

寻找“业绩+估值”双底，实现戴维斯双击 ——医药生物行业2023下半年投资策略

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张佳博
021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

证券分析师：陈益凌
021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：周章庆
021-60375489
zhouzhangqing@guosen.com.cn
S0980523040002

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：马千里
010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

证券分析师：张超
0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
S0980522080001

报告摘要：寻找“业绩+估值”双底，实现戴维斯双击

- **2023年初至今回顾：医药各子行业表现持续分化。**2023年初至今，医药生物板块整体呈现震荡走势，年初受疫情政策调整影响，疫后复苏预期增强，医药各板块估值出现明显修复，3月随大盘调整，4月以来呈震荡走势，各细分行业表现持续分化。分子行业看，中药上半年表现较好，医疗服务、生物制品受新冠业务高基数影响表现较差。医药行业宏观数据显示，生产端同比仍有所下降，需求端与支付端呈现恢复性增长。目前医药板块整体估值水平仍处于历史5年来低位，公募基金重仓持仓和2022Q4持平。
- **行业政策梳理：集采提质扩面，关注下一步集采方向。**药品方面，自2018年起国家已组织八批药品集采，涉及333个品种，平均降价超50%，下半年有望开展新批次药品集采，全国中成药集采有望陆续落地。医疗器械方面，自2019年起，国家已组织冠脉支架、人工关节、脊柱等第三批医用耗材集采，下半年有望迎来第四批高值耗材国采，主要针对眼科的人工晶体和骨科的运动医学类耗材。医疗服务方面，DRG/DIP支付方式改革不断推进。
- **核心选股思路：**以企业竞争力为基石，（1）优选竞争格局优秀，能够实现二次增长，收入及利润能够突破前期高点，实现更高质量成长的龙头公司；（2）未来能够在竞争激烈的国内市场突围，成功拓展海外市场的创新药、医疗器械、生命科学上游等板块的优质公司。
- **23年H2医药行业投资策略：**短期1年维度来看，寻找短期业绩即将触底回升（利润率连续多个季度下降或者已经出现上升趋势），短期估值在历史底部（以合理利润率估算估值在较低历史分位），未来6-12个月有望迎来景气度向上周期的细分板块中的龙头公司。从3-5年的维度，关注创新药、创新器械行业优质企业的长期投资机会。随着《谈判药品续约规则》等政策的落地，医药行业政策底基本出现，疫情对行业的影响在今年二季度以后也逐步出清（预计2023年第二季度医院诊疗量已经恢复至2019年同期水平甚至实现双位数增长，由此带动院内诊断及治疗需求相关的处方药、耗材、诊断试剂、医疗服务实现快速反弹式增长），医药部分细分行业正式进入基本面的右侧，建议持续加仓创新药、创新器械、以及部分超跌医疗服务龙头企业，做多这些企业由于创新兑现、组织变革等带来的竞争力不断增强和成长空间不断打开。
- **2023年H2投资组合：**A股：迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、联影医疗、爱尔眼科、新产业、华大智造、美好医疗、澳华内镜、威高骨科、荣昌生物、康泰生物、金域医学、药康生物、百普赛斯、福瑞股份；H股：康诺亚-B、康方生物、爱康医疗、威高股份、石四药集团、环球医疗。
- **风险提示：**创新产品研发失败或进度慢于预期的风险；商业化风险；药品、器械、服务领域监管政策调整风险；地缘政治风险。

表：国信医药2023H2投资策略组合

	代码	公司简称	总市值 亿元/港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
A股组合	300760	迈瑞医疗	3,635	96.1	116.4	140.1	168.3	37.8	31.2	25.9	21.6	30.0%	1.5	买入
	600276	恒瑞医药	3,056	39.1	47.5	57.5	69.8	78.2	64.3	53.1	43.8	10.3%	3.0	买入
	603259	药明康德	1,831	88.1	101.3	121.3	158.0	20.8	18.1	15.1	11.6	18.9%	0.8	买入
	688271	联影医疗	1,137	16.6	21.0	26.4	31.6	68.7	54.2	43.1	36.0	9.5%	2.3	增持
	300015	爱尔眼科	1,730	25.2	34.6	45.4	57.8	68.6	50.1	38.1	29.9	15.1%	1.6	买入
	300832	新产业	464	13.3	16.6	21.6	27.8	34.9	27.9	21.4	16.7	20.8%	1.0	买入
	688212	澳华内镜	91	0.2	0.8	1.4	2.0	418.9	112.3	65.0	45.3	1.7%	1.0	买入
	688161	威高骨科	173	5.4	6.0	7.6	9.4	31.8	29.0	22.9	18.4	11.2%	1.5	增持
	688331	荣昌生物	258	(10.0)	(7.4)	(4.2)	1.5				172.9			增持
	603882	金域医学	353	27.5	12.4	16.3	20.6	12.8	28.4	21.6	17.2	31.9%	-3.1	买入
	688046	药康生物	79	1.6	2.3	2.9	3.7	48.3	35.3	27.4	21.7	8.3%	1.2	增持
	300601	康泰生物	284	(1.3)	11.3	15.6	19.9		25.1	18.1	14.3		0.8	买入
	688114	华大智造	360	20.3	2.7	3.2	3.9	17.8	135.3	111.7	92.5	21.5%	6.5	增持
	301363	美好医疗	179	4.0	5.2	6.8	9.0	44.5	34.3	26.2	19.9	13.3%	1.1	买入
	301080	百普赛斯	75	2.0	2.4	2.9	3.5	37.0	31.7	26.2	21.4	7.9%	1.6	增持
港股组合	300049	福瑞股份	61	1.0	1.8	2.5	3.5	61.8	34.4	24.2	17.3	6.3%	0.6	买入
	2162. HK	康诺亚-B	114	(3.1)	(3.5)	(6.9)	(4.8)							买入
	9926. HK	康方生物	297	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		13.9		42.9			买入
	1789. HK	爱康医疗	76	2.0	2.7	3.6	4.7	34.3	26.3	19.7	15.0	9.1%	0.8	买入
	2005. HK	石四药集团	149	10.0	12.9	16.1	18.9	13.7	10.6	8.5	7.3	18.1%	0.5	买入
	1066. HK	威高股份	468	27.2	31.5	36.6	43.0	15.7	13.6	11.7	10.0	12.6%	0.8	买入
	2666. HK	环球医疗	81	18.9	20.6	22.7	25.5	4.0	3.6	3.3	2.9	13.5%	0.3	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股市值单位为港元，以2023/6/30股价计算；恒瑞医药、金域医学盈利预测为Wind一致预期

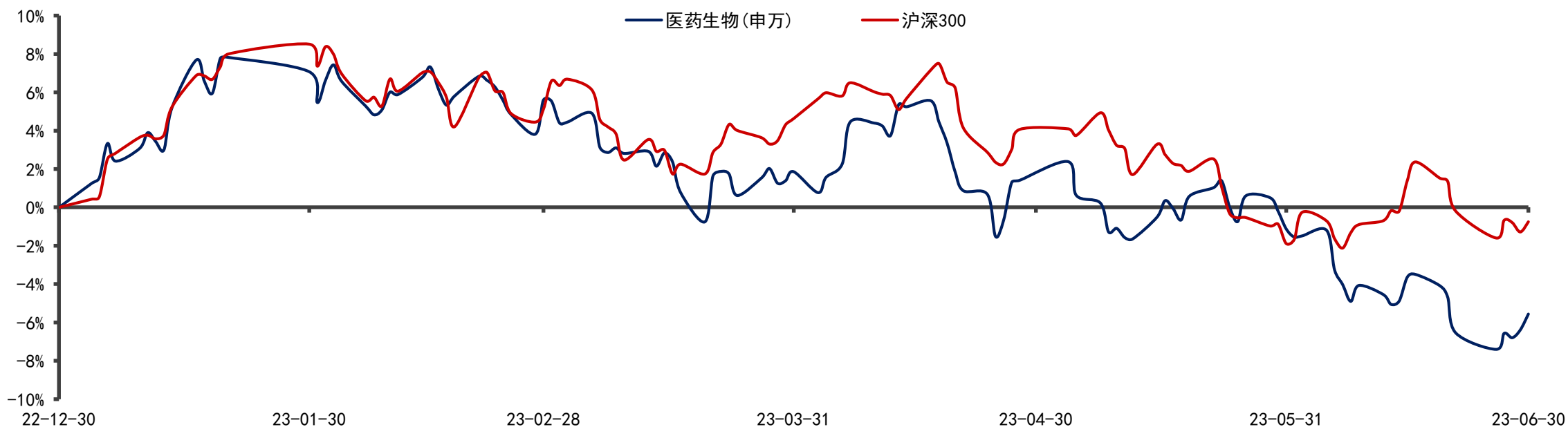
- [01] 2023H1 回顾：医药各子行业表现持续分化
- [02] 行业政策梳理：集采提质扩面，对业绩影响逐渐出清
- [03] 细分板块投资机会挖掘：关注细分行业景气度趋势
- [04] 投资建议：成长为王，关注长期核心竞争力提升

1.1 医药生物板块：2023上半年A股市场走势

■ 2023上半年，A股医药生物板块整体呈现震荡走势。

- 1-2月：年初受疫情政策调整影响，疫后复苏预期增强，医药各板块估值出现明显修复；
- 3月：随大盘调整，其中医疗服务、原料药、生物制品等子行业调整幅度较大；
- 4-5月：呈震荡走势，各细分领域表现分化，中药领涨；医疗服务、原料药、生物制品继续回调；
- 6月：医药生物板块补跌，跑输大盘。

图：医药生物板块2023H1整体走势



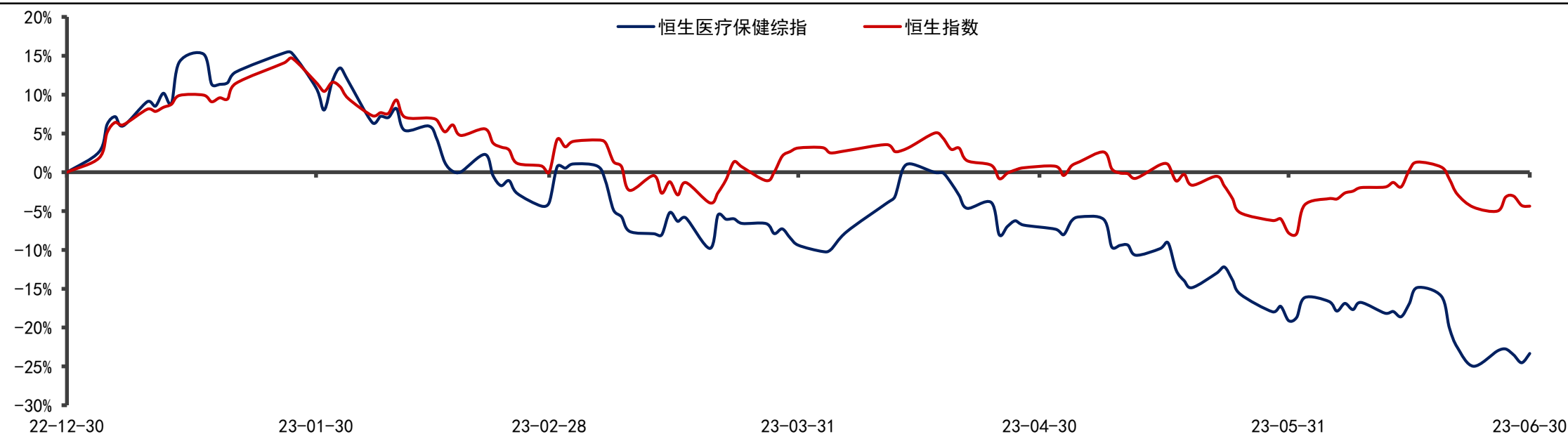
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

1.1 医药生物板块：2023上半年港股市场走势

■ 2023上半年，港股医药生物板块整体呈现震荡下行走势。

- 1月：年初受疫情政策调整影响，市场情绪改善，港股大盘与医疗保健板块均出现明显修复；
- 2月：受美联储持续加息影响，港股大盘与医疗保健板块均有所回调；
- 3-6月：恒生指数止跌，呈震荡走势，医疗保健板块持续分化下跌。

图：医药生物板块2023H1整体走势



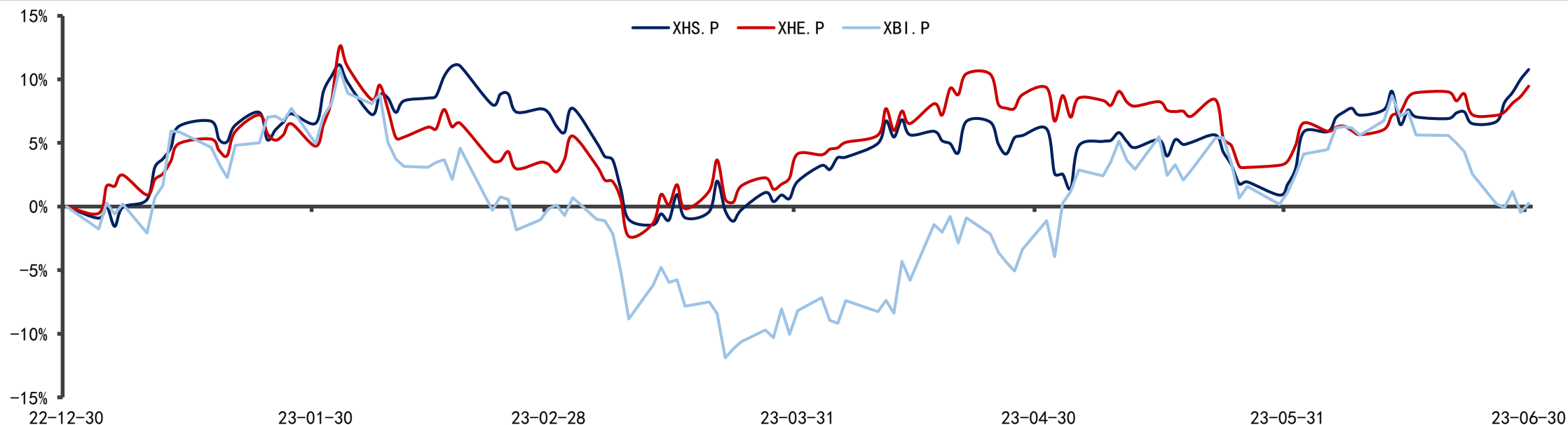
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

1.1 医药生物板块：2023上半年美股市场走势

■ 2023上半年，美股医药生物板块整体呈现震荡上升，节奏受美联储加息影响。

- 1月：经历2022年大幅下跌后有所回升；
- 2-3月：受美联储持续加息影响而下调，XBI（生物科技）受影响程度更深；
- 4-6月：3月下旬起估值明显修复；6月中下旬以来，XBI回撤较大。

图：美股医药生物板块2023年初至今整体走势

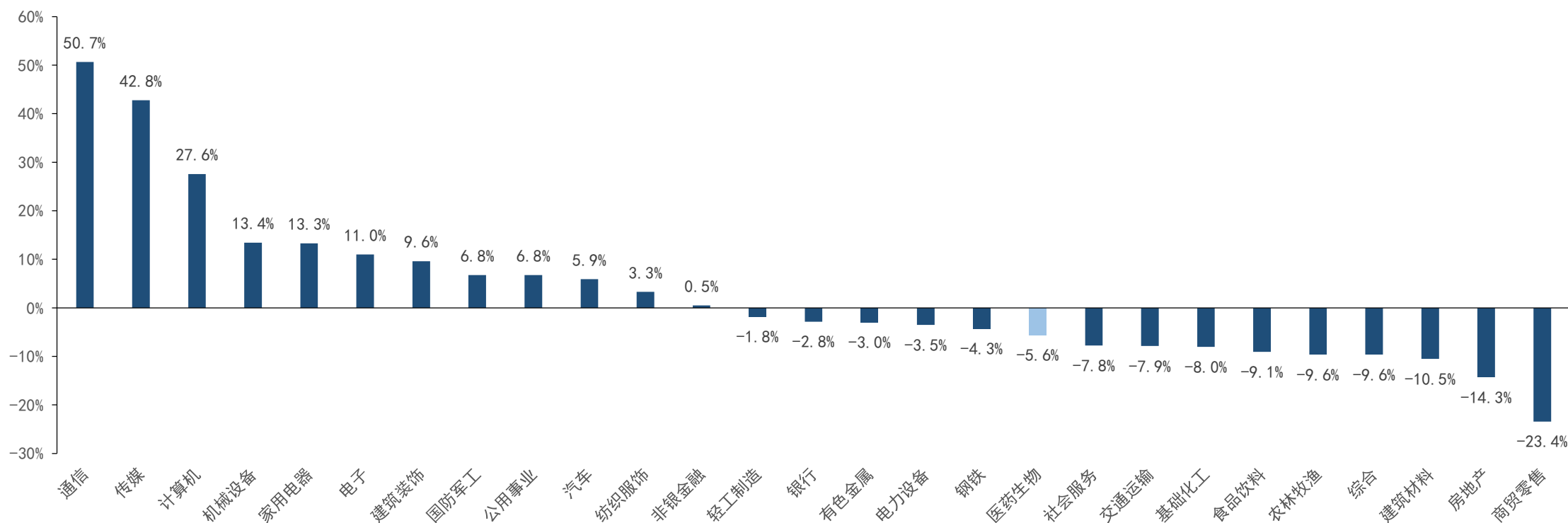


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30；XHS.P为标普医疗保健服务ETF，XHE.P为标普健康医疗设备ETF，XBI.P为标普生物科技ETF

1.1 医药生物板块：一季度与二季度均跑输市场

- 医药行业2023上半年整体下跌5.6%，跑输沪深300指数4.8%，在所有一级行业中排名中等偏下。
- 医药生物板块第一季度上涨1.9%，跑输沪深300指数2.8%；第二季度下跌7.3%，跑输沪深300指数2.1%。

图：申万一级行业2023H1涨跌幅

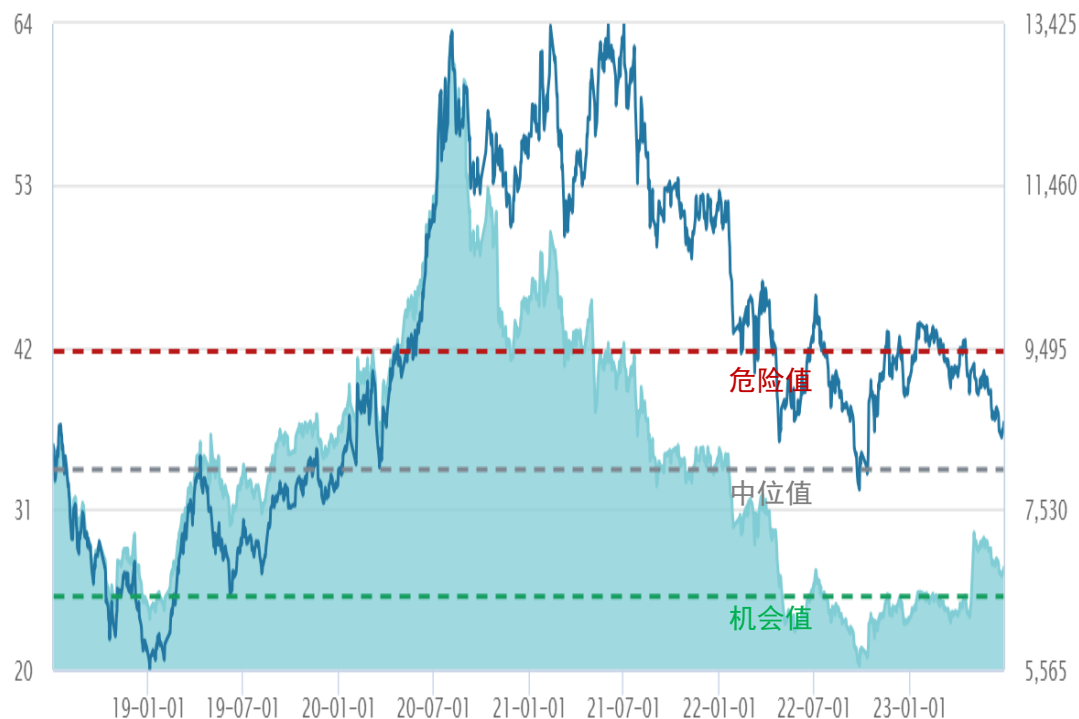


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

1.1 医药生物板块：估值仍处于历史低位

- 医药生物（申万）的整体估值水平仍处于低位，当前PE（TTM）为26.92X，处于近5年历史分位点25.7%。
- 尽管2022Q4以来医药板块触底反弹，但相对沪深300以及万得全A的溢价率水平仍处于历史5年低位。

图：医药生物（申万）行业近5年PE（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

图：医药生物（申万）行业近5年估值溢价率

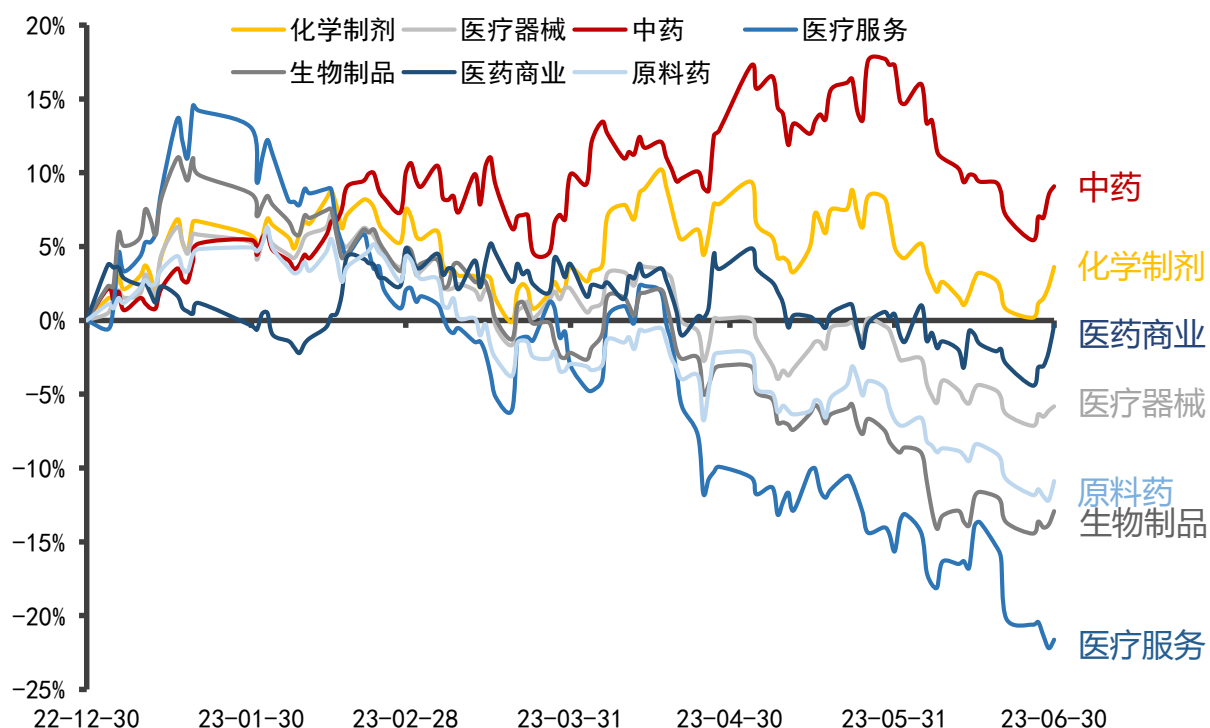


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

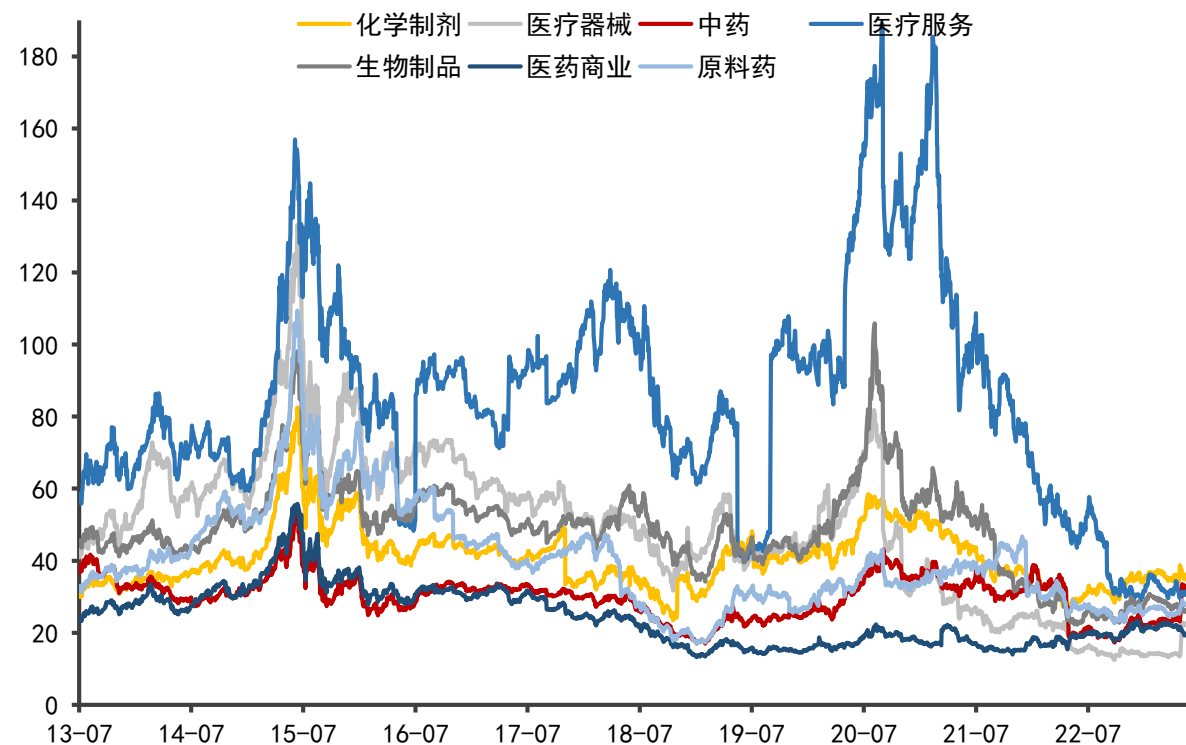
1.1 医药生物板块：2023H1各子行业表现分化

- 2023上半年，医药细分子行业表现与景气度、政策、估值等因素相关。
- 中药领涨，受利好政策刺激及一季度业绩表现较好影响，估值处于较高水平；
 - 化学制剂受疫后诊疗复苏影响，院内销售恢复，估值获得修复；
 - 医疗服务（CXO）、原料药、生物制品受新冠业务高基数影响，走势相对最弱。

图：医药生物各子行业2023H1走势



图：医药生物各子行业近10年PE（TTM）

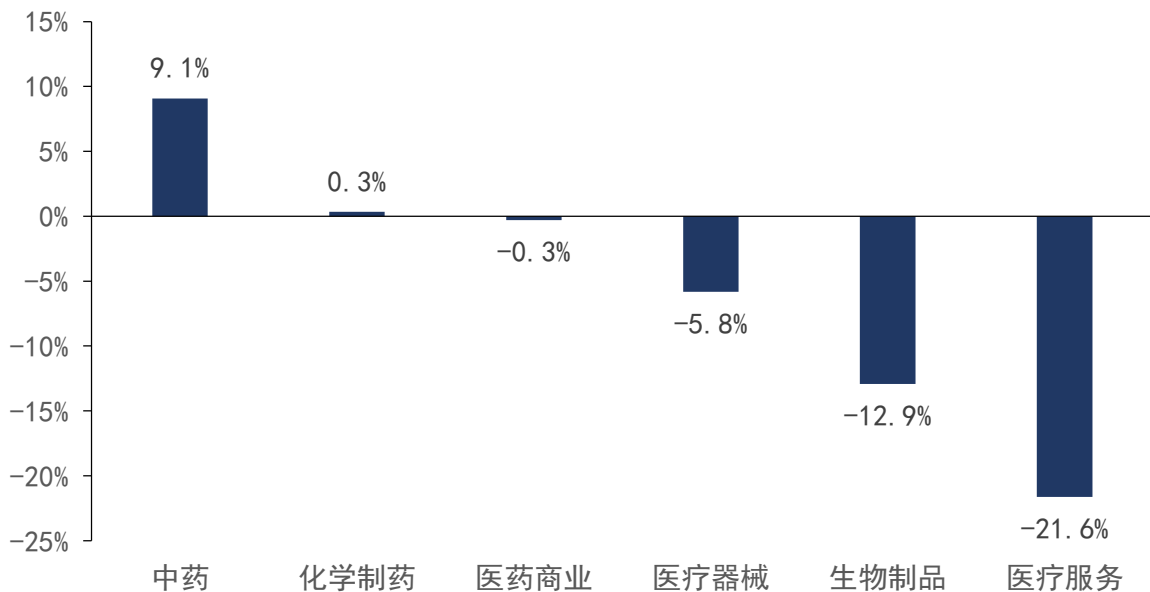


1.1 医药生物板块：部分子板块估值处于历史低位

■ 医药生物部分子板块2023H1经历了大幅调整，估值水平均回落到历史低位：

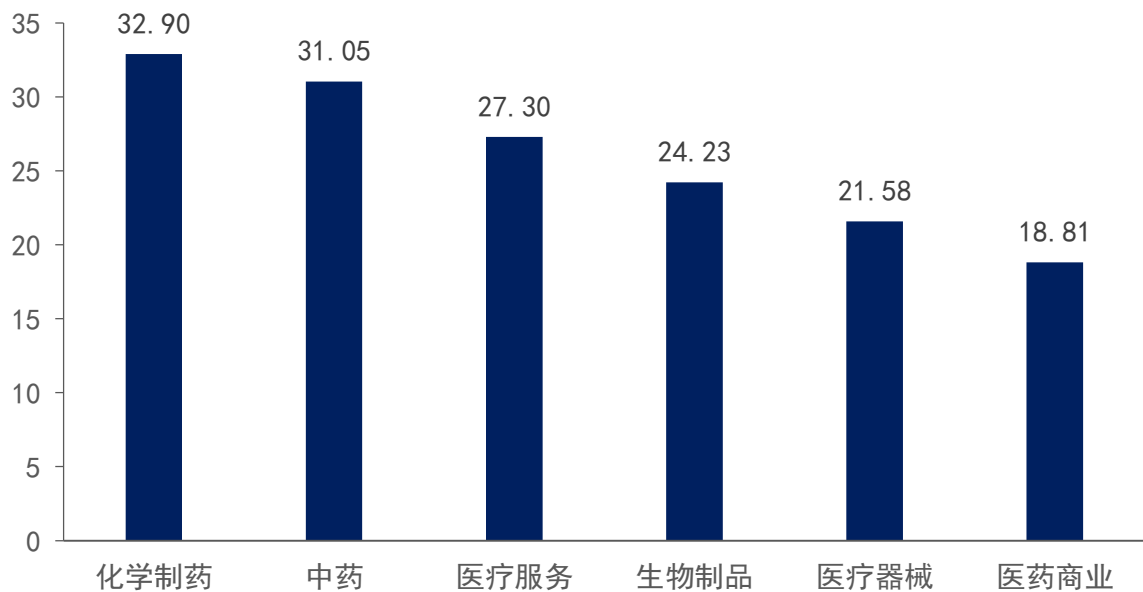
- 中药：涨幅9.1%，涨幅排名第一，PE（TTM）为31.05X，估值相对较高；
- 化药：涨幅0.3%，PE（TTM）为32.90X，估值在细分子板块中最高；
- 医药商业：跌幅0.3%，PE（TTM）为18.81X，估值在细分子板块中最低；
- 医疗器械：跌幅5.8%，PE（TTM）为21.58X，估值在历史低位；
- 生物制品：跌幅12.9%，PE（TTM）为24.23X，估值回落明显；
- 医疗服务：跌幅21.6%，PE（TTM）为27.30X，估值回落明显。

图：2023年初至今医药生物（申万）各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

图：医药生物（申万）各子板块PE（TTM）



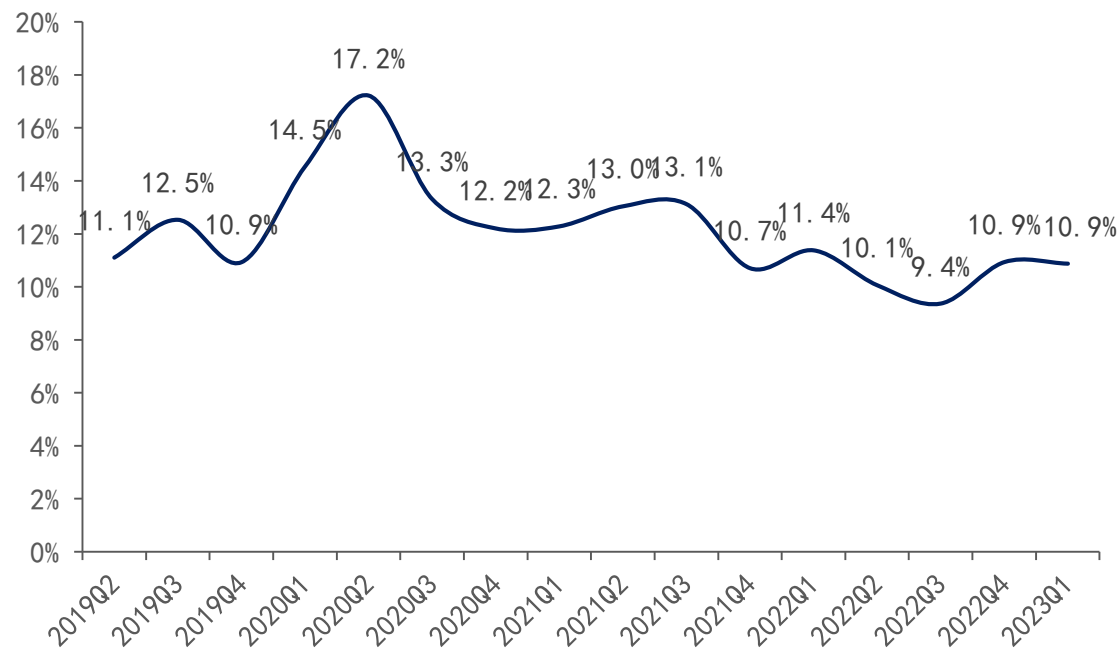
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2023-06-30

1.2 基金持仓情况

■ 2023Q1公募基金持仓情况：

- 公募基金一季报统计医药生物板块的重仓持股市值占比为10.9%，与2022Q4持平，相较2022Q3回升。
- 从重仓前十大公司来看（按持股总市值排序），分别为药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科、恒瑞医药、泰格医药、智飞生物、同仁堂、长春高新、金域医学、华东医药，其中CXO行业占比下降至3成，恒瑞医药和华东医药持仓股数大幅增长。

图：公募基金重仓持股市值医药生物占比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金重仓TOP10医药股（截止2023Q1）

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(亿股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)
603259.SH	药明康德	394	85	4.86	-792	18.99%	386.40
300760.SZ	迈瑞医疗	486	91	1.23	-478	10.17%	384.41
300015.SZ	爱尔眼科	281	70	9.52	-2,388	16.41%	295.66
600276.SH	恒瑞医药	380	89	4.94	11,358	7.75%	211.67
300347.SZ	泰格医药	133	44	1.45	-2,294	25.45%	138.79
300122.SZ	智飞生物	204	58	1.38	-859	14.89%	112.90
600085.SH	同仁堂	100	36	1.58	1,168	11.50%	86.97
000661.SZ	长春高新	159	48	0.49	874	12.07%	79.24
603882.SH	金域医学	78	31	0.81	1,902	17.42%	71.18
000963.SZ	华东医药	113	47	1.46	4,689	8.36%	67.75

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 2023H1医药宏观数据：医药需求端与支付端恢复性增长

- **生产端：**2023年1-5月规模以上工业增加值同比增长3.6%，其中医药制造业工业增加值累计同比下降5.4%，2023年1-5月累计营业收入10324.2亿元（-3.8%），累计利润总额1415.5亿元（-21.9%）。
- **需求端：**2023年1-5月的社零总额18.76万亿元（+9.3%），其中5月社会消费品零售总额3.78万亿元（+12.7%）。1-5月限额以上中西药品类零售总额2722亿元（+12.0%）。
- **支付端：**2023年1-5月职工医保支出、居民医保支出分别同比增长23.0%与23.8%。

表：医药生产端和需求端宏观数据					
类别	期间	指标	单位	累计金额	累计同比（%）
医药制造业	1-5月	工业增加值	亿元	-	-5.4%
	1-5月	营业收入	亿元	10,324	-3.8%
		利润总额	亿元	1,416	-21.9%
社会零售总额	1-5月	总计	亿元	187,636	9.3%
		限额以上中西药品类	亿元	2,722	12.0%
消费与收入	1-3月 （季度数据）	人均可支配收入	元	10,870	5.1%
		人均消费支出	元	6,738	5.4%
		人均医疗保健支出	元	605	14.6%
医保基金	1-5月	职工医保支出	亿元	6,521	23.0%
		居民医保支出	亿元	3,791	23.8%
资料来源：国家统计局、国家医保局，国信证券经济研究所整理					

1.4 2023Q1生物医药回顾：营收、利润表观增速放缓，细分行业表现分化

表：12个医药细分子行业2022-2023Q1主要财务指标

细分行业	2022年营业收入 (亿元)	增速	2022年扣非归母 净利润 (亿元)	增速	2023Q1营业收入 (亿元)	增速	2023年Q1扣非归母 净利润 (亿元)	增速
创新药	1,260.0	2.3%	-292.9	NA	86.7	9.1%	0.5	NA
传统制药	3,120.3	5.5%	315.4	1.5%	705.6	4.6%	78.1	3.8%
中药	3,388.1	4.6%	241.3	3.2%	991.2	15.0%	125.6	30.4%
疫苗	657.5	19.3%	135.2	-25.3%	168.7	13.3%	37.1	-4.8%
血制品	211.8	15.3%	45.8	12.5%	55.1	27.5%	14.6	27.6%
原料药	1,884.0	7.0%	137.5	38.3%	481.6	4.1%	37.1	-16.2%
CXO	1,009.1	54.5%	197.2	85.8%	245.2	13.7%	44.5	11.9%
生命科学上游	350.4	23.4%	49.6	-7.8%	76.5	-7.5%	7.0	-52.0%
医疗器械	3,084.8	21.8%	747.1	18.8%	565.6	-43.0%	95.7	-73.1%
医疗服务	946.6	20.2%	78.3	26.4%	201.7	-10.2%	12.9	-41.5%
医药流通	8,123.0	6.3%	118.2	-2.5%	2,261.3	14.6%	39.6	16.7%
连锁药店	1,000.0	30.4%	48.4	37.5%	266.3	26.4%	15.1	30.6%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 2023H1回顾：医药各子行业表现持续分化
- [02] 行业政策梳理：集采提质扩面，对业绩影响逐渐出清
- [03] 细分板块投资机会挖掘：关注细分行业景气度趋势
- [04] 投资建议：成长为王，关注长期核心竞争力提升

2.1 政策推进时间表：集采提质扩面



- **药品**：自2018年起，国家已组织八批药品集采，涉及333个品种，平均降价超50%。2023年5月19日，全国中成药集采正式启动。
- **医疗器械**：自2019年起，国家已组织冠脉支架、人工关节、脊柱等三批医用耗材集采。
- **医疗服务**：DRG/DIP 支付方式改革不断推进。

表：药品、医疗器械、医疗服务领域重要政策推进时间表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
药品	√ 第一批“4+7”药品国采名单公布，涉及25个品种	√ 第一批药品国采扩围，涉及品种25个 √ 医保目录动态调整，创新药加速纳入医保目录放量	√ 第二批、第三批药品集采落地，分别涉及32、55个品种	√ 第四、第五批药品国采落地，分别涉及45、61个品种 √ 第六批药品国采（胰岛素专项）集采落地，涉及16个品种	√ 第七批药品国采落地，涉及60个品种 √ 各省级联盟集采加速开展，生长激素、血制品、中成药集采试点落地	√ 第八批药品国采结果出炉，涉及39个品种 √ 全国中成药集采结果出炉
医疗器械		√ 国务院发布《治理高值医用耗材改革方案》，高值耗材集采启动 √ 江苏、安徽分别试点冠脉支架、关节集采	√ 冠脉支架国家带量采购落地	√ 关节国采落地 √ 安徽省化学发光集采、乙类大型医疗设备集采落地 √ 宁波种植牙集采	√ 脊柱国采结果出炉 √ 集采进入深水区，各省级联盟集采覆盖高值耗材、低值耗材、IVD生化检测等	√ 京津冀“3+N”联盟关节骨水泥集采结果出炉（覆盖全国31省） √ 脊柱国采陆续落地 √ 北京首批DRG付费联动带量采购征求意见，针对运动医学、神经介入、电生理三大类耗材 √ 江西联盟肝功生化类检测试剂结果出炉
医疗服务				√ 医保局、卫健委、发改委等八部委联合发布《深化医疗服务价格改革试点方案》 √ 医保局发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》	√ 多地DRGs/DIP试点工作正式启动 √ 北京医保局出台新药、新技术豁免DRGs政策	√ 卫健委、中医药管理局发布《全面提升医疗质量行动计划（2023-2025年）》 √ 国务院发布《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》

资料来源：各政府网站，国信证券经济研究所整理

2.2 2023H1重要政策梳理

表：2023上半年生物医药领域重要政策

时间	发文部门	政策文件	内容、意义
2023-01-18	医保局	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年）》	收载2967种药品（西药1586种，中成药1381种），以及中药饮片892种。本次调整创新实施竞价准入规则，为非独家药品降价进入目录提供了渠道
2023-01-19	NMPA	《药物非临床研究质量管理规范认证管理办法》	2007年以来首次修订，进一步规范GLP认证，自2023年7月1日起实施
2023-01-19	卫健委	《进一步加强儿童临床用药管理工作的通知》	进一步做好儿童临床用药管理工作，提高儿科医疗质量，保障儿童用药安全
2023-01-20	卫健委等10部委	《加速消除宫颈癌行动计划（2022-2030年）》	建立多部门联动的宫颈癌综合防控工作机制，加快推进我国宫颈癌消除进程，保护和促进广大妇女健康
2023-02-10	NMPA	《中药注册管理专门规定》	对中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行了明确
2023-02-15	医保局	《进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务，明确门诊统筹基金支付范围，有利于提升参保人员就医购药的便利性、可及性，规范处方外流
2023-02-23	医保局	《医保体外诊断试剂编码规则和方法的通知》	IVD试剂全国统一的编码规则公布，提醒企业完成相关产品信息维护工作，有利于规范IVD试剂招标、采购、支付等环节
2023-02-28	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	统筹部署了8项重点工程，安排了26个建设项目，进一步加大“十四五”期间对中医药发展的支持力度，着力推动中医药振兴发展
2023-03-21	卫健委	《大型医用设备配置许可管理目录（2023年）》	与2018年版目录相比，管理品目由10个调整为6个，其中，甲类由4个调减为2个，乙类由6个调减为4个
2023-03-23	国务院	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	对进一步完善医疗卫生服务体系提出了一系列要求和举措，着力促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，促进卫生健康事业高质量发展
2023-04-21	卫健委	《进一步推进加速康复外科有关工作的通知》	总结前期试点经验和有关医疗机构典型做法，对进一步推进加速康复外科有关工作提出要求
2023-04-25	NMPA	《改革完善放射性药品审评审批管理体系的意见》	以临床价值为导向，鼓励放射性药品研发申报。充分考虑和结合放射性药品特点，在科学性基础上，改革完善审评审批工作。
2023-05-24	NMPA	《2023年医疗器械行业标准制修订计划项目的通知》	共有117款医疗器械产品涉及行业标准制修订，102款产品为推荐性标准，15款产品为强制性标准。有利于标准化管理医疗器械产品的安全性，引导行业规范发展
2023-05-29	卫健委、中管局	《全面提升医疗质量行动计划（2023-2025年）》	提出了28项具体措施和5个专项行动，全面提升医疗质量安全水平，建设优质高效的医疗卫生服务体系
2023-05-31	NMPA	《已上市药品说明书增加儿童用药信息工作程序（试行）》	完善已上市药品说明书儿童用药信息，提升儿童安全用药水平
2023-06-29	卫健委	《“十四五”大型医用设备配置规划通知》	对2023-2025年大型设备的安装起到重要指导作用，有助于推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。

资料来源：各政府网站，国信证券经济研究所整理

2.3 2023H2重要政策预测

- 新一批药品国采有望启动，器械方面关注眼科、骨科、神经外科、IVD试剂集采。医保局在5月18日国新办“权威部门话开局”新闻发布会答记者问中表示，国家层面，2023年还将开展第四批高值医用耗材集采，主要针对眼科的人工晶体和骨科的运动医学类耗材，还将适时开展新批次药品集采；地方层面，将重点对国家集采以外的化学药、中成药、干扰素以及神经外科耗材、体外诊断试剂等开展省际联盟采购。此外，结合现有项目和政策，我们预计23下半年北京首批DRG付费联动带量采购、河南骨科耗材全国价格联动试点、中医药全国集采、关节骨水泥全国集采、江西22省肝功生化类检测试剂集采等项目有望逐步落地。

表：2023下半年生物医药领域重要政策和项目预测

领域	政策/项目	预测23下半年进展	推测依据
药品	第九批药品国采	开展	医保局在5月18日国新办“权威部门话开局”新闻发布会答记者问
药品	中成药全国集采	落地	5月19日已正式启动，6月19日已公示拟中选结果
药品	基药目录调整	正式启动	5月10日全国卫生健康药政工作电视电话会议表示基药是2023年重点工作任务之一
药品	干扰素省级联盟集采	开展	医保局在5月18日国新办“权威部门话开局”新闻发布会答记者问
器械	第四批高值医用耗材国家集采（人工晶体和运动医学类耗材）	开展	医保局在5月18日国新办“权威部门话开局”新闻发布会答记者问
器械	神经外科耗材、体外诊断试剂省际联盟集采	开展	医保局在5月18日国新办“权威部门话开局”新闻发布会答记者问
器械	京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类耗材全国集采	落地	6月12日已公布中选结果
器械	江西22省肝功生化类检测试剂集采	落地	6月2日已公布中选结果
器械	辽宁11省补片类集采	结果公布及落地	5月26日已启动
器械	河北省牵头三明联盟19种医用耗材集采	落地	6月2日已公示拟中选结果
器械	北京首批DRG付费联动带量采购	落地	5月10日已征求意见，6月29日开展采购产品申报
器械	河南7月启动医疗耗材全国价格联动试点，骨科耗材为首批	落地	6月6日河南医保局发布《关于开展医用耗材价格联动试点的通知》
器械	江苏第三、四轮耗材接续采购	落地	6月27日已公布中选结果
器械	广东6省联盟冠脉球囊类耗材接续采购	落地	5月18日已公示拟中选结果
器械	内蒙古联盟止血材料、预充式导管冲洗器、压力泵集采	开展	4月27日官宣，6月6日开展止血材料医用耗材采购数据填报工作
器械	广东5省联盟静脉留置针等9类耗材集采	落地	6月7日已开展报名工作，7月13日公布中选结果
器械	广东弹簧圈类医用耗材集采	开展	5月31日已开展信息集中维护工作
器械	湖南吻合器、冠脉扩张球囊类耗材接续采购	开展	5月22日已征求意见
器械	安徽心脏起搏器类耗材集采	落地	5月22日已征求意见，6月30日公示拟中选结果
器械	安徽一次性射频、等离子刀头医用耗材集采	开展	6月12日已征求意见

