

后疫情时代，修整后再迎新周期

强于大市 (维持)

——医药生物行业投资策略报告

2023年07月03日

行业核心观点:

- **行业回顾:** 2023年上半年(2023/1/1-2023/6/21)申万医药生物指数下跌6.55%，跑输深300指数6.35个百分点。从申万一级行业横向对比来看，医药生物板块涨幅在31个一级子行业中排名第21。从工业数据来看，由于去年受益疫情高基数的影响，今年同比增速下滑。从估值来看，医药各板块估值收敛至低位区间。
- **后疫情时代，医药行业等待新一轮周期。** 疫情政策转变，部分受益于疫情的医药股将回归主业。政策周期未见底，集采常态化、制度化将持续影响医药产业趋势。无论是药品还是高值耗材集采，都将进一步压缩企业的利润空间，对上市公司来说也将持续压缩估值空间。创新产业阶段性受阻，无论是国内企业的同质化竞争严重，还是出海遭遇专利陷阱，当前国内创新产业正遇低谷。
- **创新药、创新器械：星辰大海，长期布局。** 从长期来看，创新药和创新器械的市场空间广阔，且国内市场存在国产替代的需求。短期来看，一方面，国内创新企业正积极投身研发，创新药和创新器械的注册数量大增，量变必将带来质变；另一方面，商业补充医疗保险的发展有助于缓解支付端的压力。且下半年海外市场随着美联储加息周期进入尾声，估值压制因素也会减少。创新药创新器械可把握长期布局机会。
- **CXO：等待下一轮景气周期。** 对于CXO行业，我们认为这依旧是一个商业模式较好、成长性较高的好赛道。当前行业在迅速扩张之后进入阶段性调整。行业竞争加剧会导致部分公司承压，但是也会进一步提升行业集中度，增强头部企业的竞争力。CXO板块的走势需要等待新一轮的创新潮，届时重新整合后的龙头公司将有望迎来新一轮的成长周期。
- **中药：政策鼓励、业绩稳健、估值合理。** 近年来针对中药产业的利好政策不断发布，政府对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。中药板块整体业绩增速稳健，且从内部来看，也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。当前板块整体估值从历史分位来看位于适中位置。如果考虑到未来中药产业的发展加速，估值有望进入扩张期。在当前创新药面临较大风险的情况下，不失为一个安全的避风港选择。
- **医疗服务：诊疗秩序恢复。** 医疗服务和医药消费类公司具有长牛股潜质。这类公司受众不局限于院内患者，因而所属行业通常市场空间广阔。产品和服务不在医保报销范围内，具有自主定价权，整体医疗服务消费市场正处于快速发展阶段。疫情期间，由于防控措施导致就医延后在诊疗秩序恢复正常后将重新释放出来。
- **风险因素：** 集采政策力度超预期、创新药创新器械研发失败。

行业相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

中成药集采综述：从地方扩面到全国，价格降幅符合预期

“后试点”时代，政策红利多维度助推配方颗粒行业扩容，参与者强者恒强

政策春风下，品牌 OTC 和配方颗粒迎机遇

分析师：

宣潇君

执业证书编号：

S0270522020002

电话：

15121028961

邮箱：

xuanxj@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业回顾	4
1.1 2023 年上半年医药板块持续低迷	4
1.2 工业数据表现较弱	5
1.3 估值收敛至低位区间	6
2 进入后疫情时代，医药行业等待新一轮周期	8
2.1 疫情周期结束，部分受益于疫情的医药股将回归主业	8
2.2 政策周期尚未见底，集采常态化、制度化	9
2.3 产业创新逻辑阶段性受阻	10
3 创新药&医疗器械：星辰大海，长期布局	12
3.1 创新药和创新器械市场空间广阔，国产替代进行时	12
3.2 支付多样化为创新市场提供新动能	13
3.3 美联储加息周期尾声，估值压力减小	14
4 CXO：等待下一轮景气周期	15
4.1 CXO 板块主要是估值调整	15
4.2 整合后有望再迎新一轮成长周期	15
5 中药：政策鼓励，基本面稳健上行	16
5.1 政策支持，未来创新发展可期	16
5.2 板块业绩稳健，估值合理	17
6 医疗服务：后疫情时代诊疗秩序恢复	19
6.1 医疗服务具备较好的行业属性	19
6.2 从需求端来看，存在大量未被满足的医疗服务/医药消费的需求	19
6.3 民营医疗服务机构是公立医疗的必要补充	20
6.4 后疫情时代诊疗秩序恢复正常	20
7 投资建议	21
8 风险提示	22
8.1 集采政策力度超预期	22
8.2 创新药和创新器械研发失败	22
图表 1: 医药生物行业 VS 沪深 300 上半年行情图 (2023/1/1-2023/6/21)	4
图表 2: 申万一级行业涨跌幅 (2023/1/1-2023/6/21)	4
图表 3: 2023 年 H1 (2022/1/1-6/21) 医药各子行业区间行情	5
图表 4: 医药制造业营业收入累计值 (亿元) 及累计同比 (%)	5
图表 5: 医药制造业利润总额累计值 (亿元) 及累计同比 (%)	6
图表 6: 申万医药指数 vs 沪深 300 指数估值 (PE-TTM)	6
图表 7: 申万医药二级子行业估值 (PE-TTM)	7
图表 8: 新冠疫情搜索指数&健康问诊指数	8
图表 9: 新冠肺炎检测指数&新冠特效药指数	8
图表 10: 历次药品集采平均降价幅度	9
图表 11: 国家组织三批次高值耗材集采结果	9
图表 12: 医保基金历年收支及结余率	10
图表 13: 国内申请肥胖适应症的 GLP-1 药物	11
图表 14: 2023 年获批的国产 1 类新药	12
图表 15: 中国医疗器械市场规模及增速	13

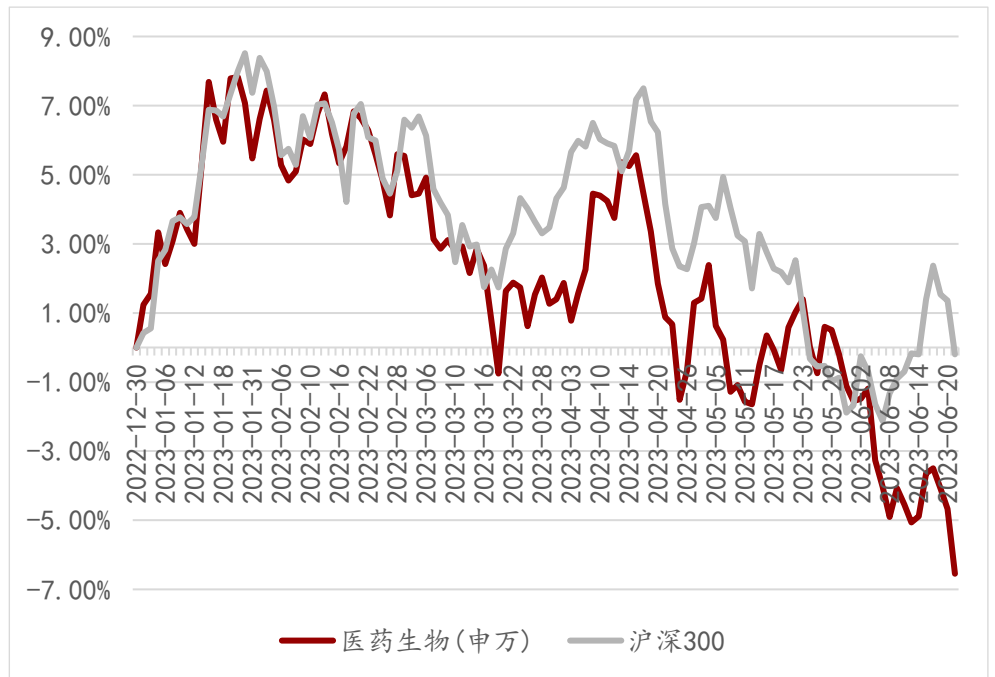
图表 16: 上海城市定制型商业补充医疗保险“沪惠保”特点	14
图表 17: 美国联邦基金目标利率	14
图表 18: 医疗研发外包板块业绩增速	15
图表 19: 医疗研发外包板块估值 (PE-TTM)	15
图表 20: 近年针对中医药行业的重要政策	16
图表 21: 中药板块营业总收入及同比增速	17
图表 22: 中药板块归母净利润及同比增速	17
图表 23: 中药板块估值 (PE-TTM)	18
图表 24: 全国居民人均可支配收入及同比增速	19
图表 25: 2011-2020 中国口腔医疗服务市场规模 (亿元)	19
图表 26: 2020 年中美日韩人均口腔消费支出	19
图表 27: 民营医院机构数 vs 公立医院机构数	20
图表 28: 爱尔眼科每周支付交易笔数	20

