

估值重塑，创新领航

——医药生物行业 2023 年度投资策略

核心观点

- **估值分化收窄，四季度低估值板块有望逐步修复。**行情来看，自 2022 年初以来截止到 11 月 4 日，沪深 300 指数下跌 23.75%，其中医药生物（申万）指数下跌 19.62%，较沪深 300 的相对收益为 4.13%，整体涨跌幅在行业中排名 17 位。分子板块来看，自年初以来，整体医药板块呈现波动下降趋势，子行业涨幅大多为负值，仅 SW 线下药店板块实现 3.28% 涨幅，另外 SW 医药流通跌幅较少，为 -4.20%，SW 医疗研发外包跌幅最大，为 -31.86%。**估值方面**，截至 11 月 4 日，医药生物板块的 PE（TTM）估值达到 23.75X，远远低于近五年平均值 35.84X。2021 年以来医药生物板块估值有所压制处于不断下降的过程，于 2022 年 9 月底达到历史阶段性低点为 20.3X，进入 2022 年四季度后估值有所修复，有望逐步回归。**持仓方面**，截至 9 月 30 日，医药生物主动型股票基金中医药生物持仓占比为 5.54%，环比有所下降，处于历史低位水平。医药板块目前整体为低配状态（标配 7.84%）。
- **集采规则边际变化，医药行业从“相对不确定”向“确定性”转变。**18 年集采的出现，使得市场对产品类医药公司情绪悲观，导致药品以及器械相关公司的估值均不断下降。究其原因，主要系集采带来的巨大不确定性，一方面是产品持续降价的不确定性，另一方面是行业可能崩掉的不确定性。站在当下，我们分析发现集采规则已经发生边际变化，行业逐渐从集采早期的“相对不确定性”向“确定性”转变：器械方面，脊柱集采的“游戏规则”发生改变，从“唯低价中标”规则向“国家设立最低中标价”的方向转变。药品方面，被集采的品种销量已经重回稳定增长轨道，企业逐渐走出阴霾，经营层面逐渐从下滑回归到稳定增长，集采的影响正在逐步弱化。
- **集采决定估值下限，创新决定估值上限，创新需要围绕临床需求布局。**随着政策的持续缓和，集采对企业影响的下限会相对有限。长期来看，创新能力决定了公司的估值上限，因为创新产品越快推出，盈利也就越快恢复，企业也就享受更高估值。当然，只有真正的创新才更有意义，解决临床需求是真创新的核心，也是未来医药产业进步升级的方向。在器械方面，如结构性心脏病、骨科、电生理、血管介入等领域有许多问题未被解决，创新大有可为。在药品方面，依然展现出很多的创新机会，新药获批的数量不断增多，尤其是生物药创新机会不断。从企业角度看，中小型仿制药企业积极调整，大力布局创新药管线，正在快速实现转型，估值有望重塑。

投资建议与投资标的

- **未来创新领航，重点关注产品端的需求机会：**长期来看，医保控费和常态化集采将会持续，企业需要选择新的品种、充分抓住临床需求，因此我们看好具有真正创新能力的企业，医疗器械方面建议关注迈瑞医疗、佰仁医疗、三友医疗、威高骨科、微电生理、南微医学、心脉医疗等；创新药方面建议关注恒瑞医药、京新药业、君实生物-U、键凯科技等；医疗服务方面建议关注爱尔眼科、通策医疗等；药店方面建议关注益丰药房、大参林、老百姓等；原料药方面建议关注仙琚制药、富士莱、华海药业等；CXO 方面建议关注阳光诺和、药明生物、药明康德等；疫苗方面建议关注智飞生物、康泰生物、康希诺、万泰生物、百克生物等；科研服务方面建议关注莱伯泰科、聚光科技、禾信仪器等。

风险提示

- 集采政策实施力度超预期、疫情反复、企业研发不及预期、与投资相关的风险、产品销售不及预期、假设条件变化影响测算结果等的风险

行业评级 看好（维持）

国家/地区 中国
行业 医药生物行业
报告发布日期 2022 年 11 月 22 日



证券分析师

刘恩阳 010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

田世豪 021-63325888*6111
tianshishao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521080001

联系人

裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn
易丹阳 yidanyang@orientsec.com.cn

相关报告

国内基因测序龙头上市，看好具备高技术壁垒的稀缺标的：——医药生物行业双周报 2022-09-17

创新医疗器械豁免带量采购，政策支持创新力度不断加大：——关于国家医保局对创新医疗器械带量采购回复的点评 2022-09-05

骨科行业发展方兴未艾，建议关注相关优质标的的投资机会：——医药生物行业双周报 2022-08-27

目录

一、估值分化收窄，四季度低估值板块有望逐步修复	6
1.1 行情回顾：板块整体涨幅一般，有望迎来估值修复	6
1.2 估值仍然处于低位，四季度低估值板块逐步回归	7
1.3 医药基金持仓处于历史低位，仍处于低配状态	8
二、集采规则变化，医药行业从“相对不确定”向“确定性”转变	10
2.1 过去四年，集采导致市场对产品类医药公司情绪悲观	10
2.2 规则变化，行业从“相对不确定”向“确定性”转变	13
2.2.1 集采规则发生改变	13
2.2.2 集采进入中期，影响已逐步经弱化	16
三、集采决定估值下限，创新决定估值上限	17
3.1 创新需要围绕临床需求进行	17
3.2 创新医疗器械成长性好，有望率先完成戴维斯双击	19
3.3 药品的创新依然展现出很大的机会	20
3.4 传统药企逐步转型成功	21
四、创新领航，重点关注产品端的需求机会	23
4.1 医疗器械：医疗新基建助力健康中国建设，政策支持创新器械力度不断增强	23
4.2 创新药：政策继续促进创新提质，有竞争优势的医保新品种值得关注	27
4.3 医疗服务：政策扶持力度明显加强，板块长期投资价值显著	31
4.4 药店：集中度持续提升，处方外流加速，疫情下成长韧性突出	33
4.5 原料药：加速新品种布局，转型升级成为明确趋势	35
4.6 CXO：依旧维持高景气，在手订单充裕，管线数量持续扩张	38
4.7 疫苗：品种为王，看好相关优质龙头企业	41
4.8 科研服务：推进高水平科技自立自强，行业迎来发展机遇	42
投资建议	45
风险提示	46

图表目录

图 1: 2022 年医药生物板块整体涨跌幅情况 (截止到 11 月 4 日)	6
图 2: 2022 年医药生物板块涨幅全行业排名 (截止到 11 月 4 日)	6
图 3: 2022 年申万 (2021) 分类下医药生物各子板块涨幅情况 (截止到 11 月 4 日)	6
图 4: 近两年医药生物板块的 PE (TTM) 及相对于沪深 300 溢价率的变动 (截止 11 月 4 日)	7
图 5: 2022 年申万 (2021) 分类下医药生物各子板块的 PE (TTM) 情况 (截止到 11 月 4 日)	8
图 6: 2009 年至今主动型股票基金的医药股持仓情况 (主动型股票基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型)	8
图 7: 2022 年基金三季报重仓股持股基金数 top30 及变动	9
图 8: 2022 年基金三季报重仓股持股市值 top30 及变动	10
图 9: 2020-2022 年 Q3 三友医疗估值及业绩增速情况	10
图 10: 2018-2022 年 Q3 京新药业估值及业绩增速情况	10
图 11: 2018-2022 年 Q3 仙琚制药估值及业绩增速情况	11
图 12: 2018-2022 年 Q3 恒瑞医药估值及业绩增速情况	11
图 13: 仿制药历次集采价格降幅情况	13
图 14: 2017-2021 年创新药医保谈判价格降幅	13
图 15: 2017 年以来 PDB 样本医院阿托伐他汀钙片的销售情况	16
图 16: 2017 年以来 PDB 样本医院蒙脱石散的销售情况	16
图 17: 2022H1 年京新药业各项业务占比结构情况	16
图 18: 我国样本医院降血脂药物销售金额 (亿元)	18
图 19: 近年来我国各用药品类占比情况	18
图 20: 微创技术带来更多临床优势	19
图 21: 国内创新药 IND 申请与获批情况	20
图 22: 近年来美国创新药获批的情况	20
图 23: 中国历年获批创新药数量和种类	20
图 24: 国内已申报的创新药分类	21
图 25: 恒瑞多元化管线	22
图 26: 京新药业在研管线	22
图 27: 恩华药业在研管线	22
图 28: 信立泰在研管线	22
图 29: 丽珠集团在研管线	22
图 30: 第三方统计的医疗卫生相关专项债项目个数 (截至 2022/9/28)	24
图 31: 第三方统计的医疗卫生相关专项债金额 (截至 2022/9/28)	24
图 32: 财政贴息政策细则	24
图 33: 医用耗材相关行业规模占比 (% , 2021)	26

图 34: 部分高值耗材国产化率情况(%, 2020)	26
图 35: 22 年医保潜力品种(已通过形式审查)最多药企	30
图 36: 2010-2019 年公立、民营医院数量(个)	32
图 37: 2010-2019 年公立、民营医院营收(亿元)	32
图 38: 2016-2021 年爱尔眼科营收及归母净利润(百万元)	33
图 39: 2016-2021 年通策医疗营收及归母净利润(百万元)	33
图 40: 2010-2021 年零售药店销售规模(亿元)	33
图 41: 2021 年行业内连锁药店与单体药店数量占比	33
图 42: 2020-2022E 芜湖市双通道药店销售情况(万元)	34
图 43: O2O 市场结构占比	34
图 44: 2016-2021 年零售药店行业营收(百万元)	34
图 45: 2016-2021 年零售药店行业归母净利润(百万元)	34
图 46: 2016-2026E 全球原料药市场规模及同比增速	35
图 47: 2010-2024 年全球专利药到期促进原料药市场的扩大	35
图 48: 2019 年全球化学原料药供给区域分布	35
图 49: 2015-2021 年中国原料药(含中间体)出口数量	36
图 50: 2015-2021 年中国原料药出口规模	36
图 51: 2017-2022Q3 主要原料药企业研发投入增速情况(单位:亿元)	36
图 52: 2014-2021 年华海药业营收结构	37
图 53: 2014-2022Q3 华海药业毛利率与净利率水平	37
图 54: 2017-2022H1 九州药业 CDMO 业务收入占比及增速	38
图 55: 2020-2022H1 部分原料药企业 CDMO 业务占营收比例	38
图 56: 2018-2022Q3 CXO 企业营收及增速(亿元)	38
图 57: 2018-2022Q3 CXO 企业归母净利润及增速(亿元)	38
图 58: 2020-2022H1 主要 CXO 公司管线数量情况	39
图 59: 2017-2026E 中国医药外包渗透率	40
图 60: 2017-2026E 美国医药外包渗透率	40
图 61: 全球医药外包产业按地区划分	40
图 62: 阳光诺和创新药在研管线图	41
图 63: 2020 年全球前十大疫苗品种排行	42
图 64: 我国疫苗(不含新冠疫苗)市场规模预测趋势图(单位:亿元)	42
图 65: 科研服务行业产业链一览表	42
图 66: 我国 R&D 研发经费保持快速增长	42
图 67: 2020 年全球质谱仪市场份额(%)	43
图 68: 我国进出口质谱仪金额(亿美元)	43
表 1: 2020 年冠脉支架集采规则整理	11

表 2: 冠脉支架集采各中标产品及拟中选价格	12
表 3: 从 18 年开始, 国内已经经历了 8 次集采	12
表 4: 高值耗材国采规则横向对比 (截至 2022 年 11 月 4 日)	14
表 5: 2022 年 9 月脊柱国采规则整理	14
表 6: 骨科类集采规则横向对比	15
表 7: 医疗新基建相关政策一览表	23
表 8: 地方联盟集采规则一览	26
表 9: 22 年以来获批上市新药 (截至 2022 年 8 月)	27
表 10: 22H1 中国医院药品市场销售额 Top20	28
表 11: 22H1 中国医院药品市场增长 Top20	29
表 12: 22H1 放量速度较快的创新药品种	30
表 13: 部分可能在 22 年新进医保的创新药品种	31
表 14: 医疗服务相关政策梳理	32
表 15: 主要 CXO 公司在手订单金额情况	39
表 16: 2017-2030E 全球 CXO 行业增速按细分领域划分	41
表 17: 部分科研仪器国产化指导采购比例 (%)	44
表 18: 各高校贴息贷款采购项目需求	44

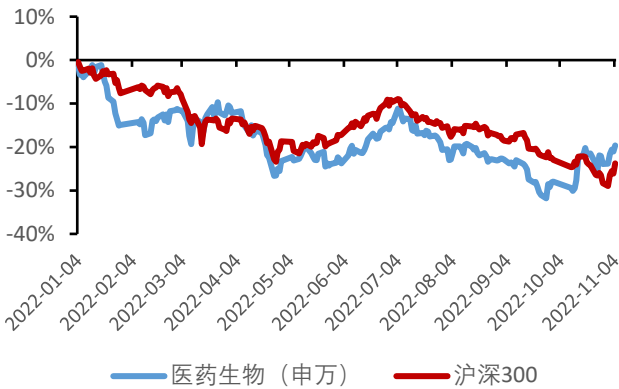
一、估值分化收窄，四季度低估值板块有望逐步修复

1.1 行情回顾：板块整体涨幅一般，有望迎来估值修复

从行情来看，医药今年涨幅整体先抑后扬，春节后开始回调，二季度受疫后修复预期带动开始触底反弹，进入三季度后表现一般，随意随着集采等一些因素的落地，医药板块开始企稳回升。

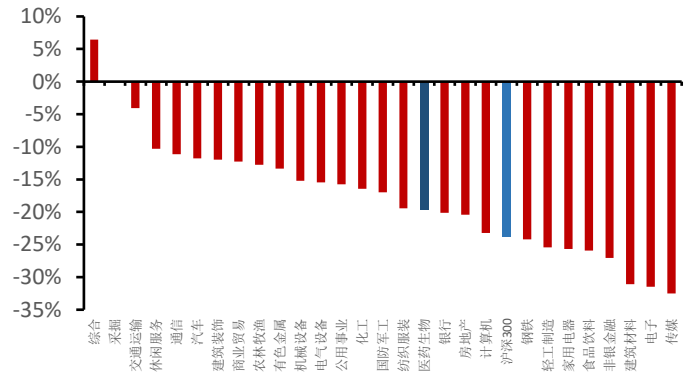
2022年初至11月4日，医药板块涨幅为-19.62%，行业涨幅排名第17，同时期沪深300指数涨幅-23.75%。分阶段看，上半年医药指数经历先降后升的过程，截至2022/6/30跌幅收窄至-14.24%；下半年，叠加经济修复压力、集采政策、估值及情绪影响，医药行业指数出现调整，进入四季度后边际政策有所改善，板块短期涨幅显著，有望迎来估值修复。

图 1：2022 年医药生物板块整体涨跌幅情况（截止到 11 月 4 日）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：2022 年医药生物板块涨幅全行业排名（截止到 11 月 4 日）

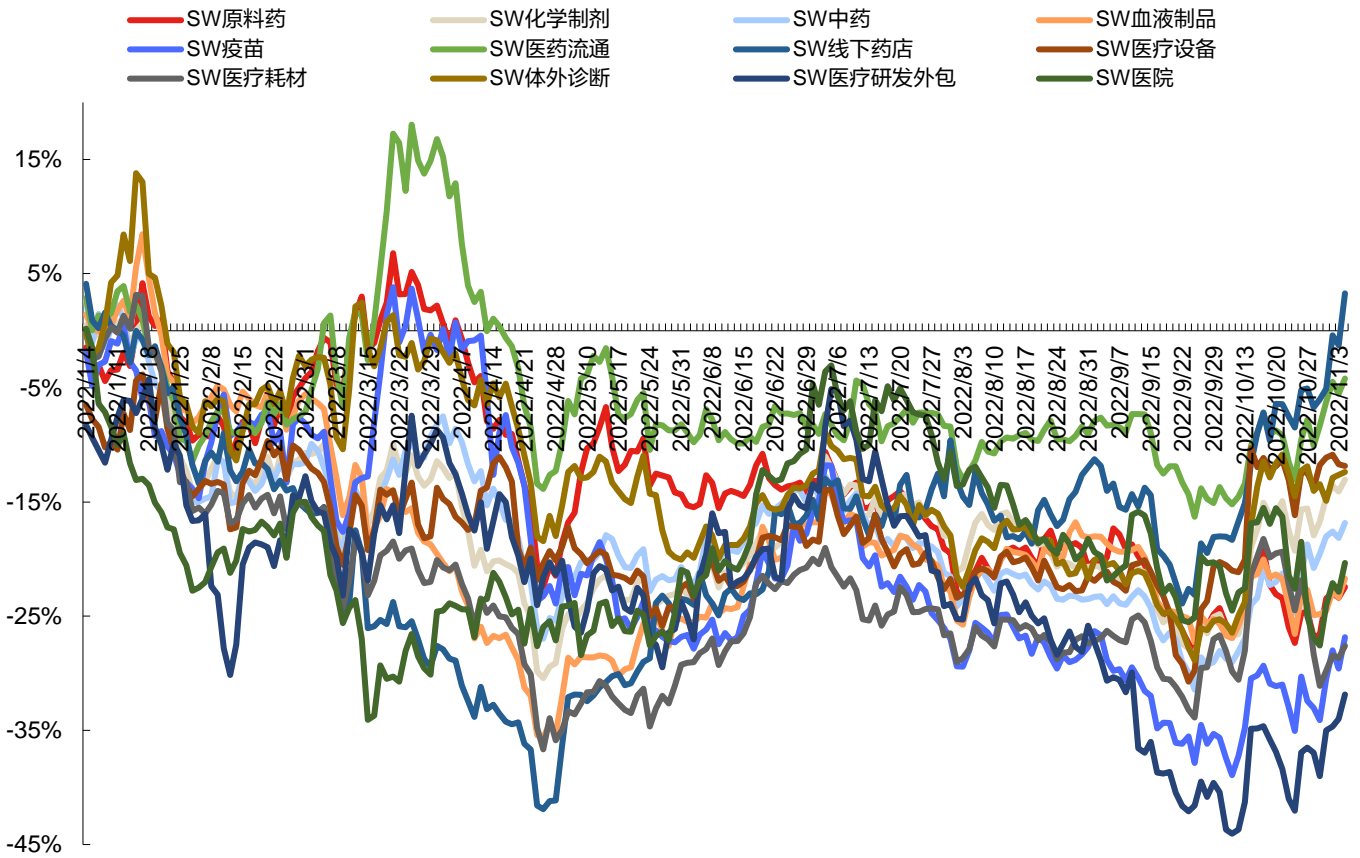


数据来源：wind，东方证券研究所

从申万子板块来看，各板块呈现波动下降趋势，与整体医药板块贝塔波动较为一致。从 2022 年初至 11 月 4 日，全部子行业涨幅大多为负值，仅 SW 线下药店板块实现 3.28% 涨幅，另外跌幅较小的板块主要有 SW 医药流通（-4.20%）、SW 医疗设备（-11.84%）、SW 体外诊断（-12.38%）、SW 化学制剂（-13.06%）；SW 医疗研发外包、SW 医疗耗材、SW 疫苗跌幅靠前，分别实现-31.86%、-27.59%、-26.84%。

分阶段来看，2021 年整体板块估值有所消化，2022 年上半年部分子板块经历一波上涨后回调，后续随着国内疫情反复波动，进入下半年后受集采等政策压制及大盘情绪影响，大部分板块开始下调，四季度有望迎来估值修复。

