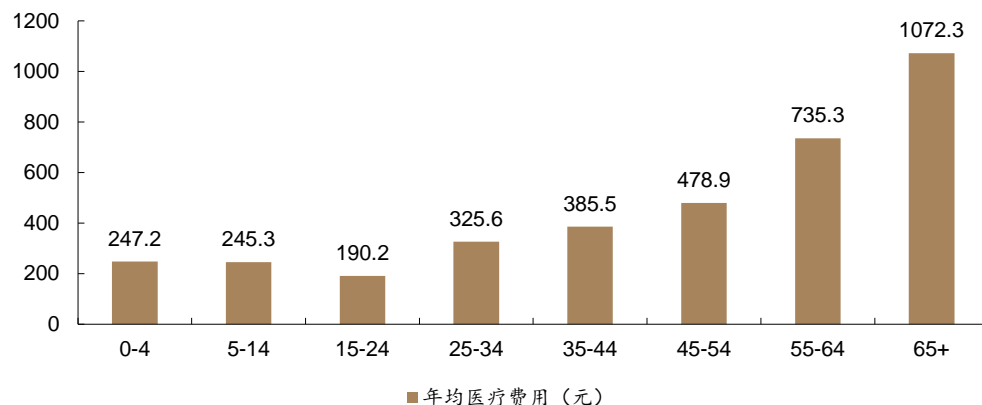
数据来源：Cancer incidence and mortality in China, 2016; Age-related disparities in diabetes risk attributable to modifiable risk factor profiles in Chinese adults: a nationwide, population-based, cohort study; 《中国心血管健康与疾病报告2021》，中国康复医学杂志，中国政府网，北京友谊医院，《2018中国卫生健康统计年鉴》等，德邦研究所

老龄化消费：老龄人口疾病高发+支付能力强

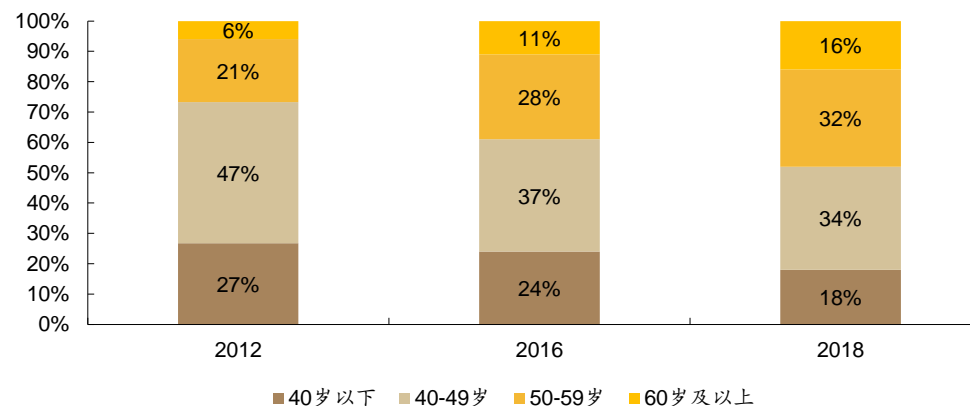
■ 老龄人口疾病多发，年均医疗费用更高，具备相对较高的支付能力

- **65岁以上的老龄人口年均医疗开销可达青壮年的三倍。**随着年龄的提高，慢性病等疾病的发病率随之上升，医疗需求随年龄增长而提高。根据前瞻数据库的统计，2016年65岁以上老人年均医疗费用已达到1072.3元，远超前于其他年龄段地年均医疗费用。
- **高净值人群年龄结构老龄化趋势明显，未来老龄人口或将具备相对较强支付能力。**根据建设银行《中国私人银行2019》对私人银行高净值客户年龄分布情况的数据统计，2012-2018年，私人银行的高净值客户年龄分布老龄化趋势明显，我们认为未来老龄人口获奖具备相对较强的支付能力，有望带动老龄医药消费增长。

图：我国不同年龄阶段的年均医疗费用（2016）



图：私人银行高净值客户年龄分布情况变迁



数据来源：前瞻数据库，建设银行《中国私人银行2019》，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