1 行业回顾

1.1 2023 年上半年医药板块持续低迷

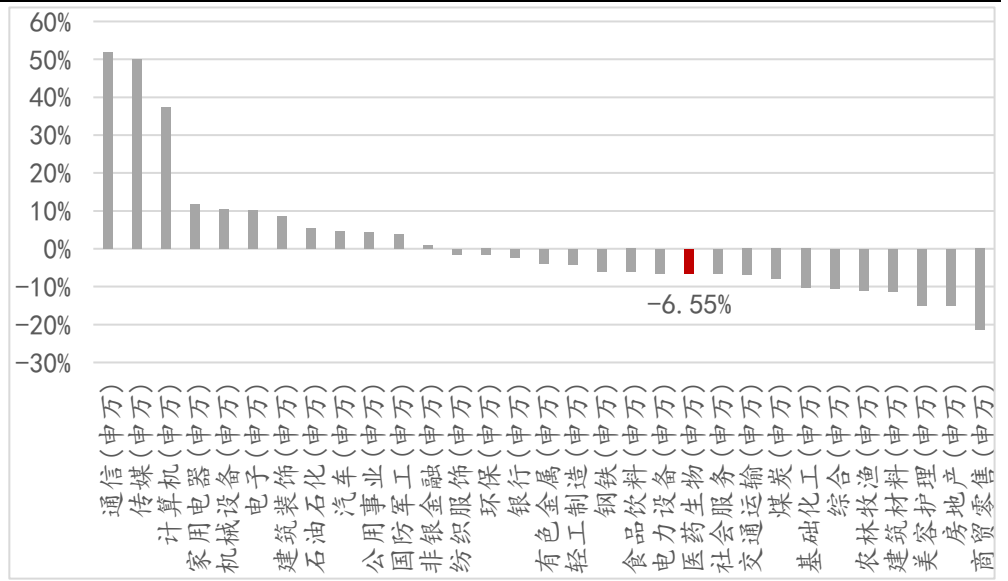
医药板块上半年持续走低。2023上半年（2023/1/1-2023/6/21）申万医药生物指数下跌6.55%，同期沪深300指数下跌0.20%，医药板块跑输沪深300指数6.35个百分点。从申万一级行业横向对比来看，医药生物板块涨幅在31个一级子行业中排名21，表现较差。

图表1: 医药生物行业VS沪深300上半年行情图（2023/1/1-2023/6/21）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 申万一级行业涨跌幅（2023/1/1-2023/6/21）

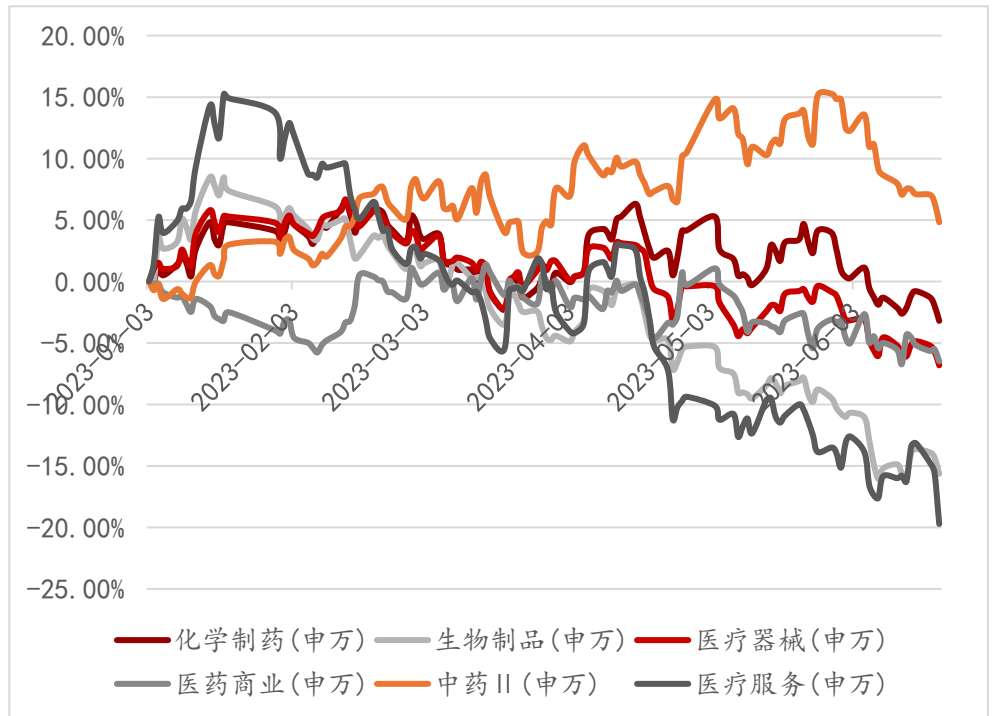


资料来源: Wind, 万联证券研究所

二级子行业多数下跌，中药板块唯一亮点。中药板块是六个子行业中唯一录得上涨的，其余五个子行业均下跌较多，尤其以医疗服务板块跌幅最大。二级子行业涨跌幅分别为：化学制药（-3.20%）、生物制品（-15.64%）、医疗器械（-6.82%）、医药商业

