

医药生物

报告日期：2022 年 12 月 24 日

电生理集采落地，国产替代路在何方？

——医药行业周报 20221224

投资要点

2022 年 12 月，电生理集采落地，组套 3 家海外龙头中标，单件采购中国产龙头基本全线中标，其中微创电生理成为唯一一家高密度标测导管中标企业。我们认为，集采后射频消融产品逐步补齐、冷冻消融等新品上市放量有望成为国产替代机会。

□ 本周思考：电生理集采落地，国产替代路在何方？

电生理集采落地，国产化率有望持续提升。2022 年 12 月 23 日，福建医保局发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告（第 13 号）》文件，国产电生理龙头企业单件采购基本全线中标，其中微创电生理在单件与配套采购中，除心内超声导管外全线中标，并成为唯一中标的“高密度标测导管”厂商。在冷冻消融方向，组套仅美敦力一家中标，配套采购中冷冻环形诊断导管仅心诺普与微创电生理两家中标。我们认为，随电生理集采落地，国产化率有望稳步提升，待新品获批后，有望伴随放量。

➤ **集采叠加新品逐步完善促进国产替代。**我们认为，在电生理联盟集采后，国产替代机会在于：（1）射频消融产品逐步补齐，尤其为三维产品。集采成为国产单件产品进院放量的契机，打开入院渠道，而后随国产三维高端产品逐步获批，有望拉动放量；（2）冷冻消融等新品弯道超车。基于操作简便等优势，冷冻消融在房颤治疗等领域有望快速兴起，市场空间巨大；冷冻消融海外厂商获批产品较少，国产产品获批后得益于性价比、临床教育与服务等优势，有助于国产渗透率的快速提升。

➤ **射频消融，看三维产品线的逐步补齐。**2015-2020 年三维电生理手术渗透率由 61% 提升至 81%，Frost&sullivan 预测 2024 年三维电生理手术渗透率有望高达 96%。从本次集采来看，相对复杂手术的组套采购仍以海外龙头为主，但在单件采购中“高密度标测导管”微创电生理为唯一一家报量中标企业，2022 年 10 月，微创电生理高密度标测导管获批；2022 年 12 月，压力感知导管获批，补齐了国产与海外差异的三维心腔快速建模、高密度标测及压力感知三大核心模块。我们认为，随产品补齐以及集采后国产化率逐步提升，公司收入弹性可期。

➤ **冷冻消融板块，或为国产弯道超车机会。**冷冻消融主要用于阵发性房颤，虽然适应症不及射频消融广泛，但相比射频消融，冷冻消融产品操作更加简便，有效缩短临床医生学习时间，且竞争格局良好，有望成为国产弯道超车机会。根据 Frost&sullivan、康津生物招股书数据，2020-2030 年房颤冷冻消融导管市场规模 CAGR35%。仅美敦力一家产品上市，竞争格局良好。我们认为，冷冻消融相比射频消融，操作时间与学习周期均有望缩短，且冷冻消融海外上市产品较少、市场教育尚不成熟，有望成为国产提升市场占有率的机会。

投资建议：推荐集采中标有望带动产品放量或冷冻消融等新产品有望上市的企业，推荐微电生理，关注惠泰医疗、康津医疗、心玮医疗等。

□ 表现复盘：板块性下跌，中成药跌幅最大

涨跌幅：本周医药板块下跌 5.2%，跑输沪深 300 指数 1.97 个百分点，在所有行业中排名倒数第 10；截至 2022 年 12 月 23 日，医药板块 2022 年累计跌幅 21.5%，在所有行业中排名倒数第 10。成交额：医药行业本周成交额为 4906 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 15.3%，较上周环比下降 2.4pct，高于 2018 年以来的中枢水平（8.4%）。估值：医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25 倍 PE，环比下降 1.2。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 140%，较上周环比下降 4.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。沪港通&深港通持股：陆港通医药行业投资 1837 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.7%，

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

研究助理：司清蕊
siqingrui@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《安进最大并购案，药明彻底移出 UVL ——投融资周报 20221219》 2022.12.19
- 2 《防疫政策持续优化，看好抗原检测潜力——医药行业周报 20221217》 2022.12.17
- 3 《海外疫后药店经营趋势分析》 2022.12.15

医药北上资金环比减少 27 亿元。细分板块中，仅医疗器械、医疗服务板块有净流入。

细分板块涨跌幅分析：本周医药子板块均有一定下跌，其中中成药（-8.7%）、中药饮片（-8.4%）、化学原料药（-8.4%）跌幅较大，医疗服务（-0.7%）、医疗器械（-2.4%）跌幅较小。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周除医疗服务（+0.4%）略有上涨外，其他板块均有所下跌，其中 API 及制剂出口（-9.1%）、医药商业（-9.1%）和中成药（-8.9%）跌幅较为明显。具体公司看，本周医疗器械板块微电生理（+5.8%）、惠泰医疗（+9.6%）涨幅明显，主要为电生理集采落地后国产产品有望加速放量的预期驱动；中药板块中以岭药业（-20%）、康缘药业（-16%）跌幅较为明显，主要为疫后药品放量预期变化带来的估值调整。

