



春去春又来

——2023年医药生物行业年度投资策略报告

行业评级：增持

分析师：沈文文
证券执业证书号：S0640513070003

研究助理：李蔚
证券执业证书号：S0640120120010

➤ 核心观点：

- **复盘2022年医药行业全年走势，整体处于调整态势，目前行业处于底部位置，修复在路上。** 2022年，医药生物行业主要经历了两波明显的上涨行情，包括5-6月份以及10月初启动的新冠产业链驱动的上涨。从医药生物各子板块的月度涨跌幅来看，**医药商业，尤其是线下连锁药店板块，受益于居家自主诊疗、保健消费和市场集中度提升等多重利好因素，在行业中表现强势。横向比较其他行业和全部A股**，截至12月31日，申万医药生物板块下跌10.32%，跑输全部A股（-3.64%），在31个申万一级行业中排名第18，居于中游水平。**对比子板块2021年及2022年涨跌情况，2021年显著上涨的部分子板块2022年呈现出较为明显的估值回归的逻辑。根据市值分类，2022年医药生物企业剔除次新股后，以小市值药企表现最佳，但整体表现弱于2021年。次新股2022年平均表现优于2021年，较行业内其他市值类型的公司相比，整体表现出较好的韧性，在行业整体调整的状态下呈现出较高的活跃度。**
- **2022年前三季度，在常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求的背景下，医药行业维持了较为稳定的增长，凸显了行业长坡厚雪的特征。** 2022前三季度，医药生物板块实现营业收入18303.61亿元，在申万31个行业中排名第10，收入规模处在行业中上游位置；营收增速为10.05%，较上年有所下降，但行业排名较上年明显提升。2022前三季度医药生物板块实现归母净利润1848.34亿元，行业排名第6，排名较为靠前；归母净利润增速为5.52%，较上年有所下滑；行业排名第12，较去年同期有所增长。**整体来看，医药生物板块的归母净利润规模和增速仍处于中上游水平。**
- **政策方面，2022年2月发布的《“十四五”医药工业发展规划》中，提出“把创新作为推动医药工业高质量发展的核心任务”，并明确了“到2025年，前沿领域创新成果突出，创新驱动力增强，国际化全面向高端迈进”等目标。在前沿技术领域，十四五规划明确了“支持企业面向全球市场，紧盯新靶点、新机制药物开展研发布局”，标志着我国医药行业向更高水平原始创新的转变。同时，规划提出，“培育一批世界知名品牌；形成一批研发生产全球化布局、国际销售比重高的大型制药公司”，对我国医药企业国际竞争力提出更高要求，创新逻辑持续强化。药品集采方面，第七轮国家药品集采中选药品平均降价48%，与此前五批国家药品集采相比，降价幅度略显温和。随着药品集采常态化，未来行业将持续分化，龙头效应进一步凸显。**生产管线丰富，研发能力突出，竞争格局较好的企业有望从中受益。** 高值耗材全国集采方面，第三批国家组织高值耗材集采，即脊柱类耗材集采产生拟中选结果，高值耗材器械集采常态化趋势得到验证，高值耗材价格下降预期逐步兑现。**省级高值耗材集采在国家集采的基础上进一步扩围，据不完全统计，2022年省级集采产品种类包括：心脏介入电生理类耗材、体外检测类耗材肝功类生化检测试剂、口腔科种植牙以及正畸耗材等。随着集采的全面铺开，临床用量大、采购金额高、应用成熟、竞争充分、同质化水平较高的高值医用耗材品种以量换价已是不可逆的趋势。2022年医保谈判延迟，预计价格降幅相对温和。综合来看，创新药是国家医保政策重点支持的方向，创新能力强、竞争格局相对缓和领域的创新型药企有望在激烈的竞争中建立更大的竞争优势。****

- 在一系列利好政策的驱动下，**国内医疗新基建蓬勃发展，医院建设项目随之快速增长**，医疗新基建不仅包括大型公立医院的扩容，也包括基层医疗机构的提质改造，补齐高端医疗装备短板。2021年11月，《“千县工程”县医院综合能力提升方案（2021-2025年）》中指出，到2025年，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务水平。配套融资等政策陆续出台，**医疗新基建需求释放将有效驱动医疗器械市场扩容，是“十四五”期间国内医疗器械市场的一条值得关注的主线。国产医疗器械产品迭代升级将有望迎来加速，具备自主可控和进口替代的头部医疗器械企业有望进一步扩大市场份额。**
- **医药重仓持股和超配比例位居前列。**从2022前三季度重仓持股情况来看，医药生物行业基金重仓持股金额为4499.59亿元，占比为10%，位列基金重仓持股行业排名第三；超配情况来看，31个行业中共有11个行业基金重仓持股实现超配，医药生物行业超配比例为2.08%，位列基金重仓持股超配比例行业排名第四。**2022年医药生物行业震荡幅度较大，医药行业在基金重仓持股中持续位居前列，成长能力和防御属性仍然受到投资者青睐。纵向来看，医药行业重仓持股2022年前三季度整体表现较为平稳，三季度医药行业重仓持股环比略有下滑。从医药生物行业基金重仓持股比例来看，2022年前三季度，基金重仓持有A股医药生物行业的市值占持有A股市值的比例分别为11.67%、10.22%和9.92%。对比基金重仓持股比例和标准行业配置比例来看，2022年医药生物行业依旧保持在超配状态。2021年末至2022Q3期间，行业超配比例有所下滑。医药行业各子板块基金持仓呈现分化态势，2022Q3化学制药、医疗器械、医药商业和中药子板块的基金重仓持股比例上升。在我国药品、耗材集采提速的背景下，国产替代加速，创新能力强和具备自主可控逻辑的相关板块和企业的关注度得到提升，化学制药和医疗器械成为2022Q3基金重仓持股增幅较大的重点子板块，行业内重仓持股比例分别由2022H的8.92%和19.11%提升至2022Q3的14.08%和23.99%。医药商业重仓持股比例由2022H的1.42%提升至2022Q3的2.96%，中药重仓持股比例由2022H的7.64%提升至2022Q3的8.2%。基金重仓持股集中度高，各子板块基金重仓持股前三名公司占比超过50%。其中，化学制药、中药、生物制品、医药商业、医疗器械、医疗服务板块前三名重仓持股公司占比合计分别为57%、73%、82%、56%、70%和67%。**
- **我国资本市场深化对外开放进程，外资参与度日渐提升。**自我国2001年加入WTO以来，资本市场对外开放的步伐持续加大，近十年来对外开放的趋势尤为明显。随着QFII多次扩容，沪股通、深股通全面开通等稳步推进，我国资本市场对外开放程度逐渐提高，外资持续流入。**整体来看，外资持股占医药生物行业总市值比重相对较低，截至2023年1月6日，占比约为3.04%。**2014年至2021年中，医药生物行业的外资持股总市值占比整体呈稳定上升趋势；2022年期间医药行业外资持股经历近几年来较大幅度震荡，但随着我国疫情防控政策放开，经济复苏趋势确立，海外资金呈现了较为明显的流入趋势。**医药生物行业流通市值结构显示，2021年2月5日为外资持股流通市值的占比的高点，为8.38%。短期来看，随着市场信心稳步回升，外资持股流通市值的占比近期整体呈现上行的态势。**目前从医药行业的持股情况来看，陆股通是外资行业的主要投资渠道，占外资持有医药生物行业比重的93.62%，整体较为稳定。从趋势上来看，陆股通占外资的比重整体呈上升趋势，较去年同期有所提升。

- **2022年，医药生物行业融资规模反弹，医疗保健设备与服务融资规模大幅增长。**医药生物行业整体融资1371.60亿元，同比增长0.39%。其中，制药、生物科技与生命科学行业融资总额750.11亿元，同比下滑33.16%；医疗保健设备与服务行业融资总额621.49亿元，同比增长154.70%。**从融资方式上看，医药生物行业首发上市融资规模占比仍然最大，但医疗保健设备与服务的增发规模呈现显著增长的态势。**从上市公司数量上看，2022年医药生物行业新增上市公司数量与2021年相比略有下降。总体来看，2020年、2021年和2022年均为医药生物公司集中上市的年份。2022年1-11月，医药制造业实现营业收入25904.50亿元，利润总额为3882.3亿元，同比增长率分别为-0.73%和-28.15%。**在前期高基数的影响下，2022年医药制造业表现相对稳定，剔除2021年疫情催化的影响，医药制造业营业收入和利润总额较2020年稳定增长，同时分化加剧。**截至2022年三季度末，上市公司数量为462家，医药生物行业营业收入占医药生物制造业营业收入的87.28%，利润总额占73.69%。**从趋势上来看，自2013年开始，医药生物行业证券化率呈现持续上升趋势。**2022年前三季度，医药生物行业营收规模最大的三个子板块分别为医药商业、化学制剂与中药，分别为6,971.27亿元、3,039.25亿元和2,558.14亿元；从营业收入成长性来看，增速最高的三个子板块分别为医疗服务、医疗器械和生物制品，增速分别为38.45%、26.12%和11.98%。2022年前三季度，生物医药行业归母净利润最高的三个子板块分别为医疗器械、医疗服务与中药，分别为725.87亿元、254.38亿元和239.39亿元；从归母净利润成长性来看，增速最高的三个子板块分别为医疗服务、医疗器械和原料药，增速分别为73.23%、29.38%和5.02%。2022年前三季度，医药生物行业毛利率最高的三个子板块分别为生物制品、医疗器械和化学制剂，分别为59.12%、56.98%和51.32%；净利率最高的三个子板块分别为医疗器械、医疗服务和原料药，分别为28.10%、17.57%和10.85%；ROE最高的三个子板块分别为医疗器械、医疗服务和中药，分别为22.95%、15.11%和9.90%。
- **多项支付端数据显示医疗消费依然存在较大空间。**我国人均卫生费用从2010年的1490.1元增加到2021年的5440.0元，尽管2021年人均卫生费用增速和前几年相比有所下滑，但仍有6.41%。**从结构上看，个人卫生支出比例持续下降，从2010年的35.29%下降到2021年的27.60%，为医疗消费的进一步释放提供了充足的空间。**医保基金数据显示，2022年1-11月，我国基本医保基金收入26576.42亿元，增速为7.70%；同期我国基本医保基金支出为21301.74亿元，增速为2.30%，收入增速大于支出增速。医保基金盈余方面，2020年我国医保基金盈余为5274.68亿元，增速为36.31%，与前两年相比，增速有较大幅度的提升，显著超预期。**医保基金支出增速下滑明显的原因主要是2021年同期有支付新冠疫苗及接种费用，今年来相关支出大幅减少，同时疫情影响下常规医疗需求受到持续压制。此外，国家医保局开展了价格谈判、集采等控制药价的措施，有效缓解了医保基金的压力。**健康险方面，2022年1-11月健康险保费收入为8154.50亿元，增速为3.28%，与2021年基本持平。**整体来看，我国健康险近年来发展较为快速，保费收入维持增长态势，成为个人支付、医保基金支付以外的另一支撑。**健康险保费赔付方面，2022年1-11月为3238.17亿元，增速为-11.52%，赔付减少的主要原因是2022年受到疫情管控等影响入院治疗同比下滑。从结构上看，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的4.75%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入6.37%，医疗消费仍然存在较大的空间。

- **医药生物行业估值阶段性处于低位。**统计2000年以来的数据，截至2023年1月6日，采用申万医药指数，医药生物行业整体估值处于历史洼地，行业PE处于4.39%分位，子板块方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PE分别为处于11.09%、29.98%、4.90%、9.80%、19.60%、0.17%和1.52%分位；医药生物行业PB处于20.29%分位，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PB分别处于22.87%、19.52%、22.44%、17.71%、22.10%、29.41%和28.41%分位。按照2022年12月31日的收盘数据，采用整体法计算，医药行业（TTM）的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为24.78和3.35。**整体来看，医药行业的PE及PB估值均处在历史底部的位置。**2021年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为1.99和2.47，2022年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为1.87和2.25，较2021年持续下滑，行业性价比凸显。同样使用整体法计算医药行业内各个细分行业的市盈率和市净率，按市盈率由高到低的顺序排列，依次是医疗服务、化学制剂、生物制品、原料药、中药、医药商业和医疗器械。按市净率由高到低的顺序排列，依次是医疗服务、医疗器械、生物制品、化学制剂、原料药、中药和医药商业。对比2021年来看，医药生物行业7个子板块的市盈率和市净率估值整体出现了较大幅度回调，进入配置良机。
- **投资策略。**回顾2022年，新冠产业链主要经历了四波较为明显的行情，**与我国疫情流行的严重程度及新冠治疗产业链发展呈现出高度的相关性。**2022年底，随着我国《疫情防控“新十条”》等多项政策发布，新冠防治策略发生变化。**新冠病毒感染落实乙类乙管之后，随着各类治疗药物产能的提升、供需缺口的改善和管理优化，新冠主题产业链的投资机会的性价比或将持续下降，未来或将震荡加剧。**随着发展经济的重心进一步明确，政策鼓励创新逻辑持续强化，医疗市场国际化发展、集采和医保谈判常态化演绎。**2023年医药行业整体预计在复苏环境下回归均衡发展，利率下降的预期利好创新型成长企业和新兴产业投资扩张，同时前期受到压制的常规医疗需求、保健消费或将进一步释放，建议重点围绕以下几个方面布局：**一是政策持续引导下的成长型创新药及创新药产业链；二是受益医疗新基建，具备进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头；三是受益居家自主诊疗、保健消费和市场集中度提升的连锁药店龙头；四是受益新冠治疗和常规治疗需求常态化，竞争力突出的综合医疗服务行业；五是具备消费和保健属性的药品生产企业。
- **重点公司。**建议重点关注2023年核心组合，包括**药明康德、恒瑞医药、复星医药、君实生物-U、华东医药、乐普医疗、迈瑞医疗、一心堂、益丰药房、国际医学、爱尔眼科、华润三九**。
- **风险提示。**新冠疫情风险；行业政策风险；研发风险；药械降价风险；业绩不及预期风险；海外扩张不及预期风险。

目录

1

复盘2022年医药行业走势，调整蓄力

2

政策强化创新逻辑，降价效应边际下降

3

医药商业一枝独秀，资金流向验证信心修复

4

融资规模反弹，证券化率持续提高

5

医保基金担忧证伪，多项支付能力均有提升

6

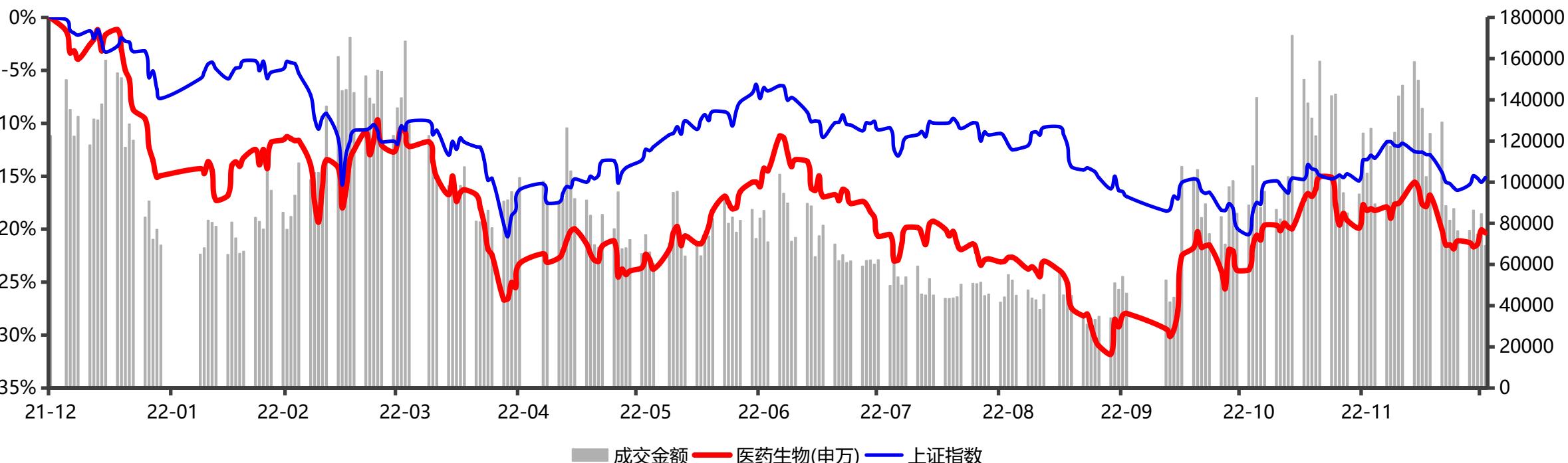
估值低位，聚焦创新、医疗服务和消费保健

1.1.1 医药生物板块2022年走势复盘——行业处于底部位置，修复在路上



➤ **复盘2022年医药行业全年走势，整体处于调整态势。** 2022年前四个月，整体呈现出震荡回调态势。5、6月份开始，随着我国疫情得到有效控制，上海地区开启复工复产，生物制品、医疗器械和医疗服务等消费类医疗板块得到市场较高的关注度，为行业企稳提供了较为有力的支撑；此外，随着新冠口服药研发进展推进和相关产业链供应的陆续披露，为经济放开和医疗消费提供了信心，具备消费属性的医疗消费类产品生产企业迎来了一波估值修复的行情。6月28日，国务院下发《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，新冠检测需求上升，新冠口服药产业链逐渐步入利好兑现阶段。此外，伴随7月份我国全国范围胰岛素集采落地、第七轮集采结果落地，行业整体再次进入回调阶段。10月份开始，随着我国骨科脊柱类耗材集采成功开标，医疗新基建持续推进，自主可控和国产替代成为企业发展的主旋律，叠加我国国内部分地区疫情反复，疫情防控类的中药关注度持续提高。

图表1：医药生物指数整体走势情况（2021.12.31-2022.12.31，百万元）



1.1.2 医药生物板块2022年走势复盘——子板块分化明显，新冠产业链是全年行业热点



- 回顾2022年医药生物行业二级板块和三级板块的月度涨跌幅情况，与新冠产业链息息相关，是全年行业的热点概念。全年来看，医药商业，尤其是线下连锁药店板块，受益于居家自主诊疗、保健消费和市场集中度提升等多重利好因素，在行业中表现强势。

图表2：医药生物各子板块月涨跌幅情况

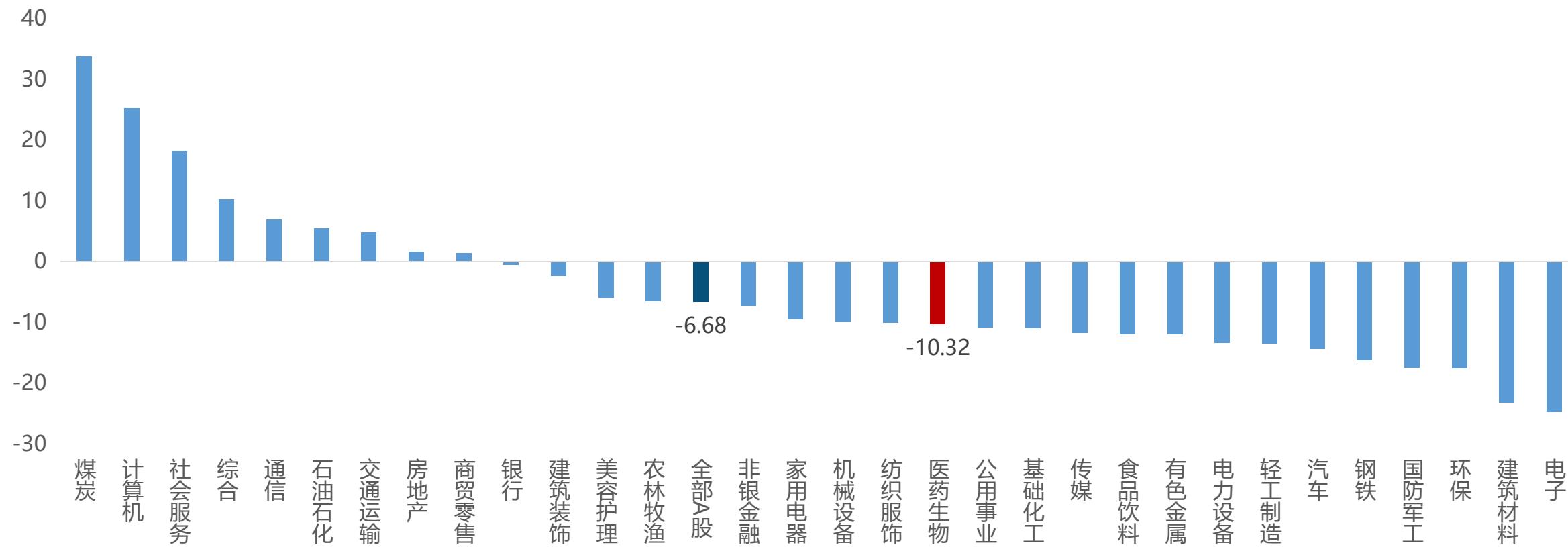
板块	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	2022年
医药生物	-12.74%	5.21%	2.98%	-12.43%	3.44%	14.03%	-4.32%	-2.22%	-5.16%	10.48%	7.91%	-2.48%	-10.32%
原料药 (二级板块)	-7.11%	6.34%	9.32%	-16.33%	11.16%	6.53%	-4.34%	-1.49%	-7.27%	-0.88%	7.33%	-1.80%	-14.73%
化学制剂 (二级板块)	-12.00%	3.59%	0.74%	-12.64%	7.12%	12.01%	-0.91%	-2.86%	-4.78%	12.62%	8.23%	-1.43%	-3.91%
中药 (二级板块)	-8.42%	4.27%	7.30%	-14.18%	5.40%	12.25%	-6.89%	-1.96%	-5.01%	17.18%	17.69%	-6.78%	-0.63%
生物制品 (二级板块)	-14.16%	6.39%	-1.16%	-15.33%	1.23%	18.48%	-7.66%	-2.24%	-8.19%	11.38%	8.94%	-4.64%	-16.48%
血液制品	-6.95%	1.78%	-13.18%	-15.45%	10.43%	12.26%	-4.00%	5.71%	-8.78%	0.35%	5.88%	11.53%	-5.32%
疫苗	-14.55%	8.04%	4.48%	-22.42%	-1.50%	21.52%	-10.96%	-2.94%	-9.40%	5.29%	11.95%	-10.23%	-28.11%
其他生物制品	-16.18%	6.30%	-3.43%	-9.47%	0.77%	17.68%	-5.03%	-3.23%	-6.88%	18.86%	6.67%	-3.16%	-8.82%
医药商业 (二级板块)	-8.59%	3.88%	29.54%	-18.55%	7.88%	5.68%	2.01%	0.79%	-5.63%	10.88%	15.80%	-6.69%	9.20%
医药流通	-8.57%	6.31%	45.20%	-20.93%	2.44%	1.68%	1.95%	-0.24%	-5.33%	8.79%	12.82%	-7.00%	5.64%
线下药店	-8.63%	-1.01%	-15.52%	-12.04%	20.48%	14.02%	2.12%	2.85%	-6.26%	14.83%	21.01%	-6.16%	15.32%
互联网药店	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
医疗器械 (二级板块)	-12.38%	5.96%	-2.00%	-11.19%	1.19%	11.82%	-3.29%	-1.75%	0.86%	13.27%	1.65%	-4.53%	-12.41%
医疗设备	-15.14%	3.85%	-5.94%	-3.84%	-0.16%	9.75%	-3.26%	0.39%	3.43%	12.73%	-0.90%	-3.34%	-8.44%
医疗耗材	-15.13%	1.43%	-6.03%	-16.54%	10.01%	17.00%	-5.30%	-1.53%	1.06%	9.67%	-2.57%	-1.08%	-19.37%
体外诊断	-6.95%	11.60%	4.76%	-16.23%	-4.00%	10.13%	-0.92%	-6.90%	-6.06%	19.06%	12.35%	-12.07%	-13.84%
医疗服务 (二级板块)	-19.44%	5.46%	2.15%	-7.05%	-1.01%	20.73%	-5.40%	-3.56%	-10.89%	-1.08%	3.22%	6.63%	-21.91%
诊断服务	-22.25%	6.27%	6.93%	3.15%	-7.16%	5.37%	-6.23%	-4.53%	-9.13%	8.26%	0.96%	-2.21%	-32.31%
医疗研发外包	-17.82%	3.68%	5.97%	-12.26%	-2.92%	19.40%	-7.73%	-2.61%	-16.63%	1.46%	0.21%	3.84%	-30.63%
医院	-23.57%	10.36%	-9.74%	4.35%	4.38%	26.95%	-1.25%	-5.40%	-0.84%	-9.76%	8.89%	13.08%	-5.93%
其他医疗服务	-12.25%	-5.63%	-10.78%	-25.89%	12.60%	16.84%	11.50%	-1.22%	-25.63%	17.56%	-0.45%	-3.53%	-35.25%

1.1.3 医药生物板块2022年走势复盘——横向比较表现居中后位



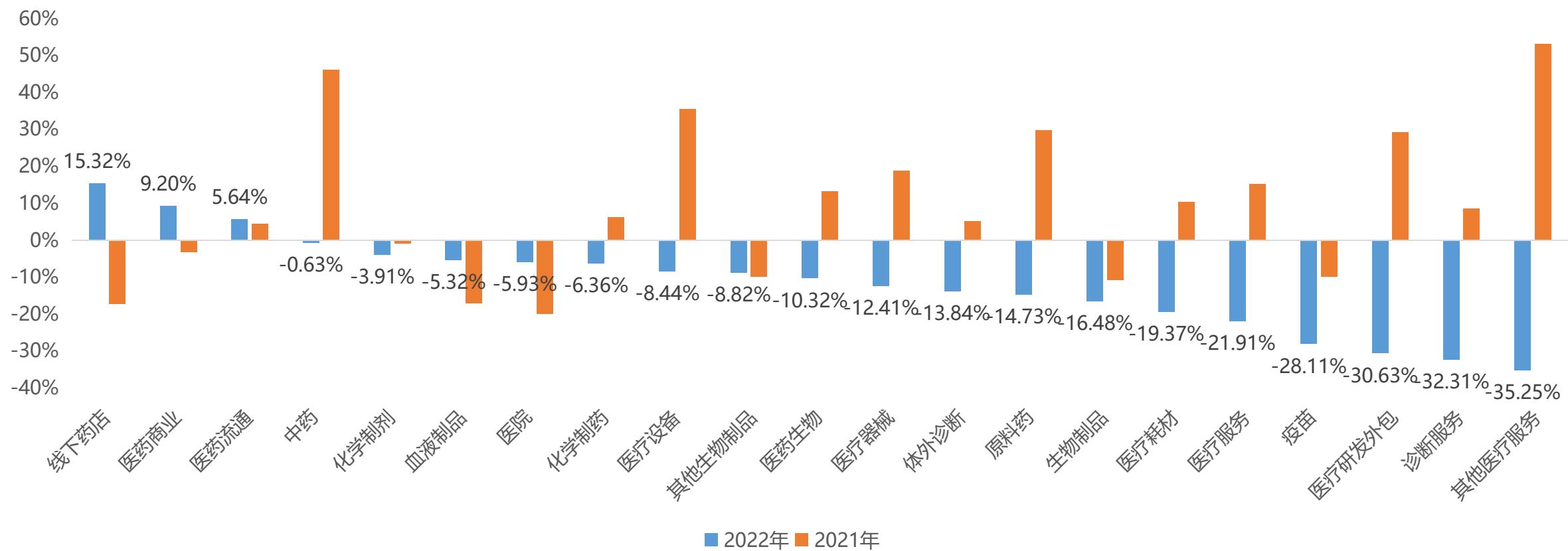
➤ 横向比较其他行业和全部A股，截至12月31日，申万医药生物板块下跌10.32%，跑输全部A股（-3.64%），在31个申万一级行业中排名第18，居于中游水平。

图表3：2022年申万一级行业板块涨跌幅情况（%）



- 具体到板块，2022年医药商业二级板块实现上涨。具体到子板块，实现涨幅的子板块分别是：线下药店（15.32%）和医药流通（5.64%）；涨幅排名后五的子板块分别是：其他医疗服务（-35.25%）、诊断服务（-32.31%）、医疗研发外包（-30.63%）、疫苗（-28.11%）和医疗耗材（-19.37%）。对比2021年显著上涨的部分子板块，2022年呈现出较为明显的估值回归的逻辑。

图表4：医药生物子板块2022和2021年度涨跌幅情况



1.3.1 医药公司的市场表现——小市值药企表现最佳，但整体表现弱于2021年



从市值角度来看，2022年医药生物行业内企业中，小市值药企表现最佳，但整体表现弱于2021年。从市值类型来看，剔除次新股的影响（即2021年12月31日后上市的公司），剔除2021年后上市的49家公司，以2021年12月31日为起点，将上市公司按市值不同划分为市值500亿以上大型药企，市值在100-500亿为中型药企，市值在100亿以下为小型药企，统计申万医药生物（2021）板块公司的市场表现。我们可以看到2022年表现最好的是小型药企，股价上涨的公司数量占比28.51%，超过大型药企的11.54%和中型药企的22.15%。其中，最大涨幅达到159.48%，平均涨跌幅-10.27%，涨跌幅中位数-15.31%。次新股2022年平均表现优于2021年，较行业内其他市值类型的公司相比，整体表现出较好的韧性，在行业整体调整的状态下呈现出较高的活跃度。

