

医药生物

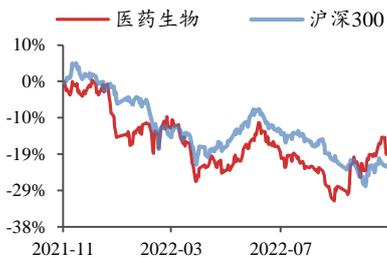
2022年11月30日

准备迎接医药板块戴维斯双击

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《看好医院客流回升、ICU 病房建设推动下康复赛道景气度提升——行业周报》-2022.11.27

《定点医院 ICU 建设或将为生命信息与支持板块带来较大市场增量——行业周报》-2022.11.20

《准备迎接医药板块戴维斯双击》-2022.11.15

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

余汝意（联系人）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790121070029

龙永茂（联系人）

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790121070011

● 外部环境边际向好，医药板块或将迎来“慢牛”行情

医药板块经历疫情扰动、集采降价等影响后，在 2022Q3 进入筑底阶段，Q4 以来随着财政贴息贷款、精准防控统筹经济发展等政策的落地，叠加三季报整体稳健，板块正在经历从估值修复到业绩修复的过程。展望 2023 年，医药板块有很多细分赛道的优质成长股到了长期布局的时点，业绩持续改善可期。

● 精准防控政策下迎来消费复苏机遇，中药、医疗服务、药店业绩有望改善

防疫政策强调提升科学化、精准化、人性化管理水平，统筹经济发展。减少隔离天数，取消次密接判定、严禁随意“静默”管理等举措有望带来消费医疗快速复苏，利好细分板块包括：中药，目前板块估值低、政策友好，叠加院内院外人流量回暖，业绩和景气度有望持续提升；医疗服务，尤其是需求刚性的服务，诊疗量的提升将带来业绩提速；药店，2023 年看点在于同店经营回暖及扩张有望保持较快速度，看好全年业绩稳健增长。

● 中长期把握行业集中度提升、产业链升级、国产替代的历史性机遇

创新和产业升级是行业内永恒的主题，我们看好具有源头创新能力和差异化竞争力的企业逐步进入全球市场，参与全球竞争，开拓成长空间。2022Q3 的数据显示 CXO 公司新签订单保持高位增长、项目排产紧凑，行业需求依然旺盛；项目报价整体依然稳定；国产创新药注册申报数量快速攀升，与进口药已经拉开较大差距，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内陆续获批上市；国产仿制药质量随着我国一致性评价的推进而大幅度提高，竞争力不断加强。截止到 2022 年全国第七批集采结束，集采中选品种累积达到 320 个。大量大品种都经历了集采降价。对于大部分仿制药企业来说，集采的边际影响正在逐步减弱。

● 推荐及受益标的

推荐标的：消费复苏：华东医药、江苏吴中、美年健康、国际医学、海吉亚医疗等；**中药：**新天药业、中国中药、太极集团等；**零售药店：**益丰药房、老百姓、健之佳等。

创新升级题材：康龙化成、泰格医药、药石科技、博腾股份、美迪西、皓元医药、奥浦迈、纳微科技、毕得医药、义翘神州。化学制药：人福医药、东诚药业、华东医药。

国产替代题材：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、开立医疗、采纳股份、昌红科技、康拓医疗。

受益标的：同仁堂、红日药业、华润三九、药明康德、科伦药业、恩华药业、百普赛斯、京新药业、海思科、特宝生物、丽珠集团、恒瑞医药、百济神州-U、君实生物-U、联影医疗、华大智造、海尔生物、安图生物、新产业、亚辉龙、仁度生物、戴维医疗、理邦仪器、爱尔眼科、通策医疗、大参林、一心堂。

● **风险提示：**行业黑天鹅事件、疫情反复影响生产运营。

目 录

1、 展望 2023：医药“慢牛”行情或将至，抓住优质成长股布局机遇	5
1.1、 医药板块近 15 年经历的三次牛市主要受政策影响	5
1.2、 当前医药板块估值处于历史低位，迎来布局良机	5
1.3、 防疫政策趋于精准防控，利好全产业链	6
2、 消费复苏机会：中药、医疗服务、药店业绩有望持续改善	6
2.1、 中药受益于国家政策支持，板块有望持续提速	6
2.1.1、 中药行业一直受国家支持，在政策的积极推动下有望加快速度调整优化期	6
2.1.2、 中药饮片：联合采购文件公布，体现产业特色，价格降幅温和，更看好龙头发展	7
2.1.3、 中药配方颗粒：部分省市备案数量超过 400 个，国标加速推进下预计拐点 2023 年显现	8
2.1.4、 中药创新药：2022 年国谈下新增、续约品种有望实现快速放量	10
2.1.5、 中药注射剂：行业负增长下仍有潜力品种实现逆势较快增长	13
2.1.6、 中成药-公立医疗端：集采价格降幅较温和，独家中成药价格降幅更低	14
2.1.7、 中成药：较多企业发布股权激励计划，设置积极考核目标，业绩增长确定性较强	16
2.1.8、 中药板块推荐及受益标的	17
2.2、 医疗服务：精准防控背景下，诊疗量提升有望带动板块业绩增长	18
2.2.1、 疫情防控持续精准化，就诊需求增加下预计迎来“就诊高峰”	18
2.2.2、 疫情不改量增趋势，渗透率提升为行业核心发展逻辑	18
2.2.3、 DRG 进一步铺开，拥有较强精细化管理能力的民营医院迎来新机遇	19
2.2.4、 医疗服务板块推荐及受益标的	20
2.3、 药店：业绩稳中向好，看好龙头扩张加速、处方外流机会	20
2.3.1、 药店：2022 年前三季度零售药店收入稳健增长，利润逐季向好	20
2.3.2、 2022 年疫情影响下零售药店毛利率、净利率有所波动	21
2.3.3、 从趋势上来看零售药店毛利率、净利率呈提升态势	22
2.3.4、 2023 年零售药店投资逻辑一：看好龙头加速扩张，行业集中度提升趋势下零售药店的成长潜力	22
2.3.5、 2023 年零售药店投资逻辑二：看好处方外流趋势下，专业服务能力强的零售药店	24
2.3.6、 2023 年零售药店投资逻辑三：看好多元化经营下零售药店客流、客单提升带来的业绩增长	25
2.3.7、 推荐及受益标的	26
3、 创新升级机会：CXO 红利期、创新药收获期、仿制药拐点期的碰撞	26
3.1、 CXO：估值处于历史底部，经营继续稳健	26
3.2、 科研服务上游：股价趋于合理，看好后市机会	29
3.3、 创新药：进入收获期，医保谈判常态化，推动创新药放量	32
3.3.1、 纲领性文件政策落地，深化制度改革	32
3.3.2、 全面落实 MAH 制度，医保谈判常态化，推动创新药放量	34
3.3.3、 国产创新药进入收获期	35
3.4、 仿制药：医疗行业供给侧改革，集采冲击边际逐步减弱	36
3.4.1、 仿制药一致性评价取得较大成就	36
3.4.2、 集采冲击边际减弱，部分药企有望引来拐点	37
3.5、 医疗新基建和技术迭代提速，集采政策理性成熟，国产替代空间广阔，设备+IVD 赛道迎来高增长	38
3.5.1、 医疗新基建提速，平台型医疗设备公司迎来重要发展机遇	38
3.5.2、 技术迭代持续进行，看好国产高端医疗器械市场替代进口	40
3.5.3、 医疗器械：集采政策趋向温和，低估值 IVD 和耗材企业机会显现	41
3.5.4、 医疗器械：2022Q1-Q3 医疗器械板块内部分化，设备+IVD 赛道持续增长	42
3.5.5、 医疗器械受益标的	43

4、风险提示 43

图表目录

图 1: 近 15 年三次大牛市开启与结束主要受政策影响 5

图 2: 医药板块估值目前处于历史低位 5

图 3: 医药持股市值占基金股票投资市值比近 5 年最低 5

图 4: 国标数量有望陆续增加 (个) 9

图 5: 国标申报资料受理评审品种数量持续增加 (个) 9

图 6: 银杏类中药注射剂在脑血管中药注射剂中皆实现逆势增长 14

图 7: 2022 年 4-5 月全国医院诊疗人次同比皆为负增长 18

图 8: 医疗服务标的 2022Q2 收入基本呈现负增长 18

图 9: 我国药店连锁化率逐年提升 23

图 10: 2021 年新开店将在 2022 年逐渐释放业绩 24

图 11: 零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势 24

图 12: 零售药店积极推进 DTP 药房建设 25

图 13: CXO 主要标的股价均调整较多 26

图 14: CXO 主要标的估值调整较多 27

图 15: CXO 主要标的整体收入快速增长 27

图 16: CXO 主要标的归母净利润快速增长 27

图 17: CXO 主要标的费用率稳定向下 28

图 18: CXO 主要标的盈利能力稳定 28

图 19: 国内生物医药投融资下滑 (亿元) 28

图 20: 全球生物医药投融资下滑 (亿元) 28

图 21: 科研服务上游股价回调较多 29

图 22: 科研服务上游估值调整充分 30

图 23: 上游公司快速补充人员 (人) 30

图 24: 上游公司人均创收优宁维较高 (万元) 31

图 25: 上游公司人均创利百普赛斯较高 (万元) 31

图 26: 2017A~2022Q3 上游公司收入和利润快速增长 (百万元) 32

图 27: 剔除新冠影响后上游公司收入和利润变化差异变小 (百万元) 32

图 28: 2015-2021 年中国 MAH 申请获批上市数量大幅增长 34

图 29: 2021 年我国新药临床申报受理大幅增长 35

图 30: 国产新药获批加速 36

图 31: 国产创新药获批占比提升较快 36

图 32: 2017-2021 年仿制药一致性评价申报数量和通过数量 36

图 33: 2017-2021 年间仿制药一致性评价申报数量 TOP10 37

图 34: 2017-2021 年间仿制药一致性评价通过数量 (含视同通过数量) TOP10 37

图 35: 全国医疗卫生项目数量和投资总额近年提升显著 39

图 36: 卫健委财政贴息政策鼓励医疗设备更新 39

图 37: 技术密集型高端医疗器械品种相对国产化率较低 40

图 38: 近年医疗器械板块上市公司研发投入高速增长 40

图 39: 创新医疗器械领域长期发展空间较大 41

图 40: 医疗器械板块估值处于历史低位 42

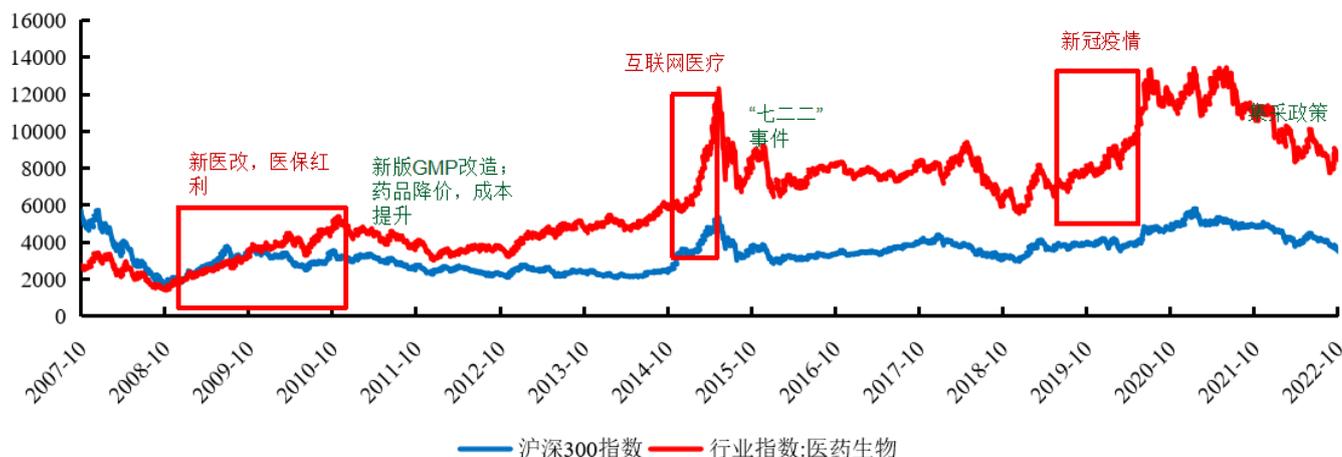
表 1: 优化防控工作强调科学化、精准化、人性化.....	6
表 2: 中药行业一直受到国家政策支持	7
表 3: 中药饮片业务收入在 2021 年基本实现了较高增长.....	8
表 4: 中药配方颗粒厂家在外省地区国标+省标备案数量已达到 350 个以上（截至 2022.10.25）	9
表 5: 2022 年通过谈判拟进入医保的续约品种有望继续实现高速增长.....	10
表 6: 中药 2021 年通过谈判进入医保的新增/续约品种在 2022H1 销售额快速.....	11
表 7: 2022 年通过谈判拟进入医保的新增品种有望实现高速增长.....	11
表 8: 中药临床 III 期药品数量在 2022 年数量较多.....	12
表 9: 中药新药 NDA 数量 2022 年明显增加.....	12
表 10: 呼吸类中药注射剂大单品销售额 2021 年皆恢复增长.....	14
表 11: 中成药集采价格降幅较为温和.....	14
表 12: 2021 年中国公立医疗机构端中成药中儿科销售额增速最高.....	15
表 13: 中国公立医疗机构端 2021 年儿科中成药 TOP 10 产品大部分实现收入快速增长.....	16
表 14: 中成药较多企业发布股权激励计划.....	16
表 15: 重点推荐公司盈利预测与估值	17
表 16: 疫情不改医疗服务行业渗透率提升促进量增的发展趋势.....	19
表 17: 2020 年广东省民营医院 DRG 入组率较高	20
表 18: 2020 年广东省民营医院平均住院日和公立医院基本持平.....	20
表 19: 重点推荐公司盈利预测与估值	20
表 20: 2022 年前三季度各大药房收入稳健增长，利润逐季向好.....	21
表 21: 2022 年疫情影响下零售药店毛利率、净利率有所波动.....	22
表 22: 从趋势上来看零售药店毛利率、净利率呈提升态势.....	22
表 23: 老百姓步入“万店”阶段，益丰药房、一心堂、大参林破万可期.....	23
表 24: 零售药店积极布局“双通道”统筹资质药房.....	25
表 25: 看好多元化经营下零售药店客流、客单提升.....	25
表 26: 2022 年前三季度健之佳在多元化经营下实现较快恢复性增长.....	26
表 27: 医药商业板块推荐及受益标的	26
表 28: CXO 推荐及受益标的	28
表 29: 上游公司陆续推出股权激励	31
表 30: 关注生物医药上游的投资机会	32
表 31: 2015 年以来多个纲领性文件落地	33
表 32: 医保谈判常态化	35
表 33: 重点推荐公司盈利预测与估值	36
表 34: 标集采降幅逐步趋于稳定	37
表 35: 重点推荐公司盈利预测与估值	38
表 36: “十四五”医疗新基建持续投入.....	38
表 37: 各地贴息贷款政策快速落地	39
表 38: 医疗器械板块三季度业绩表现稳健.....	43
表 39: 受益标的的盈利预测与估值	43

1、展望 2023：医药“慢牛”行情或将至，抓住优质成长股布局机遇

1.1、医药板块近 15 年经历的三次牛市主要受政策影响

近十五年，医药板块在国家政策鼓励支持、产业结构不断优化的大背景下，经历了三次牛市。背后的驱动因素有医疗体制的不断完善、国企改革注入活力、人口老龄化、创新药械政策红利、行业供给侧改革等。公募基金医药持仓的市值占比从 2008H1 的 4.53% 提升至 2020H1 的 16.36%，2022H1 回落至 10.34%，

图1：近 15 年三次大牛市开启与结束主要受政策影响

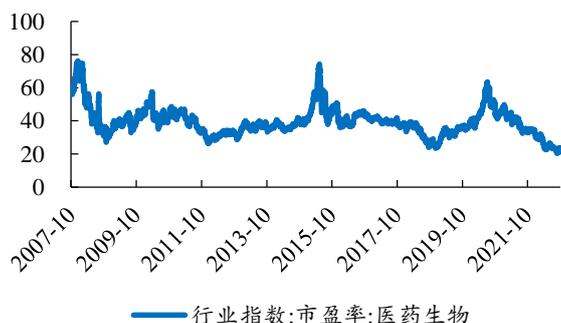


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、当前医药板块估值处于历史低位，迎来布局良机

当前，医药板块经历疫情扰动、集采降价等影响后，跌幅已经脱离基本面，一大批优质企业的估值处于历史底部。历史上，医药板块牛市启动时指数市盈率均在 20 倍左右，一般不超过 30 倍。截止 2022 年 10 月 31 日，板块市盈率已跌至 22.73，处于历史上最“低估”状态，具备持续反弹逻辑。此外，每轮医药板块牛市的开启都伴随着较低的公募基金持仓占比。截止 2022 年半年报，医药板块公募持仓占比为 10.34%，达近五年新低，上涨空间充足。

图2：医药板块估值目前处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：医药持股市值占基金股票投资市值比近 5 年最低



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、防疫政策趋于精准防控，利好全产业链

防疫政策趋于精准防控，在坚持“动态清零”总方针不动摇的前提下，强调科学精准防控，提升科学化、精准化、人性化水平，统筹经济发展，利好全产业链。

表1：优化防控工作强调科学化、精准化、人性化

	调整前	调整后
密接	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家隔离
次密接	7天居家隔离	不再判定密接的密接
高风险外溢人员	7天集中隔离	7天居家隔离
风险区	“高、中、低”三类	“高、低”两类
常态化管理	保留落地检	一般不按行政区域开展全员核酸检测，对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围，保留落地检
结束闭环作业的高风险岗位从业人员	7天集中隔离或7天居家隔离	5天居家健康监测
入境航班	登记前48小时内2次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制，登记前48小时内1次核酸检测阴性证明
入境人员	7天集中隔离+3天居家健康监测	明确阳性判定标准为核酸检测Ct值<35，5天集中隔离+3天居家隔离
加大“一刀切”层层加码问题整治力度		严禁随意封校停课、停工停产停诊、“静默”管理、长时间不解封；整治、逐一排查不合理封校行为；不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产；避免因疫情滞留，不得拒绝接受滞留人员返回
能力建设		加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群-做好新冠药物储备、急救药品和医疗设备储备
坚持动态清零方针		坚持动态清零，决不能造成放松疫情防控，甚至放开、“躺平”的误读；坚决打赢常态化疫情防控攻坚战

