

# 新时代下的慢牛起点，医药消费与制造共复苏

## ——医药行业2023年度投资策略报告

周超泽



## 年度观点：创新与中医药齐飞，消费同制造共复苏

2022年末，历时三年的新冠防控终于落下帷幕，社会开始逐步恢复正常，过往在市场表现层面，疫情肆虐总是带来医药板块的阶段行情，但实际上除了核酸检测、防疫物资等少数板块，绝大部分医药子领域基本面都在疫情期间受损，**因此我们认为2023年医药板块也将迎来全面复苏，我们重点看好医药内部创新的、民族的、安全的和世界的等多方面的投资机遇。**

**【创新驱动未来：Licence out获得巨大成功，国产创新终结硕果】**2022年国产创新力量结下累累硕果，既有全球性优效数据披露，也有licence out的deal金额持续超预期，我们看好国产创新力量就此真正崛起，关注国内一批拥有原始创新能力与平台价值的创新企业如百济神州、荣昌生物、康方生物、康诺亚、科伦药业等。

**【民族传承之光：中医药政策催化持续落地，战略机遇长期演绎】**中医药作为国家重点政策支持方向，战略性机遇将持续演绎，2023年将有几大催化剂落地：新版基药目录调整、配方颗粒的放量和中药保护条例调整的出台，建议关注三大主线：（1）国企改革+股权激励推动公司业绩释放；（2）配方颗粒放量；（3）中药创新大势已至，新版基药目录+医保调整加速利好中医板块。

**【安全内生发展：消费服务复苏之路光明，安全发展为未来主旋律】**（1）疫情放开以后，重点关注消费场景与消费产品的复苏，以眼科、肿瘤科、康复科、医美、药房为代表的刚需医疗服务需求的恢复，相关标的如普瑞眼科、国际医学、华东医药、海吉亚、健之佳等；（2）高值耗材：市场规模在医院复苏推动下将快速增长，集采背景下重点关注集中度提升、国产替代、产品升级、器械出海四大方向；（3）生命科学试剂：国产化替代刚刚开始，景气度高且空间大，兼有全球化拓展空间，新冠扰动逐步褪去后迎来新成长时代；（4）科学仪器与高端医疗设备：科学仪器持续攻关带来高壁垒和优异格局，国内企业持续突破技术难关，此外高端医疗设备在医疗新基建支持下迎来国产化率提升的大好机遇。

**【世界制造工厂：制造优势多元化凸显，全球化征程永不停歇】**（1）CXO：伴随全球投融资数据的逐步回暖，我们看好国内临床CRO与特色CXO如分子砌块、药学服务、动物实验等方面有望率先恢复；（2）原料药：周期底部，重心上移，需求回暖与成本改善持续在发生，2023年业绩或将有显著改善。

风险提示：业绩不及预期风险；地缘政治风险；投融资减少风险



01

**创新驱动未来：Licence out获得巨大成功，  
国产创新终结硕果**

02

**民族传承之光：中医药政策催化持续落地，  
战略机遇长期演绎**

03

**安全内生发展：消费服务复苏之路光明，安  
全发展为未来主旋律**

04

**世界制造工厂：制造优势多元化凸显，全球化  
征程永不停歇**

05

**风险提示**

CONTENTS

目录



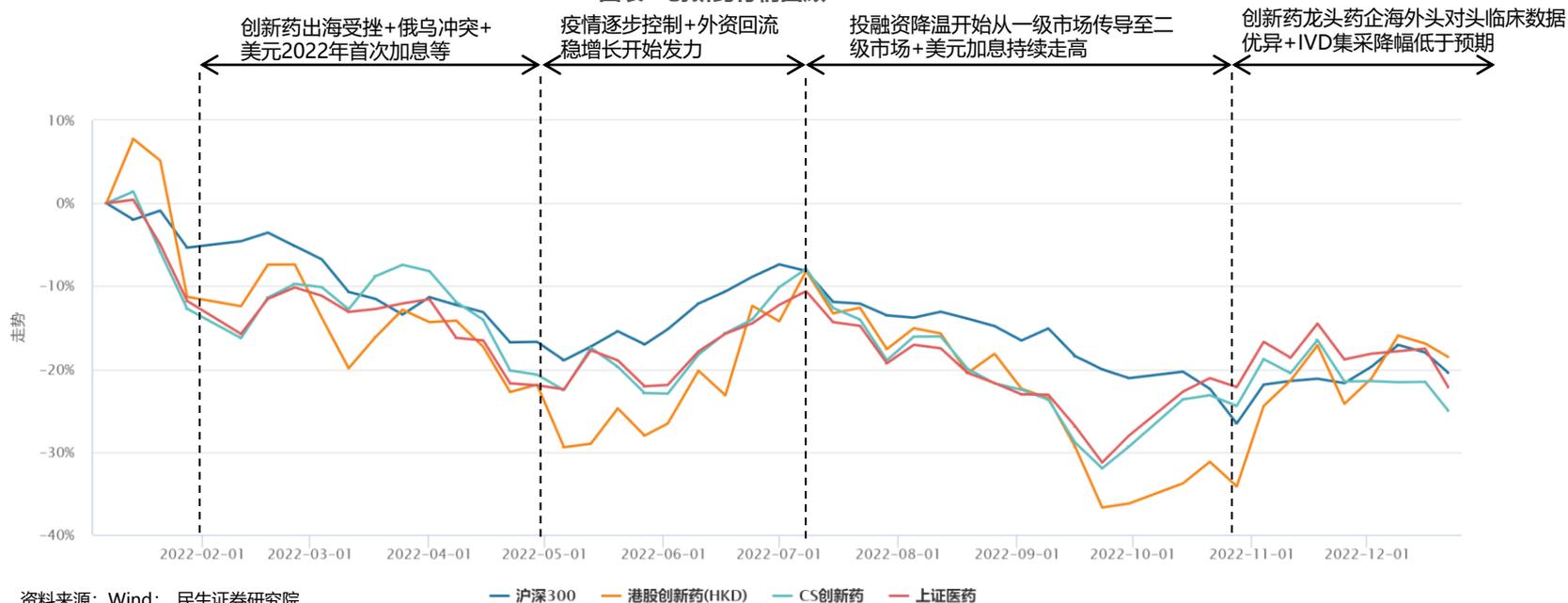
# 1 创新驱动未来：Licence out获得巨大成功，国产创新终结硕果

# 1.1

## 创新药：一改2022年初颓势，年内上演两波行情

- 2022年创新药一改2-5月份颓势，5-7月第一波行情为A股大幅下跌后的流行性宽裕叠加美股XBI指数上涨带来的系统性行情；10-12月第二波行情为医药整体行情中创新药逐步走出独立行情，并在此过程中逐步出现行业利好支持龙头股继续上涨。

图表：创新药行情回顾

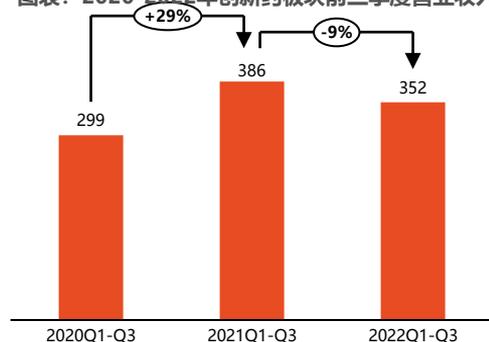


资料来源：Wind；民生证券研究院

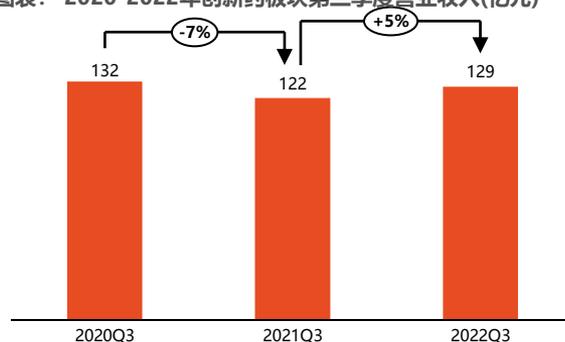
# 1.2 创新药：Pharma类创新药企稳健增长，新兴Bio-tech销售异军突起

- 创新药板块分化趋势较为明显。从营收变动情况来看，部分传统创新药企受集采及医保降价的影响，整体营收下降或增速较低。部分新兴Biotech类公司营收增长喜人，达到高两位数甚至翻倍以上增长，如荣昌生物、泽璟制药等。

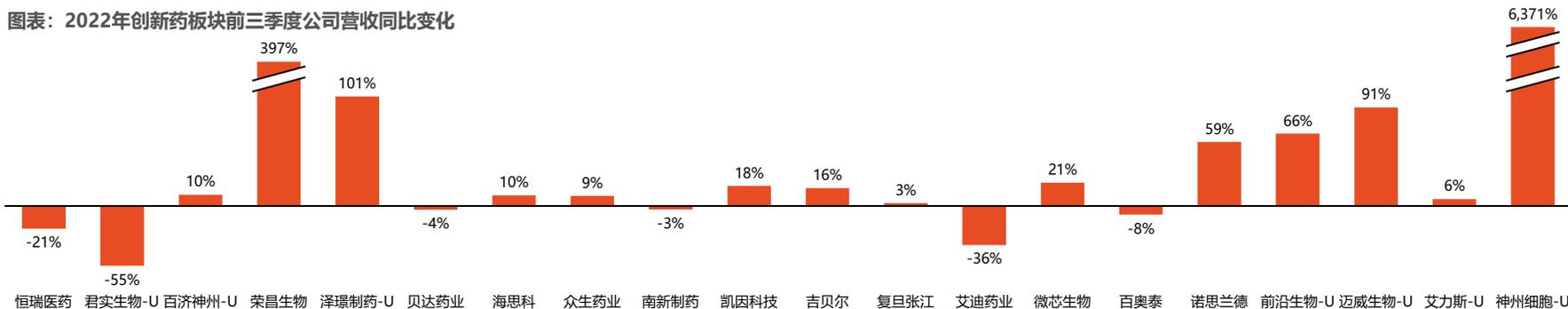
图表：2020-2022年创新药板块前三季度营业收入(亿元)



图表：2020-2022年创新药板块第三季度营业收入(亿元)



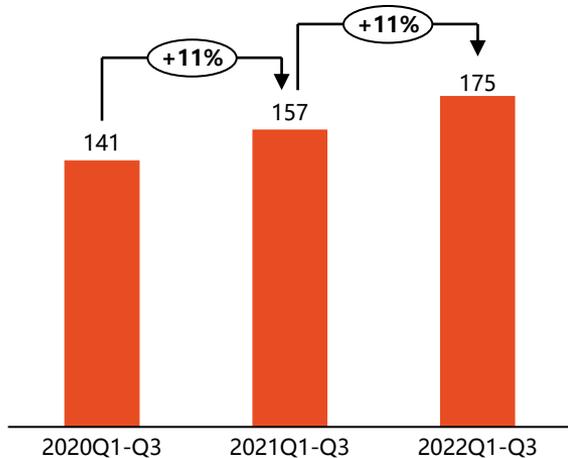
图表：2022年创新药板块前三季度公司营收同比变化



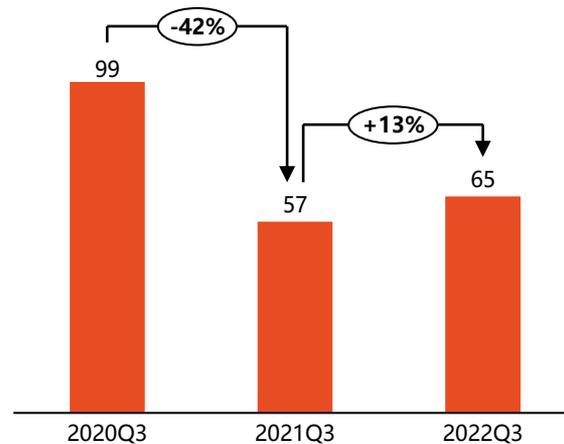
## 1.3 创新药：研发投入持续加码，有力支撑在研管线推进

- 从研发费用来看，创新药厂商持续大力投入研发工作。参考2020-2022年前三季度板块研发费用变化情况，2022Q1-Q3研发费用共投入175亿元，同比增长11%，连续两年保持双位数以上增长。分季度看，2022年Q3创新药板块实现研发投入65亿元，较2021年同期仍增长13%。

图表：2020-2022年创新药板块前三季度研发费用(亿元)



图表：2020-2022年创新药板块第三季度研发费用(亿元)



## 1.4 国产创新齐头并进，biotech企业与传统企业均有斩获

- 目前截至2022年11月，国产原创上市药物已成功上市12个，其中化学药物7个，生物药物5个。同时国产创新药企呈现齐头并进态势，从Pharma类公司恒瑞医药，石药集团到Biotech类公司乐普生物，康方生物均有所斩获。

图表：2022年上市国产创新药物（截至2022年11月）

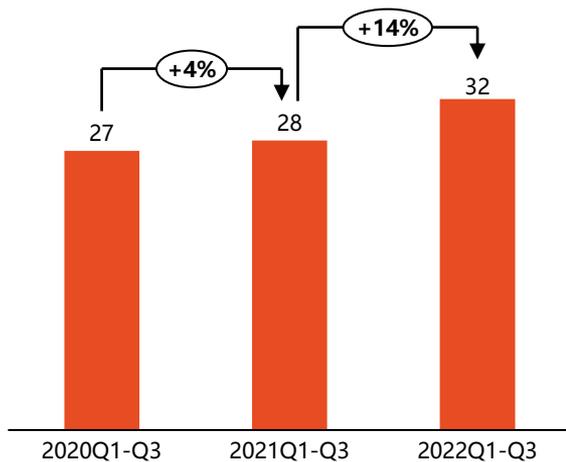
药物名	商品名	公司	类型	批准日期
林普利塞	因他瑞	瓊黎药业	化药	2022/11/09
托鲁地文拉法辛	若欣林	绿叶制药	化药	2022/11/03
普利单抗	普佑恒	乐普生物	生物药	2022/07/22
卡度尼利单抗	开坦尼	康方生物	生物药	2022/06/29
瑞维鲁胺	艾瑞恩	恒瑞医药	化药	2022/06/29
替戈拉生	泰欣赞	罗欣药业	化药	2022/04/13
佩米替尼	达伯坦	信达生物	化药	2022/04/06
斯鲁利单抗	汉斯状	复宏汉霖	生物药	2022/03/24
度维利塞	克必妥	石药集团	化药	2022/03/18
依马利尤单抗	伽蜜芬	苏庇医药	生物药	2022/03/11
艾伏尼布	拓舒沃	基石药业	化药	2022/02/09
奥木替韦单抗	迅可	华北制药	生物药	2022/01/26

资料来源：医药魔方；民生证券研究院

# 1.5 Licence out获得巨大成功，国产创新实力得到全球认可

- 从License-out数目来看，国内创新药出海数目仍保持高速增长。参考2020-2022年前三季度板块License-out变化情况，2022Q1-Q3License-out数目保持高速增长态势，同比2021年增长14%，增速较2021年增长10 pct。除了数量以外，交易总额也频超预期，开始出现交易总额突破50亿美元的deal达成。

图表：2020-2022年创新药板块License-out项目数(个)



资料来源：医药魔方；民生证券研究院

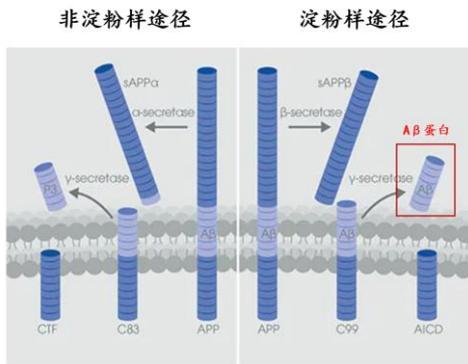
图表：2022年创新药板块License-out部分项目

项目名称	许可方	受让方	首付款	交易总额	授权区域
七种ADC	科伦博泰	默沙东	1.75亿美元	93亿美元	全球
AK112	康方生物	Summit Therapeutics	5亿美元	50亿美元	美国、加拿大、欧洲和日本
全人源重链抗体平台HCAb	诺纳生物	Moderna	600万美元	5.6亿美元	全球
CABA-201	驯鹿生物	Cabaletta Bio	-	1.62亿美元	全球
SIM0278	先声药业	Almirall	1500万美元	5.07亿美元	全球（不含大中华区）
PRG-1801	普瑞金	Galapagos	-	2.5亿欧元	美国,欧洲,日本,其他
JMKX002992	济民可信	基因泰克	6000万美元	6.5亿美元	全球
SYSA1801	石药集团	Elevation Oncology	2700万美元	11.95亿美元	全球（不含大中华区）
SKB315	科伦博泰	默沙东	3500万美元	9.36亿美元	全球（不含大中华区）
利拉鲁肽注射液	华东医药	Julphar	-	-	17个国家
HLX11、HLX13、HLX14	复宏汉霖	Organon	7300万美元	5.41亿美元	美国、欧盟、日本等

# 1.6

## 2023年创新药潜藏丰厚机会-阿尔茨海默Aβ疗法再现曙光

图表：Aβ蛋白分泌机制



资料来源：Wind；民生证券研究院

- 阿尔兹海默病病因和发病机制并不明确，目前学术端主要认为β淀粉蛋白沉积（amyloid-β）积聚的细胞外老年斑，tau蛋白过度磷酸化所产生的神经细胞内神经原纤维缠结和神经元丢失伴胶质细胞增生是其病理改变的基础。
- 淀粉样前体蛋白（APP）是一种在多种组织中表达的膜内在蛋白，并且集中在神经元的突触。其主要通过两种途径降解(1)非淀粉样途径(2)淀粉样途径：由β和γ分泌酶依次切割，产物包括39-43个氨基酸在内的多种Aβ多肽，可能形成水溶性的单聚体，不溶性的寡聚体、原纤维和纤维等多种形式，其中不溶性形式可以形成淀粉样斑块，导致脑内神经纤维缠结，具备较强的神经毒性，是导致阿尔兹海默病的主要因素之一。
- 卫材公司在于旧金山召开的CATD大会上宣布了阿尔兹海默病（AD）新药，抗β淀粉样蛋白（Aβ）抗体药物Lecanemab的3期临床研究Clarity AD的临床研究成果。Lecanemab治疗18个月，治疗组相对安慰剂组临床痴呆评分总和量表（CDR-SB）评分下降减缓了27%，其他次要终点指标均有改善。
- 在Aducanumab争议不断、Gantenerumab宣告失败的时间点，Lecanemab取得如此优异的临床数据为Aβ这一争议靶点临床研究的持续推进打造良好条件。

**1.6**

## 2023年创新药潜藏丰厚机会-阿尔茨海默A $\beta$ 疗法再现曙光

- 目前通过靶向A $\beta$ 治疗阿尔兹海默症的国内临床进展最快仍为卫材，礼来，罗氏三家龙头公司，目前国内先声，恒瑞紧随其后。

图表：阿尔兹海默在研药物

药物名	靶点	公司名	类型
仑卡奈单抗	A $\beta$	卫材	申请上市
Donanemab	pGlu3-A $\beta$	礼来	Phase III
Gantenerumab	A $\beta$	罗氏/Genentech	Phase III
克雷内治单抗	A $\beta$	罗氏/Genentech	Phase III
SIM0408	QPCT	先声/Vivoryon Therapeutics	Phase II
SHR-1707	A $\beta$	恒瑞	Phase I
苏兰珠单抗	A $\beta$	礼来	批准临床