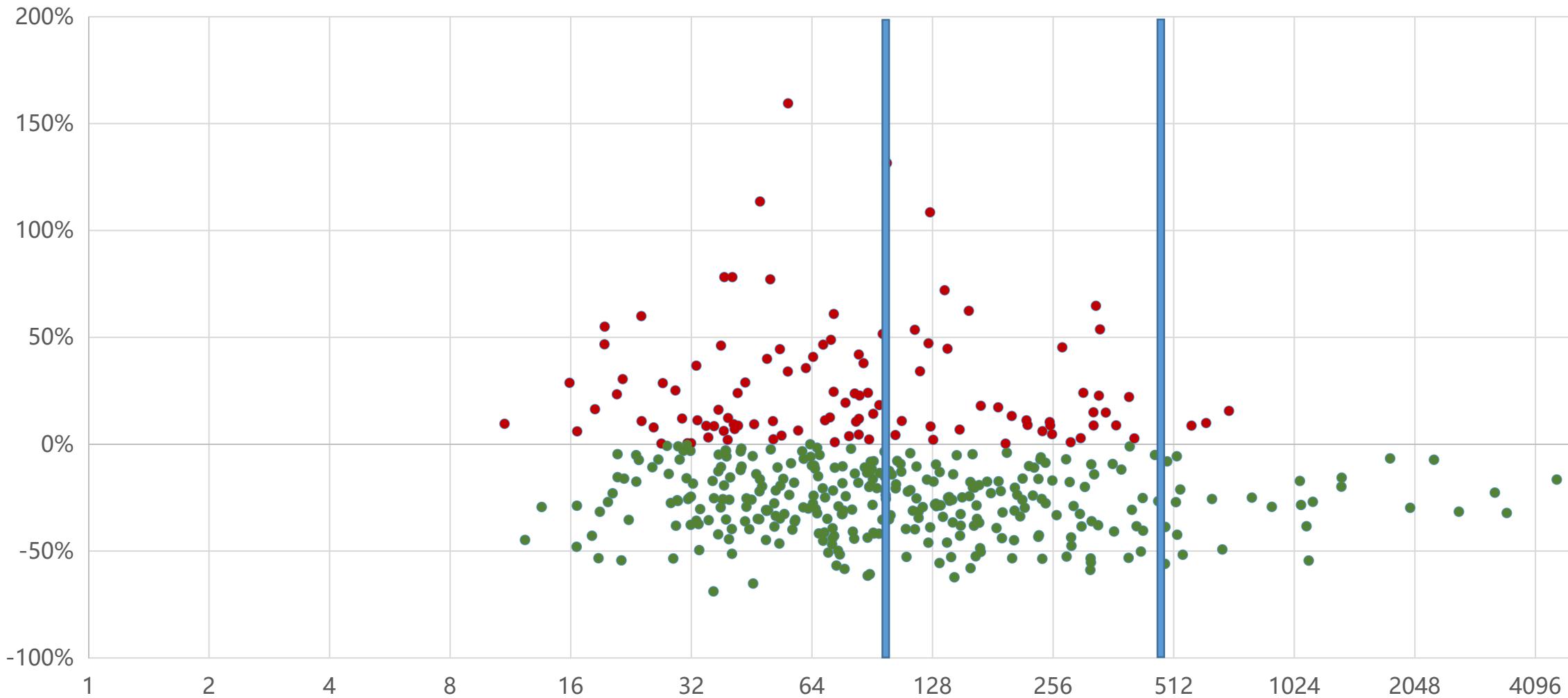
图表5：医药生物板块上市公司涨跌幅情况（2020.12.31-2022.12.31）

	企业数量（家）		公司股价上涨数量占比		最大涨跌幅		最小涨跌幅		涨跌幅中位数		平均涨跌幅	
	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年
大型药企	30	26	23.33%	11.54%	63.76%	15.61%	-50.34%	-56.61%	-20.82%	-25.31%	-13.65%	-22.71%
中型药企	118	158	33.90%	22.15%	214.98%	108.51%	-65.81%	-62.26%	-2.87%	-22.06%	4.72%	-17.19%
小型药企	215	242	59.53%	28.51%	440.87%	159.48%	-39.05%	-68.85%	17.57%	-15.31%	34.88%	-10.27%
新上市	62	49	21.43%	30.61%	178.97%	190.05%	-54.97%	-60.60%	-14.48%	-16.06%	-6.28%	-3.58%
行业整体	425	474	44.63%	25.74%	440.87%	190.05%	-65.81%	-68.85%	5.02%	-18.57%	17.76%	-12.56%

1.3.2 医药公司的市场表现——上涨药企大多集中在小型企业



图表6：医药生物企业市值与涨跌幅情况 (家公司)

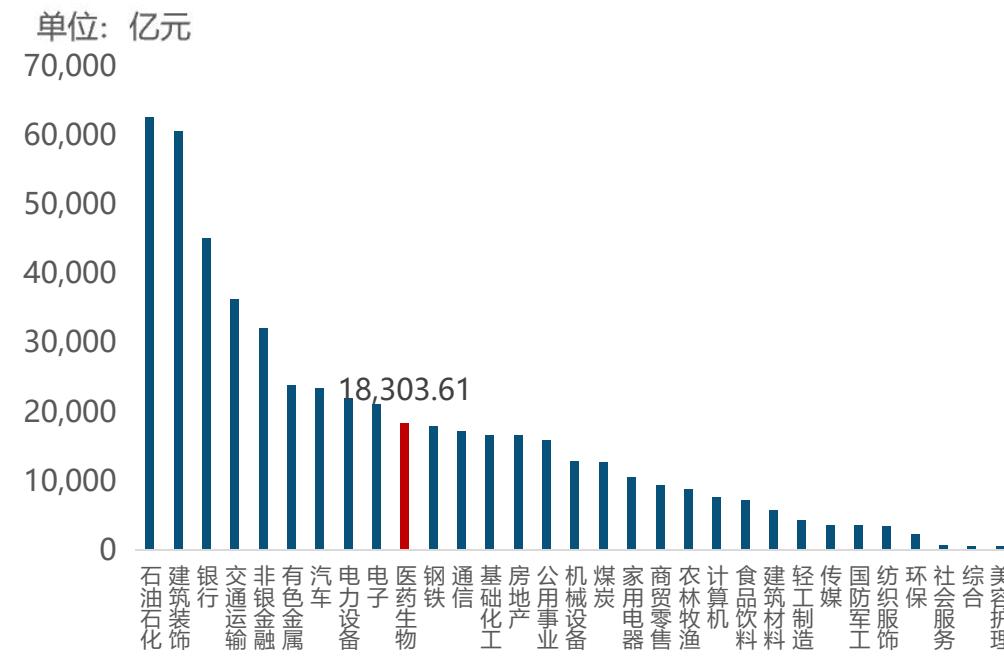


1.4.1 医药生物板块业绩表现——营收位居中上游水平

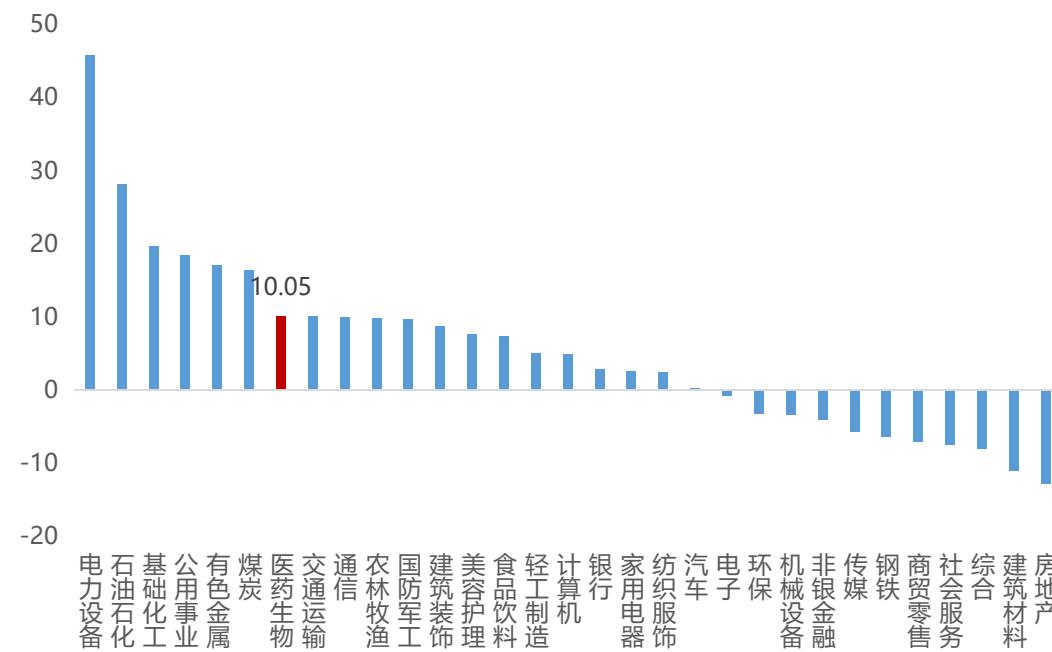


- 上市公司层面的数据显示，2021前三季度医药生物板块实现营业收入18303.61亿元，在申万31个行业中排名第10，收入规模处在行业中上游位置；营收增速为10.05%，同比增速较上年有所下降，行业排名第7，较上年有所提升明显（2021年前三季度，医药生物行业同比增速行业排名第23）。**在常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求的背景下，医药行业维持了较为稳定的增长，凸显了行业的长坡厚雪的特征。**

图表7：2022前三季度医药生物板块营业收入



图表8：2022前三季度医药生物板块营业收入增速 (%)

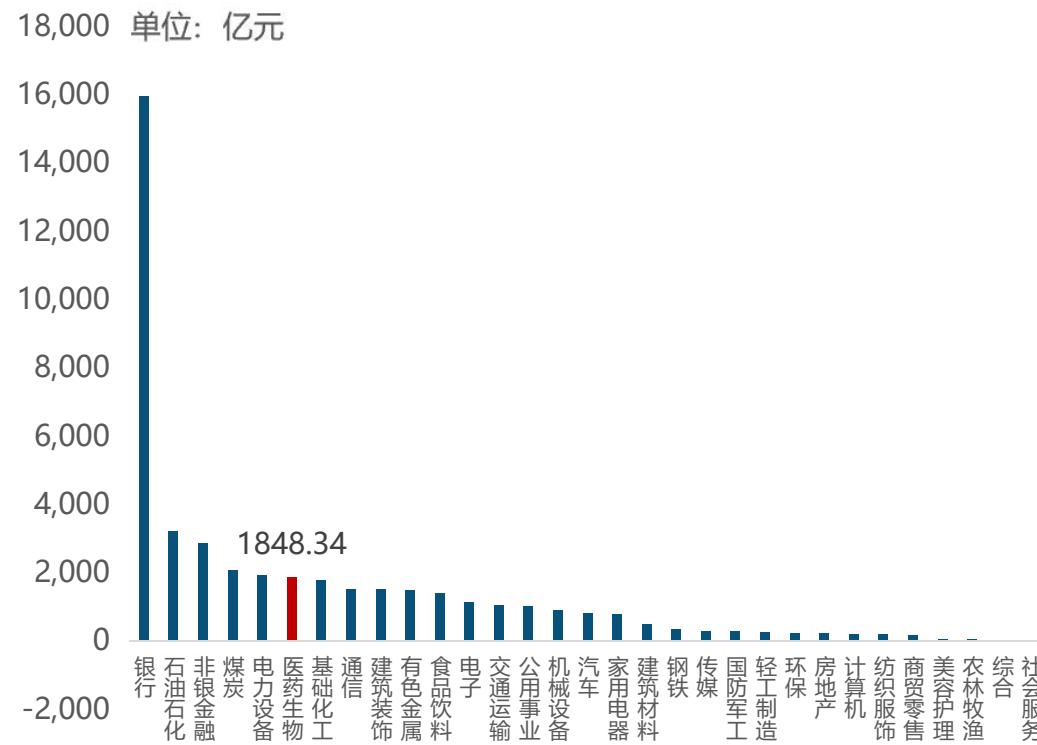


1.4.2 医药生物板块业绩表现——归母净利润居中上游水平

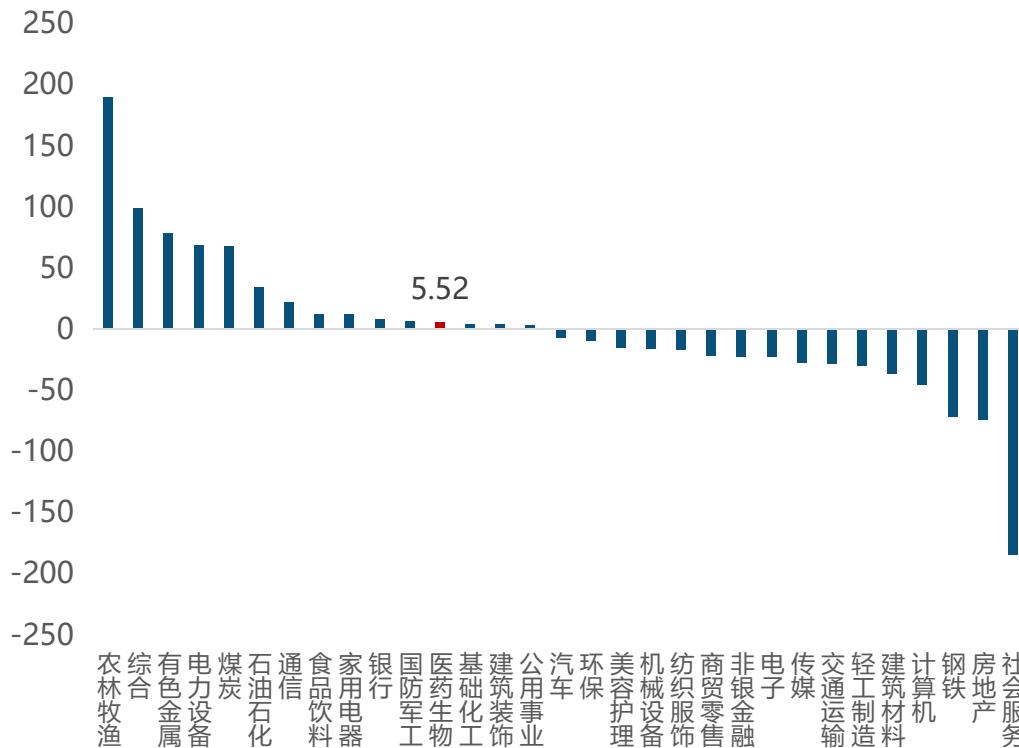


- 上市公司层面的数据显示，2022前三季度医药生物板块实现归母净利润1848.34元，行业排名第6，排名较为靠前；归母净利润增速为5.52%，较上年有所下滑（2021年前三季度21.11%），行业排名第12，较去年同期有所提升（2021年前三季度行业排名第16）。整体来看，医药生物板块的归母净利润规模和增速仍处于中上游水平。

图表9：2021前三季度医药生物归母净利润



图表10：2021前三季度医药生物归母净利润增速 (%)





目录

1

复盘2022年医药行业走势，调整蓄力

2

政策强化创新逻辑，降价效应边际下降

3

医药商业一枝独秀，资金流向验证信心修复

4

融资规模反弹，证券化率持续提高

5

医保基金担忧证伪，多项支付能力均有提升

6

估值低位，聚焦创新、医疗服务和消费保健

2.1.1 “十四五”医药工业发展规划——创新被摆到更重要的位置



- 2022年2月，工信部、国家卫健委、国家医保局、国家药监局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》。对比“十三五”规划来看，“十四五”对创新驱动、产业链供应链稳定可控、国际化水平提出了更高的要求。
- 在“十四五”规划的基本原则中，创新被提到更重要的位置，提出“**把创新作为推动医药工业高质量发展的核心任务**”，并明确了“**到2025年，前沿领域创新成果突出，创新驱动力增强，国际化全面向高端迈进**”等目标。在前沿技术领域，十四五规划明确了“**支持企业面向全球市场，紧盯新靶点、新机制药物开展研发布局，积极引领创新。**”这标志着我国医药行业向更高水平的原始创新的转变。同时，规划提出，在十四五期间，“**培育一批世界知名品牌；形成一批研发生产全球化布局、国际销售比重高的大型制药公司。**”，对我国医药企业的国际竞争力提出了更高的要求。

图表11：“十三五”规划和“十四五”规划基本原则的对比

基本原则

“十三五”医药工业发展规划	坚持创新驱动 加强创新能力建设，完善协同创新体系，推动创新升级。加快推进医药工业与新一代信息技术深度融合，引导和支持企业拓展新领域，发展新业态。	坚持质量为先 把质量安全作为医药工业发展的生命线，强化企业质量主体责任，健全质量标准体系，严格质量安全监管，促进化学仿制药等重点领域质量提升。	坚持保障供给 围绕疾病防控需求，发展临床急需产品，加强基本药物供给能力建设，健全药品流通网络，完善医药储备体系，提高供应保障能力。	坚持集聚集约 加强区域协同和区域联动，发展专业化、循环化医药园区，引导企业重组整合，构建分工协作、绿色低碳、智能高效的先进制造体系，提高产品集中度和生产集约化水平。	坚持开放合作 抓住国家推进“一带一路”建设重大机遇，充分利用国际资源要素，加强技术、人才、产能、资本合作，推动医药企业“走出去”，提高国际竞争力。
“十四五”医药工业发展规划	坚持生命至上 将保障人民群众健康作为根本目标，优化供给结构，提高供给质量，完善供应保障体系，提升药品可及性，使行业发展成果更好服务健康中国建设、更多惠及全体人民群众。	坚持创新引领 把创新作为推动医药工业高质量发展的核心任务，加快实施创新驱动发展战略，构建开放创新生态，提高创新质量和效率，加快创新成果产业化，为医药工业持续健康发展打造新引擎。	坚持系统推进 加强全局性谋划和战略性布局，统筹推进产业链供应链现代化、绿色安全、区域发展，兼顾保持稳定增长和提高发展质量，促进产业链各环节、各细分领域协同发展。	坚持开放合作 立足国内市场优势，充分吸引全球资源要素集聚，大力开拓全球市场，加强国际技术交流合作，以更高水平参与国际产业分工协作，实现高质量引进来和高水平走出去。	——

2.1.2 “十四五”医药工业发展规划—创新驱动，技术突破，国际化提速



图表11:“十三五”规划和“十四五”规划主要目标的对比

“十三五”医药工业发展规划	“十四五”医药工业发展规划
<p>主要目标： 到 2020 年，规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升。</p> <p>□ 行业规模： 主营业务收入保持中高速增长，年均增速高于10%，占工业经济的比重显著提高。 技术创新。企业研发投入持续增加，到 2020 年，全行业规模以上企业研发投入强度达到 2%以上。创新质量明显提高，新药注册占药品注册比重加大，一批高质量创新成果实现产业化新药国际注册取得突破。</p> <p>□ 产品质量： 药品、医疗器械质量标准提高，各环节质量管理规范有效实施，产品质量安全保障加强。基本完成基本药物口服固体制剂仿制药质量和疗效一致性评价。通过国际先进水平 CMP 认证的制剂企业达到 100 家以上。</p> <p>□ 绿色发展： 与 2015 年相比，2020 年规模以上企业单位工业增加值能耗下降 18%，单位工业增加值二氧化碳排放量下降 22%，单位工业增加值用水量下降 23%，挥发性有机物 (VOCs) 排放量下降 10%以上，化学原料药绿色生产水平明显提高。</p> <p>□ 智能制造： 到 2020 年，医药生产过程自动化、信息化水平显著提升，大型企业关键工艺过程基本实现自动化，制造执行系统 (MES) 使用率达到 30%以上，建成一批智能制造示范车间。</p> <p>□ 供应保障： 国家基本药物、常用低价药供应保障能力加强临床用药短缺情况明显改善，临床急需的专利到期药物基本实现仿制上市，国家医药储备体系进一步完善，应对突发公共卫生事件的应急研发和应急生产能力显著增强。</p> <p>□ 组织结构： 行业重组整合加快，集中度不断提高，到 2020 年，前 100 位企业主营业务收入所占比重提高 10 个百分点，大型企业对行业发展引领作用进一步加强。</p> <p>□ 国际化： 医药出口稳定增长，出口交货值占销售收入的比重力争达到 10%。出口结构显著改善，制剂和医疗设备出口比重提高。境外投资规模扩大，国际技术合作深化，国际化发展能力大幅提升。</p>	<p>主要目标： 到 2025 年，主要经济指标实现中高速增长，前沿领域创新成果突出，创新驱动力增强，产业链现代化水平明显提高，药械供应保障体系进一步健全，国际化全面向高端迈进。</p> <p>□ 规模效益稳步增长。 营业收入、利润总额年均增速保持在 8%以上，增加值占全部工业的比重提高到 5%左右；行业龙头企业集中度进一步提高。</p> <p>□ 创新驱动转型成效显现。 全行业研发投入年均增长 10%以上；到 2025 年，创新产品新增销售占全行业营业收入增量的比重进一步增加。</p> <p>□ 产业链供应链稳定可控。 医药制造规模化体系化优势进一步巩固，一批产业化关键共性技术取得突破，重点领域补短板取得积极成效，培育形成一批在细分领域具有产业生态主导带动能力的重点企业。</p> <p>□ 供应保障能力持续增强。 重大疾病防治药品、疫苗、防护物资和诊疗设备供应充足，医药储备体系得到健全；基本药物、小品种药、易短缺药品供应稳定，一批临床急需的儿童药、罕见病药保障能力增强。</p> <p>□ 制造水平系统提升。 药品、医疗器械全生命周期质量管理得到加强，通过一致性评价的仿制药数量进一步增加；企业绿色化、数字化、智能化发展水平明显提高，安全技术和管理水平有效提升，生产安全风险管控能力显著增强。</p> <p>□ 国际化发展全面提速。 医药出口额保持增长；中成药“走出去”取得突破；培育一批世界知名品牌；形成一批研发生产全球化布局、国际销售比重高的大型制药公司。</p>

2.1.3 “十四五”医药工业发展规划—面向新靶点、新机制



图表12:“十四五”规划医药创新产品产业化工程

化学药	中药
<p>重点发展针对肿瘤、自身免疫性疾病、神经退行性疾病、心血管疾病、糖尿病、肝炎、呼吸系统疾病、耐药微生物感染等重大临床需求，以及罕见病治疗需求，具有新靶点、新机制的化学新药。</p> <p>发展基于反义寡核苷酸、小干扰 RNA、蛋白降解技术 (PROTAC) 等新型技术平台的药物。根据疾病细分进展和精准医疗需求，发展针对特定疾病亚群的精准治疗药物。发展有明确临床价值的改良型新药。</p>	<p>以临床价值为导向，以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制，重点开展基于古代经典名方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化；深入开展中药有效物质和药理毒理基础研究；开展中成药二次开发，发展中药大品种。</p>
生物药	医疗器械
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 在抗体药物领域，重点发展针对肿瘤、免疫类疾病、病毒感染、高血脂等疾病的新型抗体药物，新一代免疫检测点调节药物，多功能抗体、G 蛋白偶联受体 (GPCR) 抗体、抗体偶联药物 (ADC)，发展抗体与其它药物的联用疗法。 ➤ 在疫苗领域，重点发展新型冠状病毒疫苗、疱疹疫苗、多价人乳头瘤病毒 (HPV) 疫苗、多联多价疫苗等产品。 ➤ 在重组蛋白质药物领域，重点发展新靶点创新药物，以及采用长效技术、新给药途径的已上市药物的升级换代产品。 ➤ 在其它领域，重点发展针对新靶点、新适应症的嵌合抗原受体 T 细胞 (CAR-T) 、嵌合抗原受体 NK 细胞 (CAR-NK) 等免疫细胞治疗、干细胞治疗、基因治疗产品和特异性免疫球蛋白等。 	<p>重点发展新型医学影像、体外诊断、疾病康复、肿瘤放疗、应急救治、生命支持、可穿戴监测、中医诊疗等领域的医疗器械，疾病筛查、精准用药所需的各类分子诊断产品，支架瓣膜、心室辅助装置、颅骨材料、神经刺激器、人工关节和脊柱、运动医学软组织固定系统、人工晶体等高端植入介入产品；重组胶原蛋白类、可降解材料、组织器官诱导再生和修复材料、新型口腔材料等生物医用材料。加快人工智能等信息技术在医疗装备领域应用。</p>

2.2.1 全国范围集采——企业报价趋于理性，降价幅度趋于温和



图表13：历轮药品集采工作开展情况

历轮药品集采工作开展情况							
	首轮药品集采	药品集采扩面	二轮药品集采	三轮药品集采	四轮药品集采	五轮药品集采	七轮药品集采
座谈会日期	2018年9月11日	2019年7月1日	2019年11月27日	2020年6月25日	2020年12月8日	2021年3月5日	2022年2月17日
启动日期	2019年3月	2019年12月	2020年5月	2020年11月	2021年2月	2021年6月	2022年7月
涉及品种数量(个)	31	25	33	56	45	62	61
中选品种数量(个)	25	25	32	55	45	61	60
参加企业数量(家)	49	77	122	194	152	201	295
中选企业数量(家)	20	45	77	125	118	148	217
降价最高幅度	96%	98%	93%	98.72%	96.82%	98.9%	97%
平均降价幅度	52%	59%	53%	53%	52%	56%	48%

- 药品集采方面，2022年7月18日，国家组织药品联合采购办公室发布了第七轮国家药品集采拟中选结果。此次集采有**60种药品采购成功，涉及31个治疗类别，中选药品平均降价48%，与此前五批国家药品集采相比，降价幅度略显温和，一方面是由于本次集采部分品种已经纳入地方集采，价格水平已经下降；另一方面则是企业报价趋于理性**的结果。
- 2021年9月29日，国务院发布《“十四五”全民医疗保险规划》中提出，到2025年，国家和省级药品集采品种达500个，高值医用耗材集采品种数量达5类。自2018年以来，国家层面相继开展了7批药品带量采购，累计覆盖294个药品。
- 随着药品集采逐渐步入常态化，**未来行业持续分化，龙头效应进一步凸显。在此背景下，生产管线丰富，研发能力突出，竞争格局较好的企业有望从中获益，在竞争中脱颖而出。**

2.2.2 全国范围集采——品种不断扩围，集采常态化趋势得到验证



- 2022年9月27日，继冠脉支架、人工关节集采后，正式启动的第三批国家组织高值医用耗材集采——脊柱类耗材集采产生拟中选结果。高值耗材器械集采常态化趋势得到验证，高值耗材价格下降预期逐步兑现。此次集采覆盖颈椎固定融合术、胸腰椎固定融合术、椎体成形术、内窥镜下髓核摘除术、人工椎间盘置换术等5种骨科脊柱类耗材，14个产品系统类别，共有171家企业参与，152家拟中选，中选率89%，平均降价幅度84%。
- 相较于以往国内脊柱类植入医疗器械市场主要被国外厂商占据，此次集采的中选企业中，大部分为国内企业，目前，我国骨科高值耗材整体国产化率较低，未来随着国产器械纳入集采，有望通过降低产品价格实现以价换量，国产龙头企业市占率有望提升，市场也将会加速分化，生产管线丰富，研发能力突出，竞争格局较好的龙头企业有望受益于行业集中度和国产利用率提升的趋势，在竞争中脱颖而出，实现长期稳健增长。

图表14：历轮高值耗材集采工作开展情况

	高值耗材首轮集采	高值耗材第二轮集采	高值耗材第三轮集采
时间	2020.11	2021.9.14	2022.9.27
组织机构	国家医疗保障局	国家医疗保障局	国家医疗保障局
集采品种	冠脉支架	人工关节	脊柱类耗材
涉及品种数量(个)	26	超过140	14
中选品种数量(个)	10	113	14
参与企业数量(家)	11	48	171
中选企业数量(家)	8	44	152
中选率	73%	92%	89%
平均降价幅度	93%	82%	84%

- **高值耗材方面，省级集采在国家集采的基础上进一步扩围。**据不完全统计，2022年省级集采大多组成省际联盟，在产品种类上进一步扩面，包括：心脏介入电生理类耗材、神经介入耗材弹簧圈、体外检测类耗材肝功类生化检测试剂、口腔科种植牙以及正畸耗材等。
- **2023年1月11日，种植牙国家集采在成都市开标。**据人民网报道，本次集采汇聚全国近1.8万家医疗机构的需求量，达287万套种植体系统，约占国内年种植牙数量（400万颗）的72%，拟中选产品平均中选价格降至900余元，与集采前中位采购价相比，集采现场共有55家企业参与，其中39家拟中选，中选率71%，中选企业既包括一些知名国际企业，也包括一些国内企业，中选产品丰富，平均降幅55%。
- **随着集采的全面铺开，临床用量大、采购金额高、应用成熟、竞争充分、同质化水平较高的高值医用耗材品种以量换价已是不可逆的趋势。省级或省联盟作为国家采购意向的试探性和补充性举措，在一定程度上反映出未来国家集采的趋势，因此这些省级集采品种值得关注。**

图表15：2022年主要省级耗材集中带量采购情况

集采地区	福建省等27省联盟	江西省等23省联盟	四川省等省际联盟	吉林等21省联盟	陕西等16省（自治区、兵团）联盟
耗材品种数量	11个产品类别	26种检测项目	2类	20个产品	7类
耗材种类	心脏介入电生理类医用耗材	肝功类生化检测试剂	种植体系统	弹簧圈	口腔正畸托槽耗材
所属类别	心脏介入	体外检测	口腔种植	神经介入	口腔正畸

2.4 2022年医保谈判—预计价格降幅相对温和



- **2022年医保谈判延迟，预计价格降幅相对温和。** 2023年1月8日，2022国家医保药品目录谈判落幕。本次通过初步形式审查的药品数量明显增多，共有343种药品通过形式审查，包括目录外新增品种药198个，目录内续约品种药145个。
- 抗癌药、罕见病药是本次医保谈判的重点，有6款PD-1抗肿瘤药、19款罕见病用药参与谈判。
- **综合来看，创新药是国家医保政策重点支持的方向，创新能力 强、竞争格局相对缓和领域的创新型药企有望在激烈的竞争中 建立更大的竞争优势。**

图表16：历轮医保谈判工作开展情况

	一轮 谈判	二轮 谈判	三轮 谈判	四轮 谈判	五轮 谈判	六轮 谈判
拟谈判数量 (个)	3	44	18	119	162	117
合计	3	36	17	70	119	94
谈判成功 数量 (个)	中成药	0	5	-	18	40
	西药	3	31	-	52	79
成功率	100.00 %	81.82%	94.44%	58.82%	73.46%	80.34%
平均降价幅度	55.33%	44%	56.70%	60.70%	50.64%	61.71%
最高降价幅度	67%	70%	70%	98%	85%	94%

