

## 医药行业 2023 年度策略报告

## 行业泡沫出清，关注中药、疫后复苏、产业升级

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
倪亦道	投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn
李颖睿	投资咨询资格编号 S1060520090002 LIYINGRUI328@pingan.com.cn
黄施齐	投资咨询资格编号 S1060521020002 HUANGSHIQI308@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **2022 年回顾：行业泡沫基本出清。**年初至今，申万医药生物指数下跌 16.8%，跑赢沪深 300 指数 2.9 个百分点。年初至今，医药生物板块估值为 25.74 倍（TTM，整体法剔除负值），低于 10 年平均估值 30.2%；医药生物板块对于全部 A 股（剔除金融）的估值溢价率为 36.75%。无论是绝对估值还是溢价率，都接近 10 年来的最低点。2022Q3，全基金医药生物仓位占比仅 9.55%，同比下降 3.70 个百分点，环比下降 0.69 个百分点。而扣除指数基以及医药相关主题基金后医药生物仓位仅占比 2.84%。全基金以及扣除指数基以及医药相关主题基配置比例已接近历史最低值。
- **主线一：中医药行业景气度持续提升。**2019 年后中医药行业重磅支持政策不断，其中医保对中药态度转变积极。2022 年 3 月《“十四五”中医药发展规划》发布，是首个由国务院发布的中医药五年规划，行业站位持续提升，景气度进入质变阶段，推荐昆药集团、康缘药业、新天药业、贵州三力、以岭药业。
- **主线二：防疫政策优化，需求复苏可期。**随着我国疫苗接种率的提升，以及 Omicron 毒株的重症率下降，我国疫情防控政策持续优化。新冠药物、疫苗需求有望持续走高，而医疗消费、药店等市场则有望复苏，建议关注通策医疗、固生堂、老百姓。
- **主线三：产业升级，寻找摇摆环境下的确定性。**产业升级在大方向上并没有发生改变，符合产业进化趋势的细分赛道及对应公司有更大机会能够穿越周期，实现可持续发展，我们认为下列细分赛道的长期价值有望在 2023 年重新得到市场重视，迎来估值回归：1）创新药及其产业链（CXO & 上游供应商），推荐凯莱英、药石科技、博腾股份、和黄医药、康诺亚；2）临床价值明确的医疗器械，推荐心脉医疗。
- **风险提示：**1）政策风险：医药行业受政策影响较大，不排除带量采购等医保控费政策推出节奏超预期；2）研发风险：医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；3）市场风险：市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响；4）中美关系风险：《外国公司问责法案》等政策仍然存在不确定性，可能将对我国医药企业产品出海造成影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2022-12-07	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
东诚药业	002675.sz	16.72	0.18	0.50	0.64	0.83	92.9	33.4	26.1	20.1	强烈推荐
凯莱英	002821.sz	136.56	2.89	9.03	7.36	8.50	47.3	15.1	18.6	16.1	强烈推荐
九典制药	300705.sz	25.21	0.62	0.83	1.16	1.48	40.7	30.4	21.7	17.0	推荐
苑东生物	688513.sh	57.43	1.94	2.18	2.87	3.63	29.6	26.3	20.0	15.8	推荐
通策医疗	600763.sh	142.00	2.19	1.95	2.55	3.37	64.8	72.8	55.7	42.1	推荐
心脉医疗	688016.sh	197.74	4.39	5.48	7.63	10.08	45.0	36.1	25.9	19.6	推荐
药石科技	300725.sz	79.78	2.44	1.70	2.35	3.26	32.7	46.9	33.9	24.5	推荐
一品红	300723.sz	34.79	1.07	0.98	1.37	1.84	32.5	35.5	25.4	18.9	推荐
博腾股份	300363.sz	42.40	0.96	3.50	2.48	3.15	44.2	12.1	17.1	13.5	推荐
固生堂	2273.hk	42.40	-2.20	0.83	1.13	1.56	-19.3	51.1	37.5	27.2	推荐
昆药集团	600422.sh	15.55	0.67	0.70	0.84	1.01	23.2	22.2	18.5	15.4	推荐
老百姓	603883.sh	41.51	1.15	1.37	1.66	1.93	36.1	30.3	25.0	21.5	推荐
和黄医药	0013.hk	18.53	-1.61	-2.59	-1.54	-1.19	-11.5	-7.2	-12.0	-15.6	推荐
康诺亚	2162.hk	41.01	-13.90	-1.62	-2.17	-3.11	-3.0	-25.3	-18.9	-13.2	推荐
以岭药业	002603.sz	49.12	0.80	0.97	1.16	1.38	61.1	50.6	42.3	35.6	推荐

资料来源: Wind, 平安证券研究所

\*港元汇率 1.1, 美元汇率 7.0

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>2022 年医药行情几经沉浮，年末迎来估值修复</b>	<b>7</b>
1.1	板块走势受地缘政治、防疫及集采等政策影响一波三折	7
1.2	医药各子行业普遍下跌，仅医药商业板块微涨	8
1.3	疫情概念股涨幅靠前，医疗服务个股领跌	8
1.4	医药行业估值及溢价率接近 10 年来最低点	9
1.5	基金医药仓位处于低配水平	10
1.6	投融资环境低迷，有待市场信心修复	10
1.7	医保基金支出下降，累计结余稳定增长	11
1.8	医疗机构就诊量有待进一步修复	11
<b>二、</b>	<b>中医药行业景气度持续提升</b>	<b>12</b>
2.1	中医药行业行情回顾	12
2.2	中医药行业景气度有望进入质变阶段	14
2.3	五大主线看中医药投资机会	17
<b>三、</b>	<b>防疫政策优化，需求复苏可期</b>	<b>21</b>
3.1	医疗服务：拐点或在 2023 年，重点关注专科连锁服务企业	22
3.2	连锁药房：新店爬坡叠加防疫药物用品销量增加，推动行业快速增长	27
3.3	疫苗：新冠疫苗等待加强针放开，常规品种放量可期	28
3.4	新冠口服药：国内多款新冠药物已逐步迈向收获阶段	29
3.5	检测：核酸检测范围收缩，抗原自检需求有望提升	30
<b>四、</b>	<b>主线三：产业升级，寻找摇摆环境下的确定性</b>	<b>31</b>
4.1	创新药及其产业链：创新是药品发展的核心驱动力	32
4.2	医疗器械：创新是核心竞争力，海外布局是加分项	39
<b>五、</b>	<b>风险提示</b>	<b>43</b>

## 图表目录

图表 1	2022 年医药板块几经沉浮，年末迎来估值修复 .....	7
图表 2	医药行业 2022 年表现处于中游 .....	7
图表 3	医药二级子行业普遍下跌 .....	8
图表 4	医药三级子行业中仅线下药店和医药流通实现增长 .....	8
图表 5	涨幅 Top 15 多为疫情概念股 .....	8
图表 6	涨幅靠前疫情概念股及其产品 .....	8
图表 7	跌幅 Top15 多属医疗服务领域 .....	9
图表 8	医药板块估值及溢价率接近 10 年来最低点 .....	9
图表 9	2022 年医药各子行业估值变化情况 .....	10
图表 10	基金医药持仓占比位于近 10 年低点 .....	10
图表 11	近 10 年医疗健康领域投融资金额（亿元）及事件数（件） .....	11
图表 12	近 9 年医保基金收支同比变化及累计结余（亿元） .....	11
图表 13	近 4 年医疗机构当月总就诊人次（万） .....	12
图表 14	2021 年初以来中药板块走势 .....	12
图表 15	2022 年初至 11 月 18 日中药行业涨跌幅排行（剔除 ST 标的） .....	13
图表 16	2011 年初以来中药和医药行业走势对比 .....	14
图表 17	中医药行业主要政策&文件汇总 .....	14
图表 18	湖北联盟中成药集采规则 .....	16
图表 19	广东联盟中成药集采代表性独家品种相较最低价降幅 .....	16
图表 20	新冠肺炎诊疗方案第九版中中药使用建议 .....	17
图表 21	新冠肺炎诊疗方案第九版中中药使用建议 .....	18
图表 22	2020 年部分谈判纳入医保中成药品种城市公立样本医院放量情况（万元） .....	18
图表 23	2022 年 11 月 18 日部分品牌中药 OTC 企业估值与白酒板块对比 .....	18
图表 24	截至 2021 年 11 月 1 日我国各省市中药配方颗粒试点生产企业数量（个） .....	19
图表 25	2020 年中药配方颗粒市场竞争格局 .....	19
图表 26	丹红注射液 2020 年和 2021 年版医保目录报销区别 .....	20
图表 27	2019 年中国中医医疗资源供需失衡 .....	20
图表 28	固生堂 OMO 平台图解 .....	20
图表 29	疫情防控政策持续优化 .....	21
图表 30	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》具体内容 .....	22
图表 31	政策不断加强精准化，关注防控和需求复苏主线 .....	22
图表 32	医药生物（申万一级）、医院（申万三级）2021 年初至今涨跌幅 .....	23
图表 33	我国医院床位利用率居高不下 .....	23
图表 34	门急诊人次维持较高增速 .....	23

图表 35	卫生机构数量增速缓慢.....	24
图表 36	我国医疗服务上市公司（剔除新股及重大资产重组标的）收入及增速情况.....	24
图表 37	2022 年我国医疗服务上市公司（剔除新股及重大资产重组标的）收入及增速情况.....	24
图表 38	我国医疗服务上市公司（剔除新股及重大资产重组标的）利润及增速情况.....	25
图表 39	2022 年我国医疗服务上市公司（剔除新股及重大资产重组标的）利润及增速情况.....	25
图表 40	2015 年公立医院各项目收入占比.....	25
图表 41	2020 年公立医院各项目收入占比.....	25
图表 42	检查类收入占比仍呈现上升态势.....	25
图表 43	医疗服务医保支付方式回顾.....	26
图表 44	医疗服务行业强调控本增效两手抓.....	27
图表 45	DRG/DIP 付费方式对行业的影响一览.....	27
图表 46	上市药店企业 2015-2021 年新增药店数量（家）.....	28
图表 47	2022 年（截至 11/25）部分疫苗公司及 SW 医药指数走势.....	28
图表 48	国内已上市/在研新冠疫苗情况（不完全统计）.....	29
图表 49	国内新冠药物在研管线.....	30
图表 50	已上市新冠口服药的放量情况（单位：亿美元）.....	30
图表 51	国内已上市新冠抗原产品.....	31
图表 52	全球药物研发支出（十亿美元）及增速.....	32
图表 53	中国药物研发支出（十亿元）.....	32
图表 54	全球药物研发支出（十亿美元）及增速.....	33
图表 55	美国消费者长短期通胀预期有所回落.....	33
图表 56	10 年期美债与创新药估值.....	33
图表 57	未盈利 Biotech 企业目前面临现金流紧张问题.....	34
图表 58	我国创新药行业发展逐步向好.....	34
图表 59	我国创新药行业发展逐步向好（2）.....	35
图表 60	XBI 自 2010 年至今也历经三次回撤.....	35
图表 61	创新药发展核心逻辑.....	36
图表 62	CRO 指数（8841421.WI）在 2022 年期间出现较大幅度回调.....	37
图表 63	全球销售靠前的药企营收及研发费用（亿美元）保持健康态势.....	37
图表 64	海外生物医药产业融资规模（亿美元）及事件数（起），截止 2022/11/23.....	37
图表 65	过去 1 年中造成 CXO 板块大幅下跌的国际政治事件及结果.....	38
图表 66	创新产业链上游供应商包括众多细分领域.....	38
图表 67	创新产业链服务于两大市场.....	39
图表 68	2022 年 SW 医疗器械及其子版块走势情况（截至 2022 年 11 月 25 日）.....	40
图表 69	2014-2022 年 NMPA 批准的创新医疗器械(截止到 2022.11.17).....	40
图表 70	我国医疗器械所处不同创新阶段.....	40

图表 71	2022 年主要正在进行的省区（联盟）医疗器械带量采购与三次国采规则 .....	41
图表 72	2022 年主要已完成的省区（联盟）医疗器械带量采购与三次国采结果（产品维度） .....	42
图表 73	2014-2022 年 NMPA 批准的创新医疗器械(截止到 2022.11.17) .....	42
图表 74	中国在建医院数量（家）(截至到 2022.08) .....	42

## 一、2022 年医药行情几经沉浮，年末迎来估值修复

### 1.1 板块走势受地缘政治、防疫及集采等政策影响一波三折

年初至今，申万医药生物指数下跌 16.8%，跑赢沪深 300 指数 2.9 个百分点，其中：

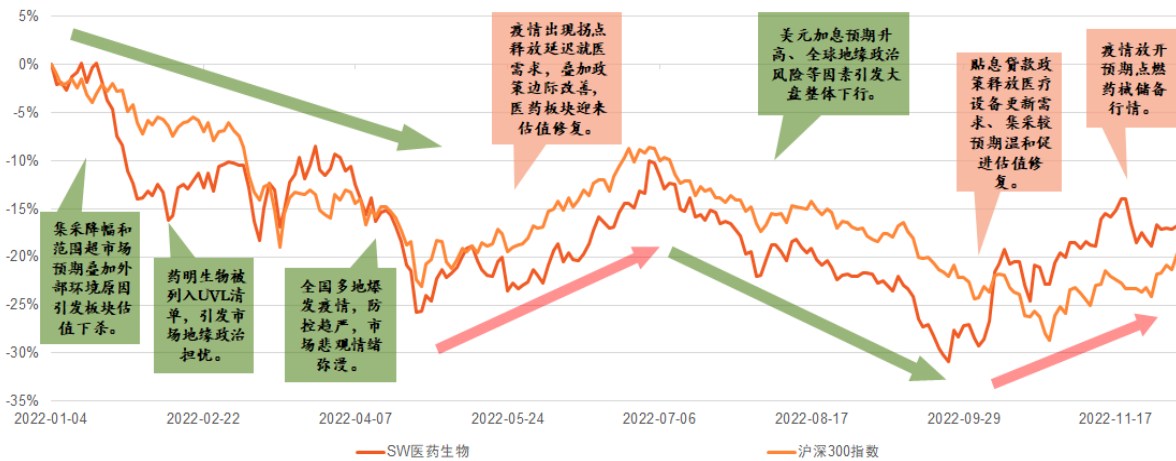
1-4 月：集采降幅超预期及范围扩大至消费医疗板块、俄乌冲突及地缘冲突愈演愈烈、疫情多点散发防控措施趋严等因素叠加导致市场情绪悲观，大盘和医药板块走低；

5-6 月：疫情出现拐点、利空政策出清以及估值触底，医药板块迎来估值修复期；

7-9 月：美元加息预期持续高位、全球地缘政治风险等因素引发大盘整体下行；

10 月至今：贴息贷款、创新药简易续约、集采预期趋于温和、疫情防控二十条优化措施等政策修复市场对于医药板块信心。

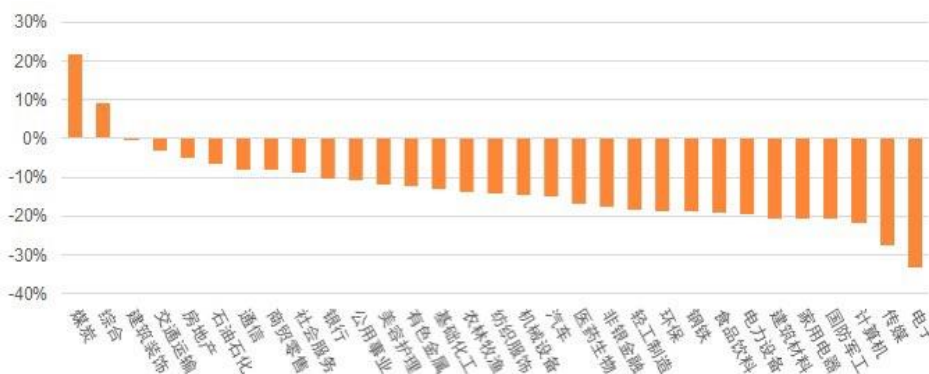
图表1 2022 年医药板块几经沉浮，年末迎来估值修复



资料来源：iFind、平安证券研究所

截至 2022 年 12 月 05 日，医药行业以 16.8% 的跌幅在 32 个一级行业分类中位列 19 名，表现处于中游位置。

图表2 医药行业 2022 年表现处于中游



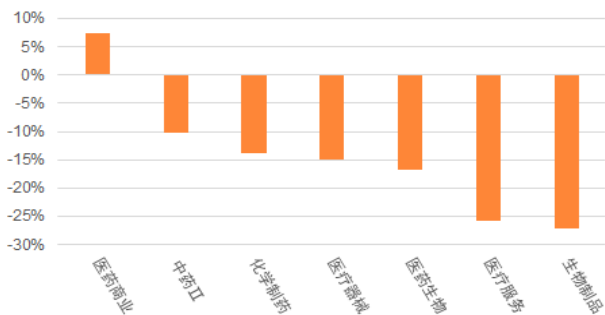
资料来源：iFind、平安证券研究所



### 1.2 医药各子行业普遍下跌，仅医药商业板块微涨

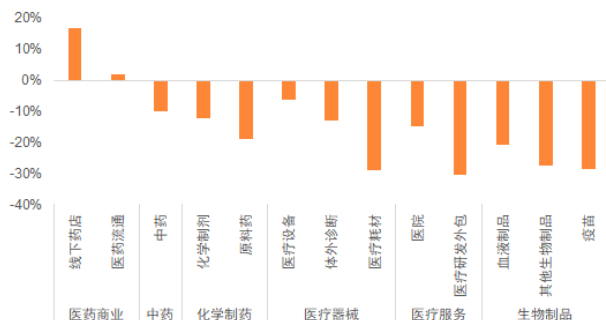
医药各子行业分化显著，医药商业是全年表现最好的细分领域，在线下药店和医药流通板块的推动下，实现 7.3% 的涨幅。中药和化学制药以 10.1%、13.9% 跌幅位列第二、三位。医疗器械板块录得 14.9% 的跌幅，其中医疗设备跌幅较小为 6.4%，体外诊断和医疗耗材板块分别下跌 12.8%、29.1%。医疗服务和生物制品板块表现较弱，跌幅为 25.8%、27.0%。