(-6.49%)、中药(+4.82%)、医疗服务(-19.72%)。

图表3: 2023年H1 (2022/1/1-6/21) 医药各子行业区间行情

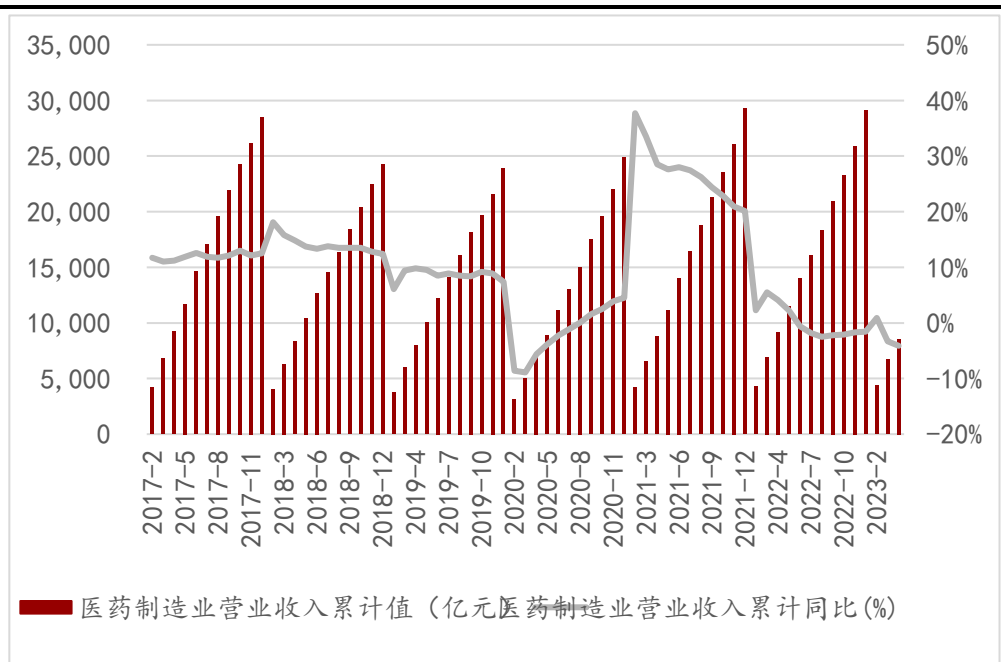


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 工业数据表现较弱

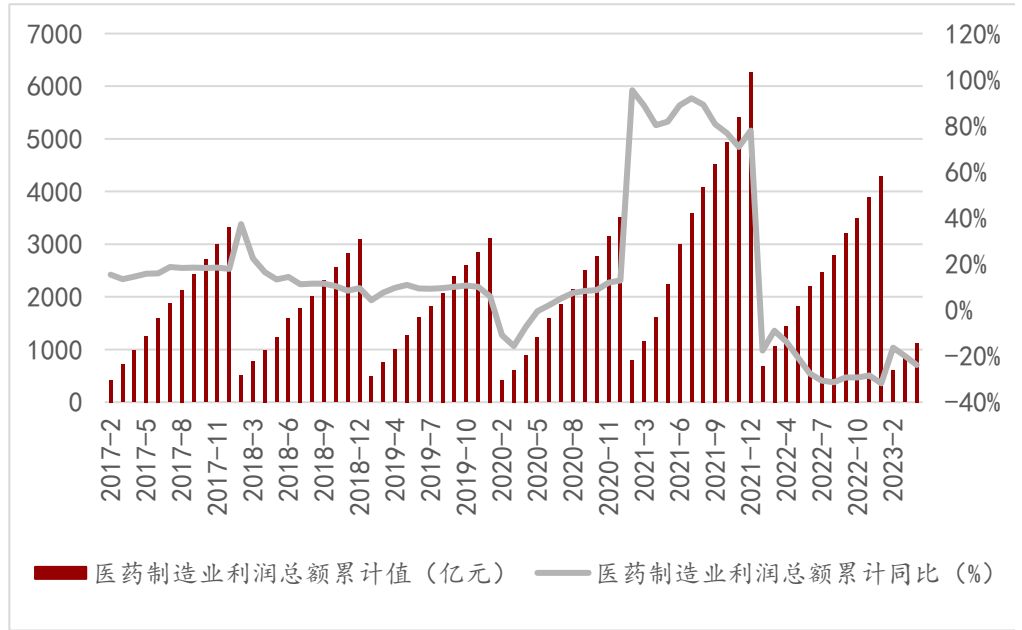
医药工业数据同比下滑。根据国家统计局数据, 2023年1-4月, 医药制造业企业实现营业收入8560亿元, 同比减少4.10%; 实现利润总额1125亿元, 同比减少23.80%。其中主要原因是受疫情防控政策调整, 与疫情相关的预防、检测、治疗产业需求同比大幅减少。考虑到22年同期高基数的影响, 预计今年全年同比增速保持下降趋势。

图表4: 医药制造业营业收入累计值 (亿元) 及累计同比 (%)



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表5: 医药制造业利润总额累计值(亿元)及累计同比 (%)

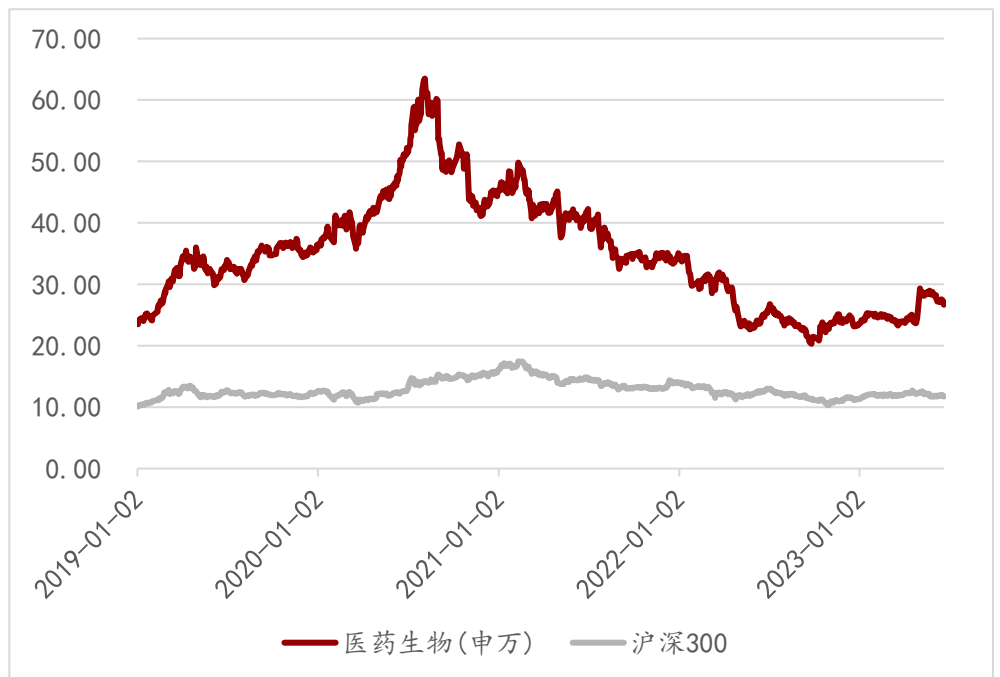


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

1.3 估值收敛至低位区间

行业整体估值回落至低位, 疫情相关业绩对估值有扰动。截至2023年6月21日, 申万医药指数整体估值26.67倍 (PE, TTM), 同期沪深300指数估值11.72倍。从医药行业的历史估值来看, 当前指数的估值处于相对低位, 已经与2019年行情启动前的估值相当, 行业整体估值已经具备性价比。23年一季报后估值有所上升, 主要是疫情相关业绩减少所致。

图表6: 申万医药指数vs沪深300指数估值 (PE-TTM)



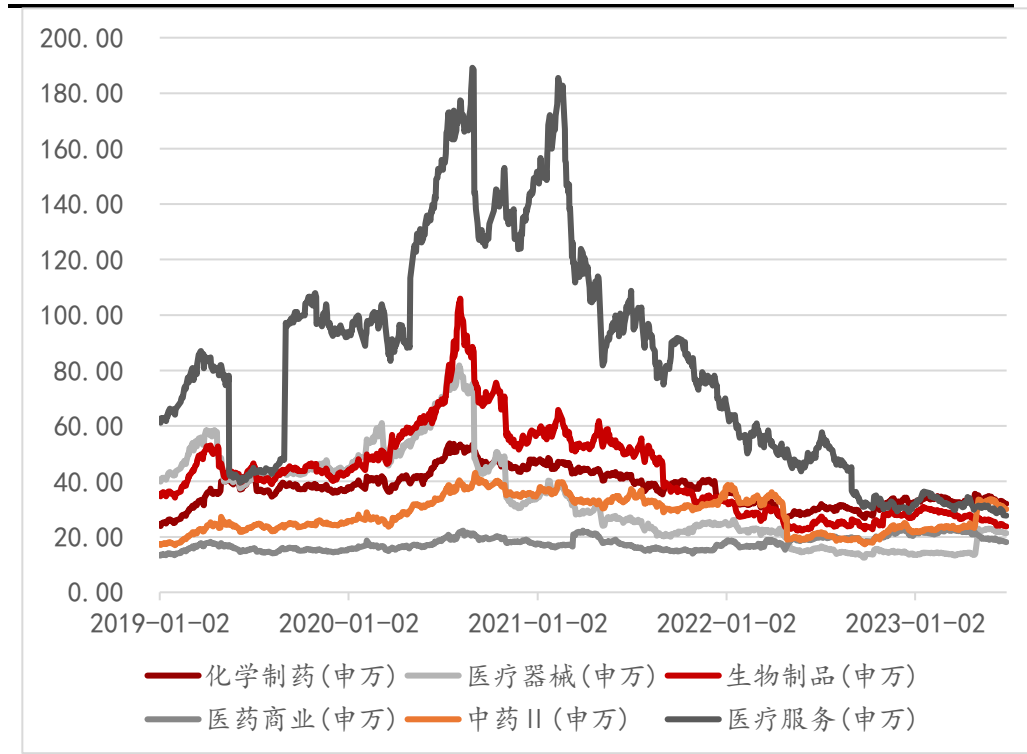
资料来源: Wind, 万联证券研究所

从二级子行业来看, 估值均收缩至低位区间。

以2023年6月27日收盘价计算PE (TMM)，细分板块估值分别为：化学制药32.23X、医疗器械21.46X、生物制品24.03X、医药商业18.26X、中药30.49X、医疗服务27.73X。从总体趋势来看，各个子行业的估值都向低位区间收敛。尤其以医疗服务板块为代表，从高位的180多倍PE到当前仅27.73X。估值收敛的主要因素，一方面是行情较差，股价持续下跌，另一方面高景气周期过后业绩释放，进一步拉低了PE。

从历史行情来看，估值扩张期往往是行业景气度高时，该阶段业绩和估值双升带来上涨行情。当前各个子行业估值都向低位区间收敛，与行业景气度下行周期相匹配，同时也为下一轮的估值扩张积累动能。

图表7: 申万医药二级子行业估值 (PE-TTM)



