

医药行业2024年投资策略：寻找确定性和拐点型机会

王斌

医药行业首席分析师

SAC执证编号：S0110522030002

Email: wangbin3@sczq.com.cn

电话：010-81152644

陈智博

研究助理

Email: chenzhibo@sczq.com.cn

电话：86-10-81152642

2024年1月8日

核心观点

医药行业的估值在过去3年经历了一个较长的下行周期，我们认为主要是由于多个细分赛道各自的外部政策/经营环境、行业景气度、公司经营周期等出现一定程度波动所致。我们认为，由于集采规则更加科学化，在集采逐步覆盖仿制药/高值耗材存量品种后，业绩出清，创新产品陆续上市后形成新的业绩增长点，院内药品/器械相关公司业绩企稳后将迎来新的增长周期；疫情后院内诊疗复苏后带动相关设备/耗材需求增长；海外一级市场投融资率先企稳、多肽、ADC药物等新需求拓展带动CDMO业务进入新增长通道；宏观经济企稳后带动消费医疗需求复苏，医药行业各细分赛道的风险已经得到充分释放，后续医药行业估值有望迎来企稳回升。

我们对医药行业龙头公司业绩进行了复盘与展望，与2019年至2021年相比，未来3年行业龙头公司利润增速有所下降（体现为高增速公司数量下降），但利润增长的稳健性有所提升（体现为中等业绩增速公司数量提升），行业估值的下行已经提前反映了业绩增速放缓的预期。通过分析医保收支和结余率状况，我们认为医保的支出具有较强的持续性和稳定性并有望长期保持平稳增长，成为支撑医药行业特别是严肃医疗场景下药品/器械/设备增长的核心动力。通过复盘历年日本国民医疗费用增长情况和GDP增速，我们认为在我国经济进入高质量发展阶段后，GDP增速中枢虽然有所下滑，但医药行业由于需求的确切性，预计行业增速仍将显著高于GDP增速，与其他长期需求见顶的行业相比具有较大的比较优势。

对医药行业各细分赛道景气度进行了分析后，我们认为，在医药行业整体进入高质量发展阶段后，业绩成长具有确定性和持续性的行业/公司更为稀缺，也有望带来持续稳健收益（整体估值处于低位，业绩稳定增长可以确保后期估值不会继续出现大幅度收缩，同时依靠业绩增长可以驱动股价提升）；另一方面景气度出现边际改善或者有拐点预期的行业/公司在估值/业绩方面均具有向上弹性。从确定性角度，我们建议关注步入商业化兑现阶段的创新药、血制品、内窥镜/康复设备行业和医疗服务行业拐点型标的；从景气度出现边际改善或者有拐点预期的角度，我们建议关注龙头CXO、积极拓展海外市场的生命科学上游试剂/耗材公司和一次性手套等多个拐点型细分行业/公司。

投资建议和公司推荐：详见正文。

风险提示:

创新药研发流程长，各临床阶段均存在一定失败风险。医保谈判存在不确定性，目录内药品有可能出现续约失败或医保支付价格降幅超预期的情况，目录外药品有可能出现谈判失败，未能纳入医保目录或医保支付价格降幅超预期的情况，导致上市公司业绩不及预期。由于仿制药竞争仍然较为激烈，且政策规则演变方向仍有不确定性。产品在国家集采或地方集采中有可能降价幅度过大，导致上市公司业绩不及预期。

血制品行业需求回落，导致相关公司业绩增速低于预期。

受到地缘政治、贸易摩擦等因素影响，导致全球制药工业产业链分工发生重大不利变化，对CXO行业造成不利影响。

全球和国内生物医药行业投融资恢复力度不及预期、研发与试验发展经费增速放缓，导致CXO、生命科学上游产业链景气度下滑。

生命科学试剂/耗材行业存在潜在进入者增加、行业竞争加剧的风险，导致行业盈利能力出现下滑。

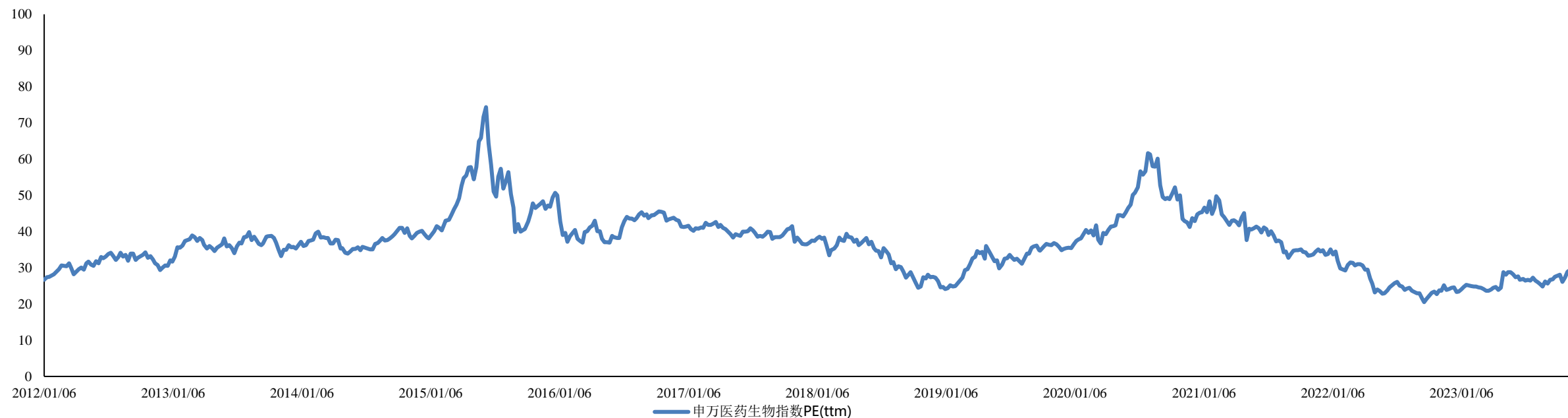
医疗服务行业相关公司在新院区建成后床位利用率提升速度低于预期，影响盈利能力；医疗事故风险。

诊疗量提升幅度缓慢，导致相关设备/耗材业绩低于预期。

一、行情回顾和行业整体观点

风险充分释放，估值底部得到确认

图 1：申万医药指数PE(ttm)情况



资料来源：Wind，首创证券

2020年中以来，医药行业的估值经历了一个较长的下行周期，我们认为主要是由于多个核心细分赛道（严肃医疗场景下的药品/器械/服务、CXO和消费医疗等）的外部政策/经营环境、行业景气度、公司经营周期等均出现一定程度波动所致。仿制药/高值耗材集采持续推进，医疗反腐、DRP/DIP支付方式改革等使得院内药品/器械公司估值和业绩持续承压，疫情对正常诊疗秩序造成扰动；生物医药行业一级市场投融资景气度下滑，新冠药物CDMO商业化订单执行后业绩高基数效应、地缘政治因素变动等因素对CXO行业景气度和估值带来扰动；宏观经济波动也对可选属性较强的消费医疗景气度造成影响。

我们认为，由于集采规则更加科学化，在集采逐步覆盖仿制药/高值耗材存量品种后，业绩出清，创新产品陆续上市后形成新的业绩增长点，院内药品/器械相关公司业绩企稳后将迎来新的增长周期；疫情后院内诊疗复苏后带动相关设备/耗材需求增长；海外一级市场投融资率先企稳、多肽、ADC药物等新需求拓展带动临床前CRO和CDMO业务进入新增长通道；宏观经济企稳后带动消费医疗需求复苏，目前医药行业各细分赛道风险已经得到充分释放，后续医药行业估值有望迎来企稳回升。

表1：截至2018年12月28日医药行业市值排名前20公司业绩、估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (单位: 亿元)	归母净利润 (单位:亿元)				2019年至2021 年利润年复合 增速	2018年12月 28日PE	PEG
			2018	2019	2020	2021			
600276.SH	恒瑞医药	1942	40.66	53.28	63.28	45.30	3.67%	54.64	14.88
300760.SZ	迈瑞医疗	1328	37.19	46.81	66.58	80.02	29.09%	51.46	1.77
603259.SH	药明康德	872	22.61	18.55	29.60	50.97	31.13%	63.52	2.04
000538.SZ	云南白药	770	33.07	41.84	55.16	28.04	-5.35%	27.62	-5.16
300015.SZ	爱尔眼科	627	10.09	13.79	17.24	23.23	32.05%	60.31	1.88
300122.SZ	智飞生物	620	14.51	23.66	33.01	102.09	91.60%	49.68	0.54
600196.SH	复星医药	596	27.08	33.22	36.63	47.35	20.48%	28.65	1.40
600332.SH	白云山	581	34.41	31.89	29.15	37.20	2.63%	21.75	8.27
600436.SH	片仔癀	523	11.43	13.74	16.72	24.31	28.61%	50.68	1.77
601607.SH	上海医药	483	38.81	40.81	44.96	50.93	9.48%	16.35	1.72
002044.SZ	美年健康	467	8.21	-8.66	5.54	0.64	-57.25%	66.96	——
600518.SH	ST康美	458	11.35	-46.61	-310.85	79.18	91.06%	9.76	——
002252.SZ	上海莱士	398	-15.18	6.08	13.24	12.95	——	74.72	——
000963.SZ	华东医药	386	22.67	28.13	28.20	23.02	0.50%	18.88	——
600085.SH	同仁堂	377	11.34	9.85	10.31	12.27	2.66%	36.75	13.79
300003.SZ	乐普医疗	371	12.19	17.25	18.02	17.19	12.16%	32.65	2.69
002001.SZ	新和成	323	30.79	21.69	35.64	43.24	11.99%	10.05	0.84
002007.SZ	华兰生物	305	11.40	12.83	16.13	12.99	4.46%	35.04	7.86
000661.SZ	长春高新	298	10.06	17.75	30.47	37.57	55.13%	30.01	0.54
002422.SZ	科伦药业	297	12.13	9.38	8.29	11.03	-3.13%	43.36	——

资料来源：Wind，首创证券（“——”为数据无意义，故未显示；统计业绩增速时未考虑经营出现重大变化的ST康美）

我们对比了2018年底和目前，医药行业市值排名前20公司利润增速和估值情况。截至2018年底，市值排名前20的公司中，以2018年利润为基数，有6家公司2019年至2021年归母利润年复合增速超过25%，3家公司归母利润年复合增速在10%-25%之间。截至2023年12月15日，市值排名前20的公司中，以2022年利润为基数，有3家公司2023年至2025年归母净利润年复合增速预计将超过25%，12家公司归母净利润年复合增速预计在10%-25%之间。

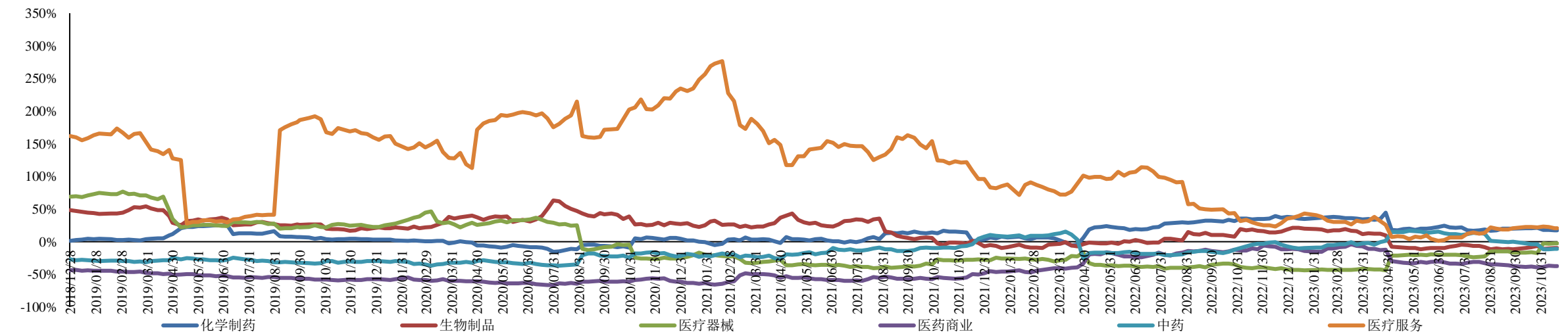
对比后我们认为，与2018年底相比，由于部分行业（如CXO、消费医疗等）景气度出现波动以及利润基数提升，行业龙头公司利润增长的斜率有所下降（体现为高速增长公司数量下降），但利润增长的稳健性有所提升（体现为中等业绩增速公司数量提升）。从PEG角度看，部分公司如迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科等行业龙头已经低于2018年底水平，也有较多公司的PEG处在1-1.5倍之间，估值与业绩增速具有较好的匹配性。**我们认为医药行业目前的估值已经反映了业绩增速放缓的预期，安全边际充足。**

表2：截至2023年12月15日医药行业市值排名前20公司业绩、估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (单位: 亿元)	归母净利润 (单位:亿元)				2023年至 2025年利润 年复合增速	PE	PEG
			2022	2023E	2024E	2025E			
300760.SZ	迈瑞医疗	3552	96.07	116.27	140.18	168.66	20.64%	30.53	1.48
600276.SH	恒瑞医药	2849	39.06	46.41	56.12	68.34	20.49%	71.48	3.49
603259.SH	药明康德	2178	88.14	100.04	120.76	151.29	19.73%	26.64	1.35
688235.SH	百济神州-U	2027	-136.42	-74.08	-51.59	-24.14	——	-27.69	——
300015.SZ	爱尔眼科	1465	25.24	34.63	44.85	57.23	31.37%	48.56	1.55
300122.SZ	智飞生物	1444	75.39	92.39	117.86	140.08	22.94%	18.25	0.80
600436.SH	片仔癀	1425	24.72	30.49	37.04	44.64	21.77%	53.12	2.44
688271.SH	联影医疗	1105	16.56	19.82	24.78	30.63	22.75%	56.47	2.48
000538.SZ	云南白药	882	30.01	45.73	50.38	55.67	22.87%	18.75	0.82
600085.SH	同仁堂	705	14.26	18.01	21.21	24.94	20.49%	37.93	1.85
000963.SZ	华东医药	695	24.99	29.47	35.73	43.25	20.06%	26.79	1.34
600196.SH	复星医药	687	37.31	37.87	46.57	59.46	16.81%	21.17	1.26
603392.SH	万泰生物	666	47.36	38.48	44.05	60.02	8.22%	23.70	2.89
601607.SH	上海医药	635	56.17	52.39	62.32	71.23	8.24%	14.50	1.76
000661.SZ	长春高新	573	41.40	49.06	58.79	70.27	19.28%	14.93	0.77
300832.SZ	新产业	562	13.28	16.46	21.18	27.17	26.96%	33.51	1.24
688506.SH	百利天恒-U	541	-2.82	-2.98	-3.90	2.82	——	-72.29	——
002252.SZ	上海莱士	530	18.80	22.09	25.86	30.42	17.40%	23.97	1.38
300759.SZ	康龙化成	530	13.75	17.55	22.85	29.88	29.54%	39.35	1.33
002001.SZ	新和成	528	36.20	30.13	38.72	46.64	8.81%	18.86	2.14

资料来源：Wind，首创证券（2023年至2025年利润为wind一致预期；统计业绩增速时未考虑利润出现负值的百济神州、百利天恒；“——”为数据无意义，故未显示；）

图 2：医药行业各板块估值溢价率情况



资料来源：Wind，首创证券

近5年来，医药板块各子行业PE相对于医药行业平均水平的溢价率均出现了不同程度变化，体现出的是行业景气度的边际变化。即行业景气度的边际改善会带来估值溢价率的提升，边际恶化会带来估值溢价率的回落。

一、化学制药：2020年之前受仿制药集采影响，估值逐步出现折价，随着上市公司存量品种在集采后业绩出清，新品种（创新药、复杂制剂）放量，行业进入新一轮盈利提升周期，估值溢价率有所提升。**二、生物制品：**2021年之前溢价率始终处于较高水平，主要受益于二类疫苗大品种（九价HPV、13价肺炎）放量/获批预期、消费医疗品种放量（生长激素）、新冠疫苗需求催化，后期随着相关品种放量速度放缓等因素影响，估值溢价率大幅下降。**三、医疗器械：**防疫相关产品（手套、抗原）等需求大幅度增加带动业绩快速增长，但市场对于其业绩持续性有一定担忧，2020年起估值溢价率大幅下降。目前随着防疫相关产品业绩逐步出清，估值溢价率回归常态。**四、医药商业：**集采导致药品市场规模增速大幅放缓，医药配送/批发行业增速处于低位；医药零售行业保持平稳增长。受益于国企估值提升、医药零售行业景气度提升（疫情后“四类药”销售限制解除、处方外流等），估值溢价率有所提升。**五、中药：**2021年之前估值处于折价状态，受益于鼓励中药发展相关政策催化、中药注射液利空出清、院内/院外口服制剂，特别是独家品种稳健增长，估值溢价率有所提升。**六、医疗服务：**成分股包括CXO、专科医疗服务机构。CXO板块由于国内外一级市场投融资恶化、新冠大订单执行完毕导致业绩基数高等因素影响，行业景气度有所下降，带动指数估值溢价率回到低位。

2023年以来，医药板块各子行业的估值溢价率持续收敛，本质是由于高估值行业景气度的下滑以及低估值行业景气度的提升。我们认为，在医药行业整体进入高质量发展阶段后，一方面要注重业绩的确定性和持续性（目前医药行业整体估值处于低位，细分行业/公司业绩稳定增长可以确保后期估值不会继续出现大幅度收缩），另一方面关注景气度出现边际改善的行业/公司(估值有潜在修复空间)。

医药行业各细分赛道经营趋势分析

表 3：医药行业各细分赛道经营趋势分析

细分行业	细分赛道	产业长期发展逻辑	经营趋势/生命周期
CXO	CDMO	全球医药行业研发投入平稳增长、医药研发/生产外包渗透率增加、产业链向中国转移。	受生物医药行业投融资不利变化、疫情相关药物需求下降、地缘政治因素扰动影响，行业景气度从较高水平向常态回归。
	临床前CRO	全球/中国医药研发投入平稳增长、医药研发外包渗透率增加、产业链向中国转移。	受生物医药行业投融资不利变化影响，行业景气度从较高水平向常态回归。
	临床CRO	国产创新药研发活跃度提升，外包需求增长。	受生物医药行业一级市场投融资下滑，创新药审评审批政策变动影响，行业景气度从较高水平向常态回归。
	仿制药CRO	国内普通仿制药、复杂制剂研发活跃度提升，外包需求增长。	集采后仿制药行业进入壁垒降低，研发活跃度保持在较好水平。
科研服务/生命科学上游	产品型公司	全球/中国医药研发投入平稳增长、进口替代、拓展海外市场。	受生物医药行业投融资不利变化影响，工业端客户需求的景气度从较高向正常水平回归。疫情后科研端需求逐步复苏。海外市场需求复苏力度好于国内。
	平台型公司	全球/中国医药研发投入平稳增长、进口替代、拓展海外市场。	受生物医药行业投融资不利变化影响，工业端客户需求的景气度从较高向正常水平回归。疫情后科研端需求逐步复苏。海外市场需求复苏力度好于国内。
医药创新	biotech	中国创新药销售额在药品市场中占比偏低，有较大提升空间；创新药licence-out。	行业景气度从低位回升，但仍存在同质化竞争，不同公司的管线商业化价值/兑现能力存在较大差异。
	big pharma/传统转型药企/biopharma	中国创新药销售额在药品市场中占比偏低，有较大提升空间；创新药licence-out。	集采对业绩影响逐步出清，收入结构逐步优化，行业景气度从低位回升，上市公司进入新一轮盈利增长周期。
医药仿制	普药	——	行业景气度较为平稳。
	高壁垒仿制药	老龄化下产品需求量平稳增长；远期看产品销量弹性远大于价格下降带来的损失。	行业景气度处于较好水平。
生物制品	二类疫苗	消费升级；渗透率提升。	疫情后常规疫苗接种秩序逐步恢复。新生儿数量下滑可能影响儿童疫苗远期需求；成人疫苗(HPV、带状疱疹、流感)等渗透率仍在持续提升；
	生长激素	消费升级	随着在研品种陆续上市，远期竞争有望更加激烈。
	血制品	血制品需求总体平稳增长，疫情后医生与患者对于静丙疗效的认知进一步提升，促进需求增速中枢提升；浆站审批速度加快，部分龙头公司受益明显。	供给端和需求端均出现积极变化，行业景气度进入提升阶段。
药品上游	大宗原料药	养殖/药用需求小幅增长。	新技术（合成生物学）突破、新产能进入对行业长期竞争格局造成一定影响。
	特色原料药	全球老龄化背景下原料药需求量平稳增长；过专利期原研药提供新的业绩增量；向CDMO转型。	景气度有望从底部回升，但全球制药产业链竞争格局有所变化。
	制药装备	医药制造业固定资产投资增速放缓、进口替代、生物药产能建设加速；拓展海外市场。	行业景气度从较高水平向常态回归。
	药用包材/辅料	产品升级迭代、进口替代。	景气度处于较好水平。
中药	现代中药	中药创新药审评审批改革落地，有望进入全新盈利周期。	中药注射液负面影响出清，新版基药目录推出后，新品种有望提供新的业绩增量；景气度有望从底部回升，
	OTC中药	消费升级；品牌效应带来行业集中度提升；并购。	长期看行业景气度较为稳定，存量品牌通过品类拓展确保业绩平稳增长。
	品牌中药	消费升级，量价齐升。	长期看行业景气度较为稳定。
医疗服务	连锁医疗机构	老龄化带来诊疗需求量增加、眼科等连锁医疗机构的盈利模式得到验证。	疫情后景气度恢复至正常水平。
	综合性医疗机构	老龄化带来诊疗需求量增加，单体综合性医院具有永续经营属性。	疫情后景气度恢复至正常水平。
零售药店	——	药店连锁化率提升、处方外流。	疫情后景气度从底部提升至较高水平。
低值耗材	一次性手套等	防护物资常规需求平稳增长；国内具有较好成本竞争优势，中期内行业盈利能力逐步向正常水平回归，远期看中国企业的市占率有望逐步提升。	去库存周期结束，景气度处于底部并迎来拐点。
高值耗材	心血管、骨科等高值医疗耗材；OK镜等消费医疗耗材。	老龄化下器械需求平稳增长；创新迭代；部分领域存在进口替代机遇。	疫情后景气度从底部逐步提升，但存在政策扰动因素。消费医疗耗材受宏观经济、竞品放量等因素影响销售出现波动。
IVD	生化、化学发光等试剂	医疗机构诊疗量增加带动检测需求增加、进口替代。	常规IVD试剂疫情后景气度从底部逐步提升，但存在集采等政策扰动因素。
医疗设备	大型医疗设备 中小型医疗设备	进口替代、医疗新基建、诊疗量自然增长。 进口替代、医疗新基建、诊疗量自然增长。	景气度处于提升阶段，短期内反腐对于医院设备招标采购节奏造成一定扰动。 景气度处于提升阶段，短期内反腐对于医院设备招标采购节奏造成一定扰动。
医药流通	——	行业集中度提升；拓展新业务/第二增长曲线。	集采影响逐步消退，国企改革预期升温，景气度有改善预期。

