

重点关注院内复苏机遇，持续跟踪门诊与手术量

2023 年 01 月 02 日

➤ **周度回顾：**2022 年最后一周申万医药指数上涨 0.98%，跑输同期上证综指（1.4%）和创业板指（2.6%），主要是由于抗疫相关板块资金波动所致。自 12 月疫情放开管控以来，市场对于医疗场景复苏情况特别关注，我们认为 2023 年作为医药全面复苏之年，被压制的医疗需求持续释放，院内复苏是非常重要的组成，需重点关注院内门诊与手术量的恢复情况。

➤ **疫后医院市场销售逐步恢复，大品种有望带来较大利润弹性。**2022 年 Q3 开始医院药品市场开始持续恢复，与去年第三季度相比，同比略有增长（+1%），以中成药增长贡献最大，销售额双位数增长，其中中成药、抗肿瘤仍保持正增长，呼吸骨科等未来修复空间明显，同时对比 2020 年医院端用药量的变化，我们认为院内呼吸、心血管、抗感染等领域用药将会显著恢复，同时这些也是大品种集中地，呼吸领域建议关注布地奈德、吸入用乙酰半胱氨酸溶液、布地奈德福莫特罗吸入粉雾剂(II)、硫酸特布他林雾化吸入用溶液等，心血管领域建议关注丁苯酞、硝苯地平；抗感染领域建议关注头孢哌酮舒巴坦、培南等抗生素的使用。

➤ **疫情期间外科手术量增速放缓，疫后有望得到快速修复。**随着国内老龄化、生活改善和医疗水平的进步，外科手术需求年也在增加，但由于疫情反复导致过去三年各类外科手术数量增速有所放缓，疫后有望看到持续恢复。根据 Life Science Intelligence 调研统计，2019-2022 年中国各类外科手术量 CAGR 均小于 2016-2019 年间，较多非紧急性的疾病治疗也在延后，其中普外、心外、心脏介入、眼科以及骨科相关手术量受到的影响较大，因此我们建议关注这些类型手术量的恢复带来的相关投资机遇，重点关注几个细分领域：心脏介入、眼科耗材和骨科耗材等。

➤ **本周重点关注：**成长组合：药石科技、金斯瑞生物科技、聚光科技；稳健组合：国际医学、南微医学、迈瑞医疗；弹性组合：富祥药业、微电生理、佰仁医疗。

➤ **投资建议：**随着疫情管控放开，全国各地陆续结束爆发高峰期进入疫情后周期，此前被压制的医疗需求将持续释放，因此我们建议重点关注院复苏带来的投资机遇，持续跟踪门诊与手术量的变化，对医药行业维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**医院门诊恢复不及预期，手术量恢复不及预期，其他风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300725.SZ	药石科技	80.50	2.44	1.76	2.54	31	43	30	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	24.85	-0.17	-0.11	-0.04	-	-	-	推荐
300203.SZ	聚光科技	33.90	-0.52	0.36	0.67	-	94	51	-
000516.SZ	国际医学	12.24	-0.37	-0.35	0.01	-	-	1,700	-
688029.SH	南微医学	82.13	2.44	1.90	2.59	47	43	32	-
300760.SZ	迈瑞医疗	315.97	6.59	8.03	9.73	48	39	32	-
300497.SZ	富祥药业	13.20	0.09	0.13	0.53	149	103	25	-
688351.SH	微电生理	26.47	-0.03	0.02	0.07	-	1,408	404	-
688198.SH	佰仁医疗	129.00	0.53	0.78	1.34	342	166	96	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；金斯瑞生物科技股价以港币计)

推荐

维持评级



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 孙怡

执业证书：S0100121120052

邮箱：sunyi@mszq.com

研究助理 朱凤萍

执业证书：S0100121110041

邮箱：zhufengping@mszq.com

相关研究

- 1.医药新制造之原料药月报 2022 年 11 月：解热镇痛药价格上调明显，化工品价格指数持续下行-2022/12/31
- 2.医药行业事件点评：中药保护条例重磅利好兑现在即，坚定看好中药战略性机遇-2022/12/26
- 3.民生医药一周首席谈：解热镇痛药产能充足，有力支持疫后快速复苏-2022/12/18
- 4.民生医药一周首席谈：复盘海外奥米克戎影响，看好新基建与复苏主线-2022/12/11
- 5.民生医药一周首席谈：国内多地防疫政策调整，医药复苏投资机遇凸显-2022/12/05