- 近年来,在一系列利好政策的驱动下,国内医疗新基建蓬勃发展,医院建设项目随之快速增长,医疗新基建不仅包括大型公立医院的扩容,也包括基层医疗机构的提质改造,补齐高端医疗装备短板。2021年11月,《“千县工程”县医院综合能力提升方案(2021-2025年)》中指出,到2025年,全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平。
- 我们认为,配套融资等政策陆续出台,医疗新基建需求释放将有效驱动医疗器械市场扩容,是“十四五”期间国内医疗器械市场的一条值得关注的主线。国产医疗器械产品迭代升级将有望迎来加速,具备自主可控和进口替代的头部医疗器械企业有望进一步扩大市场份额。

图表17: 医疗新基建相关政策梳理

时间	文件名称	印发机构	主要内容
2021年7月1日	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	国家发展改革委员会、国家卫生健康委、国家中医药管理局和国家疾病预防控制局	到2025年,重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升,国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展,全方位全周期健康服务与保障能力显著增强,中医药服务体系更加健全,努力让广大人民群众就近享有公平可及、系统连续的高质量医疗卫生服务。
2021年11月3日	《“千县工程”县医院综合能力提升方案(2021-2025年)》	国家卫健委	到2025年,全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平。
2022年7月13日	《方舱医院装备配置指南》	国家卫健委	提出了方舱医院装备配置建议清单
2022年7月20日	《乡镇卫生院服务能力标准(2022版)》、《社区卫生服务中心服务能力标准(2022版)》和《村卫生室服务能力标准(2022版)》	国家卫健委和国家中医药局	对科室设置、设施设备等提出要求

目录

1

复盘2022年医药行业走势，调整蓄力

2

政策强化创新逻辑，降价效应边际下降

3

医药商业一枝独秀，资金流向验证信心修复

4

融资规模反弹，证券化率持续提高

5

医保基金担忧证伪，多项支付能力均有提升

6

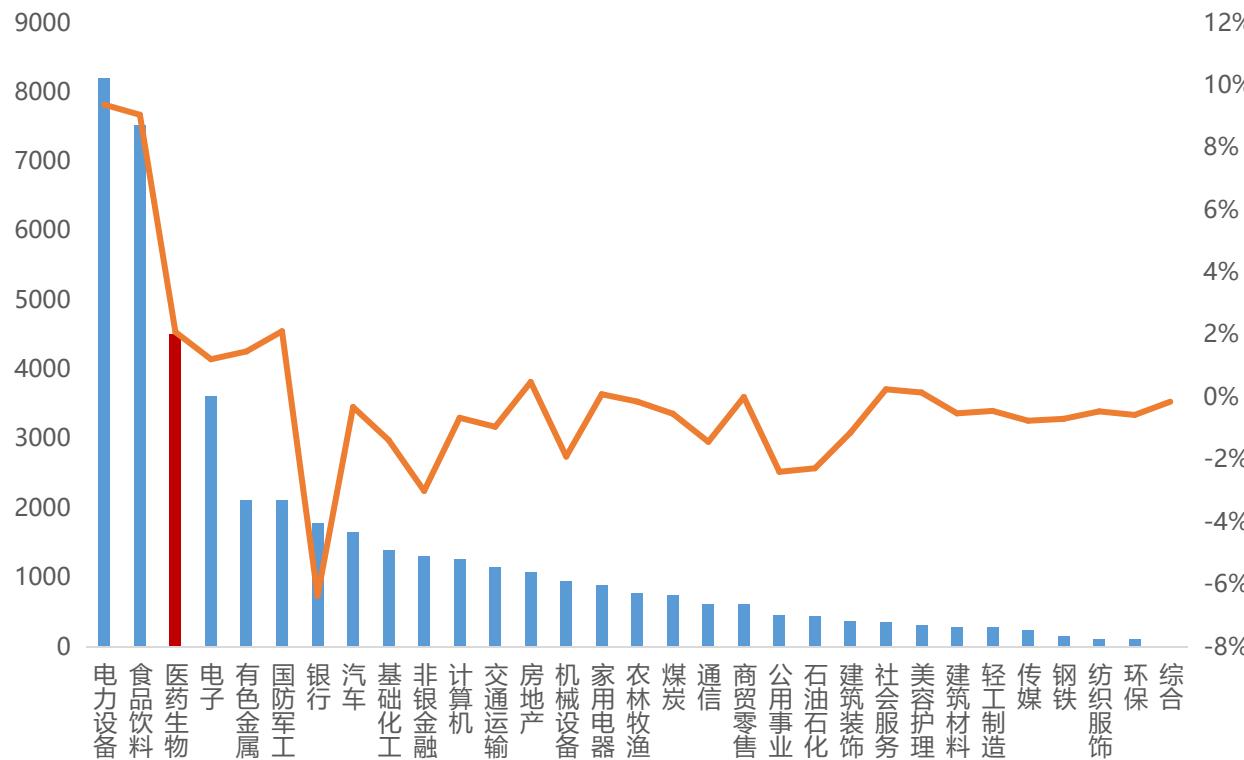
估值低位，聚焦创新、医疗服务和消费保健

3.1.1 基金重仓持股情况——医药重仓持股和超配比例位居前列

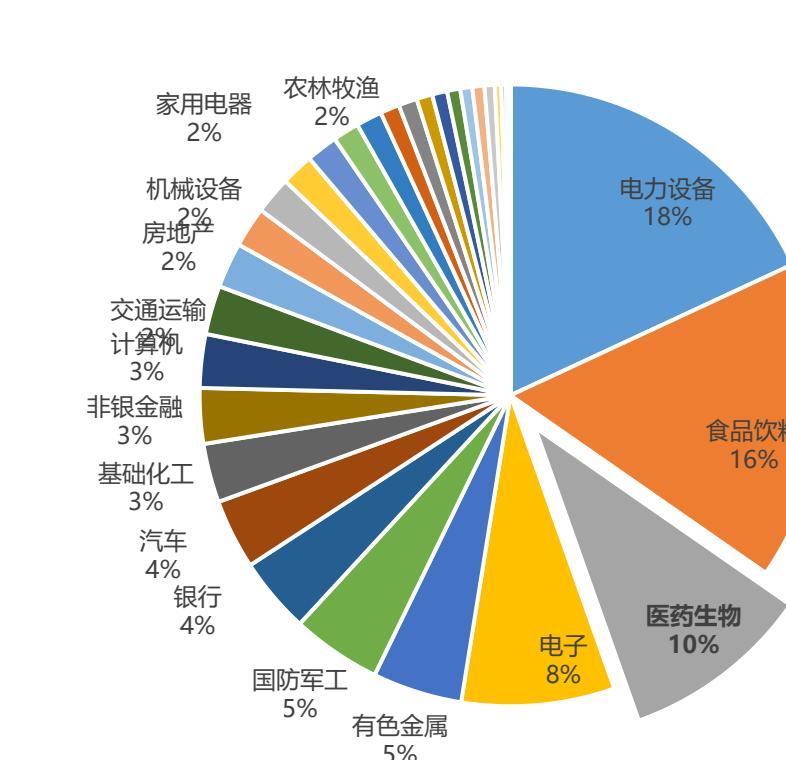


➤ **医药重仓持股和超配比例位居前列。**从2022Q3重仓持股情况来看，基金重仓持股排名前三的行业分别为电力设备、食品饮料和医药生物，基金重仓持股金额分别为8200.30亿元、7517.06亿元和4499.59亿元；超配情况来看，31个行业中共有11个行业基金重仓持股实现超配，基金重仓持股超配比例排名前四的行业分别为电力设备、食品饮料、国防军工和医药生物，超配比例分别为9.37%、9.04%、2.10%和2.08%。从基金重仓持股结构来看，医药生物重仓持股金额排名第三，前三名分别是电力设备、食品饮料和医药生物，占比分别为18%、17%和10%。**2022年医药生物行业震荡幅度较大，医药行业在基金重仓持股中持续位居前列，成长能力和防御属性仍然受到投资者青睐。**

图表18：2022Q3申万一级行业基金重仓持股情况（单位：亿元）及超配情况



图表19：2022Q3申万一级行业基金重仓持股占比

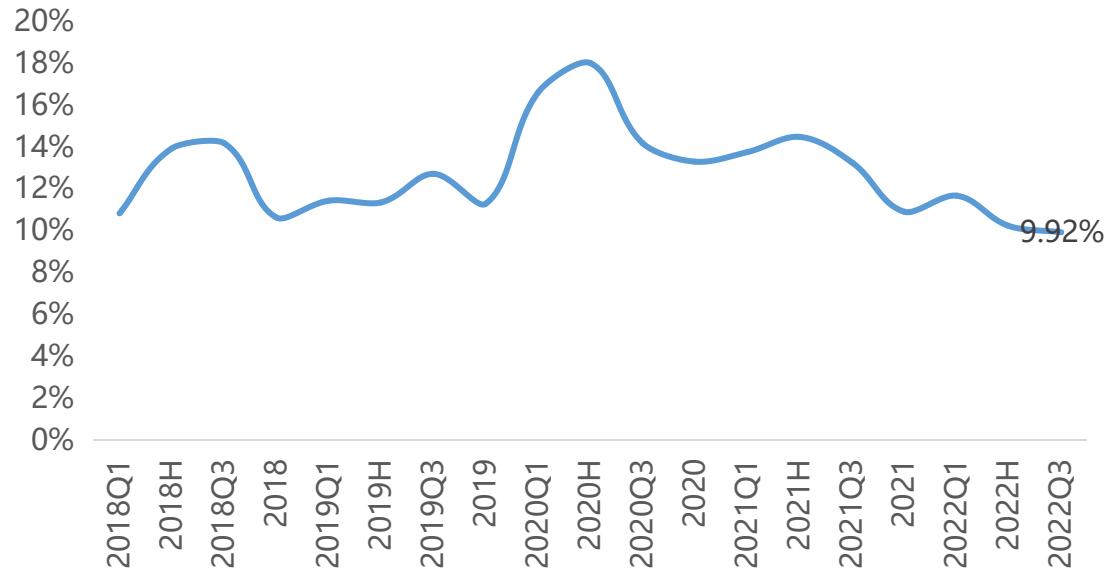


3.1.2 基金重仓持股情况——重仓持股比例环比小幅下滑

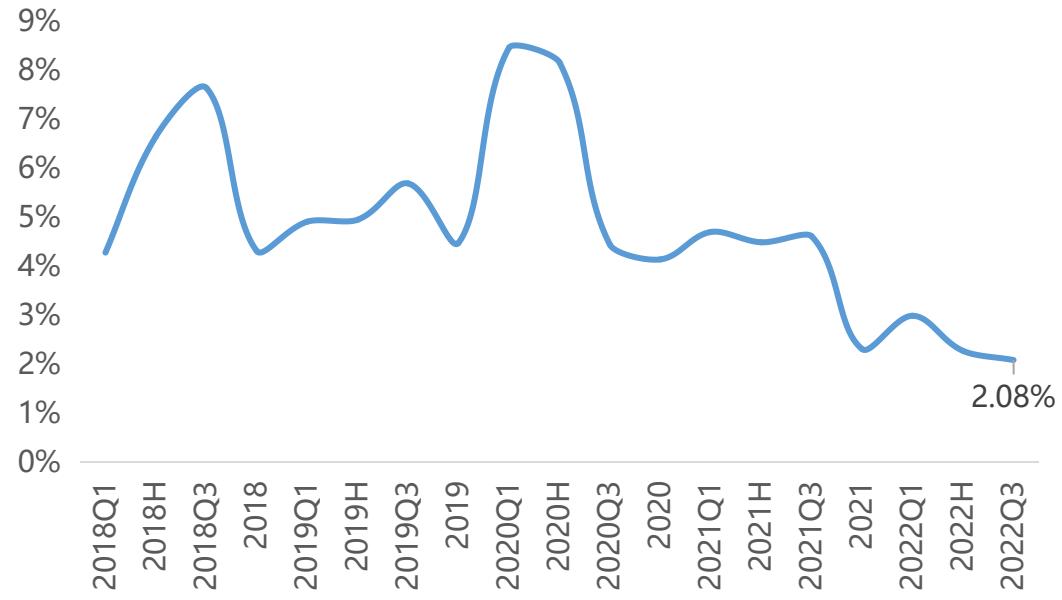


➤ **医药行业重仓持股2022年前三季度整体表现平稳。**纵向来看，三季度医药行业重仓持股环比略有下滑，但整体表现依旧平稳。纵向来看，三季度医药行业重仓持股环比略有下滑。从医药生物行业基金重仓持股比例来看，2022年前三季度，基金重仓持有A股医药生物行业的市值占持有A股市值的比例分别为11.67%、10.22%和9.92%。对比基金重仓持股比例和标准行业配置比例来看，2022年医药生物行业依旧保持在超配状态。2021年末至2022Q3期间，行业超配比例有所下滑。2022H医药生物行业超配2.26%，2022Q3为2.08%。

图表20：2018-2022Q3医药行业重仓持股比例



图表21：2011H-2022Q3医药行业基金重仓持股超配情况



3.1.3 基金重仓持股情况——子板块呈现分化态势

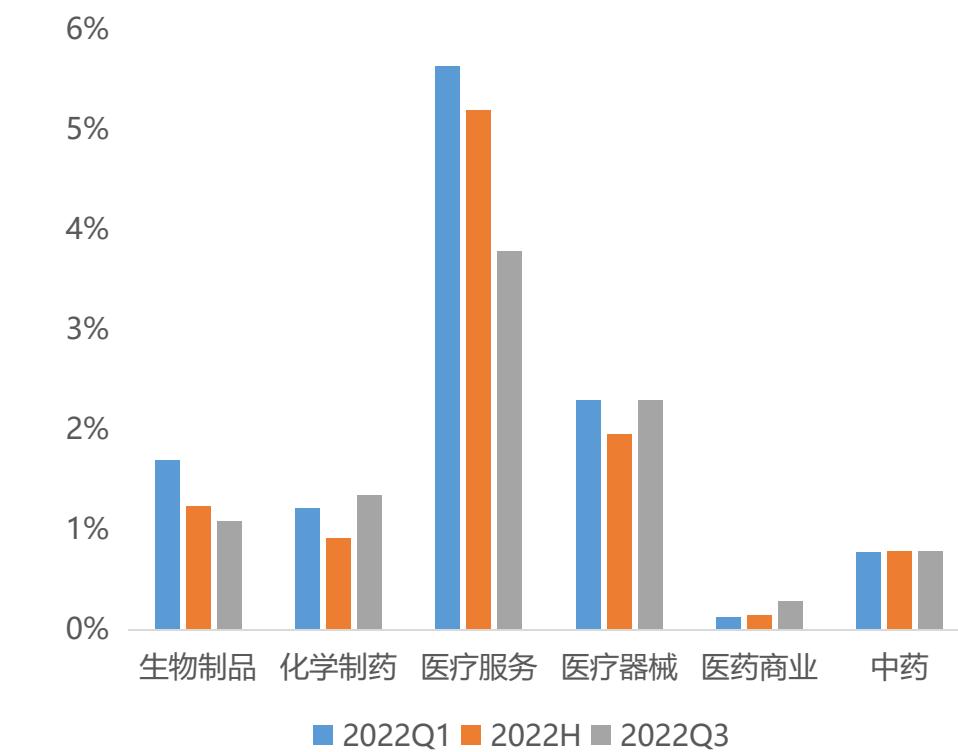


➤ **医药行业依旧超配，子板块呈现分化态势。**比较医药生物各子板块持仓变化情况，2022Q3化学制药、医疗器械、医药商业和中药子板块的基金重仓持股比例上升。在我国药品、耗材集采提速的背景下，国产替代加速，创新能力强和具备自主可控逻辑的相关板块和企业的关注度得到提升，化学制药和医疗器械成为2022Q3基金重仓持股增幅较大的重点子板块，行业内重仓持股比例分别由2022H的8.92%和19.11%提升至2022Q3的14.08%和23.99%。我们在此前发布的《连锁成趋势，低估现良机》报告中曾提示，医药商业尤其是线下药店具备低估值、长期政策红利驱动的特点，目前行业持续向规范化、连锁化、专业化方向发展，分化趋势加剧，具有连锁规模、品牌优势和门店数量等龙头优势的连锁药店上市公司有望得到市场的持续关注，医药商业重仓持股比例由2022H的1.42%提升至2022Q3的2.96%，中药重仓持股比例由2022H的7.64%提升至2022Q3的8.2%。

图表22：2018Q1-2022Q3医药生物二级板块持仓情况

年度/季度	生物制品	化学制药	医疗服务	医疗器械	医药商业	中药
2018Q1	17.15%	37.22%	12.41%	10.56%	8.98%	13.67%
2018H	21.00%	32.99%	13.51%	10.77%	7.85%	13.88%
2018Q3	23.40%	25.24%	18.42%	12.49%	8.69%	11.76%
2018	21.24%	20.30%	19.78%	18.57%	7.22%	12.88%
2019Q1	24.12%	24.87%	22.36%	14.29%	6.56%	7.80%
2019H	22.96%	25.92%	22.92%	14.93%	6.71%	6.56%
2019Q3	21.16%	28.16%	26.83%	14.95%	5.94%	2.96%
2019	20.10%	27.31%	26.83%	18.26%	4.56%	2.94%
2020Q1	22.33%	28.30%	18.39%	24.61%	4.39%	1.97%
2020H	24.73%	24.95%	22.07%	22.90%	3.24%	2.10%
2020Q3	22.83%	20.78%	28.38%	23.05%	3.18%	1.79%
2020	20.07%	18.79%	36.03%	21.61%	2.11%	1.40%
2021Q1	22.61%	15.05%	37.72%	20.66%	2.59%	1.37%
2021H	15.69%	9.64%	50.27%	21.46%	1.05%	1.89%
2021Q3	12.75%	8.13%	58.73%	17.40%	0.75%	2.24%
2021	12.27%	10.59%	48.31%	21.61%	1.56%	5.66%
2022Q1	14.40%	10.34%	48.02%	19.59%	1.08%	6.57%
2022H	12.06%	8.92%	50.85%	19.11%	1.42%	7.64%
2022Q3	11.28%	14.08%	39.49%	23.99%	2.96%	8.20%

图表23：2022Q1-2022Q3二级板块重仓持股变化情况

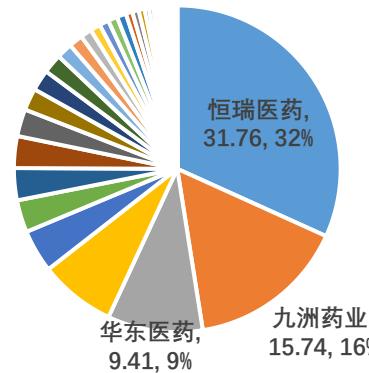


3.1.4 基金重仓持股情况——各子板块主要公司重仓持股金额及占比情况

➤ **基金重仓持股集中度高，各子板块基金重仓持股前三名公司占比超过50%。** 从各个子板块的基金重仓持股主要公司金额和占比情况来看，化学制药板块前三名重仓持股公司占比合计达到57%；中药板块前三名重仓持股公司占比合计达到73%；生物制品板块占前三名重仓持股公司占比合计达到82%；医药商业板块前三名重仓持股公司占比合计达到56%；医疗器械板块前三名重仓持股公司占比合计达到70%；医疗服务板块前三名重仓持股公司占比合计达到67%。

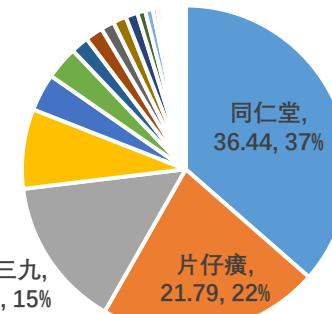
图表24：化学制药板块基金重仓持股各公司金额及占比

单位：亿元



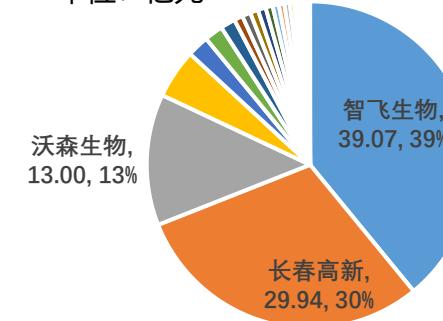
图表25：中药板块基金重仓持股各公司金额及占比

单位：亿元



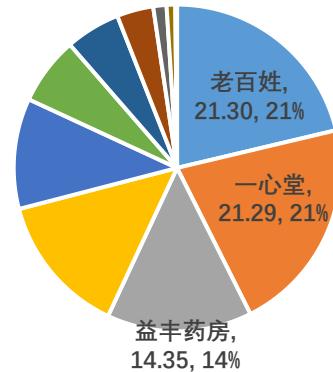
图表26：生物制品板块基金重仓持股各公司金额及占比

单位：亿元



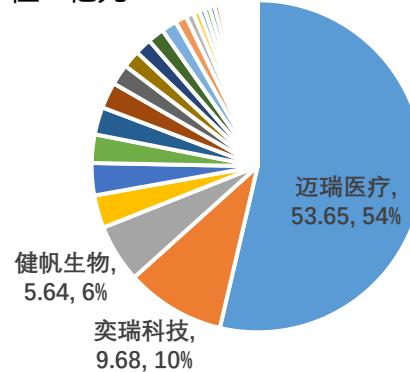
图表27：医药商业板块基金重仓持股各公司金额及占比

单位：亿元



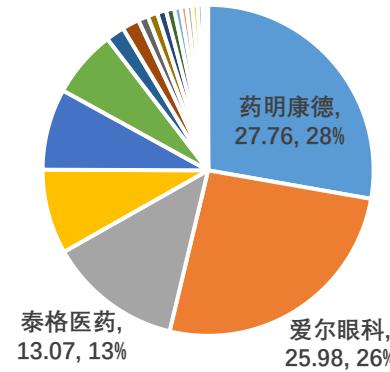
图表28：医疗器械板块基金重仓持股各公司金额及占比

单位：亿元



图表29：医疗服务板块基金重仓持股各公司金额及占比

单位：亿元



3.2.1 我国资本市场深化对外开放进程——外资参与度日渐提升



➤ **我国资本市场深化对外开放进程，外资参与度日渐提升。**自我国2001年加入WTO以来，资本市场对外开放的步伐持续加大，近十年来对外开放的趋势尤为明显。随着QFII多次扩容，沪股通、深股通全面开通等稳步推进，我国资本市场对外开放程度逐渐提高，外资持续流入。

图表30：我国资本市场对外资持续开放



3.2.1 我国资本市场深化外资开放进程——外资参与度日渐提升

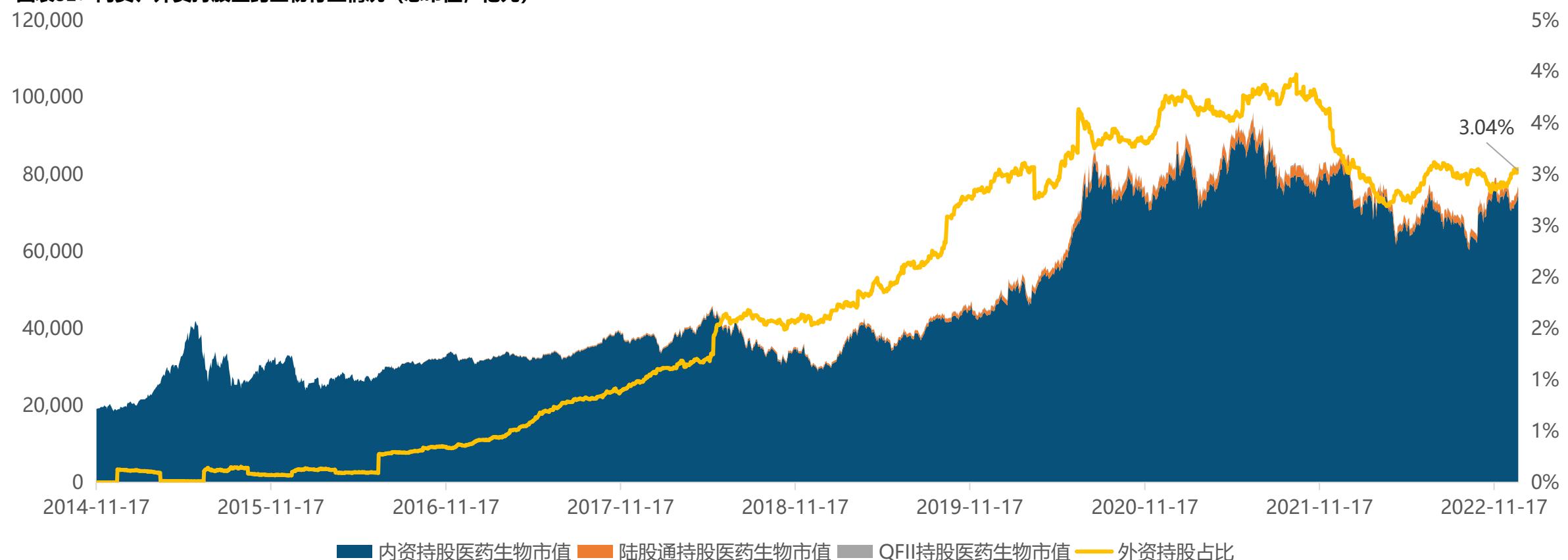


3.2.2 医药行业外资持股情况——医药行业外资持股总市值占比呈上升趋势



➤ **我国外资在2022年持股占比经历震荡，但近期海外资金信心明显回升。**整体来看，外资持股占医药生物行业总市值比重相对较低，截至2023年1月6日，占比约为3.04%。从历史趋势来看，2014年至2021年中，医药生物行业的外资持股总市值占比整体呈稳定上升趋势；2022年期间行业外资持股经历近几年来较大幅度震荡，但随着我国疫情防控放开，经济复苏趋势确立，海外资金呈现了较为明显的流入趋势。

图表31：内资、外资持股医药生物行业情况（总市值，亿元）

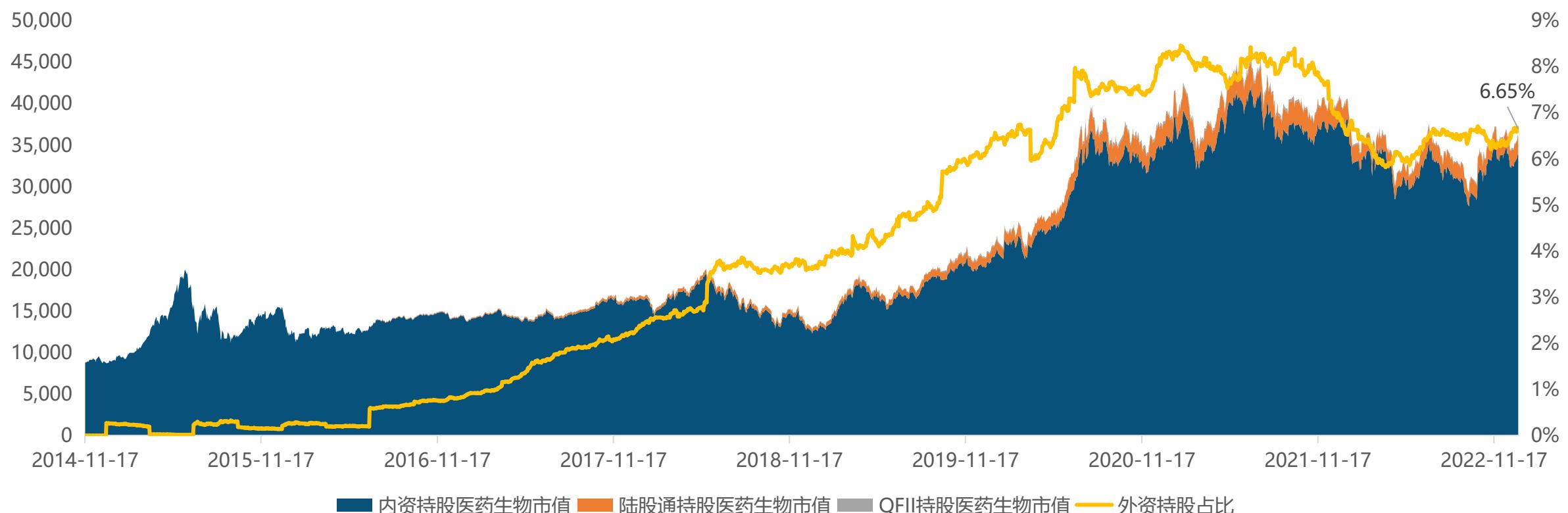


3.2.3 医药行业外资持股情况——医药行业外资股流通市值占比呈上升趋势



➤ **医药生物行业流通市值结构显示，外资持股占比6.65%。** 2022年1月6日，外资持股占医药生物行业流通市值比重为6.65%。2021年2月5日为外资持股流通市值的占比的高点，为8.38%。短期来看，随着市场信心的逐步回升，外资持股流通市值的占比近期整体呈现上行的态势。