□ 2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业等。

□ 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS				PE		评级
		12月23日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
CXO									
603259.SH	药明康德	77.0	1.72	3.07	3.29	26	25	23	买入
300347.SZ	泰格医药	97.5	3.29	3.07	3.78	32	32	26	买入
002821.SZ	凯莱英	131.1	2.89	8.47	7.68	16	15	17	买入
300759.SZ	康龙化成	60.8	1.39	1.33	2.02	46	43	28	买入
300363.SZ	博腾股份	38.5	0.96	3.51	2.47	12	11	16	买入
603456.SH	九洲药业	38.4	0.76	1.08	1.49	35	36	26	买入
603127.SH	昭衍新药	55.5	1.04	1.75	2.15	32	32	25	买入
1521.HK	方达控股	2.67	0.01	0.02	0.03	31	26	16	买入
300725.SZ	药石科技	71.7	1.20	1.77	2.61	49	41	28	买入
688202.SH	美迪西	187.3	3.24	5.50	8.59	43	34	22	增持
688238.SH	和元生物	20.2	0.11	0.16	0.21	169	126	96	增持
301096.SZ	百诚医药	63.3	1.03	1.85	2.77	36	34	23	增持
原料药及仿制药									
603707.SH	健友股份	16.3	0.66	0.96	1.18	24	21	16	买入
000739.SZ	普洛药业	20.7	0.81	0.81	1.01	29	26	20	买入
300630.SZ	普利制药	25.0	0.95	1.32	1.71	23	19	15	增持
300702.SZ	天宇股份	24.4	0.59	0.18	0.45	227	135	54	增持
688513.SH	苑东生物	55.0	1.94	2.19	2.45	27	25	22	增持
002332.SZ	仙琚制药	10.4	0.62	0.71	0.77	15	15	14	增持
603229.SH	奥翔药业	26.5	0.36	0.56	0.70	50	47	38	增持
688166.SH	博瑞医药	20.9	0.58	0.65	0.75	33	32	28	增持
603520.SH	司太立	18.2	0.94	2.02	2.67	50	9	7	增持
688076.SH	诺泰生物	22.4	0.54	0.64	0.78	50	38	29	增持
605116.SH	奥锐特	24.5	0.42	0.55	0.67	45	47	38	增持
002099.SZ	海翔药业	6.9	0.06	0.19	0.25	49	34	25	增持
605507.SH	国邦医药	26.0	1.26	1.67	2.06	16	16	13	增持
制药上游									
688105.SH	诺唯赞	56.6	1.70	2.17	2.29	26	26	25	增持
688690.SH	纳微科技	55.1	0.47	0.74	1.04	78	75	53	增持
688179.SH	阿拉丁	35.1	0.63	0.78	1.08	52	45	32	增持
688133.SH	泰坦科技	129.7	1.71	2.36	3.67	71	55	35	增持
688356.SH	键凯科技	153.8	2.92	3.69	4.81	47	42	32	增持
605369.SH	拱东医疗	103.2	2.76	3.56	4.56	32	29	23	增持
300171.SZ	东富龙	23.9	1.30	1.59	1.98	17	15	12	增持
2155.HK	森松国际	8.4	0.35	0.50	0.64	14	17	13	增持
300358.SZ	楚天科技	14.8	0.98	1.21	1.41	14	12	10	增持
300813.SZ	泰林生物	53.0	0.76	1.08	1.48	64	49	36	买入
688139.SH	海尔生物	62.2	2.66	1.87	2.61	33	33	24	增持
688046.SH	药康生物	24.0	0.30	0.44	0.61	59	55	39	增持
688137.SH	近岸蛋白	77.3	2.12	1.87	2.28	49	41	34	增持
创新药									
600196.SH	复星医药	37.1	1.77	1.68	2.22	27	17	15	买入

2171.HK	科济药业	14.2	(8.29)	(1.43)	(1.88)	-	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	48.5	0.92	0.39	1.13	145	124.3	42.9	买入
医疗器械									
300760.SZ	迈瑞医疗	316.0	6.58	8.07	9.77	41	39	32	买入
300639.SZ	凯普生物	17.2	1.94	3.83	4.38	4	4	4	买入
688289.SH	圣湘生物	22.5	3.81	3.48	3.08	6	6	7	增持
603108.SH	润达医疗	10.9	0.66	0.68	0.94	18	16	12	买入
688575.SH	亚辉龙	22.8	0.36	2.64	2.90	14	11	10	增持
688029.SH	南微医学	84.9	1.73	1.81	2.48	52	47	34	增持
688301.SH	奕瑞科技	409.5	6.66	9.75	12.79	45	42	32	增持
688677.SH	海泰新光	107.3	1.35	2.08	2.80	56	52	38	增持
0853.HK	微创医疗	19.1	(0.15)	(0.17)	(0.11)	-	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	30.7	(0.61)	(0.86)	(0.79)	-	-	-	增持
688351.SH	微电生理	25.1	(0.03)	0.02	0.03	-	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	185.8	4.39	5.65	7.40	36	33	25	增持
688580.SH	伟思医疗	50.9	2.59	1.86	2.84	26	27	18	增持
688626.SH	翔宇医疗	30.5	1.26	1.03	1.32	30	30	23	增持
688212.SH	澳华内镜	61.9	0.43	0.44	0.65	184	141	95	增持
688315.SH	诺禾致源	26.0	0.56	0.48	0.65	50	54	40	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	32.3	1.48	1.45	1.73	26	22	19	增持
疫苗									
688185.SH	康希诺	162.6	7.74	(1.01)	0.94	379	-	117	增持
603392.SH	万泰生物	125.1	2.23	6.37	7.89	24	20	16	增持
300122.SZ	智飞生物	85.4	6.38	4.42	4.77	18	19	18	增持
300601.SZ	康泰生物	30.3	1.13	1.93	2.38	79	25	20	增持
300841.SZ	康华生物	82.8	6.16	6.25	9.07	15	13	9	增持
医药商业及新基建									
603883.SH	老百姓	37.8	1.14	1.33	1.61	30	28	24	增持
603939.SH	益丰药房	59.4	1.23	1.54	1.93	42	39	31	增持
603233.SH	大参林	38.3	0.83	1.13	1.46	41	34	26	增持
605186.SH	健麾信息	31.5	0.86	1.25	1.71	34	25	18	增持
医疗服务、中药									
600566.SH	济川药业	26.7	1.86	2.35	2.75	12	11	10	增持
600557.SH	康缘药业	17.9	0.54	0.67	0.83	26	26	20	增持

资料来源：Wind，以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测，浙商证券研究所；

注：除方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB，除方达控股、微创医疗 EPS 单位为美元外，其余为人民币。

正文目录

1 本周思考：电生理集采落地，国产替代路在何方？	7
2 行情复盘：板块性下跌，中成药跌幅最大	10
3 本周行情回顾	11
3.1 医药行业行情：子板块均有所下跌	11
3.2 医药子行业：板块性下跌，中成药跌幅最大	12
3.3 陆港通&港股通：北上资金减少	13
3.4 限售解禁&股权质押情况追踪	15
4 风险提示	16

图表目录

图 1: 2015-2024E 中国心脏电生理器械市场规模与增速	7
图 2: 2020 年三维电生理市场分布 (按手术量)	7
图 3: 2020 年心脏电生理器械市场格局 (按市场规模)	8
图 4: 2020 年三维电生理市场分布 (按手术量)	8
图 5: 2016-2030E 中国房颤手术例数	9
图 6: 2016-2030E 中国房颤冷冻消融导管市场规模	9
图 7: 本周医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	11
图 8: 2022 年以来医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	11
图 9: 本周各大行业涨跌幅 (上: 本周涨幅; 下: 2022 年至今涨幅)	11
图 10: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	12
图 11: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	12
图 12: 本周医药子板块涨跌幅 (中信)	13
图 13: 本周医药子板块涨跌幅 (浙商医药)	13
图 14: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	13
图 15: 2017-2022.12.23 医药北上金额及占总北上资金比例	14
图 16: 2017-2022.12.23 医药股北上资金布局子行业	14
图 17: 2022.12.17-12.23 陆港通医药持股市值变动前后 5 名	14
图 18: 2022.12.17-12.23 陆港通医药股持股市值前 10 名	14
图 19: 2022.12.17-12.23 港股通医药股持股市值变动前后 5 名	14
图 20: 2022.12.17-12.23 港股通医药股持股市值前 10 名	14
图 21: 2022.12.17-12.23 陆港通医药股持股占比前 10 名	15
图 22: 2022.12.17-12.23 港股通医药股持股占比前 10 名	15
 表 1: 盈利预测与估值	3
表 2: 电生理集采中标情况	7
表 3: 海外与国内电生理厂商产品布局情况	8
表 4: 中国房颤冷冻消融获批/在研产品情况	9
表 5: 2022 年 12 月 5 日至 2022 年 12 月 30 日医药公司解禁限售股情况	15
表 6: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	16

