

2024年1月11日

医药生物行业投资策略报告



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

优于2023年，自下而上寻找阿尔法

行业评级：增持

分析师：李蔚
证券执业证书号：S0640523060001

➤ 核心观点：

- 对医药生物板块2023年的走势进行复盘，行业目前处于底部位置，指数与板块走势背离，2023年全年，医药生物板块涨跌幅为5.30%，**医药板块全年呈现出高波动，低收益，快进退的市场风格特点。从上市公司层面来看，2023年医药板块的收益关键词可以总结为：小市值、创新出海、自费、业绩脱敏。**从子板块来看，原料药、化学制剂和中药板块全年涨幅居前。横向比较来看，2023年医药生物板块全年涨幅表现比较平淡，跑输全部A股（-2.28%），在31个申万一级行业中排名第14，居于中游水平。整体来看，**医药行业总量充裕，结构性分化行情或为长期趋势。**
- **业绩表现方面**，2023前三季度，医药生物行业整体实现营业收入18770.78亿元，同比增长1.74%；实现归母净利润1550.23亿元，同比减少17.73%；实现扣非后归母净利润1350.20亿元，同比减少22.18%，和2023年前两个季度相比，2023年第三季度医药生物行业的整体业绩表现呈现出下滑的趋势。分板块来看，医药商业、化学制剂和中药是医药生物行业2023前三季度实现营业收入最高的三个子板块；中药、医疗器械和化学制剂是行业2023前三季度实现扣非后归母净利润最高的三个子板块。横向对比31个一级行业，医药生物行业2023Q3单季营业收入同比/环比增速分别为-2.76%和-4.41%，在一级行业中排名分别为第26位和第20位；医药生物行业2023Q3单季归母净利润同比/环比增速分别为-9.07%和-8.43%，在一级行业中排名分别为第20位和第18位，居中下游位置。从上市公司层面来看，2023年前三季度，在495家上市公司中，287家上市公司营业收入实现同比增长，260家上市公司实现归母净利润同比增长。
- **政策方面**，2023年12月13日，国家医保局公布了2023年国家医保药品目录调整结果，**医保目录调整优化结构，腾笼换鸟的逻辑延续，并且进一步支持面向未被满足需求的医药创新。**2023年7月4日，国家医保局发布《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》公开征求意见，**按照新的规则，谈判成功的品种单纯因基金支出超预算而被剔除目录的风险降低，更多性价比高的谈判药品得以继续保留在目录内，利好创新药及其产业链。**全国药品集采方面，2023年3月29日，第八批国家集采开标，**首次将肝素类产品纳入进集采范围**；2023年11月6日，第九轮国家药品集采拟中选结果发布，**经过多轮集采后大品种仿制药产品逐渐接近“应采尽采”**。随着化学药品集采步入常态化阶段，市场已经逐步消化集采带来各方面影响，另一方面，仿制药回落到更低的价格区间是不可避免的趋势，而创新药的研发是引领行业发展的不竭动力。**因此在集采背景下，创新转型升级是企业必然选择，未来具有临床价值的创新药市场占有率会进一步提升。**

- 出海方面，随着国内创新药企业的研发能力不断提升，国内优秀的创新药企业会在国际化浪潮中砥砺前行。与国内市场相比，海外发达国家具有更加广阔的创新药市场潜力，并且综合经济发展水平、医疗保障体系结构等各个方面的因素，发达国家可能拥有更加宽松的创新药定价空间，能够给创新药研发带来更高的回报。近年来中国药物研发管线规模展现出蓬勃增长的态势，创新药审评审批速度大幅提升，国内药企的创新研发能力进一步增强。创新药出海主要可以分为自主出海和License out两种方式。自主出海方面，美国FDA 2008年以来创新药获批整体呈现出上升趋势，由2008年的24个上升至2023年11月的50个。目前，我国已有8款新药获得FDA批准，其中包括6款创新药和2款改良型创新药。2022年后，我国获FDA批准的创新药数量呈上升趋势。License out和合作出海方面，截至2023年9月，我国license out及合作出海的项目约有48个，从治疗领域来看，我国license out的项目主要以实体瘤为主；从研发情况来看，项目中大多数处于早期阶段，从IND阶段到临床 I / II 期阶段不等。
- 药店方面，近年来，零售药店、公立基层医疗机构和公立医院数量这三大终端市场的数量均呈现持续增加的状态，其中公立基层医疗终端短期内仍将是占比最大的终端市场，公立医院终端药品销售规模增速反弹；零售药店数目的同比增速高于终端的平均水平，受疫情常态化、医保控费、处方外流等多重因素影响，零售药店数目将进一步增加。近年来，零售药店连锁化率不断提升。2021年零售药店连锁化率上升至57.17%。根据商务部发布的《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》，到2025年，我国将培育形成5-10家超500亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售连锁率要接近70%。此外，双通道促使零售药店专业化转型加速，有望承接更多外流处方，并促进零售药店连锁化、规范化。近年来，我国政策不断推动医药分家，让医院回归医疗与公益性本质，同时也带动了零售药店的发展。随着政策的落地，零售药店的市场空间有望进一步打开，头部连锁药品有望凭借更加完善的基础条件，在竞争中赢得更大优势。
- 基金持仓方面，2023Q3，医药行业基金重仓持股总市值为3315.50亿元，环比2023H的3230.40亿元有所提升，在31个申万一级行业中排名第2，环比2023H提升了1名；医药行业基金重仓持股比例为12.26%，比2023Q1和2023H的11.20%和11.40%有明显提升。2023Q3医药行业行业标准配置比例和超配比例分别为7.60%和4.66%，医药行业标准配置比例环比提升，结构性占比提高，超配比例环比略有下降，但较2023Q1有所提升。纵向来看，医药行业重仓持股比例连续4个季度实现增长。整体来看，2023Q3医药基金重仓持股情况环比提升，处于过去十年间较为中部的的位置，超配比例逐渐向过去十年的中位数靠拢，具备一定提升空间。

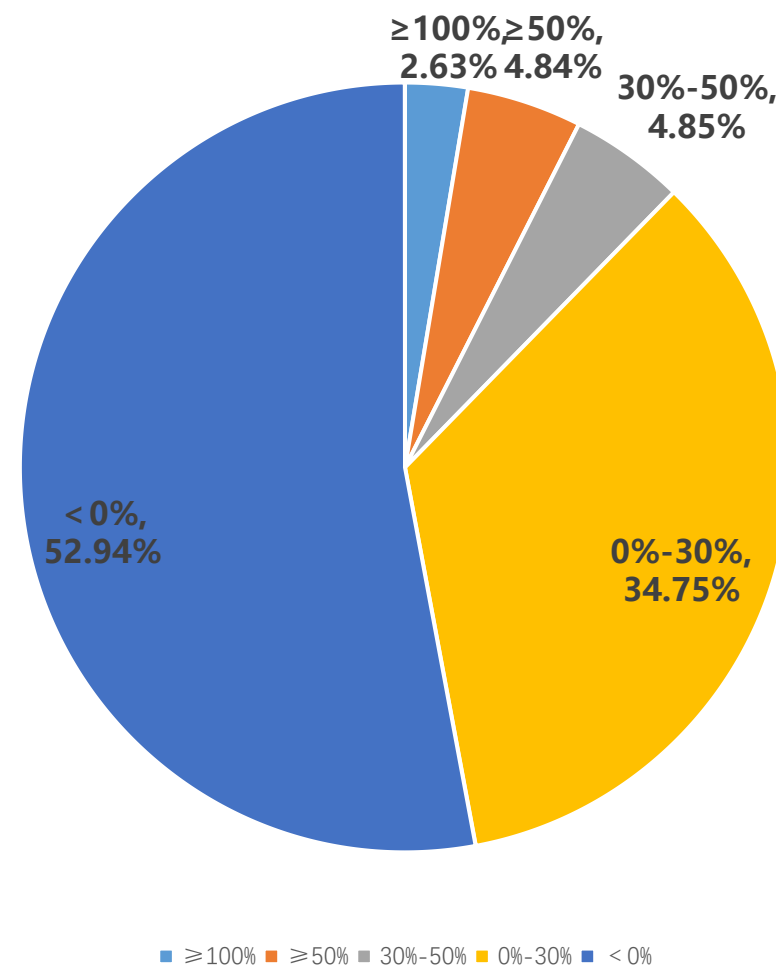
- **行业内部板块基金持仓轮动，创新药产业链关注度提升。**细化到子板块来看，2023Q3生物制品、化学制药、医疗服务、医疗器械、医药商业和中药的基金重仓持股比例分别为1.23%、2.50%、4.25%、2.60%、0.31%和1.37%。**医疗服务、生物制品和医疗器械的基金重仓持股比例环比提升，化学制药、医药商业和中药的基金重仓持股比例环比有所下降。**在《谈判药品续约规则》等政策的驱动下，创新药产业链利好或将持续兑现，2023Q2基金重仓持股比例向以创新药企为首的化学制药板块轮动，2023Q3基金重仓持股比例向创新药产业链上游的医疗服务，尤其是CXO等相关板块轮动。
- **我国资本市场深化对外开放进程，外资参与度日渐提升。**自我国2001年加入WTO以来，资本市场对外开放的步伐持续加大，近十年来对外开放的趋势尤为明显。随着QFII多次扩容，沪股通、深股通全面开通等稳步推进，我国资本市场对外开放程度逐渐提高，外资持续流入。整体来看，外资持股占医药生物行业总市值比重相对较低，截至2023年11月24日，占比约为2.97%。**医药生物行业流通市值结构显示，外资持股占比6.04%，从市场的角度来看，对行业影响较小。**2023年11月24日，外资持股占医药生物行业流通市值比重为6.04%。2021年2月6日为外资持股流通市值的占比的高点，为8.46%。短期来看，外资持股呈现较为稳定的态势。**在医药生物行业持股的外资中，陆股通占93%以上比重。**从趋势上来看，陆股通占外资的比重整体呈上升趋势。
- 2010年-2022年，我国卫生总费用不断增长，从2010年的19980.39亿元增长到2022年的85327.49亿元。**我国卫生总费用占GDP之比从2010年的4.85%上升至2022年的7.05%，卫生支出占比整体呈现上升趋势。**2010年-2022年，我国人均卫生费用也保持着较高增速，**2022年，人均卫生费用增速为10.48%，较2021年的增速水平进一步提升。**从卫生总费用结构上看，我国卫生总费用由三部分组成，政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出。**从绝对值来看，2010-2022年，我国政府卫生支出、社会卫生支出以及个人卫生支出均保持增长趋势。2023年1-11月，我国医保基金收入增速与上年相比稳中有升，而支出增速与上年相比有所提升幅度较大，主要是由于常规医疗需求释放所致。**支出增速大于收入增速使得2023年1-11月的基金盈余增速产生较大幅度的下滑。2023年前三季度，我国城镇居民人均可支配收入为39,428元，增速为5.19%；农村居民人均可支配收入为15,705元，增速为7.57%，**同前些年相比保持稳定增长态势，为医疗需求的释放提供了较好的支撑。**2023年前三季度，我国城镇居民人均医疗保健支出为2,125元，增速为13.64%，超过城镇人均可支配收入增速；农村人均医疗保健支出为1439元，增速为16.71%，超过农村人均可支配收入增速，**主要是2023年疫情下压制的医疗需求得到释放所致。从结构上看，2023年前3季度，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的5.11%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入8.39%，医疗消费仍然存在巨大的空间。**

- **估值方面，医药行业近期整体呈现震荡反弹态势，行业处于长期估值低位，具备较好的修复空间。**我们统计2000年以来的数据，截至2023年12月29日，采用申万医药指数，医药生物板块整体估值处于历史估值较低分位，板块PE、PB分别为28.34和2.76，处于2000年以来17.65%和15.08%分位；PE、PB历史中位数分别为38.40和4.10，距离历史中位数仍具备较为明显的空间。子板块方面，PE方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PE分别为31.24倍、34.82倍、25.77倍、26.31倍、17.81倍、28.61倍和30.46，处于历史32.76%、26.73%、15.76%、5.61%、12.46%、17.99%和2.26%分位；PE中位数分别为37.02倍、40.41倍、33.77倍、47.97倍、30.88倍、48.25倍和36.99倍、40.39倍、33.72倍、47.85倍、30.74倍、48.22倍和83.35倍，均低于历史PE中位数。PB方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PB分别2.16倍、2.91倍、2.54倍、3.01倍、1.61倍、2.85倍和3.64倍，处于历史8.09%、17.24%、17.49%、15.18%、14.93%、20.46%和7.97%分位；PB中位数分别为3.22倍、4.09倍、3.64倍、5.17倍、3.05倍、4.19倍和7.05倍，均低于历史PB中位数。**从子板块的估值情况来看，医药生物各子板块目前处于估值较低分位，行业整体仍然具备较好的估值修复空间。按照2023年12月31日的收盘数据，采用整体法计算，医药行业（TTM）的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为27.83和3.05。2023年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为2.07和2.21，前者环比呈现上升趋势，后者基本平稳。**
- **投资建议：**随着政策激励创新逻辑持续强化，医疗市场国际化发展、集采和医保谈判常态化演绎，2024年医药行业整体预计在2023年的基础上有所改善，展望2024年，自下而上寻找阿尔法的方式或将成为贯穿全年的投资逻辑。建议重点围绕以下几个方面布局：**一是政策持续引导下具备创新出海潜力的成长型创新药企，如恒瑞医药、恩华药业、君实生物-U、信立泰、康辰药业、荣昌生物、百奥泰、迈威生物-U和复星医药等；二是和创新药的发展相互依存，为创新药产业链提供支撑的医疗研发外包企业，如药明康德等；三是受益自主诊疗、保健消费和市场集中度提升的连锁药店龙头企业，如益丰药房、一心堂和健麾信息等；四是受益医疗新基建，具备进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头，如迈瑞医疗、福瑞股份和联影医疗等；五是常规治疗需求常态化下，竞争力突出的综合医疗服务行业，如爱尔眼科、美年健康等；六是兼备消费和流感等常规需求的生物制品企业，如华兰生物、万泰生物等；七是具备“真创新”和“强消费”属性的中药企业，如天士力等。**

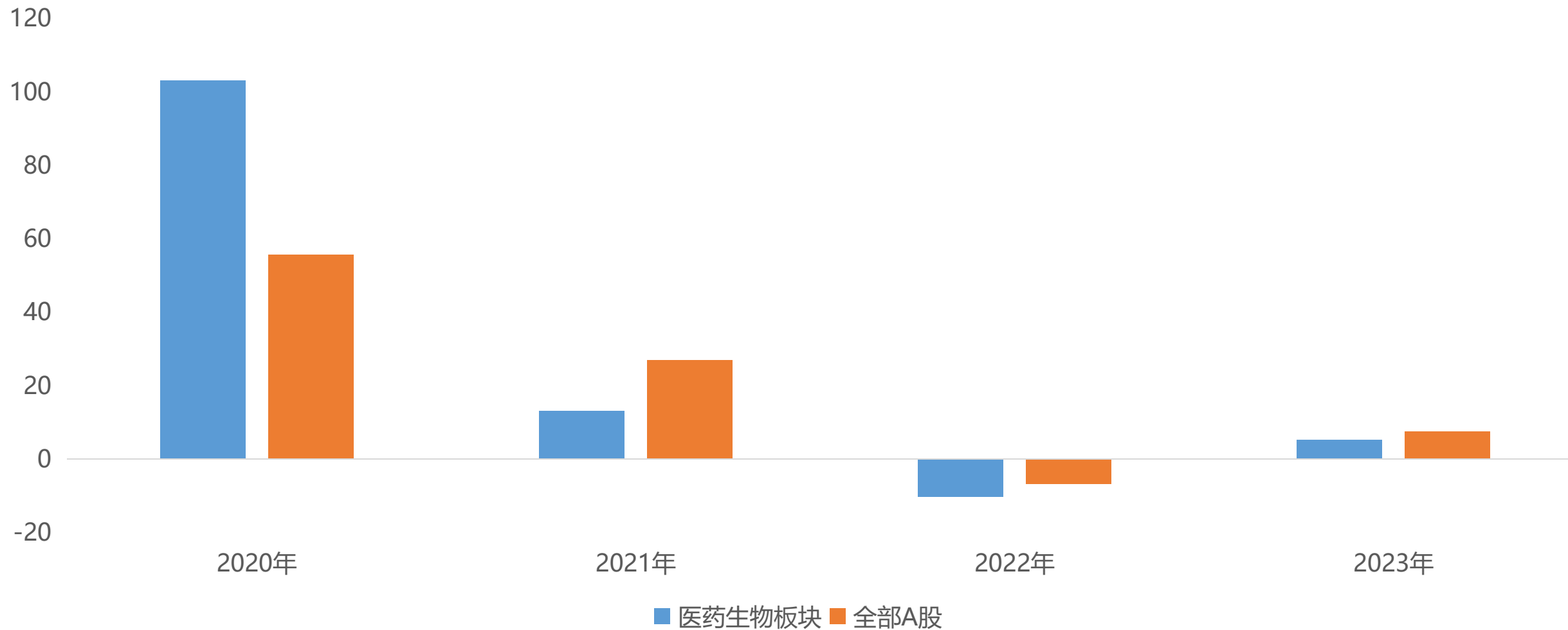
医药生物板块上市公司股价变动情况 (截至2023年12月31日)

上市公司股票涨跌幅变动区间	上市公司数量 (家)
≥100%	13
100%-50%	24
30%-50%	24
0%-30%	172
< 0%	210

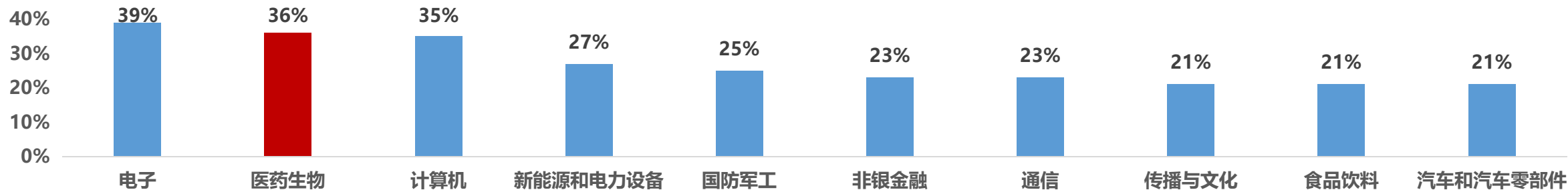
医药生物板块上市公司股价变动结构 截至2023年12月31日



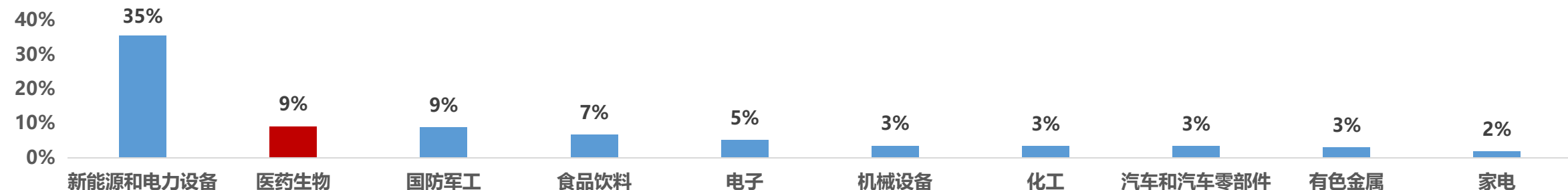
2020年-2023年 医药生物板块、全部A股涨跌情况 (单位: %)



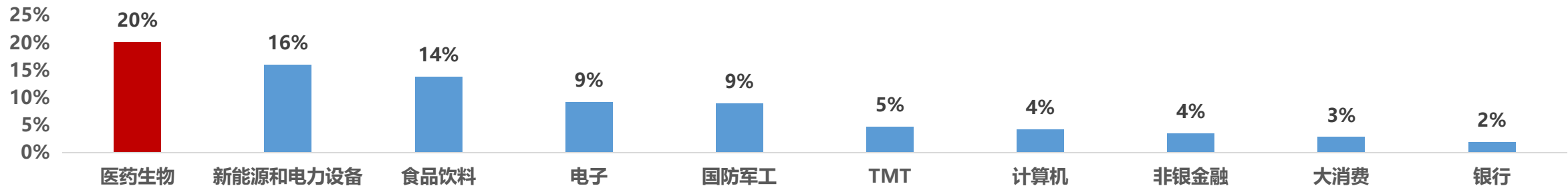
2024年新财富机构投资者未来一年最看好的板块（前十名）



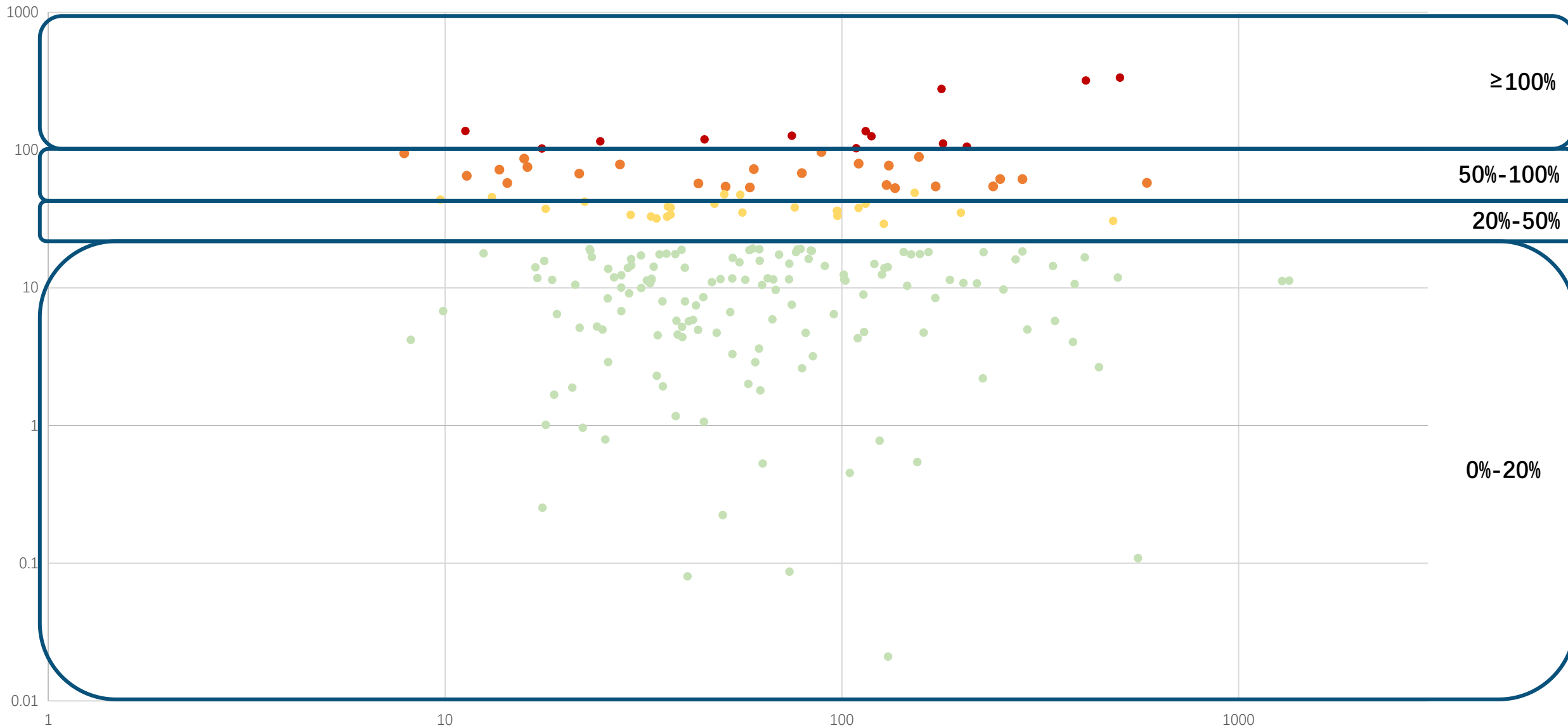
2022年新财富机构投资者未来一年最看好的板块（前十名）



2021年新财富机构投资者未来一年最看好的板块（前十名）



各涨幅阶段（%，左）和医药上市公司市值（亿元，右）情况



目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

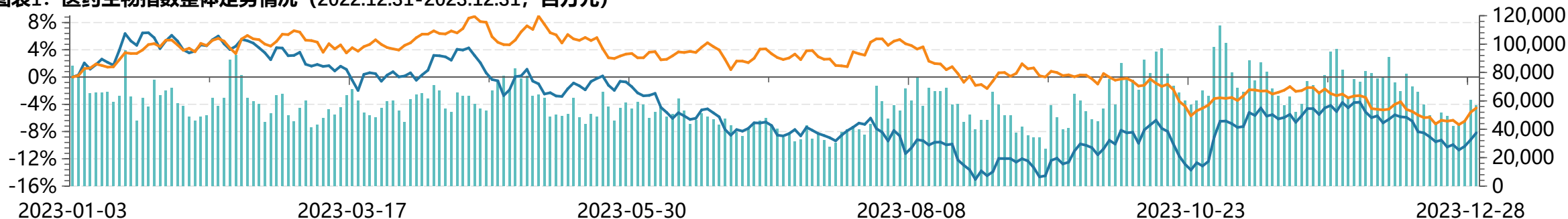
估值仍处于历史较低水平

7

投资策略

1.1.1 医药生物板块2023年走势复盘——行业处于底部位置，指数与板块走势背离

图表1: 医药生物指数整体走势情况 (2022.12.31-2023.12.31, 百万元)



图表2: 医药生物各子板块月涨跌幅情况

成交金额(百万元)(右) 医药生物(申万) 上证指数

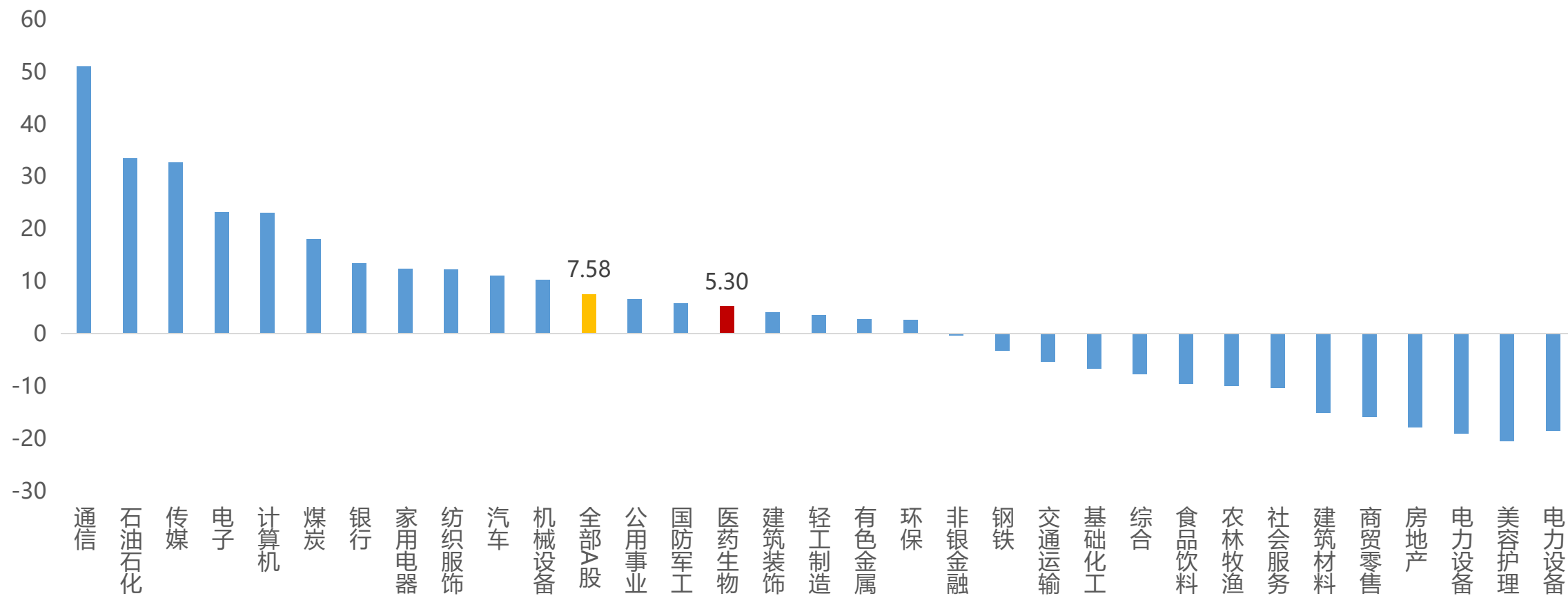
板块	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	全年
医药生物	6.72%	-0.88%	-1.74%	3.00%	-2.06%	-4.96%	1.05%	-5.96%	4.53%	2.65%	4.30%	-2.21%	5.30%
原料药 (二级板块)	5.31%	1.54%	-4.73%	2.01%	-2.71%	-4.74%	2.61%	-2.30%	8.08%	6.34%	7.04%	-4.21%	30.35%
化学制剂 (二级板块)	8.06%	2.64%	-1.44%	8.92%	-3.07%	-3.65%	-0.75%	-8.83%	9.18%	3.94%	3.99%	-1.24%	26.77%
中药 (二级板块)	4.73%	3.76%	3.60%	6.34%	5.40%	-6.13%	-3.46%	-2.95%	3.47%	-4.69%	5.32%	-3.13%	4.60%
生物制品 (二级板块)	7.74%	-4.05%	-5.09%	4.76%	-6.38%	-7.13%	6.44%	-8.75%	4.12%	7.68%	6.33%	1.16%	2.66%
血液制品	-0.74%	-1.47%	5.85%	8.52%	1.42%	3.36%	-6.27%	-4.97%	3.16%	5.92%	15.40%	1.20%	22.45%
疫苗	6.27%	-5.50%	-7.00%	-1.48%	-7.81%	-4.33%	6.01%	-14.58%	4.97%	9.08%	5.58%	7.98%	-8.55%
其他生物制品	10.53%	-3.35%	-5.83%	8.71%	-7.07%	-11.97%	9.52%	-5.60%	3.72%	7.05%	4.60%	-4.26%	6.48%
医药商业 (二级板块)	0.57%	5.79%	2.84%	6.07%	-2.02%	0.50%	-2.79%	-4.43%	0.61%	-1.27%	7.68%	-3.29%	0.93%
医药流通	3.70%	5.77%	5.33%	13.53%	-1.50%	0.30%	-3.75%	-4.14%	2.68%	0.29%	5.59%	-4.99%	9.73%
线下药店	-5.03%	5.81%	-1.59%	-10.47%	-3.21%	0.92%	-0.84%	-5.02%	-3.79%	-4.72%	11.91%	0.00%	-16.10%
互联网药店	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
医疗器械 (二级板块)	5.18%	-1.31%	-2.70%	-0.61%	-1.16%	-3.49%	-1.83%	-9.20%	2.20%	3.70%	6.07%	0.28%	-2.95%
医疗设备	4.43%	-4.12%	-2.21%	0.16%	-1.13%	-2.42%	-3.24%	-11.93%	0.27%	4.70%	7.23%	1.47%	-5.99%
医疗耗材	6.20%	-0.07%	-3.68%	1.22%	-1.74%	-5.00%	-0.30%	-7.23%	4.99%	2.46%	2.10%	-3.25%	-4.67%
体外诊断	5.83%	3.94%	-2.70%	-5.01%	-0.48%	-4.41%	-0.13%	-4.82%	3.21%	2.85%	8.33%	1.72%	6.73%
医疗服务 (二级板块)	10.05%	-8.40%	-3.09%	-6.17%	-5.61%	-7.87%	7.34%	0.43%	3.08%	0.84%	-3.83%	-10.10%	-19.47%
诊断服务	6.79%	-3.02%	12.25%	-8.45%	-9.92%	4.73%	-2.39%	-12.24%	0.77%	-2.11%	10.12%	-7.90%	-11.78%
医疗研发外包	12.06%	-11.27%	-6.91%	-11.59%	-5.45%	-9.01%	9.76%	8.51%	5.52%	1.91%	-6.02%	-11.78%	-17.74%
医院	6.79%	-5.00%	-1.05%	0.72%	-4.69%	-9.21%	6.48%	-9.51%	-0.50%	-0.41%	-3.83%	-8.00%	-24.81%
其他医疗服务	23.18%	-7.43%	-4.86%	18.43%	-11.12%	-11.82%	-2.39%	-12.15%	-0.77%	0.42%	8.85%	-4.52%	-8.42%

