

否极泰来，关注医药板块结构性机会

——2023年医药行业投资策略

证券研究报告 2022年12月

证券分析师: 马云涛

SAC执业资格证书编码: S0020522080001

联系人: 朱仕平

联系方式: 021-51097188

■ 医药板块估值处于历史低位，业绩受疫情影响较大

- 2010年至今，医药板块估值水平分别在2011年底和2018年底达到最低位，最低位为25倍左右，目前医药板块估值为25倍，再次处于近十年最低水平。从业绩角度来看，2022年受新冠疫情影响，医药板块业绩增速整体下降，预计2023年随着疫情的逐步缓解，业绩有望触底反弹。

■ 政策底已现，情绪有望逐步修复

- 近几年市场对医药政策普遍过度悲观，行业估值也受到较大影响。进入2022年，针对中药领域，国家频出支持政策；针对器械领域，医保局明确创新器械暂不纳入集采，同时，江西省牵头的生化试剂集采降价幅度温和，好于市场预期；针对仿制药领域，国家集采和区域集采稳步推进，降价幅度维持平稳，市场预期充分；针对种植牙服务领域，医保局明确了价格管控政策，也远好于市场预期。整体来看，医药行业政策底已现，情绪有望逐步修复。

■ 医药板块有望迎来戴维斯双击，重点看好四大赛道

- 医药板块处于“政策底+业绩底+估值底”，预计后续政策有望继续超预期，持续带动情绪修复，同时，随着疫情的逐步缓解，2023年医药行业经营向上趋势显著，业绩有望快速恢复，有望迎来戴维斯双击，我们重点看好中药、自主可控、医疗新基建和消费医疗四大赛道。

■ 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

- 近几年中药行业利好政策频频出台，中成药集采降价温和，中药配方颗粒结束试点等，共同带动行业快速发展。从企业层面来看，近几年很多中药企业开启改革，经营活力提升，业绩迎来拐点。建议重点关注国企改革+提价、中药创新和中药配方颗粒等领域。

■ 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

- 随着我国医疗器械企业的逐步突破，拥有高技术壁垒的医疗器械领域迎来进口替代加速的新机遇，且空间较大，竞争格局好，拥有技术优势的先发企业有望迎来高速发展。建议重点关注医学影像、质谱仪、内窥镜和基因测序仪等领域。

■ 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

- 2020年开始的疫情凸显我国在公共医疗卫生领域的短板，十四五规划进一步加大了在医疗领域的投入，我国医院建设进入高潮，新医院集中在2023年和2024年完工，带动近万亿市场。建议重点关注医疗净化领域和智慧药房领域。

■ 消费医疗：科学防控保民生，美好生活正复苏

- 进入2022年，随着新冠病毒传播能力的增强，疫情防控的趋严对消费医疗的影响也随之凸显。目前，我国针对疫情防控的政策逐步调整，随着疫情后续的逐步消除，医疗消费领域有望迎来反弹，建议关注角膜塑形镜、脱敏治疗、肠外营养和维生素AD滴剂等领域。

■ 风险提示

- 医药行业政策风险，产品降价风险，研发进度不及预期风险。

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展
2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速
3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场
4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

■ 2022年年初至今，医药板块指数最低位回调幅度达30%

- 2022年年初，受疫情影响以及板块估值水平较高等因素影响，医药板块整体回调程度较大，进入年中，随着疫情逐步好转，医药板块有所反弹，后续随着三季报业绩较差以及国内疫情形势再度紧迫，板块再次大幅回调，进入四季度业绩真空期，加之放开预期的共同带动，板块迎来反弹，跑赢沪深300指数。

图1：医药板块2022年年初至今行业回顾

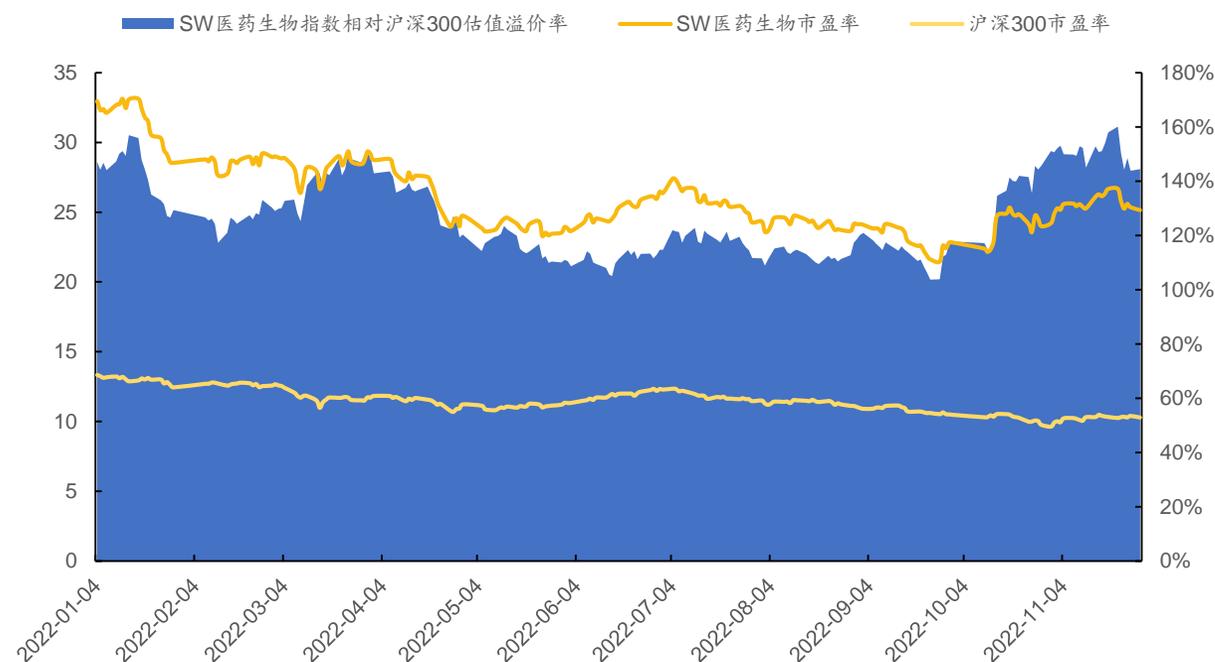


资料来源：Wind，国元证券研究所

■ 进入四季度，医药板块相对沪深300估值溢价率有所提升

- 2022年，医药板块估值水平持续下降，从年初最高的32倍最低下降到23倍，经过四季度的反弹后，目前估值水平为25倍，且四季度医药板块指数显著跑赢沪深300，估值溢价率也从底部的110%提升到目前的150%。

图2：SW医药生物市盈率与沪深300市盈率比较

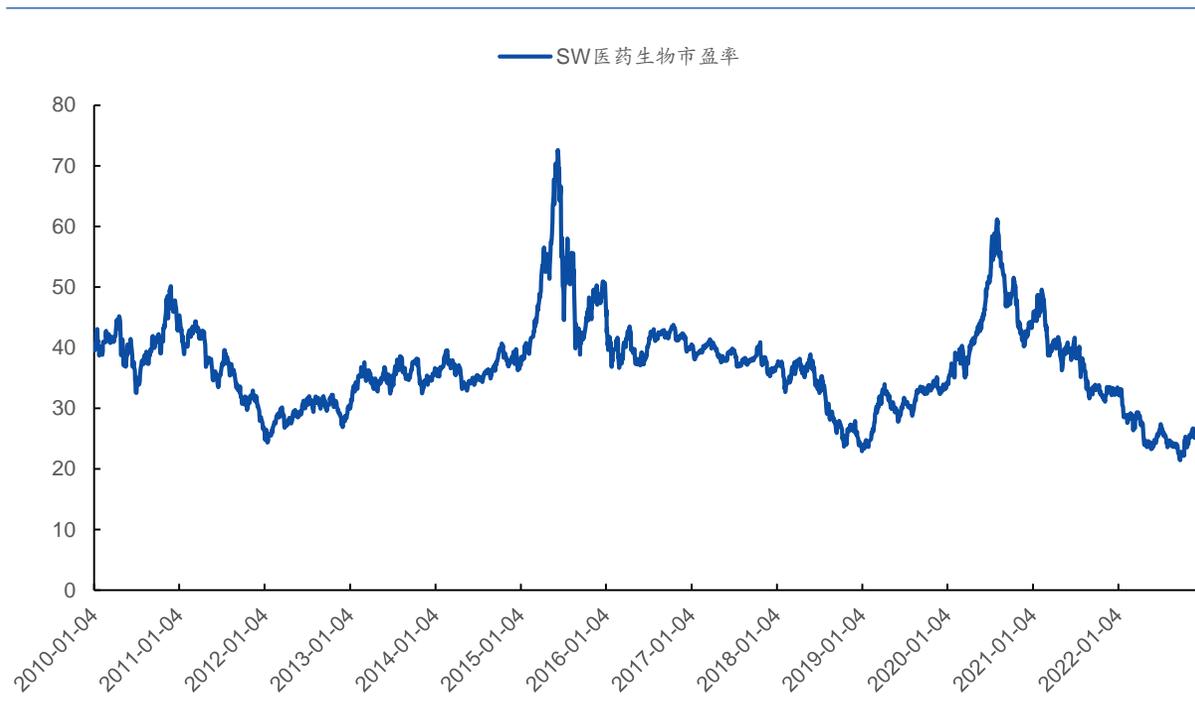


资料来源：Wind，国元证券研究所

■ 医药板块估值处于历史低位

- 2010年至今，医药板块估值水平分别在2011年底和2018年底达到最低位，最低位为25倍左右，目前医药板块估值为25倍，再次处于近十年最低水平。

图3：近十年SW医药生物市盈率

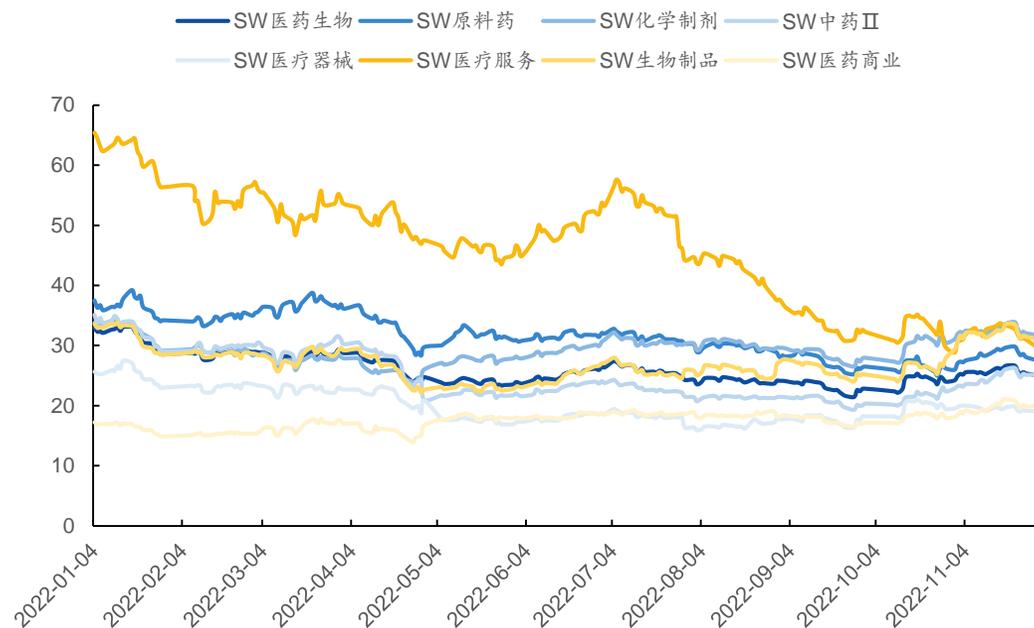


资料来源：Wind，国元证券研究所

■ 中药和医药商业板块走势表现靓丽

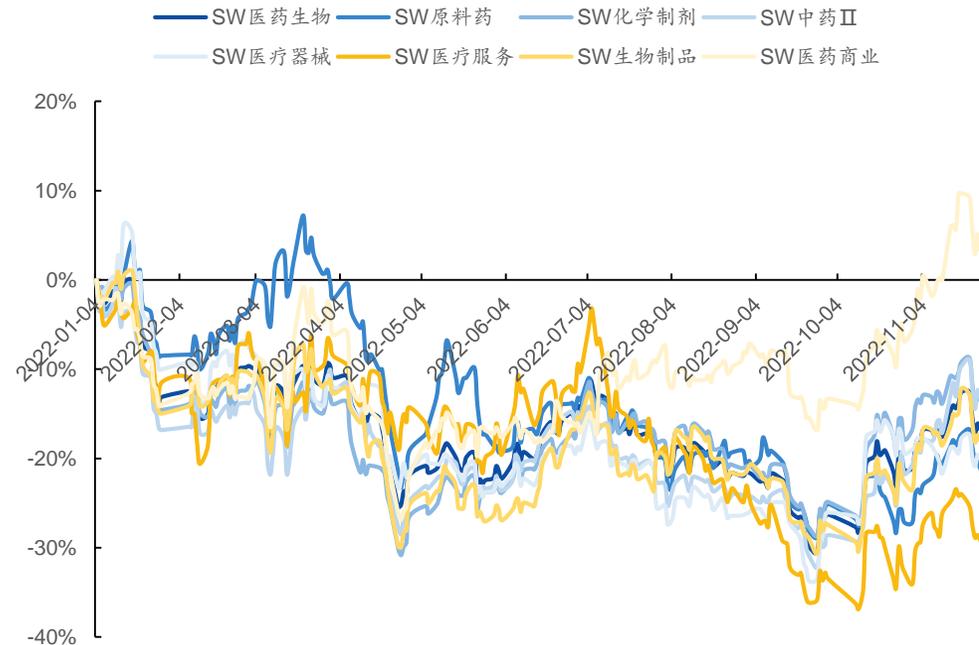
- 2022年中药行业估值水平有一定提升，前期估值水平较高的医疗服务行业估值大幅下降，此外，其他细分子行业估值水平也有一定程度回调。

图4：医药板块细分子行业估值情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图5：医药板块细分子行业年初至今涨跌幅



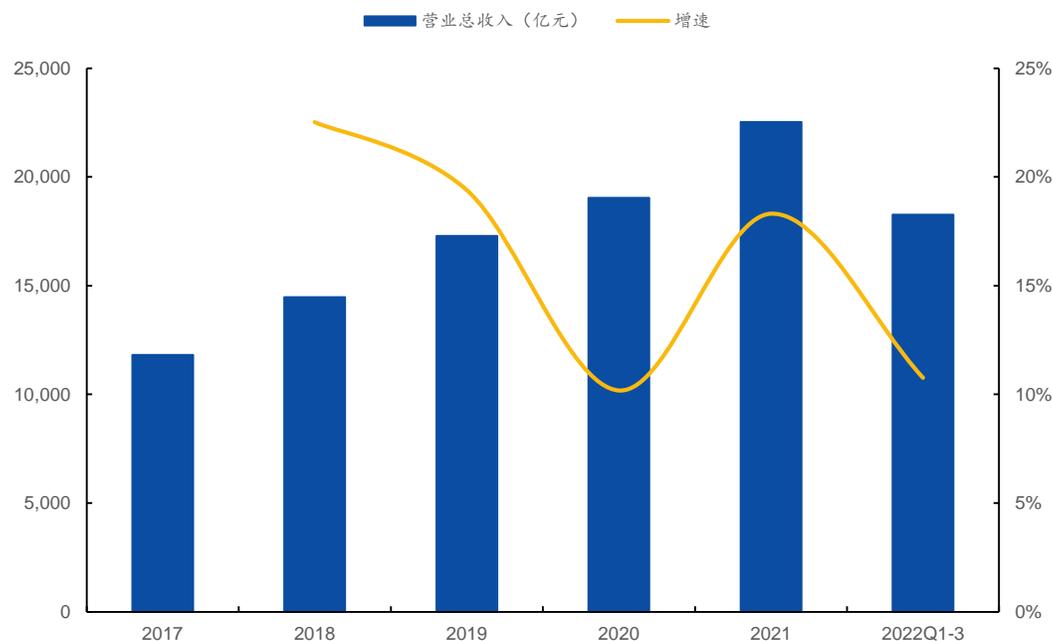
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 医药板块业绩受疫情影响较大

■ 医药板块业绩受疫情影响较大，利润增速显著放缓

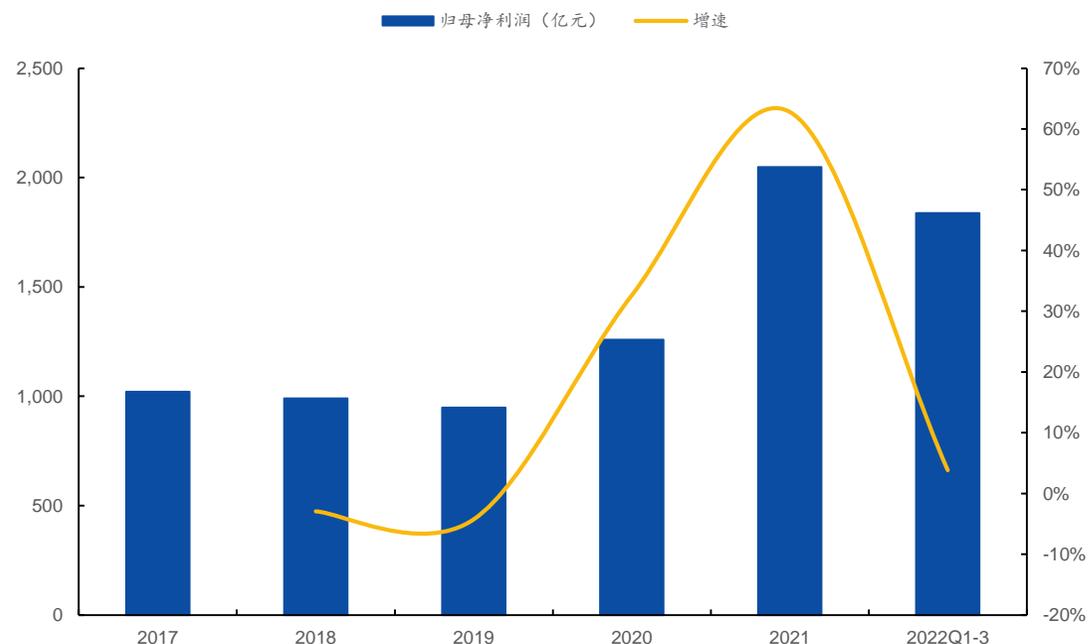
- 疫情开始后，医药板块业绩整体受疫情影响较大，进入2022年，随着针对奥密克戎防疫措施的持续升级，医药板块收入和利润增速显著放缓，2022Q1-3收入增速为10.77%，归母净利润增速为3.83%。

图6：医药板块营业收入增速及增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图7：医药板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

■ 创新医疗器械政策利好，进一步激发企业创新积极性

- 国家医保局针对创新耗材明确不予集采，进一步激发企业创新积极性。2022年9月3日，国家医疗保障局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》，集中带量采购重点将部分临床用量大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入集采范围，通过公开透明的竞争规则，促使价格回归合理水平，同时让企业获得明确的市场预期。在集中带量采购过程中，医疗机构根据历史使用量，结合临床使用情况和医疗技术进步确定采购量。由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式。

表1：同时符合下列四点的产品属于创新医疗器械

序号	详细说明
1	申请者在中国依法拥有申报产品核心技术的发明专利权，或者依法通过受让取得在中国发明专利权或其使用权；或者核心技术发明专利的申请已由国务院专利行政部门公开。
2	产品主要工作原理/作用机理为国内首创，产品性能或者安全性与同类产品比较有根本性改进，技术上处于国际领先水平。
3	该产品具有显著的临床应用价值。
4	已完成该产品的前期研究并具有基本定型产品，研究过程真实和受控，研究数据完整和可溯源。

资料来源：国家医疗保障局，国元证券研究所

■ 肝功能生化试剂集采降价温和，进一步利好IVD板块

- 肝功能生化试剂集采降价温和，进一步利好IVD板块。10月13日晚，由江西牵头的22省区肝功能生化试剂集采方案征求意见稿传出，1月14日晚江西联采办公告肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购正式方案，江西肝功能生化试剂联盟集采是IVD行业真正意义上的大范围带量采购，相对此前高值耗材集采更加温和，对后续ivd其他产品有很强的政策指引，考虑到化学发光、血球等产品技术壁垒更高，我们预计后续IVD集采压力要好于市场预期。

表2：22省区肝功能生化试剂集采方案要点

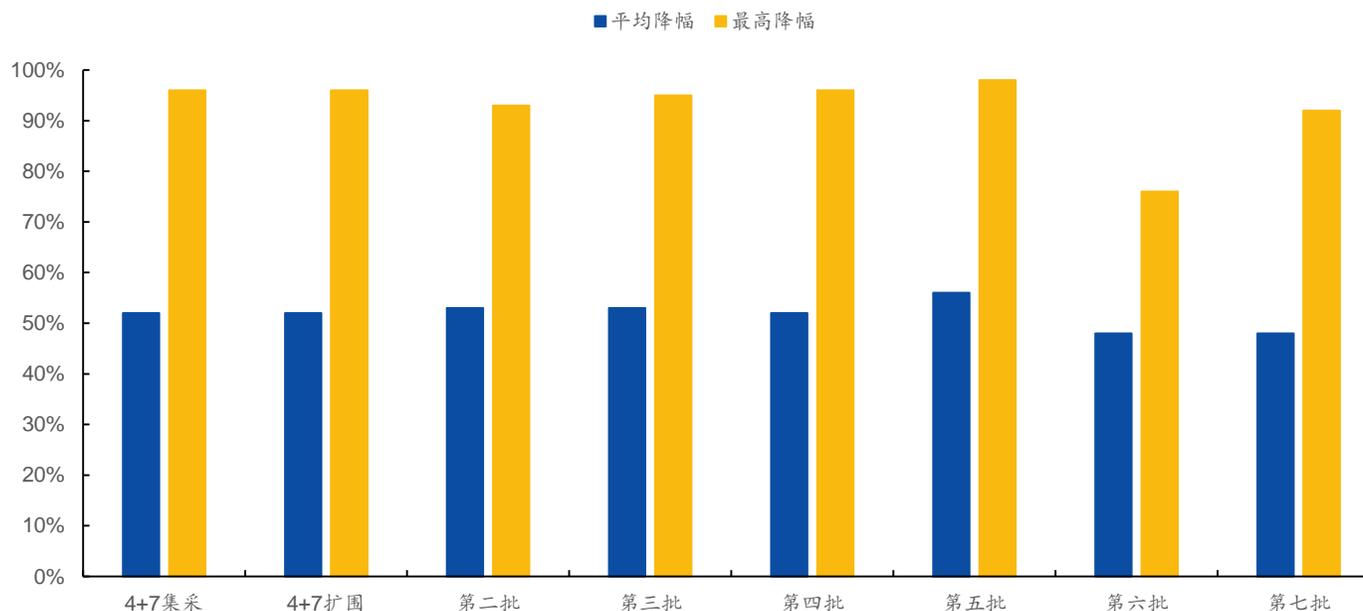
序号	详细说明
采购对象	26项肝功能生化诊断试剂，预计占生化试剂市场规模20%，全国体量约30亿（出厂口径），22省集采前约20亿；2) 意向采购量：对每家企业每项产品，以每盒的mL数为单位，医院报量产生意向采购量
分组规则	此次集采同一品种下根据注册证分为 mL 和测试两组，分别计算采购需求量，再分别分为 A、B 两个竞价组，承诺满足全联盟地区全部采购需求且全联盟意向采购量前70%或任一联盟省份意向采购量前70%的企业进入A组，其余进入B组。若A组企业不满10家，则B组按意向采购量顺序候补进入A组；若B组不满5家则全部纳入A组
中标规则	按产品申报价由低到高排名前60%的企业按规则一中标，获得70-100%的分配量；2) 参考脊柱国采，引入“复活机制”规则二，规则一未中选A组企业若申报价格不高于最高有效申报价的60%

资料来源：国家医疗保障局，国元证券研究所

■ 仿制药集采稳步推进，降价幅度基本平稳

- ▶ 经过几年时间的发展，国家集采已经从最初的探索阶段逐步进入了稳定阶段，降价幅度也已经基本平稳，针对此前已经到期的集采药品，各省也陆续开展续约工作。目前国家集采品种已经达到295个，预计到2025年，各省（自治区、直辖市）国家和省级药品集中带量采购品种达500个以上，我们预计未来几年国家集采和省级集采仍将持续稳步推进。

