

医药生物年度策略报告

2022年1月17日



中航证券有限公司
AVIC SECURITIES CO., LTD.

从繁荣到平淡，守正出奇

——2022年医药生物行业年度策略报告

行业评级：增持

分析师：沈文文
证券执业证书号：S0640513070003

➤ 核心观点：

- **医药行业2021走势复盘和2022年研判。** 复盘2021年医药行业全年走势，上半场强势特征明显，主要受CXO板块和新冠产业链的超预期业绩表现驱动，大市值、高ROE和高增长的龙头白马领跑市场。进入下半场，伴随龙头白马的高估值和交易赛道的拥挤，大市值、高景气板块连续多月回调，叠加CDE创新药研发指引等新政策出台、集采预期变化和部分医疗服务龙头阶段性业绩低于预期等因素，市场情绪带动创新药及其产业链持续下行。11月以后，随着负面因素充分释放，低估值中药、药店等板块，超跌的医疗器械板块，以及通胀预期下涨价的原料药等板块带动复苏行情。从风格来看，中小市值企业表现明显占优。长周期来看，医药行业自2019年开启了新一轮的牛市，并且持续两年。叠加新冠疫情需求刺激，防护、检测和预防等板块业绩均进入业绩爆发后期，新冠“悬崖”的担忧增加了预期的不确定性。**整体来看，我们认为医药行业2022年大概率维持震荡走势，估值中枢抬升，结构分化行情特征明显。**
- **创新趋势不变，集采和医保谈判常态化。** 2021年11月19日，CDE正式发布并施行《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，文件要求未来抗肿瘤药物的研发从确定研发方向到开展临床试验，都应贯彻以临床需求、临床价值为导向的药物开发原则。该原则将推动我国大部分医药企业逐步从me-too往me-better或者完全自主的创新药的路径上转型，给真正有价值的创新释放出更多的资源，避免“高水平重复”带来的同质化竞争，长远来看将利好创新药头部公司及差异化公司。药品集采逐渐步入常态化。**国家医保局组织开展人工关节集中带量采购、胰岛素集采渐次落地。**除国家层面在积极推动药品带量采购之外，2020年以来，省际联盟集采广泛发展，除港澳台外，基本我国所有省市都参与各种省际联盟采购。省际联盟带量采购范围大，谈判筹码强，以量换价成功率较高，是国家集采之外的有效补充，**包括湖北等19省联盟的中成药集采落地，具备很强的示范效应。**2021年12月3日，2021版国家医保目录发布，新版目录于2022年1月1日执行。调整后的国家医保药品目录内药品总数为2860种，其中西药1486种，中成药1374种，均为历轮医保目录谈判品种数量之最。国家医保药品目录调整工作，连续4年累计新增507个药品。本次调整，共计74种药品新增进入目录，11种药品被调出目录。**本次调整，共计对117个药品进行了谈判，谈判成功94个，其中，目录外85个独家药品谈成67个。平均降价61.71%，最高降价幅度94%，与历次谈判相比均处于较高水平。**医保目录较高的谈判成功率一方面表明了国家对于医保谈判普惠性的重视程度，另一方面也表明了医保目录谈判框架基本已定的前提下，市场及医药公司针对谈判准备越来越充分。**随着集采和医保谈判的逐步推进，未来行业持续分化，龙头效应进一步凸显，生产管线丰富，研发能力突出，竞争格局较好的企业有望从中获益，在竞争中脱颖而出。**

- **基金重仓持股数据显示，医药行业超配比率依然居行业前列。** 2021年前三季度，基金重仓持有A股医药生物行业的市值占持有A股市值的比例分别为13.75%、14.47%和13.25%，总体比较平稳。其中，三季度持仓比例仅次于食品饮料。医药行业目前依然处在超配状态，超配4.39%，在行业中排名第3。尽管2021年震荡特征明显，医药行业防御属性仍然受到机构的投资青睐。**资金方面，2021年前三季度，医药基金发行数量共计438个，发行规模共计6981.89亿元，**依旧维持在相对较高水平，增量资金的流入对整个行业的估值形成有效支撑。**外资持股占医药生物行业总市值比重相对较低，占比约为3.68%；外资持股占流通市值比例为7.63%，2021年2月5日为外资持股占流通市值比例的高点，为8.38%，**医药生物行业外资持股市值的占比整体呈上升趋势。从渠道来看，陆股通是外资流入的主要投资渠道且呈上升趋势，目前占外资投资医药生物行业比重的93.17%。外资持续涌入A股市场，在为我国资本市场提供更多海外资金的同时，同时会带来市场投资风格的变化。风格显示，**陆股通在医药生物行业投资方向以生物制品及CXO等大中型公司为主，QFII在医药生物行业投资方向以医疗器械和中药公司为主，整体布局倾向于中小市值公司。**
- **融资渠道通畅，医药行业融资规模和证券化率不断提升。** 2021年，医药生物行业整体融资1366.24亿元，同比下滑-3.57%。其中，制药、生物科技与生命科学行业融资总额1122.23亿元，同比下滑3.38%；医疗保健设备与服务行业融资总额244.00亿元，同比下滑4.46%。总体来看，首发上市融资规模占比最大。总体来看，2020年、2021年均为医药生物公司集中上市的年份。**对比医药生物行业上市公司和医药制造业的营业收入和利润总额，截至2021年11月，医药生物行业营业收入占医药生物制造业营业收入的77.60%，利润总额占49.00%。**从趋势上来看，自2013年开始医药生物行业营业收入和利润总额在医药制造业中的占比逐年提升，**医药生物行业证券化率整体呈上升趋势。**受新冠需求爆发等因素驱动，医疗器械、生物制品和医疗服务三个板块表现出超强的成长能力和盈利能力。
- **老龄化进程驱动常规医疗需求，新冠产业链是当前医疗总需求的重要一环。** 根据第七次全国人口普查数据，2020年，149个地级及以上市65岁及以上人口占比已经超过了14%，进入到深度老龄化。总的来看，2020年65岁人口占总人口之比为13.5%，较2015年的10.5%有明显攀升。预计到2040年，我国65岁及以上老年人口占总人口的比例将超过20%。随着年龄的增长，患慢性病的几率大大增加。因此，老龄人口的增加意味着慢病防治需求的增加。老龄化进程是常规医疗需求的重要驱动力。**PANGO数据显示，截至2022年1月14日，新冠病毒已经出现1727个变种，**新的变异毒株的出现凸显了新冠疫情防控面临的困难与挑战。**目前流行的Omicron 毒株的高传染性、低重症率增加了新冠流行预期的不确定性，疫情短期或难以结束。新冠“悬崖”决定了产业链的盛衰拐点，站在当前的时点，新冠产业链是医疗总需求的重要一环，**根据消费特征的差异，新冠检测、治疗的投资机会优于防护和疫苗环节，同时决定了医药产业的出口结构。

- **多项支付端数据显示医疗消费依然存在巨大的释放空间。** 我国人均卫生费用从2010年的1490.1元增加到2020年的5112.3元，尽管2020年人均卫生费用增速和前几年相比有所下滑，但仍有9.49%，保持较高水平。**从结构上看，个人卫生支出比例持续下降，从2010年的35.29%下降到2020年的27.65%，为医疗消费的进一步释放提供了充足的空间。** 医保基金数据显示，2020年，我国基本医保基金收入24846亿元，增速为1.74%；我国基本医保基金支出为21032亿元，增速为0.85%，收入增速大于支出增速，且均呈现放缓趋势，两者变化分别受疫情以来阶段性减半征收职工医保单位缴费、以及药品集采和医保谈判带来的医保基金支出节约影响所致。纵向对比，2018-2019年医保基金支出增速连续两年高于收入增速，但在2020年实现反转。医保基金盈余方面，2020年我国医保基金盈余为3814亿元，增速为6.92%，与前两年相比，增速有较大幅度的提升。健康险方面，2021年1-10月，我国健康险保费收入为7435.64亿元，增速为3.82%，增速与2020年相比有所下降。整体来看，我国健康险近年来发展较为快速，保费收入维持增长态势，成为个人支付、医保基金支付以外的另一支撑。从结构上看，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的4.91%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入7.86%，医疗消费仍然存在巨大的空间。
- **医药生物行业估值阶段性处于中低位。** 统计2000年以来的数据，截至2021年12月31日，采用申万医药指数，医药生物行业整体估值处于历史估值较低分位，行业PE处于31.58%分位，子板块方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PE分别为处于32.00%、35.92%、62.74%、10.28%、18.30%、12.20%和20.94%分位；医药生物行业PB处于54.97%分位，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PB分别处于43.02%、27.82%、44.36%、41.19%、23.89%、75.19%和59.81%分位。**整体来看，医药行业的估值处在相对较低的位置。** 按照2021年12月31日的收盘数据，采用整体法计算，医药行业（TTM）的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为33.46和4.72。2020年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为2.35和2.87，2021年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为1.99和2.47，较2020年有所下滑。**整体来看，医药商业处在降低位置，受年末估值修复行情驱动，中药板块溢价比率显著提升。**
- **投资策略。** 2021年海外新冠疫情持续蔓延，国内零星散发，新冠疫苗接种提高了人类整体防御能力，全球结构性防疫不均衡特征和奥密克戎等超级变种的出现决定了新冠流感化非一夕之功。常规医疗需求不同程度的恢复和新冠医疗需求的持续构成了全球医疗需求的现状，医药行业加速迭代。政策鼓励创新、医疗市场国际化、集采和医保谈判常态化等是医疗行业的常规演绎。**2022年医药行业或呈现六大特征：1）相对低估值和确定高需求决定医药行业整体表现优于2021年；2）行情延续快速轮动风格，低估值价值表现优于高估值成长；3）中小市值公司领先表现，大市值看下半场；4）创新药及创新药产业链贯穿医药行业长周期投资，只会迟到，不会缺席；5）“疫苗+奥密克戎”提升免疫屏障，最危险的时候已经过去，全球防疫的不均衡特征决定了新冠疫情长尾需求，检测和治疗投资机会**

优于疫苗和防护；6) 行业加速分化，差异化产品和模式会被给予更高估值定价。结合行业政策、需求和市场风格的变化，建议在结构分化行情确定的情况下，重点关注成长确定的白马股和产品差异化布局具备超预期可能的二线蓝筹，重点围绕以下几个方面展开：**一是政策持续引导下的创新药及创新药产业链，包括创新药生产企业以及为创新药提供服务的CXO企业等；二是具备进口替代能力的高端医疗器械龙头及检测类等疫情耗材生产企业；三是受益市场集中度提升，稳健扩张的连锁药店；四是市场需求旺盛的第三方检测医疗服务机构；五是兼备消费和防疫属性的生物制品企业；六是具备“真创新”和“强消费”属性的中药企业。**

- **重点公司。**建议关注2022年核心组合，包括药明康德、恒瑞医药、恩华药业、君实生物-U、乐普医疗、迈瑞医疗、一心堂、迪安诊断、华兰生物、康希诺-U、长春高新和天士力。
- **风险提示。**新冠疫情风险；行业政策风险；研发风险；药械降价风险；业绩不及预期风险；海外扩张不及预期风险。

目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

6

多项支付能力均有提升

7

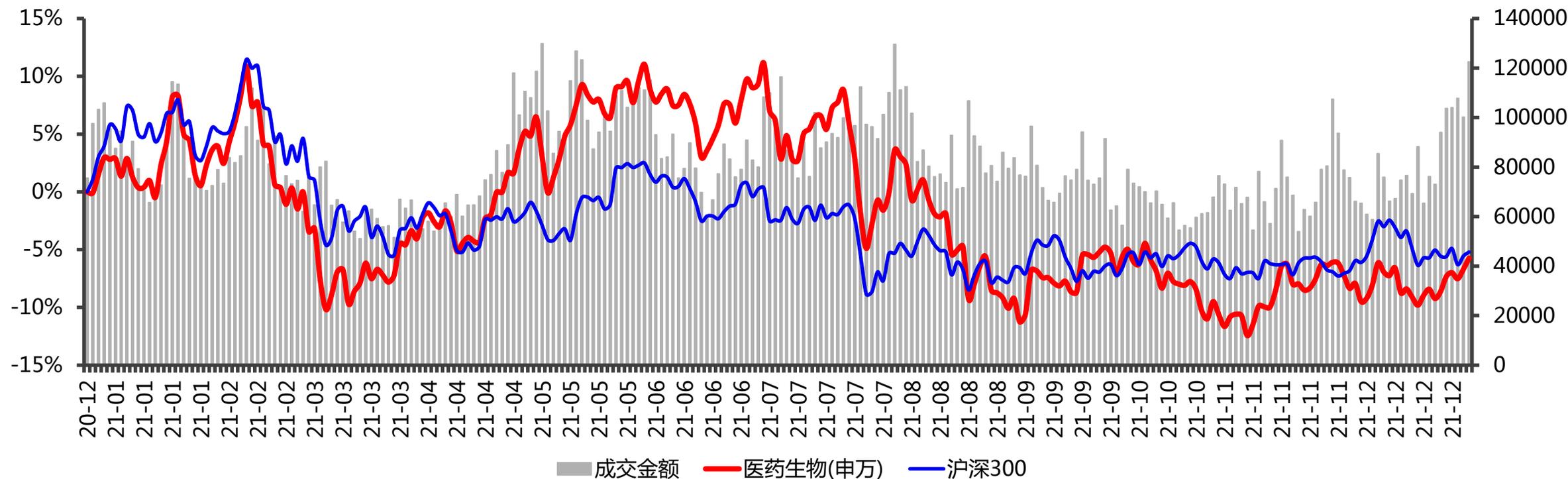
2022年投资策略

1.1.1 医药生物板块2021年走势复盘——震荡整理，疲态尽显



- 复盘2021年医药行业全年走势，上半场强势特征明显。除了2月、6月的调整，其余几个月均实现了上涨，主要是基于CXO板块和新冠产业链的超预期业绩表现驱动二级市场表现，景气度上行，尤其是大市值、高ROE和高增长的龙头白马领跑市场。进入下半场，伴随龙头白马的高估值和交易赛道的拥挤，同其他板块一样，大市值、高景气板块连续多月回调，叠加CDE创新药研发指引等新政策出台、集采预期变化和部分医疗服务龙头阶段性业绩低于预期等因素，市场情绪带动创新药及其产业链持续下行。11月以后，随着负面因素充分释放，低估值中药、药店等板块，超跌的医疗器械板块，以及通胀预期下涨价的原料药等板块带动复苏行情。

图表1：医药生物板块短周期（2020.12.31-2021.12.31）走势情况（百万元）



1.1.2 医药生物板块2021年走势复盘——上半年优于下半年

- 医药生物行业整体上涨的4月，其他医疗服务、疫苗和体外诊断三个子板块受益于疫情产业链需求刺激，表现出强势上涨，医疗耗材、医院和医疗设备实现了超过行业平均的涨幅。11月，受益于国家医保谈判结果出炉的利好，多个板块呈现出修复性上涨，其中医疗设备、体外诊断和中药涨幅领跑。随着我国疫情防控趋于稳定、集采降价靴子落地和中药材涨价潮启动，中药板块的触底反弹持续到2021年年底，主要是基于中药板块业绩边际改善逻辑下的估值修复，中药产业链产品的涨价强化了业绩改善的预期和盈利能力的提升。而且同前几轮集采相比，19省组成的中成药联盟首次集采产品的平均降价幅度好于预期，也形成了催化效应。

图表2：医药生物各子板块月涨跌幅情况

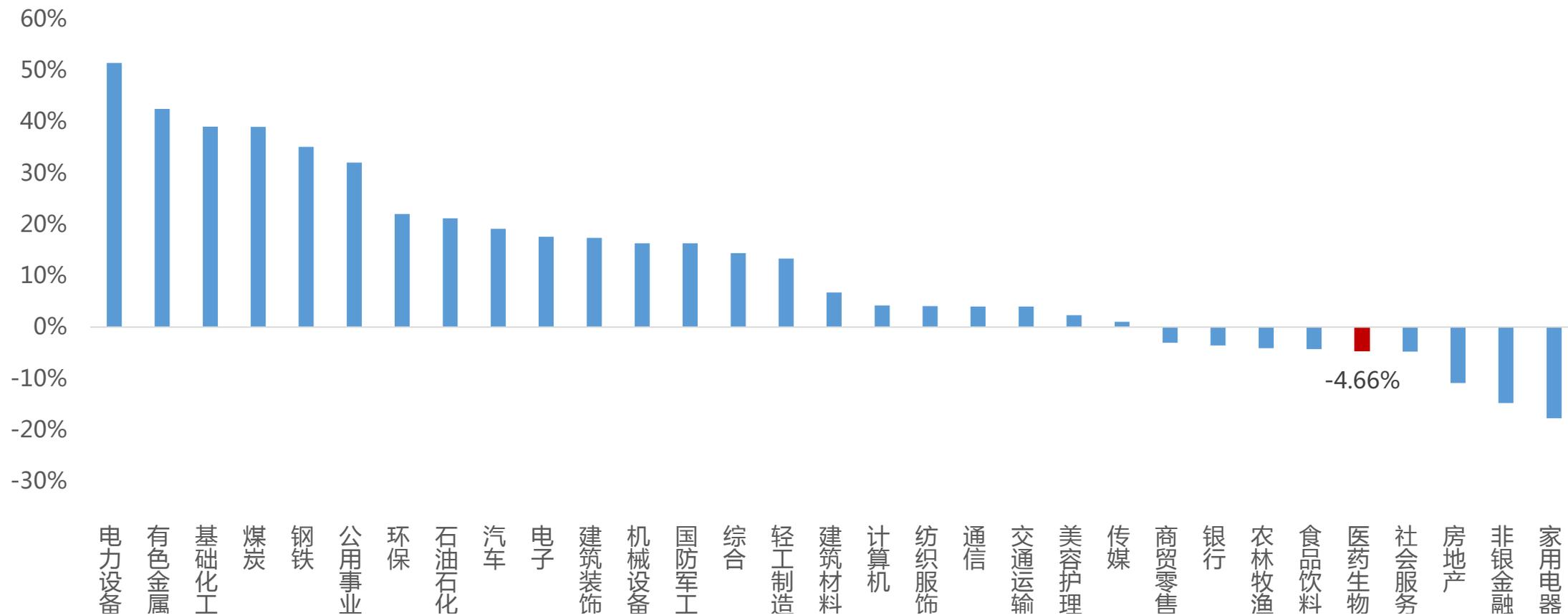
板块	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
医药生物	5.68%	-0.58%	9.96%	13.38%	0.72%	-3.69%	-8.92%	-6.45%	5.33%	-2.27%	11.19%	1.96%
原料药	2.20%	7.56%	22.66%	8.91%	18.56%	17.94%	-8.62%	5.60%	4.51%	-1.43%	21.14%	1.46%
化学制剂	-6.50%	2.76%	0.58%	8.33%	-3.19%	-6.96%	-9.00%	-7.38%	2.95%	0.28%	9.93%	3.64%
中药	3.01%	1.67%	38.94%	7.65%	30.19%	17.30%	-9.43%	-2.04%	3.08%	2.85%	23.79%	17.82%
血液制品	3.46%	-4.08%	-12.36%	6.97%	-16.86%	-14.74%	6.77%	-14.08%	-3.89%	3.01%	0.83%	-0.96%
疫苗	0.75%	13.43%	-20.70%	31.16%	-30.49%	-31.13%	-4.42%	-0.90%	-10.28%	-5.77%	-7.36%	-5.83%
其他生物制品	6.24%	-1.07%	-11.63%	9.87%	-13.45%	-15.83%	-12.42%	-7.17%	1.34%	-1.37%	4.09%	-2.62%
医药流通	0.32%	1.25%	7.77%	5.19%	5.48%	3.11%	-5.77%	4.74%	2.21%	-0.22%	9.01%	5.80%
线下药店	16.53%	-7.41%	-24.89%	-10.63%	-21.34%	-18.25%	-17.08%	6.50%	-1.52%	-1.25%	11.12%	12.68%
医疗设备	5.04%	-5.00%	42.44%	15.91%	25.69%	19.48%	-12.27%	-4.86%	11.00%	-0.95%	44.39%	9.68%
医疗耗材	12.04%	-0.84%	-1.87%	18.62%	-14.88%	-21.30%	-13.67%	-11.47%	7.13%	-9.17%	5.61%	-0.95%
体外诊断	19.09%	-9.18%	22.87%	26.88%	4.64%	5.81%	-4.82%	-15.31%	-2.88%	-2.41%	32.53%	-1.99%
诊断服务	21.75%	-13.36%	11.48%	11.09%	5.83%	5.09%	-12.79%	-17.42%	-4.32%	10.41%	16.73%	-0.91%
医疗研发外包	21.62%	-11.61%	9.47%	9.57%	-6.78%	-11.29%	-5.74%	-6.96%	18.81%	-6.30%	-17.64%	-14.96%
医院	10.39%	-6.13%	-28.23%	18.15%	-35.15%	-40.28%	-18.08%	-23.20%	14.78%	-8.02%	-18.72%	-0.80%
其他医疗服务	13.98%	-8.58%	49.69%	48.74%	2.96%	-12.32%	4.49%	6.28%	-6.38%	-11.58%	0.40%	-13.17%

1.1.3 医药生物板块2021年走势复盘——横向比较表现居中后位



➤ 横向比较其他行业，截至12月31日，申万医药生物指数下跌4.66%，跑输沪深300指数（-3.39%），在31个申万一级行业中排名第27，居于中后位。

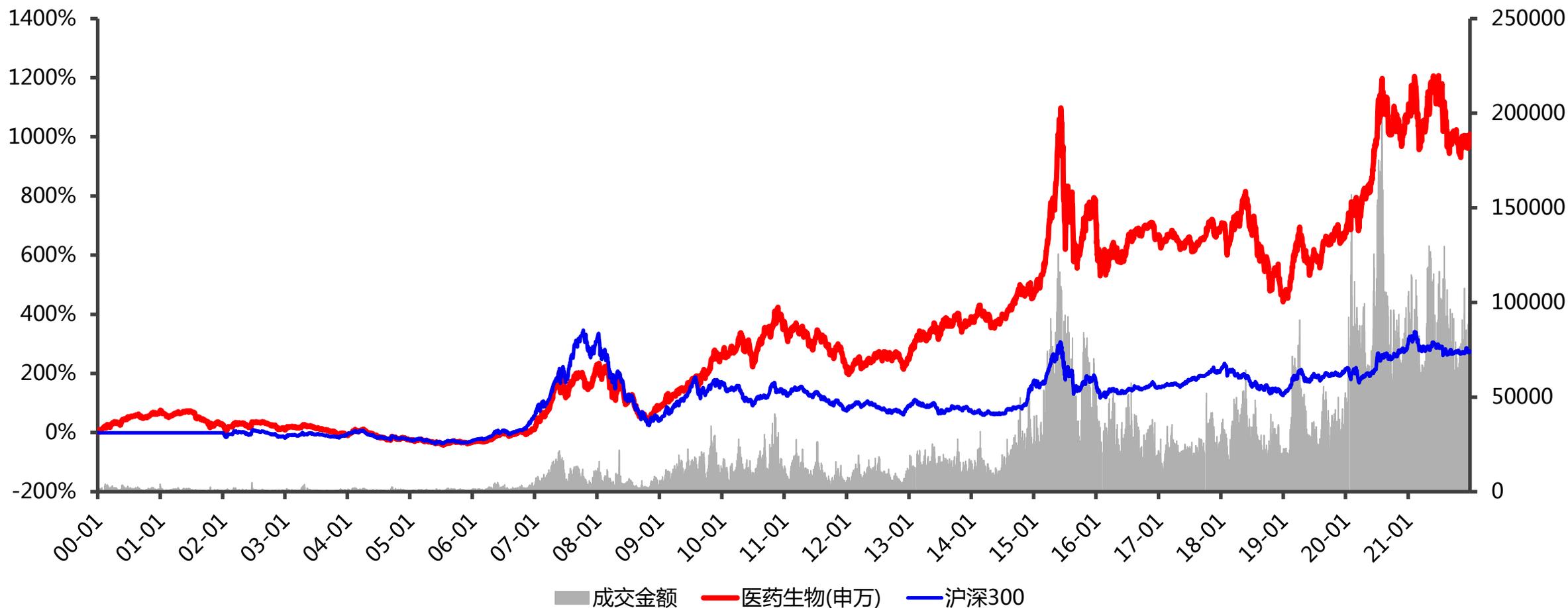
图表3：2021年申万一级行业涨跌幅情况



1.2 医药生物板块长周期位置——震荡蓄势和结构分化

- 长周期来看，医药行业自2019年开启了新一轮的牛市，并且持续两年。叠加新冠疫情需求刺激，防护、检测和预防等板块业绩均进入业绩爆发后期，新冠“悬崖”的担忧增加了预期的不确定性。整体来看，我们认为医药行业2022年大概率维持震荡走势，估值中枢抬升，结构性行情特征明显。

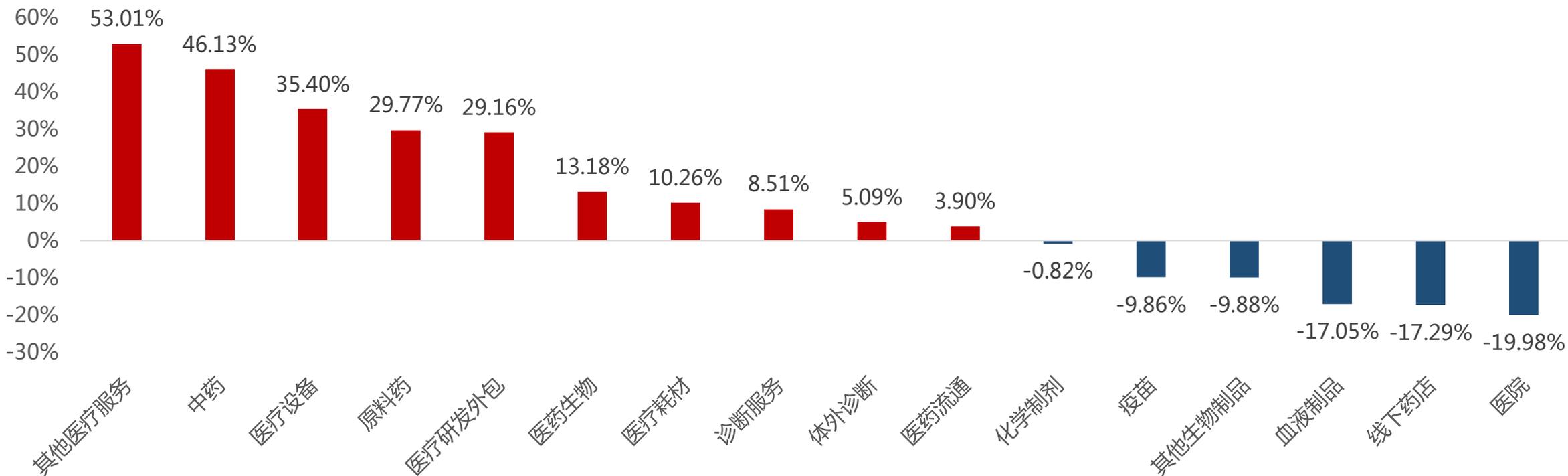
图表4：医药生物板块长周期（截至2021.12.31）走势情况（百万元）



1.3 医药生物子板块表现——多数上涨，市值分布差异决定呈现出和指数整体不同形态

- 具体到板块，多个板块实现上涨，由于市值分布的差异，呈现出和指数不一样的状态。具体到子板块，涨幅排名前五的子板块分别是：其它医疗服务（53.01%）、中药（46.13%）、医疗设备（35.40%）、原料药（29.77%）和医疗研发外包（29.16%）；涨幅排名后五的子板块分别是：医院（-19.98%）、线下药店（-17.29%）、血液制品（-17.05%）、其他生物制品（-9.88%）和疫苗（-9.86%）。

图表5：医药生物子板块2021年度涨跌幅情况



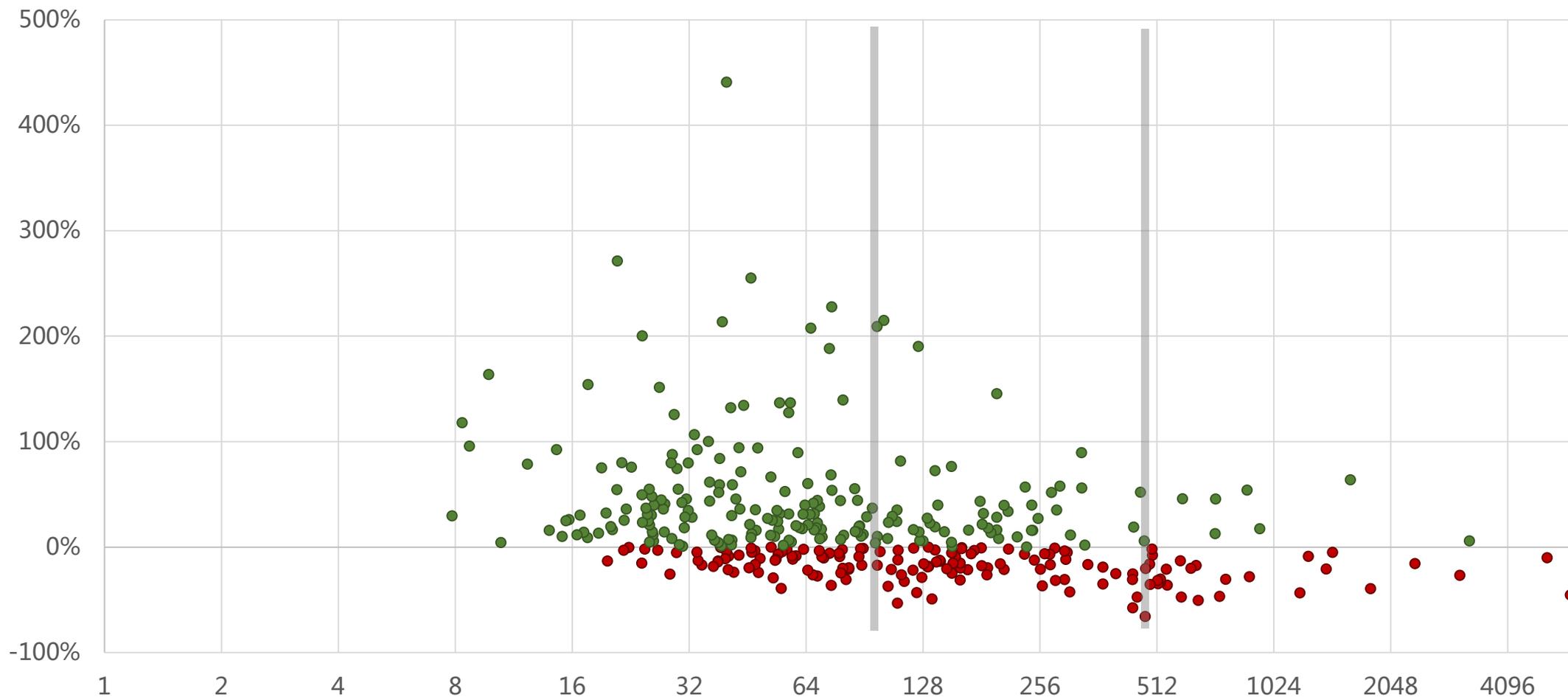
1.4.1 医药公司的市场表现——中小市值药企表现最佳

- 剔除2021年后上市的56家公司，以2020年12月31日为起点，将上市公司按市值不同划分为市值500亿以上大型药企，市值在100-500亿为中型药企，市值在100亿以下为小型药企，统计SW医药生物板块公司的市场表现。我们可以看到2021年表现最好的是小型药企，股价上涨的公司数量占比59.53%，远远超过大型药企的23.33%和中型药企的33.90%。其中，最大涨幅达到440.87%，平均涨跌幅34.88%，涨跌幅中位数17.57%。次新股整体未贡献出超额收益。

图表6：医药生物板块上市公司涨跌幅情况（2020.12.31-2021.12.31）

	企业数量	公司股价上涨数量占比	最大涨跌幅	最小涨跌幅	涨跌幅中位数	平均涨跌幅
大型药企	30	23.33%	63.76%	-50.34%	-20.82%	-13.65%
中型药企	118	33.90%	214.98%	-65.81%	-2.87%	4.72%
小型药企	215	59.53%	440.87%	-39.05%	17.57%	34.88%
2021年后上市公司	56	21.43%	178.97%	-54.97%	-14.48%	-6.28%
行业整体	419	44.63%	440.87%	-65.81%	5.02%	17.76%

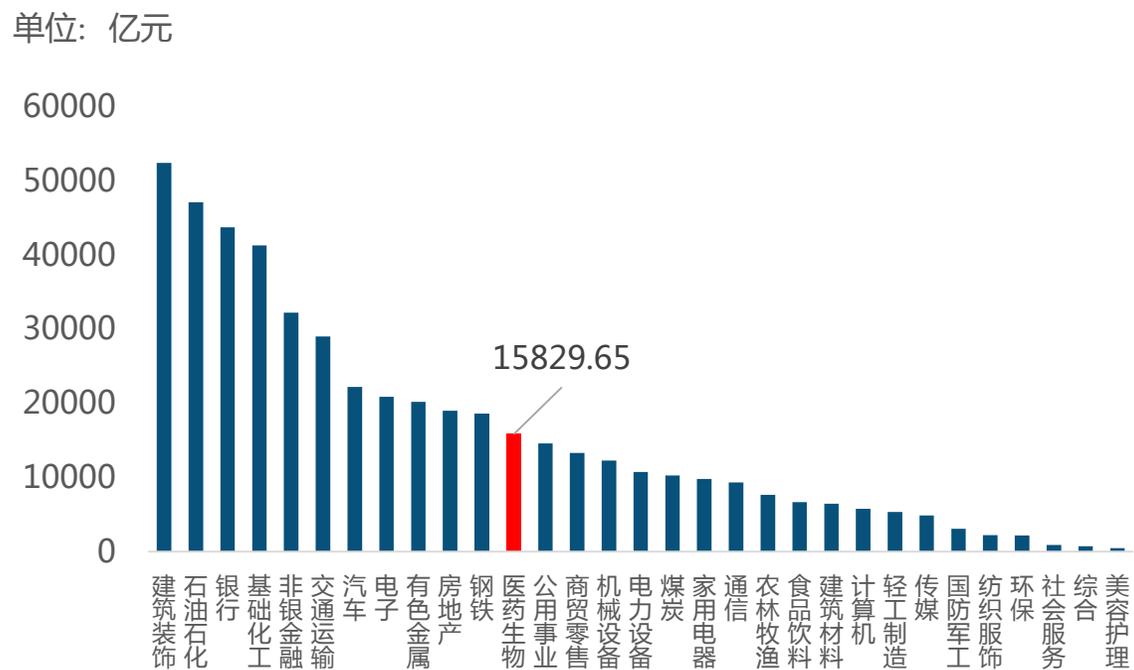
图表7：医药生物企业市值与涨跌幅情况（家公司）



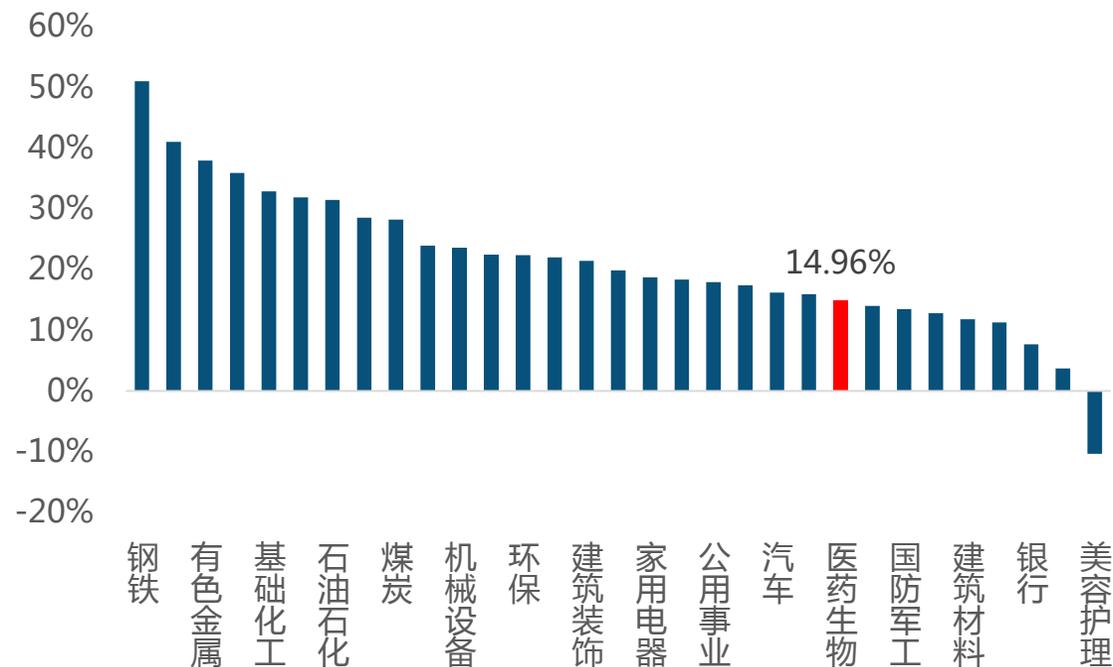
1.5.1 医药生物板块业绩表现——营收位居中游水平

- 上市公司层面的数据显示，2021前三季度医药生物板块实现营业收入15829.65亿元，在申万31个行业中排名第12，收入规模处在行业中游位置；营收增速为14.96%，较上年有所增长，行业排名第23，较上年有所下滑（2020年前三季度，医药生物板块营收增速为2.09%，行业排名第14）。在行业整体反弹的情况下，医药行业的边际变化相对滞后，基数差异是带来这一变化的重要原因。