1 本周思考：电生理集采落地，国产替代路在何方？

电生理集采落地，国产化率有望持续提升。2022 年 12 月 23 日，福建医保局发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告（第 13 号）》文件，单件采购中国产电生理龙头企业基本全线中标，其中微创电生理在单件采购与配套采购中，除心内超声导管外全线中标，并成为唯一拟中标的高密度标测导管厂商。在冷冻消融方向，组套仅美敦力一家中标，配套采购中冷冻环形诊断导管仅心诺普与微创电生理两家中标。我们认为，随电生理集采落地，渠道打开，国产化率有望稳步提升，待国产新品获批后，有望伴随放量。

表2：电生理集采中标情况

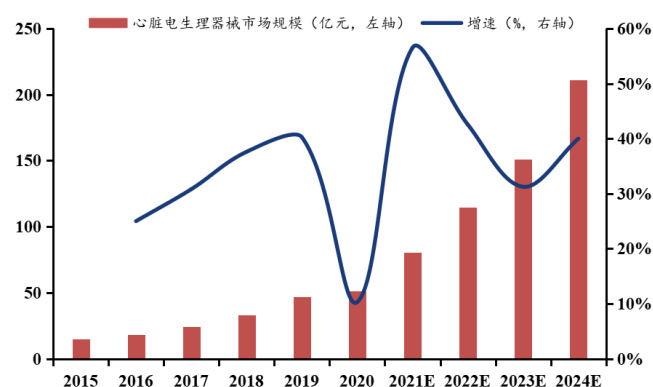
	中标企业数量	国产中标企业数量	价格降幅
组套采购	3	0	30%+
单件采购	14	10	50%+
配套采购	9	5	/

资料来源：福建省医保局，浙商证券研究所

电生理集采后，建议关注新品落地情况。（1）射频消融板块关注产品逐步补齐。（2）冷冻消融或为国产弯道超车机会。

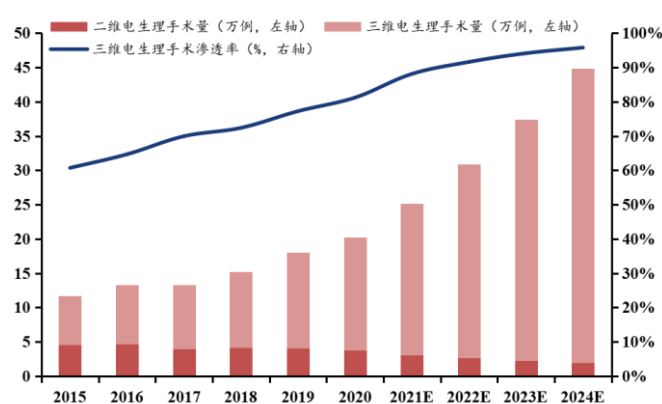
射频消融，看三维产品线的逐步补齐。三维电生理手术为发展方向，根据 Frost&sullivan 数据，2015-2020 年三维电生理手术渗透率由 61%提升至 81%，我们认为得益于三维电生理手术在安全性、有效性、可视化、精准度等方面的优势，三维手术将进一步取代二维，占比持续提升，Frost&sullivan 预测 2024 年三维电生理手术渗透率有望高达 96%。从本次集采来看，相对复杂手术的组套采购仍以海外龙头为主，但在单件采购中“高密度标测导管”微创电生理为唯一一家报量中标企业，2022 年 10 月，微创电生理高密度标测导管获批；2022 年 12 月，压力感知导管获批，补齐了国产与海外差异的三维心腔快速建模、高密度标测及压力感知三大核心模块。我们认为，随产品补齐以及集采后国产化率逐步提升，公司收入弹性可期。

图1：2015-2024E 中国心脏电生理器械市场规模与增速



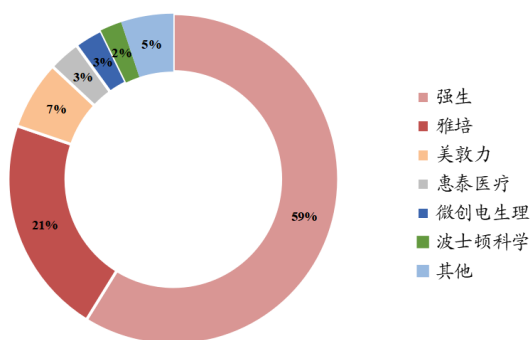
资料来源：Frost&sullivan，微创电生理招股书，浙商证券研究所

图2：2020 年三维电生理市场分布（按手术量）



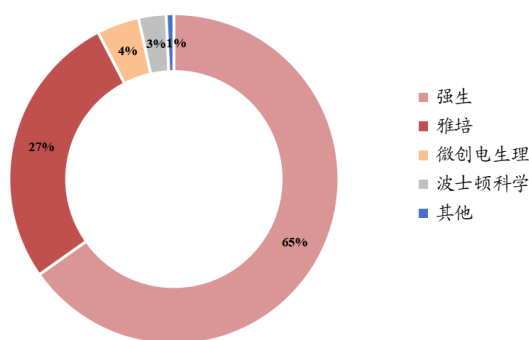
资料来源：Frost&sullivan，微创电生理招股书，浙商证券研究所

图3: 2020年心脏电生理器械市场格局(按市场规模)



资料来源: Frost&sullivan, 微电生理招股书, 浙商证券研究所

图4: 2020年三维电生理市场分布(按手术量)