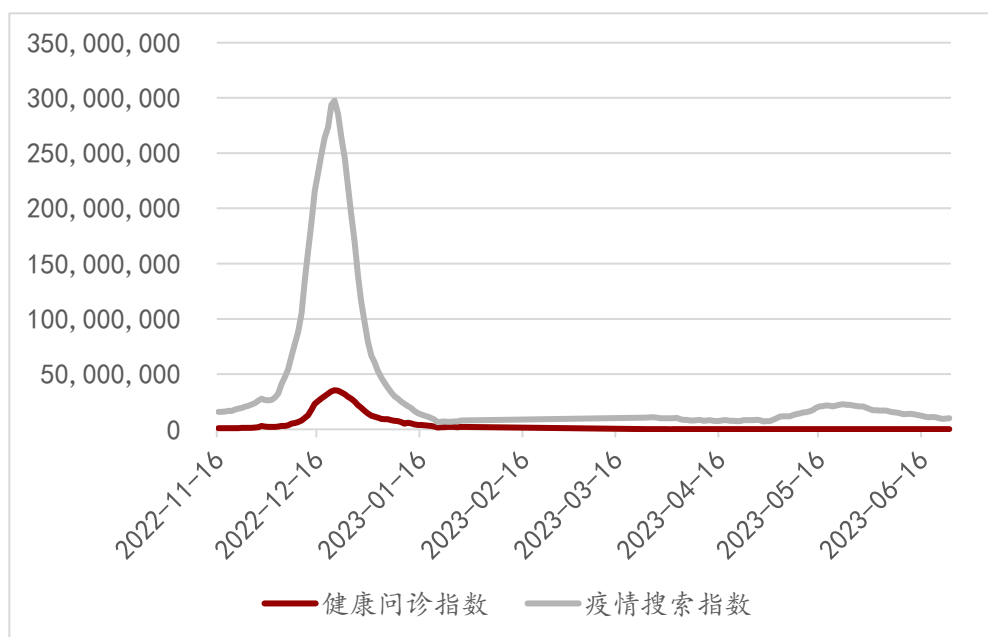
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 进入后疫情时代，医药行业等待新一轮周期

2.1 疫情周期结束，部分受益于疫情的医药股将回归主业

2022年底新冠疫情防控政策调整，短时间阳性患者人数激增，其中绝大多数患者均自愈康复，此后新冠关注度逐渐下降。今年5月，出现了一小波二阳峰值，但是无论是患者人群基数还是总体关注度均已大幅下降。

图表8: 新冠疫情搜索指数&健康问诊指数



资料来源: Wind, 万联证券研究所

随着政策转变以及感染人数逐渐减少，无论是新冠预防、检测还是治疗需求均出现断崖式下跌，直至几乎消失。本轮疫情中受益的相关个股，在经历了过去两三年业绩爆发之后，将回归至疫情前主业水平。部分公司因疫情期间扩产能，固定资产投资增加，未来还存在新增折旧较多导致业绩下滑的风险。

图表9: 新冠肺炎检测指数&新冠特效药指数



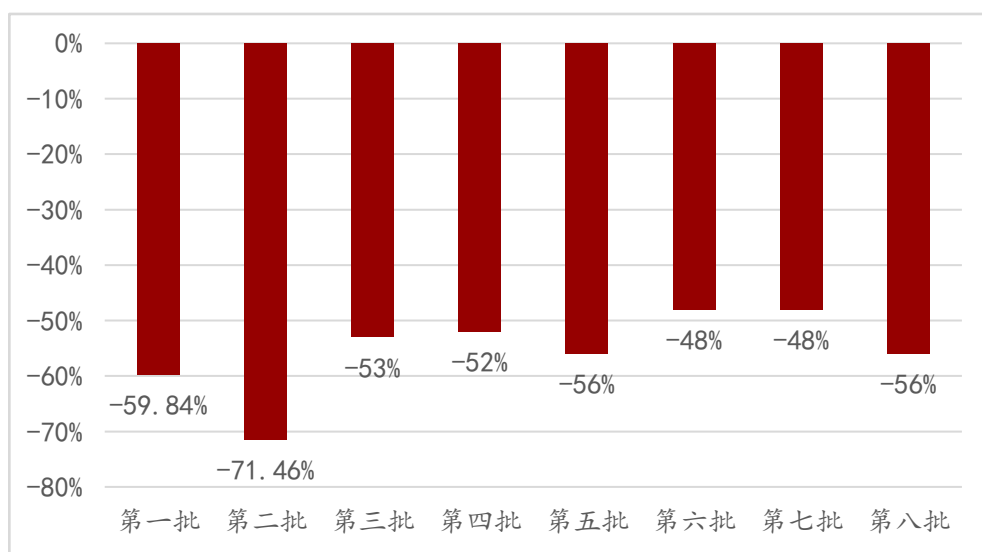
资料来源: Wind, 万联证券研究所

我们认为,疫情相关股票的风险逐步释放中,疫情期间的高基数效应在23年逐渐消化。从长期来看,多数公司最终还是会回归疫情前主业,而市值和股价也将更多受其非疫情业务影响。

2.2 政策周期尚未见底,集采常态化、制度化

自2018以来,国家医保局累计开展了八批次药品集采,共纳入333种药品,平均降价幅度超50%。药品集采对于降低就医药品费用、节约医保基金无疑是好消息,但是对于制药企业来说,集采压缩了盈利空间,大幅降价后企业往往需要为能否中标、中标后能否盈利担忧。

图表10: 历次药品集采平均降价幅度



资料来源: 中国政府网, 万联证券研究所

从集采的范围来看,我们认为药品带量采购将会持续推进下去,直至覆盖大部分临床使用药品。而药企面对该政策,更多的是需要考虑如何生存下去,寻找新的增长点。

与药品集采类似,高值耗材的集采工作也在有序开展。从2020年的冠脉支架,到2021年的关节,再随后2022年的脊柱,医疗器械的集采降价幅度比药品集采有过之而无不及,平均降价幅度均超过80%。

图表11: 国家组织三批次高值耗材集采结果

集采对象	冠脉支架集采	人工关节集采	脊柱集采
时间	2020年11月	2021年9月	2022年9月
平均降价幅度	93%	82%	84%

资料来源: 国家医保局, 中国政府网, 万联证券研究所

除全国范围的集采外,以省级联盟为代表的区域性集采也在积极开展中,覆盖的品类更多,区域范围逐渐扩大。

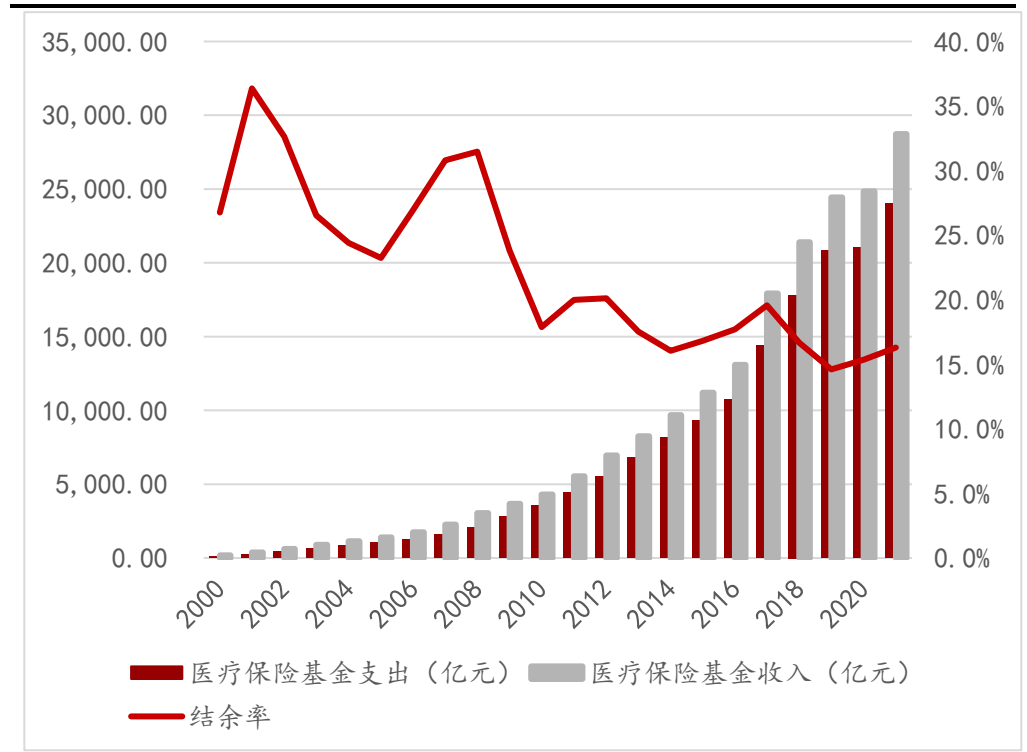
根据国家医保局今年初发布的《关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》，今年全国范围集采工作将持续纵深推进。具体要求包括：1) 2023年底每个省份集采药品数累计达到450种。通知明确将持续扩大药品集采覆盖面。到2023年底，每个省份的国家和省级集采药品数累计达到450种，其中省级集采药品应达到130种，化学药、中成药、生物药均应有所覆盖；2) 继续开展新批次高值医用耗材集采。将聚焦心内科、骨科重点产品，指导更多省份推进吻合器、超声刀等普外科耗材集采，继续探索体外诊断试剂集采，各省份至少开展1批省级耗材集采。将重点指导陕西牵头开展硬脑(脊)膜补片、疝修补耗材省际联盟采购，河南牵头开展神经外科等耗材省际联盟采购，安徽牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购。

