

# 医药生物行业深度报告

## 2023 年医药策略：风雨过后，天晴有彩“红”

增持（维持）

2022 年 12 月 20 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

■ **四大因素支持 2023 年医药板块结构化牛市：**医药政策边际缓和、盈利预期恢复、估值处于历史低位、公募基金医药持仓仍较低等支撑医药板块大级别行情。

■ **“抗疫”、“疫后”是 23 年医药投资两大关键词：**海外经验，防控放松后，短期感染人数增加、病床紧张、消费萎缩，后面随着群体免疫力提高，消费等日常活动恢复。我们重点看好以下四个主线：

■ **（1）“抗疫”期间，新冠防疫产品和抗感冒药物及其产业链率先受益：**从业绩兑现的确定性和弹性角度看，从高到低依次为抗感冒类药物（含中医药）、新冠特效药、零售药店、制氧机等家用器械、抗原检测、新冠疫苗及其上游。新冠患者无症状、轻症患者占 95% 以上，症状与感冒类似，抗感冒、止咳类药物需求迎来爆发式增长。中医药多款产品列入新冠诊疗方案。新冠特效药上市后有望成为新冠防治主流药物。群众自我防护意识增强，药店渠道防疫相关药品需求增加。制氧机可以有效缓解新冠症状，抗原检测、新冠疫苗序贯接种作为抗疫重要部分，相关标的也有一定程度受益。

■ **（2）“疫后”迎来需求高增：**疫情缓解后人员流动限制解除，其需求将明显恢复。重点四类企业：第一类是以医疗服务、医美为代表的消费医疗，2020Q3 国内疫情管控政策放松之后爱尔眼科即实现同比增长 47.55%；第二类是科研服务，由于高校科研院所进出不便，实验室相关产品需求受到抑制，2023 年 Q2 开始众多标的将重拾高增长；第三类是临床 CRO 公司，疫情期间订单执行不畅但是新签订单仍在累积；第四类是出口导向性公司，疫情期间客户认证、产线沟通建设方面进度延后，23 年预计也会有所恢复。

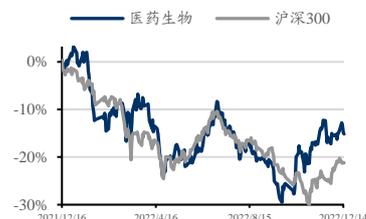
■ **（3）“疫后”门诊和住院量回补，院内药械、IVD 板块刚需放量。**疫情缓解后，预期医院门诊量回升，择期手术会有较大程度的复苏，重点看好三个方向：围手术药品、体外诊断、高值耗材。手术恢复+重症增加，围手术药品三剑客麻醉+镇痛+肠外营养最为受益。IVD 在疫后诊断需求恢复预期明确，看好国产化学发光在 DRGs 背景下放量加速。随着冠脉支架、骨科、电生理等院内治疗耗材集采落地，叠加疫情得到控制，院内相关手术高值耗材将迎来高速发展。

■ **（4）投融资及货币政策回暖确定性增强，创新药板块机会凸显。**受到 XBI 指数带动、多项政策利好、产品靓丽数据读出等利好催化，市场对创新药及产业链的关注度提升明显，公司中短期的催化剂都可成为潜在的拔估值因素。复盘发现：目前宏观政策及美联储加息预期空间有限，全球创新药投融资反弹趋势显现，医药政策边际转暖确定性增强，多指标预示创新药公司及其产业链公司将在 2023 年迎来大的 Beta 行情。

■ **投资建议：**按照政策、质地、盈利、估值四个维度，单项总分 5 分，给 15 个细分子行业评分。2023 年评分较高的包括创新药及其产业链、中药、消费医疗、医疗设备、药店等板块具备投资价值。上述四条主线包含丰富的标的，重点推荐十支个股：华东医药、华夏眼科、恒瑞医药、诺诚健华、海思科、普洛药业、诺唯赞、诺禾致源、金斯瑞生物、惠泰医疗。

■ **风险提示：**研发进度不及预期；商业化进展不及预期；海外审批或收益不及预期；集采风险，药品和耗材降价超预期风险。

### 行业走势



### 相关研究

《医院新基建迎来爆发期，重点推荐迈瑞医疗等》

2022-12-11

《疫情管控政策优化，关注消费复苏》

2022-12-04

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			投资评级
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600276.SH	恒瑞医药	2,424.0	38.0	0.7	0.8	0.9	56.3	48.4	41.1	买入
000963.SZ	华东医药	780.2	44.5	1.5	1.8	2.2	29.9	24.8	19.8	买入
301267.SZ	华夏眼科	375.2	67.0	1.0	1.2	1.5	69.9	54.9	43.5	买入
688105.SH	诺唯赞	261.2	65.3	2.3	2.0	2.2	27.8	32.7	29.3	买入
000739.SZ	普洛药业	252.9	21.5	0.8	1.1	1.3	25.9	19.9	16.1	买入
002653.SZ	海思科	223.8	20.8	0.3	0.4	0.6	64.7	56.7	36.5	买入
688617.SH	惠泰医疗	183.4	275.0	4.7	6.3	8.5	58.8	43.7	32.2	买入
688315.SH	诺禾致源	112.1	28.0	0.5	0.8	1.0	56.6	36.7	26.7	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	431.1	20.4	-0.2	-0.1	0.0	-	-	-	买入
9969.HK	诺诚健华-B	213.1	12.1	-0.5	-0.2	-0.1	-	-	-	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 以上单位为人民币, 总市值(亿元)对应日期为 2022 年 12 月 16 日, 人民币港元汇率按照 2022 年 12 月 16 日的 0.9:1 计算, 除诺诚健华的 EPS 和 PE 来自于 Wind 一致预期, 其余公司均来源于外发报告。

## 内容目录

<b>1. 2022 年回顾：行情前低后高，行业孕育向上运行动能</b>	<b>9</b>
1.1. 9 月后医药指数表现较好，估值和基金配置处于历史较低位置	9
1.2. 医药制造业利润下降明显，药品审评审批有所放缓	12
1.3. 医改政策边际缓和，多领域迎来行业利好	13
1.3.1. 从顶层设计到执行措施，中药迎来多项政策鼓励	13
1.3.2. 贴息贷款政策加速需求释放，医疗设备行业持续高景气度	15
1.3.3. 集采逐步落地，政策出现边际改善	15
1.3.4. 医保续约谈判规则细化，明确降幅预期	18
1.3.5. DRGs 持续推进，医疗回归本源	19
<b>2. “抗疫”、“疫后”是 23 年医药投资两大关键词，众多标的将依次受益</b>	<b>19</b>
2.1. 奥密克戎时期重死率有所下降，需关注放开初期超额死亡	20
2.2. 主要国家疫情防控政策复盘	21
2.2.1. 欧美国家放开更早，东亚各国及地区逐步放开	21
2.2.2. 新加坡平稳过渡，经济及服务行业正在恢复	22
<b>3. 抗疫相关产品需求旺盛，业绩有望逐步兑现</b>	<b>25</b>
3.1. 多款新冠小分子药物进入临床后期，获批在即	25
3.2. 中医药全程参与我国此次新冠肺炎疫情的防治工作，彰显了中医药的特色和优势	26
3.3. 制氧机可以有效缓解新冠症状，国内潜在需求较大	31
3.4. 疫情逐步放开后，抗原部分场景有望替代核酸	32
3.4.1. 抗新冠抗原自测便利易推广，有效性得到海外验证	32
3.4.2. 抗原检测标的选择逻辑	34
3.5. 新冠上下游：核酸检测需求回落，抗原/疫苗成为新利器	35
3.5.1. mRNA 疫苗原料有望逐步放量	35
3.5.2. 抗原检测成为新利器，建议关注抗原检测原料供应商	36
3.6. 当前新冠患者轻症比例居多，抗感冒类药物及产业链值得重视	37
3.6.1. 疫情放松后会发生什么：来自中国台湾的例证	37
3.6.2. 新冠、流感等病毒流行，“感冒药”需求有望大幅增加	39
3.6.3. 下游新冠相关用药需求增加，直接带动上游原料药需求增加	41
3.6.4. 中药全程参与新冠救治，相关产品潜在需求较大	42
3.7. 药店：新疫情防控下，药店复苏有望加速	44
3.7.1. 防疫相关药品需求增加，药店销售“四类药”的政策进行调整	44
3.7.2. 药店市场集中度提升明显，政策加速头部企业发展	45
<b>4. 疫后消费医疗需求修复，有望大幅释放业绩</b>	<b>46</b>
4.1. 医疗服务：疫情后刚性消费复苏，医疗服务需求回补	46
4.1.1. 参考海外经验，医疗服务整体逐步恢复，消费性门诊与刚需性住院量增长显著	46
4.1.2. 政策端变化：中药饮片及消耗耗材集采进行时	50
4.2. 医美消费体现增长韧性，疫后修复空间大	52
4.2.1. 参考海外经验，疫后医美复苏迅速，尤其轻医美增长快	52
4.2.2. 国内医美处于高速增长期，疫情扰动消除后，迎来恢复性高增长	53
4.3. 以 OK 镜为代表的消费医疗器械，有望迎来恢复性增长	55
4.4. 疫情影响下临床试验、科研服务等受到明显压制，2023 年有望迎来需求释放	57
4.4.1. 临床试验开展受疫情影响明显，临床 CRO 需求有望回补	57

4.4.2. 海外业务为主的公司业务受疫情影响明显，后疫情时代有望逐步恢复.....	59
4.4.3. 疫情下高校防疫严苛，疫后需求有望迅速回补.....	60
<b>5. 门诊和住院量回补，院内药械、IVD 板块刚需放量.....</b>	<b>61</b>
5.1. 手术恢复+重症增加，用药需求有望增加 .....	61
5.2. IVD: 疫后诊断需求恢复预期明确，看好化学发光、ICL 和 POCT.....	63
5.3. 高值耗材：集采加速手术量增长，推荐关注集采出清的心血管及骨科领域.....	65
<b>6. 创新药及其产业链：投融资及货币政策逐渐回暖，抓住创新药底部反弹机会 .....</b>	<b>68</b>
6.1. 创新药产业链年度复盘——Biotech 已吹响反弹号角 .....	69
6.1.1. Beta 驱动上涨，Alpha 带来分化 .....	69
6.1.2. 多项指标显示创新药指数底部位置.....	71
6.2. 创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨.....	73
6.2.1. 全球创新药投融资筑底已久，海外反弹趋势初显，国内或将紧随其后.....	73
6.2.2. 美联储高强度加息或将渐入尾声，明年流动性恢复预期强.....	74
6.2.3. 疫情影响逐步降低，Biotech 公司临床和销售有望得到恢复.....	75
6.2.4. CDE 严格的审评审批政策下，国内创新药内卷或将迎来转机.....	75
6.2.5. 医保愿意给稀缺创新药更高溢价，支付方式也不仅限于医保.....	76
6.2.6. 一些具备消费属性的创新药依然有潜力在国内成长为大品种.....	77
6.3. 创新药及其产业链投资策略.....	77
6.3.1. Biotech 投资策略：抓住港股 Beta 行情，结合基本面催化剂.....	77
6.3.2. 2022 年 CXO 板块回调明显，地缘政治边际影响减弱、估值调整彻底、创新药行情逐步回归将带动 CXO 回暖 .....	81
6.3.3. 生命科学上游投资策略.....	83
<b>7. 投资建议 .....</b>	<b>86</b>
<b>8. 风险提示 .....</b>	<b>88</b>

## 图表目录

图 1:	2022 年医药指数相对沪深 300 走势 (截至 2022 年 11 月 27 日)	9
图 2:	2022 年医药子行业三级市场涨跌幅 (截至 2022 年 11 月 27 日)	10
图 3:	申万一级行业市盈率比较 (TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2022 年 11 月 27 日)	10
图 4:	申万医药市盈率历史变化趋势 (截至 2022 年 11 月 27 日)	11
图 5:	申万医药市盈率与 A 股溢价率 (截至 2022 年 11 月 27 日)	11
图 6:	申万医药子行业市盈率比较 (TTM 整体法, 截至 2022 年 11 月 27 日)	11
图 7:	医药行业占 A 股市值比重上升, 公募基金持仓比重下降 (截至 2022 年 11 月 27 日)	12
图 8:	公募基金 A 股重仓医药行业比重 (截至 2022 年 11 月 27 日)	12
图 9:	医药制造业营业收入累计同比增速 (截至 2022 年 10 月)	12
图 10:	医药制造业利润总额累计同比增速 (截至 2022 年 10 月)	12
图 11:	2021 和 2022 年 1-11 月 CDE 申报受理情况 (个)	13
图 12:	2018-2022 年 1-11 月 NMPA 批准国产创新药数量	13
图 13:	卫健委贴息贷款相关要点	15
图 14:	医保支付方式改革政策脉络	19
图 15:	国家及地区新冠 ICU 病例 (日/百万人)	20
图 16:	国家及地区确诊病例和死亡病例 (日/百万人)	20
图 17:	新冠流行期间部分国家及地区的超额死亡率	21
图 18:	欧美及东亚国家和地区的疫情防控指数时间序列	22
图 19:	新加坡新增确诊病例及疫情防控指数时间序列	22
图 20:	部分国家及地区新冠病死率	23
图 21:	部分国家及地区完成疫苗接种计划的比例	23
图 22:	新加坡服务业业务收入指数持续提升	24
图 23:	商品零售销售指数同比 (%)	24
图 24:	旅游业放开后正在恢复	24
图 25:	新加坡 GDP 增速超过疫情前水平 (%)	24
图 26:	医药子版块随疫情防控变化先后受益	25
图 27:	中医治疗新冠肺炎取得显效	27
图 28:	中国其他制氧机出口数量	31
图 29:	中国其他制氧机出口金额	31
图 30:	2021 年中国制氧机出口数量 TOP10 地区	32
图 31:	2021 年中国制氧机出口金额 TOP10 地区	32
图 32:	抗原检测更适合病毒潜伏期和早期的检测	32
图 33:	CE 认证的 96 款抗原试剂盒灵敏度测试 (2020 年 9 月-2021 年 4 月)	34
图 34:	mRNA 生产主要酶原料	35
图 35:	中国 mRNA 疗法酶原料市场规模及增速	36
图 36:	2021 年中国 mRNA 疗法酶原料竞争格局	36
图 37:	义翘神州、九安医疗海外营收情况	37
图 38:	中国台湾疫情防控历程	38
图 39:	中国台湾每日新增确诊病例 (人)	38
图 40:	中国台湾每日新增死亡病例 (人)	38
图 41:	中国台湾地区某诊所部分止咳、抗感冒药物销量	39
图 42:	解热镇痛类原料药均处在涨价周期	42

图 43:	零售药店终端销售额 (亿元) 及增速.....	45
图 44:	感冒清热/止咳祛痰类药物零售端销售额 (百万元) 及增速 .....	45
图 45:	2019-2021 零售端处方药销售份额 .....	46
图 46:	2016-2021 年全国药品零售市场集中度 .....	46
图 47:	2019Q1-2022Q3 美国主要医疗机构住院及手术人数变化趋势 (万人) .....	47
图 48:	2021Q1-2022Q3 英国门诊及住院量恢复趋势 .....	47
图 49:	2021M10-2022M9 英国各专科门诊量及增长情况 (万人次) .....	48
图 50:	英国新冠使用床位数占比月度变化趋势.....	49
图 51:	海外医疗服务企业收入恢复情况 (同比 2019 年) .....	50
图 52:	海外医疗服务企业 EBITDA 恢复情况 (同比 2019 年) .....	50
图 53:	艾尔建/艾伯维医美业务营收情况 (亿美元) .....	52
图 54:	保妥适/乔雅登收入情况 (百万美元) 及增速 .....	52
图 55:	韩国医美企业营收 (十亿韩元) 情况.....	53
图 56:	爱美客营业总收入 (亿元) 及增速.....	53
图 57:	华东医药医美板块收入 (亿元) 及增速.....	53
图 58:	2011-2015 年中国角膜塑形镜行业消费量 (万副) .....	56
图 59:	2011-2020 年中国角膜塑形镜渗透率 .....	56
图 60:	角膜塑形镜渗透率及市场规模.....	56
图 61:	泰格医药 2018 年以来季度收入、扣非归母净利润情况.....	57
图 62:	CRO 市场及国内主要标的业务覆盖情况 .....	58
图 63:	临床 CRO 主要标的在手未执行订单情况 (亿元) .....	59
图 64:	诺思格季度收入情况.....	59
图 65:	普蕊斯季度收入情况.....	59
图 66:	2014 年以来中国医药品进出口金额.....	60
图 67:	诺禾致源 2020 年国内业务恢复情况.....	60
图 68:	诺禾致源 2020 年海外业务恢复情况.....	60
图 69:	住院、手术人次情况.....	61
图 70:	麻醉镇痛药物销售情况.....	61
图 71:	肠外营养支持药物销售情况.....	61
图 72:	中国化学发光市场规模及增速.....	64
图 73:	中国化学发光市场竞争格局 (2018) .....	64
图 74:	金城医学与迪安诊断受益新冠 2020 年业绩表现出色.....	64
图 75:	中国 ICL 市场规模与渗透率较发达国家低.....	64
图 76:	POCT 产品商业化矩阵未来有望继续延伸 .....	65
图 77:	中国传染病和感染类 POCT 行业市场规模 .....	65
图 78:	中国冠状动脉疾病患病人数 (万人), 2016-2030E.....	66
图 79:	中国 PCI 手术量及预测 (万台), 2016-2030E.....	66
图 80:	PCI 医疗器械市场规模 (亿元), 2014-2028E.....	66
图 81:	冠状动脉介入市场规模及预测 (亿元) .....	67
图 82:	2018 年中国冠脉介入市场 (出厂价口径, 百万元) .....	67
图 83:	中国房颤患病人数 (万人), 2015-2024E.....	67
图 84:	中国室上性心动过速患者数 (万人), 2015-2024E.....	67
图 85:	中国快速性心律失常电生理手术量 (万例) .....	68
图 86:	A 股创新药公司行情复盘.....	69

图 87: A 股创新药公司涨跌幅汇总.....	70
图 88: 港股创新药公司行情复盘.....	70
图 89: H 股创新药公司涨跌幅汇总.....	71
图 90: 美股医药指数的涨跌周期与美国加息、降息周期的相关性.....	72
图 91: NBI 指数历史回调周期复盘比较.....	72
图 92: 全球月度融资事件.....	74
图 93: 全球月度融资金额.....	74
图 94: 全球 Biotech IPO 数量和融资金额.....	74
图 95: 美国 CPI 当月同比趋势图.....	75
图 96: CDE 统计的 IND 申报数量.....	76
图 97: CDE 统计的国内外开展肿瘤药临床试验数量.....	76
图 98: 样本医院+零售药店 PD1 品种销售额 (百万元).....	77
图 99: 样本医院+零售药店自免品种销售额 (百万元).....	77
图 100: A 股和港股医药指数走势对比.....	78
图 101: 荣昌生物港股和 A 股市值走势和市值比.....	78
图 102: 百济神州港股和 A 股市值走势和市值比.....	78
图 103: 创新药公司在手现金数据汇总 (为了统一统计口径, 只更新到 2022 年中报).....	80
图 104: 创新药公司估值对比.....	80
图 105: CRO 指数 2022 年走势.....	81
图 106: 全球医药研发支出情况 (2012-2026E).....	81
图 107: 全球新药研发管线数量 (2001-2022 年).....	82
图 108: 主要 MNC 药企研发支出情况.....	82
图 109: 主要 CXO 公司前瞻性指标.....	83
图 110: 科研服务行业一览.....	84
图 111: 2015-2021 年政府属研究机构与高校科研经费投入情况 (亿元).....	85
图 112: 全国规模以上生物医药企业研发投入 (亿元).....	85
图 113: 申万生物医药成分股研发费用.....	85
图 114: 科研服务各细分赛道市场空间、增速与国产替代率.....	86
图 115: 重点推荐标的组合.....	87
表 1: 2022 年 1-11 月 NMPA 获批的国产创新药.....	13
表 2: 国家近年来鼓励中药发展的部分重要政策.....	14
表 3: 国家级集采节约医保费用情况.....	16
表 4: 冠脉支架续标内容.....	16
表 5: 组套采购模式最高有效申报价.....	17
表 6: 单件采购模式最高有效申报价.....	17
表 7: 简易续约降价规则——不调整支付范围, 形成“支付标准一”.....	18
表 8: 简易续约——调整支付范围, 基于“支付标准一”, 形成“支付标准二”.....	18
表 9: 国内新冠小分子药物研发进展.....	26
表 10: 新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案 (试行第三版) 中医治疗.....	28
表 11: 《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》推荐用中药.....	29
表 12: 《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案 (试行第九版)》涉及中药产品及企业.....	30
表 13: 使用便携式制氧机前后患者气促及血氧饱和度情况对比.....	31

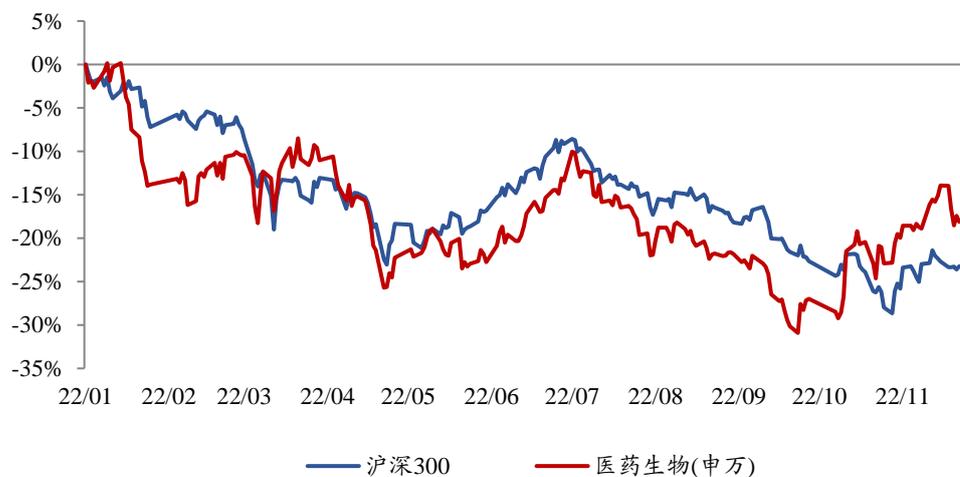
表 14:	核酸和抗原检测对比.....	33
表 15:	部分上市抗原企业产能情况.....	34
表 16:	mRNA 疫苗原料市场规模测算.....	36
表 17:	流感、新冠防治药物概况.....	40
表 18:	重点公司相关产品布局.....	41
表 19:	扑热息痛和布洛芬为 WHO 推荐用药.....	41
表 20:	部分上市公司感冒、止咳药物.....	43
表 21:	海外放松管控地区门诊及住院量恢复情况（较 2019 同期）.....	46
表 22:	英国各专科床位入住数相比于 2019 年同期的水平.....	48
表 23:	医疗服务公司关键指标同比增长率.....	50
表 24:	2022 年消费医疗集采政策梳理.....	51
表 25:	消费医疗器械市场空间（出厂价）及渗透率情况.....	55
表 26:	围手术用药概况.....	62
表 27:	重点公司相关产品布局.....	63
表 28:	各细分子板块评分情况.....	86

## 1. 2022 年回顾：行情前低后高，行业孕育向上运行动能

### 1.1. 9 月后医药指数表现较好，估值和基金配置处于历史较低位置

2022 年 1 月 1 日至 11 月 27 日，申万医药指数下跌 18.12%，跑赢沪深 300 指数 5.10 个百分点。以 9 月 25 日为临界点，在此之前，由于政策压制、疫情导致的行业基本面下行等因素，医药行业表现惨淡；9 月底开始，受益于政策的边际利好（对医疗和科研设备贴息贷款、集采政策的降价趋缓）、疫情态势和防疫政策的预期变化，医药行业的表现明显好于市场。

图1：2022 年医药指数相对沪深 300 走势（截至 2022 年 11 月 27 日）

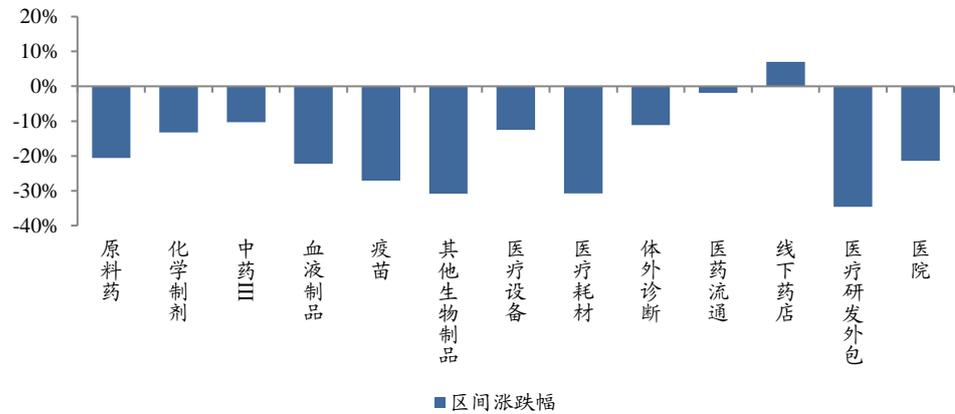


数据来源：wind，东吴证券研究所

看板块内三级细分子行业，2022 年 1 月 1 日至 11 月 27 日，仅有线下药店有正收益，涨幅为 7.0%，主要原因有：i) 药店防疫价值日益增强，防疫物品需求大幅提升，药店业绩受益；ii) ) 国家和地方加速推进“处方外流”，药店市场空间大幅扩容。

其余板块均下跌，其中医疗研发外包板块跌幅最大为-34.6%，主要系 i) 受地缘政治等因素的影响；ii) 竞争格局恶化，部分 CDMO 企业存在产能过剩的预期；iii) 生物医药投融资较差且疫情扰动下业务开展受影响。

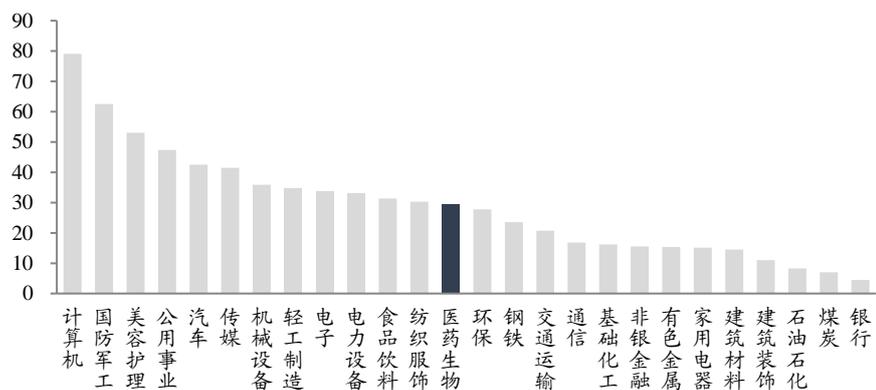
图2: 2022年医药子行业三级市场涨跌幅(截至2022年11月27日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

估值方面, 横向看: 医药行业 PE (TTM) 为 29 倍, 在申万一级行业中排名第 13。纵向看: 过去 10 年医药行业 PE 最高 73 倍, 最低 21 倍, 平均值 37 倍, 目前医药行业 PE 低于历史平均估值。截至 2022 年 11 月 27 日。医药行业相对于全部 A 股估值溢价率为 90%, 2022 年 7 月, 溢价率下降至最低, 之后逐步回升。

图3: 申万一级行业市盈率比较 (TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2022 年 11 月 27 日)



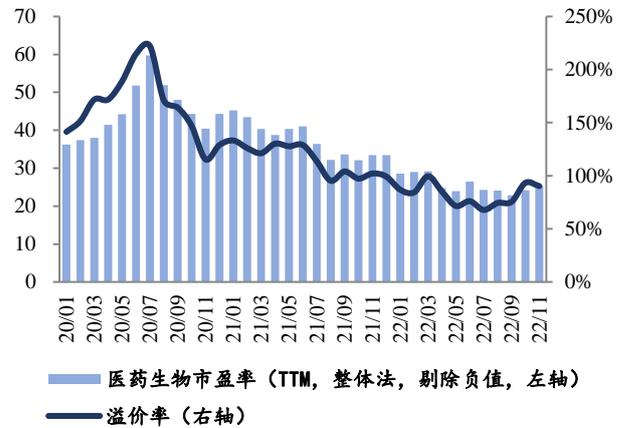
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 申万医药市盈率历史变化趋势 (截至 2022 年 11 月 27 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

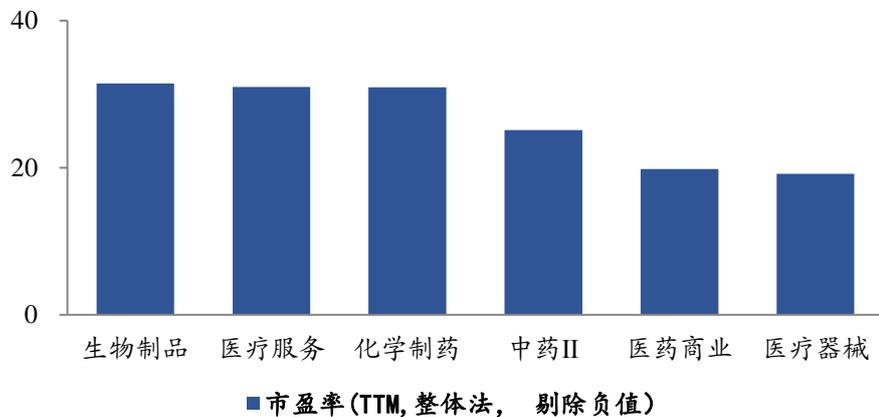
图5: 申万医药市盈率与 A 股溢价率 (截至 2022 年 11 月 27 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

结构上来看, 医药内部估值分化较小, 截至 2022 年 11 月 27 日, 医药各子板块的市盈率中, 生物制品 (31 倍)、医疗服务 (31 倍) 和化学制药 (31 倍) 的市盈率最高, 中药 II (25 倍)、医药商业 (20 倍) 和医疗器械 (19 倍) 的市盈率最低。

图6: 申万医药子行业市盈率比较 (TTM 整体法, 截至 2022 年 11 月 27 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

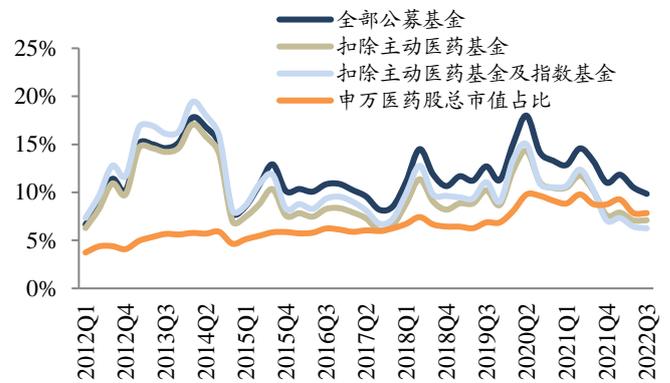
医药行业占 A 股市值比重较年初波动不大, 公募基金持仓比重下降。截止 2022 年 11 月 27 日, A 股医药行业总市值约 7.3 万亿元, 占全部 A 股的市值比例从 2012 年的 3.7% 提升至 8.6%, 较 2022 年 7 月初的 7.9% 有所提升。2022 年三季度公募基金重仓医药行业的比例为 9.84%, 如果扣除主动医药基金及指数基金, 重仓比例为 7.10%, 环比有所下降, 远低于 2014 峰值持仓比例 20%。

图7: 医药行业占 A 股市值比重上升, 公募基金持仓比重下降 (截至 2022 年 11 月 27 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 公募基金 A 股重仓医药行业比重 (截至 2022 年 11 月 27 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 医药制造业利润下降明显, 药品审评审批有所放缓

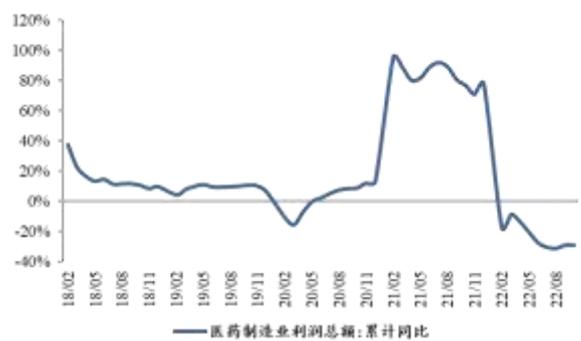
**医药制造业数据 2022 年有所回落。**根据国家统计局统计规模以上医药制造业数据, 截至 2022 年 10 月, 累计实现营业收入 23247.0 亿元, 较 2021 年同期相比下降 1.2%, 2020-2022 年复合增长率为 9.03%, 实现利润总额 3496.3 亿元, 较去年同期相比下降 29.0%, 2020-2022 年复合增长率为 12.16%, 表明受新冠疫情卷土重来的影响, 医药制造业发展放缓。

图9: 医药制造业营业收入累计同比增速 (截至 2022 年 10 月)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图10: 医药制造业利润总额累计同比增速 (截至 2022 年 10 月)

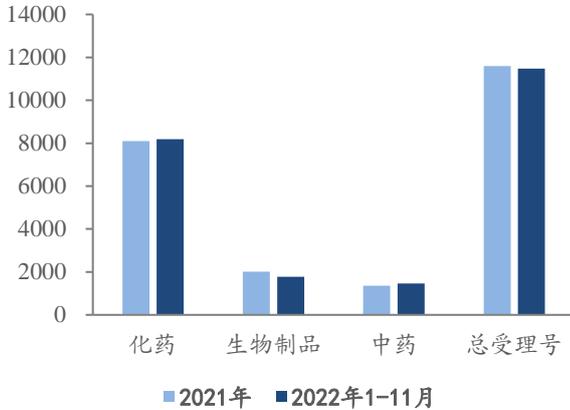


数据来源: wind, 东吴证券研究所

从药物审评情况来看, 截止 2022 年 11 月, CDE 审评中心受理 11,479 个受理号, 其中化药受理 8,194 个, 生物制品 1,773 个, 中药 1,462 个。与 2021 年相比, 总受理号基本持平, 生物制品申报受理号与 2021 年相比减少 12%, 化药、中药小幅增长。截止 2022 年 11 月, NMPA 批准 15 款国产创新药上市, 包括化药 5 款, 生物制品 7 款, 中药

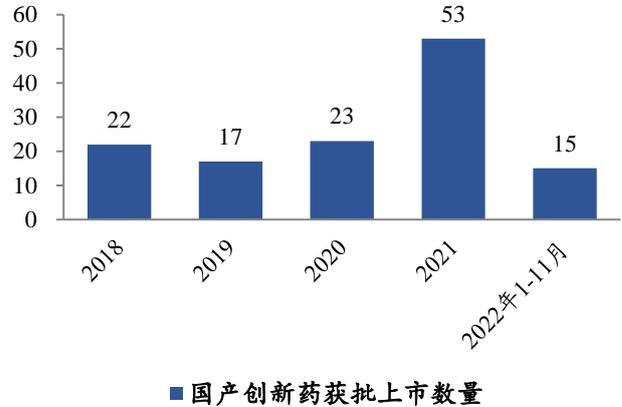
3款。国产新药上市数量较2021年有较大幅度下降。

图11: 2021和2022年1-11月CDE申报受理情况(个)