老龄化消费：老龄人口疾病高发+支付能力强

- **我们认为：类似糖尿病、中风、带状疱疹等老龄化激发的病症将随着疾病的高发及当前老龄支付能力的增长，带动相关药物、疫苗、器械等治疗领域的相关投资机会。**
- ✓ 1) 糖尿病：糖尿病是失明、肾衰竭、心脏病发作、中风和下肢截肢的主要病因。2000年至2019年期间，糖尿病导致的死亡增加了3%。2019年，糖尿病是150万人死亡的直接原因。有效控制糖尿病患者的病情发展迫在眉睫，血糖监测、药物治疗、糖尿病教育、饮食控制、运动疗法的“五架车”是公认的糖尿病管理治疗方案。其中血糖监测不仅是发现潜在糖尿病患者的重要途径，也是调控治疗策略、评估治疗效果的关键手段。**看好全球百亿美元空间CGM市场及相关机会，建议关注三诺生物。**
- ✓ 2) 中风：脑卒中,俗称脑中风,为急性脑血管疾病,具有发病率高、死亡率高和致残率高的特点，我国每年发病人数约1300万人。如救护不及时,脑卒中可造成无法逆转的损伤，严重者甚至可引起死亡。根据统计，脑卒中是全球第二大常见死亡原因，同时也是第三大导致成年人及老年人残疾的常见原因，约50%的脑卒中患者会遗留严重的永久性肢体残疾或功能障碍，因此，患者对中风的急救意愿及预后恢复治疗需求较强。脑卒中急救手术设计的神经介入器械、恢复期的神经保护剂应用对中风的的治疗意义重大。**建议关注先声药业（先必新）、悦康药业（羟基红花黄素A）。**
- ✓ 3) 带状疱疹：较为严重的感染性皮肤病，目前没有特效药物，接种疫苗是有效预防手段，GSK公司的Shingrix于2017年在美国FDA批准上市，其针对50岁以上保护率为97%，2022年Shingrix全球销售额接近30亿英镑。Shingrix于2019年在中国获批上市，国内定价为1598元/支，每份价格约3200元，考虑到其极好的保护率和保护时长，**我们看好带状疱疹疫苗在中国的放量空间。**



03

自下而上，关注细分行业的 个股机会

3.1 中药：政策利好持续，成长逻辑确立

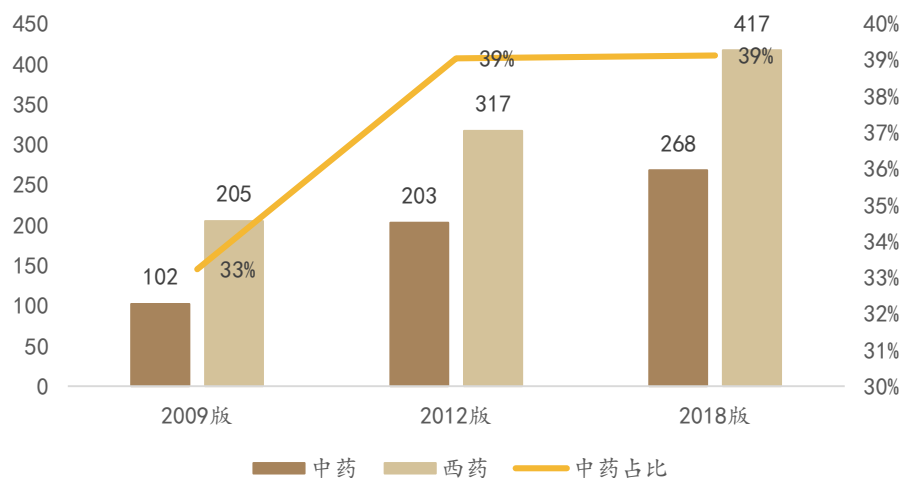
■ 顶层政策支持力度明确，基药目录调整的政策变化机会依旧

- 中药利好政策不断，自22年3月的《“十四五”中医药规划》重磅政策后，23年2月国务院再次颁布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，后续全方位的配套政策与地方政策持续落地，给予中药行业明确支持。此外，基药目录调整在即，新调入的潜在品种有望在进入基药目录后迎来放量。

■ 行业成长性趋势重新确立，后续成长潜力显现

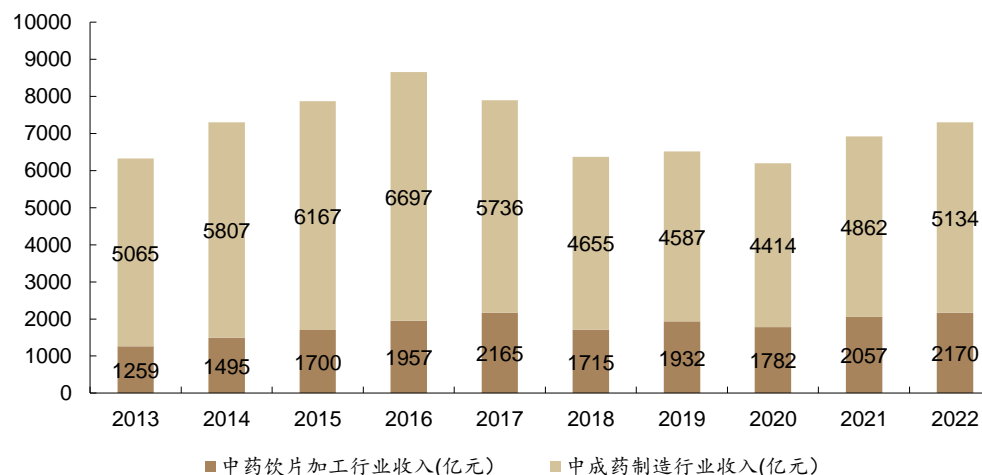
- 中药行业成长逻辑重新确立：1) 中药在慢性病等方面有独特的治疗优势，政策支持与民众认同度提升后，诸多中药新药具备放量潜力；2) OTC品牌中药具备消费属性，量价升长逻辑显著，有望诞生大单品；3) 国企改革下，老牌国企产品潜力及经营效率提升。

