

关注新治疗类别、中特估、器械等边 际改善细分领域

——医药行业2023年中期策略报告

行业评级

医药生物 强于大市（维持）

2023年06月15日

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号：S1060514100001

倪亦道 投资咨询资格编号：S1060518070001

韩盟盟 投资咨询资格编号：S1060519060002

李颖睿 投资咨询资格编号：S1060520090002

平安观点

- **2023上半年医药行业跑输大盘，板块持续分化：**年初至今（截至6月12日），医药板块下跌4.54%，同期沪深300指数下跌0.70%，医药行业跑输指数3.84个百分点。截止2023年6月12日，医药板块估值为26.78倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部A股（剔除金融）的估值溢价率为38.05%，低于历史均值的54.8%，无论是绝对估值还是溢价率，都接近10年来的最低点。从子行业的角度来看，年初至今：医疗器械、化学原料药和中成药估值有所提升。其中医疗器械板块由于新冠相关收入减少带来体外诊断板块TTM市盈率大幅提升，化学原料药则受益于供需及价格的变化，中成药则由于政策支持推动了估值修复。其他板块估值均有所下降，其中医药商业下降13.5%，生物制品下降14.2%，医疗服务下降8.9%，化学制剂下降3.0%，板块持续分化。
- **创新药关注非肿瘤差异化治疗领域：**抗肿瘤领域在中国企业创新药物研发管线中占据最大的比重，截至2022年8月，共有2040种药物针对抗肿瘤适应症类别研发，占有适应症药物数量的47.6%。虽然国产新药管线数量增长显著，但从靶点分布来看存在大量同靶点扎堆的情况。因此构建非肿瘤治疗领域新赛道的差异化竞争，是创新药的另一个发展方向。我们重点关注：1) 减肥药物领域增势强劲；2) 阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域；3) 核医学一枝独秀受追捧。
- **中特估板块重点关注中药及医药流通：**以1350家国有上市公司的口径进行统计，自2013年以来，国有企业共有619起重大资产重组事件，主要以横向专业整合和战略性重组为主。其中公用事业、化工/钢铁等传统行业，以及新能源/医药/电子等新兴行业是重点。我们认为医药是“中特估”核心主线之一。其中我们建议重点关注：1) 政策支持的中药板块；2) 估值低且边际向上的流通板块。
- **器械板块疫后复苏叠加集采恐慌释放，看好后续表现：**疫后复苏背景下，医疗机构常规诊疗迅速恢复，是高值耗材（包括内镜、电生理等设备+耗材模式）与体外诊断产品放量的良机。随着部分器械集采的推进，市场恐慌情绪得到较大程度释放，其中已完成大范围集采，或是竞争格局良好、预期未来集采可控的领域均有修复机会。在追求边际变化的同时，市场也并未放松对标的业绩持续性的考量，我们建议优选其中基本面过硬、具备长发展逻辑的公司。另一方面，进军国际市场大大提升了国内医疗器械公司的业务空间。而能够进入欧美等发达国家主流市场的产品更从中获得了质量背书，进而反哺国内市场。
- **关注其它短期受挫后的边际改善板块：**1) CXO & 生命科学上游：美联储加息预期接近尾声，更多创新疗法在临床实现突破，经过近两年调整biotech估值泡沫出清、性价比凸显，行业兼并加速，未来投融资环境也有望逐步回暖，带动CXO与生命科学上游行业转暖。2) 疫苗：呼吸道传染病重心转移，流感、结核等预防产品有望得到重视；3) 消费升级：可选医疗有望实现快速增长。
- **投资评级：**我们认为医药行业整体景气度高，创新药、中特估、器械及部分短期受挫的板块呈边际向上的趋势，我们维持“强于大市”的行业评级。
- **风险提示：**政策风险-医药行业受政策影响较大，不排除带量采购等医保控费政策推出节奏超预期；研发风险-医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；市场风险-市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响；海外风险-《外国公司问责法案》等政策仍然存在不确定性，可能将对我国医药企业产品出海造成影响。



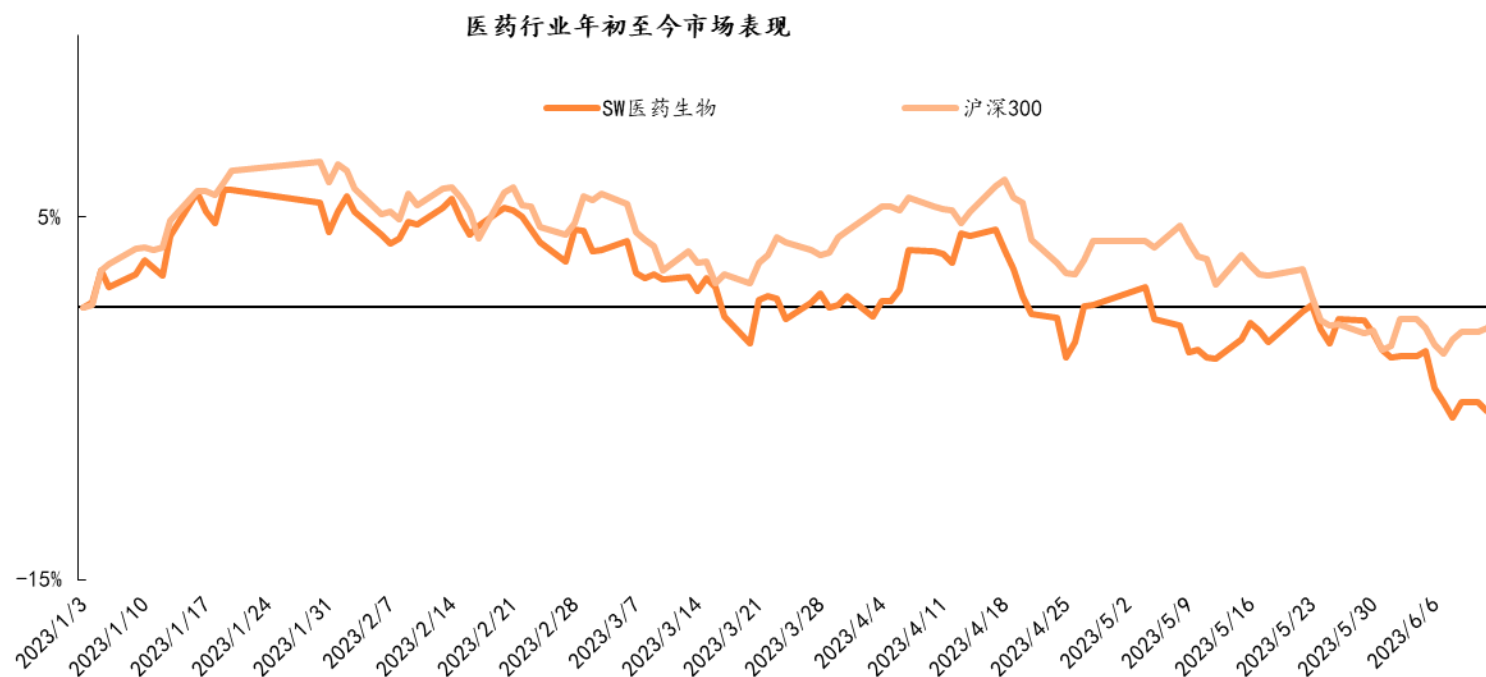
CONTENT 目录

- ① 一、2023上半年行情回顾：跑赢大盘，板块持续分化
- ② 二、创新药：非肿瘤差异化治疗领域增长潜力凸显
- ③ 三、中特估：重点关注中药及医药流通
- ④ 四、器械：疫后复苏+集采恐慌释放，看好后续表现
- ⑤ 五、关注其它短期受挫后的边际改善板块
- ⑥ 六、投资建议及风险提示

1.1 2023H1回顾：医药指数跑输大盘

- 年初至今（截至6月12日），医药板块下跌4.54%，同期沪深300指数下跌0.70%，医药行业跑输指数3.84个百分点。
- 其中1月，年初美联储加息预期低，叠加新冠感染人数上升，CXO、科研上游及血制品板块大幅反弹，修复市场对于医药板块信心。
- 2月至3月，医药板块与沪深300指数基本维持一致的走势，其中前期涨幅较大的CXO和上游，以及血制品板块表现较差。
- 进入4月，医疗需求的恢复得以验证，一季报多家公司超预期，且多家药企在大会中公布优异的创新药临床数据，推动板块走高。
- 5月，部分宏观数据出炉，大盘和医药板块出现扰动。

年初至今医药板块与沪深300指数走势对比

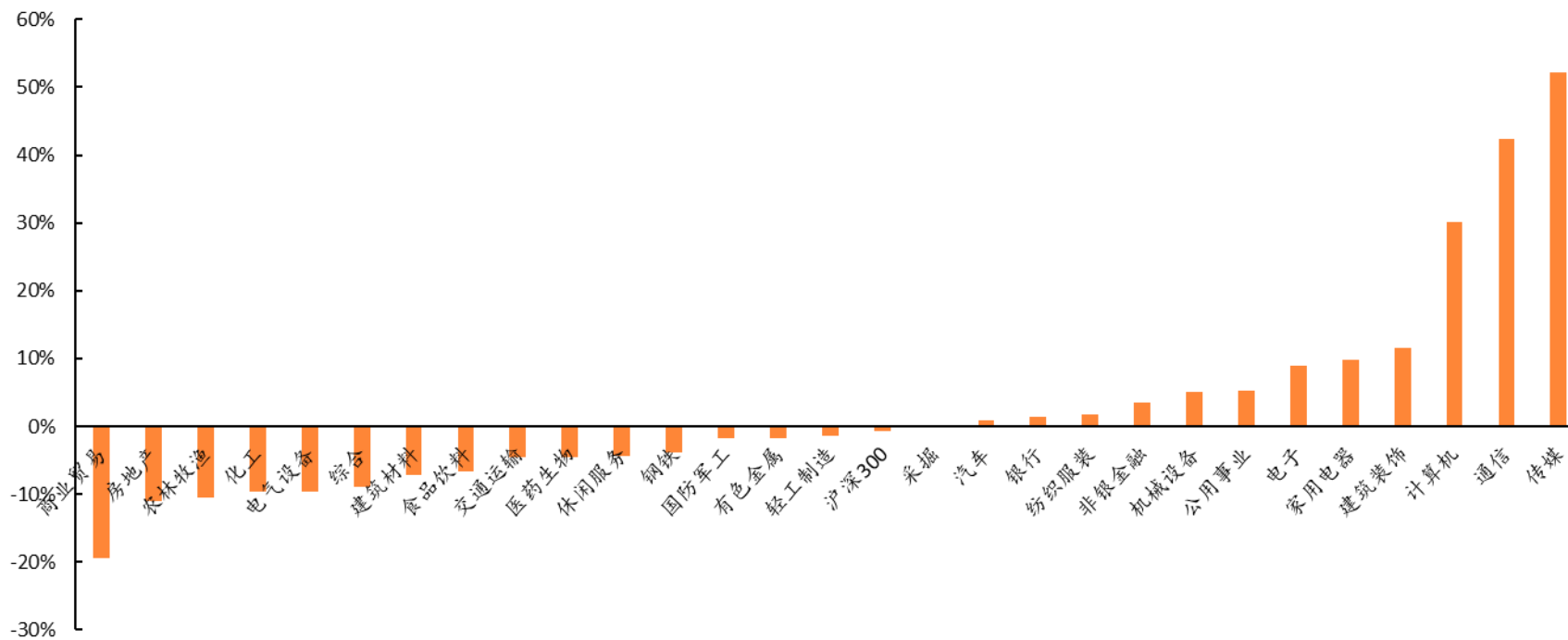


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.1 2023H1回顾：医药指数跑赢大盘

截至2023年6月12日，申万一级行业中12个板块上涨，15个板块下跌，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第19位。

医药行业2023H1表现处于中游

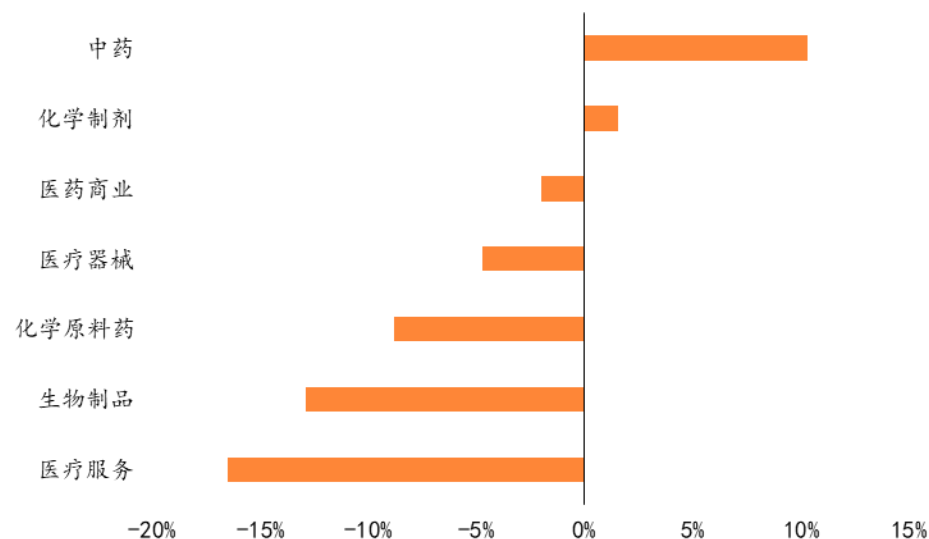


资料来源：Wind，平安证券研究所

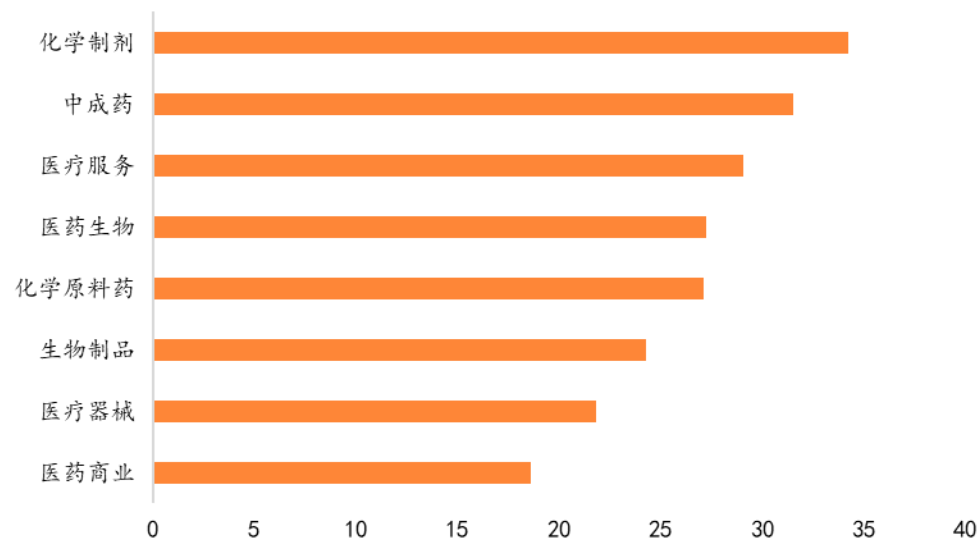
1.2 医药子行业分析：板块持续分化

- 从子行业表现来看，中药板块表现最好，上涨10.29%，然后依次是化学制剂、医药商业、医疗器械、化学原料药、生物制品。医疗服务表现最差，下跌16.50%。
- 从估值来看，目前估值最高的是化学制剂的34.23倍，估值最低的是医药商业的18.58倍。

医药各子行业2023H表现排名



医药各子行业估值排名

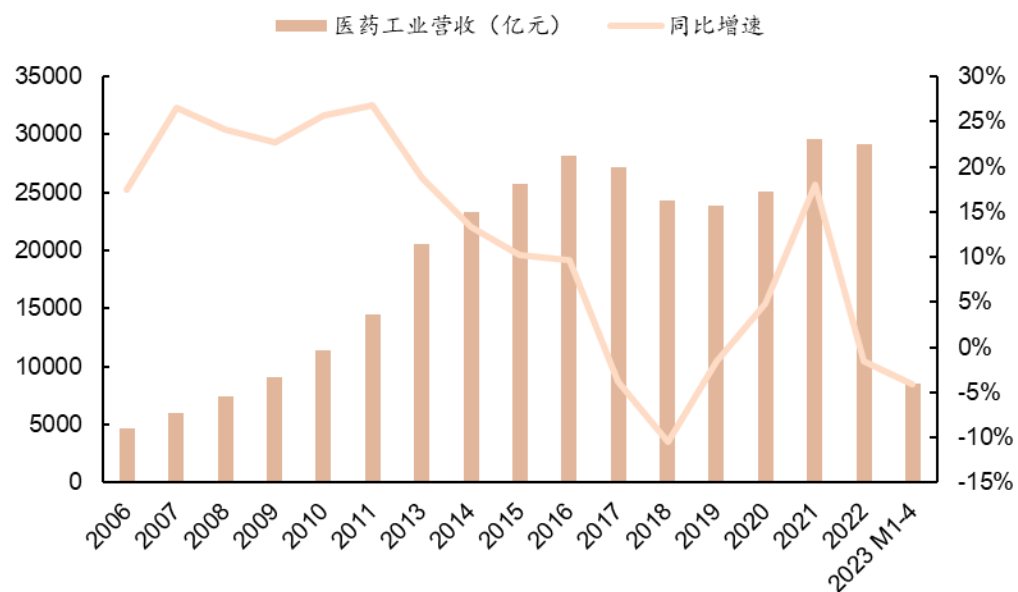


资料来源：Wind，平安证券研究所

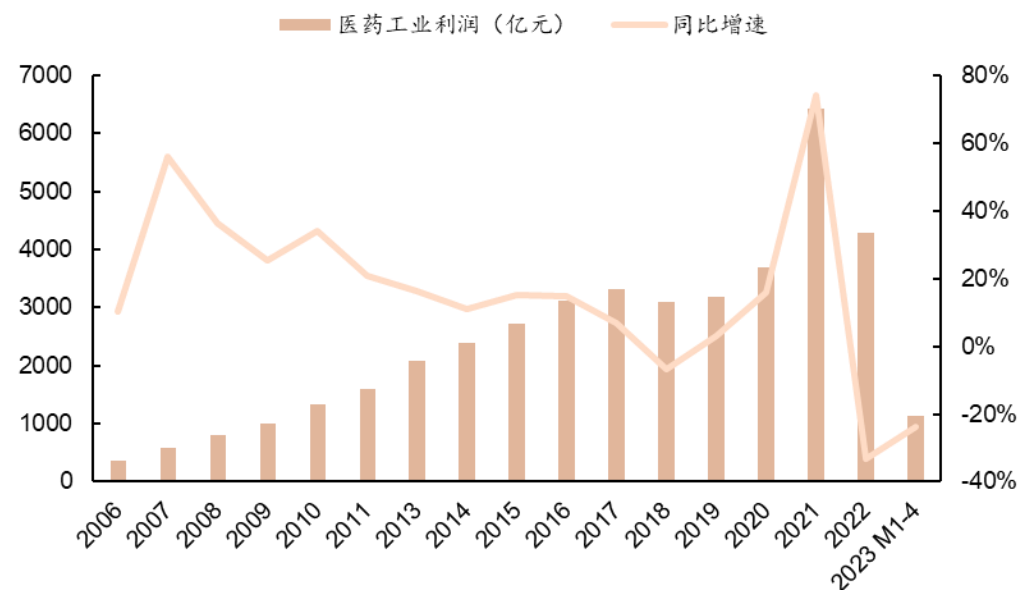
1.3 医药工业：1-4月收入与利润端仍呈现下滑趋势，利润端下滑收窄

- 2021M1-4，医药工业实现收入8561亿元，同比下滑4.1%。医药工业利润端为1125亿元，同比下滑23.8%，下滑幅度比2022年全年收窄。

医药工业营收及增速



医药工业利润及增速

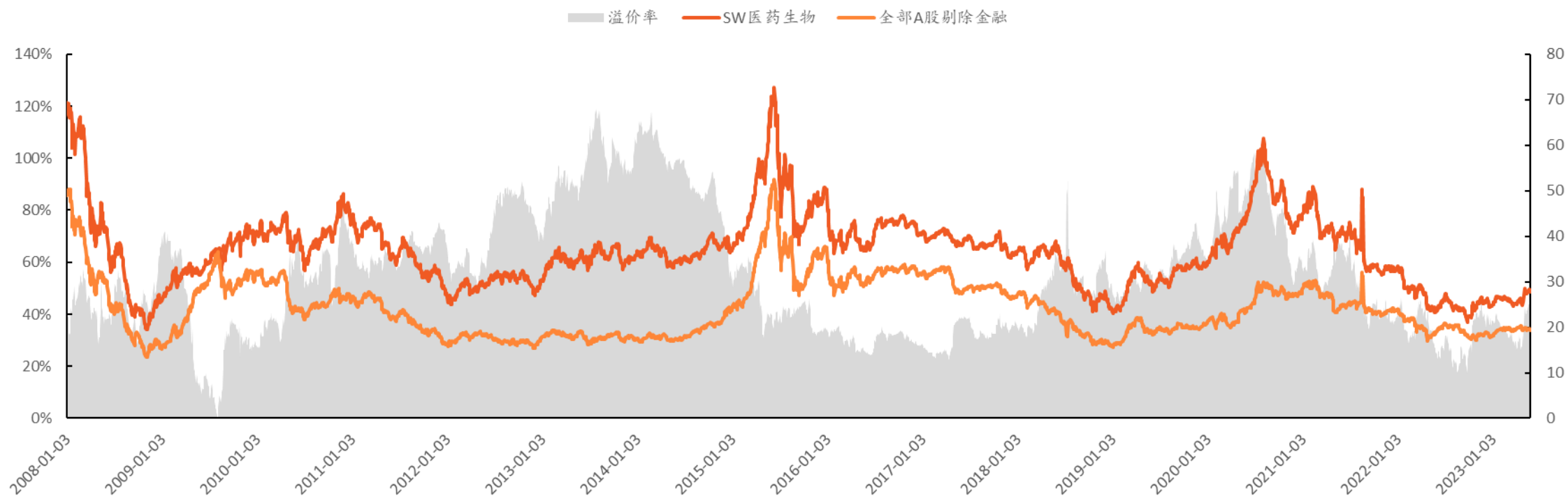


资料来源：商务部，平安证券研究所

1.4 医药行业估值及溢价率接近10年来最低点

- 截止2023年6月12日，医药板块估值为26.78倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部A股（剔除金融）的估值溢价率为38.05%，低于历史均值的54.8%，无论是绝对估值还是溢价率，都接近10年来的最低点。

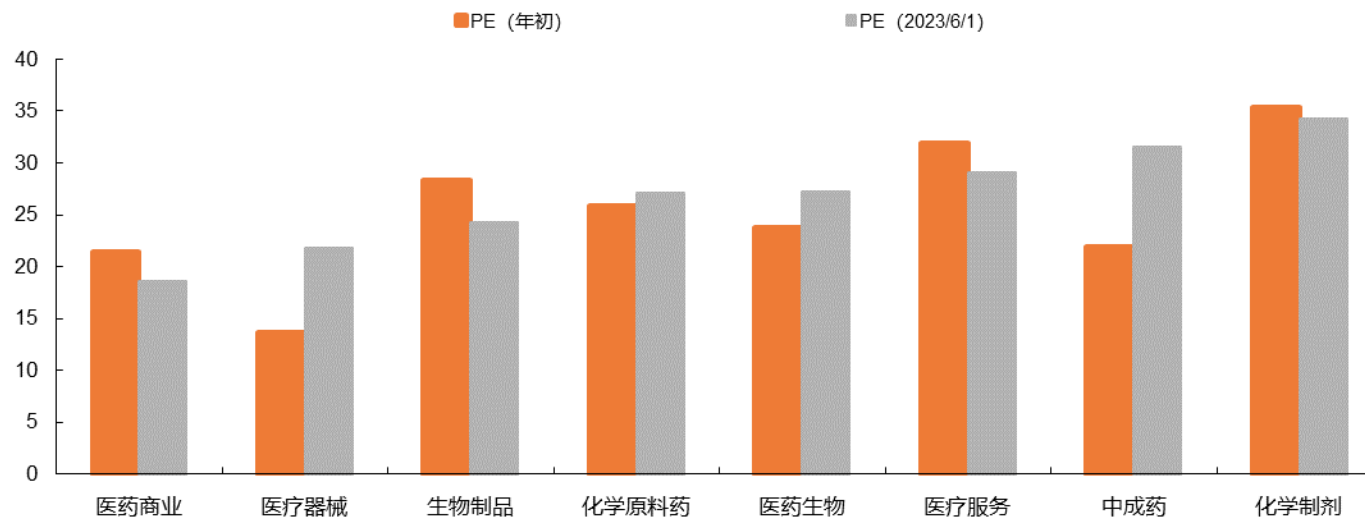
医药板块估值及溢价率接近 10 年来最低点



1.4 医药行业估值及溢价率接近10年来最低点

- 从子行业的角度来看，年初至今（截至6月12日）：医疗器械、化学原料药和中成药估值有所提升。其中医疗器械板块由于新冠相关收入减少带来体外诊断板块TTM市盈率大幅提升，化学原料药则受益于供需及价格的变化，中成药则由于政策支持推动了估值修复。
- 其他板块估值均有所下降，其中医药商业下降13.5%，生物制品下降14.2%，医疗服务下降8.9%，化学制剂下降3.0%，板块持续分化。

2023H1 医药各子行业估值变化情况



资料来源：WIND，平安证券研究所



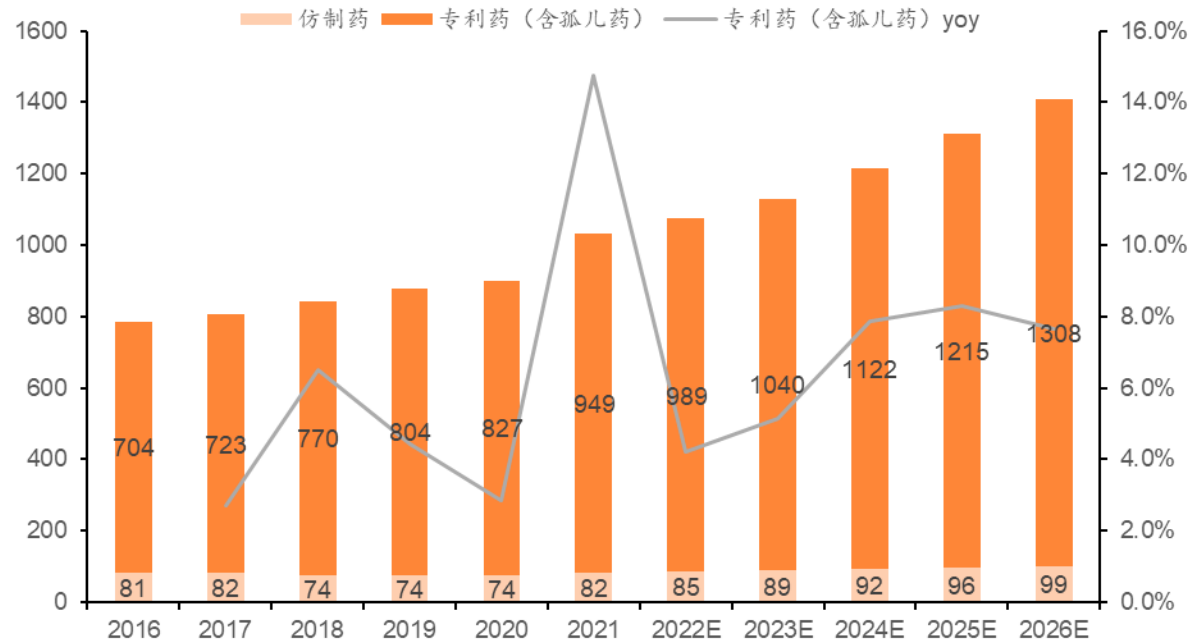
CONTENT 目录

- ① 一、2023上半年行情回顾：跑赢大盘，板块持续分化
- ② 二、创新药：非肿瘤差异化治疗领域增长潜力凸显
- ③ 三、中特估：重点关注中药及医药流通
- ④ 四、器械：疫后复苏+集采恐慌释放，看好后续表现
- ⑤ 五、关注其它短期受挫后的边际改善板块
- ⑥ 六、投资建议及风险提示

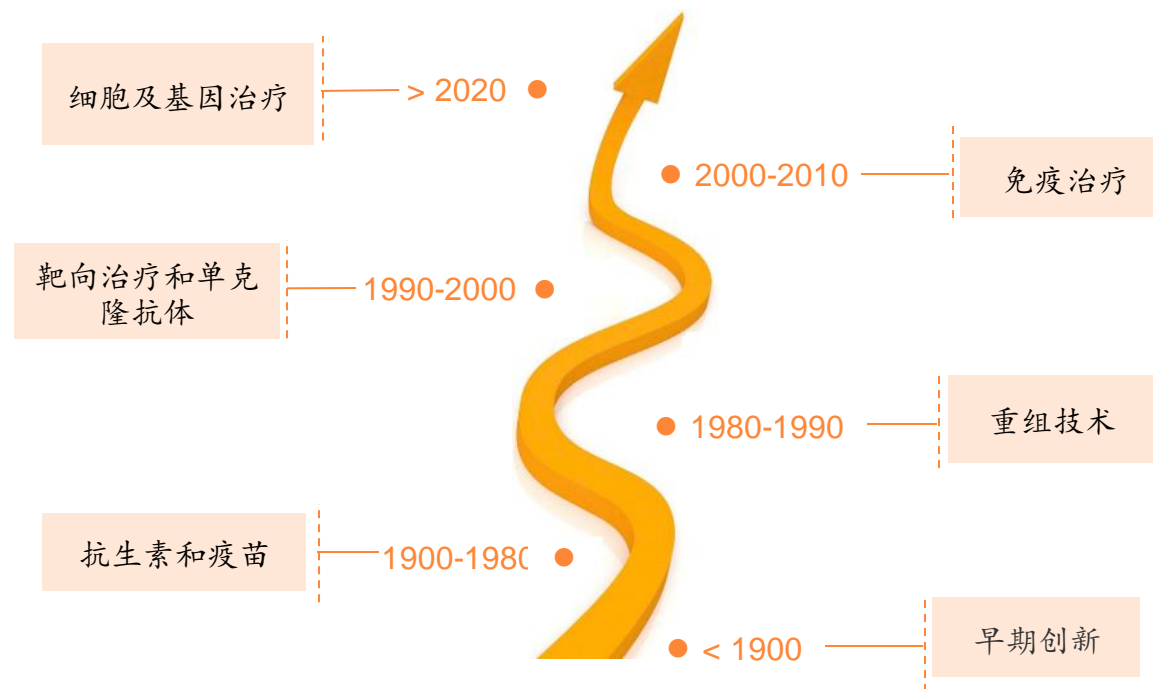
2.1 全球医药产业逐渐回暖，创新药进入新的黄金发展时期

➤ **需求增长和技术发展内外双驱推动医药产业发展。**2016到2021年，全球处方药市场规模维持5.6%的年化高增长率，2021年总市场规模已达到1.03万亿美元，同比增长14.8%，其中专利创新药（含孤儿药）年化增速6.2%，而仿制药仅0.2%。未来5年，受到全球人口老龄化加剧和癌症及慢性病等大病重病患病率攀升的影响，疾病治疗等内生需求将不断增加。同时，随着靶向治疗的深入发展，免疫治疗与细胞基因治疗等风口领域的崛起，以及全球医药产业链条发展不断延伸，预计总市场规模在2026年将超过1.4万亿美元，专利创新药将依然贡献主要市场份额，年化增速预期将达到6.6%。

2016-2023E全球处方药市场规模（十亿美元）



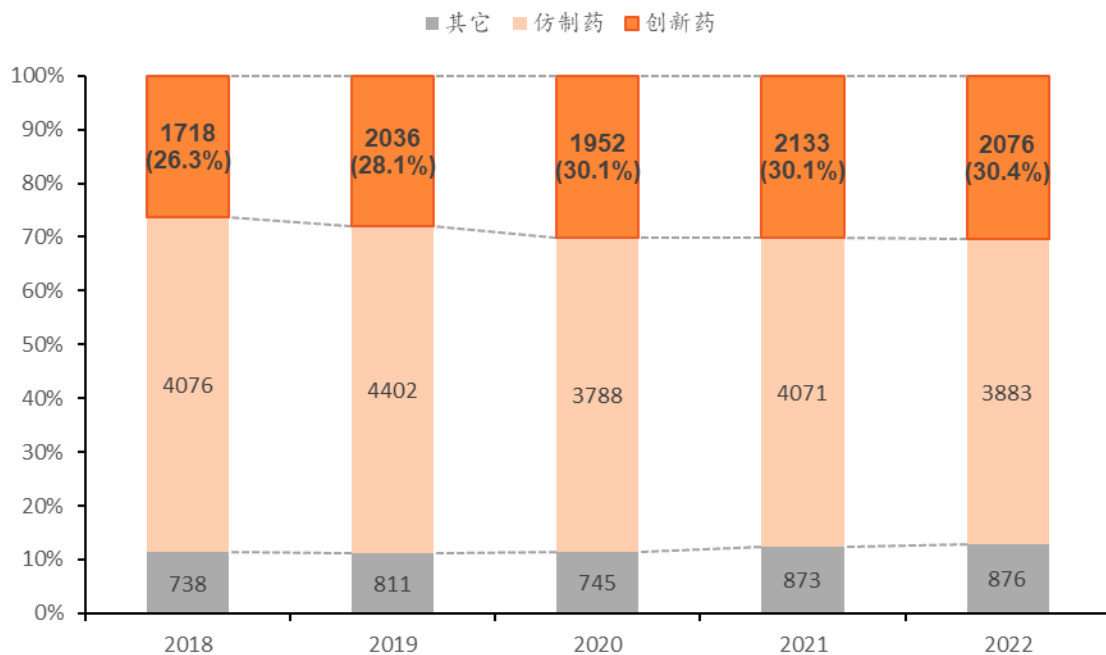
技术发展驱动药物创新



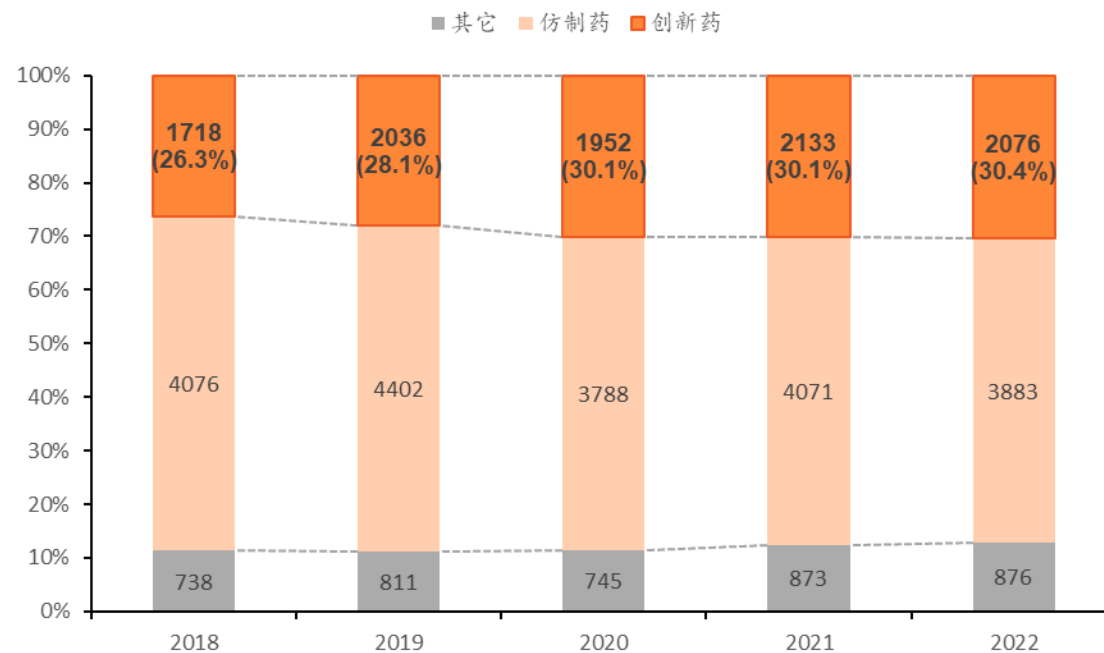
2.2 国产创新是近年我国医药行业主旋律

- **我国创新药销售额及数量逐年上升。** 与国际医药市场有所区别，受限于国内药企的创新能力，我国仿制药仍占据主导地位，但创新药的规模和占比均逐年上升，据医药魔方数据统计，2018-2022年，中国医院创新药销售额从1718亿快速增长至2076亿，占比达到30.4%，年化增长率为4.85%，逐步比肩国际创新药市场的发展增速，创新药创收能力愈发凸显。2018-2022年，经过5年的发展，我国每年上市的创新药数量与新药研发的主阵地美国的差距也在逐步缩小，在2021年我国新上市创新药达到102个，与美国的112个相比几乎持平，2022年受疫情管控影响增长有所放缓，仍有74款创新药物上市。

2018-2022中国药品医院销售额及占比（亿元）



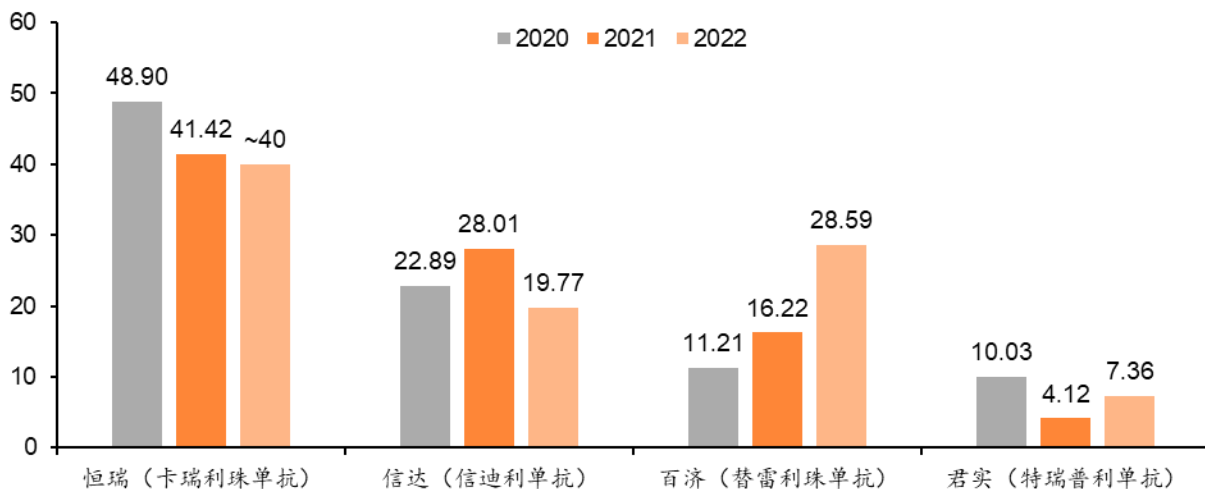
2018-2022年中美创新药上市数量对比



2.3 我国创新药同质化现象较为严重，行业积极寻求新增长点

- **过度同质化研发现象导致投入回报比问题突出。**严重同质化的研发导致国产新药在上市后就面临激烈的市场竞争，迅速进入价格战，进入医保后短期内也不一定实现“以价换量”。以PD-1为例，进入医保后除了百济的替雷利珠单抗凭借国际三期临床“头对头”实验的优异数据继续保持销售额的增长，其它公司相关产品的销售额均有所下滑。其中，恒瑞的卡瑞利珠单抗和君实的特瑞普利单抗进入医保后价格降幅分别为85%和71%，2021年销售额分别下滑15%和59%，虽然特瑞普利单抗销售额在2022年有所回升至7.36亿元，但难掩颓势。2021年，我国5家头部PD-1创新药企业的投入回报比情况也并不理想，其中百济，康方等投入/收入比倒挂，分别为125.7%和497%。
- **过度同质化研发现象将阻拦创新的步伐。**过多的同质化产品会大量浪费临床资源以及金钱。不仅无法给患者带来更显著的疗效，反而会导致患者分散入组同质化的临床试验，而真正具备临床需求的药物在试验难以入组合适患者，使得创新药物研发难度进一步提升。因此，在“低垂的果实”逐渐被采摘的大环境下，我国创新药领域迫切需要在非肿瘤领域寻求差异化增长点。

① 医保谈判后各国产PD-1销售额（亿元）



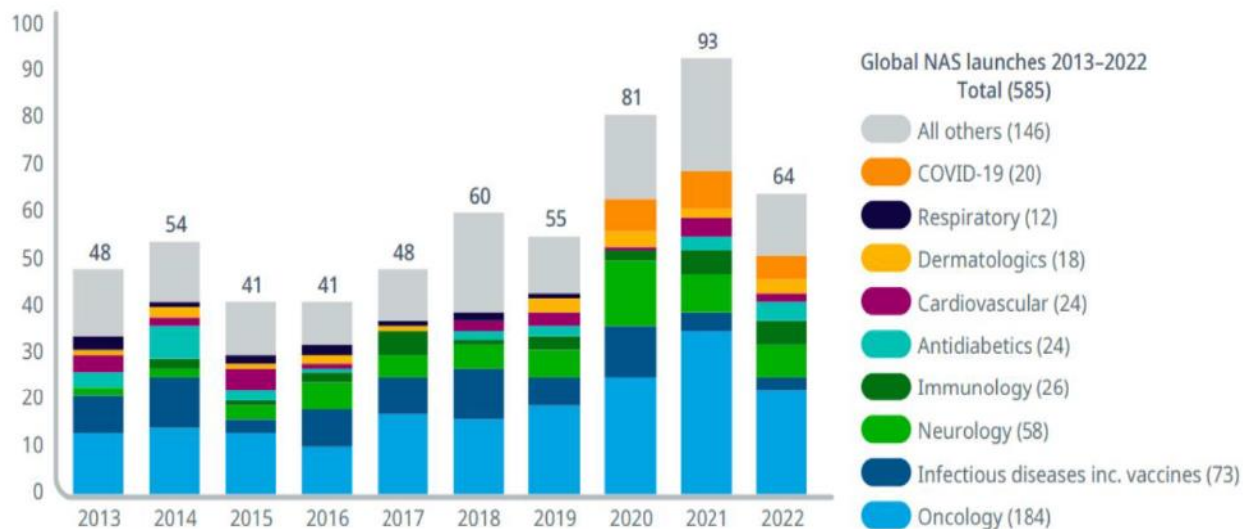
② 2021年我国头部企业PD-1研发投入，收入及比值

企业	PD-1累计投入 (亿元)	PD-1收入 (2021,亿元)	企业研发投入/收入比值 (2021)
恒瑞	24.4	41.4	23.95%
百济神州	64.7	16.2	125.69%
信达	25.62	31.3	53.99%
君实	44.94	4.1	51.40%
康方	11.2	2.12	497.00%

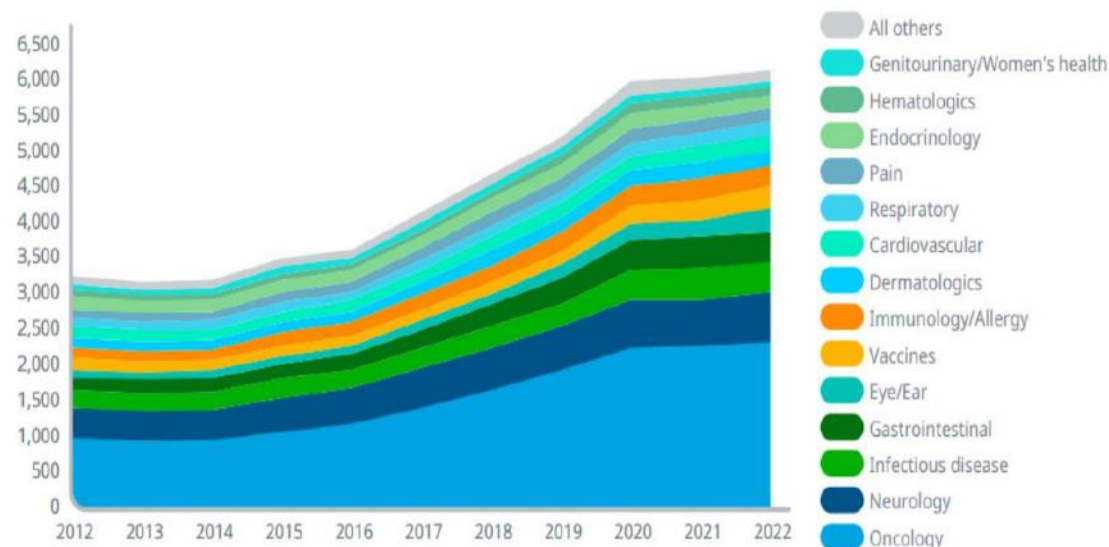
2.4 他山之石：全球创新药治疗领域结构变化，差异化新赛道潜力凸显

- **全球创新药研发肿瘤领域依然占据主导地位，多适应症布局管线愈发丰富。**2013-2022年的十年间，全球共有585个新活性物质（NAS）获批，其中抗肿瘤药物184个，占比31.5%居首。其次为包含疫苗在内的传染病类治疗药物（包括COVID-19药物），共有93种新药获批，占比达到15.8%。此外，神经领域，自身免疫性疾病和降糖（减肥）治疗领域在过去十年内分别有58，26和24种药物上市，占比逐年升高。从在研产品管线情况来看，肿瘤在研产品管线达2331种，占比38%位居首位。排第二的神经产品贡献了11%的管线，在研产品699种。从NAS获批和研发管线布局的情况来看，虽然抗肿瘤药占比依然居首，但其它治疗领域如神经，自免和降糖（减肥）药的地位愈发显著。

2013-2022全球获批新活性物质



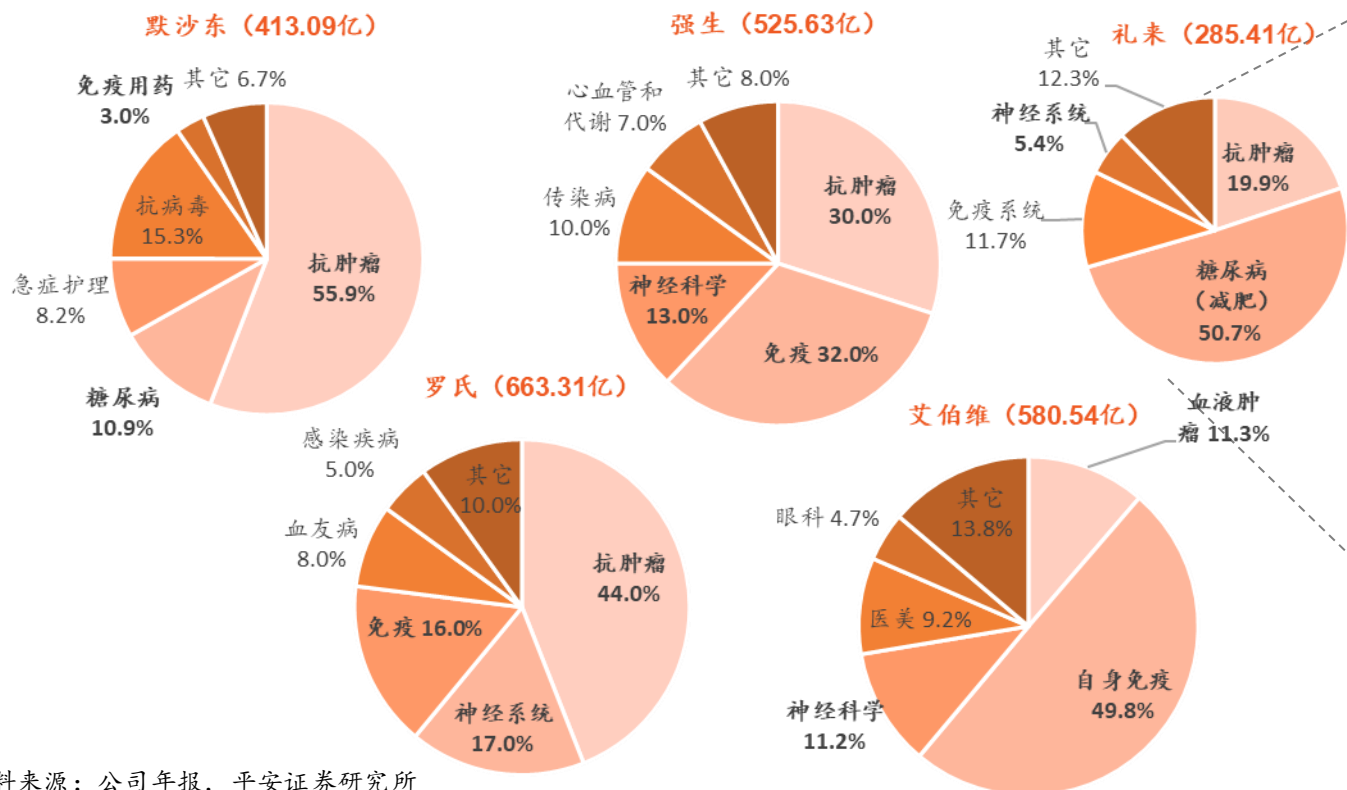
2012-2022在研产品管线数量



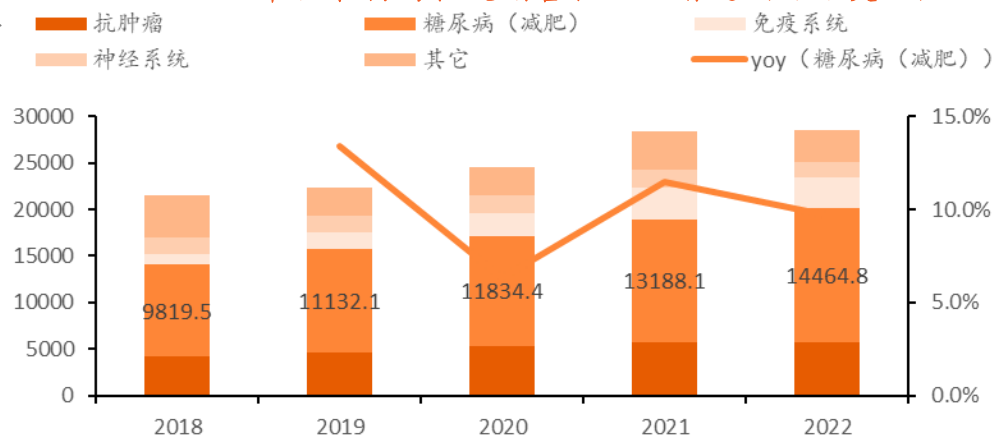
2.4 他山之石：全球创新药治疗领域结构变化，差异化新赛道潜力凸显

➤ **头部MNC肿瘤领域创新药收入占据主导，其它治疗领域创收能力凸显。**从全球5家代表性MNC2022年报数据可以看出，抗肿瘤用药依然占据各大药企制药相关主营业务收入主导地位，占比从11%到56%不等。而免疫，神经科学和糖尿病（减肥）等非肿瘤治疗领域业务收入紧随其后，收入占比大多在10%以上，地位显著。其中最具代表性的当属礼来，2018-2022年，礼来糖尿病（减肥）治疗领域业务收入飞速增长，于2022年达到144.64亿美元，CAGR高达10.1%，非肿瘤治疗领域的差异化竞争优势在公司股票回报率上也得到了充分显现，5年投资总收益率高达476.6%，远超同类公司和标普500指数，构建非肿瘤治疗领域新赛道的差异化竞争优势对MNC制药业务创收的促进作用逐步凸显。

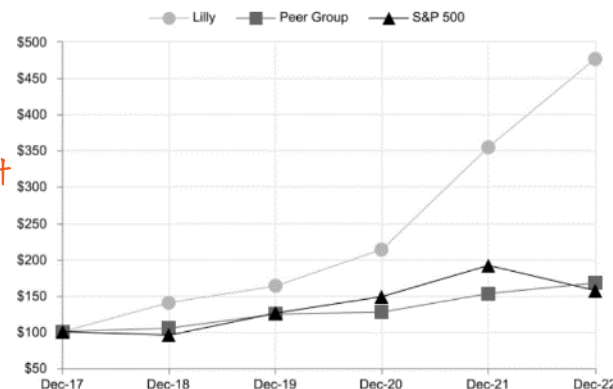
2022年全球5家代表性MNC制药相关销售收入及占比（美元）



2018-2022年礼来制药相关销售收入及增速（百万美元）



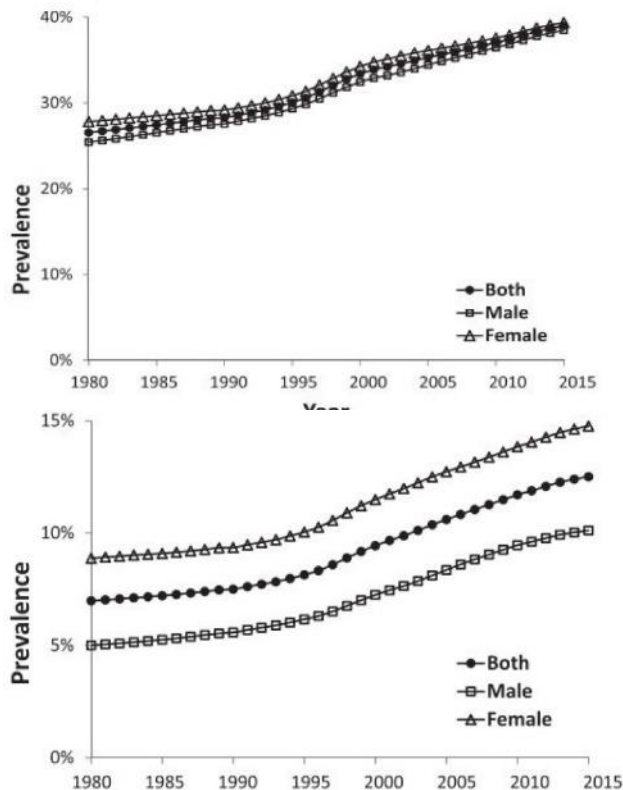
2017-2022礼来公司、标准普尔500指数和Peer Group的五年累计总股东回报比较（以\$100计）



2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

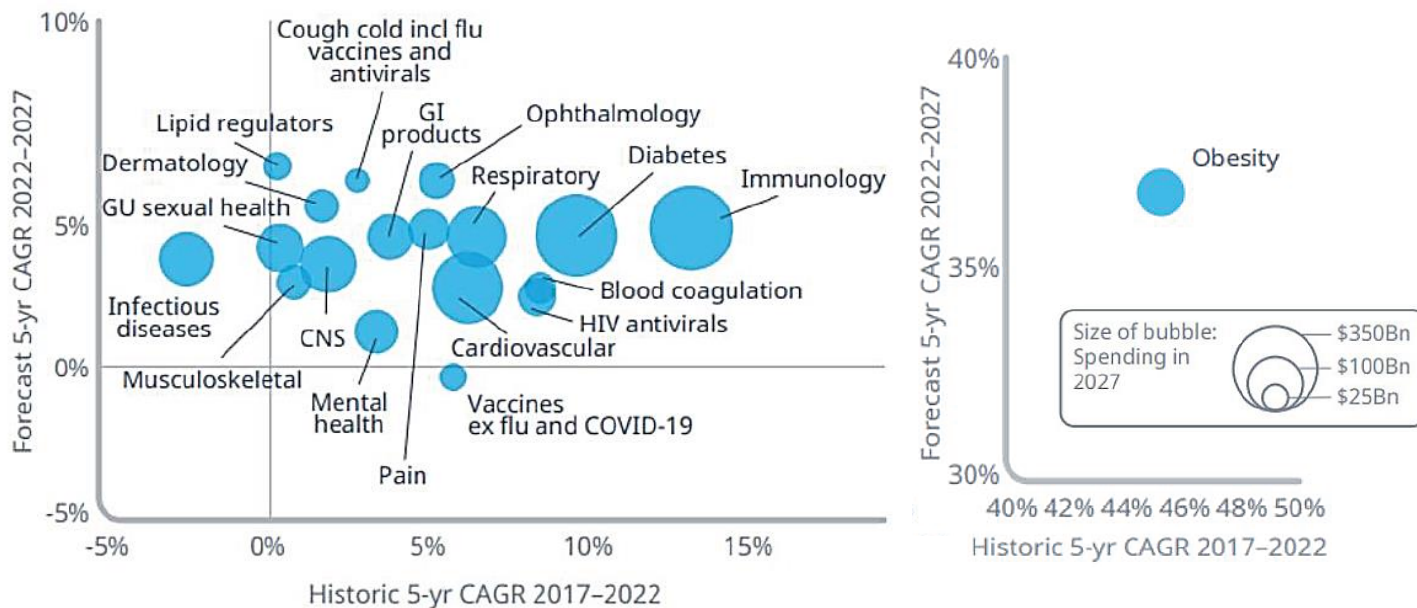
- 全球肥胖发生率明显提升，减肥药市场规模飞速增长。 从1980年到2015年，全球超重或肥胖发生率明显提升且在不断增长。截至2015年，全球范围大约有19亿成年人超重，占世界人口的39%，肥胖患者约为6.1亿，占世界人口的12.5%，且女性明显高于男性。据IQVIA的统计数据，在糖尿病，肥胖，心血管，CNS等总医疗支出排前20的治疗领域中，肥胖适应症发展最快，随着更多治疗药物获批和可及性提高，预计全球减肥药物市场规模将在2027年达到170亿美元，CAGR约为37%，相比于糖尿病治疗药物5%的预期年化增长速度，减肥药物市场增长势头强劲。

1980-2015全球超重发生率趋势



1980-2015全球肥胖发生率趋势

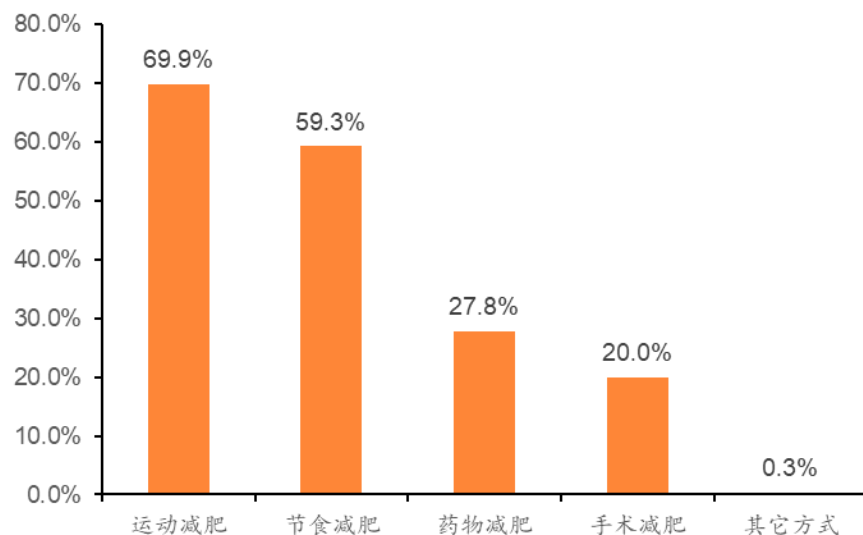
历史及未来5年头部治疗领域支出及增长率预测



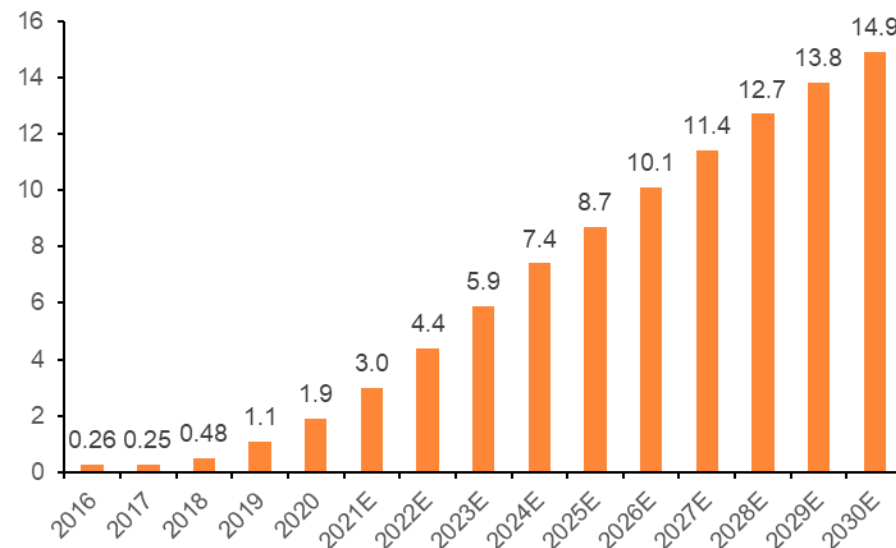
2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

➤ **我国肥胖患者数量庞大，药物减肥地位显著。**据《中国居民营养与慢性病状况（2020）》报告显示，我国有超过50%的成年居民超重或肥胖，6-17岁和6岁以下儿童超重和肥胖率分别达到19%和10.4%，且逐年增长，市场需求迫切。据艾媒咨询统计数据，从体重超重人群选择的瘦身方式来看，药物减肥方式在2022年网民主要采取的瘦身方式中排名第三，仅次于运动和节食减肥，占比近三成，地位显著。国内减肥药市场方面，目前只有奥利司他获批，根据Frost&Sullivan数据，过去几年我国减肥药市场表现优秀，从2016年的2.6亿元人民币增长到2020年的19亿元，年复合增长率为64.6%。随着肥胖人群的不断增长，新减肥药物上市导致的药物可及性提高，预计2030年中国减肥药物市场规模将达到149亿元，CAGR为22.9%。

2022年中国网民主要采用的瘦身方式调查 (%)



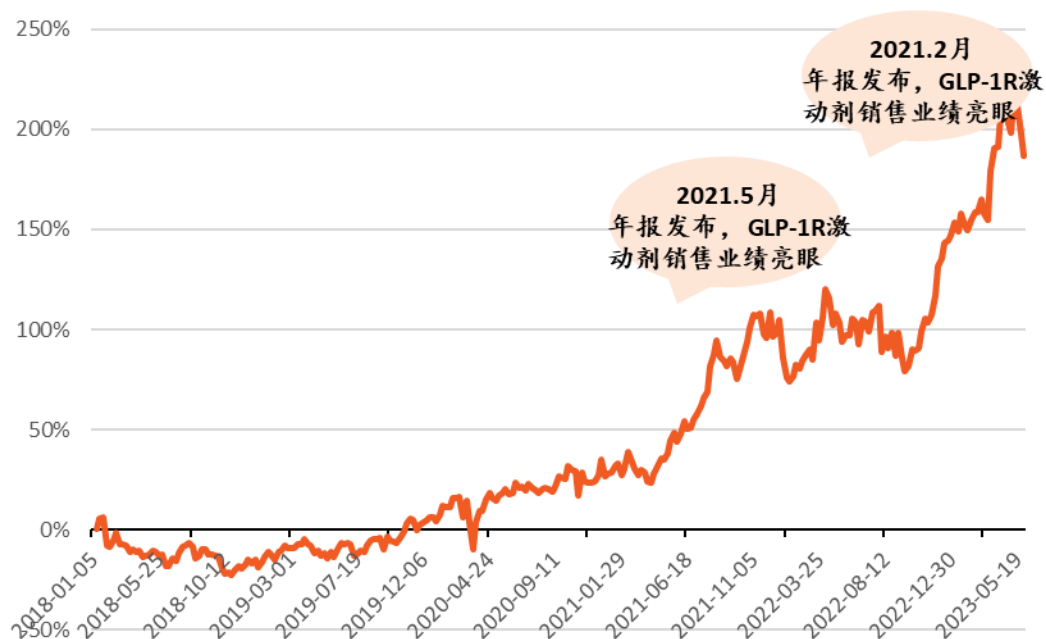
2016-2030E中国减肥药物市场规模及预测 (十亿元)



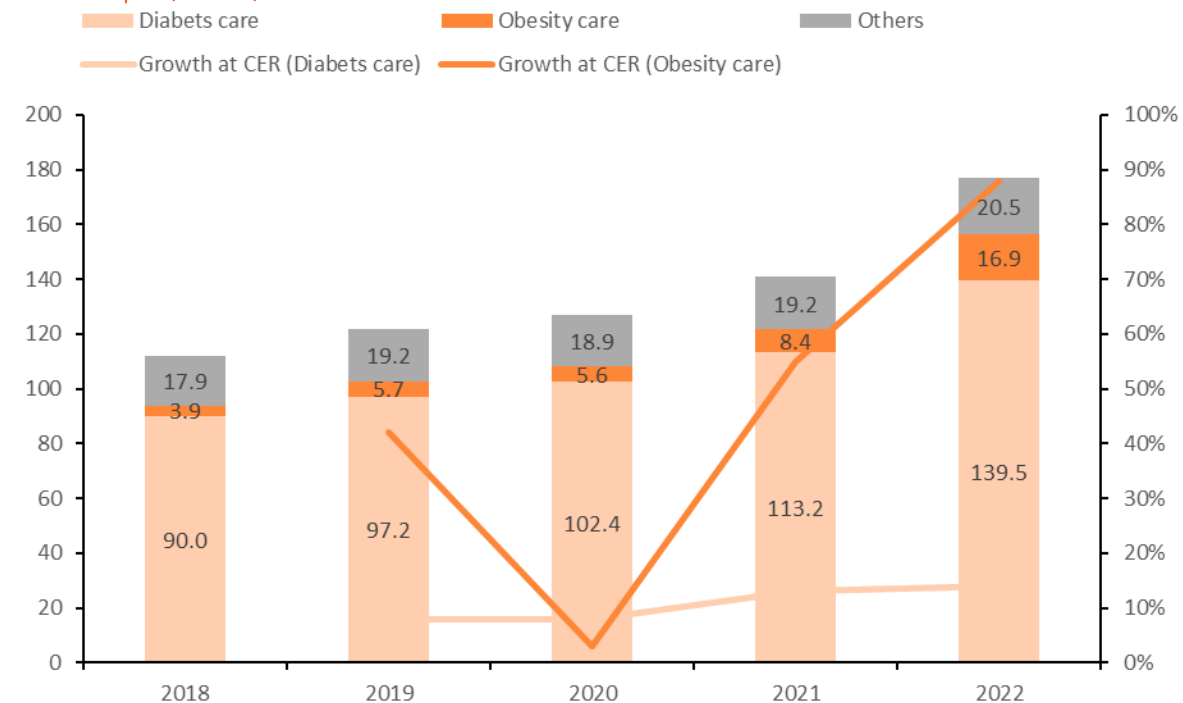
2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

➤ **减肥（降糖）药GLP-1R激动剂受到MNC追捧，销售额和股价迅速增长。** GLP-1R激动剂无疑是减肥（降糖）领域的新星。据诺和诺德2022年财报显示，公司全年总销售额为1770亿丹麦克朗（DKK），约为262亿美元，销售额同比增长25%，以恒定汇率（CER）计算增长16%。诺和诺德的亮眼业绩主要得益于两大业务板块——糖尿病与减肥板块业务的显著增长。其中，GLP-1R作为降糖，减肥两可的药物治疗靶点，虽然与糖尿病治疗相比，目前用于减肥领域的GLP-1产品，利拉鲁肽（Saxenda）和司美格鲁肽（Wegovy）的销售额占比较小，但其潜力巨大，2022年公司减肥药销售额为169亿丹麦克朗，同比增长高达88%（糖尿病治疗销售额同比增长仅为14%）。受销售利好影响，诺和诺德股价从18年的42.2美元持续快速攀升，23年最高达173.0美元。

◎ 2018.1-2022.5诺和诺德股价变化情况



◎ 2018-2022诺和诺德不同治疗板块销售额（DKK, billion）及增长率（CER%）

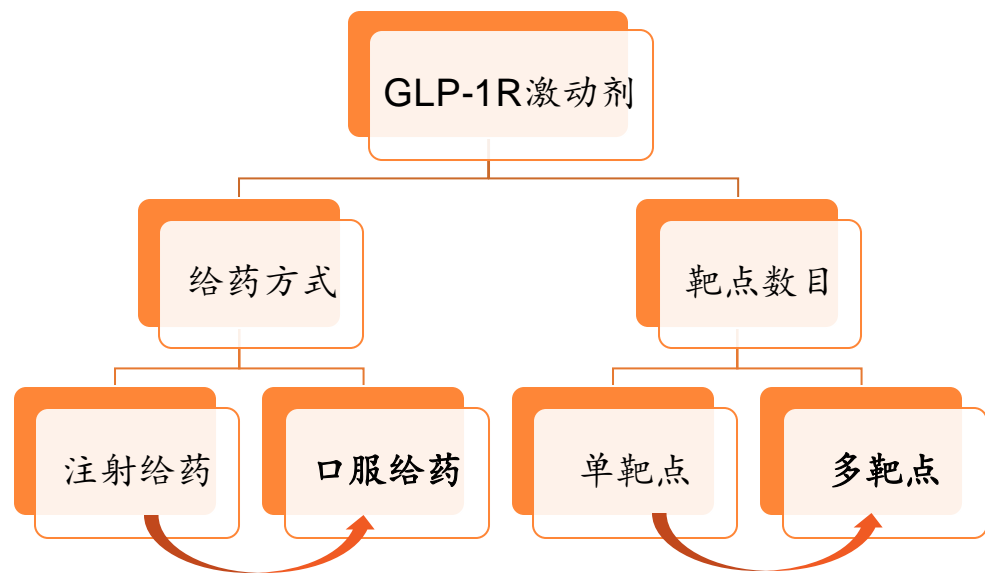


资料来源：诺和诺德年报，WIND，平安证券研究所

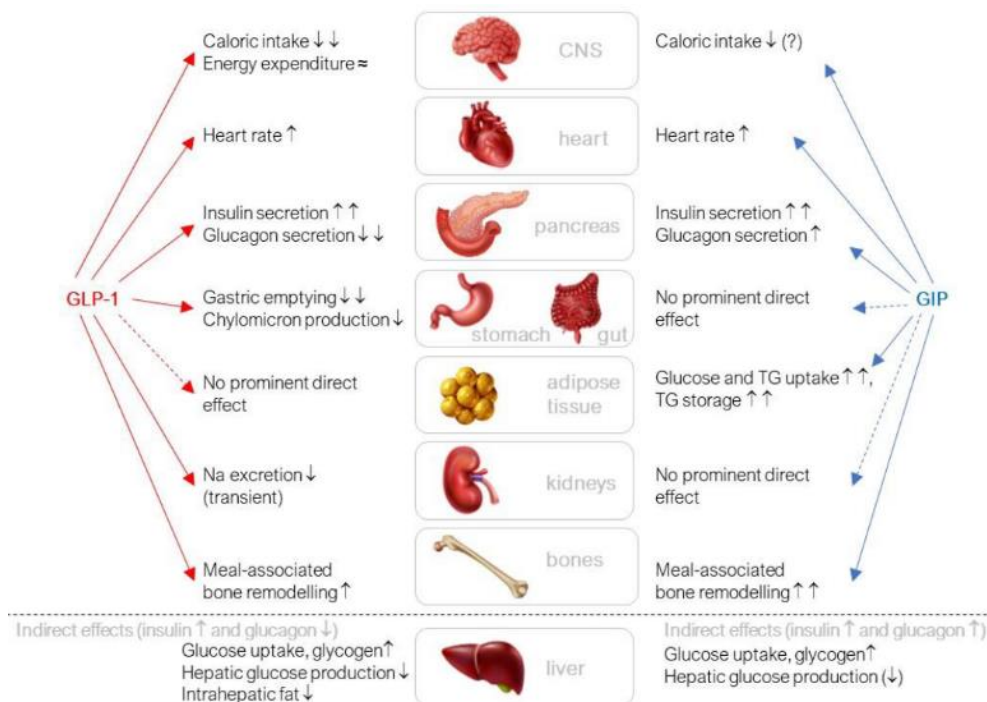
2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

➤ **口服给药提升患者依从性，双靶点联合用药增强减重效果。** 目前靶向GLP-1R的在研药物的研发主要有以下两个趋势：一是根据给药方式从注射到口服，对于肥胖等不需住院的慢性疾病而言，口服药物的依从性优势也会更加凸显。2023年5月22日，诺和诺德发布了口服司美格鲁肽治疗肥胖症的III期临床试验结果。667名患有肥胖或超重并伴有一种或多种合并症的成年人在为期68周的试验中，治疗组实现了17.4%的减重效果，而安慰剂组则为1.8%，口服司美格鲁肽相比安慰剂展现了更好的疗效，达到了主要终点且安全性良好。基于此，诺和诺德预计将于2023年在美国和欧盟申报减肥适应症，中国的III期临床实验也已于2023年4月启动。二是从单一靶点到与其它靶点联用。研究表明，GLP-1R与GIPR，GCCR等靶点具有协同作用的生物学基础，因此基于GLP-1R的双靶点药物成为减重药物的一个重要的研发方向。

GLP-1R激动剂发展趋势



GLP-1和GIP对不同组织/器官的生物学效应总览



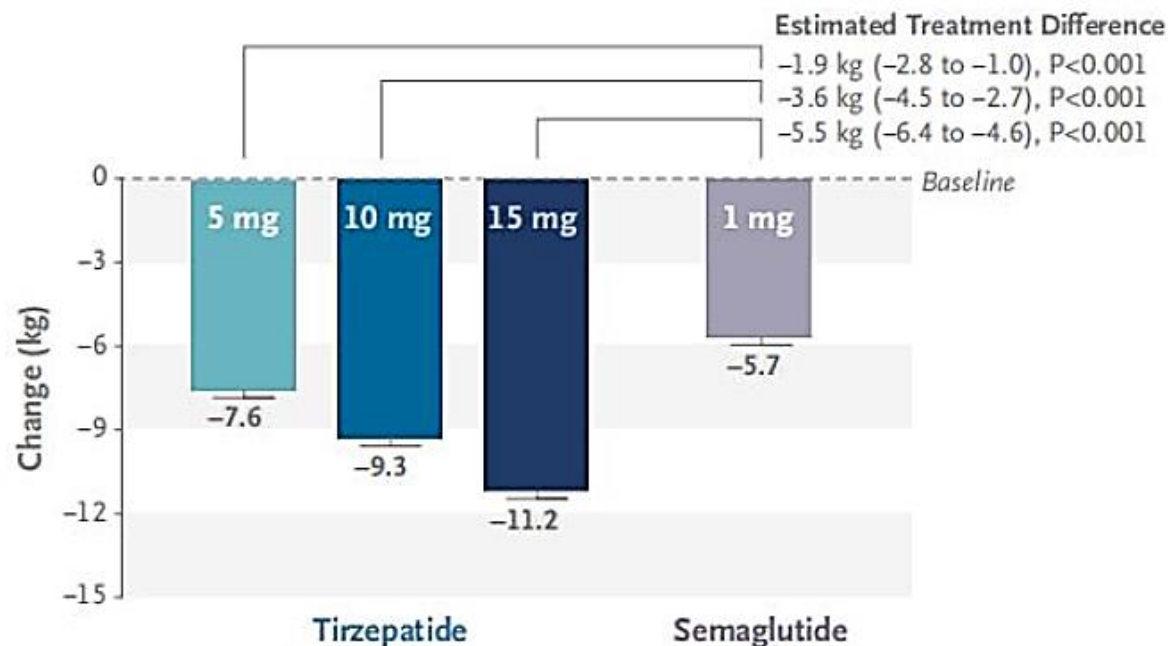
2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

➤ **GLP-1R/GIPR双靶点联用进一步增强减重效果。** 在针对GLP-1R/GIPR的双靶点的药物中，礼来的替尔泊肽（Tirzepatide）进度最为靠前，其在美国已于2022年5月获FDA批准上市，在2022年9月也已向CDE提交了上市申请。此外，博锐新创、豪森药业、华东医药和鸿运华宁等针对这一对靶点均有布局，处于研发早期阶段。在一项为期40周的国际III期临床研究中，礼来将替尔泊肽与司美格鲁肽的临床效果进行比较。将1879名伴有未控制的二型糖尿病的患者分别给不同剂量替尔泊肽（5mg，10mg，15mg）以及司美格鲁肽（1mg），每周给药一次，40周后，替尔泊肽三组平均体重分别降低7.6kg，9.3kg和11.2kg，而司美格鲁肽组平均体重降低5.7kg，GLP-1R/GIPR双靶点激动剂替尔泊肽展现出相对司美格鲁肽更为优异的减重效果。

全球GLP-1R/GIPR双靶点激动剂减肥药物在研情况

药物名称	公司	国家	进度	给药方式
替尔泊肽 (Tirzepatide)	Eli Lilly	中国	NDA	注射
		美国	上市	
CT-868	Carmot Therapeutics	美国	临床II期	注射
AMG-133	Amgen	美国	临床II期	注射
BGM-0504	博瑞新创	中国	临床I期	注射
HS-20094	豪森药业	中国	临床前	注射
DR-10627	华东医药	中国	临床前	注射
GMA-106	鸿运华宁	中国	临床前	注射
TAK-094	华东医药	中国	临床前	注射

替尔泊肽 (Tirzepatide) 与司美格鲁肽 (Semaglutide) 减重效果的III期临床研究对比



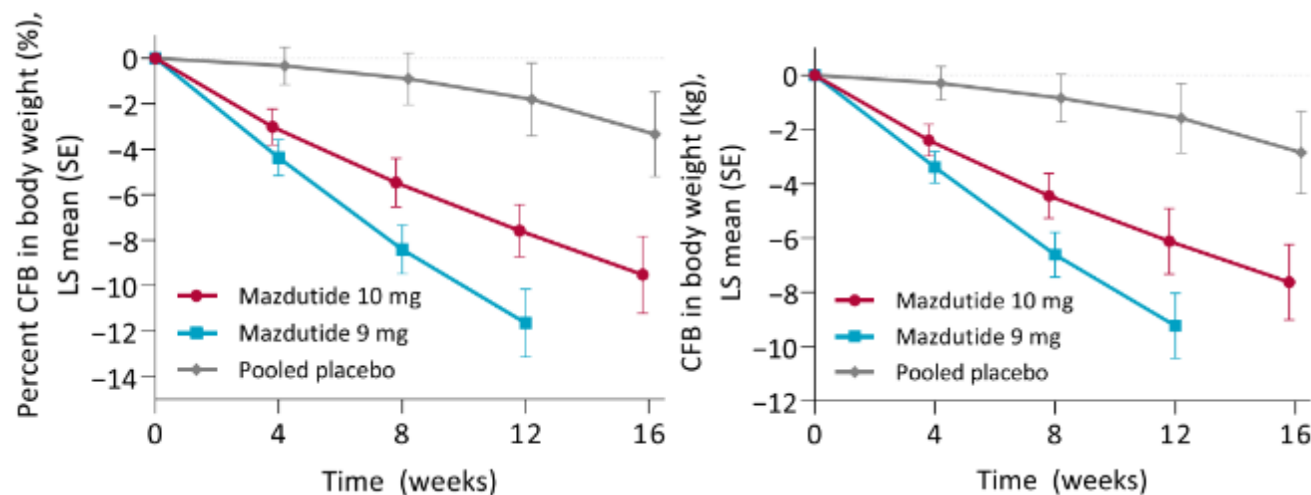
2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

➤ **GLP-1R/GCGR双靶点激动剂有望成为黑马。** 玛仕度肽（Mazdutide）是信达生物与礼来公司共同推进的一款胃泌酸调节素创新化合物(OXM3),也是中国第一个进入临床的具有同类最优潜力的GLP-1R和胰高血糖素受体（GCGR）双重激动剂分子。2023年5月11日，信达生物宣布玛仕度高剂量9mg在中国肥胖受试者的II期临床研究主要研究终点达成（24周）。研究结果显示，玛仕度肽9mg在中国肥胖受试者中的减重疗效优效于安慰剂，治疗24周后玛仕度肽组体重较基线的平均百分比变化与安慰剂组的差值达-15.4%，体重较基线的平均变化与安慰剂组差值为-14.7kg，且耐受性和安全性良好。此外，玛仕度肽6mg剂量组与度拉糖肽“头对头”比较用于治疗肥胖的III期临床研究也已在进行中。在之前的1b期临床数据中，玛仕度肽相比安慰剂亦展现出更优秀的减肥效果。

全球GLP-1R/GCGR双靶点激动减肥药物在研情况

药物名称	公司	国家	进度	给药方式
玛仕度肽 (Mazdutide)	信达生物	中国	临床III期	注射
Pemvidutide	Altimune	美国	临床II期	注射
Pegapamodutide	OPKOHealth	美国	临床II期	注射
BI-456906	Boehringer Ingelheim	全球	临床II期	注射
Oxyntomodulin analogue	Zhipp	英国	临床I期	注射
DA-1726	NeuroBo Pharmaceuticals	美国	临床I期	/
BCPramGluExe	Adocia	法国	临床前	注射
DD-01	信立泰	中国	临床前	注射

玛仕度肽（Mazdutide）相比安慰剂临床1b期的减重效果数据



2.5 潜力新赛道1，减肥药物领域增势强劲

- **国内减重药物研发管线丰富，研究靶点集中。**市场对新型减重药物的需求迫切，自2022年司美格鲁肽在国内上市以来，一直处于供不应求的状态。2023年，国内有望在减重领域迎来重要进展。目前已有多个减重药物在研，靶点主要集中于GLP-1受体，其中，华东医药利拉鲁肽生物类似药与仁会生物的贝那鲁肽进展最快，已在NDA阶段。此外，诺和诺德的司美格鲁肽和信达生物的IBI362，礼来的Tirzepatide，以及复星医药的利拉鲁肽生物类似药的减重适应症均已在III期临床阶段，恒瑞诺利糖肽和石药TG103已在II期临床。根据相关药物当前开发进展，预计2023年华东医药利拉鲁肽仿制药有望迎来获批上市，信达生物的IBI362有望进一步披露重要数据。

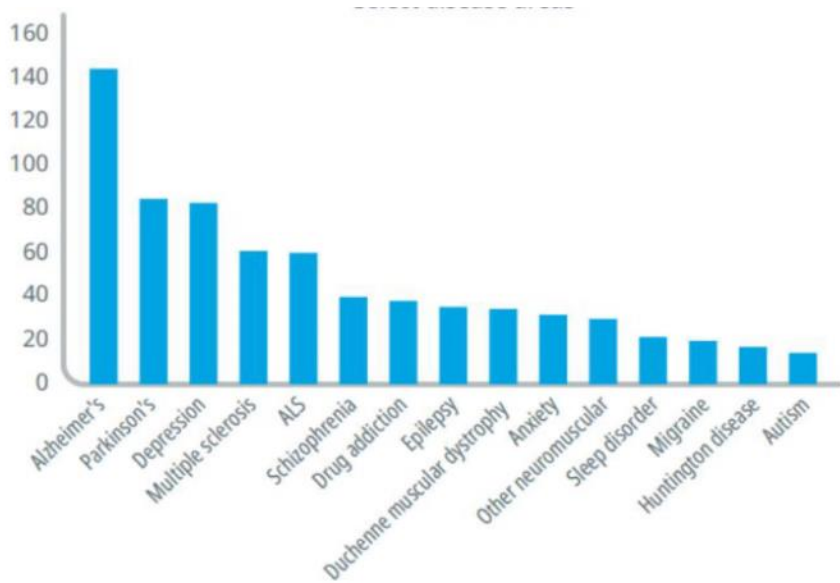
我国减肥药物研究领域管线分布情况

药物名称	公司	靶点	研发进展	用法
华东医药	利拉鲁肽注射液	GLP-1R	NDA	注射，1次/日
仁会生物	贝那鲁肽注射液	GLP-1R	NDA	注射，3次/日
诺和诺德	Semaglutide注射液	GLP-1R	III期临床完成	注射，1次/周
	口服Semaglutide	GLP-1R	III期临床启动	口服，1次/日
礼来	Tirzepatide注射液	GLP-1R/GIPR	III期临床完成	注射，1次/周
复星医药	利拉鲁肽注射液	GLP-1R	III期临床	注射，1次/日
信达生物	1B1362注射液	GLP-1R/GCGR	III期临床	注射，1次/周
勃林格殷格翰	B1456906注射液	GLP-1R/GCGR	II期临床	注射，1次/周
恒瑞医药	诺利糖肽注射液	GLP-1R	II期临床	注射，1次/周
石药集团	TG103注射液	GLP-1R	II期临床	注射，1次/周
鸿运华宁	重组拟人GLP1受体人源化，单克隆抗体注射液(GMA10S)	GLP-1R	II期临床	注射，1次/周
甘李药业	GZR18注射液	GLP-1R	II期临床	注射，1次/周
四环医药	利拉鲁肽注射液	GLP-1R	I期临床	注射，1次/日
爱美客	利拉鲁肽注射液	GLP-1R	I期临床	注射，1次/日
礼来	LY3437943注射液	GIPR/GLP-1R/GCGR	I期临床	注射，1次/周
先为达生物	拉鲁肽类似药注射液(XWO03注射液)	GLP1R	II期临床	注射，1次/周
东阳光药	HEC88473注射液	GLP-1R/FGFR21	I期临床	注射，1次/周

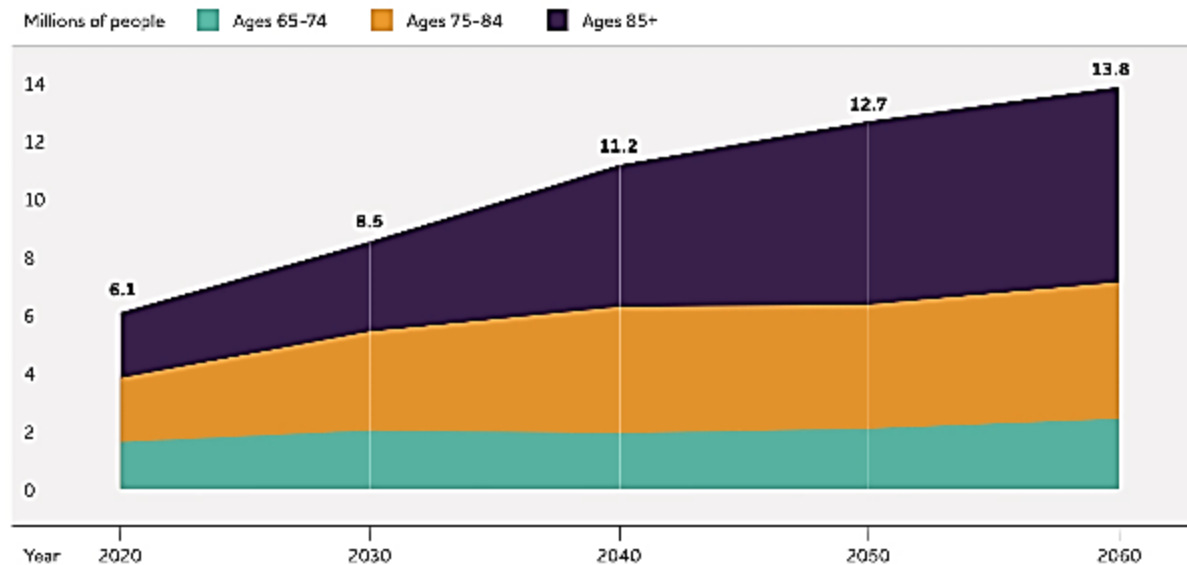
2.6 潜力新赛道2，阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域

- **神经病学领域阿尔茨海默症治疗药物受到重点关注。** 2022年，全球神经病学研究管线达到699个，在所有领域中排第二。研究重点主要集中在阿尔茨海默症，帕金森症，抑郁症，ALS和其他罕见疾病。其中，阿尔兹海默受到重点关注，共有127个在研管线，目前新上市的产品除了渤健的lecanemab和礼来的Donanemab外，主要用于症状管理，有效治疗药物需求迫切。据2019年《世界阿尔茨海默病报告》，全球AD患者人数已高达5000万。2020年，美国65岁以上阿尔茨海默症患者在约610万，且在快速增长。我国情况也不容乐观，2022年，我国60岁以上人群阿尔茨海默病患病率为3.9%，患者数超700万。阿尔茨海默病因脑损伤不可逆以及可能导致全面失能等原因，已然成为困扰人类脑健康的重要原因之一，该疾病治疗药物的开发也是积极应对我国老龄化的重要课题。

2022年神经病学研究领域分类



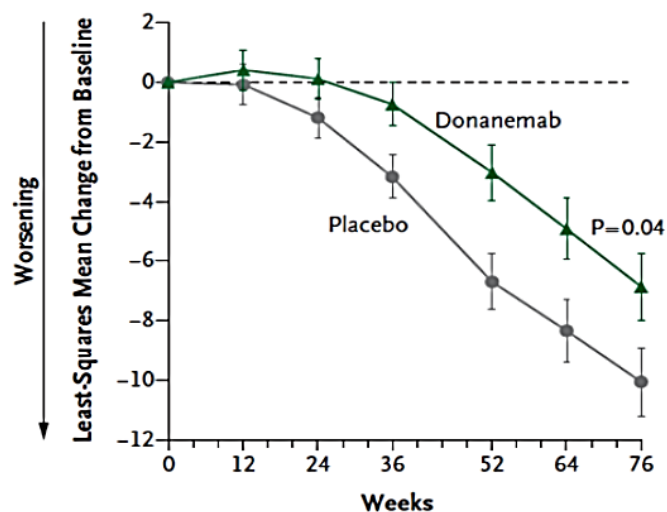
2020-2060E年美国65岁以上阿尔兹海默症患者人数预测



2.6 潜力新赛道2，阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域

➤ **阿尔茨海默症药物治疗领域进展喜人，多款Aβ单抗齐头并进。**2023年5月3日，礼来宣布了新药Donanemab的最新III期临床数据，1736名早期阿尔茨海默病患者在为期18个月的治疗后，Donanemab可使患者的认知功能下降速度减缓35%，患者进入疾病下一阶段的风险下降了39%，达到预设临床终点。公司预计将在未来两月内向FDA递交新药上市申请。在早前Donanemab已经披露的II期临床试验数据中，76周后Donanemab治疗组的iADRS（阿尔茨海默病综合评定量表）为-6.86，优于安慰剂组（-10.06）。2023年1月，FDA还加速批准了由Biogen和Eisai联合开发的单抗Lecanemab，其III期临床研究显示，在为期18个月的治疗后，Lecanemab使1795名阿尔茨海默病患者的认知能力（CDR-SB）下降减缓了27%。需要指出的是，Donanemab和Lecanemab采用了不同的评定量表且并未进行“头对头”比较。

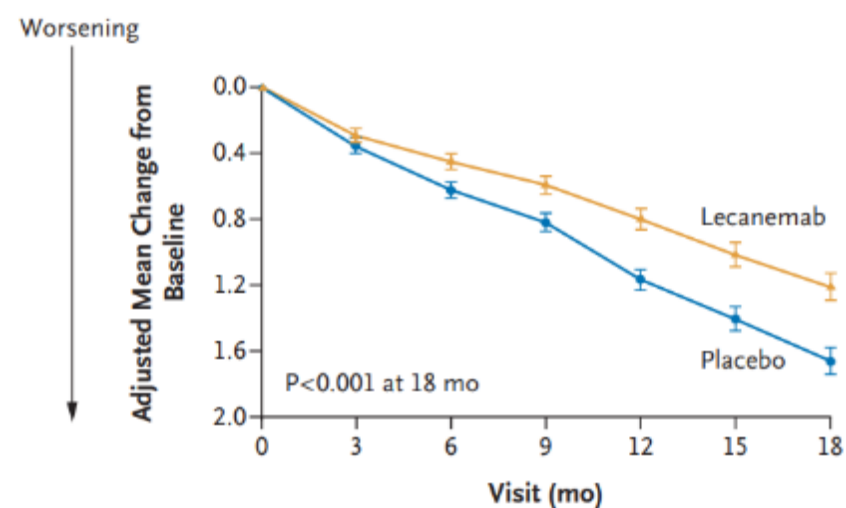
① Donanemab二期临床认知能力（iADRS）变化情况



	Difference in Least-Squares Mean Change	
	Donanemab vs. placebo	95% CI
	points	
Wk 36	2.44±0.96	0.55-4.33
Wk 52	3.67±1.26	1.19-6.15
Wk 64	3.42±1.42	0.63-6.21
Wk 76	3.20±1.56	0.12-6.27

No. of Participants	0	12	24	36	52	64	76
Donanemab	125	120	112	102	88	89	93
Placebo	120	113	110	103	90	90	91

② Lecanemab三期临床认知能力（CDR-SB）变化情况

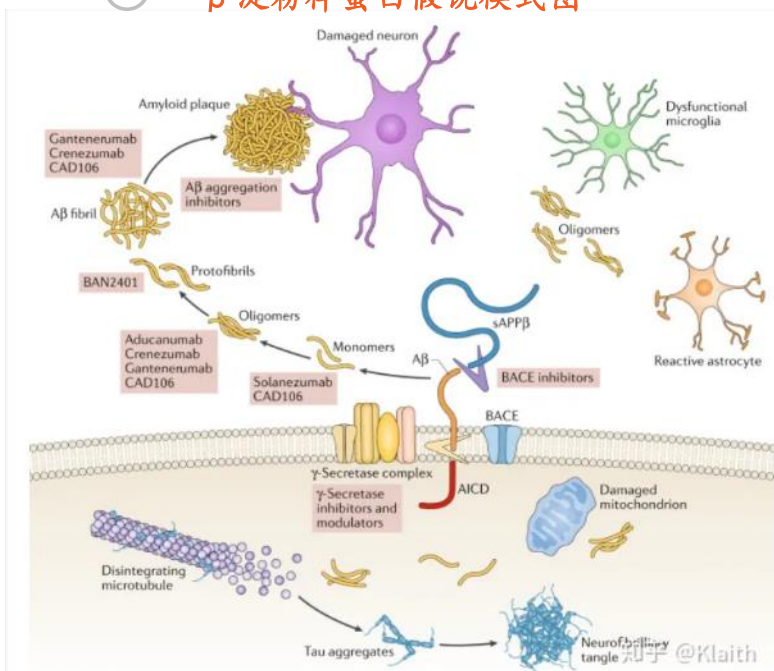


No. of Participants	0	3	6	9	12	15	18
Lecanemab	859	824	798	779	765	738	714
Placebo	875	849	828	813	779	767	757

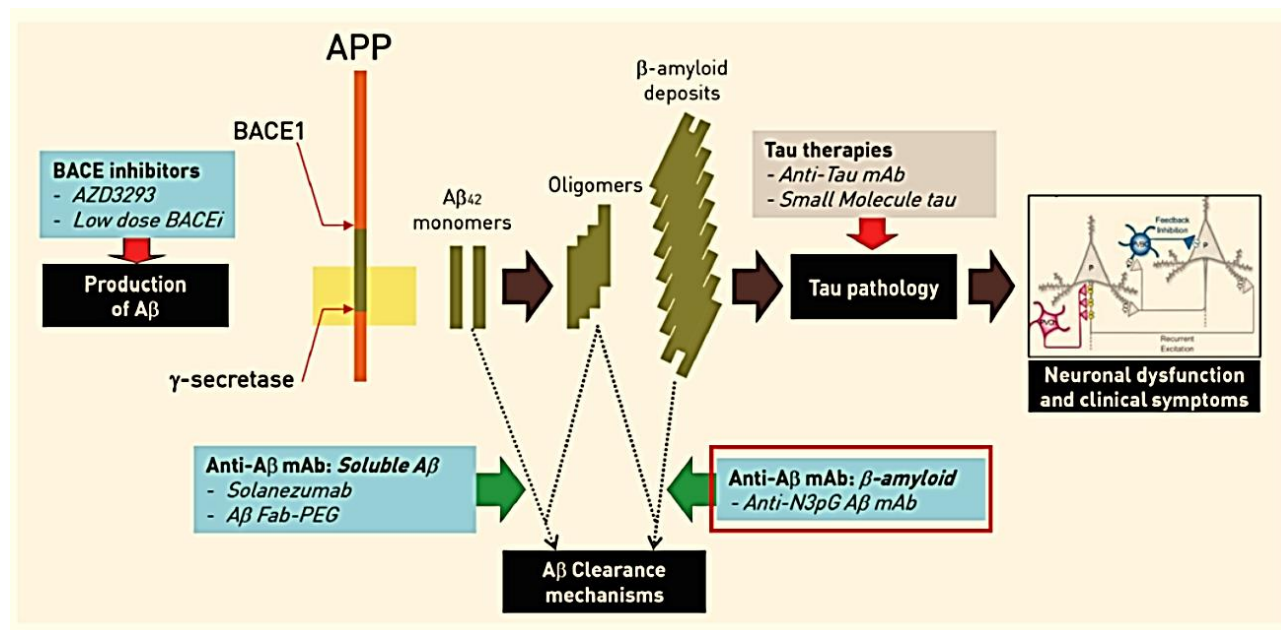
2.6 潜力新赛道2，阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域

- **β淀粉样蛋白靶点 (Aβ) 的可成药性获确证。** 关于阿尔兹海默症的发病机制，一直以来众说纷纭。其中最为经典的“淀粉样蛋白”假说指出，阿尔兹海默病的起因是由于患者大脑中的淀粉样蛋白前体(APP)被切割产生淀粉样蛋白 (Aβ)，这些淀粉样蛋白单体会不断聚集生成二聚体，寡聚体，最终形成淀粉样斑块沉积从而导致阿尔兹海默症的发生，两款药物的成功无疑确证了该假说的可靠性。
- **深入机制研究指导创新药物开发。** 大多现有疗法的策略是抑制Aβ的产生，或者二聚体和寡聚体的形成。但是，受血脑屏障等生理因素影响，能够到达脑部的药物剂量是受限的，在有限的治疗剂量下，能够与Aβ单体结合的单克隆抗体在与淀粉样斑块结合之前，已经与血液和脑脊液中的Aβ单体和寡聚体结合，导致其无法再和淀粉样斑块结合从而使药物的治疗效果受限。而与淀粉样斑块特异性结合的抗体，反而能够跳过Aβ单体和寡聚体的“障碍”，更有效地清除大脑中的淀粉样斑块沉积。其中的代表性药物Donanemab能够特异性的靶向名为N3pG的淀粉样蛋白亚型，从而特异性地与大脑中的淀粉样斑块相结合而增疗效。

β 淀粉样蛋白假说模式图



Donanemab (红框) 与淀粉样蛋白斑块结合机理图



2.6 潜力新赛道2，阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域

- **阿尔茨海默症治疗药物领域MNC管线布局方兴未艾。**除了Lecanemab, Donanemab以外, 2023年2月, 礼来还启动了一款名为Remternetug的Aβ单抗的国际多中心III期临床试验(含中国), 该药物采用皮下注射的给药方式, 在1b期临床试验中显示出与淀粉样蛋白降低等级一致的深度斑块清除, 并且具有较好的安全性。2021年, FDA还批准了由Biogen和Eisai生产的单抗Aducanumab用于轻度认知障碍的治疗, 尽管该药物疗效依然存在争议。此外, 诺华也有开设针对阿尔兹海默症治疗的研发管线, 而罗氏的两款药物Gantenerumab和Crenezumab因未达到预设终点, 均已于2022年终止III期临床试验。由于早期阿尔茨海默症药物研发失败率较高, 国内较少有企业涉足这一领域, 目前仅有绿谷药业的甘露特钠胶囊获批上市。在Aβ通路上, 目前有恒瑞医药和先声药业等企业布局, 考虑到Lecanemab, Donanemab等产品接连披露的积极数据, 预计未来会有更多国内企业布局该领域。

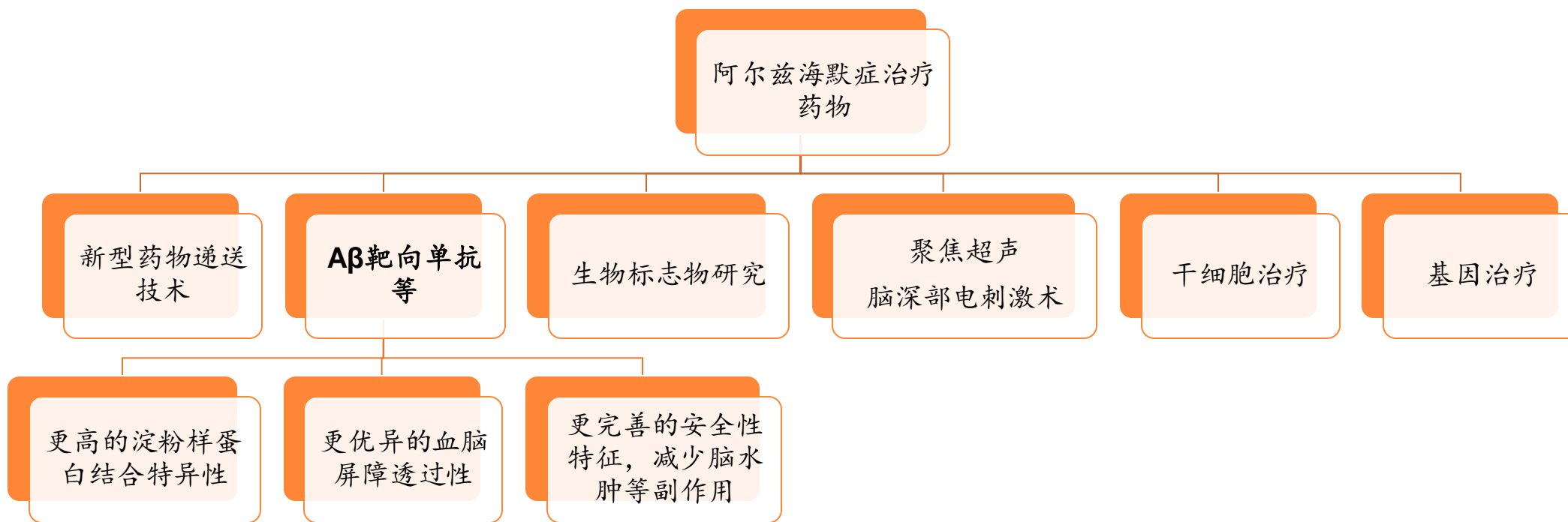
阿尔茨海默症代表性治疗药物研发管线及上市情况

药物名称	公司	类型	进度	给药方式
Aducanumab	Biogen/Eisai	Aβ单抗	上市(美国)	注射
Lecanemab	Biogen/Eisai	Aβ单抗	上市(美国) NDA(中国)	注射
Donanemab	Eli Lilly	Aβ单抗	Pre-NDA(美国) 临床III期(中国)	注射
Remternetug	Eli Lilly	Aβ单抗	临床III期(全球)	注射
Gantenerumab	Roche/MorphoSys	Aβ单抗	临床III期(已终止)	注射
Crenezumab	Roche	Aβ单抗	临床III期(已终止)	注射
Amilomotide	Novartis	Aβ疫苗	临床II/III期	注射
SHR-1707	恒瑞医药	Aβ单抗	临床I期	注射
SIMO408	先声药业/ivoryon	QPCT小分子抑制剂	临床I期	口服
SIMO409	先声药业/ivoryon	Aβ单抗	临床前	注射

2.6 潜力新赛道2，阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域

➤ **阿尔兹海默症药物治疗领域挑战与希望并存。**从临床数据看，现有靶向A β 靶点的治疗药物（Donanemab, Lecanemab），除了治疗效果仍有进一步提升空间外，均存在一定程度的脑水肿等副作用，因此，具备更完善的安全性特征的阿尔兹海默症治疗药物也是创新药研发的努力方向。而且，阿尔兹海默症作为一种需要长期治疗的慢性疾病，目前单克隆抗体大多通过静脉注射给药，开发具有更优患者依从性的给药方式也将是发展方向之一。此外，虽然进展喜人，但现有的治疗药物只能在一定程度上延缓疾病的进程，未来随着聚焦超声，脑深部电刺激术，干细胞治疗，基因治疗等新兴治疗技术手段的不断发展和应用，将为阿尔兹海默症患者的治愈带来希望。

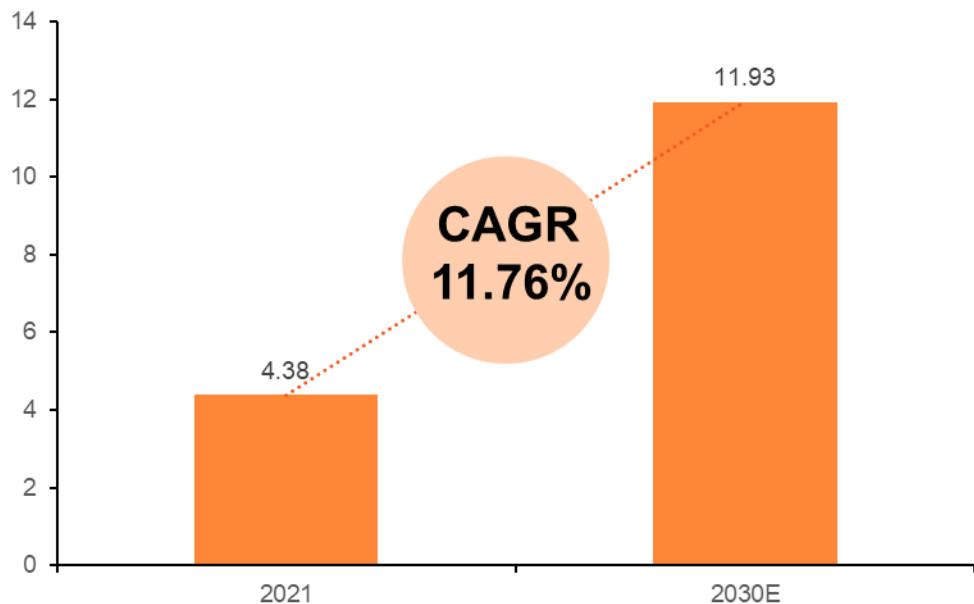
阿尔兹海默症治疗药物未来发展方向展望



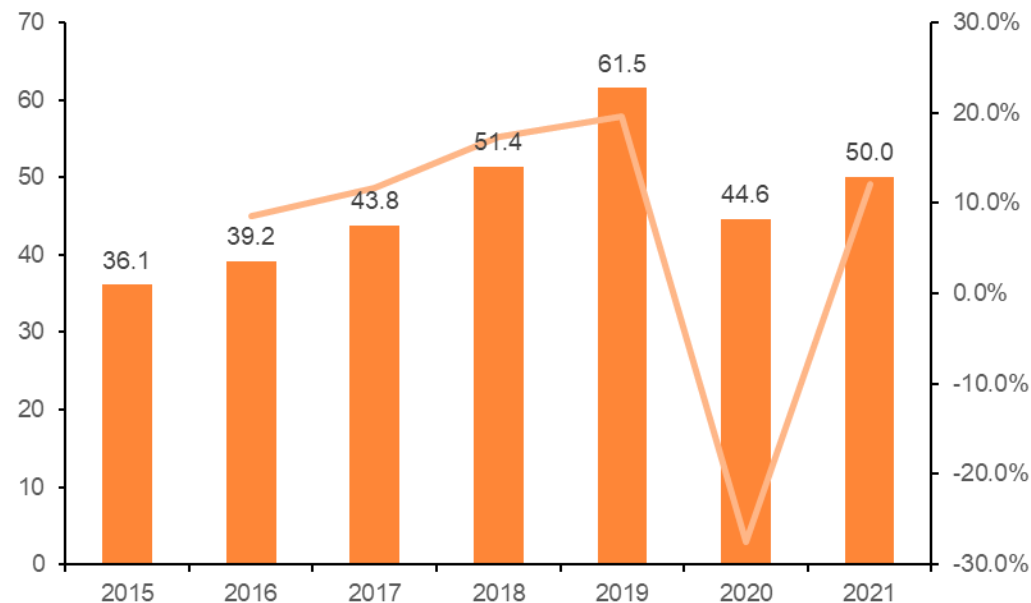
2.7 潜力新赛道3，核医学一枝独秀受追捧

- **全球核药市场长期看好，增长迅速。**根据Verified Market Research的数据，2021年，全球核药市场规模为43.8亿美元，预计到2030年将达到119.3亿美元，年复合年增长率高达11.76%。
- **我国核药市场规模持续扩张。**根据肽研社的数据，2019年我国核药市场规模达到61.5亿元，2020年和2021年受疫情影响，核药市场规模有所下滑分别为44.56亿元和50亿元。随着民众健康意识上升，中国肿瘤和心血管疾病发病人数增多，创新治疗性核药陆续投入市场，临床对核药产品的需求逐年扩大，市场规模将持续加速扩张。

2021-2030E全球核药市场规模预测及增速（十亿美元）



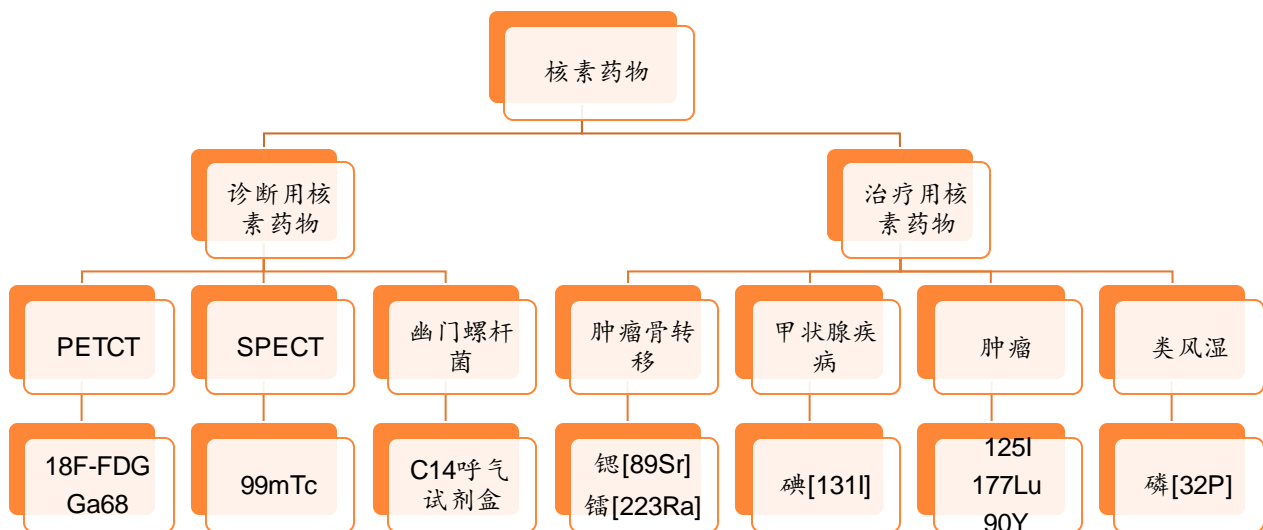
2015-2021中国核药市场规模及增速（亿元）



2.7 潜力新赛道3，核医学一枝独秀受追捧

- 核药在疾病诊疗中应用广泛。按照临床核医学的用途，核药可分为诊断核药与治疗核药两类。其中，诊断用核药的应用方式包括：通过口服、吸入或注射等途径，利用放射性药品示踪原理，结合SPECT或PET，依据从病人体内发射的 γ 射线成像，通过药物在脏器中的分布情况及时间放射性改变的差别获得诊断信息。治疗用核药是指患者通过口服或注射放射性药物使其高度浓集在病变组织，利用核素产生的射线产生局部电离辐射生物效应抑制或破坏病变组织，已经实现肿瘤和自免疾病等领域的应用。
- 核素药物方兴未艾，诺华引领核素药物发展。根据2022年5月发表的《国内外放射性药品市场分析》数据，美国FDA共批准52种放射性药物上市，其中氟[18F]是目前核药中应用最多的核素之一。目前，诺华、拜耳、GE和Lantheus等为全球从事放射性药物的领军企业。其中，诺华2017年收购法国公司Advanced Accelerator Applications（AAA）搭建起放射性技术平台，2018年收购Endocyte扩充核药管线，拥有RDC药物Lutathera（177Lu-dotatate），177Lu-PSMA-617等多款核药产品，2022年Lutathera收入达到4.71亿美元。

核素药物按用途分类



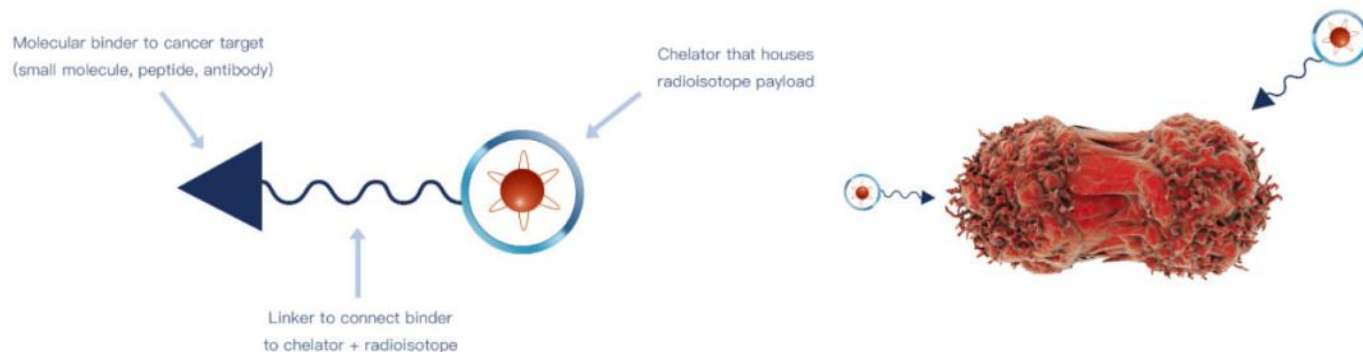
近年FDA批准的代表性核药

产品名称	公司	时间	类别	适应症
18F-FACBC	Blue Earth	2016.05	诊断	复发性前列腺癌
68Ga-DOTATE TE	Novartis (AAA)	2016.06	诊断	生长抑素受体阳性的神经内分泌肿瘤
177Lu-DOTATATE	Novartis (AAA)	2018.01	诊疗	胃肠胰腺神经内分泌肿瘤
131I-Iobenguane	Progenics	2018.07	诊疗	治疗系统性治疗肾上腺罕见肿瘤及肿瘤
68Ga-DOTATAC	Uihc-PET	2019.08	诊断	神经内分泌肿瘤
18F-FDOPA	FEINSTEIN	2019.10	诊断	帕金森综合征
18F-Fluoroestradiol	PETNET、Zionexa USA	2020.05	诊断	复发或转移性乳腺癌雌激素受体阳性病变
18F-Flortaucipir	Eli Lilly、Avid Radiopharms	2020.05	诊断	阿尔兹海默症
64Cu-DOTATE TE	RadioMedix、Curium	2020.09	诊断	诊断生长抑素受体阳性的神经内分泌肿瘤
177Lu-PSMA-617	Novartis	2022.03	治疗	PSMA阳性转移去势抵抗性前列腺癌

2.7 潜力新赛道3，核医学一枝独秀受追捧

- **RDC是核药发展的重要方向。**放射性核素偶联药物（RDC）原理是将肿瘤特异性的靶头与核素进行结合对肿瘤进行靶向性的杀伤，利用标记有放射性核素的靶向分子对疾病进行治疗，对体内病灶进行精准放射治疗。RDC分子结构与ADC相似，一般包含三个部分：靶向分子（可以是抗体，多肽等），负责精准识别和结合肿瘤靶点；连接子，用于连接靶向分子和螯合剂，同时改善整体药物分子的药学应用；螯合剂，负责牢固络合放射性核素。总的看，RDC治疗机制清晰，简单直接，研发逻辑相对更简单，相应的研发成功率也会比较理想。
- **靶向多肽核药是RDC发展的重要方向。**与抗体相比，多肽在组织渗透和药代动力学性质等方面优势独特，同时多肽蛋白的特异性表达与偶联功能，可以满足RDC的技术突破方向要求。FDA已经批准多款靶向多肽核药，用于SSTR高表达的神经内分泌肿瘤和PSMA高表达的前列腺癌的诊断和治疗，其中诺华的¹⁷⁷Lu-dotatate用的多肽是Octreotide（奥曲肽），¹⁷⁷Lu-PSMA-617用的是PSMA binding motif，证明了基于多肽分子开发RDC的可行性。

◎ RDC技术思路及示意图



2.7 潜力新赛道3，核医学一枝独秀受追捧

- **国内核药人均支出与欧美国家差距较大。**根据Frost&Sullivan数据，2017年，我国核药人均支出为3.2元，而美国人均支出为56.5元，是我国的17.66倍。与发达国家相比，我国放射性药物使用率较低，市场还有超10倍空间，未来增长潜力巨大。
- **国内核药赛道双寡头垄断，后来者积极涌入。**根据2022年6月发表于中华核医学与分子影像杂志的论文统计，截至2020年国内获批的放射性药物共有26种，临床可获得并使用的药物仅占其中一半，与FDA批准的核药数量和种类（52种）差距较大。目前国内仅约20家企业参与放射性药物研发和生产，中国同辐和东诚药业两家企业形成双寡头垄断格局，现有核药品种类较为齐全，市场份额领先。近年来，远大医药、恒瑞医药、先通医药、智核生物、核欣医药、纽瑞特和辐联医药等企业也正在涌入核药赛道，未来前景看好。

国内获批上市的核药代表性品种

中美人均核药支出（元）



产品名称	公司	适应症
碘[125I]密封籽源	中国同辐、东诚药业、拉尔文、天津赛德、智博高科、上海欣科、原子高科	以射线近距离杀伤肿瘤细胞
锝[99mTc]标记注射液	上海欣科、希埃药业、原子高科、核高通、中国同辐、东诚药业	诊断脑、肾、甲状腺等脏器疾病和功能
治疗用碘[131I]化钠胶囊	中国同辐	甲癌及甲亢治疗
氯化亚铊[201Tl]注射液	中国同辐	心肌灌注显影剂
氟[18F]脱氧葡萄糖注射液	中国同辐、华益科技、东诚药业	肿瘤和心脑血管显像
氯化锶[89Sr]	中国同辐、宁波君安、中核高通	癌性骨痛
锝[Tc]亚甲基二膦酸盐注射液	东诚药业	类风湿性关节炎
碘[131I]化钠口服液	中核高通、中国同辐、中国工程物理研究院核物理研究所、东诚药业	甲状腺疾病
磷[32P]酸钠盐口服液	中国同辐	真性红细胞增多症、原发性血小板增多症等

创新药：关注非肿瘤差异化治疗领域

- 抗肿瘤领域在中国企业创新药物研发管线中占据最大的比重，截至2022年8月，共有2040种药物针对抗肿瘤适应症类别研发，占有所有适应症药物数量的47.6%。虽然国产新药管线数量增长显著，但从靶点分布来看存在大量同靶点扎堆的情况。因此构建非肿瘤治疗领域新赛道的差异化竞争，是创新药的另一个发展方向。我们重点关注：1) 减肥药物领域增势强劲；2) 阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域；3) 核医学一枝独秀受追捧。
- 建议关注：恒瑞医药、荣昌生物、百济神州、和黄药业、康诺亚、东诚药业。



CONTENT 目录

- ◎ 一、2023上半年行情回顾：跑赢大盘，板块持续分化
- ◎ 二、创新药：非肿瘤差异化治疗领域增长潜力凸显
- ◎ 三、中特估：重点关注中药及医药流通
- ◎ 四、器械：疫后复苏+集采恐慌释放，看好后续表现
- ◎ 五、关注其它短期受挫后的边际改善板块
- ◎ 六、投资建议及风险提示

3.1 医药是中特估核心主线之一

- **“中特估”投资主线逐步清晰。**自 2022 年 10 月二十大报告强调“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力”，到 11 月证监会主席易会满提出的“探索建立具有中国特色的估值体系”，再到 2023 年 1 月国资委优化央企经营指标为“一利五率”，新增 ROE 和现金流的考核并确定 2023 年央企经营目标为“一增一稳四提升”，再到 3 月国资委启动“国有企业对标世界一流企业价值创造行动”，着重提升国企核心竞争力和核心功能，市场对于开启新一轮国企改革、央国企估值重塑的讨论持续升温，国企改革投资主线也随之清晰。
- **医药是“中特估”核心主线之一。**以 1350 家国有上市公司的口径进行统计，自 2013 年以来，国有企业共有 619 起重大资产重组事件，主要以横向专业整合和战略性重组为主。其中公用事业、化工/钢铁等传统行业，以及新能源/医药/电子等新兴行业是重点。我们认为医药是“中特估”核心主线之一。

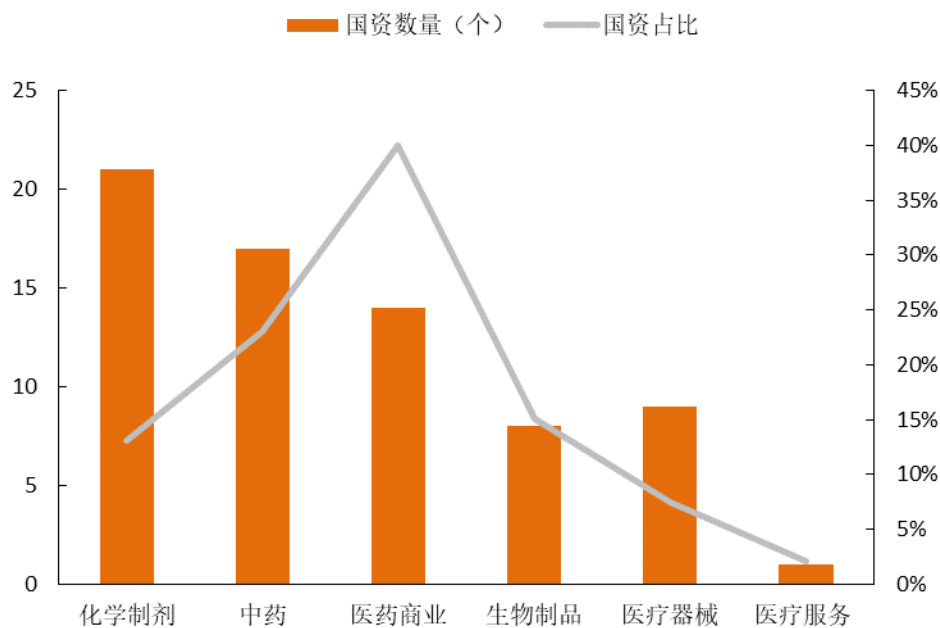
2013年以来国有上市公司重大资产重组情况



3.1 医药是中特估核心主线之一

➤ **医药商业、中药子行业“中特估”浓度最高。**根据wind数据，申万医药行业共有70家实际控制人为各级国资委的上市公司，其中化学制剂、中药、医药商业分别为21家、17家、14家，为国资上市公司数量最多的三个子行业。若从国企上市公司数量占子行业上市公司总数比例来看，医药商业、中药分别以40%、23%领先于其他子行业。

申万医药子行业国资企业数量和占比



2013年以来国有上市公司重大资产重组情况

所属子行业	上市公司	实际控制人	国资层级	国资持股比例	国资控股时间
化学制药	海南海药	国资委	国务院	23%	2020年
	新华制药	山东省国资委	省级	-	-
	德展健康	新疆维吾尔自治区国资委	省级	24%	2021年
	华特达因	山东省国资委	省级	20%	-
	金陵药业	南京市国资委	地级市	45%	-
	广济药业	湖北省国资委	省级	25%	-
	冠福股份	荆州市国资委	地级市	12%	2019年
	仙琚制药	仙居县国资工作中心	县级	22%	-
	力生制药	天津市国资委	直辖市	21%	-
	莱美药业	广西壮族自治区国资委	自治区	7%	-
	华仁药业	西安曲江新区	国家级新区	20%	-
	华润双鹤	国资委	国务院	32%	-
	海正药业	台州市椒江区人民政府	市辖区	24%	-
	国药现代	国资委	国务院	57%	-
	联环药业	扬州市国资委	地级市	38%	-
	复旦复华	上海市奉贤区国资委	市辖区	19%	-
	鲁抗医药	山东省国资委	省级	14%	-
	华北制药	河北省国资委	省级	45%	-
	南新制药	湖南省国资委	省级	29%	-
	宣泰医药	上海市国资委	省级	51%	-
	森萱医药	南通市国资委	地级市	22%	2020年

资料来源：Wind，平安证券研究所，注：国有上市企业实控人为最终穿透

3.1 医药是中特估核心主线之一



2013年以来国有上市公司重大资产重组情况

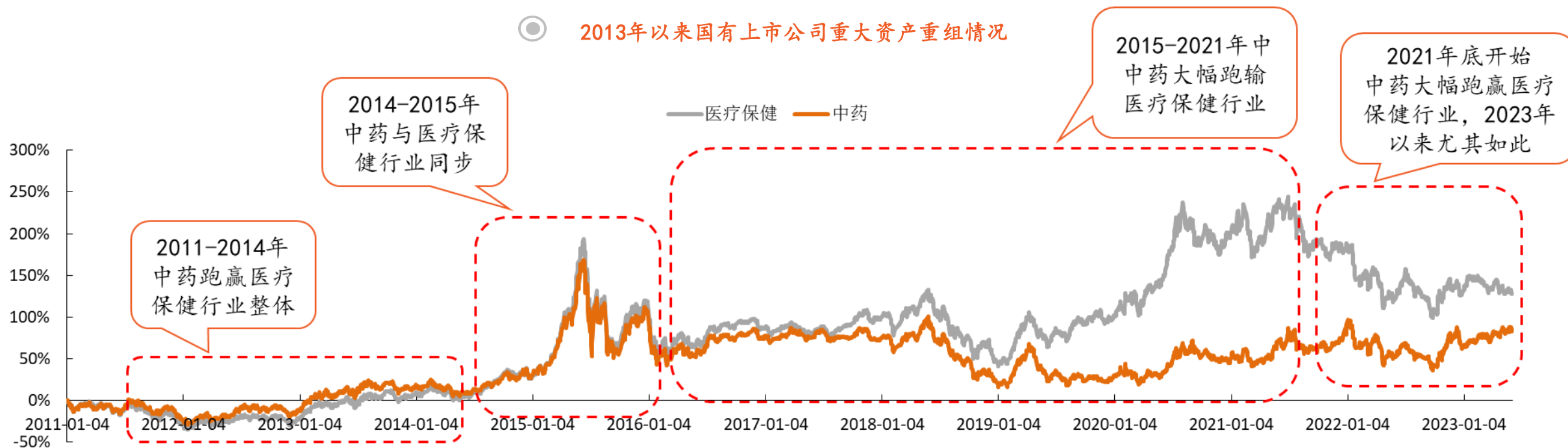
所属子行业	上市公司	实际控制人	国资层级	国资持股比例	国资控股时间	所属子行业	上市公司	实际控制人	国资层级	国资持股比例	国资控股时间
中药	东阿阿胶	国资委	国务院	12%	-	医疗商业	国药一致	国资委	国务院	19%	-
中药	华润三九	国资委	国务院	34%	-	医疗商业	英特集团	浙江省国资委	省级	37%	-
中药	精华制药	南通市国资委	地级市	34%	-	医疗商业	浙江震元	绍兴市国资委	市级	23%	-
中药	佛慈制药	兰州市国资委	地级市	52%	-	医疗商业	重药控股	重庆市国资委	省级	31%	-
中药	红日药业	成都市国资委	地级市	22%	-	医疗商业	嘉事堂	国资委	国务院	18%	-
中药	陇神戎发	甘肃省国资委	省级	34%	-	医疗商业	一致B	国资委	国务院	-	-
中药	同仁堂	北京市国资委	省级	52%	-	医疗商业	中国医药	国资委	国务院	32%	-
中药	太极集团	国资委	国务院	18%	-	医疗商业	开开实业	上海市静安区国资委	市辖区	27%	-
中药	太龙药业	郑州国资委	地级市	14%	2022年	医疗商业	国药股份	国资委	国务院	18%	-
中药	中恒集团	广西壮族自治区国资委	自治区	28%	-	医疗商业	南京医药	南京市国资委	地级市	44%	-
中药	白云山	广州市国资委	地级市	45%	-	医疗商业	第一医药	上海市国资委	省级	32%	-
中药	昆药集团	国资委	国务院	9%	2023年	医疗商业	上海医药	上海市国资委	省级	28%	-
中药	片仔癀	漳州市国资委	地级市	55%	-	医疗商业	润达医疗	杭州市拱墅区国资委	市辖区	20.02%	-
中药	千金药业	株洲市国资委	地级市	28%	-	医疗商业	开开B股	上海市静安区国资委	市辖区	-	-
中药	康恩贝	浙江省国资委	省级	21%	2020年	医疗器械	达安基因	广州市国资委	地级市	31%	-
中药	江中药业	国资委	国务院	16%	-	医疗器械	阳普医疗	珠海市国资委	地级市	11%	-
中药	广誉远	山西省国资委	省级	11%	-	医疗器械	利德曼	广州市国资委	地级市	46%	-
生物制品	派林生物	陕西省国资委	省级	-	2023年	医疗器械	迪瑞医疗	国资委	国务院	-	-
生物制品	长春高新	长春新区	国家级新区	-	-	医疗器械	中红医疗	厦门市国资委	地级市	38%	-
生物制品	卫光生物	深圳市光明区国资委	市辖区	65%	2019年	医疗器械	山东药玻	沂源县国资委	县级	20%	-
生物制品	博雅生物	国资委	国务院	16%	-	医疗器械	新华医疗	山东省国资委	省级	6%	-
生物制品	天坛生物	国资委	国务院	-	-	医疗器械	华强科技	国资委	国务院	70%	-
生物制品	辽宁成大	辽宁省国资委	省级	10%	2021年	医疗器械	中科美菱	绵阳市国资委	地级市	3%	-
生物制品	百克生物	长春新区	国家级新区	7%	-	医疗服务	南华生物	湖南省国资委	省级	26%	-
生物制品	成大生物	辽宁省国资委	省级	6%	-						

资料来源：Wind，平安证券研究所 注：国企上市公司实控人为最终穿透

3.2.1 中医药行业反转基础是2015年以后走势长期弱于医药行业

- **2011年中—2014年中：中药板块跑赢医疗保健整体。**得益于医保基金持续扩容，中药大品种尤其是中药注射剂充分受益。此阶段表现最好的红日药业股价涨幅283%，其核心产品血必净注射液销售额由2010年的1.48亿元快速增长至2014年的12.78亿元，可见一斑。
- **2014年中-2015年：中药与医疗保健整体同步，迎来一波牛市。**此阶段医保资金快速扩容期结束，控费苗头显现。2015年10月卫计委、发改委、人社部等多部委发布《关于控制公立医院费用不合理增长的若干意见》，落实辅助用药管理制度，中药注射剂首当其冲。
- **2016年至2021年中：中药大幅跑输医疗保健行业。**2015年以来，各地陆续出台辅助用药名单，医保支付限制，以及限制西医开具中药处方等，导致中药行业收入和利润下滑明显。此阶段品牌OTC龙头片仔癀表现最好，涨幅904%，若剔除该标的，则中药行业表现更差。

2013年以来国有上市公司重大资产重组情况



3.2.2 中医药行业景气度由量变向质变

- **政策支持是中医药行业景气度提升的核心因素。** 中医药行业重磅支持政策不断，医保对中药态度转变积极。2015-2019年政策对中药以限制为主，包括限制辅助用药，收缩中药注射液医保报销范围，限制西医开具中药处方等。但从2019年开始，伴随中共中央、国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》发布，中医药发展顶层设计文件出台，获全方位支持。随后支持政策密集出台，2021年2月国务院发布《关于加快中医药特色发展若干政策措施》，再次从顶层设计角度推动中医药发展。2021年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，支持政策具体落地，医保态度转暖大幅提升市场信心。同时2022年初开始部分中药注射剂解限进一步佐证了医保态度的积极转变。2022年3月29日，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，是中医药行业首个由国务院办公厅名义发布的五年规划，行业站位提升。同时，中医药十四五更加细化，可操作性更强，促进中药行业景气度迎来质变。
- **2023年下半年重点关注新版基药目录、中成药全国集采、中药配方颗粒国标执行等政策进展。** 2021年11月15日，国家卫健委药政司发文就《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见，坚持中西药并重、临床首选的原则。2023年5月10日国家卫健委召开全国药政工作会议，确定了2023年重点工作任务，提出重点围绕基本药物、短缺药品、儿童药品等工作。我们认为新版基药目录有望2023年下半年出台，中成药有望显著受益。

3.2.2 政策支持是中医药行业景气度提升的核心因素

近年来中医药行业主要政策&文件汇总

发布时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2015-10-27	国家卫计委、发改委、财政部等	《关于控制公立医疗机构费用不合理增长的若干意见》	落实辅助用药限制政策，中药注射剂首当其冲
2017-02-21	人社部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)》	对39个中药注射剂做出了严格的报销使用范围限制，其中26个临床常用的大品种均仅限二级以上医疗机构使用
2018-12-12	国家卫健委	《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	辅助用药政策正式落地，提出制订全国和各省辅助用药目录，将辅助用药临床应用情况作为医疗机构绩效考核重要内容
2019-06-11	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	对西医开具中药处方提出限制
2019-10-26	中共中央、国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中医药顶层设计文件，全方位支持中医药发展
2020-09-28	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	将中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，并细化申报资料要求。充分体现中药研发规律，坚持传承与创新并重
2021-02-01	国家药监局、中医药管理局等	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	从二级以上医院扩展至所有医疗机构，生产企业采取备案制，由国家统一制定标准
2021-02-09	国务院	《关于加快中医药特色发展若干政策措施》	再次从顶层设计角度，提出更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2021-12-30	国家医保局、中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	中医药支持政策落地，提升医保支持力度，中医医疗机构暂缓执行DRG等
2022-1-10	福建省医保局	《关于调整部分药品限定支付范围的通知》	30个药品取消医保支付限制，包括多个中药注射剂产品
2022-3-29	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	首个由国务院发布的中医药五年规划，共提出10个方面重点任务，更加细化

3.2.3 中药企业争相推出股权激励，彰显发展信心

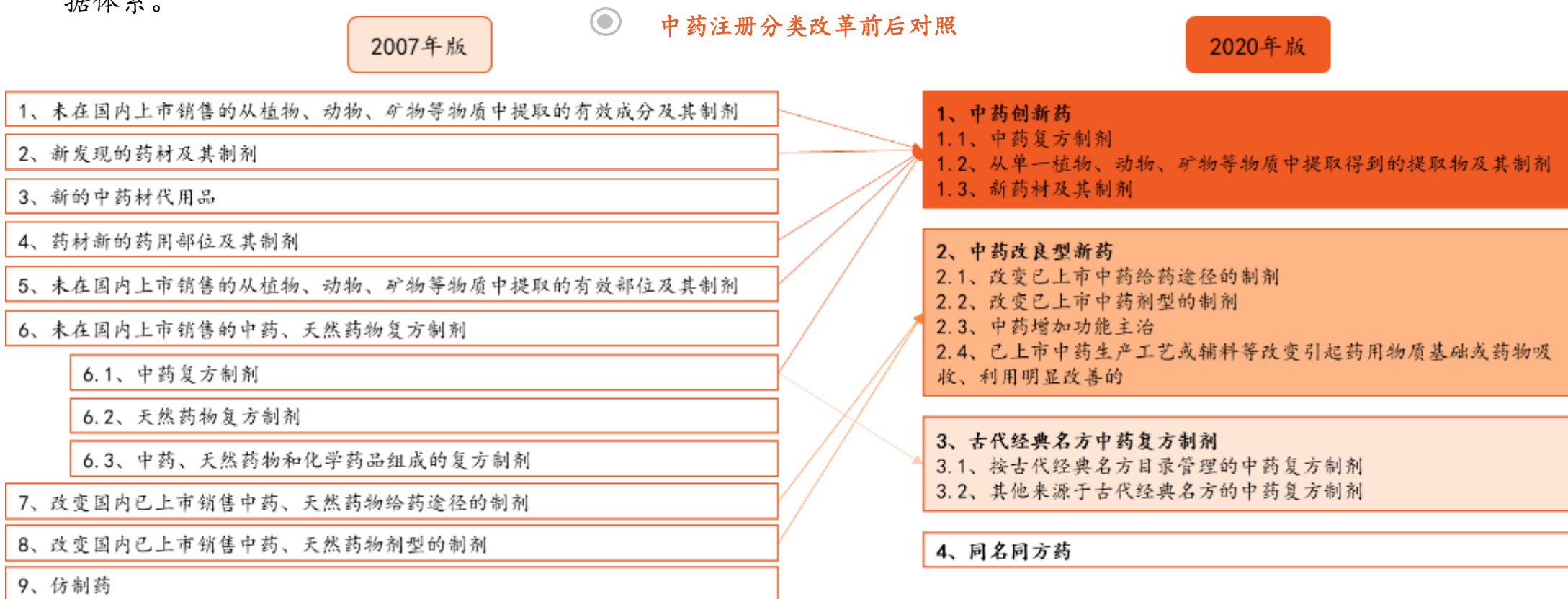
➤ **中药企业陆续实施股权激励计划：**仅2021年就有约13家中药企业发布股权激励计划，彰显行业发展信心。

◎ **2021年13家中药企业出台股权激励计划**

中药企业	预案公告日	股票数量 (万股)	占总股 本比例	授予价格 (元/股)	解锁条件
健民集团	2021-02-09	106.24	0.69%	13.89	以2020年为基数，2021-2023年净利润增速分别不低于20%、44%、72.8%
昆药集团	2021-04-03	256.00	0.34%	4.16	以2020年为基数，2021-2023年净利润增速不低于10%、21%、33%，现金分红比例不低于30%
新天药业	2021-04-30	317.00	2.71%	8.75	分A、B、C三档，考核目标A：以2020年为基数，2021-2023年营业收入增长27%、61%、100%
江中药业	2021-06-18	630	1%	6.62	2022-2024年投入资本回报率不低于12.74%、12.75%、12.76%，较2020年净利润CAGR不低于6%，研发投入强度不低于2.96%、2.98%、3%
康弘药业	2021-06-21	1600	1.74%	22.28	2021年净利润扭亏为盈，2022-2023年同比增长不低于10%
羚锐制药	2021-06-24	138.14	2.43%	4.78	以2020年为基数，2021-2023年净利润增长率分别不低于20%、44%、65.6%
贵州三力	2021-08-17	480	1.18%	7.50	2022-2024中成药产品销售净利润目标值1.8亿、2.15亿、3.3亿元
信邦制药	2021-08-26	8337.67	4.11%	7.32	2021-2023年净利润目标值2.80亿、3.50亿、4.30亿元
奇正藏药	2021-09-25	14.2	0.03%	16.80	2021-2022年营收增长率不低于15%
中恒集团	2021-09-25	4989.84	1.44%	1.76	2022-2024年相较于2020年经济增加值增长率不低于21%、33%、46%，净利润增长率不低于16.6%、26%、36%
华神科技	2021-10-27	1438	2.33%	2.70	以2020年为基数，2021-2023年净利率增长率目标分别为80%、130%、180%
千金药业	2021-11-13	1255.52	2.74%	4.30	以2020年为基数，2022-2024年营业收入增长率不低于30%、50%、75%
华润三九	2021-12-02	978.9	1%	14.84	以2020年为基数，2022-2024年扣非净资产收益率不低于10.15%、10.16%、10.17%，扣非净利润CAGR不低于10%

3.2.3 五大主线看中医药投资机会：中药创新药

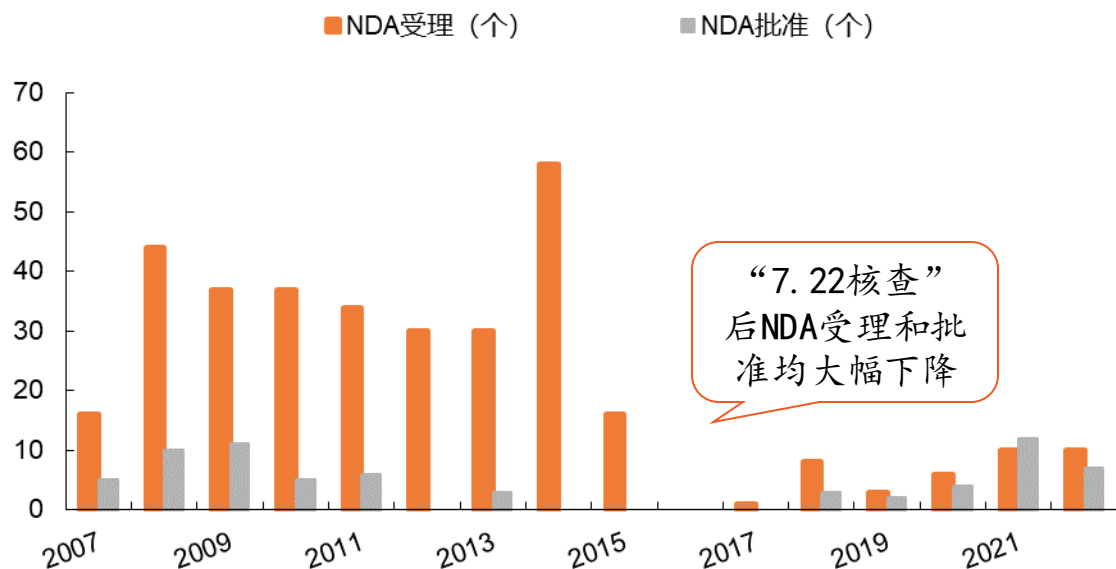
➤ **注册分类改革强调传承与创新并重，审评思路理清。**2019年8月新《药品管理法》通过，正式将中药注册分类改革为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等。2020年9月NMPA发布《中药注册分类及申报资料要求》，细化申报资料要求。新分类不再以物质基础作为划分类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性，同时坚持以临床价值为导向。2021年2月国务院办公厅《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》正式提出建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系，积极探索建立中药真实世界研究证据体系。



3.2.3 五大主线看中医药投资机会：中药创新药

- 2022年中药新药研发热度不减。**2015年临床“7.22核查”后中药新药NDA受理和批准数量均大幅下降。伴随着中药注册分类改革的实施和审评审批思路的理清，2021年无论是中药新药NDA申请受理还是获批均创近5年新高，分别达到10个和12个，为中药新药爆发元年。根据米内网数据，2022年国内共有10款中药新药申报NDA，获批7款，研发热度不减。
- 医保局明确发文支持中药创新药发展。**2021年12月31日，国家医保局和国家中医药管理局联合发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提出“将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录”。2021年宣肺败毒颗粒和化湿败毒颗粒谈判成功进入医保，实现获批当年即进入医保。

2007年以来国内中药新药NDA受理和批准情况



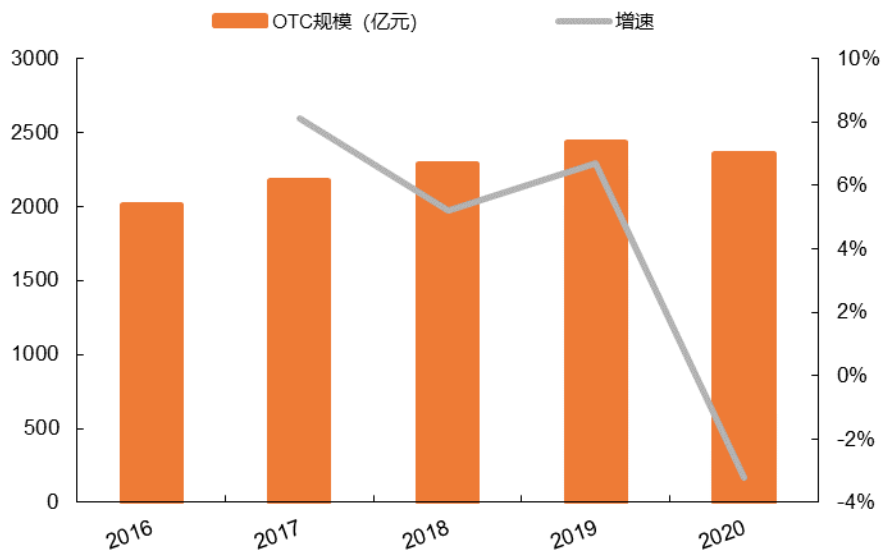
2022年国内中药新药获批情况

序号	药品名称	注册分类	治疗领域	生产企业
1	参葛补肾胶囊	1.1类	抗抑郁药	华春药业
2	芪胶调经颗粒	原6.1类	妇科调经药	安邦制药
3	苓桂术甘颗粒	3.1类	呼吸道疾病	康缘药业
4	黄蜀葵花黄酮口腔贴片	原5类	口腔溃疡	康恩贝
5	散寒化湿颗粒	3.2类	呼吸道疾病	康缘药业
6	广金钱草总黄酮胶囊	1.2类	结石用药	光谷人福
7	淫羊藿素软胶囊	1.2类	抗肿瘤药	坤诺基

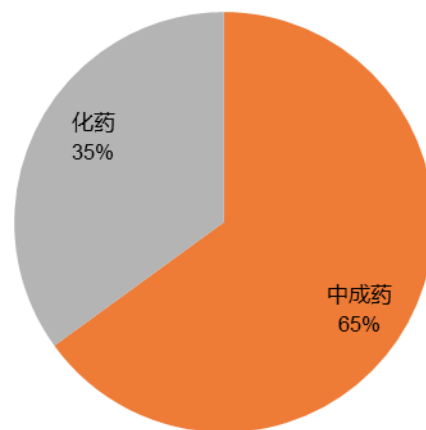
3.2.4 五大主线看中医药投资机会：品牌OTC中药

- **OTC市场规模2400亿左右，保持稳定增长。**非处方药（OTC）在提高自我药疗、便捷接受有效治疗、降低就医成本等方面发挥着重要作用。根据IQVIA数据，2020年全国OTC市场为2360亿元（-3.2%），主要受疫情影响，加之感冒咳嗽等常见病发病率下降。2016-2019年CAGR为6.64%，保持稳定增长态势。
- **OTC以中药为主，以院外市场为主，受医保控费影响小。**2019年底我国OTC按品种计约3390个，其中化药632个、中成药2758个，中成药占比81%。从销售金额看化药、中成药分别约35%、65%，中成药是OTC产品主力。从销售渠道上看，线下零售药店是主要渠道，2020年占比56%；其次是医疗渠道（含医院和第三终端），占比36%；线上B2C占比8%。院外渠道为主，OTC产品受医保控费影响小。

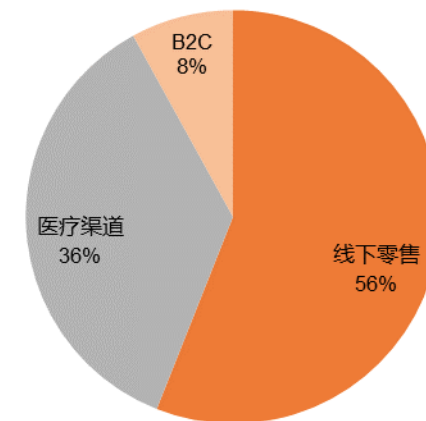
我国OTC市场规模及增速



2019年品牌OTC金额中成药、化药占比



2020年OTC品种渠道占比

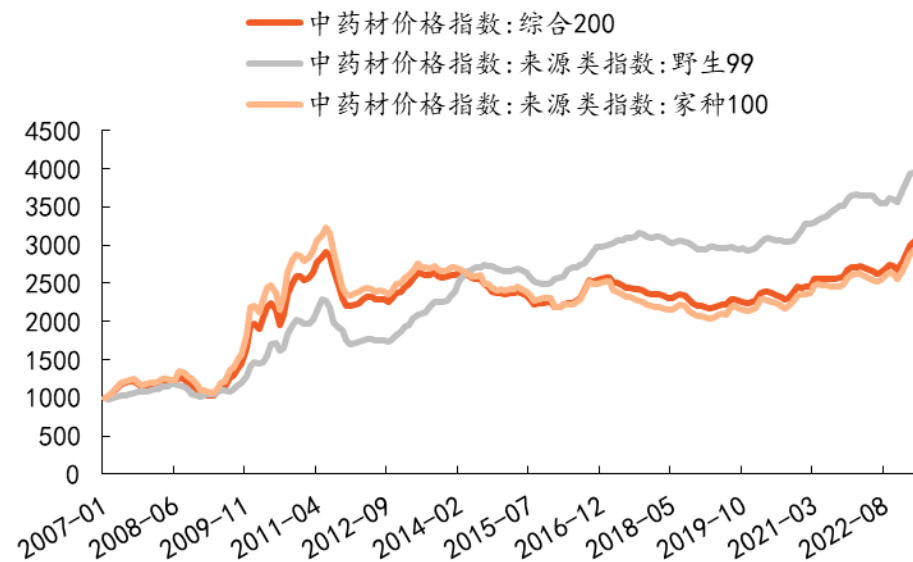


3.2.4 五大主线看中医药投资机会：品牌OTC中药

- **OTC品牌认可度至关重要。**在品牌OTC领域呈现强者恒强的特点，提升品牌认可度至关重要。以安宫牛黄丸为例，2021年城市实体药店安宫牛黄丸销售规模预计为36.48亿元（+29.73%），2016-2021年CAGR高达30%。截至2022年2月底我国共有安宫牛黄丸批件123个，但市场集中度以同仁堂、广誉远、白云山、达仁堂等知名品牌为主，仅北京同仁堂和广誉远合计占比就高达74.55%。
- **品牌OTC具备持续提价能力，与一般的OTC产品相比，成本转嫁能力更强，可保持较高盈利能力。**2021年12月以来品牌OTC企业陆续提价，主要原因是上游中药材价格上涨明显，2023年5月相比2019年5月中药材价格指数中综合200、野生99、家种100增长分别高达43%、31%和47%。与一般处方药盈利能力呈下降趋势不同，品牌OTC成本转嫁能力强，持续保持较高盈利能力。

2021年城市实体药店OTC Top5品种及第一品牌市占率

	2021规模 (亿元)	2021增速	5年CAGR	第一品牌	第一品牌占比	批文总数 (个)
阿胶	48	-1%	-4%	东阿阿胶	51%	234
安宫牛黄	36	30%	30%	北京同仁堂	66%	134
感冒灵	25	12%	9%	华润三九	93%	70
藿香正气	21	2%	4%	太极集团	64%	518
六味地黄	18	-1%	-1%	仲景宛西	21%	795



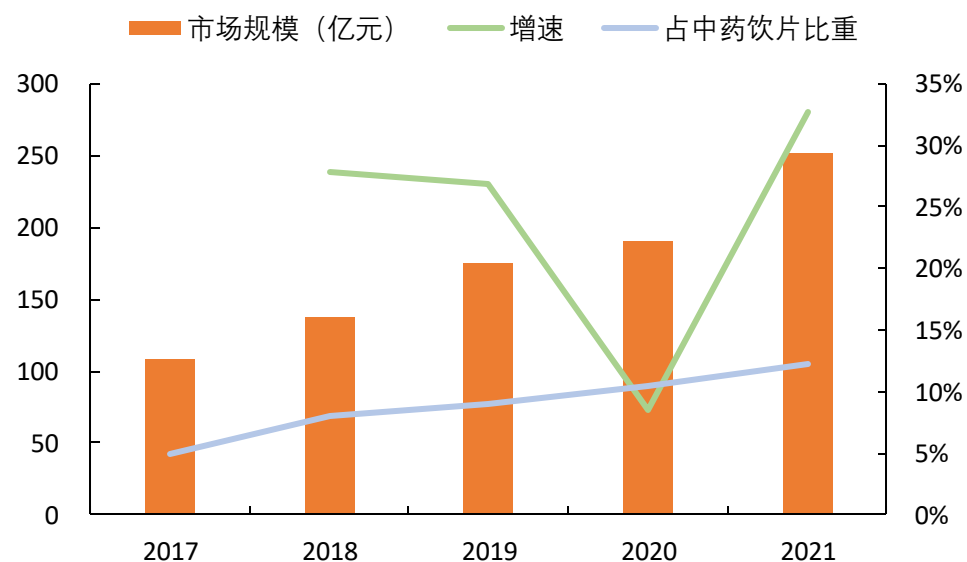
3.2.5 五大主线看中医药投资机会：中药配方颗粒

- **中药配方颗粒是中药饮片的升级产品。** 中药配方颗粒是以传统中药饮片为原料，由单味中药饮片经过水提、浓缩、干燥、制粒而成，在中医临床处方调配后，供患者冲服使用。配方颗粒不但保留了药效特性、性味归经，而且由于采用先进设备和低温浓缩、喷雾干燥等先进工艺，减少了因加热时间过长对有效成分的破坏。与传统中药饮片相比，配方颗粒具有质量稳定性高、服用方便、便于携带等优势。
- **中药配方颗粒市场有望达千亿规模。** 根据中国医药工业信息中心数据，2021年我国中药配方颗粒市场规模约252亿元，占当年中药饮片市场的12.3%左右，同比增长32.6%。我们假设2021-2030年中药饮片市场按3%的CAGR，则2030年市场规模达2673亿元。《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》指出坚持中药饮片的主体地位，意味着中药配方颗粒占比不超过50%。按照悲观（20%）、中性（30%）、乐观（40%）三种占比假设，则2030年中药配方颗粒市场规模将分别达到535亿、802亿、1069亿。考虑到药食同源广阔市场，中药配方颗粒市场规模有望超千亿。

☉ 中药配方颗粒与中药饮片比较

中药配方颗粒		中药饮片
生产工艺	以中药饮片为基础，经水提、浓缩、干燥、制粒而成	根据药品特性和使用方式采取多种生产工艺
质量稳定性	火力火候、煎煮时间等无法准确控制，稳定性差	规范化、科学化生产管理，质量稳定均一
储运	不易储运，易虫蛀、受潮、霉变	包装密封性好，不易吸潮变质，运输储存方便
服用	服用剂量小，易于携带，随时服用，适合急症急用	煎煮费时、携带不便，火力火候、加水量、煎煮时间等较难控制
调配	多规格独立包装，无需称量，调配方便、干净卫生	多为散装，调配称量有误差，易污损
价格	生产成本低，价格高	价格较低

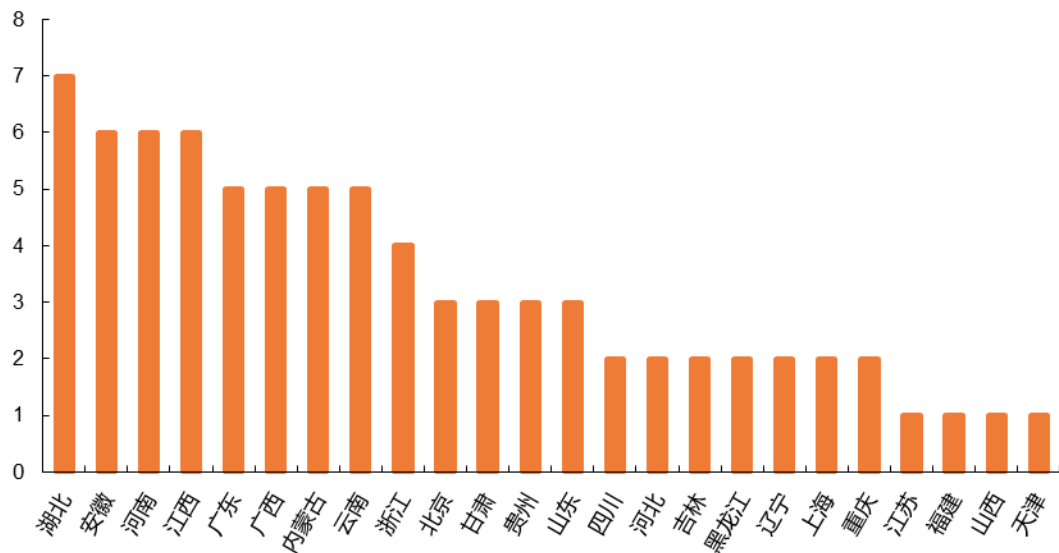
☉ 2017-2021中药配方颗粒市场规模



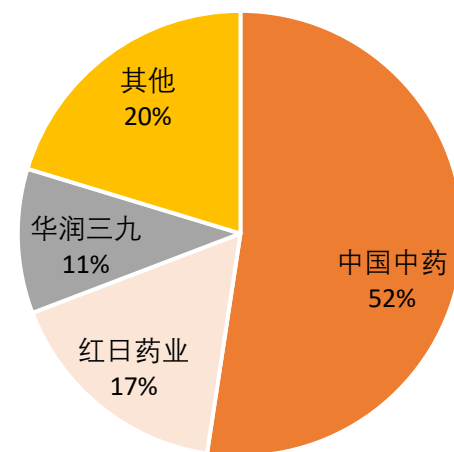
3.2.5五大主线看中医药投资机会：中药配方颗粒

- **中药配方颗粒试点结束后有望进入量价齐升阶段，先发企业优势明显。**2021年2月国家药监局、国家中医药管理局等联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，2021年11月正式结束试点时代。试点结束后中药配方颗粒生产资质放开，但生产企业应当具备中药炮制、提取、分离、浓缩、干燥、制粒等完整的生产能力，应当自行炮制用于中药配方颗粒生产的中药饮片，老六家优势明显。2021年中药配方颗粒市场中，中国中药以52.4%的市占率高居第一，红日药业、华润三九居二三位，占比16.8%、10.5%。
- **中药配方颗粒有望向龙头集中。**截至试点放开前我国共有试点生产企业约79家。但先发企业在中药材储备、产能、技术标准等方面都有明显优势。比如截至2021年中报，中国中药共有中药配方颗粒提取产能5万吨，制剂产能超1.5万吨，领先优势明显。我们认为未来中药配方颗粒市场仍将集中于几家龙头。

截至2021年11月1日我国各省市中药配方颗粒试点生产企业数量（个）



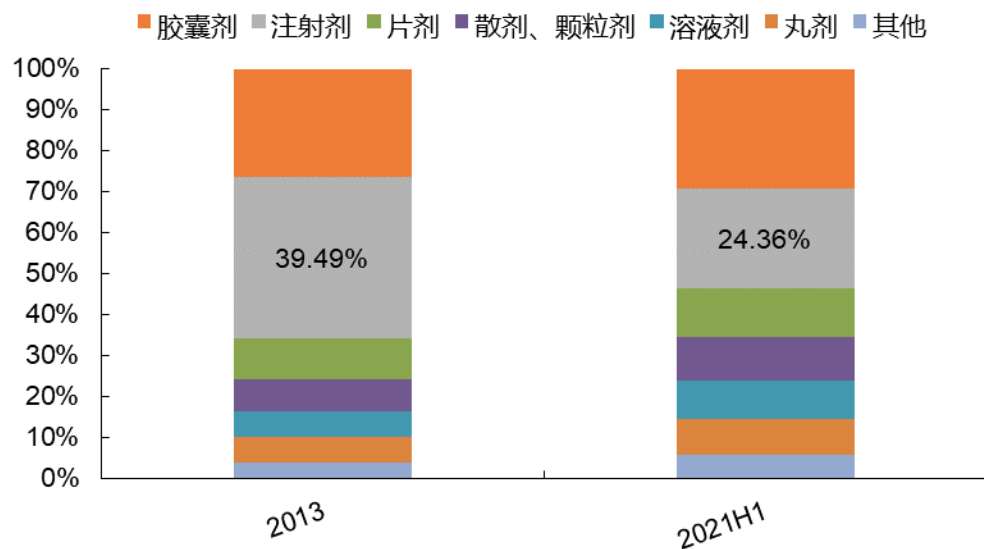
2021年中药配方颗粒市场格局



3.2.6 五大主线看中医药投资机会：中药注射剂

- 中药注射剂受医保控费影响大：**中药注射剂是指在中医理论指导下，采用先进的制备工艺，从中药或天然药物的单方或复方中提取有效物质制成的可供注入人体内的制剂。伴随医保护容中药注射剂规模快速扩大，根据米内网数据，2016-2017年中药注射剂市场规模均超过千亿，分别为1049亿和1032亿。此后受限制辅助用药和医保控费影响，中药注射剂规模快速下滑，2020年约616亿，同比下降25%。中药注射剂在城市公立医院中成药占比由2013年的39.49%下降至2021H1的24.36%。
- 中药注射剂大品种首当其中。**我们统计了2016年城市公立医院市场Top10品种为例，2020年评价降幅57%。降幅最大的是丹参川芎嗪注射液，规模从2016年的25.90亿下降至2020年的2.70亿元。中药注射剂普遍为大品种，因此在医保控费中首当其中，影响最大。

城市公立医院中成药各剂型占比及其变化



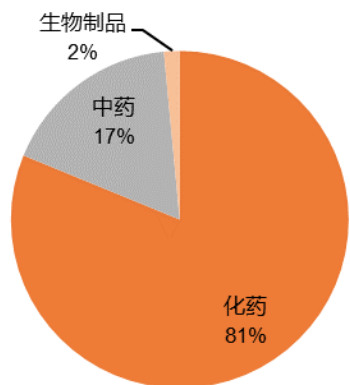
2016年城市样本医院Top10品种销售规模及其降幅

TOP10	2016销售额（亿元）	2020销售额（亿元）	降幅
丹红注射液	38.07	15.84	58%
注射用丹参多酚酸盐	34.95	21.36	39%
注射用血栓通	34.21	16.86	51%
喜炎平注射液	30.34	10.39	66%
醒脑静注射液	29.67	15.49	48%
康艾注射液	29.44	16.91	43%
丹参川芎嗪注射液	25.90	2.70	90%
康莱特注射液	25.35	18.54	27%
舒血宁注射液	21.36	8.52	60%
疏血通注射液	21.17	7.74	63%

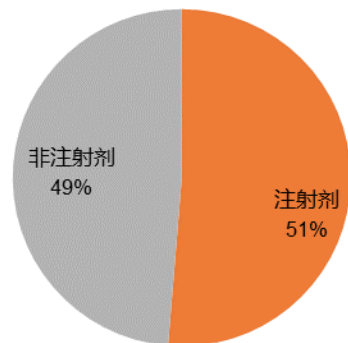
3.2.6 五大主线看中医药投资机会：中药注射剂

- **中药注射剂被限制主要是无法证明安全性、有效性。** 安全性方面，多数中药注射剂成分复杂，加之临床使用不规范，导致不良反应频发。典型事件是2006年鱼腥草注射液导致部分患者死亡。根据国家药监局发布的药品不良反应监测年度报告，2015年共收到新的和严重药品不良反应事件39.73万例，中药占比17.3%，其中注射剂占比51.3%。有效性方面，此前中药审评标准较低，临床研究不充分，无法证明有效。中药注射剂安全性整体处于向好趋势，2020年不良反应报告中，中药占比13.4%，其中注射剂占比33.3%。
- **中药注射剂医保限制边际放松。** 2017版医保首次对26个中药注射剂品种使用进行限制，主要包括使用医疗机构级别和报销病症限制。2019年限制品种进一步增加至45个。但2021版医保目录中首次对中药注射剂限制有所松动，丹红注射液使用范围不再局限于二级及以上医疗机构，且报销病症也有放松。我们认为本次注射剂放松得益于企业自发的安全性、有效性评价，得到验证的中药注射剂有望陆续解除限制。

2015年不良反应药品类型占比



2015年中药不良反应剂型占比



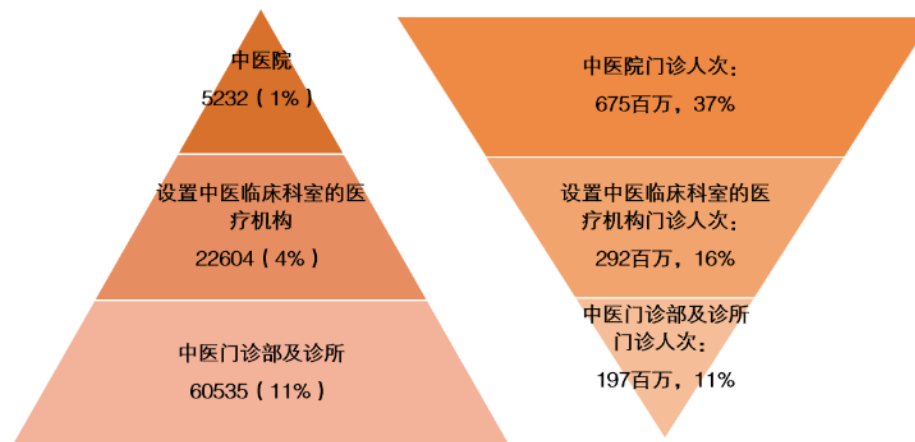
丹红注射液2020年和2021年版医保目录报销区别

	价格	备注	协议有效期
2020	5.05元(2ml/支); 17.32元(10ml/支); 29.44元(20ml/支)	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的重症抢救患者。	2021年3月1日至2022年12月31日
2021	4.94元(2ml/支); 16.92元(10ml/支); 28.76元(20ml/支)	活血化瘀，通脉舒络。用于瘀血闭阻所致的胸痹及中风，证见：胸痛，胸闷，心悸，口眼歪斜，言语蹇涩，肢体麻木，活动不利等症；冠心病、心绞痛、心肌梗塞，瘀血型肺心病，缺血性脑病、脑血栓。	2022年1月1日至2023年12月31日

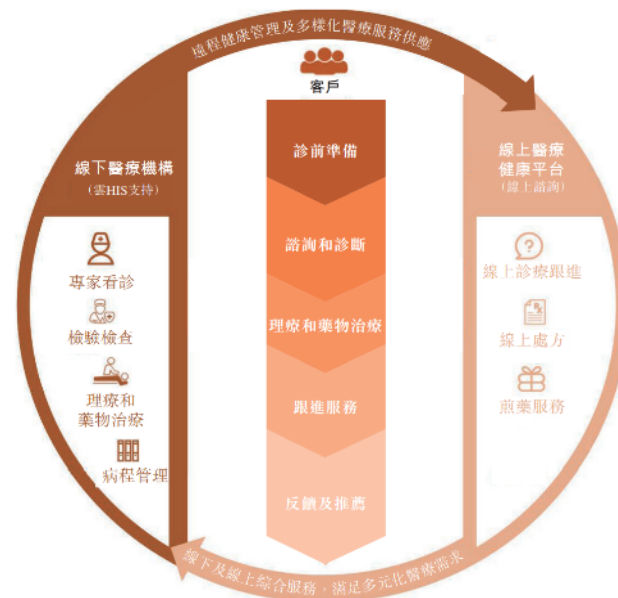
3.2.7 五大主线看中医药投资机会：中医医疗服务

- **中医供给不足及资源错配为行业发展瓶颈。** 在中医师当中，2015年资深中医师占比为16.2%，2019年下降至15.4%，2030年预期保持在15.8%。长远来看，资深中医师的短缺或将成为行业发展的限制因素。我国中医药行业的供应端与需求端产生错位，供需失衡导致中国的中医医疗资源利用效率低下。中医院仅能获得1%的中医医疗资源，但需满足37%的患者需求。
- **线上线下相结合优势明显，如固生堂OMO平台。** 利用互联网平台，医疗服务机构可把其服务范围扩大至线上客户，连接更多资深的中医师，从而实现资源的均衡分配。同时，由于客户通过线上平台仅可进行复诊，线下中医医疗机构在中医医疗健康行业发挥重要作用，能为客户提供诊断及治疗以及必须在线下进行的医疗健康服务，例如针灸、按摩、拔罐等，更大程度对医疗资源进行利用，中医医疗机构能够更有效的进行资源分配。

2019年中国中医医疗资源供需失衡



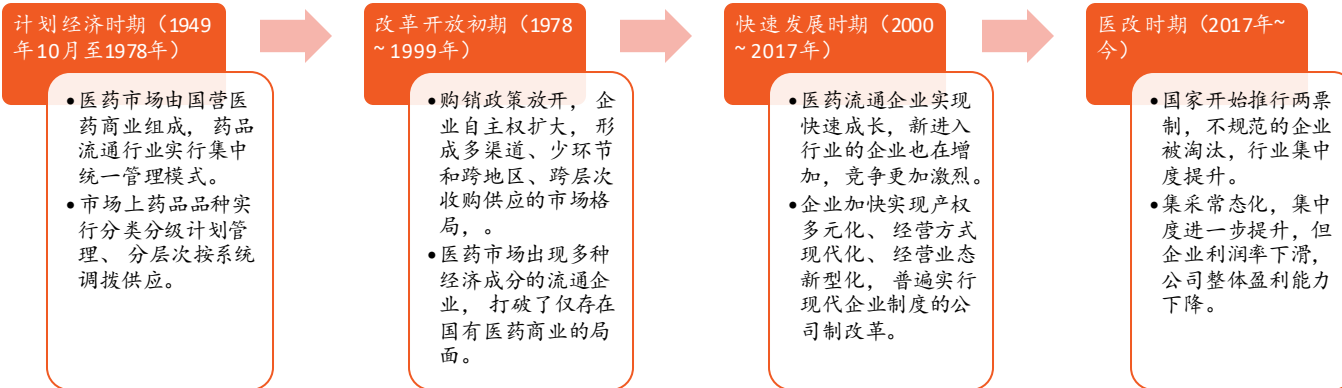
固生堂OMO平台图解



3.3.1 流通企业反转基础：医药改革推动流通企业利润率下滑，估值持续下降

- 我国流通企业一共经历了四个发展阶段：计划经济时期、改革开放初期、快速发展时期和现在的医改时期。
- 医改的不断推进，为医保基金带来更多结余，但同时也压低了流通行业的利润。随着医改的推进，流通企业的估值持续下滑，截至2023年6月1日，医药流通PE仅为19X，远低于2016年的32X。

医药流通发展共经历四个阶段



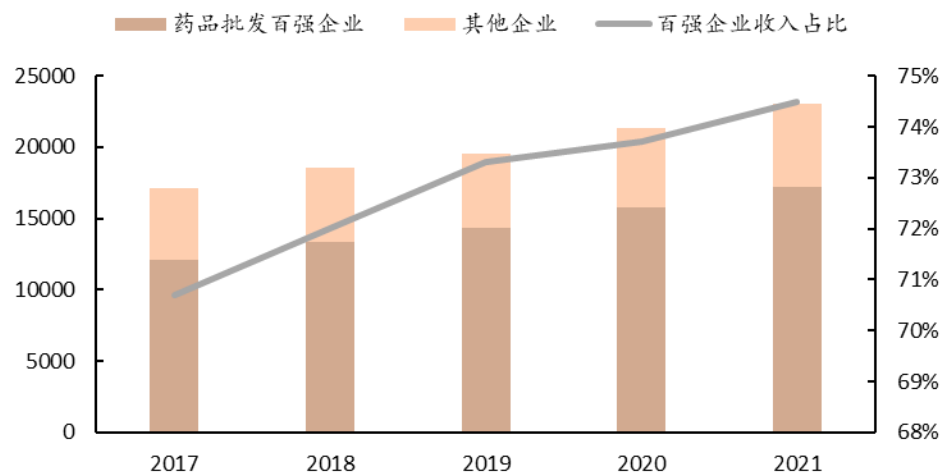
医药流通板块估值持续下行



3.3.2 流通企业市场集中度提升

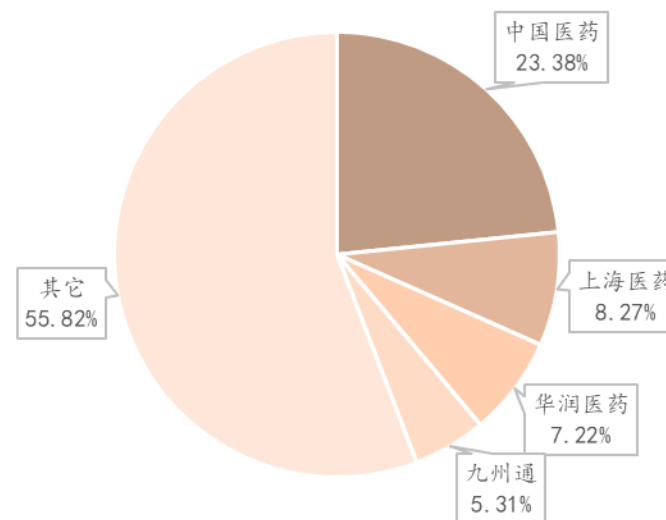
- 两票制的推行，降低了流通企业的药品销售属性，并加强了行业的规范度。不规范的企业被淘汰，行业集中度提升。
- 集采的常态化，降低了流通企业的毛利率与净利率。规模较小的流通配送企业难以盈利，行业集中度进一步提升。
- 2017年至2021年，我国百强药品批发企业占流通行业的收入占比从70.7%提升至74.5%。前五家流通企业的收入占比从16%提升至20%；前十家企业从21%提升至26%，行业集中度不断提升。

药品批发收入（亿元）及百强企业占总收入比

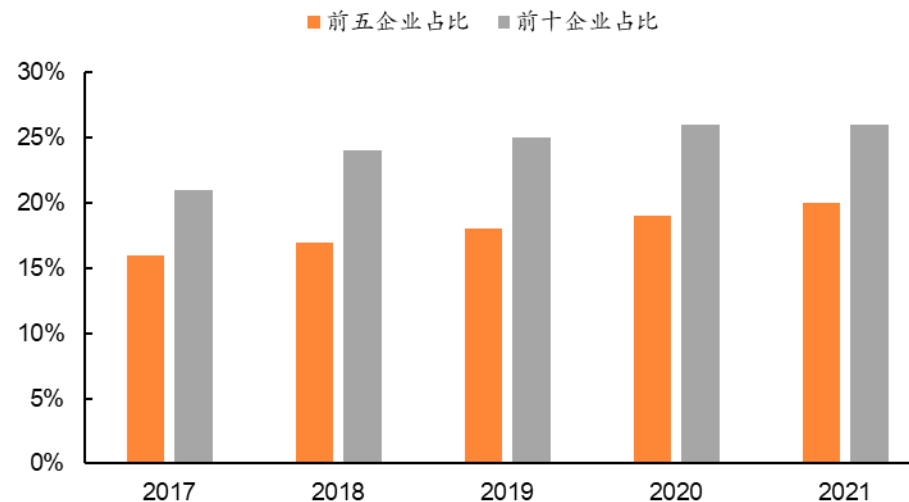


资料来源：Wind，平安证券研究所

2021年药品批发前四企业占总收入比重情况



药品批发前五及前十大企业占总收入比



3.3.3 国企改革推动公司提质增效

- ▶ 2023年国资委将组织开展新一轮国企改革深化提升行动，进一步优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”，2023年的目标为“一增一稳四提升”：确保利润总额增速高于全国GDP增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。2023年国企改革提出新的要求，在保证增长的同时，还要确保实现高质量发展，企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩‘含金量’。
- ▶ 医药流通上市企业约40%为国企，在此轮国企改革的推动下，企业势必将降本增效，提高自身的盈利能力。

流通国企除劳动生产率以外的“一利五率”

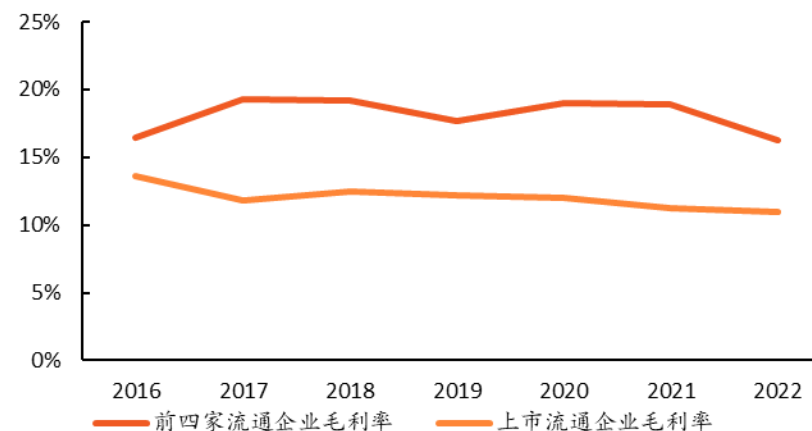
证券代码	证券简称	利润总额（亿元）			利润总额增速			资产负债率			ROE			研发费用/营业收入			营业现金比率		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
1099.HK	国药控股	156.0	170.0	185.6	13.3%	8.9%	9.1%	71.1	70.3	69.8	13.9	13.1	13.1	0.04%	0.05%	0.06%	1.10	1.08	1.14
3320.HK	华润医药	70.8	84.1	98.6	6.6%	18.8%	17.2%	61.8	61.8	62.6	7.6	7.7	8.3	0.01%	0.01%	0.01%			
601607.SH	上海医药	71.8	81.4	88.1	14.6%	13.5%	8.2%	63.3	63.9	60.6	10.3	10.8	9.6	0.86%	0.92%	0.91%	1.10	1.09	1.09
600511.SH	国药股份	19.2	24.4	26.9	-21.0%	27.5%	9.9%	47.4	47.8	46.4	12.6	14.5	14.6	0.10%	0.12%	0.15%	1.10	1.08	1.12
600056.SH	中国医药	19.3	9.4	12.0	13.7%	-51.2%	27.2%	63.2	59.8	63.3	13.8	6.4	7.0	0.21%	0.16%	0.21%	1.14	1.01	1.08

资料来源：公司公告，平安证券研究所

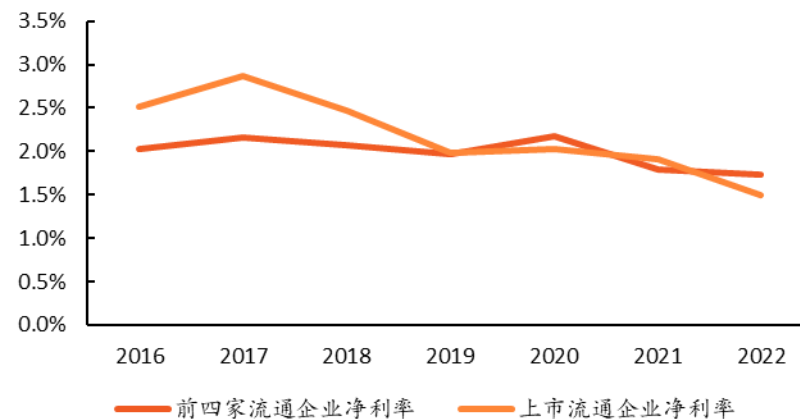
3.3.4 集采影响稳定，布局特色产品提升公司盈利水平

- 药品在集采后降价明显，流通企业的利润空间亦有所下滑。随着集采的常态化，流通企业配送集采药品的占比逐步上升，带来利润率的不断下行。2016年至2022年，流通企业的毛利率与净利率均出现下滑，但头部企业凭借其规模优势和口碑效应，盈利水平远高于行业平均水平。
- 随着集采的常态化展开，目前纳入集采的品种已超过300个，基本覆盖了药品及器械的核心品种。这意味着，集采对流通企业盈利水平的负面影响已经出清。
- 流通企业可以通过配送新药、集采弃标/丢标品种、医疗器械、中药等高毛利的产品，来提升自身的盈利水平。

流通企业毛利率变化



流通企业净利率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3.5 向上下游延伸，开发新的成长曲线

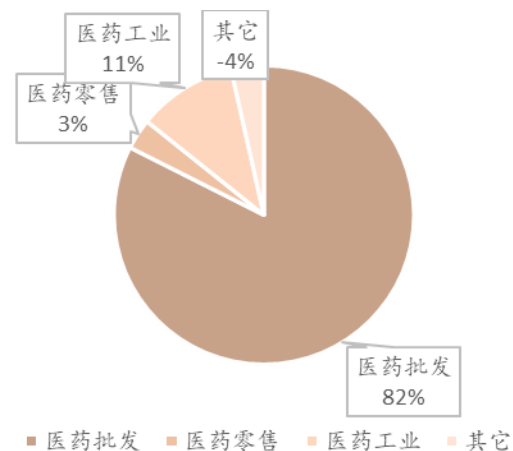
- ▶ 多家药企向上游拓展，布局医药工业领域。其中上海医药2022年医药工业实现收入267亿元，收入占比达到了11%。公司进一步加强工业板块布局，2022年研发投入28亿元（+11.9%）。近年来公司医药工业板块喜报频传，目前已有2个新药申请上市。九州通的医药工业自产及OEM业务已形成了自有品种的集群式发展，实现销售收入24.10亿元，较上年同期增长23.48%。
- ▶ 同时，众多企业向下游拓展，开设零售药店，实现“零批一体”。零售与批发整合了流通企业的品种资源，加快处方外延合作。同时，通过整合医院客户资源、零售药店专业服务优势，推动零售业务的高质量发展，构建“新零售”业态。流通企业通过自身的配送优势，加强布局DTP药房，放大自身的优点，增加了新的利润增长点。
- ▶ 考虑目前医院诊疗量的快速恢复，医药流通在去年的低基数上有较大的成长空间，2023年有望加速增长。

多家流通企业进军零售行业

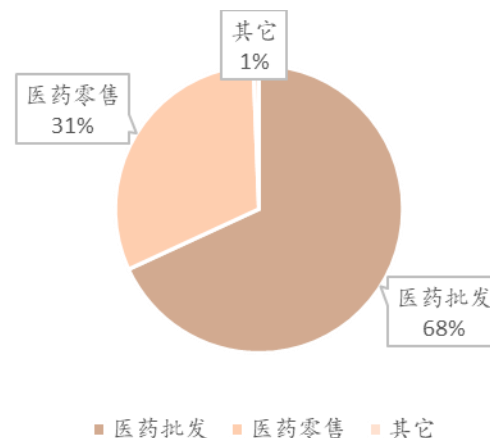
药房名称	上市公司	门店数量
国大药房	国药一致	9313
上海众协	上海医药	超 2000
医保全新大药房	华润医药	793
桂中大药房	柳州医药	736
南京医药	南京医药	602

资料来源：公司公告，平安证券研究所

上海医药2022年收入占比



国药一致2022年收入占比



中特估板块：重点关注中药及医药流通

- **围绕五条主线把握中药投资机会。**1) 中药创新药。新注册分类明确以临床价值为导向，“三结合”审评体系理清研发思路，同时医保支持创新药放量。2) 品牌OTC中药。以院外市场为主，受医保控费影响小。受益于消费升级，与一般的OTC产品相比，成本转嫁能力更强，可保持较高盈利能力。3) 中药配方颗粒。中药板块高成长赛道，试点结束后进入量价齐升阶段，有望达到千亿以上规模。同时行业仍将集中于具有先发优势的龙头企业。4) 短期关注医保限制放松的中药注射剂。注射剂放松得益于企业自发的安全性、有效性评价，得到验证的中药注射剂有望陆续解除限制，短期带来业绩弹性。5) 中医医疗服务。线上线下结合模式解决中医医疗服务供给不足及结构错配问题。**流通板块市场集中度提升，降本增效边际向上：**两票制的推行，降低了流通企业的药品销售属性，并加强了行业的规范度。不规范的企业被淘汰，行业集中度提升。2017年至2021年，我国百强药品批发企业占流通行业的收入占比从70.7%提升至74.5%。随着集采的常态化展开，目前纳入集采的品种已超过300个，基本覆盖了药品及器械的核心品种。这意味着，集采对流通企业盈利水平的负面影响已经出清。流通企业可以通过配送新药、集采弃标/丢标品种、医疗器械、中药等高毛利的产品，来提升自身的盈利水平。考虑目前医院诊疗量的快速恢复，医药流通在去年的低基数上有较大的成长空间，2023年有望加速增长。
- **建议关注：**昆药集团、以岭药业、固生堂、新天药业、康缘药业、华润三九、贵州三力，建议关注同仁堂、太极集团、羚锐制药、健民集团、广誉远、中国中药、红日药业、中恒集团、益佰制药等。



CONTENT 目录

- ◎ 一、2023上半年行情回顾：跑赢大盘，板块持续分化
- ◎ 二、创新药：非肿瘤差异化治疗领域增长潜力凸显
- ◎ 三、中特估：重点关注中药及医药流通
- ◎ 四、器械：疫后复苏+集采恐慌释放，看好后续表现
- ◎ 五、关注其它短期受挫后的边际改善板块
- ◎ 六、投资建议及风险提示

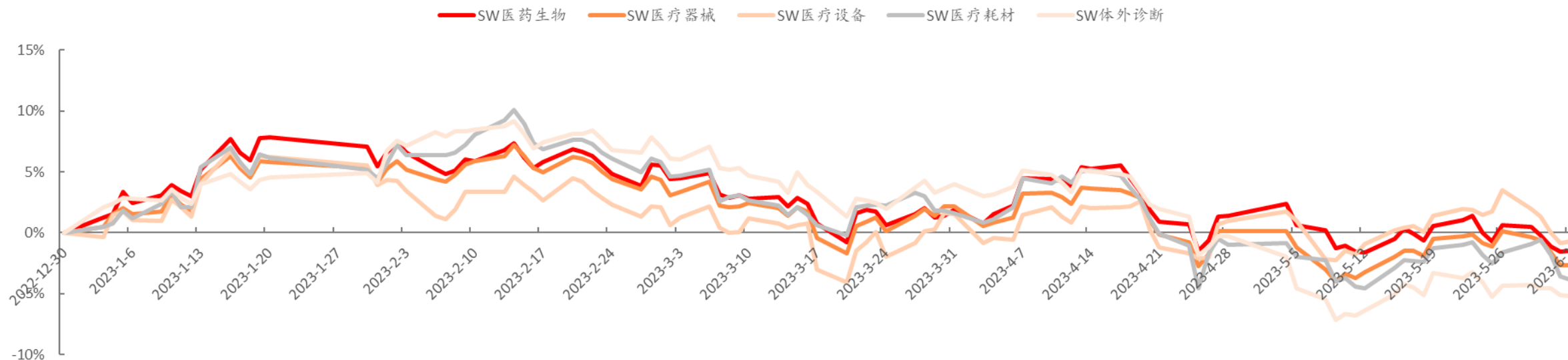
4.1 医疗器械：与医药指数走势基本一致，子版块间差异有限

根据WIND数据，SW医疗器械（截止6月2日收盘）跌幅为2.67%，跑输SW医药指数1.19pct。

上半年SW医疗器械与SW医药指数走势基本一致，两者收益率在1月中下旬及4-5月稍有差距，之后又重新收敛。

3个器械子版块——医疗设备、医疗耗材及体外诊断区间内表现有一定差异。其中，（1）医疗设备板块整体波动较小，具体个股上康复相关、机器人/AI相关、中特估相关表现相对较好；（2）医疗耗材在2月时因疫情消退、常规临床诊疗快速恢复迎来一波超额收益，此后与医疗器械行业指数保持高度一致；（3）体外诊断板块同样与常规临床的恢复息息相关，因此板块前4个月走势与医疗耗材高度趋同，5月后板块中与疫情检测相关的标的普遍跌幅较大，拉低了板块收益。

2023年SW医疗器械及其子版块走势情况（截至2023年6月2日）

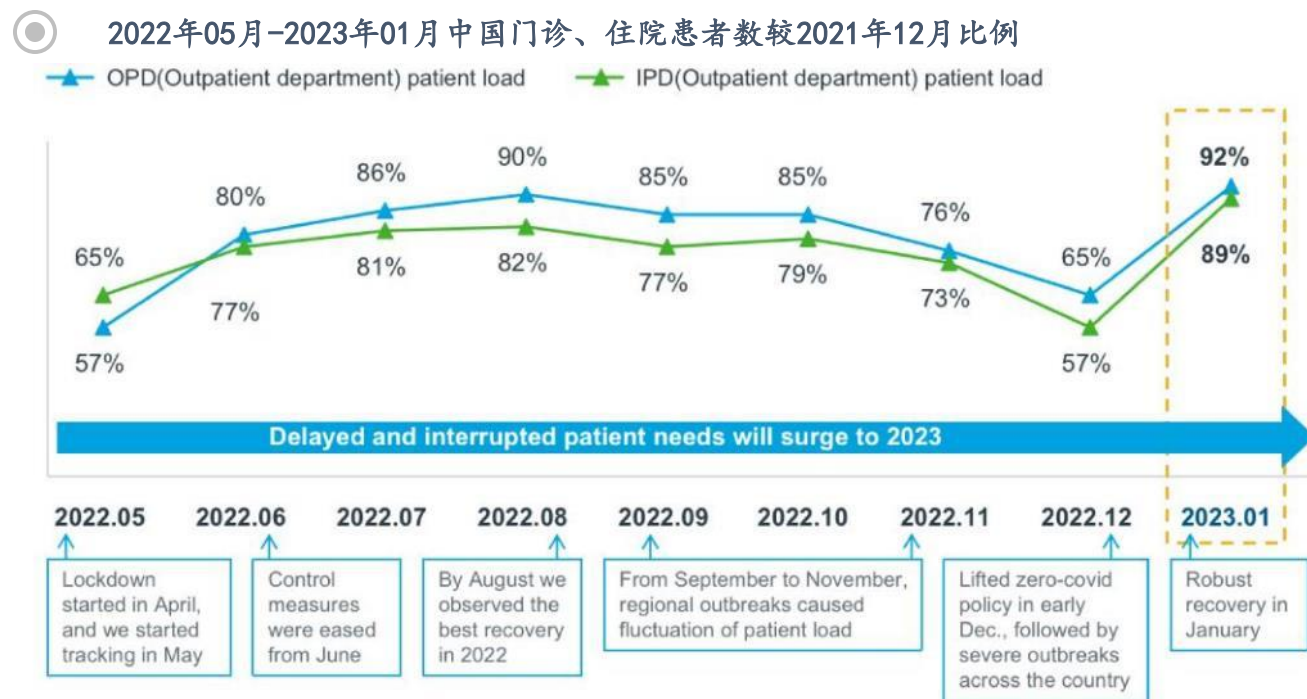


资料来源：WIND、平安证券研究所

4.2 医疗器械：疫后复苏，常规诊疗带动高耗与IVD需求

防控措施调整，常规诊疗需求阶段性受到抑制：2022年1-11月全国医疗机构总诊疗人次为58.6亿次，同比下滑3.2%，常规诊疗需求被抑制。2022年11月开始，国内疫情防控措施调整，快速增加的新冠病例占据大量医疗资源，进一步推迟、积压常规就诊需求。

疫情影响逐步消散，院内诊疗复苏态势显著：国内新增新冠病例数于2022年12月达峰时，医院常规诊疗基本停滞，就诊量下滑至全年最低点。2023年1月感染人数逐步回落、释放医疗资源，门诊及住院病人就诊量环比2022年12月快速回升。根据我们的终端调研，春节后医院常规诊疗便恢复到2022Q3水平，2月下旬恢复至2019年（疫情前）同期的95%，到4-5月时常规诊疗几乎完全恢复。



4.2 医疗器械：疫后复苏，常规诊疗带动高耗与IVD需求

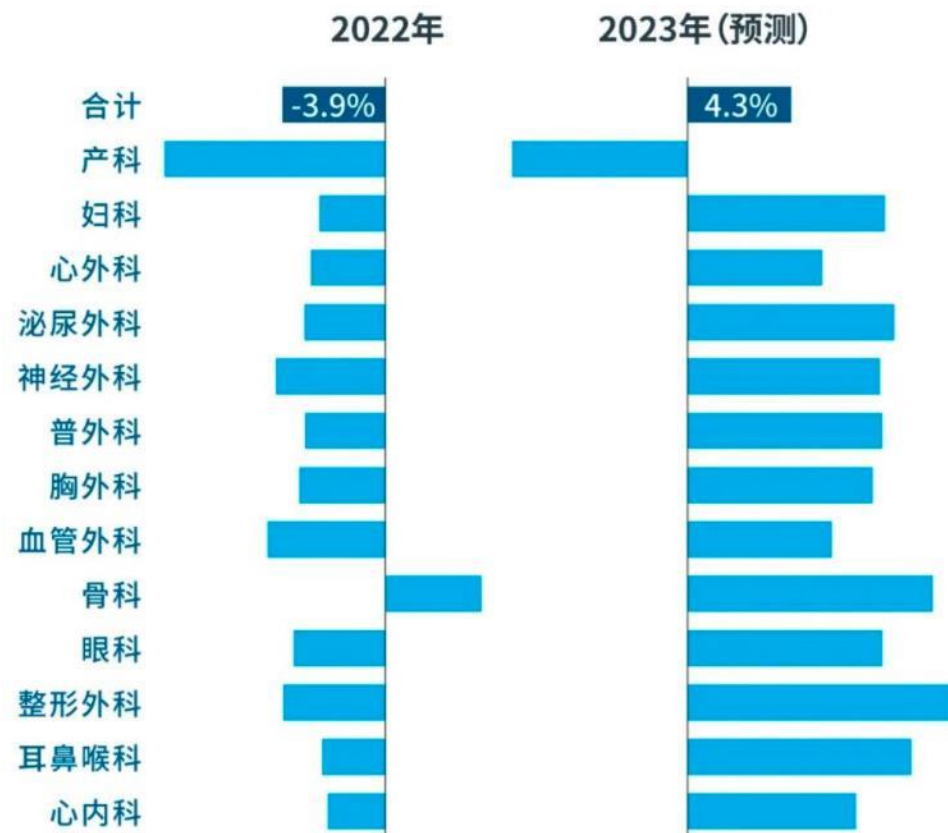
院内常规诊疗复苏带动IVD与耗材销售增长：2023年春节后院内常规诊疗快速恢复，巨大的门诊和住院量带动常规诊断试剂及耗材需求提升。因此，大部分IVD产品公司或医用耗材公司在3月时初步迎来了常规产品销售的迅速增长。在之后的4-5月，这种理想状态得以顺利延续。

我们认为IVD与耗材的强势表现会在整个Q2以及下半年延续，疫后复苏逻辑有望贯穿2023全年。

择期手术释放存量需求，带来额外增量：根据IQVIA手术量数据库，本轮疫情后大部分医院的手术量都在2周内恢复到正常水平，骨科、泌尿外科以及心内科等科室的手术量显著增长。

择期手术由于疾病进展缓慢，在疫情期间手术量大幅缩减造成需求积压，其中心外、心脏介入、眼科以及骨科相关手术量收到影响较大。根据手术刚性程度不同，前期积累的存量择期手术会在2023年陆续兑现，为人工关节、人工晶体、消化内镜、电生理等设备及高值耗材销售带来额外增量。

2022年、2023E中国各科室手术量同比变化



4.3 医疗器械：医械集采趋于成熟，恐慌情绪得到释放

医械集采陆续开始执行，基本实现平稳推进。 2022年医疗器械带量采购持续推进，下半年时骨科脊柱、电生理、吻合器、生化试剂等产品陆续被纳入全国或是省际联盟带量采购中。尽管受到2022年末至2023年初新冠疫情的影响，目前这些带量采购在大部分地区都已经陆续进入执行状态，基本实现了平稳推进。

冠脉支架集采续签实现再平衡。 2020年10月启动的冠脉支架带量采购已完成了第一个采购周期，并于2022年12月实现续标采购。由于冠脉支架前一次带量采购是国家医用耗材联采平台在全国维度的首次探索和尝试，不论是联采办公室的方案制定还是制造商的报价策略都不够成熟，导致最终中标企业较少、中标价格偏低，在之后2年的实际临床运用中造成了一定困难。此次续签实现了冠脉支架行业格局的再平衡，中标企业和产品品类有所增加，中标价格也有5%-76%的上调，确保行业后续能够实现长期、健康发展。

2022年下半年开始执行的部分医疗器械带量采购近况（全国及省际联盟级别）

集采内容	公告日期	参与范围	“保底规则”	采购周期	目前状态
骨科脊柱耗材	2022/7/1	全国	同系统类别，竞价比价价格≤最高有效申报价40%获得拟中选资格。	3年	2023.03开始执行
心脏介入电生理耗材	2022/10/14	福建等27省	组套：同分组中，降幅≥30%获得拟中选资格。 单件：同分组中，降幅≥50%获得拟中选资格。	2年	2023.04开始执行
腔镜切割吻/缝合器	2022/10/14	福建等15省	腔镜切割吻/缝合器+钉仓，企业降幅≥50%获得拟中选资格。 电动腔镜切割吻/缝合器类+钉仓，企业降幅≥40%获得拟中选资格。	2年	2023.03开始执行
冠脉支架	2022/11/9	全国	不高于最高有效申报价（798+50元）的产品确定为拟中选产品。	3年	2023.01开始执行
冠脉支架	2020/10/16	全国	无。	2年	已过执行期
肝功生化类检测试剂	2022/11/14	江西等23省	承诺向全联盟供应产品且其申报价格不高于最高有效申报价格0.6倍，增补为拟中选企业。	2+1年	2023.05开始执行

资料来源：国家及各省市采购平台、平安证券研究所

4.3 医疗器械：医械集采趋于成熟，恐慌情绪得到释放

省际集采继续推进。2023年受到市场关注的医疗器械省际集采主要是河南、河北两地牵头的多种耗材带量采购。

其中河南牵头的神经介入、外周介入带量采购的采购方在3月时由原来18省联合采购改为河南省内130余家医院，采购方式也没有以传统的带量采购模式进行。根据我们了解，此次采购已于5月份开始执行。考虑到目前展现出来的效果，我们估计该次采购可能不具备很大的参考意义。

由河北牵头的三明地区联盟采购涉及角膜塑形镜、外周药物球囊等19种耗材，正式开始于2023年4月，并于6月2日晚公布了中标结果。从公示价格来看，本次集采降价幅度基本与预期一致。在量的分配上，医疗机构有较大决策空间，目前尚未最终确定每个中标产品的具体采购量。

新一批全国高耗集采仍未推出，骨科耗材存在涨价预期。2023年1月初，国家医用耗材联采平台公告《关于开展人工晶体类、介入类及骨科类医用耗材信息集中维护工作的通知》，拉开新一批国家集采的序幕。3月，联采办开始收集眼科及骨科耗材的历史采购数据，把下一次国家集采的范围确定在眼科、骨科耗材领域。目前，相关采购尚没有下一步公告。

考虑到现行创伤类（省际联合层面）、关节类（国家层面）骨科耗材带量采购的情况，业内对骨科耗材国家采购抱有提价预期。

2023年上半年（截至6月3日）完成/在执行/待执行的部分医疗器械带量采购近况（全国及省际联盟级别）

集采内容	公告日期	参与范围	“保底规则”	采购周期	目前状态	附注
神经、外周介入类耗材	2023/3/13	河南	未以传统带量方式采购。	-	2023.05开始执行	原参与范围为河南等18省。
角膜塑形镜、外周药物球囊等19种耗材	2023/4/10	河北等三明联盟成员	外周药物球囊、造影导管等部分耗材中标具有“熔断补救机制”。	2年	中标结果公示中	公示期为6/3-6/7。
人工晶体类、介入类及骨科类医用耗材	尚未公告	全国	尚未公告。	尚未公告	信息维护中	

资料来源：国家及各省市采购平台、平安证券研究所

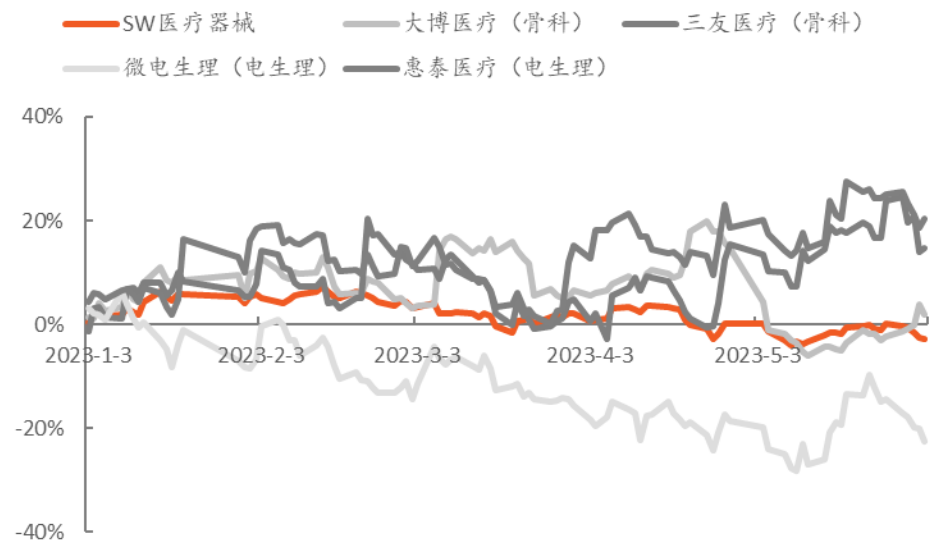
4.3 医疗器械：医械集采趋于成熟，恐慌情绪得到释放

恐慌情绪得到释放，市场不再视集采为洪水猛兽。经过2022年的情绪发酵和演绎，市场已较大程度释放了对器械采购的恐惧情绪。从2023年前5个月的表现看，主要产品正在经历集采的公司在股价表现上并不弱于其他标的。另一方面，过去2年的耗材集采呈现出价格下降趋于温和、中标产品分量规则倾向于保持原有供应格局的趋势，带量采购对价格体系、市场格局造成明显破坏的概率变得很小。

在此背景下，我们看好相关医疗器械在2023年下半年的表现。

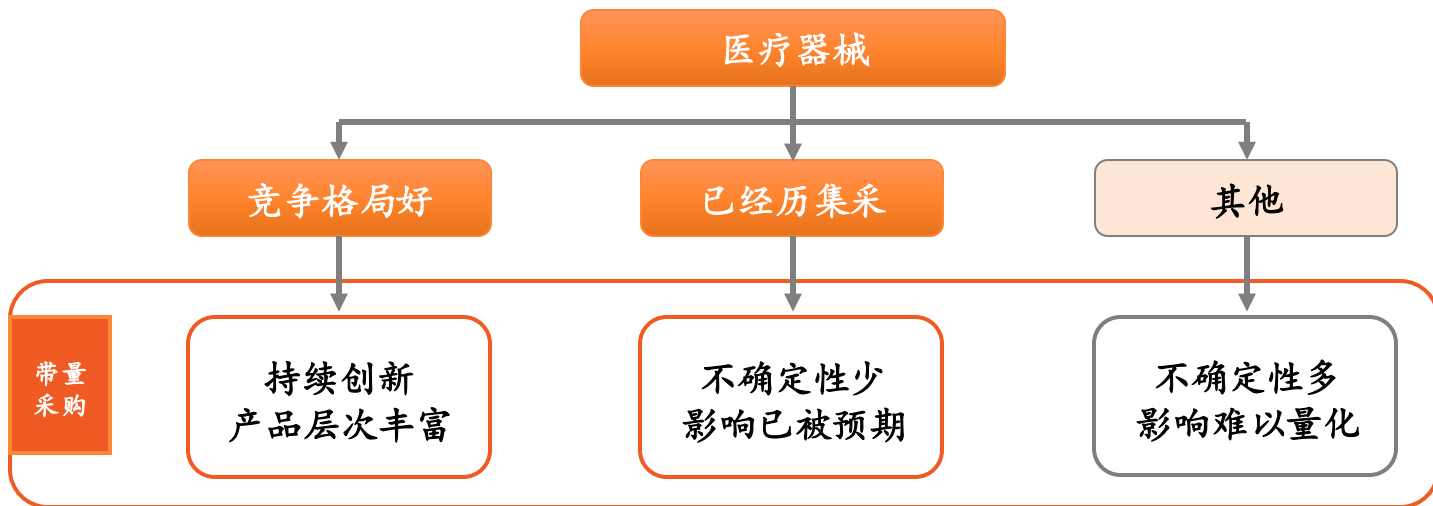
建议两种思路布局医械领域：竞争格局好 & 已经历集采。

2023年上半年（截至6月2日）主要产品正经历集采的公司股价表现不弱于SW医疗器械指数



资料来源：国家及各省市采购平台、平安证券研究所

两种思路布局医疗器械板块



4.3 医疗器械：医械集采趋于成熟，恐慌情绪得到释放

竞争格局好。 医疗器械行业市场化程度高，壁垒主要在于技术创新构建的局部蓝海，具有持续创新能力是如今医械企业保持持久竞争力的关键。另一方面，产品线层次丰富的企业在集采时代具有显著竞争优势。依靠多层次、多种类的产品，制造商可以构建中端、基础款产品积极响应集采以价换量，而高端、创新产品维持较高定价，争夺标外市场或以议价等竞争少的方式进入集采。

