



医疗行业 2023 年展望：曙光已现，反弹有良药

- **2022 年略跑赢大盘，当前性价比高：**2022 年 MSCI 中国医药指数跌 30%，跑输 MSCI 中国指数，2H 跌幅相比 1H 有明显收窄。行业整体市盈率与过去五年基本持平，但盈利增速预期仍在高位，行业动态 PEG 低于过去五年平均 1.4 个标准差。港股机构持仓呈现外资退、内资进的趋势，A 股机构持仓则跌至历史低位。港股医药细分板块中，仅药械零售、互联网医疗和中药的估值略高于历史均值，其余均低于均值。
- **2023 年关注政策利好和业绩/估值双反弹两大逻辑：**结合当前医药板块低估值、高成长性、机构资金有望逐渐回流等特点，我们认为可随着美联储加息预期企稳，逐步加仓医药股。在细分赛道和个股的选择上，我们建议关注政策利好和业绩/估值双反弹（戴维斯双击）两大逻辑，看好**创新药（包括生物科技和创新属性较强的制药企业）、医疗器械和中药/OTC**等细分赛道在政策变化、疫情波动中的高确定性，建议重点关注其中高性价比标的。我们覆盖的主要细分赛道的展望如下：
 - **生物科技：否极泰来，挖掘 1.5 线机会。**港股 18A 板块整体估值已十分具有吸引力，我们对行业长期前景仍保持乐观态度，但短期内板块流动性尚未完全恢复、行业格局仍存变数。因此我们建议关注短期注催化剂丰富、执行力强、流动性/现金储备充裕的 1.5 线标的，主推**康方生物、诺诚健华、和黄医药**等，长期继续推荐**荣昌生物和康诺亚**。
 - **医疗器械：把握医疗设备和创新器械两大主线。**各地贴息贷款持续发放，拉动设备需求，预计厂商将集中于 4Q22/1H23 录入相关收入，叠加监管支持定点医院建设，设备板块增长确定性高，首选**迈瑞医疗**，并建议关注弹性更大的**微创机器人、启明医疗、心通医疗和沛嘉医疗**。
 - **中药/OTC：政策利好频出，基本面强劲。**政策扶持态度明确，集采对中成药独家品种、饮片、配方颗粒影响有限，而核心标的业绩增长稳健。建议关注**济川药业、同仁堂国药、华润三九、一品红**等。
 - **CXO：长期内坚定看好龙头。**行业景气度仍处于高位，但需持续观察宏观经济环境、竞争格局、生物医药行业融资环境的变化。我们认为行业龙头**药明生物**在上述变化中的确定性最高，可择机配置。
 - **制药行业：关注基本面反转趋势。**板块防守属性较强，但仍存政策风险，建议重点关注集采影响可控、基本面明显好转/延续强势的标的。我们继续推荐**中国生物制药**，并建议重点关注**先声药业和石药集团**。
 - **互联网医疗行业：医药电商政策风险边际降低。**随着关键监管条文相继出台，医药电商的监管格局已大致成型、继续收紧的风险较为可控，长期成长潜力依旧值得期待。建议关注**阿里健康和京东健康**。
- **首选标的康方生物、诺诚健华、和黄医药、迈瑞医疗。**前三者未来 12 个月有诸多管线开发/出海催化剂值得期待，且商业化实力已得到初步验证，短期确定性高、估值反弹弹性大。迈瑞医疗产线完善，有望充分享受医疗新基建红利及贴息贷款政策拉动的部分增量需求。
- **投资风险：**国内外政策大方向转变；国内疫情波动；宏观环境变化。

丁政宇

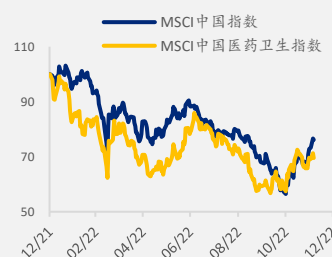
医疗分析师
ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022 年 12 月 9 日

年初至今行业指数表现



截至 2022 年 12 月 6 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《**生物科技板块：继续推荐执行力强、催化剂丰富、估值具吸引力的标的**》(2022-11-22)

《**CXO 行业点评：美国生物制造行政令中短期影响有限，股价波动后估值具吸引力**》(2022-9-15)

《**2022 业绩持续验证龙头创新药企商业运营能力，国际化/跨境合作全速推进**》(2022-8-11)

《**中国肿瘤创新药行业：借十年东风，引百家争鸣**》(2022-7-27)

《**第七批全国集采结果出炉，平均降价幅度继续收窄且小于预期**》(2022-7-13)



扫码关注浦银国际研究

目录

2023 年展望：曙光已现，反弹有良药	5
至暗时刻已过：预期企稳，当前板块性价比高	5
反弹曙光初现：关注政策利好和业绩/估值双反弹两条主线	9
主线一：政策利好	10
主线二：业绩/估值双反弹	12
近期市场重点关注的四大话题探讨	13
一、疫情和防疫政策未来会如何演变？如何进行布局？	13
二、药械集采未来会如何发展？哪些新品类会被纳入？	19
三、医保和财政如何继续支持医药行业发展？	21
四、板块融资环境何时回暖？	23
2023 年核心医药细分板块配置策略	24
生物科技行业：否极泰来，挖掘 1.5 线机会	27
医疗器械行业：政策趋向利好，可适当提升风险偏好及仓位	31
中药行业：政策利好频出，基本面强劲	37
CXO 行业：长期内坚定看好龙头	43
医疗服务行业：短期反弹确定性高，长期关注政策变局	48
连锁药店：疫情防控变化的核心受益者，快速扩张催化长期成长	53
制药行业：政策风险仍不可忽视，关注基本面反转趋势	57
互联网医疗行业：医药电商政策风险边际降低	62
浦银国际医药行业覆盖公司	64

图表目录

图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 (2022 YTD)	6
图表 2: 2012-2022 YTD MSCI 中国医药指数与 MSCI 中国指数涨幅对比	6
图表 3: MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率 (P/E)	7
图表 4: MSCI 中国医药卫生板块前瞻 EPS 增速预期变动	7
图表 5: A 股医药板块机构持仓已跌至历史低位	7
图表 6: 港股医药板块持仓变化	7
图表 7: 港股医疗行业细分板块前瞻市盈率 (或市销率)	8
图表 8: 港股医疗行业细分板块前瞻市盈率 (或市销率) 较 5 年均值相距标准差	8
图表 9: 影响 2022 年医药板块表现的四大主要因素	9
图表 10: 近期部分主要医药政策梳理	10
图表 11: A 股连锁药店赛道收入增速	12
图表 12: A 股民营医院赛道收入增速	12

图表 13: 全国新增新冠病例数	13
图表 14: 疫情防控优化“二十条”主要变化	14
图表 15: 不同技术路线国内 II 期及以后阶段新冠疫苗研发进展	16
图表 16: 国内新冠小分子药物 II 期及以后研发进展	17
图表 17: 第九版新冠诊疗方案推荐中成药	17
图表 18: 国家七批八轮带量采购	19
图表 19: 历年医保谈判结果	21
图表 20: 全国基本医疗保险基金收支 (2011-2021)	22
图表 21: 全国基本医疗保险基金收支 (2022 年前 9 个月)	22
图表 22: 全球生物医药融资额	23
图表 23: 浦银国际 2023 年医药细分板块配置策略	26
图表 24: 港股生物科技板块年初至今股价走势	27
图表 25: 港股科技板块个股年初至今涨幅 (%)	27
图表 26: 港股生物科技企业估值表	30
图表 27: 港股医疗器械板块年初至今股价走势	32
图表 28: 港股医疗器械板块主要个股年初至今涨幅 (%)	32
图表 29: 港股医疗器械行业 PS Band	32
图表 30: A 股医疗器械板块历年业绩表现	33
图表 31: A 股医疗器械板块季度业绩表现	33
图表 32: 医疗器械企业估值表	36
图表 33: 港股中药板块年初至今股价走势图	37
图表 34: 港股中药板块个股年初至今涨幅 (%)	37
图表 35: 港股中药行业 PE Band	38
图表 36: A 股中药板块历年业绩表现	38
图表 37: A 股中药板块季度业绩表现	38
图表 38: “十四五”中医药发展规划主要发展指标	40
图表 39: 主要中药支持政策梳理	41
图表 40: 港股中药企业估值表	42
图表 41: 港股 CRO/CDMO 板块年初至今股价走势图	43
图表 42: 港股 CRO/CDMO 板块个股年初至今涨幅 (%)	43
图表 43: 港股 CXO 行业 PE Band	44
图表 44: 3Q22 主要 CXO 公司收入、扣非归母净利、经调整 non-IFRS 归母净利增速	45
图表 45: 药明康德港股 (2359 HK) PE Band	46
图表 46: 药明康德 A 股 (603259 CH) PE Band	46
图表 47: 康龙化成港股 (3759 HK) PE Band	46
图表 48: 康龙化成 A 股 (300759 CH) PE Band	46
图表 49: 药明生物 (2269 HK) PE Band	46
图表 50: 泰格医药 A 股 (300347 CH) PE Band	46
图表 51: CXO 企业估值表	47
图表 52: 港股医疗服务板块年初至今股价走势图	48
图表 53: 港股医疗服务板块个股年初至今涨幅 (%)	48
图表 54: 港股医疗服务行业 PE Band	49
图表 55: 3Q22 A 股主要医疗服务公司收入、归母净利、扣非归母净利增速	49
图表 56: A 股医疗服务板块历年业绩表现	50

图表 57: A 股医疗服务板块季度业绩表现	50
图表 58: 近期主要社会办医政策梳理	51
图表 59: 港股医疗服务企业估值表	52
图表 60: A 股连锁药店板块年初至今股价走势图	53
图表 61: A 股连锁药店板块个股年初至今涨幅 (%)	53
图表 62: 连锁药店行业 PE Band	54
图表 63: A 股连锁药店板块历年业绩表现	54
图表 64: A 股国内连锁药店板块季度业绩表现	54
图表 65: 3Q22 主要连锁药店企业收入、归母净利、扣非归母净利增速	55
图表 66: 主要连锁药店企业门店数	55
图表 67: 连锁药店企业估值表	56
图表 68: 港股制药板块年初至今股价走势图	57
图表 69: 港股制药板块个股年初至今涨幅 (%)	57
图表 70: 港股制药行业 PE Band	58
图表 71: A 股制药板块历年业绩表现	58
图表 72: A 股制药板块季度业绩表现	58
图表 73: 主要省际联盟集采涉及省份数量	60
图表 74: 主要省际联盟集采品种数	60
图表 75: 港股制药企业估值表	61
图表 76: 港股互联网医疗板块年初至今股价走势图	62
图表 77: 港股互联网医疗板块个股年初至今涨幅 (%)	62
图表 78: 港股互联网医疗行业 PS Band	63
图表 79: 港股互联网医疗企业估值表	63
图表 80: SPDBI 医疗行业覆盖公司	64

2023 年展望：曙光已现，反弹有良药

在经历了 2022 年的大幅下跌后，板块整体性价比已较高，A 股、港股主要机构持仓已跌至低位，年内影响股价的各项负面因素也基本反映在股价中。因此，我们建议 2023 年可适当提升风险偏好，随着美联储加息预期企稳，逐步加仓医药股。

对于个股选择，在性价比&催化剂、确定性和创新力的选股框架下，我们提出 2023 年关注政策利好和业绩/估值双反弹两条主线，推荐关注创新药（包括生物科技和创新属性较强的制药企业）、医疗器械和中药/OTC 等赛道。对于波动较大的疫情相关受益标的，我们持谨慎乐观态度，建议多观察、短线布局而非盲目追高。

在本篇展望中，我们也重点探讨了市场关注的四个问题，包括：1) 防疫政策后续演变及布局思路；2) 未来集采方向；3) 医保和财政政策对行业发展的影响；4) 行业融资环境变化。

至暗时刻已过：预期企稳，当前板块性价比高

2022 年医药板块跟随大盘同步录得较大的跌幅，截至 12 月 6 日，MSCI 医药指数年内下跌 30%，跑输 MSCI 中国指数（年内下跌 24%），绝对表现为过去十年最差。

我们认为导致这一表现出现主要原因有：

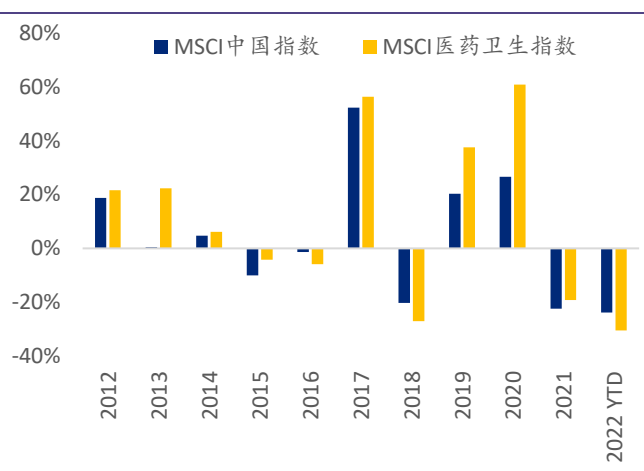
- 1) 2021 年中估值泡沫破裂的残余影响，叠加地缘政治、中概股审计等消息面上的扰动，导致市场情绪波动较大；
- 2) 全国疫情持续散发，引起市场对行业基本面及供应链的担忧；
- 3) 美联储加息周期中，外资加速流出重仓医药股，行业融资环境也变得更不确定；
- 4) 药品、器械集采加速扩围，引发市场对个别细分赛道盈利能力担忧。值得注意的是，2H22 虽然板块波动依旧较大，但随着情绪企稳、估值触底，表现略好于 1H（-12% vs. -21%）。

图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 (2022 YTD)



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2: 2012-2022 YTD MSCI 中国医药指数与 MSCI 中国指数涨幅对比



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

站在当前时点，我们认为医药板块在经历近两年的下跌后，主要市场和行业风险已基本反映在当前股价中：

● 估值

目前 MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 31x，相比 2021 年中阶段性高点 58x 已下行近一半。该估值水平与过去五年均值基本持平，但考虑到盈利增速预期远超过去五年平均，目前板块仍处于整体被低估的状态。事实上，板块当前前瞻 PEG 约为 0.7x，低于过去 5 年平均 1.4 个标准差。

● 盈利预期

目前，板块整体卖方一致预测前瞻 EPS 增速约为 46%，基本回到 2021 年中板块高点时的水平，较 2022 年中时的 30% 左右有明显上调。我们认为主因：**1)** 包括医保谈判、集采在内的各类行业政策呈边际改善态势，国家对创新药、医疗设备和中医药的政策倾斜也进一步明确，市场预期逐渐企稳；**2)** 后续疫情防控政策方向逐渐明朗，预计疫情对企业正常销售及临床的负面影响将逐步降低，原先受疫情影响较大的消费医疗赛道也有望在短期内录得业绩反弹；**3)** 从更长时间维度看，随着港股 18A 和上海科创板的开闸，越来越多创新力强、业绩增速高的公司在过去三年内成功上市，叠加传统企业创新管线推进、消费型医疗公司持续受益于消费升级大趋势，带动板块盈利增速预期持续上修。

图表 3: MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率(P/E)



注：数据截至 2022 年 12 月 6 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: MSCI 中国医药卫生板块前瞻 EPS 增速预期变动



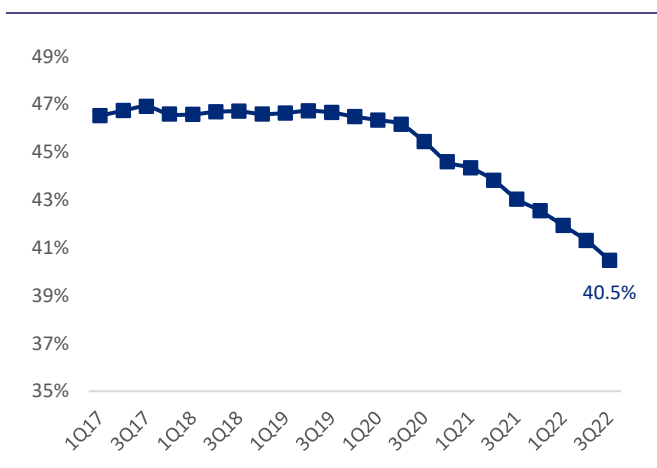
注：数据截至 2022 年 12 月 6 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 资金面

自 2021 下半年起, 港股医药板块呈现明显的内资进(港股通持股比例提升)、外资退(国际中介机构持股比例提升)的趋势, 主要受到美联储持续加息、港股相对 A 股折价扩大等因素的影响。

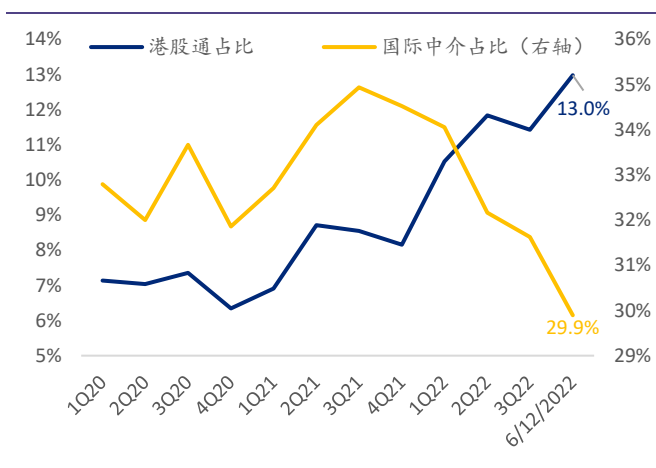
我们认为, 考虑到美国加息预期逐渐企稳且经济即将进入衰退周期、而中国经济可能复苏反弹, 外资重新进入港股医药板块的可能性较大。对于 A 股, 机构平均持仓比例从 2020 年开始逐季下降, 3Q22 跌至历史低位, 我们认为, 随着后续市场情绪反弹, 机构有望稳步加仓。

图表 5: A 股医药板块机构持仓已跌至历史低位



资料来源：万得、浦银国际

图表 6: 港股医药板块持仓变化

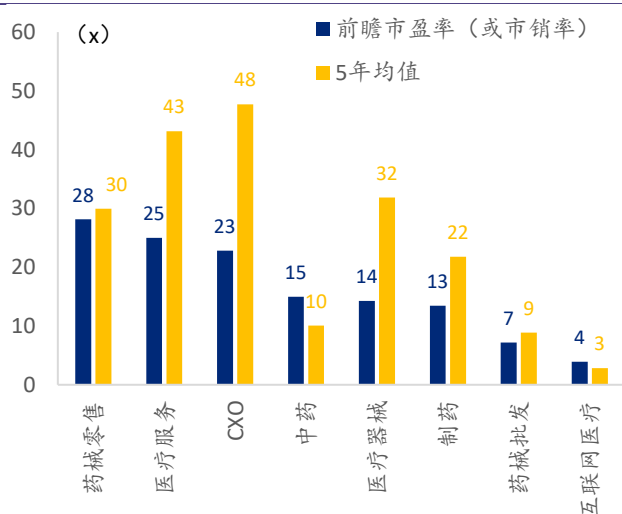


资料来源：万得、浦银国际

在盈利增速预期保持较高水平、板块估值和机构持仓处于低位的背景下，我们认为医药板块整体已具备较高的性价比，可适当提升风险偏好，并随着美联储加息预期企稳，逐步加仓。事实上，进入4Q22之后，随着政策预期逐渐明朗，疫情防控常态化下各细分板块业务逐渐恢复，板块已步入估值修复通道、呈现波动上行趋势，我们认为这一趋势有望在1H23得以持续。

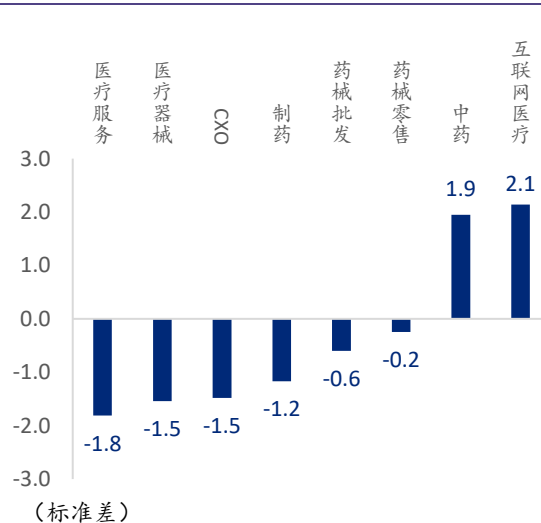
分板块看，港股医疗板块中大部分子板块估值倍数已低于过去五年均值。其中估值水平与过去五年均值相距最大的三个板块为医疗服务、医疗器械以及CXO，较历史均值分别低1.5-1.8个标准差。

图表 7: 港股医疗行业细分板块前瞻市盈率（或市销率）



注：因港股医疗器械和互联网医疗多处于亏损状态，因此采用PS，其余板块均为PE；数据截至2022年12月6日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8: 港股医疗行业细分板块前瞻市盈率（或市销率）较5年均值相距标准差







注：因港股医疗器械和互联网医疗多处于亏损状态，因此采用PS，其余板块均为PE；负值代表目前估值倍数低于历史均值；数据截至2022年12月6日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

反弹曙光初现：关注政策利好和业绩/估值双反弹两条主线

我们认为，站在当前时点，影响 2022 年板块表现的各个因素，如市场情绪、疫情、资金流入以及行业政策面等，均已有或多或少的改善。

图表 9: 影响 2022 年医药板块表现的四大主要因素

影响因素	分析
 市场情绪	经过两年的下跌，市场对医药板块估值和各类外部消息面因素已形成较合理的预期，悲观情绪已得到较充分的释放，情绪有望在 2022 年底企稳的基础上进一步回升
 疫情防控	疫情防控政策逐步优化、清晰化，2022 年 11 月国务院联防联控机制发布了进一步优化疫情防控工作的二十条措施，后续国内疫情对板块内企业经营的影响或逐步减少
 资金流入	美国通胀和加息预期企稳，资金流出有望缓解，且随着美国经济进入衰退周期、国内经济反弹，外资有望重新加仓港股医药
 行业政策	近期行业政策有趋于温和态势，如第七批集采降价幅度小于市场预期、对医保简易续约更清晰的规定、医保局暂不将创新医疗器械纳入集采的规定以及口腔医疗服务定价上限远高于市场预期。

资料来源：浦银国际

展望 2023 年，结合当前医药板块低估值、高成长性、机构资金有望逐渐回流等特点，我们建议投资者适当提高风险偏好，逐步加仓医药股。

在细分赛道和个股的选择上，我们提出**政策利好和业绩/估值双反弹**两大主线，看好**创新药（包括生物科技和创新属性较强的制药企业）、医疗器械和中药/OTC**等细分赛道在政策变化、疫情波动中的高确定性，建议重点关注其中高性价比比标的。

● 主线一：政策利好

医药作为政府强监管的行业，短中长期发展方向和各细分赛道基本面与政策变化息息相关。在 2H22，我们观察到医保谈判、集采新规则/结果公布、医疗设备贴息贷款等政策一定程度上带动了板块估值小幅修复。

进入 2023 年，我们继续看好**长期政策受益明确、短期政策风险可控**的细分赛道，包括创新药（医保护容、新药审评加速）、医疗器械（贴息贷款、国产替代、医疗新基建）、中医药（医保支持、政策推进的重要方向）、互联网医疗等，政策面上的利好有望进一步在基本面上兑现。另一方面，我们对存在政策风险的传统制药、IVD 诊断等板块持相对谨慎态度。

图表 10: 近期部分主要医药政策梳理

发布日期	政策名称	重点内容
创新药		
2021 年 11 月	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	<ul style="list-style-type: none"> 指出新药研发应以为患者提供更优的治疗选择作为更高目标,应该关注阳性对照药是否反映和代表了临床实践中目标患者的最佳治疗选择。
2022 年 1 月	《罕见疾病药物临床研发技术指导原则》	<ul style="list-style-type: none"> 由于罕见疾病受试者有限,鼓励将关键研究分阶段开展,在第一阶段入组小样本量受试者,作为概念验证,并以此阶段结果为基础,对后续试验阶段进行调整,最终将第一阶段和后续研究阶段中,接受推荐剂量治疗的患者整体的有效性,作为支持上市的关键疗效数据。
2022 年 2 月	《药审中心加快创新药上市申请审评工作程序(试行)》征求意见的通知	<ul style="list-style-type: none"> 文件主要鼓励了研究和创制新药,满足临床用药需求,及时总结转化抗疫应急审评工作经验,加快创新药品的审评速度。
2022 年 11 月	《双特异性抗体抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》	<ul style="list-style-type: none"> 为双抗类抗肿瘤药物的临床研发中的抗体设计、人体临床试验的风险控制、最佳给药策略、免疫原性以及生物标志物的开发等问题提出建议,靶向于两种抗原表位以上的多特异性抗体类药物研发,也可参考该指导原则。
器械		
2021 年 12 月	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 到 2025 年,我国医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升,主流医疗装备基本实现有效供给,高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升,初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力; 到 2035 年,我国医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平,进入医疗装备创新型国家前列,为保障人民全方位、全生命周期健康服务提供有力支撑。
2022 年 9 月	国务院常务会议提出确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造	<ul style="list-style-type: none"> 要求银行贷款利率不高于 3.2%,中央财政贴息 2.5%; 财政贴息申请截止日期为 2022 年 12 月 31 日。
2022 年 9 月	《口腔医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 有序推进口腔种植医疗服务“技耗分离”,完善种植牙牙冠价格形成机制; 三级公立医院种植牙服务费用上限 4500 元,并根据各地经济、人力成本、种植成功率等条件该服务费上限最高可放宽至 6300 元。

(接下页...)