图表32：内资、外资持股医药生物行业情况（流通市值，亿元）

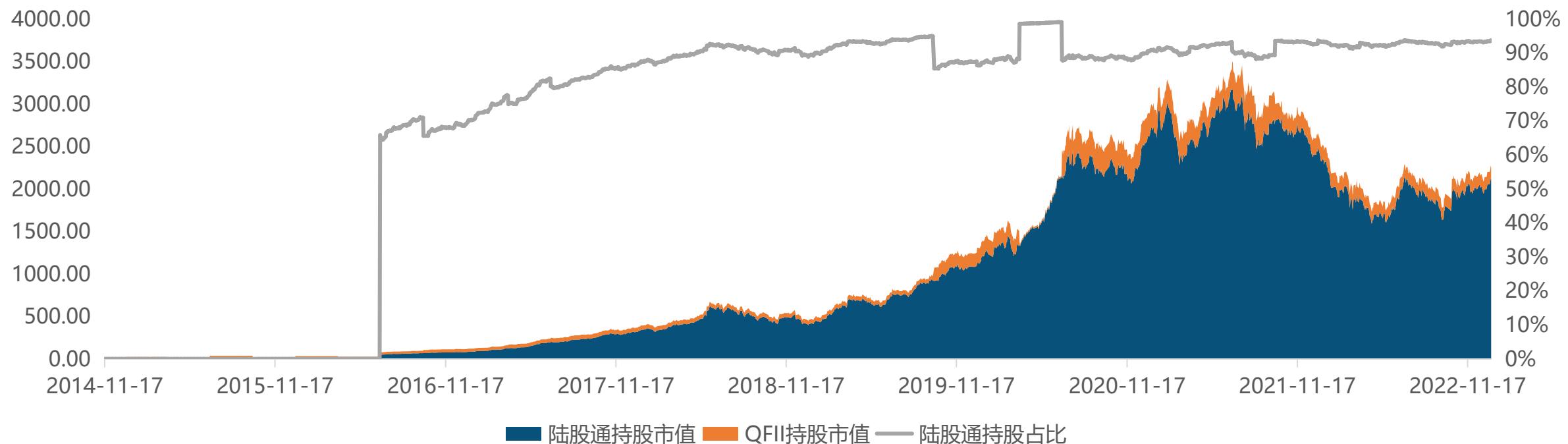


3.2.4 医药行业外资持股情况——陆股通占据医药行业93%以上外资持股比例



- 在医药生物行业持股的外资中，陆股通占据93%以上比重。目前海外资金投资A股市场中的主要途径为陆股通（包括沪股通、深股通）和QFII等渠道。鉴于沪股通和深股通分别于2014年11月17日和2016年12月5日开通，我们取2014年11月17日为观察始点，2023年1月6日为终点，对医药生物行业外资持股情况进行观察。
- 从医药行业的持股情况来看，陆股通是外资行业的主要投资渠道，目前在外资投资医药生物行业比重的93.62%，整体较为稳定。从趋势上来看，陆股通占外资的比重整体呈上升趋势，较去年同期有所提升。

图表33：外资持股占比情况（亿元）



目录

1

复盘2022年医药行业走势，调整蓄力

2

政策强化创新逻辑，降价效应边际下降

3

医药商业一枝独秀，资金流向验证信心修复

4

融资规模反弹，证券化率持续提高

5

医保基金担忧证伪，多项支付能力均有提升

6

估值低位，聚焦创新、医疗服务和消费保健

4.1 医药行业上市公司情况——新增上市公司数量同比小幅下降



- 从上市公司数量上看，2022年医药生物行业新增上市公司数量与2021年相比略有下降，合计99家；其中首发53家，增发29家，发行可交换债12家。总体来看，2020年、2021年和2022年均为医药生物公司集中上市的年份。

图表34：医药生物行业2018-2022年融资家数

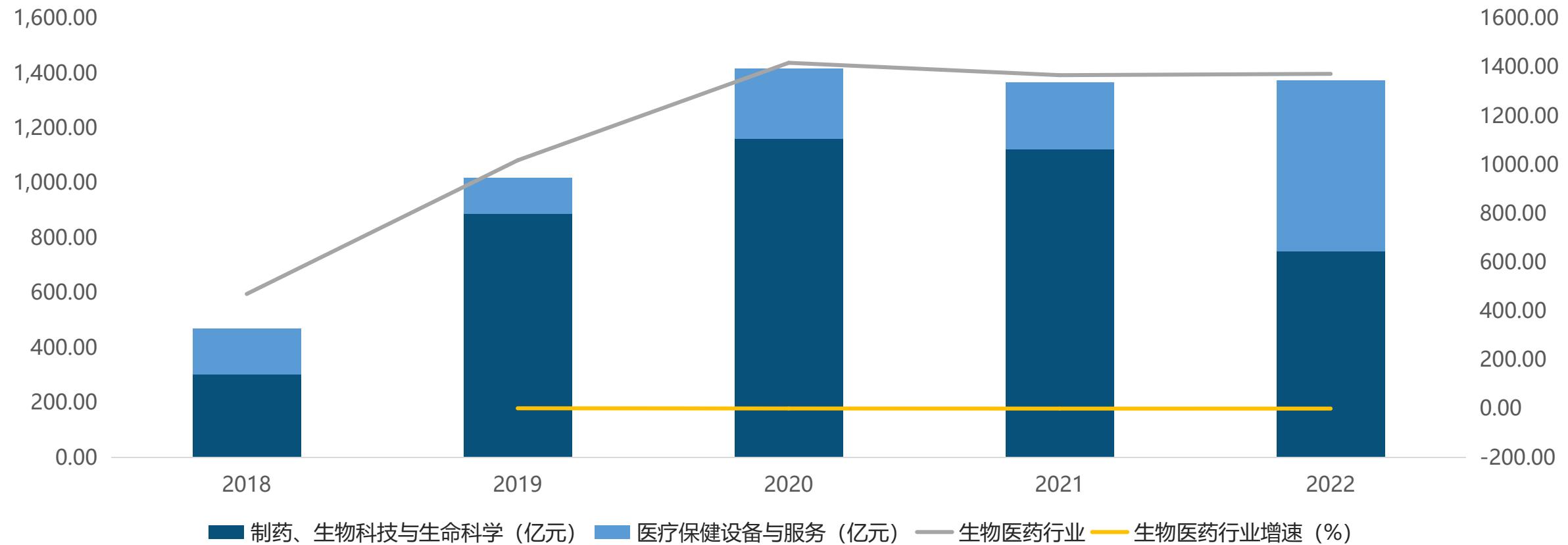
行业	年份	总家数 (家)	首发家数(家)	增发家数(家)	配股家数(家)	可转债家数 (家)	可交换债家数 (家)
制药、生物科技与生命科学	2018	25	4	14	2	5	0
	2019	35	11	9	1	7	7
	2020	82	41	28	0	12	1
	2021	78	41	29	0	7	1
	2022	65	32	18			11
医疗保健设备与服务	2018	11	3	8	0	0	0
	2019	16	9	3	0	3	1
	2020	32	12	8	1	9	2
	2021	32	18	7	0	5	2
	2022	34	21	11			1
医药生物行业合计	2018	36	7	22	2	5	0
	2019	51	20	12	1	10	8
	2020	114	53	36	1	21	3
	2021	110	59	36	0	12	3
	2022	99	53	29	0	0	12

4.2.1 医药行业上市公司情况——融资规模反弹，医疗保健设备与服务融资规模大幅增长



- 2022年，医药生物行业整体融资1371.60亿元，同比增长0.39%。结构上来看，制药、生物科技与生命科学行业融资总额750.11亿元，同比下滑33.16%；医疗保健设备与服务行业融资总额621.49亿元，同比增长154.70%，较2021年呈现大幅增长趋势，驱动了医药行业2022年融资规模反弹。

图表35：生物医药行业2018-2022年融资总额及增速

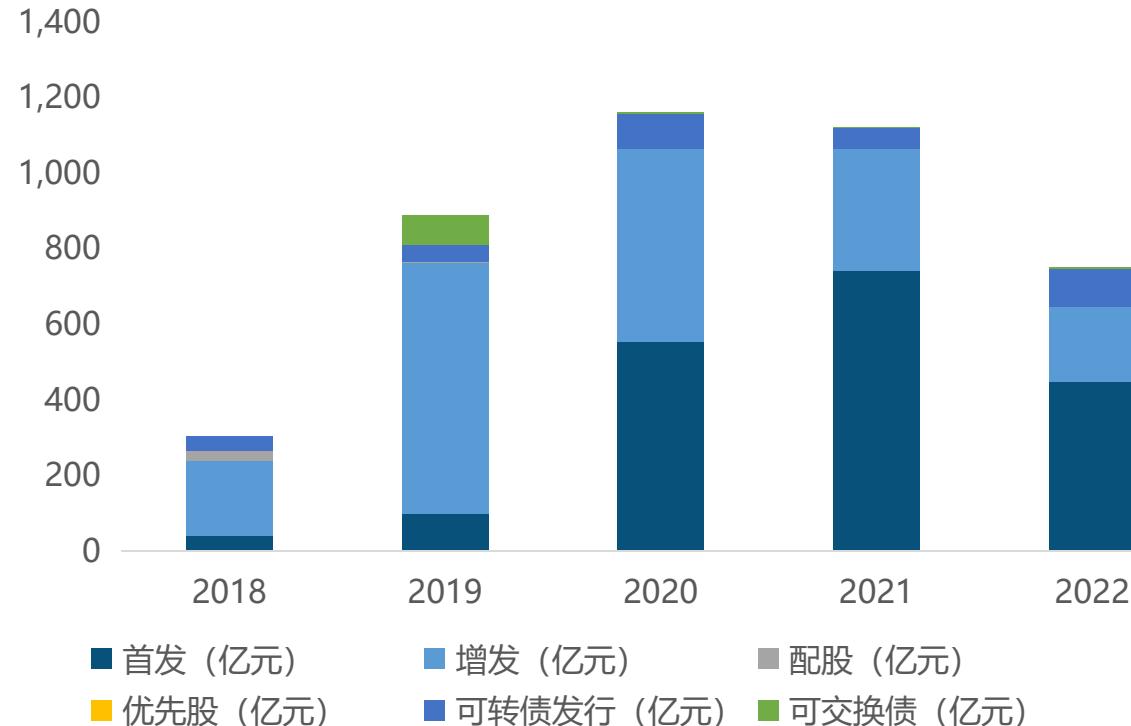


4.2.2 医药行业上市公司情况——医疗保健设备与服务的增发规模显著增长

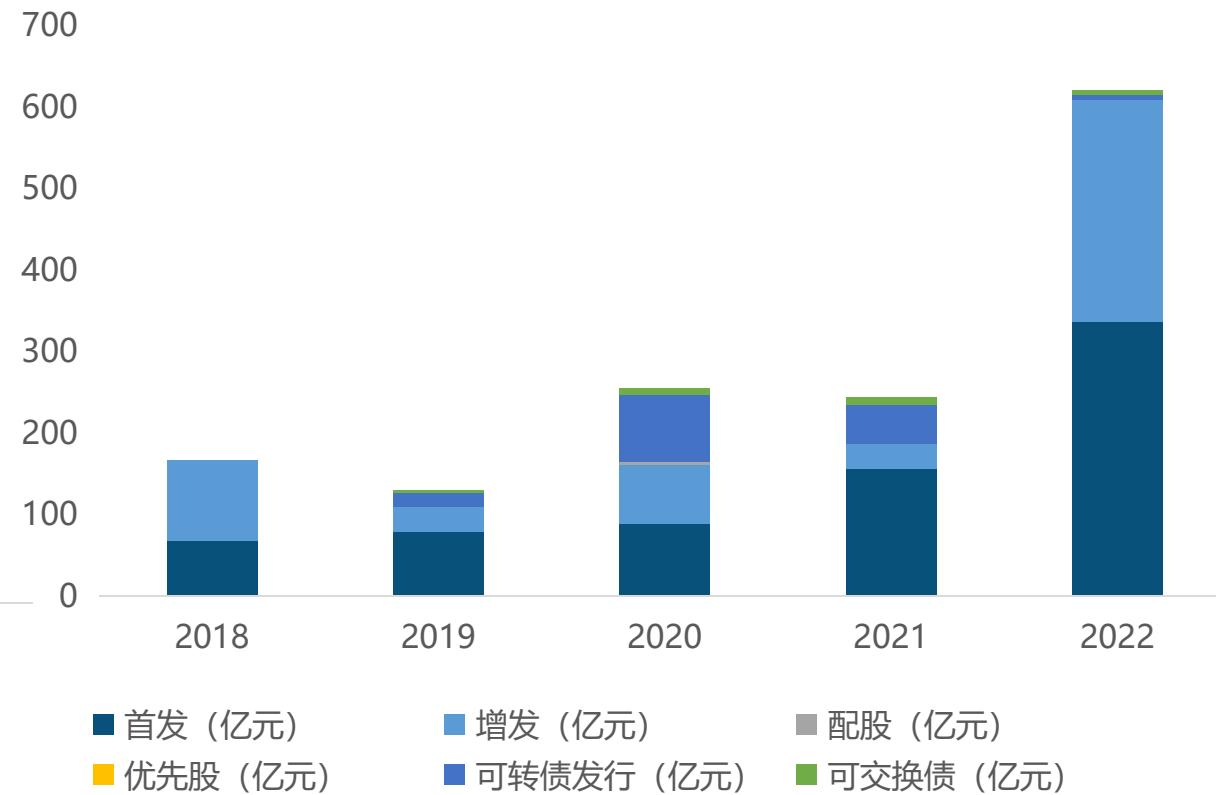


从融资方式上看，制药、生物科技与生命科学行业2022年实现首发446.70亿元，增发198.08亿元，实现可转债发行100.33亿元，可交换债5.00亿元；医疗保健设备与服务行业实现首发337.23亿元，增发271.26亿元，实现可转债发行7.00亿元，可交换债6.00亿元。总体来看，首发上市融资规模占比仍然最大，但医疗保健设备与服务的增发规模呈现显著增长的态势。

图表36：制药、生物科技与生命科学行业2018-2022年融资结构



图表37：医疗保健设备与服务行业2018-2022年融资结构



4.3 医药制造业情况——前期高基数基础上，医药制造业有所下滑

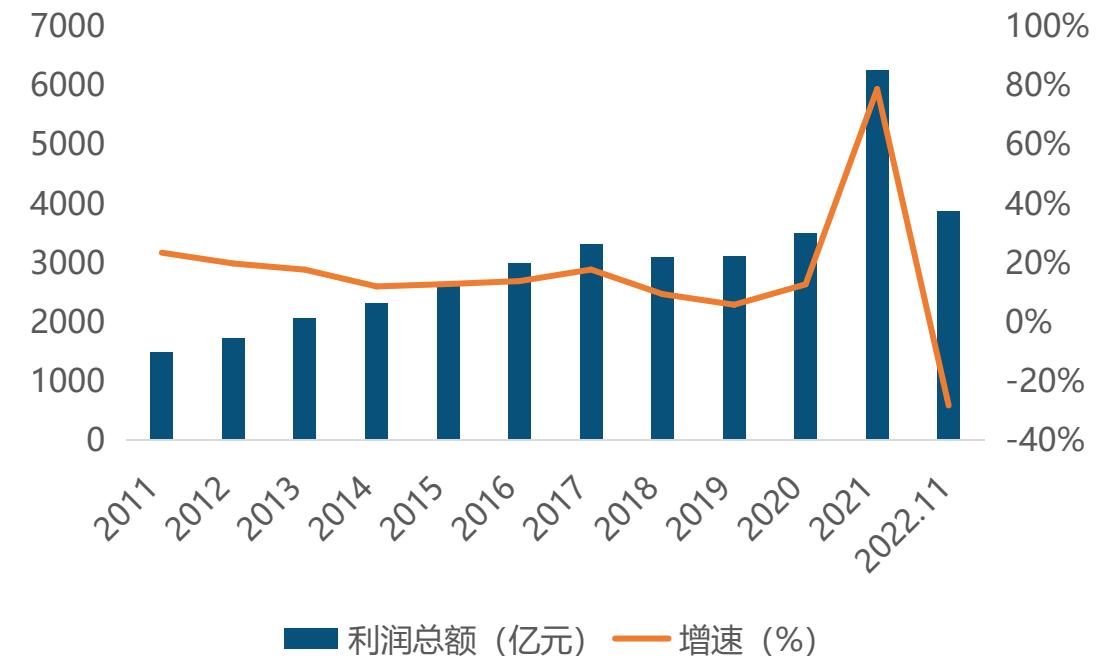


- 2022年1-11月，医药制造业实现营业收入25904.50亿元，利润总额为3882.3亿元，同比增长率分别为-0.73%和-28.15%。2021年医药制造业营业收入及利润总额增速受疫情催化，高毛利率疫情产业链的收入占比的快速提升推动医药制造业盈利能力改善，实现大幅增长，在前期高基数的影响下，2022年医药制造业表现相对稳定，剔除2021年疫情催化的影响，医药制造业营业收入和利润总额较2020年稳定增长，同时分化加剧。

图表38：2011-2022年11月医药制造业营业收入及增速



图表39：2011-2022年11月医药制造业利润总额及增速

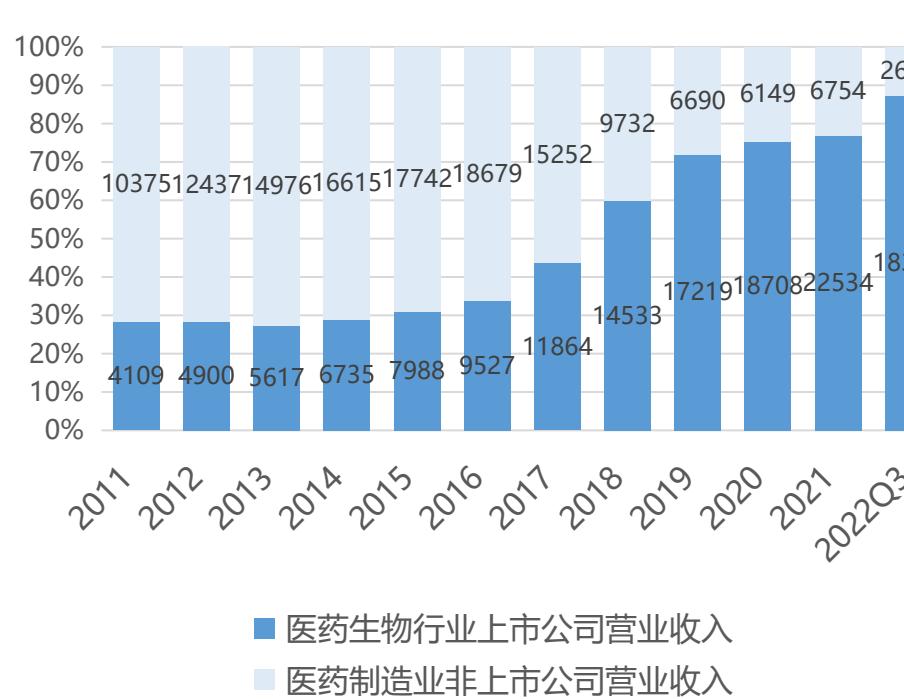


4.4 医药制造业情况——证券化率持续上升

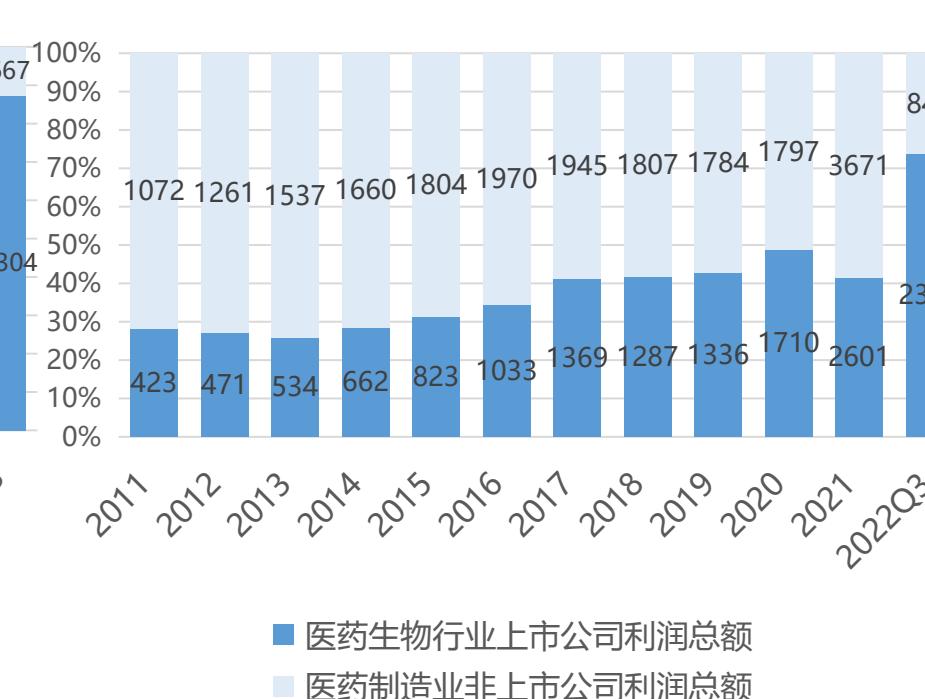


通过对比医药生物行业和医药制造业的营业收入和利润总额，结合行业上市公司数量变动情况，观察近十余年来医药产业证券化率的结构变化情况。截至2022年前三季度，医药生物行业营业收入占医药生物制造业营业收入的87.28%，利润总额占73.69%，上市公司数量为462家；从趋势上来看，自2013年开始医药生物行业营业收入和利润总额在医药制造业中的占比逐年提升；上市公司数量方面，2014年以来医药生物行业上市公司由172家逐年增长到462家。**整体来看，医药生物行业证券化率呈现持续上升趋势。**

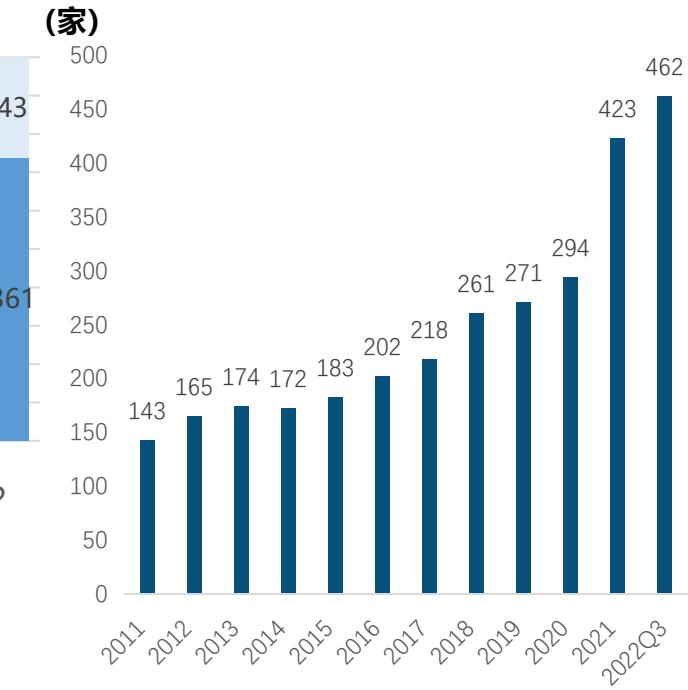
图表40：2011-2022Q3医药生物行业证券化率（营业收入：亿元）



图表41：2011-2022Q3医药生物行业证券化率（利润总额：亿元）



图表42：2011-2022Q3医药生物行业上市公司数量

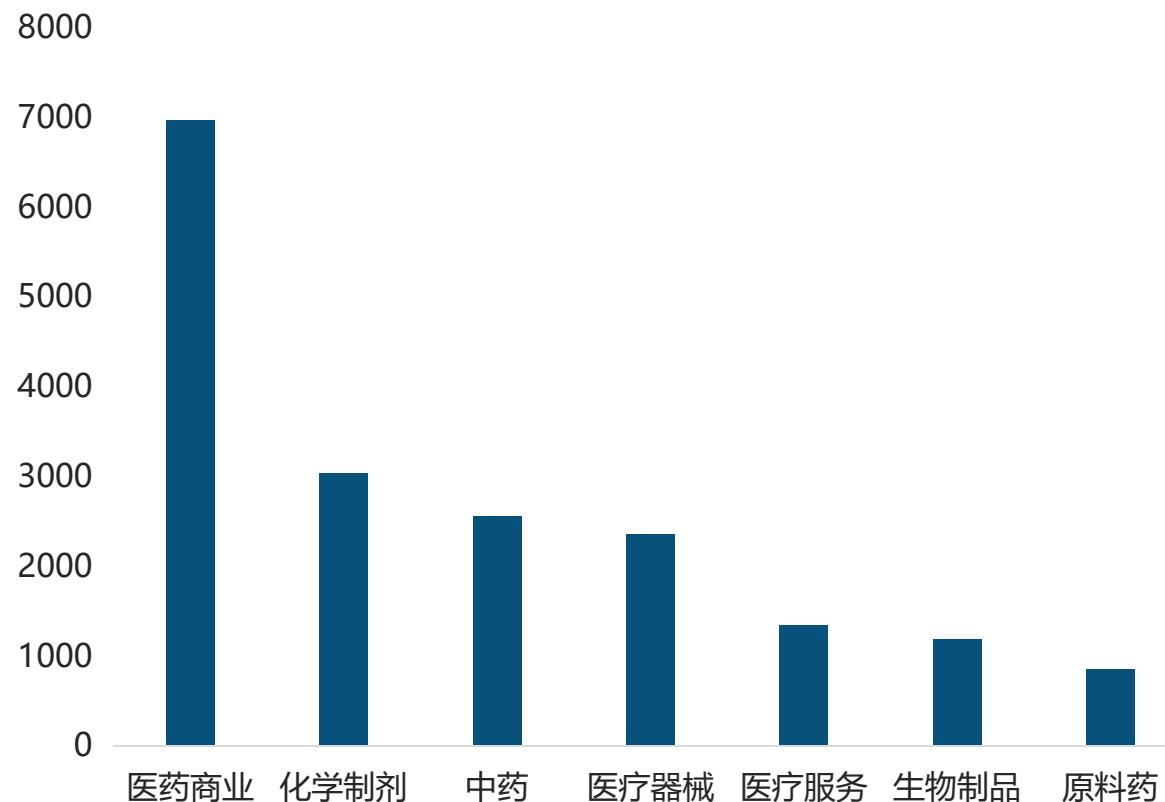


4.5.1 医药行业子板块对比——医疗服务、医疗器械和生物制品营收增速最快

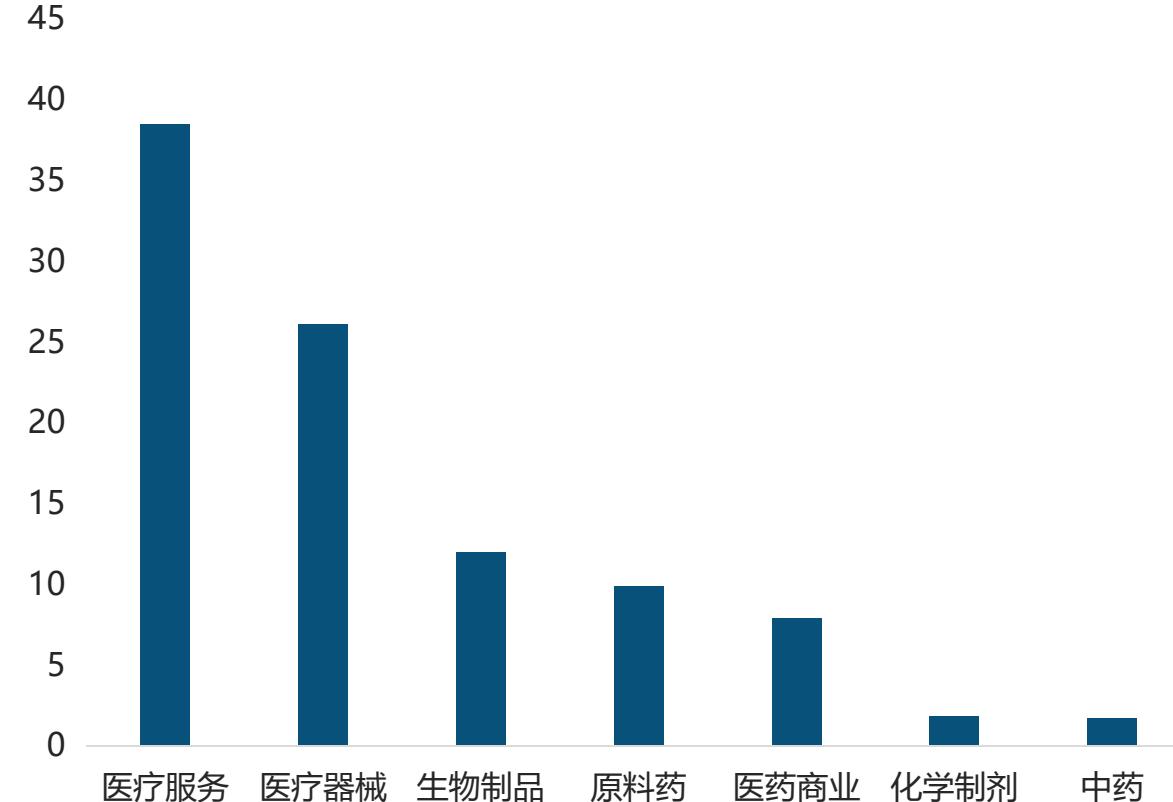


➤ 2022年前三季度，医药生物行业营收规模最大的三个子板块分别为医药商业、化学制剂与中药，分别为6,971.27亿元、3,039.25亿元和2,558.14亿元；从营业收入成长性来看，增速最高的三个子板块分别为医疗服务、医疗器械和生物制品，增速分别为38.45%、26.12%和11.98%。新冠口服药产业链的需求延续，一定程度上改变了行业生态结构。