资料来源：各政府网站，国信证券经济研究所整理

- [01] 2023H1回顾：医药各子行业表现持续分化
- [02] 行业政策梳理：集采提质扩面，对业绩影响逐渐出清
- [03] 细分板块投资机会挖掘：关注细分行业景气度趋势
- [04] 投资建议：成长为王，关注长期核心竞争力提升

3.1 创新药板块：国内市场格局有望改善，高质量创新海外突破在即

- **2023上半年行情回顾及下半年展望。**制药板块自2020年中以来经历了长时间的回调，上半年板块在疫情影响基本出清，医保谈判降价结果温和，以及AACR/ASCO等学术会议的数据读出等事件的催化下，相对大盘有较好的表现。然而，A/H两地的创新药板块在一季度同步反弹之后，二季度行情出现分化：A股创新药公司对于研发进展等预期有较好的反应，H股创新药公司则更多受到流动性等宏观因素影响而出现较大幅度的调整。今年是重磅产品国内商业化放量，以及验证出海潜力的关键时间点，建议持续关注临床进度、数据读出、上市申请等事件，以及潜在的对外授权事项。
- **商业化：支付端降价压力缓和，“内卷”格局有望改善。**市场对于创新药国内商业化的担忧主要来自于医保谈判降价幅度大，以及同质化竞争激烈的格局；我们认为，医保谈判政策已经连续两年表现温和，而监管端的政策导向会在未来改善“内卷”的格局。随着医保谈判的常态化，创新药上市到进入医保的时间显著缩短，并且大部分产品谈判成功后均可以价换量，快速实现商业化放量。22年中发布的简易续约规则显示谈判趋于透明、温和，这一趋势在23年初的谈判结果中得到确认。另一方面，药监局在加快具备临床价值的创新药上市流程的同时，提高了同质化、跟随式创新药的上市门槛；真正具备创新性的产品未来的竞争格局将得到改善，产品的远期价值得以提升。
- **国际化：寻找差异化、高质量创新，“借船出海”最大化产品价值。**FDA同样收紧了准入的要求，较为成熟的靶点和治疗领域需要通过头对头设计的全球多中心临床（MRCT）来验证疗效。国产创新药的出海的主力也将转变为差异化、高质量的创新；而同质化、跟随式的创新将走向亚非拉地区。在短暂受挫后，创新药out-licensing合作在22年重启，23年上半年也达成了多项总包10亿美元以上的合作协议，同靶点开发进度靠前、或者具备差异化设计的产品受到MNC的青睐。同时，更多的早期管线达成了授权协议，更有效地将Biotech的早期研发能力与合作伙伴的海外临床能力相结合，最大化产品价值。
- **国产创新药已具备全球第一梯队的能力，关注产品研发进展以及潜在的授权合作。**随着多年的积累以及对于靶点的跟随时间点不断前移，在TROP2、HER3等热门靶点的ADC药物研发中，国产创新药研发进度已经能进入全球前三的位置；在中国特色高发瘤种相关的靶点领域（例如CLDN18.2-ADC）中，甚至研发顺位前七都是国产药物。在双抗、ADC等领域，国产创新药现出了更大的差异化和BIC的潜质，康方生物的依沃西单抗、百利天恒的BL-B01D1、科伦博泰的SKB264以及恒瑞医药的ADC产品矩阵，均获得了优秀的临床数据。
- **投资建议：积极关注差异化、高质量的创新。**政策端、监管端对于能为患者带来临床获益的高质量创新药指向性明确，国内支付端压力缓和，国际化预期升温；建议关注具备差异化创新能力的优质公司：恒瑞医药、康方生物、康诺亚、贝达药业、荣昌生物。

表：创新药重点公司盈利预测及估值表

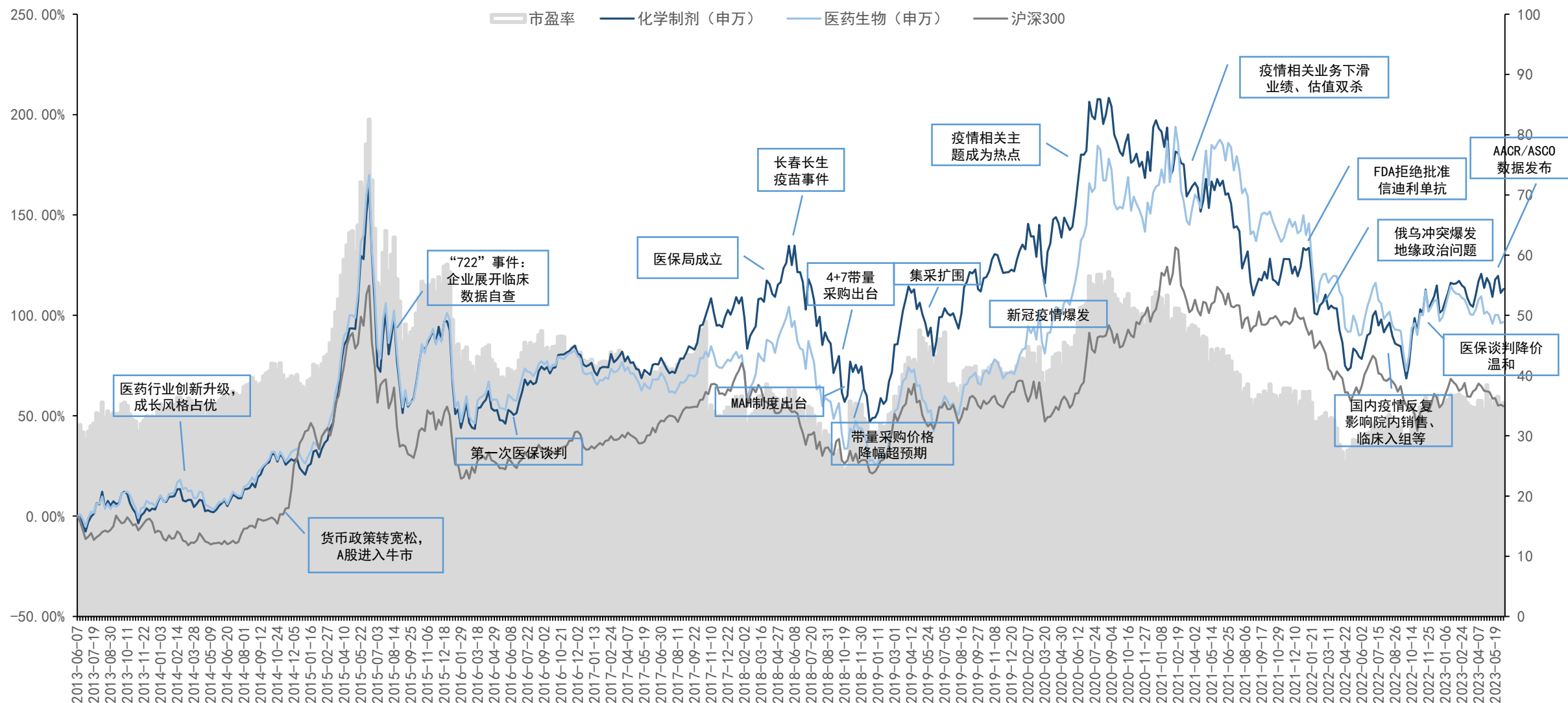
代码	公司简称	总市值 亿元/港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600276	恒瑞医药	3,056	39.1	47.5	57.5	69.8	78.2	64.3	53.1	43.8	10.3%	3.0	买入
688331	荣昌生物	258	(10.0)	(7.4)	(4.2)	1.5				172.9			增持
2162.HK	康诺亚-B	114	(3.1)	(3.5)	(6.9)	(4.8)							买入
9926.HK	康方生物	297	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		13.9		43.1			买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；恒瑞医药为Wind一致预期

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.1 制药板块十年行情回顾

图：2013年至今申万化学制剂指数行情走势（左轴）及市盈率（右轴）情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.1 支付端：医保谈判降价趋于温和，集采影响逐步出清

- 简易续约规则发布，医保谈判趋于透明、温和。支付端对于创新药的支持是显而易见的，根据医保局数据，医保对新药的支出从2019年的59.49亿元增长到2022年的481.89亿元，增长了7.1倍。自2016年首轮谈判以来，创新药已经经历了7轮医保谈判，上市新药纳入医保目录的等待时间从过去的平均近5年缩短至不到2年，绝大多数创新药通过谈判进入医保，实现了以价换量。2022年，医保局发布了简易续约规则，明确规定了药品的续约条件以及价格降幅；22年底的新一轮医保谈判中的续约药品普遍以较温和的降幅完成续约。
- 国家医保局在各疾病领域的价格体系稳定可预期。结合医保谈判结果，可以看到，在肿瘤领域，多适应症或大适应症抗肿瘤药物的价格体系在4~5万元，小适应症的价格体系在10万元，罕见突变在15万元；慢性病领域，糖尿病、高血脂等常见疾病在1万元，银屑病等常见自身免疫疾病在2万元。竞争格局较好的赛道对应相对较高的医保谈判价格。
- 集采常态化，对主要上市公司影响逐步消除。随着仿制药集采的常态化推进，覆盖的范围进一步扩大，国内仿制药企业长期获得超额利润的时代已经过去，仿制药的低价模式趋近于成本加成模式，生命周期大大缩短。仿制药带量采购已经进入常态化，除个别情况外，市场已经较为充分消化了对于化药大品种纳入集采的降价预期和业绩影响。

图：2022年医保谈判药品续约规则



3.1 医保谈判：续约规则微调，创新药商业化价值有望提升

- **续约规则微调，价格降幅可能进一步收窄。**2023年《谈判药品续约规则》征求意见稿保留了22年版本的整体框架，简易续约规则的具体档位和降幅也与前版保持一致。我们认为，此次调整针对通过谈判进入医保时间较长的创新药的价格进行了呵护，主要体现在：1) 连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过 4年的品种，价格降幅在常规计算值的基础上减半；2) 2022年通过重新谈判或补充协议方式增加适应症的药品，在今年计算续约降幅时，将把上次已发生的降幅扣减。
- **国谈规则微调，创新药商业化价值有望提升。**医保谈判连续两年释放温和的信号，对于国产创新药保持鼓励和支持，创新药通过国谈进入医保后，潜在的价格降幅将会收窄。我们看好临床数据优秀、竞争格局较好的创新药能够得到医保更好的支持，提升整个生命周期的商业化价值。

表：2023年医保谈判简易续约规则

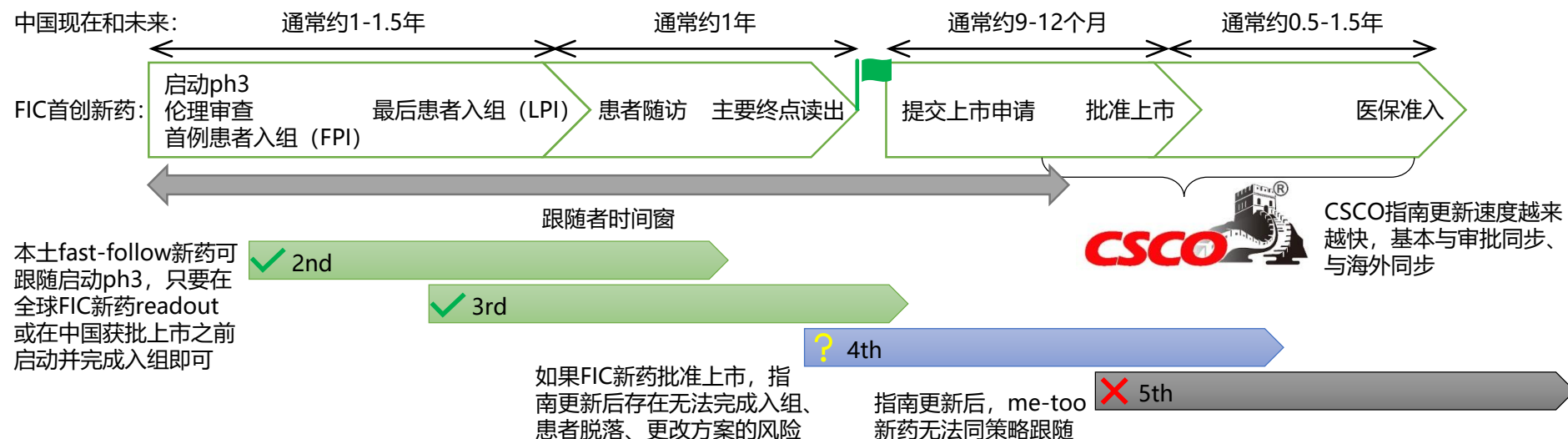
连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”4年及以内的品种								
分类	不调整支付范围				调整支付范围			
基金年均实际支出	A≤110%	110%<A≤140%	140%<A≤170%	170%<A≤200%	B≤10%	10%<B≤40%	40%<B≤70%	70%<B≤100%
≤2亿	不调整	-5%	-10%	-15%	不调整	-5%	-10%	-15%
2~10亿		-7%	-12%	-17%		-7%	-12%	-17%
10~20亿		-9%	-14%	-19%		-9%	-14%	-19%
20~40亿		-11%	-16%	-21%		-11%	-16%	-21%
>40亿		-15%	-20%	-25%		-15%	-20%	-25%
连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过4年的品种：价格降幅在以上计算值的基础上减半								

资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

3.1 国内监管：以临床价值为导向，有望减少供给端的“内卷”

- 2021年7月，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（征求意见稿）》，强调药物研发以患者利益为核心，以临床价值为导向。近年来，CDE在实践中已经提高注册临床门槛、收紧跟随者时间窗，对于fast-follower相同策略的注册性临床的时间窗口缩短至2-3年（FIC药物开启注册性临床到获批的时间）。可以预见的，me-too类创新药的上市难度将会加大，同靶点/赛道的竞争格局将会得到改善，利好研发进度在第一梯队的创新药产品。
- 创新药获批上市以及商业化时间加快。对于具备显著临床价值的创新药，药监局开通多条通道以加快上市审批速度。并且，医保局每年进行创新药谈判，新上市产品进入医保的速度明显加快。在临床应用方面，CSCO指南更新速度越来越快、基本与审批同步、与海外同步，对未批准或未进医保的创新药，遵循临床获益仍给予高等级推荐。

图：中国创新药临床研究的跟随者时间窗

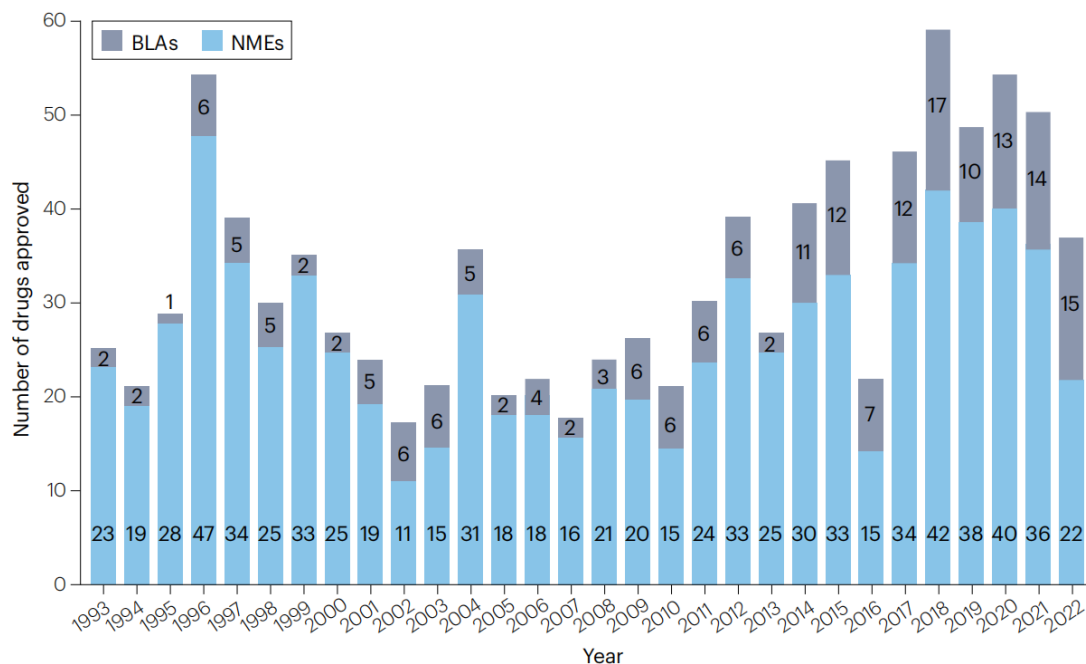


3.1 海外监管：FDA提高准入门槛，收紧加速批准通道

■ 近5年，FDA每年批准的新药数量达到一个高峰，并且通过加速批准通道提前上市的药品数量也持续增长。从加速批准转为完全批准的时间较为漫长，且仍有大量药品/适应症未转化为完全批准；FDA从政策上提高了加速批准的要求，甚至建议企业在确证性临床入组完成后提出加速批准申请。2021年以来，FDA每年新批准的创新药数量连续两年出现下降。

■ FDA提高准入门槛，利好差异化大、创新性强的产品，以及临床能力强的Big Pharma。不仅是国产创新药，海外的me-too型创新药同样在FDA的审评中遇到挫折；另一方面，真正创新性的产品未来的竞争格局将得到改善，产品的远期价值得以提升。与此同时，在已有供给的疾病领域，FDA更希望看到后续新药的验证性临床结果，尤其偏好于MRCT（国际多中心临床）、头对头（对照同类药物或标准治疗方案）、优效性设计；在未被满足的疾病领域，FDA仍然鼓励疗效确切且突出的药物通过加速通道上市，但也希望尽快提供验证性临床结果。

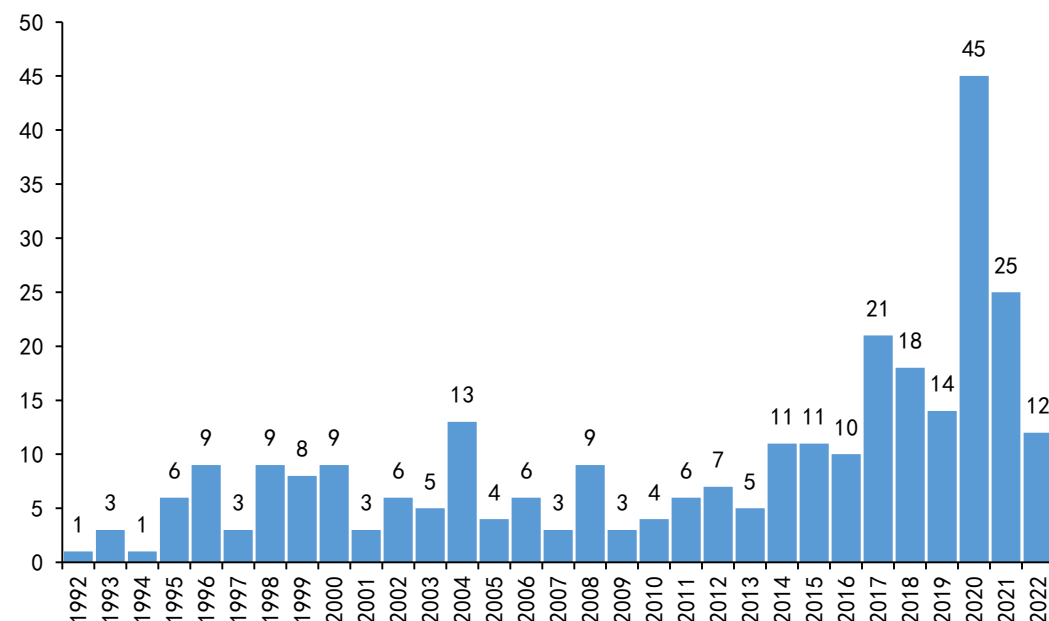
图：FDA每年批准的新分子实体



资料来源：Nature，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：FDA每年加速批准的数量（按适应症计）



资料来源：FDA，国信证券经济研究所整理

3.1 差异化、高质量的创新有望成为下一波出海浪潮的主力

■ 以PD-1为代表的me-too类创新药在FDA的审批中屡屡受挫，FDA监管的指导性十分明确：鼓励企业进行全球多中心临床（MRCT），并至少包含一部分可以代表美国患者的人群；对于目前确有未满足临床需求（unmet medical need）的适应症，存在一定的监管灵活性。针对已有SOC的大适应症（NSCLC等），需要有头对头的MRCT证明其药物组合至少非劣于当前的SOC；而针对现有治疗手段疗效不佳的小适应症（NPC等），如果药品在较小范围的临床中验证了显著优于当前SoC的有效性，可能不需要MRCT即可获批上市。

- AK112：潜在FIC PD1xVEGF双抗，已开展MRCT，并有望在NSCLC 1L中与PD1单抗进行头对头的比较
- 泰它西普：潜在BIC，肩对肩贝利尤单抗数据占优，在海外进行SLE、gMG等适应症的临床

表：主要上市公司核心管线海外临床/申报情况

公司	合作方	产品	靶点/形态	适应症	临床	NCT#	临床设计	启动时间	全球入组	中国入组	结果	中国	美国
百济神州	诺华	替雷利珠单抗	PD1单抗	ESCC 2L	RATIONALE-302	NCT03430843	随机对照（vs化疗）	2018-01	450	270	阳性	上市	BLA
君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD1单抗	NPC 3L	POLARIS-02	NCT02915432	多队列	2016-12	0	190	阳性	上市	BLA
				NPC 1L	JUPITER-02	NCT03581786	联合化疗（vs化疗）	2018-10	289	270	阳性	上市	BLA
恒瑞医药		卡瑞利珠单抗	PD1单抗	HCC 1L	CARES-310	NCT03764293	联合阿帕替尼（vs索拉非尼）	2019-06	543	412	阳性	上市	BLA
复宏汉霖	复星医药	斯鲁利单抗	PD1单抗	ES-SCLC 1L		NCT05468489	联合化疗（vsAtezo+化疗）	2022-10	200	0	2024E	上市	桥接
和黄医药	武田	味喹替尼	VEGFR1/2/3	mCRC 3L+	FRESCO-2	NCT04322539	随机对照（vs安慰剂）	2020-07	691	0	阳性	上市	NDA
	阿斯利康	赛沃替尼	MET	EGFRm/MET+ NSCLC 2/3L	SAVANNAH	NCT03778229	联合奥希替尼	2019-01	360	0	2024E	ph3	ph3
				EGFRm/MET+ NSCLC 2/3L	SAFFRON	NCT05261399	联合奥希替尼（vs化疗）	2022-11	324	69	2026E	ph3	ph3
				EGFRm/MET+ NSCLC 1L	SANOVO	NCT05009836	联合奥希替尼（vs奥希替尼）	2021-09	320		2026E	ph3	ph3
康方生物	Summit	AK112	PD1xVEGF双抗	EGFRm NSCLC 2L	HARMON i	NCT05184712	联合化疗（vs化疗）	2023-05	470	320	2025E	ph3	ph3
				sqNSCLC 1L	HARMON i-3	NA		2023E					
荣昌生物		泰它西普	APRILxBAFF	SLE		NCT05306574	随机对照（vs安慰剂）	2022-06	341	0		上市	ph3
			融合蛋白	gMG		NA		2023E				ph3	
科济药业		泽沃基奥仑赛	BCMA CAR-T	r/r MM	LUMMICAR-2	NCT03915184	单臂	2019-09	105	0	2024E	BLA	注册ph2

资料来源：Insight，国信证券经济研究所整理

3.1 以ADC为例：部分国产创新药已位列全球第一梯队

- 国产创新药对于靶点的跟随时间点不断前移，在TROP2、HER3等热门靶点的ADC药物研发中，进度已经能进入全球前三的位置；在中国特色高发瘤种相关的靶点领域（例如CLDN18.2-ADC）中，甚至研发顺位前七都是国产药物。
- 除了全球范围内的顺位靠前，国产创新药在ADC等药物形态中体现出了更大的差异化和BIC的潜质：百利天恒的BL-B01D1（EGFRxHER3双抗ADC）、科伦博泰的SKB264（TROP2-ADC）均在NSCLC读出了优异的早期数据。

表：近年来实体瘤领域部分热门靶点本土企业研发并进入临床阶段的ADC（其他实体瘤靶点ADC部分）

靶点	分子	公司	FIH启动	适应症	海外进度	国内进度
TROP2	戈沙妥珠单抗（IMMU-132）	Gilead	2012.12	mTNBC、mUC等实体瘤	2020批准	2022批准
	德达博妥单抗（DS-1062a）	第一三共/AZ	2018.01	TNBC、NSCLC等	Ph3	Ph3
	SKB264	科伦药业/MSD	2020.03	TNBC、NSCLC等	Ph1/2	Ph3
	ESG401	诗健生物	2021.09	实体瘤	/	Ph1/2
	SHR-A1921	恒瑞医药	2021.12	实体瘤	Ph1	Ph1/2
	BIO-106	百凯生物	2022.03	实体瘤	Ph1/2	/
CLDN18.2	CMG901	康诺亚/美雅珂/AZ	2020.09	实体瘤	/	Ph1
	SHR-A1904	恒瑞医药	2021.09	实体瘤	/	Ph1
	SYSA1801	石药集团/Elevation	2021.10	实体瘤	/	Ph1
	RC118	荣昌生物	2021.11	实体瘤	Ph1	Ph1/2
	TPX-4589（LM-302）	礼新医药/BMS	2022.02	实体瘤	Ph1/2	Ph1/2
	SKB315	科伦药业/MSD	2022.03	实体瘤	/	Ph1
HER3	Patritumab deruxtecan	第一三共	2016.11	NSCLC、BC等实体瘤	Ph3	Ph3
	BL-B01D1（双抗ADC）	百利天恒	2021.11	NSCLC、BC等实体瘤	/	Ph1/2
	SHR-A2009	恒瑞医药	2022.01	实体瘤	Ph1	Ph1
	YL-202	宜联生物	2023.02	实体瘤	Ph1	Ph1
	DB-1310	映恩生物	2023.04	实体瘤	Ph1/2	Ph1/2
MET	Telisotuzumab Vedotin	AbbVie	2014.03	NSCLC	Ph3	Ph3
	SHR-A1403	恒瑞医药	2017.12	实体瘤	Ph1	Ph1
	RC188	荣昌生物	2021.04	实体瘤	/	Ph1
	REGN5093-M114	再生元	2021.11	NSCLC	Ph1/2	/

资料来源：Insight，国信证券经济研究所整理 注：顺位数按首次人体试验（FIH）时间排序，蓝色底纹为同靶点最早批准/申报上市的首创新药（FIC）

*本表所涉及上市公司仅作列示，不作投资建议

3.1 正视海外临床/商业化能力短板，“借船出海”最大化产品价值

- 受限于资金以及海外团队的缺乏，国内Biotech和Pharmaco大多无法独立完成MRCT及海外的商业化销售，out-licensing成为众多公司当下的最优解，在最大化产品价值的同时，平衡企业的收益与风险。另一方面，Biotech公司越来越多地把早期管线对外授权，更有效地将自己的早期研发能力与合作伙伴的海外临床能力相结合。
- 差异化创新始终受到MNC青睐。除了全球进度靠前的潜在的FIC产品（CLDN18.2-ADC等）纷纷达成授权合作，在HER2等成熟靶点上，差异化设计的ZN-A-1041、BB-1701等同样在开发的早期就与MNC达成合作。

表：2023年中国本土企业对外授权或合作开发的主要项目（截至2023/6/1）

本土企业	时间	项目或产品	阶段	权利范围	外部合作方	交易金额
英派药业	2023/6/1	IMP1734及其他PARP1抑制剂	IND	全球（除大中华区）	Eikon Therapeutics	未披露
晶泰科技	2023/5/31	AI小分子新药发现平台	n. a.	全球	礼来	首付款+里程碑最高2.5亿美元
诺纳生物	2023/5/23	全人源小鼠平台	n. a.	全球	ModeX Therapeutics	未披露
礼新医药	2023/5/12	LM-305（GPCR5D-ADC）	IND	全球	阿斯利康	首付款5500万美元，里程碑5.45亿美元，销售提成
赞荣医药	2023/5/9	ZN-A-1041（HER2抑制剂）	ph1	全球	罗氏	首付款7000万美元，里程碑7.1亿美元，销售提成
百力司康	2023/5/8	BB-1701（HER2-ADC）	ph1/2	全球（除大中华区）	卫材	首付款未披露，里程碑20亿美元，销售提成
西比曼生物	2023/5/2	C-CAR039、C-CAR066	ph1b	全球（除中国）	强生	首付款2.45亿美元，里程碑+销售提成
启德医药	2023/4/13	GQ1010（TROP2-ADC）	临床前	全球（除大中华区）	Pyramid Biosciences	首付款2000万美元，里程碑10亿美元，销售提成
映恩生物	2023/4/3	DB-1303（HER2-ADC）、DB-1311	ph2	全球（除大中华区）	BioNTech	首付款1.7亿美元，里程碑15亿美元，销售提成
杭州高光	2023/3/22	TLL-041（TYK2/JAK1抑制剂）	临床前	全球（除中国）	Biohaven	首付款2000万美元，里程碑9.5亿美元，销售提成
百奥赛图	2023/3/8	RenLite®平台	n. a.	全球	强生	未披露
安基生技	2023/3/2	AJ201	ph1b/2a	欧美等地区	Avenue Therapeutics	首付款300美元+股份，里程碑2.5亿美元
康诺亚/美雅珂	2023/2/23	CMG901（CLDN18.2-ADC）	ph1	全球	阿斯利康	首付款6300万美元，里程碑11亿美元，销售提成
和铂医药	2023/2/14	HBM7008（B7H4x4-1BB双抗）	ph1	美国	Cullinan Oncology	首付款2500万美元，里程碑6亿美元，销售提成
恒瑞医药	2023/2/13	SHR2554（EZH2抑制剂）	ph1	全球（除大中华区）	Treeline Biosciences	首付款1100万美元，开发里程碑4500万美元，销售里程碑6.5亿美元，销售提成
石药集团	2023/2/13	SYS6002（Nectin4-ADC）	ph1	欧美等地区	Corbus Pharmaceuticals	首付款750万美元，开发里程碑1.3亿美元，销售里程碑5.55亿美元，销售提成
和黄医药	2023/1/23	呋喹替尼	上市	全球（除大中华区）	武田	首付款4亿美元，里程碑7.3亿美元，销售提成
迈威生物	2023/1/20	9MW3011（TMPRSS6单抗）	ph1	全球（除大中华和东南亚）	Disc Medicine	首付款1000万美元，里程碑4.025亿美元，销售提成

资料来源：各公司公告、新闻稿、Insight，国信证券经济研究所整理 注：不包括中国本土企业之间的授权合作，蓝色底纹为首付款超过1亿美元或交易总额超过10亿美元的重磅授权合作

*本表所涉及上市公司仅作列示，不作投资建议

3.1 创新药板块重点公司梳理

■ 恒瑞医药：业绩拐点将至，调整战略再出海

- ✓ 受到集采和医保谈判的影响，公司利润连续两年出现下滑。随着大品种集采影响的出清，以及创新药新产品的上市放量，公司23Q1业绩同比基本持平，环比恢复增长，预计今年业绩将触底回升，创新药收入占比持续提升。国际化方面，除了卡瑞利珠单抗与阿帕替尼的组合向FDA申报一线HCC适应症，公司的ADC产品矩阵初步成型，SHR-A1811（HER2-ADC）在AACR上读出优秀的临床数据，TROP2、HER3、CLDN18.2等热门靶点均有前瞻布局，有望通过对外授权进行海外市场的开发。

■ 康方生物：AK104商业化放量，AK112关键临床持续推进

- ✓ AK104上市仅半年即销售超5亿，今年将成为10亿以上销售的大单品，并在持续开拓胃癌等大适应症。AK112在国内的首发适应症TKI耐药的EGFRm NSCLC准备向CDE提交上市申请，且合作伙伴Summit已在美国完成首例患者入组；在一线sqNSCLC中与K药头对头的3期临床也在进行中，AK112有望成为全球首个获批上市的PD1xVEGF双抗。

■ 康诺亚：CM310报产推迟不改上市顺位

- ✓ 康诺亚核心产品CM310因需要收集更多的长期有效性、安全性数据，提交BLA的时间可能发生推迟；长时间随访的要求同样适用于其他临床阶段的IL4R单抗，我们预计CM310仍将是首个获批上市的国产IL4R单抗。CM310将在下半年开启过敏性鼻炎适应症的临床，有望开拓差异化适应症。CMG901授权阿斯利康之后，预计将在全球范围内推进注册性临床。

■ 贝达药业：贝福替尼获批上市，关注MCLA-129临床进展

- ✓ 贝达药业的贝福替尼（三代EGFR-TKI）和伏罗尼布（多靶点TKI）均已获批上市，具备参加年底医保谈判的资格，将为未来2~3年的业绩增长提供重要的增量。EGFRxMET双抗MCLA-129正在进行ph1/2的临床，并且拟与贝福替尼联合进行EGFRm NSCLC适应症的开发，有望增强产品组合在肺癌中的竞争力。公司在肺癌领域有完整的产品布局和强大的销售能力，贝福替尼和MCLA-129将成为未来的核心驱动力。

■ 荣昌生物：关注国内销售放量以及RC18海外临床进展

- ✓ 荣昌生物的RC48和RC18均已纳入医保目录，有望延续销售放量的趋势。RC18在海外推进SLE和gMG等适应症的3期临床，拥有成为BIC的潜力。

3.2 医疗器械投资策略：淡化集采，回归增长本源

■ 器械板块中期策略要点：淡化集采，回归增长本源，关注三条主线

- ✓ **器械板块处于历史估值低分位，板块有望触底反弹。**从历史复盘看，器械板块受政策（支付、控费、创新、进口替代等）、宏观经济、疫情等影响较大，目前器械板块PE（TTM）估值22倍，处于历史较低分位，后续随着政策和疫情影响出清，以及宏观经济复苏，板块有望迎来触底反弹。
- ✓ **淡化集采，长期关注渗透率和国产化率提升。**从三批已完成的国采和各省市联盟集采方案看，有兜底的集采政策逐渐形成市场共识，结合5月10日北京医保局发布的DRG联动采购征求意见稿，创新产品集采降价幅度有望逐渐温和化。对于2023年下半年人工晶体和运动医学的国采以及安徽IVD联盟采购，市场关注点已经逐渐切换到国产量的需求能否提升，长期看，量的增长本源在国产化率和渗透率的提升。
- ✓ **自上而下高度关注自主可控和供应链安全。**高壁垒设备国产化率较低，在部分领域卡脖子的问题仍突出，国家层面具备较大自主可控需求，因此《十四五规划》重点强调：1）加强产业基础能力建设；2）提升产业链供应链现代化水平；3）完善共性技术平台建设。从战略高度关注终端产品到供应链全流程的安全、可控。

■ 投资建议：2023年器械板块重点关注三个主线：

- 1) **诊疗复苏：**建议关注高值耗材如南微医学、惠泰医疗、微电生理、爱博医疗、心脉医疗、威高骨科、春立医疗、戴维医疗；IVD如新产业、普门科技、迈瑞医疗、迪瑞医疗等；
- 2) **景气延续：**内镜、康复板块高景气度有望延续，建议关注澳华内镜、开立医疗、海泰新光、伟思医疗。
- 3) **自主可控与供应链：**自主可控赛道的国产替代机会，如联影医疗、迈瑞医疗、微创机器人、华大智造、西山科技等，以及供应链公司如美好医疗、海泰新光等。

■ 风险提示：政策风险、汇率风险、研发风险等。

3.2 医疗器械：重点公司盈利预测及估值表

表：医疗器械重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	总市值 亿元/港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300760	迈瑞医疗	3,635	96.1	116.4	140.1	168.3	37.8	31.2	25.9	21.6	30.0%	1.5	买入
688050	爱博医疗	216	2.3	3.3	4.4	5.8	92.9	65.9	49.1	37.5	12.5%	1.9	增持
688161	威高骨科	173	5.4	6.0	7.6	9.4	31.8	29.0	22.9	18.4	11.2%	1.5	增持
688236	春立医疗	84	3.1	3.5	4.5	5.6	27.3	23.7	18.8	14.9	11.3%	1.1	买入
300832	新产业	464	13.3	16.6	21.6	27.8	34.9	27.9	21.4	16.7	20.8%	1.0	买入
688271	联影医疗	1,137	16.6	21.0	26.4	31.6	68.7	54.2	43.1	36.0	9.5%	2.3	增持
688114	华大智造	360	20.3	2.7	3.2	3.9	17.8	135.3	111.7	92.5	21.5%	6.5	增持
688016	心脉医疗	129	3.6	4.7	6.1	8.0	36.3	27.8	21.2	16.3	20.8%	0.9	增持
688576	西山科技	71	0.8	1.2	1.7	2.4	93.6	58.8	41.5	29.4	18.5%	1.2	增持
688212	澳华内镜	91	0.2	0.8	1.4	2.0	418.9	112.3	65.0	45.3	1.7%	1.0	买入
301363	美好医疗	179	4.0	5.2	6.8	9.0	44.5	34.3	26.2	19.9	13.3%	1.1	买入
1789.HK	爱康医疗	76	2.0	2.7	3.6	4.7	34.5	26.4	19.8	15.1	9.1%	0.8	买入
603658	安图生物	303	11.7	14.4	18.0	22.3	26.0	21.1	16.9	13.6	15.0%	0.9	无评级
300463	迈克生物	93	7.1	6.0	7.5	9.3	13.1	15.4	12.3	9.9	11.2%	1.6	买入
300482	万孚生物	118	12.0	5.9	7.5	9.4	9.9	20.1	15.8	12.6	27.6%	0.8	无评级
300049	福瑞股份	61	1.0	1.8	2.5	3.5	61.8	34.4	24.2	17.3	6.3%	0.6	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；迈克生物、安图生物、万孚生物为Wind一致预期

3.2 医疗器械TOP企业市值：全球VS. 中国

■ 国内医疗器械公司收入及市值体量与全球TOP医疗器械公司差距较大。

表：全球医疗器械TOP15企业

排名	全球公司	2022年收入 (亿美元)	市值 (亿美元)	细分领域	国内对标公司
1	美敦力	316.86	1,172.09	心血管/糖尿病/神经科等	微创医疗
2	强生	271.00	1,227.77	心血管/神经科/临床诊断	微创医疗
3	西门子医疗	205.17	637.71	影像诊断/实验室诊断等	迈瑞医疗
4	飞利浦	202.96	191.19	影像诊断/监护护理等	联影医疗
5	麦朗	202.00	/	医疗耗材/医学服务等	振德医疗
6	GE医疗	177.25	369.38	医学成像/数字医疗等	联影医疗
7	史赛克	171.08	1,158.15	骨科/神经外科/智能手术	威高骨科
8	嘉德诺	159.00	240.78	药品分销/外科/心血管等	乐普医疗
9	雅培	143.67	623.94	临床诊断/营养品	迈瑞医疗
10	百特	127.84	230.47	肾脏透析/药物输送等	威高血净
11	汉瑞祥	124.01	106.24	牙科/消毒感控等	国药口腔
12	波士顿科学	118.88	777.65	心血管/内窥镜等	南微医学
13	欧麦斯-麦能	99.55	14.51	低值耗材分销/医疗保健物流	振德医疗
14	BD	94.79	749.83	诊断设备/低值耗材等	威高股份
15	贝朗	92.75	/	医疗设备/药品/手术医疗器械	威高股份

资料来源：Wind、Medical Design & Outsourcing，国信证券经济研究所整理
注：排名为按照2022年收入排名，市值数据截至2023/06/30；综合型公司市值为医疗器械部分所占市值，公司总市值：强生（4301.43）、雅培（436.53）；麦朗、贝朗为未上市公司

表：中国医疗器械TOP15企业

排名	国内公司	2019年收入 (亿元)	2022年收入 (亿元)	市值（亿元）	细分领域
1	迈瑞医疗	165.56	303.66	3,634.90	体外诊断/医学影像等
2	九安医疗	103.64	263.15	170.63	血压计/体外诊断
3	威高股份	87.67	136.19	468.03	低值耗材/骨科/血液净化等
4	达安基因	77.96	120.46	139.92	体外诊断
5	乐普医疗	55.36	106.09	425.21	心血管手术
6	明德生物	46.36	105.30	60.20	体外诊断
7	新华医疗	34.76	92.82	164.95	体外诊断
8	联影医疗	31.33	92.38	1,137.42	医学影像
9	东方生物	29.92	87.68	76.04	体外诊断
10	鱼跃医疗	29.5	71.02	360.79	家用医疗/手术器械等
11	科华生物	23.52	69.70	54.52	体外诊断
12	英科医疗	22.64	66.14	144.96	医疗防护
13	圣湘生物	20.83	64.50	99.10	体外诊断
14	楚天科技	19.16	64.46	85.86	医药装备/药物输送方案
15	安旭生物	18.68	61.66	55.42	体外诊断

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2023/06/30

3.2 医疗器械历史表现优于药品

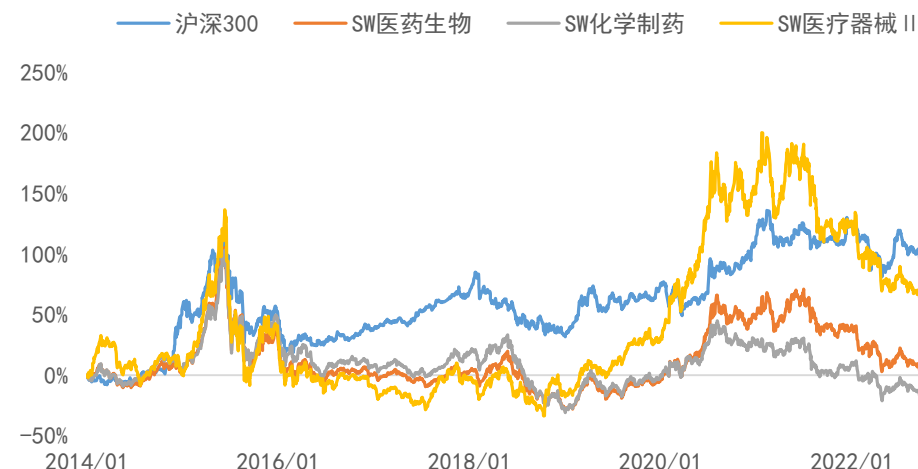
- 观察美股过去几年医疗器械板块和医药板块的走势，以2014年初为起点，道琼斯医疗器械指数涨幅约251%，而道琼斯医药指数涨幅仅有94%。
- 类似地，在A股中，医疗器械子板块表现优于SW医药生物，又优于化学制药子板块。
- 相比药品，医疗器械产品迭代较快，研发周期短，原创技术更迭较慢，主要以改进型创新为主，更注重成熟技术的工程化、医学化应用，专利悬崖现象也并不突出，因此医疗器械行业投资风险远小于药品。

图：美股医药板块2014年至今走势



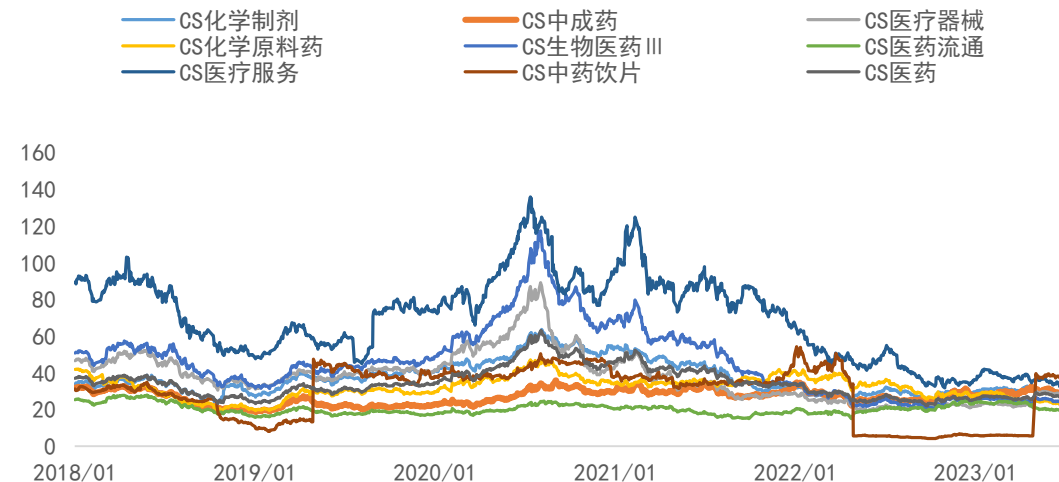
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2023/7/13

图：A股医药板块2014年至今走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2023/7/13

图：A股医药行业子板块估值水平（PE，TTM，剔除负值）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2023/7/13