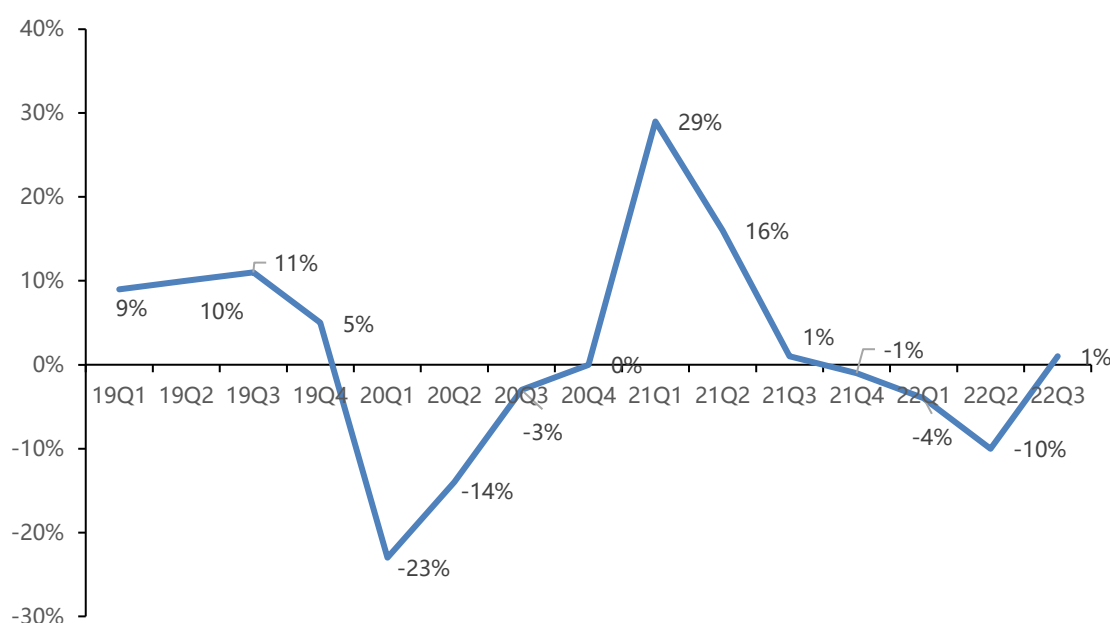
目录

1 疫后医院市场销售逐步恢复，大品种有望带来较大利润弹性	3
2 疫情期间外科手术量增速放缓，疫后有望得到快速修复	7
3 投资建议	11
4 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

1 疫后医院市场销售逐步恢复，大品种有望带来较大利润弹性

2022 年 Q3 开始医院药品市场开始持续恢复。受疫情封控影响，2022 年前三季度，中国医院药品市场销售额总数达 7158 亿元，同比下降 4.4%，主要是化学药市场下滑。2022 年第三季度，医院药品销售总额环比快速提升；与去年第三季度相比，同比略有增长（+1%），以中成药增长贡献最大，销售额双位数增长。

图1：全国医院药品市场销售额季度同比增速



资料来源：中康 CMH，民生证券研究院

中成药、抗肿瘤仍保持正增长，呼吸骨科等未来修复空间明显。中成药在医院市场的占比仍然位列第一，季度销售额同比增长 5.4%；MAT（滚动 12 个月销售）年销售额同比增长 5.5%，增速位列所有品类第一，其中用于治疗感冒咳嗽的中成药产品表现亮眼，主要与放开四类药销售有关。抗肿瘤和免疫调节剂位列第二，季度销售额同比增速有所下降，为-1.6%；MAT 年销售额近同比增长 1.3%。消化道和新陈代谢、全身用抗感染药季度销售额分列三、四位。