资料来源：国务院联防联控机制、开源证券研究所

2、消费复苏机会：中药、医疗服务、药店业绩有望持续改善

2.1、中药受益于国家政策支持，板块有望持续提速

2.1.1、中药行业一直受国家支持，在政策的积极推动下有望加快速度过调整优化期

中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持。中医药行业自2019年10月发布《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》后发展明显加速，2021年2月发布的《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》就“意见”中提到的发展方向予以落实、细化，后续政策就“意见”和“通知”中提到的各个方面进一步细化，在研发、机构供给、人才供给、医保方面给予全方面支持。

表2：中药行业一直受到国家政策支持

发布时间	发布部门	文件	要点
2016.12	第十二届全国人民代表大会常务委员 会通过	《中华人民共和国 中医药法》	中医药法第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障。中医药法针对中医药自身的特点，改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度，有利于保持和发挥中医药特色和优势，促进中医药事业发展
2016.12	国家中医药管理局、国家发展和改革委员会	《中医药“一带一 路”发展规划 (2016-2020年)》	到2020年，中医药“一带一路”全方位合作新格局基本形成，国内政策支持体系和国际协调机制逐步完善，以周边国家和重点国家为基础，与沿线国家合作建设30个中医药海外中心，颁布20项中医药国际标准，注册100种中药产品，建设50家中医药对外交流合作示范基地。
2017.12	国家中医药管理局	《关于推进中医药 健康服务与互联网 融合发展的指导意 见》	深化中医医疗与互联网融合、发展中医养生保健互联网服务、推动中医药健康养老信息化、发掘中医药文化与健康旅游资源、促进中医药服务贸易信息交流、规范中医药健康大数据应用
2018.5	国家药品监督管理 局	《关于发布古代经 典名方中药复方制 剂简化注册审批管 理规定的公告》	内容依次涉及经典名方目录、简化审批的条件、申请人资质、物质基准的申报与发布、经典名方制剂的注册程序及管理要求、各相关方责任等，科学规范中药分类管理和经典名方的研发注册申请路线，加大对传统中药经典的传承支持力度
2019.1	国务院	《关于促进中医药 传承创新发展的意 见》	是以中共中央和国务院名义发布的第一个中医药文件，到2022年，基本实现县办中医医疗机构全覆盖。加快中医药循证医学中心建设，用3年左右时间，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种，及时向社会发布。到2022年形成并推广50个左右中西医结合诊疗方案。建立综合医院、专科医院中西医会诊制度，将中医纳入多学科会诊体系。完善中医药价格和医保政策，分批遴选中医优势明显、治疗路径清晰、费用明确的病种实施按病种付费，合理确定付费标准。
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，完善分级定价政策，重点将功效疗效明显、患者广泛接受、特色优势突出、体现劳务价值、应用历史悠久的中医医疗服务项目纳入调价范围，将疗效和成本有优势的中医医疗服务项目纳入基本医疗保险支付范围，一般中医药诊疗项目继续按项目付费
2021.12	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》	中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费；对于中医医疗机构牵头组建的紧密型县域医共体在总额预算上适当倾斜
2022.3	国务院办公厅	《“十四五”中医 药发展规划》	对中医药服务、人才队伍、传承创新、产业高质量发展等方面提出发展目标，在临床研发端、医疗服务端、中药材种植端、支付端、渠道端等方面，全方位促进中医药板块健康长远发展
2022.1	国家中医药管理局	《“十四五”中医 药人才发展规划》	加快推进中医药人才工作，建设高质量中医药人才队伍；基本原则新增“坚持党管人才”；提出2020-2025年，医疗卫生机构中医药人员总数从82.89万人增加至突破100万人；二级以上公立中医医院中医类别执业(助理)医师配置占本机构医师总数比例从51.58%增加至不低于60%

资料来源：国家药品监督管理局、中国政府网、开源证券研究所

2.1.2、中药饮片：联合采购文件公布，体现产业特色，价格降幅温和，更看好龙头发展

2022年10月31日，三明采购联盟省际中药(材)采购联盟采购办公室发布《关于公示<三明采购联盟省际中药(材)采购联盟中药饮片联合采购文件>的通知》：

在山东、山西、内蒙古、湖南、云南等地区以省或以部分市为单位，针对黄芪、党参片等 21 个中药饮片品种进行联合采购。

此次中药饮片联采考虑了中药饮片产品质量良莠不齐的特性，通过将中药饮片分为统货、选货、精制饮片三个质量等级，并划定了每个等级最低质量标准，并由专家就各企业提交的样品进行检查，取消不符合要求企业的入围资格。

从拟中选品种的确 定规则来看，企业需首先通过综合评审，综合评审指标中，重点指标有供应能力、种植基地、首轮报价、质量控制，可以看到，此次指标不仅考虑了价格，而且对于企业的供应能力、产品质量尤为重视，体现了“保质、提级、稳供”的整体思路。在综合评审后，入围企业进行竞价报价环节，专家组参照入围企业产品的首轮报价算术平均值确定最高有效申报价，入围企业的第二轮报价不得高于最高有效申报价和首轮报价，若第二轮报价降幅不小于 20%，或报价不超过同组最低申报价 1.2 倍获得拟中选资格，此次联采降幅温和。

我们认为，此次中药饮片联采考虑了中药饮片特性，对供应能力、产品质量有更高要求，整体价格降幅温和，对于已占据中药饮片较高市场份额、生产的中药饮片更优质、拥有上游道地药材基地布局以及产能优势的龙头企业更为利好。

推荐标的：中国中药；**受益标的：**红日药业、香雪制药、珍宝岛、太龙药业、佐力药业、太安堂、众生药业、精华制药、盘龙药业。

表3：中药饮片业务收入在 2021 年基本实现了较高增长

股票代码	公司名称	业务名称	业务收入 (亿元, 2021 年)	业务收入占比	业务收入 yoy
0570.HK	中国中药	中药饮片	14.67	7.70%	28%
300026.SZ	红日药业	中药配方颗粒及饮片	42.35	55.21%	41.60%
600518.SH	*ST 康美	中药	15.73	37.88%	-1.10%
300147.SZ	香雪制药	中药材	12.09	40.70%	10.01%
603567.SH	珍宝岛	中药材贸易	21.89	53.04%	176.77%
600222.SH	太龙药业	中药饮片	7.27	45.31%	19.31%
300181.SZ	佐力药业	中药饮片系列	2.89	19.86%	25.53%
002433.SZ	太安堂	中药材初加工	1.91	8.46%	-12.58%
002317.SZ	众生药业	中药材及中药饮片	0.95	3.93%	60.32%
002349.SZ	精华制药	中药材及中药饮片	0.95	6.97%	28.55%
002864.SZ	盘龙药业	中药饮片	0.24	2.68%	44.66%

数据来源：Wind、开源证券研究所

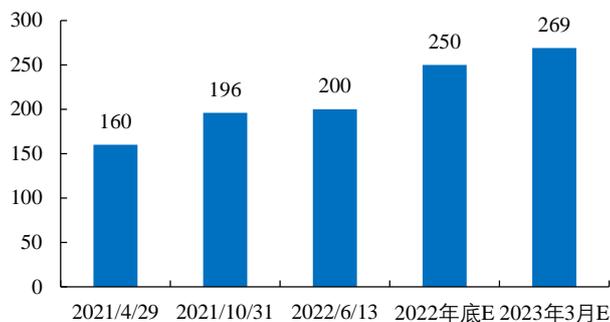
2.1.3、中药配方颗粒：部分省市备案数量超过 400 个，国标加速推进下预计拐点 2023 年显现

鉴于 2022 年上半年企标库存未消化完导致终端需求减少，同时国标数量仅 200 个左右，加上省标备案进度较慢，导致终端品种数量较少，不足以组方（一线城市中医院需 400 个左右），中药配方颗粒厂家 2022 年业绩下滑。

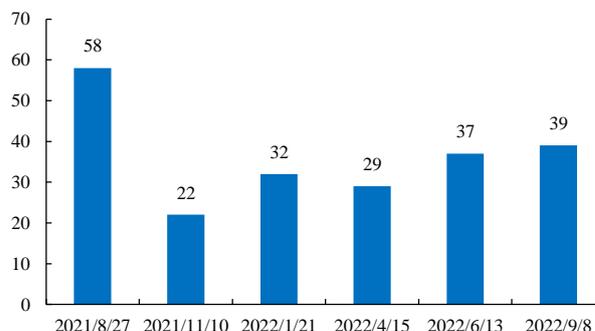
就 10 月底的备案情况来看，中国中药旗下的广东一方、江阴天江在较多地区备案数量已经超过 350 个，组方限制陆续减少。我们认为国标数量是形成行业拐点的核心因素，我们整理了国标品种公示情况，发现国标在加速推进，预计中药配方颗粒行业有望在 2023 年迎来拐点。

长期来看，中药配方颗粒行业的发展主要来源是行业渗透率提升，例如中医科室/诊所加大建设、中医医师数量增加促进供给增加，需求方面，由于中药配方颗粒国标质量更优，患者接受度预计明显增加，由此，中药配方颗粒行业随着供需增加而快速发展。

推荐标的：中国中药；**受益标的：**红日药业、华润三九、神威药业。

图4：国标数量有望陆续增加（个）


数据来源：国家药监局、国家药典委、开源证券研究所

图5：国标申报资料受理评审品种数量持续增加（个）


数据来源：国家药监局、国家药典委、开源证券研究所

表4：中药配方颗粒厂家在外省地区国标+省标备案数量已达到 350 个以上（截至 2022.10.25）

广东一方		江阴天江		北京康仁堂		华润三九		神威药业		新绿色	
江苏	408	广东	424	西藏	398	四川	351	安徽	345	安徽	278
四川	395	河北	418	河北	359	安徽	347	山东	312	广东	258
河北	379	四川	404	广东	332	江苏	337	北京	303	山东	247
山东	378	海南	394	海南	329	山东	329	福建	251	陕西	244
安徽	372	甘肃	386	江苏	321	陕西	324	天津	200	甘肃	225
贵州	368	黑龙江	384	安徽	321	贵州	322	云南	199	江西	222
海南	365	安徽	383	云南	314	辽宁	307	陕西	189	黑龙江	218
江西	363	贵州	379	陕西	313	云南	297	贵州	189	福建	215
云南	358	西藏	379	四川	313	青海	294	山西	189	河北	215
甘肃	358	云南	375	青海	312	北京	292	甘肃	189	青海	209
黑龙江	357	青海	374	江西	306	湖北	270	黑龙江	189	云南	205
陕西	354	辽宁	369	黑龙江	305	黑龙江	269	广东	187	辽宁	203
青海	354	山东	369	天津	305	重庆	260	宁夏	187	天津	199
辽宁	349	陕西	364	辽宁	301	福建	256	辽宁	185	湖北	199
天津	342	天津	360	山东	290	甘肃	253	江苏	185	吉林	187
北京	316	江西	327	宁夏	285	吉林	253	四川	184	北京	186
宁夏	305	北京	324	山西	274	内蒙古	242	青海	181	上海	175
山西	289	湖北	313	贵州	262	江西	237	湖南	181	贵州	174
重庆	280	宁夏	312	湖北	259	天津	224	重庆	180	湖南	174
吉林	275	重庆	302	吉林	258	山西	195	内蒙古	179	新疆	174
湖北	275	吉林	301	内蒙古	256	河南	191	海南	169	河南	170
福建	273	内蒙古	294	福建	253	宁夏	189	湖北	166	山西	169
内蒙古	271	山西	284	甘肃	252	河北	185	江西	158	重庆	169
河南	201	福建	281	重庆	244	广西	185	河南	42	广西	168
浙江	200	浙江	205	上海	200	上海	180	西藏	14	宁夏	166

广东一方		江阴天江		北京康仁堂		华润三九		神威药业		新绿色	
西藏	200	河南	201	湖南	200	海南	180	浙江	10	西藏	166
上海	198	上海	199	新疆	200	浙江	180	广西	3	海南	165
广西	198	湖南	199	河南	195	新疆	180	吉林	2	内蒙古	161
湖南	198	新疆	199	广西	194	新疆兵团	180	新疆兵团	1	浙江	160
新疆	195	广西	197	新疆兵团	194	西藏	180	上海	0	新疆兵团	160
新疆兵团	195	新疆兵团	189	浙江	183	湖南	164	新疆	0	江苏	2

数据来源：国家药监局、开源证券研究所

2.1.4、中药创新药：2022 年国谈下新增、续约品种有望实现快速放量

2022 年 6 月 29 日，国家医保局公布《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工作方案》，分别于 9 月 6 日、9 月 17 日、10 月 16 日发布通过初步形式审查的药品名单、通过形式审查的药品名单、专家评审阶段性结果。根据米内网数据，2021 年通过谈判进入医保目录的新增品种在 2022H1 同比增长 787.6%，此次新增的品种生产厂家包括以岭药业、天士力、健民集团、康缘药业、方盛制药等上市公司，我们预计其新进医保目录品种有望实现高速增长；2021 年通过谈判进入医保目录的续约品种在 2022H1 同比增长 16.5%，部分品种仍有望实现高速增长，例如，康缘药业的筋骨止痛凝胶在 2020 年 4 月上市，在 2020 年底通过谈判进入全国医保目录，2022 年前三季度收入增长 554.4%，以岭药业的莲花清咳片 2020 年 5 月上市，同在 2020 年底进医保，2021H1 在公立医疗机构端销售额达 211 万元（其在城市实体药店端 2020 年销售额仅为 60 万元）。

表5：2022 年通过谈判拟进入医保的续约品种有望继续实现高速增长

药品名称	企业名称	规格	2020 年最低挂网价/ 中标价	2020 年医保支付标 准	2021 年医保支付标 准
甘海胃康胶囊	济川药业 (陕西东科制药)	0.4g/粒	0.6	0.4	0.4
川芎清脑颗粒	济川药业	10g/袋	4.74	3.33	3.33
缓痛止泻软胶囊	康臣药业	0.65g/粒	-	2.98	2.98
鸡骨草胶囊	康臣药业 (广西玉林制药)	0.5g/粒	-	0.56	0.56
蒺藜皂苷胶囊		65mg/粒	8.25	3.07	3.07
康艾注射液	长白山制药	5ml/支	-	-	11.73
		10ml/支	-	-	19.94
		20ml/支	-	-	33.9
丹灯通脑软胶囊	神威药业 (云南神威施普瑞药业)	0.55g/粒	0.86	0.64	0.64
降脂通络软胶囊	神威药业	50mg/粒	0.91	0.72	0.72
筋骨止痛凝胶	康缘药业	15g/支	-	55	55
莲花清咳片	以岭药业	0.46g/片	2	1.29	1.29
如意珍宝片	奇正藏药	0.5g/片	3.09	1.87	1.87
红花如意丸	奇正藏药 (甘肃佛阁藏药)	0.2g/丸	1.04	0.7	0.7
芍麻止痉颗粒	天士力	2.5g/袋	-	13.24	13.24
清胃止痛微丸	长春高新	5g/袋	33.11	22.5	22.5

药品名称	企业名称	规格	2020 年最低挂网价/ 中标价	2020 年医保支付标 准	2021 年医保支付标 准
疏清颗粒	(吉林华康药业)	3g/袋	2.85	1.28	1.28
		6g/袋	2.5	2.18	2.18
通脉降糖胶囊	步长制药 (保定天浩制药)	0.4g/粒	0.8	0.47	0.47
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	5g/袋	14.93	10.98	10.98

数据来源：米内网、开源证券研究所

表6：中药 2021 年通过谈判进入医保的新增/续约品种在 2022H1 销售额快速

类型	执行时间	品种数 (个)	销售额 (亿元)	同比增速
协议期	2020-01-01 至 2022-12-31	2	6.33	35.30%
	2021-03-01 至 2022-12-31	112	270.6	28.30%
续约	2022-01-01 至 2023-12-31	88	279.14	16.50%
新增	2022-01-01 至 2023-12-31	56	35.39	787.60%

数据来源：米内网、开源证券研究所

表7：2022 年通过谈判拟进入医保的新增品种有望实现高速增长

药品名称	企业名称
解郁除烦胶囊	以岭药业
益肾养心安神片	以岭药业
坤心宁颗粒	天士力
七蕊胃舒胶囊	健民集团
银翘清热片	康缘药业
玄七健骨片	湖南方盛制药
金莲花泡腾片	一力制药
虎贞清风胶囊	一力制药
金蓉颗粒	广州奇绩医药科技
连榆烧伤膏	扬子江药业
芪蛭益肾胶囊	山东凤凰制药
清肺排毒颗粒	中国中医科学院中医临床基础医学研 究所
石辛含片	湖北恒安芙林药业
唐草片	上海百岁行药业
益心酮滴丸	长春普华制药、太极集团、天一堂药业、 黄果树立爽药业、东诚大洋制药

资料来源：国家医保局、开源证券研究所

我们整理了近 2 年中药新药 NDA 以及临床 III 期药品，可以看到，以岭药业、天士力、康缘药业储备新药较多，中国中药、济川药业、方盛制药、葫芦娃药业、健民集团、康辰药业、达仁堂、新谊药业、北京同仁堂、益佰制药、齐正藏药、亚宝药业等公司也有新药布局。

表8: 中药临床 III 期药品数量在 2022 年数量较多

药物名称	适应症	试验状态	申办单位	登记日期
金草片	盆腔炎症性疾病后遗症慢性盆腔痛	进行中 (尚未招募)	康辰药业/中国中医科学院中药研究所	2022/11/7
郁枢达片	抑郁症	进行中 (尚未招募)	中国中药 (贵州同济堂) / 中国中医科学院中药研究所	2022/10/20
参蒲盆炎颗粒	盆腔炎症性疾病后遗症-慢性盆腔痛 (湿热瘀阻证)	进行中 (招募中)	康缘药业	2022/6/20
紫辛鼻敏颗粒	持续性变应性鼻炎	进行中 (招募中)		2021/12/20
玉屏通窍片	持续性变应性鼻炎 (肺脾两虚证)	进行中 (招募中)		2022/6/9
柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎 (肝胆湿热证)	进行中 (招募中)	以岭药业	2022/5/16
络痹通片	类风湿关节炎	进行中 (招募中)		2022/4/29
安神滴丸	失眠症	进行中 (招募中)		2022/6/13
T89	预防和治疗急进高原期间急性高原反应	进行中 (招募中)	天士力	2021/9/18
清肺消炎丸	慢性支气管炎急性发作痰热阻肺证	进行中 (招募中)	达仁堂	2022/1/20
	急性支气管炎痰热阻肺证			2022/1/24
	急性上呼吸道感染痰热阻肺证			2022/1/24
痰热清口服液	中重度普通感冒 (风热犯肺证)	进行中 (尚未招募)	河南省新谊药业/北京继发堂	2020/6/3
痰热清口服液	急性气管-支气管炎 (痰热阻肺证)	进行中 (招募中)	中药研究所	2020/7/1
清脑宣窍滴丸	中风病	进行中 (招募中)	北京同仁堂	2020/5/7
小儿鼓翘清热糖浆	用于小儿风热感冒夹滞证。	已完成	济川药业	2019/11/4
珍珠滴丸	复发性口腔溃疡 (心脾积热证)	进行中 (尚未招募)	益佰制药	2019/3/11
小儿化积颗粒	小儿积滞病	进行中 (招募中)	葫芦娃药业	2021/9/8
催汤颗粒	普通感冒	进行中 (招募中)	奇正藏药	2018/11/30
催汤颗粒	流行性感冒	进行中 (招募中)		2019/1/23
复方银杏叶片	血管性痴呆 (瘀阻脑络证)	进行中 (招募中)	方盛制药	2021/7/7
牛黄小儿退热贴	小儿急性上呼吸道感染 (风热证) 所致发热症状	进行中 (招募中)	健民集团	2018/11/21

