

强于大市

变数之中求定数，寻找价格平稳窗口期

医药生物行业 2024 中期策略

整体而言，医药板块 2024 上半年相对承压明显，但我们对下半年依然保持相对乐观。一方面，我们判断 24 年医药板块业绩仍会呈现“先低后高”的趋势，下半年医药板块业绩有望逐步加速；另一方面，集采实施多年后，大部分医药产品其实已经逐步进入价格平稳的窗口期，在医药行业需求仍然会保持稳定增长的情况下，医药行业未来有望逐步进入平稳的发展阶段。除此之外，市场对创新产品的需求仍然迫切，创新仍为未来发展的主旋律，我们建议关注创新药械发展机会。

支撑评级的要点

- **医药板块上半年表现较差，但下半年板块依然值得期待。**整体来看，医药上半年表现相对低迷，截止到 2024 年 6 月 30 日，申万医药板块上半年下跌 21.09%，与其他行业相比，排名第 26 位。对于整体板块的业绩端表现，我们依然维持全年“先低后高”的趋势判断，这种趋势会在三、四季度体现的更加明显。在这种逐季加速的情况下，我们认为医药板块有望迎来反转。此外，“医药反腐”相关因素的影响逐步褪去，手术量和医院招采活动逐步恢复，同时 2023H2 医药生物板块业绩基数压力较小，2024 年医药板块业绩有望呈现“先低后高”逐步加速的态势。
- **集采逐步常态化，关注进入价格平稳窗口期的品种。**我们认为我国当下医疗行业的矛盾已经逐步转变为人民日益增长的医疗需求与我国医疗支付压力日益加剧的平衡问题。随着医保压力的继续增加，未来我们判断集采仍然会常态化进行。值得关注的是，虽然集采持续实施，但不少品种已经逐步进入价格平稳期。这些品种大多为已经集采过的品种，价格实现大幅降价，其毛利率已经进入比较平稳的水平；且降价之后，行业市场格局已形成新的、稳定的竞争态势，由于渠道、品牌、成本等多种因素影响，也很少有新进入者。我们认为，未来伴随医药行业需求量的不断增长，这些品种有望进入稳步发展阶段。
- **建议关注创新的产业机会。**近些年医药行业创新不断，一方面，医药生物行业的投融资高峰位于 2018/2019 年，很多融资后的创新产品经过 4-5 年的培育，也逐步开始进入收获期，有望陆续上市和实现销售放量；另一方面，随着国内越来越多创新产品做到同类最佳，产品出海的道路也越来越顺。与此同时，我们认为临床端对创新产品的需求十分迫切，在后集采时代，临床端也需要新的创新品种，在这种趋势下，我们判断，未来创新品种的放量速度或超出市场的预期。

投资建议

- 我们建议关注创新的投资机会，具体而言，**创新器械领域**，建议关注为满足临床需求而进入快速放量阶段的创新产品：如佰仁医疗、三友医疗、爱康医疗、春立医疗、大博医疗、安杰思、南微医学、开立医疗、微电生理、亚辉龙等。**创新药领域**，我们建议关注进入兑现或者放量阶段的公司，如恒瑞医药、信达生物、百利天恒、科伦博泰生物、康方生物、三生国健、迈威生物、康辰药业、奥赛康、京新药业等。
- 其他方面，我们建议关注中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：仙琚制药、司太立、普洛药业等；CXO：药明康德、阳光诺和等；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

评级面临的主要风险

- 集采政策实施力度超预期的风险，企业研发不及预期风险，与投资相关的风险，产品销售不及预期风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
医药生物

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090003

联系人：薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122110008

目录

一、上半年医药板块表现相对较差，但下半年依旧值得期待	5
1.1 2024 年上半年医药板块压力较大	5
1.2 下半年医药板块仍然值得期待	6
二、关注进入价格平稳窗口期的品种	8
三、细分子行业	10
3.1 医疗器械：集采影响逐步出清，创新仍为主旋律	10
3.2 创新药：利好政策加码，出海仍为主旋律	13
3.3 中药：政策驱动与需求共舞，筑底企稳迎景气增长期	16
3.4 原料药：扰动风险出清，需求逐步回暖，部分品种价格企稳	19
3.5 CXO：海外市场受到扰动，细分市场仍然存在机会	22
3.6 医疗服务：长期仍然存在增长空间，估值位于近年低位	26
3.7 疫苗：品种为王，关注新品种推进情况	28
3.8 零售药店：短期内行业收到比价政策影响，渠道能力重要性凸显	31
投资建议	35
风险提示	36

图表目录

图表 1. 2024 年上半年申万各一级子行业涨跌幅情况 (%) (截止至 2024.6.30) ...5	5
图表 2. 2024 年上半年申万医药各二级子板块涨跌幅情况 (%) (截止至 2024.6.30)6	6
图表 3. 申万医药生物指数近些年估值情况 (TTM、整体法、剔除负值)6	6
图表 4. 医药生物板块 2023 年及 2024Q1 各板块增速中位数情况.....7	7
图表 5. 2020-2023 年我国医保基金的总收入和总支出情况8	8
图表 6. 基本医疗保险制度参保人数及覆盖率 (1999-2018 年)9	9
图表 7. 中国新增上市创新医疗器械数量.....10	10
图表 8. 中国医疗器械市场规模趋势预测 (亿元)10	10
图表 9. 医疗器械集采情况.....11	11
图表 10. 部分中国创新医疗器械行业政策.....12	12
图表 11. 近年医疗器械板块研发费用及研发费用率.....13	13
图表 12. 医疗器械板块研发费用排名 Top10 企业13	13
图表 13. “十四五”医药工业发展规划医药创新政策.....14	14
图表 14. 化学创新药临床试验申请 (IND) 申报数 (个)14	14
图表 15. 近年新药上市申请 (NDA) 数 (个)14	14
图表 16. 2019 年全球各国人均医疗健康支出.....15	15
图表 17. 2023 年中国创新药 license out 交易 TOP15.....15	15
图表 18. 2018-2024Q1 中药板块营业收入及增速16	16
图表 19. 2018-2024Q1 中药板块归母净利润及增速16	16
图表 20. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况.....16	16
图表 21. 2024 年至今中药新药申请上市情况 (截至 2024 年 4 月 12 日)17	17
图表 22. 2024 年一季度国内获批上市的中药新药.....17	17
图表 23. 2020 年-2023 年医保目录药品数量 (个)18	18
图表 24. 2023 年医保目录新增中成药.....18	18
图表 25. 中药民营企业/国企近十年营业收入.....19	19
图表 26. 近十年 SW 原料药市盈率 (单位: 倍)20	20
图表 27. 原料药板块营收及其增速 (2017-2023)20	20
图表 28. 原料药板块归母净利润及其增速 (2017-2023)20	20
图表 29. 原料药板块一季度营收及其增速 (2017Q1-2024Q1)20	20
图表 30. 原料药板块一季度归母净利润及其增速 (2017Q1-2024Q1)20	20
图表 31. 化学药品原料药制造 PPI 指数图21	21
图表 32. 甾体价格走势 (元/kg)21	21
图表 33. 维生素类价格走势 (元/kg)21	21
图表 34. 近年专利到期可能影响的原研药销售额.....22	22
图表 35. 近年原料药板块研发费用及研发费用率.....22	22

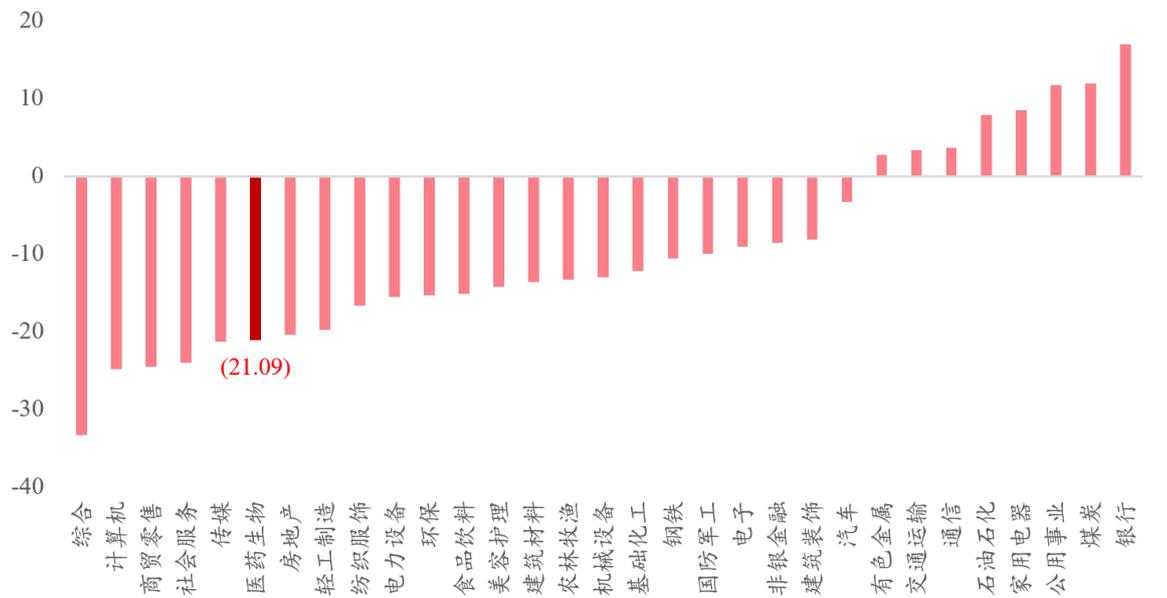
图表 36. SW 医疗研发外包市盈率（单位：倍）	23
图表 37. CXO 公司业绩情况（百万元）	24
图表 38. 全球大型药企研发支出情况（单位：十亿美元）	25
图表 39. 全球医药生物公司融资规模（单位：十亿美元）	25
图表 40. 医疗服务公司业绩情况（百万元）	26
图表 41. 眼科专科医院各细分项目收入情况（单位：百万元）	26
图表 42. SW 医院板块估值（倍）	27
图表 43. 医疗服务公司估值情况（倍）	27
图表 44. 近年中国公立医院及民营医院诊疗人次（单位：亿人次）	28
图表 45. 近十年 SW 疫苗板块估值（倍）	28
图表 46. 带状疱疹疫苗中国研发格局	29
图表 47. 带状疱疹疫苗近年来各企业签发批次（次）	30
图表 48. 国内外 RSV 药企研发进展	30
图表 49. 2024 国产 RSV 疫苗国内临床试验申请获受理情况	31
图表 50. SW 线下药店市盈率情况（单位：倍）	31
图表 51. 中国实体药店零售规模同比增速	32
图表 52. 中国实体药店药品零售规模同比增速	32
图表 53. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况	33
图表 54. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况	34

一、上半年医药板块表现相对较差，但下半年依旧值得期待

1.1 2024 年上半年医药板块压力较大

整体来看，医药上半年表现相对低迷，截止到 2024 年 6 月 30 日，申万医药板块上半年下跌 21.09%，与其他行业相比，排名第 26 位。

图表 1. 2024 年上半年申万各一级子行业涨跌幅情况 (%) (截止至 2024.6.30)



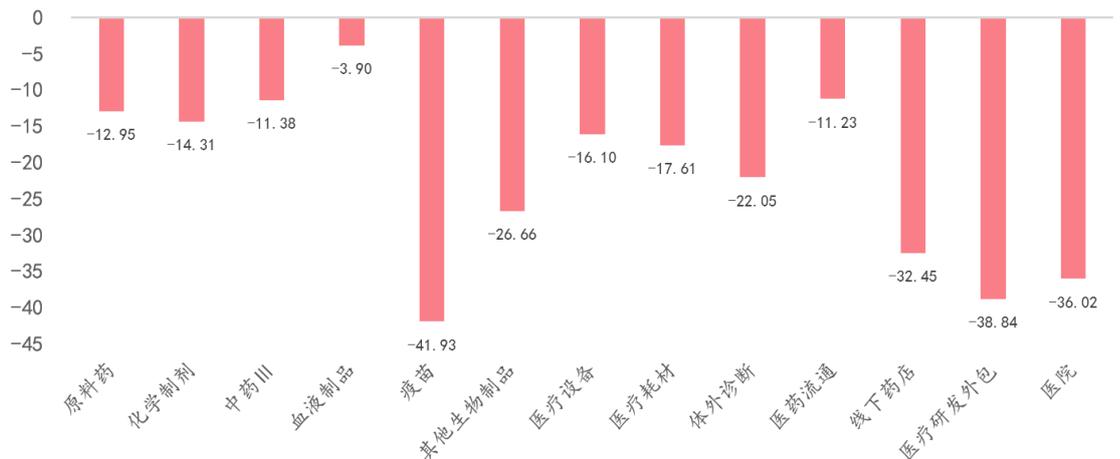
资料来源: iFinD, 中银证券

分行业来看，截止到 2024 年 6 月 30 日，医药行业的各个子板块普遍呈现负收益率状态。其中，血液制品板块表现相对抗跌，跌幅为-3.90%，其次为医药流通，跌幅为-11.23%；相比之下，疫苗板块和 CRO 板块则遭受较大冲击，跌幅分别达到-41.93%和-38.84%，成为跌幅最大的两个细分领域。

产品类公司存在一定超额收益。值得关注的是，以产品为主的细分板块，如原料药 (-12.95%)、化学制剂 (-14.31%)、中药 (-11.38%)、血液制品 (-3.90%)、医疗耗材 (-17.61%) 等，尽管同样面临负收益率的挑战，但均跑赢整体医药指数 (-21.09%)。

回溯过去几年，自 2018 年集采政策逐步实施以来，药品价格的大幅下降对相关产品类公司的短期业绩产生直接影响，多数公司陷入业绩与估值的双重压力之下。但截止到目前，随着集采的边际影响逐渐变弱，产品类公司正逐渐回归至正常的发展轨道。今年各板块的表现再次证明这一点，未来随着医药行业需求的不断增长以及价格因素的逐步弱化，我们认为大多数集采后的品种依然医保总收入上来看能够保持稳健增长。

图表 2. 2024 年上半年申万医药各二级子板块涨跌幅情况 (%) (截止至 2024.6.30)



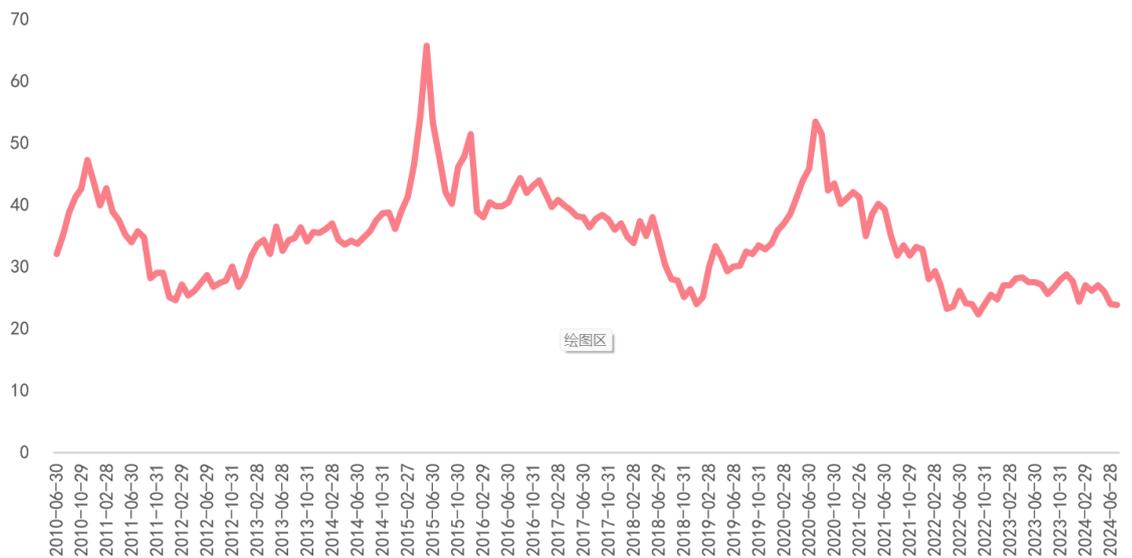
资料来源: iFinD, 中银证券

1.2 下半年医药板块仍然值得期待

虽然上半年医药表现较差,但我们认为下半年板块依然值得期待。

一方面,从估值上来看,截止到 2024 年 6 月 30 日,医药板块的整体估值为 23.86x,处于历史底部,且低于今年 2 月份的低点。我们认为估值仍然具备很大的代表意义,从目前来看医药的配置价值凸显。

图表 3. 申万医药生物指数近些年估值情况 (TTM、整体法、剔除负值)



资料来源: iFinD, 中银证券

另一方面,对于整体板块的业绩端表现,我们依然维持全年“先低后高”的趋势判断,这种趋势会在三四季度体现的更加明显。在这种逐季加速的情况下,我们认为医药板块有望迎来反转。

医药生物板块 2023 年下旬业绩受到了“医药反腐”相关因素的扰动。一方面,常规诊疗及手术受到了一定的影响;另一方面,医疗设备的招标采购活动也有所推迟。2023 年三季度医药生物板块营业收入同比增速中位数为-1.53%,归母净利润同比增速中位数为-8.41%。2023 年四季度医药生物板块营业收入同比增速中位数为 0.25%,归母净利润同比增速中位数为-5.59%。

然而，整体来看，随着“医药反腐”相关因素的影响正在逐步褪去，行业的手术量也在逐步恢复。同时，2023年下半年医药生物板块业绩增速较低，业绩基数压力较小。伴随着手术量和医院招采购活动的逐步恢复，我们认为，2024年医药板块业绩有望呈现“先低后高”逐步加速的态势。

图表 4. 医药生物板块 2023 年及 2024Q1 各板块增速中位数情况

	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
医药生物						
营业收入 YoY (%)	0.82	10.32	7.76	(1.43)	0.25	1.27
归母净利润 YoY (%)	(19.45)	9.77	6.97	(8.17)	(5.38)	2.07
化学制药						
营业收入 YoY (%)	1.42	6.71	6.40	(5.02)	(1.85)	2.16
归母净利润 YoY (%)	(3.81)	4.94	4.95	(8.41)	(16.51)	8.11
中药						
营业收入 YoY (%)	6.02	10.63	10.55	(2.38)	(1.53)	(3.10)
归母净利润 YoY (%)	37.77	29.66	20.39	4.51	10.30	1.00
生物制品						
营业收入 YoY (%)	8.51	12.34	4.51	1.92	8.30	2.00
归母净利润 YoY (%)	(13.52)	(12.88)	(11.23)	1.50	(10.50)	(14.28)
医药商业						
营业收入 YoY (%)	7.80	12.69	10.45	(1.11)	0.15	4.04
归母净利润 YoY (%)	(1.13)	21.82	9.23	(1.15)	(22.05)	5.78
医疗器械						
营业收入 YoY (%)	(26.84)	6.16	1.51	(1.97)	(4.66)	1.26
归母净利润 YoY (%)	(50.64)	6.91	3.40	(22.44)	7.05	1.88
医疗服务						
营业收入 YoY (%)	(3.96)	18.38	16.89	5.49	16.53	4.03
归母净利润 YoY (%)	(15.98)	26.22	11.20	(12.80)	(10.17)	(17.80)

资料来源: iFind, 中银证券

二、关注进入价格平稳窗口期的品种

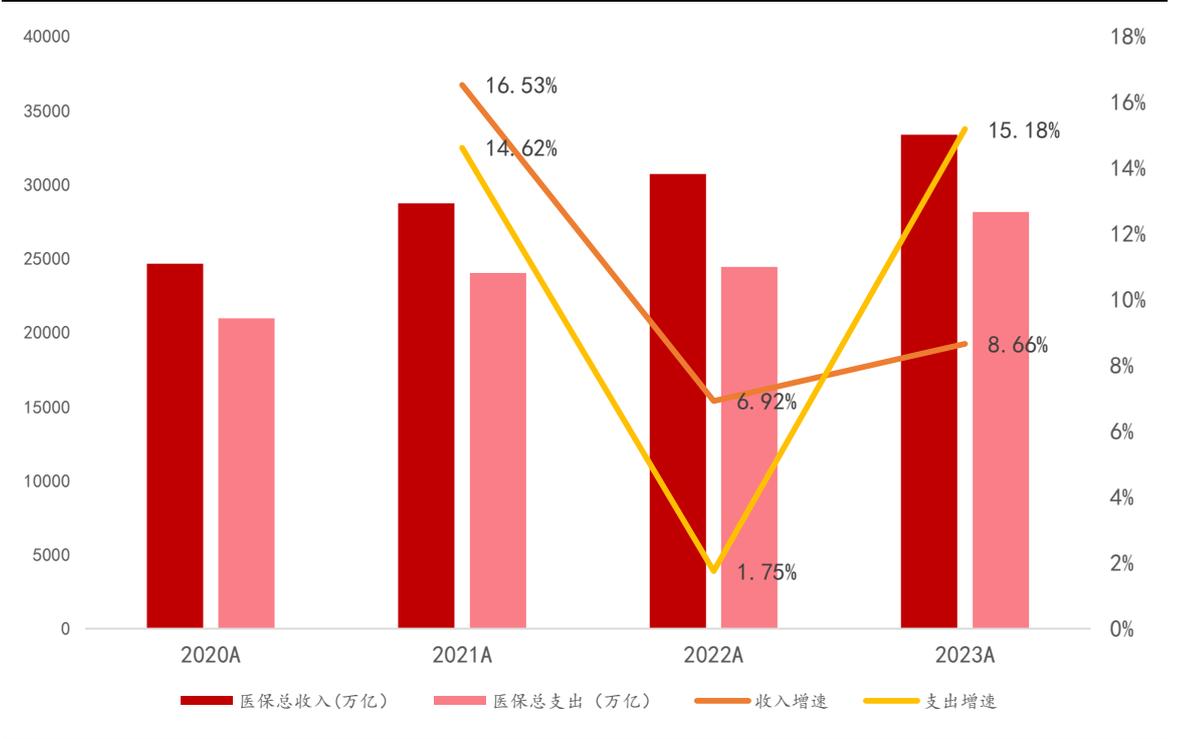
近年来，医药板块表现疲软，我们认为其根本原因是我国医疗行业所面临的矛盾已发生变化。

过去，医疗行业的主要矛盾聚焦于人民日益增长的医疗需求与我国医疗资源分配不均及供给不足之间的矛盾。然而，随着医保在我国医疗行业支付体系中占比的逐步提高，医保的话语权也日益增强。所以我们认为我国当下医疗行业的矛盾变为：人民日益增长的医疗需求与我国医疗支付压力日益加剧之间的矛盾。

为解决这一矛盾，政府正积极采取措施，旨在缓解医保的支付压力。政策通过集采、谈判降价等方式来解决药品价格高的问题，有效减轻医保的经济负担。根据中国政府网数据显示，2023年底每个省份集采药品数累计达到450种，截止到第7批集采时，集采品种已占据公立医疗机构化学药和生物药采购金额的35%。

但从目前趋势上来看，集采并不能完全解决医保的压力。根据2023年医保局发布的《医疗保障事业发展统计快报》，我国医保总收入为3.3万亿元，同比增速为8.66%，总支出为2.8万亿，同比增速为15.18%，支出增速明显高于收入增速。

图表 5. 2020-2023 年我国医保基金的总收入和总支出情况



资料来源：医保局，中银证券

且从覆盖上来看，我国医保覆盖率已经达到了较高的水平，所以医保收入持续高增长的难度不小。

从整体来看，在医保支付压力持续存在的背景下，医疗行业控费措施会持续推进，集采政策亦将不断深化，我们判断未来按病组（DRG）和按病种分值（DIP）的付费模式将在全国各地逐步推广实施。

图表 6. 基本医疗保险制度参保人数及覆盖率 (1999-2018 年)

年份	城镇职工基本医疗保险年末人数 (万人)	城镇居民基本医疗保险年末参保人数 (万人)	新农合参保人数 (万人)	覆盖率 (%)
1999	2,065.3	-	-	1.6
2000	3,786.9	-	-	3.0
2001	7,285.9	-	-	5.7
2002	9,401.2	-	-	7.3
2003	10,901.7	-	-	8.4
2004	12,403.7	-	8,000.0	15.7
2005	13,782.9	-	17,900.0	24.2
2006	15,731.9	-	41,000.0	43.2
2007	18,020.3	4,291.0	72,600.0	71.8
2008	19,995.6	11,826.0	81,500.0	85.3
2009	21,937.4	18,209.6	83,300.0	92.5
2010	23,734.7	19,472.0	83,600.0	94.6
2011	25,227.1	22,116.1	83,200.0	96.9
2012	26,485.6	27,155.7	80,500.0	99.1
2013	27,443.1	29,629.4	80,200.0	100.9
2014	28,296.0	31,450.9	73,600.0	97.5
2015	28,893.1	37,688.5	67,000.0	97.2
2016	29,531.5	44,860.0	63,879.0	100.0
2017	30,322.7	87,358.7	13,300.0	94.2
2018	31,673.0	89,738.0	13,300.0	96.5

资料来源：历年中国卫生和计划生育统计年鉴，历年中国统计年鉴，国家医疗保障局 2018 年全国基本医疗保障事业发展统计公报，中银证券

虽然未来集采常态化趋势明显，但行业中依然存在价格相对稳定的产品，这些品种大多为已经集采过的品种，且具备以下特点：

首先，在首次集采中，这些品种已实现大幅度的价格下调，其毛利率已经进入比较平稳的水平。

其次，降价之后，这些品种所在的行业格局逐渐稳固，形成新的竞争格局。由于渠道、品牌、成本等多重壁垒的存在，新进入者较少。

最后，这些品种仍然具备成长空间。根据广东省医疗保障局的数据，以心脏支架为例，自 2020 年新增支架集采后，2021-2023 年，中选心脏支架的使用量分别为 160 万条、183 万条和 218 万条，年均增长率高达 17%。

总体来看，我们认为许多品种已经逐步进入到价格平稳窗口期，且从近期支架、骨科、胰岛素等产品的一些集采续标情况来看，这些品种价格往往还能有不同程度的上浮。考虑到我国庞大的人口基数，集采降价后的可及性往往大幅提高，且伴随老龄化的加速，不少集采产品渡过价格降价周期后，仍会保持稳定的增长。

三、细分子行业

3.1 医疗器械：集采影响逐步出清，创新仍为主旋律

海内外医疗器械规模持续扩大，国产替代进程持续推进

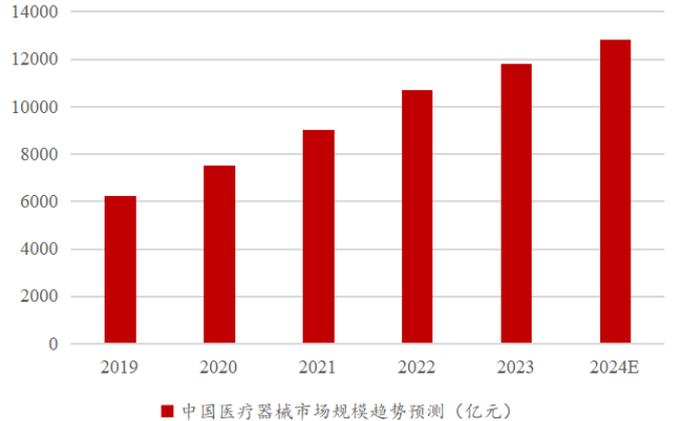
随着人口老龄化趋势加剧、居民生活水平不断提升，各医疗系统对于医疗器械的需求不断增长，我国医疗器械产业持续保持稳步发展态势。根据中商产业研究院披露的数据，2023年中国医疗器械工业市场规模达1.18万亿元，同比增长10.03%，2024年市场规模预计将达到1.28万亿元。

图表 7. 中国新增上市创新医疗器械数量



资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 8. 中国医疗器械市场规模趋势预测 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，中银证券

集采影响逐步减弱，政策规则细化

我们认为集采压力正在逐步出清，政策端见底。目前冠脉支架、关节类、脊柱类、运动医学和人工晶体集采陆续开展，集采规则在不断优化，骨科集采政策较冠脉支架集采更为合理，我们预期未来出现进一步大幅度降价的可能性较低，行业政策或将不会进一步收紧，集采风险基本出清。医疗耗材产品终端价格降低，而行业龙头具备更高的成本控制能力，且相较于进口产品更具有性价比，目前集采的业绩影响已经开始逐渐减弱，龙头企业有机会实现以量换价，市占率有望提升。

政策要求集采提质扩面，加强区域协同。2024年5月20日，国家医保局发布了《关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》，明确指出扩大联盟范围，加强区域协同，将条件具备的省级联盟采购提升为全国性联盟采购；加强统筹协调，做到国家和地方互为补充合理确定采购品种，持续扩大集采覆盖面；聚焦重点领域，国家组织开展新批次高值医用耗材集采和人工关节接续采购；重点指导江西、安徽、广东、浙江、福建、河南、河北等7省分别牵头体外诊断试剂、超声刀、结扎夹、冠脉切割球囊、血管介入等医用耗材全国联采工作；完善执行机制，增强集采制度效果。

图表 9. 医疗器械集采情况

	冠脉支架	关节	脊柱	冠脉支架续约	人工晶体和运动医学集采	人工关节续约
时间	2020 年 10 月	2021 年 8 月	2022 年 9 月	2022 年 9 月	2023 年 11 月	2024 年 5 月
采购周期	2 年	2 年	3 年	3 年	2 年	3 年
意向采购量	报送采购总需求的 80% 累加	全国医疗机构总需求量的 90%	按采购总需求的 80% 累加得出	填报总量不得 低于 2021 年实际采购量的 95%	按参加本次集中带量采购 每一家医疗机构报送的各 产品采购需求量累加得出	按参加本次接续采购的 每一家医疗机构报送的 各产品系统采购需求量 累加得出
产品分组	无	分 A、B 组	分 A、B、C 组	无	分 A、B 组	分 A、B 组
入围规则	按申报价格竞价比价, 低价入围					
入围企业数量	27 进 10, 中选率 37%	48 进 44 家, 中选率 92%; A 组产品中选率更高	低于最高申报价 4 折即可入围, 中选率无限制	未公布	未公布	61 进 54 家, 中选率 88.52%
中选规则一	申报价≤最低申报价 1.8 倍的, 或者申报价>最低产品申报价 1.8 倍, 但低于 2850 元	价格≤同竞价单元中最低价格 1.5 倍, 或者价格>1.5 倍, 但≤最高有效申报价 50%	价格≤同竞价单元中最低价的 1.3 倍; 或者价格>1.3 倍, 但≤最高有效申报价的 50%, 同时满足情形二, 不存在情形三	确定中标最高价 798 元, 不高于最高限价均能中标	价格≤同竞价单元中最低价的 1.3 倍; 或者价格>1.3 倍, 但≤最高有效申报价的 50%, 同时满足情形二、三	价格≤同竞价单元最低竞价比价格 1.2 倍的, 或者价格>同竞价单元最低竞价比价格 1.2 倍, 但不高于陶瓷类髋关节产品系统 7588 元、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 6761 元、合金-聚乙烯类髋关节产品系统 5615 元、膝关节产品系统 5162 元
中选规则二	/	A 组企业, 价格不高于 B 组最高拟中选竞价价格, 且 A 组价格不高于最高有效申报价的 50%; 设置髋关节各产品系统的竞价规则	A 组企业, 报价≤B 类最高拟中选的限价要求	/	人工晶体类: 价格≤同类产品别同折算规则最高有效申报价的 60%, 不受规则一的限制; 运动医学类: 价格≤同类产品别同折算规则最高有效申报价 40%, 不受规则一的限制	复活中选。未按规则一获得中选资格的有效申报企业, 若竞价比价格不高于陶瓷类髋关节产品系统 7987 元、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统 7117 元、合金-聚乙烯类髋关节产品系统 5910 元、膝关节产品系统 5434 元, 该企业获得复活中选资格, 不受规则一的限制
采购量分配原则	无特别说明	中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量, 剩余量由医疗机构按规则自主决定。	中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量, 剩余量由医疗机构按规则自主决定。	量价挂钩: 中选产品根据排名梯度分配基础量, 对中选顺位靠前的企业予以倾斜, 对中选顺位靠后的企业适当约束	中选依据, 梯度分配协议采购量。医疗机构报量但未中选产品采购需求量的 90%、医疗机构报量但未申报产品采购需求量的 90% 以及中选产品的待分配量共同组成剩余量, 由医疗机构自主选择分配给中选企业	竞价单元内按中选排名及中选规则, 梯度分配协议采购量。医疗机构报量但未中选产品系统凑够需求量的 90%、医疗机构报量但未申报产品系统采购需求量的 90% 以及中选产品系统的待分配量共同组成剩余量, 由医疗机构自主选择分配给中选企业
降价幅度	平均降幅 93%	平均降幅 82%	平均降幅 84%	未公布	人工晶体类耗材平均降幅 60%, 运动学类耗材平均降幅 74%	平均降幅 6%
伴随服务费	否	是	是	是	是	是

资料来源: 政府公告, 地方医疗保障局, 央视网, 国家组织医用耗材联合采购平台, 中银证券

创新仍为主旋律，研发费用持续提升

近年来，我国高度重视医疗器械产业的创新发展，各级政府陆续出台了多项激励政策，鼓励国产医疗器械加快创新、推动高端医疗器械国产化，促进新技术的推广应用，加快国内医疗器械产业的快速发展。根据国家药监局的数据，截至 2024 年 7 月 8 日，我国已经批准 277 个创新医疗器械上市，其中 2024 年以来批准 27 个，涉及支气管导航操作控制系统、眼底病变眼底图像辅助诊断软件、体外心室辅助设备、肾动脉射频消融仪等多款高端医疗器械，涵盖手术机器人、人工智能医疗器械、心肺支持辅助系统等多领域。

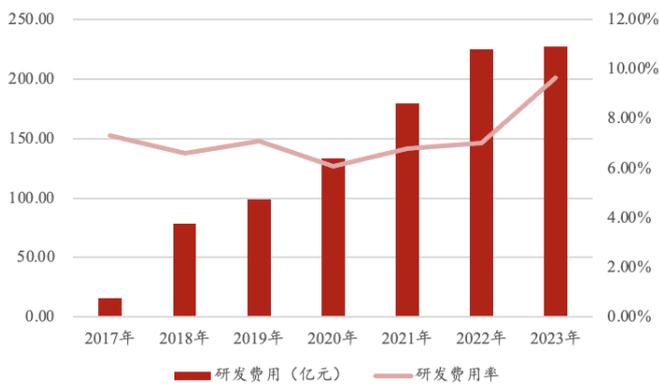
创新是未来医疗器械领域发展的主旋律。在集采降价压力下，未来真正具备优秀创新能力的龙头企业也将积极推出创新产品，将有望获得更高的市场份额，行业龙头优势进一步凸显。国内龙头企业已相继加大研发投入，在新兴技术领域布局，积极拓宽研发管线，在研项目有序推进，各企业积极投入科研经费布局新兴赛道，寻找新的业务增长点。即使在国家集采政策的压力下，我们预期在新产品逐步落地后，将会迎来新一轮的业绩增长。医疗器械公司持续保持较高研发投入，研发费用呈逐年上涨趋势。

图表 10. 部分中国创新医疗器械行业政策

发布时间	发办单位	政策名称	主要内容
2023 年 12 月	国家药监局	《支持福建探索海峡两岸融合发展新路推动药品医疗器械化妆品监管创新发展工作方案》	《工作方案》聚焦药品、医疗器械、化妆品监管创新，提出 7 项重点任务，包括：支持福建省内的台资药品上市许可持有人和医疗器械注册人发展、支持福建省内的台资化妆品注册人发展、支持福建开展进口第一类医疗器械备案、支持台湾地区进口医疗器械注册人在福建省内开展境内第三类医疗器械注册申报、支持福建在探索两岸中药传承创新融合发展上先行先试、支持福建开展两岸药品监管科学研究、支持福建持续加强两岸医药民间交流。
2022 年 4 月	国务院	《“十四五”国民健康规划》	加强对防控所需药品和医疗器械应急研发、检验检测、体系核查、审评审批、监测评价等工作的统一指挥与协调。建立国家参考品原料样本和病患信息应急调用机制，完善药品紧急研发攻关机制。深化药品医疗器械审评审批制度改革，对符合要求的创新药、临床急需的短缺药品和医疗器械、罕见病治疗药品等，加快审评审批。
2021 年 12 月	国家药监局	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	构建面向患者全方位、全生命周期的新型医疗装备创新和技术转化体系已成为全球医疗科技创新热点，“创新链、产业链、服务链”等快速调整优化；优化创新医疗装备注册评审流程，支持拥有发明专利，技术属于国内首创且国际领先，具有显著临床应用价值的医疗装备进入特别审批通道，优先审批。
2021 年 9 月	国家药监局	《“十四五”全民医疗保障规划》	鼓励产品创新，鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品或服务，逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围。
2021 年 7 月	国家发改委等四部门	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	提升国家重点实验室等重大医学科研平台设施和装备水平。建设高水准、国际化、开放性的药物、医疗器械装备、疫苗等临床科研转化平台和创新技术孵化基地。
2021 年 3 月	国家药监局	《关于进一步促进医疗器械标准化工作高质量发展的意见》	提升标准科技支撑能力，推动标准化工作与科技创新体系深度融合，注重科研与标准的有效衔接，加强标准科研支撑能力，促进医疗器械标准化与科技创新、产业发展紧密结合。
2021 年 3 月	国家药监局	《关于开展医疗器械质量安全风险隐患排查治理工作的通知》	国家局及时通报相关企业名单，各省级药品监管部门重点排查相关企业质量管理体系自查、原材料采购、生产工艺控制、成品检验和不良事件监测体系运行情况，特别是创新医疗器械与产品创新点有关的生产工艺是否得到有效控制，以及附条件审批产品所附条件是否得到有效落实。

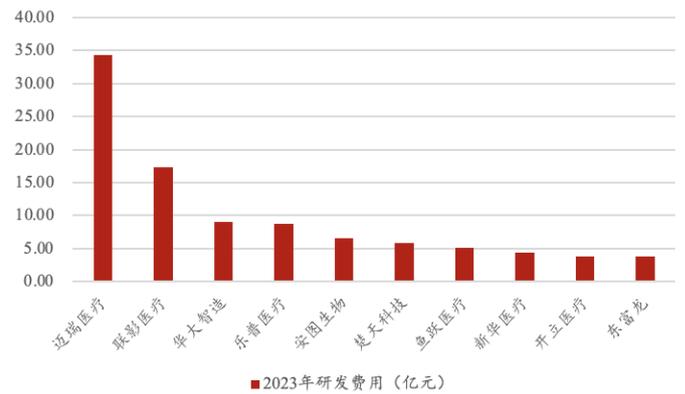
资料来源：中商产业研究院，中银证券

图表 11. 近年医疗器械板块研发费用及研发费用率



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 12. 医疗器械板块研发费用排名 Top10 企业



资料来源: iFinD, 中银证券

设备更新政策预期推迟采购需求

2023 年一季度, 随着新冠疫情影响的逐渐减弱, 医疗设备采购出现明显恢复, 推动板块实现营业收入和归母净利润的高速增长, 同时也形成了一定的高基数影响。但进入下半年, 受医疗反腐影响, 医院的采购活动遭遇暂停或者推迟的挑战。2023 年一季度 SW 医疗设备板块的营业收入同比增速中位数为 29.22%, 但是 2023 年全年营业收入增速的中位数仅为 7.87%。利润端方面, SW 医疗设备板块归母净利润 2023 年一季度同比增速中位数为 53.60%, 全年同比增速中位数仅为 0.99%。

2024 年一季度, SW 医疗设备板块的营业收入同比增速中位数为 -6.71%, 归母净利润同比增速中位数为 -20.68%, 均出现负增长的情况。这一现象部分归因于上年同期形成的高基数效应, 也受到新政策出台的影响, 如 2024 年 3 月国务院出台《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 医院采购倾向于方案落地后, 从而使得采购活动有所推迟。

重点关注大规模设备更新政策落地

2024 年 3 月, 国务院出台《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 覆盖工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗七个领域。《方案》鼓励具备条件的医疗机构加快**医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人**等医疗装备更新改造, 推动医疗机构病房改造提升, 补齐病房环境与设施短板。

在新冠疫情期间, 与生命维持相关的医疗设备行业得益于“医疗新基建”和“贴息贷款”的政策助力, 但也累积了一定的基数压力。此前, 有部分投资者担心, 经过这一轮政策刺激后, 医院的医疗设备招标采购需求是否会出现下行。然而, 新出台的大规模设备更新方案给予了医疗设备采购新的政策支持, 为医疗设备行业带来了新的增长动力。

2024 年下半年建议关注各地大规模设备更新的具体落实和医院的招采购情况。目前部分地区已经公布了更新方案和投资规模, 例如: 广东省公布投资规模为 53.9 亿元, 24.2 亿元来源为申请中央投资, 其余资金由使用单位自筹, 由地方财政及专项债券等解决。随着具体更新方案的实施, 我们预期 2024 年上半年推迟的医疗设备采购需求有望在 2024 年下半年逐步释放。此外, 2023 年下半年医疗设备行业受到医疗反腐的影响, 收入和利润均为低基数, 医疗设备行业有望实现亮眼的收入端及利润端增长。

3.2 创新药: 利好政策加码, 出海仍为主旋律

利好性政策频出, 全链条支持方案正式通过。2024 年 7 月 5 日, 国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出, 发展创新药关系医药产业发展, 关系人民健康福祉, 要全链条强化政策保障, 统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策, 优化审评审批和医疗机构考核机制, 合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源, 强化新药创制基础研究, 夯实我国创新药发展根基。我们预计各地区针对医药创新发展的政策将会陆续颁布, 全面支持创新药企业的后续管线推进, 上游需求端有望迎来边际改善。

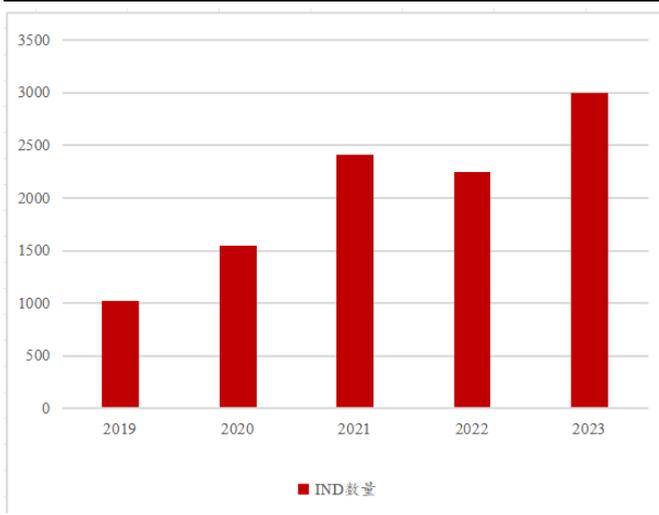
近年来各地利好政策陆续颁布，鼓励创新药研发，加快上市审评速度。为鼓励药品创新，提升药品质量为导向，国家陆续出台了一系列针对新药注册的特殊审批管理规定。在优先评审、MAH 制度、默认许可制等多重措施下，我国创新药行业在加快新药注册步伐上取得了良好效果，更迅速地将创新药推向市场，从而促进国内创新药的发展，加速国内创新药企业的成长进程。目前国内创新药市场进口药品比例仍然较高，国产药品替代空间较大，随着药品审评新政策的出台，我国药品临床试验申请和注册申报数量恢复增长。此外，在多重利好政策下，国产创新药从“与国际接轨”到“出海”也在逐步实现。

图表 13. “十四五”医药工业发展规划医药创新政策

总体要求	加快创新驱动发展转型，培育新发展新动能，推动产业高端化、智能化和绿色化，构筑国际竞争新优势，健全医药供应保障体系，更好满足人民群众多元化、多层次的健康需求。
发展目标	全行业研发投入年均增长 10% 以上；目标到 2025 年，创新产品新增销售占全行业营业收入增量的比重进一步增加。
具体要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 政府支持企业在全市场紧盯新靶点、新机制药物的研发和发布，积极引领创新。 2. 重点发展针对重大临床需求和罕见病治疗需求的化学新药，包括针对肿瘤、自身免疫性疾病、神经退行性疾病等疾病的新药研发。 3. 推进中药守正创新，开发与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的中药新药

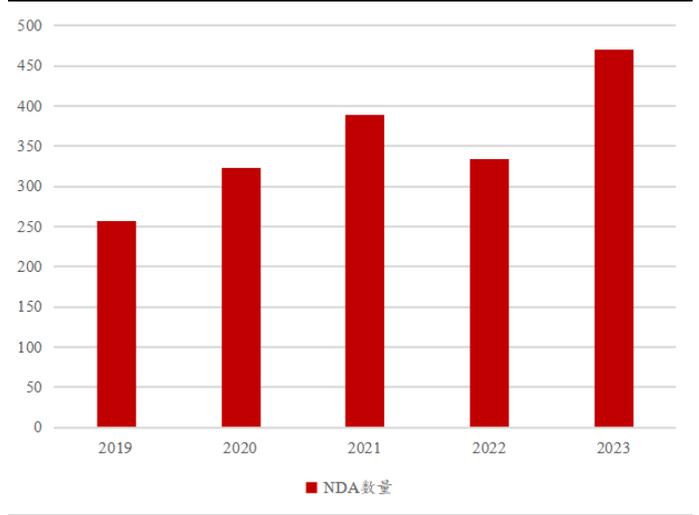
资料来源：国家医保局，中银证券

图表 14. 化学创新药临床试验申请 (IND) 申报数 (个)



资料来源：HANKUN，中银证券

图表 15. 近年新药上市申请 (NDA) 数 (个)

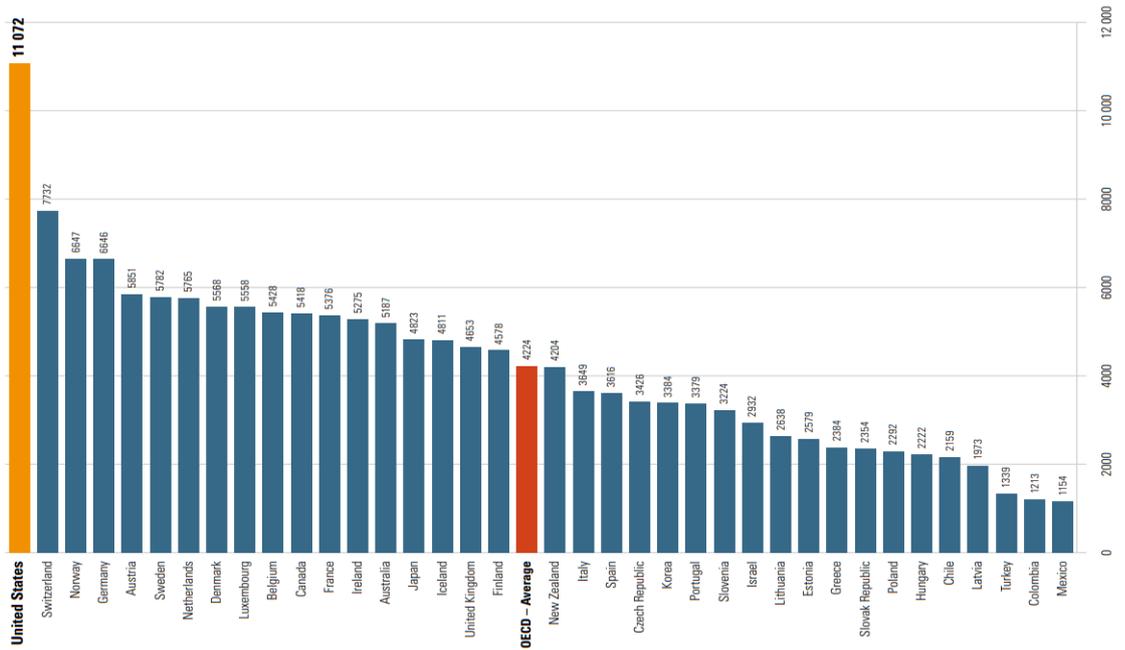


资料来源：HANKUN，中银证券

出海仍然是中国创新药企业发展的重要方向，美国医药市场空间尤其可观。中国创新药企业拓展海外市场虽然会面临一定的挑战，但由于海外的市场空间较大，出海仍然是中国创新药企业发展的重要战略方向。中国药企的出海方式包括：自主出海，中国药企自己在海外进行临床试验及申报；License-out，中国药企将产品的海外权益卖给海外企业，由海外企业进行临床实验、申报及销售等工作；合作开发，中国药企与海外药企合作对产品进行开发。目前，中国药企在出海方面选择 License-out 及合作出海较多。

美国以其对创新药企业较为友善的医药支付环境，成为全球创新药企业竞相追逐的重要目标市场。在健康医疗领域，美国的人均支出远高于 OECD 组织的平均水平，也高于同为发达国家的澳大利亚、加拿大、英国等国家。根据 OECD Health Statistics Database 数据，2019 年，美国的人均健康医疗支出为 11,072 美元，而 OECD 组织人均支出为 4,224 美元。美国医药支付的多元化结构是其市场吸引力的关键所在，涵盖公共支付、商业保险及个人支付的多种渠道，美国公共支付的比例远低于其他 OECD 国家。虽然 FDA 的监管要求为医药研发带来了更大的挑战，但是美国的医药市场支付环境也为中国药企带来了新的机遇。

图表 16. 2019 年全球各国人均医疗健康支出



资料来源: OECD Health Statistics Database, 中银证券

中国创新药 license-out 交易方面好消息频出。根据医药魔方数据库, 2023 年中国创新药 license out 交易金额和交易数量依旧保持提升, 国内共发生了近 70 笔创新药 license out 交易, 已披露交易总金额超 350 亿美元, 包括百利天恒、诚意生物、和黄医药等在内的创新药企业均取得较高交易总额。目前国内仍然存在靶点相对集中、同质化明显的问题, 同时受到地缘政治影响, 企业迫切需要提升自身创新能力, 加强基础研究和关键技术攻关, 建议关注新适应症差异化布局、具备突破同质化重围潜力的品种。

图表 17. 2023 年中国创新药 license out 交易 TOP15

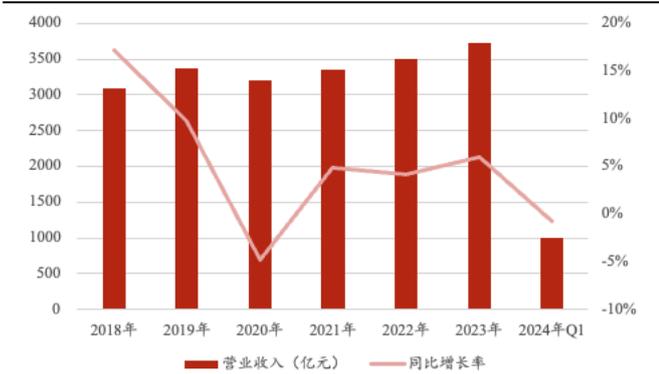
序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	交易总额	首付款	里程碑金
1	2023/12/12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	84.000	8.000	71.000
2	2023/11/9	诚意生物	AstraZeneca	ECC5004	20.100	1.850	18.250
3	2023/5/7	百力司康	Eisai	BB-1701	20.000	未披露	20.000
4	2023/4/3	映恩生物	BioNTech	BD-1303; DB-1311	16.700	1.700	15.000
5	2023/10/20	翰森制药	GSK	HS-20089	15.700	0.850	14.850
6	2023/1/4	药明生物	GSK	4 款 TCE 双/多抗	15.000	0.400	14.600
7	2023/10/30	恒瑞医药	Merck KGaA	HRS-1167; SHR-A1904	14.986	1.713	未披露
8	2023/10/16	亨利医药	Novo Nordisk	ocedurenone	13.000	未披露	未披露
9	2023/2/23	康诺亚	AstraZeneca	CMG901	11.880	0.630	11.250
10	2023/1/23	和黄医药	Takeda	咪唑替尼	11.300	4.000	7.300
11	2023/11/13	传奇生物	Novartis	LB2102	11.100	1.000	10.100
12	2023/12/15	和铂医药	Pfizer	HBM9033	11.030	0.530	10.500
13	2023/11/6	普米斯	BioNTech	PM8002	10.550	0.550	10.000
14	2023/8/14	恒瑞医药	Aiolos Bio	SHR-1905	10.500	0.215	10.285
15	2023/4/13	启德医药	Pyramid	GQ1010	10.200	0.200	10.000

资料来源: 医药魔方, 中银证券

3.3 中药：政策驱动与需求共舞，筑底企稳迎高景气增长长期

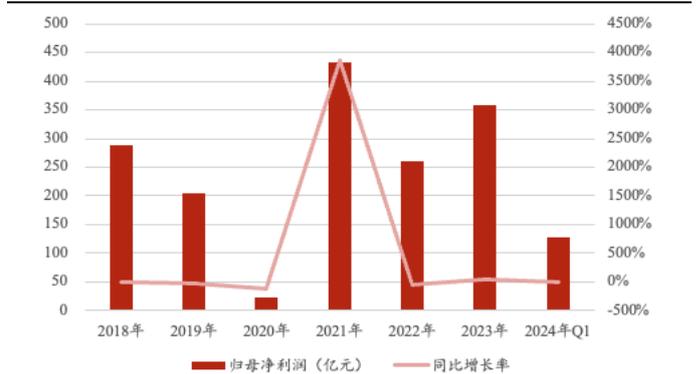
自 2023 年以来，中药板块受医药反腐等外部因素及业绩短暂承压等内部因素的共同影响，估值呈现持续走低趋势，目前已达到相对低位。进入 2024 年 Q1，尽管中药板块业绩增速因高基数效应略有下降，显示出一定的业绩端承压，但多项利好政策的出台、企业内部结构的优化以及市场需求的稳定增长，为中药板块的未来发展奠定坚实的基础。政策红利的持续释放加速中药创新药的审批审评流程，中成药在基药目录的占比提升及双跨品种的增多有望推动中药产品放量增长。此外，消费者健康意识的提升和老龄化趋势的加剧促使大健康产业蓬勃发展，国企改革的深入推进不断优化中药企业治理结构，基层中医药诊疗的全面铺开为企业提供终端市场下沉机会。基于此，我们预计中药板块将延续高景气度发展态势，成为医药行业中的重要增长点。

图表 18. 2018-2024Q1 中药板块营业收入及增速



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 19. 2018-2024Q1 中药板块归母净利润及增速



资料来源: iFinD, 中银证券

中医药新政频传，政策红利驱动新药研发热潮持续升温

国家高度重视中医药行业发展，密集发布中医药行业支持新政，进一步加大“十四五”期间对中医药领域的推进力度。政府出台的一系列政策，从产业链的上游到下游，均展现出了前所未有的连贯性和支持力度。在产业链的上游环节，政策聚焦于对中药材的源头治理与质量监控，强化各环节的规范化管理等；中游层面，政策注重中成药市场的优化布局，集采和发展并举以及中药工程的发展，重点扶持中药配方颗粒和中药创新药；在下游领域，政策致力于推进传承创新体制机制建设，加强中医科室建设和人才培养，推动中药文化传播。

图表 20. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况

政策或公告	颁布主体	时间	内容
《“十四五”中医药发展规划》	国务院办公厅	2022/3/3	到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	国务院办公厅	2024/6/3	推进中医药传承创新发展。推进国家中医药传承创新中心，中西医协同旗舰医院等建设。支持中药工业龙头企业全产业链布局，加快中药全产业链追溯体系建设。
《“体重管理年”活动实施方案》	国家卫健委	2024/6/6	发挥中医药对体重管理的技术支撑作用。进一步推广体重管理中医药适宜技术，为各类人群提供中医体质辨识和包括饮食调养、起居调摄、运动保健等在内的中医药保健指导服务。研究制定妇女、儿童青少年肥胖治未病干预指南。
《中药标准管理专门规定》	国家药监局	2024/7/4	围绕建立“最严谨的标准”，从政策和技术层面分别作出规定，将药品标准管理的通用性要求与中药产品自身特点相结合，对中药标准研究制定的基本原则、各类中药质量标准具体要求、标准修订、实施等进行规定，明确了责任主体，规范了关键流程。

资料来源: 国务院办公厅, 国家卫健委, 国家药监局, 中银证券

随着中药针对性支持性政策的逐步落地，国内新药研发热度迭起。根据国家药品监督管理局发布的《2023年度药品审评报告》，2023年中药注册申请受理量达1,163件，同比增加176.25%。以审评序列统计，IND申请75件，同比增加31.58%，包含47个创新中药品种（54件）、21个改良型中药品种（21件）；NDA申请26件。同期共有9个中药新品种获批上市，其中小儿豉翘清热糖浆是首个按现行中药注册分类批准的改良型新药。

根据米内网数据，进入2024年一季度，中药新药上市申请的承办数量迅速攀升至11款，较去年同期大幅增长超过66%，其中6个为中药1.1类创新药，5个为中药3.1类新药。同期共有18款中药新药的临床试验申请获得承办，其中中药1类创新药13个、2类改良型新药5个。此外，共有5个中药新药批准上市，获批数量创同期历史新高；其中1.1类3种，3.1类2种。我国中药市场迎来新药频繁上市的新阶段，获批上市数量呈现上升趋势，我们预计此趋势会继续加深。

图表 21. 2024 年至今中药新药申请上市情况（截至 2024 年 4 月 12 日）

药品名称	注册分类	企业简称	承办日期	治疗领域（大类）
龙七胶囊	1.1	康缘药业	2024/4/4	肿瘤疾病用药
通络健脑片	1.1	悦康药业	2024/3/1	心脑血管疾病用药
紫花温肺止咳颗粒	1.1	悦康药业	2024/3/1	呼吸系统疾病用药
小儿黄金止咳颗粒	1.1	东方运嘉	2024/2/19	儿科用药
喉啞清胶囊	1.1	瑞和制药	2024/1/29	五官科用药
牛黄小儿退热贴	1.1	健民集团	2024/1/26	儿科用药
一贯煎颗粒	3.1	吉林敖东	2024/1/24	消化系统疾病用药
枇杷清肺颗粒	3.1	仲景宛西制药	2024/1/20	呼吸系统疾病用药
二冬颗粒	3.1	药都樟树	2024/1/12	消化系统疾病用药
枇杷清肺饮颗粒	3.1	天士力	2024/1/10	呼吸系统疾病用药
温经汤颗粒	3.1	天士力	2024/1/5	妇科用药

资料来源：米内网，中银证券

图表 22. 2024 年一季度国内获批上市的中药新药

批准文号	药品名称	注册分类	企业名称	治疗领域（大类）
国药准字 C20240002	苓桂术甘颗粒	3.1	华润三九（雅安）药业有限公司	呼吸系统疾病用药
国药准字 Z20240003	秦威颗粒	1.1	成都华西天然药物有限公司 成都永康制药有限公司	骨骼肌肉系统疾病用药
国药准字 Z20240002	九味止咳口服液	1.1	卓和药业集团股份有限公司 亚宝药业四川制药有限公司	呼吸系统疾病用药
国药准字 C20240001	芍药甘草汤颗粒	3.1	武汉康乐药业股份有限公司	神经系统疾病用药
国药准字 Z20240001	儿茶上清丸	1.1	湖北齐进药业有限公司 葵花药业集团（襄阳）隆中有限公司	五官科用药

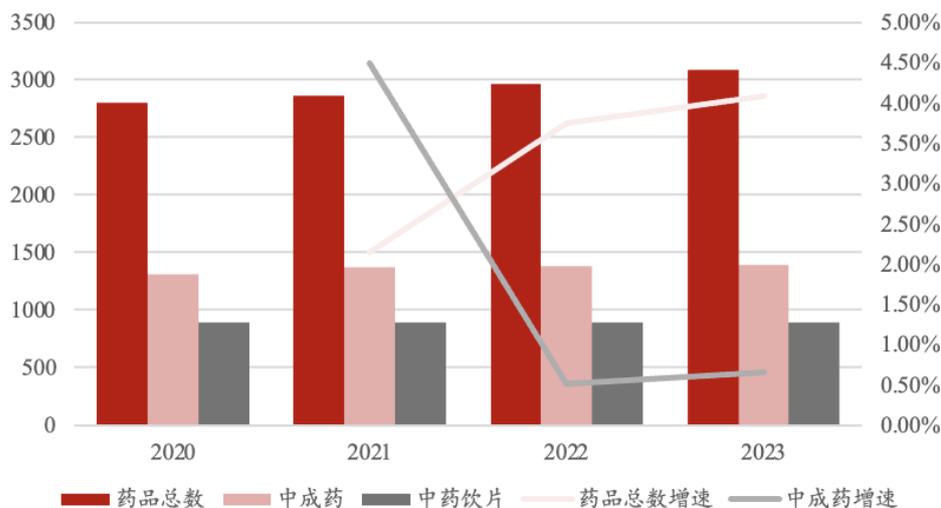
资料来源：米内网，中银证券

中药纳入医保范畴持续扩大，准入基药目录比重有望加大

国家医疗保障局联合国家中医药管理局在2021年12月14日发布的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》彰显了医保政策对中医药发展的坚定支持。该意见明确了将更多符合条件的中医医药机构纳入医保定点范畴，并扩大异地就医的直接结算定点范围，同时在医保支付范围内纳入“互联网+”中医药服务。由此可见，纳入医保定点的中医医药机构范围不断扩大。

2020-2023年期间，中成药在医保药品目录中的占比始终保持在45%以上，且品种数量持续增长，从2020年的1,315种增至2022年的1,381种，年均复合增长率达到2.48%。2023年12月13日，国家医保局、人力资源社会保障部印发的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》显示新版医保药品目录内药品总数达到3,088种，其中中成药品种数量已达到1,390种，同比增长0.65%，中药饮片仍为892种，进一步凸显医保支付向中药倾斜的趋势。

图表 23. 2020 年-2023 年医保目录药品数量 (个)



资料来源：健康界，国家医保局，中国中医药报，中银证券

图表 24. 2023 年医保目录新增中成药

药品名称	医保支付标准	治疗领域 (大类)
散寒化温颗粒	8.28 元 (每袋装 10g (相当于饮片 48g))	呼吸系统疾病用药
岑桂术甘颗粒	18.80 元 (每袋装 16g (相当于饮片 55.2g))	呼吸系统疾病用药
参葛补肾胶囊	4.35 元 (每粒装 0.32g (相当于饮片 3.6g))	神经系统疾病用药
虎贞清风胶表	2.99 元 (每粒装 0.40g (相当于饮片 2.33g))	骨骼肌肉系统疾病用药
广金钱草总黄酮胶囊	4.76 元 (每粒装 0.2g (含广金钱草总黄酮提取物 133mg))	泌尿系统疾病药物
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	1.75 元 (每片重 75mg (含黄蜀葵花总黄酮提取物 20mg))	五官科用药
连榆烧伤膏	100.00 元 (25g/支)	皮肤科用药
淫羊藿素软胶囊	17.00 元 (每粒 0.4g (含淫羊藿素 100mg))	肿痛疾病用药
芪胶调经颗粒	20.00 元 (每袋装 8g (相当于饮片 14.08g))	妇科用药

资料来源：人民日报健康客户端，中银证券

国家卫健委于 2021 年 11 月发布了《国家基本药物目录管理办法 (修订草案)》的公开征求意见稿，标志着基药目录的调整工作被提上日程。随后，在 2023 年 3 月的《对十三届全国人大五次会议第 1996 号建议的答复》中，国家卫健委指出要提高国家基本药物目录中成药占比，体现“中西医并重”。根据米内网预测，即将出台的第六版基药目录中在品种数量有望从第五版的 685 个品种增加至 900-1,000 个，其中中成药的品种数量预计将从现有的 268 个增加到 300-400 个。

此外，国务院于 2021 年 9 月印发的《中国儿童发展纲要 (2021-2030 年)》中，明确提出将扩大基药目录中儿科用药品种和剂型范围，探索制定国家儿童基药目录。国家卫健委则是在 2023 年 3 月发布的《关于政协第十三届全国委员会第五次会议第 03687 号提案答复的函》中回复会将更多符合临床需求的眼科药品纳入基药目录管理。鉴于基药目录与医保目录之间的紧密联系，即进入基药目录的品种通常会被优先考虑纳入医保目录，“双目录”机制预计会在未来进一步驱动中成药市场扩张，儿科和眼科用药或将进一步放量。

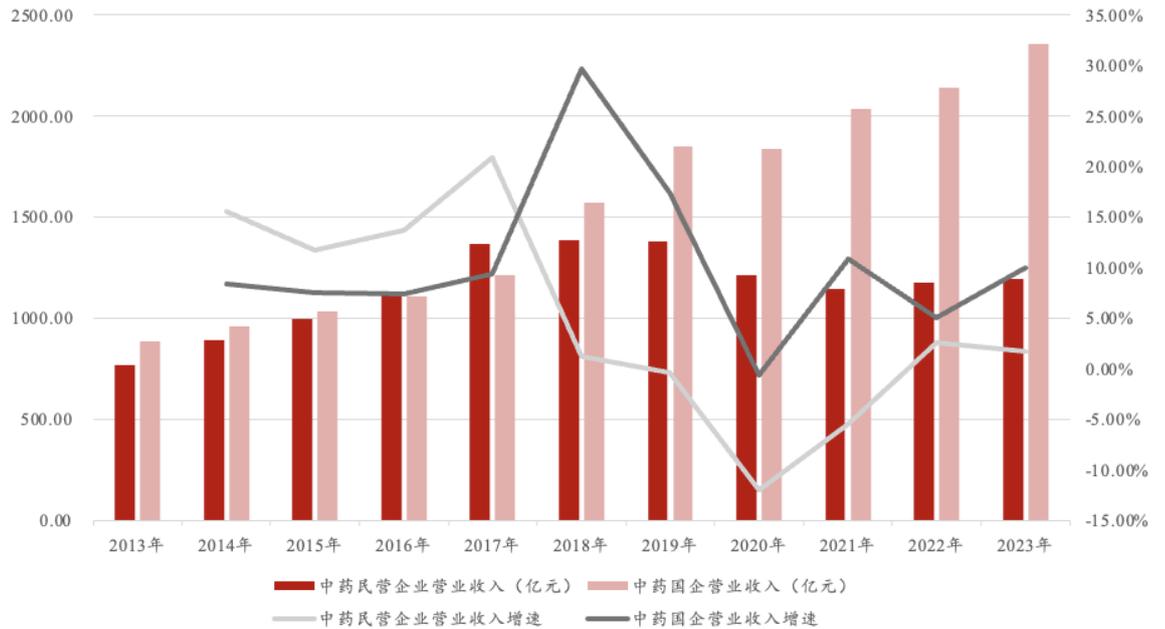
中成药消费属性逐步显化，双跨品种持续增多

面对医保控费和集采降价政策的政策压力，药企加速处方药向非处方药及双跨品种 (即同时适用于处方与非处方市场) 的转变策略，延长产品生命周期。自 2020 年起，国家药监局已批准 121 种处方药实现“处转非”，其中中成药在 63 个独家品种中占比超七成。进入 2024 年，趋势愈发明显，年内已有 15 种处方药实现转型，中成药占 13 种；8 种实现双跨，中成药占 7 席。展望未来，随着市场和政策环境的持续演变，中成药有望在“处转非”领域持续领跑。随着转型加速，中成药在院外市场的渗透率不断提升。根据赛柏蓝数据，中成药在院外市场的销售占比由 2018 年的 50.3% 稳步增长至 2022 年的 53.7%，我们预计这一增长趋势在未来会继续深化。

国企稳健前行，改革效果良好

随着 2020 年 9 月国企改革三年行动正式启动，国有中药企业经营水平稳健提升。在营业收入方面，国企展现出持续的领先地位，除 2016 年和 2017 年略有不及外，其余年份均保持稳健增长态势。相较之下，民营企业的营业收入受疫情影响较大，虽在疫情后有所回升，但截至 2023 年仍未恢复到 2019 年水平，与国有企业的营收差距逐年拉大。在利润表现方面，民营企业利润具有较大波动性；国有企业则展现出更强的经济韧性和恢复能力，在 2020-2023 年间实现扣非归母净利润的持续正增长。新一轮国企改革已经开启，我们认为对中药行业来说或许是新的发展机会。

图表 25. 中药民营企业/国企近十年营业收入



资料来源: iFinD, 中银证券

3.4 原料药：扰动风险出清，需求逐步回暖，部分品种价格企稳

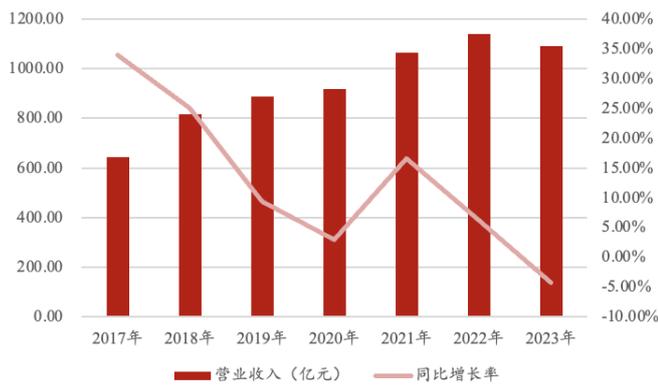
原材料行业部分产品目前价格企稳，板块估值处于相对低位。2023 年原料药板块收入端和利润端均有所承压，2023 年板块营业收入同比下降 4.26%，归母净利润同比下降 37.53%，利润端承压较明显。阶段性的“去库存化”已近尾声，下游需求端逐渐恢复，且 2024 年 6 月 28 日的市盈率为 37.69 倍，处于历史相对低位。化学药品原料药制造 PPI 指数自 2022 年高点后持续下滑，至 2024 年中期稳定在较低水平，呈现底部企稳态势，叠加去库存逐步缓解、原研药专利即将集中到期、集采风险逐步出清、需求端逐步回暖等因素影响，我们预计板块业绩在 2024 下半年即将呈现复苏趋势，建议继续关注后续价格边际变化和新品种放量情况。

图表 26. 近十年 SW 原料药市盈率 (单位: 倍)



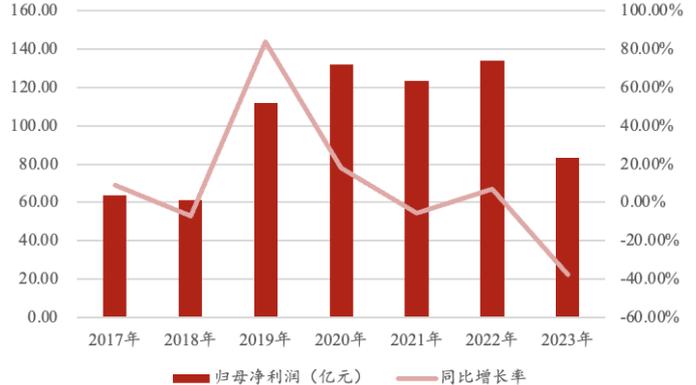
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 27. 原料药板块营收及其增速 (2017-2023)



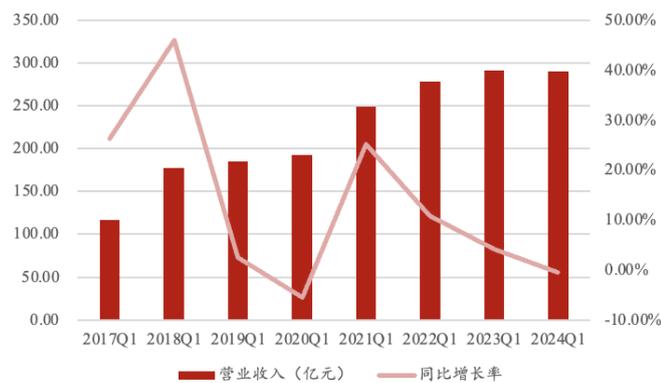
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 28. 原料药板块归母净利润及其增速 (2017-2023)



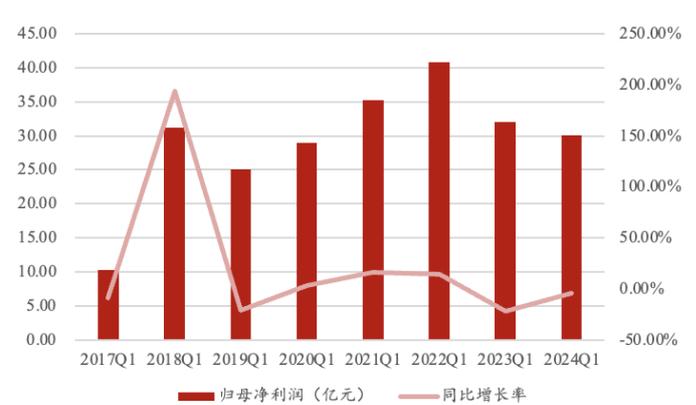
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 29. 原料药板块一季度营收及其增速 (2017Q1-2024Q1)



资料来源: iFinD, 中银证券

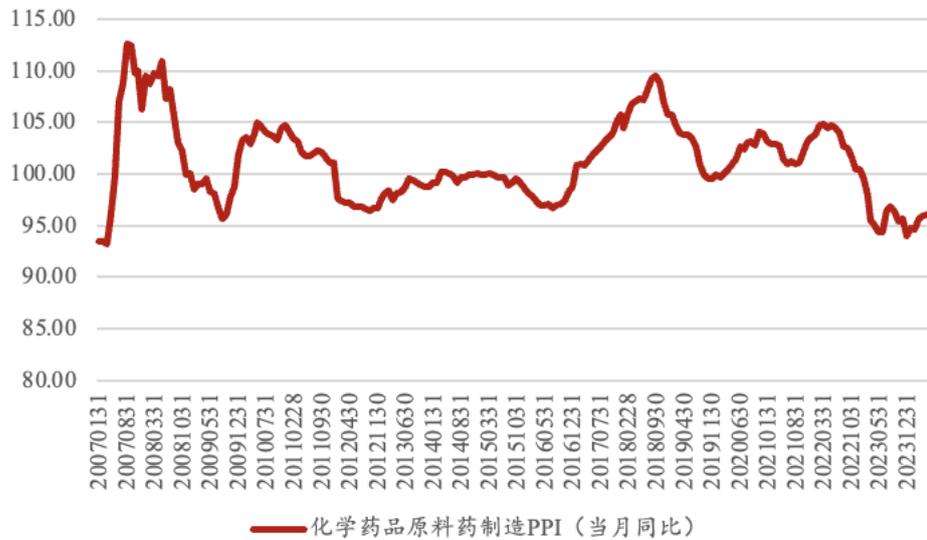
图表 30. 原料药板块一季度归母净利润及其增速 (2017Q1-2024Q1)



资料来源: iFinD, 中银证券

近期原料药价格逐步企稳，密切关注竞争格局较好的原料药品种后续走势。过去 2-3 年，由于产能扩张、疫情、下游客户清库存等多重因素影响，原料药整体价格呈现下滑的趋势。化学药品原料药制造 PPI 指数在经历 2022M3 的小高峰后，逐步开始下滑。具体品种如维生素、抗生素、沙坦类产品价格均有回落，甾体类价格较为稳定，地塞米松磷酸钠有一定程度涨价趋势。但从近期数据上来看，原料药价格逐步趋于稳定。从原料药 PPI 指数上看，至 2024M5，PPI 指数逐渐稳定在 96.00 水平，呈现出底部企稳的态势。一方面，长期的价格下行导致绝大多数下游客户库存水平较低，随着原料药价格逐步趋于稳定，下游企业开始考虑补充库存，对于部分竞争格局较好的原料药品种如 VD3 和甾体类产品，不排除未来 2-3 个季度内价格可能会出现小幅反弹；另一方面，中国原料药在规模、生产工艺、成本等方面仍具备较大的优势，中国原料药的市场份额有望进一步提高。因此，在未来一段时间内，部分竞争优势明显的品种如 VD3、抗生素等可能会呈现量价齐升的趋势。

图表 31. 化学药品原料药制造 PPI 指数图



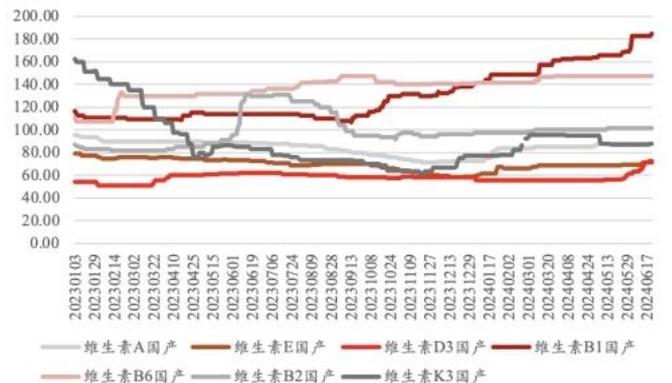
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 32. 甾体价格走势 (元/kg)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 33. 维生素类价格走势 (元/kg)



资料来源: iFinD, 中银证券

原研药专利集中到期有望为行业带来机遇。据 Evaluate Pharma 披露数据，2026 年全球预计将有多个原研药大品种陆续专利到期，而随着仿制药的品种数量迅速上升，原料药市场规模将逐年上升，进而相应的原料药需求将大幅提高，特色原料药市场有望扩大。

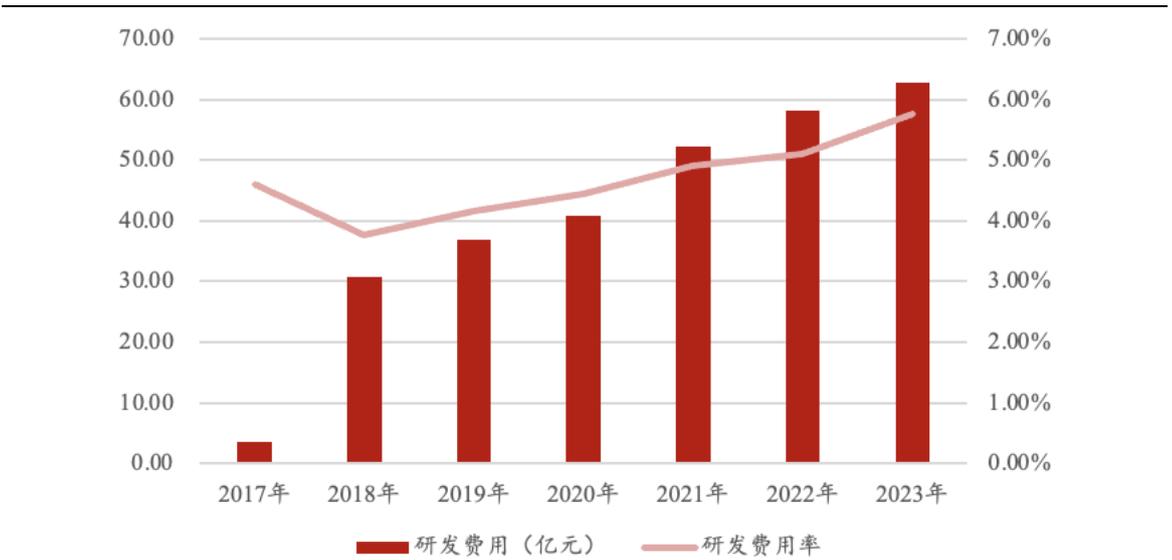
图表 34. 近年专利到期可能影响的原研药销售额



资料来源: Evaluate Pharma, 中银证券

原料药企业通过产业升级改革、产品结构优化、产业链管控等方式提高板块生产效率，毛利率有望得到修复。由于企业维持较高研发投入和新产品线拓展，未来规模效应扩大可能会进一步推动盈利能力增强，行业景气度仍旧良好，板块业绩逐渐进入复苏期。API 企业继续顺应原料药制剂一体化趋势或进行业务整合和战略转型，后续随着上游原材料价格逐渐回落和航运成本降低、制剂集采落地推动 API 市场规模扩大，以及企业新产品管线的扩充和新产能逐步落地，板块毛利率有望获得修复，盈利能力继续增强。

图表 35. 近年原料药板块研发费用及研发费用率



资料来源: iFinD, 中银证券

3.5 CXO: 海外市场受到扰动，细分市场仍然存在机会

CXO 行业 2024 年上半年估值持续承压

CXO 行业在 2024 年上半年估值持续承压，截至 2024 年 6 月 28 日，SW 医疗研发外包板块的市盈率为 16.44 倍，已经低于同期医药生物板块整体市盈率。从业绩端来看，SW 医疗研发板块 2023 年营业收入同比增速中位数为 10.29%，而 2024 年一季度营业收入同比增速仅为 1.38%。头部公司在 2024 年一季度的营业收入甚至出现负增长的情况。

图表 36. SW 医疗研发外包市盈率 (单位: 倍)



资料来源: iFinD, 中银证券

一方面, 从 2020 年至 2022 年期间, 新冠相关药物研发在为行业带来研发需求的同时, 也造成了高基数的压力, 特别是对于承接了新冠特效药大订单的头部 CXO 公司而言, 这一业绩基数压力尤为明显。另一方面, CXO 行业在国内市场及海外市场均面临一定的压力。在国内市场, 2018 年至 2021 年间, 中国创新药行业经历了融资的高峰期, 但自 2022 年起, 融资热度出现明显回落, 一些创新药公司在资金压力下选择进入 CXO 市场进行竞争。在海外市场, 国际关系的波动为中国 CXO 公司承接海外订单带来了一定的不确定性, 海外药企在选择 CXO 公司也会有相应的考量。

头部收入及利润承压, 细分赛道公司收入及利润增长表现优秀

头部 CXO 公司在 2023 年面临前一年高基数的增长压力, 药明康德、昭衍新药的营业收入同比增长均低于 10%, 而凯莱英的营业收入甚至出现负增长。2024 年一季度, 头部的 CXO 公司的收入及利润持续承压, 药明康德、凯莱英、康龙化成、昭衍新药等均出现收入端及利润端的负增长。

其中, 药明康德 2024 年一季度营业收入同比下降 11%, 剔除新冠商业化项目后同比下降 1.8%。从地区来看, 美国地区收入在 2024 年 Q1 剔除新冠商业化项目后增长 0.4%, 而欧洲地区收入同比增长 3.9%, 保持正向增长, 收入下降主要受中国、日本、韩国等地区收入下降的影响。细分业务方面, 公司的新分子业务 (TIDES) 增长表现强劲, 在 2024 年一季度实现收入 7.8 亿元, 同比增长 43%, TIDES 在手订单同比显著增长 110%。

凯莱英在 2024 年一季度实现营业收入 14.00 亿元, 同比下降 37.76%。但值得注意的是, 若剔除上年同期大订单收入的影响, 其营业收入实际上实现同比 15.21% 的正向增长。进一步分析, 2024Q1, 来自欧美市场的客户收入在剔除上年同期大订单影响后同比增长 62.80%, 来自跨国大制药的公司收入在剔除上年同期大订单收入影响后同比增长 19.62%。

图表 37. CXO 公司业绩情况 (百万元)

	营业收入			营业收入同比增速(%)		
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
药明康德	39,355	40,341	7,982	72	3	(11)
凯莱英	10,255	7,825	1,400	121	(24)	(38)
昭衍新药	2,268	2,376	325	50	5	(12)
康龙化成	10,266	11,538	2,671	38	12	(2)
美迪西	1,659	1,366	260	42	(18)	(43)
阳光诺和	677	932	252	37	38	9
百诚医药	607	1,017	216	62	68	34
诺泰生物	651	1,034	356	1	59	71
博济医药	424	556	167	31	31	62
	归母净利润			归母净利润同比增速(%)		
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
药明康德	8,814	9,607	1,942	73	9	(10)
凯莱英	3,302	2,269	282	209	(31)	(55)
昭衍新药	1,074	397	(272)	93	(63)	(245)
康龙化成	1,375	1,601	231	(17)	16	(34)
美迪西	338	(33)	(38)	20	(110)	(137)
阳光诺和	156	185	73	48	18	52
百诚医药	194	272	50	75	40	42
诺泰生物	129	163	66	12	26	216
博济医药	28	24	17	(29)	(12)	41

资料来源: Ifind, 中银证券

规模相对较小的 CXO 公司仍然保持收入端及利润端的稳健增长。2023 年, 百诚医药的营业收入同比增速达到 68%, 阳光诺和的营业收入达到 38%。2024 年一季度, 百诚医药、阳光诺和和博济医药的收入端均保持正向增长, 归母净利润增速均在 40% 以上。

诺泰生物聚焦多肽业务, 自主选择产品和定制产品双轮驱动, 司美格鲁肽、利拉鲁肽等原料药已获得 FDA First Adequate Letter。公司 2023 年实现营业收入 10.34 亿元, 同比增长 59%, 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 26%。根据公司业绩预告, 预计公司 2024 年上半年归母净利润为 1.8 亿元-2.5 亿元, 同比增幅为 330%-497%。

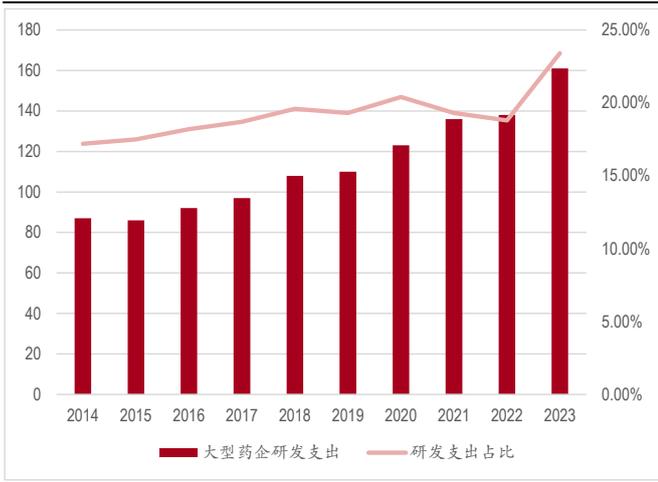
长期来看全球医药研发的需求持续增长, 新兴细分领域仍然存在需求

CXO 行业相比创新药研发而言, 通常面临的风险较小, 但作为医药研发及制药行业的上游, 其景气度会受到下游市场需求波动的影响。当全球医药生物的融资热度较高, 药企研发支出增加的情况下, CXO 行业会表现出较高的景气度。反之, 若下游市场承压, CXO 行业也会受到来自产业链下游的压力。

医药需求存在一定的刚性属性, 全球医药生物研发支出保持上升趋势。根据 IQVIA 数据, 全球大型药企 (large pharma) 在 2023 年的研发总支出达 1,610 亿美元, 与 2022 年相比实现 17% 的增长, 2018-2023 年的五年年均复合增长率为 8%。2023 年全球大型药企的研发支出占比已经达到了 23.4%, 为近 10 年内最高水平。

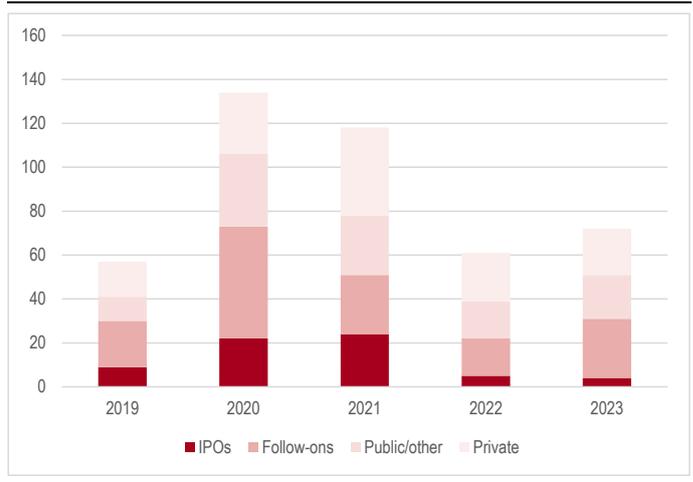
从融资的角度看, 医药生物融资存在一定的周期, 全球医药生物融资情况在 2023 年已经出现好转。根据 IQVIA 数据, 全球医药生物融资在经历 2020-2021 年的高峰后, 在 2022 年出现较大幅的回落。2023 年全球医药生物融资规模已经出现反弹, 医药生物公司 (Biopharma) 总融资额达到了 720 亿美元, 同比增长 18%。2023 年, 公开募集、和追加投资等渠道的融资规模均出现同比增长。

图表 38. 全球大型药企研发支出情况 (单位: 十亿美元)



资料来源: IQVIA, 中银证券

图表 39. 全球医药生物公司融资规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: IQVIA, 中银证券

全球医药研发与销售的热点领域为行业带来新的需求, 尤其是一些较为新兴的领域产能相对紧缺, 为 CXO 行业带来了相应的机会。

(1) ADC

肿瘤治疗目前仍然是创新药研发中的重要方向, ADC 具有高特异性靶向能力和强效杀伤作用, 因此在肿瘤治疗方面具有较大的潜力。

ADC 药物的生产涉及抗体生产、毒素与连接子合成、偶联过程和纯化, 以及制剂灌装等流程。偶联反应需要关注反应浓度、投料量、时间、缓冲体系、pH 等因素, 且过程中涉及放热反应, 需要进行温度控制。连接子与抗体进行偶联的过程中, 需要控制抗体上所连接的毒素数量 (DAR), 从而保证了药品的均一性。ADC 药物涉及高活性毒素, 需要进行设施设备清洁管理杜绝交叉污染, 同时需要做好人员和环境的防护。此外, 为了保障稳定性 ADC 药物往往以冻干形式存在, 因此 ADC 的生产涉及到冻干灌装的工艺。

(2) 多肽药物

在 2023 年, 多肽药物在血糖管理与减重适应症方面均表现出优异的销售增长, 在其他适应症方面也表现出亮眼的成绩。诺和诺德的司美格鲁肽在 2023 年的销售额超过了 200 亿美元, 其中应用于减重适应症的司美格鲁肽销售额在 45 亿美元以上。礼来的替尔泊肽在 2023 年降糖适应症销售额超过了 50 亿美元, 减重适应症于 2023 年年末获批, 上市 2 个月内销售额超过 1.7 亿美元。

多肽药物目前仍然面临供不应求, 司美格鲁肽在 2023 年多地区出现供给短缺的情况。礼来和诺和诺德目前均在积极进行产能扩张。

多肽药物的发展很大程度上依赖于多肽生产工艺的发展与成熟, 第二代多肽生产方法基因重组法与化学合成法使得多肽可以进行大规模生产和分离纯化。基因重组法在前期的投入非常大, 在大规模生产后可以一定程度上降低成本, 但是基因重能表达的结构相对有限。化学合成法的研发周期较短可以进行快速生产, 是目前多肽药物合成中较广泛应用的方法。

2024 年下半年建议关注海外扰动及国内创新药融资回暖情况

2024 年上半年, CXO 海外市场受到的扰动较大, 药明康德在美国《生物安全法案》中被提及, 造成投资者对于 CXO 承接海外订单前景的担忧。2024 年 6 月, 《生物安全法案》纳入《2025 国防授权法案》(NDDA) 失败, 法案是否会最终通过仍然存在不确定因素。中国头部 CXO 药明康德、康龙化成、凯莱英等均有较大占比的收入来自海外, 海外扰动因素仍然将对于公司订单承接和预期造成影响。

从国内市场来看, 国内创新药发展的政策环境在 2024 年向好发展, 创新药在 2024 年作为新兴产业首次在《政府工作报告》中被提及。2024 年 7 月, 国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》, 会议指出: 要全链条强化政策保障, 统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策, 优化审评审批和医疗机构考核机制。

中国创新药融资在 2022 年后出现明显回落，创新药研发的压力较大。在政策利好下，创新药行业的发展预期及融资热度有望回暖，从而带动上游医药研发的相关需求。

3.6 医疗服务：长期仍然存在增长空间，估值位于近年低位

2024 年一季度在高基数上面临一定的压力

2022 年医疗服务诊疗秩序受到了新冠疫情的负面影响，积压的诊疗需求在 2023 年集中兑现，一定程度上造成了高基数压力。爱尔眼科、华夏眼科等眼科专科医院 2023 年收入同比增速均在 20% 以上，而归母净利润同比增速则在 30% 及以上。综合性医院国际医学在 2023 年的营收收入同比增速高达 70%，亏损幅度也有降低。

2024 年一季度医疗服务公司面临一定的高基数压力，爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科的营业收入增长虽保持正向增长，但均在 10% 以下。爱尔眼科的归母净利润在 2024 年一季度同比增幅为 15%，归母净利润率提高了 2 个百分点。

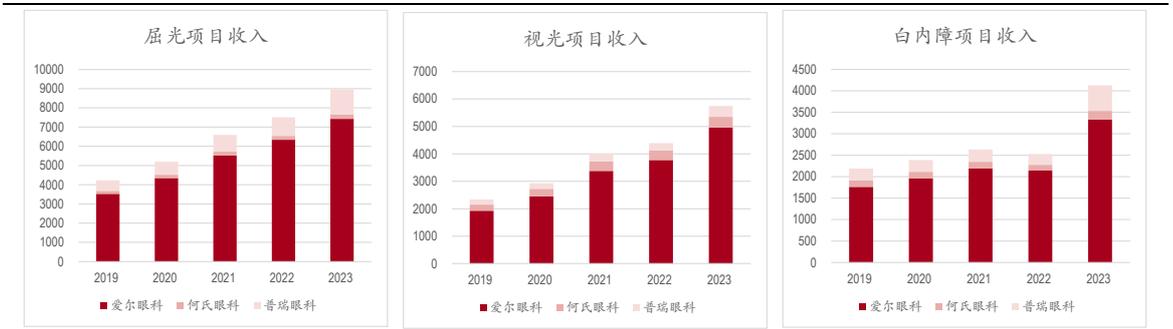
图表 40. 医疗服务公司业绩情况（百万元）

	营业收入				归母净利润			
	2023	同比增速 (%)	2024Q1	同比增速 (%)	2023	同比增速 (%)	2024Q1	同比增速 (%)
爱尔眼科	20,367	26	5,196	3	3,359	33	899	15
华夏眼科	4,013	24	978	5	666	30	156	4
普瑞眼科	2,718	57	676	4	268	1,203	17	(90)
何氏眼科	1,185	24	285	(7)	64	91	29	(49)
通策医疗	1,366	(18)	260	(43)	(33)	(110)	(38)	(137)
国际医学	4,618	70	1,173	11	(368)	(69)	(105)	40
盈康生命	1,471	27	416	15	100	(117)	26	(34)
三博脑壳	1,313	23	337	8	78	24	33	35
美年健康	70,443	70	13,701	36	2,529	(32)	660	18

资料来源：iFind，中银证券

从眼科细分赛道来看，各眼科专科医院屈光项目、视光项目和白内障项目收入均保持稳健增长。其中白内障作为衰老性疾病，其手术需求量伴随人口老龄化有望持续提升。视光项目方面，随着国家近视防控战略持续推动儿童青少年建档量的增加，以及近视防控手段和产品品类逐渐丰富和升级，视光项目的需求有望持续提升。

图表 41. 眼科专科医院各细分项目收入情况（单位：百万元）

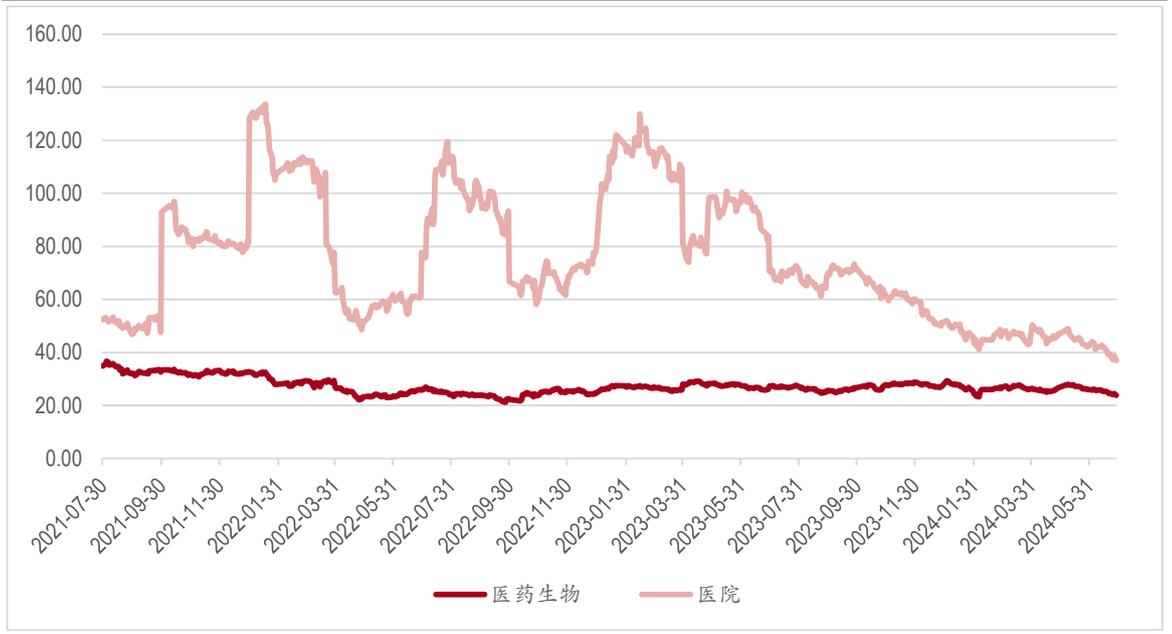


资料来源：iFinD，中银证券

估值水平位于近年低位

医院板块在 2024 年上半年估值表现相对平稳，且为近年相对低位水平。截至 2024 年 6 月 28 日，SW 医院市盈率为 36.92 倍，为近年首次低于 40 倍。

图表 42. SW 医院板块估值 (倍)



资料来源: iFinD, 中银证券

从估值水平来看, 医疗服务公司估值已进入合理区间。在眼科专科医院中, 2023 年爱尔眼科和华厦眼科的市盈率已经低于 30 倍。从成长性考虑, 爱尔眼科和华厦眼科预期 2023 年-2026 年 EPS 年均复合增长率均在 20% 以上, 预期 2026 年市盈率均低于 20 倍, PEG 低于 1.5 倍。综合性医院方面, 国际医学 2026 年预期市盈率为 18 倍。

图表 43. 医疗服务公司估值情况 (倍)

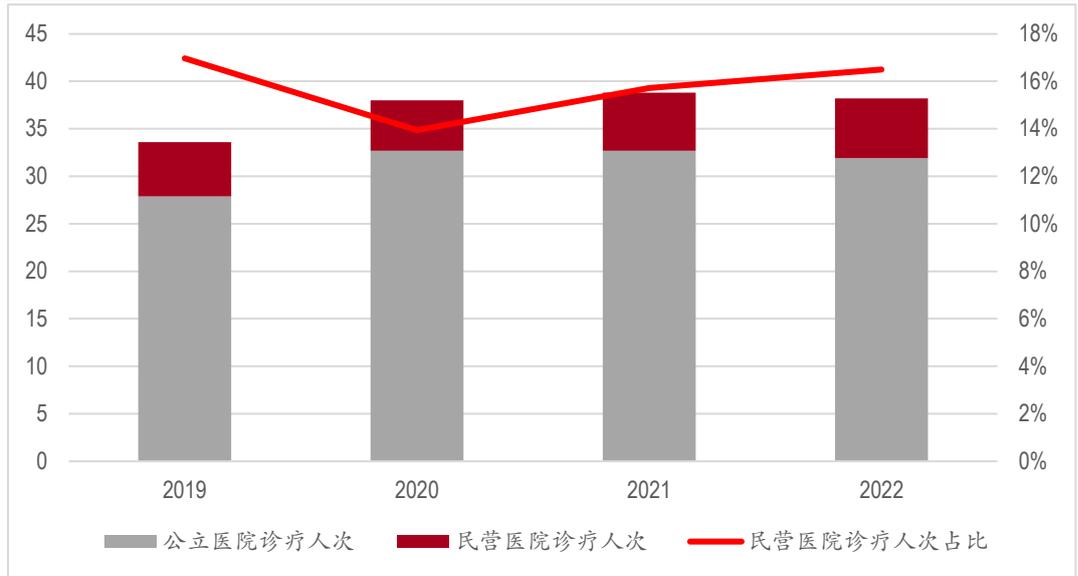
	EPS (倍)				市盈率 (倍)				EPS CAGR(%)	PEG (倍)
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
爱尔眼科	0.36	0.46	0.55	0.67	28.66	22.63	18.77	15.39	23	1.24
华夏眼科	0.79	1.00	1.24	1.51	26.14	20.74	16.74	13.75	24	1.09
普瑞眼科	1.79	1.17	1.79	2.37	19.73	30.12	19.75	14.89	10	2.00
何氏眼科	0.40	0.53	0.70	0.92	53.36	40.49	30.66	23.33	32	1.68
通策医疗	(0.25)	(0.05)	0.56	1.17	(105.64)	(496.19)	46.52	22.22	NA	NA
国际医学	(0.16)	0.05	0.16	0.26	(28.72)	93.60	29.30	18.00	NA	NA
盈康生命	0.16	0.21	0.27	0.34	48.15	36.20	28.31	22.02	30	1.62
美年健康	0.81	0.96	1.12	1.23	28.66	22.63	18.77	15.39	23	1.24

资料来源: iFinD, 中银证券 (EPS 预期来自 iFinD 一致预期, 市盈率根据 2024 年 6 月 28 日收盘价计算, EPG=2023 PE/23-26 CAGR/100)

私立医疗服务存在长期增长空间

目前, 中国公立医院仍然是提供医疗服务的中坚力量, 尽管民营医院在数量上超越公立医院, 但在实际诊疗服务方面, 其承担的诊疗人次却远远不及公立医院。根据卫健委数据, 2022 年民营医院的诊疗人次为 6.3 亿, 诊疗人次在医院全部诊疗人次中的占比仅为 16%。

图表 44. 近年中国公立医院及民营医院诊疗人次（单位：亿人次）



资料来源：卫健委统计数据，中银证券

中国民众对于医疗服务需求不断增长，而公立医院的医疗卫生资源面临有限性的挑战，尤其是优质医疗资源相对集中，难以满足日益增长的多样化和可及性需求。在此背景下，随着我国医药卫生体制改革的不断深化，医疗领域引入社会资本有利于增加医疗服务领域供给。从长远视角来看，医院板块仍然具有长期的增长逻辑。

3.7 疫苗：品种为王，关注新品种推进情况

板块经过估值消化后目前处于相对低位，2024年6月28日的PE为27.55倍。板块自2021年以来一直处于相对低迷的行情之中，但自新冠疫情爆发后，疫苗受到了较高的社会关注度和期待，在此期间，社会对疫苗的认知程度也得到了较大的提升。随着市场教育程度的提高，疫苗上市企业得到了资本市场较为透彻的了解，股价的错估逐渐缩小。但同时，由于疫苗行业新产品的研发需要大量时间进行研究试验，因此行业新的增长点到来也需要更长时间。

图表 45. 近十年 SW 疫苗板块估值（倍）



资料来源：iFinD，中银证券

品种为王，关注新品种疫苗催化空间

未来包括带状疱疹病毒疫苗、呼吸道合胞病毒（RSV）疫苗等产品在内的新重点大品种将有望为疫苗板块带来可观的业绩增量，中国疫苗市场也有望实现持续扩容。

带状疱疹疫苗未来市场空间广阔。带状疱疹是由长期潜伏在脊髓后根神经节或颅神经节内的水痘-带状疱疹病毒（VZV）经再激活引起的病毒感染性皮肤病。据药时空数据，我国每年有近 300 万成年人受带状疱疹影响，中国 50 岁及以上人群每年新发带状疱疹病例约 156 万，国内带状疱疹疫苗市场有较大的市场空间。据弗若斯特沙利文报告显示，预计 2025 年中国带状疱疹疫苗市场规模达 56.3 亿元，年复合增长率 16.4%；到 2031 年达到 100.7 亿元，6 年复合增长率为 10.1%。

目前国内带状疱疹疫苗正在快速放量。据中检所数据披露统计，2024 年第一季度带状疱疹疫苗共获得 25 批次批签发，其中百克生物的感维获得 12 批次，GSK 的 Shingrix 获得 13 批次，市场增速较为显著。

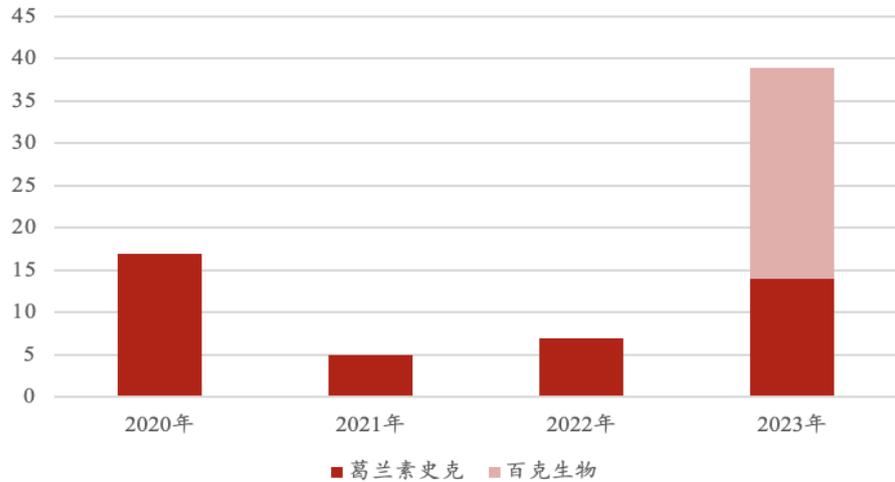
目前国内带状疱疹疫苗市场已有 GSK 的 Shingrix 重组蛋白疫苗和百克生物的感维减毒活疫苗获批上市，还有少数企业采用 mRNA 疫苗的技术路径。2019 年 5 月，GSK 的重组带状疱疹疫苗在国内获批上市，并于 2023 年 10 月与智飞生物签署独家经销和联合推广协议，向智飞生物独家供应重组带状疱疹疫苗并许可智飞生物在合作区域内营销、推广并进口相关产品。除百克生物外，国内还有绿竹生物、上海所、迈科康生物等企业涉足了带状疱疹疫苗。根据赛柏蓝的数据，已处于临床 III 期阶段的有绿竹生物、中慧元通/怡道生物，均为重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）；处于临床 II 期的有迈科康生物（重组蛋白技术路线）；处于临床 I 期的有华诺泰、嘉晨西海、瑞科生物、康希诺生物等。

图表 46. 带状疱疹疫苗中国研发格局

疫苗	企业	佐剂	IND	临床一期	临床二期	临床三期	BLA
重组蛋白							
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	GSK	AS04					✓(5M19 获批)
LZ901	绿竹生物	铝				✓(9M23 入组)	3Q24e
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	怡道生物/中慧元通	CpG1018				✓(预招募)	
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	迈科康生物	MA105			✓(5M23 入组)		
	瑞科生物	BFA01		✓(2m23 入组)			
	华诺泰生物	na		✓(11M23 入组)			
	远大赛威信	TVA01	✓				
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	国药中生上海所	Na	✓				
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	智飞生物	Na	✓				
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	吉诺卫生物	Na	✓				
减毒活							
带状疱疹减毒活疫苗	百克生物						✓(2M23 获批)
带状疱疹减毒活疫苗	国药中生上海所				✓		
带状疱疹减毒活疫苗	万泰生物					×(已中止)	
带状疱疹减毒活疫苗	国药中生长春祈健		✓				
mRNA							
JCXH-105	嘉晨西海		✓				
病毒载体							
CS-2032	康希诺生物		✓(加拿大)				

资料来源：赛柏蓝，中银证券

图表 47. 带状疱疹疫苗近年来各企业签发批次（次）



资料来源：赛柏蓝，中银证券

国内外企业相继布局呼吸道合胞病毒疫苗。呼吸道合胞病毒(respiratory syncytial virus, RSV)属副黏液病毒科，以呼吸道为主要感染部位，常在婴幼儿和老年人中引发严重的肺炎和支气管炎。自 2022 年开始，3 款 RSV 疫苗分别获批用于老年人以及婴幼儿预防 RSV 感染，且多款 RSV 疫苗处于临床阶段，RSV 疫苗进入高速发展时期。据国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）官网，2024 年以来，又有五款国产 RSV 疫苗在国内的临床试验申请获受理。海内外企业争相针对 RSV 疫苗展开布局，预计未来竞争相对比较激烈。我国 RSV 感染带来的医疗负担较大，RSV 疫苗需求前景可观。

图表 48. 国内外 RSV 药企研发进展

公司	药品名称	中国最高研发阶段
赛诺菲&阿斯利康	Beyfortus	获批上市
爱科百发	AK0529	NDA 申请
默沙东	MK-1654	临床 3 期
辉瑞	Sisunatovir	临床 2/3 期
艾棣维欣	ADV110	临床 2 期
泰诺麦博制药	TNM-001	临床 2 期
三叶草生物	SCB-1019	临床 1 期
达冕生物	RV-1770	临床 1 期
深信生物	IN006	临床申请批准
GSK	Arexvy	临床实验许可
康乐卫士	RSV 疫苗	临床前及 IND 申请
优锐医药	MVA-BN	临床申请
嘉晨西海	JCXH-108	临床前
沃森生物/蓝鹊生物	RQ3033	临床前
石药集团	RSV 疫苗	临床前
艾美疫苗	RSV 疫苗	临床前
博沃生物	RSV 疫苗	临床前
智飞生物	RSV 疫苗	临床前
思安信生物	RSV 疫苗	临床前
威斯津生物	RSV 疫苗	临床前
君拓生物	VV116	临床前
峨巍医药	RSV 疫苗	/
瑞科生物	RSV 疫苗	/
康泰生物	RSV 疫苗	/
迈科康生物	RSV 疫苗	/
艾博生物	RSV 疫苗	/
百克生物	RSV 疫苗	/
华南疫苗	RSV 疫苗	/

资料来源：中国医药创新促进会，中银证券

图表 49. 2024 国产 RSV 疫苗国内临床试验申请获受理情况

受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	承办日期
CSXL2400244	呼吸道合胞病毒 mRNA 疫苗	预防用生物制品	新药	1.2	石药集团巨石生物制药有限公司	2024/04/17
CSXL2400233	呼吸道合胞病毒 mRNA 疫苗	预防用生物制品	新药	1.2	合肥阿法纳生物科技有限公司	2024/04/16
CSXL2400228	重组呼吸道合胞病毒疫苗 (CHO 细胞)	预防用生物制品	新药	1.3	成都华任康生物科技有限公司; 上海迈科康生物科技有限公司	2024/04/12
CSXL2400187	呼吸道合胞病毒 IN006 二价 mRNA 疫苗	预防用生物制品	新药	1.2	深圳深信生物科技有限公司	2024/03/16
CSXL2400180	鼻喷重组呼吸道合胞病毒疫苗 (5 型副流感病毒载体)	预防用生物制品	新药	1.1	广州思安信生物技术有限公司	2024/03/13

资料来源: CDE, 中银证券

3.8 零售药店:短期内行业收到比价政策影响, 渠道能力重要性凸显

短期内估值收到“比价政策”的影响

从长期看, 零售药店行业整体复合增速相对平稳, 头部公司现金流表现稳健。同时, 医药零售的需求具备一定的刚性属性, 2024 年 1-5 月估值表现较为平稳, 市盈率保持在 22.5 倍至 27.0 倍之间。行业估值在 2024 年 6 月开始表现出下行, 在 2024 年 6 月 3 日至 2024 年 6 月 28 日期间市盈率从 24.39 倍下降至 17.53 倍, 已经位于近年最低水平。零售药店的估值下行一定程度上受到了行业内“比价”系统上线的影响。

图表 50. SW 线下药店市盈率情况 (单位: 倍)



资料来源: iFinD, 中银证券

5 月底, 国家医保局下发《关于开展“上网店, 查药价, 比数据, 抓治理”专项行动的函》, 提到: 以当日同城即时配送价格为锚点, 比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价, 深圳、西安、大连已相继开放了医保药品价格查询。部分投资者担心, 比价系统会将消费者引流至线上药店或者价格更低的线下药店, 造成低价竞争, 从而挤压零售药店行业利润。

我们认为, 伴随着零售药店纳入统筹医保体系, 对于零售药店的监管加强是必然趋势——引导和监管零售药店合理定价也是监管的重要部分。伴随着对于价格的监管加强, “渠道”的重要性有所凸显: 在线下药店中, 头部药店对上游有一定的议价权, 而且凭借规模效益可以有效降低销售及管理费用率。此外, 目前线下药店与线上药店相比, 在“支付”方面仍旧具备一定的优势: 虽然有个别地区开通了药店 O2O 的医保个人账户支付, 但是统筹医保支付依然需要在线下实体药店进行。

此外, 虽然比价系统为近期上线, 但是此前大部分地区的医保统筹政策已经对于支付标准进行了规定, 超出支付标准的部分无法享受统筹支付, 甚至部分地区对于价格加成也有所管控。因此, 比价系统带来的边际影响相对有限。

线下药店药品销售规模在 2024 年 1-4 月保持正向增长

根据米内网数据，2024 年 1-4 月中国实体药店市场累计规模为 1,997 亿元，较去年同期累计规模下滑了 4.3%。一方面，上年同期甲流带来的相关需求造成了一定的高基数压力；另一方面，饮片、器械、保健品销售规模均出现同比下滑，部分在于医保个账改革造成消费者可支配的医保个账金额减少。

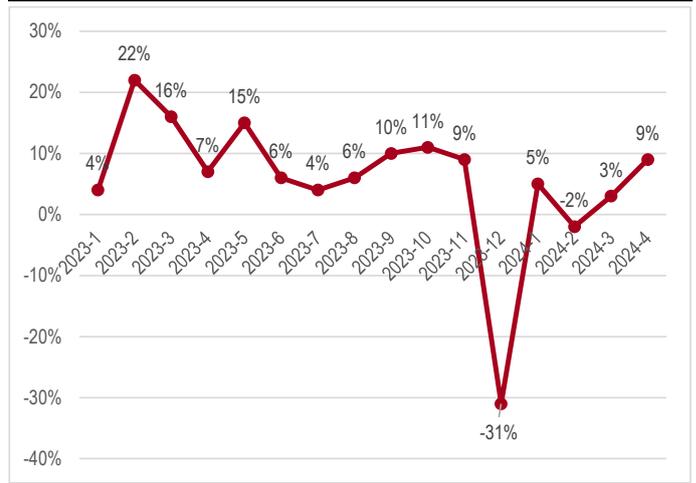
然而，2024 年实体药店的药品销售规模在高基数上仍然保持增长。根据米内网数据，2024 年 1-4 月中国实体药店的药品销售规模为 1,630 亿元，同比增长 4%；除 2 月受高基数压力影响，销售额出现同比下降，其他月份销售额均保持同比增长。虽然药品销售也受个账可支配金额减少的影响，但统筹医保的补充在一定程度上弥补了药品销售受到的冲击。

图表 51. 中国实体药店零售规模同比增速



资料来源：米内网，中银证券

图表 52. 中国实体药店药品零售规模同比增速



资料来源：米内网，中银证券

长期视角下头部药店的市占率仍然存在拓展空间，“渠道能力”重要性凸显

目前，中国零售药店行业中仍存在中小型连锁药店占据较大比例的特点。根据国家药品监督管理局的数据，截至 2022 年，中国（不含港澳台地区）连锁药店的平均规模为 53 家，在中国（不含港澳台地区）40% 的地区的连锁零售药店平均规模小于 45 家。由此可见，中国连锁药店的平均规模仍然较小，市场上存在大量的中小型连锁药店，存在广阔的整合空间。

目前中国头部连锁药店多具备一定的区域性，从过去几年头部零售药店的发展上来看，其拓展工作主要分为两个方向：第一，进行横向拓展，往往是进入新的相对弱势的地区；第二，在优势区域进行纵向网络布局来提高覆盖率。从门店数量的市场占有率来看，头部药店在弱势地区和优势地区同样存在提升的空间。

在弱势地区中，根据公司披露的门店数量及国家药品监督管理局的药品经营企业统计数据计算，2022 年头部药店在弱势地区中门店数量占比甚至低于 3%：例如，大参林在华东地区门店数量占比仅为 0.7%，益丰药房在华北地区门店数量占比仅为 2.5%，而一心堂在四川、重庆、贵州和河南的门店数量市占率均低于 3%。

在优势地区中，大参林多年深耕华南地区，但 2022 年公司在当地的门店总数量占比仍然低于 8%，门店数量在所有连锁药店中的占比也依然低于 15%，存在进一步提升市场份额的空间。广西地区 2022 年的平均连锁药店规模不到 80 家，而广东地区 2022 年的平均连锁药店规模不到 50 家，行业中仍然存在大量中小型连锁药店。

益丰药房在中南地区和华东地区进行了多年深耕布局的，但是公司 2022 年在这两个地区总门店数中的占比甚至不到 5.5%，在连锁药店门店中的占比低于 10%——仍然存在进一步提升的空间。湖北、江苏、浙江地区 2022 年的平均连锁药店规模均不到 60 家，各地区中仍然存在大量中小型连锁药店。

新进入的地区中，头部零售药店的占比仍然较低，有望通过自建、并购、加盟等方式进行快速扩张。头部零售药店相对深耕的区域中，其实同样存在大量单体门店和中小连锁药店，仍然存在进一步提高市场占有率的空间。

图表 53. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况

	所在地区	公司门店数 (家)	当地药店总数 (家)	当地连锁药店总数 (家)	总门店占比 (%)	连锁门店中占比 (%)
老百姓 (直营)	华中: 湖南、湖北、江西、河南	2,816	94,033	54,453	3.0	5.2
	华南: 广东、广西;	461	85,989	44,919	0.5	1.0
	华北: 天津、内蒙古、山西	1,189	37,123	17,561	3.2	6.8
	华东: 浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建	2,117	120,385	74,491	1.8	2.8
	西北: 陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州	1,066	100,062	64,330	1.1	1.7
益丰药房	中南: 湖南、湖北、广东;	5,414	110,126	58,680	4.9	9.2
	华东: 江苏、上海、浙江、江西;	3,795	74,696	41,999	5.1	9.0
	华北: 河北、北京、天津	1,059	42,270	23,623	2.5	4.5
大参林	华南: 广东、广西、海南;	7,000	91,500	48,811	7.7	14.3
	华东: 江西、浙江、福建、江苏、山东	857	129,798	77,509	0.7	1.1
	华中: 河南、湖北	1,206	54,470	29,004	2.2	4.2
	其他: 河北、黑龙江、陕西、四川、重庆、辽宁	982	167,228	104,254	0.6	0.9
一心堂	云南省	5224	23,117	13,417	22.6	38.9
	四川省	1269	49,876	42,973	2.5	3.0
	重庆市	339	18,484	8,326	1.8	4.1
	广西省	864	23,792	16,637	3.6	5.2
	山西省	634	14,832	6,546	4.3	9.7
	贵州省	429	17,888	7,093	2.4	6.0
	海南省	389	5,511	3,892	7.1	10.0
	河南省	34	32,340	17,030	0.1	0.2

资料来源: 公司公告, 国家药品监督管理局, 中银证券 (老百姓门店数量为直营门店数量, 一心堂未列天津和上海门店, 数量均低于 15 家)

零售药店纳入门诊统筹体系首先意味着更严格的监管: 一方面, 处方外流意味着更多的处方流向药店, 处方药用药安全方面监管会更加严格。原先处方和取药的环节都在院内发生, 监管只涉及院内场景, 而当处方药流向院外也意味着监管也会涉及院外场景; 另一方面, 从医保资金安全的角度, 监管也会对于统筹医保资金在零售药店的使用进行严格的监管。

头部的大型连锁药店尤其是上市公司合规经营的能力往往更强, 可以适应更加严格的监管环境。同时, 头部大型连锁药店的专业化经营能力也较强, 有望凭借更专业的服务能力承接处方外流带来的增量。

线下零售药店除了受到监管趋严的挑战外, 线上药店也会使药品价格变得更加透明。头部大型连锁药店相对于小型连锁药店及单体药店一方面对于上游药企的议价能力更强, 而且可以凭借规模效应有效控制费用率。在价格竞争的环境下, 头部连锁药店对于价格管理和利润空间把控相较于小型连锁药店和单体药店更具备优势。

2024 年持续关注零售药店统筹支付政策变化

“医药分家”是中国医疗体系改革的重要方向, 而处方外流也是“医药分家”的重要方向。零售渠道在处方药销售中仍然占比较低, 存在提升的空间。处方外流的政策环境能否为零售药店带来增量主要取决于两个环节: 处方来源如何解决? 医保基金按照什么标准及额度对药店进行支付?

在处方来源方面, 目前部分地区统筹医保支付认可来自互联网医院的复诊处方, 而医疗机构的处方外流在实际操作中仍然较为缓慢。医院开具外配处方很难为医院带来增益, 反而会为医院带来额外的风险和压力, 因此进行处方外配的动力不足。此前, 部分地区拟将“外配处方管理”纳入考核, 有望提高医院完善外配处方管理的机制的动力。

在支付标准方面，目前各地对于谈判药的规定为门诊统筹药店的价格不高于全国统一的医保支付标准，而对于非谈判或集采的药品在支付标准和价格管理方面目前仍然存在差异。目前各地的支付标准和价格管理政策仍然在探索当中，主要分为三种模式：山西、西安、北京等地的支付政策最为友好，医保基金直接按照市场实际价格对药店进行支付；对于市场价格往往高于医疗机构的药品价格，这类政策可能会对医保统筹基金造成压力，所以其他地区都会对于支付金额有所限制，参照医疗机构标准进行一定增幅以内的支付，或对价格加成进行限制。

图表 54. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况

价格形成	支付标准	典型地区
市场形成价格	医保统筹基金按照销售价格对药店支付	山西、西安、北京等
	医保参考医疗机构支付标准，医保统筹基金按照销售价格按照不超过医疗机构支付标准或按照不超过医疗机构支付标准的 115% 对药店进行支付	江西、新疆、天津、西藏、浙江、苏州等
市场形成价格	在医保与药店签订的服务协议中，协商约定药店药品价格不超过采购平台价格或采购平台价格的 115%，医保统筹基金按照实际销售价格进行支付	四川、湖南、上海、湖北、广州等
限定价格加成		

资料来源：中国卫生政策研究 2023, Vol.16 Issue (12):26-32 《定点零售药店纳入医保门诊统筹管理实践比较分析》，中银证券

投资建议

我们建议关注创新的投资机会，具体而言，**创新器械领域**，我们建议关注为满足临床需求而进入快速放量阶段的创新产品：如佰仁医疗、三友医疗、爱康医疗、春立医疗、大博医疗、安杰思、南微医学、开立医疗、微电生理、亚辉龙等。**创新药领域**，我们建议关注进入兑现或者放量阶段的公司，如恒瑞医药、信达生物、百利天恒、科伦博泰生物、康方生物、三生国健、迈威生物、康辰药业、奥赛康、京新药业等。

其他方面，我们建议关注中药：同仁堂、昆药集团、天士力、马应龙等；原料药：仙琚制药、司太立、普洛药业等；CXO：药明康德、阳光诺和等；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、三星医疗等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

风险提示

集采政策实施力度超预期的风险。若后续带量集中采购政策持续加码，企业端产品降价过多，可能对企业利润有较大负面影响。

企业研发不及预期风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，企业的研发投入、产品推广等方面，存在一定的研发不及预期风险。

与投资相关的风险。医疗服务、零售药店乃至创新药与创新器械均存在资产并购或者管线并购等，因此存在一定的投资风险。

产品销售不及预期风险。若相关创新产品在临床端推广阻力较大，产品销售不及预期，将会对长经营产生不利影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371