3.2 美股2013-2023年累计涨幅超10倍器械公司

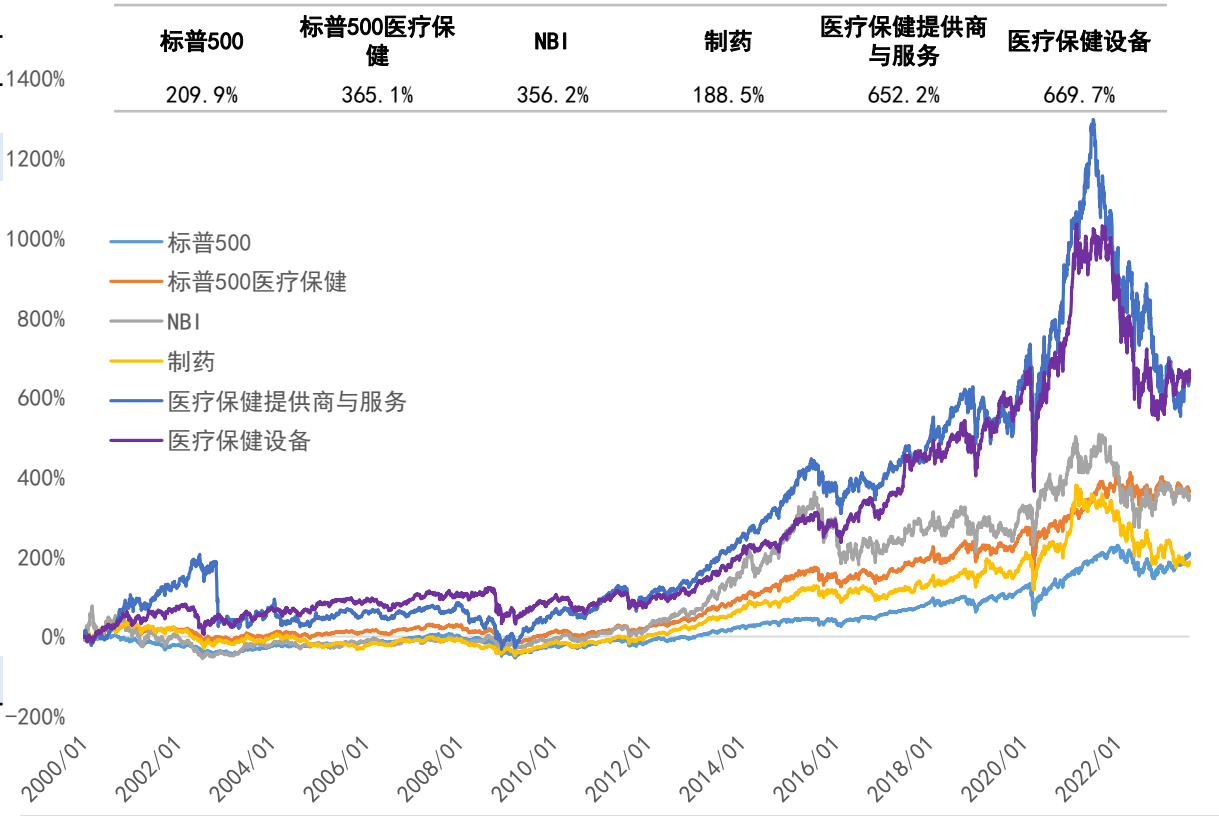
- 从2000年至今的23年维度来看，美股医药整体对大盘有明显超额收益，超额收益集中在医疗服务与管理、生命科学、医疗器械以及Biotech。
- 医疗器械板块增长动力是本世纪医疗科技的发展，头部医疗器械企业并购也整合了行业资源。

表：美股近10年累计涨幅超10倍公司

	简称	总市值	10年累计涨幅(倍)	子行业	主要业务
1	HORIZON THERAPEUTICS	237.1	40.6	制药	开发和销售药物
2	德康医疗 (DEXCOM)	519.4	21.5	医疗器械	血糖仪
3	雷普里根 (REPLIGEN)	83.0	14.5	生命科学工具与服务	生物工艺与设备
4	ARROWHEAD PHARMACEUTICALS	36.9	13.7	Biotech	siRNA
5	Corcept医疗	23.0	11.6	Biotech	生物药
6	CATALYST PHARMACEUTICALS	13.4	11.3	Biotech	生物药
7	SIMULATIONS PLUS	9.4	11.2	生命科学工具和服务	药学研究软件开发
8	IDEXX实验室	442.3	10.3	生命科学工具和服务	兽医、食品和水检测
9	WEST PHARMACEUTICAL SERVICES	284.8	10.1	生命科学工具和服务	药物包装运输
10	雷网	20.1	10.1	保健护理	诊断成像服务
11	勒梅特微管医疗	14.4	10.0	医疗器械	血管手术医疗产品

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2023/07/13，单位为亿美元

图：美股医药医疗指数及相关板块走势（2000.1.1至2023.7.13区间）



3.2 A股2013-2023年累计涨幅较大公司中，医疗器械公司逐渐涌现

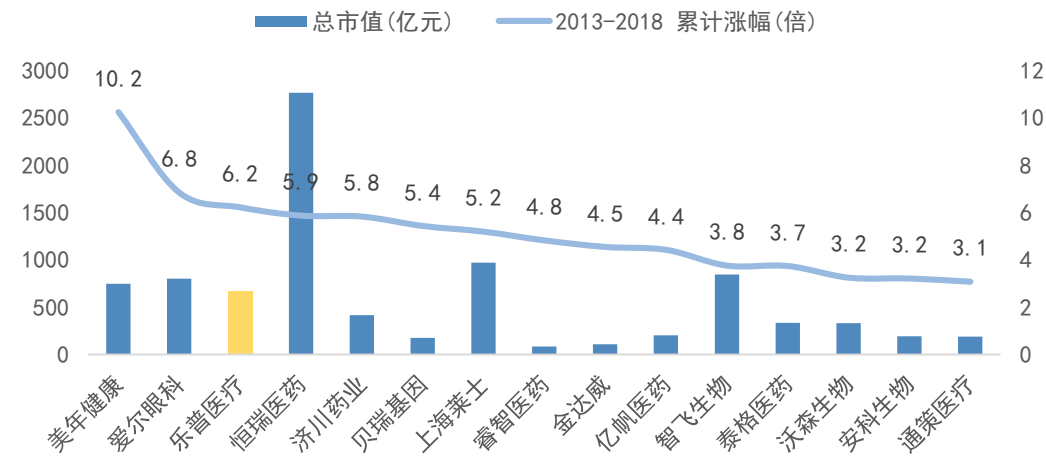
- A股2013-2023年10年累计涨幅超过5倍的公司中，医疗服务、制药公司较多，国内医疗器械的发展阶段滞后于药品。
- 2018-2023年涨幅较大的公司中，医疗器械公司逐渐涌现。

表：A股近10年累计涨幅超5倍公司

	简称	总市值	10年累计涨幅(倍)	子行业	主要业务
1	爱尔眼科	1,804.1	15.9	医疗服务	眼科
2	片仔癀	1,723.0	7.8	制药	中药
3	恒瑞医药	3,062.6	6.7	制药	创新药
4	新华制药	111.5	6.3	制药	化学药
5	通策医疗	338.2	6.3	医疗服务	牙科
6	泰格医药	540.6	6.1	CXO	CRO
7	金达威	115.3	5.8	保健品	保健食品、医药原料生产、销售
8	山东药玻	178.8	5.8	医疗器械	药用玻璃瓶
9	智飞生物	1,104.0	5.4	疫苗	疫苗研发
10	国际医学	200.8	5.1	医疗服务	医院
11	太极集团	280.7	5.0	制药	中药

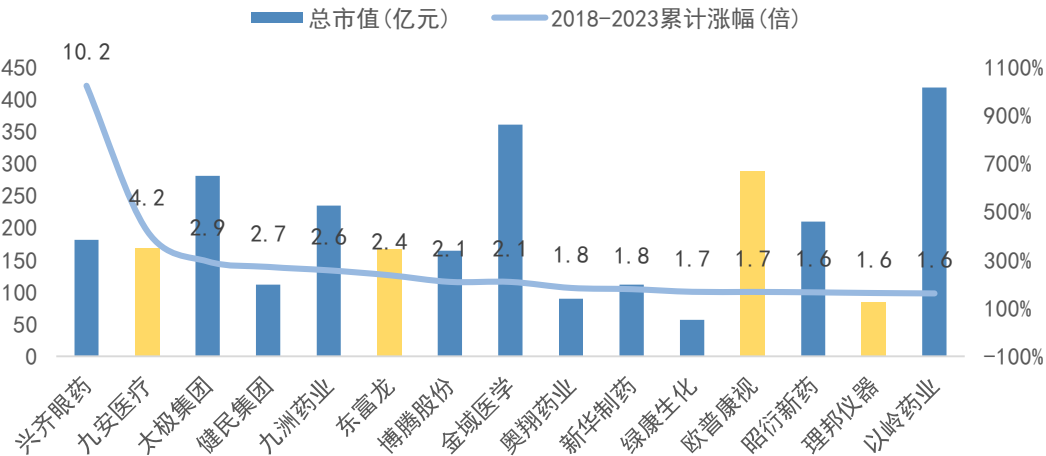
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2023/07/13，单位为亿元

图：A股医药公司涨幅TOP15（2013. 7. 13-2018. 7. 13）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股医药公司涨幅TOP15（2018. 7. 13-2023. 7. 13）



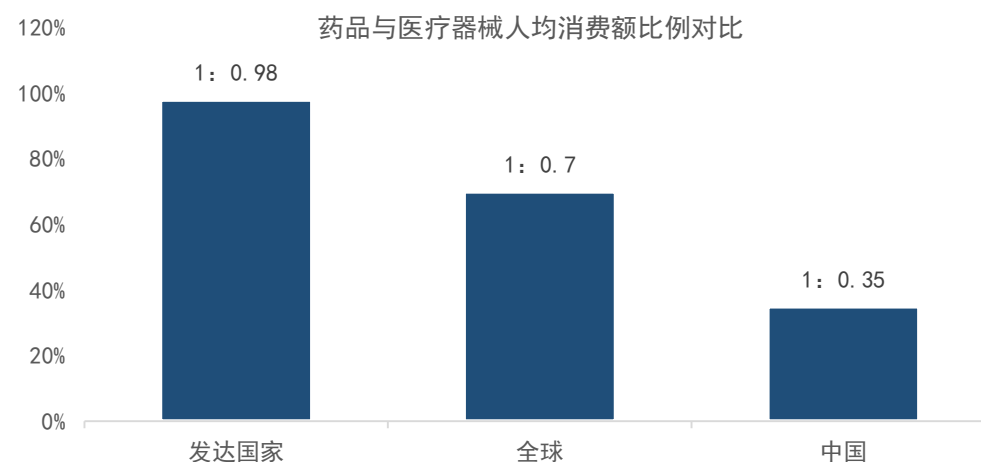
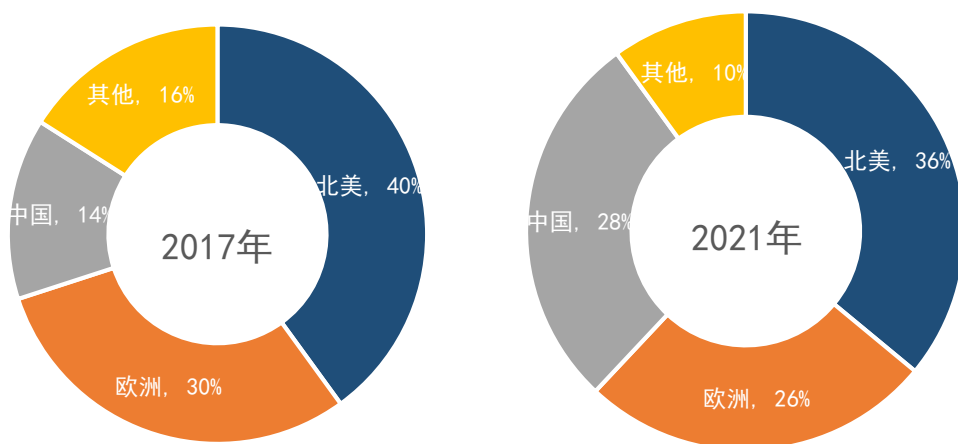
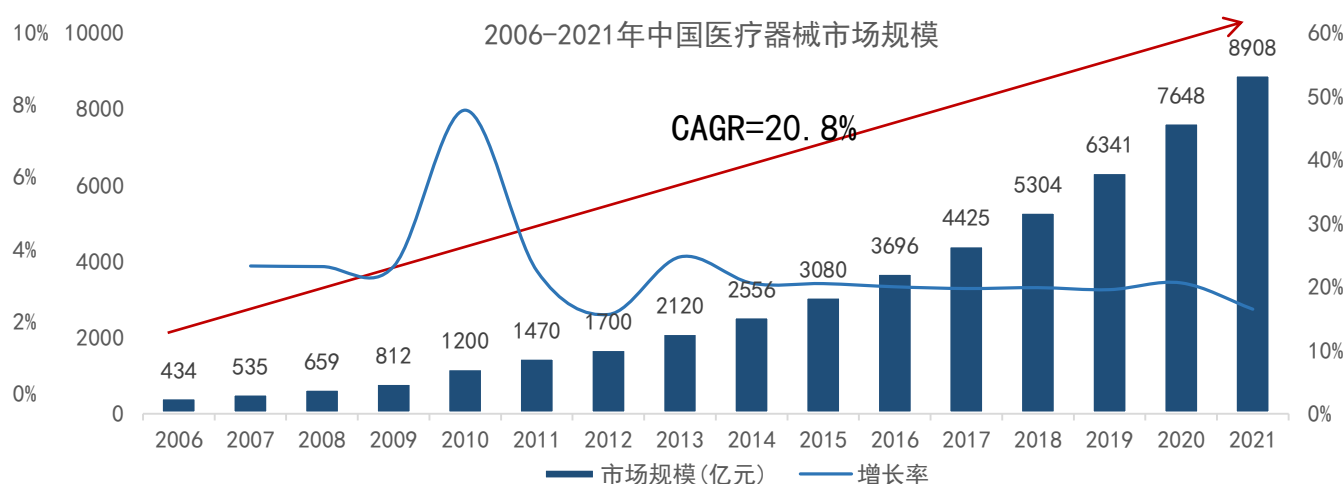
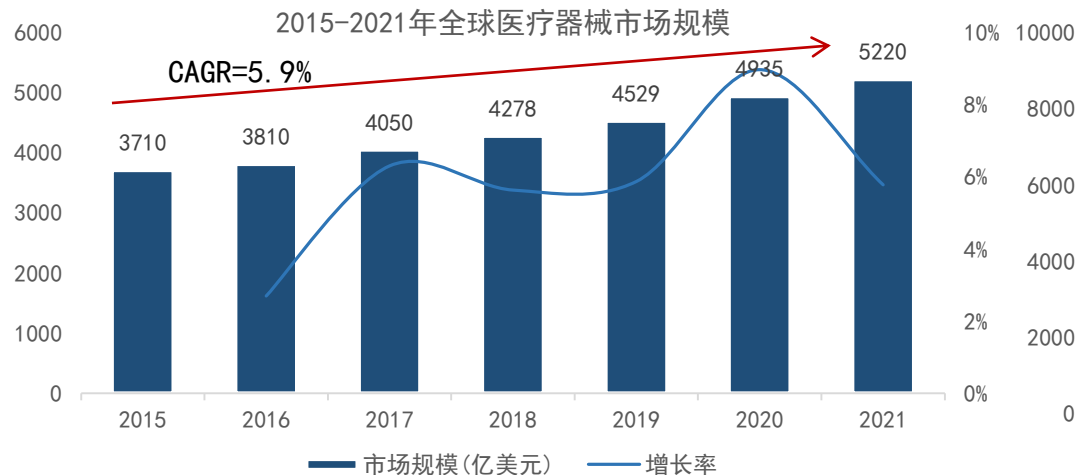
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械行业规模及增速

■ 全球：2021年医疗器械行业规模为5220亿美元，2015-2021年复合增速为5.9%，处于稳定发展期。

■ 中国：2021年医疗器械行业规模为8908亿元，2006-2021年复合增速为20.8%，处于快速成长期。

图：医疗器械行业规模及增速



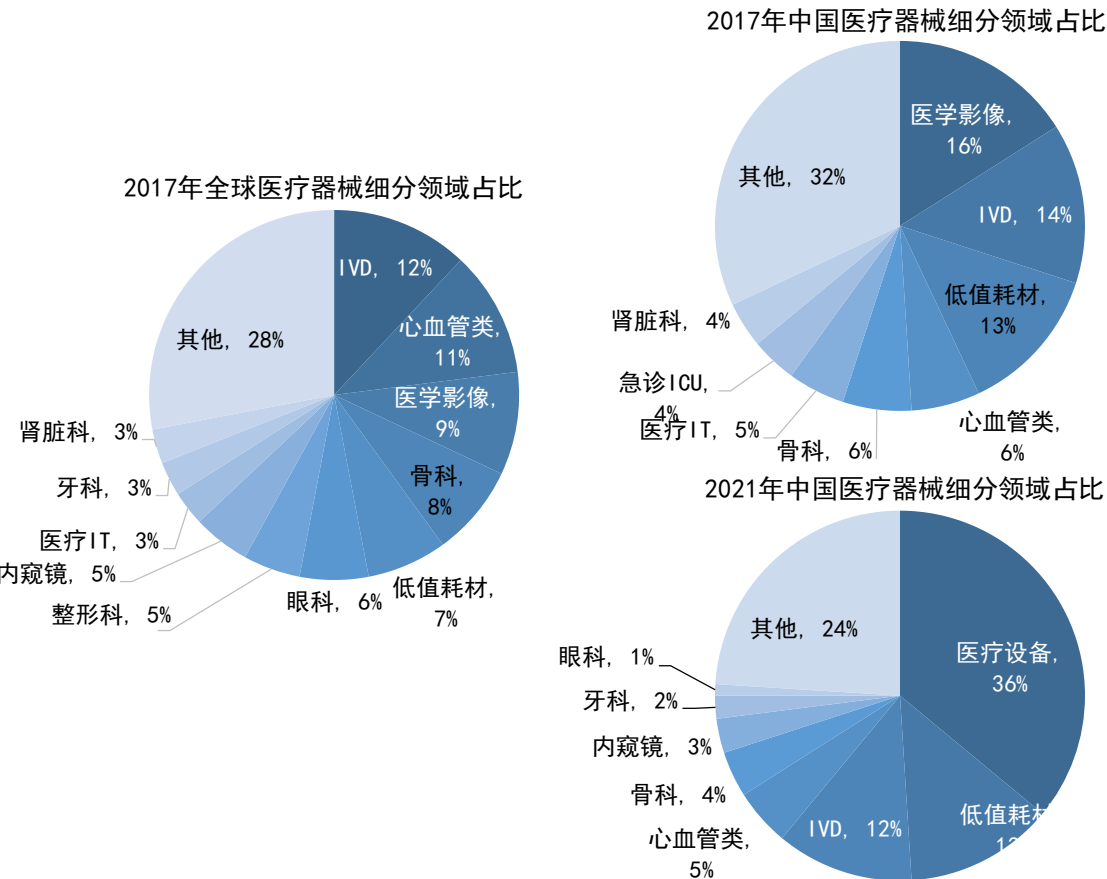
资料来源：2022中国医疗器械蓝皮书、中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.2 细分领域投资机会：IVD、心血管、骨科、眼科等仍有较大成长空间

- 中国居民的疾病谱的演变路径将非常清晰，感染性疾病、消化系统疾病的发病率有望缓步下降，而肿瘤、糖尿病、自身免疫、慢性肾病、老年神经系统疾病、精神障碍等慢性疾病的患病率将持续爆发；
- 美国医疗器械技术领先10年左右，中国医疗器械细分领域IVD、心血管、骨科、眼科等仍有较大成长空间。

图：全球及中国医疗器械细分领域占比情况



资料来源：2022中国医疗器械行业蓝皮书、头豹研究院、中国卫生健康统计年鉴2022、EvaluatePharma、IQVIA，国信证券经济研究所整理

表：全球处方药/OTC用药领域市场规模及占比Top15

排名	产品类别	市场规模（亿美元）			市场占有率（%）	
		2019	2026E	CAGR	2019	2026E
1	肿瘤	1454	3112	+11.5%	16.0	21.7
2	糖尿病药物	510	669	+3.9%	5.6	4.7
3	免疫抑制剂	240	613	+14.3%	2.6	4.3
4	疫苗	325	561	+8.1%	3.6	3.9
5	自身免疫疾病	569	497	-1.9%	6.3	3.5
6	抗菌/抗病毒药物	388	429	+1.5%	4.3	3.0
7	眼耳鼻喉	238	251	+5.7%	2.6	2.4
8	支气管扩张剂	278	322	+2.1%	3.1	2.3
9	皮肤病	138	320	+12.7%	1.5	2.2
10	多发性硬化治疗	227	250	+1.4%	2.5	1.7
11	降压药	234	224	-0.6%	2.6	1.6
12	抗凝血剂	213	220	+0.5%	2.3	1.5
13	精神类药物	112	210	+9.5%	1.2	1.5
14	抗纤维蛋白溶解	134	197	+5.7%	1.5	1.4
15	血清制剂/丙球	115	195	+7.8%	1.3	1.4

资料来源：2022中国医疗器械行业蓝皮书、头豹研究院、中国卫生健康统计年鉴2022、EvaluatePharma、IQVIA，国信证券经济研究所整理

表：2019年中国10大用药领域规模及增速

排名	类别	增速	市场规模（亿元）
1	抗肿瘤/免疫调节剂	22.1%	2107.4
2	呼吸系统药品	15.4%	1438.5
3	骨骼肌肉系统	13.2%	252.3
4	血液系统用药	12.7%	1250.3
5	消化系统用药	10.5%	1735.4
6	医用溶液	8.7%	/
7	全身抗感染药	7.9%	1790.2
8	神经系统用药	6.5%	2043.0
9	抗感染药	3.8%	1263.1
10	其他（中成药为主）	2.4%	8906.8

资料来源：2022中国医疗器械行业蓝皮书、头豹研究院、中国卫生健康统计年鉴2022、EvaluatePharma、IQVIA，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械中长期投资逻辑：疾病谱变化带来诊疗需求变化

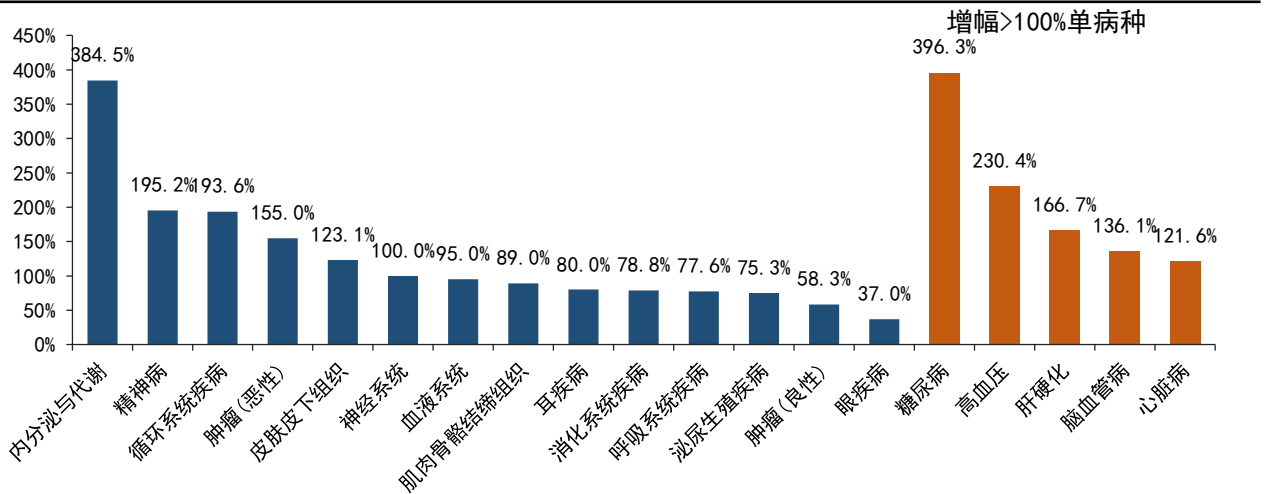
■ 2008-2018年，患病率增长最快的疾病包括：糖尿病为主的内分泌代谢疾病、精神病、心脏病及高血压等循环系统疾病、恶性肿瘤等。

表：中国主要慢性病分类患病率10年增幅

名称	合计（%）		增幅
	2008	2018	
肿瘤（良性）	1.2	1.9	58.3%
肿瘤（恶性）	2.0	5.1	155.0%
内分泌与代谢疾病	12.9	62.5	384.5%
其中：糖尿病	10.7	53.1	396.3%
血液系病	2.0	3.9	95.0%
精神病	2.1	6.2	195.2%
神经系病	4.2	8.4	100.0%
眼疾病	2.7	3.7	37.0%
耳疾病	0.5	0.9	80.0%
循环系统疾病	85.5	251.0	193.6%
其中：心脏病	17.6	39.0	121.6%
高血压	54.9	181.4	230.4%
脑血管病	9.7	22.9	136.1%
呼吸系统疾病	14.7	26.1	77.6%
其中：老慢支	6.9	9.6	39.1%
消化系统疾病	24.5	43.8	78.8%
其中：急性胃炎	10.7	20.0	86.9%
肝硬化	1.2	3.2	166.7%
胆囊疾病	5.1	7.8	52.9%
泌尿生殖系病	9.3	16.3	75.3%
妊娠分娩病	0.0	0.1	/
皮肤皮下组织	1.3	2.9	123.1%
肌肉骨骼结缔组织	31.0	58.6	89.0%
其中：类风湿关节炎	10.2	11.6	13.7%

资料来源：中国卫生统计年鉴（2021年版）、内科学/外科学（第九版），国信证券经济研究所整理

图：中国主要慢性病分类患病率10年增幅



资料来源：中国卫生统计年鉴（2021年版）、内科学/外科学（第九版），国信证券经济研究所整理

表：各单病种现行主要诊断与治疗方案

疾病类型	诊断”金标准”	治疗手段	相关设备/器械
糖尿病	血糖检测	胰岛素治疗	胰岛素注射泵
心脏病	心电图/超声	冠脉介入/搭桥手术	冠脉支架/球囊
高血压	血压测量	药物治疗	生活医用设备（电子血压计）
脑血管病	CT/MRI	介入手术	颅脑支架
老慢支	CT/肺功能	灌洗/用药/肺移植	内镜（支气管镜）/灌洗导管
胃炎/肝胆疾病	内镜/CT/生化	药物/手术治疗	内镜（胃镜）/手术耗材
类风湿关节炎	血液检测/MRI	药物/手术治疗	免疫调节剂/关节耗材

资料来源：中国卫生统计年鉴（2021年版）、内科学/外科学（第九版），国信证券经济研究所整理

3.2 并购是医疗器械行业重要特征，集采驱动行业集中度提升

- 全球医疗器械行业属于集中度较高的行业，2017年前20大器械企业市场份额占比约为54.5%，中国前20大医疗器械企业市场份额为14.18%，行业较为分散；
- 医疗器械单个细分领域天花板较低，横向及纵向并购是医疗器械企业发展的重要逻辑。

表：全球医疗器械行业TOP10并购事件

排名	收购方	标的	交易金额 (亿美元)	细分领域
1	西门子	Varian	164	医学影像
2	百特	Hill-rom	125	远程监护
3	丹纳赫	Aldevron	96	基因治疗
4	Illumina	Grail	80	癌症早筛
5	珀金埃尔默	BioLegend	52.5	抗体和试剂
6	飞利浦	BioTelemetry	28	心脏护理
7	康乐保	Atos Medical	25	颈部造口护理
8	罗氏	GenMark	18	分子诊断
9	波士顿科学	Baylis Medical	17.5	电生理和结构性心脏病
10	GE医疗	BK Medical	14.5	介入超声

资料来源：Eshare、中国医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理

表：国内医疗器械行业TOP10并购事件

排名	收购方	标的	交易金额 (亿元)	细分领域
1	迈瑞医疗	HyTest Invest Oy	40	体外诊断
2	圣湘生物	科华生物	20	体外诊断
3	九强生物	迈新生物	9	体外诊断
4	微创医疗	Hemovent GmbH	9	生命支持系统
5	新氧科技	奇致激光	8	医美器械
6	振德医疗	上海亚澳/三特瑞	5	静脉留置伤口护理
7	启明医疗	诺诚医疗	5	心脏器械
8	三友医疗	水木天蓬	4	超声手术
9	微创医疗	阿格斯	4	OCT
10	鱼跃医疗	凯利特	4	糖尿病管理

资料来源：Eshare、中国医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理

3.2 全球大型医械企业出现独立拆分上市浪潮

- 医械行业似乎掀起分拆大幕，近一年宣布拆分独立医疗业务的医疗企业包括：GE、强生、Zimmer Biomet、Becton Dickinson和3M；我国的医疗器械企业微创医疗、威高集团、乐普医疗也将部分旗下细分领域子公司分拆上市。
- 分拆之后不仅可以获得新的融资，解决研发成本等问题，也可以保障母公司和子公司协同发展。

表：外资医械公司独立拆分上市事件梳理

外资公司	宣布时间	拆分后子公司	细分领域
Labcorp.	2022. 07	• Labcorp • 临床开发业务（待命名）	实验室诊断服务 CRO
3M	2022. 07	• 3M Health Care • GE HealthCare	医用护理产品/医疗IT 医疗业务
GE	2022. 07	• GE VERNOVA • GE Aerospace	能源业务 航空服务
强生	2021. 11	• 强生MedTech • 强生HealthCare	药品/医疗器械 消费保健
奥林巴斯	2022. 04	• Evident	科学事业部
捷迈邦美	2021. 09	• ZimVie	脊柱/牙科
博士康	2020. 08	• 博士伦	眼科器械
西门子	2020. 07	• 西门子医疗	影像与检测设备
丹纳赫	2019. 07	• Envista • Thermo Instrument • Thermedic • Thermo Terratech • Thermotrex • Thermo Fibertek • Thermo Power • Thermo Ecotek	牙科器械 分析仪器 测量检测仪器 环境基建设计 研发外包 造纸/纸张回收 工业制冷设备 生物质发电设备
赛默飞世尔	1990s		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：国内医械公司独立拆分上市事件梳理

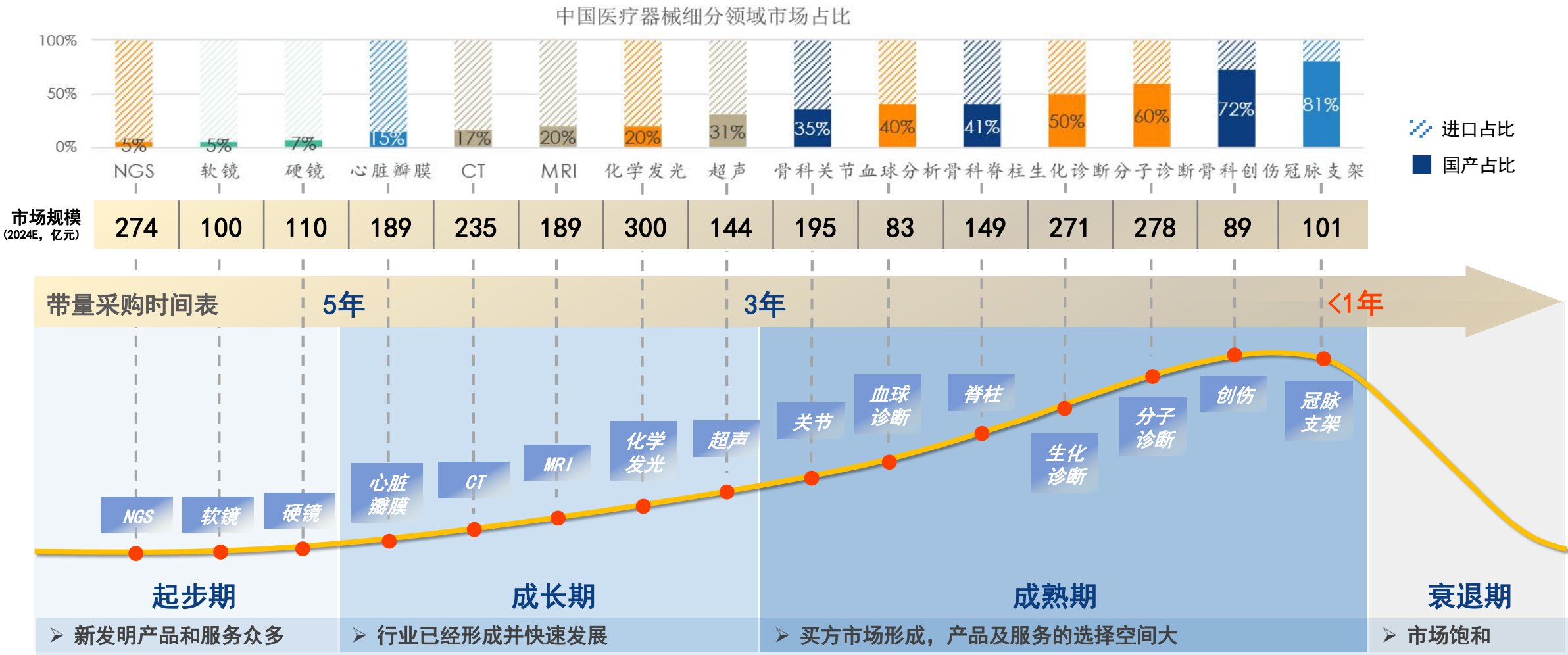
国内公司	宣布时间	拆分后子公司	细分领域
		• 心脉医疗	心血管介入
		• 心通医疗	心脏瓣膜
微创医疗	2019-2022	• 微创机器人 • 微创脑科学 • 微创电生理	医疗机器人 神经介入 电生理
威高集团	2021-2022	• 威高骨科 • 威高血净	骨科器械 血液净化
乐普医疗	2022. 01	• 心泰医疗 • 乐普生物	心脏瓣膜 生物药
复星医药	2017. 06	• Sisram	医美器械

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械投资需遵循“产品+政策”周期

■ 进口替代率、产业所处发展周期即渗透率、带量采购时间表是选择国产医疗器械细分领域的重要考虑因素。

图：国内医疗器械细分领域所处产业周期



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械行业的中长期投资策略

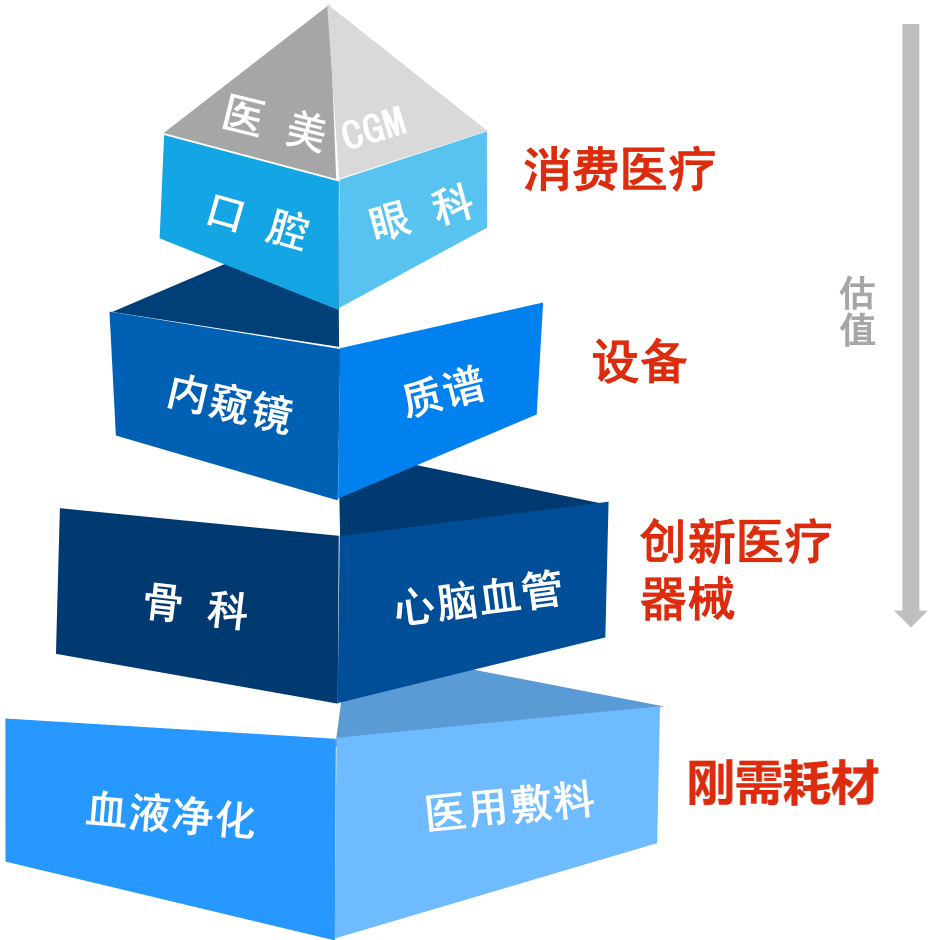
- 非医保支付领域的好行业好公司（行业空间大+公司竞争力强）；
- 主要产品已经集采的平台型龙头企业（市场地位领先+产品布局好）；
- 5年之内不会集采的创新器械公司（硬科技领先者+商业化前景明朗）。

图：医疗器械重点关注领域

表：医疗器械重点关注领域及公司

细分领域	重点关注领域	市场规模 (亿元)	CAGR		代表公司	市值 (亿元)
			2018-2021	2022-2025		
高值耗材	血管介入耗材	432	4%	10%	惠泰医疗	247.3
	骨科耗材	397	15%	10%	威高骨科	165.1
	血液净化耗材	139	20%	10%	威高血净	/
	口腔耗材	135	24%	18%	时代天使	117.1
	眼科耗材	114	14%	12%	爱博医疗	208.5
低值耗材	医用敷料	200	13%	14%	振德医疗	76.8
IVD	分子诊断	231	25%	15%	华大智造	386.5
	微生物诊断	100	15%	18%	丹娜生物	/
设备	内窥镜	231	15%	16%	澳华内镜	86.2
	质谱	142	13%	18%	谱育科技	/
	医疗信息化	100	15%	18%	健麾信息	59.2

资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理 注：市值截至2023/7/13

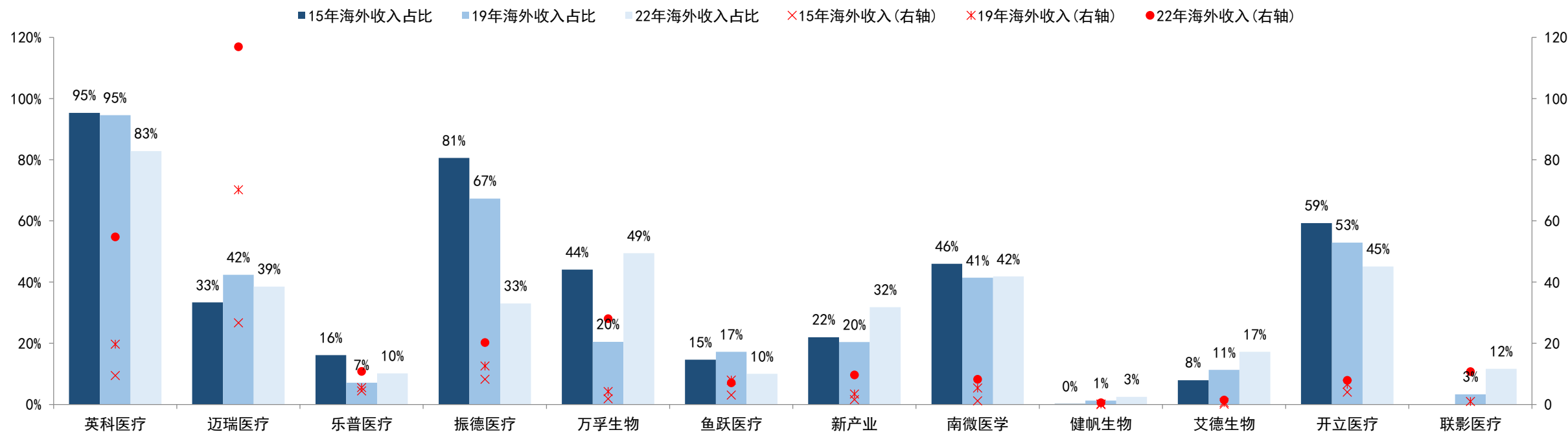


资料来源：国信证券经济研究所整理、绘制

3.2 医疗器械行业中长期（3-5年）投资机会小结

- **集采进度：**按照市场规模，医疗器械集采已进行了1/3-1/2，预计2025年之前大部分市场规模较大的细分完成集采，在2025年之前投资细分龙头，是未来估值最具性价比的时期。
- **二级市场机会：**A股尤其是港股二级市场预期过度悲观，创新器械细分龙头及平台型公司股价过去1年平均回撤70-80%，具备较大投资价值。
- **并购及拆分投资机会：**医疗器械行业加速整合，龙头拆分及并购频繁，我们认为未来3-5年，国内并购机会大于拆分。
- **出海机会：**出海是2030年之前器械行业国内龙头公司的第二增长曲线，关注海外业务经过前期5-10年的积累及铺垫，已经有较大突破的迈瑞医疗、联影医疗、微创医疗（H）、华大智造、新产业、南微医学、开立医疗、振德医疗、艾德生物等公司。

图：中国医疗器械企业海外收入（亿元）及占比情况



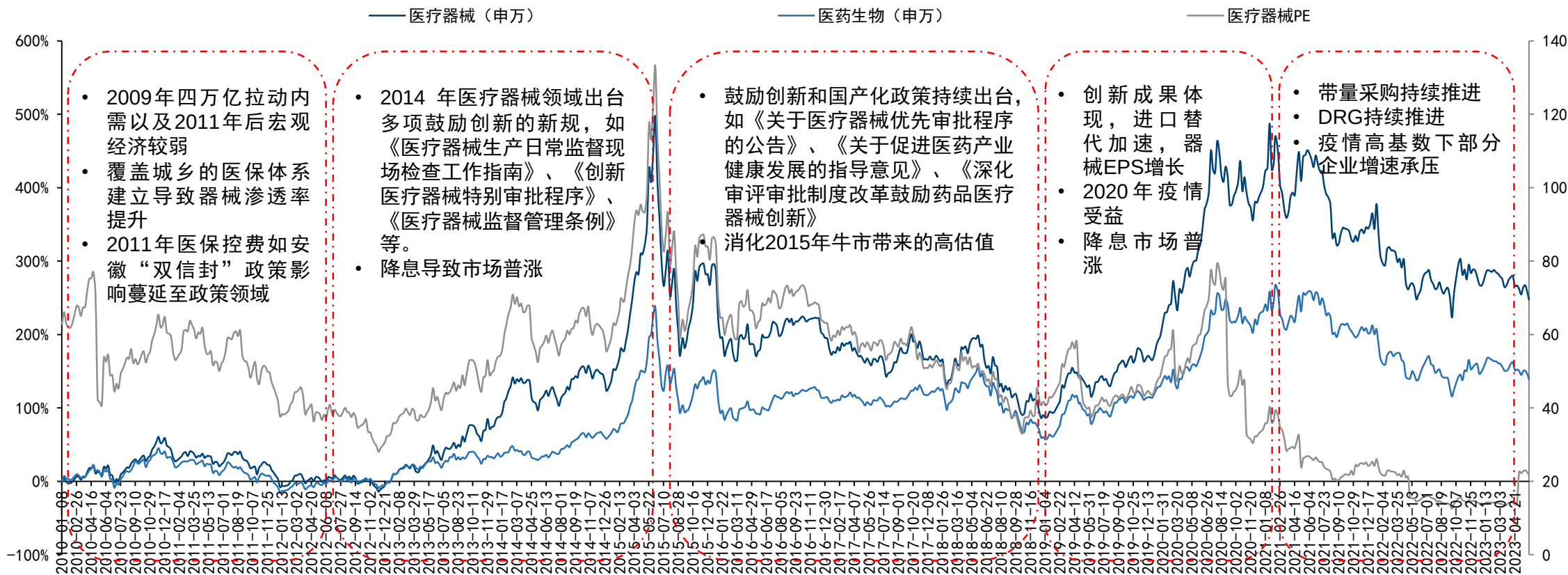
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械23年中期策略：淡化集采，回归增长本源

器械板块复盘

- **历史复盘：**器械板块受政策（支付、控费、创新、进口替代等）、宏观经济、疫情等影响较大。
- **估值分位：**目前器械板块PE（TTM）估值22倍，处于历史较低分位，后续随着政策和疫情影响出清，以及宏观经济复苏，板块有望迎来触底反弹。

图：医疗器械板块指数涨跌幅复盘（2010年至今）



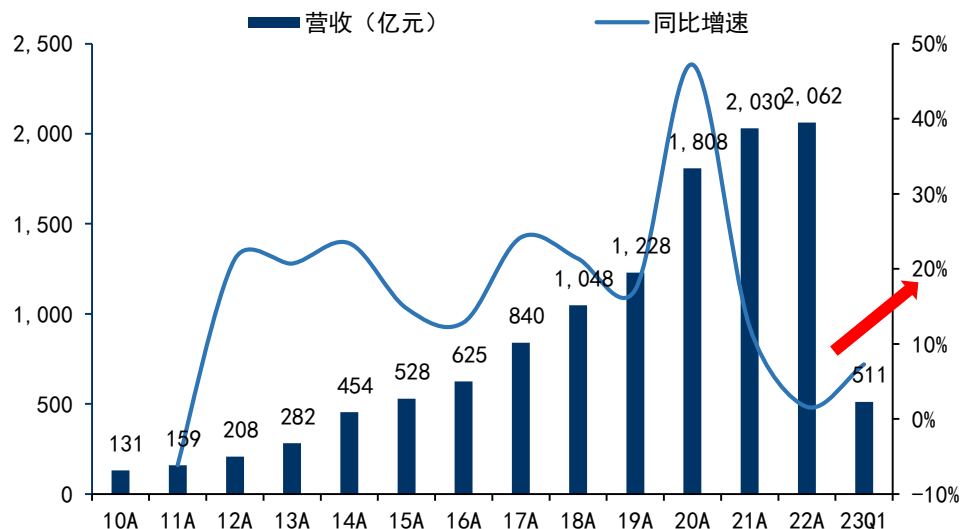
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械23年中期策略：淡化集采，回归增长本源

器械板块复盘

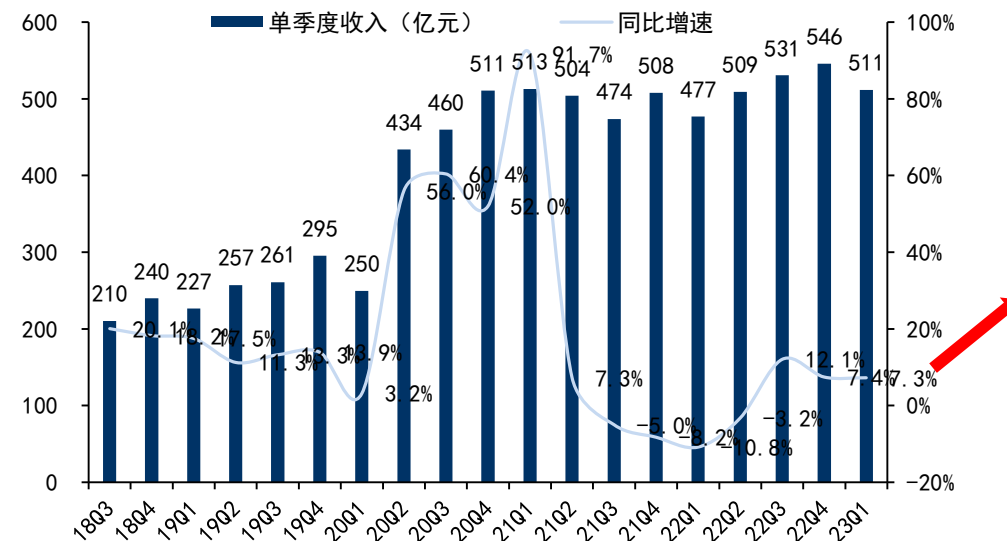
- 器械板块已经处于景气度下行的末尾。政策因素、经济因素、疫情因素最终都反映在业绩上，因此器械板块指数表现整体和器械板块的业绩增长趋势匹配。器械指数从2021年5月份达到高点，目前为止已经经过2年时间的下行周期，结合板块业绩拐点、政策影响出清、宏观经济复苏，我们认为器械板块已处于下行期的末尾，预计2023年下半年，器械板块有望触底反弹。