资料来源：医药魔方；民生证券研究院

## 1.6 2023年创新药潜藏丰厚机会-肿瘤免疫微环境调控方式多元化

- 肿瘤微环境调控从以往的血供控制逐步转向多种免疫微环境调节思路，Treg，DC细胞为重要靶点
- 正向调节与负向调节齐头并进：新一代肿瘤微环境调节手段聚焦于调节Treg在肿瘤外环境的抑制作用以及通过激活树突细胞，巨噬细胞等实现肿瘤组织区域的免疫微环境改善，进而提升抗肿瘤效果。

图表：肿瘤免疫在研药物

公司	药物名	靶点	作用位点	药物类型	药理作用
Abbvie	ABBV-151	GARP+TGFβ1	Treg	单抗	阻断TGFβ1 释放
	CLBR001/SWI019	CD19	双分子CAR-T	细胞疗法	SWI019可以调节CLBR001激活程度
	TTX-030	CD39	CD39抑制剂	单抗	提高细胞外ATP浓度，激活树突及骨髓来源细胞
Bayer	ATA2271	间皮素	肿瘤细胞表面间皮素	细胞疗法	CAR-T细胞表面结合PD-1 DNR降低T细胞耗竭
BMS	ONO-4578	EP4	肿瘤外泌的PGE2	小分子	解除肿瘤免疫抑制微环境对巨噬细胞等抑制作用
Glied	GS-3583	FLT3R	cDC1s: DC亚型1	FC融合蛋白	FLT3可以激活DC细胞增殖

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

# 1.6 2023年创新药潜藏丰厚机会-肿瘤免疫微环境调控方式多元化

➤ 百济神州，君实生物以及恒瑞医药为代表的国内创新药企龙头在部分靶点研究的新颖性和研发进展上处于国际第一梯队，未来可期。

图表：肿瘤免疫在研药物

药物名	靶点	公司名	临床进度	药理作用
BGB-15025	HPK1抑制剂	百济神州	申请上市	增强T细胞活性，激活T细胞
HY-0102	NKG2A	怀越生物	Phase III	激活NK细胞
LB1910	CLL-1	传奇生物	Phase III	CAR-T细胞疗法
SHR-1906	CTGF	恒瑞医药	Phase III	阻断纤维化疾病进程和恶性肿瘤进展
ES002	CD39	科望医药	Phase II	抑制腺苷的生成，同时维持具有促炎反应的细胞外ATP的水平
JS019	CD39	君实生物	Phase I	抑制腺苷的生成，同时维持具有促炎反应的细胞外ATP的水平

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

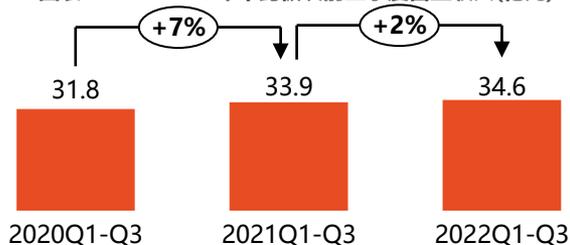
## 2 民族传承之光：政策催化持续落地，战略机遇长期演绎

## 2.1 2022Q1-Q3营收小幅增长，板块利润短期承压

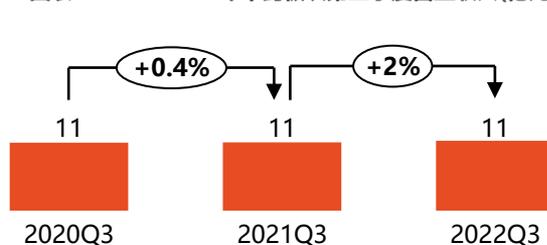
- 2022年疫情防控难度相较于2021年更大，2022前三季度以医院和零售药店为主要销售渠道的中药板块受到疫情影响较大；且2021年业绩基数高，板块业绩短期承压。我们选取SW中药板块中共75只个股，计算算数平均值。

- 从收入来看，中药厂商营收小幅增长，短期受疫情影响。**由于2022年疫情防控难度较2021年更大，以医院和零售药店为主要销售渠道的中药板块受疫情影响较大。参考2020-2022年前三季度板块收入变化情况，2022年前三季度板块实现收入34.60亿元，同比增长2%，较2021年前三季度收入增速下降5 pct。
- 从利润上看，中药厂商归母净利润略有下降，板块短期承压。**由于2021年利润基数较高，受疫情影响后板块利润短期承压。参考2020-2022年前三季度板块收入变化情况，2022年前三季度板块实现净利润3亿元，同比下降12%，较2021年前三季度净利润增速下降32 pct。
- 从单季度上看，第三季度收入增速基本稳定，净利润表现符合预期。**2022年第三季度中药板块实现收入11亿元，同比增长2%；实现净利润1亿元，同比下降4%。

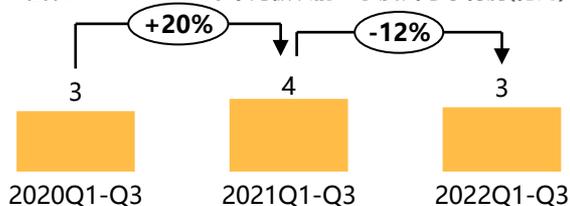
图表 2020-2022年中药板块前三季度营业收入(亿元)



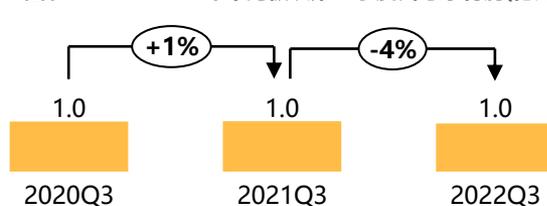
图表 2020-2022年中药板块第三季度营业收入(亿元)



图表: 2020-2022年中药板块前三季度归母净利润(亿元)

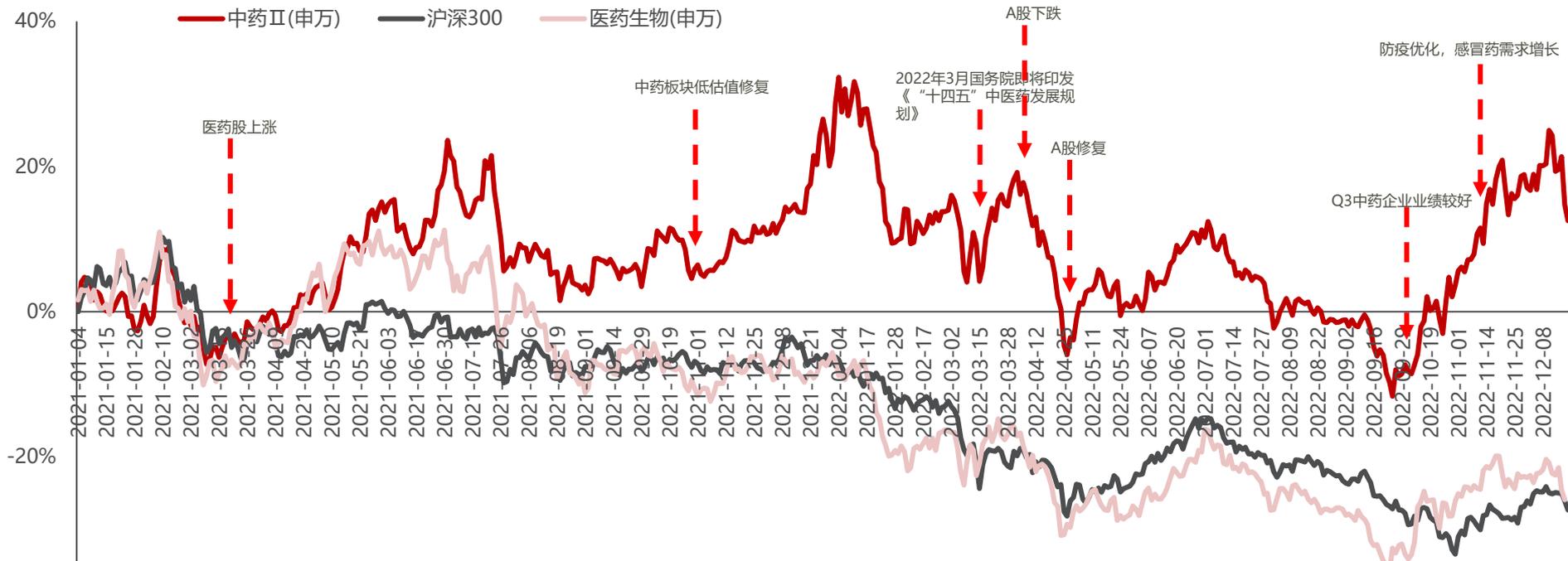


图表: 2020-2022年中药板块第三季度归母净利润(亿元)



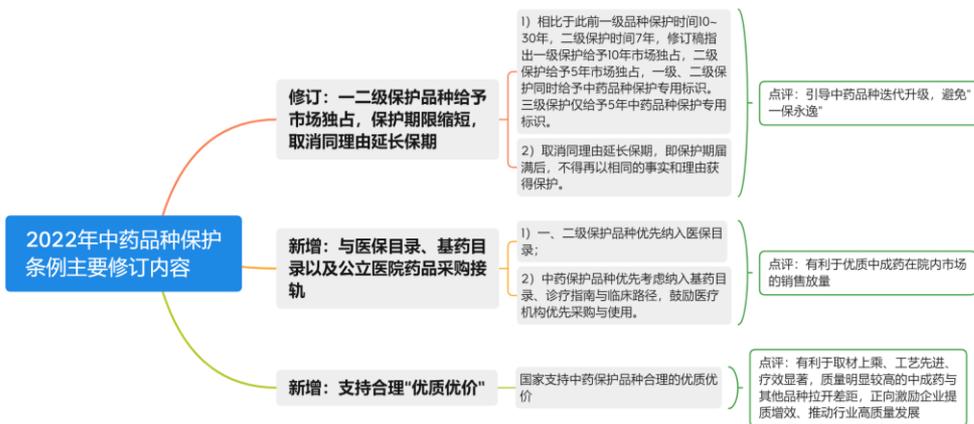
- 2021年以来，中药板块迎来多因素催化，各项支持政策逐步落地和出台，中医药迎来估值重塑的新成长性时刻，作为长期演绎的战略机遇，我们看好中医药三条主线：（1）国企改革主线相关公司的业绩兑现；（2）中药传承创新的成果；（3）配方颗粒跟着备案节奏的放量。

图表 中药（申万）、沪深300、医药生物（申万）股价涨跌幅



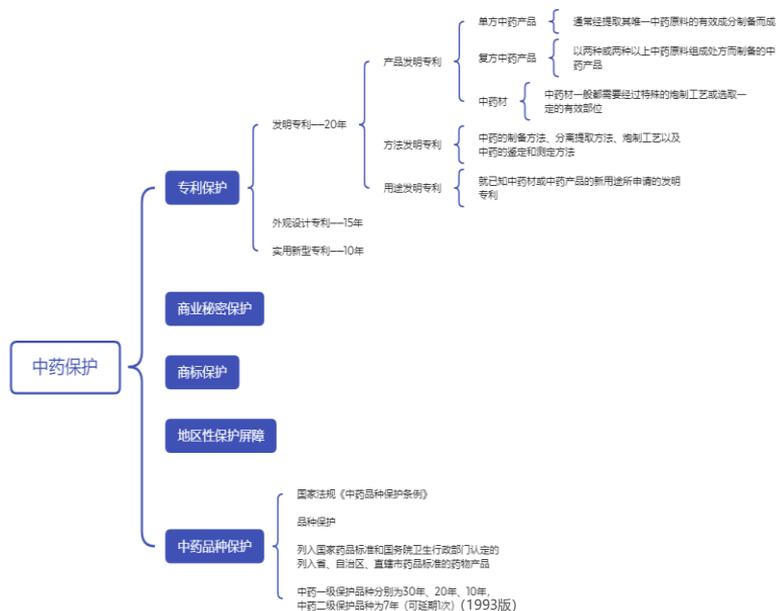
- 2022年12月22日，国家药监局综合司发布《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》并公开征求意见，此前版本自1993年1月1日正式实施。此次修订有望加速中成药销售，推动中成药创新研发。中药品种保护条例（修订稿）的出台，标志着优质中成药不仅享有品种保护、市场独占，更与双目录挂钩，增加优势品种的终端需求和市场竞争力，中成药销售有望提速。同时条例还强调了中成药在危重症、儿童疾病中的重要作用，以及循证医学在中成药研发中的重要地位，积极鼓励中成药的创新研发。

图表：《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》主要修订内容



资料来源：CDE，民生证券研究院绘制

图表：中药保护方法



资料来源：中国卫生法制，民生证券研究院

## 2.1 国企改革：改革注入更强发展动力，业绩有望进一步提升

- A股中药上市公司中，实际控制人属性为国资委、地方国资委的数量为19家。“十四五”规划是国企未来3年的重要发展方向和目标，“十四五”期间国企入驻的公司也具有更强的改革动力，业绩水平有望进一步提升。建议关注实施股权激励、国改、混改的中药上市公司，如达仁堂、昆药集团、太极集团、片仔癀、华润三九、康恩贝、江中药业、广誉远、红日药业、同仁堂、东阿阿胶等。

图表：部分中药上市公司“十四五”规划

证券代码	证券简称	战略规划内容
000423.SZ	东阿阿胶	“十四五”主要发展思路：以夯实基石消费者的护城河为根本，同时以消费者的需求和行为作为中心，以品牌势能、研发储备与阿胶品类特征功效为延伸，培育与尝试新的品类；建设自有消费者数据中台，转型新商业模式，以消费者资产运营为核心培育第二增长曲线，逐步摆脱驴皮原料限制；通过内涵式母品牌延伸，并同时提升外延式投资并购能力，实现持续健康增长；成为中式滋补健康领域中消费者最为信任的大健康企业。
000999.SZ	华润三九	公司以“成为大众医药健康产业的引领者”为愿景。“十四五”战略目标是力争做行业头部企业，营业收入翻番。同时，公司将对标世界一流企业，完善业务布局，核心业务向自我诊疗全领域拓展；发展业务聚焦管线，为核心业务赋能，形成“根深叶茂”的商业模式。
600129.SH	太极集团	公司通过内生发展加外延扩张，力争“十四五”末营业收入达到500亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，并努力成为世界一流的中药企业。
600750.SH	江中药业	立足中医药行业，走品牌创新驱动之路，成为大众百姓信赖与尊重的企业，并致力成为“中医药传承与创新的引领者”。围绕“聚焦OTC、发展大健康、补强处方药”三大业务重点，通过“内生发展、外延并购”双轮驱动，以“内涵增长、外延并购、创新研发、精益生产、智数赋能”五大核心举措，力争“十四五”末实现“再造一个江中”的目标。
600085.SH	同仁堂	“十四五”期间，公司将以推动高质量发展为主题，以改革创新为动力，聚焦主责主业，坚持做精、做优、做强、做长，实现高质量发展。
600252.SH	中恒集团	公司将以中药OTC、健康消费品、中医药服务为核心业务板块的健康深耕方向；以中药处方药、仿制药、低值耗材为核心业务板块的成本领先方向；以创新药、中高端中医服务为核心业务板块的创新驱动方向。公司将重点强化健康深耕业务，转型布局成本领先业务，伺机培育创新驱动业务，发展成为中国医疗健康消费品制造领域“健康深耕模式引领者”“创新探索模式践行者”。“十四五”期间从原材料把控、研发转化、市场营销、渠道把控四大方面着手优化现有业务能力。
600332.SH	白云山	广药集团“十四五”规划

资料来源：公司公告，民生证券研究院

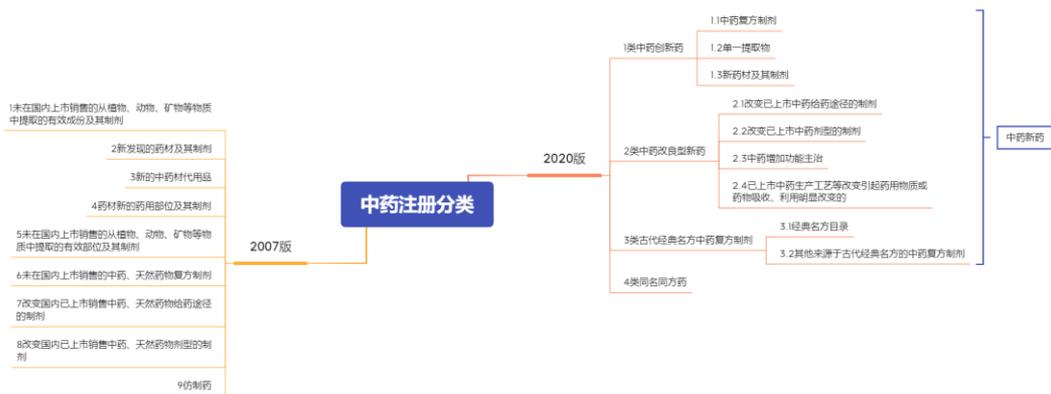
图表：部分中药上市公司股权激励/员工持股计划

种类	预案公告日	公司	实控人性	标的物	总数 (万股)	总股本 占比(%)	行权价 格 (元/股)	业绩条件
股权激励	2019-10-17	达仁堂	无实控人	股票	493	1	7.2	以2018年为基准，2020年净利润增长9.7%，2021年净利润增长17.9%，2022年净利润增长27.1%；2020-2022年主营收占比92%；2020-2022年EPS分别达到0.8、0.86、0.92。
股权激励	2020-03-27	云南白药	无实控人	期权	1996	2	74.05	2020年ROE达到10%，2021ROE达到10.5%，2022年ROE达到11%；2020、2021、2022年现金分红40%。
股权激励	2021-04-03	昆药集团	个人（华润三九即将收购股 又成为大股东）	股票	256	0	4.16	以2020年为基准，2021年净利润增长10%，2022年净利润增长21%，2023年净利润增长33%；2021-2023年现金分红占同年净利润30%。
股权激励	2021-06-18	江中药业	国资委	股票	624	1	6.62	2022-2024年资本回报分别为12.74%、12.75%、12.76%；以2020年为基准，2022-2024年净利润复合增长6%；2022-2024年R&D分别为2.96%、2.98%、3%
股权激励	2021-12-02	华润三九	国资委	股票	958.7	1	14.8	2022-2024年，归母扣非净资产收益率分别不低于10.15%、10.16%、10.17%（均不应低于对标企业75分位水平），总资产周转率不低于0.69、0.70、0.72；以2020年为基准，2022-2023年归母扣非净利润复合增长率均不低于10.0%（均不应低于对标企业75分位水平）
股权激励	2021-09-25	中恒集团	地方国资委	股票	4,546.8 8	1	1.76	以2020年为基准，2022年EVA增长21%，2023年EVA增长33%，2024年EVA增长46%；以2020年为基准，2022年净利润增长16.6%，2023年净利润增长26%，2024年净利润增长36%；2022-2024年现金分红30%。
股权激励	2021-11-25	千金药业	地方国资委	股票	1242	3	4.3	以2020年为基准，2022年营收增长30%，2023年营收增长50%，2024年营收增长75%；2022-2024年ROE达到12%；以上两个指标不低于行业均值。以2020年为基准，2022年R&D增长20%，2023年R&D增长35%，2024年R&D增长50%。
股权激励	2022-01-26	金陵药业	地方国资委	股票	720	1	3.69	以2020年为基准，2022净利润增长86%、ROE增长76%；2022与2023年净利润平均值增长97%、ROE增长82%；2022-2024年三年净利润平均值增长109%、ROE增长87%（以上指标均不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平）；2022-2024年R&D分别增长70%、120%、186%
员工持股	2022-04-20	太龙药业	地方国资委	股票	1084.6	2	4.49	-

