



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2023年5月10日
行业：医药生物
增持（维持）

新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

——医药生物行业2023年二季度投资策略

分析师：邓周宇

SAC编号：S0870523040002

分析师：张林晚

SAC编号：S0870523010001

联系人：王真真

SAC编号：S0870122020012

联系人：李斯特

SAC编号：S0870121110002

联系人：徐昕

SAC编号：S0870121100014

联系人：尤靖宜

SAC编号：S0870122080015

2023年二季度，维持医药生物行业“增持”评级。

- ◆ 从时间和空间上来看，医药生物行业估值在平衡过程持续22个月（从21年7月1日至今，区间最大跌幅达到40%），22年10月份以来行业反弹可看做本轮调整的末端和新周期起点的更替阶段。截止2023年5月5日，A股SW医药生物行业中位估值PE27.13倍（TTM），处于2010年1月以来的估值最低点，行业反弹有望持续。
- ◆ 重点关注方向包括：1）中医药主赛道（国家政策扶持十分明确，年内还可预期基药目录扩容）；2）医疗器械出口（影像设备、耗材、IVD等）；3）CXO行业（尤其是估值大幅下降之后，以及股东减持等潜在的利空逐步释放掉之后）；4）消费反弹：医美、家用医疗器械、医疗服务；5）中国创新：创新药械、新型疫苗；6）国企改革(中特估、混改等)。
- ◆ 建议重点关注标的：迈瑞医疗、华东医药、华润三九、珍宝岛、昭衍新药、凯莱英、博腾股份、荣昌生物、艾力斯、普洛药业、九洲药业、美年健康、益丰药房、一心堂、康德莱、三诺生物、迪安诊断、昌红科技。

风险提示： 行业政策变动风险；药品/耗材降价风险；研发失败风险；医疗事故风险；市场竞争加剧风险等。



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

◆ 医药生物行业仍是朝阳行业，整体处于加速转型期，国家政策鼓励加大创新。

2022年，中国共产党第二十次全国代表大会召开，二十大报告明确提出，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，完善人民健康促进政策。随着经济不断发展和人口老龄化趋势进一步显现，人民群众对医疗健康的需求不断提升，医药行业仍然是朝阳产业，发展依旧是行业主旋律。当前，中国医药生物行业整体处于加速转型期，产业结构调整步伐加快。国家和地方带量采购继续扩围深入，传统仿制药收入和利润进一步承压，审评审批政策的不断优化和医保目录的动态调整，促使创新药产业迎来快速发展。工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，指出加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。“十四五”期间全行业研发投入年均增长 10%以上，到 2025 年，创新产品新增销售额占全行业营业收入增量的比重进一步增加。国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》，强调要继续推进集采提速扩面，持续深化审评审批制度改革，加快有临床价值的创新药物上市，加速推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。国家各部委也将持续发力，不断推动医疗、医保、医药联动改革。

图1： 各项国家支持政策



资料来源：政府网站，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期

2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展

3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间

4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围

5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大

6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓

7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益

8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

二、投资建议：新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

1.1 创新药：Biotech→Biopharma，国产创新药交出满意答卷

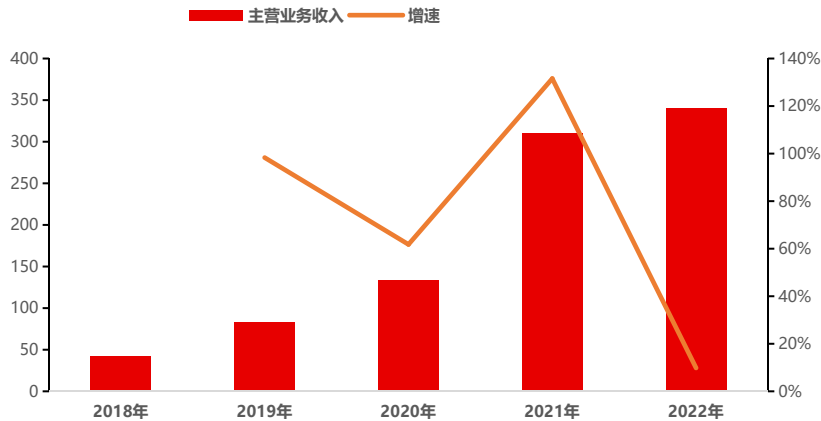
表1：2018-2022年创新药企（部分）主营业务收入（单位：亿人民币）

主营业务收入	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023 Q1
百济神州-U	13.1	29.54	21.2	75.89	95.66	30.66
信达生物	0.09	10.48	38.44	42.7	45.57	11.00
君实生物-U	0.03	7.74	15.07	37.68	12.29	2.55
传奇生物	3.37	3.99	4.94	5.72	8.15	4.98
荣昌生物	0.13	0.05	0.03	14.24	7.68	1.68
康方生物	0.09	0.79	-	2.29	8.39	N/A
贝达药业	12.08	15.02	18.24	22.06	23.42	5.32
再鼎医药	0.01	0.91	3.19	9.2	14.98	4.35
诺诚健华-U	0.02	0.01	0.01	10.42	6.24	1.89
思路迪				0.6	5.67	N/A
泽璟制药-U			0.28	1.89	3.02	1.08
康宁杰瑞制药-B			0.02	1.52	1.67	N/A
艾力斯	0.01	0.01	0.01	5.3	7.91	2.77
微芯生物	1.48	1.74	2.69	4.3	5.26	1.07
三生国健	11.28	11.64	6.54	9.28	8.18	2.07
百奥泰			1.83	8.37	4.55	1.55
复宏汉霖	0.08	0.91	5.89	16.83	32.15	9.96
翰森制药（创新药部分）	N/A	N/A	15.63	42.02	50.06	N/A
合计	41.77	82.82	134	310.3	340.86	

资料来源：Wind，各公司年报，上海证券研究所

◆ 国产创新药不断上市，商业化迅速放量。我们选取了部分具有代表性的已经有产品商业化的创新药企，总体来看，2021年是商业化放量最为迅猛的一年，2022年增速有所放缓。具体来看，如君实生物、荣昌生物收入下降是由于技术许可收入及特许权收入减少。君实生物核心产品实现销售收入 7.36 亿元，同比增长 78.77%；荣昌生物核心产品实现销售收入7.38亿元，同比增长462.19%。中国创新药企正从Biotech逐步走向Biopharma，拥有自主研发实力且拥有疗效好、差异化的管线，拥有强有力的商业化团队，终将走出属于自己的成长曲线。

图2：2018-2022年创新药企（部分）总体主营业务收入及增速（单位：亿人民币，%）

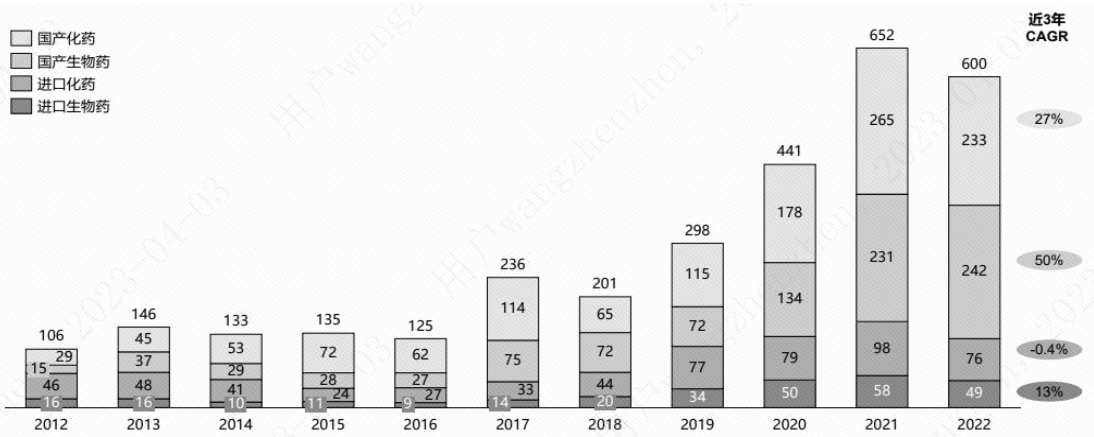


资料来源：Wind，各公司年报，上海证券研究所



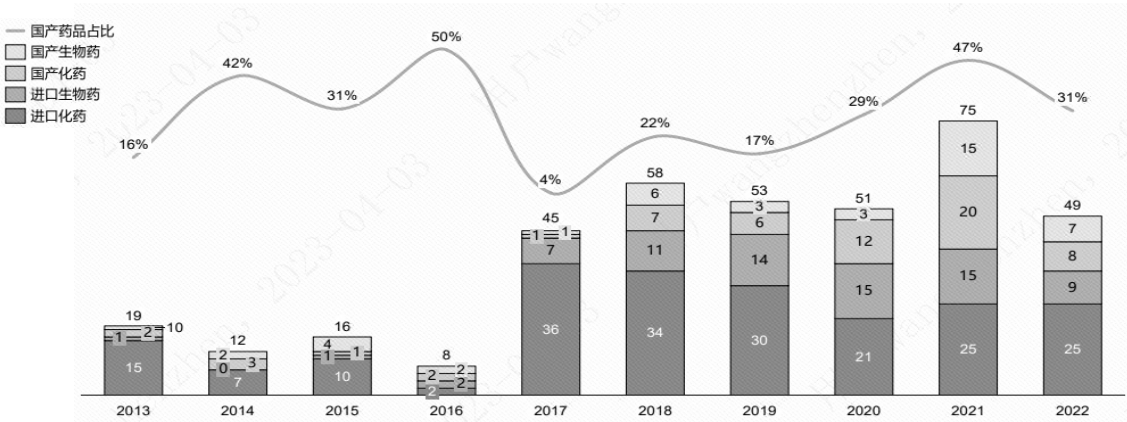
1.2 创新药：药企研发热情高涨，药品审评效率提升为新药上市助力

图3：中国历年首次IND创新药数量以及分布情况



资料来源：医药魔方，上海证券研究所

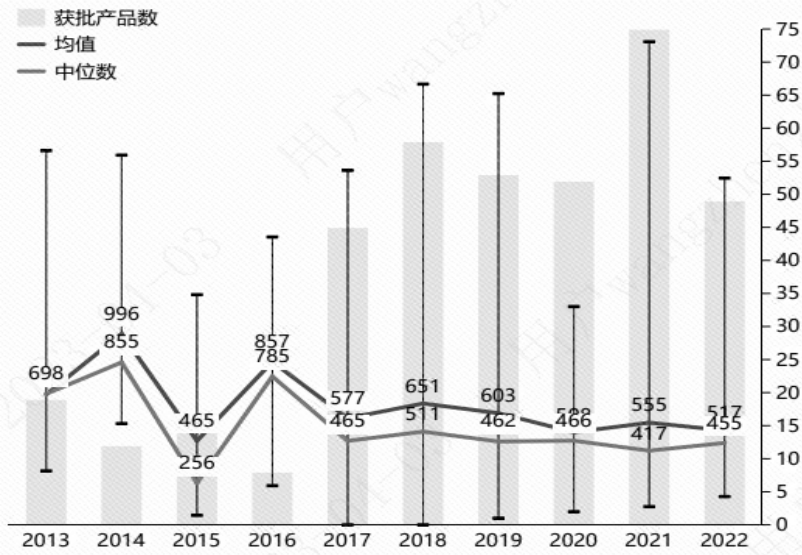
图4：中国历年首次获批新药数量



资料来源：医药魔方，上海证券研究所

- ◆ **IND申报数量增长大趋势不变。**2022年我国首次进行IND申报的新药数量达600件，同比下降8%，近三年CAGR为26%；国产新药2022年首次IND数量占比达79%；国产生物药首次IND申报数量近三年的CAGR高达50%，显著高于进口。
- ◆ **2017年以后新药获批提速。**近十年，中国获批新药386款，其中国产药品106款，进口产品280款，2017年之后，中国每年获批新药数量基本保持稳定。2022年上市创新药数量为49款。其中，国产新药15款，占比达到31%。
- ◆ **CDE药品审评效率明显提升。**近5年，上市药品审评时长明显缩短，中位审评时长约为400-450天，创新药上市路径更加通畅，多款药品经加速通道获批上市。

图5：历年上市药品审评时长（天）



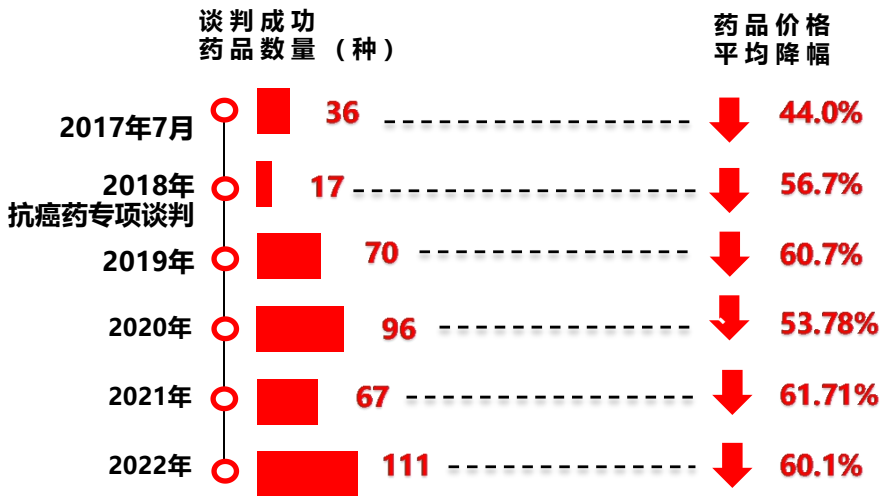
资料来源：医药魔方，上海证券研究所



1.3 创新药：医保谈判提升用药可及性，助力国产创新药商业化提速

- ◆ **2022版国家医保药品目录正式落地执行。**本次共有111个药品新增进入目录，谈判和竞价新准入的药品价格平均降幅达60.1%。其中，有23个药品是2022年当年上市、当年被纳入目录。本次医保谈判的非独家竞价单元以及简易续约规则进一步为创新药留出更多支付空间，未来可使更多患者受益。
- ◆ **多款罕见病药、肿瘤药纳入医保目录，提升用药可及性。**23种抗癌药、7种高值罕见病药物通过本次医保谈判被纳入目录。目前，医保目录内59个罕见病的用药，覆盖的病种有28种，降幅基本上都在40%~80%，个别的药品价格降幅甚至超过了90%。
- ◆ **医保谈判助力创新药商业化提速。**例如伏美替尼2021年3月获批上市，2021年12月通过医保谈判进入医保乙类目录，2021年伏美替尼的销售额约2.4亿元，2022年销售额已跃至8.0亿元。率先进入医保有望在商业化中占得先机通过进入医保，获得迅速推广的机会。通过以价换量，提升渗透率，提升销售额。建议关注：艾力斯、中国生物制药、信达生物等。