表1：2022 年第三季度医院用药十大治疗领域（按季度销售额排序）

排名	治疗领域	MAT同比增长率
1	其他（中成药为主）	5.5%
2	抗肿瘤和免疫调节剂	1.3%
3	消化道和新陈代谢	-2.8%
4	全身性抗感染药	-0.8%
5	心血管系统	-1.5%
6	神经系统	-1.0%
7	医用溶液	-0.7%
8	血液和血液形成器官	-1.7%
9	呼吸系统	-4.0%
10	骨骼肌肉系统	-7.8%

资料来源：IQVIA，民生证券研究院

对比 2020 年医院用药市场来看，心血管、抗感染、呼吸系统等有望快速恢复。对比 2020 年，从治疗领域来看，各一级治疗领域总体呈现负增长态势，抗肿瘤和免疫调节剂是唯一呈现正增长的领域，增速为 3.5%，其中 MAT 年销售额同比增速下降最明显的是呼吸系统（-22.6%）、全身性抗感染药（-21.8%）和心血管系统用药（-20.9%）。随着疫情的逐渐缓解，以及医院门诊的逐步恢复，这几类药物将有较大的恢复弹性。

表2：2020 年医院用药十大治疗领域（按季度销售额排序）

排名	治疗领域	MAT同比增长率
1	其他（中成药为主）	-12.0%
2	抗肿瘤和免疫调节剂	3.5%
3	消化道和新陈代谢	-3.7%
4	全身性抗感染药	-21.8%
5	心血管系统	-20.9%
6	神经系统	-12.1%
7	医用溶液	-5.0%
8	血液和血液形成器官	-7.7%
9	呼吸系统	-22.6%
10	骨骼肌肉系统	-7.0%

资料来源：IQVIA，民生证券研究院

呼吸领域大品种倍出，未来恢复弹性可期。根据米内网数据显示，2022 年上半年卖的最好的呼吸系统化药产品前五分别为吸入用布地奈德混悬液、吸入用乙酰半胱氨酸溶液、布地奈德福莫特罗吸入粉雾剂(II)、硫酸特布他林雾化吸入用溶液、枸地氯雷他定片。其中，布地奈德吸入剂 2022H1 同比增长率为-41.90%，在销售额几乎减半的情况下仍为中国公立医疗机构终端吸入剂 TOP1 品种。未来随着疫情的逐步缓解，以及医药门诊的持续恢复，布地奈德将释放更大的销售弹性，国内的上市公司代表主要有正大天晴，长风药业，鲁南制药等。

表3：2022 年上半年呼吸系统化药产品 TOP5

产品名称	2022H1增长率	代表药企
吸入式布地奈德混悬液	-41.90%	AstraZeneca, Cipla, 正大天晴, 长风药业, 鲁南制药等
吸入用乙酰半胱氨酸溶液	3.53%	瑞阳制药, 华纳大药厂, 吴中医药, 福安庆余堂, 斯达制药, 康缘药业, 长兴制药, 康恩贝生物制药等
布地奈德福莫特罗吸入粉雾剂	3.03%	阿斯利康, 康哲药业 (AstraZeneca AB) 等
硫酸特布他林雾化吸入用溶液	28.36%	康哲药业, 石家庄四药, 健康元海滨药业, 沈阳兴齐眼药等
枸地氯雷他定片	18.07%	(均非上市) 合肥医工医药, 广州海瑞药业等

资料来源：米内网，药智网，民生证券研究院

从 2022 年 H1 心血管系统用药（不含中成药）TOP10 药品来看，和 2021 年相比，石药恩必普独家品种丁苯酞氯化钠注射液稳坐榜首，烟酰胺注射液最新上榜，增速高达 91.9%；其次，成都诺迪康生物的独家品种注射用重组人脑利钠肽也达到了 43.7%高增长率。此外，石药的丁苯酞氯化钠注射液、吉林津升制药的注射用烟酰胺、诺华的沙库巴曲缬沙坦钠片等几款独家品种，增长率均在 15% 以上。随着院内门诊的逐步恢复，心血管系统用药大单品也将逐渐恢复弹性。