资料来源: 药智网、开源证券研究所

表9: 中药新药 NDA 数量 2022 年明显增加

药品名称	承办日期	企业	注册分类	上市时间
风叶哮喘平口服液	2022/10/10	亚宝药业	1.1	
苓桂术甘颗粒	2022/10/1	康缘药业	3.1	
小儿紫贝止咳糖浆	2022/9/29	健民集团	1.1	
芪黄明目胶囊	2022/9/2	以岭药业	1.1	未上市
太子神悦胶囊	2022/1/7	新疆华春生物药业/国药德众 (佛山) 药业	1.1	
小儿化积颗粒	2018/4/26	葫芦娃药业	8	
黄龙哮喘糖浆	2018/2/14	济川药业	8	
广金钱草总黄酮提取物	2021/7/6	康乐药业	1.2	2022/9/14
广金钱草总黄酮胶囊	2021/7/2		1.2	2022/9/14
七蕊胃舒胶囊	2020/12/29	健民集团	1.1	2021/12/31

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

药品名称	承办日期	企业	注册分类	上市时间
苏夏解郁除烦胶囊	2021/3/10		1.1	2021/12/21
益智养心安神片	2020/6/9	以岭药业	6	2021/9/1
连花清咳片	2019/9/18		6.1	2020/5/12
坤心宁颗粒	2021/1/1	天士力医药	1.1	2021/11/24
玄七健骨片	2020/11/30	方盛制药	1.1	2021/11/24
银翘清热片	2020/11/10		1.1	2021/11/9
筋骨止痛凝胶	2019/4/4	康缘药业	6.1	2020/4/9

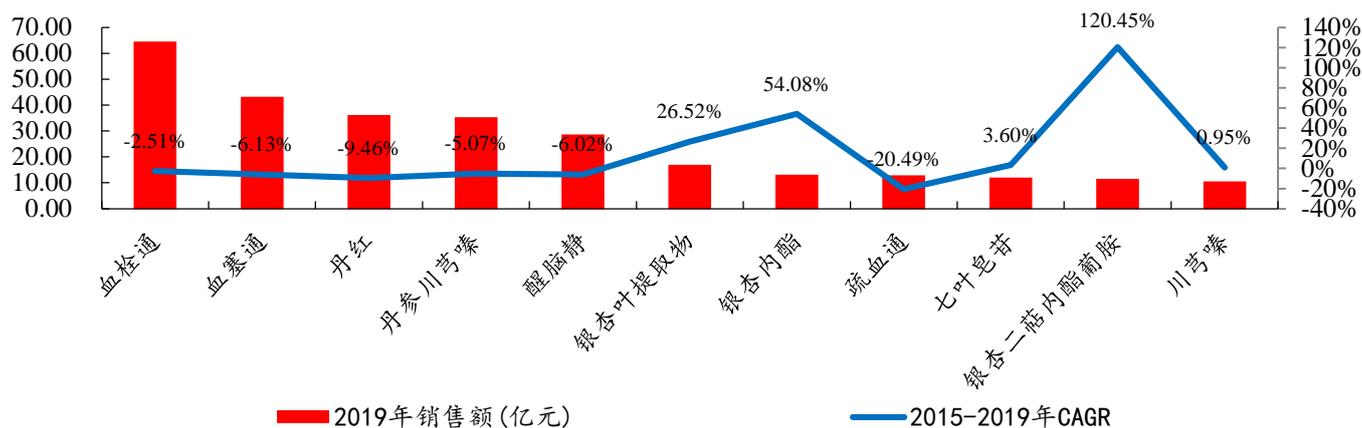
数据来源：药智网、开源证券研究所

2.1.5、中药注射剂：行业负增长下仍有潜力品种实现逆势较快增长

2017年医保执行，50个中药注射剂里，有27个限二级及以上医疗机构使用，39个有支付限定。2019年新医保执行，52个中药注射剂，有45个限二级及以上医疗机构使用，49个有支付限定，在此影响下，中药注射剂自2017年连续负增长。从中药注射剂结构来看，脑血管用药占比近40%，心血管用药占比近30%，肿瘤、呼吸用药各占10%+。在脑血管用药中，银杏叶提取物由于疗效认可度提升皆实现逆势增长，包括银杏叶提取物注射剂、银杏内酯注射剂、银杏二萜。呼吸用药的大单品基本被纳入新冠诊疗推荐方案，2021年起皆实现较快恢复增长，例如喜炎平、痰热清、热毒宁、血必净。

脑血管潜力产品：悦康药业的银杏叶提取物在2019年医保目录中没有了二级及以上医疗机构报销限制，耳鸣适应症进一步做了真实世界研究，目前在等级医院和基层医院仍有多个空白医院未开发，随着覆盖终端增加，仍有望实现20%-30%的增长。**康缘药业**的银杏二萜内酯葡胺自2017年通过谈判进入全国医保目录持续放量，随着公司在2021年底专设注射液销售团队，未来有望保持15%左右的增长。**步长制药**的丹红注射液是首款被取消二级及以上医保报销限制的中药注射剂，其在2022年1月取消限制，2022上半年收入增速实现了止跌，并回升8%，销售额超过7亿元。

呼吸潜力产品：康缘药业的热毒宁相较其他呼吸注射剂，2021年恢复明显稍缓，主要由于其销售团队推广力度不大，公司在2021年底专设注射液销售团队，2022年前三季度增长17%，未来有望保持15%以上增长。**红日药业**的血必净在2019年降价46.54%通过谈判进入全国医保，终端从15省扩大至31省，2020年由于疫情和降价业绩下降，但2021年收入增长23.52%。

图6：银杏类中药注射剂在脑血管中药注射剂中皆实现逆势增长


数据来源：米内网、开源证券研究所

表10：呼吸类中药注射剂大单品销售额 2021 年皆恢复增长

产品名称	生产企业	2017	2018	2019	2020	2021
喜炎平	青峰药业	39.17	29.65	31.22	-	-
			-24.32%	5.30%	-	25.84%
血必净	红日药业	12.8	14.52	11.7	7.64	9.44
			13.44%	-19.43%	-34.64%	23.52%
热毒宁	康缘药业	18.34	19.36	17.72	6.56	6.84
			5.56%	-8.46%	-62.98%	4.31%
痰热清	上海凯宝	19.84	18.76	17.85	<10	>10
			-5.46%	-4.83%	约-45%	-

数据来源：米内网、开源证券研究所

2.1.6、中成药-公立医疗端：集采价格降幅较温和，独家中成药价格降幅更低

从目前已经落地的省市级中成药集采情况来看，大多数入围/中标带量采购的品种在公立医疗机构体系的销售额排名前列。2019 年公立医疗机构呼吸系统疾病中成药内服 TOP 20 品牌中，9 个产品被纳入带量采购，2020 年销售额超过 10 亿的心脑血管产品中（不考虑注射剂），5 个产品被纳入，2020 年妇科疾病销售额排名前 5 的产品中，2 个被纳入。

从降价幅度来看，中成药降价幅度相对化学药明显减小，湖北联盟、广东联盟、山东省的药品平均降价幅度分别 42.27%、32.50%、44.31%，明显小于化药集采降价幅度，且对于独家中成药产品，降幅更低，在广东联盟中成药集采中，35 个独家药品拟中选，平均降幅为 18%，最高降幅 35.57%。

表11：中成药集采价格降幅较为温和

	湖北联盟	广东联盟	山东省
开标时间	2021/12/21	2022/4/8	2022/11/8
执行时间	2022/5/1	待定	待定
覆盖省份	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、山西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	山东

	湖北联盟	广东联盟	山东省
	兵团等 19 个省（自治区）		
申报参与数量	157 家企业/182 个产品	313 家企业/663 个产品	155 家企业/330 个产品
(拟) 中选结果数量	97 家企业/111 个产品	174 家企业/361 个产品	66 家企业/158 个产品
中选比例	61.78%/60.99%	55.59%/54.45%	42.58%/47.88%
纳入集采范围的品种数量	17 个	53 个	15 个
纳入集采范围的产品数量	76 种	132+3 种	67 种
最高降价幅度	82.63%	90.90%	87.97%
平均降价幅度	42.27%	32.50%	44.31%

数据来源：中康产业研究中心、开源证券研究所

根据米内网，中国公立医疗机构端中成药 2021 年及 2022 上半年皆保持较好增长的有骨骼肌肉用药、消化用药、儿科用药、神经系统用药、补气补血类用药、皮肤类用药，其中，儿科用药销售额由于 2020 年受疫情影响大在 2021 年实现了 47.54% 的恢复增长，近年来儿童药政策利好频传，2021 年 11 月国家卫健委在基药目录调整中首次提出了儿童药品目录，我们看好儿科用药市场的发展。从 2021 年儿科中成药销售额排名 TOP 10 的产品来看，7 个产品实现了快速行业的增长，包括济川药业的小儿豉翘、康缘药业的金振口服液。

济川药业：小儿豉翘清热颗粒在儿科中成药市占率第一，是唯一一款销售规模超 10 亿大单品，随着渠道的拓展，有望进一步打开销售空间。

康缘药业：金振口服液主要针对儿童止咳，适应人群更广，6 个月以上的婴儿即可使用，且口感好，小儿接受度高，且日服用价格处于中等水平，2022 年前三季度收入增长超过 50%，目前金振口服液医院终端覆盖仍有较大拓展区间，未来预计能保持 30% 收入增速。

此外，我们还看好呼吸系统疾病用药的后续增长，该类型大单品包括急支糖浆（太极集团）、莲花清瘟颗粒（以岭药业）等。

表12：2021 年中国公立医疗机构端中成药中儿科销售额增速最高

大类	2022H1 金额占比	2021 年增长率	2022H1 增长率
心脑血管疾病用药	32.86%	-1.64%	-2.27%
呼吸系统疾病用药	12.64%	12.88%	-4.25%
骨骼肌肉系统疾病用药	10.88%	10.41%	7.10%
消化系统疾病用药	8.76%	9.91%	6.19%
泌尿系统疾病用药	7.47%	-1.81%	6.80%
肿瘤疾病用药	7.44%	-1.55%	-4.40%
妇科用药	5.42%	0.31%	1.98%
儿科用药	3.79%	47.54%	6.12%
神经系统疾病用药	3.56%	10.54%	6.22%
五官科用药	3.19%	8.96%	5.21%
补气补血类用药	2.14%	9.78%	15.88%
皮肤科用药	1.28%	18.87%	16.03%
其它用药	0.57%	9.04%	-7.35%

大类	2022H1 金额占比	2021 年增长率	2022H1 增长率
总计	100%	4.86%	1.17%

数据来源：米内网、开源证券研究所

表13：中国公立医疗机构端 2021 年儿科中成药 TOP 10 产品大部分实现收入快速增长

产品名称	亚类	生产企业名称	是否独家	医保情况	是否 18 版全国基药	销售额排名			2021 年销售额 (亿元)	2021 年销售额增速
						2019	2020	2021		
小儿豉翘清热颗粒	感冒用药	济川药业集团	√	全国乙类	×	1	1	1	14+	47.80%
开喉剑喷雾剂 (儿童型)	其他用药	贵州三力制药	√	全国乙类	×	3	2	2	7+	45.90%
金振口服液	止咳祛痰用药	江苏康缘药业	√	全国乙类	√	2	4	3	7+	72.40%
四磨汤口服液	厌食症用药	湖南汉森制药	√	全国乙类	×	5	3	4	4+	12.30%
小儿消积止咳口服液	止咳祛痰用药	鲁南厚普制药	√	全国甲类	√	8	8	5	3+	106.80%
醒脾养儿颗粒	厌食症用药	贵州健兴药业	√	全国乙类	√	7	6	6	3+	37.90%
小儿肺热咳喘颗粒	止咳祛痰用药	海南葫芦娃药业	×	全国乙类	√	16	9	7	*	68.90%
小儿肺咳颗粒	止咳祛痰用药	天圣制药	×	全国乙类	√	4	5	8	*	74.60%
清宣止咳颗粒	止咳祛痰用药	江苏苏中药业	√	全国甲类	√	9	>10	9	*	64.10%
小儿咳喘灵口服液	止咳祛痰用药	哈尔滨康隆药业	×	全国乙类	×	12	>10	10	*	98.70%

数据来源：米内网、开源证券研究所

2.1.7、中成药：较多企业发布股权激励计划，设置积极考核目标，业绩增长确定性较强

中药板块较多公司近年开展营销改革，整合渠道，逐步实现提质增效，在 2021-2022 年开展股权激励，设置积极考核目标，业绩增长确定性较强。

表14：中成药较多企业发布股权激励计划

公司名称	激励计划	发布日期	考核目标
康恩贝	2022 年股票期权激励计划 (草案)	2022/9/16	以 2021 年为基数，2022-2024 年剔除激励成本影响后的扣非净利润增长率分别不低于 200%/240%/280%，且不低于对标企业 75 分位或同行业企业平均值；2022-2024 年加权平均净资产收益率分别不低于 6.5%、7%、7.5%，且不低于对标企业 75 分位或同行业企业平均值；2022-2024 年研发投入总额占当期工业营业收入的比例分别不低于 4.5%、5%、5.5%；2022-2024 年净利润现金含量皆不低于 105%
济川药业	2022 年限制性股票与股票期权激励计划 (草案)	2022/8/2	2022-2024 年剔除股权激励费用以及 BD 引入产品相关费用后的扣非净利润分别不低于 20、22、25 亿元

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司名称	激励计划	发布日期	考核目标
康缘药业	2022 年度限制性股票激励计划	2022/6/30	2022-2024 年营业收入同比增长率分别不低于 22%、20%、18% 或 2022-2024 年净利润同比增长率分别不低于 24%、22%、20%；同时满足 2022-2024 年非注射剂产品营业收入同比增长率分别不低于 22%、23%、22%
健民集团	2022 年限制性股票激励计划(草案)	2022/5/31	以 2021 年归母净利润为基数，2022-2023 年归母净利润增速分别为 10%/21%
华润三九	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/12/2	2022-2024 年归母扣非净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；2022-2024 年归母扣非净利润年复合增长率皆不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2022-2024 年总资产周转率分别不低于 0.69/0.70/0.72
悦康药业	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/12/2	1、以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年扣非净利润（剔除股权支付影响）增长率分别不低于 30%、69%、119%； 2、2022-2024 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请分别不少于 2、2、3 项，2022 年取得药品注册证书不少于 1 项，2023-2024 年申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）均不少于 2 项。
奇正藏药	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/9/25	2021-2022 年营业收入增长率不低于 15%
贵州三力	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/8/17	2022-2024 年业绩考核目标值分别为 1.8、2.15、3.3 亿元，业绩考核触发值分别为 1.71、2.04、3.13 亿元（归母中成药产品销售净利润并剔除股权激励费用影响）
羚锐制药	2021 年限制性股票激励计划(草案)/2021 年员工持股计划	2021/6/23	2021-2023 年扣非净利润增速分别为 20%/20%/15%（扣除股权激励相关费用口径）
新天药业	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/4/30	2021-2023 年营业收入皆同比增长 27%
昆药集团	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/4/3	以 2020 年实现的净利润值为基数，2021-2023 年实现的净利润值增长分别不低于 10%、21%、33%；且 2021-2023 年现金分红比例不低于当年净利润的 30%

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.1.8、中药板块推荐及受益标的

表15：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS			P/E			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600285.SH	羚锐制药	14.36	0.80	1.01	1.21	18.0	14.2	11.9	买入
603896.SH	寿仙谷	37.07	1.34	1.75	2.27	27.7	21.2	16.3	买入
002873.SZ	新天药业	15.43	0.52	0.62	0.74	29.7	24.9	20.9	买入
600557.SH	康缘药业	25.90	0.70	0.87	1.06	37.0	29.8	24.4	买入
600129.SH	太极集团	33.88	0.56	0.91	1.37	60.5	37.2	24.7	买入
0570.HK	中国中药	3.63	0.43	0.52	0.64	7.7	6.4	5.2	买入
002603.SZ	以岭药业	41.49	0.97	1.15	1.36	42.7	36.0	30.5	买入
600535.SH	天士力	11.71	0.69	0.77	0.86	17.0	15.2	13.6	买入

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS			P/E			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000999.SZ	华润三九	53.55	2.39	2.77	3.18	22.4	19.3	16.9	未评级
2273.HK	固生堂	37.15	0.84	1.18	1.62	40.5	28.9	21.0	未评级
600566.SH	济川药业	32.13	2.23	2.52	2.83	14.4	12.8	11.3	未评级
300026.SZ	红日药业	6.64	0.23	0.33	0.41	29.3	20.2	16.1	未评级
600976.SH	健民集团	55.84	2.60	3.27	4.04	21.5	17.1	13.8	未评级
600436.SH	片仔癀	253.26	4.56	5.48	6.63	55.5	46.2	38.2	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 收盘价日期为 2022 年 11 月 25 日; 中国中药、固生堂收盘价为港币, 其他皆为人民币, EPS 币种皆为人民币, 汇率为 2022 年 11 月 25 日值人民币:港币=0.9165:1 (除羚锐制药、寿仙谷、新天药业、康缘药业、太极集团、中国中药, 其余均来自 Wind 一致性预测)