图：医疗器械板块（剔除新冠检测）收入和增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：医疗器械板块（剔除新冠检测）单季度收入和增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械23年中期策略：淡化集采，回归增长本源

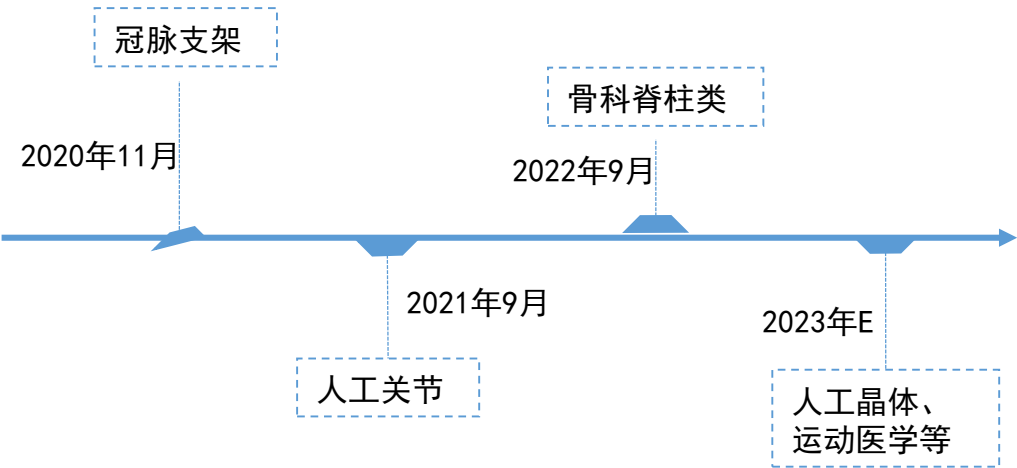
集采常态化共识已成：

- 从三批已完成的国采和各省市联盟集采方案看，有兜底的集采政策逐渐形成市场共识，结合5月10日北京医保局发布的DRG联动采购征求意见稿，创新产品集采降价幅度有望逐渐温和化。
- 2023年下半年集采关注重点：1）第四批国采主要针对眼科的人工晶体和骨科的运动医学类耗材。2）陕西牵头开展硬脑（脊）膜补片、疝修补耗材省际联盟采购，河南牵头开展神经外科等耗材省际联盟采购，安徽牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购。

表：2023年1-6月各省际联盟集采新出炉方案

时间	方案	集采品种	涉及省份
2023年5月26日	关于发布《省际联盟补片类集中带量采购文件》的公告（第1号）	疝补片和脑（脊）膜补片	辽宁省、山西省、内蒙古自治区、吉林省、黑龙江省、海南省、贵州省、青海省、西藏自治区、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区和新疆生产建设兵团
2023年4月27日	关于开展止血材料、预充式导管冲洗器、压力泵省际联盟集中带量采购工作的公告	止血材料、预充式导管冲洗器、压力泵	内蒙古+联盟省份

图：国家组织高值耗材带量采购



2023年4月10日	关于公布河北省牵头三明采购联盟医用耗材集中带量采购《采购文件》的通告	血管结扎夹、一次性活检针、一次性使用输尿管导引鞘、血管鞘、倒刺线、房间隔封堵器、造影导管、Y接头、角膜塑形用硬性透气接触镜、一次性使用无菌外周血管内药物涂层球囊、颅内支架、动脉瘤夹、心脏固定器（稳定器）、一次性使用温度传感器、一次性使用血氧饱和度传感器、取石网篮、一次性使用高压造影注射器及附件、一次性压力延长管、医用干式胶片	河北牵头三明联盟
------------	------------------------------------	---	----------

资料来源：医保局，国信证券经济研究所整理

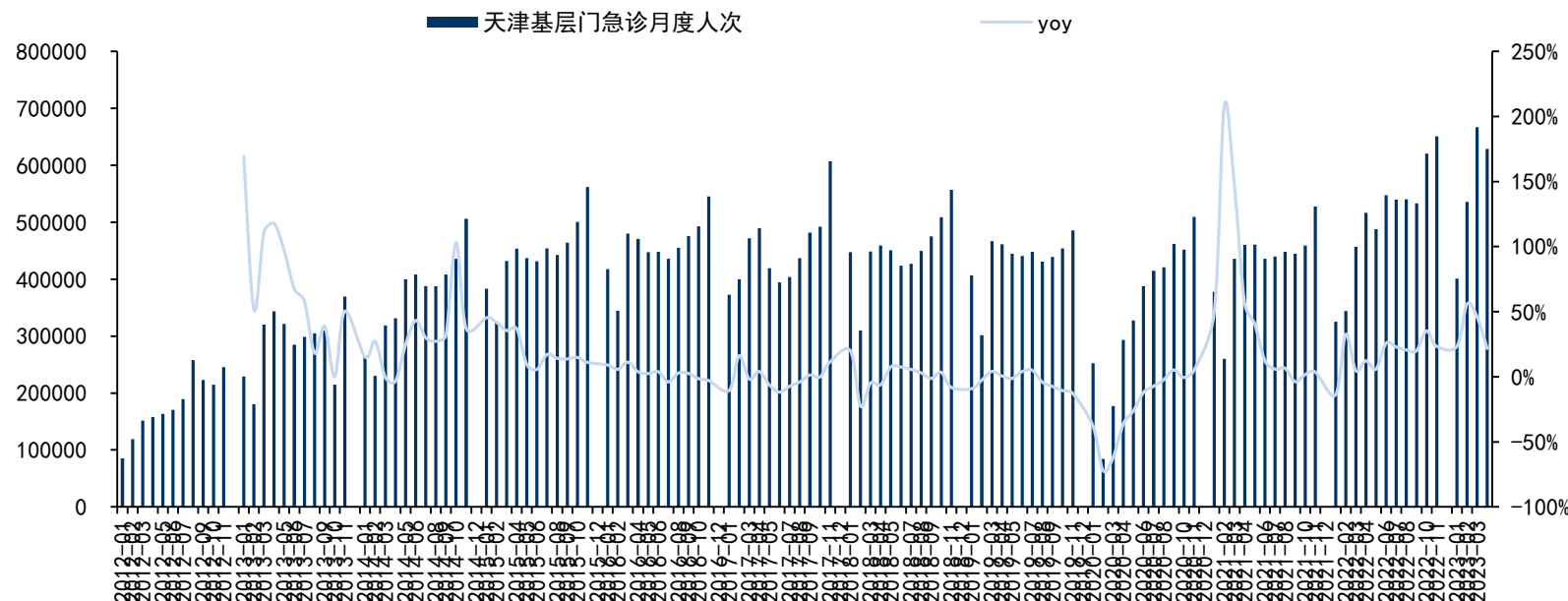
资料来源：各省医保局，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械23年中期策略：淡化集采，回归增长本源

诊疗复苏：

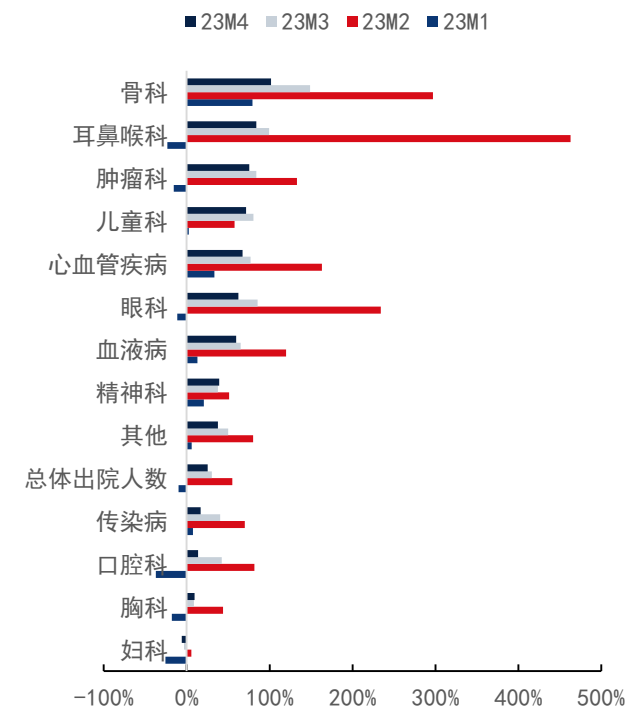
- 疫情三年对医院诊疗有压制，从2023年开始有望逐季复苏。以天津市为例，2023年1-4月门急诊人次同比分别为23.3%、55.7%、46%、21.7%，相比2019年1-4月分别为-1.4%、77.7%、42.8%、36.3%，体现为持续复苏的态势。从各科室看，骨科、耳鼻喉科、肿瘤科、儿童科、心血管疾病、眼科、血液病等科室恢复较好，2-4月相比2019年同期增速皆超过50%。
- 诊疗复苏利好高值耗材和IVD行业形成景气度。建议关注南微医学、惠泰医疗、微电生理、爱博医疗、心脉医疗、威高骨科、春立医疗、戴维医疗、新产业、普门科技、迈瑞医疗、迪瑞医疗等。

图：天津市基层月度门急诊人次及增速



资料来源：天津市卫生局，国信证券经济研究所整理

图：天津市各科室出院人数相比2019年同期增速



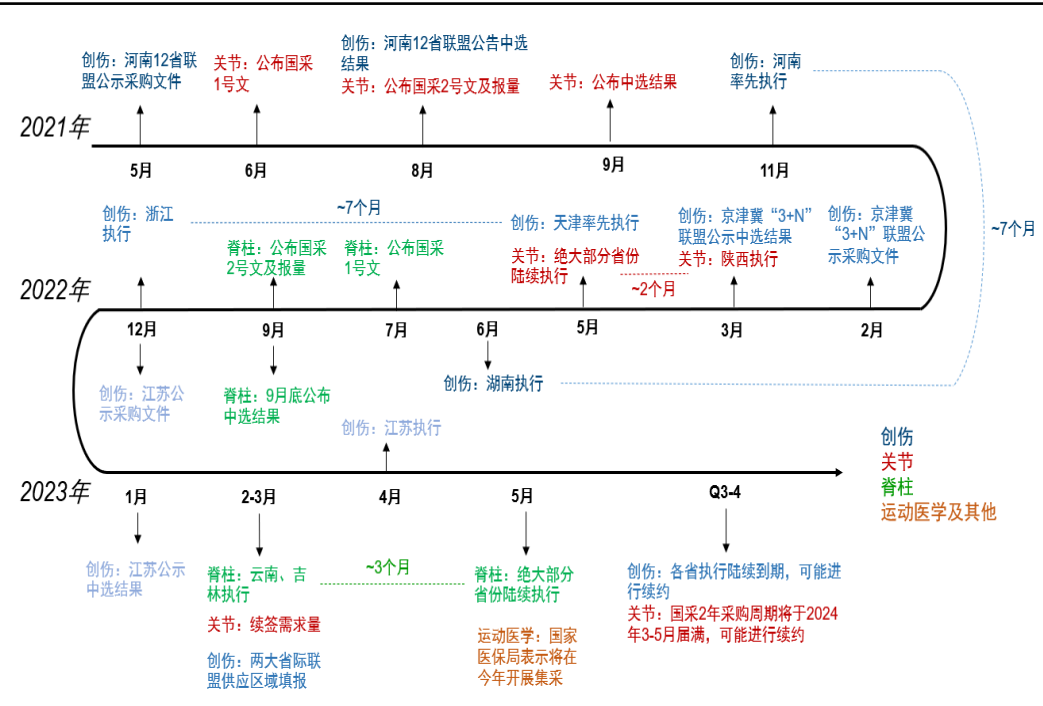
资料来源：天津市卫生局，国信证券经济研究所整理

3.2 骨科：集采风险大体出清，关注平台化龙头和关节业务成长性



- 骨科三大品类全部完成带量采购，2023年年内或将继续推进运动医学的全国集采。随着脊柱集采的落地执行，骨科板块的政策风险逐步出清。从2023年一季度看，骨科手术快速恢复，各家骨科龙头也在积极推进业务的调整：持续加大研发投入，丰富产品线布局；销售模式趋于精细化和数字化，提升终端服务能力；生产经营管理效率不断改进提升。
- 全球骨科市场规模超过550亿美金，关节置换为最大细分领域，近年也有新技术、新材料、新业态、新模式不断涌现。集采趋势下，中长期维度来看，我们看好：1) 平台化龙头公司，关注威高骨科、大博医疗； 2) 渗透率提升潜力大、进口替代空间广阔的关节赛道，关注爱康医疗、春立医疗； 3) 脊柱领域具备差异化创新能力和长期成长性的优质企业，关注三友医疗。

图：骨科主要品类集采推进速度



资料来源：各政府官网，国信证券经济研究所整理

表：国产企业骨科及相关领域布局情况

	创伤	脊柱	关节	运动医学	骨生物材料	神经外科	手术机器人	动力设备	骨科康复	口腔（修复/正畸/种植）	新材料/3D打印
威高骨科							与天智航合作 数智化骨科	量子医疗（电动骨组织手术设备）	威高新生PRP业务		3D打印髋关节；CF/PEEK 华翔医疗
大博医疗					预填充人工骨						
春立医疗							长江INS 1	舒捷医疗	PRP 康复机器人		3D打印骨小梁 定制个体化假体
爱康医疗											
三友医疗					人工骨邦固特		面向脊柱椎板切除手术的机器人	超声骨刀和超声止血刀			3D打印定制椎间隙融合器

■ 已布局且自有产品已上市 ■ 合作/代理/授权引进 ■ 在研/计划布局

资料来源：公司公告、公司官网，NMPA，国信证券经济研究所整理 注：本表仅根据搜集的有限公开信息列示，不涵盖未披露的在研项目，可能列示不全，仅供参考

3.2 体外诊断：省际联盟集采由安徽牵头，关注化学发光龙头进口替代机遇

■ 2023年3月1日，国家医保局明确2023年要扎实推进医用耗材集中带量采购，继续探索体外诊断试剂集采，并将由安徽省牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购。

■ IVD集采是大浪淘沙的过程，进口替代箭在弦上，重视集采下体外诊断龙头公司的发展机遇。国内IVD市场竞争格局较为分散，集采是大浪淘沙的过程，对于掌握核心技术和原材料自产能力的国产优质企业而言是加速进口替代、迅速扩大市场份额的机会。集采落地后将降低体外诊断板块的不确定性，有望带来估值修复。

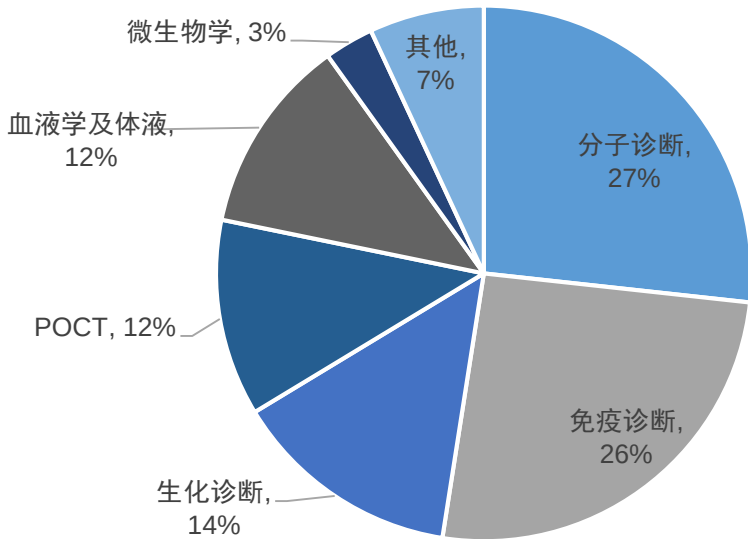
■ 推荐关注：1) 处于具备较大进口替代空间的赛道，具备“仪器+试剂+原料”的一体化开发能力和强大的品牌及渠道资源的国产龙头：迈瑞医疗、新产业、安图生物；2) 具备强研发能力、加速推进平台化和国际化的优质公司：亚辉龙、普门科技、迪瑞医疗、迈克生物、万孚生物。

表：部分体外诊断试剂领域的集中带量采购

体外诊断细分领域	涉及省份	涉及项目	政策落地执行情况
生化试剂	江西牵头的23省联盟	包括总蛋白、白蛋白、血氧等26个品种	2022年11月发布正式采购文件 2023年5-6月公布中选结果
化学发光试剂	安徽省	包括肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标记物以及降钙素原共计23个试剂项目	2021年8月发布集采谈判议价公告，同月公布谈判议价结果； 谈判议价结果自2021年11月11日起执行，原则上采购周期为2年
凝血试剂	安徽省	凝血酶原时间（PT）、凝血酶时间（TT）、活化部分凝血活酶时间（APTT）等6个凝血项目	2022年11月30日发布征求意见稿并开展项目申报 2022年12月12日发布正式集采文件 2023年1月28日公示中选结果

资料来源：江西省、安徽省医疗保障局，国信经济研究所整理

图：中国体外诊断市场结构



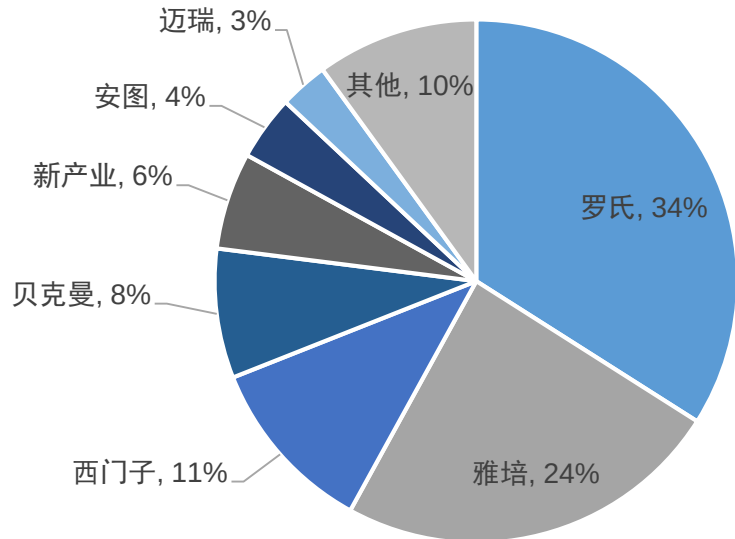
资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021版）》，国信证券经济研究所整理

表：安徽省化学发光试剂集中带量采购后对于国产龙头企业的影响

公司	集采后医院覆盖和装机数量	收入增量
迈瑞医疗	自21年11月至22年二季度末，公司仪器新增装机近120台，占全省新增装机的比重约为三分之一；2022年成功突破空白三级医院35家。化学发光的市场占有率一跃提升至20%以上，实现了安徽市场第一的目标	2022年安徽省的化学发光业务实现超过85%的增长，试剂收入增量超1亿元
新产业	自挂网实施后至2022年4月，公司在安徽省实现了短期内大型客户数量翻番的成绩。	-
亚辉龙	在安徽市场实现了流水线和装机的快速增长	安徽市场发光产品线收入翻倍增长

资料来源：公司年报、公司公告，国信经济研究所整理

图：2018年化学发光行业竞争格局



资料来源：公司年报、公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 医疗器械23年中期策略：淡化集采，回归增长本源

景气延续：

- 内镜、康复板块高景气度有望延续。从23Q1器械板块的细分领域看，归母净利润实现同比增长的分别为内镜（+128%）、康复器械（+111%）、家用器械（+74%）、其他器械（+65%）、生命信息支持（+29%）、眼科（+24%）、影像（+16%）、心血管（+13%）。其中内镜、康复、家用器械领域均实现季度收入和净利润超过30%的增长。展望后市，内镜、康复板块高景气度有望延续，建议关注澳华内镜、开立医疗、海泰新光、伟思医疗。

表：器械板块及细分领域22年及23Q1财报总结

板块	收入（亿元）		归母净利润（亿元）		收入yoy		归母净利润yoy	
	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1
器械板块	3,084.8	565.6	801.8	107.7	21.8%	-43.0%	17.8%	-70.7%
器械板块-剔除新冠检测	2,062.4	511.4	380.6	95.5	1.6%	7.3%	-18.7%	5.6%
内镜	46.6	13.0	9.0	3.0	15.2%	31.2%	21.1%	128.2%
康复器械	11.9	3.5	3.4	1.0	-8.3%	62.7%	-31.5%	110.8%
家用器械	125.6	42.0	22.4	9.9	7.8%	45.4%	8.7%	74.2%
其他器械	126.3	32.9	6.5	3.8	-0.6%	15.1%	-40.7%	65.5%
生命信息支持	328.2	93.7	100.4	28.8	18.0%	24.7%	16.9%	29.3%
眼科	42.4	12.0	10.4	3.3	21.2%	23.2%	-3.8%	24.3%
影像	107.4	26.3	19.4	4.1	21.9%	33.7%	13.1%	16.0%
心血管	134.7	32.6	28.5	8.1	5.2%	0.3%	32.6%	12.6%
供应链中上游	256.2	64.8	22.4	9.9	15.2%	10.7%	-8.6%	-4.7%
肾科	57.9	14.7	12.4	3.6	2.9%	0.9%	-18.0%	-13.7%
骨科	67.8	16.0	12.8	3.6	-10.3%	1.3%	-42.6%	-16.0%
低值耗材	319.3	73.0	19.6	2.9	-30.8%	-15.6%	-84.9%	-49.9%
医院工程	32.6	6.6	0.1	0.0	-7.5%	-6.0%	-96.3%	-74.0%
IVD	1,427.8	134.5	514.6	25.9	66.9%	-77.7%	80.7%	-91.3%
IVD-剔除新冠检测	405.4	80.3	93.3	13.7	15.1%	-8.4%	29.4%	-33.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：器械板块及细分领域单季度财务数据总结

板块	收入yoy					归母净利润yoy				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
器械板块	53.8%	7.4%	17.9%	8.0%	-43.0%	70.9%	-11.8%	31.5%	-43.9%	-70.7%
器械板块-剔除新冠检测	-10.8%	-3.2%	12.1%	7.4%	7.3%	-45.9%	-31.2%	24.0%	12.5%	5.6%
内镜	21.4%	18.8%	25.4%	0.7%	31.2%	-3.5%	38.1%	31.2%	15.2%	128.2%
康复器械	-11.5%	1.1%	3.3%	-23.1%	62.7%	-44.5%	-38.2%	21.3%	-51.5%	110.8%
家用器械	0.3%	-3.9%	-2.6%	27.3%	45.4%	-14.4%	-31.4%	-7.2%	162.6%	74.2%
其他器械	-11.4%	-16.9%	14.7%	15.4%	15.1%	-14.0%	-88.1%	11.1%	-58.6%	65.5%
生命信息支持	14.7%	18.4%	17.6%	21.3%	24.7%	14.0%	19.7%	17.9%	13.5%	29.3%
眼科	29.5%	8.6%	35.3%	11.2%	23.2%	-1.2%	-39.9%	31.1%	-7.4%	24.3%
影像	15.6%	39.9%	5.0%	24.3%	33.7%	-4.5%	36.4%	14.5%	8.8%	16.0%
心血管	0.3%	-20.6%	21.1%	36.1%	0.3%	-14.6%	-21.2%	146.4%	401.1%	12.6%
供应链中上游	26.9%	9.5%	12.5%	12.8%	10.7%	-17.4%	0.6%	-0.3%	-23.4%	-4.7%
肾科	21.2%	25.9%	-3.4%	-21.4%	0.9%	14.8%	19.3%	-31.7%	-77.1%	-13.7%
骨科	3.3%	3.3%	-14.2%	-28.3%	1.3%	-0.9%	-13.0%	-40.5%	-105.0%	-16.0%
低值耗材	-49.0%	-30.2%	-18.2%	-9.9%	-15.6%	-92.2%	-85.8%	-70.7%	-110.3%	-49.9%
医院工程	-0.8%	-13.3%	38.3%	-30.4%	-6.0%	-84.0%	-51.5%	40.0%	-227.7%	-74.0%
IVD	203.3%	30.9%	44.6%	9.9%	-77.7%	305.2%	28.6%	82.5%	-82.8%	-91.3%
IVD-剔除新冠检测	0.7%	0.6%	42.9%	10.2%	-8.4%	-5.9%	-4.6%	152.4%	-33.0%	-33.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

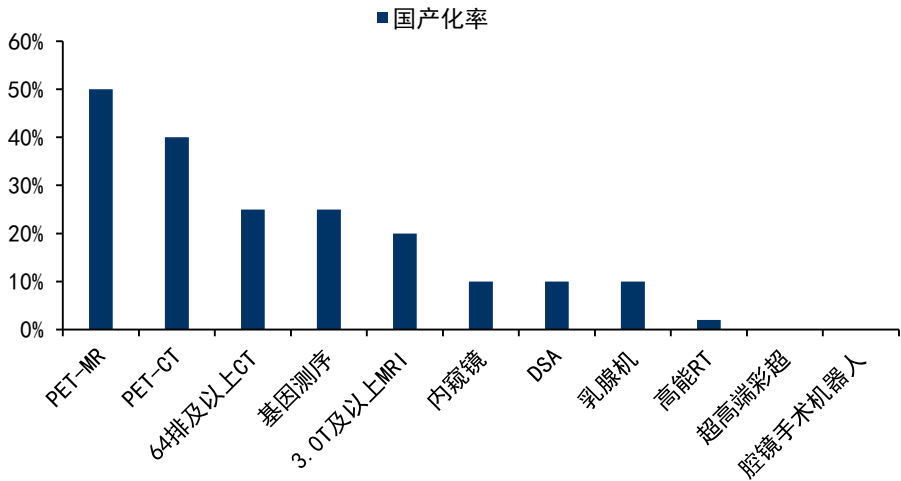
3.2 器械板块23年中期策略：淡化集采，回归增长本源



自主可控与供应链：

- 高壁垒设备国产化率较低，具备较大自主可控需求；
- 《十四五规划》重点强调：1）加强产业基础能力建设；2）提升产业链供应链现代化水平；3）完善共性技术平台建设。
- 建议关注自主可控赛道的国产替代机会，如联影医疗、迈瑞医疗、微创机器人、华大智造等，以及供应链公司如美好医疗、海泰新光等。

图：高端医疗设备国产化率



资料来源：Frost&Sullivan、联影招股书，国信证券经济研究所整理

表：《“十四五”医疗装备产业发展规划》提到的产业基础攻关行动

目标	内容
攻关先进基础材料	着力攻关体外膜肺氧合机(ECMO)用中空纤维膜,血液净化设备用透析膜;高精度高表面质量钨、镍钨、钨钨、银基合金丝、棒、管材等;电子计算机断层扫描(CT)用弥散强化无氧铜、钴合金,CT球管用真空高温轴承、大容量旋转靶盘等;正电子发射计算机断层扫描(PET)用高导热率电路板材料、CT/PET探测器用闪烁体、防护装备用高效过滤材料;可吸收降解材料、高风险造影导丝、大动脉血管支架、腔道支架、冠脉支架、骨科植入材料、心脏瓣膜材料、无铅压电材料等,推动一批基础材料达到国际先进水平
攻关核心元器件	开发医用X射线探测器模拟芯片、模数转换芯片,可穿戴设备系统级芯片,医用AI芯片等;医用高精度电流传感器、高温高精度温度传感器、高精高压电压传感器、高精度磁场传感器、3D视觉系统中高速光学元件可穿戴设备用柔性心电图(ECG)/脑电图(EEG)/肌电图(EMG)/血糖及压力传感器;柔性连接器、生物识别光谱传感器等。
攻关关键零部件	攻关呼吸机用比例阀;透析设备用真空泵、微型电磁阀经鼻高流量氧疗仪用微型比例阀;大功率CT球管、高分辨率X射线光子计数探测器;磁共振高场强磁体、低温线圈、多核谱仪;先进彩超探头;放疗用栅控三级电子枪、高功率磁控管、高功率多注速调管、高对比度固态调制器,六维治疗床等;医疗机器人用减速机、精密电机、光学镜头;实时荧光定量聚合酶链反应(PCR)检测系统用光电倍增管;导光率内窥镜光纤、高分辨率柔性光纤传像束等。
攻关诊断检验装备配套件	加强诊断检验装备配套试剂研制,提高产品灵敏度、精密度、长期稳定性、批量生产可控性,确保诊断检验装备持续改进、迭代发展
攻关基础工艺	改进优化先进基础材料、关键零部件以及整机产品制造工艺强化质量安全管控,提升产品性能、可靠性、稳定性和批量生产能力。

资料来源：《“十四五”医疗装备产业发展规划》，国信证券经济研究所整理

3.3 中药投资建议：结合资源、品牌、创新、渠道等因素，关注三大领域

■ 结合资源、品牌、创新、渠道等因素，关注三大领域：

- 1) 中药创新药—回归药品属性。
- ✓ 疗效至上，临床循证是王道，看好产品经循证医学充分验证、得到医生群体认可的优秀中药企业。推荐买入：以岭药业（中药创新药龙头企业，契合“三结合”中药注册审评证据体系，创新及推广能力持续验证）。
- ✓ 推荐关注：康缘药业（股权激励提振人心，在研管线持续丰富）、天士力（瘦身完毕轻装上阵，老品种丹滴有望焕发新活力）。
- 2) 中药配方颗粒—政策扩容细分领域。
- ✓ 药食同源拓展市场需求，标准放开加速行业发展，资源属性铸就政策避风港，中药配方颗粒行业有望迎来行业扩容期。看好拥有上游种植（养殖）资源、标准高、布局早的中药配方颗粒生产企业。
- ✓ 推荐关注：中国中药（中药配方颗粒龙头企业，备案进度及产能布局引领行业）、红日药业（中药配方颗粒龙二企业，成药、器械、原料药多板块协同发展）。
- 3) 消费属性标的一集采避风港。
- ✓ 支付能力强，医保政策影响小；单价低，作用广，品牌OTC深入人心。看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业。
- ✓ 推荐关注：华润三九（品牌OTC龙头，股权激励提振人心，昆药并购落地有望推动多方协同赋能）、济川药业（自研、引进双轮驱动，提升业绩增长潜能）。

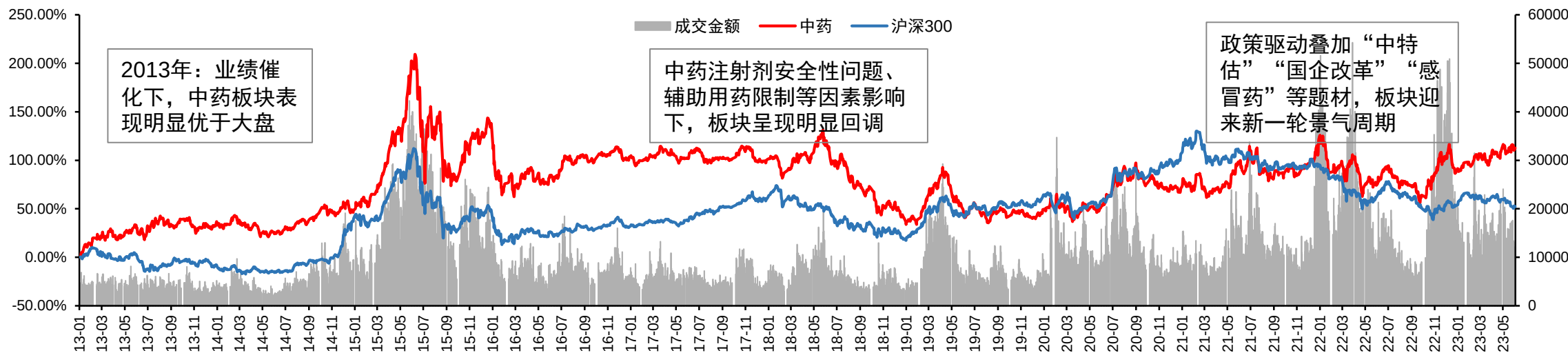
表：中药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	总市值 亿元/港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
000999	华润三九	600	24.5	28.0	32.6	37.5	24.5	21.4	18.4	16.0	14.4%	1.4	买入
300026	红日药业	163	6.2	7.0	8.5	10.3	26.1	23.2	19.1	15.9	7.5%	1.4	增持
0570.HK	中国中药	184	7.6	10.4	13.1	16.7	22.1	16.2	12.8	10.1	3.8%	0.5	买入
002603	以岭药业	429	23.6	25.1	28.8	33.1	18.2	17.1	14.9	13.0	21.6%	1.4	买入
600557	康缘药业	161	4.3	5.5	6.9	8.5	36.9	29.1	23.3	18.9	9.1%	1.2	无评级
600535	天士力	218	-2.6	9.8	11.6	13.2	(84.8)	22.2	18.8	16.5		1.4	无评级
600129	太极集团	331	3.5	6.7	9.1	12.2	94.7	49.1	36.3	27.1	11.4%	0.9	无评级
600566	济川药业	268	21.7	24.6	27.6	31.4	12.3	10.9	9.7	8.5	19.1%	0.8	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；除华润三九、红日药业、中国中药外，其余为wind一致预测

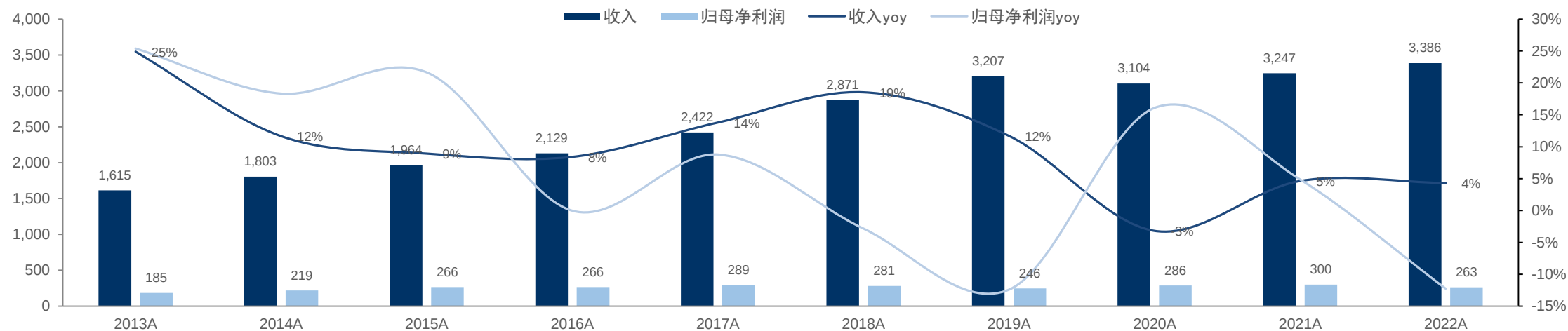
3.3 中药行情复盘

图：中药指数vs沪深300指数



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：A股中药板块收入及利润情况



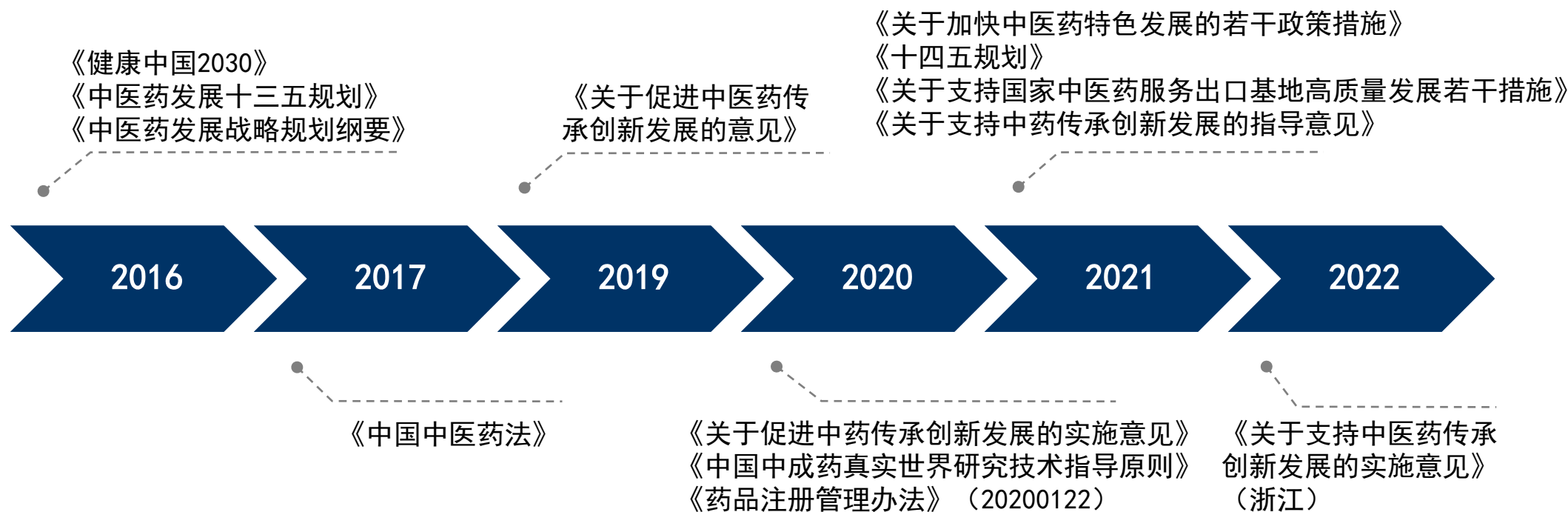
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：可比口径，剔除ST康美

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.3 需求端：政策持续鼓励中医药发展

- 从“中西结合”到“中西并重”，中医药产业重要地位持续提升。党的十八大以来，党中央把中医药工作摆在突出位置，中医药改革发展取得显著成绩。尤其2021年年初以来，疫情之下中医药的良好作用加速了政策的出台，国务院办公厅、医保局等多个国家高层级部门发布多项实际政策鼓励中医药发展，明确了中医药是我国传统特色、国家各部门从上到下鼓励支持中药发展的态度，多项实际政策的落地体现了国家对中医药发展的方向——传承与发扬，开启板块新一轮政策景气周期。

图：多项鼓励中药发展的政策出台



资料来源：国务院、国家药监局、国家中医药管理局、国家医保局，国信证券经济研究所整理

3.3 需求端：政策持续鼓励中医药发展

■ “十四五”中医药发展规划是首个以国务院办公厅名义发布的中医药五年规划。2022年3月29日，国务院办公厅发布《十四五中医药发展规划》，指出十三五期间中医药发展顶层设计加快完善，政策环境持续优化，支持力度不断加大，但同时也存在需要进一步提升与改善之处，包括：中医药发展不平衡不充分问题仍然突出，中医药优质医疗服务资源总体不足，基层中医药服务能力仍较薄弱，中西医协同作用发挥不够，中医药参与公共卫生和应急救治机制有待完善，传承创新能力有待持续增强，中药材质量良莠不齐，中医药特色人才培养质量仍需提升，符合中医药特点的政策体系需进一步健全等。《规划》明确了“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施，是首个以国务院办公厅名义发布的中医药五年规划，体现了国家对中医药战略意义的肯定。

表：中医药现状	
优	缺
1) 中医药服务体系进一步健全，截止2020年底： 中医医院达到5482家；每千人口公立中医医院床位数0.68张； 每千人口卫生机构中医类别执业（助理）医师数0.48人； 设置中医临床科室的二级以上公立综合医院占比86.75%； 备案中医诊所达到2.6万家。	1) 中医药发展不平衡不充分问题突出； 2) 中医药优质医疗服务资源总体不足； 3) 基层中医药服务能力较薄弱； 4) 中西医协同作用发挥不够；
2) 中医药传承发展能力不断增强： 中医药防控心脑血管疾病、糖尿病等重大慢病及重大传染性疾病临床研究取得积极进展；中医药人才培养体系持续完善； 中成药和中药饮片产品标准化扎实推进，第四次全国中药资源普查基本完成； 公民中医药健康文化素养水平达20.69%。	5) 中医药参与公共卫生和应急救治机制待完善； 6) 传承创新能力有待持续增强； 7) 中药材质量良莠不齐； 8) 中医药特色人才培养质量需提升；
3) 中医药开放发展取得积极成效：已传播到196个国家和地区。	9) 符合中医药特点的政策体系需进一步健全。

资料来源：《“十四五”中医药发展规划》，国信证券经济研究所整理

3.3 供给端：创新转型&高质发展是方向

- 我国医药工业正处在向创新驱动及高质量发展的转型关键期。医药工业是关系国计民生、经济发展和国家安全的战略性产业，是健康中国建设的重要基础。“十四五”医药工业发展规划指出，经过“十三五”的五年发展，医药工业发展基础更加坚实，发展动力更加强劲。“十四五”期间，医药工业发展环境和发展条件面临深刻变化，将进入加快创新驱动发展、推动产业链现代化、更高水平融入全球产业体系的高质量发展新阶段。
- 医药工业“十四五”要求：加快“质量+效率+动力”变革。“十三五”期间，国内医药产业取得了长足的进步，规模以上医药工业增加值年均增长9.5%，高出工业整体增速4.2个百分点，占全部工业增加值的比重从3.0%提高至3.9%。“十四五”时期国内医药工业发展机遇大于挑战，仍处于重要战略机遇期。“十四五规划”中营业收入和利润总额年均增速目标为8%以上，并将创新驱动摆在更重要的位置上，明确了各领域的发展方向。

表：医药工业“十四五规划”目标和“十三五规划”完成情况		
	“十三五”完成情况	“十四五”发展目标
营业收入年均增速	9.9%	8%以上
利润总额年均增速	13.8%	8%以上
增加值占全部工业的比重	3.9%	5%左右
研发投入年均增长	8%	10%以上
产业创新成果	1000余个新药申报临床，47个国产创新药获批上市	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
供应保障和产业链	新增药品生产批件2941个，其中首次上市药超过200个。多个疾控重点疫苗实现产业化，278个品种964件通过仿制药质量和疗效一致性评价	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
国际化成果	出口交货值年均增长14.8%，创新药国际注册取得突破性进展	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

资料来源：“十四五”医药工业发展规划，国信证券经济研究所整理

3.3 政策端：全国中成药集采落地，关注竞争格局好的品种

- 全国中成药集采已开标，23H2有望落地。全国中成药集采已于5月正式启动，涉及16个采购组，42个不同剂型的药品，6月21日拟中选结果出炉，1个品种银杏叶提取物流标，其余品种中选率均超50%，整体价格平均降幅49.4%，降幅较合理，中选结果有望于下半年陆续落地，对企业的业绩影响将逐步体现，我们认为，竞争格局好的品种有望通过集采较好地实现以价换量。

表：全国中成药集采拟中选结果汇总

序号	采购组	平均降幅	最大降幅	最小降幅	报价代表品数量	拟中选报价代表品数量	拟中选比例
1	复方斑蝥	59.5%	73.0%	42.0%	7	5	71.4%
2	复方血栓通	42.0%	48.3%	36.2%	5	4	80.0%
3	冠心宁	44.9%	58.5%	35.0%	6	4	66.7%
4	华蟾素	49.0%	57.5%	40.5%	3	2	66.7%
5	接骨七厘	45.9%	57.5%	38.6%	5	4	80.0%
6	乐脉	48.5%	54.1%	40.0%	9	5	55.6%
7	脉管复康	50.3%	65.5%	35.2%	3	2	66.7%
8	脑安	33.2%	44.0%	17.0%	3	3	100.0%
9	藤黄健骨	49.2%	67.6%	35.3%	15	8	53.3%
10	香丹	54.7%	76.8%	4.6%	19	12	63.2%
11	心可舒	52.3%	67.0%	38.6%	12	8	66.7%
12	醒脑静	55.5%	61.0%	50.0%	3	2	66.7%
13	鸦胆子油	52.4%	68.2%	36.6%	3	2	66.7%
14	银杏达莫	41.1%	47.0%	35.2%	3	2	66.7%
15	振源	44.2%	55.0%	14.5%	7	5	71.4%
16	银杏叶提取物	/	/	/	1	0	未中选
所有采购组		49.4%	76.8%	4.6%	104	68	65.4%

资料来源：湖北省医药价格和招标采购管理服务网，国信证券经济研究所整理

3.3 政策端：23H2有望启动基药目录调整

■ 基药目录调整23H2有望正式启动，独家品种和儿童药有望获益。进入基药目录有利于药品快速入院和基层放量，同时带动公司其他药品的渠道下沉，进而提升整体业绩。基药目录调整有望成为下半年中药板块的催化剂，新版基药目录将首次明确儿童药目录页，儿童药和中成药有望成为本轮基药目录调整的重点和亮点，从这两个维度推测，康缘药业、以岭药业、天士力、太极集团等企业纳入新版目录的潜在独家品种较多，有望享受进入基药目录带来的业绩加成。

表：2023年新版基药目录潜在新增儿童药品品种预测

序号	种类	名称	生产企业	来源
1	化药	左乙拉西坦注射用浓溶液	华海药业、倍特药业、汇宇制药等20家	鼓励研发申报儿童药品清单+22医保目录非基药品种
2	化药	注射用促皮质素	天津生物化学制药、上海医药	鼓励研发申报儿童药品清单
3	化药	氯巴占片	人福医药	鼓励研发申报儿童药品清单
4	化药	氨己烯酸口服溶液用散	苑东生物	鼓励研发申报儿童药品清单
5	化药	盐酸右美托咪定鼻喷雾剂	恒瑞医药	鼓励研发申报儿童药品清单
6	中成药	九味熄风颗粒	康缘药业	22医保目录非基药品种
7	中成药	双苓止泻口服液	太极集团	22医保目录非基药品种
8	中成药	小儿暑感宁糖浆	太极集团	22医保目录非基药品种
9	中成药	小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	22医保目录非基药品种
10	中成药	芍麻止痉颗粒	天士力	22医保目录非基药品种
11	中成药	小儿豉翘清热颗粒	济川药业	22医保目录非基药品种
12	中成药	龙牡壮骨颗粒	健民药业	22医保目录非基药品种
13	中成药	芩香清解口服液	一品红	22医保目录非基药品种
14	中成药	小儿咳喘灵口服液	一品红、神威药业、葵花药业等81家	22医保目录非基药品种
15	中成药	小儿咳喘灵颗粒	一品红、佛慈制药、和盛堂制药等139家	22医保目录非基药品种
16	中成药	小儿咳喘灵合剂	一品红	22医保目录非基药品种
17	中成药	小儿七星茶颗粒	广药集团、桂林三金药业、云南白药等25家	22医保目录非基药品种
18	中成药	小儿麻甘颗粒	葵花药业、马应龙药业、健民集团等21家	22医保目录非基药品种

