

产业政策落地，基本面筑底

——2024 年中期医药生物行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 06 月 26 日

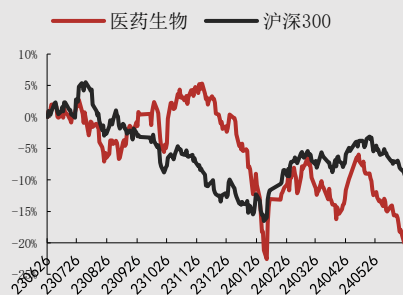
行业核心观点:

我们认为当前医药板块正处于逐步筑底的过程中。从板块行情来看，医药板块指数连续 4 年下跌，已经调整充分，且板块估值也已到历史低位区间；从政策角度来看，短期负面政策逐渐出清，鼓励性政策逐步落地，行业压制因素缓解；从基本面来看，在经历了过去几年疫情的大起大落之后，各板块的业绩也逐步回归常态增长，医药业务的稳健和可持续特征明显。行业基本面稳健配合估值的吸引力，我们看好医药板块的长期投资价值。

投资要点:

- **行业回顾:** 2024 上半年年 (2024/1/1-2024/6/16) 申万医药生物指数下跌 15.54%，跑输沪深 300 指数 20.12 个百分点。从工业数据来看，医药制造业收入端仍小幅下滑，但是利润端已经逐步企稳。从估值来看，医药各板块估值仍处于低位区间。
- **产业政策逐步落地，研发进展持续推进。** 2024 年，多个城市出台了支持创新产业链的地方政策，真正意义上将支持创新落到实处。随着医药反腐、带量采购等政策的稳定，短期负面影响已充分消化，长期医药行业有望迎来高质量发展期。从今年获批的一类新药数量来看，国产新药占比超八成，国产创新已逐步成为国内新药市场的主力。
- **化学制药：集采后业绩稳定，板块估值稳健。** 在经历了九批次带量采购之后，仿制药市场逐步稳定。集采后的统一管理有助于企业降低营销费用，提升利润率。化学制药板块 2024Q1 在营收小幅增长的情况下实现了归母净利润大幅增长。考虑到板块的估值相对稳健，我们看好后集采时代的仿制药企业低估值所带来的投资机会。
- **医疗器械：把握细分增量市场机会。** 国内医疗器械市场处于高速增长阶段，随着全球人口老龄化加剧以及人们对健康意识的提升，医疗器械行业的市场规模有望持续扩大。高值耗材集采常态化，市场对已经纳入集采的产品反应较小，未来主要看点在细分增量市场，通过产品创新满足新的需求。体外诊断板块在经历了疫情带来的爆发式业绩增长后需要回归常规 IVD 业务。医疗设备板块受益于设备更新政策，随着各地采购政策落地，医疗设备景气度有望回升。
- **医疗服务：CXO 板块等待新一轮周期。** CXO 行业近两年的调整一方面行业已经过了初期的高增长时期；另一方面，全球创新药在加息环境下估值压缩，向上游传导至研发外包行业。以创新周期的角度来看，企业业绩释放消化估值，同时周期底部的悲观预期也完全反应在估值之中，行业周期底部特征明显，板块整体行情只需等待新一轮的创新药周期来临。
- **中药：政策呵护、业绩稳健、估值合理。** 近年来针对中药产业的

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

三地方政府齐出台创新药产业相关政策文件，关注中药创新药

已披露年报业绩向好，中药新药申报审评提速，关注 2024 年一季报

血制品板块个股行情分化，关注一季报发布

分析师:

宣潇君

执业证书编号:

S0270522020002

电话:

15121028961

邮箱:

xuanxj@wlzq.com.cn

利好政策不断发布，政府对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。中药板块整体业绩增速稳健，且从内部来看，也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。从估值来看，当前板块整体估值处于适中位置。如果考虑到未来中药产业的发展加速，估值有望进入扩张期。我们更看好中药产业中的品牌 OTC 公司，这类公司具备消费属性，适合长期价值投资；同时公司产品主要在院外零售市场，不受集采限制，自主定价空间大。

风险因素：集采政策力度超预期、创新药创新器械研发失败。

正文目录

1 行业回顾	5
1.1 2024 年上半年医药板块持续承压	5
1.2 工业数据收入端累计同比下滑，利润端逐步企稳	6
1.3 行业整体估值处于历史相对低位	6
2 产业政策逐步落地，研发进展持续推进	7
2.1 创新药产业政策逐步落地	7
2.2 医药反腐持续推进，正本清源长期利好	8
2.3 集采政策逐步稳定	9
2.4 国产研发持续推进	9
2.5 业绩同比转正，常规诊疗业务稳步增长	10
3 化学制药：集采后业绩稳定，板块估值稳健	11
3.1 集采常态化，二级市场影响有限	11
3.2 业绩恢复，估值稳健	11
4 医疗器械：把握细分增量市场机会	12
4.1 市场规模持续增长，国产化机会多	12
4.2 高值耗材：集采常态化，产品创新才有增量市场	14
4.3 体外诊断：疫情影响仍需消化	15
4.4 医疗设备：受益于设备更新政策	15
5 医疗服务：CXO 板块需等待新一轮创新周期	16
5.1 CXO 板块业绩增速下台阶，等待新一轮周期	17
5.2 周期底部，估值压缩	17
6 中药：政策利好，基本面稳健，估值合理	18
6.1 多项政策支持，未来创新发展可期	18
6.2 板块业绩稳健，估值合理	19
6.3 看好中药 OTC：消费属性，院外零售市场扩容	19
7 投资建议	20
8 风险提示	21
8.1 集采政策力度超预期	21
8.2 创新药和创新器械研发失败	21

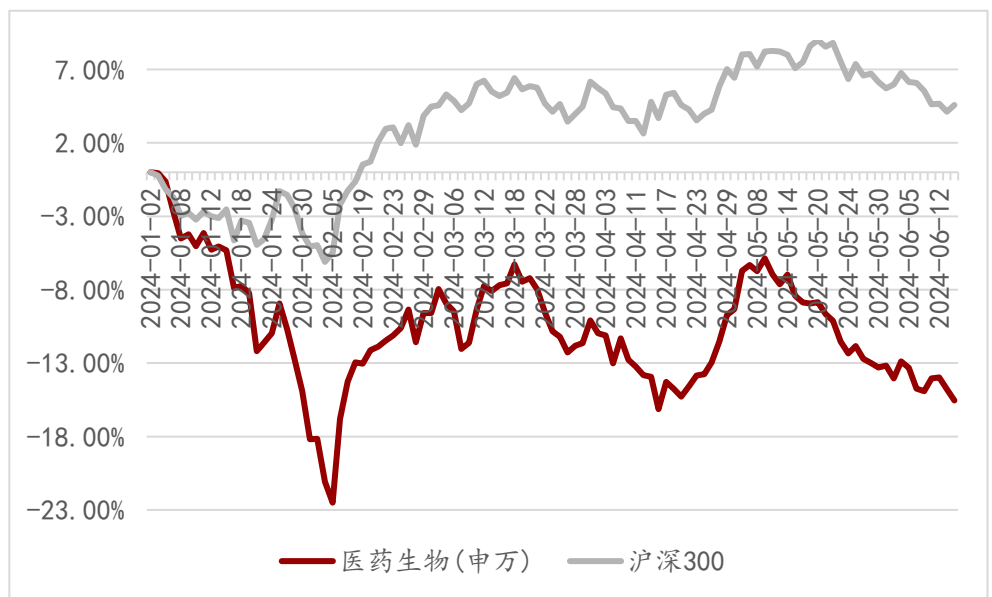
图表 1: 医药生物行业 VS 沪深 300 今年以来行情图 (2024/1/1-2024/06/16)	5
图表 2: 申万一级行业涨跌幅 (2024/1/1-2024/06/16)	5
图表 3: 2024 年上半年 (2024/1/1-2024/06/16) 医药各子行业区间行情	6
图表 4: 医药制造业营业收入累计同比增速 (%)	6
图表 5: 医药制造业利润总额累计同比增速 (%)	6
图表 6: 申万医药指数 vs 沪深 300 指数估值 (PE-TTM)	7
图表 7: 申万医药二级子行业估值 (PE-TTM)	7
图表 8: 2023 年医药行业反腐大事件	9
图表 9: 2024 年上半年已获批的一类新药	10
图表 10: 医药板块业绩同比增速(%)	11
图表 11: 历次药品集采平均降价幅度	11
图表 12: 化学制药板块业绩同比增速 (%)	12
图表 13: 化学制药板块三项费用率 (%)	12
图表 14: 化学制药板块估值 (PE-TTM)	12
图表 15: 中国医疗器械市场规模 (亿元)	13
图表 16: 医疗器械板块业绩同比增速 (%)	13
图表 17: 医疗器械板块三项费用率 (%)	13
图表 18: 医疗器械板块估值 (PE-TTM)	14
图表 19: 国家组织四批次高值耗材集采结果	14
图表 20: 医疗耗材板块业绩同比增速 (%)	15
图表 21: 医疗耗材板块三项费用率 (%)	15
图表 22: 体外诊断板块业绩同比增速 (%)	15
图表 23: 体外诊断板块三项费用率 (%)	15
图表 24: 医疗设备板块业绩同比增速 (%)	16
图表 25: 医疗设备板块三项费用率 (%)	16
图表 26: 医疗服务板块业绩同比增速 (%)	16
图表 27: 医疗服务板块三项费用率 (%)	16
图表 28: 医疗服务板块估值 (PE-TTM)	17
图表 29: 医疗研发外包业绩同比增速 (%)	17
图表 30: 医疗研发外包三项费用率 (%)	17
图表 31: 医疗研发外包板块估值 (PE-TTM)	18
图表 32: 中药板块业绩同比增速 (%)	19
图表 33: 中药板块三项费用率 (%)	19
图表 34: 中药板块估值 (PE-TTM)	19
图表 35: 2023 年健康产业品牌价值 TOP10	20
图表 36: 片仔癀锭剂国内市场零售价格 (元/粒) 及调价幅度(%)	20