图表3 医药二级子行业普遍下跌



资料来源: iFind、平安证券研究所

图表4 医药三级子行业中仅线下药店和医药流通实现增长

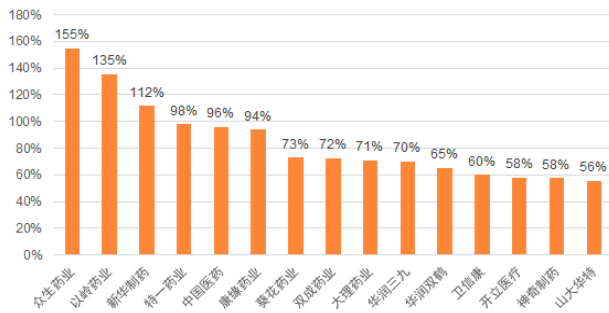


资料来源: iFind、平安证券研究所

### 1.3 疫情概念股涨幅靠前，医疗服务个股领跌

年初至今，涨幅排名前 15 的医药股多为中药、新冠概念股。其中众生药业、以岭药业以及新华制药以 155%、135% 以及 112% 的涨幅位居前三。而跌幅排名前 15 的医药股多属医疗服务领域。其中览海投资、同济堂以及宜华健康以 79%、77% 以及 63% 的跌幅位居前三。

图表5 涨幅 Top 15 多为疫情概念股



资料来源: WIND、平安证券研究所

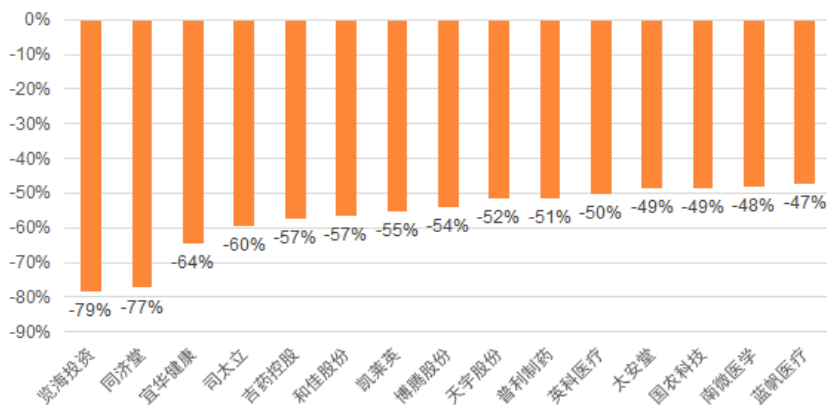
图表6 涨幅靠前疫情概念股及其产品

新冠相关概念产品	
众生药业	RAY003 (3CL蛋白抑制剂)
以岭药业	连花清瘟胶囊 (颗粒)
新华制药	阿兹夫定
特一药业	止咳宝
中国医药	Paxlovid
康缘药业	热毒宁注射液
葵花药业	小儿肺热咳喘口服液
大理药业	醒脑静注射液和参麦注射液
华润三九	参附注射液、生脉注射液、参麦注射液
华润双鹤	阿兹夫定
神奇制药	热炎宁合剂

资料来源: Wind, 平安证券研究所



图表7 跌幅 Top15 多属医疗服务领域

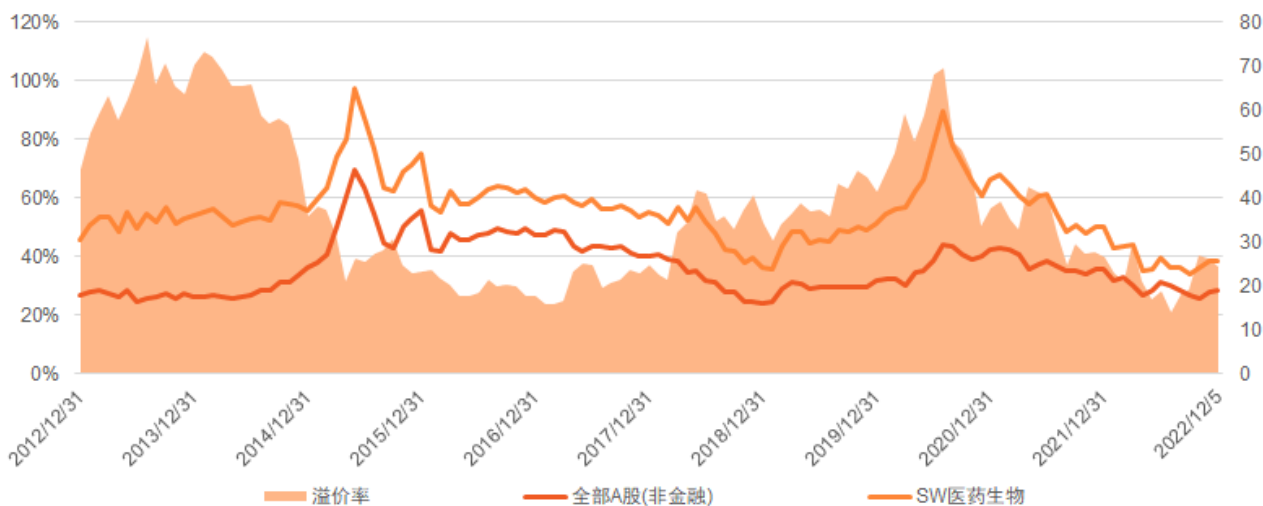


资料来源: WIND、平安证券研究所

### 1.4 医药行业估值及溢价率接近 10 年来最低点

年初至今, 医药生物板块估值为 25.74 倍 (TTM, 整体法剔除负值), 低于 10 年平均估值 30.2%; 医药生物板块对于全部 A 股 (剔除金融) 的估值溢价率为 36.75%, 低于 10 年平均估值溢价率 16pp。无论是绝对估值还是溢价率, 都接近 10 年来的最低点。

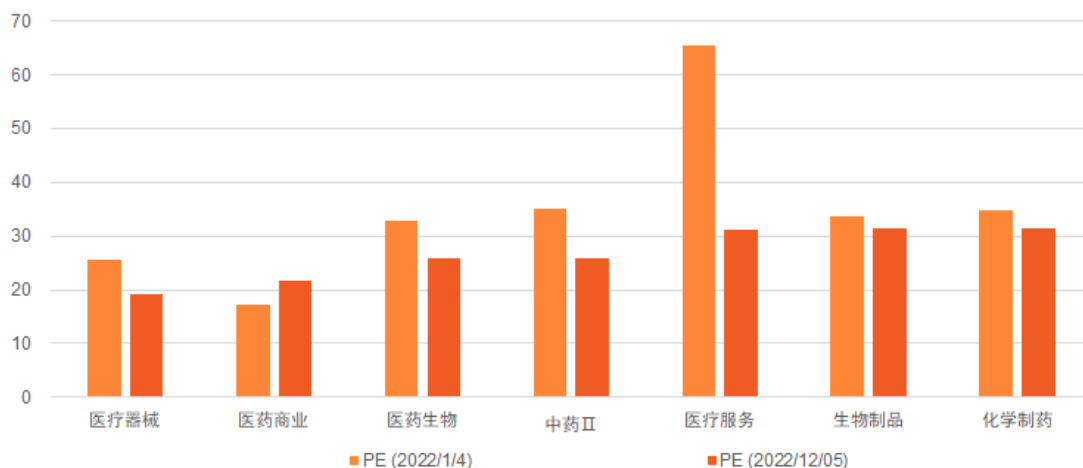
图表8 医药板块估值及溢价率接近 10 年来最低点



资料来源: WIND、平安证券研究所

从子行业的角度来看, 估值分化仍然显著。年初至今, 仅医药商业板块估值在线下药房及医药流通板块的带动下有所提升, 其它子行业估值均有所下降。其中医疗服务板块的估值接近“腰斩”, 中药、医疗器械以及医药生物的估值分别下跌 26.1%、25.0%以及 21.9%。生物制品和化学制药板块估值跌幅较小, 分别为 6.7%、9.6%。

图9 2022年医药各子行业估值变化情况

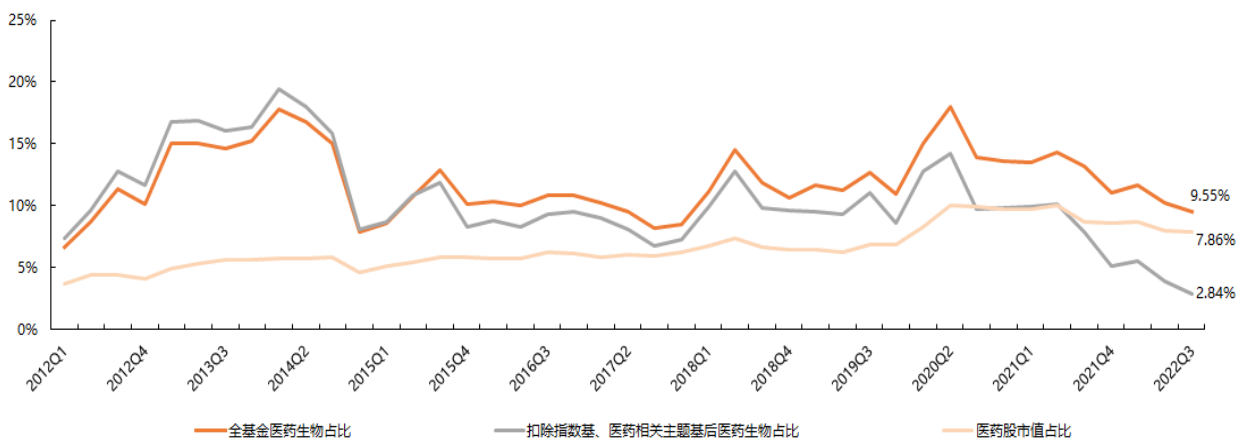


资料来源：WIND、平安证券研究所

## 1.5 基金医药仓位处于低配水平

2022Q3，全基金医药生物仓位占比仅 9.55%，同比下降 3.70 个百分点，环比下降 0.69 个百分点。而扣除指数基以及医药相关主题基后医药生物仓位占比仅 2.84%。全基金以及扣除指数基以及医药相关主题基配置比例已接近历史最低值，医药板块性价比凸显。在年底前博弈氛围浓厚的市场下，医药板块具备估值安全、基金低配等优势，配置价值逐步凸显。

图10 基金医药持仓占比位于近 10 年低点



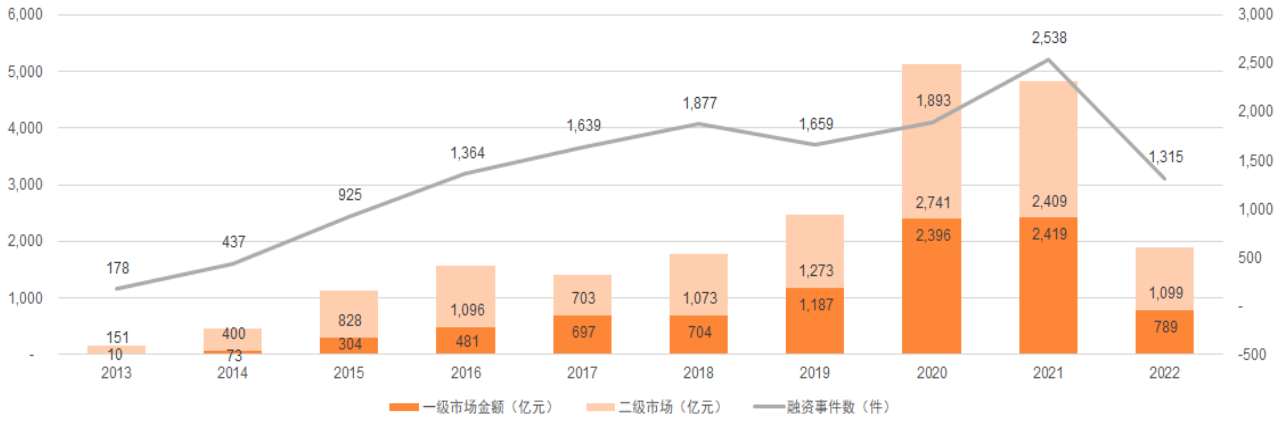
资料来源：WIND、平安证券研究所

## 1.6 投融资环境低迷，有待市场信心修复

中国医疗健康领域的投资趋势自 2013 年以来总体向上，近 10 年来累计事件数接近 1.4 万件，一级市场融资金额为 9700 亿元，二级市场募资金额突破 1.1 万亿元。2020、2021 年在创新药和新冠疫苗、口服药的驱动下总投融资额呈爆发式增长。2022 年以后，整个市场环境低迷，一、二级市场投融资额分别为 789 亿元、1099 亿元，同比下降 67.4%、54.4%。投融资事件

数同比下降 51.8%。投融资市场有待进一步修复。

图表11 近 10 年医疗健康领域投融资金额（亿元）及事件数（件）

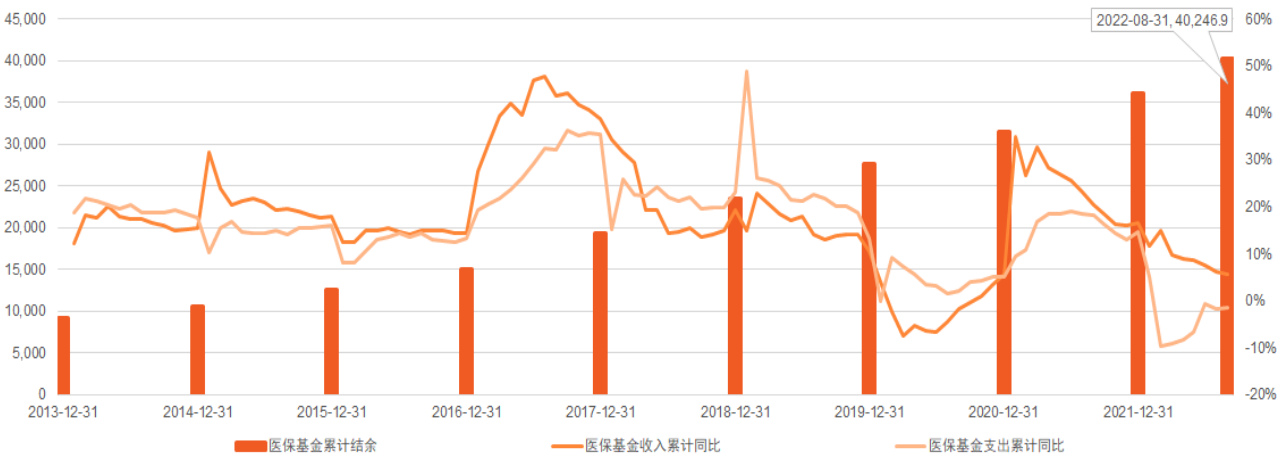


资料来源：医药魔方 InvestGO 数据库、平安证券研究所

### 1.7 医保基金支出下降，累计结余稳定增长

2022 年 1-8 月，全国医保基金（含生育保险）累计收入同比增长达到 1.9 万亿元；累计支出 1.5 万亿元，同比下降 1.5%，主要是因为新冠疫苗相关支出显著减少。其中职工医保基金（含生育保险）支出同比下降 0.4%，为 9409 亿元；居民医保基金支出同比下降 3.3% 至 5687 亿元。整体来看，医保基金累计结余近年来稳定增长。2022 年 8 月医保基金累计结余 40247 亿元，同比增长 17.4%。