资料来源: Frost&sullivan, 微电生理招股书, 浙商证券研究所

表3: 海外与国内电生理厂商产品布局情况

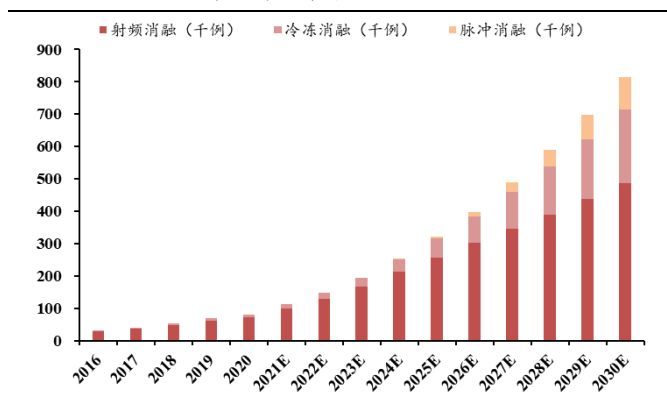
公司	二维电生理		三维产品系列								附件		冷冻消融系列			
	设备	导管	三维心脏电生理标测系统	磁定位线型标测导管	磁定位高密度标测导管	磁定位环肺静脉标测导管	磁定位射频消融导管	磁定位盐水灌注消融导管	磁定位微孔盐水灌注消融导管	磁定位组织测温消融导管	压力感知导管	房间隔穿刺针鞘	冷冻消融设备	冷冻消融球囊导管	冷冻消融环状导管	可控型导引鞘组
强生	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-	✓	✓	-	-	-	-
雅培	✓	✓	✓	-	✓	✓	-	✓	✓	-	✓	✓	-	-	-	-
波科	✓	✓	✓	-	✓	-	✓	✓	-	-	-	✓	-	-	-	-
美敦力	✓	✓	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	✓	✓	✓	✓
惠泰	✓	✓	✓	-	-	-	-	✓	-	-	-	✓	-	-	-	-
锦江电子	✓	✓	✓	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
心诺普	-	✓	-	-	-	-	-	-	-	-	-	✓	-	-	✓	✓
康沅生物	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	在研	-	-
电生理	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	在研	在研	✓	✓

资料来源: 微电生理招股书, NMPA 官网, 浙商证券研究所

冷冻消融, 或成为国产弯道超车机会。冷冻消融主要用于阵发性房颤, 虽然适应症不及射频消融广泛, 但相比射频消融, 冷冻消融产品操作更加简便, 有效缩短临床医生学习时间, 且竞争格局良好, 有望成为国产弯道超车机会。

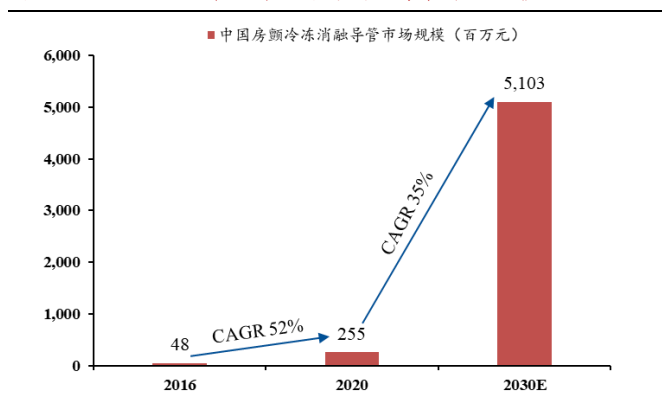
冷冻消融, 市场规模 CAGR35%。根据 frost&sullivan、康沅生物招股书数据, 我国房颤冷冻消融手术量有望从 2020 年的 9800 例增长至 2030 年的 22.49 万例, 对应手术量 CAGR36.9%, 手术量的快速增长有望拉动市场规模由 2020 年的 2.55 亿元提升至 2030 年的 51.03 亿元, 随国产产品逐步上市均价有望略降, 对应 2020-2030 年房颤冷冻消融导管市场规模 CAGR35%。

图5: 2016-2030E 中国房颤手术例数



资料来源: Frost&sullivan, 康沅生物招股书, 浙商证券研究所

图6: 2016-2030E 中国房颤冷冻消融导管市场规模



资料来源: 康沅生物招股书, 浙商证券研究所

竞争格局良好, 国产有望弯道超车。房颤冷冻消融仅美敦力一家国内上市, 竞争格局良好。我们认为, 冷冻消融相比射频消融, 操作时间与学习周期均有望缩短, 且冷冻消融海外上市产品较少、市场教育尚不成熟, 有望成为国产提升市场占有率的机会。从上市节奏上来看, 心玮医疗、康沅生物、微创电生理等冷冻消融产品在研。我们认为, 随国产冷冻产品逐步上市, 伴随集采后相关产品放量、国产较高性价比以及市场教育完善, 有望成为国产弯道超车机会。

表4: 中国房颤冷冻消融获批/在研产品情况

公司	美敦力	康沅生物	微创电生理	Artechmed	心玮医疗
产品	Arctic Front Advance (第二代冷冻球囊)	心脏冷冻消融系统	IceMagic 心脏冷冻消融系统	未知	冷冻消融系统
是否获批	NMPA 获批(2016 年)	已提交注册申请	已完成入组	已开始临床试验	已提交注册申请
适应症	阵发性房颤、持续性房颤	阵发性房颤	阵发性房颤	阵发性房颤	阵发性房颤
能量来源	液化一氧化二氮(N2O)	液氮(N2)	液化一氧化二氮(N2O)	液化一氧化二氮(N2O)	/
招标价格	球囊导管约人民币 36,500 元	/	/	/	/

资料来源: 公司官网、NMPA 官网、frost&sullivan, 康沅生物招股书, 浙商证券研究所

集采叠加新品逐步完善促进国产替代。综上, 我们认为, 在电生理集采后, 国产替代机会在于: (1) 射频消融产品逐步补齐, 尤其为三维产品。集采成为国产单件产品进院放量的契机, 打开入院渠道, 而后随国产三维高端产品逐步获批, 有望拉动放量; (2) 冷冻消融等新品弯道超车。基于操作简便等优势, 冷冻消融在房颤治疗等领域有望快速兴起, 市场空间巨大; 冷冻消融海外厂商获批产品较少, 国产产品获批后得益于性价比、临床教育与服务等优势, 有助于国产渗透率的快速提升。

投资建议: 建议关注诊断产品已集采中标, 消融产品上市后有望带动放量的公司; 或已有其他方向冷冻消融产品上市的企业, 推荐微创电生理, 关注惠泰医疗、康沅医疗、心玮医疗等。

2 行情复盘：板块性下跌，中成药跌幅最大

涨跌幅：本周医药板块下跌 5.2%，跑输沪深 300 指数 1.97 个百分点，在所有行业中排名倒数第 10；截至 2022 年 12 月 23 日，医药板块 2022 年累计跌幅 21.5%，在所有行业中排名倒数第 10。**成交额：**医药行业本周成交额为 4906 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 15.3%，较上周环比下降 2.4pct，高于 2018 年以来的中枢水平（8.4%）。**估值：**医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25 倍，环比下降 1.2。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 140%，较上周环比下降 4.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。**沪股通&深港通持股：**陆股通医药行业投资 1837 亿元，医药持股占陆股通总资金的 10.7%，医药北上资金环比减少 27 亿元。细分板块中，仅医疗器械、医疗服务板块有净流入。