图 3：2022 年申万（2021）分类下医药生物各子板块涨幅情况（截止到 11 月 4 日）



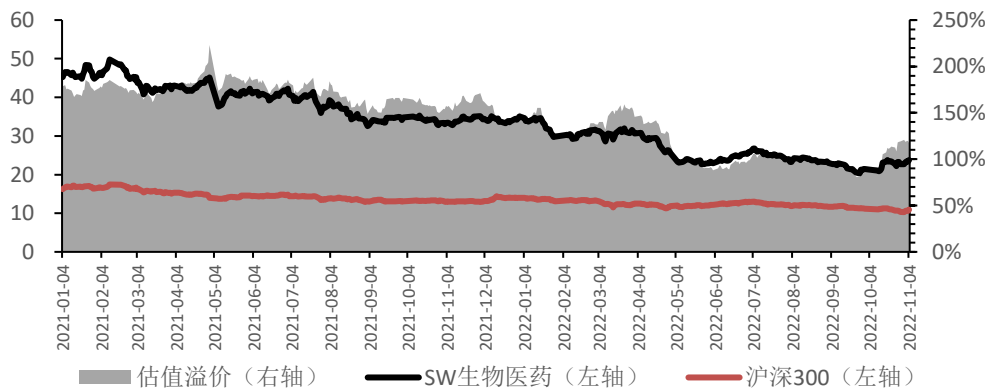
数据来源: wind, 东方证券研究所

1.2 估值仍然处于低位，四季度低估值板块逐步回归

从板块估值来看，截至 11 月 4 日，医药生物板块的 PE (TTM) 估值为 23.75X，近五年平均 PE 为 35.84X。估值处于历史较低水平，已经连续一年多低于行业近五年平均 PE。

2021 年以来医药生物板块估值有所压制处于不断下降的过程，于 2022 年 9 月底达到历史阶段性低点为 20.3X，进入 2022 年四季度后估值有所修复，有望逐步回归。同期沪深 300 的 PE (TTM) 为 10.92X，整体溢价率为 117%，与 2021 年初 180% 的溢价率相比，也处于历史较低水平。

图 4：近两年医药生物板块的 PE (TTM) 及相对于沪深 300 溢价率的变动 (截止 11 月 4 日)



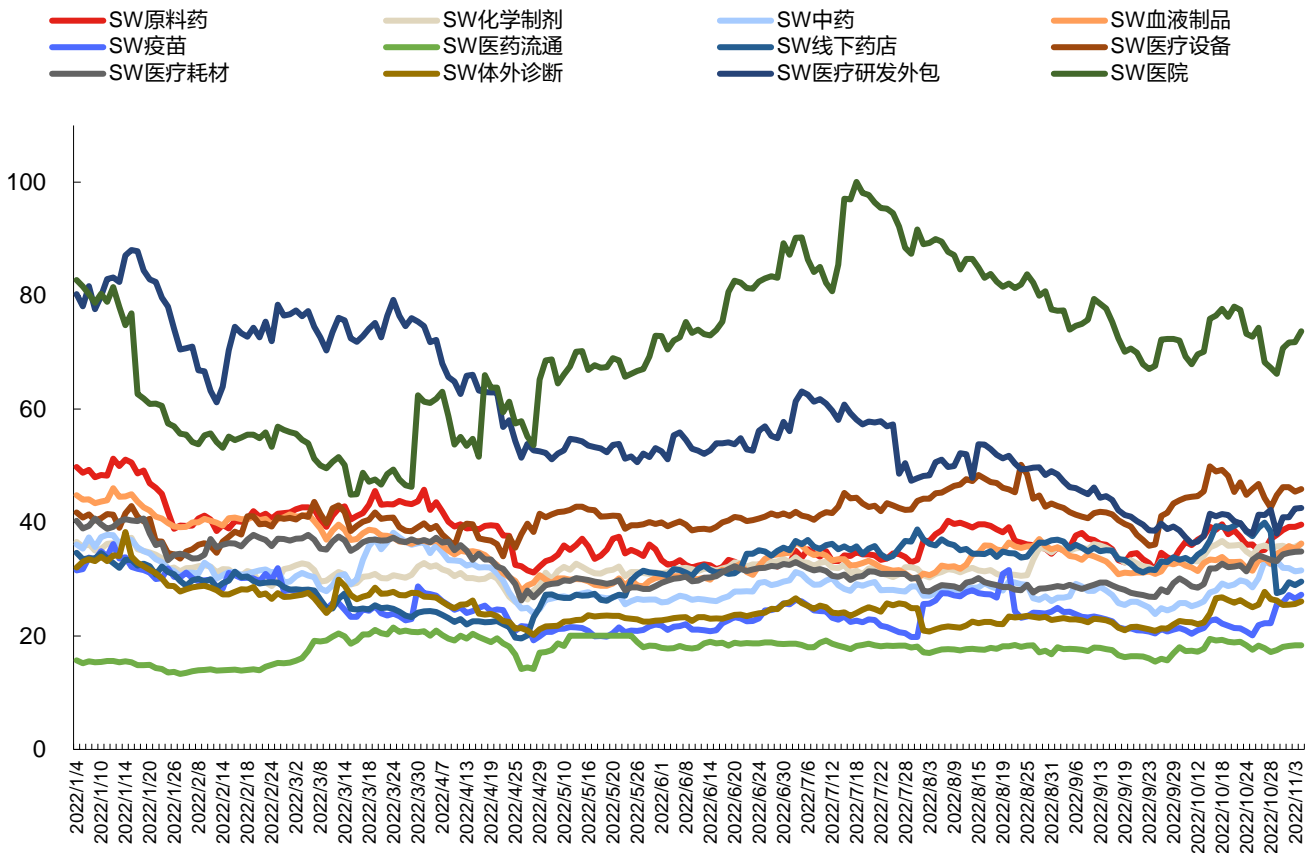
数据来源: wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分子板块来看，今年不同板块的估值均有所下调，整体处于历史低位。截至 11 月 4 日，SW 医院（73.70X）、SW 医疗设备（45.91X）、SW 医疗研发外包（42.54X）估值靠前，SW 医药流通（18.33X）、SW 体外诊断（26.06X）、SW 疫苗（27.25X）估值靠后。

从近五年板块分位来看，除 SW 医药流通（75.39%分位）、SW 医疗设备（50.45%分位）、SW 医疗耗材（44.97%分位）外，其余板块均处于历史较低水平，其中 SW 医疗研发外包（0.66%分位）、SW 体外诊断（2.39%分位）、SW 血液制品（13.85%分位）、SW 原料药（16.72%分位）等已低于 20%分位以下，建议关注。

图 5：2022 年申万（2021）分类下医药生物各子板块的 PE（TTM）情况（截止到 11 月 4 日）

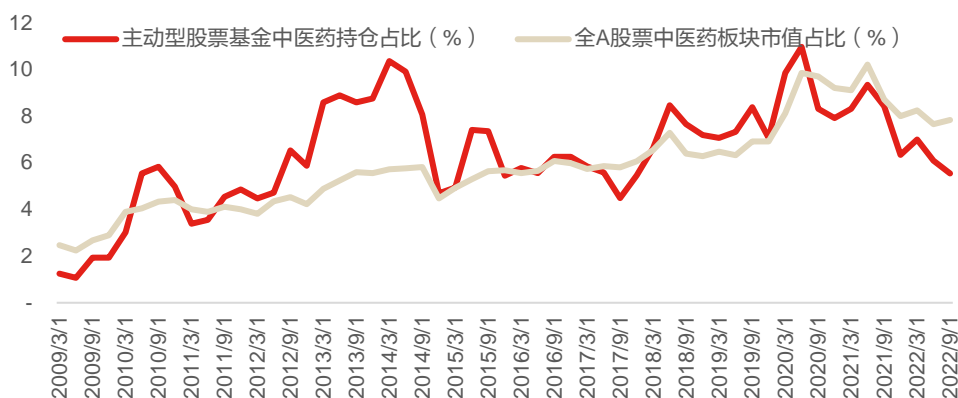


数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 医药基金持仓处于历史低位，仍处于低配状态

根据 2022Q3 基金三季报披露情况，从所有主动型股票基金的医药持仓（按重仓持股比例推算）情况来看，截至 9 月 30 日，A 股医药板块 2022 年三季报的持仓比例为 5.54%，环比有所下降，处于历史低位水平。医药板块目前整体为低配状态（标配 7.84%）。

图 6：2009 年至今主动型股票基金的医药股持仓情况（主动型股票基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）



数据来源：wind，东方证券研究所

具体个股中，基金仍偏好各细分板块龙头及今年业绩优异的个股。重仓股中，持股基金数前五的个股分别为迈瑞医疗（549 个）、药明康德（364 个）、智飞生物（309 个）、爱尔眼科（285 个）、恒瑞医药（248 个）。同 Q2 相比，持股基金数增多的个股主要是爱尔眼科（+126 个）、恒瑞医药（+101 个）、新和成（+82 个）等，CXO 持仓有所减少。

图 7：2022 年基金三季报重仓股持股基金数 top30 及变动

代码	名称	2022Q3-2022Q2 持股基金数变化	2022Q3 持股基金数	2022Q2 持股基金数	2022Q3公司总 市值 (亿元)	2022Q2公司总 市值 (亿元)
300760.SZ	迈瑞医疗	10	549	539	3625.20	3797.37
603259.SH	药明康德	-493	364	857	2122.26	3074.72
300122.SZ	智飞生物	-214	309	523	1382.88	1776.16
300015.SZ	爱尔眼科	126	285	159	2019.24	2427.28
600276.SH	恒瑞医药	101	248	147	2239.03	2365.97
300347.SZ	泰格医药	-26	175	201	795.49	998.51
301363.SZ	美好医疗	/	149	/	0.00	0.00
000661.SZ	长春高新	30	148	118	689.44	944.70
688073.SH	毕得医药	/	104	/	0.00	0.00
2269.HK	药明生物	-5	95	100	2021.61	3029.46
603456.SH	九洲药业	-29	94	123	326.88	431.33
300142.SZ	沃森生物	-19	93	112	595.55	775.00
000963.SZ	华东医药	54	91	37	702.02	790.21
300633.SZ	开立医疗	75	89	14	198.01	129.06
688271.SH	联影医疗	/	83	/	1496.67	0.00
002001.SZ	新和成	82	82	0	685.87	705.04
688301.SH	奕瑞科技	38	82	44	378.48	343.18
600085.SH	同仁堂	-2	80	82	624.70	725.23
300595.SZ	欧普康视	46	76	30	369.57	511.75
002821.SZ	凯莱英	-167	75	242	513.17	763.95
300759.SZ	康龙化成	-26	74	100	643.77	1134.13
600763.SH	通策医疗	7	69	62	410.42	559.32
600521.SH	华海药业	28	68	40	284.68	336.75
688677.SH	海泰新光	45	65	20	96.98	80.01
600436.SH	片仔癀	-4	61	65	1609.65	2152.21
000999.SZ	华润三九	-43	53	96	379.62	444.21
300244.SZ	迪安诊断	40	47	7	181.06	194.04
300529.SZ	健帆生物	5	47	42	390.51	409.92
600079.SH	人福医药	28	46	18	286.28	261.29
600129.SH	太极集团	24	46	22	134.43	122.35

数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

重仓股中，持股市值前五的个股分别为迈瑞医疗（394 亿）、药明康德（312 亿）、爱尔眼科（279 亿）、恒瑞医药（143 亿）、泰格医药（137 亿）。同 Q2 相比，持股市值增加较多个股主要是爱尔眼科（+115 亿元）、恒瑞医药（+72 亿元）、片仔癀（+45 亿元）等，医疗服务等持仓进一步增加。

图 8：2022 年基金三季报重仓股持股市值 top30 及变动

代码	名称	2022Q3-2022Q2 持股市值变化 (亿 元)	2022Q3-2022Q2 持股占流通股比例变 化 (%)	2022Q3 持股总市值 (亿元)	2022Q2 持股总市值 (亿元)	2022Q3公司总市值 (亿元)	2022Q2公司总市值 (亿元)
300760.SZ	迈瑞医疗	-47	-0.98	394	441	3625.20	3797.37
603259.SH	药明康德	-403	-7.98	312	715	2122.26	3074.72
300015.SZ	爱尔眼科	115	5.20	279	164	2019.24	2427.28
600276.SH	恒瑞医药	72	3.37	143	71	2239.03	2365.97
300347.SZ	泰格医药	-8	2.62	137	145	795.49	998.51
300122.SZ	智飞生物	-135	-4.69	128	264	1382.88	1776.16
000661.SZ	长春高新	29	4.37	95	66	689.44	944.70
300759.SZ	康龙化成	-20	2.61	76	95	643.77	1134.13
002821.SZ	凯莱英	-132	-7.74	74	207	513.17	763.95
600085.SH	同仁堂	41	6.76	74	33	624.70	725.23
2269.HK	药明生物	12	1.18	67	55	2021.61	3029.46
600763.SH	通策医疗	8	3.29	62	54	410.42	559.32
688301.SH	奕瑞科技	36	11.94	61	25	378.48	343.18
603456.SH	九洲药业	-13	0.21	59	72	326.88	431.33
300142.SZ	沃森生物	-33	-1.20	47	80	595.55	775.00
600436.SH	片仔癀	45	2.73	45	0	1609.65	2152.21
300529.SZ	健帆生物	11	3.55	37	27	390.51	409.92
000963.SZ	华东医药	20	2.46	34	14	702.02	790.21
000999.SZ	华润三九	1	1.44	31	30	379.62	444.21
600521.SH	华海药业	10	4.22	29	19	284.68	336.75
603882.SH	金域医学	0	1.14	23	23	296.07	384.51
300633.SZ	开立医疗	19	8.23	22	3	198.01	129.06
300595.SZ	欧普康视	6	1.76	18	12	369.57	511.75
603707.SH	健友股份	-12	-1.08	18	30	269.08	350.78
688677.SH	海泰新光	15	22.85	18	3	96.98	80.01
300298.SZ	三诺生物	10	5.45	17	7	153.30	158.70
688271.SH	联影医疗	/	/	17	/	1496.67	0.00
600129.SH	太极集团	14	10.33	17	3	134.43	122.35
603883.SH	老百姓	10	4.20	16	6	186.87	197.30
300363.SZ	博腾股份	-138	-27.08	15	153	253.56	424.39

数据来源：wind，东方证券研究所

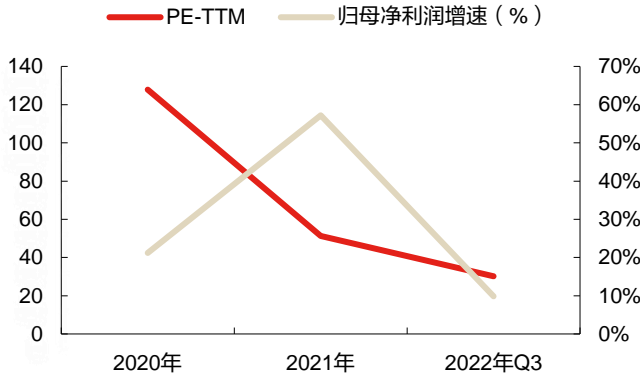
二、集采规则变化，医药行业从“相对不确定”向“确定性”转变

2.1 过去四年，集采导致市场对产品类医药公司情绪悲观

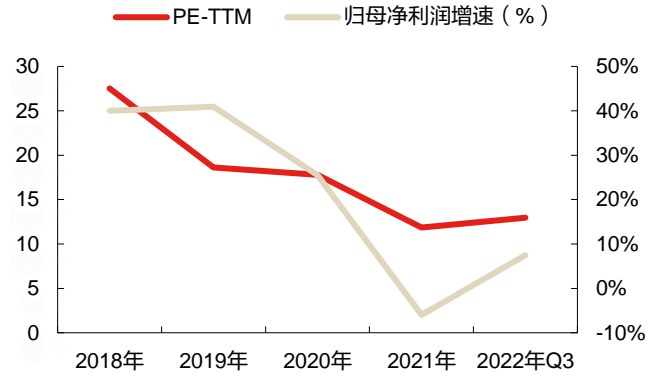
18 年之前，医药行业是一个相对稳定成长的行业，无论是药品还是器械均有稳定的估值体系，但 18 年集采的出现，打破了这一估值体系，导致的结果是，药品和器械相关的公司，均不断的杀估值，甚至有制药公司的估值直接降低到制造业的水平。例如，三友医疗、京新药业、仙琚制药、恒瑞医药等产品类公司，其估值自 18 年以来大幅回落，目前估值水平仍处于历史相对低位。

图 9：2020-2022 年 Q3 三友医疗估值及业绩增速情况

图 10：2018-2022 年 Q3 京新药业估值及业绩增速情况



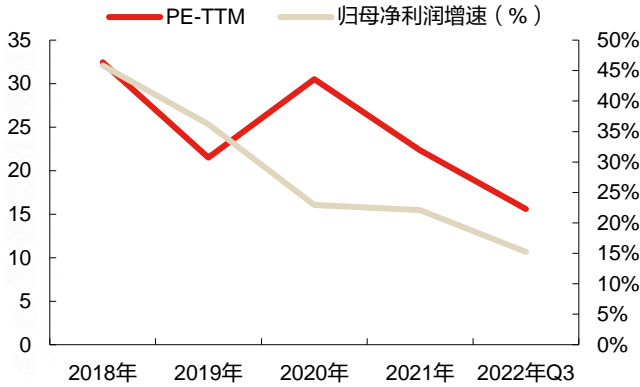
数据来源: wind, 东方证券研究所



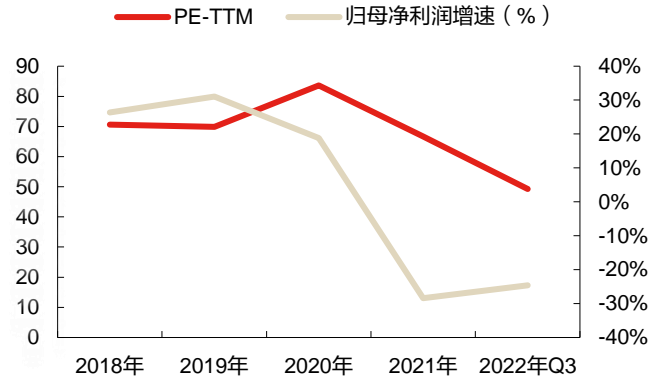
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 11: 2018-2022 年 Q3 仙琚制药估值及业绩增速情况

图 12: 2018-2022 年 Q3 恒瑞医药估值及业绩增速情况



数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

究其原因，集采给公司乃至整个行业的发展带来了很大的不确定性，这种不确定性主要体现在两方面：1) 持续的集采，产品每年都会降价；2) 价格降幅出现极端情况，影响行业良性发展，这两种担忧导致骨科行业持续杀估值。

以心脏支架为例，集采中选规则为 27 选 10。由于淘汰机制的存在，使得企业间陷入了囚徒困境的博弈，所以不得不报低价。最终，心脏支架的降价幅度较大，虽设定最高价 2850，但所有中标产品均低于 800 元，平均中标价 675.6 元。

表 1: 2020 年冠脉支架集采规则整理

	集采规则要点
意向采购量	根据本次医疗机构报送的采购总需求的 80% 累加得到，共计 107.47 万个
采购周期	2 年
入围产品规则	产品报价由低到高前 10 名；同一厂家入围产品超过 3 个时，采取等量增补方式确定最终入围产品。
拟中选产品	1) 入围产品申报价 ≤ 最低产品申报价的 1.8 倍； 2) 或者申报价高于最低产品申报价的 1.8 倍，但低于 2850 元的产品。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

竞争情况	27 进 10 (12 个企业的 27 个支架品种, 最终选择 10 个品种中标)
-------------	-------------------------------------------