资料来源：国家卫健委、米内网，国信证券经济研究所整理

表：2022版医保目录中部分非基药独家中成药品种

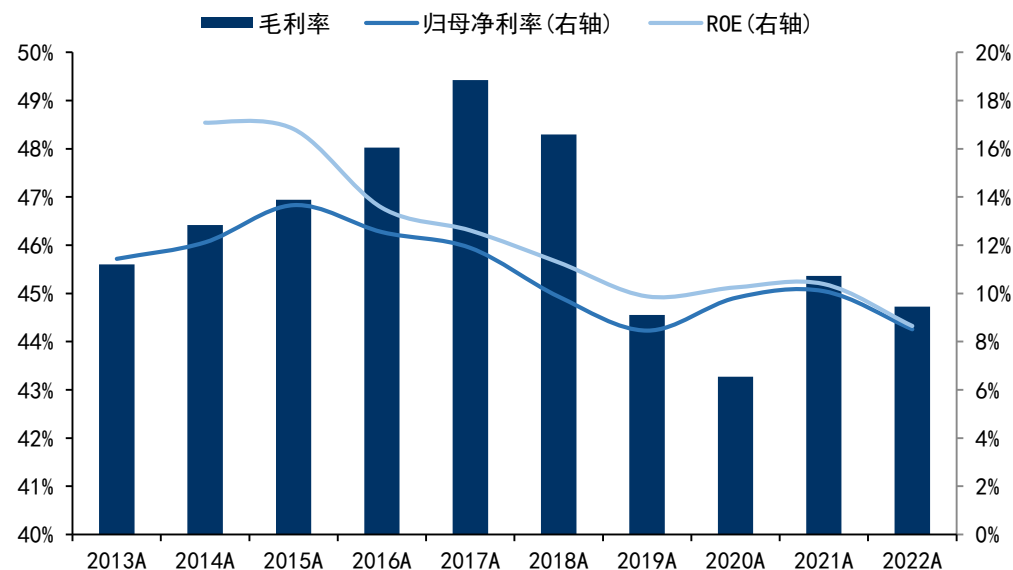
企业	独家品种数	产品
康缘药业	18	银杏二萜内酯葡胺注射液（21年公立医疗端销售9亿+）、天舒胶囊、天舒片、通塞脉胶囊、通塞脉片、散结镇痛胶囊、大株红景天胶囊、大株红景天片、热毒宁注射液、复方益母颗粒、逍遥片、桂枝茯苓片、七味通痹口服液、参乌益肾片、龙血通络胶囊、九味熄风颗粒（儿科用药）、筋骨止痛凝胶、银翘清热片
太极集团	7	双苓止泻口服液（儿科用药）、小儿暑感宁糖浆（儿科用药）、强力天麻杜仲丸、三仁合剂、茵芪肝复颗粒、益气复脉颗粒、正清风痛宁胶囊
方盛制药	7	藤黄健骨片、跌打活血胶囊、舒尔经胶囊、小儿荆杏止咳颗粒（儿科用药）、龙血竭散、健胃愈疡颗粒、复脉定胶囊
天士力	7	荆花胃康胶丸、芍麻止痉颗粒（儿科用药）、消渴清颗粒、坤心宁颗粒、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、注射用益气复脉
以岭药业	5	莲花清咳片（有循证研究）、养正消积胶囊（有循证研究）、夏荔芪胶囊（有循证研究）、肾养心安神片、解郁除烦胶囊
达仁堂	5	清肺消炎丸、通脉养心丸、胃肠安丸、通脉养心丸、胃肠安丸、牛黄清心丸（局方）
昆药集团	5	灯银脑通胶囊、舒肝颗粒、感冒疏风丸、感冒疏风片、止咳丸
济川药业	5	小儿豉翘清热颗粒（21年公立医疗端销售15亿）、健胃消食口服液、川芎清脑颗粒、妇炎舒胶囊、三拗片
新天药业	3	宁泌泰胶囊（过亿品种）、苦参凝胶（过亿品种）、夏枯草口服液
一品红制药	3	芩香清解口服液（儿科用药）、小儿咳喘灵合剂（儿科用药）、尿清舒颗粒
九芝堂	2	疏血通注射液、裸花紫珠片

资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

3.3 中药板块景气度上升，盈利能力持续修复

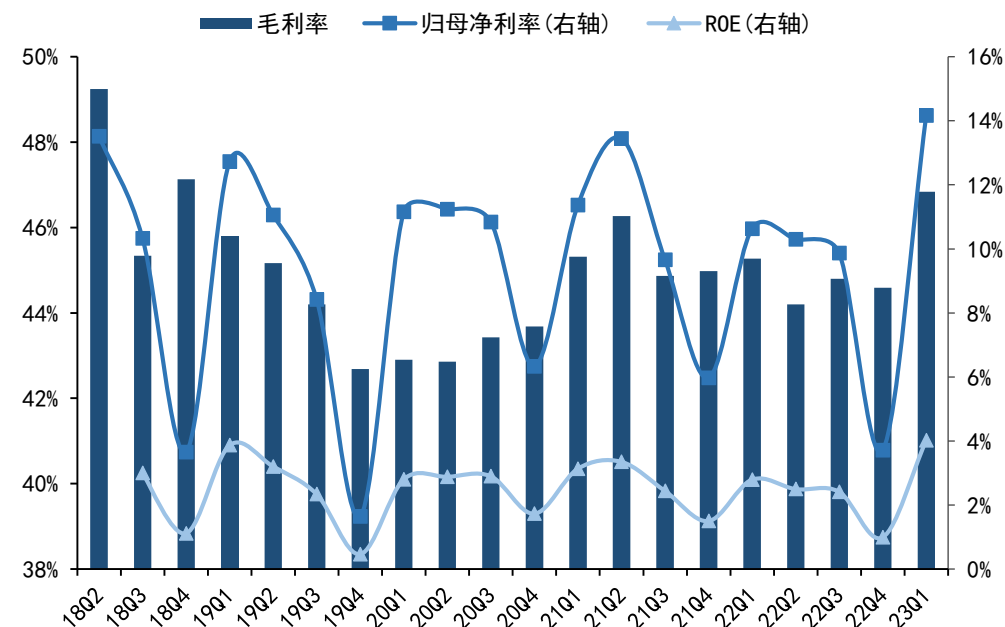
- 中药板块盈利能力2018年起下降明显，目前处于持续修复阶段。2018年起中药板块盈利能力下滑明显，主要系利润率较高的中药注射剂受到越来越严格的监管，以及控费力度的加强。从季度数据来看，2023Q1中药板块毛利率、净利率环比和同比均有所提升。近年来，国家出台多项政策，引导中药企业重视药品的安全性和临床价值，注重传承创新，在产品质量、产业链能力提升后，中药企业有望迎来盈利能力提升的拐点。

图：2013-2022年中药板块盈利能力变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为申万二级行业中药企业，剔除ST股

图：2018Q2-2023Q1中药板块单季度盈利能力变化



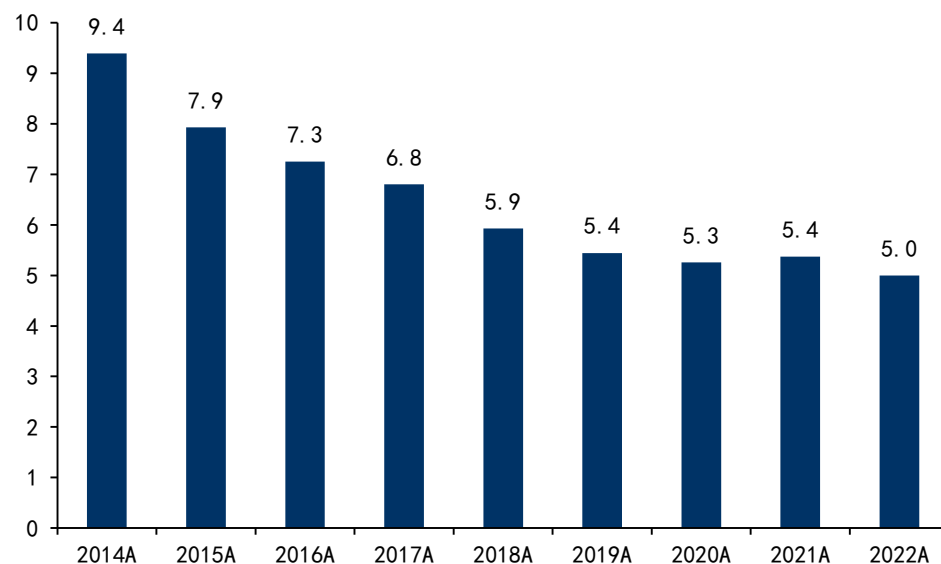
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为申万二级行业中药企业，剔除ST股

3.3 中药板块景气度上升，运营效率逐季改善

■ 中药板块应收账款周转率逐年下降，季度有上升趋势。

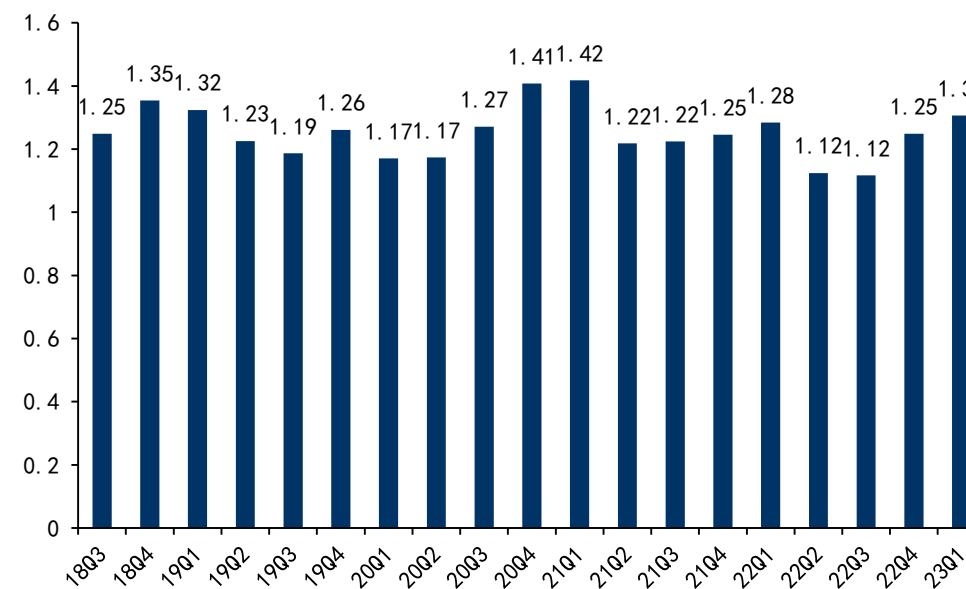
- 从年度数据看，中药板块2014年以来应收账款周转率下降明显，自2019年起降幅趋于平缓。
- 从季度数据看，2022年三季度至2023年一季度应收账款周转率有环比提升趋势。

图：2014-2022年中药板块应收账款周转率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为申万二级行业中药企业，剔除ST股

图：2018Q3-2023Q1中药板块单季度应收账款周转率变化

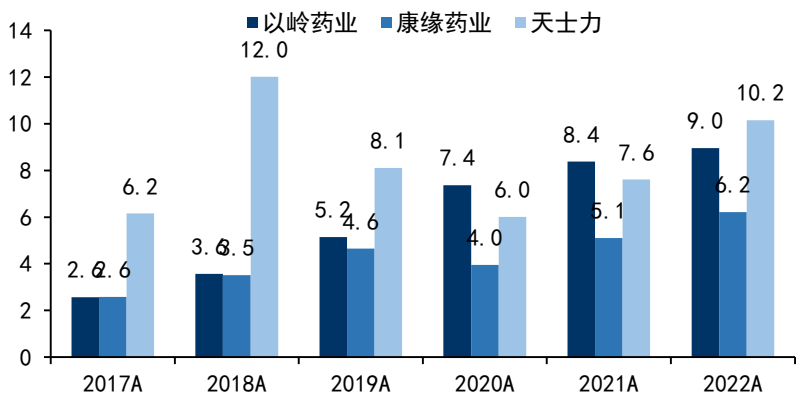


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为申万二级行业中药企业，剔除ST股

3.3 中药细分领域（一）：中药创新药

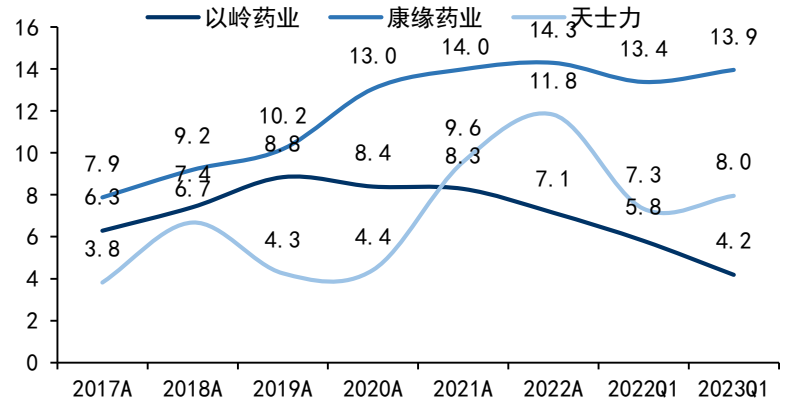
- 研发开支逐年加大。中药创新药企业研发支出呈逐年上升趋势，除以岭药业，康缘药业、天士力研发支出占营收比例逐年提升。
- 在研产品领域持续拓展，天士力领衔中药国际化。从已上市产品看，中药创新药企业产品主要聚焦心脑血管、呼吸、代谢等领域，从在研管线看，范围不断往慢病、泌尿、妇科、儿科等领域拓展。其中，天士力的复方丹参滴丸正在进行国际申报的临床试验，天士力成为国际化进程最领先的中药创新药企业。

图：中药创新药标的研发支出（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中药创新药标的研发支出/营业收入（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：中药创新药企业主要已上市产品

企业	治疗领域	主要产品
以岭药业	心脑血管	通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊
	感冒呼吸	连花清瘟胶囊/颗粒、连花清咳片
	糖尿病	津力达颗粒
	神经系统	益肾养心安神片、解郁除烦胶囊、枣椗安神口服液
	肿瘤	养正消积胶囊
	泌尿系统	八子补肾胶囊、夏荔芪胶囊
	呼吸和感染	金振口服液、热毒宁注射液、杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片、银翘解毒软胶囊
康缘药业	妇科	桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊
	心脑血管	银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊、天舒片、龙血通络胶囊、通塞脉片、益心舒片、大株红景天胶囊、苻蓉总苷胶囊
	骨伤科	复方南星止痛膏、腰痹通胶囊、筋骨止痛凝胶、七味通痹口服液、淫羊藿总黄酮胶囊
	其他	参乌益肾片、九味熄风颗粒、黄芪精口服液
	心脑血管	复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、养血清脑丸、芪参益气滴丸、注射用丹参多酚酸、注射用益气复脉（冻干）
天士力	消化代谢	荆花胃康胶丸、消渴清颗粒
	感冒发烧	柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸
	儿科	芍麻止痉颗粒
	妇科	坤心宁颗粒

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：中药创新药企业主要在研创新中药

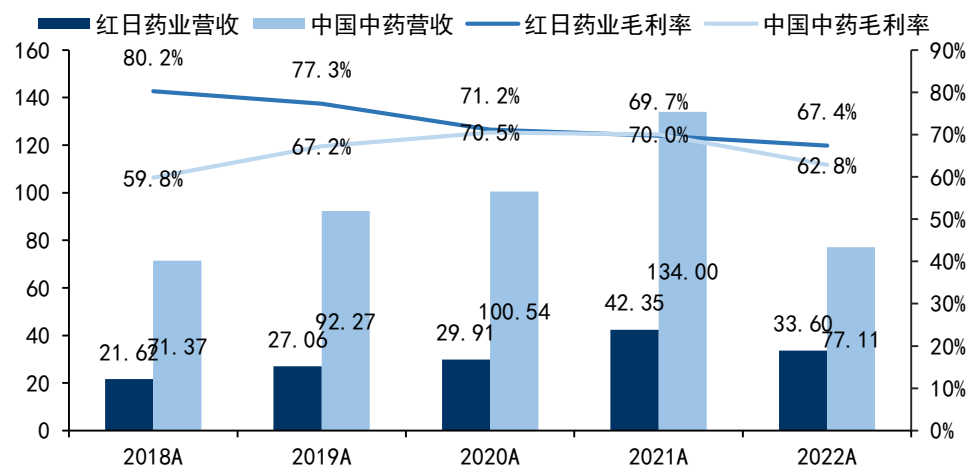
企业	药品	适应症	阶段
以岭药业	芪黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	申报新药
	络痹通片	类风湿性关节炎	III期临床
	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	III期临床
	玉屏通窍片	过敏性鼻炎	III期临床
	小儿连花清感颗粒	儿童感冒	III期临床
	柴芩通淋片	反复发作尿路感染	获批临床
	蕾夏感冒颗粒	胃肠型感冒	获批临床
康缘药业	紫辛鼻鼈颗粒	过敏性鼻炎	III期临床
	参蒲盆炎颗粒	盆腔炎性疾病后遗症	III期临床
	冠心平颗粒	稳定性冠心病心绞痛	II期临床
	伤科天芍凝胶	急性软组织损伤	II期临床
	麻杏止咳颗粒	支气管哮喘慢性持续期（热哮）	II期临床
	九味疏风平喘颗粒	支气管哮喘慢性持续期（风哮）	II期临床
	苻蓉润通口服液	老年便秘	II期临床
	芪白平肺颗粒	慢性阻塞性肺病	II期临床
	泽泻降脂胶囊	高脂血症	I期临床
	安神滴丸	慢性失眠	III期临床
天士力	脊痛宁片	中轴脊柱关节炎	III期临床
	复方丹参滴丸	慢性稳定型心绞痛（国际申报）	III期临床
	复方丹参滴丸	急性高原综合征（国际申报）	III期临床
	肠康颗粒	腹泻型肠易激综合征	II期临床
	香橘乳癖宁胶囊	乳腺增生	II期临床
	苏苏小儿止咳颗粒	风寒咳嗽	II期临床
	连夏消痞颗粒	功能性消化不良	II期临床
	三黄睛视明	新生血管性年龄相关性黄斑变性	II期临床

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.3 中药细分领域（二）：中药配方颗粒

- 配方颗粒行业处于标准切换阵痛期，销售规模受限新标品种数显著下滑，毛利率因标准提升有所下降。配方颗粒自2021年11月结束试点后，企业不得生产企标品种，而新标品种数不足，医生组方受到较大限制，配方颗粒行业整体销量下滑，企业虽积极推动配方颗粒备案工作，但：一方面，在疫情等因素影响下，国标出台缓慢，另一方面，部分地区存在地方保护主义导致省标备案推进困难，因此可销售品种数不足。对比中国中药与红日药业，2022年红日药业配方颗粒业务营收与毛利率下降幅度相对较小。
- 年初至今备案进度符合我们此前预期：4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过330个品种的备案，行业有望于2024年迎来业绩兑现期。对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足70%以上的组方需求，由于目前已颁布实施国标的品种中存在~30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数（国标+省标）为界，2023年6月初天江、一方、华润三九、红日药业分别在25、26、20、24个省（市、自治区）备案数超过330个，4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过330个品种的备案。
- 看好中药配方颗粒行业的发展趋势。总体来看，2023年2月新颁布实施48个国标，并于3月、5月分别新公示24个、15个国标，国标出台进度基本符合预期。短期维度从单季环比来看，随着备案数的增加、医院诊疗的逐步恢复，中药配方颗粒行业逐季改善；中期维度从同比来看，标准切换所带来的行业阵痛造成2022年的低基数，2023年下半年有望迎来接近或超过300个国标，预计行业将在2023年迎来同比转正或中高速增长；长期维度从竞争、利润、集采、空间出发，我们看好中药配方颗粒行业的发展趋势。

图：中国中药和红日药业配方颗粒业务营收（亿元）、毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：红日药业数据包含配方颗粒及饮片

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：配方颗粒头部企业备案情况

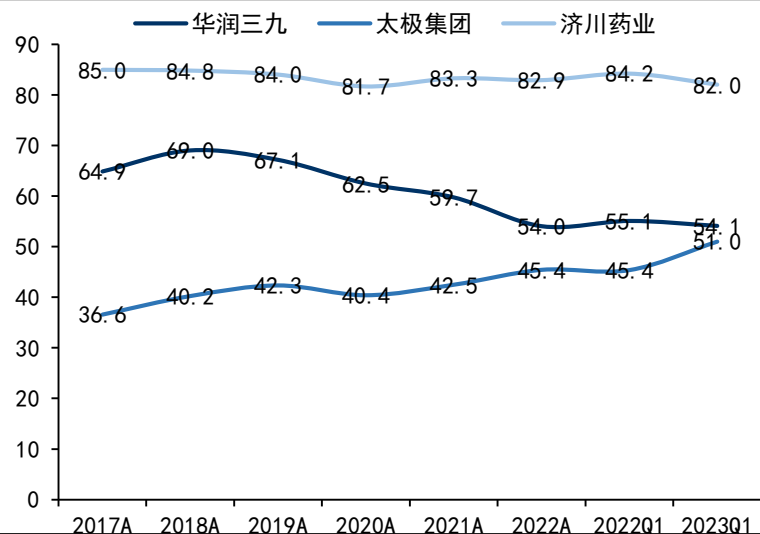
	天江	一方	华润三九	红日药业
22年12月末国标+省标省均备案(个/省)	348	352	299	306
22年12月末国标省均备案(个/省)	199	197	189	199
22年12月末国标省均备案(个/省)	149	155	110	107
22年12月末国标+省标备案>400个的省份数	10	10	2	3
22年12月末国标+省标备案>330个的省份数	19	20	12	9
22年12月末国标+省标备案>200个的省份数	29	28	26	29
23年6月初国标+省标省均备案(个/省)	388	399	339	367
223年6月初国标省均备案(个/省)	220	219	202	245
23年6月初国标省均备案(个/省)	169	180	138	122
23年6月初国标+省标备案>400个的省份数	18	18	4	7
23年6月初国标+省标备案>330个的省份数	25	26	20	24
23年6月初国标+省标备案>200个的省份数	31	31	30	31

资料来源：NMPA，国信证券经济研究所整理 注：22年末数据为2022.12.31统计，23H1末数据为2023.6.9统计，备案数据取该企业各配方颗粒子公司最大值

3.3 中药细分领域（三）：中药品牌OTC

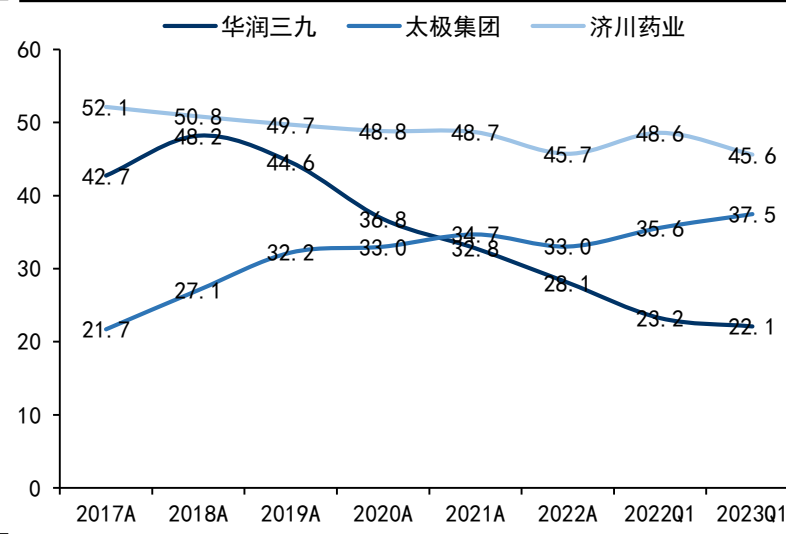
- 集采控费趋势下，看好具备消费属性的中药品牌OTC龙头。在院内市场集采、医保控费的大趋势下，主攻院外市场的中药品牌OTC或可成为集采避风港，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业。
- 华润三九：受处方药业务占比下降影响，毛利率逐年下降，但费用控制能力强，2018年起销售费用率下降明显，净利率有提升趋势，规模效应显著。
- 太极集团：2017年至今毛利率有提升趋势，但销售费用率同样明显提升，利润端表现欠佳。2021年国药集团成为实控人，2022年实现扭亏为盈，23Q1净利率提升明显，有望依靠国企平台不断发展。
- 济川药业：毛利率稳定，费用控制能力较强，2017年起销售费用率呈下降趋势，2020年起净利率提升明显，规模效应不断显现。

图：中药品牌OTC代表企业毛利率情况（%）



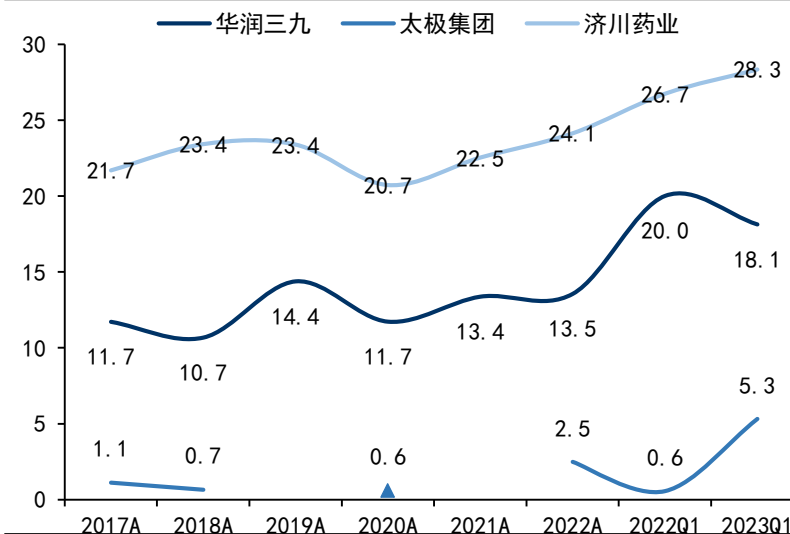
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中药品牌OTC代表企业销售费用率情况（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中药品牌OTC代表企业归母净利润率情况（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.4 疫苗板块投资策略：回归重磅品种逻辑，关注创新能力和国际化

- **行情回顾及下半年展望。**历史复盘来看，上轮疫苗板块景气周期始于2017年左右，彼时进口PCV13和4/9价HPV等品种国内获批、国产四联苗等大单品放量验证；2020年新冠疫情扰动，随着新冠疫苗研发、审批、商业化、渗透率提升等事件催化，板块于2021年中触顶并开始长时间回调；随着布局新冠产品企业对相关资产（生产线、产成品、原液等）计提减值，对Ph3临床研发支出进行费用化处理，国内疫苗企业已重新聚焦常规疫苗主业，同时新冠疫苗相关资产减值和支出费用化也接近尾声，影响已逐步出清。考虑到2022Q1新冠疫苗高基数及2022年底疫情影响延续的情况下，凭借常规疫苗的放量，2023Q1行业营收保持了两位数增长，利润端下滑同比缩窄，我们预计疫苗行业全年的经营情况将逐季改善。
- **重磅品种商业化：大单品渗透率仍有提升空间，国产替代进行时。**从渗透率角度来看，PCV13和Hib类疫苗等市场教育相对充分的儿童二类苗覆盖率已提升至40%~50%水平，但参考美国市场仍有一倍左右的提升空间；MCV4、带状疱疹等国产品种处于商业化早期阶段，成长空间广阔。目前国内市场HPV、PCV13、带状疱疹和多联多价苗等产品仍以进口产品为主导，但各个品种均已有国产品种实现上市，以及多个管线处于临床后期阶段，我们预计未来国产品种占比有望持续提升。
- **创新能力：快速跟进与差异化布局相结合。**海外重磅品种如带状疱疹、肺炎球菌、RSV疫苗、流脑等处于新一轮产品迭代窗口期，国内企业已有所跟进；此外，国内高价HPV、金葡菌等耐药菌疫苗以及结核病疫苗等管线具有一定差异化，预计2025年后随着新产品获批上市，国内疫苗行业有望进入新一轮景气周期。
- **国际化：海外中等收入国家存在未满足需求。**全球抗疫促进了国产新冠疫苗的出口，2021年我国累计向全球供应超过20亿剂次新冠疫苗和原液，累计货值达到1010亿元，这一过程中国内企业积累了全球多中心临床以及海外注册经验。除新冠疫苗外，国产2价HPV、PCV13等重磅品种已实现海外销售，同时通过技术/生产转移、合作开发等方式加速推进国际化进程。考虑到全球疫苗市场呈“哑铃型”，海外龙头主要覆盖高收入国家（支付能力强，国家免疫规划/商业保险充分覆盖）以及低收入国家（通过PATH/Gavi等组织以成本价进行供应），广大中等收入国家（以世界银行标准人均GDP达到数千美元）市场对创新疫苗品种有较大的未满足需求。
- **投资建议：**1) **重磅品种：**建议关注产品管线丰富、具备较强商业化、国际化能力企业，如智飞生物、万泰生物、康泰生物等；2) **创新品种：**建议关注研发能力强，布局差异化管理线企业，如康希诺生物、欧林生物等。

3.4 疫苗：重点公司盈利预测及估值

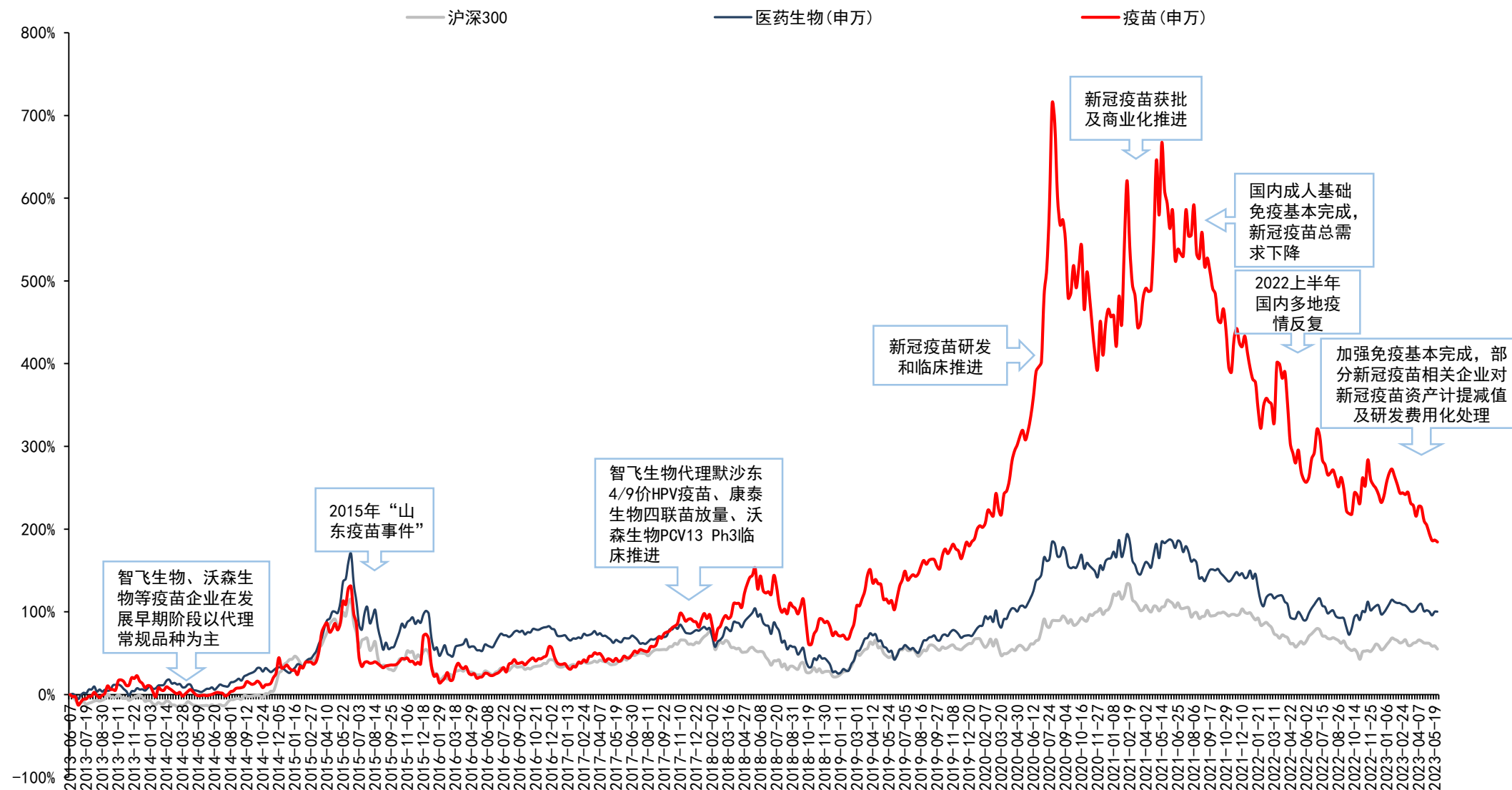
表：疫苗重点公司盈利预测及估值表													
代码	公司简称	总市值 亿元/亿港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300122	智飞生物	1,061	75.4	95.0	113.1	124.5	14.1	11.2	9.4	8.5	31.1%	0.6	买入
603392	万泰生物	847	47.4	58.2	72.3	83.7	17.9	14.6	11.7	10.1	38.4%	0.7	买入
300601	康泰生物	284	(1.3)	11.3	15.6	19.9		25.1	18.1	14.3		0.8	买入
688319	欧林生物	88	0.3	0.7	1.2	2.1	329.9	129.5	70.5	41.5	3.0%	1.3	无评级
301207	华兰疫苗	200	5.2	9.0	11.9	15.0	38.4	22.1	16.8	13.3	9.5%	0.5	无评级
688670	金迪克	58	0.4	1.0	1.2	1.5	139.6	58.0	46.8	38.9	2.8%	1.1	无评级
6185.HK	康希诺生物	136	(9.1)	-5.8	-2.8	0.6				204.7		0.2	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测
预测为Wind一致预测

注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；康希诺生物、欧林生物、华兰疫苗和金迪克业绩

3.4 疫苗指数十年走势复盘

图：2013-2023年疫苗（申万）、医药生物（申万）和沪深300指数走势



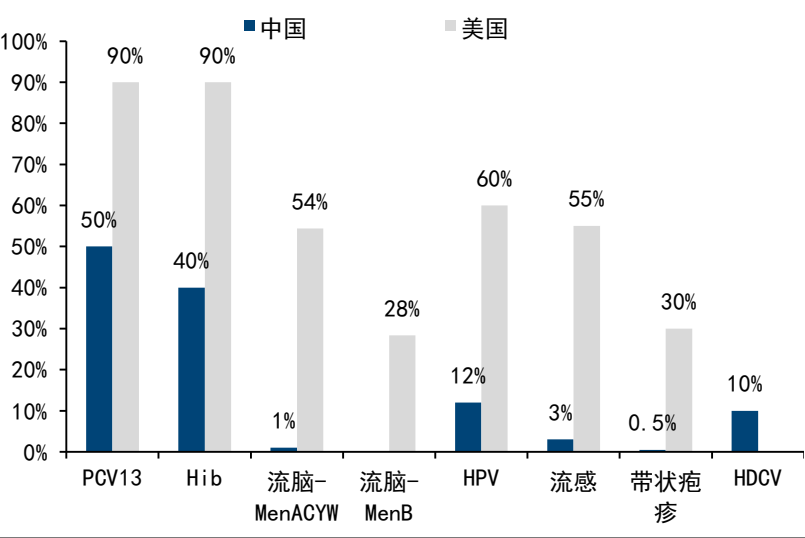
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.4 大单品渗透率仍有提升空间，国产替代进行时

- 从渗透率角度来看，PCV13和Hib类疫苗等市场教育相对充分的儿童二类苗覆盖率已提升至40%~50%水平，但参考美国市场仍有一倍左右的提升空间；MCV4、带状疱疹等国产品种处于商业化早期阶段，成长空间广阔。
- 目前国内市场HPV、PCV13、带状疱疹和多联多价苗等产品仍以进口产品为主导，但各个品种均已有了国产品种实现上市，以及多个管线处于临床后期阶段，我们预计未来国产品种占比有望持续提升。
- **宫颈癌疫苗**：万泰生物和沃森生物国产2价HPV疫苗已上市；9价HPV方面，万泰生物、沃森生物、康乐卫士、博唯生物和瑞科生物等均处于Ph3临床阶段，预计2025年前后陆续上市；
- **肺炎球菌结合疫苗**：康泰生物、沃森生物国产PCV13上市，康希诺（PCV13i）、智飞生物（PCV15）等处于Ph3临床阶段；PCV20方面，万泰生物/江苏坤力（Ph1）、艾美疫苗（IND）、康泰生物（临床前）、康希诺（临床前）等企业有所布局，均处于临床早期/临床前阶段；
- **带状疱疹疫苗**：百克生物国产减毒活疫苗产品获批上市；重组带状疱疹疫苗方面，绿竹生物（Ph2）、成都迈科康（Ph2）、中慧元通（Ph1/2）和瑞科生物（Ph1）等布局；
- **多联多价苗**：康泰生物国产百白破-Hib/四联苗已上市，欧林生物AC-Hib报产，智飞生物AC-Hib处于报产前准备阶段。

图：国内部分重磅品种渗透率



资料来源：US CDC，中检院和地方所，国信证券经济研究所整理
注：国内渗透率使用批签发数据估算，可能与实际情况有较大偏差
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国内部分重磅品种批签发产值和价格对比

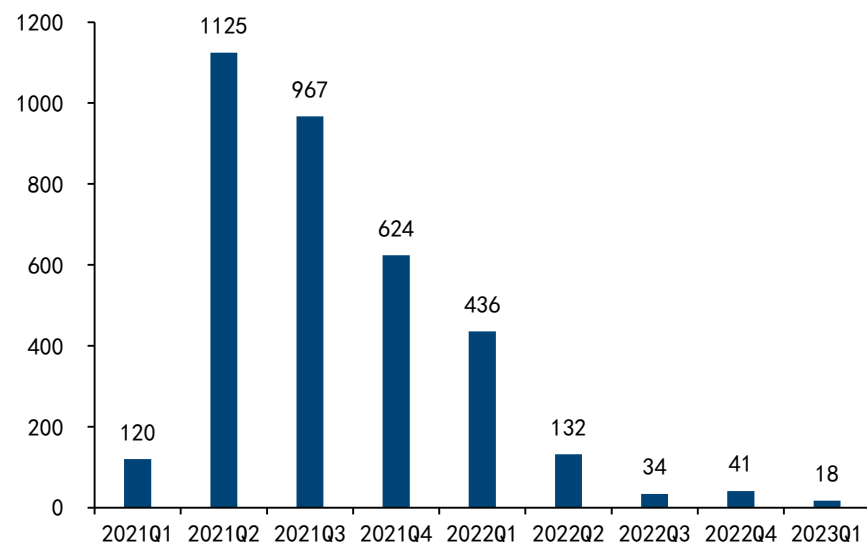
疫苗品种	2022年批签发 产值（亿元）	国产品种批签 发占比	进口企业	国产企业
HPV	429	53%	默沙东9vHPV（1298）、默沙东4vHPV（798）、GSK 2vHPV（598）	万泰生物2vHPV（329）、沃森生物2vHPV（319）
PCV13	119	64%	辉瑞（698）	康泰生物（456）、沃森生物（598）
4价流感疫苗	84	90%	赛诺菲巴斯德（138）	科兴生物/华兰生物/金迪克/上海所/武汉所/长春所（140~170）
含Hib多联苗	57	34%	赛诺菲巴斯德 五联苗（648）	康泰生物 四联苗（368）
水痘疫苗	48	100%	/	科兴生物（200）、上海荣盛/上海所/百克生物/长春祈健（170）
轮状病毒疫苗	34	35%	默沙东 5价轮状病毒活疫苗（293）	兰州所 口服单价轮状病毒活疫苗（172）
人二倍体狂苗	26	100%	/	康华生物（320）
带状疱疹疫苗	12	/	GSK 重组带状疱疹疫苗（1608）	百克生物 带状疱疹减毒活疫苗（1384）
PPSV23	12	80%	默沙东（260）	科兴生物/康泰生物/成都所/沃森生物（224）

资料来源：中检院和地方所，国信证券经济研究所整理
注：括号中为产品中标价，单位为元/支

3.4 短期：新冠疫苗扰动出清，回归常规品种放量逻辑

- 随着基础免疫和首次加强免疫充分覆盖，2022Q2开始国内新冠疫苗需求量快速下降，布局新冠产品企业对相关资产（生产线、产成品、原液等）计提减值，对Ph3临床研发支出进行费用化处理，对当期营收和净利润造成一定扰动。我们认为国内疫苗企业已重新聚焦常规疫苗主业，同时新冠疫苗相关资产减值和支出费用化也接近尾声，影响已逐步出清。
- 从收入结构来看，新冠疫苗整体需求下降，常规品种维持快速增长。2022年疫情对常规疫苗产品的准入、推广、销售等各个环节均造成了一定的负面影响，在2022Q1新冠疫苗高基数及2022年底疫情影响延续的情况下，凭借常规疫苗的放量，2023Q1行业营收保持了两位数增长，利润端下滑同比缩窄，我们预计疫苗行业全年的经营情况将逐季改善。

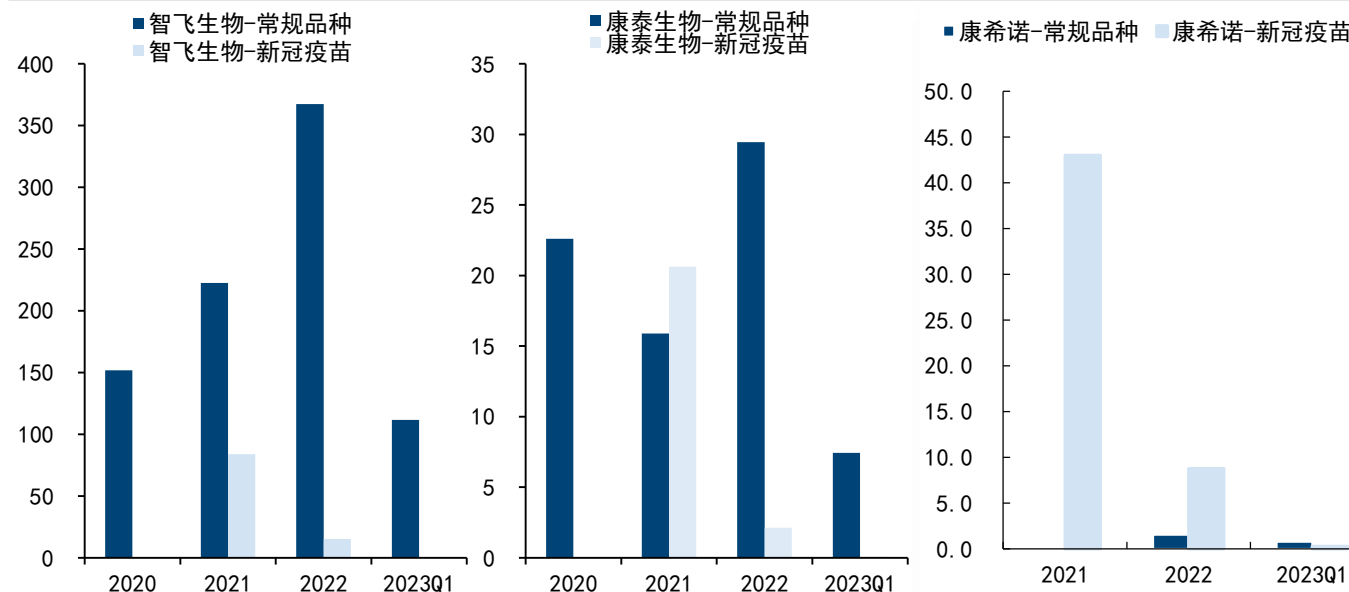
图：2021-2023Q1国内新冠疫苗单季度接种量（单位：百万剂次）



资料来源：China CDC，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：部分国内疫苗企业常规和新冠业务营收数据（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

3.4 中长期：国际化进程启动，布局特色创新品种

- 全球抗疫促进了国产新冠疫苗的出口，2021年我国累计向全球供应超过20亿剂次新冠疫苗和原液，累计货值达到1010亿元，这一过程中国内企业积累了全球多中心临床以及海外注册经验。除新冠疫苗外，国产2价HPV、PCV13等重磅品种已实现海外销售，同时通过技术/生产转移、合作开发等方式加速推进国际化进程。考虑到全球疫苗市场呈“哑铃型”，海外龙头主要覆盖高收入国家（支付能力强，国家免疫规划/商业保险充分覆盖）以及低收入国家（通过PATH/Gavi等组织以成本价进行供应），广大中等收入国家（以世界银行标准人均GDP达到数千美元）市场对创新疫苗品种有较大的未满足需求。
- 海外重磅品种如带状疱疹（减毒活疫苗Zostavax→重组+新型佐剂Shingrix）、肺炎球菌（PCV13→PCV15/20）、RSV疫苗（GSK/Pfizer获批）、流脑（ACYW135结合→ABCYW135结合）等处于新一轮产品迭代窗口期，国内企业已有所跟进；此外，国内高价HPV、金葡菌等耐药菌疫苗以及结核病疫苗等管线具有一定差异化，预计2025年后随着新产品获批上市，国内疫苗行业有望进入新一轮景气周期。

表：国内疫苗企业产品国际化进展

公司	国际化进展
万泰生物	2价HPV疫苗通过WHO PQ认证，获得得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果（金）、柬埔寨等国上市许可，并于哈萨克斯坦、巴基斯坦、印尼、马来西亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、缅甸、贝宁、马里、尼日尔、乍得、刚果、马达加斯加、埃塞、布基纳法索、埃及等国开展注册申报；与GSK合作开发新一代宫颈癌疫苗
康泰生物	与菲律宾、印度尼西亚和巴基斯坦等国合作方共同推动公司PCV13和PPSV23在当地的注册申报、推广、分销、营销和销售事宜；与阿斯利康和印度尼西亚 Combiphar公司签署战略合作备忘录，就共同推动康泰生物疫苗（包括新冠疫苗和其他疫苗）在印度尼西亚的本土化生产及商业化达成合作；与印尼 Biotis 公司签署了PCV13疫苗的授权及技术转移协议
沃森生物	PCV13疫苗在摩洛哥获得上市许可并收到摩洛哥卫生部采购订单，同时向摩洛哥开展本地化生产技术转移；A群C群脑膜炎多糖疫苗连续5年获得埃及采购，用于其国家扩大免疫规划；2价HPV疫苗WHO PQ申请获得世卫组织受理
康希诺生物	腺病毒载体新冠疫苗克威莎获得海外多国的紧急使用许可，吸入用新冠疫苗克威莎雾化也在摩洛哥、印度尼西亚获得了紧急使用授权，还向墨西哥、巴基斯坦、马来西亚等国进行新冠疫苗成品灌装生产的技术转移；与印尼生物制药公司 PT Etana Biotechnologies Indonesia (Etana)就吸入疫苗技术和流脑疫苗签署合作协议
欧林生物	向巴基斯坦出售吸附破伤风疫苗