资料来源：wind，民生证券研究院

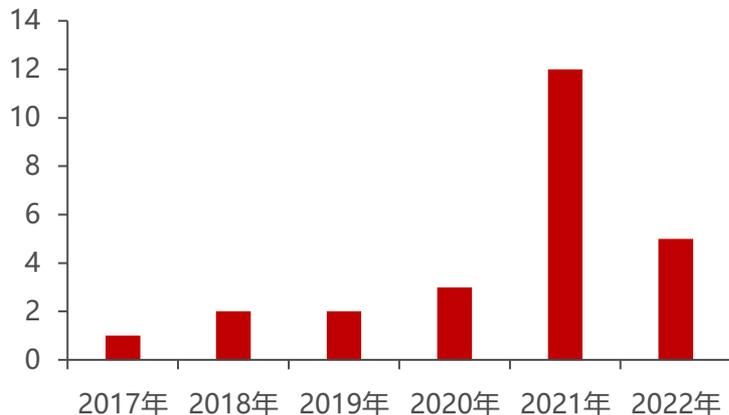
- 新版中药注册管理发生重大变革，利好中药新药开发。2020年9月，中药注册分类的配套文件《中药注册分类及申报资料要求》正式发布，其中将中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，并细化申报资料要求。与2007版的9项分类相比，2020版中药注册分类更简洁，充分体现中药研发规律，强调传承与创新并重。

图表：中药注册分类变迁



资料来源：国家药监局，民生证券研究院

图表：近6年中药新药获批数量（个）



资料来源：药智网，民生证券研究院

- 中药创新研发正在崛起。2021年批准12个中药新药上市，批准数量创新高。紧急批准3.2类药物清肺排毒颗粒、化湿败毒颗粒、宣肺败毒颗粒。另有7个1.1类新药，分别是天士力的坤怡宁颗粒、山东凤凰制药的芪黄胶囊、湖南方盛制药的玄七健骨片、康缘药业的银翘清热片、一力制药的虎贞清风胶囊、以岭药业的苏夏解郁除烦胶囊、健民集团的七蕊胃舒胶囊。2022年已批准5个中药新药上市，北京坤诺基1.2类阿可拉定（淫羊藿素）软胶囊，人福医药1.2类新药广金钱草总黄酮胶囊，康缘药业3.2类散寒化湿颗粒、3.1类苓桂术甘颗粒，安邦制药6.1类止血调经颗粒。

- 国谈初审目录中成药过审数量快速增长。2022国家医保目录通过形式审查名单中纳入50个中成药，包括目录外中成药15个（199个目录外药品包括184个西药和15个中成药，同比分别增加19.48%及150.00%）。15个目录外中成药中，仅益心酮滴丸涉及5家生产企业，其余14个品种均为独家中成药。

图表：2022年初审目录中上市公司目录外中成药产品

药名	厂家	是否独家	公司	适应症	上市时间
虎贞清风胶囊	中成药	是	一力制药	轻中度急性痛风性关节炎	2021
金莲花泡腾片	中成药	是	一力制药	清热解毒	2018
解郁除烦胶囊	中成药	是	以岭药业	轻中度抑郁症	2021
益肾养心安神片	中成药	是	以岭药业	安神补脑药	2021
金蓉颗粒	中成药	是	奇绩医药	乳腺增生	2018
坤心宁颗粒	中成药	是	天士力	女性更年期综合征	2021
连榆烧伤膏	中成药	是	扬子江	烧烫伤	2019
七蕊胃舒胶囊	中成药	是	健民集团	慢性非萎缩性胃炎伴糜烂	2021
芪蛭益肾胶囊	中成药	是	凤凰制药	早期糖尿病肾病	2021
清肺排毒颗粒	中成药	是	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	呼吸道疾病	2021
石辛含片	中成药	是	恒安芙林	牙科	2010
唐草片	中成药	是	百岁行药业	艾滋病	2005
玄七健骨片	中成药	是	方盛制药	膝骨关节炎	2021
益心酮滴丸	中成药	否	普华制药、太极集团、天一堂药业、黄果树立爽、东诚大洋制药	心血管	2005
银翘清热片	中成药	是	康缘药业	感冒	2021

资料来源：国家医保局，医药魔方，民生证券研究院

- 我们看好正式纳入医保后，多个独家中成药品种加速入院和放量，尤其利好2021年以来新上市的中药创新药，**建议关注康缘药业、以岭药业、方盛制药、健民集团等。**

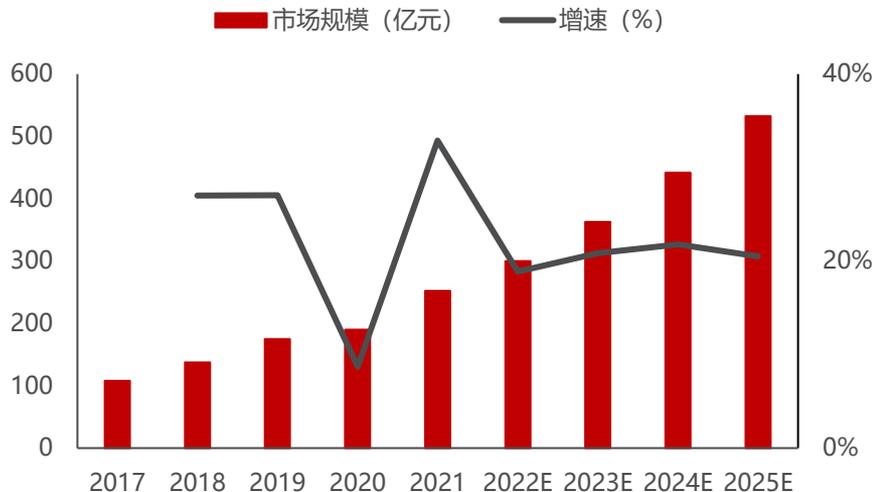
- 配方颗粒行业在历史试点情况的影响下，市占率相对集中在头部企业。国内中药配方颗粒行业首批试点生产企业是广东一方、江阴天江、华润三九、红日药业、四川新绿色、培力药业。2021年11月结束试点，中药配方颗粒企业从试点走向正式生产、全国市场正式放开。当前行业的竞争格局较为有序，主要原因为配方颗粒业务对企业全产业链能力等要求较高，从药材采购到饮片加工、制剂生产均有较严格的要求。

图表：配方颗粒发展的3个时代



资料来源：民生证券研究院整理

图表：2017-2025年中药配方颗粒市场规模（亿元）及增速



资料来源：中国医药工业信息中心，华经产业研究院，民生证券研究院

注：未考虑新国标转化后产品价格增长和当量转化带来的使用量增长

- 根据国家药典委员会的数据，2021-2022年已经颁布的中药配方颗粒国家药品标准总计250个（(2021年共3批160+36+4个，2022年50个)）。
- 中药配方颗粒2022年处于新国标切换期，新国标实施后，中药配方颗粒原材料成本和生产成本有较大幅度上涨。
- 2022H1原试点龙头企业配方颗粒业务增速下滑，部分新入局者的中药配方颗粒业务反而逆势增长。2022H1中国中药的配方颗粒业务营收27亿元，同比下降49%。神威药业中药配方颗粒销售额为4.69亿元，同比增长46%。

图表：配方颗粒国家标准发布情况



资料来源：国家药典委员会，民生证券研究院

图表：中国中药和神威药业2021H1、2022H1配方颗粒销售额（亿元）



资料来源：公司半年报，民生证券研究院  
\*请务必阅读最后一页免责声明

## 配方颗粒：新国标陆续实施，看好配方颗粒市场迅速扩容

- 短期来看，国家标准及省级标准公布及备案品种基本满足需求，未来国标将进一步发布；产品生产和销售受到标准切换影响较大。长期来看，全国市场正式放开，市场有望迅速扩容，企业数量逐步走多；在中药材溯源的趋势下，头部提供高质量中药饮片/配方颗粒的企业有望获益。建议关注**红日药业、华润三九、中国中药、神威药业**等。

图表：2022年中药配方颗粒备案信息公示数（个）

排名	企业名称	备案数	排名	企业名称	备案数	排名	企业名称	备案数
1	广东一方制药有限公司	333	24	仲景宛西制药股份有限公司	181	47	康美药业股份有限公司	42
2	北京康仁堂药业有限公司	326	25	培力（南宁）药业有限公司	175	48	广州市香雪制药股份有限公司	38
3	安徽九州方圆制药有限公司	323	26	云南天江一方药业有限公司	172	49	安徽济人药业股份有限公司	38
4	江阴天江药业有限公司	303	27	江西纳弗堂制药有限公司	169	50	上海雷允上药业有限公司	35
5	华润三九现代中药制药有限公司	297	28	甘肃佛慈红日药业有限公司	169	51	广西强寿药业集团有限公司	34
6	北京春风一方制药有限公司	297	29	内蒙古普康药业有限公司	152	52	河北国金药业有限责任公司	32
7	天地恒一制药股份有限公司	280	30	安徽宏方药业有限公司	141	53	鸿翔中药科技有限责任公司	25
8	石家庄以岭药业股份有限公司	276	31	浙江景岳堂药业有限公司	137	54	贵州益佰中药配方颗粒制药有限公司	25
9	山东一方制药有限公司	275	32	国药集团中联药业有限公司	137	55	浙江惠松制药有限公司	19
10	青州尧王制药有限公司	271	33	吉林敖东延边药业股份有限公司	136	56	吉林敖东集团力源制药股份有限公司	17
11	神威药业集团有限公司	258	34	劲牌持正堂药业有限公司	127	57	山东宏济堂制药集团股份有限公司	16
12	湖南新汇制药股份有限公司	254	35	广西仙荣制药有限公司	114	58	济川药业集团有限公司	8
13	江苏康缘药业股份有限公司	245	36	吉林吉尔吉药业有限公司	113	59	陕西孙思邈高新制药有限公司	5
14	江西百神药业股份有限公司	240	37	安徽协和成制药有限公司	113	60	华润三九医药股份有限公司	5
15	辽宁上药好护士药业（集团）有限公司	234	38	四川国药天江药业有限公司	105	61	陕西盘龙药业集团股份有限公司	3
16	湖南春光九汇现代中药有限公司	231	39	天士力医药集团股份有限公司	103	62	李时珍医药集团有限公司	3
17	上海万仕诚药业有限公司	224	40	贵阳新天药业股份有限公司	103	63	包头中药有限责任公司	0
18	湖北一正药业股份有限公司	224	41	云南神威施普瑞药业有限公司	83	64	内蒙古京新药业有限公司	0
19	河南红日康仁堂药业有限公司	215	42	广西一方天江制药有限公司	81	65	内蒙古蒙药股份有限公司	0
20	国药集团同济堂（贵州）制药有限公司	210	43	湖北恒安芙林药业股份有限公司	59	66	祈蒙股份有限公司	0
21	重庆红日康仁堂药业有限公司	206	44	安徽济人药业有限公司	56	67	贵州益佰制药股份有限公司	0
22	湖北辰美中药有限公司	201	45	浙江佐力药业股份有限公司	52	68	广西慧生源医药科技有限公司	0
23	四川新绿色药业科技发展有限公司	186	46	陕西一方平康制药有限公司	50			



# 3 安全内生发展：消费服务复苏之路光明，安全发展为未来主旋律



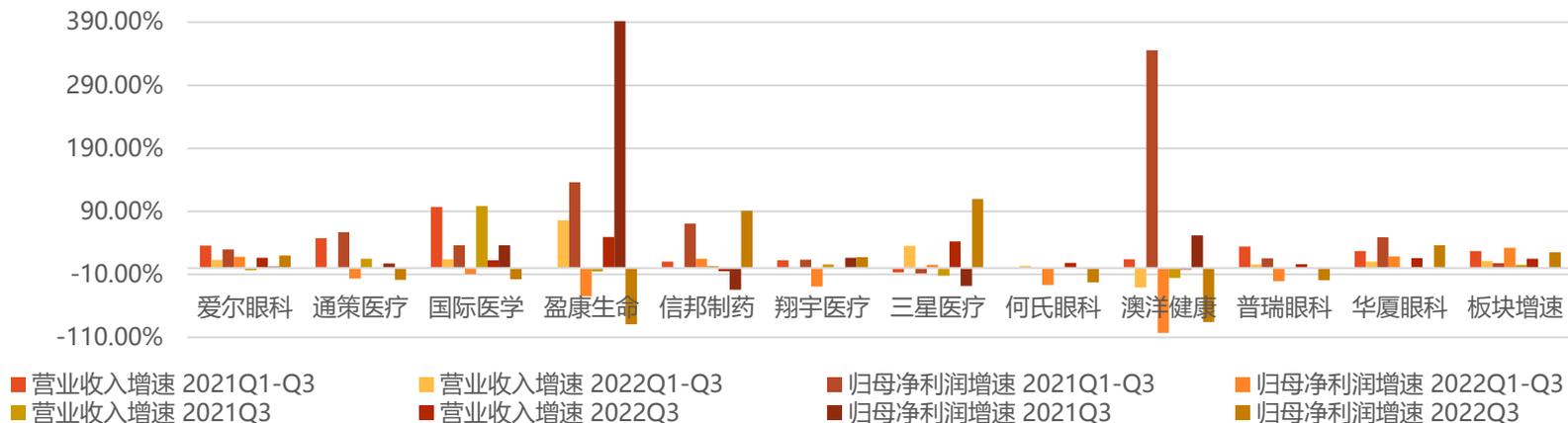
# 3.1 医疗服务：政策影响见底， 疫后修复弹性可观

## 3.1 医疗服务：政策边际缓和，疫后修复弹性可观

### • 全国疫情多点频发下，民营医疗展现稳健运营能力：

1. 2022Q1-Q3民营医疗服务收入增长11.11% (yoy) ，净利润增长31.61% (yoy) ，扣非净利润增长8.93% (yoy) ；
2. 2022单三季度民营医疗服务收入增长14.74% (yoy) ，净利润增长24.05% (yoy) ，扣非净利润增长25.12% (yoy) ；
3. 单三季度民营其中爱尔眼科受益于全国化布局分散疫情风险表现优异 (Q3营收yoy+ 16.38%) ，而三星医疗主要受益于新并入康复医院而加速放量 ( Q3 营收yoy +42.37%) 。

图表：医疗服务板块Q3增速梳理



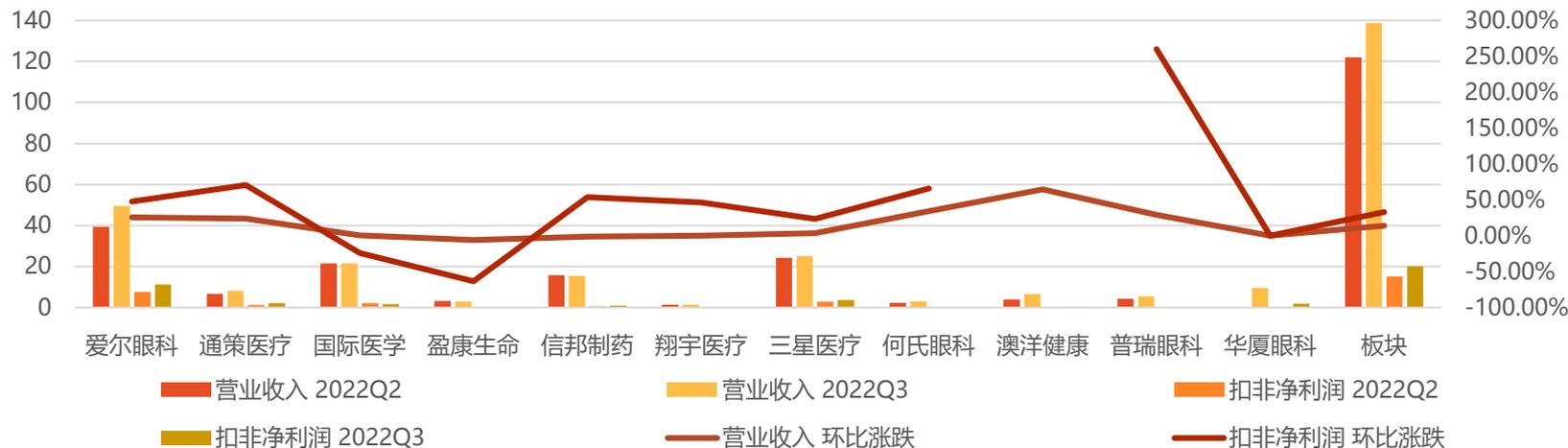
资料来源：WIND，民生证券研究院；

注：由于何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科均于2022年上市，因此板块数据同比计算剔除了相关公司数据。

### 3.1 医疗服务：政策边际缓和，疫后修复弹性可观

- Q3疫情边际缓解，民营医院业绩环比提升。**随着Q3疫情的边际好转以及疫情管控的精准化推进，疫情防控对公司经营层面的影响逐步可控，民营医院板块中，多数公司Q3业绩环比提升。其中，国际医学主要系Q3加大病床投入带来相关运营成本增加以及疫情影响所致，而盈康生命负增长主要系成渝地区疫情形式对公司旗下四川友谊医院和重庆友方医院造成较大影响所致。

图表：公司环比情况梳理（百万）



资料来源：WIND，民生证券研究院；

注：由于华夏眼科于2022年下半年上市，因此板块数据同比计算剔除了相关公司数据。

### 3.1

## 医疗服务：政策边际缓和，疫后修复弹性可观

- 疫情+政策端边际缓和，23年民营医疗有望企稳回升，板块有望迎来估值修复+业绩提升。** 医疗服务板块企业普遍存在因疫情影响暂停营业、限流营业以及由于人员流动导致就诊难度增加的情况，而随着目前疫情防控措施的逐步优化，各地形成群体免疫后相关消费行为将逐步复苏，线下诊疗有望快速回升，考虑到2022Q1以来，多地疫情点状爆发的情况下，造成多家公司业绩洼地，2022年的低基数效应影响下，建议关注板块整体复苏机会。

图表：相关疫情政策逐步放松

时间	文件	措施
2022年11月11日	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》	1. 密接者从“7+3”调整为“5+3” 2. 不再判定次密接者 3. 高风险区域人员外溢以及结束闭环作业的高风险岗位从业人员：7天集中隔离改为7天居家隔离 4. 入境人员：从“7+3”调整为“5+3”
2022年12月7日	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	1. 无症状感染者和轻症患者：具备居家隔离条件的采取居家隔离措施，也可自愿选择集中隔离措施。隔离人员第6、7天连续两次检测CT值大于35解除隔离措施 2. 密接者：具备居家隔离条件的采取5天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第5天检测阴性后接触隔离。

资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

# 3.1

## 医疗服务：政策边际缓和，疫后修复弹性可观

- 种植服务价格标准设定超预期，调控政策短期落地利好民营口腔医疗服务。** 2022年9月8号国家医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》。我们认为种植牙降价将带来种植服务量增，因而对公司收入影响相对有限。此次政策短期落地将缓解公司业绩、估值双承压现象，公司有望迎来业绩及估值的双修复。