表4：2022 年 H1 院内市场心血管系统用药 TOP10

产品名称	销售额 (亿元)	增长率	代表药企
丁苯酞氯化钠注射液	24.5	24.5%	石药恩必普（独家）
注射用烟酰胺	19.6	26.9%	吉林津升制药（独家）
硝苯地平控释片	19.4	10.1%	石药欧意, 拜耳, 立方制药, 乐普药业, 德药制药, 上海现代制药, 国药环球制药, 百洋医药, 长兴制药
阿托伐他汀钙片	18.9	12.9%	辉瑞, 乐普制药, 南新制药, 花园药业
琥珀酸美托洛尔缓释片	13.5	17.2%	阿斯利康, 人福药业, 普洛康裕制药
注射用重组人脑利钠肽	13.0	43.7%	成都诺迪康生物（独家）
银杏叶提取物注射液	11.8	13.7%	悦康药业, 南光化学制药
苯磺酸左氨氯地平片	11.0	3.4%	华北制药, 石药欧意, 广州白云山制药, 四环药业, 康亚药业, 国药金石
烟酰胺注射液	10.0	91.9%	桂林南药, 广州白云山明兴制药, 国药集团等
沙库巴曲缬沙坦钠片	9.9	16.7%	诺华（独家）

资料来源：药融云，药智网，民生证券研究院

抗感染药物也将成为重点恢复领域。根据中康 CMH 数据统计，2022 年前三季度，医院市场销售额 TOP20 通用名中，头孢哌酮舒巴坦、哌拉西林钠他唑巴坦钠和美罗培南均为抗感染药物，销售额与去年同期相比分别增长 10.9%、1.3%和 1.6%。这三种药物将是抗感染药物中具有较大弹性的单品，头孢哌酮舒巴坦相关上市公司包括振东制药、罗欣药业、乐普药业等，哌拉西林钠他唑巴坦钠相关上市公司包括鲁抗医药、石药中诺、科伦药业等，美罗培南相关上市公司包括罗欣药业、联邦制药、石药集团等。此外还应关注上游原料药公司如富祥药业、海翔药业等。

表5：2022 年 H1 院内市场心血管系统用药 TOP10

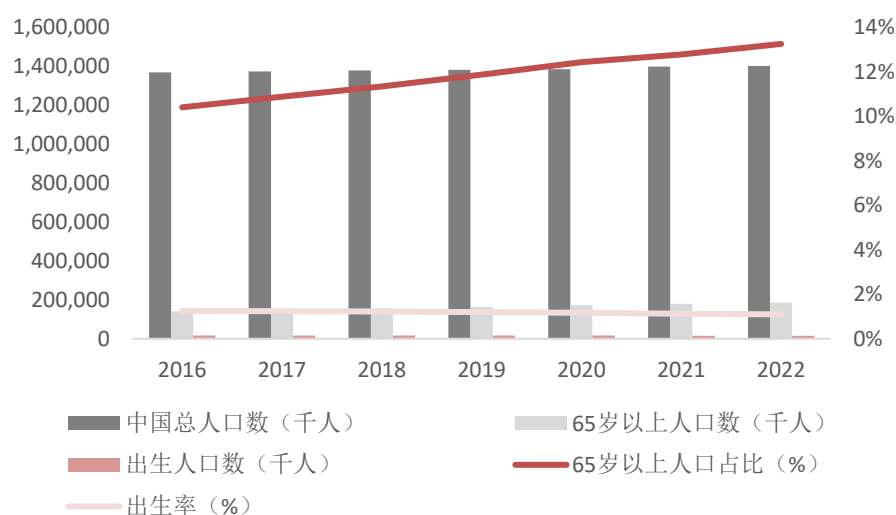
产品名称	增长率	制剂代表药企
头孢哌酮舒巴坦	10.9%	辉瑞, 振东泰盛制药, 国药致君制药, 罗欣药业, 乐普药业, 金城医药, 福安药业, 东瑞制药
哌拉西林钠他唑巴坦钠	1.3%	辉瑞, 鲁抗医药, 石药中诺, 科伦药业, 福安药业, 华北制药
美罗培南	1.6%	罗欣药业, 联邦制药, 石药集团欧意药业, 福安药业, 北大医药, 海南海药