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：

疾病领域	海外	国内
肺炎	PCV20（Pfizer 已上市） PCV15（Merck 已上市） PCV24（GSK Ph2）	PCV20（万泰生物/江苏坤力 Ph1） PBPV（康希诺 Ph1b）
脑膜炎	MenABCWY（Pfizer 注册，GSK Ph3）	MenACWY（康希诺 已上市，智飞生物/康泰生物 Ph3） MenB（智飞生物 Ph1）
宫颈癌	9vHPV/AS04佐剂（GSK Ph2）	11vHPV（北京所/成都所 Ph2） 14vHPV（神州细胞 Ph2）
超级细菌	艰难梭菌疫苗（Pfizer Ph3，GSK Ph1） B群链球菌疫苗（Pfizer Ph2）	金葡菌疫苗（欧林生物 Ph3） A群链球菌疫苗（欧林生物临床前）
结核病	/	母牛分枝杆菌（智飞生物 已上市） 结核病加强疫苗（康希诺生物 Ph1）

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：海外仅统计了Pfizer、GSK、Sanofi和Merck等四家企业布局管线

3.5 生命科学上游投资策略：厚积薄发，静待行业景气拐点

- **行情回顾及下半年展望。**随着全球医药研发投入不断增长，以及CGT等新兴领域快速发展，生命科学上游市场不断扩容；国内企业目前处于发展早期阶段，国内“自主可控+国产替代”、海外切入全球供应链体系，过去三年营收端快速增长。2022年受到海内外疫情、新冠药物、疫苗、检测等产品生产/研发需求波动以及全球生物医药投融资等影响，部分企业主营收入增速有所放缓，板块整体有所回调。国内企业积极扩充产能，短期成本端承压，中长期有望降本增效，提升盈利能力，叠加全球科研及工业客户需求复苏，行业有望迎来业绩和估值双重修复。
- **国内市场：供应链“自主可控+国产替代”。**由于疫情对全球物流影响以及地缘政治等因素，部分领域存在“卡脖子”或供应短缺问题，政策鼓励生物医药关键上游供应链实现“自主可控”，相关下游企业处于供应链稳定性考虑，也加大对国产生命科学上游产品采购。
- **以新冠疫情为契机，国内企业切入全球供应链。**海外生物医药和相关供应链发展起步较早，多年积累下形成了寡头竞争格局和较高的品牌壁垒，疫情前国内企业在全市场影响力拓展相对缓慢。新冠疫情后，相关疫苗、药物和检测产品的研发、生产需求激增，海外先发企业定制化拓展新品种以及短时间内高强度交付能力有限，通过部分新冠相关业务，国内企业得以快速进入海外药企供应体系，海外营收快速提升。
- **产能扩张，平台化发展。**过去三年国内上游企业营收快速增长，各个企业扩充产能以满足中长期订单需求，扩张研发和销售团队规模以增加产品SKU和客户覆盖。预计短期成本端略承压，中长期随着公司产能利用率提升、规模效应显现，新品创收和人效逐步修复，盈利能力将逐步提升。国内企业有望学习海外龙头的成功经验，围绕生物药上下游一体化进行拓展；紧跟CGT行业发展，围绕应用场景多产品条线布局，成为一站式解决方案和服务提供商。
- **投资建议：**短期看，疫情影响逐步消退，但行业景气度仍受限于全球医药市场投融资节奏。国内生命科学上游企业加大研发投入，丰富现有产品线并切入细胞基因治疗等前沿疗法领域；加大CAPEX投入，产能扩张形成规模效应；加速全球化步伐，拓展海外高价值客户。长期看，随着投融资回暖，生命科学上游赛道有望恢复高增速，国内企业有望学习海外龙头的成功经验，围绕生物药上下游一体化进行拓展。建议关注产品具备竞争力，未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业，如药康生物、百普赛斯等。

3.5 生命科学上游：重点公司盈利预测及估值

表：生命科学上游重点公司盈利预测及估值表

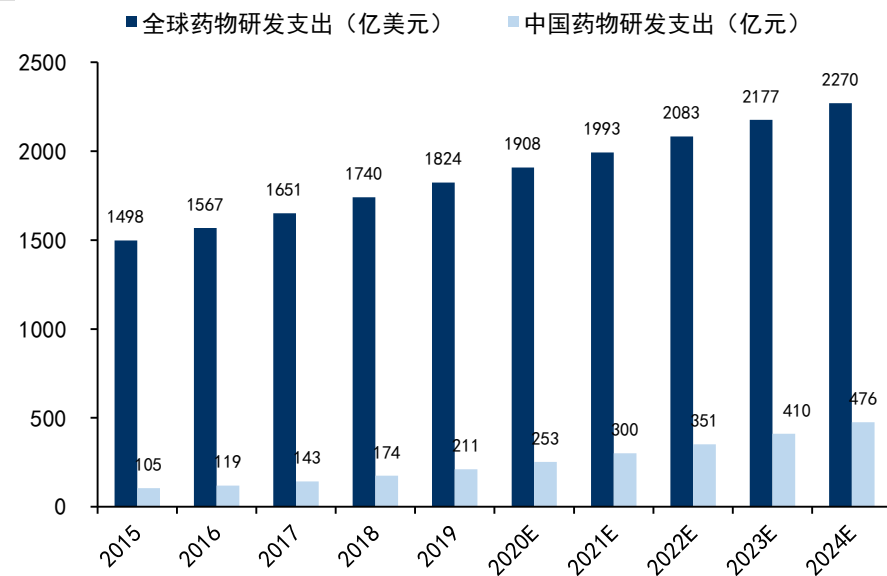
代码	公司简称	总市值 亿元/亿港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
688046	药康生物	79	1.6	2.3	2.9	3.7	48.3	35.3	27.4	21.7	8.3%	1.2	增持
301080	百普赛斯	75	2.0	2.4	2.9	3.5	37.0	31.7	26.2	21.4	7.9%	1.6	增持
688356	键凯科技	64	1.9	2.5	3.2	4.1	34.4	25.5	19.9	15.8	15.3%	0.9	无评级
688105	诺唯赞	122	5.9	2.9	4.9	7.0	20.5	41.7	25.1	17.5	12.9%	7.7	无评级
301047	义翘神州	111	3.0	3.1	3.8	4.4	36.5	36.0	29.3	25.2	4.8%	2.7	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；除药康生物、百普赛斯外，其余均为Wind一致预测

3.5 生物医药研发加大投入，生命科学上游空间广阔

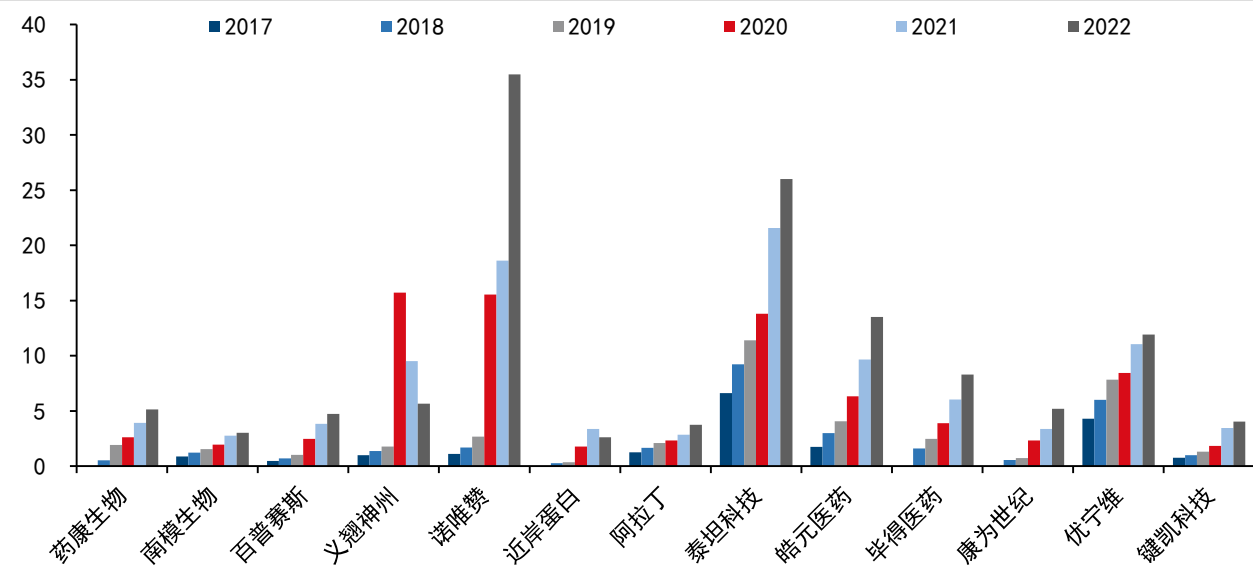
- 生命科学上游是服务于生物医药产业（包括生物制药、体外诊断等）、生命科学基础研究和检验检测行业的上游行业，涉及领域可大致分为试剂、耗材、仪器装备和模式动物等四类，根据产品的高度专业化需求，各个赛道又可以进一步细分，最终子行业呈现明显的利基市场（niche market）特征。
- 全球医药研发投入不断增长，伴随CGT等新兴领域快速发展，生命科学上游市场不断扩容；国内企业目前处于发展早期阶段，国内“自主可控+国产替代”、海外切入全球供应链体系，过去三年营收端快速增长。2022年受到海内外疫情、新冠药物、疫苗、检测等产品生产/研发需求波动以及全球生物医药投融资等影响，部分企业主营收入增速有所放缓。

图：全球和中国药物研发支出（单位：亿美元/亿元）



资料来源：百奥赛图招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：国内部分生命科学上游企业营收数据（单位：亿元）

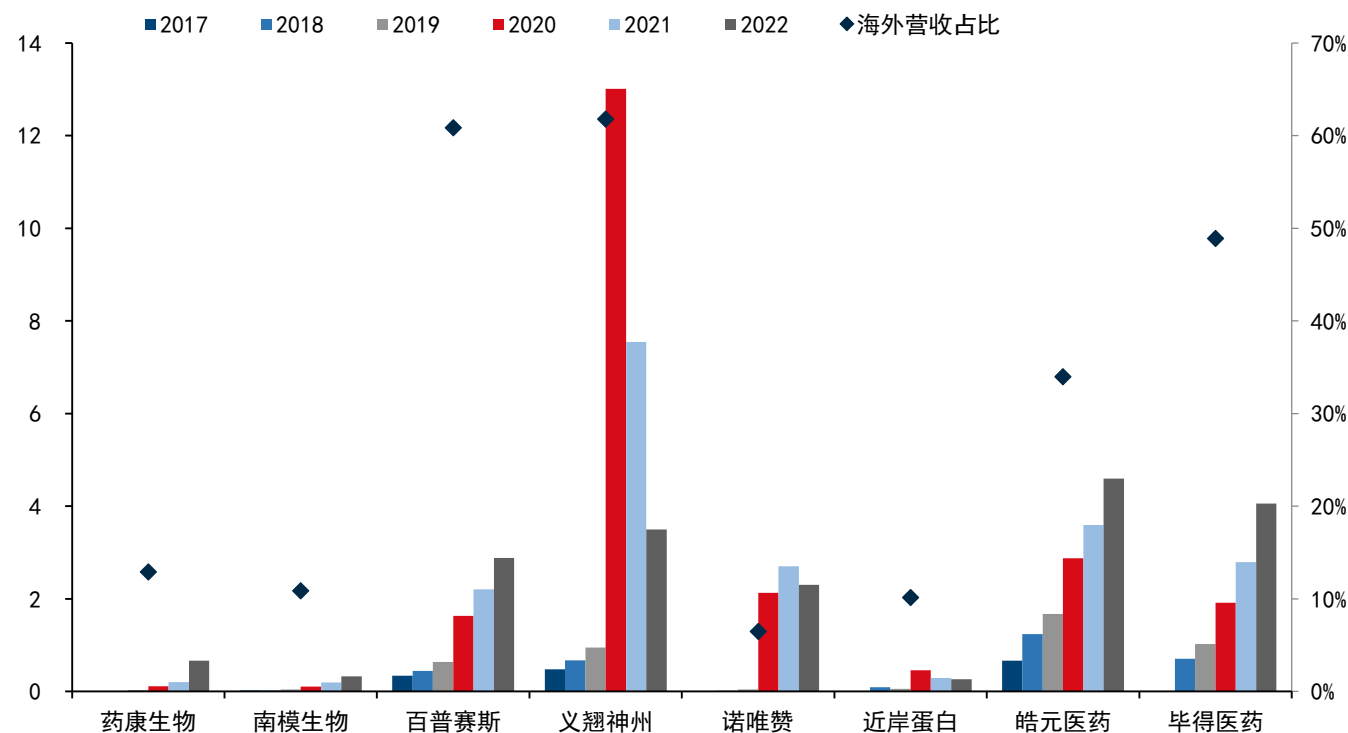


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.5 新冠疫情为契机，国内龙头企业切入全球供应链

■ 海外生物医药和相关供应链发展起步较早，多年积累下形成了寡头竞争格局和较高的品牌壁垒，疫情前国内企业在全球市场影响力拓展相对缓慢。新冠疫情后，相关疫苗、药物和检测产品的研发、生产需求激增，海外先发企业定制化拓展新品种以及短时间内高强度交付能力有限，通过部分新冠相关业务，国内企业得以快速进入海外药企供应体系，海外营收快速提升。

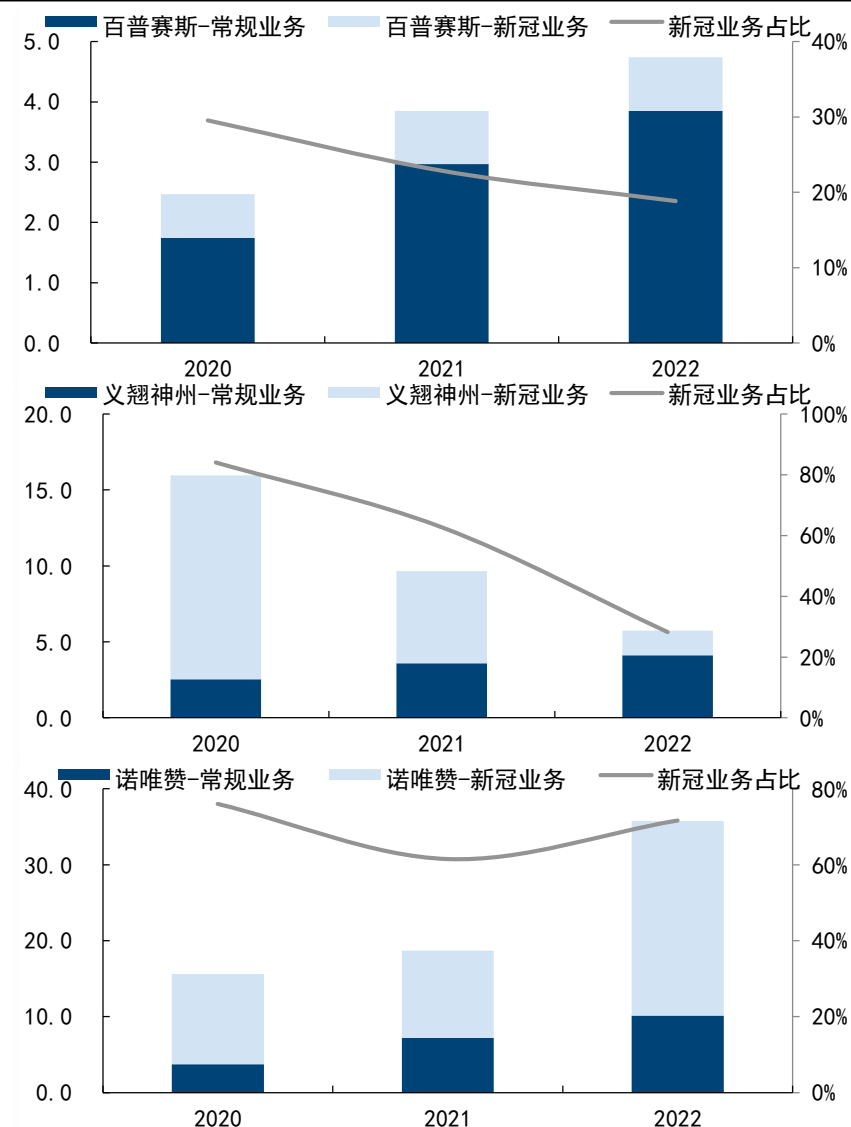
图：2017-2022年国内部分生命科学上游企业海外营收数据（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：海外营收占比选取2022年数据

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：部分国内科研上游企业常规和新冠业务营收数据（单位：亿元）

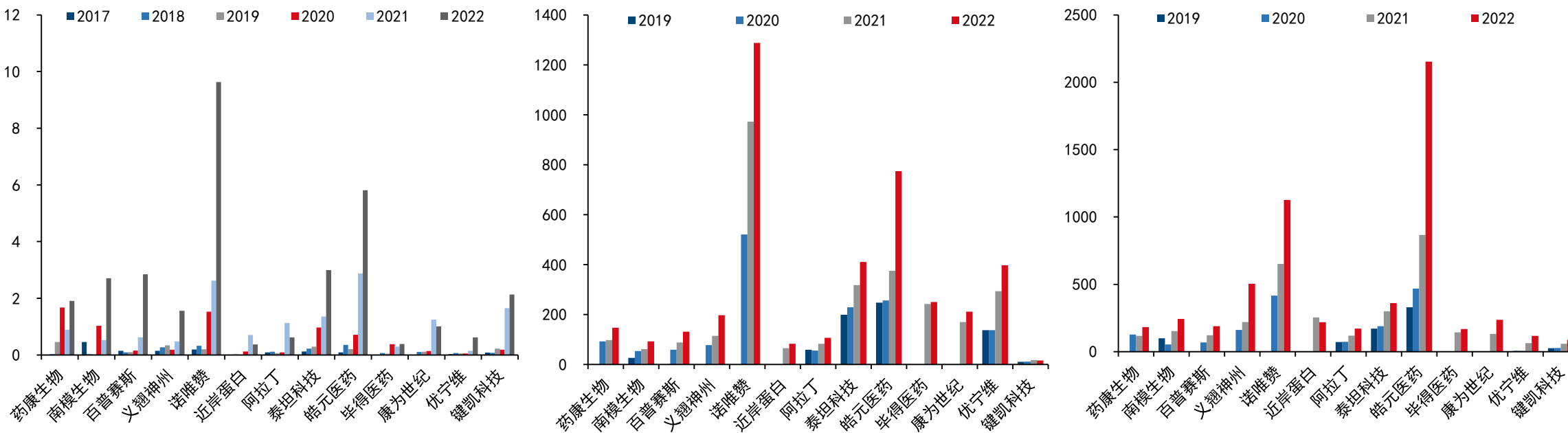


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

3.5 产能和人员规模扩张，有望实现规模效应

■ 过去三年国内上游企业营收快速增长，各个企业扩充产能以满足中长期订单需求，扩张研发和销售团队规模以增加产品SKU和客户覆盖。预计短期成本端略承压，中长期随着公司产能利用率提升、规模效应显现，新品创收和人效逐步修复，盈利能力将逐步提升。

图：国内部分生命科学上游企业资本性开支、销售和研发人员数量情况（单位：亿元、人）

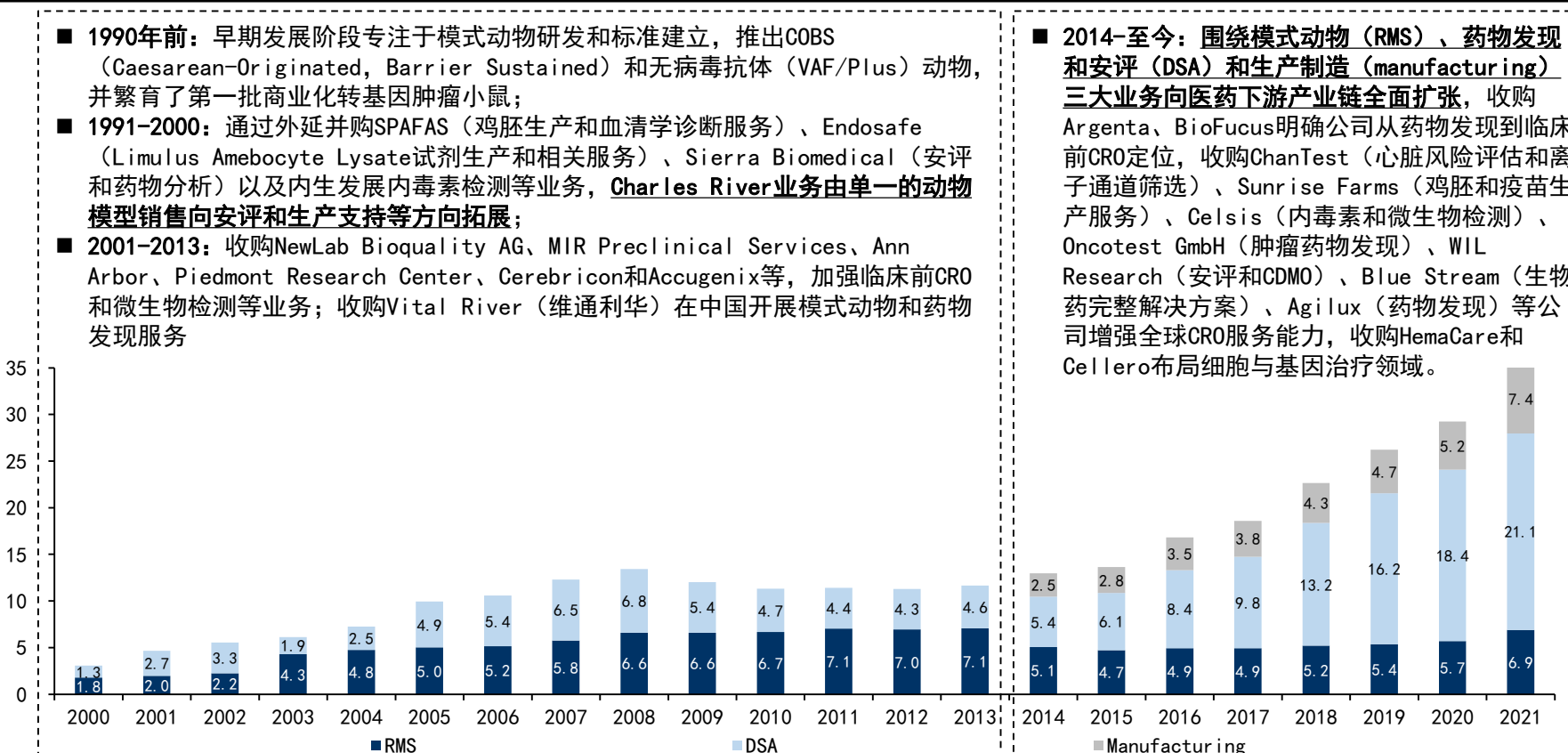


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理注：从左至右分别为资本性开支、销售人员数量和研发人员数量

3.5 短期巩固核心业务，长期看平台化扩张

- 短期看，国内生命科学上游企业核心品种产品力已达到国际一流水平，以新冠疫情带来的爆发式需求为契机切入全球供应链体系，有望依靠交付周期、服务响应和产品迭代优势不断巩固市场份额；
- 长期看，国内企业有望学习海外龙头的成功经验，围绕生物药上下游一体化进行拓展（如依托靶点人源化小鼠品系拓展临床前药理药效CRO平台）；紧跟CGT行业发展，重点拓展CGT领域产业链布局（如依托重组蛋白横向拓宽磁珠/抗体/细胞因子等品种），成为一站式解决方案和服务提供商。

图：2000-2021年Charles River三大业务板块营收（单位：亿美元）

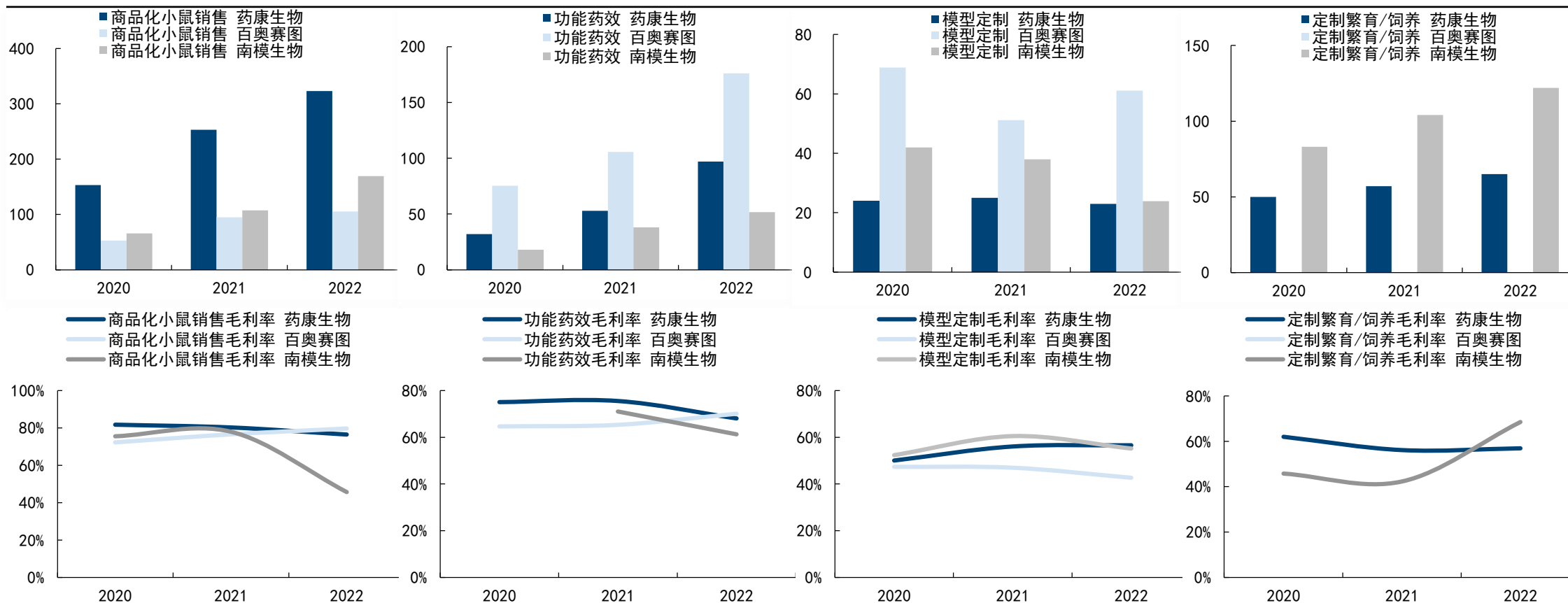


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

3.5 生命科学上游细分领域（一）：模式动物

- **小鼠品系资源高壁垒，带动临床前CRO服务：**生命科学及创新药研发催生多样化动物模型需求，跟随研发热点，源源不断推出新品系是核心竞争力，并依托独家品系资源带动下游一体化服务。
- **药康生物：**以产品为导向，拥有全球最大“斑点鼠”品系资源，布局“无菌鼠”、“野化鼠”等特色品种，加大“药筛鼠”研发投入，拓展临床前药理药效CRO平台；
- **百奥赛图：**以底层基因编辑技术作为驱动，核心开发RenMice平台布局抗体药物发现，通过建立人源化模式小鼠库协同驱动新药开发，基于模式小鼠资源拓展临床前药理药效评价业务并开发创新药管线，形成从底层技术到后端新药开发的协同布局；
- **南模生物：**产业前后端延伸，打造模型定制、繁育饲养、药物评价的一体化平台。

图：国内模式动物公司各业务板块收入和毛利率（单位：百万元、%）



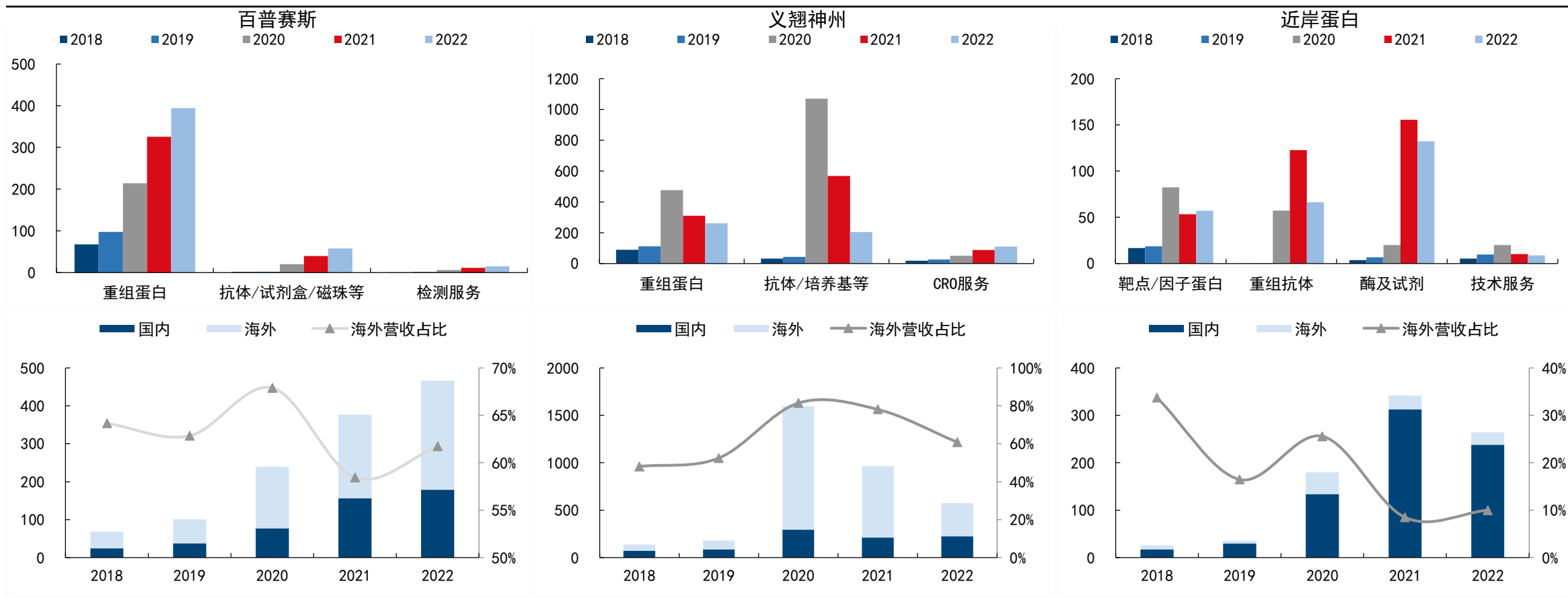
资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理 注：本图仅做列示，不做推荐

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.5 生命科学上游细分领域（二）：蛋白试剂

- 以重组蛋白为核心横向拓展产品种类：对应科研及工业客户需求，积累SKU数量以及提升产品质量；围绕CGT等治疗场景，提供“一站式”产品及服务。
- 百普赛斯：深耕工业端客户，产品质量体系形成高壁垒；加大研发投入，积极布局细胞和基因治疗等前沿疗法领域；全球化布局，海外收入占比高。
- 义翘神州：为科研和工业客户打造“一站式”生物试剂平台，重组蛋白、抗体、基因和培养基等品类齐全，拓展定制化产品及检测等CRO服务。
- 近岸蛋白：基于Legotein蛋白工程平台，提供蛋白设计和优化解决方案，差异化布局mRNA原料领域。

图：国内部分蛋白试剂企业收入拆分（单位：百万元）



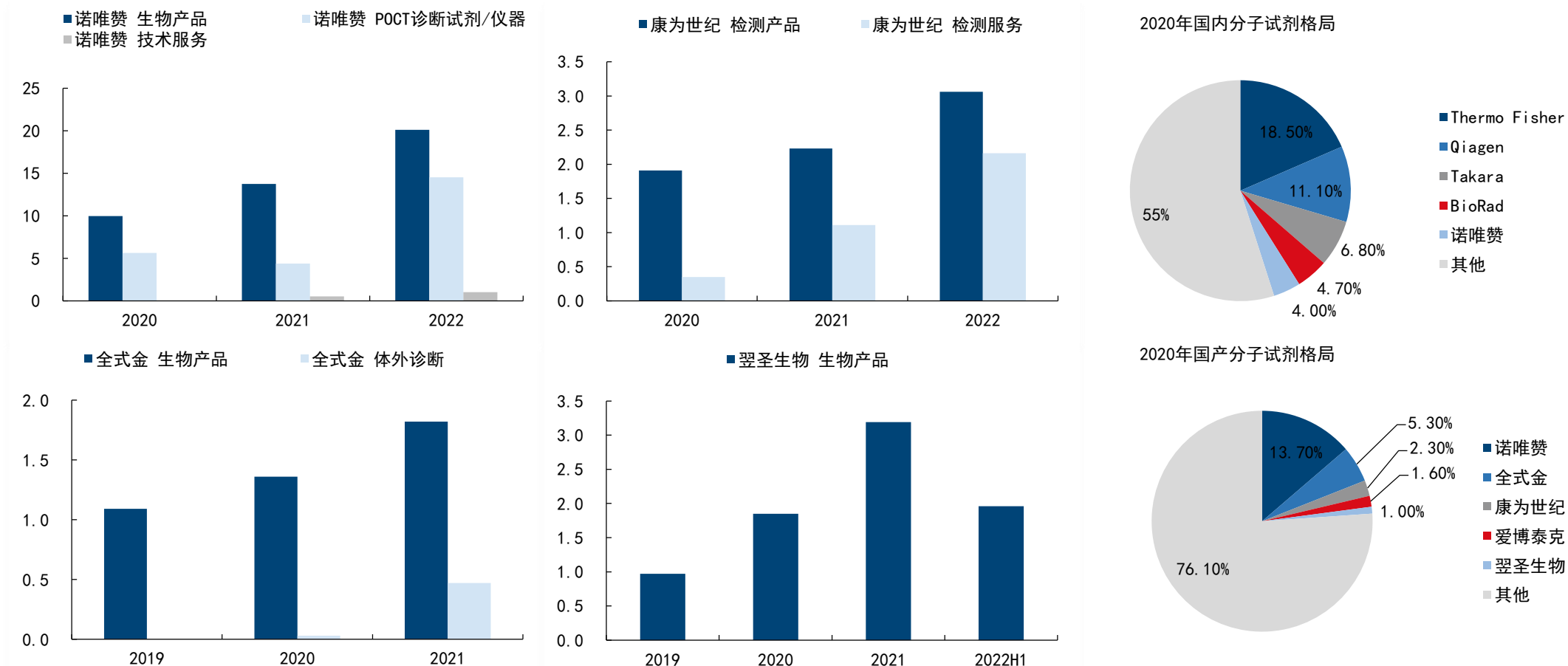
资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理 注：本图仅做列示，不做推荐

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.5 生命科学上游细分领域（三）：分子试剂

- 围绕核心原料，上下游一体化发展：以酶/抗原/抗体等核心原料为基础，拓展下游体外诊断产品及检测服务，布局mRNA药物等新兴领域。
- 诺唯赞：以科研、测序和诊断分子试剂为基石业务，依托核心原料自主开发特色POCT产品和仪器，并提供药物发现、疫苗CRO等服务，实现上游技术和下游产品/服务的一体化发展；
- 康为世纪：原料酶、核酸保存/提取纯化领域多年积累，差异化布局幽门螺杆菌检测等下游产品及检测服务。

图：国内分子试剂企业收入拆分和行业竞争格局（单位：亿元）



资料来源：各公司年报及招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：本图仅做列示，不做推荐

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.6 CX0投资建议：关注估值处于底部，竞争格局好，海外业务占比高的龙头公司

- 板块估值来看，估值已经跌至历史底部，目前估值隐含的预期为中低速增长（10-15%），而大部分公司2024年以后均有20%以上甚至30%的增长；
- 供给端来看，国内产能大幅提升，陷入内卷，而海外由于客户验证等因素，保持良好竞争格局；需求端来看，海外投融资数据逐渐企稳，国内投融资数据仍然低迷。
- 优选估值处于底部，竞争格局良好（盈利能力下滑风险低），需求逐步恢复，即海外业务占比高的CX0公司，如药明康德、康龙化成等。

表：部分龙头CX0企业境外业务营收占比情况

企业	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
药明康德	78.3%	73.3%	77.0%	74.9%	74.7%	80.9%
凯莱英	91.8%	90.5%	91.1%	88.2%	86.2%	84.7%
博腾股份	85.3%	78.2%	82.6%	84.4%	78.1%	89.9%
九洲药业	61.9%	59.2%	65.9%	72.6%	72.1%	76.3%
药明生物		61.3%	64.7%	56.1%	75.6%	75.6%
康龙化成	90.1%	89.1%	86.7%	86.0%	82.8%	81.6%
昭衍新药	3.7%	2.9%	6.9%	20.7%	16.7%	16.9%
泰格医药	57.2%	46.3%	42.9%	39.9%	46.9%	48.8%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表：CX0及原料药板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	总市值 亿元/港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE		PEG	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E		
603259	药明康德	1,831	88.1	101.3	121.3	158.0	20.8	18.1	15.1	11.6	18.9%	0.8		买入
603127	昭衍新药	206	10.7	10.8	13.8	16.5	19.2	19.1	15.0	12.5	13.1%	1.2		买入
000739	普洛药业	209	9.9	11.9	15.6	18.8	21.1	17.5	13.4	11.2	17.9%	0.7		买入
300347	泰格医药	534	20.1	25.4	32.2	40.6	26.6	21.1	16.6	13.2	10.2%	0.8		买入
300759	康龙化成	424	13.7	21.5	29.0	38.1	30.8	19.7	14.6	11.1	13.0%	0.5		买入
300725	药石科技	97	3.1	4.0	5.4	7.3	30.8	24.0	17.9	13.3	11.8%	0.7		买入
300363	博腾股份	162	20.1	9.9	10.5	12.8	8.1	16.3	15.4	12.6	33.4%	1.2		无评级
603456	九洲药业	246	9.2	12.4	16.2	21.0	26.7	19.9	15.2	11.7	17.4%	0.6		无评级
2269.HK	药明生物	1,595	44.2	53.4	69.8	91.6	33.5	27.7	21.2	16.1	12.6%	1.0		买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；除药明康德、昭衍新药、普洛药业外，其余均为wind一致预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

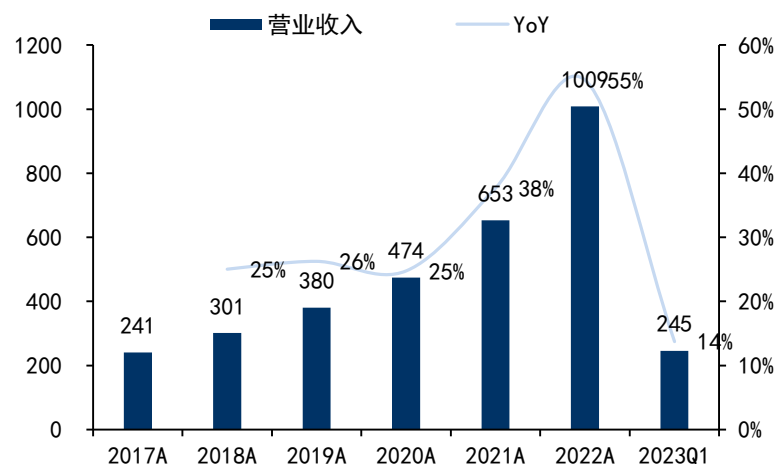
3.6 CXO股价复盘：短中期表现与创新药行业景气度休戚相关

图：CXO走势



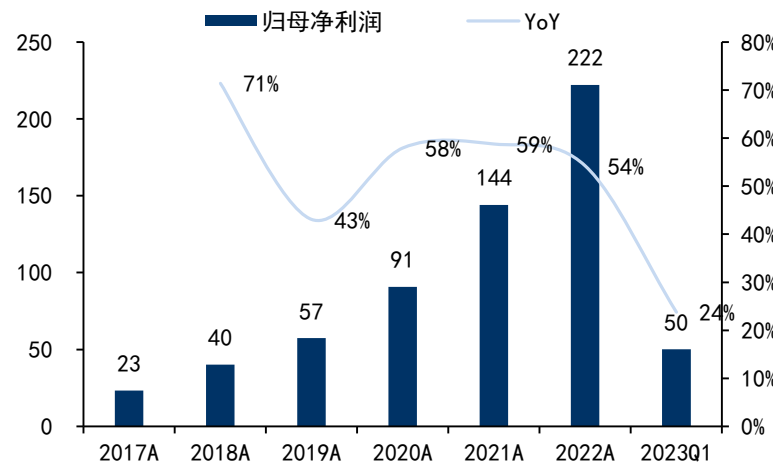
资料来源：wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：营收总额及增速（单位：亿元、%）



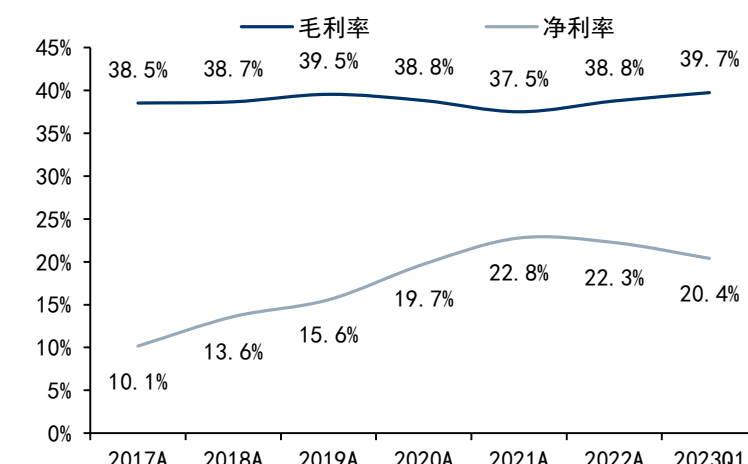
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润总额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.6 供给端：过往固定资产增速与收入增速基本匹配

- 对比2019-2022年固定资产和营收的复合增速发现，绝大部分CXO企业固定资产增速与收入增速基本匹配，皓元医药、药石科技、百诚医药固定资产复合增速远大于营收，说明企业近三年处于产能投入期，有待后续产能释放，博腾股份、九洲药业营收复合增速远大于固定资产，说明企业近三年产能释放较好地推动业绩兑现。

图：代表性CXO企业(亿元)

代码	简称	固定资产（亿元）					营业收入（亿元）					营收增速是否大于 固定资产增速 （2019-2022）
		2019	2020	2021	2022	2022年末 /2019年末	2019	2020	2021	2022	2022年 /2019年	
CDMO												
603259.SH	药明康德	43.33	57.1	85.54	141.71	3.27	128.72	165.35	229.02	393.55	3.06	否
002250.SZ	联化科技	35.49	39.79	41.93	46.45	1.31	42.84	47.82	65.87	78.65	1.84	是
002821.SZ	凯莱英	12.71	15.35	22.44	36.22	2.85	24.6	31.5	46.39	102.55	4.17	是
300363.SZ	博腾股份	12.45	13.63	17.48	21.2	1.7	15.51	20.72	31.05	70.35	4.53	是
603456.SH	九洲药业	19.64	20.21	21.7	22.91	1.17	20.17	26.47	40.63	54.45	2.7	是
000739.SZ	普洛药业	18.99	18.23	19.31	30.66	1.61	72.11	78.8	89.43	105.45	1.46	否
603538.SH	美诺华	6.58	8.45	8.48	12.65	1.92	11.8	11.94	12.58	14.57	1.23	否
688076.SH	诺泰生物	3.78	6.04	6.65	8.07	2.14	3.72	5.67	6.44	6.51	1.75	否
300702.SZ	天宇股份	9.4	12.67	18.7	23.4	2.49	21.11	25.87	25.45	26.67	1.26	否
603229.SH	奥翔药业	1.7	2.23	2.22	2.66	1.56	3.08	4.09	5.7	7.65	2.48	是
CRO												
300759.SZ	康龙化成	24.85	27.23	39.23	56.65	2.28	37.57	51.34	74.44	102.66	2.73	是
300725.SZ	药石科技	1.31	1.38	5.96	13.04	9.99	6.62	10.22	12.02	15.95	2.41	否
603127.SH	昭衍新药	4.18	4.46	4.93	5.9	1.41	6.39	10.76	15.17	22.68	3.55	是
688131.SH	皓元医药	0.23	0.46	2.3	6.23	27.37	4.09	6.35	9.69	13.58	3.32	否
688202.SH	美迪西	1.56	3.43	4.11	5.77	3.71	4.49	6.66	11.67	16.59	3.69	否
300149.SZ	睿智医药	6.06	6.37	6.71	3.75	0.62	13.28	14.82	16.91	13.27	1	是
300404.SZ	博济医药	1.88	1.83	2.08	2.04	1.08	2.24	2.6	3.24	4.24	1.89	是
301096.SZ	百诚医药	0.47	0.67	4.47	5.22	11.04	1.56	2.07	3.74	6.07	3.88	否
600721.SH	百花医药	2.01	1.82	1.62	1.45	0.72	2.62	0.85	2.81	3.5	1.34	是
301257.SZ	普蕊斯	0.05	0.06	0.07	0.09	1.91	3.04	3.35	5.03	5.86	1.93	是
300347.SZ	泰格医药	2.52	3	4.38	5.66	2.24	28.03	31.92	52.14	70.85	2.53	是

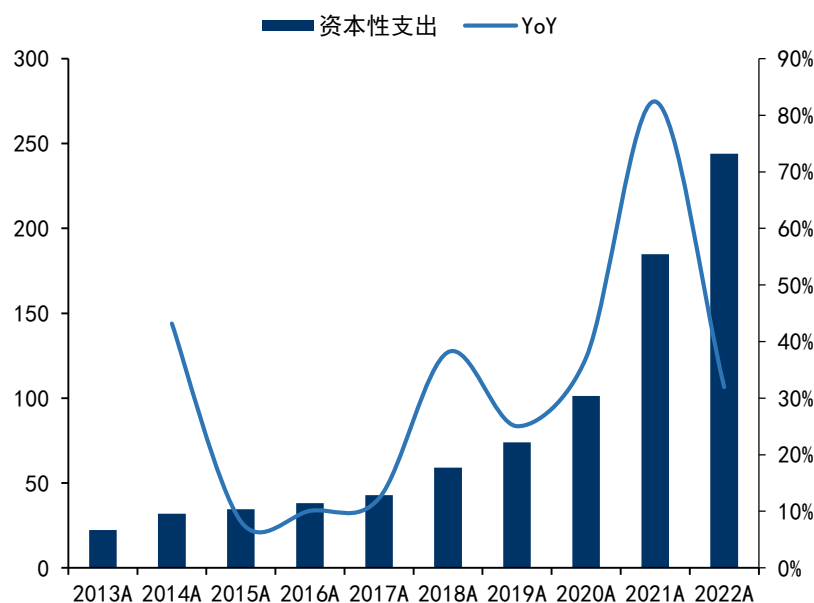
资料来源：wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.6 行业供给趋势：2022年底资本开支及人员增速开始放缓