资料来源：首创证券

城镇职工医保和城乡居民医保增速保持较好水平

图 3：城乡居民医保收支情况

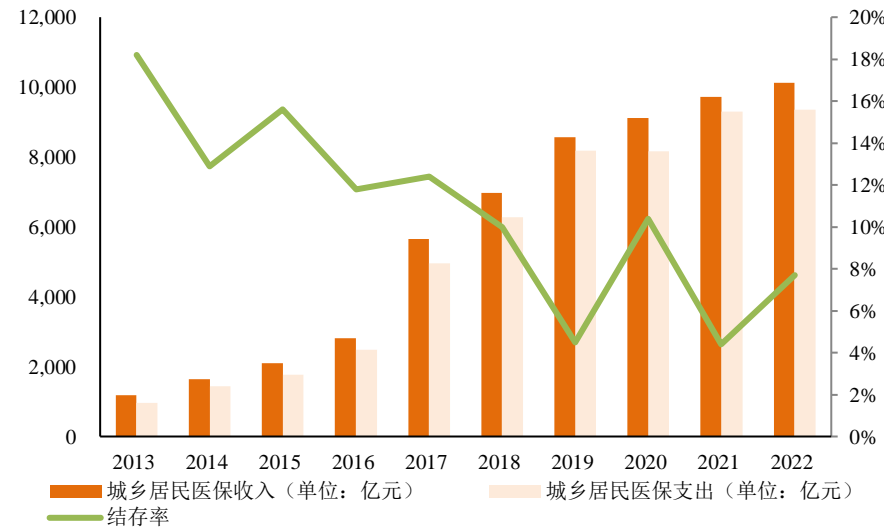
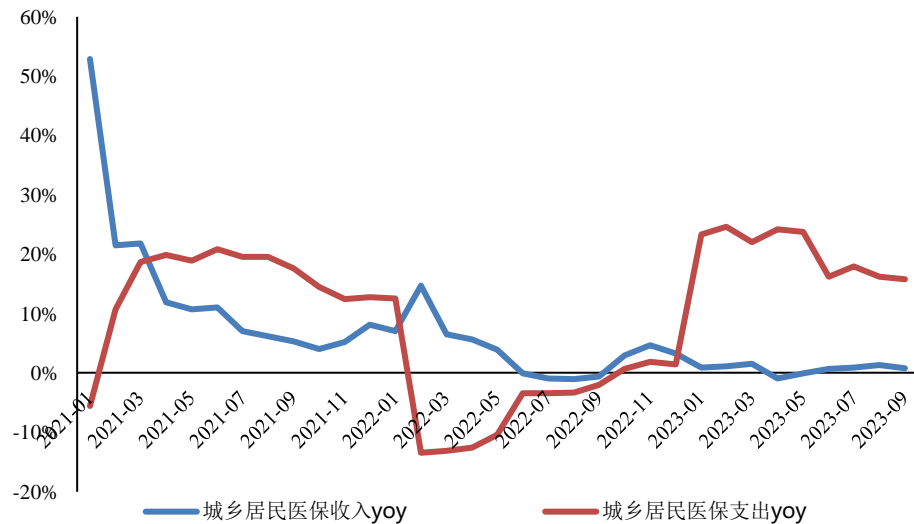


图 4：近年来城乡居民医保收支增速 (累计同比)



2013年至2022年，城镇职工医保支出5667亿元增长至15304亿元，期间年复合增速为11.67%；城乡居民医保支出增速从971亿元增长至9353亿元，期间年复合增速为28.62%，成为支撑医药行业需求增长的核心动力。

资料来源：Wind，医保局，首创证券

资料来源：Wind，医保局，首创证券

图 5：城镇职工医保收支情况

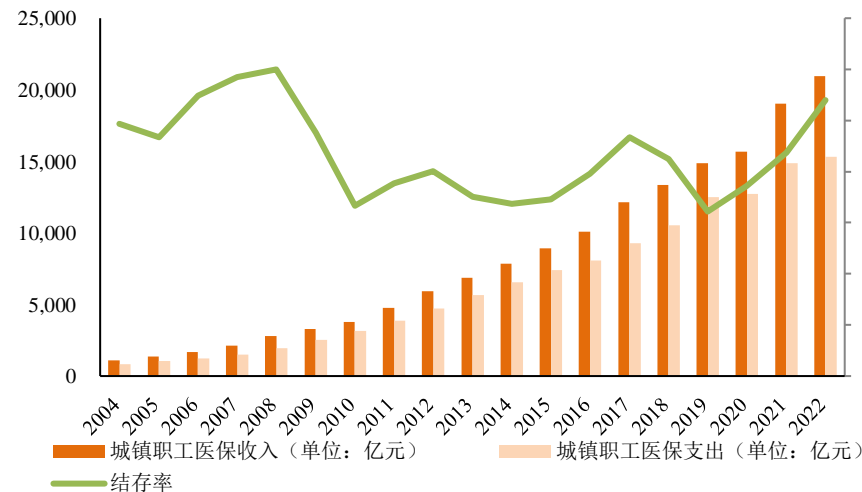
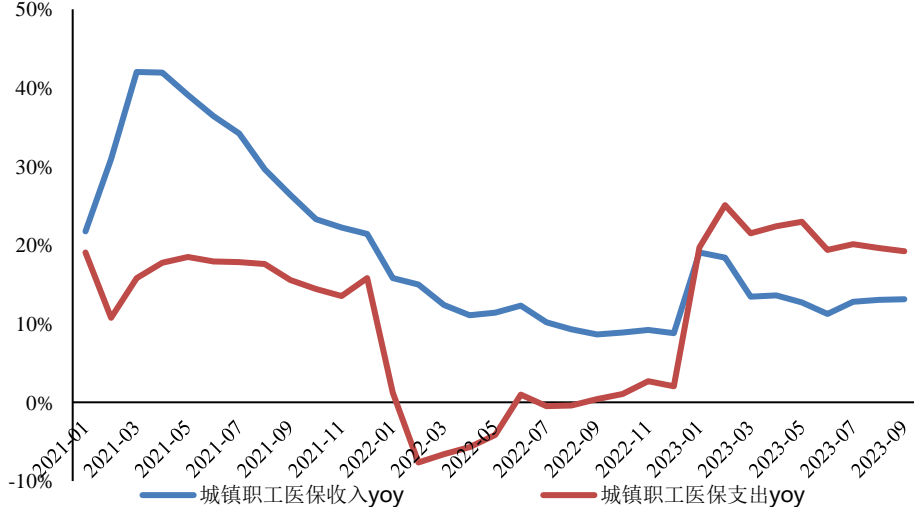


图 6：近年来城镇职工医保收支增速 (累计同比)



城乡居民医保遵循“以收定支、收支平衡、略有结余”的原则，近年来结存率保持在较为平稳的水平。城镇职工医保结存率始终保持在较高水平，在2019年后逐年攀升，我们认为主要是由于疫情对常规诊疗活动造成一定压制，但医保筹资仍然保持平稳增长，带动结存率提升。

资料来源：Wind，医保局，首创证券

资料来源：Wind，医保局，首创证券

图 7：近年来职工医保参保人数和在职退休比情况

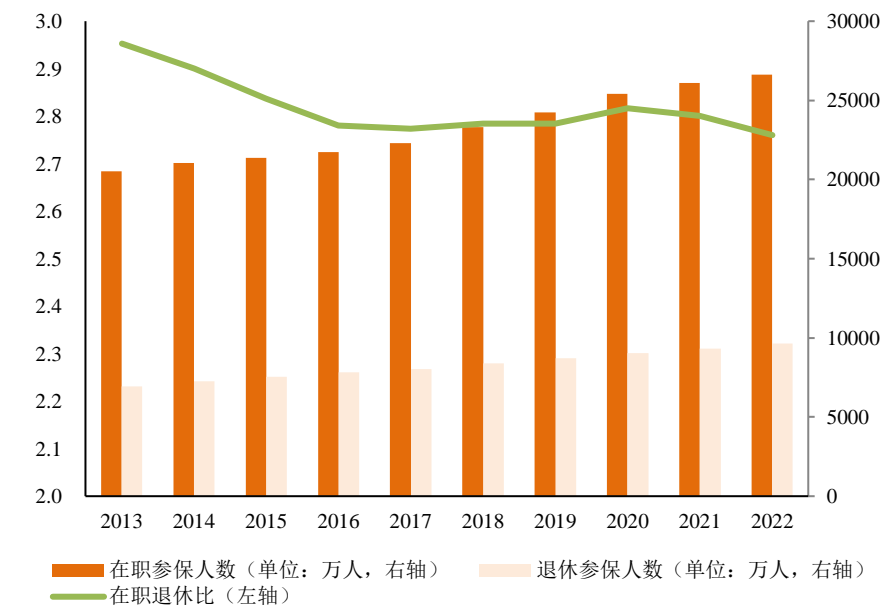
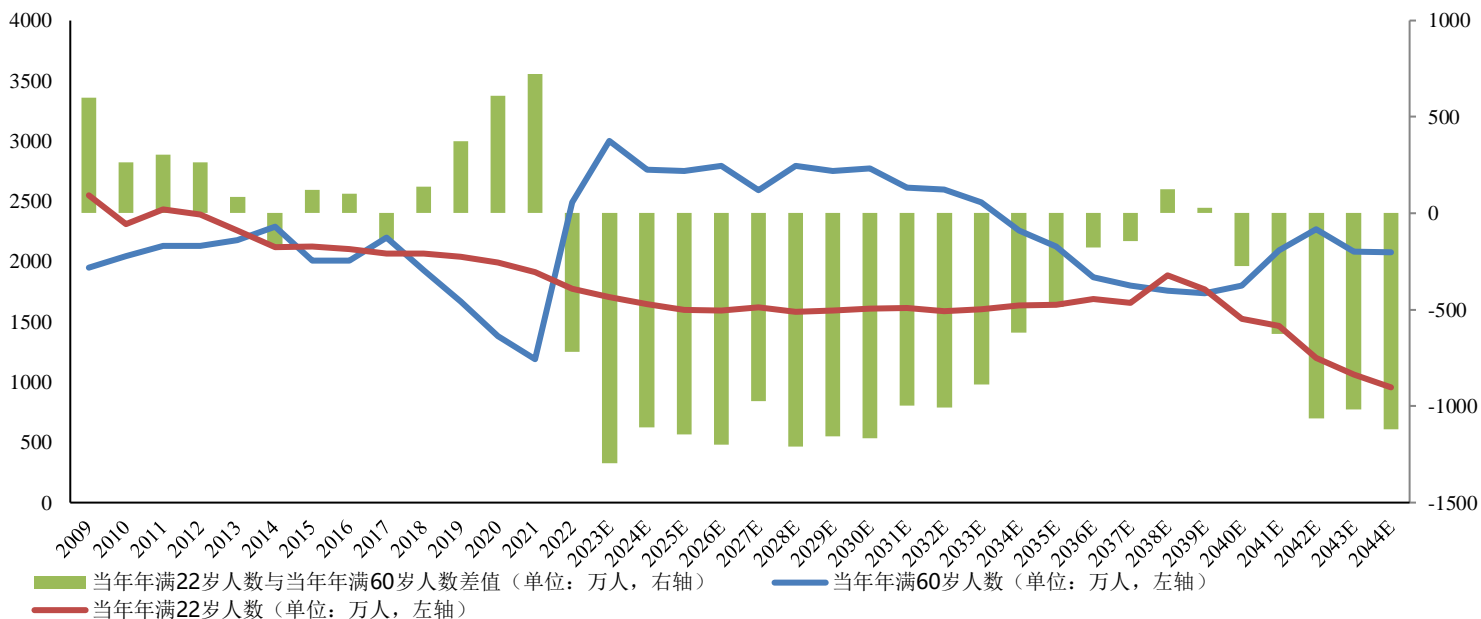


图 8：年满60岁人口和年满22岁人口数量对比



资料来源：医保局，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

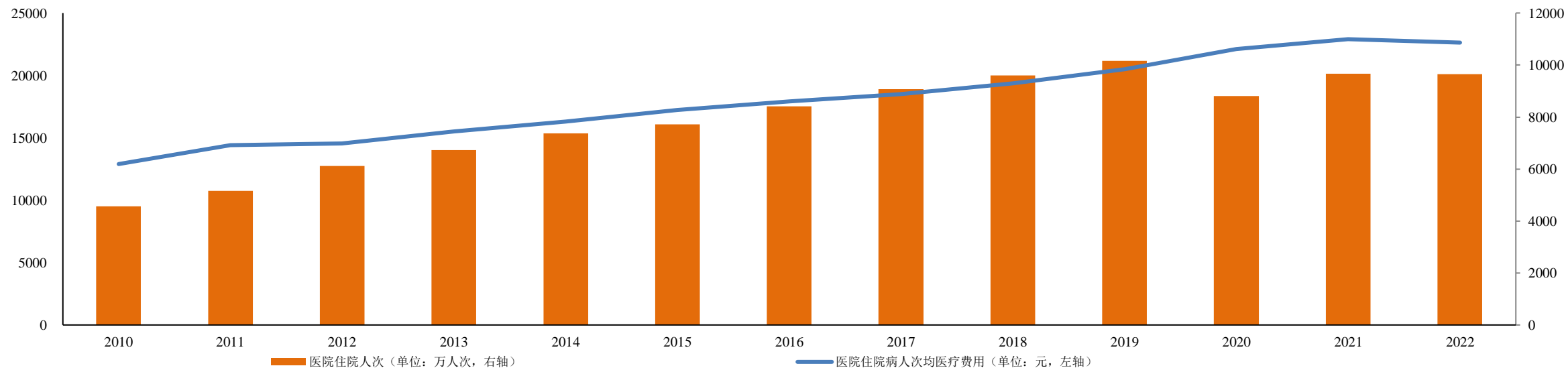
根据我们的测算，2022年起当年年满60岁人口数量（代表退休人员数量）与当年年满22岁人口数量（代表大学毕业新就业劳动力数量）差值开始急剧扩大，直到2030年前后该差值将逐步减小，显示出未来我国城镇职工医保收支平衡压力将加大。我们认为，近年来通过职工医保门诊统筹改革、DRG/DIP支付方式改革、集采等控费措施推进，结存率在持续提升，基金支出的“安全垫”持续增厚，预计城镇职工医保支出仍然可以维持平稳增长。

城乡居民医保筹资主要来源包括财政补助和个人缴费，根据《国家医保局、财政部、国家税务总局关于做好2023年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，2023年居民医保筹资标准为1020元，其中人均财政补助标准不低于640元，个人缴费标准达到每人每年380元。我们认为政府财政对于居民医保的补助具有较好的持续性，个人缴费随着居民收入自然增长、健康意识提升、老龄化等因素也有望持续增长。

综上所述，我们认为医保的支出具有较强的持续性和稳定性，有望长期保持平稳增长，成为支撑医药行业业绩增长的核心动力。

DRG/DIP支付方式改革冲击已经有所体现，但预计医疗费用总支出仍然具有刚性

图 9：近年来医院住院人次和次均费用情况



资料来源：Wind，同花顺Find，首创证券

2021年11月医保局发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，要求到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；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。

2020年：持续推进支付方式改革，在30个城市开展DRG付费国家试点工作,30个试点城市全部通过模拟运行前的评估考核，进入模拟运行阶段；在71个城市开展区域点数法总额预算和DIP付费试点工作。

2021年：全国30个按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市和71个区域点数法总额预算和按病种分值（DIP）付费试点城市全部进入实际付费阶段。

2022年：截至2022年底，全国30个按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市和71个区域点数法总额预算和按病种分值（DIP）付费原国家试点城市平稳运行。各地积极行动，完成DRG/DIP支付方式改革三年行动计划覆盖40%统筹地区的目标。全国206个统筹地区实现DRG/DIP实际付费。

2021年DRG/DIP支付方式改革加速推进后，2022年起住院病人次均医疗费用首次出现下滑，卫健委发布的2023年1-5月全国二级及以上公立医院病人费用情况显示，2023年1-5月，全国三级公立医院次均住院费用为13545.2元，与去年同期比较，按当年价格下降3.4%，按可比价格下降4.1%；二级公立医院次均住院费用为6672.0元，按当年价格同比下降2.2%，按可比价格同比下降3.0%。随着DRG/DIP支付方式改革全面推进，我们认为次均医疗费用仍有一定下降压力，但截至2022年底，已经对40%统筹地区实现覆盖，实际上政策的冲击已经有所体现，预计后续次均费用下行幅度有限。随着疫情后诊疗量恢复，在“量升价减”影响下，预计医疗费用总支出仍然具有刚性。

图 10：部分国家卫生总费用占GDP比例

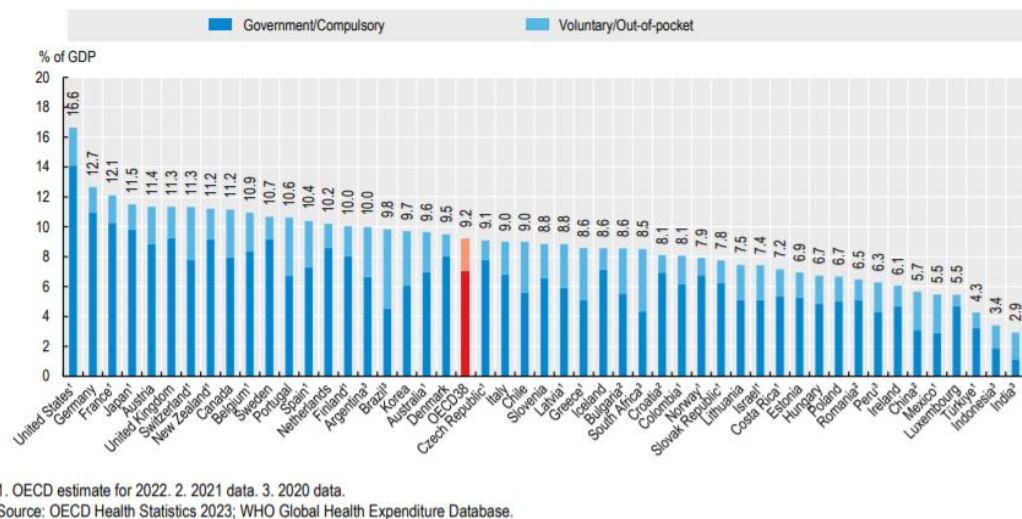
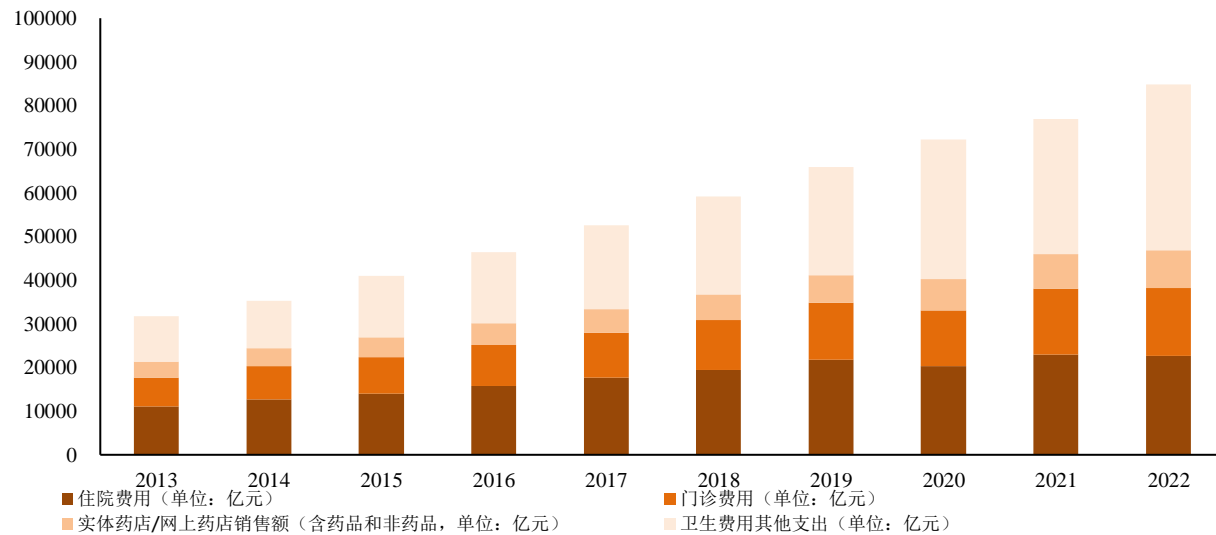


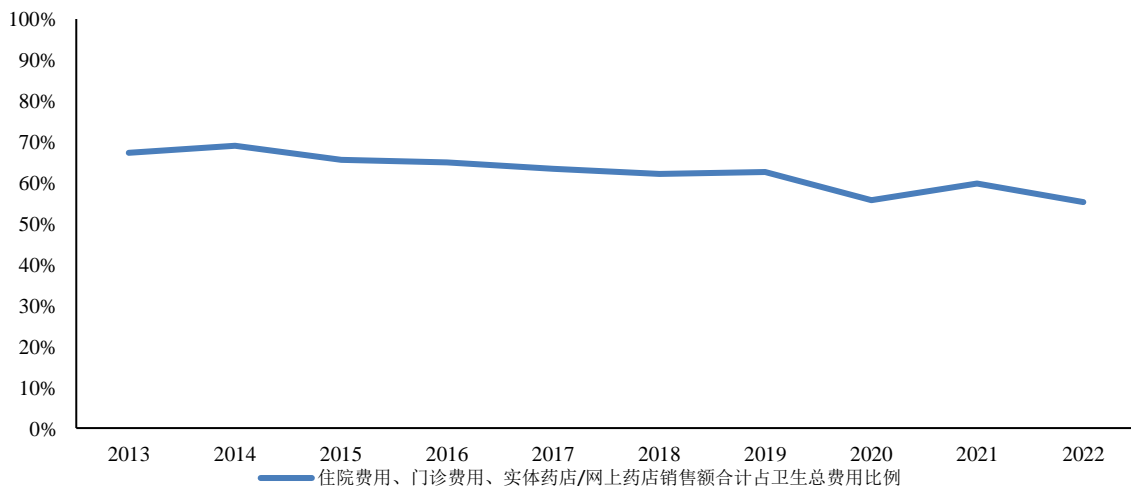
图 11：我国卫生总费用结构分析(按照支出流向)



资料来源: OECD, 首创证券

资料来源: Wind, 同花顺Find, 医保局, 卫健委, 首创证券

图 12：各类诊疗费用占卫生总费用的比例



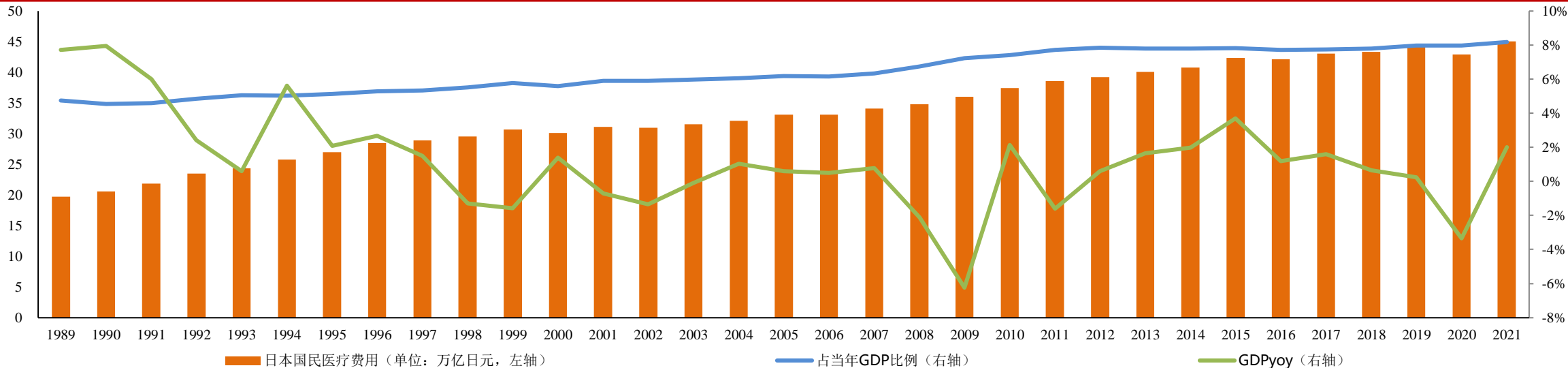
根据OECD的统计，我国卫生总费用占GDP比例仍低于OECD38个成员国平均水平 and 主要发达国家，未来仍有一定提升空间。

我们对历年我国卫生总费用支出结构进行分析，2013年至2019年和2021年，住院费用、门诊费用（包括诊疗费用、药品费用等，主要反映院内诊疗需求）与实体药店/网上药店销售额（主要反映院外诊疗和自我诊疗需求）合计占卫生总费用比例在60%左右，近年来占比有所下降，我们认为主要是由于公共卫生等领域支出增加导致占比被动下降。