1 行业回顾

1.1 2024 年上半年医药板块持续承压

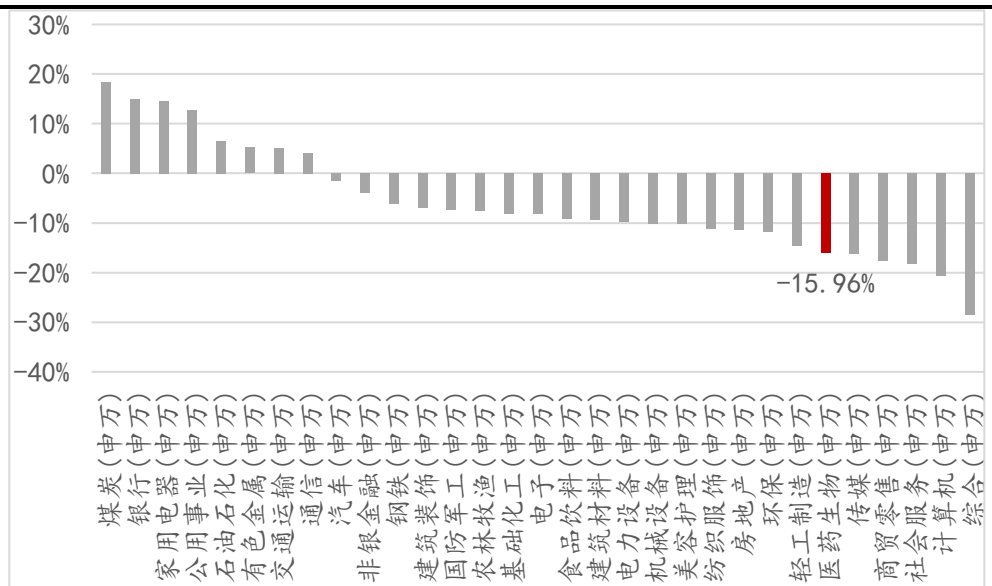
医药板块指数持续低迷。2024年上半年（2024/1/1-2024/6/16）申万医药生物指数下跌15.54%，同期沪深300指数上涨4.58%，医药板块跑输沪深300指数20.12个百分点。今年以来，医药板块持续承压，整体下跌明显，仅有部分交易月呈现局部小反弹行情。从申万一级行业横向对比来看，医药生物板块涨幅在31个一级子行业中排名26，表现较差。

图表1: 医药生物行业VS沪深300今年以来行情图（2024/1/1-2024/6/16）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 申万一级行业涨跌幅（2024/1/1-2024/6/16）

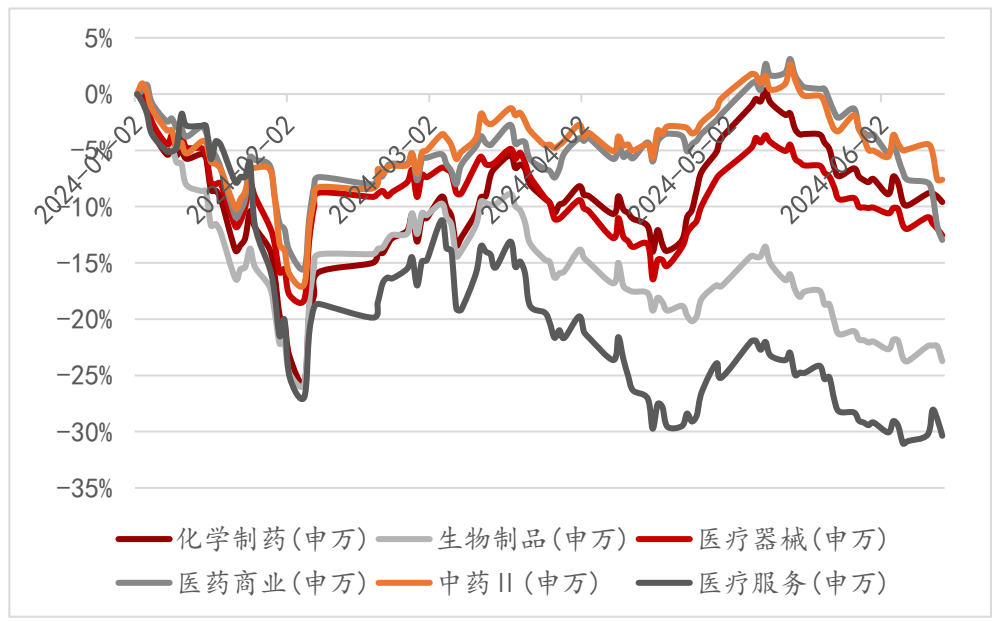


资料来源: Wind, 万联证券研究所

二级子行业均表现不佳，创新药相关产业链跌幅较大。受美国《生物安全法》事件持续影响，与创新药产业链相关的医疗服务、生物制品板块跌幅较大，而以中药为代表的内循环产业明显较为抗跌。六大子行业的涨跌幅依次为：中药（-7.61%）、化学制

药 (-9.60%)、医疗器械 (-12.55%)、医药商业 (-12.97%)、生物制品 (-23.74%)、医疗服务 (-30.37%)。

图表3: 2024年上半年 (2024/1/1-2024/06/16) 医药各子行业区间行情



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 工业数据收入端累计同比下滑, 利润端逐步企稳

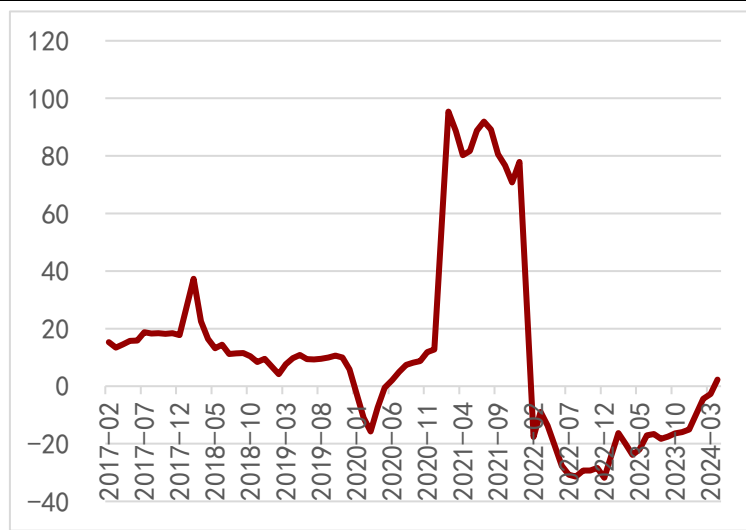
医药工业数据利润端逐步企稳。根据国家统计局数据, 2024年1-4月, 医药制造业企业营业收入累计同比下降0.8%, 利润总额累计同比增长2.3%。受医控制费力度加大、新药研发投入增加、疫情相关产品收入下滑等因素影响, 近两年医药制造业收入和利润呈现较小波动, 增速相较此前有所下滑, 但利润端已有逐步复苏的迹象。

图表4: 医药制造业营业收入累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 医药制造业利润总额累计同比增速 (%)

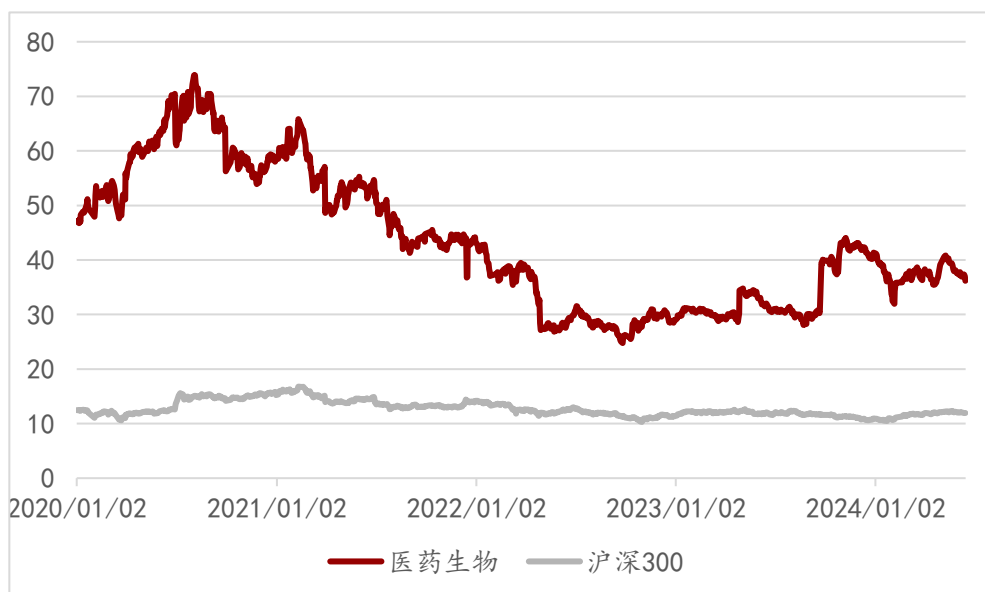


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 行业整体估值处于历史相对低位

截至2024年6月16日, 申万医药指数整体估值 (PE, TTM), 同期沪深300指数估值11.96倍。从医药行业的历史估值来看, 当前指数的估值尚处于相对低位, 行业整体估值已经具备性价比。

图表6: 申万医药指数vs沪深300指数估值 (PE-TTM)