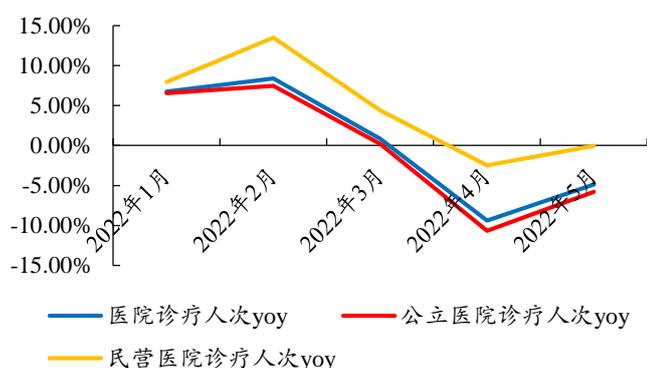
2.2、医疗服务: 精准防控背景下, 诊疗量提升有望带动板块业绩增长

2.2.1、疫情防控持续精准化, 就诊需求增加下预计迎来“就诊高峰”

根据国家卫健委最新统计数据, 2022 年 5 月全国医院诊疗人次同比增速有一定恢复, 但未实现正增长, 各医疗服务标的的经营情况也基本符合全国就诊人次的变化, 形成 2022 上半年“高开低走”的业绩走势, 由此, 疫情是影响医疗机构经营情况的重要因素。

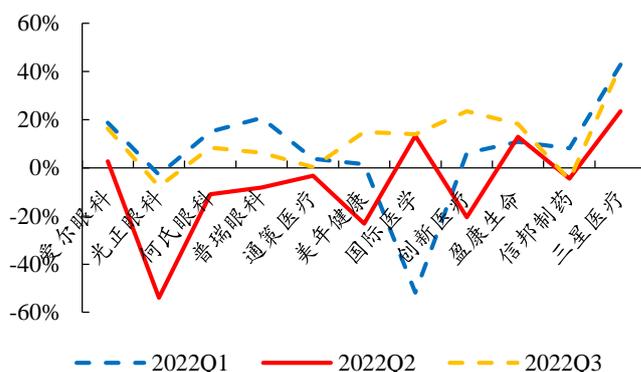
2022 年 11 月 11 日, 国务院发布进一步优化新冠肺炎疫情防控措施, 减少密切接触者集中隔离时间, 取消次密接、中风险地区划定, 最大限度减少管控人员, 我们认为, 随着防疫措施持续精准化, 医院就诊受防控影响陆续降低, 同时, 随着不同临床严重程度感染者就诊需求增加, 预计医疗服务机构将迎来“就诊高峰”, 业绩弹性大。

图7: 2022 年 4-5 月全国医院诊疗人次同比皆为负增长



数据来源: 国家卫健委、开源证券研究所

图8: 医疗服务标的 2022Q2 收入基本呈现负增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2.2、疫情不改量增趋势, 渗透率提升为行业核心发展逻辑

疫情并未改变行业渗透率逐步提升下促进量增的发展趋势, 从 2022H1 的医疗服务标的收入量价拆分来看, 虽然疫情对就诊造成影响, 但大部分医疗服务标的皆实现了量增。

表16：疫情不改医疗服务行业渗透率提升促进量增的发展趋势

	2022H1 收入 yoy	量 yoy	价格 yoy	备注：量的口径
爱尔眼科	10.34%	9.74%	0.54%	手术量
朝聚眼科	4.44%	2.33%	2.07%	住院量
希玛眼科	-6.85%	6.66%	-12.66%	中国内地手术量
通策医疗	0.30%	6%	-5.40%	口腔医院门诊量
美年健康	-13.73%	-17.29%	2.80%	控股门店到检人数
国际医学	13.21%	2.27%	10.69%	仅纳入 Q2，住院量
锦欣生殖	-0.21%	-1.78%	1.59%	周期数，收入剔除妇儿业务
信邦制药	-3.28%	3.77%	-6.80%	入院量
海吉亚医疗	69.88%	115.80%	-21.28%	就诊人次

数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年9月8日，国家医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》（下称“通知”），通知的亮点在于以下3个方面：（1）医疗服务价格调控力度较温和，且有条件给予放宽；（2）加大技耗分离，耗材价格市场化，竞争聚焦医疗服务质量。国家鼓励“按质论价，质价相符、优质优价”，鼓励提升医疗服务质量获得更多回报；（3）民营医疗机构仍可自主定价，对于已经遵循了公平、合法、诚实、信用原则的医疗服务项目，国家仍支持其定价。

2022年11月2日，继前期河北将OK镜纳入集采，三明也将OK镜纳入集采范围，由此，OK镜集采规模明显扩大。目前OK镜渗透率仅为1%-2%，集采有望快速推动需求增加。

从种植牙、OK镜集采来看，优质的、具备普遍诊疗价值的医疗服务项目未来会逐渐普及，种植牙集采中首先技耗分离，其次价格降幅较为温和，我们认为量增仍是行业发展主旋律。但同时，民营仍是提供高端消费医疗主体，公立医院的定位是保基本，在消费医疗开展中受限，且国家仍然支持民营医院就高端消费医疗自主定价，我们认为拥有正确定位（补充基本诊疗缺口/主打消费医疗路线）的、且能够提供优质诊疗技术及服务体验的民营医院未来仍有较好发展前景。

2.2.3、DRG 进一步铺开，拥有较强精细化管理能力的民营医院迎来新机遇

截至2021年10月，全国开展和已进入模拟运行的支付改革地区已近300个城市，随着DRG进一步铺开，2023年较多民营医院也陆续开展DRG付费，同时也将面临DRG带来的机会与挑战。虽然民营医院是和公立医院走差异化的道路，但由于我国整体医疗服务资源稀缺，较多民营医院仍提供的是基础诊疗，以医保收入为主，对于该部分医院，能否快速适应DRG改革，成为当前安身立命之本。

精细化管理能力是关键。根据《中国民营医院发展报告（2021）》，病案首页数据是适应好DRG的基础，正确识别并完整填写诊断编码能够尽可能避免入组数量少于实际手术编码数量而严重影响收益；其次，流程管理是提高诊疗效率的关键，可以通过管控高/低倍率、降低平均住院日、做好正常倍率病例控费、定期反馈分析台账四步管控策略，实现医疗质量和医院效益的双升，以衢州骨伤科医院为例，其在DRG付费第一年出现明显亏损，按照全流程数据管理后，在短期便实现了盈亏平衡，且盈亏能力逐年提升。

民营医院相较公立医院决策更为灵活，若在病案首页数据质量和流程管理方面

形成自身优势，在医保支付改革中有望迎来新一轮成长。从 2020 年广东省民营医院 DRG 运营情况来看，民营医院虽然提供更多的是技术含量和风险相对较低的专科医疗服务（总权重、CMI 较低），但其入组率高达 98.2%，高于公立医院，且民营医院和公立医院平均住院日基本持平，诊疗效率也较高。由此，拥有较强精细化管理能力的民营医院有望从此次医保支付改革中迎来更大发展机会。

表17：2020 年广东省民营医院 DRG 入组率较高

机构分类	平均住院日	时间消耗指数	例均住院费用	费用消耗指数
公立医院	7.3	1	13156.1	1.01
民营医院	7.4	1.02	9225.5	0.96

数据来源：《2020 年广东省卫生资源和医疗服务情况简报》、开源证券研究所

表18：2020 年广东省民营医院平均住院日和公立医院基本持平

机构分类	入组病例数 (万人)	入组率 (%)	覆盖组数	平均每家组 数	总权重(万)	CMI
公立医院	1043.2	97.8	797	358	1103.6	1.06
民营医院	162.8	98.2	778	89	136.3	0.84

数据来源：《2020 年广东省卫生资源和医疗服务情况简报》、开源证券研究所

2.2.4、医疗服务板块推荐及受益标的

表19：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS			P/E			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000516.SZ	国际医学	11.19	-0.4	0.0	0.1	(28.0)	1119.0	86.1	买入
002044.SZ	美年健康	5.17	0.0	0.1	0.2	172.3	47.0	34.5	买入
002390.SZ	信邦制药	5.12	0.1	0.2	0.2	36.6	30.1	25.6	买入
300143.SZ	盈康生命	10.63	0.2	0.3	0.4	66.4	36.7	27.3	买入
1951.HK	锦欣生殖	5.12	0.2	0.2	0.3	25.6	19.7	15.7	买入
6078.HK	海吉亚医疗	42.35	1.0	1.3	1.7	38.8	29.9	22.8	买入
0286.HK	爱帝宫	0.37	0.0	0.0	0.0	119.2	14.3	7.9	买入
300015.SZ	爱尔眼科	26.42	0.40	0.53	0.68	65.6	50.1	38.8	未评级
301239.SZ	普瑞眼科	51.95	0.71	0.88	1.34	72.8	59.0	38.8	未评级
301103.SZ	何氏眼科	27.78	0.69	0.94	1.23	40.5	29.5	22.6	未评级
301267.SZ	华夏眼科	57.57	0.96	1.23	1.57	59.7	46.7	36.8	未评级
600763.SH	通策医疗	124.30	2.07	2.62	3.36	60.0	47.4	37.0	未评级
601567.SH	三星医疗	13.04	0.65	0.83	1.05	20.0	15.6	12.5	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：收盘价日期为 2022/11/25，除锦欣生殖、海吉亚医疗、爱帝宫收盘价为港币外，其他皆为人民币；除爱帝宫 EPS 为港币外，其他皆为人民币；汇率为 2022 年 11 月 25 日值港币:人民币=1:0.9165（国际医学、美年健康、信邦制药、盈康生命、锦欣生殖、海吉亚医疗、爱帝宫，其余均来自 Wind 一致性预测。）

2.3、药店：业绩稳中向好，看好龙头扩张加速、处方外流机会

2.3.1、药店：2022 年前三季度零售药店收入稳健增长，利润逐季向好

2022 前三季度零售药店整体收入、利润增长稳健，仅一心堂、健之佳处于疫情影响消化阶段，利润增长有所下滑，但零售药店均实现收入、利润/扣非净利润增速逐季提升，疫情影响逐渐减小。

2022 年前三季度零售药店板块收入增速整体高于利润增速，我们认为主要原因是：（1）2022 年加盟门店数量增长较快，批发业务相应占比提升。（2）2021 年新开业的亏损带来业绩压力。

在疫情再次反复的情况下，四类药亦不再实行一刀切下架措施，预计零售药店客流、销售受到的冲击或将减小。我们仍然看好四类药销售政策边际放松下药店客流、销售恢复，看好零售药店全年业绩稳健增长和未来的成长性。

表20：2022 年前三季度各大药房收入稳健增长，利润逐季向好

	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
营业收入（亿元）	133.48	137.76	120.25	148.18	47.09	52.47
增长率	22.0%	22.1%	14.5%	19.9%	28.4%	41.3%
Q1	41.48	41.41	39.95	46.77	14.50	15.87
增长率	14.3%	13.8%	16.5%	15.2%	24.3%	34.0%
Q2	46.02	48.50	39.70	50.44	15.56	18.02
增长率	23.8%	26.9%	21.3%	26.2%	28.3%	39.2%
Q3	45.98	47.85	40.60	50.97	17.03	18.58
增长率	28.0%	25.3%	6.9%	18.5%	32.3%	50.3%
归母净利润（亿元）	8.24	6.10	6.77	9.23	1.93	1.30
增长率	18.3%	14.5%	-11.3%	12.8%	-1.8%	18.2%
Q1	2.72	2.42	1.79	3.84	0.29	0.50
增长率	12.8%	6.3%	-31.2%	12.8%	-54.6%	31.6%
Q2	3.04	2.15	2.39	3.30	0.59	0.62
增长率	15.5%	20.4%	-9.3%	8.2%	1.5%	25.7%
Q3	2.47	1.53	2.59	2.09	1.05	0.18
增长率	29.3%	20.8%	8.0%	21.1%	41.9%	-19.9%
扣非归母净利润（亿元）	7.95	5.67	6.48	9.17	1.94	1.23
增长率	16.6%	18.9%	-13.4%	20.7%	3.9%	23.8%
Q1	2.66	2.16	1.64	3.96	0.35	0.53
增长率	14.1%	12.7%	-34.8%	16.9%	-41.8%	61.6%
Q2	2.93	2.04	2.34	3.09	0.57	0.54
增长率	12.6%	18.8%	-10.3%	22.7%	0.5%	14.1%
Q3	2.35	1.47	2.50	2.12	1.03	0.17
增长率	25.3%	29.3%	5.9%	25.3%	45.8%	-15.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、2022 年疫情影响下零售药店毛利率、净利率有所波动

2022 年前三季度，药房整体毛利率、净利率在 Q1 四类药受到管控、Q2-Q3 散发疫情影响客流等因素的影响下有所波动：（1）零售药房扩张较过去加盟门店增长更快，批发业务快速增长，其对整体盈利水平有一定影响；（2）疫情散发影响门店客流；（3）随着 2021 年推行双通道药店以来，处方外流有加速之势，中西成药增速较快，处方药较低的毛利率水平也为药店整体盈利能力带来一定影响。

表21：2022 年疫情影响下零售药店毛利率、净利率有所波动

	毛利率			净利率		
	2022Q3 (%)	2021Q3 (%)	同比 (pct)	2022Q3 (%)	2021Q3 (%)	同比 (pct)
益丰药房	40.93	41.14	-0.21	6.87	7.03	-0.16
老百姓	32.79	33.05	-0.26	5.18	5.42	-0.24
一心堂	35.24	38.13	-2.89	5.61	7.26	-1.65
大参林	38.77	38.25	+0.52	6.24	6.71	-0.47
健之佳	36.56	35.34	+1.22	4.07	5.31	-1.24
漱玉平民	28.69	30.29	-1.60	2.39	2.98	-0.60

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3.3、从趋势上来看零售药店毛利率、净利率呈提升态势

从近几年毛利率、净利率变化趋势来看，2020 年由于疫情物资收入激增，整体毛利率呈下滑趋势，但在药店规模效应下，净利率水平实现提升。2021 年疫情物资销售占比逐渐回归正常水平，毛利率呈提升趋势。2022 年在疫情影响下，毛利率、净利率有所波动。

长期来看，在处方外流的大趋势下，处方药销售占比将不断提升，与之相伴的是药房毛利率的逐步下滑，但在药店不断提升精细化管理能力，发展高毛利产品等措施下，净利率水平有望继续维持。

表22：从趋势上来看零售药店毛利率、净利率呈提升态势

		2019	2020	2021	2021Q3	2022Q3
益丰药房	毛利率	39.01%	37.98%	40.35%	41.14%	40.93%
	净利率	5.93%	6.59%	6.46%	7.03%	6.87%
老百姓	毛利率	33.59%	32.06%	32.13%	33.05%	32.79%
	净利率	5.27%	5.47%	5.01%	5.42%	5.18%
一心堂	毛利率	38.70%	35.81%	36.96%	38.13%	35.24%
	净利率	5.76%	6.24%	6.29%	7.26%	5.61%
大参林	毛利率	39.48%	38.47%	36.41%	38.25%	38.77%
	净利率	6.25%	7.42%	4.80%	6.71%	6.24%
健之佳	毛利率	35.15%	33.69%	35.83%	35.34%	36.56%
	净利率	4.71%	5.58%	5.72%	5.31%	4.07%
漱玉平民	毛利率	33.27%	30.11%	28.51%	30.29%	28.69%
	净利率	3.13%	4.73%	2.15%	2.98%	2.39%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3.4、2023 年零售药店投资逻辑一：看好龙头加速扩张，行业集中度提升趋势下零售药店的成长潜力

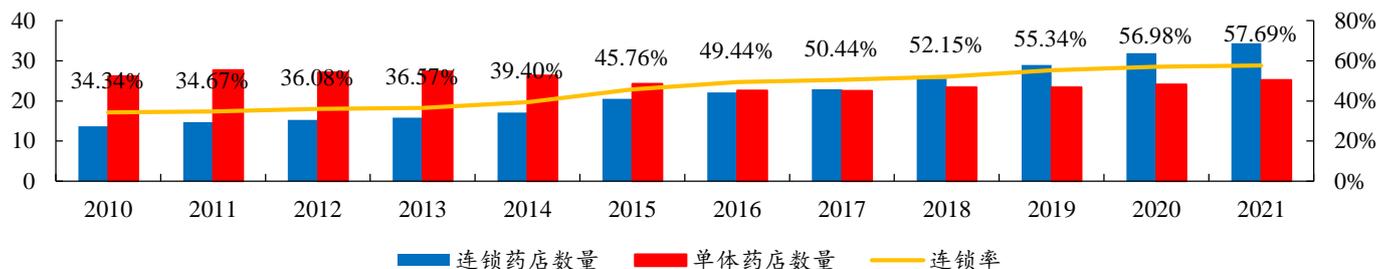
集中度有较大提升空间。对比美国 CR3 80%和日本 CR10 70%，我国 CR10 仅为 22%。据商务部发布的《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》，截至 2021 年底，零售药店连锁化率为 57.69%，行业集中度仍有较大提升空间。

药店连锁率持续提高：（1）政府监管趋严、带量采购情况下，中小药店议价能力弱，竞争加剧，单店增速甚至为负。（2）连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先于中小药店。

长期来看，中小药店生存环境受到挤压：（1）带量采购品种采购难度大；（2）生产的高毛利产品种类越来越少；（3）税收、药监管理越来越规范；（4）统筹资质难以获取。

“十四五”规划促进行业集中度提升，提出到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售连锁率接近 70%，药店龙头强者恒强。

图9：我国药店连锁化率逐年提升



数据来源：国家药监局、开源证券研究所

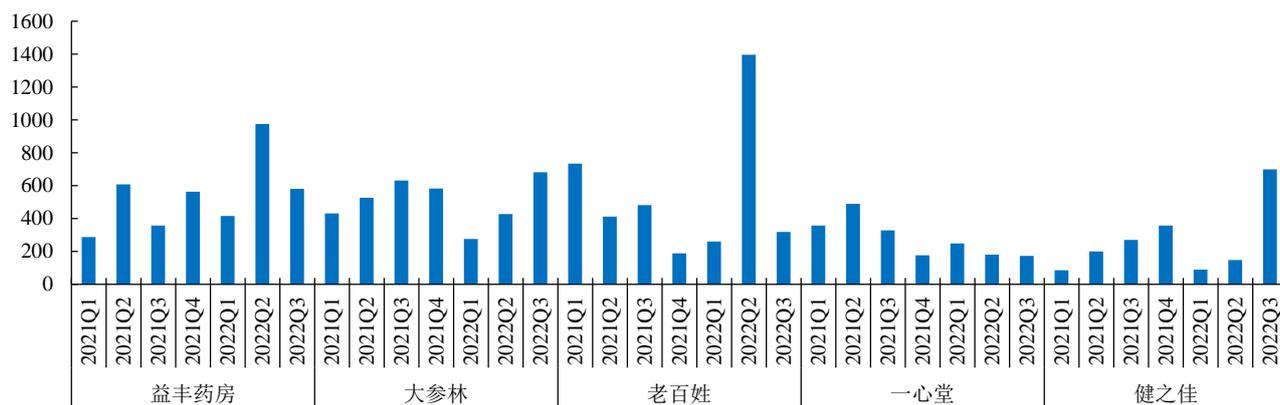
新开店有望后续贡献业绩，我们看好零售药店业绩稳健增长。2021Q1 起各大药房开店速度整体提升，新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。