长期来看，由于卫生总费用占GDP比例提升，其增速有望长期处于GDP增速之上，诊疗费用也有望保持相应增速，医药行业需求具有较好的成长性。

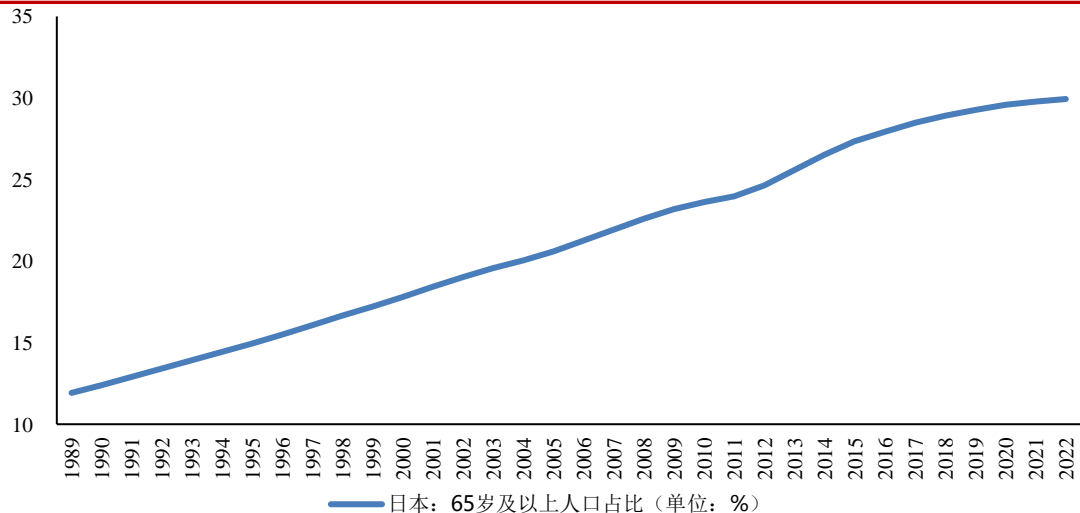
资料来源: Wind, 同花顺Find, 医保局, 卫健委, 首创证券

图 13：1989年至2021年日本国民医疗费用增长情况和GDP增速



资料来源：日本厚生劳动省，首创证券

图 14：日本65岁及以上人口占比



资料来源：Wind，首创证券

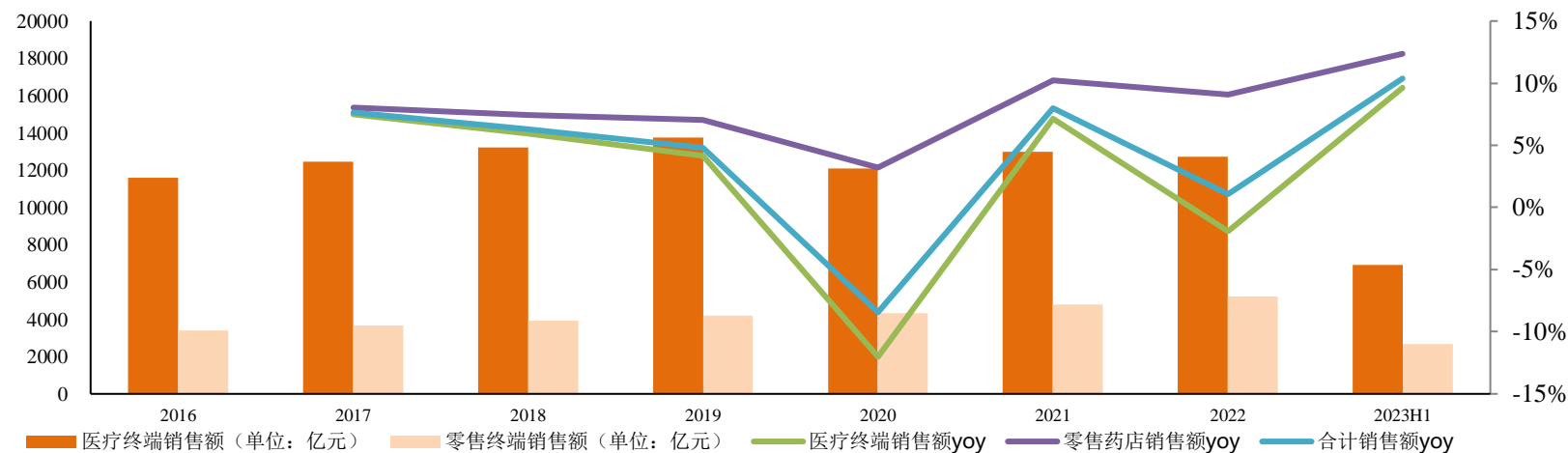
日本GDP虽然于20世纪90年代中后期开始低速增长甚至下滑，但在老龄化加重影响下，日本国民医疗费用仍然保持增长态势，占GDP比例从1989年的4.74%提高到2021年的8.18%。

1989年至2021年日本GDP的年复合增速为0.92%，期间国民医疗费用年复合增速为2.61%，医疗费用复合增速仍然为同期GDP的2倍以上，体现出医药行业需求较好的成长性和确定性。

我们认为，在我国经济进入高质量发展阶段后，GDP增速虽然有所下滑，但医药行业由于需求的确定性，预计行业增速仍将显著高于GDP增速，与其他长期需求见顶的行业相比具有较大的比较优势。

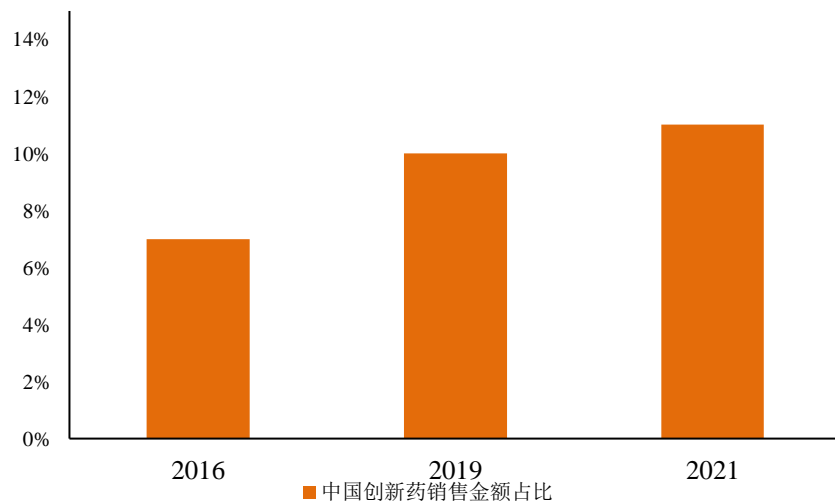
二、药品板块：总量约束下寻找结构性机会

图 15: 中国药品市场规模



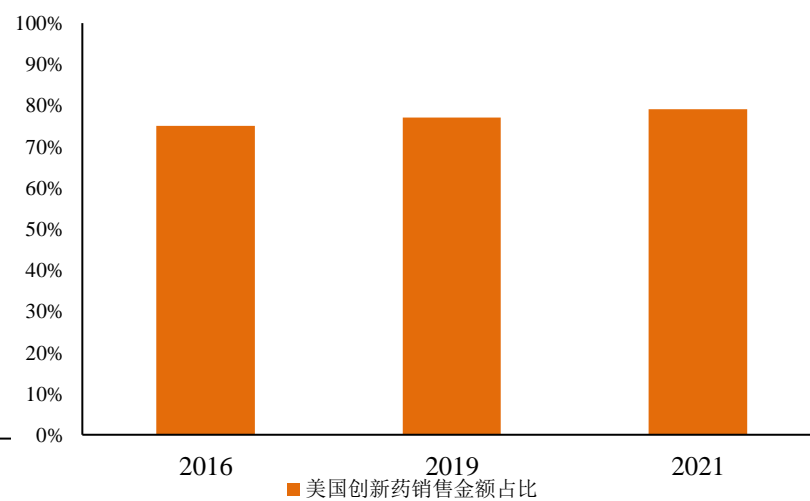
资料来源: 米内网, 首创证券

图 16: 中国创新药销售金额占比



资料来源: BCG咨询, 首创证券

图 17: 美国创新药销售金额占比



资料来源: BCG咨询, 首创证券

米内网数据显示, 2023年上半年, 我国药品销售金额为9566亿元, 同比增长10.4%, 其中医疗终端药品销售金额为6898亿元, 同比增长9.65%, 零售药店销售金额为2668亿元, 同比增长12.40%。

我们认为主要是由于: 1.2018年起仿制药大品种陆续纳入集采后降价, 对销售额增长造成一定影响, 但存量品种经历集采价格降幅到位后, 对后续市场规模增长的负面影响逐渐减小; 2.2022年同期因疫情影响, 基数偏低; 3.疫情相关药品需求增加拉动。

与美国相比, 中国创新药销售占比仍处于较低水平, 仿制药集采的推进节省大量医保费用, 为创新药的医保战略性购买创造出支付条件。

在药品市场规模平稳增长前提下, 创新药销售金额占比提升为药品领域的长期发展逻辑。

2023年7月，国家医保局发布《谈判药品续约规则》，约定了创新药续约、重新谈判和纳入常规目录的细则，《续约规则》提出对达到8年的谈判药纳入常规目录管理；对未达8年的谈判药，连续协议期达到或超过4年的品种以简易方式续约或新增适应症触发降价的，降幅减半。上述调整有利于减轻后期降价压力，稳定产业/二级市场预期。新规则也体现出了对药品创新的支持，避免创新药陷入每2年螺旋降价的困境，长期来看对创新药全生命周期的整体商业价值有着积极的影响。

表 4：《谈判药品续约规则》

药品类型	药品医保支付条件	谈判细则
进行简易续约，不调整支付范围的药品	连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”未达到4年的品种	以本协议期基金实际支出与基金支出预算的比值（比值A）为基准，确定支付标准的下调比例。（1）比值A≤110%，支付标准不作调整。（2）110%<比值A≤140%，支付标准下调5个百分点。（3）140%<比值A≤170%，支付标准下调10个百分点。（4）170%<比值A≤200%，支付标准下调15个百分点。对于110%<比值A≤200%的药品，支付标准的下调比例同时与基金年均实际支出挂钩：基金年均实际支出在2亿元（含）以内的，支付标准按以上规则调整。年均实际支出在2亿元-10亿元（含）之间，支付标准的下调比例增加2个百分点。年均实际支出在10亿元-20亿元（含）之间，支付标准的下调比例增加4个百分点。年均实际支出在20亿元-40亿元（含）之间，支付标准的下调比例增加6个百分点。年均实际支出在40亿元以上的，支付标准的下调比例增加10个百分点。
进行简易续约，调整支付范围的药品	连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”达到或超过4年的品种	其支付标准的下调比例在前述计算值基础上减半。 第一步先计算原支付范围的下调比例，形成初步支付标准。第二步，将因本次调整支付范围所致的基金支出预算增加值，与原支付范围的基金支出预算和本协议期内基金实际支出两者中的高者相比（比值B），在初步支付标准的基础上按以下规则调整。（1）比值B≤10%，支付标准不作调整。（2）10%<比值B≤40%，支付标准下调5个百分点。（3）40%<比值B≤70%，支付标准下调10个百分点。（4）70%<比值B≤100%，支付标准下调15个百分点。对于10%<比值B≤100%的药品，支付标准的下调比例同时与基金支出预算年均增加值挂钩：基金支出预算年均增加值2亿元（含）以内的，按以上规则调整。年均增加值在25亿元-10亿元（含）之间，支付标准的下调比例增加2个百分点。年均增加值在10亿元-20亿元（含）之间，支付标准的下调比例增加4个百分点。年均增加值在20亿元-40亿元（含）之间，支付标准的下调比例增加6个百分点。年均增加值在40亿元以上的，支付标准的下调比例增加10个百分点。
重新谈判	不符合纳入常规目录管理及简易续约条件的药品或企业主动提出进行重新谈判	——
纳入常规目录	连续两个协议期均未调整支付标准和支付范围的独家药品。截至目录调整当年12月31日连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”时间达到8年的药品。	——

资料来源：国家医保局，首创证券

表 5：2022年全球医药市场top10公司市占率和市场集中度

公司	市占率
辉瑞	8.81%
强生	8.33%
罗氏	5.82%
默沙东	5.21%
艾伯维	5.10%
诺华	4.43%
百时美施贵宝	4.06%
赛诺菲	3.97%
阿斯利康	3.90%
GSK	3.18%
CR10合计	52.80%

资料来源：Evaluatepharma，医药观澜，首创证券

表 6：2022年我国样本医院top10公司市占率和市场集中度

公司	市占率
辉瑞	3.36%
阿斯利康	2.89%
罗氏	2.41%
恒瑞医药	2.30%
齐鲁制药	2.18%
诺华	2.15%
默沙东	1.69%
拜耳	1.66%
赛诺菲	1.44%
正大天晴	1.41%
CR10合计	21.49%

资料来源：PDB，首创证券

对于传统制药企业，由于存量产品陆续进入集采，短期内业绩承压，但随着新品种特别是创新药获批后，业绩有望逐步走出低谷，迎来经营的“第二曲线”。另一方面，传统制药企业通常在某个科室或适应症具有成熟的销售体系和专家资源等，同类创新药上市后能够借助原有渠道快速实现市场导入。此外，传统制药企业原有业务在集采后仍能够提供一定的收入和利润，有助于在一级和二级市场融资环境不佳的情况下提供稳定的现金流，持续支持公司创新药研发投入。

由于欧美等规范市场中，创新药贡献了大部分药品销售额，因此全球医药市场份额主要集中在big pharma手中，导致全球医药行业集中度高于国内。我们认为，中国创新药市场的整体规模仍处于快速增长阶段，且由于行业集中度低，仍有大量细分赛道无法被big pharma充分覆盖，现金流充沛、创新药已经/即将进入商业化阶段的biotech公司未来仍有较大成长机会。随着国产创新药陆续上市和纳入医保，相关公司收入增长、业绩释放速度大幅度提升，创新药板块已经进入商业化驱动的新投资周期。

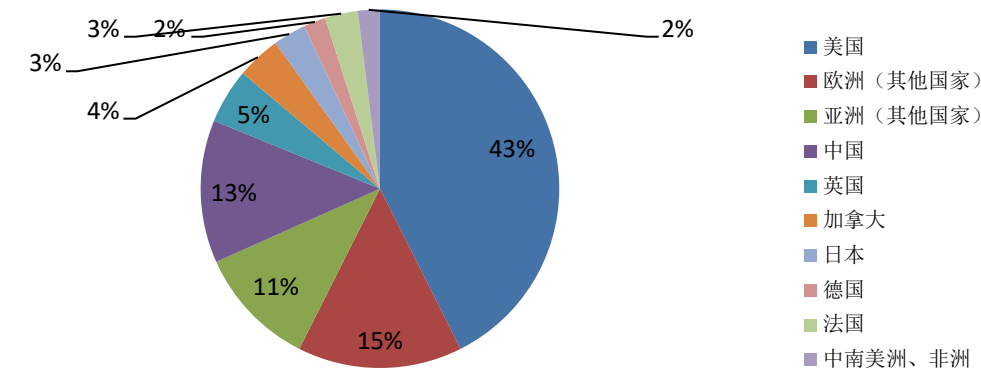
创新药licence-out有望打开海外市场空间

表 7： 2022年以来A股、港股licence-out情况 (单位： HRS-1167、SHR-A1904为“亿欧元”，其他为“亿美元”)

时间	药品	转让方	受让方	首付款	总金额
2022年	依沃西单抗 (PD-1/VEGF双抗)	康方生物	Summit Therapeutics	5	50
	戈沙妥珠单抗(Trop2 ADC)	云鼎新耀	Immunomedics	2.8	4.55
	SKB264(Trop2 ADC)	科伦博泰	默沙东	0.47	14.1
	SKB315(CLDN18.2 ADC)	科伦博泰	默沙东	0.35	9.36
	JS006(TIGIT单抗)	君实生物	Coherus BioSciences	0.35	2.9
	SYSA1801(CLDN18.2 ADC)	石药巨石生物	Elevation Oncology	0.27	11.95
	艾贝格司亭α注射液	亿帆医药	Acrotech Biopharma	—	2.37
	HBM7022(CLDN18.2/CD3双抗)	和铂医药	阿斯利康	0.25	3.5
	TCE双抗/多抗	药明生物	GSK	0.4	14.6
	9MW3011	迈威生物	Disc Medine	0.1	4.13
2023年	咪喹替尼	和黄医药	武田制药	4	11.3
	SHR2554	恒瑞医药	Treeline	0.11	7.06
	SYS6002	石药集团	Corbus	0.08	6.9
	HBM7008	和铂医药	Cullinan	0.25	6.25
	CMG901	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	0.63	11.88
	派安普利单抗注射液	康方生物/正大天晴	Specialised	0.73	—
	特瑞普利单抗注射液	君实生物	瑞迪博士实验室	0.07	7.3
	BAT1706	百奥泰	Mega Life	—	—
	SHR-1905	恒瑞医药	One Bio	0.22	10.45
	吡咯替尼	恒瑞医药	瑞迪博士实验室	0.03	1.53
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	Elevar Therapeutics	—	6	
HRS-1167、SHR-A1904	恒瑞医药	Merck Healthcare	1.6	14.15	
DLL3 CAR-T	传奇生物(金斯瑞生物科技子公司)	诺华	1	10.1	

资料来源：医药魔方，药智网，相关公司公告，首创证券

图 18： 截至2023年1月全球各国创新药公司数量占比情况



资料来源：Informa，首创证券

根据Informa的统计，截至2023年1月，在全球拥有创新药管线的公司中，中国公司数量占比达到了13%，与2022年同期相比提升了1%，中国创新药行业的全球竞争力在不断提升。

2022年以来，有多家A股、港股企业实现了创新药品种licen-out，合作方不乏国际医药龙头企业，体现出中国创新药行业的源头创新能力逐步增强。

我们认为具有较高临床价值 (first-in-class或best-in-class)、在同靶点产品中研发进度领先 (海外同靶点创新药中，市场份额主要被first-in-class、best-in-class和进度差距不大fast-follow类型产品占据)、合作伙伴具有强大商业化能力的品种，有望在获批是后获得更大的市场收益。

审评政策持续优化，行业远期竞争格局得到改善

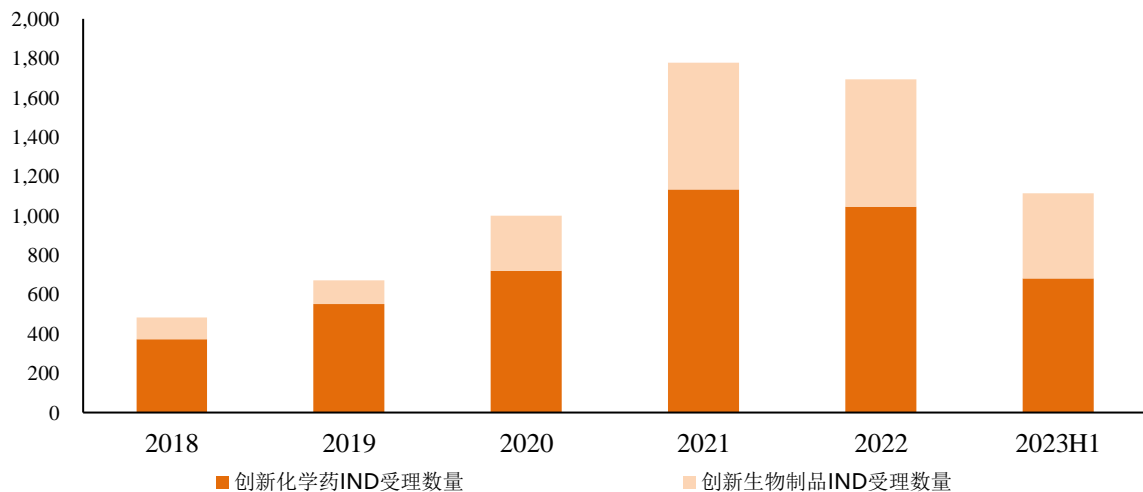
表 8: NMPA和CDE发布的针对创新药审评相关政策

时间	文件	关键内容
2021年11月	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	对照药的选择：当选择阳性药作为对照时，应该关注阳性对照药是否反映和代表了临床实践中目标患者的最佳治疗选择；当计划选择安慰剂或最佳支持治疗（best support care, BSC）作为对照药时，则应该确定该适应症在临床中确无标准治疗；当有 BSC 时，则应优选 BSC 作为对照，而非安慰剂。
2023年6月	《新药获益-风险评估技术指导原则》	使用阳性对照时，需要确保与已批准的可选择疗法相比该药没有不可接受的获益-风险，或该药相较现有疗法更有效。
2023年7月	《以患者为中心的药物临床试验设计技术指导原则（试行）》	以患者为中心的临床试验设计要素：以患者需求为导向，选择合适的目标人群，选择对于受试者最佳且可及的对照，进行基于临床结局评估的有效性评价。
2023年7月	《以患者为中心的药品获益-风险评估技术指导原则（试行）》	以患者为中心的药品获益-风险评估，注重患者的临床需求，将临床试验中收集的 患者体验数据（patient experience data, PED）纳入获益-风险评估框架，在治疗背景分析、药品获益、风险及风险管理、不确定性分析等方面均可考虑患者观点，并将患者体验数据与完整临床证据链相结合，共同支持全生命周期的获益-风险动态评估，从患者视角充分评估药品获益-风险比。
2023年8月	《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》	某药品获附条件批准上市后，原则上不再同意其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品开展相似的以附条件上市为目标的临床试验申请。

资料来源：NMPA，CDE，首创证券

2021年以来，NMPA和CDE出台了一系列针对创新药临床试验设计、开展和审评的新政策，进一步提高了创新药研发和临床研究的要求，对创新药研发进行了规范，有利于研发进度快、具有较高临床价值的产品脱颖而出。

图 18：我国创新药IND申报



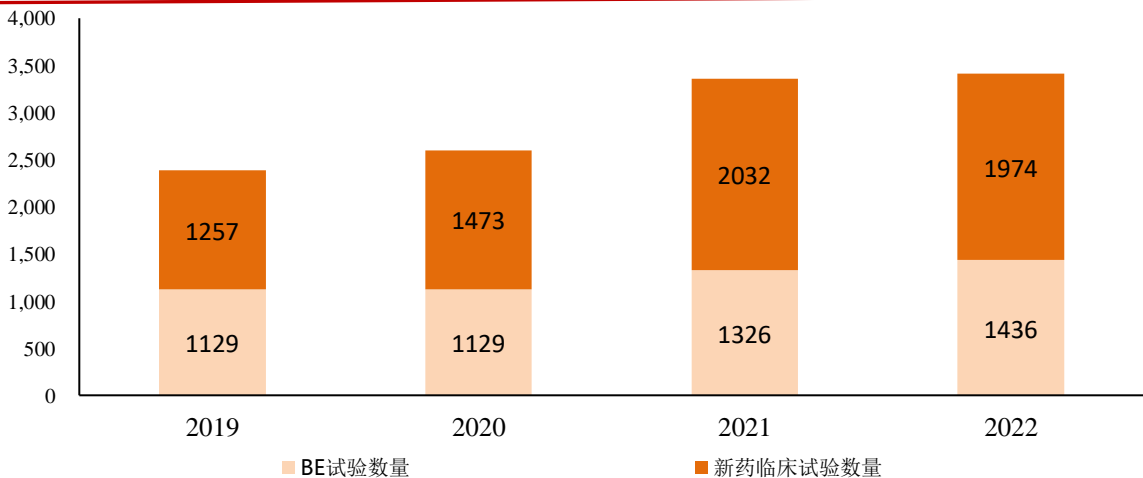
资料来源：CDE，药智网，首创证券

图 19：2023年上半年我国各类临床试验数量情况



资料来源：上海市生物医药科技发展中心，首创证券

图 20：我国创新药临床试验数量和BE试验数量情况



资料来源：CDE，首创证券

2022年受到审评政策调整，生物医药行业一级市场投融资景气度下滑影响，创新药IND数量略有下滑，但2023年上半年创新化学+生物药IND申请数量已经达到2022年全年66%的水平，创新药前端研发活跃度仍然处在较好水平。