细分板块涨跌幅分析：本周医药子板块均有一定下跌，其中中成药（-8.7%）、中药饮片（-8.4%）、化学原料药（-8.4%）跌幅较大，医疗服务（-0.7%）、医疗器械（-2.4%）跌幅较小。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周除医疗服务（+0.4%）略有上涨外，其他板块均有所下跌，其中 API 及制剂出口（-9.1%）、医药商业（-9.1%）和中药（-8.9%）跌幅较为明显。具体公司看，本周医疗器械板块微电生理（+5.8%）、惠泰医疗（+9.6%）涨幅明显，主要为电生理集采落地后国产产品有望加速放量的预期驱动；中药板块中以岭药业（-20%）、康缘药业（-16%）跌幅较为明显，主要为疫后药品放量预期变化带来的估值调整。

2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

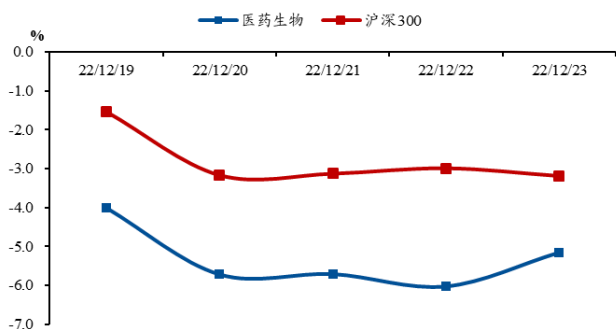
创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业等。

3 本周行情回顾

3.1 医药行业行情：子板块均有所下跌

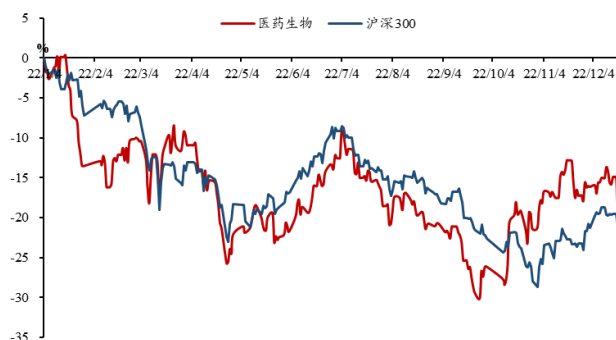
本周医药板块下跌 5.2%，跑输沪深 300 指数 1.97 个百分点，在所有行业中排名倒数第 10；截至 2022 年 12 月 23 日，医药板块 2022 年累计跌幅 21.5%，在所有行业中排名倒数第 10。

图7： 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



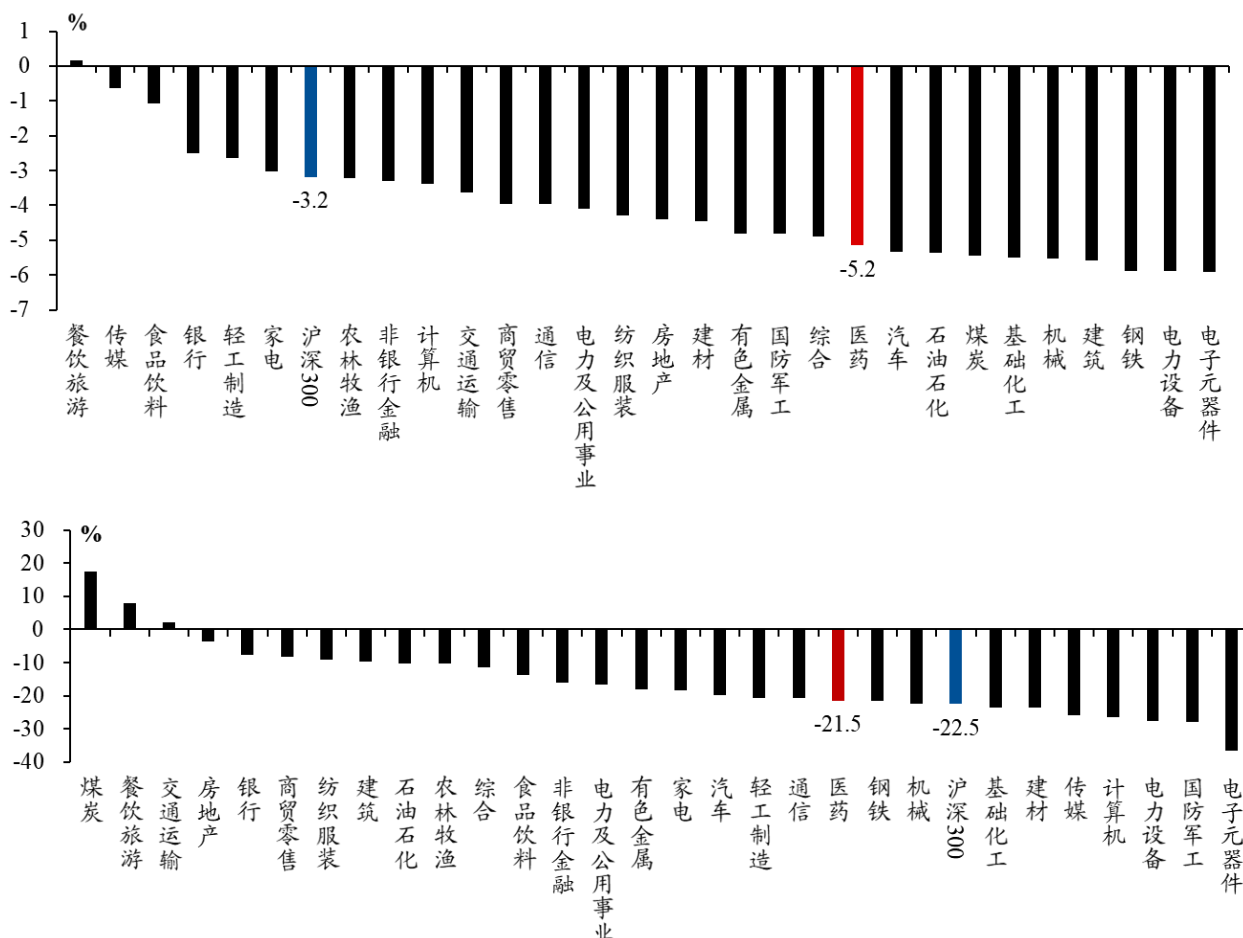
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 2022 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