表23：老百姓步入“万店”阶段，益丰药房、一心堂、大参林破万可期

2022年 前三季度	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳
总门店数	9781	9578	10327	9164	3983
直营门店数	8028	7851	7362	9164	3983
加盟门店数	1753	1727	2965	-	-
当期新增直营门店数	1295	735	1342	885	959
其中新开	817	425	-	-	241
其中并购	478	310	-	-	718
当期新增加盟店	821	792	872	-	-
当期关闭门店数	144	142	109	137	20
当期净增加门店数	1972	1385	1975	604	939

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图10：2021年新开店将在2022年逐渐释放业绩



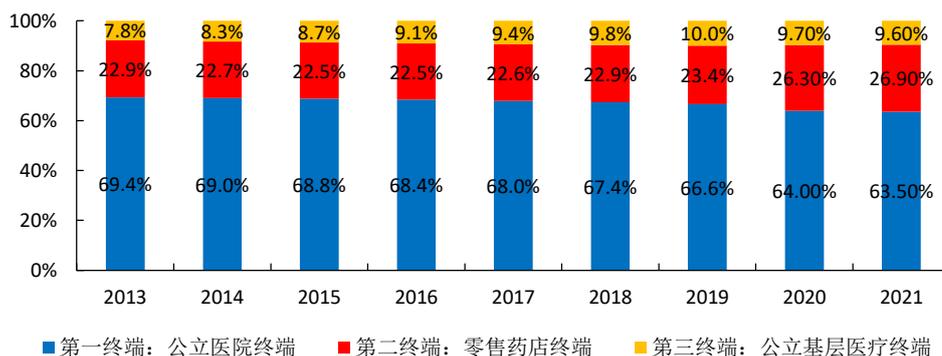
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3.5、2023年零售药店投资逻辑二：看好处方外流趋势下，专业服务能力强的零售药店

零售药店终端市场份额增长，印证处方外流趋势：集采下药品价格下降成为行业趋势，可能导致部分外资原研药退出医院市场，扩大医药零售销售规模。从市场份额上看，零售终端是药品市场第二大销售终端，规模持续上升，第一终端占比不断下降，印证处方外流趋势。

政策持续推动处方外流。未来处方药及慢病品类占比有望提升，专业服务成为核心竞争力。龙头连锁药店在供应链、价格、品种、厂家资源支持、专业服务能力等方面领先中小药店；长期来看，随着处方外流规模扩大，客流量回升，龙头药店将因此受益。

图11：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势

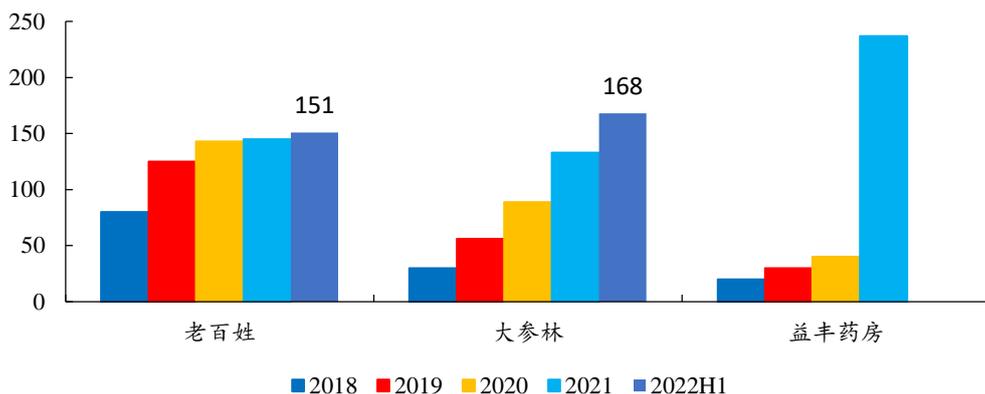


数据来源：米内网、开源证券研究所

表24：零售药店积极布局“双通道”统筹资质药房

	2021	2022H1
老百姓	149	168
益丰药房	130	-
一心堂	-	204
健之佳	17	115

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图12：零售药店积极推进 DTP 药房建设


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3.6、2023 年零售药店投资逻辑三：看好多元化经营下零售药店客流、客单提升带来的业绩增长

客流方面：预计疫情精准防控下，居民出行政策边际放松，门店客流将逐步恢复，各大药房通过便利店、药妆店等新业务模式吸引新客群，客流有望进一步提升。尽管互联网医药电商的发展可能带来竞争加剧，但在政策严格监管的背景下，我们认为药店客流整体呈提升趋势。

客单价方面：各大药房在疫情下调整商品品类、销售模式等，提升中药、药妆等毛利率较高的品种销售，发展便利店、药妆店等新业务模式初见成效，并且随着各大药房大力布局慢病管理服务，慢病药品销售的提升也将带动客单价提升。我们认为在药店积极优化产品结构，探索销售模式的背景下，客单价有望提升。

表25：看好多元化经营下零售药店客流、客单提升

客流	客单
(1) 随着疫情防控精准化，门店限流管控政策有望逐步放宽，客流有望恢复； (2) 感冒、发烧等限售品类在疫情得到控制下，逐步放开销售； (3) 疫情影响减弱，促销限制放开，通过促销活动吸引客流； (4) 便利店、药妆店等新店型吸引新客群； (5) 通过服务提升客户黏性，提升复购率； (6) 布局院边店、DTP 门店、门特门慢统筹门店，“双通道”定点机构逐步对接医院，政策推动处方外流加速，客流有望提升等。	(1) 中药、药妆等毛利率较高的品种提升客单价。 (2) 随着药店大力发展慢病服务，加大慢病统筹门店布局，慢病药品销售占比提升将提升客单价。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表26：2022年前三季度健之佳在多元化经营下实现较快恢复性增长

	2022H1 营收 (亿元)	营收 YOY	营收占比	毛利率
中西成药	19.89	32.24%	66.16%	30.45%
中药	1.13	23.03%	3.77%	45.61%
保健食品	1.94	5.69%	6.84%	46.14%
个人护理品	0.43	16.99%	1.53%	26.10%
医疗器械	3.07	21.66%	10.82%	45.54%
生活便利品	1.85	5.77%	6.53%	29.82%
体检服务	0.03	-7.17%	0.12%	14.81%

数据来源：健之佳公司公告、开源证券研究所

2.3.7、推荐及受益标的

表27：医药商业板块推荐及受益标的

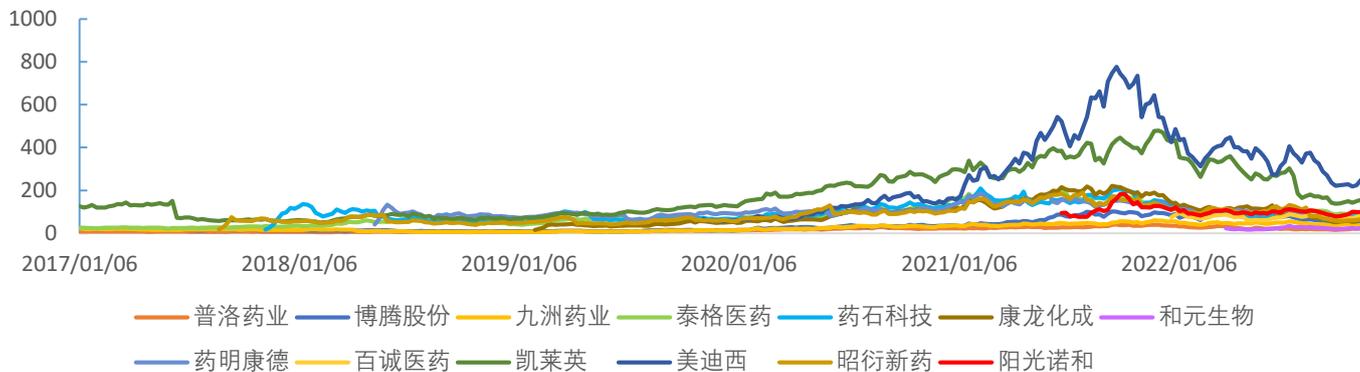
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
603939.SH	益丰药房	63.79	15.60	20.60	25.20	25.40	52.7	43.7	34.9	27.8	买入
603883.SH	老百姓	38.93	7.75	14.10	20.40	19.30	31.8	27.9	23.2	19.4	买入
605266.SH	健之佳	82.82	19.66	11.90	16.00	18.80	23.1	20.6	17.8	15.0	买入
603233.SH	大参林	41.18	-25.51	32.0	25.4	23.8	44.5	33.7	26.9	21.7	未评级
002727.SZ	一心堂	30.78	16.66	7.2	20.6	19.5	19.3	18.0	15.0	12.5	未评级

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所 注：除益丰药房、老百姓、健之佳外，其他标的盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘日为 2022 年 11 月 25 日

3、创新升级机会：CXO 红利期、创新药收获期、仿制药拐点的碰撞

3.1、CXO：估值处于历史底部，经营继续稳健

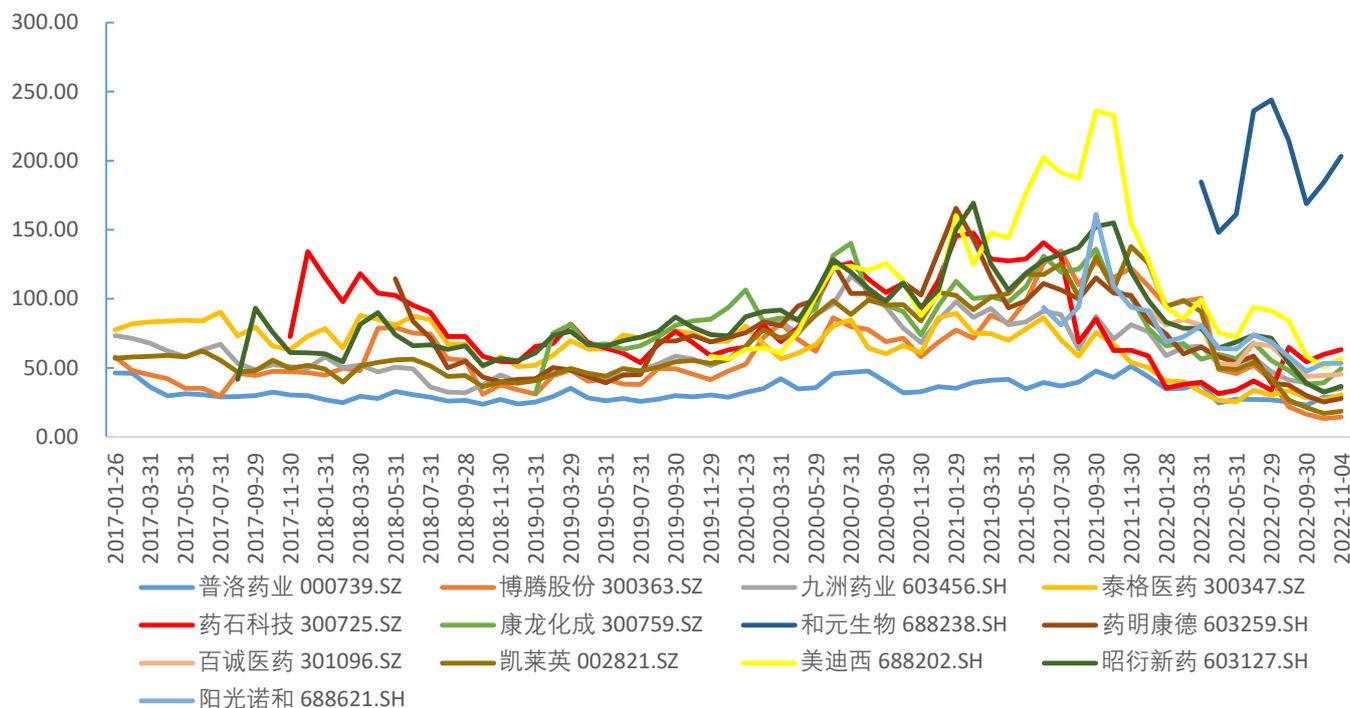
股价充分回调：自 2021 年 7 月至今，CXO 主要标的股价已经充分回调，多数公司回调幅度超过 50%，部分公司跌幅超过 70%以上。

图13：CXO 主要标的股价均调整较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

估值处于底部:回顾 CXO 标的的估值水平,当前位置多数公司动态 PE 处于 40X 以内, PEG 小于 1, 估值分位在 5%以内, 估值调整充分。

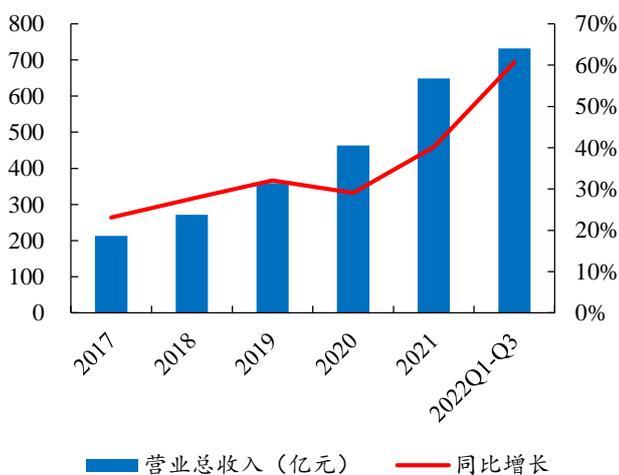
图14: CXO 主要标的估值调整较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

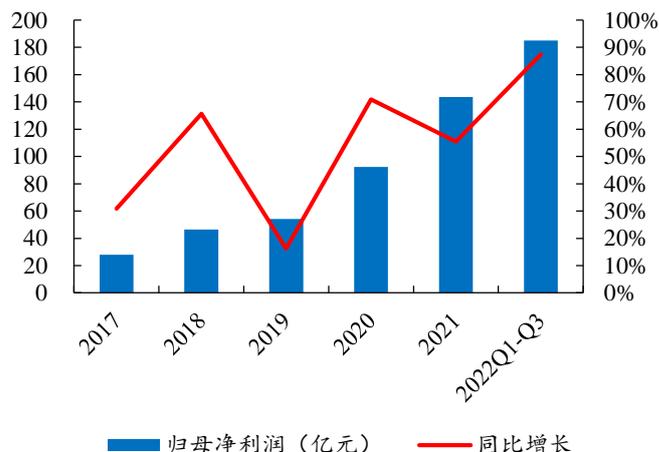
业绩持续向上:回顾 2017-2022 前三季度的经营情况, 医药外包行业持续高景气: 2021 年 CXO 行业的总的营业收入为 649 亿元, 同比增长 40.18%, 增速为近几年来最高水平; 前三季度整体营收增速同比增长 60.65%, 创历史新高; 归母净利润增速同样达历史新高。

图15: CXO 主要标的整体收入快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: CXO 主要标的归母净利润快速增长

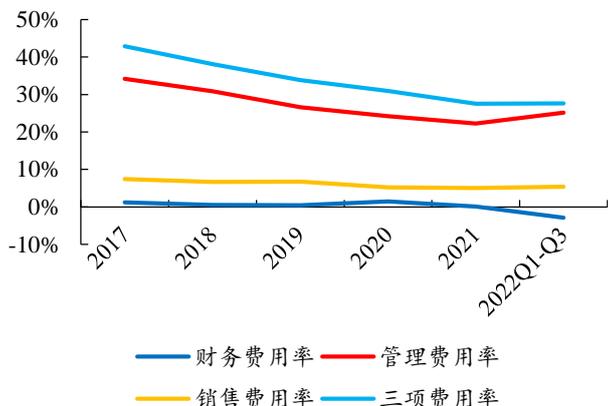


数据来源: Wind、开源证券研究所

经营稳健, 盈利能力稳定:回顾 2017-2022 前三季度的经营情况, 随着收入规模的提升, CXO 行业的整体费用率稳步向下; 盈利能力上, 毛利率及扣非后净利率

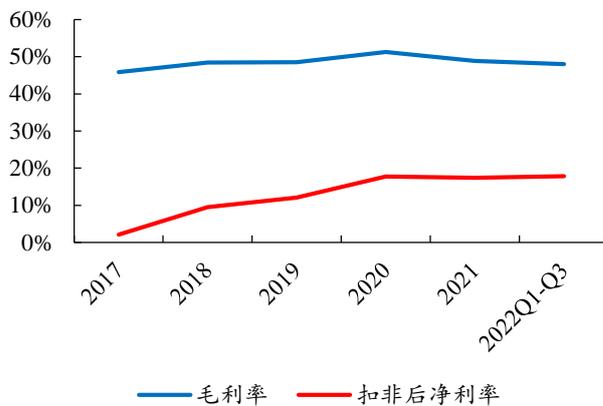
整体保持稳定，行业整体经营稳健。

图17: CXO 主要标的费用率稳定向下



数据来源: Wind、开源证券研究所

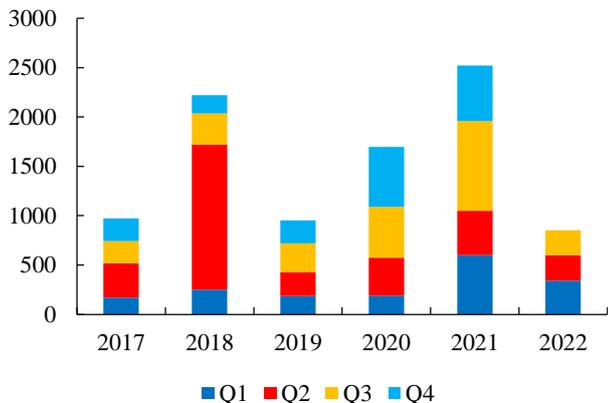
图18: CXO 主要标的盈利能力稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