图6：历年医保谈判降价情况



资料来源：赛柏蓝，医药经济报，上海证券研究所

表2：创新药产品通过医保谈判实现商业化放量（举例）

通用名	医保落地年份	进入医保前一年销售额 (亿元人民币)	进入医保首年销售额 (亿元人民币)	增幅	产品所属公司
伏美替尼	2022	2.36	7.96	237.29%	艾力斯
泽布替尼	2021	1.51	6.53	331.00%	百济神州
信迪利单抗	2020	10.16	22.9	125.39%	信达生物
安罗替尼	2019	2.21	20.32	819.46%	中国生物制药
奥希替尼	2019	5.08	23.31	358.86%	阿斯利康

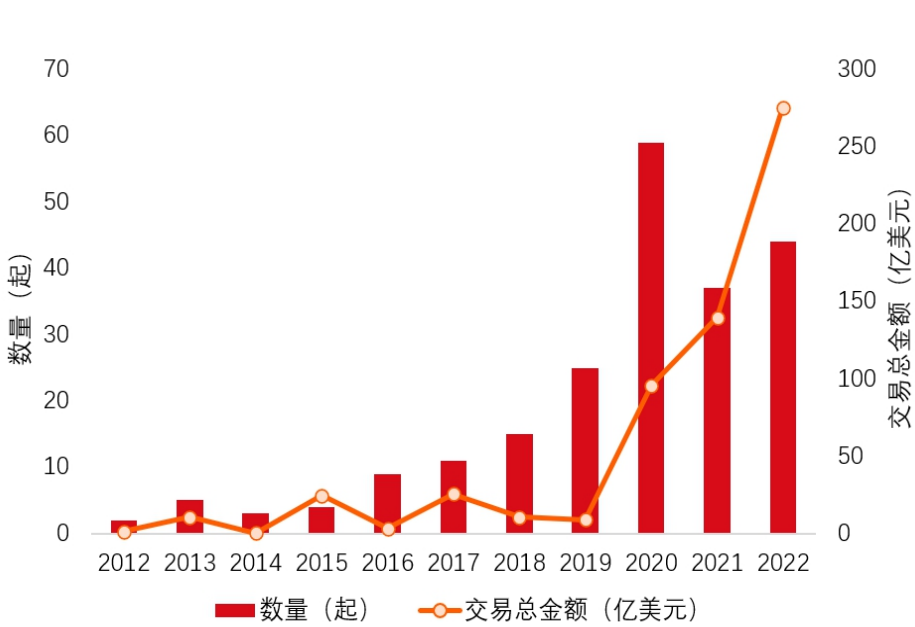
资料来源：各公司年报，上海证券研究所



1.4 创新药：2023年license out继续发力，中国药企出海趋势喜人

- ◆ 2023年第一季度有多家中国公司研发的创新药实现海外授权。截至2023年3月28日，多项授权交易的总金额超10亿美元。这些授权产品包括了小分子、单抗以及抗体偶联药物（ADC）等，正在开发用于治疗肿瘤、乙肝、神经系统疾病等。
- ◆ 近年来，我国创新药企业License out交易日趋活跃，2019年以来交易金额逐年增高，在刚刚过去的2022年，中国创新药License out交易发生了44起，披露的交易金额达到275.50亿美元，相比2021年交易总额翻倍。
- ◆ License out海外授权的达成，代表了中国创新药企的研发实力已得到海外市场认可，其中建议关注：科伦博泰、康诺亚、康方生物、石药集团、复宏汉霖等

图7：2012年-2022年license out交易金额和交易数量情况



资料来源：求实药社，上海证券研究所

表3： 2023年一季度部分license out案例总结

授权方	引进方	授权产品	交易金额	许可范围
康诺亚生物和乐普生物	阿斯利康	CMG901(靶向Claudin18.2的ADC)	6300万美元的预付款以及最多11.25亿美元的潜在额外研发、销售相关的里程碑付款	全球研发、制造和商业化
和记黄埔医药	武田 (Takeda)	咪喹替尼 (VEGFR抑制剂)	高达11.3亿美元	除中国大陆、香港及澳门地区以外全球范围针对所有适应症的权益
高光制药	Biohaven公司	TLL-041 (TYK2/JAK1抑制剂)	2000万美元首付款以及9.5亿美元里程碑款及销售分成	除在大中华区域以外的全球权益
信诺维	AmMax Bio	ADC	最高达8.71亿美元	除大中华区外的全球权益
恒瑞医药	Treeline公司	SHR2554 (EZH2抑制剂)	1100万美元的首付款、最多4500万美元的开发里程碑付款，以及最多6.5亿美元的销售里程碑付款	除大中华区以外的全球权益
石药集团	Corbus公司	SYS6002 (抗Nectin-4 ADC)	750万美元的首付款、最多1.3亿美元的潜在开发及监管里程碑付款，以及最多5.55亿美元的潜在销售里程碑付款	在美国、欧盟、英国、加拿大、澳大利亚、冰岛、列支敦士登、挪威及瑞士的权益
和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008 (B7H4 x 4-1BB双抗)	2500万美元预付款以及最高达6亿美元的里程碑付款	在美国开发及商业化的独家许可权利
迈威生物全资子公司	Disc公司	9MW3011 (调节体内铁稳态)	最高达4.125亿美元	除大中华区和东南亚以外所有区域的权益
信诺维	METis Therapeutics	SOS1抑制剂	最高达数亿美元	全球独家开发和商业化权益
挚盟医药	葛兰素史克 (GSK)	CB06 (TLR8激动剂)	/	全球开发、生产和商业化

资料来源：医药观澜，上海证券研究所



1.5 创新药：研发进展快、疗效好、差异化布局的企业将突出重围

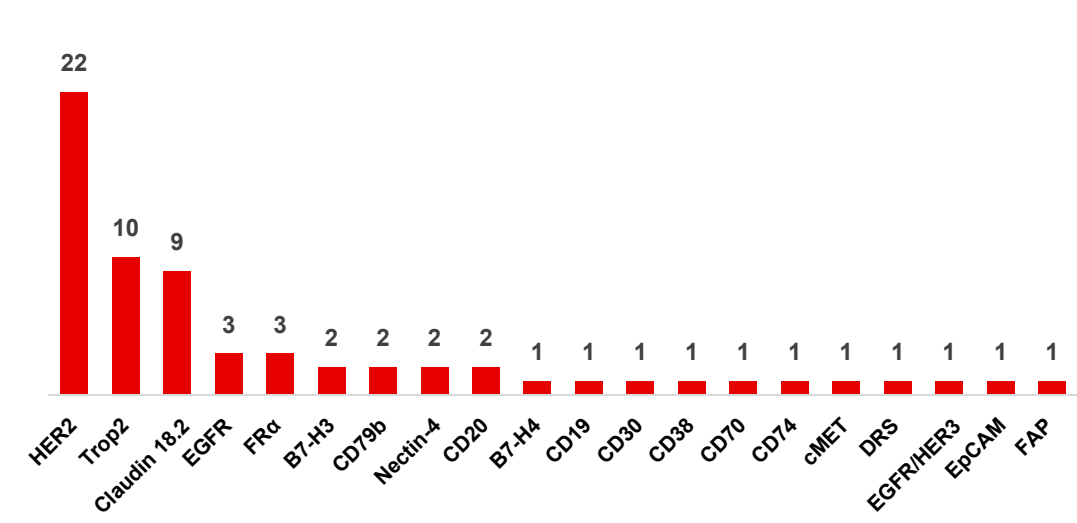
- ◆ 随着资金的快速涌入和人才红利的爆发，同质化竞争与日俱增，最典型的的就是国产PD-1单抗，上市和在研产品过百项，产品售价也从几十万元每年很快下降到三万元左右每年，市场空间直接缩水近十倍。除了PD-1，EGFR、CD19、CD47、Claudin18.2、KRAS-G12C、KRAS-G12D等热门靶点也都有这一苗头显现。
- ◆ 从监管上为同质化竞争降温。近两年CDE发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》与《新药获益-风险评估技术指导原则》等重磅指导原则，进一步加大同质化产品的临床开发和上市难度，从监管上给研发方向进行指导。
- ◆ 研发进展快、疗效好、差异化布局的企业将突出重围。除热门靶点外，如ADC等热门新机制也成为了众多药企的必争之地。ADC领域中，热门靶点同样出现扎堆现象，如HER2、EGFR、TROP2、CLDN18.2等。研发进展快、疗效好、差异化布局的企业将突出重围。如由康诺亚和乐普生物合资设立的KYM Biosciences Inc. 开发的产品CMG901（Claudin 18.2 ADC）目前临床领先，有望成为世界首创，且疗效显著；如百利天恒的BL-B01D1即为靶向EGFR/HER3的双抗ADC，早期临床数据亮眼。建议关注：荣昌生物、百利天恒、科伦博泰、康诺亚、乐普生物、恒瑞医药、石药集团等。

表4：《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》部分重点内容

类别	主要原则
随机对照试验	对照药应选择目前临床上最优的治疗方案；样本量应适当增加实验组比例，使更多患者接受到潜在的更优治疗。
单臂临床试验	单臂试验适用于治疗严重危及生命且缺乏有效标准治疗手段的难治疾病或罕见疾病，并在早期探索性研究中初步显示突出疗效的单药治疗。
人群代表性	设计入排标准以及入组受试者时，在考虑受试者安全性的同时，还需兼顾受试者是否可以代表广大患者的特征。
联合用药	应特别关注联合治疗是否可协同增效，选择确实可为患者带来临床获益的联合方案进行开发；避免盲目地开展联合用药研究，尽量减少患者暴露于风险获益不确定的联合治疗中。
临床终点的选择	所采用的替代终点应与该瘤种患者的生存获益是明确相关的。
期中分析	如果安全性数据有问题，可以因安全性问题而终止试验；如有效性达到预设终点，也可以提前终止试验，缩短药物上市时间。

资料来源：求实药社，上海证券研究所

图8：ADC领域热门靶点研发分布情况（不完全统计）



资料来源：医药观澜，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期

2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展

3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间

4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围

5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大

6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓

7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益

8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

2.1 中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展

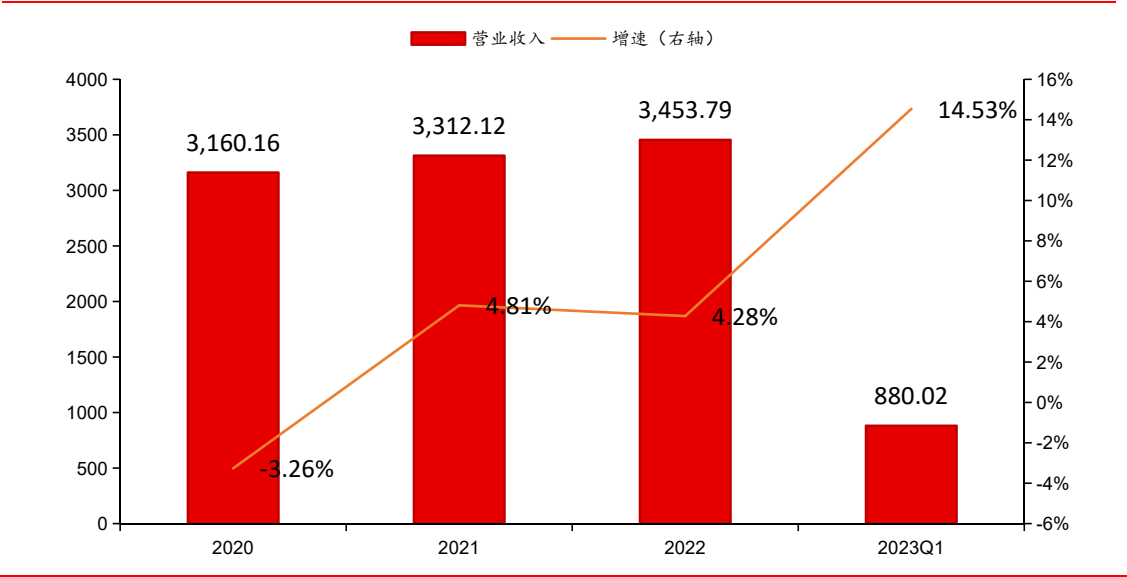
表5：2016年至今多部中药支持政策出台

时间	政策文件	发文机关
2016.2	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	国务院
2016.12	《中医药文化建设“十三五”规划》	中医药管理局
2016.12	《中华人民共和国中医药法》	全国人民代表大会常务委员会
2016.12	《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020年）》	中医药管理局、国家发展和改革委员会
2018.7	《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	科技部、中医药管理局
2019.7	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	国家卫生健康委、中医药管理局
2019.1	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	国务院
2020.9	《关于发布中药注册分类及申报资料要求的通告》	国家药监局
2020.12	《关于印发中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025年）的通知》	国家卫健委、中医药管理局等六部门
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局
2021.1	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院
2021.2	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	国家药监局、中医药管理局
2021.5	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	国务院
2021.6	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	国家卫生健康委
2021.1	《关于中药配方颗粒备案工作有关事项的通知》	国家药监局
2021.12	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	医保局 中医药管理局
2022.3	《“十四五”中医药发展规划》	国务院
2022.9	《关于开展健康中国行动中医药健康促进专项活动的通知》	国家卫健委、中医药管理局
2023.2	《中药注册管理专门规定》	国家药监局
2023.3	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院

资料来源：政府官方网站，国家卫健委，中医药管理局等，上海证券研究所

◆ **行业利好政策持续出台，中医药产业迎来机遇期。**中医药作为我国传统文化的瑰宝，在疫情防控中发挥了独特优势和作用。中医药发展日益受到关注，利好政策频出，行业迎来政策机遇期。《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》等支持政策相继落地，2023年一季度，《中医药振兴发展重大工程实施方案》及《中药注册管理专门规定》等重量级文件发布，从审评审批、传承创新、人才培养等方面对中医药产业的发展方向做出进一步指导要求。