资料来源：中康 CMH，药智网，民生证券研究院

2 疫情期间外科手术量增速放缓，疫后有望得到快速修复

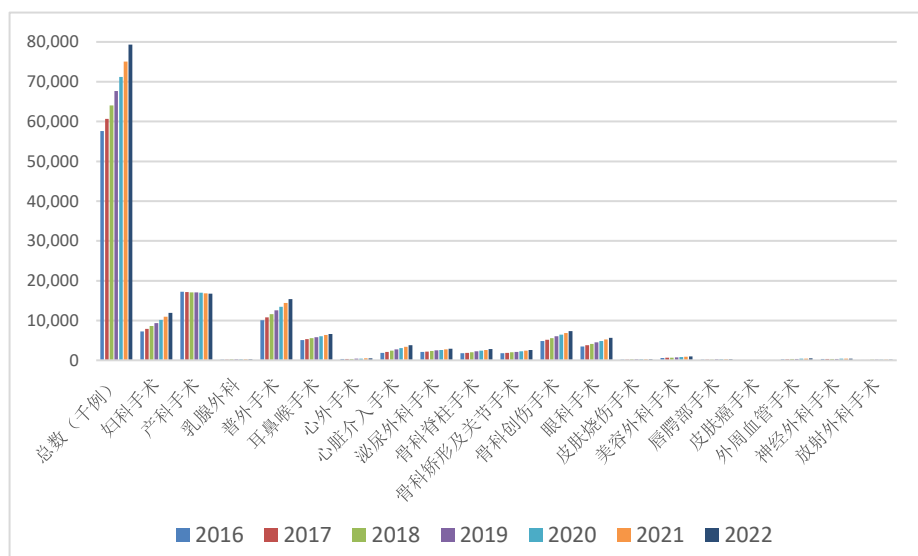
近年来伴随老年人口基数不断增大，健康意识提升，外科手术需求量逐年增加。根据美国国际人口普查局相关数据，2016-2022 年，中国总人口数从 13.7 亿提升到 14.0 亿，6 年 CAGR 为 0.4%，而老年人口数（≥65 岁）从 1.4 亿提高至 1.9 亿，6 年 CAGR 为 4.5%，占比从 2016 年的 10.4% 提高到 2022 年的 13.2%，此外，随着生活条件的改善和医疗水平的进步，健康意识不断提高，从而对手术的需求年也在增加。

图2：2016-2022 年中国老年人口占比不断提升



资料来源：人口普查局，民生证券研究院

受新冠疫情影响，2019-2022 年各类外科手术数量增速有所放缓，疫后有望恢复。根据 Life Science Intelligence 调研统计，2019-2022 年中国各类外科手术量 CAGR 均小于 2016-2019 年间，主要系新冠疫情导致医疗资源受到不同程度挤压，较多非紧急性的疾病治疗也在延后，其中普外、心外、心脏介入、眼科以及骨科相关手术量受到的影响较大，CAGR (2019-2022) 较 CAGR (2016-2019) 少了至少 0.5pct。伴随疫情期间各类医疗资源的补短板建设，如千县工程、贴息贷款等，疫情后相关手术量有望得到快速恢复。