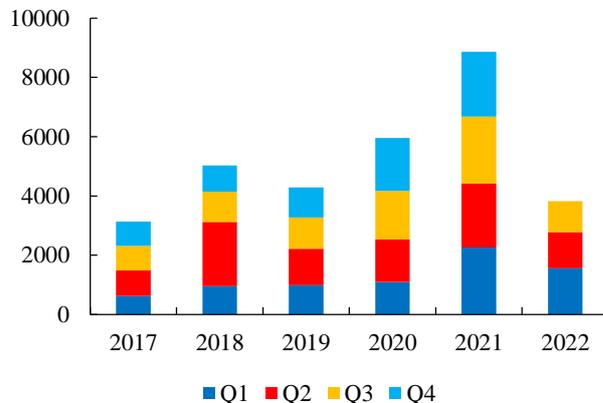
2022Q3 投融资同比继续下滑，环比下滑收窄：整体上，投融资数据同比继续大幅下滑，环比降幅收窄：2022Q3 生物医药投融资继续下滑，全球下滑 53.69%，中国下滑 72.33%；环比较上，2022Q3 生物医药投融资下滑收窄，全球下滑 14.41%（前值 21.73%），中国下滑 4.03%（前值 23.08%）。

图19: 国内生物医药投融资下滑 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 全球生物医药投融资下滑 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

估值处于历史底部，建议积极配置：经过近 2 年的调整，CXO 板块的估值处于历史低位，但从经营上看各家公司整体依然稳健，2023 年业绩高增长的确性强，当前位置建议重点关注板块的投资机会。

表28: CXO 推荐及受益标的

标的	投资要点
康龙化成	短期看，实验室化学和生物科学联动发展，为公司业绩稳健增长奠定基础；商业化产能集中释放叠加前端项目导流，小分子 CDMO 业务有望加速增长。从中长期看，公司全流程、一体化的布局的优势有望逐渐显现，并推动临床 CRO 业务和战略新兴业务快速发展，进一步打开长期成长空间，我们看好公司的长期发展。当前阶段，康龙化成的全流程一体化和全球化的战略在投入推进中，短期投入较大，导致 22 年利润端承压，预计 23 年公司利润端将有较大的弹性。
泰格医药	公司战略并购及自建不断推进，以临床研究服务为核心，向上下游拓展，业务覆盖药械全产业链市场；同时，公司在海外多地成立子公司，积极扩大全球业务布局。临床试验技术服务、临床试验相关服务与实验室服务“三驾马车”共

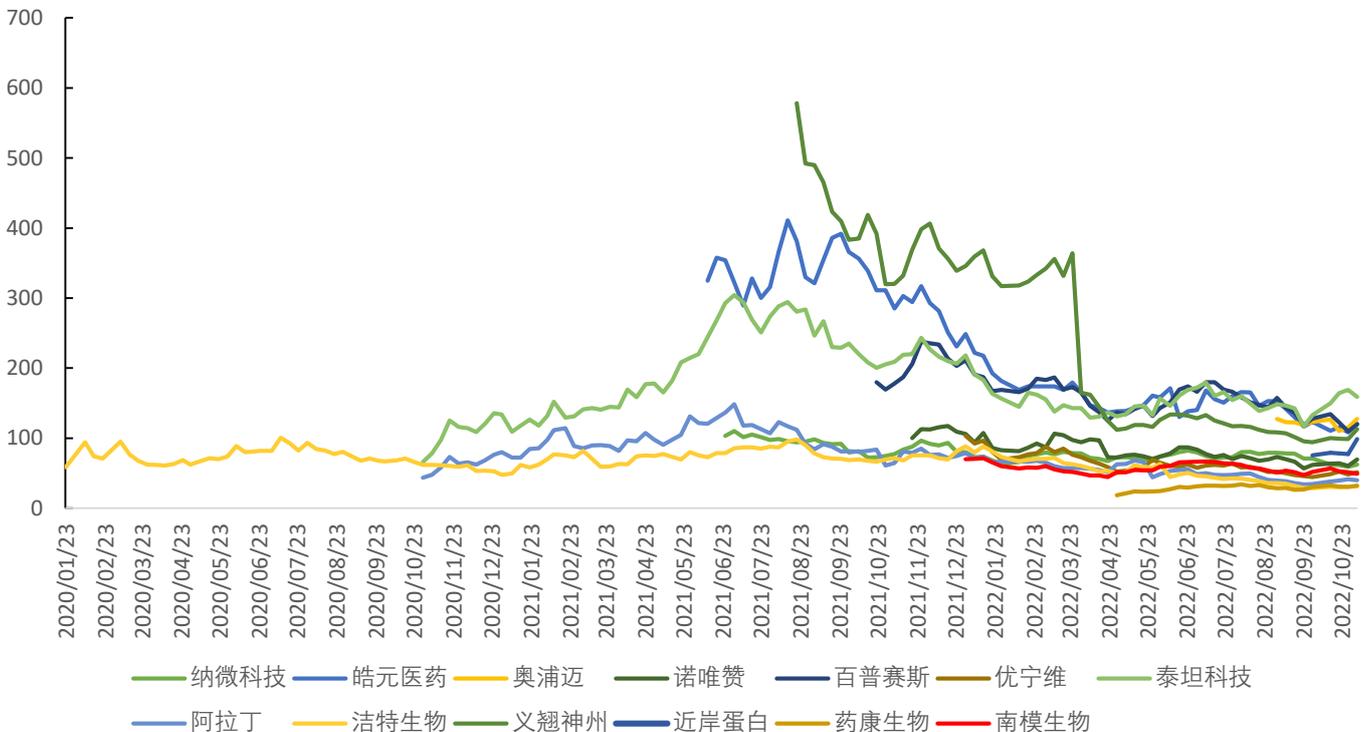
标的	投资要点
	同发力，多业务协同发展，公司护城河持续加深，并推动公司业绩高速增长。公司在国内先发优势明显，市占率持续提升，龙头地位并有望进一步增强。
药石科技	经过持续的积累，药石科技在人才、合规产能、客户及项目上全面改善，并持续向好，CDMO 业务也迎来快速发展阶段。基于在创新分子砌块积累的优势，药石科技不断拓展创新药外包服务全产业链，纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体—原料药—制剂”等创新药 CDMO 业务，并进一步搭建了创新药物发现技术平台，为客户提供新药筛选服务，我们看好公司的长期发展。
博腾股份	博腾股份顺利承接海外制药客户大订单，充分印证公司在研发、生产及供应链管理方面具有较强的能力，是对公司小分子药物 CDMO 能力的充分认可。剔除大订单，随着公司前端培育的项目向后端逐步导流及持续向 API 转型升级，公司原料药 CDMO 业务有望持续保持稳健增长。 在新业务上，博腾股份已逐步建立起多种剂型的服务能力，在原料药-制剂协同下，制剂 CDMO 业务快速发展。CGT 行业处于快速发展期，公司也已搭建具有优势的全方位技术平台，2022Q1-Q3 公司 CGT CDMO 业务实现营收 1701.14 万元，同比增长 68.80%，为公司的长期发展打开新的空间。
美迪西	美迪西深耕临床前 CRO 领域，现已建立临床前 CRO 一体化服务平台。受益于创新药行业的快速发展及前期积累的高质量服务的口碑，近年来公司经营业绩快速增长。短期看，新签订单额快速增长，技术人员及实验室面积稳步扩张，公司业绩确定性强；中期看，公司顺应生物医药行业的发展方向，持续加大创新投入，不断布局生物医药最前沿的技术，搭建系列平台，有望为公司业绩贡献新动能。

资料来源：Wind、开源证券研究所

3.2、科研服务上游：股价趋于合理，看好后市机会

科研服务上游：股价回调较多：回顾上游公司的股价，自 2021 年 7 月开始板块股价整体开始回调，多数公司回调超 50%，近半年多数公司股价处于底部震荡阶段。

图21：科研服务上游股价回调较多

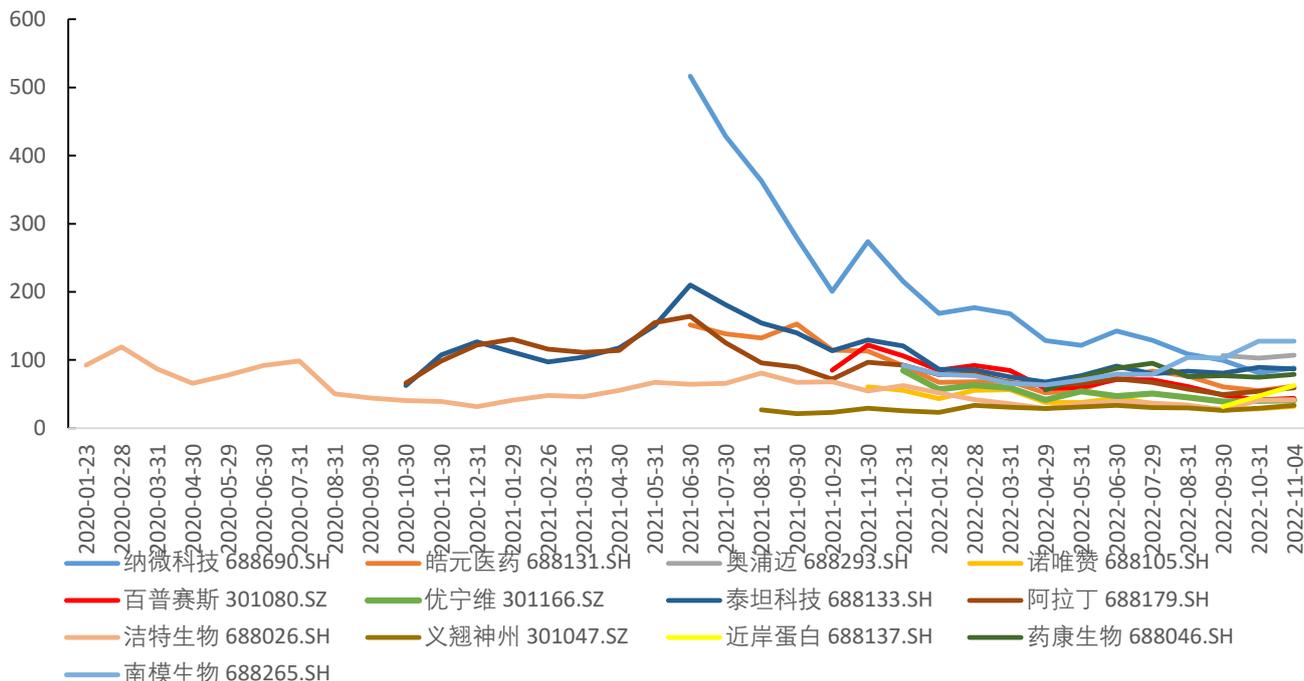


数据来源：Wind、开源证券研究所

科研服务上游：估值趋于合理：回调后上游估值在生物医药板块仍处于较高的

位置，但鉴于行业处于快速发展的阶段，当前估值水平基本合理。

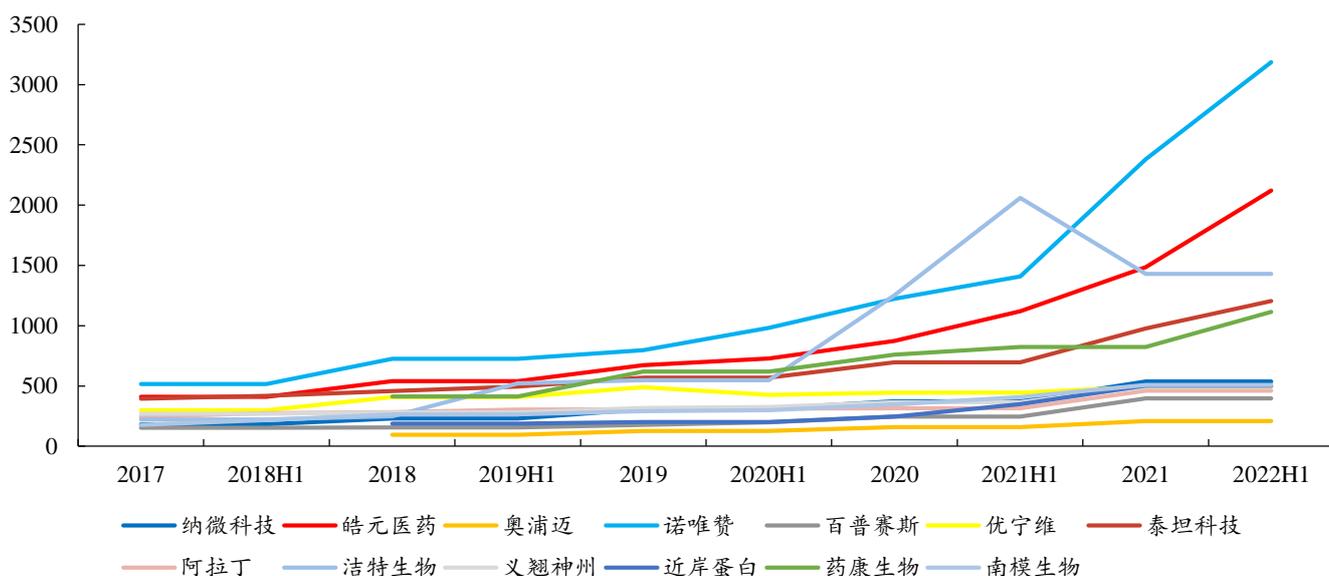
图22：科研服务上游估值调整充分



数据来源：Wind、开源证券研究所

上市后快速补充人员：顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人效上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。考虑业务的性质，多数上游标的的人效爬坡较快，预计 2023 年相关标的的收入增速将与利润增速趋于匹配。

图23：上游公司快速补充人员（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

历史上人效稳步增长：回顾科研服务上游的发展情况，2017-2021 年人均创收和

人均创利基本都处于稳步向上增长，人效陆续显现。

图24：上游公司人均创收优宁维较高（万元）

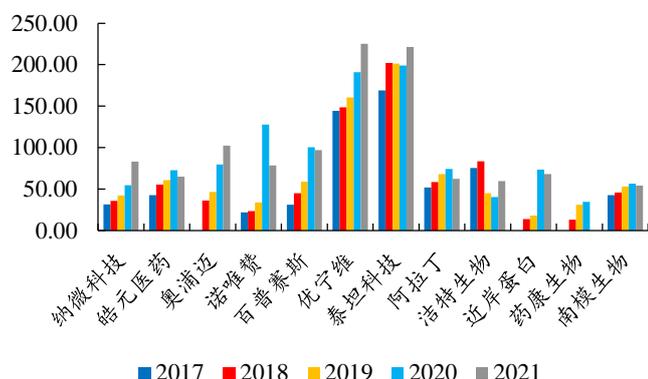
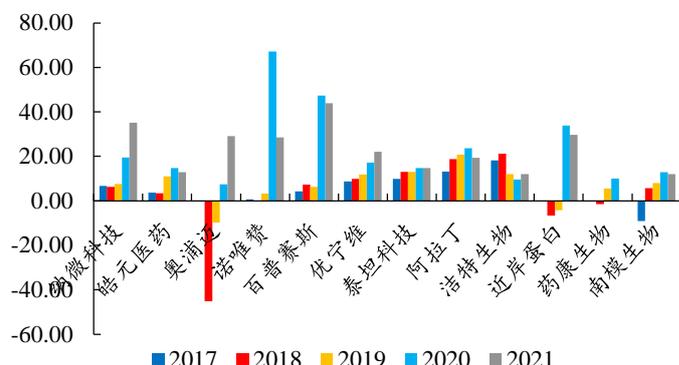


图25：上游公司人均创利百普赛斯较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

陆续推出股权激励：整体上，上游行业处于国产替代的黄金阶段，尝试进入相关细分赛道的公司较多，为保障公司的稳定长远发展，上市后陆续推出股权激励。另一方面，上游标的的利润体量较小，股权激励摊销的费用导致短期利润端压力较大，也导致相关公司收入增速与表观利润有一定的偏移。

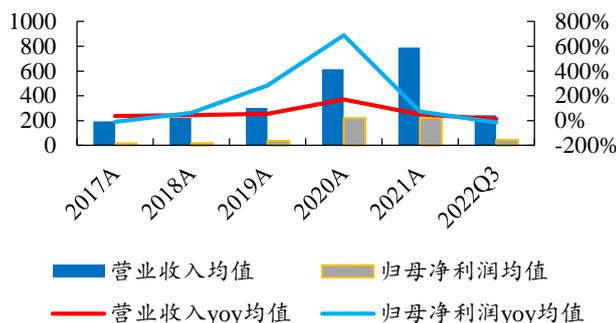
表29：上游公司陆续推出股权激励

标的	上市时间	股权激励总费用(万元)	首次授予/公告草案时间
纳微科技	2021/6/23	9238.56	2022年4月8日
皓元医药	2021/6/8	6374.73	2022年2月15日
奥浦迈	2022/9/2	-	-
诺唯赞	2021/11/15	-	-
百普赛斯	2021/10/18	4471.42	2022年5月10日
优宁维	2021/12/28	2910.18	2022年3月9日
泰坦科技	2020/10/30	3639.59	2022年3月1日
阿拉丁	2020/10/26	3356.45	2021年12月7日
洁特生物	2020/1/22	3429.07	2021年4月12日
义翘神州	2021/8/16	-	-
近岸蛋白	2022/9/29	-	-
药康生物	2022/4/25	-	2022年10月31日
南模生物	2021/12/28	4417.71	2022年7月18日

资料来源：Wind、开源证券研究所

2022Q3 利润增速不及收入增速：人员快速扩充及管理费用先行导致短期收入与利润背离，考虑到销售人员人效会在3-6个月后会逐步提升，研发人员在1年后开始贡献产值，预计上游公司在2023Q1开始收入快速提升，并于2023H1表观利润增速快速提升。

图26: 2017A~2022Q3 上游公司收入和利润快速增长(百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 剔除新冠影响后上游公司收入和利润变化差异变小(百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2023 年关注人效提升: 整体上, 科研服务上游处于行业发展的起步阶段, 短期新招人员较多, 从经营节奏上, 预计 2023 年人效会陆续提升, 叠加费用先行的影响, 2023H1 利润端有望较大的增长。