2.3 产业创新逻辑阶段性受阻

自2019年以来的创新药、创新器械行情（包括受益于创新产业链的CXO）进入阶段性低谷。一个完整的创新产业链，通常是技术创新和支付相互促进的。美国之所以有源源不断的企业投入到九死一生的创新研发活动中，就是因为其一旦研发成功的回报率是足够高的，背后是美国高额的医疗卫生支出以及人均医疗开支。支付和研发投入互相推动，整个创新药创新器械产业链有动力不断前行。

而我们当前处在一个医保严格控费周期，不断老龄化的人口结构以及越来越低的生育率都迫使医保基金缩衣节食。而居民个人的医疗支出又尚未形成。这种支付环境注定了我们无法复制美国的创新之路，在蛋糕做大之前只能节流。

图表12: 医保基金历年收支及结余率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从技术创新来看，目前国内企业的主要模式还是在已经验证的领域改进或者小范围的创新。很容易出现一个热门靶点被海外公司验证后国内企业扎堆跟进的情况。这种模式一方面造成了研发创新资源的重复和浪费，另一方面即使产品成功上市了也很容易陷入产品同质化竞争的陷阱，很难保持较高的利润回报。

以GLP-1R受体激动剂为例，在诺和诺德的司美格鲁肽在减肥领域大获成功后，国内越

来越多的厂家已经加入了该靶点药物研发的竞争。可以想象，一旦司美格鲁肽专利到期，国内的GLP-1R受体激动剂市场又将是一片竞争红海。

图表13: 国内申请肥胖适应症的GLP-1药物

药品名称	研发企业	进展阶段	受理/登记日期
贝那鲁肽	上海仁会生物制药	上市申请	2022/3/4
利拉鲁肽	华东医药	上市申请	2022/7/14
司美格鲁肽	丹麦诺和诺德公司	上市申请	2023/6/3
玛仕度肽	信达生物/礼来	III期	2022/10/4
利拉鲁肽	江苏万邦生化医药	III期	2020/8/10
利拉鲁肽	杭州九源基因工程	III期	2020/6/30
替尔泊肽	礼来制药	III期	2021/8/30
诺利糖肽	恒瑞医药	II期	2021/3/8
TG103	百克生物制药	II期	2022/3/9
BI456906	勃林格殷格翰	II期	2021/4/7
XW003	杭州先为达生物科技	I期	2021/12/3
GZR18	甘李药业	I期	2021/11/4

资料来源: 药智网, 万联证券研究所

除了国内同质化竞争外，创新药出海也会面临专利陷阱纠纷。

百济神州自主研发的第二代BTK抑制剂泽布替尼在美国成功上市。但是2023年6月，艾伯维公司（和强生共同研发了第一代BTK抑制剂伊布替尼）在获得一项专利授权后马上对百济神州提出了专利诉讼。而艾伯维的这项专利2010年最早获得优先权，2021年首次公开，2023年6月正式专利授权。

这种专利申请人利用规则争取更大的保护范围，同时利用申请保密规定，等到竞争对手的产品及市场发展成熟，才将据竞争对手产品量身打造的专利申请授权公告，像潜水艇一样浮出水面伏击对手。这种专利被称为“潜水艇专利”。

百济神州的泽布替尼作为国产创新药出海的代表，已经成功在海外上市并商业化。本次遭遇专利伏击具体诉讼结果尚未可知，但是可以确定的是国内创新药出海的路途中必然会有越来越多的专利纠纷甚至是陷阱，未来出海之路道阻且长。

3 创新药&医疗器械：星辰大海，长期布局

3.1 创新药和创新器械市场空间广阔，国产替代进行时

尽管当前国内创新药和创新器械面临各种各样的问题，我们还是对未来应有更多的信心。医药产业从无到有，从低端到高端，从仿制到原研，都需要时间积累。2018年以来的政策变革为国内医药产业升级奠定了基础，医药创新产业链的投资也迎来一波高潮。现阶段，创新遭遇阶段性低谷属于正常现象。长期来看，创新药和创新器械的市场空间是广阔的，国产企业也还有非常大的机会去挑战全球龙头。

今年上半年，共有17款国产1类新药获批上市，同时预计下半年将有接近20款新药获批。随着国内创新药研发的投入增长和实力提升，加上当前高效的审批政策，国产创新药的数量在不断上升。

图表14：2023年获批的国产1类新药

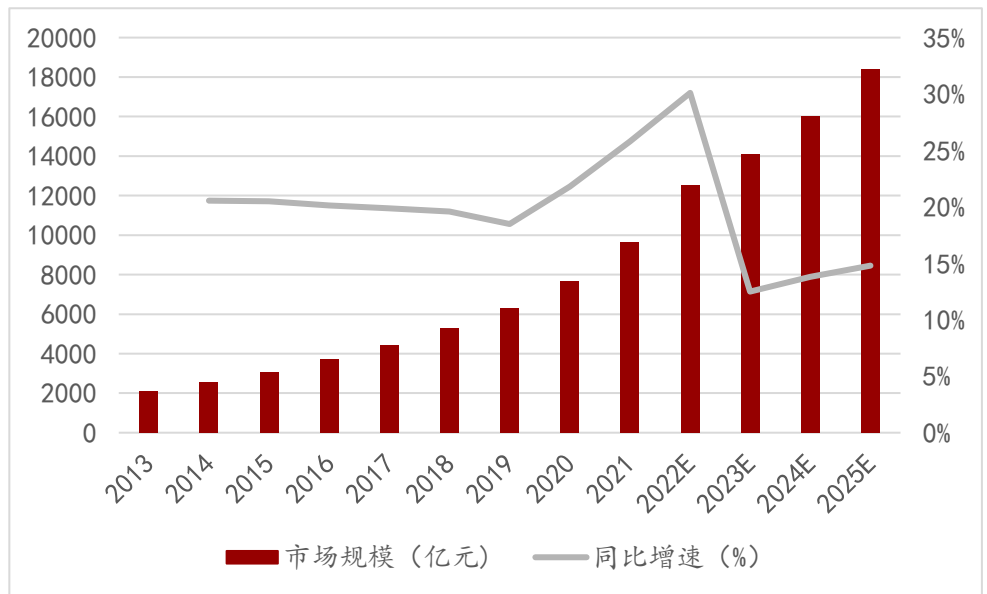
药品名称	靶点	企业	批准日期	获批适应症
磷酸瑞格列汀片	DPP4	恒瑞医药	2023年6月28日	2型糖尿病
伊鲁阿克片	ALK,ROS1	齐鲁制药	2023年6月28日	非小细胞肺癌
安纳拉壁钠肠溶片	H+/K+ATPase	四环医药	2023年6月21日	十二指肠溃疡
伏罗尼布片	CSF1R,KIT,FLT3,VEGFR,PDGFR	贝达药业	2023年6月8日	肾细胞癌
甲磺酸贝福替尼胶囊	EGFR-T790M	贝达药业	2023年6月2日	非小细胞肺癌
和乐布韦片	NS5B	圣和药业	2023年5月17日	丙型肝炎
泽贝妥单抗注射液	CD20	博锐生物	2023年5月17日	弥漫性大B细胞淋巴瘤
艾贝格司亭a注射液	CSF3R	亿帆医药	2023年5月9日	化疗引起的中性粒细胞减少症
富马酸奥赛利定注射液	MOR	恩华药业	2023年5月8日	急性疼痛
来瑞特韦片	3CLpro	众生药业	2023年3月23日	2019 冠状病毒感染
注射用盐酸依拉环素	30S rProteins	云鼎新药	2023年3月16日	复杂性腹腔感染
谷美替尼片	MET	海和药物	2023年3月10日	非小细胞肺癌
阿得贝利单抗注射液	PD-L1	恒瑞医药	2023年3月3日	小细胞肺癌
盐酸凯普拉生片	H+/K+ ATPase	柯菲平医药	2023年2月20日	十二指肠溃疡，反流性食管炎
先诺特韦片/利托那韦片组合包装	3CLpro, CYP3A	先声药业	2023年1月29日	2019 冠状病毒感染
氨溴酸奈米德韦片	RdRp	君实生物	2023年1月	2019 冠状病毒