图：基药目录中、西药品种数量（个）



数据来源：卫健委，国家统计局，中国医药企业管理协会，德邦研究所

图：2013-2022年国内中药饮片、中成药收入情况（亿）

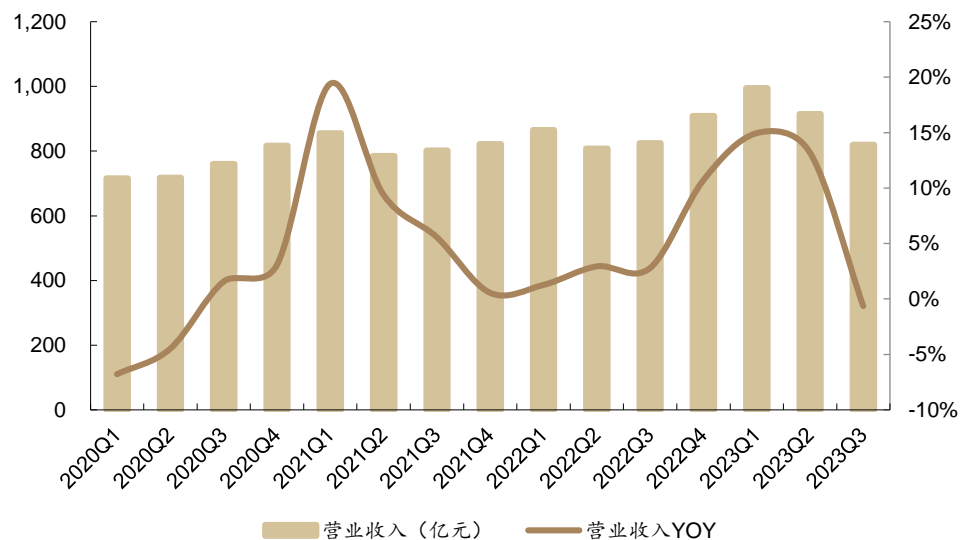


3.1 中药：短期影响出清，业绩有望回归稳健增长

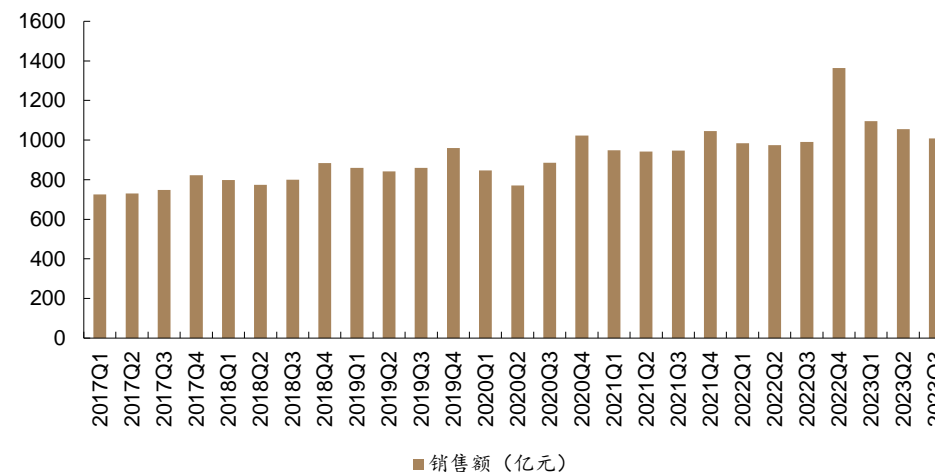
■ 23年业绩受到短期影响扰动，24年有望回归稳健增长：

- 23Q1-3中药板块环比业绩逐季下滑，23Q2环比下滑8.1%，23Q3环比下滑10.4%，我们认为这主要是由于新冠相关品种及医药反腐的影响，线下零售药房销售在22Q4大幅提升，药企补库存的增量供应预计延续到了23Q1。
- 我们预计24年中药行业短期影响因素出清后，有望恢复稳健增长，同时，在23年逐季下滑的基数下，24Q1-3有望实现逐季同比加速增长。