图表：相关疫情防控政策放松

时间	类别	政策	点评
2022年9月8号	《省际联盟（区、兵团）口腔正畸托槽集中带量采购公告》发布	本次集采首轮竞价环节对于无托槽矫治器AB组均要求相对于基准价，各组产品降价幅度不低于30%及进入到下一专家议价环节。专家议价环节中，评审专家综合临床需求和使用情况、产品功能、产品质量等因素，对于申报价格不合理的产品，可提出同企业进行议价。同组内以降价幅度作为排名，中选企业的中选产品按同分组内第一名的医疗机构填报约定采购量的100%分配给对应医疗机构，第二、三名按医疗机构填报约定采购量的80%分配给对应医疗机构，其它中选企业的中选产品按医疗机构填报约定采购量的60%分配给对应医疗机构。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 推动“技耗分离”，采取“服务项目+专用耗材”分开计价的收费方式。文件中将种植牙费用拆分主要为3个部分（种植体、牙冠以及医疗服务费用）。其中，种植体及牙冠价格分别以集采及竞价的结果最终按照采购价格”零差率“销售；对于种植牙配套实施的植骨手术、软组织修复等服务实施单独计价；最终将三级公立医院种植牙医疗服务价格（包括检查检验相关费用）调控目标确立为4500元，同时允许一定程度的放宽幅度（三级以下公立医疗机构的调控目标按照当地医疗服务分级定价的政策相应递减）。</li> <li>2. 相关附件《允许放宽医疗服务价格整体调控目标的若干情况》中指出：1) 对于经济发达、人力成本高、口腔种植技术领先区域允许20%的放宽幅度；2) 对于国家口腔医学中心/口腔种植专业列入国家临床重点专科的医疗机构，允许10%的放宽幅度；3) 对于口腔种植成功率高，公开服务质量信息、承诺接受监督和检查的医疗机构，允许放宽10%。因而，对于符合相关1) /3) 条件的医疗机构，相关种植牙服务价格可上调30%（至5850元），较调整前价格降幅约为16%（此前种植牙均价10000元，其中种植、牙冠置入以及检验检查占比70%），对比此前市场预期种植牙打包价格3000-5000元所计算而得的医疗服务价格2100-3500元存在较大增幅，相关价格明显好于市场预期。</li> <li>3. 强调公立医院价格“锚”的作用，民营医疗机构仍具备自主定价权。文件中强调调控目标的直接作用对象是公立医疗机构，民营医疗机构仍按照自主定价，通过公立医院发挥价格“锚”的作用，把调控目标的治理效果传导至民营医疗机构。民营医疗机构对自身医疗服务具备自主定价权，可以通过通过差异化的服务去提升自身的定价，一方面推出中低端产品线去迎合扩容的种植服务需求，另一方面对于高端医疗服务具备自主定价能力。</li> </ol>

资料来源：国家医保局，民生证券研究院

# 3.1

## 医疗服务：政策边际缓和，疫后修复弹性可观

- 疫情+政策端边际缓和，23年民营医疗有望企稳回升，板块有望迎来估值修复+业绩提升。**近期种植牙服务定价、正畸集采等相关政策风险接连落地，相关政策也趋于缓和，市场对于政策的过度悲观预期已然逐步修复。我们预计，民营医疗板块在2022年低基数背景下，2023年业绩有望实现恢复性增长，民营医疗板块有望迎来估值修复+业绩提升，**建议关注爱尔眼科、通策医疗、普瑞眼科、国际医学、海吉亚等。**

图表：相关政策梳理

类别	机构	政策	点评
《省际联盟（区、兵团）口腔正畸托槽集中带量采购公告》发布	陕西省公共资源交易中心	本次集采首轮竞价环节对于无托槽矫治器AB组均要求相对于基准价，各组产品降价幅度不低于30%及进入到下一专家议价环节。专家议价环节中，评审专家综合临床需求和使用情况、产品功能、产品质量等因素，对于申报价格不合理的产品，可提出同企业进行议价。同组内以降价幅度作为排名，中选企业的中选产品按同组内第一名的医疗机构填报约定采购量的100%分配给对应医疗机构，第二、三名按医疗机构填报约定采购量的80%分配给对应医疗机构，其它中选企业的中选产品按医疗机构填报采购约定采购量的60%分配给对应医疗机构。	本次针对无托槽矫治器的集采分为A、B两组。按省际联盟医疗机构采购需求量从多到少依次排序，取累计采购需求量前70%（含）所涵盖的企业为A组竞价单元，其余为B组竞价单元。进入A组竞价单元有效申报企业数量不足5家的，按省际联盟医疗机构采购需求量从多到少依次递补，直至A组达到5家。目前我国形成了隐适美及时代天使双龙头局面，两者市占率于2021年达到77%，因而此次将由正雅等后续3个品牌同时列入A组范畴。集采背景下，中小连锁及个人诊所面临更大的竞争压力，口腔终端服务市场集中度有望提升，利好下游医疗服务龙头如通策医疗、瑞尔集团等。
《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	组织开展角膜塑形用硬性透气接触镜等20种医用耗材产品信息填报工作，已于近期组织开展集中带量采购。	我们认为OK镜集采挤出中间渠道的不合理利润，触及企业出厂价概率较小。当前国内角膜塑形镜渗透率较低，集采降价后有望促进行业渗透率快速提升。

资料来源：河北医用药品器械集采中心，陕西省公共资源交易中心，民生证券研究院

## 3.1 药店：疫后恢复常态化运营，连锁仍在持续扩张

### • 门店扩张加速，客流量回暖，全国化布局持续兑现：

1. 2022Q1-Q3药店子板块收入增长22% (yoy) ，净利润增长8% (yoy) ；
2. 2022单三季度药店子板块收入增长23% (yoy) ，净利润增长20% (yoy) ；
3. 个股方面Q3净利润健之佳 (+41.94%yoy)、老百姓 (+20.79%yoy)、益丰药房 (+29.27%yoy)、大参林 (+21.06%yoy) 等表现优异。同店增速逐渐恢复至常态化增长，次新店陆续进入收获期，叠加处方外流持续加速，板块有望逐季迎来业绩加速。

图表：药店板块2022年Q3增速梳理

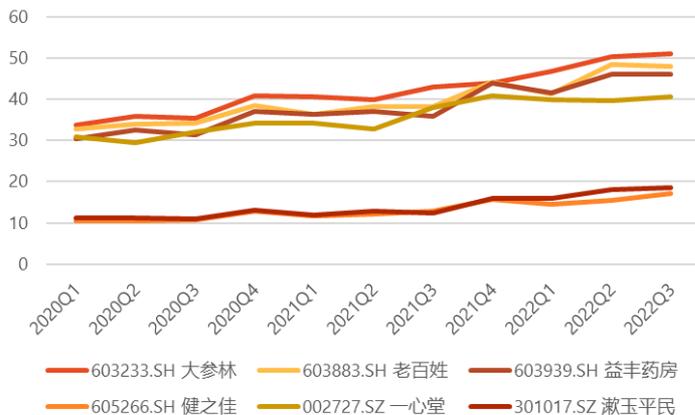


资料来源：WIND，民生证券研究院

## 3.1 药店：疫后恢复常态化运营，连锁仍在持续扩张

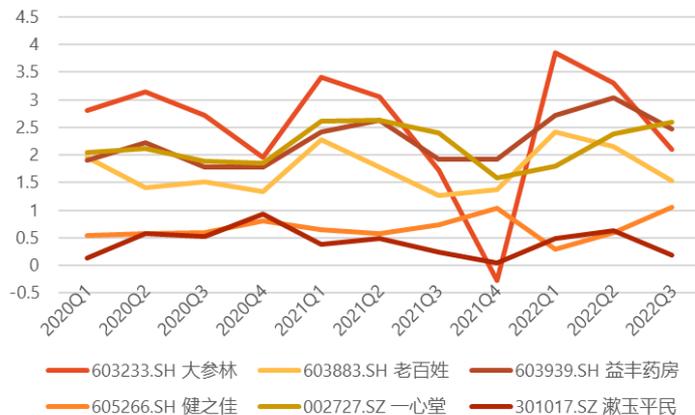
- 季度环比改善，疫情防控放开以及四类药销售的放开带来人流量提升。**随着各地精细化防控措施的推行，以及药品管控的持续放松，各地药店四类药（退烧、止咳、抗病毒、抗生素）限制销售的政策逐步放松，带动店铺自然客流量提升，2022年Q4业绩有望持续向好。此外，2021年Q4各地门店受到医保系统切换的影响，导致相对较低基数，因此，我们预计药店板块业绩将持续修复。

图表：各公司单季度营收持续向好（亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：各公司Q3净利润稳中有升（亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

## 3.1 药店：疫后恢复常态化运营，连锁仍在持续扩张

- 疫情间逆势扩店，新店有望贡献可观增量。**随着监管政策的趋严以及疫情对中小连锁的经营承压，并购及租金成本有所下降，龙头受益于此实现逆势扩张。2022年前三季度，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳，新增直营门店数分别为1295家、735家、1342家、885家、959家；此外，益丰药房、大参林、老百姓新增加盟门店数也呈加速状态，龙头药店门店扩张提速明显。

图表：各公司新增门店梳理

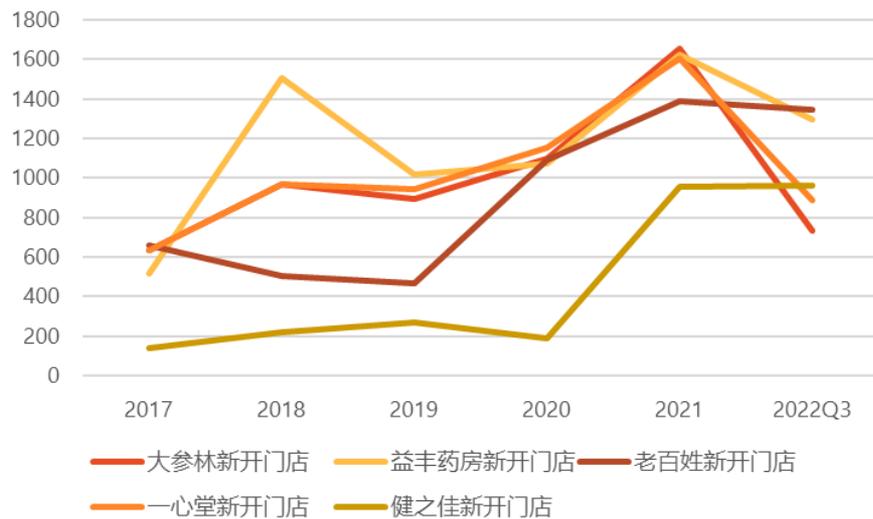
类别	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
大参林——新增自建	575	701	394	845	903	425
大参林——新增并购	58	266	498	250	748	310
益丰——新增自建	349	546	639	820	1197	817
益丰——新增并购	167	959	381	254	425	478
老百姓——新增自建	339	93	223	579	852	1342
老百姓——新增并购	318	413	243	510	535	
一心堂——新增自建	633	967	946	1155	1603	885
一心堂——新增并购						
健之佳——新增自建	142	220	270	191	597	241
健之佳——新增并购					360	718

资料来源：各公司年报，民生证券研究院

## 3.1 药店：疫后恢复常态化运营，连锁仍在持续扩张

- **疫情间逆势扩店，新店有望贡献可观增量。**我们预计药房新开门店一般盈亏周期在1年至一年半左右，而受到疫情影响，新开门店盈亏平衡周期有所拉长。在疫情期间，头部企业于19年至22年呈加速扩张状态，此类新店及次新店有望于22年至24年逐步实现盈亏平衡，为后续增长提供充足动能，**建议关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、健之佳。**

图表：近年各公司新增门店数量

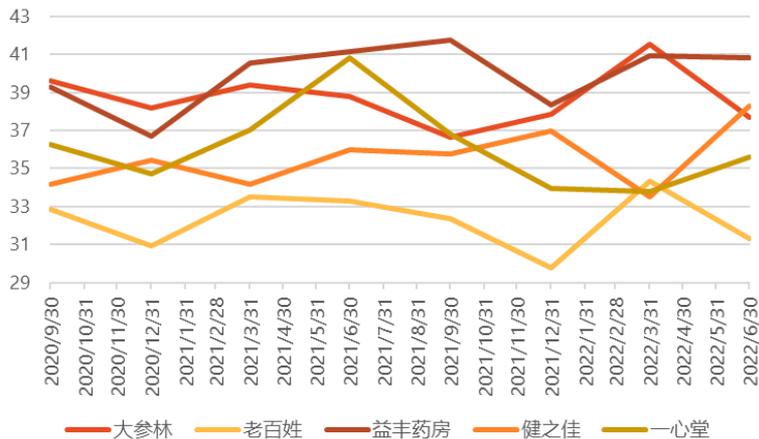


资料来源：各公司年报，民生证券研究院

## 3.1 药店：疫后恢复常态化运营，连锁仍在持续扩张

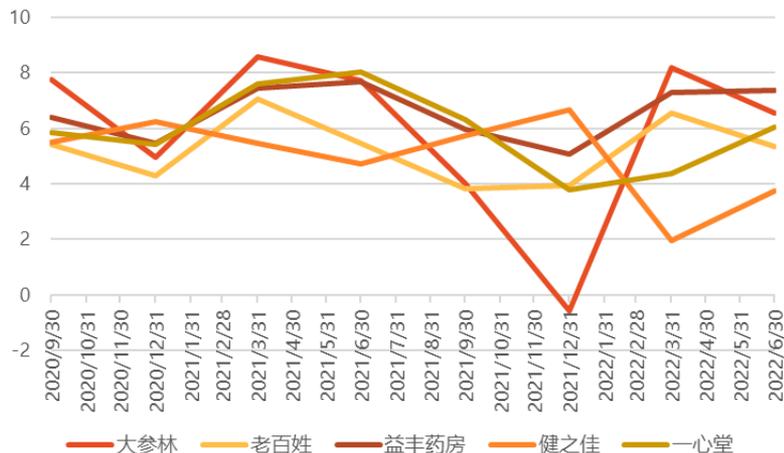
- 门店数量逐年提升，规模化效应显现，提升公司盈利能力。随着公司规模效应的形成，对上游议价能力逐步提升，2022年以来整体盈利能力也呈现稳中有升局面。

图表：近年各公司毛利率水平 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：近年各公司净利率水平 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

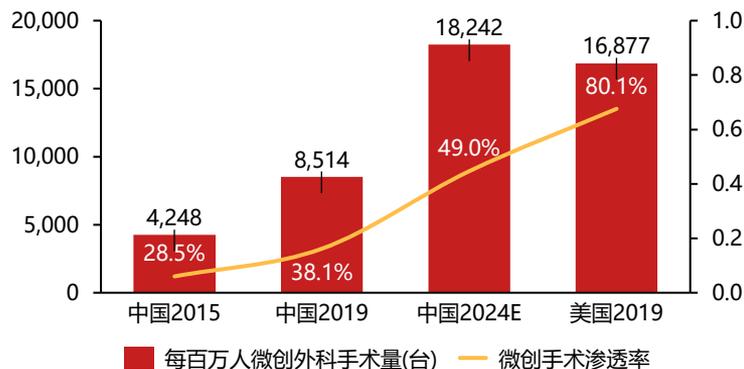


## 3.2 高值耗材：行业发展步入黄金时代，手术量复苏前景可期

## 3.2 高值耗材：微创介入步入黄金时代，疫后手术量复苏前景可期

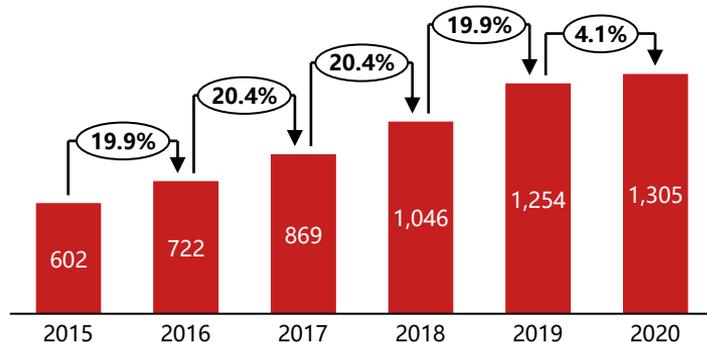
- 中国微创手术步入黄金发展时代，高增速叠加高渗透潜力共同塑造高确定性的行业成长机遇。微创手术具有手术创伤小、感染风险小、并发症少、住院时间短的显著优势，2015年中国每百万人微创手术量仅4,248台，2019年达到8,514台，微创介入领域步入发展黄金时代，对照中美微创介入手术渗透率情况，2019年美国微创手术渗透率已达到80.1%，同期中国微创手术渗透率仅38.1%，我们认为微创领域高确定性的增长机遇将持续。
- 中国高值耗材行业近年持续高增长，短期波动不改行业长期向好态势，疫后手术量复苏有望驱动行业重回高速增长轨道。2016-2019年CAGR近20%，显著高于全球同期15%的CAGR增速，2020年受新冠疫情爆发等因素影响，中国高值耗材市场规模增速下滑到4.07%，随着疫情防控政策调整，院内择期外科手术市场有望重回高速增长轨道。

图表 中美微创手术渗透率对比



信息来源：灼识咨询，康基医疗招股书，民生证券研究院整理

图表 2015-2020年中国高值耗材市场规模(亿元)及增速

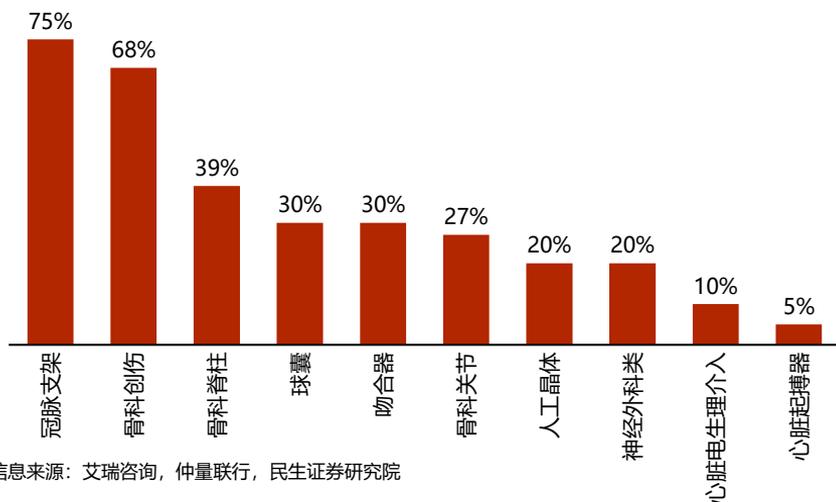


信息来源：火石创造，民生证券研究院

## 3.2 高值耗材：国产替代前景广阔，国际化浪潮锋芒初现

- 中国高值耗材领域总体国产化率较低，仅骨科创伤、心血管介入领域品种国产化率较高。2020年冠脉支架及骨科创伤领域高值耗材国产化率分别达到75%及68%，其他主要高值耗材品种国产化率均不足50%，未来国产替代率进一步提高的空间较大。
- 器械行业出口规模持续上升。中国医疗器械出口额从2008年的111亿美元提升至2018年的236亿美元，复合增速达到约8%，我们认为医疗器械出海近年蓬勃发展，高值耗材市场已经形成一定的出口规模，血管支架、骨科等领域产品已在国际市场占据一定的市场份额。

图表 2020年中国主要高值耗材国产化率



图表 2008-2018中国医疗器械进出口额(亿元)