图表43：2022前三季度医药生物行业7个子板块营业收入（亿元）



图表44：2022前三季度医药生物行业7个子板块营业收入增速（%）

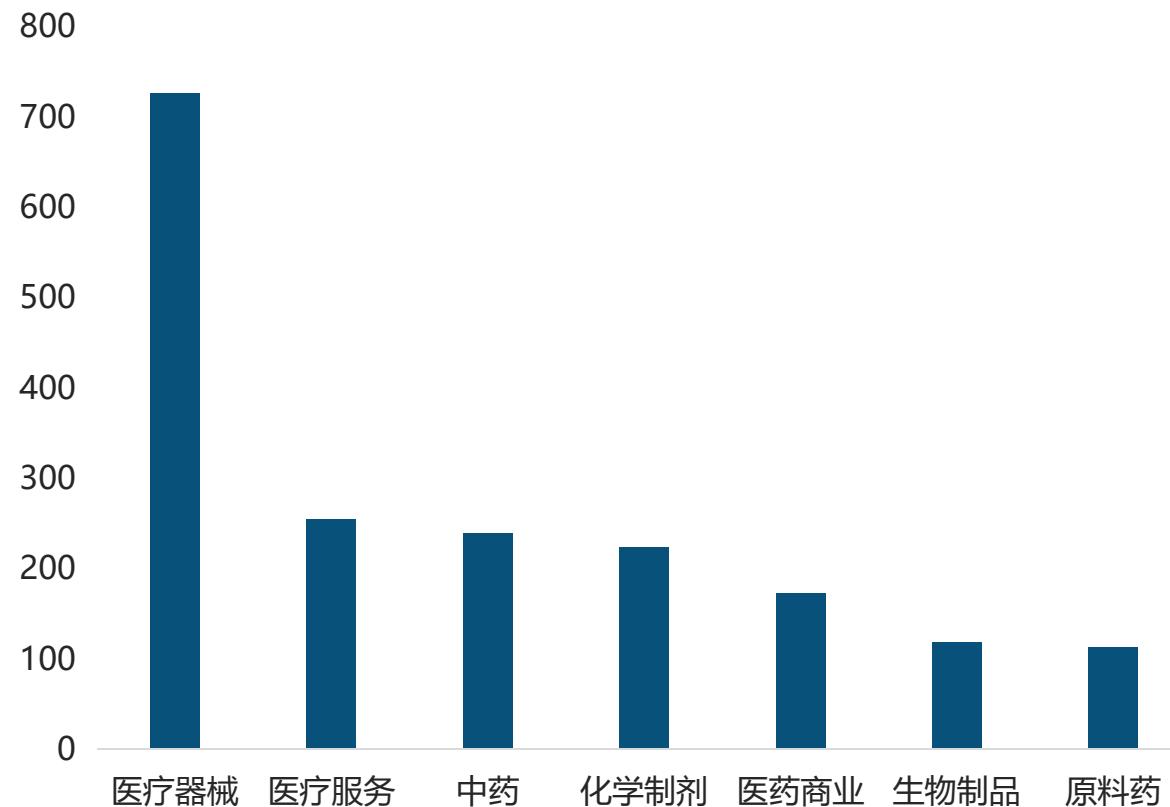


4.5.2 医药行业子板块对比——医疗服务、医疗器械和原料药归母净利润增速最快

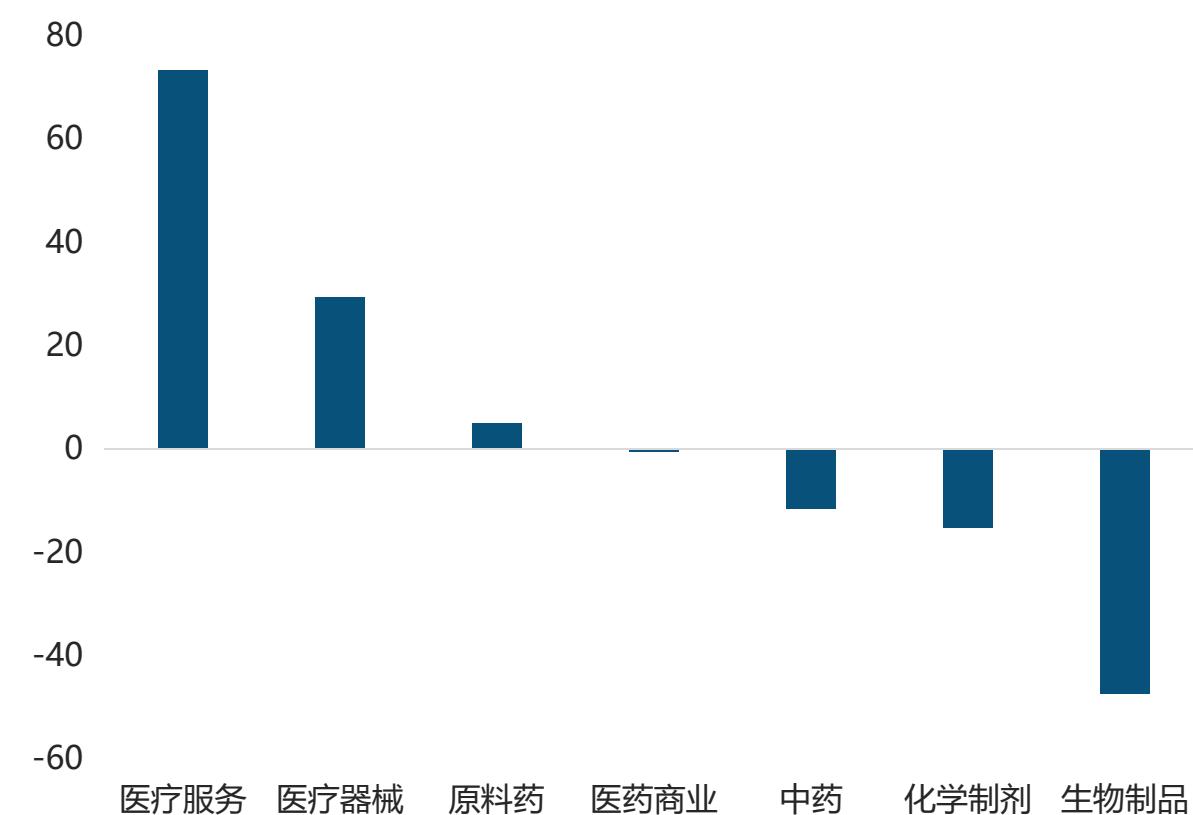


- 2022年前三季度，生物医药行业归母净利润最高的三个子板块分别为医疗器械、医疗服务与中药，分别为725.87亿元、254.38亿元和239.39亿元；从归母净利润成长性来看，增速最高的三个子板块分别为医疗服务、医疗器械和原料药，增速分别为73.23%、29.38%和5.02%。

图表45：2022前三季度医药生物行业7个子板块归母净利润（亿元）



图表46：2022前三季度医药生物行业7个子板块归母净利润增速 (%)

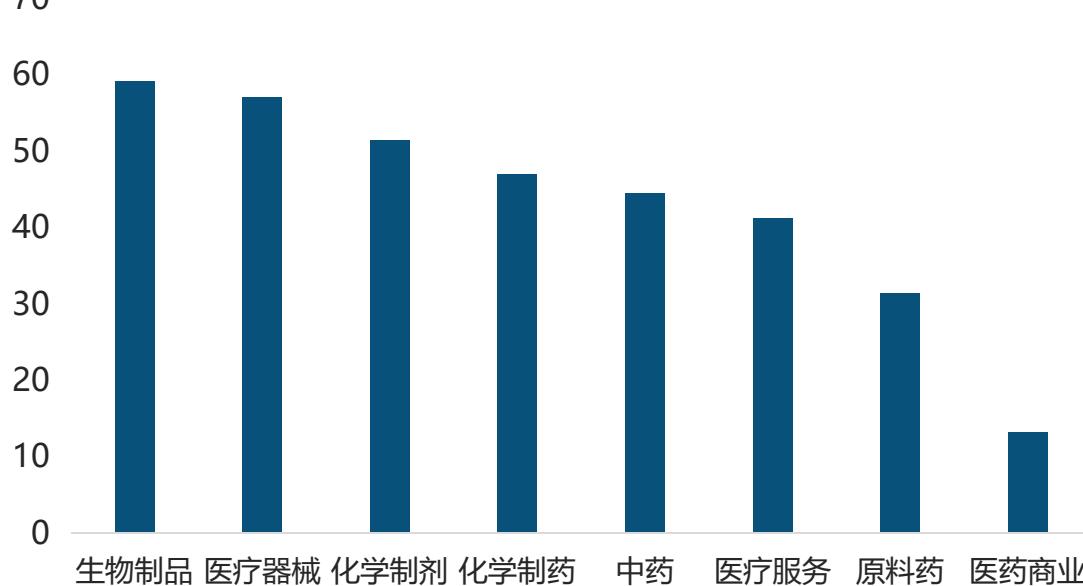


4.5.3 医药行业子板块对比——医疗器械、医疗服务和中药ROE最高

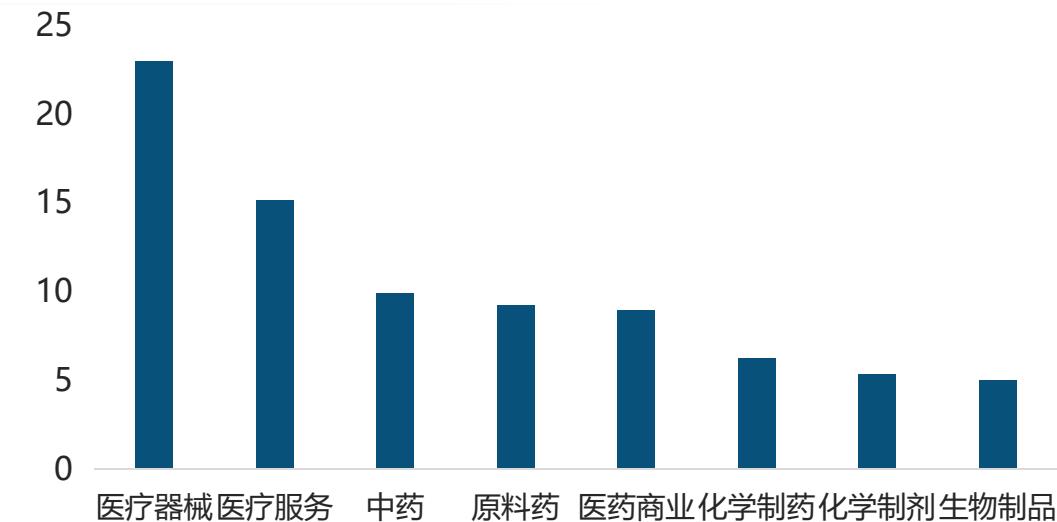


- 2022年前三季度，生物医药行业毛利率最高的三个子板块分别为生物制品、医疗器械和化学制剂，分别为59.12%、56.98%和51.32%；净利率最高的三个子板块分别为医疗器械、医疗服务和原料药，分别为28.10%、17.57%和10.85%；ROE最高的三个子板块分别为医疗器械、医疗服务和中药，分别为22.95%、15.11%和9.90%。

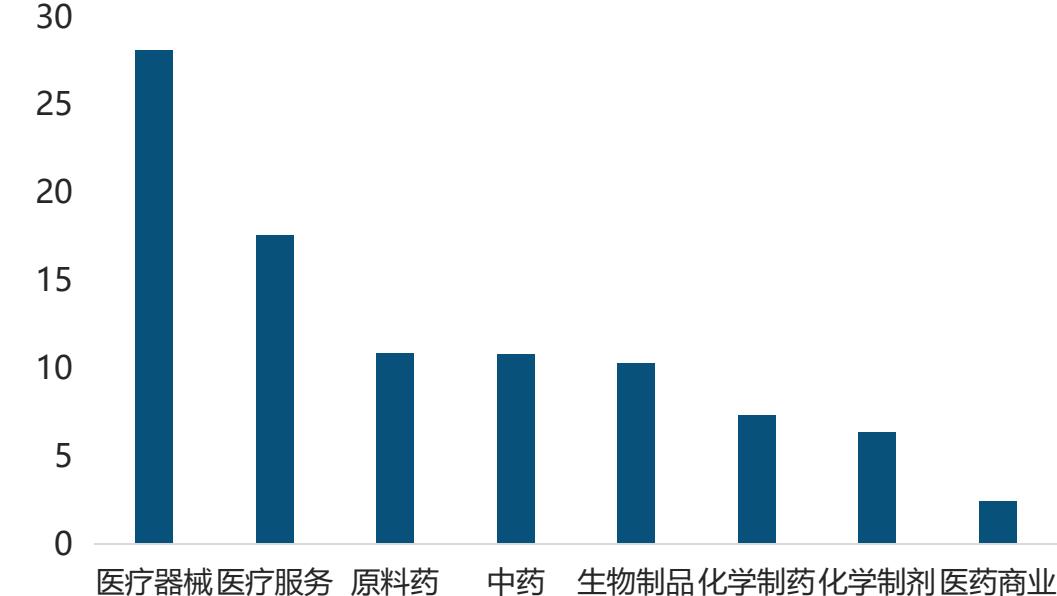
图表48：2022前三季度医药生物行业7个子板块毛利率 (%)



图表47：2022前三季度医药生物行业7个子板块ROE (%)



图表49：2022前三季度医药生物行业7个子板块净利率 (%)





目录

1

复盘2022年医药行业走势，调整蓄力

2

政策强化创新逻辑，降价效应边际下降

3

医药商业一枝独秀，资金流向验证信心修复

4

融资规模反弹，证券化率持续提高

5

医保基金担忧证伪，多项支付能力均有提升

6

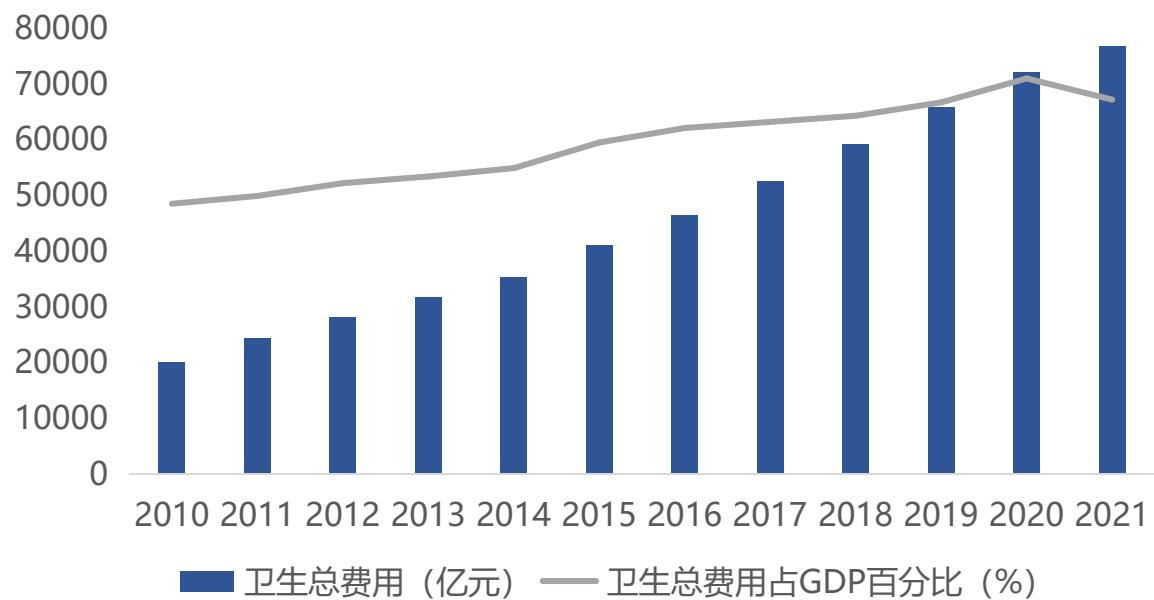
估值低位，聚焦创新、医疗服务和消费保健

5.1.1 卫生费用情况——人均卫生费用持续提升

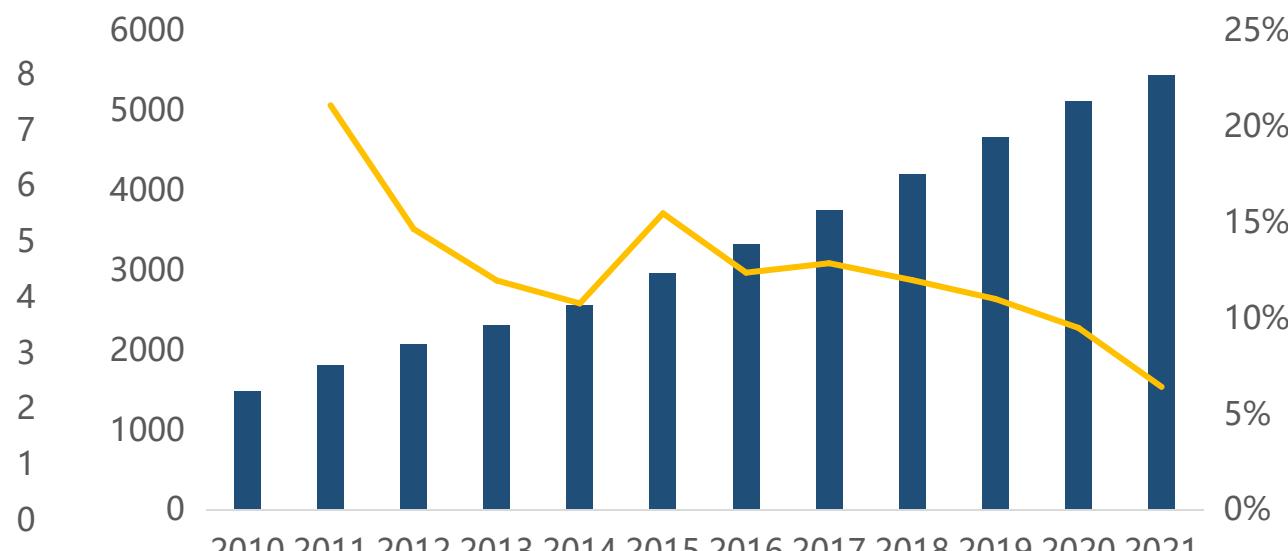


- 2010年-2021年, 我国卫生总费用不断增长, 从2010年的19980.39亿元增长到2021年的76844.99亿元。我国卫生总费用占GDP之比从2010年的4.85%上升至2021年的6.72%, 2021年我国卫生总费用占GDP之比在2020年疫情高基数的基础上略有下降, 但我国卫生支出占国民经济的比重逐年增加的趋势并未改变。
- 2010年-2021年, 我国人均卫生费用也保持着较高增速, 从2010年的1490.1元增加到2021年的5440.0元。2021年, 人均卫生费用增速虽然和前几年相比有所下滑, 但仍有6.41%, 保持较高水平。

图表50: 我国2010-2021年卫生总费用及GDP占比 (%)



图表51: 我国2010-2021年人均卫生费用 (元) 及增速

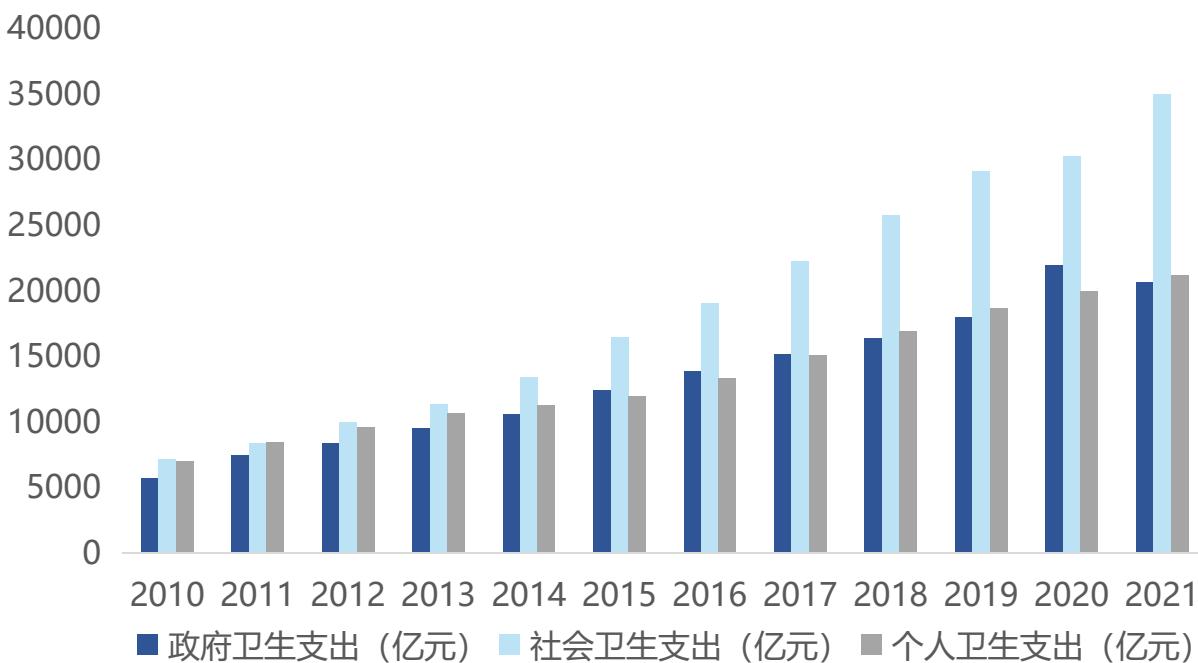


5.1.2 卫生费用情况——个人卫生费用占比持续下降

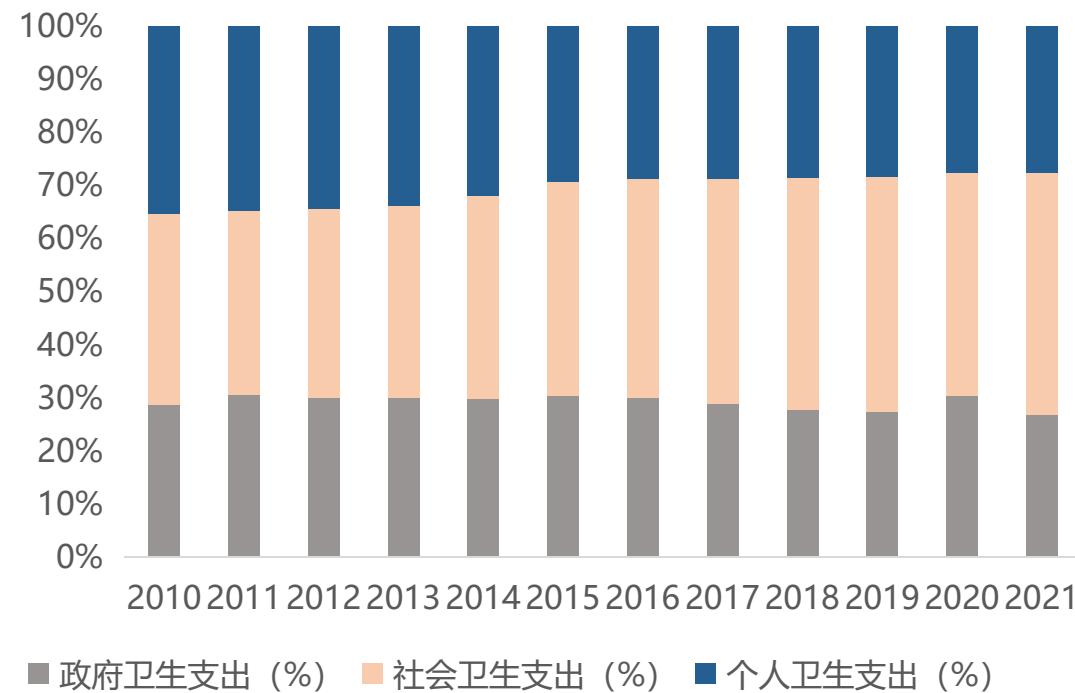


- 从卫生总费用结构上看，我国卫生总费用由三部分组成，政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出。从绝对值来看，2010-2021年，我国政府卫生支出、社会卫生支出以及个人卫生支出均保持增长趋势。其中，个人卫生支出从2010年的7051.29亿元增长到2021年的21205.67亿元；社会卫生支出从2010年的7196.61亿元增加到2021年的34963.26亿元；政府卫生支出从2010年的5732.49亿元增加到2021年的20676.06亿元，政府卫生支出较2020年有所下降，但长期增长趋势未变。
- 从占比上看，2010年-2021年，我国社会卫生支出占比表现出较明显的提升趋势，从2010年的36.02%提升至2021年的45.50%；政府卫生支出比例基本保持稳定，2021年，政府卫生支出占比为26.91%；个人卫生支出比例持续下降，从2010年的35.29%下降到2021年的27.60%，为医疗消费的进一步释放提供了充足的空间。

图表52：我国2010-2021年卫生总费用结构



图表53：我国2010-2021年卫生总费用结构

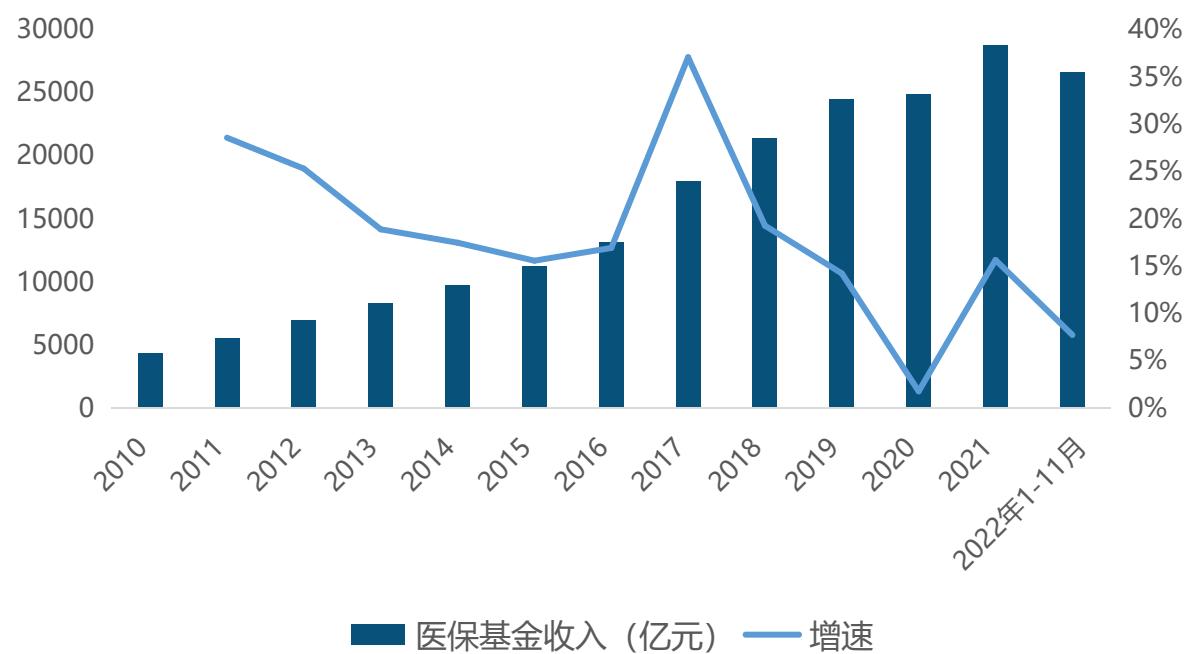


5.2 医保基金收支情况——盈余增幅大幅提升

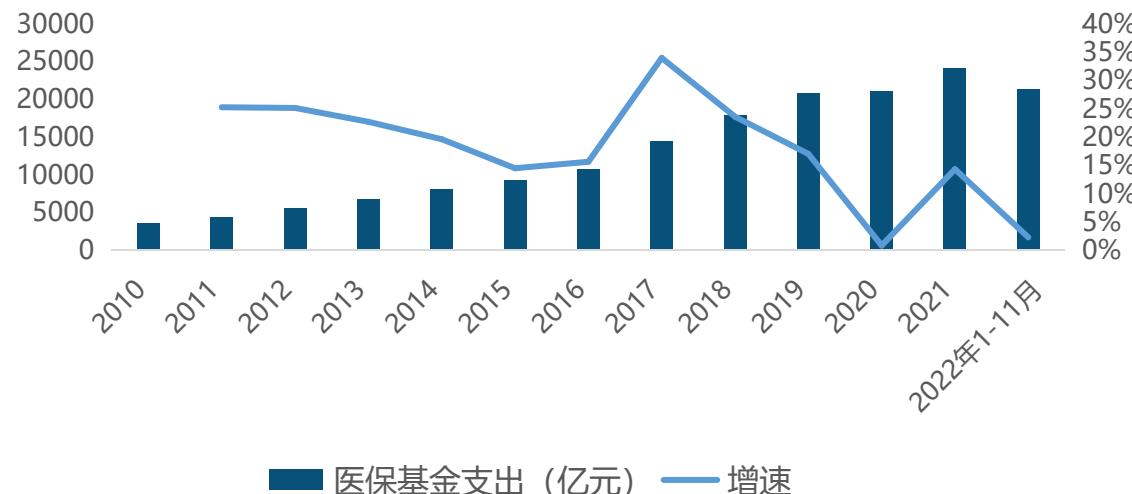


- 2022年1-11月，我国基本医保基金收入26576.42亿元，增速为7.70%；同期我国基本医保基金支出为21301.74亿元，增速为2.30%，收入增速大于支出增速。医保基金盈余方面，2022年1-11月我国医保基金盈余为5274.68亿元，增速为36.31%，与前两年相比，增速有较大幅度的提升。
- 医保基金支出增速下滑明显的原因主要是：2021年同期有支付新冠疫苗及接种费用，近年来相关支出大幅减少，以及防疫政策下医疗需求压制；此外，国家医保局开展了价格谈判、集采等控制药价的措施，有效缓解了医保基金的压力。

图表55：我国医保基金收入及增速



图表54：我国医保基金支出及增速



图表56：我国医保基金盈余及增速



5.3 商业保险情况——保费收入维持增长态势



- 我国2022年1-11月健康险保费收入为8154.50亿元，增速为3.28%，增速与2021年基本持平。整体来看，我国健康险近年来发展较为快速，保费收入维持增长态势，成为个人支付、医保基金支付以外的另一支撑。健康险保费赔付方面，2022年1-11月为3238.17亿元，增速为-11.52%，赔付减少的主要原因是2022年受到疫情管控等影响入院治疗相对较少。