图表8：2021前三季度医药生物板块营业收入



图表9：2021前三季度医药生物板块营业收入增速

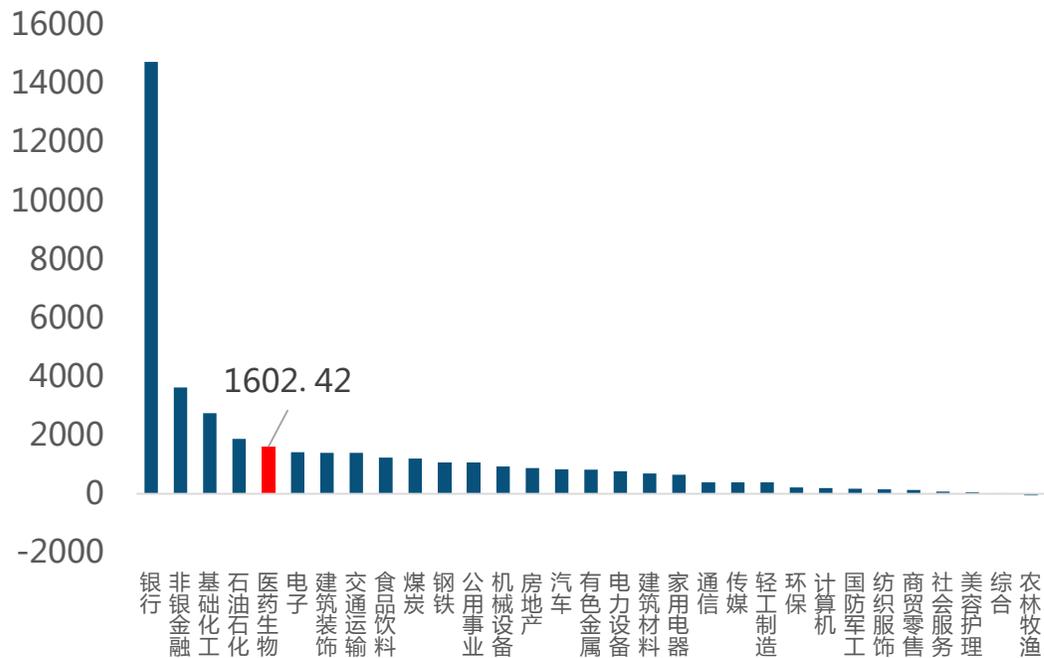


1.5.2 医药生物板块业绩表现——归母净利润居中上游水平

- 上市公司层面的数据显示，2021前三季度医药生物板块实现归母净利润1602.42亿元，行业排名第5，排名较为靠前；归母净利润增速为21.11%，较上年略有下滑（2020年前三季度21.89%），行业排名第16，较去年同期有所下滑（2020年前三季度行业排名第5）。整体来看，医药生物板块的归母净利润规模和增速仍处于中上游水平。

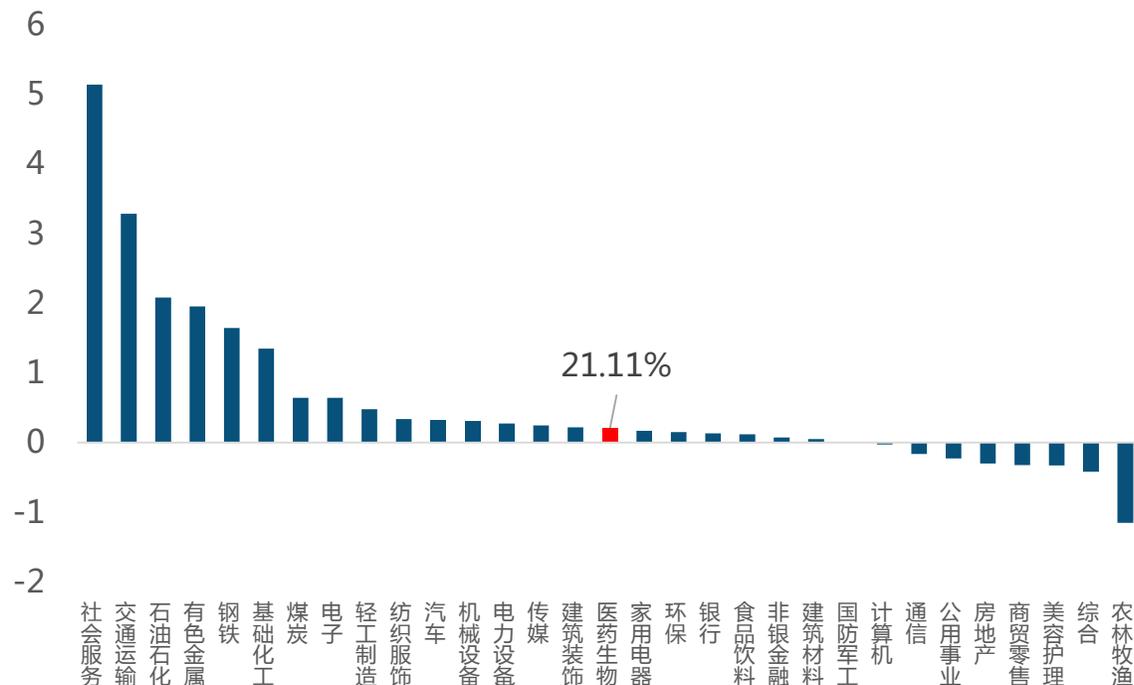
图表10：2021前三季度医药生物归母净利润

单位：亿元



图表11：2021前三季度医药生物归母净利润增速

单位：%



目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

6

多项支付能力均有提升

7

2022年投资策略

- 2021年11月19日，CDE正式发布并施行《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》。依据该份文件的要求，未来抗肿瘤药物的研发从确定研发方向到开展临床试验，都应贯彻以临床需求、临床价值为导向的药物开发原则。该原则对创新药的研发提出了更高的要求：新药研发应该以为患者提供更优（更有效、更安全或更便利等）的治疗选择作为最高目标，从而实现新药研发的根本价值，实现患者获益的最大化。该原则将推动我国大部分医药企业逐步从me-too往me-better或者完全自主的创新药的路径上转型，给真正有价值的创新释放出更多的资源，避免“高水平重复”带来的同质化竞争，长远来看将利好创新药头部公司及差异化公司。

图表12：目前中国新药临床试验存在的问题

序号	问题
1	新药临床试验同质化问题明显。 2020年登记的药物临床试验主要集中在抗肿瘤、内分泌和心血管适应症，目前临床试验在研的生物创新药大部分为抗体类药物，且靶点集中度高。
2	临床试验获批后实施效率不高。
3	儿科药物临床试验占比较低。
4	临床试验地域分布不均衡

图表13：《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》基本要求及主要内容

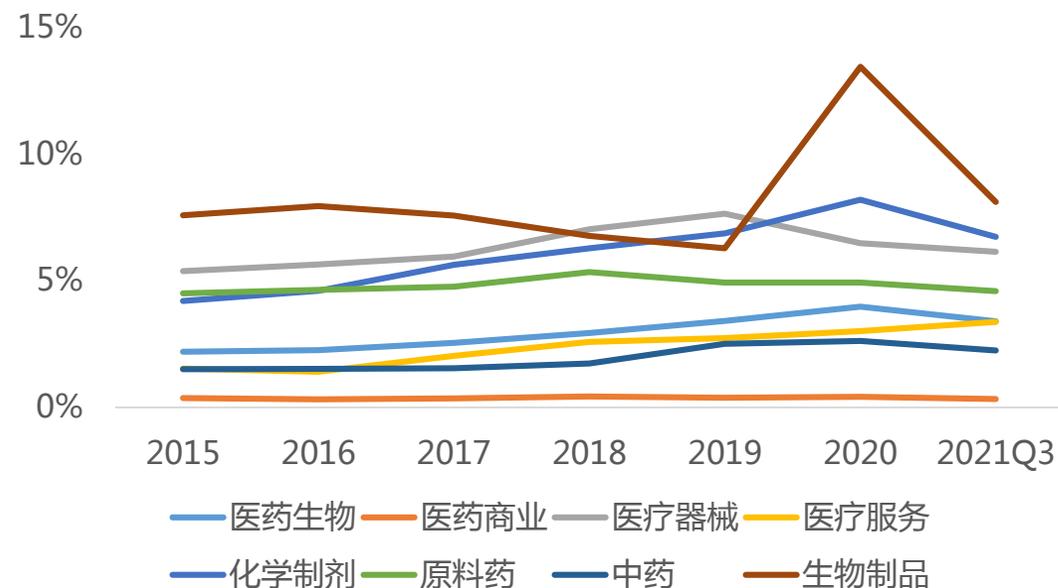
要求	主要内容
加强机制研究	基础研究和药物作用机制创新，是推进药物研发的根本动力。药物研发伊始，应加强肿瘤发生、发展机制的基础研究，同时加加强药物作用机制的研究，通过突破与创新，优化药物设计，开发新的治疗方法，不断满足肿瘤患者的治疗需求。
提高精准化治疗	应关注并且持续改进患者与治疗药物的匹配程度，不断提升抗肿瘤治疗的精准性，使肿瘤患者能接受到更为适合自己的治疗药物。
关注治疗需求的动态变化	不断发掘抗肿瘤患者未满足的临床需求。
不断改善药物安全性	在抗肿瘤药物的研发中，应关注肿瘤患者对用药安全性，特别是对长期用药安全性日益提高的需求和期待，将提高和不断改善抗肿瘤药物的安全性，作为重要的研发方向。
改善治疗体验和便利性	除开发长效制剂，我国《抗肿瘤药物指导原则》给出的其他改良给药途径还有，开发皮下制剂、口服制剂，改善患者治疗的便利性；减少给药频次，有助于减少患者治疗负担。

- 研发支出方面，2015至2020年医药整体及子行业研发支出占营收比例数据显示，行业整体占比呈上升态势。2015年医药生物行业研发占比为2.19%，2021Q3为3.40%，较2019年基本持平、较2020年有所下降。细化来看，生物制品、医疗器械和原料药是2021Q3研发支出占比最高的三个子板块。其中，生物制品研发占比在2020年大幅提升，达到13.44%，2021Q3下降到8.10%，但与2019年相比仍然维持上升趋势。各药企研发支出占比整体呈上升趋势的同时，进一步验证了医药行业创新发展的长期逻辑。
- 2021年12月30日，国家药监局等八部门联合发布了《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》，旨在加快推动我国从制药大国向制药强国跨越。未来5-15年，药品高质量和创新发展将成为国内医药产业发展的主旋律。“《规划》全文12次提及临床价值和临床急需、12次提及创新药、11次提及仿制药，显示药监局等相关部委进一步鼓励、支持具有临床价值的创新药和仿制药研发上市。

图表14：《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》2035年远景

序号	目标
1	我国科学、高效、权威的药品监管体系更加完善,药品监管能力达到国际先进水平。
2	药品安全风险管理能力明显提升,覆盖药品全生命周期的法规、标准、制度体系全面形成。
3	药品审评审批效率进一步提升,药品监管技术支撑能力达到国际先进水平。
4	药品安全性、有效性、可及性明显提高,有效促进重大传染病预防和难治疾病、罕见病治疗。
5	医药产业高质量发展取得明显进展,产业层次显著提高,药品创新研发能力达到国际先进水平,优秀龙头产业集群基本形成,中药传承创新发展进入新阶段,基本实现从制药大国向制药强国跨越。

图表15：2015-2020年医药生物各子板块研发支出占营业收入之比



2.2.1 全国范围集采——药品集采品种、中选品种数量和降价幅度等各个维度均再次有所提升



图表16：历轮药品集采工作开展情况

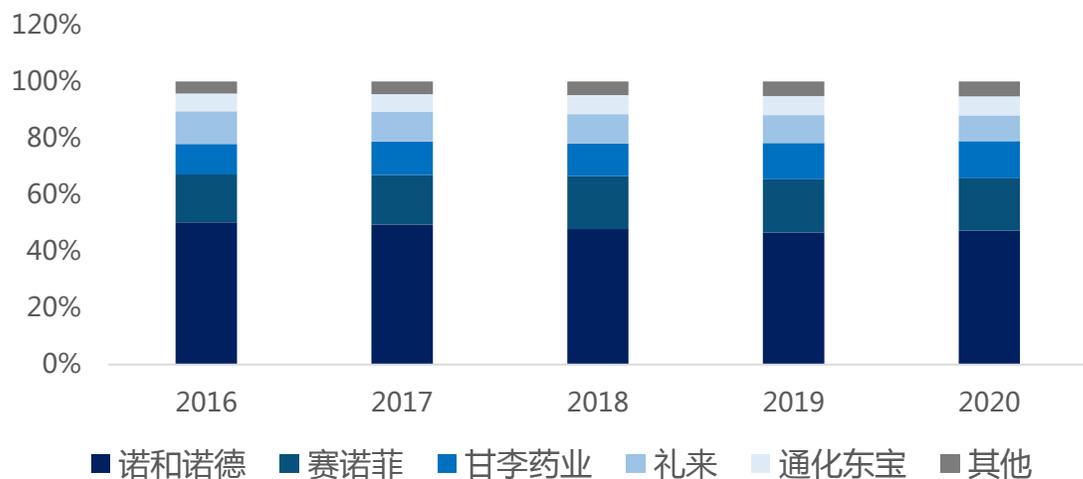
历轮药品集采工作开展情况						
	首轮药品集采	药品集采扩面	二轮药品集采	三轮药品集采	四轮药品集采	五轮药品集采
座谈会日期	2018年9月11日	2019年7月1日	2019年11月27日	2020年6月25日	2020年12月8日	2021年3月5日
启动日期	2019年3月	2019年12月	2020年5月	2020年11月	2021年2月	2021年6月
涉及品种数量	31	25	33	56	45	62
中选品种数量	25	25	32	55	45	61
参加企业数量	49	77	122	194	152	201
中选企业数量	20	45	77	125	118	148
降价最高幅度	96%	98%	93%	98.72%	96.82%	98.9%
平均降价幅度	52%	59%	53%	53%	52%	56%

- 药品集采方面，从历次药品集中采购发展趋势来看，除首轮药品集采后的集采扩面和最新一轮的药品集采外，历轮药品集采工作在设计品种数量、中选品种数量、参加企业数量和中选企业数量上均有较大幅度提升。本轮药品集采在品种数量、中选品种数量和降价幅度等各个维度均再次有所提升。随着药品集采逐渐步入常态化，国家层面组织的胰岛素集采工作落地，省际联盟中成药集采也已在部分省份逐渐落地，未来行业持续分化，龙头效应进一步凸显。在此背景下，生产管线丰富，研发能力突出，竞争格局较好的企业有望从中获益，在竞争中脱颖而出。
- 2021年9月29日，国务院发布《“十四五”全民医疗保障规划》中提出，到2025年，国家和省级药品集采品种达500个，高值医用耗材集采品种数量达5类，据此规划，预计未来几年内集采将继续稳步推行。

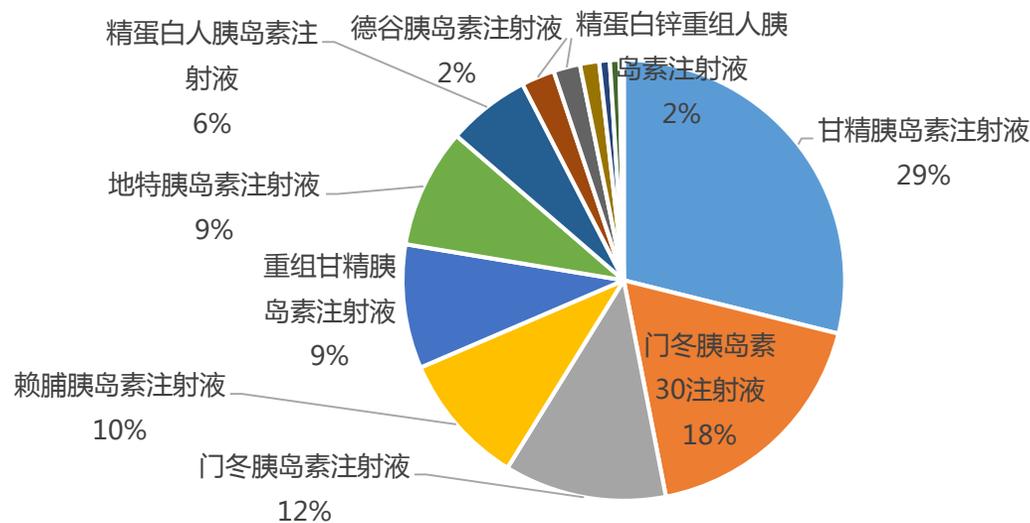
2.2.2 全国范围集采——胰岛素首次集采有望加速国产替代

- 胰岛素集采于11月底落地。**11月26日，上海阳光医药采购网发布《全国药品集中采购（胰岛素专项）拟中选结果表》。本次拟中选结果中，甘李药业、联邦制药、通化东宝分别由6个、6个、5个产品中标；海外企业方面，诺和诺德、礼来、波兰佰通和赛诺菲中选产品数量分别是7个、5个、3个和2个。本次胰岛素集采对基础胰岛素类似物、预混胰岛素类似物、餐时胰岛素类似物、预混人胰岛素、餐时人胰岛素和基础人胰岛素进行集采，对应涉及金额分别为50亿元、35亿元、20亿元、40亿元、5亿元和1亿元，涉及总金额约超过150亿元。降价方面，本次中选企业平均降价幅度为52.71%，其中礼来公司在预混胰岛素类似物产品中降价幅度达到74%，为本次胰岛素集采最高降价幅度。
- 我国糖尿病患者数量长期呈现增长趋势，胰岛素集采的平稳推进有利于我国糖尿病患者治疗率和胰岛素渗透率的提升。胰岛素市场此前由诺和诺德、礼来和赛诺菲等海外企业占据绝大部分市场份额，通过集采中标的方式，国产企业有望通过实现以价换量，获取更多市场份额，实现国产替代的加速提升；另一方面，2018年我国三代胰岛素产品占据68%左右的市场份额，对比美国等发达国家90%以上的市场份额为三代胰岛素，未来胰岛素行业有望持续向治疗效果更好的产品升级。综合来看，甘李药业等有望通过集采实现市场份额的提升。

图表17：胰岛素市场竞争格局



图表18：2020年各胰岛素产品使用占比



2.2.3 全国范围集采——高值耗材集采第二轮开展，未来或保持每年集采一个品种态势

- **2021年9月14日，国家医疗保障局组织开展人工关节集中带量采购14日在天津产生拟中选结果。**本次集采拟中选髌关节平均价格从3.5万元下降至7000元左右，膝关节平均价格从3.2万元下降至5000元左右，平均降价82%。本次集采共有48家企业参与，44家中选，中选率92%，首年意向采购量共54万套，占全国医疗机构总需求量的90%。
- 我们认为，高值耗材器械集采将逐渐趋于常态，高值耗材价格下降的预期将会逐步兑现，但海外企业对于高值耗材市场的高市占率的现状将会被逐渐打破，国产替代将会成为趋势。以本次骨科植入医疗器械为例，2019年我国骨科植入医疗器械市场份额占比较高的企业大多数为强生、美敦力等海外企业。未来随着国产器械纳入集采，有望通过降低产品价格实现以价换量，提升边际效益，扩大市场份额，国产龙头企业市占率有望提升，国产市场集中度将会进一步提升，市场将会加速分化，生产管线丰富，研发能力突出，竞争格局较好的企业有望从中获益，在竞争中脱颖而出。

图表19：历轮高值耗材集采工作开展情况

	高值耗材首轮集采	高值耗材第二轮集采
时间	2020.11	2021.9.14
组织机构	国家医疗保障局	国家医疗保障局
涉及产品数量	26	超过140
中选产品数量	10	113
参与企业数量	11	48
中选企业数量	8	44
中选率	73%	92%
平均降价幅度	93%	82%

- 9月23日，国务院发布《“十四五”全民医疗保障规划的通知》的通知，耗材带量采购工作长期推进逻辑进一步确定，从目前已开展和未来对高值耗材带量采购的规划方向来看，**耗材集采未来预计至少将维持每年纳入1类品种的速度进行。**

图表20：“十四五”高值医用耗材集中带量采购规划

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
高值耗材已集采品种数个数	1个	2个	X个	X个	X个	5个 (累计)



2.3.1 省级范围集采——药品集采跨区域联合集采广泛发展，覆盖品种多样

- 除国家在积极推动药品带量采购之外，2020年以来，省际联盟集采广泛发展，除港澳台外，基本我国所有省市都参与各种省际联盟采购。省际联盟带量采购范围大，谈判筹码强，以量换价成功率较高，是国家集采之外的有益补充。药品种类方面，一般的品种筛选标准是基本医保目录内采购金额高、用量大、临床使用成熟、市场竞争较为充分的品种。2021年省际联盟集采的药品种类包括常用及短缺的西药、中成药、生物制品、注射剂等，覆盖种类较广，基本实现了应采尽采。

图表21：2021年省际联盟药品集中带量采购情况

省际联盟名称	广东16省联盟	广东10省联盟	新疆2+N联盟	新疆2+4联盟	甘陕联盟	黑龙江八省二区联盟	重庆八省联盟	重庆9省联盟
药品数量	281 (不包括超声刀头)	153	中选53个品种	10个大品种	42种药品, 120种品规	21	35个大品种	21
药品种类	西药222个、中成药59个耗材超声刀头	化学药品和治疗用生物制品	包括28个注射剂	包括6种注射剂, 4种口服, 均为临床常用药	注射剂占9成	注射剂19个	常用药	短缺药
涉及省、市、自治区	山西、福建、江西、河南、湖北、湖南、广西、海南、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、新疆建设兵团	广东、山西、江西、河南、广西、海南、贵州、青海、宁夏、新疆	陕西、青海、新疆、广西、甘肃、宁夏	陕西、青海、新疆、甘肃、宁夏	陕西、甘肃	辽宁、黑龙江、吉林、海南、四川、青海、山西、内蒙古、贵州、西藏	湖北、海南、云南、青海、新疆、广西、重庆、宁夏	湖北、海南、云南、青海、新疆、河南、广西、重庆、宁夏

2.3.2 省级范围集采——中成药首次集采

- 11月19日，湖北省医药价格和招标采购管理服务网发布《鄂冀晋内蒙古辽闽赣豫湘琼渝川贵藏陕甘宁新新疆兵团中成药联盟集中带量采购文件》，由湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等联盟地区针对17组中成药进行集采。此次中成药省际集采联盟规模空前，整体平均降价幅度-42.33%，由于全国中成药价格的联动性，此次集采将对全国中成药市场产生重大影响，拥有成本和品种优势的企业有望实现以价换量。

图表22：2021年湖北联盟中成药集中带量采购情况

产品组	百令、至灵、金水宝	参麦	丹参	灯盏花素	活血止痛	康复新	肾衰宁	生脉	银杏叶	
平均降幅	-43.69%	-47.11%	-63.13%	-52.76%	-37.63%	-56.95%	-48.62%	-38.44%	-50.49%	
产品组	舒血宁	双黄连	小金	血府逐瘀	血塞通	血塞通、血栓通	益心舒	银杏酮酯、杏灵	-	
平均降幅	-39.99%	-33.48%	-31.96%	-30.88%	-32.14%	-55.40%	-48.57%	-49.10%	-	
产品分类	注射剂					口服				
平均降幅	-53.38%					-40.31%				
整体平均降幅	-42.33%									

2.3.3 省级范围集采——冠脉导引导丝、人工晶状体、吻合器等产品类别成为未来趋势

- 高值耗材方面，省级集采在国家集采的基础上进一步扩围。据不完全统计，目前省级集采在耗材领域涉及到的种类包括：冠脉导引导丝、人工晶状体类、骨科创伤类（接骨板、螺钉、髓内钉等）、止血防粘连材料、神经外科材料、吻合器、心脏起搏器、冠脉球囊等，有些地区还对新冠病毒检测试剂及耗材进行了集采。随着集采的全面铺开，临床用量大、采购金额高、临床较成熟、竞争较充分、同质化水平较高的高值医用耗材品种以量换价已是不可逆的趋势。省级或省联盟作为国家采购意向的试探性和补充性举措，在一定程度上反映出未来国家集采的趋势，因此这些省级集采品种值得重点关注。

图表23：2021年省级耗材集中带量采购情况

集采地区	八省二区	浙江省	广东省	河南等12省联盟	河南省
耗材品种数量	914	1468	65	2040	256
耗材种类	冠脉导引导丝	人工晶状体、心脏起搏器、外周介入微导管、神经介入微导管、圈套器	人工晶状体类	骨科创伤类（接骨板、螺钉、髓内钉等）	止血防粘连材料、神经外科材料
集采地区	湖南省	湖北省	内蒙古自治区	湖南省	-
耗材品种数量	89	4	38	21	-
耗材种类	新冠病毒检测试剂及耗材	新冠病毒检测试剂及耗材	新冠病毒检测试剂及耗材	吻合器、冠脉球囊等	-

- 2021年12月3日，2021版国家医保目录发布，新版目录于2022年1月1日执行。调整后的国家医保药品目录内药品总数为2860种，其中西药1486种，中成药1374种，均为历轮医保目录谈判品种数量之最。国家医保药品目录调整工作，连续4年累计新增507个药品。本次调整，共计74种药品新增进入目录，11种药品被调出目录。本次调整，共计对117个药品进行了谈判，谈判成功94个，其中，目录外85个独家药品谈成67个。平均降价61.71%，最高降价幅度94%，与历次谈判相比均处于较高水平。2021年新纳入药品精准补齐肿瘤、慢性病、抗感染、罕见病、妇女儿童等用药需求，共涉及21个临床组别，患者需求、差异化、不可替代性是医保目录调整的重要考量。治疗费用高昂的罕见病治疗药物诺西那生钠注射液（SMA）和阿加糖酶α注射用浓溶液（法布雷病）被成功纳入医保本次高价罕见病药物成功纳入医保有望激发本土创新药企在罕见病领域的研发热情，推动行业更多地基于患者需求研发新药，实现差异化、高质量发展。
- 本次医保目录降价幅度较高的情况符合我国目前医保目录谈判腾笼换鸟的底层逻辑，而较高的谈判成功率一方面表明了国家对于医保谈判普惠性的重视程度，另一方面也表明了医保目录谈判框架基本已定的前提下，市场及医药公司针对谈判准备越来越充分。

图表24：历轮医保谈判工作开展情况

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

目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

6

多项支付能力均有提升

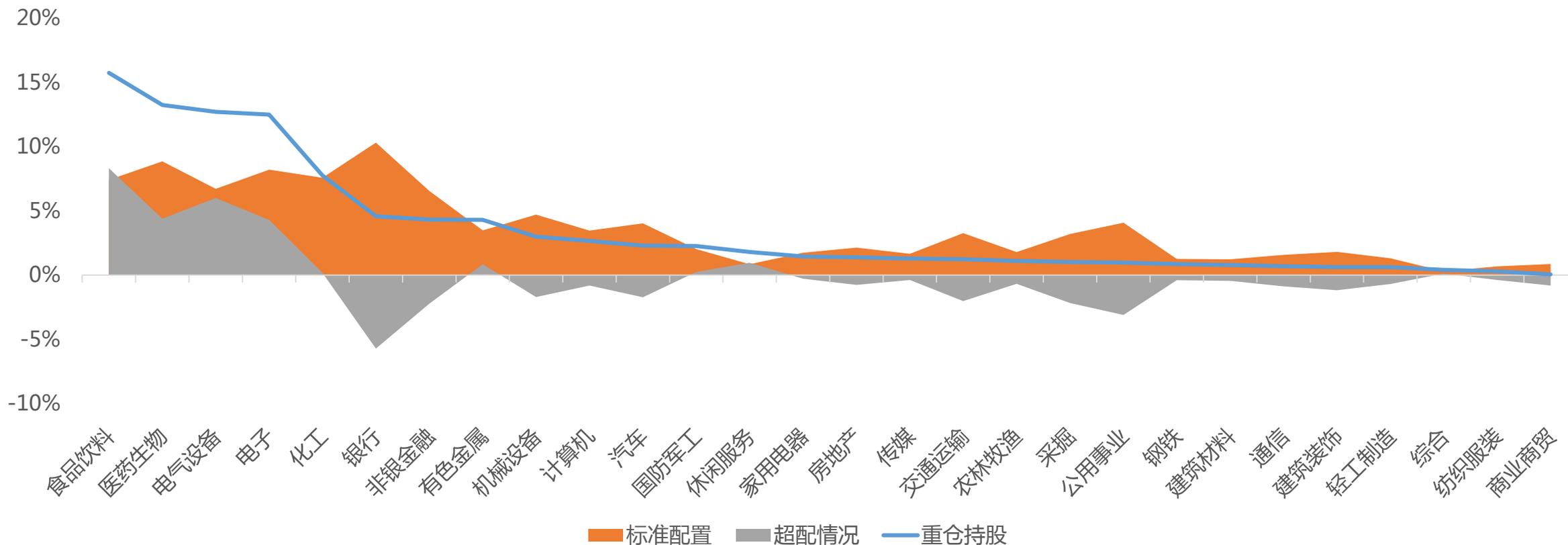
7

2022年投资策略

3.1.1 基金重仓持股情况——医药超配比率排名靠前

► **医药行业重仓、超配比率在行业居前。**从2021前三季度重仓持股情况来看，申万一级行业里，食品饮料、医药生物、电气设备和电子四个行业重仓持股占A股比率排名居前，且超过10%，分别为15.75%、13.25%、12.73%和12.51%；从各行业超配情况来看，基金重仓持股对食品饮料、医药生物、电气设备、电子等9个行业进行了超配，医药行业在各行业中超配比率同样靠前，超配4.39%，排名第3。尽管受到集采等政策影响波动较大，但医药行业在基金重仓持股中靠前的表现，表明了在我国经济增速预期下行的趋势下，医药行业防御属性仍然受到机构的投资青睐。

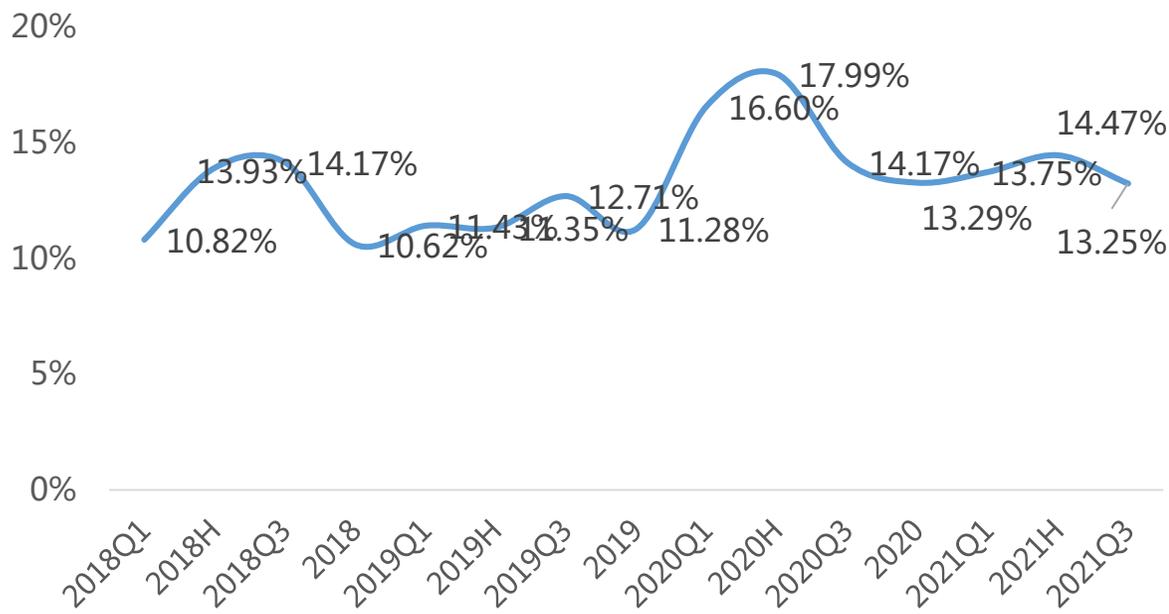
图表25：2021前三季度申万一级行业基金重仓持股情况



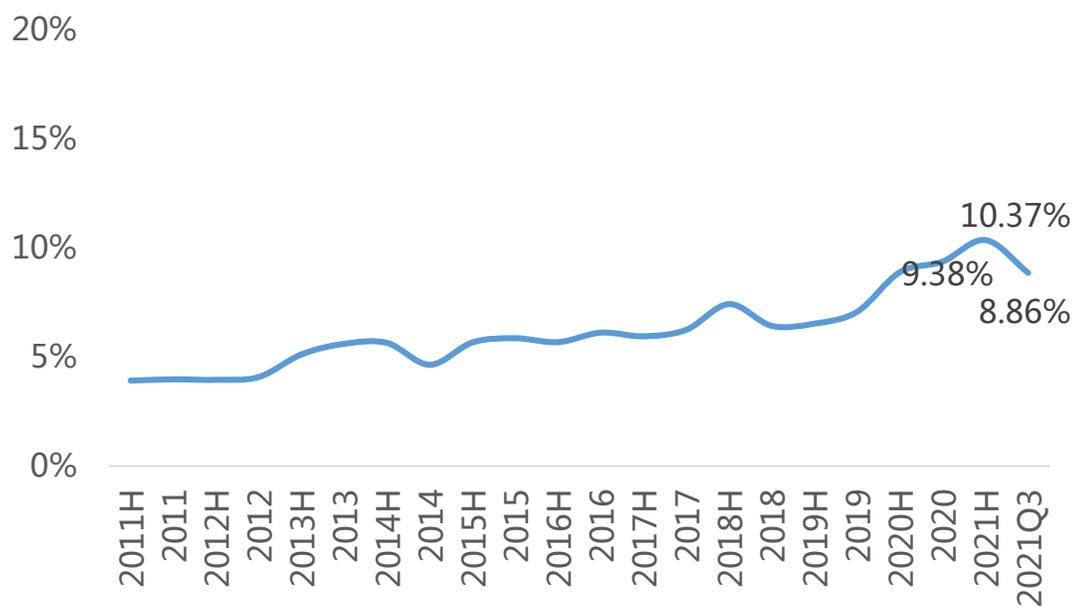
3.1.2 基金重仓持股情况——重仓持股水平维持平稳

- **医药行业重仓持股全年前三季度表现较为平稳。**从医药生物行业基金重仓持股比例来看，2021年前三季度，基金重仓持有A股医药生物行业的市值占持有A股市值的比例分别为13.75%、14.47%和13.25%。从趋势上来看，在经历了2020年疫情等因素影响的大幅波动之后，医药生物行业基金重仓持股在2021年前三季度表现较为平稳。截至2021Q3，基金重仓持股比率较2020年底有所下滑，下降了0.50%。
- 医药生物股票市场标准行业配置比例数据显示，2021年医药生物标准行业配置比例出现较一定程度波动，但从全年前三季度表现来看，行业依旧表现较为平稳。2021H行业标准配置比例为10.37%，2021Q3为8.86%，较2020年底的9.38%有所下滑，下降了0.52%。