## 3.2 高值耗材：集采政策影响短期触底，价格形成机制趋于理性

- **当前各级集采推进力度较大，已经广泛覆盖市场规模较大的主要高值耗材品种，集采影响短期触底。**以血管介入及骨科植入物为代表的大品种在国家、联盟、省市级集采中全面覆盖，各级集采对高值耗材主要品种覆盖面较广，仅少数品种未被集采覆盖。
- **分组机制成形，关注企业产品实力及供应能力。**第二轮国家集采(关节)开始基于企业相关产品的用量对集采投标企业资质进行分组管理，第三轮国采(脊柱)进一步细化，对企业供应部件的齐全程度，过往采购规模，全国供应链体系的建设情况提出要求
- **平均降幅趋缓，政策调节趋于理性。**参考国家冠脉集采的经验，国家关节及脊柱集采更为理性，回归压缩渠道利润的出发点，国家集采对企业端出厂价及相应的盈利能力产生直接冲击减缓。从冠脉支架续约谈判情况看，进一步新增了服务费价格上浮机制，谈判结果中均价上浮10%左右，政策持续纠偏。

图表 历次国采价格形成机制及平均降幅情况

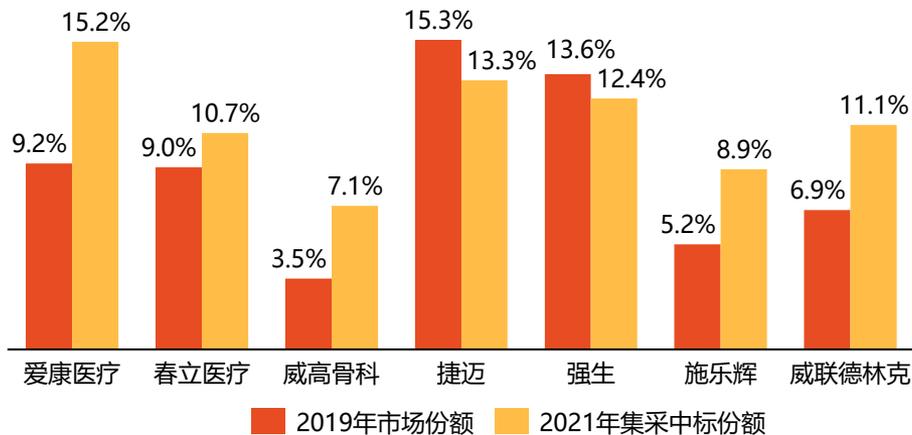
	国家冠脉支架集采	国家关节集采	国家脊柱集采	冠脉支架集采接续谈判
时间	2020.11	2021.9	2022.9	2022.11
采购品种	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 冠状动脉药物洗脱支架系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 初次置换人工全髋关节</li> <li>• 初次置换人工全膝关节</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 根据手术类型、手术部位、入路方式等组件产品系统进行采购，共分为14各产品系统类别</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 冠状动脉药物洗脱支架系统</li> </ul>
竞价分组及中选规则	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不分组</li> <li>• 低价中选</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 按意向采购量累积占比分组</li> <li>• 低价中选</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 按意向采购量、供应链覆盖能力、产品套组完整程度分组</li> <li>• 低价中选</li> <li>• 设置托底降幅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 参照前一年用量的95%申报</li> <li>• 不高于最高限价均中选</li> </ul>
平均降幅	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 93%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 82%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 84%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 新增伴随服务价格上浮机制</li> <li>• 平均价格上浮10%</li> </ul>

信息来源：历次高值耗材国家集采公告，证券时报，民生证券研究院整理

## 3.2 高值耗材：市场份额领先的头部国产厂商显著受益

- 从关节国采的情况来看，国产一梯队厂商不同程度受益，其中龙头厂商的份额提升尤为显著。对照2019年骨科关节耗材市场结构及2021年关节国采各主要厂商中标采购量情况，以爱康医疗、春立医疗、威高骨科为代表的国产骨科龙头市场份额出现显著上升，其中爱康医疗市场份额由9.2%大幅上升至15.2%，春立医疗市场份额由9.0%上升至10.7%，威高骨科市场份额由3.5%上升至7.1%。海外厂商市场份额变化则出现分化，捷迈、强生市场份额出现小幅下降，施乐辉、林克骨科市场份额出现一定的上升。综合来看，集采加速了国产龙头产品的产品替代，相关公司有望受益于政策红利加速市场渗透率提升进程。

图表 骨科关节国采前后主要厂商市场份额变化

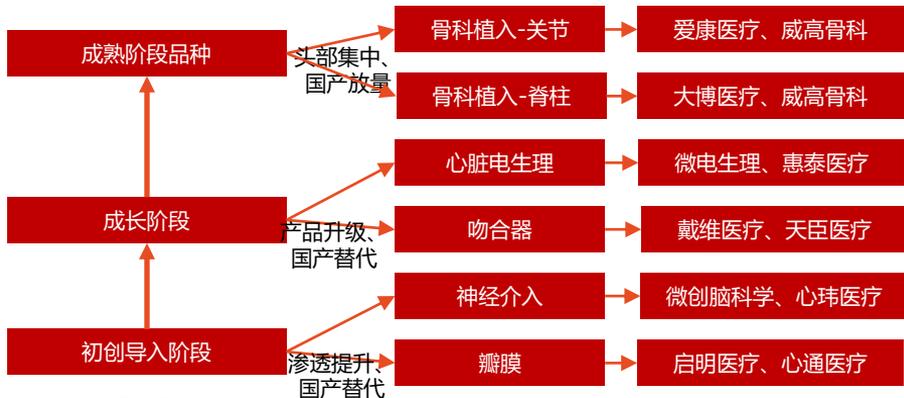


信息来源：威高骨科招股书，天津招标网，民生证券研究院整理

## 3.2 高值耗材：重点关注集采背景下市场集中度提升、国产替代、产品升级、器械出海四大方向

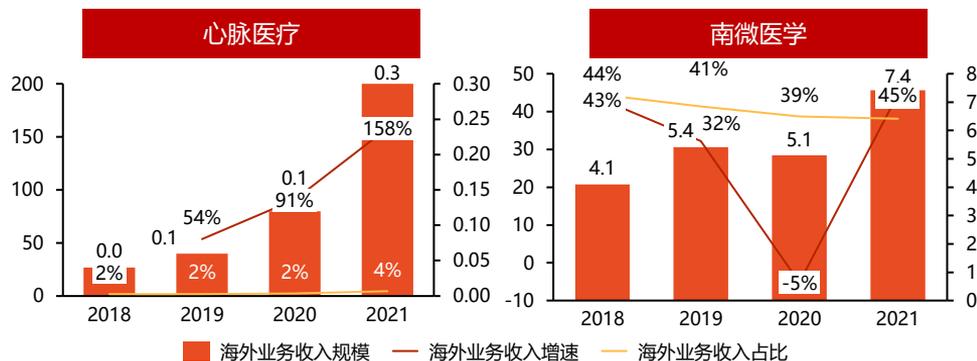
- **在国采领域中，重点关注龙头厂商市场份额提升及国际化方向。**国采领域市场规模较大，产品应用成熟，国产化率较高，国采对产品终端价格产生显著影响，关注相关领域成熟/先进产品出海机会，以及集采驱动的手术量大幅扩容过程中，龙头厂商以价换量实现市场份额快速增长的机会。**建议关注仍有较大增长空间的骨科领域，包括威高骨科、爱康医疗、大博医疗等。**
- **在联盟领域中，重点关注产品升级方向。**联盟集采领域中不同板块情况差异较大，但通常临床应用成熟度仍具有提升空间且国产厂商已具有一定产品实力，关注临床应用优化过程中，国产厂商借助产品升级浪潮提升市场份额，**重点关注电动吻合器升级相关龙头戴维医疗和天臣医疗，及三维电生理升级相关龙头微电生理和惠泰医疗。**
- **在尚未大范围集采的领域中，重点渗透率提升过程中国产追赶加速替代的机会。**在尚未大范围集采的领域中，市场规模普遍较小，国产化率极低，短期集采风险小，关注国产厂商产品线构建及商业化过程中实现国产替代并驱动市场规模增长的机会，由于相关领域短期集采风险小，厂商有望享受较长的产品创新红利期，**重点关注微创脑科学、启明医疗及心通医疗。**

图表 中国高值耗材市场投资策略



信息来源：民生证券研究院绘制

图表 部分产品型公司出海进程加速彰显国际化机遇(亿元)



信息来源：Wind，民生证券研究院整理

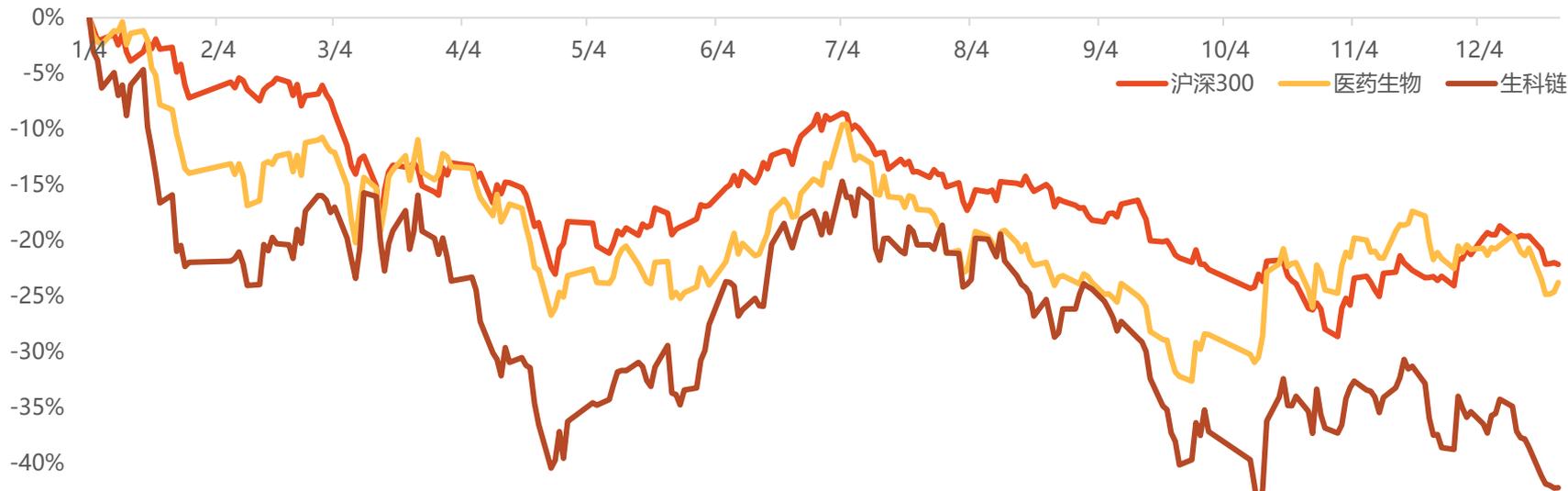


# 3.3 生命科学：新冠隐忧逐步褪去，科学试剂迎来新窗口期

### 3.3

## 生命科学：在新冠+投融资双重扰动下，生科链板块估值震荡下行

图表 2022年生科链复盘 (纵轴：相较2022/1/4变化幅度)



医药投融资下降+新冠疫情散发+地缘政治影响，生科链估值伴随生物医药市场整体下调，且由于前期上市标的稀缺、短期新冠获利多而获得的板块估值溢价进一步削弱。

上海新冠疫情有所好转，6月起解封，华东地区需求端包括科研和工业端均有所改善，生科链估值开始回暖。

受一级投融资影响，Q3生科链标的业绩普遍不及预期。

伴随新冠防控政策放开，对于生科链板块的常规业务可持续性发展表示担忧。

资料来源：wind，民生证券研究院

# 3.3 生命科学：生物试剂行业增速快，国内后起之秀百花齐放

图表 生命科学细分市场概况

生物试剂分类	产品分类	举例及用途	海外企业	国内企业
<b>分子类</b> 核酸以及小分子进行的实验中需要用到的试剂类型	核酸为主要组分	DNA ladder: DNA分子量标准		
	用于连接核酸及小分子合成、剪切及连接	DNA聚合酶试剂盒: DNA复制		
	用于核酸、外泌体的提取与纯化、产品回收、染色、修饰	DNA提纯试剂盒: 实时荧光定量PCR (qPCR) 克隆、Southern 印迹、测序、PCR	赛默飞、凯杰、罗氏、Takara、BioRad、NEB等	诺唯赞、菲鹏生物、翊圣生物、全式金、爱博泰克、康为世纪等
	用于克隆	感受态细胞: 使细胞膜表面出现孔洞, 便于外源基因等进入		
	其他	DNA loading buffer: 显示电泳、加大样本密度使其沉降到底样孔		
<b>蛋白类</b> 围绕蛋白大分子进行的实验中需要用到的试剂类型	重组蛋白	1) 靶点蛋白: 开发靶向治疗药物; 2) 标记蛋白: 药物筛选和优化	Bio-Techne、PeprTech、BioVision、Abcam等	义翘神州、百普赛斯、近岸科技、金斯瑞等
	抗体	1) 抗体特异性抗体: 识别血液中的药物抗体, 并产生特异性结合; 2) 检测抗体: 检测病毒抗原或其他生物标志物抗原		
	蛋白芯片	蛋白质微阵列: 蛋白质功能筛选		
	用于蛋白的修饰、纯化、电泳	蛋白纯化用的离子交换树脂: 进行离子交换反应	Abcam、Merck、BD Pharmingen、R&D systems、invitrogen等	义翘科技、百普赛斯等
	其他	Western Blot buffer		
<b>细胞类</b> 围绕体外细胞进行的实验中需要用到的试剂类型	细胞为主要组分	人骨髓瘤细胞: 用于生产杂交瘤细胞		
	用于细胞培养、转染、凋亡、裂解	1) 转染试剂: 在真核细胞中掺入外源DNA; 2) 培养基和细胞因子蛋白: 进行细胞培养的关键试剂, 维持细胞体外生长	安捷伦、赛默飞、Sigma-Aldrich、Bio-Rad、Lonza、梅里埃、BD等	奥浦迈、澳斯康、倍谱基等
	其他	细胞培养用抗生素: 抑制细菌、真菌或支原体污染		

资料来源：诺唯赞招股书，民生证券研究院

### 3.3 生命科学：高门槛决定国产化率低，未来仍有充分拓展空间

图表 生科链细分赛道行业壁垒

	分子类	蛋白类	细胞培养基
<b>技术壁垒</b>	涉及学科及工艺复杂，对于know-how技术的依赖性较高，需要建立完备的底层技术平台与放大生产工艺		
<b>产品丰富度</b>	科研端需求广泛，对SKU数量要求较高，工业端以通用性为主或契合热门市场需求		科研端以通用性血清培养基为主，工业端以无血清培养基为主，细胞类型较为单一，但存在个性化需求
<b>品牌影响</b>	科研端对品牌认可度较高，有发论文诉求；工业端有降本增效诉求		
<b>渠道搭建</b>	科研端较依赖销售人员，地推模式成效显著，工业端前期铺垫时间长，但合作粘性更强，且放量逻辑确定		
<b>响应速度</b>	现货1-3天，个性化定制产品3-6个月		

资料来源：民生证券研究院整理

### 3.3 横向对比：细分领域持续深耕，差异化竞争明显

图表 核心标的公司分析

	诺唯赞	菲鹏生物 (拟上市)	义翘神州	近岸蛋白	百普赛斯	奥浦迈	澳斯康 (拟上市)
<b>成立时间</b>	2012年	2001年	2007年	2009年	2010年	2013年	2017 ( 健顺于2011年成立)
<b>主营业务</b>	<p><b>生物试剂</b>: PCR系列、qPCR系列、分子克隆系列等800余种;</p> <p><b>POCT诊断产品</b>: POCT试剂涵盖优生优育等8大系列、POCT仪器包括快速诊断仪器和核酸提取仪等;</p> <p><b>生物医药</b>: 抗体license out、免疫原性评价服务、mRNA原料</p>	<p><b>IVD试剂核心原料</b>: 抗原、抗体、诊断酶等1200余种;</p> <p><b>IVD仪器</b>: 化学发光仪器和POCT荧光免疫分析仪;</p> <p><b>IVD试剂</b>: 试剂半成品包括化学发光试剂30余种、分子诊断试剂10余种、生化试剂50余种</p>	<p><b>产品</b>: 现货种类超4.6万, 包括重组蛋白约6000种、抗体约12000种(单抗约4600种)、基因约28000种和培养基约16种;</p> <p><b>服务</b>: 重组蛋白、抗体的开发和生物分析检测等</p>	<p><b>产品</b>: 2,989种靶点及因子类蛋白产品、63种重组抗体产品, 544种酶及试剂产品;</p> <p><b>服务</b>: 抗体序列开发、mRNA疫苗序列开发和优化等CRO服务</p>	<p><b>产品</b>: 重组蛋白、抗体</p> <p><b>服务</b>: 检测服务、细胞治疗技术服务等</p>	<p>主要为抗体药用培养基: 如CHO培养基、HEK293培养基等</p>	<p>主要为疫苗用培养基, 如MDCK等</p>
<b>客户群体</b>	科研机构、IVD企业、药企、医院、体检机构等	IVD企业如迈瑞医疗、华大基因、圣湘生物等1000余家	大学、科研院所、医药研发企业等国内外各类生物研发单位5000余个	科研机构、IVD企业、药企、疫苗企业	国内外药企龙头、知名科研单位和高校、政府机关等全球范围4000多家客户	主要为药企	药企和疫苗企业
<b>优势</b>	原料的自主研发和规模化生产; 平台延展性高 (每2-3年切入新的应用领域)	完备的IVD平台优势 (原料平台、仪器平台、试剂平台); 全球化布局 (销往40多个国家, 海外收入占比约1/3)	产品研发优势 (种类多); 全球化布局 (销往90多个国家, 海外收入占比约一半)	完备的产品大类; mRNA原料酶前瞻性布局	自研技术平台优势, 掌握稀缺重组蛋白研发能力和工业客户深度绑定	抗体用培养基配方及 know-how 经验积累丰富, 100余项合作在研管线	国内无血清培养基先行者, 疫苗用培养基领域耕耘多年, 具备较高的规模化生产能力

资料来源: 各公司官网, 各公司招股书, 民生证券研究院

### 3.3 生科链企业处于业绩+估值双底，向上修复空间足

2018-2021年，生科链部分公司营收及净利润拆分 (单位: 百万元)

证券简称	营业收入 (百万元)				营业收入同比增速 (%)				扣非归母净利润 (百万元)				扣非归母净利润同比增速 (%)			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
<b>近岸蛋白</b>	<b>26.00</b>	<b>35.98</b>	<b>179.84</b>	<b>341.90</b>	/	/	/	/	<b>-12.38</b>	<b>-9.58</b>	<b>85.36</b>	<b>148.87</b>	/	/	/	/
常规	/	/	67.26	86.77	55%	38%	87%	29%	/	/	31.92	37.78	/	-25%	233%	18%
新冠	/	/	109.69	125.79	/	/	/	15%	/	/	52.06	54.77	/	/	/	5%
新冠占比	/	/	61%	37%	/	/	/	/	/	/	61%	37%	/	/	/	/
mRNA酶	/	/	2.89	129.34	/	/	/	4375%	/	/	1.37	56.32	/	/	/	/
<b>百普赛斯</b>	<b>69.84</b>	<b>103.29</b>	<b>246.32</b>	<b>384.99</b>	/	/	/	/	<b>11.34</b>	<b>11.05</b>	<b>115.69</b>	<b>174.21</b>	/	/	/	/
常规	/	/	173.72	297	70%	48%	68%	71%	/	/	82	134	/	-3%	642%	63%
新冠	/	/	72.60	87.99	/	/	/	21%	/	/	33.69	40.21	/	/	/	19%
新冠占比	/	/	29%	23%	/	/	/	/	/	/	29%	23%	/	/	/	/
<b>诺唯赞</b>	<b>170.80</b>	<b>268.38</b>	<b>1564.45</b>	<b>1868.63</b>	/	/	/	/	<b>1.04</b>	<b>25.79</b>	<b>821.73</b>	<b>678.29</b>	/	/	/	/
常规	/	/	365.34	637	54%	57%	36%	74%	/	/	140	264	/	2380%	443%	89%
新冠	/	/	1199.11	1231.63	/	/	/	3%	/	/	681.73	414.29	/	/	/	-39%
新冠占比	/	/	77%	66%	/	/	/	/	/	/	83%	61%	/	/	/	/
<b>奥浦迈</b>	<b>33.84</b>	<b>58.52</b>	<b>124.97</b>	<b>212.68</b>	/	73%	114%	70%	<b>0.63</b>	<b>-12.80</b>	<b>5.45</b>	<b>49.54</b>	/	-2117%	143%	810%
<b>康为世纪</b>	<b>55.83</b>	<b>73.94</b>	<b>233.21</b>	<b>338.46</b>	/	/	/	/	<b>4.69</b>	<b>9.82</b>	<b>97.17</b>	<b>111.85</b>	/	/	/	/
常规	/	/	106.25	161.25	/	32%	44%	52%	/	/	44.27	53.29	/	109%	351%	20%
新冠	/	/	126.81	176.75	/	/	/	39%	/	/	53.90	58.56	/	/	/	9%
新冠占比	/	/	54%	52%	/	/	/	/	/	/	54%	52%	/	/	/	/
<b>键凯科技</b>	<b>101.27</b>	<b>134.32</b>	<b>186.62</b>	<b>351.19</b>	31%	33%	39%	88%	<b>35.59</b>	<b>54.59</b>	<b>82.83</b>	<b>157.17</b>	/	69%	53%	52%

资料来源: wind, 民生证券研究院



# 3.4 科学仪器持续攻关，高端 医疗设备在医疗新基建支持 下国产化率提升

### 3.4.1 科学仪器：持续攻关带来高壁垒和优异格局

- 以质谱为例，我国近十余年质谱市场呈现快速增长，在科研端、临床检测端渗透率显著提高，Zion Market Research预计相关市场在2025年有望超过200亿元。2003年进口300多台质谱类仪器，2005年进口950台，2007年达到1700台，2009年和2010年我国质谱类仪器的进口数量分别达到了3600余台和4000余台。2021年国内进口台数达到15000台规模，20年进口金额约105亿元，同比增长15%。据新思界产业研究中心统计，2021年液质联用仪国产化率不足5%。
- 21世纪以来，随着质谱仪市场的迅速增长，高等院校、科研院所、留学归国人才加速推动国产质谱仪的研发，近年来在质谱核心技术及质量分析器等核心零部件上取得突破。2006年，东西分析推出国产首台商用四极杆气质联用。2019年7月，聚光科技成功开发出三重四极杆串联质谱系统，针对复杂体系中痕量有机物高通量、高灵敏度和自动化检测需求，实现三重四极杆串联质谱系统的国产化和产业化。

图表 进口质谱仪市场规模



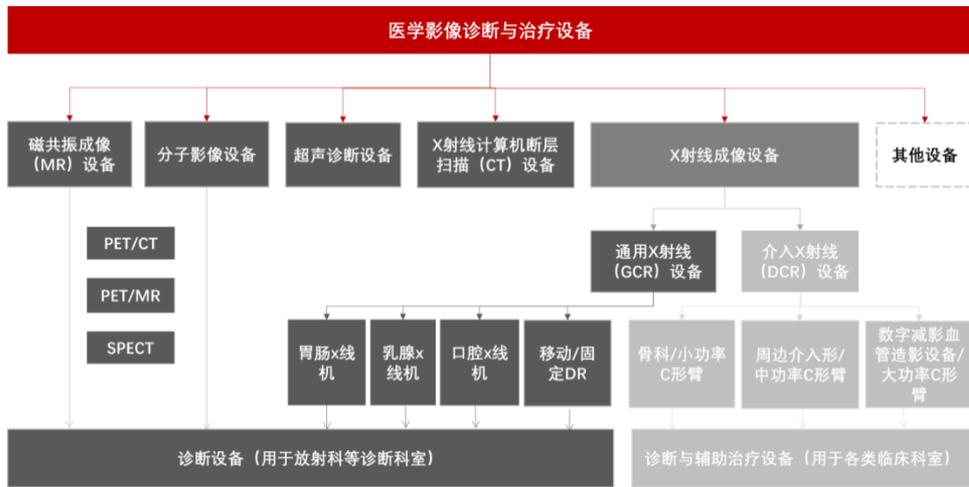
资料来源：中商情报网，民生证券研究院



### 3.4.2 高端医疗设备：医疗新基建支持下国产化率持续提升

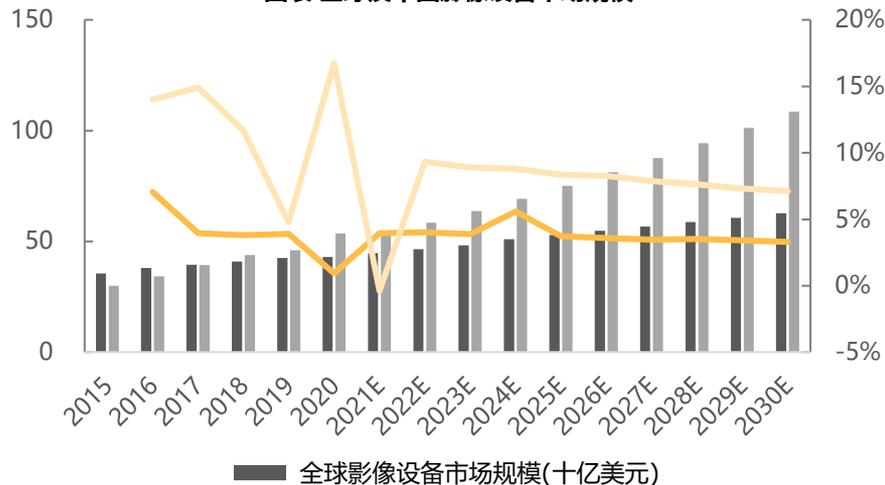
- 高端医疗设备主要是医学影像诊断与治疗设备，可以分为CT、超声、分子影像、X射线成像、磁共振MR设备等多种类型。中国医学影像设备行业发展速度远高于全球同期水平，国产化升级替换正加速进行。在市场需求及政策红利的双轮驱动下，中国医学影像设备市场将持续增长，2020年市场规模已达到537.0亿元，灼识咨询预计2030年市场规模将接近1,100亿元，年均复合增长率预计将达到7.3%，远高于全球同期的3.9%。
- 2020、2021年是医疗新基建的医院土建大动工的年份，土建完成后势必会迎来医院对于大型医疗设备的采购高峰，利好国产高端医疗设备的国产化率的提升，建议关注联影医疗、海泰新光、开立医疗、澳华内镜等。

图表 医学影像诊断与治疗设备图谱



资料来源：联影医疗招股书

图表 全球及中国影像设备市场规模

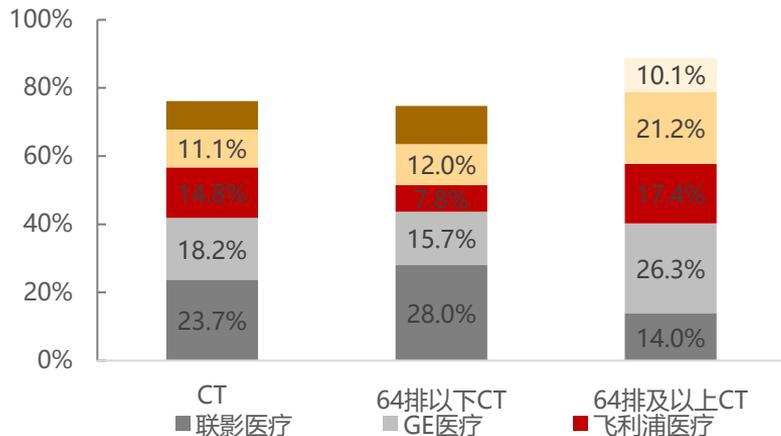


资料来源：灼识咨询，民生证券研究院  
注：以出厂价口径计算

## 3.4.2 高端医疗设备：医疗新基建支持下国产化率持续提升

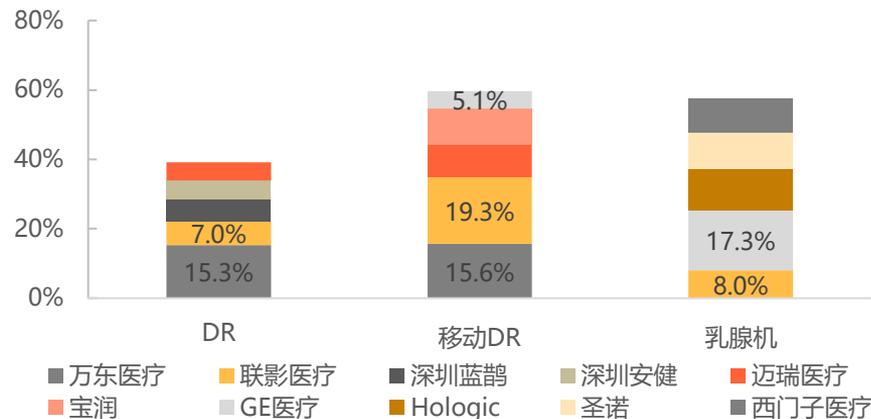
- 从竞争格局来看，医学影像设备是医疗器械中技术壁垒最高的细分领域，目前我国仍呈现出行业集中度低、企业规模偏小、中高端市场国产产品占有率低的局面。近年来，伴随国产医疗设备整体研发水平的进步，产品核心技术被逐步攻克、产品品质与口碑崛起，部分国产企业已通过技术创新实现弯道超车，进口垄断的格局正在发生变化，国产医学影像设备行业正逐步实现与国际品牌比肩并跑的目标。

图表 2020年CT设备市场竞争格局



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院  
注：按新增台数口径

图表 2020年DR设备市场竞争格局



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院  
注：按新增台数口径

## 高端医疗设备：医疗新基建支持下国产化率持续提升

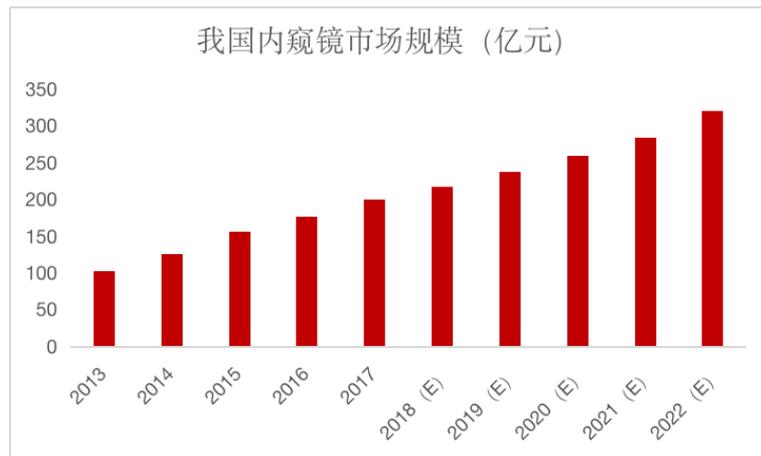
- 医用内窥镜是消化内科、呼吸科、泌尿外科、妇科等多个科室不可或缺的医用诊断和手术设备，全球内窥镜市场规模逐年增长。根据 Evaluate MedTech 预计，2019-2024 年全球内窥镜市场将从 209 亿美元(2019)增长到 283 亿美元(2024)，6.3% 的复合增速。
- 受益于行业政策的各项支持和下游市场需求增加的驱动，我国内窥镜市场前景广阔。根据 FROST&SULLIVAN 数据，2018-2022 年我国内窥镜行业的市场规模将持续保持复合增速为 9.25% 的高速增长，预计将于 2022 年达到 320 亿元。

图表 全球医用内窥镜市场规模



资料来源：海泰新光招股说明书，Evaluate MedTech，民生证券研究院

图表 中国医用内窥镜市场规模

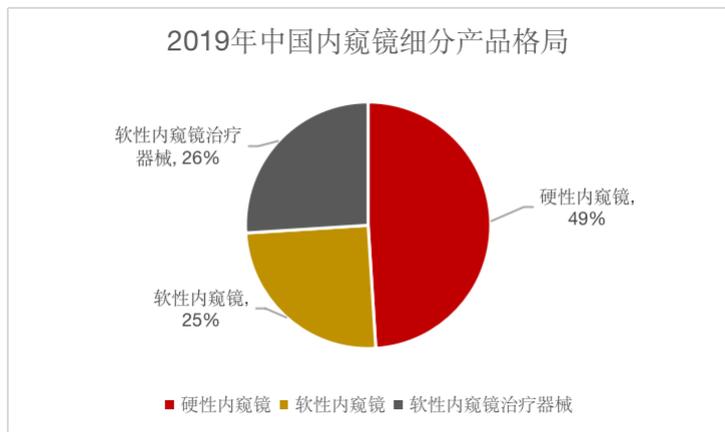


资料来源：海泰新光招股说明书，FROST&SULLIVAN，民生证券研究院

## 3.4.2 高端医疗设备：医疗新基建支持下国产化率持续提升

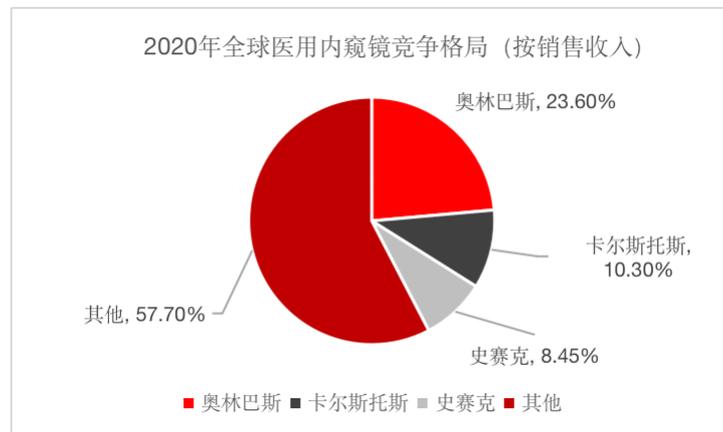
- 内窥镜细分产品中，硬镜占据了内窥镜市场的半壁江山，软镜及其治疗器具的市场份额占比均在1/4左右。
- 我国内窥镜市场为外资企业主导，国产企业正在打破垄断。由于我国内窥镜生产企业起步相对较晚，以及内窥镜产品的技术壁垒较高，我国的内窥镜企业大多规模较小，市场竞争力不强，与国外领先企业差距较大。目前我国的内窥镜市场主要由奥林巴斯、卡尔史托斯和史赛克三家外企巨头垄断，2020年全球市场份额分别为23.6%、10.3%和8.4%，市场集中度较高。我国少数企业在部分医用内窥镜细分领域的高端市场实现技术突破，国产品牌的市占率约为5%，国产替代空间广阔。

图表 2019年中国内窥镜细分产品格局



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图表 2020年全球医用内窥镜竞争格局



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院



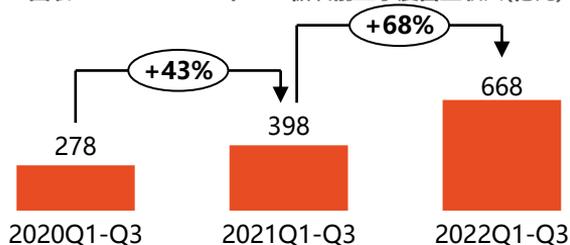
# 4 世界制造工厂：制造优势多元化凸显，全球化征程永不停歇

# 4.1 CXO：新冠扰动退潮，CRO与特色CXO有望率先恢复

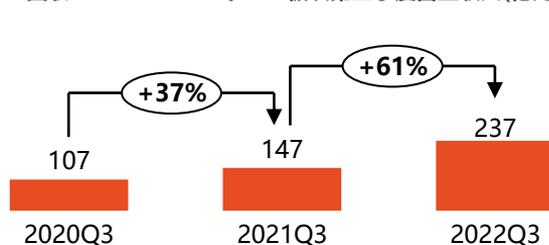
## 4.1 盈利规模：CXO板块业绩持续高增长，且呈现边际加速态势

- 从收入来看，CXO厂商收入增速仍维持在较高水平，且收入增长边际加速。参考2020-2022年前三季度板块收入变化情况，2022年Q1-3板块实现收入668.40亿元，同比增长68.04%，较2021年前三季度收入增速大幅上升24.94 pct，板块收入增长边际加速。
- 从利润上看，CXO厂商净利润高速增长，净利润增速呈现显著的边际加速态势。参考2020-2022年前三季度板块收入变化情况，主要CXO公司实现净利润179.73亿元，同比增长84.20%，较2021年前三季度净利润增速上升31.22 pct，板块利润增长边际加速态势显著。
- 从单季度上看，第三季度利润增速领跑前三季度，板块盈利水平边际加速特征仍将持续。2022年第三季度CXO板块实现净利润59.61亿元，同比上升100.32%，增速亮眼，同比增加53.60 pct，较2022年前三季度净利润增速大幅增加16.12 pct，分季度来看单季度净利润增速维持了边际加速态势。

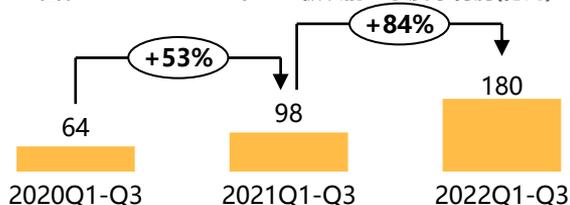
图表2：2020-2022年CXO板块前三季度营业收入(亿元)



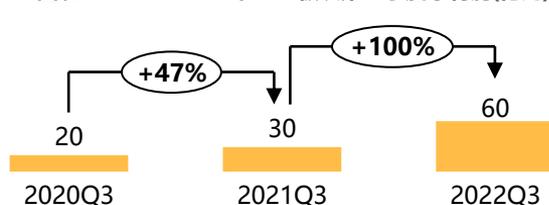
图表3：2020-2022年CXO板块第三季度营业收入(亿元)



图表4：2020-2022年CXO板块前三季度净利润(亿元)



图表5：2020-2022年CXO板块第三季度净利润(亿元)

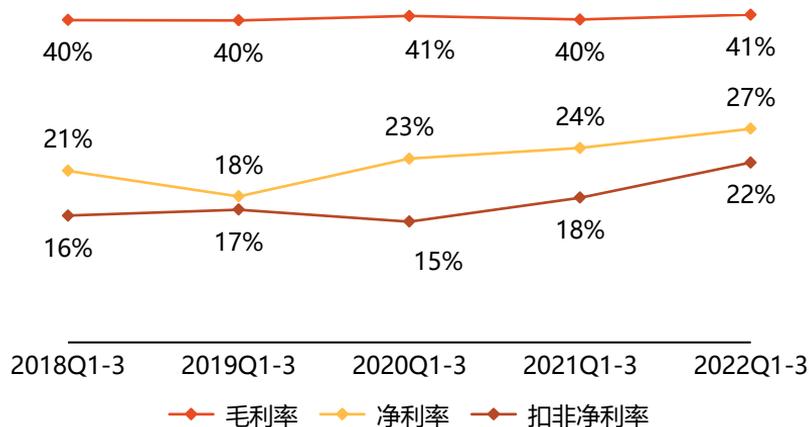


资料来源：Wind；民生证券研究院

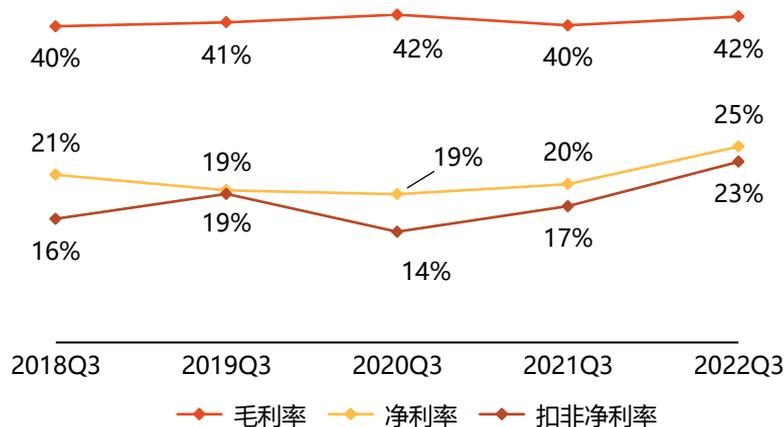
## 4.1 盈利能力：毛利率窄幅波动，净利率持续改善

- **从毛利率来看，CXO板块毛利率水平近年窄幅波动。**参考2018-2022年前三季度水平，CXO板块毛利率在40%左右窄幅波动，2022年前三季度板块毛利率水平为40.93%，较2021年同期上升0.61pct。
- **从净利率及扣非净利率水平来看，CXO板块自2020年以来持续改善。**参考2018-2022年前三季度水平，CXO板块净利率及扣非净利率水平自2020年以来显著上升，2022年净利率水平为26.68%，较2021年同期提升2.40pct，扣非净利率水平达22.45%，较2021年同期提升4.38pct。
- **从单季度上看，第三季度扣非净利率水平较大幅度领先2022年前三季度水平，核心业务盈利能力呈现边际加速态势。**2022年第三季度CXO板块扣非净利率达23.00%，同比增加5.65pct，较前三季度净利率增加0.55pct。

图表10：2018-2022年CXO板块前三季度主要盈利能力指标



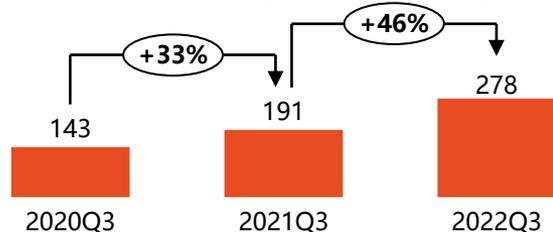
图表11：2018-2022年CXO板块第三季度主要盈利能力指标



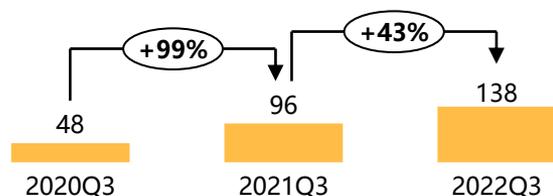
## 4.1 资本开支规模：CXO板块资本开支整体走升但边际趋冷

- 从固定资产规模及增速上看，板块固定资产规模持续增长。参考2020-2022年三季报情况，行业固定资产规模较快增长，2022年三季报板块固定资产规模为277.79亿元，同比增加45.69%。
- 从在建工程规模及增速上看，板块自建工程较快增长，但增速边际下降。参考2020-2022年三季报情况，2022年三季报板块在建工程规模为137.67亿元，同比增长43.25%，较2021年同期增速下降56.10 pct。
- 从单季度上看，第三季度净新增固定资产规模增速边际下降，净新增在建工程规模出现下滑。受国际环境变化、投融资数据波动、疫情管控不确定性等因素对行业预期产生不利影响，CXO板块三季度净新增固定资产规模21.43亿元，同比增加59.34%，较2021年同期增速下降47.24 pct。三季度新增在建工程规模8.68亿元，同比下降56.63%

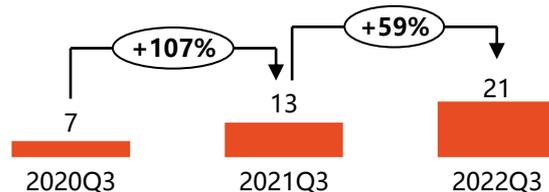
图表6：2020-2022年CXO板块三季报固定资产规模(亿元)



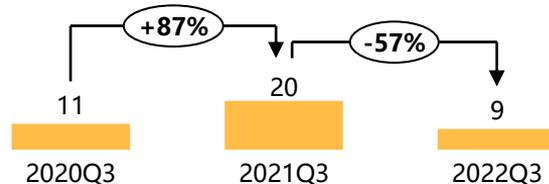
图表8：2020-2022年CXO板块三季报在建工程规模(亿元)



图表7：2020-2022年CXO板块三季度净增固定资产规模(亿元)



图表9：2020-2022年CXO板块三季度净增在建工程规模(亿元)



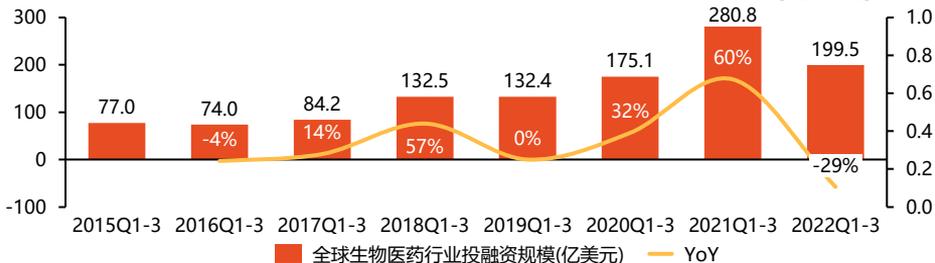
资料来源：Wind；民生证券研究院

## 4.1 投融资情况：全球及中国生物医药2022Q3边际转暖

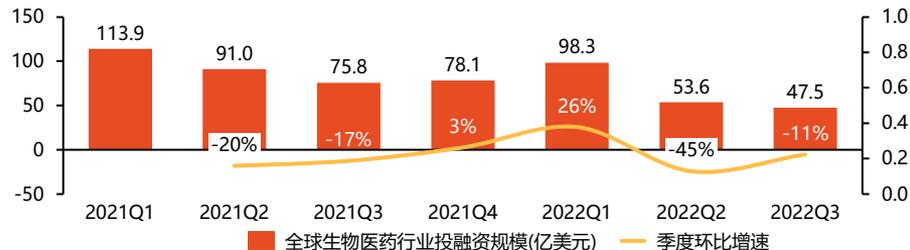
参考前三季度同比增速，全球及中国一级市场医药行业投融资状况仍在恢复中。2022年前三季度全球一级市场医药行业投融资规模为199.5亿美元，同比下降29%，中国医药行业投融资规模54.2亿美元。同比下降49%，2022年医药行业整体融资局面仍在恢复中。

参考单三季度环比增速变化情况，全球及中国医药行业投融资状况边际趋暖。2022年第三季度全球一级市场医药行业投融资规模47.5亿美元，环比下降11%，环比降幅显著趋缓，中国三季度实现医药行业融资15.6亿元，环比增长1%，出现边际转暖迹象。

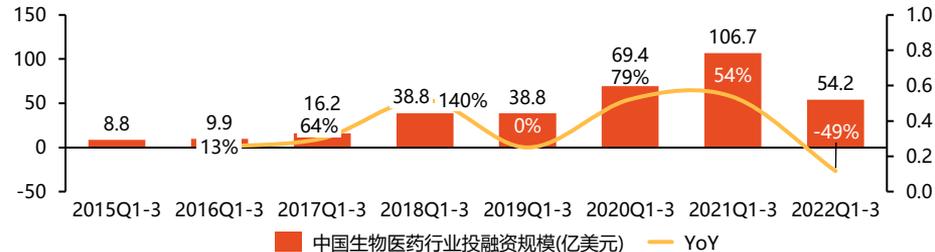
图表 2015-2022前三季度全球生物医药领域投融资概况(亿美元)



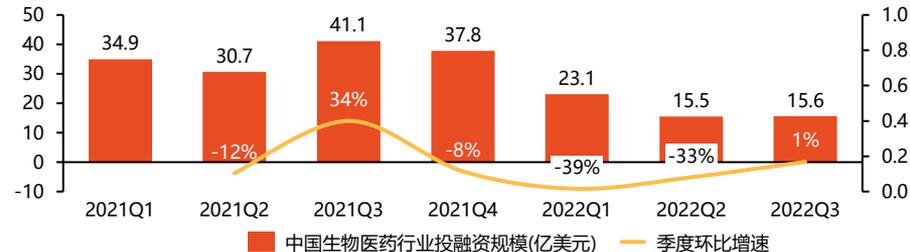
图表 2021-2022Q3全球生物医药领域投融资概况(亿美元)



图表 2015-2022前三季度中国生物医药领域投融资概况(亿美元)



图表 2021-2022Q3中国生物医药领域投融资概况(亿美元)



资料来源：医药魔方；民生证券研究院

# 4.1 国内月度投融资情况：中国11月投融资情况出现边际跃升

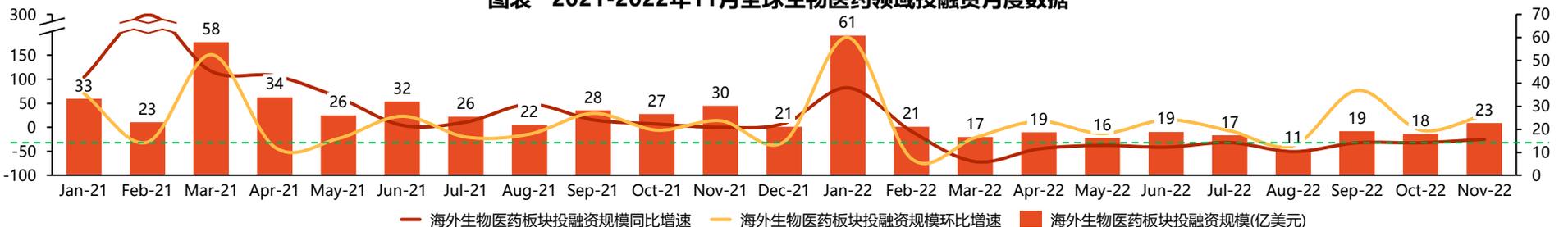
从海外情况来看，同比增速仍处于负值水平，行业投融资环境严峻，但近期环比增速已经出现正增长，边际变化初现曙光。2022年2月以来海外医药行业投融资规模同比增速持续低迷，行业整体融资局面严峻，但9月、11月环比增速转为正值，分别为77%和26%，边际变化出现一定积极信号。

从中国情况来看，11月中国投融资规模出现明显边际回升，环比增速达到，边际改善尤为显著。2022年2月以来中国医药行业投融资同比增长处于低迷阶段，但11月环比增速出现大幅上升，达289%，出现明显边际改善，或将牵引药物发现及临床前CXO板块景气度上行。

单位：%

图表 2021-2022年11月全球生物医药领域投融资月度数据

单位：亿美元



图表 2021-2022年11月中国生物医药领域投融资月度数据

单位：亿美元



资料来源：医药魔方；民生证券研究院

# 4.1 受益于投融资转暖的细分CXO三季度业绩呈现积极变化

从公司梯队角度看，头部厂商与二三线厂商业绩进一步分化，头部效应凸显，首先关注仍具有较大投资价值的头部厂商。CXO行业一体化龙头药明康德保持靓丽业绩，CDMO板块头部效应尤为明显，凯莱英、博腾股份等板块龙头厂商2022Q3单季度业绩在往年较大的业绩基数上仍然实现大幅增长，进一步拉开与二三梯队厂商的差距，具有较高投资价值。

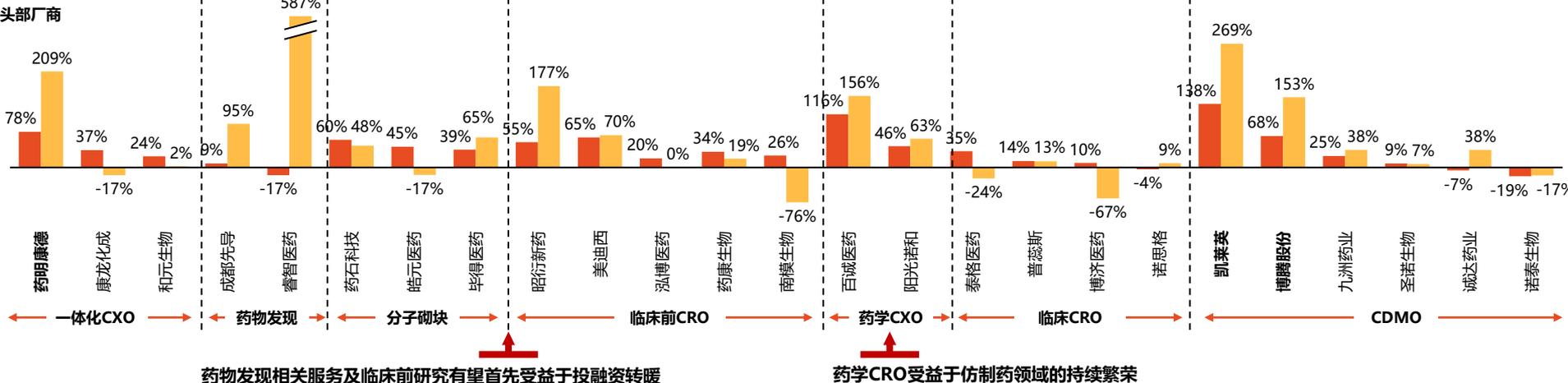
从细分板块角度看，部分细分板块三季度业绩呈现积极的边际变化，重点关注首先受益于投融资转暖的药物发现相关服务及临床前CRO板块，其次关注上升动能强劲的药学CRO板块。在近期投融资环境出现边际改善的情况下，重点关注首先受益于投融资转暖的新药发现相关服务及临床前CRO业务龙头公司，以及在仿制药行业繁荣背景下呈现较强增长动能的药学CRO。

个股方面：我们建议优先关注头部CRO公司的率先恢复如泰格医药，其次关注首先受益于投融资情况转暖的头部公司成都先导、药石科技、毕得医药、昭衍新药、美迪西，及药学CXO公司阳光诺和、百诚医药。

■ 2022Q3单季度营收同比增速

■ 2022Q3单季度归母净利润同比增速

图表：主要CXO厂商2022年Q3业绩表现



药物发现相关服务及临床前研究有望首先受益于投融资转暖

药学CRO受益于仿制药领域的持续繁荣

资料来源：各公司公告；民生证券研究院

**4.1**

# 中美地缘政治风险全线缓和，海外业务不确定性下降，CXO板块触底信号进一步明确

## 中概股审计监管顺利完成



### PCAOB完成2022年中概股底稿审计，中概股退市风险解除，中美紧张关系在资本市场的投射出现缓和信号

- **事件时间：**2022年12月
- **事件概况：**PCAOB确认2022年度对内地和香港的会计师事务所调查检查完成，PCAOB首次对中概股会计事务进行的核查顺利完成，中概股退市风险化解，中国公司海外上市通道重新被打开，中概股审计事件为中美紧张关系在资本市场的投射，本次缓和使得资本市场短期重大风险因素得到化解，首先将牵引港股、中概股资产价格回暖，其次将对包括CXO板块在内的国际化属性深厚的板块产生积极作用。

## UVL清单调整剔除药明生物



### 美国UVL名单整体移除药明生物全部主体，CXO地缘政治风险进一步缓和

- **事件时间：**2022年12月
- **事件概况：**继2022年10月药明生物无锡工厂移出UVL清单后，12月药明生物上海工厂被移出UVL清单，至此药明生物整体于UVL清单移除，药明生物2022年初被列入UVL是CXO地缘政治风险的标志性事件，本次随中美关系缓和顺利解决，CXO板块底部进一步得到验证。

## G20峰会中美元首会晤释放合作信号



### 中美元首于G20峰会首次面对面会晤，释放合作信号，中美激烈对抗的局面暂时结束

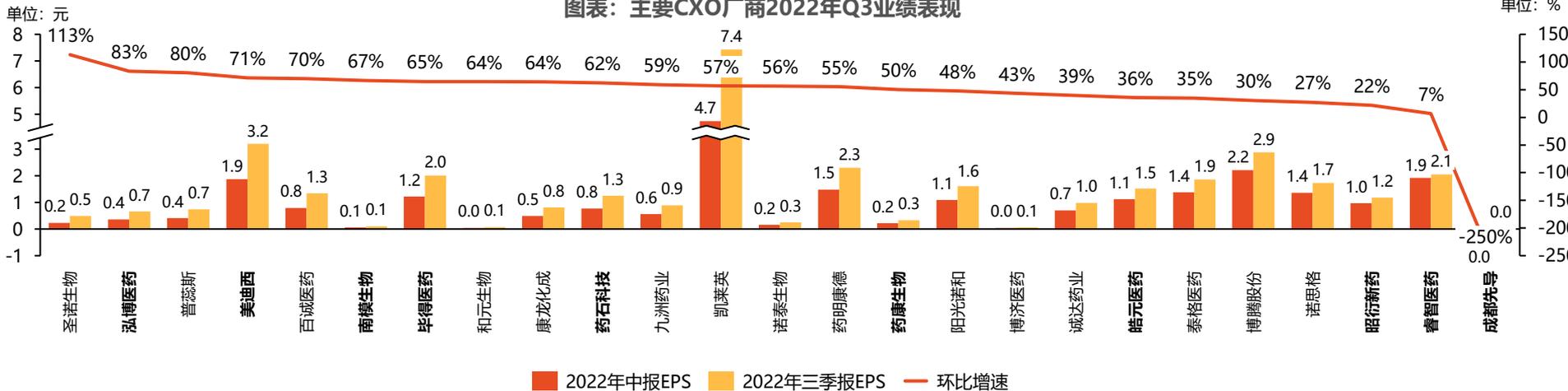
- **事件时间：**2022年11月
- **时间概况：**G20会议期间，中美两国领导人于巴厘岛举行面对面会晤，会议议题涵盖双方内政外交政策、中美两国关系、细分领域合作、重大国际议题等深入交换意见，中美巴厘岛会晤释放积极信号，两国关系主线由对抗转向短期合作，本次会晤商定财金定期磋商恢复，中国经济及龙头公司海外业务面临的外部风险全线缓和。

# 4.1 重点关注CRO公司及临床前CXO产业链公司

从细分板块来看，临床前CXO较大程度上受益于三季度国内外医药投融资环境边际改善。在三季度以来医药行业投融资环境边际改善的背景下，从标的公司三季度EPS环比增速来看，临床前研究外包服务首先受益于边际改善的正向影响，临床前CRO公司美迪西、南模生物、药康生物、泓博医药，分子砌块公司药石科技、皓元医药、毕得医药Q3表现较好。