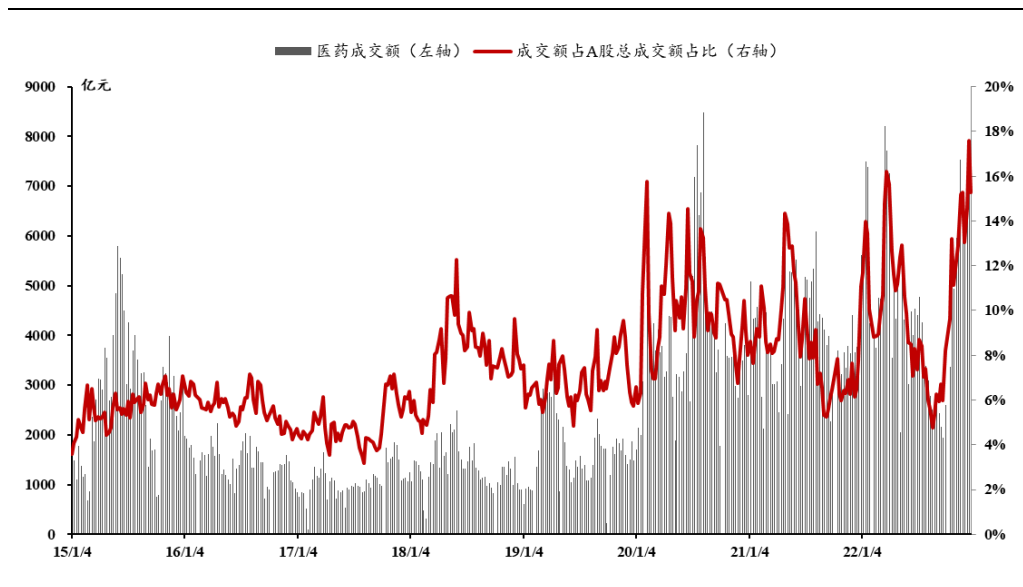
图9： 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2022 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额环比下降。成交额上看，医药行业本周成交额为 4906 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 15.3%，较上周环比下降 2.4pct，高于 2018 年以来的中枢水平（8.4%）。

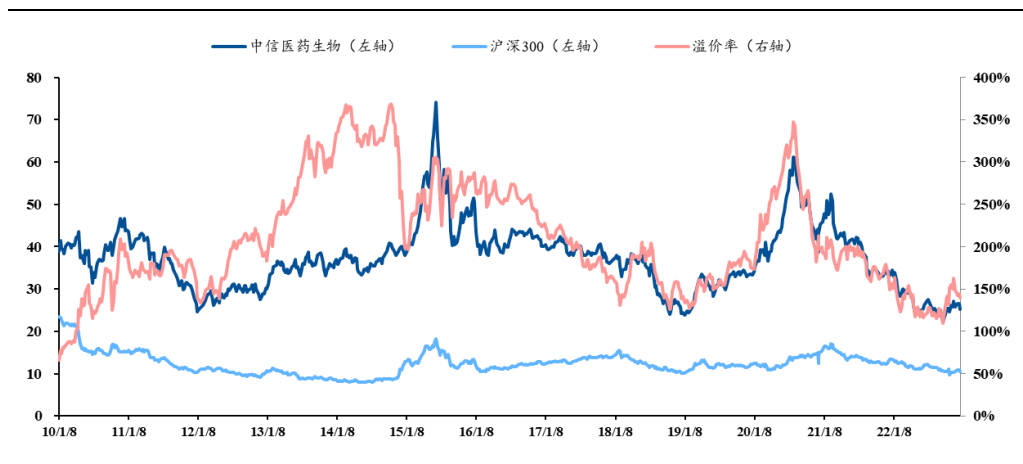
图10： 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值环比下降。截至 2022 年 12 月 23 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25 倍，环比下降 1.2。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 140%，较上周环比下降 4.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

图11： 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 医药子行业：板块性下跌，中成药跌幅最大

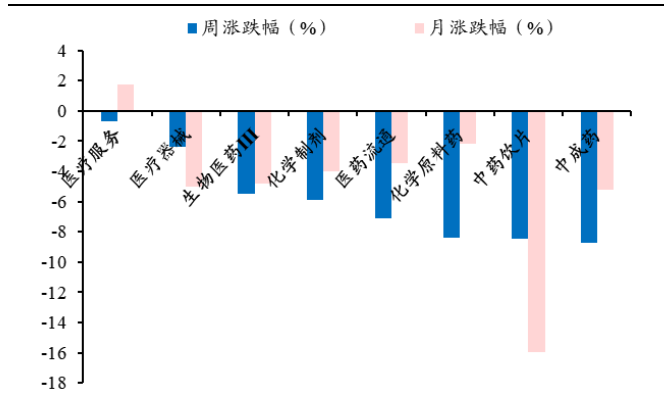
据 Wind 中信医药分类看，本周医药子板块均有一定下跌，其中中成药（-8.7%）、中药饮片（-8.4%）、化学原料药（-8.4%）跌幅较大，医疗服务（-0.7%）、医疗器械（-2.4%）跌幅较小。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周除医疗服务（+0.4%）略有上涨外，其他板块均有所下跌，其中 API 及制剂出口（-9.1%）、医药商业（-9.1%）和中药（-8.9%）跌幅较为明显。具体公司看，本周医疗器械板块微电生理（+5.8%）、惠泰医疗（+9.6%）涨

幅明显，主要为电生理集采落地后国产产品有望加速放量的预期驱动；中药板块中以岭药业（-20%）、康缘药业（-16%）跌幅较为明显，主要为疫后药品放量预期变化带来的估值调整。

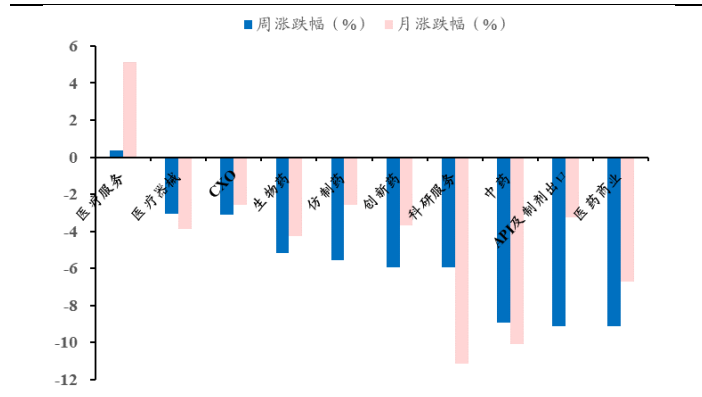
整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），以 2023 年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新器械处于疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。

图12： 本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

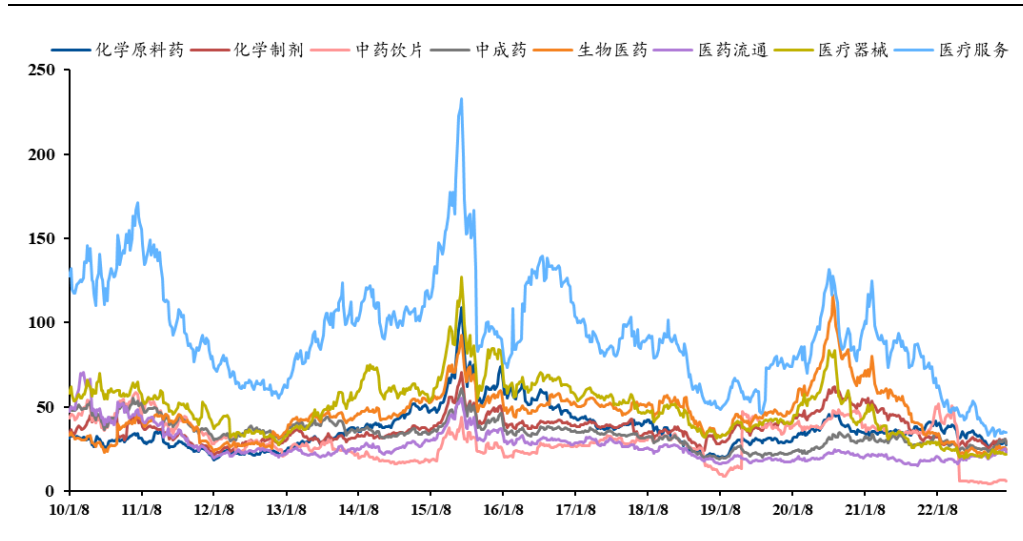
图13： 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（以上为浙商医药重点公司汇总）

估值：据 Wind 中信医药分类，本周医药子板块估值均有下降，其中中成药（-2.7）、化学原料药（-2.3）、医药流通（-1.9）降幅较大，医疗服务（-0.2）、医疗器械（-0.3）降幅较小。截至 2022 年 12 月 23 日，估值排名前三的板块分别为医疗服务、化学制剂和中成药，市盈率分别为 35 倍、29 倍、28 倍。

图14： 2010 年以来医药子行业估值变化情况



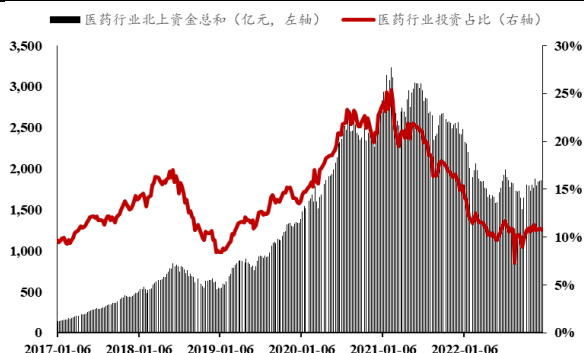
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 陆港通&港股通：北上资金减少

截至 2022 年 12 月 23 日，陆港通医药行业投资 1837 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.7%，医药北上资金环比减少 27 亿元。细分板块中，仅医疗器械、医疗服务板块有净流入。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气

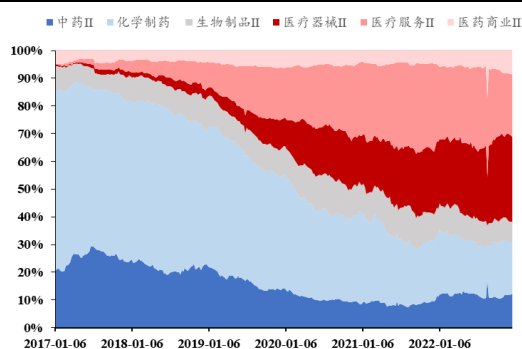
度预期，我们建议更着眼于国内医药先进制造的底层逻辑，关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图15: 2017-2022.12.23 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

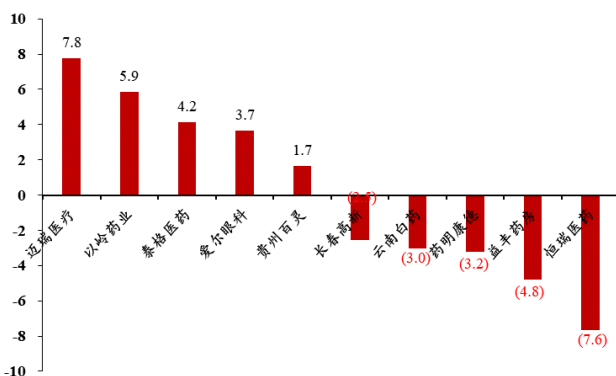
图16: 2017-2022.12.23 医药股北上资金布局子行业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

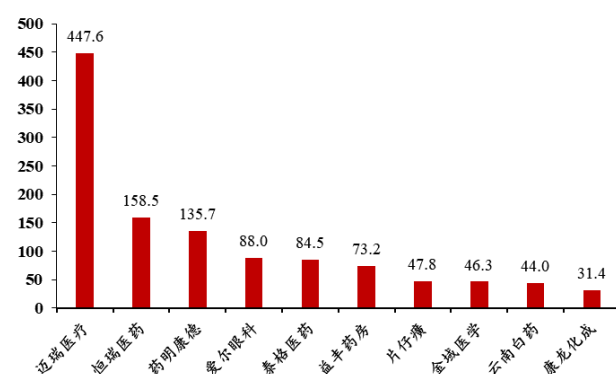
具体持仓标的上，2022年12月17日至12月23日陆港通医药标的市值增长前5名分别为迈瑞医疗、以岭药业、泰格医药、爱尔眼科、贵州百灵，市值下降前5名分别为恒瑞医药、益丰药房、药明康德、云南白药、长春高新。港股通医药标的市值增长前5名分别为药明生物、绿叶制药、爱康医疗、石四药集团、三生制药，市值下降前5名分别为阿里健康、平安好医生、山东新华制药股份、复星医药和中国中药。