图9：2020-2023Q1年中药板块营业收入及增速（单位：亿元）



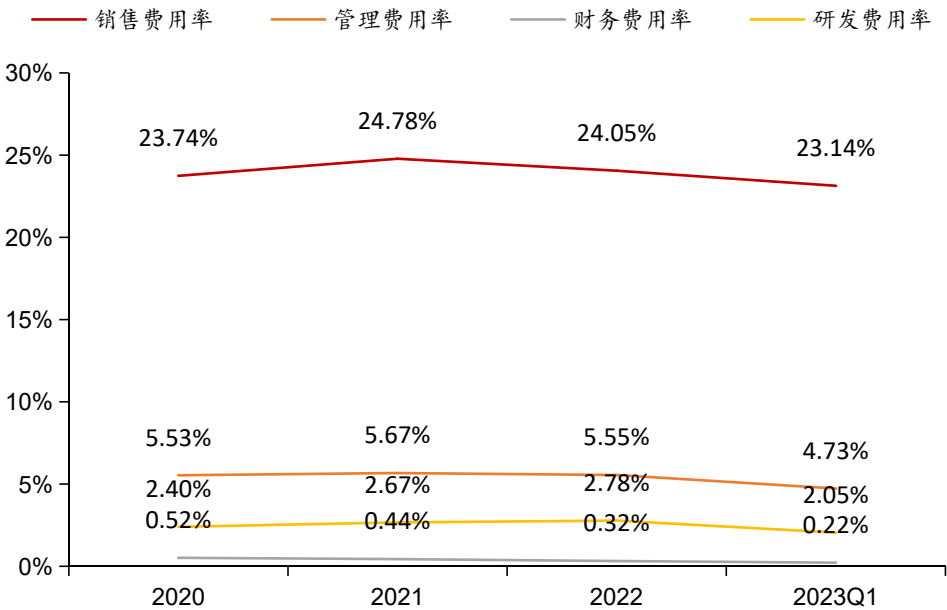
资料来源：wind，上海证券研究所



2.2 中药特色审评证据体系逐步建立，研发创新关注度提升

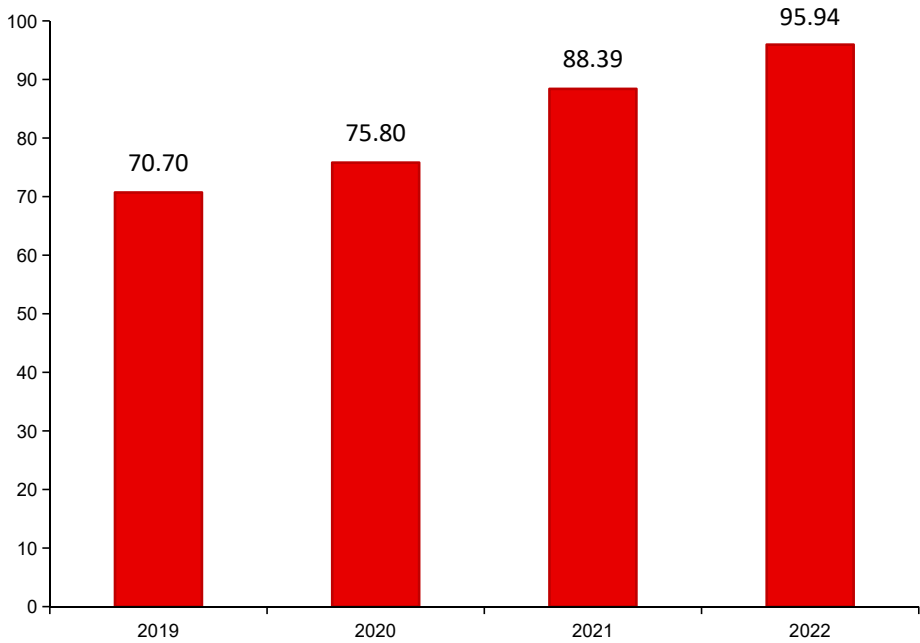
◆ **临床价值为导向的中药特色审评证据体系逐步建立，药企研发创新关注度持续加强。**随着符合中药特点的审评审批体系的不断健全，以临床价值为导向，中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药特色审评证据体系的逐步建立，将为中药新药研发带来新的历史发展机遇。此外，中成药集采常态化将进一步倒逼中药企业创新发展，逐步构建以临床价值为导向，重视真正具有临床价值的中药创新药的开发。中药板块企业研发费用率不断提升，2019-2022年，中药板块研发费用率分别为2.16%、2.40%、2.67%、2.78%，板块研发费用数额持续攀升，中药企业对研发创新的关注度持续加强。

图10：2020-2023Q1 中药板块期间费用率



资料来源：wind，上海证券研究所

图11：2019-2022年中药板块研发费用（单位：亿元）

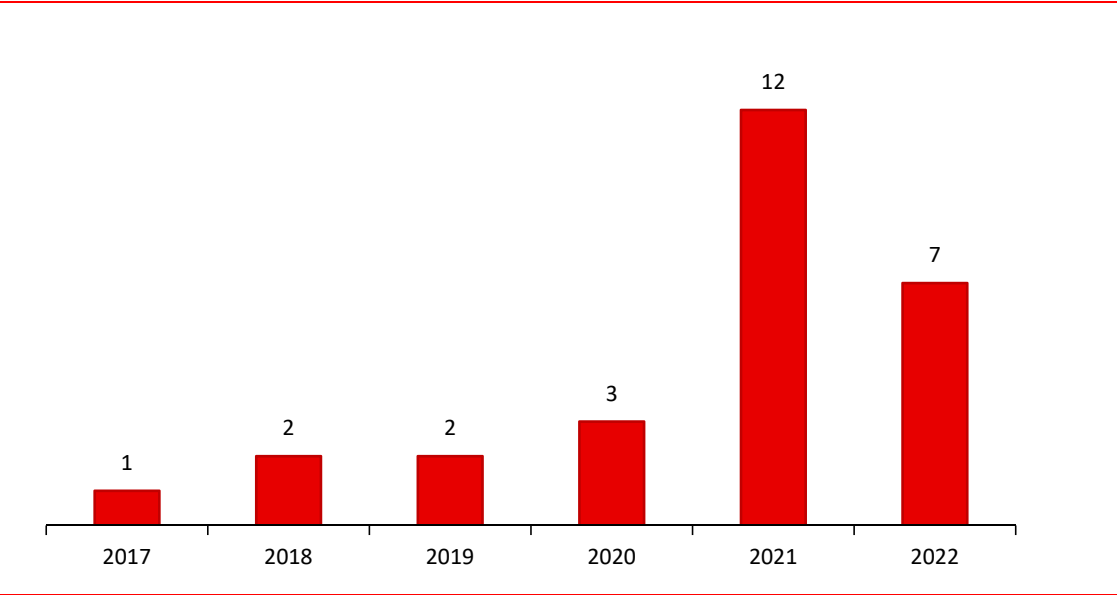


资料来源：wind，上海证券研究所



◆ **审评审批加速，提高产业创新发展活力。**2021年度，国家食品药品监督管理局药品审评中心（CDE）受理中药总量为1360件，其中新药申请60件，申请数量较2020年增加32件，增幅达114.29%；全年共有12款中药新药获批上市，占近五年中药获批新药总数的54%，上市数量创近五年新高。根据NMPA披露，2022年国内共有7款中药创新药获批上市。分别为，淫羊藿素软胶囊（中药1.2类）、广金钱草总黄酮胶囊（中药1.2类）、散寒化湿颗粒（中药3.2类）、黄蜀葵花总黄酮口腔贴片（原中药5类、中药1.2类）、复方制剂苓桂术甘颗粒（中药3.1类）、芪胶调经颗粒（中药6.1类）以及参葛补肾胶囊（中药1.1类）。2022年12月，NMPA共批准4款中药新药上市，审评审批显著加速。1.1类中药新药参葛补肾胶囊、3.1类中药新药苓桂术甘颗粒均于2022年提交上市申请，于2022年年底成功获批上市，审评时长少于一年。在政策利好的促进下，我国中药行业发展趋势持续向好。根据弗若斯特沙利文的数据，2019年至2030年，我国中药市场规模有望以2.3%的年复合增长率增长至6480亿元人民币。**建议关注：同仁堂、华润三九、珍宝岛。**

图12：2017-2022年国内中药新药获批上市情况



资料来源：米内网，上海证券研究所

表6： 2022年国内已获批中药新药

药品名称	获批时间	注册分类	治疗领域	申报企业/ 药品上市许可持有人
参葛补肾胶囊	2022.12	中药1.1类	抗抑郁	新疆华春生物药业股份有限公司
芪胶调经颗粒	2022.12	中药6.1类	妇科-调经	湖南安邦制药股份有限公司
复方制剂苓桂术甘颗粒	2022.12	中药3.1类	呼吸道疾病	江苏康缘药业股份有限公司
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	2022.12	中药1.2类 (原中药5类)	口腔溃疡	浙江康恩贝制药股份有限公司
散寒化湿颗粒	2022.10	中药3.2类	呼吸道疾病	江苏康缘药业股份有限公司
广金钱草总黄酮胶囊	2022.09	中药1.2类	泌尿-结石	武汉光谷人福生物医药有限公司
淫羊藿素软胶囊	2022.01	中药1.2类	抗肿瘤	北京坤诺基医药科技有限公司

资料来源：各公司公告，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间**
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

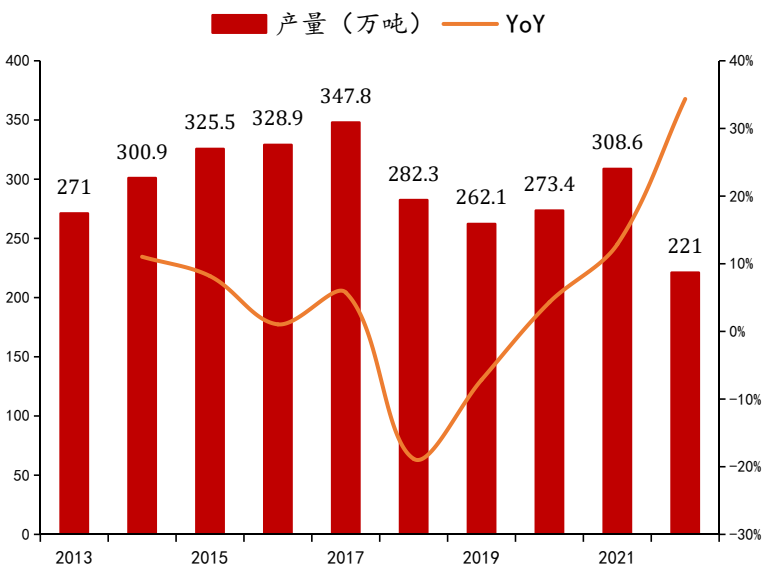
二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

3.1 原料药：压制因素逐步消散，产业长期向好趋势不变

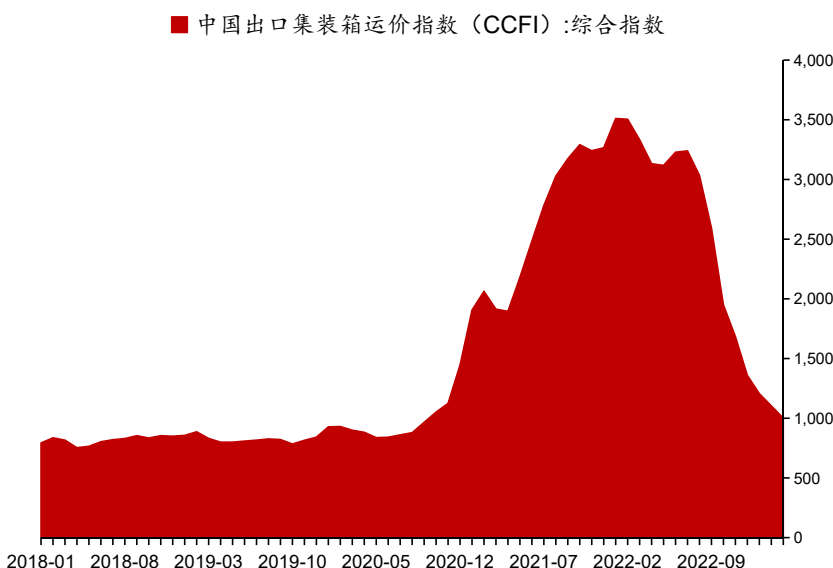
- ◆ **全球原料药市场欣欣向荣，行业集中度进一步提升。**我国是全球主要的原料药生产国与出口国之一，原料药出口规模接近全球原料药市场份额的20%左右。在人口老龄化加剧、慢性疾病发病率提高的大环境下，全球原料药市场规模持续增长；据Precedence Research数据，预计2032年将增长至3637亿美元，2023-2032年CAGR为6%。近年来，供给侧改革、环保标准提高淘汰部分落后产能，我国原料药产业利润逐渐向龙头企业集中；各大上市企业纷纷布局中高端市场，致力于提高药品质量，提高产能等。
- ◆ **不利因素逐步消散，毛利率拐点向上。**21-22年，受人民币汇率波动、原材料及国际运输成本上涨等因素影响，原料药企业生产运营成本大幅增加，利润空间被持续挤压，原料药板块毛利率下降近5pct。2023Q1，随着原材料价格整体呈现下行趋势，海运价格高位回落，CCFI综合指数已接近2020年低位水平；板块毛利率迎来拐点，较2022年末小幅提升。我们认为未来随着产能扩张带来规模效应，及高毛利CDMO业务占比进一步提升，原料药板块毛利率有望逐步恢复至20年水平。

图13：2013-2022M8我国化学原料药产量(万吨)



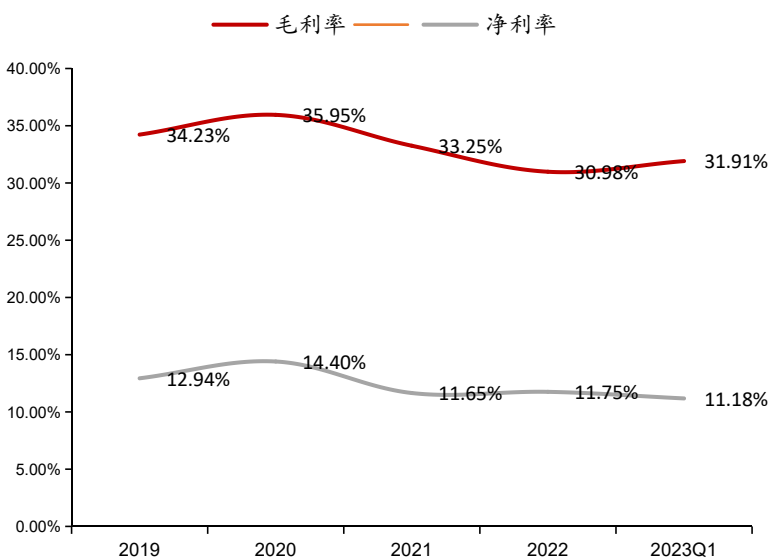
资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

图14：2018-2023Q1中国出口集装箱运价指数（CCFI）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图15：2019-2023Q1原料药板块销售毛利率及净利率（%）



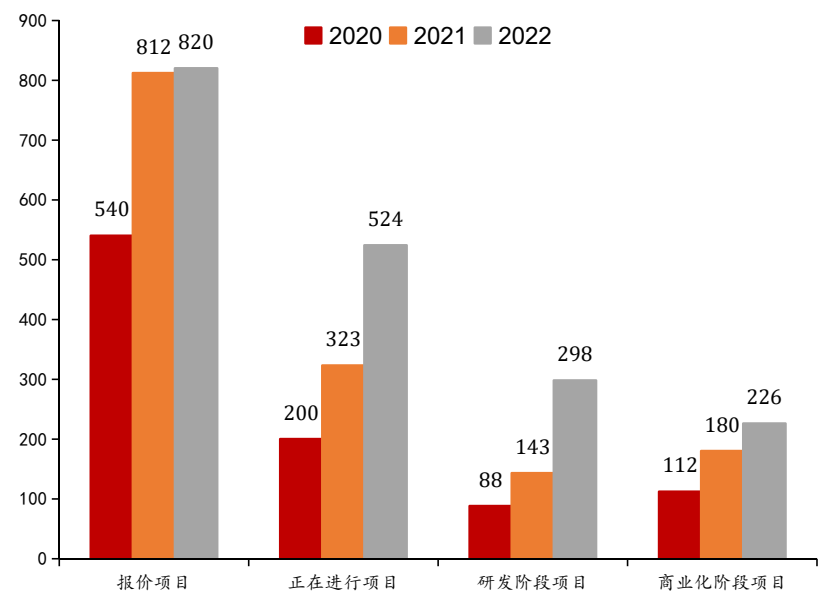
资料来源：Wind，上海证券研究所



3.2 原料药：制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间

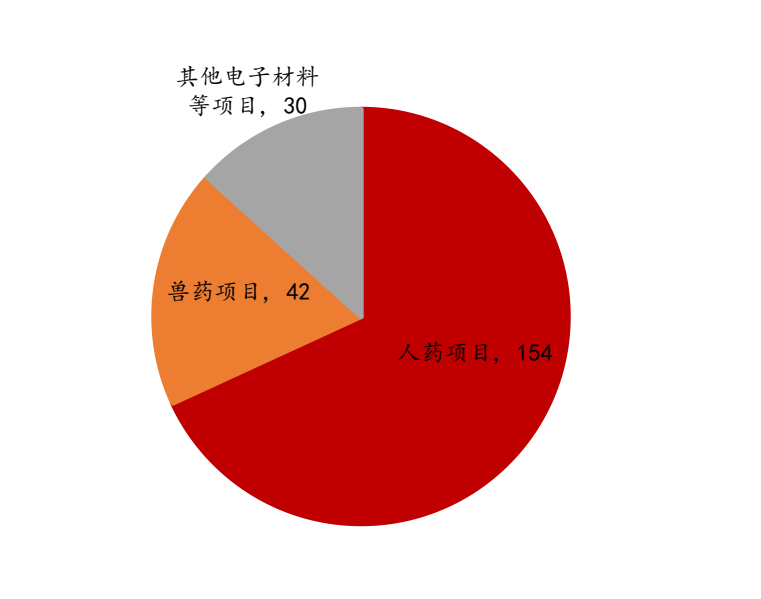
- ◆ **“原料药+制剂”一体化成本优势显著，制剂集采中标带来较大业绩弹性。**在国内医保控费大环境下，药品集采提速扩面；“原料药+制剂”一体化企业具有较强的成本规模效应和精细化工工艺等优势，有望在集采中脱颖而出，实现产品放量；这在第一批4+7带量采购就已体现，当时中选企业多为原料药转制剂企业。以中间体业务起家的华海药业，如今高附加值制剂业务已经成为主要收入板块。一方面华海持续推进制剂全球化战略，主要客户覆盖 95%的美国仿制药市场；另一方面，借助集采迅速打开国内市场，在历年集采中，华海凭借其成本优势中选 18 个产品，形成增量市场，2020-2022年公司国内制剂收入CAGR超 37.9%。
- ◆ **产能持续爬坡，CDMO业务高歌猛进。**原料药企业向 CDMO 领域的拓展迈入快速发展阶段，其研发、制造能力得到了更多大客户认可，订单和项目稳步增长。普洛药业22年末研发阶段项目 298 个（+108%），商业化阶段项目 226 个（+26%）；22年九洲药业承接的项目中，已上市项目 26 个，处于 III 期临床项目 61 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 764 个。此外，为满足客户项目的快速规模化生产并稳定供应，国内原料药公司全力推进新产能项目建设，22年整体板块固定资产及在建工程规模同比增速均超10%；未来随着新增产能落地，CDMO业务有望持续为原料药企业带来较高的业绩弹性。

图16：2020-2022年普洛药业CDMO业务各类项目数量（个）



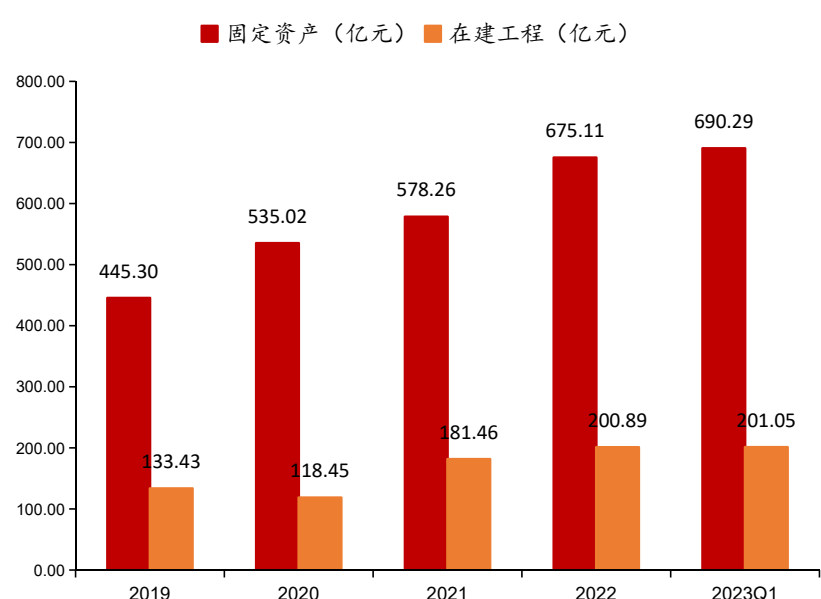
资料来源：公司历年年报，上海证券研究所

图17：2022年普洛药业CDMO商业化项目组成情况



资料来源：公司22年报，上海证券研究所

图18：2019-2023Q1原料药板块固定资产及在建工程规模（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围**
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

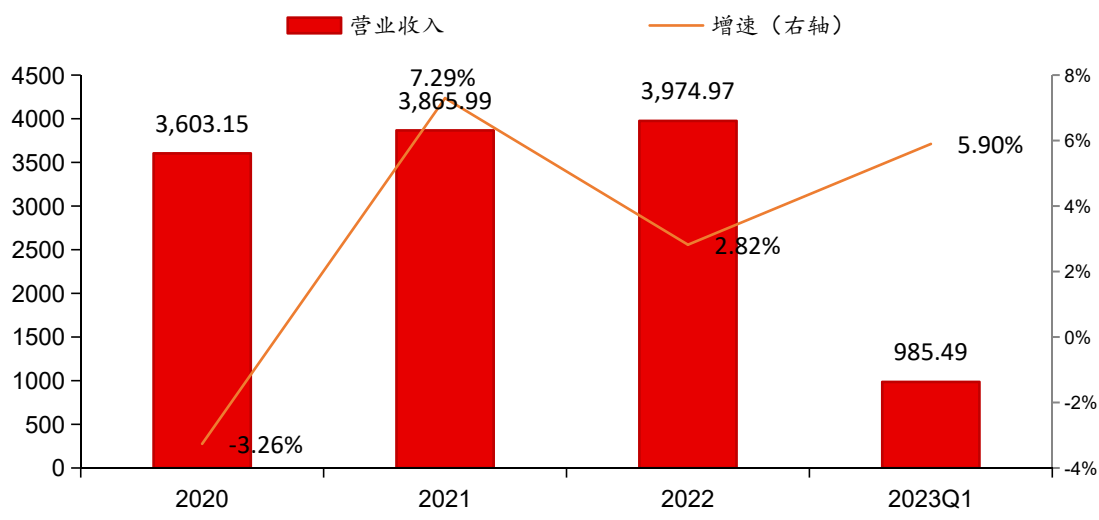
二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

4.1 化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围

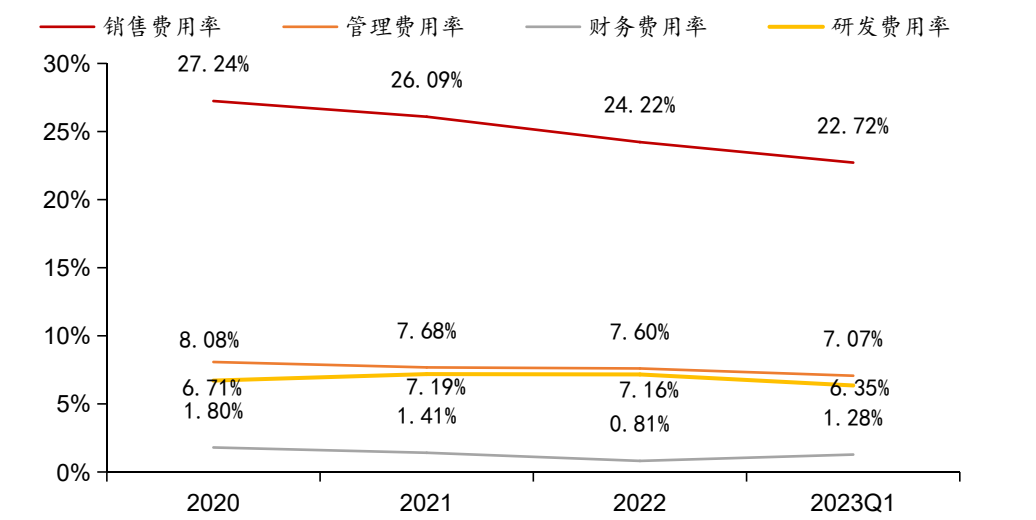
- ◆ **带量采购等影响下，传统仿制药收入和利润进一步承压。**2018 年以来，药品带量采购改革持续推进，集中带量采购逐步进入常态化、制度化新阶段。国家已经开展的七批药品带量采购，共采购 294 种药品，涉及金额占公立医疗机构化学药和生物药年采购金额的35%。2022 年开展的第七批国家集采共纳入 60 种药品，327 个拟中选产品平均降价 48%。地方在参与国家组织集采的同时也开展了不同形式的省级和省际联盟集采，传统仿制药收入和利润进一步承压，企业机遇与挑战并存。
- ◆ **降本增效卓有成效，销售费用率显著降低。**2020年至2023年一季度，化学制剂板块销售费用率呈持续下降趋势，分别为27.24%/26.09%/24.22%/22.72%。《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》等政策的印发，要求继续推进集采提速扩面，持续深化审评审批制度改革，加快有临床价值的创新药物上市，加速推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。国家各部委也将持续发力，不断推动医疗、医保、医药联动改革。医改的持续深化也促使制药企业在精细化管理、降本增效中不断提升治理能力，真正具备创新能力、具有差异化研发管线的医药企业将迎来更快速的产品获批和更广阔的发展空间。建议关注：恒瑞医药、丽珠集团等

图19：2020-2023Q1化学制剂板块营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，上海证券研究所

图20：2020-2023Q1化学制剂板块期间费用率



资料来源：wind，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大**
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

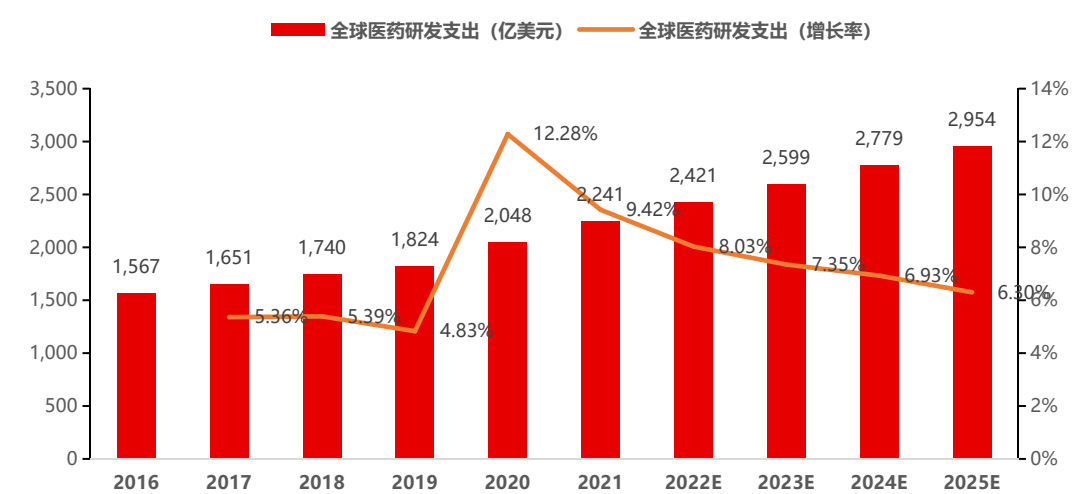
二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

5.1 CXO：未来发展空间巨大，高效率的服务或将成为制胜关键

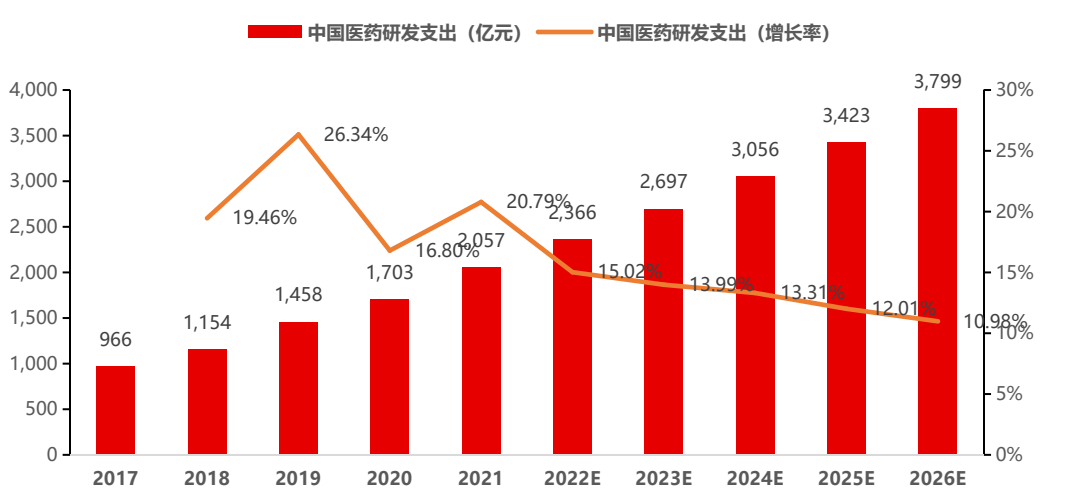
- ◆ **CXO板块2022年较2021年仍保持高增速，2023年一季度在2022年一季度高基数的情况下，增速有所放缓。**其高基数主要来自于如药明康德和凯莱英等龙头企业的新冠业务订单，而2023年全球疫情发展趋势平稳，相关新冠业务订单需求减少。
- ◆ **随着全球医药行业研发投入和外包率的不断提升，长期来看CXO仍有巨大的发展空间。**根据Frost & Sullivan报告，预计全球医药行业研发投入2025年将达到2,954亿美元，2020-2025年的复合增速为7.6%；预计中国医药行业研发投入未来将保持约13.1%的复合年增长率（2021-2026年）在2026年达到3,799亿元。全球医药研发投入外包比例将由2022年的46.5%提升至2026年的55.0%；中国医药研发投入外包比例将由2022年的42.6%提升至2026年的52.2%。
- ◆ **MAH（上市许可人制度）落地执行以来，CXO板块经过五年高速发展，市场竞争日趋激烈，提升服务效率或将成为未来竞争的制胜关键。**我们认为随着全球各国经济的发展、全球人口总量的增长、人口老龄化程度的提高、科技进步、医疗开支上升以及大众健康意识的不断增强，全球制药市场规模仍然将保持增长，CXO板块未来发展空间巨大且充满潜力。中国CXO企业在全球来看具有成本优势，未来将更加深入参与全球竞争，通过“中国制造”的优势，获取全球订单，提升市场份额。建议关注具有全球交付能力，具有平台优势且服务效率高的CXO企业。建议关注：药明康德、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、和元生物等。

图21：2016-2025E全球医药研发支出



资料来源：益诺思招股说明书，上海证券研究所

图22：2017-2026E中国医药研发支出



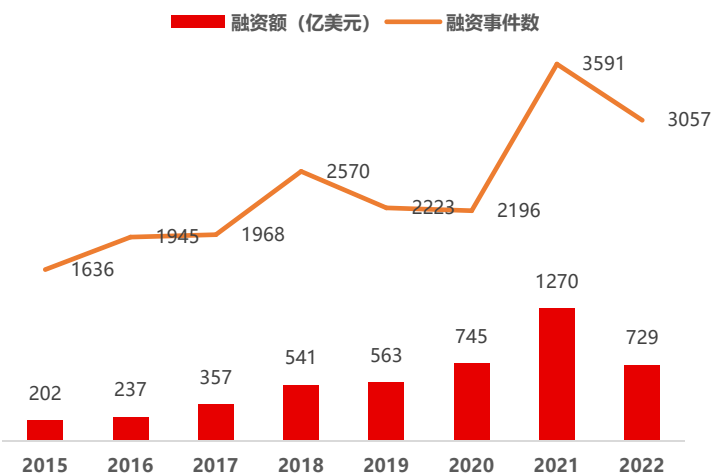
资料来源：益诺思招股说明书，上海证券研究所



5.2 CXO：2023年4月国内生物医药领域一级市场融资出现拐点，总额环比上升约 113%

- ◆ **全球医疗健康产业一级市场投融资趋势向“投早投小”转变。**2022年，全球医疗健康产业共发生3057起融资事件，仅相比2021年有所减少；融资总额达729亿美元（约5029亿人民币），居历史第三位。2022年投资方的策略向“投早投小”转变，由于后期项目投资估值较高，机构更希望从早期项目中发现机会。
- ◆ **生物医药领域仍是全球资本追逐的热点。**2022年全球生物医药领域1094起融资、累计约346.1亿美元融资总额再次拿下融资榜首。细胞治疗、创新治疗设备等方面的资产受到青睐。
- ◆ **2023年4月国内生物医药领域融资总额环比上升约 113%。**2023年4月国内生物医药领域累计产生 25 起融资项目，融资总额约为 6.98 亿美元，总额环比上升约 113%。海外生物医药领域共完成 35 个项目，累计获得近 13.21 亿美元，总额环比下降约 32%。我们认为国内生物医药领域一级市场融资或将出现拐点，生物医药企业将拥有更多的现金流投入研发，为CXO带来更多订单。

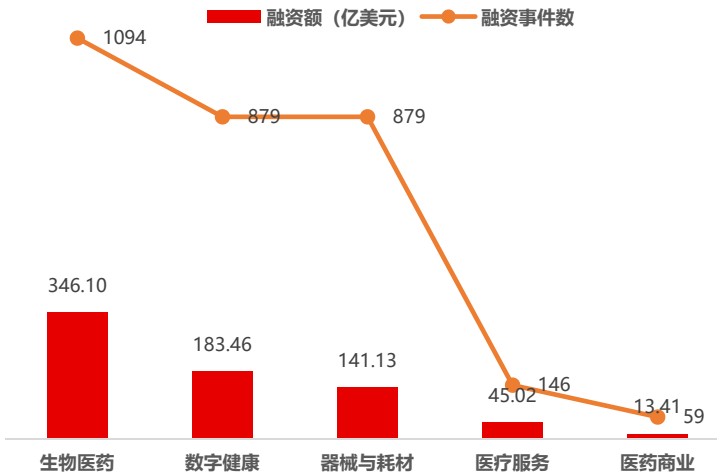
图23：2015-2022全球医疗健康产业融资变化趋势



资料来源：动脉橙，蛋壳研究院，上海证券研究所

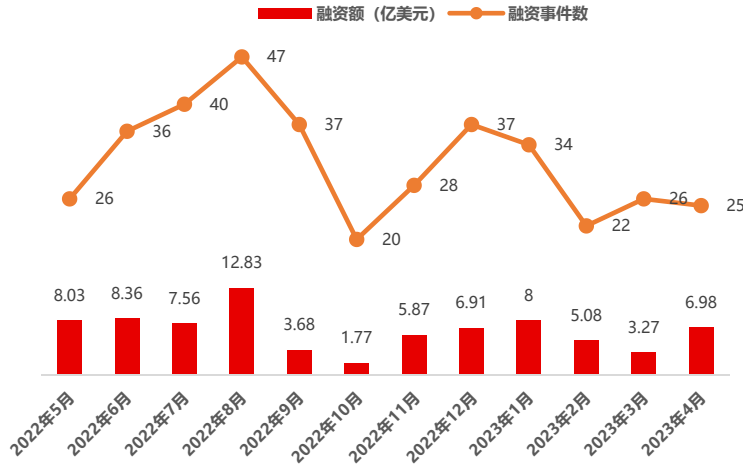
注：一级市场融资统计仅包括从天使轮到IPO以前的融资事件，不包括IPO、定向增发、并购等

图24：2022全球各医疗细分领域融资情况



资料来源：动脉橙，蛋壳研究院，上海证券研究所

图25：2022年5月-2023年4月国内医药生物融资变化趋势



资料来源：动脉橙，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓**
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

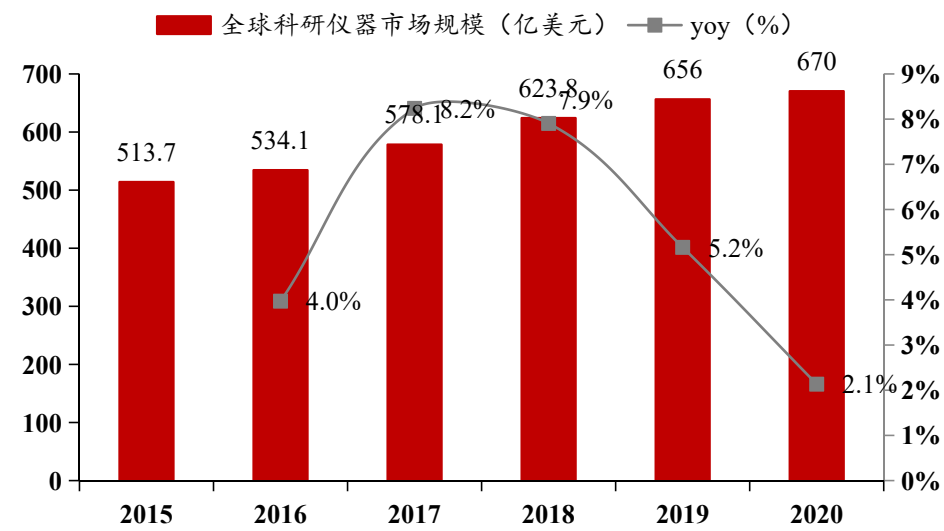
二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

6.1 科学仪器：全球市场规模巨大，中国市场冉冉升起

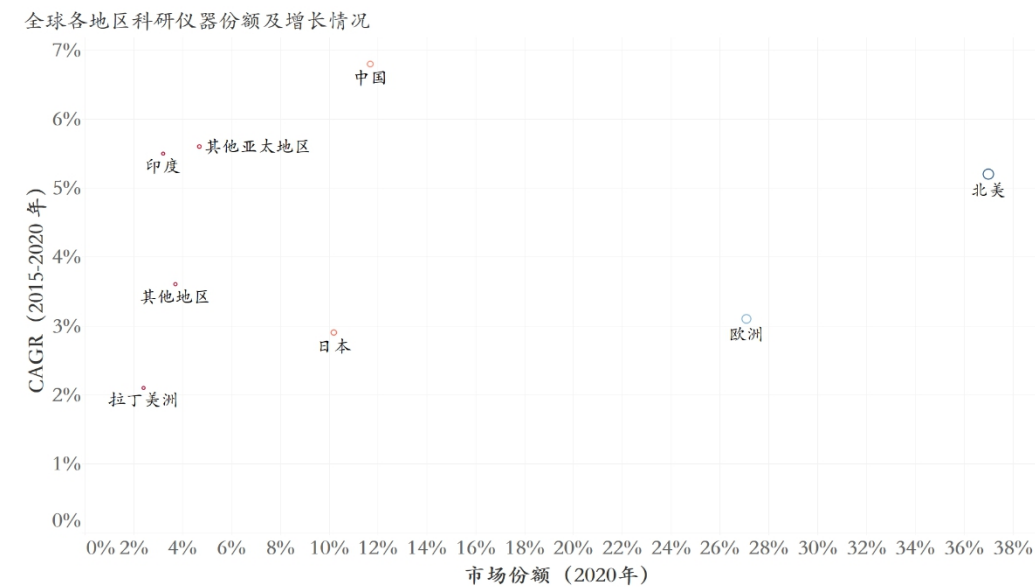
- ◆ **全球市场规模巨大：**先进的仪器设备是科学研究和技术创新的基础条件，实验分析仪器行业是为科学研究提供工具和方法的高科技行业，其创新、制造和应用水平是衡量一个国家科技发展水平和潜力的重要标志。根据SDI 数据，2020 年全球分析仪器市场规模预计达到670 亿美元（折合人民币超4400 亿元），2015-2020 年年均复合增长率约为5.5%。
- ◆ **中国市场增长迅速：**2015-2020年，中国科学仪器市场复合增速6.8%，增长势头领跑全球各个地区，2020年国内科学仪器市场预计78亿美元（约500 亿人民币），份额仅占11.70%，而同期中国GDP占全球比重约17%。在科研、工业、半导体、生物医药等领域创新升级大背景下，各行业对检测分析结果的稳定性、精准度提出更高要求，在量和质的需求也在逐步提升，随着应用场景的不断深化，中国市场份额有望达到20%。

图26：2015-2020年全球科研仪器市场规模和增速（亿美元，%）



资料来源：SDI，上海证券研究所

图27：全球各地区科研仪器份额及增长情况



资料来源：SDI，上海证券研究所



6.2 科研仪器：“卡脖子”领域，国产自主刻不容缓

◆ 仪器设备外资占据主导

- 美国化学会（ACS）旗下的《C&EN》（Chemical&Engineering News）发布2018年全球仪器公司榜单，在前20家公司中，有8家是美国公司，7家来自欧洲，5家公司位于日本，中国企业未占一席之地。

◆ 核心科学仪器采购极度依赖进口

- 2016~2019年，我国大型科研仪器整体进口率约为70.6%，分析仪器、医学科研仪器、激光器、核仪器进口率均在七成以上，其中分析仪器的进口率更是超过80%。分析仪器中尤以质谱仪器、色谱仪器进口率最高，进口率分别为89.59%和88.45%。
- 发改委公布的部分200万元以上科学仪器采购统计中，核心科学仪器如质谱仪、光谱-色谱仪等国产设备比例极低，高端领域极度依赖进口。

表7：2021年全球TOP10科学仪器公司生命科学营收情况

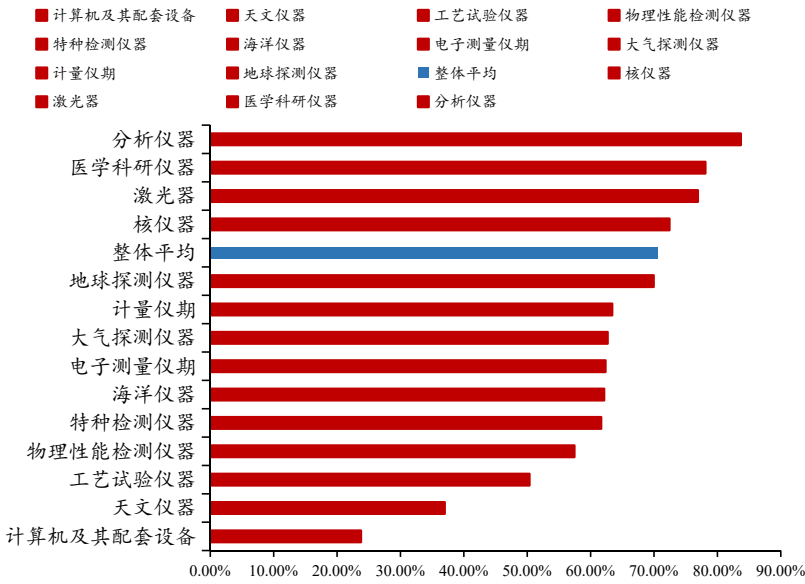
Most scientific instrument makers increased sales in 2018.						
RANK						
2018	2017	COMPANY	INSTRUMENT SALES 2018 (\$ MILLIONS)	% CHANGE FROM 2017	% OF TOTAL SALES	HEADQUARTERS
1	1	Thermo Fisher Scientific	\$6,333	12.1%	26.0%	US
2	3	Shimadzu ^a	2,183	5.2	61.8	Japan
3	4	Roche Diagnostics ^b	2,064	5.2	15.6	Switzerland
4	5	Agilent Technologies ^c	2,015	3.8	41.0	US
5	2	Danaher	1,941	-15.0	9.8	US
6	6	Zeiss Group ^d	1,831	0.7	26.6	Germany
7	8	Bruker	1,516	14.4	80.0	US
8	7	Mettler-Toledo International	1,497	9.8	51.0	Switzerland
9	9	Waters Corp.	1,205	2.1	49.8	US
10	12	PerkinElmer	889	27.0	32.0	US
11	11	Bio-Rad Laboratories ^e	871	14.0	38.6	US
12	10	Eppendorf ^f	857	5.1	100.0	Germany
13	14	Spectris	723	16.4	33.7	England
14	13	JEOL ^g	648	-1.1	65.0	Japan
15	15	Hitachi High-Technologies ^h	613	1.3	9.0	Japan
16	17	Nikon ⁱ	571	10.5	8.8	Japan
17	16	Illumina	569	10.5	17.1	US
18	18	Sartorius	500	7.4	27.0	Germany
19	19	Olympus ^j	357	3.1	5.1	Japan
20	20	Tecan ^k	341	6.4	58.0	Switzerland

Sources: C&EN, company data.

Note: Results are for the calendar year unless otherwise stated. Some figures were converted at relevant average exchange rates for 2018. a Company estimates for fiscal year ending March 31, 2019. b Results for instrumentation sales in this division alone. c Fiscal year ended Oct. 31, 2018. d Fiscal year ended Sept. 30, 2018. e Estimate based on company outlook.

资料来源：Chemical&Engineering News，上海证券研究所

图28：2016-2019年我国大型科研仪器整体进口率



资料来源：重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台，上海证券研究所

表8：发改委部分200万元以上科学仪器采购数据统计（2016-2019）

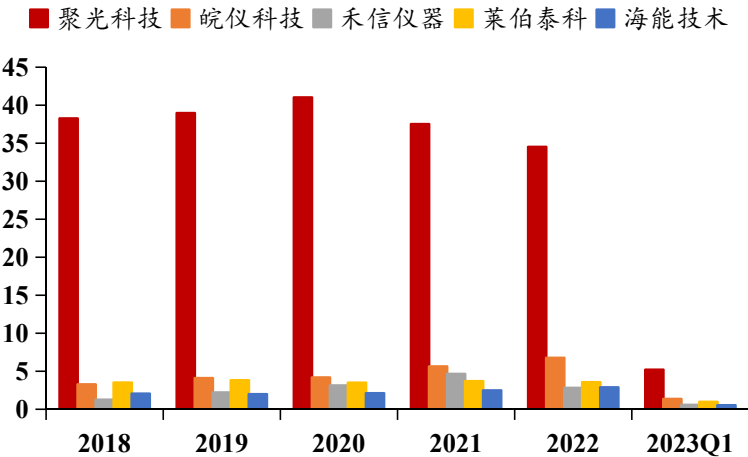
大分类	细分类	台套数	国产设备比例
真空电子学	质谱类	767	1.19%
	电子显微镜	226	4.42%
波普类	X射线类设备	134	1.49%
	波谱仪	107	3.74%
光学仪器	光学显微镜	26	0%
	光谱-色谱	415	0.24%
微电子	光学测量	237	0.42%
	微电子	26	3.85%
生物类	电学测量	152	1.32%
	生物分子学	79	3.80%
地学	细胞分析	105	8.57%
	生物组织	202	0.99%
其他	天文	18	22.22%
	海洋	250	1.60%
	大气	63	1.59%
	地质地理	162	5.56%
	声学-机械-加工平台等	115	10.43%

资料来源：发改委，第一财经，上海证券研究所



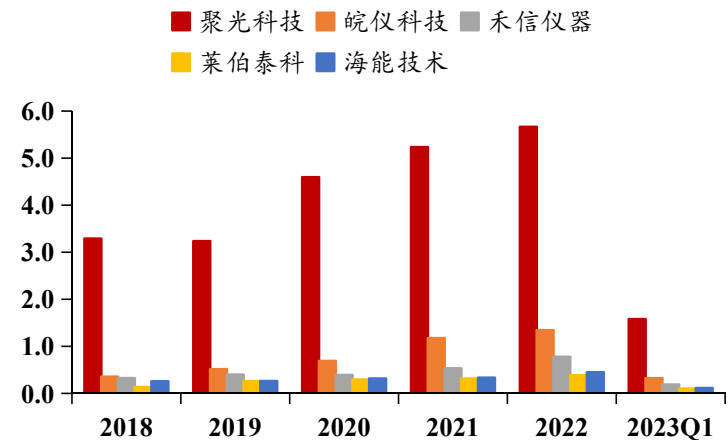
6.3 国产公司横向切面比较（财务情况）

图29: 国产科研仪器公司营业收入情况（亿元）



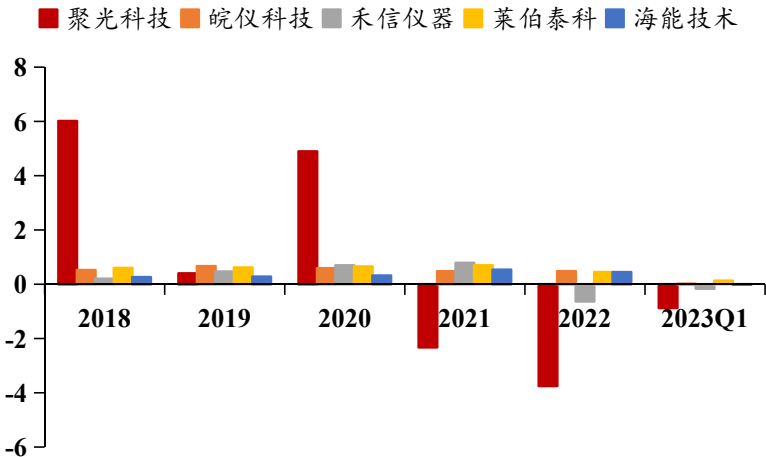
资料来源: wind, 上海证券研究所

图31: 国产科研仪器公司研发支出情况（亿元）



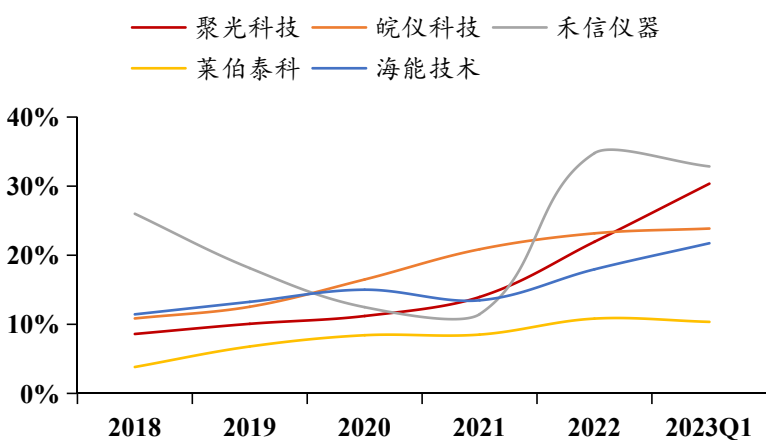
资料来源: wind, 上海证券研究所

图30: 国产科研仪器公司归母净利润情况（亿元）



资料来源: wind, 上海证券研究所

图32: 国产科研仪器公司研发投入强度（研发支出/营业收入%）



资料来源: wind, 上海证券研究所

◆ **聚光科技体量处于第一梯队。** 凭借在国内率先布局实验室分析仪器研发，同时承接国家/地方重大科学仪器专项的研制和产业化项目，聚光科技积累了质谱、光谱、色谱、样品前处理、理化分析等二十余项新型技术平台，同时环境检测、工业过程分析、AI实验室等领域持续接力，通过应用场景创新，不断满足下游业务需求。

- 整体看，聚光科技在营收、研发支出和研发投入强度均处于第一梯队的位置，在逐步卸下历史PPP项目包袱、商誉减值陆续出清和部分公司出表（上海安谱、无锡中科光电），公司有望轻装上阵，引领科研仪器国产之光。



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益**
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

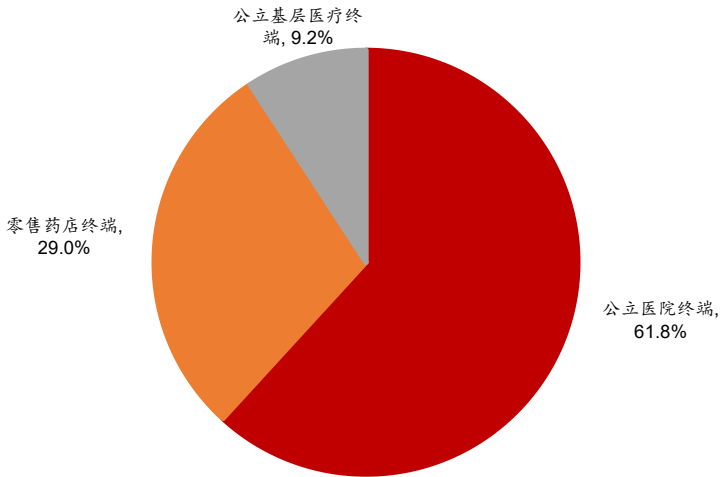
二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

7.1 零售药房：处方外流逐步兑现，政策驱动下提速在即

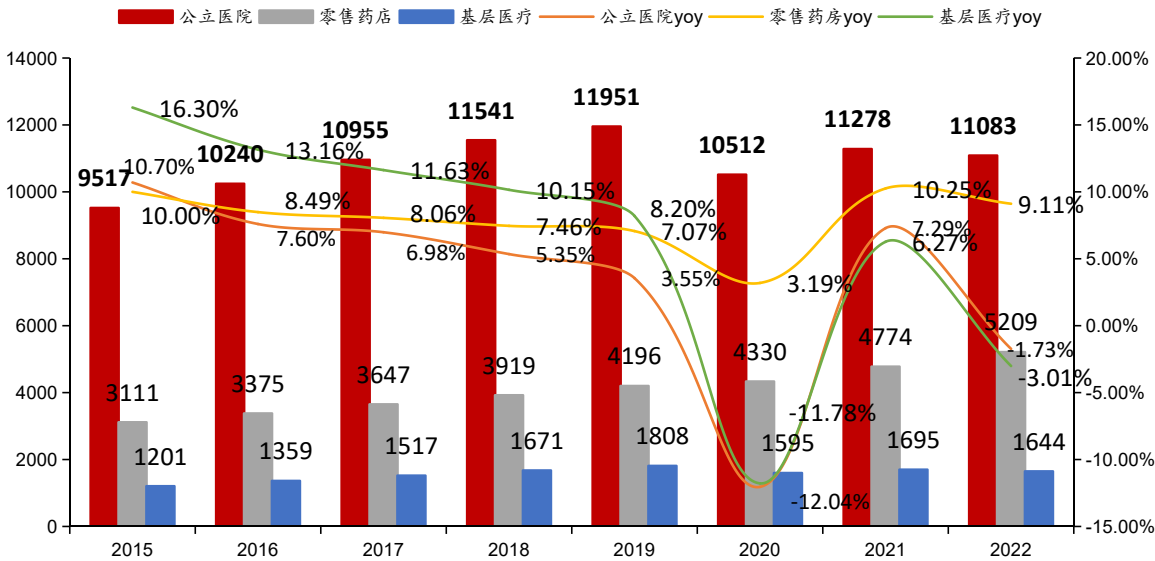
- ◆ **处方外流等多因素驱动零售药房份额稳健提升。**据米内网数据显示，2022年我国三大终端药品销售额为17936亿元，同比增长1.1%。尽管公立医院终端市场份额仍居于首位，但从占比及增速来看均处于下滑趋势，其2022年销售额为11083亿元，同比下降1.7%，市场份额占比下滑至61.8%。与之相比，作为第二终端的零售药房市场保持了稳健增长，2022年药品销售额4702亿元，同比+6.7%，在三大终端的份额占比提升至29.0%。预计药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等措施的落地促进了处方外流，此外随着国家药品集采持续推进，院外药品零售渠道价值得到重视，零售药房市场规模保持稳中向好态势。
- ◆ **定点零售药店纳入门诊统筹管理，处方外流提速在即。**2023年2月15日，国家医保局下发《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹管理，按照文件要求定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。同时强调，将加强医保电子处方中心建设，加速处方外流。由于医保属地监管，各地近期出台各自执行细则，推动该政策的落地，我们认为借助门诊统筹规定和“双通道”政策，定点药店可接收更多的院外处方，加速处方外流，承接其背后的巨大市场增量。参考美日，2020年处方药药店渠道销售占比超过了45%，同期中国仅为15%，药房板块有望持续受益处方外流。

图33：2022年我国三大终端药品销售占比



资料来源：米内网，上海证券研究所

图34：2015-2022年我国三大终端药品销售额及增长情况（单位：亿元）



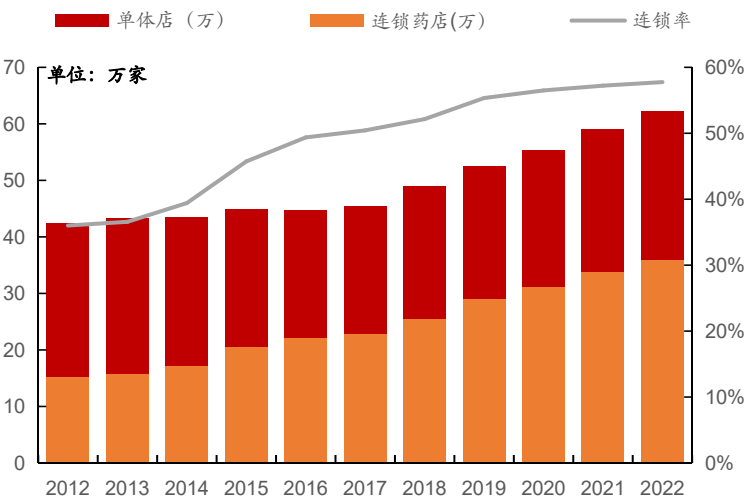
资料来源：米内网，上海证券研究所



7.2 零售药房：行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益

- ◆ **行业连锁化率及集中度持续提升，政策加码龙头受益。**据国家药监局数据，2022年全国零售连锁门店增长6.71%至36万家，单体药店增长4.37%至26.32万家，连锁化率进一步提升至57.8%。在药店门店数量、连锁化率屡创新高背景下，行业集中度加速提升，据中国药店数据2022年前10强药品零售企业市场份额占比首次突破30%，较2021年提升3.40pcts至30.91%，TOP10受益于供应链、信息化、专业化等优势，收入增速更快，行业集中度提升趋势明显。此外，政策持续加码鼓励龙头企业做大做强，商务部发布关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见提出，到2025年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上，药品零售连锁率接近70%，随着各地逐步出台相关支持政策，龙头药房持续受益。
- ◆ **门店拓展稳步推进，头部连锁市场影响力不断深化。**六大上市连锁门店拓展稳步推进，截至2022年底大参林、老百姓、益丰药房门店数均已突破10000家，正式开启了药房板块的“万店时代”竞争新格局。从并购门店情况来看，2022年上市头部连锁机构完成了两起对百强药店的并购，分别为老百姓以17.25亿元收购怀仁75.84%股权、健之佳以20.74亿元完成对唐人医药100%控股。展望2023年，头部连锁零售药房坚持自建+并购+加盟的拓展策略，其中益丰、老百姓、大参林新增门店（自建+并购+加盟）不低于于3000家，随着门店数量增多，龙头药房在规模效应、议价能力、商品调配能力方面连锁龙头药店优势更为明显，影响力将不断深化。

图35：2012-2022年我国药店门店数量及连锁率



资料来源：国家药品监督管理局，上海证券研究所

表9：零售药店板块2022年主要经营数据

主要企业	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	健之佳	漱玉平民
2022年直营/加盟门店	9206/0	7649/3134	8306/ 1962	8038/2007	4055/0	3325/2131
布局省份数	10	22	10	15	6	12
2022新增直营/加盟门店	646/0	1695/1069	1771/1030	999/1072	1042/0	768/1382
营业收入(亿元)	174.32	201.76	198.86	212.48	75.14	78.23
增长率	19.50%	28.54%	29.75%	26.78%	43.54%	47.00%
毛利率	35.05%	31.88%	39.53%	37.80%	36.14%	28.59%
归母净利润(亿元)	10.10	7.85	12.66	10.36	3.63	2.29
增长率	9.59%	17.29%	42.54%	30.90%	20.90%	99.64%
归母净利率	5.79%	3.89%	6.36%	4.87%	4.84%	2.93%
扣非归母净利润(亿元)	9.89	7.36	12.30	10.09	3.61	2.20
增长率	10.05%	28.52%	43.27%	40.57%	27.72%	115.18%
销售费用率	23.36%	19.32%	24.53%	24.28%	25.43%	20.52%
管理费用率	2.53%	5.50%	4.56%	5.24%	2.80%	2.66%
财务费用率	0.56%	1.15%	0.53%	0.98%	1.35%	0.97%
经营性现金流净额(亿元)	24.97	23.14	39.20	37.57	11.91	1.48

资料来源：各公司公告，Wind，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速**

二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

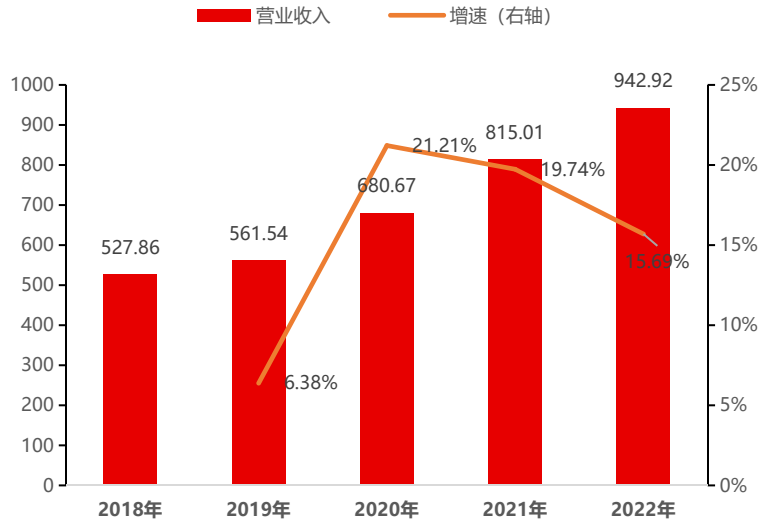
表10：2016年至今多部社会办医支持政策出台

时间	政策文件	发文机关	主要内容
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	提出优化社会办医政策环境，鼓励发展专业性医院管理集团
2017年5月	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	支持社会力量提供多层次多样化医疗服务
2018年8月	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	国家卫生健康委	进一步明确要将社会办医纳入医联体规划布局
2019年1月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	国家卫生健康委、广电总局等十八部委	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科等专科领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	国家卫健委等部门	肯定了社会办医的重要性，提出落实审批应减尽减和清理妨碍公平竞争各种规定
2020年2月	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	中共中央、国务院	提出逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，要增强医药服务可及性
2021年8月	《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》	人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家中医药局	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇
2022年1月	《关于印发医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）的通知》	国家卫生健康委	明确鼓励社会办医，拓展社会办医空间，社会办医区域总量和空间不作规划限制
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	中共中央、国务院	支持社会力量提供多层次多样化医疗服务，鼓励发展全科医疗服务，增加专科医疗等细分服务领域有效供给
2023年2月	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务

资料来源：爱尔眼科2022年报，上海证券研究所

◆ 行业利好政策持续出台，民营医疗机构正朝阳。由于公立医院产能扩张有限，且目前床位负荷饱满，民营医院作为有力补充一直是政策支持的方向，行业利好频出。2022年和2023年，《关于印发医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）的通知》和《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》发布，明确支持社会办医，增加专科医疗的有效供给，民营专科医院发展迎来机遇期。

图36：医疗服务板块营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，上海证券研究所



8.2 医院：2023Q1恢复超预期，看好全年增长

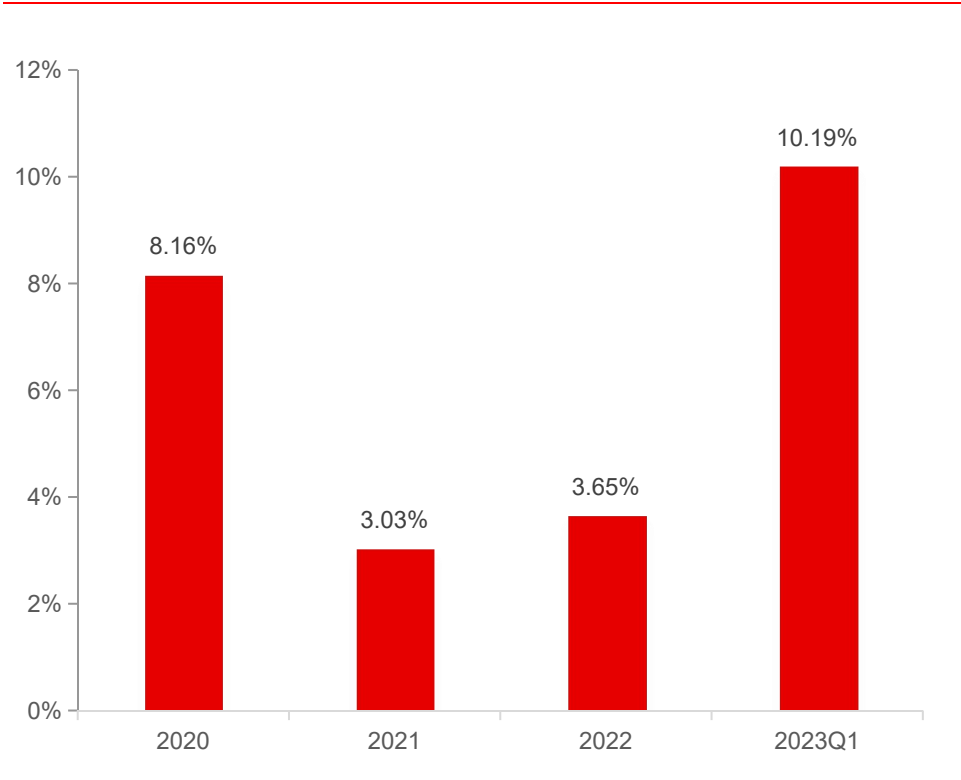
◆**疫后恢复正当时，看好全年高增长。**从个股来看，SW医院板块12家民营医院上市公司（已剔除2家ST），有11家2023年Q1营业总收入、营业总收入同比增长率为近4年同比最好水平；9家毛利率为近4年同比最好水平，9家净利率为近4年同比最好水平；眼科医院、肿瘤医院、体检机构2023Q1业绩增长迅速。2023年Q1，医院板块营收128.41亿元，同比增长28.05%；净利润13.09亿元，同比增长674.69%；板块净利率10.19%，盈利能力全面恢复。受不可抗因素影响，大部分医院2022年全年门急诊服务（接待）量、收入、利润均为较低水平。站在全年角度看，随着抑制医疗服务需求的不利因素逐渐消弭和医疗服务需求的不断释放，在2022年全年低基数的基础上，看好2023全年高速增长。

表11：部分医院板块公司2022及2023Q1业绩

证券简称	国际医学	美年健康	爱尔眼科	盈康生命	何氏眼科	普瑞眼科	通策医疗
2022营收（亿）	27.11	85.33	161.10	11.56	9.55	17.26	27.19
YoY	-7.19%	-7.41%	7.39%	6.09%	-0.74%	0.91%	-2.23%
2022归母净利（亿）	-11.77	-5.33	25.24	-5.96	0.33	0.21	5.48
YoY	-43.12%	-965.78%	8.65%	-63.68%	-61.55%	-78.09%	-21.99%
2022总诊疗（接待）人次（万）	154.67	2960	1125.12	156	116	未披露	245.84
YOY	-14.54%	-3.90%	10.35%	155.00%	-2.52%	未披露	-4.42%
2022毛利率	-6.57%	34.34%	50.46%	26.53%	38.40%	41.67%	40.81%
YOY	-8.05%	-5.10%	-1.46%	2.60%	-1.90%	-1.70%	-5.24%
2023Q1营收（亿）	10.59	20.96	50.21	3.61	3.07	6.50	6.75
YoY	247.40%	53.82%	20.44%	35.09%	26.91%	38.73%	3.04%
2023Q1归母净利（亿）	-0.75	-1.67	7.81	0.40	0.57	1.62	1.69
YoY	82.55%	61.27%	27.92%	64.07%	117.82%	334.85%	1.49%
2023Q1毛利率	8.19%	32.53%	47.49%	33.55%	47.19%	44.64%	45.09%
YOY	86.45%	19.54%	0.50%	6.66%	6.89%	-0.52%	-1.67%

资料来源：各公司公告，wind，上海证券研究所

图37：医院板块净利率



资料来源：wind，上海证券研究所

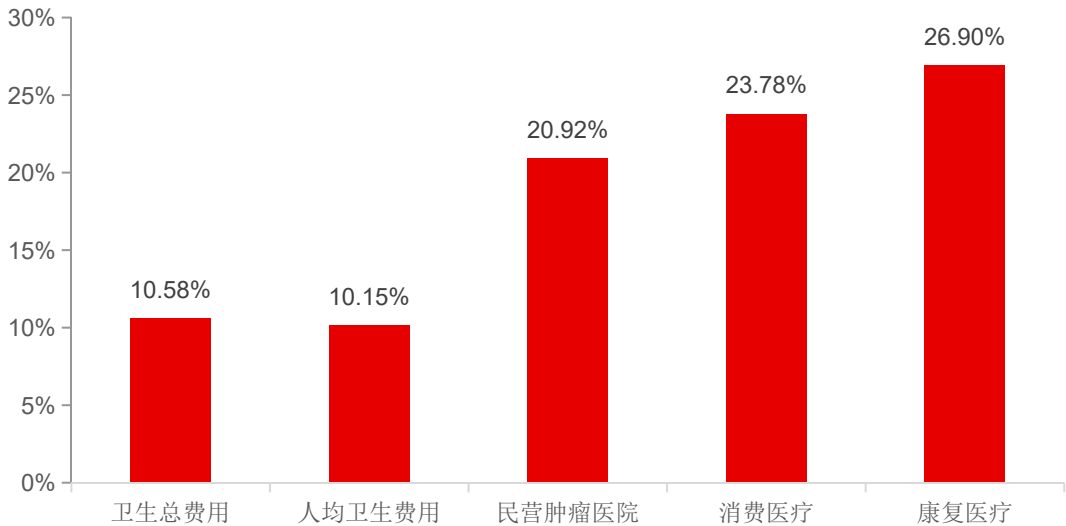


8.3 医院：民营肿瘤医院、康复医疗机构、消费医疗收入增速最快

◆**民营医院将持续受益于人口老龄化和医疗费用支出增加。**根据国家统计局发布的《2022年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2022年全国60岁及以上人口约2.8亿，占全国人口的19.8%，预计到2035年将增至4.2亿，占比将超过30%。同时，我国慢性病患者率已达23%，过去10年，平均每年新增慢性病例接近2倍。心脏病和恶性肿瘤病例增加近1倍。慢性病、恶性肿瘤正成为威胁国人健康的主要疾病。随着我国人口老龄化和慢性病发病趋势加速，我国综合医疗服务需求将持续保持增长。