图表57：我国健康险保费及增速



图表58：我国健康险赔付金额及增速

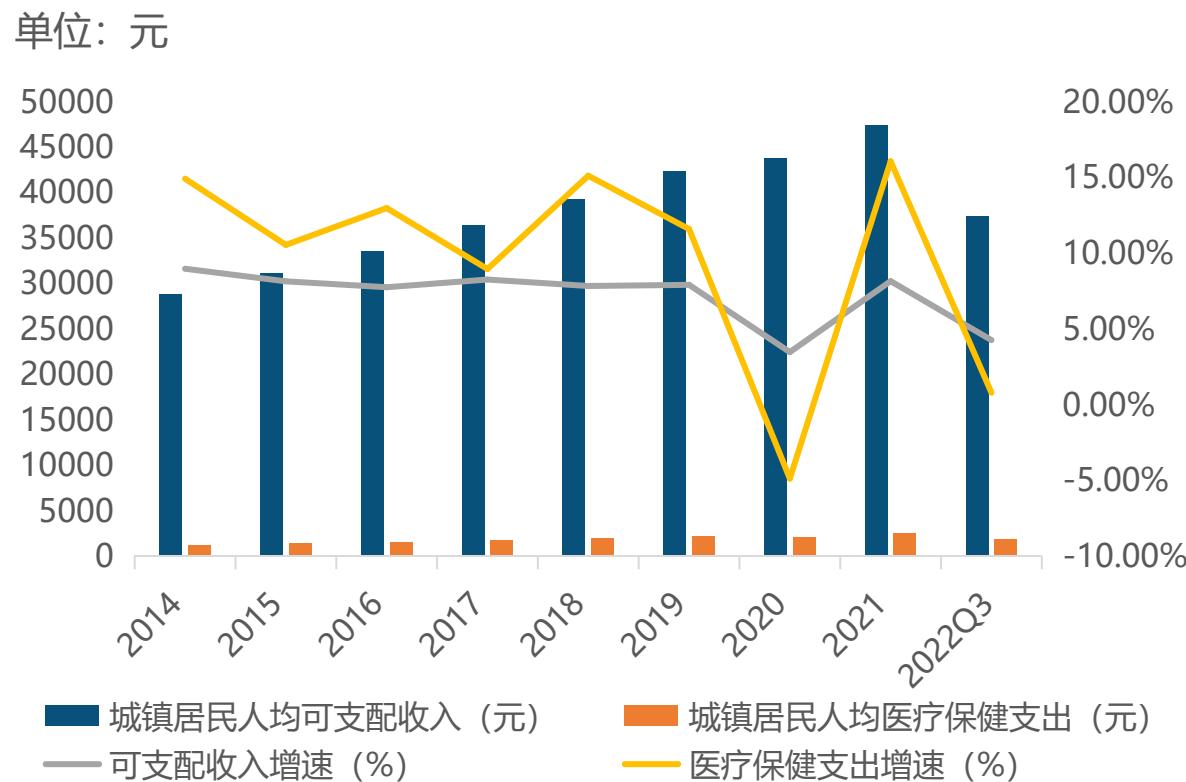


5.4 个人支付能力持续提升——医疗需求有望得到释放

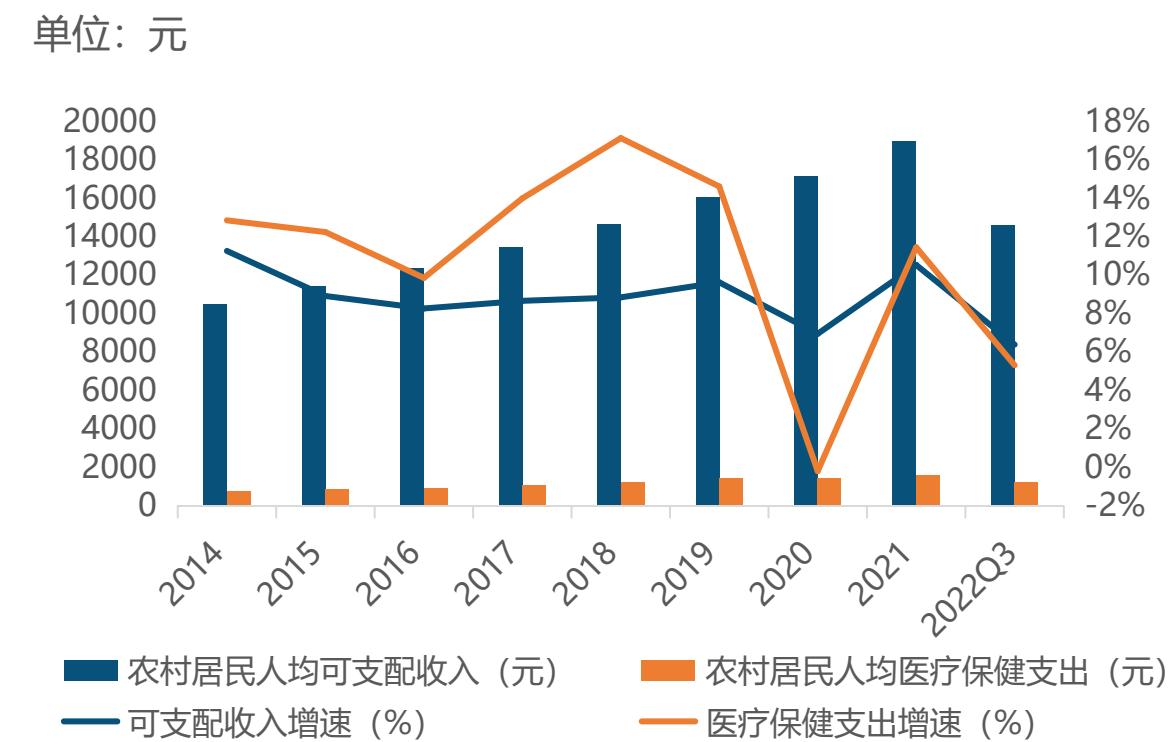


- 医疗需求释放离不开收入端的支持。2022年前3季度，我国城镇居民人均可支配收入为37,482元，增速为4.27%；农村居民人均可支配收入为14,600元，增速为6.37%，同前些年相比保持稳定增长态势，为医疗需求的释放提供了较好的支撑。
- 2022年前3季度，我国城镇居民人均医疗保健支出为1,870元，增速为0.81%，不及城镇人均可支配收入增速；农村人均医疗保健支出为1,233元，增速为5.29%，略低于农村人均可支配收入增速，主要原因或为疫情管控下入院治疗减少所致。**随着疫情政策的变化，2023年压制的医疗需求有望得到释放。**

图表59：我国城镇居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速



图表60：我国农村居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

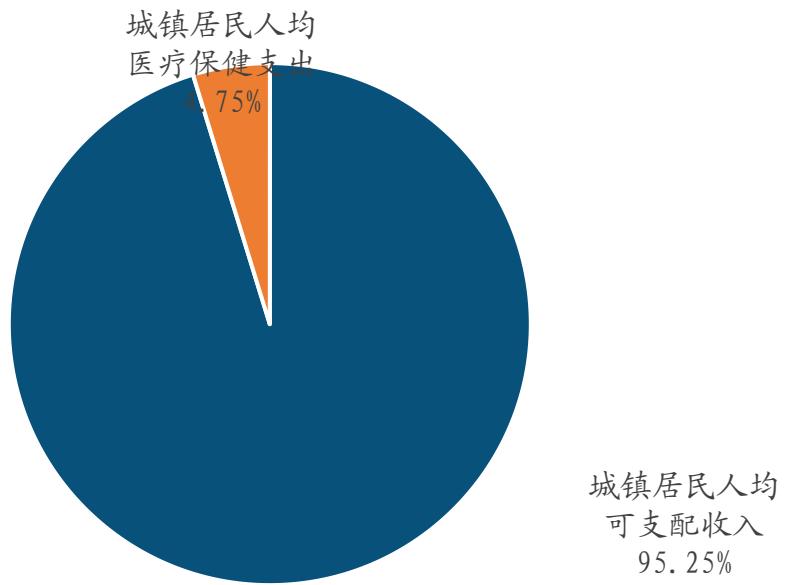


5.4 个人支付能力持续提升——医疗消费空间较大

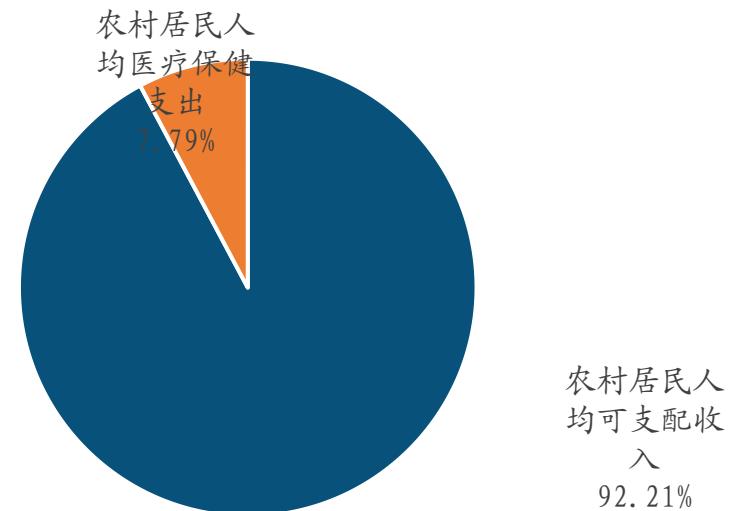


- 从结构上看，2022年前3季度，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的4.75%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入7.79%，医疗消费仍然存在增长的空间。

图表61：城镇人均医疗支出占比



图表62：农村人均医疗支出占比



目录

1

复盘2022年医药行业走势，调整蓄力

2

政策强化创新逻辑，降价效应边际下降

3

医药商业一枝独秀，资金流向验证信心修复

4

融资规模反弹，证券化率持续提高

5

医保基金担忧证伪，多项支付能力均有提升

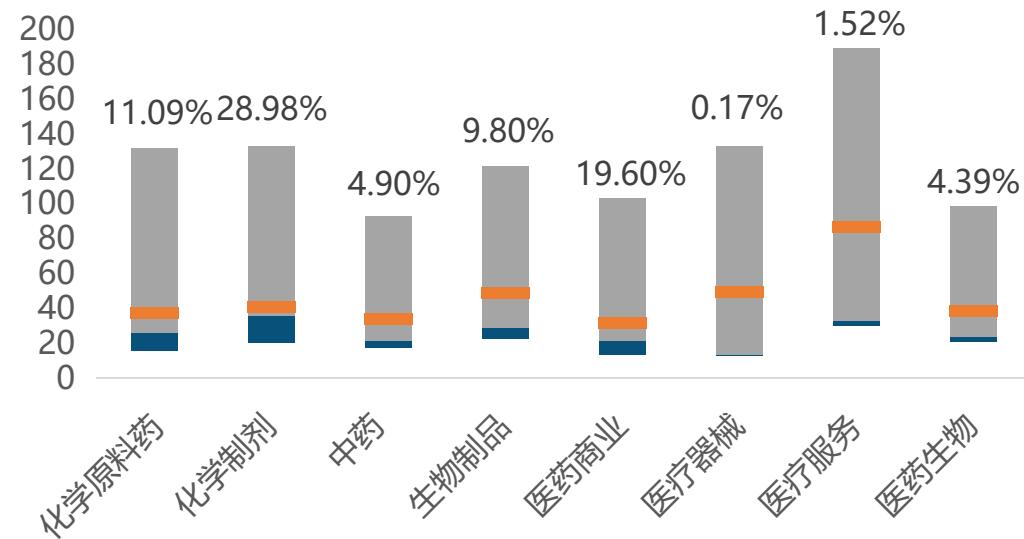
6

估值低位，聚焦创新、医疗服务和消费保健

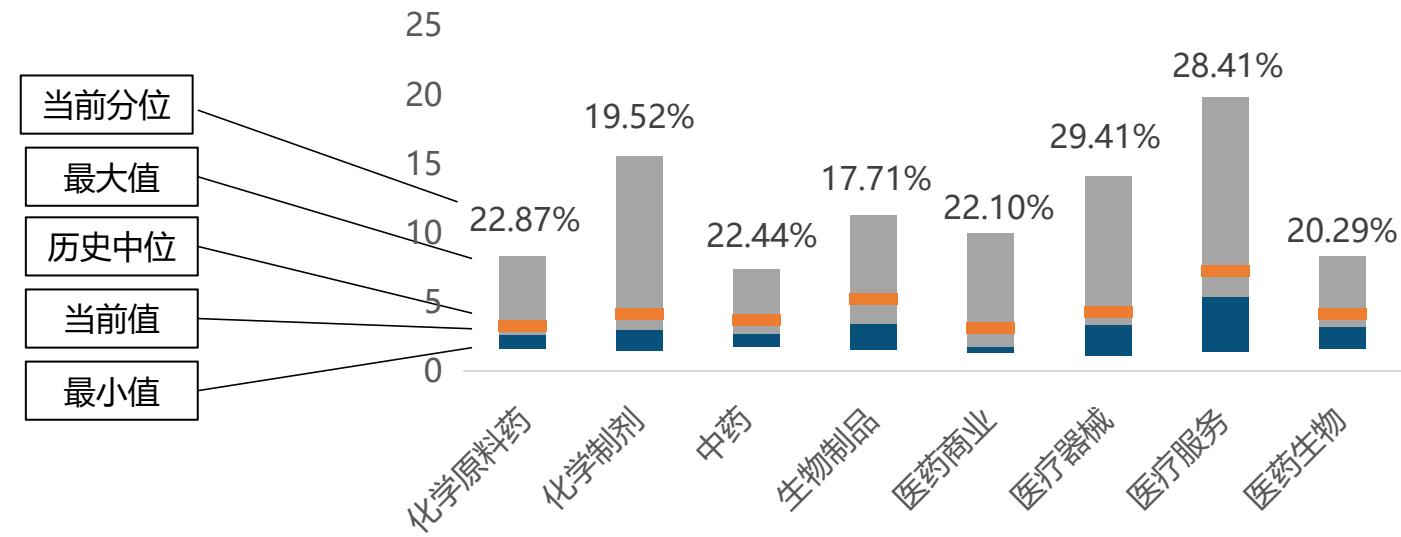
6.1.1 估值——行业估值处于低位

➤ **医药生物行业估值阶段性处于低位。**统计2000年以来的数据，截至2023年1月6日，采用申万医药指数，医药生物行业整体估值处于历史估值较低分位，行业PE处于4.39%分位，子板块方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PE分别为处于11.09%、29.98%、4.90%、9.80%、19.60%、0.17%和1.52%分位；医药生物行业PB处于20.29%分位，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PB分别处于22.87%、19.52%、22.44%、17.71%、22.10%、29.41%和28.41%分位。整体来看，医药行业的PE及PB估值均处在历史底部的位置。

图表63：医药生物板及其子板块市盈率历史分位数



图表64：医药生物及其子板块市净历史分位数

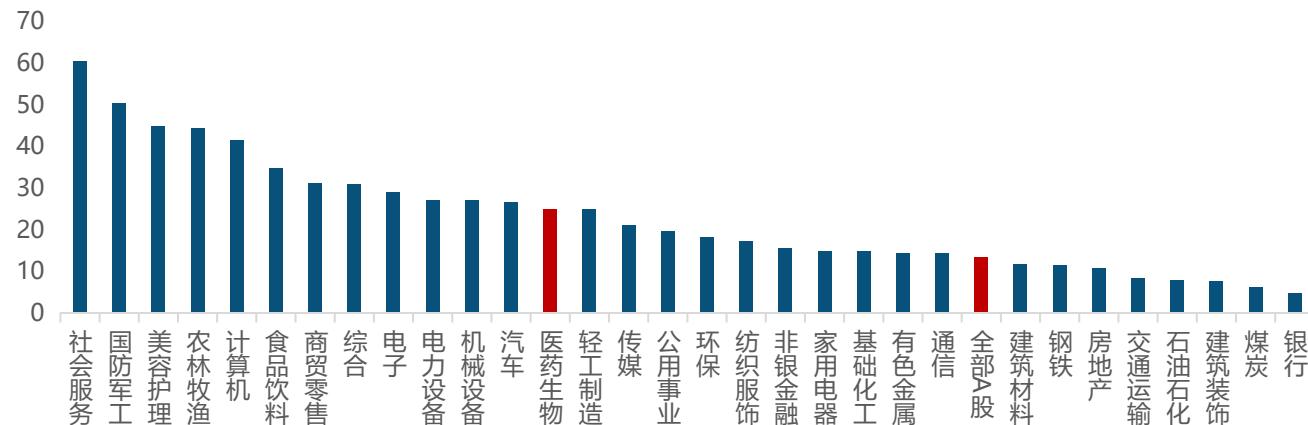


6.1.2 估值——医药行业溢价比率持续提升，行业性价比凸显

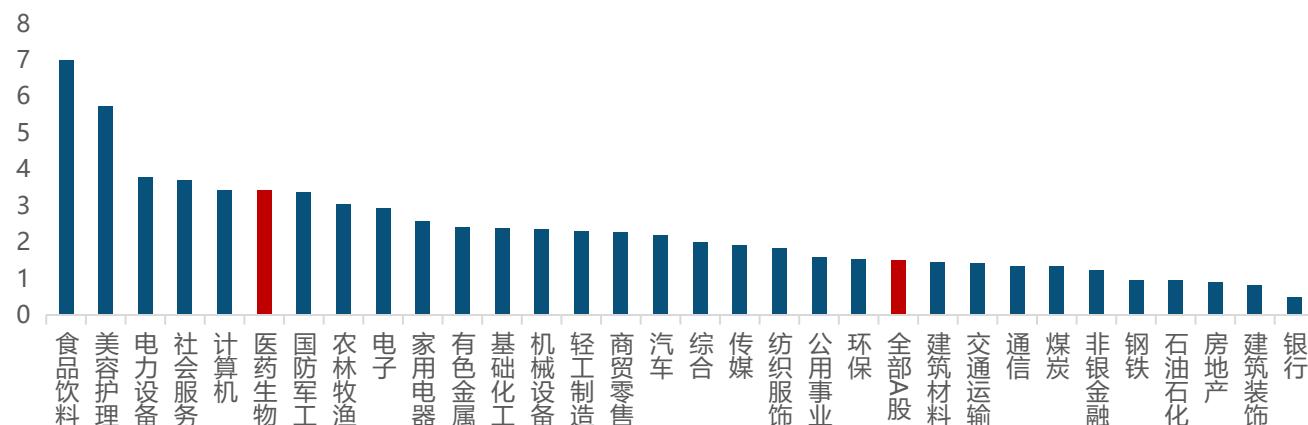


- 按照2022年12月31日的收盘数据，采用整体法计算，医药行业（TTM）的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为24.78和3.35。2021年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为1.99和2.47，2022年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为1.87和2.25，较2021年持续下滑，行业性价比凸显。

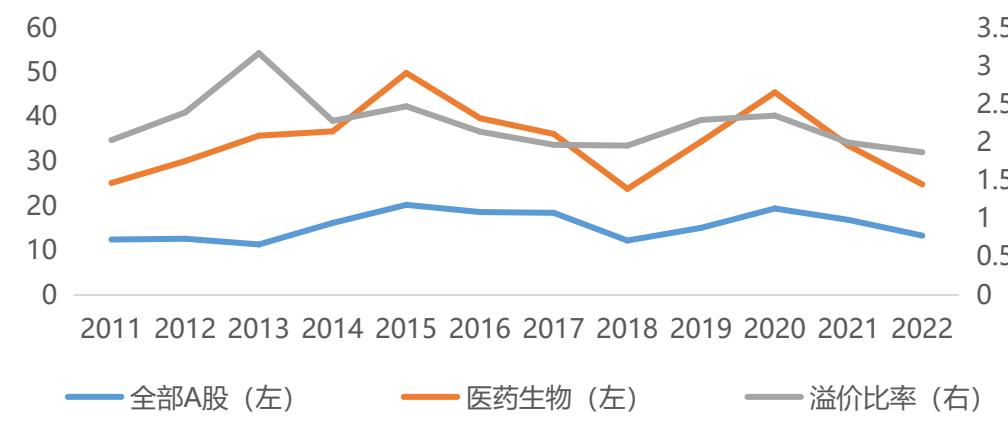
图表65：申万行业及全部A股市盈率情况



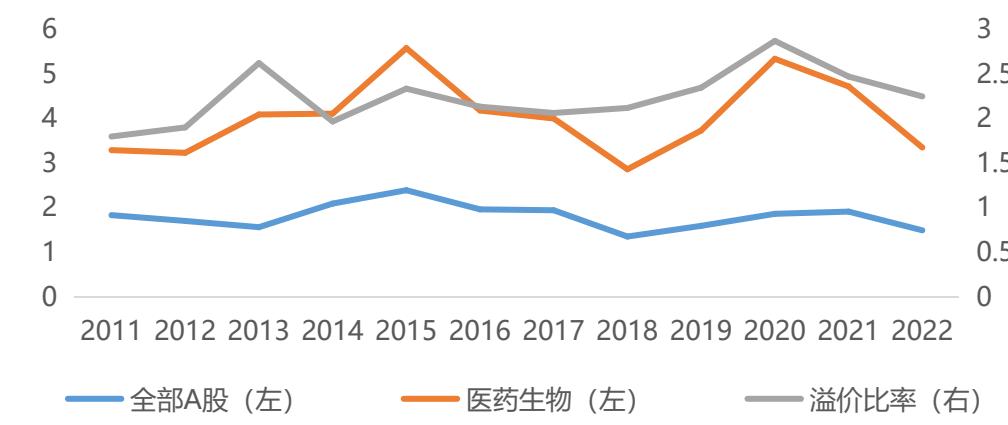
图表67：申万行业及全部A股市净率情况



图表66：医药行业、A股市盈率及溢价比率情况



图表68：医药行业、A股市净率及溢价比率情况

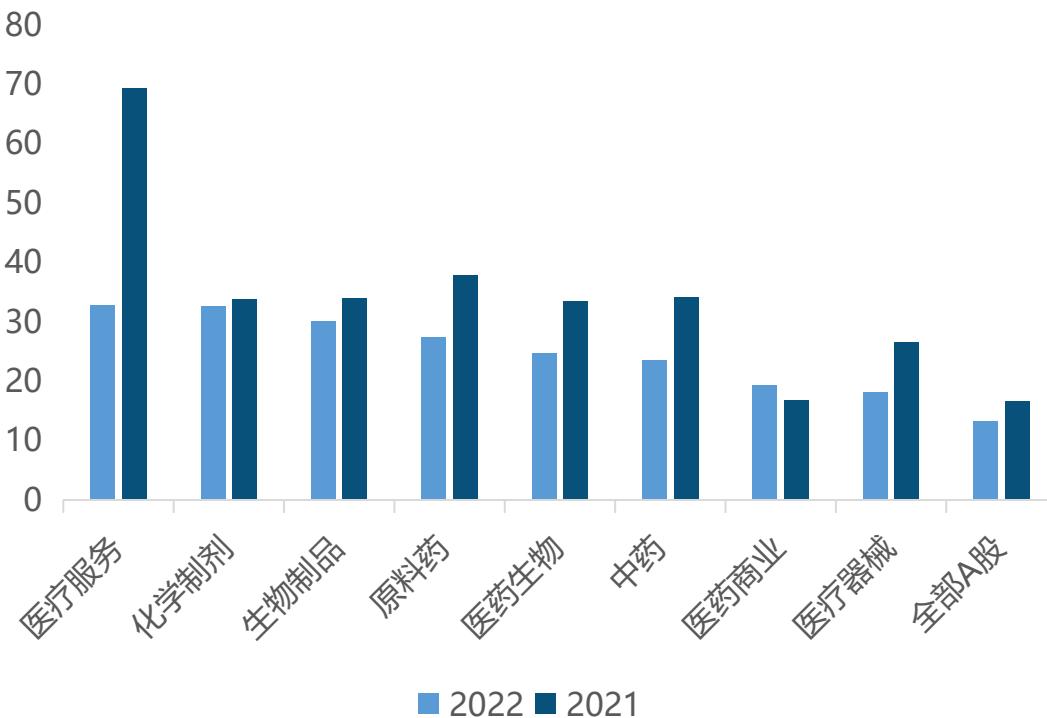


6.1.3 估值——子板块估值回调明显，迎来配置良机

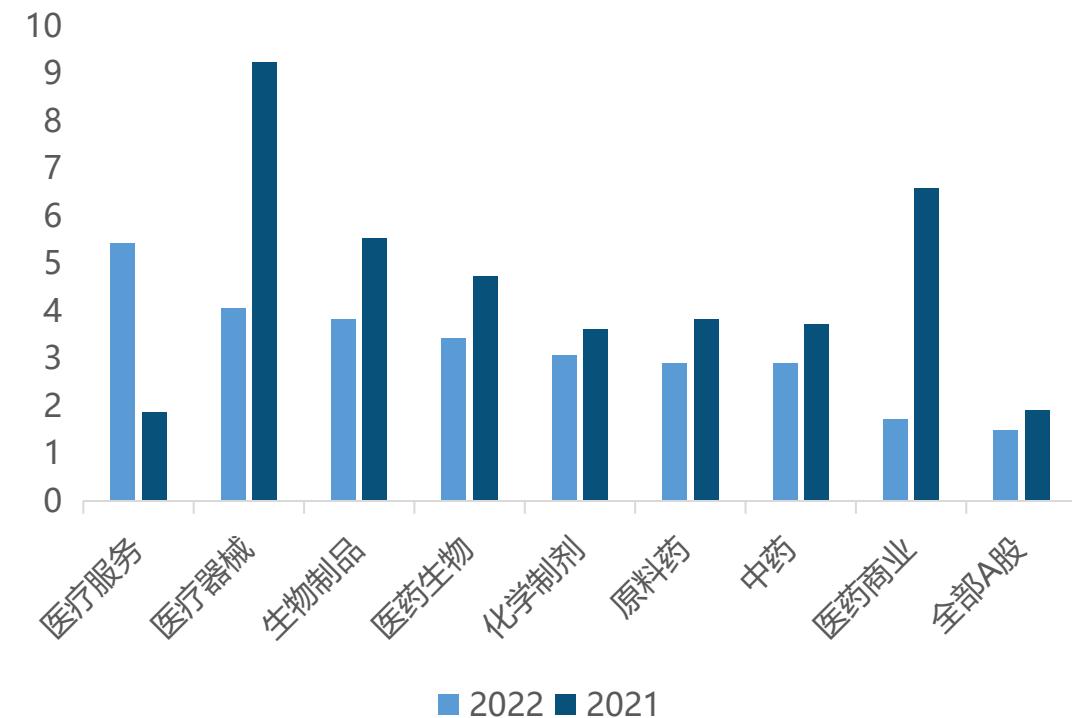


➤ 我们同样使用整体法计算医药行业内各个细分行业的市盈率和市净率，按市盈率由高到低的顺序排列，依次是医疗服务、化学制剂、生物制品、原料药、中药、医药商业和医疗器械。其中，医疗服务、化学制剂、生物制品和原料药的市盈率高于行业平均水平。按市净率由高到低的顺序排列，依次是医疗服务、医疗器械、生物制品、化学制剂、原料药、中药和医药商业。其中医疗服务、医疗器械和生物制品的市净率均高于行业平均水平。对比2021年来看，医药生物行业7个子板块的市盈率和市净率估值出现了较大幅度回调，或已步入配置良机。

图表69：医药生物子行业市盈率水平



图表70：医药生物子行业市净率水平

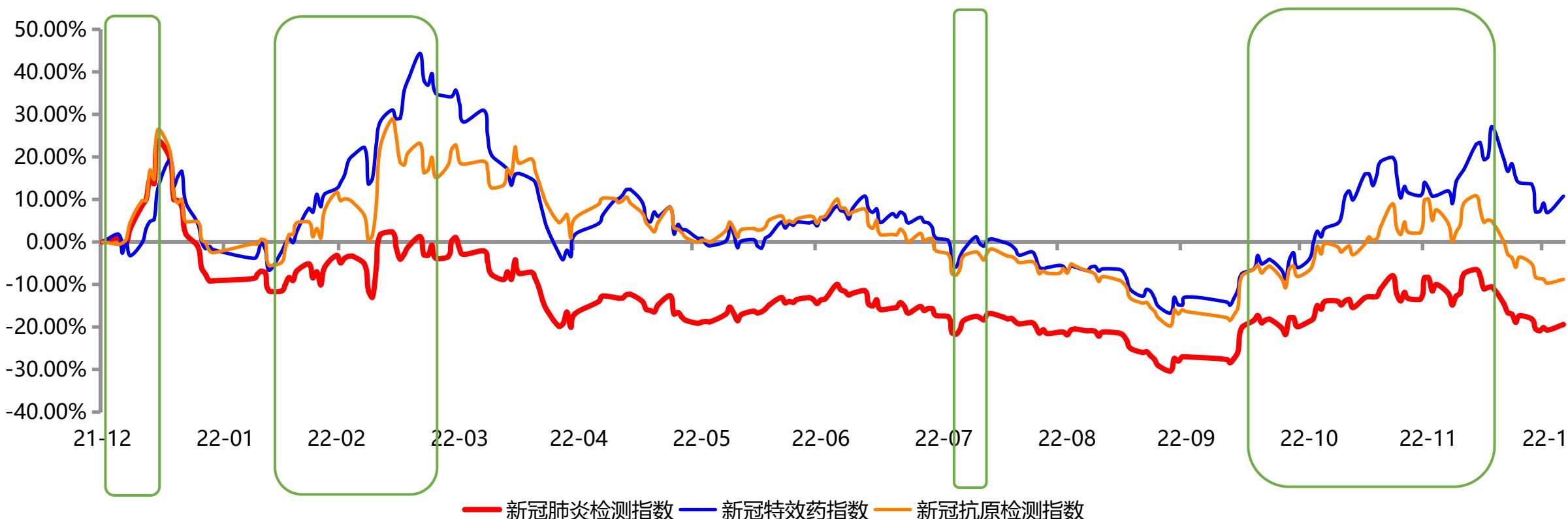


6.2.1 2022年新冠产业链主要经历四波较为明显的行情



- 回顾2022年全年，新冠产业链主要经历了四波较为明显的行情，分别出现在2022年的1月、3月、8月以及10月中旬以来的市场行情，**与我国疫情流行的严重程度及新冠治疗产业链发展呈现出高度的相关性**。分开来看：1) 1月的行情从年初到1月20日结束，持续20天；2) 3月行情，新冠治疗指数从2月23日左右开始上涨，到3月21日达到最高点，之后逐渐回落，于4月20日左右回落到2月23日的水平，整个行情历时两个月；3) 2022年8月，新冠治疗指数、检测指数从8月3日开始上涨，到8月15日左右达到高峰，而后缓慢回落，8月25日左右，指数回归到8月3日水平；4) 年末行情从10月11日开始，于11月24日达到高位后在高位震荡，持续近两个月。

图表71：2022年新冠相关指数走势



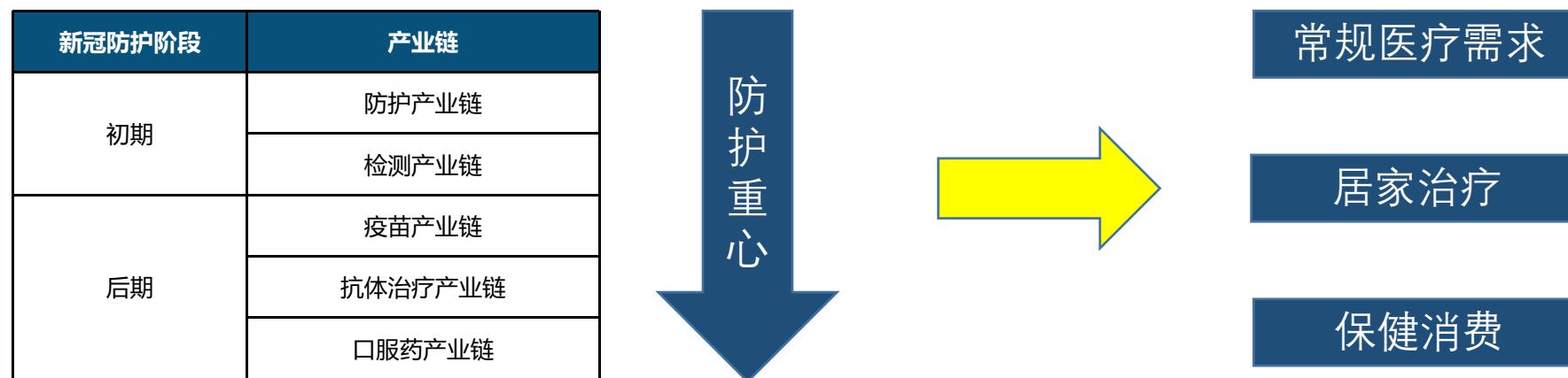
- 具体来看，2021年12月底，随着国内部分厂商抗原检测产品在美国陆续获得FDA批准，叠加当期检测需求旺盛，1月份以检测为主的新冠产业链市场关注度得到提升。2022年1月20日，27家仿制药生产商也与药品专利池签订协议，将生产低成本版的默沙东新冠口服药物Molnupiravir，在全球105个低收入国家地区进行供应。在27家签订协议的企业中有5家为中国企业，包括博瑞医药、上海迪赛诺、复星医药、朗华制药以及龙泽制药。1月末，新冠产业链热度产生了由检测向特效药产业链的转化。
- 2022年3月的行情一方面与上海奥密克戎疫情的爆发有关，另一方面受到海内外新冠口服药研发、制造以及商业化进展的催化。2月11日，国家药监局根据《药品管理法》相关规定，按照药品特别审批程序，进行应急审评审批，附条件批准辉瑞公司新冠病毒治疗药物奈玛特韦片/利托那韦片组合包装（即Paxlovid）进口注册。3月17日日内瓦药品专利池（Medicines PatentPool, MPP）宣布包括普洛药业、复星医药、九洲药业、上海迪赛诺及华海药业等5家中国企业在内的35家企业签署了允许生产辉瑞新冠口服药Paxlovid成分之一奈玛特韦的原料药或制剂的协议，以向以中低收入国家为主、覆盖约53%的全球人口的全球95个国家提供Paxlovid新冠疗法，新冠治疗产业链受到市场关注，产业链相关企业迎来股价上涨。
- 2022年8月，我国海南等地有一波较为严重的疫情，在当时我国动态清零的政策下日均新增感染者数量阶段性达到500人以上，需求的小幅增加和新冠疫情不确定性的变化引发新冠检测、治疗特效药指数小幅上涨。
- 2022年11月以来，由奥密克戎BF.7亚型的强传播力驱动的病例激增，叠加12月以来我国防疫政策变化，导致我国各地新冠感染人数迅速增高，全国各地经历了防疫政策变化以来的第一波新冠疫情感染高峰。对症治疗西药产业链已迎来需求驱动的一波业绩增长，中药产业链投资机会也在持续兑现。

6.2.2 新冠主题产业链投资机会性价比或将持续下降



- 回顾2022年全年，新冠疫情的不确定性催化了新冠产业链的市场高景气和需求，并且新冠产业链的关注重心也从疫情初期的新冠防护和检测，逐步过渡到后期的新冠预防和治疗。作为防治的主要手段，新冠疫苗的接种构筑疫情防控的第一道防线，中和抗体在治疗重症方面提供了有效补充，辉瑞和默沙东等小分子新冠治疗药物陆续成功上市，连同其他方式一起构成了新冠产业链的完整闭环。
- 目前对于高风险人群，如何降低重症、死亡风险成为重中之重。**由于已上市新冠小分子口服药在降低重症率、死亡率方面具有确定证据，在人群大规模感染的背景下，新冠小分子治疗药物仍是未来新冠产业链投资机会中的重要一环，我们建议继续关注相关研发项目进展顺利、创新能力突出的企业。此外，随着重点人群第二剂次加强新冠疫苗接种的推进，以及未接种人群随着政策改变导致的接种意愿提升，雾化吸入式新冠疫苗在全国各地陆续开启接种工作，新冠疫苗的序贯接种可能迎来增量需求的释放机会。零售连锁药店除了受益行业政策改革、集中采购、医药分家和处方药外流等政策，新冠相关的消费需求有望助推业绩增长。2022年底，随着我国《疫情防控“新十条”》等多项政策发布，新冠防治策略发生变化。**新冠病毒感染落实乙类乙管之后，随着各类治疗药物产能的提升、供需缺口的改善和管理优化，新冠主题产业链的投资机会的性价比或将持续下降，未来或将震荡加剧，2023年医药行业整体预计在复苏环境下回归均衡发展。**

图表72：我国新冠产业链



随着发展经济的重心进一步明确，政策鼓励创新逻辑持续强化，医疗市场国际化发展、集采和医保谈判常态化演绎。**2023年医药行业整体预计在复苏环境下回归均衡发展，利率下降的预期利好创新型成长企业和新兴产业投资扩张，同时前期受到压制的常规医疗需求、保健消费或将进一步释放**，建议重点围绕以下几个方面布局：**一是政策持续引导下的成长型创新药及创新药产业链；二是受益医疗新基建，具备进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头；三是受益居家自主诊疗、保健消费和市场集中度提升的连锁药店龙头；四是受益新冠治疗和常规治疗需求常态化，竞争力突出的综合医疗服务行业；五是具备消费和保健属性的药品生产企业。**

图表73：2023年重点公司

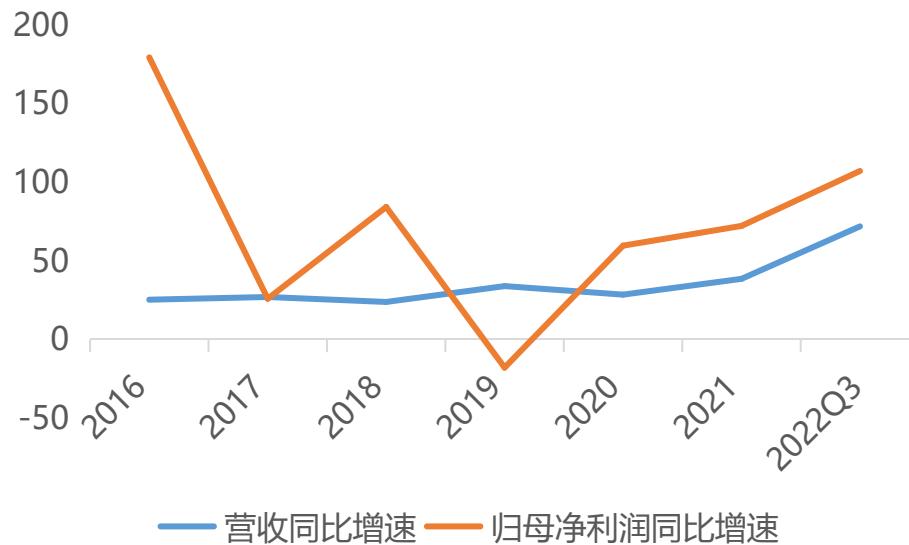
所属板块	重点公司
政策持续引导下的成长型 创新药及创新药产业链	药明康德、凯莱英、恒瑞医药、恩华药业、复星医药、科伦药业、君实生物-U、信立泰、康辰药业、华东医药、荣昌生物、博腾股份、泰格医药
受益医疗新基建，具备 进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头	迈瑞医疗、联影医疗、乐普医疗、普门科技、欧普康视、开立医疗、海尔生物
受益居家自主诊疗、保健消费和市场集中度提升的 连锁药店龙头	益丰药房、一心堂、老百姓
受益新冠治疗和常规治疗需求常态化，竞争力突出的 综合医疗服务行业	国际医学、爱尔眼科、通策医疗、普瑞眼科、美年健康
具备 消费和保健属性的药品生产企业	天士力、华润三九、同仁堂、东阿阿胶

6.4.1 重点公司—药明康德 (603259)：长期景气赛道，CRO行业龙头

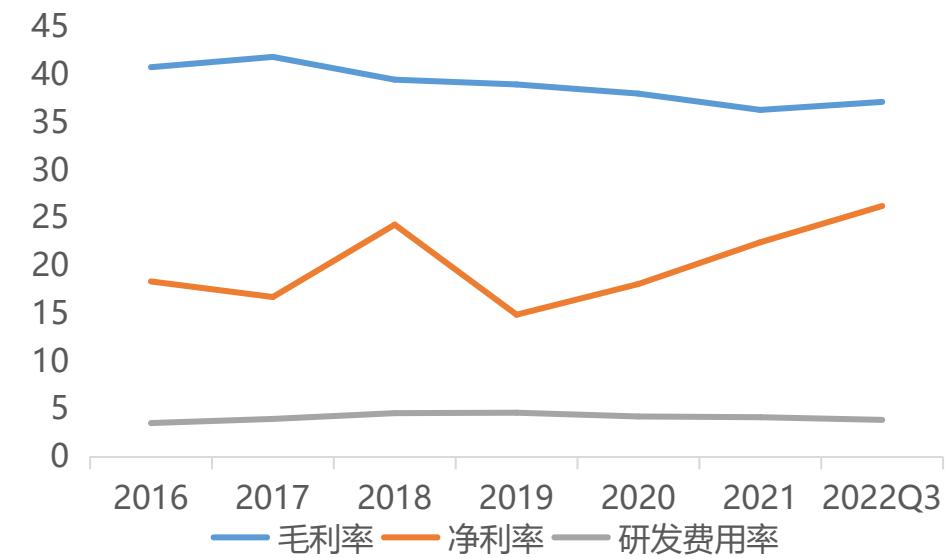


- 药明康德成立于2000年，是全球范围领先的药物研发服务平台，也是我国目前CRO行业的头部企业，主要为客户提供全方位药品研发及生产服务。公司于2019年5月收购了临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace, Inc.，进一步增强公司全球创新药临床试验服务能力。市场方面，随着FDA新药研发法规的完善，新药研发的难度越来越大，包括研发成本升高、研发周期变长和研发成功率降低等，综合研发成本的抬升在一定程度上决定了药物研发走向专业化、集约化，行业的分工也变得更加细致，研发外包也就成了医药巨头的共识。市场对创新药需求的增长，将驱动公司业绩持续增长。
- 客户数量大幅提升，业绩增长有动力。**公司前三季度在全球范围新增客户1000余家，目前公司拥有活跃客户5900家。公司利用自身“一体化、端到端”新药研发服务平台，提升客户粘性及忠诚度。公司全球新客户群体数量持续增长，通过高水平的研发核心竞争力和优质服务，维持高客户粘性，叠加公司“长尾”战略持续推进，为公司业绩增长提供了有力的支撑。公司作为我国CDMO/CRO龙头企业，“一体化”平台优势明显，CXO行业依靠订单驱动业绩增长，公司在手订单充足，增长态势较为明确。

图表74：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表75：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

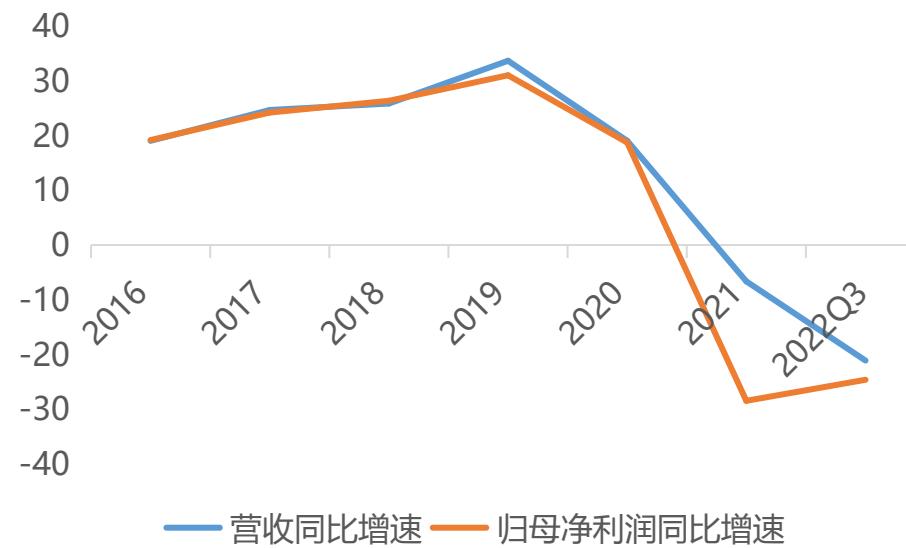


6.4.2 重点公司—恒瑞医药 (600276)：创新驱动，研发领先

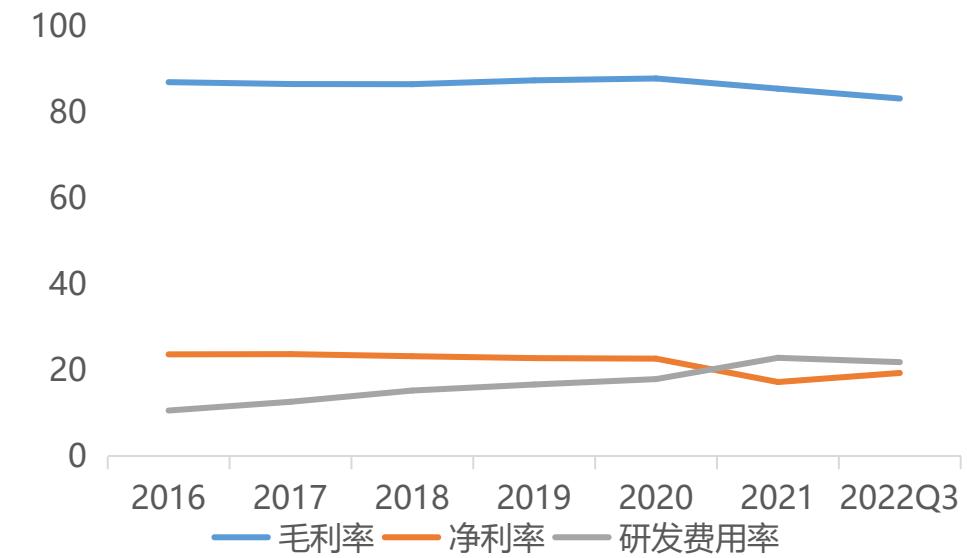


- 恒瑞医药是集科研、生产和销售为一体的大型上市企业，是国内最大的抗肿瘤药和麻醉药品的生产企业之一，创新能力突出，其主要收入包括抗肿瘤、麻醉药物及造影剂。政策方面，我国积极鼓励罕见药、创新药的发展。此外，公司全产业布局，公司的市场竞争力不断提升。公司目前处于转型升级阶段，研发布局不断优化、丰富，随着公司肿瘤、非肿瘤创新产品的陆续上市，未来有望与集采等政策带来的负面影响形成抵消，支撑公司业绩长期发展。
- 公司作为我国创新药企业龙头，研发布局合理、全面，产品管线有望持续丰富，业绩有望持续增长。

图表76：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表77：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

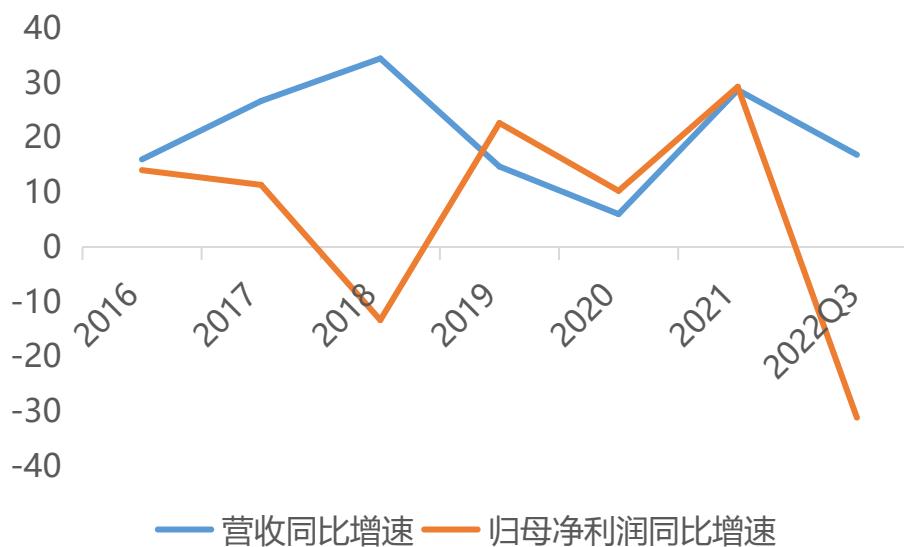


6.4.3 重点公司—复星医药 (600196)：多元化布局，研发驱动业绩增长

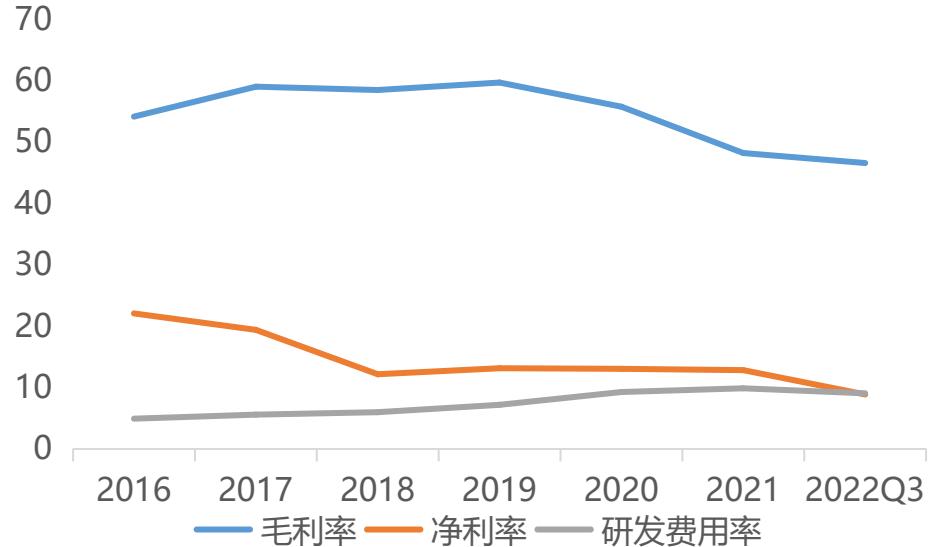


复星医药是我国较为领先的医药研发企业，覆盖多个治疗领域。研发方面，公司围绕肿瘤及免疫调节、代谢及消化系统、中枢神经系统等重点疾病领域已搭建和形成小分子创新药、抗体药物细胞治疗技术平台，并积极探索 RNA、基因治疗、ADC、靶向蛋白降解等技术的布局。截至2022H，公司在研创新药、生物类似药、仿制药、一致性评价等项目超260项，其中自研小分子创新药22项(临床I期3项)自研生物创新药32项(临床I期8项)，许可进创新药16项(临床期6项)，未来在研项目或逐步进入收获期，为公司提供更多业绩增长点。

图表78：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）

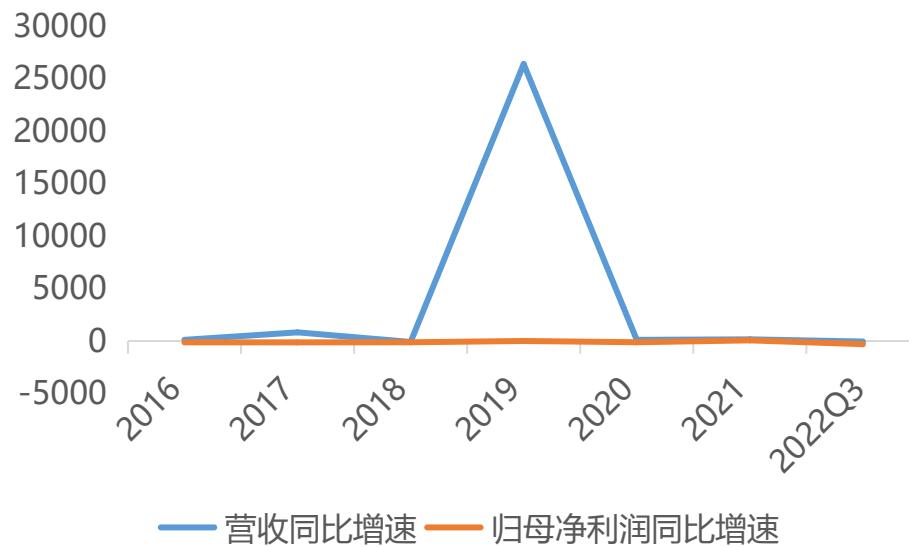


图表79：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

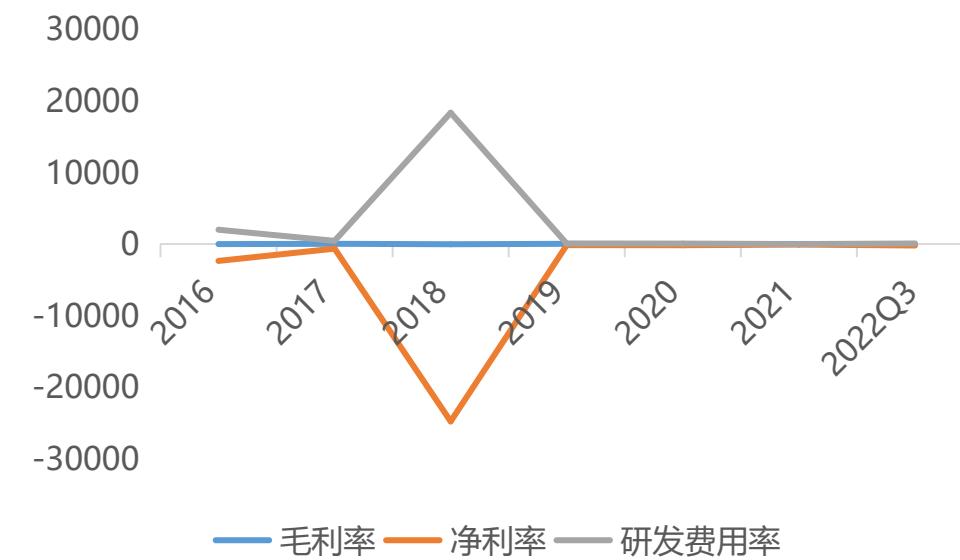


君实生物成立于2012年，公司是我国领先的自主研发创新型医药企业，旨在开发同类首创、同类最优类型的创新型药物。公司与旺山旺水合作开发的口服核苷类抗SARS-CoV-2药物VV116片已完成一项对比PAXLOVID用于伴有进展为重度包括死亡高风险因素的轻至中度COVID-19患者早期治疗的III期临床研究，同时还在不同的人群中开展了多项VV116的国际多中心III期临床研究。根据最终分析结果，在安全性方面比PAXLOVID的安全性顾虑更少，用药潜力较大，有望为公司提供业绩支撑。

图表80: 2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速 (%)



图表81: 2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率 (%)

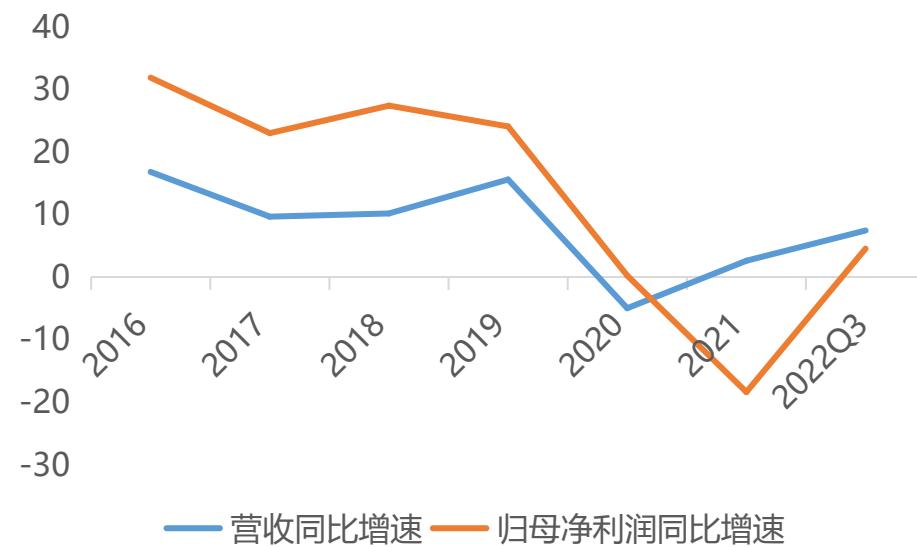


6.4.5 重点公司—华东医药 (000963)：专科、慢病领域领先，医美板块持续发力

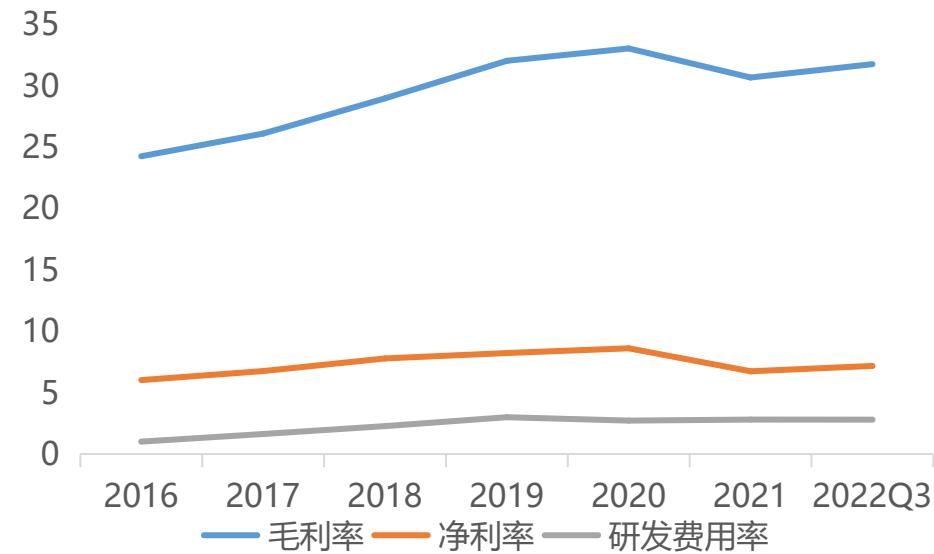


华东医药创建于1993年，公司业务覆盖医药全产业链，以医药工业为主导，同时拓展医药商业和医美产业。公司医药工业深耕于专科、慢病用药及特殊用药领域的研发、生产和销售，形成以慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等领域为主的核心产品管线，拥有多个在国内具有市场优势的一线临床用药，同时通过自主开发、外部引进、项目合作等方式重点在肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心治疗领域的创新药及高技术壁垒仿制药进行研发布局。公司医药商业拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块，涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康产业，进一步开拓产品代理与市场拓展领域，为客户提供综合性解决方案。公司医美业务秉承“全球化运营布局，双循环经营发展”战略，已拥有无创+微创医美领域产品三十余款，其中海内外已上市产品达二十款，在研全球创新产品十余款，产品组合覆盖面部填充、埋线、皮肤管理、身体塑形、脱毛、私密修复等非手术类主流医美领域，已形成综合化产品集群。

图表82：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表83：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