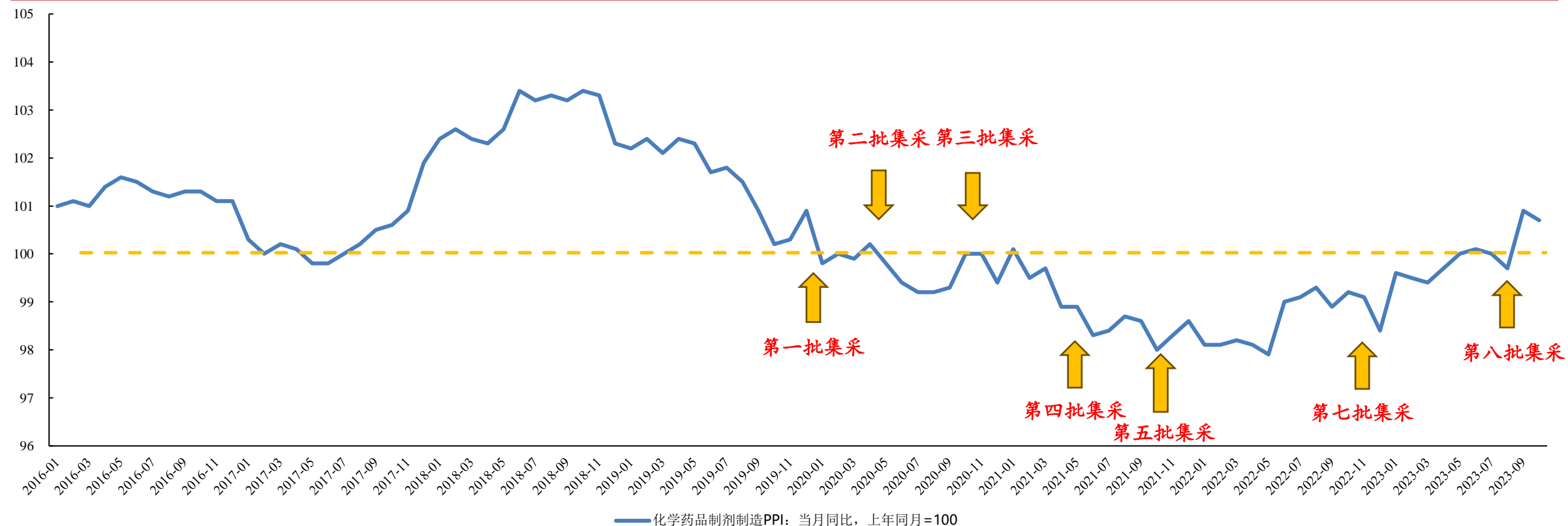
从临床试验开展情况看，2021年至2023年各阶段创新药临床试验数量（包括临床I期、II期和III期）较为平稳，体现出创新药审评政策变化后主办方对于试验开展的决策更加谨慎和理性，我们认为有利于创新药行业远期竞争格局的改善。

表 9：A股多家公司的创新药已经进入商业化或临床后期

公司	临床II期	临床III期	NDA	获批上市
恒瑞医药	SHR-A2009、SHR-A1921、SHR1459、SHR-8068、SHR-1802、HR17031、HRS-7535、HRS9531、SHR-2004、SHR-1918、SHR-1905、SHR-2010、SHR-1819、HRS-5965、HRS9950、SHR6508、SHR-1222、HRS8179、HRS-2261	SHR4640、SHR-1703、HR20031、INS068、SHR-1701、苹果酸法米替尼、SHR-A1811、SHR7280、HR20013	HR20033、HRX0701、SHR-1209、SHR-1314、SHR0302、SHR8554、SHR8058	阿帕替尼、卡瑞利珠单抗等合计13个品种
信立泰	SAL0133、SAL003(PCSK9单抗)	沙库巴曲阿利沙坦酯 (S086, 心衰适应症)、SAL0130、SAL056	阿利沙坦酯氨氯地平 (SAL0107)、苯磺酸复格列汀、沙库巴曲阿利沙坦酯 (S086, 高血压适应症)、SAL0108 (阿利沙坦酯吡达帕胺缓释片)	阿利沙坦酯、恩那司他
海思科	HSK-31858、HSK-31679		HSK16149、HSK-21542、HSK-7653	环泊酚
京新药业	JX11502M			地达西尼
恩华药业	NH600001 乳状注射液			富马酸奥赛利定注射液
科伦药业	A400、A223、A277	SKB264、A167	A166	A140
艾力斯	伏美替尼(二线治疗20外显子插入突变NSCLC)	伏美替尼(辅助治疗EGFR突变阳性NSCLC、一线治疗20外显子插入突变NSCLC)		伏美替尼(一线、二线治疗EGFR突变阳性NSCLC)
泽璟制药		注射用重组人促甲状腺激素	外用重组人凝血酶、杰克替尼	多纳非尼
奥赛康	ASKB589		ASK120067	
亿帆医药	F-652、F-899		艾贝格司亭 α 注射液 (欧盟)	艾贝格司亭 α 注射液 (中国、美国)
亚虹医药			APL-1202、APL-1706、APL-1702	
海正药业				海博麦布
贝达药业	巴替利单抗	泽弗利单抗、BPI-16350		埃克替尼、恩沙替尼、贝福替尼、伏罗尼布
人福医药		重组质粒-肝细胞生长因子注射液		苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠
康辰药业		KC1036		
苑东生物			优格列汀	
神州细胞	SCT200、SCT1000	SCT-I10A、SCT510A		重组八因子 (SCT800)、CD20单抗 (SCT400)
凯因科技	KW-051		培集成干扰素 α -2 注射液 (治愈乙肝适应症)	盐酸可洛派韦
特宝生物		YPEG-GH、YPEG-EPO	YPEG-G-CSF	聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液
艾迪药业				艾诺韦林、艾诺米替
迈威生物	9MW2821	8MW0511、9MW0813、9MW0211	9MW0321	
首药控股	SY-3505、SY-1530、CT-1995、CT-383	SY-707、SY-5007、CT-2755		
迪哲医药			戈利昔替尼	舒沃替尼
三生国健	610、613、602、609A	608、304R、601A		
百奥泰	BAT7104、BAT1006、BAT1308、BAT8006	BAT5906、BAT4406F、BAT2206		
一品红	AR882			
智翔金泰		GR1801	赛立奇单抗注射液	
海创药业	HP558、HP501			HC-1119
东诚药业	铼188依替膦酸盐注射液	羧[18F]恩替肽注射液、APN-1607		

资料来源：相关公司公告和网站，首创证券(药品进度以进展最快适应症为准)

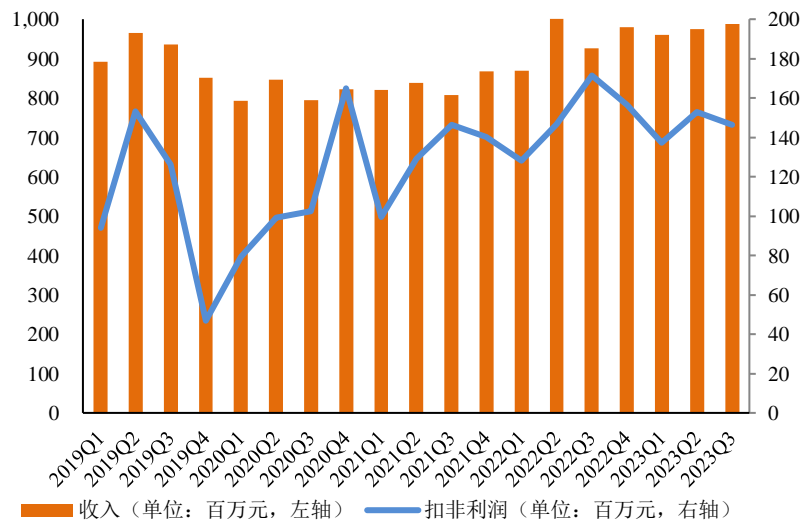
图 21：化学药品制剂行业PPI变动分析



资料来源：Wind，首创证券（各批次集采对应时间为结果执行时间）

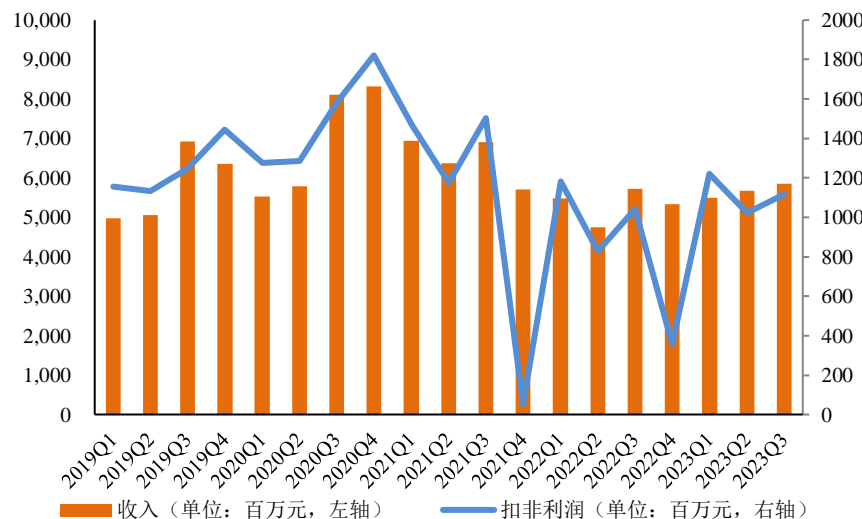
2020年起受国家集采后中标价大幅度下降影响，化学药品制剂行业PPI基本在100以下运行，目前集采已经进行了九批（第六批为胰岛素专项，不属于化学药；第九批集采结果尚未执行），存量仿制药大品种均已经经历过集采，2023年下半年起行业PPI逐步恢复到100左右，表明集采对仿制药价格下滑的影响已经基本结束。存量品种的价格经过充分博弈后已经达到均衡水平，盈利能力继续下滑风险较小。

图 22：京新药业近年来业绩情况



京新药业：
心脑血管存量品种受集采影响较大，但精神类品种在集采中标后持续放量，公司业绩平稳增长。

图 23：恒瑞医药近年来业绩情况

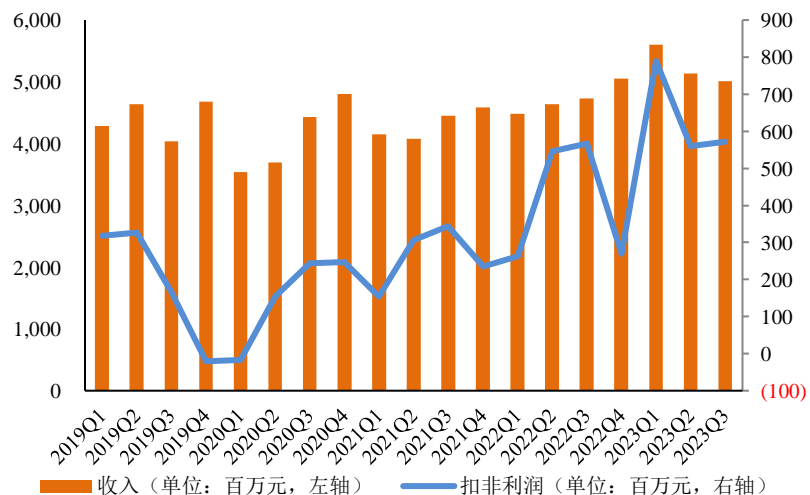


恒瑞医药：
碘克沙醇等品种集采未中标，存量创新药承压，销售体系调整等因素导致公司业绩自21Q4起出现下滑；创新药收入占比逐步提升，新品种放量带动公司业绩出现恢复性增长。

资料来源：Wind，首创证券

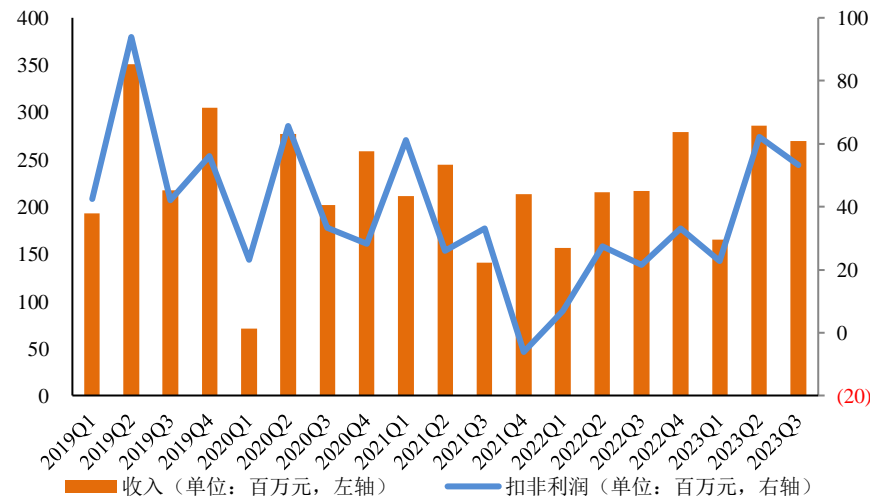
资料来源：Wind，首创证券

图 24：科伦药业近年来业绩情况



科伦药业：
大输液业务收入、利润稳定；川宁生物盈利能力提升；创新药licence-out里程碑付款增厚业绩。

图 25：康辰药业近年来业绩情况

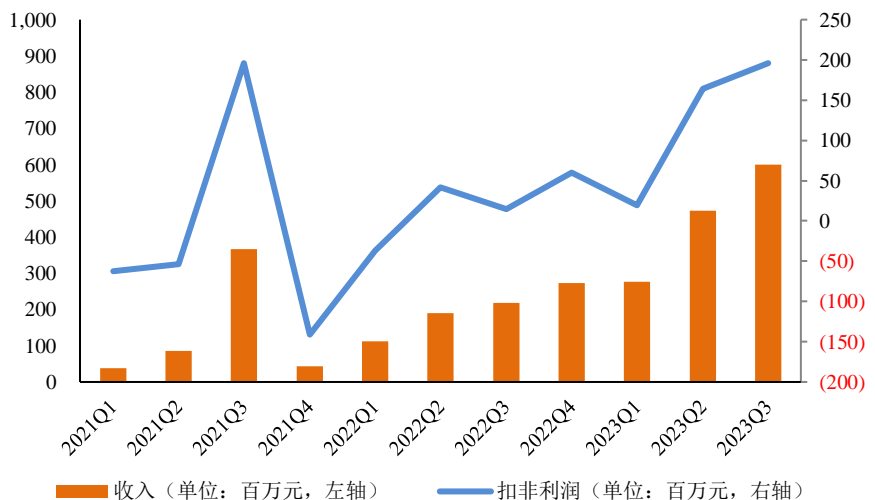


康辰药业：
2023年“苏灵”医保支付范围解除后业绩迎来反转。

资料来源：Wind，首创证券

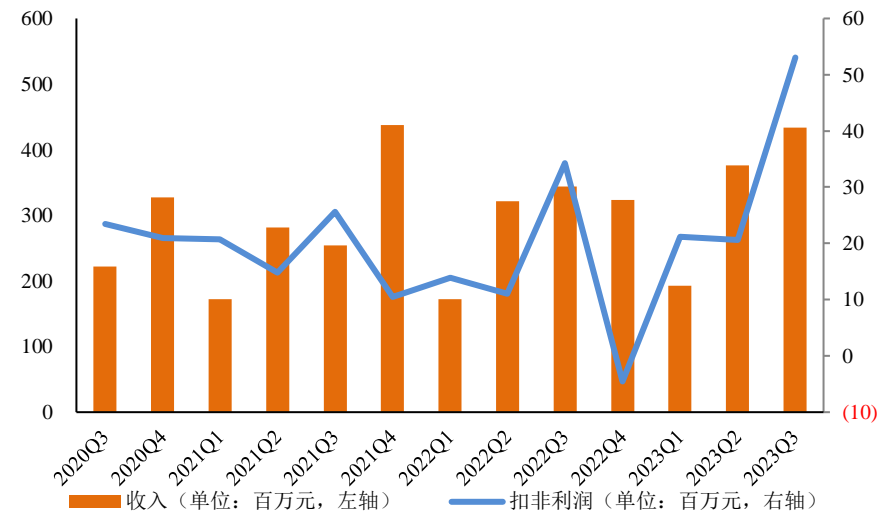
资料来源：Wind，首创证券

图 26：艾力斯近年来业绩情况



艾力斯：
伏美替尼持续增长，2023年医保支付范围扩大后加速放量。规模效应体现，利润率持续提升。

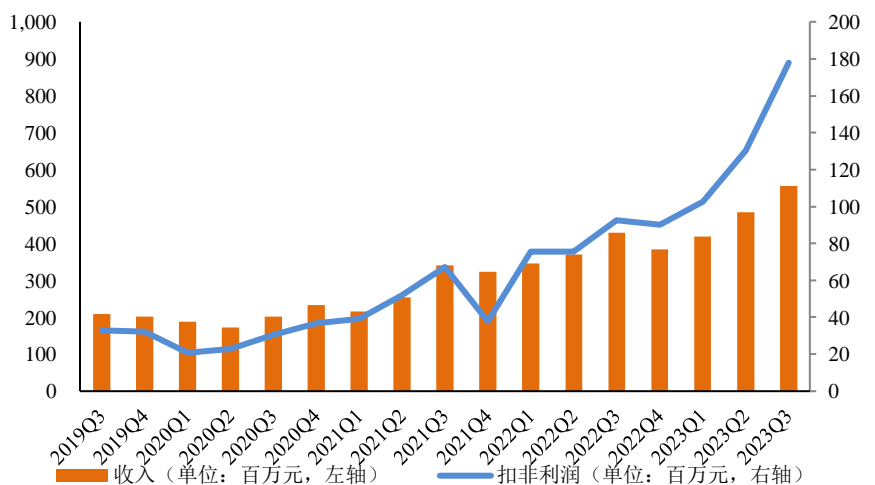
图 27：凯因科技近年来业绩情况



凯因科技：
2023年可洛派韦医保支付范围扩大后收入快速增长；规模效应体现，利润率持续提升。

资料来源：Wind，首创证券

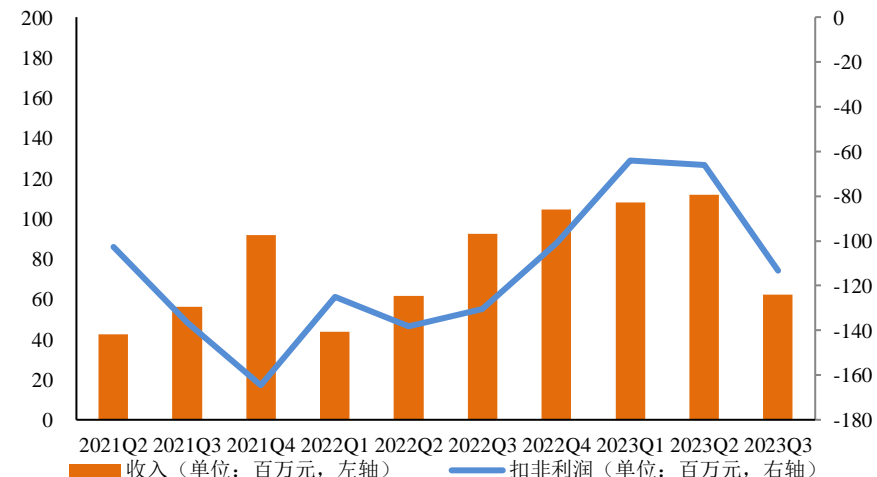
图 28：特宝生物近年来业绩情况



特宝生物：
长效干扰素临床价值逐步被认可，持续放量；费用率、成本下降带动利润率提升。

资料来源：Wind，首创证券

图 29：泽璟制药近年来业绩情况



泽璟制药：
多纳非尼处于放量阶段。

资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

表 10：创新药公司、由仿制向创新转型公司分析框架

有较大收入体量，由仿制向创新转型	存量品种	普通化学仿制药、中成药	核心品种是否经历过集采，价格/盈利能力经过充分博弈后达到稳态水平，后续产品梯队情况。
		复杂制剂	竞争格局演化趋势，市场空间，后续产品梯队情况。
		创新药	产品目前所处生命周期（销售爬坡期/稳定期/衰退期）
无收入或收入体量较小，处于爬坡期的biotech公司	增量品种	创新药	目前竞争格局和未来演化趋势、市场空间、放量速度(与公司历史商业化能力关联度较大)。临床数据披露、NDA/licence-out等重要事件进展。产品临床价值。
		事件催化	临床数据披露、NDA/licence-out等重要事件进展。
		商业化兑现情况	目前竞争格局和未来演化趋势、市场空间、产品临床价值、放量速度。

资料来源：首创证券

投资建议：

（1）2023年3季度在行业政策波动下依然保持较好增长，临床价值得到充分验证，远期看核心品种销售额仍具有较大提升潜力，未来业绩仍有望持续增长的公司，推荐**凯因科技**、相关公司：**特宝生物**；（2）2023年受外部环境、内部经营策略变化等因素影响，业绩表现一般，但2024年起收入和利润有望展现出较大弹性的公司，推荐**艾迪药业**、**亿帆医药**；（3）经营稳健，创新药销售有望迎来边际改善，国际化迎来突破的创新药龙头，推荐**恒瑞医药**；（4）销售有望迎来边际改善，且有潜在利好催化的biotech公司，推荐**泽璟制药**；（5）主业表现稳健，未来有重磅创新药品种即将获批的公司，创新药/生物类似药国际化稳步推进的公司，推荐**科伦药业**、**京新药业**、相关公司：**科兴制药**；（6）处于业绩释放期，管线有望进入快速丰富阶段的仿创转型公司，推荐**康辰药业**、**海思科**。

高壁垒仿制药、药用辅料业绩有望持续稳健增长

表 11：高壁垒仿制药公司基本情况梳理

公司	已上市产品	在研产品	产品技术难度/壁垒	长期发展逻辑
九典制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏、酮洛芬凝胶贴膏	利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏、吡咪美辛凝胶贴膏、椒七麝凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏等。	生产壁垒包括药物释放体系、辅料用量比例、生产工艺参数等。产品申请上市需经过大样本临床研究，审评标准、临床研究难度高于普通仿制药。	老龄化趋势下外用镇痛用药需求量持续增长，化学药贴膏对传统中药贴膏也有替代作用。
丽珠集团	注射用醋酸亮丙瑞林微球、注射用醋酸曲普瑞林微球	注射用阿立哌唑微球（1个月缓释）、注射用醋酸奥曲肽微球（1个月缓释）、注射用醋酸亮丙瑞林微球（3个月缓释）；注射用醋酸丙氨瑞林微球（1个月缓释）；注射用双羟萘酸曲普瑞林微球（3个月缓释）；醋酸戈舍瑞林缓释植入剂（1个月缓释）。	微球的生产不能直线放大，生产工艺复杂，重复性和稳定性都有一定的难度。	肿瘤、精神病患者数量增长；进口替代。
绿叶制药	利培酮缓释微球注射剂（两周一）、注射用戈舍瑞林微球（三月一次）	注射用罗替高汀缓释微球（一周一次）、棕榈酸帕立派酮缓释混悬注射液（一月一次）、罗替戈汀缓释微球（一月一次）		
健康元	妥布霉素吸入溶液、硫酸特布他林雾化吸入用溶液、盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液、吸入用复方异丙托溴铵溶液、吸入用布地奈德混悬液、吸入用异丙托溴铵溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液等	马来酸茚达特罗吸入粉雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液	对药物颗粒度、吸入装置有较高要求，研发和大规模生产具有较高的壁垒。部分吸入制剂申报需进行随机对照临床试验，临床研究难度高于普通仿制药。	老龄化趋势下，哮喘、COPD等呼吸系统疾病发病率提升；进口替代。
人福医药	瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、氢吗啡酮、羟考酮缓释片等	舒芬太尼透皮贴剂、枸橼酸芬太尼口腔贴片和盐酸氢吗啡酮缓释片等	部分精麻类药物具有成瘾性，因此国家对于精麻类药物研发、生产、流通、临床使用等多个环节均进行严格管制，行业具有较高进入壁垒。	手术量平稳增长，肿瘤镇痛用药市场仍有较大提升空间。
恩华药业	瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼等	YH1910-Z02、YH1910-Z01、YH1907-Z01		
立方制药	羟考酮缓释片	——		
卫信康	注射用多种维生素（12）、多种微量元素注射液、小儿多种维生素注射液（13）、小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）、复方氨基酸注射液（20AA）、注射用多种维生素（13）（10/3）等	小儿复方氨基酸注射液（20AA）、多种微量元素注射液（I）、多种微量元素注射液（III）等	核心产品均为大复方制剂各成分溶解性质不同，并对氧、温度、光等敏感，对于原辅料内控、溶剂、产品工艺过程控制、生产设备等都有严格的要求。	围手术期患者增加，临床对于肠外营养补充认知逐步增强。