图3：2019-2022 年外科手术量变化（台）


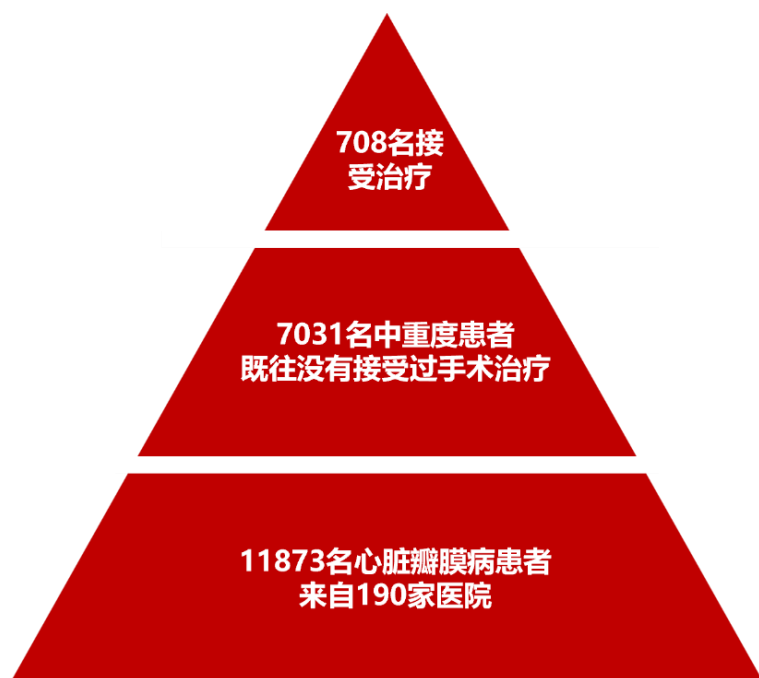
资料来源：Life Science Intelligence，民生证券研究院

根据受疫情影响较大的不同手术类别来区分，我们推荐以下几个细分领域进行重点关注：

- 1) 心脏介入：a) 目前中国心脏瓣膜疾病手术渗透率极低，中重度瓣膜病患者治疗率仅约 10%，且易发生多瓣膜病变，行业成长空间广阔；b) 术者学习曲线爬坡阶段性完成，截至 2021 年底，国内累计完成 TAVR（经导管主动脉置换术）手术约 1.6 万例，预计 2022 年即可破万例，行业发展迅速；c) 医保政策即将覆盖，2022 年上海已将 TAVR 收费项目纳入医保，并按照手术量绩效支付，并未对耗材价格实施调整，有助于提振 TAVR 手术量；d) 2022 新版专家共识再次扩大 TAVR 治疗范围，随着符合我国患者特征的验证性临床数据不断出炉，患者治疗信心会不断增强。

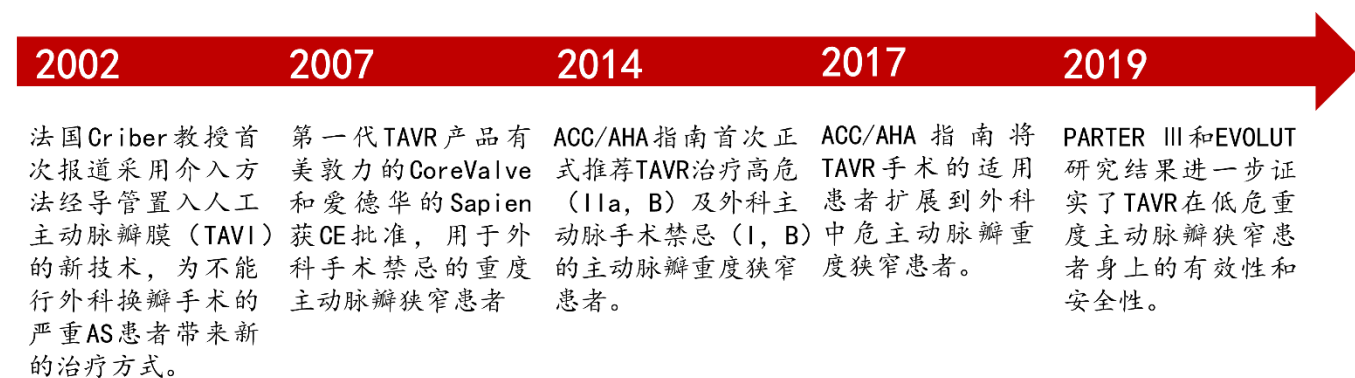
重点关注标的：佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗和心通医疗。