已经历集采。 包括（1）已经历1年带量采购，销售基数、渠道库存等一次性影响因素均已消失 以及（2）刚正式进入集采，仍面对众多一次性因素，但集采后量、价、与渠道关系等要素均已清晰，可以大致推演未来情况 这两种状况。此时，压制股价表现的核心因素——不确定性已被降到很低水平。

我国医疗器械所处不同创新阶段



骨科集采各阶段试点及其对格局、业绩的影响

分类	带量采购	采购落地时间	采购执行时间（估）	预期一次性影响消除
创伤	12省联合	2021.09	2022.01	2023.04
	京津冀3+N	2022.03	2022.08	2023.06
关节	国家采购	2021.09	2022.01	2023.04
脊柱	国家采购	2022.09	2022.03	2023.03

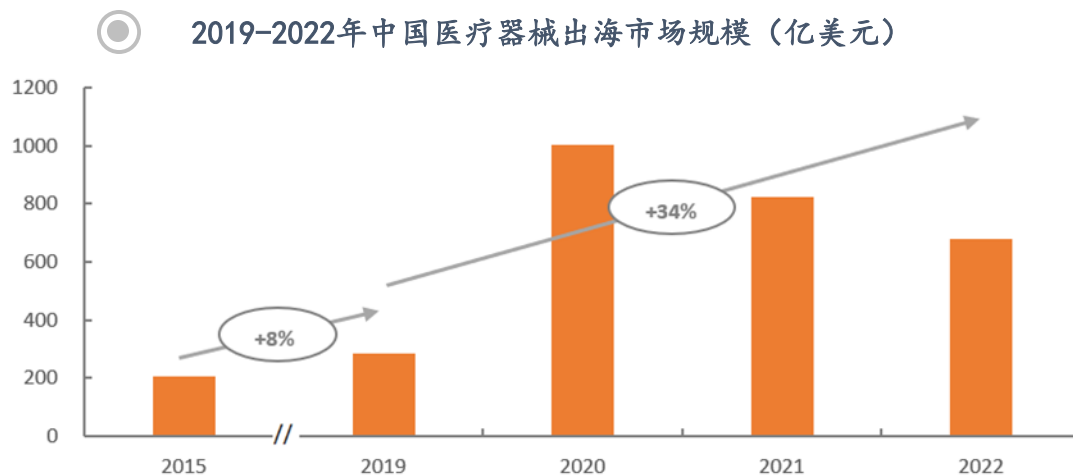
资料来源：国家及各省市采购平台、平安证券研究所

4.4 医疗器械：出海逻辑持续演绎，全球布局能力是额外加分项

近几年，众多国内医疗器械龙头企业加快了海外产品注册及海外销售渠道建设的速度。这一变化也逐步开始反映到相应公司的海外常规业务收入增长上。即使海外市场对疫情相关产品的需求逐年收缩，2019-2022年中国医疗器械出海规模增长仍达到34%的CAGR，显著高于2015-2019年的8%。

- **国产产品品质提升：**产品出海意味着要在没有政策倾斜的情况下直接面对全球领先企业的竞争，过人的产品品质是国货出海的前提条件。经过长期改进和打磨，目前部分国内器械龙头企业的产品品质已接近甚至在某些领域超越国际水平。
- **疫情助力国产品牌获得认可：**新冠疫情期间医疗产品供应紧张，一方面使海外医疗机构（尤其是高等级医疗机构）有机会接触中国医疗器械，在实际使用中消除偏见；另一方面，疫情后各国启动医疗设施补短板建设，创造了大量增量需求。并且在疫情后，通过疫情相关产品建立起来的品牌认可度是可以部分延伸至其他产品上的。
- **全球发展放缓，性价比重要性凸显：**2022年后，各种因素叠加导致全球经济发展速度放缓，相当一部分发达国家、发展中国家医疗机构的购买力也随之下降。在此背景下，中国产医疗器械的性价比得到重视。

我们认为中国的医疗器械行业已开始加速迈向全球化，具有全球布局能力的公司理应获得溢价。

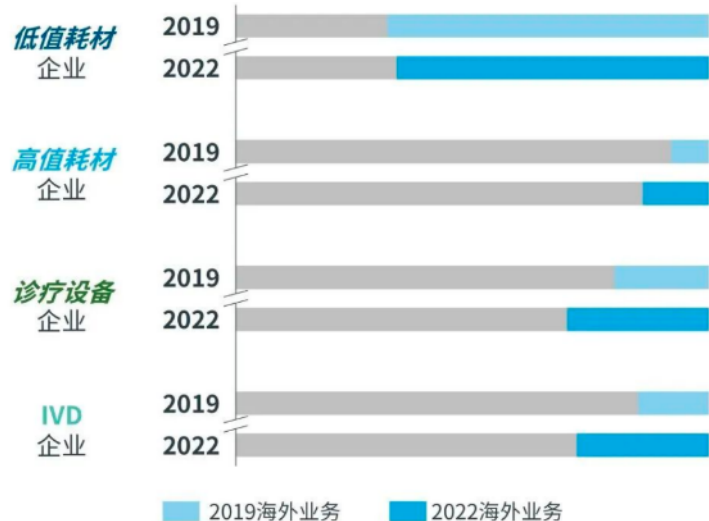


4.4 医疗器械：出海逻辑持续演绎，全球布局能力是额外加分项

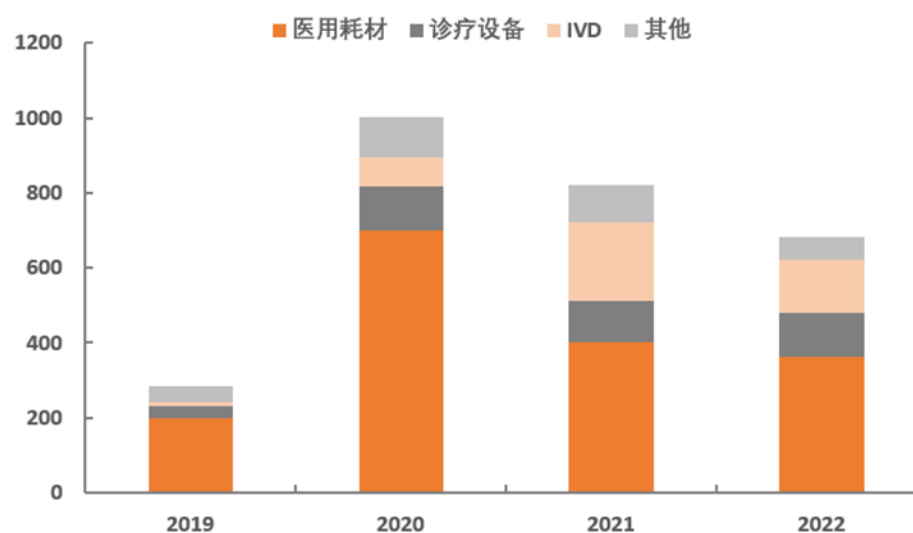
一直以来，中国出海的医疗器械产品以低值耗材为主，占整体出海医械金额的60%左右。新冠疫情显著加快了IVD产品与诊疗设备的出海脚步。**后疫情时代，越来越多高附加值医械产品**（高值耗材、高端诊疗设备、常规诊疗用IVD产品等）**进入国际市场。**

- **高值耗材**：例如心脉医疗近两年Minos、Castor等核心产品在多个欧洲国家实现植入和销售，打通以创新进入主流市场的道路。
- **高端诊疗设备**：例如迈瑞疫情期间大量生命监护类产品进入海外高等级客户树立口碑后，进一步实现横向突破，诊断、超声类产品也陆续获得了高等级客户的订单；另一家诊疗设备龙头联影医疗，以尖端产品开拓欧美头部医院，以主流产品抢占新兴市场，海外取得翻倍以上增长。
- **常规IVD**：例如化学发光龙头企业新产业近两年选择优势地区进行供应商改革，由国家总代制向子公司+多代理商的模式转变，提升公司的终端把控力度并扩大医疗机构覆盖面。更强的海外渠道叠加新一代设备/试剂，确保公司海外业务迅速增长。

2022年中国上市医疗器械公司中外业务占比



2019-2022年医疗器械细分市场规模（亿美元）



资料来源：IQVIA、平安证券研究所

4.5 医疗器械：积极布局耗材与诊断标的

- **积极围绕边际变化布局——疫后复苏+集采恐慌释放带来机会。**疫后复苏背景下，医疗机构常规诊疗迅速恢复，是高值耗材（包括内镜、电生理等设备+耗材模式）与体外诊断产品放量的良机。同时随着部分器械集采的推进，市场恐慌情绪得到较大程度释放，其中已完成大范围集采，或是竞争格局良好、预期未来集采可控的领域均有修复机会。在追求边际变化的同时，市场也并未放松对标的业绩持续性的考量，我们建议优选其中基本面过硬、具备长发展逻辑的公司。
- **出海逻辑持续演绎，全球布局能力是额外加分项。**进军国际市场大大提升了国内医疗器械公司的业务空间。而能够进入欧美等发达国家主流市场的产品更从中获得了质量背书，进而反哺国内市场。
- **推荐：**新产业、心脉医疗、迈瑞医疗、安图生物；**建议关注：**开立医疗、惠泰医疗、大博医疗、威高骨科等。



CONTENT 目录

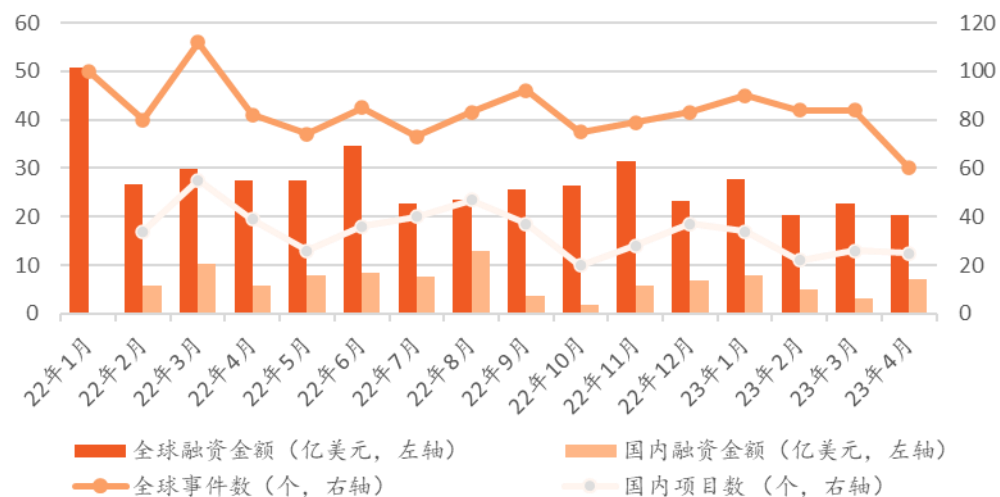
- ◎ 一、2023上半年行情回顾：跑赢大盘，板块持续分化
- ◎ 二、创新药：非肿瘤差异化治疗领域增长潜力凸显
- ◎ 三、中特估：重点关注中药及医药流通
- ◎ 四、器械：疫后复苏+集采恐慌释放，看好后续表现
- ◎ 五、关注其它短期受挫后的边际改善板块
- ◎ 六、投资建议及风险提示

5.1 CXO & 生命科学上游：宏观影响逐步消化，优质企业香自苦寒来

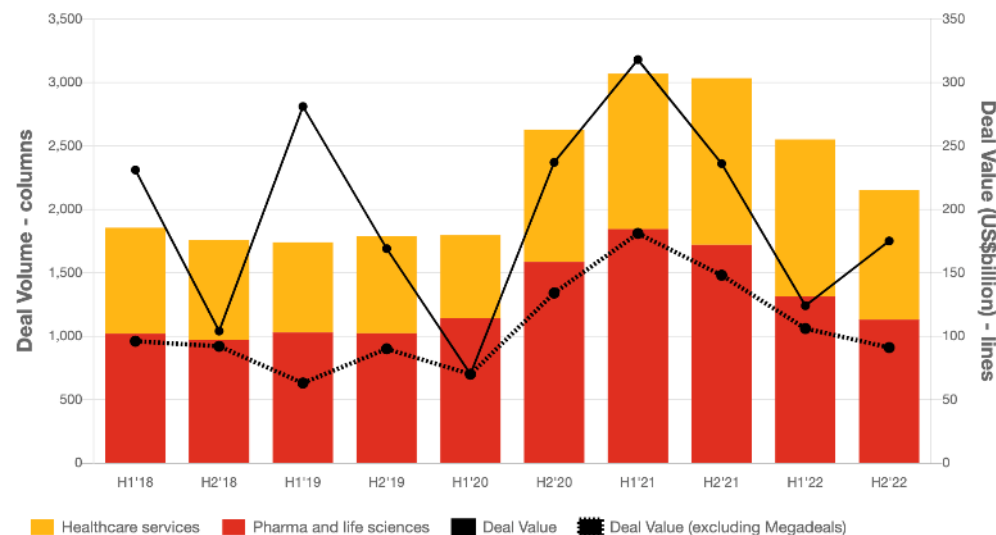
美联储加息接近尾声，生物医药投融资有望逐步改善：2023年4月，全球生物医药领域投融资金额同比下滑26.2%、环比下滑10.6%至20.2亿美元，投融资事件数连续4个月下降至60个。2023年前4个月全球生物医药领域投融资金额累积同比下滑32.6%。2023年前4个月中国生物医疗领域投融资总额同比上涨8.1%。单4月环比上涨113.5%，显出疫后复苏趋势。鉴于：1) 美联储本轮加息已接近尾声；2) NASH、AD、乙肝等创新疗法在临床实现突破；3) 经过近两年调整，biotech估值泡沫出清、性价比凸显，创新药投融资环境有望逐步回暖。

行业估值已在低位，医药领域并购潮来袭：全球制药及生命科学领域收并购事件数自2021H1达到峰值后，呈现不断下滑趋势，2022H2下降至1130件。但医疗健康领域总收并购金额于2022H2迎来拐点，相较2022H1增加41.1%，增幅主要由大手笔收购贡献。根据毕马威调研数据，2023年60%医疗健康和生命科学领域投资人计划增加本年收并购力度。我们认为当前产业资本的不断出手，证明当前行业估值已处低位。叠加专利悬崖的到来，2023年生物医药领域收并购积极度将持续恢复，被收购的biotech现金流紧缺情况会得到缓解。

2022年1月-2023年4月全球和中国生物医药领域投融资金额及事件数



2018H1-2022H2全球医疗健康领域收并购总额及事件数



资料来源：动脉橙、pwc、平安证券研究所

5.2 CXO：国内客户观望情绪重，海外客户合作强化中，行业出清加速

国内创新药行业受投融资环境降温影响明显，biotech自2022年开始优化管线、精简立项以求节省开支，导致CXO及生命科学上游的整体需求阶段性疲软。根据我们的行业调研，2023Q2以来国内客户询单环比显著改善，但大环境下药企决策链延长，订单转化率低且签单周期长，整体观望氛围浓厚。近期ASCO年会上PD-1+TIGIT联合治疗NSCLC等创新疗法积极数据的公布、AD以及NASH等疾病领域的突破或促使下游客户明晰研发方向，并逐步重燃研发热情。

海外业务开拓上，过去几年受限于防疫政策，CXO与海外客户的沟通多以线上方式进行，沟通效果有所折损。国内CXO企业大多于2023年3月初步恢复线下BD，根据过往经验，6-7月会是海外客户回访高峰。通过双方面对面沟通和实地考察，国内CXO有望强化与客户间的信任并形成新签订单。

行业出清加速，CXO龙头市占率将进一步提高：在现金流较为吃紧的情况下，药企更愿意将项目交给经验丰富、操作规范的CXO龙头企业以保障项目的成功推进。在当前下游需求较弱的情况下，龙头企业凭借其技术先进性、优秀的交付能力获得更多订单，而中小型CXO将面临行业出清风险。预计经过此轮周期，行业集中度将进一步提升。



5.3 生命科学上游：科研稳健、工业待复苏，细分赛道快速崛起形成α

科研端客户受投融资影响小、2022年需求被疫情积压，春节后需求恢复极快，2023年2月已恢复至去年同期水平之上。科研端客户收入占比较高的生命科学上游公司业绩相对具有韧性。

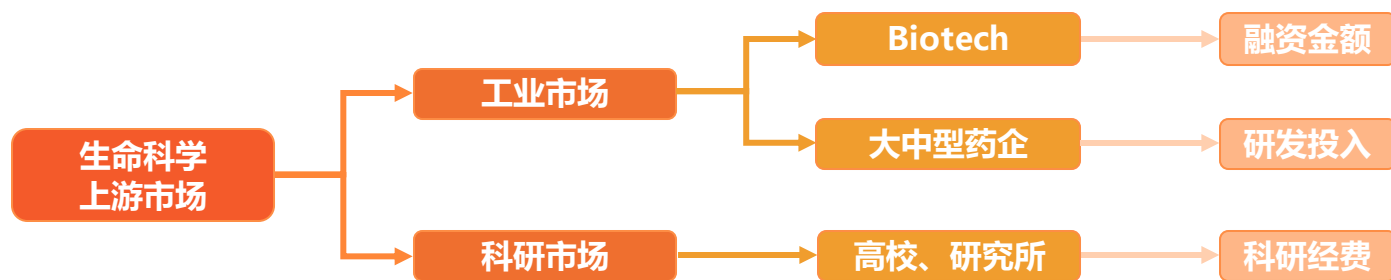
国内生命科学上游企业的工业端需求主要来自国内。2021年7月《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》颁布后，国内大量fast-follow、me-too肿瘤管线被砍，叠加投融资降温的影响，工业端客户需求仍待进一步修复。目前，工业端客户从集中布局肿瘤免疫管线转变为多领域差异化布局，其中代谢疾病、自身免疫疾病、神经系统疾病领域热度显著增加。预计药企仍需要一定时间来明确新开拓方向并规模采购上游产品。随着工业端客户研发从内卷转向良性分散式布局，下游需求复苏可期。

国内市场进口替代加速，出海推广打开企业营收天花板：

我国生命科学上游企业多创立于2000年后，整体国产化水平仍处于较低水平。国产龙头企业凭借优异的产品性能、高性价比、高度定制化服务以及货期等多重优势进入加速进口替代阶段。疫情下暴露的供应链安全问题也强化了进口替代的趋势。

技术快速迭代缩短了国内外企业间的差距，叠加资本助推，部分生命科学上游公司在还未完全实现国内市场进口替代的情况下，就已初步具备了产品出海能力。诸如百奥赛图、药康生物、奥浦迈等生命科学上游龙头企业的国际化布局已进入收获期，凭借优于国际龙头企业的产品打开额外业务空间。

◎ 生命科学上游驱动因素



5.4 疫苗：呼吸道传染病重心转移，流感、结核等有望得到重视

新冠疫情期间民众注重呼吸道传染病的防护，加上更少的面对面社交，常见呼吸道传染病的蔓延也得到了一定程度的遏制。

随着我国新冠疫情防控措施调整，民众的生活习惯逐步回到原来状态，呼吸道传染病因而更易传播。同时，连续数年的严格防护后，大部分人群对常见呼吸道传染病的抵御能力有所下降。两大因素叠加，**我们认为今年我国常见呼吸道疾病的发病率可能会有明显提升，相关疫苗需求也会有所增加。**

从疾控中心的角度看，2023年新冠疫情占据资源减少，其他呼吸道传染病的防治能够得到更多关注。

(1) 流感疫苗

2023年2月下旬国内就出现了第一波流感疫情，每周爆发疫情数相比去年同期有非常显著的增加。疫情持续约2个月，带动流感疫苗销售增加。

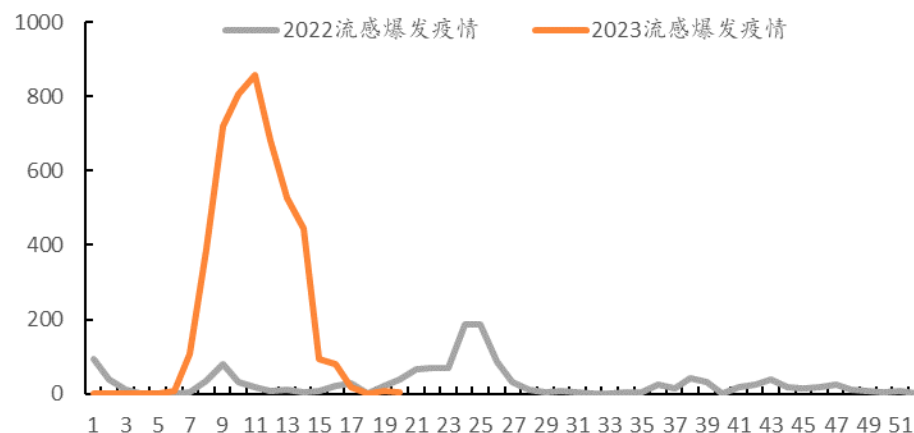
通常，我国流感疫情更多出现在秋冬季节。当前环境下，下半年很可能会出现较大规模的流感流行，而这一预期也会提升民众接种流感疫苗的积极性。

(2) 结核病防治

2020年我国结核病新发患者为84.2万人，而根据早年我国流病学研究，我国44.5%的人口为结核菌携带者，其中多数仅为潜伏感染，约有5-10%的携带者最终可能患病。要达成WHO“消灭结核计划”的目标，我国结核病防治任重道远。

近几年，预防用微卡等产品获批，为国内结核病防治提供了更丰富的工具。新冠疫情疫情影响消退后，CDC等相关部门得以重新重视结核病。

国内流感样病例爆发疫情数（例，截至到2023年第20周）



WHO“消灭结核计划”的里程碑及目标（以2015年为基数）

	2020	2025	2030	2035
结核病致死人数	-35%	-75%	-90%	-95%
结核病感染人数	-20%	-50%	-80%	-90%

5.5 消费升级，可选医疗有望实现快速增长

- 疫后，医疗需求得以快速恢复，部分可选医疗产品实现快速增长。我们认为以下板块有较大的成长空间：
1. **口腔医疗服务领域：**口腔医疗卫生关注度逐步提升，种植牙及正畸等高附加值产品进入快速增长阶段。
 2. **眼科行业：**我国屈光、医学视光及白内障渗透率与发达国家均有较大差距，高端屈光及白内障手术可选性更强，患者舒适性高，未来成长空间广阔。
 3. **医疗美容：**消费升级推动医疗美容服务需求，带动上下游产业链快速增长。
 4. **辅助生殖：**三胎政策逐步放开，生育平均年龄的提升推动行业增长。辅助生殖渗透率低，未来成长空间广阔。

我国各眼病市场空间情况

眼病种类	主要治疗方式	患者数量（亿人）	2019年市场规模（亿元）	2025年市场规模（亿元）	复合增速
成年屈光不正	屈光手术	2.3	180	725	26.14%
青少年屈光不正	医学视光	3.3	228	500	13.98%
白内障	手术治疗	1.3	195	340	9.71%
眼底疾病	药物、注射、手术等		157	269	9.39%
眼表疾病	药物、手术等	超过2亿	94	219	15.14%
青少年斜视	手术及非手术治疗	1761万	64	243	24.90%
总和			918	2296	16.51%



CONTENT 目录

- ① 一、2023上半年行情回顾：跑赢大盘，板块持续分化
- ② 二、创新药：非肿瘤差异化治疗领域增长潜力凸显
- ③ 三、中特估：重点关注中药及医药流通
- ④ 四、器械：疫后复苏+集采恐慌释放，看好后续表现
- ⑤ 五、关注其它短期受挫后的边际改善板块
- ⑥ 六、投资建议及风险提示

投资建议

- **创新药关注非肿瘤差异化治疗领域：**抗肿瘤领域在中国企业创新药物研发管线中占据最大的比重，截至2022年8月，共有2040种药物针对抗肿瘤适应症类别研发，占有所有适应症药物数量的47.6%。虽然国产新药管线数量增长显著，但从靶点分布来看存在大量同靶点扎堆的情况。因此构建非肿瘤治疗领域新赛道的差异化竞争，是创新药的另一个发展方向。我们重点关注：1) 减肥药物领域增势强劲；2) 阿尔茨海默症药引领神经病学治疗领域；3) 核医学一枝独秀受追捧。
- **中特估板块重点关注中药及医药流通：**以1350家国有上市公司的口径进行统计，自2013年以来，国有企业共有619起重大资产重组事件，主要以横向专业整合和战略性重组为主。其中公用事业、化工/钢铁等传统行业，以及新能源/医药/电子等新兴行业是重点。我们认为医药是“中特估”核心主线之一。其中我们建议重点关注：1) 政策支持的中药板块；2) 估值低且边际向上的流通板块。
- **器械板块疫后复苏叠加集采恐慌释放，看好后续表现：**疫后复苏背景下，医疗机构常规诊疗迅速恢复，是高值耗材（包括内镜、电生理等设备+耗材模式）与体外诊断产品放量的良机。随着部分器械集采的推进，市场恐慌情绪得到较大程度释放，其中已完成大范围集采，或是竞争格局良好、预期未来集采可控的领域均有修复机会。在追求边际变化的同时，市场也并未放松对标的业绩持续性的考量，我们建议优选其中基本面过硬、具备长发展逻辑的公司。另一方面，进军国际市场大大提升了国内医疗器械公司的业务空间。而能够进入欧美等发达国家主流市场的产品更从中获得了质量背书，进而反哺国内市场。
- **关注其它短期受挫后的边际改善板块：**1) CXO & 生命科学上游：美联储加息预期接近尾声，更多创新疗法在临床实现突破，经过近两年调整biotech估值泡沫出清、性价比凸显，行业兼并加速，未来投融资环境也有望逐步回暖，带动CXO与生命科学上游行业转暖。2) 疫苗：呼吸道传染病重心转移，流感、结核等预防产品有望得到重视；3) 消费升级：可选医疗有望实现快速增长。
- **投资评级：**我们认为医药行业整体景气度高，创新药、中特估、器械及部分短期受挫的板块呈边际向上的趋势，我们维持“强于大市”的行业评级。

重点公司盈利预测与投资评级（2023年6月12日）

股票名称	股票代码	股票价格			EPS		P/E		评级
		2023/6/12	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
东诚药业	002675.SZ	14.48	0.38	0.49	0.61	38.1	29.6	23.7	强烈推荐
凯莱英	002821.SZ	133.49	9.02	6.40	6.42	14.8	20.9	20.8	强烈推荐
固生堂	2273.HK	45.43	0.80	1.05	1.45	56.8	43.1	31.4	强烈推荐
迈瑞医疗	300760.SZ	299.35	7.94	9.55	11.65	37.7	31.3	25.7	推荐
心脉医疗	688016.SH	154.22	4.96	6.29	8.33	31.1	24.5	18.5	推荐
新产业	300832.SZ	57.95	1.69	2.10	2.71	34.3	27.6	21.4	推荐
爱尔眼科	300015.SZ	20.08	0.36	0.52	0.67	55.0	38.6	30.0	推荐
通策医疗	600763.SH	98.03	1.71	2.43	3.28	57.3	40.3	29.9	推荐
九典制药	300705.SZ	27.80	0.82	1.04	1.38	33.9	26.7	20.1	推荐
昆药集团	600422.SH	22.11	0.51	0.82	0.99	43.4	27.0	22.3	推荐
一品红	300723.SZ	29.61	1.01	1.36	1.83	29.3	21.8	16.2	推荐
康缘药业	600557.SH	26.00	0.75	0.98	1.23	34.7	26.5	21.1	推荐
苑东生物	688513.SH	54.18	2.05	2.20	2.80	26.4	24.6	19.4	推荐

风险提示

➤ 政策风险

医药行业受政策影响较大，不排除带量采购等医保控费政策推出节奏超预期；

➤ 研发风险

医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；

➤ 市场风险

市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响。

➤ 海外风险

《外国公司问责法案》等政策仍然存在不确定性，可能将对我国医药企业产品出海造成影响。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。