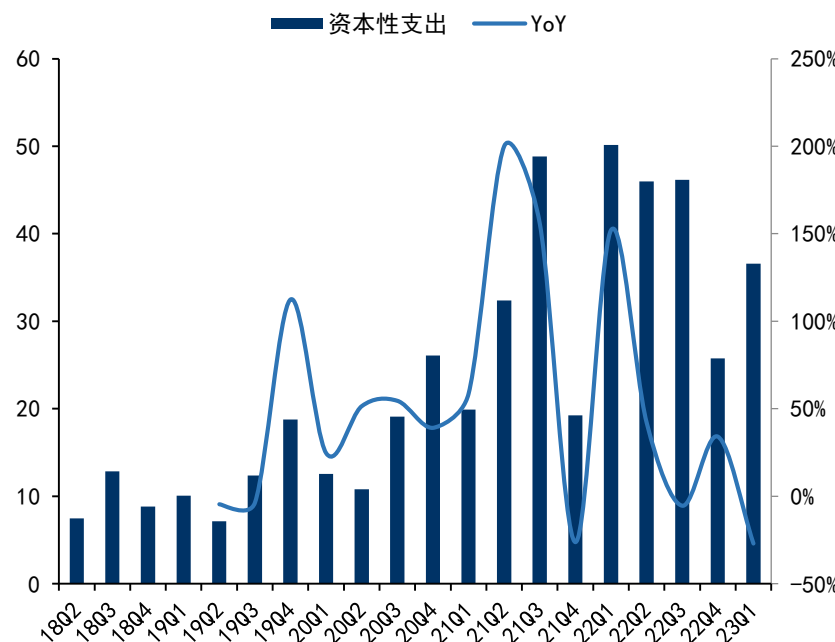
- 经历产能建设密集期后，2023年一季度CXO行业资本开支及人员增速有所放缓。2019-2022年，CXO行业进入产能建设和人员扩张的密集期，2022下半年人员增速有所放缓，2023Q1资本性支出同比下滑，行业产能建设放缓，但国内产能已经不可避免地走向过剩。

图：2013-2022年CXO板块资本性支出（亿元）及增速



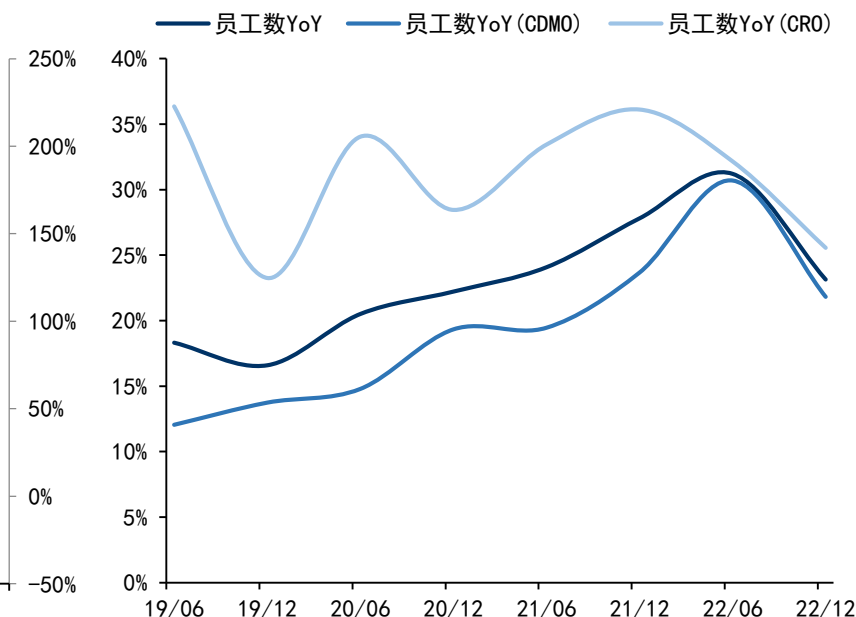
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

图：18Q2-23Q1 CXO板块资本性支出（亿元）及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

图：2019-2022年CXO企业员工数量增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

3.6 需求端：全球及国内研发投入持续增长，新药研发需求仍旺盛

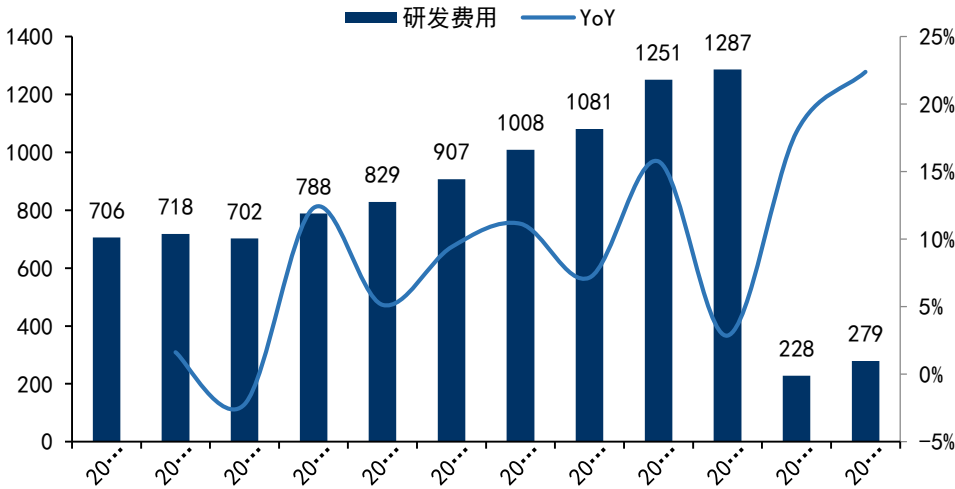
■ 全球及国内新药研发需求仍旺盛。CXO行业增速依赖于药企研发投入的增速。从全球来看，2022年主要的药企和biotech研发投入增速有所放缓，但23Q1增速恢复；从国内来看，受新冠期间高基数影响，主要的药企和biotech研发投入增速在23Q1有明显放缓，但仍维持15%以上增速。综合来看，CXO需求端仍然旺盛。

表：A股制药公司研发开支情况（亿元）

板块	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2022Q1	2023Q1
化学制剂	72	90	113	155	229	289	332	394	430	71	83
YOY	17.4%	24.9%	25.8%	37.4%	47.6%	26.5%	14.9%	18.4%	9.3%	12.8%	16.7%
原料药	11	13	16	21	27	32	35	45	49	10	11
YOY	25.4%	13.1%	21.1%	34.5%	25.3%	19.8%	10.7%	27.0%	10.7%	11.2%	10.0%
生物制品	15	18	29	58	104	141	195	247	297	55	64
YOY	35.8%	22.4%	57.5%	101.7%	79.9%	35.3%	38.9%	26.3%	20.2%	160.0%	16.1%
合计	98	121	157	234	359	462	563	685	776	137	159
YOY	20.8%	23.1%	30.0%	48.8%	53.6%	28.5%	21.9%	21.7%	13.3%	46.2%	16.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：板块分类使用申万行业分类（剔除CXO，剔除ST股）

图：全球代表制药公司研发费用情况（亿元）

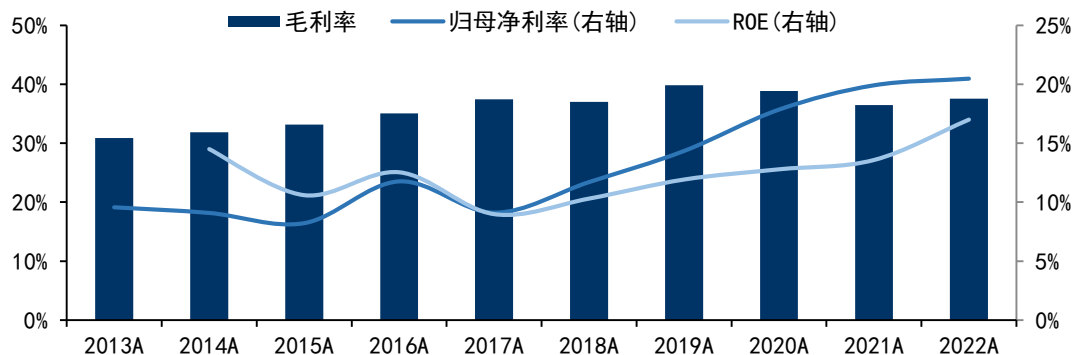


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为全球95家代表性制药企业，不含A股

3.6 经营表现：盈利能力维持较好，运营效率有所下滑

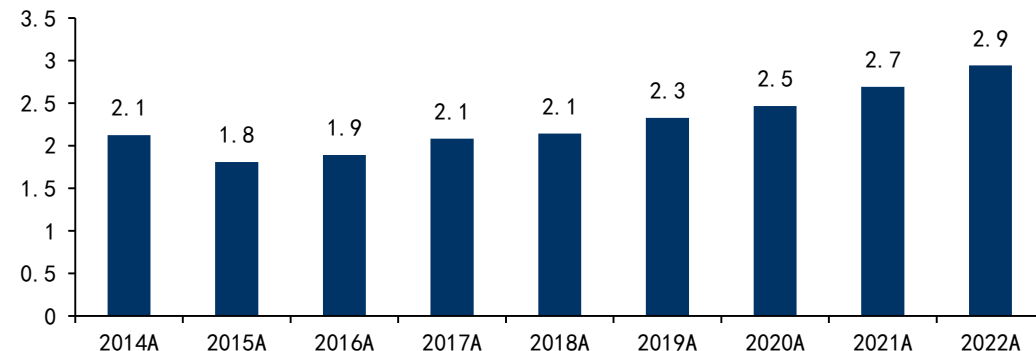
- **盈利能力：**2019年以来，由于猴价上涨、部分领域竞争加剧，CXO行业毛利率有所下滑，但净利率有所提升，从23Q1来看，行业毛利率、净利率、ROE均同比持平/略有上升，盈利能力维持较好。
- **运营效率：**CXO板块应收账款周转率自2015年起逐年提升，运营效率显著提高，但23Q1行业应收账款周转率同比下降较明显，我们认为这是由于投融资遇冷下，药企和biotech研发管线的推进速度减缓，对CXO企业的运营效率造成一定影响。

图：2013-2022年CXO板块盈利能力变化



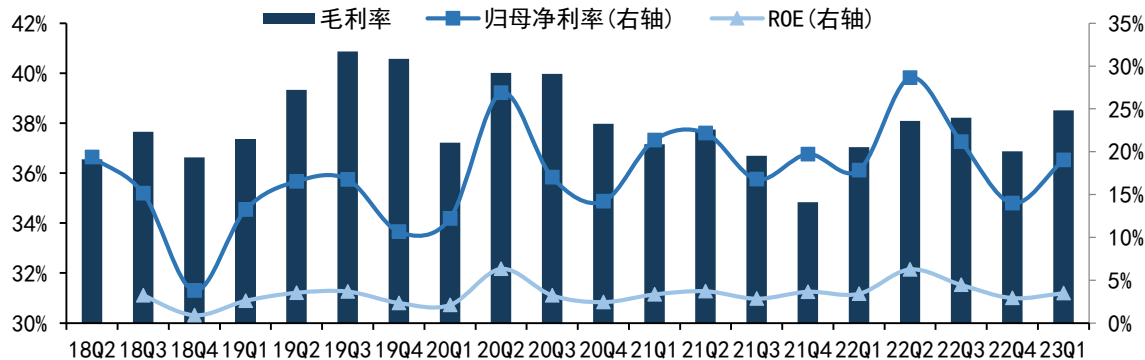
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

图：2014-2022年CXO板块固定资产周转率变化



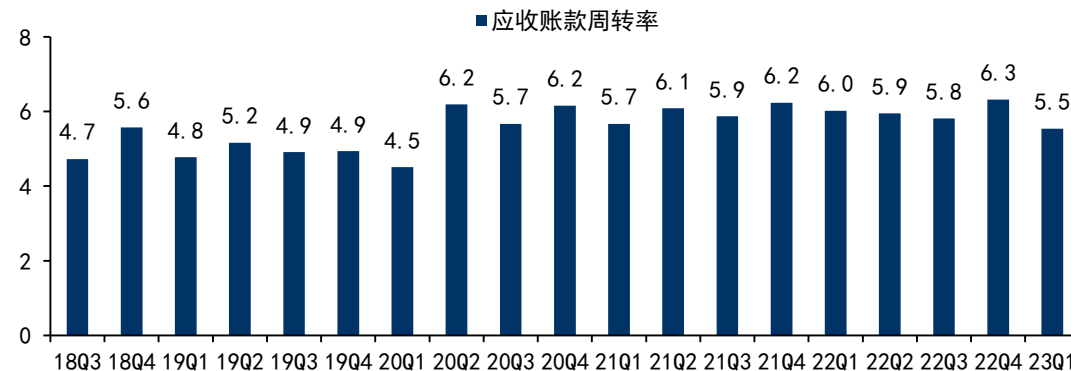
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

图：18Q2-23Q1CXO板块盈利能力变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

图：18Q2-23Q1CXO板块固定资产周转率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为21家主要CXO公司

3.7 医疗服务投资建议：复苏进行时，民营专科连锁业态不断丰富

- **疫后复苏进行时，部分专科连锁业态恢复理想。**随着疫情影响解除，医院常规诊疗处于复苏阶段，我们跟踪华北、华南、西南的样本城市，截止今年4月或5月诊疗量数据显示门急诊人次已基本恢复至疫情前水平，部分城市的出院人次同比增长以及相较19年均增长显著，2023年5月出院人次恢复至2019年同期的130%以上。样本城市2-5月专科类医院的诊疗人次和出院人数均表现出优于其他类型医疗服务机构的反弹力度，环比仍在加速，尤其是以眼科类、耳鼻喉科类、皮肤病类、儿童类为主的专科医院增长强劲且持续性强。
- **板块景气度处于上行期，专科连锁业态不断丰富。**AH股市场相关标的从过往被市场熟知的眼科、口腔发散至辅助生殖、肿瘤、脑科、中医、第三方检验及第三方影像等业态，上市公司数量不断增加，市场关注度持续提升。优选好赛道，把握已构筑深厚护城河的龙头企业，注重品牌价值、医生团队建设、运营管理和供应链体系等多维度实力，发挥民营医疗高效率优势。
- **医改趋势下重视医疗服务的技术价值，DRGs/DIP促使具备优质运营管理的企业脱颖而出。**民营医疗在国民卫生健康规划中被定位为公立医疗体系的重要补充，可满足人民日益增长的医疗需求，提供差异化或者特需化的服务。医改政策旗帜鲜明支持医疗技术创新发展，将分情况对医疗服务价格项目进行有升有降的调整。此外，DRG/DIP向全国铺开，将进一步考验医院运营管理能力。
- **投资建议：关注三条主线**
 - 1) 疫后修复理想且商业模式优异的专科连锁：爱尔眼科、华厦眼科、通策医疗、锦欣生殖、海吉亚医疗、固生堂；
 - 2) 医院运营管理和学科建设能力强的国企办医龙头：华润医疗、环球医疗；
 - 3) 顺应政策发展趋势的第三方医学检验龙头：金域医学、迪安诊断。

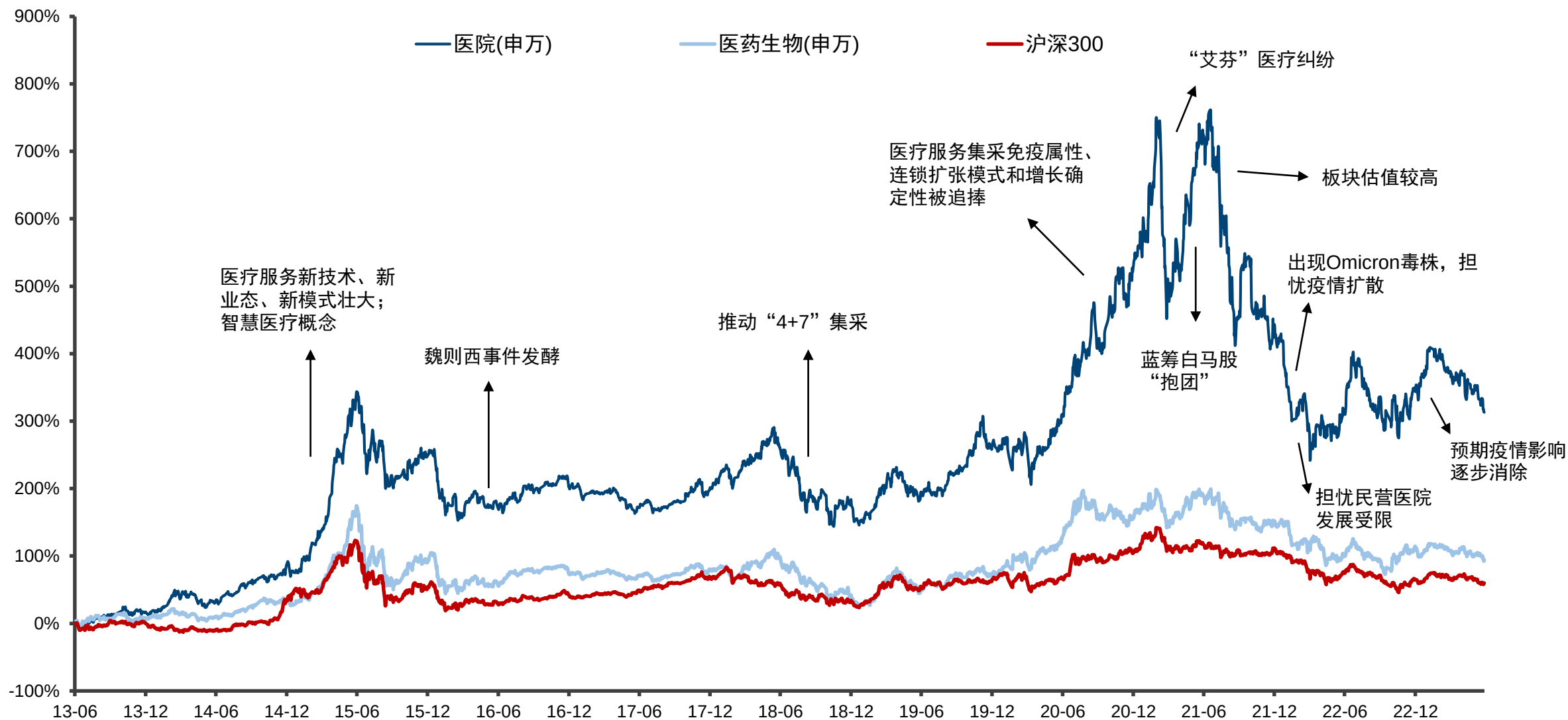
3.7 医疗服务：重点公司盈利预测及估值

表：医疗服务重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	总市值 亿元/港元	归母净利润（亿元）				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300015	爱尔眼科	1,730	25.2	34.6	45.4	57.8	68.6	50.1	38.1	29.9	15.1%	1.6	买入
1951. HK	锦欣生殖	113	1.2	3.5	4.6	5.7	86.2	29.5	22.6	18.3	1.4%	0.4	买入
2273. HK	固生堂	120	1.8	2.5	3.3	4.3	60.5	44.7	33.6	25.7	10.7%	1.4	买入
603882	金域医学	353	27.5	12.4	16.3	20.6	12.8	28.4	21.6	17.2	31.9%	-3.1	买入
300244	迪安诊断	161	14.3	11.3	14.0	16.9	11.2	14.3	11.5	9.5	19.3%	2.6	买入
000516	国际医学	190	-11.8	0.1	2.6	5.4	(16.2)	1466.5	72.5	35.5		2.7	无评级
301267	华夏眼科	341	5.1	6.8	8.8	11.4	66.7	50.3	38.7	29.9	10.0%	1.6	无评级
301239	普瑞眼科	147	0.2	2.2	2.5	3.5	713.5	65.7	58.5	41.6	1.0%	0.4	无评级
600763	通策医疗	311	5.5	7.4	9.5	11.9	56.6	42.1	32.7	26.0	16.6%	1.4	无评级
6078. HK	海吉亚医疗	268	4.8	7.4	9.7	12.4	52.1	33.5	25.6	20.1	9.7%	0.9	无评级
2219. HK	朝聚眼科	33	1.9	2.3	2.8	3.4	16.2	13.5	10.9	9.1	8.3%	0.6	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股市值单位为港元，以2023/06/30股价计算；除爱尔眼科、固生堂、锦欣生殖外，其余均为wind一致预测

3.7 医疗服务板块过往十年走势复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.7 中美医疗保健提供商与服务行业市值对比

- 美股医疗服务指数市值前20经营业态包含：健康医疗保险、药店、营利性综合医院集团、医药流通、第三方独立医学实验室等。
- A+H股医疗服务指数市值前20名经营业态包含：专科民营医院、第三方独立医学实验室等。
- 我们认为未来十年国内医药商业中的医药流通及药店将逐步向服务业态转型，商业健康险公司也有望逐步增加。

表：美股医疗保健提供商与服务指数成分股市值top20

排名	简称	总市值(亿美元)	10年总市值增幅	主要业务/产品
1	联合健康集团	4,474.91	570%	健康医疗保险/医院管理
2	ELEVANCE HEALTH	1,053.22	328%	健康医疗保险
3	HCA HEALTHCARE	835.15	419%	医院（综合）
4	信诺保险	830.22	301%	健康医疗保险
5	麦克森	579.44	123%	医药分销
6	哈门那	558.67	320%	健康医疗保险
7	美源伯根	389.61	202%	医药分销
8	CENTENE	370.14	1248%	健康医疗保险
9	费森尤斯医疗	279.87	30%	医疗护理
10	卡地纳健康	240.78	49%	医药分销
11	美国控股实验室	213.82	130%	第三方独立医学实验室
12	MOLINA HEALTHCARE	175.62	940%	医疗保险/医药分销
13	奎斯特诊疗	157.44	64%	第三方独立医学实验室
14	环球健康服务	110.73	69%	医院（急诊/外科）
15	亨利香恩服务	106.24	27%	医院（齿科）/医药分销
16	达维塔保健	91.13	-29%	透析服务
17	泰尼特保健	82.95	74%	急性护理治疗
18	CHEMED	81.36	495%	临终关怀服务
19	R1 RCM HOLDCO	77.16	622%	医院运营管理服务
20	阿卡迪亚医疗保健	73.30	341%	精神卫生服务

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2023/06/30

表：A+H股医疗保健提供商与服务指数成分股市值top20

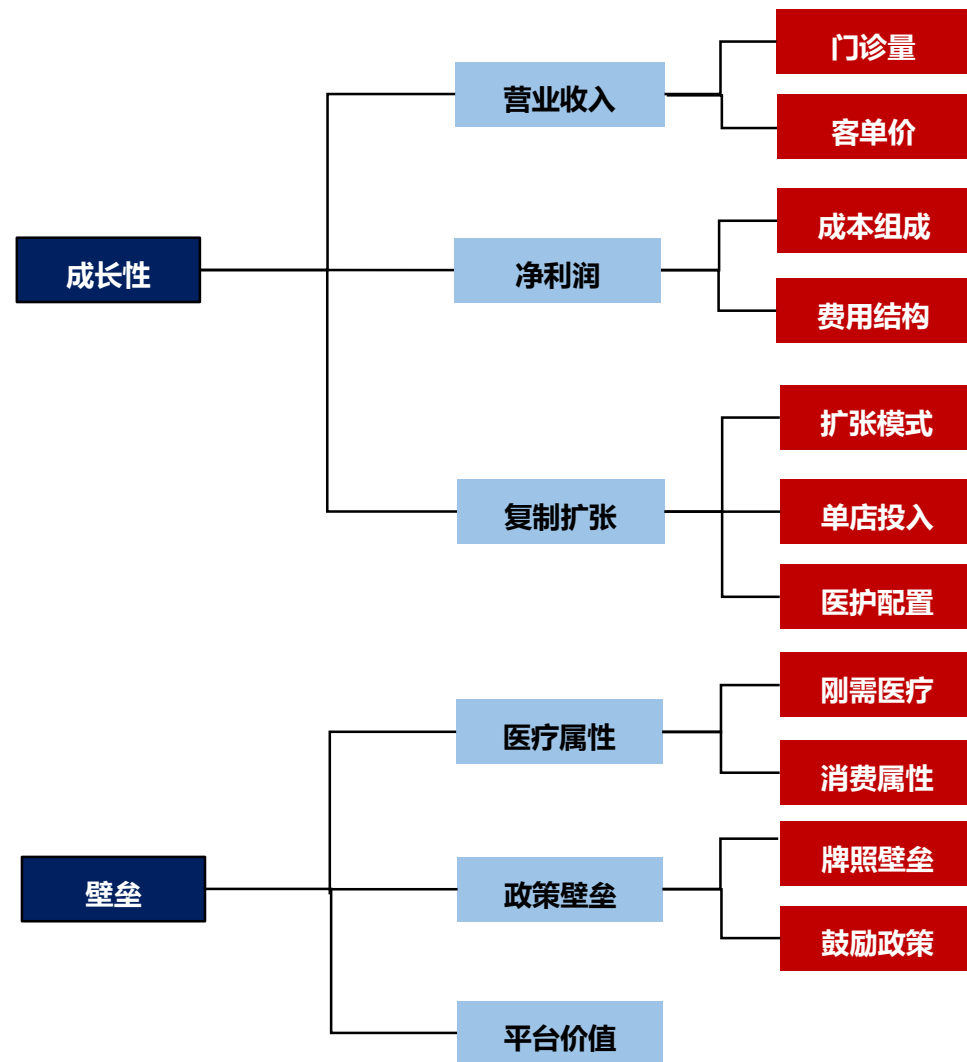
排名	公司简称	总市值(亿元)	10年总市值增幅(%)	主要业务/产品
1	爱尔眼科	1,730.42	1796%	民营医院（眼科）
2	金域医学	352.81	672%	第三方独立医学实验室
3	华厦眼科	341.32	-13%	民营医院（眼科）
4	通策医疗	310.57	612%	民营医院（齿科）
5	美年健康	278.30	2128%	体检服务
6	华大基因	248.31	216%	测序服务
7	海吉亚医疗	246.88	58%	民营医院（肿瘤）
8	国际医学	190.13	664%	民营医院（综合）
9	三星医疗	178.42	452%	康复服务
10	迪安诊断	160.67	273%	第三方独立医学实验室
11	新里程	152.86	81%	医疗/康养/制药
12	普瑞眼科	146.75	86%	民营医院（眼科）
13	三博脑科	134.84	62%	民营医院（神经科）
14	时代天使	114.32	-83%	隐形矫治
15	锦欣生殖	112.65	-49%	辅助生殖服务
16	固生堂	110.34	65%	中医服务
17	诺禾致源	106.25	-3%	测序服务
18	朗姿股份	105.21	158%	医美服务
19	艾迪康控股	92.05	-8%	第三方独立医学实验室
20	信邦制药	86.11	190%	民营医院（肿瘤）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2023/06/30

3.7 医疗服务赛道长坡厚雪，选股思路重视成长性和壁垒

- 医疗服务赛道基于商业模式、政策导向和成长确定性成为医药行业中估值水平最高的子板块之一。医疗服务以医院（诊所、门诊部）或检验中心运营为主要商业模式，社会化资本布局的领域主要集中于消费属性强的细分赛道，如眼科、口腔、辅助生殖、医美、第三方检验中心（ICL）等，在国家医保控费的大背景下，已上市的民营专科公司相对而言并未直接受到药品及耗材的降价压力，存在一定政策避风港效应。另一方面，专科医疗或ICL具备较强连锁扩张能力，业绩成长确定性高。此外，在大力推广“三明医改”的政策背景下，将加强“医疗、医保、医药”三块领域的联动改革，重点推进医疗服务价格改革，医疗服务定价将体现技术劳务价值，有力提升医护工作积极性，具备良好服务能力和优质医疗口碑的机构将会受益，有能力吸引专业医生和高年资专家的医疗服务企业有望迎来黄金发展期。
- 专科医疗优选好赛道，把握已构筑深厚护城河的龙头企业。我们认为好的专科赛道应当具备以下特点：（1）高客单价高利润率，盈利能力强；（2）诊疗人次增长快，获客能力强；（3）病床周转快、住院天数短、营运效率高；（4）场地设备投入中等，初始投资适中；（5）人员数量、人员薪酬占比均较低，医生依赖度低。具体到微观标的层面，由于医院运营是一门“慢生意”，经过时间洗礼和竞争淘汰形成的龙头企业必然具备多维度的竞争优势和护城河：优质的品牌、充足的医生资源、良好的运营管理和供应链体系。
- 综合医疗依赖精细化运营能力，关注单床收入增长和费用管控能力。综合医院有资产重、投资周期长，进入壁垒高等特点，可复制性较差，且过往投资标的稀缺，市场关注度偏低，但随着国际医学作为社会资本的综合医院标杆企业在A股市场中出现，市场对于“大专科+小综合”的医疗服务模式形成新的认知。2009年西安高新医院获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院，2019年国际医学在国内建成最大单体医院——西安国际医学中心医院，旗下打造的医美、辅助生殖、康复、特需服务等高附加值业务板块正在加快布局。新里程、华润医疗、环球医疗等一批承接国企医院剥离任务的企业也正逐渐成长为综合医疗服务的龙头。对于综合医疗服务企业，除了医院床位数增长外，重点关注优质学科建设带来的单床收入提升，以及优化运营效率和费用管控带来的盈利能力提升等指标。

图：医疗服务板块分析框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

3.7 供给端：国内医疗服务专科连锁业态和标的不断丰富

■ 当前医疗服务板块的景气度处于上行期。1) 随着疫情影响解除，医院常规诊疗处于复苏阶段，门诊和住院人数数量不断回升，前期积压需求得到释放，但不同专科的复苏力度有所差异；2) 民营专科连锁业态不断丰富，从过往被市场熟知的眼科、口腔，到辅助生殖、肿瘤、脑科、中医、第三方检验及第三方影像等，上市公司数量不断增加，市场关注度持续提升；3) 医改趋势下医疗服务价格有望逐步调整，进一步彰显医疗服务的技术价值。随着民营医疗在国民卫生健康规划中被定位为公立医疗体系的重要补充，可满足人民日益增长的医疗需求，提供差异化或者特需化的服务。

表：医疗服务赛道全景

所处赛道	服务端市场规模（亿元）	盈利能力	扩张能力	相关标的	营收/净利（2022年）	市值（亿人民币/港币）	PE（TTM）
眼科	1,126亿（2020E） CAGR：17.5%	★★★★	★★★★	爱尔眼科	161.10亿/26.89亿	1981	73.5
				华厦眼科	32.33亿/5.08亿	401	73.0
				普瑞眼科	17.26亿/0.21亿	180	124
				何氏眼科	9.55亿/0.33亿	71	111
				朝聚眼科	9.92亿/1.88亿	32	15.2
口腔	1,418亿（2019） CAGR：19.9%	★★★★	★★★★	通策医疗	27.19亿/6.16亿	340	61.7
				瑞尔集团	16.29亿/-7.01亿	50	-
辅助生殖	~350亿（2020E） CAGR：14.5%	★★★★	★☆☆	锦欣生殖	23.79亿/1.21亿	116	85.7
肿瘤	4,056亿（2020E） CAGR：11.5%	★★★☆☆	★★	海吉亚医疗	32.06亿/4.77亿	308	57.7
精神障碍	-	★★	★★★☆☆	康宁医院	14.85亿/-0.24亿	9	-
脑科	-	★☆☆	★★☆☆	三博脑科	10.68亿/0.77亿	167	228
中医	346亿（2020E） CAGR：18.2%	★★	★★★☆☆	固生堂	16.27亿/1.83亿	121	58.8
综合	~2.8万亿（2019）	★	★	国际医学	27.11亿/-11.95亿	221	-
				新里程	31.53亿/1.64亿	164	93.0
				华润医疗	56.86亿/1.39亿	81	51.8
				环球医疗	119.31亿/18.90亿	89	4.2
				金域医学	154.76亿/28.43亿	341	16.6
第三方检验	307亿（2020）	★★	★★★★	迪安诊断	202.82亿/18.62亿	160	19.0
				兰卫医学	41.99亿/7.39亿	71	15.3
				一脉阳光（未上市）	7.85亿/0.004亿	-	-
第三方影像	23亿（2022）	★☆☆	★★	一脉阳光（未上市）	7.85亿/0.004亿	-	-

资料来源：各公司招股书、Wind，国信证券经济研究所整理
注：朝聚眼科、瑞尔集团、锦欣生殖、海吉亚医疗、康宁医院、固生堂、华润医疗、环球医疗的市值为港币计价，估值截至2023/6/2

3.7 关注国企办医，定位第二国家队

- 自2017年开始，国企办医院剥离明显提速。整合后的国企医院集团将推动高质量发展。2015年9月，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，明确提出要“加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题”。整合过程中，以医疗健康为主业的三家央企——华润集团、国药集团和中国通用技术集团积极参与，接手其他央企和地方国企剥离的多家医院。2021年是国企办医院剥离的最后期限，大部分医院已经完成剥离改制工作。2022年底，国资委等13部委办局联合制定《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》已出台，文件明确：“国有企业办医疗机构是医疗卫生服务体系的重要组成部分，是建设健康中国的重要力量，在满足人民群众日益增长的多层次多样化医疗健康服务需求、应对重大疫情和突发公共卫生风险等方面发挥着重要作用”，“发展壮大以医疗健康为主业的国有企业办医疗机构，形成与政府办医疗机构等相互促进、共同发展的健康保障格局具有重要意义”。
- 华润医疗和环球医疗为两大国企医院集团。华润医疗以专科连锁与综合医院为两翼，深耕京津冀、长三角、大湾区、兼顾重点城市群。截止2022年底，旗下有116家医疗机构（7家三级，13家二级）共11,115张床位。2022年营收56.20亿（+26.4%），净利润1.39亿。2023年初公司公告拟以33.95亿收购辽宁华润健康76.1%和深圳华润健康100%股权、以2.45亿收购江能标的80%股权和华润科技对江能标的持有的债权。辽健旗下拥有5家三级（含4家三甲）、11家二级（含10家二甲）和11家一级医院，共拥有9174张床位。2022年收入31.41亿，税后净利3.31亿。环球医疗以医疗融资租赁起家，紧抓政策机遇开拓医疗服务高景气赛道。截止2022年底，已并表55家医疗机构（4家三甲，26家二级）共13,615张床位，已签约待并表床位数超过2000张。2022年医疗机构并表收入60.23亿（+37.2%），净利润2.90亿（+50.2%）。2023Q1医院集团业务收入同比增长56.0%，净利润实现同比极大增幅。专科医疗（肾病等）、设备全周期管理等健康产业领域已起步发力，未来将成长为高质量发展的第二曲线。

表：国企医院改革相关政策

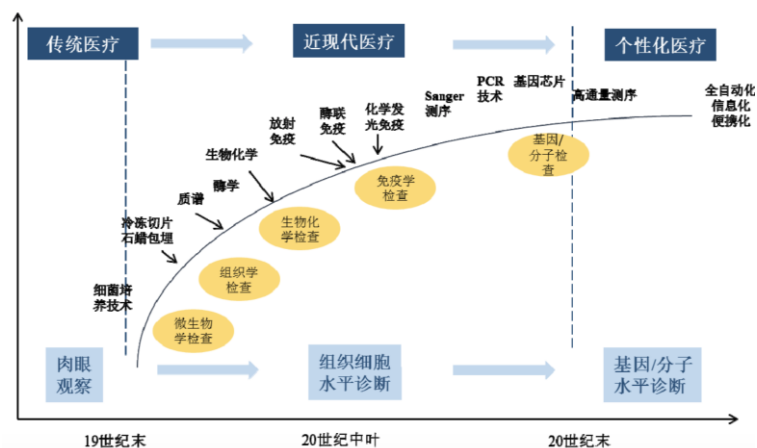
时间	相关文件	政府部门	文件内容
2015年9月	《关于深化国有企业改革的指导意见》	中共中央、国务院	明确提出要“加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题”
2016年9月	《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》	国务院	对国企办医疗实行分类处理，采取移交、撤并、改制或专业化管理、政府购买服务等方式进行剥离，2018年年底前完成企业办医疗等的移交改制或集中管理工作
2017年6月	《关于国有企业办教育医疗机构深化改革的指导意见》	国资委、教育部、卫计委等六部门	特别指出，对医疗机构的清理采取四种方式：移交地方政府管理、关闭撤销、依托健康产业为主业的国有企业或国有资本投资运营公司开展资源整合、引入专业化有实力的社会资本进行改制重组
2018年2月	《关于进一步推进国有企业独立工矿区剥离办社会职能有关事项的通知》	国资委、发改委、财政部	鉴于剥离国企办社会职能在实际操作中确有难度，国资监管部门增加了三年“过渡期”。大型独立工矿区企业办医疗机构应尽可能移交地方政府、专业化机构或企业管理，不具备市场竞争力的应予以撤并，从2019年起不得以任何方式向医疗机构提供补贴
2018年7月	《关于进一步推进中央企业办医疗机构深化改革有关事项的通知》	国务院国资委	明确除三家主业包含医疗健康的央企（华润集团、国药集团和中国通用技术集团）之外，增加中国诚通、中国国投、中国国新三家国有资产经营管理企业作为国企办医疗机构的资源整合平台
2021年6月	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	国务院办公厅	推动优质医疗资源扩容和均衡布局。优化支持国有企业办医疗机构发展，2021年10月底前制定相关政策文件。
2021年6月	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	国务院办公厅	构建公立医院高质量发展新体系
2022年11月	《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》	国资委、卫健委等13部委	对于国有企业办医疗机构，后续将在区域卫生规划、医院等级评审、大型医用配置许可、医疗卫生用地划拨等各类审批、备案事项、医保管理中落实与政府办医疗机构同等政策。

资料来源：各政府部门官网，国信证券研究所整理

3.7 看好ICL行业投资机会：顺政策周期，竞争格局稳定

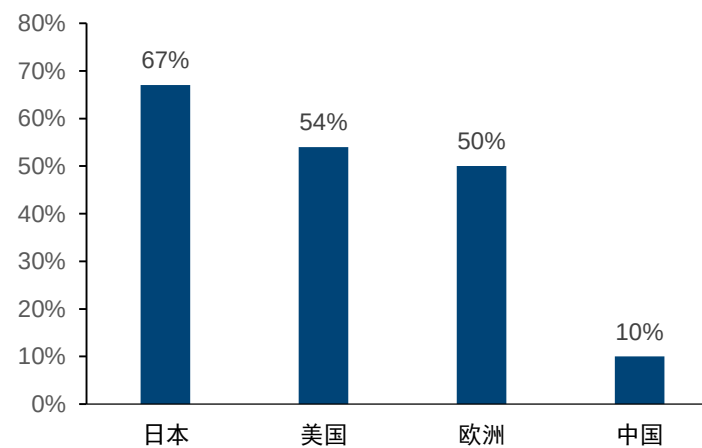
- **他山之石：医保控费以及商业保险的崛起促进了美国第三方独立医学实验室的行业发展。**美国临床检验实验室商业化运营开始于1960s，2016年市场规模达260亿美元，渗透率约35%，且行业集中度高，LabCorp和Quest双寡头占据市场约60%份额。医学检验具有运输半径，并且龙头规模优势明显，因此容易形成寡头格局。1980s美国医保控费下DRGs的实施刺激了医院端降成本需求，推动医学实验室高速发展，第三方独立医学检验市占率从10%提升到30%左右，同时，龙头公司通过并购跑马圈地，行业集中度不断提升。后期则是通过发展和收购高端检测技术来提升盈利能力，并且扩展到海外市场。
- **DRGs/DIP快速推行、试剂集采后带检验收费价格下降、LDT推行试点，多重政策助力第三方医学检验发展。**中国DRGs已经探索近三十年，2019年公布30个DRGs试点城市名单，2020年模拟收费运行，2021年11月国家医保局发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，要求到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。此外，国家医保局在2022年7月发布的《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》中提到“总结新冠病毒核酸检测价格专项调整经验，按照技术劳务与物耗分开原则，科学把握检查化验项目价格构成要素，通过集中采购等多种方式降低物耗成本，推动项目总价合理下降”。近几年LDT的政策逐渐放松，北京、上海等地已经开始对LDT模式展开试水探索，LDT模式将带来对罕见病诊断和治疗以及新靶标快速应用的增量市场，也将为ICL和大型高等级医院的合作共建打开新方向。随着检验收费逐渐从医院的利润中心转变为成本中心，检验外包趋势明确，第三方医学检验在规模效应和产品创新上具备优势，长期看将持续获益。
- **龙头地位稳固，优势明显。**中国的独立医学实验室起步较晚，根据云康集团招股书，2020年国内第三方医学检验的市场规模超过300亿，渗透率为6-10%，占有率前三的公司始终为全国连锁、集团化经营的金域医学、迪安诊断、艾迪康。金域医学在连锁实验室数量、覆盖区域、服务客户数量等多维度保持领先，现有48家医学实验室，近74家合作共建实验室。拥有检验技术79类，2022年新开发项目超过600项，在推动产品持续升级迭代的同时，对外提供服务项目总数超过3600项。迪安诊断在全国布局了42家连锁化实验室，服务网络覆盖全国90%以上人口所在区域，为超过20000家医疗机构，提供3000余项医学检测项目，打造“研产销检”的一体化产业链。

图：医学检验技术发展概况



资料来源：金域医学招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：各国ICL渗透率对比



资料来源：兰卫医学招股说明书，国信证券经济研究所整理

3.7 短期维度：关注医疗终端复苏力度和广度

- 选取天津市（华北）、重庆市（西南）、南宁市（西南）等三个城市为样本（天津和重庆市为直辖市，且重庆为常住人口最多的城市之一，南宁市为省会城市）：
 - ✓ 2023年1月除天津市外，其余样本城市的门急诊量、出院人数均出现不同程度同比下滑，预计和新冠感染对医院正常诊疗秩序的影响及先后顺序有关；
 - ✓ 自2023年2月起，各项诊疗数据在同比和环比层面均出现显著增长，尤其重庆市1-4月出院人数的同比增长逐月加速。

表：样本城市医疗机构诊疗服务情况

重庆市	2019年4月	2022年4月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	相较于2019年4月恢复程度
全市医院门急诊人次数（万人次）	630.73	748.41	568.38	632.53	797.61	694.39	110.09%
同比增长（%）		12.55%	-19.43%	-1.25%	-0.88%	-7.22%	
环比增长（%）				11.29%	26.10%	-12.94%	
全市医院出院人数（万人次）	44.43	35.92	44.33	44.55	54.07	53.18	119.69%
同比增长（%）		-4.70%	-3.61%	29.13%	37.02%	48.05%	
环比增长（%）				0.50%	21.37%	-1.65%	
公立医院医疗收入（亿元）	60.06	66.89	65.04	70.18	79.50	74.74	124.44%
同比增长（%）		-1.11%	-3.21%	21.82%	8.98%	11.74%	
环比增长（%）				7.90%	13.28%	-5.99%	

资料来源：各城市官方网站，国信证券经济研究所整理
注：2023年1-4月同比增长数据中绿色标注>20%，红色标注>-10%

3.7 短期维度：关注医疗终端复苏力度和广度

- 最新（2023年4/5月）诊疗量数据显示：门急诊方面，样本城市门急诊人次已基本恢复至疫情前水平，其中南宁市2023年5月总诊疗人次较2019年同期增长10.4%；出院人次方面，天津市、南宁市出院人数同比和较疫情前均增长显著，2023年5月出院人恢复至2019年同期的130%以上。

表：样本城市医疗机构诊疗服务情况

天津市	2019年5月	2022年5月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	相较于2019年5月恢复程度
医院门、急诊人次（万人次）	597.81	492.68	408.37	488.14	612.98	554.98	596.38	99.76%
同比增长		-11.00%	-3.40%	18.68%	27.66%	9.61%	21.05%	
医院出院人数（万人次）	13.82	13.16	12.94	15.09	18.77	18.02	18.95	137.17%
同比增长		-3.78%	14.26%	62.41%	36.13%	32.17%	44.03%	
基层医疗卫生机构门、急诊人次（万人次）	266.04	220.91	222.52	222.03	270.32	262.93	270.94	101.84%
同比增长		-9.31%	22.00%	29.44%	29.14%	13.36%	22.65%	
南宁市	2019年5月	2022年5月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	相较于2019年5月恢复程度
总诊疗人次（万人）	403.72	428.74	291.43	342.89	427.33	432.93	445.69	110.4%
同比增长		6.04%	-23.38%	8.56%	2.20%	8.48%	3.95%	
出院人数（万人）	15.95	16.89	15.70	14.83	18.96	20.72	20.93	131.3%
同比增长		3.48%	-5.15%	36.47%	10.79%	34.10%	23.94%	
总医疗收入（亿元）	25.00	30.28	26.31	30.30	35.37	32.69	34.90	139.6%
同比增长		13.18%	-5.18%	40.82%	12.04%	17.52%	15.27%	

资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理
注：2023年1-4月同比增长数据中绿色标注>20%，红色标注>-10%

3.7 短期维度：关注医疗终端复苏力度和广度

- 以天津市数据为例，从细化结构分析各类专科医院的恢复情况：
- ✓ 专科医院和中西医结合类医院诊疗人次同比增长强劲，2-5月专科类医院的诊疗人次和出院人数均表现出优于其他类型医疗服务机构的增长力度，环比仍在加速；

✓ 从专科医院的诊疗人次数据来看，各类专科医院的反弹力度不一，其中耳鼻喉科类、皮肤病类、儿童类、眼科类2-5月同比增长强劲，且增长持续性强，可能主要由于所对应疾病治疗的择期属性强，在去年同期有所管控情况下患者推迟了就诊。在偏刚需的严肃医疗领域内，心血管类、骨科类、肿瘤类相较22年同期均快速增长。而妇产（科）类、康复类、美容类的同比增长力度较为一般。