			月 29 日	感染
艾诺米替片	Reverse transcriptase	艾迪药业	2023 年 1 月 5 日	HIV 感染

资料来源：证券时报，万联证券研究所

国内医疗器械市场处于高速增长阶段。从全球整体市场来看，医疗器械行业目前进入了相对的成熟期，在市场规模巨大的基础上维持着稳定的增速。根据艾媒咨询的数据，2022年中国医疗器械市场规模达到12529亿元，同比增长30%，预计到2025年将达到18414亿元。随着国内产业政策持续优化，居民对先进医疗器械的需求日趋强烈，中国医疗器械市场将会继续保持稳定增长态势。

图表15：中国医疗器械市场规模及增速



资料来源：iiMedia，万联证券研究所

国产医疗器械进口替代空间大。国内医疗器械公司以中小型企业为主，主要从事低附加值的医疗耗材领域。在高端医疗器械领域仍是外资巨头主导市场。不过随着国内企业研发投入和技术发展，已经有越来越多的国产医疗器械企业向高端市场进军，部分龙头企业甚至在全球医疗器械市场也占有一席之地。例如冠脉支架行业，国产企业进口几乎完成了对外资品牌的进口替代。

3.2 支付多样化创新市场提供新动能

一直以来，医保基金控费是限制国内创新药、创新器械的天花板。随着国内商业医疗保险的发展，越来越多的人选择在医保之外购买商业补充医疗保险，越来越多的城市也推出了城市定制型商业险，大幅减轻了国家医保的压力，同时也为创新药、创新器械提供了新动能。

图表16: 上海城市定制型商业补充医疗保险“沪惠保”特点

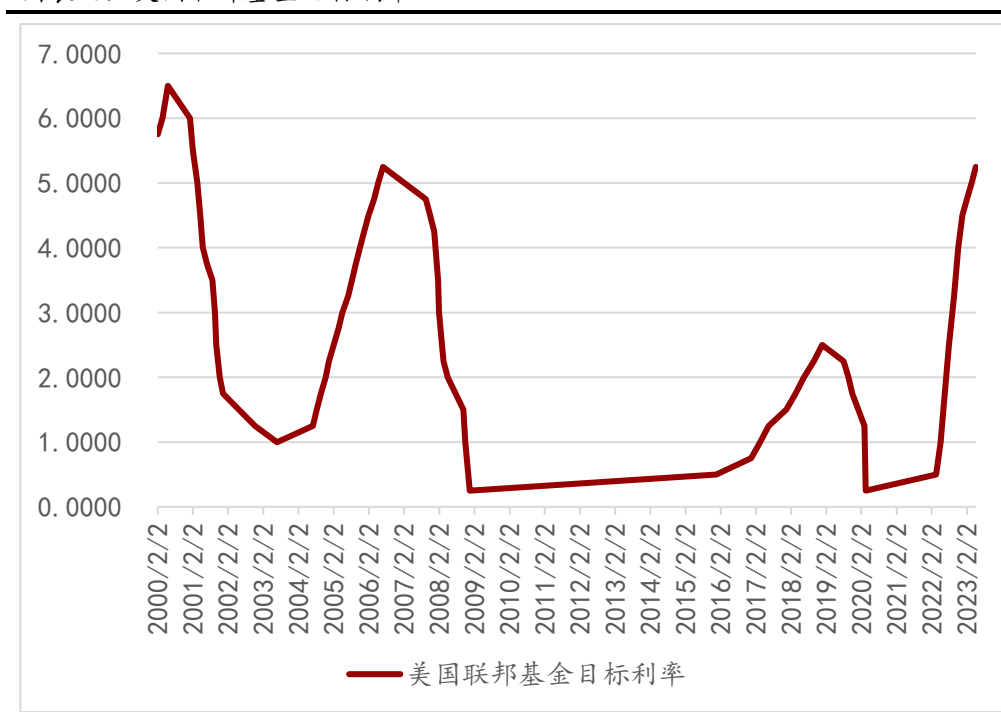
门槛低, 覆盖广	面向上海基本医保参保人, 不限年龄、不限职业、不限健康状况, 无需体检, 高龄老人、高危职业、既往症人群均可投保。
老少均价	“沪惠保”不分男女老幼, 保费统一 115 元/年, 最高可获得医保范围外一年 230 万元的补充医疗保障。
三大保障	“沪惠保”包括特定住院自费医疗费用保险金、21 种特定高额药品费用保险金和质子、重离子医疗保险金三大保障。
个账支付, 家庭共济	参保人可使用个人医保卡历年余额直接缴纳保费, 可为本人及最多 5 位直系亲属 (父母、配偶、孩子) 投保。
共保模式	经上海市保险同业公会协调, “沪惠保”采用“共保体模式”, 9 家保险公司共同承保, 通过建立风险分摊机制, 保障产品的可持续运营, 保护参保人的权益。

资料来源: 上海市政府网, 万联证券研究所

3.3 美联储加息周期尾声, 估值压力减小

对于尚未取得盈利甚至收入的创新药、创新器械类公司而言, 无风险利率对公司估值有很大影响 (估值模型的分母端)。自 2022 年美联储加息以来, 海外的生物科技指数同样面临加息带来的压力。随着美联储本轮加息逐渐接近尾声, 海外市场有望率先走出低谷, 进而向国内市场传导。

图表17: 美国联邦基金目标利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 CXO: 等待下一轮景气周期

4.1 CXO 板块主要是估值调整

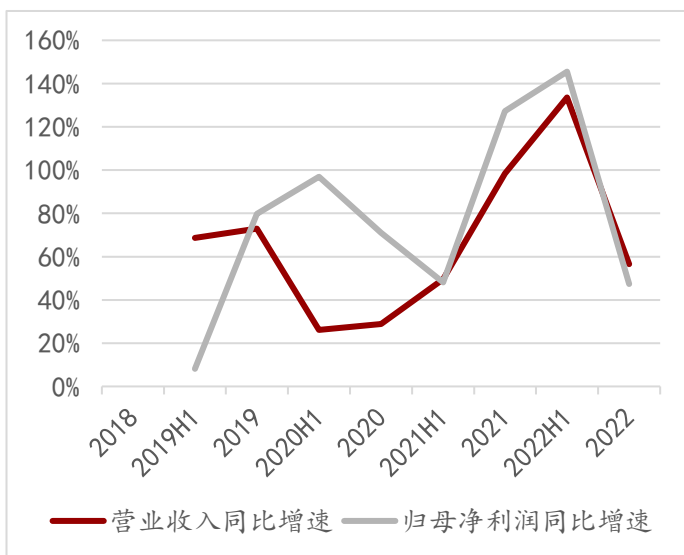
CXO板块估值持续调整。截至2023年6月29日，CXO板块（申万医疗研发外包指数）的估值为19.13X PE-TTM，为近几年的估值低点。最高点时估值板块估值曾超过100X PE。从业绩端来看，行业整体保持较快增速，即使剔除疫情带来增量业务，CXO板块在所有的医药子行业中依旧算的上是成长的行业。

国内CXO行业最近几年的高景气，其背后的逻辑是海外产能向国内转移，叠加国内制造产业升级，带来的大量研发外包需求。

- 1) 海外订单转移。CRO是一个全球化的产业，临床前CRO、CDMO、CMO都可以在全球范围内寻找最优的合作方。受益于国内科研基础设施的提升、人力资源成本优势明显，海外的CXO产业近几年向国内大量转移。只要国内的CXO竞争优势还在，这种全球化的产业转移趋势短期就不会逆转。
- 2) 国内制药产业升级。自2015年的医药改革以来，国内制药产业逐渐从低端仿制向高端研发创新转型，企业的支出也更多从营销费用投向研发费用。不管是初创型的biotech或者是转型的传统药企，对外部研发外包服务都有非常强烈的需求。

当前杀估值的主要原因还是在于下游的创新药研发受阻，尽管CXO一直被定义为创新药卖水人，可以旱涝保收，但是当行业整体迎来景气度下滑时，难免有需求减少进而传导至上游的现象。

图表18: 医疗研发外包板块业绩增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 医疗研发外包板块估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.2 整合后有望再迎新一轮成长周期

对于CXO行业，我们认为这依旧是一个商业模式较好、成长性较高的好赛道。当前只是行业在迅速扩张之后进入阶段性调整。行业竞争加剧会导致部分公司承压，但是也会进一步提升行业集中度，增强头部企业的竞争力。CXO板块的走势需要等待新一轮的创新潮，届时重新整合后的龙头公司将有望迎来新一轮的成长周期。

5 中药：政策鼓励，基本面稳健上行

5.1 政策支持，未来创新发展可期

近年来针对中药产业的利好政策不断发布，政府对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。在政策鼓励支持下，中医药未来将迎来蓬勃发展时期。