数据来源: 国家组织冠脉支架集中带量采购文件, 东方证券研究所

从最终心脏支架的降价结果来看, 冠脉支架价格从均价 1.3 万元左右下降至 700 元左右, 与 2019 年相比, 相同企业的相同产品平均降价 93%。吉威医疗的 Excrossal 支架以 469 的低价获得第一名, 最高价是万瑞飞鸿的 798 元。

表 2: 冠脉支架集采各中标产品及拟中选价格

	产品名称	商品名	公司	拟中选价格 (元)	首年意向采购量 (个)	首年意向采购量占比
1	药物涂层支架系统 (雷帕霉素)	EXCROSSAL	吉威医疗	469	100690	9.37%
2	药物洗脱冠脉支架系统	Tivoli	易生科技	549	41865	3.90%
3	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	Firebird2	微创医疗	590	247940	23.07%
4	钴合金雷帕霉素洗脱支架系统	GuReater	乐普医疗	645	120560	11.22%
5	药物洗脱冠脉支架系统	Resolute	美敦力	648	51667	4.81%
6	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	Firekingfisher	微创医疗	750	12176	1.13%
7	药物支架系统	Helios	金瑞凯利	755	53441	4.97%
8	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Promus PREMIER	波士顿科学	776	59842	5.57%
9	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Promus Element Plus	波士顿科学	776	32251	3.00%
10	冠状动脉铂铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	NOYA	万瑞飞鸿	798	9774	0.91%

数据来源: 国家组织冠脉支架集中带量采购文件, 东方证券研究所

药品行业也是如此, 2018 年 11 月《4+7 城市药品集中采购文件》发布拉开了药品集采的帷幕, 制药价值链的后端改革力度加大, 销售驱动时代走向终结。从目前集采的进程上来看, 国家仿制药集采已经开展了 8 次, 被集采品种的大幅降价, 降幅最高超过 90%, 这也使得市场对药品板块较为悲观。

表 3: 从 18 年开始, 国内已经经历了 8 次集采

项目	启动	报价	执行	协议期	第一期	第二期	第三期	备注
4+7	2018.11.15	2018.12.07	2019.04.15	1 年	2019.4-2020.5	2020.4-2021.4	待进行	4 直辖市单独时间, 省级合并

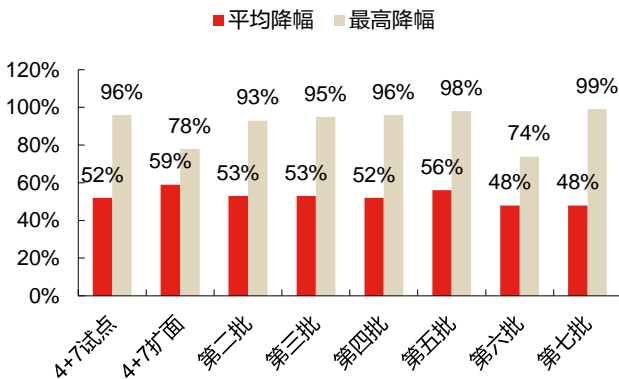
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4+7 扩围	2019.09.01	2019.09.30	2019.11.15	1 年 &2-3 年	2019.11- 2020.11	2020.11- 2021.11	待进 行	4 直辖市单独时间，湖 北竞价，其他续标
第二批	2019.11.28	2020.01.16	2020.04.15	1-3 年	2020.4- 2022.4	待进 行	待进 行	1 家中选时：1 年， 2 家或 3 家中选时：2 年， ≥4 家中选时：3 年
第三批	2020.06.22	2020.08.20	2020.11.15	1-3 年	2020.11- 2021.11	待进 行	待进 行	11.22%
第四批	2020.12.09	2021.02.03	2021.04.15	1-3 年	2021.4- 2022.4	待进 行	待进 行	4.81%
第五批	2021.5.8	2020.7.13	2021.09.15	1-3 年	2021.9- 2022.9	待进 行	待进 行	1.13%
第六批	2021.11.5	2021.11.26	2022.5.31	2 年	2022.5.31- 2023.5.30	待进 行	待进 行	胰岛素专项
第七批	2022.06.20	2022.07.12	2022.11	1 年	待进行	待进行	待进 行	首创“替补机制”

数据来源：国家组织药品集中采购公告，东方证券研究所

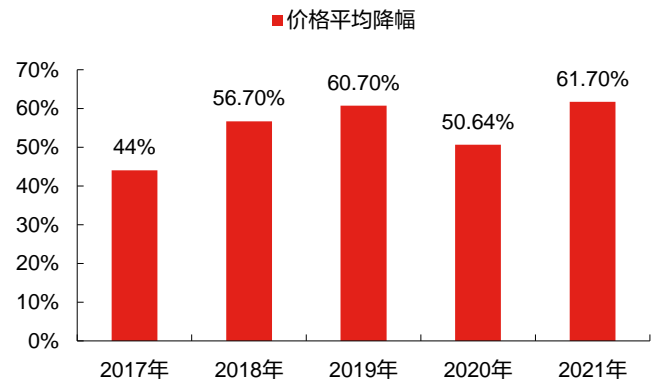
从结果来看，在集采早期，集采政策对药企的影响不断加大，这有使得市场开始逐步选择政策免疫的板块。并且随着仿制药集采范围的扩面以及创新药不断谈判降价，市场政策免疫的标的也越来越集中。在这种背景下，集采使得制药板块短期内稳定增长的确定性发生变化，进而导致制药板块的估值不断下滑。

图 13：仿制药历次集采价格降幅情况



数据来源：上海阳光医药采购网，东方证券研究所

图 14：2017-2021 年创新药医保谈判价格降幅



数据来源：国家医疗保障局，东方证券研究所

2.2 规则变化，行业从“相对不确定”向“确定性”转变

2.2.1 集采规则发生改变

站在当下，我们分析发现集采规则已经发生边际变化，行业逐渐从集采早期的“相对不确定性”向“确定性”转变。

从高值耗材的国家集采规则对比来看，规则正在不断优化，从冠脉支架简单的 27 家选 10 家，到关节集采规则中的分为 AB 两组，存在一定的复活机制，再到脊柱集采，国家设立最低中标价格

(最高限价的 40%)，再到近期冠脉支架的续标规则——低于之前最高价既可中标，规则均在不断优化，集采边际改善已经出现。

表 4：高值耗材国采规则横向对比（截至 2022 年 11 月 4 日）

	冠脉支架	关节	脊柱	冠脉支架续约
时间	2020 年 10 月	2021 年 8 月	2022 年 9 月	2022 年 9 月
采购周期	2 年	2 年	3 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%
产品分组	无	分 A、B 组	分 A、B、C 组	无
入围规则				
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
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
中选规则二	/	A 组企业，价格不高于 B 组最高拟中选比价价格，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 类最高拟中选价格，无 50% 的限价要求	/
中选规则三	/	/	A/B 组企业，报价 ≤ 最高有效申报价 40%	/
采购量分配原则	无特别说明	按排名决定保底协议采购量，第一名 100%，最低 70%。 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。	通过规则一的企业，按排名决定保底协议采购量，第一名 100%，最低 80%。复活企业保底分配量只有 50%。 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
降价幅度	平均降幅 93%	平均降幅 82%	平均降幅 84%	未公布
伴随服务费	否	是	是	是

数据来源：带量采购公告整理，东方证券研究所

以今年 9 月最新出台的骨科国采规则为例，规则持续优化，设置兜底线，弱化淘汰率，强调保供应。具体来看，规则二、三保证最低限价，避免企业间恶性竞争的极端情况；分组竞价+采购分配原则保证了中选企业的分配量。

表 5：2022 年 9 月脊柱国采规则整理

	规则要点	规则解读及与省级集采规则对比
采购品种	根据手术类型、手术部位、入路方式等组建产品系统进行采购，共分为 14 个产品系列类别，29 个竞价单元，872 套系统	/
意向采购量	按采购总需求的 80% 累加得出。填报采购需求总量为 120.84 万套（不包含骨水泥 46 万包）	/
采购周期	3 年，2023 年起	采购周期更长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

产品分组	分 A、B、C 竞价单元： A 组：主要部件齐全且医疗机构需求量大，企业能满足供应全国各地区的企业 B 组：主要部件齐全但医疗机构需求量相对较小或企业不能满足供应全国各地区的企业 C 组：脊柱内植术的耗材中，除颈椎后路椎管扩大钉板固定系统外，主要部件仅有钉棒（板）的企业	按需求量划分分组规则
拟中选规则（对入围企业）	规则一：低价中标原则入围	竞价入围的规则不变
	情形一：报价 ≤ 同类最低报价的 1.3 倍，或高于 1.3 倍，但报价 ≤ 最高有效申报价的 50%。 情形二：报价不是同系统类别（含 ABC 类）的最高价，或是最高报价，但相较同类最低价的比值在各系统中降序排列非前三。 情形三：在同一竞价单元里，若企业间存在关联关系，且两家企业排名连续，则拟中选的企业也视为非拟中选	入围后需同时满足情形一、情形二，且不存在情形三
新增入选机制（对非入围企业）	规则二：适用于 A 组企业：报价 ≤ B 类最高拟中选价格的可复活 规则三：适用于 A/B 组企业：报价 ≤ 最高有效申报价 40% 的可复活。	满足规则一、二或三，都可中选 新增机制表明，只要报价符合规定就肯定中标，规避恶性降价
中标比例	A/B 组根据有效申报数量确定最多入围数量，C 组无入围数量限制，满足规则三可不受最低入围数量限制	按不同组别加以区分
采购量分配原则	1、通过规则一中中选的企业，按排名决定保底协议采购量，第一名采购需求量 100%，最低采购需求量 80% 2、通过规则二、三中选的企业，保底分配量只能分到采购需求量的 50%。 3、中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量的 90% 共同组成剩余量，剩余量由 1) 所有 AB 组中选企业里价格从低到高前 40%；2) 或医疗机构按规则自主决定。	1) 中选企业保证 80-100% 的分配量，复活企业保证 50% 分配量； 2) 报价低者在剩余量分配上有明显优势
伴随服务费	是	不变

数据来源：国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购文件，东方证券研究所

其中，我们认为脊柱集采的规则最具代表性，其最终使集采的“游戏规则”发生改变，即之前的“唯低价中标”规则，向“国家设立最低中标价”的方向转变。

之前“唯低价中标”的规则，使企业陷入到囚徒困境的博弈之中，即不得不不断压低自身的价格，否则可能会出现丢标淘汰出局的情况，这也是集采给企业带来经营不确定的原因；

而规则的改变，国家设立最低中标价后，这打破了这一局面，如此次的脊柱集采结果，基本上绝大多数企业均按照最高限价的 40% 报价，这就避免了过度的竞争，最终结果是，脊柱集采几乎没有国产企业丢标。

我们认为，这一局面，其实取得了多方的共赢：1、产品价格降低，医保费用得到节省；2、最高限价的 40% 的价格，企业仍然可以接受；3、政府没有通过行政的手段使企业淘汰出局，仍然是市场化的结果；（值得说明的是，价格降低后，会加剧市场的竞争，没有壁垒、创新能力的产品反而会加速被淘汰）

所以我们认为脊柱的结果其实取得了多方的满意，类似的规则，有望持续。对于投资者来说，原本行业的不确定性（企业产品大幅降价甚至丢标）逐渐消除，这也带来了更确定的投资机会。

表 6：骨科类集采规则横向对比

	创伤（十二省联盟）	关节	脊柱
--	-----------	----	----

中选规则二	在最大拟中选企业数限额的前提下，满足 1) 同竞价组同二级目录内代表品申报价格不高于最低申报价格 1.8 倍的产品；或 2) 申报产品降幅大于 50%。	A 组企业，价格不高于 B 组最高拟中选比价价格，且 A 组价格不 ≤ 最高有效申报价的 50%；设置关节各产品系统的竞价规则。	A 组企业报价 ≤ B 类最高拟中选价格。
中选规则三	/	/	新增 A/B 组企业，报价 ≤ 最高有效申报价 40%
边际变化	/	无“在最大拟中选企业数限额内”的限制要求	无“在最大拟中选企业数限额内”的限制要求； 无 50% 的限价要求； 新增中选规则三

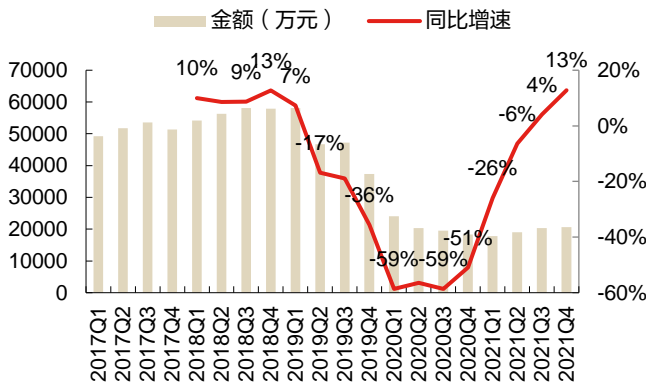
数据来源：带量采购公告整理，东方证券研究所

2.2.2 集采进入中期，影响已逐步经弱化

不可否认的是，集采对制药行业确实是带来了很大的冲击，集采后的品种的市场规模都经过较大范围的萎缩，如过去典型的大品种，阿托伐他汀钙片、蒙脱石散等，市场规模都出现明显下滑。

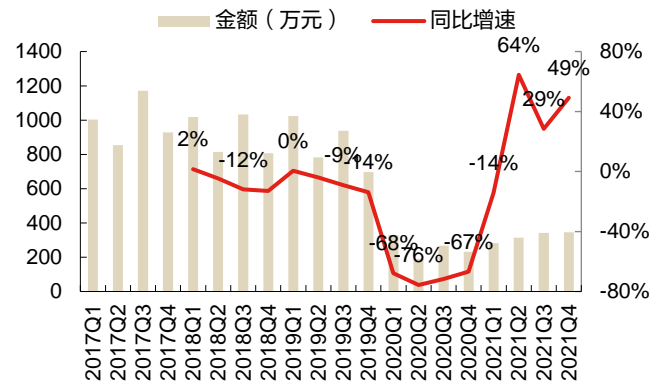
但其实可以注意到的是，这些品种尤其是经过 3 年的调整之后，已经出现了明显的企稳，其销售额从 2020 年下半年开始，基本上已经维持稳定。如阿托伐他汀钙片，21 年 Q3 的同比增速为 4.0%，恢复正增长，21 年 Q4 同比增速为 12.8%，重回快速发展轨道。

图 15：2017 年以来 PDB 样本医院阿托伐他汀钙片的销售情况



数据来源：PDB，东方证券研究所

图 16：2017 年以来 PDB 样本医院蒙脱石散的销售情况

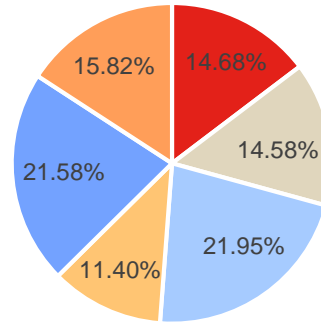


数据来源：PDB，东方证券研究所

对企业自身的影响也是如此，集采对公司的冲击力度越为缓和。举例来看，如京新药业，根据其 22 年中报，心血管管线前期受集采降价影响，目前已经重回增长轨道，实现销售收入 2.95 亿元，同比增长 12%。另一方面，公司对自有管线收入结构进行调整，各项业务的收入来源也更多元化，这也使得公司集采对公司的冲击会越来越小。

图 17：2022H1 年京新药业各项业务占比结构情况

■ 心脑血管 ■ 精神神经 ■ 原料药 ■ 消化 ■ 医疗器械 ■ 其他



数据来源：公司公告，东方证券研究所

从整体情况来看，第七批集采完毕后，集采的进程基本已经过半，并且多数销售额靠前的品种、企业的重点品种已经集采完毕，所以未来集采对企业的影响可能会逐渐减弱，部分早期经历过集采的企业甚至能走出阴霾，经营层面逐渐从下滑回归到稳定增长。

三、集采决定估值下限，创新决定估值上限

3.1 创新需要围绕临床需求进行

企业经历集采后，业务受影响程度直接影响了企业的估值下限，我们认为集采短期是对企业存量业务的风险测试，过去，集采压力过大，企业的存量业务可能会受很大影响，这也使得市场担心，企业经历集采后，陷入估值陷阱（进而股价不断杀估值）。而当下，随着政策的持续缓和，集采对企业影响的下限会相对有限（集采最大的风险是集采博弈的不确定性），对企业来说，存量业务会更平稳的过度到下一阶段。

长期来看，集采是缩短了产品的生命周期，任何一家企业，不可能在集采中很大程度上持续受益（即使受益也相对是短期的），企业真正走出来需要不断进行创新，不断推出新产品，去弥补过去的产品价格体系，所以企业的创新能力就至关重要，创新能力越强，产品越快推出，企业盈利也就越快恢复，也就能给予更高的估值，所以创新能力决定了公司的估值上限。

当然，创新的产品不会像以前简单的创新，过去简单的改变产品特性的简单创新在医保控费的大背景下必然难以持续，**只有真正的创新才更有意义。**

哪些品种是未来值得期待的呢？我们认为，真正的创新需要围绕临床需求展开。

其实，从整个医药行业的发展历史来看，创新的产品也是伴随着临床需求的解决发生，新产品的出现，临床问题得到解决，医药行业也随之进步，由此产生一个良性的循环。

例如在中国早期，缺医少药的年代，中药、中成药、中药饮片发挥了重要的历史地位，所以在二十年前甚至更早前，中药产业发展迅速。

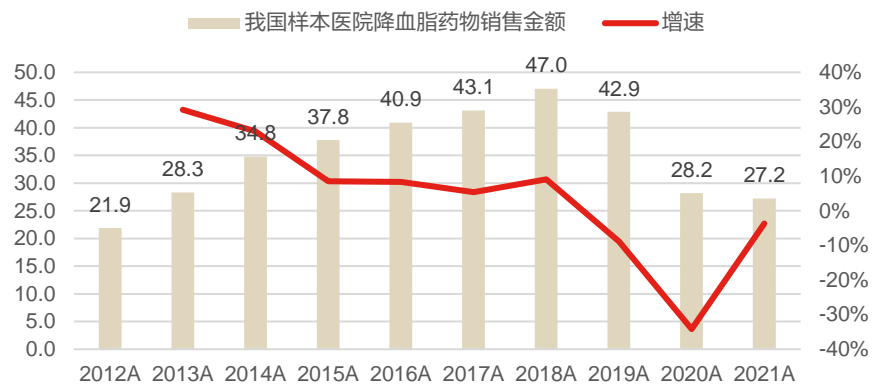
但中药仍然不能解决很多临床问题，在 2005 年左右，感冒、手术抗感染仍然是临床上的重要需求，所以随着抗生素的被发现，抗生素的创新，使得这些问题得到快速解决，与之对应，抗生素行业迅速扩容，不少企业受益于行业发展。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

但抗生素大规模的使用，也使一些滥用抗生素的情况出现，随着 2013 年限抗令的出现，抗生素行业的发展规模逐渐趋于平稳。

虽然抗生素行业发展平稳后，但临床上仍然存在很多没有解决的问题，随着居民生活水平的提高，高血压、高血脂成为居民的常见疾病，2013 年以后，高品质的仿制药逐步开始进入临床，并崭露头角，我国也进入仿制药的扩容时期，与之对应，心脑血管、高血压、糖尿病药物蓬勃发展。根据 PDB 样本医院数据，我国降血脂药物销售金额从 2012 年的 21.91 亿元增长到 2018 年的 47.04 亿元，年复合增速为 27.12%，部分企业如京新药业、信立泰进入加速成长阶段。