图：中药板块整体收入情况（单季度）



图：线下零售药房药品销售情况



数据来源：wind，中康开思数据库，德邦研究所

3.1 中药：建议关注国企改革+基药目录

■ 我们认为：

- 中药行业在顶层政策的不断支持下，成长性机会明确，我们认为新环境下，未来中药板块将走出分化，产品力+品牌力+销售力并举，能够兑现明确业绩的方向更值得关注；
- 国企改革：老牌中药公司，有望通过国企改革实现产品销售释放+经营效率改善；
- 基药目录：院内创新中药公司诸多创新中药品种潜力十足，调入基药目录有望推动院内产品放量增长；

■ 建议关注：1) 国企改革：太极集团、昆药集团；2) 基药目录调整：一品红、方盛制药、贵州三力、盘龙药业

图：各公司估值、利润及核心看点

代码	公司	市值 (亿元)	24年估值	23年利润 (亿元)	23年利润 增速(%)	24年利润 (亿元)	24年利润 增速(%)	核心看点
600129.SH	太极集团	259	20	9.1	159.1%	13.0	43.3%	国药入主后持续改革兑现，藿香+急支核心产品放量，中长期人工虫草等新产品布局
600422.SH	昆药集团	151	22	5.4	41.5%	7.0	28.6%	华润三九入主后有望持续赋能，血塞通系列+昆中药品牌潜力挖掘
300723.SZ	一品红	137	28	3.6	24.4%	4.9	35.6%	苓香清解、馥感淋等有望放量，痛风创新药具备大品种潜力
603998.SH	方盛制药	48	22	1.7	-39.2%	2.2	27.6%	小儿荆杏等新品种有望放量
603439.SH	贵州三力	78	23	2.6	30.3%	3.4	28.6%	开喉剑核心品种潜力大，汉方并购落地后贡献新增量
002864.SZ	盘龙药业	41	25	1.2	18.8%	1.6	35.0%	盘龙七放量潜力巨大

数据来源：wind，德邦研究所 注：统计日期截止2023年12月20日，利润预测中贵州三力为wind一致预测，其余来源为德邦预测



3.2 零售药店：统筹资质+处方流转+药品采购是推进处方外流关键

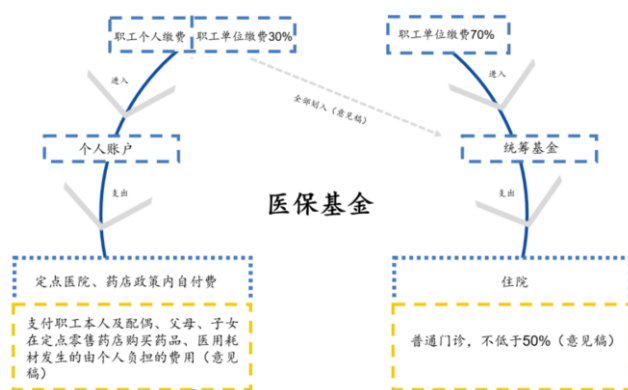
□ 药店统筹资质：长期利好龙头连锁

- ✓ **统筹对门诊开放造成短期患者回流**：2021年4月，国务院发布《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》，核心主旨为提高统筹账户资金，同时将普通门诊纳入医保统筹，各省需在2021年12月底前出台实施办法，设置约3年过渡期。
- ✓ **随着药店纳入门诊统筹，承接处方增量看各药店获得资质进度，长期利好龙头连锁**。2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理》的通知，明确药店纳入门诊统筹。截至今年8月，已有25个省份约14.14万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务。**因此，快速获得统筹资质才有望承接更多处方增量。龙头连锁凭借更为规范化的管理，较强的信息对接能力等特点，在资质申请方面具备天然优势；**

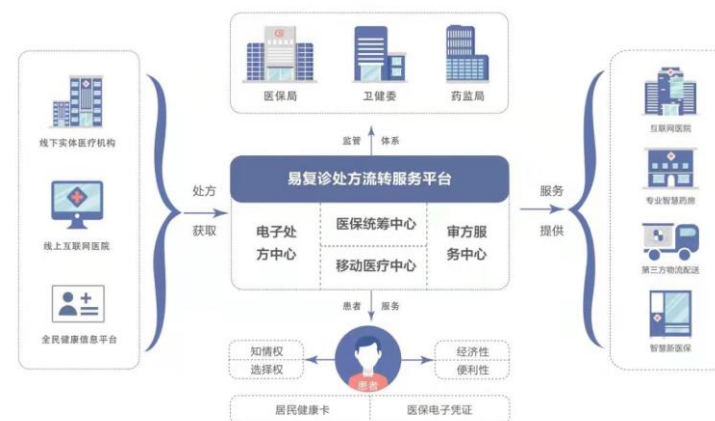
□ 处方流转平台建设：2017年，广西梧州成为我国第一个建设处方流转平台的市，平台搭建完毕后1年，试点医院日均外延处方占门诊日处方量的20%。今年11月云南（首张电子处方结算）、广东（推广处方流转便民服务）、重庆（建设电子处方流转平台，2023.12.20总体完成接入）等陆续推进处方外流。**预计后续各省推进速度将取决于当地监管的执行力度，24年不排除持续有省份的处方流转平台落地；**