2022年发布的《“十四五”中医药发展规划》明确提出，要建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了十一类共四十四项重大工程项目。

图表20: 近年针对中医药行业的重要政策

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	加强中医药服务机构建设、筑牢基层中医药服务阵地、实施“互联网+中医药健康服务”行动；推动中药质量提升和产业高质量发展；促进中医药传承与开放创新发展；完善中药价格和医保政策、完善投入保障机制等。
2020.9	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	1、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。中药新药分类：中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂。2、古代经典名方中药复方制剂：3.1类：按古代经典名方目录管理的中药复方制剂；3.2类：其他来源于古代经典名方的中药复方制剂。
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	坚持以临床价值为导向、推动古代经典名方中药复方制剂研制、促进中药创新发展、鼓励二次开发等；健全符合中药特点的审评审批体系，对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批等。
2021.1	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	优化中药审评审批管理、完善中药分类注册管理、创新中西医结合医疗模式等；实施名医堂工程、实施道地中药材提升工程、制定“十四五”中医药“一带一路”发展规划等；完善中医药服务价格政策、健全中医药医保管理措施等。
2021.7	国家卫健委、国家中医药管理局等	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	加强综合医院(二级及以上综合医院)中医药工作：进一步加强综合医院中医临床科室建设、创新中西医协作医疗模式、加强医疗质量管理等。
2021.12	国家医疗保障局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；加强中医药服务价格管理；将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；按规定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、加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度、建立完善符合疫情诊疗规范的中医药费用按规定纳入医保支付范围的改善适合中医药特点的支持政策；加强医保总额预算管理、推进中医医保支付方式改革、支持基层医疗机构提供中医药服务等；强

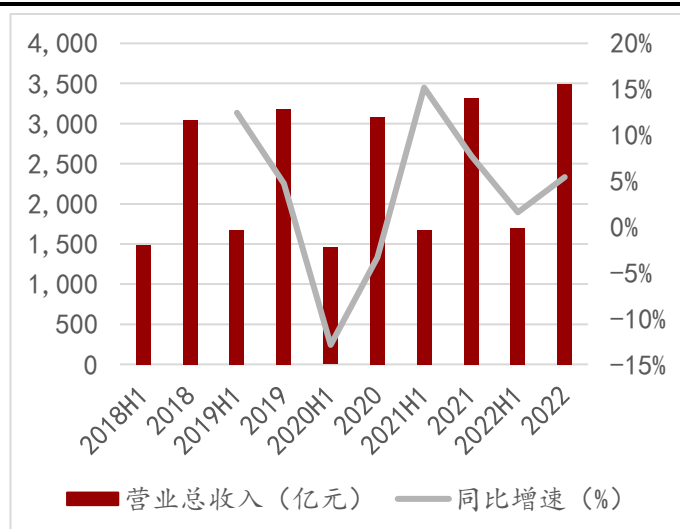
			化医保基金监管。
2022.3	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	该规划是首个以国务院名义印发的中医药 5 年规划。在中医药供给和资源总量、质量标准建设、医保准入、中医药创新、中医药国际化等方面做出具体发展要求。
2022.10	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	对中医药人才队伍的建设提出了明确规划。
2022.11	药监局	《中药注册管理专门规定(征求意见稿)》	就中药注册优先事项、人用经验、临床试验豁免、引入真实世界研究证据、中药说明书修改等内容进行了规定。
2022.12	药监局	《中药品种保护条例(修订草案征求意见稿)》	加强中药品种全生命周期管理,推进中药品种质量持续提升。条例主要包括总则、保护范围及保护等级、申请与审批、中药保护品种证书持有者、监督管理。

资料来源: 国务院、医保局、药监局官网, 万联证券研究所

5.2 板块业绩稳健, 估值合理

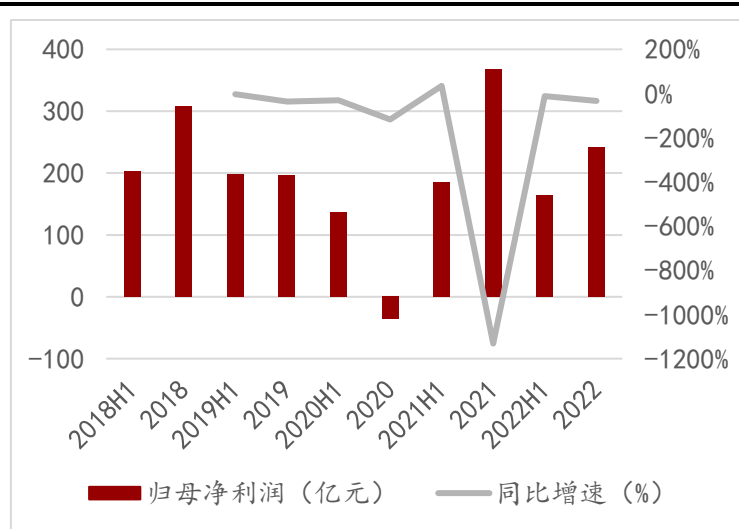
中药板块整体业绩增速一直维持在10%上下(2020年受康美药业事件影响, 2021及2022年受疫情影响), 属于医药子行业中稳健增长的代表。且从内部来看, 也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。在当前创新药面临较大风险的情况下, 不失为一个安全的避风港选择。

图表21: 中药板块营业总收入及同比增速



资料来源: MedTrend, 万联证券研究所

图表22: 中药板块归母净利润及同比增速



资料来源: MedTrend, 万联证券研究所

从估值来看, 当前板块整体估值30.89X PE-TTM, 从历史分位来看位于适中位置。如果考虑到未来中药产业的发展加速, 估值有望进入扩张期。

图表23: 中药板块估值 (PE-TTM)



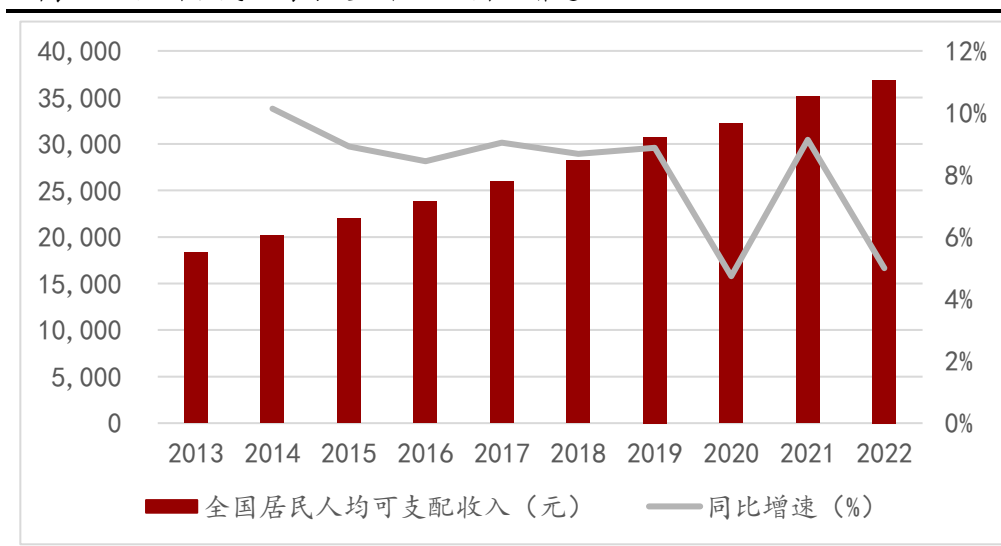
资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 医疗服务：后疫情时代诊疗秩序恢复

6.1 医疗服务具备较好的行业属性

医疗服务行业属性好。医药行业很大一部分具有消费属性。近几年我国人均可支配收入逐年稳步增长，为医疗消费服务需求释放奠定了基础。2022年我国全国居民人均可支配收入为36883元，同比增长5.0%，而且这一数字将随着国民经济水平的提高进一步增长。