(...接上页)

发布日期	政策名称	重点内容
2022年11月	国家卫健委在联防联控机制新闻发布会上表示将持续加强定点医院、方舱医院、发热门诊建设	<ul style="list-style-type: none">从三个方面加强分级分类救治，即持续加强定点医院、方舱医院、发热门诊建设；定点医院ICU床位数占比要达到10%，方舱医院收治无症状、轻症患者，最大限度减少对日常医疗资源的占用，二级以上医院设置发热门诊要做到“应设尽设，应开尽开”。
中药		
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none">中医药机构纳入医保定点；调整中医价格项目并纳入医保支付；中医医疗机构可暂不实行DRG付费；中药饮片保留价格顺加25%销售。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	<ul style="list-style-type: none">目标到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；对中医医疗机构数、医院个数等15项指标提出了量化目标。
2022年3月	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	<ul style="list-style-type: none">到2025年，基层中医药实现五个“全覆盖”；对基层中医药服务覆盖面、服务能力等提出15项考核指标。
2022年10月	《在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》	<ul style="list-style-type: none">发展壮大医疗卫生队伍，把工作重点放在农村和社区。重视心理健康和精神卫生。促进中医药传承创新发展。创新医防协同、医防融合机制，健全公共卫生体系，提高重大疫情早发现能力，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设，有效遏制重大传染性疾病的传播。

资料来源：政府公开资料；浦银国际整理

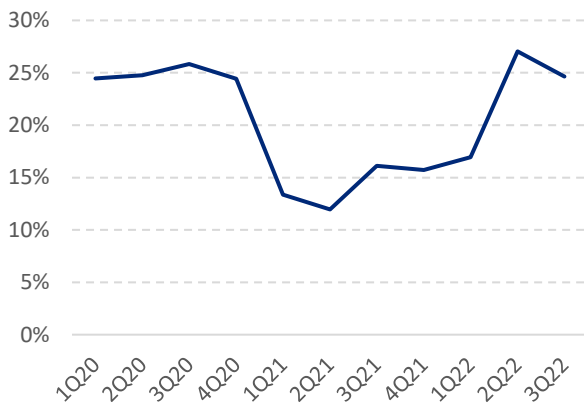
● 主线二：业绩/估值双反弹

对于另一些子板块，短期内基本面的改善有望带动估值修复，实现戴维斯双击。例如，消费属性相对较强的连锁药店、民营医疗服务等细分赛道受全国各地疫情散发的影响较大，业务曾出现一定程度放缓。随着疫情防控政策逐渐优化，此前积压或滞后的需求开始逐渐得到释放，业绩在低基数的基础上呈现复苏反弹态势。

连锁药店在 2021 年受到 2020 高基数、四类药品管控和门店扩张较快等因素影响，当期业绩承受一定压力，但从 3Q21 开始逐步反弹、2Q22 之后重回高增速区间，我们认为 2023 年在门店扩张和四类药管控进一步放松的推动下，这一快速增长趋势有望延续。

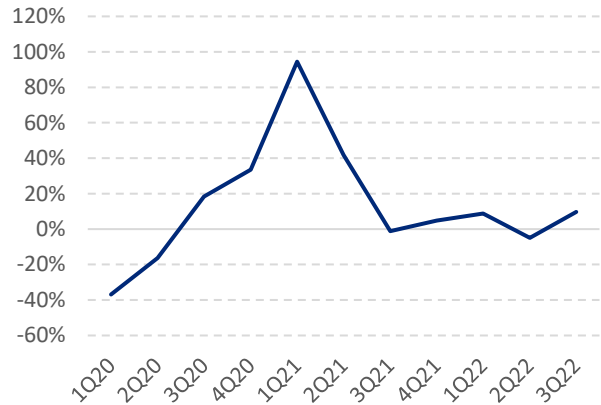
对于民营医院，我们认为，参考 1H21 的反弹，防疫政策的优化有望带动 2023 年需求释放，建议关注眼科、齿科等消费属性更强的细分赛道。此外，过往集采影响逐渐递减/转正、研发实力强大新产品快速放量的制药/器械企业也有望在明年迎来业绩反弹和情绪回暖的机遇期。

图表 11: A 股连锁药店赛道收入增速



资料来源：万得、浦银国际

图表 12: A 股民营医院赛道收入增速



资料来源：万得、浦银国际

综上，我们认为，在短期和长期内创新药、医疗器械、中药/OTC 的确定性均较高的板块，可重点布局其中高性价比的标的。

在下一章节，我们将对市场重点关注的四大话题进行深入探讨。

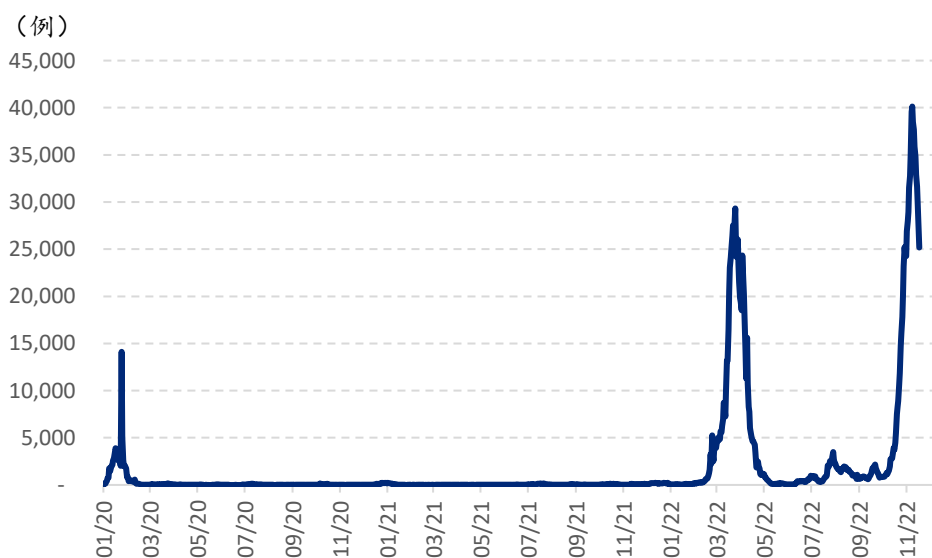
近期市场重点关注的四大话题探讨

● 一、疫情和防疫政策未来会如何演变？如何进行布局？

关键结论：我们认为，由于变异株致病毒性减弱、疫苗和治疗药物相继获批/获紧急使用授权，国内防疫政策持续优化、科学化是大概率事件。在此预期下，我们建议未来持续关注：**1) 疫苗加强针接种机会；2) 居家抗疫相关的药品/服务平台机会。**

疫情防控合理化长期趋势不改，但冬春疫情反弹或带来短期不确定性：国务院联防联控机制于11月11日在第九版疫情防控方案的基础上出台了优化疫情防控优化的二十条措施（见**图表 14**），防疫政策整体朝着精准化、合理化的大方向发展。但是，10月底以来，国内新冠疫情再次出现明显的反弹迹象，同时国家也明确指出，精准防疫不等于“躺平”、“放开”。因此，各地对优化措施的解读不尽相同、当地疫情发展也不同，实际落实新措施的力度和进度也有较大差异。我们认为，短期内仍需密切观察后续疫情发展情况，防疫措施的实际执行情况存在较大的不确定性。

图表 13: 全国新增新冠病例数



注：数据截至2022年12月6日；资料来源：国家卫健委、Wind、浦银国际

“二十条措施”发布，防疫优化大方向不改：2022年11月11日，国务院联防联控机制发布了《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》，发布了进一步优化疫情防控工作的二十条措施发布关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，在坚持“动态清零”的同时，提出以下变化：1) 密切接触者隔离政策由“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”；2) 不再判定密接的密接；3) 将高风

险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”；4)将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员；5)取消入境航班熔断机制，将登机前48小时内两次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内一次核酸检测阴性证明；6)入境人员阳性判定标准为核酸检测Ct值<35，“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。随着国家更加强调科学精准防控疫情、减少对无风险人群影响，我们认为此前受到疫情防控影响的产品销售、医疗服务和临床试验将逐步恢复正轨。

此外，“二十条措施”也提出：1) 加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，加快开展具有广谱保护作用的单价或多价疫苗研发，依法依规推进审批；2) 加快新冠肺炎治疗相关药物储备，重视发挥中医药的独特优势，做好有效中药方药的储备。

图表 14: 疫情防控优化“二十条”主要变化

	调整前	调整后		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	入境重要 商务人员 体育团组		“点对点”转运至 免隔离闭环管理区 （“闭环泡泡”）
次密接	7天居家隔离	不再判定密接的密接	入境人员		明确阳性判定标准为 核酸检测Ct值<35 对解除集中隔离时 核酸检测Ct值35-40的人员 进行风险评估
高风险区 外溢人员	7天集中隔离	7天居家隔离		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
风险区	“高、中、低”三类	“高、低”两类			
常态化 管理		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	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	
保留落地检			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	
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	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	
入境航班	登机前48小时内 2次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制 登机前48小时内 1次核酸检测阴性证明			

资料来源：《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》、财新、浦银国际

12月7日，国务院联防联控机制在“二十条”的基础上，进一步提出十条进一步优化落实疫情防控措施的有关事项，主要包括：1) 科学精准划分风险区域，不得随意扩大；2) 进一步缩小核酸检测范围、减少频次，对大多数场所不再要求提供核酸检测证明、不查验健康码；3) 优化调整隔离方式，具备条件的一般采取居家隔离；4) 落实高风险区“快封快解”；5) 加快推进老年人新冠疫苗接种。防疫政策持续优化的大方向不改。

疫苗和治疗药物是刚需，但应谨慎布局：我们认为，后续疫情防控政策的进一步优化将极大程度上依赖有效疫苗和药物的储备，但已在国内获批/获紧急使用授权且对各类变异毒株有较强保护力/疗效的产品仍比较有限。因此，国产新冠疫苗和治疗药物（主要包括小分子口服药和中药/中成药）仍将是2023年市场博弈的重点主题之一，但相关标的在疫情变化期间股价波动较大，我们建议逢低逐步加仓或者进行波段操作。

● 新冠疫苗

根据国务院联防联控机制公布数据，截至2022年11月28日，国内完成两针基础免疫接种人数占比90.28%，其中60岁/80岁以上全程接种率达86%/66%。加强针接种率58%，其中60岁/80岁以上加强针接种率68%/40%，但序贯加强免疫接种率不到10%。

随着病毒不断变异，当前国产疫苗的开发开始侧重针对Omicron变异株的保护力，包括针对多种变异株的多价苗。从技术路径看，我们预计第四针加强针会以针对Omicron灭活(国药中生)、吸入型/鼻喷型病毒载体(康希诺、万泰生物)以及重组蛋白(丽珠集团、神州细胞等)为主。

目前尚无mRNA疫苗获批，但mRNA平台能针对新出现的变异株快速开发出相应的疫苗产品，在后续加强免疫中的重要性将逐步提升。

图表 15：不同技术路线国内 II 期及以后阶段新冠疫苗研发进展

药企及研究所	国内临床阶段
1) 灭活	
国药中生北京所 (原始株)	附条件获批 (2020 年 12 月)
科兴 (原始株)	附条件获批 (2021 年 2 月)
国药中生武汉所 (原始株)	附条件获批 (2021 年 2 月)
康泰 (原始株)	EUA (2021 年 5 月)
医科院生物所 (原始株)	EUA (2021 年 6 月)
国药中生北京所 (Omicron)	III 期
国药中生武汉所 (Omicron)	III 期
科兴 (Omicron)	III 期
2) 重组蛋白	
智飞 (原始株)	2021 年/2022 年 3 月 EUA/获批
丽珠单抗 (原始株+变异株)	EUA 序贯 (2022 年 9 月)
神州细胞 (Alpha+Beta)	EUA (2022 年 12 月)
三叶草生物 (原始株+变异株)	EUA (2022 年 12 月)
威斯克/华西医院 (原始株+变异株)	EUA (2022 年 12 月)
神州细胞 (Alpha+Beta+Delta+Omicron)	III 期
丽珠单抗 (Beta+Delta)	II 期
3) 病毒载体	
康希诺/军科院 (原始株+变异株)	附条件获批 (2021 年 2 月)、序贯 (2022 年 2 月)
康希诺/军科院 (吸入式; 原始株+变异株)	EUA 序贯 (2022 年 9 月)
万泰 (原始株+变异株; 鼻喷式)	EUA (2022 年 12 月)
4) mRNA	
BioNTech/复星 (原始株+变异株)	II 期完成
沃森/艾博/军科院 (原始株)	III 期
艾美 (原始株+变异株)	III 期
斯微 (原始株+变异株)	III 期
沃森/蓝鹊 (原始株+变异株)	III 期
石药集团 (变异株)	II 期
康希诺 (变异株)	II 期

资料来源：浦银国际整理

● 居家抗疫相关标的

随着变异毒株致病性减弱、防疫政策合理化，我们预计未来新冠患者/密接者的居家治疗和监测将逐渐代替集中隔离，在此变化下值得重点关注的细分赛道主要包括：

- 1) 小分子特效药：**目前疫苗的作用主要为防重症而非防感染，感染者接受小分子药治疗后住院/死亡风险将进一步降低。除了于 7 月已附条件获批的阿兹夫定，目前还有 5 款新冠小分子药在国内处于 II 期/III 期阶段，靶点以 3CL 和 RdRp 为主。建议重点关注先声药业、君实生物、众生药业等。

图表 16：国内新冠小分子药物 II 期及以后研发进展

新冠小分子药	靶点	生产企业	国内临床阶段
Paxlovid	3CL	辉瑞	附条件获批 (2022 年 2 月)
阿兹夫定	RdRp	真实生物	附条件获批 (2022 年 7 月)
SIM0417	3CL	先声药业	III 期
RAY1216	3CL	众生药业	III 期
VV116	RdRp	君实/旺山旺水	III 期
普克鲁胺	AR	开拓药业	III 期
SHEN26	RdRp	科兴制药	II 期

资料来源：浦银国际整理

- 2) **中成药等其他药品：**过往疫情期间，中成药在缺少新冠特效药的情况下成为重要的治疗手段，连花清瘟胶囊、金花清感颗粒、宣肺败毒颗粒、化湿败毒颗粒等产品也被纳入国家《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》正式推荐。我们预计后续防疫政策的逐步合理化将带动相关产品销售在中长期内稳步上升，建议关注以岭药业、步长制药、中国中药等受益确定性较高的标的。此外，某些药品虽然没有被纳入《诊疗方案》、对新冠也没有明确的疗效数据，但对新冠所导致的发热、咳嗽等症状有缓解作用，也有可能在居家抗疫中产生重要作用。我们建议重点关注赛生药业、东阳光药、济川药业、一品红、新华制药、白云山等。

图表 17：第九版新冠诊疗方案推荐中成药

序号	推荐中成药	推荐使用阶段	主要上市企业
1	藿香正气胶囊 (丸、水、口服液)	医学观察期	太极集团(600129.CH)、片仔癀(600436.CH) 中新药业(600329.CH)、神威药业(2877.HK)、 天士力(600535.CH)
2	疏风解毒胶囊(颗粒)	医学观察期	无，济人药业独家品种
3	金花清感颗粒	医学观察期、治疗(轻型、普通型)	无，聚协昌药业独家品种
4	连花清瘟胶囊(颗粒)	医学观察期、治疗(轻型、普通型)	以岭药业(002603.CH)独家品种
5	清肺排毒颗粒	治疗(轻型、普通型、重型、危重型)	由片仔癀(600436.CH)生产
6	宣肺败毒颗粒	治疗(普通型)	步长制药(603858.CH)独家品种
7	化湿败毒颗粒	治疗(重型)	无，一方制药独家品种
8	喜炎平注射液	治疗(重型)	无，青峰药业独家品种
9	血必净注射液	治疗(重型、危重型)	红日药业(300026.CH)独家品种
10	热毒宁注射液	治疗(重型、危重型)	康缘药业(600557.CH)独家品种
11	痰热清注射液	治疗(重型、危重型)	凯宝药业(300039.CH)独家品种
12	醒脑静注射液	治疗(重型、危重型)	无
13	参附注射液	治疗(危重型)	华润三九(000999.CH)
14	生脉注射液	治疗(危重型)	华润三九(000999.CH)
15	参麦注射液	治疗(危重型)	华润三九(000999.CH)、神威药业(2877.HK)

资料来源：浦银国际整理

- 3) **互联网医疗**：互联网诊疗和购药平台为居家治疗和监测提供便利。例如，京东健康于12月5日表示，感冒用药、退烧、止咳、抗菌消炎类药物销量增长明显，上述药物近7日成交额环比10月增长18倍，成交件数前五药品为连花清瘟、蒲地蓝消炎片、复方氨酚烷胺片、布洛芬缓释胶囊、对乙酰氨基酚，其中连花清瘟搜索量同比增长2,000倍；过去一周抗原检测试剂盒环比增长344%。我们建议重点关注较成熟的电商平台，如阿里健康和京东健康。

● 二、药械集采未来会如何发展？哪些新品类会被纳入？

关键结论：对于药品，我们认为后续批次全国集采对制药企业业绩的影响会逐渐递减，但是应重点关注：**1）**此前批次集采的地方续约情况，对于定价相对较高的品种仍面临降价压力；**2）**2023年全国集采的扩围情况，包括生物制剂、中成药的纳入情况和集采规则。耗材集采同样面临扩围，但方案的设计有逐步温和的迹象。

全国药品集采影响边际递减，但需关注集采续约和新品类纳入情况：第七批全国药品集采已于2022年11月起陆续在全国各地执行，本批集采中标品种平均降价幅度为48%，略小于此前五批化药集采的降幅、也小于市场预期，反映化药集采的影响逐批递减（中标结果详见我们此前发布的[报告](#)）。我们认为石药、中生两家公司的潜在负面影响较小，且成功中标的新产品将迎来巨大放量机会，整体影响略偏正面；对于恒瑞和翰森这两家受第五批集采影响较大的公司来说，从第七批开始，负面影响将逐渐减弱。

图表 18: 国家七批八轮带量采购

	第一批 (4+7 扩围)	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批
公布采购文件	2019年9月	2019年12月	2020年7月	2021年1月	2021年6月	2021年11月	2022年6月
公布中选结果	2019年9月	2020年1月	2020年8月	2021年2月	2021年6月	2021年11月	2022年7月
开始执行时间	2019年12月- 2020年1月	2020年4月	2020年11月	2021年4-5月	2021年9-10月	2022年5月	2022年11月
采购品种 及数量	25 (化学仿制药)	33 (化学仿制药)	56 (化学仿制药)	45 (化学仿制药)	62 (化学仿制药, 注射剂为主)	11 (胰岛素)	61 (化学仿制药)
中标品种数量	25	32	55	45	61	11	60
平均降价幅度	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%
各品种最多入围 企业数量	3家	6家	8家	10家	10家	7家	10家
不同中选企业数 下的采购量 (占首年约定采 购量计算基数比 例)	1家 50% 2家 60% 3家 70%	1家 50% 2家 60% 3家 70%	1家 50% 2家 60% 3家 70%	1家 50% 2家 60% 3家 70%	1家 50% 2家 60% 3家 70%	根据医疗机构 报量和实际竞 标结果确定	1家 50% 2家 60% 3家 70%
采购周期	1-2家: 1-2年 3家: 2-3年	1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年	1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年	1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年	1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年	2年	1家: 1年 2-3家: 2年 4家及以上: 3年

资料来源：国家联合采购办公室、浦银国际

我们预计2023年将继续开展两批集采，继续以化药为主、平均降价幅度将与第七批相似；但与此同时，全国集采已扩大至中成药，**生物类似药等新品类也有一定概率将被纳入**，需重点关注利妥昔、贝伐珠等临床用量较大、竞争较充分的产品。生长激素、血制品可能继续以地区性集采为主。