图8：历次集采降价幅度统计



资料来源：Wind，国元证券研究所

■ 种植牙集采方案正式稿落地，带动医疗服务板块修复

- ▶ 2019年以来，为解决种植牙收费不规范、费用负担重等问题，医保局等部门已出台多项整治措施。2022年9月初，医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》，明确口腔种植价格专项治理工作，提出三级公立医院单颗常规种植的医疗服务价格全流程调控目标为4500元。到民营医疗机构口腔种植牙等服务价格实行市场调节，对比本地区公立医疗机构，制定符合市场竞争规律和群众预期的合理价格，主动公示及时透明。整体看来，种植牙服务费降价好于预期，医疗服务市场情绪开始复苏，估值修复。

表3：口腔种植项目价格管理相关政策和事件进展

时间	详细说明
2019年12月	江苏省提出对种植服务价格管理
2021年11月	四川省拟开展口腔类高值耗材信息申报相关事项
2022年1月	宁波市医保局在全国率先推出种植牙医保限价支付政策
2022年3月	安徽省医保局拟探索种植牙集采
2022年8月	国家医保局提出进一步细化的推进种植牙价格调整的征求意见稿
2022年9月	医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》，明确口腔种植价格专项治理工作

资料来源：国家医疗保障局，各省医保局，四川省药械招标采购服务中心，江苏省药品医用耗材阳光采购网，国元证券研究所

■ 医药板块处于“政策底+业绩底+估值底”，重点看好四大赛道

➤ 医药板块处于“政策底+业绩底+估值底”，预计后续政策有望继续超预期，持续带动情绪修复，同时，随着疫情的逐步缓解，2022医药行业经营向上趋势显著，业绩有望快速恢复，迎来戴维斯双击，重点看好中药、自主可控、医疗新基建和消费医疗四大赛道。

■ 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

➤ 近几年中药行业利好政策频频出台，中成药集采降价温和，中药配方颗粒结束试点，共同带动行业快速发展。从企业层面来看，近几年很多中药企业开启改革，经营活力提升，业绩迎来拐点。建议重点关注国企改革+提价、中药创新和中药配方颗粒等领域。

■ 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

➤ 随着我国医疗器械企业的逐步突破，拥有高技术壁垒的医疗器械领域迎来进口替代加速的新机遇，且空间较大，竞争格局好，拥有技术优势的先发企业有望迎来高速发展。建议重点关注医学影像、质谱仪、内窥镜和基因测序仪等领域。

■ 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

➤ 2020年开始的疫情凸显我国在公共医疗卫生领域的短板，十四五规划进一步加大了在医疗领域的投入，我国医院建设进入高潮，新医院集中在2023年和2024年完工，带动近万亿市场。建议重点关注医疗净化领域和智慧药房领域。

■ 消费医疗：科学防控保民生，美好生活正复苏

➤ 2022年随着新冠病毒传播能力的增强，疫情防控的趋严对消费医疗的影响也随之凸显。目前，我国针对疫情防控的政策逐步调整，随着疫情后续的逐步消除，医疗消费领域有望迎来反弹，建议关注角膜塑形镜、脱敏治疗、肠外营养和维生素AD滴剂等领域。

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

■ 政策利好加速跑，守正创新谋发展

- 近几年，国家对中药行业政策支持力度持续加大，2022年，国家发布《“十四五”中医药发展规划》以及成立中药管理战略决策咨询专家委员会，进一步规范并完善中医药发展。从需求端来看，随着我国老龄化加深，心脑血管类等慢性疾病发生率提升，中医“治未病”效果有望持续凸显；从供给端来看，行业从上游种植开始逐步规范，中医药质量持续提升，另外，经过多年研发积累，我国中药创新药开始加速上市；此外，新冠肺炎疫情以来，中药在疫情防治救治做出了积极贡献，行业地位显著提升。

■ 关注中药三大领域

- **国企改革+提价领域：**2020年，我国很多中药企业开启改革之路，部分国企推出国企改革，部分民企引入国资等，企业经营活力显著提升，业绩迎来拐点。此外，部分中药价格相对较低，或者资源优势显著，均具备较大提价空间，加之企业管理改善，提价动力增强，提价有望持续为企业带来业绩增厚。
- **中药创新领域：**经过多年研发积累，我国中药创新药开始加速上市，且部分中药创新药与化药做头对头试验，进一步证实了中药的切实疗效，建议关注中药创新领域。
- **中药配方颗粒领域：**中药配方颗粒发展时间较长，2021年取消试点后，市场规模加速增长，目前中药配方颗粒市场竞争格局好，龙头市占率高，有望持续强者恒强局面。

■ 政策红利加码，中医药发展地位不断提升

- 以政策为基石，国家提升中医药发展战略地位。自2015年发布《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》、2016年《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》以来，国家将中医药发展提升至重要、乃至国家国民健康提升的战略地位。通过国家重视、制度健全、规范标准，坚持中西医并重、中西医结合，传承和弘扬中华优秀传统文化，扎实推进中医药事业持续健康发展。

表 4：近年有关中医药发展政策法规等发布

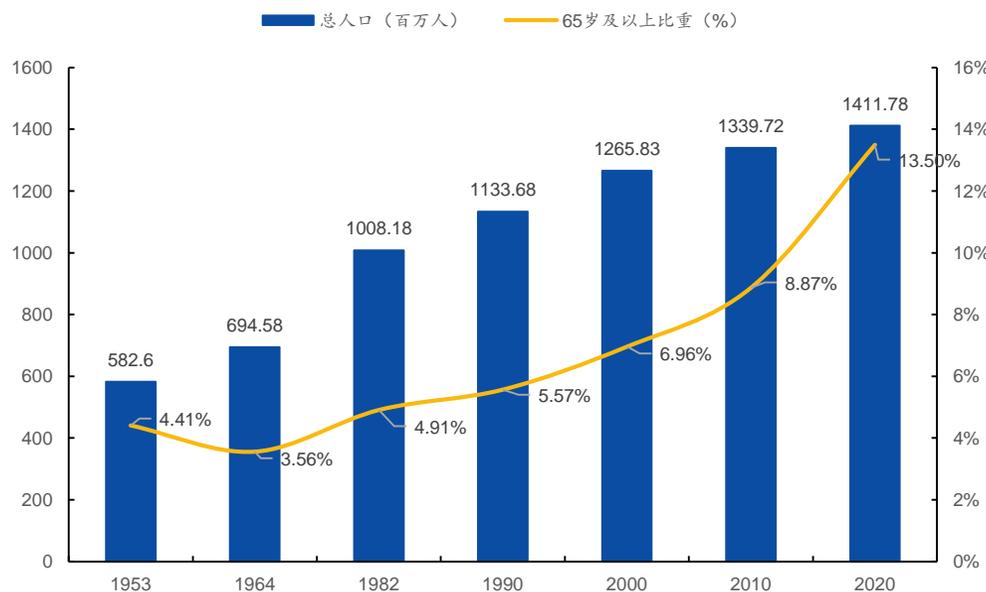
时间	政策/规范/规划	有关内容
2022年6月	成立中药管理战略决策专家咨询委员会	进一步构建完善符合中药特点的审评审批体系，保障和促进中药监管工作重大决策的科学性、权威性，依据《药品注册管理办法》有关规定，国家药监局决定成立中药管理战略决策专家咨询委员会。
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	彰显中医药在健康服务中的特色优势，提升疾病预防能力，实施中医药健康促进行动，推进中医治未病健康工程升级。
2021年9月	《“十四五”全民医疗保障规划》	优化医疗保障协同治理体系，探索符合中医药特点的医保支付方式，发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价；支持中医药传承创新发展，强化中医药在疾病预防治疗中的作用，推广中医治未病干预方案。
2021年6月	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	有条件的综合医院可以探索开展中医治未病服务，在全院推广中医治未病理念和方法，发挥好中医药“未病先防、既病防变、瘥后防复”的优势和作用。鼓励综合医院中医临床科室开展中医药文化建设，营造中医药文化氛围。
2021年3月	《2021年政府工作报告》	推进卫生健康体系建设。坚持预防为主，持续推进健康中国行动，坚持中西医并重，实施中医药振兴发展重大工程。
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》	第四十四章全面推进健康中国建设，坚持中西医并重和优势互补，大力发展中医药事业。健全中医药服务体系，发挥中医药在疾病预防、治疗、康复中的独特优势。加强古典医籍精华的梳理和挖掘，建设中医药科技支撑平台。
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	提高中药产业发展活力，优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理；增强中医药发展动力，保障落实政府投入，多方增加社会投入，加强融资渠道支持。
2020年6月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	第九条，国家大力发展中医药事业，坚持中西医并重、传承与创新相结合，发挥中医药在医疗卫生与健康事业中的独特作用；第六十六条，国家加强中药的保护与发展，充分体现中药的特色和优势，发挥其在预防、保健、医疗、康复中的作用
2019年10月	《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	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；大力推动中药质量提升和产业高质量发展；加强中医药人才队伍建设；促进中医药传承与开放创新发展；改革完善中医药管理体制机制。
2019年7月	《健康中国行动（2019—2030年）》	目标中医医院设置治未病科室比例分别达到90%和100%。普及健康知识，鼓励各主要媒体网站和商业网站开设健康科普栏目，了解掌握基本中医药健康知识。

资料来源：中国政府网，NMPA，国元证券研究所

■ 老龄化及慢病率提升，中医“治未病”符合市场需求

- 中国老龄化及慢性病发生率提升，中医“治未病”提升生活质量。根据全国第七次人口普查数据，中国65岁及以上人口比重超过13.5%，关注居民生活质量、关注基础健康是实现健康中国的重要工作之一。同时，恶性肿瘤、心脑血管疾病仍是危害人们生命的三大杀手，其中心脑血管死因构成比例合计超过45%，因此及早介入健康管理、控制慢性疾病发展、降低疾病死亡率，需要中医药发挥“治未病”功能，提升人们健康水平。

图9：第七次全国人口普查65岁及以上人口数量及比重



资料来源：中国统计年鉴2021，国元证券研究所

表5：部分地区城市&农村居民主要疾病死亡率排名及死因构成

城市居民			农村居民		
排名	疾病名称	死因构成比例	排名	疾病名称	死因构成比例
1	恶性肿瘤	25.43%	1	心脏病	24.47%
2	心脏病	24.56%	2	脑血管病	23.53%
3	脑血管病	21.30%	3	恶性肿瘤	23.11%
4	呼吸系统疾病	8.72%	4	呼吸系统疾病	9.09%
5	损伤和中毒外部原因	5.65%	5	损伤和中毒外部原因	7.27%
6	内分泌、营养和代谢疾病	3.59%	6	内分泌、营养和代谢疾病	2.71%
7	消化系统疾病	2.49%	7	消化系统疾病	2.18%
8	神经系统疾病	1.43%	8	神经系统疾病	1.33%
9	泌尿生殖系统疾病	1.05%	9	泌尿生殖系统疾病	1.05%
10	传染病(含呼吸道结核)	0.86%	10	传染病(含呼吸道结核)	0.94%

资料来源：中国统计年鉴2021，国元证券研究所

■ 行业供给要求再明确，中药原材料质量有保障

- 中药源头原材料加强管控，规范上游材料品质。国家药监局、农业农村部、国家林草局、国家中医药局联合关于发布《中药材生产质量管理规范》的公告（2022年第22号）（简称新版中药材GAP），该规范的公告利于强化上游药材供应、品质及成本。未来中药企业需要进一步打造高质量中药原材料生产基地，为生产并把控高质量产品做好源头保障。

表6：中药材生产企业质量控制“六统一”

“六统一”	内容
统一规划生产基地	一般应当选址于道地产区
统一供应种子种苗或其它繁殖材料	禁用人工选育的多倍体或单倍体、种间杂交、转基因品种等
统一化肥、农药等投入品管理	尽量减少或避免使用除草剂、杀虫剂和杀菌剂等化学农药；禁止使用剧毒、高毒、高残留农药
统一种植或者养殖技术规程	禁止使用壮根灵、膨大素等生长调节剂调节中药材收获器官生长
统一采收与产地加工技术规程	产地加工过程中品质受到严重影响的，原则上不得作为中药材销售
统一包装与贮存技术规程	禁止使用国家禁用的高毒性熏蒸剂

资料来源：国家药品监督管理局，国元证券研究所

表7：第一批新版GAP的重点培育单位

序号	企业名称	药材
1	上海市药材有限公司	西红花
2	云南白药集团中药资源有限公司	砂仁、重楼
3	陇西奇正药材有限公司	甘草、黄芪
4	格尔木亿林枸杞科技开发有限公司	枸杞
5	浙江寿仙谷医药股份有限公司	铁皮石斛、灵芝
6	云南信南山农业发展有限公司	重楼
7	甘肃九州天润中药产业有限公司	当归

资料来源：公司官网，国元证券研究所

■ 后疫情时代，中西医结合治疗新冠肺炎

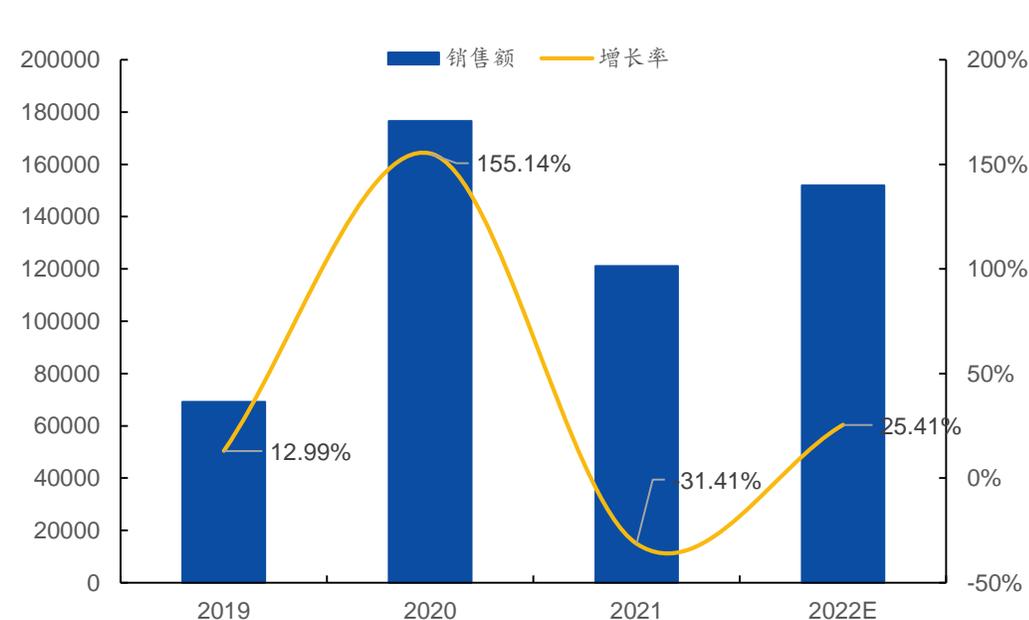
- 新冠疫情常态化管理，中西医并重协力治疗。中医药在新冠肺炎防治中发挥积极作用，连续九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》对中医药的疗法给予确认和指导，参与新冠肺炎患者医学观察期、临床治疗期和康复期的全程干预。

表8：新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）中医诊疗指导

阶段	适用症/临床表现	推荐中成药
医学观察期	乏力伴肠胃不适	藿香正气胶囊（丸、水、口服液）
	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）
临床治疗期	轻型、普通型、重型患者	清肺排毒颗粒
	轻型	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）
	普通型	宣肺败毒颗粒、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）
	重型	化湿败毒颗粒、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
	危重型	处方+送服苏合香丸或安宫牛黄丸，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、参脉注射液
儿童中药治疗	参照成人治疗方案，选择儿童适用中成药辨证使用	

资料来源：国家卫健委，智研咨询，国元证券研究所

图10：2022E中国城市实体药店中成药连花清瘟销售趋势（单位：万元）



资料来源：米内网，国元证券研究所

■ 国企改革添活力，产品提价增利润

- 中药企业纷纷混改落地。如康恩贝、广誉远完成实际控制人变更，在股东结构上为公司管理带来新活力、新气象；混合所有制治理方案进一步落地，优化公司战略方针，助力公司快速发展；关注人才可持续发展战略，推动股权激励、员工持股计划，以人为本，激发员工工作积极性。

表9：部分中药企业近年混改落地举措

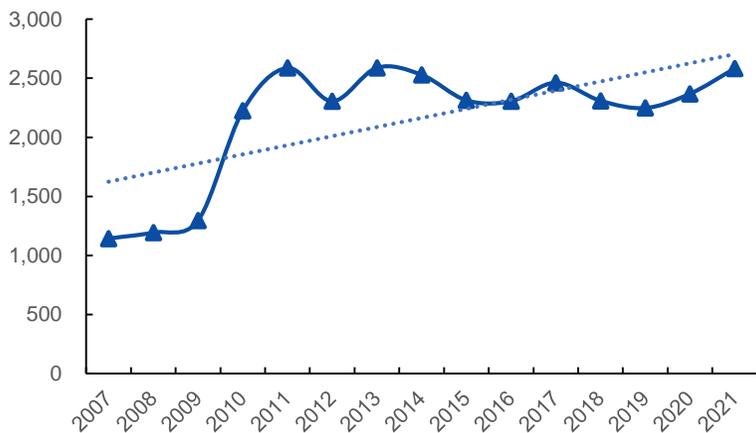
公司	时间	举措
华润三九	2022年5月	实施股票激励计划
康恩贝	2018年10月	实施股票激励计划
	2020年5月	公司实际控制人变更为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
	2021年7月	康恩贝混改方案，作为浙江省国资系统第一个混合所有制改革方案，正式获批
	2022年11月	实施股票激励计划
广誉远	2021年	公司实际控制人变更为山西省人民政府国有资产监督管理委员会
云南白药	2018年	深化混合所有制改革，反向吸收合并控股股东白药控股
	2020年	股权激励方案
	2019年&2021年	员工持股计划
千金药业	2021年11月	实施股票激励计划

资料来源：iFind，国元证券研究所

■ 国企改革添活力，产品提价增利润

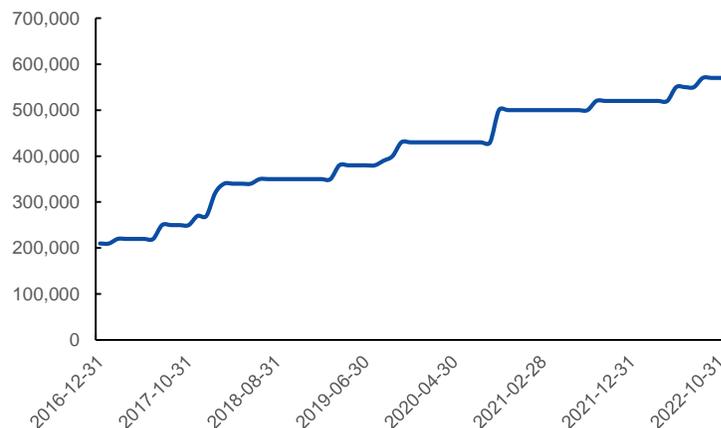
➤ 中药原材料涨价趋势明显，尤其高端中成药涨价大势所趋。2021年中药材综合200市场价格指数同比增长4.7%，近三年中药材价格呈上升趋势。由于中成药原材料涨价快速，如安宫牛黄丸中的天然牛黄、麝香的供应不足使得成品涨价。公司广誉远于2022年零售价提价两次用于应对原材料涨价。根据财联社消息，九芝堂于2022年1月1日起正式上调了包括安宫牛黄丸、六味地黄丸、逍遥丸等在内的21个品规中成药的供货价格或建议零售价格，调价幅度在6%-30%不等。其中，占公司OTC板块营收比例最大的六味地黄丸涨价10%。

图11：中药材综合200市场价格指数



资料来源：iFind，国元证券研究所

图12：天然牛黄市场价格 (单位：元/千克)



资料来源：iFind，国元证券研究所

表10：近年部分产品零售价提价情况

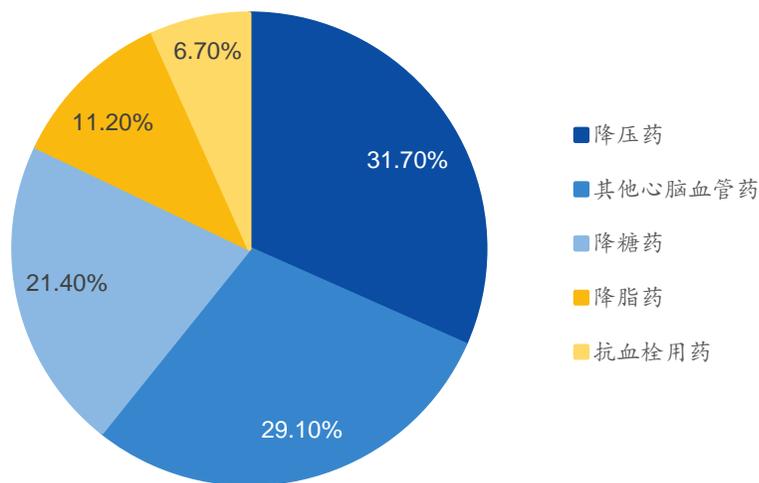
提价时间	公司名称	产品	提价后价格	较上一次涨幅
2022年1月	广誉远	安宫牛黄丸 (双天然普通装)	880元/丸	—
2022年4月	广誉远	安宫牛黄丸 (精品系列、铁盒装)	980元/丸	14%
2022年4月	广誉远	安宫牛黄丸 (精品系列、木盒装)	1680元/丸	—
2021年12月	北京同仁堂	安宫牛黄丸	860元/丸 (盒)	10%
2020年1月	片仔癀	片仔癀锭剂	590元/粒	11%

资料来源：iFind，上证E互动，财联社，片仔癀公司公告，国元证券研究所

■ 慢病中药市场份额增长，心脑血管中成药占据消费者心智。

➤ 慢病中成药消费市场竞争力突出。根据米内网研究显示，2021年中国城市实体药店终端慢病药市场降压药的销售份额为31.7%，高居第一；其他心脑血管药（29.1%）、降糖药（21.4%）、降脂药（11.2%）以及抗血栓用药（6.7%）分列其后。其他心脑血管市场份额品牌前10中，9家为中成药，中成药“安宫牛黄丸”合计市场份额19.4%，该产品在心脑血管零售市场渗透力可见一斑。

图13：2021年中国城市实体药店终端慢病药市场占比



资料来源：米内网，国元证券研究所

表11：2021年中国城市实体药店终端其他心脑血管用药TOP10品牌市场份额

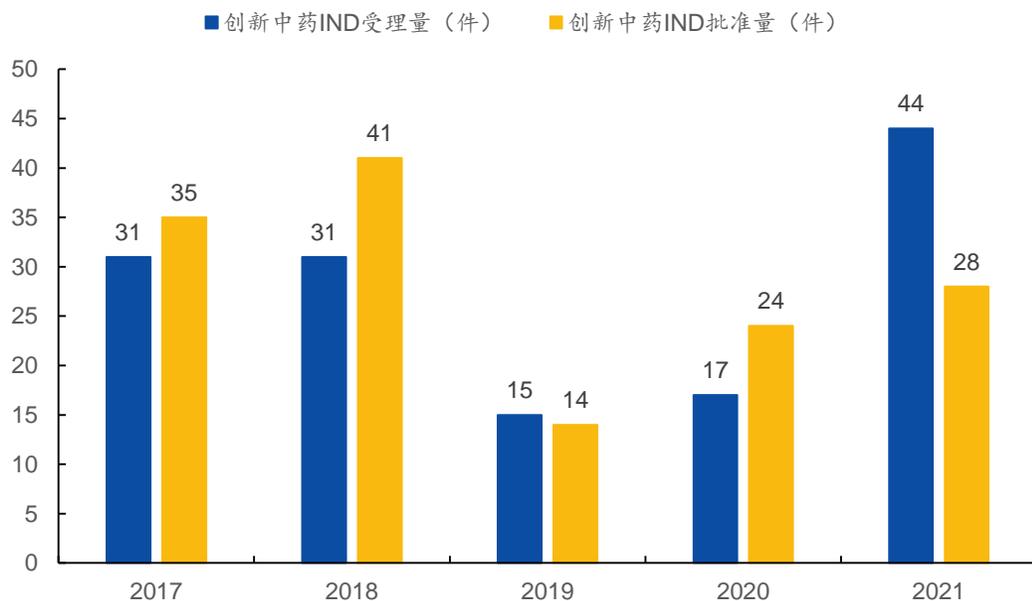
排名	产品名称	企业名称	市场份额
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂	15.6%
2	复方丹参滴丸	天士力	4.20%
3	脑心通胶囊	步长制药	3.10%
4	速效救心丸	中新药业	2.50%
5	复方丹参片	白云山和记黄埔	2.30%
6	安宫牛黄丸	山西广誉远	2.00%
7	丁苯酞软胶囊	石药恩必普	1.80%
8	安宫牛黄丸	南京同仁堂	1.80%
9	稳心颗粒	步长制药	1.80%
10	银杏叶提取物片	德国威玛舒培博士	1.80%

资料来源：米内网，国元证券研究所

■ 中药注册政策优化，助力创新中药加速发展

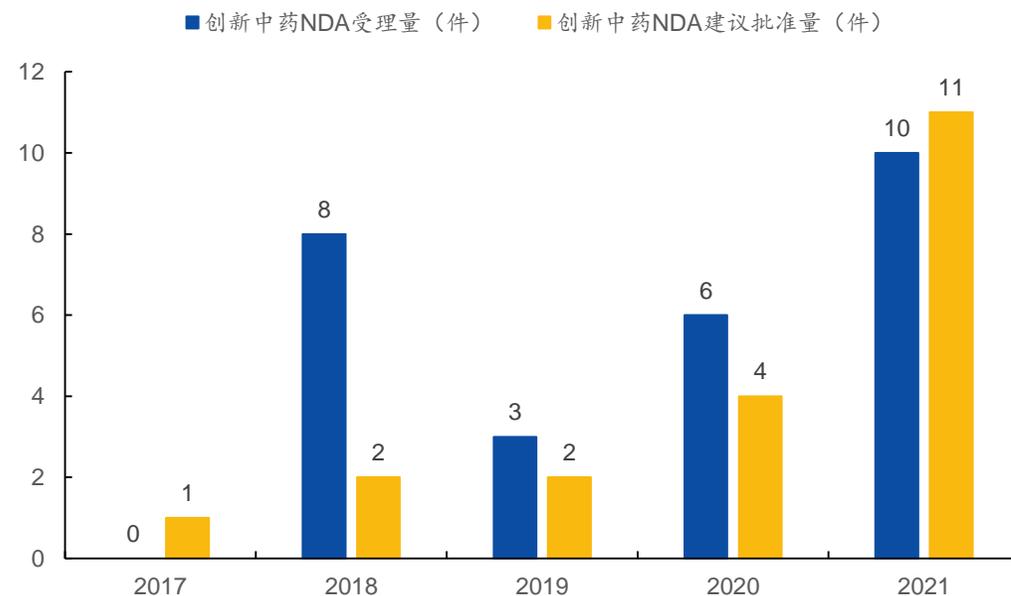
- 中药注册管理深度优化，全力推进创新中药发展。中药注册管理2022年11月11日，国家药监局再次公开征求《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》，意见稿中从推动中药产业高质量发展出发，在建立适合中药的简化审批流程，明确可减免相应申报资料的情形，引入真实世界研究作为中药人用经验等方面做进一步规范，助力中药发展。2021年创新中药IND受理量及批准量同比增长158.8%/16.7%；创新中药NDA受理量及建议批准量同比增长66.7%/175.0%。创新中药评审量呈大幅度增长态势。

图14：2017-2021年创新中药IND受理量及批准量（件）



资料来源：NMPA，国元证券研究所

图15：2017-2021年创新中药NDA受理量及建议批准量（件）



资料来源：NMPA，国元证券研究所

■ 药企加大研发投入，成果逐渐转化

- 中药创新药任重道远，研发成果逐步转化。2021年研发费用超2亿元共11家企业，其中超5亿元五家，分别是白云山、以岭药业、天士力、华润三九和济川药业。白云山2021年研发费用以8.75亿元排名第一，同比增长42.94%，全力促进创新能力提升。2021年以岭药业、康缘药业、天士力、健民药业皆有创新药获批上市，其中以岭药业有两款创新药获批。

表12：2021年研发费用额TOP15企业（单位：亿元）

序号	企业名称	2021年	2022年Q1-Q3
1	白云山	8.75	6.64
2	以岭药业	7.92	5.52
3	天士力	5.8	5.91
4	华润三九	5.6	3.53
5	济川药业	5.23	2.53
6	康缘药业	4.99	4.37
7	步长制药	4.09	2.36
8	云南白药	3.31	2.08
9	红日药业	2.03	1.76
10	桂林三金	2.02	1.27
11	片仔癀	2	1.43
12	中恒集团	1.98	0.99
13	康恩贝	1.97	1.43
14	同仁堂	1.76	1.12
15	达仁堂	1.61	0.92

资料来源：iFind，国元证券研究所

表13：2021年通过审批中药创新药

序号	药品名称	注册类型	生产单位
1	益气通窍丸	1.1类中药创新药	天圣制药集团
2	益肾养心安神片	1.1类中药创新药	石家庄以岭药业股份有限公司
3	银翘清热片	1.1类中药创新药	江苏康缘药业股份有限公司
4	玄七健骨片	1.1类中药创新药	湖南方盛制药股份有限公司
5	芪蛭益肾胶囊	1.1类中药创新药	山东凤凰制药股份有限公司
6	坤心宁颗粒	1.1类中药创新药	天士力医药集团股份有限公司
7	虎贞清风胶囊	1.1类中药创新药	一力制药股份有限公司
8	解郁除烦胶囊	1.1类中药创新药	石家庄以岭药业股份有限公司
9	七蕊胃舒胶囊	1.1类中药创新药	健民药业集团股份有限公司
10	淫羊藿素软胶囊	1.2类中药创新药	北京康而福药业有限责任公司

资料来源：NMPA，药智网，国元证券研究所

表14：2021年研发费用TOP15企业2022年在审品种

企业名称	药品名称	注册分类	承办日期
以岭药业	藿夏感冒颗粒	1.1	2022年11月
以岭药业	养正消积胶囊	2.3	2022年9月
以岭药业	芪黄名目胶囊	1.1	2022年9月
天士力	芪参益气滴丸	2.3	2022年9月

资料来源：CDE，国元证券研究所

政策持续规范，支付继续减负，配方颗粒成长快

- 政策端规范推动发展，支付端助力减负。《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》明确指出，中药饮片品种已纳入医保支付范围的，各省级医保部门可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素，经专家评审后将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入支付范围，并参照乙类管理。随着国家政策出台，各省市纷纷制定相关政策，推动中药配方颗粒开展阳光采购、纳入医保支付等。

表15：2021-2022中药配方颗粒相关政策

日期	单位部门	政策/公告名称	相关内容
2022年8月	国家医疗保障局	关于医保中药配方颗粒统一编码规则和方法的通知	统一医保信息业务编码标准，形成“通用语言”
2022年7月	国家医保局 财政部 国家税务总局	关于做好2022年城乡居民基本医疗保障工作的通知	加强医保药品目录管理，规范民族药、医疗机构制剂、中药饮片和中药配方颗粒准入管理。
2021年12月	国家医保局 人力资源社会保障部	国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2021年)	规范民族药、医疗机构制剂、中药饮片和中药配方颗粒的管理
2021年10月	国家药监局	批准颁布第二批中药配方颗粒国家药品标准	中药配方颗粒标准制定
2021年10月	国家药监局综合司	关于中药配方颗粒备案工作有关事项的通知	规范中药配方颗粒的品种备案管理
2021年4月	国家药监局	批准颁布第一批中药配方颗粒国家药品标准	中药配方颗粒标准制定
2021年2月	国家药监局 国家中医药局 国家卫生健康委 国家医保局	关于结束中药配方颗粒试点工作的公告	规范中药配方颗粒生产、管理与销售

资料来源：NMPA,国元证券研究所

表16：各省市医保端有关配方颗粒政策

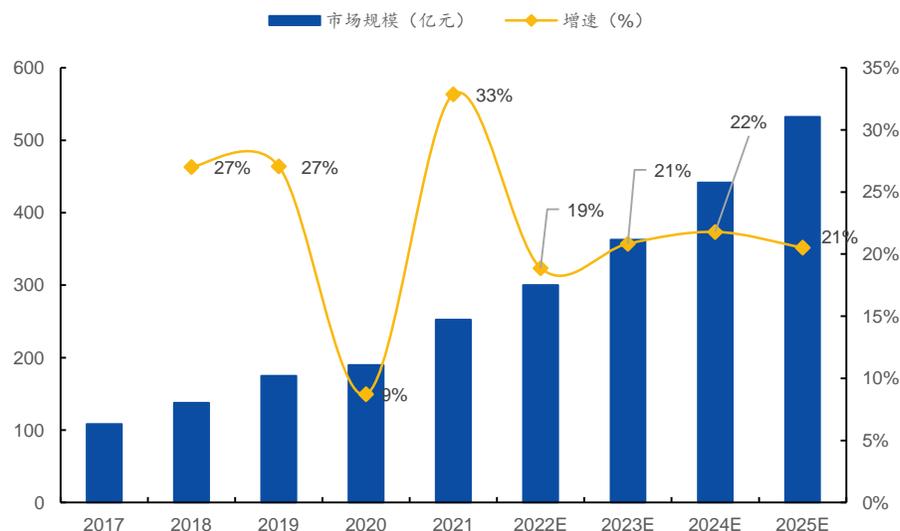
时间	省市	相关内容
2022年11月	四川省	探索将公立医疗机构采购的中药配方颗粒纳入省药械集中采购及医药价格监管平台挂网交易，促进交易公开透明；中药配方颗粒按照“乙类药品”管理
2022年10月	山东省	对符合条件的中药配方颗粒实行全国最低价挂网，并联动全国降价情况动态调整。明确要求公立医疗机构通过省级药品集中采购平台开展网上采购，鼓励民营医疗机构网上交易
2022年5月	江苏省	医疗机构中药制剂、中药配方颗粒按乙类支付
2022年3月	安徽省	将巴戟天等343个中药配方颗粒正式纳入省医疗保险支付范围
2022年3月	福建省	支付标准：按照销售价格的70%纳入医保支付；限定支付范围：参照执行对应中药饮片的限定支付范围规定
2022年2月	北京市	自2022年2月26日起，北京市所有公立医疗机构（含军队医疗机构）、医保定点医疗机构临床使用的全部中药饮片和中药配方颗粒，实行阳光挂网采购
2021年11月	新疆维吾尔自治区	基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录中药配方颗粒、医疗机构制剂调整时，严格按照《新疆维吾尔自治区基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录、诊疗项目目录、医疗服务设施项目目录调整工作流程》要求开展工作
2021年10月	云南省	中药饮片品种已纳入医保支付范围的，省医保局可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格因素，经专家审核后将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入医保支付范围。

资料来源：各省市医保官网，国元证券研究所

政策持续规范，支付继续减负，配方颗粒成长快

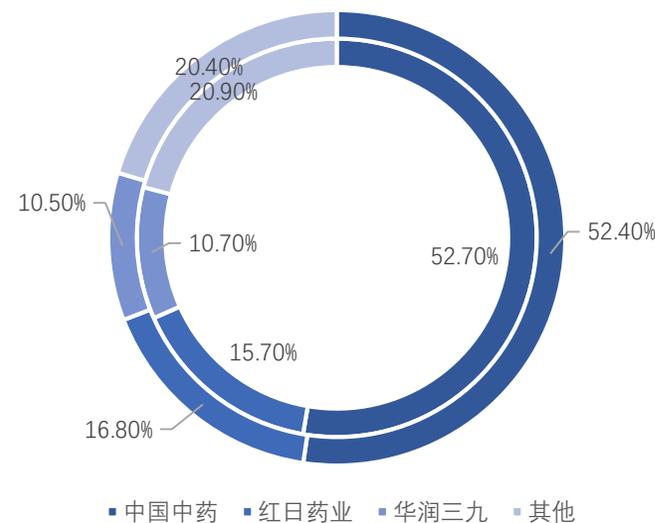
- **中药颗粒市场规范经营，市场规模稳步增长。**根据华经产业研究院数据，2021年我国中药配方颗粒市场规模达到252.45亿元，同比增长32.87%。随着中药配方颗粒销售范围由二级及其以上中医院向所有符合相关中医执业资质的医疗机构扩容，市场有望迎来数倍增长空间。预计2025年市场规模将达到532.18亿元。2021年中药配方颗粒市场份额中国中药、红日药业、华润三九占据79.7%，头部效应明显。

图16：2017-2025年中药配方颗粒市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

图17：2020-2021年中药配方颗粒市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

■ 医疗器械自主创新，进口取代持续加速

- 科技是国家强盛之基，创新是民族进步之魂。《科技日报》列举了制约中国工业发展的35项“卡脖子”技术，严重制约我国多个领域基础研究和工业应用，因此我国陆续制定多项政策支持自主技术创新，明确加强基础研究支持力度，加大对人工智能、重点基础材料、重大科学仪器设备等重大领域关键核心技术中的重大科学问题的长期支持。随着我国技术的不断进步，拥有高技术壁垒的医疗器械领域迎来进口替代加速的新机遇，建议重点关注医学影像、质谱仪、内窥镜和基因测序仪等领域。

■ 关注自主可控四大领域

- **医学影像领域：**医学影像设备是医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场。我国高端医学影像设备市场过去一直被GE医疗、西门子医疗和飞利浦医疗等外资企业垄断，在高端PET/CT、MR和CT等产品市场，进口品牌曾占据90%以上的市场份额。近年来伴随国产医疗设备整体研发水平的进步，产品核心技术被逐步攻克、产品品质与口碑崛起，国产品牌的进口替代趋势愈发明显。
- **质谱仪领域：**国产质谱仪在环保检测领域拥有较强的竞争优势和广泛的应用，但在如三重四级杆等高技术壁垒的高端质谱仪量产方面，我国企业才刚刚起步；另外，基础科研用质谱仪市场几乎由外资把持；临床质谱应用占比不足1%，较美国15%提升空间巨大。
- **内窥镜领域：**随着外科手术微创化、可视化和智能化，以及治疗的精准化，国家政策的支持和居民健康需求的增加，伴随国内技术水平的不断升级，内窥镜行业迎来高速发展和进口替代加速期。
- **基因测序仪器领域：**基因测序技术逐渐成熟、广泛的应用前景不断拓展，市场呈现快速扩大趋势，中国在基因测序领域的技术处于全球第一梯队，成长空间广阔。

■ 自主科技创新是中国自立自强的可靠保障

- 美国将持续通过技术管制遏制中国发展。美国奉行对华“战略竞争”的路线已经确立，这既是特朗普执政遗产，也是美国两党共识。美国将技术竞争置于对华竞争的前沿，旨在确保美在攸关未来的基础科技方面拥有超出中国的绝对优势，因此拜登短期不会放松针对中国高科技公司的出口管制；同时美商务部工业和安全局不断扩大禁止美国科技企业与其开展贸易的“实体清单”，从2018年开始已经进行10余轮，被制裁中国企业数量约200家，存在泛化国家安全和滥用出口管制条例的倾向。未来美国可能会继续制裁其他中国高科技企业。

表17：中美事件

时间	事件
2018年3月22日-2021年12月22日	美国商务部工业和安全局已经共计将611家公司、机构以及个人列入到其“实体清单”实施制裁，其中不乏大量中国知名国企，涉及包含生物技术、人工智能和机器学习技术在内的14大类新兴技术。
2018年4月5日	美国总统特朗普要求美国贸易代表办公室依据“301调查”，额外对1000亿美元中国进口商品加征关税
2018年4月16日	美国商务部发布公告称，美国政府在未来7年内禁止中兴通讯向美国企业购买敏感产品
2018年8月	特朗普政府通过修改《出口管制法》扩大商务部权限，为人工智能、量子计算等14个领域产品及技术的出口、再出口或转让建立管制制度，尤其对纳入“实体清单”中的100多个中国企业、机构施以最严格的审查，禁止美国科技公司与其在敏感技术领域开展贸易合作
2022年3月-2022年5月	根据《外国公司问责法》，SEC共计前后共计将6批128家中概股公司列入有退市风险的清单，“预摘牌”公司数超过在美中概股数一半。
2022年8月9日	拜登政府正式签署《2022年芯片与科学法》。该法案要求任何接受美国政府资金的芯片企业必须在美国本土制造他们研发的技术，也就是说企业如果想要在美国之外的地方进行产能扩张，将会受到限制
2022年9月	2022年9月12日，拜登正式签署行政命令启动《国家生物技术和生物制造计划》。9月15日，在生物技术在内的高科技行业，美国政府要求CFIUS对外国投资加强国家安全风险筛查，尤其是来自“竞争或敌对国家”的资金；纳斯达克上市公司F-Star表示，中国生物制药对其的收购未在审查期内获得美国外国投资委员会（CFIUS）通过；9月19日，凯莱英宣布由于美国方面的监管原因，收购美国企业Snapdragon的计划终止
截至2022年10月13日	被列入过UVL的中国实体的数量已达到137例（含截止目前已被移除的主体在内），从行业类别来看，主要集中在光电技术、计算机和软件信息、半导体、汽车、生物医药、激光、机械设备等高新技术领域及行业
2022年10月	美国先后发布了2022国家安全战略报告和解密版的2022国防战略报告，这两份报告都空前地针对中国。美国过去的国防战略是“中俄并重”，而最新战略认为中国是更大的威胁。美国最新版的国防战略报告全文48页，中国的名字出现了六十多次，其中负面描述四十多次，已经把中国定位为最大的敌人

资料来源：公众号国际合规实务，中国政府网，《美中科技“脱钩”对中国高新技术产品出口的影响》——聂世坤、周海云，人大重阳，通信世界网，经济观察报，《美国出口管制新政下□未经核实清单（UVL）对企业的影响及应对》——刘新宇、胡梅、郭欢，《美公布国家安全战略，提到中国60多次，但仍保留基本的底线和互信》——张家栋，中美学者智库，国元证券研究所

■ 自主科技创新是中国自立自强的可靠保障

- 制约中国工业发展的“卡脖子”技术亟待突破。《科技日报》列举了制约中国工业发展的35项“卡脖子”技术，严重制约企业的发展，例如在信息、生物、航天航空、高端装备和新能源汽车等战略性新兴产业领域，中国主要存在600余项关键核心技术短板；其中近400项核心技术短板对外完全依赖（国产化率小于 20%），近200项对外严重依赖（国产化率 20% ~ 40%）；又如上海生物医药领域的高技术企业普遍反映，在生命科学研究、临床诊断及医学研究领域，特别是高端医疗器械领域，包括高性能芯片、传感器、环氧树脂、高性能陶瓷材料、高性能焊接材料、无氧铜材料、铍箔、闪烁晶体等在内的关键原材料严重依赖进口，国内相关产品在性能、可靠性等方面差距明显。

表18：科技日报亟待攻克的核心技术中与医疗相关的技术

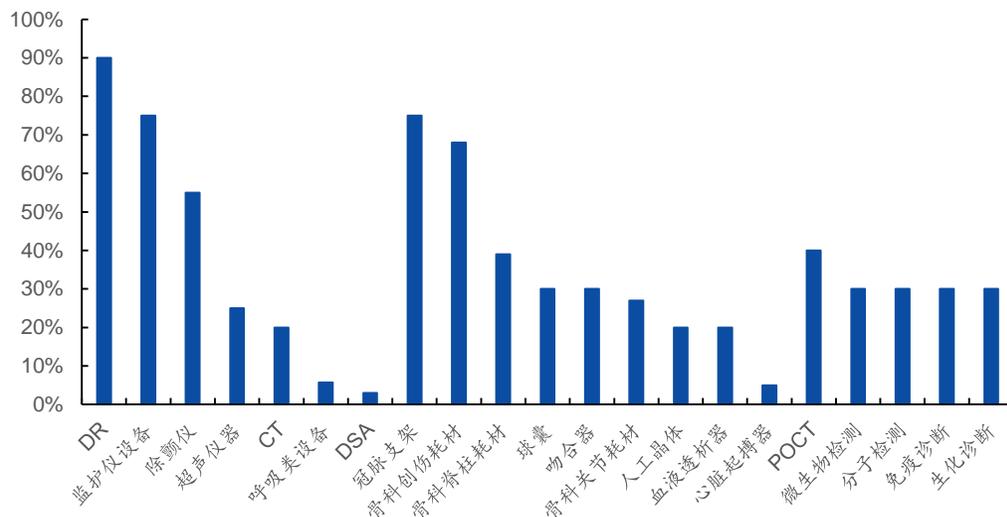
序号	技术	优势国家
1	iCLIP技术	
2	核心工业软件	美国、德国等
3	机器人核心算法	日本、瑞士、德国等
4	透射式电镜	日本、美国等
5	微球	日本等
6	医学影像设备元器件	美国、德国、荷兰等
7	扫描电镜	美国、日本、德国、捷克等
8	芯片	美国等
9	环氧树脂	日本、美国等

资料来源：科技日报，科塔学术，国元证券研究所

■ 自主科技创新是中国自立自强的可靠保障

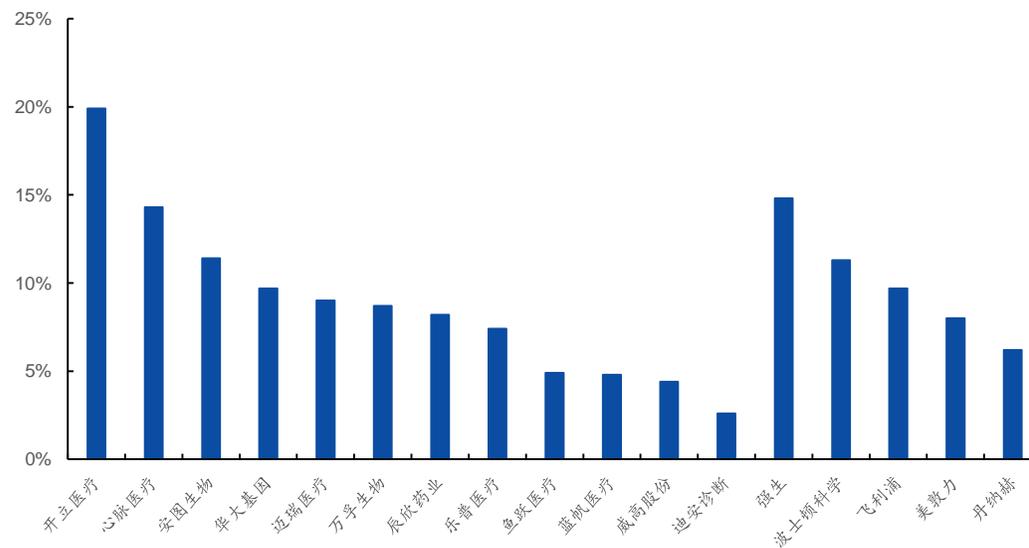
- ▶ 高端医疗器械国产化率低、市场价值大，内资企业研发正加大投入以追赶。以医疗器械领域举例，国内医疗器械约有1/3品类国产替代率不足50%，国内多数高端器械依赖进口，但国产替代率比较低的大部分品类进口产品售价较高，2015-2020年相关进口产品销售额占医疗器械市场整体约1/3。从研发投入上看，全球头部医疗器械企业近3年平均研发投入占比在10%左右，其中巨头强生、波士顿科学每年研发费用率均在10%以上；而国内医疗器械代表企业近三年平均研发费用率仅8.8%，但近几年国内代表医疗器械企业研发投入都维持20%左右的增长，正在加大创新、加速追赶。

图18：医疗器械主要领域国产化率情况（%）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图19：2018-2020年医疗器械企业平均研发费用率（%）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

■ 自主科技创新是中国自立自强的可靠保障

- ▶ 我国创新支持政策频发，力求自力更生、自主可控。我国制定多项政策支持自主技术创新，明确加强基础研究支持力度，加大对以国家重大战略为导向的基础研究活动的支持，人工智能、重点基础材料、重大科学仪器设备等重大领域关键核心技术中的重大科学问题给予长期支持。