表：天津市医疗机构诊疗服务分结构情况（1）

天津市	诊疗人次（万人次，2023年）					出院人数（万人，2023年）				
	1月	2月	3月	4月	5月	1月	2月	3月	4月	5月
综合类医院	250.58	289.36	363.40	324.56	352.79	7.06	7.70	9.55	9.32	9.20
同比增长	-6.34%	15.19%	23.29%	3.24%	15.05%	14.41%	52.97%	28.02%	24.98%	28.82%
中医类医院	71.13	85.23	108.43	99.19	103.28	1.65	1.64	2.15	2.03	1.98
同比增长	-4.11%	11.21%	27.68%	12.74%	17.70%	29.19%	78.85%	37.19%	34.24%	37.88%
中西医结合类医院	5.91	6.59	8.79	7.71	8.67	0.32	0.39	0.48	0.49	0.48
同比增长	14.96%	32.68%	39.63%	16.08%	36.69%	5.78%	57.44%	30.35%	29.01%	30.59%
专科类医院	79.77	105.86	131.07	122.35	130.52	3.90	5.35	6.59	6.18	7.29
同比增长	5.20%	34.93%	39.16%	25.78%	41.99%	9.37%	73.34%	50.04%	44.23%	73.16%

资料来源：天津市政府网站，国信证券经济研究所整理 注：加粗为同比增长大于30%

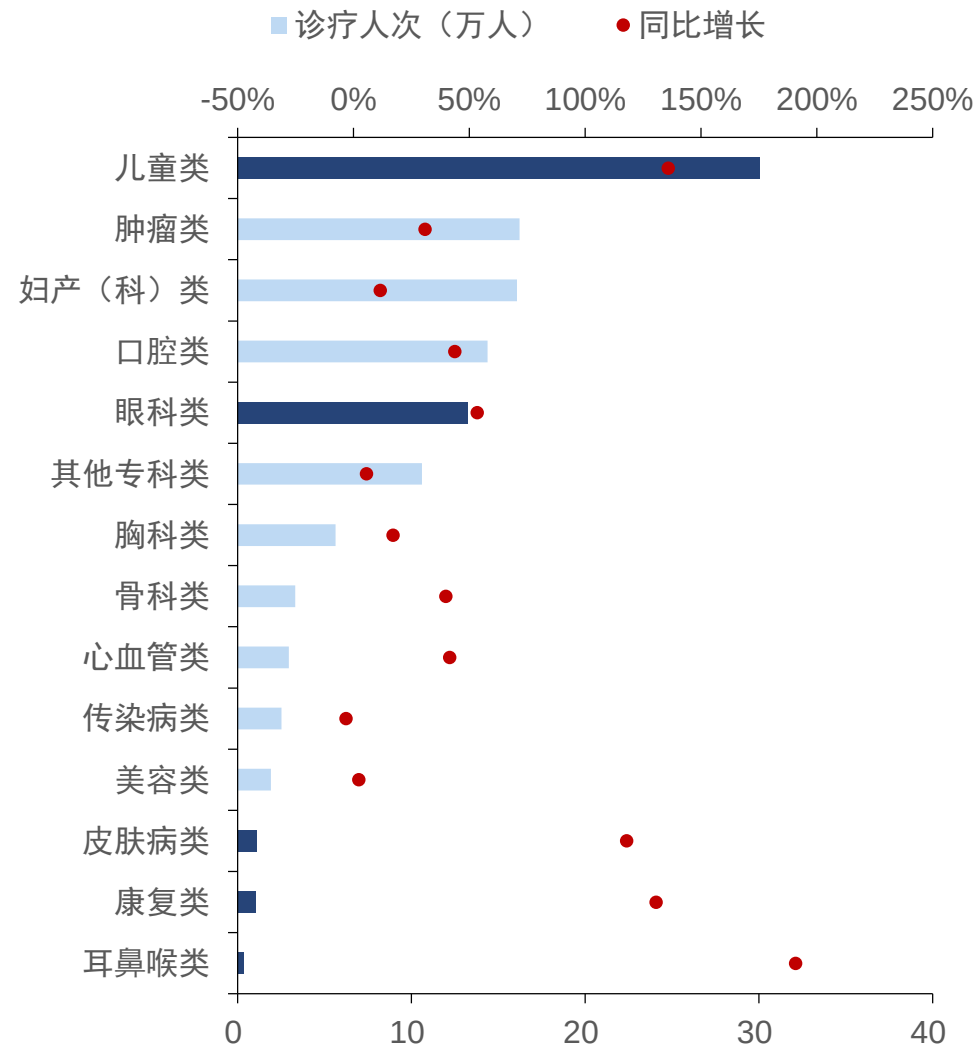
3.7 短期维度：关注医疗终端复苏力度和广度

表：天津市医疗机构诊疗服务分结构情况（2）

天津市	诊疗人次（万人次，20230年）				
	1月	2月	3月	4月	5月
口腔类	8.54	13.52	14.62	13.86	14.39
同比增长	8.17%	55.99%	31.95%	12.40%	43.84%
眼科类	7.88	12.21	13.72	13.22	13.22
同比增长	26.11%	45.31%	59.27%	44.45%	53.51%
耳鼻喉类	0.16	0.22	0.35	0.34	0.36
同比增长	51.93%	526.91%	595.86%	649.78%	190.92%
肿瘤类	9.51	14.07	16.76	14.55	16.22
同比增长	15.00%	52.75%	38.02%	20.36%	30.90%
心血管类	2.96	2.88	3.44	2.94	2.95
同比增长	74.39%	58.29%	58.55%	35.80%	41.60%
胸科类	5.96	5.94	6.63	5.52	5.64
同比增长	70.05%	37.95%	22.36%	6.79%	17.10%
妇产（科）类	9.90	12.94	16.04	15.24	16.08
同比增长	-16.82%	11.60%	6.70%	4.15%	11.59%
儿童类	11.61	17.51	27.24	26.07	30.06
同比增长	-24.87%	48.98%	119.95%	114.12%	135.89%
皮肤病类	0.30	0.67	0.80	0.90	1.10
同比增长	-6.24%	94.70%	122.24%	118.62%	118.00%
骨科类	2.04	2.58	3.25	3.22	3.31
同比增长	13.72%	29.90%	37.53%	28.27%	39.91%
康复类	0.33	0.25	0.25	0.61	1.07
同比增长	234.25%	79.97%	-0.28%	-40.99%	130.71%
美容类	1.35	1.72	2.31	2.18	1.91
同比增长	-30.11%	4.36%	28.70%	-16.43%	2.30%

资料来源：天津市政府网站，国信证券经济研究所整理

图：天津市医疗机构2023年5月诊疗人次和同比增长

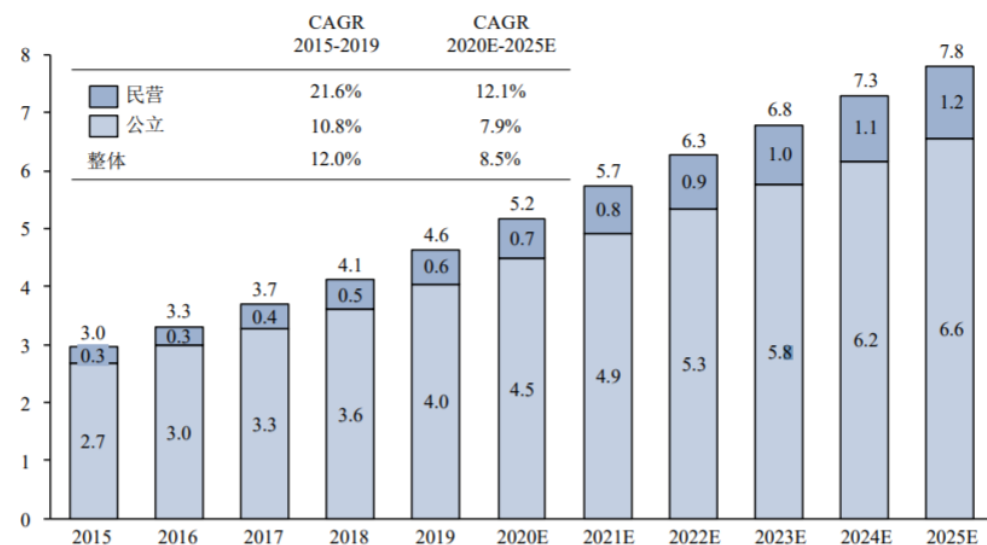


资料来源：天津市政府网站，国信证券经济研究所整理

3.7 中长期维度：发挥民营医疗高效率优势，满足多层次多样化需求

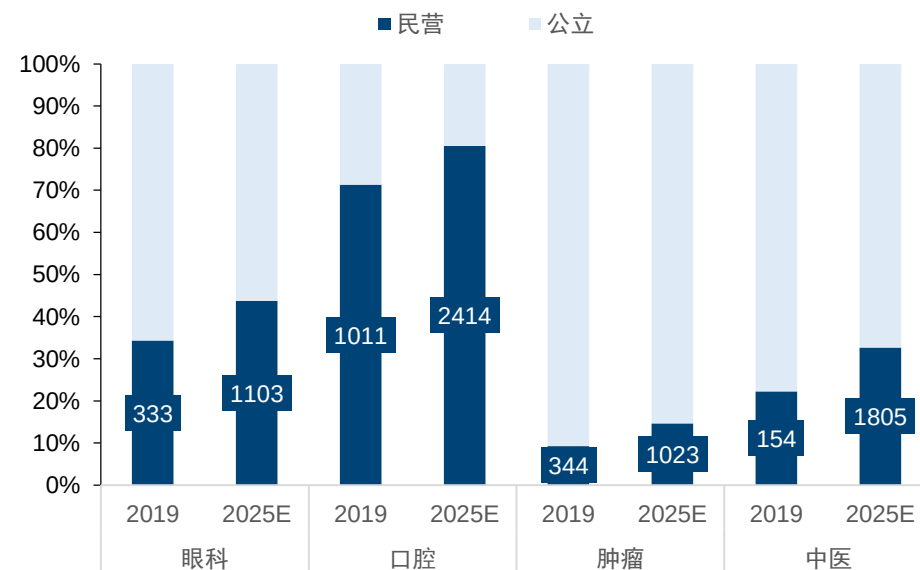
- 与发达国家相比，中国的人均医疗费用开支仍有很大差距。2019年中国人均卫生费用仅为4,703元，而一些发达国家如美国达到7.7万人民币，德国日本分别为3.7万与3.1万。随着经济实力、综合国力的提升以及医疗服务市场的完善，国内医疗需求进一步释放，人均支出将逐步提升。
- 未被满足的医疗服务需求以及饱和的公立医院市场促使民营医院良好发展。民营医院发挥了社会资本的高效率优势，在就诊环境、服务水平和就医速度上更好，减少患者对于就医排队和就医环境的担忧。其次，民营医院自身体制较为灵活，可多方面筹集资金，一方面能购置更先进的医疗设备，另一方面可以扩大医院规模，例如发展较好的单体民营医院可建立品牌扩张为连锁民营医院，增加医院的患者覆盖率。以中医服务为例，2015年以前中医大健康行业处于初期发展阶段，提供随访咨询诊断、处方服务、煎药服务等。自2018年起，该趋势伴随中医诊疗需求和行业参与者增加而不断扩大，渗透率大幅提高。中医医疗服务市场规模由2015年50亿元大幅增至2019年的690亿元，未来预期年复合增长率为29.4%，有关诊疗渗透率预期将由2020年的10.6%大幅增长至2030年的60.6%，展现出巨大的增长潜力。

图：中国医疗服务市场规模（万亿元，2015-2025E）



资料来源：华夏眼科招股书、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图：部分重点专科2019和2025E公立和民营市场规模（亿）



资料来源：各公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

3.7 中长期维度：医疗服务价格管理工作进一步推进

- 2022年7月19日，国家医疗保障局办公室发布《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》。2021年9月国家医保局等8部门联合印发医疗服务价格改革试点方案，提出五大机制，在近几年取消药耗加成、规范医疗行为、实施药耗集采等医改政策的背景下，推动医疗服务价格动态调整，支持创新发展，并遴选5个试点城市探索形成可复制可推广的改革经验。此次的管理工作通知是去年改革试点方案的细化和具体方向指导，明确服务价格调整原则和机制。
- 旗帜鲜明支持医疗技术创新发展，分情况对医疗服务价格项目进行有升有降的调整。后续医疗服务价格调整将在省级层面统一动态确定调整机制的具体规则，明确启动条件和约束条件，健全价格调整程序、规则、指标体系，并会形成医疗服务价格指数（MSPI），逐步将指数纳入本地区医疗服务价格调整和管理的指标体系。

表：《深化医疗服务价格改革试点方案》具体要点

机制	主要内容
可持续的总量调控机制	统筹把握价格调整的总量、结构和频率；让价格宏观水平与医疗事业发展、社会承受能力、区域发展差异等宏观因素相匹配
规范有序的价格分类形成机制	通用项目：均质化程度高、对价格总水平的影响大，强化大数据作用，把价格基准管住管好 难度大差异大的复杂项目：政府主导、多方参与，公立医院在给定的总量和规则内形成价格
灵敏有度的价格动态调整机制	确立医疗服务调价的触发机制；灵敏有度地把握调价窗口和节奏，稳定价格预期
目标导向的价格项目管理机制	以服务产出为导向，聚焦技术劳务，逐步形成更好计价、更好执行、更好评价，更能适应临床诊疗和价格管理需要的医疗服务价格项目体系
严密高效的价格监测考核机制	价格监测考核机制是改革试点平稳实施的重要保障；强化医疗服务价格改革运行情况评估，发挥监测考核评估结果的激励约束作用

资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

表：《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》具体要点

事项	主要内容
强化医疗服务价格宏观管理和动态调整	1. 强化医疗服务价格宏观管理和动态调整； 2. 在省级层面统一动态调整机制的具体规则，明确启动条件和约束条件，健全价格调整程序、规则、指标体系 3. 及时在总量范围内有升有降调整医疗服务价格，积极灵活运用医疗服务价格工具，有力支持公立医疗机构高质量发展
扎实做好医疗服务价格日常工作	编好用好医疗服务价格指数（MSPI），逐步将指数纳入本地区医疗服务价格调整和管理的指标体系
突出体现对技术劳务价值的支持力度	1. 优先从治疗类、手术类和中医类中遴选价格长期未调整、技术劳务价值为主（价格构成中技术劳务部分占比60%以上）的价格项目纳入价格调整范围，每次价格调整方案中技术劳务价值为主的项目数量和金额原则上占总量的60%以上； 2. 技术难度大、风险程度高、确有必要开展的医疗服务项目，可适当体现价格差异 3. 总结新冠病毒核酸检测价格专项调整经验，按照技术劳务与物耗分开原则，科学把握检查化验项目价格构成要素 4. 对于社会捐赠和应使用政府性资金购买的大型检查治疗设备，测算项目定价成本时，应按公益性原则扣除设备折旧、投资回报、还本付息等费用，主动将大型设备检查治疗项目纳入动态调整范围，持续降低偏高价格
新增价格项目着力支持基于临床价值的医疗技术创新	1. 加快新增医疗服务价格项目受理审核进度，切实加强创新质量把关，旗帜鲜明支持医疗技术创新发展 2. 对优化重大疾病诊疗方案或填补诊疗空白的重大创新项目，开辟绿色通道 3. 对以新设备新耗材成本为主、价格预期较高的价格项目，做好创新性、经济性评价 4. 对区域医疗中心从输出医院重点引进的医疗服务，原则上按本地现有价格项目对接，本地无相应价格项目的，简化价格项目申报流程。
提升现有价格项目对医疗技术的兼容性	1. 技术规范所列医疗服务，现有价格项目可以兼容的，执行现有价格 2. 属于同一医疗服务的不同操作步骤、技术细节、岗位分工的，转化为价格项目时，原则上合并处理，避免过度拆分 3. 属于同一医疗服务以新方式或在新情境应用，资源消耗差异较大的，作为现有价格项目的加收或减收项 4. 资源消耗差异相近的，作为现有价格项目的拓展项，按现有价格项目收费
正确处理医疗服务价格和医药集中采购的关系	1. 价格调整触发机制与药品耗材集中采购不直接挂钩，调整总量不直接平移置换 2. 耗材在医疗服务价格项目外单独收费的，虚高价格经集中采购挤出水分后，相关定价偏低的项目优先纳入价格动态调整范围，必要时可实施专项调整 3. 耗材合并并在医疗服务价格项目中、不单独收费的，根据集中采购降低物耗成本的效果，适当降低医疗服务项目价格
提高医疗服务价格工作的主动性、科学性、规范性	指导深化医疗服务价格改革试点城市探索可复制可推广的改革经验

资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

3.7 中长期维度：DRG/DIP向全国铺开，考验医院运营管理能力

- 2021年末国家医保局发布DRG/DIP支付方式改革三年行动计划，将在2025年实现住院服务病种的全覆盖。DRG/DIP支付改革实施前期需要大量的基础准备工作，包括病种分组确定、病案首页质控、医保结算清单准备、信息数据传输等，要求医院加强专业能力建设，提升核心技术，借助改革之力转型高质量发展。DRGs通过统一的疾病诊断分类定额支付标准的制定，达到医疗资源利用标准化，有助于激励医院减少不必要的医疗费用支付，主动做好费用控制，有望在保障医疗需求的基础上实现医疗成本的精细化管理。此外，未被纳入DRG管理的消费医疗受影响较小，有望成为民营医疗服务机构重要的增长驱动力。

表：DRG/DIP在中国的推行实践

	时间	事件	主要意义
1988-2010年：初步探索及小规模试行阶段	1988年	时任北京医院研究所所长的黄慧英率领协和、天坛等十家大医院开展DRGs研究，选出1万多份出院病历，根据美国的模型进行拟合。	对以后的DRGs改革极具指导和参考价值；研究的主要结论是：美国DRGs的理念适用于中国，但必须本土化。
	2001年	《北京市基本医疗保险规定》印发，医保制度的框架建立，报销施行按项目付费。	难以约束医院自主控费，重复检查、过度医疗和大处方现象屡见不鲜。
	2004年	时任北医三院医保处主任的胡牧受北京市发改委委托，承接了《北京市医疗服务成本测算及价格调整方案》的研究项目，但是被告知医疗服务价格不能变动，只能改变费用结构。	意识到在价格预先管制的前提下，DRGs并不能发挥其作用。
	2008年	北京版DRGs研制出了654个病种的分组器，涵盖了临床路径中2万种诊断、2000种手术方案，并于2011年用于北京市部分医院的医保支付。	将DRGs在中国的发展推进一大步，同时面临新的问题：医院的药品和耗材由政府集中采购、统一定价，医院没有自主定价权，自主性受到限制。
2010-2015年：推动地方DRGs试点	2013年	上海申康医院发展中心采用澳洲版的DRGs，针对37家三级医院来作医院绩效管理，制定了653个疾病诊断分组，并为每个分组制定难度系数。	当地三级医院不断提升疑难杂症等难度系数高的病种的诊疗率，调动了医院积极性，并减少了患者的住院天数和费用。但并未扩展到三级医院以外的医院，更未深入医保支付和控费领域。
	2015年	浙江金华市由市社保局主导，部署建立当地DRGs机制。	
2015-2020：全国性DRGs/DIP试点开始推行，医保逐渐走向前台	2015年	国家卫计委的医政医管局，成立了国家DRGs质控中心，在北京版DRGs的基础上发布了CN（Chinese）-DRGs模式，并在全国15个试点城市推行。	CN-DRGs着眼于供方角度的医院绩效管理，并未推进到支付环节。
	2017年	发改委、卫计委、人社部联合发布《关于推进按病种收费工作的通知》，要求各地深入推进按病种收费改革工作	截至当年12月，已有黑龙江省、河北省、天津市、辽宁省、吉林省等21个省市开展按病种收付费的工作实践，并出台了按病种收付费的配套政策。按病种收付费改革首次上升至国家战略层面。
	2017年	国家卫计委下属的卫生发展研究中心，推出了以“收付费改革”为中心的“C（China）-DRGs”，试点范围包含三明、深圳、克拉玛依等三个城市的公立医院	C-DRGs将收付费改革第一次上升到国家战略层面，但和医保支付最密切相关的国家医保管理部门并未参与。
	2017年	国务院办公厅发布《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	提出要全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组DRGs付费试点，到2020年，医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务。
	2018年	国家医保局正式成立，发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》（27号文）。	将中国式DRGs具体实施再推进一步，DRGs付费试点自此由国家医保局主导。
	2019年	国家医保局召开疾病诊断相关分组DRGs付费国家试点工作启动视频会议，30个试点城市名单正式公布	本次试点工作将按照“顶层设计、模拟运行、实际付费”分三年有序推进，通过试点实现“五个一”的目标。
	2019年	国家医保局正式发布《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范和分组方案的通知》，其中包含了两份重要标准，分别为《国家医疗保障DRG分组与付费技术规范》和《国家医疗保障DRG（CHS-DRG）分组方案》	《技术规范》和《分组方案》是在国家统一指导下制定的权威、专业性标准，形成了国家医保DRG（CHS-DRG）的基本遵循。CHS-DRG成为全国医保部门实行DRG付费的唯一标准。
	2020年	国家医保局印发《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	区域点数法总额预算和按病种分值付费（DIP）是CHS-DRGs的有力补充。DIP涵盖71个试点城市。并出台具体的技术规范和病种库（核心病种近11553组，综合病种2499组），用于指导各地DIP的执行
2021-至今：DRG/DIP支付方式改革从试点走向全国	2021年	国家医疗保障局发布了《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务。2024年底，全国所有统筹地区全部开展改革工作；2025年底，新的支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。全面建立全国统一、上下联动、内外协同、标准规范、管用高效的医保支付新机制。
	2022年	各省陆续发布DRG/DIP行动计划，制定行动方案	地方医保改革的序幕正式拉开
	2023年	北京市医保局发布《关于我市第一批DRG付费和带量采购政策联动采购方案征求意见的通知》	首次探索实现DRG付费与医用耗材带量采购的联动。过去DRG政策推行与耗材带量采购往往分线推行，北京成立DRG联动采购组，目的是发挥CHS-DRG付费改革对耗材集采的导向作用，合理兑现临床价值，完善对医疗机构的激励约束机制。

资料来源：各政府网站，国信证券经济研究所整理

3.8 药店板块中期策略：门诊统筹推进，集中度持续提升

■ 药店板块中期策略要点：

- ✓ **从复盘看，短期小休整不改药店中长期景气度仍向上的趋势。**药店是政策敏感板块，除了门店扩展及业绩影响估值，政策端对板块估值影响更大。2022年下半年，随着网售处方趋严、四类药限制逐渐取消、防疫政策优化，药店板块迎来一波股价的反弹，结束了从2021年初开启的下行周期，2023年初以来，随着后续季度增速环比变弱，以及个账改革、药店门诊统筹政策加速推进，药店板块迎来一波回调。目前药店板块PE（TTM）估值22倍，处于历史较低分位，我们认为，此次板块的回调处于上行周期的休整，在处方外流、集中度提升的背景下，中长期药店的景气度仍持续向上。
 - ✓ **药店门诊统筹政策加速推进。**从2021年个账改革到2023年的药店纳入门诊统筹，本身不是孤立的政策，而是医保局建立健全医保门诊共济保障机制的改革配套。这项改革计划从2021年初到2024年初花3年时间完成转轨，其中院内建立普通门诊统筹推进很顺利，目前全国已有99%的统筹地区开展了普通门诊统筹，但个账改革进入攻坚阶段，因此《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》（医保办发〔2023〕4号）的加速推进，预计有望抵消个账改革对药店的利空。一方面，本身个账资金减少对药店的销售、客流带来一定的影响，但长期看，药店纳入门诊统筹能够促进处方外流，给药店带来长期机会，利好龙头药店份额提升。
 - ✓ **行业集中度有待提升。**2022年国内药店数量突破60万家，连锁化率57.8%，近年来持续提升，但目前行业集中度很低，6家上市药店门店合计约4万家，占比6.5%。2021年10月，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》指出：到2025年，培育形成5-10家超过500亿的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上，药品零售连锁率要接近70%。随着大型连锁药店的持续“内生增长+外延并购”，未来行业并购整合将会加速，行业连锁化率与集中度将进一步提升。
- **投资建议：**目前上市药店龙头门店扩张稳健增长，有望支撑公司业绩兑现，建议关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民。
- **风险提示：**政策风险、商誉风险、门店扩张不及预期等。

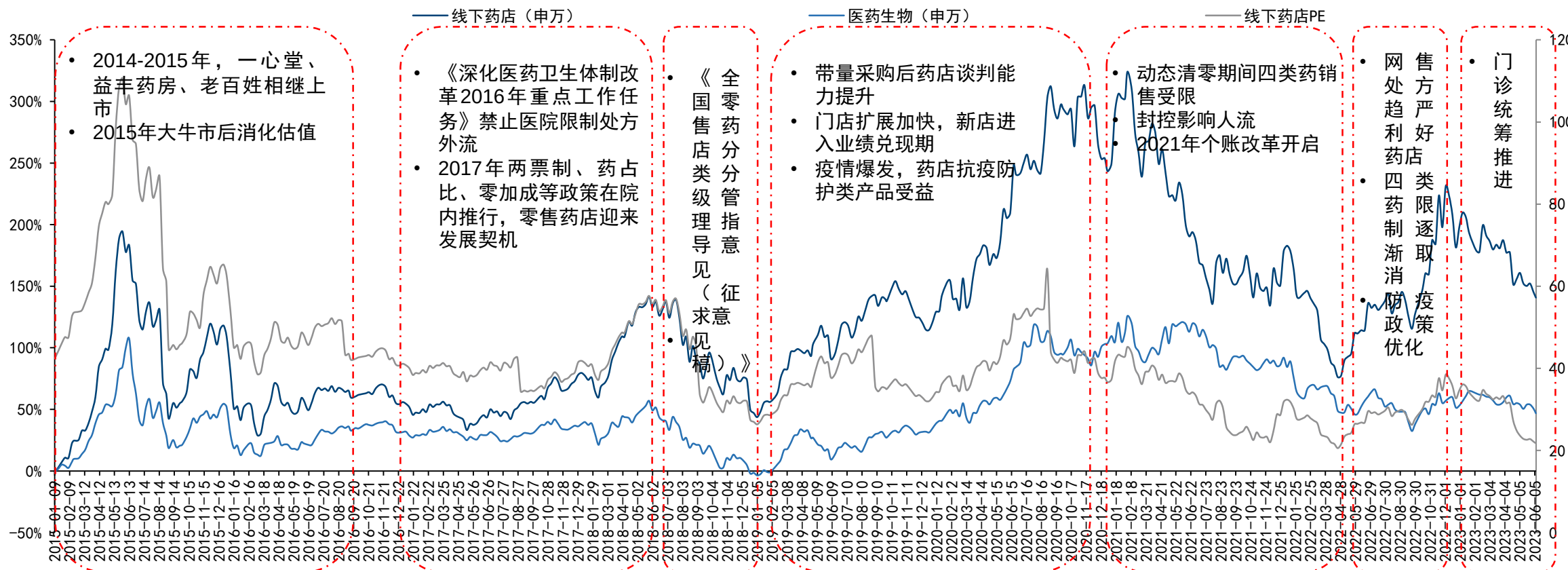
3.8 药店板块中期策略：门诊统筹推进，集中度持续提升



药店板块复盘

- **历史复盘：**药店是政策敏感板块，除了门店扩展及业绩影响估值，政策端对板块估值影响更大。
- **估值分位：**目前药店板块PE（TTM）估值22倍，处于历史较低分位，后续随着个账改革、门诊统筹政策的影响逐渐明朗，板块有望迎来反弹。

图：药店板块指数涨跌幅复盘（2015年至今）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

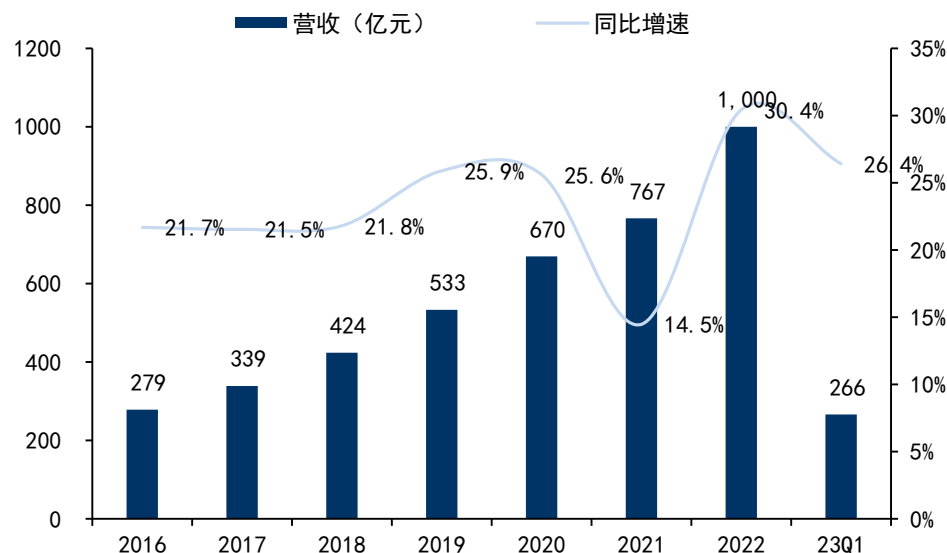
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.8 药店板块中期策略：门诊统筹推进，集中度持续提升

药店板块复盘

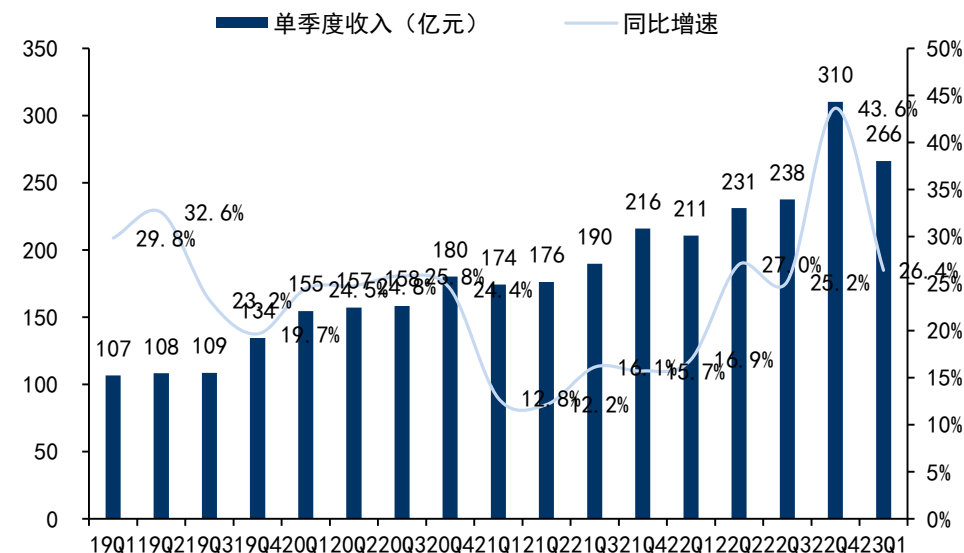
■ 药店板块处于景气上行周期的第一波休整。2022年下半年开始，随着网售处方趋严、四类药限制逐渐取消、防疫政策优化，药店板块迎来一波股价的反弹，结束了从2021年初开启的下行周期，从财务表现看，上述基本面的改善亦带来业绩上的拉动，如2022Q单季度收入增速创历年新高，随着后续季度增速环比变弱，以及个账改革、药店门诊统筹政策加速推进，药店板块迎来一波回调。我们认为，此次板块的回调处于上行周期的休整，在处方外流、集中度提升的背景下，中长期药店的景气度仍持续向上。

图：药店板块收入和增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：药店板块单季度收入和增速



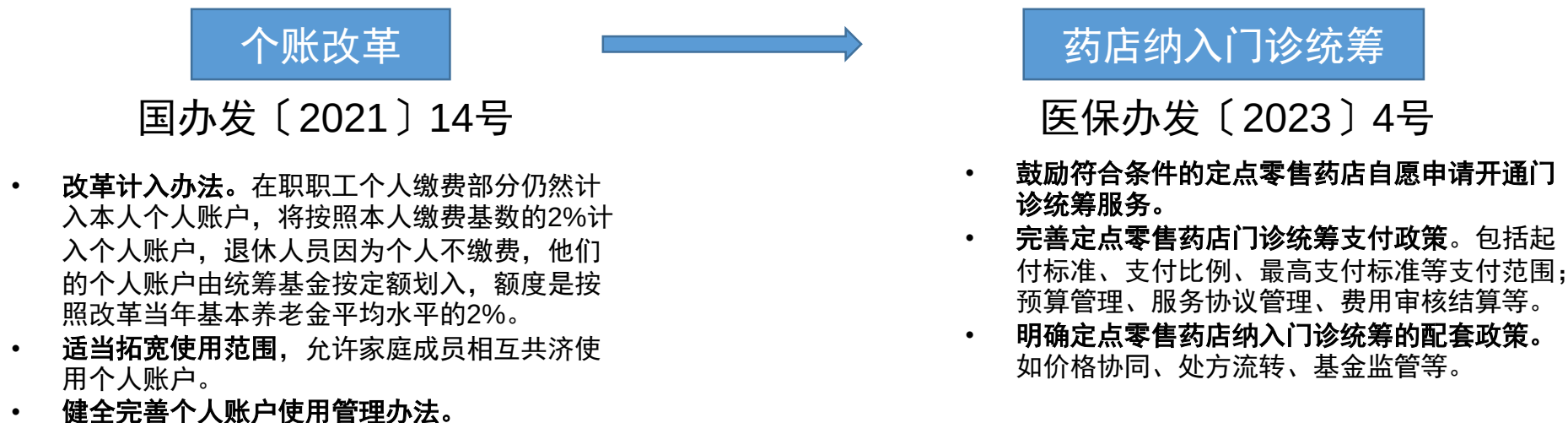
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.8 药店板块中期策略：门诊统筹推进，集中度持续提升

下半年重点关注个账改革和药店门诊统筹政策加速推进带来的影响

- **政策脉络：**从2021年个账改革到2023年的药店纳入门诊统筹，本身不是孤立的政策，而是医保局建立健全医保门诊共济保障机制的改革配套。
- **目前推进情况：**建立健全医保门诊共济保障机制是一个执行难度很大改革，国家医保局计划通过3年的时间来完成这项制度转轨，即从2021年初到2024年初，院内建立普通门诊统筹推进很顺利，目前全国已有99%的统筹地区开展了普通门诊统筹，但在个账改革部分目前各省正在推进中，遇到不少阻力，因此《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》（医保办发〔2023〕4号）本身是一个促进改革的配套政策，也是抵消个账改革对药店的利空。
- **影响的不确定：**一方面，本身个账资金减少对药店的销售、客流带来一定的影响，但长期看，药店纳入门诊统筹能够促进处方外流，给药店带来长期机会，利好龙头药店份额提升，只不过短期在支付政策、处方流转、价格协同等方面各地政策的不确定性带来短期的压力。

图：药店纳入门诊统筹是建立门诊共济保障机制的一个重要配套



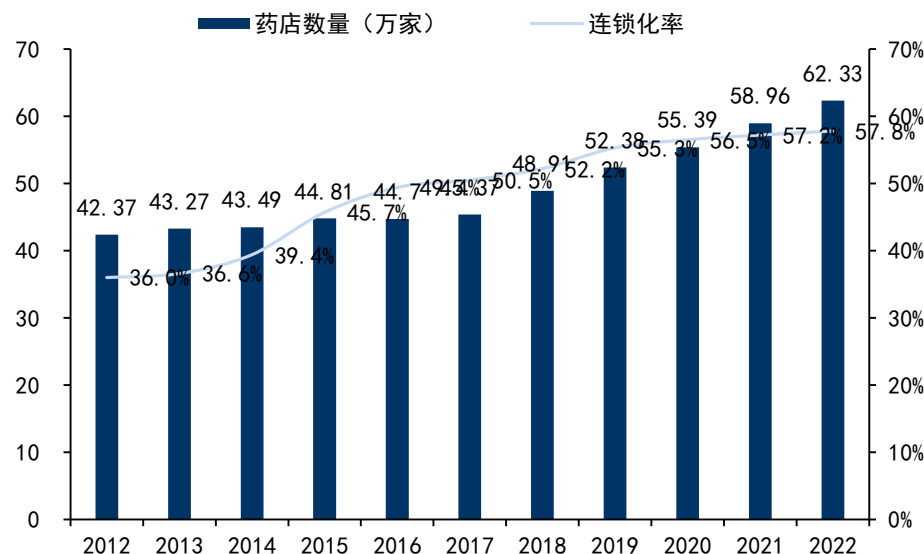
资料来源：医保局，国信证券经济研究所整理

3.8 药店板块中期策略：门诊统筹推进，集中度持续提升

长期维度行业集中度有待提升

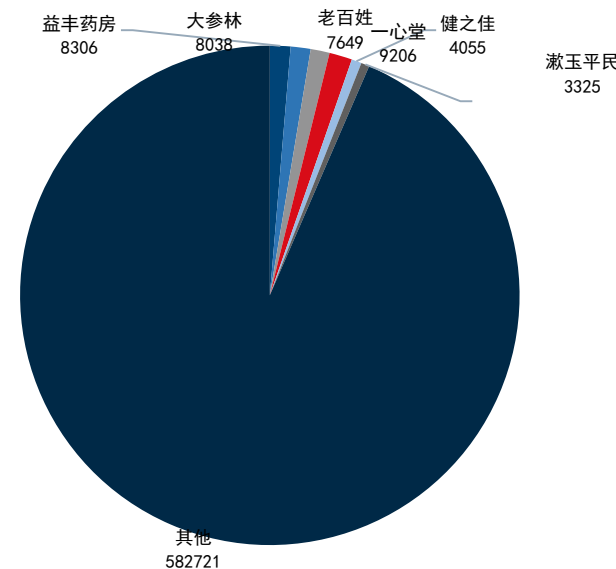
- **集中度较低。**2022年国内药店数量突破60万家，连锁化率57.8%，持续提升，但集中度很低，6家上市药店门店合计约4万家，占比6.5%。
- **国家引导龙头集中度提升。**2021年10月，商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》指出：到2025年，培育形成5-10家超过500亿的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上，药品零售连锁率要接近70%。随着大型连锁药店的持续“内生增长+外延并购”，未来行业并购整合将会加速，行业连锁化率与集中度将进一步提升。

图：中国药店数量和连锁化率



资料来源：药监局，国信证券经济研究所整理

图：中国主要上市药店企业份额



资料来源：药监局、各公司公告，国信证券经济研究所整理

3.8 药店板块中期策略：门诊统筹推进，集中度持续提升

■ 龙头药店门店扩张可期：目前益丰药房、大参林、老百姓门店突破1万家（含加盟），门店扩张稳健增长，有望支撑龙头公司业绩兑现。

表：A股药店行业主要上市公司比较分析

		益丰药房		大参林		老百姓		一心堂		健之佳		漱玉平民	
项目（亿元）		2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1
财务数据	收入	198.9	52.7	212.5	59.5	201.8	54.4	174.3	44.4	75.1	21.7	78.2	20.7
	YOY	29.8%	26.9%	26.8%	27.2%	28.5%	31.4%	19.5%	11.0%	43.5%	49.4%	47.0%	30.6%
	毛利率	39.5%	39.7%	37.8%	38.1%	31.9%	33.0%	35.0%	33.5%	36.1%	32.6%	28.6%	29.1%
	销售费用率	24.5%	25.6%	24.3%	21.0%	19.3%	20.2%	23.4%	23.3%	25.4%	24.6%	20.5%	20.5%
	管理费用率	4.7%	4.2%	5.6%	4.4%	5.5%	4.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.0%	2.7%	3.0%
	净利率	7.2%	7.2%	5.1%	8.8%	4.8%	6.2%	5.8%	5.5%	4.8%	3.5%	3.0%	3.2%
	归母净利润	12.7	3.4	10.4	5.0	7.8	2.9	10.1	2.4	3.6	0.8	2.3	0.6
	YOY	42.5%	23.6%	30.9%	29.3%	17.3%	20.5%	9.6%	33.5%	20.9%	143.7%	99.6%	30.4%
门店情况	门店数量	10268	10865	10045	10895	10783	11231	9206	9344	4055	4192	5456	6041
	报告期净增加	2459	597	1852	850	2431	448	646	138	1011	137	2115	585
	加盟店总数	1962	2161	2007	2461	3134	3328	—	—	—	—	2131	2421
	直营店总数	8306	8704	8038	8434	7649	7903	9206	9344	4055	4192	3325	3630
	医保店占比	86.7%	87.2%	93.1%	—	91.4%	91.5%	91.8%	—	95.8%	—	85.0%	—
	覆盖省份	10	—	16	—	20	20	10	10	6	6	4	4
主要区域		中南、华东、华北		华南、华中、华东		华中、华东、西北、华北、华南		西南、华南、华北为主		西南为主，扩张河北、辽宁		山东为主，布局福建、辽宁、河南	
经营能力	零售收入（亿元）	180.2	47.7	192.4	51.1	176.0	45.8	138.0	—	66.8	20.7	68.1	—
	日均坪效（元/平方米）	59.4	—	82	—	61	60	37.37	—	48.15	46.78	55	—
	报告期单店营收（万元/店）	217.0	54.8	239.4	60.6	230.1	58.0	149.9	—	164.8	49.5	204.9	—
	ROE	15.8%	3.8%	17.7%	7.7%	14.4%	4.4%	14.4%	3.2%	16.2%	2.9%	11.1%	2.9%
	资产周转率	1.0	0.2	1.1	0.3	1.1	0.3	1.1	0.3	1.0	0.2	1.2	0.3
	权益乘数	2.4	2.4	3.3	3.2	3.5	3.2	2.2	2.2	3.3	3.6	3.1	3.5
	商誉（亿元）	41.9	43.5	23.6	25.9	54.9	55.0	14.0	14.0	22.4	22.6	9.8	11.0

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 2023H1回顾：医药各子行业表现持续分化
- [02] 行业政策梳理：集采提质扩面，对业绩影响逐渐出清
- [03] 细分板块投资机会挖掘：关注细分行业景气度趋势
- [04] 投资建议：成长为王，关注长期核心竞争力提升

4 2023H2医药板块投资观点

■ 核心选股思路：

- ✓ 板块层面，立足长线，优选目前海外收入占比不高，未来能够成功拓展海外市场的创新药、生命科学上游、医疗器械等。
- ✓ 公司层面，短期1年维度来看，寻找短期业绩即将触底回升（利润率连续多个季度下降或者已经出现上升趋势），短期估值在历史底部（以合理利润率估算估值在较低历史分位），未来6-12个月有望迎来景气度向上周期的细分板块中的龙头公司。
- ✓ 从3-5年的维度，关注创新药、创新器械行业优质企业的长期投资机会。随着《谈判药品续约规则》等政策的落地，医药行业政策底基本出现，疫情对行业的影响在今年二季度以后也逐步出清（预计2023年第二季度医院诊疗量已经恢复至2019年同期水平甚至实现双位数增长，由此带动院内诊断及治疗需求相关的处方药、耗材、诊断试剂、医疗服务实现快速反弹式增长），医药部分细分行业正式进入基本面的右侧，建议持续加仓创新药、创新器械、以及部分超跌医疗服务龙头企业，做多这些企业由于创新兑现、组织变革等带来的竞争力不断增强和成长空间不断打开。

■ 细分板块投资观点

✓ 创新药：

- 自2020年中以来，经历了较长时间的回调，当前位置在业绩、估值的双底。
- 短期而言，集采对存量仿制药业务的影响逐步消退，今年是重磅产品国内商业化放量，以及验证出海潜力的关键时间点，建议持续关注临床进度、数据读出、上市申请等事件，以及潜在的对外授权合作事项。
- 中长期而言，持续看好国产创新药投资机会，行业遇冷后头部企业的差异化创新能力和对全球规则的适应能力快速提升，部分企业的产品已经具备国际竞争力。推荐恒瑞医药、康方生物、荣昌生物、康诺亚、百济神州等公司。

✓ 医疗器械：

- 器械指数从2021年5月份达到高点，目前为止已经经过2年时间的下行周期，结合板块业绩拐点、政策影响出清、宏观经济复苏，我们认为器械板块已处于下行期的末尾，预计2023年下半年，器械板块有望触底反弹。

4 2023H2医药板块投资观点

- 短期而言，在医院诊疗秩序恢复及集采、DRG等政策不断深化的大背景下，低渗透率、低市占率、高成长性、高壁垒、具备优秀商业模式的细分板块仍是最值得投资的方向，建议积极配置内镜、电生理、大型影像设备、科研仪器等领域，同时关注骨科、TAVR行业的积极变化。推荐骨科板块**威高骨科、爱康医疗、大博医疗**，内镜设备领域**开立医疗、澳华内镜**，电生理领域**微电生理**，IVD领域**新产业**，低值耗材领域**振德医疗**。
- 中长期而言，关注具备“创新+国际化”潜力的平台型公司：重点推荐**迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、南微医学、微创医疗、威高股份、惠泰医疗、沛嘉医疗**等；以及产业链自主可控的上游公司：重点推荐**美好医疗、海泰新光**等。

✓ 生命科学上游：

- 短期看，疫情影响逐步消除，科研端恢复良好，国内工业端景气度依然较差；
- 过去三年国内上游企业营收快速增长，各企业加大CAPEX投入，新产能逐步落地投产，扩充人员团队规模，加大新品投放和海外高价值客户覆盖，成本端有所承压。中长期看，随着投融资回暖，头部企业有望实现收入端高增叠加降本增效，看好核心品种高壁垒同时具备平台化拓展能力的上游企业。
- 优选次序是海外收入占比大（海外工业恢复节奏快于国内），其次是国内科研业务占比大、且海外市场拓展顺利的龙头企业，推荐标的**百普赛斯、药康生物、金斯瑞生物科技**等；其次关注可能对产能和人员进行纠偏（减少产能建设，精简员工）的龙头企业的盈利弹性，如**诺唯赞**。

✓ 消费医疗：

- 常规疫苗有望逐季度复苏，建议关注消费医疗领域的部分疫苗公司如**康泰生物、欧林生物、康希诺生物**。
- 医疗服务领域**金域医学、环球医疗、固生堂**。
- 隐形正畸龙头**时代天使**。

✓ CXO及工业上游：

- 板块估值来看，估值已经跌至历史底部，目前估值隐含的预期为中低速增长（10-15%）。
- 供给端来看，国内产能大幅提升，陷入内卷，而海外由于客户验证等因素，保持较好竞争格局；需求端来看，海外投融资数据逐渐企稳，国内投融资数据仍然低迷。
- 优选估值处于底部，竞争格局良好，且需求逐步企稳，即海外业务占比高的CXO公司，如**药明康德**、**康龙化成**等，其次可持续关注竞争格局好但需求尚未恢复的企业，如**纳微科技**、**东富龙**、**楚天科技**等，规避竞争格局恶化且需求未恢复的企业（国内业务为主的CXO和工业上游公司）。

■ **风险提示：**创新产品研发失败或进度慢于预期的风险；商业化风险；药品、器械、服务领域监管政策调整风险；地缘政治风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032