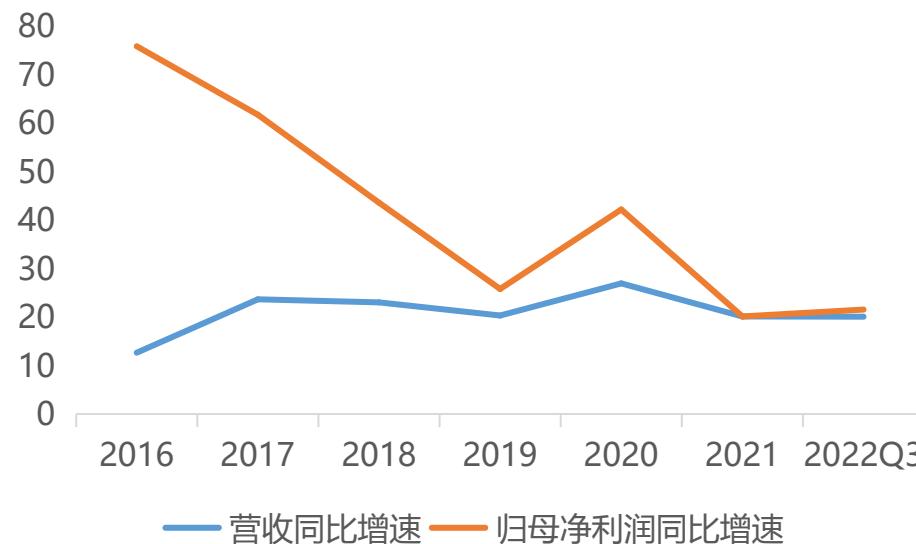


6.4.6 重点公司—迈瑞医疗 (300760)：受益于医疗新基建，国内、海外业务快速发展

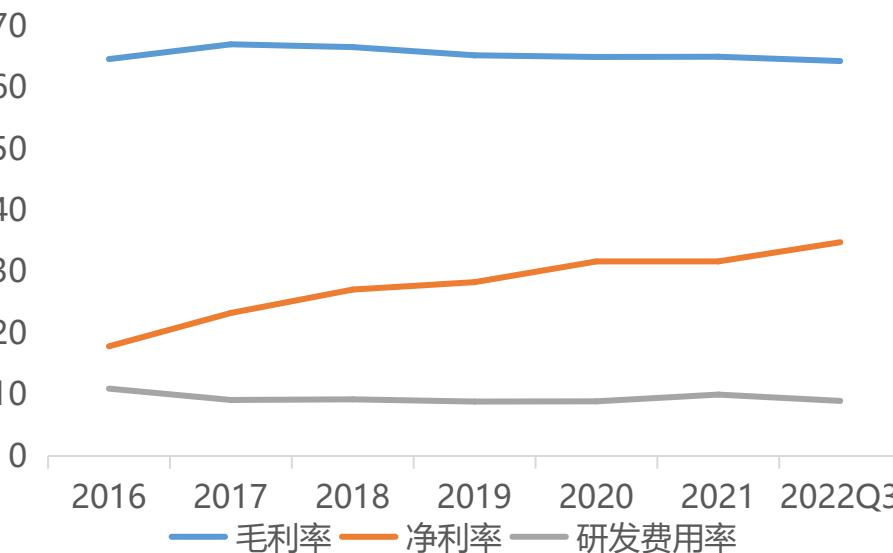


- 迈瑞医疗成立于1999年，是国内目前医疗器械行业龙头企业，主要业务为生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域。随着我国医疗器械市场需求不断增长以及政策支持，市场集中度会进一步提升。此外，我国医疗新基建持续推进，“十四五”期间，国家表示将支持全国各地建设120个左右省级区域医疗中心、支持省级区域医疗中心开展必要的业务用房改扩建，为应对突发事件，提升综合救治能力预留空间和条件，同时加强智慧医院建设等方面。此次规划或将进一步带动临床医疗器械采购需求持续提升，公司器械产品有望持续快速放量。
- 国际市场持续突破。**公司国际销售体系得到完善，国际高端客户获得持续性突破，并在北美和发展中国家市场实现了快速增长。从业务层面来看，公司海外常规试剂业务完全恢复；公司海外医学影像业务实现快速增长，主要系公司高端超声R系列及中高端超声I系列在海外市场快速放量。长期来看，公司依靠我国医疗新基建机遇，同时国际市场持续取得突破，国内、海外市场渗透率有望持续提升，增厚公司业绩。

图表84：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表85：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

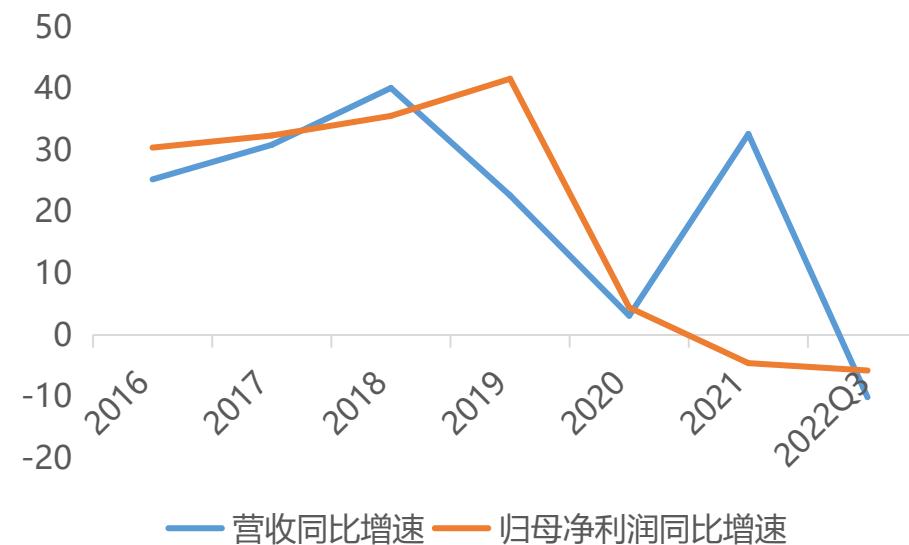


6.4.7 重点公司—乐普医疗 (300003)：高端器械龙头，创新成果持续兑现

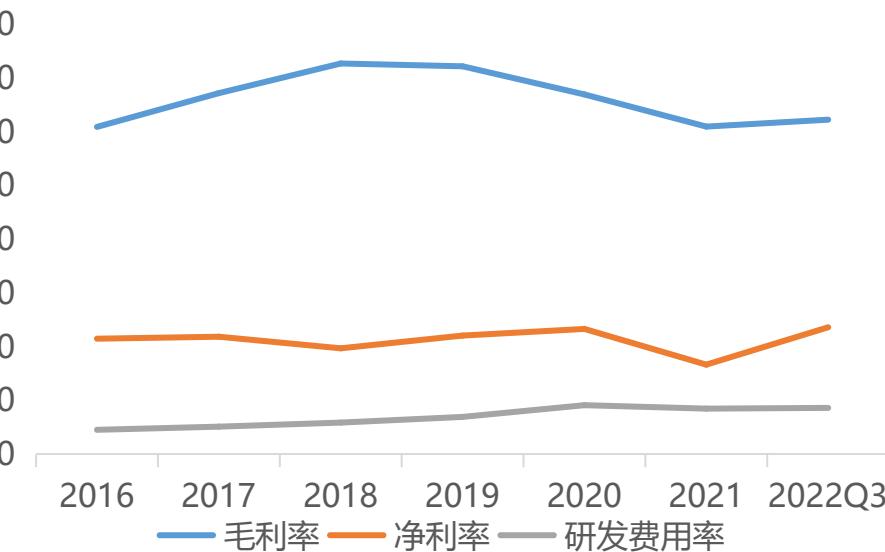


乐普医疗成立于1999年，其核心业务为医疗器械产品生产，包括冠脉支架、PTCA球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产。公司在医药业务方面，公司具备原料药-制剂一体化竞争优势，产品上包括阿托伐他汀钙片、硫酸氢氯吡格雷等药物生产，以及多个市场容量大的缬沙坦、阿卡波糖、苯磺酸氨氯地平和盐酸倍他司汀片等重磅品种，并且不断研发培育新型生物制药等新型药品。公司目前着重于糖尿病药物及高端仿制药研发，已有多个项目开展临床试验。通过全产业布局，公司的市场竞争力不断提升。

图表86：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表87：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

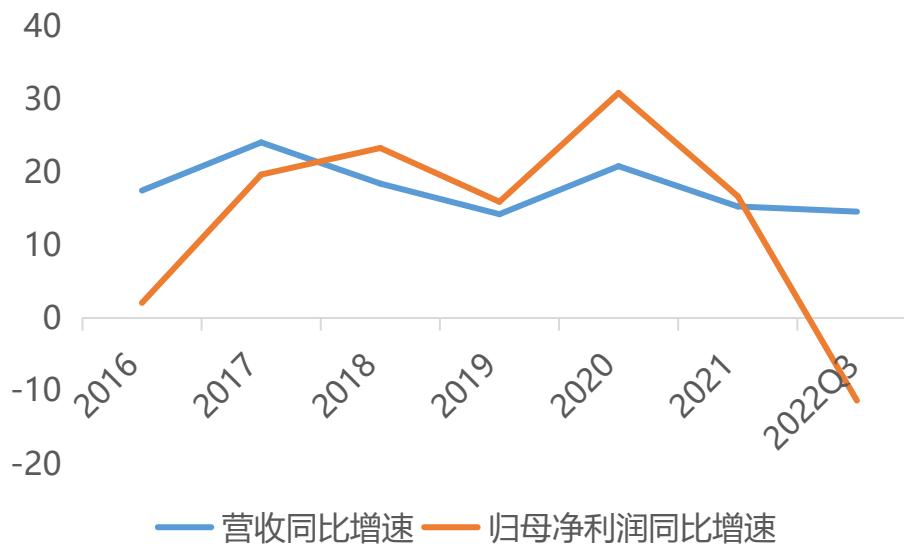


6.4.8 重点公司——一心堂 (002727)：连锁药店领先企业，门店数量优势明显

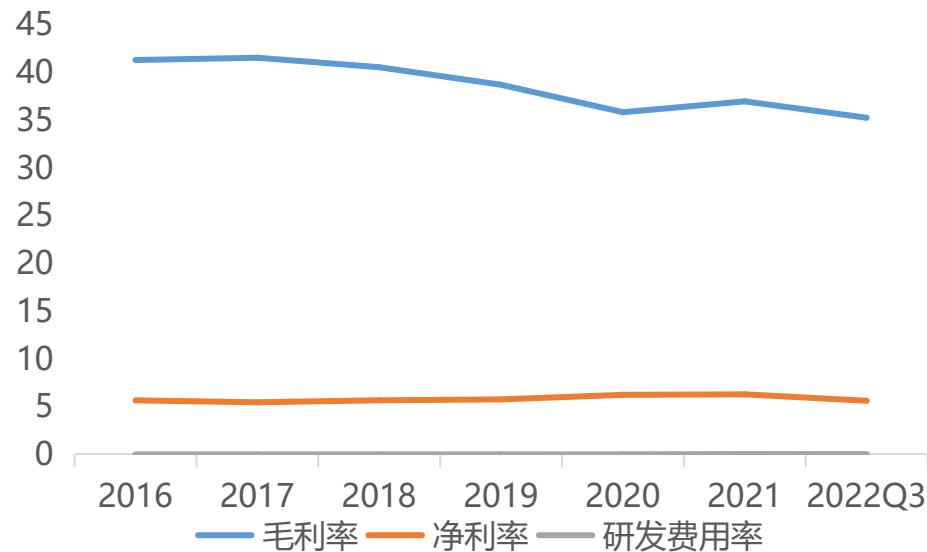


一心堂成立于2000年，公司的核心业务为医药零售连锁，兼有医药批发业务。公司目前拥有医药零售门店数量为全国最多，主要布局在西南、华南、华北等地区。目前公司逐渐向医疗补充业务领域布局，建设医云医疗体系架构，完善公立医疗机构以外的医疗服务体系在大健康生态系统中的重要补充作用，搭建生态系统推动公司发展。

图表88：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表89：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

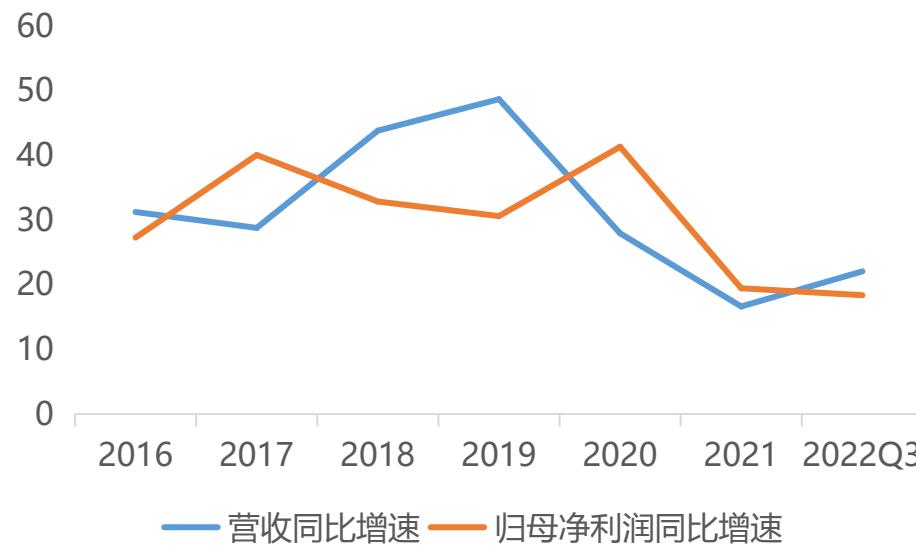


6.4.9 重点公司—益丰药房 (603939)：内生外延双轮驱动，业绩快速增长

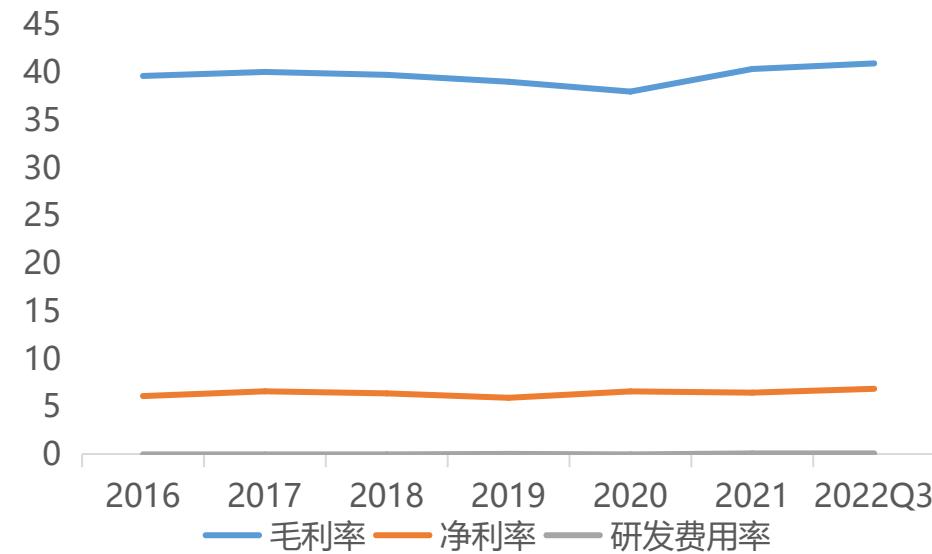


- 益丰药房是我国连锁药店行业领先企业，具备较强的连锁复制和运营管理能力，扩张脚步持续加大。公司内生增长稳健，通过较强的标准化运营体系和自身连锁复制能力快速扩张新店数量；外延方面，公司并购脚步持续推进，通过并购方式快速吸纳业务成熟的连锁药店；此外，公司线上运营已现成效，后续有望通过线上线下融合发展的方式，持续为公司业绩增长提供支撑。随着我国疫情可控，处方外流提速，公司有望持续受益。
- 股权激励计划彰显发展信心。**8月20日，公司发布《2022年限制性股票激励计划（草案）》。公司本次激励计划的实施彰显公司快速、发展信心，也为公司锁住优质人才；发行可转债有望为公司长期、可持续发展提供动力。

图表90：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）

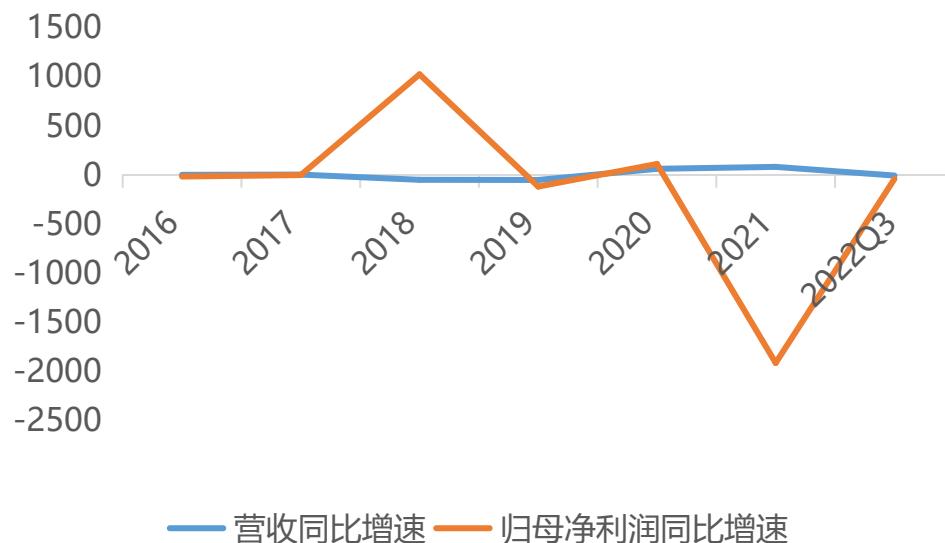


图表91：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

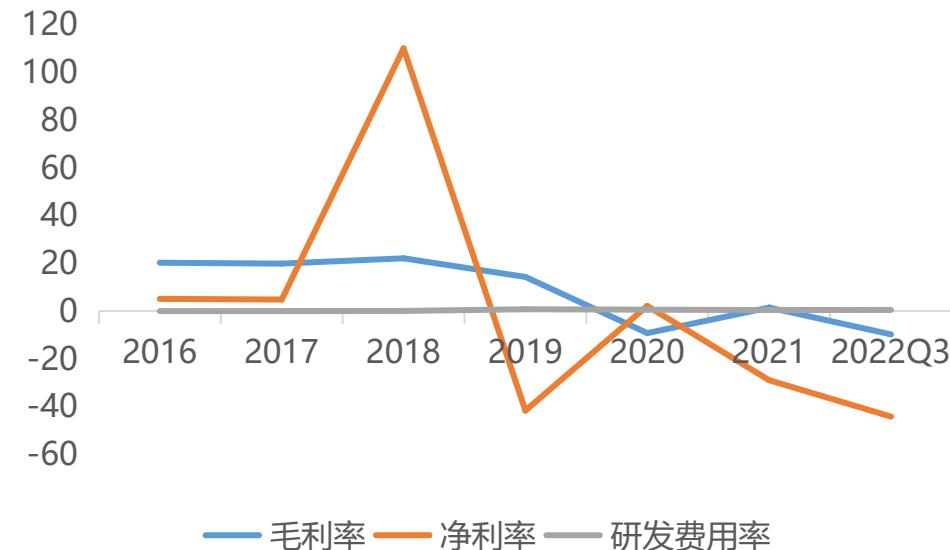


国际医学以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业，拥有西安高新医院、商洛国际医学中心、二〇四所医院等多个大型综合医疗机构，公司布局了辅助生殖、康复、妇儿、特需、质子治疗、医美等特色业务板块。预计到2040年，我国65岁及以上老年人口占总人口的比例将超过20%。随着年龄的增长，患慢性病的机会大大增加。长期来看，老龄人口的增加意味着慢病防治需求的增加，常规医疗需求将大幅增加。新冠病毒感染落实“乙类乙管”之后，新冠治疗和常规治疗需求常态化，综合医疗服务行业需求有望持续提升，公司有望持续受益。

图表92：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）

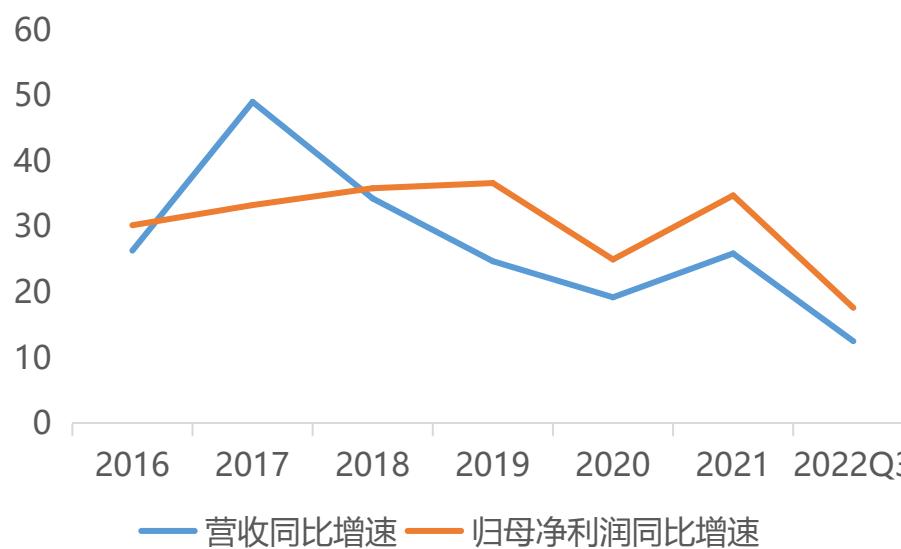


图表93：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

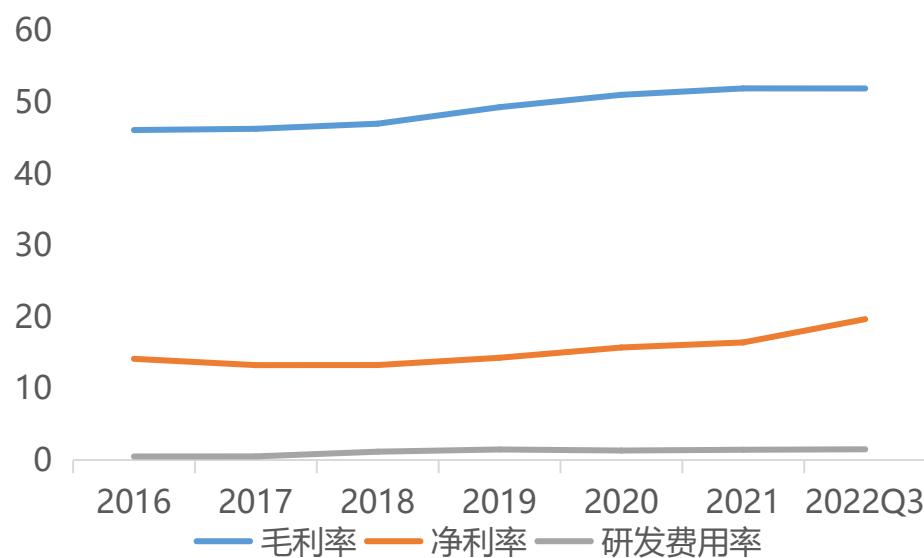


➤ 爱尔眼科是我国目前规模最大的眼科专科医疗机构，公司主要业务范围包括眼科疾病诊疗、手术服务以及医学验光配镜等。目前公司的业务可以分为三块，分别为医疗服务、视光服务及其他业务。其中，医疗服务可以细分为四个板块：屈光手术、白内障手术、眼前段手术和眼后段手术。公司两大核心主营业务分别为医疗服务和视光服务。我国眼科手术市场广阔，我国初高中生及大学生近视眼率已超过70%，高居世界榜首。对比全球22%的近视率，我国近视患者高达人口总数的47%。随着人们用眼习惯的变化，眼部疾病发病率不断攀升，对眼部保护、眼病诊疗等方面的需求也将不断增加。随着我国新冠病毒感染落实“乙类乙管”之后，眼科需求或将进一步释放，公司有望持续受益。

图表94：2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速（%）

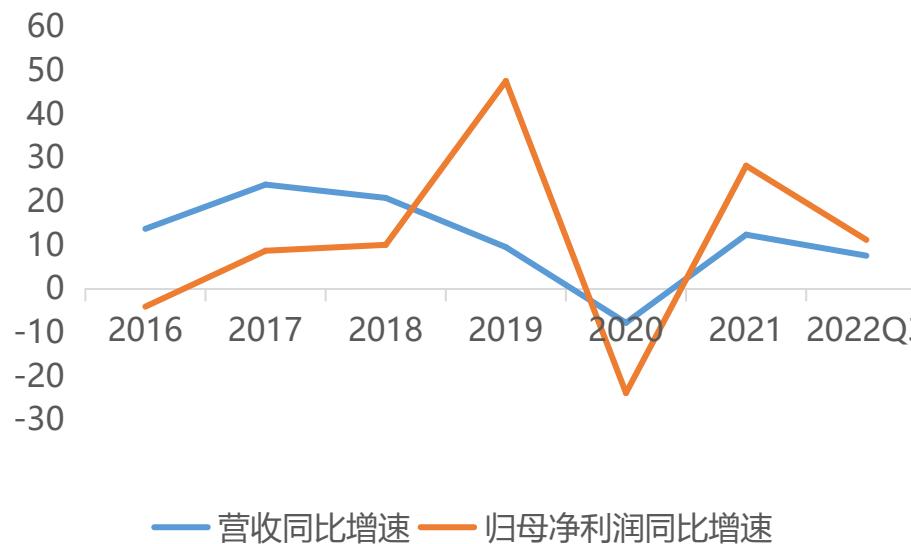


图表95：2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

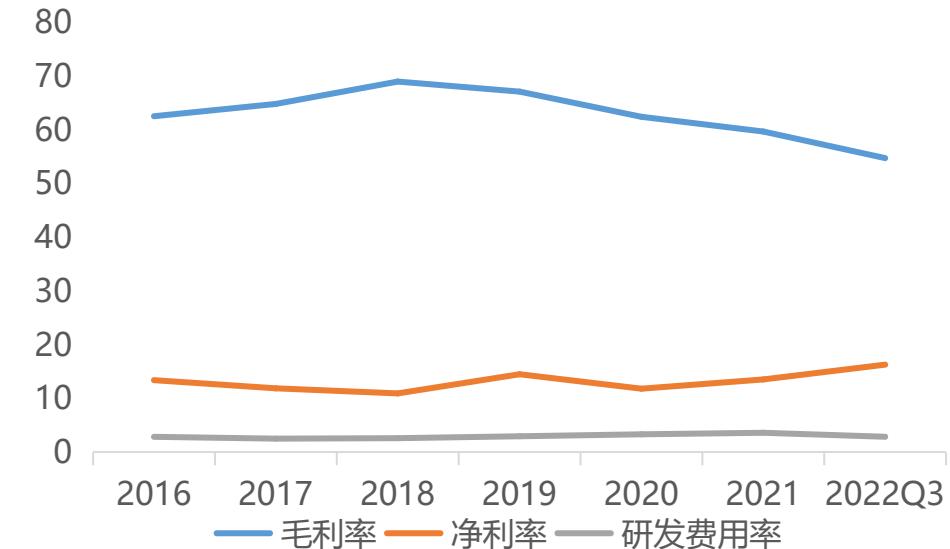


➤ 华润三九核心业务为OTC和中药处方药，公司产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科、抗感染等治疗领域，拥有参附注射液、理洫王牌血塞通软胶囊、华蟾素片剂及注射剂、益血生胶囊、金复康口服液、茵栀黄口服液等多个中药处方药品种。在2021年度中国非处方药产品综合统计排名中，“999感冒灵”和“999复方感冒灵”位居中成药感冒咳嗽类的第一名和第二名。公司“999”等品牌优势明显，有望为公司长期发展提供支撑。

图表96: 2016-2022Q3公司营收及归母净利润增速 (%)



图表97: 2016-2022Q3公司毛利率、净利率及研发费用率 (%)



图表98：核心推荐个股组合概览（截至2022年12月31日，预测值为万得一致预期）

代码	简称	收盘价	总市值	净利润（亿元）			市盈率（X）			推荐理由
		(元)	(亿元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603259.SH	药明康德	81.00	2,368.97	41.87	86.85	99.95	68.76	31.01	23.99	长期景气赛道，CRO行业龙头
600276.SH	恒瑞医药	39.27	2505.03	33.88	43.13	49.75	55.30	58.08	49.38	创新驱动，研发领先
600196.SH	复星医药	35.92	890.00	38.44	48.28	60.66	20.27	19.88	15.52	多元化布局，研发驱动业绩增长
688180.SH	君实生物-U	67.50	604.04	-20.73	-16.02	-8.20	-92.03	-41.42	0.00	创新型医药企业，VV116研发进展顺利
000963.SZ	华东医药	49.85	874.37	24.03	26.40	31.68	37.99	33.12	25.91	专科、慢病领域领先，医美板块持续发力
300760.SZ	迈瑞医疗	330.82	4010.99	94.45	97.48	117.93	50.13	41.15	32.47	受益于医疗新基建，国内、海外业务快速发展
300003.SZ	乐普医疗	23.14	435.17	16.03	21.54	24.83	25.31	20.21	17.40	高端器械龙头，创新成果持续兑现
603939.SH	益丰药房	61.72	445.436	11.39	11.06	13.88	50.17	40.26	33.20	内生外延双轮驱动，业绩快速增长
002727.SZ	一心堂	33.27	198.30	8.30	9.88	11.92	21.52	20.07	15.76	连锁药店领先企业，门店数量优势明显
000516.SZ	国际医学	12.49	284.17	-10.97	-7.96	0.16	-34.56	-35.70	1700.00	领先的综合医疗机构，需求恢复驱动业绩释放
300015.SZ	爱尔眼科	33.73	2,420.64	28.71	28.74	37.78	104.19	84.22	58.93	眼科行业龙头，业绩快速增长
000999.SZ	华润三九	47.87	473.12	22.95	23.61	27.33	23.11	20.04	16.94	OTC龙头，品牌构筑长期发展优势

- 新冠疫情风险；
- 行业政策风险；
医药产品面向全球，海外不利政策等因素或将为行业带来不利影响
- 研发风险；
创新药研发风险较高，如研发失败可能导致对公司产生负面影响
- 药械降价风险；
- 业绩不及预期风险；
- 海外扩张不及预期风险

分析师简介

沈文文（证券执业证书号：S0640513070003），医药生物行业首席分析师，CFA。南开大学理学硕士，曾在《Cell Research》等杂志上发表过多篇SCI论文。2015年，被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师第二名。2018年，获评东方财富中国最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

我们设定的上市公司投资评级如下：

- | | |
|----|----------------------------------|
| 买入 | ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。 |
| 持有 | ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间 |
| 卖出 | ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。 |

我们设定的行业投资评级如下：

- | | |
|----|---------------------------|
| 增持 | ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。 |
| 中性 | ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。 |
| 减持 | ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。 |

免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户提供。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。