图表12 近 9 年医保基金收支同比变化及累计结余（亿元）

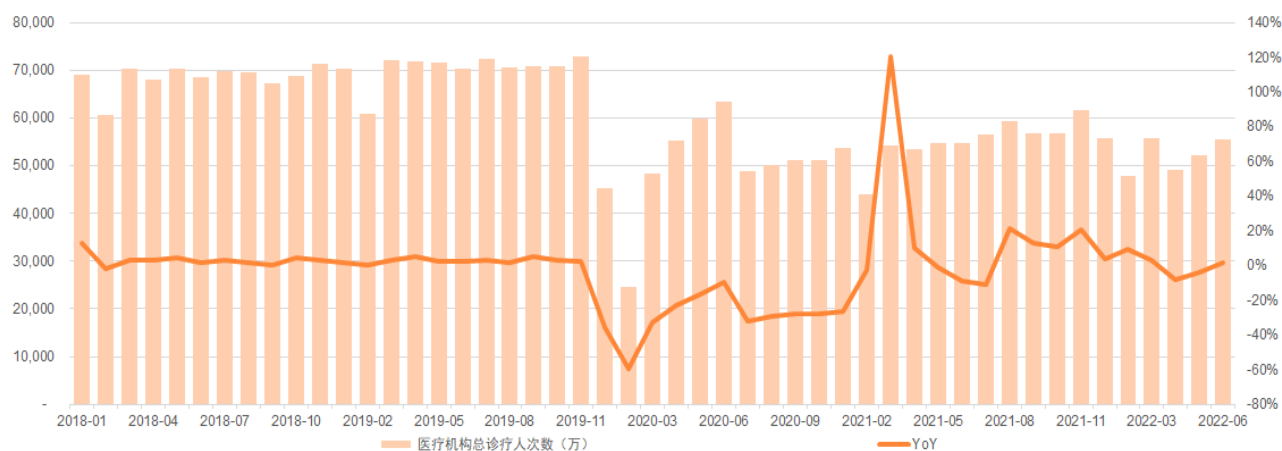


资料来源：iFind、平安证券研究所

### 1.8 医疗机构就诊量有待进一步修复

2022 年 1-6 月医疗机构总就诊人次达 316,190 万，基本与去年持平，将较 2020 年同期上涨 6.6%，恢复至 2019 年同期的 75.8%。医疗机构就诊情况有望进一步恢复。

图表13 近4年医疗机构当月总就诊人次(万)



资料来源: iFind、平安证券研究所

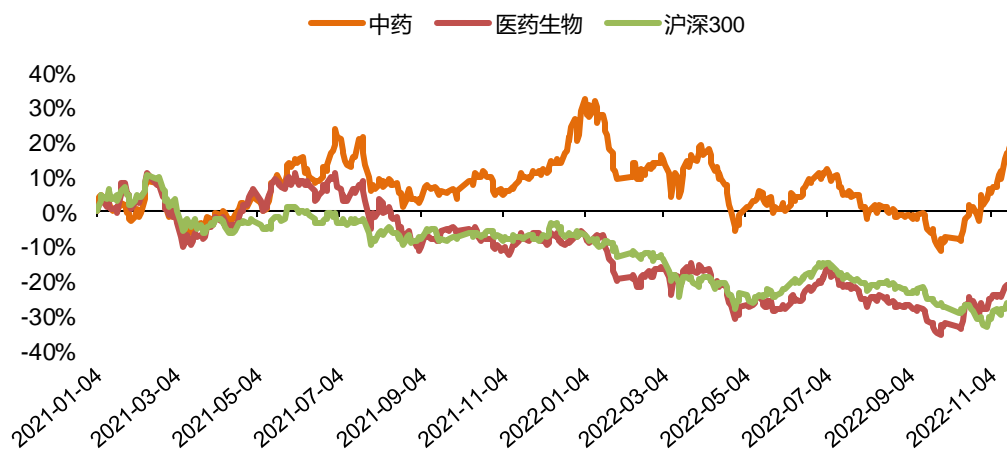
## 二、 中医药行业景气度持续提升

### 2.1 中医药行业行情回顾

#### 2.1.1 中医药行业 2021 年初以来表现远好于医药行业整体

中药行业远远跑赢医药生物行业和沪深 300。中药行业指数自 2021 年 11 月开启一轮明显上涨,因此我们统计 2021 年初至 2022 年 11 月 18 日的区间涨幅作对比。申万中药行业指数 2021 年初以来累计涨幅为 20%,而同期医药生物指数和沪深 300 指数分别为-20%和-28%,中药指数远远跑赢。即使统计 2022 年初以来表现,中药也有明显超额收益,期间中药行业下跌 8%,而医药生物行业和沪深 300 分别下跌 14%和 23%,得益于 2022 年国庆假期之后中药行业的持续上涨行情。

图表14 2021年初以来中药板块走势



资料来源: WIND、平安证券研究所

部分标的涨幅远高于行业指数。2022年初至11月18日，中药涨幅前三分别为众生药业、以岭药业、康缘药业，分别涨幅231%、139%、88%，Top10涨幅均超过55%，远高于行业整体。原因是以片仔癀为代表的权重股拖累了行业表现，年初至今片仔癀下跌40%。

图表15 2022年初至11月18日中药行业涨跌幅排行（剔除ST标的）

排名	涨幅 Top10 企业	涨幅	排名	跌幅 Top10 企业	跌幅
1	众生药业	231%	1	粤万年青	-41%
2	以岭药业	139%	2	生物谷	-41%
3	康缘药业	88%	3	片仔癀	-40%
4	特一药业	70%	4	大唐药业	-32%
5	葵花药业	83%	5	广誉远	-31%
6	大理药业	93%	6	万邦德	-27%
7	华森制药	85%	7	健民集团	-26%
8	华润三九	70%	8	信邦制药	-24%
9	太极集团	59%	9	西藏药业	-24%
10	昆药集团	55%	10	康跃科技	-23%

资料来源：WIND、平安证券研究所

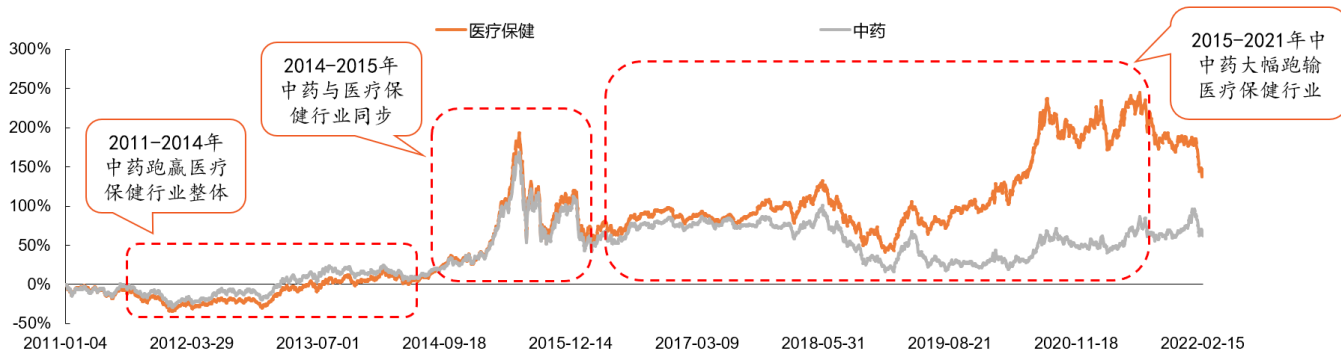
### 2.1.2 中药行业反转基础是 2015 年之后走势长期弱于行业整体

**2011 年中—2014 年中：中药板块跑赢医疗保健整体。**得益于医保基金持续扩容，中药大品种尤其是中药注射剂充分受益。此阶段表现最好的红日药业股价涨幅 283%，其核心产品血必净注射液销售额由 2010 年的 1.48 亿元快速增长至 2014 年的 12.78 亿元，可见一斑。

**2014 年中-2015 年：中药与医疗保健整体同步，迎来一波牛市。**此阶段医保资金快速扩容期结束，控费苗头显现。2015 年 10 月卫计委、发改委、人社部等多部委发布《关于控制公立医疗机构费用不合理增长的若干意见》，落实辅助用药管理制度，中药注射剂首当其冲。

**2016 年至 2021 年中：中药大幅跑输医疗保健行业。**2015 年以来，各地陆续出台辅助用药名单，医保支付限制，以及限制西医开具中药处方等，导致中药行业收入和利润下滑明显。此阶段品牌 OTC 龙头片仔癀表现最好，涨幅 904%，若剔除该标的，则中药行业表现更差

图表16 2011年初以来中药和医药行业走势对比



资料来源: WIND、平安证券研究所

## 2.2 中医药行业景气度有望进入质变阶段

### 2.2.1 政策支持是中医药景气度提升的核心因素

中医药行业重磅支持政策不断，医保对中药态度积极转变。

政策支持下，中医药行业景气度有望迎来质变。2015-2019年政策对中药以限制为主，包括限制辅助用药，收缩中药注射液医保报销范围，限制西医开具中药处方等。但从2019年开始，伴随中共中央、国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》发布，中医药发展顶层设计文件出台，获全方位支持。随后支持政策密集出台，2021年2月国务院发布《关于加快中医药特色发展若干政策措施》，再次从顶层设计角度推动中医药发展。2021年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，支持政策具体落地，医保态度转暖大幅提升市场信心。同时2022年初开始部分中药注射剂解限进一步佐证了医保态度的积极转变。2022年3月29日，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，是中医药行业首个由国务院办公厅名义发布的五年规划，行业站位提升。同时，中医药十四五更加细化，可操作性更强，促进中药行业景气度迎来质变。

图表17 中医药行业主要政策&文件汇总

发布时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2015-10-27	国家卫计委、发改委、财政部等	《关于控制公立医疗机构费用不合理增长的若干意见》	落实辅助用药限制政策，中药注射剂首当其冲
2017-02-21	人社部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)》	对39个中药注射剂做出了严格的报销使用范围限制，其中26个临床常用的大品种均仅限二级以上医疗机构使用
2018-12-12	国家卫健委	《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	辅助用药政策正式落地，提出制订全国和各省辅助用药目录，将辅助用药临床应用情况作为医疗机构绩效考核重要内容
2019-06-11	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)的通知》	对西医开具中药处方提出限制

2019-10-26	中共中央、国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中医药顶层设计文件，全方位支持中医药发展
2020-09-28	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	将中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，并细化申报资料要求。充分体现中药研发规律，坚持传承与创新并重
2021-02-01	国家药监局、中医药管理局等	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	从二级以上医院扩展至所有医疗机构，生产企业采取备案制，由国家统一制定标准
2021-02-09	国务院	《关于加快中医药特色发展若干政策措施》	再次从顶层设计角度，提出更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2021-12-30	国家医保局、中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	中医药支持政策落地，提升医保支持力度，中医医疗机构暂缓执行 DRG 等
2022-1-10	福建省医保局	《关于调整部分药品限定支付范围的通知》	30 个药品取消医保支付限制，包括多个中药注射剂产品
2022-3-29	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	首个由国务院发布的中医药五年规划，共提出 10 个方面重点任务，更加细化

资料来源：国务院，国家医保局，国家中医药管理局，平安证券研究所

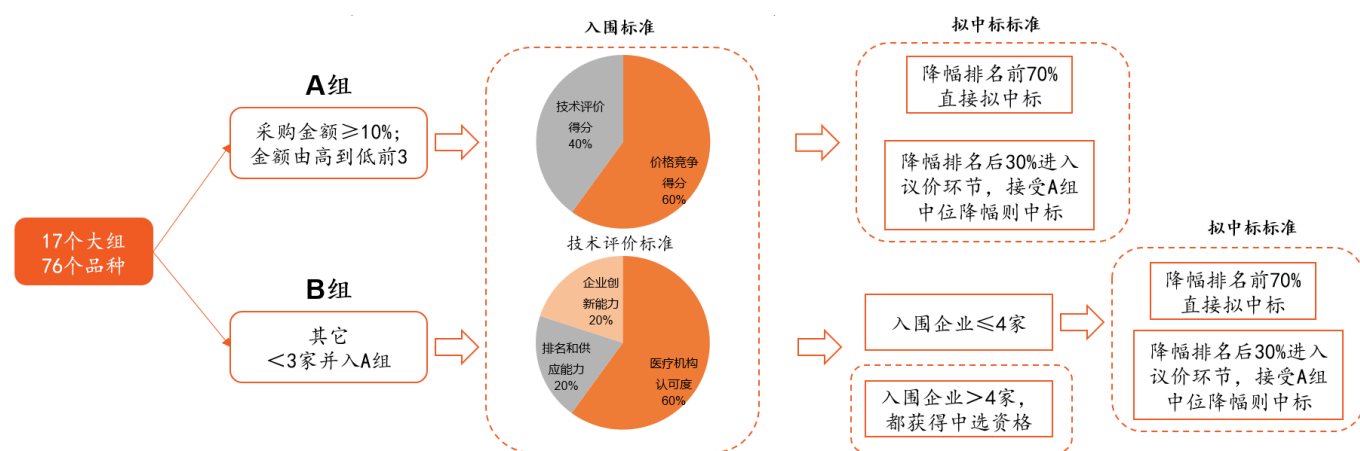
### 2.2.2 中成药集采降价相对温和

**中成药集采降价相对温和：**2021 年 9 月 25 日《中成药省际联盟集中带量采购公告（第 1 号）》发布，涉及临床用量大、金额高、生产企业较多的中成药，共分为 17 组，76 个品种。2021 年 12 月 27 日报价结果公布，平均降幅 42.27%，降幅小于化药集采，相对温和。

**中成药集采规则利好龙头：**根据规则，同产品组内分 A、B 两个竞争单元，2020 年采购金额  $\geq 10\%$  或金额由高到低排名前三的企业进入 A 组，其他进入 B 组。根据报价代表品降幅以及医疗机构认可度、供应能力等因素综合得分，产生入围企业。约定采购量方面，同竞价组降幅最高的产品给予 100% 报量，其他拟中选产品给予 90% 报量。从规则来看，我们预计集中度向龙头集中。



图表18 湖北联盟中成药集采规则



资料来源：中成药省际联盟、平安证券研究所

2022年4月8日广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果的通知》。广东联盟中成药集采落地。广东联盟中成药集采是继湖北19省联盟后第二次大规模中成药集采，本次集采可报价产品数663个，企业数313个，最终88%的企业参与，87%的产品产生报价。最终174家企业的361个产品拟中选/备选，其中30个独家产品拟中选/备选。

独家产品拟中选/备选价格降幅好于市场预期。本次广东联盟中成药集采规则与此前广东联盟化药集采规则类似，P1、P2分别对应拟备选/拟中选价格， $P1 > P2$ 。根据我们统计，与最高有效申报价相比，拟中选/备选价格降幅分别约为64%和33%，其中独家产品降幅小于非独家产品，独家产品拟中选/备选价格降幅分别约为20%、15%。莲花清瘟颗粒、仙灵骨葆胶囊最低价降幅仅1%。

图表19 广东联盟中成药集采代表性独家品种相较最低价降幅

代表性品种	企业	结果	相较最低价降幅
莲花清瘟颗粒	以岭药业	拟备选	1%
仙灵骨葆胶囊	国药集团	拟备选	1%
复方丹参滴丸	天士力	拟中选	15%
参芪扶正注射液	丽珠集团	拟中选	20%
乌灵胶囊	佐力药业	拟中选	21%
艾迪注射液	益佰制药	拟中选	13%
参附注射液	华润三九	拟中选	21%

热毒宁注射液	康缘药业	拟中选	21%
--------	------	-----	-----

资料来源：广东省药品交易中心，平安证券研究所

### 2.2.3 中医药在新冠防治中发挥积极作用

多个中药方剂或中成药被纳入新冠诊疗指南，关注相关上市公司业绩弹性。根据2022年3月发布的《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版修订版）》，多个方剂或中成药被纳入。根据临床效果筛选出“三方三药”，即金花清感颗粒、连花清瘟胶囊、血必净注射液，以及清肺排毒汤、化湿败毒方、宣肺败毒方，其中清肺排毒颗粒、宣肺败毒方、化湿败毒方对应的中成药在2021年按照中药新3.2类快速获批。2022年10月，康缘药业3.2类中药新药散寒化湿颗粒上市，处方来自中国中医科学院广安门医院全小林院士研制的寒湿疫方。

图表20 新冠肺炎诊疗方案第九版中中药使用建议

阶段	症状类型	推荐处方或中成药	相关上市公司
医学观察期	乏力伴胃不适	藿香正气胶囊（丸、水、口服液）	太极集团等
	乏力伴发热	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）	以岭药业
临床治疗期	基础处方，适用于轻、中、重度患者	清肺排毒汤、清肺排毒颗粒	片仔癀
	轻型：寒湿郁肺证	寒湿疫方	康缘药业
	轻型：湿热蕴肺证	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业
	普通型：湿毒郁肺证	宣肺败毒方、宣肺败毒颗粒	步长制药
	普通型：疫毒夹燥证	宣肺润燥解毒方、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业
	重症：疫毒闭肺证	化湿败毒方、化湿败毒颗粒	中国中药
	重症：气营两燔证	喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液	红日药业、康缘药业、上海凯宝、大理药业等
	危重症：内闭外脱证	血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液	红日药业、康缘药业、上海凯宝、大理药业、华润三九等