我们认为，高壁垒仿制药公司也具备较好的投资价值，原因：（1）长期看，多数高壁垒仿制药需求量仍然有较大提升空间，“量增”的确定性较强；（2）产品竞争格局在中期内（远期可能存在竞争格局恶化、行业壁垒降低的风险）仍然较为稳定，可以保证产品价格体系稳定或小幅下降，在“量增”带动下，单品销售额依然可以保持稳健增长；（3）多数公司在各自优势领域建立了完备的产品梯队，即使存量产品销售金额出现下滑，随着后续管线中品种获批上市，公司长期业绩依然有望保持增长态势。在药品产业链领域，我们认为品类、产能均处于扩张期的药用辅料行业龙头也具有较好的业绩成长性。

推荐：九典制药、人福医药、卫信康和山河药辅。相关公司：立方制药。

资料来源：相关公司公告/网站，首创证券

三、血制品：供需新周期，看好采浆量具有较大提升潜力的公司

血制品企业经营状况持续改善，行业景气度处于较好水平

表 12：血制品主要生产和销售企业存货周转率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
华兰生物	1.33	1.16	1.15	1.01	0.83	0.93	1.1	1.17	1.09	1.09	0.75
天坛生物						1.19	0.9	0.84	1	0.97	0.84
卫光生物	0.94	1.06	1.03	0.93	0.86	0.88	1.05	1.33	1.33	0.83	0.65
博雅生物	1.03	1.38	1.14	1.39	1.22	1.54	1.59	1.61	1.67	1.86	1.76
上海莱士	0.74	1.00	1.10	1.11	0.72	0.42	0.52	0.52	0.77	1.14	1.04
派林生物	0.98	0.91	0.92	0.85	0.84	1.04	1.10	1.27	1.80	1.69	0.87
兴科蓉医药		6.57	12.82	8.19	3.33	2.89	4.12	7.20	10.92	26.31	

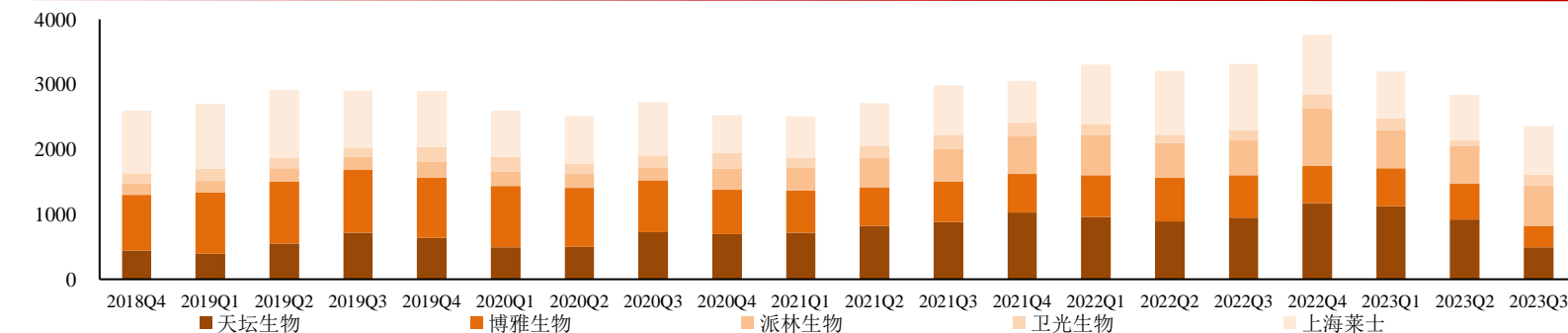
资料来源：Wind，首创证券（2018年之前天坛生物还包括疫苗业务，业务存在较大差异，故未列示2018年前数据）

表 13：血制品主要生产企业应收项目/收入

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
天坛生物						14.93%	19.39%	20.19%	24.98%	27.52%	12.13%
博雅生物	24.23%	18.42%	21.75%	23.20%	39.48%	35.95%	33.38%	27.10%	22.19%	20.55%	15.14%
派林生物	0.26%	0.40%	0.28%	0.25%	17.35%	20.03%	26.40%	29.92%	29.47%	37.05%	45.14%
卫光生物	2.11%	1.29%	0.75%	1.86%	14.92%	23.67%	28.25%	27.27%	22.51%	31.21%	22.15%
上海莱士	26.90%	36.69%	26.44%	42.98%	57.89%	52.99%	33.35%	21.01%	15.15%	13.94%	12.75%
华兰生物（血制品业务）	24.41%	17.52%	11.17%	22.68%	36.82%	22.32%	16.27%	28.24%	25.23%	22.79%	30.66%

资料来源：Wind，首创证券（2018年之前天坛生物还包括疫苗业务，业务存在较大差异，故未列示2018年前数据；应收项目包括应收票据、应收账款和应收款项融资）

图 30：近年来血制品生产企业应收项目情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，首创证券（华兰生物应收项目合并疫苗业务，华兰疫苗上市时间较短，缺失部分季度数据，故为统计华兰生物）

近10年来，国内主要血制品行业经历3个经营周期。

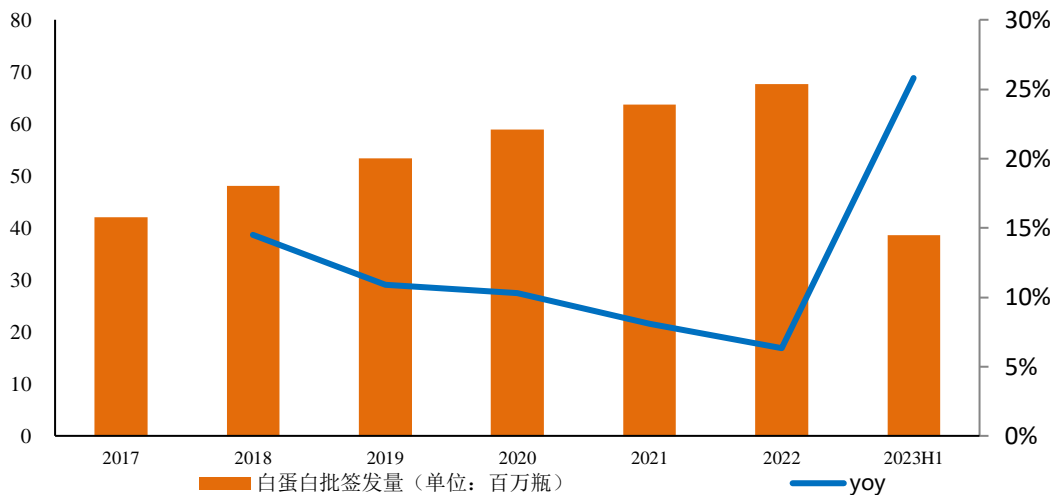
2013年至2016年，血制品需求平稳增长，采浆量增长与终端需求增长较为匹配，体现为存货周转率较为稳定或稳中有升，应收项目/收入较为稳定。

2017年起由于“两票制”实施后由于销售层级减少，同时由于2015年6月血制品最高零售价放开后量价齐升，渠道也累积了一定数量的库存，二者叠加导致多余的渠道库存进入市场，血制品市场进入去库存周期。体现为存货周转率均有所下降，应收项目/收入有所提升。

2019年至今，血制品市场需求逐步恢复，体现为企业的存货周转率触底回升，应收项目/收入有所波动，2023Q3血制品企业应收项金额目（包括应收账款、应收票据和应收款项融资）降低至近年来低位，体现出目前血制品渠道库存处于较低水平，行业经营状况持续改善。

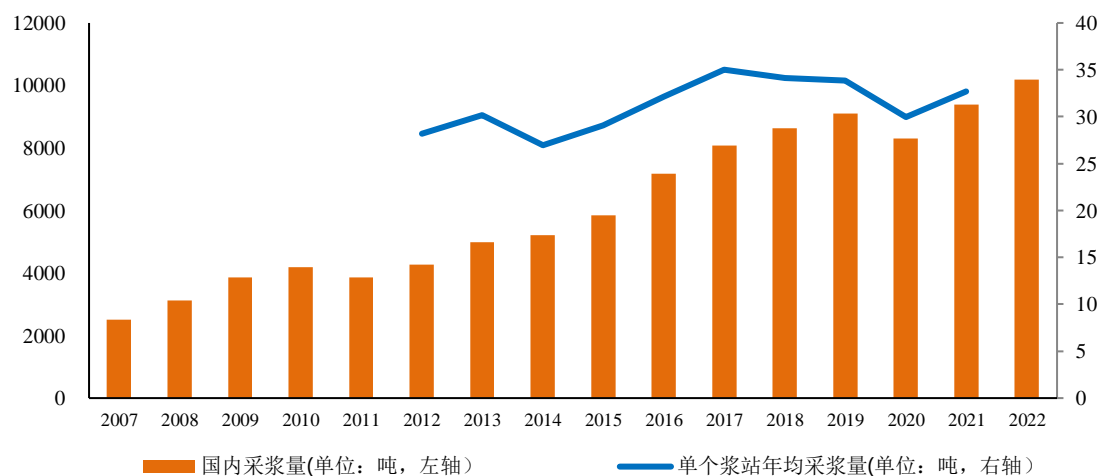
受疫情影响，过去5年采浆量增速有所放缓；白蛋白、静丙终端需求仍然平稳增长

图 31：白蛋白批签发量



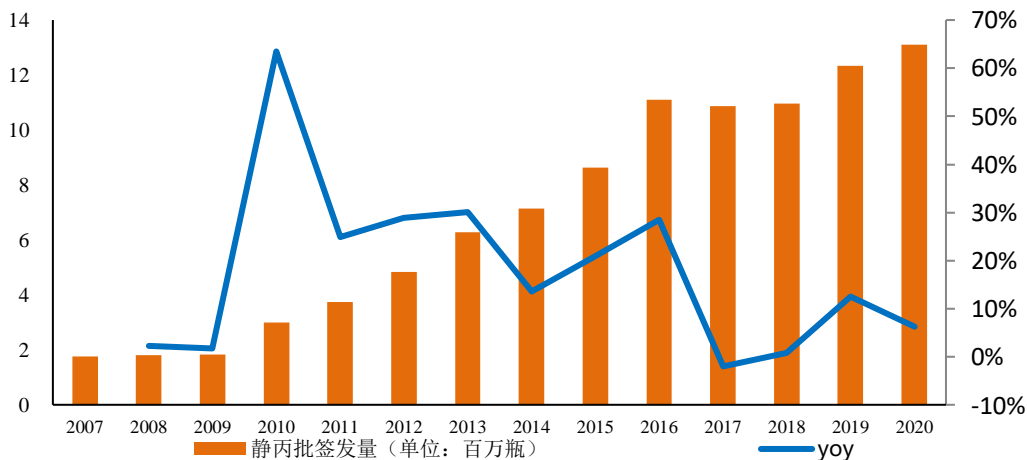
资料来源：兴科蓉医药公告，首创证券

图 32：国内采浆量情况



资料来源：天坛生物公告，博雅生物公告，火石创造，首创证券

图 33：静丙批签发量情况



资料来源：Wind，首创证券（2021年起中检院不再披露批签发量数据，故该数据截止于2020年）

2018年至2022年，我国采浆量从8636吨增加到10181吨，年复合增速为4.20%；而2007年至2018年，我国采浆量年复合增速为11.93%，单个浆站年均采浆量在30吨左右，采浆量增速放缓主要是由于疫情对采浆节奏造成较大影响。

血制品需求端保持稳定增长，2017年至2022年，我国白蛋白批签发量年复合增速为9.99%，2023H1由于疫情后诊疗量复苏，批签发量同比大幅增加。2015年至2020年，静丙批签发量年复合增速为8.70%，其中2017年和2018年批签发量增速明显放缓，主要是由于消化渠道库存影响。

部分血制品公司浆站数量、采浆量有较好增长

表 14：血制品主要上市公司采浆量相关数据（采浆量单位：吨）

公司	项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
天坛生物	采浆量	1568	1706	1714	1809	2035	1125
	在营浆站数量	49	52	55	58	70	76
	单个浆站采浆量	32	33	31	31	29	—
华兰生物	采浆量	—	1000+	1000+	1000+	1100+	—
	在营浆站数量	25	25	25	25	32	—
	单个浆站采浆量	—	40	40	40	34	—
博雅生物	采浆量	350	372	378	420	439	215
	在营浆站数量	12	12	13	14	14	14
	单个浆站采浆量	29	31	29	30	31	—
派林生物	采浆量	—	400	—	900	800+	—
	在营浆站数量	11	11	26	27	38	38
	单个浆站采浆量	—	36	—	33	21	—
卫光生物	采浆量	—	—	382	447	467	—
	在营浆站数量	7	7	8	8	9	9
	单个浆站采浆量	—	—	48	56	52	—
上海莱士	采浆量	1180	1230	1200+	1280	1400+	—
	在营浆站数量	41	41	41	41	42	42
	单个浆站采浆量	29	30	29	31	33	—

资料来源：各公司公告，首创证券

表 15：血制品主要生产企业的“购买商品 劳务支付的现金”同比增速

	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023Q3
天坛生物	12.12%	3.82%	18.82%	14.95%	19.64%	36.33%
华兰生物	26.53%	10.83%	68.61%	4.34%	-14.44%	84.04%
博雅生物	39.90%	-46.72%	-1.06%	16.16%	27.84%	9.68%
上海莱士	8.28%	10.71%	144.01%	74.92%	17.15%	26.86%
卫光生物	-6.38%	18.47%	31.96%	1.58%	18.10%	-8.23%
派林生物	-0.42%	41.60%	158.10%	4.11%	32.94%	33.65%

资料来源：Wind，首创证券

血制品收入=吨浆收入*投浆量，其中吨浆收入与血制品价格、可生产品种数量有关；投浆量与采浆量挂钩，而采浆量与浆站数量、单个浆站采浆量有关，不同区域、不同公司旗下浆站由于所处区域献浆理念、经济发展水平、人口等客观条件不同，单个浆站采浆量存在一定差异，但特定企业旗下单个浆站年采浆量基本稳定或有一定幅度的自然增长，因此浆站数量是决定血制品企业远期业绩的关键因素。

在血制品行业上市公司中，2018年至今，天坛生物、华兰生物和派林生物浆站数量有较大增长；天坛生物、派林生物采浆量有较大增长。

血制品生产需要经历采浆、检疫、生产和批签发等多个流程，因此血制品行业上市公司的“购买商品、接受劳务支付的现金”（主要为采浆成本）可视为公司采浆量的同步指标和业绩的先行指标。2023Q3，天坛生物、华兰生物和派林生物的“购买商品、接受劳务支付的现金”保持快速增长，体现出上述公司采浆量处于较好水平。

在新冠疫情中，血制品在患者救治、康复中起到了较大作用，提升了医生和患者对于静丙、白蛋白等血制品临床价值的认知度，预计需求增速中枢有所提升。因此我们认为血制品行业供需紧平衡态势有望延续。

投资建议：推荐采浆量迎来长期拐点的**华兰生物**。其他相关公司：**天坛生物、派林生物、上海莱士和博雅生物**。

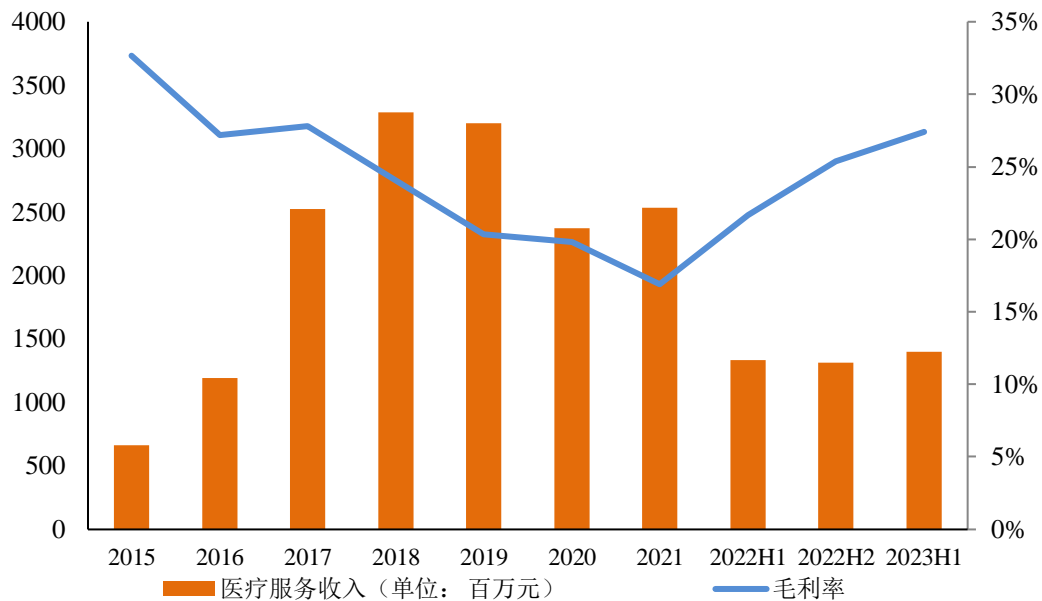
四、医疗服务：推荐兼具内生性业绩拐点和外延式发展的标的

新里程：兼具内生性业绩拐点和外延式发展预期

表 16：上市公司体内主要医院基本情况

医院	位置	基本情况
瓦房店第三医院	辽宁省大连市瓦房店市	三级综合性医院，设有21个科室、27个住院病区，开放床位1001张，医疗辐射人口120余万人。医院年门诊量40万人次，年住院患者4万余人次，年手术量8800余例（含门诊手术量）。
兰考第一医院集团	河南省兰考县	由兰考第一医院（兰考县人民医院）、兰考妇儿医院、兰考东方医院和兰考垌阳医院组成，是当地最大的医院集团。其中，兰考第一医院是一家集医疗、急救、科研、教学、预防、保健于一体的国家三级综合医院，兰考东方医院和兰考垌阳医院均为国家二级综合医院。集团实际开放床位1560张，服务人口达100多万。年门诊、急诊总量100余万人次，年出院患者7.3万人次，手术2.4万台次，医疗服务占本地区的份额为50%。
盱眙恒山中医医院有限公司	江苏省盱眙县	三级中医医院，医院开放床位700张，设立住院病区21个、临床科室26个、医技科室9个。
泗阳县人民医院	江苏省泗阳县	二级甲等综合医院。东院区，按三级综合医院标准建设，设置床位800张。西院区（医院本部）开设临床科室29个，医技科室8个，司法鉴定所1个，开放床位800张，年门诊急诊诊疗61万人次，出院病人3.9万人次，住院手术1.2万例。
崇州二医院有限公司	四川省崇州市	二级甲等综合医院，医院开放床位698张，设置科室44个，骨科、神经外科、微创外科（手足外科）、肾内科发展成为市级重点专科。2022年，骨科被评为成都市医学重点专科。
萍乡市赣西医院	江西省萍乡市	二级甲等综合性医院，医院开放床位500余张。
萍乡市赣西肿瘤医院	江西省萍乡市	按三级医院标准建设的肿瘤专科医院，批准设床位300张。

图 34：新里程医疗服务收入和毛利率情况



资料来源：新里程公告，首创证券

资料来源：新里程公告/网站，首创证券

新里程体内拥有多家优质医院，旗下多家医院的医疗硬件条件和诊疗水平在当地处于领先地位，诊疗量、手术量等保持较高水平，具有较强的影响力，有利于持续吸引区域内患者就医。2022年新里程健康入主后，上市公司医疗服务业务收入保持了平稳增长，毛利率自2022H2起持续提升。2023年前3季度公司医疗服务业务收入为21.13亿元（+5.7%），医疗服务业务利润1.87亿元（+56.9%），公司医疗服务板块盈利能力持续提升。

2023年5月公司发布《向特定对象发行股票预案》，拟向新里程健康发行2.18亿股，认购金额为6.86亿元，发行价为3.14元/股，募集资金扣除相关发行费用后将全部用于补充流动资金及偿还借款，公司预计本次定增将于2024年上半年完成。此外新里程健康及其控股股东香港新里程也承诺，在成为恒康医疗控股股东之日起五年内，并力争用更短的时间，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。**新里程健康在上市公司体外拥有控股管理近30家二级及以上医院和近200家基层医疗机构，总床位数达2万张，公司计划在2024年上半年将部分医院通过现金收购方式装入上市公司；若体外资产注入上市公司体内，公司医疗服务业务有望迎来跨越式发展。**

五、康复器械：行业政策、需求、供给共振，带动景气度持续向上

一、需求端：康复医疗目标人群广泛，总体需求向上

康复医疗目标人群广泛，包括有残疾、慢病、精神疾病以及术后等各类人群。根据柳叶刀杂志统计，我国2019年康复总需求人数达到4.9亿人，为全球最大的康复需求国家。从各类别看：

- 1) 我国残疾人基数大。2021年全国持证残疾人人口达到3805万人，根据残联推算2010年末我国残疾人总人数8502万人，其中重度残疾2518万人，中度和轻度残疾人5984万人。
- 2) 我国慢病群体庞大，老龄化趋势下患病人数预计持续增加。根据亿欧智库数据，2018年我国慢性病人口数量达到4.85亿人，其中80%需要康复。随着年龄增加，患慢病概率提升显著，2022年我国60岁以上人口达到2.8亿人，在国内老龄化趋势下预计慢病人数将继续增长。

图 35：康复医疗的目标人群及需求

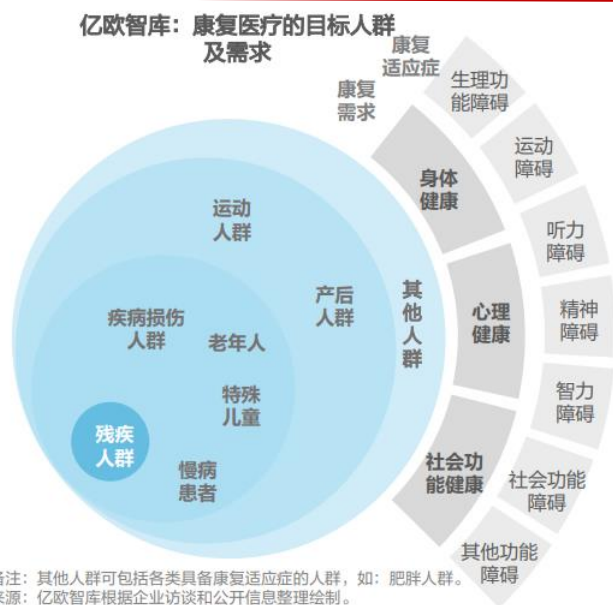


图 36：全国持证残疾人人口（单位：万人）

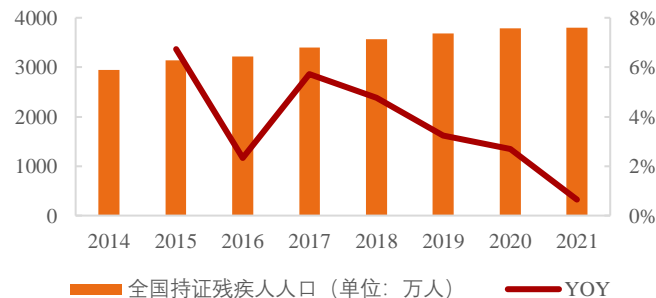
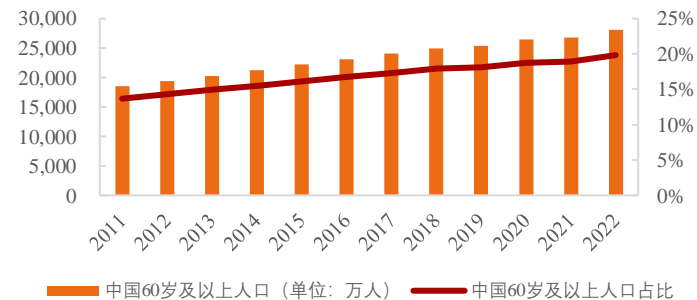