□ 药品采购来源：药店的药品从厂商采购逐步转为从国谈集采平台采购。

图：个人账户改革情况



图：处方流转平台工作流程



资料来源：易复诊官网，《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》，中华人民共和国政府网，新华社，“国是直通车”微信公众号，德邦研究所绘制

3.2 零售药店：23Q4仍有压力，24Q1后期有望逐渐恢复

□ **短期业绩承压，长期成长性仍然极高。**短期受疫情期间门店开设速度下降与消费大环境影响，23年整体增速有所放缓。22Q4-23Q1（更多集中在22Q4）由于放开管控原因，导致基数较高，预计23Q4-24Q1同比增速仍有压力（更多集中在23Q4），明年Q1后期开始有望逐渐恢复。同时随着更多药店对接统筹，预计会带来客流+处方外流的双双提升，处方外流仍然是长期趋势。从利润端来看，尽管医保统筹报销药品可能会拉低毛利，但同时有望带来更多客流，大型龙头连锁凭借精细化的管理及较强的上游议价能力，有望对冲影响。

图：6家药房单季度收入及归母净利润情况（亿元，%）

收入																			
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
大参林	25.8	26.7	27.9	31.0	33.6	35.8	35.5	40.9	40.6	40.0	43.0	44.0	46.8	50.4	51.0	64.3	59.5	60.5	57.3
老百姓	27.3	28.1	28.4	32.9	32.8	34.0	34.3	38.5	36.4	38.2	38.2	44.2	41.4	48.5	47.9	64.0	54.4	53.7	52.3
一心堂	25.9	24.7	26.0	28.2	30.9	29.4	32.1	34.2	34.3	32.7	38.0	40.9	40.0	39.7	40.6	54.1	44.4	42.4	41.4
益丰药房	24.7	25.8	23.4	28.9	30.5	32.4	31.4	37.1	36.3	37.2	35.9	43.9	41.5	46.0	46.0	65.4	52.7	54.4	51.8
健之佳				10.3	10.6	10.5	10.8	12.8	11.7	12.1	12.9	15.7	14.5	15.6	17.0	28.1	21.7	21.7	21.6
漱玉平民					11.2	11.3	10.9	13.0	11.8	12.9	12.4	16.1	15.9	18.0	18.6	25.8	20.7	21.9	22.7
收入增速（同比）																			
大参林	26.8%	30.5%	25.8%	21.1%	30.4%	33.8%	27.4%	31.9%	20.7%	11.7%	21.1%	7.7%	15.2%	26.2%	18.5%	46.0%	27.2%	19.9%	12.4%
老百姓	23.4%	26.0%	21.5%	22.0%	20.3%	21.3%	21.0%	16.8%	10.8%	12.3%	11.3%	14.8%	13.8%	26.9%	25.3%	44.9%	31.4%	10.7%	9.3%
一心堂	18.8%	17.0%	11.8%	10.2%	19.3%	19.0%	23.4%	21.3%	11.1%	11.3%	18.3%	19.7%	16.5%	21.3%	6.9%	32.2%	11.0%	6.8%	1.9%
益丰药房	66.7%	70.6%	40.0%	28.5%	23.4%	25.8%	34.3%	28.4%	19.1%	14.5%	14.2%	18.4%	14.3%	23.8%	28.0%	49.0%	26.9%	18.2%	12.7%
健之佳								24.7%	10.5%	15.1%	19.5%	22.5%	24.3%	28.3%	32.3%	78.9%	49.4%	39.5%	27.0%
漱玉平民									5.8%	14.7%	13.6%	23.3%	34.0%	39.2%	50.3%	60.3%	30.6%	21.4%	22.4%
归母净利润																			
大参林	1.8	2.0	1.8	1.5	2.8	3.1	2.7	2.0	3.4	3.1	1.7	(0.3)	3.8	3.3	2.1	1.1	5.0	4.2	2.6
老百姓	1.6	1.1	1.2	1.1	2.0	1.4	1.5	1.3	2.3	1.8	1.3	1.4	2.4	2.1	1.5	1.8	2.9	2.2	2.0
一心堂	1.8	1.6	1.5	1.2	2.0	2.1	1.9	1.9	2.6	2.6	2.4	1.6	1.8	2.4	2.6	3.3	2.4	2.7	1.8
益丰药房	1.5	1.6	1.1	1.3	1.9	2.2	1.8	1.8	2.4	2.6	1.9	1.9	2.7	3.0	2.5	4.4	3.4	3.7	2.9
健之佳				0.4	0.5	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6	0.7	1.0	0.3	0.6	1.0	1.7	0.8	0.8	1.2
漱玉平民					0.1	0.6	0.5	0.9	0.4	0.5	0.2	0.0	0.5	0.6	0.2	1.0	0.6	0.7	0.2
归母净利润增速（同比）																			
大参林	25.2%	39.5%	39.2%	24.5%	52.3%	59.9%	55.2%	33.2%	21.5%	-3.0%	-36.6%	-113.9%	12.8%	8.2%	21.1%	-515.1%	29.3%	27.5%	22.9%
老百姓	22.1%	22.0%	20.1%	3.7%	23.0%	26.4%	21.9%	16.9%	16.0%	27.5%	-16.2%	2.1%	6.3%	20.4%	20.8%	28.3%	20.5%	3.4%	32.8%
一心堂	33.5%	0.5%	16.5%	16.9%	16.8%	30.7%	27.9%	55.1%	27.3%	24.4%	27.8%	-15.1%	-31.2%	-9.3%	8.0%	111.0%	33.5%	11.0%	-30.0%
益丰药房	45.8%	29.5%	32.0%	16.5%	29.7%	37.7%	61.6%	41.7%	29.4%	22.4%	11.7%	12.5%	12.8%	15.5%	29.3%	130.3%	23.6%	21.2%	19.0%
健之佳								81.7%	20.9%	0.2%	23.2%	30.2%	-54.6%	1.5%	41.9%	63.7%	159.8%	39.5%	14.9%
漱玉平民									195.5%	-15.1%	-55.8%	-94.7%	31.6%	25.7%	-19.9%	1929.4%	30.4%	20.1%	23.6%

资料来源：Wind，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

3.2 零售药店：投资建议

- **我们认为：**药店板块估值仍处于历史地位，考虑到集中度有望提高（新增门店）和处方外流，我们认为药店板块值得重视：1）23年前三季度六大药房净增门店过万家，其中大参林、老百姓、一心堂、益丰药房净增8114家，已超过去年全年净增门店；2）处方外流：随着更多药店对接统筹+各地处方流转平台搭建，处方外流进程预计进一步加速，龙头药店有望率先受益。
- **建议关注：**一心堂，健之佳，老百姓，大参林，益丰药房，国药一致

图：各公司估值、利润及核心看点

代码	公司	市值 (亿元)	24年估值	23年利润 (亿元)	23年利润 增速(%)	24年利润 (亿元)	24年利润 增速(%)	核心看点
002727.SZ	一心堂	133	11	10.23	1.30%	12.14	18.70%	一线药房中估值最低，扩张逻辑仍在，安全性强
605266.SH	健之佳	74	14	4.16	14.4%	5.21	25.3%	业绩表现佳，次新店占比高，估值较低
603883.SH	老百姓	166	15	9.34	19.0%	11.39	21.8%	统筹药店占比有望逐季提升，24年扩张提速
603233.SH	大参林	284	17	13.17	27.2%	16.58	25.9%	两广龙头，有望充分受益于广东处方流转平台政策推进，药店加速对接统筹，业绩有可能超预期
603939.SH	益丰药房	369	20	14.59	15.3%	18.13	24.2%	估值处在历史底部，业绩稳健增长确定性强
000028.SZ	国药一致	145	8	16.64	11.9%	19.02	14.3%	国大药房净利率有望提升

资料来源：Wind，德邦研究所

注：除一心堂外，其他公司估值及利润预测均采用Wind一致预期，估值日期截止2023/12/19

3.3 血制品：行业整合加速，需求端稳健增长

- **血制品核心观点：1) 资源品+高壁垒，强监管；2) 参考海外发展历史，行业整合趋势明显，我们认为龙头将享有稀缺性和垄断性估值溢价。**
- **一、行业层面：整合是大势所趋，龙头强者恒强。** 2023年以来，派林和卫光股东变为国资，上海莱士大股东基立福筹划股权变动，行业整合加速，集中度提升确定性较强，未来龙头优势将愈发突出，对于行业中小血制品企业而言，被收并购或将是主流选择。
- **二、供给端：采浆量稳健增长，头部企业采浆量增速快于行业。** 考虑到血制品龙头天坛生物和派林生物（新疆疫情恢复），我们预计其采浆量未来增长较快，其他血制品公司采浆量我们预计稳健增长，头部企业采浆量增速快于行业。
- **三、需求端：静丙预期短期内保持供不应求，其他血制品人均使用量有提升空间。** 我们看好静丙未来的市场表现，主要系：1) 需求端来看，近几年的呼吸道感染（包括新冠疫情和近期的支原体感染等）有所增加，静丙作为这类疾病治疗的药物之一，我们预判使用量有所增加；2) 疫情期间静丙的使用，对医生和患者学术教育和推荐有正向作用，综上我们看好静丙的市场潜力，其他血制品国内人均使用量亦有较大提升空间。
- **建议关注：1) 天坛生物：控股股东国药集团为央企，优势明显，未来业绩有弹性；2) 派林生物：治理结构理顺，陕煤赋能，长逻辑较为确定；其次，建议关注：博雅生物、上海莱士、华兰生物、卫光生物、博晖创新等。**

表：血制品行业可比公司采浆量对比（吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
天坛生物	683	1401.81	1568.07	1706.02	1713.51	1809	2035
华兰生物	超1000	近1100	/	1000	1000	超1000	超1100
上海莱士	近900	超1000	近1180	近1230	超1200	1280	超1400
卫光生物	/	超340	超100	/	382	446.94	467
博雅生物	/	320	350	372	378	420	439
派林生物	303.87	348.54	近400	超400	/	接近900	超800

资料来源：各公司公告，德邦研究所

3.4 原料药：增量逻辑，大品种专利过期带来机遇！

专利到期+进口替代空间将带动国内原料药行业繁荣发展：

- **专利悬崖带来行业增量：**据美诺华年度报告及Evaluate Pharma数据，在20-24年合计有1600亿美元专利到期，其中预计46%的市场份额将被仿制药占领。药物专利的不断到期，持续不断为原料药行业带来增量。
- **未来专利到期品种梳理：**仅考虑29年之前专利到期重磅药物TOP15，2020年市场规模超千亿美元，随着各家专利逐步到期，预计将带动仿制药、进一步带动原料药行业繁荣发展。

表：到2029年专利将到期大品种梳理

药物	公司	适应症	核心专利到期时间	2020年销售额(亿美元)
Humira(阿达木单抗)	AbbVie	自身免疫疾病	2023	198
Keytruda(帕博利珠单抗)	默沙东	黑色素瘤、膀胱癌、NSCLC等	2028	143.8
Revlimid(来那度胺)	BMS	MM、骨髓增生异常综合征、MCL等	2025-2026	121
Eliquis(阿哌沙班)	BMS	抗凝血	2027-2029	92
Eylea(阿柏西普)	再生元, 拜耳	湿性AMD、糖尿病黄斑水肿	2025-2026	79
Stelara(乌司奴单抗)	强生	自身免疫疾病	2025-2026	77
Opdivo(纳武利尤单抗)	BMS	黑色素瘤、NSCLC	2028	69.9
Dolutegravir*(多替拉韦钠)	GSK	HIV感染	2027-2029	60
Ibrance(哌柏西利)	辉瑞	乳腺癌	2027	53.9
Trulicity(度拉糖肽)	礼来	糖尿病	2027-2029	51
Prolia/Xgeva(地舒单抗)	安进	骨质疏松、骨细胞瘤、实体瘤骨转移	2025-2026	46
Cosentyx(司库奇尤单抗)	诺华	斑块状银屑病、银屑病关节炎	2025-2026	40
Entyvio(维得利珠单抗)	武田	溃疡性结肠炎、克罗恩病	2025-2026	40

数据来源：医药魔方，德邦研究所

3.4 原料药：增量逻辑，大品种专利过期带来的机遇！

我们认为：原料药赛道中需要关注两个层面。1) 增量逻辑：原料药赛道受益于专利药物不断到期、仿制药市场持续有增量的长线逻辑。尤其是大品种、例如GLP-1药物的专利到期后，预计将为原料药板块带来较大增量；**2) 存量逻辑：**较为大宗的原料药板块，需要关注价格、成本的拐点，有望带来周期性的经营改善。

建议关注：GLP-1相关原料药：诺泰生物、圣诺生物。**肝素类原料药：**干红制药、东诚药业、健友股份。

表：原料药投资建议（数据统计截止2023.12.20）

代码	公司	市值 (亿元)	24年估值	23年利润 (亿元)	23年利润增速 (%)	24年利润 (亿元)	24年利润增速 (%)	核心看点
002550.SZ	干红制药	75	23	2.5	-22.5%	3.3	29.9%	制剂受益集采、绑定牧原布局优质上游资源
002675.SZ	东诚药业	151	35	3.5	14.8%	4.4	23.2%	核药双寡头地位，核药管线丰富，将进入收获期
688076.SH	诺泰生物	91	49	1.4	10.1%	1.8	29.6%	新产能落地，助力业绩增长
688117.SH	圣诺生物	30	30	0.7	1.5%	1.0	52.0%	新产能落地，股权激励目标业绩提速
603707.SH	健友股份	248	17	11.4	4.8%	14.6	27.5%	制剂出海，未来可期

数据来源：wind，各公司公告，德邦研究所

注：预测数据中干红制药、东诚药业、圣诺生物为德邦研究所预测，其余为wind一致预期

04

核心观点及投资建议

核心观点及投资建议

- **行业观点：24年行业成长确定，子行业内部分化：1) 政策向好：**集采规则不断优化，从定价到续约全方位支持创新；**2) 行业增长及需求确定：**24年医疗需求正常化，根据十四五目标和医保收支情况，我们判断行业增长有望加速；**3) 估值和配置：**复盘近10年医药指数，估值和配置均处于中下区间；**4) 各子行业展望判断：**投资去赛道化，内部结构分化，产业新周期下：**创新（新品种）+出海（新市场）+复苏（正常化）为投资主线：**
- **主线1：创新崛起。1) Biotech：**资本寒冬即将过去，宏观流动性或有变化，ADC和自免正在崛起，同时今年来，多个中国创新药在美获批，标志了中国创新药的崛起。建议关注：百济神州、信达生物、康方生物、和黄医药、迪哲医药、科伦博泰、迈威生物等。**2) Pharma：**集采出清主业企稳+布局创新获得第二增长曲线，同时反腐后商业化能力凸显重要，传统Pharma亦或重估。建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、先声药业、赛生药业、三生制药、绿叶制药、康哲药业和百洋医药等。**3) 大品种：**复盘从IO药物到ADC、NASH、减肥药和AD药的产业发展和国内外资本市场的表现，抓住技术创新和大品种预计将能带来显著投资收益，药械投资机会纷呈。
- **主线2：出海发展。1) 药品端：**近年创新药、高壁垒类似药及仿制药等陆续在欧美获批，出海成重要增量。建议关注：百奥泰、金斯瑞、和黄医药、百济神州、亿帆医药、健友股份、甘李药业等。**2) 器械端：**器械是国内产品出海先锋，目前已从低端向高端进阶，建议关注：联影医疗、华大智造、迈瑞医疗、福瑞股份、三诺生物、新产业、迪瑞医疗和普门科技。此外低耗海外去库存周期逐步进入尾声，或有拐点，关注：美好医疗和康德莱等。
- **主线3：院内复苏。1) 医疗服务：**反腐后诊疗复常，估值底部。重点关注：国际医学、金域医学、迪安诊断、锦欣生殖；**2) 器械：**随院端招投标、手术量的逐步恢复，叠加较为积极的财政政策，短期反腐压制的需求四季度及明年有望进一步释放。医疗设备、IVD、骨科等相关板块及个股短期有望加速业绩改善，中长期国产替代及出海逻辑加速驱动，建议关注：联影医疗、华大智造、迈瑞医疗；内镜设备：开立医疗、澳华内镜；康复设备：麦澜德等；IVD：新产业、迪瑞医疗、普门科技；骨科：大博医疗、春立医疗。**3) 院内药品：**手术量及其他诊疗复常，重点关注：恒瑞医药、人福医药、科伦药业、信立泰、丽珠集团和恩华药业。

核心观点及投资建议

■ 同时，也建议关注四个细分方向：

- **1) 中药**：调整充分，24年有政策催化，重点关注：1) 国企改革：太极集团、昆药集团；2) 基药调整：一品红、方盛制药、贵州三力、盘龙药业；
- **2) 药店**：板块估值低，24年持续受益于门诊统筹政策催化。重点关注：一心堂，健之佳，老百姓，大参林，益丰药房，国药一致。
- **3) 血制品**：行业整合加速，静丙高景气。重点关注：天坛生物、派林生物；建议关注：博雅生物、上海莱士、华兰生物、卫光生物、博晖创新等。
- **4) 原料药**：专利悬崖带来增量，同时关注价格&成本具备潜在拐点的品类。重点关注：诺泰生物、圣诺生物、干红制药、健友股份和东诚药业等。

■ 年度重点投资标的：

- 中大市值组合：恒瑞医药、翰森制药、康哲药业、太极集团、金域医学、华兰生物、开立医疗、华大制造
- 中小市值组合：赛生药业、一品红、方盛制药、三诺生物、国际医学、诺泰生物、东诚药业、麦澜德

- **风险提示**：集采执行范围进一步扩大、竞争格局恶化风险、行业整体增速不及预期。注：本报告板块分类以申万医药分类为基础，经过德邦医药团队调整所得，统计未剔除新股，数据统计仅供参考。



05

风险提示

风险提示

- 集采执行范围进一步扩大：目前来看，集采已经在药品、器械领域进入常态化阶段，预计后续品种范围将进一步扩大，同时集采事件在其他领域的扩散较为明显。
- 竞争格局恶化风险：随着药品和器械领域产品增加，竞争者逐步增加，围绕同类产品的竞争格局出现恶化的可能性增加。
- 行业整体增速不及预期：后疫情时代，经济尚未完全复苏，消费乏力，行业整体可能出现增长乏力，业绩不及预期风险。

注：本报告板块分类以申万医药分类为基础，经过德邦医药团队调整所得，统计未剔除新股，数据统计仅供参考。

分析师与研究助理简介

陈铁林，德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。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、价值及投资收入可能会波动。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128