

# 内有院端复苏，外有出海加速，核心公司下半年有望经营改善

## 2024年医药中期策略

马帅： S1450518120001 分析师  
冯俊曦： S1450520010002 分析师  
李奔： S1450523110001 分析师  
贺鑫： S1450522110001 分析师  
连国强： S1450523020002 分析师  
胡雨晴： S1450122080070 联系人  
龚涵清： S1450123060062 联系人

2024年5月27日



## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

### 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

### 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

### 4 建议关注标的

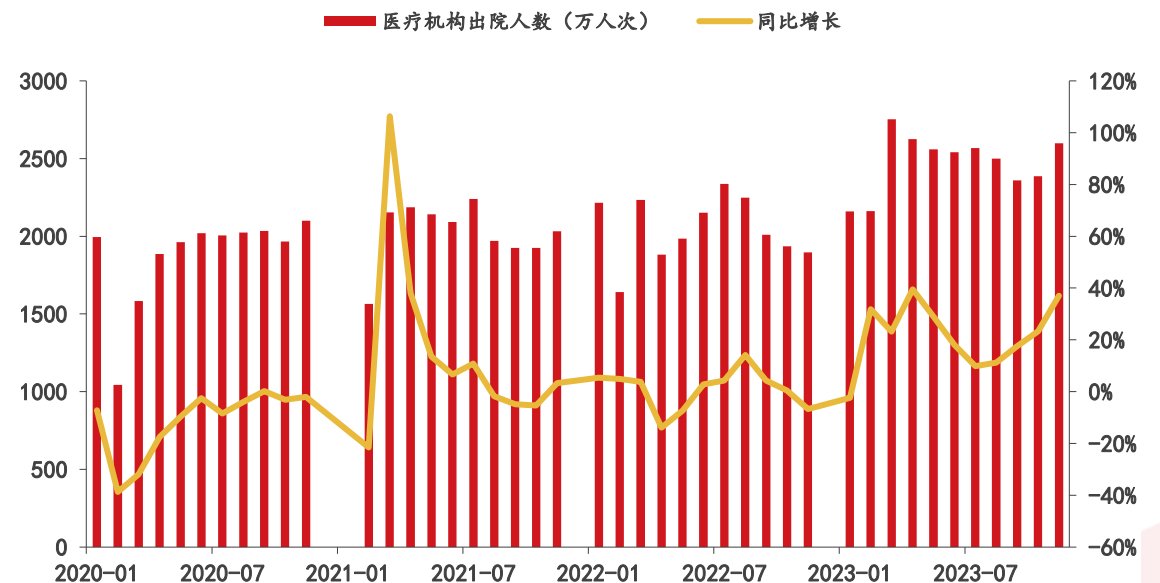
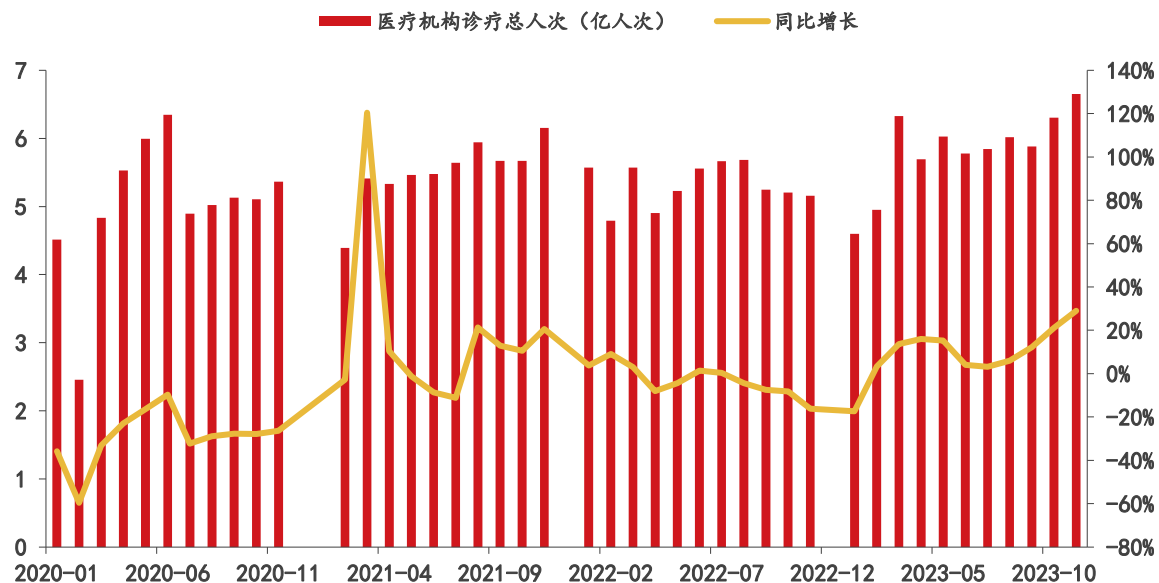
### 5 风险提示

# 医疗就诊复苏明显，诊疗人次大幅提升

□ 2023年是新冠疫情放开以来的第一个完整年度，医疗秩序全面恢复，诊疗人次和出院人数大幅提升。根据卫健委统计，2023年1-11月全国医疗卫生机构总诊疗人次64.1亿人次，同比增长9.4%，其中公立医院32.3亿人次，同比增长6.7%，民营医院6.4亿人次，同比增长9.3%；2023年1-11月全国医疗卫生机构出院人次2.72亿，同比增长20.8%，其中公立医院1.82亿人次，同比增长21.1%，民营医院0.40亿人次，同比增长17.6%；2023年1-11月医院病床使用率为80.2%，同比提高7.3个百分点

图1:2020-2023年全国医疗机构诊疗总人次

图2: 2020-2023年全国医疗机构出院人数



## 经营阶段性受反腐影响，2024年下半年有望显著改善

□ 2023年度，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比增长5.36%，归母净利润同比增长0.12%，扣非净利润同比增长0.70%；24Q1单季度来看，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比增长0.18%，归母净利润同比下降5.17%，扣非净利润同比下滑4.23%。受到医疗反腐影响，2023年Q3以来业绩开始承压，我们认为，随着医疗反腐影响边际减弱，低基数效应下，2024年下半年业绩有望显著改善

表1：2023年及2024Q1医药行业主要财务指标情况

财务指标 (亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1
营业收入	5457.94	5453.11	5664.88	5812.50	22387.5	5872.02	5638.06	5382.79	5544.05	22253.1	5707.00
营收增速	11.36%	6.87%	9.68%	9.70%	9.38%	7.59%	10.18%	-0.59%	0.89%	5.36%	0.18%
毛利率	32.68%	31.80%	30.87%	31.24%	31.63%	30.67%	30.03%	29.73%	29.21%	29.85%	29.13%
销售费用率	12.57%	12.49%	12.76%	13.98%	12.97%	12.53%	12.94%	12.36%	13.94%	13.02%	12.00%
管理及研发费用率	6.75%	7.30%	7.47%	9.59%	7.56%	6.86%	7.04%	7.52%	8.73%	7.46%	6.78%
财务费用率	0.57%	-0.01%	0.03%	0.69%	0.32%	0.59%	-0.01%	0.45%	0.37%	0.34%	0.32%
研发费用	140.29	161.55	174.37	220.80	697.04	158.29	165.73	167.00	205.49	688.75	156.11
研发费用/收入	2.57%	2.96%	3.08%	3.80%	3.11%	2.70%	2.94%	3.10%	3.71%	3.10%	2.74%
归母净利润	536.00	547.68	476.67	190.99	1750.44	502.63	448.14	408.09	133.04	1456.62	441.09
归母增速	15.05%	-0.69%	4.79%	-38.24%	-1.74%	-6.19%	4.74%	-5.85%	-24.86%	0.12%	-5.17%
扣非净利润	519.92	478.13	451.58	150.41	1599.63	466.20	407.98	374.66	98.78	1318.28	416.54
扣非增速	25.20%	-1.66%	3.31%	-14.43%	5.63%	-10.30%	5.12%	-4.68%	-23.34%	0.70%	-4.23%
扣非净利率	9.53%	8.77%	7.97%	2.59%	7.15%	7.94%	7.24%	6.96%	1.78%	5.92%	7.30%
应收账款	5308.77	-	-	-	5266.44	5838.49	-	-	-	5309.55	5946.01
应收账款增速	15.21%	-	-	-	13.98%	9.98%	-	-	-	4.12%	4.68%
经营现金流净额	49.03	688.60	538.69	1122.25	2396.45	41.89	591.62	443.49	1031.78	2184.65	-47.58
经营现金流净额/净利润	9.15%	125.73%	113.01%	587.59%	136.91%	8.33%	132.02%	108.68%	775.55%	149.98%	-10.79%

# 行情表现阶段性承压，估值处于历史底部

□ 2024年以来医药板块行情表现阶段性承压，截至2024年5月21日，2024年SW医药指数累计跌幅10%，跑输沪深300指数17个百分点，其中生物制品和医疗服务跌幅较多，主要是受到国内宏观消费环境和美国生物法案的影响，中药和医药商业凭借低估值+高股息的特点，行情表现相对稳定。截至2024年5月21日，SW医药板块PE-TTM估值为27倍，过去10年（2015-2024年）的中位值为36倍，当前估值水平处于历史底部

图3：2024年以来SW医药指数累计涨跌幅

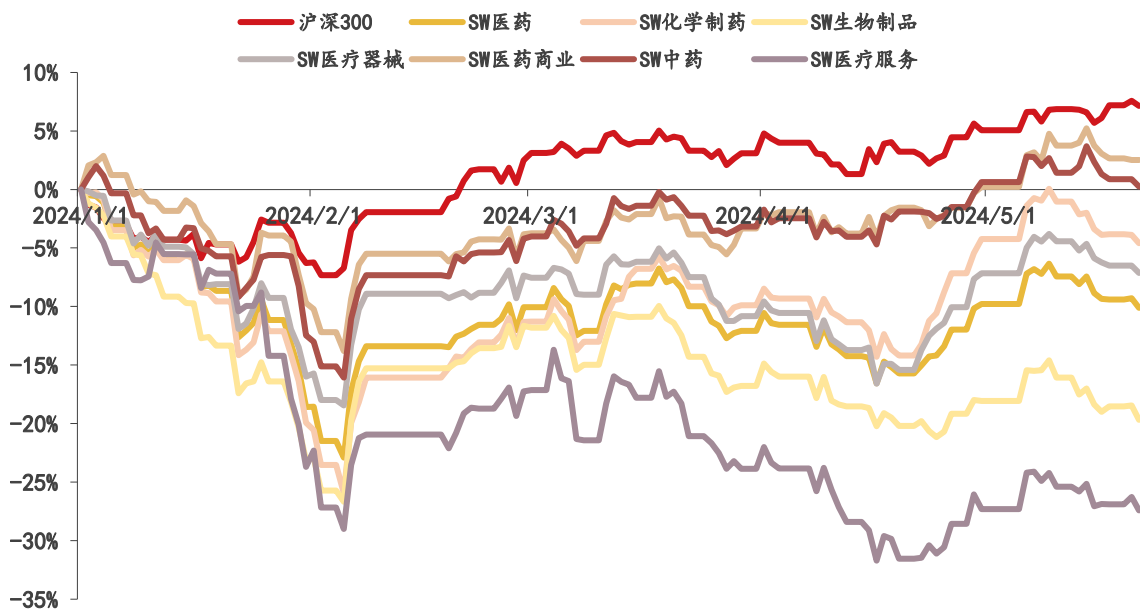


图4：2015-2024年SW医药PE-TTM估值水平



# 公募基金医药持仓下降，处于历史较低水平

公募基金医药持仓比例下降，全部基金超配3.94pct，非药基金低配1.75pct。2024Q1，全部公募基金对医药板块的持仓比例为11.13%，环比下降2.44pct。剔除医药主题基金后的持仓比例为5.44%，环比下降0.98pct；同期医药股在A股总市值中占比为7.19%，环比下降1.63pct。2024Q1，全部基金的医药持仓比例低于医药行业开始集中反腐运动的2023Q2，非药基金的医药持仓比例则大致处于2023Q2-2023Q3之间的水平

图5：2018-2024Q1公募基金医药持仓水平概况

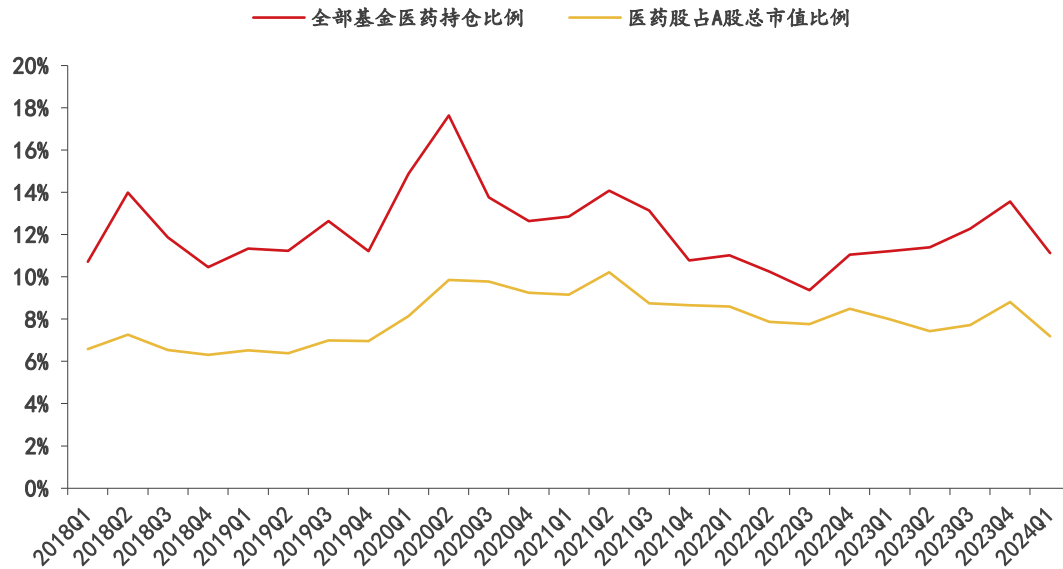
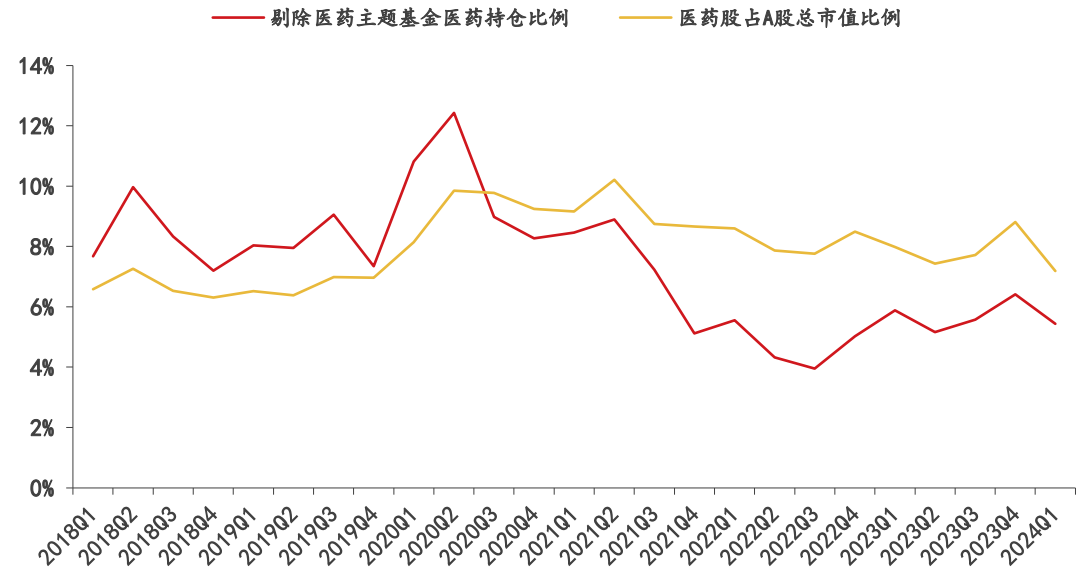


图6：2018-2024Q1剔除医药主题基金后医药持仓水平概况



# 公募基金医药持仓下降，处于历史较低水平

- 全基金医药持仓明细：**从持股基金数量来看，2024Q1全部基金持有基金数最多的前三名股票为：恒瑞医药（616）、迈瑞医疗（500）、科伦药业（251）
- 非药基金医药持仓明细：**从持股基金数量来看，2024Q1非药基金持有基金数最多的前三名股票为：恒瑞医药（274）、迈瑞医疗（267）、智飞生物（72）。与全部基金的持仓相比，非药基金持仓TOP名单中增加了九典制药而没有人福医药

表2：2024Q1持股基金数Top10医药个股（全基金）

排名	名称	持有基金数	持有公司家数	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季报持仓变动(万股)
1	恒瑞医药	616	93	14.63	428.75	969.04
2	迈瑞医疗	500	99	11.64	397.23	-687.63
3	科伦药业	251	72	17.81	71.13	5,932.50
4	智飞生物	178	53	14.27	91.11	-8,551.78
5	药明康德	129	42	11.13	130.91	-20,000.94
6	爱尔眼科	122	44	10.45	105.77	-17,825.71
7	百济神州-U	109	48	23.25	35.36	14.35
8	惠泰医疗	105	39	22.77	65.17	103.99
9	人福医药	103	33	11.88	35.42	-5,916.66
10	东阿阿胶	101	37	14.31	56.69	2,815.47

表3：2024Q1持股基金数Top10医药个股（非药基金）

排名	名称	持有基金数	持有公司家数	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季报持仓变动(万股)
1	恒瑞医药	274	73	6.84	200.48	5,222.39
2	迈瑞医疗	267	75	6.39	217.92	-362.41
3	智飞生物	72	42	6.23	39.78	-4,661.87
4	科伦药业	61	26	3.86	15.42	2,727.30
5	爱尔眼科	56	33	3.15	31.87	-2,387.56
6	九典制药	46	12	21.70	16.99	1,395.62
7	百济神州-U	40	22	9.98	15.18	-243.75
8	惠泰医疗	35	16	6.64	19.02	-57.35
9	药明康德	34	15	1.55	18.21	-11,946.67
10	东阿阿胶	33	18	2.02	7.99	208.33