图表24：全国居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

6.2 从需求端来看，存在大量未被满足的医疗服务/医药消费的需求

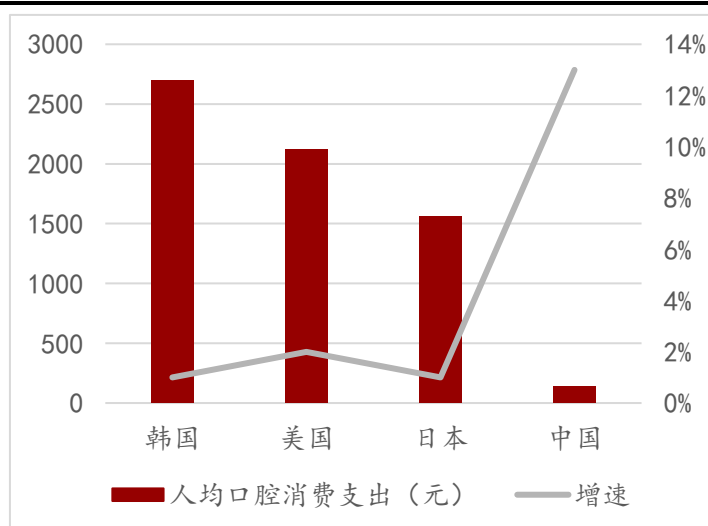
由于健康意识以及经济水平限制，国内很多以口腔、眼科、二类疫苗为代表常规的医疗服务需求未被开发或者未被满足。近年来，以眼科、口腔、二类疫苗为代表的自主消费医疗服务发展迅速。以口腔医疗服务行业为例，2020年中国人均口腔消费支出仅是韩国的1/20，美国的1/15。虽然当前行业规模较发达国家尚小，但行业处于快速增长阶段，近10年复合增长率14.9%，远超成熟医疗市场。

图表25：2011-2020中国口腔医疗服务市场规模（亿元）



资料来源：MedTrend，万联证券研究所

图表26：2020年中日韩人均口腔消费支出

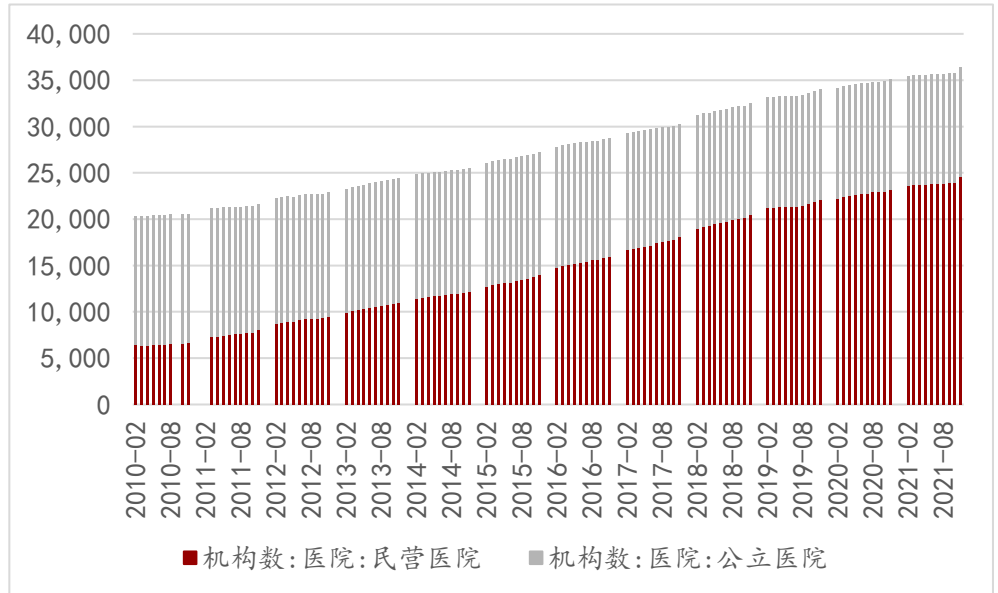


资料来源：MedTrend，万联证券研究所

6.3 民营医疗服务机构是公立医疗的必要补充

当前国内医疗资源紧缺，各地医疗资源分配极度不均衡。在全国大范围的公立医疗保障体系建立之前需要民营医疗服务机构作为补充。我们也看到近10年民营医疗机构发展的非常快，其速度超过了公立医疗机构。

图表27: 民营医院机构数vs公立医院机构数

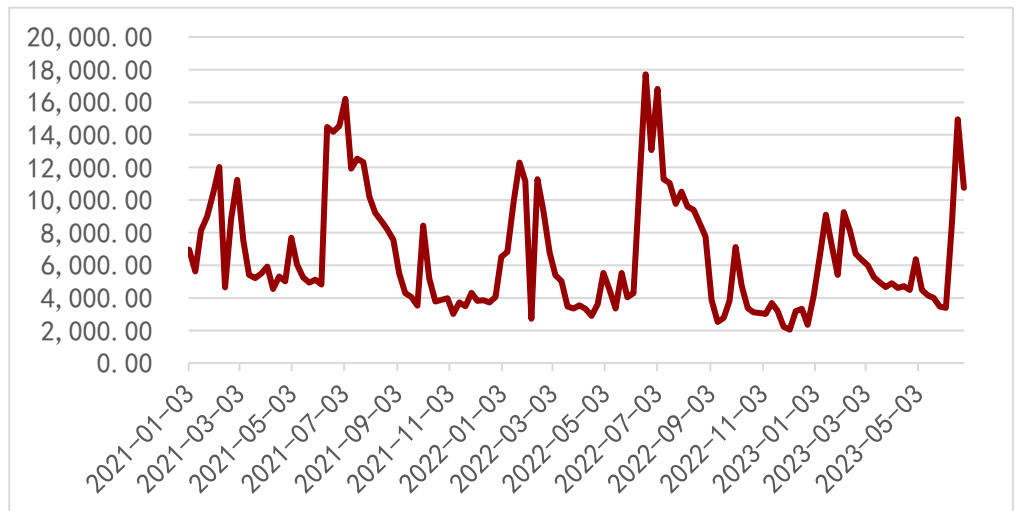


资料来源: Wind, 万联证券研究所

6.4 后疫情时代诊疗秩序恢复正常

医疗服务不同于普通消费，具有一定的刚性。疫情期间，由于防控措施导致就医延后在诊疗秩序恢复正常后将重新释放出来。

图表28: 爱尔眼科每周支付交易笔数



资料来源: Datayes, 万联证券研究所

7 投资建议

- **进入后疫情时代，医药行业等待新周期。**疫情周期结束，部分受益于疫情的医药股将回归主业。政策周期未见底，集采常态化、制度化将持续影响医药产业趋势。无论是药品还是高值耗材集采，都将进一步压缩企业的利润空间，对上市公司来说也将持续压缩估值空间。创新产业阶段性受阻，无论是国内企业的同质化竞争严重，还是出海遭遇专利陷阱，当前国内创新产业正遇低谷。
- **创新药、创新器械：星辰大海，长期布局。**从长期来看，创新药和创新器械的市场空间广阔，且国内市场存在国产替代的需求。短期来看，一方面，国内创新企业正积极投身研发，创新药和创新器械的注册数量大增，量变必将带来质变；另一方面，商业补充医疗保险的发展有助于缓解支付端的压力。且下半年海外市场随着美联储加息周期进入尾声，估值压制因素也会减少。创新药创新器械可把握长期布局机会。
- **CXO：等待下一轮景气周期。**尽管CXO一直被定义为创新药卖水人，可以旱涝保收，但是当行业整体迎来景气度下滑时，难免有需求减少进而传导至上游的现象。对于CXO行业，我们认为这依旧是一个商业模式较好、成长性较高的好赛道。当前行业在迅速扩张之后进入阶段性调整。行业竞争加剧会导致部分公司承压，但是也会进一步提升行业集中度，增强头部企业的竞争力。CXO板块的走势需要等待新一轮的创新潮，届时重新整合后的龙头公司将有望迎来新一轮的成长周期。
- **中药：政策鼓励、业绩稳健、估值合理。**近年来针对中药产业的利好政策不断发布，政府对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。中药板块整体业绩增速稳健，且从内部来看，也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。从估值来看，当前板块整体估值30.89X PE-TTM，从历史分位来看位于适中位置。如果考虑到未来中药产业的发展加速，估值有望进入扩张期。在当前创新药面临较大风险的情况下，不失为一个安全的避风港选择。
- **医疗服务：诊疗秩序恢复。**医疗服务和医药消费类公司具有长牛股潜质。这类公司受众不局限于院内患者，因而所属行业通常市场空间广阔。产品和服务不在医保报销范围内，具有自主定价权，整体医疗服务消费市场正处于快速发展阶段。医疗服务不同于普通消费，具有一定的刚性。疫情期间，由于防控措施导致就医延后在诊疗秩序恢复正常后将重新释放出来。

8 风险提示

8.1 集采政策力度超预期

集采政策已经成为行业基本政策之一，市场对集采的降价幅度已经接受。但仍存在价格降幅进一步刷新的风险，以及集采的范围可能进一步扩大范围。

8.2 创新药和创新器械研发失败

创新药和创新器械研发都属于高风险研发活动，存在较大概率失败风险。一旦出现研发结果不及预期，可能对相关公司股价造成巨大影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场