中药集采继续铺开，独家品种影响相对有限：中成药集采已经在省级层面全面铺开，首批全国性中成药集采也将于近期开标：

- **广东牵头 6 省中成药集采：**2022 年 4 月 8 日开标，共涉及 53 个品种，132 个品规，非独家品种平均降幅明显，达 67.8%，独家品种降幅则较温和，平均降幅 21.8%。
- **湖北牵头 19 省中成药集采：**2021 年 12 月 27 日开标，为中成药首次省级联盟集采，价格平均降幅 42.27%。
- **山东中成药专项集采：**2022 年 11 月 8 日开标，平均降价 44.31%，最高降幅 87.97%，平均降幅符合预期，独家品种降幅温和宽松。
- **北京中成药集采：**于 2022 年 10 月 31 日开标，共 59 个品种中选，平均降幅 23%。与此前中成药集采相似，非独家品种竞争激烈且价格明显下降，独家品种价格仅小幅降价，如莲花清瘟颗粒 2 个规格中选价格为 23.3 元/盒（6g*10 袋）和 34.95 元/盒（6g*15 袋），价格下降约 1%。
- **全国中成药集采：**由湖北牵头的全国中成药联合采购办公室于 2022 年 9 月 8 日发布采购公告对 16 个采购组共 42 个中成药产品剂型集采（包括 13 个独家品种），共 29 省参加（除湖南、福建、港澳台），该集采也是首次基本实现全国性集采。

中药饮片省级联采暂不以降价为导向，配方颗粒集采或尚需时日：福建三明于 2022 年 10 月 31 日发布采购文件征求意见稿，并于 11 月 18 日发布正式采购文件，也是国内首次对中药饮片进行省级联采，共包含 21 个品种 42 个品规，山东牵头 14 个省份参与此次联采。但是，采购文件也指出，此次联采旨在提供采购保障服务，促进省际联盟采购中药饮片“保质、提级、稳供”，而并非以降价为导向，因此利好本身规模较大、生产能力强的企业，意图通过降价取胜的中小企业恐怕难以成功。对于中药配方颗粒，目前有 200 个国标品种，其集采难度相较中成药与中药饮品更低、大部分条件都已具备，且方案设计和议价难度不高；但监管机构在终端供应上仍有顾虑，目前龙头企业在终端供应上有明显先发优势，集采后仍有可能维持垄断地位。因此我们认为短期内配方颗粒行业竞争格局将相对稳定，大规模集采可能性较低。

高值耗材集采逐步扩围，但方案设计有趋向温和的迹象：2022 年底至 1H23 仍有多项耗材集采有望开标，如江西牵头的 22 省肝功生化试剂集采、四川牵头的全国种植牙集采、福建牵头的 26 省电生理集采等。从目前已发布的集采方案来看，耗材类的集采方案的设计有逐步温和的迹象，更注重平衡公司盈利及行业发展，利好器械板块。

● 三、医保和财政如何继续支持医药行业发展？

关键结论：医保基金继续鼓励医药创新，主要体现在：**1) 创新药医保谈判规则边际缓和，差异化品种有望获得较好定价；2) 国家和地方医保对创新器械的支持力度进一步明确；3) 医保基金收支在年中出现短期，年初至今结余已接近去年全年水平。**财政近期也推出设备贴息贷款，为设备企业短期业绩增长提供更多确定性。综合来看，我们认为国家层面不改对药械创新和医疗硬科技的扶持态度。

医保谈判规则边际缓和，利好创新药相关标的：2021 年医保谈判中谈判成功的目录外 67 个独家品种的平均降价幅度 62%，为历次谈判以来最大的降价幅度；2019 年和 2020 年的降幅分别为 61%和 54%。但考虑到创新药进入医保前定价普遍较高，价格降幅变化并不能准确反映医保局的实际态度。从谈判规则来看，2022 年医保谈判新规首次明确了简易续约的相关规则，对于符合条件的不调整支付范围或新增适应症的产品来说，无需进行重新谈判，续约失败或大幅降价风险明显降低。从谈判成功率来看，2019-21 年新品种谈判成功率逐年提升，2021 年达到 79%。我们认为，这些变化反映了医保局对于创新药定价预期逐步合理化、对于新产品研发和盈利进一步鼓励的态度，长期内利好具有明显差异化管线的创新药/制药企业。

创新器械地方医保支持力度渐增：我们认为医保基金压力相对更小的一线城市或有望逐步提升对创新器械的支付力度（如上海分别于 1 月和 5 月将 TAVR 手术费用和耗材费用纳入医保支付范围），有利于创新器械渗透率的提升。此外，国家医保局于 9 月对创新器械暂不适合纳入集采的表态，有利于创新器械利润率的提升与维持，对于大部分仍处于亏损阶段、现金流相对不充裕的创新器械企业而言是较大的政策利好。

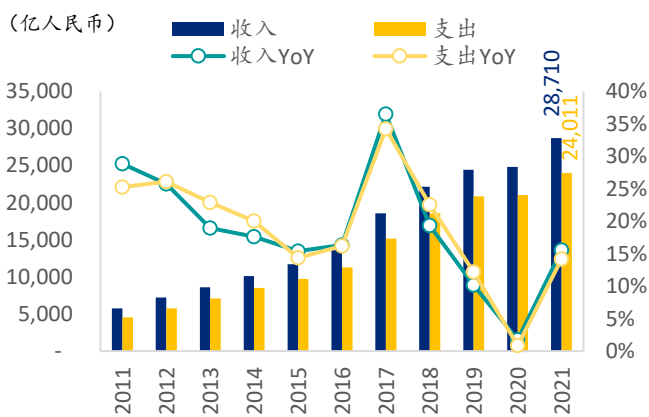
图表 19: 历年医保谈判结果

年份	谈判项目	主导机构	谈判成功产品数量 (不含续约)	谈判药品数量 (不含续约)	谈判成功率	平均降幅	新合约有效期
2016	国家药品价格谈判	卫计委	3	5	60.0%	58%	2016-2017
2017	国家医保药品准入谈判	人社部	36	44	81.8%	44%	2018 年 1 月 1 日- 2019 年 12 月 31 日
2018	抗癌药医保准入专项谈判	医保局	17	18	94.4%	56.7%	2019 年 1 月 1 日- 2020 年 12 月 31 日
2019	国家医保药品准入谈判	医保局	70	119	58.8%	60.7%	2020 年 1 月 1 日- 2021 年 12 月 31 日
2020	国家医保药品目录调整	医保局	96	138	69.6%	50.6%	2021 年 3 月 1 日- 2022 年 12 月 31 日
2021	国家医保药品目录调整	医保局	67	85	78.8%	61.7%	2022 年 1 月 1 日- 2023 年 12 月 31 日

资料来源：国家医保局、浦银国际

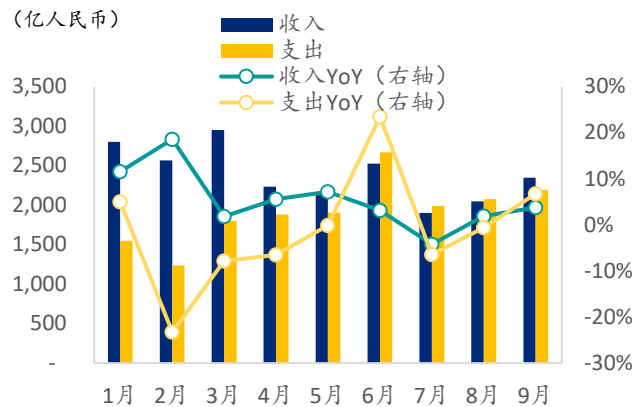
医保基金整体运行平稳，但改革仍将继续：医保基金目前整体维持健康运行，尽管面临核酸检测、新冠疫苗接种、基金收入放缓等压力，2022年前9个月基金依然录得超过4,200亿人民币的净结余，接近2021全年净结余总额。按月看，6-8月短暂出现小幅入不敷出的情况，一定程度上和各地提前支取医保资金用于新冠大规模筛查有关；但9月后核酸检测支出收紧，收入重新超过支出。我们预计4Q22医保收支仍将保持健康状态。随着人口老龄化，医保基金在长期内依旧面临一定的收支压力，因此，我们预计医保局仍将在定价和支付方式上进一步改革，包括灵活应用医保谈判、DRG/DIP、集采等工具来开源节流。

图表 20: 全国基本医疗保险基金收支 (2011-2021)



资料来源：国家医保局、浦银国际

图表 21: 全国基本医疗保险基金收支 (2022年前9个月)



资料来源：国家医保局、浦银国际

财政贴息贷款落地惠及国产医疗设备企业：国家于2022年9月推出设备贴息贷款，各地商业银行已于10月起陆续将贷款下发至医疗机构。根据我们的调研，各地上报的需求于国庆前便已超过2,000亿人民币，最终总上报量有望超过3,000亿人民币，将拉动4Q22/1H23设备采购需求，短期业绩增长确定性较高，我们首推迈瑞医疗（买入，目标价RMB 420.0），建议关注联影医疗、开立医疗。

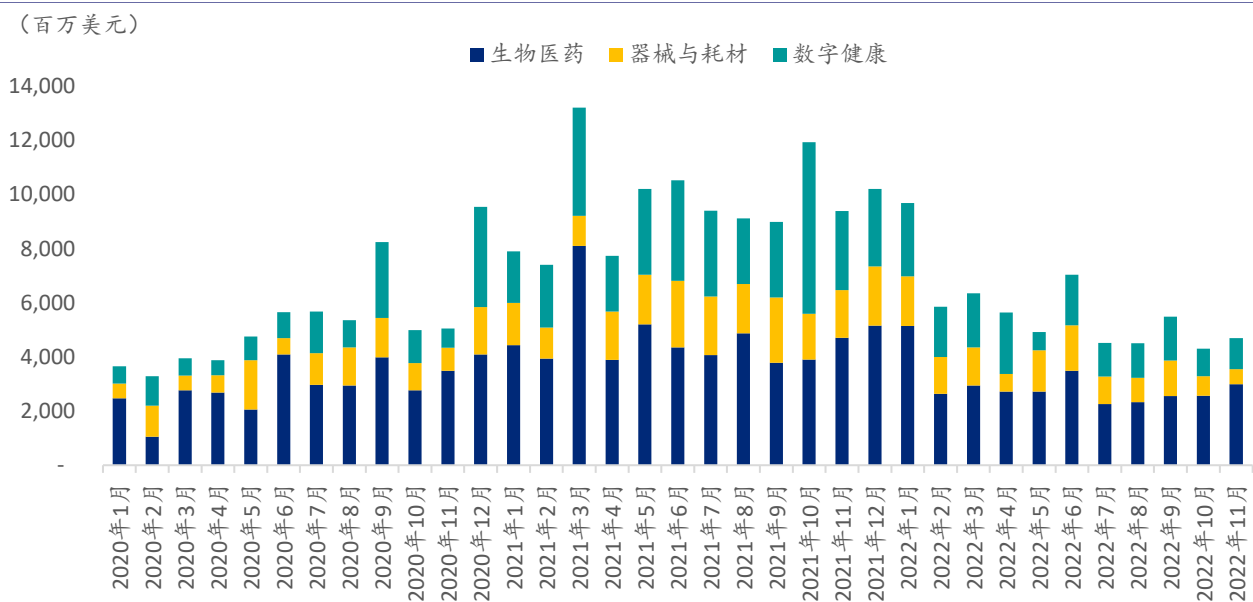
● 四、板块融资环境何时回暖？

关键结论：我们认为国内生物医药领域融资有望从 2H23 起回暖，主因：**1)** 美联储加息预期企稳，美元指数冲高回落；**2)** 国内防疫政策优化，有助于投融资活动复苏；**3)** 二级市场的情绪恢复将逐渐传导至一级市场。但是，海外宏观经济环境的不确定性或将导致海外投融资复苏时间晚于国内。

当前，生物医药板块中大多数公司仍未产生盈利或正现金流，后续融资环境将直接影响其研发、生产和销售工作的可持续性，而产业链上的 CXO、生物试剂和制药设备等子板块也间接受其影响。根据动脉橙数据，2022 年 1-11 月，全球生物医药、器械与数字健康领域融资额 630 亿美元，同比仍有 40% 下滑，且仍未出现目前回暖的迹象，我们认为受到以下因素影响：**1)** 美联储进入加息周期，投资者对于医药投资回报提出更高的要求；**2)** 全球二级市场表现欠佳，影响一级市场投融资热度及估值；**3)** 对于地缘政治风险和监管风险的担忧未完全消退；**4)** 国内疫情反弹使投融资活动受阻。

展望 2023 年，我们认为国内外融资环境或呈现一定程度分化：**1)** 随着疫情防控措施进一步优化、行业监管风险趋稳、二级市场情绪触底反弹，国内融资环境有望从 2022 年的低谷中有所恢复；**2)** 考虑到美联储加息或将持续至 1H23 以及之后可能出现的经济衰退，国外融资环境尚存不确定性，2023 年底进入反弹周期的可能性较大。我们认为，在当前不确定的融资环境中，资金较为充裕的龙头生物科技公司和技术/服务能力较扎实、有望享受行业整合红利的龙头 CXO 公司有较高的确定性。

图表 22: 全球生物医药融资额



资料来源：VBData、浦银国际

2023 年核心医药细分板块配置策略

展望 2023 年，在适当提高风险偏好、并重点关注政策利好和业绩/估值双反弹两条主线的思路下，我们认为短期和中长期内都值得布局的细分赛道包括：**1) 创新药；2) 医疗设备；3) 中药/OTC；4) 集采影响反转的戴维斯双击机会。**此外，我们建议在中短期内关注受益于疫情后复苏反弹的连锁药店、民营医疗服务，在长期内持续关注政策预期区域稳定、基本面稳健的 CXO、医药电商等。

1. 生物科技

经过一年多的回调，港股 18A 板块整体估值已十分具有吸引力，长期内管线推进、商业化和出海前景仍十分可观，但短期内板块流动性尚未完全恢复、创新药行业竞争格局仍存不确定性，因此我们建议关注头部/1.5 线标的。

我们重申对于生物科技板块的六大选股逻辑：**1) 公司整体执行能力强，反映在自研实力、临床推进速度和商业化成绩；2) 未来 12 个月内重磅催化剂丰富；3) 在手现金较充足，可支持公司未来至少两年的运营；4) 相比同行，股票流动性较好（日均成交额>200 万美元），未来再融资难度较低；5) 长期来看，公司管线布局差异化显著；6) 从短期和长期看公司估值均被明显低估（详见我们的[行业深度研究报告](#)）。**

基于以上逻辑，我们在已覆盖的生物科技公司中重点推荐**康方生物（9926.HK）、和黄医药（HCM.US/13.HK）、诺诚健华（9969.HK）和康诺亚（2162.HK）**。详见我们此前发布的[报告](#)。

2. 医疗设备

受益于设备更新贷款及新冠定点医院、方舱医院及发热门诊的建设，我们认为医疗设备为器械板块中短期增长确定性最高细分板块。我们预计贴息贷款政策的出台将拉动部分增量需求，企业端预计主要集中在 4Q22/1H23 录入相关销售收入。

此外，卫健委于 11 月提出从 3 个方面加强疫情救治能力：**1) 加强定点医院建设，其中 ICU 病床数占比应达 10%（当前占比 2-3%，ICU 单床设备价值超 10 万元）；2) 加强方舱医院建设；3) 加强发热门诊建设，均有望进一步带动医疗设备需求，短期业绩确定性强。**

板块首推**迈瑞医疗（300760.CH）**，受益于设备更新贴息贷款政策与医疗新基建，建议关注**联影医疗（688271.CH）、开立医疗（300633.CH）**。

3. 中药/OTC

政策扶持力度十分明确、核心标的业绩增长稳健、整体估值水平较低，因此中药/OTC子板块在当前市场波动中确定性较高。

我们建议关注：**1)** 后续资源品提价空间大或者 OTC 品牌影响力强的头部企业，如同仁堂国药、华润三九、东阿阿胶等；**2)** 符合“中医药传承创新发展”政策扶持方向、研发基础扎实的中药创新药企业，如康缘药业、新天药业等；**3)** 龙头竞争地位稳固、短期内竞争格局较稳定的中药配方颗粒企业，如红日药业、华润三九和中国中药；**4)** 有望受益于儿科药政策放松、基药目录调整的济川药业、一品红、葵花药业等。

对于疫情相关中成药（如以岭药业、步长制药等），我们持谨慎乐观态度，建议在市场波动中多观望、逢低布局。

4. 集采影响反转的戴维斯双击机会

集采对各家制药和耗材公司的影响各异，但经过此前多轮国家及地方层面的集采，部分企业的核心产品已被纳入集采一段时间，负面影响已相对有限，估值也已达到底部；而随着新产品的推出和快速放量，这些公司有望逐步迎来业绩和估值的双重反转。

我们建议持续关注 2023-24 年核心业绩增速强劲、性价比较高的标的，如制药企业中的先声药业，其先必新等新产品将快速放量、长期市场潜力也十分可观。

图表 23: 浦银国际 2023 年医药细分板块配置策略

板块	2023 投资策略	主要风险	建议关注
生物科技	建议关注头部/1.5 线标的, 首推执行力强、估值具有吸引力、短期催化剂丰富、管线差异化显著、出海前景可观的个股	<ol style="list-style-type: none"> 1. 热门靶点药物竞争日趋激烈 2. 国内新药审批趋严; 海外开发尚存不确定性 3. 创新药价格受医保控费政策和竞争挤压 	<p>*康方生物 (9926.HK) *诺诚健华 (9969.HK) *和黄药业 (13.HK/HCM.US) 康诺亚 (2162.HK) 荣昌生物 (9995.HK)</p>
医疗器械	建议关注: 1) 受益于贴息贷款贷款和新基建的医疗设备; 及 2) 产品创新性更高的器械标的	<ol style="list-style-type: none"> 1. 器械集采价格降幅较高, 影响企业盈利能力 2. 疫情防控影响部分与日常诊疗相关的器械需求 	<p>*迈瑞医疗 (300760.CH) 微创机器人 (2252.HK) 启明医疗 (2500.HK) 心通医疗 (2160.HK) 沛嘉医疗 (9996.HK)</p>
中药	建议关注: 1) 后续资源品提价空间大或者 OTC 品牌影响力强的头部企业; 2) 符合“中医药传承创新发展”政策扶持方向、研发基础扎实的中药创新药企业; 3) 龙头竞争地位稳固、短期内竞争格局较稳定的中药配方颗粒企业; 4) 有望受益于儿科药政策放松、基药目录调的企业	<ol style="list-style-type: none"> 1. 原材料价格快速上涨, 且中药企业无法通过及时涨价转移成本 2. 后续扶持政策出台不及预期 3. 公司治理改善低于预期 4. 监管趋严, 药品生产、质控等门槛及成本进一步提高 	<p>同仁堂国药 (3613.HK) 华润三九 (000999.CH) 红日药业 (300026.CH) 济川药业 (600566.CH) 一品红 (300723.CH)</p>
制药行业	建议关注: 1) 受第七批全国集采及近期主要省级联盟集采的影响较可控; 2) 在新产品放量的推动下, 2023 年基本面明显好转/延续强势的可能性较高的标的。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 集采进度及降价幅度超出预期 3. 药物审批趋严 	<p>先声药业 (2096.HK) 中国生物制药 (1177.HK) 石药集团 (1093.HK)</p>
互联网医疗	优先选择自身业务稳健、增长确定性相对较高的医药电商平台龙头	<ol style="list-style-type: none"> 1. 政策风险, 如近期对互联网问诊中 AI 的规定及后续会否出台进一步规定 2. 线上问诊未能持续吸引医生和患者上线 	<p>阿里健康 (241.HK) 京东健康 (6618.HK)</p>
CXO 行业	建议关注确定性最高、竞争优势也最为明显的板块龙头	<ol style="list-style-type: none"> 1. 融资环境、医保控费、集采等对药企现金流造成影响, 药企研发投入降低 CDE 新药审批趋严, 二三线 CXO 业务承压 2. 行业竞争加剧, 对价格和利润率产生压力 	<p>药明生物 (2269.HK) 药明康德 (603259.CH/2359.HK) 康龙化成 (300759.CH/3759.HK)</p>
医疗服务	建议关注短期反弹确定性高、自身业务扎实、消费属性较强的个股, 因疫情延迟的治疗需求有望逐步释放	<ol style="list-style-type: none"> 1. 疫情反复, 影响非紧急就医需求 2. 医疗服务价格上升受限 3. 政策风险, 类似教育行业“双减”政策会否延伸到医疗服务领域以降低就医成本 	<p>爱尔眼科 (300015.CH) 锦欣生殖 (1951.HK) 通策医疗 (600763.CH) 固生堂 (2273.HK)</p>
连锁药店	建议关注稳健扩张且受益于疫情后反弹, 中长期内受益于国家对中药扶持、网售处方药条例落地及医保双通道机制的板块龙头	<ol style="list-style-type: none"> 1. 集中度提升速度慢于预期 2. 处方药外流进度慢于预期 3. 互联网医疗接入医保支付进度加快 	<p>益丰药房 (603939.CH) 大参林 (603233.CH) 老百姓 (603883.CH)</p>

注: 自上而下为我们对 2023 年医药行业各细分板块的偏好顺序; *为细分板块首选 资料来源: 浦银国际

● 生物科技行业：否极泰来，挖掘 1.5 线机会

2023 配置策略：推荐执行力强、催化剂丰富、估值具吸引力的标的

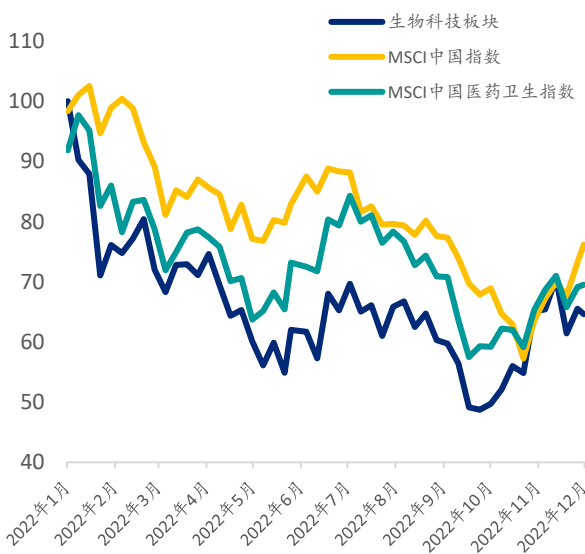
我们认为创新仍是生物科技企业最核心的竞争力，通过创新实现差异化才能最大程度上避免以及延缓价格竞争，维持较好的利润率水平，且在融资上更有望获得资本的青睐。个股选择上，基于前述的六大选股逻辑，我们 2023 年首推执行力强、估值具有吸引力、短期催化剂丰富的康方生物（买入，目标价 HKD 63.0）、诺诚健华（买入，目标价 HKD 18.8）、和黄药业（买入，目标价 USD 25.7/HKD 40.0）。长期内，我们继续推荐管线差异化显著、出海前景可观的康诺亚（买入，目标价 HKD 69.0）、荣昌生物（买入，目标价 HKD 82.0）。