表30: 关注生物医药上游的投资机会

标的	投资要点
皓元医药	随着合肥、烟台、上海生化、上海 CDMO 创制研究中心的投入运营以及马鞍山工厂试生产, 新增人员较多, 导致 2022 年 Q3 利润端压力较大。从经营上看, 我们预计新增的人员将逐步在 2022 年 Q4 贡献收入, 公司收入和利润有望从 Q4 开始逐渐趋于同步并出现经营拐点。皓元医药前后端一体化布局, 打造全流程服务药品研发的技术平台, 我们看好公司的长期发展
奥浦迈	历时 9 年高速发展, 现已成为一家专注于提供细胞培养解决方案和端到端 CDMO 服务的公司。公司的培养基定位于中高端市场, 尽享国产替代东风, 战略布局 CDMO 业务, 促进培养基和 CDMO 双向转化, 并不断提升与客户间的粘性, 增强合作的深度和广度, 发展迈入快车道。
纳微科技	纳微科技是一家为生物医药、平板显示、分析检测及体外诊断等领域客户提供核心微球材料及相关技术解决方案的高新技术企业。公司突破并掌握了微球精准制备底层技术, 打破了国外品牌长期垄断色谱填料市场的行业格局。基于行业技术壁垒高、客户粘性强以及公司营收随客户研发项目的推进而逐步放量等特点, 我们看好公司的长期发展。
毕得医药	公司作为国内公斤级以下分子砌块头部企业, 致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库, 现货储备超过 7 万种, 领先竞争者。公司积极推进全球业务布局, 在欧洲、北美、印度等多个新药研发高地建立子公司, 积极搭建全球供应链体系, 公司海外收入保持高速增长, 国际化较为领先。随着公斤级以上的分子砌块需求的提升, 预计收入规模将进一步放大; 同时, 公司将进一步提升产品的自研比例, 有望带动盈利能力提升, 成长路径清晰明确。
义翘神州	义翘神州致力于打造“一站式”的生物试剂平台公司, 在重组蛋白、抗体、基因和培养基等生物试剂产品齐全, 并进一步拓展 CRO 业务, 为客户提供更全面的产品及技术服务, 平台价值逐步显现。基于行业特征及终端客户需求的特点, 我们看好拥有自主生物技术平台, 并能提供多种生物试剂产品线及丰富品种数的平台公司的长期发展。
百普赛斯	百普赛斯为全球生物医药公司、生物科技公司 and 科研机构提供药物研发及生产环节所必须的重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务。公司率先布局海外市场、侧重工业客户并积极横向扩展新领域, 基于客户粘性强的行业特点, 我们看好公司海内外的长期发展。

资料来源: Wind、开源证券研究所

3.3、创新药: 进入收获期, 医保谈判常态化, 推动创新药放量

3.3.1、纲领性文件政策落地, 深化制度改革

2015 年 7 月 22 日, CFDA(现 NMPA)发出临床试验数据核查公告(2015 年第 117 号), 组织对已申报生产或进口的待审药品开展临床试验数据自查核查工作。要求

1622 个临床试验项目进行自查，强调四个“最严”（即：最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责）。最终，在列出的 1622 个申报项目中，撤回和不予批准的总数为 1277 个，占应当核查的比重为 89.4%。“722 事件”后，国内外对于中国临床试验的信任度降至冰点。

随着 CFDA 内部对“722 事件”的重新审视，监管部门的核查方式开始有所改变，此后，国务院发布《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，提出了 4 大任务：提高药品审批标准、推进仿制药一致性评价、加快创新药审评审批、开展药品上市许可证持有人制度。

2017 年 10 月两办纲领性文件开启第一波创新浪潮，政策顶层设计彻底解决创新动力不足的历史问题。从研发、审评、生产等多个角度制定了相应规则，开启了第一波创新浪潮。叠加药品注册管理办法修订、药品谈判、医保动态调整机制等出台，从政策顶层设计彻底解决了历史上由于研发资源有限、审评不规范&进度慢、招标效率低、入院难度高、医保对接难等造成的创新动力不足的问题。

表31：2015 年以来多个纲领性文件落地

发布时间	发布部门	文件	要点
2015.7.22	国家食品药品监督管理总局	《关于开展药物临床试验数据自查核查的公告》	最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责，确保广大人民群众饮食用药安全”的要求，从源头上保障药品安全、有效。
2015.8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	四大任务：提高药品审批标准、推进仿制药一致性评价、加快创新药审评审批、开展药品上市许可证持有人制度。
2015.11	国家食品药品监督管理总局	《关于药品注册审评审批若干政策的公告》	对提高仿制药审批标准、优化临床试验申请的审评审批、实行同品种集中审评、严格审查药品的安全性和有效性、加快临床急需等药品的审批、严惩临床试验数据造假行为等 10 项内容进行了规定。
2016.2	国家食品药品监督管理总局	《关于解决药品申请注册积压实行优先审评审批的意见》	加强药品注册管理，加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾，将对新药、临床急需或质量疗效明显改进药品优先审批。
2017.10.8	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从研发、审评、生产等多个角度制定了相应规则，开启了第一波创新浪潮。
2017.6-2018.6	中国国家药监部门	——	加入 ICH，并当选为 ICH 管委会成员
2018.1	人大常委	《中华人民共和国药品管理法（修正草案）》	将 MAH 纳入法案
2018.1	人大常委	《关于延长授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度试点期限的决定》	将 MAH 试点工作的三年期限延长一年
2020.7	国家市场监督管理总局	新修订《药品注册管理办法》	此次修订突出药品注册管理功能，进一步构建完善审评审批框架体系，进一步明确药品、注册、核查、检验环节以及注册申请人（上市许可持有人）等各部门、各参与主体的职责以及权利义务
2020.7.8	国家药品监督管理局	《突破性治疗药物审评工作程序（试行）》 《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）》	配合原食品药品监督管理总局发布的《药品特别审批程序》，建立了四条加快药物上市注册的通道。

《药品上市许可优先审评审批
工作程序（试行）》

资料来源：NMPA、中国政府网、开源证券研究所

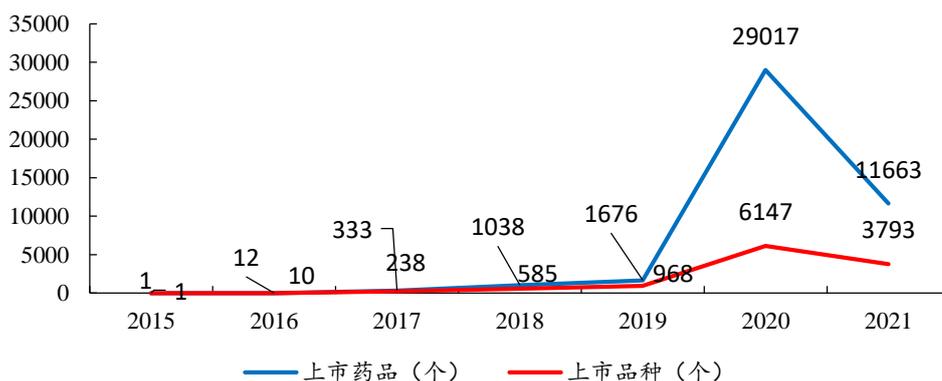
3.3.2、全面落实 MAH 制度，医保谈判常态化，推动创新药放量

MAH（Marketing Authorization Holder）制度指的是药品上市许可人制度，是将药物上市许可与生产许可分离的管理模式。上市许可和生产许可相互独立，上市许可持有人可以将产品委托给不同的生产商生产，药品的安全性、有效性和质量可控性均由上市许可人对公众负责。药品上市许可人制度是国际较为通行的药品上市、审批制度。

2020 年 7 月新修订《药品注册管理办法》正式实施进一步明确药品、注册、核查、检验环节以及注册申请人（上市许可持有人）等各部门、各参与主体的职责以及权利义务，全面落实药品上市许可持有人制度，推动药品管理进入新阶段。与《注册办法》同时发布施行的还有新的《药品生产监督管理办法》，《生产办法》中细化了药品上市许可持有人（MAH）在生产领域的职责，为强化主体责任奠定法规基础。明确 MAH 对药品的安全有效和质量可控全面负责，明确 MAH 在药品生产过程中的责任，以及与生产企业责任之间的异同。截至 2021 年 12 月底，全国共 43730 个药物（8343 个品种）通过 MAH 批准上市。

实施 MAH 有利于充分调动研发者的积极性，促进药品创新；药物申报对药厂的依赖度显著降低，利好创新性中小企业，新的企业盈利模式将诞生；优化资源配置，抑制低水平重复建设；落实企业主体责任，加强药品质量管理；创新药品治理机制，充分发挥政府、企业和市场三者为加强药品管理中的作用。这也表明 CFDA 在药品注册申请上逐步与国际接轨。

图28：2015-2021 年中国 MAH 申请获批上市数量大幅增长



数据来源：药智网、开源证券研究所

医保目录动态调整常态化，缩短创新药纳入医保窗口期。医保目录动态调整常态化之前，我国先后于 2000 年、2004 年、2009 年、2017 年先后出版过四版医保目录，中间间隔时间分别长达 4 年、5 年、8 年，医保目录调整的滞后性导致我国新药需要等待数年才能进入医保，与发达国家差距较大。2016 年 6 月，替诺福韦酯、埃克替尼、吉非替尼 3 个品种率先谈判降价，之后开启每年一次的医保谈判。医保目录的动态化调整，缩短了创新药纳入医保所需的窗口期，创新药医保支付进程加速，也推动了创新药销售放量，但是随之而来的问题是价格的大幅下降

表32：医保谈判常态化

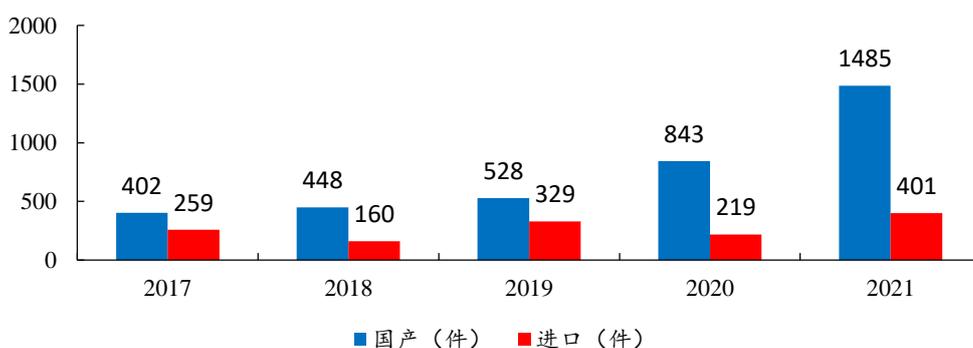
发布时间	事件	要点
2016.6	第一次医保谈判	替诺福韦酯、埃克替尼、吉非替尼降幅分别达到 67%、54%、55%
2017	第二次医保谈判	将 36 种药品纳入医保乙类
2018.1	第三次医保谈判	将 17 种抗癌药纳入医保乙类
2019.11	第四次医保谈判	“有进有出” 每年谈判将成为常态
2020.11	第五次医保谈判	国产 PD-1 全部入选
2021.12	第六次医保谈判	6 款罕见药谈判成功，CAR-T 产品首次进入医保谈判

资料来源：NMPA、开源证券研究所

2021 年共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，总体成功率 80.34%；其中，目录外 85 个独家药品谈成 67 个，成功率 78.82%，平均降价 61.71%。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保。基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”。其中，目录外 85 个独家药品谈成 67 个，成功率 78.82%，平均降价 61.71%，高于前两年谈判降幅。目录内谈判药品降幅暂未公布。

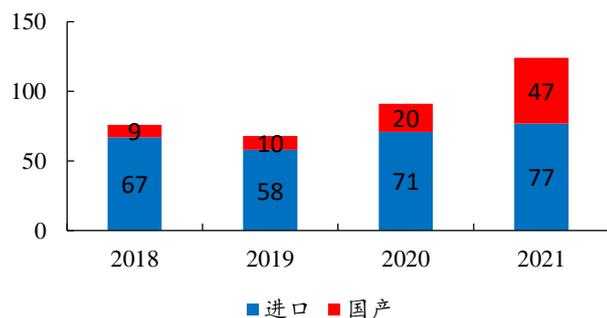
3.3.3、国产创新药进入收获期

注册申报数量快速攀升，国产创新药陆续进入收获期。近年国产 1 类新药的申请数量在逐年快速攀升，国产药申报数量与进口药已经拉开较大差距。2021 年国产新药和进口注册申报数量都显著增加，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内陆续获批上市。近年我国获批新药总持续上升，2021 国产新药占比在快速提升，2018 年国产新药仅占 9/76（11.84%），2021 国产新药占比达到 47/124（37.90%）。

图29：2021 年我国新药临床申报受理大幅增长


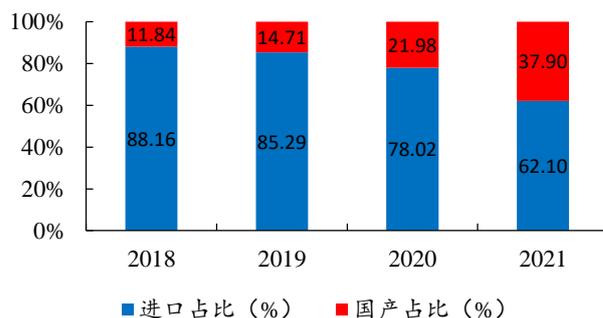
数据来源：NMPA、开源证券研究所

图30: 国产新药获批加速



数据来源: NMPA、开源证券研究所

图31: 国产创新药获批占比提升较快



数据来源: NMPA、开源证券研究所

创新受益的标: 随着近年来多个国产自研 1 类新药的问世, 我国企业不断抢占原来由跨国药企垄断的创新药市场份额, 如 PD-1 抑制剂、HER2 抑制剂等药品已经完成了国产占比超过进口占比, 我们看好创新能力强、研发管线丰富、渠道能力强的大药企, 例如恒瑞医药、百济神州等; 同时也看好创新能力强、产品护城河较高的企业, 例如荣昌生物、神州细胞等。

表33: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)		EPS			PE		
			2022/11/25	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600276.SH	恒瑞医药	未评级	39.63	0.68	0.79	0.93	58.37	50.32	42.64	
688235.SH	百济神州-U	未评级	117.32	-6.72	-4.10	-1.92	-17.45	-28.62	-61.02	
688180.SH	君实生物-U	未评级	63.58	-1.58	-0.90	-0.15	-40.24	-70.66	-413.13	
688331.SH	荣昌生物	未评级	75.03	-1.52	-1.14	-0.70	-49.42	-66.04	-106.80	
300558.SZ	贝达药业	未评级	50.61	0.72	1.27	1.83	70.31	39.73	27.62	
688520.SH	神州细胞-U	未评级	85.00	-1.04	-0.15	1.13	-81.81	-559.21	75.56	

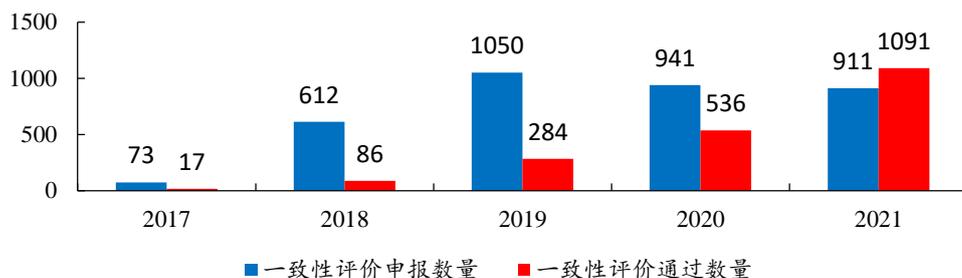
数据来源: Wind、开源证券研究所 (盈利预测来自 Wind 一致预期)

3.4、仿制药: 医疗行业供给侧改革, 集采冲击边际逐步减弱

3.4.1、仿制药一致性评价取得较大成就

2016 年 2 月 6 日, 国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》, 标志着仿制药一致性评价工作正式启动。过去几年, 我国一致性评价工作取得了显著的成绩, 促进我国仿制药的整体质量大幅度提高。

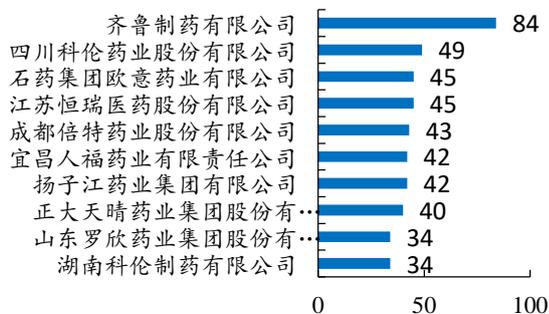
图32: 2017-2021 年仿制药一致性评价申报数量和通过数量



数据来源: 药智网、开源证券研究所

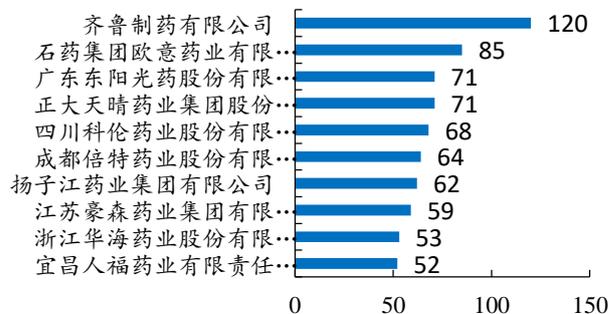
根据药知网数据显示 2017-2021 年齐鲁制药、科伦药业、石药集团、正大天晴、扬子江药业等龙头企业仿制药一致性评价申报和过评通过品种数量多，头部药企竞争力进一步加强。

图33：2017-2021 年间仿制药一致性评价申报数量 TOP10



数据来源：药智网、开源证券研究所

图34：2017-2021 年间仿制药一致性评价通过数量(含视同通过数量) TOP10



数据来源：药智网、开源证券研究所

3.4.2、集采冲击边际减弱，部分药企有望引来拐点

2018 年底“4+7 试点”第一次集采以来，截止到 2022 年全国第七批集采结束，集采中选品种累积达到 320 个。大量大品种，例如恩替卡韦、阿卡波糖、阿托伐他汀等，都经历了集采降价。对于大部分仿制药企业来说，集采的边际影响正在逐步减弱。

表34：标集采降幅逐步趋于稳定

	采购品种	中选品种	中选企业	平均降幅
4+7 试点	31	25	16	60.41%
4+7 扩围	25	25	44	67.83%
第二批	33	32	76	55.43%
第三批	56	55	127	72.25%
第四批	45	45	119	68.39%
第五批	62	61	149	70.46%
第六批（胰岛素专项）	43	42	13	48.75%
第七批	61	60	222	65.36%

数据来源：药智网、开源证券研究所

仿制药受益标的：我们看好 2 类仿制药企业，一类为供给端竞争格局良好，需求端稳健增长的企业，例如人福医药、东诚药业等；另一类为存量品种风险释放较为充分，同时又有增量品种的企业，例如华东医药、科伦药业、京新药业等。