# 核心结论：内有院端复苏，外有出海加速

内有院端复苏	化药院内销售改善	医药领域整治效果显著，对终端药品销售的短期影响有望于2024H2逐步减弱；传统化药公司持续强化研发，看好高临床价值品种的销售快速放量，重点关注麻药创新品种和眼科创新品种
	器械院内销售改善	医疗器械板块业绩已现环比改善迹象，行业库存经历消化趋于出清，板块应收账款、合同负债等指标出现边际改善，政策面出现拐点，反腐影响边际减弱+利好政策催化带动院内复苏
	中药院内销售改善	随着医疗反腐的影响边际减弱，展望2024下半年，院内中成药销售有望显著改善，院内学术营销+OTC转型成为市场共识，销售费用率有望持续下降，中成药集采有望实现以价换量
外有出海加速	创新药出海	创新药出海成果丰硕，目前已有多个产品取得FDA批准，尚有多产品具备海外上市潜力；当前国内企业以license out出海模式为主，未来自主出海值得期待
	器械出海	中国医疗器械出口规模持续增长，其中医用耗材和医疗设备出口比例最高；器械板块出海加速，成为驱动新增的系统性β，2019-2023年器械海外业务收入占比逐渐提升
	海外供应链修复	前期受到全球疫情影响，海外较多医疗器械细分领域存在库存积压的问题，目前海外供应链库存水平已经恢复良性状态，订单有望在未来呈现逐季改善的趋势，有关公司业绩有望逐季回暖
	体外诊断出海	海外IVD市场空间较大，市场特点各异，战术上IVD出海需因地制宜；聚焦可及市场，大型免疫检测等赛道可拓展空间较大；龙头IVD企业的成功出海经验包括赛道优势、产品优势、业务布局
	CXO&原料药	供需关系正边际优化，2024H2原料药和中间体出口量有望改善，多个慢病大品种专利期即将到期，有望为行业带来明显增量；重大订单高基数效应消退且新兴业务积极提振，CXO基本面边际向好
风险提示		海外地缘政治风险；集采扩容风险；研发失败风险；投融资风险；相关假设及预测不及预期的风险



## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 医药领域整治效果显著，对终端药品销售影响有望于24H2逐步减弱



- 医药领域整顿进展方面：为推动医药行业的健康发展，2023H2国家卫健委联合9部门共同启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作（至6月），目前整治效果显著。为期1年的整治工作结束后，后续有望通过建立系列长效机制实现常态化监管，利好高临床价值品种的终端推广和放量

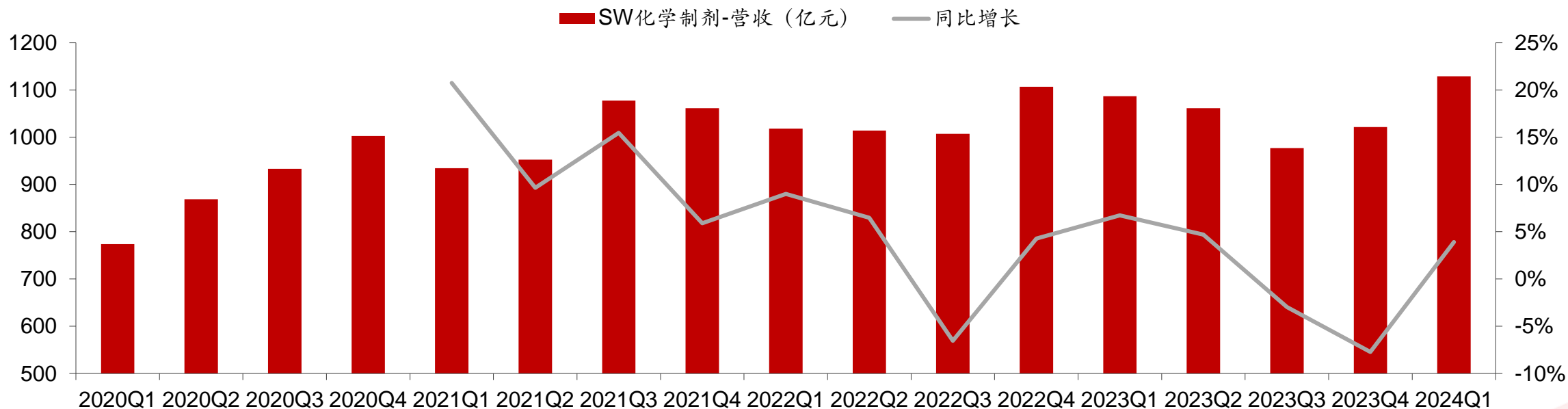
表4：国家卫健委发布的全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答的核心内容梳理

相关方面	相关内容
集中整治的工作背景和目的	为进一步促进医药事业发展进步，保障人民群众健康权益，国家卫生健康委同教育部、公安部、审计署、国务院国资委、市场监管总局、国家医保局、国家中医药局、国家疾控局、国家药监局等9部门共同启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作
集中整治工作的主要原则	1) 全面覆盖、聚焦重点（整治涵盖了医药行业生产、流通、销售、使用、报销的全链条）；2) 集中突破、纠建并举（针对“关键少数”、关键岗位的腐败问题进行重点突破）；3) 统一实施、分级负责
集中整治的重点内容和措施	一是医药领域行政管理部门以权寻租；二是医疗卫生机构内“关键少数”和关键岗位，以及药品、器械、耗材等方面的“带金销售”；三是接受医药领域行政部门管理指导的社会组织利用工作便利牟取利益；四是涉及医保基金使用的有关问题；五是医药生产经营企业在购销领域的不法行为；六是医务人员违反《医疗机构工作人员廉洁从业九项准则》

# 医药领域整治效果显著，对终端药品销售影响有望于24H2逐步减弱

- 行业销售方面：2023Q3、2023Q4化药制剂板块分别实现营收977.02亿元和1021.49亿元，分别同比下降2.98%和7.72%。其中2023Q3化药制剂板块的营收规模为近2年的季度新低。从行业销售情况分析，医药领域整治对终端销售的短期影响主要体现在2023H2。考虑到行业销售的低基数效应和后续高临床价值品种的销售持续放量，我们看好2024H2化药制剂板块销售同比改善

图7：化药制剂板块各季度营收情况（亿元）



# 麻药品种壁垒高且需求刚性，后续有望享受较广阔的推广空间

- 麻醉用药覆盖手术、ICU、内镜检查、慢性疼痛等多个用药场景，得益于其用药需求刚性、行业壁垒较高，麻药创新品种有望享受较广阔的推广空间和较优质的竞争格局。其中，手术/ICU/内镜检查等领域，苯磺酸瑞马唑仑、富马酸奥赛利定注射液、环泊酚注射液等多个创新品种持续放量；慢性疼痛领域，看好盐酸羟考酮缓释片的国产替代。该品种院内销售从2014年的4.94亿元稳步增长至2021年的11.59亿元（CAGR约为12.96%），用药需求稳步增长。目前原研NAPP占据主要的市场份额，人福医药和立方制药的仿制药产品已陆续上市，有望逐步实现原研替代

图8：环泊酚注射液样本医院销售情况（亿元）

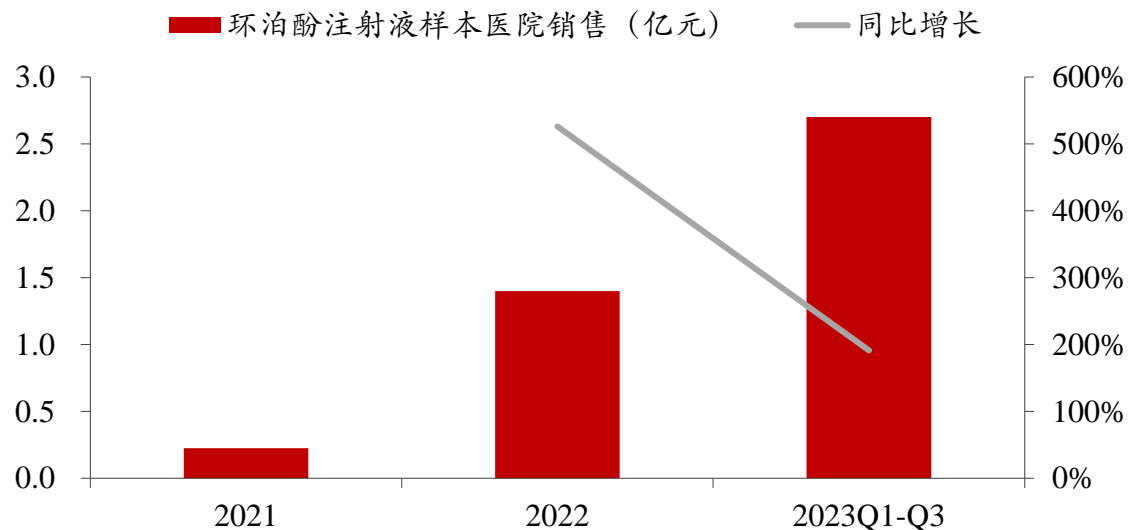
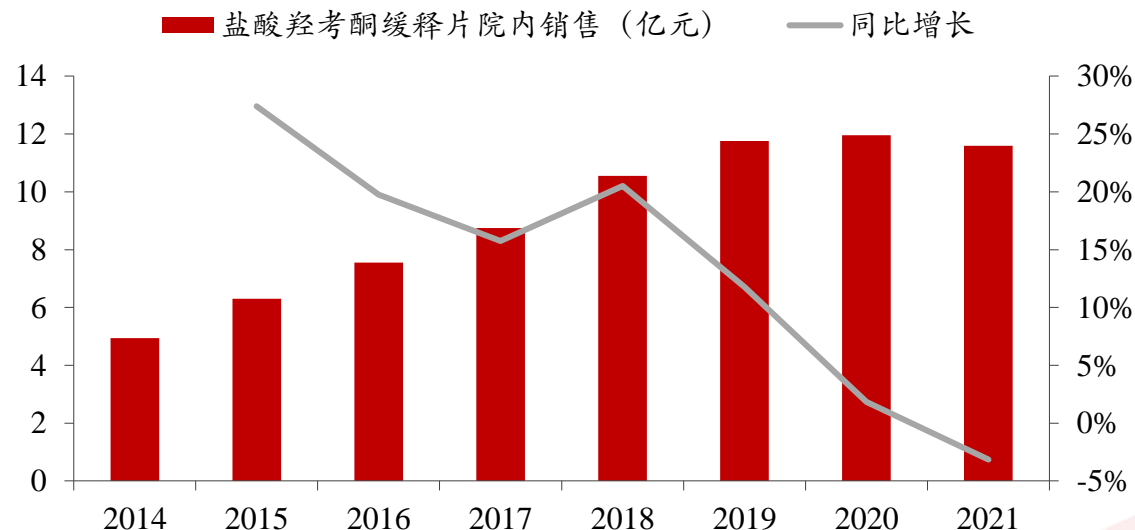


图9：盐酸羟考酮缓释片院内销售情况（亿元）



# 重磅品种获批和用药需求提升，推动眼科用药市场增长提速

- 重磅品种获批和用药需求提升，推动眼科用药市场增长提速。**根据Frost & Sullivan的数据，2015年-2023年国内眼科用药市场规模CAGR仅为11.5%。得益于国内用药需求的提升、重磅品种的获批，2023年后国内眼科用药的市场规模增长有望提速，预计2023年-2030年国内眼科用药CAGR高达19.1%。
- 近视防控领域，看好低浓度阿托品顺利获批后的销售快速放量：**低浓度阿托品滴眼液有效延缓青少年近视进程发展，国内中小学生近视人数高达8977.43万人，该品种在国内具备较大的市场推广潜力
- 干眼症领域，环孢素滴眼液纳入医保后有望快速放量：**环孢素滴眼液对于改善干眼症患者泪液分泌和降低人工泪液使用频率疗效显著，国内干眼症患者高达3.49亿人，具备较大的推广空间，该品种纳入医保后销售有望快速放量

表5：我国青少年近视人数和国内低浓度阿托品销售峰值测算

类别	在校人数 (万)	近视眼比例	近视眼人数 (万)
小学生	10339.25	36.0%	3722.13
初中生	4652.59	71.6%	3331.25
高中生	2375.37	81.0%	1924.05
共计	17367.21	--	8977.43
低浓度阿托品年治疗费用		298元/盒 (30支/盒)，按照每天1支的用法用量，年治疗费用约为3576元/年	
低浓度阿托品滴眼液销售空间测算	渗透率=1.0%	8977.43万人*1.0%*3576元/年=32.10亿元	
	渗透率=1.5%	8977.43万人*1.5%*3576元/年=48.15亿元	
	渗透率=2.0%	8977.43万人*2.0%*3576元/年=64.20亿元	
	渗透率=3.0%	8977.43万人*3.0%*3576元/年=96.31亿元	

表6：国内环孢素滴眼液销售空间测算

对应参数		治疗周期			
		3个月	4个月	5个月	6个月
中重度干眼症患者使用环孢素治疗的比例	20%	10.37亿元	13.82亿元	17.28亿元	20.73亿元
	22%	11.40亿元	15.20亿元	19.00亿元	22.80亿元
	24%	12.44亿元	16.58亿元	20.73亿元	24.88亿元
核心假设		干眼症患者人数3.49亿人，中重度患者比例30%，就诊比例10%，药品定价165元/月			

## 化药院内销售改善：建议关注标的

- 恩华药业：存量品种集采影响边际弱化，创新品种持续放量驱动公司稳步发展。其中，富马酸奥赛利定注射液（TRV130）已被纳入国家医保药品目录。根据公司发布的投资者调研纪要，该品种2024年有望入院1000家，销售预计1亿元以上
- 海思科：创新管线价值持续兑现，创新药业务渐入收获期。其中，环泊酚纳入医保后处于商业化快速放量阶段；HSK16149（糖尿病周围神经痛药物）、HSK7653（2型糖尿病治疗药物）、HSK21542（镇痛药物）等多个核心品种已完成NDA申报
- 兴齐眼药：公司持续专注于眼科药物领域，目前产品管线进入收获期，多个品种有望快速放量。其中，用于儿童近视延缓的低浓度阿托品已获批，鉴于国内儿童近视率较高且公司该品种国内首家获批上市，看好其后续销售快速放量；用于干眼症治疗的环孢素滴眼液（II）纳入医保后销售快速放量，随着该品种使用患者群体的持续扩大，环孢素滴眼液（II）销售有望持续高增长
- 立方制药：（1）中成药领域，产品管线覆盖消化系统、心脑血管、眼科、妇科等领域，多个独家品种有望快速放量。其中，益气和胃胶囊为国家基药独家品种，该品种目前已覆盖了两千多家等级医院和五千多家基层医疗机构，销售有望延续高增长。（2）化药领域，非洛地平缓释片集采失标的影响有望逐步边际减弱；盐酸羟考酮缓释片持续强化终端推广，医院终端有望快速放量

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 医疗器械板块业绩已开始出现环比改善迹象

回顾既往医疗器械板块业绩增长，呈现出三个阶段：（1）2017年及以前，行业增速在20%左右；（2）2018-2020，板块增速出现一定降低，区间大致在15%左右；（3）2020-2022，板块受到疫情订单提振，收入增速出现大幅度提升；（4）2023年以来，在基数效应和疫后调整的作用下，板块业绩增速快速降低并出现负增长。为了客观评估2023年以来的板块增长情况，尽可能剔除基数影响，行业2023年后的业绩增速可以从2019年以来的复合增速来评估（见图中黄线），力求还原行业主业增长情况。经计算，23Q1-24Q1，从2019年以来的复合增速基本也维持在15%左右，行业回归到常态增速；其中，受到行业整顿政策的影响，23Q1-Q4，行业收入端同比增速出现下行，但24Q1行业收入端增速开始呈现出触底反弹的迹象，这说明行业整顿对板块业绩的影响在收窄

图10：医疗器械板块收入端增速复盘

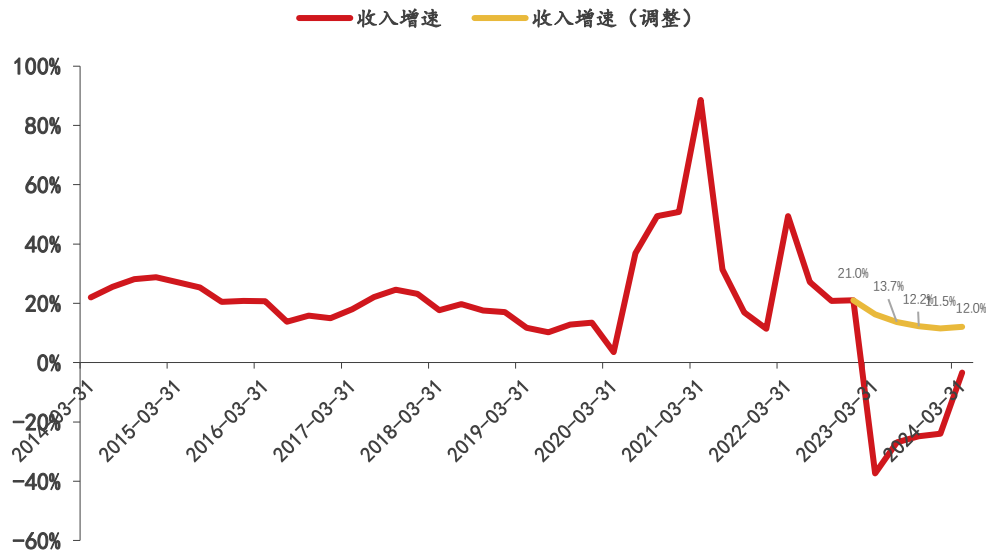
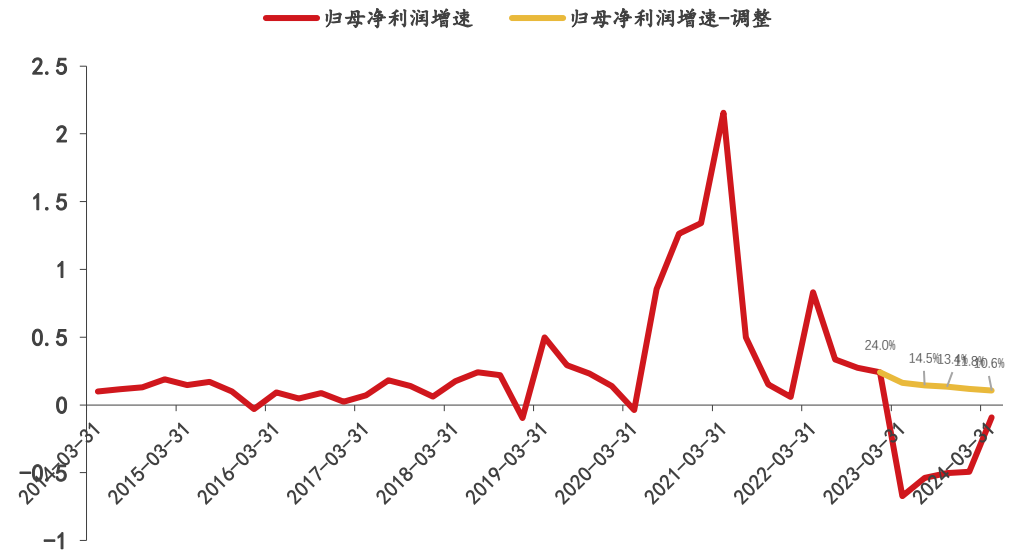