图 37：中国60岁及以上人口（单位：万人）



资料来源：中国残联，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

表17：常见慢性病患病率随年龄增长而增加

病种	40~49岁 (n=821)		50~59岁 (n=1,085)		60~69岁 (n=1,746)		70~79岁 (n=1,860)		80~89岁 (n=189)		合计 (n=5,701)	
	病例数	患病率	病例数	患病率	病例数	患病率	病例数	患病率	病例数	患病率	病例数	患病率
慢性支气管炎	21	2.56	64	5.89	359	20.56	727	39.08	94	49.73	1,265	22.19
肺气肿	7	0.85	15	1.38	168	9.62	483	25.96	66	34.92	739	12.16
肺心病	0	0	1	0.09	12	0.68	61	3.27	10	5.29	84	1.47
高血脂	135	16.44	236	21.75	386	22.10	480	25.80	39	20.63	1,276	22.38
高血压	38	4.63	122	11.24	442	25.31	562	30.21	65	34.39	1,229	21.55
冠心病	16	1.95	86	7.92	472	27.03	850	45.69	92	48.68	1,518	26.63
胆结石	37	4.50	78	7.18	140	8.01	229	12.31	16	8.46	500	8.77
慢性胃炎	35	4.26	95	8.75	244	13.97	313	16.82	20	10.58	707	12.40
癌症	2	0.24	9	0.82	44	2.52	82	4.40	17	8.99	154	2.70
糖尿病	15	1.82	60	5.52	180	10.36	316	16.98	34	17.99	605	10.61
脑血栓	2	0.24	4	0.36	25	1.43	54	2.90	8	4.23	93	1.63
脑出血	0	0	0	0	7	0.40	16	0.86	3	1.58	26	0.46

资料来源：《中国慢性病预防与控制》，首创证券

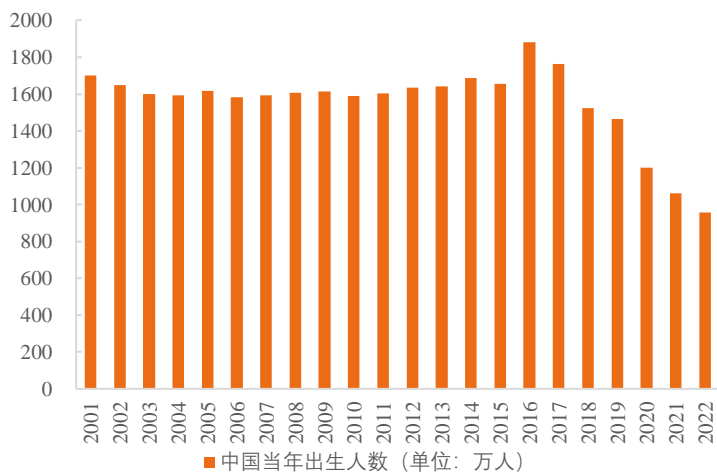
资料来源：亿欧智库，首创证券

3) 我国产后人群数量有望迎来企稳回升。

我国新生儿数量近年来持续下滑，2022年为956万人，但2023年结婚登记人数已同比恢复正增长，生育和结婚通常存在时间上的滞后，预计后续新生儿和产后人群数量有望迎来企稳回升。此外，根据亿欧智库测算，产后康复机构的渗透率仅有20.6%，随着康复意识和消费水平的提高，产后康复机构的渗透率有望持续提升。

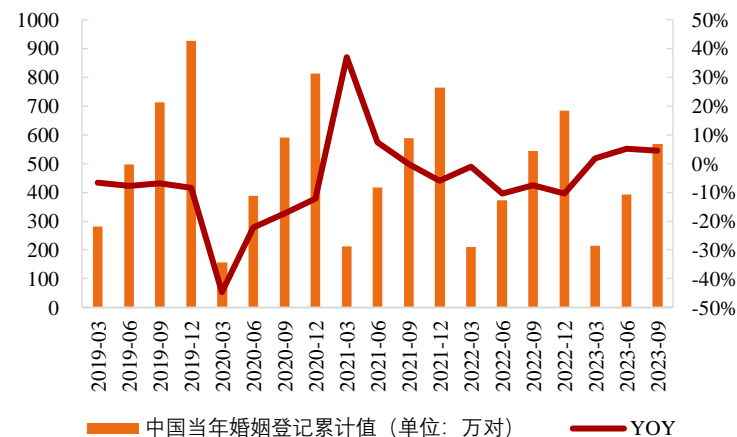
4) 我国精神类疾病患者数量大且呈现上升趋势。根据WHO统计，我国约有5400万人患有抑郁症，约4100万人患有焦虑症。我国精神病医院年诊疗人次数从2011年的2310万人次增长到2021年的5119万人次，CAGR为8.3%；年手术人次数从2011年的6.3万人次增长到2021年的18.1万人次，CAGR为11.2%，呈现逐年上升趋势。

图 38：中国当年出生人数（单位：万人）



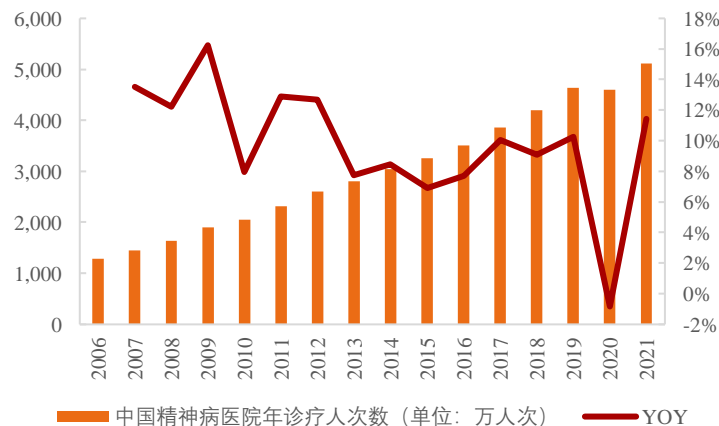
资料来源：Wind，首创证券

图 39：中国当年婚姻登记累计值（单位：万对）



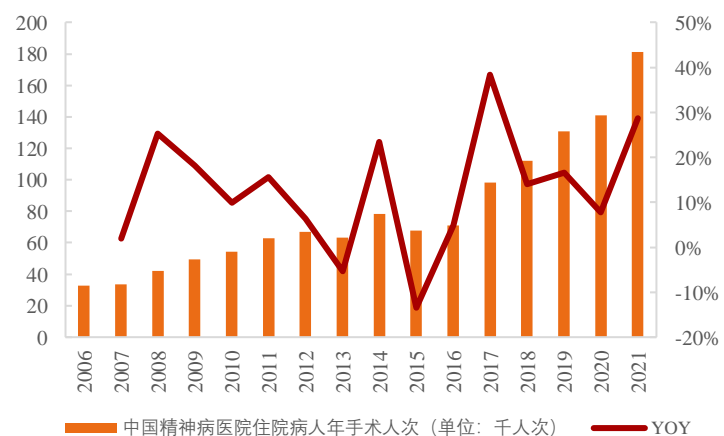
资料来源：Wind，首创证券

图 40：中国精神病医院年诊疗人次数（单位：万人次）



资料来源：同花顺iFind，首创证券

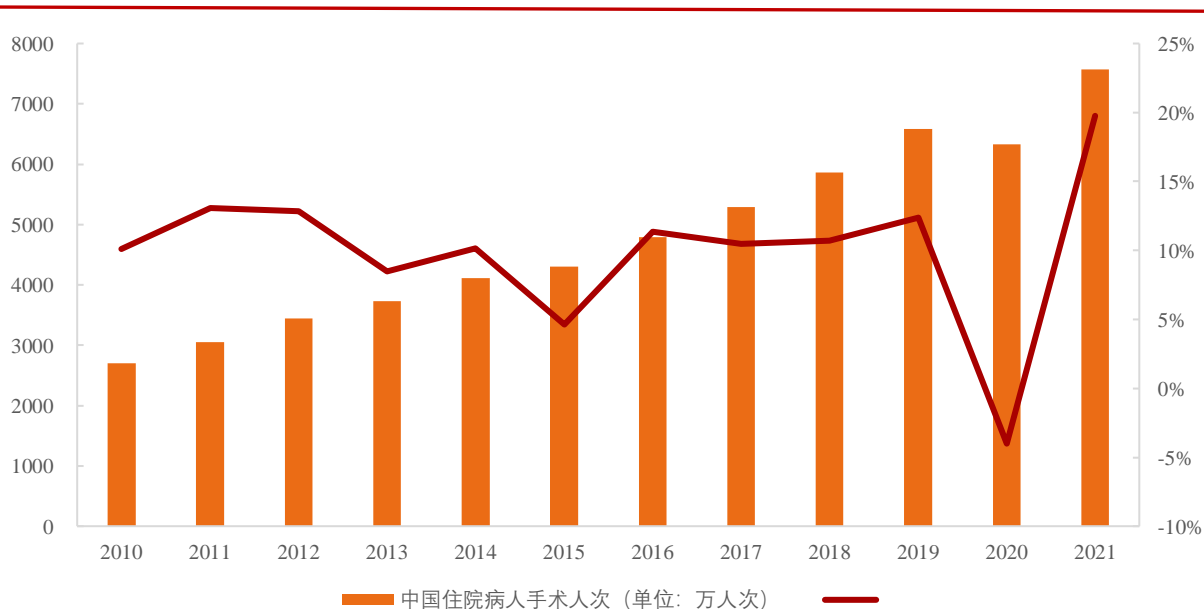
图 41：中国精神病医院住院病人年手术人次数（单位：千人次）



资料来源：同花顺iFind，首创证券

5) 术后人群数量呈现逐年增长趋势。我国住院病人手术人次数从2011年的3050万人次增长到2021年的7574万人次，CAGR为9.5%。根据广东省人民医院一项研究表明，术后的康复治疗不仅可以缩短住院时间，提高床位周转率，也可以降低住院费用，在DRG/DIP支付改革之下有利于医疗机构经营效率提升。

图 42：中国住院病人手术人次（单位：万人次）



资料来源：Wind，首创证券

表 18：先天性心脏病患儿术后早期综合干预康复模式效果评价

	康复组	对照组	P
住院时间 (d)	4.2±2.1	6.6±3.2	$\chi^2=9.8, P=0.0017$
住院费用 (元)	38132±9052	42867±13516	$t=-4.05301, P < 0.001$

资料来源：《岭南心血管病杂志》，首创证券

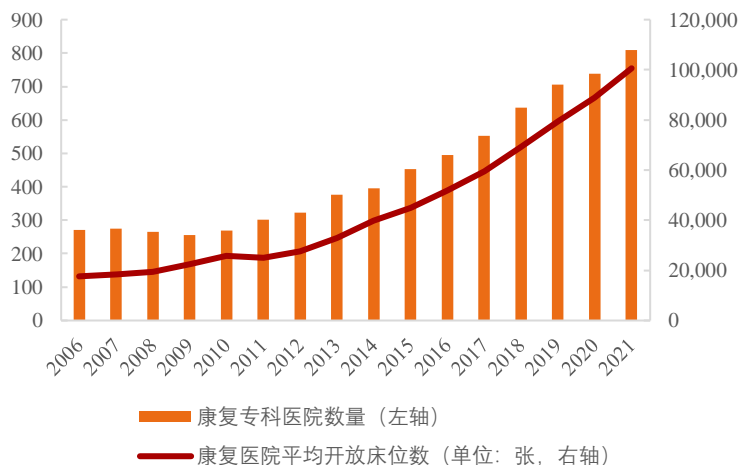
二、供给端：康复服务供给稳定增长，潜在提升空间大

康复服务供给端主要包括综合医院康复科、康复专科医院、养老和残疾康复机构等。从各类别看：

1) 康复专科医院稳步快速扩张。2011年到2021年，康复专科医院数量、平均开放床位数、医院总资产、万元以上设备数量年复合增长率分别为10.4%/15.0%/24.9%/25.8%，医院数量和规模的扩张带来康复器械行业的快速增长。

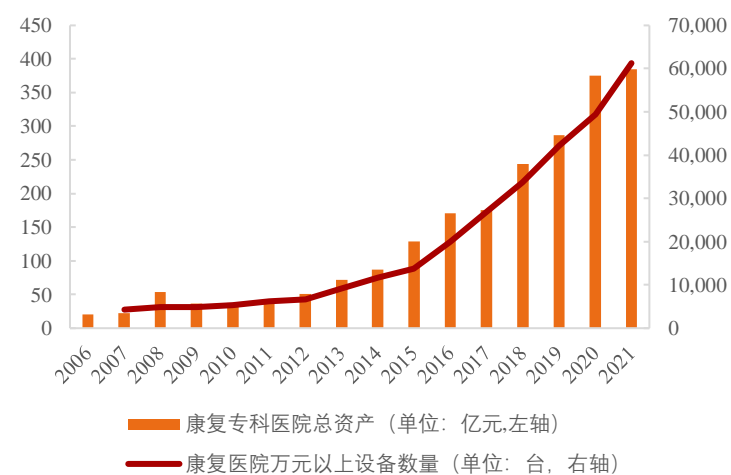
2) 国内综合医院康复渗透率仍有较大提升空间。根据一项大型调查，2021年设置康复医学病房的综合医院数量占比仅有29.3%，同时综合医院早期康复介入率仍处于较低水平，康复医疗在综合医院的潜在提升空间大。

图 43：中国康复专科医院数量和平均开放床位数



资料来源：同花顺iFind，首创证券

图 44：中国康复专科医院总资产和万元以上设备数量



资料来源：同花顺iFind，首创证券

图 45：中国综合医院康复医学专业服务概况

科室名称	综合医院早期康复介入率
骨科	13.2%
神经内科	18.9%
重症医学	29.3%

2021年
设置康复医学病房的综合医院
数量占比仅有**29.3%**

资料来源：《2021年度国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，首创证券

3) 养老机构床位数稳步扩张，近年增速略有放缓。国内可提供住宿的养老机构数量和床位数近五年CAGR均超过6%，但近年受疫情影响增速有所放缓，我们预计随着床位使用率的提升、老龄化趋势下床位新增，有望进一步带动老年康复服务需求的提升。

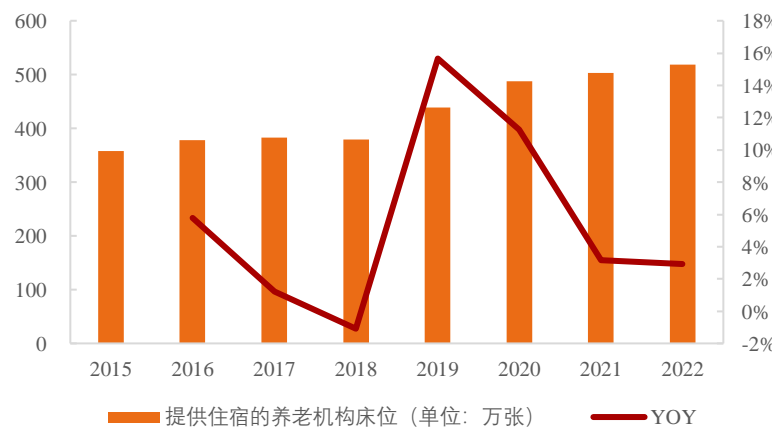
4) 残疾人康复机构数量保持相对稳定增长，2017-2022年CAGR为6.9%，2022年受疫情影响增速放缓。

图 46：中国提供住宿的养老机构数量（单位：家）



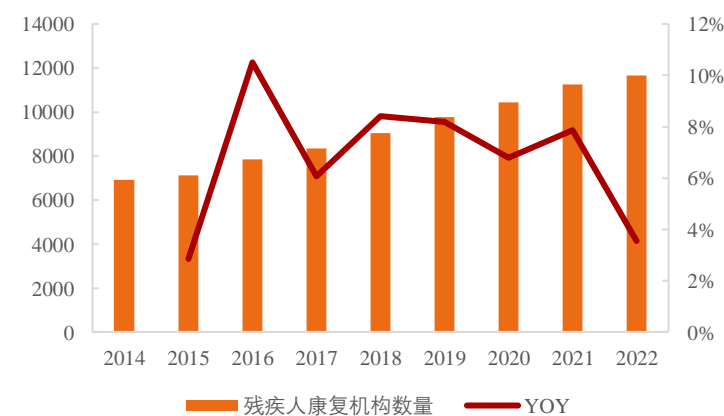
资料来源：同花顺iFind，首创证券

图 47：中国提供住宿的养老机构床位数（单位：万张）



资料来源：同花顺iFind，首创证券

图 48：残疾人康复机构数量（单位：家）



资料来源：中国残疾人联合会，首创证券

近年来，国家针对康复产业链的各个环节有序出台了各类支持鼓励性政策。

2010年开始陆续从支付端对康复医疗进行支持。

“十二五”（2011-2015年）期间针对康复设备制造、分级康复体系的初步构建出台了一系列政策。

“十三五”（2016-2020年）期间进一步针对康复设备制造出台了鼓励政策，深化明确了一体化康复诊疗体系的建设方案。

表 19：康复行业近年政策汇总

年份	文件名称	文件内容	发文单位
2010	《将部分医疗康复项目纳入基本医疗保险范围的通知》	把以治疗性康复为目的的运动疗法等9项医疗康复项目纳入基本医疗保险范围，各省（区、市）已经纳入相应基本医疗保险支付范围的其他医疗康复项目应当继续保留，有条件的地区可根据基金承受能力，按照保障基本需求的原则，适当增加纳入基本医疗保险范围的医疗康复项目。	原卫生部、人力资源和社会保障部、民政部、财政部和中国残联联合
2011	《综合医院康复医学科建设与管理指南》	要求二级以上（含二级，下同）综合医院应当按照《综合医院康复医学科基本标准》独立设置科室开展康复医疗服务；综合医院应当具备与其功能和任务相适应的诊疗场所、专业人员、设备设施以及相应的工作制度，以保障康复医疗工作的有效开展。	原卫生部
2012	《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	要初步建立分层级、分阶段的康复医疗服务体系，逐步实现患者在综合医院与康复医院、基层医疗卫生机构间的分级医疗、双向转诊。	原卫生部
2015	《中国制造2025》	康复设备被列为医疗器械的发展重点分为重点产品。	国务院
2015	《国务院关于加强发展体育产业促进体育消费的若干意见》	要促进康体结合，大力发展运动医学和康复医学，积极研发运动康复技术，鼓励社会资本开办康体、体质测定和运动康复等各类机构。	国务院
2016	《新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保险支付范围的通知》	新增康复综合评定、吞咽功能障碍检查等20项医疗康复项目纳入基本医疗保险支付范围。并要求各级残联要充分发挥保障残疾人权益的作用，协助政府有关部门贯彻落实医疗康复保障政策。	人力资源社会保障部、国家卫生计生委、民政部、财政部、中国残联
2016	《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	为加快康复辅助器具产业发展，国务院明确要求从落实税收价格优惠、强化企业金融服务、加强财政资金引导、完善消费支持措施、加强人才队伍建设等方面对康复辅助器具产业提供政策支持。	国务院
2016	《“健康中国2030”规划纲要》	鼓励社会力量兴办医养结合机构；加快发展康复辅助器具产业，加强高端医疗器械创新能力建设，推进医疗器械国产化。	国务院
2017	《国务院关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知》	未来要完善治疗—康复—长期护理服务链，发展和加强康复等接续性医疗机构；支持社会力量以多种形式参与健康服务。	国务院
2017	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	鼓励护理院、专业康复机构等加入医联体，建立医联体内转诊机制，加强医疗卫生与养老服务相结合，为患者提供一体化、便利化的疾病诊疗—康复—长期护理连续性服务。	国务院
2018	《关于印发全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020年）的通知》	各基层医院需完善诊疗科目设置，独立设置康复医学科等一级诊疗科目，加强康复医学等学科建设，力争使我国90%的县医院、县中医院分别达到县医院、县中医院医疗服务能力基本标准要求，为康复设备产业提供了更加广阔的市场和发展空间。	国家卫生健康委员会、国家中医药管理局
2019	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在康复等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构；推动开展老年人医疗、康复、护理、家庭病床等服务。	国家发展和改革委员会等
2020	《中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025）》	到2025依托现有资源布局建设一批中医康复中心，三级中医医院和二级中医医院设置康复（医学）科的比例分别达到85%、70%。	国家卫生健康委员会

资料来源：相关政策文件，首创证券

表 20：康复行业近年政策汇总（续）

年份	文件名称	文件内容	发文单位
2021	《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》	主要包括健全完善康复医疗服务体系、加强康复医疗人才培养和队伍建设、提高康复医疗服务能力、创新康复医疗服务模式、加大支持保障力度。	国家卫生健康委员会
2021	《“十四五”残疾人康复服务实施方案》	构建残疾人康复保障制度和服务体系，提升残疾康复服务质量，到2025年，有需求的持证残疾人和残疾儿童接受基本康复服务的比例达85%以上。	中国残联、教育部、民政部、卫健委等
2021	《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》	选取北京等15个省份作为康复医疗服务试点地区，探索形成较完善的康复医疗服务体系、多元化康复医疗服务模式、有利于康复医疗服务发展的政策措施等，加快推动全国康复医疗服务发展取得实效。	国家卫生健康委员会
2021	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	重点发展针刺、灸疗、康复等中医装备，妇幼健康及保健康复装备等。	工业和信息化部等
2022	《关于全面加强老年健康服务工作的通知》	到2025年，二级及以上综合性医院设立老年医学科的比例达到60%以上；大力发展老年护理、康复服务；加强老年中医药健康服务。	国家卫健委、全国老龄办、国家中医药管理局
2022	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	到2025年，全国养老机构护理型床位占比提高到55%，支持医疗资源丰富的地区将部分公立医疗机构转型为护理院、康复医院。	国务院
2022	《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》	各地要优化医疗资源布局，通过新建、改扩建、转型发展等方式，加强康复医院、护理院（中心、站）和安宁疗护机构建设，支持老年医学科和安宁疗护科发展，支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务。	国家卫健委等11部门
2023	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	扩大康复和护理等连续性服务供给，增加康复、护理等专科医疗机构数量；促进医养结合，合理布局养老机构与综合医院老年医学科、护理院、康复疗养机构、安宁疗护机构等。	国务院
2023	《国家卫生健康委办公厅关于进一步推进加速康复外科有关工作的通知》	强化康复早期介入，将康复贯穿于疾病诊疗全过程，促进患者快速康复和功能恢复。	国家卫生健康委
2023	《关于开展全面提升医疗质量行动（2023-2025年）的通知》	在2023-2025年各省行动效果监测指标体系中，将提高“早期康复介入率”纳入医疗行为质量的考核范围。	国家中医药管理局、国家卫生健康委

资料来源：相关政策文件，首创证券

“十四五”（2021-2025年）期间，针对人才培养、一体化康复服务体系构建、康复设备出台了更多细化政策，同时在国内老龄化趋势下开始强调老年人康复和康养结合服务体系的构建，此外今年来针对围术期的康复出台了多个政策，康复医疗各个细分赛道逐步进入到快速发展阶段。

我们认为康复行业未来需求增长确定性较强，国家陆续出台有关利好政策，助力行业快速发展，在解除卫生限制后康复医疗终端预计将重新恢复扩张势头，康复器械需求迎来新一轮的增长周期，建议关注：（1）产品矩阵丰富，能够提供康复一体化解决方案综合性龙头公司**翔宇医疗**。（2）受益于消费能力复苏，深耕需求高增长的神经康复领域，且横向拓展能量医美等领域的设备公司**伟思医疗**。

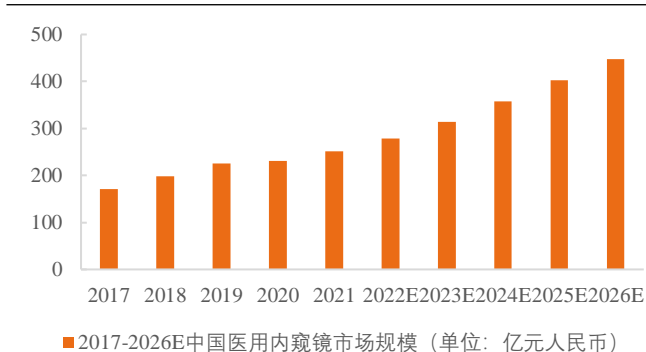
六、内窥镜：行业前景广阔，国产替代有望进入加速阶段

内窥镜可分为软式内窥镜（即软镜）和硬性式内窥镜（即硬镜）。硬镜主体主要通过手术切口进入人体治疗，包括腹腔镜、胸腔镜、关节镜等。软镜则主要通过人体的自然腔道进入进行检查和治疗，如胃镜、肠镜、支气管镜等。

国内内镜市场保持高速增长。根据头豹研究院数据，我国医用内镜市场从2017年的171亿元增长到2021年的251亿元，CAGR为10.1%，预计2022-2026年将继续保持12.6%的CAGR。