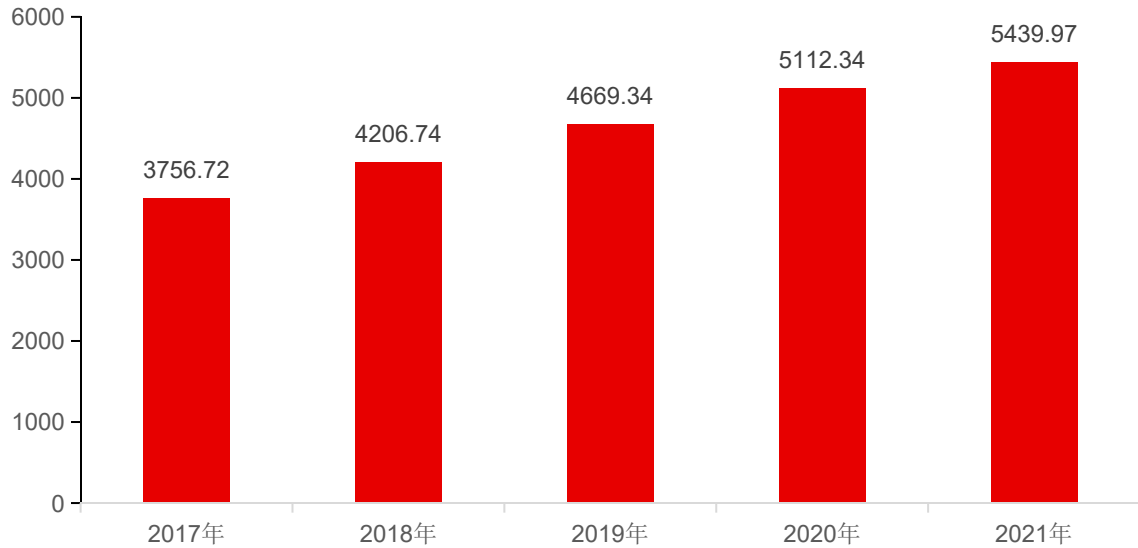
◆**民营肿瘤医院、康复医疗机构、消费医疗收入增速高于医疗费用支出平均增速。**根据国家统计局数据，2012年至2021年间，我国卫生总费用复合增长率达到10.58%，居民人均卫生费用支出的复合增长率达到10.15%。根据弗若斯特沙利文数据，2021年公立肿瘤医院收入达4199亿元，民营肿瘤医院收入达到499亿元，民营肿瘤医院2025年收入有望达1067亿元，民营肿瘤医院医疗服务收入年均复合增长率达到20.92%。根据弗若斯特沙利文报告，2022年中国消费型医疗服务的总市场规模约为人民币1.26万亿元，预计至2025年有望提升至2.39万亿元，未来3年CAGR达23.78%。根据毕马威研究报告，中国康复医疗市场服务总消费2011年为109亿元，2018年为583亿元，期间年复合增长率达到26.9%。民营肿瘤医院、康复医疗机构、消费医疗收入增速高于卫生费用平均增速。建议关注国际医学、盈康生命、爱尔眼科、三星医疗。

图38：细分赛道复合增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，毕马威，上海证券研究所

图39：人均医疗卫生支出（单位：元）



资料来源：国家统计局，上海证券研究所



8.4 诊断服务：常规业务增长迅速，现金流全面改善

◆**常规业务强劲复苏。**从个股来看，迪安诊断公告2023Q1常规诊断业务（剔除新冠业务）同比2022Q1增长26.21%；自研产品业务剔除新冠业务影响后同比2022Q1增长51.22%。金域医学公告2023Q1常规医学诊断服务收入19.91亿元，同比增长19.52%。预计随着院内常规诊疗的不断恢复，诊断服务公司常规业务将维持高速增长态势。

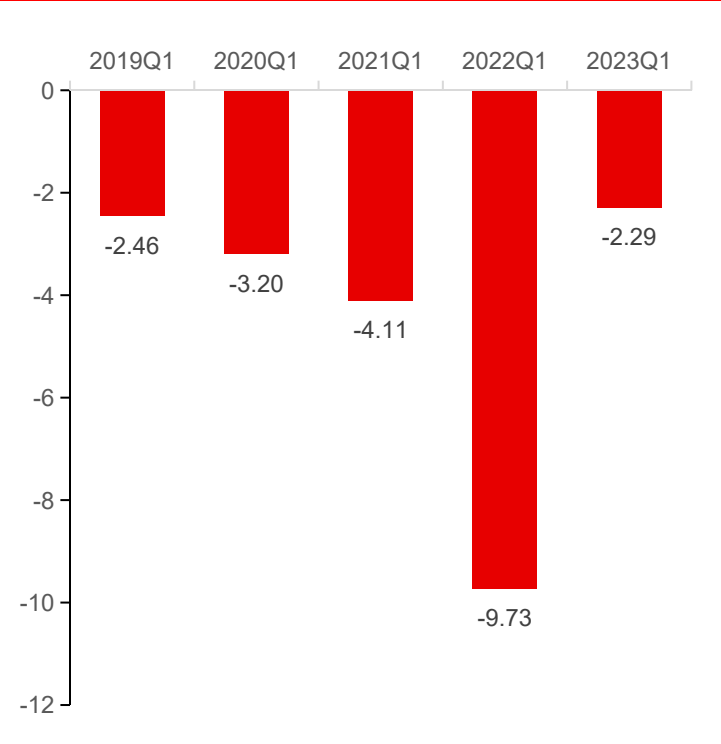
◆**现金流全面改善。**2023Q1迪安诊断经营性现金流量净额-2.29亿元，同比2022Q1（-9.73亿元）显著改善；2023Q1金域医学经营性现金流量净额2.2亿元，同比增长143.47%。主要诊断服务公司2023Q1应收票据及应收账款余额相比2022年底均减少，预计随着诊断服务公司持续加强应收账款管理力度和应收账款有序回收，经营性现金流将持续改善。

表12：诊断服务板块公司2022及2023Q1业绩

证券简称	贝瑞基因	迪安诊断	华大基因	兰卫医学	金域医学
2022营收（亿）	13.68	202.82	70.46	41.99	154.76
YoY	-3.81%	55.03%	4.14%	136.14%	29.58%
2022归母净利（亿）	-2.55	14.34	8.03	6.17	27.53
YoY	-129.91%	23.33%	-45.06%	202.85%	24.02%
2022应收票据及应收账款余额(亿)	10.63	100.64	22.12	22.49	70.25
2023Q1应收票据及应收账款余额(亿)	11.10	105.02	15.64	19.78	65.89
2022毛利率	42.72%	37.16%	52.36%	42.64%	43.13%
YOY	-2.02%	-1.10%	-5.74%	4.40%	-4.16%
2023Q1营收（亿）	2.80	32.32	9.54	4.13	21.18
YoY	-10.62%	-30.48%	-33.31%	-50.15%	-50.19%
2023Q1归母净利（亿）	-0.21	1.60	0.41	0.21	1.50
YoY	-73.86%	-78.74%	-87.49%	-87.92%	-82.40%
2023Q1毛利率	47.42%	33.53%	45.09%	29.08%	37.92%
YOY	1.16%	-10.42%	-13.41%	-18.88%	-8.39%
2022Q1经营性现金净流量/营业总收入	-16.09%	-20.93%	-47.15%	-18.38%	2.12%
2023Q1经营性现金净流量/营业总收入	-14.82%	-7.08%	2.43%	14.96%	10.38%

资料来源：各公司公告，wind，上海证券研究所

图40：迪安诊断经营性现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：wind，上海证券研究所



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

2023年二季度，维持医药生物行业“增持”评级。

◆ 重点关注方向包括：

- 1) 中医药主赛道（国家政策扶持十分明确，年内还可预期基药目录扩容）；
- 2) 医疗器械出口（影像设备、耗材、IVD等）；
- 3) CXO行业（尤其是估值大幅下降之后，以及股东减持等潜在的利空逐步释放掉之后）；
- 4) 消费反弹：医美、家用医疗器械、医疗服务；
- 5) 中国创新：创新药械、新型疫苗；
- 6) 国企改革(中特估、混改等)。

◆ 建议重点关注标的：

迈瑞医疗、华东医药、华润三九、珍宝岛、昭衍新药、凯莱英、博腾股份、荣昌生物、艾力斯、普洛药业、九洲药业、美年健康、益丰药房、一心堂、康德莱、三诺生物、迪安诊断、昌红科技。



二、重点关注标的估值表

表13：重点关注标的的数据

证券代码	证券简称	市值	收盘价（元）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		营业收入			PE（倍）		
		（亿元）	2023/5/5	2022A	2023 E	2024 E	2023 E	2024 E	2022A	2023 E	2024 E	2022A	2023 E	2024 E
300760.SZ	迈瑞医疗	3,811.43	315.00	96.07	116.24	140.31	21%	21%	303.66	366.48	441.25	39.67	32.79	27.17
000963.SZ	华东医药	725.80	42.10	24.99	30.31	36.74	21%	21%	377.15	422.68	469.61	29.04	23.95	19.76
000999.SZ	华润三九	651.91	64.85	24.49	28.55	33.22	17%	16%	180.79	209.21	239.00	26.62	22.84	19.62
603567.SH	珍宝岛	157.03	17.01	1.85	4.33	5.36	134%	24%	42.19	61.86	75.36	84.70	36.23	29.31
603127.SH	昭衍新药	246.63	49.91	10.74	11.48	13.97	7%	22%	22.68	30.30	39.80	22.96	21.49	17.66
002821.SZ	凯莱英	457.68	126.90	33.02	25.51	27.24	-23%	7%	102.55	102.08	113.69	13.86	17.94	16.80
300363.SZ	博腾股份	181.69	33.98	20.05	10.06	10.62	-50%	6%	70.35	47.17	53.17	9.06	18.07	17.11
688331.SH	荣昌生物	289.99	63.39	-9.99	-7.49	-4.77	-25%	-36%	7.72	13.35	20.50	-29.03	-38.70	-60.75
688578.SH	艾力斯	120.15	26.96	1.31	2.85	5.49	118%	93%	7.91	15.11	23.03	92.05	42.23	21.88
000739.SZ	普洛药业	239.36	21.03	9.89	12.29	15.22	24%	24%	105.45	121.76	141.48	24.20	19.47	15.73
603456.SH	九洲药业	280.39	31.85	9.21	12.44	16.28	35%	31%	54.45	71.95	91.65	30.45	22.55	17.22
002044.SZ	美年健康	266.17	6.87	-5.33	5.96	8.72	-212%	46%	85.33	106.02	121.80	-49.93	44.64	30.53
603939.SH	益丰药房	378.10	52.39	12.66	15.14	18.78	20%	24%	198.86	244.08	300.68	29.88	24.98	20.13
002727.SZ	一心堂	172.43	29.29	10.10	12.07	14.28	20%	18%	174.32	203.11	238.25	17.07	14.28	12.07
603987.SH	康德莱	61.95	14.21	3.12	3.97	4.77	27%	20%	31.19	35.42	40.62	19.88	15.59	13.00
300298.SZ	三诺生物	157.26	28.71	4.31	4.68	5.91	9%	26%	28.14	33.66	40.61	36.50	33.60	26.60
300244.SZ	迪安诊断	164.56	27.29	14.34	11.27	14.04	-21%	25%	202.82	143.45	166.33	11.47	14.60	11.72
300151.SZ	昌红科技	84.77	17.11	1.28	2.50	3.57	96%	43%	12.28	19.16	24.61	66.29	33.91	23.75

资料来源：WIND（一致盈利预测），上海证券研究所

注：截止2023年5月5日收盘数据



目录

Content

一、医药生物行业新增长动能逐步显现

- 1、创新药：国内创新药企业发展进入新阶段，未来可期
- 2、中药：支持政策持续出台，推动行业高质量发展
- 3、原料药：压制因素逐步消散，制剂集采放量、CDMO订单落地打开成长空间
- 4、化学制剂：机遇与挑战并存，创新、差异化发展型企业有望突围
- 5、CXO：4月国内一级市场融资出现拐点，未来发展空间仍巨大
- 6、科学仪器：全球市场规模巨大，国产自主刻不容缓
- 7、零售药房：处方外流逐步兑现，行业连锁化率+集中度提升，药房龙头持续受益
- 8、医疗服务：医院服务恢复超预期，诊断服务常规业务增长迅速

二、投资建议: 新增长动能逐步显现，看好板块持续反弹

三、风险提示

1. 行业政策变动风险

- 1) 医保、集采等控费政策超预期；
- 2) 政策支持不及预期，政策执行存在不确定性，如果支持不及预期，相关产品的普及和升级将会低于预期；
- 3) 其他政策发布或调整对行业带来的影响。

2. 药品/耗材降价风险

随着医保谈判、药械集采的逐步实施，存在执行范围、降价幅度超出预期的风险，压缩药械企业利润空间；

3. 研发失败风险

创新药械研发具有高风险的特点，一旦重点管线研发失败，可能对已投入大量资源的上市药企业绩和股价带来冲击。并对整个行业景气度带来影响，导致企业研发投入减少，进一步影响CXO 公司的业绩。

4. 医疗事故风险

医疗行业往往涉及一些具备风险的治疗、手术，用药的医疗服务项目，存在一定因诊疗疏忽导致的医疗事故的风险。

5. 市场竞争加剧风险

随着资本的涌入，以及我国医药企业的自身实力的增强，产品竞争日趋激烈，或将产生价格竞争，影响企业业绩。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