图 18：我国样本医院降血脂药物销售金额（亿元）

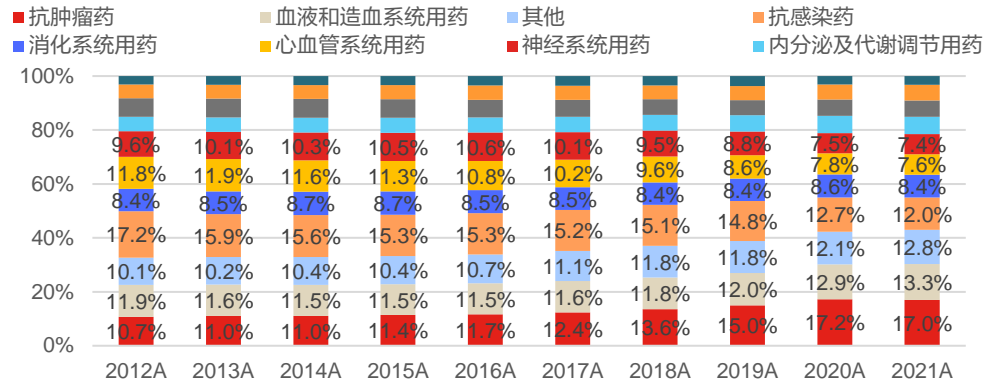


数据来源：PDB，东方证券研究所

从 2016 年以后，居民肿瘤的发病率不断提高，国内外药企对肿瘤治疗的重视日益加强，期间不断有新的技术、新的靶点涌现，这也使得抗肿瘤药物市场不断扩容，这也使得中国进入创新药时代。虽然抗肿瘤药物也受到医保谈判、集采等方面的影响，但根据 PDB 数据，从 2016 年到 2019 年抗肿瘤药物的市场规模明显提高，已经成为我国医疗市场用药的第一大品类，也是近年来扩容最快的赛道，在此背景下，不少以抗肿瘤产品为主的企业也脱颖而出如恒瑞医药、百济神州、信达生物等，更重要的是，以抗肿瘤为代表的创新药的研发，进一步推动了中国的创新药产业链的发展，CRO/CDMO 企业也快速成长。

由此可见，解决临床需求是医药产业升级的核心，而由于人类对生命健康的追求、甚至对长寿的追求是永无止境的，所以，临床上总有未满足的需求存在，当下也是如此，甚至这些未解决的问题对应的需求还很大，如结构性心脏病、心衰、近视、精神神经、乃至肿瘤领域、骨科领域。都有很多未解决的问题，这些领域我们认为未来医药产业进步升级的方向，并且随着这些问题在临床上的解决，一定会伴随着大品种出现，率先解决这些问题的企业有望脱颖而出。

图 19：近年来我国各用药品类占比情况



数据来源：PDB，东方证券研究所

3.2 创新医疗器械成长性好，有望率先完成戴维斯双击

人类对生命健康的追求、甚至对长寿的追求是永无止境的，所以，**临床上总有未满足的需求存在，医疗器械创新的需求仍然旺盛**，尤其在一些治疗渗透率较低、技术有较大的改进空间、现有产品临床反馈问题仍然较多的领域，如结构性心脏病、骨科、电生理、血管介入等领域。当然，创新的产品不会像以前简单的创新，创新的核心是围绕临床需求解决，在医保控费的大背景下，只有真正的创新才更有意义。

以骨科为例，一方面国内老龄化趋势不断加剧，骨科患病率不断增多，整体手术治疗渗透率仍有待提升；另一方面，国产产品普遍创新不足，骨科疾病领域仍有许多问题未被解决，创新大有可为，创新需求具体体现在：

- 1) 首先，产品的本土化设计和创新手术术式不足。我国骨科行业产品最早来自海外，且当下市场份额仍被外资所占据，所以目前大部分骨科产品和手术术式大都是按照海外标准进行设计，但亚洲人骨骼结构、特点和欧美人确实存在微小的差异，年龄结构、患病类型、体质方面也有不同的地方，随着国内医生手术经验不断积累，手术量加大，临床需求不断增多，效率更高、更适合国内手术特点的产品和手术术式将会持续有创新需求。
- 2) 从脊柱领域来看，脊柱手术往往更为复杂且存在手术时间过长、容易引发并发症等问题，创新的需求旺盛且迫切。微创技术在骨科治疗领域得到了广泛应用，相关技术创新和改良空间更大。
- 3) 此外，医学、材料学等行业技术的进步促进了骨科医疗器械的创新与进步，为改善目前临床痛点和提升手术质量与效率提供了更多的可能。如运动医学、骨科机器人、3D 打印、人工骨等领域仍有待创新发展。

图 20：微创技术带来更多临床优势

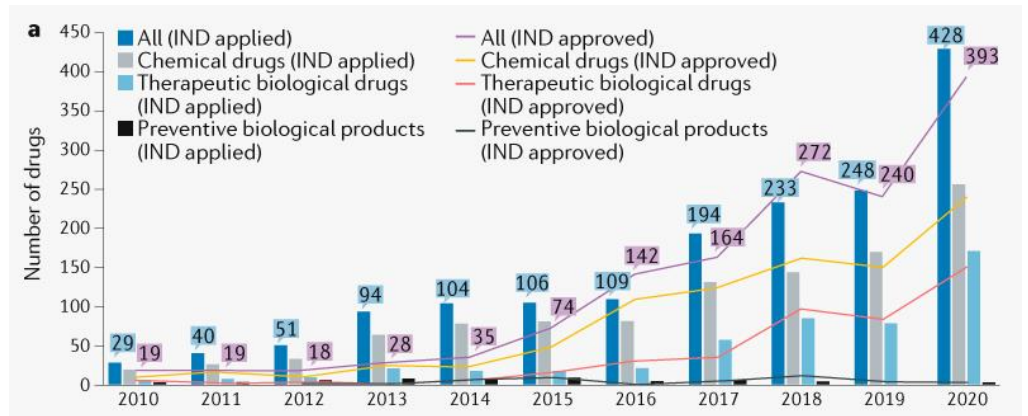


数据来源：甘肃省脊柱微创椎间孔镜技术专科医联体网站，东方证券研究所

3.3 药品的创新依然展现出很大的机会

从供给端来看，国内创新药管线数量丰富。企业的创新依然有很大的方向，从研发角度来看，近十年间管线数量大大增长。2010年到2020年，NMPA收到的IND申请从2010年的29个增长到了2020年的428个，年均复合增长率高达32%。通过NMPA的IND批准的创新药数量也快速增长，从2010年的19个快速增长至2020年的393个。

图 21：国内创新药 IND 申请与获批情况

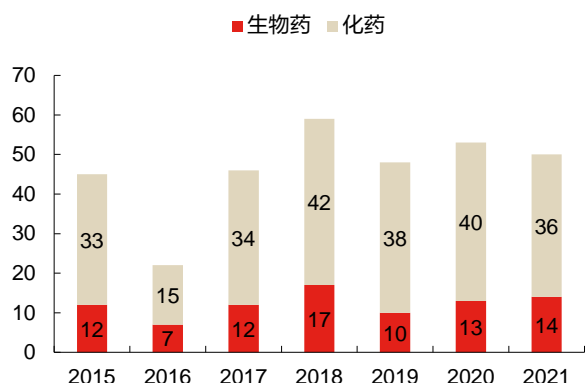


数据来源：Nature，东方证券研究所

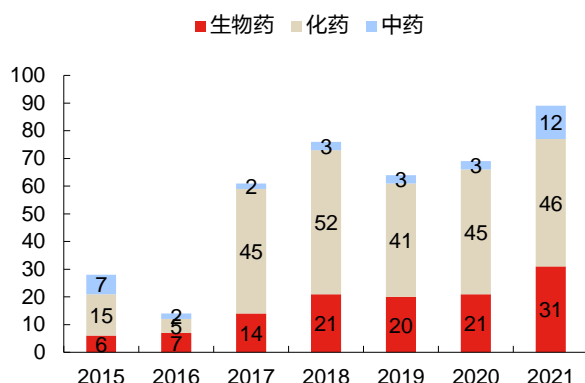
从新药获批上市来看，数量整体也在增加。从近几年来从海外和国内新药获批的情况也可以看到，无论是美国 FDA 还是国内，新药获批进展不断。尤其在境内，截止到 2022 年 H1，国内已经有 75 个 1.1 类新药获批，高于去年的 61 个。这也进一步说明了我国在审评审批速度方面的加快，创新的空间依然很大。另一方面，创新药中化药仍占较大比例，但近些年来，随着获批的生物药逐年增多，创新药物中生物药的占比也稳步提升。

图 22：近年来美国创新药获批的情况

图 23：中国历年获批创新药数量和种类



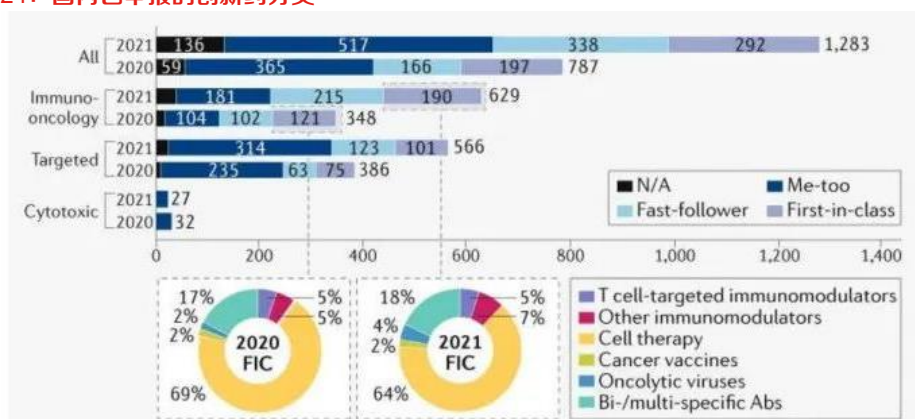
数据来源：FDA，东方证券研究所



数据来源：NMPA，东方证券研究所

同质化趋势明显，国内创新还有待渐进式的改变。从国内申报的管线来看，也集中在少数机制和靶点。据 2021 年的统计，国内的管线中，以 fast-follower 和 me-too 药物居多，真正能研发出 Me-better 药物非常不易，目前数量还比较少。随着管线的不断丰富，BIC 和 FIC 的管线更有可能带来新增量，也让市场更为期待。

图 24：国内已申报的创新药分类



数据来源：Nature，东方证券研究所

3.4 传统药企逐步转型成功

重新定义创新，龙头已经给了答案。恒瑞作为国内最大的 bigpharma，是最早开始由仿制药转型创新的药企之一。恒瑞面对集采，开始重新定义创新，恒瑞医药拓展创新药市场空间，深挖传统仿制药潜力，销售总量持续增长。2021H1 创新药销售额同比增长 43.8%，传统仿制药同比增长 5.2%，虽然业绩仍以仿制药为主受到集采影响，其在创新药方面的布局超前，正走出自己的创新转型之路。

在治疗领域上，恒瑞实现了疾病领域全方位的布局，包括了很多差异化领域，管线形成互补。恒瑞布局的九大领域，除了最核心肿瘤之外，非肿瘤领域也是大力投入，自身免疫疾病、代谢性疾病、疼痛管理方面都为重点布局。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

四、创新领航，重点关注产品端的需求机会

4.1 医疗器械：医疗新基建助力健康中国建设，政策支持创新器械力度不断增强

展望医疗器械板块，我们认为医疗新基建和创新医疗器械将是 2023 年演绎的两条主旋律。

1) 医疗新基建助力健康中国建设，预计将是十四五期间主旋律

从整体宏观背景来看，医疗新基建迫在眉睫。新冠疫情揭示了我国公共医疗卫生体系存在较大短板，一方面总量配置不足，国内人均 ICU 床位数和人均医疗设备配置量远远达不到发达国家水平，整体医疗体系建设有待加强，另一方面结构不均衡问题显著，基层医疗设施配备不足，截至 2021 年底，全国医疗卫生机构总数超过 103 万家，其中基层医疗卫生机构近 98 万家，而三级医院只有 2996 家，占比仅为 0.3%，却提供了占全国 34.2% 的床位与 26.3% 的诊疗人次。

医疗新基建将是“十四五期间”的主旋律，政策不断加码演变。我们从时间顺序上复盘相关政策，相关文件表述逐步明确，医疗新基建将贯穿整个十四五期间，相关支持措施也陆续出台，国家补短板、新基建的决心明确。党的二十大报告也进一步指出，推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，促进中医药传承创新发展，健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设。

表 7：医疗新基建相关政策一览表

文件	时间	相关表述
医疗“十四五规划”	2021 年 7 月 1 日	国家发展改革委员会、国家卫生健康委、国家中医药管理局和国家疾病预防控制局共同编制发布《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，充分落实《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》，加快构建强大的公共卫生体系，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局，提高全方位全周期健康服务与保障能力。实施方案规划了 4 大类、15 小类工程建设，并给出了较为具体的建设目标和任务。
“千县工程”	2021 年 11 月 3 日	国家卫健委印发《“千县工程”县医院综合能力提升方案（2021-2025 年）》，明确推动省市优质医疗资源向县域下沉，逐步实现县域内医疗资源整合共享。方案提出，到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务水平，发挥县域医疗中心作用，为实现“一般病在市县解决”打下基础。
方舱医院装备配置指南	2022 年 7 月 13 日	国家卫健委公布了《方舱医院装备配置指南》，明确装备配置主要包括：基本医疗装置、部分必要的非要装备，包括车载 CT、心电监护仪/多参数监护仪、中心监护系统、心电图机、无创呼吸机、除颤监护仪等 76 种医疗设备，并做好相关医用耗材的储备。此前按照国务院联防联控机制印发的《方舱医院设置管理规范》要求，每个省至少准备 2-3 家方舱医院，人口规模超过 800 万的城市至少设置 2000 张床位的方舱医院
基层卫生院能力标准	2022 年 7 月 20 日	国家卫健委和国家中医药局联合印发了基层医疗卫生机构服务能力标准（2022 版）等 3 项服务能力标准，即《乡镇卫生院服务能力标准（2022 版）》、《社区卫生服务中心服务能力标准（2022 版）》和《村卫生室服务能力标准（2022 版）》，对社区卫生服务中心、乡镇卫生院和村卫生室做了具体分工，明确考核内容和标准，服务能力标准不断升级，全面提升基层医疗服务能力。
专项再贷款与财政贴息支持部分领域设备更新改造	2022 年 9 月 13 日	国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。计划合计涉及 1.7 万亿贷款总额，相关财政贴息贷款原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，每家医院贷款金额不低于 2000 万。贷款使用方向也包括了诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

县级新冠肺炎定点医院和后备定点医院设备设施配备建议清单	2022年9月27日	需根据要求配足配齐新冠肺炎等呼吸系统传染病急救、抢救、重症救治、监护、检测等仪器设备，以及必要的药品、耗材、防护物资、消毒用品和消毒器械等。 隔离病区要配备充足的有创呼吸机、无创呼吸机、高流量吸氧仪、电动吸引器、叩击式振动排痰机、纤支镜主机、多功能心电监护仪、台式血气分析仪、除颤仪、肢体气压治疗仪、CRRT、ECMO、PICCO、可视喉镜等设备仪器。
------------------------------------	------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

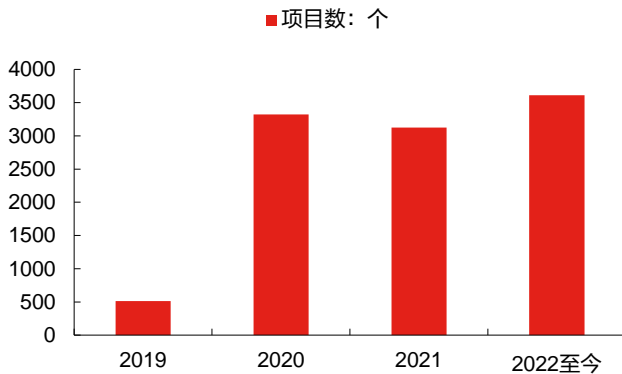
数据来源：国家卫健委、国常会等，东方证券研究所

相关支持政策陆续发布，我们认为医疗新基建趋势明确，且医院建设和配置医疗设备非一日之功，整体景气度至少会持续到2025年，相关医疗工程和设备公司有望显著受益。从新建医院和方舱医院、基层医疗机构设备配置需求来看，相关的床旁监护类设备、医学影像设备、体外诊断设备、内镜等设备均有望受益。

此外，市场较为关注资金来源等问题，我们认为相对资金投入较大且可持续，为医疗新基建提供了资金保障。

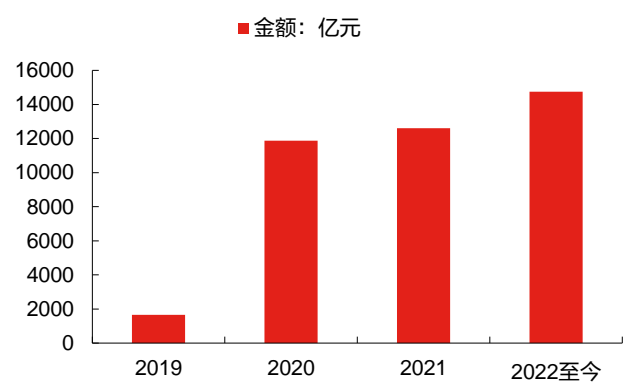
一方面，国内医疗卫生支持并无缩减，地方投入上专项债持续加速发力，规模处于较高水平。专项债资金是医疗和公共卫生设施建设的前置指标，资金到位后开始项目建设，项目建设一般持续2-3年。2020-2022年以来相关专项债发行一直处于高位，为后续项目建设打下坚实基础。

图 30：第三方统计的医疗卫生相关专项债项目个数（截至2022/9/28）



数据来源：企业预警通，东方证券研究所

图 31：第三方统计的医疗卫生相关专项债金额（截至2022/9/28）



数据来源：企业预警通，东方证券研究所

另一方面，近期国家财政贴息贷款等支持政策执行力度超出预期。9月份，国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，卫健委相继发布通知，拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，该政策发布后仅在国庆国金周一周内数十亿财政贴息贷款成功发到医院的账户，浙江、江苏、安徽已上报约180亿元的设备采购需求。

据专家分析，今年四季度至明年，国内医疗设备采购需求将持续扩增，在1.7万亿财政贴息贷款中，预计将有2000亿流入医疗设备更新，相关设备厂商有望显著受益。

图 32：财政贴息政策细则

国家卫生健康委关于开展拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备需求调查工作的通知

各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团卫生健康委：

根据9月7日国务院常务会议精神，决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持，促进消费发挥主拉动作用。按照国家发展改革委工作要求，为及时了解各地卫生健康部门贷款需求和贷款资金初步使用方向，提前做好贷款项目申报准备工作，现将有关事项通知如下：

一、工作背景

9月7日国务院常务会议指出，需求不足是当前突出矛盾，要着力以消费和投资拉动需求，促进社会投资，以投资带消费，支持经济社会发展薄弱环节设备更新改造，有利于增后劲提水平，增加制造业和服务业现实需求，提振市场信心。对高校、职业院校和实训基地，医院、地下综合管廊、新型基础设施，产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性财政贴息，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。申请贴息截至今年12月31日。

此项工作部署由国家发展改革委牵头会同财政部、人民银行、银保监会、审计署负责，具体要求以国家发展改革委

总体规模	贷款总额1.7万亿
参与银行	中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行等18家全国性商业银行
覆盖领域	高校、职业院校、医院、中小微企业等九大领域的设备购置和更新改造
财政贴息	中央财政贴息2.5%，期限2年
实际贷款利率	贷款利率≤3.2%，补贴后利息≤0.7%
截止时间	2022年12月31日
资金要求	必须形成实物投资，不得将贷款资金流向金融领域

数据来源：国家卫健委，东方证券研究所

2) 耗材集采出现边际放松，政策支持创新力度不断增强

2019年以来，高值耗材带量采购如火如荼进行，国内高值耗材开启持续性的集采降价。截至2022年5月，国内高值耗材已经历约62轮集采，包括3轮国产、25轮区域联盟集采和34轮省级集采，采购产品包括骨科植入、血管介入、眼科、神经外科等大约17类耗材。整体来看高值耗材集采模式已经逐渐成熟，未来将逐渐成为常态化行业趋势。

集采逐步常态化，但集采不是目的仅为控费手段，近无限限制的集采循环降价预期逐渐扭转，政策支持创新医疗器械发展的态度逐步明确，行业有望迎来复苏期。

①《创新医疗器械特别审批程序》和《关于简化医疗器械重新注册申报资料的规定》

2022年3月，国家食品药品监管部门发布了《创新医疗器械特别审批程序》和《关于简化医疗器械重新注册申报资料的规定》，并表示未来将对创新医疗器械实行优先审批、开通绿色通道。

根据相关政策，创新医疗器械将获得优先办理。但是，所申报的产品须具有该产品核心技术的自主知识产权，产品主要作用机理为国内首创，产品性能或安全性与同类产品比较有根本性改进，技术上处于国际领先水平，且具有显著的临床应用价值等。

②北京医保局发布《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》

2022年7月13日，北京医保局发布《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，部分符合文件要求的创新药品及医疗器械可独立于DRG付费之外单独支付。该文件指出，其目的在发挥CHS-DRG引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。

③医保局表态：创新器械暂不纳入集中带量采购，标外市场鼓励创新产品发展。

2022年8月24日，国家医保局在对十三届全国人大五次会议第8013号建议的答复中表示，在集中带量采购之外留出一定市场，为创新产品开拓市场提供空间。

2022年9月3日，国家医保局在对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复中表示，由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式。

国家医保局与各地方医保局在集采以及 DRG/DIP 等政策中为创新医疗器械留有一定的市场空间，有利于医疗器械行业的创新发展。”

④集采规则不断市场化、合理化，产品降费提高产品可及性，助力国产替代，鼓励国产企业创新，实现多方共赢

前期种植牙集采、化学发光试剂集采、电生理、吻合器等产品集采，加剧了市场“万物皆可集采”的悲观预期，医保外产品、非医保直接支出项产品、行业发展初期产品、国产化率低产品并不能豁免“集采”。

近期相关集采规则落地，尤其是电生理及肝功能生化试剂联盟集采等相关规则较为温和且好于市场预期，长期需求旺盛、具备创新特性、国产化率低的一些优质赛道有望迎来估值重塑。

表 8：地方联盟集采规则一览

	福建 27 省电生理联盟集采	福建 15 省腔镜吻合器联盟集采	江西 22 省肝功能生化试剂联盟集采
分组	按产品分为分组合套采购模式、单件采购模式和配套采购模式	各竞价单元腔镜切割吻/缝合器与对应的钉仓（钉匣）按照 1:5 的配比关系进行组套。	不区分方法学，按品种分为 A、B 两组，按意向采购量排序，前 90% 的进入 A 组，其余 B 组
中选规则一	按照价格由低到高确定拟中选企业	腔镜切割吻/缝合器+钉仓（钉匣）降幅 $\geq 50\%$ ，电动类降幅 $\geq 40\%$ ，获得拟中选资格	按照价格由低到高确定拟中选企业，中选比例 60%
中选规则二	申报企业未按拟中选规则一获得拟中选资格，但降幅 $\geq 30\%$ 的，获得拟中选资格。	/	采取适当措施促使更多企业中选且不受规则一数量限制
采购量分配原则	降幅 $< 50\%$ 的中选套组，按照降幅获得一定比例的采购需求量，保底 40%； $\geq 50\%$ 的可额外获得剩余采购需求量； $\geq 50\%$ 且降幅前三的产品可再额外获得 10% 采购需求总量。	降幅 $< 80\%$ 的中选套组，按照降幅获得一定比例的采购需求量，保底 50%； $\geq 80\%$ 的企业按照降幅排名累计需求前 50% 的产品获得剩余采购需求量。	按照排名确定实际采购量比例，入围最低保证 40% 意向采购量。
	剩余采购需求量包括各分组中选套装调出分配量及未中选套装 80% 的采购需求量，额外量均由医疗机构在中选套装中进行自主分配。	剩余采购需求量包括各分组中选套装调出分配量及未中选套装 80% 的采购需求量，额外量均由医疗机构在中选套装中进行自主分配。	/

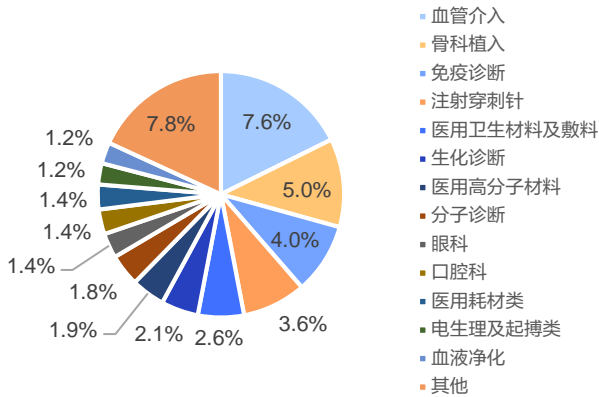
数据来源：福建省卫健委、江西省卫健委等，东方证券研究所

集采规则未来有望不断均衡优化，医保端和企业端有望实现共赢。行业安全边际提升后，建议重点关注前期受集采压制的高值耗材板块。

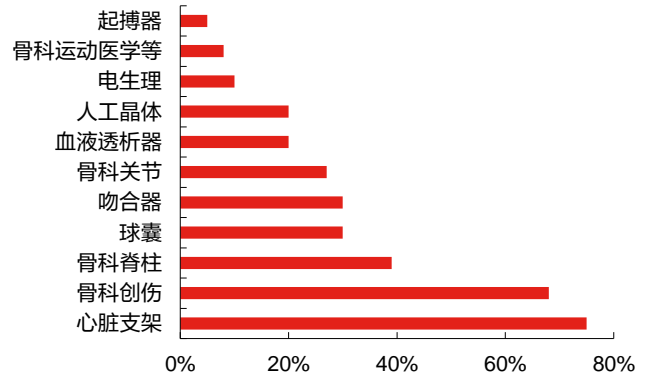
创新高值耗材方面，由于集采政策的边际变化，相关细分领域有望迎来估值重塑，建议关注市场空间较大、具备创新性的相关赛道，如瓣膜、骨科、电生理、内镜耗材、血管介入中创新产品 DCB 球囊、全降解支架等产品。建议关注佰仁医疗、三友医疗、威高骨科、微电生理、南微医学、心脉医疗等。

图 33：医用耗材相关行业规模占比（%，2021）

图 34：部分高值耗材国产化率情况（%，2020）



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所



数据来源：艾瑞咨询、弗若斯特沙利文、中国食品药品网，东方证券研究所

4.2 创新药：政策继续促进创新提质，有竞争优势的医保新品种值得关注

医保常态化下控费趋于平稳，但也在促进创新药提质。今年以来，医保等控费政策保持延续性，但也给创新药留下了一定的发展空间。7月13日，北京市医保局发布《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，提出满足相关条件的创新性药品、医疗器械、诊疗项目可通过申报获得除外支付。长期来看，相关政策能够促进真正意义上的创新，让优质创新药品种不会对医保造成新的压力。9月17日，新一批国家医保初步审查通过名单公布，多款本土新药首次入选，医保常态化延续，支付体系改革将不断利好真正的创新药。

严格审评下，新药研发进展不断。除了支付端相关政策，在创新药物开发的供给端，对于同质化明显、竞争格局较差的在研管线已出现更为严厉的审批政策（如《似临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》），旨在鼓励切实、差异化的创新。在严格审评的背景下，国内研发持续推进，今年以来，我国已有多个FIC新药获批，包括全国首款PD-1/CTLA-4双抗——卡度尼利，首款国产P-VAB药物——替戈拉生等。

表9：22年以来获批上市新药（截至2022年8月）

序号	药品名称	商品名	公司	类型	批准日期	适应症
1	罗普司亭	惠尔凝	协和发酵麒麟	生物药	2022/1/7	原发免疫性血小板减少症
2	淫羊藿素（阿可拉定）	奥瑞舒	坤诺基	中成药	2022/1/10	肝细胞癌
3	奥木替韦单抗	迅可	华北制药	生物药	2022/1/25	狂犬病毒暴露患者的被动免疫
4	罗特西普	利布洛泽	新基	化药	2022/1/25	成人β-地中海贫血患者
5	艾伏尼布	拓舒沃	施维雅/基石药业	化药	2022/1/30	急性髓系白血病
6	钇[90Y]微球	SIR-Spheres	远大医药 Sirtex Medical	化药	2022/1/30	结直肠癌肝转移
7	奈玛特韦+利托那韦	Paxlovid	辉瑞	化药	2022/2/11	新型冠状病毒肺炎
8	乌帕替尼	瑞福	艾伯维	化药	2022/2/18	特应性皮炎患
9	重组新型冠状病毒蛋白疫苗（CHO细胞）	智克威得	智飞龙科马生物	生物药	2022/3/1	预防新型冠状病毒
10	依马利尤单抗	伽蜜芬	苏庇医药	生物药	2022/3/8	原发性噬血细胞性淋巴瘤组织细胞增多症

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

11	伊奈利珠单抗	昕越	阿斯利康	生物药	2022/3/8	重症肌无力和 IgG4 相关疾病
12	度维利塞	克必妥	石药集团	化药	2022/3/16	滤泡性淋巴瘤
13	雷莫西尤单抗	希冉择	礼来	生物药	2022/3/16	胃癌
14	布格替尼	安伯瑞	武田	化药	2022/3/22	非小细胞肺癌
15	斯鲁利单抗	汉斯状	复宏汉霖	生物药	2022/3/24	实体瘤
16	佩米替尼	达伯坦	信达生物	化药	2022/3/29	胆管癌
17	阿布昔替尼	希必可	辉瑞	化药	2022/4/8	特应性皮炎
18	拉罗替尼	维泰凯	拜耳	化药	2022/4/8	实体瘤
19	替戈拉生	泰欣赞	罗欣药业	化药	2022/4/8	反流性食管炎
20	盐酸丙卡巴肼	Natulan	兆科药业 Leadiant GmbH	化药	2022/4/19	霍奇金淋巴瘤
21	洛拉替尼	博瑞纳	辉瑞 基石药业	化药	2022/4/27	非小细胞肺癌
22	维立西呱	唯可同	拜耳	化药	2022/5/18	心力衰竭
23	戈沙妥珠单抗	拓达维	Immunomedics	生物药	2022/6/7	乳腺癌
24	非奈利酮	可申达	拜耳	化药	2022/6/29	慢性肾病
25	卡度尼利单抗	开坦尼	康方生物	生物药	2022/6/29	宫颈癌
26	瑞维鲁胺	艾瑞恩	恒瑞医药	化药	2022/6/29	前列腺癌
27	曲拉西利	科赛拉	G1 Therapeutics 先声药业	化药	2022/7/12	化疗引起的骨髓抑制
28	普特利单抗	普佑恒	乐普生物	生物药	2022/7/19	晚期实体瘤

数据来源：NMPA，药融云，东方证券研究所

分品种来看，近两年新上市创新药有明显的加速放量趋势。根据销售额排名，22H1 医院药品市场 Top20 品种中，大部分为非独家的药物，上市多年已有稳定市场，部分已进入集采。

表 10：22H1 中国医院药品市场销售额 Top20

22H1 销售额排名	产品名称	ATC 所属领域	销售额（亿元）	同比增长率	是否进入集采名录
1	加罗宁-地佐辛-扬子江	N02A-麻醉药	59	-10%	
2	舒普深-舒巴坦头孢哌酮-辉瑞	J01D-先锋霉素	56	17%	
3	恩比普-丁苯酞-石药集团	C04A-中枢性和外周性血管疗法	53	-5%	
4	泰瑞沙-奥希替尼-阿斯利康	LO1H-蛋白激酶抑制剂	43	9%	
5	安博灵-人血白蛋白-杰特贝林	K03B-蛋白溶液	39	9%	
6	赫赛汀-曲妥珠单抗-罗氏	L01G-单克隆抗体类	38	-12%	
7	特比澳-重组人血小板生成素-沈阳三生	BO6X-其他血液学用药	36	14%	
8	安可达-贝伐珠单抗-齐鲁	L01G-单克隆抗体类	32	42%	
9	诺雷得-戈舍瑞林-阿斯利康	LO2A-抑制细胞生长的激素	32	5%	
10	达宁 PD-2-腹膜透析液(乳酸盐)-百特医疗	KO6B-腹膜透析液	30	6%	
11	立普妥-阿托伐他汀-辉瑞	C10A-调节胆固醇和甘油三酯的药物	30	-15%	是
12	诺和锐 30-门冬胰岛素-诺和诺德	A10C-人胰岛素和类似物	29	-4%	是
13	可立袋-氯化钠-四川科伦	K01B-标准溶液	29	2%	
14	佑必妥-右美托咪定-扬子江	N01A-麻醉剂,全身性	28	-10%	是
15	壹丽安-艾普拉唑-丽珠集团	A02B-抗溃疡药	27	9%	
16	拜新同-硝苯地平-拜耳	C08A-钙离子拮抗剂,单一用药	26	6%	是
17	帕捷特-帕妥珠单抗-罗氏	L01G-单克隆抗体类	24	29%	
18	瑞芬太尼-瑞芬太尼-人福	N01A-麻醉剂,全身性	24	16%	
19	普米克令舒-布地奈德-阿斯利康	RO3D-类皮质激素	24	-41%	是

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

20	倍他乐克-美托洛尔-阿斯利康	C07A-B 受体阻断剂,单一用药	23	3%	是
----	----------------	-------------------	----	----	---

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

根据销售放量增速来看，多款创新药加速放量，排名前列。22H1 同比增长较快 Top20 品种中，创新药有 9 个，占比近一半，且增幅 TOP5 均为创新品种，为近两年上市的独家新药或具备独家适应症。

表 11：22H1 中国医院药品市场增长 Top20

商品名	成分名	公司	品种上市时间	2022H1 销售额 (亿元)	2022H1 同比增长率	21Q1 排名	22Q1 排名	类型
先必新	依达拉奉右旋莰醇	先声药业	2020	15.4	643%	881	55	创新药
度易达	度拉糖肽	礼来	2019	7.5	601%	1578	188	创新药
百泽安	替雷利珠单抗	百济神州	2019	8.5	491%	1231	158	创新药
阿美乐	阿美替尼	豪森药业	2020	7.7	478%	1306	179	创新药
可善挺	司库奇尤单抗	诺华	2019	11	441%	901	112	创新药
达攸同	贝伐珠单抗	信达生物	2020	8	428%	1181	170	生物类似药
汉曲优	曲妥珠单抗	复宏汉霖	2020	9	353%	914	147	生物类似药
乐卫玛	仑伐替尼	卫材	2018	10.7	282%	647	115	创新药
烟酰胺	烟酰胺	广州医药	1996	8.1	228%	736	166	生物制品
佳达修	重组人乳头瘤病毒四价	默沙东	2017	11.6	213%	497	97	疫苗
可威	奥司他韦	东阳光长江	2006	14	154%	311	62	化药
复方曲肽	复方曲肽	吉林步长	1996	13	99%	243	72	化药
安达唐	达格列净	阿斯利康	2017	22.1	82%	83	23	创新药
奥克特珐玛	人血白蛋白	奥克特珐玛	2008	11.9	78%	233	92	生物制品
诺欣妥	沙库巴曲缬沙坦	诺华	2017	19.3	64%	88	34	创新药
安可达	贝伐珠单抗	齐鲁	2019	31.8	42%	24	8	生物类似药
新活素	脑利钠肽	诺迪康	2005	20.6	38%	57	31	生物制品
FLEXBUMIN	人血白蛋白	百特医疗	2005	22	36%	50	26	生物制品
帕捷特	帕妥珠单抗	罗氏	2017	23.9	29%	37	17	创新药
舒普深	舒巴坦+头孢哌酮	辉瑞	1994	55.6	17%	3	2	化药

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

根据创新药品种快速放量情况，一方面纳入医保是最大驱动力，一方面需要良好的竞争格局（me-better/FIC/BIC）。22H1 快速放量的创新药品种上市时间不长，为 2017 年到 2020 年之间，这些品种均为 2020 年或 2021 年新进入医保名目，或有新增适应症进入医保名录，并于次年开始销售放量。从疗效来看，品种均有较好的竞争格局，排名前列的品种大多为 FIC/BIC，少量品种为 me-better，药品自身的疗效对竞争格局和放量趋势也有很大作用。

差异化是良好竞争格局的必要条件。研发上的同质化，已导致 PD-1 品种的增长主要依赖适应症范围的扩大和进医保。对于百济的替雷利珠单抗来说，22H1 利用医保快速放量。虽然替雷利珠单抗上市、进医保较晚，但销售端 21 年新增三大适应症，全部纳入医保，今年起成为纳入医保目录

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

适应症最多的 PD-1 产品，5 大适应症通过医保放量。研发端，新增 4 大适应症获批，其中包括独家的 NSCLC II/III 线治疗，已成为国内适应症最多的 PD-1。同质化的 PD-1 红海市场，竞争激烈下的趋势，已经是由新增上市适应症和进医保的适应症驱动增长。

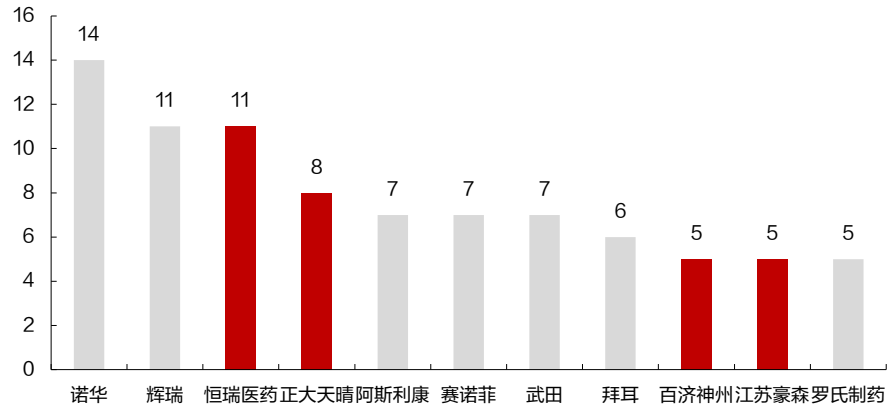
表 12：22H1 放量速度较快的创新药品种

商品名	成分名	公司	品种上市时间	适应症	2022H1 销售额 (亿元)	2022H1 同比增长率	放量主要原因
先必新	依达拉奉右旋莰醇	先声药业	2020	急性缺血性卒中	15.4	643%	<ul style="list-style-type: none"> 用于改善急性脑梗死患者的神经症状，独家品种 2021 进医保销售
阿美乐	阿美替尼	豪森药业	2020	肿瘤靶向治疗	7.7	478%	<ul style="list-style-type: none"> 第三代 EGFR-TKI，此前仅有奥西替尼 21 年起医保销售 2021 年底增加新适应症：用于表皮生长因子受体 (EGFR) 外显子 19 缺失或外显子 21L858R 置换突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC) 成人患者的一线治疗获批
度易达	度拉糖肽	礼来	2019	糖尿病	7.5	601%	<ul style="list-style-type: none"> 独家产品，属于长效化降糖药，可及性强 21 年起进入医保销售
百泽安	替雷利珠单抗	百济神州	2019	肿瘤免疫治疗	8.5	491%	<ul style="list-style-type: none"> 21 年新增三大适应症，全部纳入医保，22 年起成为纳入医保目录适应症最多的 PD-1 产品，5 大适应症在医保放量 22 年新增 4 大适应症获批，其中包括独家的 NSCLC II/III 线治疗，已成为国内适应症最多的 PD-1
可善挺	司库奇尤单抗	诺华	2019	银屑病	11	441%	<ul style="list-style-type: none"> 21 年新增适应症范围：儿童及青少年银屑病适应症，为国内首个且唯一 21 年起进入医保销售
乐卫玛	仑伐替尼	卫材	2018	肿瘤靶向治疗	10.7	282%	<ul style="list-style-type: none"> VEGF 类药物，21 年进入医保销售快速放量 因专利已过仿制药盛行，进入集采，2022H1 放量显著下降
帕捷特	帕妥珠单抗	罗氏制药	2018	肿瘤靶向治疗	23.9	29%	<ul style="list-style-type: none"> 国内获批的 FIC 的 Her2 靶向药 2020 起医保销售
诺欣妥	沙库巴曲缬沙坦	诺华	2017	肿瘤靶向治疗	19.3	64%	<ul style="list-style-type: none"> 21 年新增原发性高血压适应症 19 年纳入医保，22 年起新适应症医保销售
安达唐	达格列净	阿斯利康	2017	糖尿病	22.1	82%	<ul style="list-style-type: none"> 新增适应症：用于治疗成人慢性肾脏病，为国内首个 2021 年起医保销售

数据来源：医药魔方，国家医保局，NMPA，东方证券研究所

22 年形式审查名单已公布，为进入医保潜力品种。22 年 9 月国家医保局发布《2022 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整通过初步形式审查的药品及相关信息的公告》，展示了有资格进入到专家评审及后续谈判环节的药品名单。今年国家医保信息平台共收到企业申报信息 537 条，涉及药品 490 个，其中 344 个药品通过初步形式审查，通过比例为 70%。

图 35：22 年医保潜力品种（已通过形式审查）最多药企



数据来源：国家医保局，东方证券研究所

本次通过形式审查的药品涉及 229 家企业，通过审查品种数量排在前列的国内药企包括恒瑞医药、百济神州，值得关注。此外，具有创新优势品种的药企值得关注，如：拥有国内首个获批上市的双抗产品卡度尼利单抗的康方生物；拥有国内首个国产 ADC 产品维迪西妥单抗，并且已在医保目录内新增适应症的荣昌生物；拥有国内首款 P-VAB 药物替戈拉生片的罗欣药业；拥有 CAR-T 细胞疗法瑞基奥仑赛注射液的药明巨诺等。

表 13：部分可能在 22 年新进医保的创新品种

公司	通过形式审查的创新品种/适应症
恒瑞医药	羟乙磺酸达尔西利片、辅氨酸恒格列净片、瑞维鲁胺片、注射用卡瑞利珠单抗、马来酸吡咯替尼片、甲苯磺酸瑞马唑仑等
百济神州	注射用贝林妥欧单抗、注射用卡非佐米、注射用司妥昔单抗、地舒单抗注射液、替雷利珠单抗
信达生物	阿达木单抗注射液、利妥昔单抗注射液、信迪利单抗注射液
江苏豪森	甲磺酸阿美替尼片、奥氮平口溶膜、甲磺酸氟马替尼片、聚乙二醇洛塞那肽注射液等
君实生物	特瑞普利单抗注射液
康方药业	卡度尼利单抗注射液（国内首个上市的双抗）
药明巨诺	瑞基奥仑赛注射液（CAR-T）
荣昌生物	注射用维迪西妥单抗
罗欣药业	替戈拉生片（首款国产 P-VAB 药物）

数据来源：国家医保局，东方证券研究所

4.3 医疗服务：政策扶持力度明显加强，板块长期投资价值显著

政策支持力度强，负面预期进一步减弱。当下对医疗服务板块压制性因素主要来自于疫情，部分医疗服务项目开展受阻影响到短期基本面，尤其是牙科、眼科等相关消费方向的项目在客流层面受到了较大的冲击，但我们仍旧认为疫情的扰动是暂时的，对企业的经营发展与长期现金流贴现

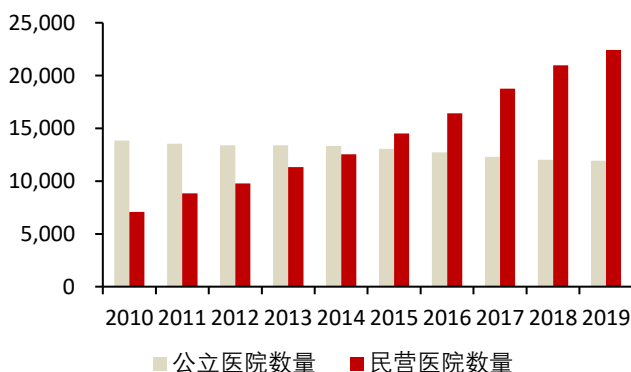
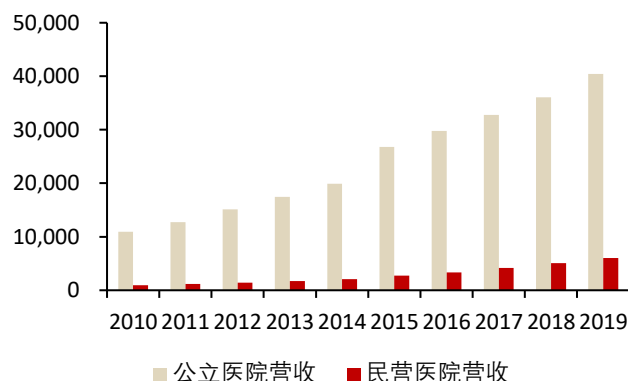
价值并不产生巨大影响，具备护城河的企业已经进入到长期价值的配置区间。此外，十四五期间大家担心的对民营医疗服务的政策定位，已经在目前政策环境下有了极大的缓解，虽然国家在大力发展公立医疗事业，但民营医疗作为补充的地位仍旧不可动摇，卫健委开展的贴息贷款等扶持政策民营医院仍可享受红利，尤其考虑到疫情对医疗服务的行业将逐步减小，市场对医疗服务板块的负面预期也将逐步减弱。

表 14：医疗服务相关政策梳理

时间	文件名称	文件主要内容
2019.03	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的服务机构。
2019.06	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	社会办医是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分，是满足不同人群医疗卫生服务需求并为全社会提供更多医疗服务供给的重要力量。党中央、国务院高度重视发展社会办医，进一步促进社会办医持续健康规范发展。提出：加大政府支持社会办医力度；推进“放管服”，简化准入审批服务。
2020.01	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	社会力量举办的医疗卫生机构在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	积极支持社会办医发展；社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。推进专科联盟和远程医疗协作网发展。
2021.06	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展。推进医疗联合体建设，社会办医机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021.08	《深化医疗服务价格改革试点方案》	非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策，按照公平合法、诚实信用、质价相符的原则合理定价，纳入医保基金支付的按医保协议管理。
2022.09	《国家卫健委开展财政贴息贷款更新改造医疗设备的通知》	对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5%，期限 2 年

数据来源：公开资料，东方证券研究所

社会办医比例稳中有升，民营医疗的成长大势所趋。2010-2019年，我国民营医院数量由7086个上升至22424个，cagr达到13.65%，民营医院营收规模由931亿元上升至6015亿元，cagr达到23.03%。我国社会办医比例长期上升的趋势，其背后的底层逻辑一方面在于医疗服务供给的缺口仍旧巨大，尤其在老龄化大背景下，公立医疗虽然大而强但仍有涉及不到的地方需要资本的力量加以补充，另一方面，民营医院创收的复合增速要远高于数量的复合增速，证明民营医疗行业长期内生增长也有所保障，其背后是医疗质量的提升和医疗需求的释放。因此，我们认为待疫情扰动消除后，民营医疗服务仍旧有望维持较快增长，行业成长的高确定性。

图 36：2010-2019 年公立、民营医院数量（个）

图 37：2010-2019 年公立、民营医院营收（亿元）


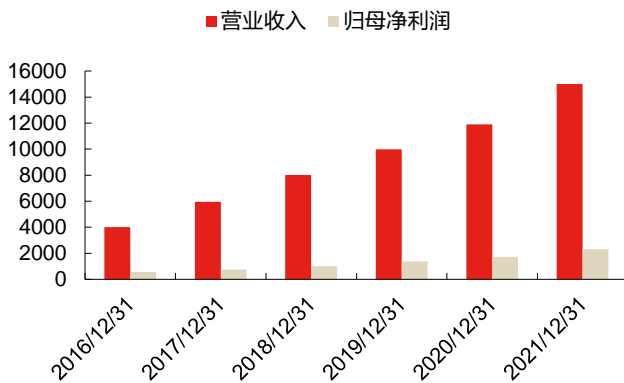
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：卫生统计年鉴，前瞻产业研究院，东方证券研究所

数据来源：卫生统计年鉴，前瞻产业研究院，东方证券研究所

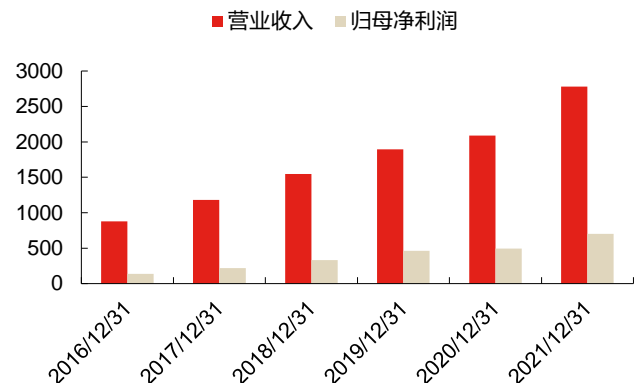
医疗服务龙头企业已进入长期投资价值区间。22H1 爱尔眼科实现营业收入 81.07 亿元，同比增长 10.34%，实现归母净利润 12.91 亿元，同比增长 15.73%，实现门诊量 554.10 万人次，同比增长 15.67%；手术量 44.49 万例，同比增长 9.74%；22H1 通策医疗实现营业收入 13.18 亿元，同比增长 0.05%，实现归母净利润 2.96 亿元，同比下滑 15.73%，主要由于公司旗下存量医院门诊量下滑 5%，Q2 海宁口腔医院停诊 25 天，上海汇叶诊所停诊 60 天，南京金陵口腔医院停诊 13 天，苏州存济口腔停诊 77 天，加之城西总院区、紫金港医院、滨江未来医院等大型口院以及新设蒲公英分院的医护人才等储备共计 1000 余人，增加人力成本 4000 余万。

图 38：2016-2021 年爱尔眼科营收及归母净利润（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：2016-2021 年通策医疗营收及归母净利润（百万元）



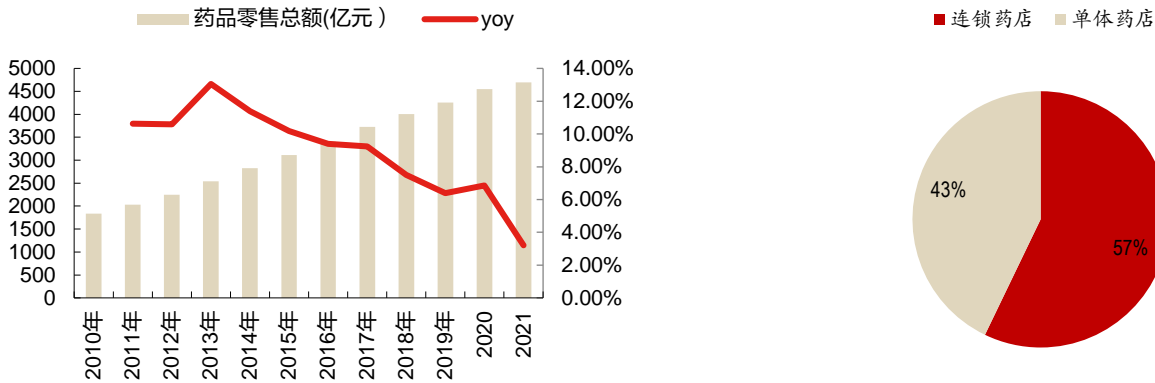
数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.4 药店：集中度持续提升，处方外流加速，疫情下成长韧性突出

根据中国药店数据，2021 年我国零售药店行业规模达到 4696 亿元，同比增长 3.2%，由于疫情的影响行业整体增速放缓，根据我们的跟踪，尤其在疫情爆发时期行业增速甚至可能出现负增长，但在线下整体零售行业中，疫情之下药店行业保持稳健增长，考虑到我国药品消费的韧性，预计 23 年将保持稳健增长。此外，2021 年零售连锁门店 33.53 万家，单体药店 25.12 万家，连锁率达到 57.15%，连锁率提升的大趋势仍旧演绎，预计真实连锁率比此数据更高，因为有较多单体药店退出并未计入统计，集中度提升逻辑仍旧坚挺。除此之外，我们认为长期视角下疫情管控政策终将有所放松，对零售药店的客流恢复构成一定的利好。

图 40：2010-2021 年零售药店销售规模（亿元）

图 41：2021 年行业内连锁药店与单体药店数量占比



数据来源：中国药店，东方证券研究所

数据来源：统计局，东方证券研究所

处方外流加速，O2O 下沉，新趋势出现利好龙头企业。2021 年 5 月，国家医保局发文开启双通道机制，解决药品入院难的问题，根据我们的了解，各家双通道药店均保持了较高的增长，根据芜湖市财政部，2020 年“双通道”医疗机构销售“双通道”药品 15913 万元，2021 年销售“双通道”药品 32235 万元，2022 上半年销售“双通道”药品 22132 万元，保持快速增长；O2O 市场也保持快速发展，且被 TOP10 企业占据大部份份额。我们认为双通道与 O2O 的发展将进一步夯实头部零售药店企业的优势地位，加速集中度提升进程，并进一步促进零售药店市场扩容。

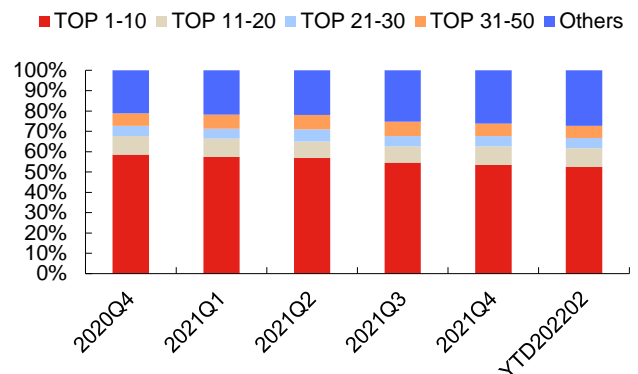
图 42: 2020-2022E 芜湖市双通道药店销售情况（万元）

年份	医疗机构	零售药店	合计销售	医疗机构占比
2020 年	15913	540	16453	96.72%
2021 年	32235	1588	33823	95.30%
2022 E	44000	4700	48700	90.35%

数据来源：芜湖市财政部，东方证券研究所

备注：2022 年数据根据 2022H1 数据*2 预测得来

图 43: O2O 市场结构占比

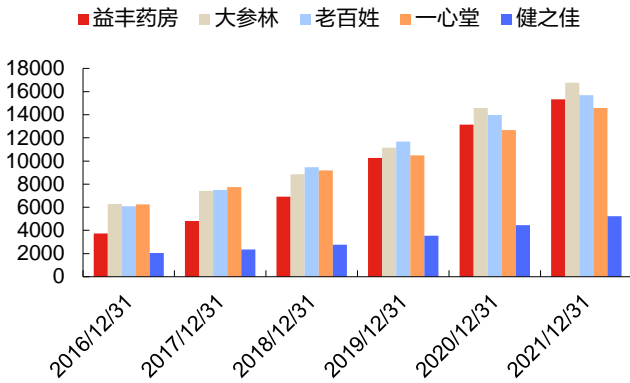


数据来源：CMH 中康数据，东方证券研究所

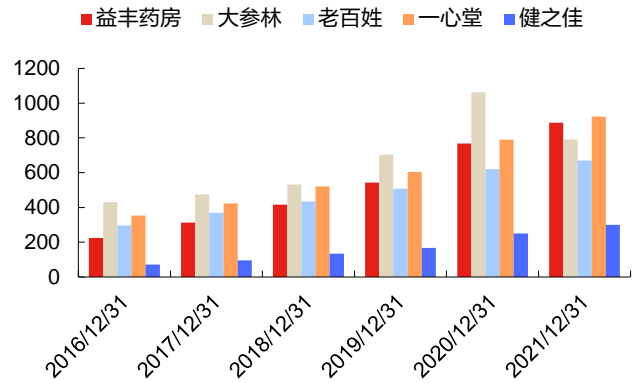
疫情导致 21Q3、21Q4、22Q1、22Q2 均处于低基数状态，业绩有望维持三个季度的稳增长，看好业绩增长与估值性价比匹配的标的。我们以益丰为例，1、同比增长维度：21Q1-21Q4 归母净利润增速分别为 29.39%、22.41%、11.70%、12.46%，明显自二季度开始增速出现一定程度滑坡，一方面与防疫政策的转向有关，另一方面与 20Q3、20Q4 药店业绩爆发有关；2、CAGR 维度：以 2019 年为基数（新兴药房已并表），21Q1-21Q4 归母净利润增速 CAGR 分别为 28.04%、27.81%、31.77%、23.94%，从这个角度看公司确实维持了在大型并购以后各季度仍达到 23% 以上的复合增长，体现公司的管理能力强劲。综合上述两点，我们认为三四季度的低基数效应客观存在，但并不完全如表观增速所体现的结果，公司管理能力才是内生造血最强劲的保证。

图 44: 2016-2021 年零售药店行业营收（百万元）

图 45: 2016-2021 年零售药店行业归母净利润（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所



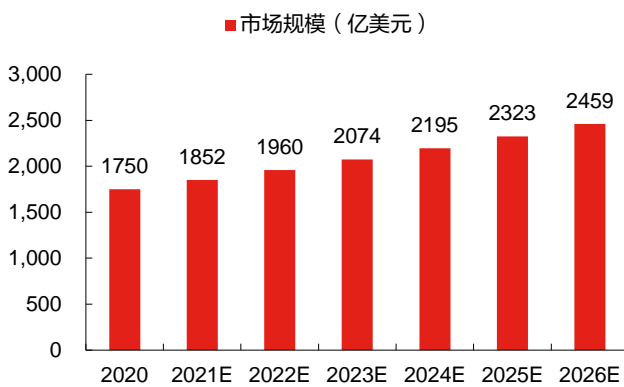
数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.5 原料药：加速新品种布局，转型升级成为明确趋势

全球原料药市场规模不断增长。根据 Mordor Intelligence 的数据，2020 年全球化学原料药的市场规模为 1750 亿美元，预计至 2026 年市场规模将达到 2459 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 5.84%。

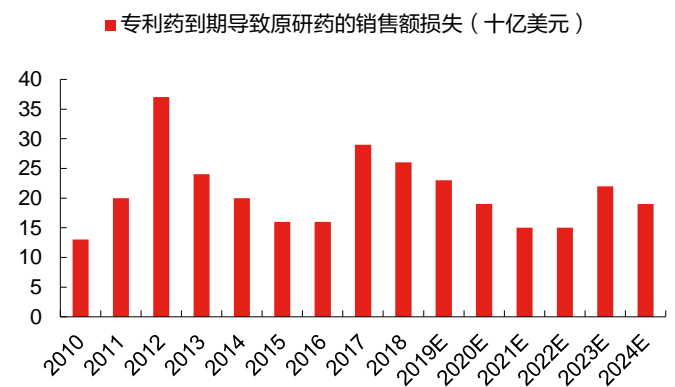
从需求端来看，受到全球性的传染病、心血管疾病以及老龄化下慢性疾病的流行，生物制剂和生物仿制药需求旺盛，原料药市场规模增速预计将高于全球药品市场规模增速，长期稳定增长。从供给端来看，由于全球新药专利不断到期，促进原料药市场规模的快速增长，其中尤其是特色原料药需求持续增加。特色原料药是指原研药厂的创新药品在药品临床研究、注册审批及商业化销售等各个阶段所需的原料药以及仿制药厂商仿制生产专利过期或即将过期药品所需的原料药。

图 46：2016-2026E 全球原料药市场规模及同比增速



数据来源：Mordor Intelligence，东方证券研究所

图 47：2010-2024 年全球专利药到期促进原料药市场的扩大



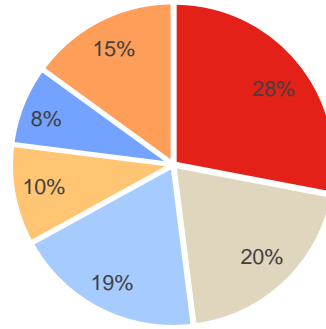
数据来源：Evaluate Pharma，东方证券研究所

从出口情况看，中国依然是最主要的原料药供应国家之一。根据观研报告网数据，中国占全球原料药供应的 28%，位居全球第一，主要出口地区为亚洲、欧洲、北美等地区。2021 年我国原料药出口额 417.7 亿美元，同比增长 17.0%，出口量（含中间体）达到 1140 万吨，同比增长 4.8%。近年来中国凭借其成本优势、人力优势，承接大量来自欧美的原料药订单，产业链逐渐向我国转移。

图 48：2019 年全球化学原料药供给区域分布

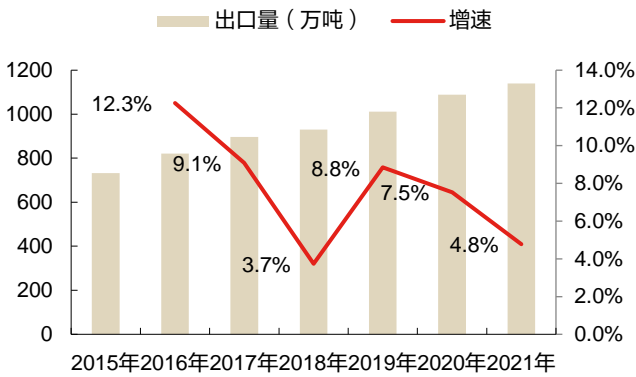
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

■ 中国 ■ 意大利 ■ 印度 ■ 美国 ■ 欧洲（除意大利外） ■ 其他地区



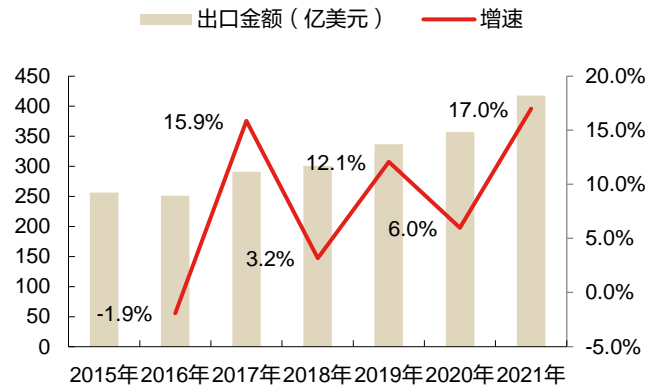
数据来源：观研报告网，东方证券研究所

图 49：2015-2021 年中国原料药（含中间体）出口数量



数据来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所

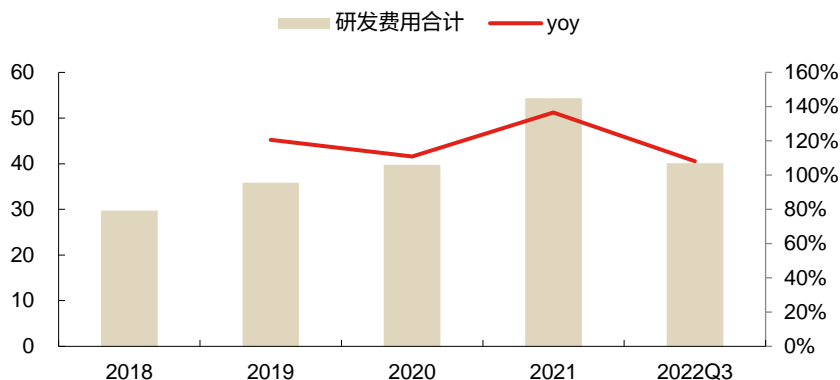
图 50：2015-2021 年中国原料药出口规模



数据来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所

研发投入持续加大，加速新品种或新业务布局。近年来特色原料药企业重视研发投入，2022 前三季度研发费用合计同比增长 108.13%。研发费用主要用于：1) 拓展原料药新品种，2) 战略布局 CDMO 领域，通过大力研发带来“D”（Development）端发展，有望实现从周期性行业向成长性行业的转型。以富士莱为例，公司 22 年前三季度投入研发费用 0.31 亿元，同比增长 53.24%，占营收比重 7.84%。截至 22 年上半年，公司已经立项 5-10 个特色原料药品种，同时，已有艾瑞昔布、阿帕替尼等品种与恒瑞医药合作，提升公司的 CDMO 的基础实力。

图 51：2017-2022Q3 主要原料药企业研发投入增速情况（单位：亿元）

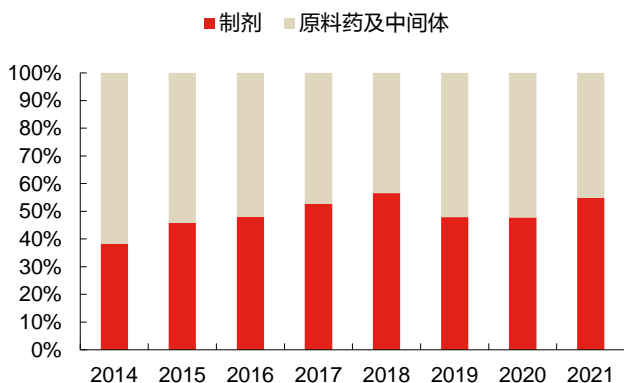


数据来源: wind, 东方证券研究所

展望未来，看好企业向原料药制剂一体化以及 CDMO 转型。

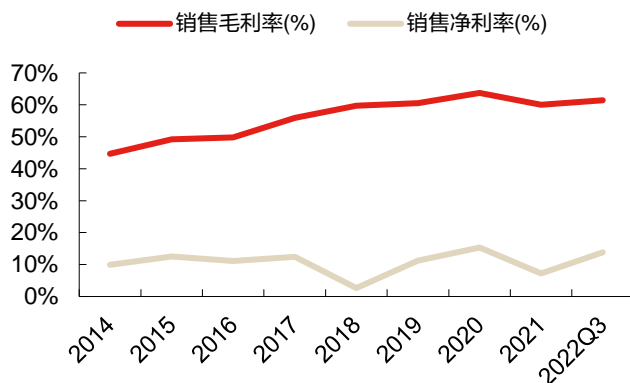
首先，纵向拓展，具备中间体-原料药-制剂垂直一体化优势的企业将更有竞争力。一方面，由于原料药行业受到一致性评价和集采影响，企业向下纵向拓展，通过集采中标快速放量抢占市场。另一方面，“原料药+制剂”一体化的在缩减成本上有更大优势，同时高附加值的制剂产品提升企业盈利能力。以华海药业为例，公司原料药/中间体+制剂的产品结构不断升级，以中间体-原料药-制剂垂直一体化优势，占据大宗仿制药市场主要份额，盈利能力持续提高。

图 52: 2014-2021 年华海药业营收结构



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 53: 2014-2022Q3 华海药业毛利率与净利率水平

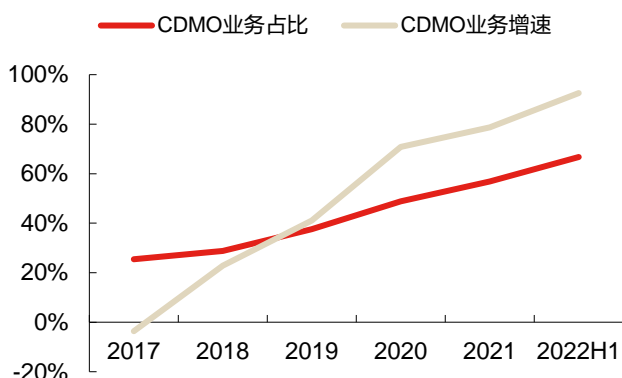


数据来源: wind, 东方证券研究所

其次，横向拓展，转型 CDMO 驱动业绩快速增长。近年，随着全球医药产能的转移，以及原研或初创型药企为集中资源提高研发效率等因素影响，制药产业链不断向复杂化及精细化发展，行业内分工日趋显著，CDMO 业务发展迅速。原料药企业，特别是特色原料药和专利原料药企业通过长期供应原料药，和客户形成了很强的粘性。同时在长期合作的基础上，也展现了成本控制、生产过程控制能力，因此在转型 CDMO 上具有较大优势。

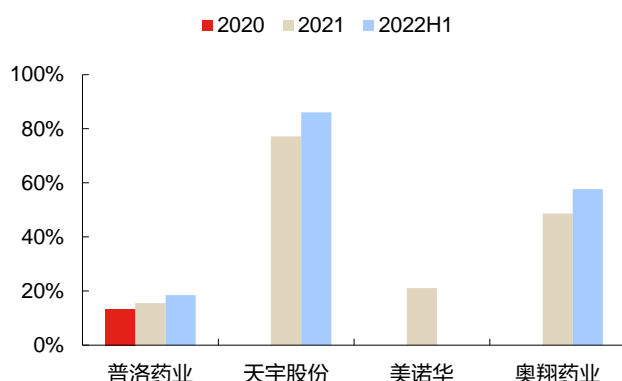
以九洲药业为例，其率先完成了从原料药企业向 CDMO 的成功转型。公司 CDMO 业务占比从 2017 年的 25% 快速提升至 2022H1 的 67%，CDMO 业务发展迅速，2022H1 同比增速高达 93%。此外，普洛药业、天宇股份、美诺华、奥翔药业等多家原料药龙头也开始布局 CDMO 业务，且 CDMO 业务占营收比例有明显上升趋势。

图 54：2017-2022H1 九州药业 CDMO 业务收入占比及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 55：2020-2022H1 部分原料药企业 CDMO 业务占营收比例



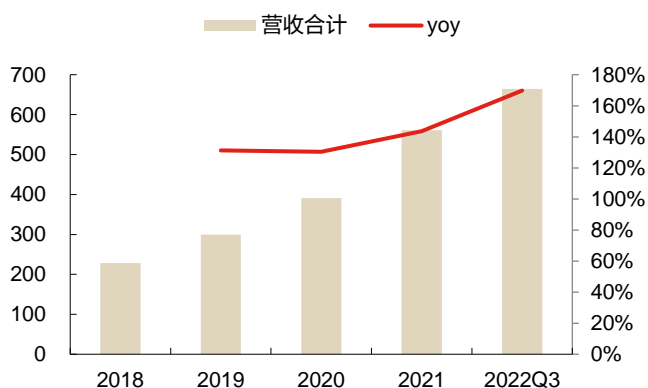
数据来源：wind，东方证券研究所

4.6 CXO：依旧维持高景气，在手订单充裕，管线数量持续扩张

CXO 板块估值处于历史低位，未来行业继续维持高景气度不变。2022 年年初以来，CXO 板块受制于投融资环境遇冷、国际地缘政治因素对海外订单的影响、新冠疫情反复对 CRO 业务影响等因素，估值处于持续调整阶段。展望未来，我们认为 CXO 行业将继续延续高景气度不变：1) 回顾 22 年前三季度，疫情不利背景下业绩依然保持高速增长；2) 中短期来看，管线数量稳定提升、在手订单充裕，将为公司未来业绩增长奠定基础；3) 长期来看，CGT 等新兴领域高速发展，有望成为未来重要增长点。

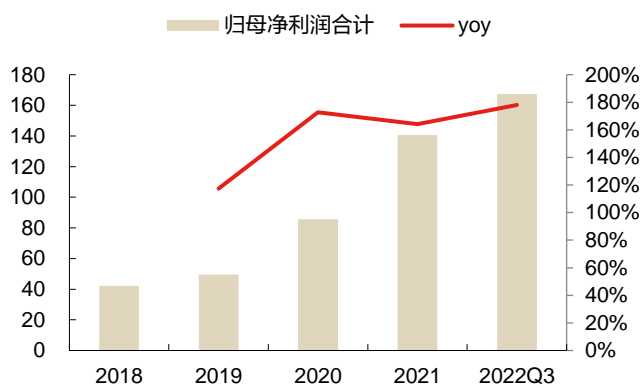
疫情背景下业绩依然保持高速增长，CDMO 企业受大订单驱动增速更为强劲。2022 前三季度，CXO 企业业绩表现出色，营收同比增速达 170%，归母净利润同比增速达 178%，主要系受到部分企业（例如药明康德、凯莱英、博腾股份等）承接的大订单对于整体利润贡献较大。以行业龙头药明康德为例，Q3 单季度实现营收过百亿，在 Q2 高基数下依然实现环比 14.6% 增长，超出市场预期，2022 年全年收入增长目标由 68-72% 调整至 70-72%。

图 56：2018-2022Q3 CXO 企业营收及增速（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 57：2018-2022Q3 CXO 企业归母净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

从订单金额角度来看，各公司在手订单充裕，未受到投融资波动影响。订单情况为跟踪 CXO 公司未来发展的主要指标之一，体现公司核心竞争力与持续发展的确定性。根据各公司中报公告，在手订单持续高速增长。

具体来看，药明生物在手订单金额最高，达 128 亿美元，同比增速 77%；凯莱英在手订单 14.7 亿美元，同比增速最快达到 119%；药明康德在手订单 351 亿元，同比增速 77%；昭衍新药在手订单 41 亿元，同比增长 78%。在高基数的基础上，持续高增的在手订单为公司未来业绩奠定基础。

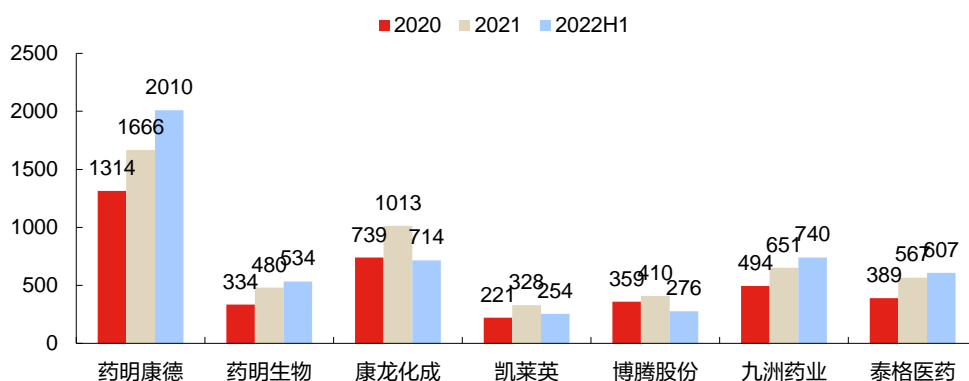
表 15：主要 CXO 公司在手订单金额情况

	2020	2021	2022H1	2022H1 同比增速
药明康德（亿元）	159	291	351	77%
药明生物（亿美元）	66	79	128	77%
凯莱英（亿美元）	/	19	15	119%
昭衍新药（亿元）	17	29	41	78%
泰格医药（亿元）	73	114	未披露	/
阳光诺和（亿元）	11	16	18	33%
百诚医药（亿元）	5	9	10	67%
博腾股份（亿美元）	/	2	7	/
美迪西（亿元）	13	25	17	63%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

从项目管线来看，管线数量稳定提升，为公司业绩增长奠定基础。药明康德管线数量从 2020 年的 1314 个提升至 2022H1 的 2010 个，药明生物、九洲药业、泰格医药等管线数量均呈现快速上升趋势，“漏斗效应”持续增强。叠加头部公司具有一定的议价优势，有望实现更长维度稳健发展。从主要指标来看，行业内公司在手订单充裕、管线数量稳步提升，未来业绩将得到持续兑现。

图 58：2020-2022H1 主要 CXO 公司管线数量情况

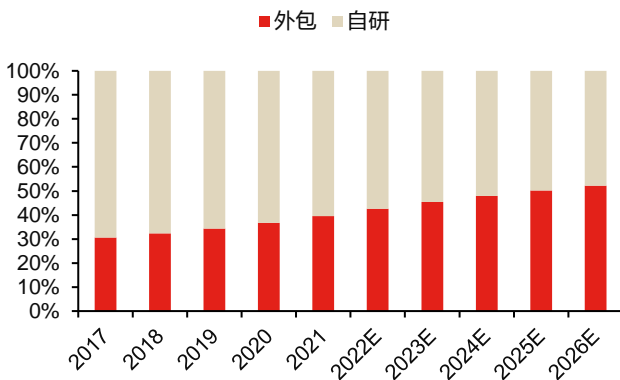


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

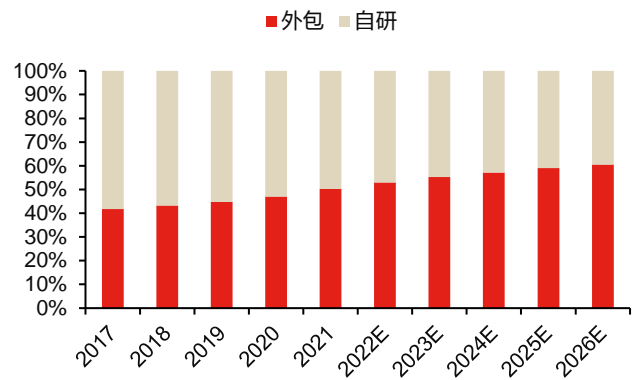
未来我国 CXO 在全球的市占率有望进一步提升。其原因在于：首先，我国医药外包市场的渗透率增速有望快于同期美国市场水平。据药明康德公开演示材料所示，从 2017-2021 年，中国 CRO 业务外包比例从 30.6% 上升至 39.6%，美国 CRO 业务外包比例则从 41.8% 上升至 50.3%。至 2026 年，CRO 业务在中国及美国市场的外包比例有望进一步提升至 52.2% 和 60.5%。对比来看，过去 5 年中国 CRO 业务渗透率增速快于美国市场，并且在未来 5 年仍将保持更快增长的趋势。其次，全球医药外包市场需求继续快速向中国转移。2016 年美国占全球医药外包产业 40%，中国仅占全球医药外包产业的 6%。至 2021 年，中国市场预计迅速上升至 12%，至 2026 年预计有望进一步提升至 22%，与美国市场的占比差距日益缩小，快速提升全球市场占比。

图 59：2017-2026E 中国医药外包渗透率



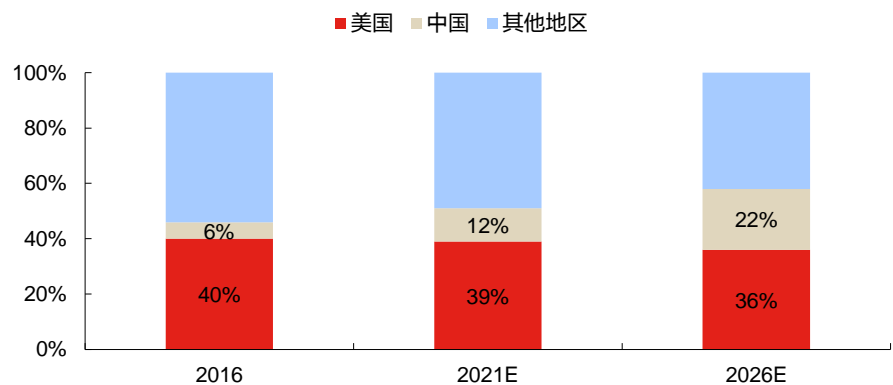
数据来源：药明康德 Industry Trend and Company Strategy，东方证券研究所

图 60：2017-2026E 美国医药外包渗透率



数据来源：药明康德 Industry Trend and Company Strategy，东方证券研究所

图 61：全球医药外包产业按地区划分



数据来源：药明康德公开演示材料，东方证券研究所

未来，庞大的临床未满足需求引领 CGT CDMO 领域成为增速最快的细分板块。细胞及基因治疗方法是最有前景的创新疗法，由于高技术壁垒及高生产成本，导致药企依赖于 CXO 企业进行 CGT 产品研发。在此契机下，国内以药明康德、和元生物、金斯瑞等为代表的企业正在积极利用自身的产能优势、技术优势、资源优势，重点发展 CGT CDMO 业务，以获得未来巨大的发展潜

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

力。从行业增速来看，2017-2021 年复合增速达到 29.3%，遥遥领先于行业整体增速及其他细分领域。预计未来，全球和中国的 CGT 领域规模仍将快速上升，2021-2025 年有望实现 32.5%的复合增速，推动 CGT CDMO 产业的高速发展。

表 16：2017-2030E 全球 CXO 行业增速按细分领域划分

	药物发现	临床前	临床前	CGT CDMO	小分子 CDMO	行业整体
2017-2021	11.3%	8.2%	9.7%	29.3%	10.5%	10.4%
2021-2025E	17.8%	10.9%	9.4%	32.5%	16.9%	14.0%
2025E-2030E	13.3%	8.5%	8.1%	19.0%	11.9%	10.9%

数据来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

CXO 在未来中可能会逐渐分化，我们更建议关注一些具备特色和一体化的公司，建议关注阳光诺和、药明康德、药明生物等。

以阳光诺和为例，CRO 业务与自研品种双轮驱动。预计公司明年 CRO 业务有望保持 30%左右的增速，净利润率水平约 20%，毛利率约 50%。同时，公司将加大自研创新品种的储备力度，从研发投入来看，研发力度进一步加大，22 年前三季度研发费用达 0.57 亿元，同比增长 58.92%；研发费用率 11.45%，同比增长 0.99 个百分点，公司研发费用率历年来保持行业高水平。从自研项目来看，公司已储备多个前景良好、供应短缺且开发难度大的自研管线，逐步进入产品收获期。截至 22H1，共计 40 项药品申报注册受理共有（其中创新药 3 项，仿制药 37 项），多款创新药项目进入临床后期阶段。未来，公司自研品种可通过转让给下游药企客户获得转让费，并保留一定的药品长期收益份额，进一步提高公司盈利能力。

图 62：阳光诺和创新药在研管线图

项目信息					立项调研	临床前研究					
治疗领域	靶点	代码	剂型	适应症		先导化合物发现	先导化合物优化	PCC化合物确定	药学工艺研究	GLP研究	IND申报
镇痛	KOR	ST1902/STC007	注射	术后镇痛	→						2022/Q1
			注射	尿毒症瘙痒	→						
肾病并发症	HIF-PHD	STS001	口服	透析/非透析患者的慢性肾脏病贫血	→		2022/Q1	2022/Q3	2023/Q3	2023/Q4	
癌症并发症	GHSR	STS002	注射	癌症恶病质	→			2022/Q2	2022/Q4	2023/Q4	2024/Q1
			口服	癌症恶病质	→						
代谢性疾病			口服	生长激素缺乏症	→						
抗菌	未知	STS003	注射	痤疮	→						

数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.7 疫苗：品种为王，看好相关优质龙头企业

疫苗行业，受益于居民生活水平和预防意识提升具备长期发展潜力，并呈现出总量增长、核心品种占比愈大的趋势。随着基础科学和技术的进步推动疫苗品种不断推陈出新，除了近两年的新冠肺炎疫苗外，全球年销售额超十亿美金的 13 价肺炎疫苗、HPV 疫苗、重组带状疱疹疫苗等多个重磅品种均为 2006 年以来获批的创新品种。

近年来随着重磅品种陆续在国内获批，国内疫苗市场规模呈加速增长趋势。根据灼识咨询测算。我国疫苗市场规模（不计新冠疫苗）从 2016 年的 240 亿元增长至 2020 年的 640 亿元，2016-

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

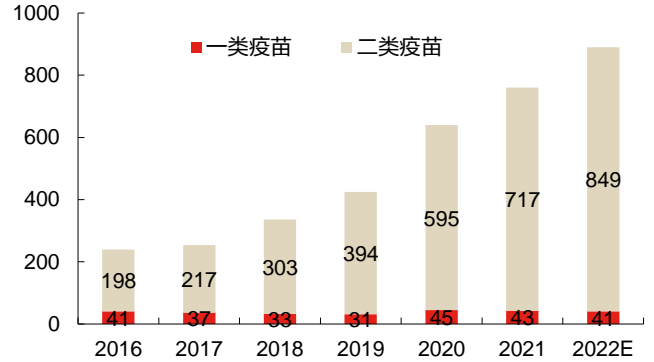
2020 年间复合增长率 20.6%，主要由二类苗驱动，预计 2022 年我国疫苗市场规模有望达到 890 亿元。

图 63：2020 年全球前十大疫苗品种排行

排名	疫苗品种	销售额(亿美元)	占比
1	13价肺炎结合-辉瑞	58.5	16.9%
2	4价/9价HPV疫苗-MSD	39.4	11.4%
3	流感疫苗-赛诺菲	30.4	8.8%
4	重组带状疱疹-GSK	27.1	7.8%
5	多联苗-赛诺菲	25.9	7.5%
6	麻腮风水痘系列-MSD	18.8	5.4%
7	23价肺炎多糖-MSD	10.9	3.1%
8	流感疫苗-GSK	10.0	2.9%
9	B群流脑疫苗-GSK	8.9	2.6%
10	多联苗-GSK	8.6	2.5%

数据来源：中商情报网，东方证券研究所

图 64：我国疫苗（不含新冠疫苗）市场规模预测趋势图（单位：亿元）



数据来源：中商情报网，东方证券研究所

今年以来受疫情封控等原因，常规疫苗接种仍有影响，展望后续，随着疫苗常态化防控及新冠疫苗常态化接种，常规疫苗尤其是创新大单品疫苗有望迎来快速增长阶段。

建议关注产品矩阵齐全并拥有核心单品、渠道完善的智飞生物、康泰生物、康希诺等，同时建议关注特色优势产品、竞争格局良好的万泰生物、百克生物等。

4.8 科研服务：推进高水平科技自立自强，行业迎来发展机遇

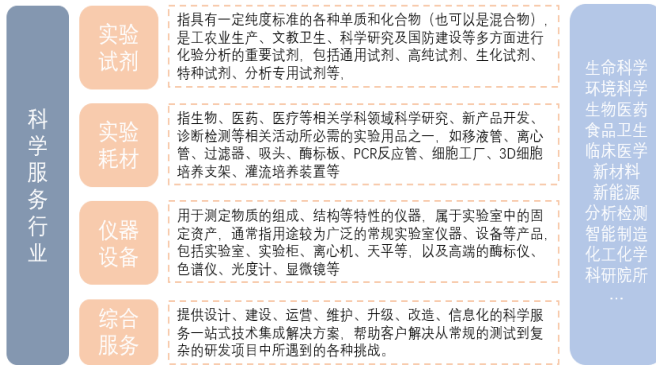
科研服务行业，主要为下游从事科学研究和生产质量控制的企业、高校和研究机构，提供科学技术解决方案的服务性行业。下游涉及范围广泛，包括医药生物、新材料、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造、化工化学等多个领域。

科学服务行业是各行各业研发的关键，空间足够大。科研能力的提升是现代科学与工业研发的基石，实验仪器的高端化水平往往代表了整个国家的创新能力和科学技术发展水平。根据美国商务部 90 年代的数据显示，仪器仪表行业产值只占工业总产值的 4%，但对国民经济影响达 66%，其重要性不言而喻。

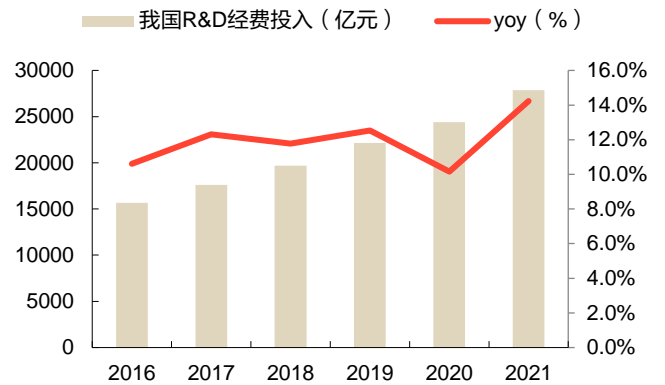
科学服务行业作为科技创新的核心，受益于政府、企业和科研机构研发费用稳定增长而增长。相比于海外发达国家研发强度和技术能力，国内研发支出增速更快且有进一步提升空间，未来支撑相关科研仪器设备、实验室试剂及耗材进一步稳定增长。

图 65：科研服务行业产业链一览表

图 66：我国 R&D 研发经费保持快速增长



数据来源：华经情报网，东方证券研究所



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

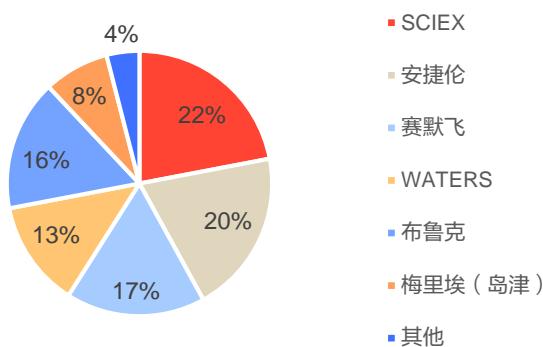
科研服务行业仍呈现海外巨头垄断的竞争格局，国产厂商较多，但企业规模普遍较小，处于低端产品竞争中，高端产品进口依赖度尤其高。

其中，科研仪器设备等技术壁垒较高，根据相关部门统计，2016-19 年间采购的 200 万元以上的科学仪器中，质谱仪、X 射线类仪器、光学色谱仪、光学显微镜等国产设备比例不足 1.5%，而国产高端光学显微镜采购为 0。

以质谱仪市场为例，目前全球质谱仪市场主要被欧美日本等发达国家占据，行业集中度高。

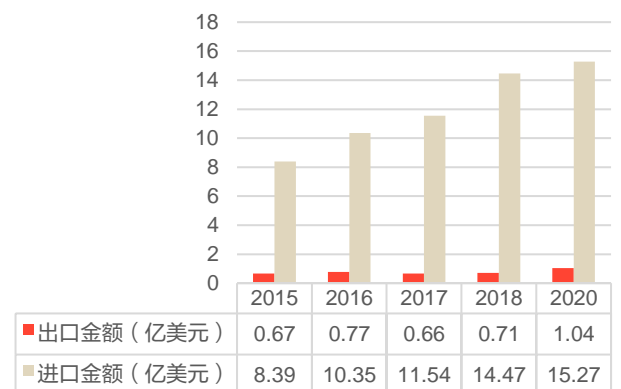
全球市占率排名靠前的厂商主要是 SCIEX（丹纳赫旗下品牌）、安捷伦、赛默飞等，而国内质谱仪对外依赖度大，80%左右仍来自于进口，竞争格局与全球类似。2020 年中国质谱仪进口金额为 15.27 亿美元，占整个国内市场规模 80%左右，按照质谱仪均价 15 万美元（100 万人民币左右计算），对应 10000 台进口质谱仪可供国产替代，发展潜力巨大。

图 67：2020 年全球质谱仪市场份额 (%)



数据来源：华经情报网，东方证券研究所

图 68：我国进出口质谱仪金额 (亿美元)



数据来源：中国海关，东方证券研究所

科研服务行业是高端技术发展的基石，同时又具备极高的技术壁垒，国家持续加强对核心高端技术的自主可控，相继出台了一系列鼓励政策，促进行业快速发展，加快国产替代进程。

2021 年 12 月 24 日，全国人大常委会修订通过了《中华人民共和国科学技术进步法》，法案明确提出在功能、质量等指标满足采购需求的条件下，政府采购应当购买国产仪器，且对于首次投放市场的国产仪器，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为予以限制。

2021 年，财政部联合工信部发布《政府采购进口产品审核指导的标准》（2021 年版）的通知，明确对部分光学仪器、分析仪器、试验仪器、测量仪器等的国产比例做出了指导，促进科研仪器国产替代转型。

2022 年 10 月，党的二十大报告提出要推进高水平科技自立自强，并明确指出支持专精特新企业发展，保证产业链各个环节自主可控或大部分可控，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

表 17：部分科研仪器国产化指导采购比例（%）

产品品类	主要性能指标	功能或应用场景	审核建议比例			
			全部采购 本国产品	按比例采购本国产品		
				75%	50%	25%
扫描电镜-显微镜	分辨率：二次电子像 ≤ 3.0nm(30kv),8nm(3kv),15nm(1kv)；放大倍数：X15~X800000	纺织类材料及深加工产品等表现形貌观测特征	√			
原子吸收分光光度计	检出限：(火焰法)铜 ≤ 0.007ug/mL 等；重复率 RSD ≤ 0.9%；波长分辨率 ≤ 0.15nm	用于地质、医学、食品等领域微量和痕量元素分析	√			
电感耦合等离子体质谱仪	检出限：Be(9)<0.5ng/L(pppt),In(115)<0.1pppt;Bi(209)<0.1pppt；信噪比>220M	用于各类样品中主量、微量及痕量元素的定性、半定量和定量分析		√		
气相色谱质谱联用仪	全扫描灵敏度：S/N ≥ 1500:1；最大扫描速度 ≥ 12500nm/s；质量准确度 ≤ ± 0.2u	用于环境、油气等样品中挥发性有机物、多环芳烃等物质测定			√	
苯系物检测仪	程序升温 ≥ 20 阶；扫描速度 ≥ 20000u/s；仪器灵敏度：S/N ≥ 2800:1	用于固体废物对环境空气、水质、土壤污染程度检测评估				√

数据来源：财政部，东方证券研究所

2022 年 9 月 7 日国务院常务会议提出的政策贴息、专项再贷款等支持设备更新改造，其中也有一部分覆盖高校、职业院校的设备购置和更新改造，设备要求：教学、科研、实验、实训等重大设备购置。院校要整合打包购置需求，一所院校原则上只能申请一个贷款项目，贷款金额不低于 2000 万元。跨省跨市建设分校区，以及贷款需求超过 20 亿元的，可以拆分申请。

此次政策推出政策贴息+专项再贷款“组合拳”，并重点支持教育行业等领域，并要求年底前完成相关申报工作。此次政策引发各地高校科学设备采购潮，政策支持力度大，且时间窗口较短，并指出优先采购国产自主品牌设备，带动国产相关科研设备企业需求增长。从近期大学采购名单里可以看出，质谱仪、光谱仪、高通量测序仪、3D 打印系统、显微镜、生物反应器等科研仪器均是采购重点。

表 18：各高校贴息贷款采购项目需求

项目名称	金额	采购需求
四川大学 11 月采购意向	4.5 亿元	球差校正透射电子显微镜、X 射线显微镜、小角 X 射线散射-流变联用仪（Rheo-SAXS）、流变-小角 X 射线散射联用分析仪、针尖增强拉曼光谱仪、多接收电感耦合等离子体质谱仪、超高时空分辨率显微镜、飞行时间电感耦合等离子体质谱仪、X 射线光电子能谱仪等大量高端仪器。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

北京大学 10-12 月采购意向	4 亿	分选型流式细胞仪、离子束刻蚀系统、双光子扫描光遗传学显微镜、冷冻电镜系统、双光谱高分辨共聚焦显微镜、数字切片扫描仪等
清华大学 10-12 月采购意向	6.7 亿	高分辨液质联用仪、时间飞行质谱仪、离子注入机、多功能指控计算中心服务器、台式工作站、移动工作站、芯片封装试验系统等
北京化工大学	4000 万	超级计算机服务器、光刻机、蚀刻机等
北京化工大学 11 月采购意向	2020 万	平行生物反应器系统、生物过程控制器、石英晶体微天平
山东大学 11-12 月采购清单	5920 万	气相色谱-高分辨率质谱联用仪、超高效液相色谱-高分辨质谱联用仪、电感耦合等离子体质谱联用系统、X 射线荧光光谱仪、声波聚集流式细胞仪等
南京理工大学 10-12 月招标	6700 万	快速原子力显微镜、光纤光栅应变测量系统、高性能计算机集群等
上海交通大学 11-12 月招标	1316 万	固体氧化物燃料电池/电解池测试系统、原位微纳热力分析型聚焦离子束/电子束扫描电镜等
上海科技大学 11-12 月采购	8538 万	半导体光电测试低温系统、光热耦合催化分析系统、数字 PCR 仪、光谱流式细胞分析仪、原位电子顺磁共振谱仪、一体化紫外可见红外纳秒瞬态吸收光谱仪等
浙江大学 11-12 月政府采购意向	9100 万	共聚焦激光扫描显微镜、分子互作检测仪、电子显微镜、冷冻电镜等

数据来源：仪器信息网等整理，东方证券研究所

本次大规模影响科研仪器行业的结构性货币政策属于近年来较大力度的支撑政策，可能会带动百亿、千亿级的仪器仪表采购需求，相关科研仪器行业迎来放量机遇。建议关注莱伯泰科、聚光科技、禾信仪器等。

投资建议

展望未来，医保控费和常态化集采将会持续，企业需要选择新的品种、充分抓住临床需求，因此我们看好具有真正创新能力的企业，建议重点关注产品端的需求机会。医疗器械方面建议关注迈瑞医疗(300760, 买入)、佰仁医疗(688198, 买入)、三友医疗(688085, 买入)、威高骨科(688161, 买入)、微电生理-U(688351, 未评级)、南微医学(688029, 未评级)、心脉医疗(688016, 未评级)等；创新药方面建议关注恒瑞医药(600276, 买入)、京新药业(002020, 买入)、君实生物-U(688180, 未评级)、键凯科技(688356, 买入)等；医疗服务方面建议关注爱尔眼科(300015, 未评级)、通策医疗(600763, 未评级)等；药店方面建议关注益丰药房(603939, 买入)、大参林(603233, 买入)、老百姓(603883, 买入)等；原料药方面建议关注仙琚制药(002332, 买入)、富士莱(301258, 买入)、华海药业(600521, 未评级)等；CXO 方面建议关注阳光诺和(688621, 买入)、药明生物(02269, 未评级)、药明康德(603259, 未评级)等；疫苗方面建议关注智飞生物(300122, 买入)、康泰生物(300601, 未评级)、康希诺(688185, 未评级)、万泰生物(603392, 买入)、百克生物(688276, 未评级)等；科研服务方面建议关注莱伯泰科(688056, 买入)、聚光科技(300203, 未评级)、禾信仪器(688622, 未评级)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；

疫情反复导致的风险。奥密克戎疫情传播极快，若后续疫情有所反弹，将对下游需求和生产生活都会产生不利影响；

企业研发不及预期的风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，报告中提及企业的研发投入、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。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，将会对长期经营产生不利影响；

假设条件变化影响测算结果。文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有智飞生物(300122)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。