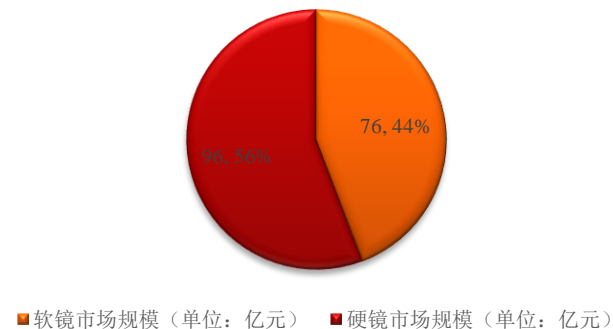
内镜应用场景广泛，软镜市场略大于硬镜。内镜被广泛应用于多个医院科室的检查和手术，其中普外、泌尿、消化等科室应用率靠前。根据医械汇2022年数据，中国软镜占内镜市场规模比例为56%，略高于硬镜。

图 49：2017-2026E中国医用内窥镜市场规模



资料来源：头豹研究院，首创证券

图 50：2022年中国软镜、硬镜市场规模 (单位: 亿元)



资料来源：医械汇，首创证券，*口径与头豹研究院有差异

表 21：国内不同科室内镜规模、占比

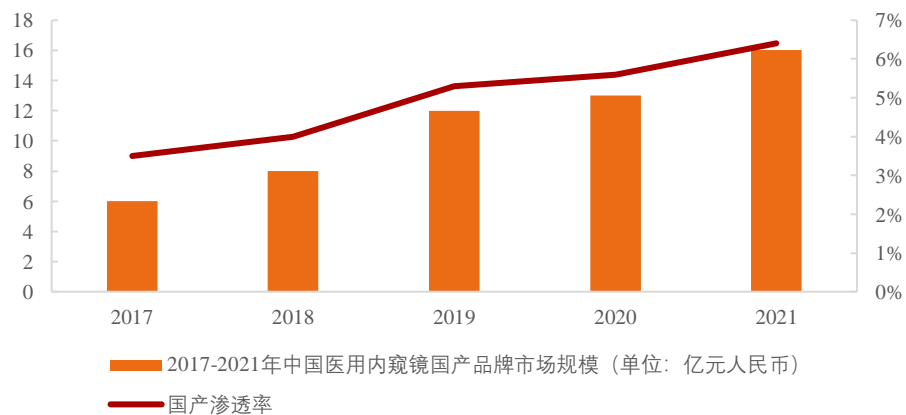
临床应用	部分产品	2022年市场规模(亿元)	占比
普外	腹腔镜	38.5	22.38%
泌尿	输尿管肾镜、膀胱镜、经皮肾镜、前列腺电切镜	27.7	16.10%
消化	胃肠镜、十二指肠镜、胆道子镜	49.8	28.95%
妇科	宫腔镜、妇科腹腔镜	11	6.40%
肝胆外科	胆道镜	2.4	1.40%
呼吸科/胸外科/耳鼻喉科	支气管镜、胸腔镜、鼻咽喉镜	26.6	15.47%
骨科	关节镜、椎间孔镜	13	7.56%
其他	脑室镜、神经内镜、牙科内窥镜、眼科内窥镜	3	1.74%

资料来源：医械汇，首创证券

一、市场：行业高速增长，国产替代率快速提升

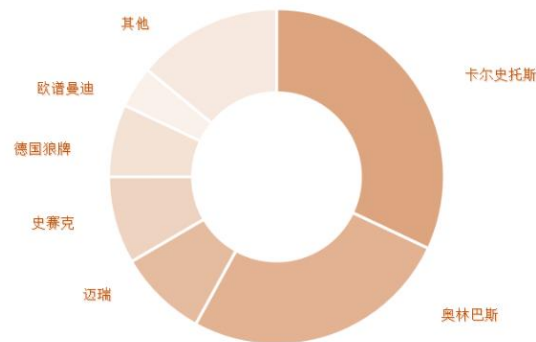
国内内镜行业起步较晚，多年来一直处于进口垄断状态。近年来随着国内厂商研发和产品力的加强，叠加国家一系列的支持政策，国产替代率快速提升，根据沙利文和头豹研究院数据，中国内窥镜国产品牌渗透率从2017年的3.5%快速提升到2021年的6.4%。根据医械汇最新数据测算，2022年硬镜市场国产厂家迈瑞、欧谱曼迪、新光维等企业市占率已经达到接近20%，软镜市场国产厂家开立、澳华等企业市占率约为17%，国产替代进入加速期。

图 52：2017-2021年中国医用内窥镜国产品牌市场规模及渗透率



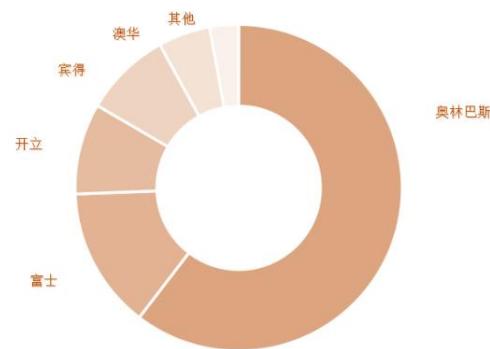
资料来源：沙利文，头豹研究院，首创证券

图 51：2022年中国硬镜市场份额情况



资料来源：医械汇，首创证券

图 53：2022年中国软镜市场份额情况

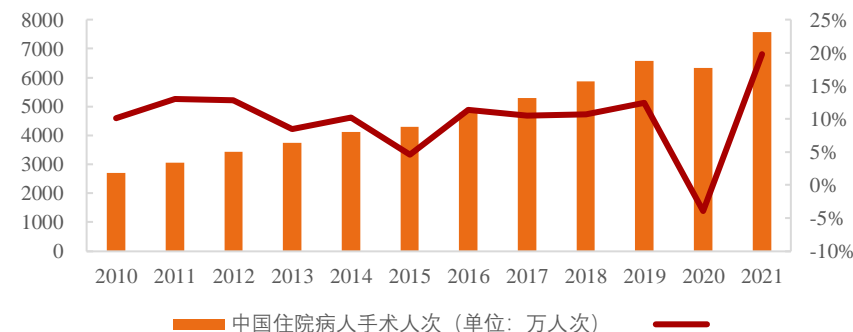


资料来源：医械汇，首创证券

我国手术总量增长趋势显著。随着我国老龄化程度加深，手术数量呈现逐年增长趋势。我国住院病人手术人次数从2011年的3050万人次增长到2021年的7574万人次，CAGR为9.5%。

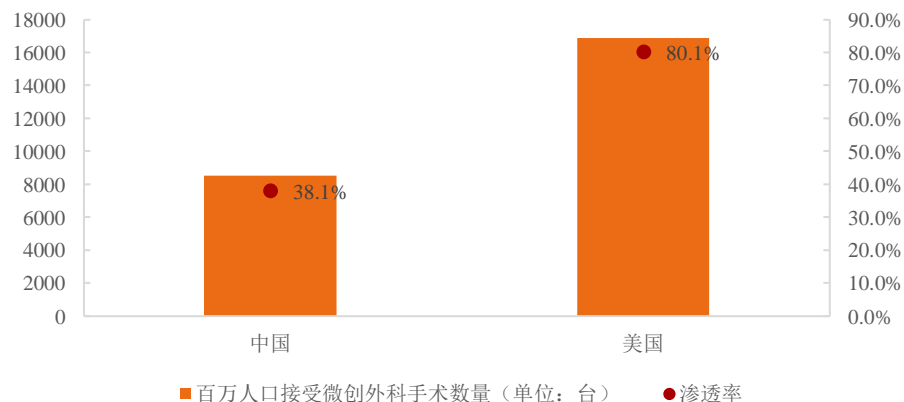
微创手术快速普及，渗透率仍有提升空间。微创手术具有创伤小、恢复快、疼痛少、并发症风险低等优势，近年来在我国快速普及，从2015年580万台增长至2019年1190万台，CAGR高达19.7%，我国接受微创外科手术渗透率比例从2015年的28.5%提升到2019年的38.1%，但与美国相比仍有较大差距。

图 54：中国住院病人手术人次（单位：万人次）



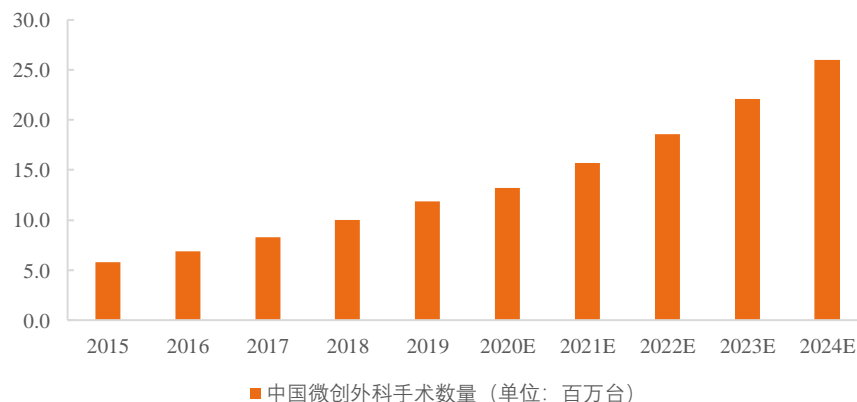
资料来源：Wind，首创证券

图 55：中国百万人口接受微创外科手术数量及渗透率



资料来源：灼识咨询，首创证券，*渗透率为微创外科手术量占普外科、妇产科、泌尿外科、胸外科、骨科外科手术量总数的百分比

图 56：中国微创外科手术数量（单位：百万台）

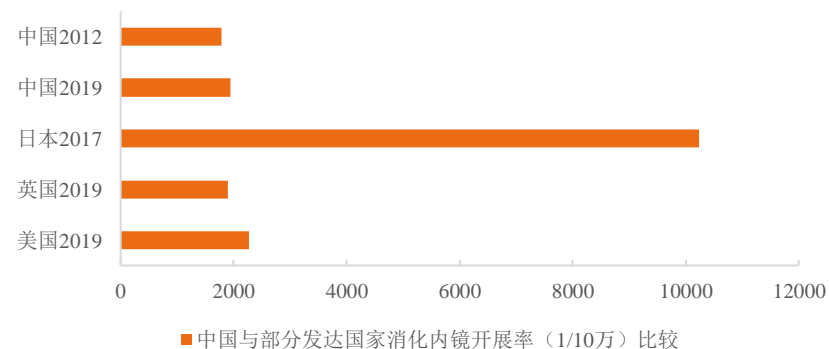


资料来源：灼识咨询，首创证券

受饮食习惯、环境因素的影响，我国消化系肿瘤发病率高。根据国家癌症中心的数据，2016年我国新发恶性肿瘤 406 万人，消化道肿瘤中的结直肠癌、胃癌和食管癌的发病人数分别为 40.8/39.7/25.3 万人，占比分别为 10%/9.8%/6.2%，总体占比为 26%，显著高于美国。

消化道肿瘤早筛普及需求强烈，国内渗透率具有较大提升空间。消化系恶性肿瘤发展进程缓慢，早筛早治可显著提升疾病生存率，内镜取活检为确诊“金标准”，我国 2019 年消化内镜开展率虽英国、美国接近，但因饮食和人种等因素差异我国消化道肿瘤发病率高，早筛需求意义更大，且与亚洲发达国家日本相比早筛率仍有较大提升空间。

图 57：中国与部分发达国家消化内镜开展率（1/10万）比较



资料来源：《中国消化内镜技术发展现状》，首创证券

表 22：2016 年中国癌症发病率前 10 位

发病顺位	例数	占癌症总数比例 (%)
所有癌症	4064000	100
肺癌	828100	20.4
结直肠癌	408000	10
胃癌	396500	9.8
肝癌	388800	9.6
乳腺癌	306000	7.5
食管癌	252500	6.2
甲状腺癌	202600	5.0
宫颈癌	119300	2.9
脑和其他神经系统恶性肿瘤	109000	2.7
胰腺癌	100400	2.5

资料来源：国家癌症中心，首创证券

表 23：2023 年美国癌症发病率前 10 位

发病顺位	例数	占癌症总数比例 (%)
所有癌症	1958310	100
乳腺癌	300590	15.3
前列腺癌	288300	14.7
肺癌	238340	12.2
结直肠癌	153020	7.8
皮肤黑色素瘤	97610	5.0
膀胱癌	82290	4.2
肾癌	81800	4.2
非霍奇金淋巴瘤	80550	4.1
子宫体癌	66200	3.4
胰腺癌	64050	3.3

资料来源：《2023 年美国癌症统计报告》，首创证券

近年来，开立、澳华等国产企业在软镜领域加快技术追赶，从光学染色功能上实现了自主创新和突破，同时主机图像分辨率水平、镜体视场角度和弯曲角度等关键参数已达到国际领先水平，与进口产品相比性价比显著，在医保控费的趋势下国产的高性价比更具有优势。

表 24：国产和进口软镜性能及价格对比

项目		开立医疗	澳华内镜	奥林巴斯	富士胶片	宾得医疗
		HD-550	AQ-200	CV-290	ELUXE-7000	EPK-i7000
图示						
主机	图像分辨率	HD 1080P	HD 1080P	HD 1080P	HD 1080P	HD 1080P
	传感器技术	CMOS	CMOS	CCD	CMOS	CCD
	光学染色技术	VIST光电复合染色成像	CBI Plus分光染色技术	NBI窄带成像技术	FICE电子染色	I-SCAN智能电子染色
	光学放大技术	无	无	有	有	有
镜体	胃镜弯曲角(度)上/下/左/右	210/90/100/100	210/90/100/100	210/90/100/100	210/90/100/100	210/120/120/120
	肠镜弯曲角(度)上/下/左/右	180/180/160/160	180/180/160/160	180/180/160/160	180/180/160/160	210/180/160/160
	胃镜视场角(度)	140	145	140	140	140
	肠镜视场角(度)	140	145	170	170	140
	插入部分外径	9.3mm	9.6mm	9.6mm	9.8mm	9.8mm
	器械道内径	2.8mm	2.8mm	2.8mm	2.8mm	3.2mm
	射水口	有	无	有	有	有
2020年中标价格(万元)(含一套主机、一条电子胃镜、一条电子肠镜及其他配套产品)		147.2-178.9	123.0-228.8	189.6-276.8	249.8-263.5	190.0-266.7

资料来源：澳华内镜招股书，首创证券

国产硬镜行业起步较晚，在成像和算法端逐渐追赶，同时在荧光和3D的新趋势技术方向积极布局，未来有望实现进口的弯道超车，与进口产品相比，国产整体性价比显著，在医保控费的趋势下国产的高性价比更具有优势。

表 25：国产和进口硬镜性能及价格对比

公司名称	产品名称	应用	技术特点	价格（单位：万元）			
				内窥镜	4K摄像系统	其他	总体解决方案
开立医疗	医用内窥镜摄像系统	腹腔镜、关节镜、膀胱镜、宫腔镜手术等	图像增强技术、高亮度四路LED冷光源	4-7	55-90	30-50	81-135
迈瑞医疗	4K内窥镜荧光摄像系统	腹腔镜手术等	自动对焦、自动场景识别、智能图像算法	5-7	100-160	50-80	138-239
海泰新光	内窥镜荧光摄像系统	腹腔镜手术等	彩色和荧光多模式	-	-	-	65-129
新光维	4K医用内窥镜摄像系统	腹腔镜、耳鼻喉、关节镜、膀胱镜手术等	防雾功能、血管增强、HDR、暗处校正、曝光修正、特殊摄像、NBI	5-8	70-110	50-150	120-260
奥林巴斯	内窥镜荧光摄像系统	腹腔镜、胸腔镜、关节镜手术、耳鼻喉、泌尿外科等	NBI、自动光线调节	6-10	120-200	60-100	180-300
卡尔史托斯	内窥镜摄像设备	腹腔镜手术等	均匀照明对比度增强、色调调整及替换、3D成像	6-11	140-180	90-130	230-299
德国狼牌	4K内窥镜摄像设备	腹腔镜手术等	HDR、结构提升	5-8	100-170	50-85	150-250

资料来源：新光维招股书、政府采购招标结果公示、各公司官网、首创证券

近年来，国家针对国产内镜企业从研发、注册到采购等各个环节有序出台了各类支持鼓励性政策。

注册端：2020年将内窥镜手术用有源设备、光学和电子内窥镜、内窥镜辅助用品管理类别由III类调整为II类，有效缩短了产品注册的注册时间，有利于国产内镜厂商产品的加速上市。

采购端：2021年出台的《政府采购进口产品审核指导标准》(2021年版)明确了137类医疗器械在政府采购中国产比例的要求，其中对于不同类型的内窥镜提出了不同的国产比例要求，有利于内镜行业国产替代进程的加速。2023年出台的《县级综合医院设备配置标准》中明确了县级医院消化科、普外科等多个科室内镜配置数量的最低标准，有助于内镜市场进一步向下线医疗机构进行扩容。

诊疗端：2019年出台的《上消化道癌人群筛查及早诊早治等技术方案》强调了施行有效的筛查和早诊早治是降低上消化道癌死亡率、提高生存率和生存质量的重要手段，有助于软镜的普及以及推广。

表 26：内镜行业近年政策汇总

年份	文件名称	文件内容	发文单位
2017	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	加快和重点支持超声内窥镜等高端医疗器械产业化及应用。	发改委
2018	《创新医疗器械特别审查程序》	完善了适用情形、细化了申请流程、提升了创新审查的实效性、完善了审查方式和通知形式，并明确对创新医疗器械的许可事项变更优先办理。	国家药监局
2019	《上消化道癌人群筛查及早诊早治等技术方案》	评估个体患上消化道癌的风险，对筛选出的高危人群进行上消化道内镜检查。	国家卫健委
2020	关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2020年 第147号）	将内窥镜手术用有源设备、光学和电子内窥镜、内窥镜辅助用品管理类别由III类调整为II类。	国家药监局
2021	《政府采购进口产品审核指导标准》（2021年版）	137种医疗器械全部要求100%采购国产；12种医疗器械要求75%采购国产；24种医疗器械要求50%采购国产；5种医疗器械要求25%采购国产。其中对于不同类型内窥镜提出了不同的国产比例要求。	财信部、工信部
2021	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	提出7个重点领域包括诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械，基本覆盖了从防、诊、治到康、护、养全方位全生命周期医疗健康服务装备需求。	工信部、卫健委等
2023	《县级综合医院设备配置标准》	规定明确了县级医院消化科、普外科等多个科室内镜配置数量的最低标准。	国家卫健委

资料来源：相关政策文件，首创证券

国内内镜行业处于快速发展阶段，国产厂家持续迭代和推出新产品，与进口企业差距逐渐缩小，从需求和政策端看，我们认为国内企业未来几年有望继续保持快速增长。

需求端：手术量持续增长，同时受益于微创手术和消化道早筛渗透率提升，未来有望持续保持增长。

市场和产品端：此前内镜设备行业长期处于进口垄断格局，近年来随着国产企业技术上的追赶和产品力的提升，叠加高性价比，国产替代进入加速阶段。

政策端：国家针对国产内镜企业从研发、注册到采购等各个环节有序出台了各类支持鼓励性政策，同时在医疗新基建和分级诊疗落实有望进一步释放内镜行业需求。

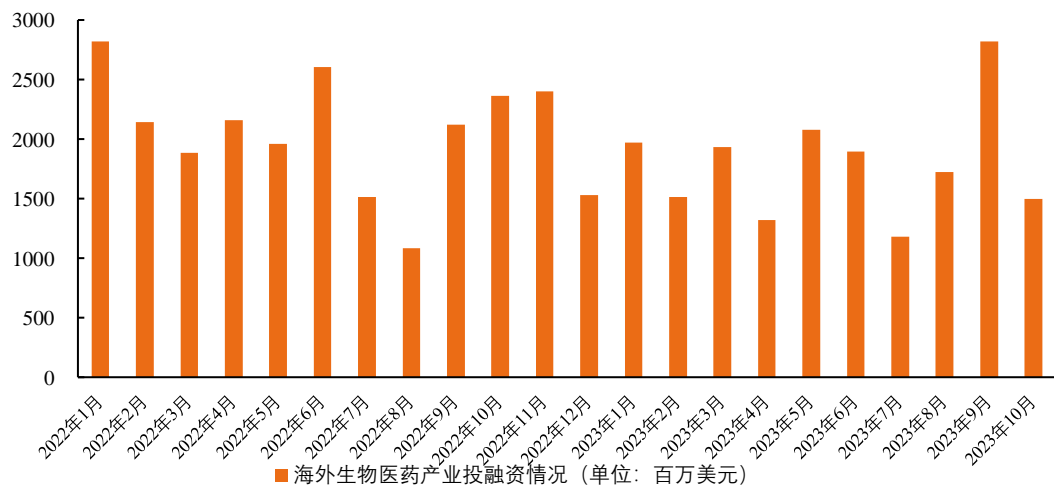
投资建议：我们认为内镜行业在国内老龄化、消化道早筛以及微创手术渗透率提升的逻辑下，需求端将继续保持快速增长，同时国家陆续出台有关利好政策，助力国内企业快速发展，迅速追赶进口企业，叠加高性价比国产替代有望进入加速阶段，建议关注：（1）具备产品研发和渠道拓展能力的设备公司，相关公司：开立医疗、澳华内镜、海泰新光和迈瑞医疗；（2）具备国际化能力的内镜耗材公司，相关公司：安杰思、南微医学。

七、CXO、生命科学上游试剂/耗材：重点关注受益于海外需求恢复的行业龙头

由于biotech公司在全球药物前期发现和源头创新中占据重要地位，因此全球生物医药行业一级/二级市场融资情况对于biotech公司研发活跃度影响较大，是临床前CRO和以及生命科学上游科研试剂/耗材的业绩先行指标。

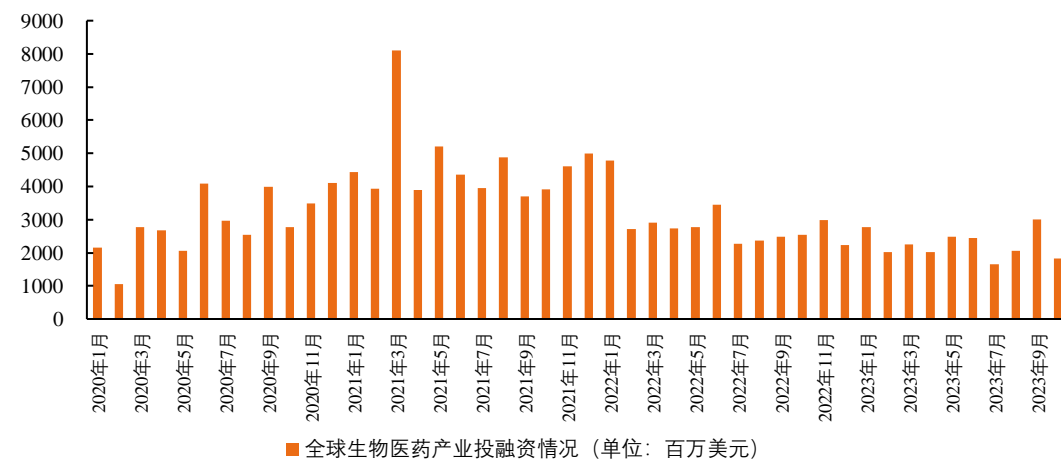
全球生物医药一级市场投融资自2021年开始经历了2年的调整后，目前月度投融资金额已经有企稳回升的迹象。分区域来看，2022年以来，海外生物医药一级市场投融资较为稳定，筑底态势明显；但国内生物医药一级市场投融资目前仍处于底部区间。