资料来源：国家卫健委，国家中医药管理局，平安证券研究所

## 2.3 五大主线看中医药投资机会

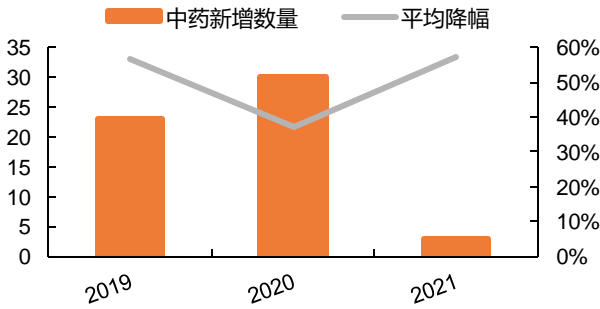
### 2.3.1 中药创新药

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

正式提出建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系，积极探索建立中药真实世界研究证据体系。

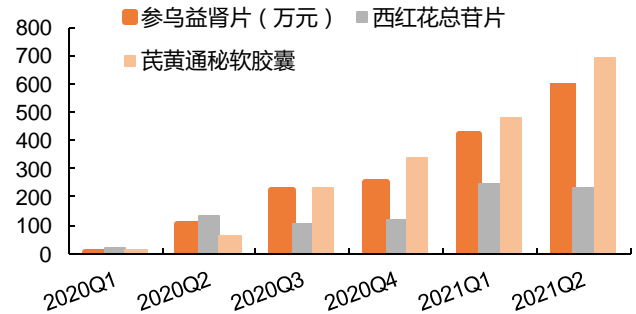
医保局发文支持中医药发展，中药医保谈判降价幅度小于西药，放量趋势明显。2019-2021 年医保谈判新增中成药分别为 23 个、30 个、3 个，平均降幅分别为 57%、37%、57%，降幅低于西药，相对温和。从部分纳入医保中药品种来看，医保放量效果明显。

图表 21 新冠肺炎诊疗方案第九版中中药使用建议



资料来源：卫健委、人社部、国家医保局、平安证券研究所  
注：2021 年中药医保谈判降幅仅统计披露价格的品种

图表 22 2020 年部分谈判纳入医保中成药品种城市公立样本医院放量情况 (万元)



资料来源：卫健委、人社部、国家医保局、平安证券研究所

### 2.3.2 品牌 OTC 中药

品牌 OTC 具备持续提价能力，与一般的 OTC 产品相比，成本转嫁能力更强，可保持较高盈利能力。2021 年 12 月以来品牌 OTC 企业陆续提价，主要原因是上游中药材价格上涨明显，2021 年 12 月相比 2019 年 12 月中药材价格指数中综合 200、野生 99、家种 100 增长分别高达 20%、24% 和 21%。与一般处方药盈利能力呈下降趋势不同，品牌 OTC 成本转嫁能力强，持续保持较高盈利能力。

品牌 OTC 中药具备治疗（保健）和消费两种属性，估值提升空间大。品牌 OTC 中药产品消费属性强，同时又具备治疗或保健功能，较一般消费品壁垒更高。我们以典型消费品白酒为例，2022-2024 板块 PE 分别为 28 倍、24 倍、20 倍（2022 年 11 月 18 日），而品牌中药 OTC 中只有同仁堂、片仔癀、太极集团等达到这一水平，对其它品牌 OTC 企业来说，仍有较大估值提升空间。

图表 23 2022 年 11 月 18 日部分品牌中药 OTC 企业估值与白酒板块对比

	2022E	2023E	2024E
片仔癀	57.7	48.0	39.7
太极集团	58.1	37.6	25.8
同仁堂	45.0	38.2	32.6
云南白药	29.0	23.2	19.6
健民集团	22.1	17.6	14.2
华润三九	23.8	20.1	17.9

葵花药业	19.5	16.5	14.2
羚锐制药	18.6	15.5	13.2
马应龙	18.0	15.3	12.8
白酒板块	28.4	23.9	20.2

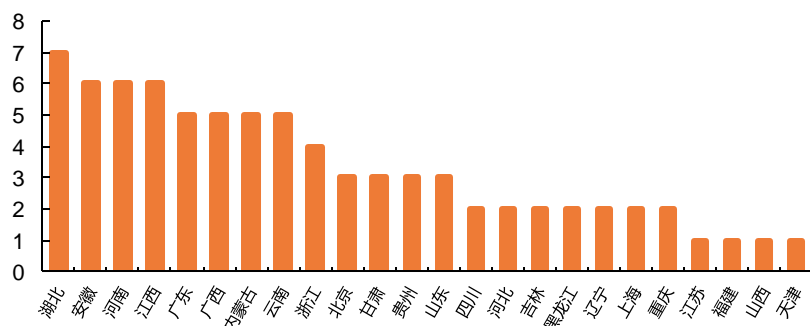
资料来源：WIND、平安证券研究所

### 2.3.3 中药配方颗粒

**2021 年中药配方颗粒试点结束，行业进入量价齐升新阶段。**2021 年 11 月中药配方颗粒正式结束试点时代，使用范围由原来的二级及以上中医医疗机构扩展至具备相应资质的各类医疗机构，2020 年我国二级及以上医疗机构仅 2713 家，而医院和基层医疗机构分别多达 3.5 万和 97 万家；试点过程中仅有部分省市将配方颗粒纳入医保，试点结束后配方颗粒按饮片管理；试点结束后国标的出台提升了配方颗粒质量标准，为覆盖成本上升，配方颗粒有望提价。

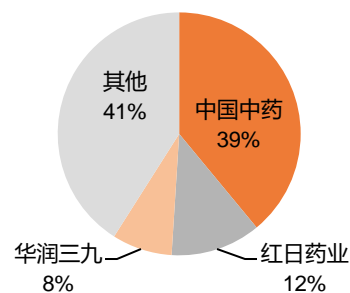
中药配方颗粒先发企业优势明显，有望向龙头集中。截至试点放开前我国共有试点生产企业约 79 家。但先发企业在中药材储备、产能、技术标准等方面都有明显优势。比如截至 2021 年中报，中国中药共有中药配方颗粒提取产能 5 万吨，制剂产能超 1.5 万吨，领先优势明显。我们认为未来中药配方颗粒市场仍将集中于几家龙头。

图表24 截至 2021 年 11 月 1 日我国各省市中药配方颗粒试点生产企业数量（个）



资料来源：中国中医药管理局、各省工信部、药监部门官网、公司公告、公司官网、平安证券研究所

图表25 2020 年中药配方颗粒市场竞争格局



资料来源：中国中医药管理局、各省工信部、药监部门官网、公司公告、公司官网、平安证券研究所

### 2.3.4 中药注射剂解限

中药注射剂被限制主要是无法证明安全性、有效性。安全性方面，多数中药注射剂成分复杂，加之临床使用不规范，导致不良反应频发。典型事件是 2006 年鱼腥草注射液导致部分患者死亡。根据国家药监局发布的药品不良反应监测年度报告，2015 年共收到新的和严重药品不良反应事件 39.73 万例，中药占比 17.3%，其中注射剂占比 51.3%。有效性方面，此前中药审评标准较低，临床研究不充分，无法证明有效。中药注射剂安全性整体处于向好趋势，2020 年不良反应报告中，中药占比 13.4%，其中注射剂占比 33.3%。

**中药注射剂医保限制边际放松。**2017 版医保首次对 26 个中药注射剂品种使用进行限制，包括使用医疗机构级别和报销病症限制。2019 年限制品种进一步增加至 45 个。但 2021 版医保目录中首次对中药注射剂限制有所松动，丹红注射液使用范围不再局限于二级及以上医疗机构，且报销病症也有放松。我们认为本次注射剂放松得益于企业自发的安全性、有效性评价，得到验证的中药注射剂有望解除限制。

图表26 丹红注射液 2020 年和 2021 年版医保目录报销区别

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

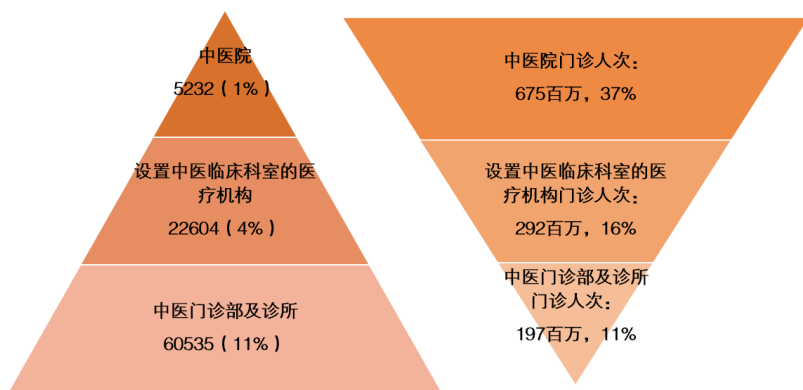
资料来源: 国家医保局, 平安证券研究所

### 2.3.5 中医医疗服务

中医供给不足及资源错配为行业发展瓶颈。在中医师当中, 2015 年资深中医师占比为 16.2%, 2019 年下降至 15.4%, 2030 年预期保持在 15.8%。长远来看, 资深中医师的短缺或将成为行业发展的限制因素。我国中医药行业的供应端与需求端产生错位, 供需失衡导致中国的中医医疗资源利用效率低下。中医院仅能获得 1% 的中医医疗资源, 但需满足 37% 的患者需求。

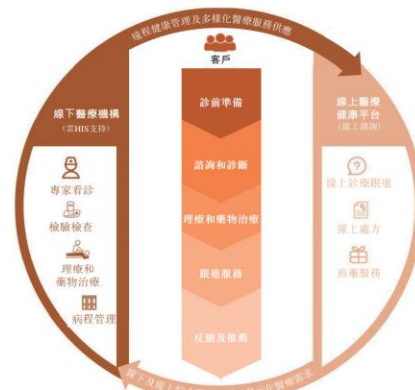
线上线下相结合优势明显, 如固生堂 OMO 平台。利用互联网平台, 医疗服务机构可把其服务范围扩大至线上客户, 连接更多资深的中医师, 从而实现资源的均衡分配。同时, 由于客户通过线上平台仅可进行复诊, 线下中医医疗机构在中医医疗健康行业发挥重要作用, 能为客户提供诊断及治疗以及必须在线下进行的医疗健康服务, 例如针灸、按摩、拔罐等, 更大程度对医疗资源进行利用, 中医医疗机构能够更有效的进行资源分配。

图表27 2019 年中国中医医疗资源供需失衡



资料来源: 国家卫健委, 平安证券研究所

图表28 固生堂 OMO 平台图解



资料来源: 固生堂, 平安证券研究所

### 2.3.6 重点个股

中药创新药: 以岭药业、康缘药业、新天药业、昆药集团、华润三九、贵州三力、固生堂。

### 三、防疫政策优化，需求复苏可期

疫情防控政策持续优化。随着我国疫苗接种率的提升，以及 Omicron 毒株的重症率下降，我国疫情防控政策持续优化，密接、入境人员以及无症状感染人员的隔离时间逐步下降，进一步降低对群众日常生活带来的影响。此外，各地对于疫情防控的政策也在不断优化，其中广州、深圳和上海等地先后提出市内交通仅检查绿码，无需提供核酸证明，部分地区甚至不提倡低风险市民进行核酸检测，在最大程度保护人民的生命安全和身体健康的同时，最大限度减少疫情对经济社会发展影响。

图表29 疫情防控政策持续优化

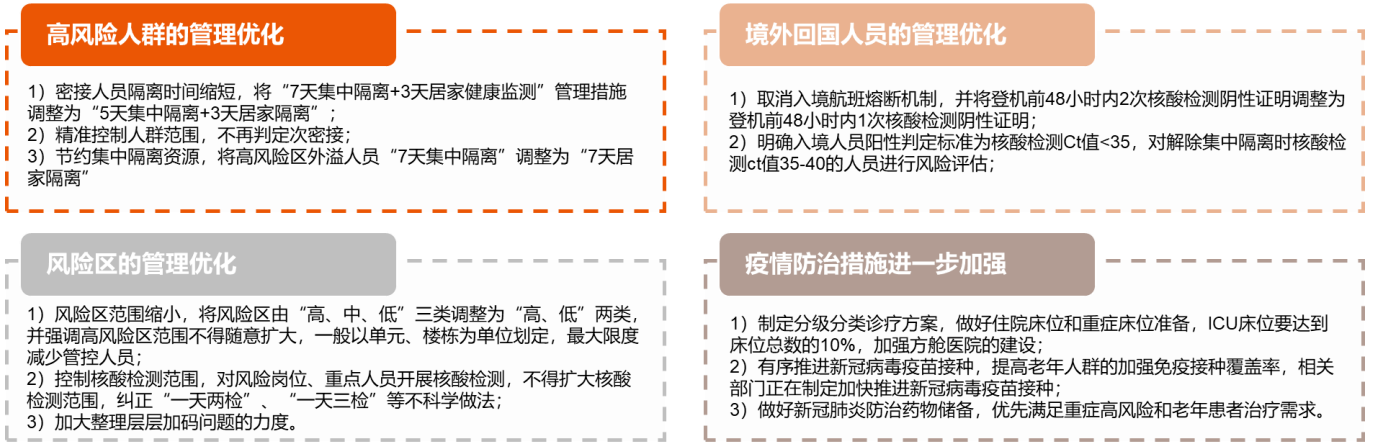
政策	发布时间	密切接触者封控政策	入境人员隔离政策	无症状感染者解除隔离
新型冠状病毒防控指南	2020.2.2	14 天医学观察	-	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第二版）	2020.1.22	14 天医学观察	-	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第三版）	2020.1.28	14 天医学观察	-	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第四版）	2020.2.6	14 天医学观察	-	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第五版）	2020.2.21	14 天医学观察	-	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第六版）	2020.3.7	14 天医学观察	-	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第七版）	2020.9.11	14 天医学观察	7 天集中隔离+7 天居家隔离	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第八版）	2021.5.11	14 天集中隔离+7 天居家隔离	14 天集中隔离+7 天居家隔离	14 天集中隔离+14 天居家隔离
新型冠状病毒防控指南（第九版）	2022.6.28	7 天集中隔离+3 天居家隔离	7 天集中隔离+3 天居家隔离	7 天集中隔离+7 天居家隔离
《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》	2022.11.11	5 天集中隔离+3 天居家隔离	5 天集中隔离+3 天居家隔离	-

资料来源：四平人大，平安证券研究所

疫情防控政策进一步精准化，关注防控和需求复苏主线。其中，11月11日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，我们认为，二十条优化疫情防控工作措施的发布进一步提高了疫情防控效率，并且有望大幅降低疫情对于人民生活和社会经济的影响，同时可能将加大新冠防治和医疗资源建设的需求。



图表30 《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》具体内容



资料来源: 国务院联防联控机制综合组, 平安证券研究所

为防止医疗资源挤兑问题的出现, 政策要求提高老年人加强免疫接种覆盖率, 以及医院的诊疗能力, 包括新冠治疗药物储备, 和 ICU 床位、方舱医院建设等。此外, 在疫情政策边际逐步缓和后, 此前受严格防控政策影响的需求将有望得到复苏。因此, 相关公司我们建议关注疫情防控和需求复苏 2 条主线: 1) 精准防疫后的部分板块复苏, 包括药店, 以及眼科、口腔等医疗服务领域的需求有望逐步回升, 行业缓慢复苏; 2) 与新冠防治相关的需求持续提升, 包括新冠特效药、中成药、新冠疫苗以及抗原等, 将有望成为常态化需求。

图表31 政策不断加强精准化, 关注防控和需求复苏主线



资料来源: 平安证券研究所

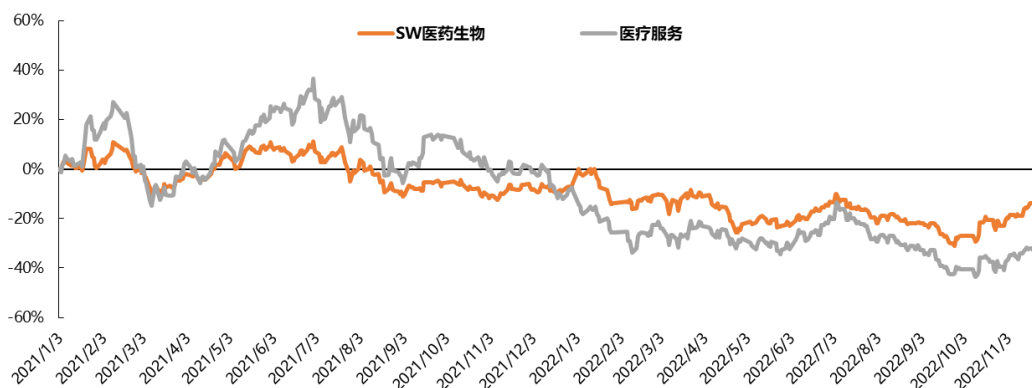
### 3.1 医疗服务: 拐点或在 2023 年, 重点关注专科连锁服务企业

医疗服务大幅度回调, 目前估值性价比较高。经历 2021 下半年至 2022 年疫情的反复, 医疗服务板块持续下跌, 跌幅为 30.74%, 跑输医药生物板块 11.56 个百分点。医院市盈率 (TTM) 为 98X。考虑就医不便, 患者的需求有望累积到明年集中爆发。随着疫情的有效控制, 我们认为 2023 医疗服务板块业绩有望实现快速增长。

**重点关注专科连锁服务企业:** 我国很多专科医疗服务需求不断释放, 优秀的专科连锁服务企业在行业快速增长的同时, 实现高于行业的增长。关注: 爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、固生堂等。