表19：2017-2021年国家政策支持自主可控技术创新（摘取部分）

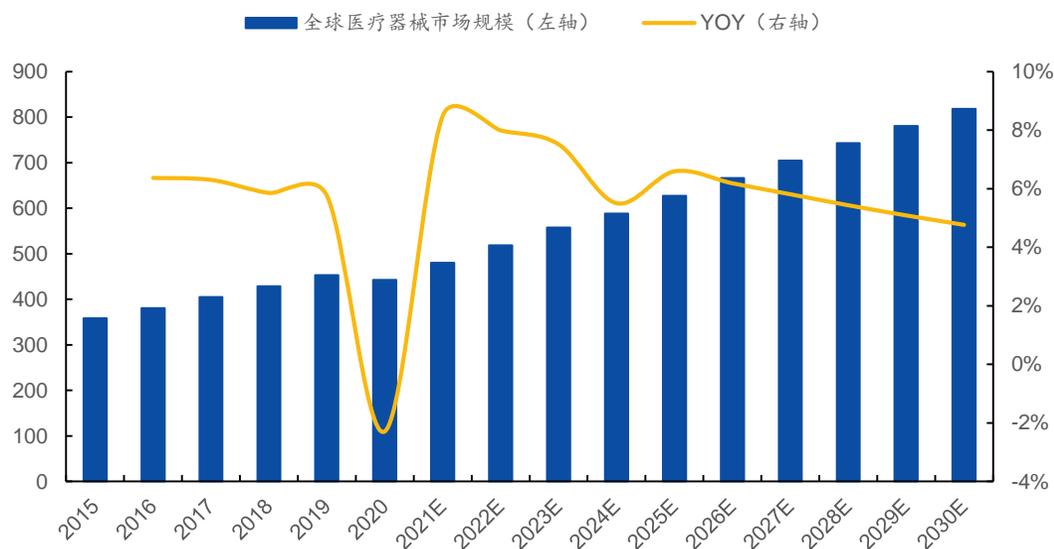
时间	文件名称	发文机构	主要内容
2021	“十四五”规划	全国人民代表大会	明确提出要“加强高端科研仪器设备研发制造”
2021	“十四五”国家临床专科能力建设规划	卫健委	重点支持各省针对性加强检验科、医学影像科等平台专科建设，支持相关专科在重大疾病和精准医疗、脑科学、人工智能等关键技术领域进行创新，形成一批国际领先的原创性技术，推动相关专科能力进入国际前列
2021	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	全国人民代表大会	“第三篇加快发展现代产业体系巩固壮大实体经济根基”之“第八章深入实施制造强国战略”专栏4制造业核心竞争力提升07高端医疗装备和创新药突破腔镜手术机器人、体外膜肺氧合机等核心技术，研制高端影像、放射治疗等大型医疗设备及关键零部件。发展脑起搏器、全降解血管支架等植入介入产品，推动康复辅助器具提质升级。研发重大传染性疾病所需疫苗，开发治疗恶性肿瘤、心脑血管等疾病特效药。加强中医药关键技术装备研发
2021	医疗装备产业发展规划（2021-2025年）（征求意见稿）	工业和信息化部	到2025年，医疗装备领域关键零部件及材料取得重大突破，高端医疗装备安全可靠，产品性能和质量达到国际水平，医疗装备产业体系基本完善；到2025年，6~8家企业进入全球医疗器械行业50强
2020	加强“从0到1”基础研究工作方案	科技部、国家发改委、教育部、中科院、自然科学基金委	加强重大科技基础设施和高端通用科学仪器的设计研发，聚焦高端通用和专业重大科学仪器设备研发、工程化和产业化研究，推动高端科学仪器设备产业快速发展
2019	关于促进中小企业健康发展的指导意见	中共中央、国务院	以专精特新中小企业为基础，在核心基础零部件（元器件）、关键基础材料、先进基础工艺和产业技术基础等领域，培育一批主营业务突出、竞争力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业
2017	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）	国家发展和改革委员会	围绕健康中国建设要求和医疗器械技术发展方向，聚焦使用量大、应用面广、技术含量高的高端医疗器械，鼓励掌握核心技术的创新产品产业化，推动科技成果转化，填补国内空白，推动一批重点医疗器械升级换代和质量性能提升，提高产品稳定性和可靠性，发挥大型企业的引领带动作用，培育国产知名品牌

资料来源：联影医疗招股书，禾信仪器招股书，国元证券研究所

■ 高技术壁垒医疗器械是自主可控核心求解之一

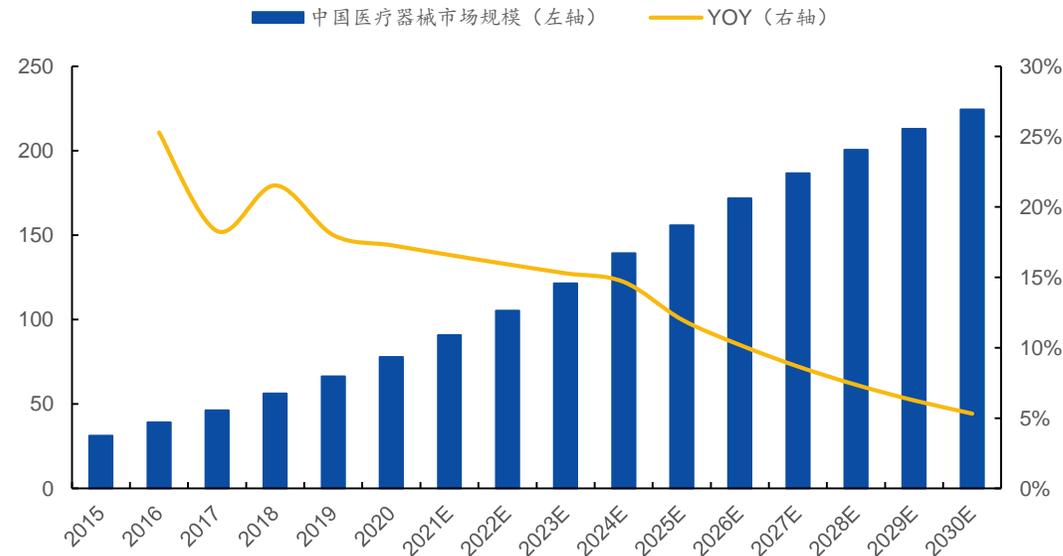
- 医疗器械市场空间广阔，进口替代机不容失。医疗器械子领域众多，包括诊断设备、治疗设备、高值耗材、低值耗材等。受制于生产力发展水平，中国医疗器械整体起步较晚，随着市场需求提升、政策扶持、技术和产业升级，并实现从中低端产品向高端产品进口替代的过程，预计2030年中国医疗器械市场规模将超过2.2万亿元，2020-2030年CAGR预计将达到11.2%。我们以医学影像设备、内窥镜、基因测序仪和质谱仪为例，其均具备高技术壁垒、广阔的行业发展空间和充分的进口替代需求，是医疗器械领域实现自主可控目标的重要子领域。

图20：全球医疗器械市场规模（十亿美元，%）



资料来源：灼识咨询，联影医疗招股书，国元证券研究所

图21：中国医疗器械市场规模（百亿元人民币，%）



资料来源：灼识咨询，联影医疗招股书，国元证券研究所

■ 自主可控之医学影像——医疗器械皇冠，进入国产替代加速期

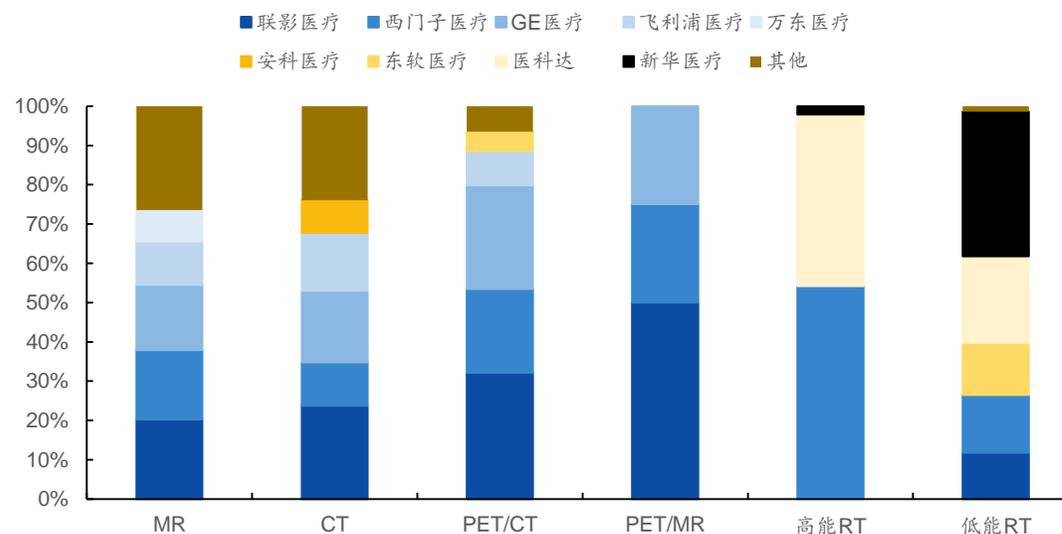
国内医学影像设备领域中国进口替代进程已启动。医学影像设备是指通过对人体施加包括可见光、X射线、超声、强磁场等各种物理信号而记录人体的反馈形成图像，实现诊断目的的设备，是全球医疗设备市场的最大组成部分，2022年全球市场将达721亿美元，中商产业研究院预测2022年中国医学影像设备市场规模将达1036亿元。从竞争格局上看，医学影像设备几大细分领域仍然以进口品牌为主，进口替代空间仍然巨大；部分中国品牌在大多数领域已经有一定的市场竞争力，除高能RT设备领域外，图23中多数子领域中国品牌市场率已在25%以上。

图22：中国医学影像设备市场规模（亿元，%）



资料来源：中商情报网，国元证券研究所

图23：中国医学影像设备部分细分领域竞争格局（%）



资料来源：灼识咨询，联影医疗招股书，国元证券研究所

■ 自主可控之内窥镜——实现精准医学的桥梁，国产品牌正发力

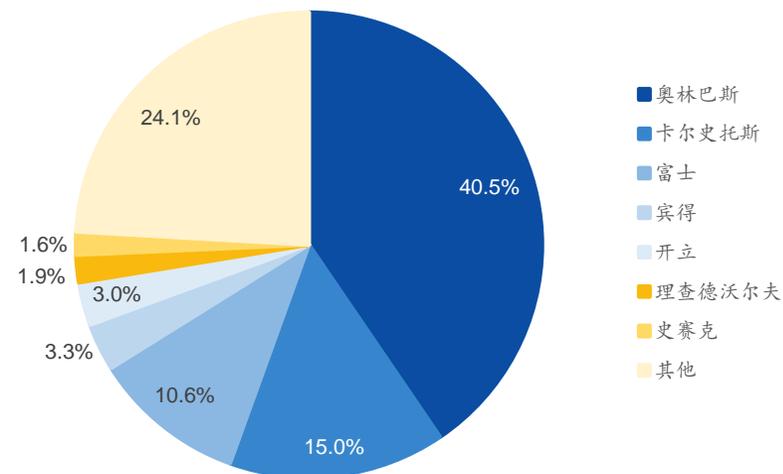
- ▶ 国产医用内窥镜急需突破，进口替代需求迫切。医用内窥镜是在临床检查、诊断、治疗中为医生提供人体内部解剖结构图像的医用设备，是普外科、耳鼻喉科、泌尿外科、骨科、妇科等科室不可或缺的诊断和手术设备。我国内窥镜市场规模预计2021-2025年将从304亿增长至453亿，年化增速10.5%。但我国品牌起步较晚，整体技术水平及产业化进程仍落后于发达国家，据中商情报网，2021年上半年前7大品牌合计市占率达75.9%，其中中资仅开立一家且份额为3%。国产品牌进行进口替代需求迫切。

图24：中国内窥镜市场规模（亿元，%）



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

图25：2021年上半年内窥镜中标品牌竞争格局（%）

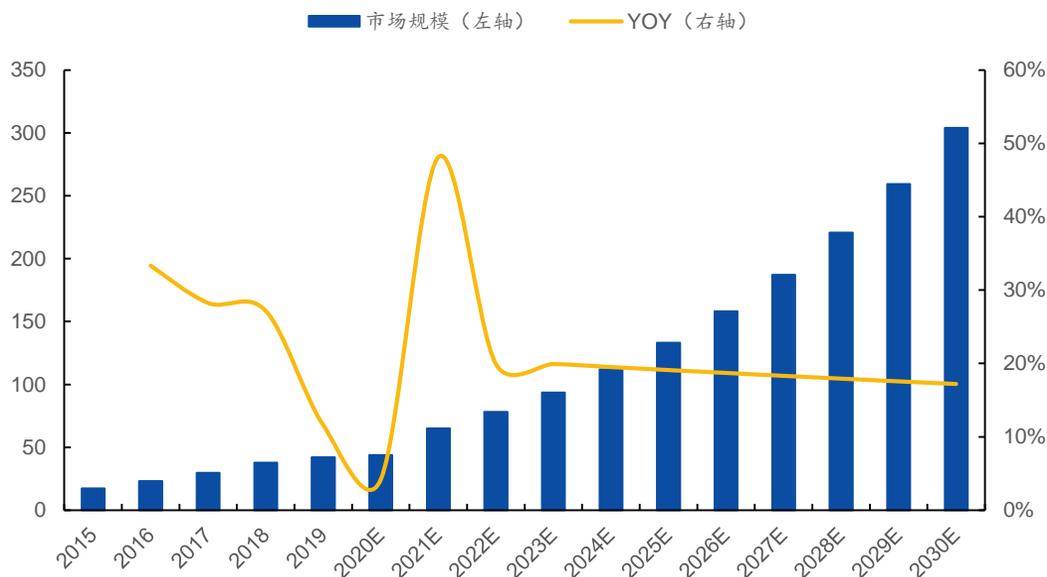


资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

■ 自主可控之基因测序——前沿医学诊断科技，中国技术领跑

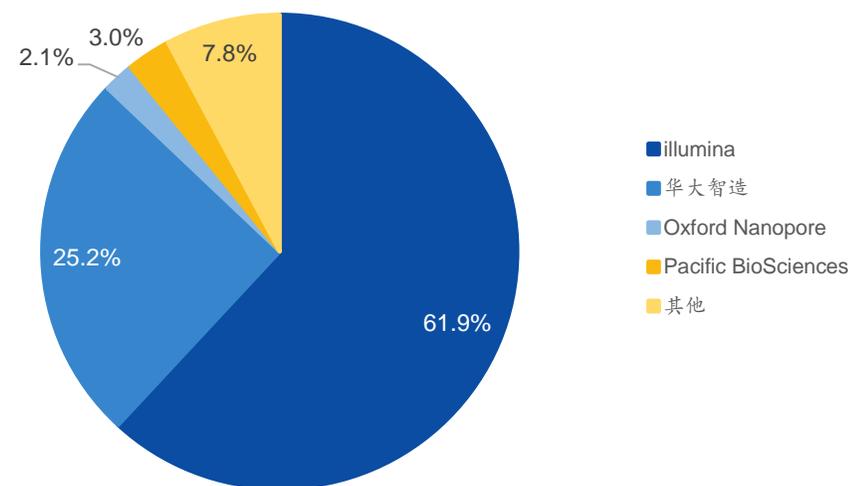
- 基因测序潜力无限，中国品牌正扬帆而起。基因测序广泛应用于多组学研究、人群队列基因测序计划、新药研发、微生物检测、无创产前检测、肿瘤基因检测、辅助生殖等场景，市场应用潜力无限，据Markets and Markets及灼识咨询，预计到2030年全球及中国基因测序仪及耗材市场将分别达到245.8亿美元和303.9亿元，2019-2030年CAGR分别为18.2%和19.7%。从竞争格局上看，2019年国内Illumina的市场占有率为61.9%，华大智造为25.2%，两者为国内的绝对领导者，且华大智造业务收入约为全球市场3.5%，排名全球第三。

图26：中国基因测序仪与耗材市场规模（亿元，%）



资料来源：Markets and Markets, 灼识咨询, 华大智造招股书, 国元证券研究所

图27：中国基因测序仪市场竞争格局（%）

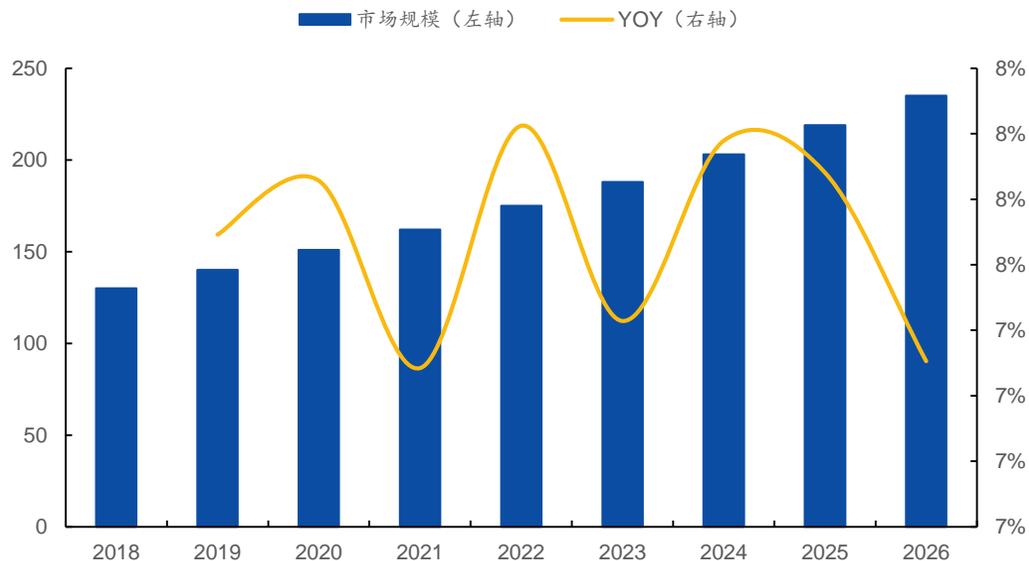


资料来源：华经产业研究院, 国元证券研究所

■ 自主可控之质谱仪——市场快速扩容，高端进口替代亟待突破

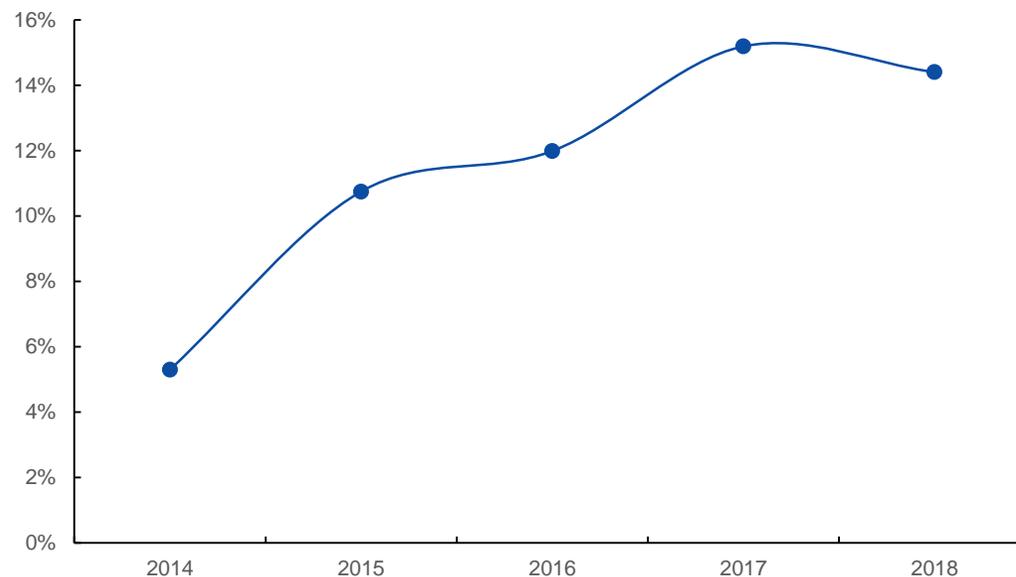
- ▶ **基础科研和工业应用必备仪器，国产替代空间广阔。**质谱仪是通过测量带电粒子的质量进而对物质进行定性和定量分析的高端分析仪器，广泛应用于环境监测、医疗健康、食品安全和工业过程分析等领域。2018年国内质谱仪市场规模约为100亿元，如保守以国际市场年均CAGR7.70%为基础进行测算，我国2026年质谱仪市场规模将会至少达到235亿元，未来市场前景可期。竞争格局上，中国质谱仪主要依赖于进口，2018年国产化率仅约14%；全球市场来看，质谱仪主要被欧美日本等发达国家所占据，包括国际巨头SCIEX、安捷伦、赛默飞、布鲁克、沃特世、梅里埃等，上述六大巨头合计占据全球96%的市场。

图28：中国质谱仪市场规模（亿元，%）



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

图29：中国质谱仪市场国产化率（%）



资料来源：中国海关，智研咨询，禾信仪器招股书，国元证券研究所

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

■ 公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

- 2020年以来，新冠疫情肆虐全球，疫情反映了我国医院对于重大传染病收治能力不足的问题，公共卫生和疾病防控方面明显不足。因此，国家对医院基础设施建设投入明显增加，接连发布《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》、《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》等政策，《2021年政府工作报告》重点提及“推进卫生健康体系建设”，催生了万亿级的医疗新基建大市场。

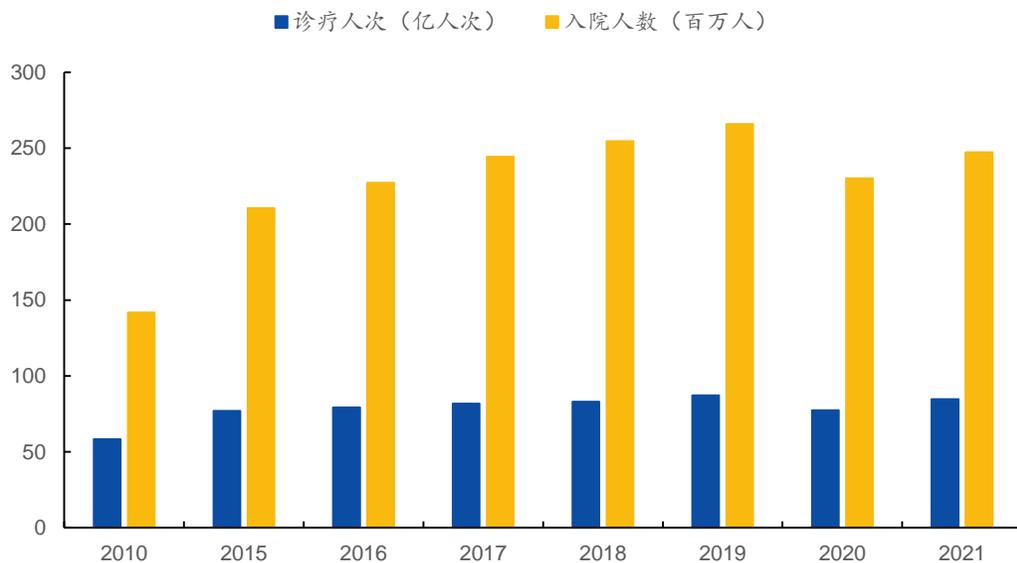
■ 关注医疗新基建两大领域

- **医疗净化领域：**医疗净化行业的应用范围从手术室、ICU、消毒供应中心进一步扩展到助孕生殖中心、产房、血液病房、DSA、静脉配置中心、检验科等众多科室，市场区域逐渐从东部、南部沿海发达地区逐步扩展到中部等其他地区，客户群体从三级医院逐步向二级医院等其他医院扩展；医疗新基建带来的最新标准的新医院净化需求，大幅提升了医疗净化渗透率。
- **智慧药房领域：**我国患者数量、处方量基数较大，医疗资源紧缺，因此，准确性与效率是医疗物资管理领域两大核心难题；同时，截至2018年末，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为 20.00%，与2014年底即已达到97%渗透率的美国相比，市场空间巨大。医疗新基建加速了行业发展，带来了广阔的药房自动化管理设备需求。

■ 医疗需求持续增长，医疗供给资源仍短缺

- ▶ 老龄化、三胎政策等提升医疗需求，优质医疗资源仍短缺。据《中国统计年鉴》，2019年全国医疗卫生机构总诊疗人次较2010年增长了49.4%，住院人数达较2010年增长了87.6%；同时三级医院病床使用率高居不下，2014-2019年，在政府和社会加大力度投资下，公立医院中三级医院的病床使用率虽有所下降，但仍接近于100%的饱和程度。人口老龄化趋势向上和三胎政策的放开，加剧了优质医疗资源的紧缺。

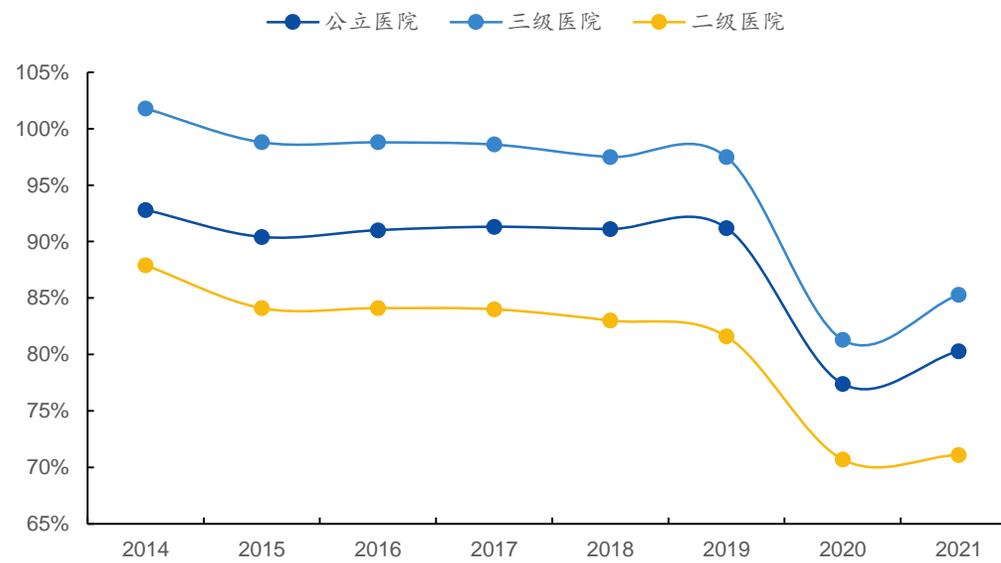
图30：医疗卫生机构诊疗人次及入院人数



资料来源：卫健委，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图31：我国病床使用率 (%)

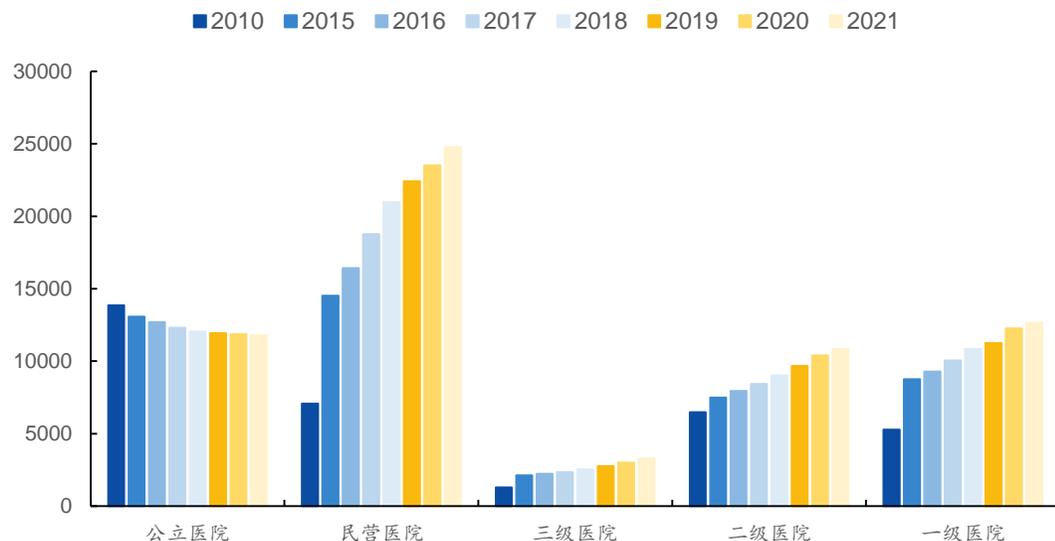


资料来源：卫健委，国元证券研究所

■ 医疗需求持续增长，医疗供给资源仍短缺

- ▶ 每千人病床数与主流发达国家相比保有量较低。从医院数量上，整体上公立医院总数近年来呈现下降的趋势，医院数增长主要来自于民营医院的快速发展。另外，根据公司招股书相关数据，2017年我国每千人口医疗卫生机构床位数4.34张，与日本、韩国、德国相比还有较大的差距。医疗病床资源的不足在平时主要体现为看病难、甚至加剧医患矛盾。上述诊疗及入院人次、每千人病床数、优质医院数量及公立医院数量和病床使用率指标，进一步凸显了我国医疗资源短缺的现状。

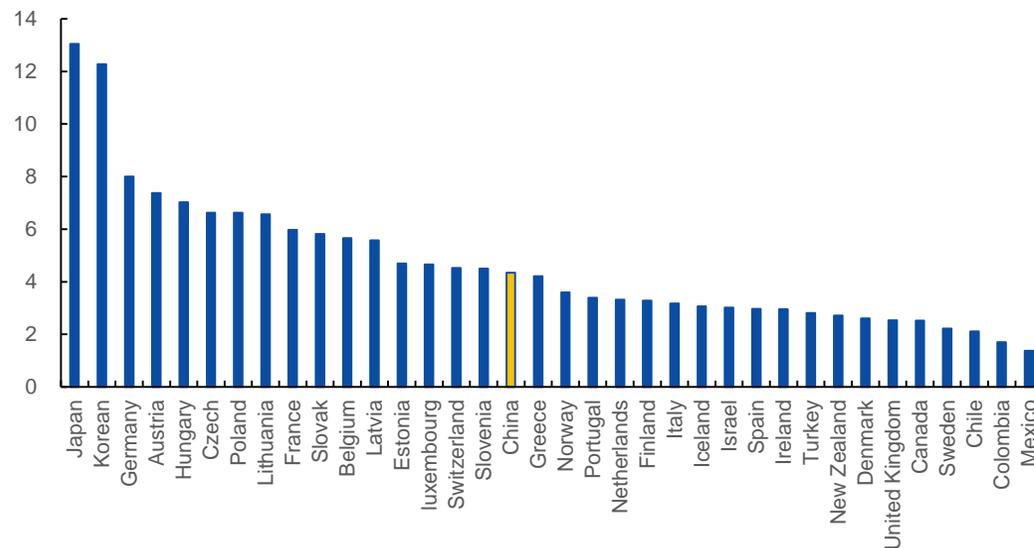
图32：历年医院数（间）



资料来源：卫健委，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图33：2017年主流国家每千人病床数（床/每千人）

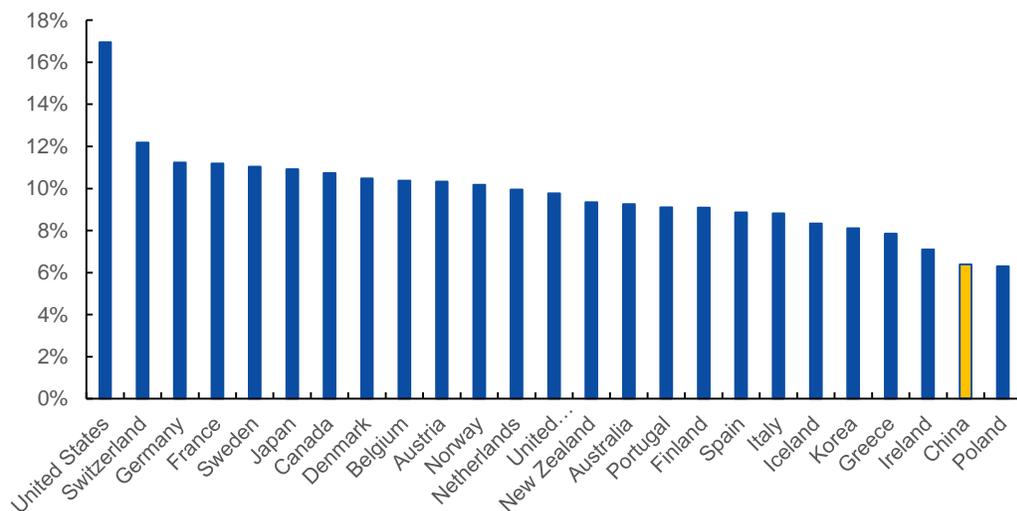


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

■ 卫生支出持续增长，疫情加速医疗新基建补强公共卫生短板

- ▶ 卫生费用支出占GDP水平逐渐提升，与发达国家相比还有较大差距。随着经济发展水平的不断提高及人民健康水平的提升，我国卫生总费用支出增长较快。2018年，我国卫生费用支出占GDP比重为6.57%，总投入的增加也为医疗机构设施环境的不断发展建立了良好的基础。但与主流发达国家相比，我国卫生费用支出占GDP比重仍相对较低。未来随着经济发展水平的不断提升，医疗卫生市场仍有较大的发展空间。

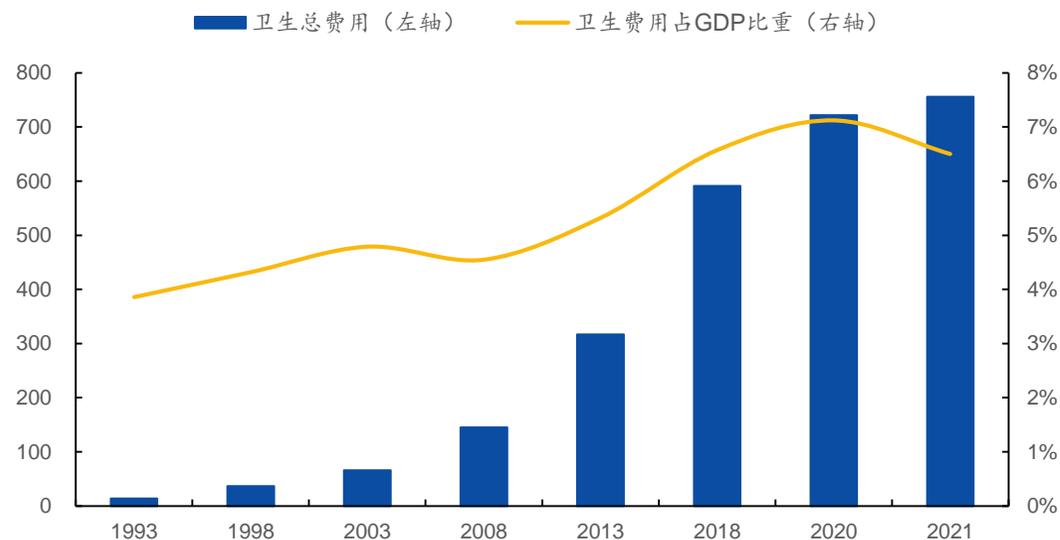
图34：2018年全球医疗卫生支出占GDP比重（%）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图35：我国医疗卫生总费用及其占GDP比重（百亿元，%）



资料来源：卫健委，国元证券研究所

■ 卫生支出持续增长，疫情加速医疗新基建补强公共卫生短板

- ▶ 疫情凸显医疗公共卫生短板，政策连发支持医疗卫生补强。2020年新冠疫情突发，全国各地医院病床严重紧缺，暴露了应急医疗资源的不足；同时暴露多数城市目前都还缺少一套完善的公共卫生预防体系、传染病防范体系、ICU重症隔离资源管理体系。因此，国家高度重视医疗公共卫生补短板，建设优质高效整合型医疗卫生服务体系成为刚需。从各省市已经公布的涉及医疗设施建设的基建投资计划来看，在未来5-10年医院建设产业链将迎来快速发展，势必会带动医疗专业工程、医疗设备行业发展。

表20：2021年内国家及各部委推出的医疗行业配套政策及规划

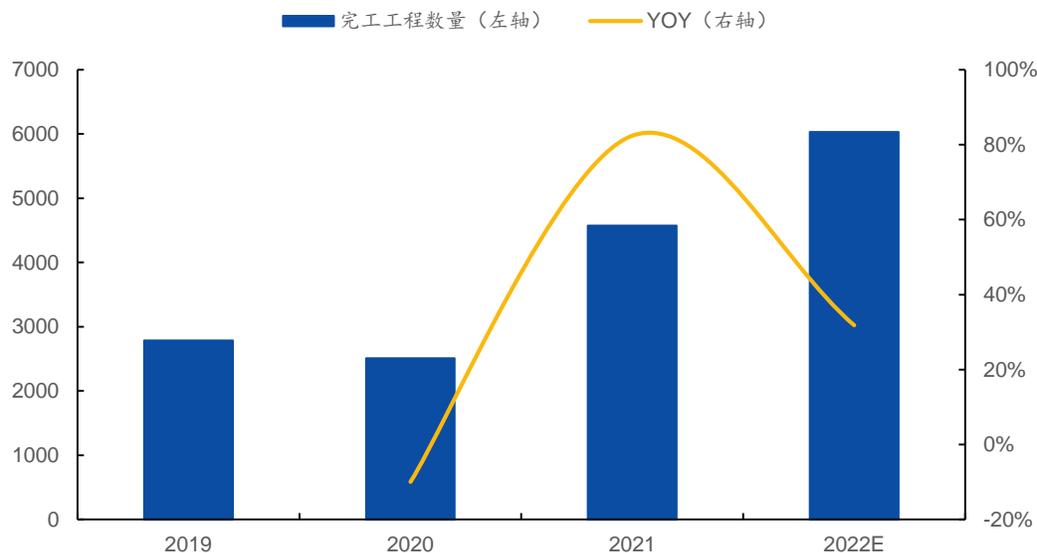
发布时间	文件名称	发文机关	相关内容
2021年12月28日	《“十四五”医疗装备产业规划》	工业和信息化部、国家卫生健康委员会、国家发展和改革委员会、科学技术部、财政部、国务院国有资产监督管理委员会、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局、国家中医药管理局、国家药品监督管理局	规划提出，到2025年，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力
2021年11月	《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》	国家卫生健康委	“千县工程”县医院综合能力提升工作将推动省市优质医疗资源向县域下沉，结合县医院提标扩能工程，补齐县医院医疗服务和管理能力短板，到2025年，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，发挥县域医疗中心作用，为实现一般病在市县解决打下坚实基础
2021年6月	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	国家发改委、卫健委、中医药管理局、疾病预防控制中心四部委联合印发	布局建设国家重大传染病防治基地；各级疾控机构完善相应实验室建设；强化创伤病房、重症监护病房、创伤复苏单元等设施建设，以及接受伤员通道、二次检伤分类区等院内场所改造提升；遴选建设120个左右省级区域医疗中心。到2025年，在中央和地方共同努力下，基本建成优质高效整合型医疗卫生服务体系，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升
2021年5月24日	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	国务院办公厅	任务指出，启动国家医学中心和第二批区域医疗中心试点建设项目，统筹谋划推进“十四五”时期区域医疗中心建设，完善合作方式和引导机制，推动试点医院与输出医院同质化发展。针对省、市、县诊疗需求，规划推进“十四五”时期临床专科能力建设，加快补齐服务短板。加大公立医疗卫生机构建设力度。积极支持社会办医发展
2021年3月5日	2021年政府工作报告	国务院	推进卫生健康体系建设。坚持预防为主，持续推进健康中国行动，深入开展爱国卫生运动，深化疾病预防控制体系改革，强化基层公共卫生体系，创新医防协同机制，健全公共卫生应急处置和物资保障体系，建立稳定的公共卫生事业投入机制

资料来源：华康医疗公告，国元证券研究所

■ 卫生支出持续增长，疫情加速医疗新基建补强公共卫生短板

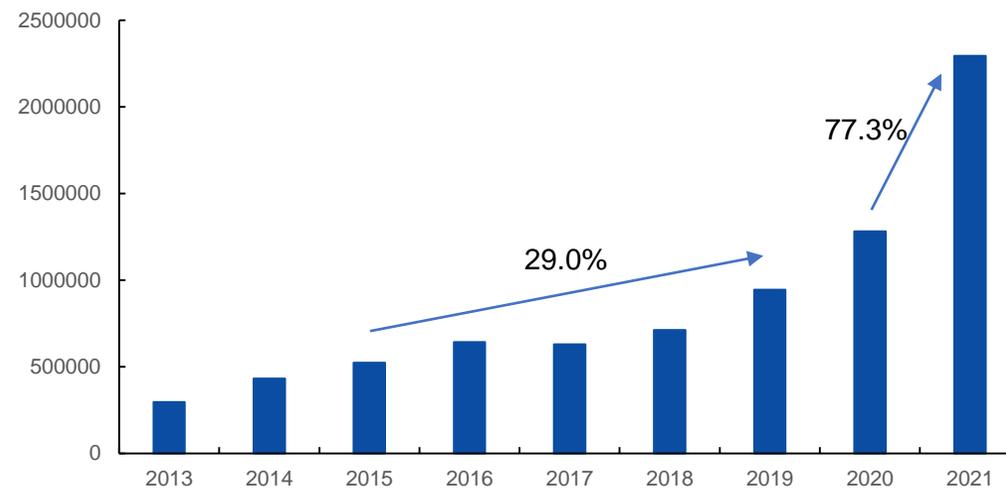
- ▶ 新冠疫情突发，医疗新基建加速推进。新冠疫情暴露了我国公共卫生和疾病防控方面的不足，也加速了医疗新基建的推进。据智研咨询数据，2021年中国在建医疗工程完工量为4576个，同比增长82.38%，预计2022年拟在建医疗工程完工项目数量将超过6000个，同比增长31.8%。据艾隆科技，2021年医疗新基建新签合同金额较2020年相比提升77.3%，2013至2021年间，年CAGR为29.0%；到2025年，我国医疗机构床位数或增加123万张，若以1000床位/三级医院的标准计算的话，“十四五”规划带来医疗新基建规模相当于新建1230家三级医院。

图36：2019-2022年拟在建医疗工程完工量及增速（个，%）



资料来源：AVC，智研咨询，国元证券研究所

图37：医疗新基建新签合同金额及增速（百万元，%）



资料来源：艾隆科技公告，国元证券研究所

2.3 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

卫生支出持续增长，疫情加速医疗新基建补强公共卫生短板

- 不完全医疗新基建市场规模测算：预计超万亿大市场。《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案(2021-2025年)》等文件提出，到2025年，在中央和地方共同努力下，基本建成体系完整、布局合理、分工明确、功能互补、密切协作、运行高效、富有韧性的优质高效整合型医疗卫生服务体系，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展，全方位全周期健康服务与保障能力显著增强，中医药服务体系更加健全，努力让广大人民群众就近享有公平可及、系统连续的高质量医疗卫生服务。

表21：医疗新基建市场规模测算（亿元）

项目名称	建设数量	单体项目中央预算	中央预算合计
公共卫生防控救治能力提升工程			
	中国疾病预防控制中心	17.43亿	17.43亿
	假设区域重点区域疾病预防控制中心10个	≤5亿	50亿
现代化疾病预防控制体系建设			
	省级疾控机构31个	≤2亿	62亿
	地市级疾控机构333个	≤0.5亿	166.5亿
	县级疾控机构2844*30%=853	≤0.1亿	85.3亿
国家重大传染病防治基地建设			
	假设建设10个	≤3亿	30亿
国家紧急医学救援基地建设			
	31个	≤3亿	93亿
公立医院高质量发展工程			
国家医学中心建设			
	假设7个	≤10亿	56亿
区域医疗中心建设			
	31个	≤5亿	155亿
省域优质医疗资源扩容下沉建设			
	120个	≤2亿	240亿
“千县工程”			
	1233个	/	发改委等部委规划投资约686亿元，总投资预计超1000亿

资料来源：国家发改委，卫健委，县域卫生公众号，规划发展与信息化司，国元证券研究所

表21：医疗新基建市场规模测算（亿元）

项目名称	建设数量	单体项目中央预算	中央预算合计
重点人群健康服务补短板工程			
	省级妇幼31个	≤2亿	62亿
	省级儿科31个	≤2亿	62亿
妇女儿童健康服务能力建设			
	市级妇幼333个	≤0.5亿	166.5亿
	县妇幼2844*30%=853个	≤0.1亿	85.3亿
心理健康和精神卫生服务能力建设			
		/	
康复医疗“城医联动”项目建设			
		/	
促进中医药传承创新工程			
国家中医药传承创新中心建设			
	30个	≤1.5亿	45亿
国家中医药疫病防治基地建设			
	35个	≤1亿	35亿
中西医协同“旗舰”医院建设			
	50个	≤1亿	50亿
中医特色重点医院建设			
	130个	≤1亿	130亿
名医堂工程			
		/	
合计		1573.6亿+1017.43亿（无需放大部分）	
2020年政府卫生支出占比30.4%，假设中央支出占比为15%			
不完全医疗新基建市场规模		11508.1亿	

资料来源：国家发改委，卫健委，县域卫生公众号，规划发展与信息化司，国元证券研究所

■ 贴息贷政策掀起医疗器械设备购置和更新改造浪潮

- ▶ 9月28日，中国人民银行宣布，设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。额度为2000亿元以上，同时落实已定政策，中央财政为贷款主体贴息2.5%，今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%，推动了医疗器械采购需求。

表22：部分省市贴息贷款项目

时间	省份	城市	项目	贷款投放单位	金额（百万元）
2022年10月2日	江苏	南京	中国医学科学院皮肤病研究所批复400万元设备购置贷款	中国银行	4.00
2022年10月3日	江西	南昌	支持南昌大学第一附属医院购置医疗设备	农业银行	20.30
2022年10月3日	江西		支持赣州市肿瘤医院购置手术显微镜、生物样本库设备及配套设施等	农业银行	2.40
2022年10月4日	山东	——	某三甲医院采购医院影像设备、临床检验设备、手术麻醉设备等	工商银行	47.00
2022年10月4日	辽宁	大连	为两家医院批复合计1.83亿元设备更新改造贷款	中国银行	183.00
2022年10月5日	安徽	淮南	支持淮南市中医院山南新院手术室设备、检验科设备等医疗设备配置更新	工商银行	2.00
2022年10月5日	广西	玉林	某三级甲等医院设备购置和更新改造	工商银行	——
2022年10月5日	河南	南阳	向南阳市第二人民医院授信2.25亿元，有效降低医院设备更新改造的财务成本	农业银行	225.00
2022年10月5日	重庆	——	为某区一家医院量身定制医疗设备购置贷款2061万元	中信银行	20.61
2022年10月6日	江西	新余	新余市中医院、新余市仙女湖区人民医院、新余市矿业医院、新余市长林医院等设备购置项目	农业银行	167.20
2022年10月6日	福建	厦门	满足某三级医院临床及科室补充设备需求，包含肿瘤患者病理诊断、功能神经外科、内镜中心、细胞治疗实验室、核酸检测基地等。	中国银行	30.00
2022年10月6日	吉林	长春	支持吉林大学、吉林大学第一医院、吉林大学中日联谊医院购置医学影像设备、临床检验设备、科研转化设备等专用设备和通用设备	工商银行	1050.00
2022年10月6日	江西	鹰潭	贵溪市人民医院重点医疗设备购置	建设银行	95.01
2022年10月6日	辽宁	葫芦岛	支持某医院采购CT断层、数字化医用X线等设备	中国银行	4.64
2022年10月6日	江西	金溪县	加强金溪县人民医院设备购置与更新改造	国家开发银行	258.00
2022年10月6日	江西	信丰县	信丰县中医院设备购置	农业银行	40.00

资料来源：江苏新闻网，江西金融，赣州金融网，中国人民银行合肥中支，中国人民银行济南分行，玉林发布，湖北省医疗器械行业协会，中国人民银行重庆营管部，新余发改，中国银行厦门分行，中国人民银行长春中支，鹰潭市金融教育基地，中国人民银行沈阳分行，江西省金溪县人民医院微信公众号，央广网，国元证券研究所

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

■ 科学防控保民生，美好生活正复苏

- 自从2020年年初新冠疫情开始后，消费医疗整体受疫情冲击较大，进入2022年，变异株奥密克戎传播能力更强，疫情防控对消费医疗的影响也越大。目前，我国针对疫情防控的政策逐步调整，整体来看疫情防控对正常疾病诊疗的影响快速减小，且随着疫情后续的逐步消除，我们认为医疗消费领域有望迎来快速反弹，建议重点关注角膜塑形镜、脱敏治疗、肠外营养和维生素AD滴剂等领域。

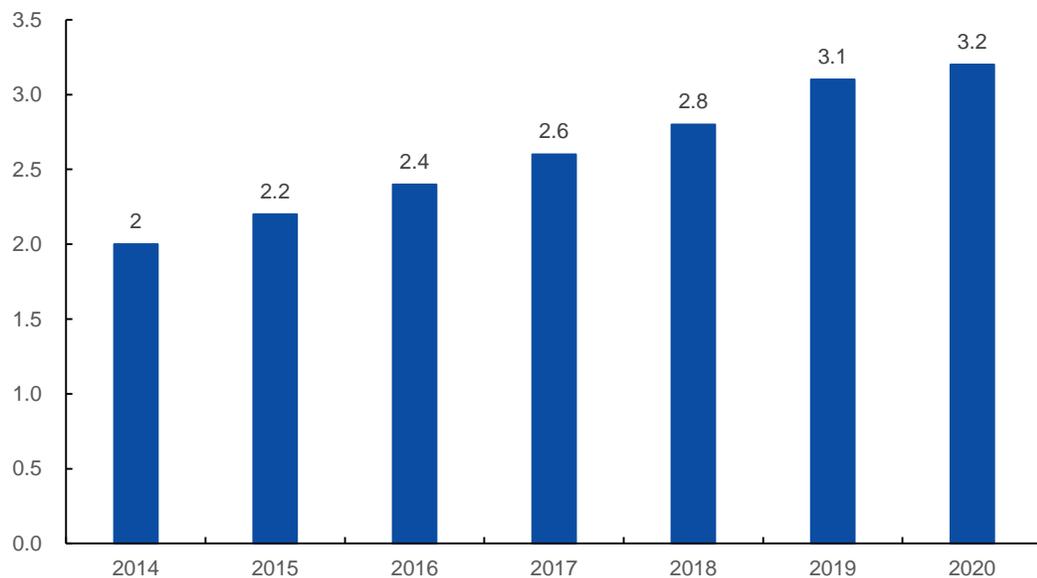
■ 关注医疗消费四大领域

- **角膜塑形镜领域：**我国近视眼人群基数庞大，但角膜塑形镜渗透率较低，且国内厂商市占率也较低，预计未来成长空间较大，建议关注角膜塑形镜龙头欧普康视。
- **脱敏治疗领域：**过敏性鼻炎患者数量庞大，诊疗率较低，目前脱敏治疗受疫情影响较大，预计随着疫情逐步消除，有望迎来反弹，建议重点关注脱敏治疗药物龙头我武生物。
- **维生素AD领域：**婴幼儿维生素缺乏比例较高，维生素AD滴剂是补充维生素的重要药物，目前渗透率仍然较低，未来市场空间广阔，建议重点关注维生素AD滴剂龙头华特达因。
- **肠外营养领域：**肠外营养补充制剂种类较多，其中多种维生素、多种微量元素在我国起步较晚，竞争格局较好，未来市场空间广阔，建议重点关注肠外营养补充特色标的卫信康。

■ 国民健康支付能力不断提升，卫生支出占比仍旧不高

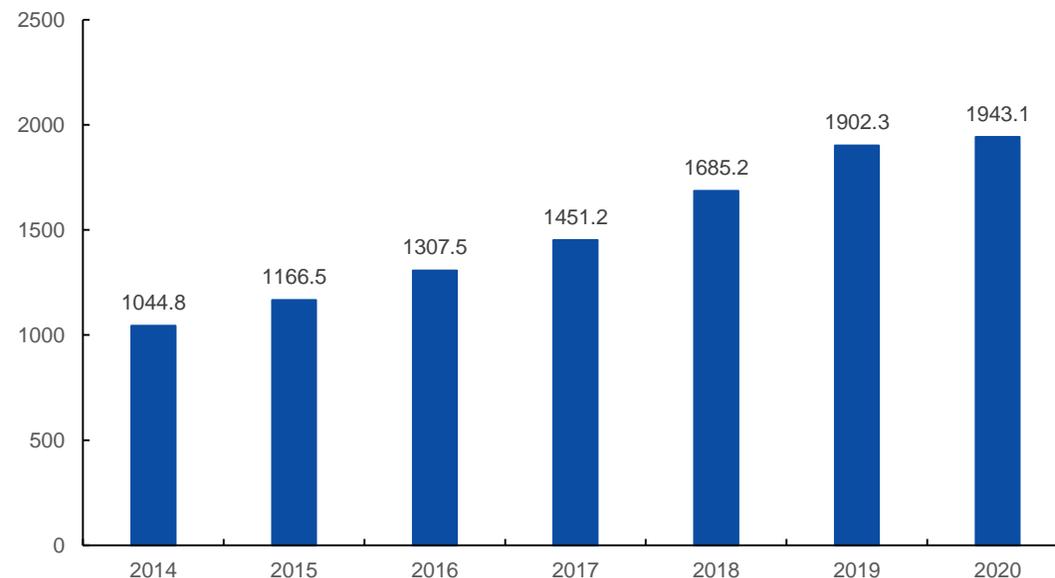
- ▶ 国民收入稳定增长，健康消费能力不断提升。随着国内消费结构的迭代升级，消费模式逐步向“高端化、个性化、服务化”转变。国家统计局数据显示，2014-2020年我国居民人均可支配收入呈稳定增长的态势，国民收入的稳定增长刺激了医疗领域的消费，中国的医疗保健服务市场也持续向好，给口腔行业以信心支撑。由于口腔医疗兼具“刚需”和“消费升级”双重属性，牙科项目被纳入医保的项目较少，医保覆盖项目大多为拔牙、补牙等基础治疗项目，正畸、种植等高值项目属于医保外范畴，国民收入的增长促使消费升级，增加牙科高值项目的消费，不断提升国民口腔医疗服务消费能力。

图38：中国居民人均可支配收入（万元）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图39：中国居民医疗保健人均支出（元）

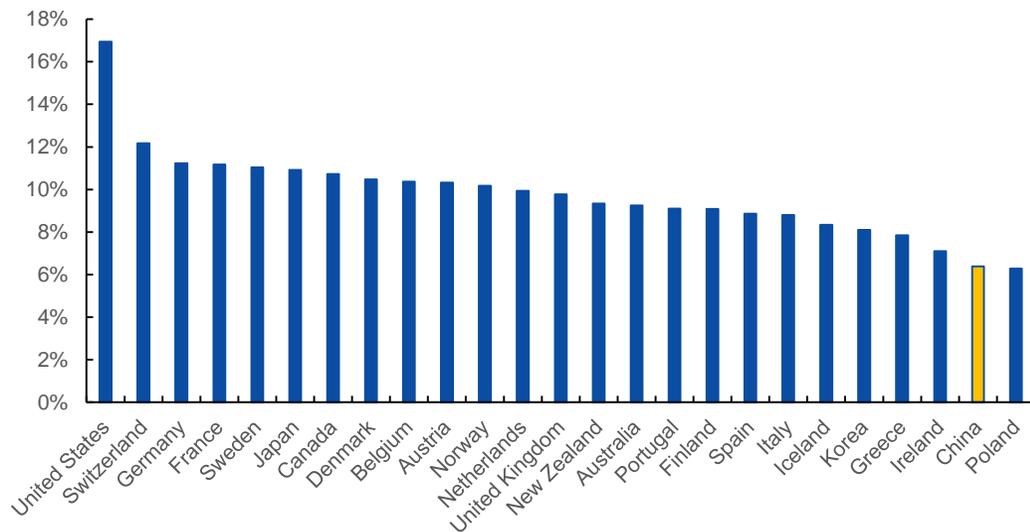


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

■ 国民健康支付能力不断提升，卫生支出占比仍旧不高

- ▶ 卫生费用支出占GDP水平逐渐提升，与发达国家相比还有较大差距。随着经济发展水平的不断提高及人民健康水平的提升，我国卫生总费用支出增长较快。2018年，我国卫生费用支出占GDP比重为6.57%，总投入的增加也为医疗机构设施环境的不断发展建立了良好的基础。但与主流发达国家相比，我国卫生费用支出占GDP比重仍相对较低。未来随着经济发展水平的不断提升，医疗卫生市场仍有较大的发展空间。

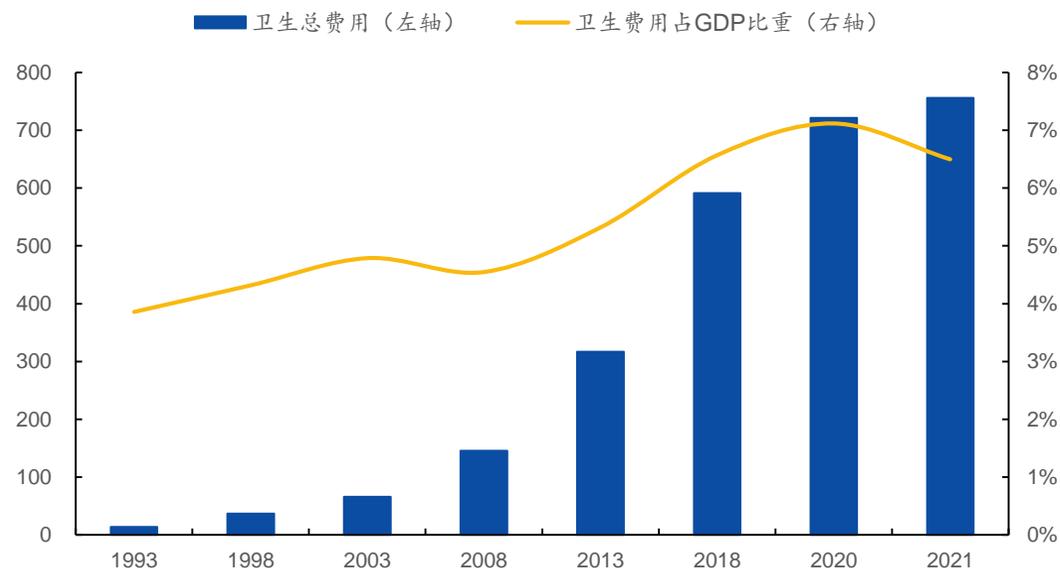
图40：2018年全球医疗卫生支出占GDP比重（%）



资料来源：华康医疗招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图41：我国医疗卫生总费用及其占GDP比重（百亿元，%）

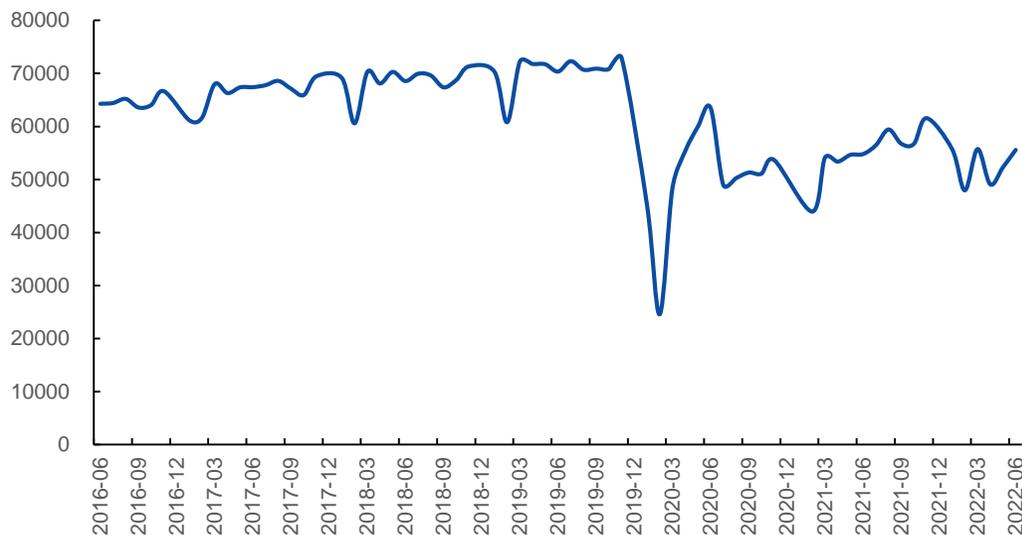


资料来源：卫健委，国元证券研究所

■ 科学防控疫情，静待疫后需求复苏

- ▶ 新冠疫情反复，医疗服务影响明显。2020年初新冠疫情突发，医疗机构诊疗人次断崖式下滑，后疫情受控后，诊疗人次明显回弹；但由于新冠疫情反复，新冠疫情以来，医院病床使用率下滑明显。

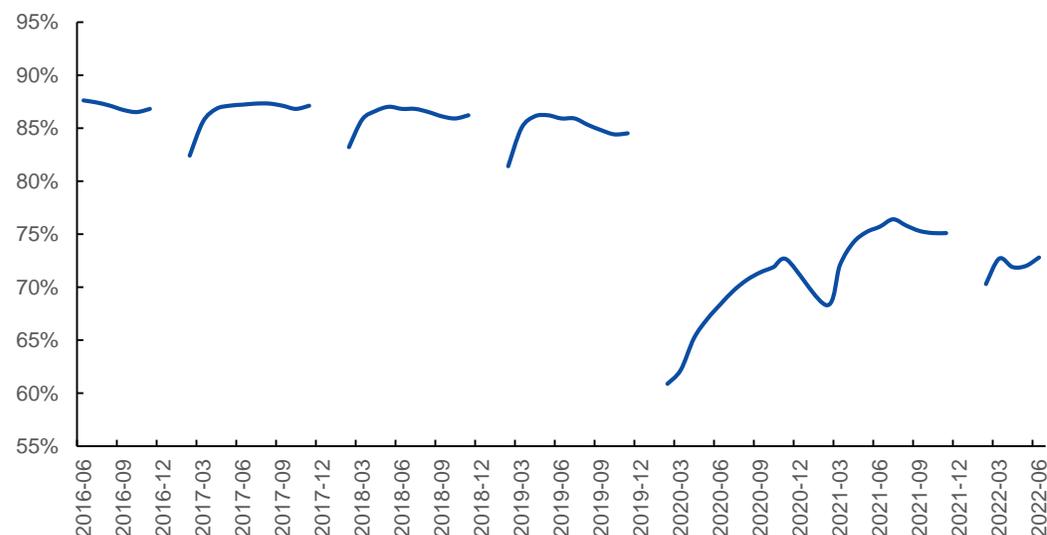
图42：医疗机构月度总诊疗人次数（万人）



资料来源：Wind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图43：医院病床使用率（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

■ 科学防控疫情，静待疫后需求复苏

► 防控二十条科学精准防控疫情，利好医药消费复苏。11月11日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情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》，防控措施更加精准科学，医药消费有望开启复苏通道。

表23：优化新冠疫情防控工作的二十条措施部分变化

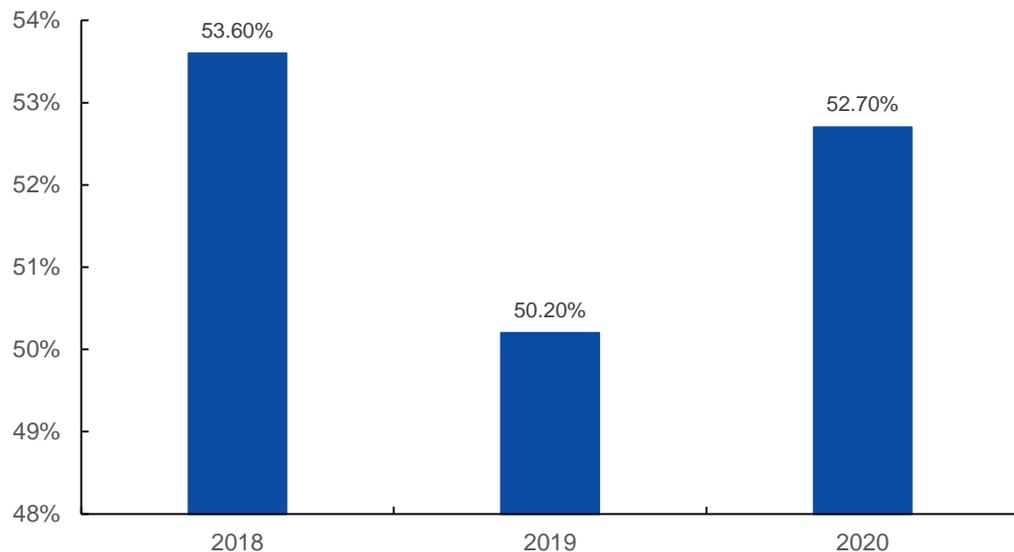
	调整前	调整后	具体政策细节
密接	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家隔离	对密切接触者，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测。
次密接	7天居家隔离	不再判定密接的密接	及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接
高风险区外溢人员	7天集中隔离	7天集中隔离	将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。在居家隔离第1、3、5、7天各开展1次核酸检测
风险区	“高、中、低”三类	“高、低”两类	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。原则上将感染者居住地以及活动频繁且疫情传播风险较高的工作地和活动地等区域划定为高风险区，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区所在县(市、区、旗)的其他地区划定为低风险区。高风险区连续5天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的高风险区要及时解封。
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	对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由“7天集中隔离或7天居家隔离”调整为“5天居家健康监测”，期间赋码管理，第1、3、5天各开展1次核酸检测，非必要不外出，确需外出的不前往人员密集公共场所、不乘坐公共交通工具
核酸检测		不得扩大核酸检测范围；一般不按行政区域开展全员核酸检测	没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。一般不按行政区域开展全员核酸检测，只在感染来源和传播链条不清、社区传播时间较长等疫情底数不清时开展。制定规范核酸检测的具体实施办法，重申和细化有关要求，纠正“一天两检”、“一天三检”等不科学做法。
入境航班	登机前48小时内2次核酸检测阴性证明	登机前48小时内1次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明
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”)	对于入境重要商务人员、体育团组等，“点对点”转运至免隔离闭环管理区(“闭环泡泡”)，开展商务、训练、比赛等活动，期间赋码管理，不可离开管理区。中方人员进入管理区前需完成新冠病毒疫苗加强免疫接种，完成工作后根据风险大小采取相应的隔离管理或健康监测措施
入境人员	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	明确入境人员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，如为既往感染，居家隔离期间“三天两检”、赋码管理、不得外出
			对入境人员，将“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”，期间赋码管理、不得外出。入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不得重复隔离。集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测

资料来源：中国政府网，新华报业网，国元证券研究所

■ 疫后复苏之角膜塑形镜——渗透率提升空间广阔

- ▶ 中国大陆儿童青少年近视率高，内陆角膜塑形镜渗透率显著低于发达地区。角膜塑形镜，可通过对角膜可逆性塑形、使得像点落于视网膜上，进而有效矫正视力。中国儿童青少年近视人口约1.69亿，预计2025年将达到1.88亿人；据华经情报网，自2018年至2020年，儿童青少年总体近视率虽稍有下降，但始终超50%。近视防控需求迫切，角膜塑形镜需求空间广阔。根据Contact Lens and Anterior Eye和梦戴维官网披露各地区角膜塑形镜渗透率估算发现，我国的角膜塑形镜渗透率低于中国香港、中国台湾以及美国。

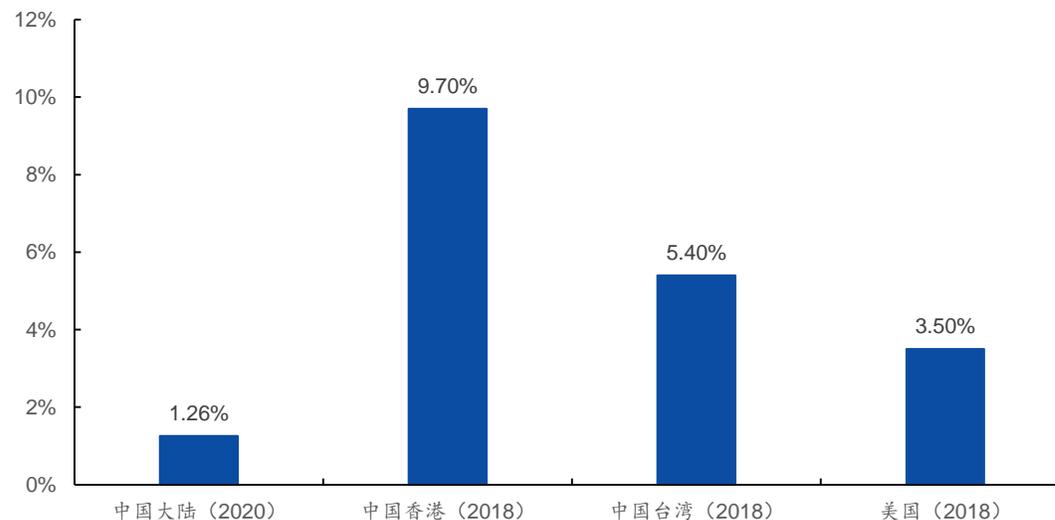
图44：中国儿童青少年总体近视率（%）



资料来源：教育部，国家卫健委，华经情报网，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图45：各地区角膜塑形镜渗透率（%）

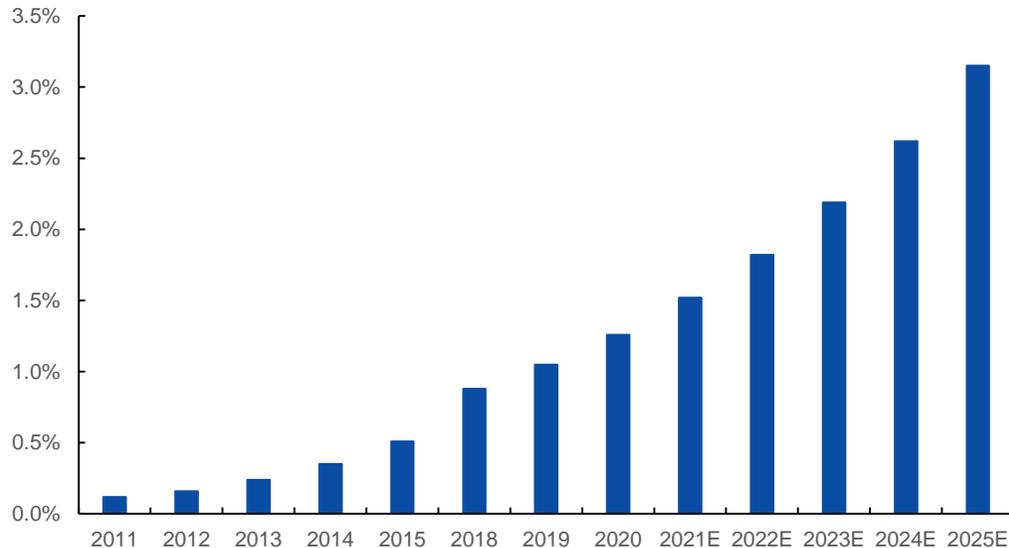


资料来源：Contact Lens and Anterior Eye，梦戴维官网，前瞻经济学人，国元证券研究所

■ 疫后复苏之角膜塑形镜——渗透率提升空间广阔

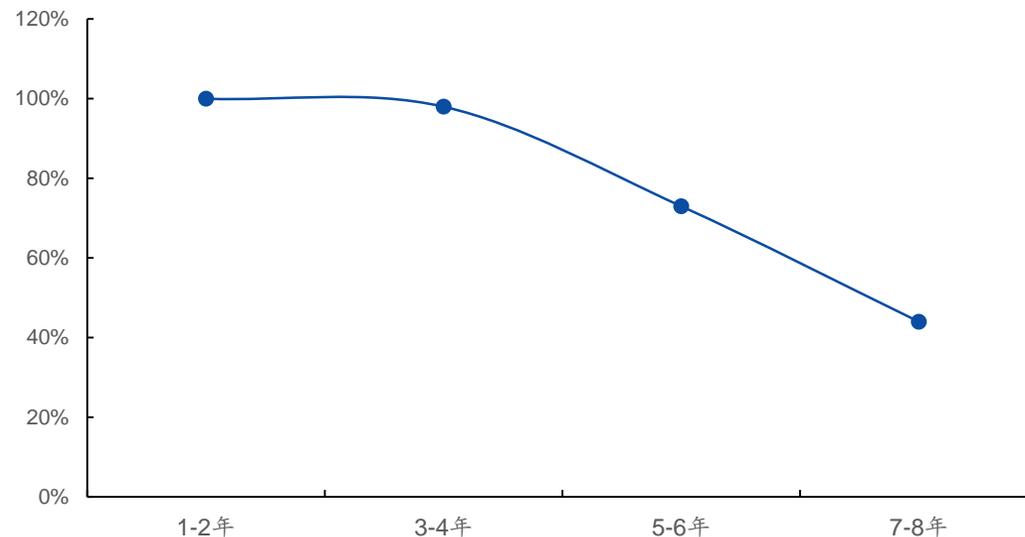
- ▶ 角膜塑形镜预计渗透率提升迅速，叠加续戴频次高，市场空间可观。根据前瞻经济学人测算，2011年我国8-11岁的青少年近视患者选择角膜塑形镜治疗方式的比例仅有0.12%，2020年渗透率也仅有1.26%，预计到了2025年渗透率将达到3.15%。从续戴率来看，角膜塑形镜使用后平均1-2年需进行更换，同时患者需定期至视光中心进行复检，角膜塑形镜3-4年、5-6年、7-8年续戴率目前达98%、73%、44%，消费频次高且稳定。

图46：中国角膜塑形镜渗透率变化情况（%）



资料来源：中国医疗器械行业协会、爱博医疗，前瞻经济学人，国元证券研究所

图47：角膜塑形镜续戴率（%）

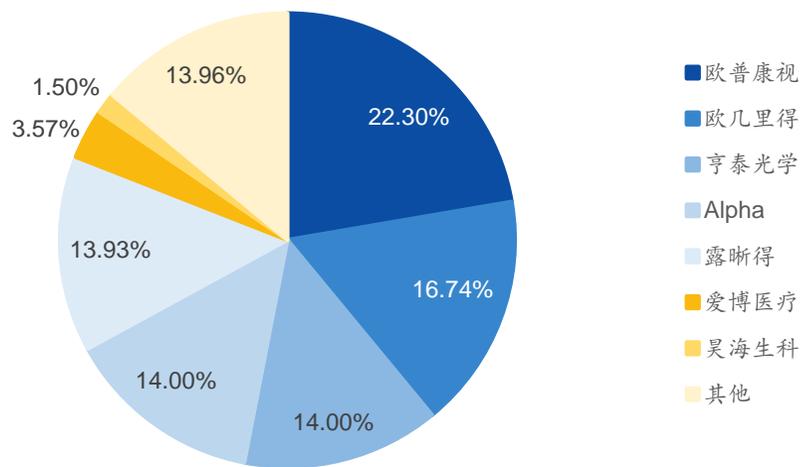


资料来源：华经情报网，国元证券研究所

■ 疫后复苏之角膜塑形镜——渗透率提升空间广阔

- 市场规模增长迅速，内资品牌有望加速进口替代。从竞争格局来看，2021年内资品牌欧普康视以22.3%的市场份额成为国内角膜塑形镜细分领域的龙头，但前5大厂商中4家仍为进口且合计份额约59%，进口替代空间仍巨大。从行业空间上看，随着信息时代的推进，人们的用眼强度远高于过去任何时期，用眼疲劳导致屈光不正患病的几率大幅增加，屈光不正视力矫正市场需求呈现快速增长，终端需求呈现低龄化和个性化的趋势，预计到2023年国内角膜塑形镜终端市场规模有望达到237亿元。

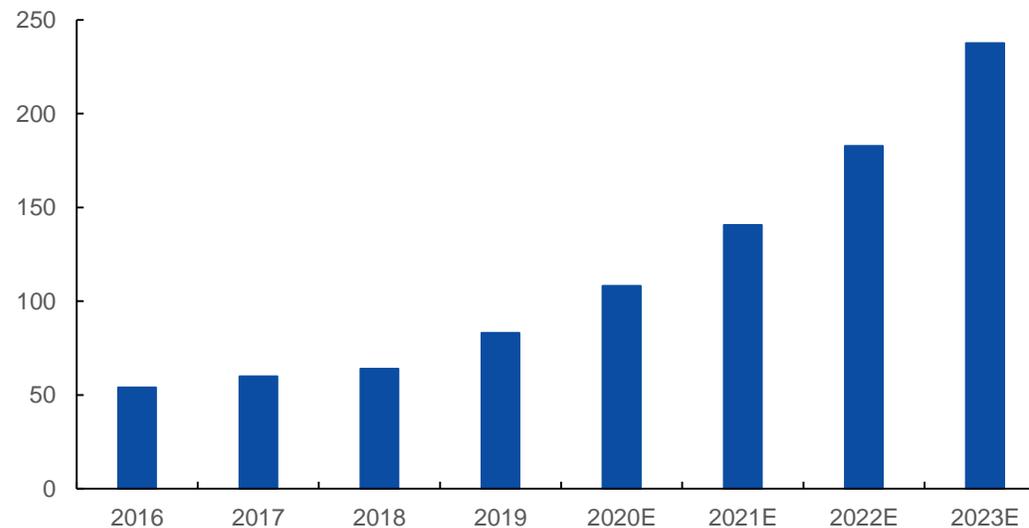
图48：2021年中国角膜塑形镜行业集中度（%）



资料来源：华经情报网，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图49：中国角膜塑形镜市场规模（亿元）

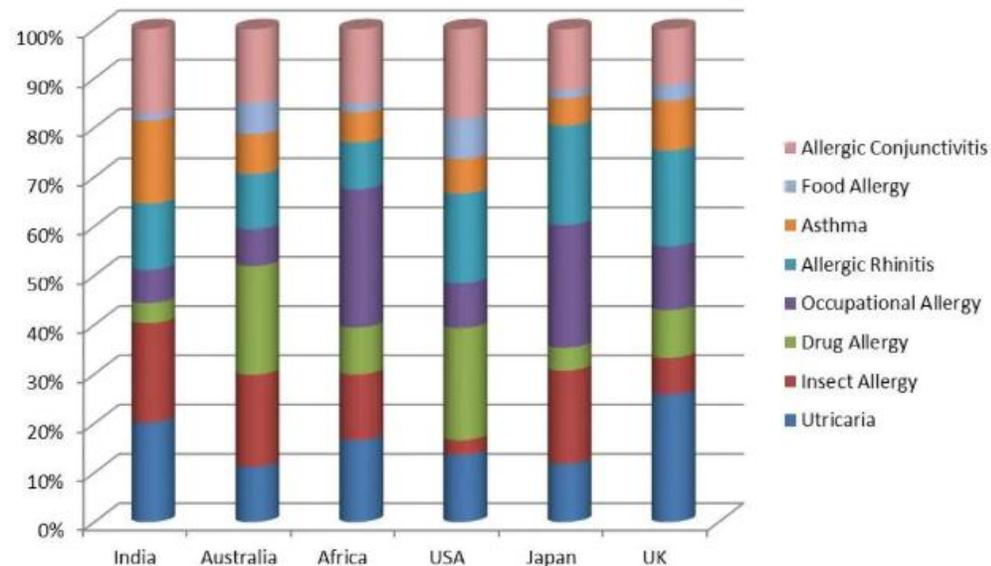


资料来源：智研咨询，国元证券研究所

■ 疫后复苏之脱敏行业——市场规模快速提升

- 过敏性疾病常见且广泛，影响全球25%人口的生活。过敏性疾病是一类机理复杂的免疫系统疾病，由于对良性物质产生免疫反应从而导致炎症的发生。常见的过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、血管性水肿、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎、食物过敏、酸性粒细胞疾病，昆虫和药物过敏等，影响着全球25%的人口，且由于高肥胖率、维生素D缺乏症和全球气候变暖等因素，导致全球过敏性疾病的流行率正在上升。根据各国家及地区过敏反应流行率来看，过敏性鼻炎和过敏性哮喘占到了过敏性疾病的约1/3。

图50：各国家及地区过敏反应流行率

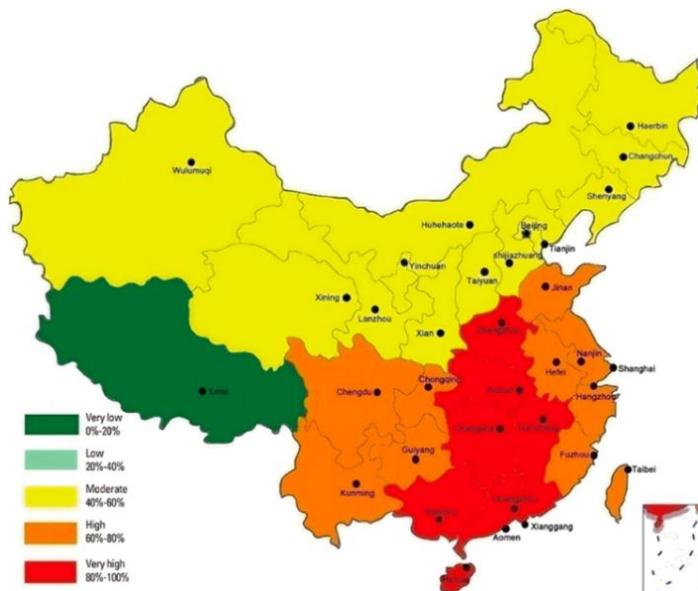


资料来源：Global Asthma Network-Datt, S. and Majumder, 国元证券研究所

■ 疫后复苏之脱敏行业——市场规模快速提升

- ▶ 我国过敏反应诱因呈现地域性区分。尘螨过敏和花粉过敏均为我国过敏反应的主要诱因，分别占比46%和33%，也是常发的过敏性鼻炎、过敏性哮喘和特应性皮炎的主要诱因。中国尘螨过敏化和不同地区主要花粉的流行情况表明，尘螨为华东及华南地区导致过敏性鼻炎的主要诱因，其中华东及华南地区占全国尘螨致过敏性鼻炎的77%，蒿属花粉为北方地区中花粉导致过敏性鼻炎的主要诱因，占比18.5%，而花粉总量致过敏性鼻炎占比为32.7%，蒿属花粉占比51%。

图51：中国尘螨过敏化的流行情况



资料来源：AAIR-L Cheng. etc., 国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表24：中国不同地区主要草本花粉

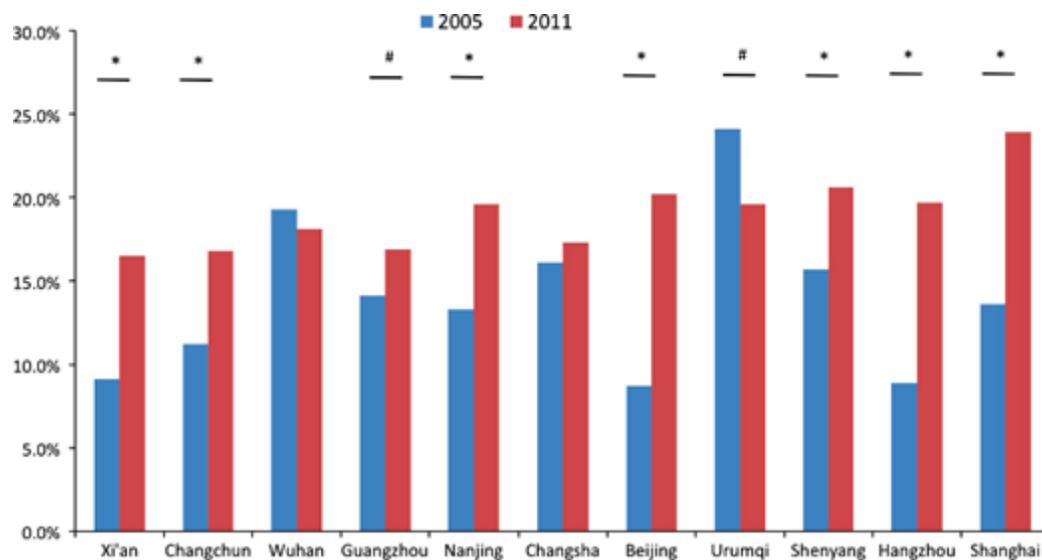
Region	Grass and atrazine pollen genus
Northeast China	Artemisia Auunal, Humulusl, Gramineae, Ambrosia, Chenopodiuml, Cyperaceae
North China	Artemisia Auunal, Humulusl, Gramineae, Chenopodiuml, Amaranthaceae, Ambrosia,
Northwest China	Artemisia Auunal, Chenopodiuml, Humulusl, Gramineae, Helianthus, Amaranthaceae
East China	Artemisia Auunal, Gramineae, Humulusl, Ambrosia, Chenopodiuml, Amaranthaceae
Central China	Artemisia Auunal, Gramineae, Humulusl, Ambrosia, Chenopodiuml, Amaranthaceae
South China	Gramineae, Artemisia Auunal, Chenopodiuml, Humulusl, Amaranthaceae, Ricinus
Southwest China	Artemisia Auunal, Gramineae, Chenopodiuml, Humulusl, Helianthus, Ricinus

资料来源：AAIR-L Cheng. etc., 国元证券研究所

■ 疫后复苏之脱敏行业——市场规模快速提升

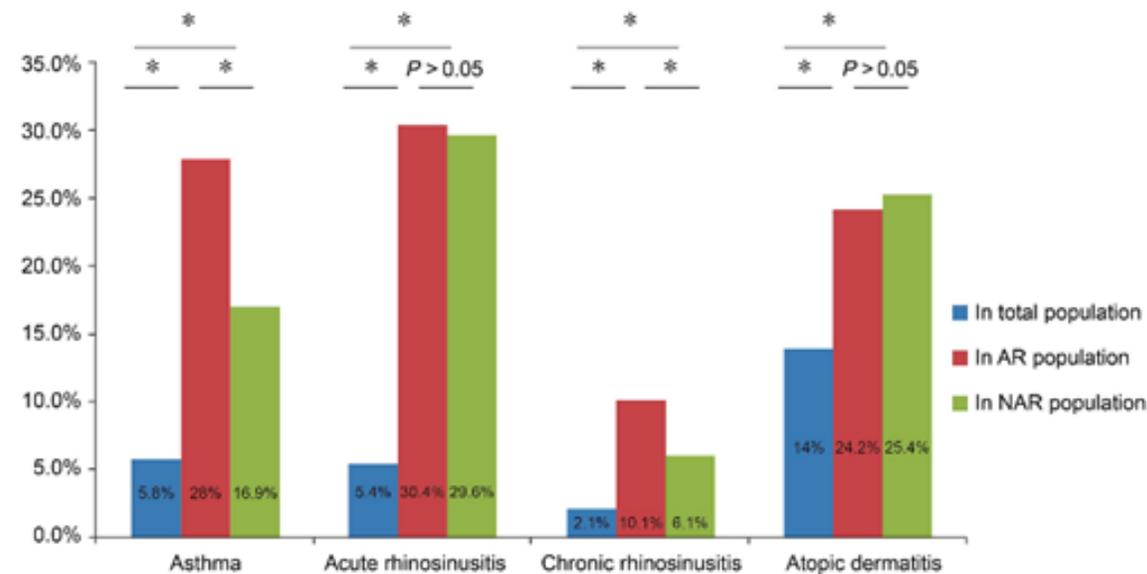
- ▶ 我国过敏性鼻炎发病率高，市场需求在提升。2016年于Allergy发表的《2005年至2011年中国主要城市自我报告的过敏性鼻炎患病率增加》的调查显示，非过敏性鼻炎（NAR）、急性鼻炎（ARS）、慢性鼻炎（CRS），哮喘和特应性皮炎（AD）在一般人群中的总体患病率分别为16.4%、5.4%、2.1%、5.8%和14%，在6年的时间里，普通中国成年人人群中自我报告的过敏性鼻炎（AR）患病率显著增加，且与普通人群相比，自报AR的个体中伴有鼻窦炎、哮喘或AD的AR发病率显著增高。

图52：2005-2011年11个主要城市自报过敏性鼻炎（AR）标准化患病率比较



资料来源：Allergy-XD Wang etc., 国元证券研究所

图53：中国自我报告哮喘、急性鼻窦炎、慢性鼻窦炎和特应性皮炎的合并症，过敏性鼻炎（AR）和非AR亚群



资料来源：Allergy-XD Wang etc., 国元证券研究所

■ 疫后复苏之脱敏行业——市场规模快速提升

- 药物市场规模快速提升，近年年均CAGR达10%。受到环境污染日趋严重、过敏原接触机会增加以及社会心理因素等影响，我国过敏性鼻炎发病率呈现持续上升态势。随着发病率的持续上升，我国抗过敏药物市场规模也呈现出持续上升态势，从2013年的140亿元增长到2021年的307亿元，复合增速达到10%。

图54：我国抗过敏药物市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

■ 疫后复苏之儿童营养支持——维生素AD仍有提升空间

- 维生素A、D维持婴幼儿正常生长活动，但其缺乏问题仍广泛存在。维生素D可促进人体对钙的吸收，并且能够调节人体的免疫功能，在促进儿童成长发育方面有重要作用。维生素D缺乏会引起儿童的钙、磷吸收障碍，进一步导致骨和牙不能正常发育，严重者则会增加佝偻病及成人后软骨症的风险。维生素D营养缺乏的问题在全球都广泛存在，中国儿童维生素D缺乏的状况尤为突出。2021年一项针对680名儿童的研究表明，0~1岁儿童中维生素D营养充足的比例为46.67%，随着年龄的增大，维生素D营养充足的儿童占比越少，维生素D营养充足的6岁儿童占比仅为12.9%。

表25：不同年龄阶段儿童25-(OH)D水平及维生素D缺乏情况比较

年龄	例数	25-(OH)D(nmol/L)	维生素D		
			缺乏	不足	充足
0-1岁	75	61.49±5.63	11(14.67)	29(38.67)	35(46.67)
2-3岁	142	56.72±5.42	30(21.13)	61(42.96)	51(35.92)
4-5岁	285	42.68±5.34	87(30.53)	120(42.11)	78(27.37)
6岁	178	35.61±4.06	90(50.56)	65(36.52)	23(12.92)

注：不同年龄段25-(OH)D及维生素D缺乏发生率比较，P<0.05

资料来源：《学龄前儿童维生素D水平与营养状况的相关性研究》——丁艳, 国元证券研究所

■ 疫后复苏之儿童营养支持——维生素AD仍有提升空间

- 维生素A、D维持婴幼儿正常生长活动，但其缺乏问题仍广泛存在。维生素A是维持人体正常视觉功能、免疫功能、上皮细胞完整性及机体生长和发育的必需营养素。维生素A缺乏会导致暗适应能力下降、夜盲、眼干燥症等，还会导致儿童呼吸道感染发病增多及生长发育受阻。2022年国内一项研究表明，1岁以下儿童维生素A缺乏的比例占57.58%，随着年龄的增长，该比例会有所下降，但全国儿童维生素A平均水平仍处于正常值下限（0.31）mg/L（正常值范围0.30~0.70mg/L），大部分儿童处于维生素A缺乏的风险之中。

表26：不同年龄段儿童维生素A水平的比较

年龄组(岁)	对照组(n=515)	
	例数(n)	维生素A水平(mg/L)
<1	99	0.28±0.07
1~3	226	0.33±0.07
4~6	127	0.34±0.06
≥7	63	0.35±0.07
F		21.816
P		<0.01
合计	515	0.33±0.07

资料来源：《维生素A水平与儿童急性下呼吸道感染的相关性》——赵光宇、王欣、田恬，国元证券研究所

表27：不同年龄段儿童维生素A缺乏率的比较

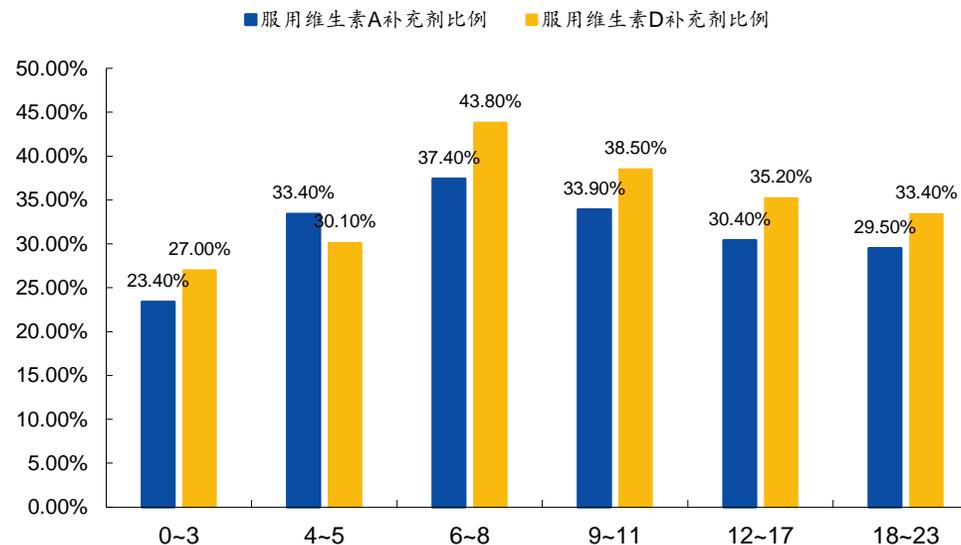
年龄组(岁)	对照组(n=515)			
	例数(n)	SVAD	SSVAD	维生素A正常
<1	99	8(8.08)	49(49.49)	42(42.42)
1~3	226	1(0.44)	61(26.99)	164(72.57)
4~6	127	1(0.79)	26(20.47)	100(78.74)
≥7	63	0	14(22.22)	49(77.78)
X²			55.691	
P			<0.01	
合计	515	10(1.94)	150(29.13)	355(68.93)

资料来源：《维生素A水平与儿童急性下呼吸道感染的相关性》——赵光宇、王欣、田恬，国元证券研究所

■ 疫后复苏之儿童营养支持——维生素AD仍有提升空间

- 维生素A、D维持婴幼儿正常生长活动，但其缺乏问题仍广泛存在。我国目前没有大剂量补充维生素A的预防措施，采用每天小剂量补充是安全有效的补充方式，即每日补充生理需要量的维生素A 1500-2000IU。据中华预防医学会儿童保健分会报告，我国儿童维生素A、维生素D的缺乏与边缘缺乏发生率存在明显的年龄与地区的差异，且与是否服用维生素补充剂有关。据统计，6-8个月的婴幼儿服用维生素A、维生素D的比例最高，分别为37.4%与43.8%，总体而言，婴幼儿服用维生素补充剂D的比例略高于服用维生素A补充剂的比例。

图55：0-23个月婴幼儿过去一周服用维生素A、D补充剂比例（%）

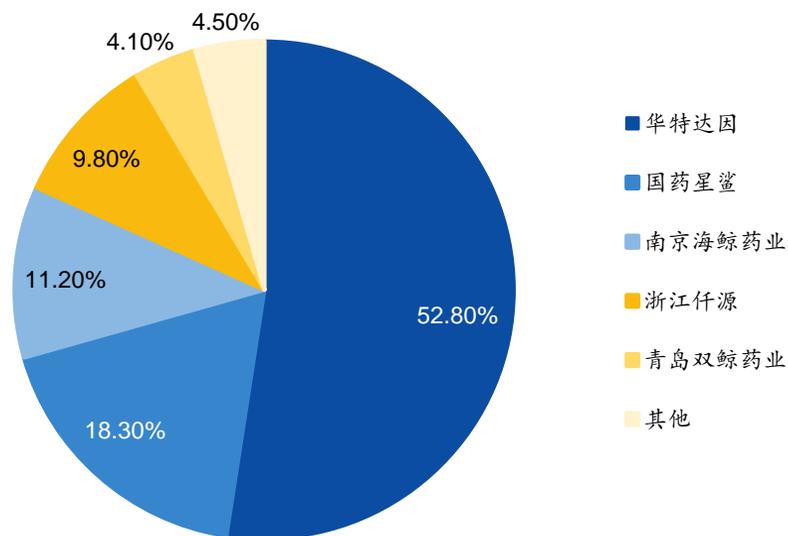


资料来源：《中国儿童维生素A、维生素D临床应用专家共识》——中华预防医学会儿童保健分会，国元证券研究所

■ 疫后复苏之儿童营养支持——维生素AD仍有提升空间

- 维生素AD滴剂市场格局较为稳定，伊可新龙头地位。明显在我国，随着维生素干预策略的开展，儿童维生素营养问题得到了明显的改善，但维生素A、维生素D缺乏症仍然是公众卫生问题。维生素A能够促进维生素D与维生素D受体结合，从而发挥生物学活性，在免疫功能、贫血预防与骨骼发育等方面有着共同作用，维生素A与维生素D同补的方式更加适合我国儿童现状。目前国内维生素AD滴剂产品较少，除伊可新外，还有娃の福、优卡丹、贝特令、金奇仕等，其中伊可新龙头地位显著，连续十余年市场份额超过50%。

图56：维生素AD复方样本医院销售市场份额情况



资料来源：PDB，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图57：不同公司维生素AD制剂样本医院销售额（万元）



资料来源：PDB，国元证券研究所

■ 疫后复苏之儿童营养支持——维生素AD仍有提升空间

- 维生素AD渗透率仍有较大提升空间，未来可期。2017-2021年，维生素AD滴剂在0-1岁儿童中渗透率由21.96%增长至35.53%；在1-3岁儿童中渗透率由7.96%增长至14.26%，预计未来维生素AD滴剂在适龄儿童中渗透率将进一步提升。此外，根据我国现状，专家建议儿童应补充维生素AD到青春期，龙头品牌伊可新适用年龄也从0-3岁调整至0-6岁，这将进一步扩大市场空间，同时缓解人口出生率降低带来的冲击。

表28：维生素AD滴剂产品渗透率测算

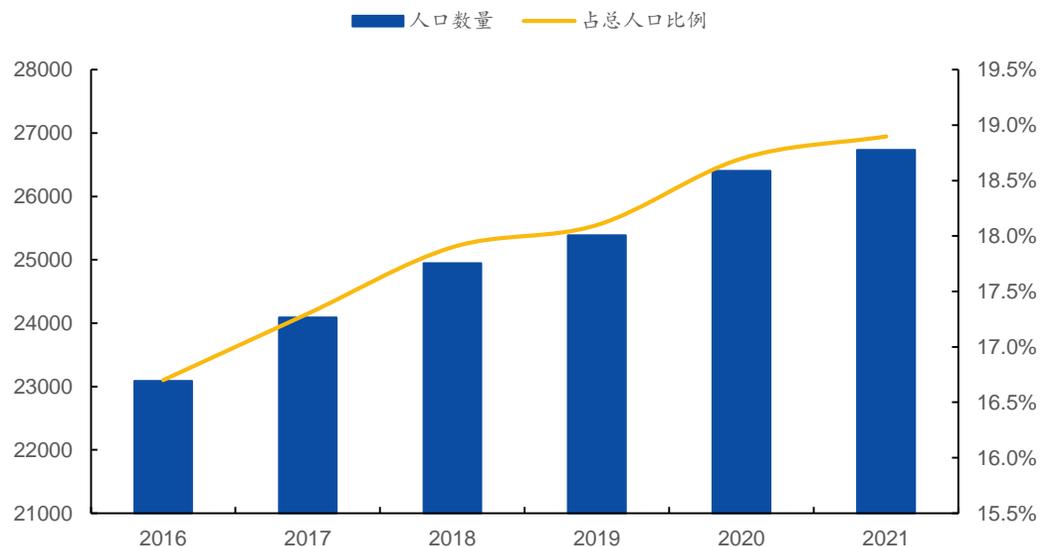
	2017	2018	2019	2020	2021
0-1岁人口（万）	1723	1523	1465	1220	1062
1-3岁人口（万）	3441	3509	3246	2988	2665
0-3岁人口（万）	5164	5032	4711	4208	3727
伊可新出厂价口径销售额（亿元）	10.00	7.59	8.99	9.41	11.57
伊可新市占率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
平均出厂价	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
销量（亿粒）	23.81	18.07	21.40	22.40	27.55
服用伊可新的儿童（亿）（/365）	0.07	0.05	0.06	0.06	0.08
服用伊可新的儿童（万）（*10000）	652.32	495.11	586.43	613.83	754.73
绿色装占比	58.00%	56.00%	54.00%	52.00%	50.00%
伊可新在0-1岁儿童中渗透率	21.96%	18.20%	21.62%	26.16%	35.53%
粉色装占比	42.00%	44.00%	46.00%	48.00%	50.00%
伊可新在1-3岁儿童中渗透率	7.96%	6.21%	8.31%	9.86%	14.16%

资料来源：华特达因公司公告，国家统计局，国元证券研究所

■ 疫后复苏之肠外营养支持——小众市场大空间

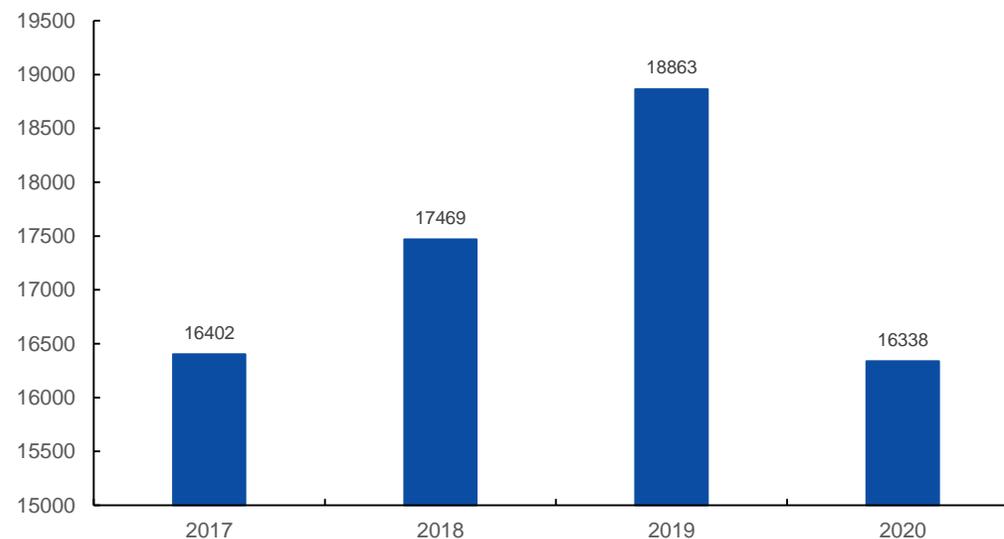
- 临床营养不良高企，肠外营养支持空间广阔。随着我国人口老龄化、城镇化进程加快，以及不良生活方式（吸烟、熬夜、缺乏活动、不良饮食习惯等）影响，我国慢病患者基数还在不断增长，高龄、部分急、慢性疾病都容易引发不同程度的营养不良。除疾病本身可能导致营养不良（营养不足）外，围手术期、危重症、肿瘤放化疗、肝病、各种慢性消耗性疾病等也可导致肠功能障碍或衰竭，患者更容易面临营养风险或加重原有的营养不足。我国住院成人患者的营养不良绝大多数都属于疾病相关营养不良。

图58：我国60岁及以上人口数量及占比统计（万人，%）



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

图59：我国历年二级及以上医院住院人数（万人）



资料来源：卫健委，国元证券研究所

■ 疫后复苏之肠外营养支持——小众市场大空间

- **临床营养支持显著提高病人治疗效果。**营养不良病人术后易有感染、肺功能障碍、胃肠吻合口易破裂成瘘、伤口愈合不良等并发症，增加患者的住院时间和死亡率。全欧洲进行的一项包含26所医院涵盖5000名患者的多中心临床调查结果显示，营养良好的病人死亡率、住院时间、并发症发生率都有大大降低。据北京世纪坛医院胃肠外科主任、临床营养科主任石汉平，营养不良的死亡率非常高，高达20%。因此，各类疾病患者的营养支持已成为临床上的一个重要治疗手段。
- **胃肠道外营养是临床最常用的营养支持途径，**目的是使病人在无法正常进食的状况下提供包括氨基酸、脂肪、碳水化合物、维生素、微量元素、电解质在内的营养素，以抑制分解代谢、促进合成代谢并维持结构蛋白的功能，使体重增加并促进创伤愈合，具有安全、有效、方便、快捷的特点，是为疾病引起的营养不良、围手术期、危重患者以及器官移植患者提供营养支持的首选途径。相较于肠内营养，肠外营养具有摄取营养高效、患者依从性好、医护难度小等特点，肠外营养已被公认为20世纪医学科学的重大进展之一。

表29：欧洲26所医院的5000名患者营养状况调查结果

组别	病死率 (%)	住院时间 (d)	并发症发生率 (%)
营养良好组	4.7	10.2±11.7	16.8
营养不良组	12.4	16.7±24.5	27

资料来源：动脉网，国元证券研究所

■ 疫后复苏之肠外营养支持——小众市场大空间

- 医患教育仍不充分，临床营养治疗规范性有待提升。据动脉网，国内住院病人营养不良发生率为30%~55%，在一些重症病人中营养不良的发生率可高达80%。据三奇生物数据显示，我国有71%的患者在住院期间没有得到应有的营养治疗，在得到营养治疗的29%患者里面，有一半以上的营养治疗是不规范的。营养不良诊断和治疗不足的现象比较普遍，一项法国的胃肠癌患者的横断面多中心研究发现营养不良发生率为52%。43%的严重程度分类是错误的，大部分患者处于严重的营养不良状态，但并没有得到任何的营养治疗支持。依据以上数据，我们假设营养不良的住院病人治疗率分别为10%、30%和50%，可以发现，住院患者营养不良治疗市场需求巨大。

表30：预期营养不良的二级及以上医疗机构住院患者接受营养治疗人数（万人，%）

2020年住院患者（万人）	16338		
营养不良率（%）	30~55%		
营养不良患者（万人）	4901.4~8985.9		
治疗渗透率（%）	10%	30%	50%
治疗人数（万人）	490.1~898.6	1470.4~2695.8	2450.7~4493.0

资料来源：卫健委，动脉网，国元证券研究所

■ 疫后复苏之肠外营养支持——小众市场大空间

- 10%治疗渗透率下，注射用多种维生素（12）市场可达49亿。依据卫健委，2018年我国二级及以上医院住院人数17469万人，儿童出院人数达1701万人；据动脉网，国内住院病人营养不良发生率为30%~55%；依据卫健委，二级及以上医院平均住院日加权为9.3日；依据公司注射用多种维生素（12）说明书，用量为1支/日，严重烧伤等情况可加量至2-3倍；我们假设国内成人住院病人营养不良率为40%；依据咸达数据，卫信康中标价为83.63元/支。

表31：注射用多种维生素（12）市场规模测算

二级及以上医疗机构成人住院患者（万人）	15768		
营养不良率（%）	40%		
营养不良患者（万人）	6307.2		
治疗渗透率	10%	30%	50%
治疗人数（万人）	630.7	1892.2	3153.6
平均住院日（日）	9.3		
用药剂量（支/天）	1		
总需求（万支）	5865.7	17597.1	29328.5
单价（元/支）	83.63		
市场空间（亿元）	49.1	147.2	245.3

资料来源：动脉网，卫健委，咸达数据，公司官网，国元证券研究所

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

■ 公司底蕴深厚、资源丰富，大股东混改完成有望带来新活力

- 公司是国内知名的老牌中成药生产企业，2021年混改完成后，新任董事长张铭芮即对销售体系进行改革，有望持续激发业绩潜力，实现业绩加速增长。

■ 主力产品速效救心丸成长空间广阔，有望加速放量

- 心血管疾病人口基数庞大，死亡率逐年上升，专科医院和从业人员数量逐年递增，城市医疗终端和零售药店终端中成药销售规模不断增长。公司核心产品速效救心丸剂量小、起效快、安全高效，是性价比最高的冠心病心绞痛的治疗良药之一。速效救心丸目前定价偏低，日用金额在4元左右，未来仍具提价空间。销售改革后，速效救心丸销售力度有望持续加大，未来仍有较大提升空间。

■ 公司二三线产品众多，积极布局有望促进放量

- 公司二三线产品众多，其中通脉养心丸、胃肠安丸、清肺消炎丸、安宫牛黄丸和京万红软膏销售额已经突破亿元，通过实施大品种战略，加大对京津冀以外区域的推广力度，销售体量可更上一层楼。脑舒欣滴丸、紫龙金片为国家二级保护品种，清咽滴丸已被纳入国家基本药物目录和国家医保目录的OTC药物，也是公司即将重点打造的产品，未来销售额均有望突破亿元。整体来看，公司二三线产品众多，通过销售方面的积极布局，未来有望快速放量。

■ 投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年EPS分别为1.11元/股、1.39元/股和1.73元/股，对应PE分别为27倍、22倍和18倍，维持“买入”评级。

■ 乌灵系列市场空间广阔，乌灵胶囊有望成为大品种

- ▶ 公司乌灵系列产品营业收入由2014年的4.49亿元增长至2021年的8.5亿元，年均复合增长率为8.3%，2019年开始，整体呈现出加速增长的趋势。目前乌灵系列包括了乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒三大产品，目前乌灵胶囊销售体量仍然相对较低，预计未来2-3年仍将保持高速增长。灵泽片2021年销售额突破1亿元，2018年进入基药后，快速放量，成为公司乌灵系列增速最快的品种，有望继续贡献较大业绩弹性。

■ 百令片研发生产壁垒高，仍具较大成长空间

- ▶ 百令片为发酵冬虫夏草菌粉制剂，其临床应用的科室分布非常广泛，包括肿瘤科、呼吸科、肾科、中医内科、内分泌等领域，具有广泛的用药人群。2018年进入基药目录后，进院速度加快，未来随着公司继续大力拓展基层市场，百令片有望成为大品种。

■ 中药饮片稳健增长，中药配方颗粒有望成为新增长点

- ▶ 公司中药饮片营收由2017年的2亿元增长至2021年的2.9亿元，年均复合增长率为7.71%；中药配方颗粒营收由2017年的0.02亿元增长至2021年的0.44亿元，年复合增长率为85.56%。目前，公司中药饮片业务整体成熟，预计未来仍将保持平稳增长，中药配方颗粒业务目前体量相对较小，预计未来有望充分受益政策，实现高速增长，是公司下一个业绩增长点。

■ 投资建议与盈利预测

- ▶ 预计公司2022-2024年EPS分别为0.42元/股、0.59元/股和0.79元/股，对应PE分别为27倍、19倍和14倍，维持“买入”评级。

■ 聚焦医药主业，优化激励机制，老国企焕发新活力

- 2020年，公司实控人由山东大学变为山东国资委，国企改革后，公司持续聚焦医药主业，现已剥离化工与环保业务，推出中长期激励计划，经营活力显著提升。

■ 维生素AD龙头企业，长期发展空间较大

- 维生素缺乏仍是我国儿童面临的主要问题之一，维生素AD同补的方式更符合我国婴幼儿现状，维生素AD滴剂市场空间广阔。目前维生素AD滴剂市场规模接近20亿元，渗透率仍然较低，仍有较大增长空间，预计远期市场规模有望达到50亿元。目前主要有4家公司参与竞争，市场格局较好，伊可新凭借优质产品力和消费者与行业的广泛认可，连续十余年市场占有率超过50%，近两年增速更加明显，龙头地位显著，预计未来仍将保持稳健增长。

■ 产品线逐步丰富，长期发展动力充足

- 公司产品线逐渐完善，除伊可新外，目前包括伊D新（维生素D滴剂）、伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）、盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）、小儿布洛芬栓、阿奇霉素颗粒等，其中伊D新和伊佳新等产品空间较大，且仍处于快速放量阶段，贡献较大业绩弹性。预计随着公司产品的逐步丰富，在研管线的逐步推进，公司业绩有望长期保持稳健增长。

■ 投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年EPS分别为2.39元/股、3.22元/股和4.16元/股，对应PE分别为19倍、14倍和11倍，维持“买入”评级。

■ 公司是国内领先的脱敏治疗龙头，脱敏治疗市场空间广阔

- 目前全球约有近5亿人口患有过敏性鼻炎，2021年全球过敏性鼻炎治疗市场规模达到134亿美元，增速达3.14%。2021年全国过敏性鼻炎发病率达17.90%，脱敏治疗市场空间广阔。公司为国内唯一获批上市销售的舌下含服变应原脱敏制剂公司，竞争能力持续保持脱敏治疗市场的领先地位。随着临床医生认知度、患者依从性及脱敏药物渗透率的不断提高，预计脱敏治疗市场空间高达数百亿。

■ 粉尘螨滴剂持续稳健增长，黄花蒿粉滴剂开始放量

- 公司脱敏药物市场占有率中排名第一，未来有望持续保持领先优势。主导产品“粉尘螨滴剂”自上市以来销售收入持续较快增长，毛利率维持较高水平，2021销售收入达到7.96亿元，同比增长26.15%，未来将持续作为公司核心产品推动业绩增长。2021年5月黄花蒿粉滴剂开始销售，2021年销售收入达到367万元，黄花蒿粉滴剂市场空间大，未来有望成为公司业绩的第二个增长点。

■ 坚持自主研发与技术创新，点刺试剂系列值得期待

- 公司产品线逐渐完善，除伊可新外，目前包括伊D新（维生素D滴剂）、伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）、盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）、小儿布洛芬栓、阿奇霉素颗粒等，其中伊D新和伊佳新等产品空间较大，且仍处于快速放量阶段，贡献较大业绩弹性。预计随着公司产品的逐步丰富，在研管线的逐步推进，公司业绩有望长期保持稳健增长。

■ 投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年EPS分别为0.76元/股、0.97元/股和1.24元/股，对应PE分别为69倍、54倍和47倍，维持“买入”评级。

■ 老龄化、不良生活习惯等致临床营养不良高企，肠外营养支持未来空间广阔

➤ 国内住院病人营养不良发生率为30%~55%，在一些重症病人中营养不良的发生率可高达80%，我国只有31%的营养不良的患者得到了营养治疗，在重度营养不良的患者中，50%以上未得到营养治疗，临床肠外营养支持治疗未来空间广阔。

■ 多个核心产品国内或国产独家致国家集采免疫，竞争格局佳

➤ 核心产品竞争格局如下：注射用多种维生素（12）、多种微量元素注射液（40mL）是国产独家品种；小儿多种维生素注射液（13）、复方电解质注射液（V）是国内独家品种；小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）是国内首家通过一致性评价企业。多种维生素注射剂（13）、小儿微量元素类、小儿复方氨基酸注射液（20AA）等丰富在研管线完善公司产品矩阵，保障公司长期发展。

■ 医保加持+医疗机构快速覆盖，公司核心产品加速放量可期

➤ 成人产品目标医院5000家，儿科科室拓展空间广阔。截至2021年，注射用多种维生素（12）已完成29个省级行政区域的中标/挂网，新增16个医保覆盖区域；覆盖医院数量已超过1600家，目标医院覆盖率36%。多种微量元素注射液（40mL）已完成23个省级行政区域的中标/挂网，覆盖医院超过100家，2022Q1覆盖医院数量增加近50%。小儿多种维生素注射液（13）已完成26个省级行政区域的中标/挂网，覆盖医院近百家。渠道拓展空间依然巨大。

■ 投资建议与盈利预测

➤ 预计公司2022-2024年EPS分别为0.44元/股、0.67元/股和0.93元/股，对应PE分别为33倍、22倍和16倍，维持“买入”评级。



■ 医院感染防控专家，参编行业标准文件展现公司行业地位

- ▶ 公司致力于解决医院感染防控问题并为现代化医院提供洁净、安全、智能的医疗环境。业务范围覆盖为医疗机构提供医疗净化系统的研发和方案设计、组织施工计划、施工管理和运维，相关医疗设备和医疗耗材的生产和销售。

■ 疫情凸显医疗资源紧缺，医疗净化迎来发展新机遇

- ▶ 需求端：根据卫健委，2019年全国医疗卫生机构总诊疗人次达到87.2亿人次，较2010年增长了49.4%；住院人数达到2.66亿人，较2010年增长了87.6%。供给端：公立医院中三级医院的病床使用率仍接近于100%的饱和程度且公立医院数量上呈现缩减趋势，每千人病床数与主流发达国家相比保有量也较低。2020年新冠疫情突袭凸显医疗公共卫生短板，全国各地医疗资源严重紧缺，加速推动医疗新基建推进。根据公司招股书测算，我国医疗净化系统市场规模每年约为330.51亿元。

■ EPC模式初见效+全国“区域联合营运中心”加速布局，打开成长空间

- ▶ 医疗专项工程EPC模式发展已初见成效，已经有深圳市眼科医院、深圳市儿童医院、武汉大学中南医院等成功落地案例。渠道上，全国范围内陆续建立“区域联合营运中心”即营销与运维服务中心，提升全国各地市场营销、售后运维的区域中心地位，加速拓展全国业务。

■ 投资建议与盈利预测

- ▶ 预计公司2022-2024年EPS分别为0.98元/股、2.22元/股和2.97元/股，对应PE分别为42倍、19倍和14倍，维持“买入”评级。

■ 公司为国内智能药品管理供应商龙头

- 健麾信息是国内先进的药品智能化管理供应商，公司所处行业上游成本稳定，下游客户构成多元，应用场景丰富，包括医院各科室、零售药店、医药流通企业药库等。公司市场占有率国内领先，龙头优势显著，2018年公司门诊药房自动化领域的市场占有率达30.20%。

■ 渗透率提升叠加新基建，医疗机构自动化空间巨大

- 我国药品自动化管理的市场渗透率仍然较低，门诊药房自动化设备经过近年的发展渗透率达到20%，但是提升空间仍然巨大，而静配中心的自动化进程才刚刚开始。根据我们测算，国内门诊智慧药房存量市场规模有望于2025年将达到96亿元的市场规模，年增量达到8.0亿元；静配中心智能化服务存量市场规模有望于2025年达到15.7亿元，年增量达到2.6亿元。

■ 零售药房智能化开启，未来空间广阔

- 随着国内药店竞争逐步激烈化，零售药房的智能化需求正在开启，智能化零售药物有望为药店带来三大竞争优势：1) 降低成本，提升坪效；2) 加强药店管控与经营能力；3) 提升客户体验，吸引客流。根据我们的中性假设测算，未来自动化智慧药房市场每年的市场规模有望达到27.3亿，未来空间广阔。

■ 投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年EPS分别为1.40元/股、1.93元/股和2.56元/股，对应PE分别为25倍、18倍和14倍，维持“买入”评级。



■ 全场景医疗物资智能化管理专家，正快速增长

- 艾隆科技是国内先进的医疗物资管理供应商，产品主要应用于药品、耗材及其他医疗物资的智能管理，为医疗服务机构提供高效、安全、全面、智能的医疗物资存储、分发、管理及传输服务。公司市场占有率国内领先，规模快速增长：2018年公司门诊药房自动化领域的市场占有率达28.5%。

■ 渗透率提升叠加新基建，医疗机构物资管理自动化空间大

- 我国药品自动化管理的市场渗透率仍然较低，门诊药房自动化设备经过近年的发展渗透率达到20%，但是提升空间巨大，而静配中心的自动化进程才刚刚开始。2021年医疗新基建新签合同金额较2020年相比提升77.3%，2013至2021年间，年CAGR为29.0%，医疗新基建的落地进一步加速了医疗机构自动化服务需求的增长。

■ 在手订单高速增长，客户覆盖范围快速提升，品牌实力凸显

- 从在手订单上看，公司在手订单从2018年末的1.14亿增长至2021年末的2.75亿，且期间增速不断加快，2021年在手订单同比增长52.55%；从合同负债上看，2022上半年合同负债金额，同比2021年增长了近133%。从客户覆盖上看，公司覆盖医疗机构数量从2018年末的超500家快速增至2022上半年末的922家；其中覆盖三甲医院数量从2018年末的300家增至2022上半年的484家

■ 投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年EPS分别为1.65元/股、2.22元/股和2.89元/股，对应PE分别为23倍、17倍和13倍，维持“买入”评级。

■ 公司是专业的临床试验现场管理服务商，近年业务快速增长

- 公司主营业务为向制药、医疗器械公司的临床研究开发提供SMO服务，即基于过往积累的临床试验项目执行经验，为客户提供包括前期准备计划、试验点启动、现场执行等全流程的临床试验现场执行及管理服务。

■ 新药临床试验研发需求和供给同步共振，SMO行业正高速发展

- 需求端：中国医药行业的研发支出预计将从2019年的211亿美元增长至2024年的476亿美元，期间CAGR达17.7%，国内SMO市场规模从2018年的23.3亿增长至2020年的100.4亿，历年增速均超44.0%。供给端：截至2020年末，全国有1100余家临床试验机构，截至2022.3.6，全国有1221家医疗机构具备药物临床试验开展资质；2017-2019全国CRC数量复合增长44.0%。

■ 公司综合服务能力优势明显，全球著名药企实例背书

- 能力突出：2016-2021年国内上市新药中，肿瘤药领域公司参与占比41%、CAR-T项目占比22%、病毒性肝炎项目占比58%等，公司各领域优势明显；“722”事件公司参与的SMO项目0撤回0造假。产能领先：截至2022年6月末，公司有超过3450名业务人员，可覆盖临床试验机构数量超过1100家，服务范围覆盖全国160多个城市，处于国内第一梯队。客户高质量：2019-2021年，公司客户囊括全球前20大药厂中的18家、全球前10的CRO中的8家。

■ 投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年EPS分别为0.80元/股、1.40元/股和2.35元/股，对应PE分别为61倍、35倍和21倍，维持“买入”评级。

■ “药学+临床”综合型仿制药CRO，规模快速增长

- ▶ 公司主营仿制药CRO业务、创新药CRO同步发展，通过“受托研发+自主研发成果转化”模式服务，涵盖药学研究、临床服务、自主研发成果转化、药物发现等。受益于国家推行仿制药一致性评价政策，公司抓住行业发展的有利时机，公司近5年高速增长。

■ 新一轮专利悬崖临近，仿制药研发热潮再起；国内仿制药处方量仍有较大提升空间

- ▶ 根据Evaluate Pharma预测，经历2020和2021年的专利到期低谷期之后，2022-2025年又将迎来新一轮的专利悬崖，到期专利药预计市场规模合计约为2240亿美元，预计造成原研药损失1090亿美元。从处方量角度看，依据IQVIA数据，近年来美国原研药处方量占比逐渐走低，而仿制药处方量逐渐提升，从2009年至2018年11月的10年间，美国仿制药的总体配方比率从75%提升到了90%，仿制药处方比率从80%上升至92%；依据华经情报网，中国2018年仿制药在全部处方量占比不到66%，仿制药在国内处方量的提升上仍然有较大空间。

■ CRO+CDMO合力打造“研发+生产+商业化产业链”闭环发展平台

- ▶ 公司以仿制药“受托研发+自主研发技术成果转化”为根基，通过赛默子公司涉足医药CDMO市场，全面提升多环节、综合性的一体化研发定制服务能力。2022年上半年，浙江赛默CDMO业务对内对外合计实现收入2132.90万元，对外实现收入734.31万元，对内累计服务145个项目，共承接项目219个，合作企业100多家，CRO+CDMO一体化服务模式初见成效。

■ 投资建议与盈利预测

- ▶ 预计公司2022-2024年EPS分别为1.76元/股、2.67元/股和3.80元/股，对应PE分别为39倍、26倍和18倍，维持“买入”评级。

一、整体概述：政策底+业绩底+估值底，医药板块有望迎来戴维斯双击

二、重点看好中药、自主可控、医疗新基建和医药消费四大领域

1. 中药：政策利好加速跑，守正创新谋发展

2. 自主可控：医疗器械自主创新，进口取代持续加速

3. 医疗新基建：公共卫生资源紧缺，催生万亿大市场

4. 医药消费：科学防控保民生，美好生活正复苏

三、重点公司

四、风险提示

- **医药行业政策风险：**近几年医药行业政策发布密集，不确定性较大，对行业影响深远；
- **产品降价风险：**近几年集采政策持续推进，产品如果进入集采目录，则面临降价，降价可能会导致相应公司销售额增长不及预期；
- **研发进度不及预期风险：**医药行业以创新为驱动，目前行业内正在研的药品和器械等较多，且市场关注度较高，如果研发进度不及预期，则会对行业和公司长期发展造成一定影响。

姓名	研究方向	电话	邮箱	SAC执业证书编号
马云涛	医药生物行业	021-51097188	mayuntao@gyzq.com.cn	S0020522080001
朱仕平	医药生物行业	021-51097188	zhushiping@gyzq.com.cn	--

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心
A座国元证券

邮编：230000

传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场
16楼国元证券

邮编：200135

传真：(021) 68869125

电话：(021) 51097188



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址：www.gyzq.com.cn