图 59：海外生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）



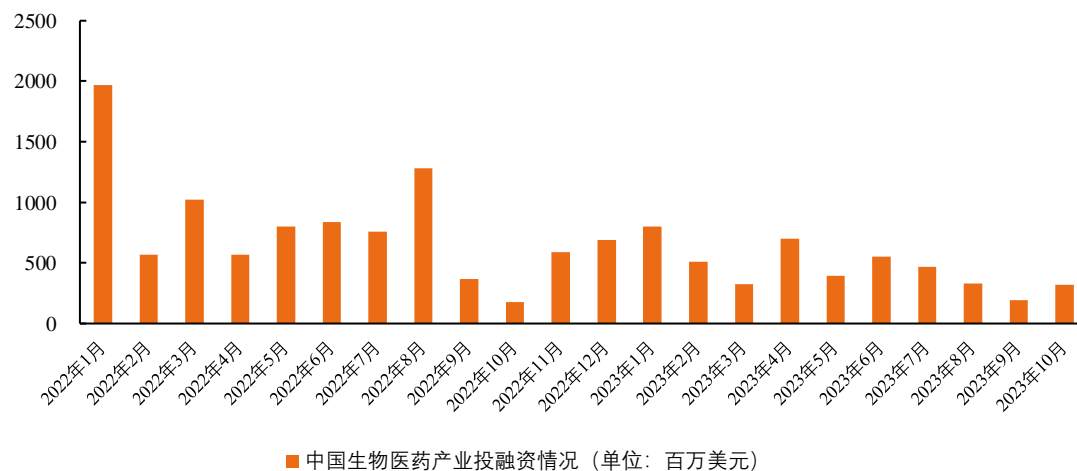
资料来源：动脉网，首创证券

图 58：全球生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）



资料来源：动脉网，首创证券

图 60：中国生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）

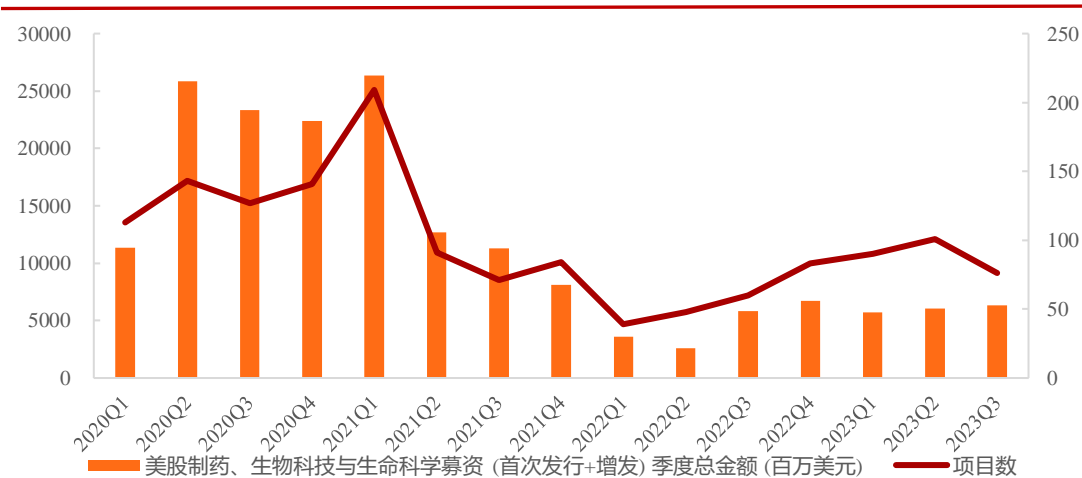


资料来源：动脉网，首创证券

美股生物医药二级市场融资自2021年开始经历了一年多年的调整后，于22Q3开始企稳回升并保持稳定。

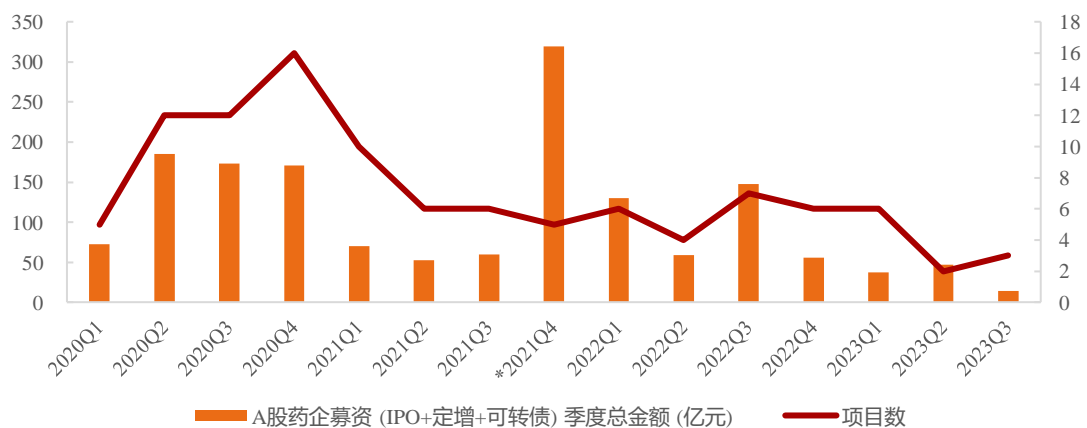
国内生物医药二级市场融资目前仍处于磨底状态，A股募资金额和项目数仍在底部，港股募资金额仍在底部，但项目数有企稳迹象。

图 61：美股制药、生物科技与生命科学募资季度总金额和项目数



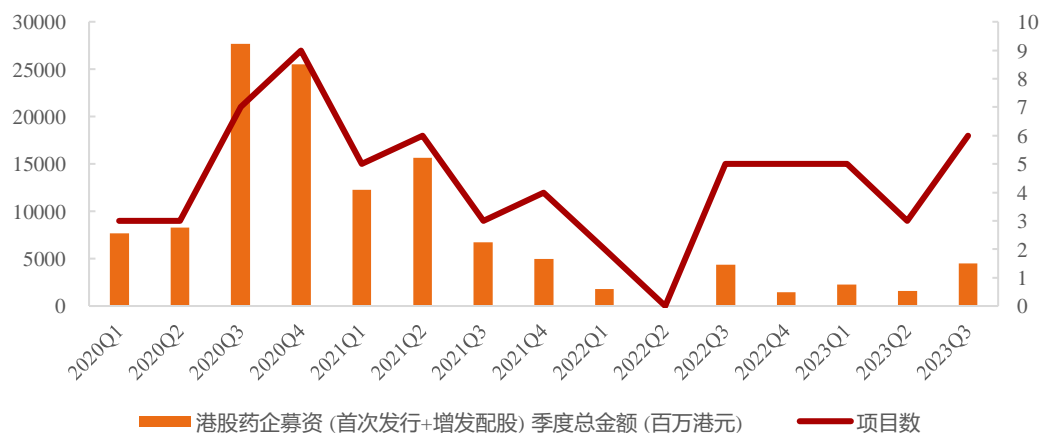
资料来源：Wind，首创证券

图 62：A股药企募资季度总金额和项目数



资料来源：Wind，首创证券，*2021Q4百济神州IPO募资金额为222亿元

图 63：港股药企募资季度总金额和项目数

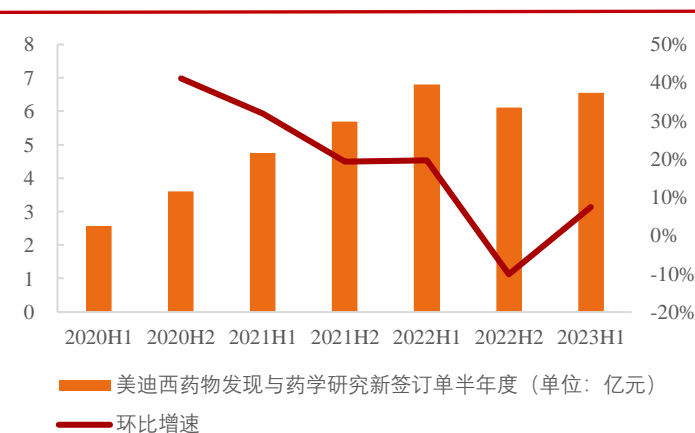


资料来源：动脉网，首创证券

2021年下半年开始全球生物医药行业投融资增速开始放缓，经过1年时间传导到订单/业绩端，药明康德小分子发现业务、康龙化成实验室服务发现业务收入增速自2022年开始放缓。

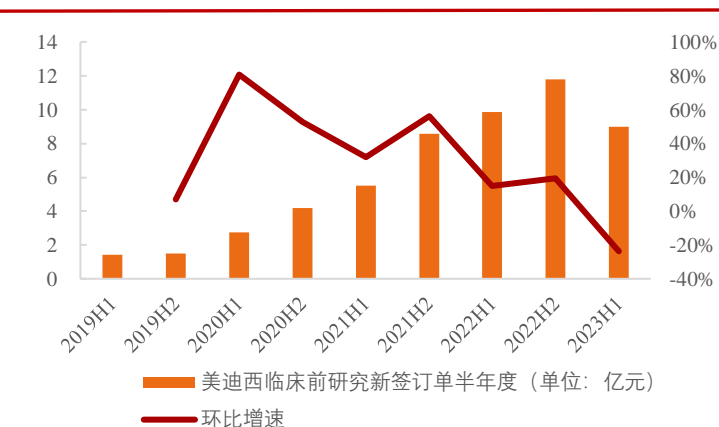
国内生物医药领域投融资走弱导致美迪西新签订单环比增速自2022年起开始下滑。

图 64：美迪西药物发现与药学研究业务新签订单情况



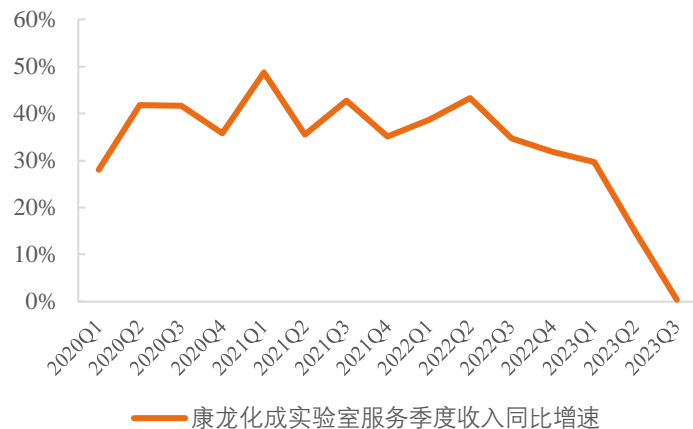
资料来源：美迪西公告，首创证券

图 65：美迪西临床前业务新签订单情况



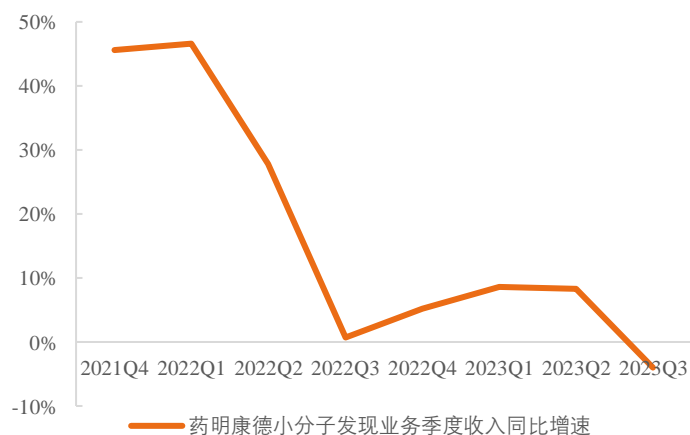
资料来源：美迪西公告，首创证券

图 66：2020年以来康龙化成实验室服务季度收入同比增速



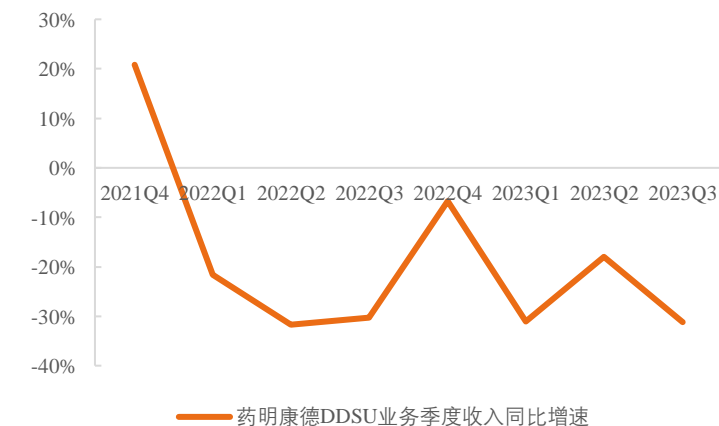
资料来源：康龙化成公告，首创证券

图 67：药明康德小分子发现业务季度收入同比增速



资料来源：药明康德公告，首创证券

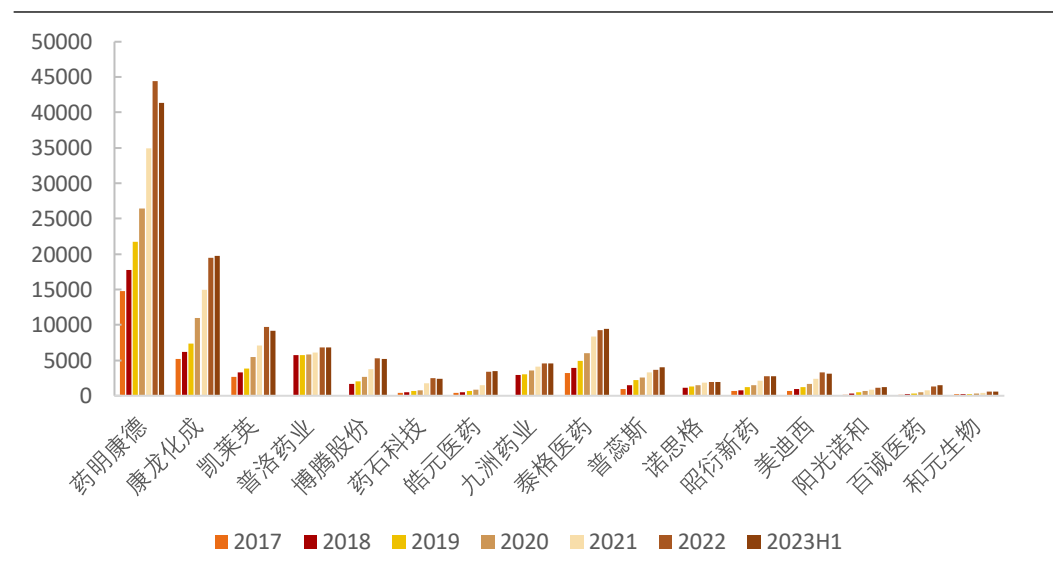
图 68：药明康德DDSU业务季度收入同比增速



资料来源：药明康德公告，首创证券

人员和产能为CXO公司重要生产要素，经历了前几年业务高速发展后，23年开始行业整体扩张趋缓，进入分化调整阶段。从员工数量上看，2023H1与2022年末相比，CDMO类和临床前药物研发企业员工数量整体呈现收缩势态，临床CRO和仿制药CRO员工数量仍在增加，也与此前业绩趋势一致。从资本开支上看，经历了2020年至2022年的产能和业务快速扩张后，2023年明显放缓，也体现在行业进入景气度下行周期后，公司对于业务扩张更加谨慎。

图 69：CXO公司历年员工数量（单位：人）



资料来源：各公司公告，Wind，首创证券

表 27：CXO公司历年资本开支同比

资本性支出同比增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
药明康德	65%	13%	20%	129%	44%	-45%
康龙化成	-31%	18%	74%	59%	41%	14%
凯莱英	79%	-6%	99%	64%	30%	-48%
普洛药业	-50%	-61%	896%	121%	-27%	-41%
博腾股份	6%	4%	125%	97%	51%	-1%
药石科技	-1%	258%	-57%	573%	10%	-33%
皓元医药	278%	-42%	246%	304%	102%	-49%
九洲药业	41%	39%	-1%	84%	23%	58%
昭衍新药	413%	-2%	18%	59%	16%	-11%
美迪西	9%	51%	22%	147%	38%	5%
阳光诺和	-22%	56%	5%	214%	22%	-37%
百诚医药	-37%	450%	139%	-3%	138%	35%
和元生物	166%	-38%	168%	173%	85%	192%

资料来源：Wind，首创证券

CXO：新兴业务和潜在大单品有望打开CXO第二增长曲线

新兴业务和潜在大单品有望打开CXO第二增长曲线。近年随着CGT、ADC、多抗、多肽等生命科学技术的逐渐成熟，叠加GLP-1等大单品的出现，率先布局的CXO企业有望从中获益。

药明康德：布局CGT和多肽业务。2023年前三季度TIDES业务继续快速放量，实现收入20.7亿元（+38.1%），截止到九月底，在手订单同比加速增长245%，全年收入增长预计超过60%。多肽新产能预计将于2023年12月投入使用，多肽固相合成反应釜体积将由原计划的20,000L增加至32,000L。

凯莱英：布局化学大分子、生物大分子、制剂业务。2023年前三季度公司新兴业务实现收入8.13亿元，同比+21.1%。公司将加快多肽商业化产能建设，预计到2024年上半年，固相合成总产能将超过10,000L，可满足百公斤级别的固相多肽商业化生产需求。

博腾股份：布局制剂、CGT、ADC业务。2023年前三季度，公司制剂业务新签订单金额约1.44亿元，同比+211%。2023Q3博腾生物签订首个细胞治疗临床项目订单，实现零的突破。公司生物大分子研发中心目前已投入运营，能够为客户提供抗体和抗体偶联药物（ADC）药学、CMC等服务，此外原液和制剂GMP生产车间预计在第四季度投用。

投资建议：我们认为随着全球生物医药行业一级/二级市场投融资复苏，特别是海外市场投融资恢复，2024年起海外市场收入占比高的公司业绩有望迎来拐点，建议关注：（1）全流程一体化CRO/CDMO龙头，CDMO业务与创新药商业化销售情况关联度较大，受投融资下滑影响较小，且下游多肽、ADC药物等新需求有望提供新的业绩增长点，推荐：药明康德、康龙化成和凯莱英；（2）积极拓展海外业务的生命科学上游细分赛道龙头，推荐：百普赛斯、毕得医药。

八、一次性手套：盈利能力见底回升，潜在利润弹性有望逐季度体现

图 70：近期丁腈手套出口价和出口量情况

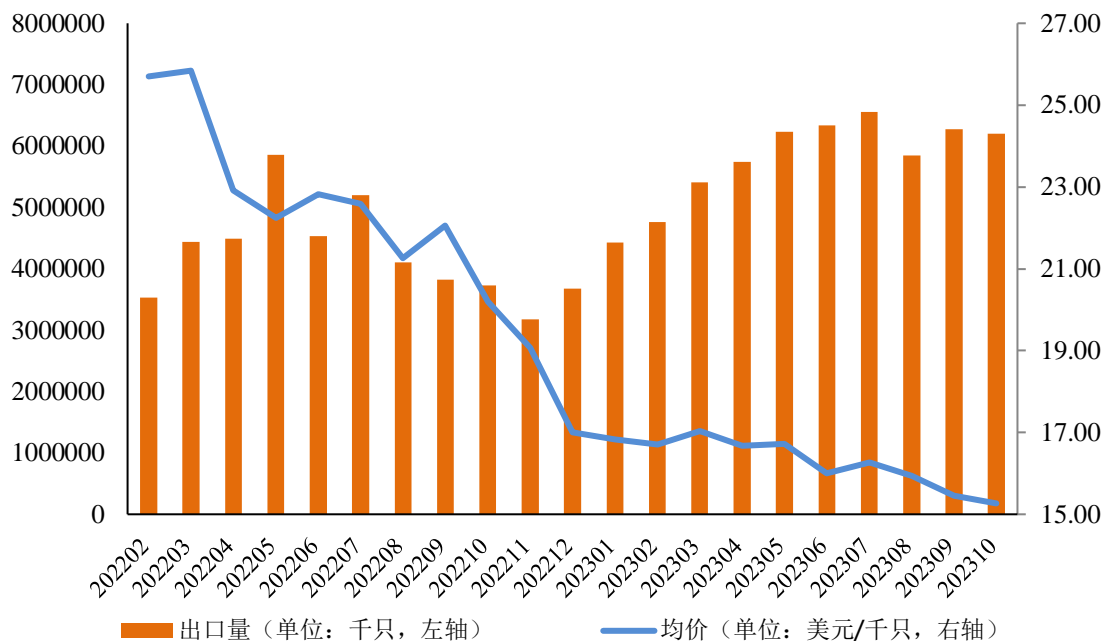
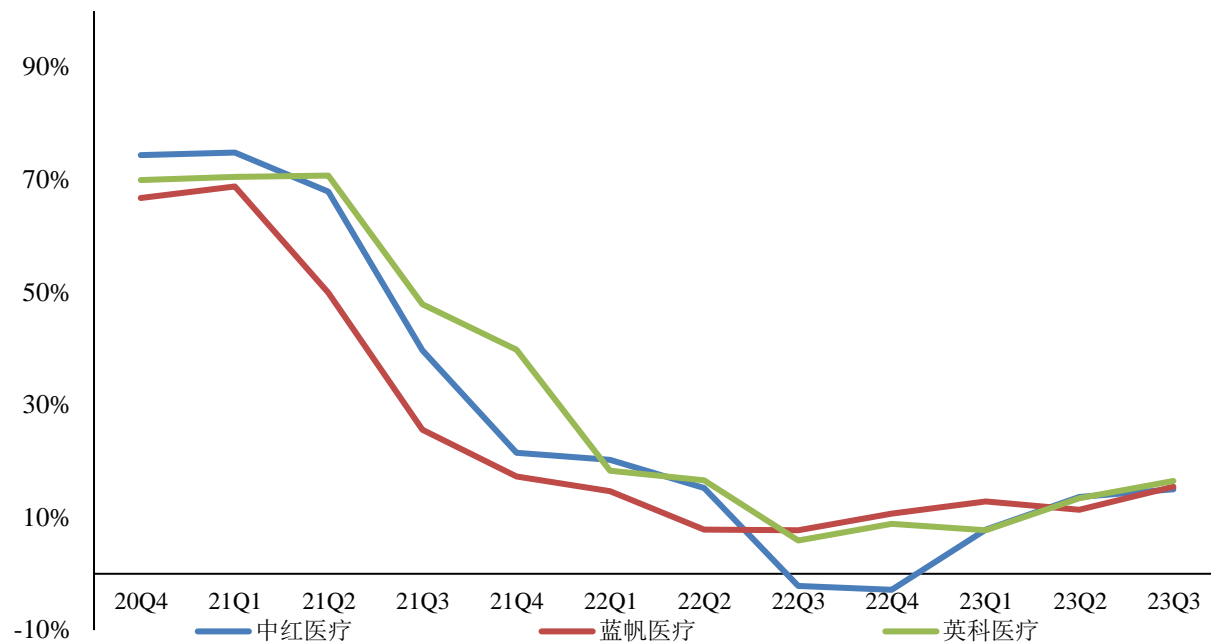


图 71：一次性手套行业上市公司各季度毛利率



资料来源：海关总署，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

根据海关出口数据，2022年12月起我国丁腈手套单月出口数量环比持续增加，价格虽有小幅波动但筑底态势明显，体现出：（1）下游需求复苏；（2）全球丁腈手套订单呈现出转移至中国的趋势。随着疫情期间积累的市场库存逐步消化，下游经销商/终端客户开始积极补充库存，同时产品价格开始触底企稳，我们认为一次性手套行业的盈利能力迎来拐点。2023年以来，国内一次性手套上市公司各季度毛利率呈现边际改善趋势，主要是由于：（1）产品价格企稳；（2）产能利用率提升带来的规模效应；（3）人民币兑美元贬值，丁腈胶乳等原材料成本下降。长期看，我们认为一次手套行业自2022年起经历了较长时间调整，行业竞争格局已经得到了充分优化，龙头企业盈利能力有望向疫情前正常水平回归。

风险提示:

创新药研发流程长，各临床阶段均存在一定失败风险。医保谈判存在不确定性，目录内药品有可能出现续约失败或医保支付价格降幅超预期情况，目录外药品有可能出现谈判失败，未能纳入医保目录或医保支付价格降幅超预期的情况，导致上市公司业绩不及预期。由于仿制药竞争仍然较为激烈，且政策规则演变方向仍有不确定性。产品在国家集采或地方集采中有可能降价幅度过大，导致上市公司业绩不及预期。

血制品行业需求回落，导致相关公司业绩增速低于预期。

受到地缘政治、贸易摩擦等因素影响，导致全球制药工业产业链分工发生重大不利变化，对CXO行业造成不利影响。

全球和国内生物医药行业投融资恢复力度不及预期、研发与试验发展经费增速放缓，导致CXO、生命科学上游产业链景气度下滑。

生命科学试剂/耗材行业目前景气度较高，存在潜在进入者增加，行业竞争加剧的风险，导致行业盈利能力出现下滑。

医疗服务行业相关公司在新院区建成后床位利用率提升速度低于预期，影响盈利能力；医疗事故风险。

诊疗量提升幅度缓慢，导致相关设备/耗材业绩低于预期。

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于2019年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第5名，公募榜单第4名；于2020年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第3名，公募榜单第2名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有3年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!