图17: 2022.12.17-12.23 陆港通医药持股市值变动前后5名



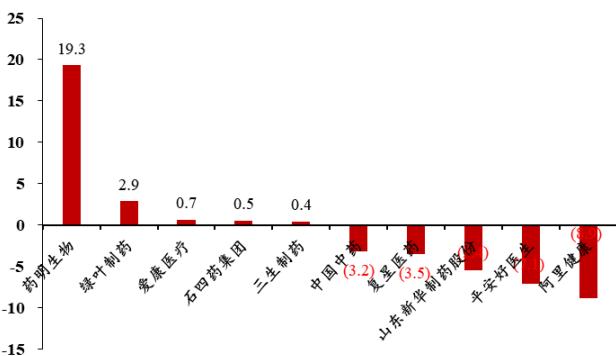
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2022.12.17-12.23 陆港通医药持股市值前10名



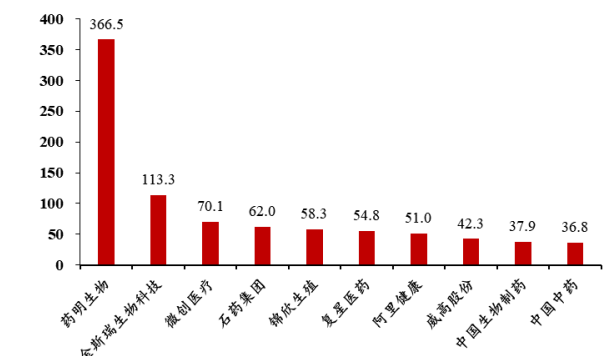
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2022.12.17-12.23 港股通医药持股市值变动前后5名



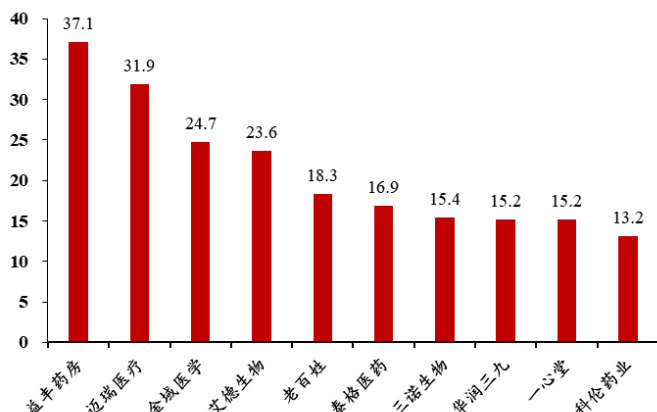
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2022.12.17-12.23 港股通医药持股市值前10名



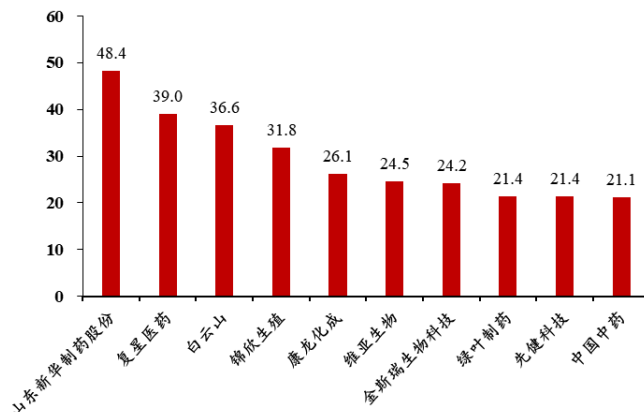
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 2022.12.17-12.23 陆港通医药股持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 2022.12.17-12.23 港股通医药股持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2022 年 12 月 12 日至 2023 年 1 月 6 日, 共有 27 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中百诚医药、南模生物、春立医疗等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。在股权质押方面, 方盛制药、莱茵生物、太极集团等公司第一大股东股权质押比例有所上升, 赛力斯、长江健康等公司第一大股东股权质押比例有所下降。

表5: 2022 年 12 月 5 日至 2022 年 12 月 30 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁股本占流通 A 股比例 (%)	解禁市值(万元)	解禁收益率 (%)
688202.SH	美迪西	2022-12-12	10.04	0.17	2,059.91	
301111.SZ	粤万年青	2022-12-12	221.30	3.18	5,829.03	151.34
300452.SZ	山河药辅	2022-12-13	44.24	0.24	747.60	
688136.SH	科兴制药	2022-12-14	198.70	2.97	5,080.79	14.51
002793.SZ	罗欣药业	2022-12-15	10,265.22	17.20	83,661.53	33.68
301111.SZ	粤万年青	2022-12-15	64.96	0.93	1,594.77	134.26
688235.SH	百济神州-U	2022-12-15	2,991.44	27.08	383,532.09	-33.43
300015.SZ	爱尔眼科	2022-12-16	1,554.31	0.27	45,696.71	
002437.SZ	誉衡药业	2022-12-19	598.05	0.27	1,674.54	
301096.SZ	百诚医药	2022-12-20	4,265.57	62.21	290,015.78	-14.59
688580.SH	伟思医疗	2022-12-20	0.45	0.02	22.94	
300595.SZ	欧普康视	2022-12-21	4,259.48	6.38	132,682.88	-11.73
688289.SH	圣湘生物	2022-12-22	131.88	0.38	2,926.48	
300246.SZ	宝莱特	2022-12-23	10.75	0.08	192.34	
002173.SZ	创新医疗	2022-12-23	303.08	0.81	2,006.40	
688161.SH	威高骨科	2022-12-26	2,525.25	33.67	136,110.80	
688133.SH	泰坦科技	2022-12-26	438.74	8.49	56,892.00	
688658.SH	悦康药业	2022-12-26	270.00	1.32	5,046.30	-23.28
300363.SZ	博腾股份	2022-12-26	10.39	0.02	399.91	
002287.SZ	奇正藏药	2022-12-26	35.27	0.07	804.88	

000538.SZ	云南白药	2022-12-27	83,588.58	49.61	4,622,448.26	10.47
301166.SZ	优宁维	2022-12-28	1,997.93	48.41	100,395.79	-41.61
002390.SZ	信邦制药	2022-12-28	36,000.00	19.67	173,520.00	16.18
688265.SH	南模生物	2022-12-28	3,022.16	62.08	136,601.48	-46.58
688068.SH	热景生物	2022-12-29	2,721.80	29.57	188,321.65	
688236.SH	春立医疗	2022-12-30	4,448.23	57.21	94,124.47	-29.02
301239.SZ	普瑞眼科	2023-01-04	192.89	5.16	12,728.96	96.11

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表6：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
方盛制药	16.66	0.00	0.00
莱茵生物	5.90	0.00	0.00
太极集团	5.20	0.00	0.00
羚锐制药	4.76	0.00	0.00
奇正藏药	2.36	0.00	0.00
灵康药业	-0.79	0.00	0.00
长江健康	-6.37	0.00	0.00
塞力斯	-8.97	0.00	0.00
博雅生物	0.00	5.26	0.00
迈克生物	0.00	0.00	-11.24

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>