图11：医疗器械板块利润端增速复盘





# 医疗器械行业库存经历消化趋于出清

图12: 器械板块年度存货周转率变化

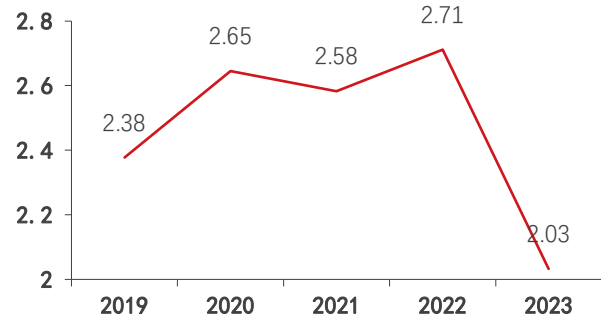
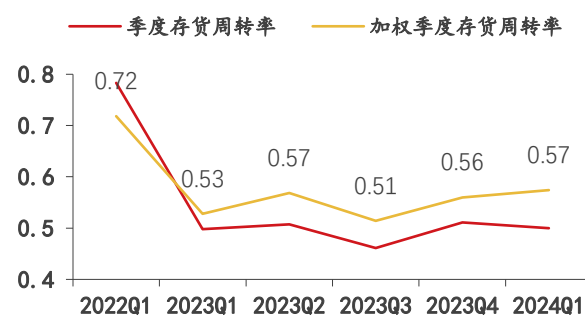


图13: 器械板块季度存货周转率变化



- 由于前期疫情影响，器械板块的库存问题在2023年表现较为明显。通过对存货周转率季度指标的边际跟踪，我们认为存货问题或正在改善，至少已经能够看到向好趋势和迹象。2024Q1单季，按市值加权后的行业存货周转率达0.57，自23Q3低点以来连续两个季度保持提升
- 不同细分行业的众多上市公司均在2023-2024的时间维度上对库存有关情况进行过披露和描述，共同点在于2023年是行业集中去库阶段，而到了2024Q1，已经开始有一些公司表示库存已出清或者有所好转

表7: 部分医疗器械公司对库存有关情况的公告说明

细分	公司	公司对库存有关描述	公告类型	披露时间节点
上游	东富龙	客户端之前有较多库存尚未消耗完成，使得制药上游供应链短期供大于需	投资者关系活动记录表	2024年4月25日
	海泰新光	公司荧光腹腔镜发货量在2022年下半年大幅增加，造成美国客户荧光腹腔镜库存大幅上升，2023年9月才新系统上市后客户在较长的一段时间内以消耗库存为主	2023年年报	2024年4月24日
医疗设备 及组件	美好医疗	家用呼吸机组件业务由于下游客户阶段性去库存的影响，短期营收受到一定影响。随着下游客户去库存影响消退，2024年家用呼吸机组件订单有望逐步回升	投资者关系活动记录表	2024年5月15日
	鱼跃医疗	特殊时期产生的院内及社会部分库存仍需消化，但短期调整并不影响公司对未来长期发展的坚定信心与战略投入	投资者关系活动记录表	2023年8月29日
	华大智造	针对存货减值风险，公司将进一步加强营销网络的建设，加快去库存化；另一方面，公司将持续加强产品市场调研，根据在手订单情况及产品需求预测不断优化存货管理策略	2023年半年报	2023年8月11日
	南微医学	国内渠道库存受疫情影响较正常水平有所上升，公司正协同经销商优化销售策略，在有步骤、有计划去库存	投资者关系活动记录表	2023年8月10日
	健帆生物	1. 2023年公司营业收入同比下降，公司相应调减生产规模，严格控制库存量，导致产品生产量及库存量均同比下降。 2. 目前公司渠道库存情况已在良性水平	1. 2023年年报 2. 投资者关系活动记录表	1. 2024年4月26日 2. 2024年5月10日
医用耗材	拱东医疗	受下游客户周期性“去库存”、上年同期在境内销售了大量疫情受益产品导致高基数等因素影响，公司销售订单较上年同期下降明显	2023年年度股东大会 会议资料	2024年5月28日
	康德莱	2023年初国内公共卫生事件高峰期后，对口罩、手套、酒精、防护服、核酸检测等耗材的需求趋于稳定，并且由于医院在此期间备货量较大，需要一段时间消耗库存	关于公司向不特定对象发行可转债申请文件的审核问询函的 回复报告	2024年5月7日
	英科医疗 维力医疗	2022-2023年行业内老旧落后产能及库存持续出清 业绩增速出现下降，主要是受海外大客户去库存的影响较大导致	投资者关系活动记录表 接待调研记录表	2024年5月9日 2024年5月17日

# 医疗器械板块应收账款、合同负债等指标出现边际改善

图14: 器械板块年度应收账款周转率变化

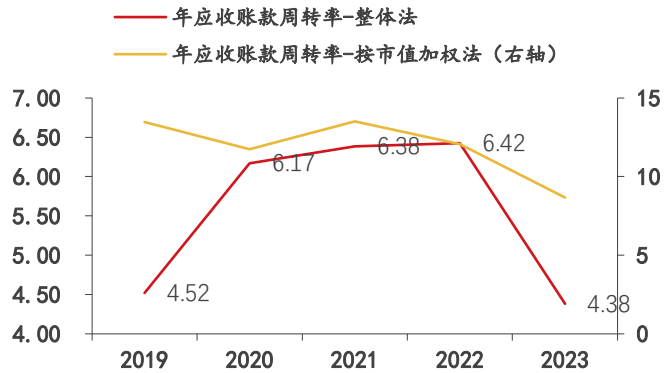
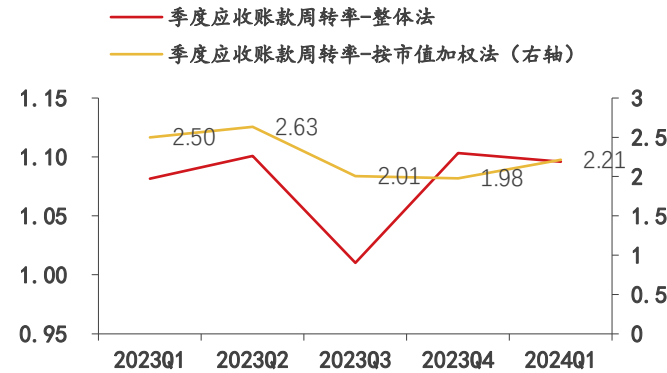


图15: 器械板块季度应收账款周转率变化



在应收账款周转方面，行业在边际上仍然能够发现向好趋势。2020-2022年，由于疫情短期订单的拉动，行业应收账款周转率出现显著提升，由2019年的4.52提升至2022年的6.42，维持一路上行，而到了2023年则由降低至4.38，略低于疫情前2019年的水平。在边际上，自2023Q3以来，行业应收账款周转率开始有所反弹，按市值加权的24Q1行业应收账款周转率达2.21，比23Q3与23Q4均高

图16: 器械板块合同负债变化

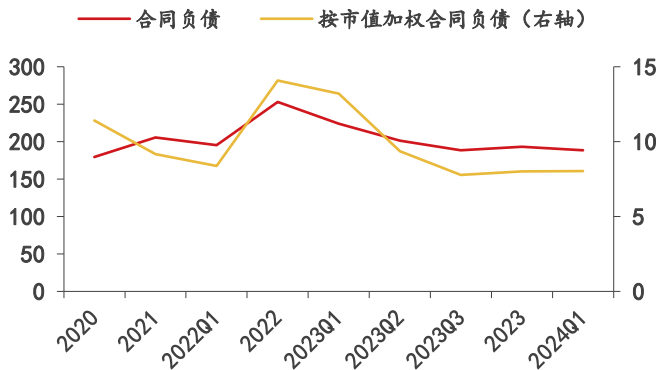
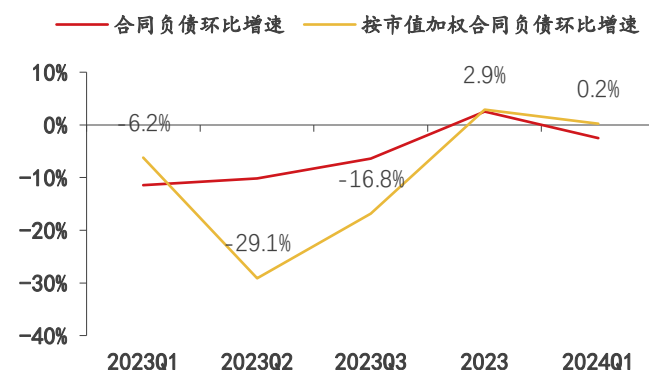


图17: 器械板块合同负债环比增速变化



在收入与订单的前瞻性指标合同负债方面，行业同样展现出了边际转好迹象。23Q1-Q3，行业合同负债环比增速维持下行，从二阶导拐点来看，23Q2为景气度底，23Q3开始行业合同负债环比增速开始向上，23Q4行业合同负债开始出现正增长，24Q1继续维持增长态势

# 政策面出现拐点，反腐影响减弱+利好政策催化带动院内复苏



□ 2024年以来，医疗器械领域开始密集出现政策利好，包括各地区陆续落地的医疗设备更新换代、有关的中长期国债发行安排，以及针对于医疗能力建设的政策跟进，如加强重症医学医疗服务能力建设等。这一系列利好政策的逐步落地有望为医疗器械市场带来增量资金与新的需求，再叠加既往延递需求的释放，预计后续将充分提振整体器械板块的景气度；同时，反腐等行业整顿政策带来的秩序重塑有望为行业长期良性发展奠定坚实基础

表8：部分地区代表性医疗设备更新换代政策整理

地区	政策
江苏	推动卫生健康领域设备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和信息化设施更新，到2027年力争更新24万台(套)。推动医疗机构开展病房改造，补齐病房环境与设施短板
上海	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房、门急诊、手术室、能源保障设施改造提升，加强医疗机构既有用房适老化、便利化改造，提升医疗用房人性化、智能化水平，补齐病房环境与设施短板
北京	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动病房改造提升，补齐病房环境与设施短板
湖北	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像类、放射治疗类、远程医疗类、手术机器人等医疗设备更新，提升基层医疗设备水平，实施医疗机构病房改造升级，增加二人间、三人间比例，完善无障碍化设施，力争到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台套，改造病床10000个
湖南	开展医院病房改造提升。鼓励医院加强病房适老化，便利化改造，有序推动4人间及以上病房改造为2-3人间，适当增加单人间比例，合理增设独立卫生间和公共卫生间，有效提升群众满意度。改善医院现有供电、消防等安全保障措施，提升污水、污物处理能力，做好医疗废物处置
山东	增强医疗卫生服务能力。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。实施村卫生室改造提升行动，全面优化硬件配备
广东	推动医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，优化住院诊疗服务。探索推进医疗装备产品“购买技术服务”和设备租赁等新模式
浙江	开展以县级为重点的医疗装备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到2027年县级以下医疗卫生机构装备达标率达到100%。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。推进医疗卫生基础设施建设。推进公立医院病房改造，优化病房结构，完善病房设施，到2027年2-3人间病房比例超过80%，适度提高以妇产科、儿科、老年科等为重点的单人间病房比例
黑龙江	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗及实验室检验检测等医疗装备更新改造，加大手术机器人推使用力度。加快医疗卫生机构服务器设备、终端设备、网络设备、安全设备等信息化设施更新迭代升级。推动医疗机构造提升，优先支持公立医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房，适当增加单人间比例，开展无障碍环境建设，合理增设卫生间，补齐病房环境与设施短板
青海	到2027年，重点领域设备投资规模较2023年增长25%以上。鼓励具备条件的医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造，促进优质医疗资源扩容提质。推进医疗机构病房便利化、标准化、智能化改造，完善配套设施设备，提升患者就医体验。推动智慧医院、移动智慧医疗、远程诊疗、医院信息化标准化建设，有序推进电子健康卡和数字影像云建设，拓展医疗健康数字化应用场景
重庆	到2027年，全市累计更新各类医疗设备5.35万台。推动电子病历、医疗监护、远程医疗等信息化设施设备和血压计、心电图机、监护仪等通用设备更新，持续推进病房改造提升。到2027年，全市更新信息化设施设备5.32万台，2—3人间病房占比不低于80%，通用设备数量较2023年增长25%以上

## 器械院内销售改善：建议关注标的

- **健帆生物：全球血液灌流龙头，经历调整理顺，业绩重回高增长轨道。**24Q1，公司实现营业收入7.44亿元，同比增长30%；归母净利润2.85亿元，同比增长44.9%，超越市场预期，主要得益于过去两年的系统性调整和顺应时势的一系列自上而下的全面改革措施，如集中对渠道库存与销售管理模式进行调整与改革、变革考核激励聚焦使用、去库存、促进销售团队专业化转型、利用信息化建设精细化管理等。现阶段，公司渠道库存已出清回归至健康水平，结合血液灌流全球渗透率持续提升的长逻辑，公司有望开启业绩增长新篇章
- **开立医疗：医用内镜+超声龙头，业绩有望下半年改善，长期受益超声与内镜市占率提升和配置量提升。**公司深耕超声和内镜领域，超声业务近年来实现高端产品突破，先后推出S60/P60、S80/P80，IVUS等产品，进入心脏、妇科超声等领域，产品齐全度业内领先；内镜业务是近年来业绩增长核心驱动力，得益于HD-550放量，23年推出升级款高端HD-580，镜种的迭代将助力公司继续提升市占率，国内招采的逐季恢复有望让公司业绩后续逐步改善。业务线的拓展、配置量提升推动市场扩容和市占率提升打开公司长期空间
- **澳华内镜：医用内镜龙头，受益内镜市占率提升和内镜配置量提升。**内镜赛道成长性强，国产替代、内镜设备配置量提升、迈向全球销售均为龙头厂商提供了可观空间。根据我们的测算（详见此前内镜深度报告），招采端口口径下，预计2022-2032年，国内市场消化内镜配置量有望从2万台增长至6万台，整体软镜市场规模有望从85亿元增长至230亿元。长期来看，海外销售将成为内镜龙头的新增长极，继续驱动公司成长。根据公司2023年9月投资者关系，新产品AQ-300经过一段时间的改进与打磨，已经达到了临床满意的状态，除了在图像端清晰度上具有较大优势以外，临床医生对AQ-300设备的综合性能也给予了较大肯定，后续AQ-300的进一步放量预计将拉动公司市占率提升
- **惠泰医疗：心血管耗材龙头，电生理业务快速放量。**根据公司公告，2023年，公司国内电生理产品新增医院植入300+家，实现医院覆盖1100+家，实现三维电生理手术量1万+例，同比增长200%+。后续新业务值得期待，在研管线中的脉冲消融仪、脉冲消融导管、高密度标测导管压力消融导管有望未来贡献增量

## 器械院内销售改善：建议关注标的

- **微电生理：国内电生理龙头，产品齐全度高，技术优势显著。**公司深耕于电生理领域，产品条线丰富度高，对电生理领域核心细分品类覆盖齐全，同时也是业内少数兼具电生理设备与耗材的完善布局的厂商，是首家能够完整提供三维心脏电生理设备与耗材解决方案的国产厂商。截至2023年，公司覆盖1000+家医院，三维手术突破5万例。电生理集采有助于市场渗透率提升，公司作为产品品类齐全的国产龙头，有望延续高增长态势
- **三友医疗：脊柱出清，海外拓展与超声骨刀贡献增量。**2023年脊柱国采执行落地，价格消化逐渐完成，前期骨科行业渠道库存较高，随着行业整顿影响边际收窄，预计库存将继续出清，公司脊柱主业有望恢复常态增长。子公司水木天蓬超声骨刀业务加大市场推广，有望带来业务增量。出海方面，脊柱内固定系统获FDA认证，海外子公司Implanet助力公司发力国际市场，未来增长可期
- **大博医疗：脊柱、关节、创伤等业务领域集采陆续出清，业绩趋势向好，出海提速。**2023-2024年，脊柱首次国采、创伤续约、关节续约陆续落地，降价幅度整体延续温和，经历前期库存消化，公司24Q1报表端呈现出改善趋势。随着政策端出清，叠加出海端加速，2023年公司海外业务实现收入2.16亿元，同比增速超过170%，后续公司业绩有望延续好转趋势

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 反腐影响边际减弱，院内中成药销售有望显著改善

□ 2023年Q3以来，受医疗反腐政策影响，院内中成药销售受到较大影响，2024年Q1虽然有部分公司凭借集采品种、国谈品种等实现放量，但整体销售情况依然低迷。展望2024年下半年，随着医疗反腐影响边际减弱，业绩低基数背景下，我们推测院内中成药销售有望显著改善

表9：2023年以来院内中成药代表公司单季度业绩表现

公司	营业收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
济川药业	10%	33%	-6%	0%	1%	16%	53%	5%	52%	25%
以岭药业	45%	0%	-25%	-62%	-36%	148%	-28%	-58%	-143%	-75%
达仁堂	14%	3%	-5%	-10%	-3%	101%	20%	-48%	-3%	-3%
天士力	11%	7%	4%	-16%	-2%	148%	213%	349%	-52%	12%
太极集团	25%	24%	-7%	-2%	-5%	991%	211%	52%	-36%	5%
康恩贝	25%	18%	1%	2%	-14%	175%	113%	532%	-125%	-24%
康缘药业	25%	18%	-8%	12%	0%	29%	33%	5%	22%	5%
佐力药业	13%	13%	1%	4%	36%	42%	52%	29%	39%	46%
悦康药业	25%	4%	-52%	19%	-14%	34%	59%	-128%	10281%	-19%
方盛制药	3%	-7%	-26%	-5%	0%	86%	48%	-82%	70%	10%
盘龙药业	13%	18%	-18%	-6%	-7%	7%	32%	-10%	14%	44%
新天药业	-16%	15%	-28%	-18%	-15%	-19%	-20%	-13%	-203%	-38%

## 营销模式变革，销售费用率整体呈现下降趋势

- 医疗反腐倒逼行业营销模式变革，院内中成药销售模式从传统粗放营销向学术营销转型，同时院内渠道向OTC渠道转型成为行业发展趋势，龙头企业有望凭借学术优势和品牌优势实现平稳过渡。2023年Q3以来，行业销售费用率整体呈现下降趋势，个别公司由于业务结构调整可能略有提升

表10：2023年以来院内中成药代表公司单季度销售费用率变化

公司	销售费用/营业收入 (%)					销售费用率增加/减少				
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
济川药业	45.61%	40.72%	37.61%	41.30%	41.19%	-2.98%	-4.37%	-3.60%	-5.70%	-4.41%
以岭药业	18.60%	27.77%	31.69%	35.25%	22.51%	-8.86%	2.03%	2.61%	11.54%	3.91%
达仁堂	27.40%	24.58%	22.81%	27.66%	26.53%	4.86%	1.77%	1.06%	0.68%	-0.87%
天士力	32.27%	34.79%	34.55%	35.90%	33.83%	-1.31%	2.93%	-2.86%	4.30%	1.55%
太极集团	37.48%	33.57%	30.37%	30.91%	33.08%	1.87%	1.06%	-1.10%	-1.62%	-4.40%
康恩贝	38.74%	34.98%	32.38%	27.77%	32.38%	0.38%	-4.08%	1.96%	-2.76%	-6.36%
康缘药业	43.96%	41.15%	41.85%	33.07%	37.44%	2.80%	0.12%	0.73%	-14.52%	-6.52%
佐力药业	42.11%	41.10%	39.09%	37.60%	37.23%	-5.16%	-4.22%	-7.87%	-7.04%	-4.87%
悦康药业	39.34%	49.02%	43.93%	37.56%	30.38%	-2.66%	1.79%	-0.48%	-2.46%	-8.96%
方盛制药	41.19%	43.04%	40.33%	36.86%	43.08%	-4.41%	-3.01%	-7.19%	8.26%	1.89%
盘龙药业	32.01%	37.46%	42.59%	35.53%	41.67%	-6.16%	2.47%	4.55%	-2.13%	9.66%
新天药业	48.00%	47.93%	34.67%	55.37%	43.64%	-0.92%	-2.58%	-13.83%	7.73%	-4.37%



# 下半年中成药集采或进一步推进，有望实现以价换量

□ 2021年以来中成药集采深度推进，与传统化药集采相比，中成药集采降幅相对温和，尤其是独家品种通过带量谈判议价，后续省份集采执行价格联动，有望实现以价换量。以佐力药业的乌灵胶囊为例，截至2024年3月，乌灵胶囊已经进入广东联盟、北京市、江苏省、福建省、天津市等地区的集中带量采购，2023年销量同比增长17.51%，2024年Q1销量同比增长43.86%

图18：2021年以来中成药集采历史回顾

2021年12月	2022年4月	2022年10月	2022年11月	2023年6月
<b>湖北联盟集采</b>	<b>广东联盟集采</b>	<b>北京集采</b>	<b>山东集采</b>	<b>全国集采</b>
覆盖湖北、河北、山西、内蒙古等19省，分为17个组76个品种，共有157家企业182个产品参与	覆盖广东、山西、河南、海南、宁夏、青海6省，涉及银杏叶、清开灵、血塞通、醒脑静等53个大品种	北京市医保局发起，共有64个药品纳入带量联动，20个药品（主要为独家品种）纳入带量谈判	山东省第三批带量采购（中成药专项），分为15个组67个品种，共有155家企业330个产品参与申报	湖北省牵头，覆盖湖北、北京、天津、河北等30多个省份，分为16个组42个品种
参照基准价格，平均降价幅度42.27%，最高降价幅度82.63%	参照最高有效申报价，非独家品种平均降价幅度67.8%，独家品种平均降价幅度21.8%	非独家品种带量联动。平均降价幅度37%；独家品种带量谈判，平均降价幅度12%	拟中选产品平均降价幅度44.31%，最高降价幅度87.97%，采购结果落地后预计减少用药支出4.83亿元	中选品种平均降价幅度49.36%，预计每年可节约药品费用超过45亿元

# 医保支付边际改善，解限有望带来销售放量

□ 近年来国家医保对于中成药的支付条件逐步放宽，其中2023年国家医保目录将69个中成药品种的医保支付范围部分解限或完全解限，医保解限意味着目标人群的增多，有望带来销售放量机遇。其中，中药注射剂保留“二级医疗机构以上”的限制，取消“重症”“急救”“中晚期”等限制条件，口服品种取消人群或适应症限制

图19：2023年医保支付范围调整的中成药（不完全统计）

产品	上市公司	2022版医保支付标准	2023版医保支付标准
热毒宁注射液	康缘药业	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
痰热清注射液	上海凯宝	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
参附注射液	华润三九	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急重症患者	限二级及以上医疗机构
疏血通注射液	九芝堂	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者
华蟾素注射液	华润三九	限癌症疼痛且吞咽困难者	限肿瘤患者
艾迪注射液	益佰药业	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限二级及以上医疗机构癌症患者
复方苦参注射液	振东制药	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限二级及以上医疗机构癌症患者
复方阿胶浆	东阿阿胶	限有重度贫血检验证据	-
健胃消食片	江中药业等	限儿童	-
紫龙金片	达仁堂	限肺癌	-
养正消积胶囊	以岭药业	限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗	-
定坤丹(丸)	广誉远等	限月经不调	-
龙牡壮骨颗粒	健民集团	限小儿佝偻病	-

# 中药创新管线有望价值重估，国谈品种快速放量

□ 2021年以来，CDE对于中药创新药的注册审批速度明显加快，2023年中药新药上市申报（NDA）达到24项，相关企业即将进入收获期，中药创新管线将有望迎来价值重估。新药上市当年即可参加国家医保谈判，并有望凭借国谈身份进院，实现快速销售放量，以方盛制药的玄七健骨片为例，2022年底参加国家医保谈判，2023年进入医保首年实现销售收入约3,200万元，2024年Q1实现销售收入约2,100万元，同比增长超850%

图20：中药新药注册获批数量情况

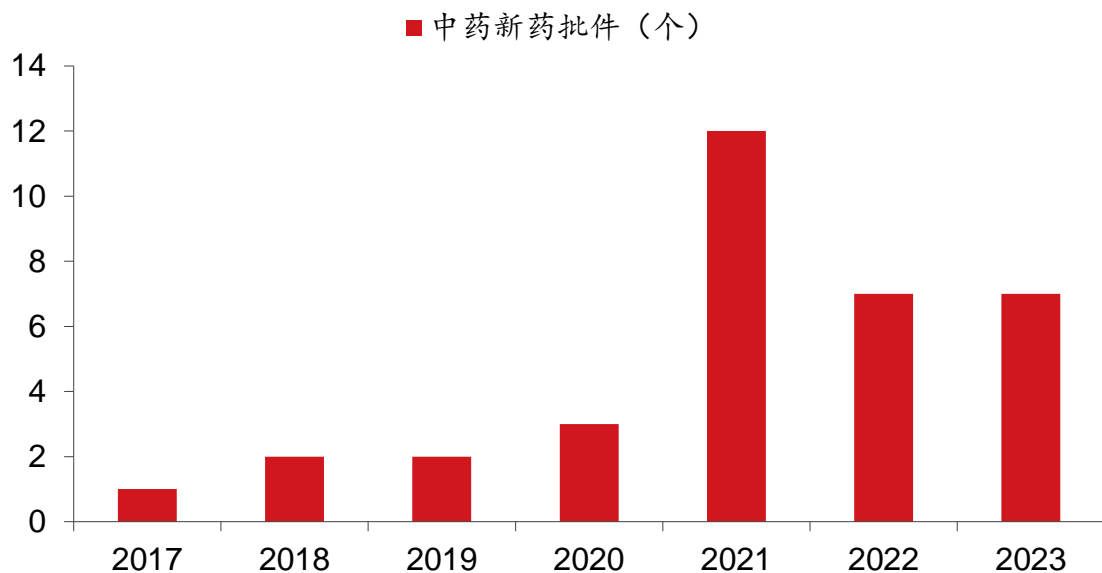
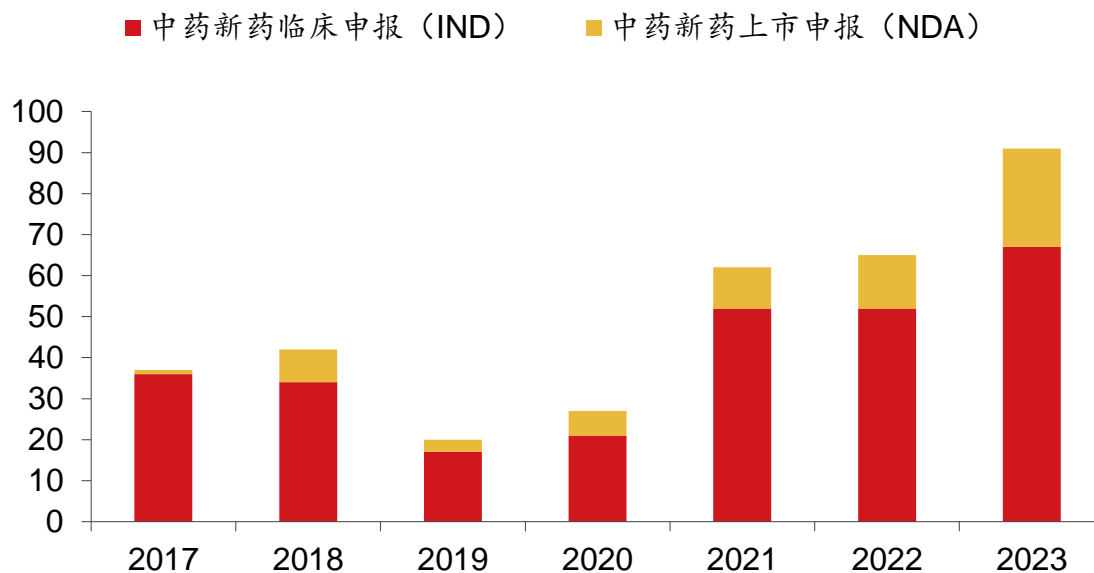


图21：中药新药上市和临床申报情况



## 中药院内销售改善：建议关注标的

- **天士力**：随着公司聚焦主业，引导有效资源流向盈利能力良好的中药板块，近年来主营业务结构不断优化，经营质量显著改善，扣非净利润实现同比大幅增长，资产周转能力大幅提升，经营性现金流健康可持续。作为国内领先的创新中药龙头企业，临床中后期研发管线储备丰富，截至2023年底共有19个项目处于临床II期和III期研究阶段，即将进入批量化兑现阶段。公司三大核心品种——复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸均在二次开发新的适应症，有望打造第二增长曲线
- **康缘药业**：公司核心品种热毒宁注射液的医保支付范围从“限二级及以上医疗机构重症患者”调整为“限二级及以上医疗机构”，目标患者基数将有所增加，有望实现持续放量。持续推动营销改革，实现非注射剂品种“专人专做”，解决终端无人做的困局，公司正在从传统营销模式向新型学术推广模式转变。公司临床中后期研发管线储备丰富，截止2023年底，有1个中药品种处于NDA阶段，有3个中药品种处于Pre-NDA阶段，有4个中药品种处于三期临床阶段，有4个中药品种处于完成二期临床阶段
- **佐力药业**：公司核心品种乌灵胶囊集采降价幅度相对温和，通过集采进一步扩大市场覆盖度，2023年销量同比增长17.51%，2024年Q1销量同比增长43.86%，实现以价换量。公司正在开展乌灵胶囊治疗老年痴呆的二次开发，目前处于药效学研究阶段，如果成功拓展适应症，有望打造第二增长曲线。公司二线品种灵泽片正处于快速放量期，潜力品种灵莲花颗粒2024年4月1日由处方药转换为非处方药，有望快速打开OTC市场。按照同名同方申报的百令胶囊获批上市，目前正在进行产品定价、包装设计、营销策划等全方位的前期准备工作，上市后有望实现销售放量
- **济川药业**：公司不断推动核心品种从院内销售渠道向OTC渠道转型，蒲地蓝消炎口服液退出省医保完成平稳过渡，小儿豉翘清热颗粒仍处于快速放量期。公司属于高股息优质资产，2023年度公司现金分红比例达到42.41%，同比2022年度提高5.02pct，截止2023年底，公司现金储备（货币资金+交易性金融资产）达到109.16亿元，具备可持续分红能力。公司寻求通过BD完成转型，已经储备了长效生长激素、自免（PDE4抑制剂，银屑病+特异性皮炎）、消化（蛋白酶抑制剂）、流感（PA抑制剂）等重磅创新药，目前已经推进到NDA或者三期临床阶段，有望借助公司成熟的销售体系，打造成为第二增长曲线

## 中药院内销售改善：建议关注标的

- **康恩贝**：公司坚持“大品牌大品种”战略，2023年销售过亿元品种系列共17个，根据2024年发展规划，公司将继续夯实康恩贝肠炎宁系列10亿级销售规模，同时力争2个品牌系列产品实现销售5-10亿级、5-6个产品实现销售2-5亿级。公司推进控股子公司全资化，逐步剥离处置低效无效资产，回流资金为外延并购提供坚实基础，根据投资者交流记录，公司计划“十四五”期间完成1-2家医药上市公司或老字号中药企业的并购重组项目。公司积极通过“增持+回购+分红”等形式加强股东回报
- **贵州三力**：核心产品开喉剑终端覆盖度再度提升，截至2023年末，开喉剑喷雾剂（儿童型）覆盖各类终端共计17.5万家，开喉剑喷雾剂（成人型）覆盖各类终端共计8.46万家。公司高度重视并购整合和产品多元化发展战略，2020年以来，公司相继并购整合德昌祥、汉方药业、云南无敌，完善中药产业链布局，实现产品线扩张。深化营销改革，组建处方事业部和OTC事业部，目前OTC销售人员扩充至1,200人，赋能公司及子公司多元化产品在OTC端的放量，公司计划用3-5年时间，建成一支3000人的销售队伍，营销体系全面发力
- **方盛制药**：公司切实执行“归核化”的发展战略，聚焦主业发展，过去几年先后出售佰骏医疗、恒兴医药、新盘生物等子/孙公司，逐步剥离非核心资产，同时通过提质增效不断压缩非主业的亏损金额。公司以“创新中药”为发展方向，过去几年先后完成小儿荆杏止咳颗粒、玄七健骨片等1.1类中药创新药的获批上市，有望通过国谈身份加速入院，进一步实现销售放量，以玄七健骨片为例，2022年底参加国家医保谈判，2023年进入医保首年实现销售收入约3,200万元，2024年Q1实现销售收入约2,100万元，同比增长超850%

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 海外获批上市方面：下半年尚有多产品具备海外上市潜力



- 目前国内企业还有多款创新药在FDA审评阶段，此外还有多款药物有潜力于海外申报上市，预计国内创新药行业未来还有望迎来多个创新药FDA获批的新进展，未来相关品种的海外进展值得关注
- 目前国内企业还有多款生物类似药在FDA审评阶段，此外还有多款生物类似药有潜力于海外申报上市；考虑到海外生物制剂庞大的市场规模，国内企业生物类似药在海外的销售放量值得期待

表11：有潜力在海外获批上市创新药梳理

公司	产品	事件
迪哲医药	舒沃替尼	全球多中心3期临床开展中
和黄医药	赛沃替尼	有望于24年底在美国提交上市申请
科济药业	BCMA CAR-T	海外临床开展中，预计25年上半年在美国提交上市申请
科济药业	Claudin18.2 CAR-T	海外临床开展中，预计25年在美国提交上市申请
艾力斯	伏美替尼	全球多中心ex20ins NSCLC一线开展中
荣昌生物	维迪西妥单抗	Seagen正在开展联用K药的UC一线3期
荣昌生物	泰它西普	海外SLE 3期临床开展中，正在等待海外授权
迈威生物	NECTIN-4 ADC	24年海外授权潜力较大
科伦博泰	SKB264	默沙东已开展多项3期临床
康诺亚/乐普生物	Claudin18.2 ADC	阿斯利康已开展3期临床
百利天恒	EGFR/HER3 ADC	23年12月已授权BMS，未来海外潜力大
盟科药业	MRX-4	注射用MRX-4序贯口服康替唑胺片治疗糖尿病足感染3期临床开展中
康方生物	PD-1/VEGF	海外多个3期开展中
海思科	环泊酚	海外3期即将完成，正在等待海外授权
和誉	ABS021	23年12月已授权默克，未来海外潜力大

表12：有潜力在海外获批上市生物类似药梳理

公司	产品	事件
甘李药业	甘精胰岛素生物类似药	正在FDA上市审批中
甘李药业	门冬胰岛素生物类似药	正在FDA上市审批中
甘李药业	赖脯胰岛素生物类似药	正在FDA上市审批中
复宏汉霖	帕妥珠单抗生物类似药	预计2024H2向FDA递交上市申请
复宏汉霖	地舒单抗生物类似药	预计2024H2向FDA递交上市申请
迈威生物	阿达木单抗生物类似药	与Binnopharm Group等达成战略合作协议
迈威生物	地舒单抗生物类似药	与Binnopharm Group等达成战略合作协议
迈博/科兴制药	英夫利西单抗生物类似药	合作开发海外市场

# 海外授权方面：ADC领域Nectin-4 ADC、TF ADC、FRa ADC等品种的出海值得期待



目前国内已有多家企业在ADC药物领域布局，代表性的企业有恒瑞医药、百利天恒、科伦博泰、迈威生物、荣昌生物、乐普生物、百奥泰、石药集团、信达生物、基石药业、康宁杰瑞、君实生物、百济神州、康诺亚、浙江医药等，上述企业已布局多个不同靶点，整体呈现百花齐放争斗艳的态势。考虑到目前国内企业ADC领域布局在部分靶点走在行业前列，且目前已有多个ADC实现海外授权（其中2023年有约13起交易落地），我们认为2024年还将有多个ADC有望实现出海

表13：国内企业ADC药物海外授权交易梳理

项目	靶点	许可方	受让方	交易日期	首付款	交易总额
HS-20093	B7-H3	翰森制药	葛兰素史克	2023/12/20	1.85亿美元	17.1亿美元
HBM9033	MSLN	和铂医药	辉瑞	2023/12/15	5300 万美元	10.5 亿美元
BL-B01D1	EGFR/HER3	百利天恒	Bristol-Myers Squibb	2023/12/12	8亿美元	84亿美元
SHR-A1904	Claudin 18.2	恒瑞医药	德国默克	2023/10/30	1.6亿欧元	14.15亿欧元
HS-20089	B7-H4	翰森制药	葛兰素史克	2023/10/20	8500万美元	最多14.85亿美元
DB-1305	TROP2	映恩生物	BioNTech	2023/08/07	/	/
ADC药物	未披露	道尔生物	BioNTech	2023/07/11	/	/
GQ1010	TROP2	启德医药	Pyramid Biosciences	2023/04/13	2000万美元	10.2亿美元
DB-1303和DB-1311	HER2和未披露	映恩生物	BioNTech	2023/04/03	1.7亿美元	16.7亿美元
CMG901	Claudin 18.2	康诺亚	阿斯利康	2023/02/23	6300万美元	11.88亿美元
SYS6002	Nectin-4	石药创新	Corbus Pharmaceuticals	2023/02/13	750万美元	6.925亿美元
新一代ADC	未披露	信诺维	AmMax	2023/01/10		8.71亿美元
ADC平台“DITAC”	/	映恩生物	Adcendo	2023/01/05		
七个临床前ADC候选药物	Claudin 18.2等	科伦博泰	默沙东	2022/12/22	1.75亿美元	94.75亿美元
SYS1801	Claudin 18.2	石药创新	Elevation Oncology	2022/07/28	2700万美元	11.95亿美元
SKB315	Claudin 18.2	科伦博泰	默沙东	2022/07/26	3500万美元	9.36亿美元
AMT-707	CDH6	普众发现	OnCusp	2022/06/08		
ADC创新平台	/	多禧生物	强生	2022/06/01		
SKB264	TROP2	科伦博泰	默沙东	2022/05/16	1700万美元	14.1亿美元
LM-302	Claudin 18.2	礼新医药	Turning Point Therapeutics	2022/05/06	2500万美元	2.2亿美元
维迪西妥单抗	HER2	荣昌生物	Seagen	2021/08/09	2亿美元	26亿美元

表14：国内出海潜力较大的ADC药物梳理

公司	药物	靶点	临床阶段	备注
恒瑞医药	SHR-A2009	HER-3	1期	海外授权潜力大
迈威生物	9MW2821	Nectin-4	3期	海外授权潜力大
荣昌生物	RC88	MSLN	1b/2期	海外授权潜力大
乐普生物	MRG003	EGFR	3期	海外授权潜力大
乐普生物	MRG004A	TF	1期	海外授权潜力大
百奥泰	BAT8006	FR $\alpha$	1期	海外授权潜力大
石药集团	SYS6010	EGFR	1期	海外授权潜力大
基石药业	CS5001	ROR1	1期	海外授权潜力大



## 海外授权方面：双抗及多抗领域多个差异化药物值得期待

- 目前国内企业在双抗及其他多抗药物的布局已在部分领域走在行业前列：从靶点角度来看，目前国内在PD-1等免疫靶点类双抗的布局居于世界前列；从药物形式角度来看，目前国内也已有多家企业布局新兴的三抗、四抗等产品；从治疗领域来看，国内企业也差异化布局了眼科、自免、感染等领域。总体来看，我们认为上述相关双抗及其他多抗药物的出海潜力较大

表15：国内企业双抗及多抗药物海外授权交易梳理

项目	靶点	许可方	受让方	交易日期	首付款	交易总额
HLX-35	EGFR/4-1BB	复宏汉霖	Binacea	2020/11/25	500万美元	7.68亿美元
HBM-7022	CLDN18.2/C D3	和铂医药	AZ	2022/4/6	0.25亿美元	3.5亿美元
AK112	PD-1/VEGF	康方生物	Summit	2022/12/6	5亿美元	50亿美元
4款双抗/多抗	/	药明生物	GSK	2023/1/5	0.4亿美元	15亿美元
HBM-7008	4-1BB/B7H4	和铂医药	Cullinan	2023/2/14	0.25亿美元	6.25亿美元
3款双抗		岸迈生物	Almirall	2023/10/12		2.1亿美元
PM-8002	PD-L1/VEGF	普米斯	BioNTech	2023/11/6	0.55亿美元	10.55亿美元
ES-019等	PD-L1/SIRPa	科望医药	Astellas	2023/12/28	0.37亿美元	17.37亿美元

表16：国内出海潜力较大的双抗及其他多抗药物梳理

公司	药物	靶点	类型	临床阶段	适应症	备注
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	三抗	1期	肿瘤	海外授权潜力大
康方生物	AK104	PD-1/CTLA-4	双抗	上市	肿瘤	海外授权潜力大
康宁杰瑞	KN026	HER2/HER2	双抗	3期	肿瘤	海外授权潜力大
信达生物	IBI362	PD-1/IL-2	双抗	1期	肿瘤	海外授权潜力大
	IBI302	VEGF/补体蛋白	双抗	3期	眼科	海外授权潜力大
	IBI324	VEGF-A/ANG2	双抗	1期	眼科	海外授权潜力大
	IBI333	VEGF-A/VEGF-C	双抗	1期	眼科	海外授权潜力大
智翔金泰	GR1803	BCMA/CD3	双抗	1期	肿瘤	海外授权潜力大
荣昌生物	RC18	BLyS/APRIL	融合蛋白	上市	自身免疫疾病	海外授权潜力大
百利天恒	SI-B001	EGFR/HER3	双抗	3期	肿瘤	海外授权潜力大
	GNC-038	CD-19/PD-L1/4-1BB/CD3	四抗	1b期	肿瘤	海外授权潜力大
	GNC-039	EGFRvIII/PD-L1/4-1BB/CD3	四抗	1b期	肿瘤	海外授权潜力大
	GNC-035	ROR1/PD-L1/4-1BB/CD3	四抗	1b期	肿瘤	海外授权潜力大
嘉和生物	GB263T	EGFR/c-Met/c-Met	三抗	1/2期	肿瘤	海外授权潜力大

## 海外授权方面：实体瘤领域细胞疗法出海后续值得期待

- 目前国内细胞治疗药物领域已有多个海外授权交易产生，已有产品海外授权的公司主要有传奇生物、驯鹿医疗、西比曼、普瑞金、亘喜生物。从授权产品的靶点来看，目前海外授权靶点主要以血液肿瘤中的BCMA为主，在实体瘤靶点方面目前传奇生物也已将DLL3靶点的CAR-T产品授权诺华。考虑到目前实体瘤领域细胞疗法尚处于兴起阶段，而国内企业在这一领域的布局处于全球前列，我们认为未来Claudin 18.2 CAR-T、GPC3 CAR-T等实体瘤领域细胞疗法的出海潜力较大

表17：国内企业细胞疗法海外授权交易梳理

项目	靶点	许可方	受让方	交易日期	首付款	交易总额
西达基奥仑赛	BCMA	传奇生物	强生	2017/12/21	3.5亿美元	-
PRG1801	BCMA	普瑞金	Dr Reddy'	2021/5/9	0.13亿美元	1.63亿美元
SC-255	BCMA	驯鹿医疗	Sana	2022/1/10		2.04亿美元
PRG1801	BCMA	普瑞金	Galapagos	2022/9/27		2.72亿美元
CABA-201	CD19	驯鹿医疗	Cabaletta	2022/10/11		1.62亿美元
C-CAR-39等	CD19/CD20	西比曼	强生	2023/5/2	2.45亿美元	
LB-2102	DLL3	传奇生物	Novartis	2023/11/13	1亿美元	11.1亿美元
GC-012F	BCMA/CD19	亘喜生物	AZ	2023/12/26	10亿美元	12亿美元

表18：国内出海潜力较大的细胞疗法梳理

公司	药物	靶点	类型	开发进度	疾病领域	备注
	泽沃基奥仑赛	BCMA	CAR-T	NDA	血液肿瘤	海外授权潜力大
科济药业	CT041	Claudin18.2	CAR-T	2期	实体瘤	海外授权潜力大
	CT011	GPC3	CAR-T	1期	实体瘤	海外授权潜力大

# 海外授权方面：小分子领域MET、EGFR exon20ins等靶点产品的出海值得期待，PROTAC领域EGFR、BTK等靶点产品的出海值得期待



- 小分子领域研发相对成熟，但我们认为国内企业有望在某些竞争格局相对较好、临床进展相对较快的靶点上取得出海突破，例如MET、EGFR exon20ins等靶点，未来上述靶点小分子的出海值得期待
- PROTAC领域，考虑到目前国内企业在EGFR、BTK、AR等靶点PROTAC药物的布局处在行业前列，未来相关靶点产品的出海值得期待

表19：国内出海潜力较大的小分子药物梳理

公司	药物	靶点	临床阶段	适应症	备注
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon20ins	上市	肿瘤	海外授权潜力大
	戈利昔替尼	JAK1	NDA	肿瘤	海外授权潜力大
诺诚健华	IPC-332	TYK2	2期	自身免疫病	海外授权潜力大
	ICP-488	TYK2	1期	自身免疫病	海外授权潜力大
亚盛医药	HQP1351	BCR-ABL/KIT	上市	肿瘤	海外授权潜力大
	APG-2575	Bcl-2	2期	肿瘤	海外授权潜力大
和黄医药	赛沃替尼	MET	3期	肿瘤	海外授权潜力大
	HMPL-523	Syk	3期	肿瘤	海外授权潜力大
盟科药业	MRX-4	/	3期	抗感染	海外授权潜力大
首药控股	SY-3505	ALK	2期	肿瘤	海外授权潜力大
百济神州	BGB-11417	Bcl-2	2期	肿瘤	已开展全球多中心临床
海思科	环泊酚	GABAA	上市	麻醉	海外授权潜力大

表20：国内出海潜力较大的PROTAC药物梳理

公司	药物	靶点	类型	临床阶段	适应症	备注
海思科	HSK29116	BTK	PROTAC	1期	肿瘤	海外授权潜力大
	HSK40118	EGFR	PROTAC	1期	肿瘤	海外授权潜力大
海创药业	HP518	AR	PROTAC	1/2期	肿瘤	海外授权潜力大
百济神州	BGB-16673	BTK	PROTAC	1期	肿瘤	预计24年进入全球关键临床
开拓药业	GT20029	AR	PROTAC	2期	脱发	海外授权潜力大

## 创新药出海：建议关注标的

### □ 迈威生物：NECTIN-4 ADC泛瘤种治疗潜力展露无疑，海外授权及放量潜力大

(1) 核心产品海外授权潜力方面，公司核心品种Nectin-4 ADC 9MW2821海外授权及未来海外市场放量潜力较大，其在尿路上皮癌后线治疗中数据优异，已显示BIC潜力；此外9MW2821也已披露在宫颈癌、食管癌、三阴乳腺癌适应症的优异数据，充分展现了泛瘤种治疗的潜力，考虑到Nectin-4 ADC 9MW2821目前进度相对领先、已披露数据优异，我们认为未来Nectin-4 ADC 9MW2821海外授权及放量潜力较大

(2) 其他出海潜力较大的产品方面，公司B7H3 ADC、TROP2 ADC已在1期临床开展中，未来数据披露后同样有望实现海外授权，此外公司在生物类似药领域已实现阿达木单抗、地舒单抗等产品在全球多个地区的海外授权，未来海外上市后有望持续贡献现金流

### □ 百济神州：泽布替尼海外持续放量，创新药布局持续拓展

(1) 现有产品海外放量方面，公司BTK抑制剂泽布替尼持续放量，24Q1全球销售额达4.89亿美元，其中美国和欧洲的销售分别达3.51亿美元（同比增长153%）和0.67亿美元（同比增长243%）；此外PD-1单抗替雷利珠单抗已在美国、欧洲获批上市，有望进一步增益海外营收

(2) 未来其他有潜力出海品种方面，Bcl-2抑制剂已启动联合泽布替尼初治CLL的全球3期临床试验，BTK CDAC预计将于2024年底启动R/R CLL的全球3期临床试验，上述两大产品目前顺利推进中，未来有望成为新的海外增量品种

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 中国医疗器械出口规模持续增长

□ 根据海关总署数据，我国医疗仪器与器械2023年总出口规模达到185亿美元，同比下降3%，主要系前期抗疫产品出口基数较大，2019-2023年复合增速达到9.4%，2015-2019年复合增速达到8.3%，可见疫情之后我国医疗器械出口整体呈现加速趋势，这与疫情期间我国企业保证全球供应，品牌力与海外认知度提升，以及近年来产品技术实力提升有关。医疗敷料2023年出口规模达到20亿美元，2019-2023年复合增速达到6.4%，2015-2019年复合增速达到3.9%，表现出与医疗仪器与器械项目相同的趋势

图22：我国医疗仪器及器械历年来出口金额统计（亿美元，%）

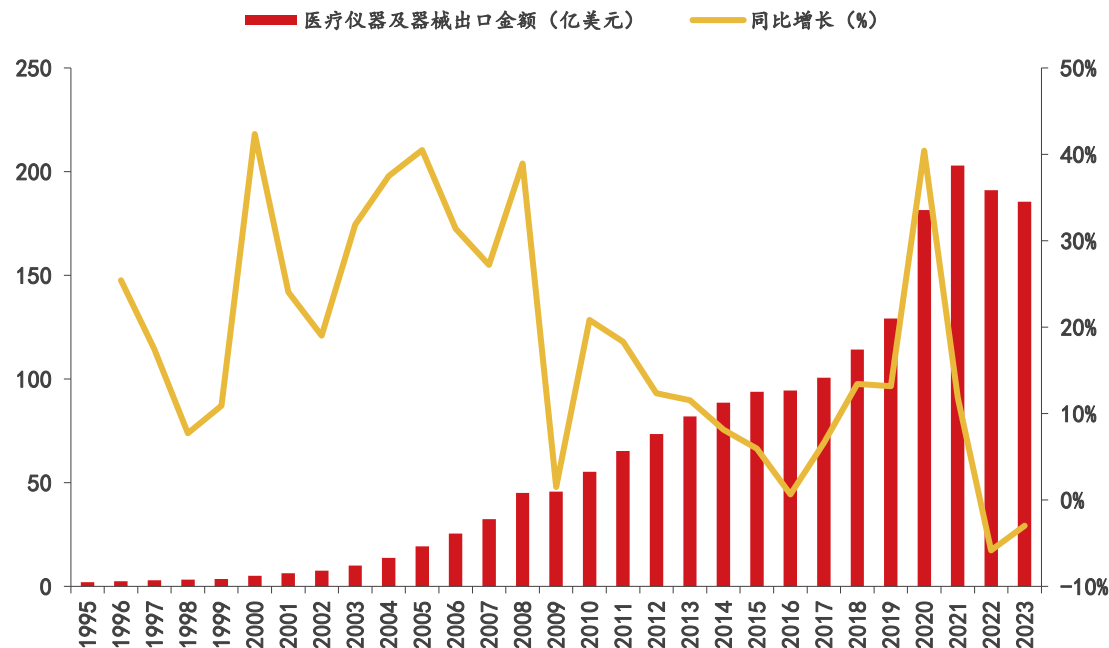
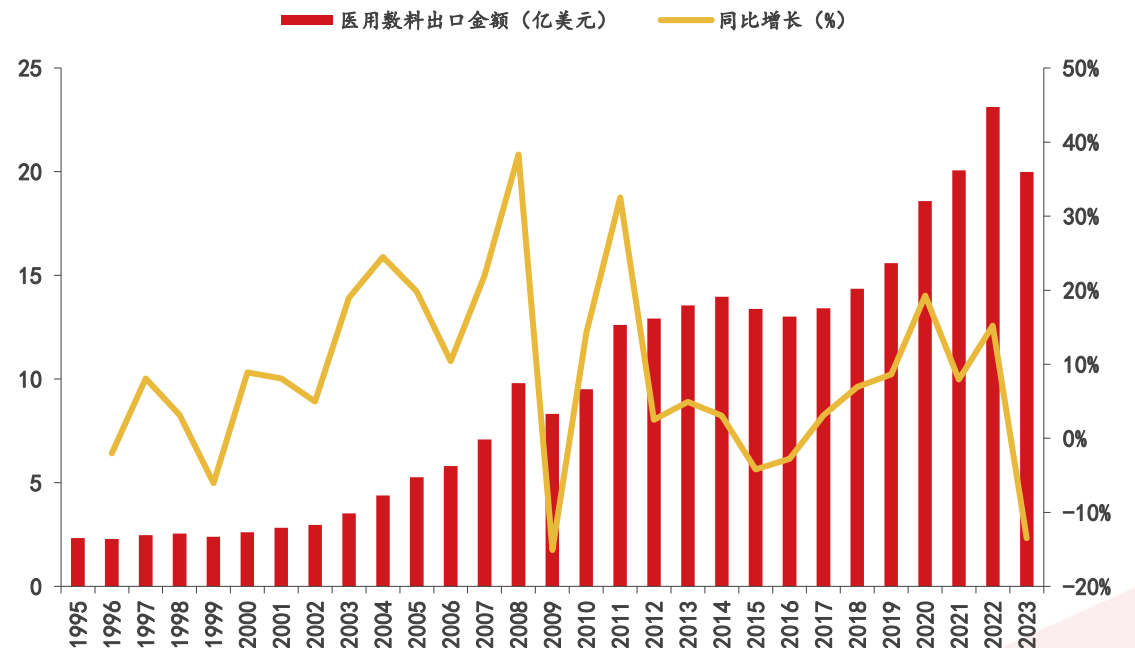


图23：我国医用敷料历年来出口金额统计（亿美元，%）



# 中国医疗器械出口结构与区域拆分

- 2023年，医用耗材、医疗设备占出口比例分别达到44.91%和41.38%，是两个占比最高的领域，其次IVD试剂和仪器分别占比达到4.91%和1%。医疗设备、IVD试剂与IVD仪器进口贸易额大于出口贸易额，其余产品均为顺差
- 2023年，中国医械贸易主要集中在欧洲、北美洲，分别占比达34.27%、30.42%，贸易总额分别为1659.70亿元、1473.17亿元。其中，出口方面，亚洲出口金额占比第一，达34.45%，出口金额为858.36亿元；进口方面，欧洲进口金额占比第一，达42.97%，进口1010.39亿元

图24：2023年我国医疗器械出口细分领域结构

	进口贸易额 (亿元)	出口贸易额 (亿元)	占比 (%)	贸易顺差/逆差 (出口-进口, 亿元)
医疗设备	1050.51	1031.01	41.38%	-19.5
医用耗材	650.31	1118.79	44.91%	468.48
IVD试剂	416.17	122.29	4.91%	-293.88
IVD仪器	201.54	25.03	1.00%	-176.51
康复产品	0.92	98.63	3.96%	97.71
牙科设备与附件	14.8	46.47	1.87%	31.67
其他	12	39.76	1.60%	27.76
医疗设备附件	5.41	9.37	0.38%	3.96
总额	2351.66	2491.35	100.00%	139.69

图25：2023年我国医疗器械进出口贸易按地区拆分



## 器械板块出海加速，成为驱动新增长的系统性β

- 器械板块海外业务增长迅速。我们对器械板块上市公司2019-2023年海外业务收入增长做了系统性梳理：2023年，器械板块上市公司实现总海外营收658.57亿元，2019-2023年复合增速达到18.3%，超越同期总收入复合增速4.15pct；其中海外业务增速最快的细分领域是IVD和高耗，2019年以来复合增速分别达到28.46%和25.82%，超越各自总收入复合增速的幅度分别为18.2pct和15.69pct。设备和普耗自2019年以来的海外业务复合增速分别为17.62%和13.98%，领先总收入复合增速分别-0.88pct和1.56pct，其中医疗设备海外业务增速未超越国内部分主要系近年来国内医疗新基建需求的集中释放，国内与海外相对均衡增长

表21：医疗器械板块近年来海外业务收入增长情况（单位：亿元；%）

	2019	2020	2021	2022	2023	海外业务CAGR	总收入CAGR	海外业务CAGR超出幅度
IVD	36.21	163.71	309.86	547.59	98.61	28.46%	10.26%	18.20%
高耗	23.97	32.87	65.97	42.09	60.08	25.82%	10.13%	15.69%
设备	150.19	236.56	237.70	258.82	287.45	17.62%	18.50%	-0.88%
普耗	125.88	358.90	363.72	214.31	212.43	13.98%	12.41%	1.56%
总计	<b>336.25</b>	<b>792.04</b>	<b>977.26</b>	<b>1062.81</b>	<b>658.57</b>	<b>18.30%</b>	<b>14.15%</b>	<b>4.15%</b>



## 器械海外业务收入占比逐渐提升

- 从占比来看，2023年整体医疗器械板块海外业务占比达到29.63%，相比2019年提升3.95pct；分子版块，IVD和高耗占比提升幅度最大，分别由2019年的11.86%和10.01%提升至2023年的21.85%和17.06%；普耗由于产品属性本身出海占比较高，海外业务比例从2019年的53.62%提升至2023年的56.66%；医疗设备较为稳定，海外业务比例由2019年的28.35%变化至2023年的27.52%，预计后续医疗设备海外业务比例也会随着国内新基建周期的相对变化而提升

表22：医疗器械板块近年来海外业务占比变化情况

	2019	2020	2021	2022	2023	海外业务占比提升幅度
IVD	11.86%	29.64%	38.57%	39.92%	21.85%	9.99%
高耗	10.01%	12.54%	19.18%	11.96%	17.06%	7.04%
普耗	53.62%	64.44%	66.85%	53.07%	56.66%	3.04%
设备	28.35%	32.49%	28.30%	27.02%	27.52%	-0.83%
总计	25.68%	37.73%	38.60%	34.45%	29.63%	3.95%

## 器械出海：建议关注标的

- **迈瑞医疗：国产器械领导者，高端化与全球化驱动公司长期稳健增长。**2023年下半年，受行业整顿影响，国内部分业务有所放缓，2024年下半年有望恢复。同时海外业务处于快速拓展的过程中，不断实现中高端客户群的突破。公司三大产品线，IVD保持快速放量趋势，生命信息与支持 and 医用影像保持平衡增长态势，微创外科、动物医学等种子业务处于高速成长期，收购惠泰医疗切入心血管耗材领域，有望为公司业绩增长带来新动力
- **联影医疗：医学影像学龙头，立足国内，走向世界。**2023年公司实现海外收入16.78亿元，同比增速55.7%，占收入比重14.7%，2019-2023年复合增速达到107.8%。公司通过长期的高研发投入和卓越的创新力，实现了高端影像学产品技术的突破，打破了外资品牌的市场垄断，在CT、MR、PET-CT等产品的性能上比肩GE、飞利浦和西门子等国际一线厂商。过去，公司主要深耕国内市场，近年来海外业务逐渐起量，国际化征程刚刚拉开序幕
- **华大智造：测序仪龙头，主业全球份额持续提升。**2023年，公司测序主业实现收入22.91亿元，同比增长超过30%，设备收入约9亿元，同比增长约19%，试剂耗材收入13.5亿元，同比增长38%。2024Q1，测序仪实现收入4.5亿元，同比增长4%，海外收入约1.6亿元，同比增长19%。公司在行业内实现技术领先，发布的超高通量基因测序仪DNBSEQ-T20×2每年可完成5万例人全基因组测序，单例成本低于100美元，刷新全球通量和单例成本纪录。海外市场拓展有条不紊，2023年实现全球新增装机4500+台，当年新装机全球市场份额约19%，同比提升约7pct
- **海尔生物：生命科学解决方案龙头，出海加速+新产业布局打开长期空间。**公司传统主业为生物医疗低温存储设备业务，国内市占率稳定50%+，通过近十年发展，已在市占率与产品性能方面对外资龙头赛默飞等实现全面赶超，但海外市占率仍然不足5%，随着海外渠道的建设和本地化供应链布局完毕，公司海外业务有望迎来拐点。此外，公司在存储之外的业务拓展顺利进行，目前非存储业务占比超过30%，未来预计将通过自研+并购持续拓展产品边界
- **鱼跃医疗：家用器械龙头，全球品牌影响力逐步走强。**公司主业条线丰富，围绕家用器械领域全面布局，整体增长较为稳健，预计增速区间在15-20%，体系内家用呼吸机、血糖仪、血压计、CGM、急救等业务增速较快。得益于在全球疫情时期稳定的产品供应，公司品牌影响力在海外显著提升，叠加近年来海外注册工作的稳步推进，未来海外业务提速可期

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 海外供应链库存逐步出清，有关公司业绩有望逐季回暖

□ 前期受到全球疫情影响，海外较多医疗器械细分领域存在库存积压的问题，例如疫情期间需求量较多的抗疫类产品，以及其他在疫情中终端需求有所波动的领域，具体领域包括普耗、呼吸机、硬镜等等。这些领域的库存问题在疫后表现较为明显，因此在2023年整体进入了去库存周期，使得有关公司的订单和业绩均出现波动。经历一年多的去库存，众多海外供应链库存水平已经恢复良性状态，订单有望在未来呈现逐季改善的趋势。通过对有关公司的公告梳理（见下表），亦能够验证上述迹象

表23：部分医疗器械公司对库存有关情况的公告说明

细分	公司	公司对库存有关描述	公告类型	披露时间节点
医疗设备及组件	海泰新光	公司荧光腹腔镜发货量在2022年下半年大幅增加，造成美国客户荧光腹腔镜 <b>库存</b> 大幅上升，2023年9月才新系统上市后客户在较长的一段时间内以消耗库存为主	2023年年报	2024年4月24日
	美好医疗	家用呼吸机组件业务由于下游客户阶段性 <b>去库存</b> 的影响，短期营收受到一定影响。随着下游客户去库存影响消退，2024年家用呼吸机组件订单有望逐步回升	投资者关系活动记录表	2024年5月15日
耗材	拱东医疗	受下游客户周期性“ <b>去库存</b> ”、上年同期在境内销售了大量疫情受益产品导致高基数等因素影响，公司销售订单较上年同期下降明显	2023年年度股东大会会议资料	2024年5月28日
	康德莱	2023年初国内公共卫生事件高峰期后，对口罩、手套、酒精、防护服、核酸检测等耗材的需求趋于稳定，并且由于医院在此期间备货量较大，需要一段时间消耗 <b>库存</b>	关于公司向不特定对象发行可转债申请文件的审核问询函的回复报告	2024年5月7日
	英科医疗	2022-2023年行业内老旧落后产能及 <b>库存</b> 持续出清	投资者关系活动记录表	2024年5月9日
	维力医疗	业绩增速出现下降，主要是受海外大客户 <b>去库存</b> 的影响较大导致	接待调研记录表	2024年5月17日

## 海外供应链回暖：建议关注标的

- **海泰新光：硬镜ODM、整机产品与光学平台业务三轮驱动，掌握技术核心竞争力。**公司是全球荧光内镜龙头史赛克的头部供应商，与史赛克的合作深度、稳定，史赛克2023年下半年发布1788新品，对上游产品需求有望增加，但由于史赛克备货因素造成库存在前期大幅上升，2023年开始以消耗库存为主，随着库存问题陆续缓解，公司OED业务有望回暖。同时整机、光学平台新产品预计将进一步增厚公司利润
- **美好医疗：器械组件龙头供应商，短期受益呼吸机下游去库存改善，长期新业务打开空间。**公司基石业务为呼吸机组件业务，由于受下游客户去库存影响，2023年以来业绩出现波动，目前瑞思迈等海外呼吸机厂商报表端呈现出库存改善的迹象，预计库存拐点将至，公司经营有望回暖。同时，公司新业务板块，人工植入耳蜗、家用及消费电子组件、精密模具及自动化设备、及其他自主产品营收均保持快速增长，能够为公司带来业绩增量
- **维力医疗：医用导管龙头，北美大客户库存逐步出清+国内业务恢复有望带来业绩改善。**公司2023年及24Q1业绩承压主要与海外客户去库存周期与国内行业整顿有关。目前，在老客户持续去库存、2023年新增3个大客户项目落地、国内业务的恢复等因素的推动下，公司业务有望在后续展现出边际改善趋势

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

# 海外市场空间广阔，战略上IVD出海大有可为

- 根据Kalorama Information预测，全球非新冠IVD市场规模将从2022年的947.97亿美元增长至2027年的1163.17亿美元，年复合增长率约4.2%
- 从地域拆分来看，除中国市场外，北美（美国+加拿大）占据了全球IVD市场约48%的份额，主要新兴市场（拉丁美洲+中东+东欧+俄罗斯+印度+非洲）市场规模合计约142.93亿美元（约合1000亿元人民币），中国企业海外可拓展空间广大

图26：全球IVD市场规模（亿美元）

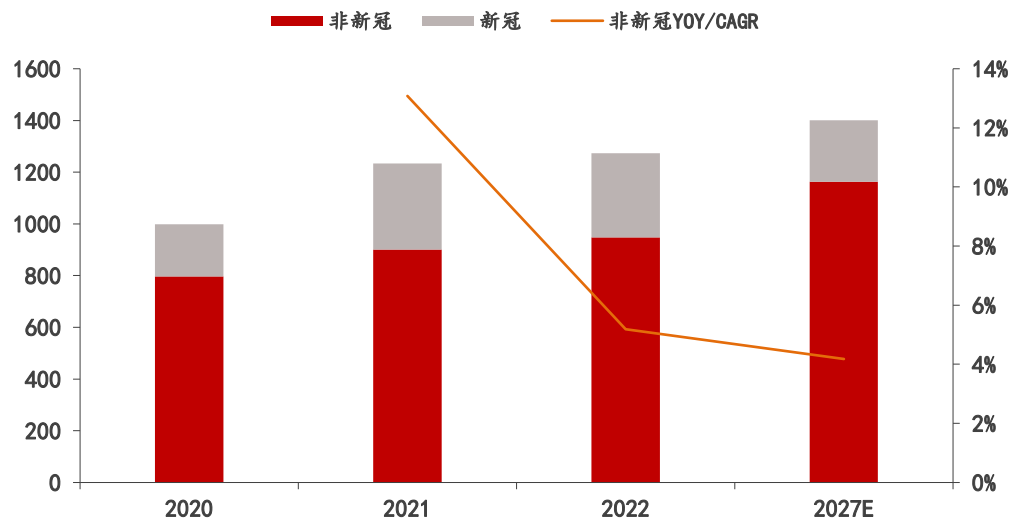
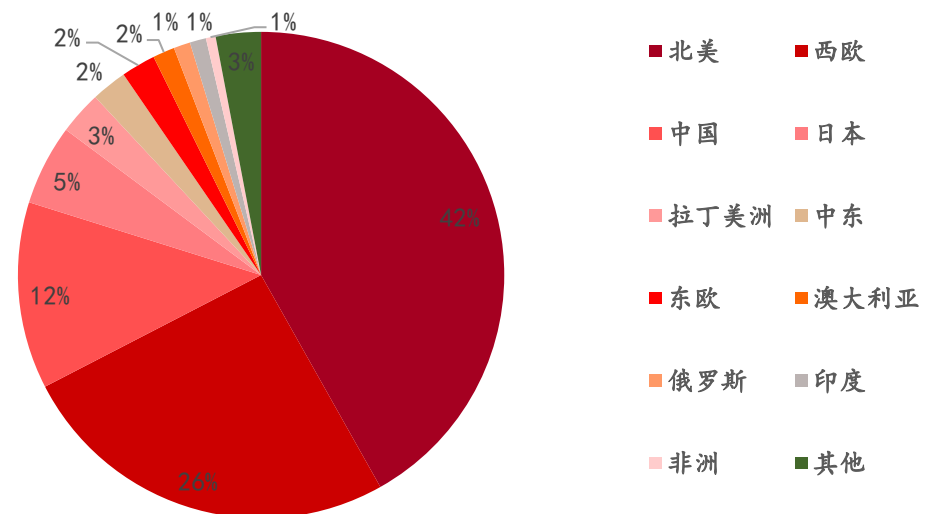


图27：2022年全球IVD市场分布



## 海外市场空间广阔，战略上IVD出海大有可为

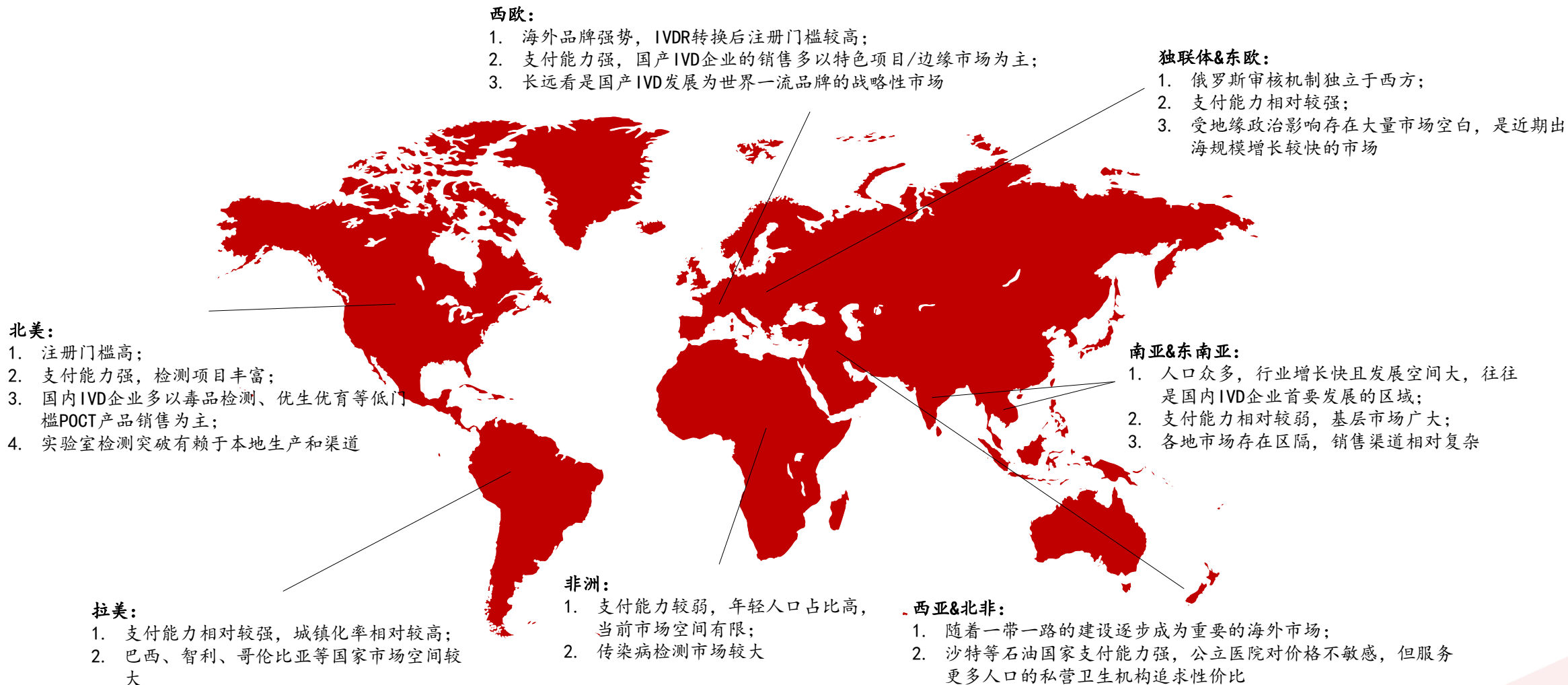
- 从赛道拆分来看，剔除新冠业务后，免疫检测、糖尿病相关POC、分子检测、生化检测、非糖尿病相关POC是全球范围内市占率排名前五的赛道，合计市场占比超过80%，国内相关主流赛道均有富有实力的上市企业

表24：2022年全球IVD各细分赛道规模及占比（亿美元）

	2022年整体		2022年新冠		2022年非新冠	
	占比	规模	占比	规模	占比	规模
免疫	23%	292.97	23%	74.94	23%	218.03
分子	23%	292.97	34%	110.78	19%	182.19
POC-糖尿病	15%	191.07			20%	191.07
POC-其他	17%	216.55	43%	140.11	8%	76.44
生化	8%	101.90			11%	101.90
微生物	4%	50.95			5%	50.95
血液学	4%	50.95			5%	50.95
组织学/细胞学	3%	38.21			4%	38.21
血库（血型等）	1%	12.74			1%	12.74
凝血	1%	12.74			1%	12.74
其他	1%	12.74			1%	12.74
全球	100%	1273.80	100%	325.83	100%	947.97



# 海外市场特点各异，战术上IVD出海需因地制宜



# 聚焦可及市场，大型免疫检测等赛道可拓展空间较大

- 在广阔的海外市场中，由于政治、竞争等因素，存在部分对于中国企业来讲极难进入的IVD市场，剔除这部分后估算国产品牌真正可及的市场空间更有实际意义
- 我们定义国内IVD企业出海的可及市场为：国产IVD品牌已触达加上10年内理论上可以触达的终端，剔除了：1. 进口品牌最核心市场难以进入；2. 地缘政治原因难以进入；3. 客户对中国品牌观念难以进入。在此基础之上我们估算了海外各细分赛道的可及市场空间（详见后页，估算存在假设，仅供谨慎参考）
- 从可拓展空间来看，各主要赛道(海外可及市场规模:中国市场规模)在1-2倍左右，(海外可及市场规模:国产品牌国内现有销售规模)在2-4倍左右，大型免疫检测、分子检测等赛道可拓展空间较大

图28：各细分赛道海外可及市场规模（2022年；亿元）

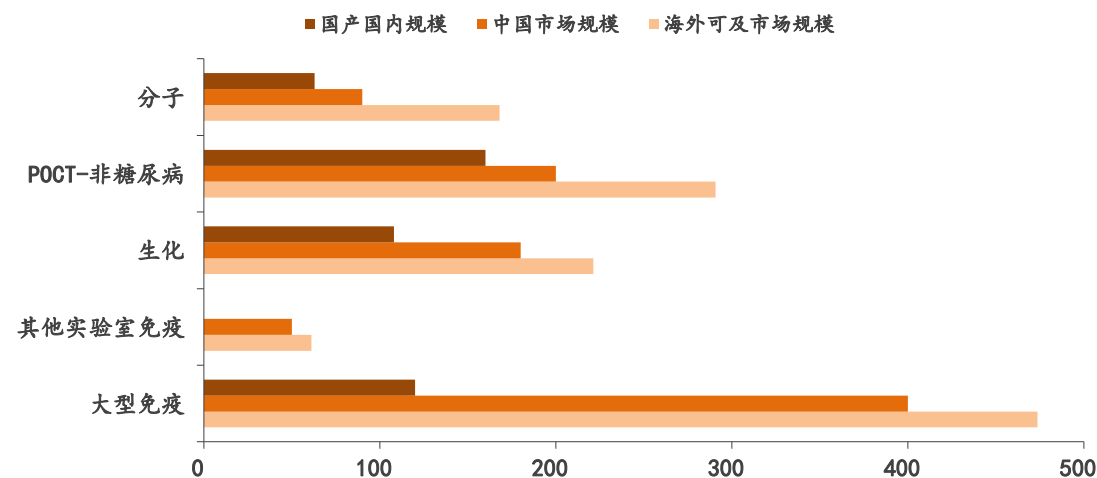
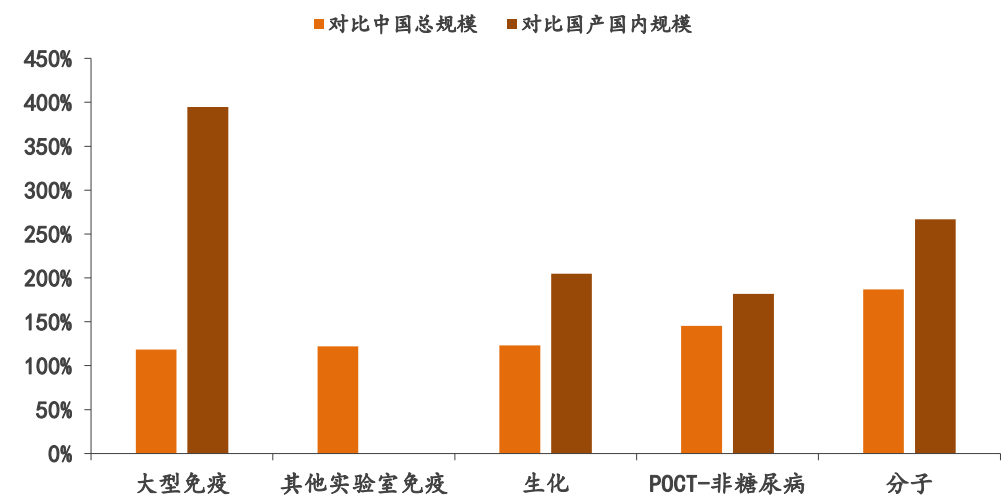


图29：各细分赛道海外可拓展空间



# 聚焦可及市场，大型免疫检测等赛道可拓展空间较大

表25：海外各细分赛道可及市场测算（亿元）

2022年全球IVD市场规模		948亿美元									
	大型免疫			生化	其他实验室免疫	POCT-非糖尿病			分子		
方法学占比	23%			11%	23%	8%			19%		
目标区域	北美+日本	西欧	新兴市场		全球	北美+日本	西欧	新兴市场	北美+日本	西欧	新兴市场
目标区域占比	54%	29%	15%		100%	54%	29%	15%	54%	29%	15%
可及终端范围	少量中型实验室	大中型实验室	大中型实验室+部分顶级实验室		小型实验室	非实验室	非实验室	非实验室	少量中型实验室	中型实验室	大中型实验室
可及终端占比	5%	50%	90%		4%	40%	60%	100%	5%	15%	40%
可及市场规模	6	32	30		9	16	13	12	5	8	11
总计（美元）	68				9	42			24		
总计（人民币）	474				221	291			168		
对比中国总规模	118%				123%	145%			187%		
对比国产国内规模	395%				205%	182%			267%		
中国市场规模	400				180	200			90		
国产品牌占有率	30%				60%	80%			70%		
国产国内规模	120				108	160			63		

资料来源：Kalorama Information、弗若斯特沙利文、国投证券研究中心；可及市场规模由国投证券研究中心测算Kalorama Information、弗若斯特沙利文、CAIVD、国投证券研究中心；备注：1.各方法学占比、目标区域占比数据来自Kalorama；2.可及终端范围的范围及其占比由国投证券研究中心假设，仅供谨慎参考；3.人民币兑美元按7:1的汇率计算；4.各赛道中国市场规模数据来自弗若斯特沙利文；5.各赛道中国市场规模国产品牌占有率来自中国体外诊断行业报告2022年版；6.因为实验室生化检测通常和大型免疫检测搭配使用，生化检测的可及市场规模由大型免疫按总市场规模的比例（即23%:11%）估算

# 海外市场开拓三阶段，最难在于0-1的突破

## 市场准入与渠道构建

- 前期需要投入大量的人力、资金、时间进行产品注册与渠道沟通；
- 品牌与口碑的积累期，以渗透当地边缘市场为主，主要的直接竞争对手包括本地品牌、国际品牌二线产品、落后方法学

## 市场深化与本地化

- 进行产品管线调整与渠道改革，部分前期合作的渠道不再能很好支持业务再上台阶；
- 有选择的在条件成熟的市场推进销售、服务乃至生产的本地化，有助于发掘机会、加强响应、赢得公立市场；
- 高速发展期，不断拓展当地中高端客户，积极在当地进行产学研合作，开始和国际品牌直接竞争，同时继续推进落后方法学的升级

## 成为当地主流

- 发展与稳固期，凭借前期打下的品牌和渠道基础，叠加产品上不断地推陈出新，发展为当地主流品牌；
- 面临国际品牌、其他国产品牌的激烈竞争，需保持一定的资源投入稳固自身市场地位和市占率



企业在单个海外市场的占有率

## 体外诊断出海“赛道+产品+布局”三维度评价体系

- 我们将龙头IVD企业的成功出海经验总结为具备三个维度的优势，以期为投资者选取出海标的提供参考
- **赛道优势，空间大、壁垒高、经营风险小：**从空间来看，各主要赛道的在海外均有着广阔的可拓展空间，基本是中国市场规模的1-2倍。从壁垒来看，一方面较高的技术壁垒意味着新兴市场缺乏本土品牌，为国产品牌提供了类似国内的市场环境。另一方面，具备高技术、准入、渠道壁垒的赛道尽管前期投入较大，但出海先行者更不易受后来者冲击，能在较长时间内维持良好稳定的盈利能力和ROE。从业绩风险来看，国际业务普遍风险较大，投资者往往难以跟踪企业销售情况。以化学发光、封闭式生化、部分分子检测为代表的IVD赛道实行“设备+试剂”绑定的业务模式，前一阶段的仪器销售为今后的试剂销售提供了良好参考，业绩风险相对较小，有望获得一定的估值溢价
- **产品优势，在性价比之外能做出差异化：**国内企业想要出海与先发的国际巨头竞争，早期可以靠性价比优势在下沉市场积攒经验与口碑，但想要把海外业务打造成支柱性业务，仍需要做出有别于国际主流产品的差异化。例如万孚生物的单人份发光产品在检测速度、运行温度要求等方面实现了革新、亚辉龙将化学发光技术应用于自免检测、新产业将双抗夹心技术应用于小分子检测等等，均是在国际巨头的的主流产品之外做出了稀缺的差异化，进而赢得终端青睐而不断提升当地市占率
- **业务布局，优秀的团队、本地化与渠道合作：**充满积极性、优秀的团队有助于快速开拓市场、寻找海外合作机会，并在长期中维持公司海外业务的生命力，而生产、服务的本地化以及和当地渠道的良好合作与管理有助于公司充分挖掘当地市场潜力。典型案例如华大基因利用自身技术优势和工程化能力在海外建立了多家本地化实验室、万孚生物在乌干达合作建设了非洲首个可以生产WHO PQ资质的具有全自动生产设备的工厂、亚辉龙与日本MBL合作推进海外产品准入等等，均是借助良好的本地化与渠道合作深挖当地市场，并进一步巩固自身业务护城河

## 体外诊断出海：建议关注标的

- **新产业：**公司产品销往意大利、西班牙、奥地利、瑞典、俄罗斯、墨西哥、印度、南非等150多个国家和地区。公司借鉴印度子公司本土化经营积累的经验，已陆续完成设立了10家海外子公司（不含2家香港子公司），持续发力海外本地化经营。子公司配合X6+骨代谢等差异化产品，助力公司逐步突破海外大中型终端，中大型设备销售占比不断提升，带动试剂进入放量阶段，盈利能力有望进一步提升，看好海外业务持续维持稳定较快的增长
- **亚辉龙：**海外业务覆盖美洲、欧洲、亚洲、非洲超过100个国家和地区。公司沙特服务中心正式启动，同时已在印度、尼泊尔、突尼斯等地设置区域服务网络，拉美区域服务网络正在筹备中，并在日本设立了研发中心，重点利用日本产业资源突破高性能IVD仪器的研发。公司和长期合作伙伴日本MBL公司签订了战略合作协议，将在自身免疫疾病、心脏疾病、糖尿病等优势诊断领域及质控品方面，针对日本市场的需求与MBL达成进一步合作，共同将开发的新项目新产品快速推向日本乃至全球市场
- **安图生物：**公司产品已进入中东、亚洲、欧洲、美洲、非洲等多个地区，在80多个国家和地区设立销售和维修网点，其中化学发光业务主要分布在亚太地区，微生物业务分布在欧洲以及整个国际市场。安图生物IVD产线广泛，具备较好的质控产品，同时在深圳设立海外营销中心进行海外团队的扩张与革新，海外业务有望进入高速发展期
- **万孚生物：**公司海外分为两大事业部，北美事业部主要在北美市场销售毒品检测类、优生优育检测类的胶体金产品，重点维护和开发高端、大型客户，推动尿液样本检测产品的渗透率提升，同时打通本地供应链，提升核心产品的本地化生产能力。国际事业部主要在北美以外的国际市场销售免疫荧光、化学发光、胶体金检测产品，一方面利用优质服务与灵活销售策略替换国际品牌，另一方面导入化学发光产品，尤其是推动单人份发光在基层市场的替代与渗透。公司积极扩展海外公立投标市场，持续参与各发展中国家的常规传染病招投标。2023年公司在肯尼亚内罗毕大学的培训中心顺利落地，将以此培训中心为基点辐射东非周边国家。万孚美国子公司的新冠/甲流/乙流胶体金三联检于2024年4月及五月先后获得了FDA EUA专业版与自测版授权

## 体外诊断出海：建议关注标的

- **圣湘生物：**公司设立了位于印尼、法国、英国、菲律宾、美国的海外子公司，在泰国、沙特等重点国家设立了办事处。公司与多个国家签订国家级项目合作，其中 POCT、血筛、结核、HPV 等多个国家级合作项目进入到实质落地执行阶段，印尼本地化分子诊断产品合作生产项目也在有序推动。2024年初，圣湘上海产业园正式开园，战略上将以上海产业园为中心加速全球化战略实施，联动圣湘长沙、北京产业园及全球分子公司和驻外机构，加速全球业务拓展
- **英诺特：**公司高度重视海外市场，在新加坡成立了全资子公司作为未来国际市场发展的总部，并将东南亚市场作为公司在国际市场的切入点，复制国内成功的专业化营销策略。2023年，公司甲乙流/RSV/偏肺病毒四联检、肺支肺衣/RSV/腺病毒/柯萨奇病毒B组五联检均在境外获批，甲乙新抗原三联、RSB/腺病毒/偏肺病毒/副流感病毒抗原四联等产品的海外临床和注册亦在推进当中

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

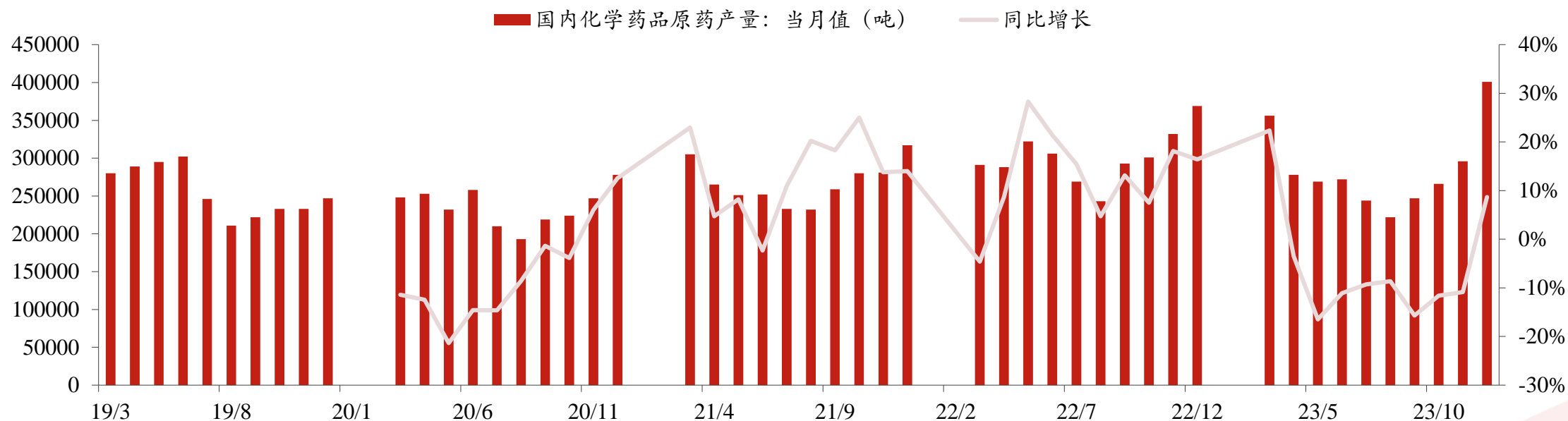
## 5 风险提示



# 供需关系正边际优化，2024H2原料药和中间体出口量有望改善

- 2023年由于全球下游客户进入去库存阶段，导致原料药需求暂时性减少，2023年国内原料药整体产量同比下滑较为明显。结合月度高频数据进行跟踪，我们认为：原料药和中间体的供需关系正边际优化，下游去库存周期有望结束，2024H2原料药和中间体出口量有望改善。其中，供给端，2023年12月国内化学药品原药产量同比增长8.67%，同比增速恢复正增长；需求端，2024年1-2月印度从国内进口原料药和中间体的进口量同比增长10%，印度等主要市场需求正逐步恢复正增长

图30：国内化学药品原药产量：当月值（吨）



# 多个慢病大品种专利期即将到期，后续望为行业带来明显增量



□ 沙班类、列净类、列汀类等多个慢病大品种专利期已到期或即将到期，有望为原料药行业带来明显增量。根据 Evaluate Pharma 的数据，2019年-2026年全球高达3000亿美元的原研药陆续专利到期，衍生出的原料药增量市场约为2000亿元。从市场规模上分析，根据同和药业公司公告的数据，预计2029年恩格列净、卡格列净、维格列汀、阿哌沙班的原料药全球市场规模分别增长至933.04吨、221.45吨、1853.75吨、234.36吨

表26：专利近期到期或即将到期的部分慢病大品种梳理

相关药品	原研药企	适应症	专利集中到期时间
阿哌沙班	百时美施贵宝/辉瑞	预防静脉血栓	2022年
利伐沙班	拜耳/强生	预防静脉血栓	2025年
甲磺酸艾多沙班	第一三共	治疗成人深静脉血栓和肺栓塞等	2022年
达格列净	阿斯利康	II型糖尿病	2023年
恩格列净	勃林格殷格翰/礼来	II型糖尿病	2026年
卡格列净	杨森制药	II型糖尿病	2027年
西格列汀	默沙东	II型糖尿病	2023年
维格列汀	诺华制药	II型糖尿病	2022年

表27：部分沙班类、列净类、列汀类原料药的全球市场规模情况（吨）

相关品种	2018Q3-2019Q2	2019Q3-2020Q2	2020Q3-2021Q2	2029E
恩格列净	20.15	31.38	42.14	933.04
卡格列净	61.69	65.36	70.98	221.45
维格列汀	163.45	193.94	227.25	1853.75
阿哌沙班	18.49	23.76	28.73	234.36
甲磺酸艾多沙班	25.59	36.14	45.19	1158.17

# 多家公司积极布局沙班类、列净类、列汀类等原料药品种，有望受益于专利到期后的增量需求



- 目前华海药业、同和药业、奥翔药业、天宇股份等相关上市公司已积极布局沙班、列净、列汀等原料药品种。参照专利到期后沙坦类原料药快速放量的历史经验，我们认为：沙班、列净、列汀等药品专利到期后，相关原料药公司有望受益于其原料药需求的快速提升

表28：部分沙班类、列净类、列汀类原料药的竞争格局

相关品种	主要生产厂家
阿哌沙班	华海药业、同和药业、奥翔药业、苏泊尔制药等
甲磺酸艾多沙班	同和药业、苏珀尔制药、联本医药化学、济南立德医药等
维格列汀	同和药业、天宇药业、国邦药业、安徽海康药业等
恩格列净	安徽海康药业、安徽联创生物、Honor Lab Limited（印度）、同和药业等
卡格列净	安徽海康药业、安徽联创生物、Honor Lab Limited（印度）、同和药业等

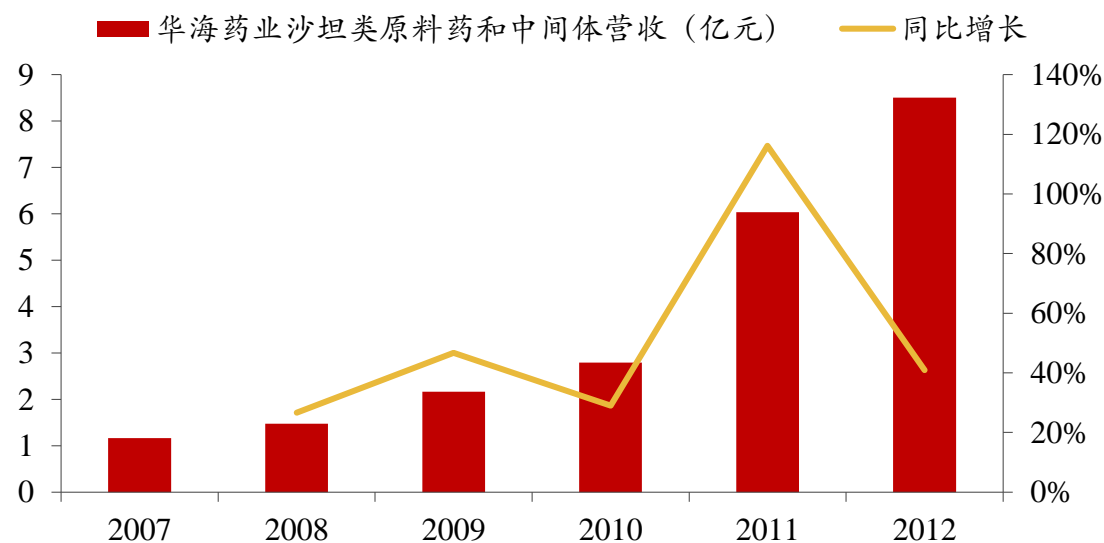
# 沙坦类原料药的历史复盘：专利到期后原料药需求快速提升，相关上市公司持续受益

- 2010年开始，多个沙坦类药品的专利陆续到期（氯沙坦钾、缬沙坦/厄贝沙坦分别于2010年、2012年专利到期），相关仿制药品种上市推动其原料药需求的快速提升，相关原料药上市公司的沙坦类原料药和中间体业务持续受益。以华海药业为例，为应对沙坦类原料药需求放量，2010年公司分别新增缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦产能80吨/年、100吨/年、120吨/年，其沙坦类原料药和中间体营收从2010年的2.79亿元增长至2013年的8.51亿元

表29：2010年华海药业沙坦类原料药的产能储备情况

相关品种	产能规划
缬沙坦	新增产能80吨/年
氯沙坦	新增产能100吨/年
厄贝沙坦	新增产能120吨/年

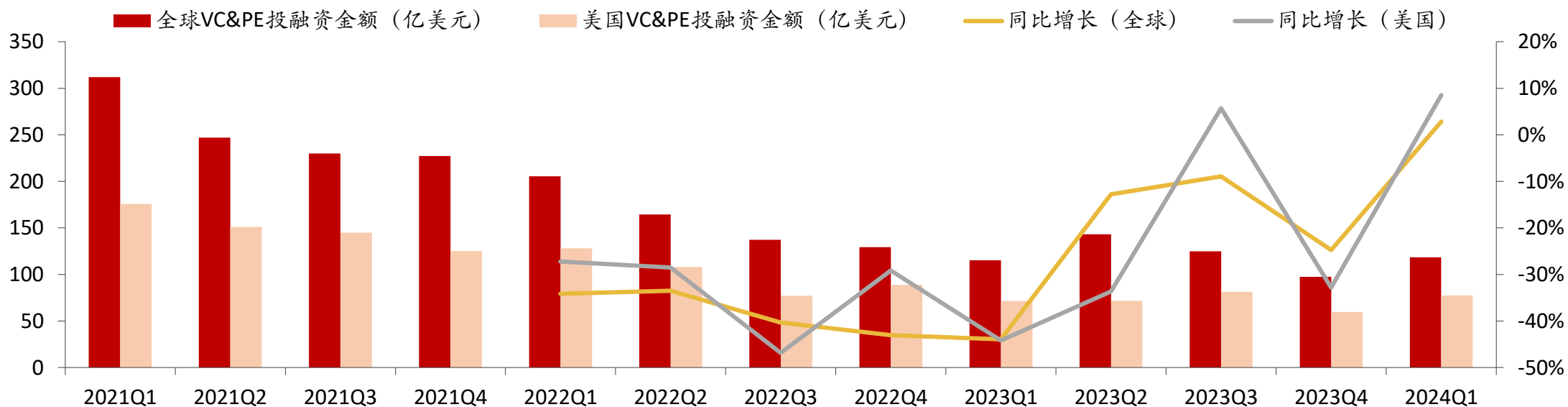
图31：华海药业沙坦类原料药和中间体的营收情况（亿元）



# 重大订单高基数效应消退且新兴业务积极提振，CXO基本面边际向好

- 结合宏观和微观等维度进行分析，我们认为：在创新药投融资正持续向好、重大订单高基数效应逐步消退、新兴业务积极提振的背景下，相关CXO公司基本面有望边际向好
- 宏观层面，根据Crunchbase的数据，2024Q1全球和美国创新药VC&PE投融资金额分别同比增长2.86%和8.54%，2024Q1创新药投融资增速恢复正增长，创新药投融资环境有望持续改善

图32：全球&美国创新药VC&PE投融资金额（亿美元）



# 重大订单高基数效应消退且新兴业务积极提振，CXO基本面边际向好



□ 微观层面，鉴于重大订单高基数效应逐步消退、新兴业务积极提振，我们认为：相关CXO公司的基本面有望边际改善。其中，新兴业务方面，受益于多肽、ADC等细分领域创新研发的高景气，CXO公司的相关业务持续蓬勃发展（多肽领域，以药明康德为例，截至2024Q1，TIDES在手订单同比增长110%；ADC领域，以药明合联为例，其综合项目总数达143个，同比增长52.1%）

图33：全球肽类CDMO市场规模（十亿美元）

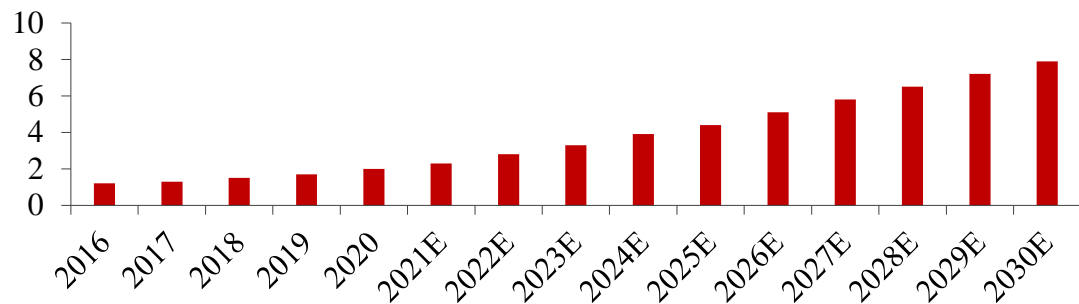


图34：全球ADC药物服务外包的市场规模（十亿美元）

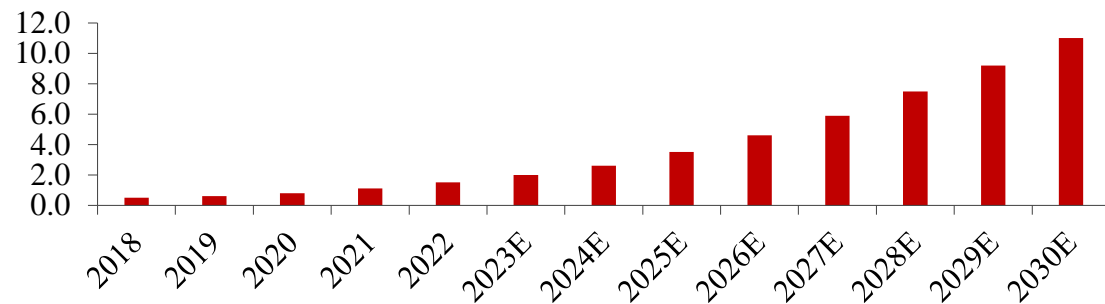


表30：部分CXO公司在多肽、ADC等领域的业务布局情况

相关领域	相关公司	相关业务的布局情况
多肽领域	药明康德	截至2024Q1，TIDES在手订单同比增长110%，TIDES D&M服务客户数量和分子数量分别同比提升30%和43%
	凯莱英	多肽业务持续大力发展，2023年新承接12个项目，固相合成总产能预计2024年6月底达14250L
	九洲药业	预计2024年多肽业务在手订单同比增长30%以上，多肽商业化产能新建600-800公斤/年
	圣诺生物	截止至2023年底，公司已为新药研发企业和科研机构提供超过40个项目的多肽创新药药学CDMO服务
ADC领域	药明合联	截至2023年底，综合项目总数达143个，同比增长52.1%
	皓元医药	截至2023年底，公司承接ADC项目数超110个
	迈百瑞	截至2022年末，公司CDMO业务在手订单金额达7.86亿元，已承接超过310个处于不同阶段的CDMO项目
	东曜药业	2023年新增ADC项目30个

## 原料药及CXO：建议关注标的

- 华海药业：原料药和制剂业务合力驱动公司稳健发展。其中，原料药业务方面，公司持续全面开发高难度项目，快速推动微生物、多肽、激素等新产品管线建设，原料药业务有望受益于新品的放量；制剂业务方面，2023年国内制剂销售规模亿元以上的产品已达8个，多个制剂品种销售显著放量
- 同和药业：公司有望受益于列汀、列净、沙班类药物专利到期后的原料药需求提升。目前，维格列汀、恩格列净、卡格列净、阿哌沙班、甲磺酸艾多沙班等多个原料药品种的产能持续积极扩张，为专利到期后原料药需求的放量做好充分的准备
- 药明康德：各业务版块发展稳健，TIDES业务高景气尤为突出，有望驱动公司基本面边际优化。其中，TIDES业务方面，截至2024Q1，TIDES在手订单同比增长110%，TIDES D&M服务客户数量和分子数量分别同比提升30%和43%，TIDES业务有望保持快速发展的态势
- 凯莱英：重大订单高基数效应逐步消退、常规业务持续稳健增长、新兴业务积极提振，公司有望维持稳健发展。其中，常规业务方面，2023年和2024Q1剔除大订单影响后公司收入分别同比增长24.37%和15.21%，常规业务维持稳健增长；新兴业务方面，多肽业务持续大力发展，2023年新承接12个项目，固相合成总产能预计2024年6月底达14250L

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示



# 建议关注标的汇总——内有院端复苏方向



	代码	公司	营业收入预测 (亿元)			净利润预测 (亿元)			核心逻辑	数据来源
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
化药院内销售改善	002262.SZ	恩华药业	60.2	71.8	86.2	12.5	15.2	18.4	存量品种集采影响边际弱化, TRV130等创新品种持续放量驱动公司稳步发展	Choice一致预期
	002653.SZ	海思科	40.5	50.2	61.7	4.4	6.4	9.4	创新管线价值持续兑现, 创新药业务渐入收获期。其中, 环泊酚纳入医保后处于商业化快速放量阶段。	Choice一致预期
	300573.SZ	兴齐眼药	31.6	37.5	43.2	6.0	7.2	8.3	低浓度阿托品和环孢素滴眼液等核心品种有望持续快速放量, 公司产品管线进入收获期	国投证券预测
	003020.SZ	立方制药	16.1	20.2	26.0	2.6	3.4	4.4	非洛地平缓释片集采失标的影响有望逐步边际减弱, 益气和胃、羟考酮缓释片等多个潜力品种有望持续放量	Choice一致预期
中药院内销售改善	600535.SH	天士力	94.5	103.4	113.8	13.8	16.1	18.7	聚焦主业, 经营质量显著改善; 中药创新研发能力领先	国投证券预测
	600557.SH	康缘药业	57.3	66.1	74.6	6.5	7.6	8.7	核心品种医保解限; 营销改革持续推进; 中药创新研发能力领先	国投证券预测
	300181.SZ	佐力药业	23.8	28.9	33.9	5.1	6.3	7.6	乌灵胶囊集采实现以价换量; 百令胶囊上市在即有望快速放量	国投证券预测
	600566.SH	济川药业	101.1	110.2	118.4	31.4	35.3	39.0	核心品种OTC销售转型; 高股息资产; BD转型顺利	国投证券预测
	600572.SH	康恩贝	75.5	84.8	95.5	7.3	8.5	9.9	大品牌大品种战略持续推进; 并购工作持续推进	国投证券预测
	603439.SH	贵州三力	24.3	29.0	34.7	3.5	4.2	5.2	核心品种开喉剑加速覆盖; 并购整合持续推进; 深化营销改革	国投证券预测
	603998.SH	方盛制药	18.6	21.2	24.3	2.4	2.9	3.5	聚焦主业提质增效; 中药创新品种快速放量	国投证券预测
器械院内销售改善	300633.SZ	开立医疗	26.2	32.5	40.5	5.8	7.4	9.4	医用内镜+超声龙头, 业绩有望下半年改善, 长期受益超声与内镜市占率提升和配置量提升	WIND一致预期
	688212.SH	澳华内镜	10.0	14.3	20.2	1.1	1.8	2.8	医用内镜龙头, 受益内镜市占率提升和内镜配置量提升	WIND一致预期
	688617.SH	惠泰医疗	22.0	29.4	38.2	7.0	9.4	12.3	心血管耗材龙头, 电生理业务快速放量	WIND一致预期
	688351.SH	微电生理-U	4.7	6.6	9.0	0.4	0.8	1.3	国内电生理龙头, 产品齐全度高, 技术优势显著	WIND一致预期
	300529.SZ	健帆生物	30.7	39.5	49.7	8.7	11.3	14.5	全球血液灌流龙头, 经历调整理顺, 业绩重回高增长轨道	WIND一致预期
	688085.SH	三友医疗	6.2	8.0	10.3	1.5	1.9	2.4	脊柱出清, 海外拓展与超声骨刀贡献增量	WIND一致预期
	002901.SZ	大博医疗	20.2	25.8	30.3	3.6	5.6	6.8	脊柱、关节、创伤等业务领域集采陆续出清, 业绩趋势向好, 出海提速	WIND一致预期

# 建议关注标的汇总——外有出海加速方向



	代码	公司	营业收入预测 (亿元)			净利润预测 (亿元)			核心逻辑	数据来源
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
创新药出海	688062.SH	迈威生物	4.0	13.7	24.8	-9.7	-6.3	-0.9	NECTIN-4 ADC泛瘤种治疗潜力展露无疑，海外授权及放量潜力大	国投证券预测
	688235.SH/6160.HK	百济神州	231.1	300.8	350.1	-44.8	-11.4	9.7	泽布替尼海外持续放量，创新药布局持续拓展	WIND一致预期
器械出海	300760.SZ	迈瑞医疗	418.7	500.6	595.5	139.5	167.6	200.4	国产器械领导者，高端化与全球化驱动公司长期稳健增长	WIND一致预期
	688271.SH	联影医疗	140.4	172.9	214.3	23.9	29.4	36.4	医学影像学龙头，立足国内，走向世界	WIND一致预期
	688114.SH	华大智造	36.2	45.2	52.3	-2.2	0.6	2.7	测序仪龙头，主业全球份额持续提升	WIND一致预期
	688139.SH	海尔生物	28.1	34.4	41.9	5.3	6.5	8.0	生命科学解决方案龙头，出海加速+新产业布局打开长期空间	WIND一致预期
	002223.SZ	鱼跃医疗	87.6	100.9	114.7	22.5	26.1	29.8	家用器械龙头，全球品牌影响力逐步走强	WIND一致预期
海外供应链修复	688677.SH	海泰新光	6.1	7.7	9.7	2.1	2.8	3.5	硬镜ODM、整机产品与光学平台业务三轮驱动，掌握技术核心竞争力	WIND一致预期
	301363.SZ	美好医疗	16.7	20.8	25.9	4.0	5.0	6.2	器械组件龙头供应商，短期受益呼吸机下游去库存改善，长期新业务打开空间	WIND一致预期
	603309.SH	维力医疗	17.3	21.3	26.1	2.4	3.1	3.8	医用导管龙头，北美大客户库存逐步出清+国内业务恢复有望带来业绩改善	WIND一致预期
体外诊断出海	300832.SZ	新产业	49.2	62.5	79.8	20.7	26.3	33.3	国内外业务稳定较快发展	国投证券预测
	688575.SH	亚辉龙	22.3	28.4	35.6	4.5	6.1	8.2	收入持续高增长，利润释放在左侧	国投证券预测
	603658.SH	安图生物	52.2	61.6	72.2	15.3	18.8	22.9	调整企稳，海外业务值得期待	Choice一致预期
	300482.SZ	万孚生物	33.4	40.8	50.1	6.5	8.3	10.5	主业稳步发展，美国呼吸道业务贡献增量	Choice一致预期
	688289.SH	圣湘生物	15.3	20.1	25.3	3.6	4.9	6.4	呼吸道业务火热，利润释放弹性大	国投证券预测
	688253.SH	英诺特	6.6	10.1	14.3	2.9	4.2	5.9	呼吸道业务持续高景气，东南亚拓展亮眼	国投证券预测
原料药&CXO出海	600521.SH	华海药业	101.6	121.2	--	11.2	14.0	--	原料药和制剂业务驱动公司稳健发展，原料药业务有望受益于新品放量	Choice一致预期
	300636.SZ	同和药业	9.7	13.1	17.5	1.8	2.6	3.8	有望受益于沙班类、列净类、列汀类药物专利到期后的原料药需求提升	Choice一致预期
	603259.SH	药明康德	402.5	450.4	509.7	97.9	110.6	125.6	各业务版块发展稳健，TIDES业务高景气尤为突出，看好公司基本面边际向好	Choice一致预期
	002821.SZ	凯莱英	64.8	77.9	92.2	12.7	15.1	17.9	重大订单高基数效应逐步消退、常规业务持续稳健增长、多肽等新兴业务的积极提振，公司有望维持稳健发展	国投证券预测

## 1 总论：医疗就诊复苏明显，估值和仓位均处于历史底部

## 2 内有院端复苏

- 化药院内销售改善
- 器械院内销售改善
- 中药院内销售改善

## 3 外有出海加速

- 创新药出海
- 器械出海
- 海外供应链回暖
- 体外诊断出海
- 原料药及CXO出海

## 4 建议关注标的

## 5 风险提示

## 风险提示

- 海外地缘政治风险，导致创新药、CXO、器械等细分领域出海不及预期的风险；
- 集采进一步扩容，导致药品、器械等细分领域降价压力提升的风险；
- 创新药、创新器械等研发失败的风险；
- 生物医药行业投融资恢复不及预期的风险；
- 相关假设及预测不及预期的风险

## 行业评级

### □ 收益评级:

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

### □ 风险评级:

A —正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B —较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

# 分析师声明

## □ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## □ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司地址



### 国投证券研究中心

#### 深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮 编： 518026

#### 上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮 编： 200082

#### 北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编： 100034