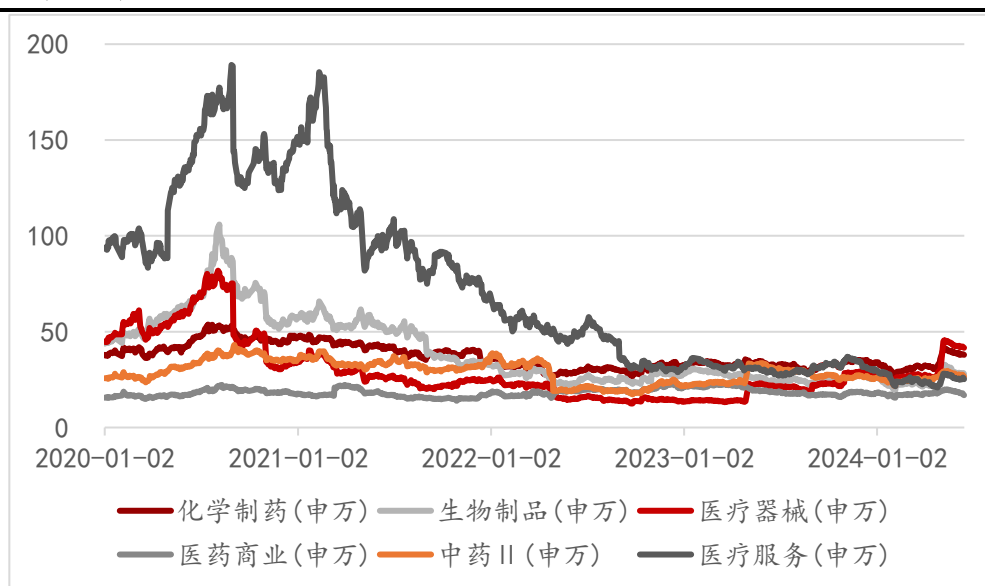


资料来源: Wind, 万联证券研究所

从二级子行业来看, 估值均收缩至低位区间。

以2024年6月16日收盘价计算PE (TTM), 细分板块估值分别为: 化学制药37.89X、生物制品27.94X、医疗器械41.54X、医药商业16.80X、中药26.58X、医疗服务25.17X。从总体趋势来看, 各个子行业的估值都向低位区间收敛。尤其以医疗服务板块为代表, 从高位的180多倍PE到当前仅25.17X。从历史行情来看, 估值扩张期往往是行业景气度高时, 该阶段业绩和估值双升带来上涨行情。当前各个子行业估值都向低位区间收敛, 与行业景气度下行周期相匹配, 同时也为下一轮的估值扩张积累动能。

图表7: 申万医药二级子行业估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 产业政策逐步落地, 研发进展持续推进

2.1 创新药产业政策逐步落地

医药创新一直是政策鼓励和支持的方向。2020年，新的《药品注册管理办法》正式实施，该政策文件鼓励研究创制新药，对创制的新药、治疗疑难危重疾病的新药实行特殊审批。改革的启动，让创新药产业的崛起迎来了契机。过去几年的政策改革已经卓有成效，制度层面对创新的高效率监管已经基本形成。

今年以来，北京、广州、珠海等多个城市先后出台了多项政策，明确提出要支持创新药研发、加速科技创新落地，地方细则政策的出台有利于创新药行业的发展，使得创新药的鼓励支持政策从高屋建瓴逐步落地生根。

2024年4月17日，北京市医疗保障局联合多部门发布了《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》的通知。通知明确提出：1) **着力提升创新医药临床研究质效**；2) **助力加速创新药械审评审批**；3) **大力促进医药贸易便利化**；4) **加力促进创新医药临床应用**；5) **努力拓展创新医药支付渠道**；6) **鼓励医疗健康数据赋能创新**；7) **强化创新医药企业投融资支持**。

2024年1月19日，广州市印发《广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施》；4月7日，《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》发布；之后4月29日，《广州南沙促进生物医药产业高质量发展扶持办法》出台。随着支持生物医药全流程、全链条的政策扶持体系加快形成，广州冲击全球生物医药创新与产业发展高地将迎来持续强劲驱动力。

2024年4月1日，珠海市发布《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（征求意见稿）》，同样聚焦资金扶持，对化学药品1-2类、生物制品（按药品管理的诊断试剂除外）、中药（中药创新药、中药改良型新药），根据研发各阶段成果给予奖励，有效期至2027年12月31日。具体奖励措施包括：

- 对完成I、II、III期临床试验阶段（完成关键性临床试验可根据实际情况判定视为完成I、II或III期临床），分别给予最高300万元、500万元和1000万元一次性奖励；
- 对获得药品注册证书并实现销售的，按药品注册分类标准给予最高1000万元奖励；
- 对创新型高端制剂（包括纳米粒、微球、脂质体、控释、缓释剂型以及微针等创新剂型）单品种首个注册证书再给予100万元奖励；
- 对创新药研发期间获得突破性疗法和附条件批准的，再给予100万元奖励；
- 单个企业每年新药研发相关奖励最高不超过2000万元。

2.2 医药反腐持续推进，正本清源长期利好

医药反腐短期有压力，长期利好行业发展。存在于医药经销体系的过度营销投入虽然对短期的销售有帮助，但是对行业长期的创新发展无疑是有害的。当公司可以通过砸钱营销就能获取可观利润时，产品的研发创新看起来就非常不具有性价比。医疗反腐虽然短期可能对部分公司的销售有影响，但是我们更看好行业的严监管驱使公司去投入研发创新，进而行业能长期健康地发展下去。

2024年4月11日，中央纪委国家监委网站发布《理论视野 | 营造风清气正医药行业生态》新闻稿，文章提出在医药领域，腐败问题严重稀释了医药事业改革发展红利，蚕食了人民群众权益，既掣肘医疗、医保、医药事业改革发展，也危害了医药卫生领域绝大多数人的利益。这些问题严重损毁医药行业和医务人员形象，严重干扰医务人员正常执业和医疗机构诊疗秩序，需要通过集中整治，一体推进“三不腐”，加大案件

查办力度，完善制度，端正行业风气，为医务人员创造更加健康的工作环境，为医药行业发展改革清障护航。医药领域正风肃纪反腐永远在路上。要避免前紧后松、时紧时松，加强对工作落实情况监督和对推进节奏的把控，对理解政策有偏差、落实举措不到位的及时纠正，对有令不行、打折扣搞变通的严肃追责，确保督出力度、督出效果。集中整治医药领域腐败问题是推动健康中国战略实施、净化医药行业生态、维护群众切身利益的必然要求，是促进医药行业高质量发展、完善医药治理体系建设的重要保障。

图表8: 2023年医药行业反腐大事件

时间	事件
2023/1/15	中央纪委国家监委网站发布《坚决打好反腐败斗争攻坚战持久战》一文，要进一步深化民生领域不正之风和腐败问题专项整治工作，集中纠治就业创业、教育医疗、养老社保、生态环保、安全生产、食品药品安全等民生领域群众反映强烈的突出问题。
2023/5/10	国家卫健委等14个部门日前联合印发《2023年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》，要求健全完善行风治理体系，重点整治医药领域突出腐败问题。
2023/7/15	国家医保局等四部门联合发布《2023年医疗保障基金飞行检查工作的通知》，针对定点医疗机构，主要检查内控管理、财务管理、药品消耗集中带量采购执行情况、医保基金使用过程中涉及的医疗服务行为和收费行为等。
2023/7/21	国家卫健委等10部门召开全国医药领域腐败问题集中整治工作视频会议。
2023/7/28	中央纪委国家监委召开动员会，部署纪委监委机关配和开展全国医药领域腐败问题集中整治。
2023/8/15	国家卫健委官网发布《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》，就开展医药领域腐败问题集中整治工作的目的、主要原则、重点内容和措施等进行解读。

资料来源：中央纪委国家监委官网、中国政府网、国家医保局，万联证券研究所

2.3 集采政策逐步稳定

从集采的进展来看，目前集采范围已经涵盖了临床常用的多数药物类别和种类，集采前期工作逐步完成，后续主要的任务在于集采产品的稳定供应以及集采范围的更新。对企业来说，集采无疑会重构竞争格局，是否纳入集采直接影响公司的竞争策略。但是从二级市场反应来看，带量采购基本已经对股价波动影响较小，对于常态化的集采，市场已经充分接受。

2024年1月10日，国家医保局发布《关于加强医药集中带量采购中选产品供应保障工作的通知》，要求1)及时组织签订采购协议。每批次集采落地执行前，各地医保部门应组织中选企业与医疗机构在规定时间内签订采购协议，压实合同履约责任。对中选后长期不签合同，导致医疗机构无法开展采购、影响临床使用的，应视情节取消相关企业中选资格或按规定给予医药价格和招采失信评级。2)畅通医疗机构反馈问题渠道。各级医保部门要强化供需对接，建立医疗机构与中选企业线上沟通协调机制，畅通供应问题反馈收集渠道。3)积极协调应对短时间激增需求。出现需求大幅波动时，要指导医疗机构合理下单、不过度囤积，统筹做好医疗机构间调剂使用，加大疗效类似药品的供应，加强科学引导，不盲目指定具体品牌。督促配送企业履行配送责任，不囤积居奇，不违规倒货窜货，确保短时间需求激增的品种正常配送。4)做好中选产品供应情况监测。5)探索建立供应情况评价机制，加强供应情况评分结果应用。

2.4 国产研发持续推进

2024年上半年(截止6月19日)，国家药品监督管理局累计批准22款一类新药上市，其

中国产新药18款，占比超过8成。国产企业在新药研发上持续发力，已经逐步占据国内新药市场。

图表9：2024年上半年已获批的一类新药

药品名称	企业名称	获批日期	适应症
仑卡奈单抗	卫材	1月5日	轻度认知障碍和阿尔茨海默病轻度痴呆
儿茶上清丸	齐进药业	1月8日	口腔溃疡
脯氨酸加格列净	惠升生物	1月16日	2型糖尿病
富马酸泰吉利定	恒瑞医药	1月30日	腹部手术后中重度疼痛
可伐利单抗	罗氏制药	2月6日	阵发性睡眠性血红蛋白尿症
九味止咳口服液	卓和药业	2月20日	急性气管-支气管炎咳嗽
泽沃基奥仑赛	科济药业	2月23日	复发或难治性多发性骨髓瘤
秦威颗粒	成都华西天然药物有限公司	3月12日	急性痛风性关节炎 风湿郁热证
妥拉美替尼	上海科州药物研发有限公司	3月12日	晚期黑色素瘤
盐酸伊普可泮	诺华	4月24日	阵发性睡眠性血红蛋白尿症
富马酸安奈克替尼	正大天晴	4月24日	局部晚期或转移性非小细胞肺癌
恩替司他	亿腾景昂药业	4月24日	局部晚期或转移性乳腺癌患者
贝莫苏拜单抗	正大天晴	4月30日	广泛期小细胞肺癌
瑞普替尼	百时美施贵宝	5月8日	局部晚期或转移性非小细胞肺癌
甲磺酸瑞齐替尼	倍而达药业	5月15日	非小细胞肺癌
苯磺酸克利加巴林	海思科医药	5月15日	糖尿病性周围神经病理性疼痛
舒巴坦钠/度洛巴坦钠组合	恩塔西斯	5月15日	细菌性肺炎
依沃西单抗	康方生物	5月21日	EGFR 阳性非鳞状非小细胞肺癌
泽美洛韦	兴盟生物	6月4日	抗狂犬病毒
枸橼酸依奉阿克	正大天晴	6月11日	非小细胞肺癌
甲磺酸瑞厄替尼片	圣和药业	6月11日	非小细胞肺癌
戈利昔替尼胶囊	迪哲药业	6月19日	淋巴瘤

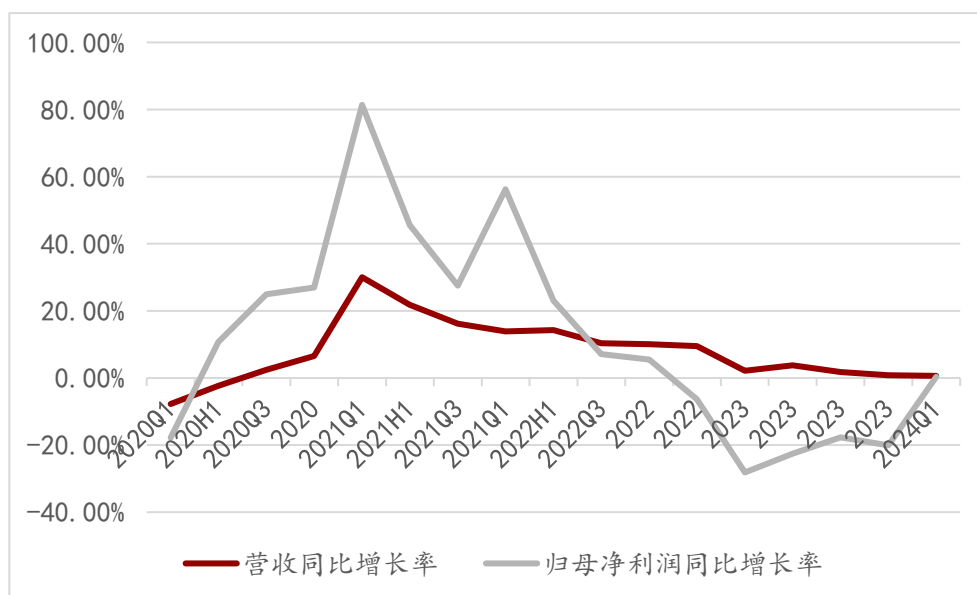
资料来源：NMPA，CDE，万联证券研究所

2.5 业绩同比转正，常规诊疗业务稳步增长

2020-2023年，受疫情扰动医药板块业绩整体呈现高波动。2024年Q1，板块整体营收

同比增长0.63%，归母净利润同比增长0.36%。在经历了过去几年的大幅波动后逐步回升企稳。随着政策逐步稳定，常规诊疗业务的持续恢复，医药板块的业绩也将逐步趋向稳定上升。

图表10: 医药板块业绩同比增速(%)



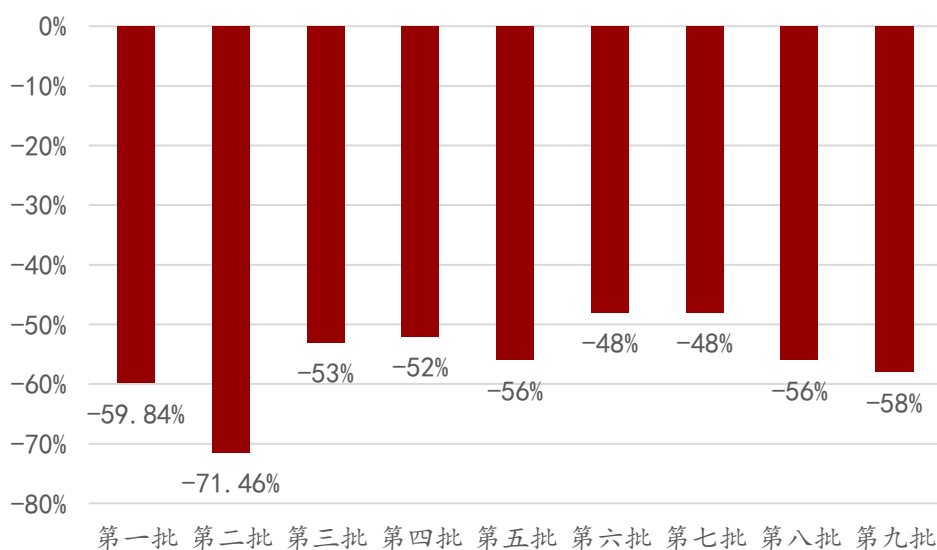
资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 化学制药: 集采后业绩稳定, 板块估值稳健

3.1 集采常态化, 二级市场影响有限

2023年11月6日, 第九批国家组织药品集中带量采购在上海开标, 并产生拟中选结果: 41种药品采购成功, 拟中选产品平均降价58%。至此, 国家组织药品集采已经覆盖374种药品, 为患者减轻用药负担, 为医保基金节约开支。

图表11: 历次药品集采平均降价幅度

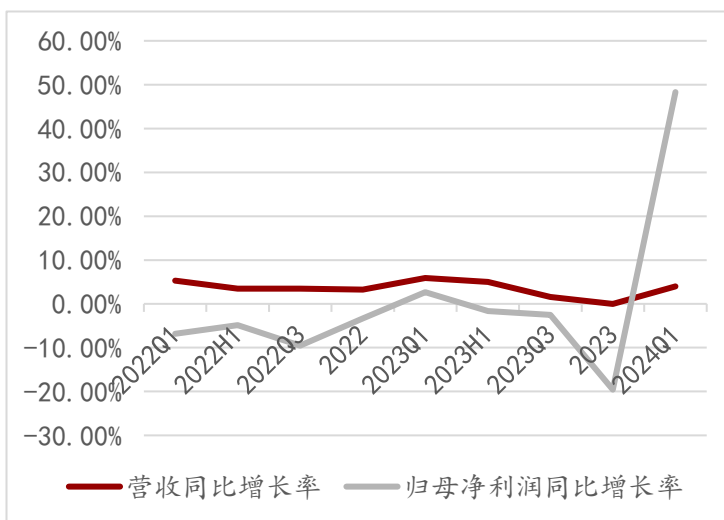


资料来源: 中国政府网, 万联证券研究所

3.2 业绩恢复, 估值稳健

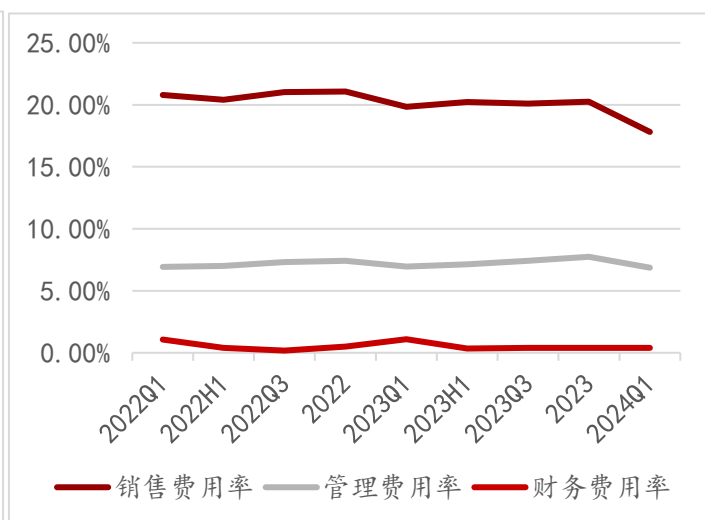
2024年Q1化学制药板块营业收入同比增长3.99%，归母净利润同比增长48.30%。在营收小幅增长的情况下业绩大幅增长，主要原因为集采后销售费用管控大幅压缩了费用率，同时仿制药企业面对集采调整业务结构实现了降本增效。

图表12: 化学制药板块业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

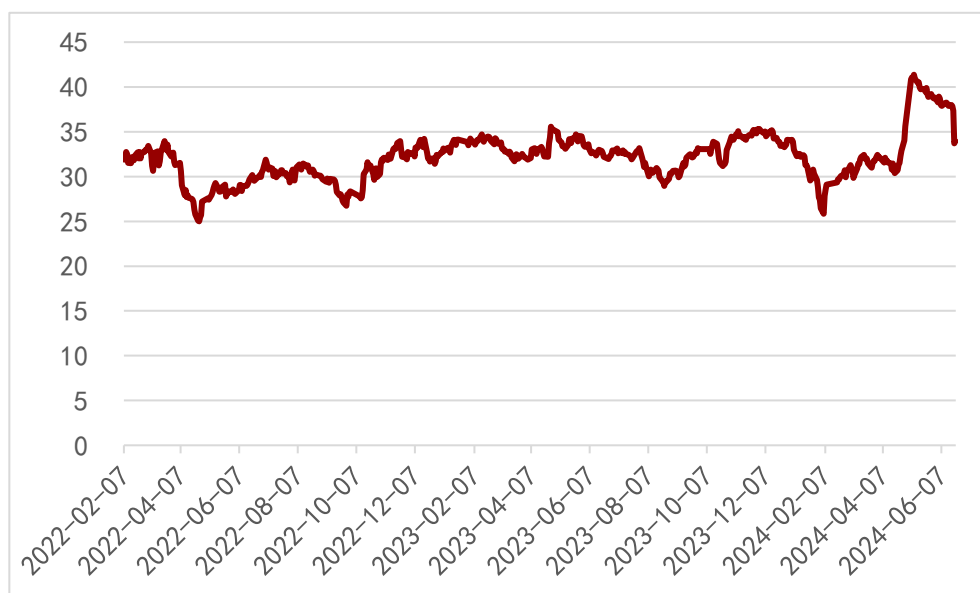
图表13: 化学制药板块三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

化学制药板块当前估值33.97X (PE-TTM, 以2024年6月21日收盘价计算), 无论是板块历史估值区间还是当前的估值都相对稳定, 这也反映了化学制药板块的整体经营和业绩的稳定性。

图表14: 化学制药板块估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

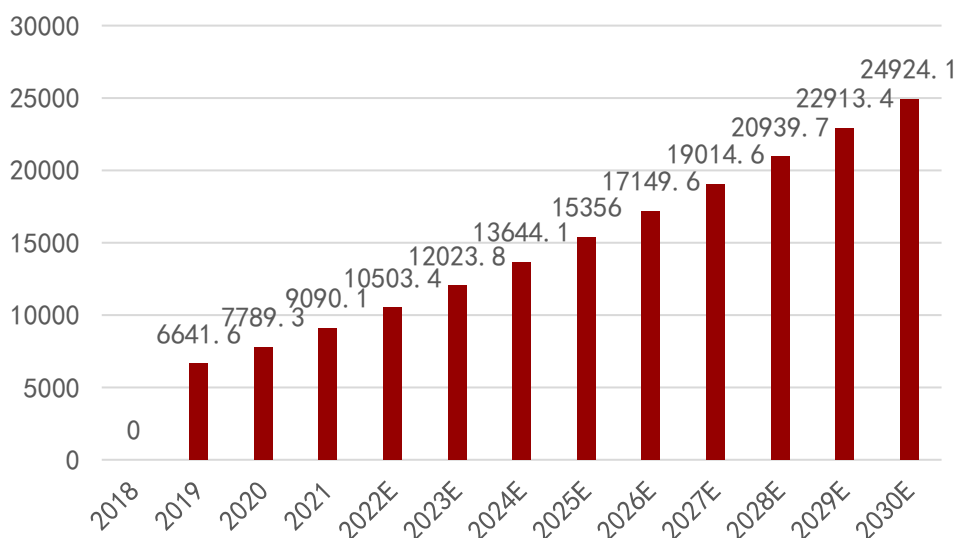
4 医疗器械: 把握细分增量市场机会

4.1 市场规模持续增长, 国产化机会多

国内医疗器械市场处于高速成长阶段。随着全球人口老龄化加剧以及人们对健康意识的提升, 医疗器械行业的市场规模有望持续扩大。2021年中国医疗器械市场规模约

为9090.1亿人民币，预计将于2030年达到约24,924.1亿人民币，2021年至2030年期间复合年增长率约为11.9%。考虑到国产替代化加速以及头部龙头公司的优势，预计细分领域的头部公司将获得更高的增长。

图表15: 中国医疗器械市场规模 (亿元)

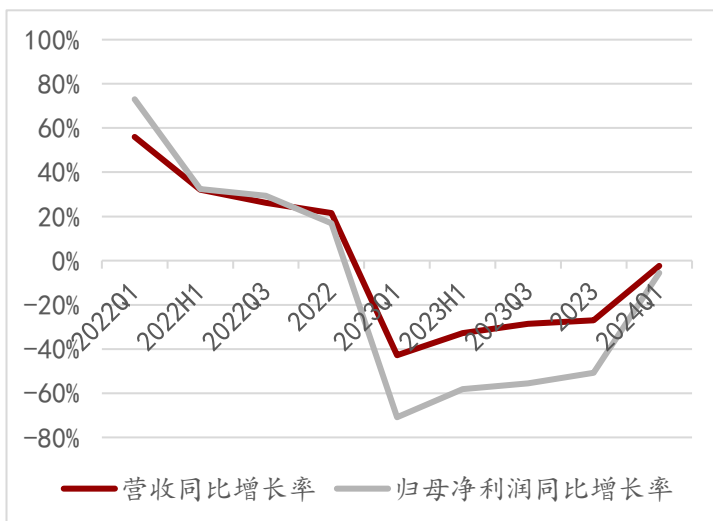


资料来源: 天星医疗招股书, 万联证券研究所

国产医疗器械进口替代空间大。国内医疗器械公司以中小型企业为主，主要从事低附加值的医疗耗材领域。在高端医疗器械领域仍是外资巨头主导市场。不过随着国内企业研发投入和技术发展，已经有越来越多的国产医疗器械企业向高端市场进军，部分龙头企业甚至在全球医疗器械市场也占有一席之地。例如冠脉支架行业，国产企业几乎完成了对外资品牌的进口替代。

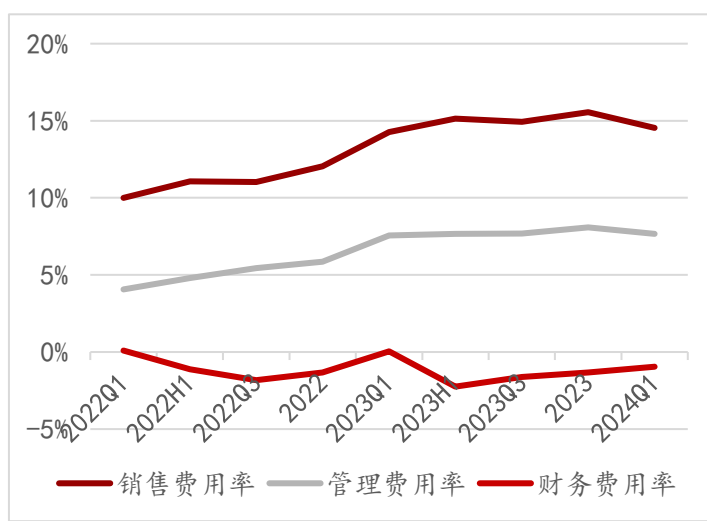
业绩逐步恢复常态增长。医疗器械板块由于有较多的疫情相关业务（设备、耗材、诊断试剂等），过去几年的业绩增速上下波动较大。2024年Q1，整个医疗器械板块营收同比下降2.41%，归母净利润同比下降5.59%。从季度同比的趋势来看，已经逐步摆脱了疫情的影响，重新回到常态化的业务增长中。

图表16: 医疗器械板块业绩同比增速 (%)



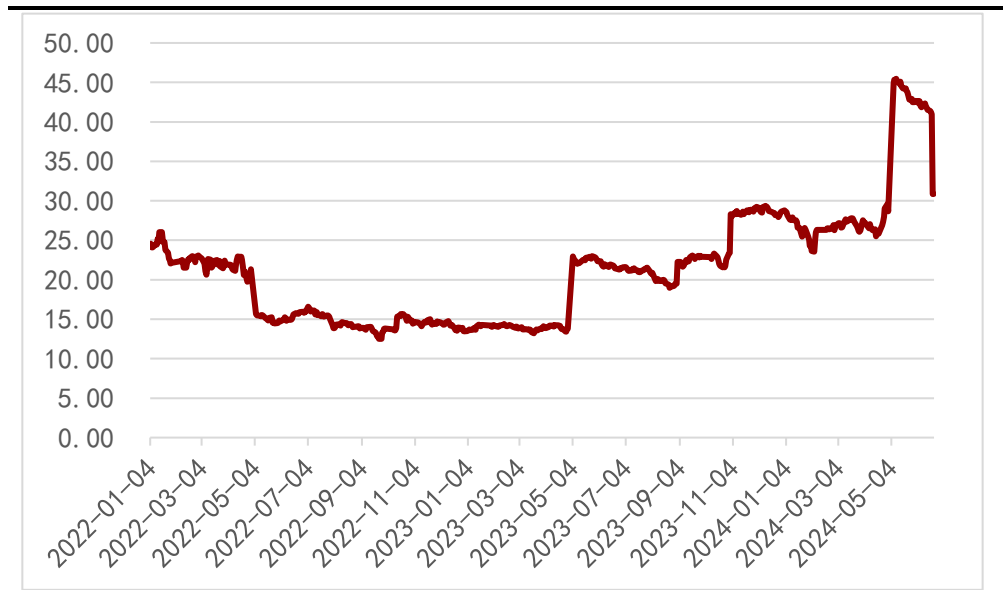
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 医疗器械板块三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 医疗器械板块估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.2 高值耗材: 集采常态化, 产品创新才有增量市场

2020年以来, 国家已经组织了4轮高值耗材集采。前三轮分别针对冠脉支架、人工关节以及骨科脊柱类耗材, 集采中标产品平均降价超过80%。第四轮国家集采于2023年在天津开标, 本次集采覆盖人工晶体、运动医学相关高值耗材。最终中选产品平均降价70%左右, 降幅较前三次有所减少, 其中人工晶体类耗材平均降价60%, 预计每年可节约费用39亿元, 运动医学类耗材平均降价74%, 预计每年可节约费用67亿元。

图表19: 国家组织四批次高值耗材集采结果

	第一批	第二批	第三批	第四批	
集采对象	冠脉支架	人工关节	脊柱	人工晶体	运动医学类高值耗材
时间	2020/11	2021/9	2022/9	2023/11	
平均降价幅度	93%	82%	84%	60%	74%

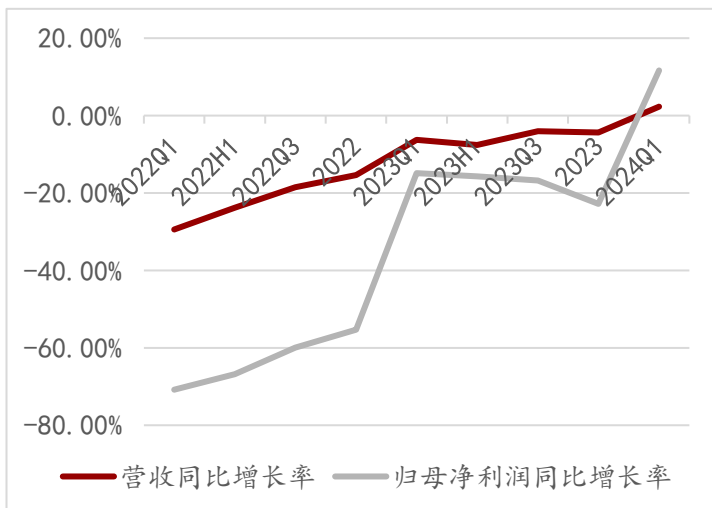
资料来源: 国家医保局、中国政府网, 万联证券研究所

由于前几轮集采的结果已经奠定了集采的基调, 以及对可能会被集采的公司和产品降价幅度都有充分预期, 二级市场股价反应普遍较为平淡。我们认为这也是新政策之下的一种市场新常态, 未来集采常态化之后, 高值耗材的成长逻辑主要来自新产品的创新研发。

新需求驱动产品创新发展。尽管冠脉支架、人工关节等高值耗材产品纷纷被纳入集采范围, 相应市场规模萎缩。但是医疗技术的进步和生活方式、人口结构的改变, 都会推动新的产品涌现和发展。高值耗材本质上是人们对更高医疗质量的追求, 只要有新需求就会有新的产品。

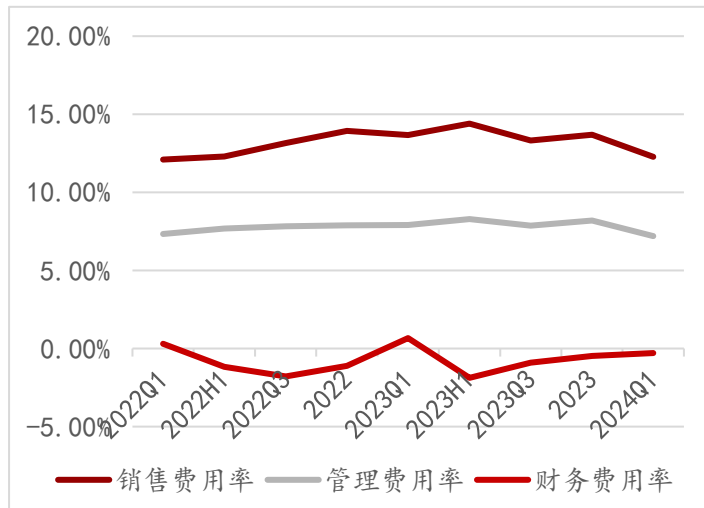
2024Q1医疗耗材板块营收同比增长2.30%, 归母净利润同比增长11.66%, 2022年以来板块业绩首个季度同比增速转正。医疗耗材板块正逐步摆脱疫情和集采的影响。

图表20: 医疗耗材板块业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 医疗耗材板块三项费用率 (%)

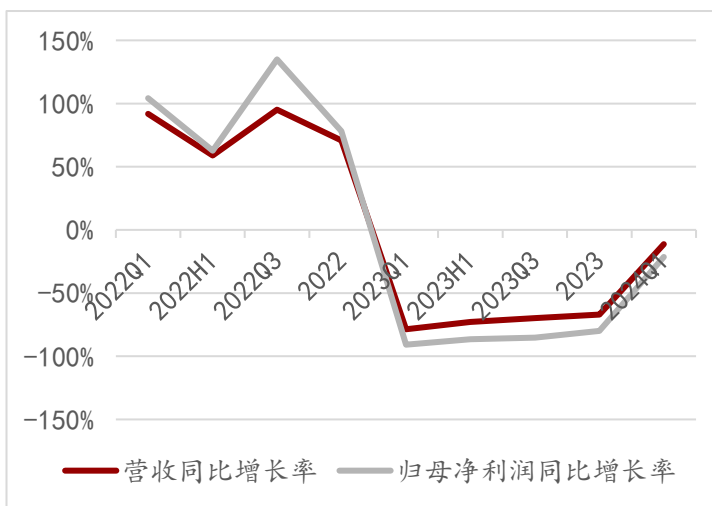


资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.3 体外诊断: 疫情影响仍需消化

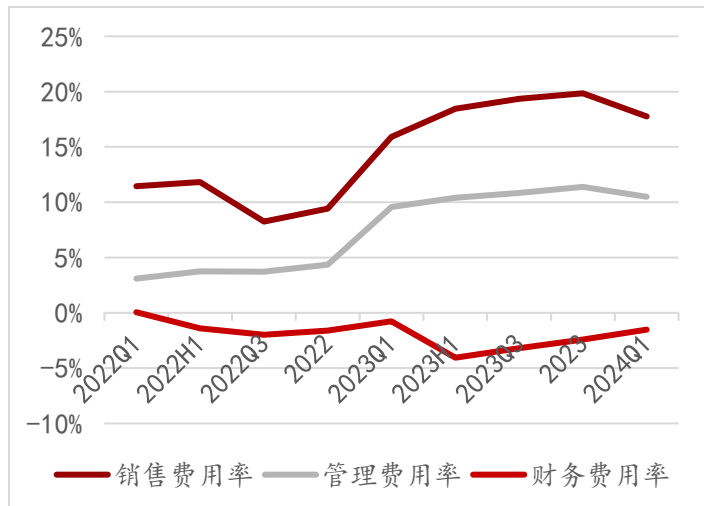
体外诊断过去两年受益于疫情需求, 业绩出现了爆发式增长。但是新冠之后疫情相关业务骤减, 同比增速大幅下滑。同时部分公司在疫情期间扩产能固定资产投入增加, 折旧对业绩也有负面影响。2024年Q1, 体外诊断板块营收同比下滑11.41%, 归母净利润同比下滑21.34%。

图表22: 体外诊断板块业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 体外诊断板块三项费用率 (%)



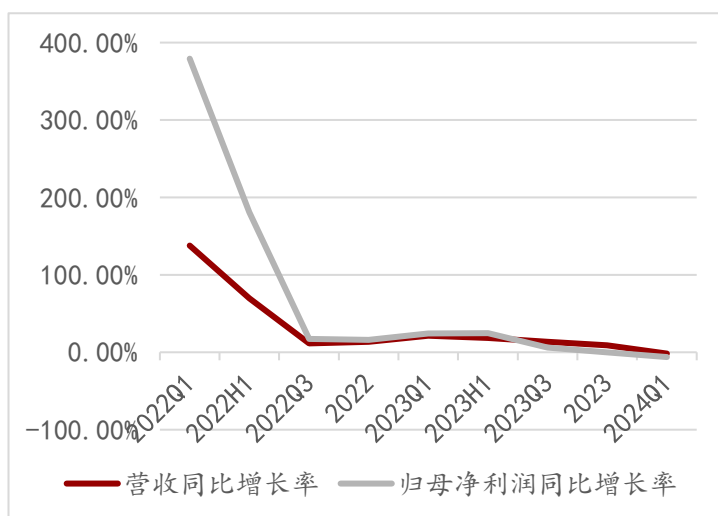
资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.4 医疗设备: 受益于设备更新政策

2024年3月, 国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知。其中, 关于医疗设备提出了“加强优质高效医疗卫生服务体系建设和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”。随后各地政府也陆续出台了设备以旧换新的具体措施。从落地时间来看, 政策出台到企业的具体订单业绩尚需时间, 但是医疗设备的采购政策有

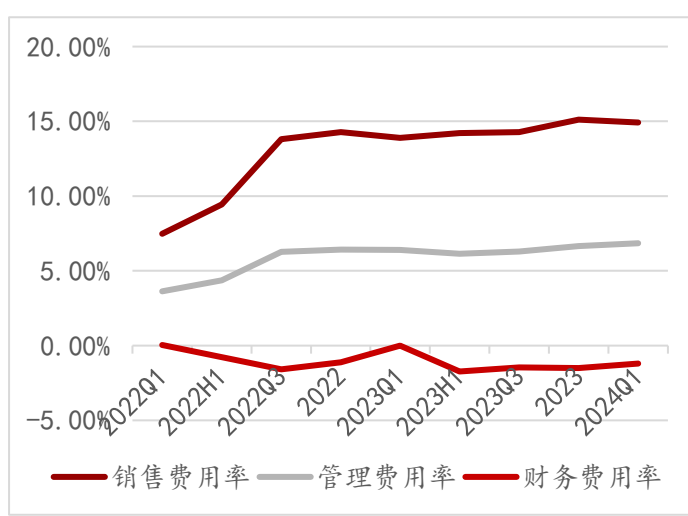
望带来行业景气度的提升。

图表24: 医疗设备板块业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 医疗设备板块三项费用率 (%)

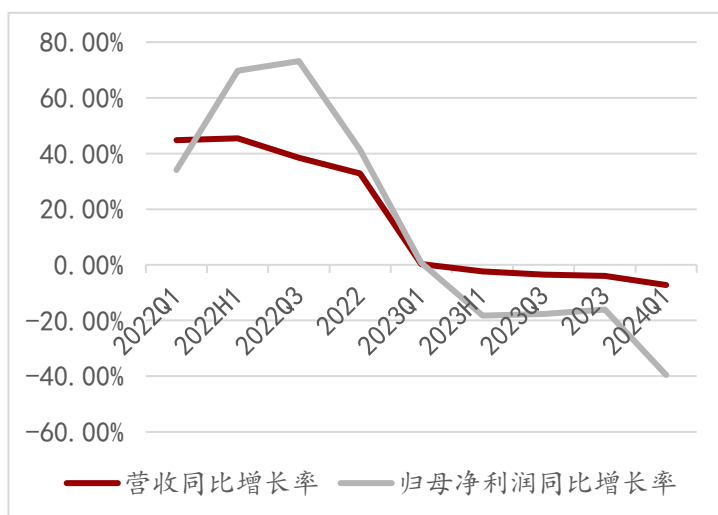


资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 医疗服务: CXO 板块需等待新一轮创新周期

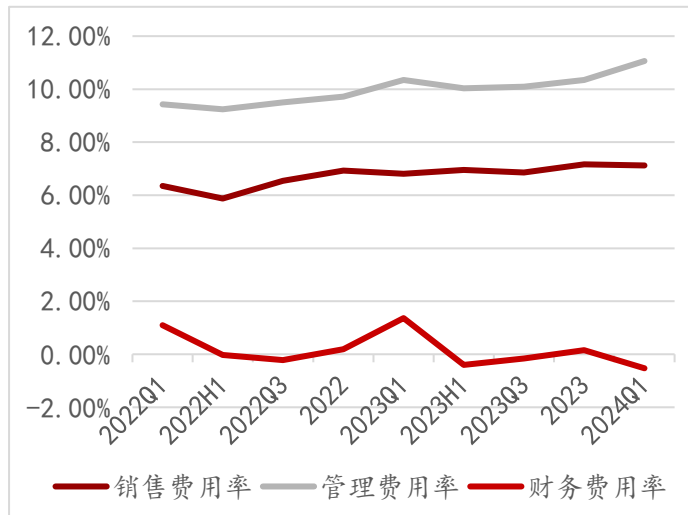
医疗服务板块包括医院、诊断服务、医疗研发外包服务、其他医疗服务等细分方向。从市值占比和公司数量占比来看, 医疗研发外包板块占据板块多数。因此, CXO 板块近几年的低迷也影响了医疗服务板块的整体业绩和行情走势。2024年Q1, 医疗服务板块营收同比下滑7.24%, 归母净利润同比下滑-39.53%。

图表26: 医疗服务板块业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表27: 医疗服务板块三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从估值角度来看, 医疗服务板块整体估值 (PE-TTM, 以2024年6月21日收盘价计算) 23.08X, 在经过几年的杀估值之后已经来到了相对低位区间。

图表28: 医疗服务板块估值 (PE-TTM)

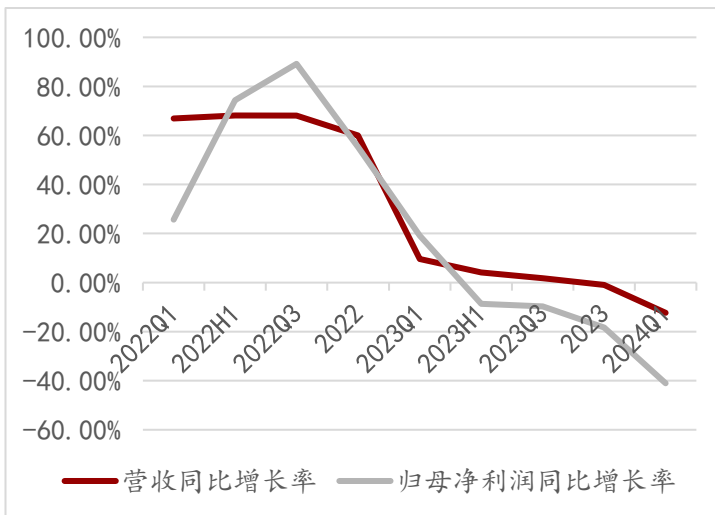


资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.1 CXO 板块业绩增速下台阶，等待新一轮周期

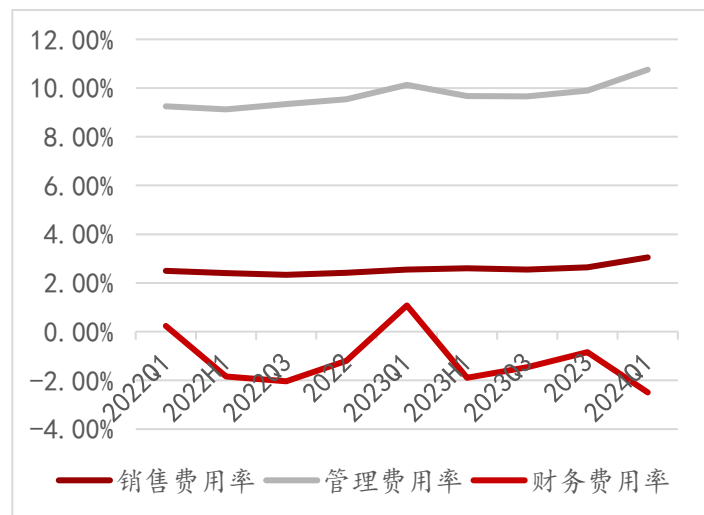
从CXO板块业绩增速来看，自2022年下半年CXO板块的整体业绩增速开始下台阶，2023H1转负，2024年Q1业绩同比更是大幅下降。其中部分是受2022年新冠相关业绩高基数影响，但是更重要的是行业在经历了过去几年的快速发展之后不可避免出现边际增速放缓的趋势。在全球医药生物融资寒冬情况下，上游的创新药企融资困难，对CXO的订单必然会减少。

图表29: 医疗研发外包业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 医疗研发外包三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.2 周期底部，估值压缩

CXO板块的估值同样剧烈调整，当前板块整体估值18.30X (PE-TTM, 以2024年6月21日收盘价计算)，相较于板块股价高点动辄100X PE的高估值大幅压缩。

当前杀估值的主要原因行业已经过了初期的高增长时期，毕竟任何一个行业都很难一直维持50%以上的复合增长率；另一方面，美联储加息周期，全球创新药融资环境趋紧，创新药企业研发支出减少，进而向上游传导至研发外包行业。

如果以创新周期的角度来看，当前的低估值其实反映了行业进入周期底部，企业业绩释放消化估值，同时周期底部的悲观预期也完全反应在估值之中。

图表31: 医疗研发外包板块估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

CXO行业是一个商业模式好、成长性较高的赛道，海外CXO巨头的成功路径充分证明了这一点，而国内CXO企业拥有足够的人才储备、良好的成本控制优势以及高效的研发交付能力，未来尚有很大的市场提升空间。当前CXO板块的调整需要等待创新药研发进入新一轮的景气周期，届时“卖铲子”的CXO公司有望迎来新一轮的成长周期。

6 中药：政策利好，基本面稳健，估值合理

6.1 多项政策支持，未来创新发展可期

近年来针对中药产业的利好政策不断发布，对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。在政策鼓励支持下，中医药未来将迎来蓬勃发展时期。

2022年3月3日，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，提出到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。从加强中药资源保护和利用、加强道地药材管理、提升产业水平、加强监管四个方面详细阐述了“十四五”期间中药行业的重点工作。

2023年2月28日，国务院办公厅印发了关于《中医药振兴发展重大工程实施方案》的通知，提出要推进建设优质高效中医药服务体系，基本实现县办中医医疗机构全覆盖，显著提升中医药重大疾病防控救治和应急处置能力，推动优质医疗资源扩容和均衡布局，更好满足群众就近享有高质量中医医疗服务需求。

2023年4月28日，国家中医药管理局、国家发展改革委、国家卫生健康委等多部门在关于全面加强县级中医医院建设基本实现县办中医医疗机构全覆盖的通知中提出，要完善县办中医医疗机构设置、加强县级中医医院基础设施建设、推动实现县办中医医疗机构全覆盖。

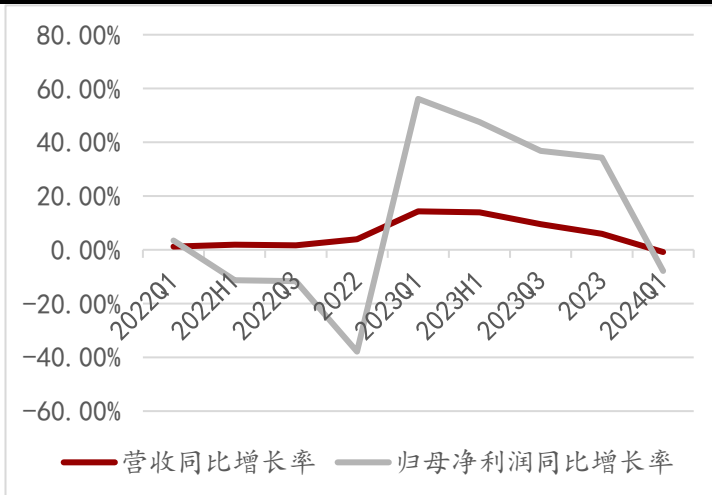
2024年1月23至24日，2024年全国中医药局长会议在北京召开。会议指出，中医药系统要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻习近平总书

记关于中医药工作的重要论述，以贯彻实施《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》为主线，以深入实施中医药振兴发展重大工程为抓手，坚持守正创新，推进深化改革，强化统筹协调，狠抓内涵建设，发挥特色优势，加快推动中医药高质量发展。

6.2 板块业绩稳健，估值合理

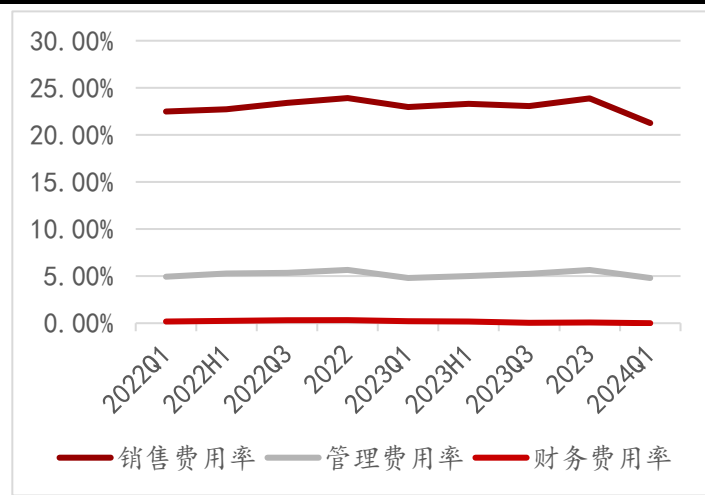
中药板块整体业绩增速一直维持在10%上下(2020年受康美药业事件影响,2021及2022年受疫情影响),属于医药子行业中稳健增长的代表。且从内部来看,也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。

图表32: 中药板块业绩同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

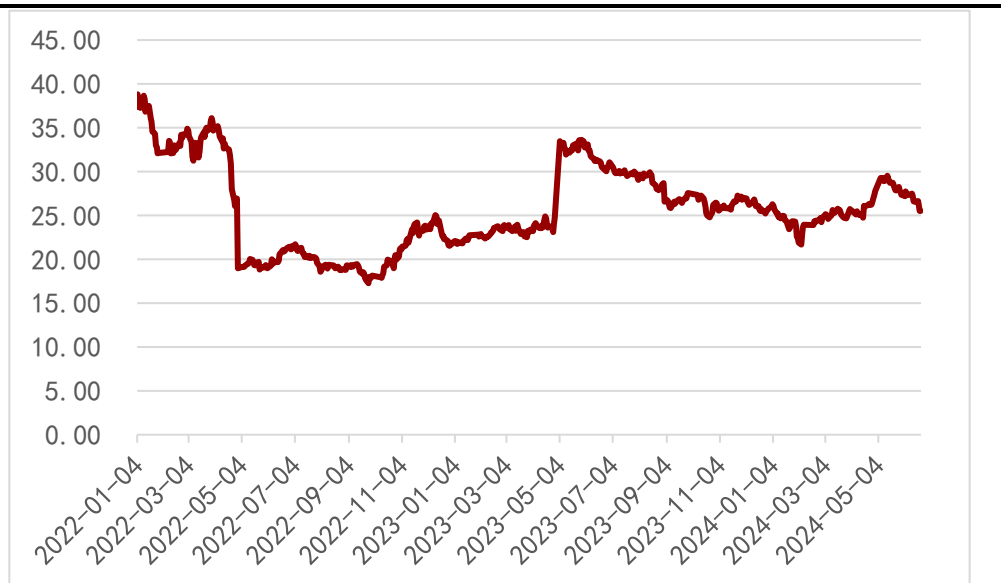
图表33: 中药板块三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从估值来看,当前板块整体估值25.53X PE-TTM(以2024年6月21日收盘价计算),从历史分位来看位于适中位置。如果未来中药产业的发展加速,估值有望进入扩张期。

图表34: 中药板块估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6.3 看好中药 OTC: 消费属性, 院外零售市场扩容

品牌中药OTC具备消费属性。相较于院内处方药,中药OTC主要在院外市场销售,包括

零售药店、互联网药房等。具备品牌效应的OTC药物更容易被认可，因而更具备长期投资价值。根据中康国际在2023西普会上发布的2023健康产业品牌价值榜，上榜的OTC品牌数量持续增长，达到27个，其中中成药品牌占比超过59%。东阿阿胶、云南白药、以岭莲花清瘟、片仔癀4个中药OTC品牌价值更是占据榜单前列，中药OTC的品牌价值广泛得到消费者和产业内的认可。

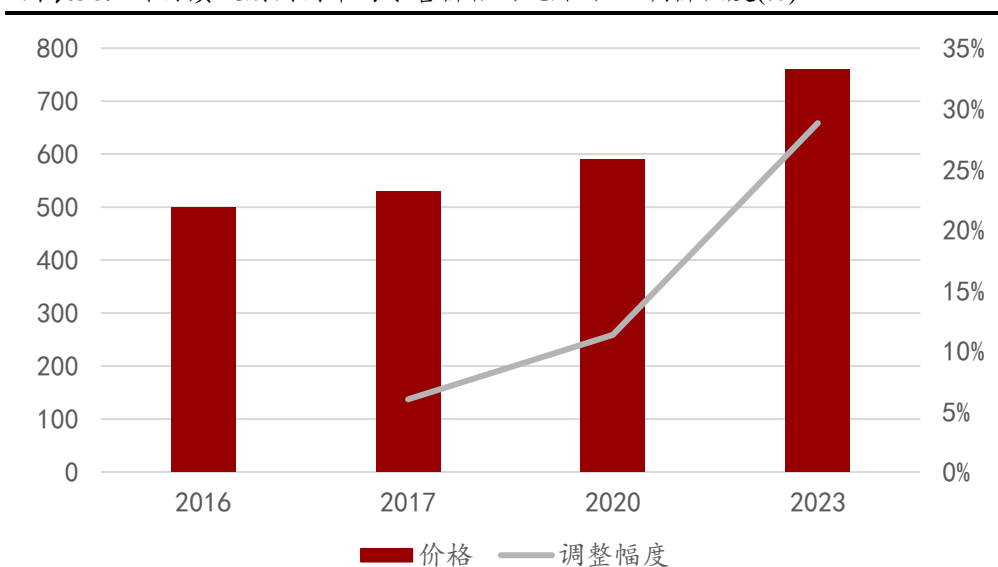
图表35: 2023年健康产业品牌价值TOP10

	品牌名	品牌价值(亿元)	备注
1	东阿阿胶	157.33	补气补血药
2	云南白药	155.42	外用镇痛药
3	以岭莲花清瘟	141.84	成人普通感冒
4	片仔癀	96.13	肝胆用药
5	拜新同	91.96	降压药
6	999感冒灵	91.85	成人普通感冒
7	安达唐	80.05	糖尿病用药
8	立普妥	79.98	降血脂药
9	钙尔奇/金钙尔奇	71.89	成人矿物质补充剂
10	活络喜	68.01	降压药

资料来源: 西普会, 万联证券研究所

集采免疫, 价格自主。集采政策实施以来, 药品价格大幅下降, 集采品种的整体市场规模萎缩。而具有品牌优势的中药OTC企业, 纷纷将其主战场从院内扩展到院外。以云南白药和片仔癀为代表的保密配方中药, 其终端价格一直在保持稳步提升, 享受了量价齐升的增长。以片仔癀为例, 从2004年到2023年累计提价19次, 主导产品片仔癀从2004年的125元/粒涨价至2023年的760元/粒, 终端需求依旧不减。

图表36: 片仔癀锭剂国内市场零售价格(元/粒)及调价幅度(%)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

7 投资建议

- **产业政策逐步落地, 研发进展持续推进。**2024年, 多个城市出台了支持创新产业链的地方政策, 真正意义上将支持创新落到实处。随着医药反腐、带量采购等政

策的稳定，短期负面影响已充分消化，长期医药行业有望迎来高质量发展期。从今年获批的一类新药数量来看，国产新药占比超八成，国产创新已逐步成为国内新药市场的主力。

- **化学制药：集采后业绩稳定，板块估值稳健。**在经历了九批次带量采购之后，仿制药市场逐步稳定。集采后的统一采购管理模式有助于企业降低营销费用，提升利润率，化学制药板块2024Q1在营收小幅增长的情况下实现了归母净利润大幅增长。考虑到板块的估值相对稳健，我们看好后集采时代的仿制药企业低估值所带来的投资机会。
- **医疗器械：把握细分增量市场机会。**国内医疗器械市场处于高速增长阶段，随着全球人口老龄化加剧以及人们对健康意识的提升，医疗器械行业的市场规模有望持续扩大。高值耗材集采常态化，市场对已经纳入集采的产品反应较小，未来主要看点在细分增量市场，通过产品创新满足新的需求。体外诊断板块在经历了疫情带来的爆发式业绩增长后需要回归常规IVD业务。医疗设备板块受益于设备更新政策，随着各地采购政策落地，医疗设备景气度有望回升。
- **医疗服务：CXO板块等待新一轮周期。**CXO行业近两年的调整一方面是行业已经过了初期的高增长时期；另一方面，全球创新药在加息环境下估值压缩，向上游传导至研发外包行业。以创新周期的角度来看，企业业绩释放消化估值，同时周期底部的悲观预期也完全反应在估值之中，行业周期底部特征明显，板块整体行情只需等待新一轮的创新药周期来临。
- **中药：政策呵护、业绩稳健、估值合理。**近年来针对中药产业的利好政策不断发布，政府对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。中药板块整体业绩增速稳健，且从内部来看，也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。从估值来看，当前板块整体估值处于适中位置。如果考虑到未来中药产业的发展加速，估值有望进入扩张期。我们更看好中药产业中的品牌OTC公司，这类公司具备消费属性，适合长期价值投资；同时公司产品主要在院外零售市场，不受集采限制，自主定价空间大。

8 风险提示

8.1 集采政策力度超预期

集采政策已经成为行业基本政策之一，市场对集采的降价幅度已经接受。但仍存在价格降幅进一步刷新的风险，以及集采的范围可能进一步扩大范围。

8.2 创新药和创新器械研发失败

创新药和创新器械研发都属于高风险研发活动，存在较大概率失败风险。一旦出现研发结果不及预期，可能对相关公司股价造成巨大影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场