图4：2019 年中国中或重度瓣膜病患者中手术治疗率仅约 10%



资料来源：2019ACC，民生证券研究院

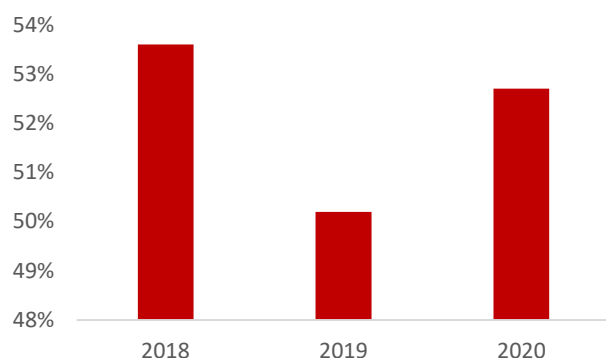
图5：TAVR 适应症逐步扩展到中危甚至低危重度主动脉瓣狭窄患者



资料来源：ACC/HAA，公司官网，民生证券研究院

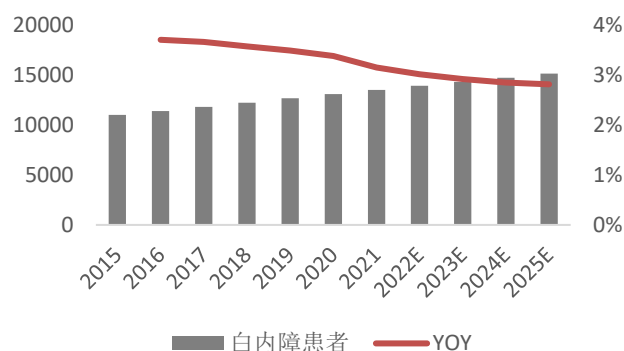
- 2) 眼科耗材：a) 中国近视防控市场需求大，青少年近视率居高不下，且治疗渗透率正快速提升；b) 白内障患者基数大，现阶段治疗渗透率远低于欧美发达国家，如 2019 年我国每百万人白内障手术例数为 3143 例，远低于欧美每百万人的超万例，且伴随人口老龄化加剧，相关需求将进一步提升；c) 国产力量崛起，集采政策带动国产化率快速提升，且终端产品降价提高患者可及性。建议关注标的爱博医疗、昊海生科、欧普康视等。

图6：2018-2020 年中国青少年近视率长期高于 50%



资料来源：中国卫健委，民生证券研究院

图7：2015-2025 年,中国白内障患者数将持续增加(万人)



资料来源：共研网，民生证券研究院

- 3) 骨科耗材：集采影响逐步出清，国产替代大有可为。骨科器械业内销售基本采用经销模式，经销商不仅负责产品销售，更需要为医院组织学术活动并提供跟台的服务。集采前进口髋/膝关节的平均出厂价远高于国产同类产品，集采后进口产品的降幅更大，进口渠道商利润受限，跟台服务积极性下滑，进而开始转为代理国产同类产品。2022 年 7 月 11 号，脊柱耗材国家带量采购正式启动，国产大厂基本全线中标，外企仅有部分中标且价格接近“复活线”报价，以海外产品成本价计算，此次中标价格难以覆盖海外产品成本。国产厂商有望凭借成本优势获取大部分市场份额。建议重点关注威高股份、微创医疗、大博医疗。

3 投资建议

随着疫情管控放开，全国各地陆续结束爆发高峰期进入疫情后周期，此前被压制的医疗需求将持续释放，因此我们建议重点关注院复苏带来的投资机遇，持续跟踪门诊与手术量的变化，对医药行业维持“推荐”评级。

4 风险提示

- 1) **医院门诊恢复不及预期。**医院门诊恢复不及预期将影响医院端药品的销售量，从而影响相关药品的销售额。
- 2) **手术量恢复不及预期。**手术量恢复不及预期将导致相关耗材使用量减少，影响其销售额，从而影响相关公司业绩。
- 3) **其他风险。**

插图目录

图 1: 全国医院药品市场销售额季度同比增速	3
图 2: 2016-2022 年中国老年人口占比不断提升	7
图 3: 2019-2022 年外科手术量变化 (台)	8
图 4: 2019 年中国中或重度瓣膜病患者中手术治疗率仅约 10%	9
图 5: TAVR 适应症逐步扩展到中危甚至低危重度主动脉瓣狭窄患者	9
图 6: 2018-2020 年中国青少年近视率长期高于 50%	10
图 7: 2015-2025 年, 中国白内障患者数将持续增加 (万人)	10

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2022 年第三季度医院用药十大治疗领域 (按季度销售额排序)	4
表 2: 2020 年医院用药十大治疗领域 (按季度销售额排序)	4
表 3: 2022 年上半年呼吸系统化药产品 TOP5	5
表 4: 2022 年 H1 院内市场心血管系统用药 TOP10	5
表 5: 2022 年 H1 院内市场心血管系统用药 TOP10	6

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026