数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

图12: 2018-2022年1-11月NMPA批准国产创新药数量



数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

表1: 2022年1-11月NMPA获批的国产创新药

通用名	剂型	持证商
多格列艾汀	片剂	华领医药技术(上海)有限公司
林普利塞	片剂	上海瓊黎药业有限公司
瑞维鲁胺	片剂	江苏恒瑞医药股份有限公司
替戈拉生	片剂	山东罗欣药业集团股份有限公司
盐酸托鲁地文拉法辛	缓释片	山东绿叶制药有限公司
奥木替韦单抗	注射剂	华北制药集团新药研究开发有限责任公司
卡度尼单抗	注射剂	康方药业有限公司
普特利单抗	注射剂	乐普生物科技股份有限公司
瑞帕妥单抗	注射剂	神州细胞工程有限公司
斯鲁利单抗	注射剂	上海复宏汉霖生物制药有限公司
重组人乳头瘤病毒二价(16/18型)疫苗(毕赤酵母)	注射剂	玉溪泽润生物技术有限公司
重组新型冠状病毒蛋白疫苗(CHO细胞)	注射剂	安徽智飞龙科马生物制药有限公司
广金钱草总黄酮	胶囊剂	武汉光谷人福生物医药有限公司
散寒化湿	颗粒剂	江苏康缘药业股份有限公司
淫羊藿素	软胶囊	北京诺基医药科技有限公司

数据来源: NMPA, 东吴证券研究所

### 1.3. 医改政策边际缓和, 多领域迎来行业利好

#### 1.3.1. 从顶层设计到执行措施, 中药迎来多项政策鼓励

2021年12月31日, 国家医保局、国家中医药管理局出台《关于医保支持中医药传

承创新发展的指导意见》，进一步扩大中医药医保覆盖范围，提出将符合条件的中药、中医医疗机构、中药零售药店纳入医保定点协议管理。从国务院的顶层设计，到药监局对中药创新药审批的加速，再到医保局将中药饮片、制剂、中医医疗服务项目、中医医疗机构等纳入医保，国家从政策层面层层递进，充分表明我国对于中医药传承创新发展的重视与支持。

表2: 国家近年来鼓励中药发展的部分重要政策

文件名称	颁布部门	颁布时间	主要内容
《关于印发“十四五”全民健康信息化规划的通知》	国家卫生健康委、国家中医药局、国家疾控中心	2022年11月	统一规范的国家中医药数据标准和资源目录体系;拓展智慧中医药等服务,不断满足人民群众多层次、多样化、个性化的健康需求;推动提升中医医院智慧化水平,鼓励智慧中药房建设,提高中医药数字便民服务能力;统筹建设国家和省级中医药数据中心,加强全民健康保障信息化工程中医药业务平台应用与完善,强化与全民健康信息平台互联互通。
《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药管理局	2022年10月	加快中医药人才队伍建设,以高质量人才队伍推动中医药振兴发展。文件明确了人才规划,到2025年,1)中医药人员提升至100万人以上(+21%);2)每千人口中医类别执业(助理)医师数超过0.62人(+29%);3)每万人口中医类别全科医生数超过0.79人(+20%);二级以上公立中医医院中医类别执业(助理)医师比例大于60%。
《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	医保局 中医药管理局	2021年12月	将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。将经国家谈判纳入医保目录的中成药配备、使用纳入监测评估。充分利用“双通道”药品管理机制,将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店,更好地保障参保群众用药需求。开展互联网诊疗的定点中医医疗机构,按规定与统筹地区医保经办机构签订补充协议后,将其提供的“互联网+”中医药服务纳入医保支付范围。
《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》	卫健委	2021年6月	进一步提高认识,加强组织领导完善相关制度;进一步加强综合医院中医临床科室建设;创新中西医协作医疗模式;加强医疗质量管理;加强中医药队伍建设。
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	2021年2月	夯实中医药人才基础;提高中药产业发展活力;增强中医药发展动力;完善中西医结合制度;实施中医药发展重大工程;提高中医药发展效益;营造中医药发展良好环境。
《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	药监局	2020年12月	推动古代经典名方中药复方制剂研制,推进实施调整中药注册分类、开辟具有中医药特色的注册申报路径、构建“三结合”的审评证据体系等创新举措基础上,进一步加大鼓励开展以临床价值为导向的中药创新研制力度。
《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	2019年10月	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

见》			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等促进中医药行业良好发展的措施。
《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	国务院	2019年7月	中医医院是中医药传承发展的主阵地，是人民群众看病就医的重要选择，是我国医疗卫生服务体系的主要组成，为保障人民群众健康发挥了重要作用。要通过医联体建设，切实提升中医药服务能力，提高基层中医药服务可及性和水平，促进中医药和西医药相互补充、协调发展。

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

### 1.3.2. 贴息贷款政策加速需求释放，医疗设备行业持续高景气度

2022年9月7日，国务院常务会议指出，对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。

为响应国常会的决定，卫健委发布通知拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备。卫健委规划司及其他相关部门正在协商政策具体细则，预计将覆盖公立和非公立医疗机构，每家医院贷款金额不低于2000万。贷款使用方向包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。从贴息贷款政策看，我们认为医疗新基建浪潮仍将持续。

图13：卫健委贴息贷款相关要点



数据来源：政府官网，迈瑞医疗公开信息，东吴证券研究所

### 1.3.3. 集采逐步落地，政策出现边际改善

自2018年12月开始医保局对医药行业多次集采，目前已经覆盖了仿制化药、生物药、高值耗材、中药等领域进行集采，药品耗材集采累计为医保节省费用约3900亿元。目前大多数领域已经完成集采，降费目标初步实现，集采政策开始呈现回暖态势。这在22年9月开始的冠脉支架续约和电生理集采体现的较为充分。

表3: 国家级集采节约医保费用情况

	涉及产品	节约费用情况
药品集采	化药、生物制品	4+7 节约 58 亿元/年; 4+7 扩围节约 195 亿元/年; 第二批国采节约 91 亿元/年; 第三批节约 196 亿元/年; 第四批节约 132 亿元/年; 第五批节约 255 亿元/年; 第六批(胰岛素专项)集采节约 90 亿元/年; 第七批节约 185 亿元/年
高值耗材集采	冠脉支架、髌关节、膝关节、脊柱类等	第一批集采(支架)节约 117 亿/年; 第二批集采(关节)节约 160 亿元/年; 第三批(脊柱)节约 260 亿元/年
中药集采	中成药	截至 2022 年 11 月, 全国第一次中成药集采(湖北省牵头)降价情况未落地(湖北等十九省联盟中成药集采预计每年节约 26 亿元/年)

数据来源: 国家医保局, 东吴证券研究所

注: 节约费用金额为预估约数, 实际节省情况受实际执标情况影响

冠脉支架续约增加伴随服务费, 设置最高有效申报价。今年 9 月 9 日, 《2022 年国家组织冠脉支架集中带量采购协议期满后接续采购公告》发布, 冠脉支架集中带量采购协议期满后接续采购工作正式开展, 本次采购周期为 3 年。

表4: 冠脉支架续标内容

	内容
采购产品	为医疗器械注册证的上市冠状动脉药物洗脱支架系统, 材质为钴铬合金或铂铬合金, 载药种类为雷帕霉素及其衍生物
采购主体	有使用冠脉支架的公立医疗机构均参加, 社会办医疗机构在承诺遵守本次集采规定的前提下, 按所在省(区、市)的相关规定自愿参加
申报报价	申报价格包含产品价格和伴随服务价格。冠脉支架产品最高有效申报价为 798 元/个, 伴随服务最高有效申报价为 50 元/个
拟中选规则	1. 产品排名: 按产品申报价由低到高的顺序确定排名, 申报价最低的为第一名, 次低的为第二名, 依此类推。若申报价相同, 根据产品历史销售量等因素进一步确定排名。 2. 产品拟中选: 申报价格不高于最高有效申报价的产品确定为拟中选产品。拟中选排名与产品排名相同
协议量分配	中选产品根据排名梯度分配基础量, 对中选顺位靠前的企业予以倾斜, 对中选顺位靠后的企业适当约束

数据来源: 国家组织高值医用耗材联合采购办公室, 东吴证券研究所

今年 10 月份, 福建省药械联合采购中心接连发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购文件》1 号、2 号文件, 正式敲定心脏电生理集采方案, 本次集采共包含 11 类心脏电生理产品, 按有无压力感应治疗导管, 将外资与国产分在组套采购模式与单件采购模式。

表5: 组套采购模式最高有效申报价

组别	分组	组件名称	组件最高有效申报价(元)	分组最高有效申报价(元)
分组 1	磁定位异/星形诊断导管+	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000
	磁定位压力感应治疗导管	磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 2	磁定位环形诊断导管+磁定	磁定位环形诊断导管	18000	46000
	位压力感应治疗导管	磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 3	电定位环形诊断导管+电定	电定位环形诊断导管	11000	39000
	位压力感应治疗导管 (允 许同企业的磁定位产品参 与本分组的申报)	电定位压力感应治疗导管	28000	
分组 4	冷冻环形诊断导管+冷冻治	冷冻环形诊断导管	23000	51000
	疗导管	冷冻治疗导管	28000	

数据来源: 福建省药械联合采购中心, 东吴证券研究所

表6: 单件采购模式最高有效申报价

序号	品类名称	竞价单元	最高有效申报价(元)
1	房间隔穿刺针	\	3400
2	电生理导管鞘 (房间 隔穿刺鞘)	固定弯	1600
		可调弯	9500
3	线形诊断导管	2极标测 固定弯	1100
		4极标测(含5-9极) 固定弯	2400
		可调弯	4200
		10极标测(含10-19极) 固定弯	3500
4	环形诊断导管(不符合 参与组套采购模式的 产品, 可参与本组申 报)	电定位	8300
		磁定位	8300
5	非压力感应治疗导管	电定位 非冷水盐	9000
		冷水盐	18000
		磁定位 非冷水盐	15000
		冷水盐	20000
6	磁定位异/星形诊断导管(不符合参与组套采购模式的产品, 可参与本组申报)		20000

数据来源: 福建省药械联合采购中心, 东吴证券研究所

电生理集采方案好于市场预期，各组拟中选规则均设置保底中标降幅，集采政策趋于温和。具体来看，组套采购模式同分组中，降幅 $\geq 30\%$ 的组套获得拟中选资格。单件采购模式，若申报企业未按拟中选规则一获得拟中选资格，但降幅 $\geq 50\%$ ，获得拟中选资格。配套采购模式采用议价方式进行采购。

#### 1.3.4. 医保续约谈判规则细化，明确降幅预期

**2022年医保目录调整方案发布，规则细化，明确降价预期。**2022年6月，国家医保局发布《2022年医保药品目录调整工作方案》（征求意见稿），细化了调整规则，企业定价策略和选择更加丰富：一、调整范围扩大：鼓励仿制+儿童药品+罕见病用药；二、续约规则细化：核心逻辑为，谈判药物对医保基金带来的增量支出越多，降幅越大，对应的规则分别为纳入常规目录、简易续约、重新谈判；三、非独家药品竞价：核心逻辑为非独家、非集采药品，通过竞价的方式来形成价格。

简易续约——不调整支付范围：比值 $A = \text{实际支付} / \text{预估值}$ ，根据比值 $A$ 所处100-200%的位置，明确0-15%的降幅（根据实际支付量级，适当提高，下同）。eg: 实际支付8亿，预估值5亿，比值 $A$ 为160%，对应降幅12%；

简易续约——调整支付范围：比值 $B = \text{预算增加值} / \text{两年前预估值}$ ，根据比值 $B$ 所处0-100%的位置，对应0-15%的降幅。eg: 预算增加10亿，原预估值为50亿，比值 $B$ 为20%，对应降幅7%；

简易续约——重新谈判：实际支付 $>$ 预估值的200%，或者产品价格明显高于该领域治疗费用水平，企业与专家组谈判形成新支付标准。

**表7: 简易续约降价规则——不调整支付范围，形成“支付标准一”**

比值A	<2亿	2-10亿	10-20亿	20-40亿	>40亿
比值 $A \leq 110\%$	不调整	-2%	-4%	-6%	-10%
$110\% < \text{比值} A \leq 140\%$	-5%	-7%	-9%	-11%	-15%
$140\% < \text{比值} A \leq 170\%$	-10%	-12%	-16%	-16%	-20%
$170\% < \text{比值} A \leq 200\%$	-15%	-17%	-19%	-21%	-25%
$200\% < \text{比值} A$	不符合简易续约，重新谈判				

数据来源：比值 $A = \text{医保基金实际支出} / \text{预估值}$ ，国家医保局，东吴证券研究所

**表8: 简易续约——调整支付范围，基于“支付标准一”，形成“支付标准二”**

比值B	<2亿	2-10亿	10-20亿	20-40亿	>40亿
比值 $B \leq 10\%$	不调整	-2%	-4%	-6%	-10%
$10\% < \text{比值} B \leq 40\%$	-5%	-7%	-9%	-11%	-15%
$40\% < \text{比值} B \leq 70\%$	-10%	-12%	-16%	-16%	-20%
$70\% < \text{比值} B \leq 100\%$	-15%	-17%	-19%	-21%	-25%
$100\% < \text{比值} B$	不符合简易续约，重新谈判				

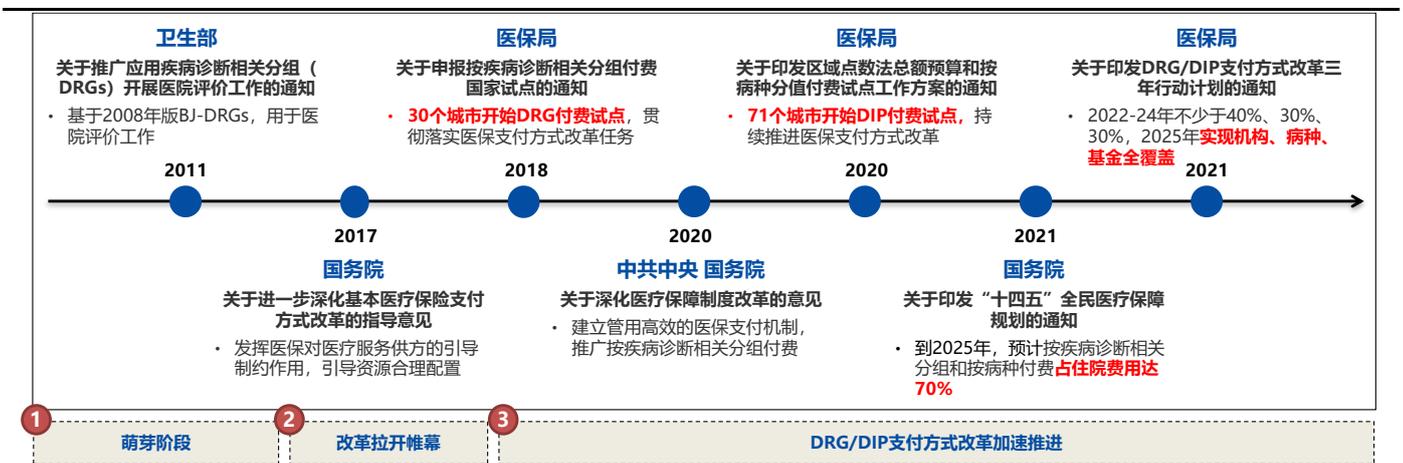
数据来源：国家医保局，东吴证券研究所

### 1.3.5. DRGs 持续推进，医疗回归本源

医保支付方式改革持续推进，管用高效的支付机制正在建立。医保支付方式指医疗保险费用赔付或结算的方法和流向，特指供方医保基金对医疗服务提供方的支付方式，改革具有以下特点：1) 改革态度坚决，两办发文，2017 年至今持续推进；2) 改革控费的内涵为“控制不合理费用的增长”，发挥引导医疗资源合理配置的作用，提高基金使用效能；3) 改革以人民健康为中心，将发挥战略购买作用，最大化临床价值。**2021 年年底：30 DRG+71 DIP 试点进入实际付费。**支付方式改革在 **2022-24 年的覆盖医疗机构不少于 40%、30%、30%，按疾病诊断分组和按病种付费/住院费用达 70%，2025 年实现机构、病种、基金全覆盖。**

支付方式改革后，医保支出增速放缓是趋势。以钦州为例，医保支付方式 2020 年 12 月启动实施医保 DRG（疾病诊断相关分组）付费改革，目前全市共有 27 家二、三级医院参与实施职工医保、居民医保 DRG 付费结算。2019 年、2020 年医保统筹基金支出平均增幅 20.93%，DRG 付费实施后，2021 年医保统筹基金支出增幅 8.3%，其中三级、二级定点医疗机构居民医保统筹支出比 2020 年下降了 3.12%、3.55%。以南京为例，2022 年一季度，南京全市医保基金支出 73.03 亿元，同比减少 5%，参改医疗机构医疗费用、医保统筹基金支出、患者均次费用同比下降均超过 10%。**DRG/DIP 改革后，医疗机构将加强成本管理，提高医保基金的使用效能，高临床价值的药品、器械和技术难度较高的服务项目仍将得到资源倾斜，价格虚高、临床价值不明确的项目将被挤出水分。**

图 14：医保支付方式改革政策脉络



数据来源：国务院，卫健委，医保局，东吴证券研究所

总的来看，2022 年医疗行业政策频出，国家鼓励创新驱动的意图明显，集采政策逐步趋于缓和，未来中国医药行业有创新能力，产品同质化程度低以及产品布局完善的公司有望在竞争中胜出。

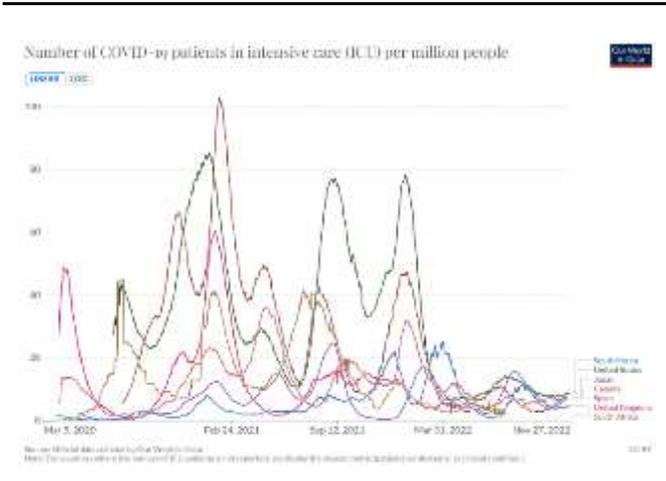
## 2. “抗疫”、“疫后”是 23 年医药投资两大关键词，众多标的将

## 依次受益

### 2.1. 奥密克戎时期重死率有所下降，需关注放开初期超额死亡

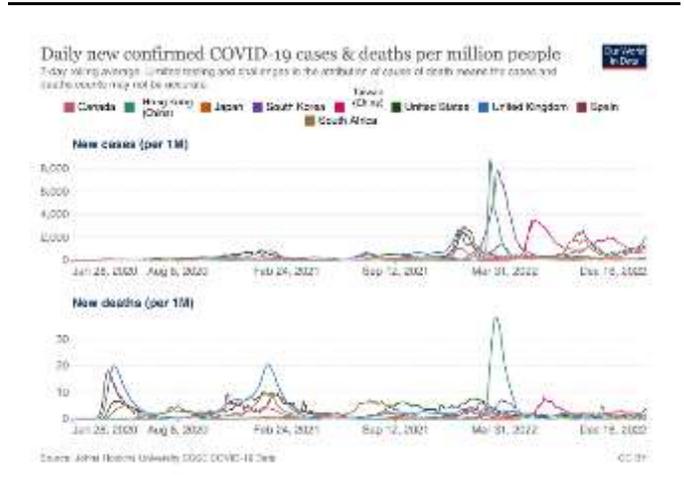
奥密克戎时期各国的重症率和死亡率呈下降趋势。自奥密克戎成为主要流行毒株以来，各国新冠每日每百万的确诊病例、ICU 病例、以及死亡病例相比之前呈现降低趋势。以美国为例，Delta 流行期间峰值重症率达到 85.40 人/百万人，而在奥密克戎流行期间峰值重症率为 78.21 人/百万人，且随着奥密克戎毒株的不断变异而降低，同时死亡率亦呈现出和重症率一样的趋势。

图15：国家及地区新冠 ICU 病例（日/百万人）



数据来源：OWID，东吴证券研究所

图16：国家及地区确诊病例和死亡病例（日/百万人）

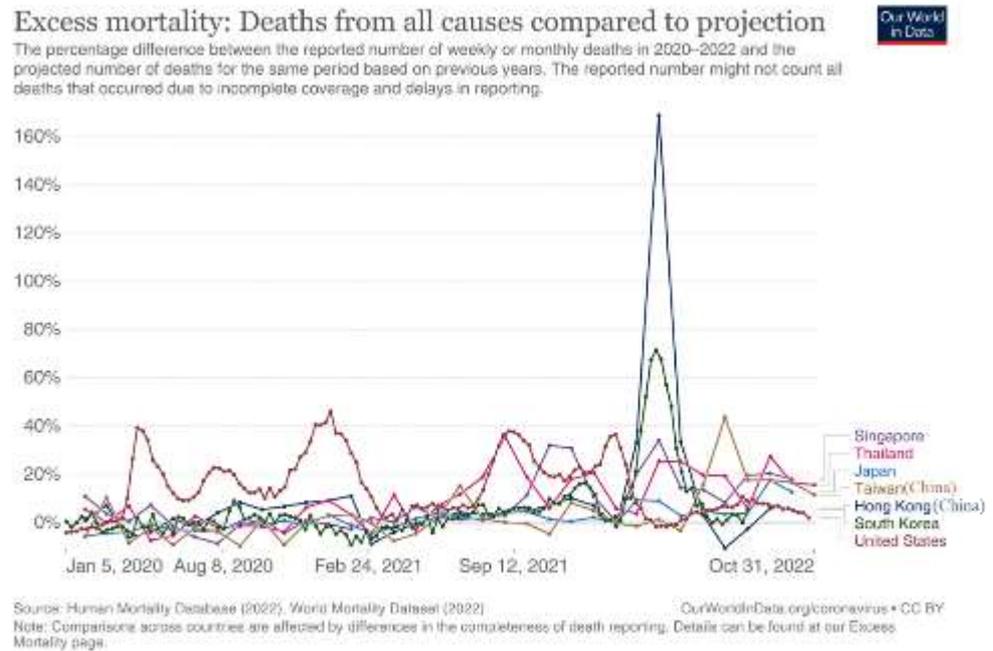


数据来源：OWID，东吴证券研究所

东亚各国及地区在 2022 年初放开管控，形成一波超额死亡高峰，之后逐步走低并保持稳定。新加坡于 2022 年 3 月放开后超额死亡上升至 35%-40%，后逐步下降为 20%；中国台湾在 2022 年 4 月开始放开，飙升 40%后开始下降到约 15%；韩国于 2022 年 4 月全国“被迫”放开（放开时正处最高峰：70%），之后一路走低至约 5%。

中国香港于 2022 年 4 月放开后急速飙升至最高 160%后急剧下降，近期接近 0%；日本整体表现最好，2021 年 10 月底放开后保持相对稳定。整体来看，韩国、中国台湾、中国香港均用了两个月达到超额死亡率最高峰（40%-160%），最高峰出现后两个月迅速走低，直至小于 10%。

图17: 新冠流行期间部分国家及地区的超额死亡率



数据来源: OWID, 超额死亡率的计算方式是排除延迟登记的死亡数据及热浪等特殊时期的数据情况下, 由观测死亡率减去期望死亡率, 东吴证券研究所

从现有数据来看, 新冠病毒突变趋于稳定, 奥密克戎的致病力减弱, 但不能忽视奥密克戎病毒传播更隐匿这一特点, 可能引起绝对重症和死亡人数的增加, 应该注意控制第一次放开的感染规模, 政府部门和社区应该做好充分规划和合理介入, 公众应做好个人防护。

## 2.2. 主要国家疫情防控政策复盘

### 2.2.1. 欧美国家放开更早, 东亚各国及地区逐步放开

从2021年初开始, 全球共经历接近五轮疫情冲击, 较为严重的分别为2021年初的首次爆发、2021年中的Delta毒株、21年末的Omicron毒株及22年中的BA.5突变体。冠状病毒不断变异和扩散, 其传播力的不断增强和毒力的趋弱, 各国也不断累积防疫经验, 防疫政策也随着疫苗的研发与接种等变化调整。全球各国由于资源禀赋、国情、政策刺激上的差异, 分别采取了较为差异化的疫情防控思路。

欧美等发达国家以“群体免疫, 封控放开”为防控思路。欧美国家在新冠疫情早期阶段(2020年-2021年中)以封控为主, 疫情防控指数保持高位, 而在2021年中以后逐

步放开管控，欧美等国的疫情防控指数逐步下降。

东亚各国及中国地区以“相对封控，逐步放开”为防控思路。从疫情防控指数来看，东亚各国及地区（除中国大陆）普遍在 2021 年底之后逐步放开管控，在此之前以清零管控策略为主。

图18: 欧美及东亚国家和地区的疫情防控指数时间序列



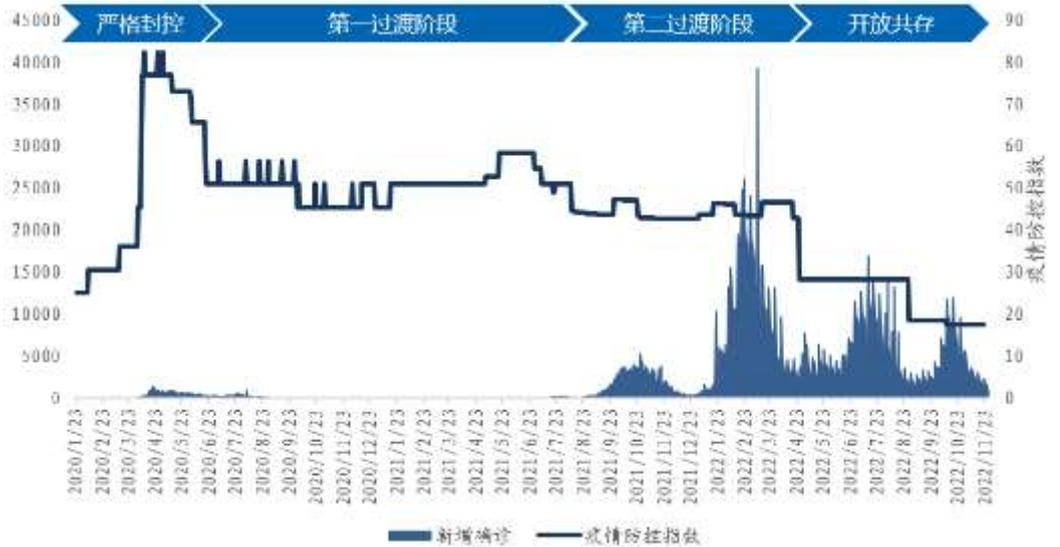
Source: Hale, T., Angrist, N., Goldszmidt, R., et al. A global panel database of pandemic policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker). Nat Hum Behav 5, 529–538 (2021). <https://doi.org/10.1038/s41562-021-01079-8>. CC BY

数据来源：OWID，东吴证券研究所

### 2.2.2. 新加坡平稳过渡，经济及服务业正在恢复

相比于欧美各国，新加坡的放开疫情管控的思路和措施显得更加平稳和安全，对我国有较强的借鉴意义。按照政府防疫思路，新加坡从“清零”到“共存”大致可分为 4 个阶段：预备阶段、第一过渡阶段、第二过渡阶段、最终成为对新冠病毒有适应力的国家。前期通过扩大疫苗接种率，渐进式放开经济、社交和旅游活动等，实现社会管控的逐步放宽，如果政策和目标推进较为顺利，则进入到下一阶段。

图19: 新加坡新增确诊病例及疫情防控指数时间序列

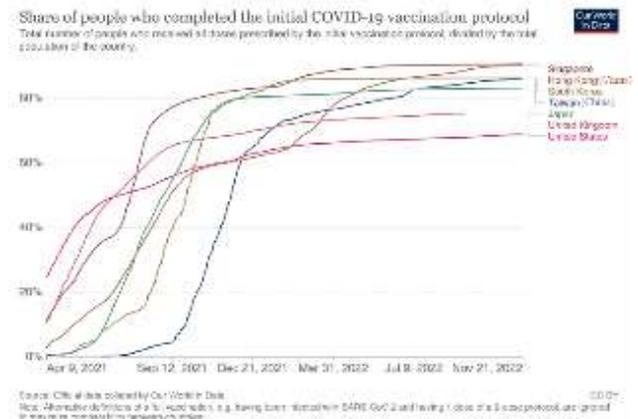
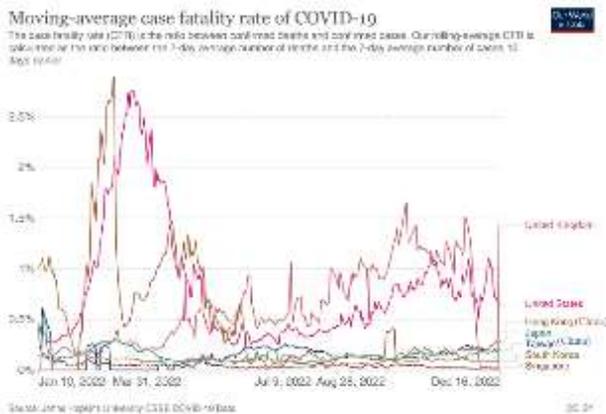


数据来源：OWID，政府官网，东吴证券研究所

根据 OWID 的数据，2022 年 1 月 1 日至 2022 年 11 月 20 日，新加坡病死率较低，仅 0.03%，远低于中国香港 (0.14%)、美国 (0.32%)、英国 (0.32%)、韩国 (0.057%)，这得益于新加坡较高的疫苗接种率，根据 OWID，截至 11 月 20 日，新加坡全民疫苗接种率达 91.0%，超过大部分开放国家的疫苗接种率 (韩国 86.2%，美国 68.7%)。

图20：部分国家及地区新冠病死率

图21：部分国家及地区完成疫苗接种计划的比例



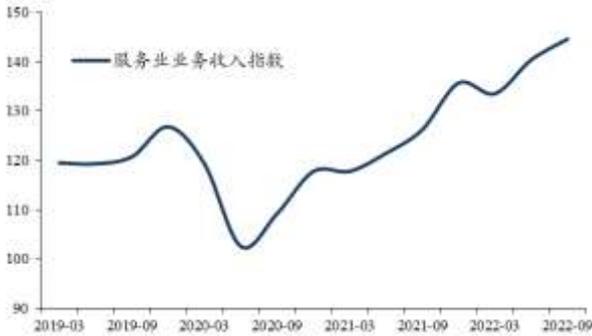
数据来源：OWID，东吴证券研究所

数据来源：OWID，东吴证券研究所

**消费意愿的修复相对明显。**新加坡个人消费支出中，截至 2022 年 11 月，除机动车销售指数外，大部分商品销售 (超市及大卖场、娱乐休闲用品、食品饮料等) 已经恢复至疫情前水平，说明新加坡的防疫政策实施后商品和服务项的消费恢复情况较好。从服务业的收入指数来看，新加坡国内的服务业恢复情况基本已经超出疫情前水平，服务

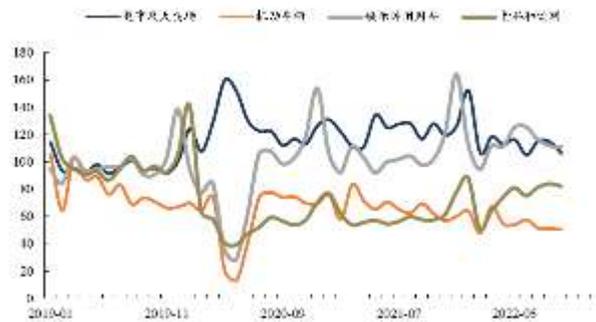
业就业预期和整体预期均向好，在当前的开放状态下，新加坡对于未来服务业的发展前景信心仍然较为充足。

图22: 新加坡服务业业务收入指数持续提升



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

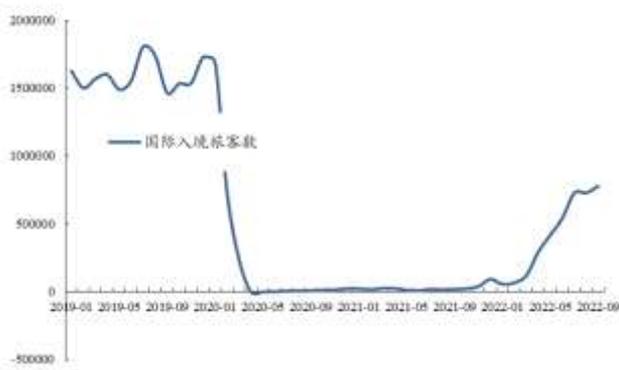
图23: 商品零售销售指数同比 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

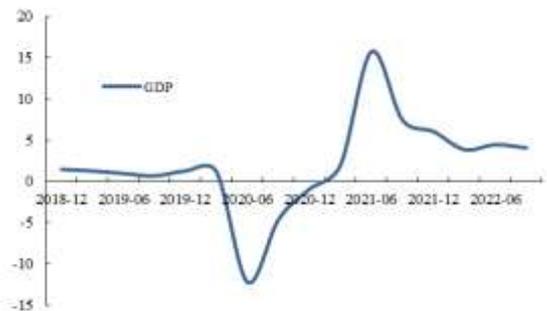
**经济恢复持续改善。**随着防疫政策逐步放松，新加坡 2021 年第一季度 GDP 也由负转正，2022 年 GDP 三季度同比上升 4.4%，已超过疫情前 GDP 增长水平，说明在当前的防控政策下，疫情对于新加坡整体的经济增长的影响较低。新加坡旅游业受到疫情冲击较为严重，放开管控后正在持续恢复，速度相对较慢。

图24: 旅游业放开后正在恢复



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图25: 新加坡 GDP 增速超过疫情前水平 (%)

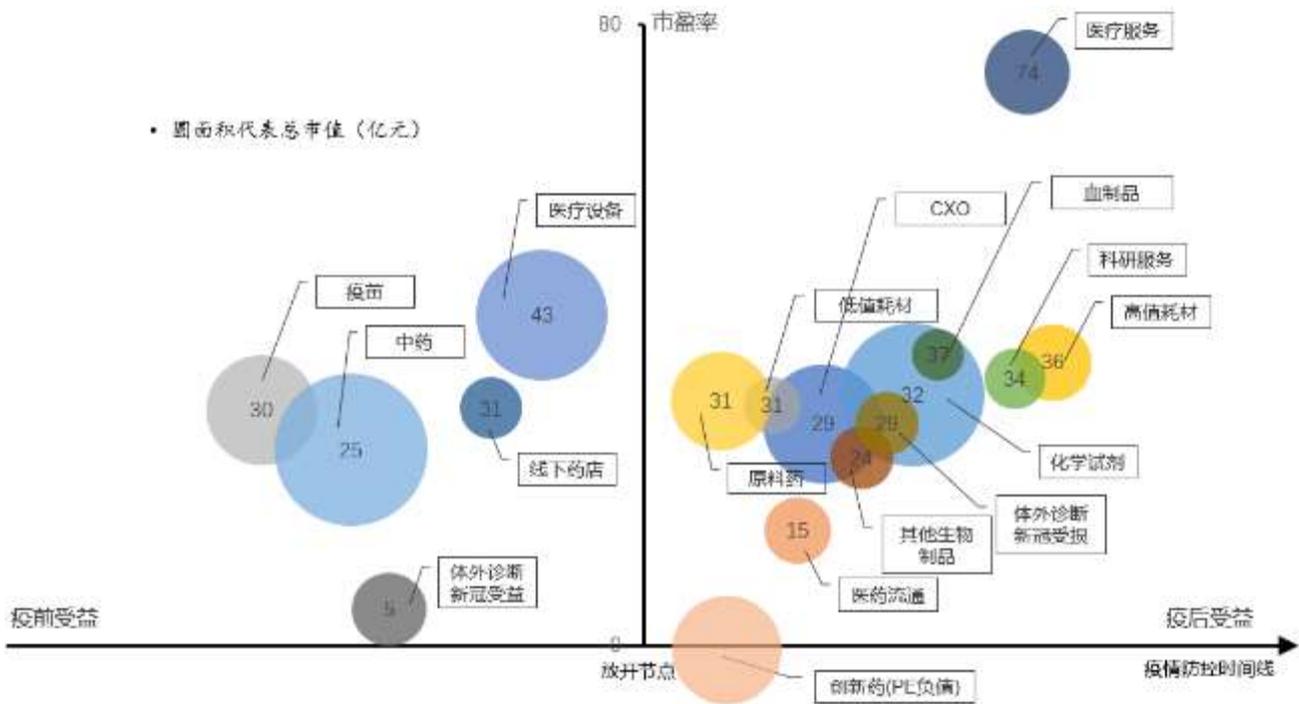


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

综上，我们认为，疫情政策放开是医药行业 2023 年企业盈利的核心变量，众多标的依据时间线将依次受益。全球新冠病毒株突变已趋于稳定，且毒力趋弱，临床实践中奥密克戎造成的重症和死亡比例较低，其致病力较弱。参考海外经验，短期会有感染人数增加、病床紧张、消费萎缩等影响，后面随着群体免疫力的提高，消费等日常活动恢

复。依据时间线，我们重点看好以下四个主线：1) 抗疫产品和抗感冒药物及相关产业链将率先充分受益；2) 以消费医疗为代表的疫情下人员流动受限行业将在疫情恢复后需求明显回补；3) 医院门诊、择期手术为代表的严肃医疗恢复性增长；4) 创新药 23 年具备较强的行业 beta 属性，个股也有诸多催化剂，具备独立行情。

图26: 医药子版块随疫情防控变化先后受益



数据来源: Wind (数据为 2022 年 12 月 15 日), 东吴证券研究所

### 3. 抗疫相关产品需求旺盛，业绩有望逐步兑现

#### 3.1. 多款新冠小分子药物进入临床后期，获批在即

2022 年 7 月 25 日阿兹夫定附条件获批用于治疗新冠，是第一款获批的国产新冠小分子特效药。阿兹夫定(FNC)是一款双靶点抗 HIV1 核苷类抑制剂，可抑制核苷类逆转录酶并恢复胞内胞苷脱氨酶 A3G 的活性，由真实生物、郑州大学共同研发，并于 2021 年 7 月 21 日经 NMPA 批准上市，与其他逆转录酶抑制剂联用治疗高病毒载量的成年 HIV-1 感染患者。2020 年，河南师范大学常俊标教授在 Nature 子刊发表论文，揭示阿兹夫定可以缩短核酸负转化时间，有望成为治疗 Covid-19 的候选特效药。阿兹夫定治疗新冠肺炎的 III 期临床试验于 2020 年 4 月 12 日获 NMPA 批准开展，结果显示，阿兹夫定片可以显著缩短中度的新型冠状病毒感染肺炎患者症状改善时间，提高临床症状改善的患者比例，达到临床优效结果。首次给药后第 7 天临床症状改善的受试者比例阿兹夫定组 40.43%，安慰剂组 10.87%，受试者临床症状改善的中位时间阿兹夫定组与安慰剂组有极显著统计学差异。

在 3CL 蛋白酶抑制剂中，进展最快的是先声药业 SIM0417。公司正积极推进 SIM0417 联合利托那韦对比安慰剂的两项临床试验。今年 9 月开启 3 期临床，预计 2023 年上半年读出关键临床数据，有望成为首个获批的国产 3CL 小分子抑制剂。

表9：国内新冠小分子药物研发进展

分子机制	产品名称	研发机构	临床前	IND	1期	2期	3期	附条件批准/紧急使用
RdRp抑制剂	阿兹夫定	真实生物						2022.7
	VV116	君实/旺山旺水					2022.3	
	SHEN26	科兴制药				2022.11		
	ASC10	歌礼			2022.8			
	CX2101A	华润双鹤			2022.11			
3CL蛋白酶抑制剂	SIM0417	先声药业					2022.9	
	RAY1216	众生药业					2022.11	
	FB2001	前沿生物				2022.4		
	FB2001 (雾化)	前沿生物				2022.11		
	QLS1128	齐鲁制药			2022.7			
	STI-1558	艾森药业			2022.8			
	GST-HG171	广生堂			2022.9			
	ASC11	歌礼			2022.12			
	SYH2055	石药集团			2022.12			
	EDDC-2214	云顶新耀						
	VV993	君实生物/旺山旺水						
GDI-4405	翰森制药							
其它	普克鲁胺	开拓药业					2021.3	

数据来源：CDE，东吴证券研究所

目前获批的新冠特效药主要适应症为伴有进展为危重症风险因素的轻中症患者，对于身体素质较好的轻症患者，不推荐使用。新冠小分子特效药很可能和其他抗流感病毒的药物一样不会成为 OTC，未来对无症状感染者，疑似患者以及低风险的轻症感染者，可能依然采用中成药作为暴露后预防和治疗的措施。例如，在疫情发生初期，武汉的轻中症患者方舱医院的隔离治疗中，中药复方是主要的治疗手段。但我们推测随着目前新冠特效药的上市和普及，其有望成为新冠防治主流药物。

总体来看，中国获批的新冠新药物仍然相对缺乏，国内仍然需要丰富新冠特效药物以应对新冠肺炎的大范围传播。

### 3.2. 中医药全程参与我国此次新冠肺炎疫情的防治工作，彰显了中医药的特色和优势

新冠肺炎在中医学中属于温病时疫范畴，从古至今历代中医药专家对温病时疫的治

疗积累了丰富的临床实践经验。中医温病学的卫气营血辨证理论对本次新冠肺炎病毒性感染的治疗可发挥指导作用。

在 2020 年初全国爆发的疫情中，统计数据显示，此次新冠肺炎确诊病例有 74187 人使用中医药，占 91.5%。其中，湖北省有 61449 人使用了中医药，占 90.6%。临床疗效观察显示，中医药总有效率超过 90%。中医药能够有效缓解症状，能够减少轻型、普通型向重型发展，能够提高治愈率、降低死亡率，能够促进恢复期人群机体康复。

仝小林院士在“中医治未病与新冠肺炎的防控”主题汇报中披露：采用寒湿疫方也就是“武汉抗疫 1 号方”治疗的 721 例轻型、普通型病人的转重率是 0，而没有用中药的病人转重率是 6.5%；一家医院 662 例重症和危重症病人，另一家有 282 例的重症和危重症病人，死亡风险都下降了 80%以上。

图27：中医治疗新冠肺炎取得显效



数据来源：《仝小林：中医治未病与新冠肺炎的防控》，东吴证券研究所

除此之外，《世界卫生组织中医药救治新冠肺炎专家评估会报告》同样指出，中药能有效治疗新冠肺炎，且根据临床疗效判定指标显示对轻型和普通型病例尤其有效；中医药能有效降低轻型-普通型病例转为重症的风险；对于轻型与普通型病例，与单纯的常规治疗相比，中药在作为附加干预措施时，可缩短病毒清除时间、临床症状缓解时间和住院时间；在进行常规治疗的同时，使用中医药方法进行干预，不仅耐受性良好，其安全性相较于单纯的常规治疗亦相仿；尽早使用中医药可改善轻型和普通型新冠肺炎患者的临床预后。

“三药三方”在临床救治中发挥了重要的作用。中医药通过临床筛选出的金花清感颗粒、连花清瘟胶囊、血必净注射液，以及清肺排毒汤、化湿败毒方、宣肺败毒方等有确切疗效的“三药三方”。临床研究数据显示，清肺排毒汤在阻止轻型、普通型转为

重型、危重型方面发挥了积极作用，阻断了病情的恶化，极大降低了病亡率，减弱了疫情的危害程度。宣肺败毒方在控制炎症、提高淋巴细胞计数方面具有显著疗效。与对照组相比，淋巴细胞的恢复提高 17%，临床治愈率提高 22%。

**中医诊疗方案及用药陆续纳入新冠肺炎诊疗方案、专家共识等。**新冠肺炎诊疗方案国家卫生健康委办公厅、国家中医药管理局办公室印发的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》“试行第三版”至“试行第九版”中陆续增加了中医药治疗新冠肺炎的明确治疗方案。“试行第三版”仅给出四种基本病机“湿、热、毒、瘀”，至第九版则将治疗方案、推荐用药细化至医学观察期、临床治疗期、恢复期，并将患者类型细分至轻型、普通型、病重型等。

**表10: 新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第三版）中医治疗**

基本病机	临床表现	治法	推荐处方	基本方药
湿邪郁肺	低热或未发热，干咳，少痰，咽干咽痛，倦怠乏力，胸闷，脘痞，或呕恶，便溏。舌质淡或淡红，苔白或白腻，脉濡。	化湿解毒，宣肺透邪	麻杏薏甘汤、升降散、达原饮	麻黄、杏仁、草果、槟榔、蝉蜕、连翘、苍术、桔梗、黄芩、牛蒡子、生甘草。
邪热壅肺	发热，口渴，不欲饮，胸闷、咽干少痰，纳差，大便不畅或便溏。舌边尖红，苔黄，脉浮数。	清热解毒，宣肺透邪。	麻杏石甘汤、银翘散。	麻黄、杏仁、石膏、桑白皮、金银花、连翘、黄芩、浙贝母、生甘草
邪毒闭肺	高热不退，咳嗽痰少，或有黄痰，胸闷气促，腹胀便秘。舌质红，苔黄腻或黄燥，脉滑数。	宣肺解毒，通腑泻热。	宣白承气汤、黄连解毒汤、解毒活血汤。	杏仁、生石膏、瓜蒌、大黄、麻黄、葶苈子、桃仁、赤芍、生甘草
内闭外脱	神昏，烦躁，胸腹灼热，手足逆冷，呼吸急促或需要辅助通气。舌质紫绛，苔黄褐或燥，脉浮大无根。	开闭固脱，解毒救逆。	四逆加入参汤、安宫牛黄丸、紫雪散。	人参、附子、山茱萸，送服安宫牛黄丸或紫雪散。

数据来源：《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第三版）》，东吴证券研究所

2022年3月上旬，中国中药协会受国家卫健委委托，参照国家卫健委和国家中医药管理局印发《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（第七版）》及《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（第八版）》，总结本次抗疫临床医师用药经验，制定《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》（以下简称“共识”）。

在医学观察期、临床治疗期（轻型、普通型、重型及危重症型）和恢复期，推荐用中成药及企业众多。

表11: 《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》推荐用中药

治疗阶段	主要临床表现	治疗产品	涉及上市公司
轻型治疗	乏力伴胃肠不适、腹泻	藿香正气口服液(水、丸、片、胶囊、颗粒、软胶囊)	云南白药、片仔癀、广誉远、天圣制药、太极集团(东方制药)、步长制药等
		抗病毒颗粒(口服液)	沃华医药、康缘药业、香雪制药
	发热、咽痛、乏力	双清合剂	力生制药
		寒湿疫方	康缘药业散寒化湿颗粒
		连花清瘟胶囊(颗粒)	以岭药业
普通型治疗	高热、乏力、便秘	柴石退热颗粒	国药控股
		防风通圣丸(颗粒)	同仁堂、佛慈制药、乐新药业、华润二九、东阿阿胶、千金药业、神威药业、葵花药业、大唐药业、广誉远、后东制药、沃华医药、恩威医药等
	周身酸痛、发热、恶寒、乏力、无汗	荆防颗粒	昆药集团等
		九味羌活颗粒(丸)	葵花药业、九芝堂等
		连花清瘟胶囊(颗粒)	以岭药业
重型和危重型治疗	发热、周身酸痛、咳嗽、咽痛、气短	寒湿疫方	康缘药业散寒化湿颗粒
		抗病毒颗粒(口服液)	沃华医药、康缘药业等
	咳嗽、胸闷、咯吐黄脓痰	清肺消炎丸	中新药业
		痰热清胶囊	上海凯宝
		痰热清注射液	上海凯宝
	喘憋气促、发热、咳嗽有黄痰	热毒宁注射液	康缘药业
		清肺消炎丸	中新药业
恢复期治疗	喘憋气促,且出现全身炎症反应综合征和(或)多脏器衰竭	痰热清胶囊	上海凯宝
		血必净注射液	红日药业
	喘憋气促伴谵语神昏、意识障碍	醒脑静注射液	大理药业
		安宫牛黄丸	同仁堂、片仔癀、步长制药、白云山、天士力、太极集团、片仔癀、九芝堂、盘龙药业、京新药业等
		苏合香丸	同仁堂、九芝堂、佛慈制药等
呼吸困难、动辄气喘、烦躁汗出,且存在免疫抑制情况	参麦注射液	华润三九、神威药业、大理药业	
	生脉注射液	益盛药业、华润三九	
恢复期治疗	呼吸困难、动辄气喘、汗出肢冷,且血压低氧甚则休克	参附注射液	华润三九
		参苓白术散(丸、颗粒)	广誉远、沃华医药、吉贝尔、华森制药、国药现代等
		补中益气丸	沃华医药、恩威医药、康弘药业、吉药控股、海王生物等

	香砂六君丸	沃华医药、片仔癀、国发股份、康弘药业、柳药股份等
气短、乏力、汗多、恶风	玉屏风颗粒	云南白药
心悸、气短、乏力	生脉饮	罗欣药业、吉林敖东、白马药业、珍宝岛、新光药业、太龙药业、江中药业、一品红等
干咳、咽干、口渴、乏力、舌红少苔	养阴清肺颗粒	同仁堂、石药集团
	百合固金丸	吉药控股、莎普爱思、葵花药业、佛慈制药等
干咳少痰、咽痒	杏贝止咳颗粒	康缘药业
其他对症	痰多黏稠或咯痰不爽	橘红痰咳液
治疗药物	咽痛明显	六神胶囊(丸)
推荐	腹胀明显	四磨汤口服液
	抑郁、焦虑状态	舒肝颗粒
		昆药集团

数据来源：《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》，东吴证券研究所

2022年3月中旬，卫健委发布《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第九版)》(以下简称“诊疗方案”)，其中，中医治疗方案涉及产品众多，如“三药三方”中的连花清瘟胶囊(以岭药业独家品种)、血必净注射液(红日药业独家品种)、宣肺败毒颗粒(步长制药独家品种)；此外，康缘药业独家品热毒宁注射液等也录入到诊疗方案中。

表12: 《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第九版)》涉及中药产品及企业

治疗阶段	中成药治疗药品	涉及上市公司
医学观察期	藿香正气胶囊	云南白药、片仔癀、广誉远、天圣制药、太极集团(东方制药)、步长制药、贵州三力等
	藿香正气滴丸	天士力
医学观察期/轻症治疗/普通治疗	连花清瘟胶囊(颗粒)	以岭药业
临床治疗期	清肺排毒颗粒	片仔癀
普通治疗	寒湿疫方	康缘药业 散寒化湿颗粒
	宣肺败毒颗粒	步长制药
重症治疗/危重症治疗	血必净注射液	红日药业
	热毒宁注射液	康缘药业
	痰热清注射液	凯宝药业
	醒脑静注射液	大理药业
	参附注射液	华润三九
危重症治疗	生脉注射液	益盛药业、华润三九、和黄医药
	参麦注射液	华润三九、神威药业、大理药业

数据来源：《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第九版)》，东吴证券研究所

“诊疗方案”与“共识”中明确指出新冠患者各个阶段推荐用中成药，涉及中成药及厂家众多，以岭药业“连花清瘟胶囊”、红日药业“血必净”、步长制药“宣肺败毒颗粒”为代表的“三药三方”，以及康缘药业“热毒宁注射液”太极集团“藿香正气合剂”等为代表的新冠推荐用药，同样在抗击新冠疫情起到了重要作用。

### 3.3. 制氧机可以有效缓解新冠症状，国内潜在需求较大

根据《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》，新冠患者临床表现以发热、干咳、乏力为主要表现。重症患者多在发病一周后出现呼吸困难和（或）低氧血症，严重者可快速进展为急性呼吸窘迫综合征、脓毒症休克、难以纠正的代谢性酸中毒和出凝血功能障碍及多器官功能衰竭等。对于新冠肺炎患者，其中一项重要的治疗措施就是“及时予以有效氧疗，包括鼻导管、面罩给氧和经鼻高流量氧疗”。

根据一项针对 58 名新冠患者的临床研究，使用便携式制氧机进行氧疗 24 小时后，58 例患者血氧饱和度及气促等症状较使用前有明显改善。

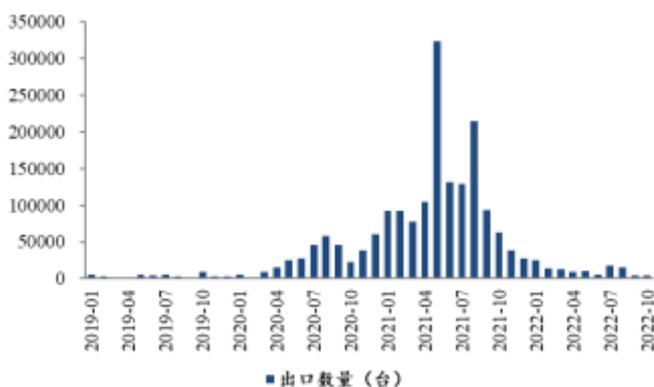
表13: 使用便携式制氧机前后患者气促及血氧饱和度情况对比

时间	血氧饱和度 (%)	气促、气喘[n(%)]
使用前	91.17±2.04	39 (67.24)
使用后	97.71±1.33	1 (1.72)

数据来源：《便携式制氧机在新型冠状病毒肺炎患者中的临床应用分析》，东吴证券研究所

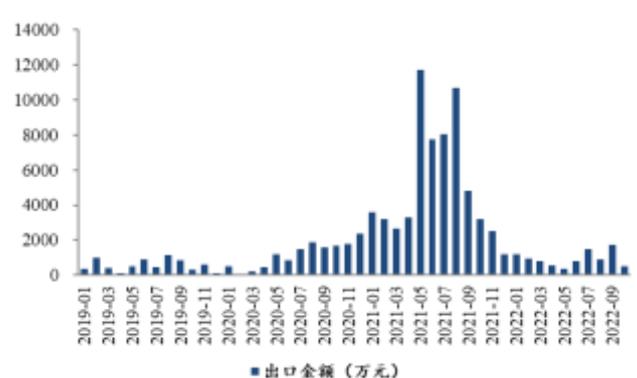
除了症状的改善，持续氧疗还可以舒缓患者的紧张心理压力，因此保证充足供养、合理进行氧疗对患者的治疗有重要意义。从出口数据也能看到，自疫情爆发以来，我国其他制氧机（小于 15000 立方米/每小时）的出口数量和金额都快速增长，并在 2021 年 5 月达到峰值。

图28: 中国其他制氧机出口数量



数据来源：海关统计数据平台，东吴证券研究所

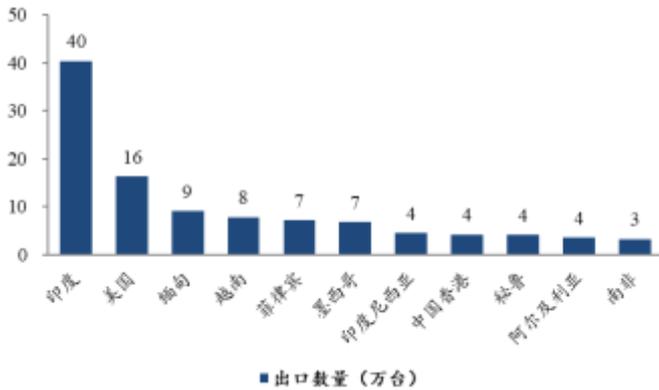
图29: 中国其他制氧机出口金额



数据来源：海关统计数据平台，东吴证券研究所

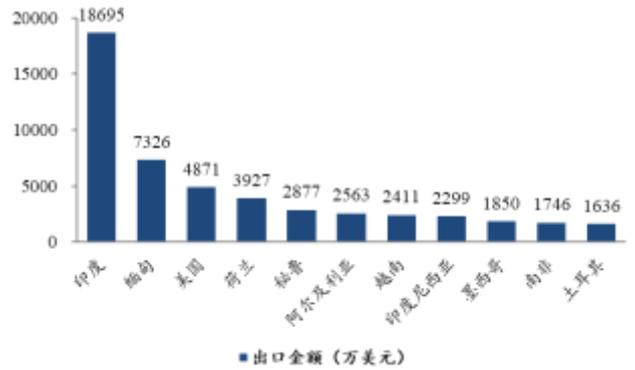
从地区来看，拥有 14 亿人口的印度和 3 亿人口的美国成为中国制氧机出口数量最多的国家，其他国家或地区多以发展中国家为主。随着新冠疫情持续演绎，我们预计明年国内便携式制氧机相关需求将持续提升，相关上市公司业绩有望出现显著增厚，重点推荐鱼跃医疗，建议关注可孚医疗，怡和嘉业。

图30: 2021 年中国制氧机出口数量 TOP10 地区



数据来源：中国海关，智研咨询，东吴证券研究所

图31: 2021 年中国制氧机出口金额 TOP10 地区



数据来源：中国海关，智研咨询，东吴证券研究所

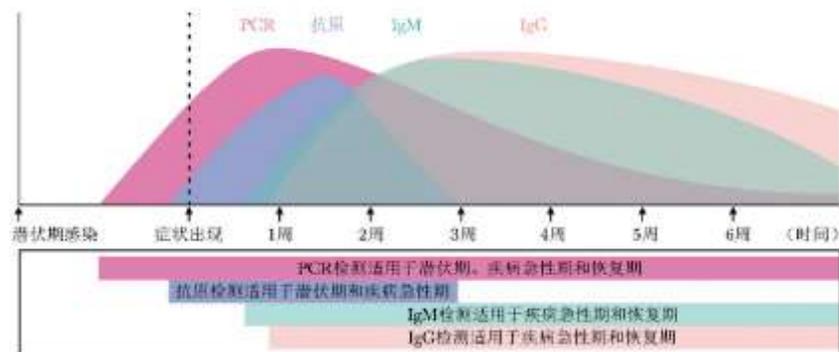
### 3.4. 疫情逐步放开后，抗原部分场景有望替代核酸

随着国门打开预期的兑现，抗原自测模式有望逐步落地。抗原检测在可及性、实时性等方面较 PCR 检测有明显优势，在目前国产抗原产品在有效性、特异性均达到优秀水平下，未来抗原检测作为补充或替代，有望带来较大抗原试剂盒需求增量。

#### 3.4.1. 抗新冠抗原自测便利易推广，有效性得到海外验证

抗原检测适用于潜伏期和急性期，对尽早发现有重要意义。抗原可用作新冠病毒检测的抗原位点，类似于 PCR 检测，抗原检测可用于新冠早期病原体感染的直接证据，适用于新冠潜伏期和急性期，对“早发现、早隔离、早治疗”的防控措施至关重要。

图32: 抗原检测更适合病毒潜伏期和早期的检测



数据来源：协和医学杂志，东吴证券研究所

我们认为，基于以下几点，未来新冠抗原自测有望在国内大范围推广

### 一、可及性：抗原检测可及性强，在未来放开中适用场景范围广

新冠抗原自测流程简单且适用性强，适用于2岁以上人群，且仅需单人操作，15-20分钟便可完成检测，具备广泛推广的基础。社区居民有自我检测需求的，可通过零售药店、网络销售平台等渠道，自行购买抗原检测试剂进行自测。新冠抗原检测作为核酸检测的重要替代检测，由于其可推广性，我们预计未来需求的空间较大。

表14：核酸和抗原检测对比

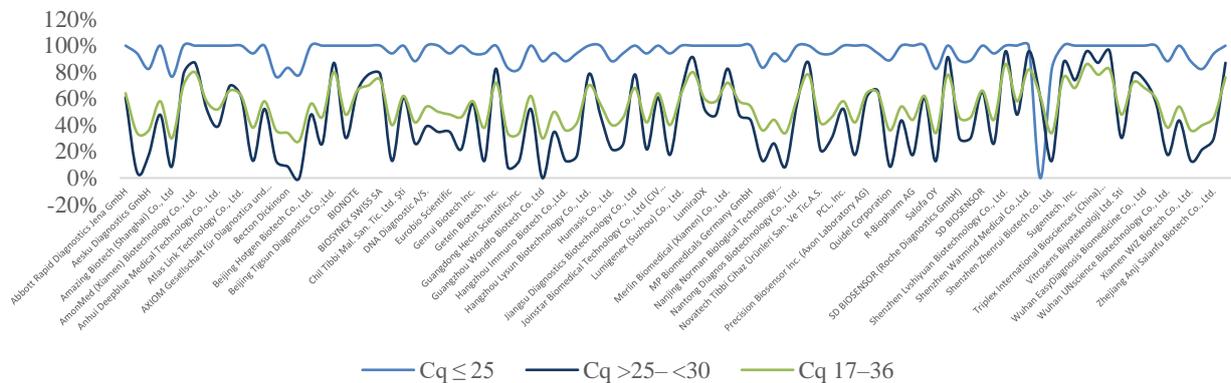
	核酸检测	抗原检测
分析物	病毒核糖核酸 (RNA)	病毒抗原
标本类型	鼻、鼻咽、口咽、痰、唾液	鼻、鼻咽、唾液
灵敏度	因测试而异，对于基于实验室的测试通常较高，而对于 POC 测试则为中到高	因感染过程而异，在病毒载量高峰时通常为中度至高度
特异性	高	高
复杂度	较为复杂	容易使用
应用场景	医疗和检测机构	小型医疗结构、海关、居家等
检测时间	6 小时以上	15-30 分钟
成本/测试 <sup>^</sup>	单管 20 元左右	3 元左右
优点	灵敏度和准确性高，不需要复查	检测时间短，简单易上手，可下沉布点
缺点	检测时间长，检测点较少，价格相对高	灵敏度较低，阳性后需要核酸复查

数据来源：FDA，东吴证券研究所

### 二、精确度（灵敏度）：作为核酸检测的补充，精准度需要得到验证

国产新冠抗体检测的精准度在海外得到验证。在国外疫情防控措施中，新冠抗原居家自测因为其适用性而被广泛推广，是对核酸检测的有效补充。德国作为最早推广新冠抗原检测作为疫情防控措施的国家之一，早在2021年2月便开始大范围推广新冠抗原自测。根据Euro surveillance对96款获得CE认证的快速抗原检测试剂盒灵敏度的测试，可以看出不同品牌的检测灵敏度差距大。但其中国产品牌试剂盒均保持良好数据，包括绿诗源生物、奥德生物、东方生物、万泰生物等国产品牌灵敏度均名列前茅。

图33: CE 认证的 96 款抗原试剂盒灵敏度测试 (2020 年 9 月-2021 年 4 月)



数据来源: Euro surveillance, 东吴证券研究所

### 三、产能: 已有 35 个抗原企业国内获批, 产能满足市场需求

截至 2022 年 11 月 29 日, 国家药监局已批准 35 家抗原企业的产品。国产新冠抗原试剂盒头部企业产能均达到百万至千万/天的产能规模, 在全球内领先。目前由于海外需求回落, 国产产能可适配国内需求; 目前国产龙头产能均在 500-1000 万/天左右, 产能充足; 且企业均在扩产, 新产能在持续的释放。随着未来政策端的放松, 国产龙头通过调配产能和扩产, 足以满足国内新增的检测需求。我们建议重点关注已在国内获批、产能体量较大且扩产能力强的企业。

表15: 部分上市抗原企业产能情况

代码	公司	产能 (万份/天)	产能 (亿份/月)	国内获批时间	方法学
688298.SH	东方生物	最大 1800	5.4	2022-03-15	胶体金法
688317.SH	之江生物	400	1.2	2022-08-16	胶体金法
688105.SH	诺唯赞	500-600 (可拓至 1000)	1.7	2022-03-11	胶体金法
688575.SH	亚辉龙	750 (可拓至 1050)	2.3	2022-03-23	胶体金法
688068.SH	热景生物	最大 1200	3.6	2022-03-13	胶体金法
300482.SZ	万孚生物	1000	3.0	2021-11-12	胶体金法
002932.SZ	明德生物	800	2.4	2022-03-15	胶体金法

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

#### 3.4.2. 抗原检测标的选择逻辑

我们建议从以下几个角度来挑选标的:

- 1、终端试剂盒: 建议关注具备专业抗原试剂盒生产能力的企业: 1) 具备产能规模

优势的企业，推荐万孚生物、诺唯赞，关注明德生物、东方生物等；2) 关注以东方生物、安旭生物为首的抗原自测盒出口龙头，产能加速释放，且经过欧美高门槛质量体系验证；3) 推荐具备一体化成本优势的企业诺唯赞。

**2、上游抗原生产商：**建议关注上游抗体、NC膜等原料相关产业链：1) 上游龙头，推荐诺唯赞、百普赛斯等；2) 高品质医药注塑龙头，关注昌红科技、拱东医疗等；3) NC膜等其他材料，关注泰林生物和海顺新材等。

**3、销售渠道：**从目前已流出的文件来看，家庭自测试剂盒可以通过药店/B2C/O2O渠道购买，利好连锁药店和拥有线上药械销售平台，推荐益丰药房、大参林，关注京东健康等。

### 3.5. 新冠上下游：核酸检测需求回落，抗原/疫苗成为新利器

#### 3.5.1. mRNA 疫苗原料有望逐步放量

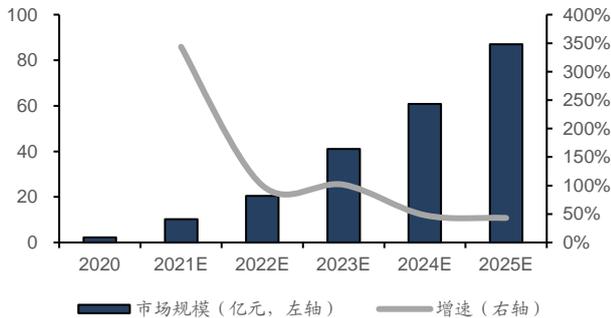
**mRNA 疫苗酶原料市场快速放量。**mRNA 疫苗主要生产原料包括质粒 DNA 模板、一系列酶（主要包括 BsaI 限制性内切酶、T7 RNA 聚合酶、加帽酶、加尾酶、DNaseI、RNA 酶抑制剂、无机焦磷酸酶等 7 种）、底物核苷酸等。原料成本约占疫苗生产总成本的 58%，其中酶原料又占原料成本的 39.58%。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年全球 mRNA 疗法酶原料市场规模约为 52.2 亿美元，中国市场规模约为 10.2 亿人民币，2021-2025 年 CAGR 为 70.9%。mRNA 疗法酶原料已经实现了较大程度的国产化，2021 年中国第一大供应商为 Thermo Fisher，市占率约为 40%，近岸蛋白市占率 39.8%，处于第一梯队。

图34： mRNA 生产主要酶原料



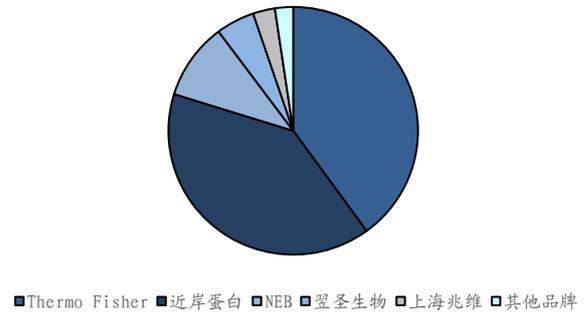
数据来源：近岸蛋白官网，东吴证券研究所

图35: 中国 mRNA 疗法酶原料市场规模及增速



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

图36: 2021 年中国 mRNA 疗法酶原料竞争格局



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

**mRNA 疫苗原料国产化, 市场增量或超十亿元。**自 2020 年以来, 中国发展改革委、工业和信息化部、科技部、商务部等部门陆续出台的《“十四五规划”和 2035 远景目标纲要》、《“十四五”医药工业发展规划》等多个文件均提出将继续加快推进疫苗研发领域发展, 同时明确提出提高疫苗供应链保障水平, 我们认为若国产 mRNA 疫苗能够实现商业化, 必然国内上游供应链厂商占据大部分市场份额。我们假设每支新冠 mRNA 疫苗所需酶原料 3 元, 净利率约为 40%, 核苷酸、质粒、PEG 等其他材料价格 4 元, 若接种人份数分别为 1/3/5 亿人份, 则对应酶原料市场规模为 3/9/15 亿元, 其他原料市场规模为 4/12/20 亿元。但考虑到 mRNA 疫苗上市进度与接种人份数以及原料价格下行均存在较大的不确定性, 因而需密切跟踪国产 mRNA 疫苗获批进度, 相关标的建议关注近岸蛋白、诺唯赞等。

表16: mRNA 疫苗原料市场规模测算

原料	mRNA 疫苗接种人数 (亿人)		
	1	3	5
酶原料价格	3 元		
其他原料价格	4 元		
酶原料市场规模	3 亿元	9 亿元	15 亿元
利润率	40%		
酶原料利润增厚	1.2 亿元	3.6 亿元	6 亿元
其他原料市场规模	4.8 亿元	14.4 亿元	24 亿元

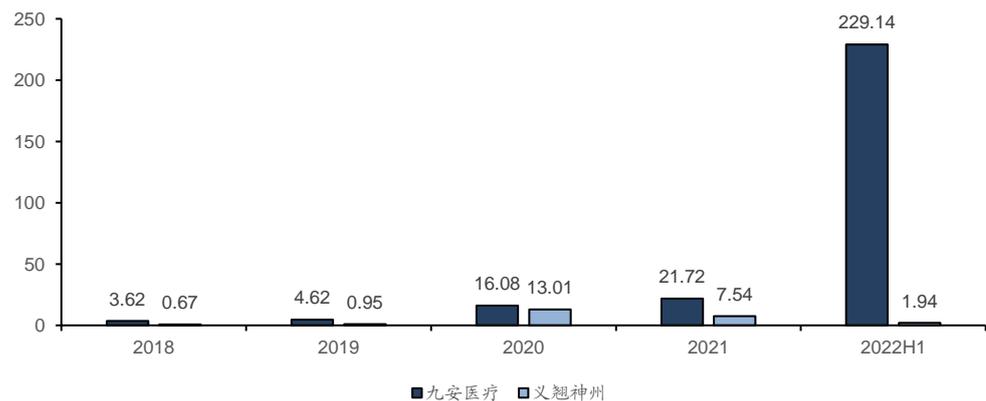
数据来源: 东吴证券研究所

3.5.2. 抗原检测成为新利器, 建议关注抗原检测原料供应商

**抗原检测原料：**在 2022 年 Q1 国外防疫政策陆续取消以及 6 月上海疫情接受后，抗原检测需求出现较大下滑。但 2022 年 11 月 21 日国务院联防联控机制印发《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》等 4 个文件，涉及抗原检测的相关规定有：**①医疗机构就诊人员：**社区卫生服务站、村卫生室和个体诊所发现可疑患者后，要在 2 小时内报告社区卫生服务中心或乡镇卫生院，落实“村报告、乡采样、县检测”核酸检测策略，可同步开展抗原检测，尽早发现疫情；**②购药人员：**出现本土疫情后，辖区药店应对购买退热、抗病毒、抗生素、止咳感冒等药物的人员进行实名登记并推送辖区街道（社区）管理，及时督促用药者开展核酸检测，必要时可先开展 1 次抗原检测；**③核酸检测：**在实施封控后前 3 天连续开展 3 次检测，第 1 天和第 3 天完成 2 次全员核酸检测，第 2 天开展 1 次抗原检测，后续检测频次可根据检测结果确定；对曾发现阳性感染者的楼宇、院落可先行抗原检测，阴性后再有序进行核酸检测；**④核酸检测和抗原自测：**居家隔离医学观察人员需根据相关防控要求配合工作人员完成核酸检测、抗原自测和结果上报。

基于以上最新政策，参考抗原/抗体检测原料供应商义翘神州以及终端检测试剂盒供应商九安医疗在海外疫情管控逐步放开过程中海外相关产品销量，并且九安医疗美国子公司于 2022 年 11 月 22 日继续与美国国防部后勤局新签约合人民币 13.67 亿元新订单，我们认为抗原作为核酸检测的有力补充，需求或将回暖，建议关注相关义翘神州、诺唯赞、近岸蛋白等标的。同时我们建议同步关注新冠检测原料上游培养基供应商，新冠检测原材料供应商在 2021 年向奥浦迈等培养基供应商的采购额已达千万级；且奥浦迈新产线已于 2021 年投产，产能得到大幅扩充，可以将下游客户由抗体药物企业拓宽至疫苗企业，建议密切关注边际变化。

图37：义翘神州、九安医疗海外营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.6. 当前新冠患者轻症比例居多，抗感冒类药物及产业链值得重视

#### 3.6.1. 疫情放松后会发生什么：来自中国台湾的例证

我国台湾当局早在 2021 年下半年即开始逐步放开管控措施，2022 年 4 月，我国台

湾当局采用“新台湾模式”，积极防疫，稳健开放，逐步解除管控；随后，台湾当局进一步放宽疫情管控，放开边境限制，恢复部分国家入境免签证待遇，到2022年11月，中国台湾当局放开四大防疫措施，更高层次向全面放开靠拢。

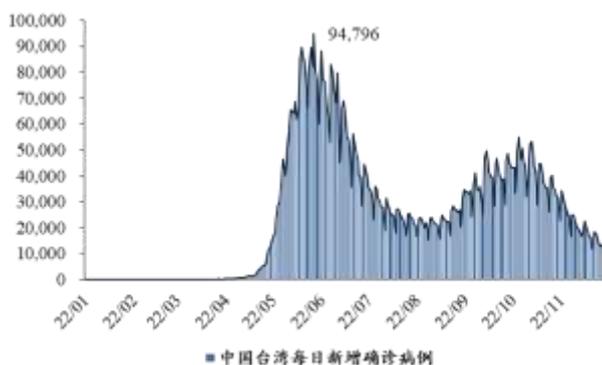
图38: 中国台湾疫情防控历程



数据来源：中国台湾卫生福利部疾病管制署，东吴证券研究所

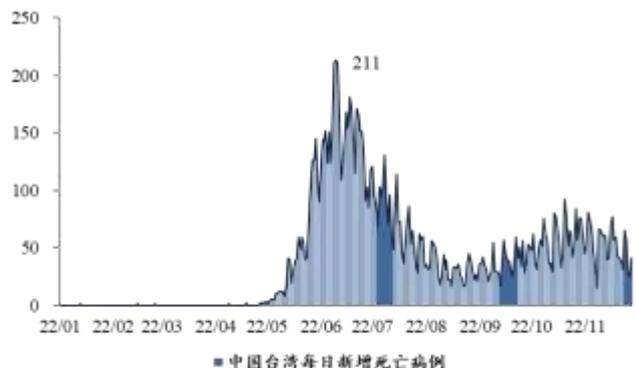
然而，随着我国台湾当局对新冠疫情的管控措施由严到轻，当地确诊人数短期内迅速上升，至2022年6月，单日确诊人数已接近9.5万人，2022年初至11月28日累计确诊已达822万人；每日新增死亡人数同样快速增加，2022年6月单日死亡人数峰值已达211人，累计死亡病例已超过1.4万人，死亡率0.17%。

图39: 中国台湾每日新增确诊病例(人)



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

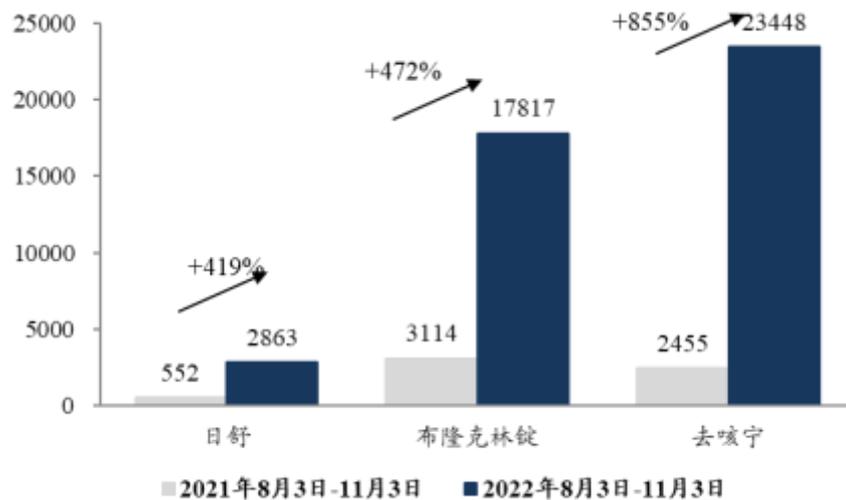
图40: 中国台湾每日新增死亡病例(人)



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

从我国台湾地区放开表现来看，随着防疫措施的松绑，叠加呼吸道、细菌感染等“免疫负债”问题也开始出现，我国台湾当地出现咳喘现象的比例快速增长，相关止咳、抗病毒药物同步增加，以台湾当地某诊所销量为例，日舒（中国大陆地区商品名希舒美，用于细菌等造成的呼吸道感染）在2022年8月3日-11月3日期间销量达2863盒，较2021年同期增长419%，布隆克林錠（支气管扩张剂）销量达17817盒，同比增长472%；去咳宁（止咳剂）销量23448盒，同比增长855%。

图41：中国台湾地区某诊所部分止咳、抗感冒药物销量



数据来源：台湾东森新闻，东吴证券研究所

参照我国台湾地区疫情管制逐步放松后发生的“免疫负债”情况，若未来我国大陆地区对疫情的管制逐步放开，未来放开后，有可能会出现类似情况，在此背景下，抗病毒、感冒类药物有望迎来爆发式增长。

### 3.6.2. 新冠、流感等病毒流行，“感冒药”需求有望大幅增加

新冠、流感会伴发“红肿热痛”等炎症，预防及治疗的药品包括流感疫苗、非甾体抗炎药、抗感染药物、清热解毒类（中成药）、激素类等。1) 流感疫苗包括冻干鼻喷流感疫苗、四价流感疫苗、三价流感疫苗等；2) 感冒药/解热镇痛药包括扑热息痛、阿司匹林、布洛芬等；3) 止咳药包括溴己新、氨溴索；4) 鼻涕/鼻塞用药氯雷他定、羟甲唑啉等；5) 止泻药包括蒙脱石散、黄连素；6) 抗生素，包括各类抗生素（如β内酰胺类）、合成抗菌药（如喹诺酮类）、抗真菌药（如多烯大环内酯类）、抗病毒药（如阿昔洛韦）等，其中应对常见感染性疾病，头孢类药物为常用药；7) 保健品和维生素等。

表17: 流感、新冠防治药物概况

类别	品种	功能
流感疫苗	冻干鼻喷流感疫苗、四价流感疫苗、三价流感疫苗	预防病毒引起的流感
抗生素	1) 青霉素类: 青霉素、阿莫西林; 2) 头孢类: 头孢唑林、头孢拉定; 3) 大环内酯类: 红霉素; 4) 喹诺酮类: 环丙沙星、诺氟沙星。	预防、治疗感冒和细菌性呼吸道、胃肠道感染
抗病毒	奥司他韦和扎那米韦等	甲型和乙型流感的预防和治疗
解热镇痛	扑热息痛、阿司匹林、布洛芬、双氯芬酸、吲哚美辛、塞来昔布、依托考昔等。	解热、镇痛、抗炎作用
咳嗽	溴己新、氨溴索、乙酰半胱氨酸、甘油醚、福尔可定、右沙美芬	用于支气管炎, 具有止咳、祛痰的效果
鼻塞、流涕	氯雷他定、氯苯那敏、西替利嗪; 羟甲唑啉、赛洛唑啉、萘甲唑啉	缓解鼻炎引起的鼻塞、流涕; 收缩血管, 减少血流量, 以解除鼻黏膜充血肿胀
腹泻药	蒙脱石散、黄连素、枯草杆菌二联活菌颗粒、双歧杆菌三联活菌散	肠道菌群失调、肠道感染等原因引起的腹泻
保健类	维生素 B、维生素 C	提高免疫力, 预防感冒, 贫血
常用物品	体温计、医用手套、自带碘伏棉签、防水以及无纺布创口贴、冷敷袋	消毒、小创口包扎、24 小时内的血肿

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

#### 疫情恢复将促进流感疫苗接种, 流感流行防治药物的需求将提高。

**百克生物:** 冻干鼻喷流感疫苗作为国内唯一获批的流感减毒活疫苗已于 2020 年下半年上市销售。2022 年 6 月份鼻喷流感疫苗获得批签后, 迅速将产品销售至全国, 在南方夏季流感高发的情况下大力宣传产品, 促进产品的接种; 鼻喷流感减毒活疫苗(液体制剂)已经完成 II 期临床研究现场工作。

**科伦药业:** 在抗生素领域, 公司已经具备全链条抗生素生产(原料药、中间体、制剂)、销售的能力, 公司伊犁川宁生物生产硫氰酸红霉素和头孢系列中间体, 下游产品包括左氧氟沙星氯化钠注射液、注射用阿奇霉素、注射用头孢地嗪钠等。

表18: 重点公司相关产品布局

公司	类型	产品	进展	作用
百克生物	流感疫苗	冻干鼻喷流感疫苗	上市	预防流感
		液体鼻喷流感疫苗	I 期	预防流感
		流感病毒裂解疫苗 (BK-01 佐剂)、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	临床前	预防流感
科伦药业	输液	左氧氟沙星氯化钠注射液、注射用阿奇霉素、注射用头孢地嗪钠、注射用头孢他啶、注射用头孢曲松钠、盐酸莫西沙星氯化钠注射液	上市	细菌、病毒性感染
	非输液	阿昔洛韦片、阿奇霉素分散片、磷酸奥司他韦胶囊、罗红霉素片、左氧氟沙星片、阿莫西林胶囊、头孢拉定胶囊、头孢氨苄胶囊、盐酸莫西沙星片	上市	细菌、病毒性感染
	中间体、原料药	硫氰酸红霉素、青霉素工业盐、6-APA、7ACA、7ADCA	上市	用于抗生素的生产

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.6.3. 下游新冠相关用药需求增加, 直接带动上游原料药需求增加

随着未来国门的放开, 新冠相关症状用药需求大幅增加, 将带动上游原料药和中间体需求的增加。综合考虑市场供需及竞争格局, 我们推荐关注扑热息痛类药物和抗生素药物产业链。

**建议重点关溶解热镇痛类原料药。**从需求上看, 目前对乙酰氨基酚 (扑热息痛) 是全球市场销量最大的解热镇痛药。目前市场上主流的镇痛药约有 10 余种, 但扑热息痛销量约占全部镇痛药的 7-8 成左右。我们预计中国防疫在逐步放开的过程中也将带来大量扑热息痛需求。

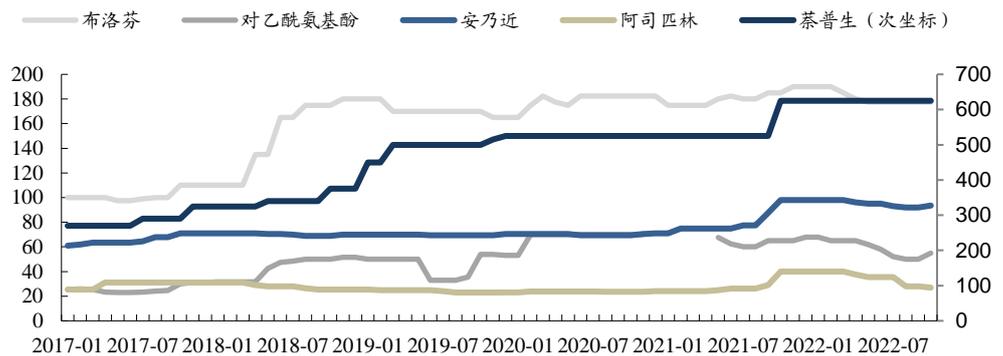
表19: 扑热息痛和布洛芬为 WHO 推荐用药

药品名	优点	副作用/缺点
布洛芬	WHO 推荐, 安全性高, 退热平稳持久	轻度肠胃道不适, 偶有皮疹、耳鸣、头痛, 影响凝血功能及转移酶升高
扑热息痛	WHO 推荐, 安全性高, 吸收快速且完全, 副作用小, 对肠胃道没刺激, 可与牛奶、果汁同服	控制体温时间较短
来比林	解热作用强, 起效快, 作用缓和持久, 避免对肠胃道刺激	含阿司匹林, 有剂量依赖性, 可能诱发瑞氏综合征、过敏性休克及哮喘
安乃近	药效明显	肾毒性、肠胃道出血、严重皮疹、致死性粒细胞缺乏等

数据来源: 冀衡药业招股书, 东吴证券研究所

从价格上看,包括扑热息痛、安乃近、萘普生等镇痛原料药价格总体处于较高位置,未来随着需求的增加,预计将给扑热息痛相关企业将有较大业绩增量。建议关注 1) 扑热息痛原料药企业: 丰原药业、诚意药业等; 2) 扑热息痛上游原材料对硝基氯化苯厂商: 广信股份等。

图42: 解热镇痛类原料药均处在涨价周期



数据来源: wind, 东吴证券研究所

其他品类上,建议关注具备相关原料药产能的企业: 1) 抗生素类: 建议关注普洛药业、国邦医药、仙琚制药等; 2) 鼻塞类: 具备氯雷他定等药品原料药的东亚药业等; 3) 止咳药类: 万邦德等。

#### 3.6.4. 中药全程参与新冠救治, 相关产品潜在需求较大

此外,当前我国新增新冠患者 95%以上均为无症状或轻症患者,表现症状与感冒类似,未来若疫情管控逐步放开,在“免疫负债”当中及大量无症状或轻症患者当中,中成药相比化药具有药性温和、服用方便、副作用较低以及“治养”相结合等特点,具备前年传承,在呼吸系统等慢病领域具备优势。此外,中成药在儿科领域接受程度更高,相关抗感冒、止咳类中成药有望迎来爆发式增长。

表20: 部分上市公司感冒、止咳药物

集团名称	药品名	治疗症状
济川药业	蒲地蓝消炎口服液	用于疖肿、腮腺炎、咽炎、淋巴腺炎、扁桃体炎等
	小儿豉翘清热颗粒	用于小儿风热感冒挟滞证, 症见发热咳嗽, 鼻塞流涕, 咽红肿痛, 纳呆口渴, 脘腹胀满, 便秘或大便酸臭, 溲黄
	小儿荆杏止咳颗粒	用于小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽, 咯痰、痰黄, 咽部红肿等症
方盛制药	强力枇杷膏(蜜炼)	用于支气管炎咳嗽
	强力枇杷露	用于支气管炎咳嗽
以岭药业	莲花清瘟胶囊	用于治疗流行性感属热毒袭肺证, 症见发热或高热, 恶寒, 肌肉酸痛, 鼻塞流涕, 咳嗽, 头痛, 咽干咽痛, 舌偏红, 苔黄或黄腻等
	热毒宁注射液	用于外感风热所致感冒、咳嗽, 症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄; 上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者
康缘药业	金振口服液	用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者, 表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等
	杏贝止咳颗粒	用于外感咳嗽属表寒里热证, 症见微恶寒、发热、咳嗽、咯痰、痰稠质粘、口干苦、烦躁等
华润三九	感冒灵颗粒	用于感冒引起的头痛, 发热, 鼻塞, 流涕, 咽痛
葵花药业	小儿肺热咳喘口服液	用于热邪犯于肺卫所致发热、汗出、微恶风寒、咳嗽、痰黄, 或兼喘息、口干而渴
	小儿肺热咳喘颗粒	用于感冒, 支气管炎属痰热壅肺证者
	小儿柴桂退热颗粒	用于小儿外感发热。症见: 发热, 头身痛, 流涕, 口渴, 咽红, 溲黄, 便干等
	小儿化痰止咳颗粒	用于小儿支气管炎所致的咳嗽、咯痰
太极集团	藿香正气口服液	用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒, 症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻; 胃肠型感冒见上述证候者
	急支糖浆	用于外感风热所致的咳嗽, 症见发热、恶寒、胸膈满闷、咳嗽咽痛; 急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作见上述证候者
贵州三力	开喉剑	用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛, 口干口苦, 牙龈肿痛以及口腔溃疡, 复发性口疮见以上证候者
葫芦娃	小儿肺热咳喘颗粒	用于感冒, 支气管炎属痰热壅肺证者
	复方板蓝根颗粒	用于风热感冒, 咽喉肿痛
	克咳片	用于咳嗽, 喘急气短
太龙药业	双黄连口服液	用于外感风热所致的感冒, 症见发热、咳嗽、咽痛
白云山	小柴胡颗粒	用于外感病, 邪犯少阳证, 症见寒热往来、胸胁苦满、食欲不振、心烦喜呕、口苦咽干
香雪制药	抗病毒口服液	用于风热感冒、流感
	板蓝根颗粒	用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥; 急性扁桃体炎见上述证候者的功效
	橘红痰咳液	用于痰浊阻肺所致的咳嗽、气喘、痰多; 感冒、支气管炎, 咽喉炎见上述证候者
哈药股份	双黄连口服液	用于外感风热所致的感冒, 症见发热、咳嗽、咽痛
特一药业	止咳宝片	用于外感风寒所致的咳嗽、痰多清稀、咳甚而喘; 慢性支气管炎、上呼吸道感染见上述症候者
	蒲地蓝消炎片	用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎

	感冒灵颗粒	用于感冒引起的头痛，发热，鼻塞，流涕，咽痛
天士力	藿香正气滴丸	用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒，症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻；胃肠型感冒见上述证候者
神奇制药	枇杷止咳颗粒	用于咳嗽，及支气管炎咳嗽
	强力枇杷露	用于支气管炎咳嗽
	枇杷止咳胶囊	用于咳嗽，及支气管炎咳嗽
云南白药	伤风停胶囊	用于外感风寒，恶寒发热，头痛，鼻塞，鼻流清涕，肢体酸重，喉痒咳嗽，咳嗽痰清稀，及上呼吸道感染，感冒鼻炎等见上述证候者。
	风寒感冒颗粒	用于风寒感冒，发热，头痛，恶寒，无汗，咳嗽，鼻塞，流清涕。
	小柴胡颗粒	用于外感病，邪犯少阳证，症见寒热往来、胸胁苦满、食欲不振、心烦喜呕、口苦咽干。
同仁堂	感冒清热颗粒	用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干。
	小儿宣肺止咳颗粒	用于小儿外感咳嗽，痰热壅肺所致的咳嗽痰多、痰黄粘稠、咳痰不爽。
健民集团	小儿宝泰康颗粒	用于小儿风热外感，症见发热、流涕、咳嗽、脉浮。
	小儿解感颗粒	用于感冒发烧、头痛鼻塞、咳嗽喷嚏、咽喉肿痛。
	维C银翘片	用于外感风热所致的流行性感，症见发热、头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛。
贵州百灵	咳速停糖浆及胶囊	用于感冒及急、慢性支气管炎引起的咳嗽，咽干、咳痰、气喘。
	小儿柴桂退热颗粒	用于小儿外感发热。症见：发热，头身痛，流涕，口渴，咽红，溲黄，便干等。
一品红	苓香清解口服液	用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口渴烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。
	馥感淋口服液	用于小儿气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

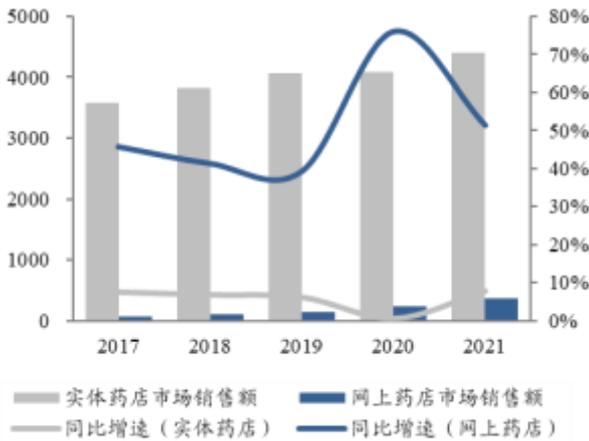
### 3.7. 药店：新疫情防控下，药店复苏有望加速

#### 3.7.1. 防疫相关药品需求增加，药店销售“四类药”的政策进行调整

2021 年零售市场销售额开始回升，网上药店仍保持高增速，感冒清热及止咳祛痰类药物需求增加。2021 年零售药店市场销售额为 4773 亿元，较 2020 年同比增长 10%，其中，实体药店同比增长 8%，网上药店同比增长 51%。分产品来看，感冒清热、止咳祛痰类药物 2022 年 Q3 销售额同比增速开始回升，其中，感冒清热药物销售额同比增长 12%，止咳祛痰类药物销售额同比增长 13%。

我们预计四季度及 22 年一季度药品零售市场销售额有望保持增长态势，一方面冬季是流感、呼吸系统等疾病的多发期，疫情防控调整下，人员流动增多，流感等疾病发病率均或提升，药品需求量增加；另一方面，群众面对防疫政策调整，为加强自我防护，会倾向于储备相关药物，连花清瘟、藿香正气等防疫相关药品有望实现放量。以广州为例，2022 年 12 月广州市疫情防控措施调整优化后，市民群众的购药需求猛增。12 月 1 日，广州市零售药店感冒、发热类药物 1 天的销售记录达 10 万条，是平日的 2.5 倍。

图43: 零售药店终端销售额(亿元)及增速



数据来源: 米内网, 萝卜投资, 东吴证券研究所

图44: 感冒清热/止咳祛痰类药物零售端销售额(百万元)及增速



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

多地药店销售“四类药品”的相关政策进行调整,调整后有望对药店产生积极影响。

“四类药”(退热、止咳、抗感染、治疗咽干咽痛)一直是零售药店的畅销品类,防控政策调整前,“四类药”销售受到较大的限制,对药店业绩产生负面影响。2022年12月起,多地对药店销售“四类药”的政策进行调整:广州自12月1日起,市民到药店购药,包括购买《疫情期间需登记报告药品目录》内的37类药品,不再查验48小时核酸检测阴性证明,只需佩戴好口罩、测温、扫码,出示健康码“绿码”即可;北京自12月3日起,市民通过互联网平台或本市药店购买退热、止咳、抗感染、治疗咽干咽痛等“四类药品”不再需要实名登记信息;河北省多地药店收到上级监管部门通知,药店销售“四类药”不再进实名登记上传。从当前时点来看,虽然并非各地均调整了药店防控相关政策,但整体趋势上,零售药店的限制逐步减少,有望带来后续业绩的释放。

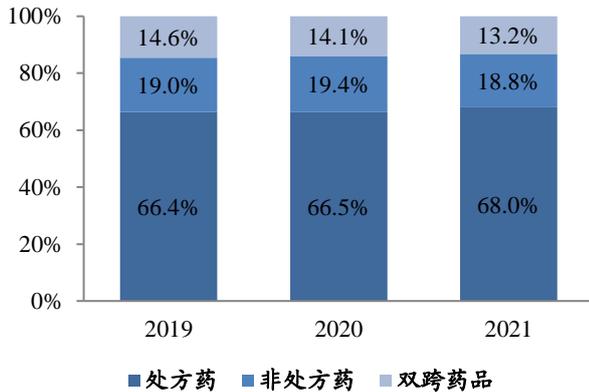
### 3.7.2. 药店市场集中度提升明显,政策加速头部企业发展

**处方外流背景下,零售市场抓住机遇。**从处方药市场来看,经观研天下数据中心测算,我国处方药市场规模于2021年达到1.1万亿元,预计2025年达到1.3万亿元,2030年达到1.5万亿元,发展前景广阔。从处方承接方来看,当下政策对处方外流的主要引导方向是零售药店,作为处方外流重要承接方,零售市场的处方药销售占比显著提升,从2019年的66%稳步提升至2021年的68%,吸收效果良好。

**药店市场集中度不断提高,监管政策鼓励连锁药店发展,强者恒强趋势明显。**2016-2021年,我国药店市场集中度持续提升,药品零售百强药店市场占有率由29.1%提高至35.6%,药店零售连锁率由49.4%提升至57.2%,平均每年提升1%以上。2021年,我国前10强、20强、50强药品零售企业市场份额分别为21.1%、25.5%、31.7%,扣除不可比因素后均大于等于2020年。我国医药改革政策趋严,对药店执业药师、等级等方面

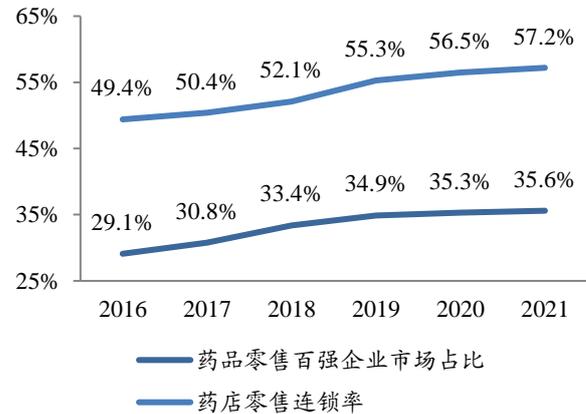
提出更高要求，提高了药店经营门槛与议价能力，迫使小型药店逐渐退出市场。在此政策环境下，连锁化是零售药店发展的大势所趋。益丰、老百姓、大参林、一心堂等头部连锁企业通过自建、加盟及并购等多种方式保障规模的持续增长，实现销售规模、盈利水平、品牌影响力、市场份额等方面的多重提升。

图45: 2019-2021 零售端处方药销售份额



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图46: 2016-2021 年全国药品零售市场集中度



数据来源: 商务部, 东吴证券研究所

我们预计在疫情逐步放松背景下,群众自我防护意识增强,防疫相关药品需求增加,同时药店相关政策调整后群众购买药品更加便捷可及,业绩有望得到释放。连锁化水平高、供应链完善的头部企业或更加受益。推荐:头部连锁企业益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等。

## 4. 疫后消费医疗需求修复,有望大幅释放业绩

### 4.1. 医疗服务:疫情后刚性消费复苏,医疗服务需求回补

#### 4.1.1. 参考海外经验,医疗服务整体逐步恢复,消费性门诊与刚需性住院量增长显著

以海外地区为例,医疗服务需求正逐步恢复。参考英国、新加坡、美国官方统计的数据:自2022年初以来,在疫情管控放松、或者完全放开的情况下,尽管各地区门诊量与住院量尚未完全恢复至疫情前(2019年)水平,但均已得到明显改善,大多恢复至疫情前95%以上的水平。

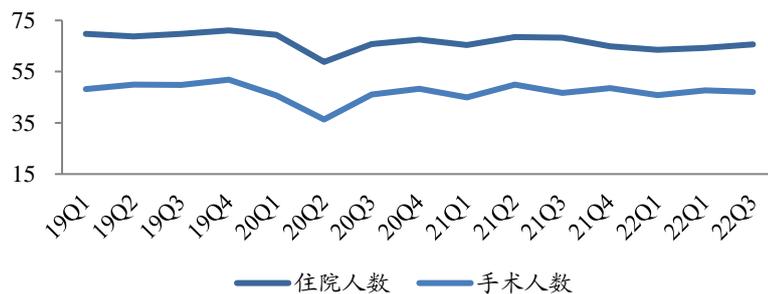
表21: 海外放松管控地区门诊及住院量恢复情况(较2019年同期)

海外地区	最新防疫政策	最新防疫政策落实时间	门诊量恢复情况(22M1-22M9 较19年同期)	住院量恢复情况(22M1-22M9 较19年同期)
英国	完全放开	2022年3月	97.57%	88.43%
新加坡	放松管制	2022年3月	96.31%	95.89%
美国	放松管制	2022年4月	未恢复至疫情前水平	未恢复至疫情前水平

数据来源：NHS， Statistics Singapore， 各公司公告， 东吴证券研究所

**美国：上市公司住院及手术人数尚不及疫情前水平。**为了观察美国放开后医疗服务需求的恢复情况，我们汇总了 Tenet 和 HCA 两家主要医疗服务连锁集团住院及手术量数据。在疫情前四季度（2019Q1-Q4），两家公司住院及手术人数同比保持增长趋势；2020Q1 由于受疫情初期爆发影响出现明显下滑；2020Q3 全国放松管控后，整体诊疗量修复增长，至 2022Q3，两家公司整体住院及手术人数分别为 65.6 万及 47.1 万人，略低于 2019 同期 69.7 万与 49.8 万人。

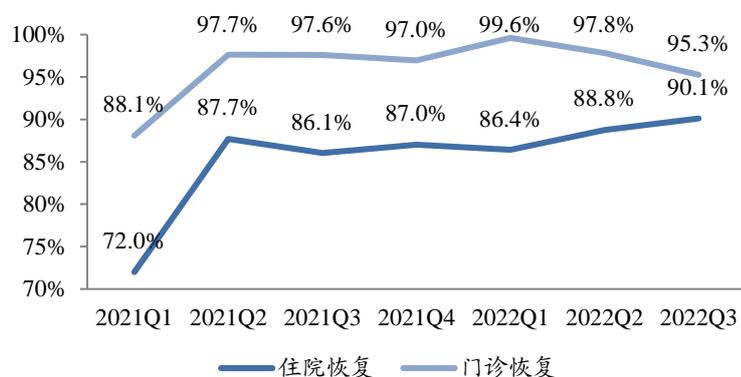
图47：2019Q1-2022Q3 美国主要医疗机构住院及手术人数变化趋势（万人）



数据来源：各公司公告， 东吴证券研究所

**英国：放开后门诊量恢复程度快于住院端。**我们以英国 2019Q1-Q4 门诊及住院人数为基准，计算得到 2021Q1-2022Q3 各季度较 2019 同期门诊及住院人数的恢复程度：2021Q1 由于第三次封城导致住院及门诊量迅速下滑，达到 2019 年水平的 88.1% 与 72.0%。2021Q2 门诊及住院人数恢复程度随着管控放松分别回升至 97.7% 与 87.7%，往后门诊量仍略低于疫情前水平。整体来看，门诊量恢复程度优于住院端，在 2022Q2 完全放开后，门诊及手术量恢复程度已较为接近。

图48：2021Q1-2022Q3 英国门诊及住院量恢复趋势

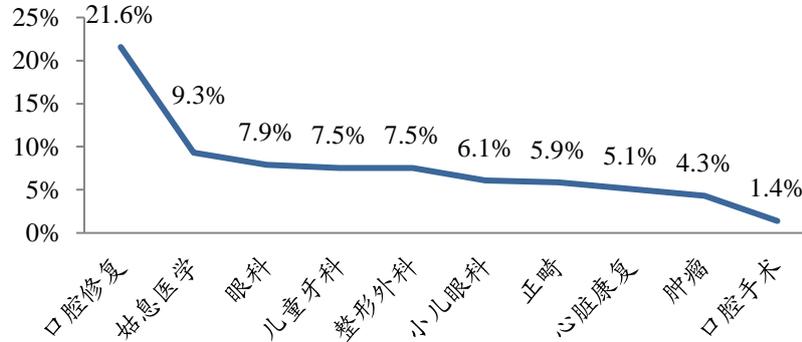


数据来源：NHS， 东吴证券研究所

门诊方面，眼科、口腔、整形、肿瘤等门诊量恢复较快。整理 2021M10-2022M9 英国各专科 12 个月来合计门诊量数据，发现眼科、肿瘤、普内、普外、整形等门诊量较

大，且口腔修复、姑息医学、眼科、儿童牙科、整形外科、正畸、肿瘤等亚专科门诊量同比恢复增长较快。

图49: 2021M10-2022M9 英国各专科门诊量及增长情况 (万人次)



数据来源: NHS, 东吴证券研究所 注: 各专科统计口径主要为三级亚专科

表22: 英国各专科床位入住数相比于 2019 年同期的水平

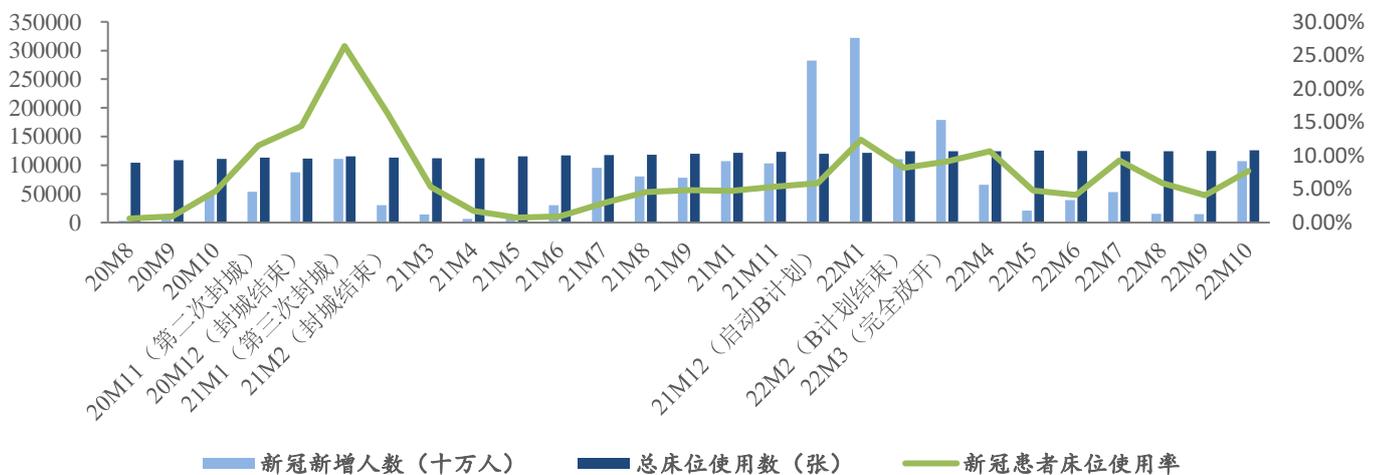
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
整体床位使用率	81.20%	50.53%	69.96%	74.00%	69.36%	76.59%	78.71%	79.81%	79.19%	80.00%	80.61%
急诊内科	128.57%	65.00%	122.22%	131.58%	192.86%	170.00%	227.78%	215.79%	300.00%	210.00%	611.11%
传染病	700.00%	114.29%	200.00%	66.67%	250.00%	85.71%	120.00%	66.67%	600.00%	128.57%	280.00%
小儿神经	81.82%	92.31%	285.71%	275.00%	109.09%	84.62%	157.14%	137.50%	109.09%	84.62%	142.86%
儿科	94.20%	70.49%	90.39%	92.63%	92.15%	93.75%	103.91%	104.56%	113.31%	121.53%	122.06%
内分泌科	115.69%	75.47%	83.93%	85.48%	96.08%	167.92%	114.29%	103.23%	121.57%	122.64%	119.64%
放射科	101.56%	79.31%	80.30%	90.91%	93.75%	98.28%	83.33%	90.91%	118.75%	137.93%	104.55%
神经外科	83.33%	33.33%	61.54%	81.48%	56.67%	145.83%	119.23%	122.22%	90.00%	108.33%	103.85%
普外科	86.61%	33.92%	71.41%	82.87%	67.28%	91.59%	91.30%	99.34%	88.39%	95.21%	101.62%
内科肿瘤	100.00%	85.80%	91.48%	91.83%	96.99%	101.56%	99.43%	101.14%	91.35%	94.36%	100.76%
老年医学	95.24%	68.97%	77.78%	74.19%	45.24%	93.10%	70.37%	70.97%	64.29%	72.41%	100.00%
一般内科	92.14%	49.30%	81.93%	93.31%	85.85%	113.28%	97.69%	107.32%	110.61%	102.01%	97.48%
整形外科	92.24%	37.82%	62.04%	80.67%	59.18%	77.31%	83.67%	86.13%	84.90%	95.38%	96.73%
心脏	102.27%	47.88%	77.96%	84.15%	83.24%	95.47%	93.82%	93.72%	92.90%	93.77%	94.62%
临床肿瘤学	102.55%	83.80%	90.13%	84.18%	96.82%	91.68%	87.82%	87.42%	85.99%	84.86%	94.12%
皮肤	106.56%	53.28%	78.46%	79.70%	89.34%	94.26%	83.85%	81.95%	87.70%	100.00%	93.08%
血液病	110.53%	94.29%	78.21%	69.62%	63.16%	71.43%	65.38%	69.62%	84.21%	102.86%	92.31%
泌尿内科	93.15%	34.59%	59.39%	72.58%	61.80%	86.09%	86.10%	88.12%	85.23%	88.35%	91.88%
肠胃科	97.77%	41.59%	75.67%	86.36%	91.71%	92.33%	88.04%	85.82%	92.75%	92.55%	91.13%
小儿外科	68.00%	21.74%	61.90%	77.50%	42.00%	76.09%	83.33%	85.00%	72.00%	84.78%	90.48%

数据来源：NHS，东吴证券研究所

住院方面，除急诊内科与传染病科以外，儿科、内分泌科、外科、肿瘤科、整形科、血液科等床位入住恢复情况较快。在经历 2020 年二季度疫情爆发后，英国整体床位使用率已从 2020Q2 最低点的 50.53% 逐步恢复至 2022Q3 的 80.61%，相较 2019 全年平均约 88% 仍有一定距离。基于 2022Q3 床位入住数与 2019 年 Q3 相比的水平，分专科看，除与疫情相关的急诊内科与传染病科床位入住非常高以外，儿科、内分泌科、神经外科、普外科、肿瘤科、整形科、血液科、肠胃科等科室的床位入住恢复程度已超过 90%。

新冠患者床位使用率趋于稳定。根据英国政府统计数据，在 2020 年 11 月-2021 年 2 月期间（全英第二、三次封城），新冠患者床位使用率从最低 4.72% 提升至 1 月份最高的 26.38%；而在 2021 年 3 月-11 月（管制放松期），对应使用率降低至 5% 左右；直到 21 年底启动 B 计划（管控趋严）后，对应使用率继续攀升至 10%；在 2022 年 3 月完全放开后，对应使用率逐步稳定在个位数。从月新增感染人数来看，B 计划期间新增数（最高 300 万人）远高于封城期间新增数（最高 100 万人），而对应新冠床位数的需求大幅减少，由 21M1 的 3 万张床位需求降低至 22M1 的 1.5 万张，可见新冠患者对于床位的需求已逐步趋于稳定，从而释放更多医疗资源用以填补常规医疗需求的复苏。

图 50：英国新冠使用床位占比月度变化趋势



数据来源：GOV.UK，NHS，东吴证券研究所 注：新冠患者床位使用率=新冠患者月度平均占用床位数/月度已使用平均床位数

海外医疗服务企业营收基本恢复，经营性利润提高。参考美国 HCA、Tenet 与 CHS 集团疫情放开后的业绩情况，我们以 2019Q1-Q4 业绩数据为基准，将业绩恢复定义为当期营收与基准营收的比值。2020 年 Q3 三家集团分别实现了 104.9%、99.8% 与 96.3% 的营收恢复，2022 年 Q3 三家分别实现了 117.9%、105.1%、93.2% 的营收恢复，HCA、Tenet 的营业收入已超过疫情前同期水平；利润端来看，以 THC 为例，其 EBITDA 在 2020 年

Q3 已实现恢复，并于 2021 年 Q3 达到 370.75%的峰值，2022 年以来已超越疫情前同期水平。

图51: 海外医疗服务企业收入恢复情况 (同比 2019 年)

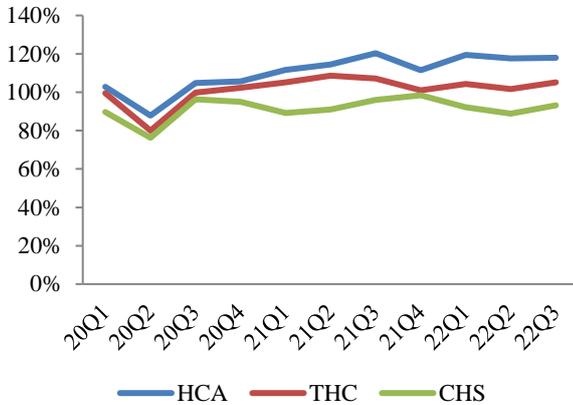
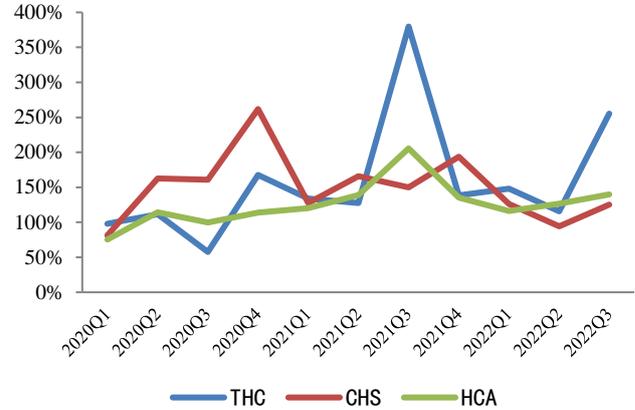


图52: 海外医疗服务企业 EBITDA 恢复情况 (同比 2019 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**国内疫情防控政策已经放开，需求回补将带来业绩回升。**随着 2022 年 Q4 季度疫情防控政策逐步优化，患者与医生等人员流动限制放松，医院展业有望逐步恢复正常经营。例如辅助生殖、口腔、眼科、植发等可择期手术类消费属性较强，受疫情影响较大，在 2022 年疫情多地散发、疫情防控持续较强的态势下，相关诊疗人次表现低速增长态势，受疫情影响较大，以肿瘤专科为代表的刚需医疗在疫情下则表现稳健增长。疫情管控优化促进人员正常流动与医院正常展业，医院患者量将逐步恢复正常增长轨道。

表23: 医疗服务公司关键指标同比增长率

公司及指标	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
海吉亚: 诊疗人次同比增速	0.1%	26.28%	67.13%	62.4% (经调整)	55.8% (经调整)
锦欣生殖: IVF 周期数同比增速	-28.1%	-8.35%	36.51%	7.21%	-1.78%
爱尔眼科: 门诊人次同比增速	16.53%	17.92%	81.38%	10.15%	15.67%
通策医疗: 浙江区域门诊人次同比增速	15.09%	--	57.61%	7.54%	7.8%

数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.1.2. 政策端变化: 中药饮片及消费耗材集采进行时

**集采政策不以降价为终极目标，驱动终端医疗项目技耗分离，医疗服务劳务价值凸显。**2020 年以来，种植牙、口腔正畸材料、OK 镜等消费型医疗领域，同样面临药耗集采及降价的局面，并对市场情绪产生负面影响。但与此同时，我们认为集采政策更加重视服务价值的体现，及药耗的保质保量，并不是一味追求降价。1) 以 2022 年 9 月份种植牙集采政策为例，规定服务价格全程为 4500 元，在此基础上根据当地经济水平、重点学科、种植成功率等指标上浮，并强调“技耗分离”实现总价调控。方案落地后，整体降价幅度好于市场预期。2) 以中药饮片为例，本次方案采用“保质、提级、稳供”的

总体思路，提倡“优质优价”，不以降价为目标，促进中药产业升级。

表24：2022年消费医疗集采政策梳理

行业	时间	政策名称	发布单位	核心内容	相关标的
口腔	2022年9月	《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》	医保局	1、有序推进口腔种植医疗服务“技耗分离”。即种植体植入费与种植体耗材系统价格分开计价；牙冠置入费与牙冠产品价格分开计价；植骨手术费与骨粉、骨膜价格分开计价 2、明确三级公立医院单颗常规种植牙医疗服务部分的总价原则上不超过4500元（经济发达、人力成本高、口腔种植技术领先的地区放宽幅度20%；国家口腔医学中心/口腔种植专业列入国家临床重点专科的医疗机构放宽幅度10%；口腔种植成功率高，公开服务质量信息、承诺接受监督和检查的医疗机构放宽幅度10%）。	通策医疗、瑞尔集团
口腔	2022年10月	《省际联盟（区、兵团）口腔正畸托槽集中带量采购公告》	陕西省公共资源交易中心	陕西决定在陕西、山西、内蒙古等15省（自治区、生产建设兵团）区域开展口腔正畸托槽集中带量采购工作。目前尚未给服务费限价，在耗材限价环节的最低有效降幅设置为30%。	
眼科	2022年10月	《关于开展20种集采医用耗材产品信息填报工作的通知》	河北省医用药品器械集中采购中心	采购品种包括角膜塑形用硬性透气接触镜（OK镜）。	爱尔眼科、华夏眼科、何氏眼科、普瑞眼科等
中药	2022年10月	《三明采购联盟省际中药（材）采购联盟中药饮片联合采购文件》（征求意见稿）	三明采购联盟	1、整体评审及竞价规则充分体现“保质、提级、稳供”的思路。（首轮报价15分、申报品种供应能力20分、种植养殖基地15分、追溯体系10分、联盟医药机构覆盖10分。 2、竞价规则方面，根据有效申报企业的顺位，确定入围竞价报价环节的企业名单。第二轮报价的降幅≥20%，能获得拟中选资格，对于第二轮报价≤最低申报价的1.2倍，除第二轮报价降幅最小且未达到20%产品，其他拟中选。	固生堂

数据来源：各政府官网，东吴证券研究所

**药耗降价将惠及更多患者，推动渗透率提升，带来业务量增长。**从消费医疗耗材集采的案例看，由于上游厂家竞争格局较好、机构/医生议价能力强、打包收费方式不规范等，种植牙、OK镜项目整体价格较高，当前国内渗透率很低。2020年我国角膜塑形镜渗透率仅为1.26%，而2018年中国香港渗透率已高达9.70%，中国台湾5.40%、美国3.50%；2020年国内种植牙渗透率约为29颗/万人，韩国约为600颗/万人。

从药耗集采与医疗服务价格调整的情况来看，政策方向首先是驱动消费性医疗项目的技耗分离，耗材方面，将通过带量采购促使耗材价格下降，服务方面，将依据实际劳务价值收取服务费用，最终将医疗项目由打包收费的方式规范为分项定价的方式，由此挤出经销环节不合理利润。而随着政策逐步落地，可见种植牙服务定价水平趋于合理、中药饮片价格降幅预期较小，因此降价并不是集采政策的唯一目的，市场极度悲观情绪有所缓和修复。另一方面，集采政策对于公立医院是基本要求，而民营医院可选择性参与，其优势仍然是提供多样化、服务好、可选高端的项目，有助于民营医院提升盈利能力。除此之外，整体价格降低将有望惠及更多消费者，快速提高渗透率，带来医院业务量增长，推动行业持续扩容。

综上，尽管各地疫情散发导致医疗服务上市公司短期业绩承压，但疫后医疗服务需求的回补有望带来业绩上的逐步回升。长期来看，医疗服务属性仍将回归可持续稳健较

快速增长。我们认为，随着疫情管控放松，尤其是消费属性强、行业景气度高的专科医疗将有望实现业绩快速修复，而同时刚需性医疗也将保持稳健增长。

1) A 股：推荐爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、通策医疗、三星医疗，建议关注国际医学、美年健康、信邦制药、盈康生命等；2) H 股：推荐海吉亚、固生堂、锦欣生殖，建议关注朝聚眼科、瑞尔集团等。

## 4.2. 医美消费体现增长韧性，疫后修复空间大

### 4.2.1. 参考海外经验，疫后医美复苏迅速，尤其轻医美增长快

从海外市场来看，疫情对医美市场的干扰已逐步恢复。美国、韩国等发达国家起步早，医美市场已具一定规模。以美国的艾尔建（2020 年被艾伯维收购）、韩国的 Hugel、Medytox、Lutronic 为例进行分析，从相关医美企业的收入及利润端来看，海外医美市场逐渐从疫情的冲击中复苏，尽管疫情反复情况下仍对 2022 年的医美消费造成一定程度干扰，但在疫后已进入需求回补的稳定增长阶段。

（1）艾尔建作为全球医美龙头，旗下美学产品组合覆盖面部美学、身体塑形、整形、皮肤护理等领域。公司先后推出全球第一款医美用肉毒素产品 Botox 保妥适、注射玻尿酸产品 JUVÉDERM 乔雅登，推动了全球医美市场注射类产品的发展。2020 年，艾伯维收购艾尔建并正式更名为艾尔建美学。2020 年受疫情影响，公司收入下滑明显，2021 年公司医美业务出现较高的反弹，2022 年前三季度同比增长 6%。分产品来看，艾尔建的明星产品保妥适和乔雅登在 2020 年明显下滑，但 2021 年均实现 100% 以上的同比增长，2022 年前三季度，乔雅登较 2021 年保持持平；保妥适仍有 23% 的增长。分地区来看，国际业务的增速快于美国本土，2022 年前三季度，保妥适美国地区增速为 20%，国际业务增速为 28%；乔雅登在美国地区同比下降 12%，但国际业务同比增长 10%。

图53: 艾尔建/艾伯维医美业务营收情况（亿美元）

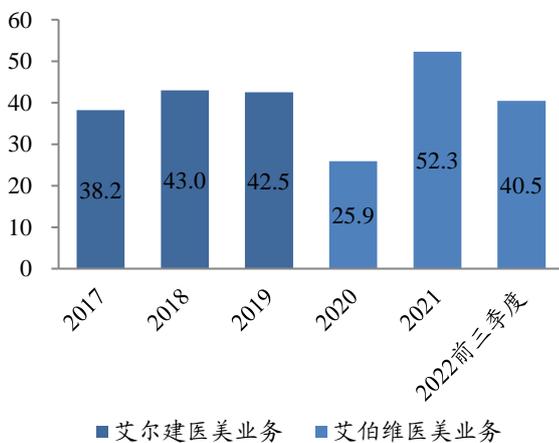
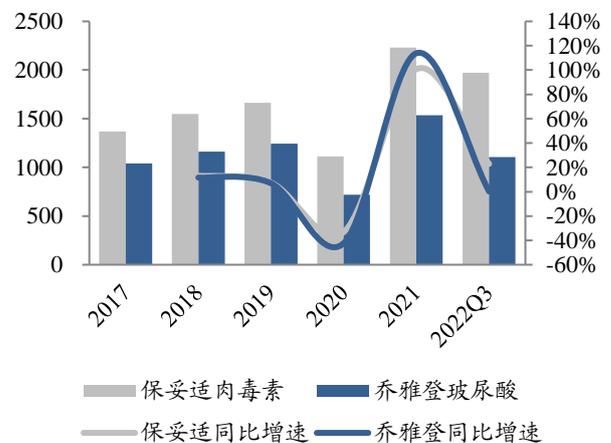


图54: 保妥适/乔雅登收入情况（百万美元）及增速

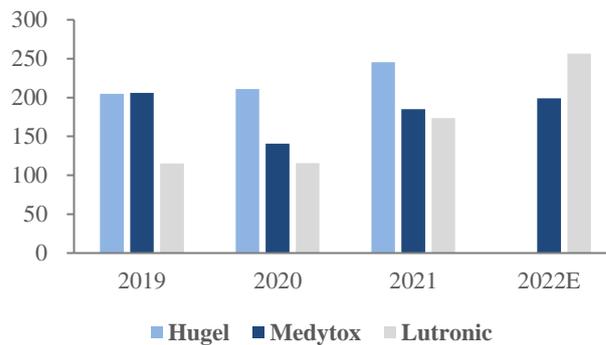


数据来源：艾尔建/艾伯维年报，东吴证券研究所

数据来源：艾尔建/艾伯维年报，东吴证券研究所

(2) 韩国市场企业众多，非手术类药械疫后恢复明显。Hugel（肉毒素、玻尿酸）提拉线等产品）基于具有竞争力的产品，2020 年公司的收入仍保持正增长，利润端从 2021 年开始回升，较 2020 年同比增长 16%。Medytox（肉毒素、玻尿酸）Lutronic（光电类设备产品）2021 年的收入均大幅反弹，2022 年有望保持快速增长。以韩国三家公司为例，医美市场虽受到疫情的短暂影响，但由于消费需求稳定、产品丰富且市场成熟度高等，医美市场尤其是非手术类的轻医美项目恢复快速且增长势头持续。

图55：韩国医美企业营收（十亿韩元）情况



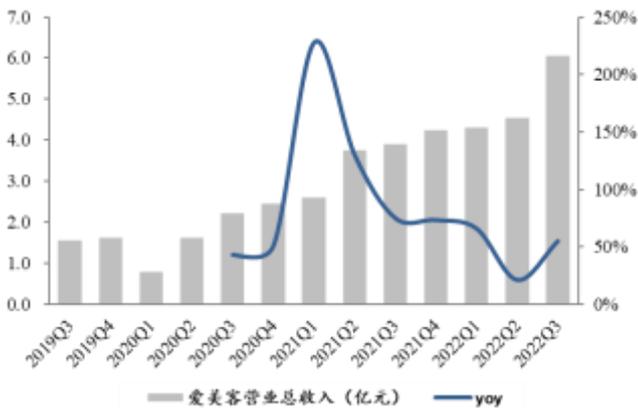
数据来源：Naver 金融，东吴证券研究所，注：2022E 为 Naver 金融一致预测

#### 4.2.2. 国内医美处于高速成长期，疫情扰动消除后，迎来恢复性高增长

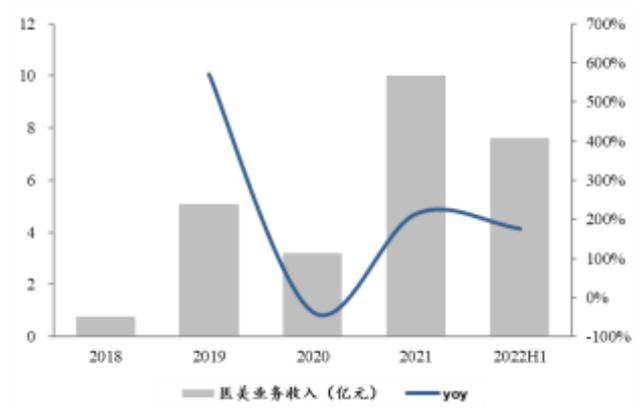
国内医美产业处于成长阶段，疫情带来短期干扰，消费场景受限解除后医美有望恢复快速增长。随着 2020 年初疫情爆发，医美行业受到疫情一定冲击，尤其一季度疫情对公司业绩冲击明显，如爱美客 2020Q1 为 2019Q3 以来单季度最低。随着疫情得到控制，医美消费快速复苏。2022 年受疫情反复及监管政策的影响，三季度呈现增速提升趋势。而爱美客作为轻医美龙头，在 2022 新冠疫情多地散发的情况下仍保持每季度 20% 以上增速。即便在疫情影响下，华东医药医美板块新产品放量显著，2021 年及 2022 年上半年，医美板块收入增速为 214%、176%（含新产品口径）。

图56：爱美客营业总收入（亿元）及增速

图57：华东医药医美板块收入（亿元）及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### ➤ 轻医美增长韧性强、恢复快，多元化客群需求提振医美消费动力

轻医美成为潮流风向，且复购属性强，有利于拉动疫后医美消费恢复增长。相较于手术类医美项目，非手术类项目主要为注射、激光和超声疗法等，创伤小、见效快、风险低、单价低，尽管有效期短、需要重复消费以维持效果，但仍具有更高的市场接受度和复购率，市场规模增速更快。新氧《2021年医美白皮书》数据显示多疗程消费成常态，人均下单量增长30%，20岁以上群体消费2次及以上的超过半数，轻医美复购率高。此外，医美消费不再是小部分群体的特殊需求，自我投资成为消费主流。同时男性医美消费者占比稳步提升，2021年男性客户增长率为65%，增速女性医美消费者的6倍，多元化医美需求也将有望在后疫情时代逐步释放，加快医美行业恢复及增长。

### ➤ 高端医美消费强劲，再生医学材料上市销售强劲，为公司贡献重要增长点

2021年3款再生医学类注射产品获批上市，2022年销售业绩亮眼。相较于“按需消费”，核心医美消费者追求“按品质消费”。2021年华东医药、爱美客、长春圣博玛的3款再生医学类产品获国家药监局批准上市，引领国内市场胶原蛋白再生注射材料的潮流。其中，华东医药伊妍士少女针在2021年上市4个月即实现收入1.85亿元，2022年前三季度实现营业收入约4.4亿元，上市一年多合计销售额已达6.25亿元。同时我们估计爱美客童颜针2022年前三季度销售收入约2亿元。再生医学注射填充产品上市初期即体现良好推广效果，增长潜力较大。

### ➤ 医美监管趋严，持证产品有望加速放量

国家部门整顿医美行动不断，尤其是2021年国家卫健委等八部门提出打击非法医疗的专项活动，强调严格监管和规范医美药械的流通和使用、规范医美广告、规范医美企业税收缴纳等。2022年3月，国家药监局正式明确作为“水光针”主要成分的注射用透明质酸钠溶液按照III类医疗器械监管。根据药智网数据，医美市场上获得水光针三类

器械证的有 9 家公司的 13 款产品，以爱美客、华熙生物上市公司的产品为代表。且爱美客嗨体、态活泡泡针这类含营养素的水光针更加稀缺。在政策监管趋严之下，医美机构正逐步转向使用正规持证产品，将有望为其带来可观的增量空间。

综上，后疫情时代，医美机构及产品厂商面对疫情反复等问题应对措施更加成熟全面。短期看，虽然疫情对消费意愿及消费场景有干扰，但医美板块依然表现出较强的增长韧性。展望未来，随着防疫政策优化，消费场景的恢复和高复购率的消费需求将有利于医美消费快速恢复。**推荐：爱美客、华东医药、昊海生科，建议关注：华熙生物等。**

### 4.3. 以 OK 镜为代表的消费医疗器械，有望迎来恢复性增长

消费医疗泛指非公费、非治疗性的、消费者主动选择实施的市场化医疗项目，具有单次消费价格高、复购频率高等特点。随着人均 GDP 的提高和居民生活水平的提升，消费医疗市场迅速扩容，发展也更加多元化，2019-2024E 市场 CAGR 有望高达 21%。渗透率提升、客单价提升是消费医疗成长的重要逻辑。

消费医疗器械是在消费医疗当中必备的设备 and 耗材产品，相对于服务端，产品端有集中度高、利润率高等优势，不需要大额的资本开支，更具备业绩的爆发性。

表25：消费医疗器械市场空间（出厂价）及渗透率情况

细分赛道	2020 年市场规模/亿元	渗透率	公司
OK 镜	19.19	1.26%（近视人群）	欧普康视、爱博医疗等
ICL	13.52	10%（屈光手术）	爱博医疗等
美瞳	225.4（终端价）	4.52%（近视人口）	爱博医疗等
隐形正畸	15 亿美金	11%（正畸患者）	时代天使等
种植牙	324.8（终端价）	0.1%	通策医疗等
玻尿酸	49	3.80%	爱美客等
肉毒素	39	2.2%	爱美客等
胶原蛋白刺激剂 （童颜针、少女针）	1.1（2021）	0.01%（2021 年）	爱美客、华东医药等
植发	134	0.2%（脱发患者）	雍禾医疗等
HPV 疫苗	136	5%（存量）、15%（增量）	万泰生物等
早筛早诊	33（结直肠癌）、25（胃癌）	17.5%（结直肠癌）、23.7%（胃癌）	诺辉健康等

连续血糖检测

1 亿美金

6.9% (I型) 1.1% (II型)

三诺生物、微泰医疗、  
鱼跃医疗等

数据来源：爱博医疗招股书，时代天使招股书，Med+研究院《2020 中国口腔医疗行业报告》，头豹研究院，研观天下，雍禾医疗招股书，诺辉健康招股书，微泰医疗招股书，东吴证券研究所 注：医美产品渗透率按 18-59 岁人口数量为基数计算

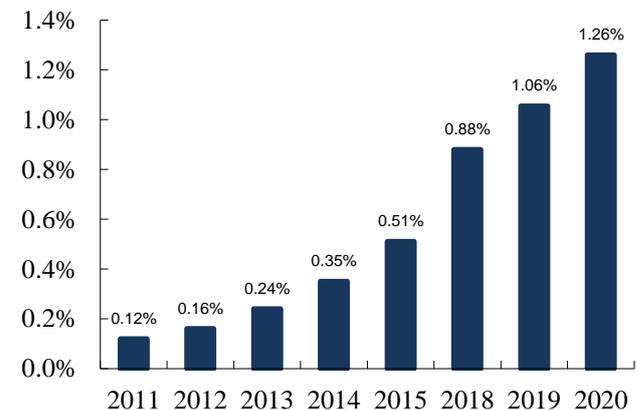
以 OK 镜为例，我国近视患者基数大，国产品牌集采后有望快速放量。我国近视的总患病数达 6 亿，其中青少年近视率居世界第一。2020 年，我国儿童青少年总体近视率为 52.7%，青少年近视总人数达到 1.07 亿。其中 6 岁儿童近视率为 14.3%，小学生为 35.6%，初中生为 71.1%，高中生为 80.5%，青少年近视问题不容小视。2020 年我国角膜塑形镜渗透率仅为 1.26%，相比于中国香港 9.70%，中国台湾 5.40%和美国 3.50%的渗透率，随着人均可支配收入及近视防控意识提升，我国角膜塑形镜渗透率上升空间可期。

图58：2011-2015 年中国角膜塑形镜行业消费量(万副)



数据来源：爱博诺德招股说明书，中国医疗器械行业协会，梦戴维官网，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图59：2011-2020 年中国角膜塑形镜渗透率



数据来源：爱博诺德招股说明书，中国医疗器械行业协会，梦戴维官网，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

国内 OK 镜市场前景广阔，国产品牌集采后有望快速放量。根据爱博医疗招股书，预计 2020 年我国 OK 镜渗透率仅 1.26%。根据国家人口普查数据，2020 年我国共有 14.43 亿人口，年均增长率为 0.53%，假设我国未来人口每年增长 0.53%，8-18 岁人口比例保持 12.29%，近视率每年下降 0.5pct，2020 年 OK 镜出厂价为 1500 元/副，假设未来每年降价 2%。通过测算我国 2030 年角膜塑形镜市场规模出厂价口径有望达到 140.26 亿元。

图60：角膜塑形镜渗透率及市场规模

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口	亿人	14.43	14.51	14.59	14.67	14.74	14.82	14.90	14.98	15.06	15.14	15.22
8-18岁人口比例	%	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29	12.29
8-18岁人口	亿人	1.77	1.78	1.79	1.80	1.81	1.82	1.83	1.84	1.85	1.86	1.87
近视率		62%	62%	61%	61%	60%	60%	59%	59%	58%	58%	57%
OK镜适配人口	亿人	1.11	1.10	1.10	1.10	1.09	1.09	1.09	1.08	1.08	1.08	1.07
OK镜渗透率		1.26%	1.66%	2.16%	2.76%	3.46%	4.26%	5.26%	6.46%	7.76%	9.16%	10.66%
OK镜数量	万副	139.48	183.26	237.78	302.96	378.67	464.82	572.16	700.46	838.70	986.74	1144.44
yoy			31.38%	29.75%	27.41%	24.99%	22.75%	23.09%	22.43%	19.74%	17.65%	15.98%
OK镜单价	元/副	1500	1470	1441	1412	1384	1356	1329	1302	1276	1251	1226
OK镜市场规模	亿元	20.92	26.94	34.26	42.77	52.39	63.02	76.03	91.21	107.03	123.40	140.26
yoy			28.76%	27.16%	24.86%	22.49%	20.29%	20.63%	19.98%	17.34%	15.30%	13.66%

数据来源：爱博医疗招股书，国家人口普查数据，专家交流，东吴证券研究所

**疫情影响逐步减弱，相关消费医疗公司业绩有望恢复增长。**OK 镜验配、隐形牙套矫正需要线下面诊，今年受疫情影响较大，随着国内重点城市管控正常，根据历史经验，暑假、寒假是角膜塑形镜验配高峰期，递延需求在暑假将集中陆续验配。随着国家出台新冠防控方案推进，进一步实现精准防控，减少层层加码，境外、密接等隔离时间大幅减少，我们预计在疫情逐步放松背景下，前期因为疫情受损的需求将得到释放，如爱博医疗、欧普康视、时代天使等消费医疗公司业绩也将迎来疫后修复。

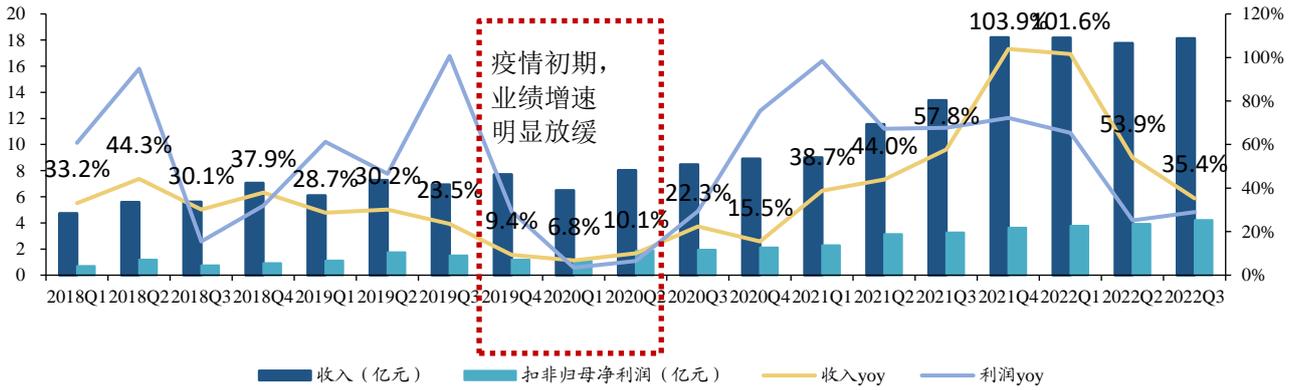
建议关注：爱博医疗、欧普康视、时代天使

#### 4.4. 疫情影响下临床试验、科研服务等受到明显压制，2023 年有望迎来需求释放

##### 4.4.1. 临床试验开展受疫情影响明显，临床 CRO 需求有望回补

**临床试验开展受疫情影响明显，临床 CRO 需求被压制。**创新药临床试验中重要的参与者之一——受试者主要为门诊、手术患者，在疫情爆发初期（2020 年初），公司在新签订单和存量订单均为高增速的情形下，公司 2019Q4-2020Q2 各个季度收入增速依然明显放缓，主要是受到 1) 门诊、手术患者入院难，新入组受试者难度增大；2) 已入组患者来源复诊、随访不变造成的受试者脱落；3) 临床试验外包技术人员 CRA、CRC 等入院开展工作不便等因素使得临床试验项目进度往前推进变慢，造成收入确认节点往后推迟，进而影响公司收入。我们认为，在 2022 年 4-6 月份和 10 月底以来疫情的影响下，临床 CRO 公司业务开展将受到一定冲击，建议持续跟踪泰格医药、诺思格、普蕊斯等在临床 CRO 细分赛道中的优质标的在 2023 年摆脱疫情影响后的表现。

图61：泰格医药 2018 年以来季度收入、扣非归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

根据 Frost&Sullivan 数据, 中国临床 CRO 2021 年市场规模约为 560 亿美元, 2021-2024E CAGR 约为 35%, 显示了极强的成长特性。A 股上市标的中泰格医药、诺思格和普蕊斯为临床 CRO 细分赛道中的佼佼者, 从业务布局看, 泰格医药相对更全面, 形成了从临床前业务延伸至临床 CRO 的一体化业务布局, 普蕊斯在更加细分的 SMO 领域中表现更为突出, 而诺思格在整体业务布局上聚焦临床 CRO 的各部分业务。

图62: CRO 市场及国内主要标的业务覆盖情况

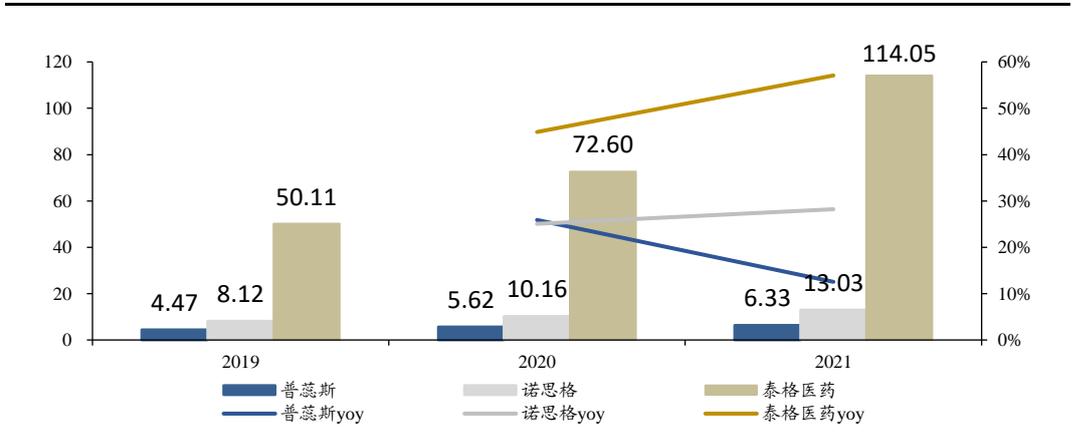


数据来源: 泰格医药港股招股说明书, 各公司官网, Frost&Sullivan, 东吴证券研究所; 注: 图中百分比数据为根据 Frost&Sullivan 数据计算的各细分市场占比

**选股思路:** 推荐临床 CRO 细分赛道中的龙头标的泰格医药, 建议关注优质标的诺思格和普蕊斯。泰格医药、诺思格和普蕊斯 2021 年末在手未执行订单均非常充沛, 但从业绩端来看, 2022 年 Q2-Q3 三家业绩增速均出现了明显的放缓, 其中诺思格 Q2-Q3

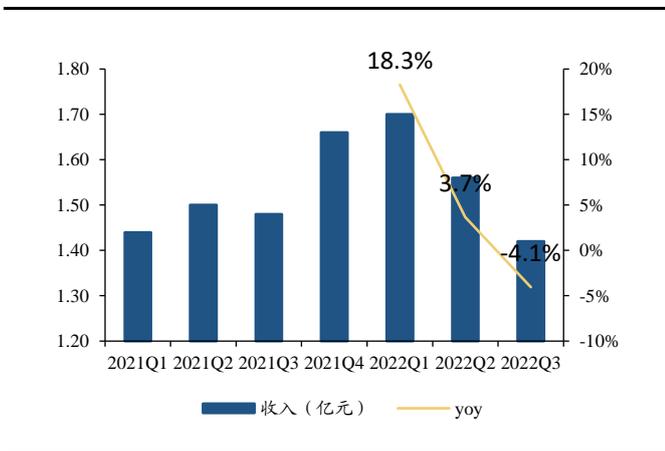
单季度收入增长分别为 3.7%和-4.1%，普蕊斯 Q2-Q3 单季度收入增长分别为-2.6%和 13.6%。主要系 2022 年多轮较大规模疫情导致业务开展不及预期，收入确认节点往后推迟。而随着疫情管控政策大幅放松，临床入组患者资源、脱落率降低、临床试验院内审批流程等都有望得到改善，从而加快临床试验项目推进速度。

图63: 临床 CRO 主要标的在手未执行订单情况 (亿元)



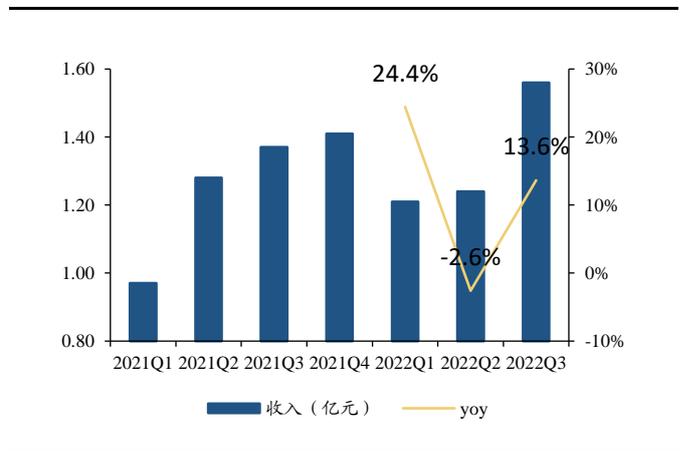
数据来源: 普蕊斯招股书, 诺思格招股书, 泰格医药年报, 东吴证券研究所

图64: 诺思格季度收入情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图65: 普蕊斯季度收入情况



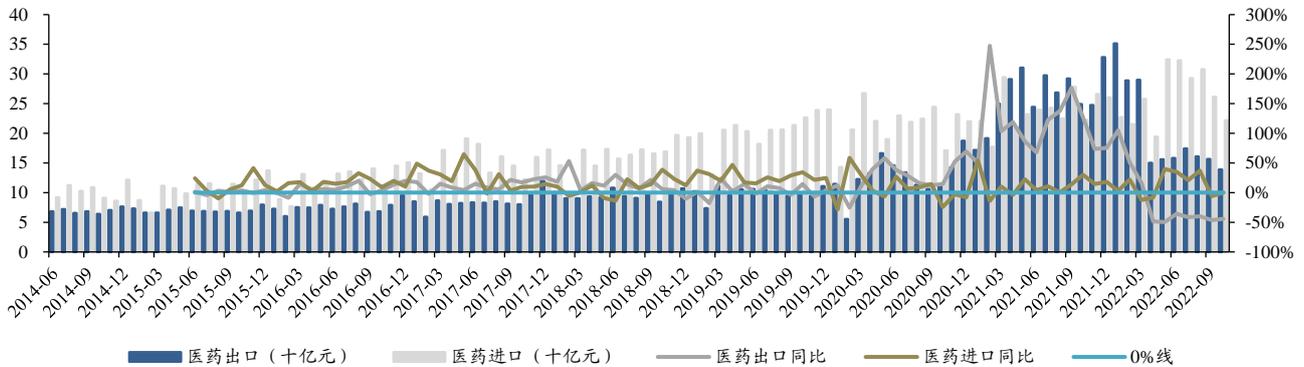
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.4.2. 海外业务为主的公司业务受疫情影响明显，后疫情时代有望逐步恢复

2022 年中国医药品出口下滑明显，以海外业务为主标的商务工作开展受阻。2022 年 4 月份中国医药品出口出现了环比断崖式下滑，并未出现明显恢复迹象。一方面是 2021 年中国医药品出口相较往年属于高基数，另一方面国内 2022 年 4-6 月疫情影响了进出口贸易。同时，由于 2022 年 4 月以来全国各地受疫情影响较大，在海外应对疫情“躺平”策略下外防输入压力增大，国内医药生产企业对外洽谈业务和线下产线检查等

工作也受到影响。这部分公司集中在 CXO、原料药、低值耗材等领域。基于此思路，我们推荐药明康德、康龙化成、皓元医药、九洲药业、博腾股份、凯莱英，建议关注键凯科技、普利制药、采纳股份等。

图66：2014年以来中国医药品进出口金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.4.3. 疫情下高校防疫严苛，疫后需求有望迅速回补

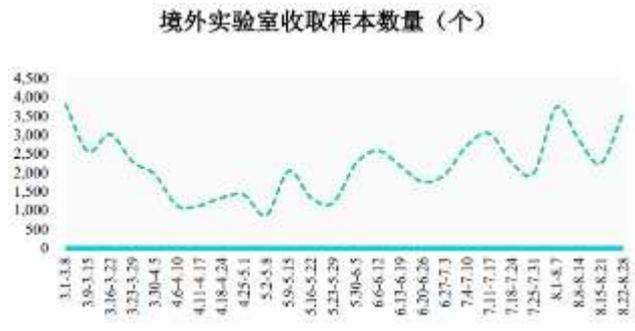
自2020年疫情发生以来，高校科研院所一直为疫情防控最为严格的场所，对科研服务企业影响主要表现在：①销售人员难以进入学校维护客情关系，同时对新客户拓展产生较大负面影响；②疫情期间实验室限流、工作效率低下、学生提前放假、科研经费向病毒、新冠相关领域的倾斜等不利因素均对需求端产生较大影响。参考2020年疫情期间诺禾致源每周样本收取数量，在5月份疫情趋于缓和的情况下（海外时间有所滞后），公司每周取样量有明显恢复。我们认为若疫情防控趋于缓和，高校科研院所人员流动限制减弱，科研端需求有望迅速回补。我们建议：（1）疫情下业绩严重受损企业：推荐诺禾致源、建议关注南模生物等；（2）科研端业务占比较高的企业，由高到低依次为：诺禾致源、药康生物、南模生物、诺唯赞、优宁维、泰坦科技、阿拉丁等。

图67：诺禾致源2020年国内业务恢复情况



数据来源：诺禾致源公告，东吴证券研究所

图68：诺禾致源2020年海外业务恢复情况

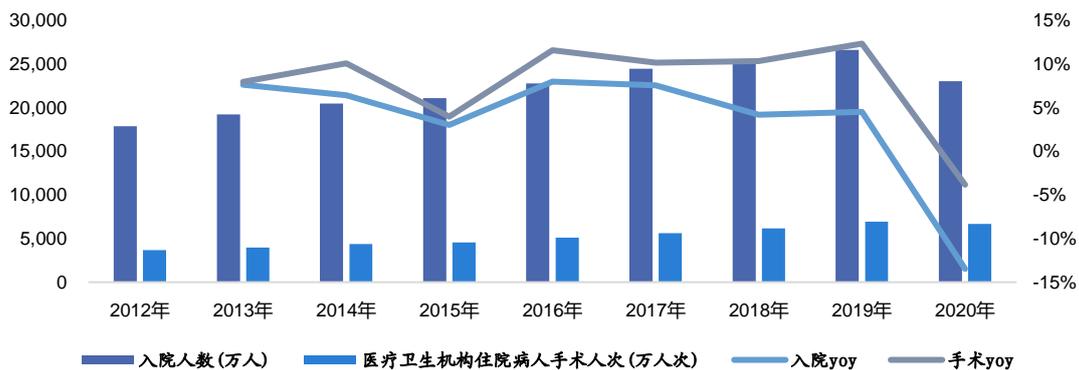


数据来源：诺禾致源公告，东吴证券研究所

## 5. 门诊和住院量回补，院内药械、IVD 板块刚需放量

疫情抑制医疗需求，住院、手术人次下滑。新冠疫情于武汉爆发，至今已近3年时间。2016-2019年，住院患者人数分别为2.3、2.4、2.5、2.7亿人，平均增速为6%；住院病人手术人次分别为5.1、5.6、6.2、6.9千万人，平均增速为11.1%。2020年，受疫情影响，住院患者人数、手术人次人数分别为2.3亿人、6.7千万人，同比增速为-13.5%、-3.8%。住院、手术人数大幅减少，就医活动受限，相关需求被抑制。

图69：住院、手术人次情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

疫情缓解后，预期医院门诊量将回升，择期手术会有较大程度的复苏，重点看好三个方向：围手术药品、体外诊断、高值耗材。

### 5.1. 手术恢复+重症增加，用药需求有望增加

疫情是影响麻醉镇痛药物销售的直接因素，用药需求被大幅抑制。2018-19年，麻醉药物终端销售125、139亿元，同比增长18%、12%。2019年末，新冠疫情于武汉爆发，2020年开始启动各种疫情防控措施，麻醉药物终端销售为134亿元，同比增长-4%；镇痛药物、肠外营养支持药物的增长趋势类似麻醉药物，分别在2020年下滑、增速放缓。

图70：麻醉镇痛药物销售情况

图71：肠外营养支持药物销售情况



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

**围手术三剑客——麻醉+镇痛+肠外营养。**麻醉用药，指能使整个机体或机体局部暂时、可逆性失去知觉及痛觉的药物。全麻药物的作用效果最强，但其安全性远低于局麻，患者可根据手术场景进行选择；**镇痛药物**，阿片类药物是通过抑制痛觉在中枢神经系统内的传达，提高痛阈值，从而达到增强镇痛的效果，因此阿片类镇痛药是目前最传统、最有效的镇痛药；**肠外营养药物**，经静脉为无法经胃肠道摄取或摄取营养物不能满足自身代谢需要的患者提供包括氨基酸、脂肪、碳水化合物、维生素及矿物质在内的营养素，使患者在不能进食或高代谢的情况下，仍能维持良好的营养状况，增进自身免疫能力，促进伤口愈合。

表26: 围手术用药概况

分类	代表药物	使用场景
麻醉镇痛	吸入麻醉	七氟烷、异氟烷、地氟烷、氧化亚氮、恩氟烷
	静脉麻醉	丙泊酚、瑞马唑仑、咪达唑仑、依托咪酯、右美托咪啶
	镇痛药	阿片类: 地佐辛、布托啡诺、吗啡、芬太尼
	肌松药	琥珀胆碱、泮库溴铵、维库溴铵、阿曲库胺、阿曲库铵
肠外营养	氨基酸、脂肪、维生素等	小儿复方氨基酸(18AA-I)、ω-3 鱼油脂肪乳注射液、多种微量元素注射液

数据来源: 丁香园, 东吴证券研究所

**围手术相关药品壁垒高, 潜力有待释放。**恩华药业: 奥赛利定富马酸盐 (TRV-130) 于 2022 年 1 月提交 NDA, 预计 2023 年初上市。管制镇痛药芬太尼系列、羟考酮、TRV-130、地佐辛, 已于近期上市/即将上市, 贡献新的增长点; 卫信康: 公司专注于高壁垒制剂, 产品格局良好。注射用多种维生素(12) 进入 2021 年国家医保目录, 2021 年初执行, 报销范围拓展, 市场扩容。多种微量元素注射液、小儿多种维生素注射液 (13) 等新品上市、放量。恒瑞医药: 具有国内数量最多的 1 类麻醉、镇痛新药, 甲苯磺酸瑞马唑仑已经上市, SHR8554、SHR0410 已处于 NDA、III 期阶段; 人福医药: 2020 年后推出的新品种苯磺酸瑞马唑仑、阿芬太尼麻醉镇痛产品, 非常适合短小手术, 可提高医院周转, 具有较大商业潜力; 海思科: 1 类创新药环泊酚注射液于 2020 年获批上市, 可用

于消化道内镜诊断和治疗镇静和/或麻醉、全身麻醉诱导、支气管镜检查中的镇静、全身麻醉诱导和维持、重症监护期间的镇静等。

表27: 重点公司相关产品布局

公司	分类	类型	药物	进展
恩华药业	镇痛	创新	奥赛利定富马酸盐 (TRV-130)	NDA
		仿制	瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼和羟考酮等	上市
	麻醉	仿制	咪达唑仑、依托咪酯	上市
卫信康	复合维生素	仿制	注射用多种维生素(12)、注射用多种维生素(13)、其他静脉营养维生素制剂	上市
	微量元素类	仿制	多种微量元素注射液	上市
	电解质类	仿制	注射用门冬氨酸钾镁、门冬氨酸钾注射液、复方电解质注射液 (V)、复方电解质注射液 (II) 等	上市
	氨基酸类	仿制	复方氨基酸注射液(20AA)	上市
恒瑞医药	麻醉	创新	甲苯磺酸瑞马唑仑	上市
		仿制药	右美托咪定、顺阿曲库铵	上市
	镇痛	创新	SHR8554	NDA
		创新	SHR0410	III期
		仿制	布托啡诺	上市
海思科	麻醉	创新	环泊酚	上市
		仿制	丙泊酚注射液、丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	上市
	镇痛	创新	HSK21542	III期
人福医药	麻醉	创新	苯磺酸瑞马唑仑	上市
		创新	磷丙泊酚二钠	上市
		仿制	咪达唑仑、右美托咪定、罗哌卡因、氟马西尼	上市
	镇痛	仿制	芬太尼系列、氢吗啡酮、纳布啡	上市
		仿制	盐酸羟考酮缓释片	NDA
		仿制	布洛羟考酮	III期

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

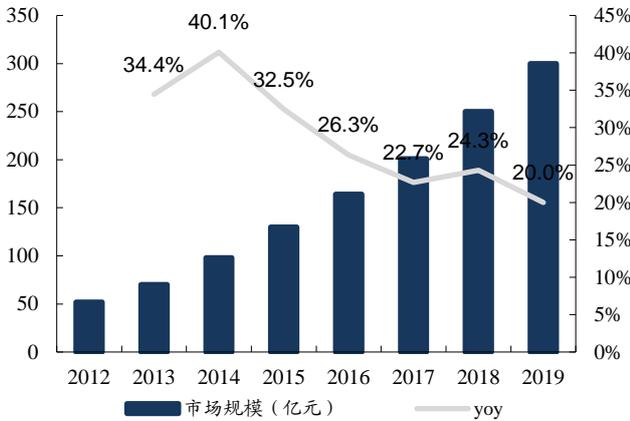
## 5.2. IVD: 疫后诊断需求恢复预期明确, 看好化学发光、ICL 和 POCT

在院端诊疗量总体恢复过程中, IVD 直接受益。常规 IVD 产品有望迎来恢复性高速增长, 我们看好化学发光、分子诊断、POCT、第三方实验室四大主流赛道 (市场规模大、行业增速快、竞争格局相对较好), 各领域龙头公司中长期看均具备良好的成长性。尤其是国产化学发光行业, 行业高壁垒, 集采入组规则等预期改善, 有望在诊疗恢复中保持高增速。

发光仍是 IVD 黄金赛道。我国化学发光 2019 年市场规模约为 300 亿元, 近 5 年 CAGR 达 25%, 国产厂家市场份额仅有 20% 不到。市场规模大, 行业增速高, 进口替代空间足, 国产化学发光仍是 IVD 领域的黄金赛道。建议关注: 1) 收入体量和行业地位

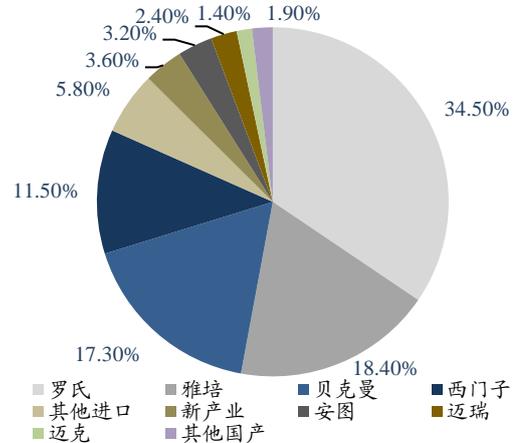
看，新产业、安图生物、迈瑞医疗是国产第一梯队三大龙头；2) 具备光激发光新技术，在小分子检测上具备优秀检测能力的二线标的科美诊断。

图72: 中国化学发光市场规模及增速



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图73: 中国化学发光市场竞争格局 (2018)



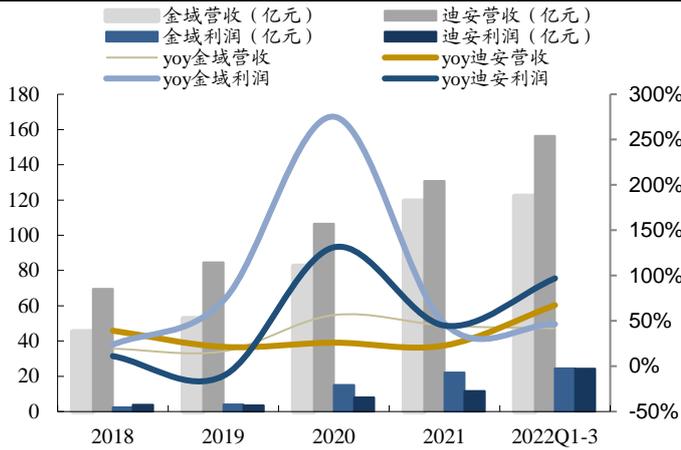
数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

**ICL 渗透率亟待提升, 新冠助力独立实验室区域扩张。**我国医疗资源分布相对集中, ICL 渗透率仅为 7%左右, 绝对规模和渗透率都远低于发达国家。

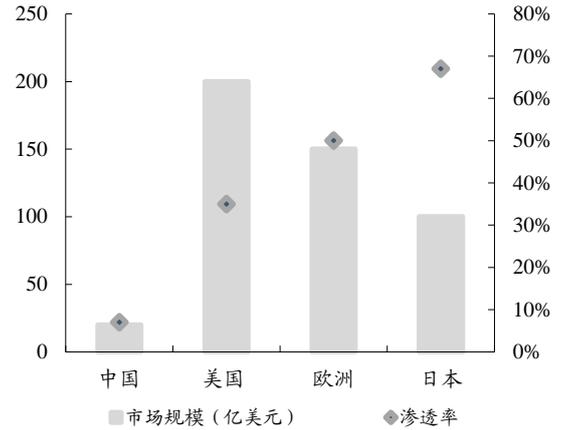
此次疫情暴露了我国基层医疗机构核酸检测能力的不足, ICL 企业一方面充当救火队员, 新冠检测服务增厚相关公司 2020 年业绩, 另一方面, 新冠也使得 ICL 企业与地方医院、政府关系进一步提升, 为未来独立实验室区域扩张打下基础。同时, 此次新冠疫情提升了民众对 ICL 检测能力的认知与信任, 为 ICL 消费端扩容打开敞口, 我们认为未来 ICL 企业有望通过特检项目的落地与推动逐步增强自身盈利能力。推荐金城医学, 建议关注迪安诊断。

图74: 金城医学与迪安诊断受益新冠 2020 年业绩表现出色

图75: 中国 ICL 市场规模与渗透率较发达国家低



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: 鲸准研究院, 东吴证券研究所

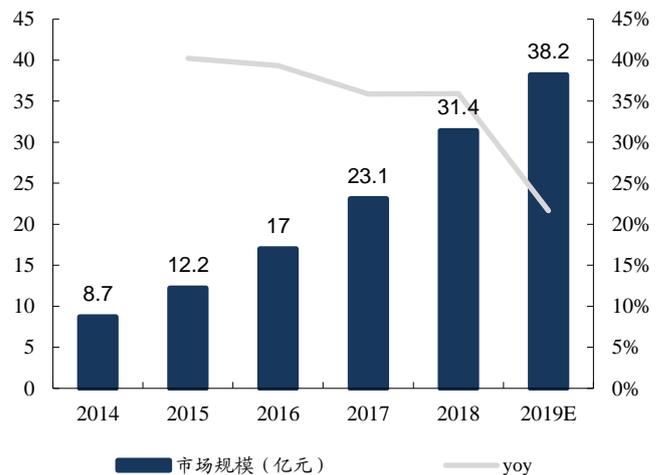
**新冠引导 POCT 产品价值挖掘, 细分领域龙头预计持续获益。** 分级诊疗背景及基层医疗机构诊疗需求推动下, POCT 产品过往快速放量, 然而质量控制标准缺乏, 产品稳定性差, 检测准确率低却成为令国产 POCT 产品难堪的标签。此次新冠检测产品认证采购, 是对 POCT 企业检验能力的一次“验收考核”, 优胜劣汰。未来行业标准规范叠加技术升级迭代, POCT 产品应用场景不断深挖, 行业发展将逐渐从粗放式转向传染病等细分赛道的精细化、规模化发展。我们认为 POCT 行业集中度将逐步提升, 细分赛道扩充的同时, 龙头不断获益。建议关注: 万孚生物、万泰生物等。

图76: POCT 产品商业化矩阵未来有望继续延伸

图77: 中国传染病和感染类 POCT 行业市场规模



数据来源: Advanced Materials, 东吴证券研究所整理

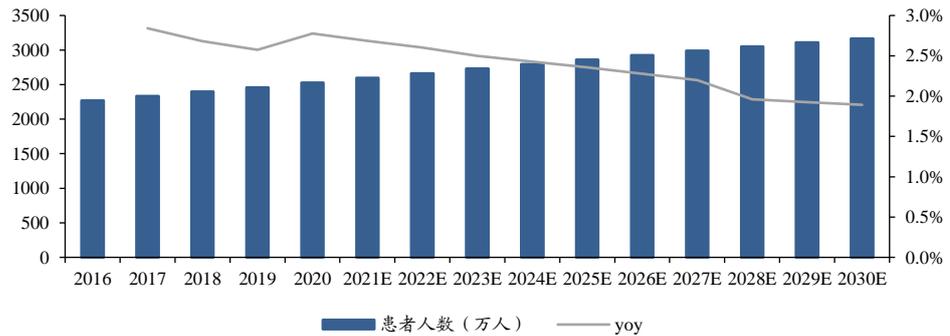


数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

### 5.3. 高值耗材: 集采加速手术量增长, 推荐关注集采出清的心血管及骨科领域

**冠状动脉疾病患者群体庞大，患者数量超 2500 万。**冠状动脉疾病是因冠状动脉狭窄、供血不足而引起的心肌机能障碍和(或)器质性病变，又称缺血性心脏病。受人口老龄化、肥胖和久坐不动等因素影响，中国冠脉疾病患者数从 2016 年的 2270.1 万增加至 2527.2 万，CAGR 为 2.7%。弗若斯特沙利文报告显示，未来患者数仍呈上涨趋势，预计 25 年冠脉患者数将为 2861.2 万人，20-25 年 CAGR 为 2.5%，最终 2030 年冠脉患者数将为 3166.7 万人。

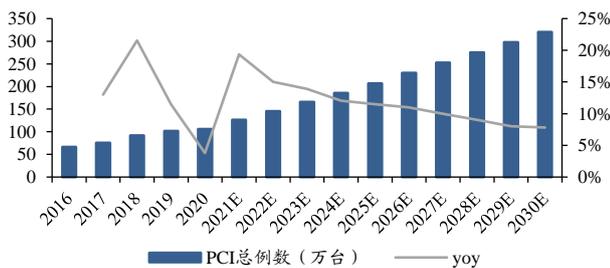
图78：中国冠状动脉疾病患病人数（万人），2016-2030E



数据来源：弗若斯特沙利文《经皮冠状动脉介入治疗耗材独立市场研究报告》，东吴证券研究所

**冠脉支架集采后手术量增长迅速。**2021 年 1 月各地陆续开始执行冠脉支架集采。据 IQVIA 艾昆纬分析，2021 年中国 PCI（经皮冠状动脉介入术）手术例数相比 2020 年增长超 40%，预计达到 137.5 万例，冠脉介入器械市场容量持续增长。

图79：中国 PCI 手术量及预测（万台），2016-2030E



数据来源：弗若斯特沙利文《经皮冠状动脉介入治疗耗材独立市场研究报告》，东吴证券研究所

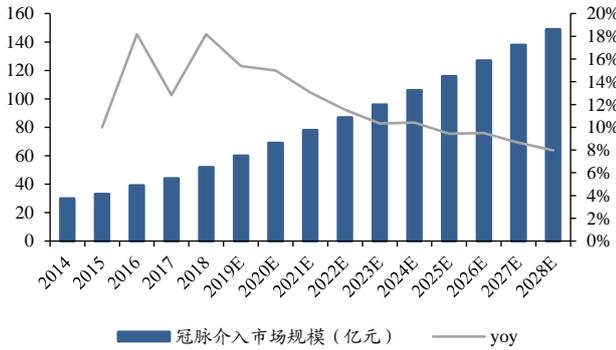
图80：PCI 医疗器械市场规模（亿元），2014-2028E



数据来源：弗若斯特沙利文，康德莱医械招股说明书，东吴证券研究所

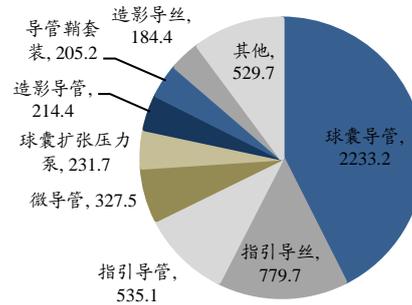
**冠脉介入器械市场稳步增长。**根据弗若斯特沙利文统计，2014 年-2018 年，我国冠脉介入器械市场规模从 30 亿元增至 52 亿元，CAGR 为 15.1%，预计 2023 年冠脉介入器械市场将达到 96 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 12.9%。

图81: 冠状动脉介入市场规模及预测 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 康德莱医械招股说明书, 东吴证券研究所 (按出厂价口径)

图82: 2018年中国冠脉介入市场(出厂价口径,百万元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 康德莱医械招股说明书, 东吴证券研究所

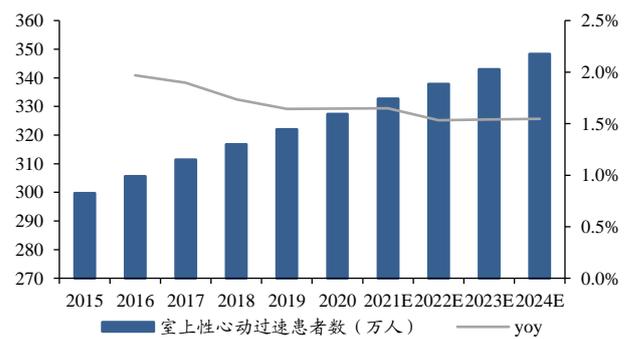
**心率失常患者基数大, 预计2024年将达到348万人。**根据《中国心血管健康与疾病报告2019》, 国内心血管患病率持续上升, 其中, 心率失常患者数量为3000万人。弗若斯特沙利文表明, 我国房颤患者数自2015年的1058.5万人增加至2020年1159.6万人。随着人口老龄化影响, 房颤患者数增速快, 预计2024年患者数将为1260.2万人。室上速作为临床中常见的快速性心律失常病症之一, 患病率约为0.23%, 2020年, 我国室上速患者数为327.3万人, 预计2024年将达到348.3万人。

图83: 中国房颤患病人数(万人), 2015-2024E



数据来源: 弗若斯特沙利文《中国心脏电生理器械市场研究报告》, 微电生理招股说明书, 东吴证券研究所

图84: 中国室上性心动过速患者数(万人), 2015-2024E

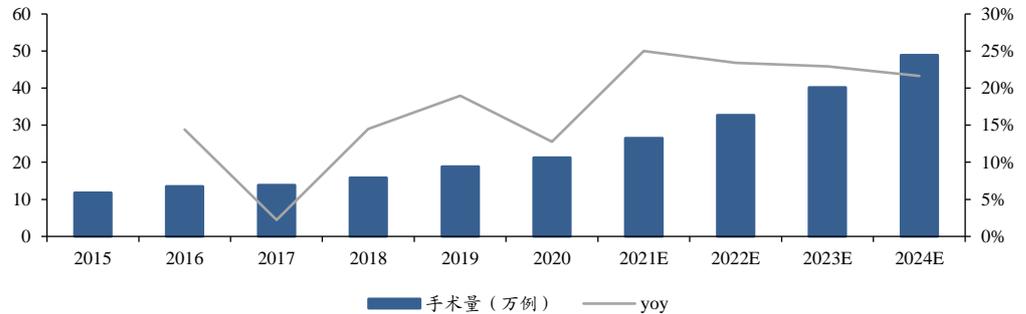


数据来源: 弗若斯特沙利文《中国心脏电生理器械市场研究报告》, 微电生理招股说明书, 东吴证券研究所

随着电生理手术治疗效果不断提高, 集采落地, 国内电生理手术量有望快速增长。

根据弗若斯特沙利文分析,2024年国内电生理手术将达到48.9万台,2020-2024年CAGR为23.3%。随着福建省联盟集采落地,电生理手术量将快速增长。

图85: 中国快速性心律失常电生理手术量(万例)



数据来源: 心律失常介入质控中心, 弗若斯特沙利文《中国心脏电生理器械市场研究报告》, 微电生理招股说明书, 东吴证券研究所

受益于国内庞大的人口技术、老龄化进程加速和医疗技术水平的提升,我国骨科植入医疗器械市场增速较快。国内骨科市场规模从2015年的164亿元增长至2019年的308亿元,CAGR为17.03%。关节类产品技术门槛高、生产工艺复杂,价格昂贵。目前关节植入产品以进口为主,国产产品市场份额较低。根据标点信息数据,2015-2019年,国内关节类医疗器械市场规模从40亿元增至86亿元,CAGR为20.65%。而国内脊柱市场从2015年的47亿元增长至2019年的87亿元,CAGR为16.58%。创伤类产品技术较为成熟,市场开发较为充分。2015-2019年,创伤类器械市场规模从51亿增至92亿元,CAGR为15.76%。我们认为,随着冠脉支架、骨科、电生理等院内治疗耗材集采落地,叠加疫情得到控制,院内相关耗材手术量将迎来高速发展。建议关注:乐普医疗、惠泰医疗、微电生理、心脉医疗、威高骨科、爱康医疗、春立医疗等。

## 6. 创新药及其产业链: 投融资及货币政策逐渐回暖, 抓住创新药底部反弹机会

受美联储加息、地缘战争和疫情、全球生物医药投融资等Beta因素的明显影响下2022年创新药及其产业链持续下挫,在经历了5-6月,以及10-11月两波明显的反弹行情后,行业依然处于低位,我们认为随着投融资的回暖、货币政策缓和、国内疫情管控逐步放开后,创新药公司及其产业链公司将在明年迎来大的Beta利好,估值依然处于底部位置,且明年Alpha催化明显的优质公司将存在大的投资机会,需重点关注港股的投资机会。

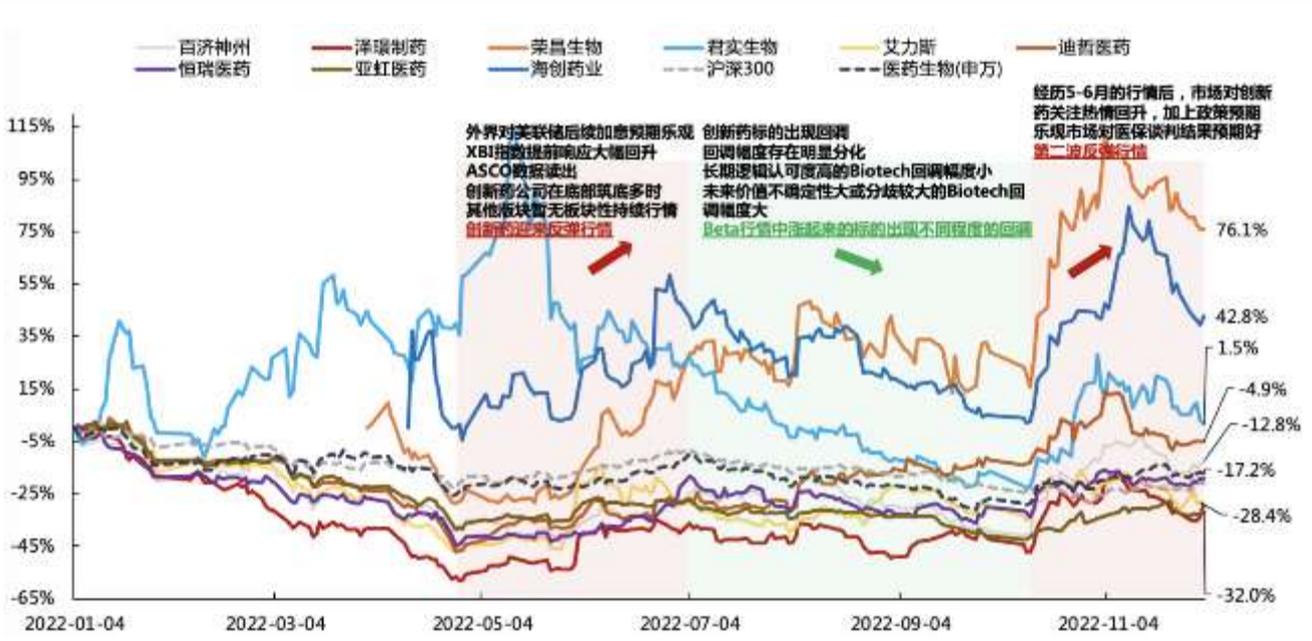
## 6.1. 创新药产业链年度复盘——Biotech 已吹响反弹号角

### 6.1.1. Beta 驱动上涨，Alpha 带来分化

复盘今年以来，港股以及 H 股 Biotech 公司的行情，发生两波重要的反弹，第一波发生在 5-6 月，第二波发生在 10-11 月，两次行情中几乎所有创新药企普涨。第一波的行情是由于对美联储后续加息的乐观预期，XBI 指数提前响应大幅回升，国内创新药公司经过一年的下跌，处于底部位置估值便宜，加之 ASCO 数据的读出，催化 A 股创新药企的普涨，本次行情中荣昌、恒瑞、贝达这些市场关注度较高的企业领涨，而港股涨得最多的是康方生物、荣昌生物、信达生物、科济药业以及腾盛博药，这些领涨的公司都有很强的记忆点标签。

7 月之后加息预期持续高涨创新药公司迎来明显回调，回调幅度也有明显的分化，中长期基本面扎实的领涨公司在回调中整体表现良好，价值逐渐被重新发现和认可。10-11 月行情和市场对政策对医保谈判乐观的预期相关，随着医保谈判的逼近，A 股的创新药公司估值缓慢回落，回调可能持续到医保谈判结束。而港股本身创新药的估值就比较低，且美国通胀增速低于预期，美联储加息放缓，宏观层面很明显给了港股的创新药公司带来新的驱动力，港股 Biotech 公司在 11 月底的走势比 A 股好。

图86: A 股创新药公司行情复盘



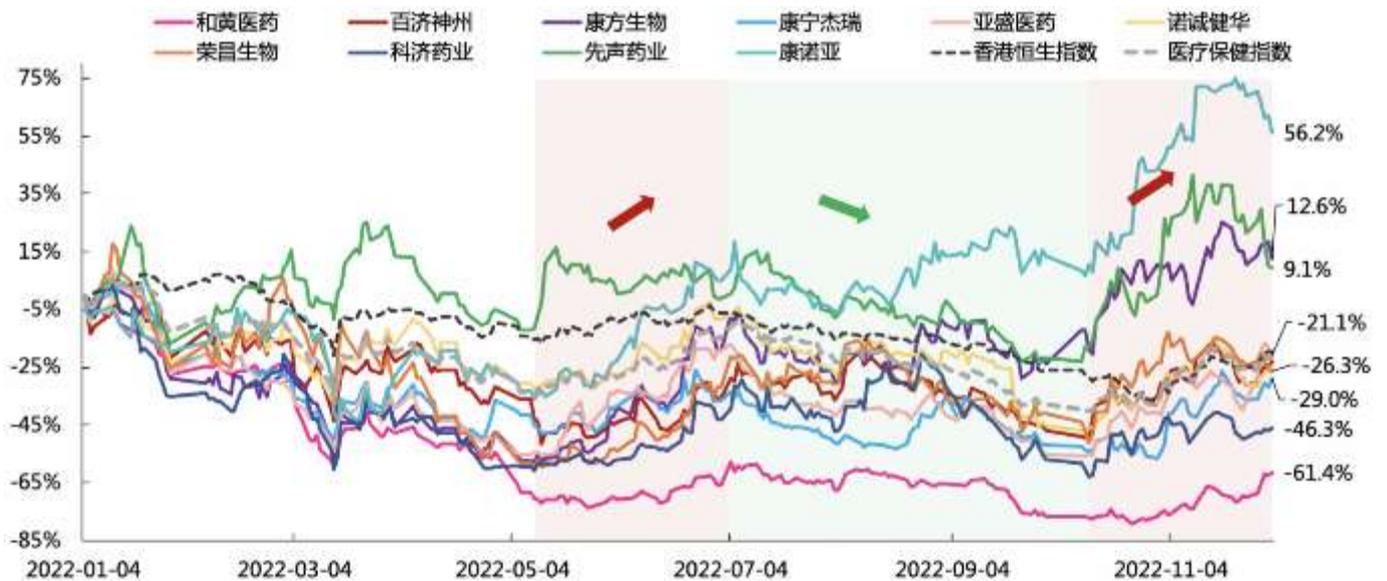
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图87: A股创新药公司涨跌幅汇总

证券名称	股票代码	一季度	二季度	三季度	四季度	5月行情 (5.10-7.10)	10月行情 (10.01-12.01)	年初(上市)至今
荣昌生物	688331.SH		13.4%	9.2%	42.8%	78.9%	36.5%	76.1%
诺诚健华-U	688428.SH				47.5%		42.7%	43.8%
海创药业-U	688302.SH			-28.9%	37.3%	32.7%	32.5%	42.8%
神州细胞-U	688520.SH	-11.9%	2.8%	-9.1%	64.9%	17.9%	56.9%	27.4%
前沿生物-U	688221.SH	-3.7%	-12.3%	-12.0%	73.4%	-5.6%	60.6%	21.6%
君实生物-U	688180.SH	44.6%	-11.4%	-31.8%	30.6%	-35.8%	23.2%	1.5%
益方生物-U	688382.SH				49.4%		34.9%	1.1%
迪哲医药-U	688192.SH	-23.5%	-5.1%	22.5%	10.3%	13.2%	8.0%	-4.9%
百奥泰	688177.SH	-9.7%	-4.7%	-15.1%	29.7%	19.1%	22.2%	-12.2%
盟科药业-U	688373.SH				40.9%		35.3%	-12.7%
百济神州-U	688235.SH	-23.3%	-7.4%	-14.4%	46.8%	17.1%	42.5%	-12.8%
宣泰医药	688247.SH				17.0%		13.6%	-13.5%
首药控股-U	688197.SH		-2.1%	-18.5%	36.5%	24.3%	35.8%	-15.9%
医药生物(申万)	801150.SI	-9.6%	-2.4%	-15.7%	15.8%	9.4%	13.7%	-17.2%
恒瑞医药	600276.SH	-26.9%	0.8%	-9.5%	18.2%	27.6%	15.3%	-19.3%
沪深300	000300.SH	-14.1%	4.9%	-14.8%	4.0%	9.5%	2.4%	-21.3%
艾力斯-U	688578.SH	-26.3%	-0.3%	-1.1%	6.8%	17.9%	2.1%	-28.7%
泽璟制药-U	688266.SH	-38.4%	-1.1%	-3.5%	27.8%	26.4%	14.9%	-29.0%
亚虹医药-U	688176.SH		-7.4%	-17.7%	17.8%	2.9%	14.6%	-32.0%
迈威生物-U	688062.SH		-15.1%	-19.7%	22.2%	6.9%	19.3%	-34.3%
贝达药业	300558.SH	-30.4%	11.2%	-19.6%	13.1%	25.9%	12.2%	-37.2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (至今指 2022 年 12 月 4 日)

图88: 港股创新药公司行情复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经过这两轮创新药的行情, 市场对创新药的关注度明显提升, 愿意给公司的核心管线估值, 公司中短期的催化剂都可成为潜在的拔估值因素, 且创新药公司们已经将自己的估值底画出来了。**此外政策、美联储加息预期可能是未来一段时间创新药行情最大的驱动因素**, 具备不同 Alpha 的公司在行情中的涨幅以及回调的幅度差异大。流动性问题

加之港股做空机制，这些没有业绩兜底的创新药公司，它们的港股行情往往比 A 股持续时间短，幅度小，因此相同的公司 A 股和港股的市值差异较大，但我们看到美联储加息预期对港股带来的正面影响，这也会为将来港股底部估值创新药公司带来更高的超额收益。

图89：H 股创新药公司涨跌幅汇总

证券名称	股票代码	一季度	二季度	三季度	四季度	5月行情(5.10-7.10)	10月行情(1001-1201)	年初至今
康诺亚-B	2162.HK	-31.1%	46.3%	7.9%	44.1%	55.5%	42.8%	56.2%
康方生物-B	9926.HK	-41.5%	48.3%	-5.9%	28.4%	93.5%	55.5%	12.6%
先声药业	2096.HK	19.0%	-13.3%	-20.8%	42.1%	30.6%	41.0%	9.1%
石药集团	1093.HK	4.6%	-10.8%	1.2%	19.6%	11.3%	18.0%	7.8%
开拓药业-B	9939.HK	-20.9%	83.0%	-40.4%	8.1%	-6.1%	13.5%	4.1%
歌礼制药-B	1672.HK	25.3%	-25.5%	-27.4%	35.7%	3.2%	18.9%	-17.6%
香港恒生指数	HIS.HI	-5.6%	-0.8%	-21.2%	8.5%	7.6%	8.8%	-19.8%
中生制药	1177.HK	-15.0%	11.5%	-24.6%	21.0%	44.8%	20.6%	-19.9%
翰森制药	3692.HK	-30.2%	20.8%	-21.3%	28.9%	29.0%	19.5%	-20.3%
亚盛医药-B	6855.HK	-36.1%	32.8%	-44.4%	78.9%	57.6%	81.6%	-20.5%
医疗保健指数	HSHCI.HI	-18.7%	6.0%	-26.7%	30.2%	34.3%	25.2%	-21.1%
百济神州	6160.HK	-20.9%	-16.5%	-17.7%	50.5%	24.9%	41.6%	-23.0%
诺诚健华-B	9969.HK	-16.2%	10.8%	-40.5%	41.9%	32.7%	35.7%	-24.6%
荣昌生物-B	9995.HK	-27.9%	0.6%	-13.4%	31.9%	78.7%	26.0%	-26.3%
康宁杰瑞-B	9966.HK	-37.5%	4.5%	-24.6%	49.3%	12.2%	42.1%	-29.0%
信达生物	1801.HK	-33.6%	28.5%	-29.9%	20.9%	87.5%	21.3%	-31.7%
君实生物	1877.HK	19.4%	-23.2%	-40.9%	39.6%	-24.8%	24.8%	-32.4%
圣诺医药-B	2257.HK	-12.7%	3.9%	-22.1%	-12.3%	-7.7%	-11.6%	-39.5%
再鼎医药-B	9688.HK	-27.0%	-25.7%	2.4%	10.5%	35.6%	5.1%	-42.4%
科济药业-B	2171.HK	-40.1%	3.1%	-23.9%	28.1%	65.0%	22.8%	-46.3%
基石药业-B	2616.HK	-36.0%	4.2%	-33.3%	7.2%	7.7%	0.9%	-52.9%
云顶新耀-B	1952.HK	-19.8%	-1.5%	-66.7%	105.9%	23.8%	48.3%	-56.7%
德琪医药-B	6996.HK	-30.5%	4.6%	-51.1%	31.8%	14.4%	15.7%	-57.2%
和誉-B	2256.HK	-53.3%	-15.2%	-13.1%	19.7%	8.1%	19.6%	-58.8%
和黄医药	0013.HK	-46.7%	-34.7%	-31.6%	66.4%	39.2%	60.4%	-61.4%
药明巨诺-B	2126.HK	-37.0%	-1.1%	-61.0%	48.4%	18.9%	43.0%	-63.8%
加科思-B	1167.HK	-39.7%	-21.1%	-31.0%	11.2%	-22.9%	7.1%	-65.3%
嘉和生物-B	6998.HK	-28.9%	-2.9%	-58.2%	34.1%	19.1%	33.0%	-66.4%
永泰生物-B	6978.HK	-66.9%	2.5%	-24.0%	25.0%	0.8%	23.0%	-69.7%
腾盛博药-B	2137.HK	-62.5%	-23.0%	-37.4%	70.3%	83.5%	56.2%	-70.9%
和铂医药-B	2142.HK	-49.1%	16.6%	-54.1%	-5.7%	10.8%	-16.0%	-76.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（至今指 2022 年 12 月 4 日）

### 6.1.2. 多项指标显示创新药指数底部位置

美股创新药公司从 2010 年之后迎来长时间的牛市，这波牛市和肿瘤免疫以及多种生物药物的兴起和上市有很大关系，2015 年初当时市场也存在对美联储加息的预期，当年 XBI 指数大跌了将近半年的时间，风险释放后，伴随创新药技术发展的大周期，生物科技公司很快迎来长达 2 年的牛市。2020 年全球疫情爆发之后美国的 Biotech 指数也受到极大冲击短时间快速下挫，之后是美联储的大幅度降息，生物科技公司迎来大幅超额增长，2021 年 Q2 在通胀达到很高的水平存在较强加息预期下，美股 Biotech 泡沫破裂，XBI 提前大概半年时间开始响应，大幅跌至近乎 5 年前的水平，直到 2022 年 3 月中旬，反弹开始。

➤ 把 XBI 走势和美国联邦基金基础利率整合一起可以看出，生物科技公司的涨

跌除了和技术大周期相关，和加息预期息息相关，这波快速猛烈的加息可能已经接近尾声，后续创新药公司伴随核心产品重要数据的读出以及催化剂的释放会应声上涨。

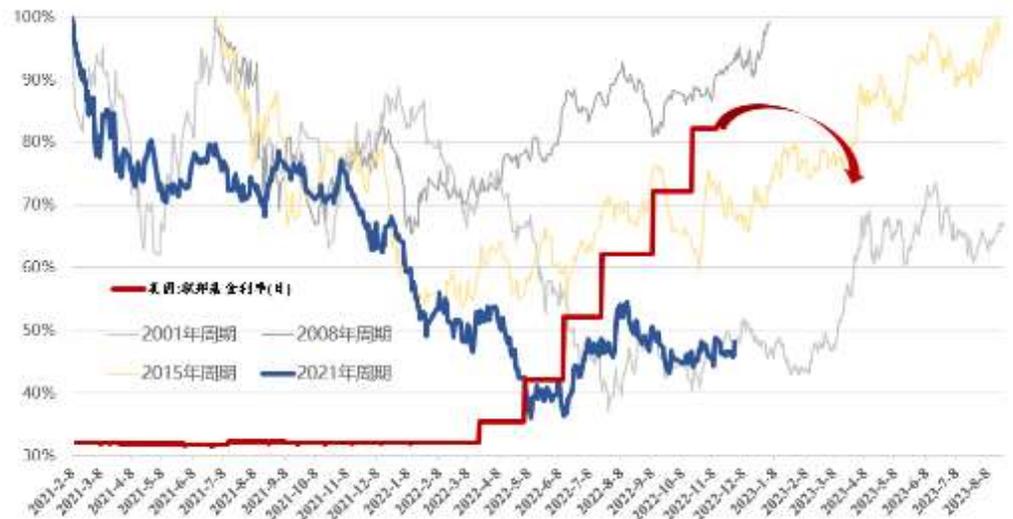
图90: 美股医药指数的涨跌周期与美国加息、降息周期的相关性



数据来源: wind, XBI 指数 (主要反映中小型 Biotech 公司的股价表现), NBI 指数 (主要反映生物科技和医药产业公司股价表现), XLV 指数 (主要反映医疗医药大型企业的股价表现), SPX 为标准普尔指数, 东吴证券研究所

- 复盘 NBI 指数和 XBI 指数, 近 20 年共出现 4 次周期性较强的回调, 分别为 2001 年、2008 年、2015 年和 2021 年, 叠合各个周期的走势规律, 参照过往周期行情的变化, 推测当前时点的 XBI 指数也正处于 2021 年以来的回调周期底部区间。我们认为, 未来 1-2 个月仍然可能在底部震荡, 但是随着明年美联储加息放缓, 在 2023 年有望在加息结尾处迎来上扬的行情。

图91: NBI 指数历史回调周期复盘比较



数据来源：Wind，2001 和 2008 年周期为 NBI 指数，2015 和 2021 年周期为 XBI 指数，横轴时间对应为 2021 年周期，其他周期按时间进程进行对应，东吴证券研究所

## 6.2. 创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

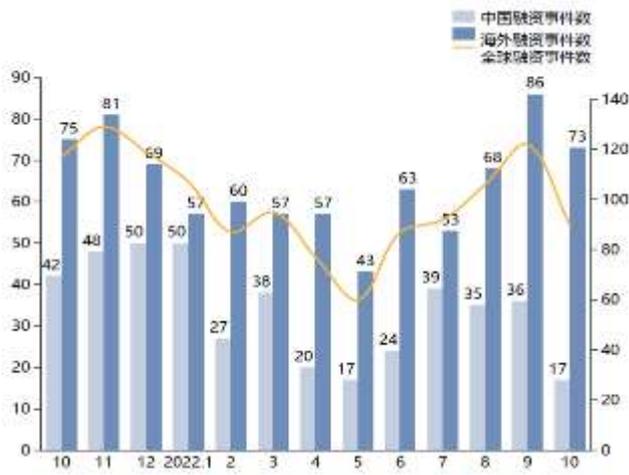
**Beta 行情对创新药及其产业链股价的带动作用是非常强劲和迅猛的，是创新药投资的冲锋号角。**投融资数据、加息周期美元流动性、国际局势中美关系、疫情、国内审评审批以及医保政策等对国内创新药产业链的 Beta 行情具有显著的影响。

### 6.2.1. 全球创新药投融资筑底已久，海外反弹趋势初显，国内或将紧随其后

根据医药魔方统计的全球以及全国创新药领域融资金额和数量，数据显示 2022 年以来特别是上半年，创新药领域投融资金额和事件数量明显下滑，但从 2022 年 Q3 开始有明显的回升。2022 年 Q3 全球创新药领域投融资事件 317 起，环比增长 41.5%，同比下降 20.2%；2022 年 Q3 全球投融资金额 172 亿美元，环比增长 62.3%，同比下降 35.8%，同比降幅从 9 月不断缩小。

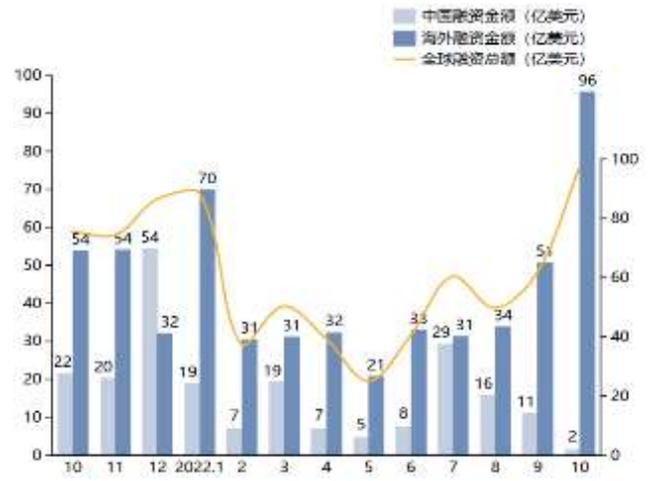
相比全球来看，国内创新药投融资金额和数量均处于下滑状态，8 月、9 月、10 月投融资金额持续下滑。已经跌至低点，我们预计在海外创新药投融资回暖以及货币政策的缓和，国内也大概率能够在明年迎来变化。

图92: 全球月度融资事件



数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

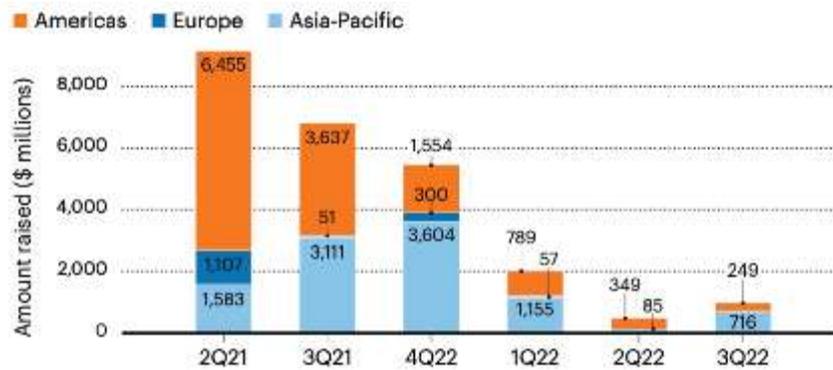
图93: 全球月度融资金额



数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

从 IPO 角度看, 根据 2022 年 11 月发表的 Nature Biotechnology 的统计, 全球生物科技公司 IPO 数量和金额在 2022 年 Q2 达到最低点之后, 在三季度迎来反弹, 特别是亚太地区金额出现明显的反弹。

图94: 全球 Biotech IPO 数量和融资金额



Number of IPOs

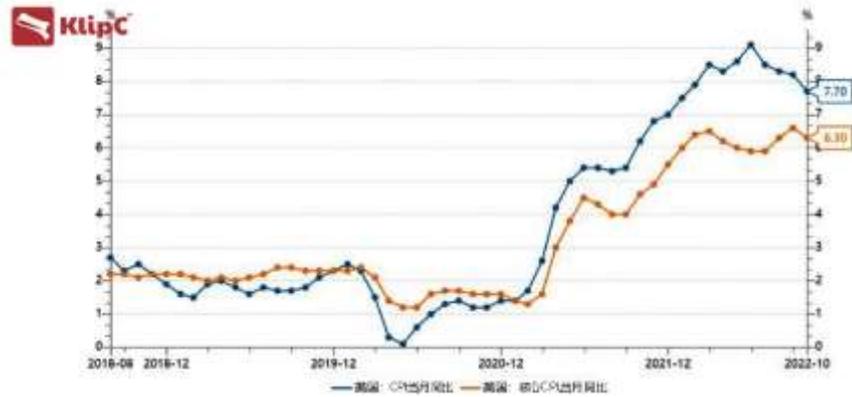
	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Asia-Pacific	15	14	13	9	2	6
Europe	13	3	8	4	0	1
Americas	26	27	19	8	2	5

数据来源: Nature Biotechnology, 东吴证券研究所

6.2.2. 美联储高强度加息或将渐入尾声, 明年流动性恢复预期强

美国劳工部的数据显示，10月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨7.7%，弱于市场预期预期的8%；10月美国生产者价格指数（PPI）同比上涨8%，也弱于市场预期的8.3%，美国通胀数据超预期放缓，同比增速创9个月新低。高通胀的放缓信号减轻了美联储激进加息的压力，给了后续放缓加息节奏的余地，高强度的加息或将逐渐步入尾声，帮助美元流动性和二级市场的恢复。

图95：美国 CPI 当月同比趋势图



数据来源：Klipc，东吴证券研究所

### 6.2.3. 疫情影响逐步降低，Biotech 公司临床和销售有望得到恢复

受疫情管控影响，一线三甲医院的患者显著减少，患者下沉，对创新药的进院和销售造成很大的挑战，此外由于疫情管控患者无法保证定期入院，对临床试验的入组和推进进度都有比较大的影响，随着国内疫情管控逐渐放松，对 Biotech 的临床管线推进和销售都是明显的边际利好。

### 6.2.4. CDE 严格的审评审批政策下，国内创新药内卷或将迎来转机

PD1 大幅降价事件以来，投资人对于国内创新药市场空间的怀疑也是导致创新药公司大跌的原因，PD1 降价的根本原因是，同类产品批得太多，彼此内卷。CDE 也很快意识到这个问题，从 2021 年 7 月提出“以临床价值为导向的抗肿瘤研发指导原则”，2022 年 8 月提出“以患者为中性的临床试验设计指导原则”增加同质化药物的研发难度，倒逼药企往未满足临床需求发展。

- 一方面，PD1 降价本身对国产创新药的长期推广发展存在利好，PD1 降价大大增加其市场渗透率，改善医患对中国创新药低质量的偏见，帮助年轻的国产创新药企快速建立起自己的品牌黏性；带动与之 Combo 创新药的销售。
- 另一方面，通过统计今年以来 CDE 收到的 IND 申报数量，可以看出国内创新

药临床的申请数量以及开展的抗肿瘤药物的临床试验数量在经历了前几年的快速增多后趋于稳定。以目前 CDE 严格的审评原则，很难再出现 PD1 这样“高度内卷化”的竞争格局。

图96: CDE 统计的 IND 申报数量



数据来源: CDE, CSCO, 东吴证券研究所

图97: CDE 统计的国内外开展肿瘤药临床试验数量



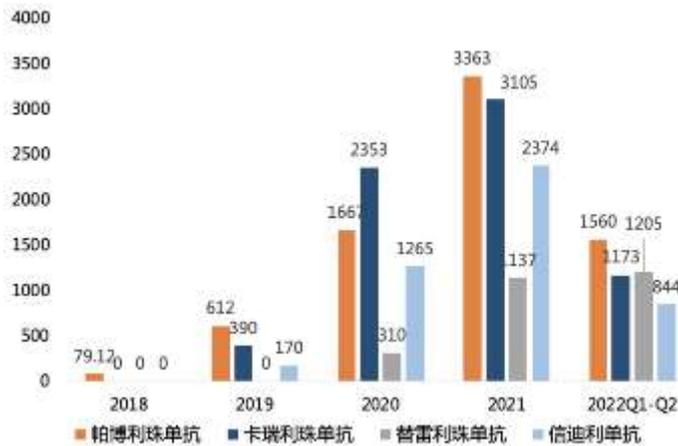
数据来源: CDE, CSCO, 东吴证券研究所

### 6.2.5. 医保愿意给稀缺创新药更高溢价，支付方式也不仅限于医保

去年荣昌的维迪西妥单抗医保谈判后的年费为 25 万，高于市场预期，医保给了国产第一个 ADC 药物更高的溢价，2022 年医保谈判最被投资人关注的品种是康方生物的 PD1/CTLA4 双抗 AK104，这个产品在今天的医保药物经济学的测算中，是以贝伐珠单抗作为对照药物，贝伐珠单抗的年治疗费用平均在 13-15 万左右，原研药约 20 万年费，因此我们推测医保局愿意为 AK104 支付的价格是远远超过 PD1 的，只是处于商业策略的考虑今年康方不一定会选择进医保。总体来看如果创新药确实针对未满足临床需求，具备新技术的加成，可以谈出一个合理的价格。

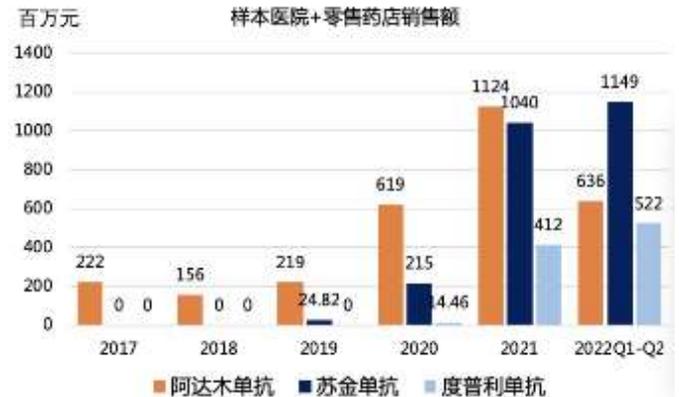
另一角度看，我们统计了几家 PD1 的在样本医院+零售药店的销售额，纯自费的帕博利珠单抗 K 药，已经超越了其他几个国产的 PD1，成为最大的自费创新药产品，医保也不一定是创新药唯一的支付方。此外 PD1 降价风波后，创新药企也会逐渐意识到依靠恶性降价竞争来获得更大的市场，这条路是走不通的，最后损害的还是企业自己的利益。

图98: 样本医院+零售药店 PD1 品种销售额 (百万元)



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图99: 样本医院+零售药店自免品种销售额 (百万元)



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

### 6.2.6. 一些具备消费属性的创新药依然有潜力在国内成长为大品种

PD1 带动了一批创新药公司的腾飞, 大品种对创新药企业价值的提升作用是不言而喻的。除了 PD1 之外, 还有一些具备消费属性的创新药品种已经显现出大品种的潜力, 这些适应症的患者人群庞大, 且患者年轻没有丧失劳动能力, 支付意愿比较强:

- GLP1 减重产品: 诺和诺德的长效 GLP1 司美格鲁肽, 信达生物的 GLP1/GCGR 双激动剂这些都有望在减重领域成长为大品种。
- 针对皮肤过敏/自免领域的创新药, 从样本医院+零售药店的销售额看, 在有疫情封控的影响下, 针对银屑病的苏金单抗以及针对患者人群更为庞大的特应性皮炎的度普利单抗, 2022 年内上半年的销售额已经超过去年全年。上市短短 3 年时间的苏金单抗, 2022 年销售额有望达到 40 亿人民币, 且依然维持较高的增速。特应性皮炎患者是银屑病的 10 倍不止, 患者大多为未成年人, 或 35 岁以下年轻人, 患者瘙痒严重, 用药需求和市场也是很庞大的。

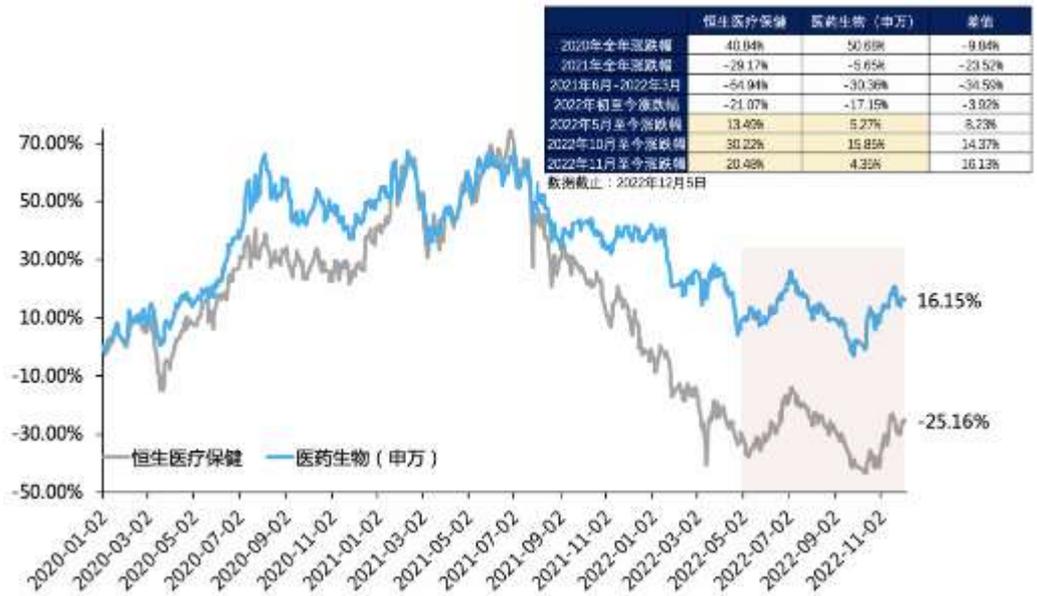
## 6.3. 创新药及其产业链投资策略

### 6.3.1. Biotech 投资策略: 抓住港股 Beta 行情, 结合基本面催化剂

#### 2023 年创新药的投资策略围绕两个关键词: 港股反弹 + 基本面催化剂

- 抓住港股 Beta 行情机遇: 从疫情发生以来港股医药指数一直弱于 A 股, 特别是在 2021 年 6 月-2022 年 3 月这段时间内港股相比 A 股医药超跌近 35 个点, 外资撤离, 港股市场情绪跌至低点, 但从 2022 年下半年之后, 港股医药相比 A 股的超额收益回归正值, 港股做空动能枯竭, 随着货币政策的缓和以及国内疫情管控逐渐恢复, 依然处于历史底部的港股具备布局价值。

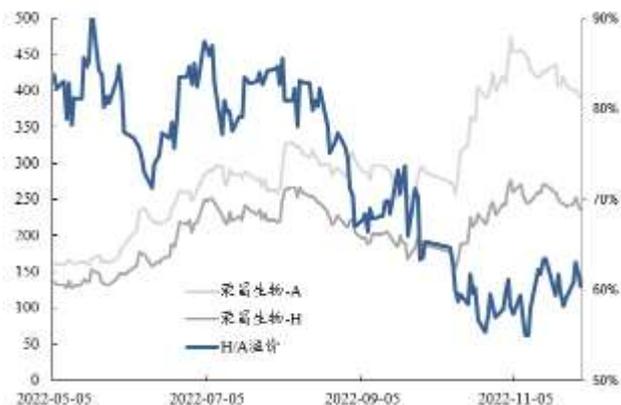
图100: A 股和港股医药指数走势对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

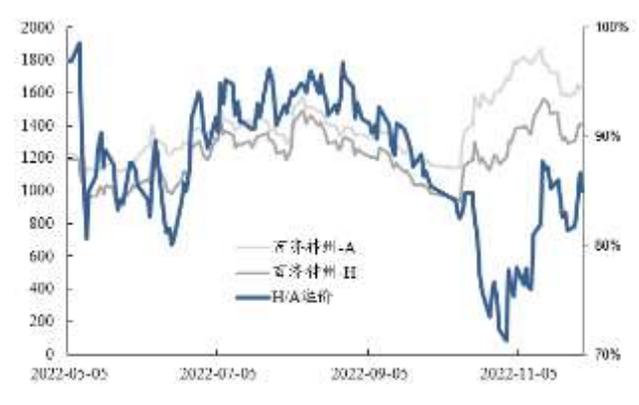
- **重视 A 股和港股市值差异大的优质标的的港股机会:** 我们比较了在港股和 A 股均上市的荣昌生物和百济神州 A 和 H 股的市值差异, 荣昌生物港股的市值只有其 A 股的近 60%, 百济神州的港股市值为其 A 股的 85%左右。市值差异来源于港股的做空, 做空来源于对基本面不确定性的观点差异, 随着海外确定性的兑现, 理论上 A 股和港股的市值差异会越来越小。明年荣昌生物、诺诚健华、百济将迎来重要的海外数据读出节点 (诺诚健华的 MS 数据, 荣昌的海外 IGA 肾炎 II 期数据, 百济的 TIGIT), 且荣昌有海外授权的可能性, 这些事件有助于填补 AH 股的市值差异, 为这些优质港股 Biotech 迎来更多投资机会。

图101: 荣昌生物港股和 A 股市值走势和市值比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图102: 百济神州港股和 A 股市值走势和市值比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- **密切跟踪可反转或确证公司逻辑的催化剂：**创新药标核心临床的数据读出、产品放量、海外授权等都可以快速推动股价的上涨，需要提前布局，明年创新药公司将迎来一系列密集且重要的催化剂，将持续不断的推动创新药行情的发展，我们总结了明年各公司需要重点关注的催化剂及可能发生的时间节点：
- 1) **康诺亚：**2023年初的 ASCO-GI 会议上公布 Claudin18.2 ADC 的剂量爬坡数据，该产品也具备海外授权的预期，时间节点不确定。此外 2023 年年中康诺亚核心产品 CM310 的特应性皮炎以及慢性鼻窦炎伴鼻窦息肉的临床数据会先后读出，并且申报上市。在突破性疗法的加持下审批会提速。
  - 2) **荣昌生物：**2023 上半年读出 IgA 肾炎的海外 II 期临床数据；泰它西普存在明年授权的可能性。
  - 3) **诺诚健华：**2023 下半年读出奥布替尼的 MS 多发性硬化症临床数据，对其海外价值的确证至关重要。
  - 4) **康方生物：**2023 年下半年 AK104 一线胃癌 III 临床数据可能会读出，AK112 的 TKI 耐药的 III 期临床数据读出。一些列 II 期临床数据的更新。
  - 5) **百济神州：**2023 年 1 月 20 日百济泽布替尼 CLL 适应症的 POUFA 日期，可能在此时间点前后获批；PD1 替雷利珠单抗的二线食管鳞癌适应症海外获批可能有新的进展；
  - 6) **和黄医药：**2022 年底或 2023 年初呋喹替尼可能实现海外授权；且呋喹替尼的三四线结直肠癌适应症将会在 2022 年底或者 2023 年初在美国、欧洲、日本三地申报上市；2023 年下半年有 2 个注册性临床数据的读出分别为呋喹替尼联合 PD1 治疗子宫内膜癌，以及 Syk 小分子抑制剂治疗二线免疫性血小板减少适应症的数据读出。
  - 7) **亚虹医药：**2023 年 Q2-Q3 会读出核心产品 APL-1202 联合化疗灌注治疗二线非肌层浸润性膀胱癌的大 III 期临床数据。
- **关注低估值创新药公司的反弹机会：**和黄医药的在手现金、上海和黄药业这个优质子公司的资产、在手核心管线的市场前景好且海外逻辑确定性强，以和黄当前的市值，属于港股被低估的优质标的；亚虹医药在本次 A 股的行情中上涨较少，但其管线内的核心产品面向庞大的非肌层浸润性膀胱癌患者，且用药时间长，拥有广阔市场空间，属于 A 股被低估的标的。

图103: 创新药公司在手现金数据汇总 (为了统一统计口径, 只更新到 2022 年中报)

公司名称	2021年现金、 银行存款、可 交易金融资产 (亿人民币)	2022H1现金、 银行存款、可 交易金融资产 (亿人民币)	2021年来自产品 销售 (亿人民币)	2022年H1来自产品 销售 (亿人民币)	2021年研发 费用 (亿人民币)	2022H1研 发费用 (亿人民币)	2021年研发 费用/营业收入 (%)	2022H1研 发费用/营业 收入	2021年研发 费用/营业收入 (%)	2022H1研 发费用/营业 收入	2021年销售 费用 (亿人民币)	2022H1销售 费用 (亿人民币)	2021年销售 费用/营业收入 (%)	2022H1销售 费用/营业收入 (%)
迈瑞医疗	59.29	65.19	2.42	2.17	7.22	2.74	11.92	69.38%	111.20%	2.98	1.41	1.860540	0.785190	
和铂医药	13.62	14.51	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	6.96	5.61	1.29	—	—	2.64	—	0.004564	1.029462	
亚盛医药	17.44	16.99	0.05	0.79	7.66	3.41	2.49	2746.30%	356.51%	0.48	1.44	0.713360	0.823490	
康方生物	26.42	27.10	2.12	2.97	11.23	5.95	2.28	497.72%	372.12%	1.79	2.44	1.495010	0.927410	
康宁杰瑞	19.85	17.09	0.12	0.54	4.81	2.16	3.95	329.65%	288.53%	—	0.77	0.148200	0.440970	
康诺亚	35.24	34.22	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	3.58	1.64	10.43	—	—	—	0.92	0.025370	0.450000	
和齐药业	30.07	27.40	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	5.02	3.16	4.33	—	—	—	1.26	—	0.629810	
和黄医药	65.76	55.45	6.57	6.11	19.44	12.20	2.27	83.98%	89.95%	8.26	—	—	5.351895	
康桥	147.02	169.78	97.08	40.36	27.97	7.40	11.47	18.09%	16.70%	34.28	9.43	16.83	2.92	
和睿	25.46	24.97	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	2.26	1.59	7.85	—	—	—	1.25	—	0.56	
歌礼	24.95	24.84	0.71	0.52	2.13	2.10	5.91	277.04%	552.63%	0.21	0.30	0.10463	0.18	
信达生物	90.22	83.18	40.01	20.41	24.78	10.78	3.86	58.04%	48.13%	27.28	8.84	13.98	4.08	
百济神州	284.42	382.55	33.36	37.98	94.85	50.16	3.81	124.06%	115.36%	64.36	—	28.19	12.58	
药明康德	18.34	15.50	0.31	0.66	4.14	1.96	3.85	1345.88%	296.97%	1.71	2.02	0.84	0.91	
君实生物	35.07	34.07	4.85	2.98	20.69	10.62	1.60	51.40%	112.26%	7.35	6.42	3.07	2.91	
亚虹医药	26.13	28.92	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	1.91	0.93	13.94	—	—	0.04	0.60	0.05	0.34	
天境生物	55.94	39.22	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	12.77	4.50	4.36	—	—	9.48	—	—	1.9625	
中国生物制药	105.69	156.75	270.40	150.60	36.78	21.90	3.58	13.69%	14.41%	105.18	21.85	—	37.52	
恒瑞	151.20	185.02	258.99	102.28	59.43	21.84	4.24	22.94%	21.35%	93.84	28.60	32.67	9.77	
石药	90.60	143.69	278.18	146.45	34.32	18.84	3.81	12.32%	12.07%	104.43	10.10	54.10	5.65	
先声药业	25.93	28.24	45.92	24.36	14.17	6.52	2.17	28.34%	24.15%	20.37	3.80	10.29	1.88	
海融	10.84	10.91	1.47	1.04	5.09	2.55	2.34	267.39%	242.86%	1.40	0.78	0.91	0.42	
艾力斯	22.40	20.38	2.36	3.00	2.23	0.89	11.46	42.07%	29.61%	2.69	0.98	1.72	0.43	
神州细胞	3.49	4.99	0.60	3.76	7.33	3.43	0.73	545.43%	104.26%	1.21	1.28	0.97	0.61	
复星医药	15.27	14.67	尚未开始商业化产品	尚未开始商业化产品	2.81	1.77	4.35	—	—	—	0.45	—	0.23	
云顶新耀	26.40	19.56	尚未开始商业化产品	尚未开始商业化产品	6.13	3.46	2.83	—	—	1.98	2.43	1.48	1.19	
德琪医药	13.14	21.50	0.29	0.54	4.05	1.79	5.99	1408.21%	332.22%	0.68	1.69	0.90	0.86	
信达生物	14.12	11.39	尚未开始商业化产品	尚未开始商业化产品	2.72	2.15	2.64	—	—	6.88	—	—	0.69	
贝达药业	7.92	7.29	22.058	12.36	5.66	3.17	1.15	25.20%	25.30%	8.15	3.27	4.40	3.09	
荣昌生物	18.63	32.12	1.31	约3	7.11	4.50	3.57	49.86%	328.57%	2.63	2.20	1.50	1.04	

数据来源: Wind, 公司半年报, 东吴证券研究所

简单用 PS 方法计算了创新药公司的估值水平,

图104: 创新药公司估值对比

证券简称	证券代码	总市值(单位: 亿元)	营业收入(单位: 亿元)			P/S		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
百济神州	6160.HK	1,510.0	84.2	104.4	165.2	17.9	14.5	9.1
信达生物	1801.HK	382.5	42.7	52.6	70.0	9.0	7.3	5.5
君实生物	1877.HK	280.8	4.8	20.0	33.8	57.9	14.1	8.3
荣昌生物-B	9995.HK	243.9	1.3	8.6	16.1	185.7	28.5	15.1
康方生物-B	9926.HK	233.5	2.3	10.3	20.0	103.5	22.7	11.7
再鼎医药-B	9688.HK	263.5	10.3	15.5	23.5	25.5	17.0	11.2
诺诚健华-B	9969.HK	186.1	2.4	5.8	13.8	77.0	32.1	13.5
和黄医药	0013.HK	177.8	25.5	29.3	34.2	7.0	6.1	5.2
康宁杰瑞制药-B	9966.HK	91.9	1.5	1.8	4.1	63.0	50.4	22.5
腾盛博药-B	2137.HK	59.4	-	1.4	11.5	-	43.2	5.2
开拓药业-B	9939.HK	48.5	0.3	1.6	19.2	141.7	30.3	2.5
亚盛医药-B	6855.HK	52.2	0.3	2.1	3.5	187.0	24.4	14.8
基石药业-B	2616.HK	44.0	2.4	5.2	12.4	18.1	8.5	3.5
加科思-B	1167.HK	30.3	1.5	1.6	1.8	19.8	19.3	16.7
云顶新耀	1952.HK	29.6	-	2.9	14.7	-	10.2	2.0
德琪医药-B	6996.HK	23.1	0.3	1.7	4.5	80.4	13.4	5.2
药明巨诺-B	2126.HK	15.6	0.3	1.6	4.5	50.6	9.5	3.5
和铂医药-B	2142.HK	10.9	0.3	3.6	5.1	35.4	3.0	2.1
嘉和生物-B	6998.HK	10.5	-	1.7	5.1	-	6.2	2.1
百济神州-U	688235.SH	1,691.0	75.9	86.1	129.1	22.3	19.6	13.1
君实生物-U	688180.SH	544.0	4.8	22.6	33.8	112.3	24.1	16.1
荣昌生物	688331.SH	384.7	1.3	8.7	15.1	293.0	44.3	25.4
神州细胞-U	688520.SH	378.5	1.3	9.5	15.2	281.7	39.8	24.9
诺诚健华-U	688428.SH	231.0	2.4	5.7	14.6	95.6	40.3	15.8
泽璟制药-U	688266.SH	96.8	1.9	3.7	7.9	50.8	26.3	12.2
康方生物-U	688382.SH	86.1	-	0.7	2.1	-	132.5	40.4
前沿生物-U	688221.SH	82.5	0.4	1.0	3.1	203.6	82.8	26.6
迈威生物-U	688062.SH	64.0	0.2	1.4	6.0	394.3	46.7	10.7

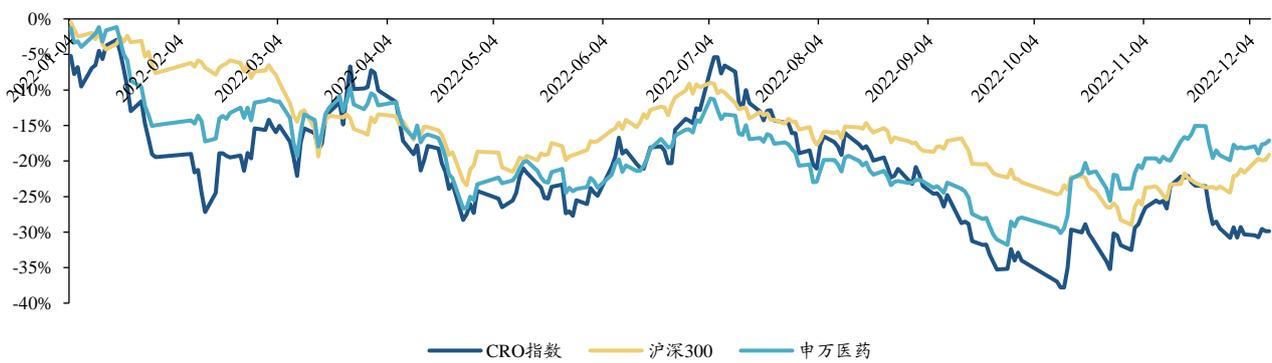
数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所 (销售收入预期来自 Wind 一致预期)

注：以上单位为人民币，总市值（亿元）日期为 2022 年 12 月 6 日，人民币港元汇率按照 2022 年 12 月 6 日的 0.9:1 计算。

### 6.3.2. 2022 年 CXO 板块回调明显，地缘政治边际影响减弱、估值调整彻底、创新药行情逐步回归将带动 CXO 回暖

CXO 在上半年投融资环境变差，叠加国际形势变化的情况下，2022 年行情持续走低，我们认为：

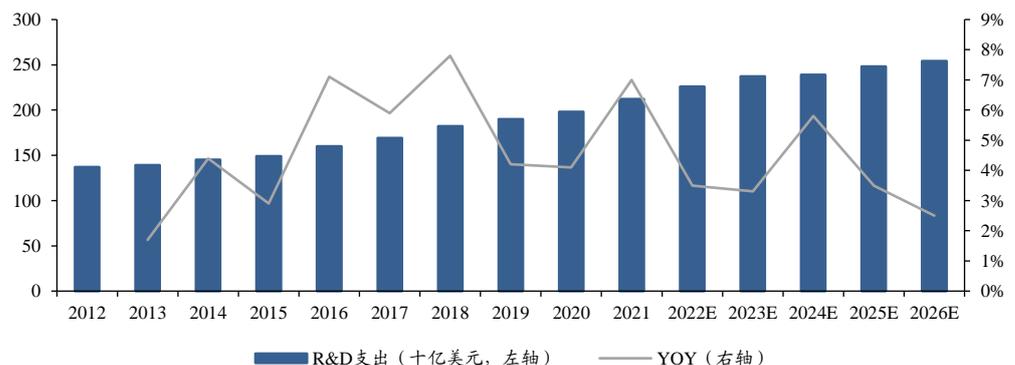
图105: CRO 指数 2022 年走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：截至时间 2022 年 12 月 9 日

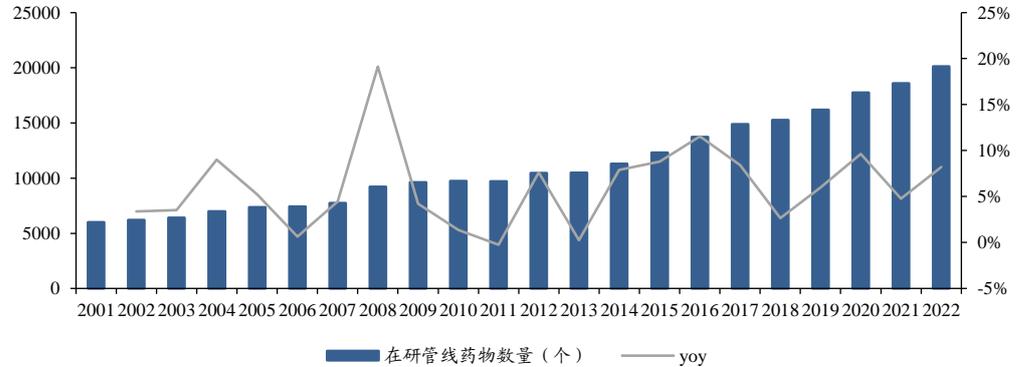
- **全球医药研发支出增长趋势不变。**根据 Evaluate Pharma 数据，全球药物研发支出由 2012 年的 1370 亿美元提升至 2021 年的 2120 亿美元，复合增速达 4.97%。持续加大研发投入的同时，新药管线与 IND 申请/受理数量也持续走高，根据 Pharmaprojects 数据，在研新药数量也由 2010 年的 9,737 个提高到 2022 年的 20,109 个，复合增速达 6.23%。不管是医药研发支出，亦或是新药研发管线数量，均呈现了持续的增长态势。

图106: 全球医药研发支出情况 (2012-2026E)



数据来源：Evaluate pharma，东吴证券研究所

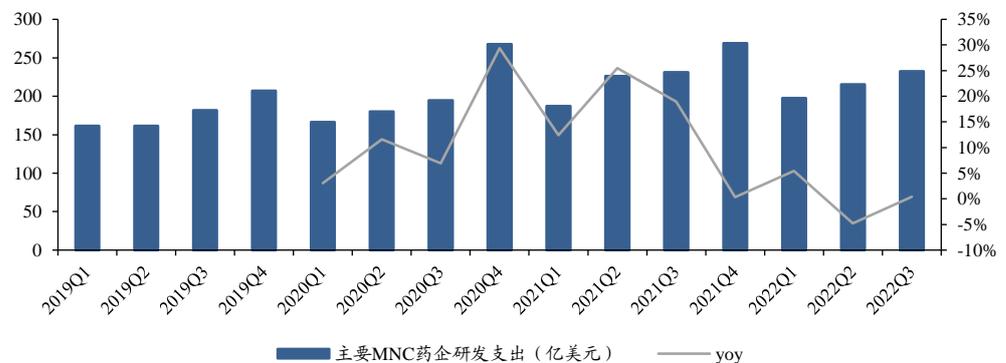
图107：全球新药研发管线数量（2001-2022年）



数据来源：Pharmaprojects，东吴证券研究所

- **医药研发外包行业 2022 年承压：**虽然医药研发支出整体将呈增长趋势，但在资本寒冬和新冠疫情的双重影响下，全球研发也受到影响，以资金实力雄厚、抗风险能力强的 MNC 药企为例，辉瑞、默克、艾伯维、强生、BMS、赛诺菲、GSK、阿斯利康和诺华等 9 家公司在 2022 年研发支出增速明显放缓，2022Q1-Q3 研发支出增速分别为 5.42%、-4.79%和 0.37%。而对于依靠融资款项支持研发的 Biotech，2022 年整体研发支出增速也不容乐观，进而会传导到上游的为 Biotech 提供服务的 CXO 企业。2022 年对于 CXO 企业来说是相对承压的一年，主要受到上游医药企业研发支出的降低和新冠期间成本增加的影响，展望 2023 年，我们认为创新药研发需求有望回补，CXO 产业链将明显受益。

图108：主要 MNC 药企研发支出情况



数据来源：Wind，各公司公告，东吴证券研究所；注：统计公司包括辉瑞、默克、艾伯维、强生、BMS、赛诺菲、GSK、阿斯利康和诺华

- **国内 CXO 核心竞争力增强：**国内 CXO 企业正一步步做大做强，从微观角度

看，预收账款与合同负债持续增长彰显国内 CXO 行业高景气，人员扩张、加大在建工程投入为订单交付提供生产保证。预收账款与合同负债持续增长，为企业提供中短期业绩保障。充裕的在手订单能够为企业带来稳定的业绩增量，同时也再次验证了未来几年 CXO 行业的高景气。对于 CRO 企业，核心资产为相关人员数量。2022H1 以 CRO 业务为主的公司整体保持了较高的人员扩张增速，如药石科技、康龙化成、昭衍新药、药明康德、美迪西和皓元医药等，其研发人员的扩张增速均保持在 30% 以上。2) 对于 CDMO 企业，产能利用率持续处于高位，资本性支出与在建工程情况则是影响公司未来业绩的主要因素。凯莱英、博腾股份、康龙化成、药明康德、药石科技、皓元医药等企业的资本开支与在建工程连续 2 年均实现了快速增长。国内本土 CXO 企业的核心竞争力正在不断加强，在创新药回归的时候，CXO 企业也将再次闪耀。

图109: 主要 CXO 公司前瞻性指标

股票代码	公司名称	预收账款+合同负债同比增长				人员扩张同比增长				资本性支出同比增长				在建工程同比增长			
		19A	20A	21A	22H1	19A	20A	21A	22H1	19A	20A	21A	22H1	19A	20A	21A	22H1
002821.SZ	凯莱英	38%	39%	45%	68%	17%	43%	30%	59%	-6%	99%	64%	77%	17%	86%	102%	24%
300347.SZ	泰格医药	21%	22%	63%	31%	27%	22%	38%	15%	31%	134%	8%	NA	146%	416%	236%	
300363.SZ	博腾股份	56%	21%	121%	367%	26%	27%	44%	56%	4%	125%	97%	183%	43%	199%	29%	358%
300725.SZ	药石科技	-74%	520%	-50%	-8%	27%	17%	117%	50%	258%	-57%	573%	78%	1099%	35%	54%	44%
300759.SZ	康龙化成	45%	74%	44%	36%	20%	49%	36%	38%	18%	74%	59%	27%	523%	278%	112%	11%
603127.SH	昭衍新药	-1%	75%	66%	70%	50%	21%	44%	44%	-2%	18%	59%	-92%	-56%	38%	20%	253%
603259.SH	药明康德	32%	76%	89%	61%	23%	21%	32%	39%	13%	20%	129%	62%	37%	48%	33%	86%
603456.SH	九洲药业	14%	13%	118%	97%	2%	20%	14%	14%	39%	-1%	84%	36%	114%	13%	-100%	9%
688202.SH	美迪西	-22%	59%	183%	55%	30%	35%	49%	44%	51%	22%	147%	-19%	5%	-39%	257%	47%
688222.SH	成都先导	-8%	-35%	9%	-32%	37%	16%	3%	9%	-17%	35%	69%	5%	NA	NA	NA	NA
688238.SH	和元生物	21%	172%	13%	-6%	16%	27%	18%	0%	-38%	168%	173%	-8%	-98%	675%	1263%	166%
688131.SH	皓元医药	52%	128%	-51%	50%	24%	30%	70%	59%	-42%	246%	304%	66%	NA	3773%	386%	302%
301247.SZ	普蕊斯	0%	0%	0%	0%	50%	18%	30%	25%	0%	0%	0%	0%	NA	0%	0%	0%
301333.SZ	诺思格	0%	0%	0%	0%	14%	16%	24%	18%	0%	0%	0%	0%	NA	0%	0%	0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**选股思路: 我们认为 CXO 板块分化明显, 2023 年我们相对看好:**

- 一体化龙头:** 一体化平台优势可以为企业带来订单内部转化, 增厚业绩, 推荐药明康德、金斯瑞生物科技、康龙化成, 建议关注药明生物等具有明显一体化优势标的;
- 2022 年业绩承压, 2023 年行业存在边际向上机会相关标的:** 临床 CRO 2022 年受疫情影响明显, 2023 年疫情影响减弱大背景下订单有望加速释放, 同时生物医药投融资环境改善也有望催化临床 CRO 细分赛道发展, 推荐泰格医药, 建议关注诺思格和普蕊斯;
- 高景气度细分赛道优质标的:** 推荐小分子 CDMO 标的九洲药业, ADC CDMO 标的皓元医药, 分子砌块标的药石科技, CGT CDMO 标的和元生物等。

### 6.3.3. 生命科学上游投资策略

**Q3 以来下游需求受阻, 融资回暖有望带动需求反弹。** 科研服务涵盖了从基础研究到成果转化全流程, 面对高校实验室、医学研究中心、科研院所和药品研发企业等客户,

应用领域丰富，是从基础研究到成果转化不可或缺的一部分。2022 年 Q3 科研服务相关公司业绩增速减缓，股价亦有较大幅度下调，我们认为主要原因为：

- ①自 2022 年 2 月俄乌冲突、美联储加息等因素影响下，全球医疗健康产业融资额急剧减少，中国还叠加新冠疫情影响。融资环境变差使得部分规模较小的 biotech 公司资金链断裂，管线研发与推进收到较大影响，进而对于科研服务相关产品需求有所下滑；
- ②上海 Q2 疫情使得部分药企管线进度受阻；

我们认为因素②仅为短期影响，Q4 即有望恢复；因素①目前来看 11 月融资数据已有所回暖，需持续跟踪。我们认为全球创新药投融资筑底已久，海外反弹趋势初显，国内或将紧随其后，我们推测融资数据对于科研服务需求端影响的传导周期约为 1-2 个季度，因而下游需求有望于 2023 年 Q2 逐步恢复。

图110: 科研服务行业一览

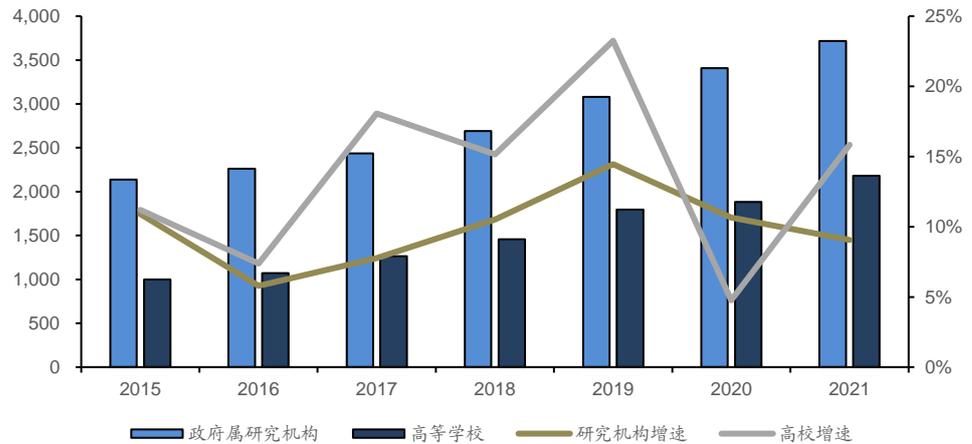
	科研试剂	模式生物	设备与耗材	测序与建库
主要产品/服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 化学试剂：合成试剂、合成砌块、色谱试剂等</li> <li>■ 生物试剂：分子试剂、重组蛋白、抗体等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基因修饰动物模型：大鼠、小鼠、斑马鱼等</li> <li>■ 相关技术服务：模型繁育、药效评价及表型分析等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 设备：工艺技术和整体工程解决方案</li> <li>■ 耗材：培养基、填料、实验室耗材等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 产品：检测试剂盒等</li> <li>■ 服务：基于基因测序技术服务的全套解决方案、建库测序平台服务等</li> </ul>
客户类型	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 高等院校、科研院所、拥有研发需求的企业、质量监督及检验检测部门等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 科研院所、高等院校、医药研发企业、综合性医院等科研机构</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 高校院所、制药企业、食品企业等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 高校、研究性医院等科研机构，药企、育种公司等工业客户</li> </ul>
应用场景	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 生命科学研究、医学研究、新药研发、食品安全检测、农业科学研究等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基因功能研究</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 制药、新药研发、医疗诊断、分析诊断等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基础科研、新药研发等</li> <li>■ 基因检测等</li> </ul>
相关标的	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 化学试剂：阿拉丁、泰坦科技等</li> <li>■ 生物试剂：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、康为世纪等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 南模生物、集萃药康、百奥赛图</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 设备：东富龙、楚天科技、森松国际、海尔生物等</li> <li>■ 耗材：奥浦迈、纳微科技、洁特生物、拱东医疗等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 华大基因、诺禾致源、贝瑞基因等</li> </ul>

数据来源：东吴证券研究所

科研端与规模以上工业企业情况相对乐观，赛道景气度依然有较高保障。

- **科研端**：根据全国科技经费投入统计公报，2021 年政府属研究机构经费投入 3717.9 亿元，同比增长 9.1%，2015-2021 年 CAGR9.7%；高校经费投入 2180.5 亿元，同比增长 15.8%，2015-2021 年 CAGR13.9%。目前尚未有 2022 年权威数据公布，但是我们认为：①从 2022 年年中公布的高校科研经费预算情况来看，经费预算排行榜常年靠前的几所高校 2022 年经费预计仍有较高增长；②上海 Q2 疫情影响仅有 2 个月且受影响较大的仅为上海地区高校，从药康生物、诺唯赞等科研服务公司 Q2 业绩来看，其他地区高校所受影响较弱；③自 2019 年新冠疫情爆发以来，国家对于生物医药领域病毒相关研究投入加大。而且当前权威统计数据为高校科研经费总额，从国家战略层面来说，我们认为生物医药领域科研经费的长期稳健投入有较强保障。

图111: 2015-2021年政府属研究机构与高校科研经费投入情况(亿元)

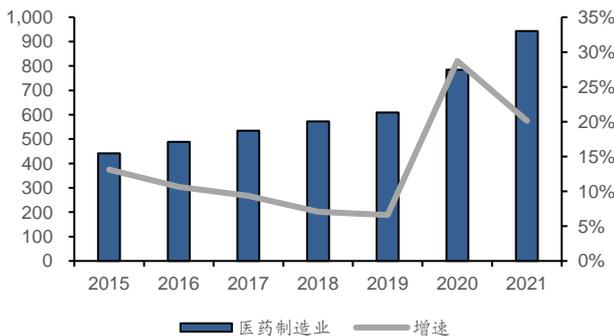


数据来源: 全国科技经费投入统计公报, 东吴证券研究所

➤ **工业端:** 根据全国科技经费投入统计公报, 2021年全国规模以上生物医药企业研发投入942.4亿元, 同比增长20.1%, 2015-2021年CAGR为13.5%。目前尚未有2022年权威数据公布, 我们拉取申万生物医药成分股2022年前三季度研发费用, 发现相较2021年同比增长19.3%, 增速逐步放缓我们认为固然有疫情对于管线推进不确定性的影响, 但更多是高基数影响。

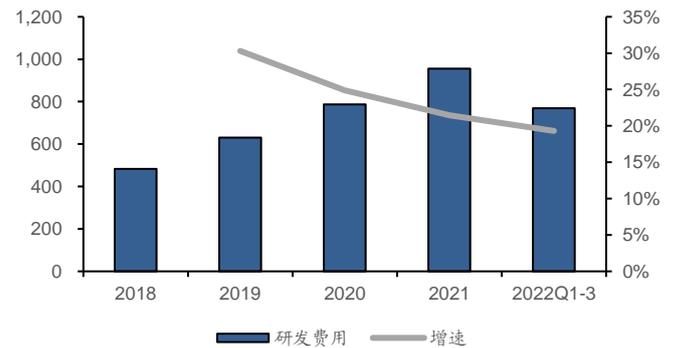
因此我们认为科研服务企业下游需求在2022年Q3以来仅为短暂的、部分程度地受损, 绝大部分企业虽然业绩有所下调但增速仍超30%, 行业需求端的基本盘未有改变。

图112: 全国规模以上生物医药企业研发投入(亿元)



数据来源: 全国科技经费投入统计公报, 东吴证券研究所

图113: 申万生物医药成分股研发费用



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**长期逻辑不变, 建议跟踪融资数据与高校防疫政策演绎。**

**长逻辑不变:** 看当前科研服务各细分赛道, 仍处于市场空间迅速扩容、国产替代率较低的阶段, 且百普赛斯海外业务占比已超60%, 诺禾致源也接近45%, 诺唯赞、阿拉

丁等公司也在陆续开拓海外市场，优质标的长期增长动能仍较为充足。**跟踪指标：**①国内外融资数据；②2023年Q1高校防疫措施。我们预计在2023年Q1、Q2出现业绩拐点。**选股思路：**①2022年Q4业绩好：诺唯赞；海尔生物；②2023年Q1若高校防疫严苛不放开，则国内科研服务公司科研端业务恢复可能低于预期，可关注海外业务占比较高标的：百普赛斯、诺禾致源；③2022年业绩低点，2023年业绩弹性大，有估值修复空间：南模生物、诺禾致源、康为世纪；④标的优质，长期看好：诺唯赞、药康生物、百普赛斯、奥浦迈、纳微科技、诺禾致源等。

图114：科研服务各细分赛道市场空间、增速与国产替代率

		2020年全球市场规模 (亿美元)	全球增速 (2020-2024)	2020年中国市场规模 (亿元)	中国增速 (2020-2024)	国产化率 (2019)	代表性公司
生物试剂	分子类	188	6.95%	80	11.6%	29% (2020)	诺唯赞、康为世纪等
	重组蛋白			10	17.4%	15%-30%	义翘神州、百普赛斯、金斯瑞、优宁维等
	抗体类			31	9.6%	10%	
	细胞类			31	~10%	~15%	义翘神州、奥浦迈等
模式生物	160	9.0%	32	31.6%	~30%	集萃药康、南模生物、百奥赛图等	
测序建库	测序服务	149	20.4% (2016-2020)	118	29.5%	较高	诺禾致源、华大基因等
	测序仪及耗材	37	27.2%	44	26.3%	25.2%	华大智造等
实验室耗材	填料	22.7	7.2%	34	15%-20%	5%-10%	纳微科技等
	培养基	55	9.5%	25	25%-30%	~15%	奥浦迈等
	一次性耗材	121	4.3%	100	14.6%	5%-10%	洁特生物、拱东医疗等

数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

## 7. 投资建议

我们按照政策、质地、盈利、估值四个维度，单项总分5分，给15个细分子行业评分。考虑到分析行业景气度，发展阶段，总体标的质地等因素我们认为2023年评分较高的包括创新药及其产业链、中药、消费医疗、医疗设备、药店等板块具备投资价值。

表28：各细分子板块评分情况

	政策	质地	盈利	估值	总分
原料药	4	3	2	3	12
仿制药	2	3	3	4	12
创新药	4	3	2	5	14
中药	4	3	4	3	14
血制品	2	2	2	3	9
疫苗	2	2	3	3	10
医药流通	2	2	1	3	8
药店	3	3	4	2	12
医疗设备	4	2	4	3	13
高值耗材	3	3	3	3	12

低值耗材	2	3	3	2	10
体外诊断	2	3	3	4	12
科研服务	5	4	3	1	13
CXO	3	4	3	3	13
消费医疗	4	5	3	2	14

数据来源：东吴证券研究所

上述四条主线包含了丰富的标的，我们重点推荐十只个股：**华东医药、华夏眼科、恒瑞医药、诺诚健华、海思科、普洛药业、诺唯赞、诺禾致源、金斯瑞生物、惠泰医疗。**

图115：重点推荐标的组合

主线	重点方向	受益标的
(1) “抗疫”期间，新冠防疫产品和抗感冒药物及相关产业链率先受益	抗感冒类药物(含中医药)及其产业链	药品：以岭药业、步长制药、康缘药业、特一药业、万邦德、方盛制药等； 产业链： <b>普洛药业</b> 、国邦医药、国药现代、广信股份、新华制药、亨迪药业、丰原药业、诚意药业等
	新冠特效药	众生药业、君实生物、奥翔药业、先声药业
	零售药店	益丰药房、老百姓、大参林、一心堂
	制氧机等家用电器	鱼跃医疗、可孚医疗、怡和嘉业
	抗原检测、新冠疫苗及其产业链	抗原检测：万孚生物、东方生物、 <b>诺唯赞</b> 等；抗原检测和 mRNA 原料：义翘神州、近岸蛋白等；
	医疗新基建、ICU 相关建设	迈瑞医疗、联影医疗、艾隆科技、理邦仪器、宝莱特、华康医疗
(2) 疫情下人员流动限制导致业绩受损，“疫后”迎来需求高增	以医疗服务、医美为代表的消费医疗	爱尔眼科、 <b>华夏眼科</b> 、普瑞眼科、固生堂、爱美客、 <b>华东医药</b> 、海吉亚医疗、三星医疗、爱博医疗、欧普康视、时代天使、三诺生物
	科研服务	<b>诺禾致源</b> 、药康生物、南模生物等
	临床 CRO 公司	泰格医药、诺思格、普蕊斯
	出口导向性公司	采纳股份、康德莱、普利制药
(3) “疫后”门诊和住院量回补，院内药械、IVD 板块刚需放量	围手术药品	<b>恒瑞医药</b> 、恩华药业、卫信康、 <b>海思科</b> 、万邦德、人福医药、博雅生物
	体外诊断	新产业、安图生物、科美诊断、迈克生物、亚辉龙、普门科技、金域医学、迪安诊断等
	高值耗材	乐普医疗、 <b>惠泰医疗</b> 、微电生理、心脉医疗、威高骨科、爱康医疗、春立医疗等
(4) 投融资及货币政策回暖确定性增强，创新药及其产业链底部机会值得关注	创新药	和黄医药、康诺亚、亚虹医药、泽璟制药、信达生物、 <b>诺诚健华</b> 、荣昌生物
	CXO	药明康德、药明生物、 <b>金斯瑞生物科技</b> 、康龙化成、九洲药业、皓元医药、药石科技、和元生物、昭衍新药
	科研服务	诺唯赞、奥浦迈、诺禾致源、百普赛斯、南模生物、药康生物、纳微科技、康为世纪

数据来源：东吴证券研究所

## 8. 风险提示

### ➤ 新冠病毒变异，对疫情影响的不确定性

新冠病毒仍然存在变异的风险，因此相对应的防疫政策可能存在改变。对生产、生活可能仍然造成影响，进而影响医疗、消费等活动。

### ➤ 研发进展不及预期

对于依赖于新产品的公司，由于新药、新器械研发周期长、难度大，在研发过程中可能存在研发失败、或研发进展不及预期的风险。

### ➤ 商业化推进不及预期

公司产品在招标进院和医药代表商业化推广改革导致商业化推广不及预期，未来招标降价政策的出台可能会导致业绩不及预期。

### ➤ 海外审批或收益不达预期

公司产品在国际化方面受疫情影响或受宏观政策影响导致海外临床注册、申请、上市进度不及预期，收益或存在风险。

### ➤ 集采风险，药品和耗材降价超预期风险

生物类似物、耗材等可能会面对进一步的集采风险。

### ➤ 国际地缘政风险

国际地缘政治紧张可能会影响海外临床进度，海外订单，以及美国证交会（SEC）对中概股公司的审查等。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