1.1.2 医药生物板块2023年走势复盘——横向比较表现平淡



➤ 横向比较其他行业和全部A股，截至12月31日，申万医药生物板块上涨5.30%，跑输全部A股（-2.28%），在31个申万一级行业中排名第14，居于中游水平。

图表3：2023年申万一级行业板块涨跌幅情况（%）



1.2.1 医药生物板块业绩表现——三季度业绩整体呈下滑趋势

- 2023前三季度，医药生物行业整体实现营业收入18770.78亿元，同比增长1.74%；实现归母净利润1550.23亿元，同比减少17.73%；实现扣非后归母净利润1350.20亿元，同比减少22.18%。
- 子板块方面，原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务分别实现营业收入819.91亿元、3125.42亿元、2811.45亿元、1304.75亿元、7566.94亿元、1760.03亿元和1382.27亿元，同比增速分别为-2.32%、2.61%、9.49%、11.82%、9.16%、-28.61%和-3.55%；实现归母净利润分别为85.03亿元、251.71亿元、328.73亿元、161.96亿元、168.07亿元、330.03亿元和224.69亿元，同比增速分别为-25.06%、8.53%、36.53%、43.60%、-1.31%、-55.54%和-17.60%；实现扣非后归母净利润分别为77.30亿元、208.51亿元、300.39亿元、117.77亿元、154.32亿元、288.95亿元和202.96亿元，同比增速分别为-24.91%、1.71%、24.45%、29.15%、2.22%、-58.83%和-16.32%。分板块来看，医药商业、化学制剂和中药是医药生物行业2023前三季度实现营业收入最高的三个子板块；中药、医疗器械和化学制剂是行业2023前三季度实现扣非后归母净利润最高的三个子板块。

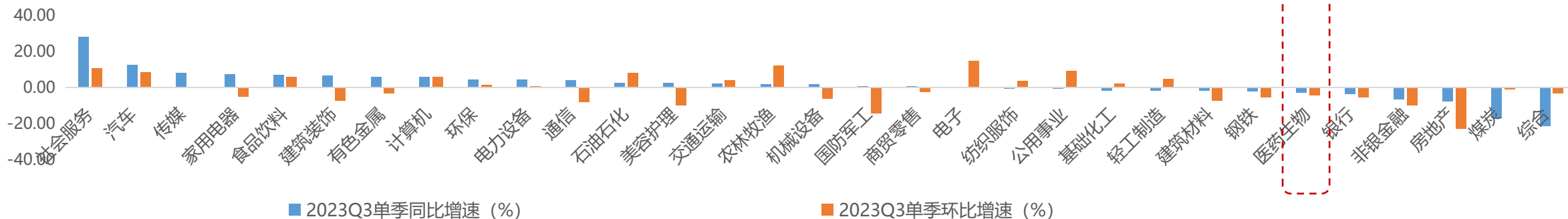
图表4：医药生物及子板块2023业前三季度业绩情况

	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	单季同比增速 (%)			归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	单季同比增速 (%)			扣非后归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
			Q1	Q2	Q3			Q1	Q2	Q3		
医药生物	18770.78	1.74	2.14	5.55	-2.76	1550.23	-17.73	-28.17	-15.67	-9.07	1350.20	-22.18
原料药	819.91	-2.32	5.31	-4.87	-6.37	85.03	-25.06	-19.53	-25.33	-23.98	77.30	-24.91
化学制剂	3125.42	2.61	6.06	6.80	-4.62	251.71	8.53	14.26	6.03	5.43	208.51	1.71
中药	2811.45	9.49	14.28	13.48	0.84	328.73	36.53	55.93	37.29	16.93	300.39	24.45
生物制品	1304.75	11.82	5.23	5.83	22.94	161.96	43.60	-17.47	-6.46	212.09	117.77	29.15
医药商业	7566.94	9.16	14.85	13.44	-0.88	168.07	-1.31	13.73	-31.20	-8.28	154.32	2.22
医疗器械	1760.03	-28.61	-42.80	-19.15	-21.16	330.03	-55.54	-70.87	-32.98	-49.23	288.95	-58.83
医疗服务	1382.27	-3.55	0.34	-4.97	-6.84	224.69	-17.60	0.75	-28.95	-19.75	202.96	-16.32

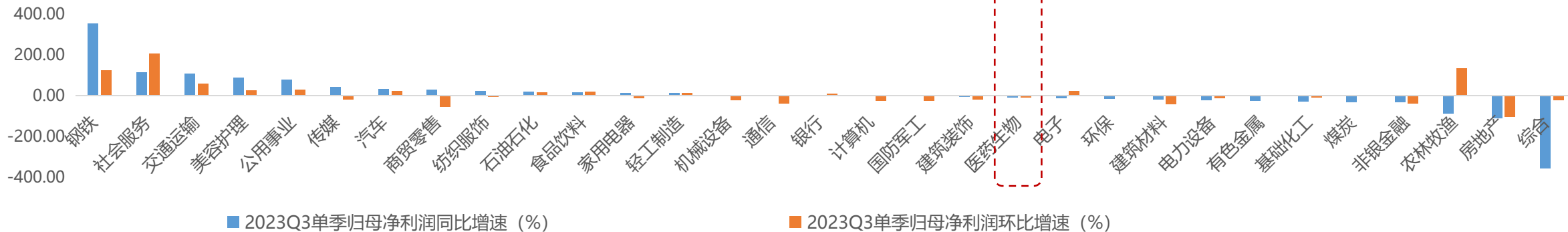
1.2.2 行业横向比较整体表现——行业整体处于中下游水平

- 横向对比31个一级行业，从营业收入增速的同比和环比情况来看，医药生物行业2023Q3单季营业收入同比增长和2023Q3单季营业收入环比增长分别为-2.76%和-4.41%，在一级行业中排名分别为第26位和第20位，居中下游位置。
- 从归母净利润增速的同比和环比情况来看，医药生物行业2023Q3单季归母净利润同比增长和2023Q3单季归母净利润环比增长分别为-9.07%和-8.43%，在一级行业中排名分别为第20位和第18位，居中下游位置。

图表5：医药生物和其他一级行业2023Q3单季度营业收入同比/环比增长情况（%）



图表6：医药生物和其他一级行业2023Q3单季度归母净利润同比/环比增长情况（%）

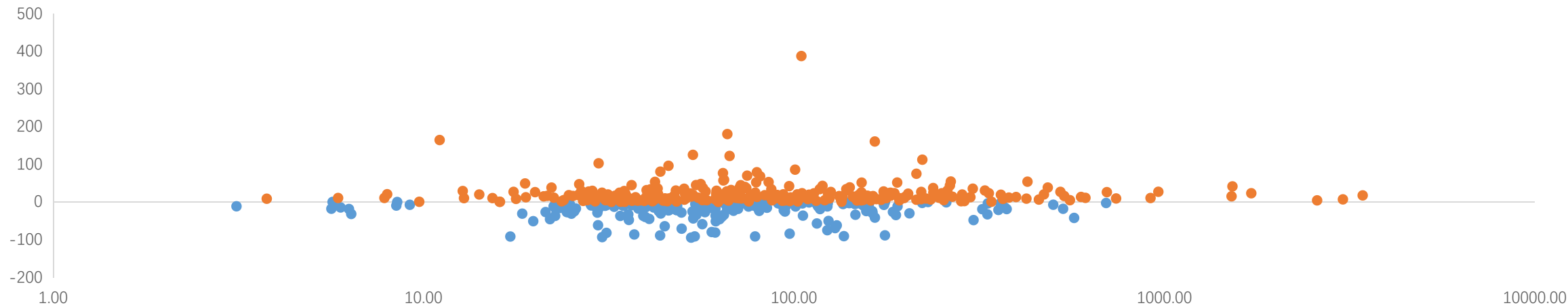


1.2.3 医药上市公司三季报整体情况——超过一半上市公司营收、归母净利润实现同比增长

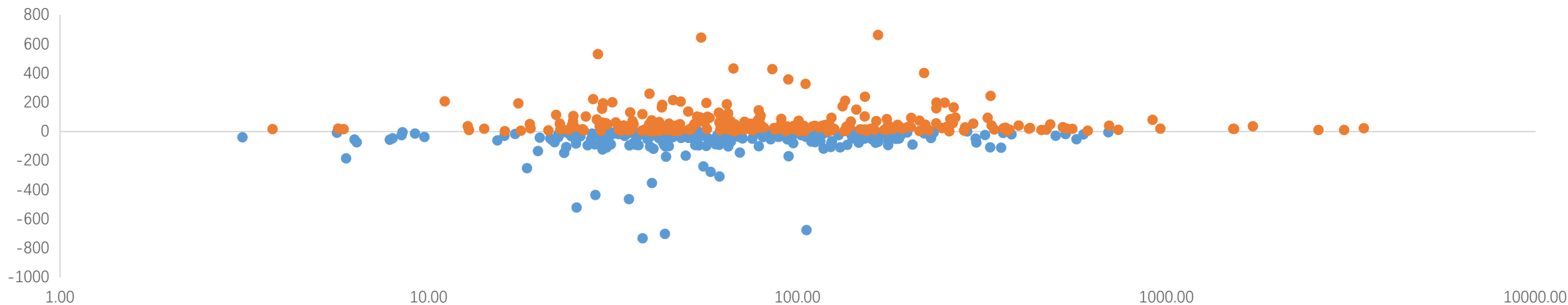


➤ 从上市公司层面来看，2023年前三季度，在495家上市公司中，287家上市公司营业收入实现同比增长，260家上市公司实现归母净利润同比增长。

图表7：医药生物2023年前三季度上市公司营业收入增速（%，y）及市值（亿元，x）分布图（见《中航证券医药生物行业周报：Q3业绩筑底，基金轮动明确创新投资主线》）



图表8：医药生物2023年前三季度上市公司归母净利润增速（%，y）及市值（亿元，x）分布图（见《中航证券医药生物行业周报：Q3业绩筑底，基金轮动明确创新投资主线》）



1.2.4 医药行业——三季度明确收入底



图表9：医药生物逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	6245.50	5995.01	6172.80	6363.50	6383.46	6326.12	5994.90
同比增长	14.27%	6.61%	9.53%	7.91%	2.14%	5.55%	-3.25%
营业收入正增长公司占比	68.78%	60.35%	67.71%	59.29%	65.44%	63.19%	47.44%
归母净利润 (亿元)	730.75	596.18	518.30	73.82	533.22	510.03	470.66
同比增长	23.03%	-7.51%	1.85%	-75.79%	-28.17%	-15.67%	-17.83%
归母净利润正增长公司占比	57.85%	51.72%	54.85%	48.34%	62.07%	55.78%	45.66%

图表11：原料药板块逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	409.11	473.24	478.21	475.09	415.61	448.23	257.13
同比增长	9.07	4.39	10.10	-0.30	5.31	-4.87	-6.37
营业收入正增长公司占比	75.61%	71.43%	75.00%	50.00%	56.52%	41.30%	43.48%
归母净利润 (亿元)	37.08	40.32	29.64	20.08	34.02	34.85	21.81
同比增长	10.99	5.53	-7.97	49.04	-19.53	-25.33	-23.98
归母净利润正增长公司占比	65.85%	57.14%	56.82%	43.18%	50.00%	39.13%	34.78%

图表10：医药生物逐季盈利能力情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	36.65%	34.16%	33.94%	33.79%	33.51%	33.61%	32.65%
净利率	12.42%	10.63%	9.08%	1.29%	8.97%	8.49%	8.33%
销售费用率	12.74%	13.17%	13.83%	14.91%	13.40%	13.85%	13.03%
管理费用率	4.60%	4.99%	5.19%	5.86%	4.95%	5.11%	5.38%
财务费用率	0.63%	-0.05%	0.01%	0.78%	0.67%	-0.26%	0.44%
研发费用率	3.75%	4.30%	4.35%	5.18%	4.13%	4.80%	4.09%

图表12：原料药板块逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	32.78	30.76	29.30	29.86	31.81	31.20	30.20
净利率	13.41	14.47	10.46	6.41	11.08	12.03	8.31
销售费用率	5.71	5.87	6.35	6.08	6.32	5.85	6.55
管理费用率	5.98	6.12	6.37	6.39	5.91	6.47	6.73
财务费用率	1.15	-1.45	-1.66	0.89	1.02	-2.22	0.87
研发费用率	4.53	4.71	4.82	5.10	4.82	5.40	5.58

1.2.4 医药行业——化学制剂和中药板块收入利润增速环比下降



图表13: 化学制剂逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	1018.22	1006.57	1040.21	1077.57	1086.85	1064.71	991.07
同比增长	4.32	0.89	1.62	3.08	6.06	6.80	-4.63
营业收入正增长公司占比	56.73%	52.88%	63.55%	64.22%	67.59%	74.07%	40.19%
归母净利润 (亿元)	86.56	90.94	67.39	9.01	92.63	84.30	73.88
同比增长	-12.83	-6.14	-21.81	265.45	14.26	6.03	1.24
归母净利润正增长公司占比	54.05%	48.18%	56.25%	60.71%	60.71%	63.39%	49.55%

图表15: 中药板块逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	881.77	821.55	840.30	937.44	1019.32	942.11	849.13
同比增长	1.25%	2.64%	1.87%	10.96%	14.28%	13.48%	0.84%
营业收入正增长公司占比	66.67%	54.17%	64.86%	62.16%	74.32%	75.68%	43.84%
归母净利润 (亿元)	88.50	75.14	71.91	2.98	138.94	107.52	84.03
同比增长	3.51%	-24.14%	-4.51%	-97.44%	55.93%	37.29%	16.93%
归母净利润正增长公司占比	61.11%	51.39%	64.86%	54.05%	77.03%	71.62%	56.16%

图表14: 化学制剂逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	51.23	50.15	51.38	49.51	51.10	51.27	50.22
净利率	9.74	10.45	7.74	1.40	10.12	9.02	8.39
销售费用率	24.88	23.75	25.91	26.05	23.62	24.61	22.92
管理费用率	7.14	7.39	7.74	8.02	7.21	7.56	8.36
财务费用率	1.05	0.03	0.12	1.49	1.11	0.16	0.42
研发费用率	6.59	7.07	7.36	7.84	7.09	7.73	7.97

图表16: 中药板块逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	44.69	43.69	44.45	44.18	46.41	44.49	43.31
净利率	10.38	9.39	8.87	0.75	14.21	11.86	10.36
销售费用率	22.47	22.97	24.49	25.25	22.98	23.68	22.95
管理费用率	4.94	5.65	5.48	6.47	4.80	5.21	5.88
财务费用率	0.18	0.29	0.41	0.34	0.21	0.11	0.04
研发费用率	2.23	2.43	2.50	2.77	2.08	2.25	2.39

1.2.4 医药行业——生物制品Q3业绩显著反弹，商业板块增长恶化



图表14：生物制品逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	320.23	372.17	413.69	405.98	385.89	432.31	442.39
同比增长	15.04	9.25	0.90	-5.20	5.23	5.83	16.72
营业收入正增长公司占比	64.00%	58.00%	55.56%	49.06%	61.82%	60.00%	55.56%
归母净利润 (亿元)	31.64	19.38	29.43	-2.67	42.50	33.17	71.56
同比增长	-41.71	-74.52	-62.45	-108.05	-17.47	-6.46	10.22
归母净利润正增长公司占比	54.90%	49.02%	38.89%	33.96%	43.64%	43.64%	51.85%

图表16：医药商业板块逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	2328.36	2334.79	2456.37	2448.38	2598.11	2571.67	2421.35
同比增长	7.97%	4.21%	11.49%	10.33%	14.85%	13.44%	-0.88%
营业收入正增长公司占比	84.85%	75.76%	91.18%	81.82%	82.35%	70.59%	47.06%
归母净利润 (亿元)	51.36	71.27	50.68	-1.44	57.62	49.35	46.90
同比增长	-14.58%	4.59%	11.73%	-109.76%	13.73%	-31.20%	-8.28%
归母净利润正增长公司占比	60.61%	66.67%	73.53%	66.67%	79.41%	58.82%	47.06%

图表15：生物制品逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	56.77	55.56	58.83	58.23	57.22	56.38	53.56
净利率	10.88	6.22	7.97	-0.74	11.25	7.16	17.13
销售费用率	19.34	22.87	22.41	23.18	19.67	20.65	18.21
管理费用率	7.86	7.53	7.32	8.92	8.00	7.68	5.23
财务费用率	-0.31	1.58	1.68	-0.77	-0.29	0.56	-0.12
研发费用率	15.52	15.87	16.46	17.74	17.34	16.92	10.12

图表17：医药商业板块逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	12.80	13.45	12.55	13.97	12.80	13.19	12.24
净利率	2.60	3.64	2.47	0.21	2.62	2.31	2.24
销售费用率	5.98	6.21	6.14	6.93	6.12	6.29	5.86
管理费用率	2.12	2.12	2.24	2.85	2.05	2.11	2.25
财务费用率	0.82	0.75	0.79	0.91	0.80	0.74	0.83
研发费用率	0.32	0.29	0.32	0.33	0.30	0.30	0.30

1.2.4 医药行业——器械进入底部确认阶段，医疗服务利润规模呈现改善趋势



图表17: 医疗器械逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	1012.52	709.01	665.79	718.19	571.52	580.24	558.08
同比增长	55.98%	8.39%	17.20%	8.24%	-42.80%	-19.15%	-21.16%
营业收入正增长公司占比	71.68%	61.95%	66.12%	55.83%	56.45%	50.00%	44.59%
归母净利润 (亿元)	378.63	192.67	179.07	39.52	107.15	123.62	94.33
同比增长	73.02%	-9.32%	30.46%	-58.60%	-70.87%	-32.98%	-49.23%
归母净利润正增长公司占比	53.10%	51.33%	52.89%	39.17%	59.68%	50.81%	37.84%

图表19: 医疗服务板块逐季业绩情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	409.11	473.24	478.21	475.09	415.61	448.23	475.74
同比增长	44.83	46.04	35.27	20.57	0.34	-4.97	-6.84
营业收入正增长公司占比	81.82%	62.22%	76.60%	55.32%	69.39%	71.43%	65.31%
归母净利润 (亿元)	56.99	106.45	90.19	6.34	60.35	77.21	78.15
同比增长	34.06	98.11	66.43	-82.87	0.75	-28.95	-19.75
归母净利润正增长公司占比	68.18%	60.00%	68.09%	34.04%	67.35%	59.18%	38.78%

图表18: 医疗器械逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	63.82	54.79	53.00	49.59	51.65	50.98	50.43
净利率	38.63	27.59	28.33	4.48	19.18	21.53	16.88
销售费用率	10.00	12.61	12.83	15.66	14.27	15.87	15.41
管理费用率	4.06	5.83	6.69	7.27	7.57	7.68	8.18
财务费用率	0.09	-2.88	-3.42	0.30	0.04	-4.50	-0.29
研发费用率	5.02	5.95	6.52	7.01	8.78	9.11	9.32

图表20: 医疗服务板块逐季盈利能力情况 (%)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率	38.42	40.06	42.03	37.51	39.64	40.99	41.91
净利率	14.97	23.44	19.67	1.37	15.07	17.72	17.32
销售费用率	6.35	5.45	6.63	7.76	6.81	7.10	7.03
管理费用率	9.43	9.06	9.64	10.26	10.35	9.75	10.26
财务费用率	1.10	-0.99	-0.67	1.35	1.36	-1.89	0.30
研发费用率	3.76	3.89	4.06	4.19	4.41	4.25	4.26

目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

估值仍处于历史较低水平

7

投资策略

- **12月13日，国家医保局公布了2023年国家医保药品目录调整结果，新版目录将于2024年1月1日起实施。**从医保目录中药品类别来看，本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3088种，其中西药1698种（占55%）、中成药1390种（占45%），中药饮片仍为892种。其中，中成药品种总数再创新高，其在医保目录中的占比持续维持在40%之上。
- 从目录中新增药品覆盖的领域来看，新增药品中包括21种肿瘤用药、17种新冠、抗感染用药、15种糖尿病、精神病、风湿免疫等慢性病用药、15种罕见病用药（其中阿伐替尼片同为肿瘤用药）以及59种其他领域用药，体现出国家对慢性病、罕见病、儿童用药等领域，尤其是临床上存在巨大未满足需求的创新药更大力度的支持。
- **从医保目录调整的趋势上看，主要有以下两方面：（一）医保目录优化结构，腾笼换鸟的逻辑延续。（二）进一步支持面向未被满足需求的医药创新。**
- **综合来看，在“保基本”的总体基调下，国家医保政策重点支持创新药，尤其是面向临床未被满足的需求填补空缺的指向愈发清晰、明确。对于医药企业而言，面向未被满足需求的创新将更有机会在有限的资源中占据一席之地**

图表21：历轮医保谈判工作开展情况

	一轮谈判	二轮谈判	三轮谈判	四轮谈判	五轮谈判	六轮谈判	七轮谈判	八轮谈判
拟谈判数量	3	44	18	119	162	117	147	143
合计	3	36	17	70	119	94	121	126
谈判成功数量	中成药	0	5	-	18	40	-	-
	西药	3	31	-	52	79	-	-
成功率	100.00%	81.82%	94.44%	58.82%	73.46%	80.34%	82.3%	84.6%
平均降价幅度	55.33%	44%	56.70%	60.70%	50.64%	61.71%	60.1%	61.7%
最高降价幅度	67%	70%	70%	98%	85%	94%	-	-

2.1.2 医保谈判规则调整，利好创新药及医疗研发外包板块发展

- 7月4日，国家医保局发布《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》公开征求意见。
- 此次规则主要有以下几点调整：首先，针对连续纳入“协议期内谈判药品”品种，支付标准在基础规则上减半；其次，续约需降价的企业可以申请重新谈判确定降幅，重新谈判的降幅不一定高于简易续约规则确定的梯度降幅；第三，协议期内（2024年12月到期）调整支付范围的品种可以通过补充协议在原协议期内确定新的支付标准和范围；第四，对于2022年重新谈判或补充协议新增适应症的品种，今年计算续约降幅时，将把上次已发生的降幅扣减；第五，医保基金支出预算从2025年续约起不再按照销售额65%计算，而是以纳入医保支付范围的药品费用计算，医保支付节点金额也相应调增，之前方案中“二规则”下2亿元、10亿元、20亿元、40亿元从2025年开始相应调增为3亿元、15亿元、30亿元、60亿元。
- **本次调整，总体上有利于维护基金安全，稳定甚至合理提升患者的保障水平。通过完善续约规则，稳定了企业预期，将能够进一步调动企业申请进入目录、为目录内品种追加适应症的积极性，患者的用药保障水平将得以维持和提升。同时，按照新的规则，谈判成功的品种单纯因基金支出超预算而被剔出目录的风险降低，更多性价比高的谈判药品得以继续保留在目录内，利于降低基金支出风险和患者个人负担。我们认为，《谈判药品续约规则》调整利好创新药及其产业链。**

图表22：医保谈判规则调整方面

	调整方面	具体规则
1	建立了基本覆盖药品全生命周期的支付标准调整规则	《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。 上述调整有利于稳定企业预期，减轻后期降价压力，减少续约失败的可能性。
2	进一步体现对创新的支持	增加了对于按照现行注册管理办法批准的1类化药、1类治疗用生物制剂，1类和3类中成药，在续约触发降价机制时，可以申请以重新谈判的方式续约，将组织专家按程序进行测算， 谈判续约的降幅可不必高于简易续约规定的降幅。
3	2023年、2024年新冠药品续约时超量可不降价	考虑到新冠疫情的不可预测性，对纳入国家《新型冠状病毒感染诊疗方案》的药品，如基金实际支出超出预算，在2023年和2024年续约时可不予降价。

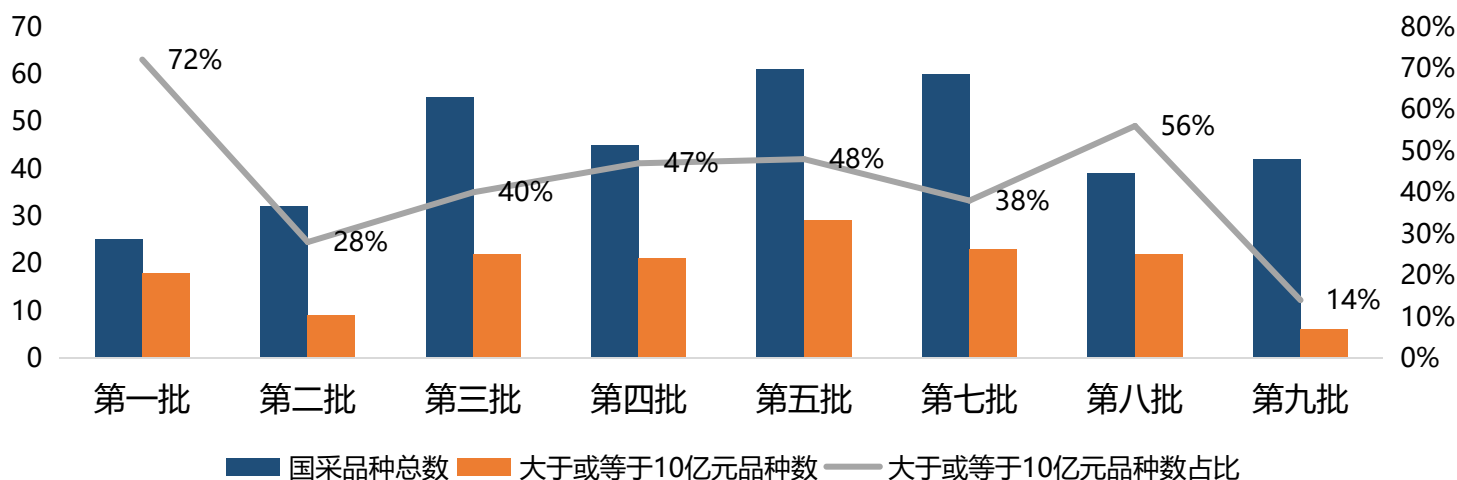
2.2 全国范围集采——大品种仿制药产品逐渐接近“应采尽采”



图表23：历轮药品集采工作开展情况

历轮药品集采工作开展情况									
	首轮药品集采	药品集采扩面	二轮药品集采	三轮药品集采	四轮药品集采	五轮药品集采	七轮药品集采	八轮药品集采	九轮药品集采
座谈会日期	2018年9月11日	2019年7月1日	2019年11月27日	2020年6月25日	2020年12月8日	2021年3月5日	2022年2月17日	2023年1月11日	2023年8月
启动日期	2019年3月	2019年12月	2020年5月	2020年11月	2021年2月	2021年6月	2022年7月	2023年3月	2023年10月
涉及品种数量	31	25	33	56	45	62	61	40	42
中选品种数量	25	25	32	55	45	61	60	39	41
参加企业数量	49	77	122	194	152	201	295	251	262
中选企业数量	20	45	77	125	118	148	217	174	205
降价最高幅度	96%	98%	93%	98.72%	96.82%	98.9%	97%	98.7%	98.51%
平均降价幅度	52%	59%	53%	53%	52%	56%	48%	56%	58%
采购周期	1年	2年	3年				2.5年	4年	

图表24：前九批国采品种总数、大品种数量（单位：个）和大品种占比（%）



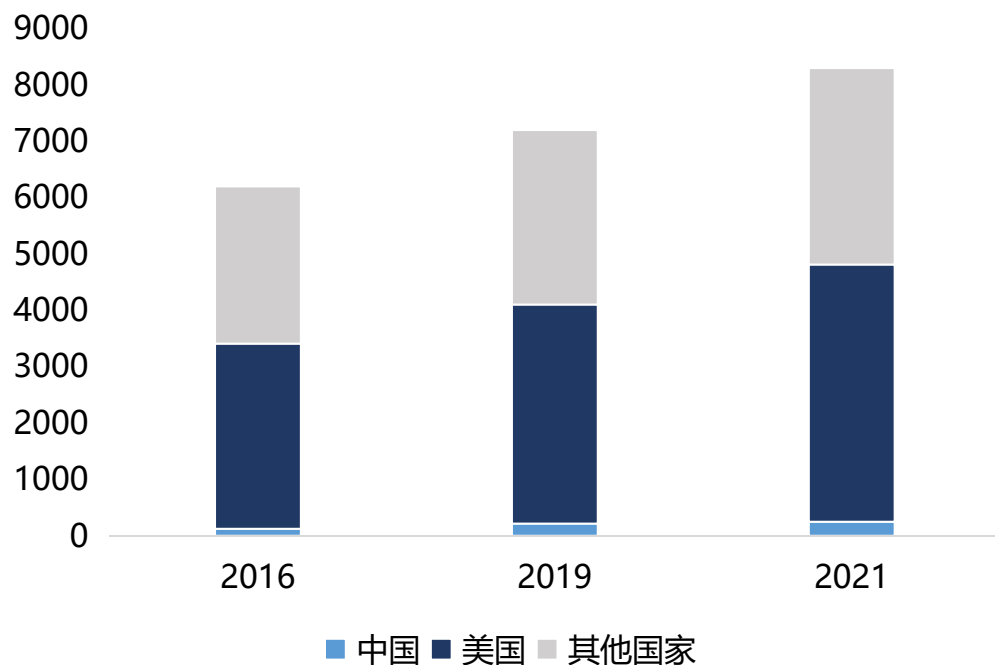
- 全国药品集采方面，2023年3月29日，第八批国家集采开标，第八批国家集采39种药品采购成功；共251家企业参与，174家企业采涉及40个品种，其中39个品种集采成功；参与企业方面，此次集采有251家企业参与，其中174家企业获得拟中选资格；降价幅度方面，此次集采平均降价56%，最高降幅达到98.7%。**此次全国集采首次将肝素类产品纳入进集采范围。**
- 2023年11月6日，第九轮国家药品集采拟中选结果发布。此次集采共涉及到42个品种，205个产品获得拟中选资格，拟中选药品平均降价58%。**第九轮集采涉及到市场规模超过10亿元的大品种只有6个，为国采开始以来大品种占比最低的一次，经过多轮集采后大品种仿制药产品逐渐接近“应采尽采”。**与此前的几次集采相比，本次集采价格降幅有所提升，主要系第九批集采拟纳入22款注射剂，占比超过50%，本次药品集采采购周期为4年，为历史最长。
- 随着化学药品集采步入常态化阶段，市场已经逐步消化集采带来各方面影响，另一方面，仿制药回落到更低的价格区间是不可避免的趋势，而创新药的研发是引领行业发展的不竭动力。**因此在集采背景下，创新转型升级是企业必然选择，未来具有临床价值的创新药市场占有率会进一步提升。**