图表26：2018-2021Q3医药行业重仓持股比例

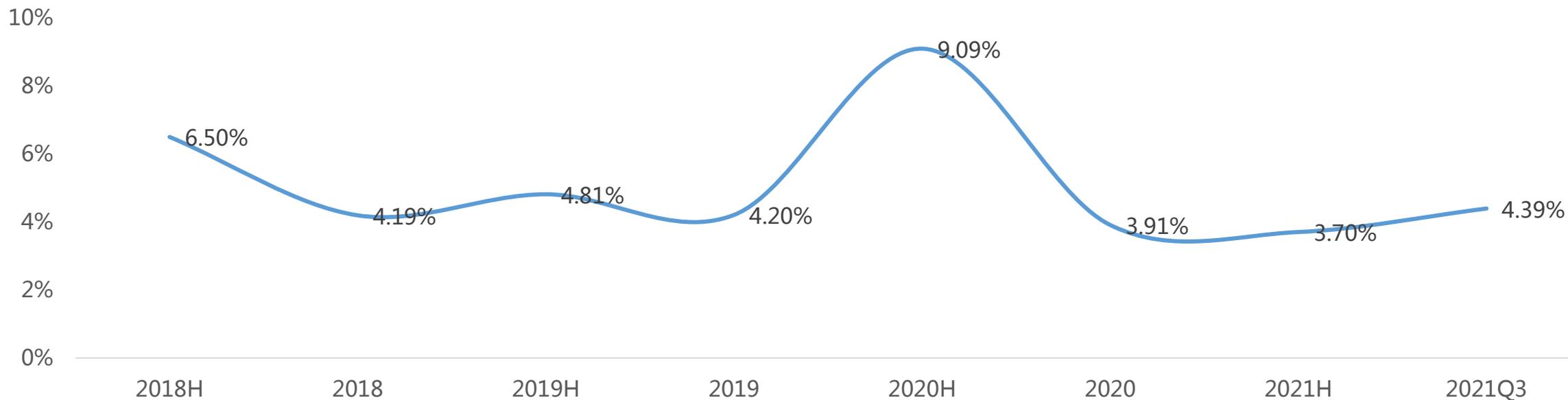


图表27：2011H-2021Q3医药行业标准配置比例



- **医药行业依旧超配，呈平稳上升趋势。**对比基金重仓持股比例和标准行业配置比例来看，2021年医药生物行业依旧保持在超配状态。2020年末至2021Q3期间，行业超配比例整体呈现上升走势。2021H医药生物行业超配3.70%，2021Q3为4.39%。纵向比较，行业整体超配比例在2020H达到高峰。随着我国疫情防控常态化，新冠疫苗接种全面铺开，未来随着新冠抗体、口服类治疗药物逐步上市，行业整体逐步回归正常逻辑，创新药及产业链、生物制品、医疗服务和消费等赛道有望接力新冠产业链板块的增速下行空缺。

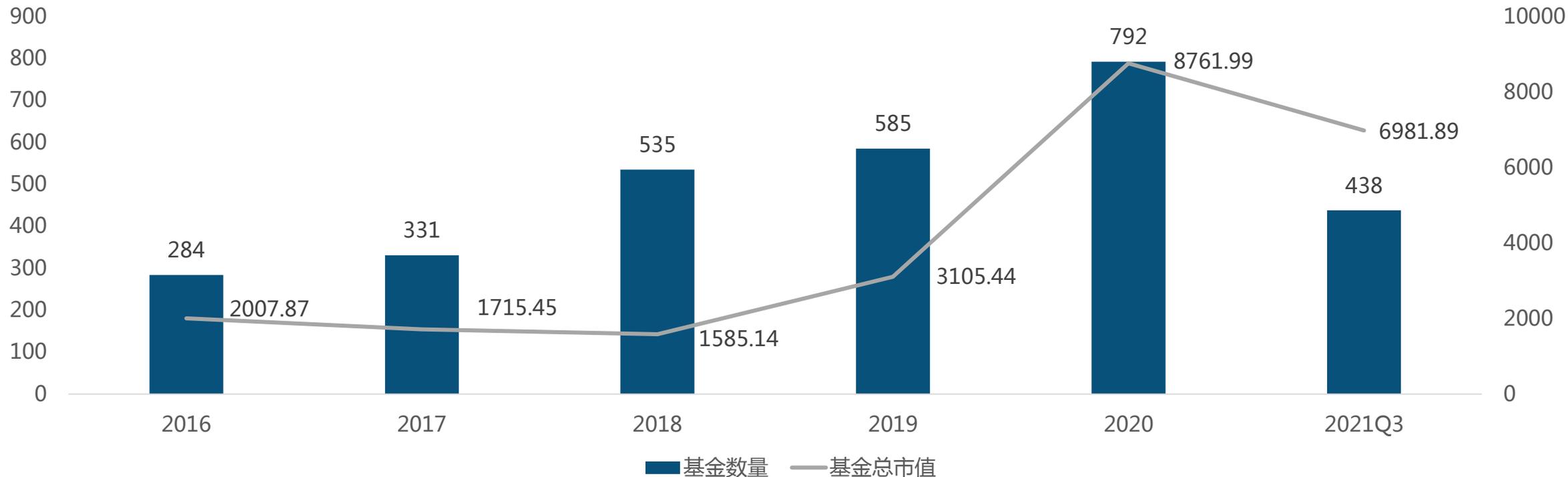
图表28：医药生物行业近年超配情况



3.2 医药基金发行数量依旧维持在较高水平

- 截至2021Q3，医药基金发行数量共计438个，发行规模共计6981.89亿元。总体来看，我们预计2021年医药基金发行数量环比2020年会有所下滑，但依旧保持在相对较高水平，增量资金的流入对整个行业的估值形成有效支撑。

图表29：医药行业基金发行情况（万元）



3.3.1 我国资本市场深化外资开放进程——外资持续涌入

➤ **我国资本市场仍处于成长探索状态，外资开放步伐逐渐加大。**相较于海外发达国家等地区，我国资本市场目前仍处于成长阶段。自我国2001年加入WTO以来，资本市场对外开放的步伐持续加大，近十年来对外开放的趋势尤为明显。随着QFII多次扩容，沪股通、深股通全面开通等稳步推进，我国资本市场对外开放程度在逐渐提高。外资持续涌入A股市场，在为我国资本市场提供更多海外资金的同时，同时会带来市场投资风格的变化。

图表30：我国资本市场对外资持续开放

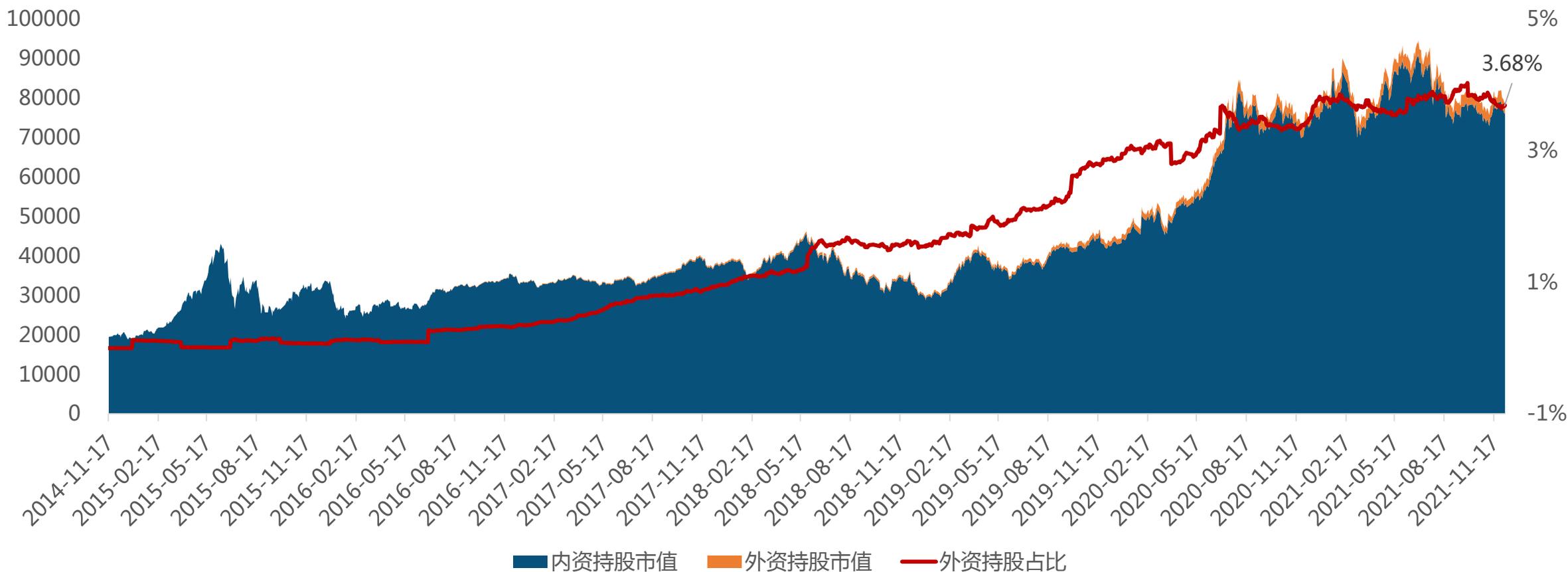


3.3.2 医药行业外资持股情况——医药行业外资持股总市值占比呈上升趋势



➤ **我国医药生物行业以内资持股为主，外资在行业持股占比长期稳步提升。**整体来看，外资持股占医药生物行业总市值比重相对较低，目前占比约为3.68%。但从历史趋势来看，医药生物行业的外资持股总市值占比整体呈稳定上升趋势。

图表31：内资、外资持股医药生物行业情况（总市值，亿元）

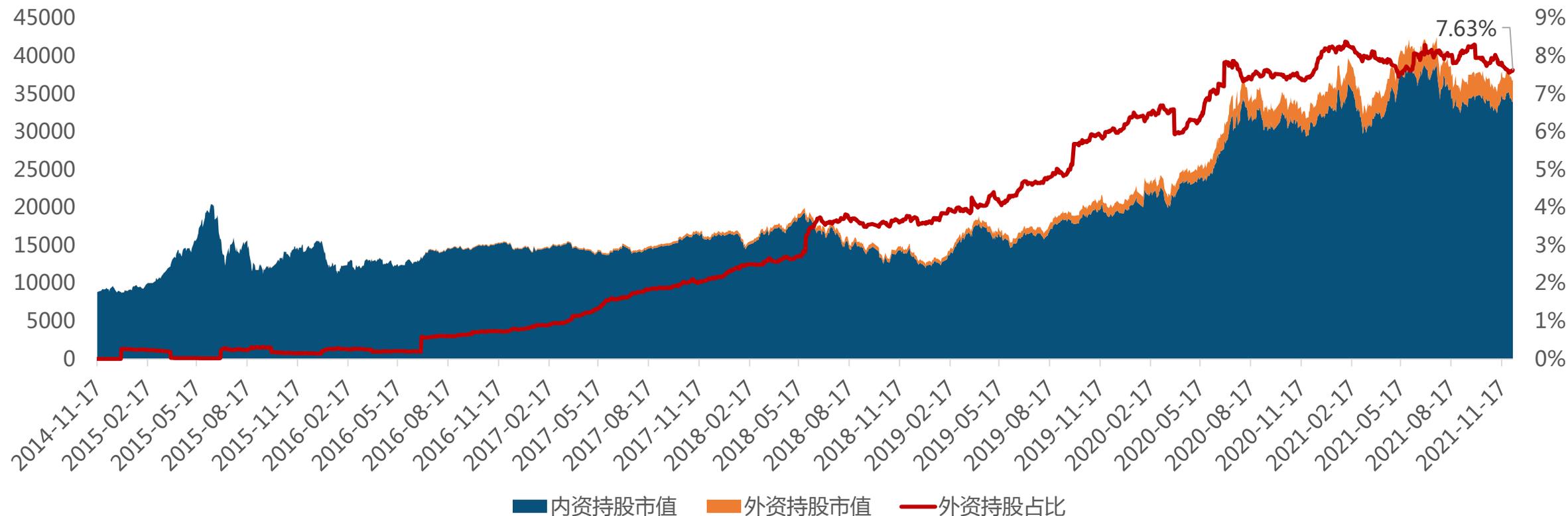


3.3.3 医药行业外资持股情况——医药行业外资股流通市值占比呈上升趋势



➤ **医药生物行业流通市值结构显示，外资持股占比7.63%**。长期来看，医药生物行业外资持股流通市值的占比整体呈稳定上升趋势，2021年2月5日为外资持股流通市值的占比的高点，为8.38%。短期来看，外资持股流通市值的占比为平稳，近期整体呈现震荡下行的形势。

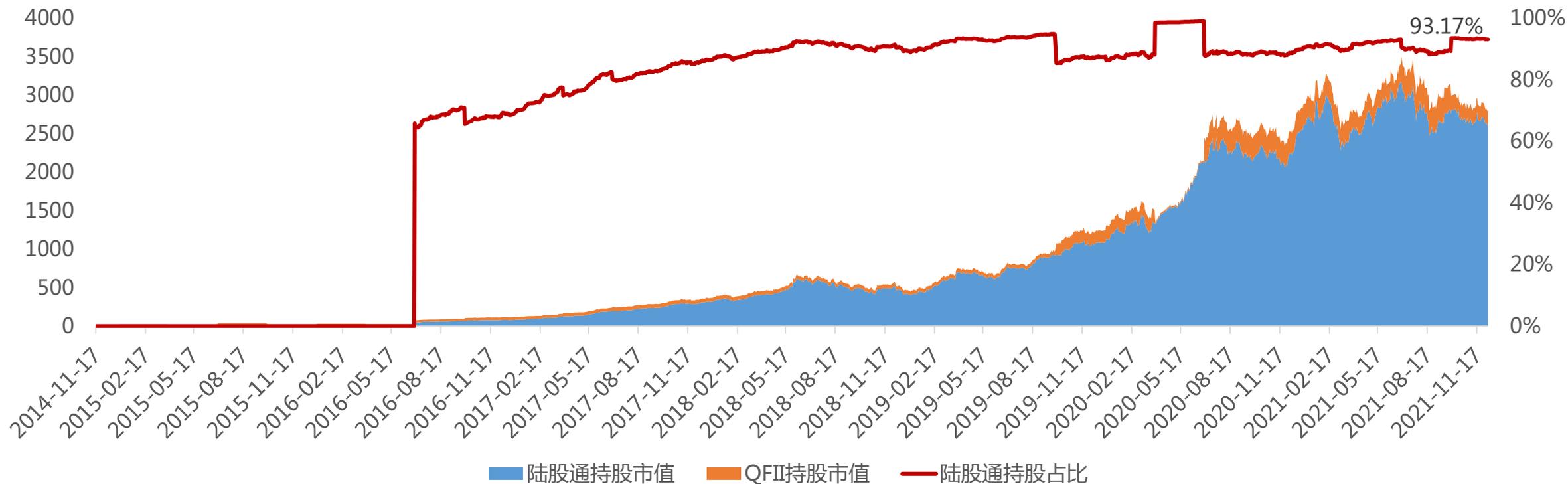
图表32：内资、外资持股医药生物行业情况（流通市值，亿元）



3.3.4 医药行业外资持股情况——陆股通占据医药行业90%以上外资持股比例

- 在医药生物行业持股的外资中，陆股通占据90%以上比重。目前海外资金投资A股市场中的主要途径为陆股通（包括沪股通、深股通）和QFII等渠道。鉴于沪股通和深股通分别于2014年11月17日和2016年12月5日开通，我们取2014年11月17日为观察始点，2021年12月12日为终点，对医药生物行业外资持股情况进行观察。
- 从医药行业的持股情况来看，陆股通是外资行业的主要投资渠道，目前在外资投资医药生物行业比重的93.17%，从趋势上来看，陆股通占外资的比重整体呈上升趋势。

图表33：外资持股占比情况（亿元）



3.3.5 陆股通持股医药生物行业公司情况——生物制品、CXO、中药等板块受陆股通青睐

- 陆股通在医药生物行业投资方向以生物制品及CXO等大中型公司为主。截至12月12日，陆股通在医药生物行业中持股市值排名前20的公司中，合计持有2013.32亿元，占陆股通持医药生物行业股票的43.45%。从陆股通主要投资方向上来看，20家公司中有12家为市值超过1000亿元的大型药企，且以生物制品、CXO、中药和医疗器械等领域为主。

图表34：医药生物行业陆股通持股市值前20上市公司（亿元）

证券代码	证券简称	公司市值（截至2021年12月12日）	陆股通持股市值	所属二级板块						
300760.SZ	迈瑞医疗	4,522.37	385.01							医疗器械
600276.SH	恒瑞医药	3,200.56	337.59							化学制药
603259.SH	药明康德	3,459.11	294.14							医疗服务
300015.SZ	爱尔眼科	2,331.11	149.64							医疗服务
300347.SZ	泰格医药	1,026.22	127.59							医疗服务
600436.SH	片仔癀	2,812.24	99.70							中药
603882.SH	金域医学	479.93	78.15							医疗服务
300759.SZ	康龙化成	1,109.09	76.61							医疗服务
002821.SZ	凯莱英	1,082.27	67.38							医疗服务
000538.SZ	云南白药	1,225.55	61.82							中药
300122.SZ	智飞生物	2,106.08	61.27							生物制品
603939.SH	益丰药房	354.35	51.73							医药商业
600529.SH	山东药玻	239.89	37.98							医疗器械
002007.SZ	华兰生物	517.76	36.67							生物制品
600196.SH	复星医药	1,158.69	26.59							化学制药
300142.SZ	沃森生物	983.18	25.44							生物制品
300685.SZ	艾德生物	171.44	25.07							医疗器械
000423.SZ	东阿阿胶	280.58	24.37							中药
000661.SZ	长春高新	1,169.64	23.62							生物制品
300601.SZ	康泰生物	719.60	22.97							生物制品
	合计		2013.32	6家	2家	3家	3家	5家	1家	

3.3.6 QFII持股医药生物行业公司情况——医疗器械、中药板块受QFII外资青睐

- **QFII在医药生物行业投资方向以医疗器械和中药公司为主，整体布局倾向于中小市值公司。**截至12月12日，QFII在医药生物行业中持股市值排名前20的公司中，合计持有162.04亿元，占陆股通持医药生物行业股票的45.75%。从QFII主要投资方向上来看，20家公司中有13家为市值在100至500亿元的中型药企，投资偏好倾向于医疗器械和中药等领域。

图表35：医药生物行业QFII持股市值前20上市公司（亿元）

证券代码	证券简称	公司市值（截至2021年12月12日）	QFII持股市值	所属二级板块					
300347.SZ	泰格医药	1,026.22	31.57	医疗服务					
300015.SZ	爱尔眼科	2,331.11	29.49	医疗服务					
600276.SH	恒瑞医药	3,200.56	22.54	化学制药					
300642.SZ	透景生命	49.35	9.75	医疗器械					
000513.SZ	丽珠集团	307.39	7.09	化学制药					
300244.SZ	迪安诊断	198.30	7.00	医疗服务					
000423.SZ	东阿阿胶	280.58	6.55	中药					
603658.SH	安图生物	313.19	5.87	医疗器械					
000538.SZ	云南白药	1,225.55	5.41	中药					
300685.SZ	艾德生物	171.44	5.00	医疗器械					
002001.SZ	新和成	728.91	4.12	化学制药					
688139.SH	海尔生物	279.72	3.97	医疗器械					
300003.SZ	乐普医疗	390.33	3.44	医疗器械					
600867.SH	通化东宝	217.23	3.35	生物制品					
603883.SH	老百姓	179.12	3.30	医药商业					
000999.SZ	华润三九	264.79	2.88	中药					
688016.SH	心脉医疗	173.96	2.83	医疗器械					
600645.SH	中源协和	111.09	2.77	医疗器械					
600129.SH	太极集团	94.50	2.59	中药					
002223.SZ	鱼跃医疗	363.20	2.53	医疗器械					
合计			162.04	3家	3家	8家	4家	1家	1家

目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

6

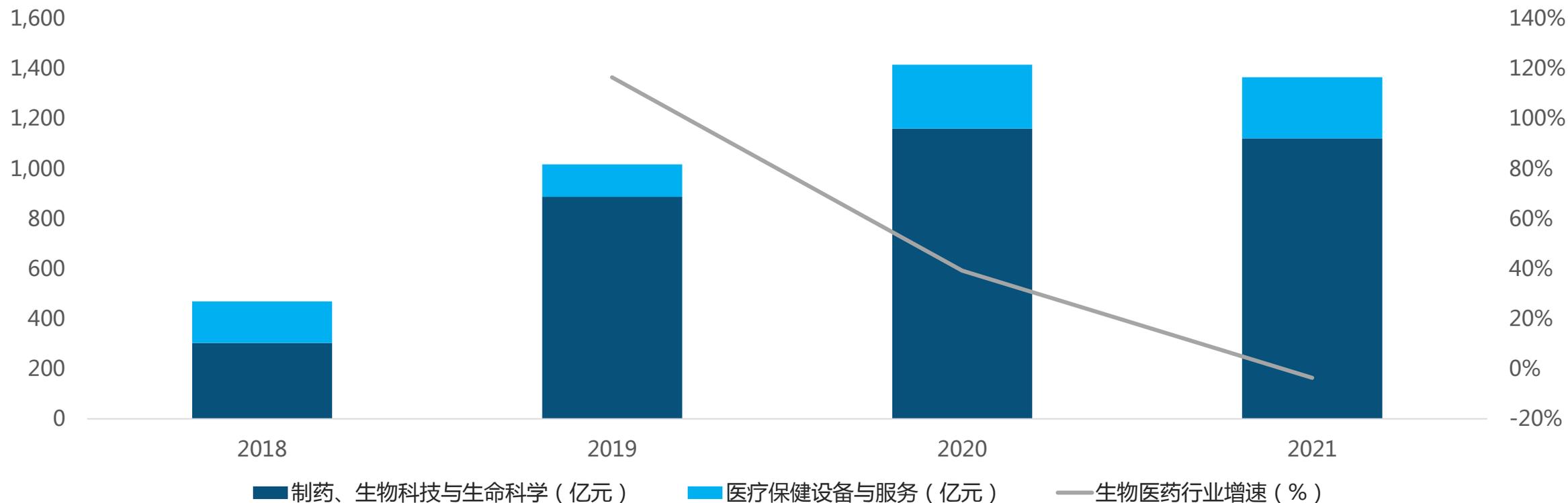
多项支付能力均有提升

7

2022年投资策略

- 2021年，医药生物行业整体融资1366.24亿元，同比下滑-3.57%。其中，制药、生物科技与生命科学行业融资总额1122.23亿元，同比下滑3.38%；医疗保健设备与服务行业融资总额244.00亿元，同比下滑4.46%，较2020年均有所下滑。

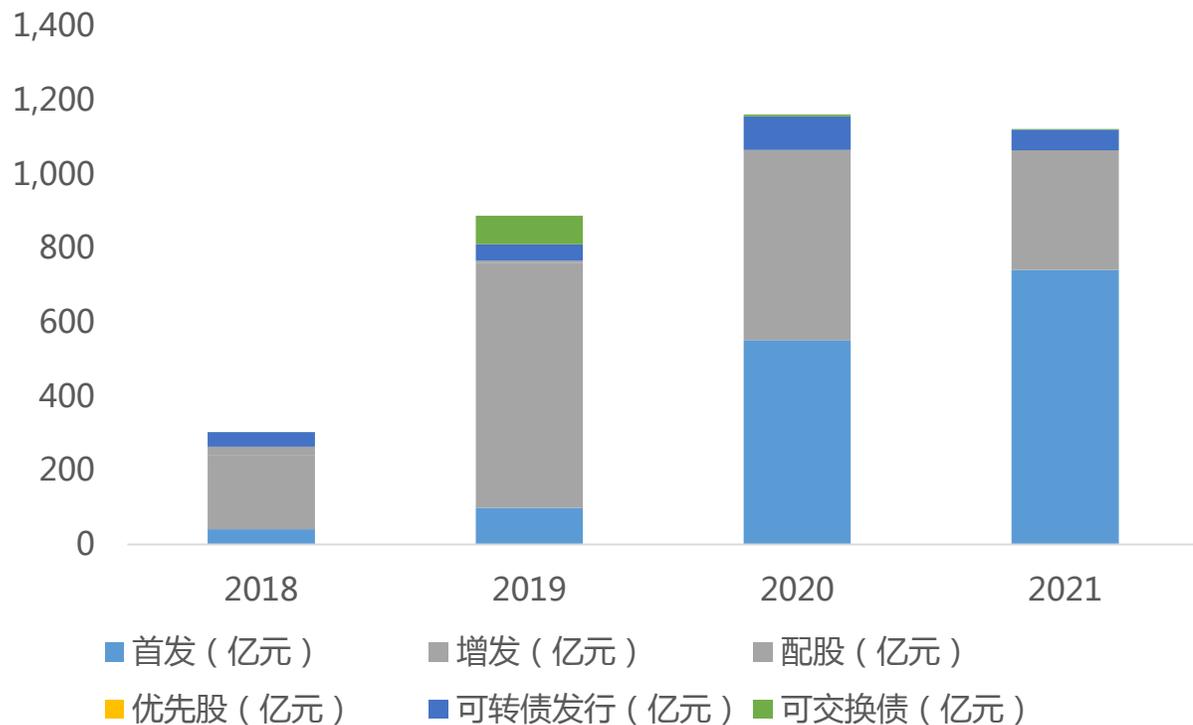
图表36：生物医药行业2018-2021年融资总额及增速



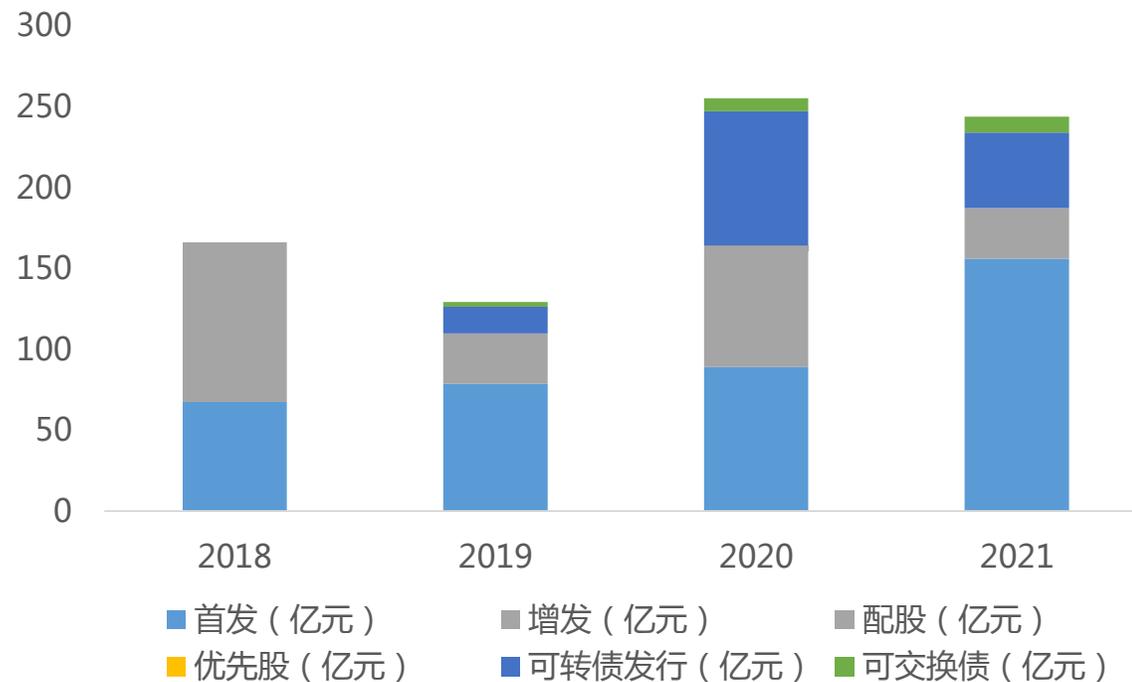
4.1.2 医药行业上市公司情况——首发上市融资规模占比最大

▶ 从融资方式上看，制药、生物科技与生命科学行业2021年实现首发741.83亿元，增发322.88亿元，实现可转债发行56.00亿元，可交换债1.52亿元；医疗保健设备与服务行业实现首发156.10亿元，增发31.47亿元，实现可转债发行46.68亿元，可交换债9.76亿元。总体来看，首发上市融资规模占比最大。

图表37：制药、生物科技与生命科学行业2018-2021年融资结构



图表38：医疗保健设备与服务行业行业2018-2021年融资结构



4.2 医药行业上市公司情况——上市公司数量同比小幅上升



- 从上市公司数量上看，2021年医药生物行业融资公司家数与2020年相比略有下降，合计110家；其中首发59家，增发36家，发行可转债12家，可交换债3家。总体来看，2020年、2021年均均为医药生物公司集中上市的年份。

图表39：医药生物行业2018-2021年融资家数

行业	年份	总家数(家)	首发家数(家)	增发家数(家)	配股家数(家)	可转债家数(家)	可交换债家数(家)
制药、生物技术与生命科学	2018	25	4	14	2	5	0
	2019	35	11	9	1	7	7
	2020	82	41	28	0	12	1
	2021	78	41	29	0	7	1
医疗保健设备与服务	2018	11	3	8	0	0	0
	2019	16	9	3	0	3	1
	2020	32	12	8	1	9	2
	2021	32	18	7	0	5	2
医药生物行业合计	2018	36	7	22	2	5	0
	2019	51	20	12	1	10	8
	2020	114	53	36	1	21	3
	2021	110	59	36	0	12	3

4.3 医药制造业情况——同比大幅改善

- 2021年1-11月，医药制造业实现营业收入26094.60亿元，利润总额为5403.50亿元，同比增长率分别为18.59%和71.78%。2020年，医药制造业营收及利润总额增速分别为4.50%和12.80%。整体来看，与前3年相比，今年1-11月医药制造业营业收入及利润总额增速实现大幅增长。受疫情催化，高毛利率疫情产业链的收入占比的快速提升推动医药制造业盈利能力改善。

图表40：2011-2021年11月医药制造业营业收入及增速



图表41：2011-2021年11月医药制造业利润总额及增速



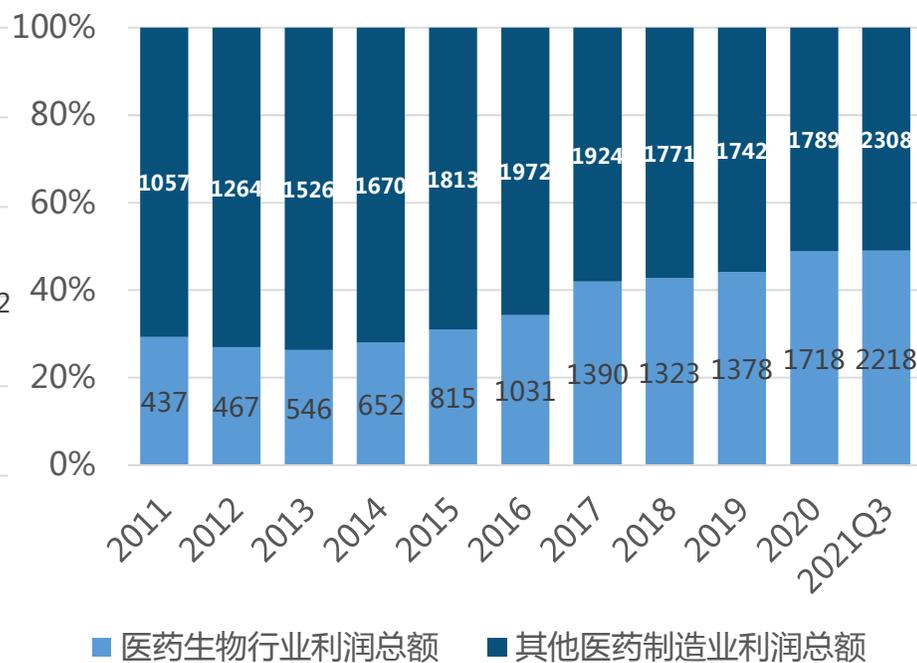
4.4 医药制造业情况——证券化率上升趋势明显

- ▶ 通过对比医药生物行业和医药制造业的营业收入和利润总额，结合行业上市公司数量变动情况，观察近十余年来医药产业证券化率的结构变化情况。截至2021年11月，医药生物行业营业收入占医药生物制造业营业收入的77.60%，利润总额占49.00%，上市公司数量为404家；从趋势上来看，自2013年开始医药生物行业营业收入和利润总额在医药制造业中的占比逐年提升；上市公司数量方面，2014年以来医药生物行业上市公司由172家逐年增长到404家。整体来看，医药生物行业证券化率整体呈上升趋势。

图表42：2011-2021Q3医药生物行业证券化率（营业收入：亿元）



图表43：2011-2021Q3医药生物行业证券化率（利润总额：亿元）



图表44：2011-2021Q3医药生物行业上市公司数量

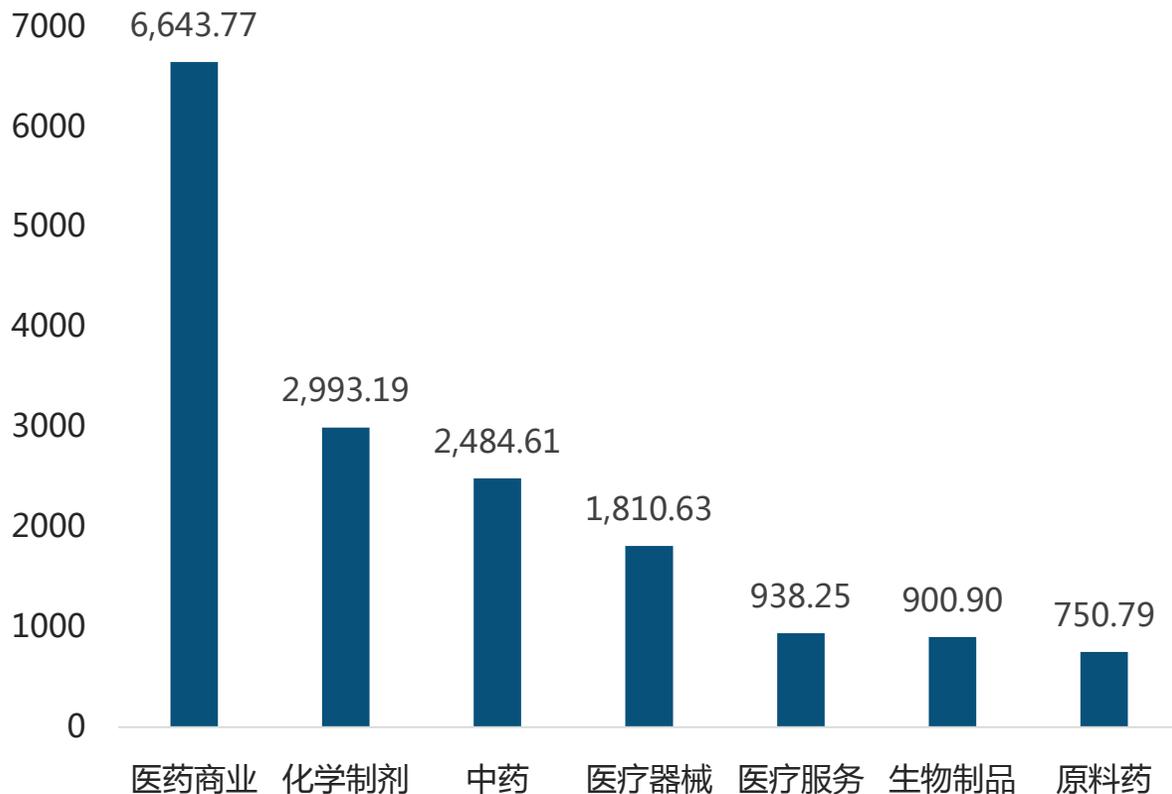


4.5.1 医药行业子板块对比——生物制品、医疗服务和医疗器械营收增速最快

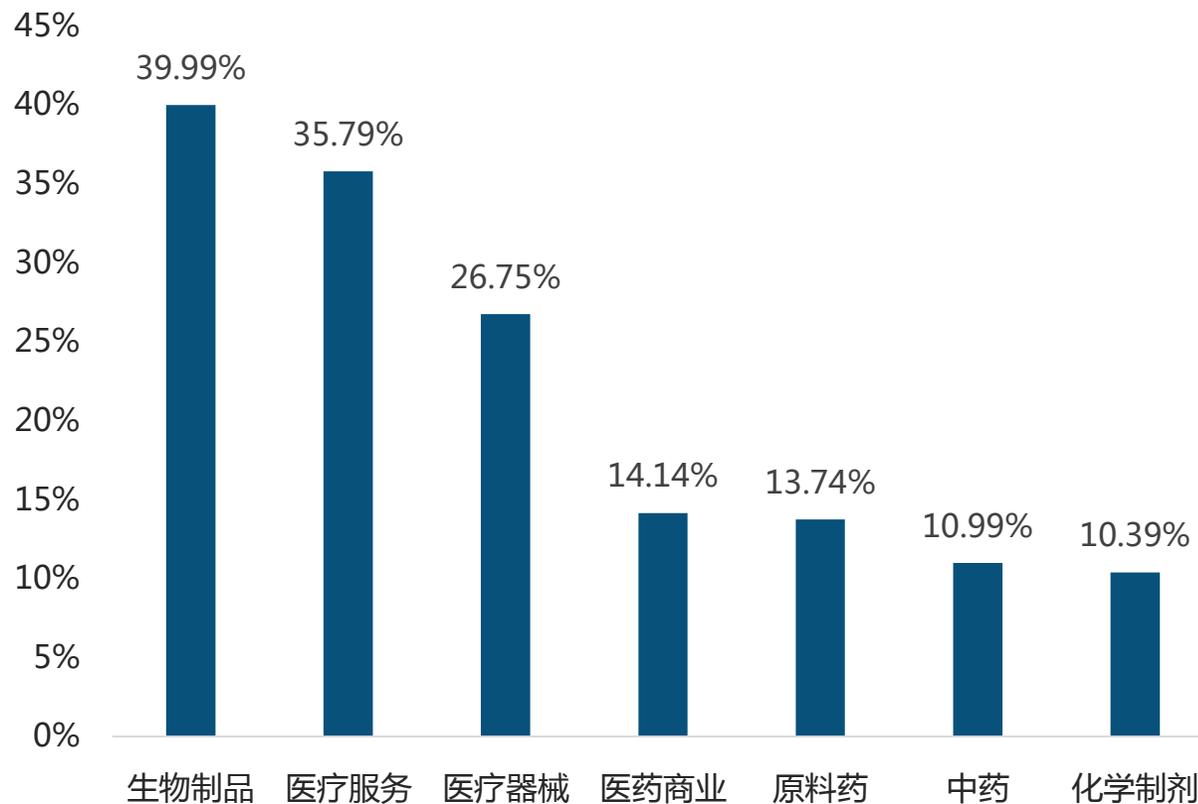


- 2021年前三季度，医药生物行业营收规模最大的三个子板块分别为医药商业、化学制剂与中药，分别为6643.77亿元、2993.19亿元与2484.61亿元；从营业收入成长性来看，增速最高的三个子板块分别为生物制品、医疗服务和医疗器械，增速分别为39.99%、35.79%和26.75%。新冠疫情需求的持续爆发改变了行业生态结构。

图表45：2021前三季度医药生物行业7个子板块营业收入（亿元）



图表46：2021前三季度医药生物行业7个子板块营业收入增速

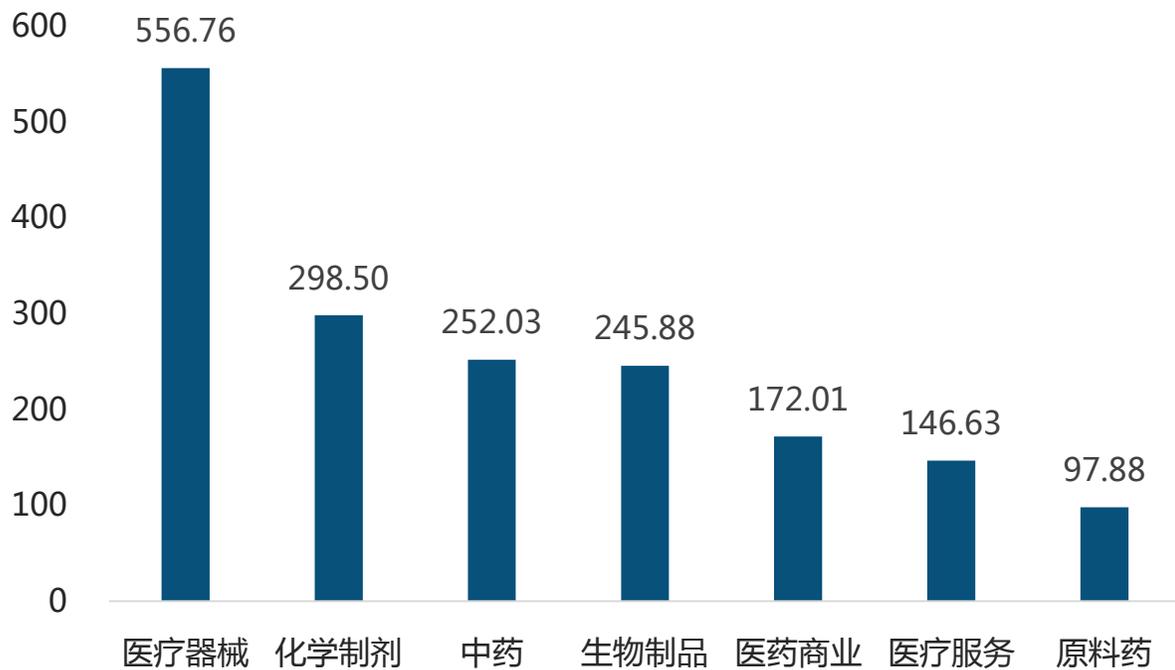


4.5.2 医药行业子板块对比——生物制品、医疗服务和医疗器械归母净利润增速最快

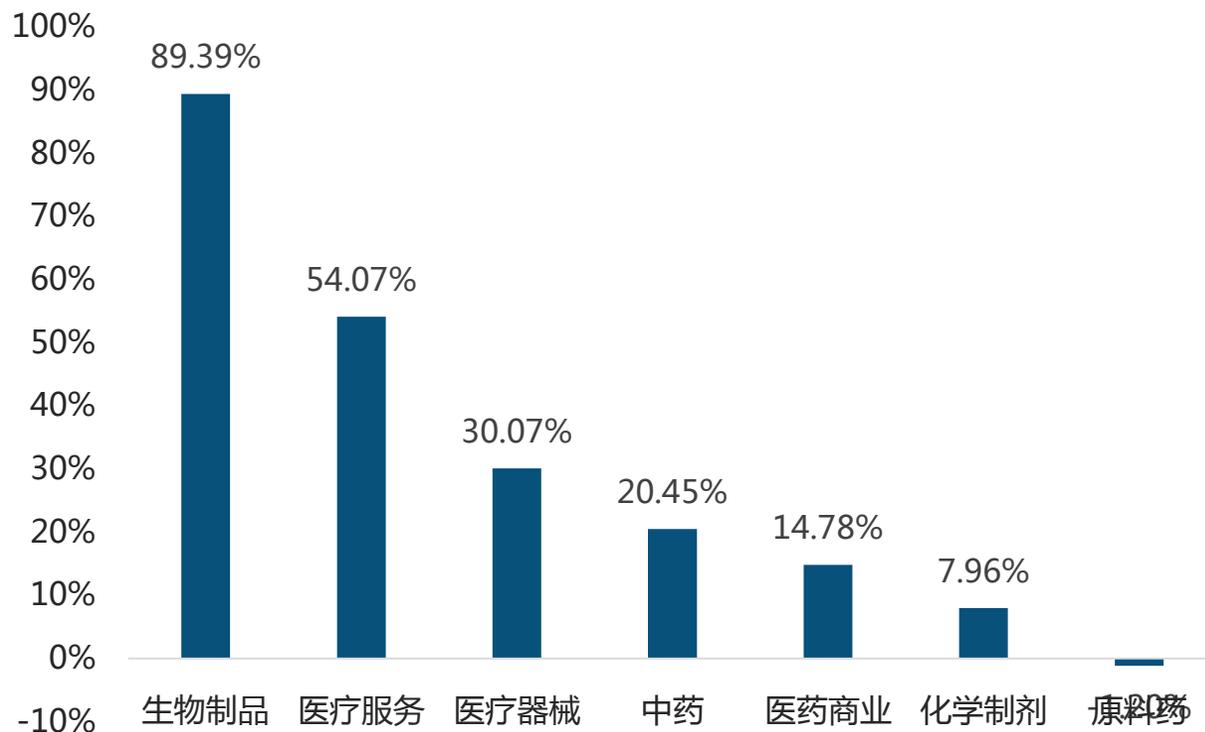


- 2021年前三季度，生物医药行业归母净利润最高的三个子板块分别为医疗器械、化学制剂与中药，分别为556.76亿元、298.50亿元与252.03亿元；从归母净利润成长性来看，增速最高的三个子板块分别为生物制品、医疗服务和医疗器械，增速分别为89.39%、54.07%和30.07%。

图表47：2021前三季度医药生物行业7个子板块归母净利润（亿元）



图表48：2021前三季度医药生物行业7个子板块归母净利润增速

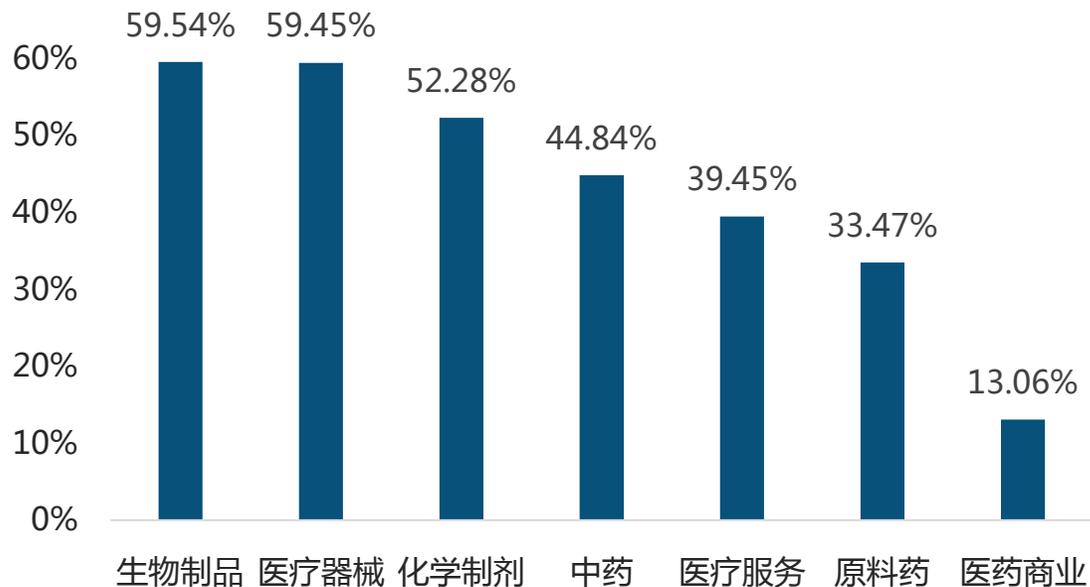


4.5.3 医药行业子板块对比——医疗器械、生物制品和医疗服务ROE最高

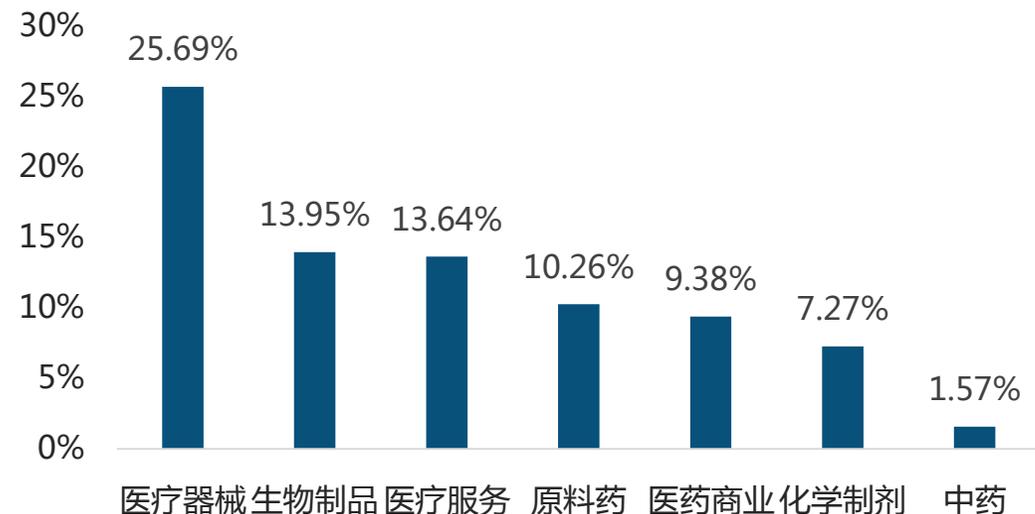


➤ 2021年前三季度，生物医药行业毛利率最高的三个子板块分别为生物制品、医疗器械和化学制剂，分别为59.54%、59.45%和52.28%；净利率最高的三个子板块分别为医疗器械、生物制品和医疗服务，分别为31.34%、28.43%和16.93%；ROE最高的三个子板块分别为医疗器械、生物制品和医疗服务，分别为25.69%、13.95%和13.64%。

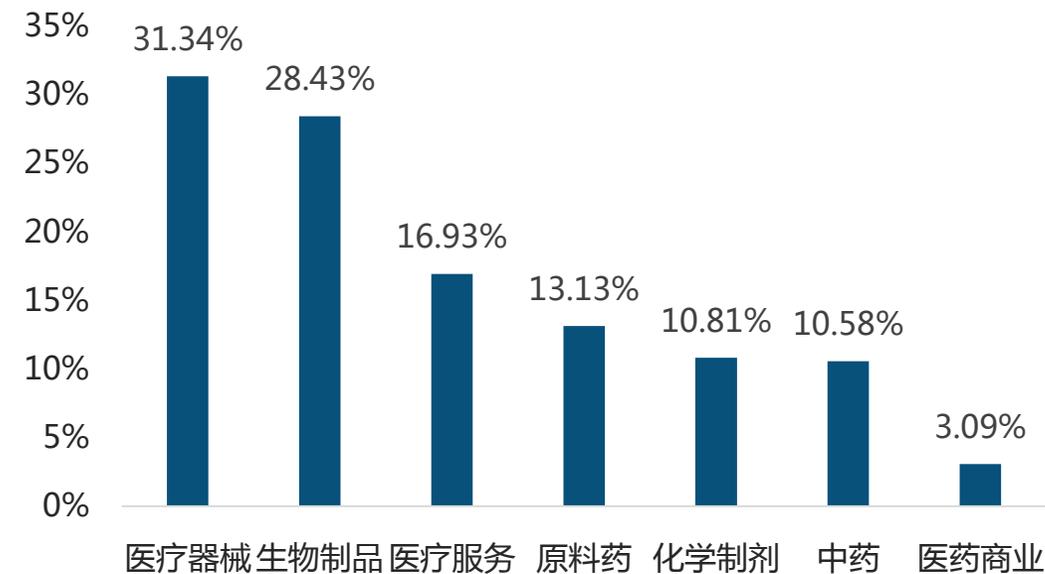
图表50：2021前三季度医药生物行业7个子板块毛利率



图表49：2021前三季度医药生物行业7个子板块ROE



图表51：2021前三季度医药生物行业7个子板块净利率



目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

6

多项支付能力均有提升

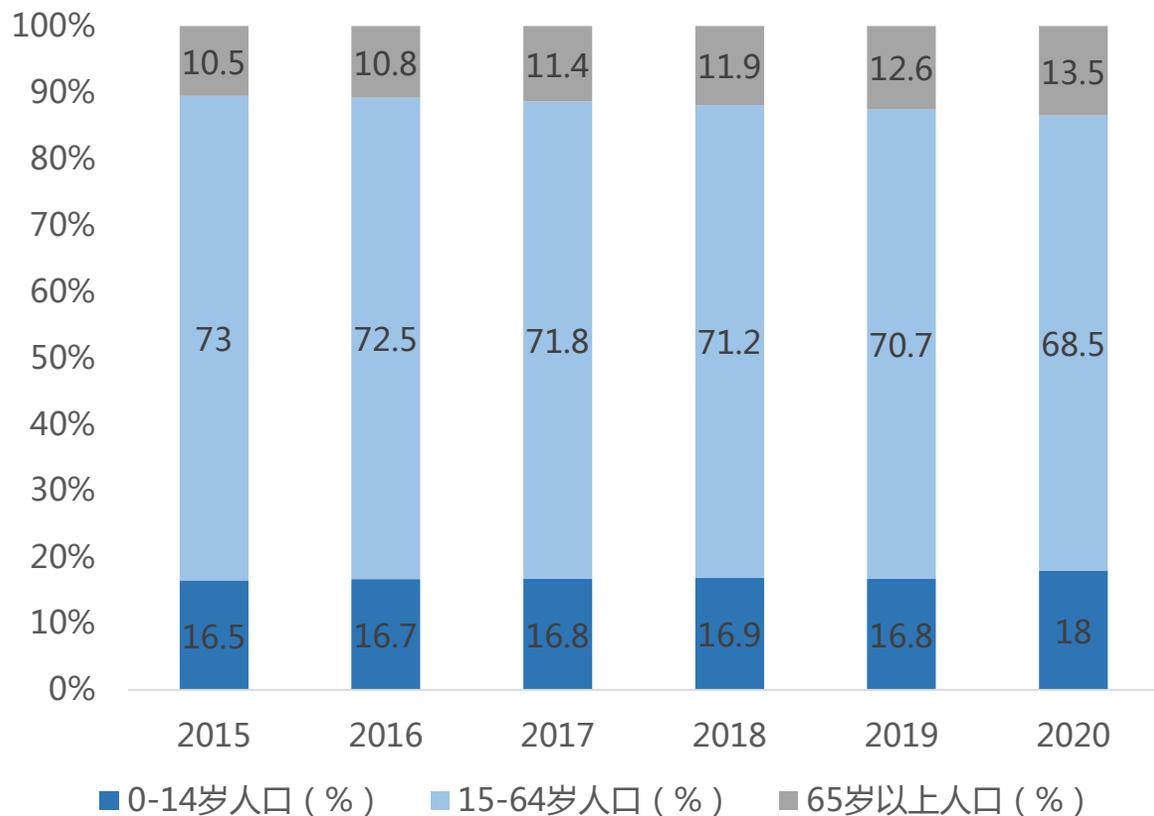
7

投资策略

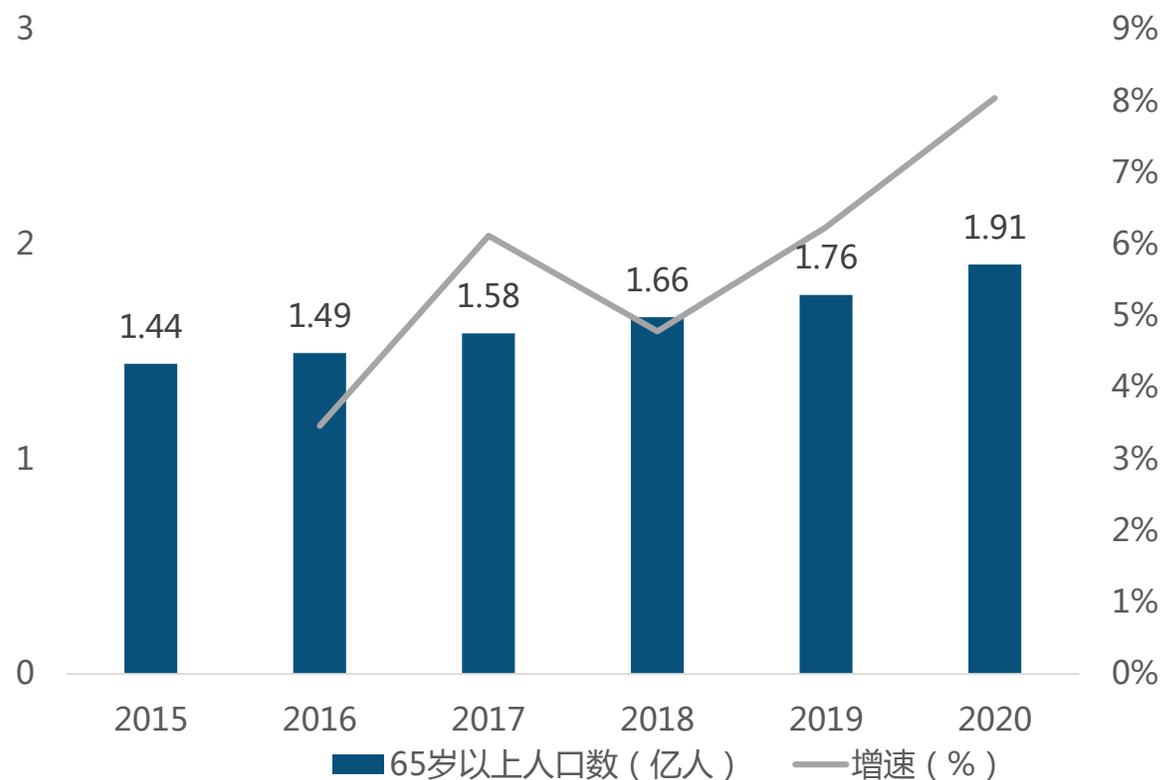
5.1.1 老龄化进程加速

- 从2015-2020年，我国65岁以上人口数量逐年增加，从2015年的1.44亿人增加到2020年的1.91亿人，同比增速在近5年存在明显的上涨趋势，说明中国人口老龄化已迈入高速发展阶段。
- 根据第七次全国人口普查数据，2020年，149个地级及以上市65岁及以上人口占比已经超过了14%，进入到深度老龄化。总的来看，2020年65岁人口占总人口之比为13.5%，较2015年的10.5%有明显攀升。预计到2040年，我国65岁及以上老年人口占总人口的比例将超过20%。

图表52：我国2015-2020年人口结构



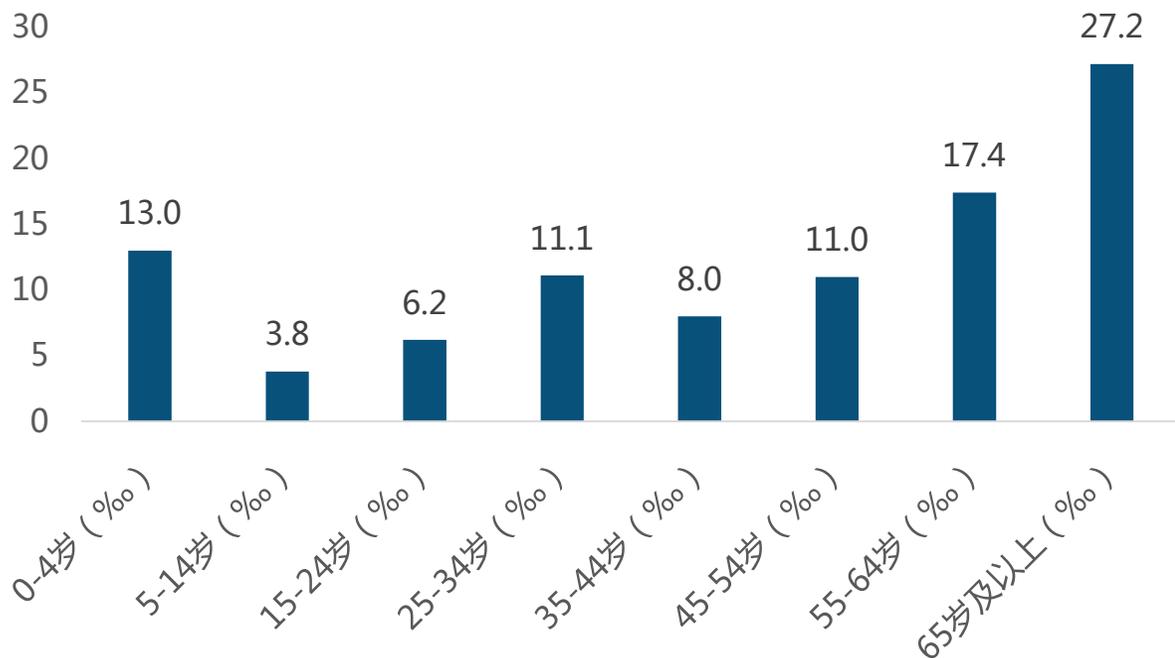
图表53：2015年-2020年我国65岁以上人口数量及增速



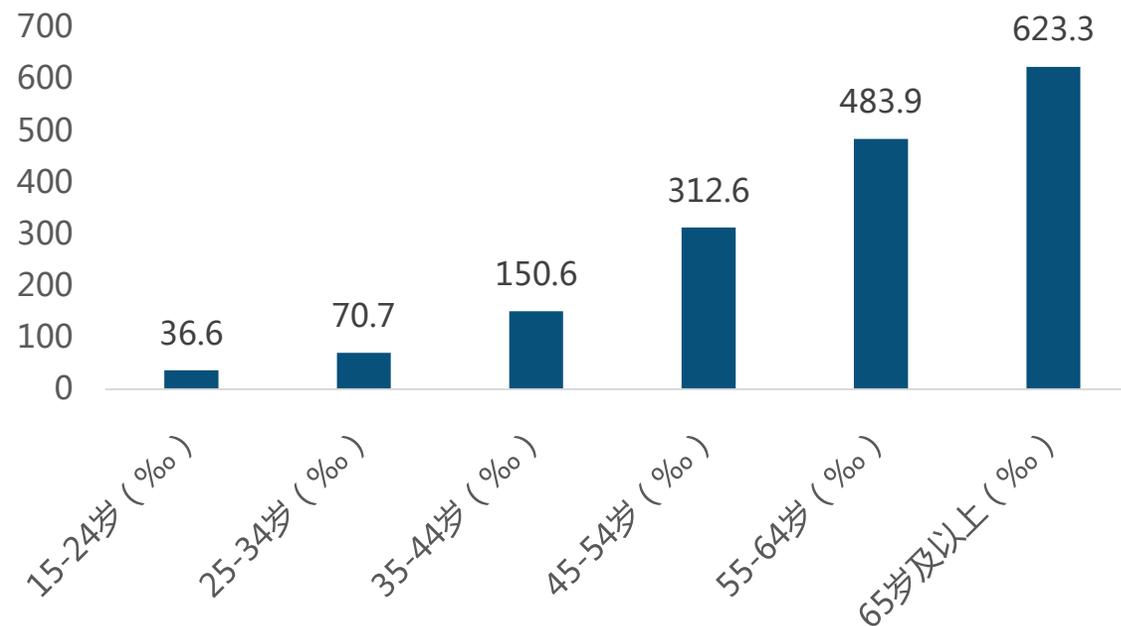
5.1.2 慢性病的患病率和年龄成正比

➤ 根据《中国卫生健康统计年鉴》数据，65岁以上居民住院率（27.2‰）是青壮年（25-44岁）的将近三倍（9.5‰）；另外，通过分析2018年我国各年龄段居民慢性病患者率情况可以看到，慢性病的患病率和年龄存在显著的正相关，也就是说，随着年龄的增长，患慢性病的机会大大增加。因此，老龄人口的增加意味着慢病防治需求的增加。

图表54：2018年我国各年龄段居民住院率



图表55：2018年我国各年龄段居民慢性病患者率

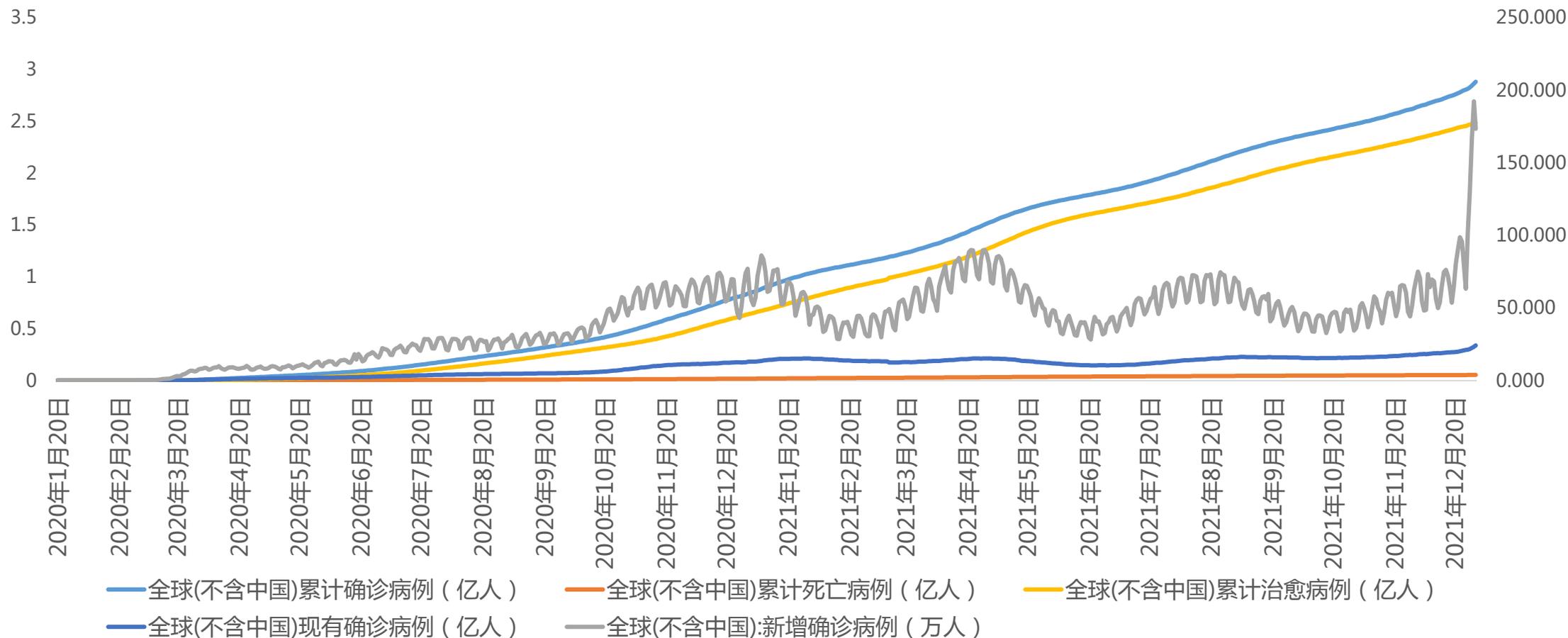


5.2.1 新冠“悬崖”——海外疫情仍在蔓延



- 截至2021年12月31日，海外累计确诊病例2.88亿人。2021年，海外累计确诊病例2.04亿人；较2020年全年累计确诊人数增加143.93%，疫情仍在进一步蔓延。从新增确诊病例数来看，2021年全年海外疫情每日新增病例出现了4次高峰，峰值每日新增病例分别为83.54万人、90.00万人、72.64万人以及192.50万人，海外新冠每日新增病例仍未有下降趋势。

图表56：2020年1月20日-2021年12月31日海外疫情发展情况

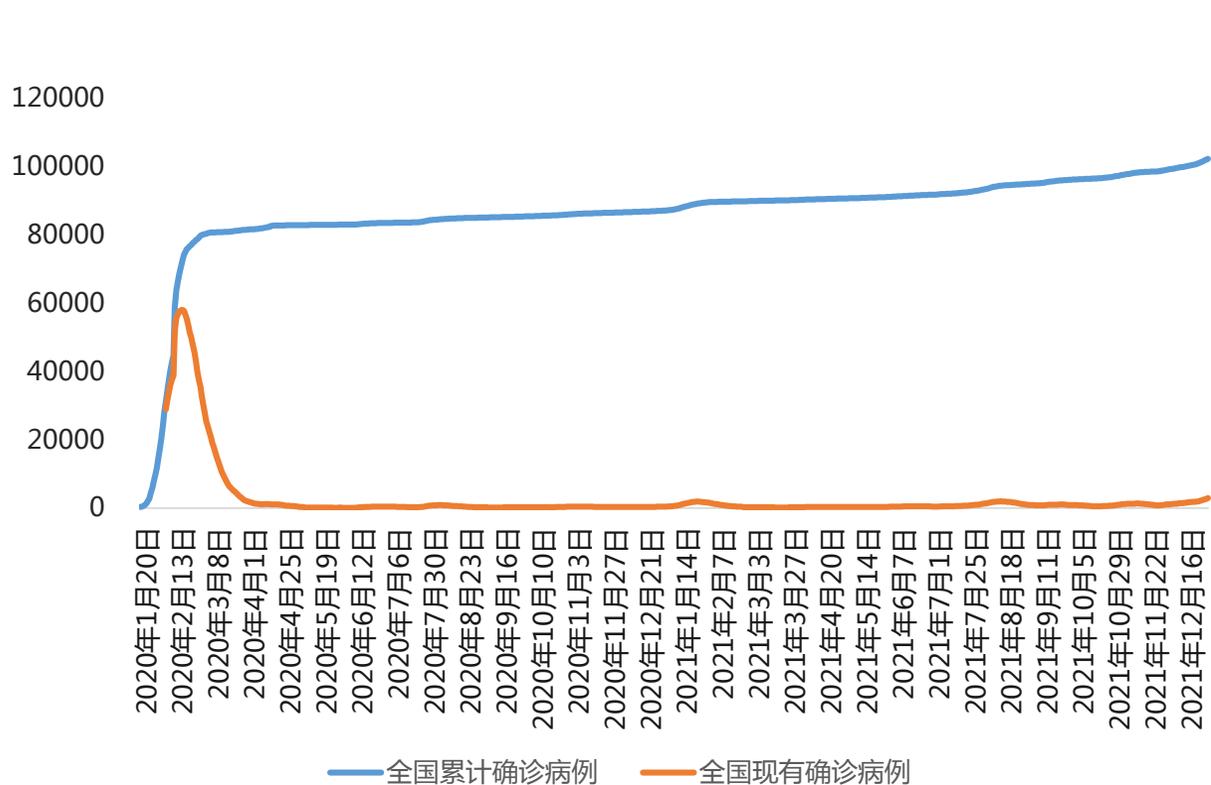


5.2.2 新冠“悬崖”——国内疫情多地零星爆发为主，总体控制良好

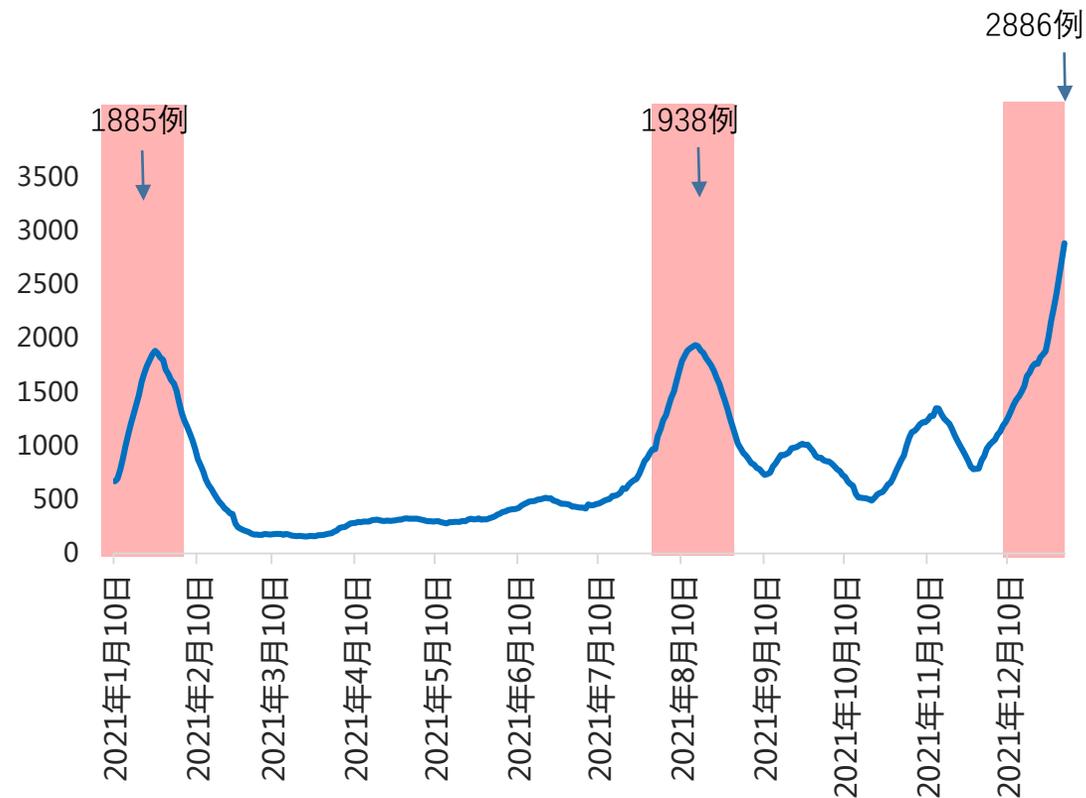


- 截至2021年12月31日，中国全年累计新增确诊病例15243例。从国内疫情整体发展走势上来看，2021年国内疫情得到良好的控制。2021年全年，全国平均每日现有确诊病例799例，在1月及8月有两次2000例左右的小高峰。2021年12月以来，疫情有局部地区反弹的趋势，给我国目前抗疫造成了挑战，但在我国抗疫经验较为成熟的情况下，预计疫情大面积扩散的几率不大。

图表57：2020年1月20日-2021年12月31日国内新冠肺炎疫情发生进程（例）



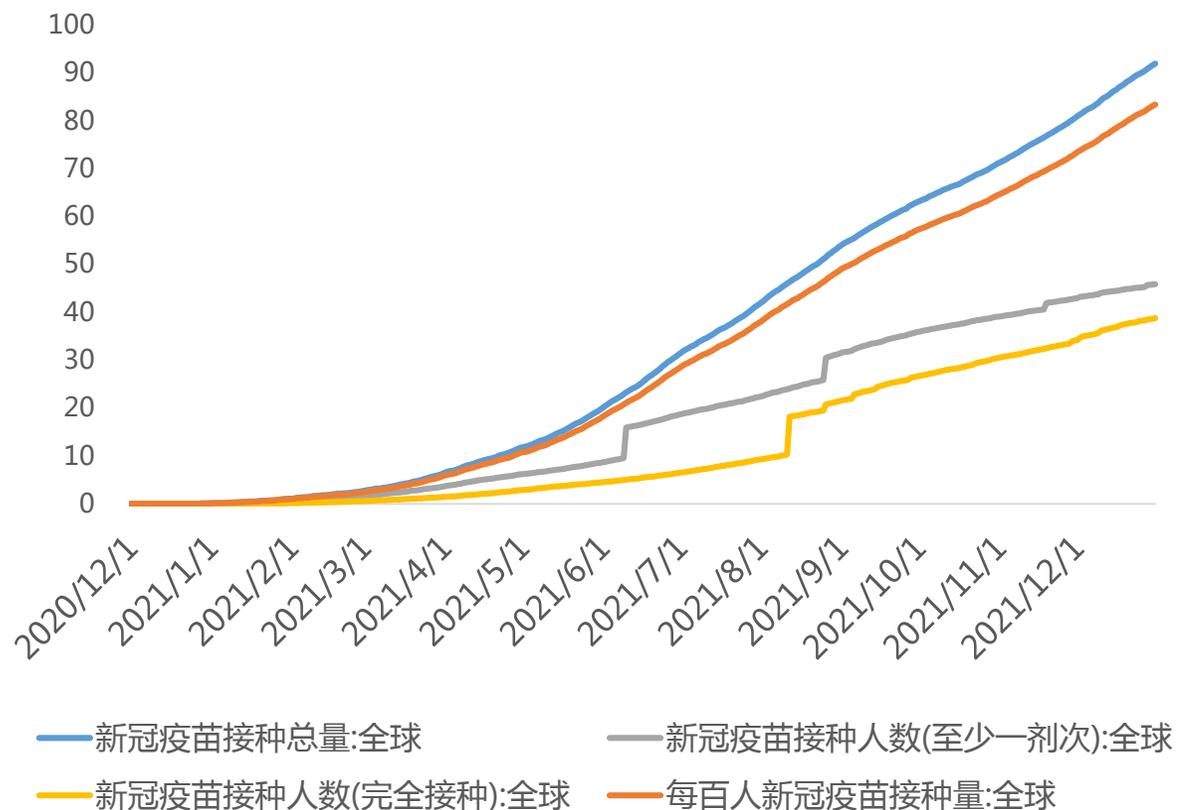
图表58：我国2021年新冠肺炎疫情确诊病例数走势



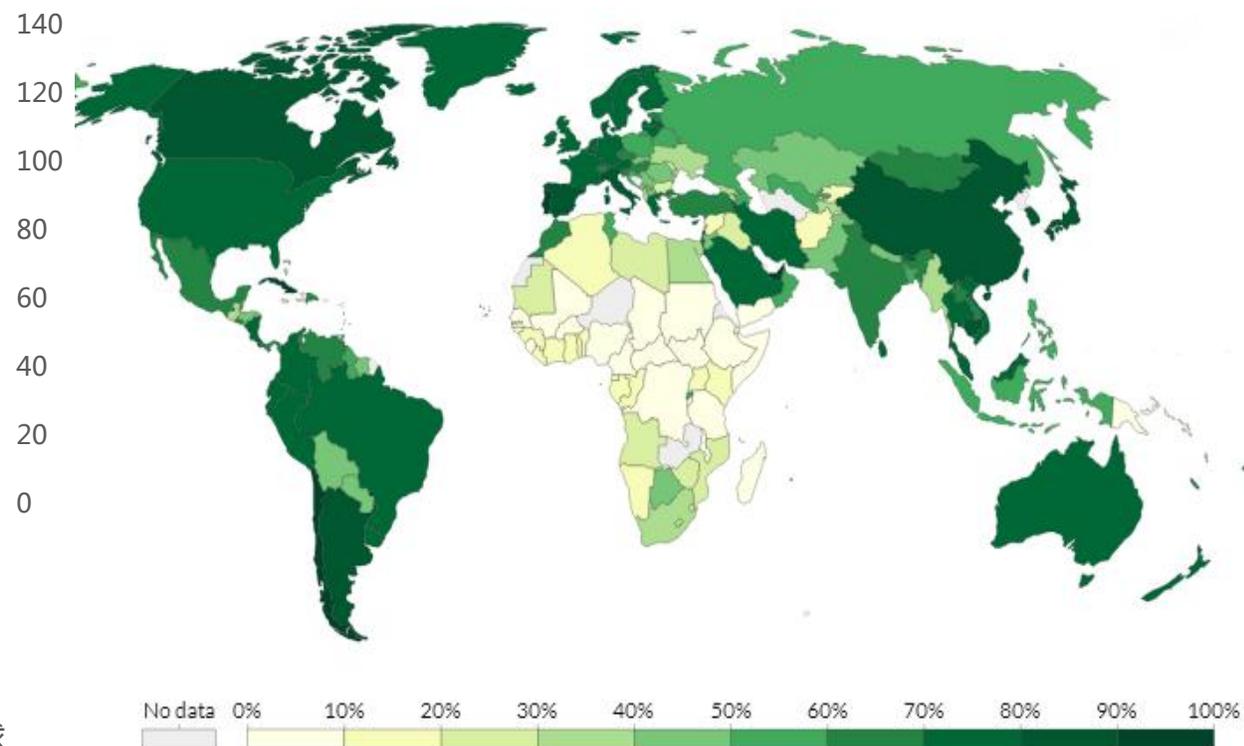
5.2.3 新冠“悬崖”——疫苗接种加速，低收入国家疫苗需求亟待满足

- 截至2021年12月31日，全球共接种疫苗91.96亿剂次。其中，至少接种一剂次人数为45.81亿人，完全接种人数为38.79亿人，与2021年年初相比有明显提升。每百人新冠疫苗接种量已经达到116.77，说明全球新冠疫苗接种已经取得了较大的进展。从地域分布上看，目前疫苗接种具有非常鲜明的地域分布不均衡的特征。接种比例较高的是亚洲、欧洲、北美和南美洲，非洲的接种比例较低。从收入水平看，疫苗接种同样具有很强的分布不均衡特征。按每百人接种剂次统计，截至2021年12月31日，高收入国家每百人接种剂次超过160，而低收入国家每百人接种剂次只有不到20剂次。

图表59：2020年12月01日-2021年12月31日全球疫苗接种情况（亿剂次）



图表60：截至2021年12月31日世界各国至少接种一剂次比例



5.2.3 新冠“悬崖”——全球新冠口服药研发取得突破进展，有望实现新冠流感化

- 随着美国食品和药物管理局（FDA）于2021年12月22日批准紧急使用首款新冠口服药物，新冠流感化成为可能。据报道，辉瑞这款名为Paxlovid的口服药可阻断新冠病毒复制时所需的一种关键酶，阻止病毒自我复制。而除了目前在高危新冠患者中进行的试验外，辉瑞正在探索这种药物是否可以用作预防药物，防止暴露在病毒下的人感染新冠。
- 与中和抗体相比，小分子口服药具有独特的优势：1）如果病毒变异的位点在关键位置，中和抗体可能失效，而小分子口服药可以应对病毒的变异；2）中和抗体的产能受限，而口服药物的产能限制少，成本较低；3）中和抗体费用高昂，并且需要静脉注射，可及性较低，而口服药物可以在感染或出现新冠症状后实现快速给药，可及性高。目前，默沙东莫匹维尔、辉瑞PAXLOVID两款小分子口服药物已获得美国EUA，同时国产口服小分子新冠药普克鲁胺正进行全球临床三期试验。

图表61：全球新冠口服药进展情况

药物种类	药物名称	研发公司	相关标的	联合研发	试验阶段	紧急使用/获批使用国家	数据结果
非甾体类抗雄激素	Proxalutamide (普克鲁胺)	开拓药业	开拓药业	——	临床Ⅲ期	——	中期分析未达到统计学显著性。
抗病毒	法维拉韦/阿维法韦	海正药业	海正药业	富士富山	临床Ⅱ/Ⅲ期	意大利、俄罗斯、中国（仅实验）	未显著改善住院或死亡率
抗病毒	SIM0417	先声药业	先声药业	中国科学院上海药物研究所	临床前	——	——
抗病毒	vv116	君实生物	君实生物	中国科学院上海药物研究所、中国科学院武汉病毒研究所、中国科学院新疆理化技术研究所、旺山旺水、中国科学院中亚药物研发中心	临床	乌兹别克斯坦获批EUA	该项目临床研究进展顺利，相关产品的临床推进以及后续试验结果需在完成整体临床试验后进行评估。

5.2.3 新冠“悬崖”——全球新冠口服药研发取得突破进展，有望实现新冠流感化

图表62：海外新冠口服类药物研发进展（III期及以上项目，含临床II/III期）

药物种类	药物名称	研发公司	国家	试验阶段	紧急使用/获批使用国家	数据结果
抗病毒	Molnupiravir (Lagevrio, 以前称为MK-4482/ EIDD-2801)	默克/Ridgeback Biotherapeutics	美国	临床III期	英国获批，美国获批EUA；加拿大提交EUA申请	轻度或中度非住院患者的住院率降低了30%。
抗病毒	NT-300 (硝唑尼特缓释)	Romark Laboratories L.C.	美国	临床III期	美国提交EUA申请	患者进展为重症的几率降低了85%。
口服钠-葡萄糖协同转运蛋白2 (SGLT2)抑制剂	Farxiga (达格列净)	百时美施贵宝	美国	临床III期	——	——
丝裂原活化蛋白激酶 (MAPK)抑制剂	洛批莫德	Fulcrum Therapeutics	美国	临床III期	——	——
抗病毒	Paxlovid(PF-07321332)+利托那韦	辉瑞	美国	临床II/III期	美国、英国获批；澳大利亚、欧盟申请EUA	住院或死亡率减少了 89%。
口服抗病毒药	TEMPOL	亚当斯制药公司/NIH/Eunice Kennedy Shriver 国家儿童健康与人类发展研究所	美国	临床II/III期	——	——
双胍	二甲双胍 (Glucophage、Glumetza、Riomet)	明尼苏达大学	美国	临床II/III期	——	二甲双胍似乎不会影响2型糖尿病患者的新冠易感性。
抗痛风剂	秋水仙碱 (Mitigare、Colcrys)	美国国家心肺血液研究所；比尔和梅琳达盖茨基金会/魁北克政府	美国	临床II/III期	——	——
口腔细胞破坏剂	Sabizabulin (VERU-111)	维鲁公司	美国	临床II/III期	——	接受sabizabulin患者治疗失败率降低了81%。
驱虫剂	氯硝柳胺/UNI91103	NeuroBo Pharmaceuticals/UNION Therapeutics	美国	临床II/III期	——	由于缺乏疗效，该试验于2021年3月撤回。
二氢乳清酸脱氢酶 (DHODH) 抑制剂	PTC299	PTC	美国	临床II/III期	——	——
HIV蛋白酶抑制剂	Kaletra克力芝 (洛匹那韦-利托那韦)	AbbVie	美国	临床II/IV期	意大利	研究结果开始表明Kaletra可能不会导致临床改善。
抗病毒	Carragelese/ Nasitrol	Marinomed Biotech AG	奥地利	临床IV期	——	降低80.4%的患病风险。
抗病毒	SNG001	Synairgen	英国	临床II/III期	——	——
鞘氨醇激酶 2 抑制剂	Opaganib	RedHill Biopharma	以色列	临床II/III期	——	——
HIV-1 Rev 蛋白抑制剂	ABX464	Abivax	法国	临床IIb/III期	——	与安慰剂相比，ABX464组在进展为严重疾病方面没有差异。
丝氨酸蛋白酶抑制剂	Foipan/Fostar/DWJ1248 (甲磺酸卡莫司他)	小野制药	日本	临床II/III期	——	Foipan使咳嗽和呼吸困难等临床症状的总体恢复率提高了40%，50岁以上参与者的恢复率提高了50%。
抗病毒	AT-527	Atea制药公司/罗氏	挪威/瑞士	临床II/III期	——	II 期试验未能达到主要终点，罗氏与Atea 终止合作，Atea 修改三期方案继续开发。
抗病毒	Ensovibep(MP0420)	Molecular Partners/诺华	瑞士/丹麦	临床II/III期	——	——
驱虫剂	伊维菌素	各类公司	——	临床II/III期	津巴布韦 (FDA、WHO等机构明确禁止使用)	数据证据不明确。

5.2.4 新冠“悬崖”——新冠变种持续扩散，疫情短期或难以结束

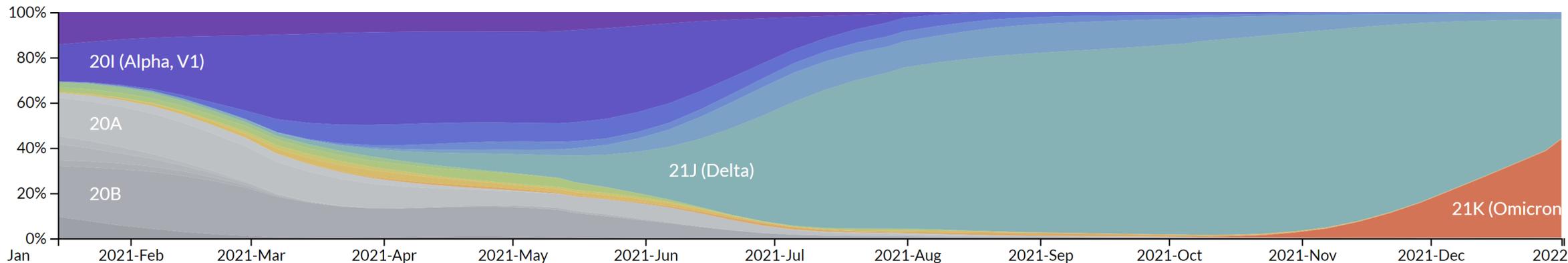


- **Omicron 增加了新冠流行预期的不确定性，疫情短期或难以结束。**从全球流行情况来看，Alpha是初期变异毒株的主要传播者，由于Delta具备的更高的感染、传播能力，在印度快速爆发。11月27日，世界卫生组织发布声明称，在南非发现的新冠病毒B.1.1.529新毒株是一个值得关注的变体，并将其命名为Omicron(奥密克戎)”，目前奥密克戎在海外流行程度逐渐加剧，增加了疫情防控的不确定性。**PANGO数据显示，截至2022年1月14日，新冠病毒已经出现1727个变种**，新的变异毒株的出现凸显了新冠疫情防控面临的困难与挑战。溯源新冠病毒的特征和现有的防控效果等因素，我们认为新冠肺炎短期或难以结束。

图表63：新冠病毒变异毒株VOC种类

WHO命名	Pango命名	GISAID命名	Nextstrain命名	发现地点/日期	纳入VOC日期
Alpha	B.1.1.7	GRY (曾命名GR/501Y.V1)	20I (V1)	英国 2020年9月	2020年12月18日
Beta	B.1.351	GH/501Y.V2	21H (V2)	南非 2020年5月	2020年12月18日
Gamma	P.1	GH/501Y.V3	20J (V3)	巴西 2020年11月	2021年1月11日
Delta	B.1.617.2	G/478K.V1	21A	印度 2020年10月	2021年5月11日
Omicron	B.1.1.529	GR/484A	21K	南非 2021年11月	2021年11月26日

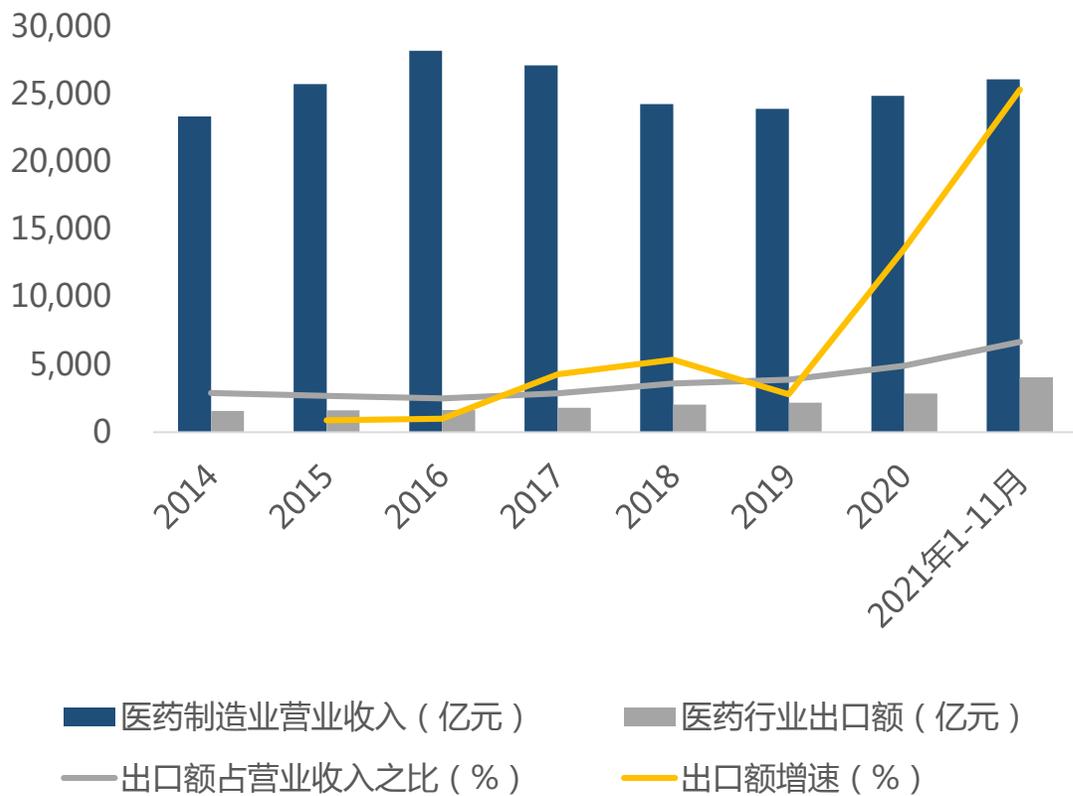
图表64：全球新冠变异毒株在新增感染患者中流行情况



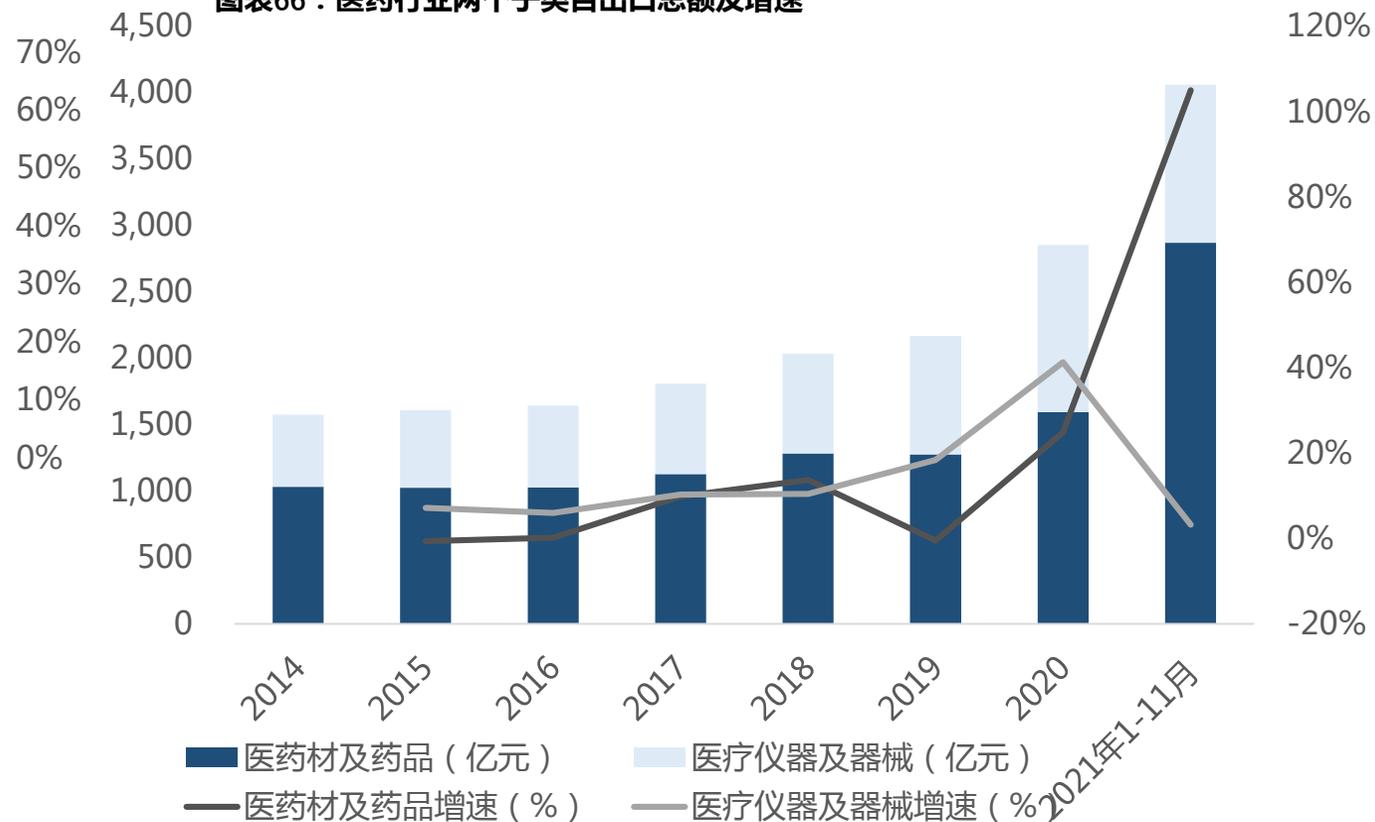
5.3.1 医药行业出口情况——出口增速大幅提升

- 2021年1-11月，受全球新冠疫情影响，我国医药制造业出口增速在2020年的基础上进一步显著提升。2021年1-11月，我国医药行业出口额4060.68亿元，同比增长59.06%，而2020年同比增速为31.64%。2021年1-11月，我国医药制造业出口额占医药制造业营业收入之比较2020年有明显提升，从2020年的11.48%增长到15.56%。
- 分品类来看，医药材及药品高增长。2021年1-11月，医药材及药品这一类别实现出口2870.82亿元，同比增长105.07%；医疗器械出口1189.86亿元，同比增长3.20%，与2020年相比有所下滑。

图表65：2011年-2021年11月我国医药医药行业出口额及增速

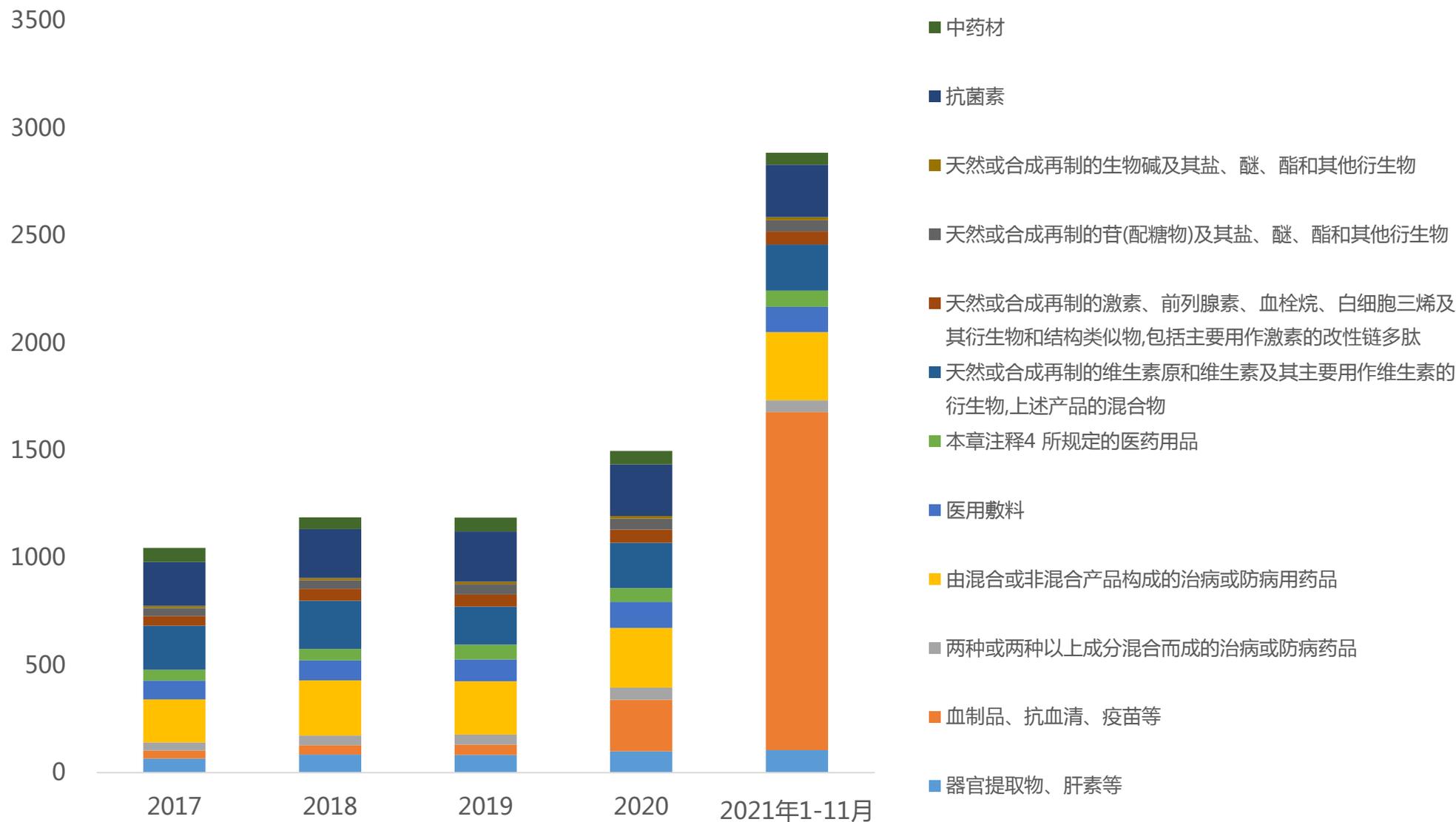


图表66：医药行业两个子类目出口总额及增速



图表67：医药材及药品出口额结构（单位：亿元）

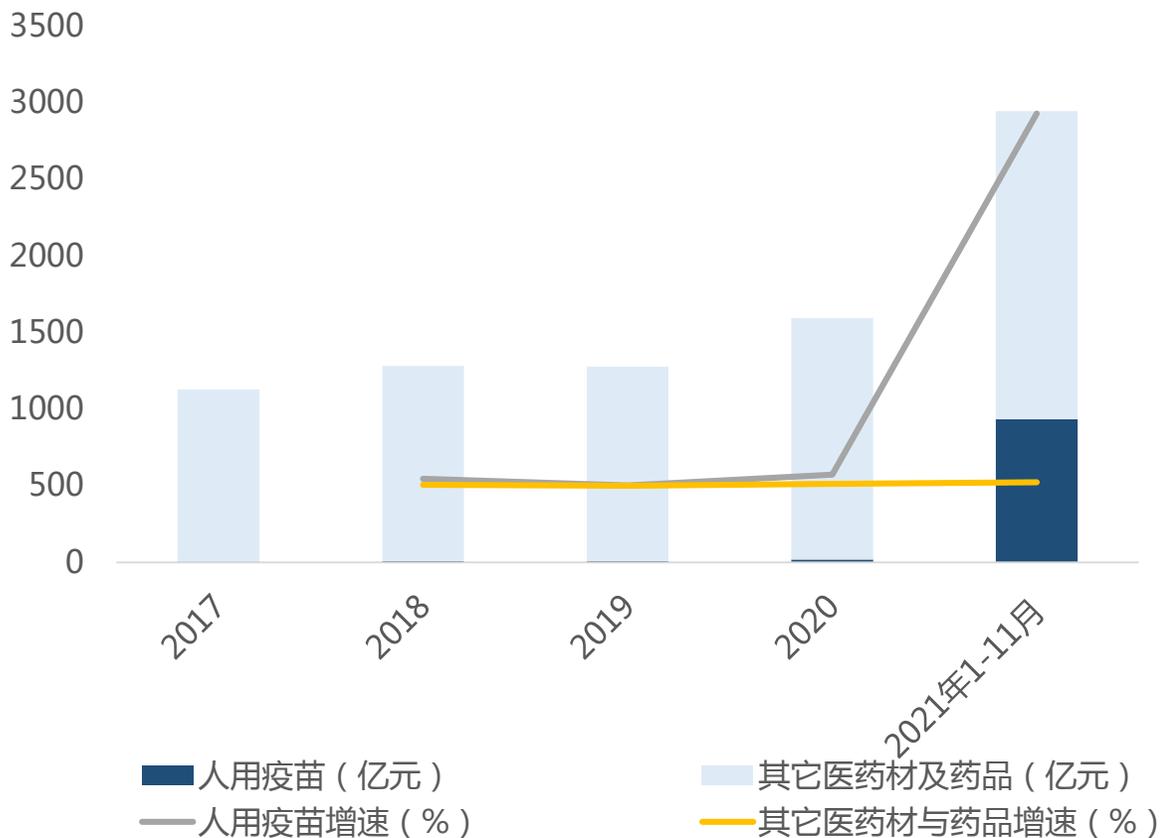
➤ 从医药材及药品出口额细分结构来看，2021年1-11月出口额最高的是血制品、血清、疫苗等这一类别，达到1574.00亿元，较2020年有大幅提升。其它品类出口额较2020年变化不明显，其中“由混合或非混合产品构成的治病或防病用药品”、抗菌素以及维生素类产品出口额分别以316.28亿元、244.33亿元和213.85亿元居医药品及药材出口额2-4位。



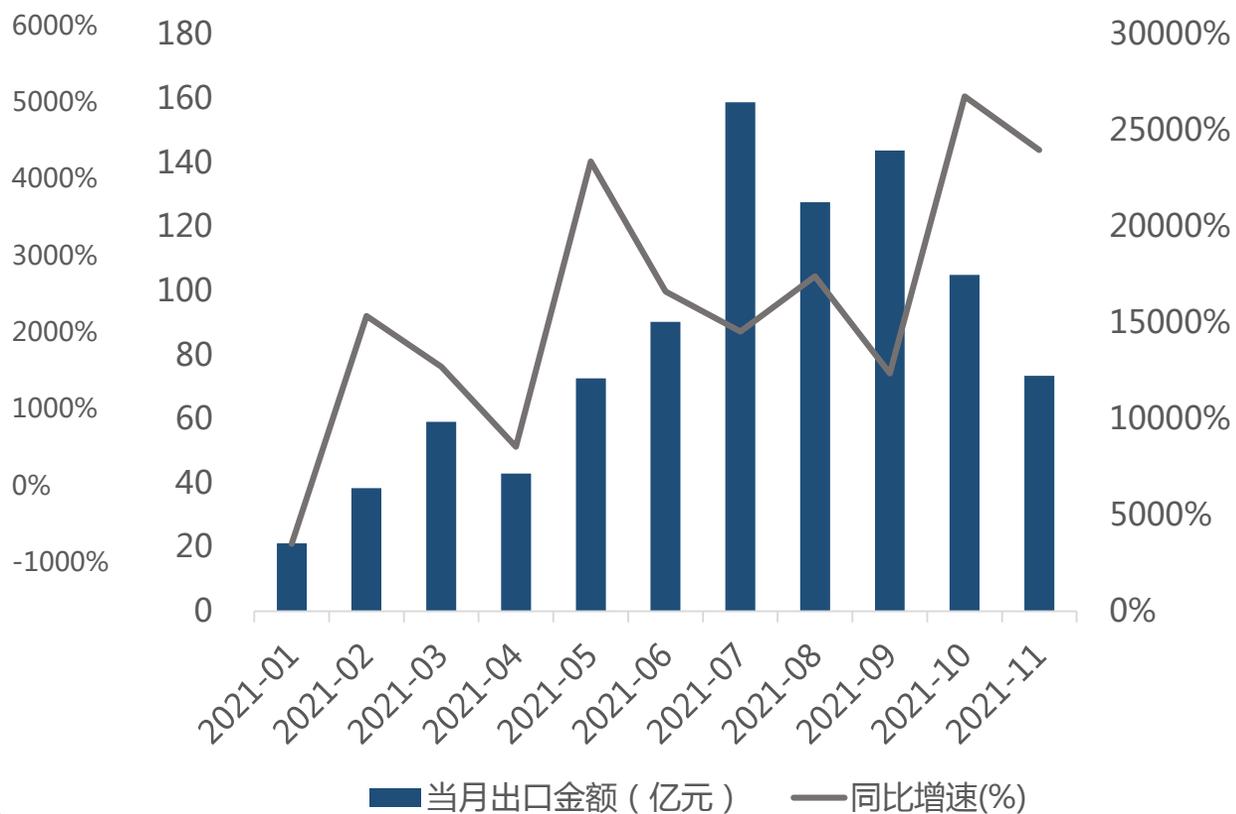
5.3.3 医药行业出口情况——人用疫苗出口驱动医药出口

➢ 2021年1-11月，人用疫苗出口是医药材及药品出口增速实现激增的最主要驱动力。2021年1-11月，人用疫苗出口金额933.89亿元，同比增长4856.95%；而剔除人用疫苗后，2021年1-11月其它医药材及药品出口增速为44.26%，远低于医药材与药品整体增速。将人用疫苗出口情况按月拆分来看，2021年1-11月人用疫苗出口同比增速保持增长趋势。

图表68：2017-2021年人用疫苗及其它医药材及药品出口额及增速



图表69：2021年1-11月人用疫苗月度出口额 (亿元) 及同比增速



5.3.4 医药行业出口情况——医疗仪器及器械出口结构

1400

图表70：医疗仪器及器械出口额结构（单位：亿元）

1200

1000

800

600

400

200

0

2017

2018

2019

2020

2021年11月

- 牙科椅和理发用类似椅及其零件
- 其他医用家具及其零件
- 医用α、β、γ射线的应用设备
- 其他,医疗、外科或兽医用X射线应用设备
- 牙科用X射线应用设备
- X射线断层检查仪
- 其他呼吸器具及防毒面具,但不包括既无机机械零件又无可互换过滤器的防护面具
- 机械疗法器具;按摩器具;心理功能测验装置;臭氧治疗器;氧气治疗器、喷雾治疗器、人工呼吸器及其他治疗用呼吸器具
- 电气医疗装置及视力检查仪器等

➤ 2021年1-11月，医疗仪器及器械出口额最高的是电气医疗装置及视力检查仪器等以及机械疗法器具、按摩器具、心理功能测验装置、臭氧治疗器、喷雾治疗器、人工呼吸器及其他治疗用呼吸器具，出口额分别是 590.11 亿元和 479.46 亿元，这两个类别占医疗仪器及器械出口总额的80.61%。

5.4 海外出口为主的上市公司——以耗材、器械、医疗服务和原料药出口为主

- 2021年上半年海外业务收入占比超过50%的公司共29家，其中，低值耗材4家；医疗仪器设备8家；IVD1家；CXO4家；原料药10家；生物制品2家。新冠产业链的需求和CXO的海外订单需求持续旺盛。

图表71：2021年上半年海外业务收入占比超过50%公司情况

领域	公司名称	主营业务	2021年上半年海外业务收入占比(%)	
医疗器械	低值耗材	中红医疗	一次性耗材、手套	98.20%
		蓝帆医疗	耗材、手套	88.32%
		奥美医疗	医用敷料	74.74%
		振德医疗	医用敷料	59.69%
		康泰医学	医疗诊断、监护设备	80.56%
	医疗仪器设备	海泰新光	内窥镜	79.44%
		康众医疗	数字化X射线平板探测器	50.98%
		九安医疗	家用医疗器械	72.15%
		鹿得医疗	家用医疗器械	87.71%
		乐心医疗	家用医疗健康电子产品	60.69%
		尚荣医疗	以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案	65.99%
		福瑞股份	肝纤维化诊断治疗	55.10%
	IVD	安旭生物	POCT	94.80%
医疗服务-CXO	凯莱英	CDMO	89.14%	
	成都先导	CRO	80.06%	
	药明康德	CXO	76.26%	
	博腾股份	CXO	73.47%	
	原料药	天宇股份	原料药及中间体	74.56%
		花园生物	维生素D3	70.43%
		亨迪药业	非甾体抗炎药	55.50%
		同和药业	原料药	68.46%
		海普瑞	肝素钠	91.13%
		东诚药业	肝素钠	53.65%
		海翔药业	原料药-抗生素	58.53%
		键凯科技	医用药用聚乙二醇及其活性衍生物	57.83%
		新和成	原料药等	54.57%
		华海药业	普利类和沙坦类药物	52.06%
	生物制品	莱茵生物	生物制品-植物提取	63.66%
		百奥泰-U	生物制品-抗体药物	58.03%

目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

6

多项支付能力均有提升

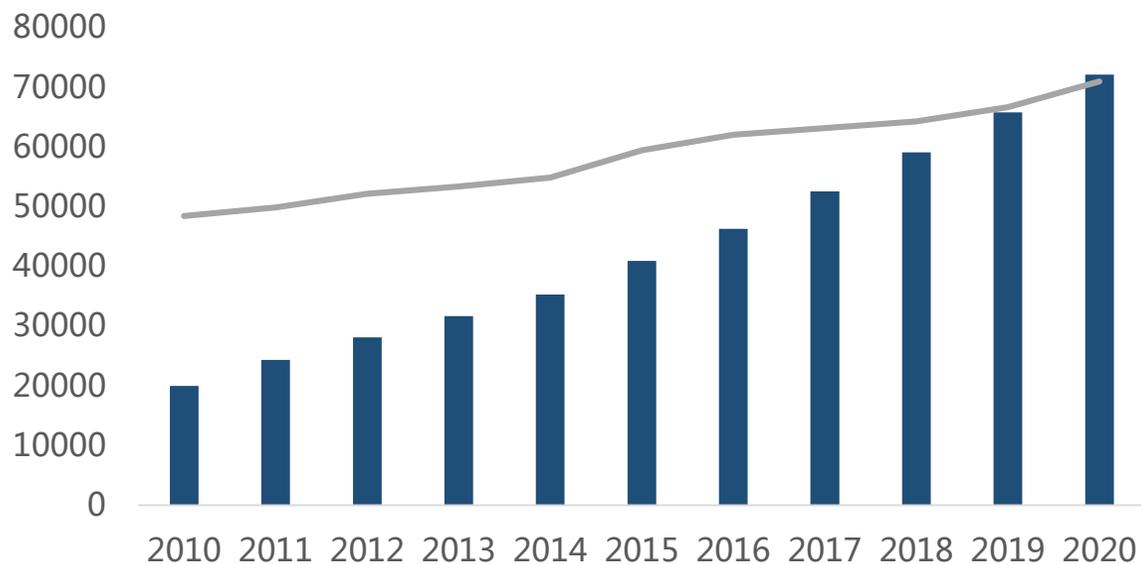
7

2022年投资策略

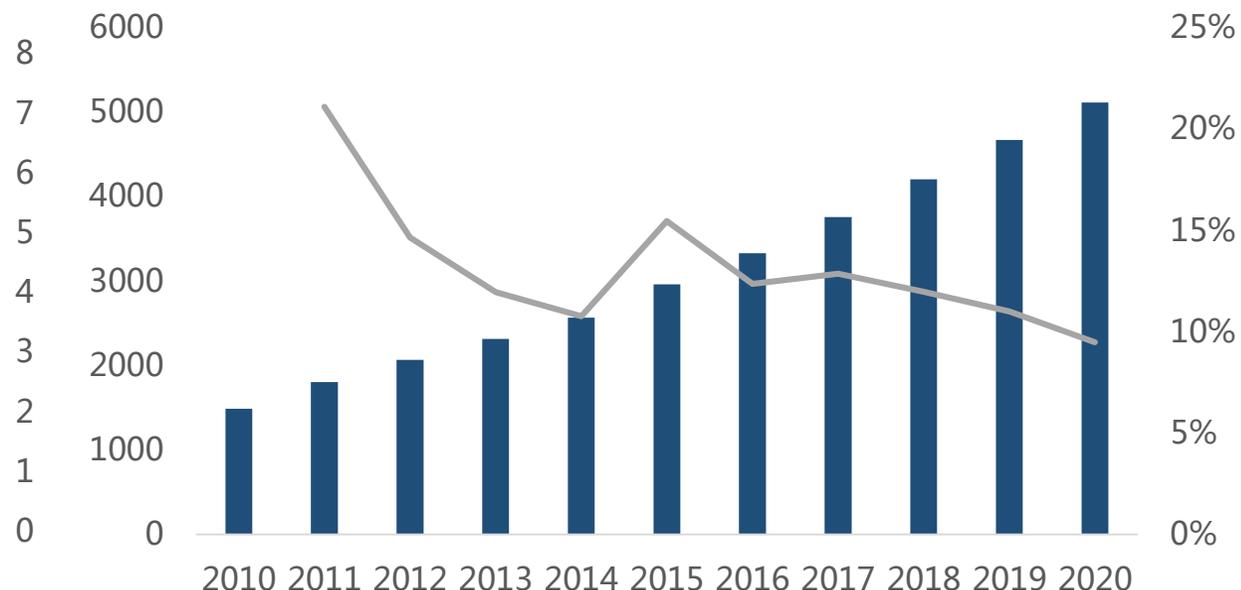
6.1.1 卫生费用情况——人均卫生费用持续提升

- 2010年-2020年，我国卫生总费用不断增长，从2010年的19980.39亿元增长到2020年的72175.00亿元。我国卫生总费用占GDP之比从2010年的4.85%上升至2020年的7.10%，反映出卫生支出占国民经济的比重逐年增加。
- 2010年-2020年，我国人均卫生费用也保持着较高增速，从2010年的1490.1元增加到2020年的5112.3元。2020年，人均卫生费用增速虽然和前几年相比有所下滑，但仍有9.49%，保持较高水平。

图表72：我国2010-2020年卫生总费用（亿元）及GDP占比（%）



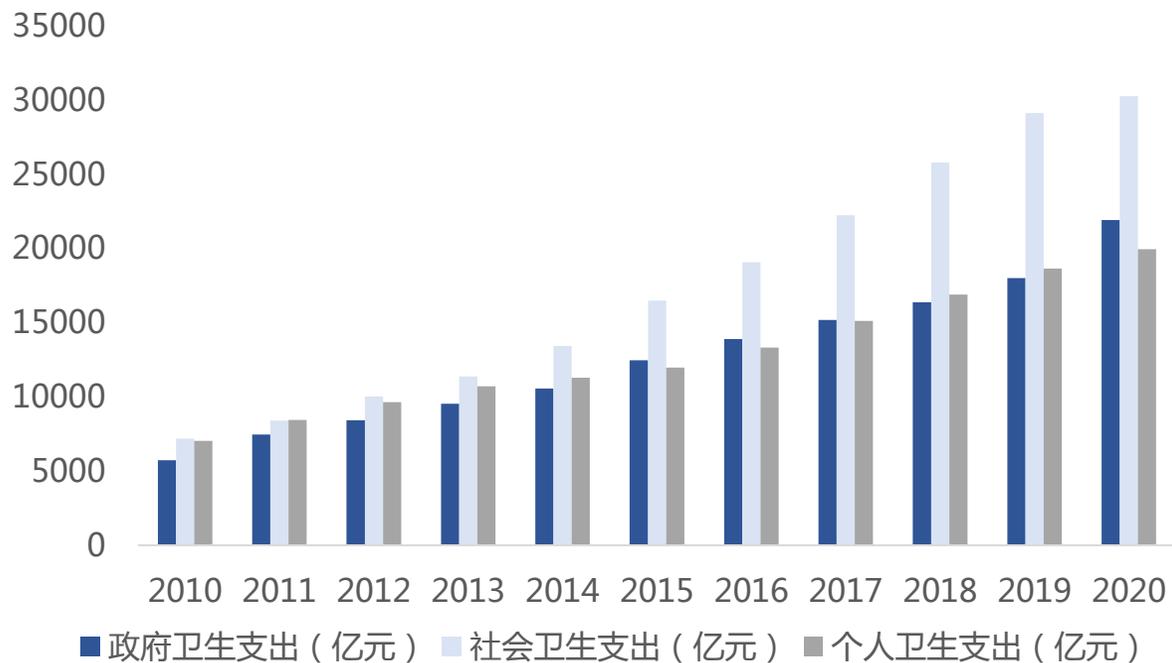
图表73：我国2010-2020年人均卫生费用（元）及增速



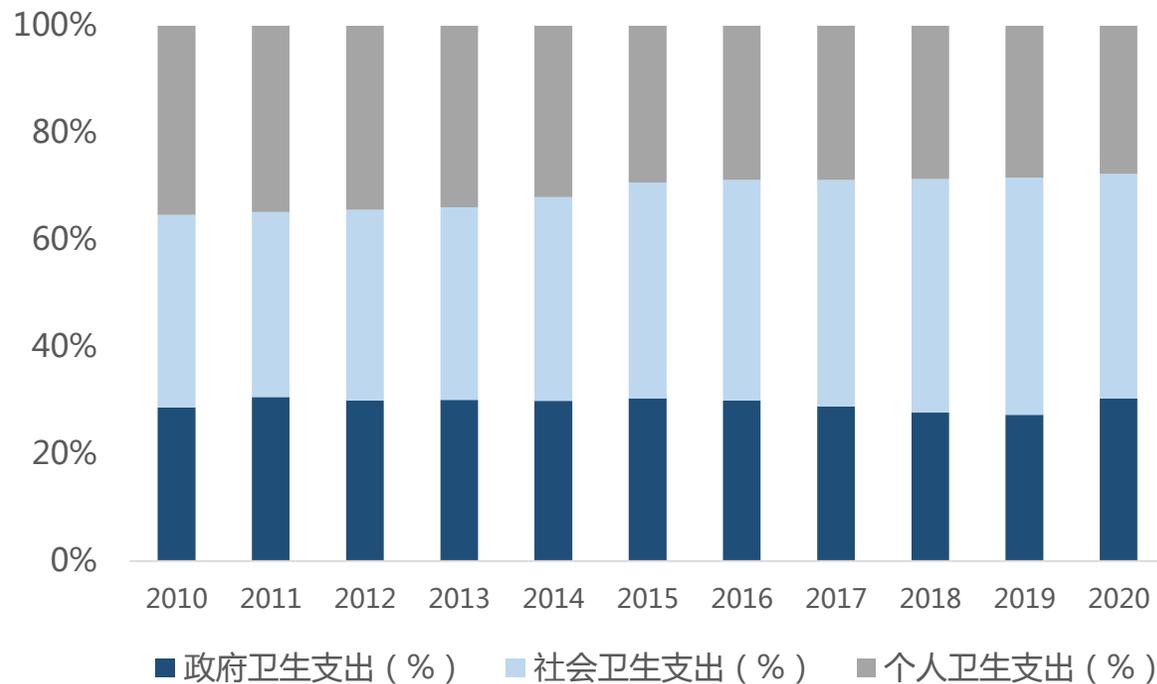
6.1.2 卫生费用情况——个人卫生费用占比持续下降

- 从卫生总费用结构上看，我国卫生总费用由三部分组成，政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出。从绝对值来看，2010-2020年，我国政府卫生支出、社会卫生支出以及个人卫生支出均保持增长趋势。其中，个人卫生支出从2010年的7051.29亿元增长到2020年的19959.29亿元；社会卫生支出从2010年的7196.61亿元增加到2020年的30273.67亿元；政府卫生支出从2010年的5732.49亿元增加到2020年的21941.90亿元。
- 从占比上看，2010年-2020年，我国社会卫生支出占比表现出较明显的提升趋势，从2010年的36.02%提升至2020年的41.94%；政府卫生支出比例基本保持稳定，2020年，政府卫生支出占比为30.40%；个人卫生支出比例持续下降，从2010年的35.29%下降到2020年的27.65%，为医疗消费的进一步释放提供了充足的空间。

图表74：我国2010-2020年卫生总费用结构



图表75：我国2010-2020年卫生总费用结构

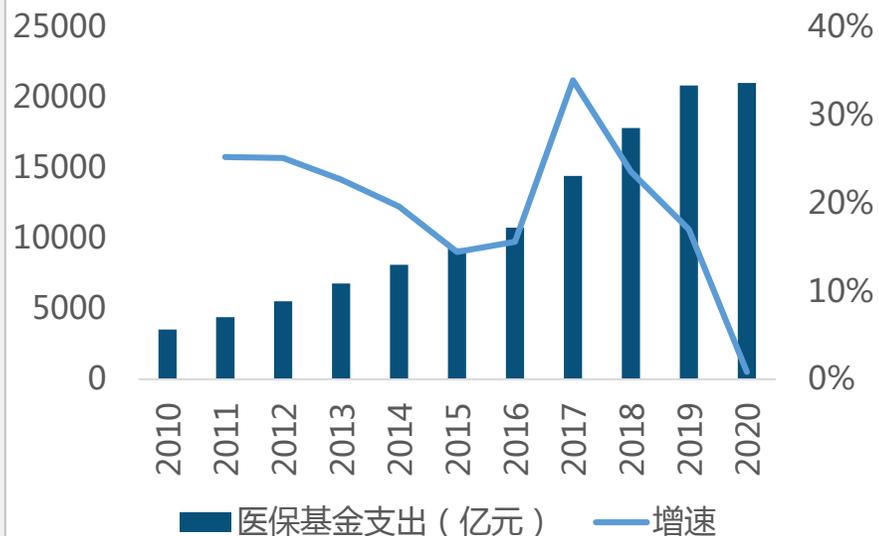


6.2.1 医保基金收入、支出情况——增速放缓



- 2020年，我国基本医保基金收入24846亿元，增速为1.74%；同年我国基本医保基金支出为21032亿元，增速为0.85%，收入增速大于支出增速，且均呈现放缓趋势。2018-2019年医保基金支出增速连续两年高于收入增速，但在2020年实现反转。医保基金盈余方面，2020年我国医保基金盈余为3814亿元，增速为6.92%，与前两年相比，增速有较大幅度的提升。
- 医保基金收入增速下滑明显的原因主要是：受疫情影响，2020年2~7月全国多地实施阶段性减半征收职工医保单位缴费，累计减征约1649亿元，使得职工医保收入较上年下降。若剔除减征因素的影响，职工医保基金总收入较上年增长9.6%。医保基金支出增速下滑明显的原因主要是：国家医保局开展了价格谈判、集采等控制药价的措施。2021年《医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》指出，集采以来，患者用药负担明显减轻，医保基金压力大大缓解。截至2021年9月，累计节约医保基金费用约2500亿元。

图表76：我国医保基金支出及增速



图表77：我国医保基金收入及增速



图表78：我国医保基金盈余及增速

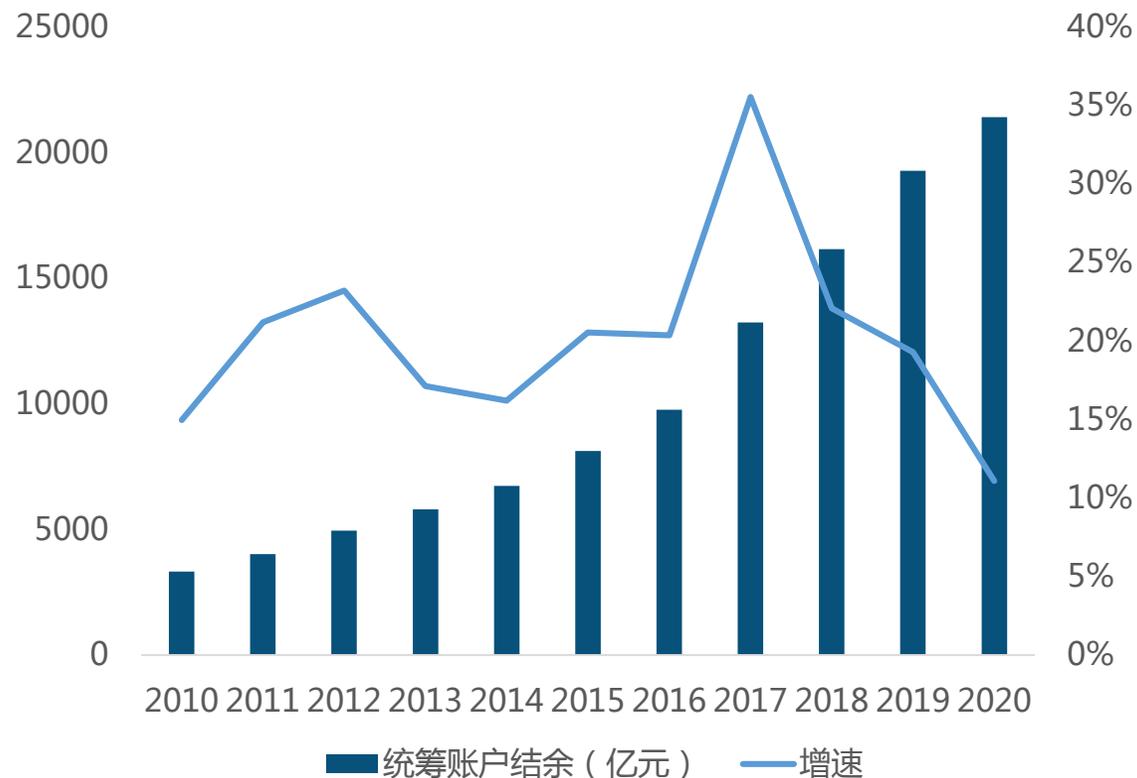


6.2.2 医保基金收入、支出增速情况——个人账户结余增速提升

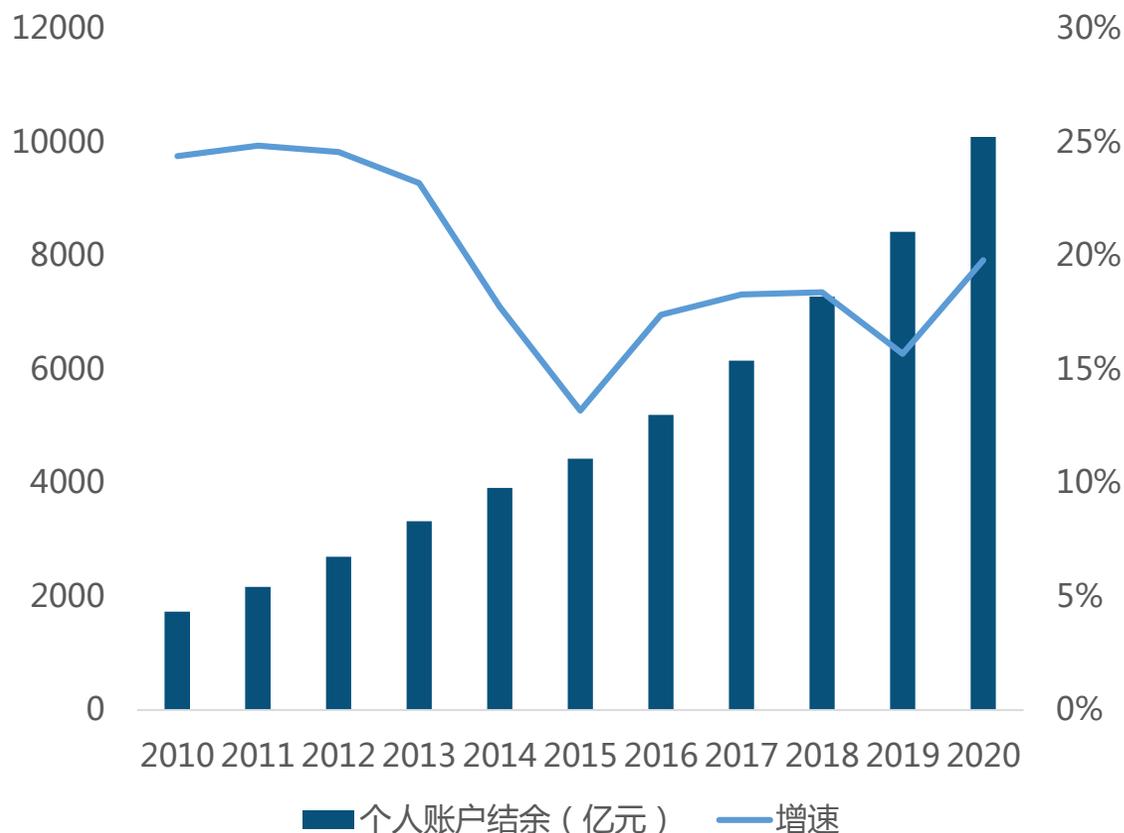


- 随着医保基金收入、支出增速的变化，医保账户结余显著改善。2020年，我国医保基金统筹账户和个人账户基金结余均呈现增长态势。我国医保基金统筹账户结余2020年为21404亿元，增速为11.07%，较2019年增速水平有所下滑。医保基金个人账户结余方面，2020年为10096亿元，增速为19.81%，较2019年水平有较大幅度增长。

图表79：我国医保基金统筹账户结余及增速



图表80：我国医保基金个人账户结余及增速



➤ 我国2021年1-10月健康险保费收入为7435.64亿元，增速为3.82%，增速与2020年相比有所下降。健康险保费赔付方面，2021年1-10月为3351.42亿元，增速为52.17%，赔付支出保持较快增速。整体来看，我国健康险近年来发展较为快速，保费收入维持增长态势，成为个人支付、医保基金支付以外的另一支撑。

图表81：我国健康险保费及增速



图表82：我国健康险赔付金额及增速

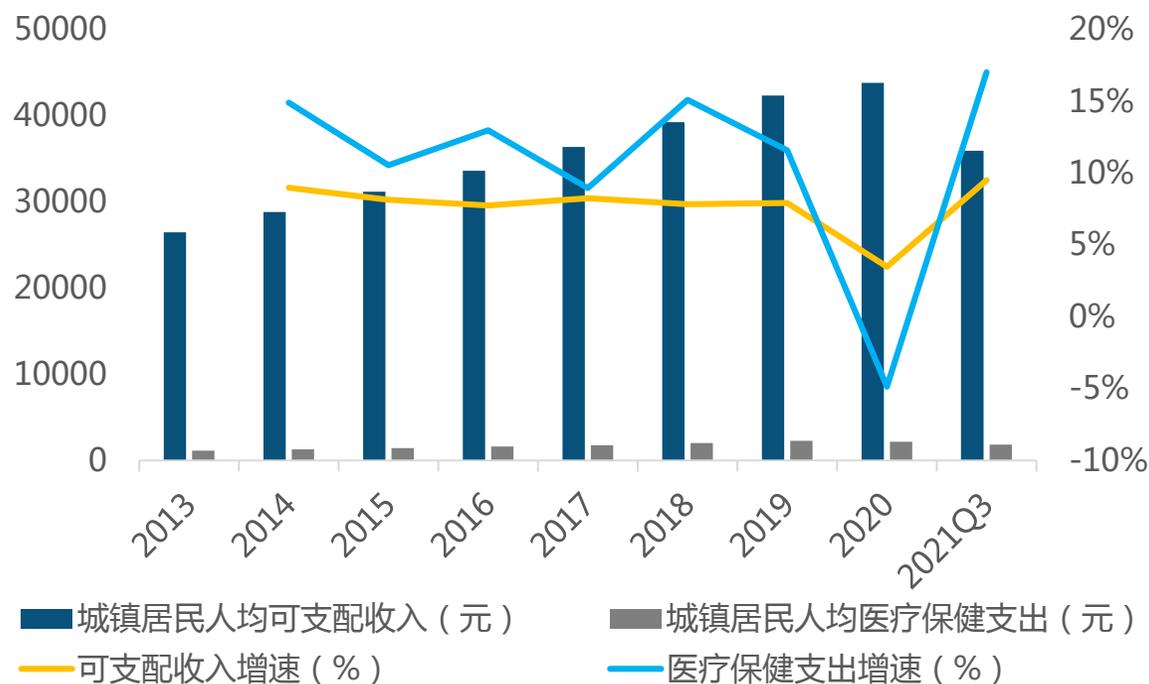


6.4.1 个人支付能力持续提升——人均医疗保健支出增速高于人均可支配收入

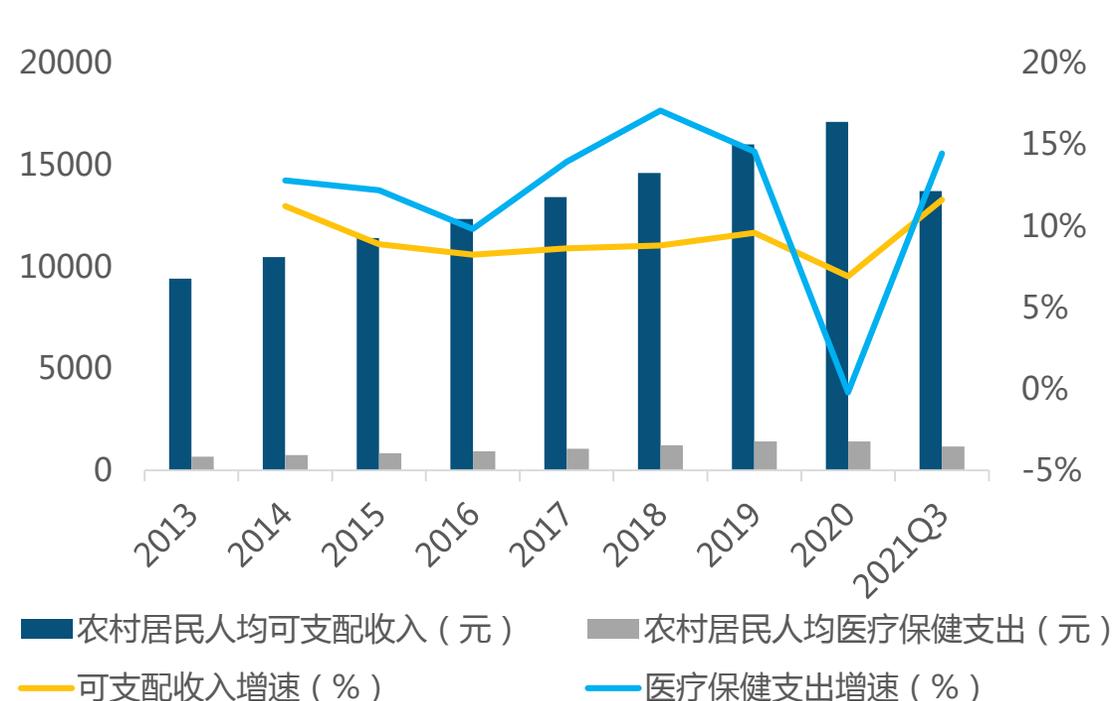


- 医疗需求释放离不开收入端的支持。2021年前3季度，我国城镇居民人均可支配收入为35,946元，增速为9.52%；农村居民人均可支配收入为13,726元，增速为11.62%，同前些年相比保持稳定增长态势，为医疗需求的释放提供了较好的支撑。
- 2021年前3季度，我国城镇居民人均医疗保健支出为1,855元，增速为17.03%；农村人均医疗保健支出为1,171元，增速为14.47%，均超过相应的人均可支配收入增速。

图表83：我国城镇居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

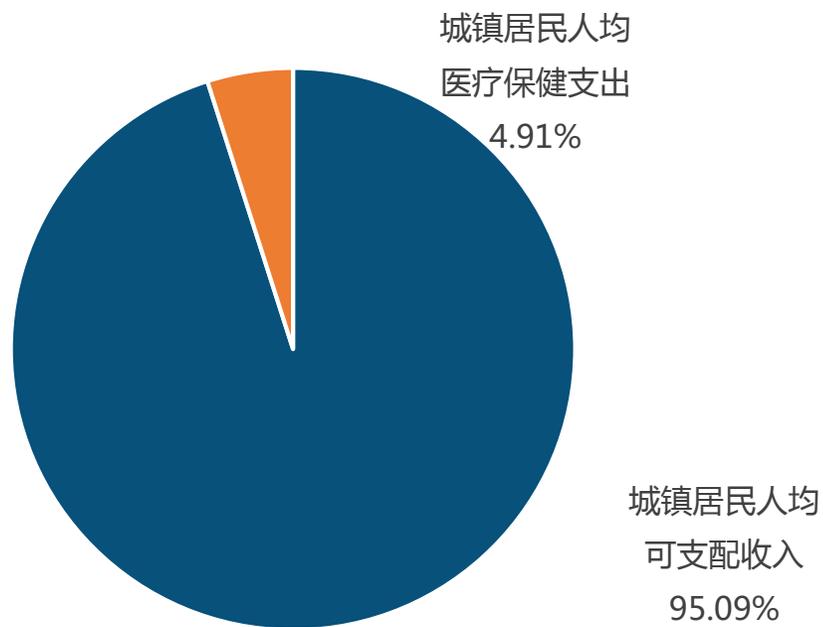


图表84：我国农村居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

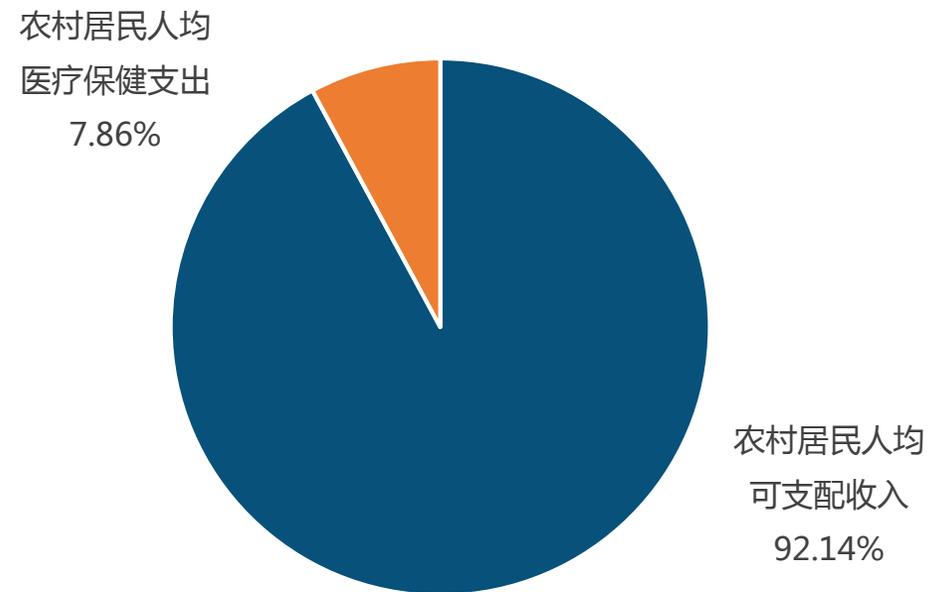


➤ 从结构上看，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的4.91%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入7.86%，医疗消费仍然存在巨大的空间。

图表85：城镇人均医疗支出占比



图表86：农村人均医疗支出占比



目录

1

医药行业市场走势复盘

2

医药行业政策梳理

3

基金持仓显示医药依然超配

4

融资通畅，证券化率持续提升

5

常规医疗和新冠疫情构成医疗总需求

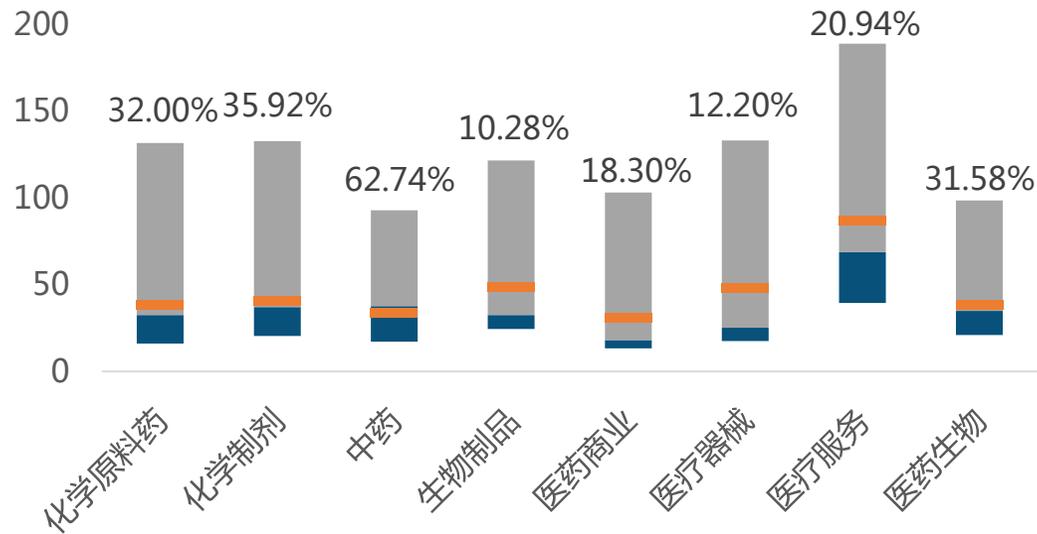
6

多项支付能力均有提升

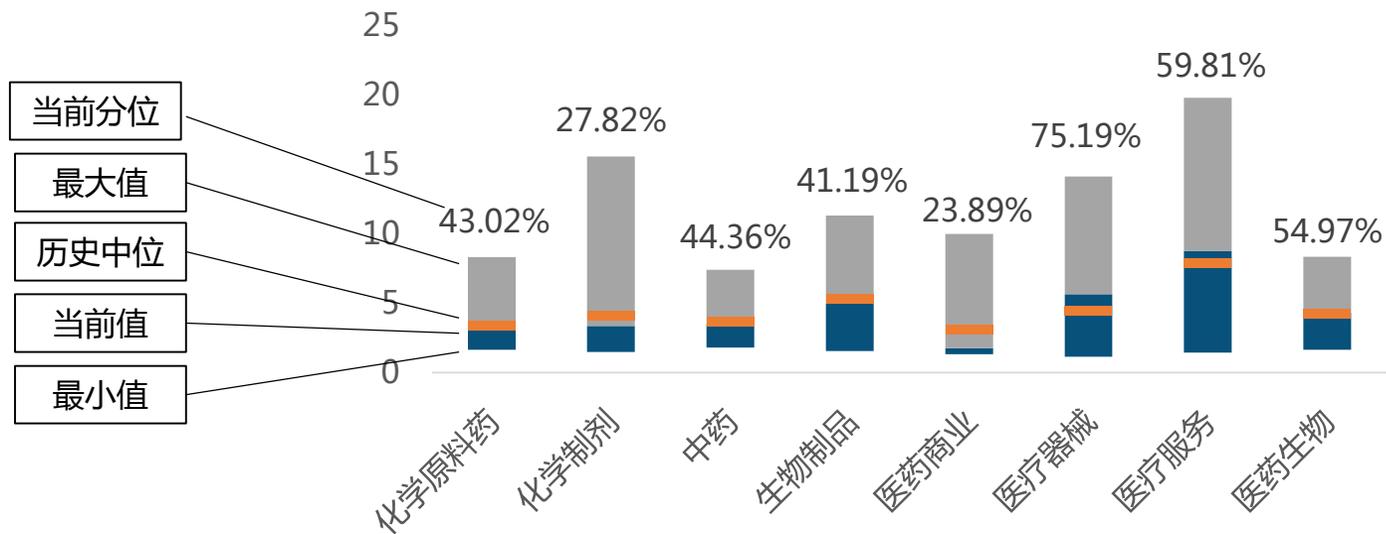
7

2022年投资策略

图表87：医药生物板及其子板块市盈率历史分位数



图表88：医药生物及其子板块板块市净历史分位数



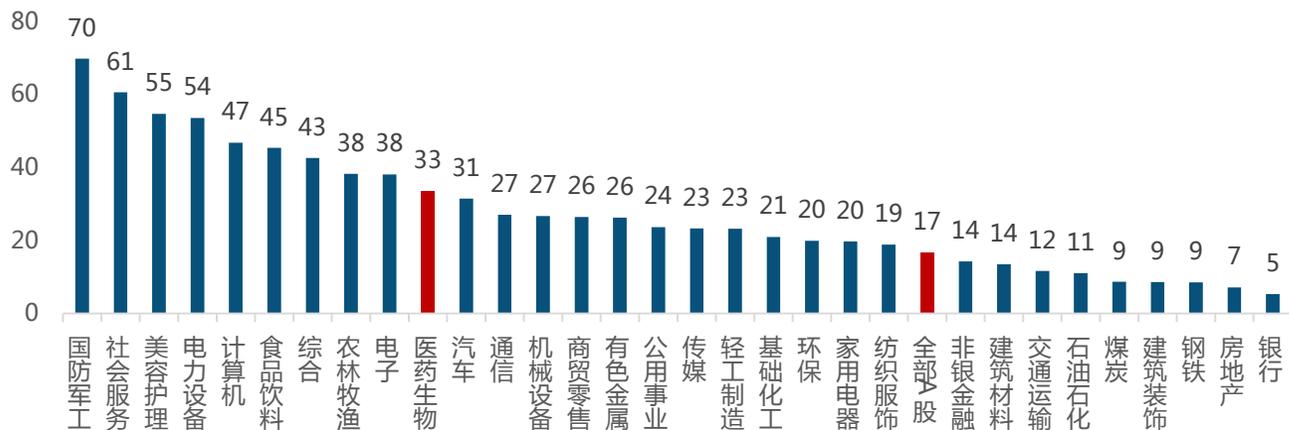
➤ **医药生物行业PE整体处于历史低位，PB处于中位。**统计2000年以来的数据，截至2021年12月31日，采用申万医药指数，医药生物行业整体估值处于历史估值较低分位，行业PE处于31.58%分位，子板块方面，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PE分别为处于32.00%、35.92%、62.74%、10.28%、18.30%、12.20%和20.94%分位；医药生物行业PB处于54.97%分位，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务的PB分别处于43.02%、27.82%、44.36%、41.19%、23.89%、75.19%和59.81%分位。整体来看，医药行业的估值处在相对较低的位置。

7.2.1 估值——医药行业溢价比率有所下滑

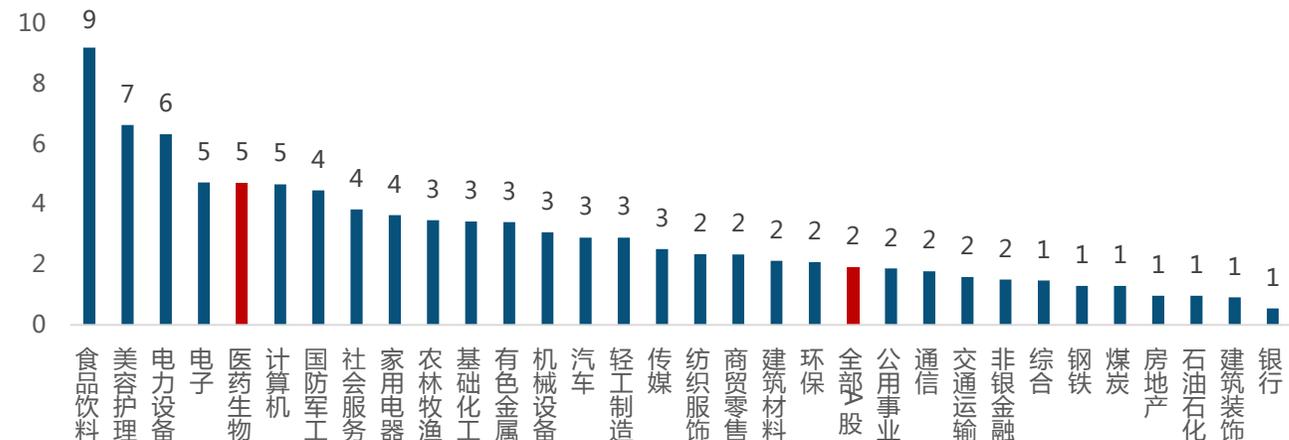


按照2021年12月31日的收盘数据，采用整体法计算，医药行业（TTM）的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为33.46和4.72。2020年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为2.35和2.87，2021年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为1.99和2.47，较2020年有所下滑。

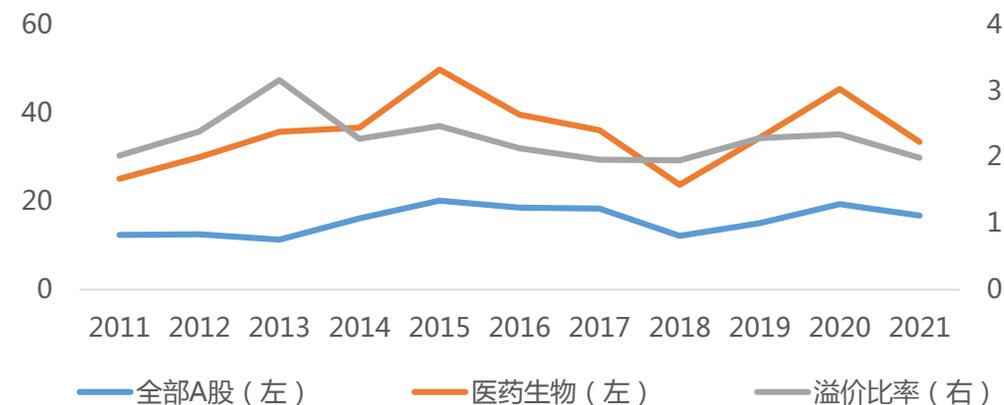
图表89：申万行业及全部A股市盈率情况



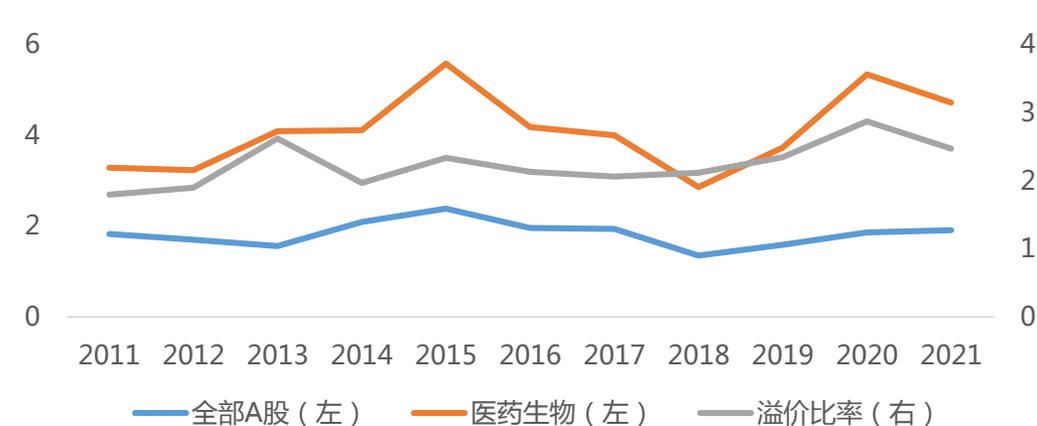
图表91：申万行业及全部A股市净率情况



图表90：医药行业、A股市盈率及溢价比率情况



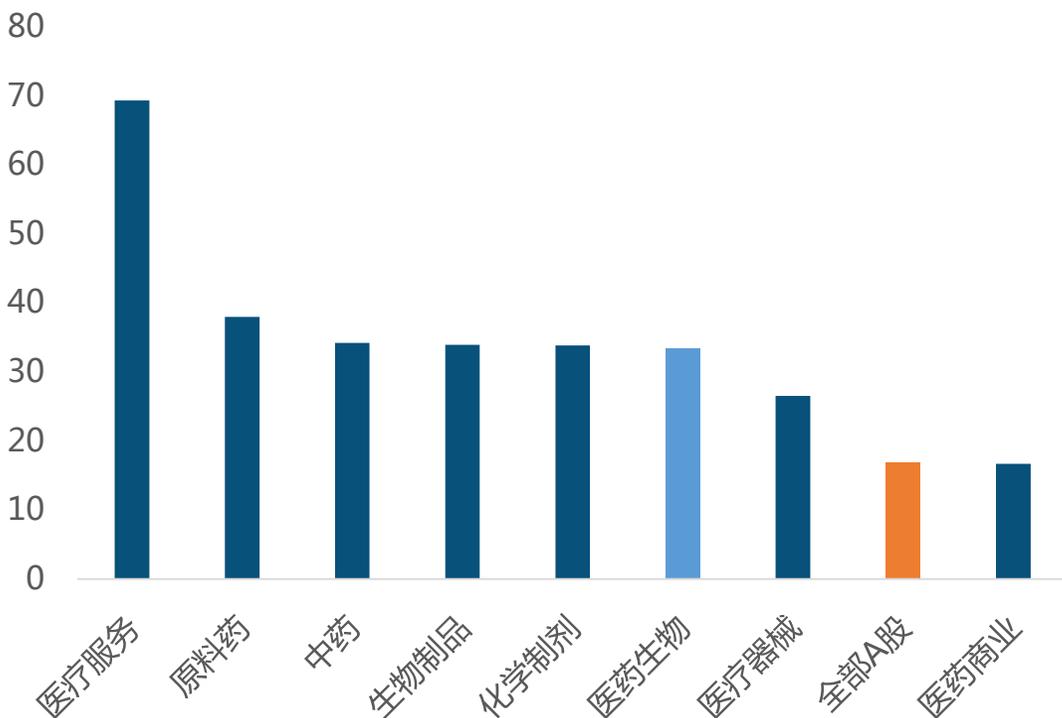
图表92：医药行业、A股市净率及溢价比率情况



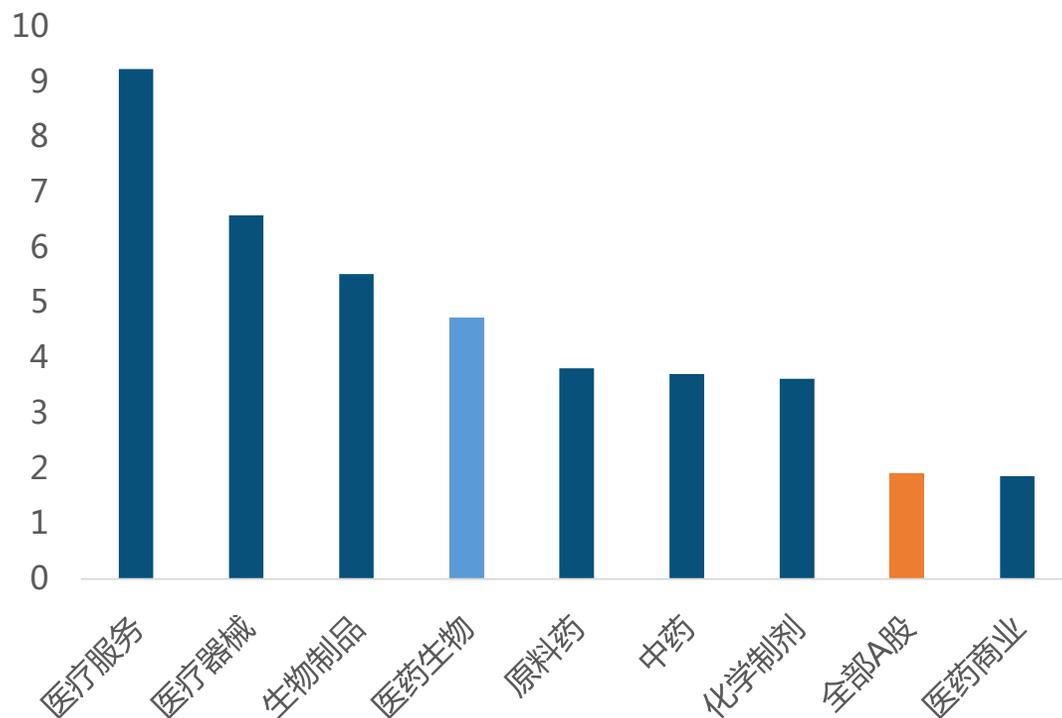
7.2.2 估值——医药商业估值较低

- 我们同样使用整体法计算医药行业内各个细分行业的市盈率和市净率，按市盈率由高到低的顺序排列，依次是医疗服务、化学原料药、中药、生物制品、化学制剂、**医疗器械和医药商业**。其中，医疗服务、化学原料药、中药、生物制品和化学制剂的市盈率高於行业平均水平。按市净率由高到低的顺序排列，依次是医疗服务、医疗器械、生物制品、化学原料药、中药、化学制剂和医药商业。其中医疗服务、医疗器械和生物制品的市净率均高於行业平均水平。综合来看，医药商业目前的综合估值低於行业平均水平。

图表93：医药生物子行业市盈率水平



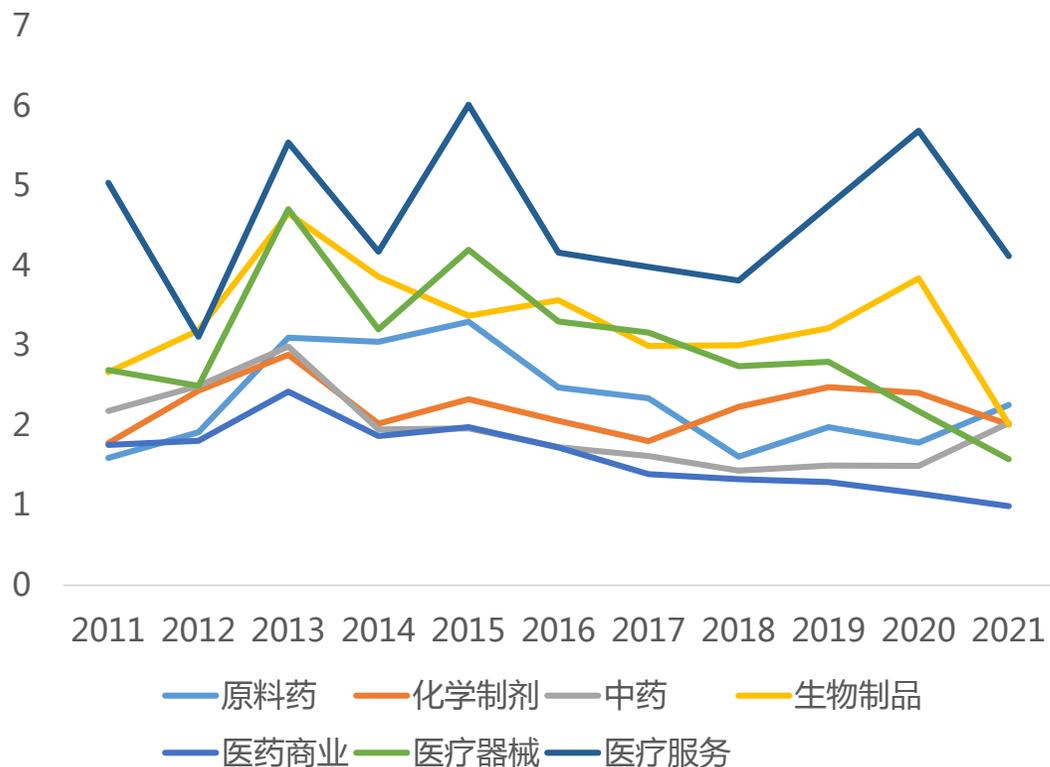
图表94：医药生物子行业市净率水平



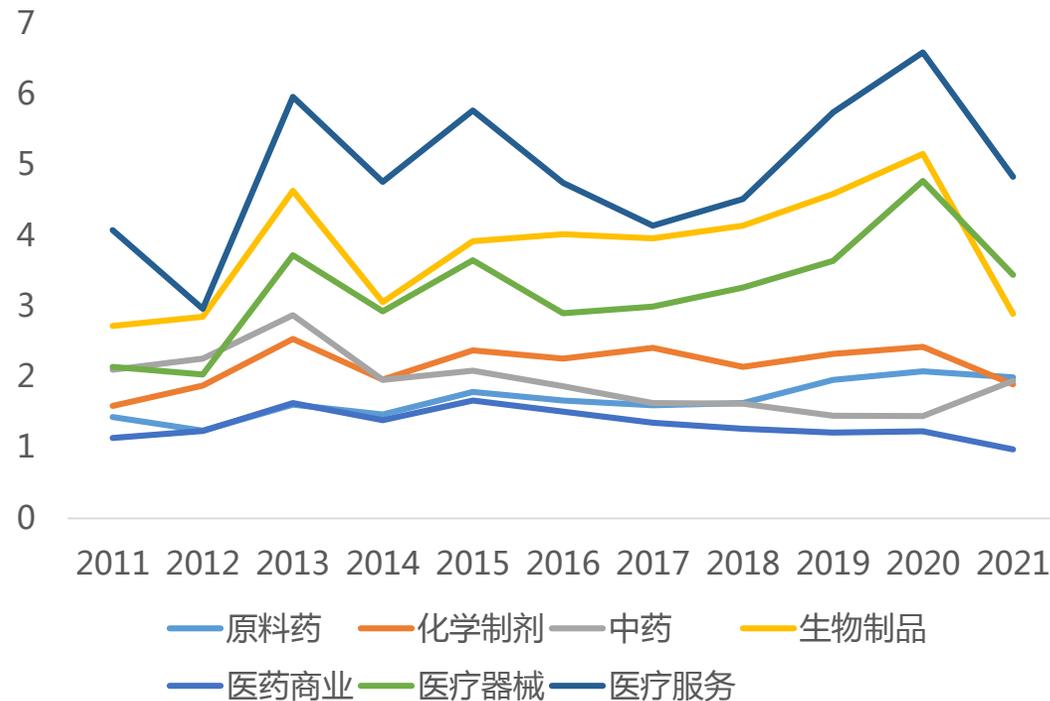
7.2.3 估值——中药溢价比率提升明显

➤ 同全部A股相比，化学原料药和中药板块2021年市盈率溢价比率出现显著抬升；化学制剂、医疗器械、生物制品、医药商业及医疗服务市盈率溢价比率较上年均有所下降，其中医疗服务市盈率溢价降幅最为显著，而医药商业与化学制剂市盈率溢价近五年呈缓慢下降的趋势，总体较为平稳。市净率溢价比率方面，同全部A股相比，化学原料药、化学制剂、医疗器械、生物制品、医药商业及医疗服务2021年市净率溢价比率较2020均有所下降，其中医疗服务、医疗器械、生物制品降幅显著；仅中药板块在市净率比率中呈现上升趋势。

图表95：医药生物子行业对比A股市盈率溢价比率情况



图表96：医药生物子行业对比A股市净率溢价比率情况



7.2.4 投资策略

➢ 2021年海外新冠疫情持续蔓延，国内零星散发，新冠疫苗接种提高了人类整体防御能力，全球结构性防疫不均衡特征和奥密克戎等超级变种的出现决定了新冠流感化非一夕之功。常规医疗需求不同程度的恢复和新冠医疗需求的持续构成了全球医疗需求的现状，医药行业加速迭代。政策鼓励创新、医疗市场国际化、集采和医保谈判常态化等是医疗行业的常规演绎。**2022年医药行业或呈现六大特征：1) 相对低估值和确定高需求决定医药行业整体表现优于2021年；2) 行情延续快速轮动风格，低估值价值表现优于高估值成长；3) 中小市值公司领先表现，大市值看下半场；4) 创新药及创新药产业链贯穿医药行业长周期投资，只会迟到，不会缺席；5) “疫苗+奥密克戎”提升免疫屏障，最危险的时候已经过去，全球防疫的不均衡特征决定了新冠疫情长尾需求，检测和治疗投资机会优于疫苗和防护；6) 行业加速分化，差异化产品和模式会被给予更高估值定价。**结合行业政策、需求和市场风格的变化，建议在结构分化行情确定的情况下，重点关注成长确定的白马股和产品差异化布局具备超预期可能的二线蓝筹，重点围绕以下几个方面展开：**一是政策持续引导下的创新药及创新药产业链，包括创新药生产企业以及为创新药提供服务的CXO企业等；二是具备进口替代能力的高端医疗器械龙头及检测类等疫情耗材生产企业；三是受益市场集中度提升，稳健扩张的连锁药店；四是市场需求旺盛的第三方检测医疗服务机构；五是兼备消费和防疫属性的生物制品企业；六是具备“真创新”和“强消费”属性的中药企业。**

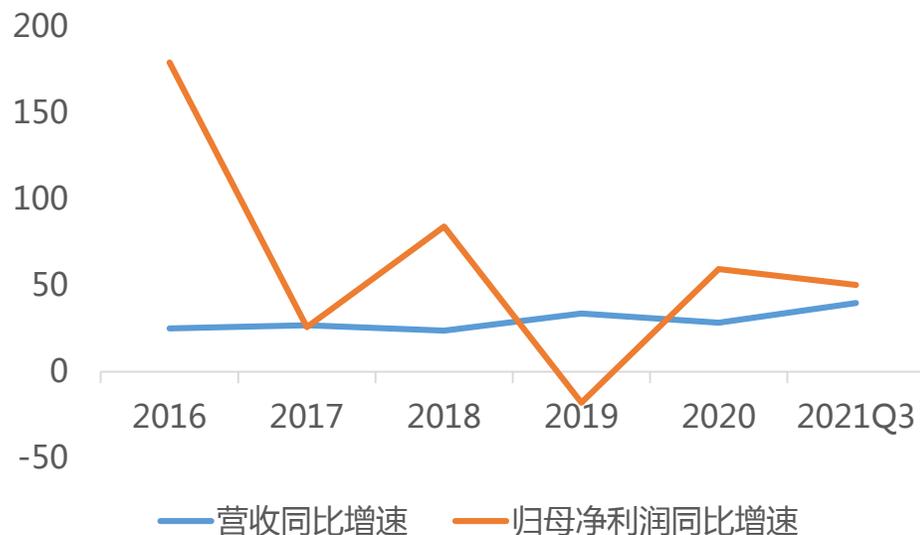
图表97：2022年重点公司

所属板块	重点公司
政策持续鼓励引导下的 创新药及创新药 产业链	药明康德、凯莱英、恒瑞医药、恩华药业、复星医药、科伦药业、君实生物-U、贝达药业
具备进口替代能力的高端 医疗器械 龙头及检测类等疫情耗材生产企业	乐普医疗、迈瑞医疗、楚天科技、东方生物
受益市场集中度提升，稳健扩张的 连锁药店	一心堂、益丰药房
市场需求旺盛的第三方检测 医疗服务 机构	迪安诊断、金域医学
兼备消费和防疫属性的 生物制品 企业	华兰生物、康希诺-U、长春高新、派林生物、智飞生物
具备“真创新”和“强消费”属性的 中药 企业	天士力、以岭药业、白云山

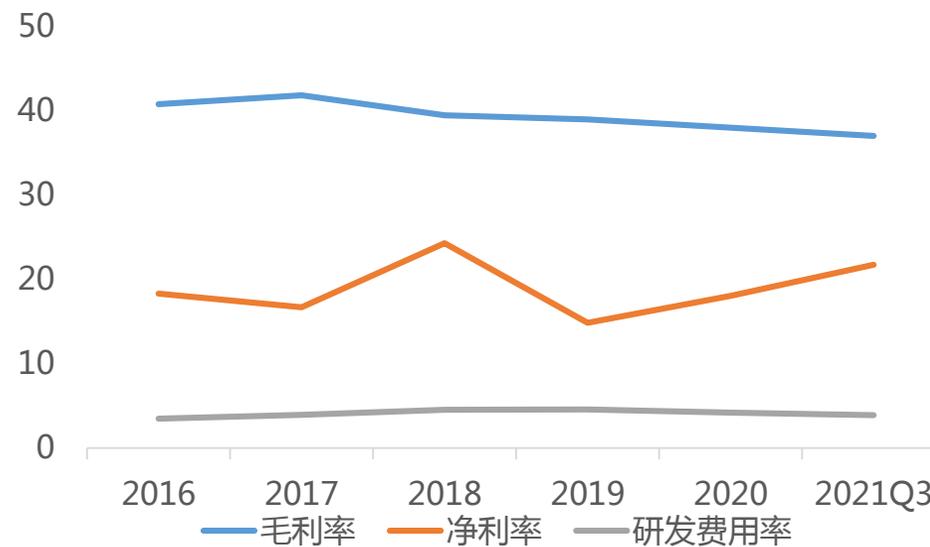
7.3.1 重点公司—药明康德（603259）：长期景气赛道，CRO行业领导者

- 药明康德成立于2000年，是全球范围领先的药物研发服务平台，也是我国目前CRO行业的头部企业，主要为客户提供全方位药品研发及生产服务。公司于2019年5月收购了临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace, Inc.，进一步增强公司全球创新药临床试验服务能力。市场方面，随着FDA新药研发法规的完善，新药研发的难度越来越大，包括研发成本升高、研发周期变长和研发成功率降低等，综合研发成本的抬升在一定程度上决定了药物研发走向专业化、集约化，行业的分工也变得更加细致，研发外包也就成了医药巨头的共识。市场对创新药需求的增长，将驱动公司业绩持续增长。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为39.84%和50.41%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为36.99%、21.72%和3.90%。
- “长尾”战略持续发力。**公司利用自身“一体化、端到端”新药研发服务平台，提升客户粘性及忠诚度。此外，公司截至2021Q3新增客户近300余家，“长尾客户”战略持续发力。在CRO行业高景气度的背景下，全球各类药企研发外包需求持续提升，长期来看，“长尾”战略有望持续提高公司客户黏性及企业渗透率，公司新增客户数量有望持续增长，为公司增厚业绩。

图表98：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）



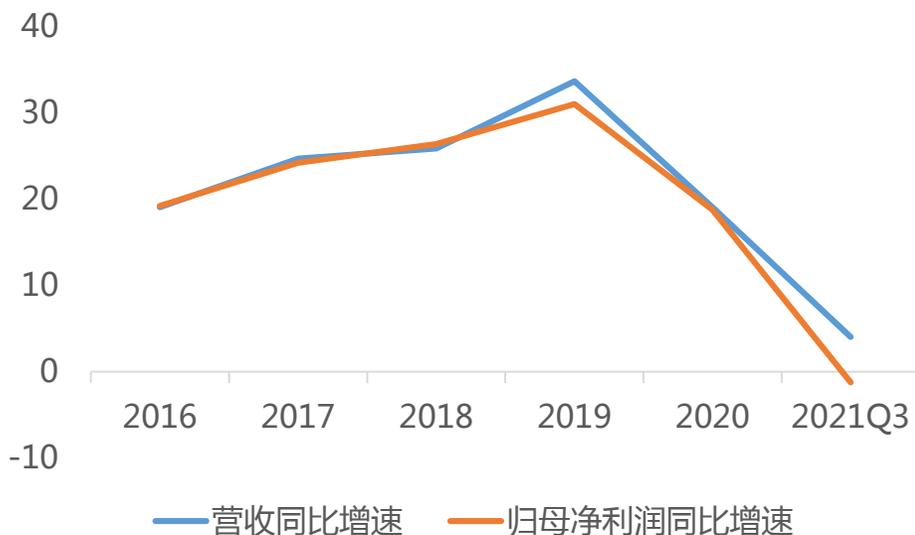
图表99：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）



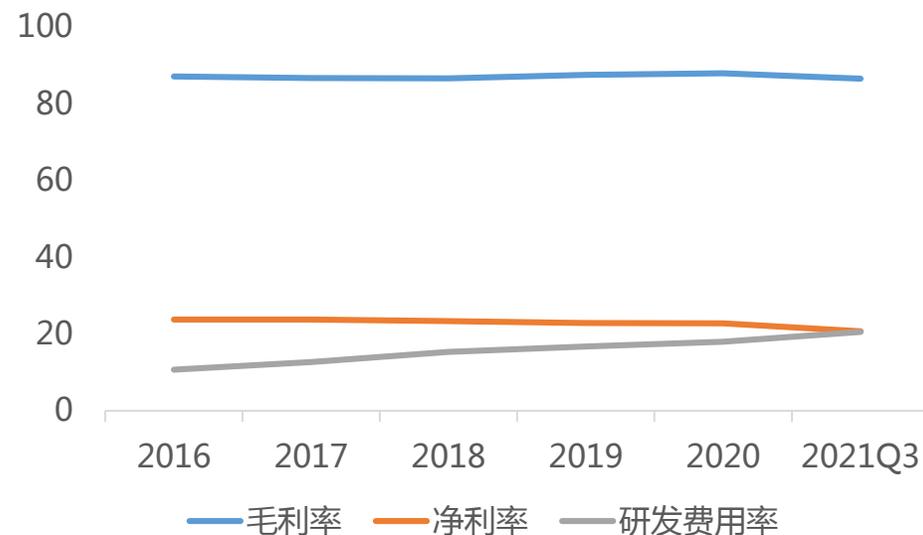
7.3.2 重点公司—恒瑞医药（600276）：创新药龙头，研发能力突出，国际化布局可期

- 恒瑞医药是集科研、生产和销售为一体的大型上市企业，是国内最大的抗肿瘤药和麻醉药品的生产企业之一，创新能力突出，其主要收入包括抗肿瘤、麻醉药物及造影剂。政策方面，我国积极鼓励罕见药、创新药的发展。此外，公司全产业布局，公司的市场竞争力不断提升。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为4.05%和-1.21%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为86.49%、20.75%和20.51%。研发方面，截至2021Q3，公司提交国内IND申请31个，其中已有23个获批，包括肿瘤项目9个，非肿瘤项目14个；适应症申请方面，公司提交申请适应症6个，其中5个已获批。预计至2022年公司将计划提交30个以上IND申请和15个以上适应症申请。
- 国际化布局持续推进。**公司持续推进国际化战略进程，海外研发团队持续扩展，公司截至2021H，拥有海外研发团队136人，其中美国团队95人，欧洲团队31人，核心团队成员均有国际药企研发经验。海外项目进展方面，目前拥有海外在研项目24个；计划开展海外研究项目10个；7个III期国际多中心临床项目和12个I期海外在研项目。

图表100：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）



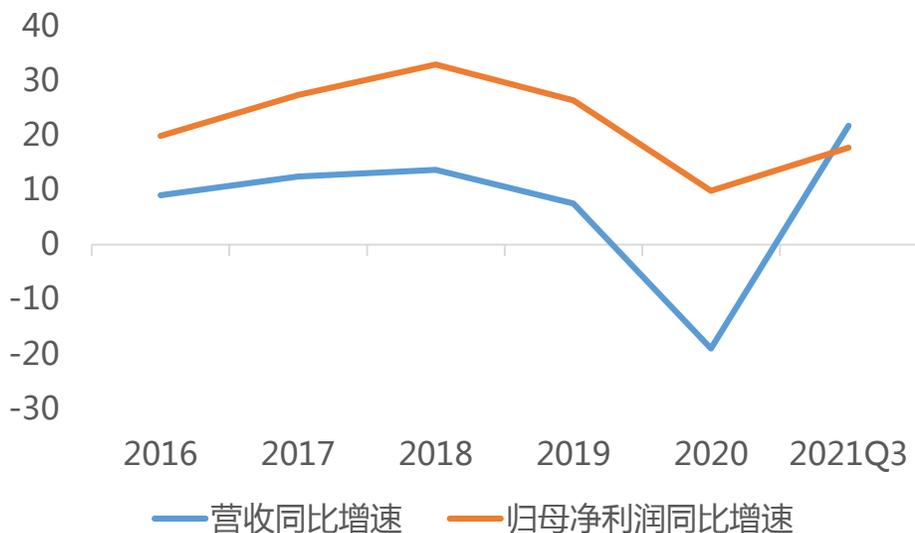
图表101：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）



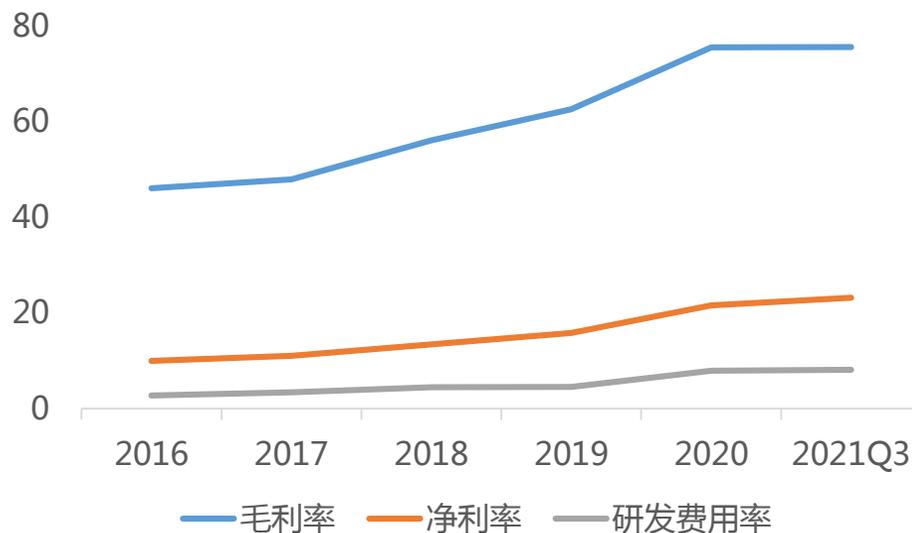
7.3.3 重点公司—恩华药业（002262）：聚焦麻精，外延并购丰富管线

- 恩华药业是我国麻醉药品领先企业之一，主要从事中枢神经类产品的生产，包括麻醉类、精神类和神经类医药原料及其制剂类产品的生产制造。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为21.79%和17.76%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为75.62%、23.19%和8.13%。
- **加速布局中枢神经研发管线。**外延并购方面，公司表示与比利时Complix NV公司开展研发合作，利用其细胞跨膜抗体“CPABs”技术平台，加速中枢神经领域的药物靶点创新生物药研发。公司研发力度持续加大，随着公司各项项目逐渐步入成熟，未来公司有望迈入研发收获期，进一步丰富产品管线，优化产品结构，提升公司市场空间，增厚公司业绩。
- **好欣晴增资，加快推进上市进程。**公司联营公司江苏好欣晴拟引入新股东增加资本金，计划融资10,000万元，此次增资后好欣晴股权结构得到优化的同时，也为其资金需求得到补充，利于好欣晴引进优质人才，同时进一步推进好欣晴上市进程。好欣晴是公司重点培育孵化的创新性企业，目前好欣晴IPO工作正在有条不紊持续推进，未来如好欣晴IPO成功，有望持续提升公司投资收益。

图表102：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表103：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

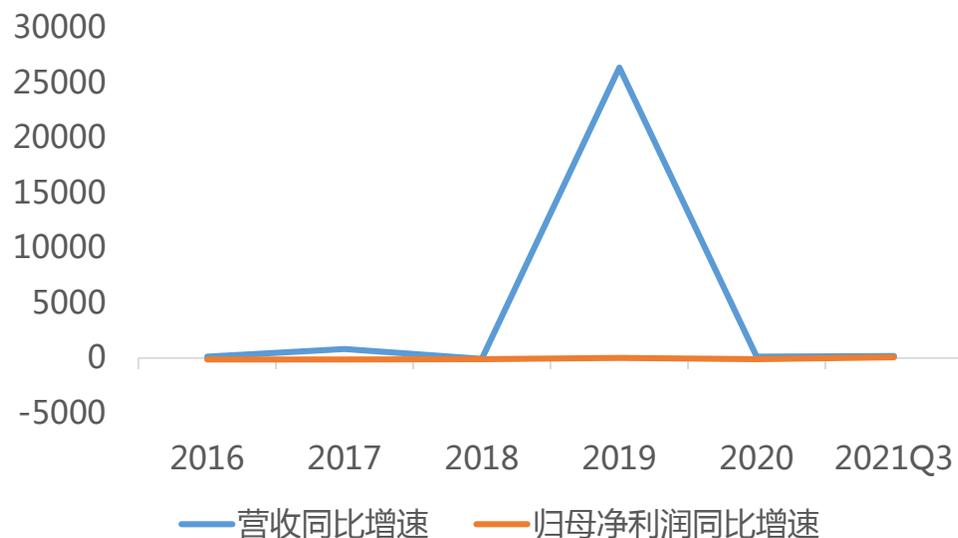


7.3.4 重点公司—君实生物-U (688180) : 创新型医药企业 , 多个产品进入业绩释放期

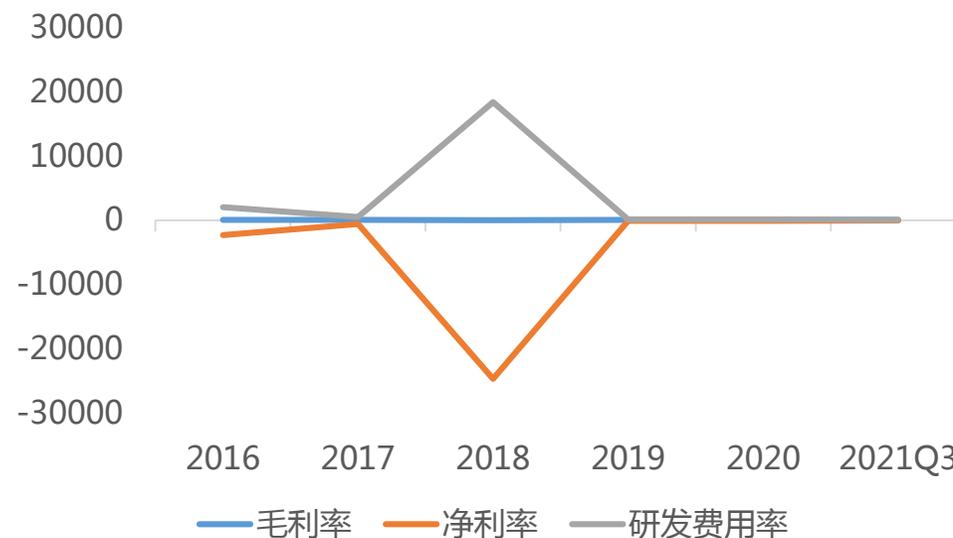


君实生物成立于2012年, 公司是我国领先的自主研发创新型医药企业, 旨在开发同类首创、同类最优类型的创新型药物。公司和礼来公司合作研发的埃特司韦单抗和巴尼韦单抗治疗新冠肺炎方案也已步入临床II/III期, 其治疗方案能够将患者住院和死亡率减少70%。目前该治疗方案已经在欧盟、印度、美国等地区获批使用。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为24.97%和37.07%, 公司毛利率、净利率及研发费用率分别为38.59%、14.42%和52.33%。

图表104 : 2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速 (%)

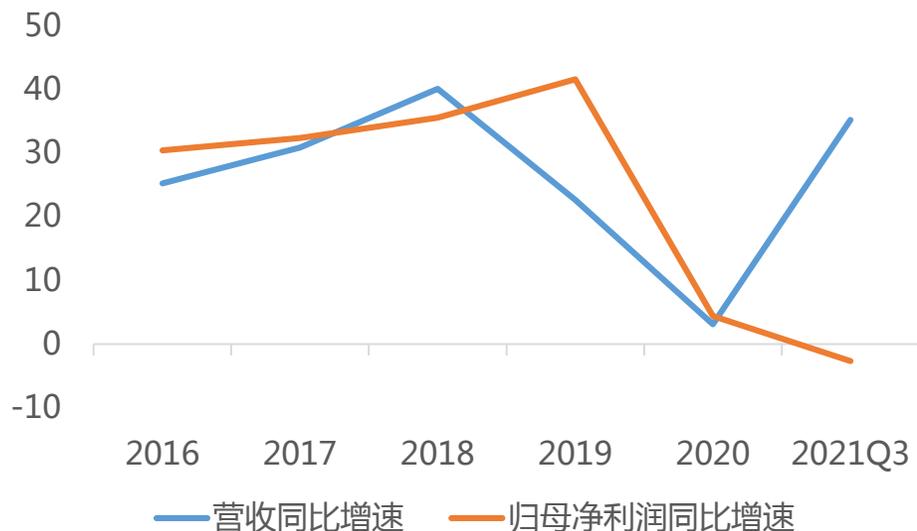


图表105 : 2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率 (%)

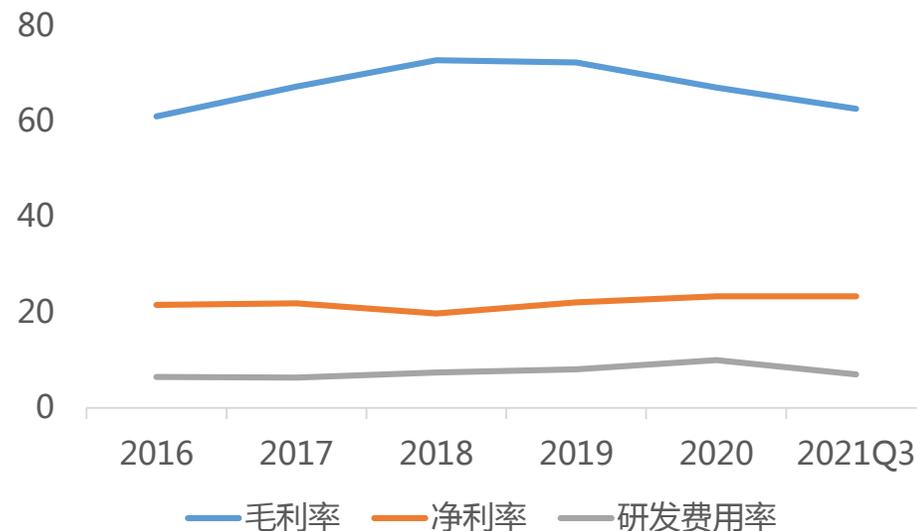


- 乐普医疗成立于1999年，其核心业务为医疗器械产品生产，包括冠脉支架、PTCA球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产。公司在医药业务方面，公司具备原料药-制剂一体化竞争优势，产品上包括阿托伐他汀钙片、硫酸氢氯吡格雷等药物生产，以及多个市场容量大的缬沙坦、阿卡波糖、苯磺酸氨氯地平和盐酸倍他司汀片等重磅品种，并且不断研发培育新型生物制药等新型药品。公司目前着重于糖尿病药物及高端仿制药研发，已有多个项目开展临床试验。通过全产业布局，公司的市场竞争力不断提升。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为35.19%和-2.63%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为62.54%、23.31%和7.00%。
- 医疗器械业务受益疫情。**2020年我国首次对高值耗材冠脉支架进行集采，公司药品板块受招标集采影响业绩承压，叠加公司2020年一季度业务受新冠疫情影响，公司器械、药品业务全年有所下滑，但公司大力发展心血管医疗服务及健康管理业务，全年业绩实现平稳增长。整体来看，受疫情驱动，新冠检测试剂业务高速增长，带动整体业绩快速提升。此外，公司有望通过持续渗透海外市场，加深国际化布局，为公司提供更多业绩支撑。

图表106：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）

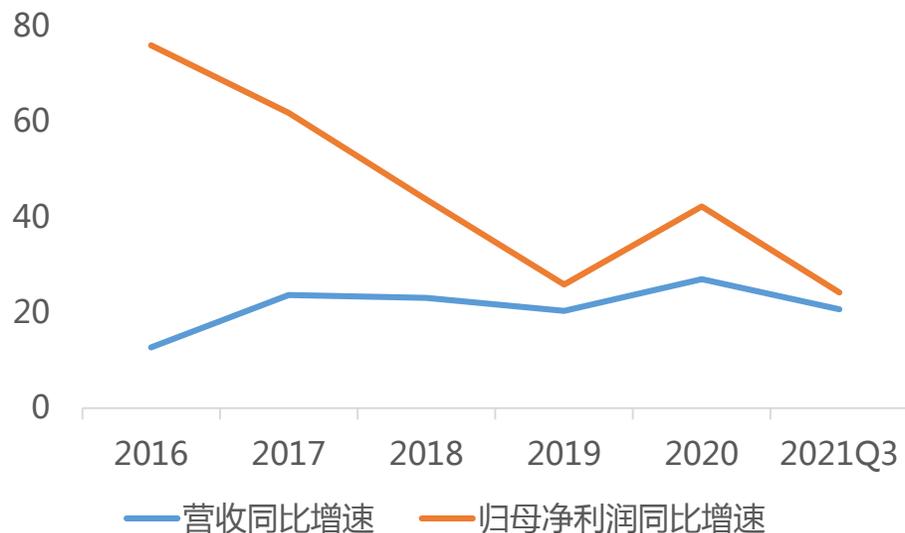


图表107：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

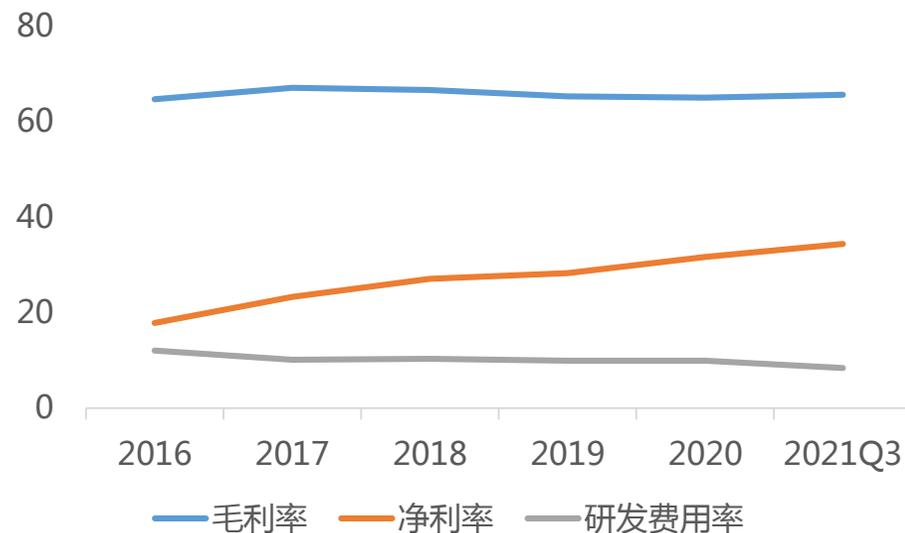


- 迈瑞医疗成立于1999年，是国内目前医疗器械行业龙头企业，主要业务为生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域。随着我国医疗器械市场需求不断增长以及政策支持，市场集中度会进一步提升。此外，新冠疫情有望持续带动市场需求，叠加海外疫情持续扩散，出口需求有望进一步提升。同时，数据表明在高值器械领域企业分化现象已经逐渐凸显。作为医疗器械行业龙头，公司有望在未来继续保持高于行业平均水平的增长速度。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为20.72%和24.23%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为65.60%、34.37%和8.40%。
- 收购海肽生物构建一体化优势。**9月22日，公司与海肽生物签署《交割确认书》，收购价格为5.32亿欧元。海肽生物是全球知名的IVD上游原材料供应商，主要产品包括单克隆抗体、抗原、多克隆抗体及血清和血浆制品，在全球拥有超过2000个客户。2020年海肽生物实现营业收入2800万欧元，营业利润1300万欧元；2021年一季度，海肽生物实现营业收入930万欧元，营业利润约490万欧元。完成并购后，公司有望通过海肽生物的IVD原料自研自产能力，强化产业链一体化优势。

图表108：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）

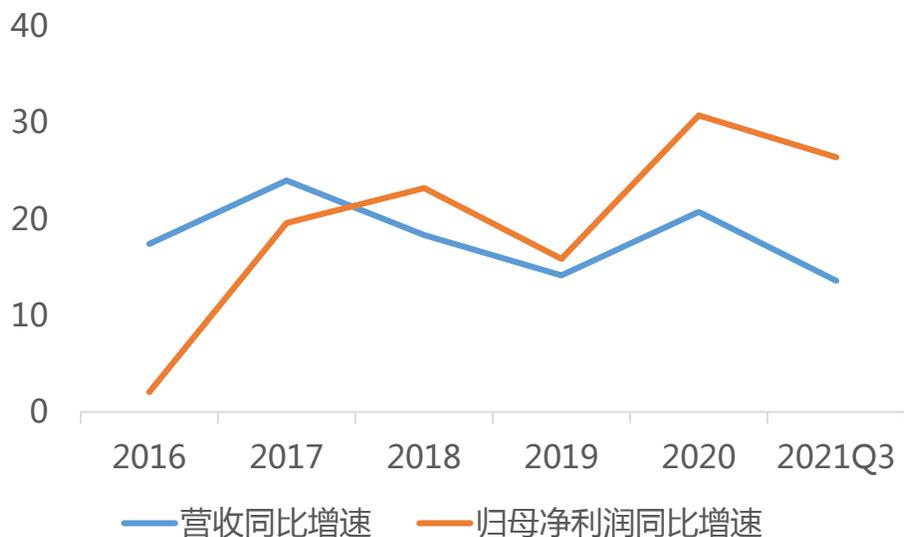


图表109：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

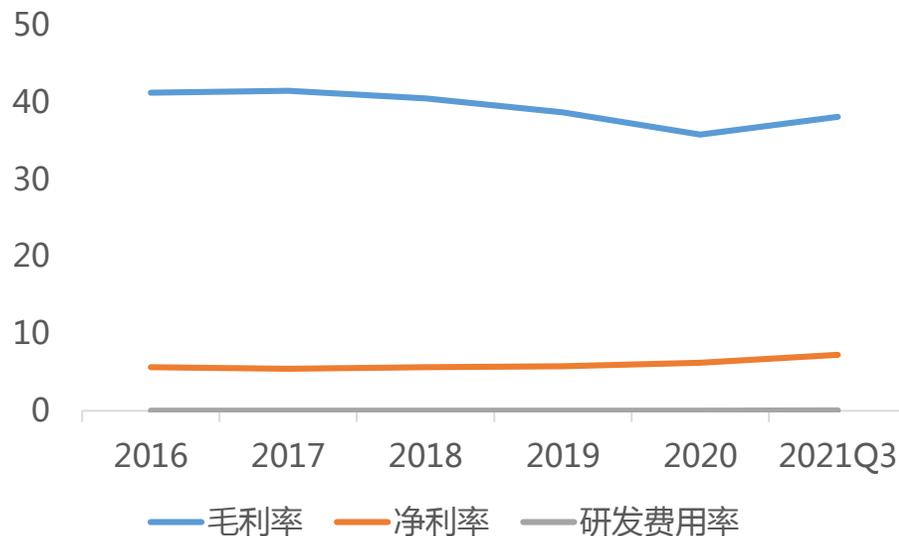


➢ 一心堂成立于2000年，公司的核心业务为医药零售连锁，兼有医药批发业务。公司目前拥有医药零售门店数量8053家，主要布局在西南、华南、华北等地区。目前公司逐渐向医疗补充业务领域布局，建设医云医疗体系架构，完善公立医疗机构以外的医疗服务体系在大健康生态系统中的重要补充作用，搭建生态系统推动公司发展。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为13.63%和26.45%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为38.13%、7.26%和0.04%。

图表110：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）

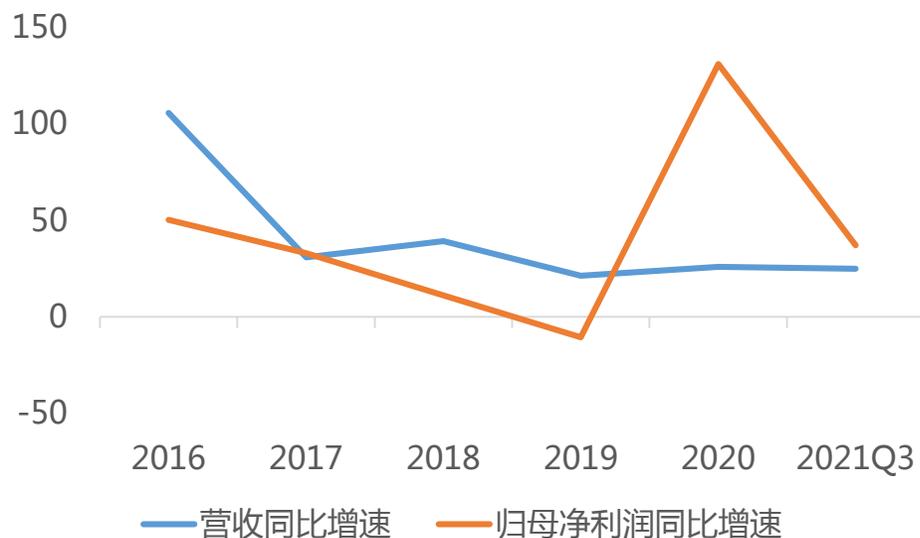


图表111：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

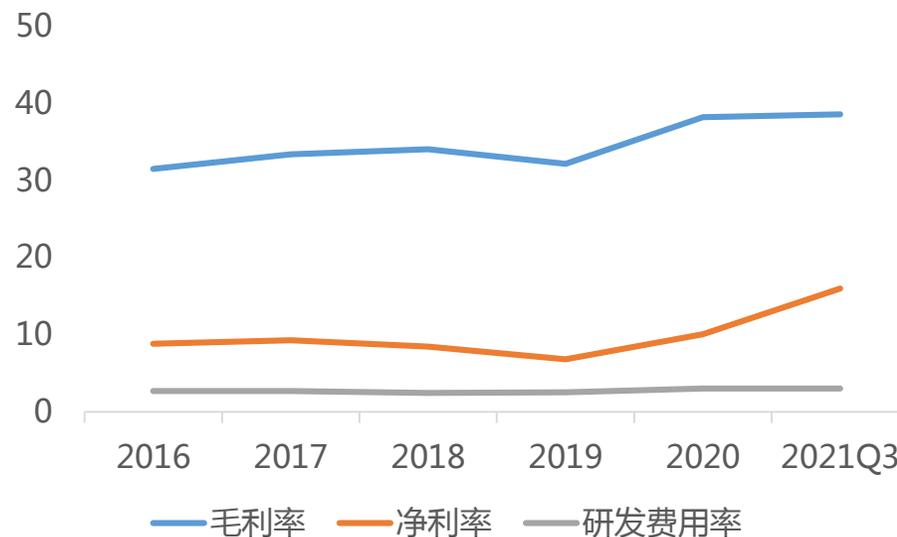


➤ 迪安诊断成立于2001年，公司的核心业务包括检验服务、产品生产销售、健康管理、司法鉴定、CRO等方面。目前公司在全国拥有40余家化学实验室，覆盖全国90%以上人口。未来如新冠逐渐流感化，检测需求或将趋于常态化，有望为公司持续提供发展动力。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为24.97%和37.07%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为38.59%、16.00%和3.02%。

图表112：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）

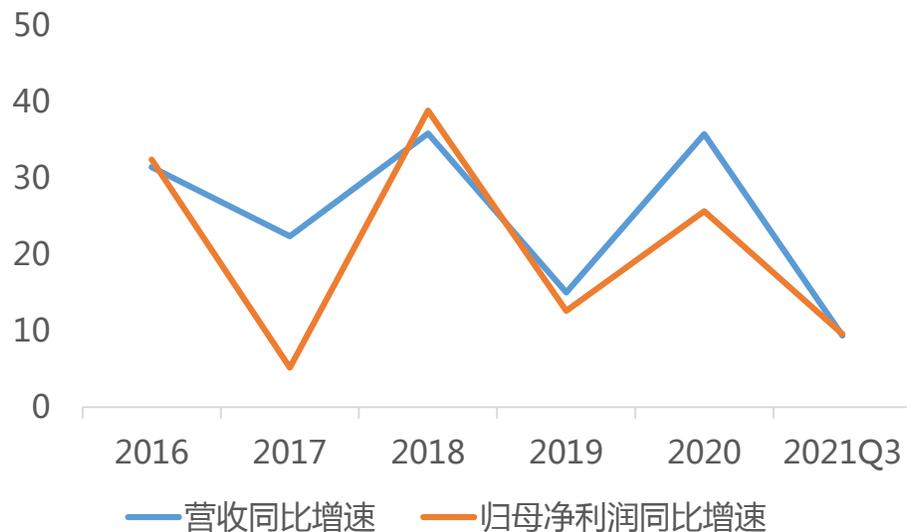


图表113：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

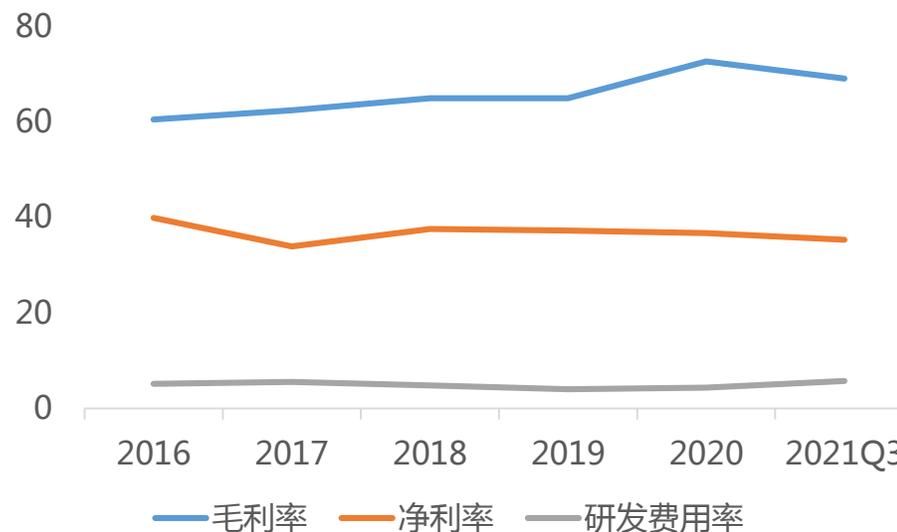


- 华兰生物是我国血液制品领先企业之一，主要产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、外科用冻干人纤维蛋白胶等。2021Q3 公司营收及归母净利润增速分别为9.38%和9.60%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为69.11%、35.33%和5.70%。公司所处赛道为血液制品、疫苗制品，市场前景广阔，同时受此次疫情影响，疫苗认知得到提高，华兰生物作为我国生物制品企业龙头，公司市场拓展能力持续强化。此外，公司单抗产品陆续步入临床Ⅲ期，上市后有望增厚业绩。
- **子公司分拆上市顺利推进。**公司子公司华兰疫苗在创业板上市的应用审议通过。华兰疫苗目前拥有总股本36,000万股，公司目前持有27,000万股，占其发行前总股份的75%，保持对华兰疫苗的控制权。分拆上市有利于公司及华兰疫苗的知名度及管理水平的提升。后期若华兰疫苗上市成功，有望进一步提升公司整体估值水平，增强公司资金实力，助推公司长期发展。

图表114：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）



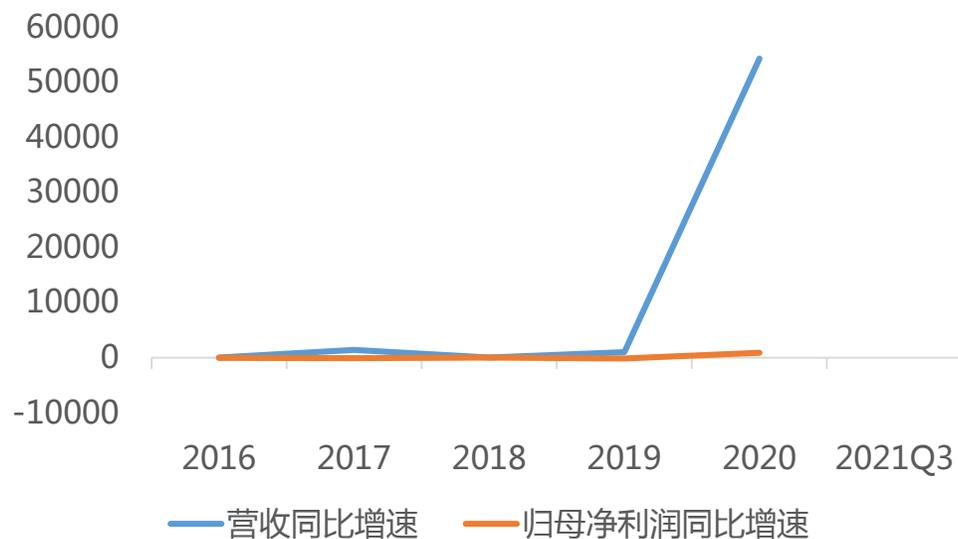
图表115：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）



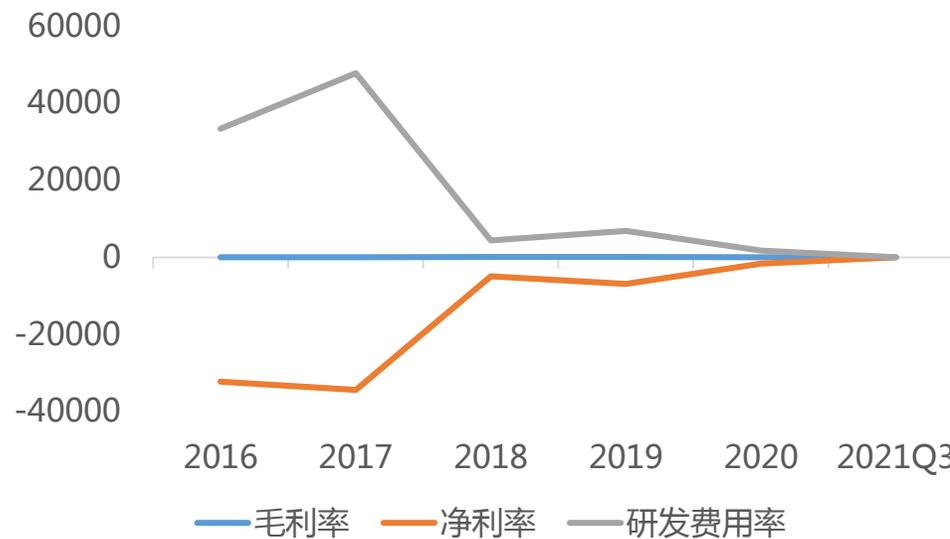
7.3.10 重点公司—康希诺-U (688185) : 产品管线丰富, 扭亏在即

➢ 康希诺-U成立于2009年, 公司是我国疫苗创新研发企业, 研发管线丰富, 包括预防新冠肺炎、埃博拉病毒病、脑膜炎、百白破、肺炎、结核病、带状疱疹等多个临床需求量较大的疫苗品种。此外, 公司新冠疫苗也已获得多个国家紧急使用授权, 有望为公司后续研发持续注入发展动力。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为54,286.51%和858.36%, 公司毛利率、净利率及研发费用率分别为66.08%、43.23%和21.25%。

图表116 : 2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速 (%)



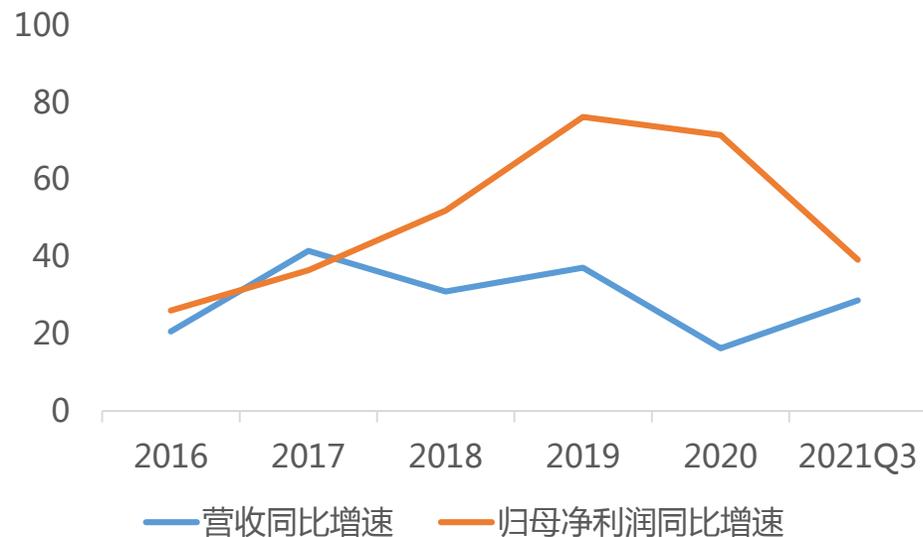
图表117 : 2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率 (%)



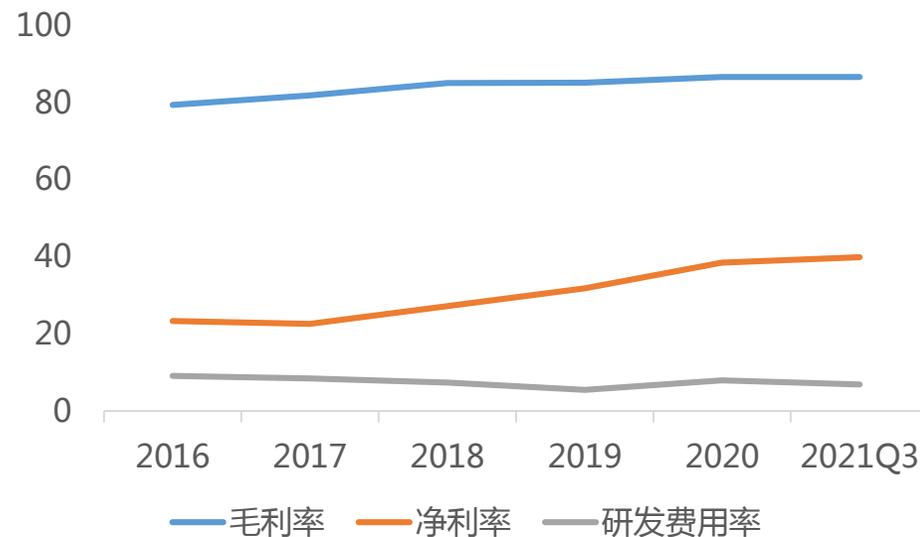
7.3.11 重点公司—长春高新（000661）：生长激素龙头企业，持续加大研发投入

- 长春高新成立于1993年，是我国生长激素龙头企业。主要业务包括三大板块，分别为基因工程制药业务、生物疫苗业务和中成药业务。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为28.75%和39.25%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为86.71%、39.91%和6.90%。
- **研发布局，丰富自身管线。**公司2021H年研发费用为35,167.16万元，同比增长87.75%。公司目前在进行重点研发项目18个，其中重组人生长激素注射液、冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）和带状疱疹减毒活疫苗等项目均已经进行到临床Ⅲ期。随着公司研发力度加大，多类新型产品的研发逐步推进，未来随着公司逐渐步入研发收获期，公司有望逐步丰富产品管线，增厚公司业绩。
- **百克成功上市。**6月24日公司子公司百克生物成功于科创板上市。百克生物作为公司核心子公司之一，分拆上市有利于公司及子公司百克生物的品牌建设和管理经营。百克生物上市成功后，公司承诺三年内不转让百克生物股份，未来有望进一步增强公司资金实力，助力长期发展，长春高新未来有望从中持续获益

图表118：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表119：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）

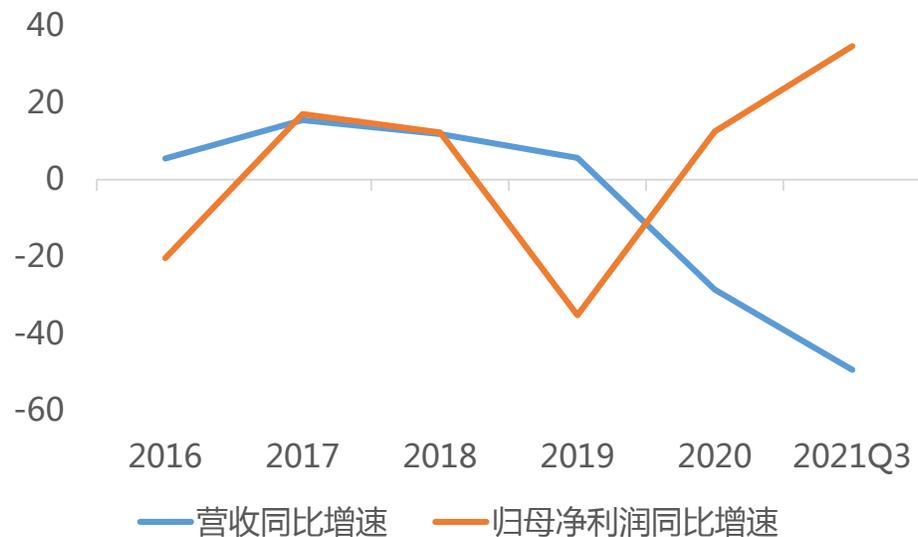


7.3.12 重点公司—天士力（600535）：中药现代化的领导者，边际改善预期确定

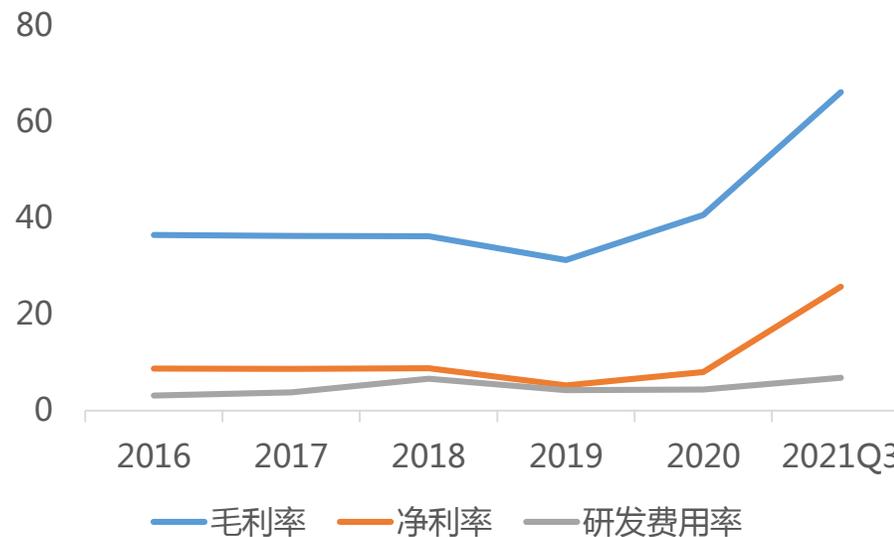


➤ 天士力成立于1998年，公司核心6款产品包括心脑血管、消化代谢和肿瘤三大领域，均纳入省级医保目录。公司核心业务包括医药商业、中药和化学药，生物药目前处于起步阶段。研发方面，公司核心产品复方丹参滴丸FDA新药研发项目进展顺利。其治疗慢性稳定性心绞痛适应症临床Ⅲ期验证性试验受试者招募与入组工作持续推进；防治急性高原综合症完成临床试验准备工作，开始受试者入组，目前已经开展临床Ⅲ期试验。2021Q3公司营收及归母净利润增速分别为-49.35%和34.65%，公司毛利率、净利率及研发费用率分别为66.12%、25.75%和6.87%。

图表120：2016-2021Q3公司营收及归母净利润增速（%）



图表121：2016-2021Q3公司毛利率、净利率及研发费用率（%）



7.4 核心推荐个股组合



图表122：核心推荐个股组合概览（截至2021年12月31日，预测值为万得一致预期）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润(亿元)			市盈率(X)			推荐理由
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603259.SH	药明康德	112.03	3,268.08	29.60	44.73	59.42	84.37	75.44	56.78	长期景气赛道，CRO行业领导者
600276.SH	恒瑞医药	92.66	5,942.73	63.28	65.10	73.69	51.67	45.60	40.28	创新药龙头，研发能力突出，国际化布局可期
002262.SZ	恩华药业	15.87	160.92	7.29	8.84	10.84	18.99	18.02	14.70	聚焦麻精，外延并购丰富管线
688180.SH	君实生物-U	81.10	646.75	-16.69	0.90	-2.03	-64.55	862.54	-382.10	创新型医药企业，多个产品进入业绩释放期
300003.SZ	乐普医疗	26.98	490.49	18.02	25.25	27.40	23.33	17.74	16.35	受益疫情，国际化加速
300760.SZ	迈瑞医疗	423.85	5,178.84	66.58	82.24	100.36	58.18	49.81	40.82	医疗器械龙头，外延并购布局IVD行业上游
002727.SZ	一心堂	33.08	198.30	7.90	10.09	12.48	24.17	21.36	17.27	稳健发展，蓄势待发
300244.SZ	迪安诊断	34.16	212.69	8.03	13.66	13.03	18.33	16.85	17.66	第三方诊断实验室，新冠检测需求促增长
002007.SZ	华兰生物	41.90	770.61	16.13	18.73	22.92	31.17	30.19	24.67	高景气赛道，分拆上市提升资本实力
688185.SH	康希诺-U	374.11	626.48	-3.97	29.90	53.19	66.59	24.83	13.96	产品管线丰富，扭亏在即
000661.SZ	长春高新	448.19	1,816.83	30.47	41.45	53.79	27.92	25.06	19.31	生长激素龙头企业，持续加大研发投入
600535.SH	天士力	14.44	223.72	11.26	13.91	13.17	15.91	16.85	17.79	中药现代化的领导者，边际改善预期确定

➤ 新冠疫情风险；

新冠病毒变异毒株扩散加剧、海外疫情防控不力，对国内、海外市场造成不利影响

行业政策风险；

医药产品面向全球，海外不利政策等因素或将为行业带来不利影响

➤ 研发风险；

创新药药品研发风险较高，如研发失败可能导致对公司产生负面影响

药械降价风险；

国家集采政策持续推进，药品、器械耗材等产品集采或超出市场预期

➤ 业绩不及预期风险；

➤ 海外扩张不及预期风险

分析师简介

沈文文（证券执业证书号：S0640513070003），医药生物行业首席分析师，CFA。南开大学生理学硕士，曾在《Cell Research》等杂志上发表过多篇SCI论文。2015年，被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师第二名。2018年，获评东方财富中国最佳分析师。

分析师承诺

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

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

我们设定的上市公司投资评级如下：

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

我们设定的行业投资评级如下：

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

免责声明

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

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

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

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