



医药健康行业研究

买入（维持评级）
行业年度报告

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

医药年度策略：板块大反转，风格大切换

投资逻辑

经过长期回落调整，医药板块在 2023 年下半年-2024 年迎来大拐点，政策面、业绩面、筹码面等多重因素见底反转。公共卫生环境因素出清，院内诊疗和消费医疗受到的限制解除，诊疗流量修复；各类国家、联盟和地方集采控费举措持续落地，行业格局和预期管理逐渐稳定；医疗领域反腐廓清行业生态，市场预期稳定后头部企业受益集中度提升。但未来板块投资风格上相较于上一轮上行周期会有明显变化，自下而上在稳健成长的行业贝塔中寻找超额收益，强调医药板块的需求刚性、防守价值和稳健成长抗波动能力，做价值成长投资。从板块选择上看，院外板块强于院内板块，医药强于医疗；考虑当前市场资金特点，和医药板块发审环境变化，建议尤其重视中小盘医药标的主业见底回升困境反转机会；同时外延并购、商业授权 BD 也极有可能是 2024 年医药板块催化的重要机会。同时，我们依然重视创新药品器械的成长价值，创新成长也依然是最重要的投资主线之一。

创新药与仿制药：建议重视创新和存量品种兼具，现金流和估值水平有优势的仿创结合药企；把握出海创新机会，寻找海外合作与商业拓展预期差；与此同时，随着宏观环境和流动性的改变，港股生物科技类创新药企同样具备重大估值开发潜力。建议关注 ADC、GLP-1 以及 AD 等创新赛道的龙头以及估值底部业绩向上空间较大的龙头类。

仿制药与原料药：建议重点关注仿制药集采出清反转机会、新产品批量上市和海外突破三大关键催化。

生物制品：建议重点关注高性价比标的以及大单品加速放量的相关标的。生长激素：政策影响预期温和，性价比高有望迎来强修复。长效干扰素：慢乙治愈临床探索逐步深入，市场独占期放量快。胰岛素：集采影响逐步出清，关注创新+国际化催化落地。疫苗：围绕大品种布局。血制品：看好具备浆源优势的企业。

医疗器械：目前时间点板块估值仍处于行业底部，未来板块存在较大反弹空间，建议重点关注院内器械设备领域的底部反转和创新出海机遇，如化学发光、优质高值耗材、医疗设备出海等。

中药与药店板块：中药重点看好国企改革、中药消费品以及基药受益相关标的。门诊统筹将进一步加速处方外流，为院外连锁药房带来巨大的增量市场，持续看好头部药房在未来的处方外流市场中取得更高的市场份额。

CXO 与医药商业供应链：CXO 产业仍处于景气度修复期，随着周期内的投融资寒冬逐渐触底，看好竞争格局优质的临床前 CRO 企业。医药上游产业链短期业绩压力不改整体趋势，持续看好国产替代和研发创新主线。

医疗服务：医疗服务客观需求具有刚性，随着居民生活水平和健康意识的提升，医疗服务板块有望实现稳健增长。在政策端支持且强调合规办医的背景下，建议继续关注市场空间大、竞争格局良好、合规化办医的头部企业。

医美板块：展望 2024 年，医美行业将受益于消费力释放，行业整体增速回升。我们长期看好医美赛道，建议重点关注在研管线储备丰富、新品上市或放量在即、有望受益于营销改革的企业。

投资观点与重点公司

鉴于医药板块的需求具备高度持续性和稳定性、长期成长价值突出，以及医药板块压制因素的出清，2023 年下半年-2024 年，医药有望迎来景气度反转大拐点，结束三年下行周期进入上行行情，建议重点布局三大方向：

- 院内及医药板块（创新与仿制药品、高值耗材、体外诊断、部分医疗设备等）
- 低估值、高性价比标的
- 外延并购、商业化 BD 机会

风险提示

行业景气度下行风险，企业合规经营和商业贿赂风险，国内外政策波动性风险，投融资周期波动风险，并购整合不及预期的风险，医疗事故风险等。



内容目录

2024 年医药板块展望：行情迎来大拐点，风格大切换.....	6
公共卫生环境因素出清，院内诊疗和消费医疗受到的限制解除，诊疗流量修复.....	6
各类国家、联盟和地方集采控费举措持续落地，行业格局和预期管理逐渐稳定.....	7
医疗领域反腐廓清行业生态，市场预期稳定后头部企业受益集中度提升.....	9
医药重新进入上行，但风格大切换.....	10
创新药与仿制药：重视热门赛道，A 股有业绩有现金的仿创更优先，港股 Biotech 值得重视.....	12
美元下行、诊疗修复、国内与海外新品兑现，估值、业绩、未来空间三要素皆向上.....	12
ADC、GLP-1 到 AD，全球创新兑现不断，国内热点频出，催化赛道景气上升.....	12
选股策略：重视低估值反转、出海创新、港股 Biotech.....	16
仿制药&原料药：药品上市进程加快，集采出清，建议关注低估值标的.....	17
原料药价格企稳，建议关注仿制药集采压力出清与低估值标的.....	18
生物制品：估值低且性价比高，大单品放量加速业绩增长.....	20
生长激素：政策影响预期温和，性价比高有望迎来强修复.....	20
长效干扰素：慢性乙肝治愈临床探索逐步深入，市场独占期放量快.....	21
胰岛素：集采影响逐步出清，创新+国际化战略稳步推进.....	22
血制品：行业长期稳定成长价值持续，看好浆源优势驱动业绩增长.....	24
疫苗：围绕大品种做文章.....	26
医疗器械：关注板块政策情绪回升，细分赛道成长性良好.....	28
体外诊断：联盟集采不断深化，有望推动国产替代.....	29
高值耗材：骨科创伤类及运动医学集采逐步落地，医保控费规则逐步温和.....	31
医疗设备：国内有望逐步修复，看好出海企业发展.....	32
消费医疗器械：双十一销售火热，CGM 新品加速放量.....	33
中药：高基数因素消化，政策面与基本面持续向好.....	34
政策不断出台，行业景气度持续向好.....	34
药店：门诊统筹促进处方外流，行业集中度不断提高.....	35
药品零售销售规模稳健增长.....	35
门诊统筹加速处方外流.....	35
行业连锁化率不断提高.....	36
CXO：关注行业确定性和困境反转两大主线.....	38
确定性：龙头企业强者恒强，仿制药和 SMO 持续景气.....	38
困境反转：投融资环境见底在即，关注竞争格局优质的临床前 CRO.....	39
医药上游供应链：国产替代方兴未艾，头部企业研发创新持续推进.....	40
特殊外部环境下国产替代加速.....	40



医疗服务：估值逐步消化，稳健增长可期..... 43

医美：重磅新品加速推出，看好龙头公司明年实现高增速..... 44

 头部企业持续扩张产品线、推动营销改革..... 44

投资建议..... 45

风险提示..... 45

图表目录

图表 1：部分国内医院月度诊疗人数统计（单位：万人次）..... 6

图表 2：中国医院药品市场销售额及增长趋势（单位：亿元）..... 6

图表 3：部分器械国采平均降幅情况..... 7

图表 4：冠脉支架接续采购中企业中标价..... 7

图表 5：二十五省（区、兵团）2023 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购报量情况（性激素）..... 7

图表 6：图表 5：二十五省（区、兵团）2023 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购报量情况（传染病）... 7

图表 7：历年部分药品集中采购情况整理..... 8

图表 8：国家医保谈判情况简单汇总..... 8

图表 9：日本药品在 2000 年以后降价放缓，降速趋于稳定..... 9

图表 10：日本医疗市场穿越经济周期稳定增长..... 10

图表 11：公募基金医药持仓比例回升（估计值，因基金统计口径和板块划分可能存在误差）..... 10

图表 12：日本人口出生高峰及 65 岁以上人口比例变化..... 11

图表 13：2020-2023 年，医药板块经过了长期调整（%，前复权）..... 11

图表 14：中国历年首次申请临床的创新药数量（个）..... 12

图表 15：中美创新药企注册临床数量对比（个）..... 12

图表 16：全球在研管线创新药靶点分布（个）..... 13

图表 17：中国企业在研靶点最高研发阶段分布（个）..... 13

图表 18：新药上市加速评审方式..... 13

图表 19：2018-2022 年创新药 IND 受理量(件)..... 14

图表 20：2018-2022 年创新药 NDA 受理量(件)..... 14

图表 21：中国历年批准上市的创新药数量（个）..... 14

图表 22：近十年全球首次上市创新药及首发地区（个）..... 14

图表 23：医保国谈重点品种梳理..... 15

图表 24：部分创新药企业 1H23 年研发费用（亿元）..... 16

图表 25：翰森制药 BD 交易概览..... 17

图表 26：21 年以来一致性评价申报数量逐年增加..... 18

图表 27：2023 年一致性评价申报数量获得较大提升..... 18



图表 28:	2023 年 10 月部分企业一致性评价通过数量保持高位.....	18
图表 29:	苑东生物多款高端仿制药国内首仿, 市占率领先.....	19
图表 30:	苑东生物布局突破特色品种, 打造国际化产品管线.....	19
图表 31:	仙琚制药原料药销售收入恢复增长态势.....	20
图表 32:	部分生物制品公司 2023 年前三季度主要财务数据.....	20
图表 33:	生长激素企业三季度收入 (亿元) 持续改善.....	21
图表 34:	生长激素企业利润 (亿元) 维持环比增长.....	21
图表 35:	2022-2023 年生长激素部分集采中标结果.....	21
图表 36:	NA 经治患者加用长效干扰素治愈率超 30%.....	22
图表 37:	前瞻研究显示四联治疗治愈率超过 40%.....	22
图表 38:	特宝生物营业收入 (亿元) 及归母净利润 (亿元) 持续高增长.....	22
图表 39:	胰岛素企业 1q23-3q23 收入 (亿元) 持续增长.....	23
图表 40:	胰岛素企业扣非归母净利润 (亿元) 稳步回升.....	23
图表 41:	胰岛素企业今年以来国际化进展.....	23
图表 42:	胰岛素企业今年以来研发进展.....	24
图表 43:	2022 年全球及国内糖尿病药物市场结构.....	24
图表 44:	1Q22-3Q23 白蛋白及静丙获批签发批次整体持续增长.....	25
图表 45:	1Q22-3Q23 部分血制品企业营收 (亿元) 及环比增速 (%).....	25
图表 46:	1Q23 以来血制品企业存货周转天数 (天) 整体降低.....	25
图表 47:	开年以来部分血制品企业新浆站获发单采血浆证情况.....	26
图表 48:	1Q22-3Q23 各季度我国 HPV 疫苗签发批次.....	26
图表 49:	2023-2024 年度上市流感疫苗基本信息.....	27
图表 50:	2010-2023 年美国成年人流感疫苗接种率接近 50%.....	27
图表 51:	2023 年三季度 Shingrix 海外销售占比接近 50%.....	28
图表 52:	2019 年至今医疗器械板块动态 PS-Band.....	28
图表 53:	部分鼓励国产医疗器械替代的政策文件.....	29
图表 54:	江西省肾功及心肌酶生化类检测集采项目.....	29
图表 55:	江西联盟生化集采按毫升数意向采购量份额%.....	30
图表 56:	江西联盟生化集采按测试数意向采购量份额%.....	30
图表 57:	性激素六项首年意向采购量 (百万人份) 及占比.....	30
图表 58:	传染病八项 (化学发光) 首年意向采购量 (百万人份) 及占比.....	30
图表 59:	各检测项目最高有效申报价 (元/人份).....	31
图表 60:	运动医学带量采购产品类别、采购需求量及最高有效申报价情况.....	32
图表 61:	中国医保总收入 (亿元) 及同比增速%.....	32
图表 62:	中国医保总支出 (亿元) 及同比增速%.....	32



图表 63:	2011-2022 年中国卫生总费用占 GDP 水平不断提高.....	33
图表 64:	鱼跃医疗 CGM 双十一销售成果.....	34
图表 65:	三诺生物 CGM 双十一销售成果.....	34
图表 66:	2023 年中药行业部分政策.....	34
图表 67:	2012-2022 药品零售销售规模稳健增长.....	35
图表 68:	国内药店连锁化率逐步提高.....	36
图表 69:	各地发文支持定点零售药店纳入门诊统筹管理.....	37
图表 70:	WuXi Chemistry 2023 年 Q1-Q3 新增分子数.....	38
图表 71:	2022 年中国小分子 CDMO 竞争格局.....	38
图表 72:	药明康德与凯莱英 CDMO 板块收入 (单位: 百万元) 与毛利率.....	38
图表 73:	2018-2030E 中国医药市场规模 (按专利药和仿制药拆分).....	39
图表 74:	普蕊斯 2018-2023Q3 营业收入及毛利率情况.....	39
图表 75:	分月度全球生物医药融资情况.....	40
图表 76:	分季度国内创新药投融资情况.....	40
图表 77:	中国细胞培养基行业国产化比率.....	40
图表 78:	2021 年中国生物试剂市场科研领域中基础科研板块厂商竞争格局.....	40
图表 79:	2018-2023Q3 楚天科技、东富龙营业收入情况 (单位: 万元).....	41
图表 80:	2018-2021 年禾信仪器营业收入与净利润情况 (单位: 万元).....	41
图表 81:	2018-2023Q3 诺唯赞、奥浦迈营业收入情况 (单位: 万元).....	41
图表 82:	2018-2023Q3 楚天科技、东富龙毛利率情况.....	41
图表 83:	部分医药上游企业研发进展.....	42
图表 84:	居民人均可支配收入增加, 人均医疗保健消费支出占比提升.....	43
图表 85:	民营医院数量及占比持续提升.....	43
图表 86:	民营医院诊疗量 (亿人次) 占比稳步提高.....	43
图表 87:	民营医院体检人次占比持续提升.....	44
图表 88:	民营医院体检人次增速高于公立医院.....	44
图表 89:	医美板块部分上市企业 2023 年前三季度业绩表现.....	45



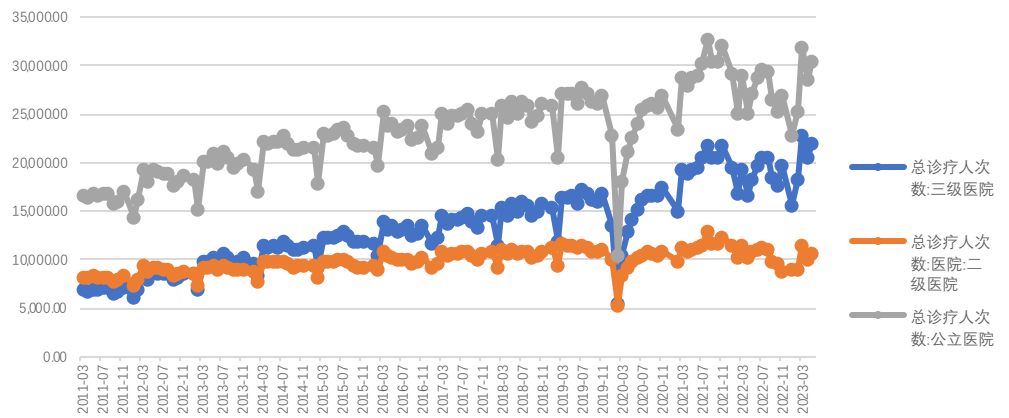
2024 年医药板块展望：行情迎来大拐点，风格大切换

大反转：我们认为，经过 2021-2023 年的长时期回落调整后，医药板块在 2023 年下半年-2024 年迎来大拐点，政策面、业绩面、筹码面等多重因素见底反转。

公共卫生环境因素出清，院内诊疗和消费医疗受到的限制解除，诊疗流量修复

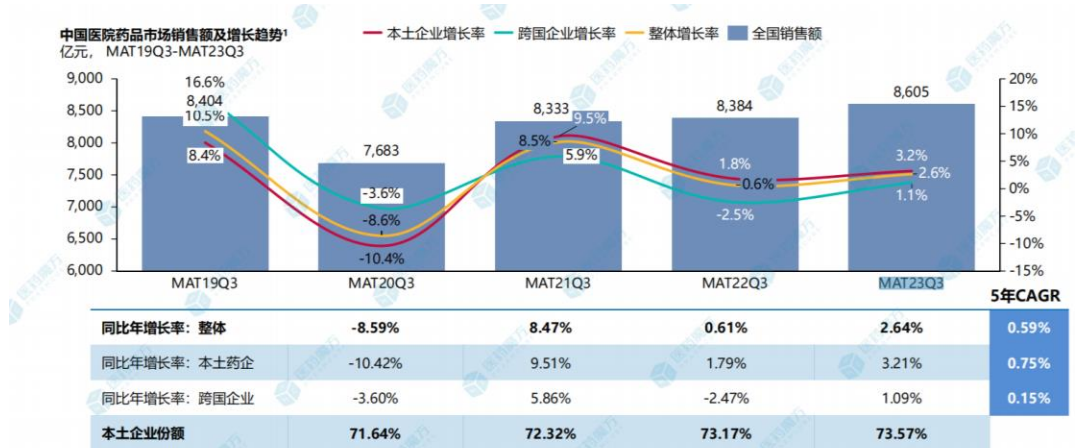
- 11 月 1 日，国新办就“推动卫生健康事业高质量发展 护佑人民健康”举行发布会，会上，国家卫生健康委员会副主任雷海潮介绍，今年 1-9 月份我国医疗卫生机构总的诊疗人次达到了 51.1 亿，其中第一季度 15.9 亿，第二季度 17.5 亿，第三季度 17.7 亿。前三季度和 2019 年的同期相比，总诊疗人次增长了 12.4%，与去年同期相比，增长了 6%。
- 前三季度我国医疗卫生机构出院人次数为 2.2 亿。与 2019 年同期相比，增长 16.7%；与 2022 年同期相比，增长 18.9%。今年 1—9 月，我国医院病床使用率为 80.2%，与 2022 年同期相比，提高 6.4 个百分点。
- 人民群众看病就诊需求进一步释放，医疗卫生供给效率进一步改善，带来业绩基本面同比和环比的反弹动力，低基数效应助力行业同比增速进一步改善。建议积极关注院内诊疗相关的药品、器械、检验等板块。

图表1：部分国内医院月度诊疗人数统计（单位：万人次）



来源：国家卫健委，国金证券研究所

图表2：中国医院药品市场销售额及增长趋势（单位：亿元）



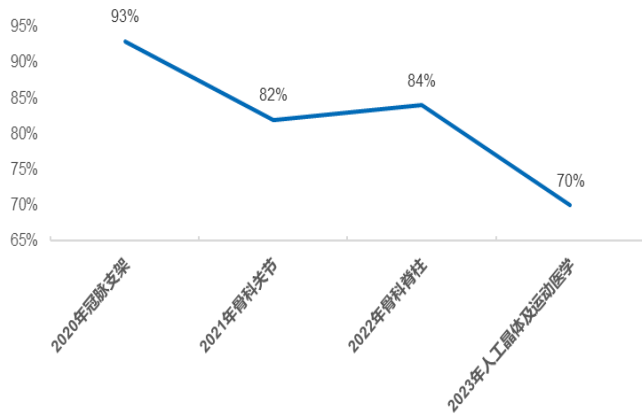
来源：医药魔方，国金证券研究所



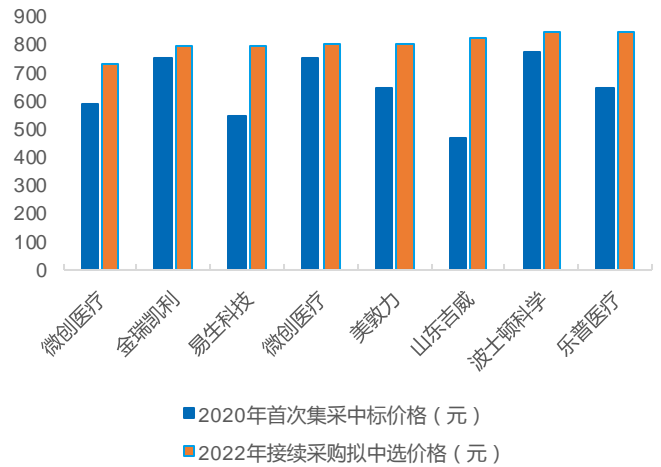
各类国家、联盟和地方集采控费举措持续落地，行业格局和预期管理逐渐稳定

自2018年“4+7”药品集中采购以来，药品和器械集中采购范围持续扩大，规则不断成熟完善，总体来看，集采控费对国内医药产业边际影响最大的时期已经接近尾声。常态化的集采控费机制，一方面其价格预期趋于稳定和温和，另一方面集采的落地进一步催化国产品牌提升医院报量和市场份额，加速对进口替代。

图表3：部分器械国采平均降幅情况



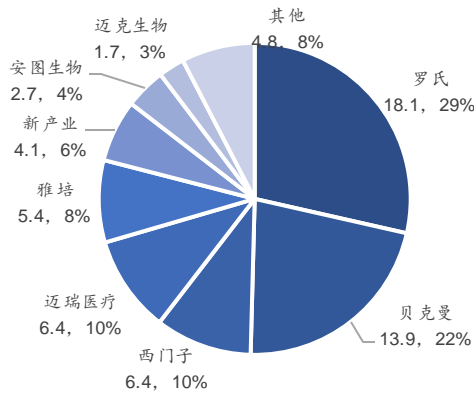
图表4：冠脉支架接续采购中企业中标价



来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，国金证券研究所

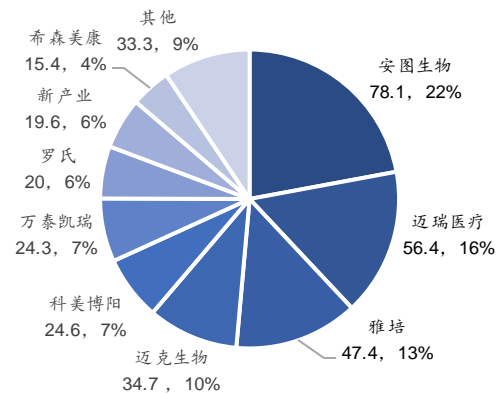
来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，国金证券研究所

图表5：二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购报量情况（性激素）



来源：安徽省医药集中采购平台，国金证券研究所

图表6：二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购报量情况（传染病）



来源：安徽省医药集中采购平台，国金证券研究所

我们在前期深度研究报告《海外复盘：日本医改控费路线图与医药产业命运思考》中指出，日本药品价格偏高的状况在经历80年代的快速下调后明显改善，90年代中期特别是2000年以后日本药品价格调整也趋于稳定与温和。这种经验对国内医药采购价格的预期同样具有参考价值，市场对集采控费措施的预期稳定后，估值压制因素解除，板块有望整体迎来修复机会。



图表7: 历年部分药品集中采购情况整理

批次	招标品种	中标品种	首年约定采购量比例	平均降幅	采购周期	集采范围	执行时间	
第一批	4+7城市药品集中采购	31	25	-	52%	1年	11个城市: 北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安	2019年3月起
	联盟地区药品集中采购	25	25	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%	59%	中选企业≤2家: 1年; 中选企业3家: 2年	25个省份	2019年12月起
第二批	33	32	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	53%	中选企业1家: 1年; 中选企业2或3家: 2年; 中选企业≥4家: 3年	全国	2020年4月起	
第三批	56	55	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	53%	中选企业1家或2家: 1年; 中选企业3家: 2年; 中选企业≥4家: 3年	全国	2020年11月起	
第四批	45	45	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	52%	中选企业1家或2家: 1年; 中选企业3家: 2年; 中选企业≥4家: 3年	全国	2021年4月起	
第五批	62	61	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	56%	中选企业1家或2家: 1年; 中选企业3家: 2年; 中选企业≥4家: 3年	全国	2021年10月起	
第六批 (胰岛素专项)	16	16	2.1亿支	48%	2年	全国	2022年5月起	
第七批	61	60	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	48%	中选企业1家: 1年; 中选企业2或3家: 2年; 中选企业≥4家: 3年	全国	2022年11月起	
第八批	40	39	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	56%	自中选结果执行之日起至2025年12月31日	全国	2023年7月起	
第九批	42	41	中选企业1家: 50%; 中选企业2家: 60%; 中选企业3家: 70%; 中选企业≥4家: 80%	58%	自中选结果执行之日起至2027年12月31日	全国	2024年3月起	

来源: 新华社, 中国政府网, 国家医疗保障局官网, 国金证券研究所

图表8: 国家医保谈判情况简单汇总

批次	拟谈判药品 (个)	谈判成功药品 (个)	中标率 (%)	新增药品数量 (个)	续约药品数量 (个)	平均降幅 (%)	调出目录数量 (个)	执行时间
2016	5	3	60.00%	3	-	58.60%	-	2016年5月21日
2017	44	36	81.82%	36	-	44.00%	-	2017年9月1日
2018	18	17	94.44%	17	-	平均降幅56.7%, 其中进口药降幅36%	-	2018年10月底
2019	150	97	64.67%	70	27	新增 (60.7%), 续约 (26.4%)	154	2020年1月1日
2020	162	119	73.46%	96	23	平均降价50.64%, 其中续约降价43.46%	29	2021年3月1日
2021	117	94	80.34%	74	20	61.71%	11	2022年1月1日
2022	147	121	82.30%	108	13	60.10%	3	2023年3月1日

来源: 新华社, 中国政府网, 国家医疗保障局官网, 国金证券研究所



图9：日本药品在2000年以后降价放缓，降速趋于稳定

改正年月日	改正区分	収載品目数	改定率		備考
			薬剤費ベース	医療費ベース	
S 42. 10. 1	全面	6,831	▲10.2%	-	
44. 1. 1	//	6,874	▲5.6%	▲2.4%	
45. 8. 1	//	7,176	▲3.0%	▲1.3%	
47. 2. 1	//	7,236	▲3.9%	▲1.7%	
49. 2. 1	//	7,119	▲3.4%	▲1.5%	
50. 1. 1	//	6,891	▲1.55%	▲0.4%	
53. 2. 1	//	13,654	▲5.8%	▲2.0%	銘柄別収載
56. 6. 1	//	12,881	▲18.6%	▲6.1%	
58. 1. 1	部分	16,100 (3,076)	▲4.9%	▲1.5%	81%パルクライン方式
59. 3. 1	全面	13,471	▲16.6%	▲5.1%	
60. 3. 1	部分	14,946 (5,385)	▲6.0%	▲1.9%	
61. 4. 1	部分	15,166 (6,587)	▲5.1%	▲1.5%	
63. 4. 1	全面	13,636	▲10.2%	▲2.9%	修正パルクライン方式
H元. 4. 1	//	13,713	+2.4%	+0.65%	消費税分の引上げ
2. 4. 1	//	13,352	▲9.2%	▲2.7%	
4. 4. 1	//	13,573	▲8.1%	▲2.4%	加重平均値一定価格方式 R15
6. 4. 1	//	13,375	▲6.6%	▲2.0%	R13
8. 4. 1	//	12,869	▲6.8%	▲2.6%	(薬価算定方式の一部変更及び材料価格等を含む。) R11
9. 4. 1	//	11,974	▲4.4%	▲1.27%	R10 (長期収載医薬品 R 8)
10. 4. 1	//	11,692	このほか消費税対応分+1.4%	このほか消費税対応分+0.4%	R 5 (長期収載医薬品 R 2)

改正年月日	改正区分	収載品目数	改定率		備考
			薬剤費ベース	医療費ベース	
12. 4. 1	全面	11,287	▲7.0%	▲1.6%	調整幅2%
14. 4. 1	//	11,191	▲6.3%	▲1.3%	調整幅2% (先発品の一定率引き下げ)
16. 4. 1	//	11,993	▲4.2%	▲0.9%	調整幅2% (先発品の一定率引き下げ)
18. 4. 1	//	13,311	▲6.7%	▲1.6%	調整幅2% (先発品の一定率引き下げ)
20. 4. 1	//	14,359	▲5.2%	▲1.1%	調整幅2% (先発品の一定率引き下げ)
22. 4. 1	//	15,455	▲5.75%	▲1.23%	調整幅2% (先発品の一定率引き下げ)
24. 4. 1	//	14,902	▲6.00%	▲1.26%	調整幅2% (先発品の一定率引き下げ)
26. 4. 1	//	15,303	▲5.64%	▲1.22%	調整幅2% (後発品への置換えが過ぎない先発品の一定率引き下げ)
28. 4. 1	//	15,925	▲5.57%	▲1.22%	調整幅2% (後発品への置換えが過ぎない先発品の一定率引き下げ) このほか、市場拡大再算定分▲0.19%、市場拡大再算定の特例分▲0.28% (医療費ベース)
30. 4. 1	//	16,434	▲7.48%	▲1.65%	調整幅2% (後発品への置換えが過ぎない先発品の一定率引き下げ) 改定率のうち、実勢値等改定分▲1.36%、薬価制度の抜本改革▲0.29% (医療費ベース)
R元. 10. 1	//	16,510	▲4.35%	▲0.93%	調整幅2%
2. 4. 1	//	14,041	このほか消費税対応分+1.95%	このほか消費税対応分+0.42%	調整幅2% (後発品への置換えが過ぎない先発品の一定率引き下げ) 改定率のうち、実勢値等改定分▲0.43%、市場拡大再算定の見直し等分▲0.01% (医療費ベース)
3. 4. 1	//	14,228	▲4.38%	▲0.99%	平均産率の0.625倍(5%)を超える品目を改定対象 調整幅2%、新型コロナウイルス感染症特例として一定幅0.8%減額分として▲3,300億円
4. 4. 1	//	13,370	▲6.69% (実勢値等改定分)	▲1.35%	調整幅2% (後発品への置換えが過ぎない先発品の一定率引き下げ) 改定率のうち、実勢値等改定分▲1.44%、不妊治療の保険適用のための特例的な対比分+0.09% (医療費ベース)
5. 4. 1	//	13,098			平均産率の0.625倍(4.375%)を超える品目を改定対象 調整幅2% 不採算品再算定及び新薬創出等加算の際時、特例的措置あり 薬剤費として▲3,100億円

来源：厚生劳动省，国金证券研究所

医疗领域反腐廓清行业生态，市场预期稳定后头部企业受益集中度提升

今年7月初，国家卫生健康委同9部门联合印发了有关文件，聚焦解决当前医药领域腐败的突出问题，以及医药购销和医疗服务全链条中容易产生问题的关键环节，明确了此次集中整治的总体要求、整治内容、工作步骤和工作要求。

7月12日，国家卫生健康委等10部门召开了全国医药领域腐败问题集中整治工作视频会议，聚焦医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节和“关键少数”，对集中整治工作进行了重点部署，各地各部门4000余人参加了会议。

7月28日，纪检监察机关配合开展全国医药领域腐败问题集中整治工作动员部署视频会议在北京召开。会议指出，集中整治医药领域腐败问题是推动健康中国战略实施、净化医药行业生态、维护群众切身利益的必然要求。

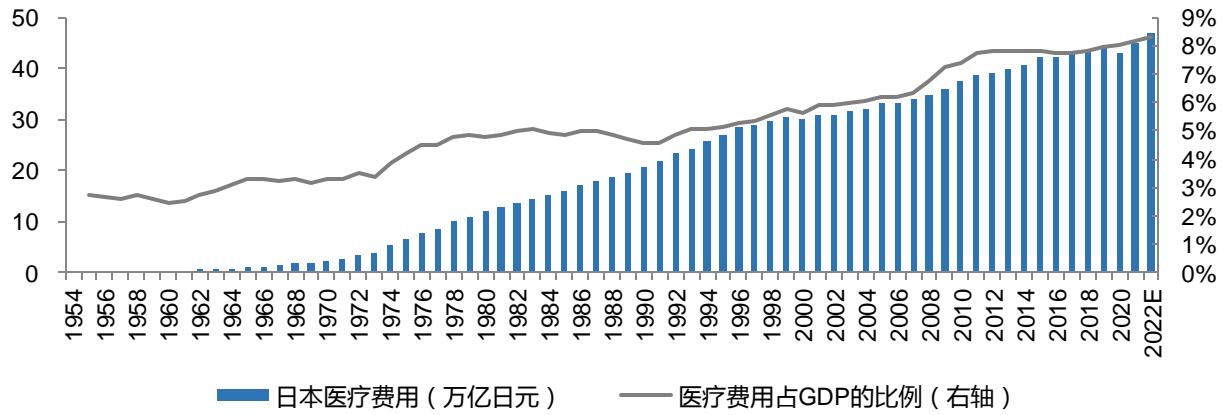
随着全国医药领域腐败问题集中整治工作不断深入，医院医生诊疗行为和医药领域经营采购秩序进一步得到规范，有利于行业长期发展，市场短期情绪波动也迅速平复。从长期来看，头部企业有望受益于合规度提升进程。



医药重新进入上行，但风格大切换

鉴于医药板块的需求具备高度持续性和稳定性、长期成长价值突出，以及医药板块压制因素的出清，2023年下半年-2024年，医药有望迎来景气度反转大拐点，结束三年下行周期进入上行行情。

图表10：日本医疗市场穿越经济周期稳定增长

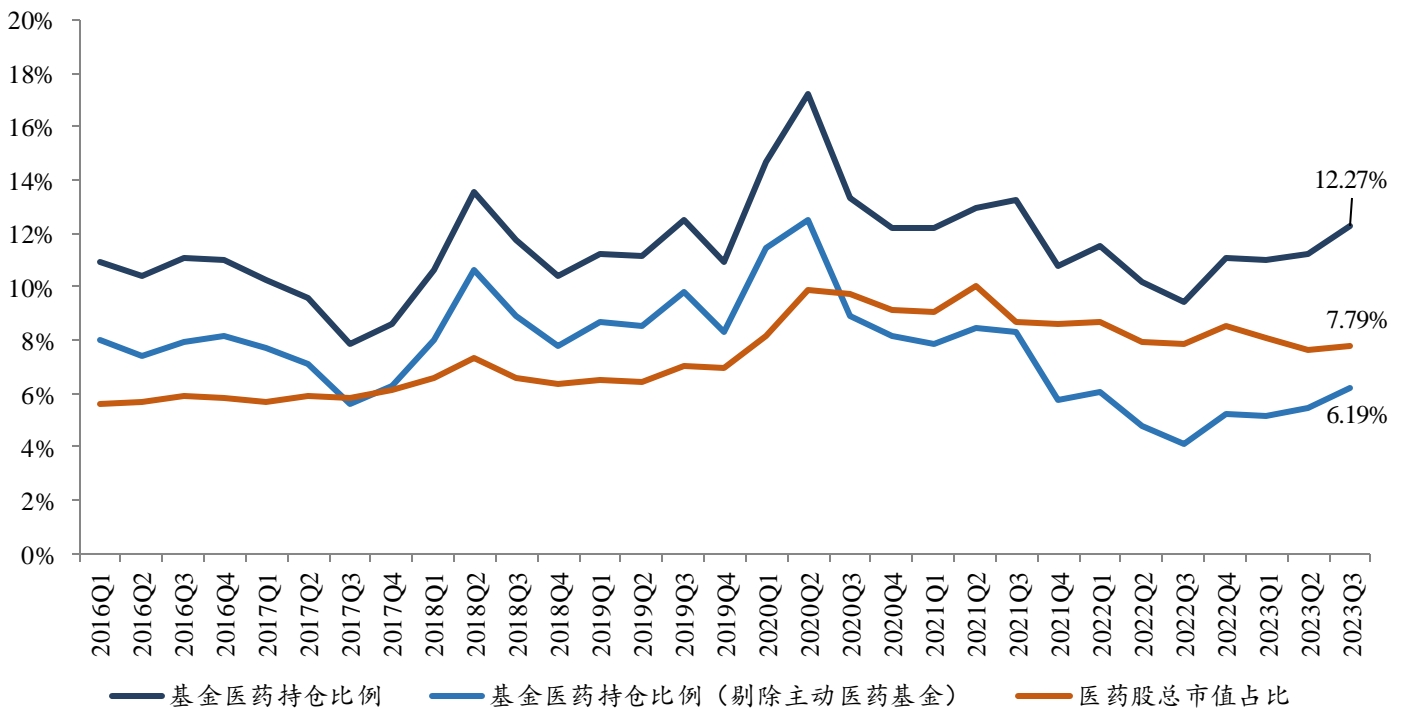


来源：厚生劳动省，国金证券研究所

但我们认为，这种上行并非 2018-2020 年行情的简单重演，市场风格也将迎来一次大切换：

- 从投资风格看，考虑产业端发生的深远变化，过去相当长时期风格自上而下选赛道，以高景气度赛道为主线做强成长投资，强调产业景气度浪潮下，医药创新和消费升级领域的高速成长；未来一段时期的医药行情大概率风格自下而上，在稳健成长的行业贝塔中寻找超额收益，强调医药板块的需求刚性、防守价值和稳健成长抗波动能力，做价值成长投资；
- 从资金驱动看，过去相当时期增量机构资金受医药主题基金规模的快速扩张主导；未来相当时期则以全行业基金加仓医药板块配置为主；

图表11：公募基金医药持仓比例回升（估计值，因基金统计口径和板块划分可能存在误差）

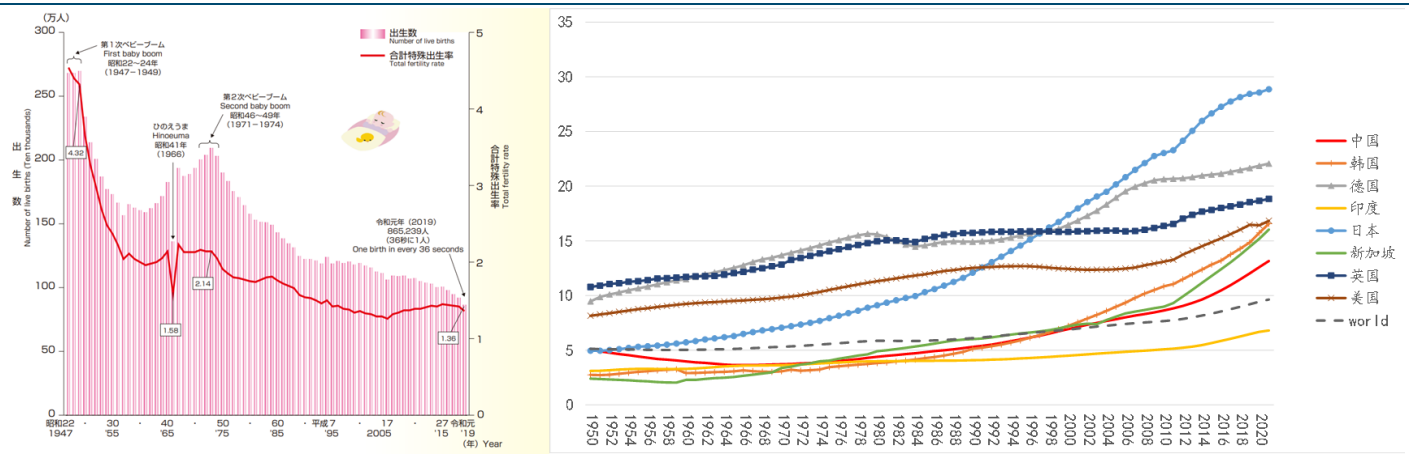


来源：Wind，国金证券研究所。统计范围包含股票型基金和混合型基金



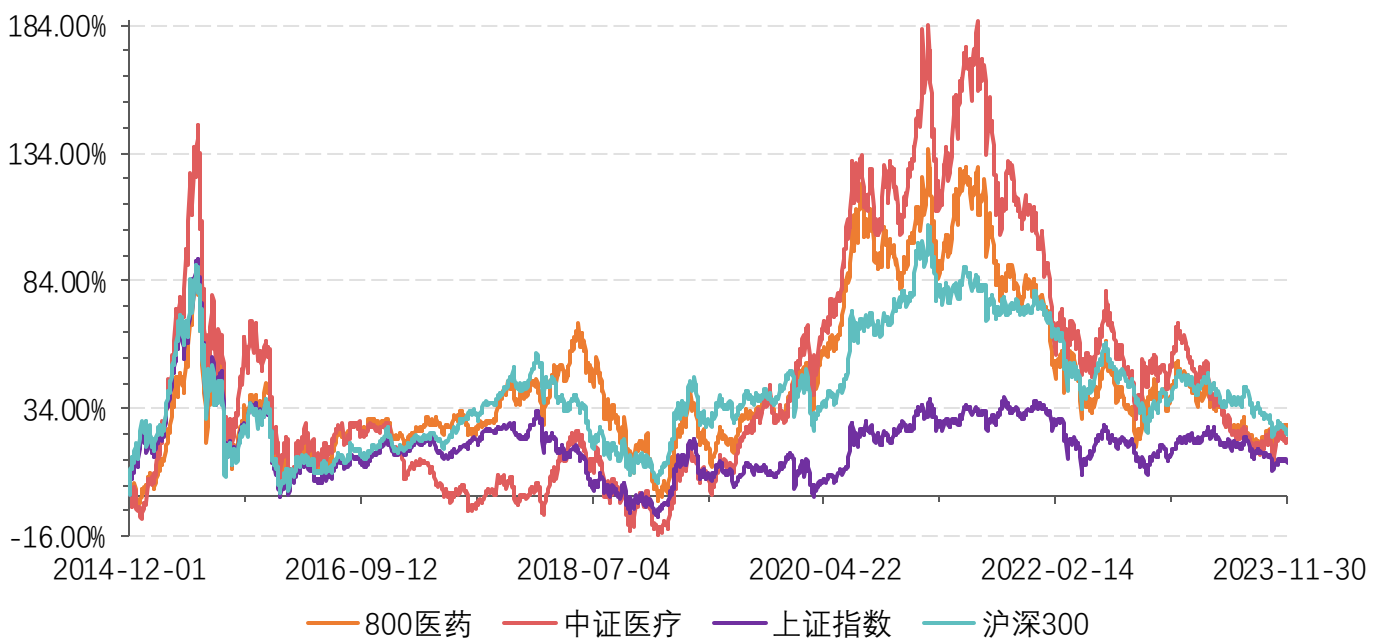
- 从板块选择上看，过去相当长时期院外板块（如消费医疗服务、医美、CXO、上游供应链）的整体业绩和股价表现强于院内板块（创新与仿制药品、高值耗材、体外诊断、部分医疗设备等），医疗板块强于医药板块；而未来相当长时期，考虑院内板块、医药板块在业绩、政策预期、资金结构等方面经历了更深、更彻底的出清，向上弹性和确定性更大，股价表现大概率是院内板块强于院外板块，医药板块好于医疗板块。
- 从打法上看，过去几年将右侧投资做到极致，未来一段时期可能强调左侧投资，医药板块产业大局已经改善，在具体标的尚低估值，有极强性价比时，可以将投资时机向左侧移动。
- 考虑当前市场资金特点，和医药板块发审环境变化，建议尤其重视中小盘医药标的主业见底回升困境反转机会；同时外延并购、商业授权 BD 也极有可能是 2024 年医药板块催化的重要机会。
- 必须强调的是，作为医药产业发展最大、最持续的动力和增量，我们依然重视创新药品器械的成长价值，创新成长也依然是最重要的投资主线之一。但对创新成长的把握，可能会比以往更强调自下而上，强调个股基本面和创新进展对股价的催化。

图表12: 日本人口出生高峰及 65 岁以上人口比例变化



来源：厚生劳动省，OECD，国金证券研究所

图表13: 2020-2023 年，医药板块经过了长期调整（%，前复权）



来源：Wind，国金证券研究所



创新药与仿创药：重视热门赛道，A 股有业绩有现金的仿创更优先，港股 Biotech 值得重视

美元下行、诊疗修复、国内与海外新品兑现，估值、业绩、未来空间三要素皆向上

随着此前压制创新药估值的地缘风险、国谈集采压力与出海能力质疑逐步被释放或化解，以及海外宏观和流动性因素发生变化，港股和 A 股创新药估值迎来回升。

国家集采已至第九批，对头部大品种影响基本落地。近期，百济、君实、和黄、百奥泰等药企的原研及大分子生物类似物也陆续取得海外突破。同时，院内诊疗压制因素出清修复，业绩底部向上态势确定。上半年，不论创新药还是传统仿制药的营收增速都有很好表现；下半年，在去年相对季度高基数以及院内营销规范化治理双重影响下，营收同比增速有所放缓，而仿制药销售费用率普遍下降，创新药大单品脉冲式业绩驱动显著。

最后，在海外第一三共、诺和诺德、礼来以及福泰（Vertex）等公司，在 ADC、GLP-1、AD 以及 Crispr 基因疗法等领域获得巨大突破的催化下，国内相关赛道也风起云涌，并有恒瑞、翰森等重大国际授权（BD）交易落地。

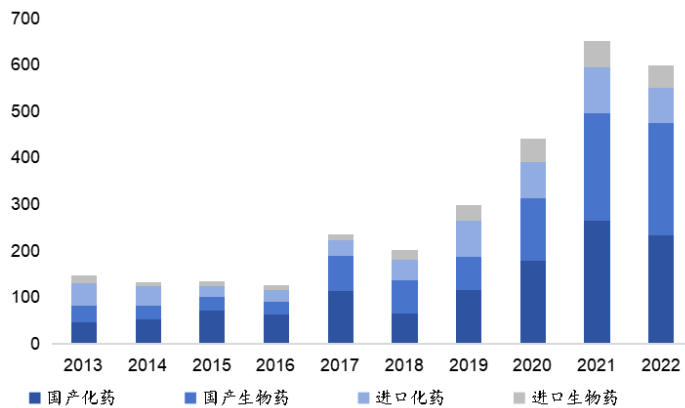
综上所述，目前，国内医药板块正处于估值、业绩、未来空间都向上共振的上升新周期，是投资者可以获得较好收益的赛道之一。

ADC、GLP-1 到 AD，全球创新兑现不断，国内热点频出，催化赛道景气上升

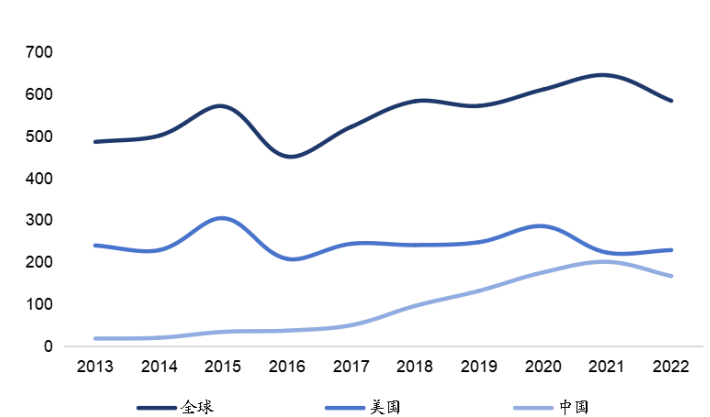
创新投入持续，国家审批提效，中国药企在全球创新阵营中向前推进中。此前由于院内诊疗受限等因素的影响，创新药临床推进及商业化进程都有所放缓，产业融资环境有所变化，但我们仍然看到国内申请临床创新药数量呈现上升趋势，新药上市评审加速，获批数量逐年提升。

- 2020 年首次申请临床的创新药数量共计 441 个，2021 年上升至 652 个，2022 年回落至 600 个。其中，国产化药 233 个、国产生物药 242 个、进口化药 76 个、进口生物药 49 个。同时，创新药企注册性临床试验开展数量也呈现上升趋势，与美国之间的差距逐渐缩小。2021 年试验开展数量为 200 个，2022 年略回落至 166 个。

图表14：中国历年首次申请临床的创新药数量（个）



图表15：中美创新药企注册临床数量对比（个）



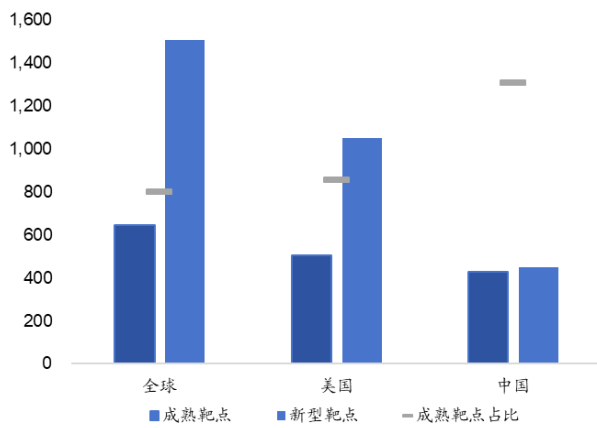
来源：医药魔方，国金证券研究所，注：注册性临床指用于支持药品申报上市的关键临床试验；国内外药企共同开展的临床试验重复统计

来源：医药魔方，国金证券研究所，注：注册性临床指用于支持药品申报上市的关键临床试验；国内外药企共同开展的临床试验重复统计

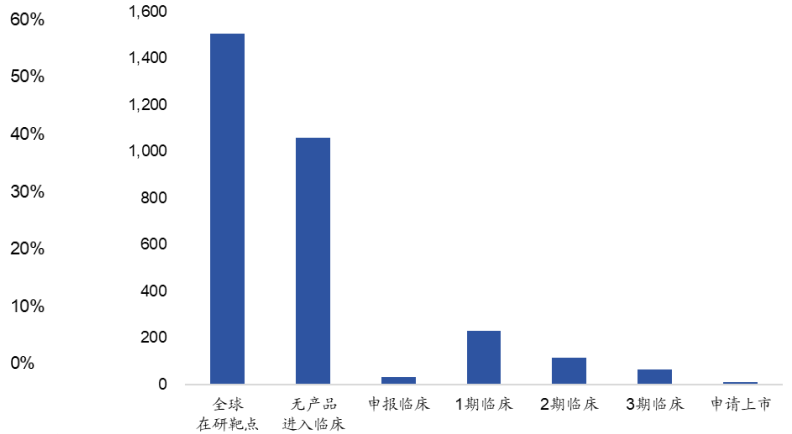
- 中国新药开发仍聚焦于经充分验证的成熟靶点，对新兴靶点的探索仍有提升空间。目前更容易成功商业化的成熟靶点是国内大多数创新药企的首选，有 70% 全球新兴靶点国内尚无产品进入临床阶段，未来随着国内企业对新兴靶点的探索提升，国内创新药企成长空间广阔。



图表16: 全球在研管线创新药靶点分布 (个)



图表17: 中国企业在研靶点最高研发阶段分布 (个)



来源: 医药魔方, 国金证券研究所, 注: 纳入最高研发阶段处于 IND-NDA 的创新药, 成熟靶点指已有药品获批的靶点, 新兴靶点指尚无药品获批的靶点

来源: 医药魔方, 国金证券研究所, 注: 纳入最高研发阶段处于 IND-NDA 的创新药, 成熟靶点指已有药品获批的靶点, 新兴靶点指尚无药品获批的靶点

- 近年来, 国家为鼓励药品创新, 提升国内创新药企竞争力, 陆续出台政策以加快新药注册进程。2020 年颁布新修订的《药品注册管理办法》, 明确建立药品加快上市注册制度, 支持以临床价值为导向的药物创新。同时, 针对不同药物类型设立了突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加快通道, 来缩短药物临床研发时间以及加快药品注册流程。

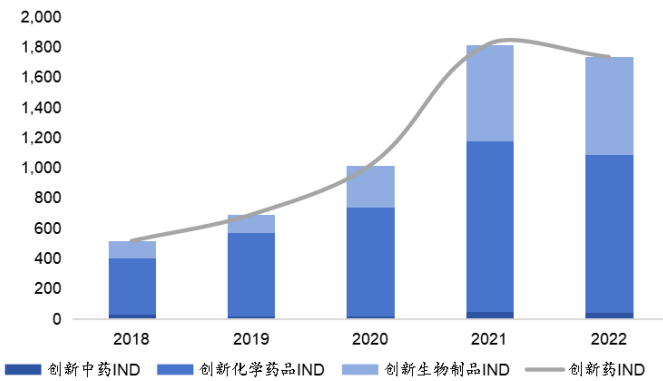
图表18: 新药上市加速评审方式

适用药物类型	政策扶持力度	评价标准: 高->低
突破性治疗药物 <ul style="list-style-type: none"> 防治严重危及生命或严重影响生存质量的疾病 尚无有效防治手段或与现有治疗手段相比有足够证据表明具有明显临床优势的 innovator 或改良型新药 	<ul style="list-style-type: none"> 临床试验的关键阶段可与 CDE 审评人员进行沟通交流 CDE 会对提交的阶段性研究资料反馈意见或者建议 	●●●●●
附条件批准 <ul style="list-style-type: none"> 对疾病的预后有明显改善 对现有治疗手段不耐受、无疗效的患者, 可取得明显疗效 可与现有治疗手段不能联用的关键药物联用, 并取得明显疗效 药物有害性明显降低, 显著改善患者依从性 可以应对新出现或预期会发生的公共卫生需求 	<ul style="list-style-type: none"> 缩短药物临床试验的研发时间 药品上市后需要完成承诺完成的研究 	●●●●○
优先审评审批 <ul style="list-style-type: none"> 纳入突破性治疗药物、符合附条件批准药物 临床急需的短缺药品、防治重大传染病和罕见病等的 innovator 和改良型新药 符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格 疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗 	<ul style="list-style-type: none"> 药品上市许可申请审评时限缩短至 130 日 临床急需的境外已上市境内未上市的罕见病药品, 审评时限为 70 日 	●●●●○
特别审批 <ul style="list-style-type: none"> 突发公共卫生事件应急所需防治药品 	<ul style="list-style-type: none"> NMPA 组织加快并同步开展药品注册受理、审评、核查、检验工作 	●●●●○

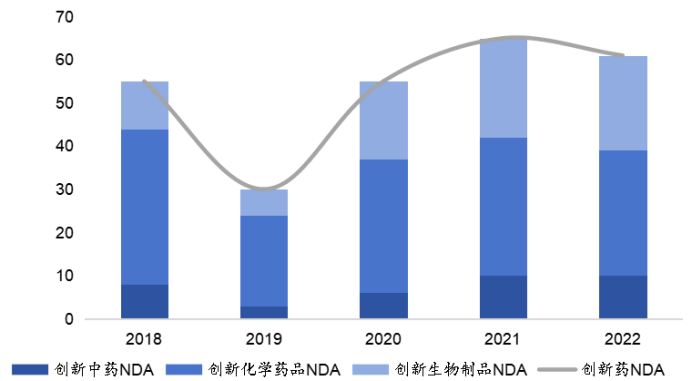
来源: 医药魔方, 国金证券研究所



图表19: 2018-2022年创新药IND受理量(件)



图表20: 2018-2022年创新药NDA受理量(件)

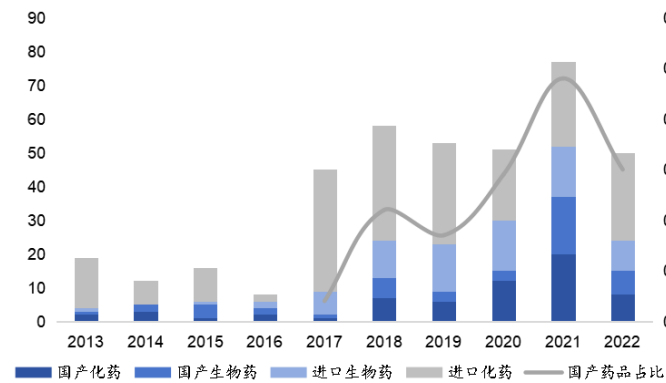


来源: 国家药品监督管理局, 国金证券研究所

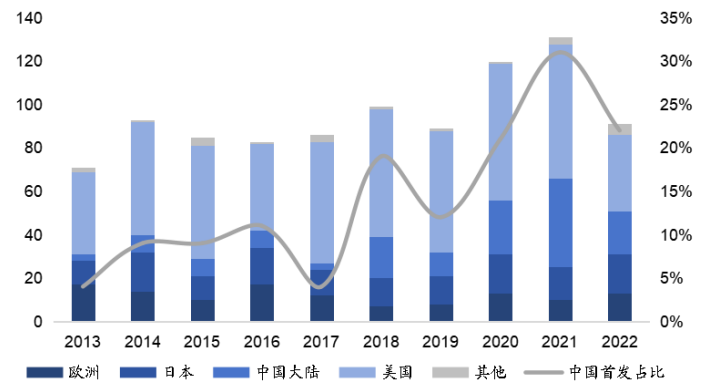
来源: 国家药品监督管理局, 国金证券研究所

- 中国创新药研发, 正处于快速发展阶段, 近几年获批创新药数量维持稳定。从全球首次上市创新药及首发地区来看, 中国首发占比近两年维持平衡, 总体呈现上升趋势。

图表21: 中国历年批准上市的创新药数量(个)



图表22: 近十年全球首次上市创新药及首发地区(个)



来源: 医药魔方, 国金证券研究所

来源: 医药魔方, 国金证券研究所

第二, 国谈集采降价影响基本落定, “光脚型”(即, 之前未有销售或团队初建未打开局面的新品)品种受益, 推进药企业绩。

- 2023年国家医保谈判于11月17日启动, 168个药品进入谈判竞价环节, 为历年来最多, 涉及肿瘤、罕见病、慢性病等领域。据中国医保局披露, 目前国家医保药品目录实现“一年一调”, 超过80%的新药在上市两年内纳入医保。近年来, 医保目录累计新增了618种药品, 涵盖了新冠感染、肿瘤、心脑血管疾病、罕见病、儿童用药等临床治疗领域, 大量新机制、新靶点药物被纳入了目录范围。现行版医保目录药品总数增至2967种, 品种已涵盖临床治疗所有领域。



图表23: 医保国谈重点品种梳理

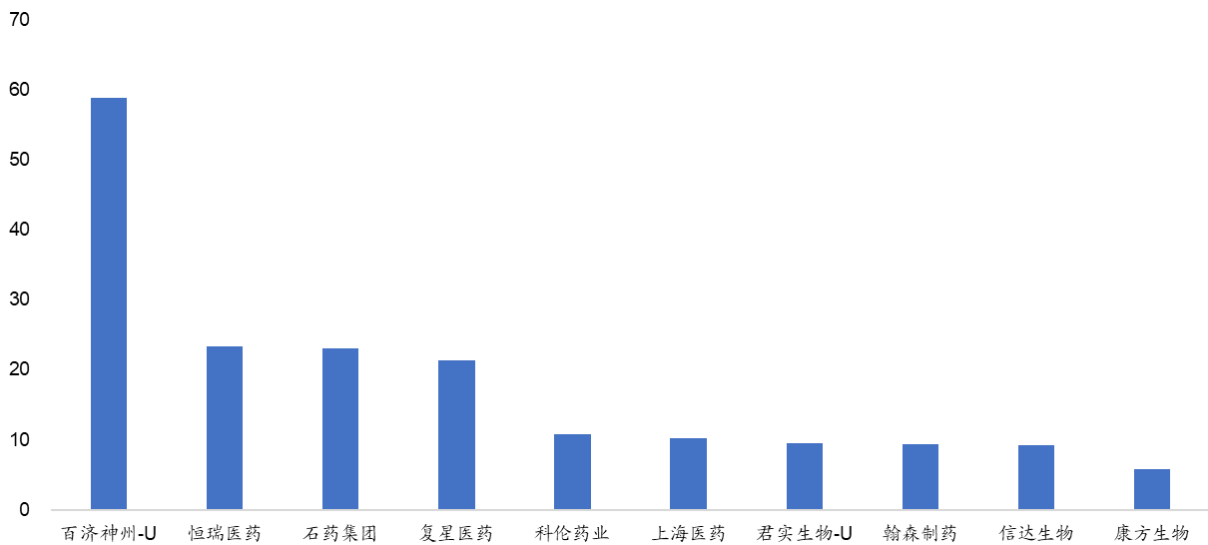
靶点	通用名	公司	申报条件	新增适应症及谈判情况
PD-1	特瑞普利单抗	君实生物	目录内条件2	①联合顺铂和吉西他滨用于局部复发或转移性鼻咽癌患者的一线治疗 (21.11.24获批); ②联合紫杉醇和顺铂适用于不可切除局部晚期/复发或转移性食管鳞癌的一线治疗 (22.05.10获批); ③联合培美曲塞和铂类适用于表皮生长因子受体(EGFR)基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶(ALK)阴性不可手术切除的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌(NSCLC)的一线治疗 (22.09.14获批)
	替雷利珠单抗	百济神州	目录内条件2	①本品联合氟尿嘧啶类和铂类药物化疗用于PD-L1高表达的局部晚期不可切除的或转移性的胃或食管胃结合部腺癌的一线治疗 (23.02.21获批); ②本品联合紫杉醇和铂类药物或含氟尿嘧啶类药物和铂类药物用于不可切除的局部晚期、复发或转移性食管鳞状细胞癌的一线治疗 (23.05.19获批)
	信迪利单抗	信达生物	目录内条件2	联合贝伐珠单抗、培美曲塞和顺铂,用于经表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂(EGFR-TKI)治疗失败的EGFR基因突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌(NSCLC)患者的治疗 (23.05.06获批)
BTK1	卡瑞利珠单抗	盛迪亚	目录内条件2	①本品联合甲磺酸阿帕替尼用于不可切除或转移性肝细胞癌患者的一线治疗 (23.01.31获批)
	泽布替尼	百济神州	目录内条件2	①新诊断的成人慢性淋巴细胞白血病(CLL)/小淋巴细胞淋巴瘤(SLL)患者 (23.04.28获批) ②新诊断的成人华氏巨球蛋白血症(WM)患者 (23.04.28获批)
	奥布替尼	诺诚健华	目录内条件2	①既往至少接受过一种治疗的成人边缘区淋巴瘤(MZL)患者 (23.04.17获批)
EGFR-TKI	埃克替尼	贝达药业	目录内条件1	2023年12月31日协议到期,且不申请调整医保支付范围的谈判药品
	伏美替尼	艾力斯	目录内条件1	2023年12月31日协议到期,且不申请调整医保支付范围的谈判药品
	奥希替尼	阿斯利康	目录内条件2	用于IB-III期存在表皮生长因子受体(EGFR)外显子19缺失或外显子21(L858R)置换突变的非小细胞肺癌(NSCLC)患者的治疗,患者须既往接受过手术切除治疗,并由医生决定接受或不接受辅助化疗 (21.04.07获批)
	达可替尼	辉瑞	目录内条件1	2023年12月31日协议到期,且不申请调整医保支付范围的谈判药品
ALK-TKI	贝福替尼	贝达药业	目录外条件1	批准上市的新通用名药品:适用于既往经表皮生长因子受体(EGFR)酪氨酸激酶抑制剂(TKI)治疗时或治疗后出现疾病进展,并且经检测确认存在EGFR T790M突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)成人患者的治疗 (23.05获批)
	恩沙替尼	贝达药业	目录内条件1	2023年12月31日协议到期,且不申请调整医保支付范围的谈判药品
	阿来替尼	罗氏	目录内条件1	2023年12月31日协议到期,且不申请调整医保支付范围的谈判药品
IL-17	伊鲁阿克	齐鲁制药	目录外条件1	批准上市的新通用名药品:适用于既往接受过克唑替尼治疗后疾病进展或对克唑替尼不耐受的间变性淋巴瘤激酶(ALK)阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)患者的治疗 (23.06获批)
	依奇珠单抗	礼来	目录内条件2	强直性脊柱炎:依奇珠单抗用于常规治疗疗效欠佳的活动性强直性脊柱炎成人患者。(22.07.29获批)
CDK4/6	阿贝西利	礼来	目录内条件2	本品联合内分泌治疗(他莫昔芬或芳香化酶抑制剂)用于激素受体(HR)阳性、人表皮生长因子受体2(HER2)阴性、淋巴结阳性,高复发风险且Ki-67≥20%的早期乳腺癌成人患者的辅助治疗。(21.12.31获批)
	达尔西利	恒瑞	目录内条件2	本品适用于激素受体(HR)阳性、人表皮生长因子受体2(HER2)阴性局部晚期或转移性乳腺癌患者:与芳香化酶抑制剂联合使用作为初始内分泌治疗。(23.06.21获批)
	瑞波西利	诺华	目录外条件1	批准上市的新药:适用于激素受体(HR)阳性、人表皮生长因子受体2(HER2)阴性局部晚期或转移性乳腺癌,与芳香化酶抑制剂联合用药作为女性患者的初始内分泌治疗(即晚期一线乳腺癌)(23.01获批)
	曲拉西利	先声药业	目录外条件1	批准上市的新药:本品适用于既往未接受过系统性化疗的广泛期小细胞肺癌患者,在接受含铂类药物联合依托泊苷方案治疗前给药,以降低化疗引起的骨髓抑制的发生率(22.07获批)

来源:国家医保局,国金证券研究所

第三,国内企业研发投入持续,在海外第一三共、诺和诺德、礼来以及福泰(Vertex)等公司,在ADC、GLP-1、AD以及Crispr基因疗法等领域获得巨大突破的催化下,国内相关赛道风起云涌;近期,不断有恒瑞、翰森等重大国际授权(BD)交易落地并有更多国内药企的优质在线管线的海外拓展值得期待。



图表24：部分创新药企业 1H23 年研发费用（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 以翰森制药为例；根据公司 2023 年 10 月 21 日公告，其 B7-H4 ADC 项目 HS-20089 大中华区以外的全球权益授予 GlaxoSmithKline (GSK)，公司将收取 8500 万美元首付款、最多 14.85 亿美元里程碑付款（折合过百亿元人民币）以及商业化后销售净额的分级特许权。

选股策略：重视低估值反转、出海创新、港股 Biotech

- 我们认为本板块未来应重点关注 ADC、GLP-1 与 AD 赛道龙头，重视仿创结合龙头以及估值底反转标的，把握出海创新机会，寻找海外合作与商业拓展预期差；港股 biotech 值得关注。
 - 目前，国内创新和仿创药板块正处于估值、业绩、未来空间都向上共振的上升新周期，是投资者可以获得较好收益的赛道之一。在 A 股布局上，建议重视创新和存量品种兼具，现金流和估值水平有优势的仿创结合药企；与此同时，随着宏观环境和流动性的改变，港股生物科技类创新药企同样具备重大估值开发潜力。
 - 建议关注 2 大类龙头标的，一类是 ADC、GLP-1 以及 AD 等创新赛道的龙头，例如，恒瑞医药、百济神州、信达生物、翰森制药、康方生物、华东医药等赛道龙头，另一类是估值底部业绩向上空间较大的龙头类，例如，石药集团、中国生物制药、先声药业等。



图表25: 翰森制药BD交易概览

交易名称	交易时间	转让方	受让方	药品汇总	交易类型	总交易金额(百万)	首付款(百万)
与GSK订立许可协议	2023/10/20	豪森药业	GSK	HS-20089 (II期临床)	许可	原始: 1,570.00USD 折算: 1,570.00USD	原始: 85.00USD 折算: 85.00USD
百奥赛图与翰森制药签署抗体许可协议	2023/1/2	百奥赛图	豪森药业	--	许可	原始: 0.00 折算: 0.00USD	原始: 0.00 折算: 0.00USD
14.68亿元: 豪森药业引进普米斯一款临床前EGFR/cMet双抗	2022/11/14	普米斯	豪森药业	HS-20117 (临床前)	许可	原始: 1,468.00CNY 折算: 217.41USD	原始: 50.00CNY 折算: 7.41USD
KiOmed Pharma and Hansoh Pharma Announce License Agreement for KiOmedinevsOne in China's Mainland, Macau and Taiwan	2022/9/26	KiOmed	豪森药业	KiOmedine vs One (壳聚糖) (批准上市)	许可	原始: 66.00EUR 折算: 69.48USD	原始: 0.00EUR 折算: 0.00USD
16.92亿元! 翰森制药引进新冠口服3CL蛋白酶抑制剂全球开发权利	2022/8/22	全球健康药物研发中心	豪森药业	GDI-4405 (临床前)	许可;合作	原始: 1,692.00CNY 折算: 250.59USD	原始: 12.00CNY 折算: 1.78USD
1.7亿美元! 翰森制药与Tiumbio合作开发GnRH拮抗剂	2022/8/9	TiumBio	豪森药业	TU2670 (II期临床)	合作;许可	原始: 170.00USD 折算: 170.00USD	原始: 4.50USD 折算: 4.50USD
NiKang Therapeutics and Hansoh Pharma Announce Strategic Collaboration and License Agreement for NKT2152 in Greater China	2022/5/3	NiKang Therapeutics	豪森药业	NKT2152 (I/II期临床)	合作;许可	原始: 218.00USD 折算: 218.00USD	原始: 15.00USD 折算: 15.00USD
深势科技与翰森制药就Uni-FEP达成合作, 共同推进小分子药物研发	2022/2/27	深势科技	豪森药业	--	合作	原始: 0.00 折算: 0.00USD	原始: 0.00 折算: 0.00USD
Keros Therapeutics Announces Licensing Agreement and Strategic Partnership with Hansoh Pharma for Rights to KER-050 in China	2021/12/13	Keros Therapeutics	豪森药业	HS-20106 (II期临床)	许可;合作	原始: 190.50USD 折算: 190.50USD	原始: 20.00USD 折算: 20.00USD
翰森制药和Silence Therapeutics宣布基于Silence mRNAi GOLD™ 平台合作开发治疗药物	2021/10/15	Silence Therapeutics	豪森药业	SLN-HAN-1 (临床前)	许可;合作;期权	原始: 1,316.00USD 折算: 1,316.00USD	原始: 16.00USD 折算: 16.00USD
翰森制药: 自愿公告 - 与OLIX PHARMACEUTICALS订立许可协议	2021/10/12	Olix Pharmaceuticals	豪森药业	--	合作;许可	原始: 456.50USD 折算: 456.50USD	原始: 6.50USD 折算: 6.50USD
翰森制药与志道生物就一种代谢病药物开发达成合作	2021/9/13	志道生物	豪森药业	--	合作	原始: 0.00 折算: 0.00USD	原始: 0.00 折算: 0.00USD
合作 翰森制药携手望石智慧, AI赋能创新药物研发	2021/8/3	望石智慧	豪森药业	--	合作	原始: 0.00 折算: 0.00USD	原始: 0.00 折算: 0.00USD
翰森制药: 自愿公告 - 与SCYNEXIS订立许可协议	2021/2/17	Scynexis	豪森药业	艾瑞芬净 (申请上市)	许可;合作	原始: 0.00USD 折算: 0.00USD	原始: 10.00USD 折算: 10.00USD
Terns Pharmaceuticals拓臻生物与翰森制药签署TRN-000632大中华区独家产品授权合作协议	2020/7/28	Terns Pharmaceuticals	豪森药业	HS-10382 (申请上市)	合作;许可	原始: 68.00USD 折算: 68.00USD	原始: 0.00USD 折算: 0.00USD
翰森制药: 内幕消息 - 与EQRx订立许可协议	2020/7/23	豪森药业	EQRx	阿美替尼 (申请上市)	许可;合作	原始: 0.00 折算: 0.00USD	原始: 0.00 折算: 0.00USD
Hansoh Pharma and NiKang Therapeutics Enter into a Development and Commercialization Partnership for a Novel Treatment for Anti-Viral Diseases in China	2020/4/23	NiKang Therapeutics	豪森药业	NKT-1992 (申请上市)	合作	原始: 100.00USD 折算: 100.00USD	原始: 0.00USD 折算: 0.00USD
Atomwise, Hansoh Pharma Enter Into Up-to-\$1.5B AI-Based Drug Discovery Partnership	2019/9/12	Atomwise	豪森药业	--	合作	原始: 1,500.00USD 折算: 1,500.00USD	原始: 0.00USD 折算: 0.00USD
Viela Bio Enters Strategic Collaboration with Hansoh Pharma to Develop and Commercialize Inebilizumab for Autoimmune Diseases and Hematologic Cancers in China	2019/5/28	Viela Bio	豪森药业	伊奈利珠单抗 (国际申请)	合作;许可	原始: 220.00USD 折算: 220.00USD	原始: 0.00USD 折算: 0.00USD

来源: 医药魔方, 国金证券研究所, 注: 交易金额仅统计有公开披露的数据

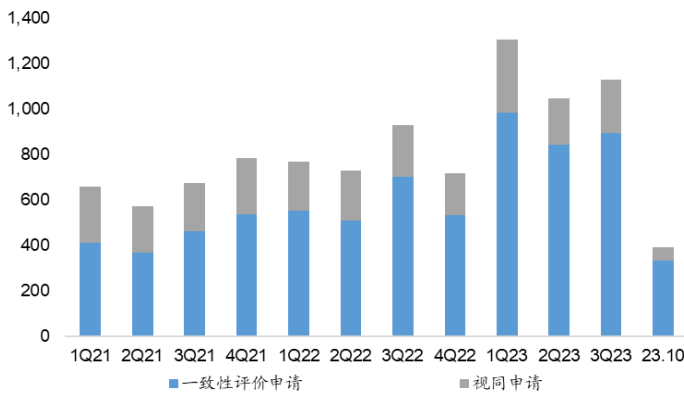
仿制药&原料药: 药品上市进程加快, 集采出清, 建议关注低估值标的

一致性过评数量总体向好, 部分企业表现突出

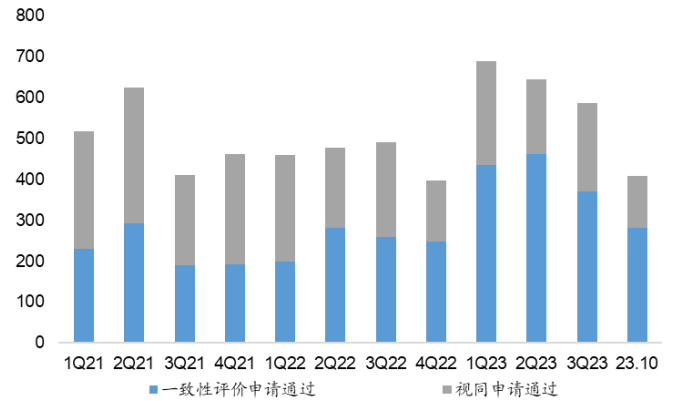
21年以来一致性评价申报数量和视同申请数量逐年提升, 同时通过数量也呈现相同的上升趋势, 2023年, 外部影响消退, 仿制药一致性评价申请通过与视同申请通过数量获得较大提升, 2023年前十个月, 一致性评价申请通过数量共计1550个, 视同申请通过数量共计780个。



图表26: 21年以来一致性评价申报数量逐年增加



图表27: 2023年一致性评价申报数量获得较大提升

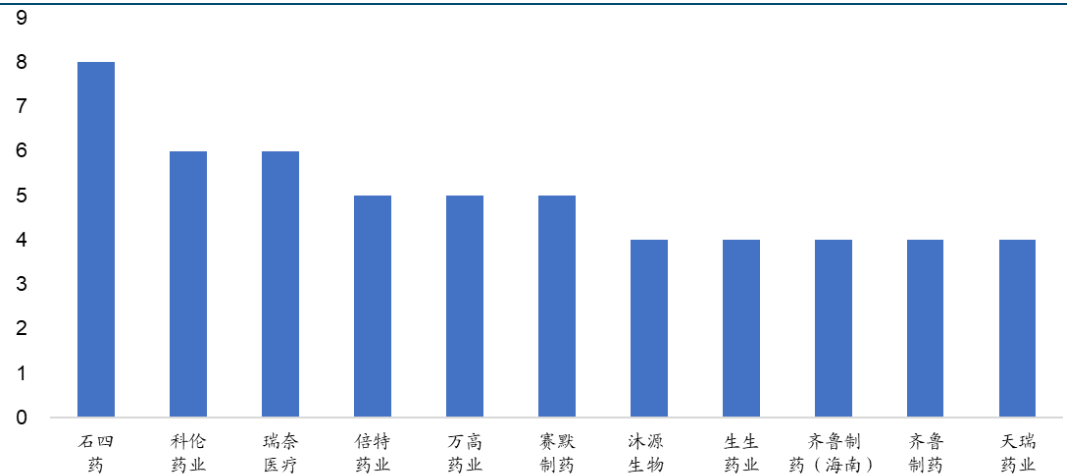


来源: 医药魔方, 国金证券研究所, 时间截至 2023. 10. 31

来源: 医药魔方, 国金证券研究所, 时间截至 2023. 10. 31

我们统计了2023年10月部分企业一致性评价通过数量, 其中石四药、科伦药业、瑞奈医疗等企业排名较为靠前, 主要集中在注射剂以及片剂, 两种剂型占比接近70%。

图表28: 2023年10月部分企业一致性评价通过数量保持高位



来源: 医药魔方, 国金证券研究所

原料药价格企稳, 建议关注仿制药集采压力出清与低估值标的

近年来由于国际公共卫生环境和供应链秩序变化, 部分原料药品种价格出现波动。随着上述影响因素逐步解除, 目前行业价格处于恢复过程中, 原料药主业有望企稳。

同时, 仿制药制剂品种集采出清已经大面积完成, 部分行业优秀企业实行原料药制剂一体化战略, 保证质量同时成本可控, 集采谈判中在价格上更具优势。

部分企业原料药制剂一体化企业开展高端突破和国内首仿, 同时叠加增量品种批量上市, 长期成长通道进一步拓宽。一部分优质企业布局突破特色品种, 打造国际化产品管线, 加快出海进程。

板块建议重点关注仿制药集采出清反转机会、新产品批量上市和海外突破三大关键催化, 相关公司: 苑东生物、恩华药业、人福医药、仙琚制药、奥翔药业、海正药业。



图表29: 苑东生物多款高端仿制药国内首仿, 市占率领先

领域	主要产品	适应症或功能主治	特点	1Q23市占率	排名
麻醉镇痛	盐酸纳美芬注射液	逆转阿片类药物作用及类似物质过量的治疗	首仿上市	69.05%	1
	盐酸纳洛酮注射液	阿片类受体拮抗药	首家通过一致性评价	37.42%	1
	布洛芬注射液	成人和6个月及以上儿科治疗轻至中度疼痛, 发热退热	首仿上市, 首家通过一致性评价	60.26%	1
	依托考昔片	骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征	中标国家药品集中采购	21.26%	3
心脑血管	富马酸比索洛尔片	高血压、冠心病	首家通过一致性评价, 中标国家药品集中采购	22.51%	2
	达比加群酯胶囊	抗凝血药物	全新口服直接抗凝血药物, 依从性好, 视同通过一致性评价, 中标国家药品集中采购	11.39%	5
抗肿瘤	伊班膦酸钠注射液	恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛, 高钙血	规格丰富	19.29%	3
	乌苯美司胶囊	配合化疗、放疗及联合应用于白血病、多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症及造血干细胞移植后, 以及其它实体瘤患者	采用自主生产的已通过日本MF登记的原料药;口服制剂依从性好;规格丰富	25.13%	2
消化	注射用复方甘草酸苷	慢性肝病	规格丰富	36.43%	2

来源: 各公司公告, 米内网, 国金证券研究所

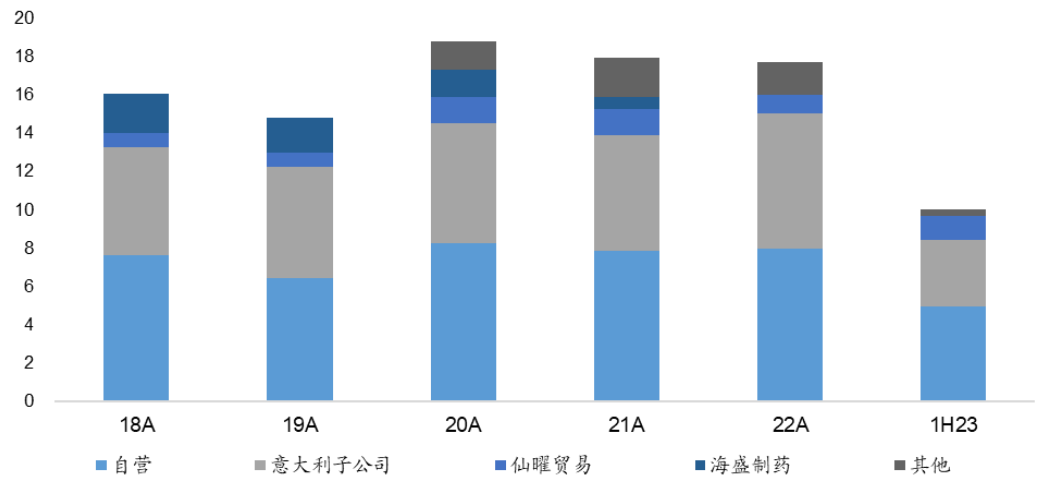
图表30: 苑东生物布局突破特色品种, 打造国际化产品管线

序号	项目名称	预计总投资规模(万元)	1H23年投入金额(万元)	累计投入金额(万元)	当前阶段	拟达到目标	技术水平	应用领域
1	盐酸纳美芬注射液+原料	1,383	42	1,112	已提交注册申请	获得产品生产批件并上市	本品为FDA申报品种, 攻克了注射液致感不稳定的技术难点, 工艺稳定重现, 顺应美国法规及市场要求, 弥补市场空缺。	麻醉镇痛
2	EP-0112T	5,529	21	106	药学研究	获得产品生产批件并上市	本品为单剂量全身给药鼻喷剂, 技术难度极大, 灌装精度、喷雾形态、喷雾模式以及喷雾粒径分布都存在较大挑战, 并且需要成功规避FDA处方专利, 通过处方工艺设计和喷雾润置选择达到快速起效的临床效果, 同时, 需要解决药物不稳定问题, 项目开发难度极大。	麻醉镇痛
3	EP-0113T	7,034	50	114	药学研究	获得产品生产批件并上市	本品为单剂量全身给药鼻喷剂, 技术难度极大, 灌装精度、喷雾形态、喷雾模式以及喷雾粒径分布都存在较大挑战, 并且需要成功规避FDA处方专利, 通过处方工艺设计和喷雾装置选择达到快速起效的临床效果, 需要解决药物不稳定问题, 项目开发难度极大。	麻醉镇痛
4	其他国际化制剂项目	19,912	686	1,652	药学研究	获得产品生产批件并上市	-	麻醉镇痛、心血管、儿童药等
5	Nicardipine 盐酸尼卡地平注射液+原料	800	102	798	已提交注册申请	获得产品生产批件并上市	本品为化药4类, 本品为注射液, 攻克了水溶性与稳定性均差的原料药的制剂溶配工艺与高温灭菌工艺, 工艺稳定, 产品质量优于原研品, 稳定性好。	心血管

来源: 各公司公告, 国金证券研究所



图表31：仙琚制药原料药销售收入恢复增长态势



来源：各公司公告，国金证券研究所

生物制品：估值低且性价比高，大单品放量加速业绩增长

2023 年面对公共卫生和政策环境的变化，生物制品企业业绩整体上展现出较强的韧性，延续了二季度以来的复苏趋势，多数企业实现了业绩修复和环比增长。大单品如 9 价 HPV 疫苗（智飞生物）、四价流感病毒裂解疫苗（华兰疫苗）、带状疱疹减毒活疫苗（百克生物）、长效干扰素（特宝生物）等快速放量。

图表32：部分生物制品公司 2023 年前三季度主要财务数据

公司	1-3Q22收入 (亿元)	1-3Q23收入 (亿元)	yoy (%)	1-3Q22归母净 利润 (亿元)	1-3Q23归母净 利润 (亿元)	yoy (%)	1-3Q22扣非归 母 (亿元)	1-3Q23扣非归 母 (亿元)	yoy (%)
智飞生物	278.2	392.7	41%	56.1	65.3	16%	55.9	63.8	14%
万泰生物	86.5	49.7	-43%	39.4	18.1	-54%	38.5	16.7	-57%
康泰生物	25.7	24.6	-4%	2.0	7.0	243%	1.4	6.0	317%
百克生物	8.7	12.4	44%	2.1	3.3	56%	2.0	3.3	63%
华兰疫苗	15.6	17.2	10%	5.0	6.3	25%	4.5	5.5	22%
金迪克	2.2	1.2	-45%	0.6	-0.1	-120%	0.4	-0.2	-150%
长春高新	96.5	106.8	11%	34.6	36.1	4%	34.3	36.2	5%
安科生物	17.1	20.2	18%	5.9	6.5	10%	5.6	6.3	12%
特宝生物	11.4	14.6	28%	2.0	3.7	84%	2.4	4.1	69%
天坛生物	29.1	40.2	38%	6.0	8.9	48%	5.8	8.8	51%
华兰生物	36.0	39.1	9%	9.0	10.7	19%	7.6	9.1	19%
博雅生物	20.8	21.9	5%	4.2	4.6	11%	3.6	3.6	1%

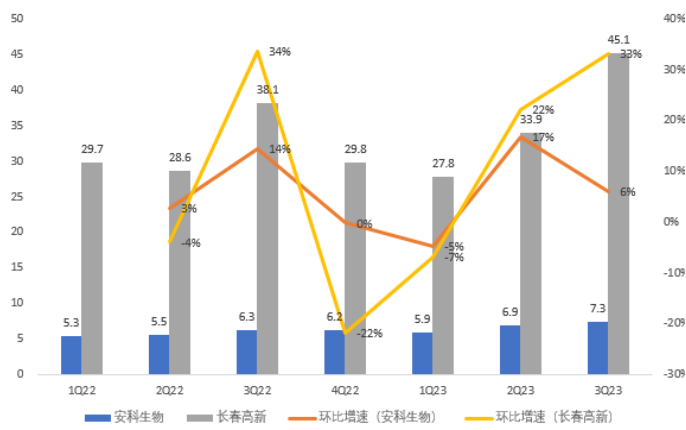
来源：Wind，国金证券研究所

生长激素：政策影响预期温和，性价比高有望迎来强修复

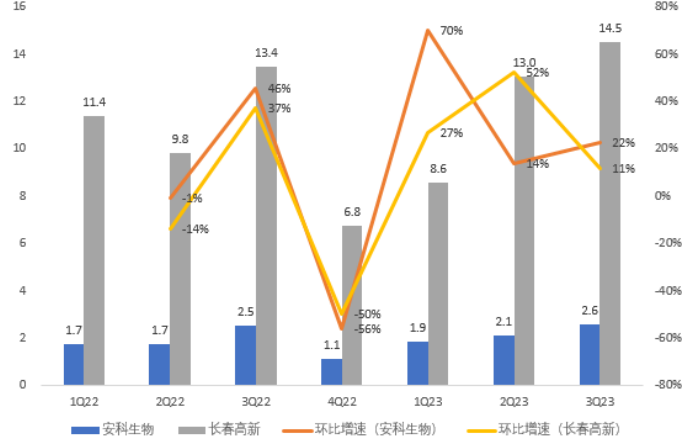
自 2023 年开年以来，随着线下诊疗秩序的恢复，新患入组呈现明显恢复，在用人数量不断增加，逐步释放增长动能。



图表33: 生长激素企业三季度收入(亿元)持续改善



图表34: 生长激素企业利润(亿元)维持环比增长



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

近两年生长激素先后被纳入广东联盟、河北省及浙江省等地集中带量采购,生长激素价格体系整体仍保持稳定;生长激素使用场景多数集中在非公立医疗机构,纳入集采对于企业经营业绩影响有限。我们认为生长激素在用患者人群持续扩大,主要公司二季度以来业绩延续稳定增长趋势,目前集采不确定性因素已经落地,政策影响预期温和。我国生长激素渗透率仍有较大提升空间,未来随着渗透率提升以及剂型升级,看好生长激素行业持续增长。

图表35: 2022-2023 年生长激素部分集采中标结果

剂型	企业	规格	广东联盟集采	河北集采	浙江集采	
粉针	金赛药业	2.5IU/0.85mg/1.0ml	中选 (中选价约20.93元)		拟中选	
		4.0IU/1.33mg/1.0ml	中选 (中选价30元)	中选		
		4.5IU/1.7mg/1.0ml				
		10IU/3.7mg/1.0ml	中选 (中选价约60.50元)			
		12IU/0.85mg/1.0ml				
粉针	安科生物	2IU/0.67mg				
		4IU/1.33mg	备选 (备选价约53.14元)		拟中选	
		4.5IU/1.5mg				
		6IU/2mg	备选 (备选价72.48元)			
水针	金赛药业	2IU/0.66mg/0.4ml			拟中选	
		4.5IU/1.5mg/0.9ml				
		15IU/5mg/1.5ml				
	水针	安科生物	15IU/5mg/3ml			
			30IU/10mg/3ml			
			4IU/1.33mg/1ml		中选	拟中选
			6IU/2mg/0.6ml			
		8IU/2.66mg/0.8ml				
		10IU/3.33mg/1ml				

来源: 广东省药品交易中心, 河北省医保局, 浙江省药械采购中心, 国金证券研究所

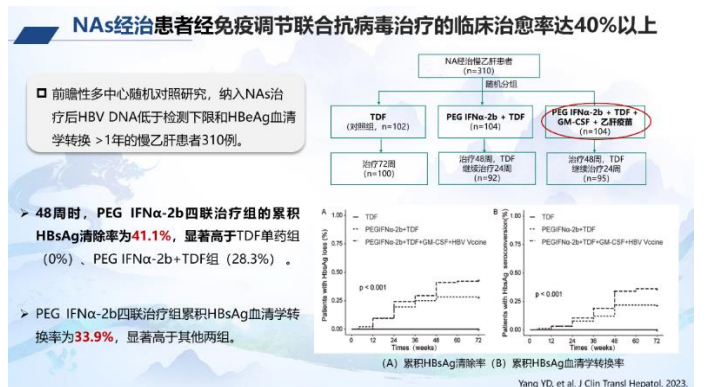
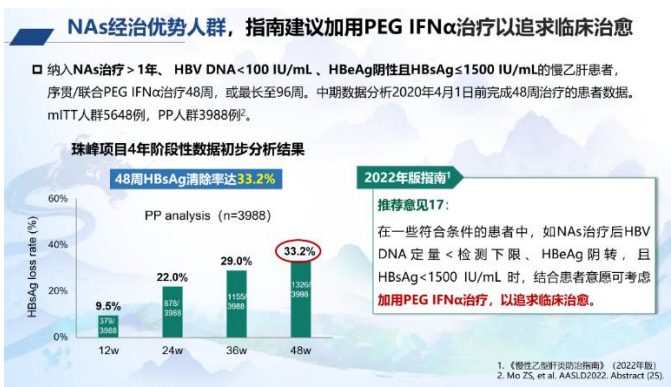
长效干扰素: 慢性乙肝治愈临床探索逐步深入, 市场独占期放量快

近年来不断涌现的循证医学研究已经显示出长效干扰素作为慢性乙肝患者实现临床功能性治愈的基石药物的潜力,相较于传统核苷酸类药物单用仅能实现3%左右的治愈率,临床研究显示序贯/联用长效干扰素48周可达到超过30%的治愈率(NAs经治优势人群),中国《慢性乙型肝炎防治指南》(2022年版)将核苷经治慢性乙型肝炎患者人群考虑使用聚乙二醇干扰素α追求临床治愈纳入推荐意见,临床治愈的观念得到进一步深化。



图表36: NAs 经治患者加用长效干扰素治愈率超 30%

图表37: 前瞻研究显示四联治疗治愈率超过 40%



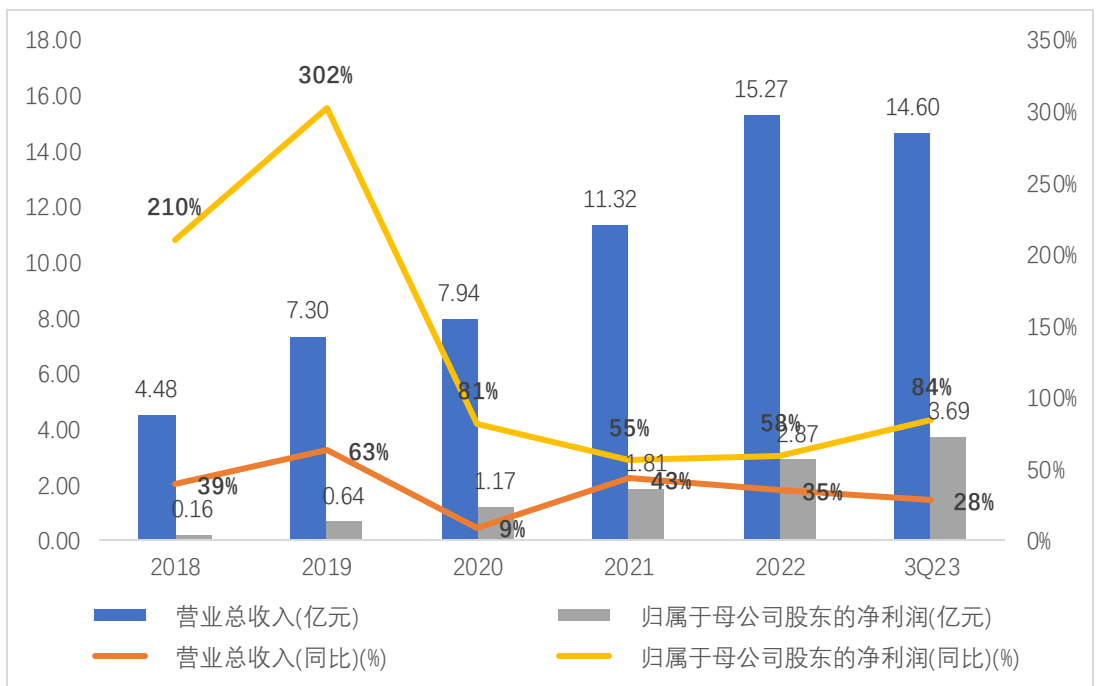
来源：中联肝健康促进中心，国金证券研究所

来源：中联肝健康促进中心，国金证券研究所

特宝生物核心产品派格宾于 2016 年获批上市，是国内首个拥有完全自主知识产权的长效干扰素产品，目前在慢乙肝治疗领域应用继续保持领先优势，销售收入持续保持高速增长。

凯因科技 KW-001 项目稳步推进，目前已进入临床用药随访阶段。根据凯因科技 2023 年半年报披露信息，KW-001 培集成干扰素 α -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染的 III 期临床试验已完成全部受试者入组和 48 周用药，进入随访阶段。公司研发进度位于国内前列，若后续进展顺利，亦有望受益于良好的市场竞争格局。

图表38: 特宝生物营业收入(亿元)及归母净利润(亿元)持续高增长



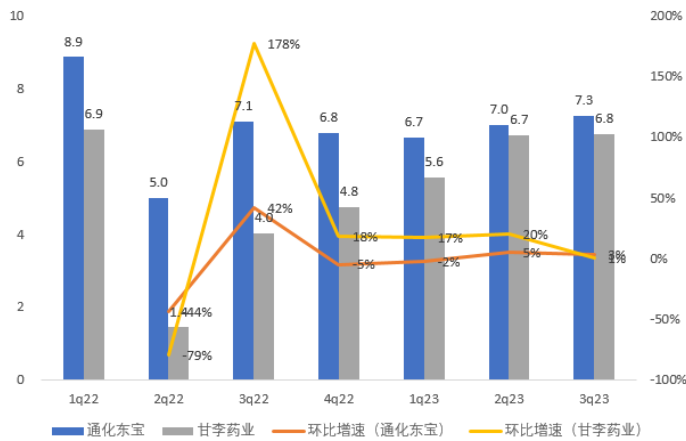
来源：Wind，国金证券研究所

胰岛素：集采影响逐步出清，创新+国际化战略稳步推进

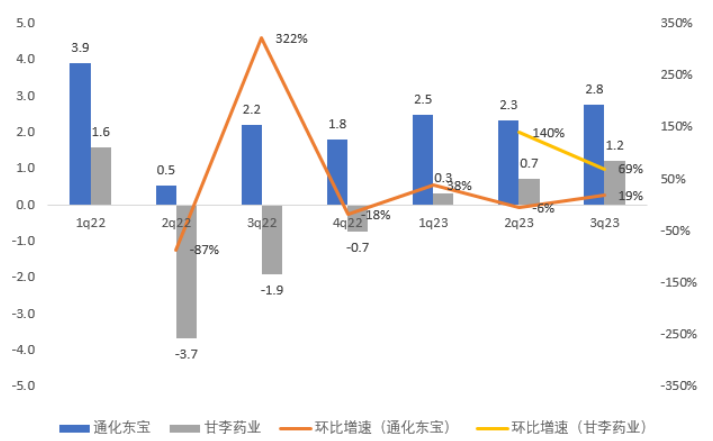
2022 年 5 月国家胰岛素专项集采正式在全国范围内陆续执行，本次集采涵盖临床常用的二代和三代胰岛素共 16 个通用名品种，拟中选产品平均降价 48%，短期对于中标企业业绩产生了一定影响。今年以来行业内公司业绩整体向好，1-3 季度收入端及利润端整体均呈稳步上升趋势，集采影响逐步出清。



图表39: 胰岛素企业 1q23-3q23 收入 (亿元) 持续增长



图表40: 胰岛素企业扣非归母净利润 (亿元) 稳步回升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 胰岛素企业今年以来国际化进展

公司	国际化进展	公告日期
甘李药业	甘精胰岛素注射液上市许可申请获得美国FDA正式受理	2023. 2. 24
	赖脯胰岛素注射液上市许可申请获得美国FDA正式受理	2023. 6. 2
	门冬胰岛素注射液上市许可申请获得美国FDA正式受理	2023. 6. 15
	欧洲子公司甘精胰岛素注射液上市许可申请获得欧洲EMA正式受理	2023. 8. 22
	欧洲子公司门冬胰岛素注射液上市许可申请获得欧洲EMA正式受理	2023. 10. 10
	欧洲子公司赖脯胰岛素注射液上市许可申请获得欧洲EMA正式受理	2023. 10. 10
通化东宝	人胰岛素注射液上市许可申请获得欧洲EMA正式受理	2023. 2. 2
	可溶性甘精赖脯双胰岛素注射液 (THDB0207注射液) 德国I期临床试验完成	2023. 10. 24

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

国内胰岛素企业稳步推进国际化战略, 不断拓展国际化版图, 今年以来在胰岛素产品的海外临床及商业化进展方面取得一系列突破。其中甘李药业自主研发的甘精胰岛素注射液、赖脯胰岛素注射液和门冬胰岛素注射液三款生物类似药上市申请陆续获美 FDA 及欧洲 EMA 正式受理; 通化东宝人胰岛素在欧盟注册的 III 期临床试验已经全部完成, 人胰岛素注射液上市许可申请获得欧洲药品管理局正式受理。上述产品未来若顺利获批上市, 将有力推动相关公司胰岛素产品的海外销售, 进一步拓宽国际市场空间。



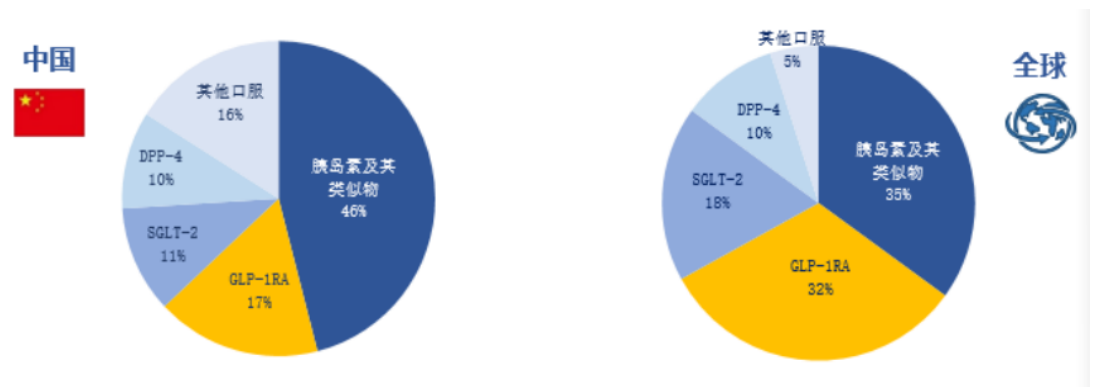
图表42: 胰岛素企业今年以来研发进展

公司	在研管线	药物类型	研发进展
甘李药业	GZR18	GLP-1周制剂	2023年6月完成肥胖/超重体重管理的IIb期临床试验首例受试者给药 2023年8月完成2型糖尿病的IIb期临床试验首例受试者给药
	GZR4	胰岛素类似物(周制剂)	2023年4月, 2型糖尿病患IIb期临床试验已完成首例受试者给药 2022年8月, 获得美国FDA的IND批文
	GZR101	预混双胰岛素复方制剂	2022年12月, 开展Ib期临床试验并完成首例受试者给药
	GLR1023	单抗类似药	2023年7月, 治疗符合系统治疗或光疗指征的成年中度至重度斑块状银屑病适应症IND获批
通化东宝	SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂	SGLT1/SGLT2/DPP4 三靶点抑制剂	2022年2月完成临床I期首例受试者入组
	THDBH120/注射用THDBH120	GLP-1R/GIPR双激动剂	2023年1月, 获得国家药监局签发的降糖适应症临床试验申请
	THDBH110	口服小分子GLP-1受体激动剂	2023年11月, 2型糖尿病适应症申报临床获得批准
	THDBH130/THDBH130片	靶向URAT1的尿酸药物	2023年2月IIa期临床试验完成首例受试者入组, 目前临床IIa期试验已经完成数据库锁定和揭盲
	THDBH150/THDBH151片	XO/URAT1双靶点抑制剂	2023年6月完成I期临床首例受试者入组
	利拉鲁肽注射液	利拉鲁肽类似药	NDA已获得受理
	德谷胰岛素利拉鲁肽注射液	胰岛素类似物 GLP-1RA 复方制剂	2022年8月IND获批

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

胰岛素企业持续加大研发投入, 在现有胰岛素产品管线的基础上, 研发管线逐步向 GLP-1 类药物等新型糖尿病药物以及其他适应症领域拓展。近年来全球 GLP-1 类药物市场份额增长迅速, 根据甘李药业公告, 到 2030 年 GLP-1 类药物市场规模在 2030 年预计将达到 407 亿美元, 国内市场规模到 2030 年预计将超过 500 亿元人民币; 2022 年 GLP-1 类药物已占全球糖尿病药物市场份额 32%, 而国内 GLP-1 类药物市场占比仅 17%, 仍有较大提升空间。

图表43: 2022 年全球及国内糖尿病药物市场结构



来源: 甘李药业公告, 国金证券研究所

甘李药业在研 GLP-1 周制剂 GZR18 注射液已经于今年 6 月完成肥胖/超重体重管理适应症的 IIb 期临床试验首例受试者给药, 并于 8 月完成 2 型糖尿病适应症的 IIb 期临床试验首例受试者给药。通化东宝 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂 THDBH120/注射用 THDBH120 于 2023 年 1 月获得国家药监局签发的降糖适应症临床试验申请受理通知书; 小分子 GLP-1 受体激动剂 THDBH110 的 2 型糖尿病适应症于 2023 年 11 月获得临床试验批准。公司在研产品若顺利获批上市, 将进一步丰富公司糖尿病等治疗领域产品管线, 结合现有胰岛素产品管线, 未来有望形成良好的协同效应。

血制品: 行业长期稳定成长价值持续, 看好浆源优势驱动业绩增长

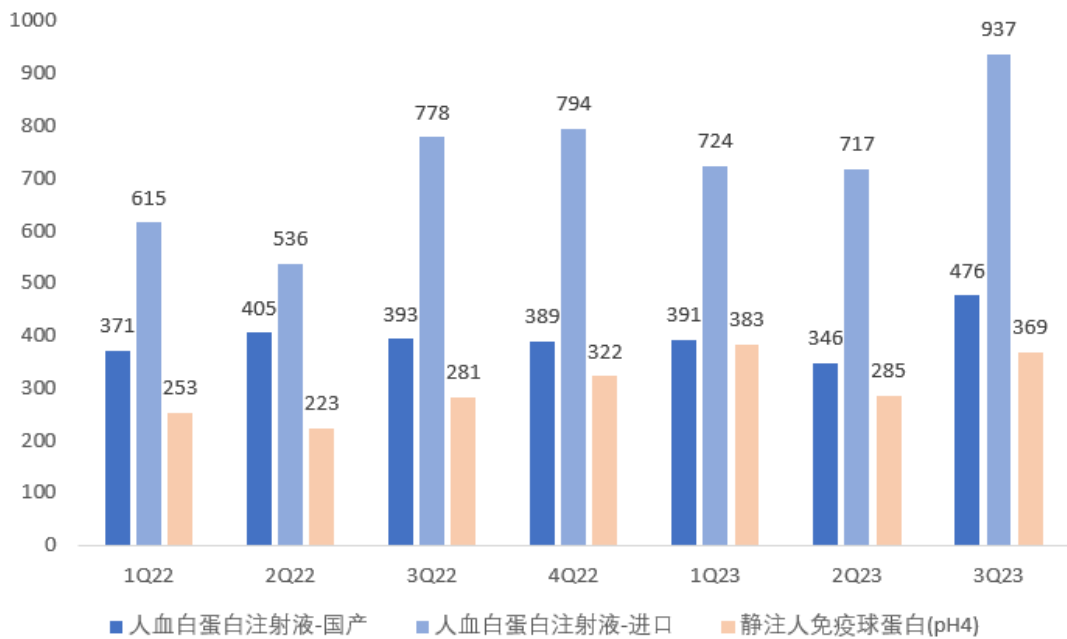
随着院内诊疗秩序的恢复, 静丙、白蛋白等产品院内需求快速提升, 血制品行业内公司纷纷实现业绩突破。从签发批次看, 2023 年第 1-3 季度人血白蛋白获批签发 1115、1063、1413 批次, 其中国产人血白蛋白注射液获批签发 391、346、476 批次, 血制品院端供需仍处于紧平衡状态, 行业景气度仍维持稳定向上。

从中长期看, 供给端全行业浆站获批数量稳步提升, 浆站数量增加及采浆业务恢复将共同



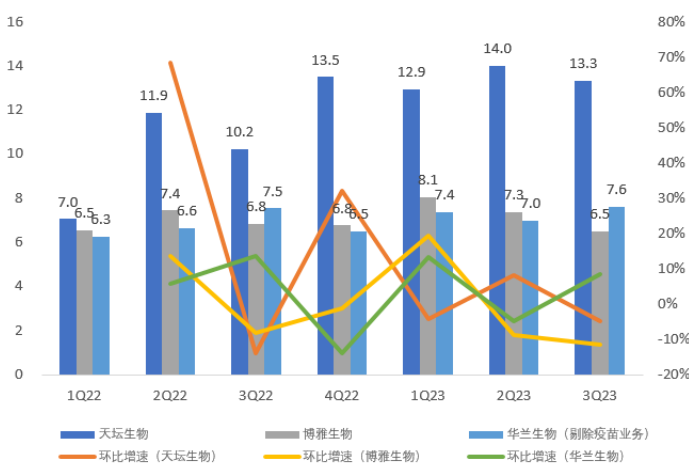
贡献供给增量；需求端看，血制品的医患教育近两年得到客观推动，血制品需求有望稳定提升，持续看好血制品行业未来发展潜力。在当前这种强调长期需求稳定增长、重视避险防守价值的环境中，血制品行业的配置价值可能受到重视。

图表44: 1Q22-3Q23 白蛋白及静丙获批签发批次整体持续增长



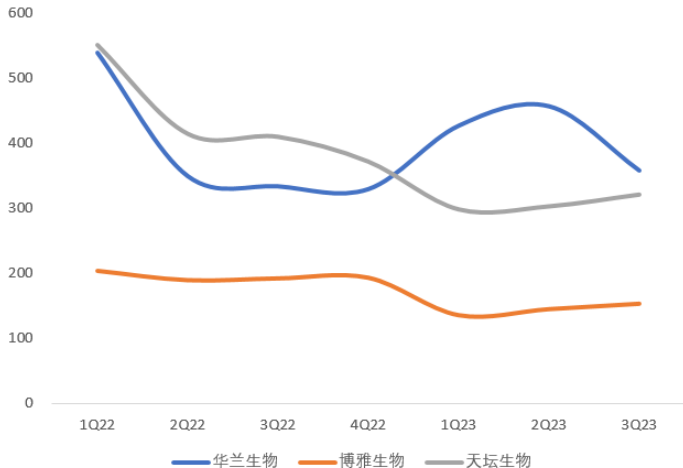
来源：中检院，医药魔方，国金证券研究所

图表45: 1Q22-3Q23 部分血制品企业营收(亿元)及环比增速(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表46: 1Q23 以来血制品企业存货周转天数(天)整体降低



来源：Wind，国金证券研究所

浆源拓展方面，“十四五”以来，行业内内新浆站持续落地，原料血浆规模有望稳步提升，看好具备浆源优势的血制品企业持续兑现成长预期。



图表47：开年以来部分血制品企业新浆站获发单采血浆证情况

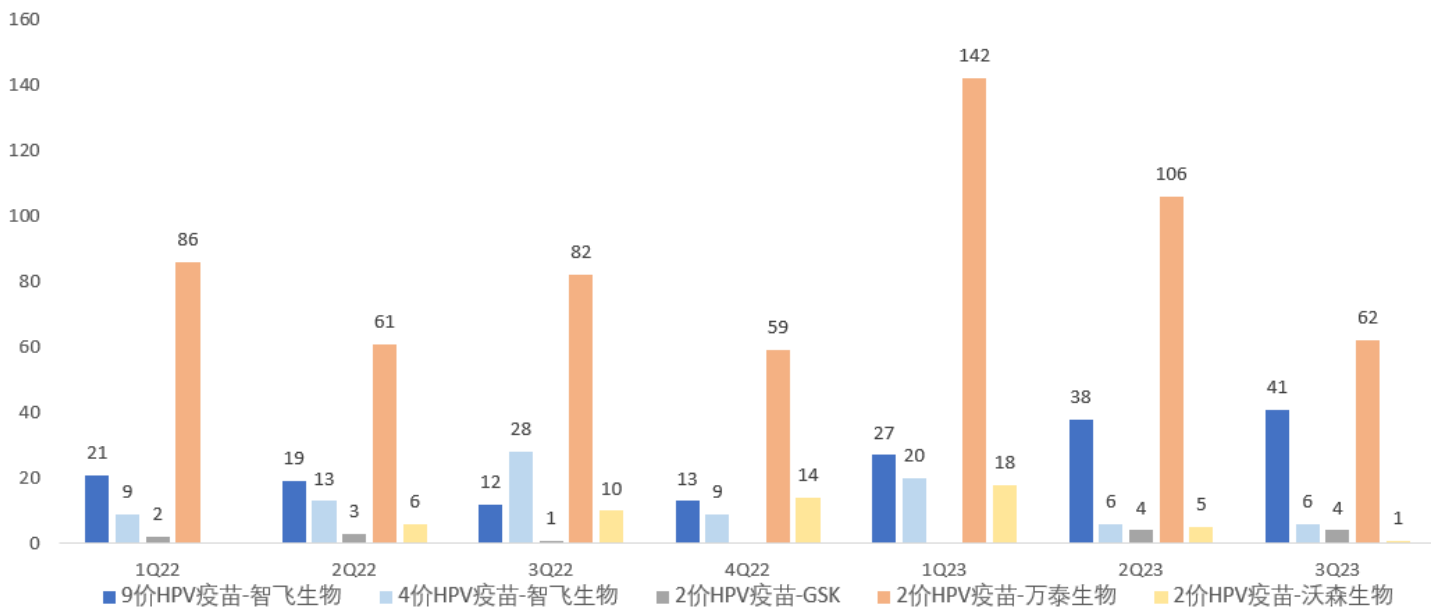
公司	获发单采血浆证站点	公告日期
天坛生物	临城上升浆站	2023.1.4
	竹山武生单采血浆站	2023.2.8
	榆树市单采血浆站	2023.2.16
	罗甸中生单采血浆站	2023.2.22
	兰生单采血浆有限责任公司、靖远兰生单采血浆有限责任公司、康县兰生单采血浆有限责任公司、民乐县兰生单采血浆有限责任公司	2023.2.23
	凤庆上生单采血浆站、宁洱上生单采血浆站	2023.5.29
	环县兰生单采血浆有限责任公司、景泰兰生单采血浆有限责任公司、宁县兰生单采血浆有限责任公司、镇原兰生单采血浆有限责任公司	2023.6.26
	洪湖武生单采血浆站	2023.9.6
	黎平中生单采血浆站	2023.9.14
	凤冈中生单采血浆站	2023.11.1
华兰生物	伊川单采血浆站、潢川单采血浆站、商水单采血浆站	2023.5.31
	夏邑单采血浆站	2023.8.15
博雅生物	泰和博雅单采血浆有限公司	2023.11.16
	乐平市博雅单采血浆有限公司	2023.11.17

来源：各公司公告，国金证券研究所

疫苗：围绕大品种做文章

疫苗领域，2023年3季度，9价HPV疫苗、四价流感裂解疫苗、带状疱疹疫苗等重磅品种快速放量，有力带动相关公司业绩实现较快同比增长。未来随着市场教育及销售推广的进一步深入，持续看好创新疫苗品种实现加速放量。2022年8月30日，国家药监局批准默沙东九价HPV疫苗适用人群拓展至9至45岁适龄女性接种，批签发数量也实现了快速上升。此外，海外已有国家区域将男性纳入接种人群，未来潜在市场规模有望继续扩大。

图表48：1Q22-3Q23 各季度我国 HPV 疫苗签发批次



来源：中检院，医药魔方，国金证券研究所

2023年随着疫苗宣传推广及线下接种工作恢复正常，流感疫苗销售同比恢复趋势显著。



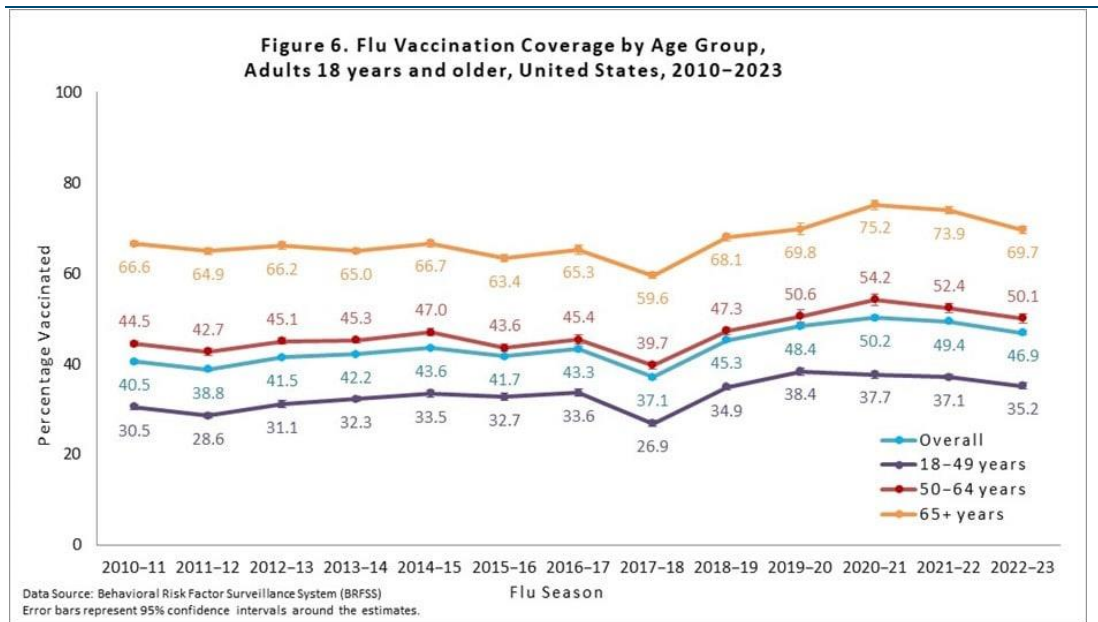
根据中国疾控中心发布的中国流感疫苗预防接种技术指南（2023-2024），流感疫苗安全、有效，每年接种流感疫苗是预防流感最经济有效的措施，建议所有≥6月龄且无接种禁忌的人都应接种流感疫苗。根据中华预防医学杂志，2020-2021和2021-2022年度，我国流感疫苗接种率分别为3.16%和2.47%，提升空间很大。

图表49：2023-2024年度上市流感疫苗基本信息

疫苗名称	抗原含量	疫苗规格	适用人群	生产供应厂家
三价流感病毒裂解疫苗	含每种抗原组份血凝素7.5 μg	0.25ml/支	6月龄-35月龄婴幼儿	北京科兴生物制品有限公司 长春生物制品研究所有限责任公司 华兰生物疫苗股份有限公司 深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司 浙江天元生物药业有限公司
	含每种抗原组份血凝素15.0 μg	0.5ml/支	3岁及以上人群	北京科兴生物制品有限公司 华兰生物疫苗股份有限公司 深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司 浙江天元生物药业有限公司
三价流感病毒亚单位疫苗	含每种抗原组份血凝素15.0 μg	0.5ml/支	3岁及以上人群	中逸安科生物技术股份有限公司
三价流感病毒减毒活疫苗	含A (H3N2) 和A (H1N1) 两种亚型的减毒病毒滴度 各不低于6.9lgEID 50; 含B (Victoria) 系减毒病毒滴度不低于6.4lgEID 50	0.2ml/支	3-17岁人群	长春百克生物科技股份公司
四价流感病毒裂解疫苗	含每种抗原组份血凝素7.5 μg	0.25ml/支	6月龄-35月龄婴幼儿	华兰生物疫苗股份有限公司
	含每种抗原组份血凝素15.0 μg	0.5ml/支	6月龄及以上人群	上海生物制品研究所有限责任公司 深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司
四价流感病毒亚单位疫苗	含每种抗原组份血凝素15.0 μg	0.5ml/支	3岁及以上人群	北京科兴生物制品有限公司 长春生物制品研究所有限责任公司 国光生物科技股份有限公司 华兰生物疫苗股份有限公司 武汉生物制品研究所有限责任公司
四价流感病毒亚单位疫苗	含每种抗原组份血凝素15.0 μg	0.5ml/支	3岁及以上人群	江苏中慧元通生物科技股份有限公司

来源：中国流感疫苗预防接种技术指南（2023-2024），国金证券研究所

图表50：2010-2023年美国成年人流感疫苗接种率接近50%



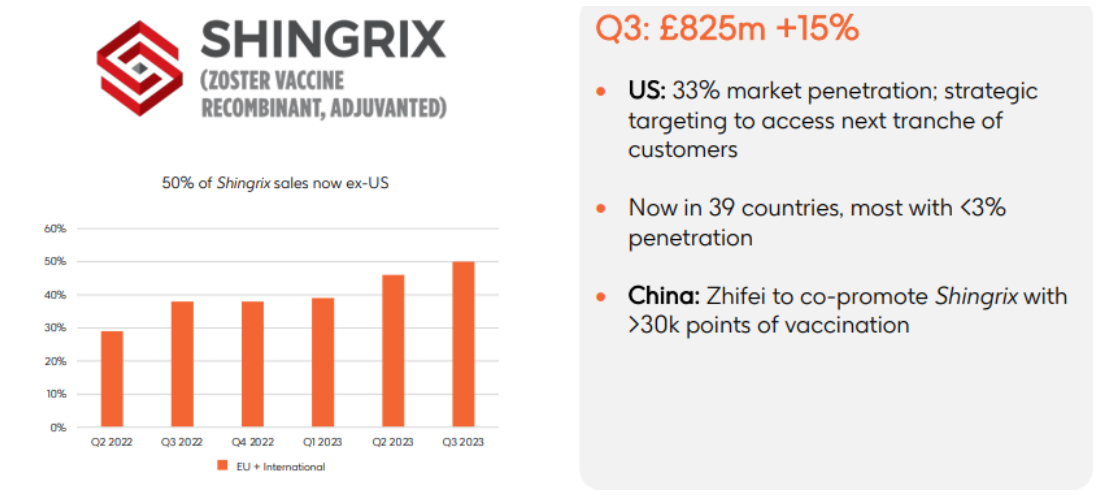
来源：美国 CDC，国金证券研究所

根据我国带状疱疹疫苗预防接种专家共识，近年来我国带状疱疹的发病率呈缓慢上升趋势，



目前在我国获批上市的带状疱疹疫苗仅 2 款,分别是百克生物的带状疱疹减毒活疫苗感维以及 GSK 的重组带状疱疹疫苗 Shingrix。智飞生物于 2023 年 10 月 8 日与 GSK 签署独家经销和联合推广协议, GSK 将指定公司为合作区域内重组带状疱疹疫苗的独家进口商和经销商, 双方约定重组带状疱疹疫苗 2024-2026 年预计的最低年度采购金额分别为 34.40 亿元、68.80 亿元、103.20 亿元。当前我国带状疱疹疫苗市场竞争格局良好, 本次协议落地有望进一步推动国内带状疱疹疫苗医患教育及市场扩容, 看好远期市场空间。

图表51: 2023 年三季度 Shingrix 海外销售占比接近 50%



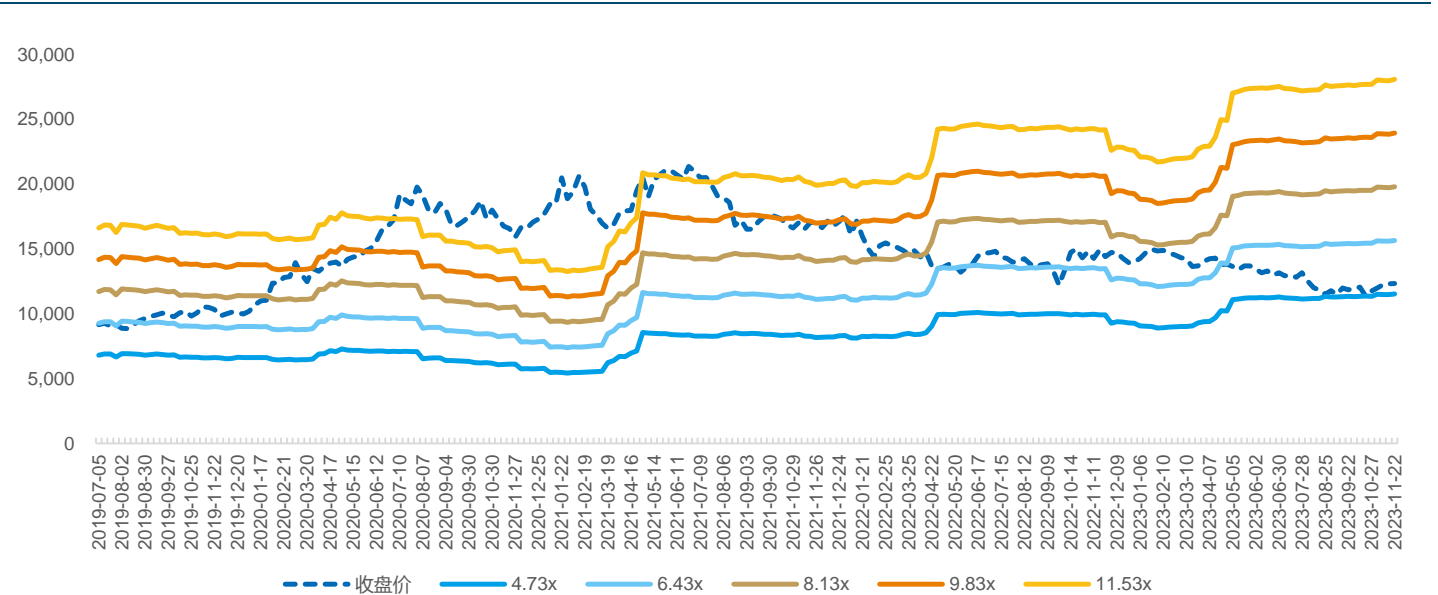
来源: GSK 官网, 国金证券研究所

医疗器械: 关注板块政策情绪回升, 细分赛道成长性良好

回顾过去从 2019 年 7 月至今医疗器械板块估值变化, 目前时间点板块估值仍处于行业底部, 2023 年 10 月底医疗器械动态 PS 仅为 5.0X 左右 (由于 2021-2022 年利润受抗原等应急产品影响波动较大, 未采用动态 PE), 未来板块存在较大反弹空间。子板块选择上, 建议重点关注院内器械设备领域的底部反转和创新出海机遇。

国内医疗器械研发投入及费用率长期呈现逐步提升趋势, 我们统计的部分医疗器械板块企业研发费用率已从 2019Q3 的 6.5% 提升到 2023 年 Q3 的 8.8%, 4 年时间提升 2.3pct。2023 年 Q3 研发费用率同比提升 0.3pct。随着国家多项鼓励科技创新政策出台并实施, 医疗器械创新发展呈加速之势, 国内上市公司研发投入占收入比例正在逐步接近跨国医疗器械公司水平。

图表52: 2019 年至今医疗器械板块动态 PS-Band



来源: Wind, 国金证券研究所



目前国内医疗器械行业中依然只有少部分完成了国产替代，大量高端细分领域国产化率仍较低，未来国产替代空间较大。近年来部分领先的国产厂商依靠持续增加研发投入和丰富的产品线逐渐靠近国际先进水平，具备越来越强的市场竞争能力。

图表53：部分鼓励国产医疗器械替代的政策文件

政策法规	颁布部门	生效时间	主要内容
《医疗器械科技产业“十二五”规划》	科技部	2011年12月	明确超导核磁、多排螺旋CT、高性能彩超等重点产品的发展技术路线，以改变我国高端产品进口依赖、可靠性差以及自主创新能力较弱的情况，着力突破高端装备及核心部件国产化的瓶颈问题
国产创新医疗器械“十百千万工程”	科技部、卫生部联合全国10个省（市）政府	2011年	启动国产创新医疗器械“十百千万工程”。在10个省市的100个区（县）范围内选择试点医疗机构1,000家，应用10,000台以上的创新医疗器械产品
《优秀国产医疗设备遴选目录》	原国家卫计委	2014年	建立国产优秀医疗设备目录，现已公布至第6批遴选结果，共计超过1,000款国产医疗设备入选
《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	2016年10月	明确需加强高端医疗器械等创新能力建设，加快医疗器械转型升级，提高具有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力，并提出到2030年，实现医疗器械质量标准全面与国际接轨的目标
《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	国务院	2016年12月	发展高品质医学影像、先进放射治疗设备、高通量低成本基因测序仪等，加快组织器官修复和替代材料及植入医疗器械产品创新和产业化
《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	科技部、原卫计委等6部门	2017年6月	培育若干家年产值超百亿元的领军医疗器械企业和一批具备较强创新活力的创新型医疗器械企业，扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率，主流高端产品全面实现国产化，引领筛查预警、早期诊断、微/微创治疗等新型医疗产品全面实现国产化。加强创新医疗器械研发，推动医疗器械的品质提升，减少进口依赖，降低医疗成本
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新意见》	国务院	2017年10月	明确提出要“推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广”。在医疗器械采购方面，国家卫计委提出要严格执行政府采购法，确保财政资金优先采购国产医疗设备
《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》	发改委等8部门	2018年4月	（“首台套”是指国内实现重大技术突破、拥有知识产权、尚未取得市场业绩的装备产品，包括前三台（套）或批（次）成套设备、整机设备及核心部件、控制系统、基础材料、软件系统等。），其中23种医疗设备可享受“首台套”推广应用政策的扶持，其中包括DR、MRI、CT、PET-CT、PET/MR、DSA、彩超和电子内窥镜等医用影像设备
《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》	国务院	2018年8月	推动医疗器械国产化，促进创新产品应用推广；制定医疗器械编码规则，探索实施高值医用耗材注册、采购、使用等环节规范编码的衔接应用
《2018—2020年大型医用设备配置规划》	国家卫健委	2019年4月	明确大型医用设备配置要根据医院的功能定位，临床服务需求来定。二级及以下医院和非临床急救型的医院科室，要引导优先配置国产医疗设备

来源：国务院、科技部、卫健委等政府官网，国金证券研究所

体外诊断：联盟集采不断深化，有望推动国产替代

国内市场带量采购持续深化，下半年生化、化学发光试剂全年联盟集采相继展开。2023年8月18日，江西省医药价格和采购中心发布《关于开展肾功和心肌酶生化类检测试剂信息填报工作的通知》，决定于8月18日至8月24日开展肾功和心肌酶生化类检测试剂信息申报工作。此次信息申报是由江西省牵头的肾功和心肌酶生化类检测试剂集中带量采购做准备。品种范围包括肾功和心肌酶生化类检测试剂，具体包括16种肾功生化试剂和13种心肌酶生化试剂，共29个品种。

图表54：江西省肾功及心肌酶生化类检测集采项目

序号	检测项目	序号	检测项目
肾功能 01	N-乙酰-β-D-氨基葡萄糖苷酶	心肌酶01	a-羟丁酸脱氢酶
肾功能 02	a1-微球蛋白	心肌酶02	肌钙蛋白I
肾功能 03	a2-巨球蛋白	心肌酶 03	肌钙蛋白T
肾功能04	2-微球蛋白	心肌酶 04	肌红蛋白
肾功能 05	胱抑素	心肌酶05	肌酸激酶
肾功能 06	肌酐	心肌酶06	肌酸激酶同工酶
肾功能 07	尿免疫球蛋白G	心肌酶 07	缺血修饰白蛋白
肾功能 08	尿素	心肌酶 08	乳酸脱氢酶同工酶
肾功能 09	尿微量白蛋白	心肌酶09	髓过氧化物酶
肾功能 10	尿微量总蛋白	心肌酶10	同型半胱氨酸
肾功能11	视黄醇结合蛋白	心肌酶11	心脏型脂肪酸结合蛋白
肾功能 12	补体 C1q	心肌酶12	血管紧张素转化酶
肾功能 13	超氧化物歧化酶	心肌酶13	脂蛋白相关磷脂酶A2
肾功能14	二氧化碳		
肾功能15	尿酸		
肾功能 16	中性粒细胞明胶酶相关脂质运载蛋白		

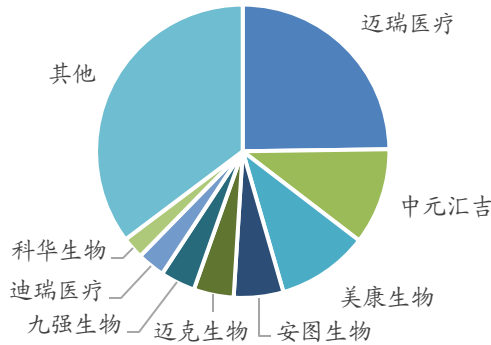
来源：江西省医药价格和采购中心，国金证券研究所

2023年11月24日，江西医保局招采处发布通知，关于肾功及心肌酶类生化试剂省际联盟带量采购文件。根据公告，按照首年采购需求量，以毫升数来计算，深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司占需求占比25%，排在其后的是中元汇吉、美康生物、安图生物、迈克



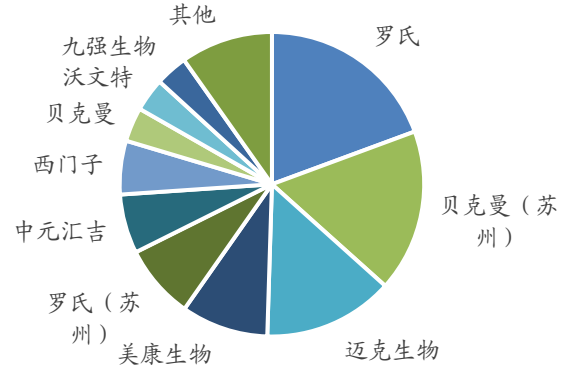
生物、迪瑞医疗、九强生物等，以测试数来计算，罗氏、贝克曼、迈克生物占比相对较高，国产头部厂家有望实现集中度提高。

图表55: 江西联盟生化集采按毫升数意向采购量份额%



来源: 江西省医保局, 国金证券研究所

图表56: 江西联盟生化集采按测试数意向采购量份额%

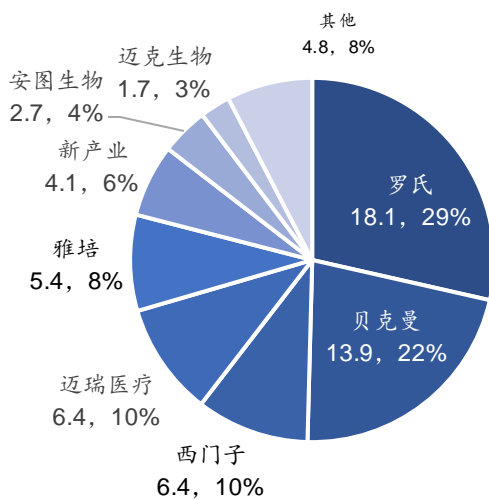


来源: 江西省医保局, 国金证券研究所

2023年10月11日, 安徽省医药价格和集中采购中心发布公告, 对安徽牵头25省2023年体外诊断试剂联盟集采进行征求意见, 参与的省份有安徽省、河北省、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、福建省、江西省、山东省、河南省、湖北省、湖南省、广西壮族自治区、海南省、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、新疆生产建设兵团医疗保障局等25省(区、兵团)。品种主要包括基于PCR等方法学的人乳头瘤病毒(HPV-DNA)分型检测、人绒毛膜促性腺激素(HCG)(化学发光法)、性激素六项(化学发光法)、传染病八项(酶联免疫法和化学发光法)、糖代谢两项(化学发光法)。

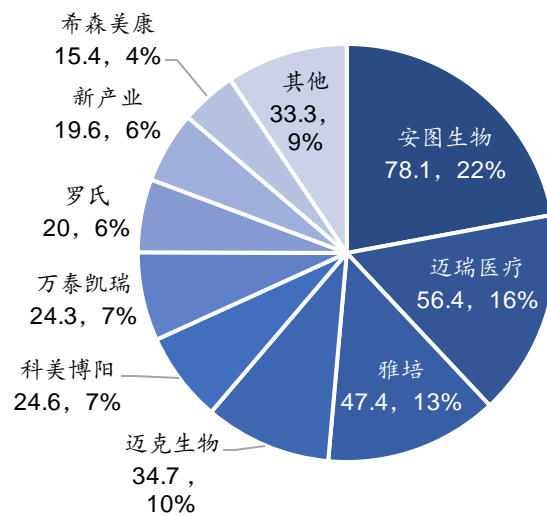
本次省际联盟集采覆盖全国25省(区、兵团), 最高有效申报限价温和, 各厂家在最高有效申报价基础上, 降幅从高到低排序, 按一定比例确定中选企业数量。我国发光试剂国产化率仍处于较低水平, 国产龙头有望受益于成本优势, 加速在三级医院的进口替代进程。

图表57: 性激素六项首年意向采购量(百万人份)及占比



来源: 安徽省医药集中采购平台, 国金证券研究所

图表58: 传染病八项(化学发光)首年意向采购量(百万人份)及占比



来源: 安徽省医药集中采购平台, 国金证券研究所



图表59：各检测项目最高有效申报价（元/人份）

各检测项目最高有效申报价（元/人份）		
序号	检测项目	最高有效申报价（元/人份）
1 人乳头瘤病毒（HPV-DNA）检测		
(1)	人乳头瘤病毒（16、18型）核酸检测试剂盒	20.00
(2)	人乳头瘤病毒（16、18型及其他不细分亚型）核酸检测试剂盒	80.00
(3)	人乳头瘤病毒（16、18型及其他细分亚型）核酸检测试剂盒	90.00
2 人绒毛膜促性腺激素（HCG）		
(1)	β人绒毛膜促性腺激素（HCG）	15.50
(2)	总人绒毛膜促性腺激素（HCG）	12.20
3 性激素六项		
(1)	促卵泡生成激素（FSH）	14.50
(2)	促黄体生成激素（LH）	14.50
(3)	雌二醇（E2）	14.50
(4)	孕酮（P）	13.50
(5)	睾酮（T）	14.50
(6)	催乳激素（PRL）	14.50
4.1 传染病八项（酶联免疫法）		
(1)	乙型肝炎表面抗原测定（HBsAg）	0.53
(2)	乙型肝炎表面抗体测定（HBsAb）	0.53
(3)	乙型肝炎核心抗体测定（HBcAb）	0.53
(4)	乙型肝炎e抗原测定（HBeAg）	0.53
(5)	乙型肝炎e抗体测定（HBeAb）	0.53
(6)	丙肝病毒抗体检测（抗-HCV）	1.80
(7)	梅毒螺旋体抗体检测（抗-TP）	1.40
(8)	人类免疫缺陷病毒抗体检测（抗-HIV）	2.10
4.2 传染病八项（化学发光法）		
(1)	乙型肝炎表面抗原测定（HBsAg）	9.20
(2)	乙型肝炎表面抗体测定（HBsAb）	9.20
(3)	乙型肝炎核心抗体测定（HBcAb）	9.20
(4)	乙型肝炎e抗原测定（HBeAg）	9.20
(5)	乙型肝炎e抗体测定（HBeAb）	9.20
(6)	丙肝病毒抗体检测（抗-HCV）	26.80
(7)	梅毒螺旋体抗体检测（抗-TP）	11.70
(8)	人类免疫缺陷病毒抗体检测（抗-HIV）	21.10
5 糖代谢两项（化学发光法）		
(1)	C-肽测定	17.00
(2)	胰岛素测定	15.00

来源：安徽省医药集中采购平台，国金证券研究所

高值耗材：骨科创伤类及运动医学集采逐步落地，医保控费规则逐步温和

从9月骨科创伤类联盟集采落地，到11月人工晶体及运动医学类带量采购，以及未来预期即将到来的骨科关节类接续采购，未来集采后的国内头部公司预计还将拥有合理的经营盈利空间，未来国内器械板块政策悲观情绪有望触底回升。

9月18日，京津冀“3+N”联盟及河南等十二省骨科创伤类医用耗材联盟联合发布《省际联盟骨科创伤类医用耗材集中带量采购公告》，对骨科创伤类普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统、髓内钉系统等进行新一轮集采招标，采购周期为2年。区域包括由2个联盟组成的28个省级行政单位，未包含北京、上海、江苏、浙江。

最终头部企业中标价相比此前联盟集采中标价格有一定提升，未来大规模集采降幅有望逐步趋于温和，医保政策端估值压制有望逐步恢复。

11月10日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第2号）》，本次带量采购人工晶体类相关耗材包括人工晶体（含推注器）、粘弹剂，运动医学类耗材包括带线锚钉、免打结锚钉、固定钉、固定板、修复用缝线、软组织重建物、骨类重建物，3D打印类产品可自愿参加，采购周期为2年。

设置保底中选降幅，促进更多企业中选。此次集采拟中选规则设置了不同组别的保底中选降幅。人工晶体类产品中，企业报价小于等于最高有效申报价60%的均可获得拟中选资格；运动医学类产品中，企业报价小于等于最高有效申报价40%的均可获得拟中选资格，均不受参与及中选企业数量限制。规则符合此前公布的“在保证公平竞争、保持竞争强度、去除虚高价格空间前提下，促进更多企业中选，增强预期稳定性”的目的，企业选中的概率有望进一步提升。



图表60：运动医学带量采购产品类别、采购需求量及最高有效申报价情况

耗材品种	产品类别	年度采购需求量	最高有效申报价
带线锚钉	钛合金带线锚钉	461820个	3090元/个(单缝线)、3400元/个(多缝线)
	PEEK带线锚钉		3590元/个(单缝线)、3950元/个(多缝线)
	可吸收带线锚钉		4270元/个(单缝线)、4700元/个(多缝线)
	全缝线带线锚钉		4970元/个(单缝线)、5470元/个(多缝线)
免打结锚钉	钛合金免打结锚钉	139245个	3690元/个(不含缝线)、4060元/个(含缝线)
	PEEK免打结锚钉		3990元/个(不含缝线)、4390元/个(含缝线)
	可吸收免打结锚钉		4270元/个(不含缝线)、4700元/个(含缝线)
	全缝线免打结锚钉		4970元/个(不含缝线)、5470元/个(含缝线)
固定钉	钛合金界面固定钉	114629个	2020元/个、鞘800元/个
	PEEK界面固定钉		3340元/个、鞘1330元/个
	可吸收界面固定钉		3450元/个、鞘1380元/个
	软组织固定钉		2280元/个
固定板	可调式固定板	109687个	5270元/个
	不可调试固定板		4290元/个
修复用缝线	修复用缝线	209221根	760元/根(超高分子量聚乙烯)、920元/根(可吸收)、610元/根(聚酯)
软组织重建物	人工韧带	167507个	23440元/个
	半月板修复缝合耗材		7780元/两个
	半月板修复双针耗材		2640元/个
骨类重建物	人工合成骨	2210649.28立方厘米	856元/立方厘米
	异种骨		312元/立方厘米

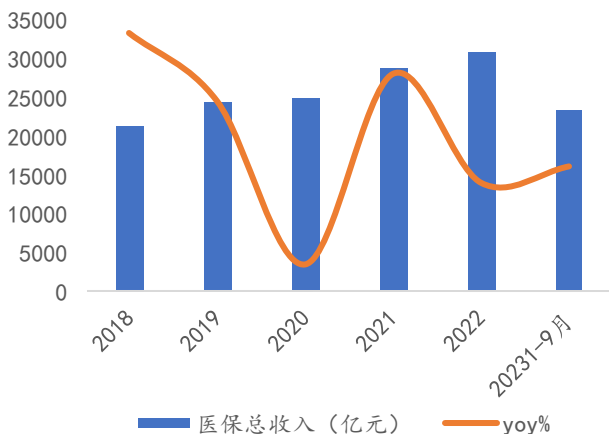
来源：联合采购办公室，国金证券研究所

医疗设备：国内有望逐步修复，看好出海企业发展

国内方面8月以来，医疗行业整顿升级，公立医院招投标活动有所推迟，对业务的开展造成了一定影响。我们认为，随着未来国内招标的逐步恢复，明年医疗设备行业业绩端有望迎来修复。

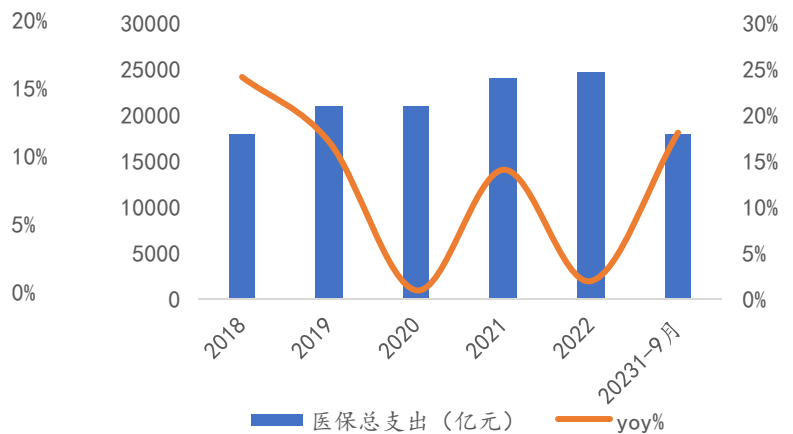
医保收支稳健向上，国内医疗市场刚需性强。根据国家医保局发布，2023年1-9月，我国基本医疗保险基金(含生育保险)总收入23468亿元，同比增长9.2%。基本医疗保险基金(含生育保险)总支出17865亿元，同比增长17.9%。从数据来看，医保支出逐年提升，这也意味着整体医疗市场持续稳定上行，但是同时我们也注意到，根据《2022年我国卫生健康事业发展统计公报》，2022年我国卫生总费用约8.48万亿，占GDP比重7%，而根据OECD Health Statistics 2021的统计报告，2020年医疗支出占GDP的比重美国为16.9%，日本10.9%，我国该比例仍与发达国家存在较大的差距，未来伴随该比例的提升，我国医疗市场有望受益。

图表61：中国医保总收入(亿元)及同比增速%



来源：国家医保局，国金证券研究所

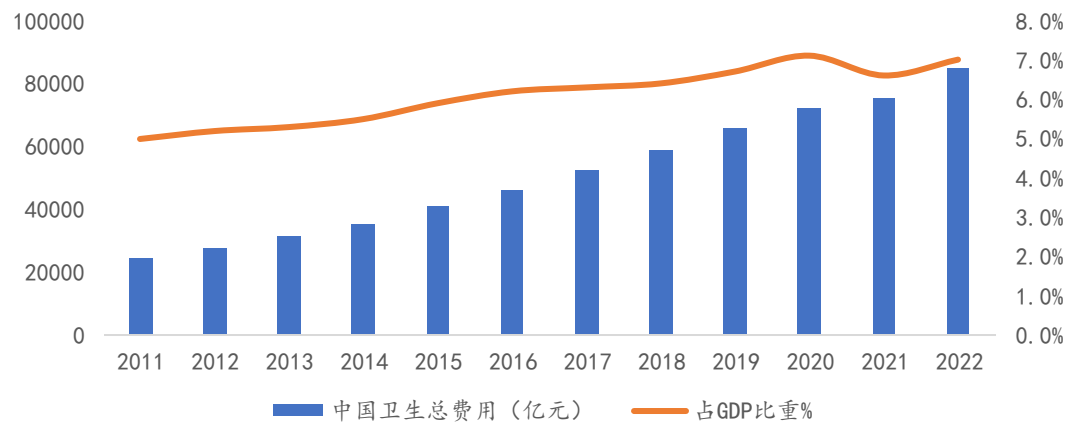
图表62：中国医保总支出(亿元)及同比增速%



来源：国家医保局，国金证券研究所



图表63：2011-2022年中国卫生总费用占GDP水平不断提高



来源：《2022年我国卫生健康事业发展统计公报》，国金证券研究所

国产替代从低端逐步渗透至高端，设备类企业有望持续突破。医疗设备赛道的多个细分子赛道如内窥镜、CT、MR、超声等，国产品牌在中低端产品的渗透率近年来有了明显的提升，但在高端领域，仍然存在较大的替代空间。

根据国家药监局发布《2022年度医疗器械注册工作报告》，2022年获批的境内第三类医疗器械注册数量达5692项，与2021年相比增加23.8%，进口医疗器械6250项，与2021年相比减少7%，境内第三类医疗器械注册产品前五位分别为无源植入器械，神经和心血管手术器械，注射、护理和防护器械，医用成像器械，有源手术器械，随着技术的积累和配套产业链的完善，叠加国产替代政策支持，有望逐步实现高端渗透。2023年11月10日迈瑞发布超高端彩超昆仑 Resona A20 系统（超高端 A20 系统），填补了该领域的国产超高端空白。联影医疗在医学影像领域持续推出全球领先产品，如2023年发布的全球首款5.0T人体全身磁共振系统 uMR Jupiter，此外，还有前期发布的世界首款75cm超大孔径3.0T磁共振 uMR Omega、中国首款超高端640层CT—天河640、世界首款 Total-body PET-CT uEXPLORER 探索者等。在高端产品的不断推出下，出海有望迎来新的机遇。

政策方面，2023年6月29日，国家卫生健康委关于发布“十四五”大型医用设备配置规划的通知，通知对于甲类、乙类产品配置数量进行了规划，大型医用设备配置规划政策趋向于宽松化，配置数量显著提升，促进高端医疗设备创新发展。继PET/MR调出甲类目录后，PET/MR以及PET/CT规划数量大幅提升，产品可及度与配置数量放宽，利好行业发展。厂商有望在进口替代驱动下，进一步放量。内窥镜手术系统配置数量进一步提升，行业有望在本次政策催化下扩大销售规模。

消费医疗器械：双十一销售火热，CGM新品加速放量

在刚刚结束的2023年双十一期间，国内消费医疗器械公司均取得了良好的销售成绩。根据相关企业公告，鱼跃医疗在医疗器械行业全网销售金额排名第一，连续第九年获得双十一医疗器械行业全网销售第一；血糖仪同比增长超过30%，国内市占率进一步提升；CGM新品安耐糖销售金额超千万。三诺生物在血糖类目排名第一，实现十连冠。线上全渠道销售额超过2.1亿元，国产动态血糖仪三诺爱看销售超10万盒。2023年下半年开始，在国内企业的大力推广下，CGM行业销售明显加速。未来头部公司业绩有望随新产品放量实现快速增长。



图表64: 鱼跃医疗 CGM 双十一销售成果



图表65: 三诺生物 CGM 双十一销售成果



来源: 鱼跃医疗官方微信号, 国金证券研究所

来源: 三诺生物官方微信号, 国金证券研究所

中药：高基数因素消化，政策面与基本面持续向好

政策不断出台，行业景气度持续向好

2023 年，中药政策密集出台，政策覆盖领域广泛，彰显了国家支持中医药发展的决心和力度。发展规划层面，《中医药振兴发展重大工程实施方案》统筹部署了中医药健康服务高质量发展工程等 8 项重点工程，安排了 26 个建设项目，进一步加大“十四五”期间对中医药发展的支持力度。中药材方面，《中药材 GAP 实施技术指导原则》和《中药材 GAP 检查指南》等政策明确了中药材 GAP 基地建设质量管理的要求、中药材 GAP 基地建设的基本思路等，有利于强化中药材质量控制，从源头提升中药质量。

中药饮片方面，《中药饮片标签管理规定》进一步规范中药饮片标签的管理，确保中药饮片使用安全。配方颗粒方面，2023 年 8 月 17 日，山东牵头 15 省首次开展中药配方颗粒集采，涉及 200 个国标品种。我们认为随着配方颗粒集采的开展，行业价格体系将进一步得到规范，头部企业有望凭借在原材料质量和成本把控、生产过程规范管理等领域的优势实现快速放量。综合来看，政策支持中医药发展的力度不减，板块将持续受益。

图表66: 2023 年中药行业部分政策

发布月份	政策
1 月	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》
	《中药改良型新药研究技术指导原则（征求意见稿）》
2 月	关于公开征求《中药材生产质量管理规范实施要点》与《中药材生产质量管理规范审核检查要点》意见的通知
	《中药注册管理专门规定》
	《中医药振兴发展重大工程实施方案》
3 月	《社区卫生服务中心 乡镇卫生院中医馆服务能力提升建设标准(试行)》
	《社区卫生服务站 村卫生室中医阁建设标准(试行)》
	《中医诊所基本标准（2023 年版）》
	关于中药配方颗粒国家药品标准(2023 年第一期)的公示
4 月	《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》



5月	关于中药配方颗粒国家药品标准(2023年第二期)的公示
	《中医养生保健服务规范(试行)》
6月	《中药材GAP实施技术指导原则》
	《中药材GAP检查指南》
7月	《中药饮片标签管理规定》
8月	关于转发第五批25个中药配方颗粒国家药品标准的通知
9月	《中药配方颗粒采购联盟集中采购公告》
	关于印发《古代经典名方目录(第二批)》的通知

来源：各政府网站，国金证券研究所

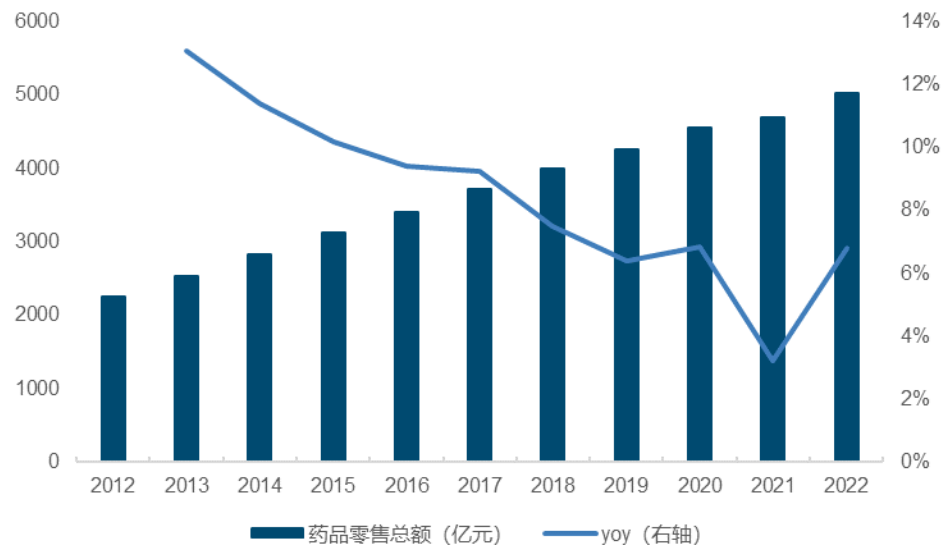
展望2024年，我们重点看好国企改革、中药消费品以及基药受益相关标的。国企改革促使公司清理低效资产、强化市场化管理、优化股权结构，能够有效激发企业内在活力。基药目录调整在即，各家企业在积极推动产品进入基药目录的相关工作，产品若成功进入基药目录将有望迅速放量。中药消费产品今年受到整体消费力偏弱的影响导致业绩承压，我们认为2024年随着宏观经济修复，中药消费品将迎来业绩提速。

药店：门诊统筹促进处方外流，行业集中度不断提高

药品零售销售规模稳健增长

据统计，中国药品三大终端六大市场的销售额从2013年10,894亿上升至2022年的17,936亿元，十年复合增长率为5.6%。从2013年至2022年三大终端的销售额增长率看，公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端药品销售额复合增长率分别为4.3%、8.2%、7.4%。至2022年末，公立医院终端市场份额61.8%，呈逐年下降趋势；零售药店终端销售额从2013年2,538亿上升至2022年5,015亿元，市场份额上升至29%，呈逐年上升趋势；公立基层医疗机构终端则相对稳定，市场份额为9.2%。

图67：2012-2022 药品零售销售规模稳健增长



来源：《2022-2023 年度中国药店发展报告》，益丰药房公告，国金证券研究所

门诊统筹加速处方外流

2023年2月15日，国家医疗保障局网站发布《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》(以下简称《通知》)，要求各地医保部门要采取有效措施，鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障。《通知》明确提出以下几点：

- 鼓励定点零售药房开通门诊统筹服务



《通知》明确，统筹地区医保部门要优化申请条件、完善服务流程，及时为符合条件的定点零售药店开通门诊统筹服务。

● 完善了定点零售药店门诊统筹支付政策

《通知》明确，参保人员凭定点医药机构处方在定点零售药店购买医保目录内药品发生的费用可由统筹基金按规定支付。定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。

● 完善定点零售药店门诊统筹支付及配套政策

在加强处方流转管理方面，《通知》明确要依托全国统一的医保信息平台，加快医保电子处方中心落地应用，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转到定点零售药店。定点医药机构可为符合条件的患者开具长期处方，最长可开具 12 周。

在国家医保局发文后，多个地方医保局陆续发文进行响应，鼓励符合条件的定点零售药店开通门诊统筹服务。

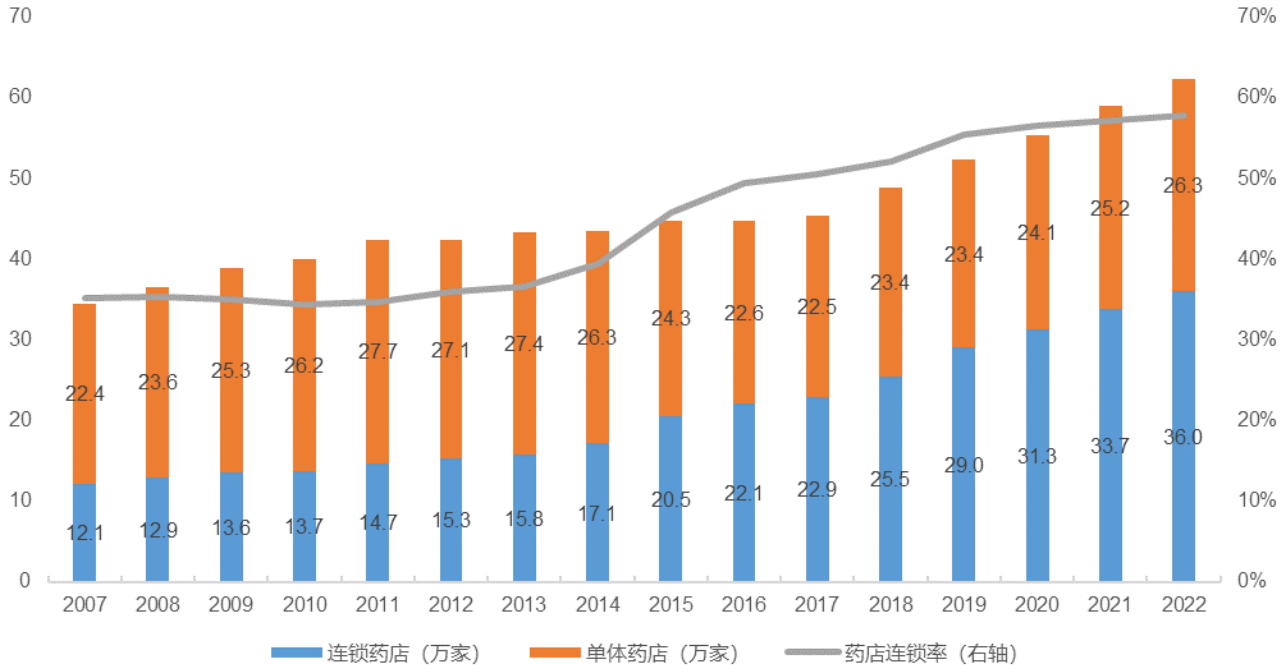
门诊统筹将进一步加速处方外流，为院外连锁药房带来巨大的增量市场。头部药房积极把握政策及市场变化的长期趋势，提高获取医保资格门店、接入门诊统筹门店占比，有望在未来的处方外流市场中取得更高的市场份额。

行业连锁化率不断提高

从国内药店结构看，连锁药店的占比在逐步提高，全国药店连锁化率不断上升。2007 年，国内有连锁药店 12.1 万家，单体药店 22.4 万家；而到 2022 年，国内连锁药店数量为 36.0 万家，较 2007 年增长了 23.9 万家，涨幅 197%；而 2022 年国内单体药店数量 26.3 万家，较 2007 年增长了 3.94 万家，涨幅 18%。

我们认为头部连锁药房扩张模式成熟，随着公司门店数量持续扩张、管理运营水平不断提高，龙头公司业绩有望持续快速增长。

图表68：国内药店连锁化率逐步提高



来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所



图表69：各地发文支持定点零售药店纳入门诊统筹管理

地区	发布时间	文件名称	内容
上海	2023/6/25	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	按照“应纳尽纳”原则，鼓励符合条件的本市医保定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员门诊就医购药提供更多选择、更多便利。
河南	2023/6/21	《关于做好零售药店纳入门诊统筹管理经办工作的通知》	要求申请纳入统筹管理的药店需取得统筹地区医保定点零售药店资格，完成视频监控系统建设，以医保专网方式接入国家统一医保信息平台，并开展药品分类分区管理
广西	2023/6/2	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	按照“应纳尽纳”原则，鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参加职工基本医疗保险的参保人员门诊就医购药提供更多选择和便捷服务。
湖南	2023/5/18	《关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各统筹区医保部门要采取有效措施，鼓励支持符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障。
安徽	2023/5/11	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理工作的通知》	各统筹地区医保部门要按照“自愿申请、应纳尽纳、动态调整、有进有出”的原则，做好定点零售药店纳入门诊统筹管理工作。
黑龙江	2023/5/6	《关于开展省本级职工基本医疗保险门诊统筹定点零售药店准入管理工作的通知》	有意愿为省本级参保群众提供就医购药的且符合准入条件的定点零售药店，自愿向黑龙江省医疗保障服务中心提出申请。要求定点零售药店按照相关规定纳入门诊统筹协议管理，若违反医保政策、服务协议等，达到解除协议条件的，取消门诊统筹服务资格。
山西	2023/5/5	《关于规范完善定点医药机构纳入职工门诊统筹管理的通知》	基本医疗保险服务协议期内的定点医疗机构、定点零售药店，近一年内未被医保、卫生健康、市场监管等行政部门行政处罚或被医保经办机构暂停、终止医保服务协议，自愿承担职工医保门诊统筹就医、购药服务的，均可申请纳入。
广东	2023/4/25	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各统筹区医保部门要及时将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹定点零售药店管理。
江西	2023/3/16	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	按照“应纳尽纳”原则，鼓励符合条件的全省医保定点零售药店自愿申请备案开通门诊统筹服务，为参保人员门诊就医购药提供更多选择、更多便利。
陕西	2023/3/6	《关于加强门诊统筹定点零售药店管理有关工作的通知》	各级医保部门要把好准入关，将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹保障范围
四川	2023/3/1	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各地医保部门要采取有效措施，鼓励符合条件的定点零售药店申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障。各地要优化定点零售药店开通门诊统筹服务的申请条件，对外公布申请条件及办理流程。
湖北	2023/2/14	《关于优化职工医保门诊统筹便民利民服务举措的通知》	按照“应纳尽纳”的原则，将所有自愿申请并符合条件的定点医疗机构、定点零售药店纳入职工医保门诊统筹结算范围，为参保群众门诊就医购药提供更多选择、更多便利。
辽宁	2023/2/17	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	自愿纳入门诊统筹服务的医保定点零售药店，可到医保经办机构窗口领取或登陆辽阳市医疗保障局网站下载材料，详细填写相关信息后向医保经办机构进行申请。
河北	2022/5/19	《关于将符合条件的定点零售药店纳入门诊保障范围的通知》	在试点的基础上，逐步将符合条件的定点零售药店经遴选确定为门诊保障定点药店，开通门诊费用直接结算，其提供的用药保障服务纳入普通门诊、门诊慢性病和门诊特殊疾病等门诊统筹保障范围。

来源：各政府网站，国金证券研究所



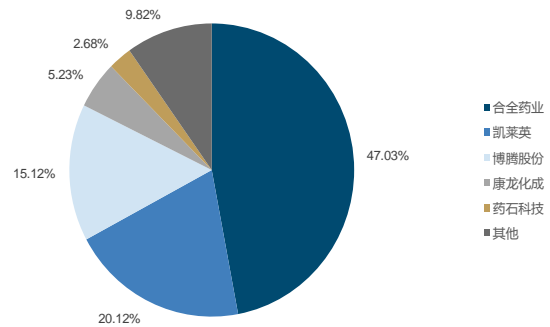
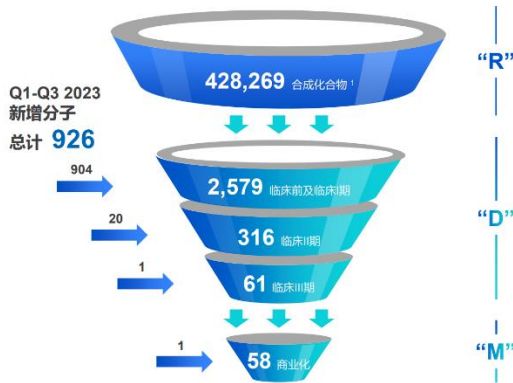
CXO：关注行业确定性和困境反转两大主线

确定性：龙头企业强者恒强，仿制药和 SMO 持续景气

CXO 产业仍处于景气度修复期，龙头企业一体化布局带来业绩确定性，一体化业务布局实现业务有效导流。药明康德 23 年前三季度实现收入 295.41 亿元，同比增长 4.04%。其中，使用多个业务部门服务的客户贡献收入 272.7 亿元，剔除特定商业化生产项目后同比增长 28%，占总收入比重达到 92%。凯莱英积极布局新兴业务，23 年前三季度新兴业务实现收入 8.13 亿元，同比增长 21.05%。

图表70: WuXi Chemistry 2023 年 Q1-Q3 新增分子数

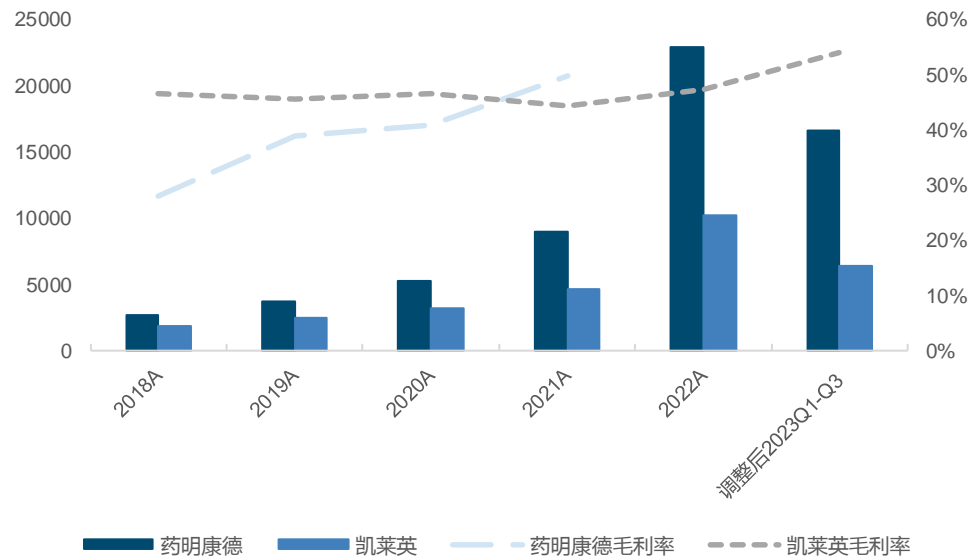
图表71: 2022 年中国小分子 CDMO 竞争格局



来源：各公司公告、国金证券研究所

来源：各公司公告、国金证券研究所

图表72: 药明康德与凯莱英 CDMO 板块收入 (单位: 百万元) 与毛利率

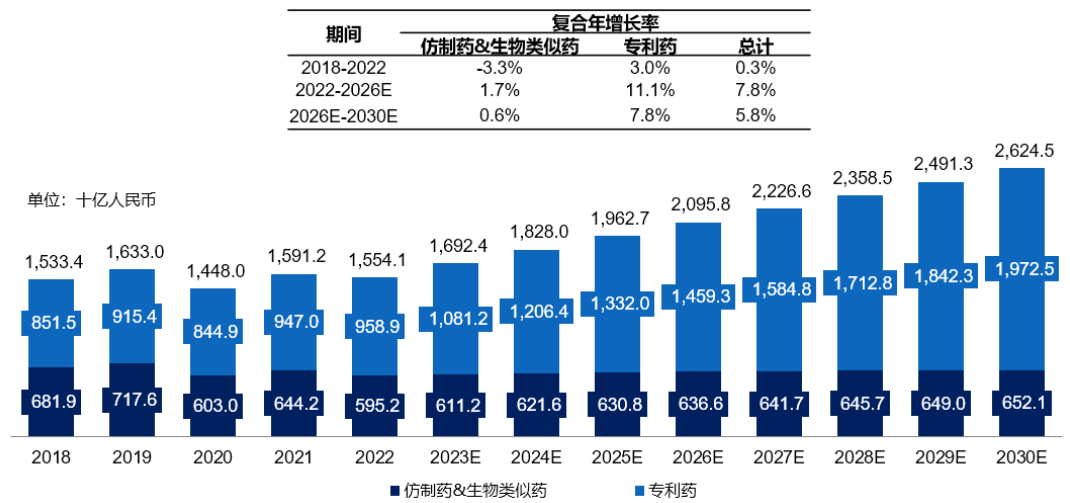


来源：各公司公告、国金证券研究所

一致性评价+集采+MAH 制度带动仿制药赛道持续景气。仿制药目前仍是我国医药市场的重要力量。由于一致性评价、MAH 政策出台以及集采常态化使得仿制药 CRO 需求不减，仿制药 CRO 拥有较大的增长空间。此外，近年来原料药企业纷纷实施“原料药+制剂一体化”的转型战略，对仿制药的研发需求形成有效刺激。2023 年前三季度，仿制药 CRO 龙头阳光诺和与百诚医药实现了收入、盈利双重增长，其中收入端增速超过 40%，归母净利润增速也与收入基本匹配，分别为 32.72%、38.74%。目前，仿制药 CRO 市场集中度仍较低，随着需求稳定兑现，赛道有望实现持续增长。



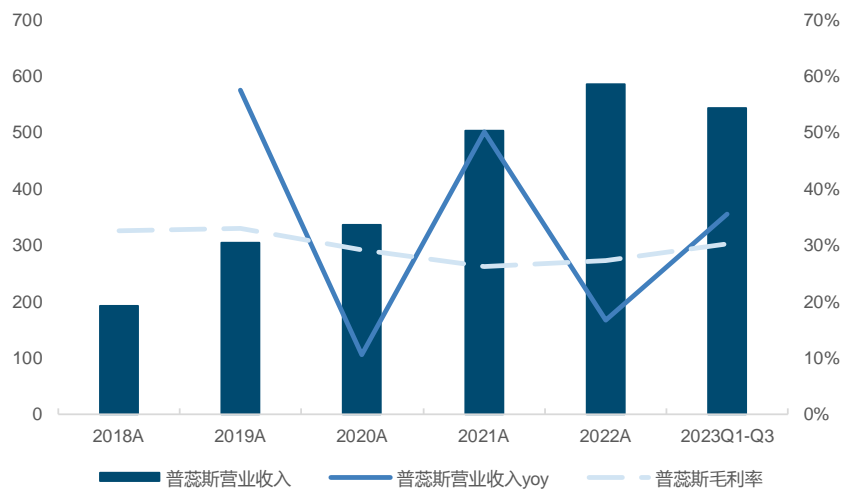
图表73: 2018-2030E 中国医药市场规模 (按专利药和仿制药拆分)



来源: Frost&Sullivan、国金证券研究所

展业阻力消除, SMO 企业业绩较快增长。SMO 服务需要实地开展, 2021、2022 年收入受到宏观因素影响较大。随着外部因素影响出清, 积压的合同订单得以顺利开展, 收入确认步入了较快的恢复节奏。其次, 行业投融资弱周期的背景下, 药企对不同靶点、管线的取舍对临床试验服务的需求影响较弱。目前我国 SMO 行业仍处于早期发展阶段, 市场格局较为分散。未来头部 SMO 企业凭借全国分布的区域逻辑、以及历史项目管理经验及声誉, 叠加多中心试验的需求增多, 市场趋向头部企业集中格局, 龙头业绩有望再度提升。

图表74: 普蕊斯 2018-2023Q3 营业收入及毛利率情况



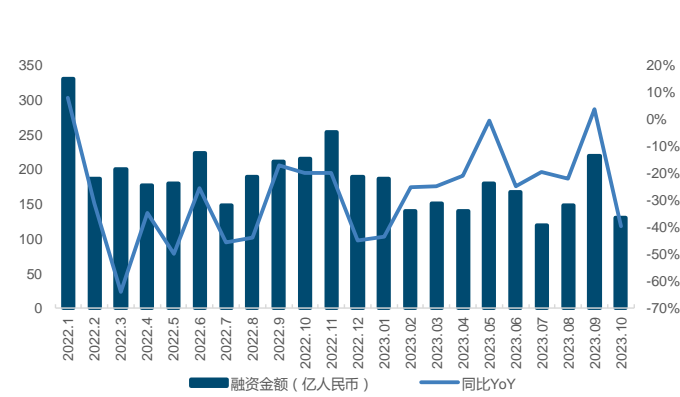
来源: 各公司公告、国金证券研究所

困境反转: 投融资环境见底在即, 关注竞争格局优质的临床前 CRO

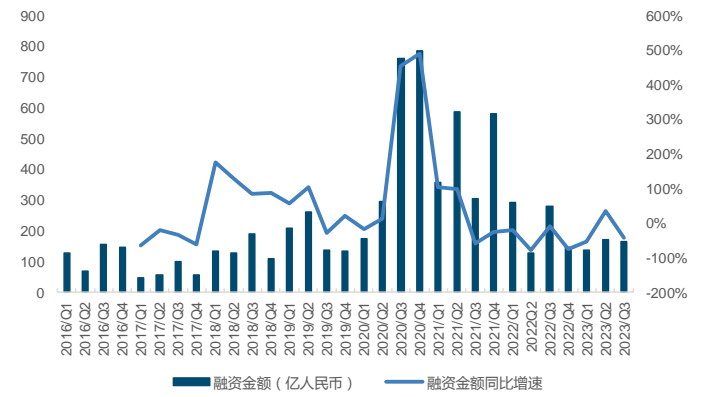
从长期来看, 生物医药、创新药的领域的需求具有高确定性, 随着周期内的投融资寒冬逐渐触底, 我们认为其对创新药投资与研发的影响将边际改善, 利好竞争格局优质的临床前 CRO 企业。



图表75: 分月度全球生物医药融资情况



图表76: 分季度国内创新药投融资情况



来源: 动脉网、国金证券研究所

来源: 医药魔方、国金证券研究所

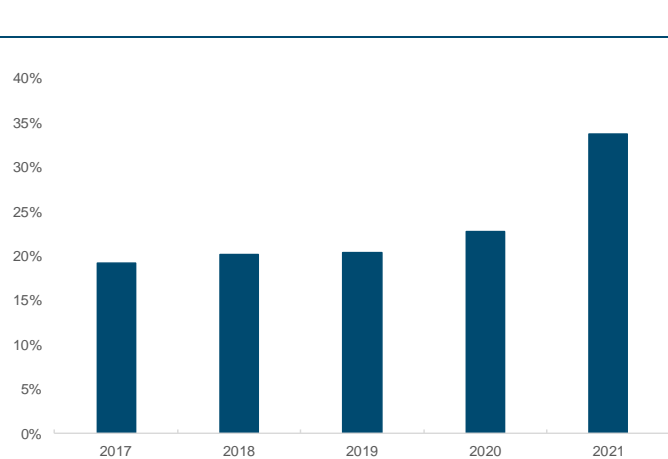
医药上游供应链：国产替代方兴未艾，头部企业研发创新持续推进

特殊外部环境下国产替代加速

依托供应稳定和高性价比，2020-2022 年医药上游国产替代加速前进，试剂、制药装备、耗材各领域龙头企业在该时间段内实现了业绩的高速增长。

- 1) 试剂耗材方面，培养基领域国产替代进口趋势明显。Frost&Sullivan 数据显示，中国培养基市场国产化比例由 2017 年的 19.2% 提升至 2021 年的 33.7%。据纳微科技招股书，色谱填料领域也依赖于进口，2019 年中国色谱填料/层析介质市场规模为 1.25 亿美元，约合人民币 8.71 亿元。作为国内色谱填料龙头，纳微科技 2019 年色谱填料/层析介质收入占国内市场份额为 9.52%。2020 至 2022 年奥浦迈培养基收入增长 280%至 2.03 亿、纳微科技色谱填料增长 194%至 5.0 亿、百普赛斯重组蛋白增长 84%至 3.9 亿元，头部企业引领国产替代。

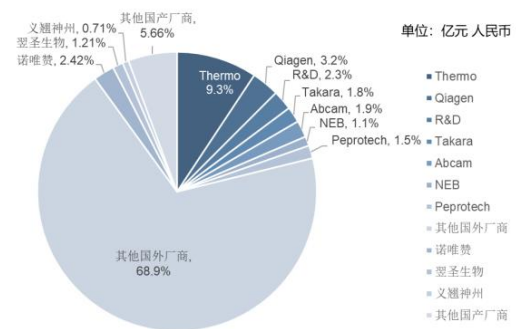
图表77: 中国细胞培养基行业国产化比率



来源: Frost & Sullivan、国金证券研究所

图表78: 2021 年中国生物试剂市场科研领域中基础科研板块厂商竞争格局

中国生物试剂市场科研领域中基础科研板块厂商竞争格局, 2021



来源: Frost & Sullivan、国金证券研究所

- 2) 制药装备方面，高端制药设备需求长期为进口所垄断。2018 年-2022 年，楚天科技营业收入从 16.32 亿元高速增长至 64.46 亿元，CAGR 达到 40.98%。东富龙营业收入从 19.17 亿元增长至 54.69 亿元，CAGR 达到 29.97%。2021 年，森松国际为海外 CDMO 公司成功交付多套不锈钢反应器，为全球最大规模的生物反应器项目之一。高营收增速和国际大订单的签订展现了制药装备领域国产企业产品在国际市场上的优质竞争力。

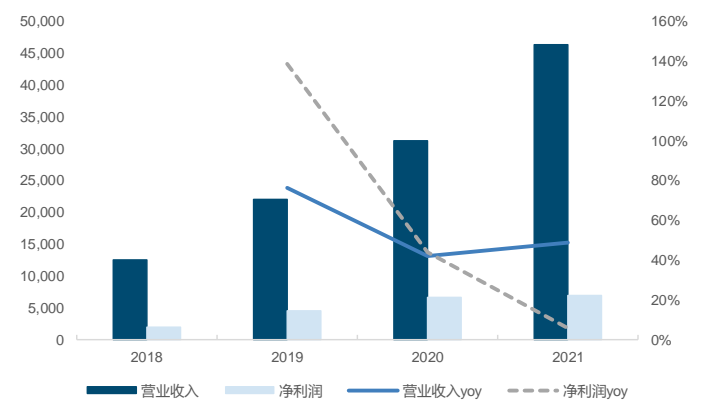
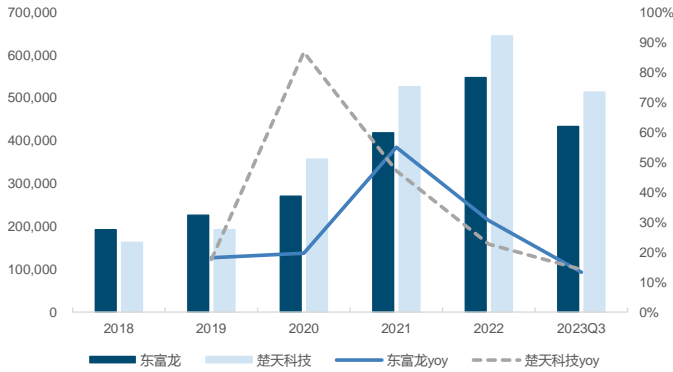
- 3) 科学仪器方面，质谱及液相色谱等高端仪器国产化率较低，进口依赖度较高。据中



国海关数据统计平台,2022年1-10月我国进口4609台质谱仪,总金额51.90亿元;出口90台质谱仪,总金额2939.71万元(商品编码:90278120)。我国科学仪器上市企业仍处于发展初期,普遍体量较小,其中聚光科技体量领先。

图表79: 2018-2023Q3 楚天科技、东富龙营业收入情况(单位:万元)

图表80: 2018-2021年禾信仪器营业收入与净利润情况(单位:万元)



来源: 各公司公告、国金证券研究所

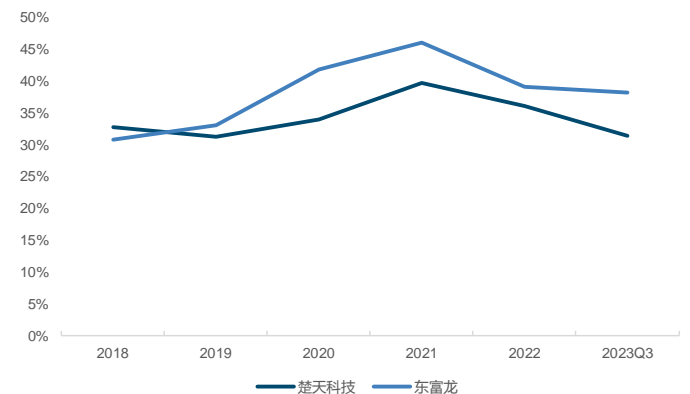
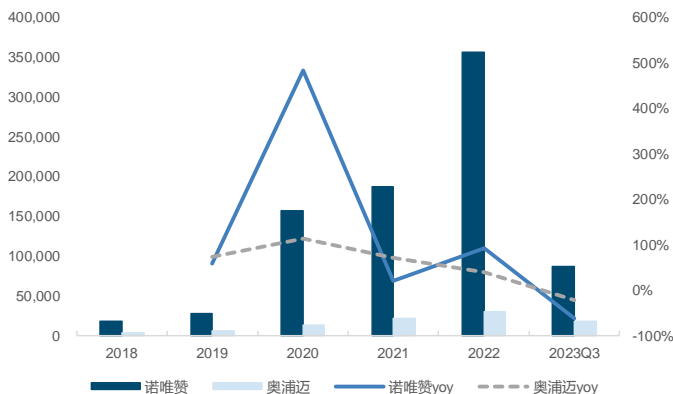
来源: 各公司公告、国金证券研究所

随着国际贸易环境逐渐恢复正常,以及需求端增长乏力,23年医药上游产业链整体增速有所放缓。我们认为,高基数下行业的短期调整属于正常波动,短期业绩压力不改整体趋势。近年来,医药上游企业纷纷加码产品革新。

- 1) 试剂耗材方面,培养基龙头奥浦迈于2022年11月与华东理工大学签署科研战略合作协议,共同设立奥华院。2023年,公司成立了创新中心,在转染试剂、琼脂糖、组织/细胞冻存液等领域积极探索,已经有了多款突破性产品问世。截至2023年中报,分子砌块龙头皓元医药已搭建皓元生化生物技术研究与开发平台和合肥欧创重组蛋白工程设计与表达服务平台,累计形成了重组蛋白、抗体等各类生物大分子超10,000种,持续为全球的药品研发企业和生命科学研究机构提供高质量的生物科研试剂产品和高水平的技术服务。诺唯赞于2023年上半年完成了mRNA生产过程中全套酶原料的单酶残留检测试剂的开发,可为客户提供mRNA生产完整的过程控制与放行解决方案。
- 2) 制药装备方面,2023年上半年,楚天科技新增发明专利申请98项,获得授权发明专利12项,包括隧道式灭菌干燥机风压平衡控制方法及隧道式灭菌干燥机、容器瓶吹干机等。同时,公司研发出了全系列定制化的中空纤维超滤膜、微滤膜,并在国内著名高校进行实验室研究应用。
- 3) 科学仪器方面,8月1日《求是》发表《加强基础研究实现高水平科技自立自强》,强调打好科技仪器设备国产化攻坚战。

图表81: 2018-2023Q3 诺唯赞、奥浦迈营业收入情况(单位:万元)

图表82: 2018-2023Q3 楚天科技、东富龙毛利率情况



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所


图表83: 部分医药上游企业研发进展

试剂耗材	
泰坦科技	2023年上半年,公司新申请专利及软件著作权19项,获得11项。
阿拉丁	截止2023年6月30日,公司共获得6项专利,其中3项发明专利,3项实用新型专利。
皓元医药	截至2023年上半年,公司已完成约23,000种产品的自主研发、合成,累计储备超10.4万种分子砌块和工具化合物,其中分子砌块约7.4万种,工具化合物约3万种,构建了164种集成化化合物库。公司已搭建皓元生化生物技术研究与开发平台和合肥欧创重组蛋白工程设计与表达服务平台,累计形成了重组蛋白、抗体等各类生物大分子超10,000种。
西陇科学	公司重点发展精馏、电化学等核心高新技术。公司拥有先进的分析实验室,具备数百台高精专业检测仪器;在质量检测上,有精确到Ppt等级的ICP-MS,还有GC-MS仪器。公司具备有湿电子化学品复配车间、剥离液产线、蚀刻液产线、超净高纯试剂及半导体材料车间,配备有PTFE过滤系统和洁净分装区间,可开展化学品定制服务。
百普赛斯	在产品生产方面,公司构建了哺乳动物细胞瞬时/稳定蛋白表达系统、杆状病毒昆虫细胞蛋白表达系统和原核细菌蛋白表达系统,通过自主研发的可诱导表达技术、基因定点整合技术和重组蛋白瞬转以及稳转高表达载体等提高了细胞表达量和稳定性,优化了细胞培养工艺和培养基及补料生产技术,设计了大体积、高通量的细胞培养系统,可以平行、高效地进行多产品的生产。
菲鹏生物	公司于展会上公布最新的超高通量化学发光系统Shine i8000/9000。Shine i8000/9000具备出色的检测效率,仅在10分钟内便可出首结果,单机检测速度高达900测试/小时。
诺唯赞	公司于2023年上半年完成mRNA生产过程中全套酶原料的单酶残留检测试剂的开发,可为客户提供mRNA生产完整的过程控制与放行解决方案,突破mRNA研发与生产企业被进口试剂卡脖子的难题。
昌红科技	公司取得一种双色注塑模具斜导柱行位机构专利,简化双色模具行位机构动作。专利摘要显示,本实用新型公开一种双色注塑模具斜导柱行位机构,包括多个组件和部件,采用弹簧滑块的结构代替传统斜导柱行位结构实现双色模具斜导柱行位机构的功能,简化双色模具行位机构动作,降低双色注塑模具行位机构加工和制作成本。
拱东医疗	公司新取得发明专利2项,授权实用新型专利1项;新取得国内I类医疗器械备案证书1项、国内II类医疗器械证书1项、CE(IVDR)认证Class A类(无菌)证书1项。
洁特生物	立项开发了包括液体储存与取样系列、生物工艺过滤与纯化系列、分子生物学系列、细胞培养功能表面系列、医疗器械产品系列等相关产品。
奥浦迈	公司成立了创新中心,在转染试剂、琼脂糖、组织/细胞冻存液等领域积极探索,已经有了多款突破性产品问世,突破了进口产品长期占领高端市场的技术壁垒。公司加强对疫苗培养基的产品类型开发(针对VERO、MDCK、SF9、PK15等细胞的无血清培养基),持续优化现有的CHO细胞培养基、293细胞培养基,拓宽细胞培养服务类型,包括灌流培养基和灌流细胞培养技术的开发以及偶联药物的开发和生产能力。
制药装备	
楚天科技	2023年1月-6月,新增发明专利申请98项,获得授权发明专利12项,包括隧道式灭菌干燥机风压平衡控制方法及隧道式灭菌干燥机、容器瓶吹干机等。公司研发出全系列定制化的中空纤维超滤膜、微滤膜,并在国内著名高校进行实验室研究应用。
多宁生物	研发出完整的“无菌级”流体传输链路。
科学仪器	
聚光科技	重点研制了光化学、温室气体、噪声监测、执法监测、新型污染物等领域的新型监测设备。
莱伯泰科	公司进一步加大在高端分析仪器产品上的研发投入,新增全谱直读电感耦合等离子体光谱仪、气相色谱-单四极杆质谱联用仪等实验分析仪器研发项目。2023年5月,公司推出了三款原子光谱产品:电感耦合等离子体发射光谱仪、原子吸收光谱仪和原子荧光光谱仪,标志着莱伯泰科实现了无机元素检测产品线的全面覆盖,成为能提供无机元素分析全线产品的分析仪器生产企业;同月,第十六届中国科学仪器发展年会期间,公司发布了新产品全自动固液吹扫捕集仪PT3000,全面解决客户痛点问题,与客户心灵“共振”,对产品进行有效升级迭代。
天瑞仪器	2023年上半年,公司及子公司新获得国家知识产权局授权的专利14项,其中发明专利2项,实用新型专利7项,外观专利5项。公司及子公司新获得国家知识产权局受理的专利30项,其中发明专利3项,实用新型专利27项。公司及子公司新增计算机软件著作权登记证书16项。

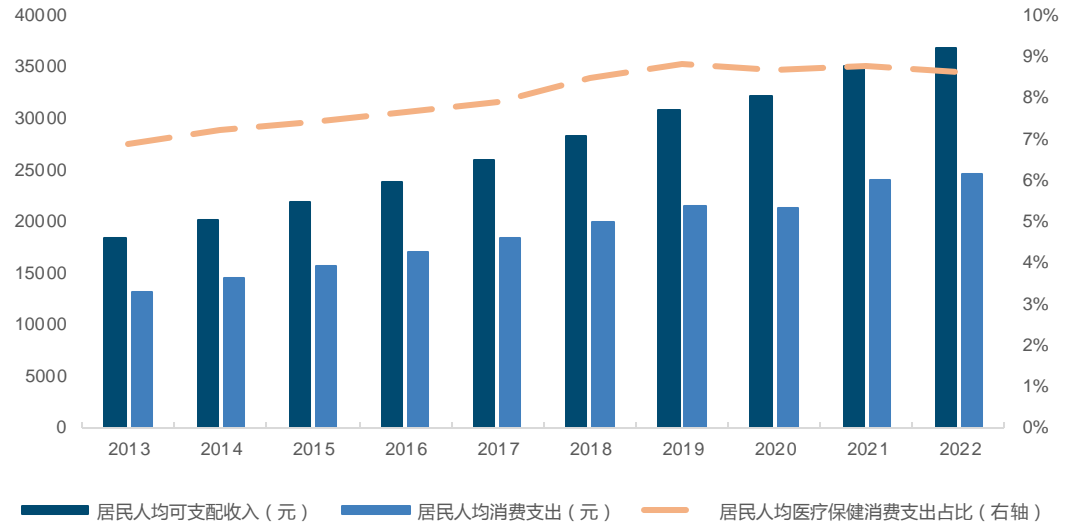
来源:各公司公告、国金证券研究所



医疗服务：估值逐步消化，稳健增长可期

医疗服务需求具有刚性，板块有望继续维持稳健增长。居民人均可支配收入从 2013 年的 1.83 万元增至 2022 年的 3.69 万元，居民人均消费支出从 2013 年的 1.32 万元增至 2022 年的 2.45 万元，同时间段医疗保健消费支出占比由 6.9% 提升至 8.6%。随着居民生活水平和健康意识的提升，医疗服务板块有望实现稳健增长。

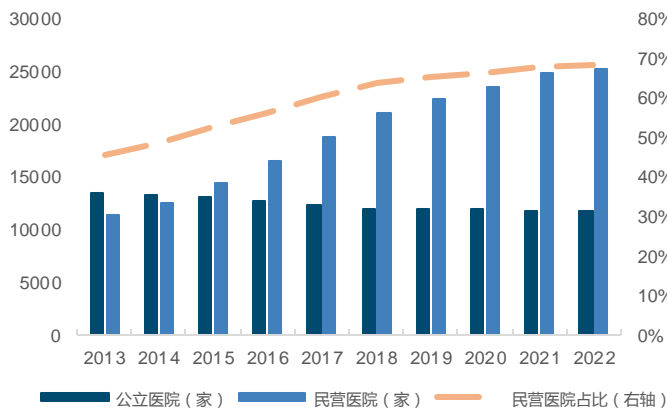
图表84：居民人均可支配收入增加，人均医疗保健消费支出占比提升



来源：wind，国金证券研究所

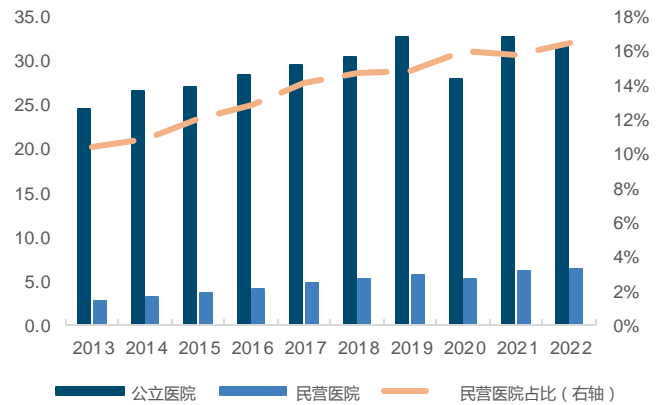
民营医院稳步发展，看好合规办医的龙头企业。10 月 12 日，国家卫生健康委发布《2022 年我国卫生健康事业发展统计公报》，2022 年公立医院诊疗人次 31.9 亿（占比 83.4%），民营医院诊疗人次 6.3 亿（占比 16.6%）。社会办医机构数量众多，但是各机构诊疗能力参差不齐，医疗服务行业龙头集中度有望进一步提升。

图表85：民营医院数量及占比持续提升



来源：iFinD，国金证券研究所

图表86：民营医院诊疗量（亿人次）占比稳步提高

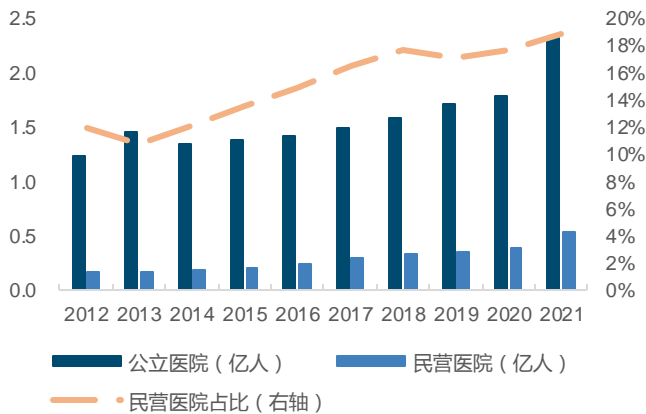


来源：iFinD，国金证券研究所

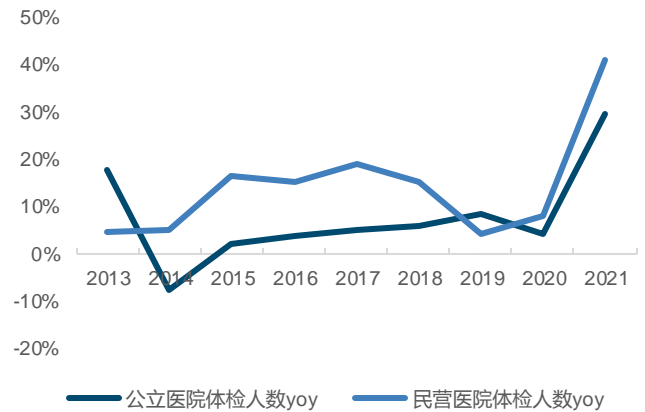
民营医院体检快速发展：2021 年公立医院体检人次为 2.32 亿人，民营医院体检人次为 0.54 亿人，民营医院体检人次占比 19%。在支持社会办医发展等政策的驱动下，民营医院健康体检人次占比逐年提升。在公立医院单点化运营且扩张受人员、设备限制明显的背景下，接受专业体检机构的体检服务有望成为健康体检行业的主流趋势。



图表87：民营医院体检人次占比持续提升



图表88：民营医院体检人次增速高于公立医院



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

种植牙需求释放，期待以价换量促业绩增长。根据通策医疗机构调研内容纪要披露，公司2023年H1种植牙颗数同比增长33.8%，2023年Q3种植牙颗数同比增长58%。随着种植牙集采政策正式落地，前期观望患者种植热情高涨，通策医疗、瑞尔集团等企业作为行业龙头，形成了规模庞大、口碑良好的连锁体系，在业务量的增长上具备优势，在经历一定过渡周期后，以价换量有望在业绩释放上有所体现。

辅助生殖利好政策逐步落地，行业管理不断趋严。北京、杭州、广西等地陆续出台辅助生殖相关政策，7月初国家卫健委等14部门联合印发《开展严厉打击非法应用人类辅助生殖技术专项活动工作方案》，重点强化人类辅助生殖技术应用相关的全链条管理。当前辅助生殖技术在中国的渗透率较低，在国家对辅助生殖技术的支持下，多地相继出台政策，我们认为若未来各地逐步将辅助生殖纳入医保，将切实减轻患者医疗费用压力，国内辅助生殖行业的渗透率有望提升。由于行业监管趋严，办医流程规范度不佳、医疗质量堪忧的机构将被市场出清，行业龙头集中度有望进一步提升。

第四批国家组织高值医用耗材集采启动，关注双焦点人工晶体放量。2023年11月10日，国家组织高值医用耗材集中采购办公室发布《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第2号）》，本次带量采购人工晶体类相关耗材包括人工晶体（含推注器）、粘弹剂。人工晶体（含推注器）耗材品种年度采购需求量为1917103个，其中非球面-单焦点-非散光人工晶体需求量合计为1560688个，占总需求量的81.41%，是本次带量采购中需求量最高的人工晶体品种。双焦点-非散光人工晶体需求量合计为214860个，占总需求量的11.21%，是多焦点人工晶体中主要需求品种。双焦点-非散光人工晶体的放量，有望进一步促进高端晶体渗透率的提升。

医疗服务客观需求具有刚性，随着居民生活水平和健康意识的提升，医疗服务板块有望实现稳健增长。在政策端支持且强调合规办医的背景下，建议继续关注市场空间大、竞争格局良好、合规化办医的头部企业。

医美：重磅新品加速推出，看好龙头公司明年实现高增速

头部企业持续扩张产品线、推动营销改革

2023年7月，爱美客发布重磅产品如生天使，如生天使为公司濡白天使的互补产品，可与濡白天使协同使用，为患者构筑综合解决方案；2023年11月，爱美客推出三款护肤新品：爱芙源、嗨体熊猫护肤、嗨体护肤，针对医美后市场，为消费者提供更专业、更系统的术后护理解决方案，扩展自身产品的消费场景。展望2024年，如生天使在度过推广期后，有望凭借濡白天使的渠道基础迅速放量；三款护肤新品也将凭借爱美客的品牌力加速在各级渠道推广。

华东医药利拉鲁肽的降糖适应症与超重适应症也在2023年陆续获批，将进一步补充公司内分泌领域产品线，为后续公司GLP-1类产品的上市奠定良好的市场基础。2023年10月，华东医药与ATGC Co., Ltd.签订了产品独家许可协议，引进肉毒素产品，将进一步丰富公司医美注射类产品管线，拓充适应症覆盖，有助于打造多元化的医美品牌和产品集群。

华熙生物年内业绩略有承压，主要是由于占比较高的化妆品板块在进行销售模式调整。回顾过去两年，公司医美业务在经历产品层面、渠道层面和组织架构层面等的调整后，2023年前三季度公司医美业务增速较为亮眼，我们认为公司具备成功的改革经验，化妆品板块



今年调整后，明年公司整体业绩十分值得期待。

图表89：医美板块部分上市企业 2023 年前三季度业绩表现

公司	1-3Q22收 入(百万 元)	1-3Q23收 入(百万 元)	yoy (%)	1-3Q22归 母净利润 (百万元)	1-3Q23归 母净利润 (百万元)	yoy (%)	1-3Q22扣 非归母(百 万元)	1-3Q23扣 非归母(百 万元)	yoy (%)
爱美客	1489	2170	46%	992	1418	43%	965	1396	45%
华东医药	27859	30395	9%	1981	2189	10%	1901	2160	14%
华熙生物	4320	4221	-2%	677	514	-24%	601	433	-28%

来源：各公司公告，国金证券研究所

展望 2024 年，我们认为国内整体消费力将有明显复苏，医美行业将受益于消费力释放，行业整体增速回升。我们长期看好医美赛道，建议重点关注在研管线储备丰富、新品上市或放量在即、有望受益于营销改革的企业。

投资建议

我们建议积极加大医药板块配置，持续看好医药创新，尤其重点布局院内药品器械板块、重点布局左侧主业改善反转和底部外延整合和业务拓展。风格上，自下而上，稳健价值成长风格比例将有所上升，对于出清较为彻底的品种可以适当向左侧移动提前把握投资机会。

创新与仿创药：恒瑞医药、翰森制药、康方生物、荣昌生物、信达生物、科伦博泰、华东医药、昊海生科、石药集团、普利制药、百济神州、凯因科技、盟科药业、中国生物制药、先声药业等。

仿制药与原料药：赛托生物、苑东生物、科伦药业、京新药业、联邦制药、仙琚制药、吉贝尔、华润双鹤、海正药业、奥翔药业、川宁生物等。

生物制品：长春高新、特宝生物、智飞生物、康泰生物、天坛生物、华兰生物、博雅生物、安科生物、华兰疫苗、百克生物、万泰生物、甘李药业、通化东宝、凯因科技等。

医疗器械：迈瑞医疗、新产业、安图生物、心脉医疗、采纳股份、微电生理、亚辉龙、澳华内镜、三诺生物、惠泰医疗、山外山、乐普医疗、安杰思、南微医学、健帆生物、祥生医疗、华大智造、联影医疗、鱼跃医疗、威高骨科、海泰新光、可孚医疗、英科医疗、蓝帆医疗等。

中药：华润三九、康恩贝、太极集团、同仁堂、片仔癀、昆药集团、达仁堂、济川药业等。

连锁药房：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民等。

CXO 和上游：药明康德、昭衍新药、海能技术等。

消费医疗与医美：爱尔眼科、美年健康、爱美客、爱博医疗、华东医药、普瑞眼科、海吉亚医疗、固生堂、锦欣生殖、通策医疗、华夏眼科、何氏眼科、华熙生物、瑞尔集团等。

风险提示

行业景气度下行风险：各细分市场受监管环境变化等因素影响，需求增长存在不确定性，行业景气度可能受到影响。

集采控费措施超出预期：部分细分行业竞争相对激烈，如面临后续集采控费措施，可能出现较大力度降价。

企业合规经营和商业贿赂风险：行业监管趋于严格，部分企业若对合规工作有所疏漏，业绩表现可能受到影响。

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策波动性风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提



升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。

医疗人才不足风险：部分公司新院开设需要大量医疗人才，如医疗人才不足，可能影响新院开业节奏，进而可能影响公司业绩表现。

医疗事故风险：部分公司在提供服务时，由于患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，可能会发生医疗事故，进而影响公司整体声誉。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究