2.3 创新药市场空间——海外创新药市场广阔

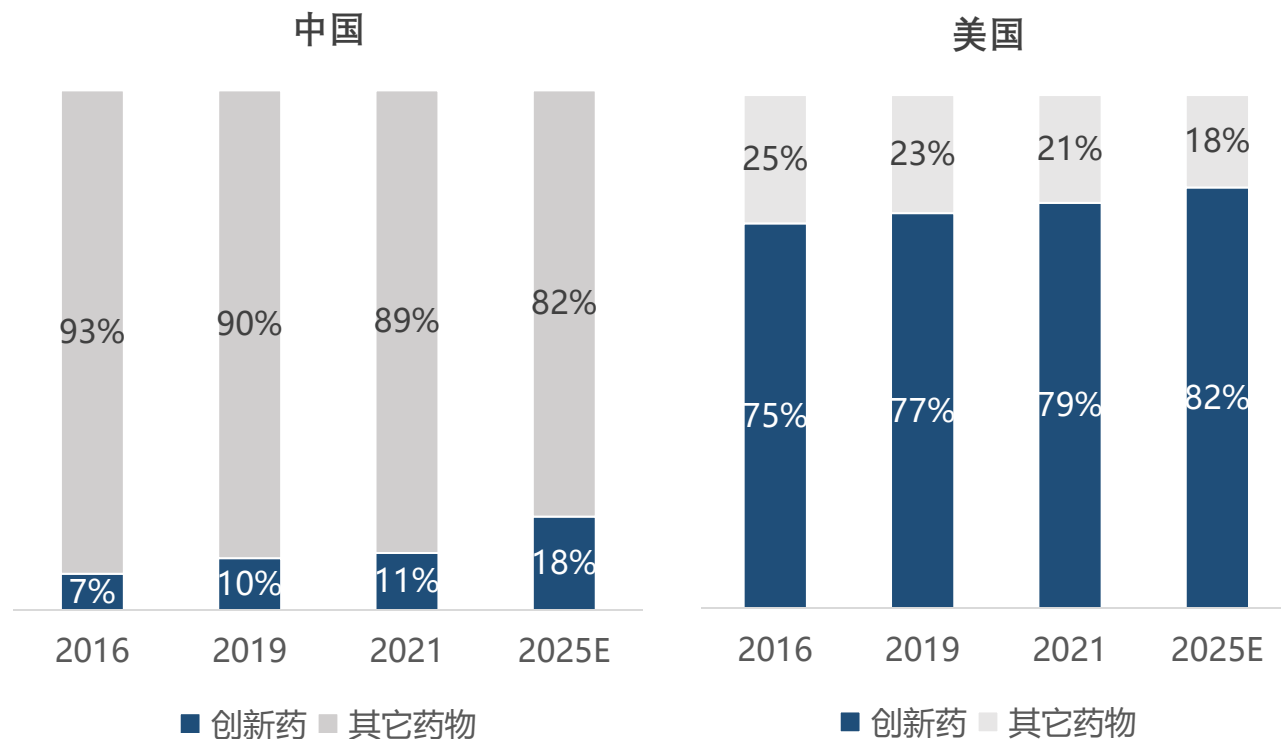


- 从创新药市场规模来看，根据BCG援引Evaluate Pharma的数据，2021年全球创新药市场约为8,300亿美元，其中，美国市场占比为55%，而相比之下中国创新药市场仅占全球的3%。从中美两国药品销售结构来看，根据BCG数据，2021年，美国创新药销售额占其所有药品销售额之比为79%，而国内创新药销售额占比仅占全国药品销售额的11%。与国内市场相比，海外发达国家具有更加广阔的创新药市场潜力。

图表25：中国/美国/全球其它国家创新药销售额对比（单位：亿美元）



图表26：中国/美国药品销售占比对比（单位：%）

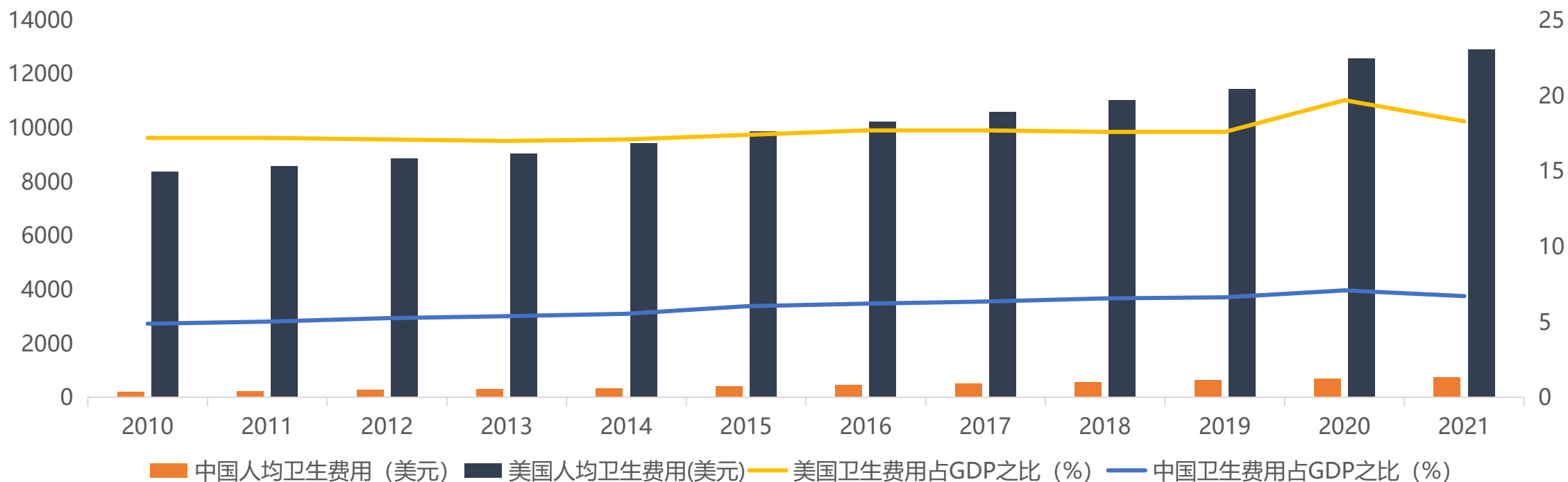


2.3.1 创新药定价空间——美国人均卫生费用远高于中国



- 我们将美国作为海外市场的参照，将其医疗支付体系和国内进行对比分析。全国卫生费用方面，2021年，美国总卫生费用为42551.27亿美元，占其GDP之比为18.30%；而我国当年总卫生费用为76844.99亿元，占我国GDP之比仅为6.72%。人均卫生费用方面，2021年，我国人均卫生费用为5439.97元（相当于754.30美元），而美国当年人均卫生费用为12914美元，是我国的17.12倍。

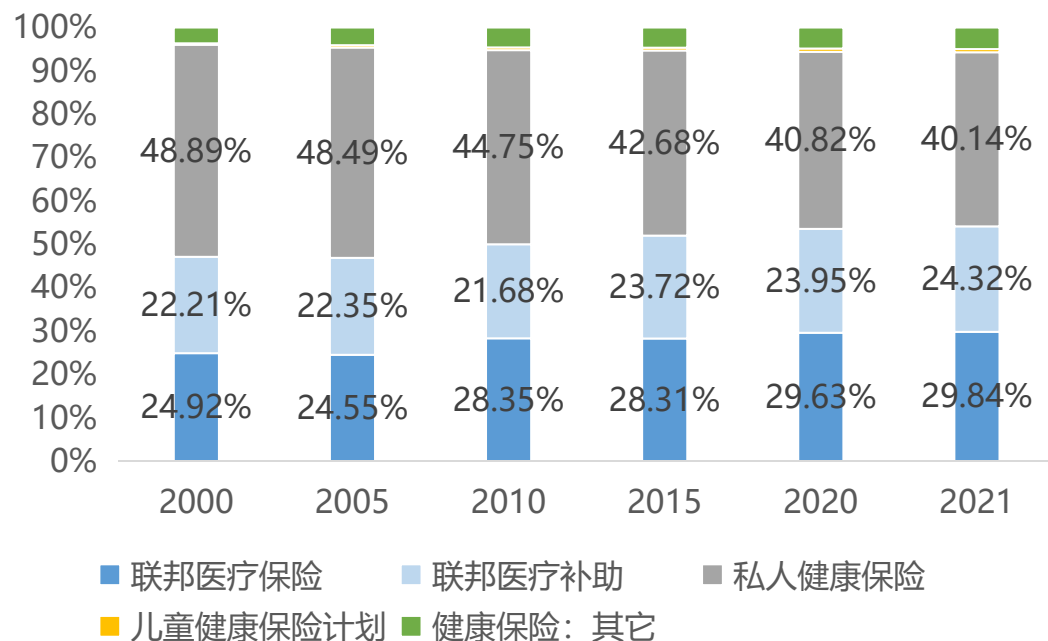
图表27：中国/美国人均卫生费用（左，单位：美元）以及对比卫生费用占GDP之比（右，单位：%）对比



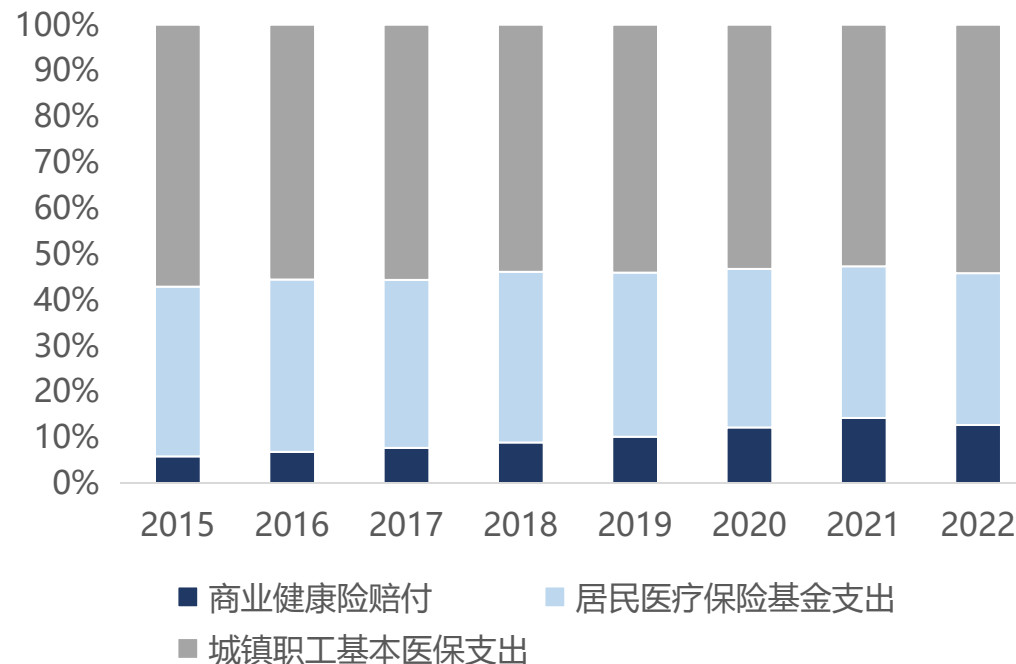
2.3.2 创新药定价空间——美国保险结构以商险为主

- 从中国和美国的医疗保险体系结构上来看，我国的医疗保障体系是以社会医疗保险为主体，美国的医疗保险体系以商业医疗保险为主体。从我国基本医保的定位上来看，需要统筹考虑13.5亿参保人的用药保障需求以及医保基金的实际支付能力，因此尽管2023年通过谈判将341个新药以适宜的价格纳入目录，但“保基本”的定位仍然是一段时期之内的总体基调。商业保险方面，我国商业健康保险近年来虽然得到稳步发展，但商业健康保险的绝对值和占比仍旧较低，与美国等发达国家相比，对创新药的支付支持力度相对有限。2021年，我国商业健康保险赔付支出的金额占我国医疗保险支出的12.74%，而美国商业医疗保险在其整个健康保险费用的占比为40.14%。
- 综合经济发展水平、医疗保障体系结构等各个方面的因素，发达国家可能拥有更加宽松的创新药定价空间，能够给创新药研发带来更高的回报。**

图表28：美国健康保险结构（%）



图表29：中国医疗保险结构（单位：%）



2.3.3 创新药定价空间——抗肿瘤药物为例，海外定价普遍高于中国

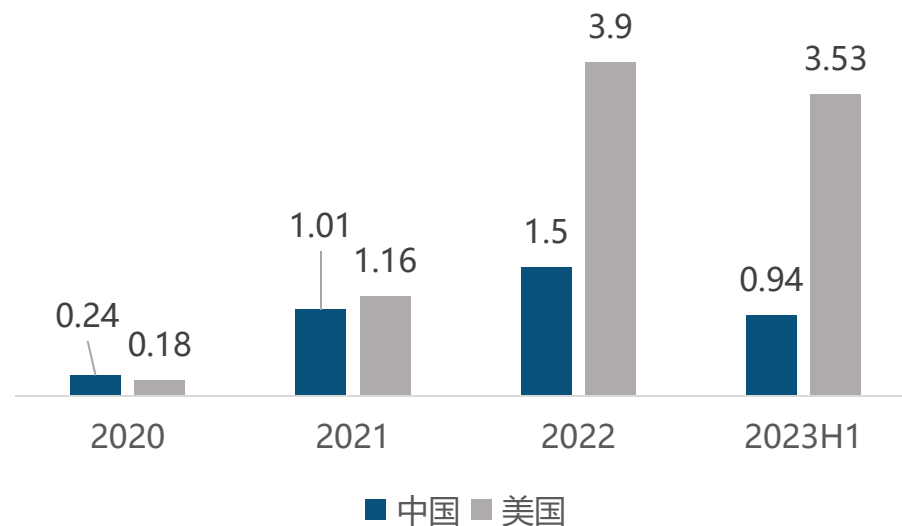


➤ 以抗肿瘤药物为例，比较同一种药物在中国和美国的定价，可以看到，药物在美国的定价更高。比如：Nivolumab在美国的年治疗费用为19.2万美元/年，而该药物在中国的年治疗费用仅为7.6万美元/年，不到美国的一半。此外，比较百济神州的泽布替尼在中国和美国市场历年的销售额变化情况，可以看到，从2022年开始，百济神州的泽布替尼在美国市场的销售额开始远远超过中国市场的销售额，美国市场的销售额为3.9亿美元，而在中国市场的销售额为1.5亿美元。**以上数据从另一角度说明，对于创新药来说，海外发达国家市场的定价空间相较于国内更加宽松。**

图表30：抗肿瘤药物在中国和美国的年治疗费用比较

药品名称	公司	年治疗费用（万美元/年）	
Nivolumab	BMS	美国	19.2
		中国	7.6
Atezolizumab	Genentech	美国	16
		中国	8.8
Duvalumab	AstraZeneca	美国	9.6
		中国	7.4
Pembrolizumab	MSD	美国	17.3
		中国	9.6

图表31：百济神州的泽布替尼历年销售额（亿美元）

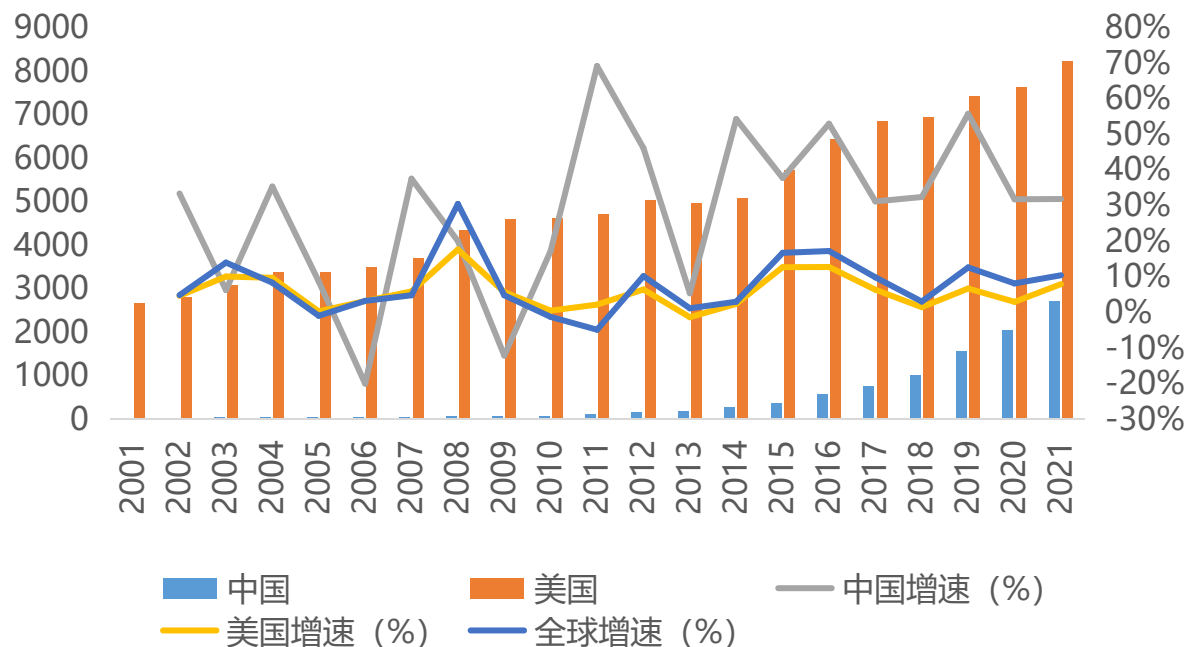


2.3.5 本土研发实力提升——中国药企研发能力日渐成熟

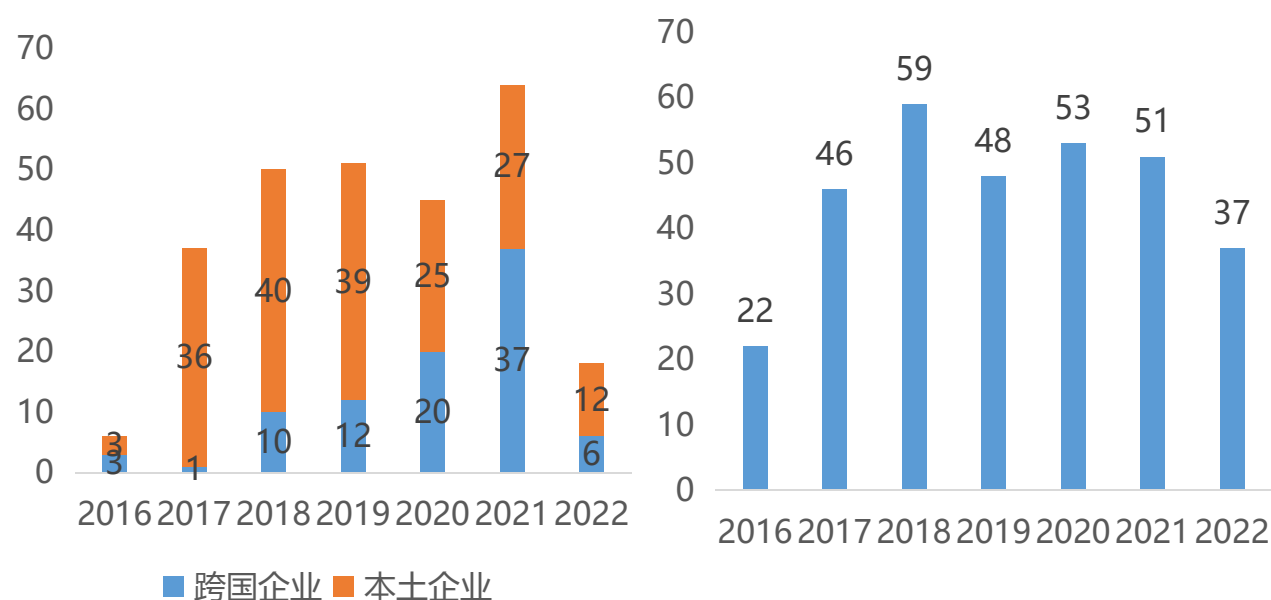


- 从中美两国的药物研发管线规模来看，近年来中国药物研发管线规模展现出蓬勃增长的态势。从2015年开始，中国药物研发管线整体增速保持在较高的水平，均超过30%，其中，2019年高达56%，远远高于全球整体水平，也远远高于美国的水平。
- 从创新药获批上市的数量来看，从2017年起，我国创新药审评审批速度大幅提升，2020年国内获批上市的创新药已经达到45个，与在美国获FDA批准上市创新药的数量差距进一步缩小。与此同时，在我国获批上市的创新药中，本土药企研发的创新药占比逐渐提升，说明国内药企的创新研发能力进一步增强。

图表32：2001-2021中美药物研发管线规模（个）及增速（%）对比

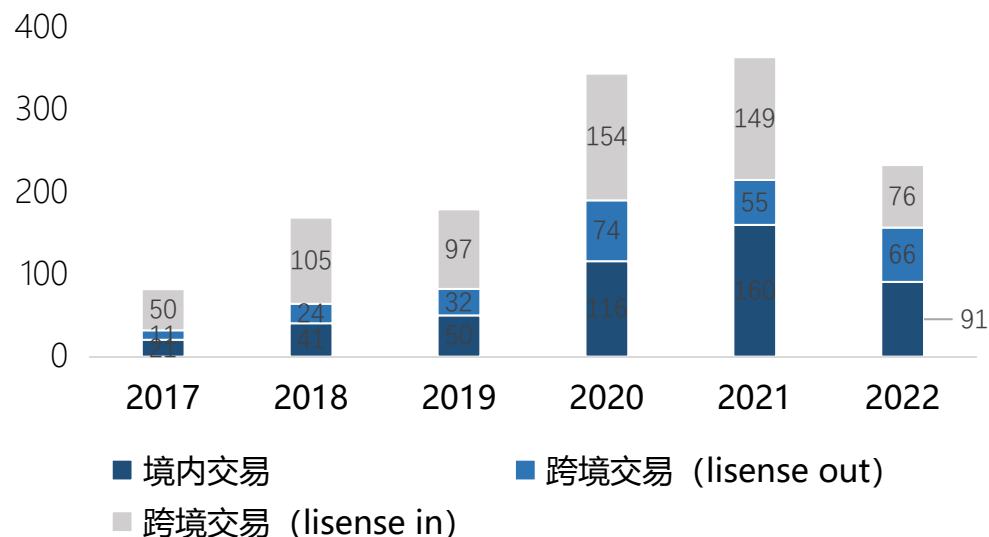


图表33：2016-2022年中国批准上市新药数量（个，左，不含中药）及FDA批准上市新药数量（个，右，不含生物类似药）

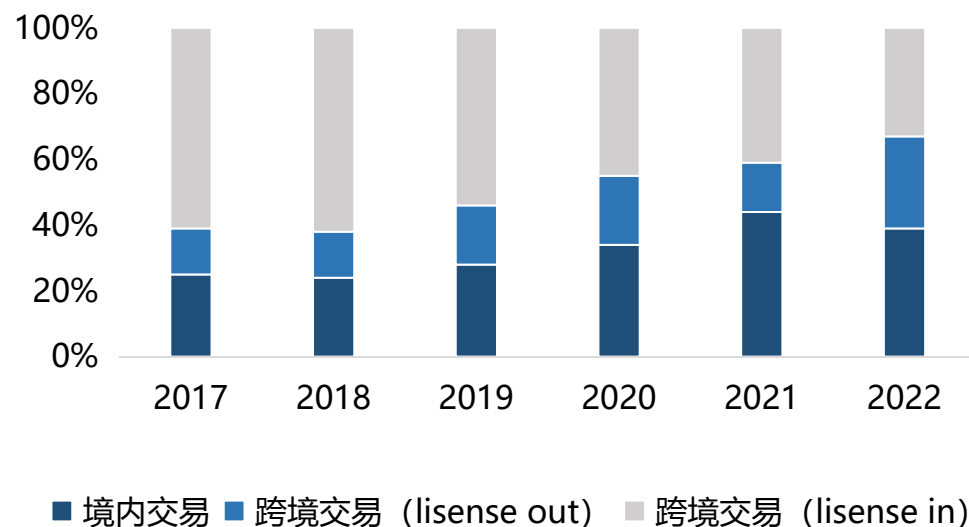


- 随着国内创新药企业的研发能力不断提升，走向国际市场是进一步检验和提升企业研发能力，审视产品战略，并提升收入和价值的一条大道，优秀的企业会在国际化浪潮中砥砺前行。
- 从2017-2022年中国医药领域交易数量上看，2022年，我国license out交易数量是233个，占比有所提升，达到28%，创下五年来的新高。

图表34：2017-2022年中国交易数量（按类型拆分，单位：起）



图表35：2017-2022年中国交易数量（按类型拆分，单位：%）



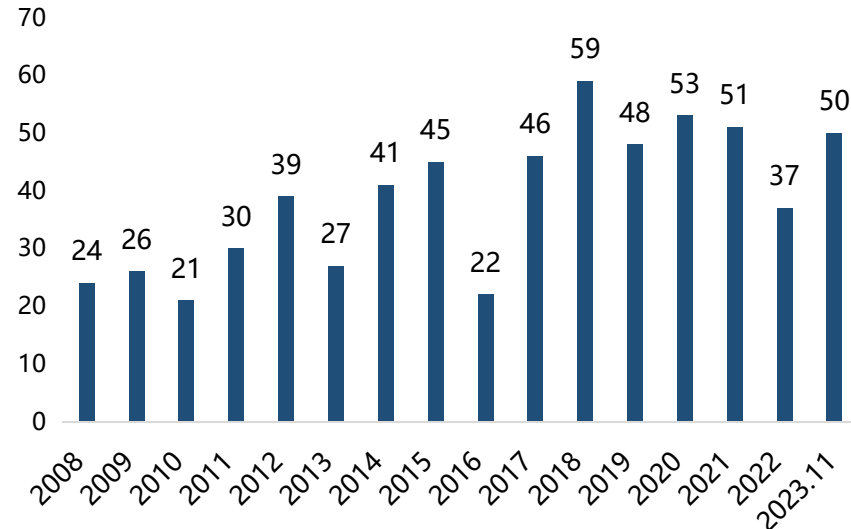
2.4.1 我国创新药出海进展——自主出海

➤ **创新药出海主要可以分为自主出海和License out两种方式。**自主出海方面，美国FDA 2008年以来创新药获批整体呈现出上升趋势，由2008年的24个上升至2023年11月的50个。作为全球最大的药品消费市场，FDA新药获批数量增长一定程度上为国内创新药企出海提供了更多机会。**目前，我国已有8款新药获得FDA批准，其中包括6款创新药和2款改良型创新药。**我国在FDA最早获批的创新药为百济神州的泽布替尼，其套细胞淋巴瘤适应症于2019年11月14日获批，最近获批的为亿帆生物的贝格司亭 α ，于2023年11月17日获得FDA上市批准。**2022年后，我国获FDA批准的创新药数量呈上升趋势。**

图表36：美国FDA批准我国创新药情况

药品名	泽布替尼	西达基奥仑赛	本维莫德	特瑞普利单抗	呋喹替尼	艾贝格司亭 α
商品名	Brukinsa	Carvykti	Tapinarof	Logtorzi	Fruzaqla	Ryzneuta
公司	百济神州	传奇生物	天济/Dermavant	君实/Coherus	和黄/武田	亿帆生物
适应症	套细胞淋巴瘤	多发性骨髓瘤	斑块状银屑病	鼻咽癌	结直肠癌	成年非髓性恶性肿瘤
	华氏巨球蛋白血症					
	边缘区淋巴瘤					
	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞性淋巴瘤					
批准日期	2019/11/14 2021/9/1 2021/9/14 2023/1/19	2022/2/28	2022/5/24	2023/10/27	2023/11/8	2023/11/17

图表37：美国FDA创新药获批数量（单位：个）



图表38：美国FDA批准我国改良型创新药情况

药品名	利培酮缓释微球	托珠单抗
商品名	Rykindo	Tofidence
公司	绿叶制药	百奥泰/渤健
适应症	精神分裂症/I型双相情感障碍	类风湿性关节炎/幼年特发性关节炎
批准日期	2023/1/13	2023/9/29

2.4.2 我国创新药出海进展——License out及合作出海

License out和合作出海方面，截至2023年9月，我国license out及合作出海的项目约有48个，从治疗领域来看，我国license out的项目主要以实体瘤为主；从研发情况来看，项目中大多数处于早期阶段，从IND阶段到临床 I / II 期阶段不等。

图表39：我国2023年1-9月License out情况

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	合作类型	疾病领域	授权区域	产品临床阶段	总金额 (万美元)	首付款 (万美元)
1	1.5	药明生物	GSK	四款TCE双特异性/多特异性抗体	licenseout	肿瘤	—	—	150,000	4,000
2	1.5	映恩生物	Adcendo	DITAC技术许可 (肿瘤ADC平台)	技术许可	—	—	—	未披露	未披露
3	1.10	信诺维	AmMaxBio	ADC	licenseout	肿瘤	除大中华区外	临床前	87,100	未披露
4	1.20	迈威生物(子公司: 迈威(美国))	DISCMEDICINE, INC.	MWTX-001, MWTX-002 和 MWTX-003	licenseout	罕见病	除大中华区和东南亚以外所有区域	—	41,250	未披露
5	1.23	和黄医药(子公司: 和记黄埔医药)	武田制药	呋喹替尼	licenseout	结直肠癌	中国内地、香港和澳门以外	已上市	113,000	40,000
6	2.12	恒瑞医药	Treeline Biosciences	SHR2554	licenseout	—	除大中华区以外的全球范围	—	70,600	1,100
7	2.13	石药集团(子公司: 巨石生物)	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	licenseout	肿瘤	美国、欧盟国家、英国、加拿大、澳大利亚、冰岛、列支敦士登、挪威及瑞士	—	69,250	750
8	2.14	和铂医药(子公司: HarbourBioMedUS Inc)	Cullinan Oncology	HBM7008	licenseout	肿瘤	美利坚合众国及其领土和属地	—	60,000	2,500
9	2.15	康泰生物(子公司: 民海生物)	巴基斯坦	13价及23价肺炎疫苗	注册经销许可	—	巴基斯坦	—	未披露	未披露
10	2.23	康诺亚/乐普生物(子公司: KYMBiosciences Inc)	阿斯利康	CMG901	licenseout	胃癌、胰腺癌	全球	la期	118,800	6,300