个股方面我们建议优先关注临床CRO龙头泰格医药，其次关注药石科技、毕得医药、药康生物等具有较大竞争力的临床前CXO产业链公司。

图表：主要CXO厂商2022年Q3业绩表现



资料来源：各公司公告；民生证券研究院



## 4.2 原料药：周期底部，重心 上移

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

➤ 受地缘政治、防疫政策及新冠相关概念等影响，原料药板块一波三折

• 2022年初至12月，申万原料药板块估值（市盈率，TTM整体法，剔除负值）下跌 22.4%，其中：

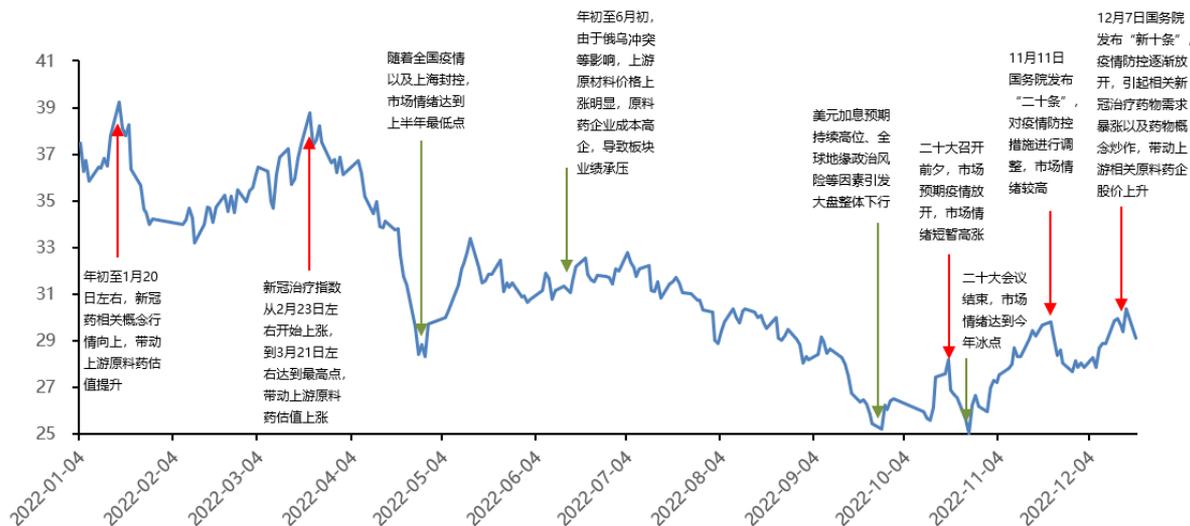
1-3 月：新冠治疗相关概念、各地疫情多点散发以及防控措施趋严等因素扰动板块估值；

4-6 月：疫情封控、俄乌冲突导致上游成本加剧，板块业绩承压，原料药板块估值下行；

7-9 月：美元加息预期持续高位、全球地缘政治风险等因素引发大盘整体下行；

10 月至12月：疫情防控政策逐渐放开，新冠治疗相关概念以及药品抢购导致上游原料药板块估值波动

图表：2022年初至12月原料药板块估值复盘（市盈率，TTM整体法，剔除负值）



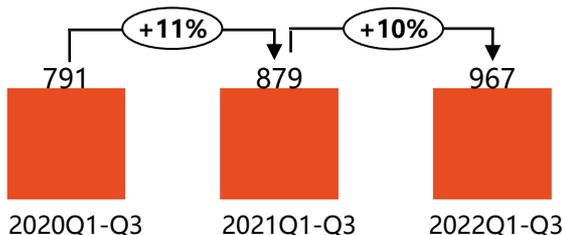
资料来源：wind，民生证券研究院整理

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

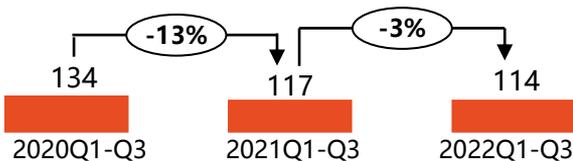
### ➤ 板块业绩受上游成本、下游需求端影响承压

- **从收入来看，原料药板块收入增速略有放缓，但是疫情政策等影响逐步缓解。**2022年前三季度原料药板块实现收入967亿元，同比增长10%，较2021年前三季度收入增速下降1pct。整体板块同比增速跑输2021年同期主要因为上半年受疫情影响，药品终端需求减弱，部分订单延期交付或部分产品无法销售。单季度上看，原料药板块部分企业发货节奏的季度间波动引起同比增速有一定放缓。
- **从利润上看，原料药板块同比增速放缓。**2022年前三季度主要原料药公司实现净利润114亿元，与2021年同期相比下降3%，主要受疫情及海外影响因素较大，上游受石油涨价影响带来生产成本上升，国内药品端下游需求景气度降低，使得上游成本无法转嫁，中途叠加疫情带来的生产受限等相关因素，企业边际生产成本抬高，利润端表现相对逊色于收入端。从单季度上看，原料药板块利润增速下降幅度逐渐收窄。

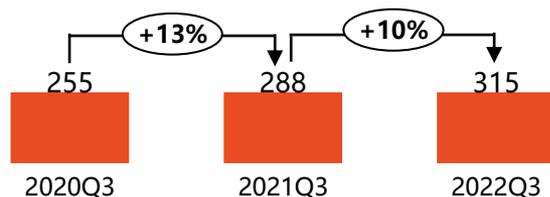
图表：2020-2022年原料药板块前三季度营业收入(亿元)



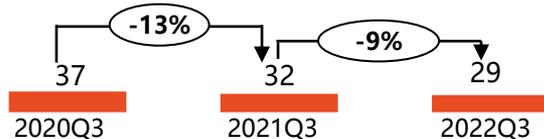
图表：2020-2022年原料药板块前三季度净利润(亿元)



图表：2020-2022年原料药板块第三季度营业收入(亿元)



图表：2020-2022年原料药板块第三季度净利润(亿元)



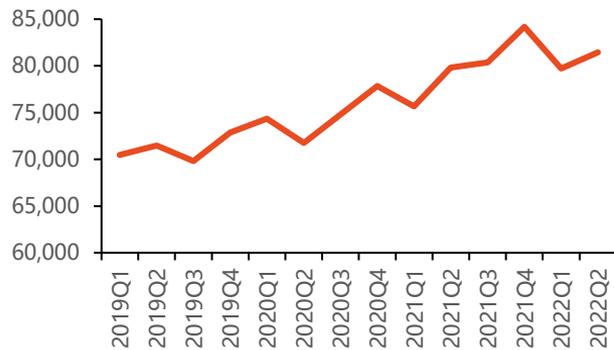
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

### ➤ 海内外药品终端需求逐步恢复，上游原料药板块收入有望恢复快速增长

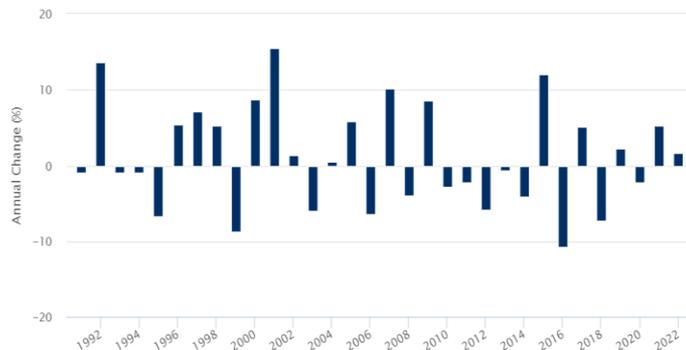
- 新冠疫情冲击下，海外零售药房销售额整体上升。**海外需求恢复以美国为例，美国药店主要分为药房和零售两块业务，药房业务主要是根据医生开具的处方进行配药，零售业务主要是消费者购买非处方药、保健品以及抗原检测等医疗器械产品。2020年以前，美国市场药店季度零售总额保持在700亿美元左右，2020年Q1开始新冠疫情爆发以后，美国市场药店季度零售总额波浪式上升，2021Q4达到峰值842亿美元，相比疫情前2019年同期增加15.5%。
- 从美国医院门诊数量来看，疫情爆发极大影响门诊治疗的意愿，2021年年中以后逐步恢复。**总体而言，2020年的患者就诊数量大幅下降。2021年年中以后，由于美国疫情得到缓解，而且疫苗得到了广泛使用，因此医院门诊数量同比上升5.3%（2020年基数较低）。2022年也维持上涨趋势，同比上升1.6%，未来随着疫情的进一步缓解，医院门诊数量同比增速有望继续回升。

图表：2017Q1 -2022Q2美国药店季度零售额（百万美元）



资料来源：Statista，民生证券研究院

图表：美国门诊数量同比增速（%）



资料来源：IBISWorld，民生证券研究院

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

### ➤ 海内外药品终端需求逐步恢复，上游原料药板块收入有望恢复快速增长

- 从国内需求端来看，根据米内网数据，2022年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达8670亿元，同比增长1.7%。经过2020年疫情后，中国药品终端销售额逐渐恢复，2021年基本回到2019年的水平，2023年整体需求有望继续恢复。
- 另外，解热镇痛药物需求激增，相关原料药产线恢复运转。疫情管控放开后，布洛芬以及对乙酰氨基酚等药品需求井喷，由于之前布洛芬需求不大，部分药企的产线之前因各种原因被搁置，近期已有不少被搁置的产线又开始运转起来，除了关停产线复活外，已有产线也在加班加点保供应。

图表：2015-2022H1全国三大终端药品销售额和同比增长率（亿元）



资料来源：米内网，民生证券研究院

图表：部分布洛芬和对乙酰氨基酚原料药公司产能及地区

公司名	产品	年产能 (吨)	地区
新华制药	布洛芬	8000	山东省淄博市
亨迪药业	布洛芬	3500	湖北省荆门市

公司名	产品	年产能 (吨)	地区
鲁安药业	DC扑热息痛	9000	安丘
冀衡药业	扑热息痛	25000	河北省衡水市
诺化仕制药	扑热息痛	7000	江苏省无锡市
鲁安药业	扑热息痛	40000	山东省安丘市
康乐药业	扑热息痛	13000	浙江省温州经
华港制药	扑热息痛	12000	江苏省常熟市
丰原利康制药	扑热息痛	10000	安徽省蚌埠市

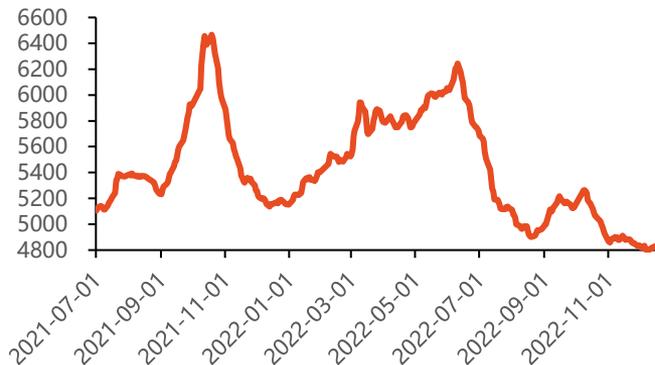
资料来源：健康网，民生证券研究院

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

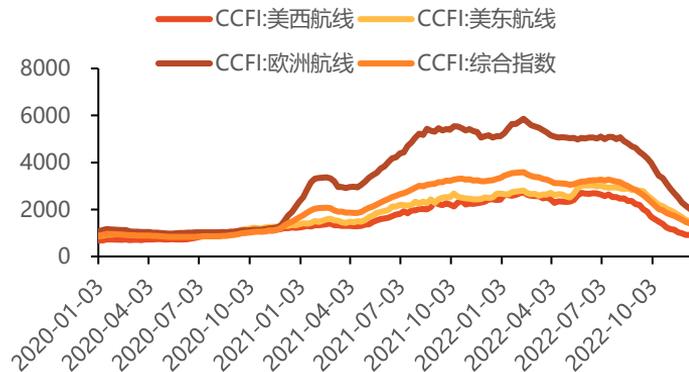
### ➤ 上游成本端压力逐渐缓解，原料药板块迎来困境反转

- 根据新天地招股说明书，上游成本主要由直接材料、直接人工和制造费用等构成，而2022年上半年受新冠疫情防控政策及原油价格大幅上涨的影响，运输市场整体价格水平有较大幅度提升，导致原料药行业海运费普遍上涨，盈利能力受损。
- 根据wind统计，中国化工产品价格指数(C CPI)下降明显，上游原材料成本压力逐渐缓解。近期中国化工产品价格指数(C CPI)持续下降，截至12月16日，报4832点，环比下降1.25%，较2021年同期下降6.32%，较2022年最高点(6243点)下降22.6%
- 根据wind统计，CCFI综合指数在2022年2月初达到最高点，至2022年12月已回落超过60%，多数远洋航线运价回落。成本费用端边际呈现改善，前期持续的高位价格给行业仍带来较大压力。
- 综上，上游成本端压力逐渐缓解以及下游需求端逐渐恢复，原料药板块将迎来较大的利润弹性，建议关注普洛药业等。

图表：中国化工产品价格指数 (C CPI)



图表：海运费用环比下降



资料来源：wind，民生证券研究院

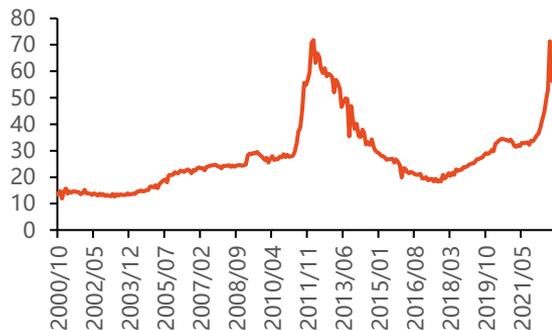
\*请务必阅读最后一页免责声明

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

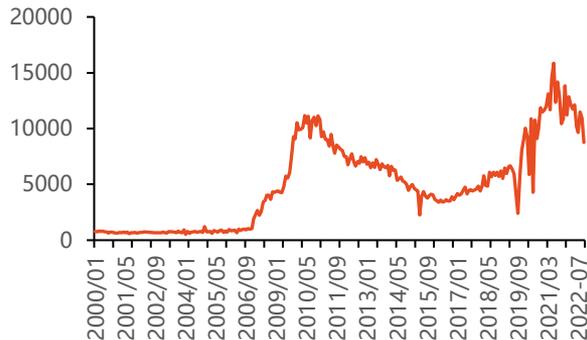
### ➤ 看好院内制剂恢复，关注碘造影剂、肝素等上游原料药机会

- 根据Wind统计，2022年10月碘进口平均单价为55.77美元/kg，相比上个月下降1.4%，相比2021年同期涨幅超过64%。化工产品碘是碘造影剂产品的主要原材料，成本占比较大，碘价2022年12月仍处于较高位置，但是环比有所改善。价格上涨由供应不足导致，全球最大的碘生厂商SQM正在投资以扩大产能，碘价未来有望继续回落，叠加疫情管控放开，院内制剂需求逐渐恢复，碘造影剂相关企业有望恢复利润弹性，建议关注相关企业司太立等。
- 根据Wind统计，2022年10月肝素出口平均单价为8757.34美元/kg，相比上个月下降19.8%，2022年12月肝素原料药价格高位震荡。肝素是临床上使用最广泛的抗血栓、抗凝血药物之一，近三年由于疫情影响海外院端需求量，导致我国肝素出口量逐年减少。随着海内外院端用药需求逐渐恢复，看好肝素原料药相关企业未来利润弹性，建议关注东诚药业、健友股份、千红制药等。

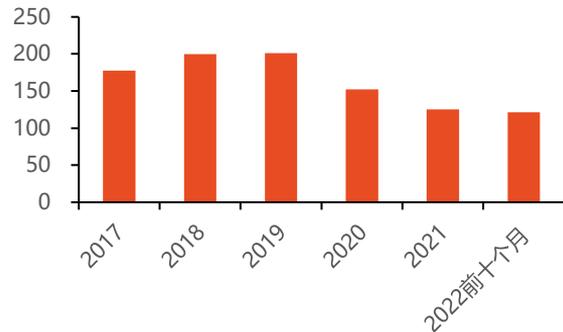
图表：碘进口月均价格（美元/kg）



图表：肝素出口平均单价（美元/kg）



图表：肝素年出口量（吨）



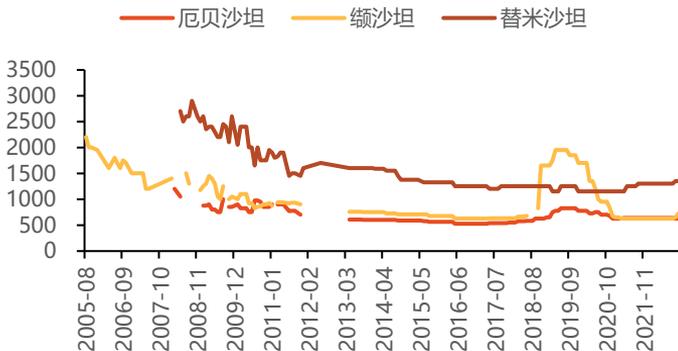
资料来源：Wind，健康网，民生证券研究院

## 4.2 原料药：周期底部，重心上移

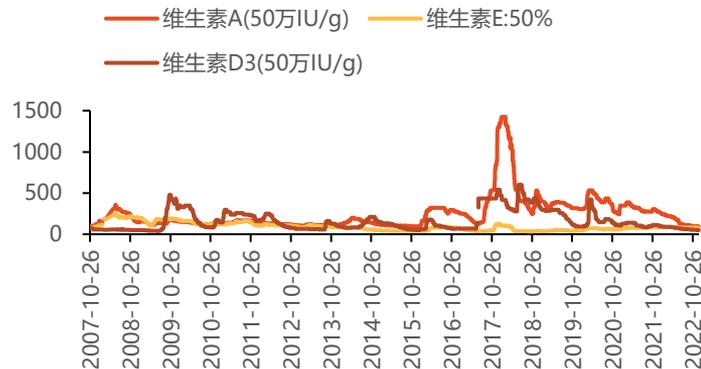
### ➤ 看好目前处于历史低价品种，关注沙坦类、维生素等上游原料药机会

- 根据Wind数据，心血管主要药物厄贝沙坦、缬沙坦、替米沙坦的最新价格(2022年11月)分别为625元/kg、650元/kg、1350元/kg，价格相对稳定，较上月环比无变化。厄贝沙坦和缬沙坦价格从2021年年初即保持在现有价格水平，已经维持将近两年，看好未来涨价带来的利润弹性，建议关注相关企业如天宇股份、华海药业等。
- 根据Wind统计，VA、VE和VD3在2022年12月报价分别为93.5元/kg、78元/kg和52.5元/kg，相比2022年初价格分别下降65.4%、10.9%和48.8%。维生素市场整体价格下跌，主要由于2022年疫情频发导致下游需求较弱，下游采购主要维持刚需，欧洲市场大部分维生素品种处于弱势。随着疫情放开，下游餐饮需求将逐步恢复，生猪价格有望逐渐上升，导致下游维生素饲料端需求提升，当下维生素价格处于底部，看好未来维生素量价齐升。建议关注相关企业如新和成、花园生物等。

图表：国内沙坦类价格 (元/kg)



图表：部分维生素价格 (元/kg)



资料来源：Wind，民生证券研究院

# 5 风险提示

## 5

## 风险提示

- 1) **业绩不及预期风险。**相关产品受内外部因素影响销售情况可能未及预期的风险。
- 2) **地缘政治风险。**国际关系不确定性及地缘政治冲突可能对相关公司海外业务拓展产生。
- 3) **投融资减少风险。**一二级市场医药板块投融资活动存在不确定性，可能从需求侧对行业景气度产生影响。

# THANKS 致谢

## 民生医药研究团队：



**首席分析师 周超泽**  
执业证号：S0100521110005



**资深分析师 许睿**  
执业证号：S0100521110007



**研究助理 宋丽莹**  
执业证号：S0100121120015



**研究助理 陈欣黎**  
执业证号：S01001211110031



**研究助理 乐妍希**  
执业证号：S0100121110047



**研究助理 朱凤萍**  
执业证号：S0100121110041

## 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19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

## 分析师声明:

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。