图表32 医药生物（申万一级）、医院（申万三级）2021年初至今涨跌幅

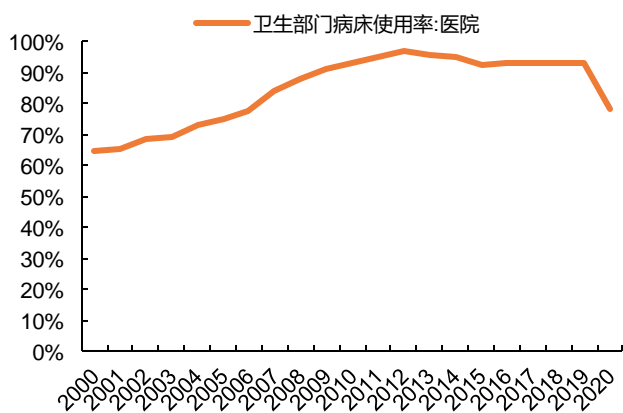


资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3.1.1 我国医疗服务供不应求，体现劳技价值的服务成长空间广阔

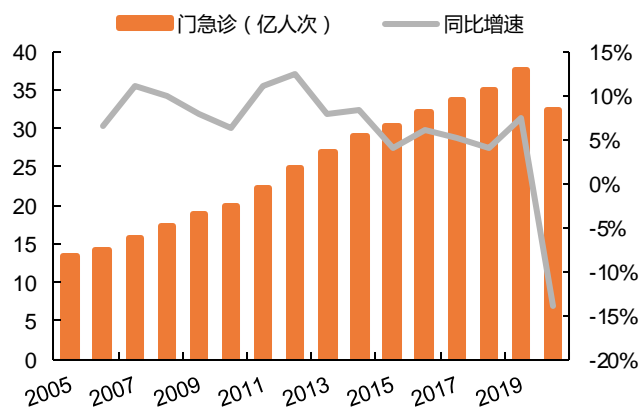
医疗服务在我国长期处于供不应求的状态。我国医疗机构病床使用率一直居高不下，2019年达到93%，医疗机构病房满负荷运转。2020年由于疫情散发，医院就诊不便，因此病床使用率出现下滑，但医疗服务供需不均的问题仍长期存在。

图表33 我国医院床位利用率居高不下



资料来源：卫健委，平安证券研究所

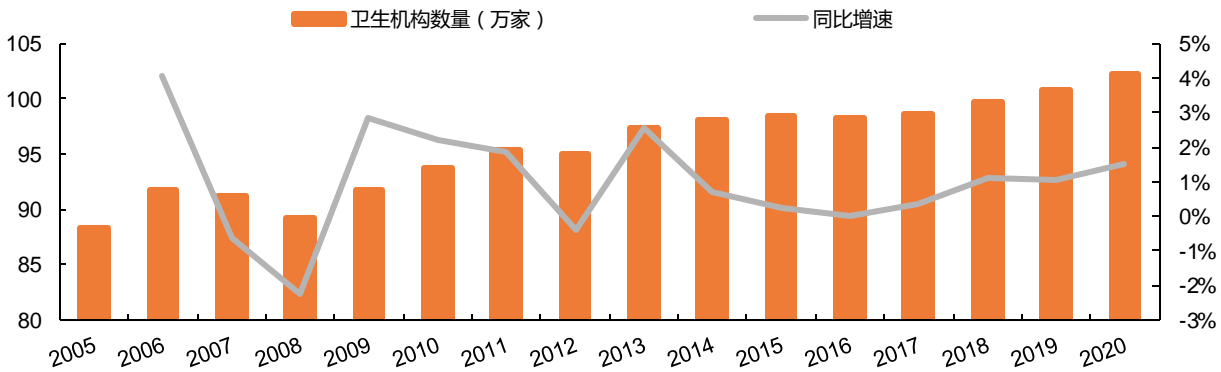
图表34 门急诊人次维持较高增速



资料来源：卫健委，平安证券研究所

医疗机构增速低于患者增速。我国医疗机构门急诊人数快速增长，医院数量增速远低于患者人次，医疗服务长期仍存在缺口，医疗服务未来成长空间广阔。

图表35 卫生机构数量增速缓慢



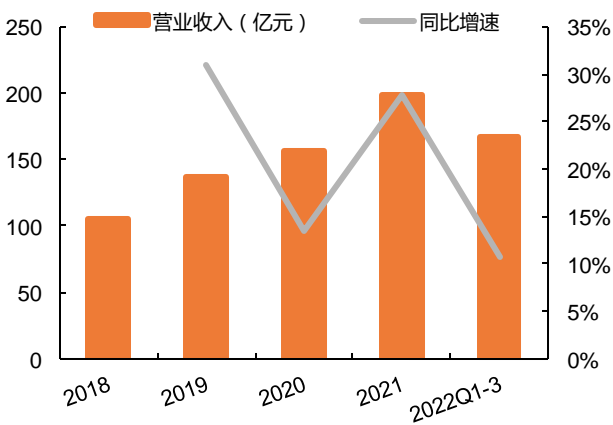
资料来源：卫健委，平安证券研究所

### 3.1.2 三季度行业逐步恢复，明年有望加速增长

2022年，我国疫情多点散发，一些专科医疗服务机构受影响，部分医院出现停诊。同时，疫情的发生限制了人员的流动，进一步降低了患者的就医频率。受疫情影响，医疗服务上市公司（剔除新股及重大资产重组标的）2022年一、二季度收入与利润增速均出现下滑。随着居民正常生活与工作的逐步恢复，三季度医疗服务实现环比增长，同比增速亦高于前两个季度。

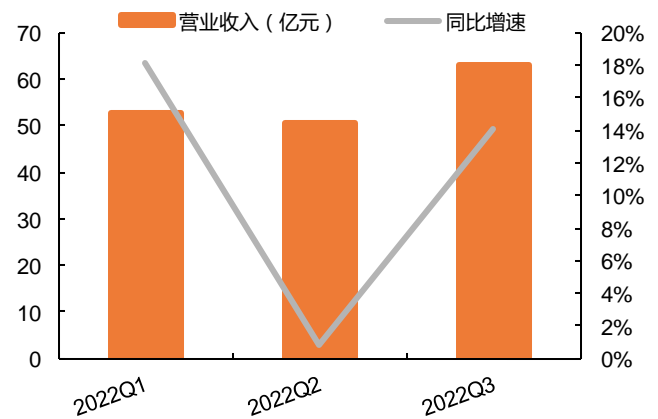
2022年就医不便，患者的需求有望累积并集中爆发。随着疫情的有效控制，我们认为2023年医疗服务板块有望实现快速增长。我们重点关注顺应行业发展的专科服务板块，如眼科、口腔、辅助生殖板块，及政策重点支持的中医服务板块。

图表36 我国医疗服务上市公司(剔除新股及重大资产重组标的)收入及增速情况



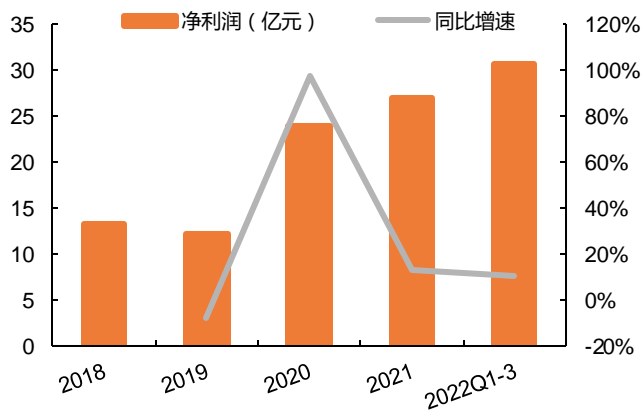
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表37 2022年我国医疗服务上市公司(剔除新股及重大资产重组标的)收入及增速情况



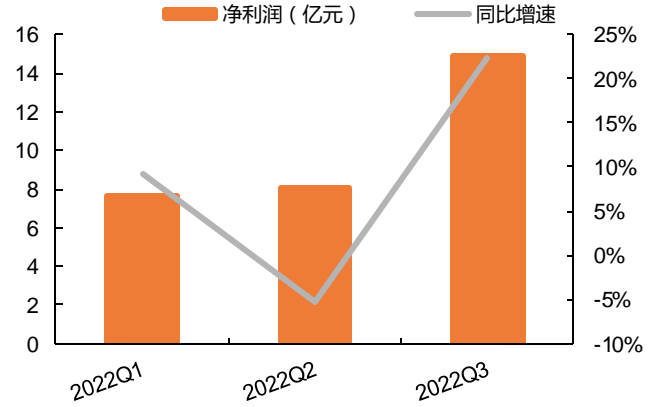
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表38 我国医疗服务上市公司(剔除新股及重大资产重组标的)利润及增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 2022年我国医疗服务上市公司(剔除新股及重大资产重组标的)利润及增速情况

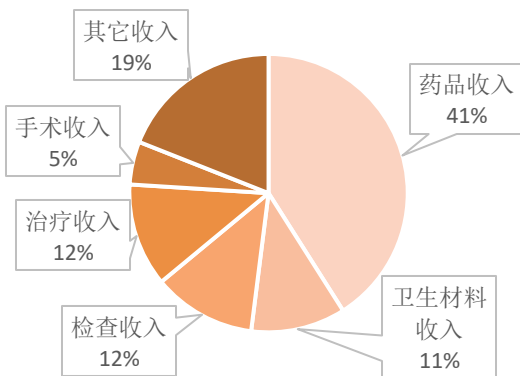


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.1.3 药品、器械改革成果初显, 医疗服务改革为未来重点

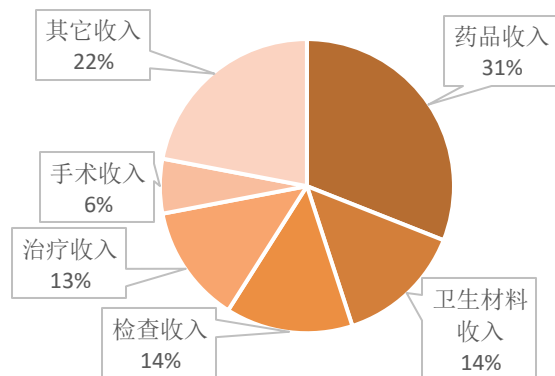
2020年,我国公立医院单医院平均总收入2.83亿元。从结构上来看,受益于集采及药占比政策的推行,相较于2015年药品收入占比显著下降,但检查费用的收入占比有所提高。同时,治疗费用与收入费用的收入占比有所提升。治疗、收入费用占比的提升,意味着医疗服务的收费标准更加回归本质,也代表药品改革的成果显现。

图表40 2015年公立医院各项目收入占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

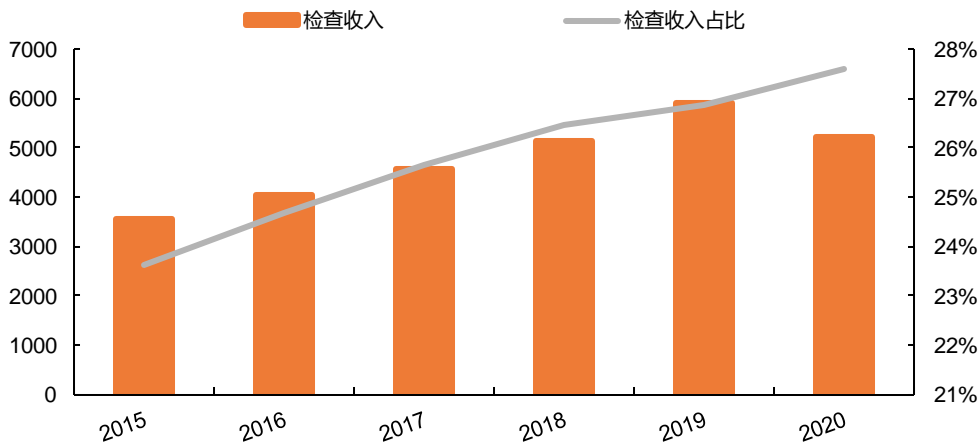
图表41 2020年公立医院各项目收入占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

医疗器械集采工作稳步开展,“以械养医”将逐步解决。2015-2020年,我国公立医院检查类收入与检查收入占比呈上升趋势。但随着器械集采工作的展开,2020年相较于2019年检查收入的净值出现下降。2019全国的耗材集采工作逐步推进,目前已经纳入集采的耗材有冠脉支架和人工关节。而骨科、球囊、眼科晶体、手术耗材也在逐步展开地区集采工作。

图表42 公立医院总检查收入及占总收入的比例（亿元）



资料来源：卫建委，平安证券研究所

2021年，医保局发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》，强调DRGs/DIP将成为我国未来医疗服务的主要支付方式，医疗服务改革进入深水区。DRG付费将根据患者的年龄、疾病诊断、合并症、并发症、治疗方式、病症严重程度及转归和资源消耗等因素，将患者分入若干诊断组进行管理的体系。

图表43 医疗服务医保支付方式回顾



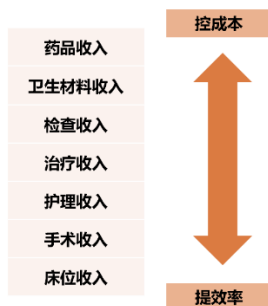
资料来源：政府官网，平安证券研究所

DRG/DIP支付方式，强调医院的综合管理能力。不论按疾病分组（DRG）还是按疾病分值（DIP），新医保支付体系的核心思路都是将诊疗路径与支付标准规范化，从而将治疗用耗材、诊断试剂等产品由医院的收入项转变为成本项，强化医疗机构控制费用的意愿。患者在住院期间的开销将受到严格控制。

随着医疗服务改革的推进、医疗服务付费方式的调整，医疗服务机构需要强调控本增效两手抓。药品、耗材的集采工作先行，已经从成本端进行了有效的控制。此时医院除了加强自身管理进一步控成本以外，同时需要提升自身的效率，从而提升盈利

能力，实现利润最大化。

图表44 医疗服务行业强调控本增效两手抓

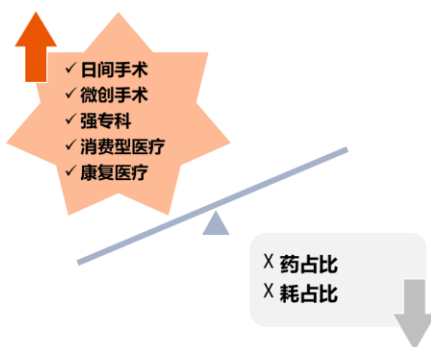


资料来源：平安证券研究所

DRG 改革对医院的管理能力有更高的要求。DRG 付费方式的推广，在综合考核医院承接患者的前提下，为医保的支付制定了标准。此时医院是否可以实现盈利，需要较强的管理能力。我们看好以下两个方向：

- 专科医疗服务。规模效应显著的专科医院，可以更好的控制上游成本。同时专精某一科室，可以更加高效的不断优化诊疗方案，提升效率，从而实现更好的盈利。
- 康复行业。医院周转率的提升，将推动医院效率、盈利能力的提升。因此 DRG 付费的推动下，微创、日间手术的比例将提升，患者住院时间缩短。患者的康复需求将转移至专业的康复机构，康复行业迎来黄金发展期。
- 非医保付费的消费型医疗板块。消费型医疗服务无需受制于医保的支付，有自主定价权，利润空间更大，有较好的投资价值。
- 中医医疗服务板块。近年来国家支持中医药的政策频出，医保对中医服务的支持力度大，且短期内不实行 DRG/DIP 的付费方式，因此有较好的利润空间。

图表45 DRG/DIP 付费方式对行业的影响一览



资料来源：平安证券研究所

### 3.2 连锁药房：新店爬坡叠加防疫药物用品销量增加，推动行业快速增长

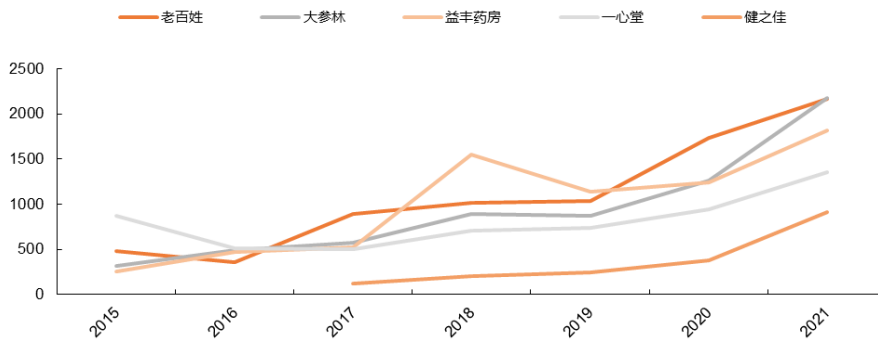
2020-2022 年上市药店公司加速扩张，为 2023 年增长打基础。2020-2022 年，上市的药店企业均实现了加速并购扩张。随

着疫情的有效控制，新增药店快速爬坡，推动企业业绩的增长。行业集中度进一步提升的同时，2023 年业绩增长可期。

**防疫政策调整推动防疫药品及用品销量快速增长。**随着“新二十条”防疫政策的出台，防疫用品、药品的需求量提升，进一步推动了药店行业的发展。同时，一些地区在药店开设了核酸检测点，方便居民的同时实现引流，为业绩的增长打下基础。

**关注：**老百姓、益丰药房、一心堂等龙头企业。

**图表46 上市药店企业 2015-2021 年新增药店数量（家）**



资料来源：公司公告，平安证券研究所

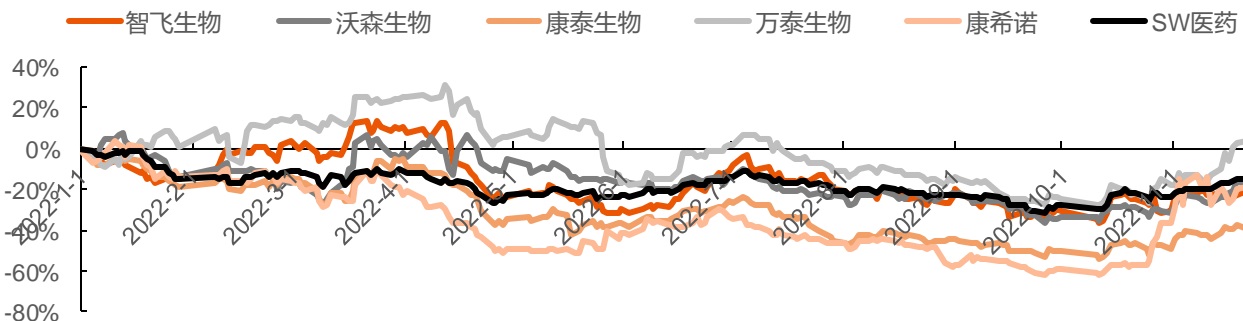
### 3.3 疫苗：新冠疫苗等待加强针放开，常规品种放量可期

根据 WIND 数据，A 股疫苗公司年内（截止 11 月 25 日收盘）普遍跌幅在 20%-40% 之间，跑输 SW 医药指数，疫苗板块走势呈现出 2 个特征：

- 新冠疫苗接种率到达较高水平后增量有限，加上市场对新冠相关业务关注度下降，导致疫苗板块整体关注度较低；
- 疫苗板块个股走势与常规大单品上市和放量情况有很强的相关性，例如智飞、万泰的 HPV 疫苗，华兰、金迪克的流感疫苗。

展望 2023 年，新冠疫苗加强针的接种预期以及常规大单品的放量仍会是疫苗板块股价表现的主要驱动因素。

**图表47 2022 年（截至 11/25）部分疫苗公司及 SW 医药指数走势**



资料来源：Wind，平安证券研究所

#### (1) 新冠疫苗加强针的接种预期

首次新冠疫苗广泛接种的主要受益公司为产品上市时间靠前的国药中生、科兴中维、康希诺及智飞生物。另外，第一次加强

针的接种从 2021Q4 开始，而序贯接种是 2022 年 2 月推出的，大部分民众在序贯接种前就已经完成了加强针的接种，因此新冠疫苗销售有着非常明显的先发优势，后上市产品一度几乎没有任何市场空间。

如果新冠疫苗第 2 次加强针在 2022 年底或 2023 年推出，我们预计后上市产品有望充分参与，为其销量带来较大提升。

**(2) 常规大单品的上市与放量**

常规大单品的上市与放量一直是疫苗公司的重要看点。PCV13、MCV4、HPV（9 价扩龄&2 价普及）、人二倍体狂苗、预防用微卡等市场空间巨大的产品有望在疫情得到控制后快速放量。

**图表 48 国内已上市/在研新冠疫苗情况（不完全统计）**

企业	技术平台	临床前	IND	临床1期	临床2期	临床3期	NDA	上市	附注
国药中生	灭活-vero细胞								附条件上市
	灭活-vero细胞								附条件上市
	灭活-vero细胞 (o)								
昆明所	重组蛋白								
	灭活-vero细胞								紧急使用
科兴中维	灭活-vero细胞								附条件上市
	灭活-vero细胞 (o)								
智飞生物	重组蛋白-CHO细胞								附条件上市
	重组蛋白-CHO细胞 (δ & o)								
康希诺	病毒载体-Ad5细胞								附条件上市
	病毒载体-Ad5细胞 (吸入)								紧急使用
康泰生物	mRNA								
	灭活-vero细胞								紧急使用
	灭活-vero细胞 (o)								
丽珠集团	重组蛋白-CHO细胞								紧急使用
	重组蛋白-CHO细胞 (变异株)								
沃森	mRNA (艾博生物)								
	病毒载体-黑猩猩腺病毒								
	重组蛋白-CHO细胞								
复星/BioNTech	mRNA								
三叶草	重组蛋白								
艾美疫苗	mRNA								
	灭活 (δ)								
万泰生物	病毒载体								
	病毒载体-CA4-DelNS1 (鼻喷)								
神州细胞	重组蛋白 (α & β)								紧急试用
	重组蛋白 (α & β & δ & o)								
石药集团	mRNA								
云顶新耀	mRNA								
华兰疫苗	病毒载体-Ad5								
斯微生物	mRNA								
锐博生物	mRNA								
启辰生	mRNA								

资料来源：公司官网，上市公司公告，平安证券研究所

**3.4 新冠口服药：国内多款新冠药物已逐步迈向收获阶段**

新冠小分子口服药有望解决医疗资源挤兑问题，国产药物即将迎来收获期。不同于中和抗体对病毒表面蛋白进行阻断，在研小分子新冠药物侧重于抑制病毒转染过程，且小分子药物具有成本低、可及性好、适合大范围人群使用等优点，有望成为新冠药物的有效补充。据数据统计，目前有将近 200 个小分子化合物在进行针对新冠肺炎的临床试验。其中，以瑞德西韦、Paxlovid、Molnupiravir 为代表的国外新冠小分子特效药已取得突破性进展，国内药企也已经针对新冠病毒生命周期各类药物靶标进行了全面布局，处于临床研究阶段，明年上半年有望迎来收获期。



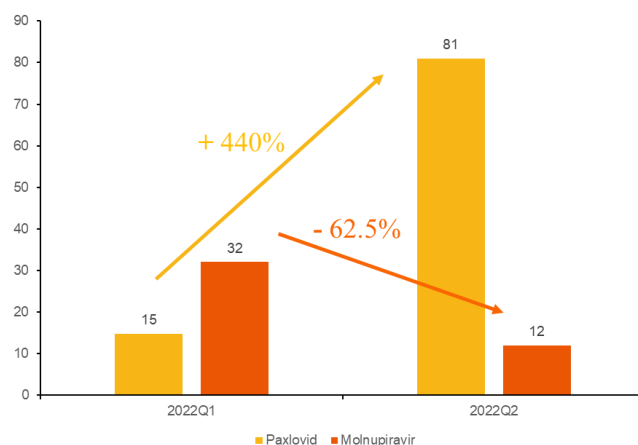
图表49 国内新冠药物在研管线

国产产品	公司	靶点	研发阶段
阿兹夫定	真实生物	RdRp	已获批
SIM0417	先声药业	3CL蛋白酶	III期
VV116	君实生物/旺山旺水	RdRp	III期
RAY1216	众生药业	3CL蛋白酶	III期
普鲁克胺	开拓药业	AR	III期
雾化FB2001	前沿生物	3CL蛋白酶	II/III期
SHEN26	科兴制药	RdRp	II期
ASC11	歌礼制药	3CL蛋白酶	I期
GST-HG171	广生堂	3CL蛋白酶	I期
STI-1558	艾森药业	未披露	I期
ASC10	歌礼制药	RdRp	I期
QLS1128	齐鲁制药	未披露	I期
进口产品	公司	靶点	研发阶段
PBI-0451	Pardes	3CL蛋白酶	I期
PF-07817883	辉瑞	3CL蛋白酶	I期
EDP-235	Enanta	3CL蛋白酶	I期
GS-5245	吉利德	RdRp	I期

资料来源：公司官网，上市公司公告，平安证券研究所

小分子口服药是新冠防控的最后一块拼图。目前全球共有3款小分子口服药物获批上市，分别为辉瑞的Paxlovid、默沙东的Molnupiravir以及盐野义的Xocova。其中，Paxlovid和Molnupiravir上市时间较早，销售快速放量。而Paxlovid凭借其更好的安全性和疗效，已成为全球最畅销的新冠治疗药物，2022H1实现销售额95.85亿美元并保持快速增长，进一步验证新冠小分子口服药物的较高市场需求。

图表50 已上市新冠口服药的放量情况（单位：亿美元）



资料来源：公司官网，平安证券研究所

### 3.5 检测：核酸检测范围收缩，抗原自检需求有望提升

抗原检测是新冠检测的有力补充。抗原检测有速度快、操作简便的特点。2022年3月，国务院疫情防控组发文正式在国内

启用新冠抗原检测。抗原主要作为核酸检测的补充，适用于（1）基层医疗机构就诊；（2）观察隔离人员；（3）有自我检测需求的社区居民。

**疫情管控措施调整，抗原需求有望增加。**近期国内各地疫情管控措施正在经历调整，广州、北京、深圳、重庆等地的核酸检测范围、出行控制等管控细节出现了边际放松。考虑到后续核酸检测供给的收缩，以及 Omicron 的传播能力，我们认为后续抗原检测在疫情防控中的需求会有较大提升。

**海外需求相对稳定，着重关注国内持证供应商。**海外抗原主要市场进入常态管理较长时间，新冠抗原需求虽可能因季节等因素出现波动，但整体已较为稳定。在边际变化上，国内正在调整的疫情管控政策有望带来更多市场机会。目前我国已获批的新冠抗原产品共 35 款，涉及多家上市公司。

图表51 国内已上市新冠抗原产品

编号	公司	方法学	编号	公司	方法学
1	北京金沃夫	乳胶法	18	厦门宝太	胶体金法
2	深圳华大因源	荧光免疫层析法	19	艾康生物（杭州）	乳胶法
3	广州万孚生物	胶体金法	20	南京申基	胶体金法
4	无锡科智达	乳胶法	21	重庆明道捷测	胶体金法
5	山东博科	胶体金法	22	武汉生之源	胶体金法
6	厦门奥德	胶体金法	23	必欧瀚（合肥）	胶体金法
7	上海之江	胶体金法	24	浙江东方基因	胶体金法
8	山东康华生物	胶体金法	25	上海芯超	胶体金法
9	河北精硕	乳胶法	26	珠海丽珠试剂	乳胶法
10	深圳亚辉龙	胶体金法	27	北京乐普诊断	胶体金法
11	北京卓诚惠生	胶体金法	28	上海科华	胶体金法
12	杭州奥泰	乳胶法	29	北京万泰生物	胶体金法
13	英诺特（唐山）	乳胶法	30	天津博奥赛斯	胶体金法
14	北京热景	胶体金法	31	北京华科泰	荧光免疫层析法
15	南京诺唯赞	胶体金法	32	武汉明德	胶体金法
16	中元汇吉	胶体金法	33	上海伯杰	胶体金法
17	深圳易瑞	荧光免疫层析法	34	海野（海南自贸区）	乳胶法
			35	复星诊断（上海）	胶体金法

资料来源：NMPA，平安证券研究所

## 四、 主线三：产业升级，寻找摇摆环境下的确定性

近年全球整体环境起伏摇摆，疫情、经济周期、地缘政治等等因素为社会发展带来诸多不确定性，也让投资变得更为艰难。但从更长周期来看，生物医药产业改善人民生活质量、追求更好诊疗效果的核心逻辑是确定的，产业升级在大方向上并没有发生改变。符合产业进化趋势的细分赛道及对应公司有更大机会能够穿越周期，实现可持续的发展。

在当前时点，一些产业升级方向具有很强的确定性，受到筹码博弈等短期因素扰动当前估值已具有较高性价比，我们认为下列细分赛道的长期价值有望在 2023 年重新得到市场重视，迎来估值回归。

### （1）创新药及其产业链（CXO & 上游供应商）

创新研发是提升药品诊疗效果、推动竞争格局变化最有效的途径。2022 年来，生物医药产业投融资规模的下降确实对创新产业链上下游造成了一定负面影响，但国内外大型药企以及排名靠前的 biotech 并没有因此放慢创新脚步。创新是，并将继续是全球生物医药行业的核心发展驱动力。

### （2）临床价值明确的医疗器械

器械带量采购趋于成熟，从近期采购文件及结果看，制造商能保留合理利润，行业格局也基本不会因采购产生反复颠覆。集采预期已在二级市场得到充分体现。近年来，我国医疗器械制造商技术能力持续提高，通过创新研发持续增加产品临床价值，逐渐成为国内市场的主流品牌。部分企业同时积极开拓海外市场，产品力与渠道力双双提升的背景下，医械出海开始加速。

### （3）原料药&制剂

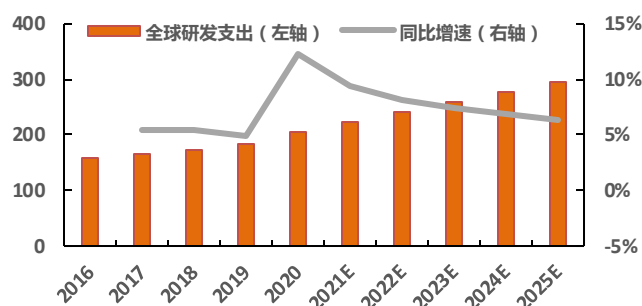
特色原料药生产向国内转移，成本有望下降迎来盈利拐点。集采持续推进，制剂领域中通过集采放量的“光脚”企业和集采对业绩影响边际减弱的“穿鞋”企业有望呈现较好表现。

#### 4.1 创新药及其产业链：创新是药品发展的核心驱动力

创新研发是提升药品诊疗效果、推动竞争格局变化最有效的途径。主流发达国家每年都会投入大量研发资金用于生物医药产业及其上游基础科学的研发。过去多年，全球药物研发支出长期处在千亿美元以上，并保持稳健增长。

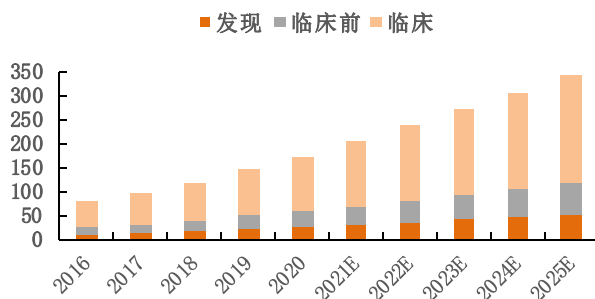
而我国制药产业也从 2015 年“722 风暴”起由销售驱动转向创新驱动。之后数年里，相关政策陆续推出，以直接鼓励与集采倒逼两个方式合力共同推进行业加快创新步伐。2022 年上半年，由国家九部委联合发布的《“十四五”医药工业发展规划》以及国家发改委印发的《“十四五”生物经济发展规划》中均从顶层设计的维度再次强调要进一步推进生物医药领域创新。创新是，并将继续是生物医药行业的核心发展驱动力。

图表 52 全球药物研发支出（十亿美元）及增速



资料来源：Evaluate pharma、平安证券研究所

图表 53 中国药物研发支出（十亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、平安证券研究所

##### 4.1.1 创新药

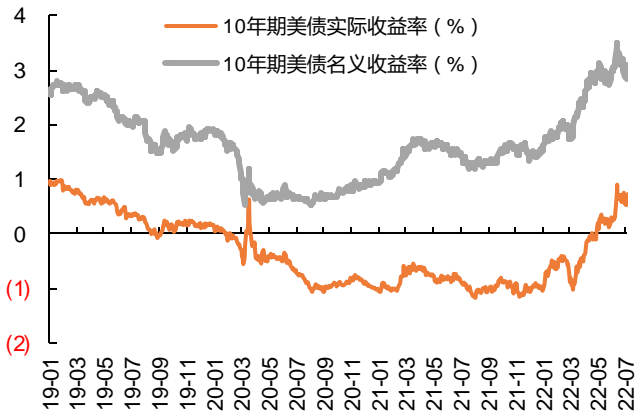
2021 年年中以来，创新药整体估值发生了较大波动。一方面，CDE 临床审批趋严引导国内创新药进入第二次出清阶段，赛道拥挤、含金量较低的创新药物未来变现前途不明朗；另一方面，全球大环境动荡叠加二级市场趋冷，导致一级市场参与度下降。

2022 年 6 月中旬以来，在生物技术研发未取得重大突破，政策也未发生转变的情况下，恒生医疗保健指数和标普生物科技指数均出现显著上涨，究其原因，主要是 10 年期美债利率的变化对生物科技板块估值产生了影响。

由于生物科技领域是短期投入巨大、风险高且收益较低，主要收益表现为远期预期收入的特殊行业，所以生物科技标的的走势也有其特别的内在逻辑：**研发项目的进展和预期远期收益的现值是决定因素。**

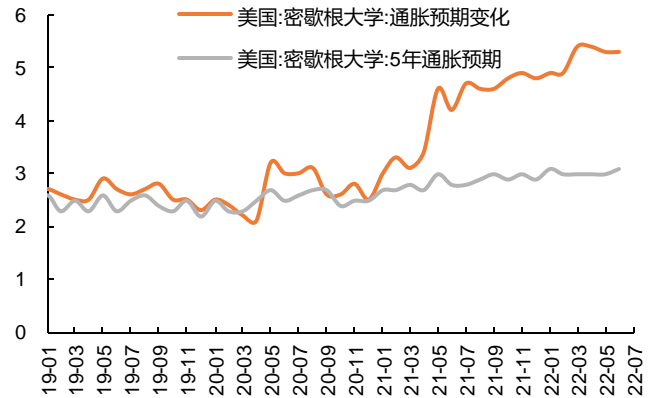
如果考虑整个生物科技领域，不同公司的各种项目研发进展的利好与利空虽会有交错，但整体可形成对冲；头部药企也在积极并购中小型生物科技企业，加厚自身管线以烫平周期影响，由周期股逐渐向价值股转型。从而远期收益会以一个中短期较稳定的增速上行，因此，关键决定性因子是远期收益的贴现率。基于此，我们可以尝试从宏观角度来解读生物科技板块的反弹，不仅如此，也能够对 2020 年初以来的走势进行精细解读，并为未来生物科技板块的估值提供一些指引。

图表54 全球药物研发支出（十亿美元）及增速



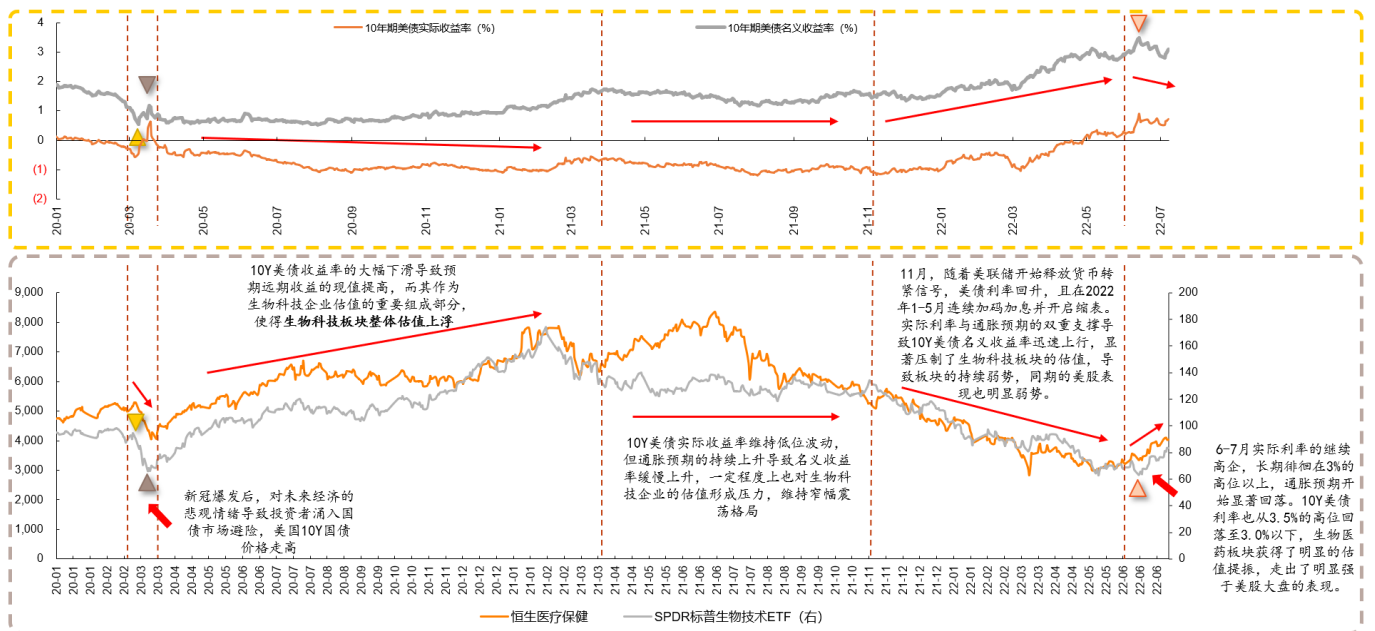
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表55 美国消费者长短期通胀预期有所回落（%）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表56 10年期美债与创新药估值

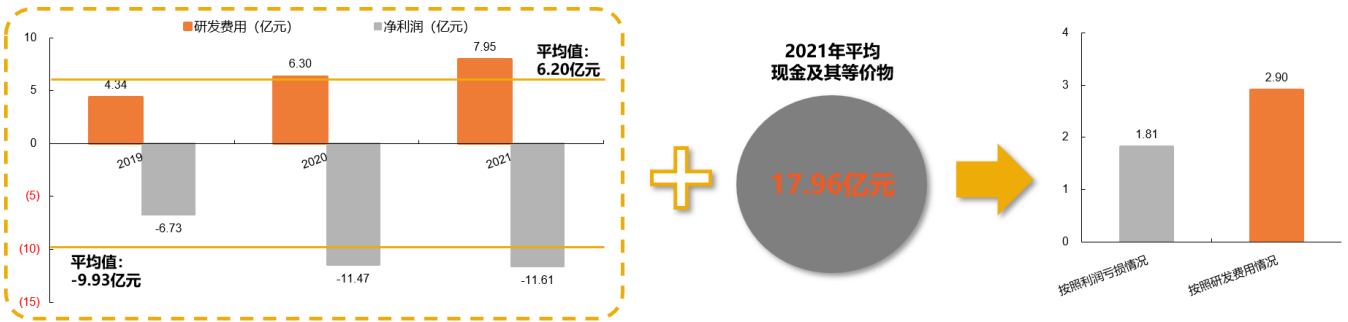


资料来源：WIND、平安证券研究所

部分未盈利 Biotech 的账面现金不足以支撑企业 3 年运营。由于我国创新药开发起步较晚，因此我国新兴 Biotech 企业大多仍处于研发阶段或者商业化起始阶段，需要大量资金投入在研发和销售团队建设上，仍未实现盈利。截至目前，科创板和港股共有 45 家未盈利创新药企业，其三年平均净亏损和研发投入分别为 9.93 亿元和 6.20 亿元，而目前 2021 年底账面现金约 17.96 亿元，因此储备现金预计还能够支撑企业约 3 年的研发投入，考虑到研发费用将随产品临床阶段的持续推进而加大，2024 年之前部分企业可能就将面临现金不足而无法维持经营的情况。

然而，由于我国创新药投资逻辑近年发生较大变化，行业一二级估值倒挂，整体投资进入冷静期，资本市场流动性匮乏以及其他融资手段困难的情况下，企业只能通过 License-out 或者缩减开支来延长生命周期，同时有限的资源将会进一步向优质企业集中，是一个大浪淘沙的过程。

图表57 未盈利 Biotech 企业目前面临现金流紧张问题



资料来源: WIND、平安证券研究所

我国创新药行业政策底已显现，发展持续向好。整体来看，目前我国创新药行业主要面临三大难题：

- 1) 过多同质化研发浪费医疗资源，没有经济效益同时无法带给患者更优质治疗方案；
- 2) 医保控费相关政策限制创新药企业自主定价权，压低单个产品收入峰值预期，现金流回报下降；
- 3) 因为国内仍在探索 FDA 审评标准，部分先行企业审批之路出现波折，创新出海逻辑兑现初步受挫。

但我们认为，目前行业政策底已逐步显现，整体有逐步修正改善的趋势，后续企业和产品的出海布局也会更加完善，行业整体向好，已处于黎明前的黑暗。

图表58 我国创新药行业发展逐步向好



资料来源: Wind, 平安证券研究所



图表59 我国创新药行业发展逐步向好（2）



资料来源：平安证券研究所

**寻找危机中的机遇。**虽然国内 Biotech 目前处境较为困难，存在一定投资风险，但回报收益也同样较为可观。从美股 XBI 走势来看，2010 年至今，整体涨幅达到 400%，其中最高涨幅超过 800%，虽然中间也经历过三次回撤，但每次都能迎来更大幅度的上涨。从这一点来看，我们认为创新药整体行业具备长期成长+周期波动的特点，在行业出现技术突破或重磅品种等催化事件时，市场热度将吸引较多资金进入板块，而由于创新药整体兑现周期较长，业绩或研发表现跟不上热度时进而催生估值泡沫，板块将迎来回调，因此，随着技术和基础研究不断更新，板块存在周期波动。

考虑到我国创新药行业整体发展历史不超过 10 年，处于快速发展阶段，并且创新药仍是我国未来医药行业的主旋律之一，因此，在此次 Biotech 行业遇冷，整体经历大幅回调之后，我们认为创新药行业已逐步迎来合适的布局时机。

图表60 XBI 自 2010 年至今也历经三次回撤



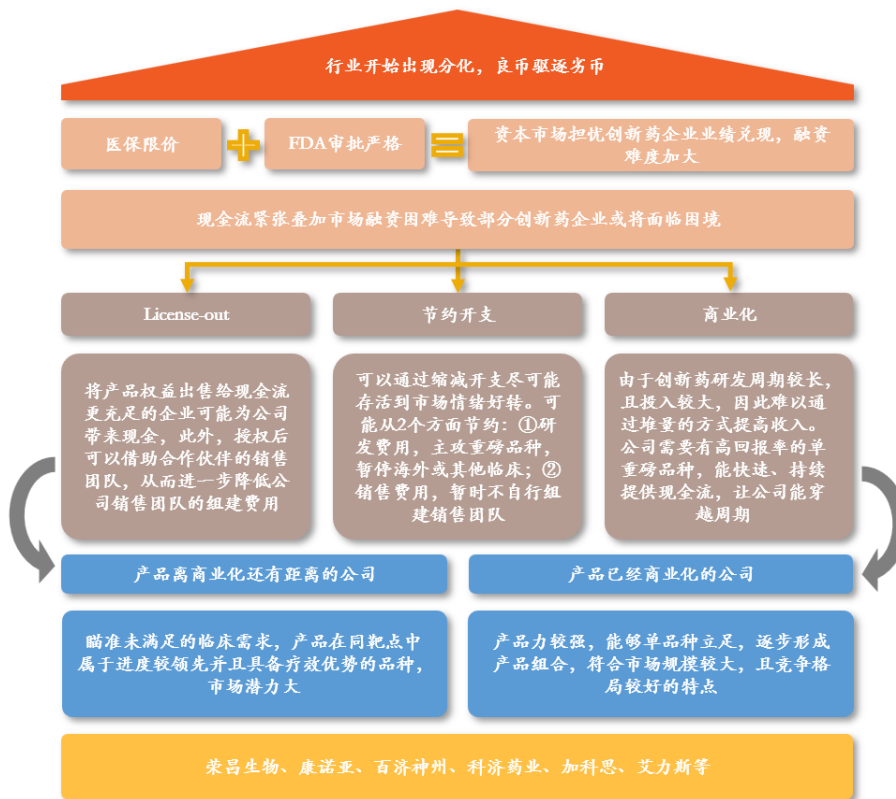
资料来源：WIND、平安证券研究所

**标的选择——爆款产品对于 Biotech 企业至关重要。**借鉴 Amgen 成长历史，公司在成立初期也曾经历现金流紧张的阶段，而并且当时市场融资环境较差，而凭借较为新颖的靶点和清晰的临床需求，公司还处于研发早期阶段的产品获得合作伙伴青睐，通过 license-out 销售权益，换取资金得以存活。而在这两款产品上市后，凭借较强的产品力以及较大的市场，公司在

1992 年成为首家销售额突破 10 亿美元的 Biotech 公司。充足的现金流使得公司在 90 年代 biotech 泡沫破裂时成功穿越周期，并且完成逆势扩张，以合适的价格成功获得多个重磅品种，进一步增厚公司收入，形成良性循环。通过复盘公司，可以发现资金以及产品对于 Biotech 公司的重要性。而资金同样也来源于公司的产品力和研发能力，因此，复盘绝大多数的成功药企，它们的崛起之路都可溯到 1-2 款爆款产品。

在目前创新药行业面临现金流紧张但融资困难的情况下，企业造血能力和融资能力是其能否在分化中存活下来的关键：1) 造血能力是指企业已商业化的重磅产品需要能产生较充足现金流；2) 融资能力则与企业的综合形象以及临床阶段产品的潜力相关。

图表61 创新药发展核心逻辑



资料来源：平安证券研究所

### 4.1.2 创新药产业链 (CXO)

根据 WIND 数据，CRO 指数年内（截止 11 月 23 日收盘）跌幅为 28.87%，跑输 SW 医药指数 9.27pct。年内 CXO 板块表现较弱的主要原因有 3 个：(1) 医药一级市场投融资规模边际减少，市场担心供需格局发生变化；(2) 地缘政治变化，市场担忧海外需求转移的趋势发生逆转；(3) 医药板块缩量博弈下，年初存量持仓较大的 CXO 板块资金吸引力较弱。



图表62 CRO 指数 (8841421.WI) 在 2022 年期间出现较大幅度回调



资料来源: WIND、平安证券研究所

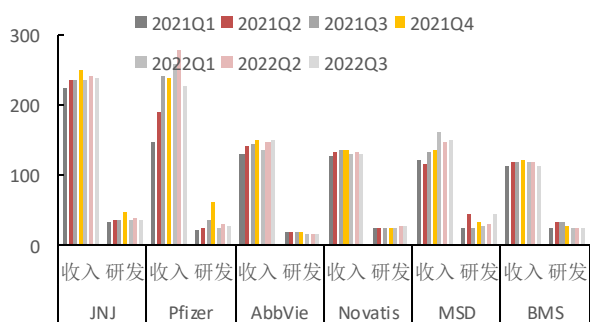
我们认为市场过度解读了行业边际变化的影响,当前股价已经充分,甚至过度反应了投资者的担忧情绪。多因素综合作用下, CXO 板块已具有较高配置价值,投资者可布局其中质地优良、受不利影响较少的标的。

(1) Big pharma 研发热情不减,海外创新药融资变化相对平稳

截至目前,国内外药企巨头继续保持主业收入增长趋势,为研发投入的持续增长带来保障。考虑到国内外 Big Pharma 的外包需求是中国 CXO 公司的主要收入来源,我们认为投融资数据的短期波动对 CXO 业绩影响是很有限的。尤其是能力、口碑领先的龙头 CXO 企业,他们的客户、项目也相对优质,受经济、投融资周期影响小。

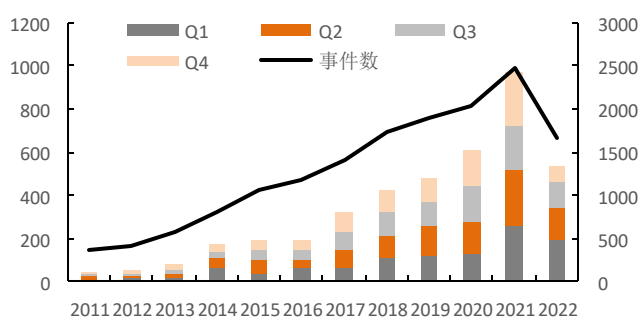
另一方面,以欧美市场为代表的海外生物医药产业投融资体系相对成熟, biotech 受周期冲击程度较轻。从动脉网数据来看,海外市场 2022 年(截至 11 月 23 日)的融资总额及事件数与 2020 年差距较小。

图表63 全球销售靠前的药企营收及研发费用(亿美元)保持健康态势



资料来源: WIND、公司财报、平安证券研究所

图表64 海外生物医药产业融资规模(亿美元)及事件数(起),截止 2022/11/23



资料来源: 动脉网、平安证券研究所

(2) 地缘政治影响有限,劳动力知识结构决定医药外包难以回流

过去 1 年中,国际局势也对 CXO 板块的走势造成了较大负面影响,其中投资者尤为关注的是中美关系。美政府多次更新清单、颁布行政命令的事件导致投资者担心中美摩擦导致双方之间的医药外包业务中断或大幅缩水。但 these 事项的实际结果均与当时投资者的恐慌预期大相径庭,并没有对国内 CXO 行业产生实质影响。

我们认为当前中美地缘政治格局并不会对中国 CXO 行业造成显著影响。从动机而言，美国加强本土生物制造意在避免重要药品的供应完全受制于他国，而非主动打击中国 CXO 行业。相反，美国非常需要通过研发、生产的外包降低创新药开发生产成本，减轻医疗保障负担。从可行性而言，美国的化学领域基础人才已趋于凋敝，当前劳动力知识结构无法支持生物医药研发和制造大规模回流。更不用说在美国本土发展 CXO 从根本就无法实现成本的降低和效率的提升。

图表65 过去 1 年中造成 CXO 板块大幅下跌的国际政治事件及结果

时间	事项	市场反应	结果
2021.12	美政府将20多家中国企业/单位列入实体清单	市场担心中国药企及CXO企业受美国制裁而大量失去业务，次日相关公司股价大幅下挫	实际纳入清单的全部是中国的高校及国有研究院，不涉及任何中国药企和CXO企业
2022.02	美商务部将药明生物纳入UVL，限制对美采购	市场担心以药明生物为代表的中国医药企业将陆续受到制裁，相关公司股价大幅下挫	10月美商务部完成对无锡工厂的现场核查后认定其采购用途为“善意”，随后将其移出清单
2022.09	美总统签署行政命令，意图强化本土生物技术和生物制造能力	市场担心美加大本土生物制造导致医药外包需求回流，CXO及上游科研公司股价大幅下挫	2日后详细生物技术和生物制造计划公布，补贴超20亿美元，主要涉及生物材料、生物安全、化肥、生物经济及环保等。实际与中国CXO公司相关的制药供应链相关补贴0.4亿美元

资料来源：白宫官网、美商务部官网、公司公告、平安证券研究所

### (3) 行业产能供给并未出现显著过剩

近几年进军 CXO 行业的化工企业、原料药企业新建产能绝大部分没有经过 cGMP 或类似体系认证，其管理运营能力也与深耕行业多年的 CXO 龙头企业有较大差距。同时叠加环评等限制因素，国内实际新增的受国际认可的高等级产能大部分依然集中在龙头企业手中。

#### 4.1.3 产业链上游供应商

科研试剂、耗材、设备等供应商在产业链的更上游为创新研发提供必不可少的产品。

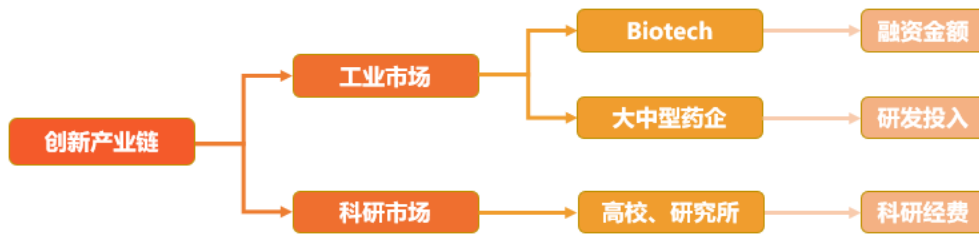
图表66 创新产业链上游供应商包括众多细分领域

类型	简介	上市公司
科研试剂	化合物合成、纯化、分析等场景使用，包括普通科研试剂、特种科研试剂（分子砌块、工具化合物）等。	皓元医药、毕得医药、阿拉丁、诺唯赞等
耗材	合成、纯化、分析等场景使用的非试剂产品。包括培养基、填料、模式动物、一次性反应袋等。	纳微科技、奥浦迈、药康生物、东富龙等
设备	实验室或工厂中，用于合成、纯化、分析、控制等流程的仪器，包括反应器、HPLC分析设备等。	莱伯泰科、聚光科技等

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

创新产业链上游主要服务于两大市场：(1) 以高校、医疗机构等为主的科研市场，(2) 以药企、CXO 企业为主的工业市场。上游供应商的产品之间差异很大，不同细分赛道服务于这两大市场的比重也由显著不同。

图表67 创新产业链服务于两大市场



资料来源：平安证券研究所

综合考虑当前创新市场环境及不同细分赛道的特性，我们建议着重关注特种试剂与基因修饰模式动物领域。

特种试剂具有：（1）品种数量众多、（2）单次用量较少、（3）单品种应用领域较窄、（4）生产技术壁垒较高以及（5）需要紧跟全球药物研发动态持续推出新品等特点。同时，特种试剂的业务模式会自然延伸出放大生产的客户需求，而其行业特性又决定了优质特种试剂制造商大多具有强大的化学合成与 CMC 能力。在客户需求的驱动和自身能力的支持下，特种试剂制造商可以向 CDMO 行业延伸。

基因修饰动物是模式动物中的新兴细分，具有功能强大、技术壁垒高、契合研发需求的特点。ES 打靶技术和 Crispr/Cas9 技术的突破大大提高了基因编辑模型的可及性，促进市场繁荣发展。国内企业更是凭借技术和成本优势将研发环节前置，成功将众多原本依靠定制生产的模型标准化、产品化，实现了模型的量产供应。行业 2 次技术颠覆填平了国内外的技术代差，国内基因修饰模式动物企业已具备海外市场放量的基础。

#### 4.1.4 创新药及其产业链-重视布局创新产业链，优选高确定性标的

重视制药产业长期发展驱动力，布局创新产业链。创新是全球医药产业发展的关键驱动力，也是中国医药产业突破现状更上一层楼的必然路径。身处时代发展浪潮，投资者应减少对短期波动与情绪变化的纠结，积极布局已具性价比的创新产业链。我们着重看好下列方向——

**1) 创新药：**Biotech 融资遇冷，整体经历大幅回调后创新药行业已逐步迎来合适的布局时机。标的优先选择（1）瞄准未满足的临床需求，产品在同靶点中属于进度较领先且具备疗效优势的公司 或（2）产品力较强，能够单品种立足，逐步形成产品组合，符合市场规模较大竞争格局较好特征的公司。

**2) CXO：**考虑当前全球产业格局以及医药融资情况，我们建议着重从两个方面选择标的，（1）优质龙头企业，具有更好的客户结构和产品结构，加上运营管理经验丰富，不易受外部环境波动影响；（2）海外业务占比高的 CXO，海外创新环境更为成熟，叠加美元回流，医药产业融资规模以及医药公司研发意愿都更理想，而政治摩擦实际影响有限。

**3) 产业链上游供应商：**着重关注行业潜在空间大、需求受经济周期波动相对小的细分，例如特种试剂与基因修饰模式动物领域。

推荐：荣昌生物、康诺亚、和黄医药、凯莱英、博腾股份、药石科技，建议关注：百济神州、药明康德、药康生物、百奥赛图等。

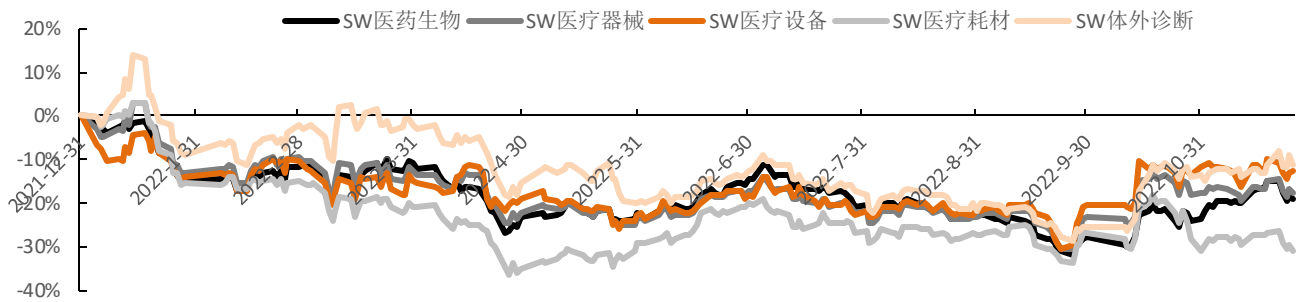
## 4.2 医疗器械：创新是核心竞争力，海外布局是加分项

### 4.2.1 与医药指数走势基本一致，子版块表现差异大

根据 WIND 数据，SW 医疗器械（截止 11 月 25 日收盘）跌幅为 17.49%，跑赢 SW 医药指数 1.70pct。全年 SW 医疗器械与 SW 医药指数走势基本一致，两者收益率仅在 10 月（贴息贷款采购医疗设备政策+预期集采降价放松）时出现明显差异。

3 个器械子版块——医疗设备、医疗耗材及体外诊断年内表现差异较大。其中，（1）新冠抗原检测在海外和国内的热销分别带动体外诊断板块在 1 月和 3 月实现较好表现，10 月江西生化集采征求意见稿降价要求较低，常规检测公司估值有所回暖；（2）医疗设备板块前三季度表现与 SW 医疗器械基本一致，9 月末开始因贴息贷款政策推出表现强势；（3）医疗耗材由于年内各地高值耗材带量采购此起彼伏，降价幅度存在不确定性，较多资金选择回避该板块，全年表现较差。

图表 68 2022 年 SW 医疗器械及其子版块走势情况（截至 2022 年 11 月 25 日）



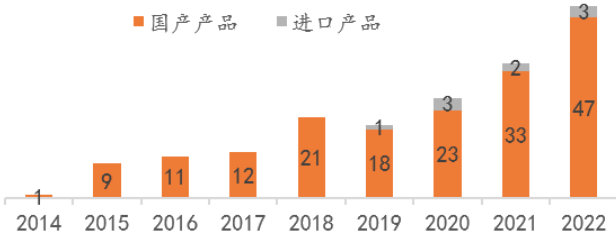
资料来源：WIND、平安证券研究所

#### 4.2.2 创新是核心竞争力，海外布局是加分项

随着科技与工业的进步，近年来我国医疗器械研发设计与生产制造能力持续提升，产品力向全球领先水平靠拢。叠加国产支持政策的推动，以及集采、支付体系改革的倒逼，**创新成为医疗器械行业发展的核心主线。**

根据所处阶段的差异，不同医疗器械细分领域的创新可分为“1.0 跟随创新”、“2.0 迭代创新”和“3.0 突破创新”。不同阶段之间并无优劣之分，而是取决于该赛道的技术迭代周期。不论是海外技术更替迅速，国内厂家尚处于跟随状态的“跟随创新”，还是海外技术止步不前，国内产品已非常接近甚至超越海外产品，国内厂家必须独立探索突破之路的“突破创新”，都能从中诞生伟大的企业。

图表 69 2014-2022 年 NMPA 批准的创新医疗器械(截止到 2022.11.17)



资料来源：NMPA、平安证券研究所

图表 70 我国医疗器械所处不同创新阶段



资料来源：平安证券研究所

产品力的提升以及国内市场降价压力的倒逼下，越来越多国内龙头器械公司开始探索国际市场。高质量是国内企业打开国际市场的前提。新冠疫情期间，供应链紧张为海外医疗机构更多接触国内优质产品提供了机会。而在当前全球经济波动、通胀加剧的大环境下，中国医疗器械高性价比的优势也更为凸显。

未来数年中，海外布局能力将成为国内器械公司的重要加分项。

#### 4.2.3 耗材集采趋于成熟，市场预期较为充分

2022年9月，国家层面第3次高值耗材带量采购完成。除国家层面外，大多省份也以独立或联盟形式开展了医疗器械带量采购，品种以高值耗材为主，也涉及低值耗材、大型医疗设备及体外诊断产品，呈现出品种增多、规模扩大的常态化趋势。

总结对比具体规则，我们认为**耗材集采政策正在变得更加成熟，不再将低价作为唯一核心要素**：

- 从分组方式来看，近期集采多会根据历年需求量对企业进行A、B分组，对原市占率较高的企业具一定保护性；而脊柱国采更是在此基础上又追加了C组，为产品系不齐全的中小企业留下机会；
- 从中选规则来看，近期多项集采政策引入“保底规则”，企业报价降幅达到合理比例即可获得拟中选资格；
- 从分配规则来看，采取量价挂钩和梯度分配原则，在鼓励报低价和维持原有市场格局之间寻找平衡。

图表71 2022年主要正在进行的省区（联盟）医疗器械带量采购与三次国采规则

公告标题	公告日期	参与范围	分组规则		拟中选排名规则是否有“保底规则”	协议量分配规则是否为梯度分配	采购周期
			产品属性	医疗机构需求量			
国家组织冠脉支架集中带量采购文件	2020/10/16	全国	×	×	×	×	2年
国家组织冠脉支架集中带量采购协议期满后接续采购文件（GH-HD2022-2）	2022/11/9		×	×	申报价格不高于最高有效申报价的产品确定为拟中选产品	✓	3年
国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）	2021/6/21		✓	✓	×	✓	2年
国家组织骨科脊柱耗材集中带量采购公告（第1号）、（第2号）	2022/7/11、2022/9/7		✓	✓，且为ABC	规则三：若竞价比价格≤本产品系统类别最高有效申报价40%的，企业获得拟中选资格	✓	3年
口腔种植体系统省际联盟集中带量采购公告（第1号）	2022/9/22	全国	✓	✓	拟中选规则二：同一个产品系统类别内，未接规则一获得拟中选资格的A竞价单元有效医疗器械注册人，若申报价格不高于B竞价单元最高拟中选申报价格，且不高于自身2021年有效采购低价，则该医疗器械注册人获得拟中选资格	✓	3年
心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告（第1号）	2022/10/14	福建等26省	✓	×	组套：同分组中，降幅≥30%的组套获得拟中选资格	✓	2年
肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购公告（第1号）	2022/11/14	江西等22省	✓	✓	拟中选规则二：按“拟中选规则一”未能中选的A组企业，承诺向全联盟供应产品且其申报价格不高于最高有效申报价格0.6倍，增补为拟中选企业	✓	2年，可视情况延长1年

资料来源：国家及各省市采购平台、平安证券研究所

近期集采政策在定价上去除了渠道环节利润，同时为制造端保留了合理利润。对比最初结果较为极端的冠脉支架国采，后续集采降价幅度更加温和，入选企业数量也更多，避免了每次集采都可能造成市场格局突然大幅变化的情况。

从现有的耗材与诊断产品集采结果来看，产品本身的技术含量、竞争格局与最终降价幅度也有较为直接的关联。长远来看，成熟产品盈利空间的缩小不可避免，通过创新产品实现临床疗效突破是企业持续获取超额利润的关键。



图表 72 2022 年主要已完成的省区（联盟）医疗器械带量采购与三次国采结果（产品维度）

公告发布日期	采购范围	采购品种	拟入选规则中的保底规则	中选产品平均价格降幅	集采前品种国产化率
2020/10/16	国采	冠状动脉药物洗脱支架系统	×	93%	>70%
2021/6/21		初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	×	82%	35%
2022/9/7		骨科脊柱类医用耗材	竞价比价格≤本产品系统类别最高有效申报价40%的，企业获得拟中选资格	84%	45%
2022/1/26	陕西等8省	人工晶体	拟供应价格不得高于该产品全国最低省级(含省际联盟)带量采购中选价	53.26% (甘肃结果)	20%
2022/3/10	江苏	腔镜吻合器	首轮未中选的，可自愿进入第二轮谈判	79%	30%
		神经专用弹簧圈		54%	<10%
		超声刀头		49%	<10%
		真空采血管		37%	~75%
2022/5/6	福建	冠脉导引导管	1组：降幅达45%的企业不淘汰	51.28%	12%
		冠脉导引导丝	1组：降幅达40%的企业不淘汰		
		弹簧圈	1组：降幅达40%的企业不淘汰	46.28%	<10%
		压力泵	1组：降幅达50%的企业不淘汰	61.94%	-
		圈套器（息肉切除器）	1组：降幅达70%的企业不淘汰	78.27%	-

资料来源：国家及各省市采购平台、平安证券研究所

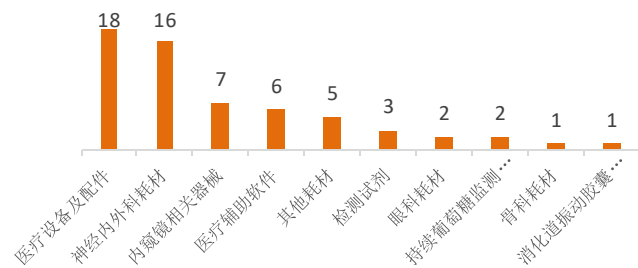
#### 4.2.4 国产设备崛起，基建、贴息贷款促发展

近年来国产医疗设备迅速崛起。设备整机及配件实现快速迭代，获得创新医疗器械地位的产品在各细分领域中名列前茅。设备零部件方面，X光探测器、内镜镜头等核心零部件也进入了加速国产化的阶段。当前时点，医疗新基建、贴息贷款医疗采购等政策进一步推进了国产设备的发展。

新冠疫情揭示了我国医疗基础设施建设尚存诸多不足之处。自 2020 年下半年，我国医疗基建开始加码，近两年中相关专项债发行处在较高水平。越来越多的院区、科室得到新建、扩建，推动对应医疗设备的采购逐年提升。ICU 等与公共卫生和危重疾病密切相关的科室更是得到重点关注。我们认为医疗新基建会在未来数年中继续带来额外增量。

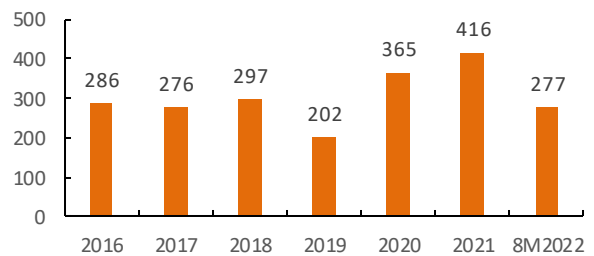
2022 年 9 月，根据国务院常务会议精神及发改委要求，各地开展了使用财政贴息贷款更新改造医疗设备的工作，整体规模有望达到 2000 亿元。大部分省份已在 9-10 月完成首次上报工作，预期大部分采购会在 2023 年兑现。我们估计医学影像、内镜等医疗设备有望显著受益。

图表 73 2014-2022 年 NMPA 批准的创新医疗器械(截止到 2022.11.17)



资料来源：NMPA、平安证券研究所

图表 74 中国在建医院数量（家）（截至到 2022.08）



资料来源：中国在建医院工程信息网、平安证券研究所

#### 4.2.5 围绕创新与高端产品出海进行布局



积极围绕行业发展方向——创新与高端产品出海进行布局。医疗器械产业正处于行业快速变革期，创新是未来国内器械企业的核心竞争力，而海外布局也是重要加分项。耗材集采趋于成熟，医疗新基建、贴息贷款采购医疗设备等政策推进，都为医疗器械行业的发展带来了更好的确定性。

推荐迈瑞医疗、心脉医疗、鱼跃医疗，建议关注惠泰医疗、新产业、联影医疗等。

## 五、 风险提示

### 政策风险

医药行业受政策影响较大，不排除带量采购等医保控费政策推出节奏超预期；

### 研发风险

医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；

### 市场风险

市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响。

### 中美关系风险

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

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033