2.4.2 我国创新药出海进展——License out及合作出海



图表39：我国2023年1-9月License out情况

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	合作类型	疾病领域	授权区域	产品临床阶段	总金额（万美元）	首付款（万美元）
11	3.14	安基生技新药	Avenue Therapeutics	AJ201	license out	肯尼迪氏症	欧美	IIa期	25,000	未披露
12	3.22	中国生物制药 (子公司: F-star Therapeutics)	武田	新一代新型癌症 免疫 疗法双特异性抗 体	license out				未披露	未披露
13	3.22	高光制药	Biohaven (辉瑞子公 司)	BHV-8000	license out	阿尔茨海默病 、帕金森病等	大中华区以外全球	I期	97,000	2000 (现金+股票)
14	3.28	兆科眼科	Kwangdong Pharmaceuti -cal	NVK002	进口及销售代 理	眼科	韩国	已上市	未披露	未披露
15	3.28	君实生物	康联达	拓益	合资公司 Excellmab	肿瘤	泰国、文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、越南	—	未披露	未披露
16	4.3	映恩生物	BioNTech	DB-1303及DB-1311	license out	肿瘤	大中华区以外的全球		167,000	17,000
17	4.12	正大天晴康方	Specialised Therapeutics	安尼可®	独家销售权	非小细胞肺癌	澳大利亚、新西兰、巴布亚新几内亚，以及新加坡、马来西亚等东南亚11个国家	已上市	未披露	7,300
18	4.13	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	license out	非小细胞肺癌 等	大中华区以外的全球	IND	100,000	2,000

2.4.2 我国创新药出海进展——License out及合作出海



图表37：我国2023年1-9月License out情况

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	合作类型	疾病领域	授权区域	产品临床阶段	总金额 (万美元)	首付款 (万美元)
19	5.7	君实生物	瑞迪博士实验室	PD- 1	license out	——	拉丁美洲、印度、南非	——	72,830	——
20	5.8	百力司康	卫材	BB-1701	license out	肿瘤	全球 (除大中华区外)	I/II期	200,000	——
21	5.12	礼新医药	阿斯利康	LM-305	license out	肿瘤	全球	IND	54,500	5,500
22	5.18	康泰生物 (子公司： 民海生物)	沙特阿拉伯医药进口商	13价及23价肺炎疫苗	注册、上市、 经销	肺炎	沙特	上市	——	——
23	5.31	晶泰科技	Eli Lilly	ID4Inno™	新药发现合作	——	——	——	25,000	——
24	6.1	英派药业	Eikon Therapeutics	IMP1734及其他 PARP1选择性抑制剂	商业化合作	——	全球 (除中国)	——	——	——
25	6.5	正大天晴药业	科兴制药	曲妥珠单抗	商业化合作	转移性乳腺癌、 早期乳腺癌、转移性胃癌	泰国、越南、菲律宾、 埃及、南非等 12个国家	上市	——	——
26	6.6	博笛生物	Eikon Therapeutics	TLR7/8双激动剂	商业化合作	——	全球	——	——	——
27	6.9	甫康药业	科兴制药	马来酸奈拉替尼片	商业化合作	乳腺癌	海外6个国家	上市	——	——
28	6.16	珂澜医药	阿斯利康	——	license out	高胆固醇血症等	——	临床前	——	——
29	6.26	腾盛博药	Qpex Biopharma/S hionogi	BR11-636、BR11- 672	license out	治疗难治性多重 耐药/广泛耐药 革兰氏阴性菌感染	大中华区	——	——	2,400

2.4.2 我国创新药出海进展——License out及合作出海



图表39：我国2023年1-9月License out情况

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	合作类型	疾病领域	授权区域	产品临床阶段	总金额 (万美元)	首付款 (万美元)
30	6.27	迈威生物	埃及公司	迈利舒®、XGEVA®	独家销售权	—	埃及	上市	—	—
31	7.3	迈威生物	Searle	迈利舒®、9MW0321	商业化合作	—	巴基斯坦	上市	—	—
32	7.6	中国生物制药 (子公司： F-star)	武田	Fcab及mAb(2)技术平台	商业化合作	—	—	—	—	—
33	7.6	百奥赛图	Pheon Therapeutics	抗体分子 (基于RenMice(®)平台)	license out	—	—	—	—	—
34	7.11	道尔生物	BioNTech SE	—	license out	—	全球	—	—	—
35	7.20	普米斯生物	BioNTech SE	—	license out	—	全球	—	—	—
36	7.20	先瑞达医疗	波士顿科学	—	分销合作	—	中国及特定海外市场	—	—	—
37	7.21	迈威生物	Sothema	君迈康®	商业化合作	—	摩洛哥	上市	—	—
38	8.6	宣泰医药	LANNETT COMPANY, INC.	枸橼酸托法替布缓释片	商业化合作	—	美国	上市	600	—
39	8.7	映恩生物	BioNTech	DB-1305	license out	—	全球 (除中国大陆、中国香港及中国澳门)	1/2 期	—	—
40	8.14	恒瑞医药	One Bio, Inc.	SHR- 1905	license out	哮喘、慢性鼻窦炎	全球 (除大中华区)	II期	102,500	2,500

2.4.2 我国创新药出海进展——License out



图表39：我国2023年1-9月License out情况

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	合作类型	疾病领域	授权区域	产品临床阶段	总金额 (万美元)	首付款 (万美元)
41	8.28	劲方医药	Verastem Oncology	3个以RAS通路靶向药	license out	肿瘤	全球 (除大中华区)	—	63,650	1,150
42	8.28	迈威生物	UNILAB	9MW0113	商业化合作	—	菲律宾	已上市		
43	9.05	Zenas BioPharma (泽纳仕)	BMS	Obexelimab	license out	自免	中国台湾和香港地区, 以及日本、韩国、新加坡和澳大利亚等地	临床2/3期	—	5000
44	9.07	百奥赛图	Myricx Bio	—	商业化合作	—	—	—	—	—
45	9.13	英矽智能	Exelixis	ISM3091	license out	肿瘤	全球	—	—	8000
46	9.19	康泰生物	巴基斯坦、印度药企	水痘减毒活疫苗	商业化合作	水痘	巴基斯坦、印度	已上市		
47	9.22	创响生物	Aditum Bio (合资公司 Celexor Bio)	IMG-018	license out	—	全球	临床前	28700	—
48	9.26	迈威生物	Laboratorios Legrand S.A	9MW0311、9MW0321	商业化合作	骨质疏松症、肿瘤	哥伦比亚以及厄瓜多尔	NDA/已上市	—	—

目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

估值仍处于历史较低水平

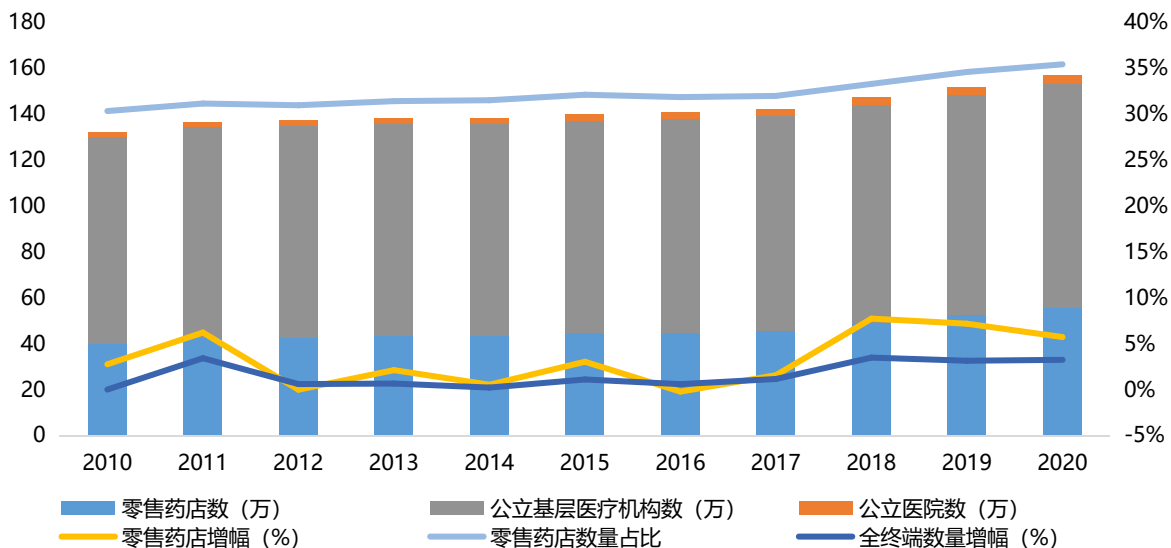
7

投资策略

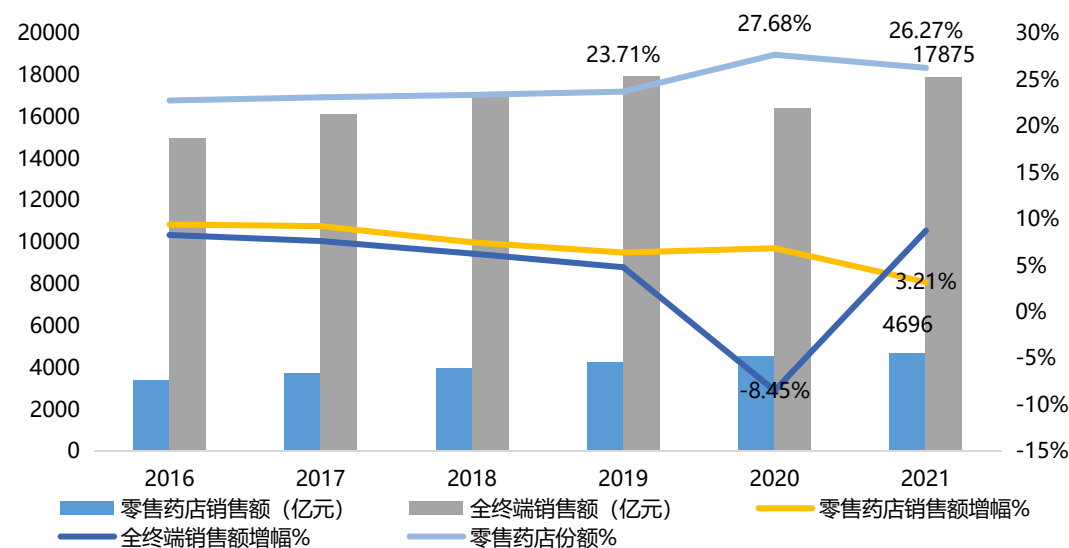
3.1.1 零售药店数量在三大终端中的比重为35.36%

- 我国医药产业链主要包括医药制造、医药流通和医药消费环节。其中，医药流通环节可分为医药批发市场、医药零售市场两个部分，医药零售包括公立医院、公立基层医疗机构和零售药店，其中零售药店又可分为连锁药店和个体药店。
- 零售药店、公立基层医疗机构和公立医院数量这三大终端市场的数量均呈现持续增加的状态，其中2020年零售药店数目55.39万家，同比增长5.71%，高于终端3.23%的平均水平，在三大终端中的比重由2019年的34.53%增长到2020年的35.36%。受疫情常态化、医保控费、处方外流等多重因素影响，零售药店数目将进一步增加。公立医院终端包含城市公立医院及县级公立医院两大市场。疫情常态化后，公立医院终端的诊疗人数回升，药品销售规模增速反弹。公立基层医疗终端包含城市社区卫生服务中心(站)及乡镇卫生院两大市场，短期内仍将是占比最大的终端市场，2020年占比62.4%。
- 医药零售销售额恢复至疫情前水平，2021年零售药店销售额达17875亿元，增速放缓至3.21%，在三大终端中的占有率为26.27%。受疫情影响，2020年医药零售销售额同比下降8.45%，零售药店销售额逆势上涨，市场份额占比激增至27.68%，2021年随着疫情影响的逐步减轻，医药零售销售额恢复至17875亿元，同比增长8.75%，零售药店市场份额恢复至26.27%，但仍高于疫情前水平。

图表40: 医药零售数量变化



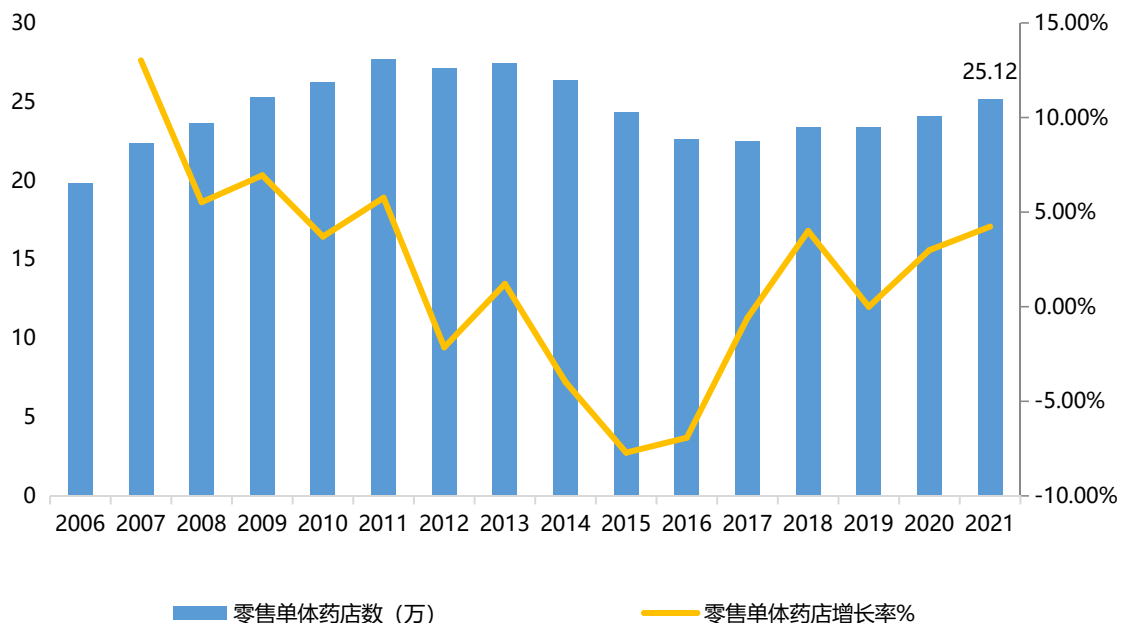
图表41: 医药零售销售额变化



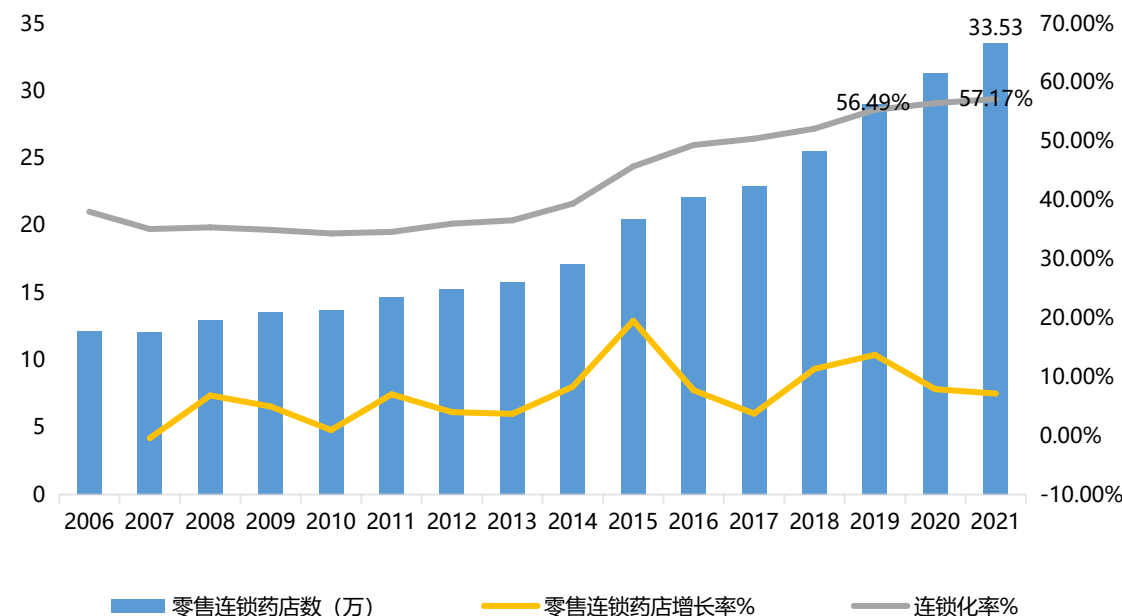
3.1.2 个体药店趋于平缓，连锁门店数持续上升

- **2021年零售个体药店25.12万家，增速近十年在5%以下。**2019年零售个体药店23.40万家，相较2018年维持不变。中央和地方持续深化“放管服”，着力推进行政审批制度改革，充分激发药品零售行业的市场活力，为开办药店营造了良好的营商环境。叠加新冠疫情带动药械需求增加影响，随后两年增速反弹，分别为2.99%和4.23%。
- **2021年零售药店数量增长率可达13.75%，连锁化率持续上升至57.17%。**根据商务部发布的《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》，到2025年，我国将培育形成5-10家超500亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售连锁率要接近70%。**2013-2017年零售个体药店连续4年负增长，反观零售连锁药店2015年激增3.35万家，增长率达19.52%。**国内巨头连锁、地方龙头连锁通过直营、并购、加盟等方式扩张过程中，往往会拿下中小药店退出留下的点位。

图表42：零售个体药店数量及增长率



图表43：零售连锁药店数数量及增长率



3.2.1 双通道政策促使零售药店专业化转型加速

► **双通道促使零售药店专业化转型加速，有望承接更多外流处方。**“双通道”政策保障患者能够在定点医院或定点药店买到已纳入医保的谈判药，同时保障患者能享受到医保报销待遇，且院内院外医保支付标准统一。这意味着零售药房的院外渠道价值进一步得到认可，零售药房有望承接更多外配处方。此外，药店接入医保统筹账户推进，在专业资质、药品品类、物品流通等各方面更具优势的龙头连锁药房将会显著受益。

图表44：双通道主要政策

行业政策名称	发文时间	发布机构	主要内容
《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	2021年	广州	药品范围：临床价值高、患者急需、替代性不高的谈判药品和慢性病用药（麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品除外）；外购流程：参保患者外购“双通道”药品，由定点医疗机构指定的医师开具外配处方，参保患者按规定在外配处方有效期内到“双通道”药店购药；医保结算：各地医保部门应严格执行区域总额预算，纳入“双通道”的药品，在定点医疗机构和“双通道”药店执行统一的支付标准和价格政策；门诊外购直接与“双通道”药店结算。
《关于印发《河北省省本级国家医保谈判药品“双通道”定点零售药店遴选规程（试行）》的通知》	2021年	河北	双通道药店要满足：已纳入省本级医疗保障定点零售药店管理3年以上（含3年）；供应谈判药品种类占比所有谈判药品种类85%以上；具有2名及以上的专职执业药师；所售谈判药品须在省药品集中采购平台采购，所售谈判药品不允许加成。
《关于建立完善全省国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	2021年	安徽	原则上在每个县（市、区）范围内确定不少于1家二级及以上“双通道”管理的定点医疗机构，市辖区可适当增加数量。双通道药店须严格执行医保政策相关规定，所售药品不得高于谈判药的谈判价格，对储存等有特殊要求的药品，要具备相应资质和能力承担储存、配送任务。住院患者，在双通道医疗机构和双通道药店的药品费用，施行统一的支付政策，并分别支付，但两者只计算一次起付线。
《广州市建立国家医保谈判药品“双通道”管理机制实施细则》	2022年	广州	定点医疗机构是主体，定点零售药店是补充；“双通道”药品，不得以医保总额限制、医疗机构用药目录数量限制、药占比、次均费用等为由影响谈判药品落地。“双通道”药品的外配处方应单独开具，并通过全省统一的处方流转中心流转；定点医疗机构和“双通道”药店应建立外配处方审核制度，加强外配处方审核。

3.2.2 处方外流政策促进零售药店连锁化

➤ **处方外流政策促进零售药店连锁化、规范化。**自上而下的政策都在引导药店连锁化，将来药品互联网销售、自助售药机的设置，有可能仅对连锁药店开放，单体药店不具备进入门槛。目前医保体系在医院和药店相对分离，导致处方流转在患者一极出现阻力，未来随着二者的统一管理以及医保与商保的互动，零售药店将迎来一波政策红利。

图表45：处方外流主要政策

行业政策名称	发文时间	发布机构	主要内容
《关于公立医院综合改革试点的指导意见》	2015年	国务院	正式将医药分开作为医改的关键。
《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	2016年	国务院	规定医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权。健全医疗服务体系。加快公立医院补偿机制改革，建立科学合理的考核奖惩制度，结合医药分开、取消药品加成等政策的实施，加强诊疗行为管理，防止过度治疗等不规范行为，控制医疗费用。
《关于优化医保领域便民服务的意见》	2021年	医保局	优化医疗服务，参保群众可自主选择使用社保卡（含电子社保卡）、医保电子凭证就医购药。依托全国一体化政务服务平台，推动医保经办服务网上办理，实现“掌上办”“网上办”。积极推进“互联网+医疗服务”，按照线上线下公平的原则和医保支付政策，根据服务特点完善协议管理、结算流程，积极探索信息共享，实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务。
《长期处方管理规范（试行）》	2021年	医保局、卫健委	医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药。药师对长期处方进行审核，并对患者进行用药指导和用药教育，发放用药教育材料。基层医疗卫生机构不具备条件的，应当由医联体内上级医院的药师通过互联网远程进行处方审核或提供用药指导服务。

3.2.3 门诊统筹政策催化下，零售药店的市场空间有望进一步打开

- 2023年2月15日，国家医疗保障局和国家卫生健康委员会联合发布了《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，将定点零售药店纳入门诊统筹管理鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务。**根据此项政策，医保的参保人员可以凭定点医药机构处方，在符合要求的定点零售药店购买医保目录内的药品，采购药品的费用可由医保统筹基金支付。**
- 近年来，我国政策不断推动医药分家，让医院回归医疗与公益性本质，同时也带动了零售药店的发展。随着此项政策的落地，医药分家、处方外流趋势将得到进一步强化，医院的处方外流有望大幅增加，零售药店的市场空间有望进一步打开。与此前已经纳入定点零售药店医保支付范围的门诊慢特病治疗药品和国家谈判药品相比，此次政策涉及到的门诊统筹药品覆盖多发病、常见病，零售药店有望受益于更加庞大的患者规模，实现更大的业绩增长。从资格准入的角度来看，此次政策对药店的专业性资质提出更高的要求，头部连锁药品有望凭借更加完善的基础条件，在竞争中赢得更大优势。

图表46:《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》政策对行业的影响

政策内容	对行业的影响
鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务。参保人员凭定点医药机构处方在定点零售药店购买医保目录内药品发生的费用可由统筹基金按规定支付定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策	定点零售药店在终端药品销售的重要性进一步提升;门诊统筹将覆盖多发病、常见病，患者的规模庞大，将为零售药店带来更大增量。
申请开通门诊统筹服务的定点零售药店应当符合医保部门规定的医保药品管理、财务管理、人员管理、信息管理以及医保费用结算等方面的要求，能够开展门诊统筹联网直接结算;要加强对纳入门诊统筹管理的定点零售药店的监督考核，开展年度绩效评价，健全退出机制,实现“有进有出”的动态管理	头部零售药店的连锁企业，具有更加完善的基础条件，在资格准入方面具有更大的优势，业绩有望得到大幅提升。
依托全国统一的医保信息平台，加快医保电子处方中心落地应用，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转至定点零售药店。定点医药机构可为符合条件的患者开具长期处方，最长可开具12周。	医院的处方外流有望大幅增加，零售药店的市场空间将进一步打开。

目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

估值仍处于历史较低水平

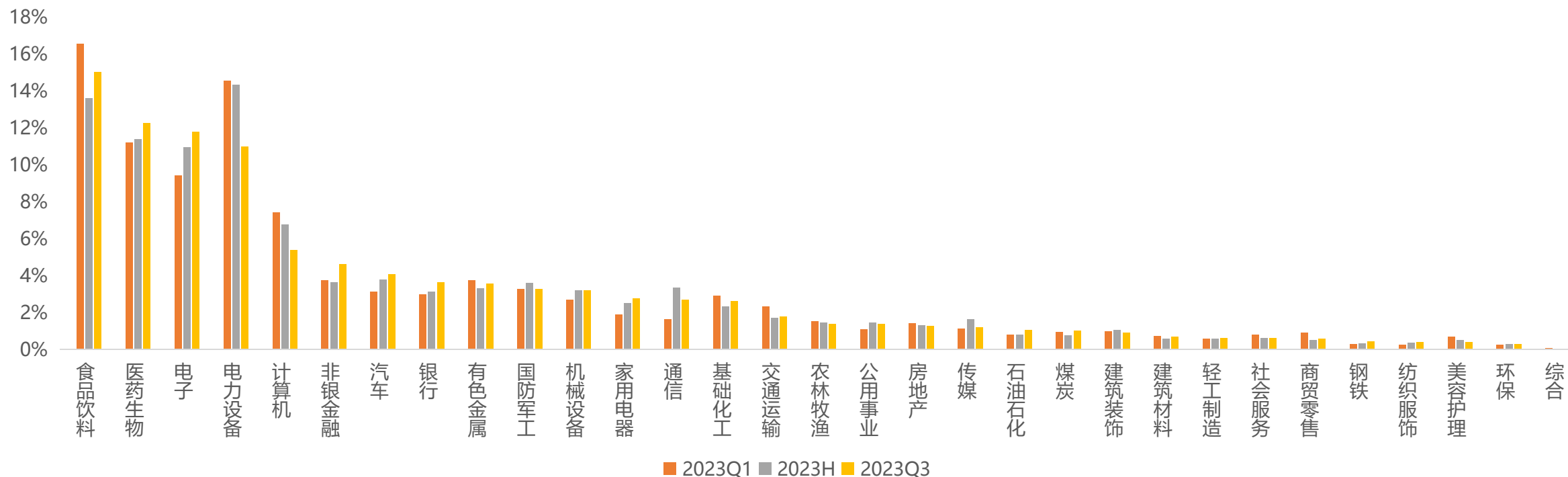
7

投资策略

4.1.1 基金重仓持股情况——Q3医药行业重仓持股比例排名提升

医药基金重仓持股环比提升，一级行业排名第二。2023Q3，医药行业基金重仓持股总市值为3315.50亿元，环比2023H的3230.40亿元有所提升，在31个申万一级行业中排名第2，环比2023H提升了1名；医药行业基金重仓持股比例为12.26%，比2023Q1和2023H的11.20%和11.40%有明显提升。基金重仓持股总市值和基金重仓持股比例排名前3的分别为食品饮料、医药生物和电子行业，2023Q3基金重仓持股总市值分别为4064.52亿元、3315.50亿元和3187.84亿元，基金重仓持股比例分别为15.03%、12.26%和11.79%。

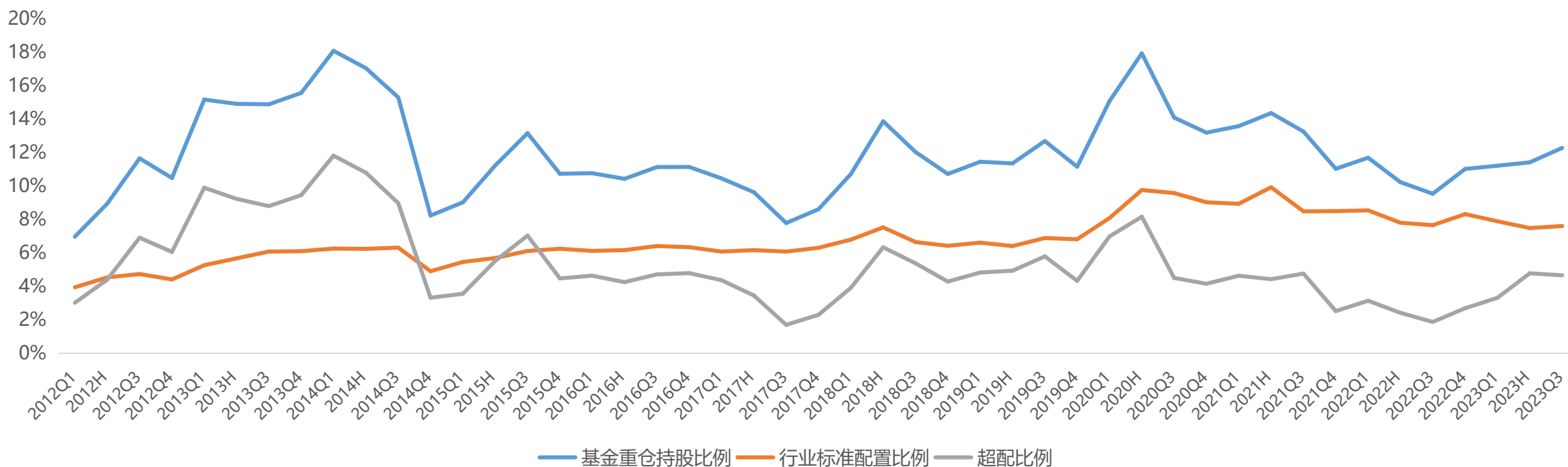
图表47：2023Q1-2023Q3万一级行业基金重仓持股比例变化情况



4.1.2 基金重仓持股超配情况——2023Q3医药超配比例环比略有下降

➢ 2023Q3医药行业行业标准配置比例和超配比例分别为7.60%和4.66%，医药行业标准配置比例环比提升，结构性占比提高，超配比例环比略有下降，但较2023Q1有所提升。纵向来看，医药行业重仓持股比例连续4个季度实现增长。从2012Q1以来医药行业基金重仓持股比例来看，行业重仓持股比例平均数和中位数分别为12.01%和11.34%；从2012Q1以来医药行业超配比例来看，行业超配比例的平均数和中位数分别为5.24%和4.64%。整体来看，2023Q3医药基金重仓持股情况环比提升，处于过去十年间较为中部的的位置，超配比例逐渐向过去十年的中位数靠拢，具备一定提升空间。

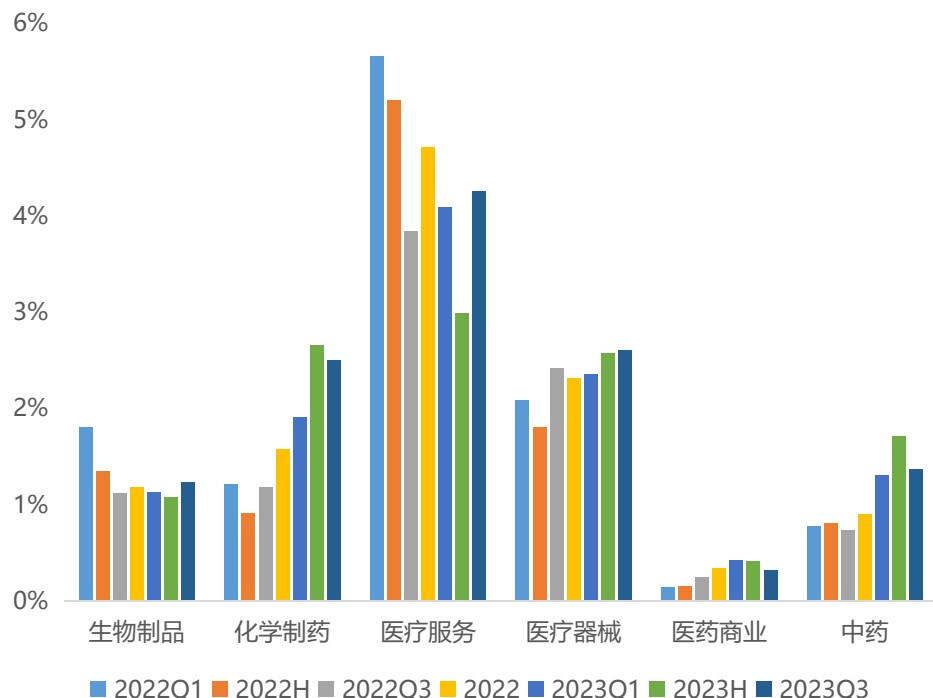
图表48：2012Q1-2023Q3医药生物基金重仓持股比例、行业标准配置比例和超配情况



4.1.3 基金重仓持股情况——创新药产业链关注度提升

- **行业内部板块基金持仓轮动，创新药产业链关注度提升。** 细化到子板块来看，2023Q3生物制品、化学制药、医疗服务、医疗器械、医药商业和中药的基金重仓持股比例分别为1.23%、2.50%、4.25%、2.60%、0.31%和1.37%。**医疗服务、生物制品和医疗器械的基金重仓持股比例环比提升，化学制药、医药商业和中药的基金重仓持股比例环比有所下降。** 在《谈判药品续约规则》等政策的驱动下，创新药产业链利好或将持续兑现，2023Q2基金重仓持股比例向以创新药企为首的化学制药板块轮动，2023Q3基金重仓持股比例向创新药产业链上游的医疗服务，尤其是CXO等相关板块轮动。

图表49：2022Q1-2023Q3医药生物二级板块基金重仓持股比例



图表50：医疗服务板块三季度持仓变动（万股）前20上市公司

代码	名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	所属行业
300759.SZ	康龙化成	19,149.93	14,916.06	352.30	11.12	595,562.70	医疗研发外包
603259.SH	药明康德	57,135.69	11,627.52	25.55	19.25	4,923,954.16	医疗研发外包
603456.SH	九洲药业	10,073.34	2,968.69	41.79	11.22	291,925.34	医疗研发外包
300347.SZ	泰格医药	12,198.78	1,898.19	18.43	17.67	812,438.81	医疗研发外包
300015.SZ	爱尔眼科	111,063.97	1,623.31	1.48	14.10	1,995,819.52	医院
002821.SZ	凯莱英	5,520.14	1,379.00	33.30	15.52	837,405.21	医疗研发外包
000516.SZ	国际医学	11,391.82	969.19	9.30	6.00	91,020.63	医院
603882.SH	金域医学	10,330.96	908.58	9.64	22.26	644,238.85	诊断服务
301239.SZ	普瑞眼科	2,037.61	690.88	51.30	28.78	239,276.34	医院
688076.SH	诺泰生物	1,459.59	600.42	69.88	9.97	58,106.38	医疗研发外包
301267.SZ	华夏眼科	1,092.46	474.81	76.87	12.14	48,319.39	医院
300363.SZ	博腾股份	469.67	364.02	344.54	0.94	13,282.36	医疗研发外包
301333.SZ	诺思格	368.15	339.79	1,197.78	6.49	26,212.61	医疗研发外包
688621.SH	阳光诺和	967.88	292.57	43.32	13.63	62,002.25	医疗研发外包
688315.SH	诺禾致源	1,158.85	286.76	32.88	10.54	26,190.09	其他医疗服务
301103.SZ	何氏眼科	378.99	155.69	69.72	4.56	13,408.60	医院
301257.SZ	普蕊斯	125.78	99.23	373.75	3.51	8,502.73	医疗研发外包
688131.SH	皓元医药	415.29	64.62	18.43	4.81	22,990.19	医疗研发外包
688046.SH	药康生物	64.88	62.93	3,236.88	0.32	1,115.86	医疗研发外包
688073.SH	毕得医药	306.44	42.25	15.99	15.68	22,063.68	医疗研发外包

4.1.3 基金重仓持股情况——医疗服务、生物制品重仓持股比例上升

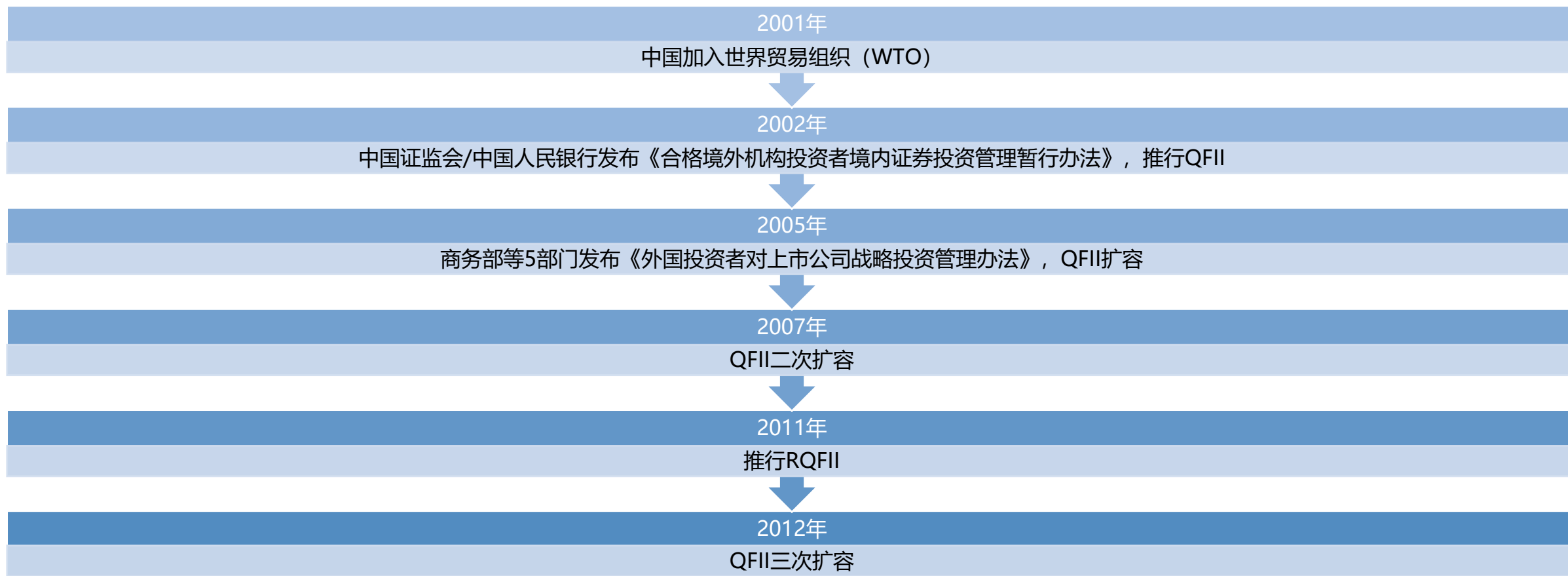
从医药行业板块内部轮动趋势来看，2023Q3生物制品、化学制药、医疗服务、医疗器械、医药商业和中药分别占医药生物基金持仓比重的10.04%、20.40%、34.69%、21.19%、2.55%和11.14%。其中，医疗服务环比涨幅最大，占比分别提升了8.47%；中药板块经历了9个季度的基金持仓比例上涨后，占比首次出现下降。细化到医疗服务板块基金重仓持股变动情况来看，板块2023Q3持仓变动（万股）由高到低前20家上市公司中，13家上市公司属于医疗研发外包板块，5家属于医院板块，1家属于诊断服务板块，1家属于其他医疗服务板块。**整体来看，医疗服务板块基金重仓持股比例的快速上升，其驱动力主要源于医疗研发外包板块相关上市公司基金持仓比例的上升。**

图表51：2018Q1-2023Q3医药生物二级板块持仓情况

比例	生物制品	化学制药	医疗服务	医疗器械	医药商业	中药
2018Q1	16.94%	37.50%	11.91%	10.65%	9.60%	13.40%
2018H	20.69%	33.21%	13.38%	10.83%	8.15%	13.73%
2018Q3	23.35%	25.30%	18.38%	12.49%	8.81%	11.67%
2018	21.15%	20.27%	19.87%	18.50%	7.34%	12.86%
2019Q1	24.13%	24.90%	22.46%	14.24%	6.60%	7.67%
2019H	22.90%	25.85%	23.04%	14.94%	6.72%	6.55%
2019Q3	21.13%	28.12%	26.93%	14.97%	5.94%	2.90%
2019	20.10%	27.22%	26.95%	18.24%	4.56%	2.93%
2020Q1	22.30%	28.28%	18.82%	24.21%	4.43%	1.95%
2020H	24.87%	24.96%	23.09%	21.85%	3.31%	1.94%
2020Q3	23.04%	20.81%	29.24%	22.01%	3.19%	1.71%
2020	20.08%	18.88%	36.51%	21.07%	2.12%	1.34%
2021Q1	22.27%	15.17%	38.50%	20.08%	2.62%	1.36%
2021H	15.37%	9.74%	51.11%	20.81%	1.07%	1.89%
2021Q3	12.40%	8.20%	59.53%	16.80%	0.81%	2.26%
2021	12.77%	10.61%	48.79%	20.41%	1.68%	5.74%
2022Q1	15.47%	10.34%	48.47%	17.87%	1.20%	6.65%
2022H	13.12%	8.92%	50.90%	17.64%	1.51%	7.91%
2022Q3	11.72%	12.40%	40.31%	25.36%	2.52%	7.69%
2022	10.74%	14.28%	42.79%	21.04%	3.03%	8.13%
2023Q1	10.06%	17.04%	36.47%	21.00%	3.76%	11.68%
2023H	9.42%	23.28%	26.22%	22.52%	3.61%	14.95%
2023Q3	10.04%	20.40%	34.69%	21.19%	2.55%	11.14%

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

图表52：我国资本市场对外资持续开放



4.2.1 我国资本市场深化外资开放进程——外资参与度日渐提升

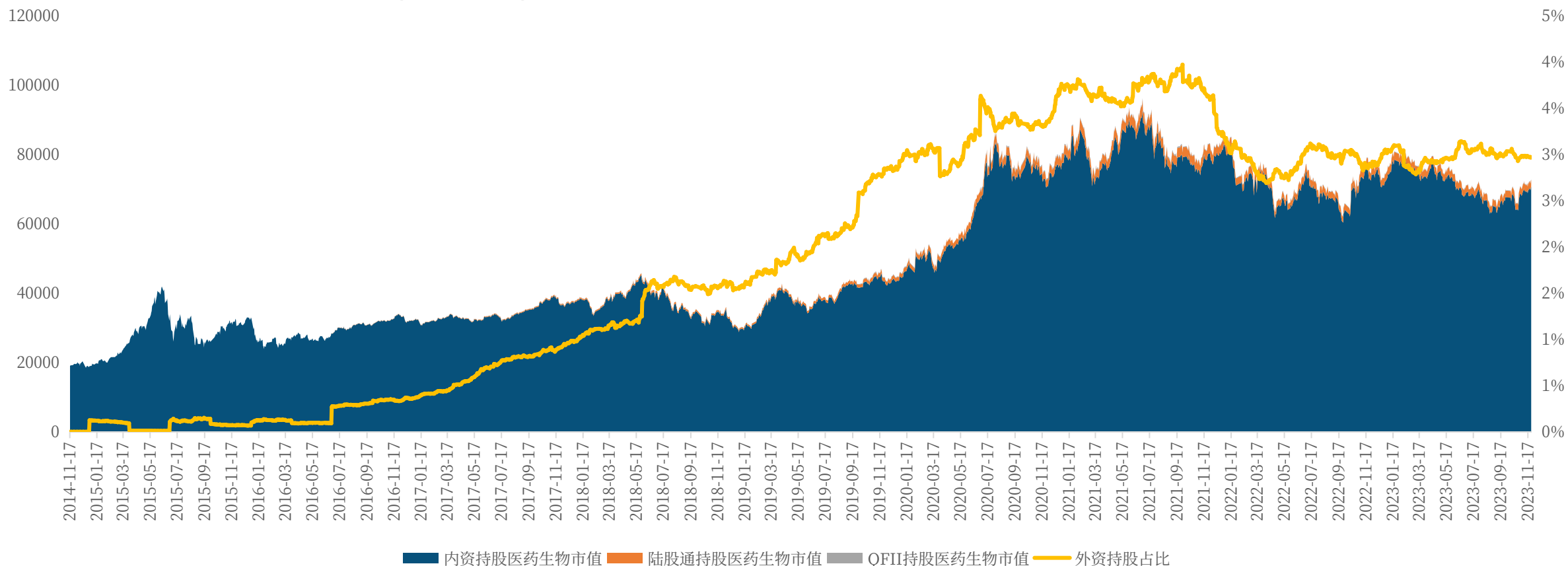


4.2.2 医药行业外资持股情况——医药行业外资持股整体表现稳定



- **外资持股整体表现稳定。**整体来看，外资持股占医药生物行业总市值比重相对较低，截至2023年11月24日，占比约为2.97%。从历史趋势来看，2014年至2021年中，医药生物行业的外资持股总市值占比整体呈稳定上升趋势；2022年期间行业外资持股大幅度震荡，2023年，随着我国疫情防控放开，经济复苏趋势确立，海外资金呈现了稳定的趋势，全年在2000亿元上下波动。

图表53：内资、外资持股医药生物行业情况（总市值，亿元）

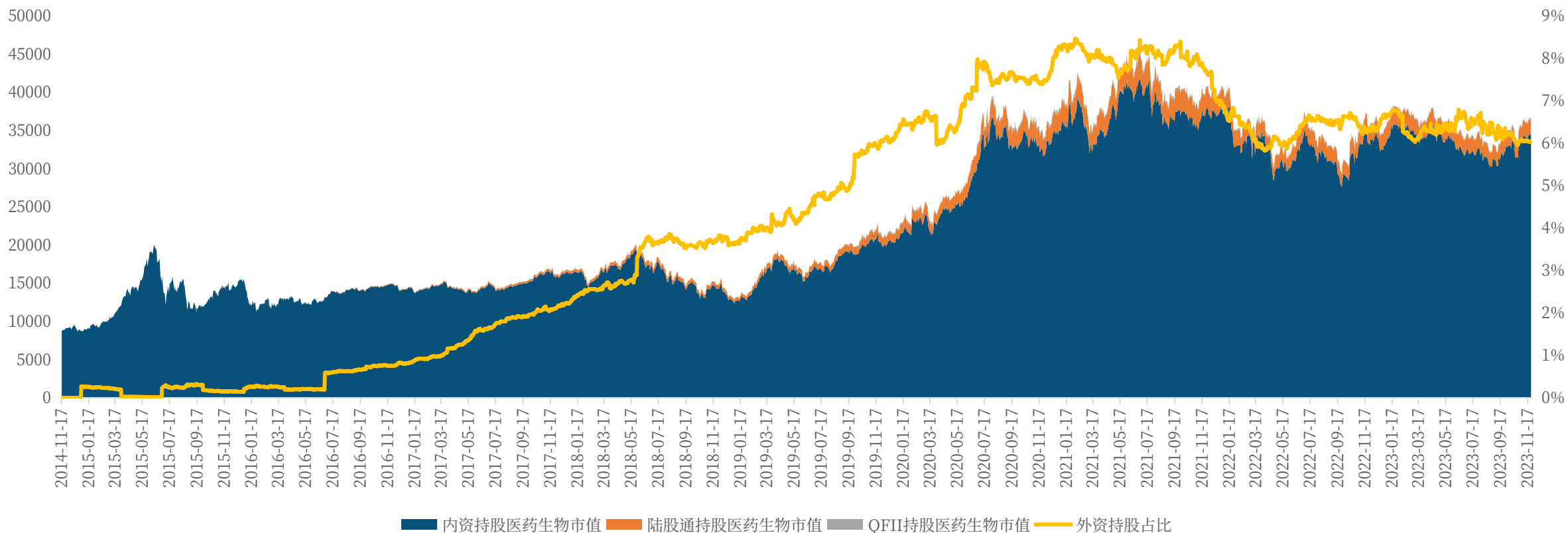


4.2.3 医药行业外资持股情况——外资占行业流通市值的6.04%，对行业影响较小



- 医药生物行业流通市值结构显示，外资持股占比6.04%，从市场的角度来看，对行业影响较小。2023年11月24日，外资持股占医药生物行业流通市值比重为6.04%。2021年2月6日为外资持股流通市值的占比的高点，为8.46%。短期来看，外资持股呈现较为稳定的态势。

图表54：内资、外资持股医药生物行业情况（流通市值，亿元）

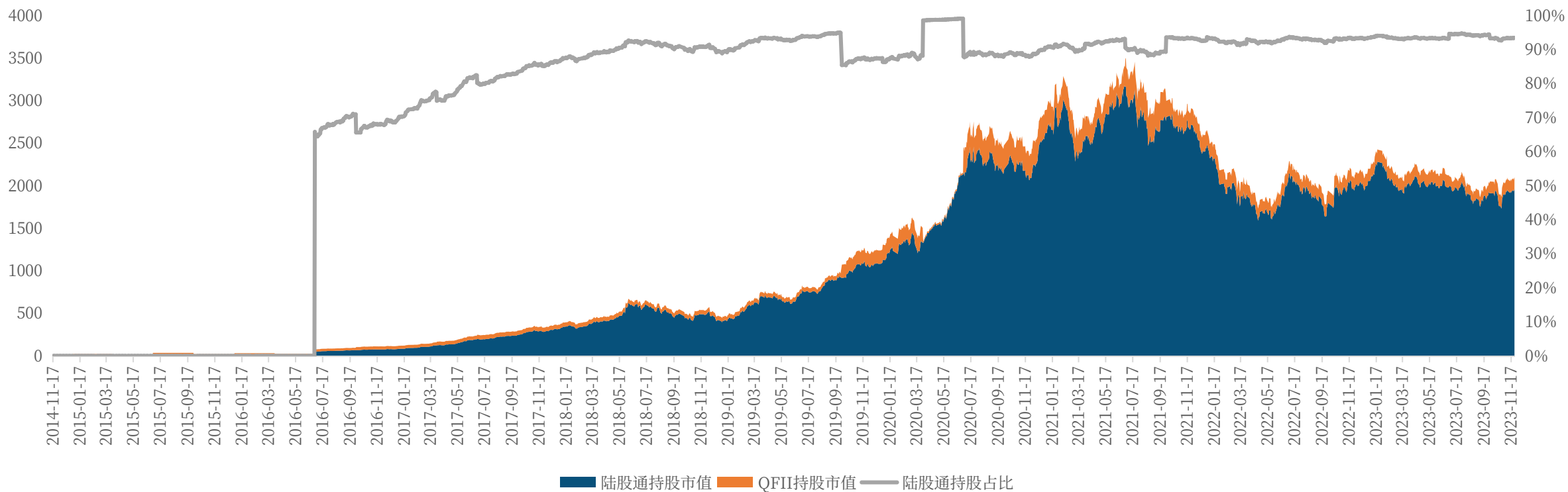


4.2.5 医药行业外资持股情况——陆股通占医药行业93%以上外资持股比例



- **在医药生物行业持股的外资中，陆股通占93%以上比重。**目前海外资金投资A股市场中的主要途径为陆股通（包括沪股通、深股通）和QFII等渠道。鉴于沪股通和深股通分别于2014年11月17日和2016年12月5日开通，**我们取2014年11月17日为观察始点，2023年11月24日为终点**，对医药生物行业外资持股情况进行观察。
- 从医药行业的持股情况来看，陆股通是外资行业的主要投资渠道，目前在外资投资医药生物行业比重的93.46%，整体较为稳定。从趋势上来看，陆股通占外资的比重整体呈上升趋势。

图表55：外资持股占比情况（亿元）



目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

估值仍处于历史较低水平

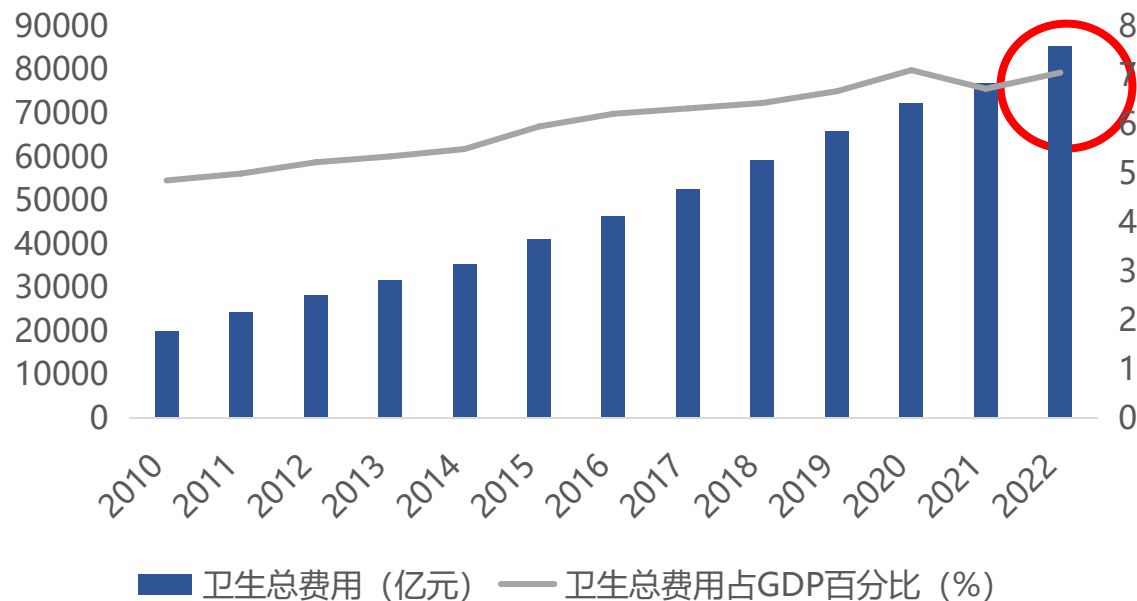
7

投资策略

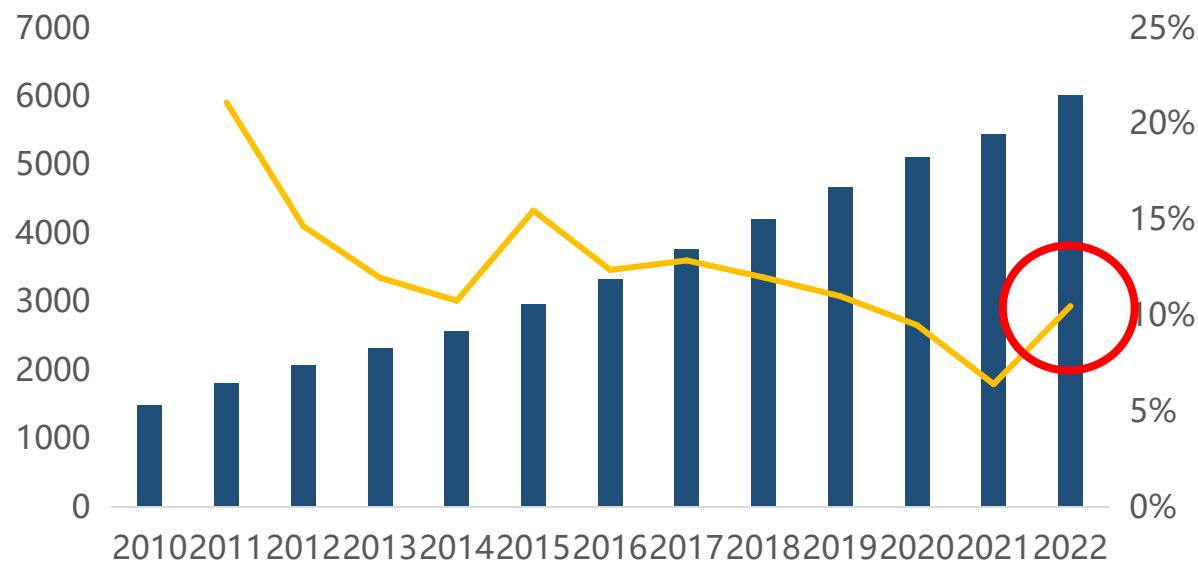
5.1 卫生费用情况——人均卫生费用持续提升

- 2010年-2022年，我国卫生总费用不断增长，从2010年的19980.39亿元增长到2022年的85327.49亿元。**我国卫生总费用占GDP之比从2010年的4.85%上升至2022年的7.05%，卫生支出占比整体呈现上升趋势。**
- 2010年-2022年，我国人均卫生费用也保持着较高增速，从2010年的1490.1元增加到2022年的6010.0元。**2022年，人均卫生费用增速为10.48%，较2021年的增速水平进一步提升。**

图表56：我国2010-2022年卫生总费用及GDP占比 (%)



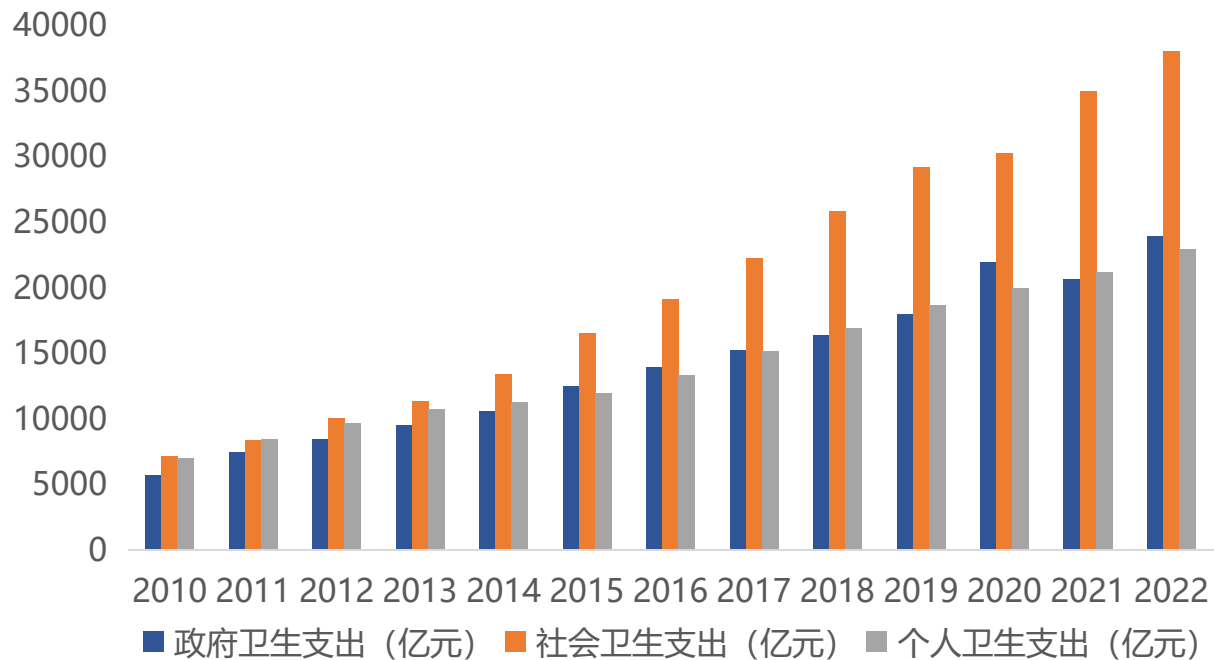
图表57：我国2010-2022年人均卫生费用 (左, 元) 及增速 (右, %)



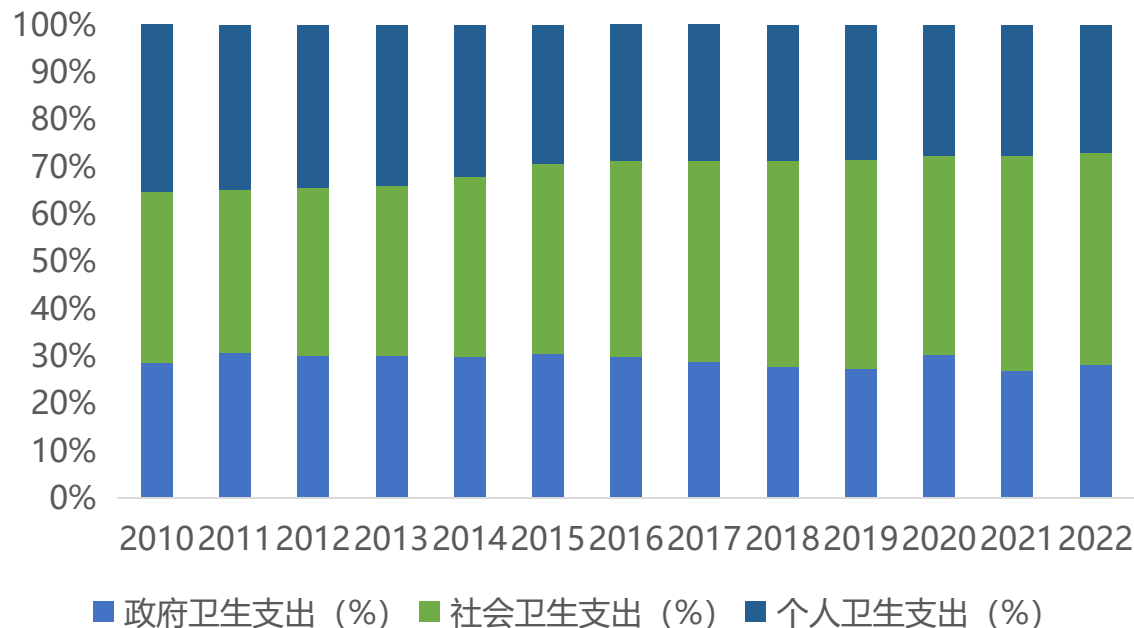
5.1 卫生费用情况——个人卫生费用占比持续下降

- 从卫生总费用结构上看，我国卫生总费用由三部分组成，政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出。**从绝对值来看，2010-2022年，我国政府卫生支出、社会卫生支出以及个人卫生支出均保持增长趋势。**其中，个人卫生支出从2010年的7051.29亿元增长到2022年的22940.94亿元；社会卫生支出从2010年的7196.61亿元增加到2022年的38345.67亿元；政府卫生支出从2010年的5732.49亿元增加到2022年的24040.89亿元。
- 从占比上看，2010年-2022年，**我国社会卫生支出占比表现出较明显的提升趋势**，从2010年的36.02%提升至2021年的44.80%；2022年，政府卫生支出占比为28.20%，较2021年水平略有提升，但长期来看政府卫生支出比例基本保持稳定；**个人卫生支出比例持续下降，从2010年的35.29%下降到2022年的27.00%，为医疗消费的进一步释放提供了充足的空间。**

图表58：我国2010-2022年卫生总费用结构



图表59：我国2010-2022年卫生总费用结构

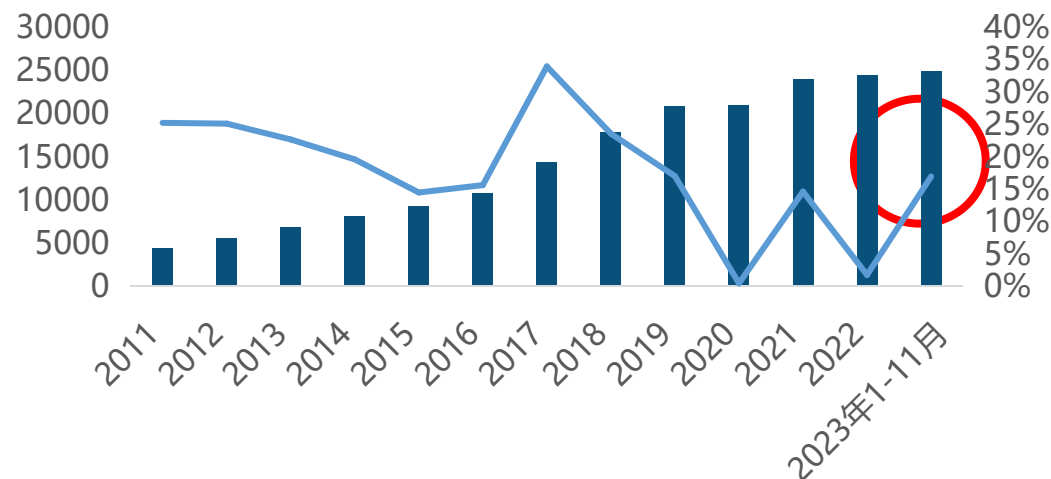


5.2 医保基金收支情况——收入保持稳定增长，支出增速大幅度提升

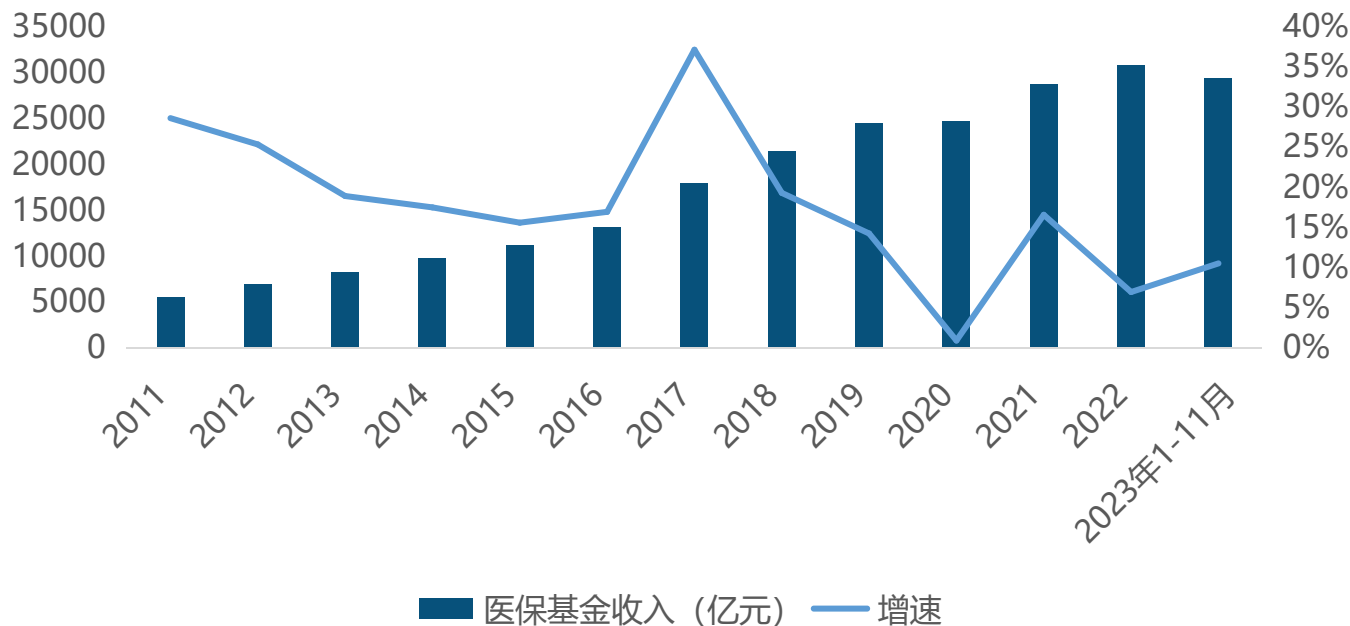


- 2023年1-11月，我国基本医保基金收入29362.15亿元，增速为10.48%；同期我国基本医保基金支出为24910.94亿元，增速为16.94%，支出增速大于收入增速。医保基金盈余方面，2023年1-11月我国医保基金盈余为4451.21亿元，增速为-15.61%，与前两年相比，增速有所下滑。
- **2023年1-11月，我国医保基金收入增速与上年相比稳中有升，而支出增速与上年相比有所提升幅度较大，主要是由于常规医疗需求释放所致。**支出增速大于收入增速使得2023年1-11月的基金盈余增速产生较大幅度的下滑。

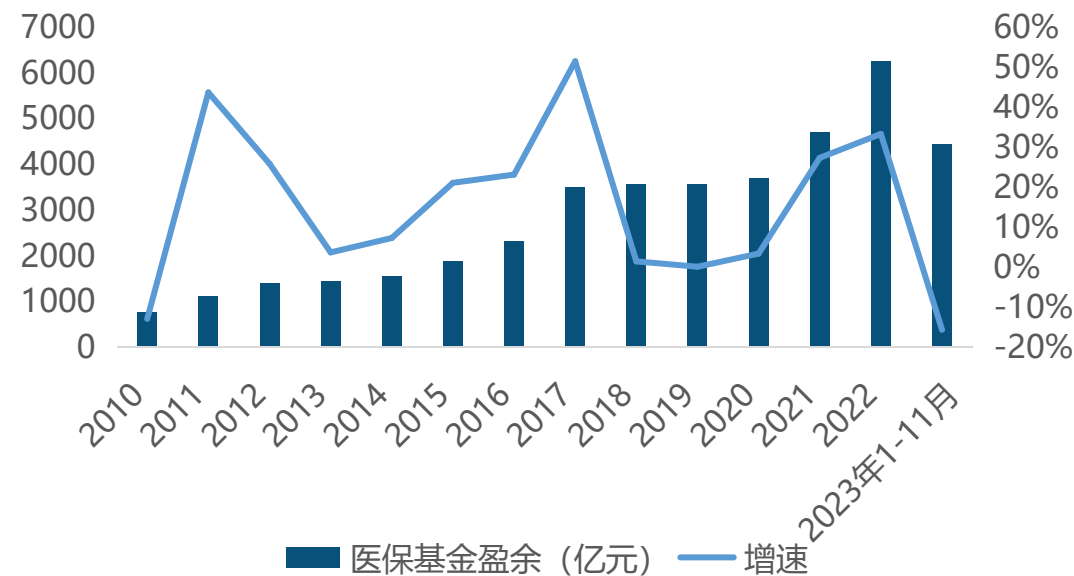
图表61：我国医保基金支出及增速



图表60：我国医保基金收入及增速



图表62：我国医保基金盈余及增速

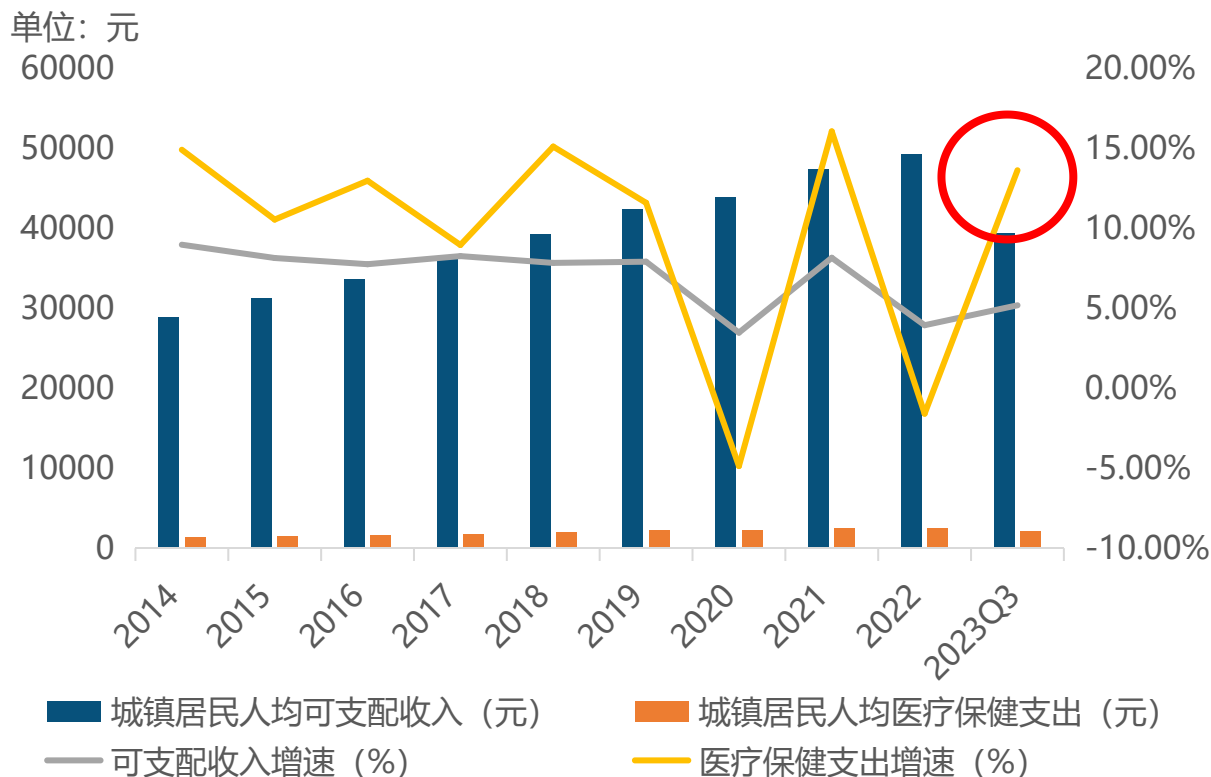


5.4 个人支付能力持续提升——医疗需求快速释放

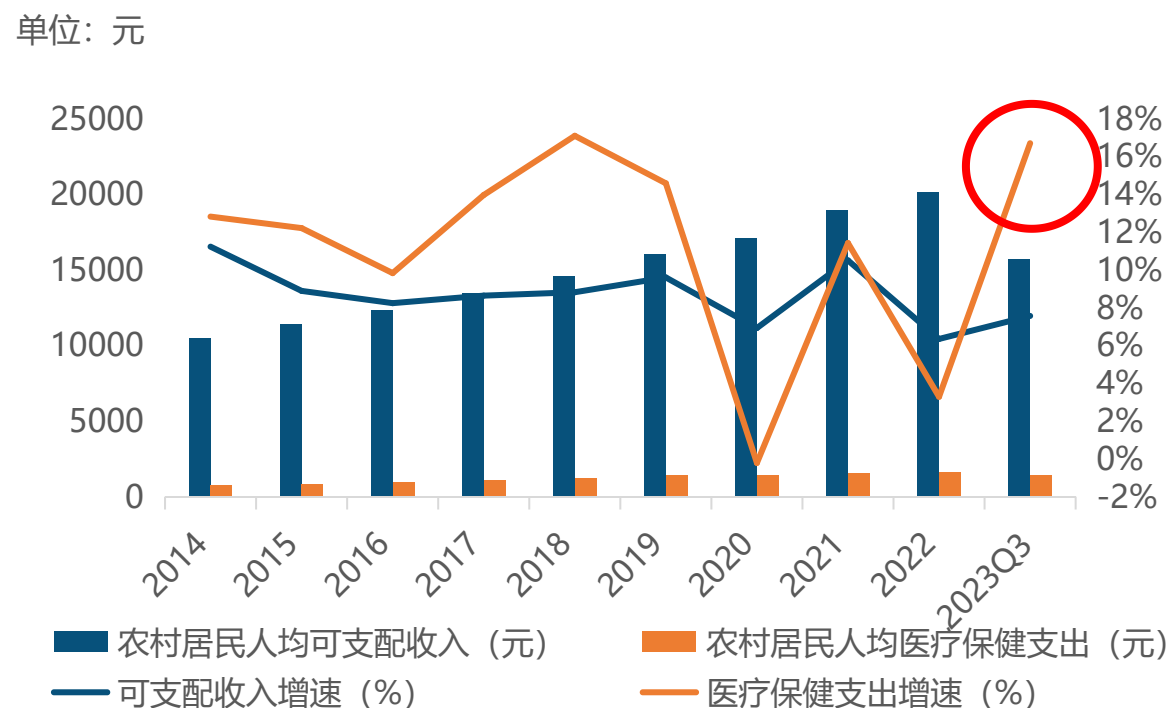


- 医疗需求释放离不开收入端的支持。2023年前三季度，我国城镇居民人均可支配收入为39,428元，增速为5.19%；农村居民人均可支配收入为15,705元，增速为7.57%，**同前些年相比保持稳定增长态势，为医疗需求的释放提供了较好的支撑。**
- 2023年前三季度，我国城镇居民人均医疗保健支出为2,125元，增速为13.64%，超过城镇人均可支配收入增速；农村人均医疗保健支出为1439元，增速为16.71%，超过农村人均可支配收入增速，主要是**2023年疫情下压制的医疗需求得到释放所致。**

图表63：我国城镇居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

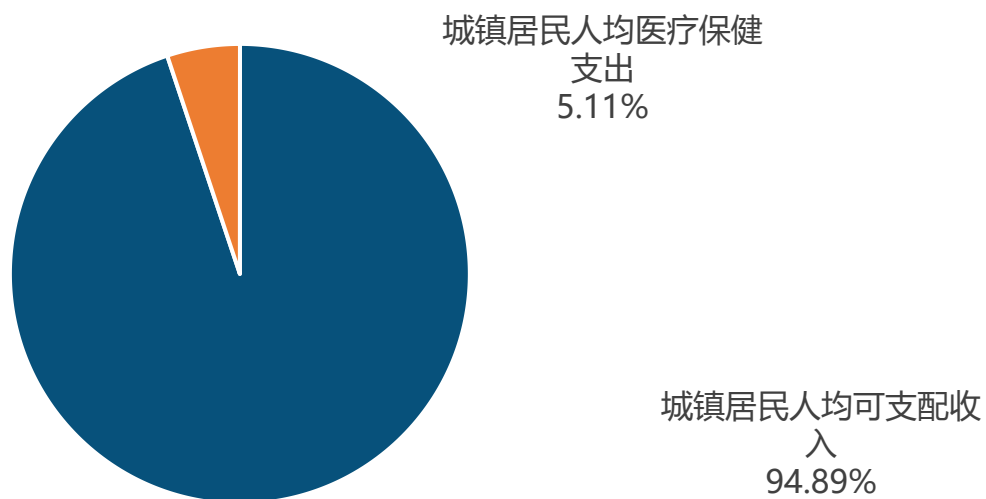


图表64：我国农村居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

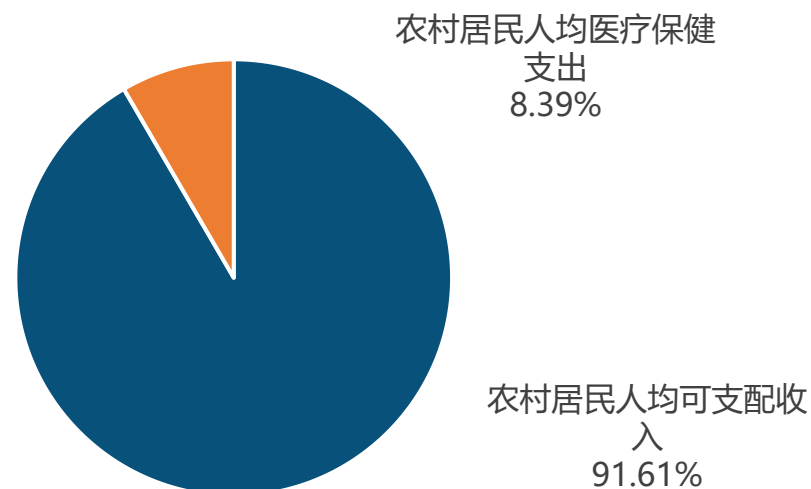


- 从结构上看，2023年前3季度，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的5.11%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入8.39%，医疗消费仍然存在巨大的空间。

图表65：城镇人均医疗支出占比



图表66：农村人均医疗支出占比



目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

估值仍处于历史较低水平

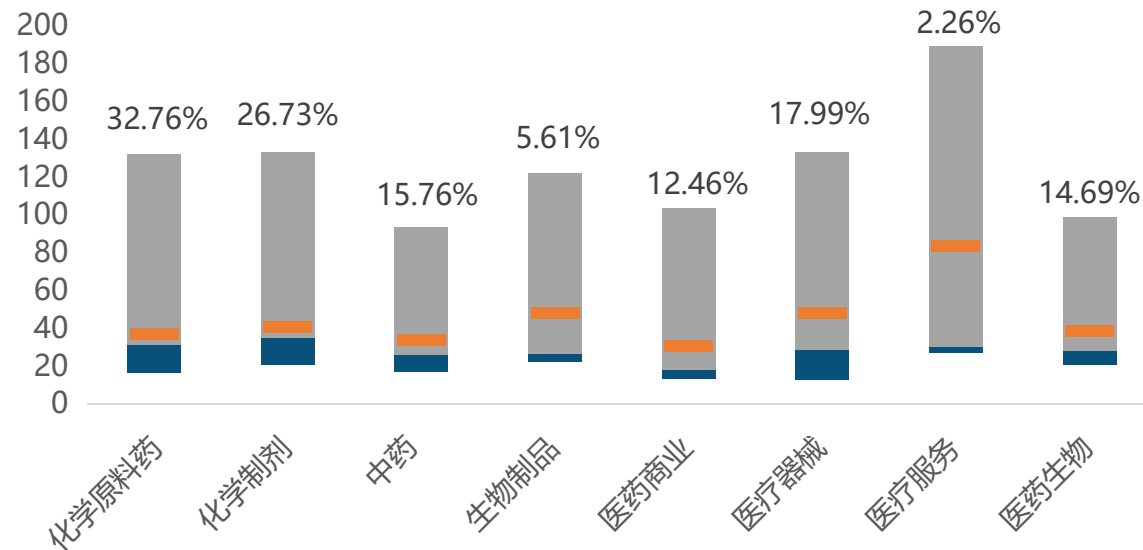
7

投资策略

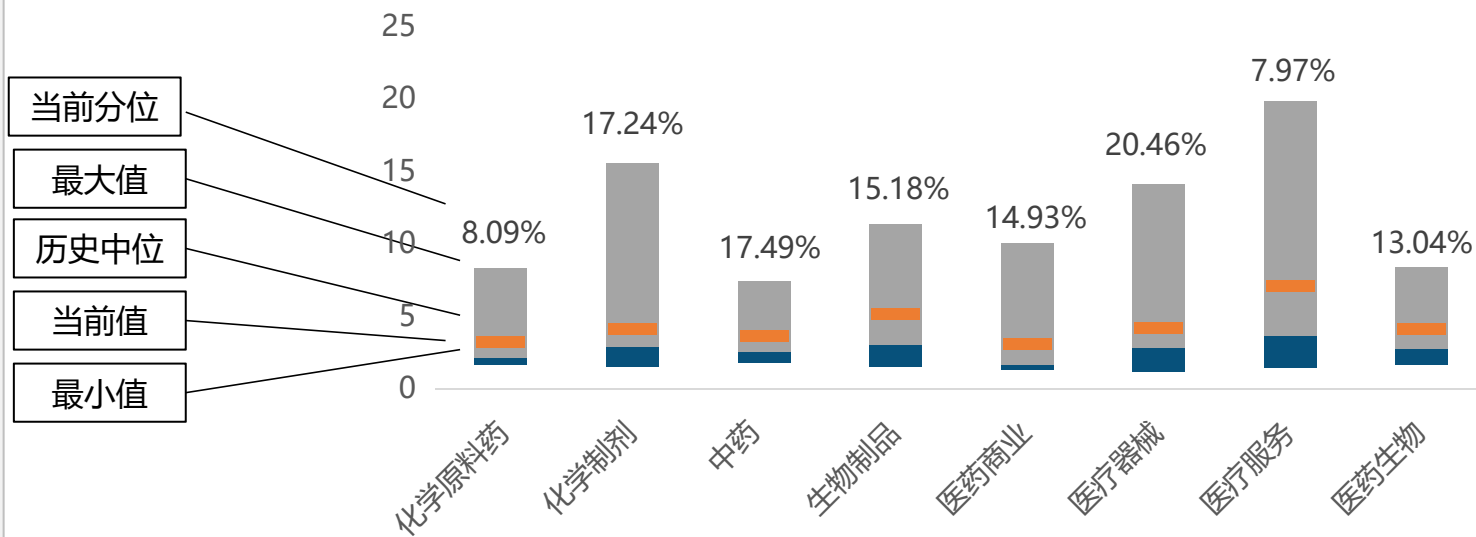
6.1.1 估值——行业估值处于低位

- **医药行业近期整体呈现震荡反弹态势，行业处于长期估值低位，具备较好的修复空间。**我们统计2000年以来的数据，截至2023年12月29日，采用申万医药指数，医药生物板块整体估值处于历史估值较低分位，板块PE、PB分别为28.34和2.76，处于2000年以来17.65%和15.08%分位；PE、PB历史中位数分别为38.40和4.10，距离历史中位数仍具备较为明显的空间。
- 子板块方面，PE方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PE分别为31.24倍、34.82倍、25.77倍、26.31倍、17.81倍、28.61倍和30.46，处于历史32.76%、26.73%、15.76%、5.61%、12.46%、17.99%和2.26%分位；PE中位数分别为37.02倍、40.41倍、33.77倍、47.97倍、30.88倍、48.25倍和36.99倍、40.39倍、33.72倍、47.85倍、30.74倍、48.22倍和83.35倍，均低于历史PE中位数。PB方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PB分别2.16倍、2.91倍、2.54倍、3.01倍、1.61倍、2.85倍和3.64倍，处于历史8.09%、17.24%、17.49%、15.18%、14.93%、20.46%和7.97%分位；PB中位数分别为3.22倍、4.09倍、3.64倍、5.17倍、3.05倍、4.19倍和7.05倍，均低于历史PB中位数。**从子板块的估值情况来看，医药生物各子板块目前处于估值较低分位，行业整体仍然具备较好的估值修复空间。**

图表67：医药生物板及其子板块市盈率历史分位数（2000年以来）



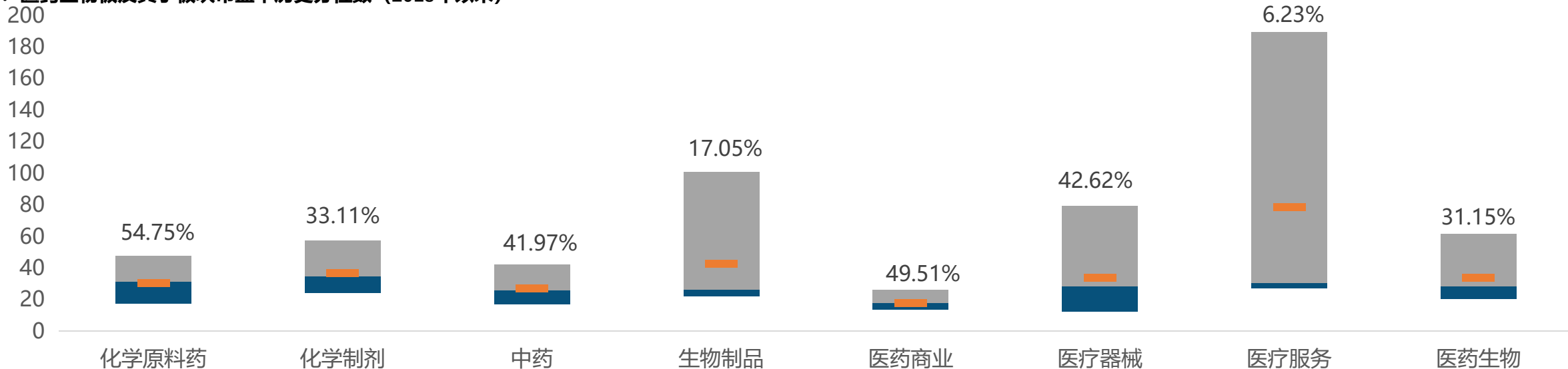
图表68：医药生物及其子板块市净率历史分位数（2000年以来）



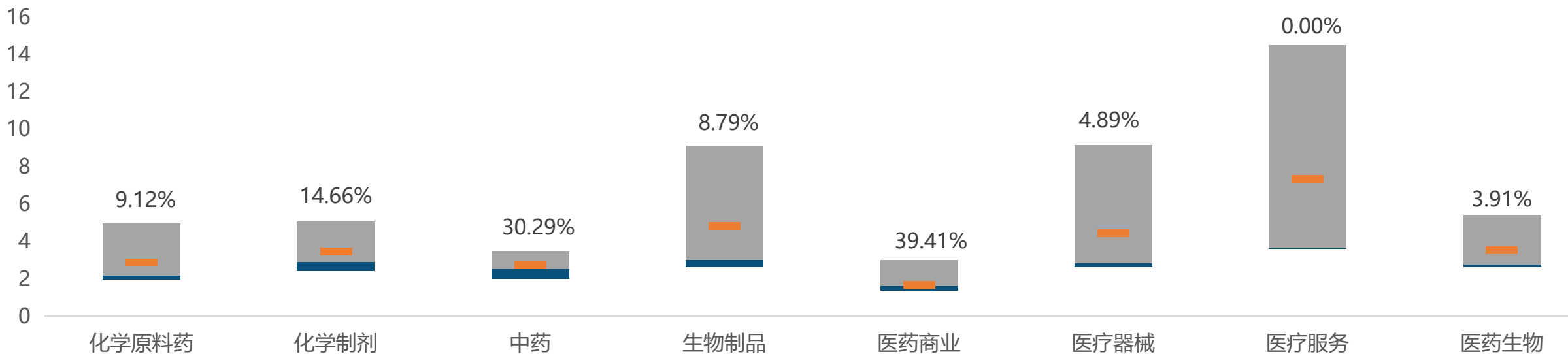
6.1.2 估值——短周期来看，行业估值处于近5年低位



图表69：医药生物板及其子板块市盈率历史分位数（2018年以来）



图表70：医药生物及其子板块市净历史分位数（2018年以来）

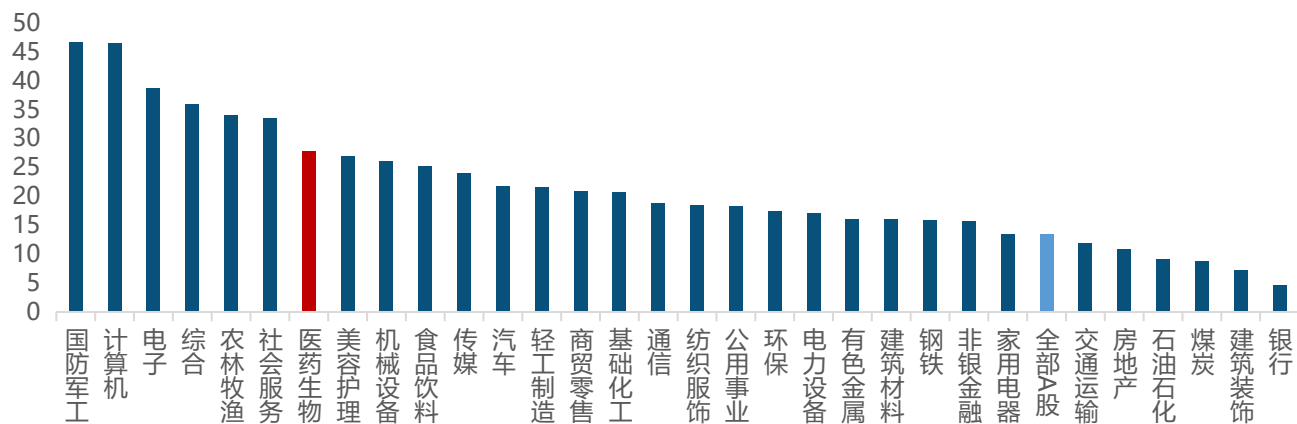


6.1.3 估值——医药行业溢价比率情况

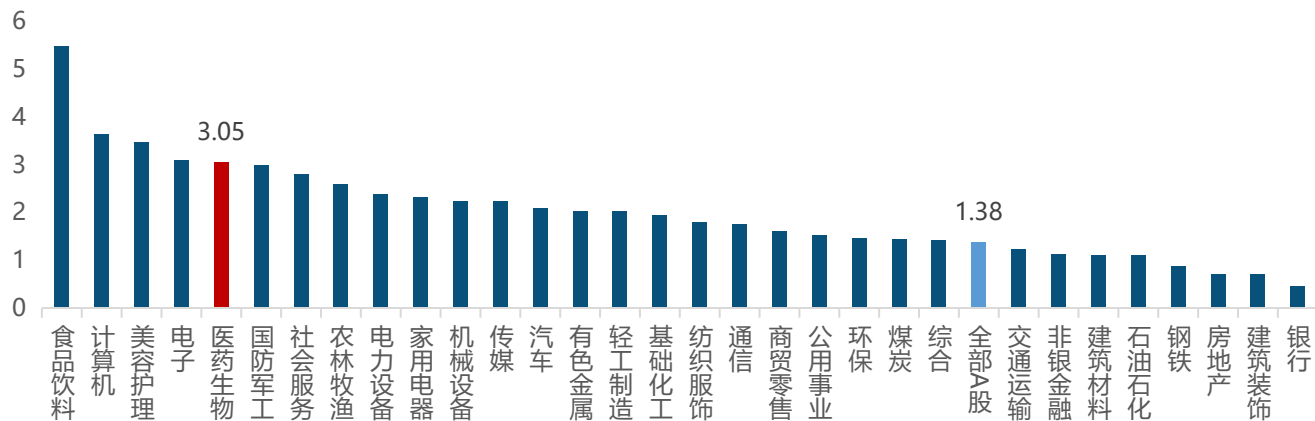


按照2023年12月31日的收盘数据，采用整体法计算，医药行业（TTM）的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为27.83和3.05。2023年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为2.07和2.21，前者环比呈现上升趋势，后者基本平稳。

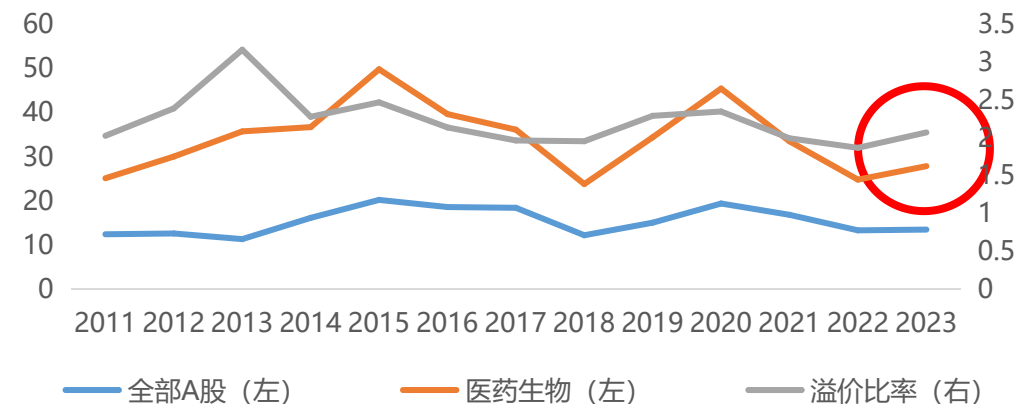
图表71：申万医药板块及全部A股市盈率情况



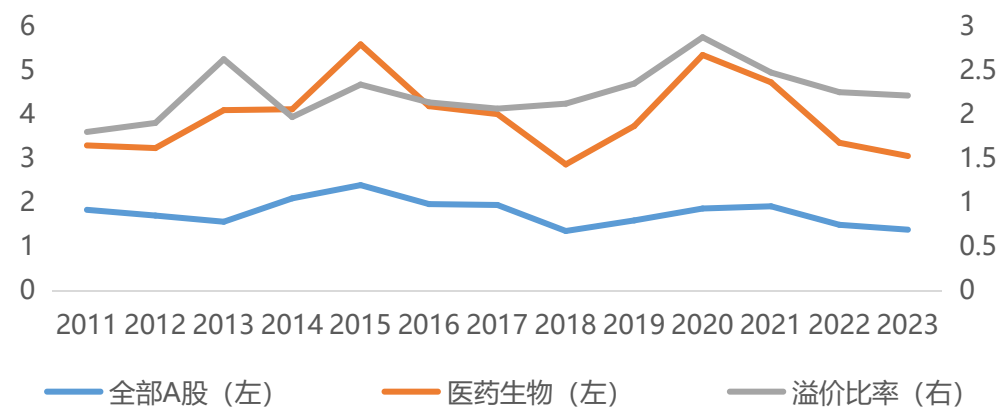
图表73：申万医药板块及全部A股市净率情况



图表72：医药行业、A股市盈率及溢价比率情况



图表74：医药行业、A股市净率及溢价比率情况



目录

1

复盘2023年医药行业走势，三季度确认收入底

2

政策强化创新逻辑，出海打开市场空间

3

处方外流和自主诊疗催化药店赛道增长

4

资金流向验证创新逻辑，海外资金表现稳定

5

压制需求快速释放，支付能力有所提升

6

估值仍处于历史较低水平

7

投资策略

- 随着政策激励创新逻辑持续强化，医疗市场国际化发展、集采和医保谈判常态化演绎，2024年医药行业整体预计在2023年的基础上有所改善，展望2024年，自下而上寻找阿尔法的方式或将成为贯穿全年的投资逻辑。建议重点围绕以下几个方面布局：**一是政策持续引导下具备创新出海潜力的成长型创新药企，如恒瑞医药、恩华药业、君实生物-U、信立泰、康辰药业、荣昌生物、百奥泰、迈威生物-U和复星医药等；二是和创新药的发展相互依存，为创新药产业链提供支撑的医疗研发外包企业，如药明康德等；三是受益自主诊疗、保健消费和市场集中度提升的连锁药店龙头企业，如益丰药房、一心堂和健麾信息等；四是受益医疗新基建，具备进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头，如迈瑞医疗、福瑞股份和联影医疗等；五是常规治疗需求常态化下，竞争力突出的综合医疗服务行业，如爱尔眼科、美年健康等；六是兼备消费和流感等常规需求的生物制品企业，如华兰生物、万泰生物等；七是具备“真创新”和“强消费”属性的中药企业，如天士力等。**

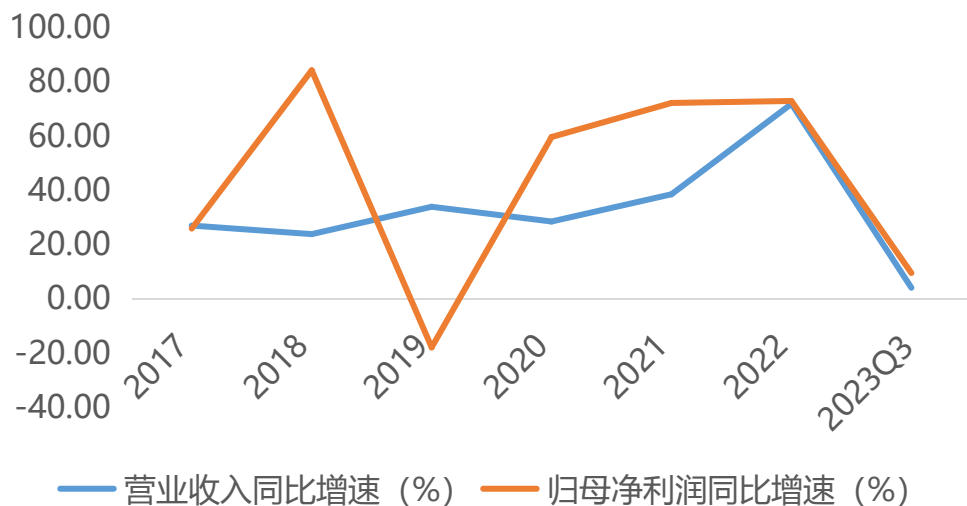
图表75：重点公司

所属板块	重点公司
政策持续引导下，具备创新出海潜力的成长型 创新药企	恒瑞医药、恩华药业、科伦药业、君实生物-U、信立泰、康辰药业、华东医药、荣昌生物、百奥泰、迈威生物-U、凯因科技、复星医药
和创新药的发展相互依存，为创新药产业链提供支撑的 医疗研发外包企业	药明康德、诺泰生物、皓元医药
受益自主诊疗、保健消费和市场集中度提升的 连锁药店龙头	益丰药房、一心堂、健麾信息、老百姓、
受益医疗新基建，具备 进口替代 和 自主可控能力 的 高端医疗器械龙头	迈瑞医疗、福瑞股份、联影医疗、普门科技、山外山
常规治疗需求常态化下，竞争力突出的 综合医疗服务行业	爱尔眼科、美年健康、国际医学
兼备消费和流感等常规需求的 生物制品企业	华兰生物、智飞生物、万泰生物、欧林生物
具备“真创新”和“强消费”属性的 中药企业	天士力

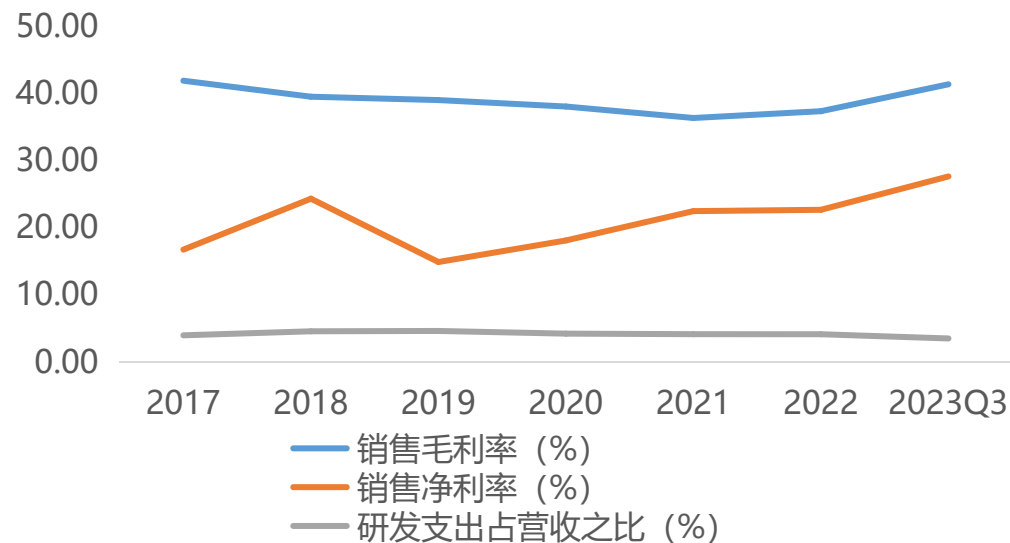
7.2.1 重点公司——药明康德（603259）：长期景气赛道，CRO行业龙头

- 药明康德成立于2000年，是全球范围领先的药物研发服务平台，也是我国目前CRO行业的头部企业，主要为客户提供全方位药品研发及生产服务。公司于2019年5月收购了临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace, Inc.，进一步增强公司全球创新药临床试验服务能力。市场方面，随着FDA新药研发法规的完善，新药研发的难度越来越大，包括研发成本升高、研发周期变长和研发成功率降低等，综合研发成本的抬升在一定程度上决定了药物研发走向专业化、集约化，行业的分工也变得更加细致，研发外包也就成了医药巨头的共识。市场对创新药需求的增长，将驱动公司业绩持续增长。
- **客户数量大幅提升，业绩增长有动力。**2023年前三季度，公司新增客户900余家，公司活跃用户累计达到6000余家。公司订单数在上半年的基础上持续增长，其中，TIDES业务在手订单增长245%，客户数量不断增长。公司原有客户贡献收入291.2亿元，来自原有客户的收入占比达99%，已有客户的忠诚度高。公司在实施长尾战略的同时，在大药企中的渗透率有所提升，在“跟随分子”的战略下，一体化的赋能平台带来的丰硕成果；公司拥有来自全球各个地区的多元化客户群体，为公司的业绩的稳定性和韧性提供了有力支撑。公司作为我国CDMO/CRO龙头企业，“一体化”平台优势明显，CXO行业依靠订单驱动业绩增长，公司在手订单充足，增长态势较为明确。

图表76：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表77：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

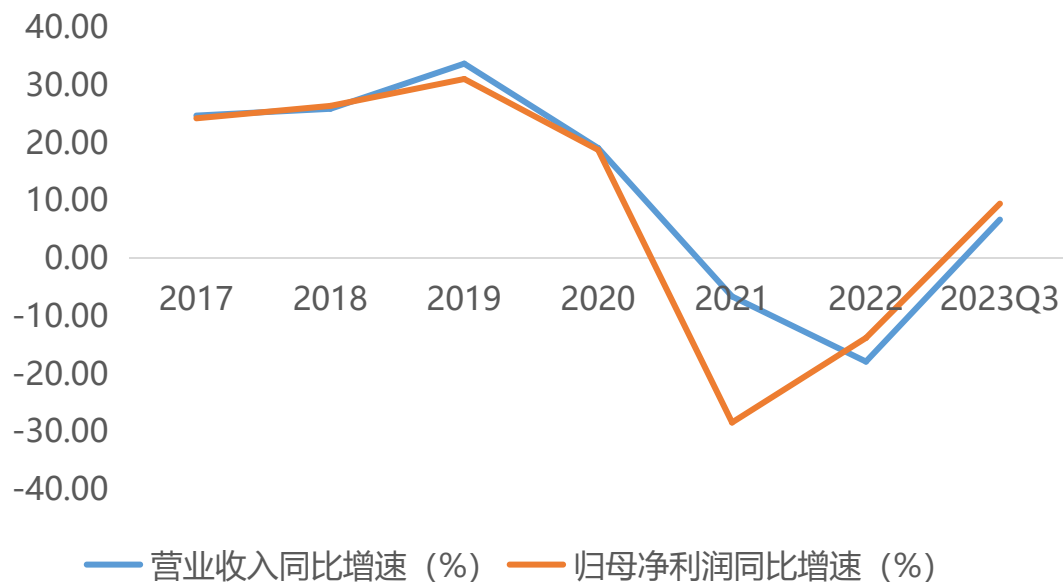


7.2.2 重点公司——恒瑞医药 (600276)：创新驱动，研发领先

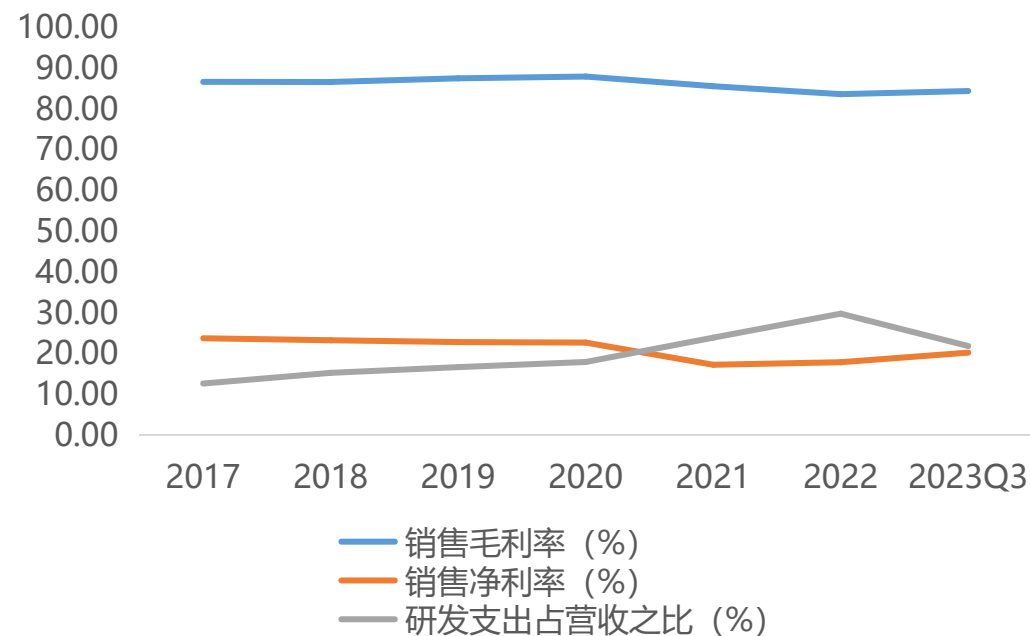


- 恒瑞医药是集科研、生产和销售为一体的大型上市企业，是国内最大的抗肿瘤药和麻醉药品的生产企业之一，创新能力突出，其主要收入包括抗肿瘤、麻醉药物及造影剂。政策方面，我国积极鼓励罕见药、创新药的发展。此外，公司全产业布局，公司的市场竞争力不断提升。公司目前处于转型升级阶段，研发布局不断优化、丰富，随着公司肿瘤、非肿瘤创新产品的陆续上市，未来有望与集采等政策带来的负面影响形成抵消，支撑公司业绩长期发展。
- 公司作为我国创新药企业龙头，研发布局合理、全面，产品管线有望持续丰富，业绩有望持续增长。

图表78：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速 (%)



图表79：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率 (%)

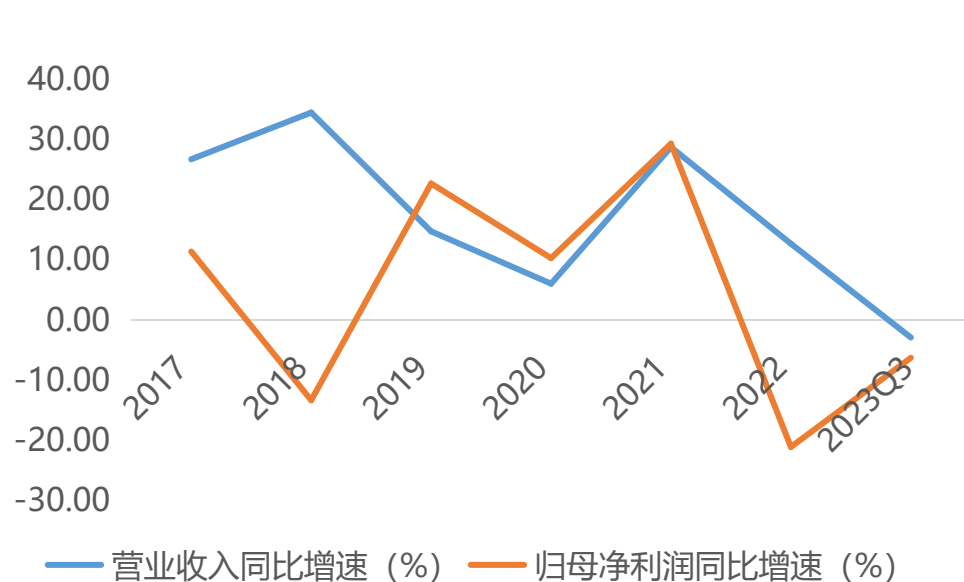


7.2.3 重点公司——复星医药（600196）：多元化布局，研发驱动业绩增长

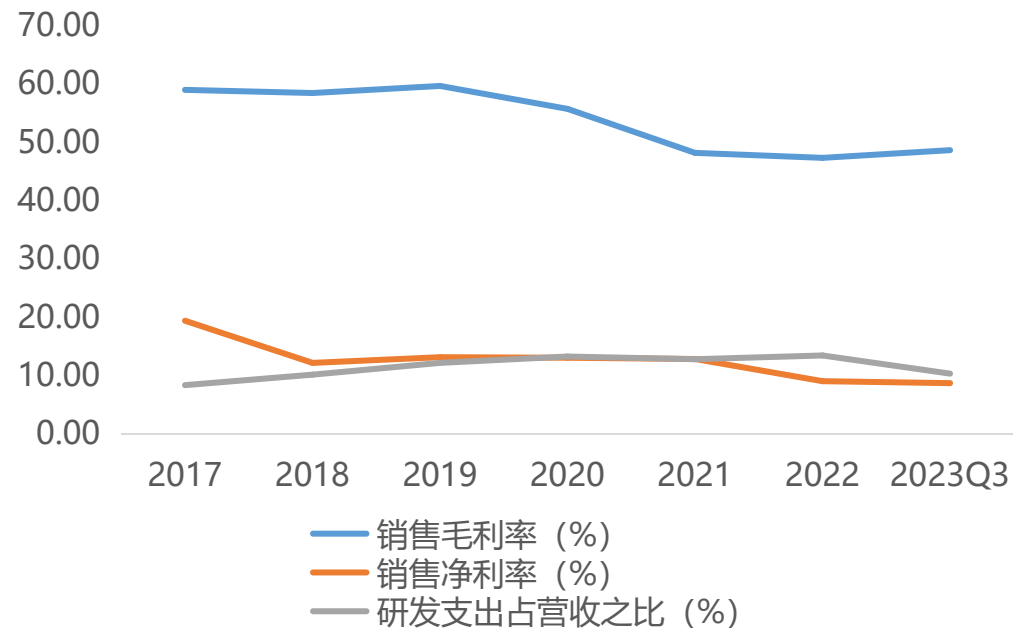


► 复星医药是我国较为领先的医药研发企业，覆盖多个治疗领域。研发方面，公司围绕肿瘤及免疫调节、代谢及消化系统、中枢神经系统等重点疾病领域已搭建和形成小分子创新药、抗体药物细胞治疗技术平台，并积极探索 RNA、基因治疗、ADC、靶向蛋白降解等技术的布局。截至2022年12月，公司在研创新药、生物类似药、仿制药、一致性评价等项目超260项，其中自研小分子创新药17项，自研生物创新药27项，许可进创新药19项，未来在研项目或逐步进入收获期，为公司提供更多业绩增长点。

图表80：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表81：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

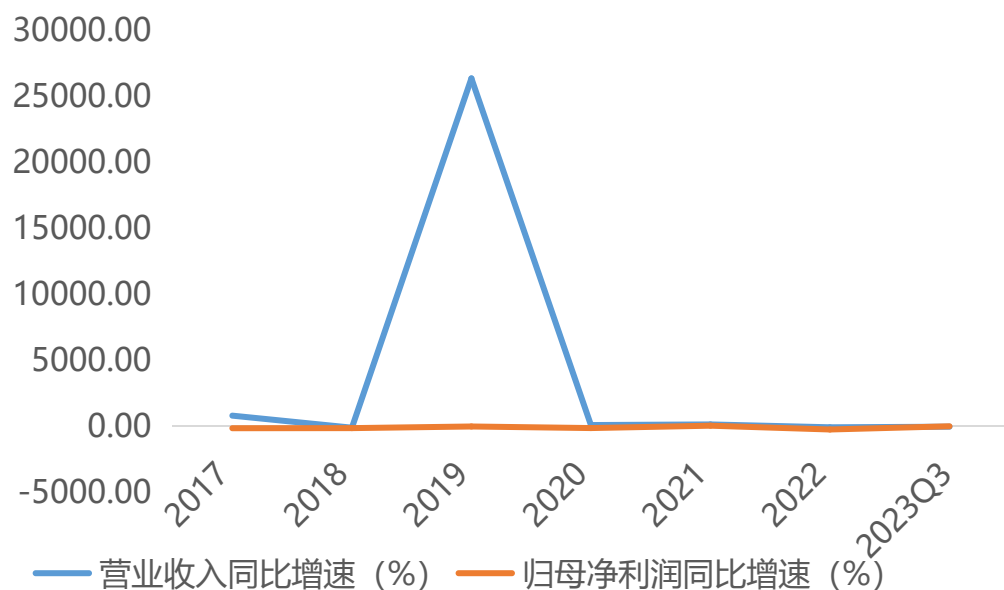


7.2.4 重点公司——君实生物-U (688180)：创新型医药企业，国际化进程顺利推进

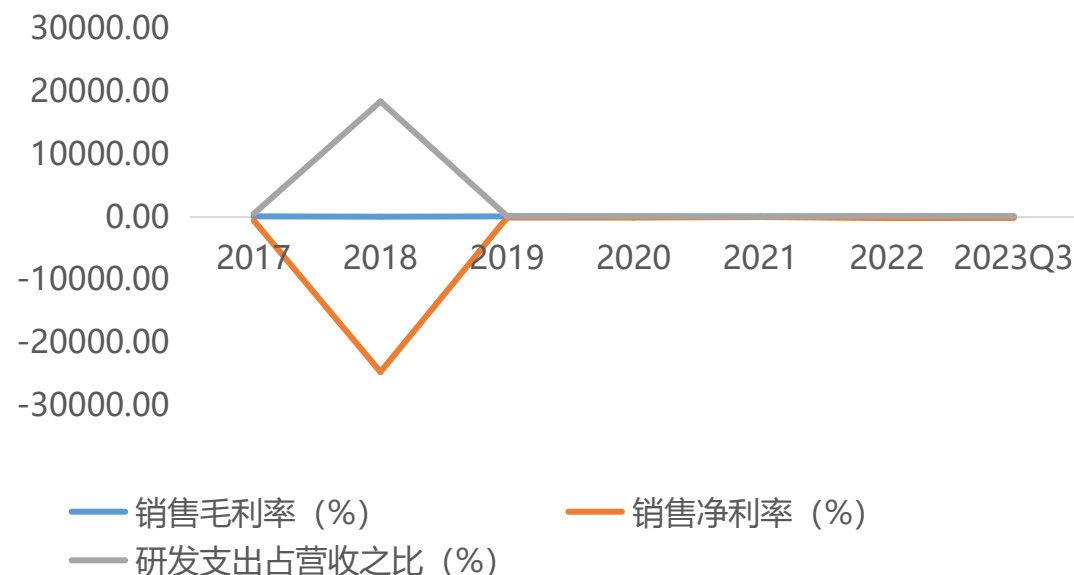


君实生物成立于2012年，公司是我国领先的自主研发创新型医药企业，旨在开发同类首创、同类最优类型的创新型药物。2023年10月，由公司自主研发的抗PD-1单抗药物特瑞普利单抗（美国商品名：LOQTORZI™）的BLA获得美国FDA批准，特瑞普利单抗成为FDA批准上市的首个中国自主研发和生产的创新生物药。本次获批的2项适应症覆盖了复发/转移性鼻咽癌的全线治疗。在埃特司韦单抗之后，特瑞普利单抗是君实生物继埃特司韦单抗之后的第二款通过FDA批准，在美国实现商业化的产品，成为公司又一项重要的‘出海’里程碑。公司的研发质量和生产质量获得了国际监管机构的认可，国际化布局进程顺利推进。

图表82：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）

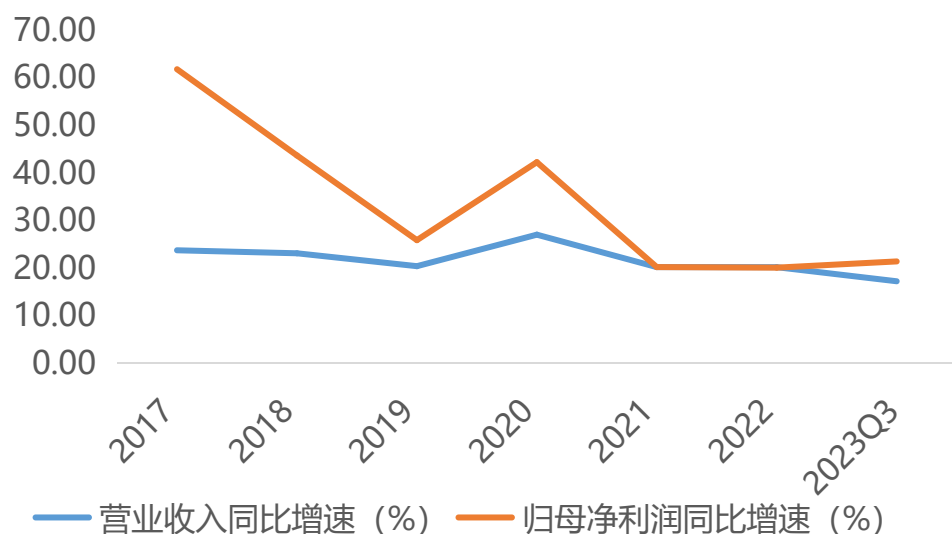


图表83：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

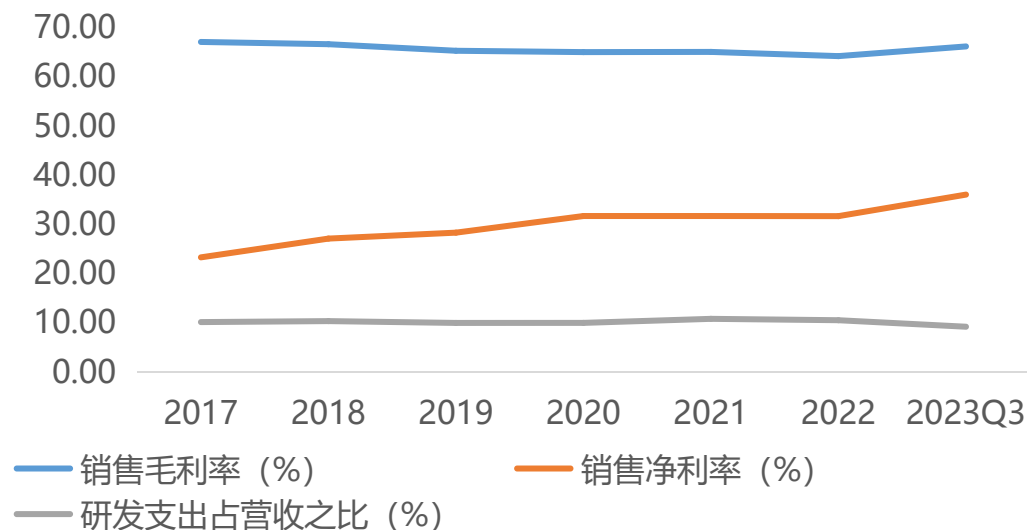


- 迈瑞医疗成立于1999年，是国内目前医疗器械行业龙头企业，主要业务为生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域。随着我国医疗器械市场需求不断增长以及政策支持，市场集中度会进一步提升。此外，我国医疗新基建持续推进，“十四五”期间，国家表示将支持全国各地建设120个左右省级区域医疗中心、支持省级区域医疗中心开展必要的业务用房改扩建，为应对突发事件，提升综合救治能力预留空间和条件，同时加强智慧医院建设等方面。此次规划或将进一步带动临床医疗器械采购需求持续提升，公司器械产品有望持续快速放量。
- **国际市场持续突破。**公司国际销售体系得到完善，国际高端客户获得持续性突破，并在北美和发展中国家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

图表84：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表85：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

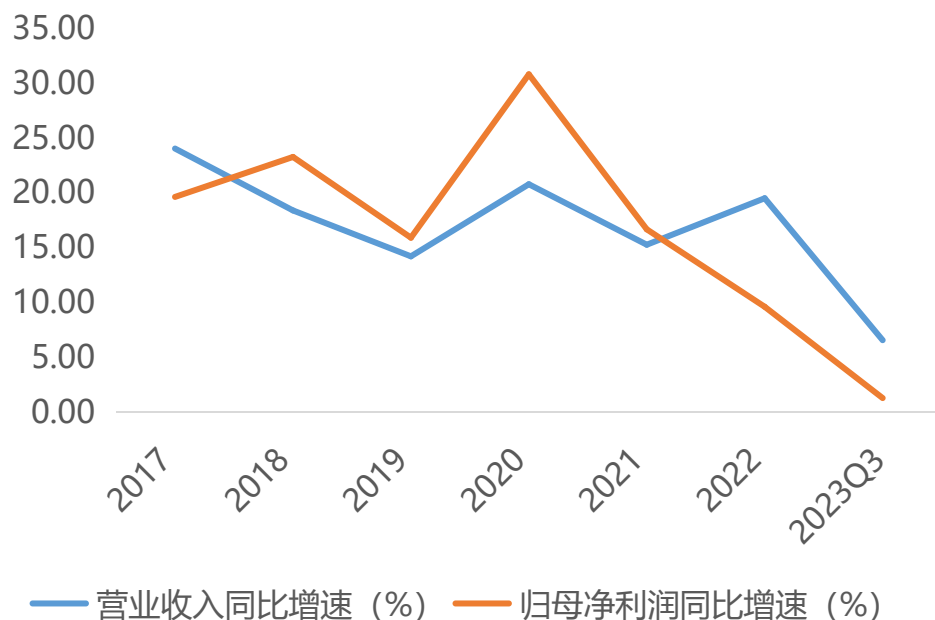


7.2.6 重点公司——一心堂 (002727)：连锁药店领先企业，门店数量优势明显

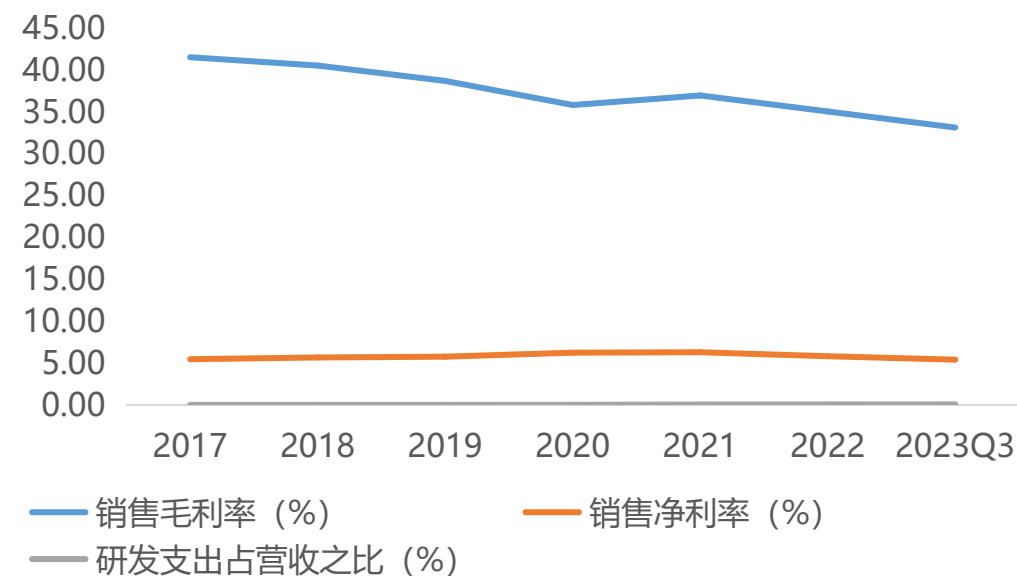


一心堂成立于2000年，公司的核心业务为医药零售连锁，兼有医药批发业务。公司目前拥有医药零售门店数量为全国最多，主要布局在西南、华南、华北等地区。目前公司逐渐向医疗补充业务领域布局，建设医云医疗体系架构，完善公立医疗机构以外的医疗服务体系在大健康生态系统中的重要补充作用，搭建生态系统推动公司发展。

图表86：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速 (%)



图表87：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率 (%)

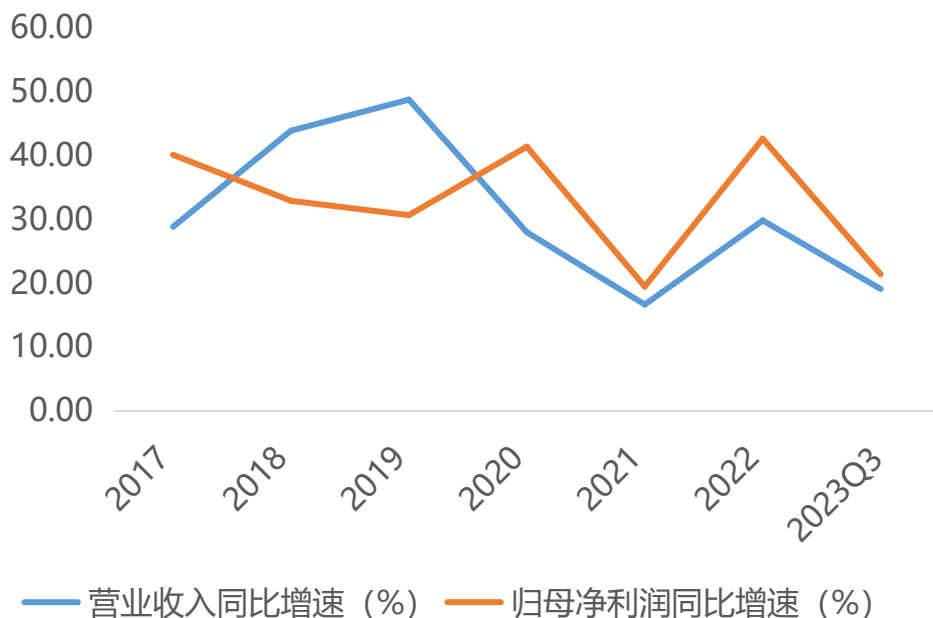


7.2.7 重点公司——益丰药房（603939）：内生外延双轮驱动，业绩快速增长

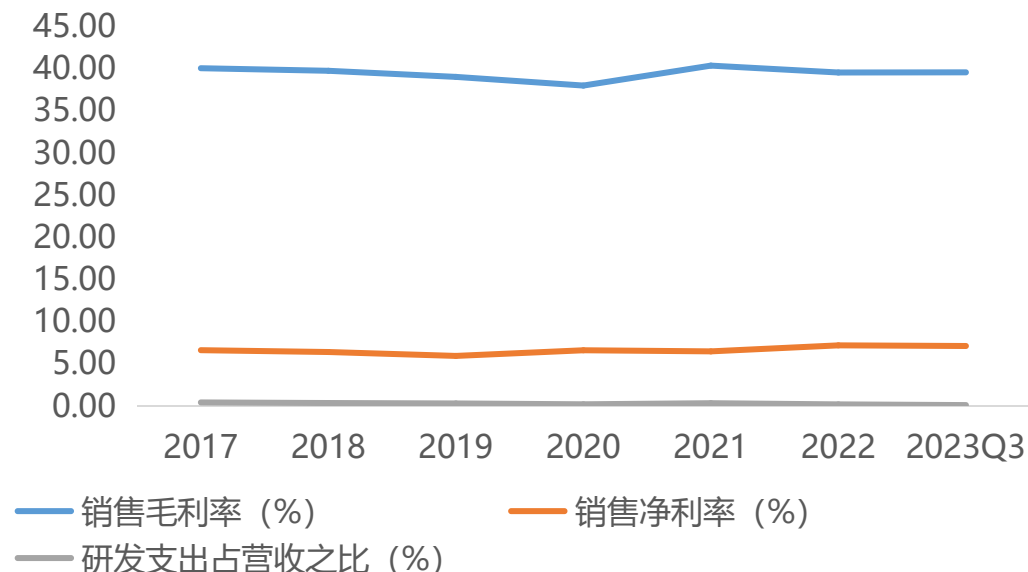


- 益丰药房是我国连锁药店行业领先企业，具备较强的连锁复制和运营管理能力，扩张脚步持续加大。公司内生增长稳健，通过较强的标准化运营体系和自身连锁复制能力快速扩张新店数量；外延方面，公司并购脚步持续推进，通过并购方式快速吸纳业务成熟的连锁药店；此外，公司线上运营已现成效，后续有望通过线上线下融合发展的方式，持续为公司业绩增长提供支撑。随着我国疫情可控，处方外流提速，公司有望持续受益。
- **股权激励计划彰显发展信心。**8月20日，公司发布《2022年限制性股票激励计划（草案）》。公司本次激励计划的实施彰显公司快速、发展信心，也为公司锁住优质人才；发行可转债有望为公司长期、可持续发展提供动力。

图表88：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表89：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

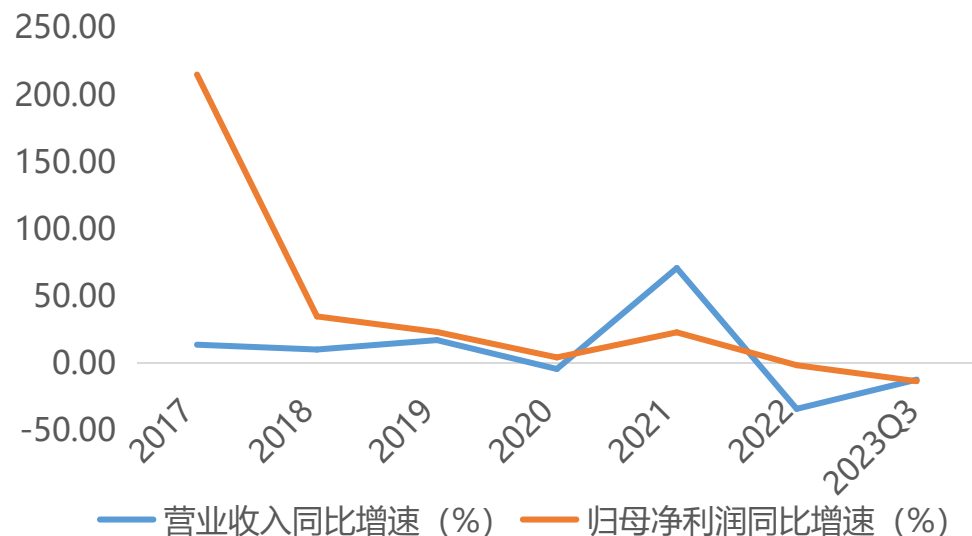


7.2.8 重点公司——健麾信息（605186）：医疗药房智能化龙头，海外及新业务稳健发展

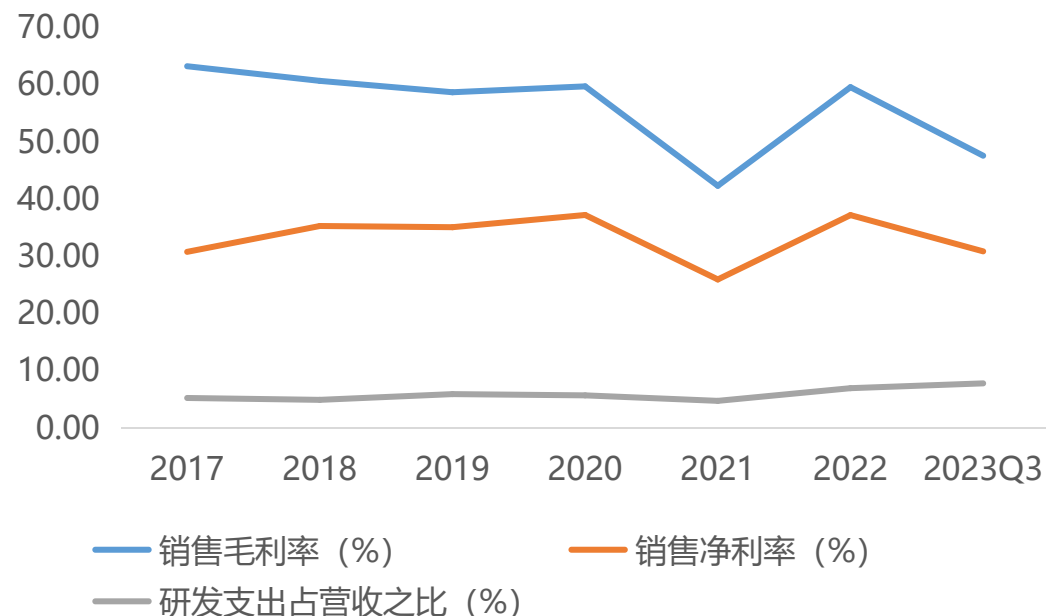


- 健麾信息是国内医疗药房智能化龙头企业，主要产品包括门诊自助药房、智慧药房、配液机器人、药品耗材等。截至目前，公司在大中华区已有1000多家以三级医院为主的高端用户，业务覆盖29个省、市、自治区，公司自动化药房产品在中国一线城市的市场占有率超过80%。
- 公司进行海内外多种战略布局，实现高质量发展。2023上半年，公司积极开拓海外市场，与俄罗斯、印度尼西亚、泰国等地经销商和意向客户建立了业务联系。截止目前，合资公司第一个项目已在沙特Dallah医院正式投入使用；公司先后与医药零售领域的龙头达成战略合作，采取设备投放的创新服务收费模式打造未来药店，助力零售药店开启智慧零售新模式。

图表90：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表91：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

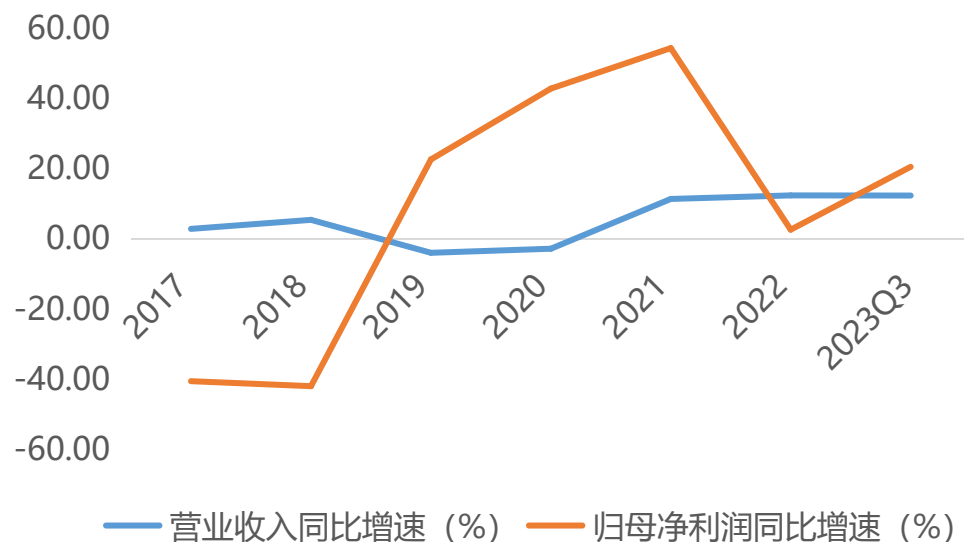


7.2.9 重点公司——福瑞股份（300049）：肝病诊疗龙头，“药品+器械+服务”业务协同发展

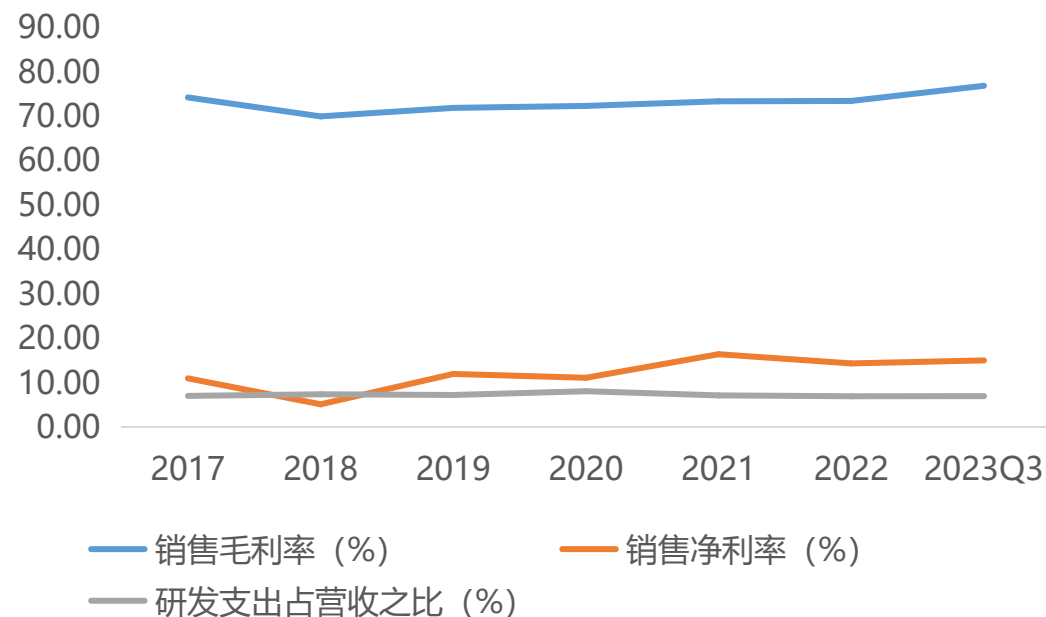


- 福瑞股份是我国肝病诊疗的龙头企业，主营业务包括肝病治疗药物、肝病诊断器械和医疗服务三块业务。1) 药品业务方面，公司的主要产品复方鳖甲软肝片用于慢性肝炎肝硬化以及早期肝硬化的治疗，是国家专利产品、国家药监局批准的首个抗肝纤维化药物，具有广泛的市场知名度，并进入国家医保目录。2) 诊断器械方面，公司的FibroScan系列肝纤维化诊断仪器是全球首个应用瞬时弹性成像技术量化肝脏硬度，并经临床验证的无创即时检测设备，获得了欧盟CE、美国FDA和中国NMPA等认证。3) 医疗服务方面，公司在儿科诊所和肝病慢病管理两个赛道展开布局。
- 公司在肝病领域形成了较为完整的全产业链战略资源布局，树立了良好的品牌形象，重要的学术及市场地位。此外，由于NASH药物有望实现“0到1突破”，以及Fibroscan显著的竞争优势，Fibroscan系列诊断设备有望为公司带来更多业绩增长贡献。

图表92：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表93：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

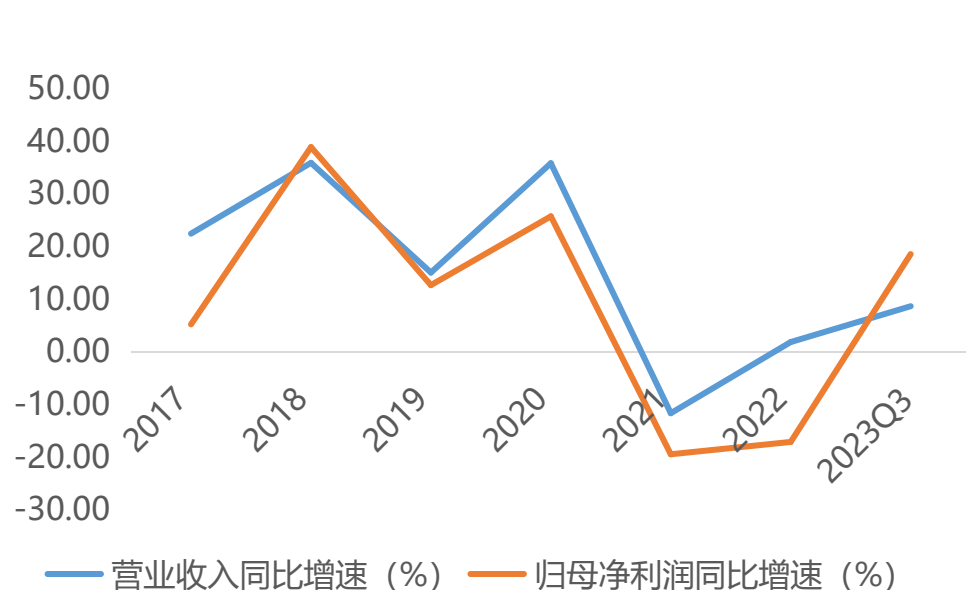


7.2.10 重点公司——华兰生物 (002007)：“血制品+疫苗” 稳健增长

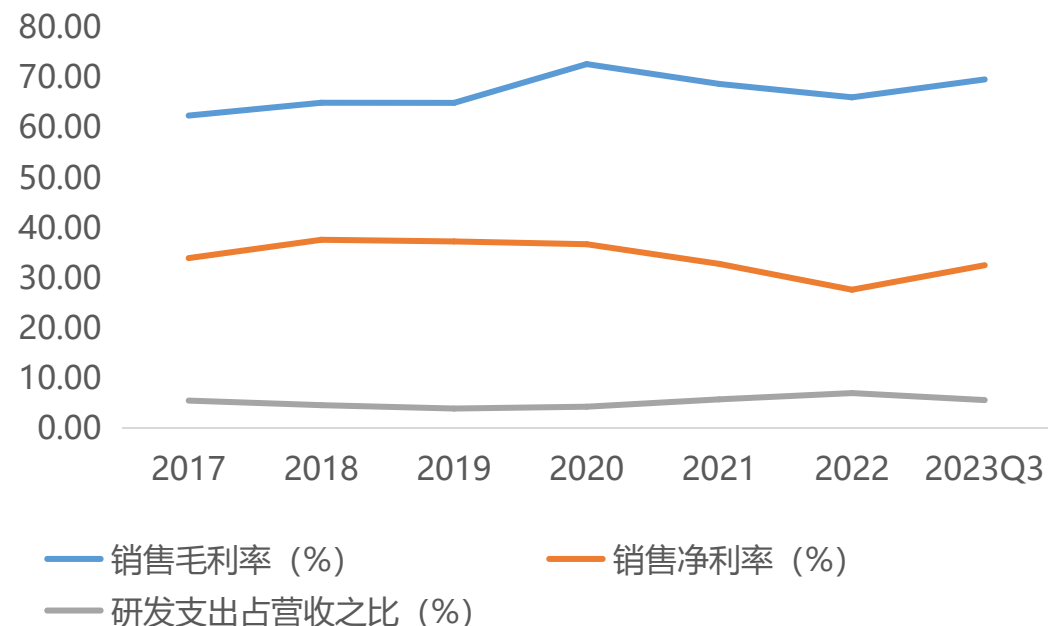


➢ 公司是国内血制品和流感疫苗细分领域龙头企业之一。在血液制品领域，公司目前拥有11个以“华兰”为品牌的血液制品品种（34个规格），生产规模、品种规格、市场覆盖和主导产品产销量均居行业前列。根据公司2022年年报，公司目前共有单采血浆站32家，其中广西4家、贵州1家、重庆15家、河南12家，2022年采浆量为1100多吨，血浆综合利用率处于行业前列。2022年，公司先后获准在河南省共7地设置单采血浆站，同时完成了8家浆站单采血浆许可证的换发工作。随着公司新浆站未来投入使用及原有浆站的浆源拓展，公司血液制品业务有望持续增长，进一步增厚公司业绩。流感疫苗方面，2022年，公司的四价流感疫苗及流感疫苗批签发批次数量保持国内领先地位。2022年2月，公司四价流感疫苗（儿童剂型）国内首家获批，填补了国内市场空白，优势地位进一步巩固；相继取得冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）、吸附破伤风疫苗的生产批件，产品管线进一步丰富。

图表94：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表95：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

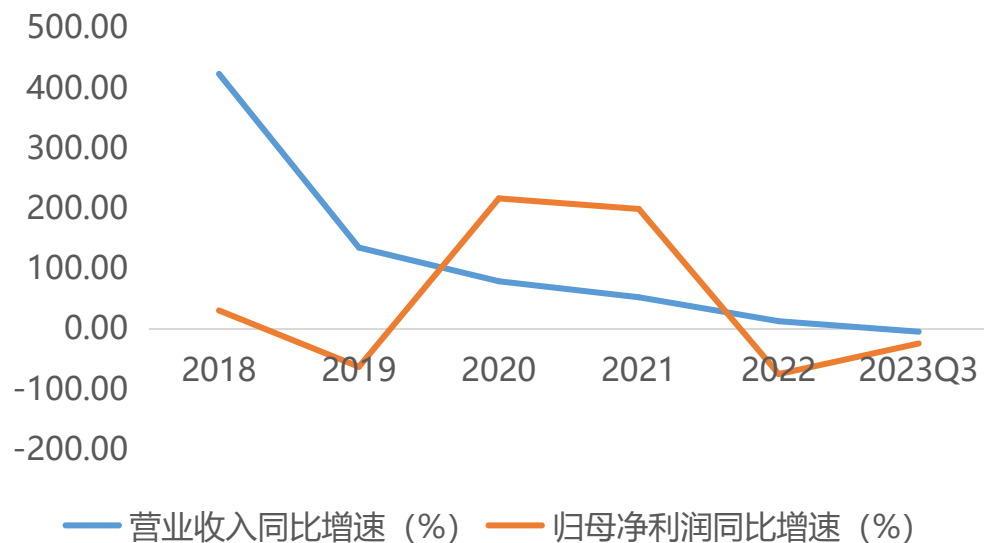


7.2.11 重点公司——欧林生物（688319）：传统疫苗+创新疫苗双轮驱动

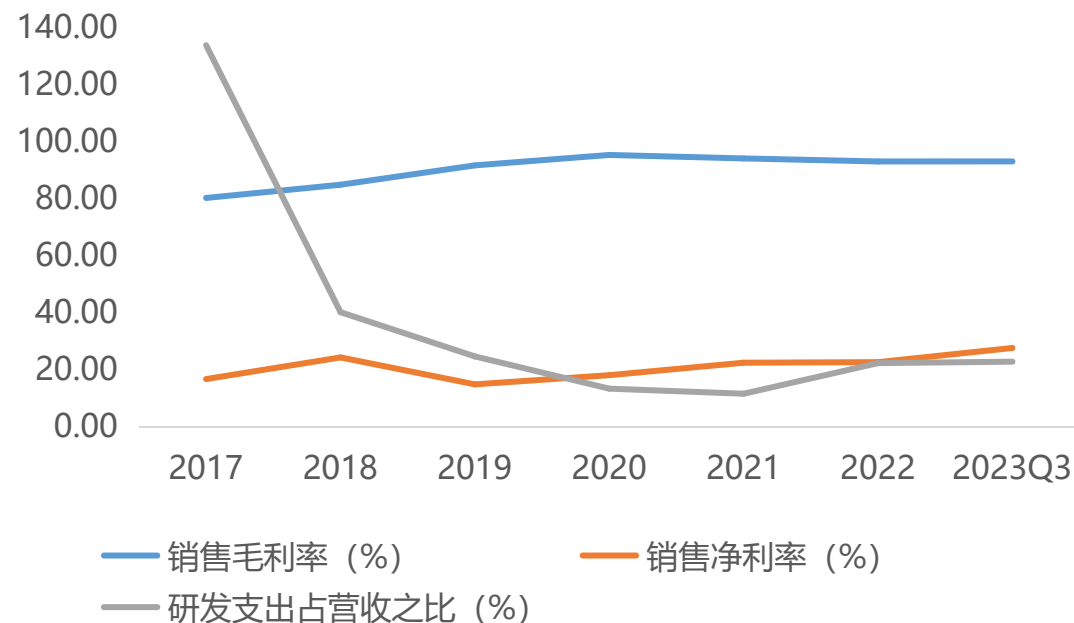


➢ 欧林生物是疫苗领域新兴企业，现有与在研产品均具有高度差异化优势。目前，公司已实现吸附破伤风疫苗、Hib结合疫苗及AC结合疫苗三个产品上市销售，同时公司有AC-Hib联合疫苗处于生产注册阶段。根据公司2022年年报，公司2022年破伤风疫苗批签发居行业首位。在研项目方面，公司采用差异化的产品开发策略，以创新疫苗为发力点，重点布局“成人疫苗、院感疫苗、创新疫苗”。在首个全球1类新药重组金葡菌疫苗进入III期临床试验的同时，公司有四价流感病毒裂解疫苗（MDCK细胞）、A群链球菌疫苗、口服重组幽门螺杆菌疫苗（大肠杆菌）、鲍曼不动杆菌重组亚单位疫苗等多个产品在研，产品管线丰富。公司持续加强研发投入，2023年上半年，公司研发投入总额0.60亿元，较上年同期增加64.95%。

图表96：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表97：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

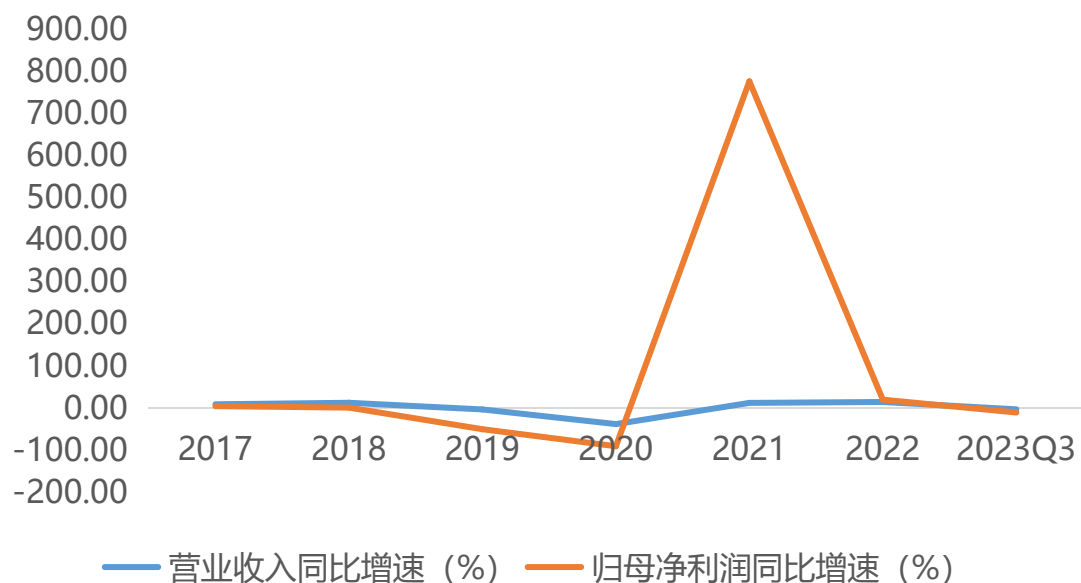


7.2.12 重点公司——信立泰 (002294)：以心血管领域为核心，创新转型持续兑现

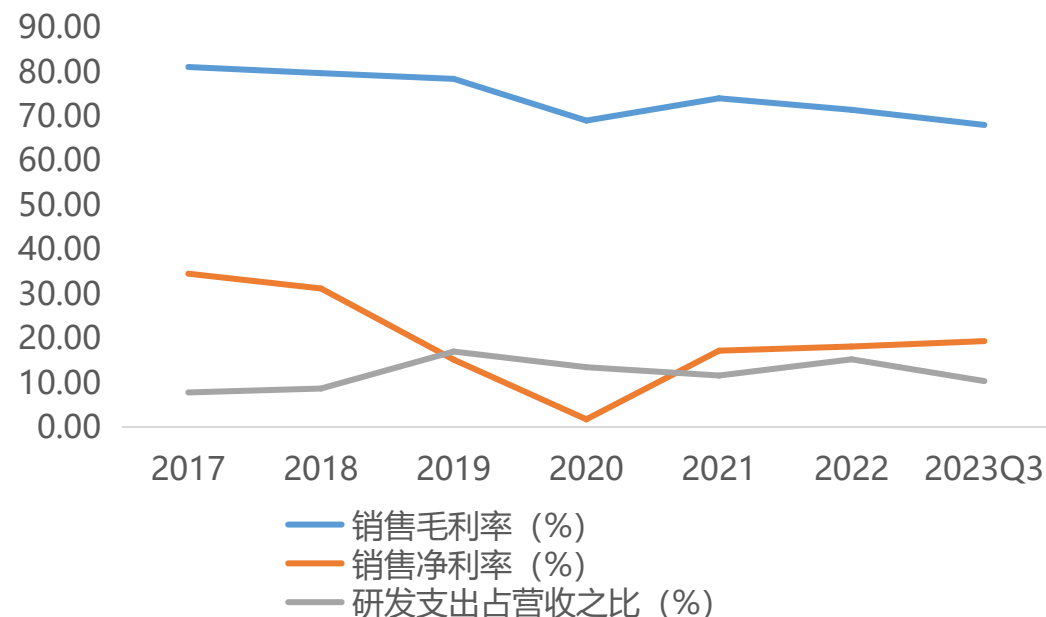


信立泰以心脑血管领域为核心，并在降血糖、抗肿瘤、骨科及抗感染等目标领域展开业务拓展。公司的创新产品信立坦（药品通用名：阿利沙坦酯片）用于轻、中度原发性高血压的治疗，2021年通过谈判续约国家医保目录，是唯一由国内自主研发、拥有自主知识产权（1.1类新药）的血管紧张素II受体拮抗剂类降压药物。此外，围绕阿利沙坦酯，公司布局了1类新药S086（高血压、慢性心衰适应症）、首个国产ARB/CCB类2类复方制剂SAL0107、ARB/利尿剂类2类复方制剂SAL0108，产品上市后将有针对性地覆盖不同细分市场领域，满足更多未被满足的临床需求。器械方面，公司的创新器械Maurora®（雷帕霉素药物洗脱椎动脉支架系统）是全球第一款雷帕霉素载药椎动脉支架，首次将雷帕霉素应用于脑部血管狭窄治疗，具有良好血液相容性、良好组织相容性、稳定控制药物释放、优异的物理性能和稳定性等特点。此外，公司积极参加国家药品集采，多个产品先后中标，快速打开市场，为公司带来稳定的现金流和经营改善。

图表98：2017-2023Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表99：2017-2023Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）



➤ 行业政策风险;

医药产品面向全球，海外不利政策等因素或将为行业带来不利影响

➤ 研发风险;

创新药研发风险较高，如研发失败可能导致对公司产生负面影响

➤ 药械降价风险;

➤ 业绩不及预期风险;

➤ 海外扩张不及预期风险

分析师简介

中航证券医药团队：全面覆盖整个医药板块，经过多年的沉淀，建立了比较完善的研究分析体系，形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点，同时与多家医药公司建立了密切的联系，产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选，2015年，被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018年，获评东方财富中国最佳分析师。

分析师承诺

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

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

我们设定的上市公司投资评级如下：

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

我们设定的行业投资评级如下：

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

免责声明

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

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

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

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