2022 年股价表现回顾

截至 2022 年 12 月 6 日，港股生物科技板块跌幅 35%，跑输医药板块和大盘。我们认为，引起生物科技板块回调的主要因素包括：

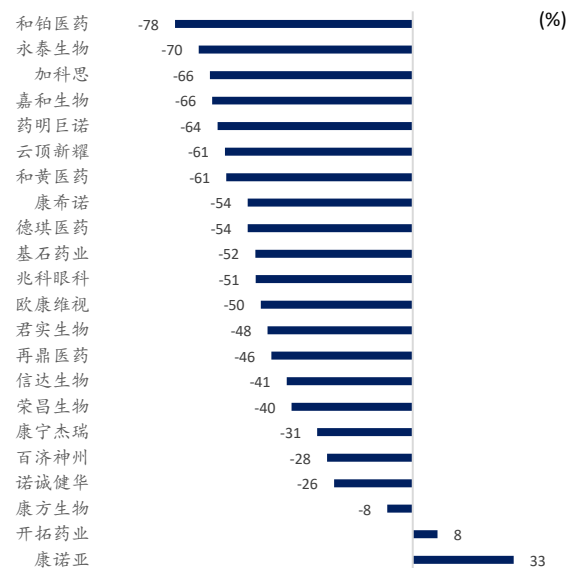
- 市场整体情绪波动和经济、金融等宏观环境变化（如美联储加息引发资金撤出和融资环境转冷）；
- 2021 年初板块过热情绪消散、虚高估值回归合理水平，但在这个过程中，也有一些估值合理的公司被整体情绪错杀；
- 地缘政治风险和 FDA 新药审批中的新变数，导致市场对生物科技板块的后续国际化前景从乐观转为悲观（尤其是此前有较高产品出海预期的公司），即使一些公司的基本面受这些变化的实际影响有限。

图表 24：港股生物科技板块年初至今股价走势



注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：港股科技板块个股年初至今涨幅（%）



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2023 展望：1.5 线龙头或继续引领下一波反弹

2022 年，在国内外监管变化、市场情绪波动、融资环境转冷和疫情反复等一系列因素影响下，板块估值和流动性均承受明显压力，部分公司甚至不得不出售核心药物的权益或暂停非核心研发计划来保证现金流。中国生物科技行业整体还处于发展初期，对于行业和公司的估值，市场仍需要去摸索，而在这个过程中，波动在所难免。但是，作为国内医药政策红利和巨大未满足的临床需求的最直接受益者，我们认为，在较长的时间范围内，肿瘤创新药行业仍是一个容量巨大、有望百花齐放的蓝海。其中，管线优质、前期融资相对充分、目前流动性较好的 1-1.5 线玩家仍有机会跑出长牛走势，行业长坡厚雪潜质不改。我们建议**重点关注康方生物、和黄医药、诺诚健华、康诺亚、荣昌生物、百济神州、天境生物、信达生物等。**

我们首推研发/商业化执行力强、催化剂丰富、估值具吸引力的康方生物、和黄医药和诺诚健华：

1. 康方生物

首款双抗产品开坦尼 7 月上市后商业化进展顺利，我们预计 2H22 和 2023 年销售将分别达到 4.6 亿/13.9 亿元。未来两年公司将继续高效执行研发计划，并有望迎来催化剂集中爆发期，包括至少三个新产品报产和上市，包括：

- **开坦尼® (PD-1/CTLA-4 双抗)：**1) 首个半年商业化业绩，预计将于 2023 年 3 月公布；2) 一线宫颈癌、一线胃癌 III 期数据读出（2023 年底/2024 年初）；3) PD-(L)1 耐药适应症早期数据读出（2023 年）。我们预计产品国内峰值销售将达到 49 亿元。
- **AK112 (PD-1/VEGF 双抗)：**1) 首个 III 期试验（EGFR-TKI 耐药的 NSCLC，入组已完成）数据读出及上市申报（2023 年）、正式获批（2024 年）；2) 头对头 Keytruda 单药治疗 PD-L1+ NSCLC 的 III 期试验数据读出（2024 年）。该两项适应症已获得 CDE 突破性疗法认证。我们预计产品国内峰值销售将达到 38 亿元。
- **AK117 (CD47)：**2023 年将会有多个血液瘤/实体瘤早期临床数据公布。最新跨试验对比数据显示，AK117 在 MDS、AML 等适应症中的缓解率明显优于竞品。
- **非肿瘤管线：**AK101 (IL-12/IL-23 单抗) 和 AK102 (PCSK9, III 期试验已达到主要终点) 有望于 2023 年进行上市申报。
- **海外权益 license-out：**公司近期和 Summit Therapeutics 达成授权许可协议，将 AK112 的部分海外权益授权给 Summit，并将获得：1) 5 亿美元首付款；2) 至多 45 亿美元的里程碑收款；3) 低双位数百分比销售提成。从交易对价看，这是国内药企产品授权出海的最大一笔交易，也侧

面印证了 AK112 的优异临床特性和公司强大的临床/BD 执行力。随着公司其他产品持续推进临床开发，我们认为它们优秀的治疗潜力和差异化优势将被潜在合作伙伴进一步认可，未来有机会达成更多 license-out 交易，建议继续重点关注 AK104 和 AK117 的 license-out 进展。

2. 诺诚健华

公司核心产品宜诺凯 3Q22 产品销售额达 1.83 亿元，环比 2Q 大幅增长 64%，1-3Q22 整体销售同比增长 129% 至 4.0 亿元，主要受益于国内疫情防控放缓和医保覆盖后进院稳步推进。截至 3Q22 末，宜诺凯已快速覆盖国内血液瘤市场，包括 260 多个城市中的 1,000 多家医院。我们认为未来 12 个月公司有以下重磅催化剂值得关注：

- **宜诺凯 (BTK 抑制剂)：**1) 边缘区淋巴瘤 (MZL) 和华氏巨球蛋白血症 (WM) 两项新增适应症获批；2) 治疗原发性血小板减少症 (ITP) 的国内 II 期数据读出。
- **其他产品：**1) 从 Incyte 引进的 tafasitamab (CD19) 在港澳地区获批上市、在大湾区现行使用，以及完成国内治疗 r/r DLBCL 的桥接试验；2) 启动 ICP-192 (FGFR) 和 ICP-723 (pan-TRK) 的注册性研究；3) ICP-332 (TYK2-JH1) 治疗特异性皮炎 II 期数据读出。
- **出海进展：**短期催化剂主要集中在宜诺凯，包括：1) 治疗 r/r MCL 的注册性研究在美国完成患者入组；2) 若该注册性试验成功，可重点关注血液瘤相关权益的后续 license-out 进展；3) 血液瘤适应症在新加坡获批上市；4) 治疗多发性硬化症 (MS) 的全球 II 期数据读出，后续可关注来自合作伙伴渤健的里程碑付款。

3. 和黄医药

公司核心产品爱优特由内部商业化团队自行推广后迅速放量，1H22 销售同比增长 26% 至 5,040 万美元，我们预计 2H22 摆脱疫情影响后，产品销售有望重新提速；我们建议重点关注海外 III 期 FRESCO-2 试验成功后的注册申报和外部合作 (license-out) 进展。

此外，公司近期宣布调整其研发策略，未来将专注于取得后期管线监管批准，特别是爱优特的全球注册，而某些早期研究不会再被优先考虑内部开发、某些其他项目将会考虑外部合作机会。具体来看，有望于 2023-25 年完成注册临床试验、提交上市申请的临床项目 (包括 6 个创新药的 13 项注册性研究) 将成为这一新战略下的重心。我们认为：1) 考虑到公司管线资产较丰富，该战略调整对整体管线开发负面影响有限，且能在长期内帮助公司聚焦成功率最高、商业化潜力最大的临床项目，提升研发投入回报率；2) 未来研发开支或低于我们和市场的预期，公司有望于 2-3 年内达到盈亏平衡。

监管支持研发创新大方向不变：近年来，国家已落实多项加速或简化创新药开发的政策，我们认为卫健委、药监局、医保局等主要药品监管部门未来扶持创新的大方向将保持不变，**整体利好肿瘤创新药行业。**药监局于2021-22年间发布多则研发技术指导原则，进一步引导医药创新向同类首创/同类最佳的正确方向发展。上海市政府也于2022年11月提出将加速创新药械产品审评审批、进院使用和保险覆盖。同时，仿制药集采和创新药医保谈判大概率仍将每年如期举行，前者实际上打压了仿制药的生存空间、留出更多医保资金用于创新药的支付，而后者以相对合理的支付价将更多肿瘤创新药和新适应症纳入医保目录。

图表 26：港股生物科技企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去1个月股 价变动 (%)	年初至今股 价变动 (%)	12个月滚动远期 市销率 (x)			收入同比变动 (%)				
						现值	3年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
6160 HK	百济神州	115.8	171,465	2.2	-28.1	10.4	22.9	14.9	10	7.8	NA	48.3	28.8
1877 HK	君实生物	30.5	51,164	-8.3	-47.5	15.9	17.7	28.3	15.1	10.1	-51.8	87.1	49.6
1801 HK	信达生物	28.4	43,444	-10.1	-41.2	6.2	13.9	8.1	6	4.6	20.2	33.5	30.2
9995 HK	荣昌生物	47	36,788	-11.1	-39.7	22.9	58.7	42.1	21.7	14.3	-40.9	93.8	52.1
6185 HK	康希诺	82.8	34,046	-26.1	-54.1	22.3	14.9	33.9	21.4	13.9	NA	58.2	54.7
9688 HK	再鼎医药	27.2	26,631	16.2	-46.2	9.1	42.6	14.7	8.7	4.6	51.8	68.7	89.9
9926 HK	康方生物	31.2	26,199	4	-8.4	14	36.4	27.5	13.2	8.3	314.5	108.9	59.7
9969 HK	诺诚健华	11.4	20,818	10.9	-25.8	14.8	61.1	32.9	13.9	9.6	-45.1	137.1	45
13 HK	和黄药业	21.9	18,939	37.5	-61.4	5.1	8.9	5.7	5.0	3.6	16.1	14.6	38.1
2162 HK	康诺亚	45.9	12,840	-3.2	33	159.6	83.4	126.3	164.8	71.7	1	-23.4	129.9
9966 HK	康宁杰瑞	9.4	8,786	24.8	-31.3	19.9	930.7	34.6	18.9	7.1	41.8	82.7	166.1
6606 HK	诺辉健康	19.6	8,436	-0.3	-11.2	7.5	35.8	13.3	7.1	4.4	166.7	87.4	61.1
2171 HK	科济药业	14.8	8,434	4.2	-46.3	131.1	321.3	437.5	120.9	21.9	-38	261.8	451.3
2696 HK	复宏汉霖	13.9	7,555	21.5	-37	1.5	11.2	1.9	1.5	1.2	79.3	27.9	20.7
2137 HK	腾盛博药	8.6	6,228	23	-74	2.5	4.5	6.5	2.4	3.2	NA	177.7	-26.2
1477 HK	欧康维视	8.8	5,909	-4.5	-49.8	10.4	77.8	32.1	9.7	3.7	172.5	232.5	158.3
6855 HK	亚盛医药	21	5,543	14.1	-25.7	8.8	329.4	18	8.3	3	708.6	116.5	173.3
9939 HK	开拓药业	13.3	5,420	-0.2	8.1	3.5	46.1	52.3	3.2	3	171.5	1,549.8	7.4
2616 HK	基石药业	4	4,786	3.1	-51.5	3.6	28.2	7.9	3.4	2.3	97.8	130.7	46.1
1952 HK	云顶新耀	13.4	4,123	67.3	-61.4	4.2	165.3	3.5	4.3	2.3	NA	-18.7	89.2
2552 HK	华领医药	3.9	4,106	40.9	2.6	10	16.3	12.6	9.8	2.5	NA	28.8	294.9
1167 HK	加科思	4.9	3,765	12.7	-66.3	15.5	18.3	20.2	15	11.8	-1.4	34.1	27
1672 HK	歌礼制药	3.3	3,533	3.5	-1.2	15.8	15.8	26.3	15.1	10	56.6	74.4	51.7
6996 HK	德琪医药	4.5	3,044	-3	-54	4.5	92.6	13.2	4.2	2	532.6	215.1	109.4
6978 HK	永泰生物	5	2,594	-4.5	-70.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2256 HK	和誉开曼	3.5	2,484	23.3	-61.1	69.6	351.9	136.9	65.7	100.5	-31.2	108.3	-34.6
2126 HK	药明巨诺	4.9	1,994	24	-63.9	3.4	22.2	9.1	3.2	1.6	452.7	185.2	103.7
3681 HK	中国抗体	1.8	1,884	-6.7	-36.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	2.3	1,760	-11.2	-46.1	2.9	7	4.2	2.8	2.2	384.8	46.5	29.5
2181 HK	迈博药业	0.4	1,650	11.1	-60	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	2.8	1,506	28.2	-51.4	9.1	39.6	34.4	8.3	1.8	NA	312.8	372.6
2142 HK	和铂医药	1.7	1,321	72	-77.8	1.7	30.4	2.4	1.6	1	1,351.30	48	54
6998 HK	嘉和生物	2.4	1,233	20.8	-65.6	12.2	24.6	104.9	11.1	NA	NA	847.4	NA
市值加权平均						18.0	55.3	30.9	17.4	10.1			

E=Bloomberg 一致预期； 资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至2022年12月6日

● 医疗器械行业：政策趋向利好，可适当提升风险偏好及仓位

2023 配置策略：把握医疗设备、创新器械两大主线

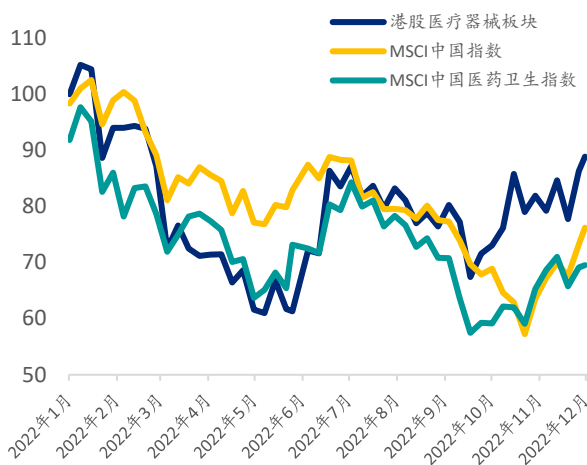
展望 2023 年，我们看好医疗设备、创新器械两大方向，其中医疗设备短期需求确定性高，是我们认为是着重关注的方向，对于创新器械，其增长潜力不改，后续有望迎来估值回升和业绩反转，建议长期布局：

1. **受益于贴息贷款和新基建的医疗设备**：业绩增长确定性高。目前政策要求医疗机构需要在 2022 年 12 月 31 日前完成采购招标并签订贷款协，我们预计医疗设备厂商录入收入主要集中在 4Q22/1H23。此外，2022 年 11 月 17 日，卫健委提出从 3 个方面加强疫情救治能力：1) 加强定点医院建设，其中 ICU 病床数占比应达 10%（当前占比 2-3%，ICU 单床设备价值超 10 万元）；2) 加强方舱医院建设；3) 加强发热门诊建设，均有望进一步带动医疗设备需求，短期业绩确定性强。**首推迈瑞医疗**（买入，目标价 RMB 420.0），**建议关注联影医疗、开立医疗**；
2. **产品创新性更高的器械标的**：估值由 10 月起开始修复，但目前仍处于较低位置，该类标的股价和业绩弹性更高，若医药板块估值整体修复，创新器械个股有望实现更快速的反弹，此外疫情中需求受到冲击的产品有望在疫情后迎来累积需求的释放以及利好政策的出台（如腔镜手术机器人配置证），建议关注**微创机器人、启明医疗、心通医疗、沛嘉医疗**。

2022 年股价表现回顾

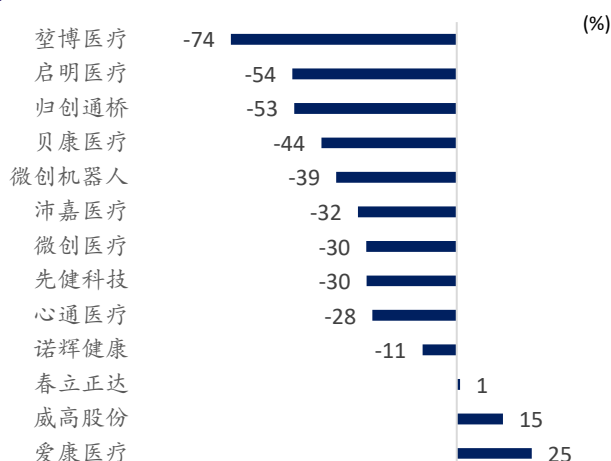
截至 2022 年 12 月 6 日，港股医疗器械板块跌幅为 11%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数。估值上，板块前瞻市销率 14x，较过去 5 年均值低 1.5 个标准差。从 9 月起，随着设备更新贴息贷款政策的出台以及各类高值耗材集采方案较市场预期更温和，股价已出现明显翻转。

图表 27: 港股医疗器械板块年初至今股价走势



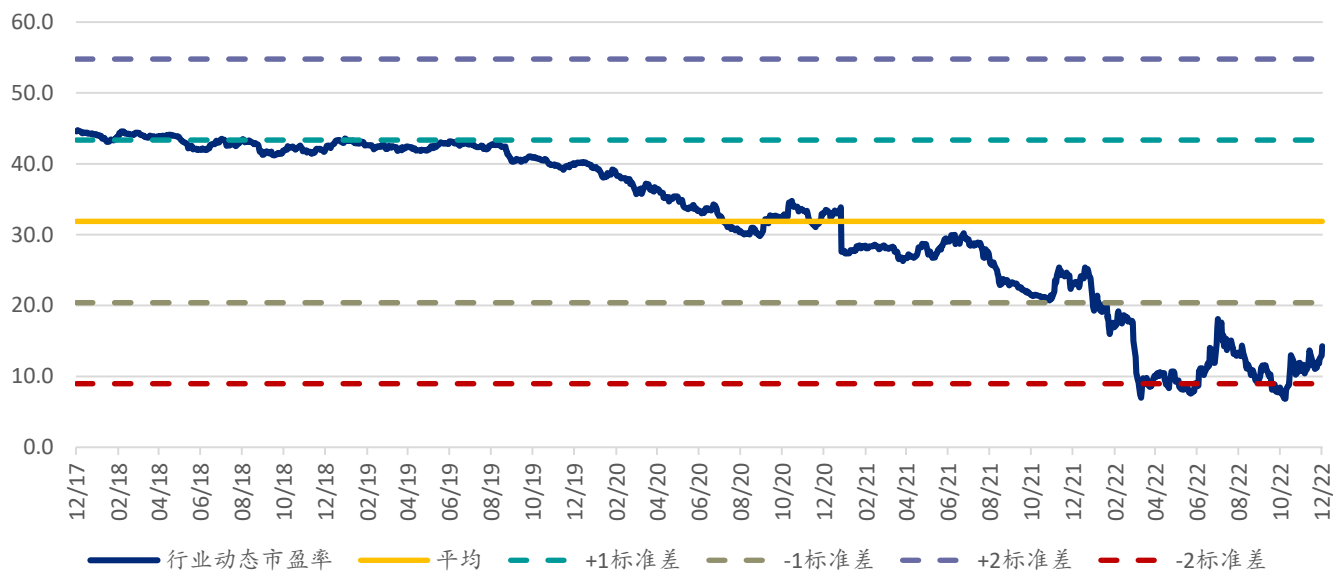
注: 2022年1月=100; 股价截至2022年12月6日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 28: 港股医疗器械板块主要个股年初至今涨幅(%)



注: 股价截至2022年12月6日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 29: 港股医疗器械行业 PS Band

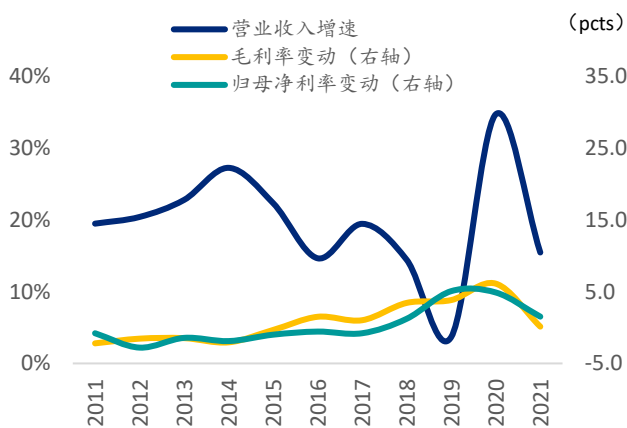


注: 数据截至2022年12月6日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

3Q22 业绩回顾

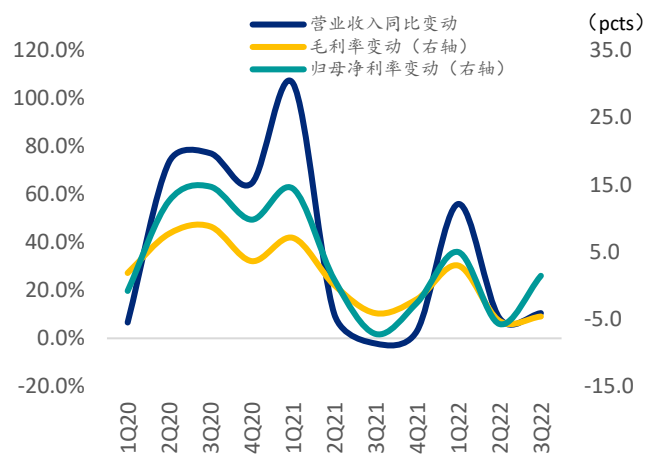
A 股医疗器械板块 3Q22 收入同比增长 11%，毛利率同比-4.6pcts，归母净利润率同比+1.4pcts。板块整体收入增速稳健，利润率上，一方面毛利率部分因高值耗材领域集采持续推进而下滑；另一方面集采带来销售费用率的节省，叠加企业积极控费，使得归母净利润率同比提升。

图表 30: A 股医疗器械板块历年业绩表现



*板块细分成分股采用申万行业指数内成分股
资料来源: Wind、浦银国际

图表 31: A 股医疗器械板块季度业绩表现



*板块细分成分股采用申万行业指数内成分股
资料来源: Wind、浦银国际

2023 展望：医疗设备需求稳健，关注集采相关布局机会

展望 2023 年，我们看好医疗设备、创新器械两大方向，医疗器械板块**首选为迈瑞医疗**，同时**建议关注**微创机器人、启明医疗、沛嘉医疗、心通医疗、联影医疗和开立医疗：

贴息贷款有望拉动 4Q22/1H23 医疗设备采购需求。医疗设备贴息贷款已于 10 月起陆续向各地医院发放，根据我们调研，目前全国上报的医疗设备贴息贷款需求已超 2000 亿元人民币，预计最终上报需求或超 3000 亿。我们预计贴息贷款将拉动部分增量需求，且增量需求将主要在 4Q22/1H23 释放。因一线城市医院设备相对完善且空间有限，此次贴息贷款拉动的需求更多来自低线城市，叠加国家优先支持国产品牌，预计性价比高、产线更完整的迈瑞等国产龙头更有望受益。

集采政策偏向温和，建议相关布局机会。从 9 月起各地公布的耗材集采方案看，整体中选规则设置更为温和，充分考虑了企业的盈利性和参与积极性，后续高值耗材板块估值或有望修复。从集采范围上看，集采加速扩围，原来市场普遍认为暂不会纳入集采的消费型医疗（种植牙、正畸托槽、OK 镜）也逐步被纳入，展望 2023 年，IVD 或成为集采重点关注的细分品类，集采并非一定会对公司业绩造成冲击（如迈瑞在安徽化学发光试剂集采后 1H22 收入同比增速超 80%），建议关注集采相关布局机会。

未来半年，我们认为值得重点关注的集采包括：

- 1. 肝功生化试剂：**由江西牵头的 22 省集采联盟于 2022 年 11 月 29 日发布集采公告 2 号文件，我们预计将于 **12 月或明年 1 月初开标**。相较于 10 月中旬流出的第一版征求意见稿，最终集采规则更严苛，特别是市场较为关注的拟中选规则二由原来的较最高有效申报价降价不低于 20% 则保证中选修改为不低于 40% 保证中选。最高有效申报价的设定上，常规项目最高限价为目前入院价格 7-8 折左右，若按降价 40% 测算，预计暂不会触及部分龙头公司在集采省份内的最低入院价。
- 2. 种植牙：**从目前已公布的政策看，服务费规定远好于此前市场预期，种植体费用则有可能大幅降价：
 - **种植体：**由四川牵头的全国口腔种植体集采联盟于 9 月 22 日发布《口腔种植体系统省际联盟集中带量采购公告(第 1 号)》([链接](#))，我们预计该次集采有望年底前开标。宁波和安徽蚌埠此前曾组织过对种植牙的价格谈判，其中宁波谈判后国产种植体 1000 元/颗（含耗材和服务费的总费用 3000 元/颗），进口种植体 1500 元/颗（总费用 3500/颗），降幅约 85% 左右，我们预计在集采保证采购量的条件下，降幅或将超过宁波的谈判降幅 85%。
 - **医疗服务：**国家医保局于 2022 年 9 月 8 日下发了《口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》([链接](#))，其中规定三级公立医院种植牙服务费用上限 4500 元，并根据各地经济、人力成本、种植成功率等条件该服务费上限最高可放宽至 6300 元。此前宁波曾于 2022 年 1 月起推行“医保种植牙项目”，其中规定二级及以下医疗机构服务费 2000 元，此次国家医保局对医疗服务费用的规定远高于此前宁波的定价。
- 3. 电生理：**由福建牵头的 26 省集采联盟于 2022 年 10 月 14 日公布集采方案，并计划将于 2023 年 4 月执行集采结果，我们预计该集采 **有望于 12 月开标**。此次采购共涉及 11 个品种。从最高有效申报价和拟中选规则的设置看，此次方案规则较为温和，其中最高有效申报价接近目前入院价，且设置有“复活”机制，组套（主要用于房颤术式）/单件（主要用于室上速术式）分别较最高有效申报价降价 $\geq 30\%/50\%$ 则保证中选，预计主要品牌均可中选，且目前电生理产品国产化率约为 10%，绝大部分市场份额被强生、雅培、美敦力占据，我们预计整体降价幅度或趋于温和，并有利于国产替代的快速展开。

4. **正畸托槽**: 由陕西牵头的 15 省集采联盟于 2022 年 10 月 19 日公布集采方案 ([链接](#)), 并于 11 月 25 日公布申报企业与产品信息。该次集采包括 6 类产品: 1) 无托槽矫治器 (即隐形牙套); 2) 普通金属托槽; 3) 普通陶瓷托槽; 4) 自锁金属托槽; 5) 自锁陶瓷托槽; 6) 颊面管 (议价), 其中隐形牙套纳入集采略超此前市场预期。此次集采流程为“首轮竞价、专家议价、确定中选”, 其中首轮竞价中要求企业报价最低降 30% 南京曾于 2019 年 10 月牵头进行过地市级集采, 平均降幅 34%, 最高降幅 65%。
5. **弹簧圈**: 由吉林牵头的 20 省集采联盟于 2022 年 11 月 7 日公布对弹簧圈的集采方案 ([链接](#)), 其中限定最高有效申报价为 6500 元/根, 该限价与此前江苏弹簧圈集采的最高限价 7000 元/根相近, 同时接近此前河北弹簧圈集采的平均中选价格。拟中选规则设置也较为温和, A 组 (占申报需求量 80%) 中只要企业申报价不高于同组最低申报价的 1.8 倍则全部中选, B 组中只要企业申报价不高于 A 组平均中选价格的 0.8 倍则全部中选, 我们预计企业在报价上并不会过于激进, 整体降幅或略高于江苏降幅。
6. **OK 镜**: 河北药械集采中心于 2022 年 10 月 26 日宣布开展 20 种集采医用耗材产品信息填报工作, 其中包含角膜塑形用硬性透气接触镜, 超出市场预期。

图表 32：医疗器械企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百 万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12个月滚动远 期市销率(x)			市销率(x)			收入同比变动(%)		
						现值	3年均 值		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
港股														
1066 HK	威高股份	11.2	50,650	-1.4	15.1	2.7	3.5	3.1	2.7	2.3	14	14.8	14	
853 HK	微创医疗	20	36,538	7.9	-29.6	4.2	7.9	5.1	4.1	3.3	18.6	22.9	24.6	
2252 HK	微创机器人	35.5	33,982	29.4	-39.5	59	118.9	641.8	55.7	26.8	2,062	1,051	108	
1302 HK	先健科技	2.6	11,945	-4.8	-29.5	NA	12.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2172 HK	微创脑科学	20.1	11,711	-16.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1858 HK	春立正达	15.3	9,271	16.1	1.1	5.4	6.6	6.7	5.3	4.2	10.7	25.9	27.8	
1789 HK	爱康医疗	8.2	9,171	-0.1	24.5	5.6	8.5	7.2	5.5	4.3	46.6	31.9	28.9	
6606 HK	诺辉健康	19.6	8,436	-1.8	-11.2	7	35.1	12.8	6.8	4.1	174.2	87.2	65.7	
2160 HK	心通医疗	2.8	6,740	2.9	-27.6	12.5	28.3	18.8	12.3	8.7	56.6	52.9	40.7	
9996 HK	沛嘉医疗	9	6,097	21.6	-32.3	12.3	64.1	21.2	11.9	7.2	98.5	77.1	65.8	
2500 HK	启明医疗	13.7	6,033	14.6	-53.8	6.9	19.6	10.1	6.7	4.8	23.8	50.9	41.2	
2190 HK	归创通桥	11.9	3,969	21.3	-53.2	6.6	16.8	10.6	6.5	4.2	87	64.8	55.5	
2216 HK	堃博医疗	2.4	1,238	43.3	-73.9	6.7	12.7	11.1	6.5	3.3	38.6	71.3	95.7	
2170 HK	贝康医疗	3.7	1,027	21.5	-44.3	3.1	7.5	4.1	3.1	2	109.7	34.9	51.2	
市值加权平均						13.7	29.9	115.7	13.1	7.2				
A 股														
300760 CH	迈瑞医疗	325.1	394,116	2.5	-14.6	32.7	48.7	39.1	32.3	26.7	22	21.1	20.9	
688271 CH	联影医疗	194.1	159,969	-4.0	NA	66.4	68.2	84.8	65.5	52.1	NA	29.5	25.8	
688114 CH	华大智造	110.5	45,792	-17.4	NA	62	58	29.5	66.8	54.1	NA	-55.7	23.3	
300832 CH	新产业	46.9	36,854	-17.3	6.4	23.1	33.4	29.7	22.8	17.6	26.3	30.6	29.3	
002223 CH	鱼跃医疗	35.2	35,297	-4.8	-6.9	20.4	21.7	23.9	20.2	16.9	-0.3	18.6	19.4	
603658 CH	安图生物	59	34,561	-13.7	7.1	22.2	36.6	28.1	21.9	17.4	28.8	28.5	26	
300595 CH	欧普康视	33.2	29,681	0.7	-42.2	33.1	68.3	42.7	32.6	25.3	18.5	31	28.9	
300529 CH	健帆生物	32.7	26,381	-3.8	-38.7	13.6	37.4	17.9	13.4	10.2	20.9	33.8	31	
688105 CH	诺唯赞	64.9	25,953	-5.6	-38.8	29.4	39.2	28.9	29.5	25.1	26	-1.7	17.5	
002030 CH	达安基因	16.6	23,227	-8.4	-17.5	NA	37.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
300676 CH	华大基因	55.6	23,001	-5.1	-36.7	15.7	44.1	16.9	15.6	19.1	-8.4	8.1	-18.1	
688050 CH	爱博医疗	216.4	22,761	-10.6	2.9	66.7	119.5	93.3	65.5	47.6	40.7	42.6	37.4	
688161 CH	威高骨科	56.4	22,548	-4.5	-11.5	23.5	22.9	27.5	23.2	18.4	15.1	18.5	26.3	
300633 CH	开立医疗	50.7	21,693	-5.4	58.8	50.9	47.2	66.3	50.1	38.3	31.8	32.3	30.9	
688617 CH	惠泰医疗	290.1	19,338	-10.2	3.6	45.6	66	61.5	44.9	34.1	49.6	37.1	31.7	
301047 CH	义翘神州	116.3	15,022	5.8	-36.1	43	39.4	43.1	43	35	-57.7	0.2	23	
688016 CH	心脉医疗	192.8	13,880	-11.7	-22.5	27.1	55.5	35.6	26.7	20.3	27.2	33	31.7	
688351 CH	微创电生理	22.8	10,744	-16.3	NA	370.7	321.8	1,433	353.6	180.5	NA	305.6	95.9	
市值加权平均						41.8	54.4	60.4	41.4	32.3				

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日。

● 中药行业：政策利好频出，基本面强劲

2023 配置策略：关注政策扶持、需求稳健增长的细分赛道龙头

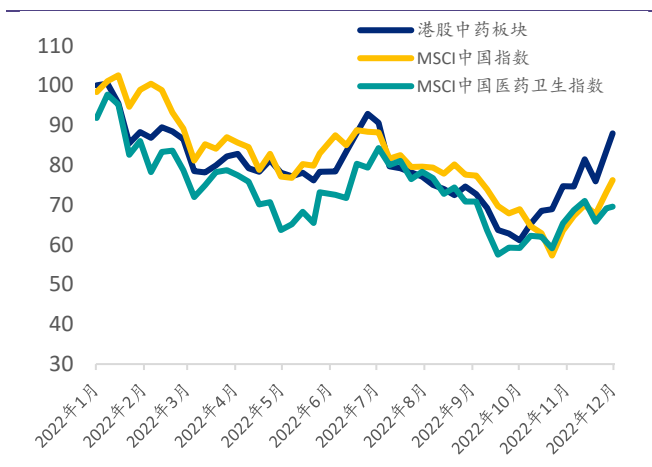
我们预计国家对于中成药的集采仍将继续，非独家品种将遭受较大的价格降幅，但对于独家品种、饮片、配方颗粒等品种来说，集采/联采的短期影响将十分有限。此外，医保扩容、基药目录调整将继续利好独家中成药、中药创新药、儿童药等临床需求较大的品种。因此，我们建议**重点关注**：**1)** 后续资源品提价空间大或者 OTC 品牌影响力强的头部企业，如同仁堂国药、华润三九、东阿阿胶等；**2)** 符合“中医药传承创新发展”政策扶持方向、研发基础扎实的中药创新药企业，如康缘药业、新天药业等；**3)** 龙头竞争地位稳固、短期内竞争格局较稳定的中药配方颗粒企业，如红日药业、华润三九和中国中药；**4)** 有望受益于儿科药政策放松、基药目录调整的济川药业、一品红、葵花药业等。

此外，新冠治疗相关中药标的在过往疫情变化中有较大股价波动。由于短期内防疫政策尚存不确定性，且竞争仍有加剧趋势，我们建议根据后续变化谨慎布局、多做短线操作、及时止盈，而避免盲目追高。可**持续关注**以岭药业、步长制药、太极集团、片仔癀、白云山等。

2022 年股价表现回顾

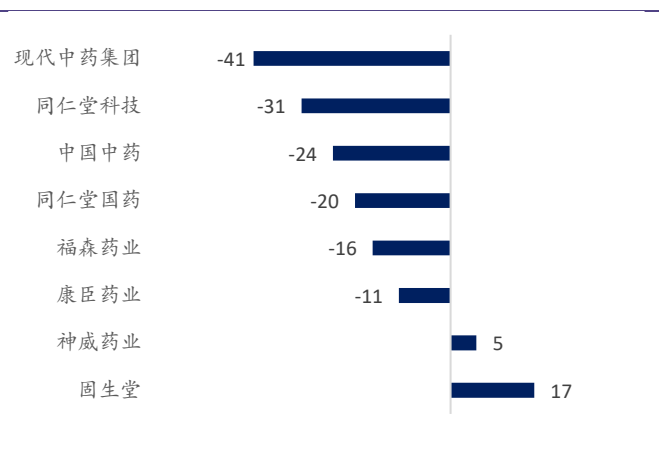
截至 2022 年 12 月 6 日，港股中药板块跌幅 12%，跑赢 MSCI 中国医药指数及 MSCI 中国指数。板块当前前瞻市盈率 15x，较过去 5 年均值高 1.9 个标准差。个股层面，固生堂和神威股价年内均有上涨，而现代中药、同仁堂科技、中国中药分别下滑 41%/31%/24%，表现相对较差。

图表 33: 港股中药板块年初至今股价走势图



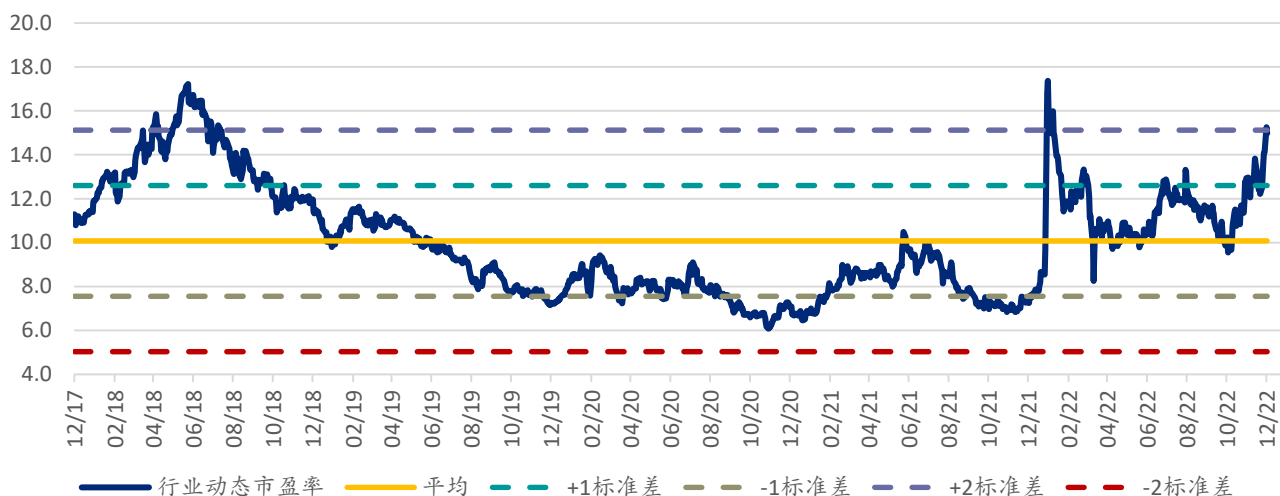
注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 34: 港股中药板块个股年初至今涨幅 (%)



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 35: 港股中药行业 PE Band

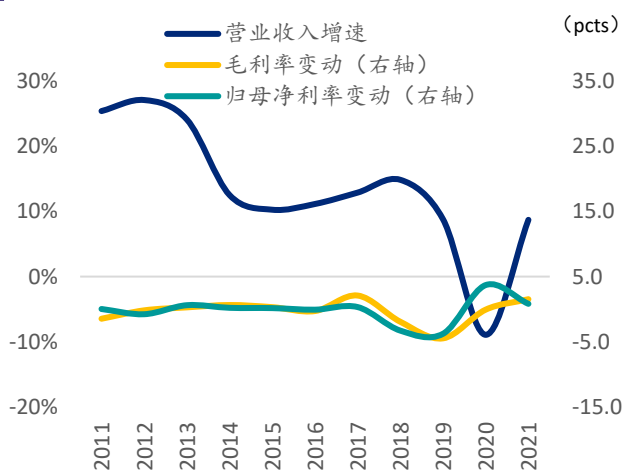


注: 数据截至 2022 年 12 月 6 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

3Q22 业绩回顾

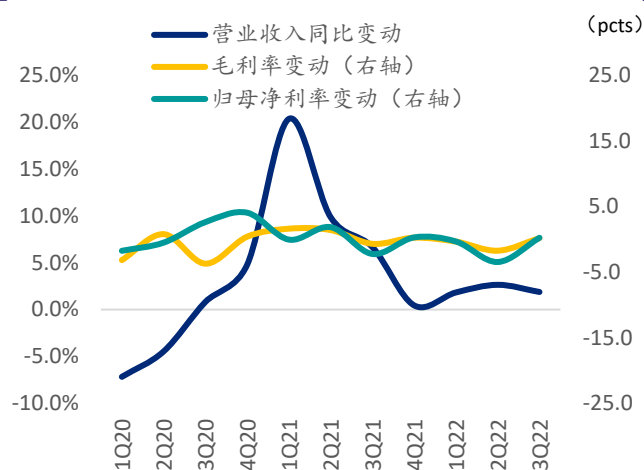
中药板块 3Q22 收入同比+2%，毛利率与归母净利率同比均+0.2pcts。3Q22 收入增速放缓，我们认为一定程度上和集采影响龙头公司（如白云山和云南白药）的医药商业业务有关，医药工业/产品销售在疫情略有好转的基础上依旧保持稳健增长。零售端销售占比较大、受益于儿童药销售改善的济川药业、健民集团和康缘药业均取得了两位数的收入增长。

图表 36: A 股中药板块历年业绩表现



*板块细分成分股采用申万行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 37: A 股中药板块季度业绩表现



*板块细分成分股采用申万行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

2023 展望：政策改革有望再吹春风

自 2021 年底《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》出台后，中药行业的支持政策于 2022 年内加速出台（见图表 39），国家对于扶持中药板块发展的态度进一步明确。2022 年 3 月发布的《“十四五”中医药发展规划》为 2025 年前的中药行业发展定下基调，10 月的二十大报告也再次提及“促进中医药传承创新发展”。我们预计未来 3-5 年内，有利于中药行业发展的政策仍将继续出台，包括基药目录调整、医保护容、中药创新药进一步扶持、配方颗粒国标推进等。

与此同时，也应注意中成药集采扩围的风险，目前全国层面即将开展第一批中成药集采，涉及 16 个采购组、42 个药品名，非独家品种面临较大的降价压力。我们预计即将开展的第八批全国集采也有可能纳入一些中成药品种。2022 年 11 月，三明采购联盟省际中药（材）采购联盟正式发布中药饮片联合采购文件，此次联采由山东医保局牵头组织，涵盖涉及 21 个品种。但是，**本次饮片联采并不以降价为主要目标**，而旨在评估企业质量保障和成本控制能力。因此，我们预计整体降价幅度有限，而利好现有规模大、生产效率高、成本控制力强的企业。

综上，进入 2023 年，我们看好独家中成药、饮片、配方颗粒，政策端风险可控或有潜在利好，需求面继续稳健增长。**中药资源品/品牌 OTC** 方面，我们建议关注品牌力强、后续提价空间较大的标的。此外，**儿童药**有望迎来基药目录调整、医保护容、“一品双规”限制解除后的进院加速等多重催化，值得重点关注。

图表 38：“十四五”中医药发展规划主要发展指标

主要指标	2020 年	2025 年	指标性质
1. 中医医疗机构数 (万个)	7.23	9.50	预期性
2. 中医医院数 (个)	5482	6300	预期性
3. 每千人口公立中医医院床位数 (张)	0.68	0.85	预期性
4. 每千人口中医类别执业 (助理) 医师数 (人)	0.48	0.62	预期性
5. 每万人口中医类别全科医生数 (人)	0.66	0.79	预期性
6. 二级以上公立中医医院中医类别执业 (助理) 医师比例 (%)	51.58	60	预期性
7. 二级以上中医医院设置康复 (医学) 科的比例 (%)	59.43	70	预期性
8. 三级公立中医医院和中西医结合医院 (不含中医专科医院) 设置发热门诊的比例 (%)	—	100	约束性
9. 二级以上公立中医医院设置老年病科的比例 (%)	36.57	60	预期性
10. 县办中医医疗机构 (医院、门诊部、诊所) 覆盖率 (%)	85.86	100	预期性
11. 公立综合医院中医床位数 (万张)	6.75	8.43	预期性
12. 二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例 (%)	86.75	90	预期性
13. 二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例 (%)	43.56	70	预期性
14. 社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例 (%)	81.29	力争到 2022 年 全部设置	预期性
15. 公民中医药健康文化素养水平 (%)	20.69	25	预期性

注：1. 中医医疗机构包括中医医院（含中西医结合医院、少数民族中医医院）、中医门诊部（含中西医结合门诊部、少数民族医门诊部）、中医诊所（含中西医结合诊所、少数民族医诊所）。2. 二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例统计范围不含中西医结合医院和少数民族医医院。

资料来源：《“十四五”中医药发展规划》、浦银国际

图表 39: 主要中药支持政策梳理

发布日期	政策名称	重点内容
2016年2月	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》	<ul style="list-style-type: none"> 到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医医疗、保健、科研、教育、产业、文化各领域得到全面协调发展，中医药标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高。 到2030年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，在治未病中的主导作用、在重大疾病治疗中的协同作用、在疾病康复中的核心作用得到充分发挥。
2018年8月	《中医药法》	<ul style="list-style-type: none"> 明确的法律责任约束，中医药有法可依。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 提出健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用等6条意见。
2020年12月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> 针对《关于促进中医药传承创新发展的意见》提出了健全符合中药特点的审评审批体系、注重中药质量安全监管等具体实施意见。
2021年2月	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 在监管、医师培养、发展环境等多个方面提出28条举措。 优化中药审评审批管理，增加第三方中药新药注册检验机构数量。 完善中药分类注册管理。
2021年2月	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	<ul style="list-style-type: none"> 中药配方颗粒品种实施备案管理，不实施批准文号管理，在上市前由生产企业报所在地省级药品监督管理部门备案。 中药配方颗粒不得在医疗机构以外销售。医疗机构使用的中药配方颗粒应当通过省级药品集中采购平台阳光采购、网上交易。
2021年5月	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 从完善体制机制、创新支持政策、提升便利化水平、拓展国际合作空间、加强人才培养和激励五个方面提出18条具体政策措施，着力完善发展环境，形成部门政策合力，支持国家中医药服务出口基地大力发展中医药服务贸易。
2021年6月	《进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 意在通过增强中医临床科室设置
2021年7月	《中医药文化传播行动实施方案（2021—2025年）》	<ul style="list-style-type: none"> 到2025年，中医药对中华文化传播发展的贡献度明显提高，作为中华文明瑰宝和钥匙的代表意义和传导功能不断彰显，成为引导群众增强民族自信与文化自信的重要支撑。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 中医药机构纳入医保定点；调整中医价格项目并纳入医保支付；中医医疗机构可暂不实行DRG付费。 中药饮片保留价格顺加25%销售
2022年1月	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025年）》	<ul style="list-style-type: none"> 深化医疗卫生合作，着力增加优质中医药服务供给； 着力加强中医药国际人才队伍建设；深化文化交流合作，着力增强中医药影响力。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 目标到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。 对中医医疗机构数、医院个数等15项指标提出了量化目标。
2022年3月	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	<ul style="list-style-type: none"> 到2025年，基层中医药实现五个“全覆盖”。 对基层中医药服务覆盖面、服务能力等提出15项考核指标。
2022年7月	古代经典名方关键信息表（25首方剂）（征求意见稿）	<ul style="list-style-type: none"> 对《伤寒论》、《医学心悟》中记载的25首古代方剂细息进行了记录
2022年10月	《在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》	<ul style="list-style-type: none"> 发展壮大医疗卫生队伍，把工作重点放在农村和社区。重视心理健康和精神卫生。促进中医药传承创新发展。

注：加粗部分为较重磅政策。资料来源：浦银国际整理

图表 40：港股中药企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百 万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期		市盈率			EPS 同比变动		
						市盈率 (x) 现值	3年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
570 HK	中国中药	3.9	19,690	3.5	-24.4	8.9	8.1	12.7	8.7	7.2	-29	46	20
2273 HK	固生堂	48	11,059	22.9	17.4	37.9	28.7	52.4	37.2	27.8	118.9	40.8	33.9
3613 HK	同仁堂国药	10.8	9,007	14.9	-19.8	14	13.6	15.2	14	12.5	-2.8	8.9	11.6
1666 HK	同仁堂科技	5.8	7,416	27.3	-30.9	10.9	11.7	11.7	10.8	10.2	10.6	8.4	6.3
2877 HK	神威药业	7.3	6,004	41.4	5.4	7.4	6.5	8	7.4	6.7	10.2	8.3	10.3
1681 HK	康臣药业	3.9	3,171	32.1	-10.7	NA	4.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1652 HK	福森药业	1	789	3	-16.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1643 HK	现代中药	0.5	291	21.3	-40.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						14.7	12.9	19.2	14.5	11.8			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日

● CXO 行业：长期内坚定看好龙头

2023 配置策略：谨慎乐观，继续看好高性价比龙头

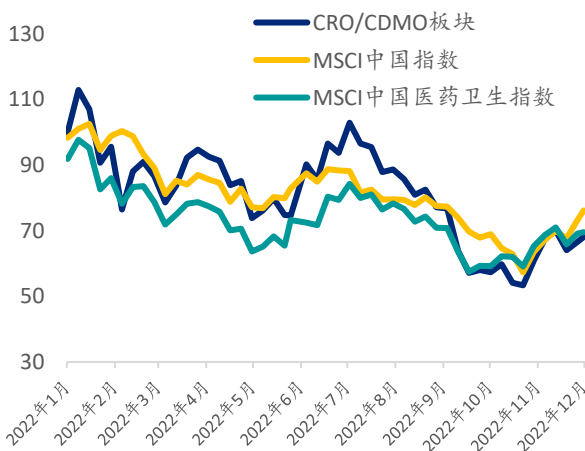
CXO 板块主要公司在 1Q-3Q22 继续实现了亮眼的业绩增长，但 UVL 事件、美国生物制造行政令等事件加剧了因市场对地缘政治担忧，同时美联储加息周期引导二级市场资金暂时撤出该板块，股价在 2022 年内明显回调。我们认为上述事件对板块基本面的短期影响十分有限，当前股价也已较充分地反映了长期内继续恶化的风险。

进入 2023 年，我们对板块整体持谨慎乐观态度，短期内行业景气度仍处于高位，但需持续观察宏观经济环境、竞争格局变化、生物医药行业融资环境以及对板块订单需求的影响。个股选择上，我们认为行业龙头药明生物在上述变化中的确定性最高、竞争优势也最为明显，可择机配置。我们长期看好药明康德和康龙化成的估值修复机会，但短期内也需要关注：1) 药明康德的大订单兑现和大股东减持情况；2) 康龙化成的海外业务盈利时间线。对于行业中的二三线玩家，我们认为它们受竞争格局变化、新冠大订单放缓等影响更大，配置时应更加谨慎。

2022 年股价表现回顾

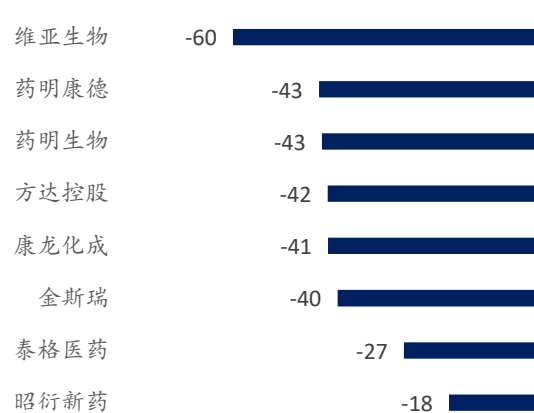
截至 2022 年 12 月 6 日，港股 CRO/CDMO 板块跌幅 32%，高于 MSCI 中国医药指数及 MSCI 中国指数年内跌幅。估值上，目前板块前瞻市盈率为 23x，较过去 5 年均值低近 1.5 个标准差。板块龙头药明生物、药明康德、康龙化成、泰格医药等年内跌幅均超 27%。药明康德、康龙化成和泰格年内则分别有 20-45% 下跌幅度。

图表 41: 港股 CRO/CDMO 板块年初至今股价走势图



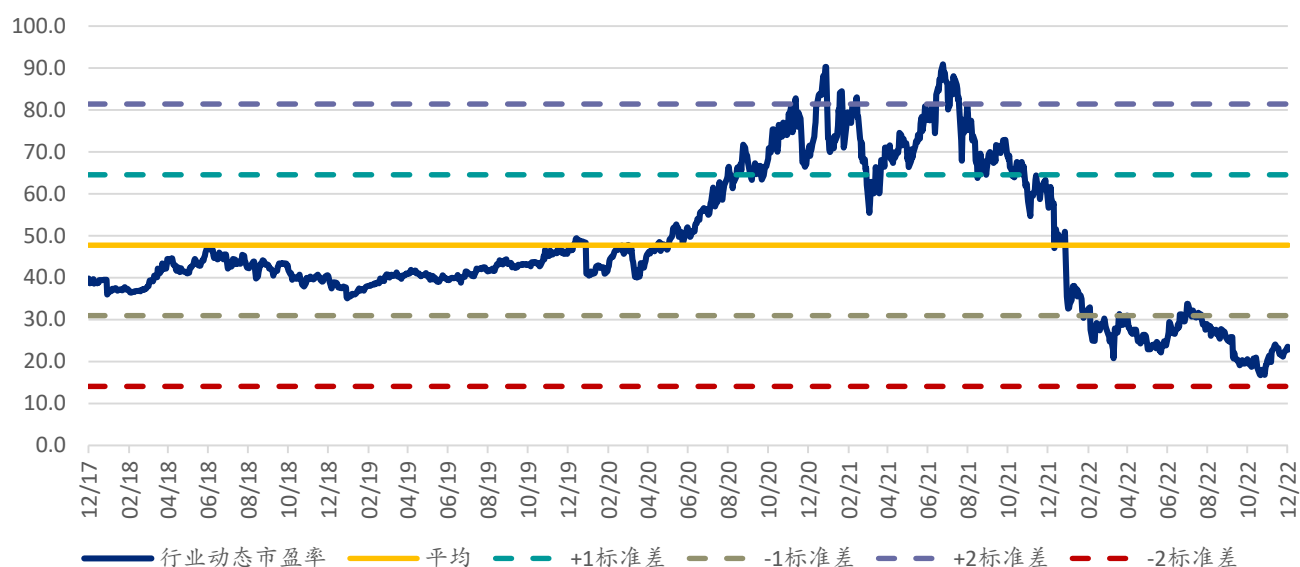
注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 42: 港股 CRO/CDMO 板块个股年初至今涨幅 (%)



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 43：港股 CXO 行业 PE Band



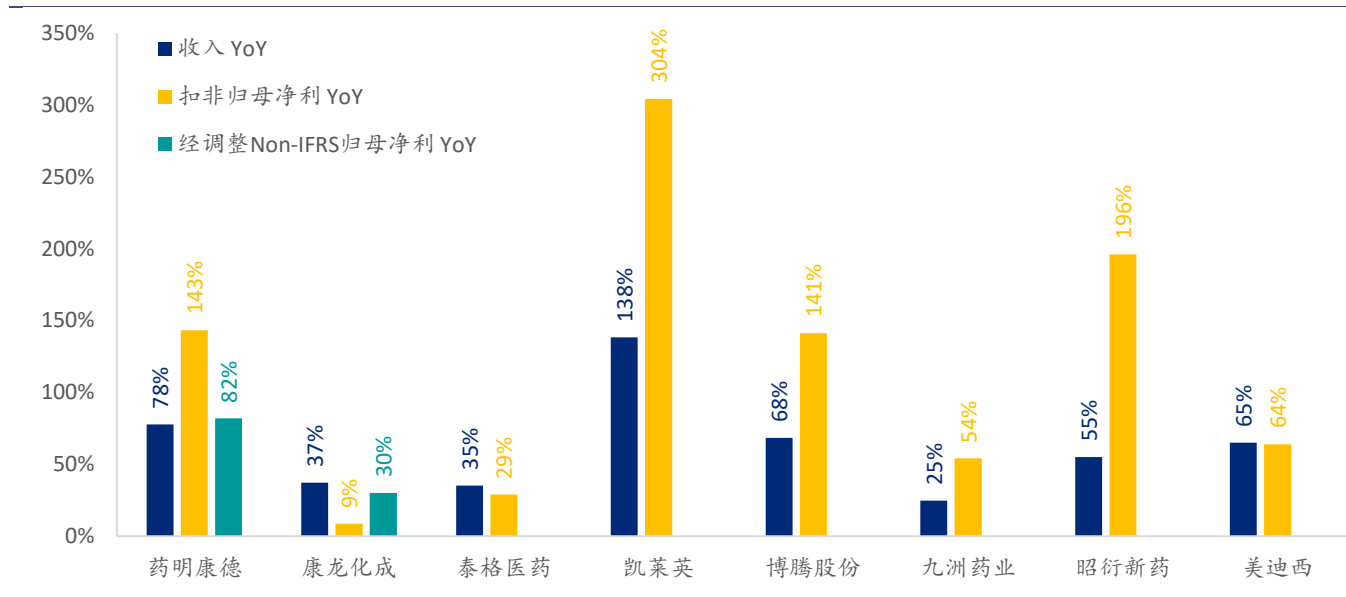
注：数据截至 2022 年 12 月 6 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

3Q22 业绩回顾

3Q22 板块景气度维持在高位，多数公司录得十分强劲的同同比增长。药明康德 3Q22 增速再超指引，收入和经调整 non-IFRS 归母净利润分别同比增长 78%/82%至 106 亿/25 亿元，其中收入增速超过此前公司指引的 68-72%。受益于新冠小分子药大订单，北美区收入增长 121%，占总收入比重提升至 67%。恒定汇率下，3Q 收入增长 80%，经调整 non-IFRS 毛利率提升 2.2pcts。基于 1-3Q22 的业绩表现，公司也将全年收入增速指引从 68-72%进一步调高至 70-72%（即 4Q22 增速 65-72%）。

除药明康德外，其他各家收入同样亮眼，受益于新冠和非新冠核心订单持续释放以及高企的实验室动物价格。此外，主要 CXO 公司新签订单节奏并未受融资环境波动而放缓（例如药明康德 3Q22 新增 219 个分子，相比 2Q 的 255 个和 1Q 的 217 个整体保持稳定），而商业化生产项目不断增加将持续驱动中长期高成长。

图表 44：3Q22 主要 CXO 公司收入、扣非归母净利、经调整 non-IFRS 归母净利增速



资料来源：公司数据、浦银国际

2023 展望：下行风险有限但反弹仍需时日，龙头有望进一步扩大领先优势

性价比已十分显著，但信心重塑尚需时日：目前各家 CXO 企业的估值基本处于历史低位，在稳健基本面的支撑下，后续下行空间有限。但是，市场对于 CXO 的信心接连受挫，虽然地缘政治事件对行业基本面的影响十分有限，但往往会造成巨大的情绪波动。另外，如果后续生物医药融资热情持续低迷，我们认为也有可能给行业层面订单需求带来一些不确定性。因此，我们认为市场会在未来一定时间内维持观望态度，短期内出现股价大幅反弹的可能性不大。

长期增长潜力不改：从全球范围看，海外大药企和生物科技公司仍有较强意愿继续在研发上投入资金，但对研发效率和投入回报率有更高要求，因而研发外包率将持续提升。拥有工程师红利、服务效率优势和全球产能布局的中国 CXO 公司逐步建立起品牌度、持续扩大市场份额是必然趋势，海外业务贡献在短期和长期内均将维持高位。

龙头或将在行业变局中独善其身：我们认为，包括药明生物和药明康德在内的龙头比同行有更高的确定性，长期看好，主因：**1)** 全球领先的技术和服务能力、以及在新兴业务领域的领先布局有望助力公司在各自领域进一步拓展市场份额；**2)** 独有的 CRDMO 业务模式持续导流商业化大订单，短期和长期内核心业务业绩超预期可能性均较大；**3)** 在国内外监管和融资环境变化中，药明生物作为龙头，确定性最强，有望受益于行业整合、蚕食二三线玩家的份额和产能。

图表 45: 药明康德港股 (2359 HK) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 46: 药明康德 A 股 (603259 CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 47: 康龙化成港股 (3759 HK) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 48: 康龙化成 A 股 (300759 CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 49: 药明生物 (2269 HK) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 50: 泰格医药 A 股 (300347 CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 51: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期 市盈率(x)		市盈率(x)			2022-24E 净利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3年均 值	2022E	2023E	2024E		
港股												
2359 HK	药明康德	76.70	32,581	3.1	(43.2)	22.1	58.7	26.3	21.9	17.6	22.2%	1.0
2269 HK	药明生物	53.10	28,825	22.5	(42.6)	28.5	89.5	40.2	27.9	20.5	40.0%	0.7
3347 HK	泰格医药	72.75	11,017	7.9	(26.5)	14.5	48.9	17.1	13.9	11.8	20.4%	0.7
3759 HK	康龙化成	47.00	10,615	31.7	(41.4)	18.9	50.5	20.8	18.8	13.9	34.1%	0.5
6821 HK	凯莱英	95.60	6,915	(5.4)	(58.2)	11.7	17.4	11.1	10.8	9.7	6.8%	1.6
1548 HK	金斯瑞	20.85	5,672	(4.4)	(39.6)	NA	NA	NA	NA	13.9	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	38.60	4,325	17.7	(17.7)	15.7	37.3	19.3	14.9	11.7	27.2%	0.5
1521 HK	方达控股	2.31	610	11.6	(41.5)	12.6	36.7	16.5	11.8	9.2	32.2%	0.4
1873 HK	维亚生物	1.88	468	30.6	(60.1)	NA	19.0	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						22.5	58.2	25.7	22.0	16.3		0.8
A 股												
603259 CH	药明康德	78.21	32,581	(13.4)	(39.5)	27.1	62.8	32.2	26.8	21.6	22.2%	1.2
300347 CH	泰格医药	92.09	11,017	(7.9)	(28.7)	23.9	54.6	27.3	23.1	19.1	20.4%	1.1
300759 CH	康龙化成	66.41	10,615	(12.5)	(42.6)	32.0	63.7	35.3	31.8	23.5	34.1%	0.9
002821 CH	凯莱英	134.34	6,915	(17.3)	(55.4)	18.4	55.5	18.8	18.2	16.4	6.8%	2.7
603127 CH	昭衍新药	60.58	4,325	(13.7)	(31.5)	31.1	65.5	37.7	29.5	23.4	28.1%	1.0
300363 CH	博腾股份	41.93	3,271	(17.6)	(47.9)	14.5	53.0	14.3	14.5	12.5	8.3%	1.7
688202 CH	美迪西	211.83	2,632	(16.6)	(35.6)	28.3	65.0	39.9	26.0	17.9	49.3%	0.5
300725 CH	药石科技	79.33	2,264	(8.6)	(50.4)	29.2	59.2	38.4	27.3	20.1	39.4%	0.7
603456 CH	九洲药业	40.01	4,772	0.7	(30.4)	28.2	44.8	35.7	26.5	20.0	33.7%	0.8
市值加权平均						26.4	59.7	31.0	25.8	20.5		1.2
海外												
207940 KS	Samsung Biologics	838,000.00	45,167	0.1	(9.1)	86.2	100.0	98.4	83.1	71.9	17.6%	4.7
LONN SW	Lonza	480.80	38,021	(4.2)	(34.3)	29.1	37.1	33.1	28.1	24.0	17.3%	1.6
CTLT US	Catalant	48.22	8,678	(17.4)	(39.8)	19.4	31.0	20.2	20.4	17.3	8.1%	2.5
市值加权平均						56.3	67.4	64.0	54.4	46.9		3.2

*药明康德、药明生物及康龙化成数据基于 SPDBI 预测，其余 E=Bloomberg 一致预期；

资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日

● 医疗服务行业：短期反弹确定性高，长期关注政策变局

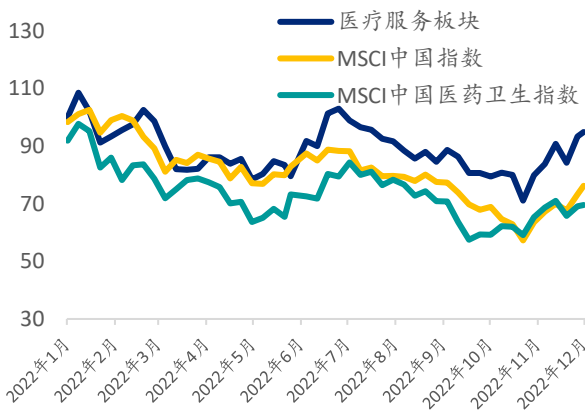
2023 配置策略：关注强消费属性标的的后疫情反弹

随着国内疫情防控政策趋于优化、各地方舱医院逐步承担起疫情治疗/隔离任务，我们预计短期内板块内主要企业的业绩和估值仍将维持反弹态势。消费属性较强的医疗服务具有刚需属性、但刚需程度相对弱于强治疗属性服务，因此疫情间推迟情况更严重、但在疫情受控后有望大幅释放。因此，建议关注短期反弹确定性高、自身业务扎实的爱尔眼科、锦欣生殖、通策医疗、固生堂等。

2022 年股价表现回顾

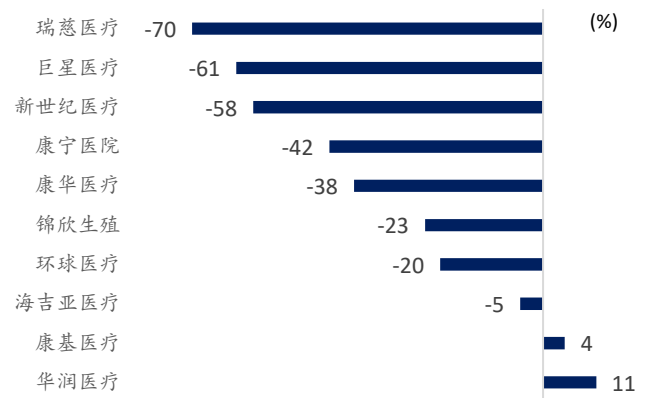
截至 2022 年 12 月 6 日，港股医疗服务板块跌幅 5%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数。板块前瞻市盈率 25x，较过去 5 年均值低 1.8 个标准差。个股层面，市值较大的海吉亚医疗和锦欣生殖 YTD 股价分别下跌 5%和 23%。

图表 52: 港股医疗服务板块年初至今股价走势图



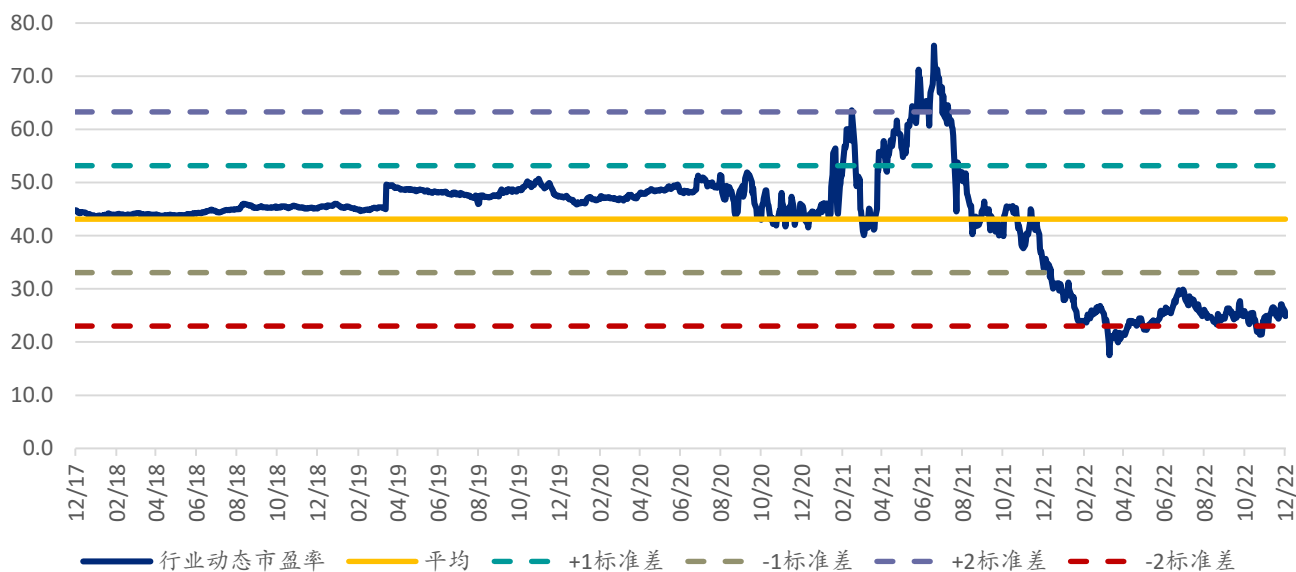
注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53: 港股医疗服务板块个股年初至今涨幅 (%)



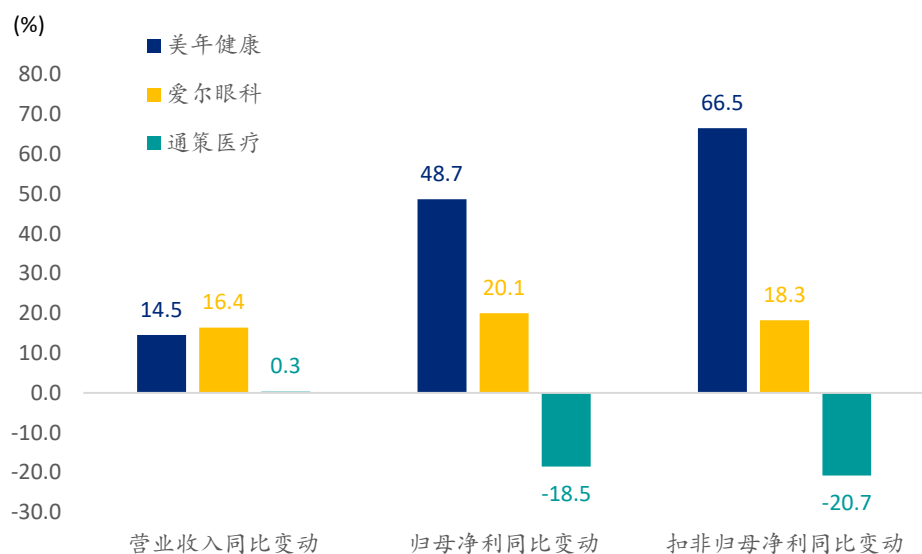
注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 54：港股医疗服务行业 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 55：3Q22 A 股主要医疗服务公司收入、归母净利、扣非归母净利增速

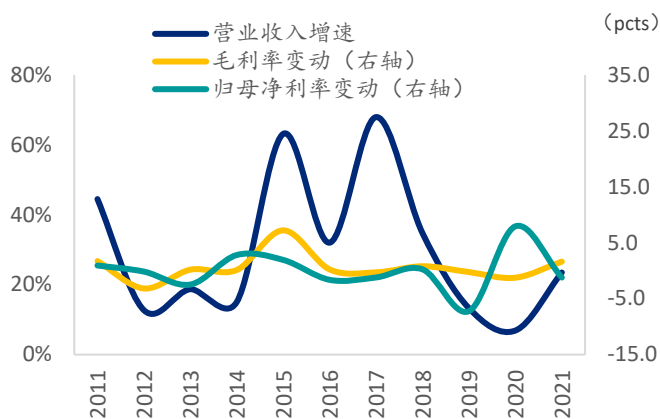


资料来源：公司数据、浦银国际

3Q22 业绩回顾

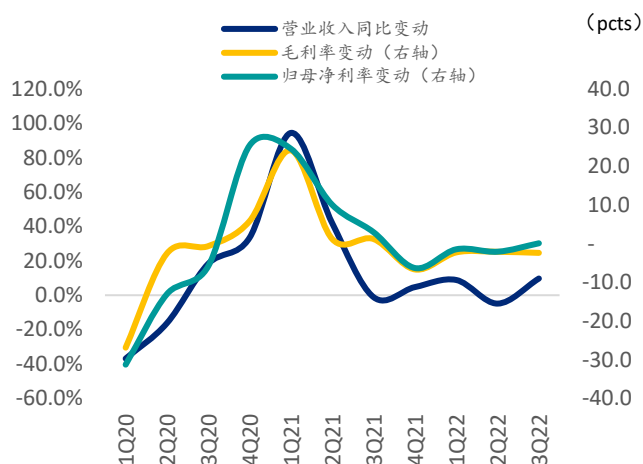
民营医疗服务板块收入 3Q22 同比增长 9.7%，毛利率同比下滑 2.4pcts，净利润率同比基本持平。3Q22 业绩环比 2Q 有明显反弹，主因北京、上海等一二线城市疫情有所好转。我们认为近期国内疫情散发或将对板块 4Q22 业绩有一定影响，但考虑到持续时间相对较短、各家企业应对措施更成熟，整体影响应较为可控。

图表 56: A 股医疗服务板块历年业绩表现



*板块细分成分股采用申万医院行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 57: A 股医疗服务板块季度业绩表现



*板块细分成分股采用申万医院行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

2023 展望：反弹继续，政策预期稳定

疫情影响退散，板块基本面反弹确定性高：国内疫情防控政策持续优化趋势不改，各地加速落实，4Q22 疫情散发的地区生产生活也逐渐回归正轨。进入 2023 年，我们认为对于消费属性较强的眼科、齿科、中医诊疗、辅助生殖等领域，积压的需求有望得以释放，短期内业绩反弹确定性高。

长期鼓励社会办医、改革医疗服务价格大方向不变：我国目前优质医疗资源稀缺，民营医院作为公立医院的必要补充，具有一定刚需属性，过去三年间国家每年均有政策重申支持社会办医的政策方针。我们认为，出于分级诊疗、医保降本控费、提升医疗资源整体可及性等需求，未来国家仍将继续大力扶持社会办医。

图表 58: 近期主要社会办医政策梳理

发布日期	政策名称	重点内容
2019年1月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，建立专业协作团队为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务。支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程。
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	提出6条意见：1) 加大政府支持社会办医力度；2) 推进“放管服”，简化准入审批服务；3) 公立医疗机构与社会办医分工合作；4) 优化运营管理服务；5) 完善医疗保险支持政策；6) 完善综合监管体系。
2020年1月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	基本医疗服务主要由政府举办的医疗卫生机构提供。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构提供基本医疗服务。县级以上地方人民政府根据本行政区域医疗卫生需求，整合区域内政府举办的医疗卫生资源，因地制宜建立医疗联合体等协同联动的医疗服务合作机制。鼓励社会力量举办的医疗卫生机构参与医疗服务合作机制。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2021年6月	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展，社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021年8月	《深化医疗服务价格改革试点方案》	坚持公立医疗机构公益属性，建立合理补偿机制，非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策。
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	推动医药工业创新发展，促进高端医疗装备和健康用品制造生产，促进社会办医持续规范发展，增加商业健康保险供给，推进健康相关业态融合发展。
2022年5月	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。

资料来源：浦银国际整理

医保局于2022年7月发布《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》，提出突出体现对技术劳务价值的支持力度、新增价格项目着力支持基于临床价值的医疗技术创新提升现有价格项目对医疗技术的兼容性等支持创新型医疗服务发展的措施。

9月，医保局规定三级公立医院种植牙服务费用上限4,500元，并最高可放宽至6,300元，远高于此前宁波2,000元的定价，同时也强调“技耗分离”实现总价调控，这也反映了医保局对服务价值高的医疗服务费用调控相对宽松的态度。我们认为，后续价格管理举措将在长期内技术含量/服务价值高的民营医疗服务提供者。

DRG/DIP 加速行业内部分化：国家医保局于 2021 年 11 月发布了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，提出：**1)**从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展；**2)**到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，2022/23/24 年在 2019-21 年的试点基础上每年分别完成 40%/30%/30%的统筹地区覆盖；**3)**到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

我们认为 DRG/DIP 的推广对民营医院的运营提出了更高的要求，长期来看有助于规范行业民营医院诊疗行为，利好运营效率高、成本控制力强的龙头企业。但是，在医保控费的大背景下，我们认为需要关注各个病种的支付额度变化情况。

图表 59：港股医疗服务企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百 万)	过去 1 个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						市盈率 (x) 现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
6078 HK	海吉亚医疗	46.6	28,739	6.2	-4.5	33.6	53.1	44	33.1	25.9	30.8	32.6	28.4
1951 HK	锦欣生殖	6.7	16,787	43.4	-23.4	26.2	40	34.2	25.7	20.8	-5.6	32.8	24.7
9997 HK	康基医疗	8.3	10,184	22.4	4.3	17	23	21.8	16.8	14.5	-4.7	30.4	15.6
2666 HK	环球医疗	4.5	8,474	16.3	-20.4	3.6	4	4	3.5	3.5	10.2	12.4	0.3
1515 HK	华润医疗	5.1	6,652	19	10.6	11.8	12.9	13.3	11.7	11.4	-0.1	13.9	2.3
2393 HK	巨星医疗	0.5	1,049	13.9	-60.9	NA	21.5	NA	NA	NA	NA	54.5	80
2120 HK	康宁医院	12.1	903	-	-42.4	NA	15	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1419 HK	盈健医疗	1.7	657	4.9	43	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1526 HK	瑞慈医疗	0.4	652	1.2	-69.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
722 HK	联合医务	0.8	626	8.2	-9.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3689 HK	康华医疗	1.8	602	-1.6	-37.5	NA	5.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1518 HK	新世纪医疗	0.5	235	-27.3	-57.5	NA	17.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						24.8	36.0	30.8	24.5	19.0			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日

● 连锁药店：疫情防控变化的核心受益者，快速扩张催化长期成长

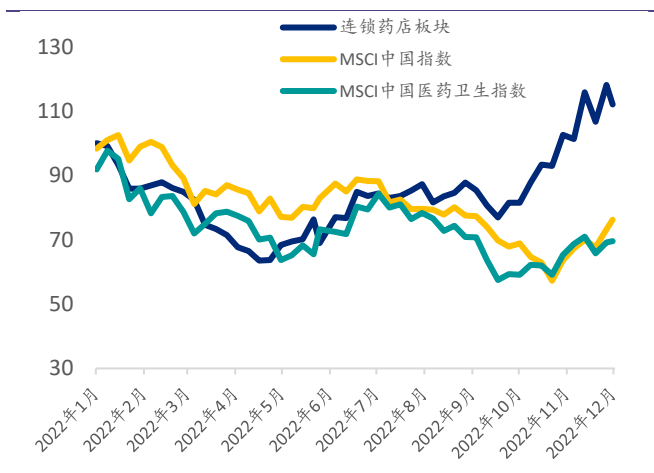
2023 配置策略：关注疫情管控变化中业绩弹性更大的个股

随着疫情防控措施进一步优化以及四类疫情监测药品（退热、止咳、抗病毒、抗菌素）的线下销售在各地逐步恢复，我们认为疫情期间业务量受冲击较大的连锁药店在 2023 年拥有更高的业绩反弹弹性；而疫情防控的持续优化也有望带动相关防治药品在零售端的销售增长。中长期内，板块有望持续受益于国家对中药的政策扶持、网售处方药条例落地后的行业运营规范化以及医保双通道机制的持续推进。个股选择上，建议关注稳健扩张且受益上述趋势确定性较高的龙头，包括益丰药房、大参林、老百姓。

2022 年股价表现回顾

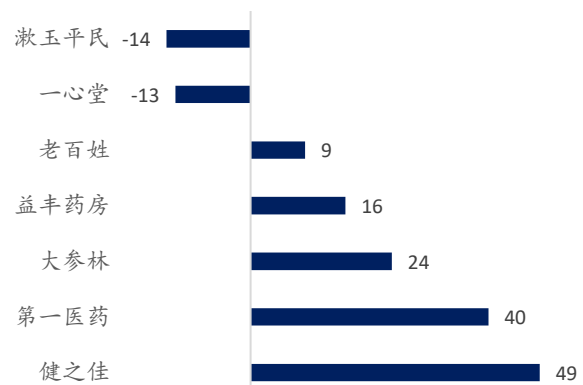
截至 2022 年 12 月 6 日，连锁药店板块上涨 12%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数。板块前瞻市盈率 28x，略低于过去 5 年均值 0.2 个标准差。个股层面，龙头益丰药房、大参林均有超 15% 的涨幅。

图表 60: A 股连锁药店板块年初至今股价走势图



注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 61: A 股连锁药店板块个股年初至今涨幅(%)



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 62: 连锁药店行业 PE Band

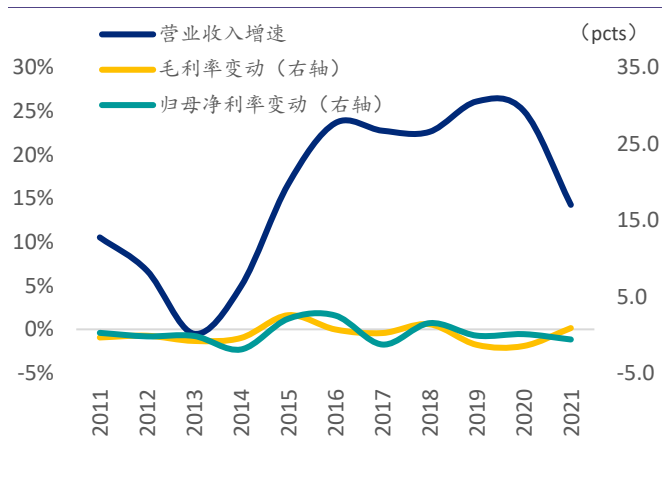


注: 数据截至 2022 年 12 月 6 日 资料来源: Bloomberg、浦银国际

3Q22 业绩回顾

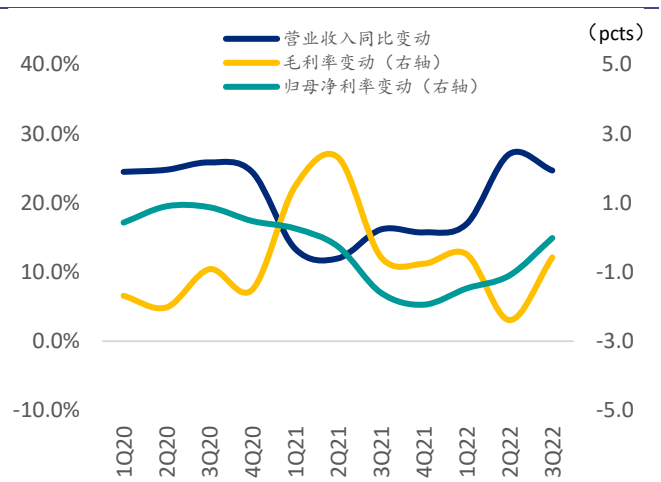
药械零售板块 3Q22 收入同比增长 25%，连续两个季度增速超过 20%，主要受益于疫情防控措施的优化、非疫情/慢病产品的销售导入以及夏季团购的强势表现。进入 2023 年，我们预计 2022 年快速新增的门店将进一步增厚收入。毛利率略微下滑 0.6pcts，延续上半年的下滑趋势，我们认为可能与集采导致处方药价格下滑、疫情期间产品价格和配送成本波动有关。

图表 63: A 股连锁药店板块历年业绩表现



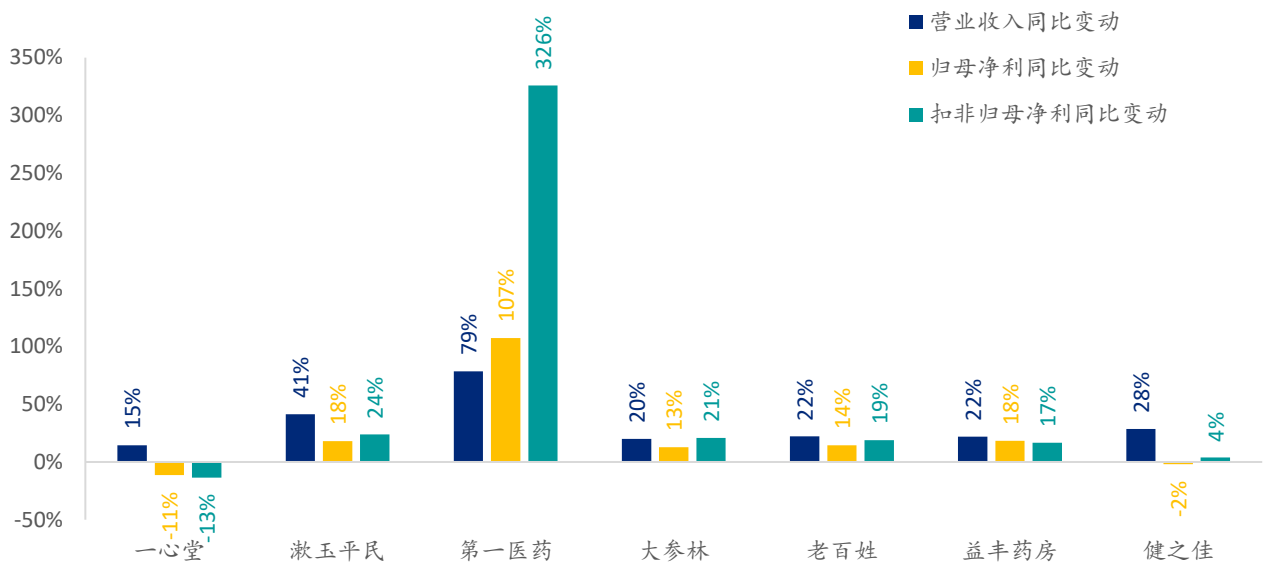
*板块细分成分股采用申万行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 64: A 股国内连锁药店板块季度业绩表现



*板块细分成分股采用申万行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 65：3Q22 主要连锁药店企业收入、归母净利、扣非归母净利增速



资料来源：公司数据、浦银国际

2023 展望：基本面稳步反弹，政策变化推动长期增长

疫情防控措施优化促业务反弹：自 2Q22 以来，全国各地陆续放松对四类疫情监测药品线下销售，从禁售转为实名登记、核酸检测阴性后可购买，而近期北京、山东、广州、郑州等地进一步放松，不再要求核酸检测阴性证明或不再要求实名登记，我们预计未来仍将有越来越多的地区效仿。四类药品对零售药店的收入和利润均有较大的贡献，对居家防疫有重要意义，而整体防疫政策的持续优化也将帮助药店恢复客流、重新加速扩张步伐。

外延内生双轮驱动业绩增长：连锁药店企业在 1Q-3Q22 保持了较快的门店扩张速度，尽管受到疫情防控的影响，大多数企业的净新增门店数量仍多于 1-3Q21，一定程度上受益于加盟模式下的轻资产扩张。我们预计这些新店将在 2023 年开始增厚收入和利润。内生增长方面，随着疫情防控措施优化、各大连锁议价能力提升、产品结构改善、非药品销售反弹，短期内同店销售和毛利将持续复苏态势。

图表 66：主要连锁药店企业门店数

单位：家	2020 年末门店	1-3Q21 净增	4Q21 净增	1-3Q22 净增	2022 年 9 月末门店
老百姓	4,892	1,163	2,297	1,975	10,327
益丰药房	5,991	1,255	563	1,972	9,781
大参林	6,020	1,590	583	1,385	9,578
一心堂	7,205	1,151	204	604	9,164
漱玉平民	1,997	968	376	1,292	4,633
健之佳	2,130	557	357	939	3,983

资料来源：公司数据、浦银国际

政策利好长期利好行业发展：2021年5月，医保局和卫健委联合发布《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制指导意见》，要求各地建立完善医保谈判药品“双通道”管理机制，将满足一定条件的定点零售药店纳入“双通道”管理，并在定点医疗机构和定点零售药房统一的支付政策。作为门店医保支付的一种特殊资质，“双通道”目前正处于尝试性推广阶段，未来有望随着医保目录扩容对业绩产生长期贡献。此外，2022年12月起正式施行的《药品网络销售监督管理办法》对网络药品销售进一步规范、落实“线上线下一致”原则，我们认为长期内利好规范布局线上业务的龙头连锁药店企业。

图表 67：连锁药店企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期市 盈率(x)		市盈率(x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603939 CH	益丰药房	64.0	46,153	6.1	16.0	33.8	38.9	41.7	33.4	26.9	22.2	24.9	23.9
603233 CH	大参林	43.5	41,258	18.1	23.9	31.3	30.9	38.5	30.9	25.2	33.7	24.9	22.6
603883 CH	老百姓	41.5	24,268	12.9	9.2	24.8	26.3	29.9	24.5	20.0	8.8	22.0	22.1
002727 CH	一心堂	33.6	20,034	14.4	(12.7)	16.6	18.6	19.6	16.6	14.1	7.9	19.2	18.1
605266 CH	健之佳	87.7	8,697	32.0	48.9	21.3	13.6	25.3	21.1	16.7	2.7	19.8	26.2
301017 CH	漱玉平民	20.7	8,395	20.1	(14.2)	NA	30.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						27.7	29.9	32.6	27.4	21.5			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日

● 制药行业：政策风险仍不可忽视，关注基本面反转趋势

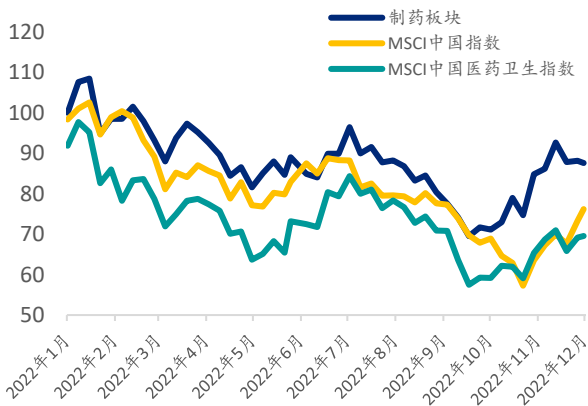
2023 配置策略：板块防守性较强，关注基本面反转确定性强的标的

许多制药企业受集采和疫情影响，2021 年末至 1H22 业绩有所放缓，但 3Q22 有复苏迹象，例如中国生物制药 3Q22 收入增速反弹至 20% 以上。我们认为制药企业在近期波动较大的市场中有较强的防守属性，但政策风险依旧存在，建议 2023 年重点关注符合以下条件的标的：**1)** 受第七批全国集采及近期主要省级联盟集采的影响较可控；**2)** 在新产品放量的推动下，2023 年基本面明显好转/延续强势的可能性较高。基于此逻辑，我们继续推荐中国生物制药（买入，目标价 HKD 6.15），看好其逐渐转正的集采影响以及创新药/独家品种的持续放量，并建议重点关注先声药业和石药集团。板块龙头恒瑞医药和翰森制药受第五批集采影响较大（2021 年 9-10 月落地），但明年起业绩受到的影响应逐渐减小，但仍需关注第七批集采的残余影响及核心产品的竞争格局变化（如恒瑞的卡瑞利珠单抗和翰森的阿美替尼）。

2022 年股价表现回顾

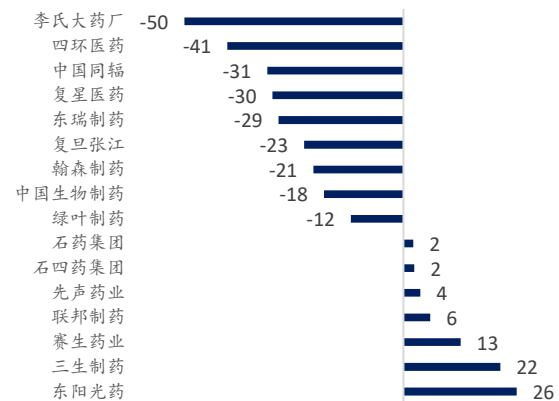
截至 2022 年 12 月 6 日，港股制药板块跌幅 12%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数，得益于板块本身较强的防守属性和较低的 β 。估值上，板块前瞻市盈率 13x，较过去 5 年均值低 1.2 个标准差。板块内个股走势分化严重。医保控费带来的业绩压力以及新产品的放量速度依旧是市场最核心的关注点。板块中表现较好的先声药业和石药集团均为集采影响较小、基本面稳健、创新/独家品种拉动盈利高增长预期的标的。

图表 68：港股制药板块年初至今股价走势图



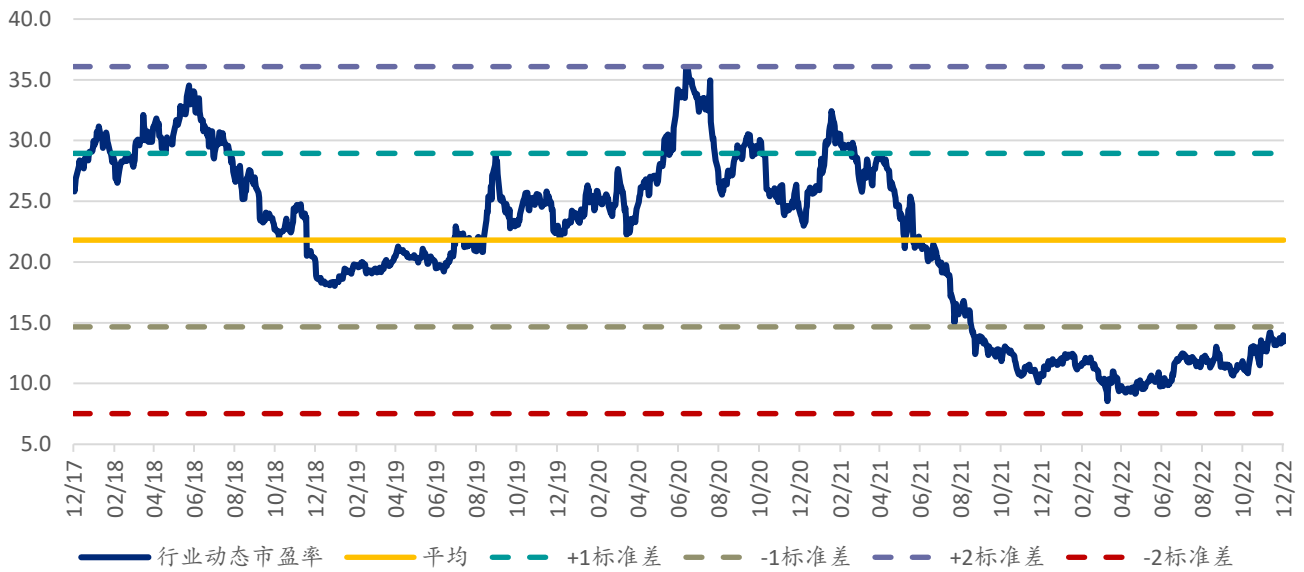
注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 69：港股制药板块个股年初至今涨幅（%）



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 70: 港股制药行业 PE Band

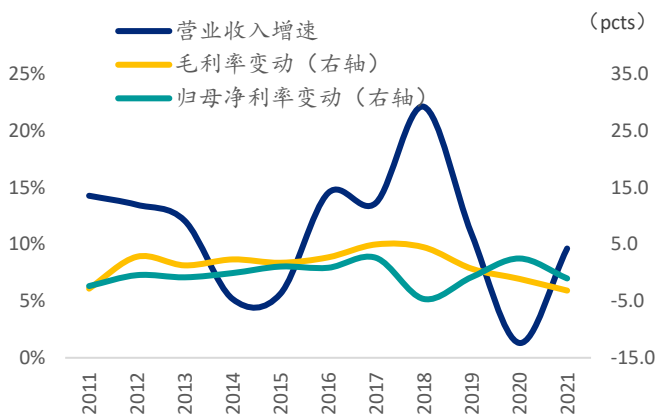


注: 数据截至 2022 年 12 月 6 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

3Q22 业绩回顾

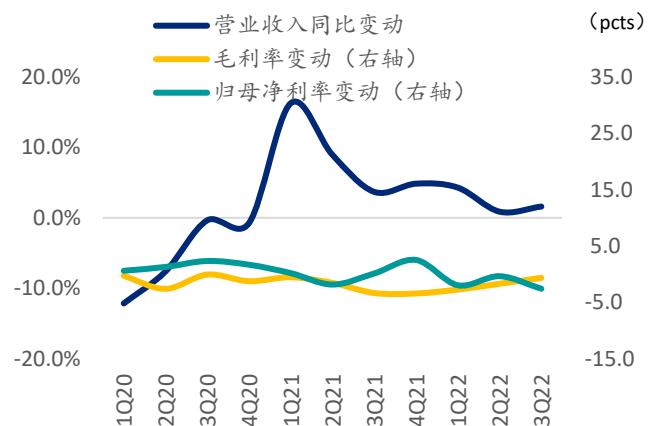
A 股制药板块 3Q22 收入同比增长 1.6%，毛利率同比下降 0.7pcts，归母净利润率同比-2.6pcts。随着集采影响边际缓和，板块整体收入增速相比 2Q22 有小幅回升，但增速依旧仅在低单位数。毛利率下滑主因集采降价的压制，此外，由于制药企业加速创新药转型，研发投入并未因疫情和集采带来收入压力而明显放缓，使得归母净利润率同比也有一定下滑。

图表 71: A 股制药板块历年业绩表现



*板块细分成分股采用申万化学制剂行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 72: A 股制药板块季度业绩表现



*板块细分成分股采用申万化学制剂行业指数内成分股
资料来源: Bloomberg、浦银国际

2023 展望：聚焦集采变化和创新成果

全国层面集采影响边际递减，但需关注新品类纳入情况：进入 2023 年，我们认为，国家层面将继续开展两批集采，品种以化药为主；由于前五批化药集采已纳入较多临床用量大、竞争充分的品种，我们预计后续集采对制药企业的影响将相对可控。但是，国家层面集采也可能继续纳入中成药、生物制剂等新品类，需重点关注中成药中省级集采覆盖较少的大品种、以及生物类似药中的贝伐珠和利妥昔。对于第七批和即将到来的第八批集采，我们有以下判断：

- **第七批集采影响整体可控：**第七批集采结果从 11 月起在全国各省正式执行，将影响相关企业 2023 年的产品销售和利润率。据我们观察，在主要制药企业中，石药集团、中国生物制药和先声药业的整体影响偏正面，而对恒瑞和翰森的收入端有小幅负面影响。
- **第八批集采或纳入新品类：**我们预计第八批集采将于 2023 年初开标，并以化学注射剂为主、但有可能纳入中成药和生物制剂。根据米内网数据，截至 2022 年 11 月 10 日，满足过评满 4 家的品种达到 95 款，2021 年公立医疗机构终端合计 1,000 亿人民币，其中 30 个药品年销售额超 10 亿人民币。此外，贝伐珠单抗和利妥昔单抗均已有超过 4 家生物类似药产品上市，且临床用量较大，我们预计有可能在第八批或第九批国采中纳入生物类似药。

从行业层面看，我们认为后续批次集采对制药行业的整体业绩和股价表现的影响或将呈边际递减态势，主因：**1)** 药品集采已常态化、地域化、理性化，且各级政府也开始考虑为企业保留部分合理的利润空间；**2)** 新仿制药产品和低市占率产品集采中标后，有机会抢夺原研/主要竞品的市场份额，收入端上利好中标企业；**3)** 虽然药品集采仍以化药为主，但新品类的占比或将逐渐提升，因此对于以化学仿制药为主的龙头制药企业，后续集采风险进一步被分散；**4)** 从长期来看，随着制药公司创新转型、仿制药销售占比下滑，集采将对制药公司的收入端影响将持续下降。

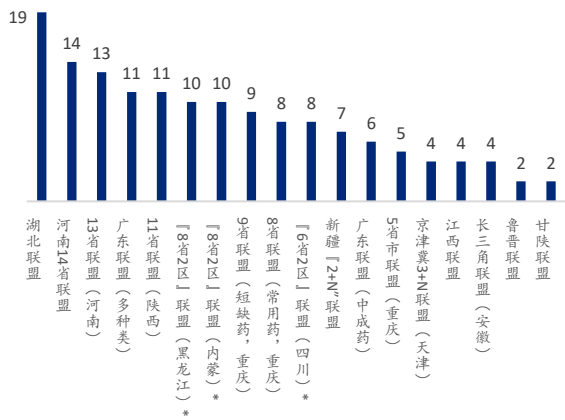
集采续约有涨价空间但较有限：全国性集采的中标产品合约期在 1-3 年不等，期满后的续约机制和定价备受市场关注，我们预计 2023 年各地将继续开展前四批集采的续约工作。国家医保局于 2021 年 11 月发布《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》，指出续约中选企业和价格应以询价为主、竞价为辅，询价上限为上一轮全国最高中选价，对一些中标企业来说可能有边际改善。一些省份已经允许续约价格在首次集采价格的基础上有一定上浮。

但是，根据前四批集采目前已进行续约的结果看，大部分续约品种依然面临一定的降价压力。例如，在河南牵头的 13 省联盟第二、四批集采续约中，大部分品种的最低拟中选价格较前一轮都有明显下降，其中白蛋白紫杉醇、

阿比特龙、替吉奥等关键大品种降幅都在 60% 以上。我们认为，集采续约的价格主要取决于品种竞争格局（即过评产品数量）、生产成本等因素，对于全国集采时竞争尚不充分、仍有降价空间的品种，在续约时有可能进一步降价。

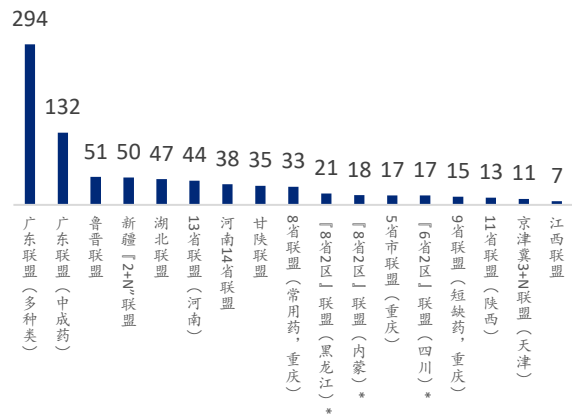
地区层面集采将提速，但影响同样呈边际递减态势：截至目前，全国各个省、市和自治区基本都已牵头或加入省际联盟进行集采，在已开展的联盟集采中，大部分单次覆盖五个以上省份。我们认为，地区和联盟层面集采仍将继续加速，并覆盖更多全国集采未覆盖的品种，比如中成药、生物类似药、血制品、传统生物制剂等。但是，随着大品种逐渐纳入集采范围，地区层面集采对制药企业的影响可能也将在长期内呈递减态势。和全国性集采一样，过往省际联盟集采已覆盖了较多大品种，例如近期广东牵头的省际联盟先后开展了针对两轮集采，分别为针对 294 个化药、中成药、生物药、生物制品的 11 省联盟集采和针对 132 个中成药的 6 省联盟集采。我们认为，对于龙头制药企业来说，收入贡献最大的产品大多已纳入此前批次或第七批全国集采，后续压力应该相对可控。另外，集采带来业绩压力大多较为短暂，在阵痛期过后，长期内能倒逼企业创新转型、淘汰中小型落后药企，最终待创新产品上市放量后实现业绩反弹。

图表 73: 主要省际联盟集采涉及省份数量



注：*四川、黑龙江和内蒙分别为该联盟第一、第二和第三轮集采
资料来源：华招医药网、浦银国际

图表 74: 主要省际联盟集采品种数



注：*四川、黑龙江和内蒙分别为该联盟第一、第二和第三轮集采
资料来源：华招医药网、浦银国际

研发创新驱动 2023 业绩和估值双反弹：在医保控费和集采全面铺开的大背景下，研发创新是传统制药企业转型升级、降低仿制药集采风险的必经之路。我们认为，创新/独家品种销售收入贡献较大的公司能较好地抵御仿制药集采风险，而短期内新产品销售体量大、放量快、迭代速度快的公司有望实现业绩增速快速反弹，并在当前低估值的基础上实现戴维斯双击。建议重点关注先声药业（先必新、思维达、科赛拉等）、中国生物制药（天晴甘美、安罗替尼、三代 rhG-CSF 等）和石药集团（恩必普、铭复乐、多恩达、安复利克、mRNA 新冠疫苗等）。

图表 75：港股制药企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远 期市盈率 (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3年均 值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1093 HK	石药集团	8.7	103,342	(8.2)	2.2	13.0	16.3	15.4	12.9	12.3	13.1	19.8	4.8
2196 HK	复星医药	24.0	95,165	2.2	(30.1)	10.3	16.4	13.2	10.2	8.8	-13.4	30.7	15.5
1177 HK	中国生物制药	4.5	83,910	3.0	(18.3)	18.8	25.0	21.0	18.6	17.3	-73.7	12.4	7.8
3692 HK	翰森制药	15.1	89,191	9.0	(20.7)	25.3	37.4	28.6	25.1	21.2	8.7	13.8	18.4
2096 HK	先声药业	9.3	24,848	(16.5)	3.9	17.8	16.7	22.5	17.5	13.6	-55.2	28.2	28.9
1530 HK	三生制药	8.0	19,389	32.9	22.3	9.9	10.4	10.2	9.9	9.4	7.7	3.7	5.6
2186 HK	绿叶制药	3.1	11,110	39.2	(12.1)	15.1	9.4	17.7	14.9	12.2	541.4	18.8	22.1
2005 HK	石四药集团	4.1	12,252	13.0	2.5	9.4	10.8	10.8	9.3	7.8	49.7	15.5	19.4
3933 HK	联邦制药	4.6	8,415	25.9	6.2	6.7	8.7	6.7	6.7	8.7	17.8	1.0	-23.7
1763 HK	中国同辐	15.1	4,830	14.6	(31.4)	10.0	14.5	11.3	9.9	8.3	14.3	14.2	19.0
6600 HK	赛生药业	9.8	6,704	64.6	13.2	6.7	6.3	7.3	6.7	7.3	-9.4	8.5	-7.3
1558 HK	东阳光药	7.7	6,767	5.1	(35.8)	9.2	7.8	10.6	9.1	5.5	200.7	15.6	65.4
950 HK	李氏大药厂	1.7	972	61.7	26.1	7.9	9.5	9.1	7.9	7.1	67.4	15.8	11.4
市值加权平均						14.3	20.8	18.2	14.0	13.7			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日

● 互联网医疗行业：医药电商政策风险边际降低

2023 配置策略&展望：政策靴子开始落地，关注盈利模式更清晰的医药电商龙头

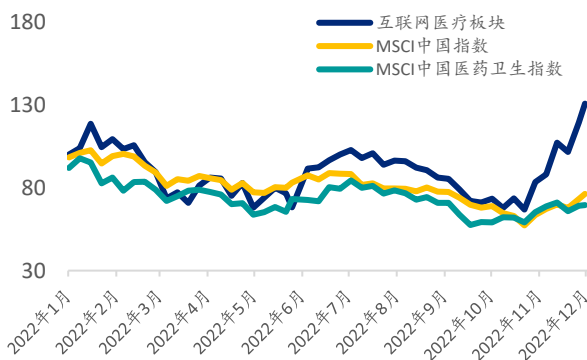
2023 年边际更乐观，关注医药电商：国家对于互联网医疗板块的监管仍在摸索阶段，因此我们维持政策变化仍是短期内最大不可控因素的观点。市场监管总局于 2022 年 9 月正式发布《药品网络销售监督管理办法》，并于 12 月 1 日起开始施行。《办法》基于“线上线下一致”的原则，对网售处方药分开展示、先方后药、确保处方真实性等方面提出了规定。此外，《药品管理法实施条例》于 2022 年 5 月公布修订草案征求意见稿，对第三方平台目前阿里健康等行业龙头也在积极参与意见反馈以及和监管机构的沟通。因此，我们认为对于医药电商，监管格局已大致成型、政策短期内继续收紧的风险较为可控。长期内，《“十四五”国民健康规划》、《“十四五”数字经济发展规划》等纲领性文件明确了互联网医疗对于医疗服务和数字经济的价值，明确了国家对于互联网医疗价值的持认可态度。我们依旧看好互联网医疗行业的长期成长潜力。

个股选择上，我们建议关注业绩相对稳健的医药电商龙头，背靠电商大平台的巨大流量入口，线上购药渗透率有望在疫情、老龄化和用户习惯改变中进一步提升，包括阿里健康（持有，目标价 HKD 4.3）和京东健康。

2022 年股价表现回顾

截至 2022 年 12 月 6 日，港股互联网医疗板块涨 31%，跑赢 MSCI 中国医药指数和 MSCI 中国指数。在网售处方药条例正式发布、政策预期落地后，10 月底阿里健康公布盈喜带动板块股价明显反弹。当前互联网医疗板块的前瞻市销率为 3.9x，较 2021 年 12 月（京东健康上市）以来历史均值高 2 个标准差。个股层面，行业龙头京东健康上涨 35%，阿里健康和平安好医生分别上涨 29%和 2%。

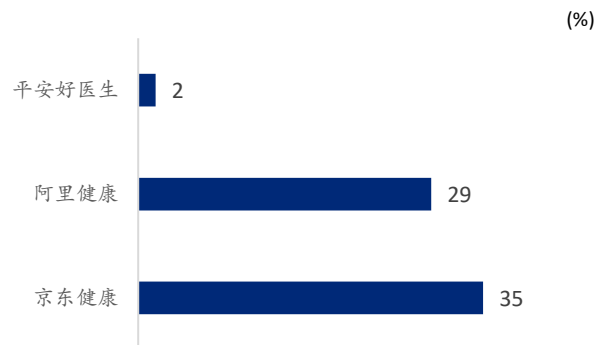
图表 76: 港股互联网医疗板块年初至今股价走势图



注：2022 年 1 月=100；股价截至 2022 年 12 月 6 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

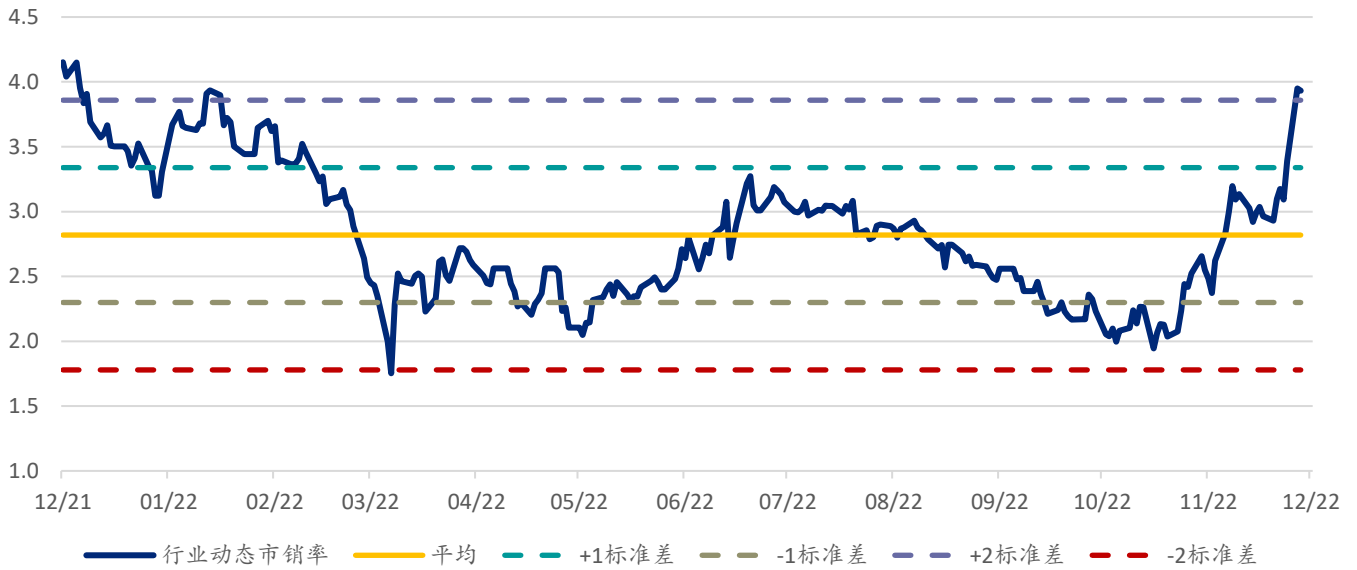
图表 77: 港股互联网医疗板块个股年初至今涨幅 (%)



注：股价截至 2022 年 12 月 6 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 78：港股互联网医疗行业 PS Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 79：港股互联网医疗企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期 市销率 (x)		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
						现值	3年均 值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
6618 HK	京东健康	82.8	263,138	49.6	34.7	4.2	5.7	5.6	4.1	3.1	41.6	34.6	31.4
241 HK	阿里健康	8.5	115,327	113.1	29.4	3.7	6.8	4.3	3.5	2.9	22.5	23.0	22.3
1833 HK	平安好医生	28.9	32,278	80.1	1.8	4.0	7.1	4.6	3.9	3.4	-8.2	17.2	16.1
市值加权平均						3.9	6.1	5.1	3.9	3.1			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 12 月 6 日

浦银国际医药行业覆盖公司

图表 80: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	76.7	买入	86.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	78.2	买入	97.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	47.0	买入	59.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	66.4	买入	67.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	53.1	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	8.5	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	28.9	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	13.4	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	47.0	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.2	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.8	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	154.3	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	115.8	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	118.2	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	28.4	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物★	31.2	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.3	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华★	11.4	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.4	买入	10.8	2022年7月27日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药★	21.9	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药★	13.2	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	45.9	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.0	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	21.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.5	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.5	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	6.15	2022年11月7日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗★	325.1	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	15.8	买入	23.8	2022年11月7日	ICL

注: ★为行业首推; 资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2022年12月6日港股收盘价。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