表35：重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE	
			2022/11/25	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600079.SH	人福医药	买入	20.96	1.59	1.37	1.70	12	14	12
002675.SZ	东诚药业	买入	16.77	0.51	0.60	0.70	35	30	25
002963.SZ	华东医药	买入	40.17	1.60	1.95	2.33	26	22	18
002422.SZ	科伦药业	未评级	23.33	1.14	1.30	1.47	20.55	17.92	15.90
002262.SZ	恩华药业	未评级	19.24	0.91	1.10	1.34	21.11	17.49	14.37
002020.SZ	京新药业	未评级	13.46	0.82	0.97	1.15	16.46	13.91	11.73
002653.SZ	海思科	未评级	22.29	0.25	0.40	0.62	88.88	55.15	35.72
688278.SH	特宝生物	未评级	38.53	0.74	1.12	1.63	52.07	34.50	23.64
000513.SZ	丽珠集团	未评级	37.38	2.07	2.41	2.76	18.03	15.53	13.55

数据来源：Wind、开源证券研究所（除人福医药、东诚药业和华东医药外，其他公司的盈利预测来自 Wind 一致预期）

3.5、医疗新基建和技术迭代提速，集采政策理性成熟，国产替代空间广阔，设备+IVD 赛道迎来高增长

3.5.1、医疗新基建提速，平台型医疗设备公司迎来重要发展机遇

医疗新基建投入有望在十四五期间内长期维持高位水平：“十四五”期间，医疗新基建为医疗卫生服务体系关注焦点，《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》强调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。2022 年国内公共医疗预算、公立医院预算事业收入、医疗专项债、国内医疗卫生项目数量和投资总额等指标显著提升。医疗新基建投入有望在“十四五”期间维持高位水平，行业高景气持续。

表36：“十四五”医疗新基建持续投入

时间	部门	政策文件/财政支持	相关内容
2020 年 5 月 20 日	国家发改委、国家卫健委、国家中医药管理局	《公共卫生防控救治能力建设方案》	加强疾病预防控制体系现代化建设、全面提升县级医院救治能力、健全完善城市传染病救治网络、改造升级重大疫情救治基地、推进公共设施平战两用改造等建设任务。
2020 年 6 月 15 日	国家财政	发行 1 万亿元的抗疫特别国债	用于支持各地政府对包括医疗新基建在内的基础设施投资。
2020 年 7 月 6 日	国家发改委	456.6 亿元的 2020 年卫生领域中央预算内投资	用于支持各地加强公共卫生防控救治能力建设。
2020 年 7 月 30 日	财政部	《关于下达支持应急物资保障体系建设补助资金预算的通知》	预算指标总计为 300 亿元，着力提升公共卫生应急物资生产动员能力，支持国有及民营企业开展必要的产能备份建设和增强应急转产能力，形成可持续的医疗物资、装备供给能力。
2020 年 11 月 24 日	国家财政部	提前下达 2021 年基本公共卫生服务补助资金预算约 543 亿元	旨在加强基层乃至县级医院的疾病防控能力。
2021 年 6 月 21 日	国家发改委	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展，全方位全周期健康服务与保障能力显著增强，中医药服务体系更加健全，努力让广大人民群众就近享有公平可及、

系统连续的高质量医疗卫生服务。

2021年10月27日
国家卫健委

《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》

“推动省市优质医疗资源向县域下沉，结合县医院提标扩能工程，补齐县医院医疗服务和管理能力短板，逐步实现县域内医疗资源整合共享”，提升县级医院的医疗服务能力，满足县域居民基本医疗服务需求，目标到2025年，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平。

2022年3月29日 国务院办公厅

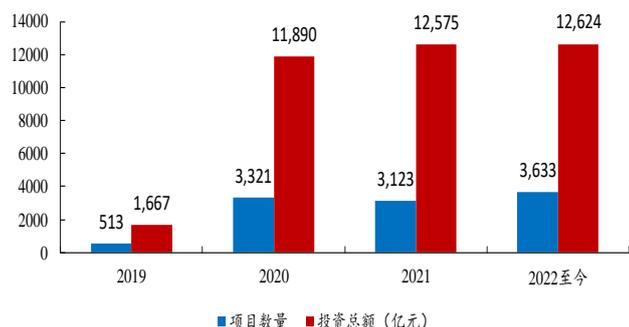
《“十四五”中医药发展规划》

到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

资料来源：国家卫健委、开源证券研究所

财政贴息贷款预计释放数千亿医疗器械市场需求，平台型医疗设备公司受益最大：9月以来国常会及卫健委财政贴息贷款政策快速推进，涉及医疗设备更新贴息全国规模超2000亿元。使用方向包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置，覆盖高校、职业院校、医院、中小微企业等九大领域，覆盖方向和领域较为全面。以迈瑞医疗、联影医疗、华大智造为代表的平台型公司，因丰富的产品管线、较有竞争力的营销渠道，有望在短期内显著受益。

图35：全国医疗卫生项目数量和投资总额近年提升显著



数据来源：企业预警通、开源证券研究所（数据截止20200920）

图36：卫健委财政贴息政策鼓励医疗设备更新

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
实际贷款利息	贷款利息≤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：卫健委、开源证券研究所

表37：各地贴息贷款政策快速落地

时间	省/市	金额
9月29日	广东省	500万
10月2日	内蒙古	3.7亿
10月4日	山东省	4700万
10月5日	吉林省	10.50亿
10月5日	河南省	2.68亿
10月6日	安徽省	1.81亿
10月5日	云南省	超700万
10月5日	湖北省	1.85亿
10月5日	广西省	未披露
10月6日	重庆市	1.15亿元
10月6日	河北省	8.29亿
10月6日	辽宁省	1.13亿

时间	省/市	金额
10月6日	新疆	超2.16亿
10月6日	福建省	1亿
10月6日	上海市	2.52亿
10月6日	浙江省	1.95亿
10月7日	北京市	124亿
10月9日	四川省	4.44亿
10月10日	江西省	23.78亿
		总191.55亿

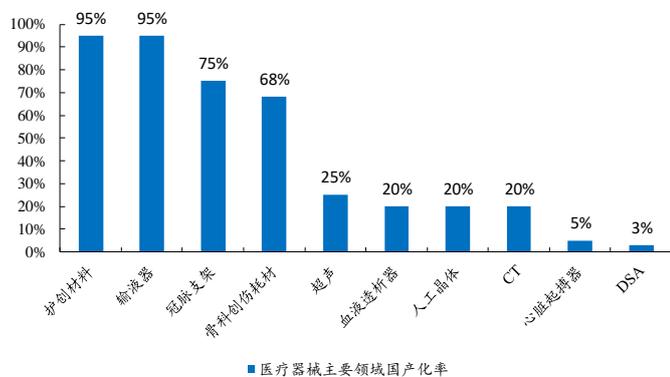
数据来源：各地政府官网、开源证券研究所(数据截止20221011)

3.5.2、技术迭代持续进行，看好国产高端医疗器械市场替代进口

高端医疗器械国产化率仍有较大提升空间：我国高度重视未来医疗器械产业的发展，工信部等部委在《“十四五”医疗装备产业发展规划（2021-2025年）》中指出要推动医疗装备产业高质量发展。国家政策支持，行业技术水平的进步以及行业较大的发展空间，使得市场不断涌现出具有竞争力的国产企业，预计国内产品将取得更高的市场份额，加速实现国产化替代。

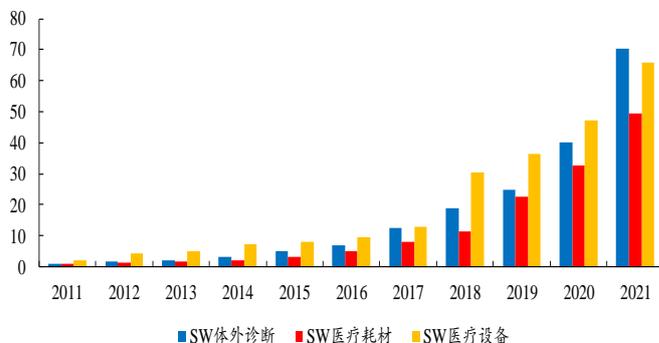
医疗器械板块近年来保持高研发投入：从研发投入来看，2021年医疗器械板块上市公司研发支出总额合计为185亿元，2014-2021年复合增速为47%。以联影医疗为例，2022年前三季度研发投入高达8.7亿人民币，占营业收入比例高达14.8%。

图37：技术密集型高端医疗器械品种相对国产化率较低



数据来源：艾瑞咨询、朗视仪器招股书、开源证券研究所

图38：近年医疗器械板块上市公司研发投入高速增长

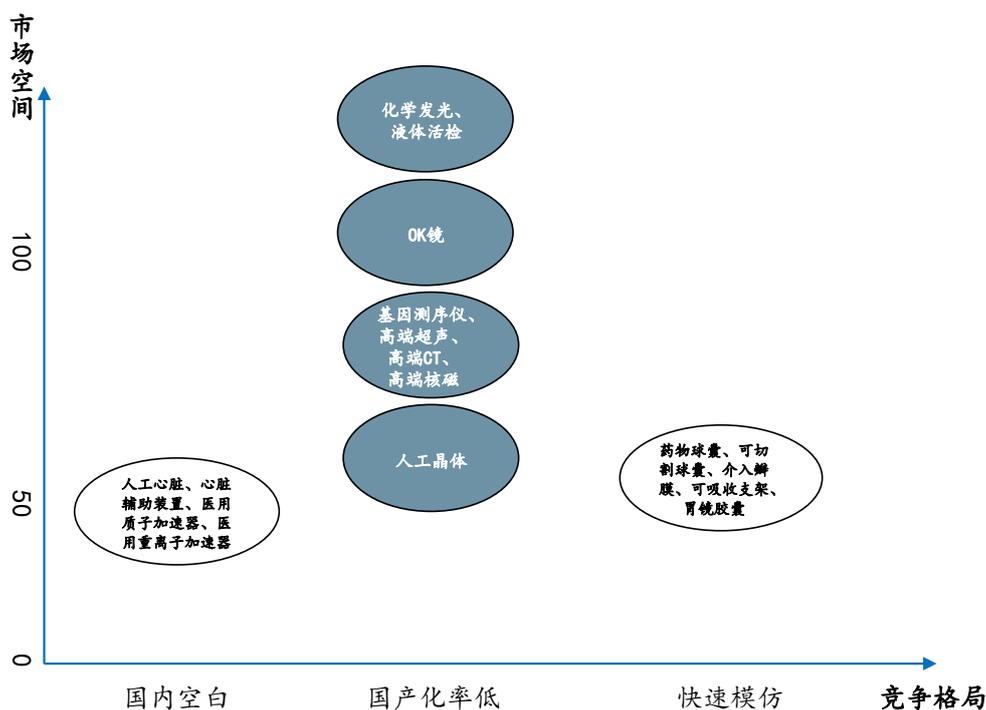


数据来源：Wind、开源证券研究所

高端医疗器械国产替代空间或将达数千亿：2021年中国医疗器械市场规模约为8909亿元，同比增长16.47%，接近全球医疗器械增速的3倍，维持在较高的增长水平，中国已经成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。器械领域市场规模至2023年将突破万亿。从产品构成上看，国内高端医疗器械市场近年来占比逐年提升，至2021年约为50%。因此，国产替代空间将达到数千亿。

技术密集型高端创新医疗器械品种仍存在较大发展空间：国产医疗器械产品主要集中在中低端设备和耗材领域，部分高端产品基本处于空白状态，如人工心脏、心脏辅助装置、质子加速器等；国产化率较低品类，如手术机器人、化学发光诊断、OK镜、人工晶体、基因测序仪、高端影像类（DSA、64排以上CT、1.5T以上核磁）、血液透析器等，存在较大的发展空间。近年，国内器械厂家研发投入加大，快速追赶国外厂家先进技术，我们预测未来高端创新领域器械品类进口替代加速。

图39：创新医疗器械领域长期发展空间较大



数据来源：上市公司公告、开源证券研究所

3.5.3、医疗器械：集采政策趋向温和，低估值 IVD 和耗材企业机会显现

耗材集采政策逐渐成熟—平衡—国产替代—全面—格局化。

2022 年 11 月 9 日，国采冠脉支架续标政策规则已有纠偏倾向，不再倡导最低价中标情况，规定不高于官方指导最高有效申报价即中选，避免劣币驱除良币，确保供应稳定，服务到位，厂商盈利。

2022 年 10 月 14 日，福建联盟电生理集采政策中选规则相对柔和（有效申报价高、降幅柔和）且充分考虑国产和进口厂商市场地位。组套和配套采购相对考虑进口厂商，单件采购国产厂商部分产品有相对成本优势，有望获得更多份额。

2022 年 10 月 14 日，福建联盟电动吻合器枪/钉仓集采中选规则相对柔和（有效申报价高、降幅柔和），由于降幅≥60%才有资格分配剩余量的规则设置，进口厂商无法参与且有份额被调出，国产替代再加速。

2022 年 10 月 10 日，江西联盟肝功生化集采，IVD—即耗材大面积集采最后版图，全面性和降价规则等引导性意义重大，国产化率高的赛道倡导多方采购。

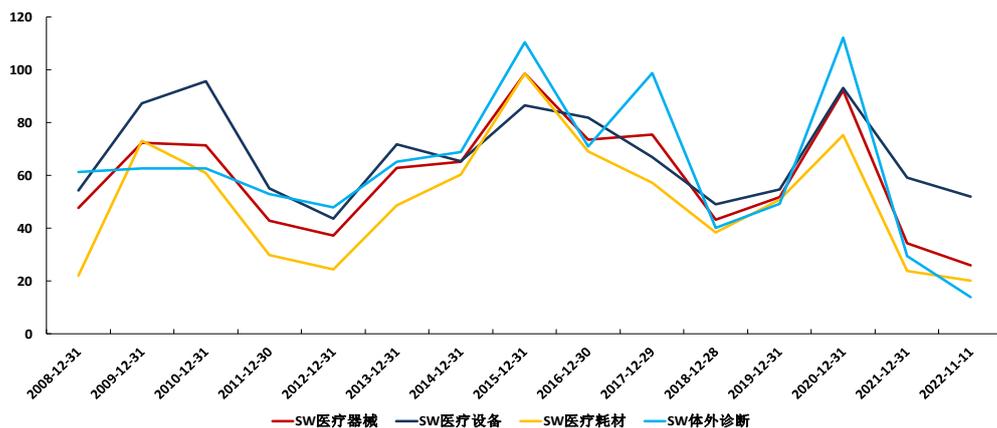
2022 年 9 月 27 日，脊柱国采落地突出马太效应，国产化和龙头化格局将成，国产厂商已具备国产替代能力并让利更多，在 DRGs 背景下，标外市场依然有望倾向大平台、品种全、跟台服务能力强的厂商，三年时间强者恒强。

总结：耗材全面集采势在必行，规则成熟、平衡、国产替代、格局化将是主旋律

- 国产化率高赛道，规则较成熟、确保降幅、供应稳定、服务全面。（支架、创伤等）

- 国产化率中赛道，规则支持国产替代、供应稳定、龙头集中、格局稳固。（脊柱等）
- 国产率低无法平替赛道，规则较平衡：国产、进口优势品类规则差异设置。（电生理等）
- 国产率低可平替赛道，规则扶持国产，更利龙头，直至国产替代率达 70%+。（吻合器等）

图 40：医疗器械板块估值处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截止 20221111）

3.5.4、医疗器械：2022Q1-Q3 医疗器械板块内部分化，设备+IVD 赛道持续增长

医疗设备：2022Q1-Q3 医疗设备板块营收 683 亿，同比增长 11.4%，归母净利润 159 亿元，同比增长 17.4%，净利率 23.4%，医疗设备板块持续受益于新基建、海外营收提速、国产替代政策加持大背景，医疗设备厂商走出独立医疗器械行情，随高端产品结构逐步优化盈利能力持续增强。

医疗耗材：2022Q1-Q3 医疗耗材板块营收 555 亿，同比下降 18.5%，归母净利润 89 亿元，同比下降 59.9%，净利率 16.3%，医疗耗材阶段性成长受阻。高值耗材：耗材集采和 DRGs 控费双重承压，但在政策扶持下具有创新型、独创型能力高耗公司有望在国内市场国产化率低的赛道中脱颖而出，通过产品力突破国外市场仍有较大压力；低值耗材：成长能力主要受供需关系、原材料价格、品类和市场拓展能力影响，疫情缓和需求释放、原材料价格稳定、品类扩增速加快和海外市场降库存动作不断，多重因素促低耗市场成长延续力增强。

体外诊断：2022Q1-Q3 体外诊断板块营收 1078 亿，同比增长 88.5%，归母净利润 465 亿元，同比增长 129.2%，净利率 44.6%，体外诊断板块受疫情检测量需求影响，国内外业绩共振，常规检测略有恢复，预计全年将保持高速增长。

表38：医疗器械板块三季度业绩表现稳健

板块	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
营业收入（亿元）	683	555	1078
YOY	11.4%	-18.5%	88.5%
归母净利润（亿元）	159	89	465
YOY	17.4%	-59.9%	129.2%
扣非归母净利润（亿元）	133	80	459
YOY	9.7%	-61.0%	135.3%
净利率	23.4%	16.3%	44.6%
毛利率	51.2%	44.9%	66.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截止 20221111）

3.5.5、医疗器械受益标的

表39：受益标的盈利预测与估值

	公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE		
				2022/11/15	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
稳健组合	300760.SZ	迈瑞医疗	买入	316.90	7.98	9.64	11.64	39.7	32.9	27.2	
	688271.SH	联影医疗	买入	195.36	2.09	2.61	3.36	95.6	76.6	59.6	
	688114.SH	华大智造	未评级	121.98	4.78	1.77	2.24	27.15	73.43	57.99	
	688139.SH	海尔生物	未评级	73.33	1.92	2.55	3.35	38.14	28.79	21.87	
	688212.SH	澳华内镜	买入	60.00	0.19	0.64	0.93	315.79	93.75	64.52	
	688677.SH	海泰新光	买入	124.55	2.03	2.72	3.62	61.35	45.79	34.41	
	300633.SZ	开立医疗	买入	51.11	0.83	1.10	1.44	61.58	46.46	35.49	
	603658.SH	安图生物	未评级	63.00	2.12	2.74	3.47	29.66	22.99	18.16	
	300832.SZ	新产业	未评级	50.55	1.60	2.06	2.62	31.68	24.51	19.32	
弹性组合	688575.SH	亚辉龙	未评级	22.08	1.71	0.88	1.15	12.89	25.06	19.13	
	301122.SZ	采纳股份	买入	57.20	1.91	2.69	3.87	29.95	21.26	14.78	
	300151.SZ	昌红科技	买入	22.93	0.34	0.48	0.64	67.44	47.77	35.83	
	688314.SH	康拓医疗	买入	54.66	1.64	2.21	2.97	33.33	24.73	18.40	

数据来源：Wind、开源证券研究所（除迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、海泰新光、开立医疗、采纳股份、昌红科技、康拓医疗，其余均参考 Wind 一致预期。）

4、风险提示

行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn