

超配（维持）

拨开细分 追寻景气

医药生物行业 2023 年下半年投资策略

2023 年 6 月 7 日

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：谢雄雄

SAC 执业证书编号：

S0340121110002

电话：0769-22110925

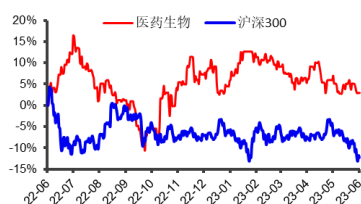
邮箱：

xiexiongxiang@dgzq.com.cn

## 投资要点：

- **2023年上半年市场走势回顾。**2023年1-5月份，SW医药生物行业指数整体下跌1.12%，跌幅居申万一级行业第17位，跑赢同期沪深300指数约0.77个百分点。分季度来看，SW医药生物行业1-3月份、4-5月份分别上涨1.86%和下跌2.48%。多数细分板块均录得负收益，其中体外诊断和血液制品板块涨幅居前，分别上涨17.27%和12.60%；医疗设备和医疗耗材板块跌幅居前，分别下跌20.91%和18.82%。截至2023年5月31日，SW医药生物行业整体PE（TTM，整体法）约27.6倍，相对沪深300整体PE溢价率为151.7%，目前行业估值处于历史低位。
- **政策展望。**预计在7月第八批国采将基本全国落地，第九批国采或很快开始。根据米内网数据统计，截至2023年5月8日，目前已有57个品种满足5家及以上的竞争条件，2022年在中国公立医疗机构终端销售规模合计超过270亿元，其中超10亿品种仅有6个，10余个品种销售额尚未突破1亿元。从治疗领域看，57个品种涵盖12个治疗大类，集中在神经系统药物、消化系统及代谢药、全身用抗感染药物和呼吸系统用药，涉及的品种数分别达12、11、8和7个。
- **维持对行业的超配评级。**从Q1业绩表现来看，医药细分板块业绩有所分化，中药和血液制品等板块业绩表现靓丽，多数板块营收增速有所下滑。从政策展望来看，下半年第九批药品集采预计将要开展，经过此前多轮集采洗礼，市场对此预期已经较为充分，预计对市场的负面冲击有限。从行业整体估值上看，不论是行业整体PE还是相对于沪深300溢价率指标都处于行业近十年来估值的相对低位。建议关注：政策友好，集采相对温和的中药板块；研发投入逐年加大，在研管线逐渐进入收获期的创新药板块；有望受益于医疗新基建和国产替代的医疗器械板块；疫后院内诊疗人数有望复苏，受益于赛道景气度提升的医疗服务板块；渗透率爬坡，市场有望量价齐升医美板块。
- **风险提示：**新冠疫情持续反复，行业竞争加剧，产品降价，产品安全质量风险，政策风险，研发进度低于预期等。

## 医药生物（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。请务必阅读末页声明。

## 目录

1. 2023 年 1-5 月走势回顾	5
1.1 市场走势回顾	5
1.1.1 2023 年 1-5 月份行业略跑赢沪深 300	5
1.1.2 多数细分板块均录得负收益	5
1.1.3 多数个股录得正收益	6
1.2 估值处于历史低位	6
1.3 业绩回顾：Q1 收入增速同比和环比有所回落	6
2. 2023 年下半年政策展望	8
3. 部分细分板块看点	10
3.1 中药	10
3.1.1 各部门不断出台政策支持中医药行业发展	10
3.1.2 国标切换加速，配方颗粒行业发展有望加速	11
3.1.3 中药 2023Q1 业绩表现靓丽	13
3.1.4 中药重点公司分析	13
3.2 创新药	16
3.2.1 政策支持创新药发展	16
3.2.2 国内药企加快研发投入，创新药加速落地	17
3.2.3 创新药重点公司分析	18
3.3 医疗服务	22
3.3.1 政策支持民营医疗服务机构发展	22
3.3.2 近视防控叠加老龄化加速，推高眼科服务需求	23
3.3.2.1 我国眼科医疗服务市场持续扩容	23
3.3.2.2 老龄化加速推升白内障手术市场规模	24
3.3.2.3 青少年近视防控严峻带来医学视光市场规模扩大	24
3.3.3 医疗服务重点公司分析	25
3.4 医疗器械	26
3.4.1 医疗新基建持续发力，带动医疗器械需求增长	26
3.4.2 国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求	28
3.4.3 政策推动医疗器械国产化	29
3.4.4 医疗设备公司分析	30
3.5 医美	31
3.5.1 监管不断完善，推动行业可持续发展	31
3.5.2 我国医美市场规模持续增长，轻医美成为我国医美业主流	32
3.5.3 渗透率爬坡，医美市场有望量价齐升	33
3.5.4 医美重点公司分析	34
4. 投资策略	36
5. 风险提示	37

## 插图目录

图 1：2023 年 1-5 月申万一级行业涨幅（%）	5
-----------------------------	---

图 2: 2023 年 1-5 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅 (%)	5
图 3: 2023 年 1-5 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股 (%)	6
图 4: 2023 年 1-5 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股 (%)	6
图 5: SW 医药生物行业 PE (TTM, 剔除负值, 倍)	6
图 6: SW 医药生物行业相对沪深 300 整体 PE 溢价率 (TTM, 剔除负值, %)	6
图 7: SW 医药生物行业单季营收同比增速 (%)	7
图 8: SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速 (%)	7
图 9: 4 版国家配方颗粒发布数量	12
图 10: 2015-2024 年中药配方颗粒行业市场预测规模 (亿元)	12
图 11: SW 中药板块单季营收同比增速 (%)	13
图 12: SW 中药板块单季归母净利润同比增速 (%)	13
图 13: SW 中药板块毛利率净利率 (%)	13
图 14: SW 中药板块期间费用率 (%)	13
图 15: 华润三九营收及其同比增速	14
图 16: 华润三九归母净利润及其同比增速	14
图 17: 2019-2023Q1 年华润三九研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	15
图 18: 2017-2021 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况	17
图 19: 百济神州营收及其同比增速	19
图 20: 百济神州归母净利润	19
图 21: 2019-2023Q1 年百济神州研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	19
图 22: 恒瑞医药营收及其同比增速	21
图 23: 恒瑞医药归母净利润及其同比增速	21
图 24: 2019-2023Q1 年恒瑞医药研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	21
图 25: 我国 65 岁以上人口数量及其占比 (万人, %)	23
图 26: 中国眼科医疗服务市场规模 (亿元)	23
图 27: 中国眼科医疗服务市场规模同比增速 (%)	23
图 28: 我国白内障患者数量及其同比增速 (万人, %)	24
图 29: 我国白内障手术市场规模 (亿元)	24
图 30: 2020 年我国青少年近视率 (%)	25
图 31: 我国医学视光市场规模 (亿元)	25
图 32: 爱尔眼科营收及其同比增速	26
图 33: 爱尔眼科归母净利润及其同比增速	26
图 34: 迈瑞医疗营收及其同比增速	30
图 35: 迈瑞医疗归母净利润及其同比增速	30
图 36: 2019-2023Q1 年迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	31
图 37: 中国轻医美市场规模保持快速增长	32
图 38: 中国轻医美占整体医美市场的比重	32
图 39: 中国医美市场项目结构变化	33
图 40: 2022 年中国非手术类医美市场项目结构	33
图 41: 2022 年我国医美用户累计总花费	34
图 42: 2022 年我国医美用户各项目平均年消费	34
图 43: 2014-2019 年不同地区医美渗透率	34
图 44: 2022 年不同地区医美渗透率	34
图 45: 爱美客营收及其同比增速	35
图 46: 爱美客归母净利润及其同比增速	35

图 47：2019-2023Q1 年爱美客研发投入及其营收占比情况（亿元，%） .....	36
---	----

## 表格目录

表 1：申万医药生物行业细分板块一季度业绩增速（%） .....	7
表 2：第 9 批集采符合申报条件企业数达 5 家及以上且未纳入集采的化药（截至 2023 年 5 月 8 日） .....	
表 3：2022 年以来中医药行业政策梳理 .....	10
表 4：2022 年以来支持创新药发展政策简要 .....	16
表 5：我国支持社会办医的相关政策 .....	22
表 6：我国 2021 年以来推动医院建设的政策 .....	27
表 7：我国 2021 年以来推动推动优质医疗资源扩容下沉政策 .....	28
表 8：我国 2021 年以来国家及地方发文推动医疗器械国产化 .....	29
表 9：近期医美行业政策梳理 .....	32
表 10：重点公司盈利预测及投资评级（2023/6/6） .....	37

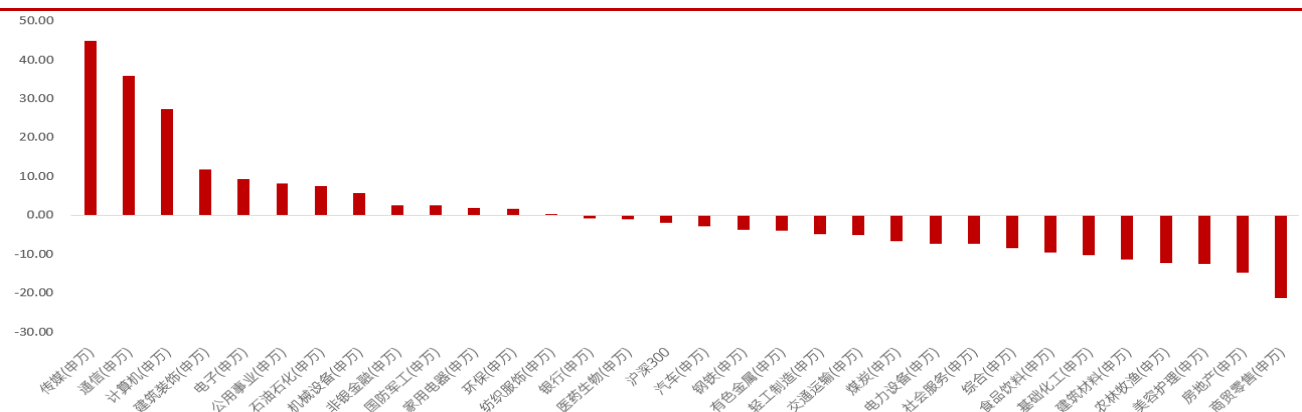
## 1. 2023 年 1-5 月走势回顾

### 1.1 市场走势回顾

#### 1.1.1 2023 年 1-5 月份行业略跑赢沪深 300

行业整体表现较弱，略跑赢沪深 300 指数。2023 年 1-5 月份，SW 医药生物行业指数整体下跌 1.12%，跌幅居申万一级行业第 17 位，跑赢同期沪深 300 指数约 0.77 个百分点。分季度来看，SW 医药生物行业 1-3 月份、4-5 月份分别上涨 1.86%和下跌 2.48%。

图 1：2023 年 1-5 月申万一级行业涨幅（%）

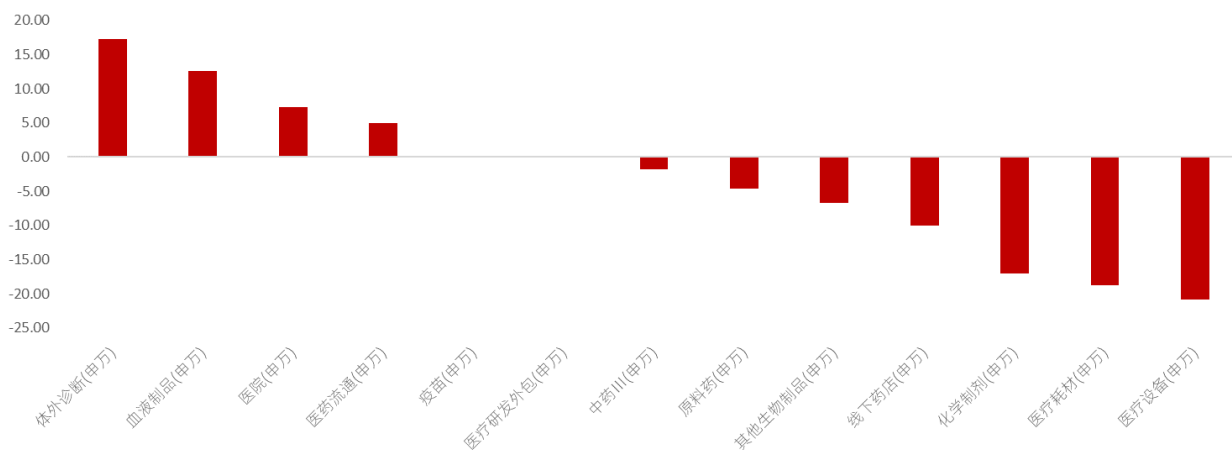


数据来源：Wind，东莞证券研究所

#### 1.1.2 多数细分板块均录得负收益

1-5 月，SW 医药生物行业多数细分板块均录得负收益。2023 年 1-5 月份，SW 医药生物行业三级多数细分板块均录得负收益，其中体外诊断和血液制品板块涨幅居前，分别上涨 17.27%和 12.60%；医疗设备和医疗耗材板块跌幅居前，分别下跌 20.91%和 18.82%。

图 2：2023 年 1-5 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅（%）

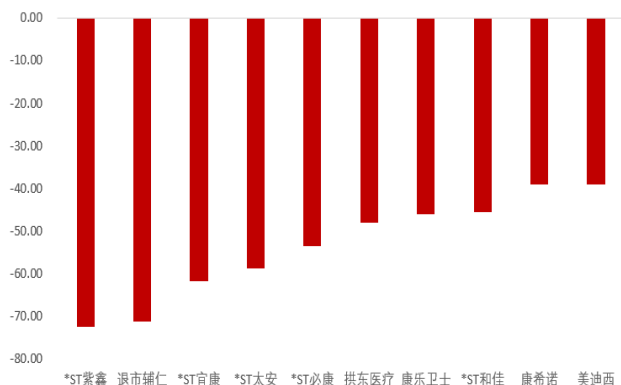


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.1.3 多数个股录得正收益

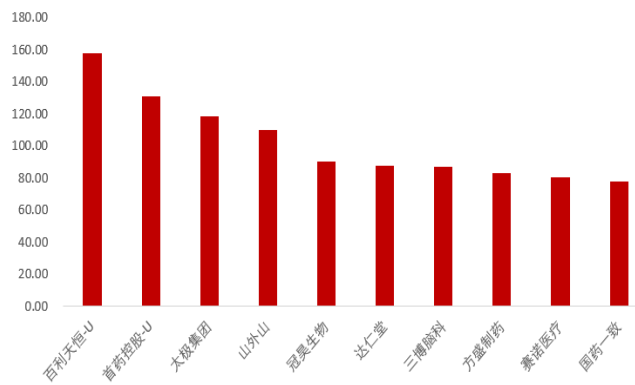
行业内多数个股录得正收益。2023 年 1-5 月份，SW 医药生物行业约有 54% 个股录得正收益；约有 46% 的个股录得负收益。

图 3：2023 年 1-5 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2023 年 1-5 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股（%）

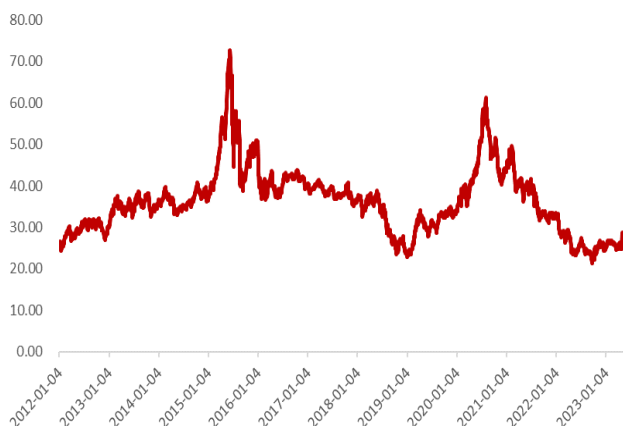


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.2 估值处于历史低位

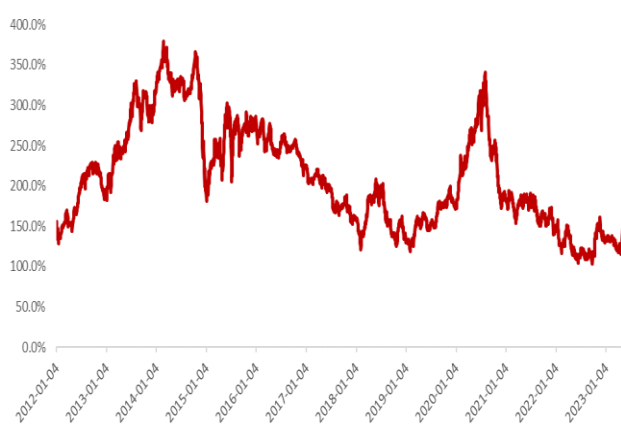
2023 年 1-5 月份，行业估值有所回升，目前估值处于历史低位。截至 2023 年 5 月 31 日，SW 医药生物行业整体 PE（TTM，整体法）约 27.6 倍，较年初有所回升，但低于行业 2012 年以来估值中枢，位于历史均值的 76% 分位；相对沪深 300 整体 PE 溢价率为 151.7%，处于行业 2012 年以来相对沪深 300 溢价率中枢的 72% 分位，目前估值处于行业近十年来相对低位区域。

图 5：SW 医药生物行业 PE（TTM，剔除负值，倍）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300 整体 PE 溢价率（TTM，剔除负值，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.3 业绩回顾：Q1 收入增速同比和环比有所回落

2023Q1 收入增速同比和环比有所回落。2023Q1，SW 医药生物行业分别实现营业总收

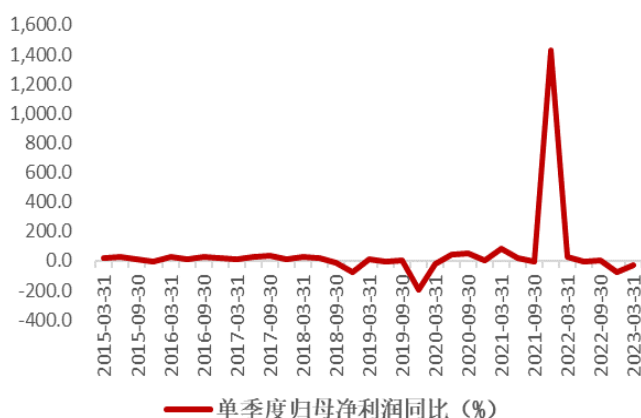


入和归母净利润 6350.9 亿元和 557.8 亿元，分别同比增长 2.0%和-27.8%，增速分别同比下降 12.3 个百分点和 50.8 个百分点；实现扣非归母净利润 506.5 亿元，同比下滑 32.3%，增速同比下降 67.1 个百分点。Q1 业绩增速同比有所回落。

图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速（%）



图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

资料来源：东莞证券研究所，Wind

多数细分板块 2023Q1 整体营收增速同比有所回落。2023Q1，医药生物行业三级细分板块中，收入端仅医疗耗材、其他生物制品、诊断服务和体外诊断同比有所下滑，利润端仅医疗耗材、其他生物制品、原料药、诊断服务和体外诊断同比有所下滑。与上年同期增速相比，收入端仅医疗耗材、医院、中药、线下药店、医药流通、其他生物制品和化学制剂增速同比有所提升，净利润端多数细分板块增速同比有所提升。医院、中药、血液制品、线下药店和医疗设备业绩实现快速增长。

表 1：申万医药生物行业细分板块一季度业绩增速（%）

板块	2023Q1 营业总收入 同比增长（%）	2023Q1 归母净利润 同比增长（%）	2022Q1 营业总收入同 比增长（%）	2022Q1 归母净利润同 比增长（%）
SW 原料药	5.3	-19.5	9.1	11.0
SW 化学制剂	6.0	12.8	4.3	-12.8
SW 中药III	14.3	55.9	1.2	3.5
SW 血液制品	25.7	38.0	28.2	12.2
SW 疫苗	3.8	1.5	48.9	49.1
SW 其他生物制品	-7.3	-64.3	-12.8	-136.9
SW 医药流通	13.7	8.0	7.2	-17.7
SW 线下药店	26.4	32.5	16.9	-1.7
SW 医疗设备	21.3	24.4	137.8	379.2
SW 医疗耗材	-6.3	-14.8	-29.4	-70.8
SW 体外诊断	-78.6	-90.8	91.8	104.2
SW 诊断服务	-39.0	-83.2	50.1	78.7
SW 医疗研发外包	9.7	19.2	66.9	25.7
SW 医院	26.4	10,710.8	8.9	-398.3
SW 其他医疗服务	5.3	7.9	13.3	-43.8

资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 2. 2023 年下半年政策展望

**第 9 批集采预计下半年开始。**今年 3 月，国家医保局在《关于做好 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知》中提出“开展第八批国家组织药品集采并落地实施，适时推进新批次药品集采”，业内普遍将其视为即将展开第九批国采的信号。5 月 12 日，山东省公共资源交易中心发布《第八批国家组织药品集中采购部分品种第二备供企业遴选结果》，据赛柏蓝不完全统计，全国有半数省份在 5 月更新了第八批国采进展，第八批国采第二备供企业申报确认工作相继开展，预计在 7 月第八批国采将基本全国落地，预计第九批国采或很快开始。根据米内网数据统计，截至 2023 年 5 月 8 日，目前已有 57 个品种满足 5 家及以上的竞争条件，2022 年在中国公立医疗机构终端销售规模合计超过 270 亿元，其中超 10 亿品种仅有 6 个，10 余个品种销售额尚未突破 1 亿元。从治疗领域看，57 个品种涵盖 12 个治疗大类，集中在神经系统药物、消化系统及代谢药、全身用抗感染药物和呼吸系统用药，涉及的品种数分别达 12、11、8 和 7 个。从过往的化药集采结果来看，全身用抗感染、消化系统及代谢、神经系统亦是重点领域，目前累计集采品种数分别超过 60 个、40 个和 40 个。从竞争情况看，57 个品种中，符合申报资格企业数达 10 家及以上的有 6 个，达 9 家的有 4 个，达 8 家的有 5 个。从参与集采的药企来看，在已开展的化药集采中，齐鲁制药、中国生物制药、扬子江药业累计中选品种数分别为 55 个、47 个、45 个，科伦药业以 43 个品种位列第四，石药集团以 32 个品种位列第五，预计在第九批集采中，扬子江药业、倍特药业、中国生物制药、科伦药业、石药集团等仍旧是集采大户，目前分别有 14、10、10、7 和 7 个过评品种满足 5 家及以上的入围条件。

表 2：第 9 批集采符合申报条件企业数达 5 家及以上且未纳入集采的化药（截至 2023 年 5 月 8 日）

通用名	符合申报资格企业数	治疗大类
西格列汀口服常释剂型	15+1	消化系统及代谢药
氨溴索口服液体剂	13+0	呼吸系统用药
阿格列汀口服常释剂型	11+1	消化系统及代谢药
地氯雷他定口服液体剂	11+0	呼吸系统用药
左沙丁胺醇吸入溶液	10+0	呼吸系统用药
头孢替安注射剂	10+0	全身用抗感染药物
拉米夫定口服常释剂型	8+1	全身用抗感染药物
舒更葡糖注射剂	8+1	杂类
来那度胺口服常释剂型	8+1	抗肿瘤和免疫调节剂
伏硫西汀口服常释剂型	8+1	神经系统药物
左西替利嗪口服液体剂	8+0	呼吸系统用药
特利加压素注射剂	7+1	全身用激素类制剂
缩宫素注射剂	8+0	全身用激素类制剂
卡泊芬净注射剂	7+1	全身用抗感染药物
奥美沙坦酯氢氯噻嗪口服常释剂型	7+1	心脑血管系统药物
地塞米松注射剂	7+0	全身用激素类制剂
胞磷胆碱注射剂	7+0	神经系统药物
葡萄糖酸钙注射剂	7+0	消化系统及代谢药



氨澳特罗口服液体剂	7+0	呼吸系统用药
乙酯半胱氨酸吸入剂	6+1	呼吸系统用药
呱柏西利口服常释剂型	6+1	抗肿瘤和免疫调节剂
利格列汀口服常释剂型	6+1	消化系统及代谢药
拉考沙胺注射剂	6+1	神经系统药物
甘油果糖注射剂	6+1	血液和造血系统药物
布洛芬口服液体剂	6+1	肌肉-骨骼系统药物
阿奇霉素口服液体剂	6+1	全身用抗感染药物
西格列汀二甲双胍口服常释剂型	5+1	消化系统及代谢药
硫酸镁注射剂	6+0	消化系统及代谢药
奥美拉唑碳酸氢钠口服常释剂型	6+0	消化系统及代谢药
氟维司群注射剂	5+1	抗肿瘤和免疫调节剂
丙泊酚注射剂	5+2	神经系统药物
氢钠林格注射剂	5+0	血液和造血系统药物
索磷布韦口服常释剂型	4+1	全身用抗感染药物
普瑞巴林口服液体剂	5+0	神经系统药物
美金刚口服液体剂	5+0	神经系统药物
安非他酮缓释控释剂型	4+1	神经系统药物
埃索美拉唑口服液体剂	5+0	消化系统及代谢药
阿昔洛韦注射剂	5+0	全身用抗感染药物
阿托品注射剂	5+0	消化系统及代谢药
阿立哌唑口服液	5+0	神经系统药物
维生素 B2 口服常释剂型	5+0	消化系统及代谢药
口服补液盐散(III)	5+0	消化系统及代谢药
左炔诺孕酮口服常释剂型	4+1	生殖泌尿系统和性激素类药物
溴芬酸钠滴眼剂	4+1	感觉系统药物
特地唑胺注射剂	4+1	全身用抗感染药物
帕罗西汀缓释控释剂型	4+1	神经系统药物
拉莫三嗪口服常释剂型	4+1	神经系统药物
拉考沙胺口服液体剂	4+1	神经系统药物
伐尼克兰口服常释剂型	4+1	神经系统药物
地夸磷索滴眼剂	4+1	感觉系统药物
泊沙康唑注射剂	4+1	全身用抗感染药物
胺碘酮注射剂	4+1	心脑血管系统药物
碳酸镧咀嚼片	4+1	杂类
托伐普坦口服常释剂型	4+1	心脑血管系统药物
乙酰半胱氨酸颗粒剂	4+1	呼吸系统用药
氟马西尼注射剂	5+0	杂类
司维拉姆口服常释剂型	4+1	杂类

数据来源：米内网，东莞证券研究所

注：部分药品因专利期、产品属性等可能不会被纳入集采

### 3. 部分细分板块看点

#### 3.1 中药

##### 3.1.1 各部门不断出台政策支持中医药行业发展

各部门不断出台政策推动中医药行业高质量发展。自党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央强调中医药对于中华民族的重要性，把推动中医药的发展工作摆在了更加重要的位置。从 2015 年 4 月国务院发布《关于印发中药健康服务发展规划（2015-2020 年）》的通知开始，支持中医药发展的重磅政策不断出台。2022 年 3 月，为贯彻落实党中央、国务院关于中医药工作的决策部署，明确“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施，国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》。《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。2022 年 9 月，为深入贯彻习近平总书记关于健康中国建设和中医药工作的重要指示批示精神，充分发挥中医药在治未病中的独特优势，促进中医治未病健康工程升级，更好地为人民群众提供全方位、全生命周期的中医药健康服务，健康中国行动推进办、国家卫生健康委、国家中医药局决定开展健康中国行动中医药健康促进专项活动，并发布《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》。《实施方案》提出主要目标包括将中医治未病理念融入健康促进全过程、重大疾病防治全过程、疾病诊疗全过程。中医药健康服务能力明显增强，公民中医药健康文化素养水平持续提高。人民群众多层次多样化中医药健康服务需求基本得到满足。2023 年 2 月，国务院办公厅发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，按照《实施方案》，国家中医药管理局坚持问题导向、目标导向、结果导向，进一步发挥中医药整体医学优势，着力推动建立融预防保健、疾病治疗和康复于一体的中医药服务体系，提升服务能力。计划到 2025 年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药防病治病水平明显提升，中西医结合服务能力显著增强，中医药科技创新能力显著提高，高素质中医药人才队伍逐步壮大，中药质量不断提升，中医药文化大力弘扬，中医药国际影响力进一步提升，符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。中医药发祥于中华大地，是我国传承千年的文化瑰宝。在各部门发布政策精心呵护下，中药行业有望迎来新一轮高质量发展。

表 3：2022 年以来中医药行业政策梳理

文件名	发布时间	发布部门	主要内容
《中医药振兴发展重大工程实施方案》	2023 年 2 月	国务院办公厅	按照《实施方案》，国家中医药管理局坚持问题导向、目标导向、结果导向，进一步发挥中医药整体医学优势，着力推动建立融预防保健、疾病治疗和康复于一体的中医药服务体系，提升服务能力。计划到 2025 年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药防病治病水平明显提升，中西医结合服务能力显著增强，中医药科技创新能力显著提高，高素质中医药人才队伍逐步壮大，中药质量不断提升，中医药文化大力弘扬，中医药国际影响力进一步

			提升，符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。
《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》	2022 年 9 月	健康中国行动推进办、国家卫生健康委办公厅、国家中医药管理局办公室	《实施方案》提出主要目标包括将中医治未病理念融入健康促进全过程、重大疾病防治全过程、疾病诊疗全过程。中医药健康服务能力明显增强，公民中医药健康文化素养水平持续提高。人民群众多层次多样化中医药健康服务需求基本得到满足。主要内容包括妇幼中医药健康促进活动、老年人中医药健康促进活动、慢病中医药防治活动、中医治未病干预方案推广活动、“中医进家庭”活动等。
《“十四五”中医药发展规划》	2022 年 3 月	国务院办公厅	《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。同时，《规划》针对中医药服务体系、人才、传承创新、产业和健康服务业、文化、开放发展、治理能力等方面，提出中医药服务体系进一步健全，中医药特色人才建设加快推进，中医药传承创新能力持续增强，中医药产业和健康服务业高质量发展取得积极成效，中医药文化大力弘扬，中医药开放发展积极推进，中医药治理水平进一步提升等目标。本次《规划》统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，共提出十个方面重点任务，一是建设优质高效中医药服务体系。二是提升中医药健康服务能力。三是建设高素质中医药人才队伍。四是建设高水平中医药传承保护与科技创新体系。五是推动中药产业高质量发展。六是发展中医药健康服务业。七是推动中医药文化繁荣发展。八是加快中医药开放发展。九是深化中医药领域改革。十是强化中医药发展支撑保障。
《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025 年）》	2022 年 1 月	国家中医药管理局	目标为“十四五”时期，与共建“一带一路”国家合作建设 30 个高质量中医药海外中心，颁布 30 项中医药国际标准，打造 10 个中医药文化海外传播品牌项目，建设 50 个中医药国际合作基地等。
《非中医类别执业医师开展中医诊疗活动执业管理办法》	2022 年 1 月	上海市卫健委、中医药管理局	《办法》明确，非中医类别执业医师经过中医药相关教育或培训且考核合格的，通过相关程序登记或授权，根据其执业医疗机构的医疗服务能力，开展与其原执业范围相关的中医诊疗活动。

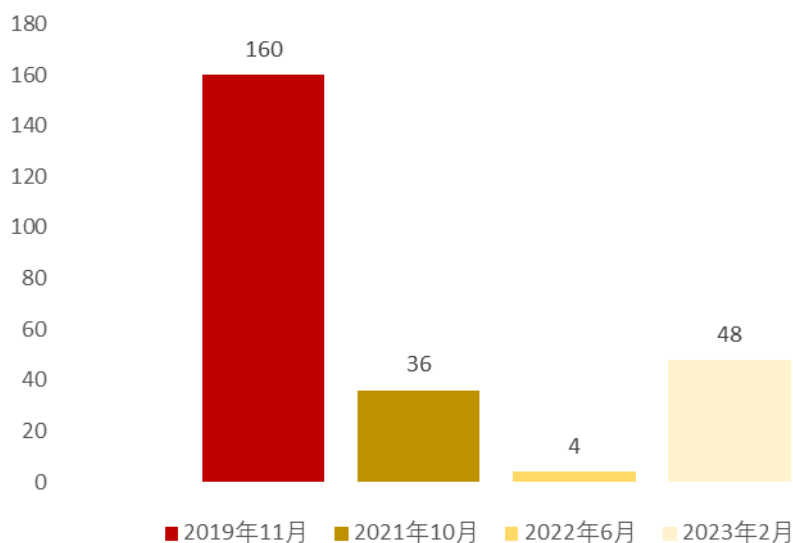
资料来源：政府官网，东莞证券研究所

### 3.1.2 国标切换加速，配方颗粒行业发展有望加速

**国标切换加速，配方颗粒行业发展有望加速。**2021 年 2 月 10 日，由国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局共同发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》。2021 年 11 月 1 日，中药配方颗粒试点正式结束，中药配方颗粒销售范围放开，实行备案制管理，在此之前，国内中药配方颗粒市场一直处于试点阶段，国家层面只批准了 6 家试点生产企业，包括江阴天江药业、华润三九现代中药、广东一方制药有限公司、四川新绿色药业、北京康仁堂药业、南宁培力制药。2021 年 11 月 16 日，国家卫健委与国家中医药管理局在官网共同发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》，并明确了关于中药配方颗粒多项内容，

明确了多项内容，将配方颗粒行业趋于规范化管理。中药配方颗粒开方常用的品种约 600 种，截至目前，已经发布了 4 版共计 248 种配方颗粒国家标准。

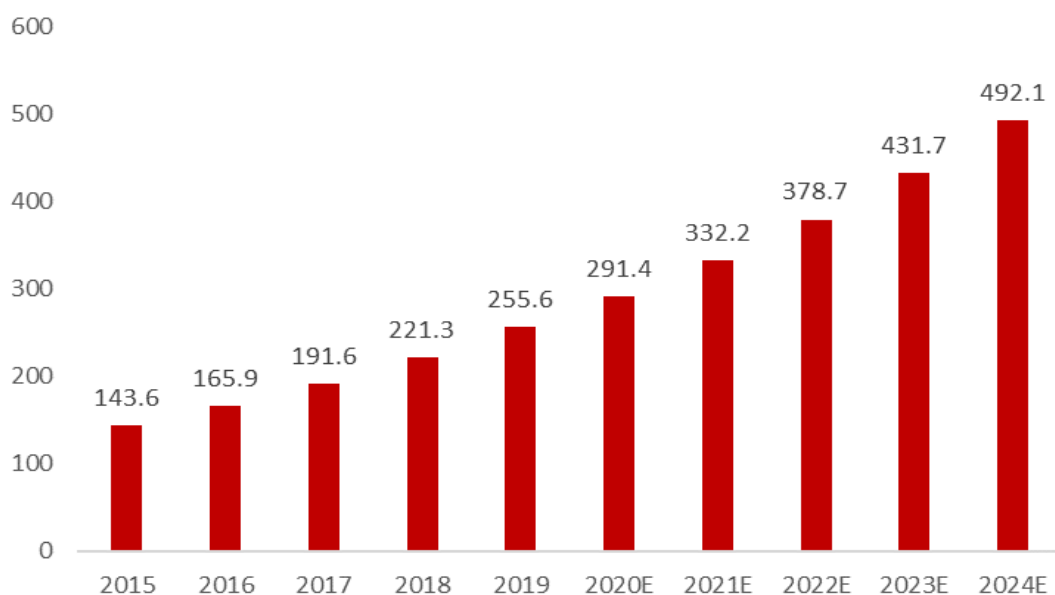
图 9：4 版国家配方颗粒发布数量



资料来源：中国医药企业管理协会，东莞证券研究所

**配方颗粒行业规模未来有望达到 492.1 亿元人民币。**根据头豹研究院数据显示，2015 年至 2019 年，中药配方颗粒行业市场规模（按终端销售额统计）由 143.6 亿元人民币增长到 255.6 亿元人民币，年复合增长率为 15.5%。中药配方颗粒公司业绩短期受到国标切换影响，业绩承压。未来随着国标切换加速以及政策的不断完善，中药配方颗粒市场有望进入快速发展阶段，中药配方颗粒行业在未来五年的市场规模有望保持快速增长，到 2024 年，行业规模有望达到 492.1 亿元人民币。

图 10：2015-2024 年中药配方颗粒行业市场预测规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

### 3.1.3 中药 2023Q1 业绩表现靓眼

2023Q1 增速同比有所上升。2023Q1，SW 中药板块分别实现营业总收入和归母净利润 1019.3 亿元和 138.9 亿元，分别同比增长 14.3%和 55.9%，增速分别同比上升 13.1 个百分点和 52.4 百分点；实现扣非归母净利润 129.9 亿元，同比增长 31.8%，增速同比上升 21.5 个百分点。2023Q1 业绩增速同比有所上升，主要原因在于今年一季度疫情过峰对中药抗疫相关药品的需求激增所致。

图 11：SW 中药板块单季营收同比增速（%）



图 12：SW 中药板块单季归母净利润同比增速（%）

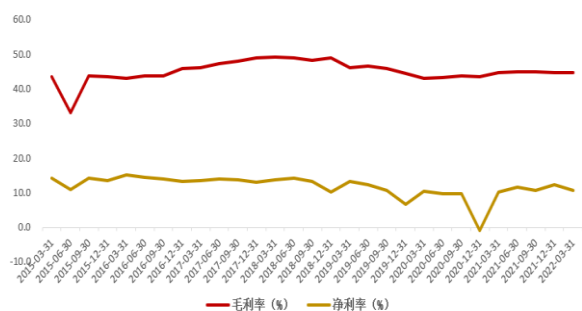


资料来源：东莞证券研究所，Wind

资料来源：东莞证券研究所，Wind

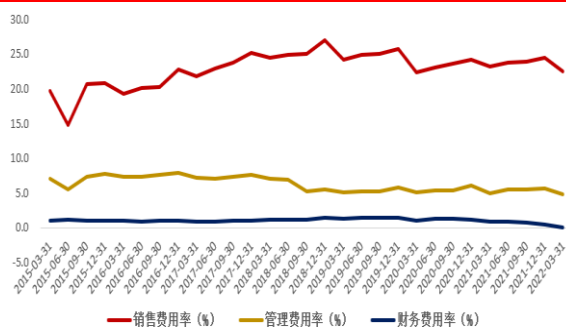
2023Q1 盈利能力有所上升。SW 中药板块 2023Q1 毛利率同比提升 1.7 个百分点，达到 46.4%；净利率同比提升 3.8 个百分点，达到 14.2%。2023Q1 净利率同比有所回升主要得益于毛利率提升和费用优化等。

图 13：SW 中药板块毛利率净利率（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 14：SW 中药板块期间费用率（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 3.1.4 中药重点公司分析

#### （1）华润三九：品牌 OTC 龙头，中药配方颗粒核心标的

公司是品牌 OTC 龙头企业。公司产品覆盖领域广，产品线丰富。CHC 健康消费品业务覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等近 10 个品类，处方药业务覆盖了肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域。公司“1+N”品牌策略取得了较好成果，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天



和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”等深受消费者认可的药品品牌，并将其分别打造为骨科贴膏、皮肤用药、儿童用药、护肝用药、妇科用药、补钙用药等领域的专业品牌，为长期的业务发展奠定了坚实的基础。公司积极探索新型品牌建设模式，基于专业品种的产品属性和人群精准性，围绕儿科、骨科、妇科等品类，打造“好娃娃”、“天和”以及“康妇特”等品牌。基于对大健康行业及消费者需求的研究，公司自 2018 年陆续推出“999 今维多”、“三九益普利生”、“9 YOUNG BASIC”、“桃白白”等品牌，将 999 品牌优势拓展到膳食营养补充剂领域。借助人口结构、市场环境等变化带来的行业发展机会，公司聚焦心脑血管等慢病康复领域，打造理洙王牌血塞通软胶囊，以高价值的产品和服务，协助患者有效进行慢病管理，构建慢病管理平台。“999”主品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，多次被评为“中国最高认知率商标”、“中国最有价值品牌”。

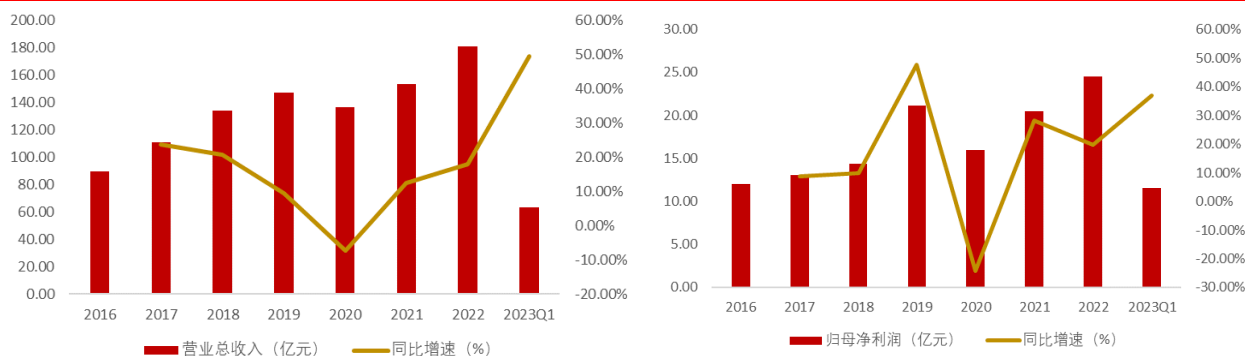
**中药配方颗粒是公司的重要业务之一。**公司生产 600 余种单味配方颗粒品种，公司 999 中药配方颗粒从源头做起，掌控核心药材，拥有“国家基本药物所需中药材种子种苗繁育基地”和“岭南中药材种子种苗繁育基地”，构建产业链全程可溯源，开展道地药材资源研究、基原鉴定及质量评价研究，有效保障道地药材质量。在中药配方颗粒标准研究方面，依据《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》，通过与国内多家知名科研院校合作，持续加大标准研究力度，开展国家和地方配方颗粒标准研究和申报，推动配方颗粒产品标准化。在传统中医药理论指导下，优选道地药材，古法炮制，净化水为溶媒，以传统汤剂为基础建立“标准煎剂”，通过标准煎剂的指纹或特征图谱指导、跟踪工艺全过程（提取、浓缩、干燥、制粒、包装等），权威质控，保障物质基础、临床疗效与传统汤剂的一致“原质原味”。同时，公司采取了一系列措施来进一步加强公司中药配方颗粒核心竞争力：①生产数字化升级，提高配方颗粒质量控制水平；②加快配方颗粒新国标与地方标准品种生产落地工作；③扩充配方颗粒品种，协同拓展终端与平台合作客户，提升产品竞争力与综合服务能力。

**公司营收保持较为稳定增长。**2016 年-2022 年，公司营业总收入从 89.82 亿元增长至 180.79 亿元，CAGR 为 12.37%；公司归母净利润从 11.98 亿元增长至 24.49 亿元，CAGR 为 12.66%。2022 年，公司实现营业收入 180.79 亿元，同比增长 16.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 24.49 亿元，同比增长 19.16%。2022 年，999 感冒灵、999 强力枇杷露、999 抗病毒口服液增长快速，在 O2O 等新零售渠道处于领先地位。在大健康业务方面，在保持线下市场稳定的同时，重点布局线上市场，线上产品实现快速增长。在康复慢病业务方面，公司继续加强 999 理洙王牌血塞通软胶囊在脑卒中、冠心病等适应症上的学术研究与应用，通过更多临床证据提升产品力，以高价值的产品和服务，协助患者有效进行慢病管理，构建慢病管理平台。公司配方颗粒业务营收在 2022 年首次出现负增长，主要是受国标切换及省标推进速度的影响。2023 年第一季度，公司实现营业收入 63.52 亿元，同比增长 49.46%；归母净利润 11.51 亿元，同比增长 36.90%，公司一季度业绩表现靓丽。

图 15：华润三九营收及其同比增速

图 16：华润三九归母净利润及其同比增速



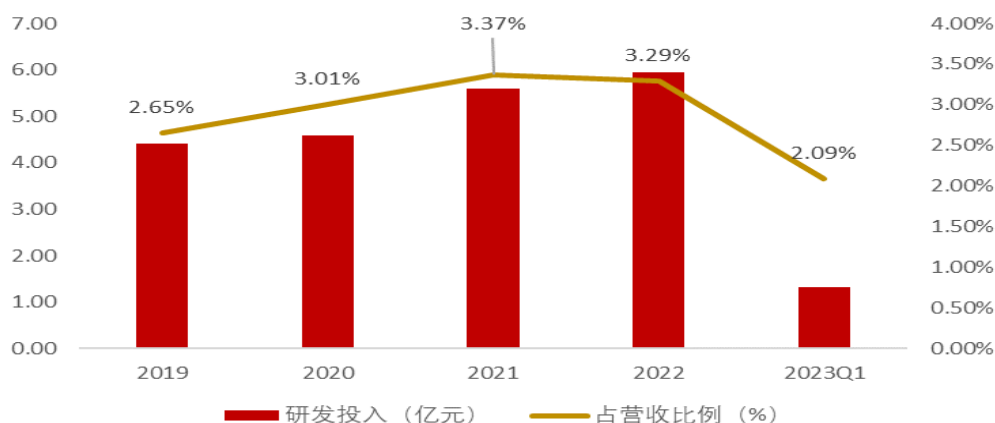


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司研发费用率逐年加大。2019 年-2022 年，公司研发投入从 4.42 亿元增长至 5.94 亿元，CAGR 为 10.35%；研发费用率从 2.65%增长至 3.29%，公司研发费用率保持逐年增长的趋势。公司坚持仿创结合，进行产品布局，在研项目共计 77 项，主要围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等战略领域。重点研究项目进展正常：1 类小分子靶向抗肿瘤药 QBH-196 正在开展 I 期临床剂量爬坡试验，H3K27M 突变型胶质瘤新药 ONC201 正在积极推进国内注册申报工作，用于改善女性更年期症状的 1 类创新中药 DZQE，已进入 II 期临床研究；2 类新药“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”（复他舒®）获批新适应症，用于乳腺癌患者前哨淋巴结的示踪，并于 2023 年 1 月通过谈判首次纳入国家医保目录。2022 年，公司引进中药新药 QJYQ，目前已完成临床前研究，正在积极推进注册申报工作，进一步丰富呼吸领域产品。此外，公司获得布洛芬混悬液、富马酸丙酚替诺福韦片等 3 个《药品注册证书》，其中富马酸丙酚替诺福韦片已中选第七批国家药品集中采购。开展了 10 余个品种的一致性评价工作，咪唑斯汀缓释片等 3 个品种通过国家仿制药质量和疗效一致性评价，其中咪唑斯汀缓释片为国内独家首个过评品种。在产品力提升方面，公司围绕感冒灵、血塞通软胶囊（理洩王）、天和骨通贴膏、气滞胃痛颗粒、华蟾素等多个产品，加强核心品种药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作，持续提升产品品质，提高产品竞争力。

图 17：2019-2023Q1 年华润三九研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 3.2 创新药

### 3.2.1 政策支持创新药发展

**政策引导创新药发展。**二十大报告中明确提出，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，完善人民健康促进政策。2022 年 5 月，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》，强调要继续推进集采提速扩面，持续深化审评审批制度改革，加快有临床价值的创新药物上市，加速推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。国家各部委也将持续发力，不断推动医疗、医保、医药联动改革。2022 年 5 月，国家药监局综合司发布《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》，提出国家要完善药物创新体系，支持药品的基础研究、应用研究和原始创新，支持以临床价值为导向的药物创新；加快上市通道，国务院药品监督管理部门建立突破性治疗药物、附条件批准上市、优先审评审批及特别审批制度，缩短药物研发和审评进程。2023 年 4 月，国家药监局药品审评中心发布关于《药审中心加快创新药上市申请审评工作程序（试行）》征求意见的通知，针对纳入突破性治疗药物程序的创新药，大力优化创新审评审批制度，凸显以临床价值为导向的新药研发方向，将加速临床最紧迫、最富竞争力的创新药进入市场，真正具备创新能力、具有差异化研发管线的医药企业将迎来更快速的产品获批和更广阔的发展空间。随着经济不断发展和人口老龄化趋势进一步显现，人民群众对医疗健康的需求不断提升，发展依旧是行业主旋律。当前，中国医药行业整体处于加速转型期，产业结构调整步伐加快。国家和地方带量采购继续扩围深入，传统仿制药收入和利润进一步承压，审评审批政策的不断优化和医保目录的动态调整，促使创新药产业迎来快速发展。

表 4：2022 年以来支持创新药发展政策简要

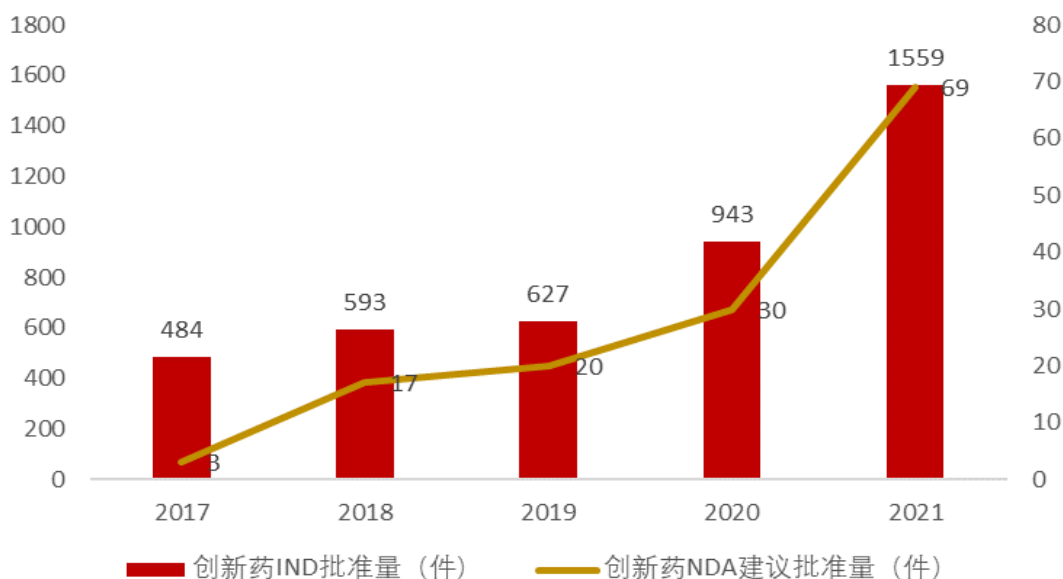
颁布时间	颁布部门	名称	主要内容
2022 年 1 月	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《“十四五”医药工业发展规划》	加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。“十四五”期间全行业研发投入年均增长 10% 以上，到 2025 年，创新产品新增销售额占全行业营业收入增量的比重进一步增加。
2022 年 5 月	国家药监局综合司	《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》	国家完善药物创新体系，支持药品的基础研究、应用研究和原始创新，支持以临床价值为导向的药物创新；加快上市通道，国务院药品监督管理部门建立突破性治疗药物、附条件批准上市、优先审评审批及特别审批制度，缩短药物研发和审评进程。
2022 年 5 月	国家发改委	《十四五生物经济发展规划》	强调加强原创性、引领性基础研究；强化企业创新主体地位，鼓励生物创新企业深耕细分领域；深化生物经济创新合作，加强人才梯队建设，加强国际交流合作。
2022 年 5 月	国务院办公厅	《“十四五”国民健康规划》	推动医药工业创新发展，鼓励新药研发创新和使用，加快临床急需重大疾病治疗药物的研发和产业化；对符合要求的创新药等，加快审评审批；医药卫生体制改革深入推进，保障药品质量安全，完善国家药品标准体系。
2022 年 5 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	强调要继续推进集采提速扩面，持续深化审评审批制度改革，加快有临床价值的创新药物上市，加速推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。国家各部委也将持续发力，不断推动医疗、医保、医药联动改革。
2023 年 4 月	国家药监局药审中心	《药审中心加快创新药上市申请审评工作程序（试行）》	针对纳入突破性治疗药物程序的创新药，大力优化创新审评审批制度，凸显以临床价值为导向的新药研发方向，将加速临床最紧迫、最富竞争力的创新药进入市场，真正具备创新能力、具有差异化研发管线的医药企业将迎来更快速的产品获批和更广阔的发展空间。

资料来源：政府官网，贝达药业 2022 年年报，东莞证券研究所

### 3.2.2 国内药企加快研发投入，创新药加速落地

**国内药企加快研发投入，创新药加速落地。**近年来，国内药企纷纷落实政策指引，加速由跟踪仿制向自主创新转型的步伐。企业的研发投入逐年增加，在自主研发、商业化推广等方面，不断向创新药业务领域深耕，叠加国家在鼓励创新药研发、加快审评审批、及时纳入医保等政策的支持下，创新药 IND 批准量从 2017 年的 484 件增加至 2021 年 1559 件，创新药 NDA 建议批准量从 2017 年的 3 件增长至 2021 年的 69 件，我国创新药加速落地。具体开看，在临床方面，国内企业逐渐认识到源头创新的重要性，聚焦真正有临床需求的适应症领域，瞄准差异化靶点，避免在热门适应症上布局扎堆，从高发常见肿瘤逐渐广泛深入研究其他罕见瘤种；考虑多通路的系统机制，从传统的小分子化药、单抗到较新的溶瘤病毒、双抗等；企业积极探索多样化疗法，如肿瘤免疫治疗、基因治疗和靶向治疗，多靶点多机制药物联用也成为肿瘤药物研发的显著趋势之一，也是当今肿瘤治疗临床应用的趋势。

图 18：2017-2021 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况



资料来源：贝达药业 2022 年年报，东莞证券研究所

### 3.2.3 创新药重点公司分析

#### (1) 百济神州：三地上市的全球性创新药企

公司是在美国、香港和中国三地上市的全球性创新药企。公司是一家全球性生物科技公司，专注于开发和商业化创新、可负担的抗肿瘤药物，旨在为全球患者改善治疗效果，提高药物可及性。公司已在中国建立起先进的生物药和小分子药生产基地，并以此建立、扩大公司的内部生产能力，以支持公司药物在当前和未来的潜在生产需求。公司也正在美国新泽西州建立一座商业化阶段的生物药生产和临床研发中心。公司同时还与优质的合约生产机构（“CMO”）合作，生产公司自主研发的临床阶段和商业化产品。自 2010 年成立以来，公司已成为一家全方位一体化的全球性公司，在包括美国、中国、欧洲及澳大利亚等 29 个国家和地区拥有超过 9,000 名员工。在全球临床开发及商业化能力的支持下，公司已与世界领先生物制药公司（如安进及诺华）建立合作，以开发及商业化创新药物。

公司近几年营收实现快速增长。2017 年-2022 年，公司营业总收入从 16.11 亿元增长至 95.66 亿元，CAGR 为 42.80%。公司目前共有 3 款自主研发并获批上市药物，包括百悦泽®（泽布替尼，一款用于治疗多种血液肿瘤的布鲁顿氏酪氨酸激酶（BTK）小分子抑制剂）、百泽安®（替雷利珠单抗，一款用于治疗多种实体瘤及血液肿瘤的抗 PD-1 抗体免疫疗法）和百汇泽®（帕米帕利，一款具有选择性的 PARP1 和 PARP2 小分子抑制剂）。截至 2023 年 2 月，百悦泽®已在超过 65 个市场获批用于多项适应症。在美国，百悦泽®于 2019 年 11 月获得加速批准，用于治疗既往接受过至少一种治疗的套细胞淋巴瘤（MCL）成人患者，随后获批用于治疗华氏巨球蛋白血症（WM）和既往接受过至少一种含抗 CD20 治疗方案的复发或难治性（R/R）边缘区淋巴瘤（MZL）患者。在欧洲，百悦泽®已获得欧盟委员会（EC）批准，用于治疗既往接受过至少一种治疗或一线治疗且不适合化学免疫治疗的 WM 成人患者，以及用于治疗既往接受过至少一种含抗 CD20 治疗方案的 R/R MZL 成人患者和 CLL 患者。在中国，百悦泽®已获得附条件批准，

用于治疗既往接受过至少一种治疗的 MCL 成人患者和既往接受过至少一种治疗的 CLL 或 SLL 成人患者，以及用于治疗 R/R WM 患者。此外，国家药品监督管理局已受理一项百悦泽®针对 CLL 或 SLL 初治以及 WM 初治成人患者的 sNDA。百泽安®和百汇泽®目前也已在中国上市。通过利用公司在中国的商业化能力，公司获授权许可在中国市场商业化 13 款已获批药物，公司营收随着公司产品在不同市场获批放量实现快速增长。

图 19：百济神州营收及其同比增速

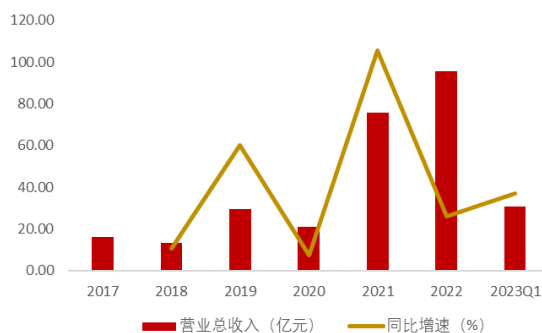
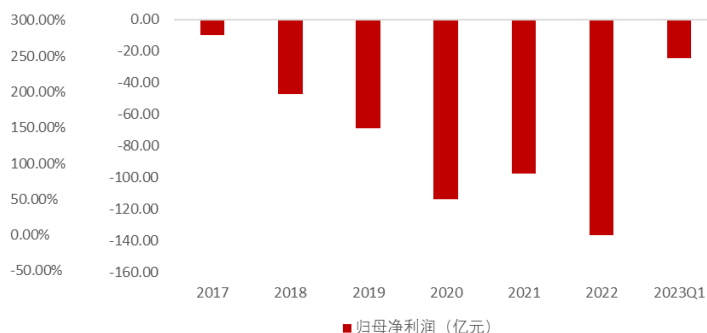


图 20：百济神州归母净利润



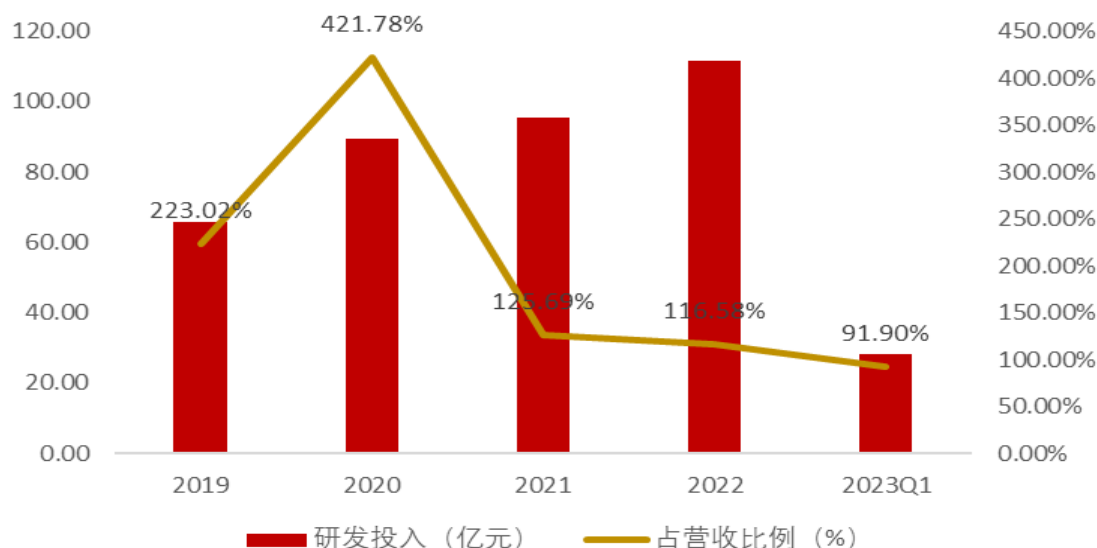
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司研发费用在 2022 年突破百亿，具备全球化的研发实力。2019 年-2022 年，公司研发投入从 65.88 亿元增长至 111.52 亿元，CAGR 为 19.18%；研发费用率从 223.02% 降至 116.58%，主要是因为公司营收近几年随着公司产品放量实现了快速增长。公司建立了全球规模最大、最具效率和成本优势的肿瘤研究团队之一，拥有超过 950 名科研人员。公司已建立全球化的临床开发能力，较国内其他生物科技公司更加成熟。公司在全球范围内建立了一个由 2,700 多名员工组成的内部临床开发与医学事务团队，同时在中国、美国、欧洲和澳大利亚都有临床团队布局，该团队正在为超过 50 种药物和候选药物执行 80 多项正在进行或已计划的临床试验。这些临床试验包括针对公司的产品组合所开展的超过 30 项关键性或潜在注册可用临床试验。除已获批的百悦泽®、百泽安®和百汇泽®外，公司还有 12 款自主研发产品处于临床阶段，涵盖小分子药物及大分子药物，包括 BCL-2 抑制剂 BGB-11417、HPK1 抑制剂 BGB-15025，以及在早期数据中显示出潜力的靶向 BTK 蛋白降解（CDAC）药物 BGB-16673。公司的管线中还包括许多早期产品，如针对 OX40、LAG-3、TIM-3 等靶点。公司正在就其开展单药或联合临床试验，并积极探索与百悦泽®、百泽安®等核心产品的联合用药潜力。公司还投入建设了包括 CDAC 蛋白降解、双特异性抗体、三特异性抗体、ADC、CAR-NK、mRNA 等在内的技术平台。公司的研究和创新实力将确保公司为患者提供质量高、具有影响力的药物。目前公司的临床前研究项目超过 60 个，其中约一半有潜力成为同类首创或同类最佳项目。上述研发管线预计将为公司产品矩阵的不断拓展以及持续创新提供动力。

图 21：2019-2023Q1 年百济神州研发投入及其营收占比情况（亿元，%）





资料来源：Wind，东莞证券研究所

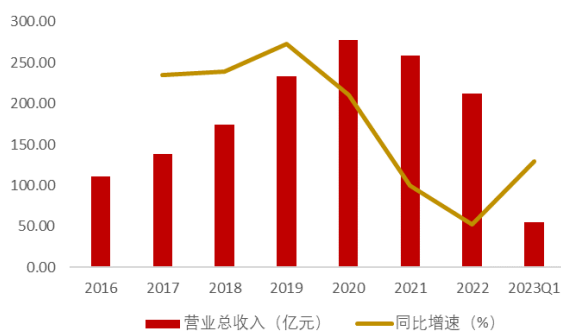
## (2) 恒瑞医药：国内创新药龙头企业

公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商。公司是一家从事创新和高品质药品研制及推广的国际化制药企业，聚焦抗肿瘤、手术用药、自身免疫疾病、代谢性疾病、心血管疾病等领域进行新药研发。目前，公司已有瑞维鲁胺、海曲泊帕、卡瑞利珠单抗等 12 个创新药获批上市，公司引进的 1 类新药林普利塞也获批上市，这也是公司对外合作产品中第一个获批上市的创新药，另有 60 多个创新药正在临床开发，260 多项临床试验在国内外开展。公司具有行业领先的制药全面集成平台，已前瞻性地广泛布局多个治疗领域，并向纵深发展。

**公司业绩迎来拐点，集采利空逐步释放。**2016 年-2022 年，公司营业总收入从 110.94 亿元增长至 212.75 亿元，CAGR 为 11.46%；公司归母净利润从 25.89 亿元增长至 39.06 亿元，CAGR 为 7.09%。2022 年，公司实现营业收入 212.75 亿元，同比下降 17.87%；归属于母公司所有者的净利润 39.06 亿元，同比下降 13.77%。下降主要原因包括 2021 年 9 月开始公司陆续执行的第五批集采涉及的 8 个药品，2022 年销售收入仅 6.1 亿元，较上年同期减少 22.6 亿元，同比下滑 79%；第二，2022 年 1 月 1 日起，阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药执行新的医保谈判价格，医保销售价格平均下降 33%，加之产品准入难等因素，部分创新药收入增长较慢，个别创新药甚至全年销售金额同比有所下降。第三，2022 年相当一部分医疗机构日常诊疗业务量缩减，公司产品（比如麻醉产品）销售受到较大影响，影响较为严重的郑州、上海、西安地区产品销售下降明显；同时，产品出口订单一定时间内出现积压，部分海外业务需求未能及时转化为销售收入。2023 年一季度，公司实现收入 54.9 亿元，同比增长 0.25%，实现归母净利润 12.4 亿元，同比增长 0.17%，实现扣非归母净利润 12.2 亿元，同比增长 3.4%。公司前七批集采一共中选 22 个品种，销售额高的仿制药大单品基本已被集采覆盖，第 8 批集采仅有左布比卡因、达托霉素两个产品被纳入，随着集采对于公司业绩影响逐渐出清，创新药临床和商业化的持续进展，公司第一季度业绩恢复正增长，业绩迎来拐点。

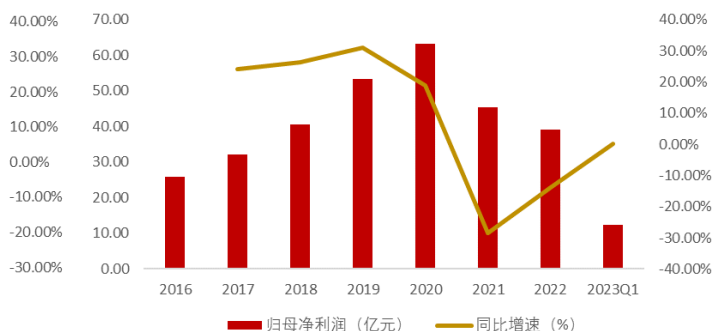


图 22：恒瑞医药营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

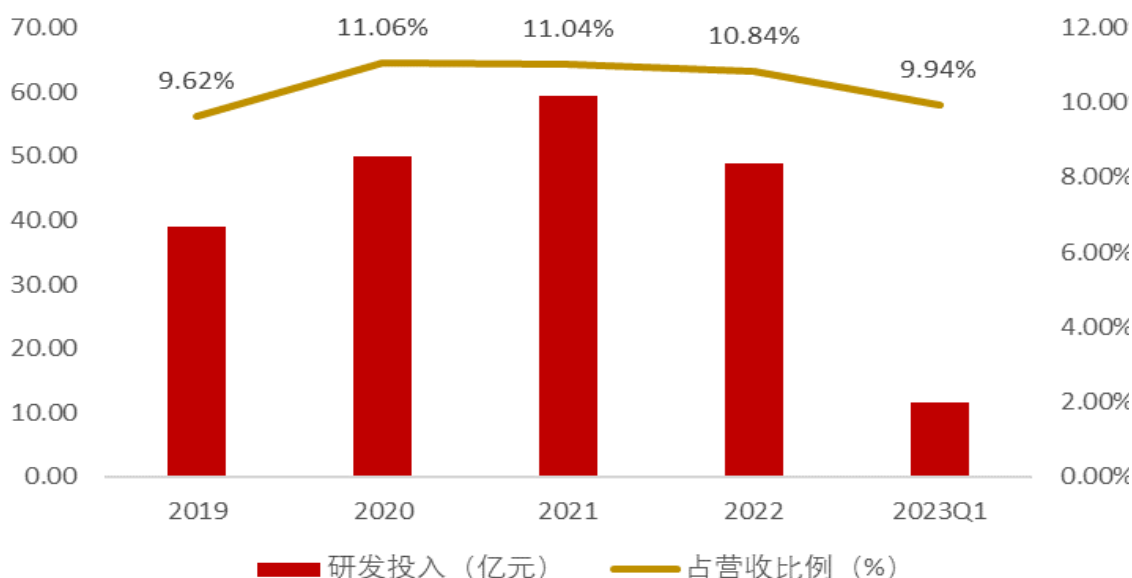
图 23：恒瑞医药归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司研发费用保持较大投入，稳步开展创新药国际临床试验。2019 年-2022 年，公司研发投入从 38.96 亿元增长至 48.87 亿元，CAGR 为 7.85%，研发费用率从 9.62% 增长至 10.84%，公司研发费用每年保持较大投入，在新药研发管线方面已有超百款创新药进入临床阶段。公司坚持自主研发与开放合作并重，在内生发展的基础上加强国际合作。公司在全球研发团队整合过程中，不断优化国际化的顶层思路，并充分利用中国、海外不同国家/地区临床研发团队在审批条件以及疾病流行特点等方面各自的优势，在技术、人才、资源等多方面资源互补、深度融合。公司稳步开展创新药国际临床试验。在国内企业项目赴美国 FDA 申报上市受到巨大挑战的背景下，公司会根据不同产品、不同适应症的具体情况进行审慎评估，稳步推进后续申报工作。2022 年 6 月，海曲泊帕乙醇胺片用于恶性肿瘤化疗所致血小板减少症适应症（CIT）获 FDA 授予的孤儿药资格认定，有望在后续研发及商业化开展等方面享受一定的政策支持。

图 24：2019-2023Q1 年恒瑞医药研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.3 医疗服务

#### 3.3.1 政策支持民营医疗服务机构发展

**国家政策支持社会办医。**2017 年，国务院办公厅发布《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，提出促进社会办医加快发展，凡符合规划条件和准入资质的，不得以任何理由限制；支持社会办医疗机构引入战略投资者与合作方，加强资本与品牌、管理的协同，探索委托知名品牌医疗实体、医院管理公司、医生集团开展经营管理等模式；发展医疗服务领域专业投资机构、并购基金等，加强各类资源整合。2019 年，国家发改委等多部门联合印发《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》，提出支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。此外，国家相关部门还先后发布《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》、《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》、《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》、《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》等多个文件从多个方面支持社会办医。

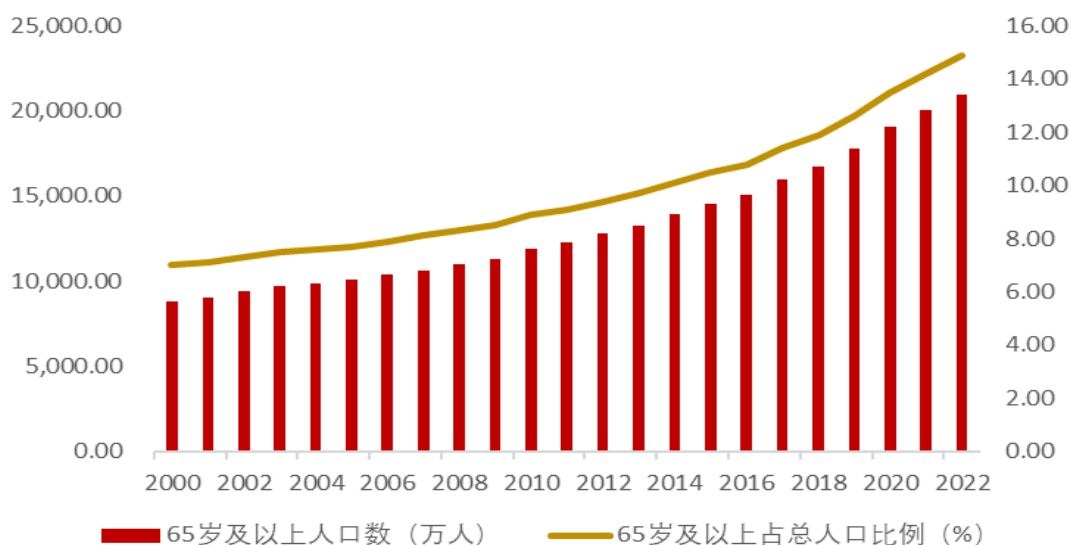
表 5：我国支持社会办医的相关政策

发布时间	发文机构	政策/法规名称	主要内容
2021.06.03	国务院	国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知	在全国范围内推行“证照分离”改革，覆盖范围包括取消部分医疗机构设置医疗机构批准书核发、简化诊所设置审批，力争 2022 年底前建立简约高效、公正透明、宽进严管的行业准营规则。
2021.06.17	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务	积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展。社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2022.01.29	国家卫健委	医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）	明确社会办医区域总量和空间不作规划限制。鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构和独立设置医疗机构，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体。
2022.05.25	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。
2023.02.23	国务院办公厅	关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务。

资料来源：相关部委官网，东莞证券研究所

**我国人口老龄化加速，拉动医疗服务需求上升。**我国 65 岁以上人口数量从 2000 年的 8821 万增长到 2022 年的 2.1 亿；老年人口占比从 2000 年的 7.0%提升至 2022 年的 14.9%。根据中国发展基金会的预测，到 2050 年，我国 65 岁以上人口数量将达到峰值，占总人口比例将达到 27.9%。我国人口老龄化加速将推升对医疗服务的需求。而当前我国医疗卫生资源相对不足。2020 年，我国每千人口医疗卫生机构床位数约为 6.46 张，而老龄化同样严重的日本每千人口医院床位数约为 13 张。

图 25：我国 65 岁以上人口数量及其占比（万人，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.3.2 近视防控叠加老龄化加速，推高眼科服务需求

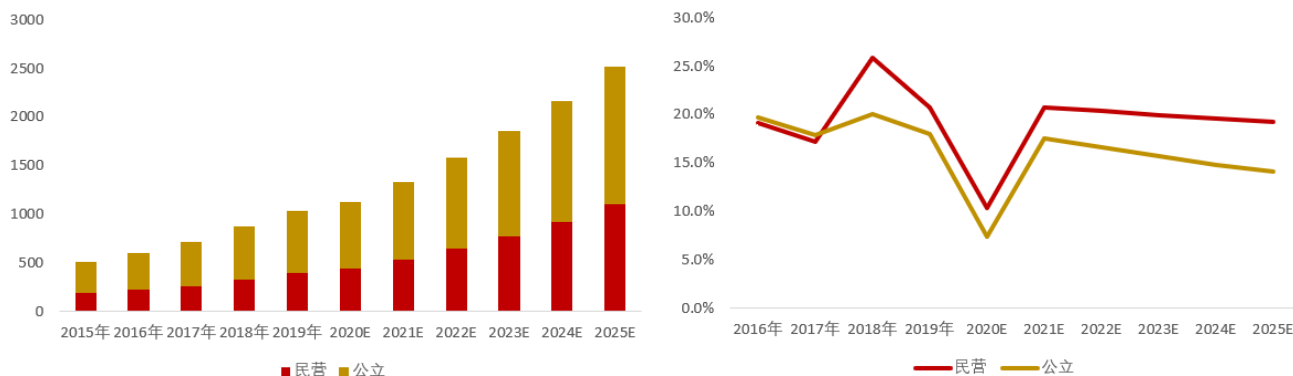
#### 3.3.2.1 我国眼科医疗服务市场持续扩容

**我国眼科医疗服务市场持续扩容。**2015-2019 年，中国眼科医疗服务市场规模由 507.1 亿元增长至 1037.4 亿元，年均复合增速约为 19.6%。预计未来在人口老龄化加速、青少年近视防控需求上升、使用电子屏幕增加、居民健康意识上升等综合因素推动下，我国眼科医疗服务市场规模保持较快增长。预计到 2025 年，我国眼科医疗服务市场规模有望达到 2521.5 亿元，2020-2025 年年均复合增速有望达到 17.5%。

**民营眼科服务市场规模增速快于公立眼科医疗服务市场。**2015-2019 年，民营眼科医疗服务市场规模由 189.3 亿元增长至 401.6 亿元，年均复合增速约为 20.7%，民营眼科医疗服务市场规模占比由 37.3%提升至 43.7%。同期公立眼科医疗服务市场规模由 317.8 亿元增长至 635.8 亿元，年均复合增速约为 18.9%，公立眼科医疗服务市场规模占比由 62.7%下降至 56.3%。随着国家政策的支持以及民营眼科医院在人才培养、服务质量和患者满意度上的优势，我国民营眼科医院将保持快速增长态势。预计到 2025 年，我国民营眼科医疗服务市场规模有望达到 1102.8 亿元，2020-2025 年年均复合增速有望达到 20%，民营眼科医疗服务市场规模占比有望提升至 43.7%。

图 26：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）

图 27：中国眼科医疗服务市场规模同比增速（%）



资料来源：华夏眼科招股说明书，东莞证券研究所

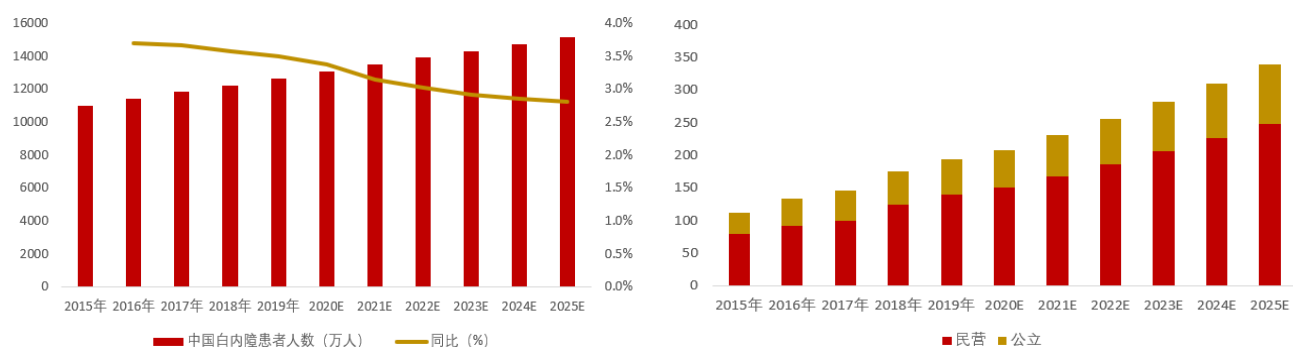
资料来源：华夏眼科招股说明书，东莞证券研究所

### 3.3.2.2 老龄化加速推升白内障手术市场规模

老龄化加速带来白内障患者数量上升。白内障（cataract）是指晶状体透明度降低或者颜色改变所导致的光学质量下降的退行性改变。晶状体主要由蛋白质和水组成。光线穿过晶状体进入视网膜时不会发生变形。然而随着年龄的增长以及其他多种因素，晶状体的蛋白质发生分解并凝结，形成堆积，造成一定程度的浑浊，导致光无法达到视网膜，从而造成视力模糊甚至失明。随着人口老龄化程度的加速，我国白内障患者数量将不断上升。

白内障手术市场规模不断扩大。随着白内障患者的增加，我国白内障手术市场规模从 2015 年的 111.4 亿元增长至 2019 年的 194.5 亿元，年均复合增速约为 15%。随着老龄化的加速、手术渗透率提升、生活水平提升也使得更多的患者有能力选择恢复效果更为优异的多焦点人工晶体，手术单价也稳步提升，预计到 2025 年我国白内障手术市场规模有望扩大到 338.5 亿元，2020-2025 年年均复合增速有望达到 10.3%。

图 28：我国白内障患者数量及其同比增速（万人，%） 图 29：我国白内障手术市场规模（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

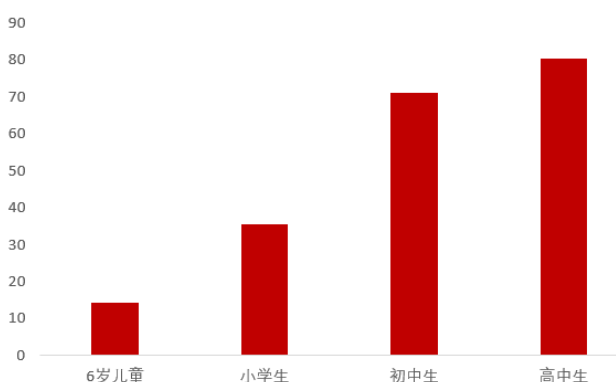
### 3.3.2.3 青少年近视防控严峻带来医学视光市场规模扩大

我国青少年近视形势严峻。国家卫健委公布的 2020 年全国儿童青少年近视调查结果显示，2020 年，我国儿童青少年总体近视率为 52.7%；其中 6 岁儿童为 14.3%，小学生为 35.6%，初中生为 71.1%，高中生为 80.5%。因外部形势的影响，2020 年总体近视率较 2019 年上升了 2.5 个百分点。同时，2020 年各地 6 岁儿童近视率均超过

9%，最高可达 19.1%。近 10% 近视学生为高度近视，而且占比随年级升高而增长，在幼儿园 6 岁儿童中有 1.5% 为高度近视，高中阶段达到了 17.6%，近视人群高发化、低龄化、高度化的形势严峻。

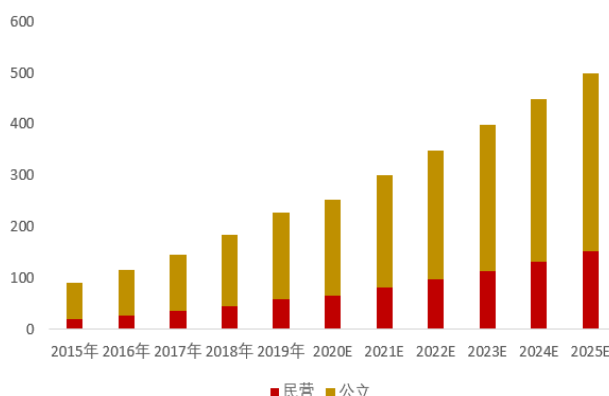
**我国医学视光市场规模发展迅速。**医学视光特指在医院等机构进行的，有专业医师指导下的验光、视光配镜等活动。我国医学视光市场规模由 2015 年的 90 亿元增长至 2019 年的 228.1 亿元，年均复合增速约为 26.2%。随着我国青少年近视防控需求和消费者对专业验光及配镜服务的需求上升，预计到 2025 年我国医学视光市场规模有望增长至 500.3 亿元，2020-2025 年年均复合增速有望达到 14.6%。

图 30：2020 年我国青少年近视率（%）



资料来源：国家卫健委，东莞证券研究所

图 31：我国医学视光市场规模（亿元）



资料来源：华夏眼科招股说明书，东莞证券研究所

### 3.3.3 医疗服务重点公司分析

#### （1）爱尔眼科：国内眼科医疗服务龙头企业

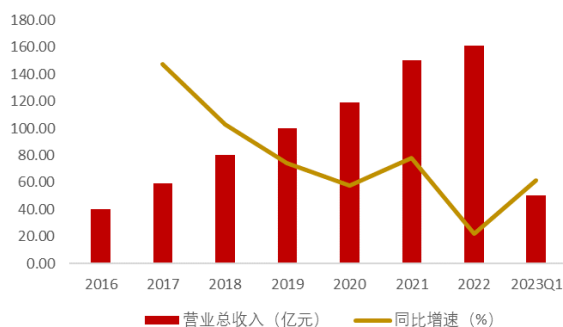
**国内眼科医疗服务龙头企业。**公司作为专业眼科连锁医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜，目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚，奠定了全球发展的战略格局。在海外，公司通过重点区域“高地布局”战略，实现医疗技术与全球先进水平同步发展、多层次服务体系吸纳融合，逐步搭建世界级科研、人才、技术创新平台，更有效地助力公司高质量发展。公司独创的分级连锁模式符合中国国情，推动了公司的快速发展，公司已在技术、服务、品牌、规模、人才、科研、管理等方面形成较强的核心竞争力，越来越多的医院在门诊量、手术量、营业收入等方面逐步占据当地最大市场份额。同时，随着新十年战略的实施、国际化协同效应的深化，公司整合全球资源的能力不断提高，临床、教学、科研、人才全球一体化加速推进，科技创新能力逐步提升，公司规模及平台优势越来越凸显，公司行业地位也得到了稳步提升。

**公司营收和归母净利润保持快速增长。**2016 年-2022 年，公司营业总收入从 40.00 亿元增长至 161.10 亿元，CAGR 为 26.14%；公司归母净利润从 5.57 亿元增长至 25.24 亿元，CAGR 为 28.64%。2022 年，公司实现营业收入 161.10 亿元，同比增长 7.39%；实现归属于上市公司股东的净利润 25.24 亿元，同比增长 8.65%。2022 年，公司实现门诊量 1125.12 万人次，同比增长 10.35%；手术量 87.07 万例，同比增长 6.54%。公



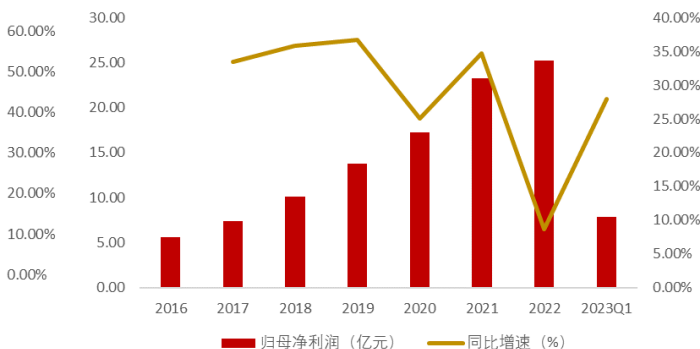
司 2022 年业绩增速下滑主要由于疫情等外部不可抗力因素影响，多地医院多次限流或停诊，影响患者就医；随着外部形势稍缓、眼科需求释放，公司通过线上线下互动融合，实现了业绩的回升；另一方面，得益于品牌影响力持续增强，公司市场占有率持续上升。

图 32：爱尔眼科营收及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 33：爱尔眼科归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

**公司推进服务体系建设，加大新技术的临床应用。**公司进一步健全组织架构，全面升级服务标准，创新服务方式，强化服务监督，完善全流程服务管理体系，稳步提升患者服务水平。一是不断完善服务组织架构，充实患者服务组织力量，明确职能定位，升级服务标准，运用数字平台强化患者诉求管理，夯实服务建设基础。二是积极推进医院 6S 管理，完善全流程服务管理体系，有效改善就诊环境、优化就诊流程、提升人员素养。三是医院积极推进服务改进和创新，强化全员服务意识、创新服务理念、落实服务举措，为患者提供多样化、个性化的贴心服务，持续改善患者就诊体验。四是持续开展服务质量检测，规范高效开展满意度调查。公司依托博鳌乐城先行先试政策优势，推动开展 ICL-V5 晶体手术集团“首例工程”，推进 ICL 手术新技术应用；完善升级“智臻飞秒 ICL 手术”，通过飞秒激光技术与 ICL 晶体植入手术的融合，进一步提升患者体验；成功开展国内首例眶减压角膜移植联合手术；继续推进青光眼治疗新技术 UCP（超声睫状体成形术）的临床应用。公司加大新技术、新产品的临床应用，保持与国际同步的医疗技术与先进产品，提升公司在行业的技术领先，更好地满足患者的多元化需求。

### 3.4 医疗器械

#### 3.4.1 医疗新基建持续发力，带动医疗器械需求增长

**医疗新基建持续发力，带动医疗器械需求增长。**随着“十四五”规划的实施，各项医疗机构高速发展的政策持续出台，全国各地医院建设势头迅猛，新、改扩建需求不断增加，带动医疗设备需求增长。2021 年 10 月，国家卫健委关于印发《“十四五”国际临床专科能力建设规划》的通知中提到，“十四五”期间，由中央财政带动地方投入，从国家、省、市（县）不同层面分级分类开展临床重点专科建设，在定向支持国家医学中心和委属委管医院进行关键技术创新的同时，实施临床重点专科“百千万工程”；国家将重点支持各省份加强心血管外科、产科、骨科、麻醉、儿科、精神科及病理科、检验科、医学影像科等专科建设。2021 年 10 月，国家卫



健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案(2021-2025 年)》，提出推动省市优质医疗资源向县域下沉，补齐县医院医疗服务和管理能力短板；到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，发挥县域医疗中心作用。2022 年 9 月 23 日，国家卫健委发布《关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知》，进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策；拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。全国数千亿级医疗设备更新改造需求即将释放，医疗设备领域将迎来市场需求持续扩张的高景气时期。伴随着 2023 年初医院建设竣工潮的到来，相应的医疗设备采购已提上日程。此外，随着医疗新基建的持续发力，医疗机构进入新一轮扩张周期，相关医疗设备需求也将持续上升。

表 6：我国 2021 年以来推动医院建设的政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2021.2	中央深化改革委员会	关于推动公立医院高质量发展的意见	提出加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，为更好提供优质高效医疗卫生服务、防范化解重大疫情和突发公共卫生风险、建设健康中国提供有力支撑。
2021.6	国务院办公厅	关于推动公立医院高质量发展的意见	要求构建公立医院高质量发展新体系，打造国家级和省级高水平医院，发挥公立医院在城市医疗集团中的牵头作用，发挥县级医院在县域医共体中的龙头作用，建立健全分级分层分流的重大疫情救治体系，加强临床专科建设，推进医学技术创新，推进医疗服务模式创新，强化信息化支撑作用。“力争通过 5 年努力，公立医院发展方式从规模扩张转向提质增效”。
2021.7	国家发改委、国家卫健委等	“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案	“十四五”期间中央投资将重点支持公共卫生防控救治能力提升工程、公立医院高质量发展工程、重点人群健康服务补短板工程和促进中医药传承创新工程等 4 大工程共 14 个方向的项目建设。力争实现每个地市都有三甲医院，服务人口超过 100 万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院；到 2025 年，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展。
2021.10	国家卫健委	“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）	推动省市优质医疗资源向县域下沉，补齐县医院医疗服务和管理能力短板。到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，发挥县域医疗中心作用。
2021.10	国家卫健委	“十四五”国家临床专科能力建设规划	“十四五”期间，由中央财政带动地方投入，从国家、省、市（县）不同层面分级分类开展临床重点专科建设，在定向支持国家医学中心和委属委管医院进行关键技术创新的同时，实施临床重点专科“百千万工程”。国家将重点支持各省份加强心血管外科、产科、骨科、麻醉、儿科、精神科及病理科、检验科、医学影像科等专科建设。
2022.1	国家发改委等 21 部门	“十四五”公共服务规划	推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设。在医疗资源不足的地区，坚持“按重点病种选医院、按需求选地区，院地合作、省部共建”的思路进一步推进区域医疗中心试点建设，通过建设高水平医院分中心、分支机构和“一院多区”等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。
2022.9	国家卫健委	关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知	进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策；拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。

资料来源：迈瑞医疗 2022 年报，政府网站，东莞证券研究所

### 3.4.2 国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求

**国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求。**2022 年 9 月，根据国家卫健委消息，“十四五”期间，国家将支持各地建设 120 个左右省级区域医疗中心，推动优质医疗资源向群众身边延伸，尽可能减少异地就医。2022 年年底前将基本完成省级区域医疗中心的规划布局，启动相关项目建设。作为国内医疗新基建的一部分，此次建设规划明确了省级区域医疗中心的建设目的、数量和方向，明确提出了要推动优质医疗资源扩容和均衡布局，着力解决疑难危重疾病的诊断治疗，将带来更多的医疗设备采购需求。2023 年政府工作报告中提出，2023 年要推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。中央一号文件中也明确，2023 年要推进医疗卫生资源县域统筹，加强乡村两级医疗卫生、医疗保障服务能力建设，提高农村传染病防控和应急处置能力。2023 年 2 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，旨在加快县域优质医疗卫生资源扩容和均衡布局，推动重心下移、资源下沉，健全适应乡村特点、优质高效的乡村医疗卫生体系，让广大农民群众能够就近获得更加公平可及、系统连续的医疗卫生服务，为维护人民健康提供有力保障。随着“十四五”规划的实施，各项支持医疗机构高速发展的政策持续出台，全国各地医院建设势头迅猛，新、改扩建需求不断增加，带动医疗器械行业发展。同时，国家鼓励推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，医疗器械下沉市场需求迎来更大发展机遇。

表 7：我国 2021 年以来推动推动优质医疗资源扩容下沉政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2021.12	工信部、国家卫健委等 10 部门	“十四五”医疗装备产业规划	《规划》是医疗装备领域首个国家层面的产业发展规划，聚焦诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械 7 个重点发展领域，提出到 2025 年，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力。
2022.1	国家发改委等 21 部门	“十四五”公共服务规划	推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设。在医疗资源不足的地区，坚持“按重点病种选医院、按需求选地区，院地合作、省部共建”的思路进一步推进区域医疗中心试点建设，通过建设高水平医院分中心、分支机构和“一院多区”等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。
2022.5	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务	明确了 2022 年深化医改总体要求、重点任务和工作安排。其中重点任务包括：一是加快构建有序的就医和诊疗新格局。二是深入推广三明医改经验。三是着力增强公共卫生服务能力。提升疾病预防控制能力，加强医防协同，深入实施健康中国行动。四是推进医药卫生高质量发展。推动公立医院综合改革和高质量发展，发挥政府投入激励作用，促进多层次医疗保障体系发展，强化药品供应保障能力，推动中医药振兴发展，协同推进相关领域改革。
2022.6	河北省卫健委	河北省“百强县医院提质行动”工作方案（2022—2025 年）	在入选国家卫生健康委“千县工程”65 家县医院基础上，额外增加了 35 家县医院作为补充，共同实施河北省“百强县医院提质行动”县医院综合能力提升工作。

			力争到 2025 年，全省至少 70 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，并择优纳入三级医院管理。
2023.2	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见	要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，旨在加快县域优质医疗卫生资源扩容和均衡布局，推动重心下移、资源下沉，健全适应乡村特点、优质高效的乡村医疗卫生体系，让广大农民群众能够就近获得更加公平可及、系统连续的医疗卫生服务，为维护人民健康提供有力保障。
2023.3	财政部	关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告	要加强县级公立医院能力建设，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升；支持做好疾病预防工作；稳妥有序深化医保支付方式改革，推动基本医疗保险省级统筹。

资料来源：迈瑞医疗 2022 年报，政府网站，东莞证券研究所

### 3.4.3 政策推动医疗器械国产化

**政策推动医疗器械国产化。**2016 年，国务院发布的《“健康中国 2030”规划纲要》明确提出，加强高端医疗器械创新能力建设，推进医疗器械国产化。2021 年 6 月，国家税务总局发布《关于研发机构采购国产设备增值税退税管理办法》，明确符合条件的研发机构采购国产设备，将全额退还增值税。2021 年 5 月，国家财政部、工信部发布《政府采购进口产品审核指导标准》(2021 年版)中明确规定了 137 种医疗器械全部要求 100%采购国产；12 种医疗器械要求 75%采购国产；24 种医疗器械要求 50%采购国产；5 种医疗器械要求 25%采购国产。2021 年 12 月，工信部联合十部委发布《“十四五”医疗装备产业发展规划》，提出聚焦诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械 7 个重点发展领域。各地也纷纷出台政策支持医疗设备国产化。2021 年以来，广东、浙江、四川、陕西等相继出台相关文件，加大对国产医疗设备的采购。如广东省 2021 年 3 月发布《关于 2021 年省级卫生健康机构进口产品目录清单的公示》，提出仅 46 种医疗设备可选择采购进口产品。2021 年 4 月，四川省发布《省级 2021-2022 年政府采购进口产品清单论证意见公示(医疗卫生设备类)》，明确仅有 59 种医疗设备可选择进口产品。

表 8：我国 2021 年以来国家及地方发文推动医疗器械国产化

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2021.5	财政部、工信部	政府采购进口产品审核指导标准（2021 年版）	137 种医疗器械全部要求 100%采购国产；12 种医疗器械要求 75%采购国产；24 种医疗器械要求 50%采购国产；5 种医疗器械要求 25%采购国产。
2021.6	国家税务总局	研发机构采购国产设备增值税退税管理办法	符合条件的研发机构采购国产设备，按照本办法全额退还增值税。施行期限为 2021 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。
2021.12	工信部、国家卫健委等 10 部门	“十四五”医疗装备产业发展规划	《规划》是医疗装备领域首个国家层面的产业发展规划，聚焦诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械 7 个重点发展领域。

2021. 12	财政部、工信部等	关于调整重大技术装备进口税收政策有关目录的通知	2022 年后，可享受免税政策的医疗设备已经降低至 8 种。
----------	----------	-------------------------	--------------------------------

资料来源：众成医械，政府网站，东莞证券研究所

### 3.4.4 医疗设备公司分析

#### (1) 迈瑞医疗：全球领先的医疗器械以及解决方案供应商

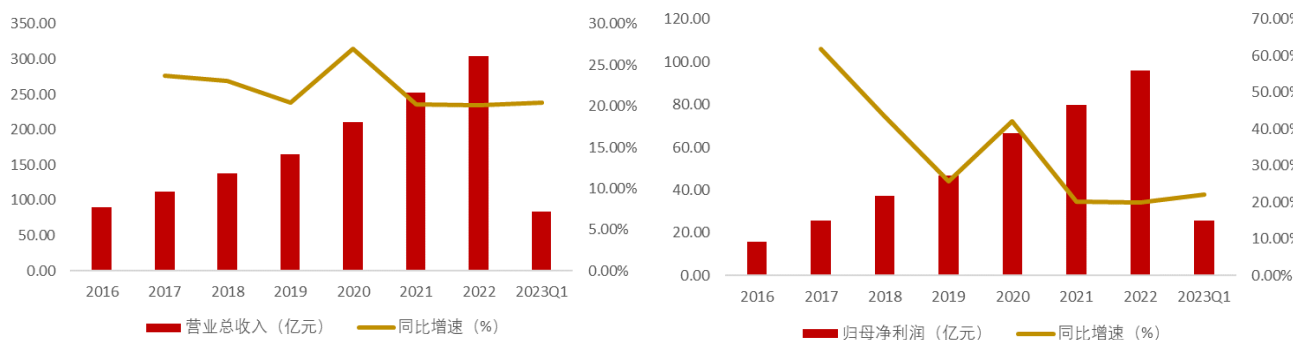
公司已成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。公司总部设在中国深圳，在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的约 40 个国家设有 51 家境外子公司；在国内设有 21 家子公司、30 余家分支机构；已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十大研发中心，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西、美国西雅图和欧洲，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。在国内市场，近年来，公司产品持续被国内顶级医疗机构接受，销售的产品已全面覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大业务领域，同时实现从中低端到高端、从科室到全院的整体化、集成化解决方案。同时，凭借丰富的产品解决方案与信息化技术优势，公司产品在大型公立医院获得了更广泛的认可，特别在补短板、医院改扩建以及战略储备项目中具备更大的竞争优势，使得公司在多个省级及以上大型政采招标项目中频频中标。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断以及医学影像，拥有国内同行业中最全的产品线，以安全、高效、易用的“一站式”产品和 IT 解决方案满足临床需求。历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。

**公司营收和归母净利润保持稳定增长。**2016 年-2022 年，公司营业总收入从 90.32 亿元增长至 303.66 亿元，CAGR 为 54.78%；公司归母净利润从 0.53 亿元增长至 12.64 亿元，CAGR 为 69.66%。2022 年，公司实现营业收入 303.66 亿元，同比增长 20.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 96.07 亿元，同比增长 20.06%。其中，公司生命信息与支持业务实现营业收入 134.01 亿元，同比增长 20.15%，其中微创外科增长超过 60%。得益于国内医疗新基建的开展和海外高端客户群的突破，生命信息与支持业务在报告期实现了快速增长，增速相比上一年显著提速。公司体外诊断业务实现营业收入 102.56 亿元，同比增长 21.39%，其中化学发光增长近 30%。国内体外诊断试剂消耗在受到常规门急诊量、体检量、手术量下降带来的负面影响下，通过加大仪器和流水线的装机，以及加速渗透海外中大样本量客户，体外诊断业务仍然实现了快速增长。海外市场常规诊疗公司医学影像业务实现营业收入 64.64 亿元，同比增长 19.14%，其中超声增长超过 20%。得益于全新高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速上量带来的海内外高端客户群的突破，医学影像业务在 2022 年实现了快速增长。量、体检量、手术量均已显著恢复，使得海外常规试剂消耗量实现了完全复苏。

图 34：迈瑞医疗营收及其同比增速

图 35：迈瑞医疗归母净利润及其同比增速



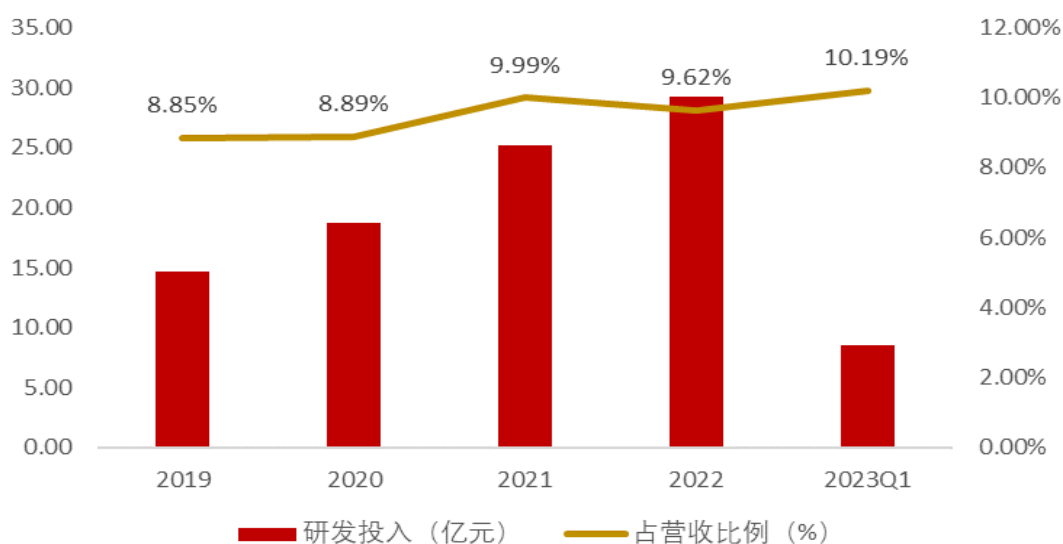


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司持续保证高研发投入, 拥有卓越的体系化研发创新能力。2019 年-2022 年, 公司研发投入从 14.66 亿元增长至 29.23 亿元, CAGR 为 25.86%, 公司持续保证高研发投入。公司采取自主研发模式, 目前已建立起基于全球资源配置的研发创新平台, 设有十大研发中心, 共有 3927 名研发工程师, 分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西、美国西雅图和欧洲。2022 年, 武汉研究院项目的建设进展顺利, 拟建成公司的第二大研发中心, 开启迈瑞自主创新与发展的新征程。公司通过医疗产品创新体系 (MPI) 的建设, 包括业务和产品规划流程、产品构思和用户需求管理流程、基于全面质量管理理念的产品开发流程、技术研究流程、产品平台建设流程和产品生命周期管理电子平台系统 (PLM) 的落实, 系统性、规范性地保证了公司源源不断的创新动力。

图 36: 2019-2023Q1 年迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

### 3.5 医美

#### 3.5.1 监管不断完善, 推动行业可持续发展

我国医美行业监管持续完善, 行业走向健康可持续发展。近年来, 我国医美行业政策频出, 监管力度趋严, 监管维度延展, 涉及医美行业的产品研发、生产、销售、推广、

服务等方面内容，我国医美行业逐渐规范化，体系逐步标准化，信息逐渐透明化，倒逼黑医美黑机构逐步退出市场，挤兑水货和假货的空间，推动我国消费者医美行为的安全系数日渐提升。长期来看，牌照齐全、研发强劲、产品丰富且合规的医美头部企业有望受益于严格的行业监管。此外，随着医美行业和项目的细分化，未来国家或将加强对医美细分领域的监管。在国家各部门、医美产品公司、医美服务机构以及消费者的共同协作下，我国医美产业链将更加完善，推动市场可持续扩容。

表 9：近期医美行业政策梳理

	政策	主体	详情
2022. 11	《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案（2022—2025 年）》	工信部等 18 部门	按年度提出国家医疗质量安全改进目标，推动医疗服务质量持续改进，加强医疗美容综合监管执法
2022. 03	《医疗器械分类目录》	药监局	对部分医美产品监管类别做出调整，射频浅表治疗设备从二类升为三类管理并对预期用途进行细化，水光针按照三类器械监管，新增“整形用植入线材”，将面部埋植线、面部提拉线以及面部椎体提拉线类产品列入三类械管理
2022. 03	《禁止委托生产医疗器械》	药监局	修订发布版整形填充材料，整形用注射填充物，乳房植入物，可吸收外科防黏连敷料（不含动物源性材料的产品除外）等医疗器械禁止委托生产
2022. 01	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划（草案）》	中整协	着重于各项要求的标准化，内容涉及行业管理标准，行业技术标准，教育培训标准及行业基础标准 4 个方面，为医美行业的标准体系建立作出了规划
2021. 11	《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	重点打击医疗美容广告乱象，包括制造容貌焦虑，违规将未获批的药品医疗器械做广告，宣传中含有未经审批的诊疗服务等

资料来源：中国政府网、中整协、头豹研究院，东莞证券研究所

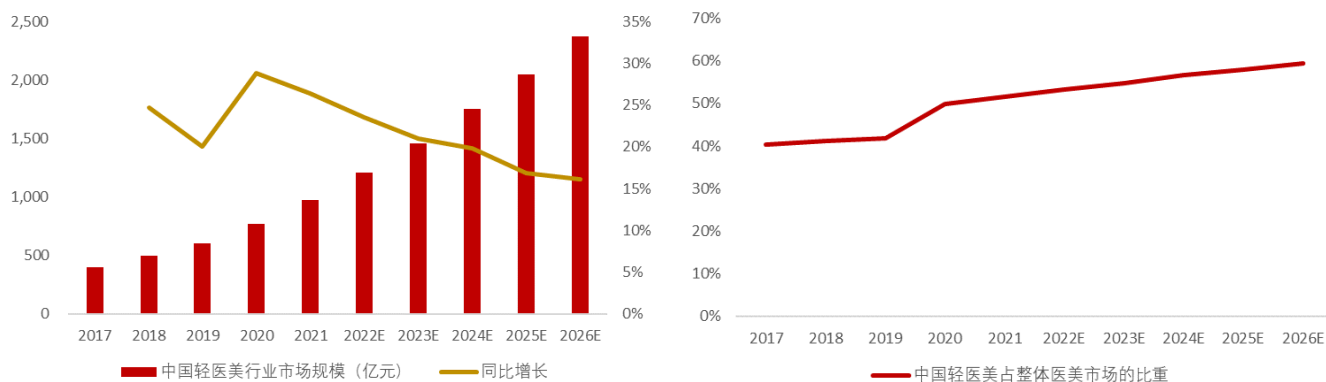
### 3.5.2 我国医美市场规模持续增长，轻医美成为我国医美业主流

**轻医美成为我国医美业主流。**根据沙利文，2017-2021 年，我国轻医美市场规模从 401 亿元增加至 977 亿元，期间 CAGR 高达 24.9%。同样是在疫情冲击、宏观大环境较弱的背景下，2020 年我国手术类医美市场规模出现同比下滑，而轻医美市场规模增速却达到 28.8%，表现尤为亮眼。得益于恢复期短、操作精简、安全性较高、费用相对较低等优势，国人对轻医美的接受度持续提升，我国轻医美渗透率逐步上升。沙利文预测，我国轻医美市场规模有望于 2026 年增长至 2,375 亿元，2021-2026 年年均复合增速预计为 19.4%。沙利文数据显示，2021 年我国轻医美占整体医美市场的比重达到 51.6%，已超越重医美市场，晋级成为我国医美市场的主力军，预计未来占比将继续提升，有望在 2026 年上升至 59.4%。

图 37：中国轻医美市场规模保持快速增长

图 38：中国轻医美占整体医美市场的比重



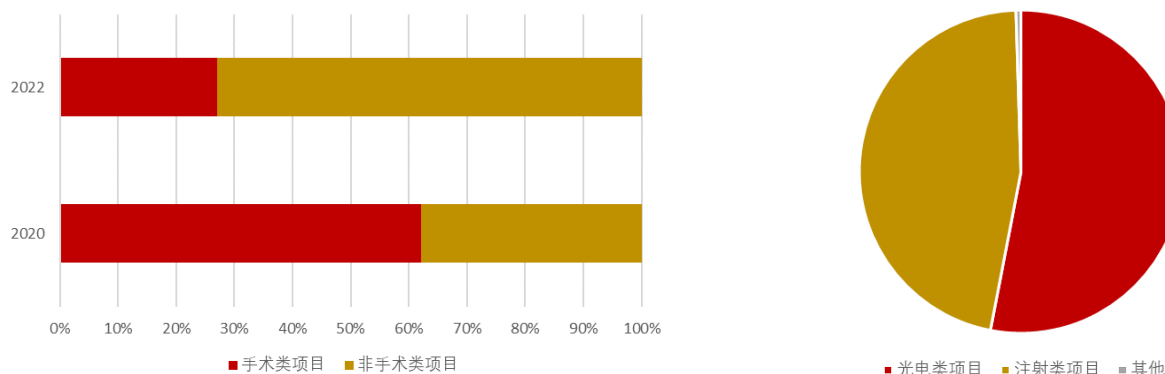


资料来源：沙利文、头豹研究院，东莞证券研究所

近年，非手术类医美项目热度再升。根据艾瑞咨询调研数据，2022 年，购买过非手术类项目的医美用户占比达到 72.9%，而 2020 年同期水平仅为 27.1%。近两年，我国轻医美热度大幅提升，一方面是疫情对消费观念和消费意愿的改变，另一方面是非手术类项目更符合当前自然、安全、恢复更快的医美消费需求。从具体项目来看，医美用户对光电类项目更为追捧。艾瑞咨询调研显示，2022 年，光电类项目和注射类项目在轻医美市场中的占比分别为 53.3%和 46.7%。

图 39：中国医美市场项目结构变化

图 40：2022 年中国非手术类医美市场项目结构



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

备注：艾瑞咨询本次调研用户以 21-40 岁的女性为主，多生活在一线、二线城市，已婚者居多、收入相对较高。

### 3.5.3 渗透率爬坡，医美市场有望量价齐升

我国医美用户年消费多集中在 1-6 万元，医美消费水平较高。根据艾瑞咨询调研数据，2022 年我国医美用户的年累计医美消费超过 1 万元的比例高达 86.3%；其中，年消费 1-2 万、2-4 万、4-6 万的客户占比分别为 25.2%、34.3%和 15.4%，年消费在 2-4 万之间的医美客户占比最高。分项目来看，艾瑞咨询调研显示，2022 年，我国医美用户在手术类医美项目、注射类项目、光电类项目的平均年消费分别为 15,040 万元、11,190 万元和 10,485 万元。虽然部分注射类、光电类医美项目单价较低，但维持时间较短使得复购率较高，其中注射类项重复消费频率更高。在疫情为常态的背景下，我国医美用户消费仍处于较高水平；随着疫情影响褪去，国人消费逐步复常，医美用户积压

的医美需求也将逐步释放。公司认为，未来几年，我国医美渗透率和消费水平有望齐齐上升。

图 41：2022 年我国医美用户累计总花费

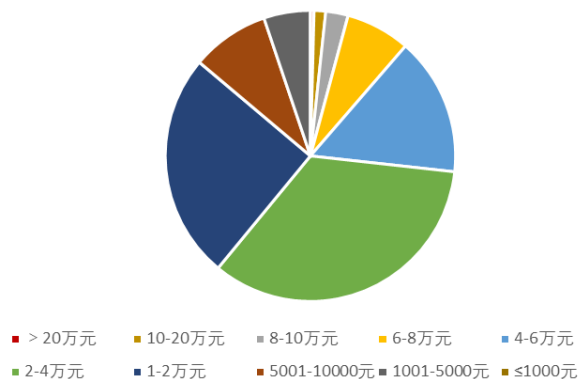
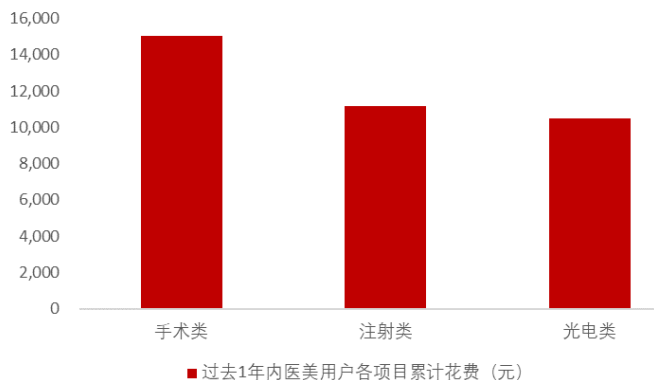


图 42：2022 年我国医美用户各项目平均年消费



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

备注：艾瑞咨询本次调研用户以 21-40 岁的女性为主，多生活在一线、二线城市，已婚者居多、收入相对较高。

与发达国家较为成熟的医美市场相比，我国医美市场渗透率的提升空间大。从经济和社会发展的角度来看，全球多个地区的医美渗透率大都呈现出增长趋势。根据前瞻产业研究院，2019 年，中国大陆的医美渗透率为 3.6%，而同期日本、美国、韩国的医美渗透率分别是中国的 3.1 倍、4.6 倍、5.7 倍。观研天下最新数据显示，2022 年，中国大陆的医美渗透率提升至 4.5%，同期日本、美国、韩国的医美渗透率分别是中国的 2.5 倍、3.8 倍、4.9 倍。可见，我国医美市场渗透率正在爬坡，逐渐缩小与发达国家成熟医美市场之间的差距，未来仍有较大发展空间。

图 43：2014-2019 年不同地区医美渗透率

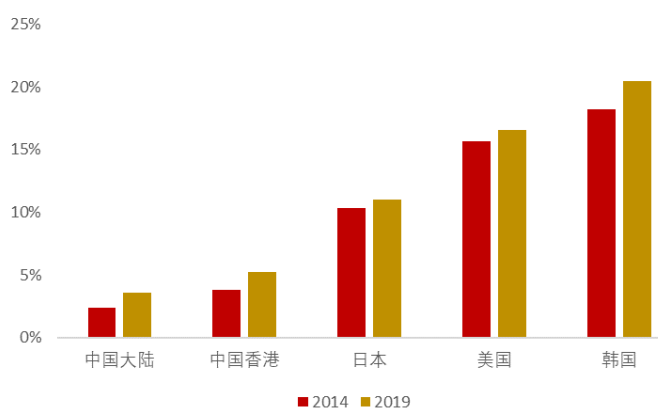
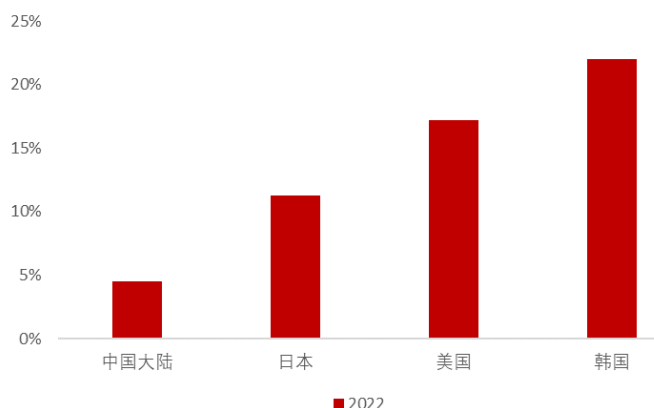


图 44：2022 年不同地区医美渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：观研天下，东莞证券研究所

### 3.5.4 医美重点公司分析

#### (1) 爱美客：国内领先的医疗美容产品提供商

**国内领先的医疗美容产品提供商。**公司立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发，已成功实现注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，并建立了医用几丁糖、聚乳酸等生物医用材料的产品技术转化平台，产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。公司处于医疗美容价值链中游，行业上游为生产医疗美容产品原料的供应商，行业下游为医疗美容机构，包括公立医院的整形外科、皮肤科和非公立医疗美容机构。公司是首家取得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的国内企业。公司目前的主要上市产品应用于非手术类医疗美容。据弗若斯特沙利文研究报告统计，截至 2021 年，公司在基于透明质酸钠的皮肤填充剂市场，按销售额计算占国内市场份额达到 21.3%，在国产制造商中排名第一。公司在所处的医疗美容行业中具有明显的先发优势和领先地位。

**公司营收和归母净利润保持快速增长。**2016 年-2022 年，公司营业总收入从 1.41 亿元增长至 19.39 亿元，CAGR 为 54.78%；公司归母净利润从 0.53 亿元增长至 12.64 亿元，CAGR 为 69.66%。2022 年，公司实现营业收入 19.39 亿元，同比增长 33.91%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.64 亿元，同比增长 31.94%。公司溶液类与凝胶类注射产品均实现同比增长。其中，溶液类注射产品实现营业收入 12.93 亿元，较上年同期增长 23.57%；凝胶类注射产品实现营业收入 6.39 亿元，较上年同期增长 65.61%。公司凭借全方位且具有差异化的产品矩阵，清晰的产品定位，产品组合优势以及不断创新的营销模式，产品竞争力、品牌影响力日益增强，市场占有率与渗透率稳步提升。

图 45：爱美客营收及其同比增速

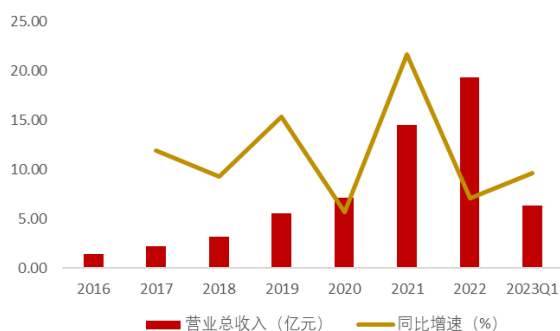
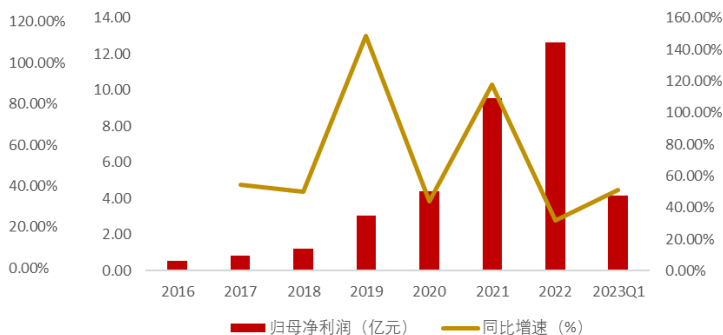


图 46：爱美客归母净利润及其同比增速



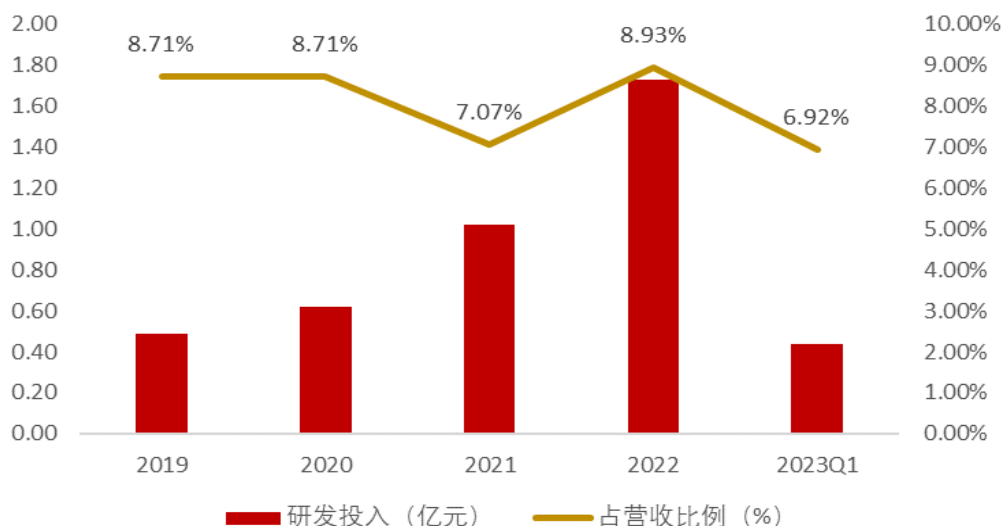
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**公司研发费用率逐年加大，提升技术储备。**2019 年-2022 年，公司研发投入从 0.49 亿元增长至 1.73 亿元，CAGR 为 52.27%，公司研发费用率保持逐年增长的趋势。在研项目中，用于纠正颈部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶处于临床试验阶段；用于改善眉间纹的注射用 A 型肉毒毒素处于 III 期临床试验阶段；用于软组织提升的第二代面部埋植线处于临床试验阶段；用于成人浅层皮肤手术前对完整皮肤的局部麻醉利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验阶段；用于溶解透明质酸的注射用透明质酸酶处于临床前阶段。2022 年，公司再度扩展研发布局，昌平研发中心已顺利投入使用。该研发中心建筑面积超过 6000 平方米，搭建了器械创新研究平台与生物技术研究平台，研究范围涵盖医疗器械、生物制剂、化妆品等方向。昌平研发中心的投入使用，将加强对生物医药人才的吸引力，增强生物医药研发平台

实力，提升产学研转化的效率。未来，公司将持续引进高质量的研发人才与全球尖端的研发设施、实验设备，融合前沿科技进行自主创新，推动更多具有自主知识产权的创新产品落地。

图 47：2019-2023Q1 年爱美客研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 4. 投资策略

**维持对行业的超配评级。**2023 年 1-5 月份，医药生物板块整体走势较弱，多数细分板块录得负收益。Q1 行业整体营收和归母净利润增速同比有所下滑，中药、医院、血液制品和线下药店等部分板块业绩在今年一季度实现快速增长，行业内细分板块业绩表现分化较为明显。从政策展望来看，下半年第九批药品集采预计将要开展，经过此前多轮集采洗礼，市场对此预期已经较为充分，预计对市场的负面冲击有限。从行业整体估值上看，不论是行业整体 PE 还是相对于沪深 300 溢价率指标都处于行业近十年来估值的相对低位。建议关注：

- **中药：**集采相对温和、政策支持发展的中药创新药、中药配方颗粒和品牌中药企业：华润三九（000999）、同仁堂（600085）、以岭药业（002603）和片仔癀（600436）等；
- **创新药：**研发投入逐年加大，在研管线逐渐进入收获期的创新药企：恒瑞医药（600276）、贝达药业（300558）和华东医药（000963）等；
- **医疗器械：**有望受益于医疗新基建和国产替代的医疗器械：迈瑞医疗（300760）、东富龙（300171）、楚天科技（300358）、奕瑞科技（688301）、开立医疗（300633）和海泰新光（688677）等；
- **医疗服务：**疫后院内诊疗人数有望复苏，受益于赛道景气度提升医疗服务企业：爱尔眼科（300015）、通策医疗（600763）和金域医学（603882）等。

- **医美**：受益于疫后复苏和渗透率爬坡医美企业：爱美客（300896）和华熙生物（688363）等。

## 5. 风险提示

- (1) 行业政策风险。如医保控费，部分药品集采后降价幅度较大。
- (2) 研发进展低于预期风险。研发过程中存在较大的不确定性，研发进展可能低于预期。
- (3) 原料价格波动风险。原材料价格波动大对企业经营造成不利影响。
- (4) 竞争加剧风险。部分产品竞争格局恶化可能将影响到企业盈利及成长性。
- (5) 其他风险，包括但不限于：汇率波动、贸易摩擦、核心人才流失、技术迭代等风险。

表 10：重点公司盈利预测及投资评级（2023/6/6）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600276	恒瑞医药	46.31	0.61	0.75	0.90	75.62	61.88	51.38	买入	维持
300558	贝达药业	53.22	0.35	0.83	1.23	152.78	63.79	43.31	买入	维持
000963	华东医药	40.27	1.42	1.73	2.10	28.26	23.29	19.16	买入	维持
000999	华润三九	63.31	2.48	2.94	3.43	25.55	21.55	18.48	增持	下调
600085	同仁堂	56.96	1.04	1.23	1.43	54.79	46.31	39.90	增持	维持
002603	以岭药业	28.05	1.41	1.51	1.73	19.84	18.57	16.18	买入	上调
300171	东富龙	23.07	1.11	1.45	1.73	20.73	15.86	13.36	买入	维持
300015	爱尔眼科	26.00	0.35	0.48	0.63	73.91	54.07	41.32	买入	维持
600763	通策医疗	100.80	1.71	2.35	3.03	58.95	42.86	33.26	买入	维持
301047	义翘神州	91.24	2.35	2.38	2.93	38.89	38.39	31.12	买入	维持
688133	泰坦科技	102.11	1.48	2.71	3.80	68.78	37.73	26.86	买入	首次
300896	爱美客	449.49	5.84	8.89	12.51	76.97	50.56	35.94	买入	维持
688363	华熙生物	90.41	2.02	2.64	3.37	44.85	34.26	26.80	买入	维持
300760	迈瑞医疗	300.00	7.92	9.70	11.71	37.86	30.93	25.62	买入	维持
300633	开立医疗	57.47	0.86	1.16	1.52	66.92	49.50	37.73	买入	维持
688301	奕瑞科技	297.98	8.82	8.64	11.23	33.78	34.51	26.53	买入	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所



## 东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

## 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn