



莫尼塔研究
CEBM Group

亦攻亦守，观其之变 ——医药行业2024年度策略展望

莫尼塔医药

程偲 ccheng@cebm.com.cn

2023年12月



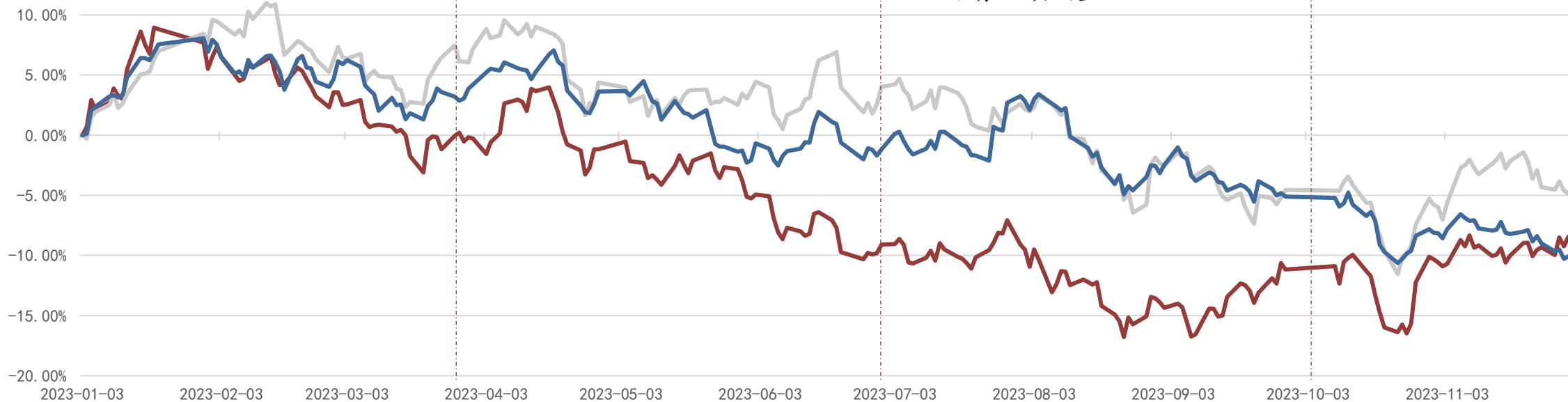
自上而下选取行业机会

- **医药行业处于十年以来的估值低位：**在经历年初呼吸道感染疾病高发，随后公共卫生事件影响减弱，院内诊疗修复，再到第三季度的医药反腐政策出台，医药行业全年在波动中前行。目前整体估值在36倍左右，贴近2010年以来的25分位水平，区间位置类同于与2012年、2019年的底部，各子行业的估值也有不同程度的调整，行业正是配置时机。
- **我们从主线复盘与板块逻辑两个维度出发选取行业机会：**
- 第一，通过回顾今年GLP-1类减重药物行情，推导出其背后逻辑是具有大行业空间的大单品，海外出现催化后在国内的映射。参考公共卫生事件行情与今年上半年的AI行情演绎规律，我们认为明年该种主线模式依然有重复的可能性，因此，类似的大行业大单品领域可能存在投资机会。
- 第二，复盘今年以来的板块涨跌幅情况，在上涨的板块中，中药行业预期先行，但主要逻辑并未完全兑现，基药目录预期以及国企改革进程依然在推进中，我们看好明年中药行业政策推进以及在并购整合进程中所带来的行业机遇。
- 此外，我们认为今年以来涨幅平缓，并且行业逻辑没有发生根本性变化、业绩层面有望迎来拐点的子行业也值得考虑。近期美国进入补库阶段，国内器械出口数据明显提速，低值耗材作为中国器械出海的“排头兵”，有望优先在业绩中体现。

I	2023年医药行情复盘.....	3
II	大单品逻辑：海外映射在国内催化演绎.....	9
III	中药：政策推动与行业整合变化并进.....	17
IV	低值耗材：迎来补库周期，困境反转.....	29

A股医药生物、创业板综、沪深300涨跌幅（2023年1月1日-2023年12月1日）

- Q1:** 中药 (+12.64%)、医药流通 (+12.69%) 与诊断服务 (+19.55%) 领涨，呼吸道感染高发为主要催化因素，国企改革逻辑也助力了中药行业的涨幅。原料药、疫苗和CXO跌幅靠前。
- Q2:** 涨幅最大的是血制品 (+10.34%)，主要是因为疫后血制品需求旺盛，行业持续整合，市场集中度提升。疫苗、CXO、药店、医院、体外诊断和诊断服务均调整较多。
- Q3:** 医药反腐前期压制，9月中旬后医药整体开始复苏，在减肥药大单品行情的催化下，化学制剂 (+2.18%)、原料药 (+4.38%)、CXO板块 (+21.97%) 有不同程度的涨幅。药店、医疗设备、诊断服务继续调整。
- Q4:** 医药板块从底部修复，除了医院和CXO子板块有所调整，其他子板块均有不同程度上涨。



— 医药生物 000808.CSI — 创业板综 399102.SZ — 沪深300 000300.SH

注：涨跌幅为总市值加权平均涨跌幅；数据来源：Wind、莫尼塔研究

- 与院端相关的化学制剂、医药流通、中药等三季度反腐影响已消除，年初至今涨势较好。血制品今年以来有较大涨幅。
- 原料药、CXO、疫苗上半年跌幅较多，三季度以来已有所修复。
- 医院、医疗耗材、医疗设备、体外诊断、诊断服务、线下药店年初至今涨幅平缓。

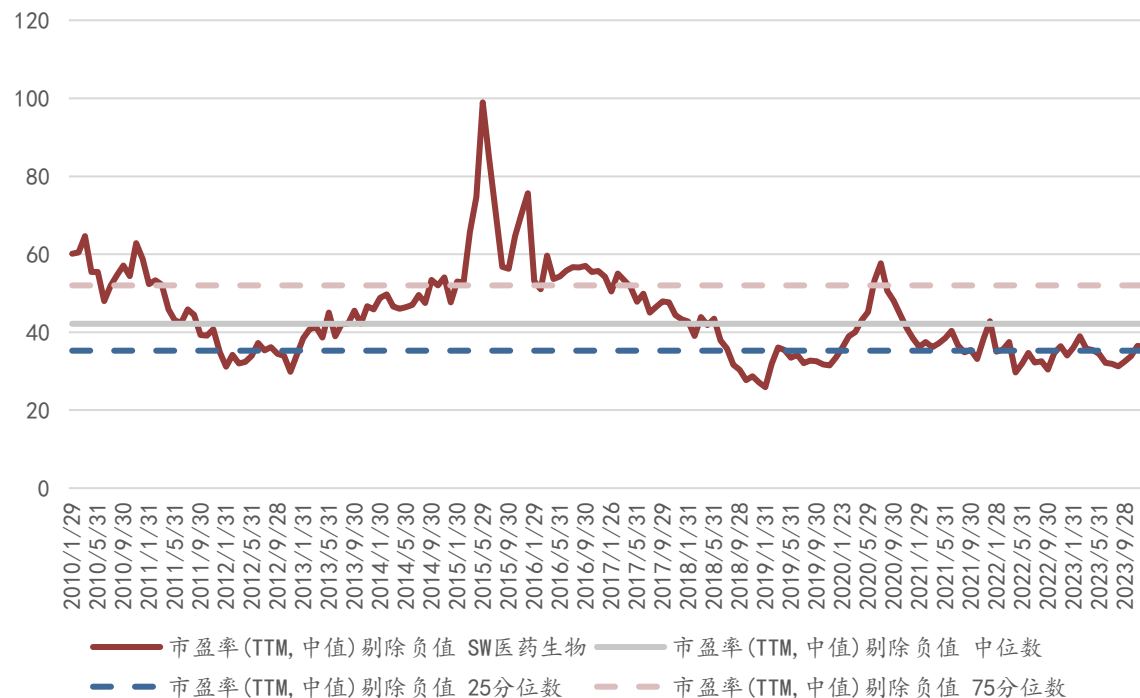
医药子板块复盘

板块	营收增速				趋势线	2023年初至2023年6月30日涨跌幅		2023年初至12月1日涨跌幅		要点
	2021A	2022A	2023H1	2023Q3		6月30日	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	
化学制剂	8%	2%	6%	3%			11%		22%	大逻辑是集采的影响逐步消除，Q1疫情影响院内诊疗，Q2院端修复，Q3反腐后筑底回升。
医药流通	11%	6%	13%	8%			24%		19%	流通和院内复苏趋势一致。
中药	8%	4%	14%	9%			16%		9%	Q1疫情对新冠相关处方药和OTC板块拉动，Q2院端复苏。Q3医药反腐政策下，处方药略受影响，OTC保持平稳。Q4基药预期再次重演。
血液制品	17%	20%	19%	20%			12%		27%	疫情促使静丙使用增加。23年采浆和终端均复苏，并购事件与龙头强劲业绩支撑板块。
原料药	15%	7%	0%	-2%			-8%		49%	行业无明显变化，减肥药拉动行情。
CXO	40%	60%	4%	2%			-23%		-8%	2020年起因海外订单转移，国内企业产能扩张，承接新冠药红利。2023年投融资数据放缓，行业开始消化前期高基数，减肥药预期拉动Q3行情。
医院	21%	-3%	31%	24%			-10%		-18%	Q1疫情对可择期的消费医疗影响较大，Q2-Q3院端整体基本修复。
医疗耗材	7%	-15%	-8%	-4%			-3%		-1%	2022年消化新冠相关的高基数。高值耗材受院端手术量波动影响，叠加集采周期影响。
医疗设备	14%	14%	18%	13%			-3%		-6%	监护、呼吸、医疗新基建等在2021-2022年高景气，2023年回归平常的景气度。
体外诊断	40%	71%	-73%	-70%			-2%		8%	2020-2022年高景气度，2023年消化业绩高基数。2023年Q4化学发光安徽联盟集采。
疫苗	54%	9%	-3%	5%			-16%		-5%	新冠疫苗的业绩体现主要在2021年，2022年消化高基数影响。大逻辑主要看国产化率+渗透率趋势，龙头海外订单提振板块。
诊断服务	31%	38%	-41%	-40%			4%		-3%	2023年消化业绩高基数和应收账款影响。
线下药店	14%	30%	21%	17%			-14%		-15%	2023年消化疫情影响。2024年恢复正常增长。

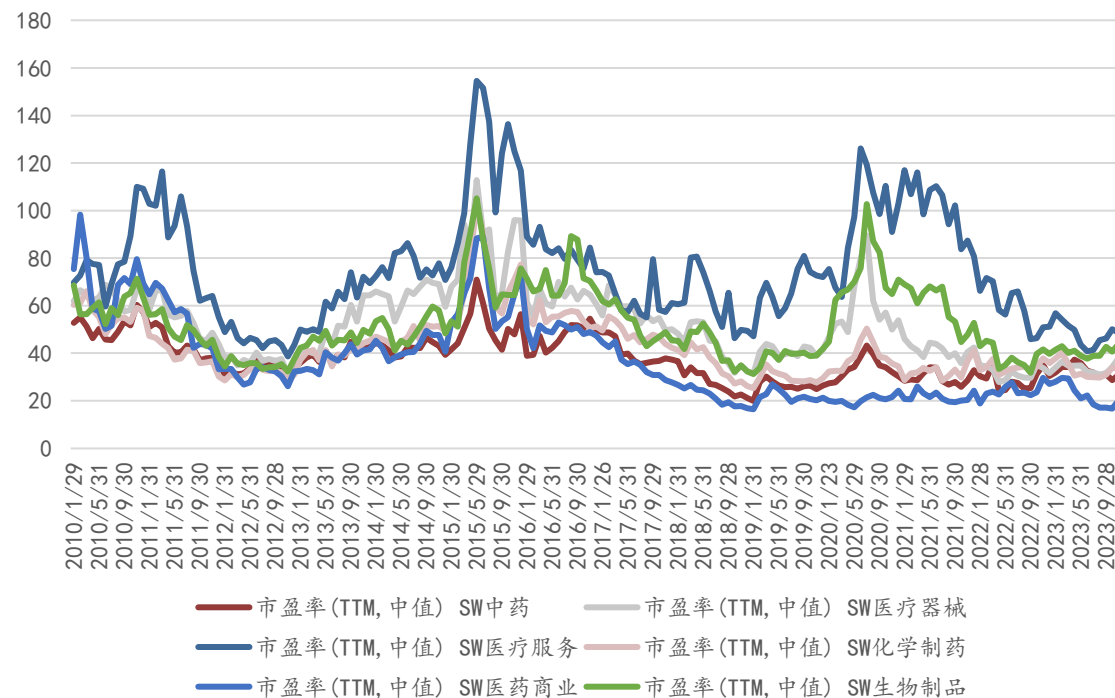
注：行业分类选取申万行业分类，涨跌幅为总市值加权平均涨跌幅；数据来源：Wind，莫尼塔研究

- 复盘2010年1月至今，申万医药生物行市盈率（TTM）（剔除负值）中位数为42倍，25分位数为35倍，75分位数为52倍，目前医药整体在36倍左右，贴近25分位数值，区间位置类同于与2012年、2019年的底部。
- 六个二级行业估值也有不同程度的调整，年初至12月1日的估值变化如下：化学制药（37.8x→34.0x）、生物制品（41.5x→43.8x）、医疗器械（33.9x→38.0x）、医药商业（28.1x→19.9x）、中药（31.9x→30.9x）、医疗服务（56.8x→48.0x）。

医药生物行业历史估值变化
(2010年1月29日-2023年12月1日)



医药子行业历史估值变化
(2010年1月29日-2023年12月1日)



数据来源：Wind，莫尼塔研究

历经公共卫生事件的波动，公募基金医药配置已经修复到2019年同期水平

- 医药生物板块目前公募基金持仓占比恢复到2019年的水平，2023年Q3持仓占比为12.26%，相比与2023年Q1、Q2略有提升。

公募基金医药配置比例 (%)

板块	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
医药生物	11.46	11.38	12.68	11.17	15.03	17.93	14.12	13.22	13.74	14.50	13.26	11.03	11.68	10.22	9.54	11.01	11.20	11.40	12.26
化学制药	2.82	2.88	3.50	2.97	4.19	4.39	2.89	2.45	2.04	1.39	1.09	1.17	1.21	0.91	1.18	1.57	1.91	2.65	2.50
原料药	0.26	0.35	0.36	0.30	0.76	0.69	0.40	0.25	0.34	0.23	0.31	0.34	0.47	0.18	0.18	0.20	0.18	0.14	0.08
化学制剂	2.56	2.53	3.14	2.68	3.43	3.71	2.49	2.20	1.71	1.16	0.78	0.83	0.74	0.73	1.00	1.37	1.73	2.52	2.42
中药	0.87	0.73	0.36	0.33	0.29	0.35	0.25	0.19	0.19	0.27	0.30	0.63	0.78	0.81	0.73	0.90	1.31	1.70	1.37
生物制品	2.83	2.73	2.82	2.39	3.48	4.53	3.26	2.66	3.12	2.31	1.64	1.41	1.81	1.34	1.12	1.18	1.13	1.07	1.23
血液制品	0.02	0.12	0.11	0.10	0.20	0.26	0.17	0.13	0.10	0.08	0.04	0.03	0.03	0.02	0.03	0.04	0.07	0.13	0.12
疫苗	1.13	0.98	0.94	0.88	1.66	1.91	1.96	1.21	1.62	1.40	1.13	0.86	1.48	0.83	0.71	0.76	0.63	0.52	0.60
其他生物制品	1.68	1.63	1.77	1.41	1.62	2.36	1.14	1.32	1.40	0.82	0.47	0.52	0.30	0.49	0.38	0.39	0.42	0.42	0.51
医药商业	0.75	0.75	0.74	0.50	0.66	0.58	0.44	0.27	0.35	0.15	0.11	0.18	0.14	0.15	0.24	0.33	0.42	0.41	0.31
医药流通	0.29	0.19	0.23	0.19	0.18	0.11	0.07	0.04	0.04	0.03	0.04	0.04	0.06	0.04	0.06	0.06	0.13	0.19	0.13
线下药店	0.46	0.55	0.51	0.31	0.48	0.47	0.38	0.24	0.31	0.12	0.07	0.14	0.08	0.11	0.18	0.27	0.29	0.22	0.18
医疗器械	1.61	1.66	1.85	1.98	3.57	3.83	3.04	2.73	2.69	2.97	2.23	2.25	2.09	1.80	2.42	2.32	2.35	2.57	2.60
医疗设备	0.55	0.71	0.55	0.76	1.70	1.60	1.88	1.90	1.89	2.13	1.61	1.76	1.70	1.39	1.94	1.92	1.89	1.92	1.88
医疗耗材	0.85	0.70	1.02	0.98	1.49	1.66	0.81	0.65	0.69	0.75	0.55	0.44	0.29	0.39	0.45	0.35	0.36	0.50	0.56
体外诊断	0.21	0.25	0.29	0.25	0.38	0.57	0.35	0.18	0.11	0.09	0.07	0.06	0.09	0.02	0.02	0.05	0.10	0.15	0.16
医疗服务	2.58	2.63	3.42	3.01	2.85	4.24	4.23	4.92	5.34	7.41	7.89	5.38	5.66	5.20	3.85	4.71	4.08	2.98	4.25
诊断服务	0.12	0.14	0.30	0.19	0.29	0.41	0.30	0.23	0.32	0.42	0.19	0.22	0.13	0.14	0.13	0.20	0.31	0.32	0.29
医疗研发外包	0.67	0.82	1.50	1.39	1.37	2.32	2.18	2.83	3.35	4.78	6.08	4.25	4.80	3.69	2.49	3.03	2.39	1.61	2.86
医院	1.79	1.66	1.61	1.43	1.19	1.52	1.75	1.86	1.67	2.21	1.62	0.91	0.73	1.37	1.23	1.47	1.37	1.05	1.09

数据来源：iFinD，莫尼塔研究

公募基金医药行业持股市值占比有所提升

- 从筹码结构看，2023年Q3公募基金医药生物持股市值占流通市值的6.04%，属于2019年、2020年的较高水平。

公募基金持股市值占流通市值的比例 (%)

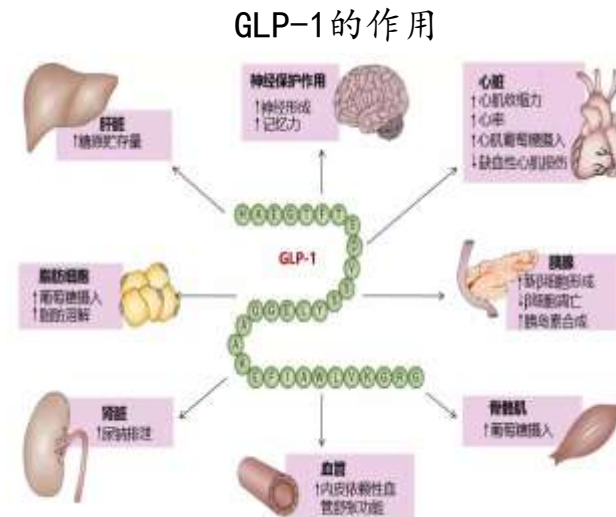
板块	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
医药生物	3.66	4.13	4.62	4.17	5.36	6.15	5.65	6.46	7.07	7.20	7.53	6.19	6.33	6.11	5.81	5.89	5.83	5.92	6.04
化学制药	2.56	3.02	3.66	3.19	4.37	4.69	3.77	3.94	3.61	2.74	2.51	2.62	2.58	2.19	2.80	3.30	3.85	5.21	4.62
原料药	1.45	2.25	2.38	2.02	4.44	4.18	3.11	2.60	3.38	2.69	3.46	3.56	4.17	1.88	1.91	2.03	1.78	1.42	0.78
化学制剂	2.77	3.17	3.90	3.41	4.35	4.80	3.90	4.19	3.66	2.74	2.26	2.36	2.08	2.28	3.06	3.63	4.38	6.08	5.57
中药	1.11	1.14	0.67	0.64	0.63	0.83	0.68	0.68	0.71	0.91	1.14	2.05	2.35	2.80	2.67	2.69	3.62	4.52	3.62
生物制品	6.89	7.48	7.53	6.89	8.81	9.65	8.19	8.53	10.47	7.76	6.24	5.77	7.18	5.92	5.34	5.00	4.64	4.11	4.57
血液制品	0.26	1.51	1.31	1.34	2.57	3.39	2.69	2.70	2.47	2.29	1.27	0.78	0.82	0.54	0.99	1.04	1.78	2.75	2.64
疫苗	7.16	6.85	6.60	6.22	9.50	8.98	9.62	8.21	11.05	8.83	8.07	7.38	11.32	7.62	7.44	7.30	6.36	4.71	5.39
其他生物制品	10.54	11.35	11.82	10.58	11.37	13.10	8.60	11.31	12.70	8.06	5.25	5.50	3.39	5.62	4.58	4.04	4.13	4.08	4.55
医药商业	3.23	3.73	3.74	2.84	3.60	3.40	2.72	2.20	2.88	1.64	1.27	2.16	1.40	1.87	2.64	3.07	3.74	3.59	2.88
医药流通	1.63	1.32	1.64	1.45	1.37	1.01	0.73	0.50	0.59	0.59	0.67	0.82	0.87	0.81	1.00	1.01	1.87	2.51	1.85
线下药店	8.62	10.38	9.06	6.70	8.88	7.98	5.25	4.64	5.70	3.28	2.25	4.29	2.83	3.81	5.35	6.04	6.82	5.75	4.95
医疗器械	5.49	6.21	6.10	5.56	8.21	7.97	7.18	8.22	8.65	8.73	7.66	6.15	5.82	5.50	6.71	5.91	5.89	6.45	6.06
医疗设备	6.19	8.79	7.45	5.95	10.33	9.89	13.09	15.51	16.18	16.75	13.80	9.07	9.52	8.34	10.21	9.25	9.11	9.24	8.27
医疗耗材	7.43	6.52	7.96	7.44	9.62	9.50	5.21	5.50	6.13	5.81	5.30	4.56	3.30	4.56	4.80	3.48	3.57	4.79	5.06
体外诊断	2.36	3.17	2.81	2.52	3.30	3.95	2.82	2.00	1.40	1.12	0.94	0.75	1.00	0.31	0.31	0.55	1.09	1.74	1.76
医疗服务	8.45	7.96	9.02	8.21	7.67	9.84	10.90	12.93	14.36	15.57	18.51	16.27	16.73	15.73	13.51	14.61	13.16	11.30	14.01
诊断服务	3.04	4.66	7.04	5.28	7.34	7.82	5.88	5.36	7.72	10.50	6.93	7.78	5.11	6.06	4.95	7.45	9.82	11.30	11.57
医疗研发外包	8.14	6.41	9.52	8.88	7.77	11.16	12.38	16.20	17.96	18.37	22.67	20.86	21.14	18.04	15.37	16.51	14.24	11.56	15.99
医院	10.06	9.92	9.19	8.31	7.73	8.97	11.03	11.52	11.71	12.75	12.67	9.45	8.72	13.66	12.89	13.39	12.62	11.09	11.22

数据来源：iFinD，莫尼塔研究

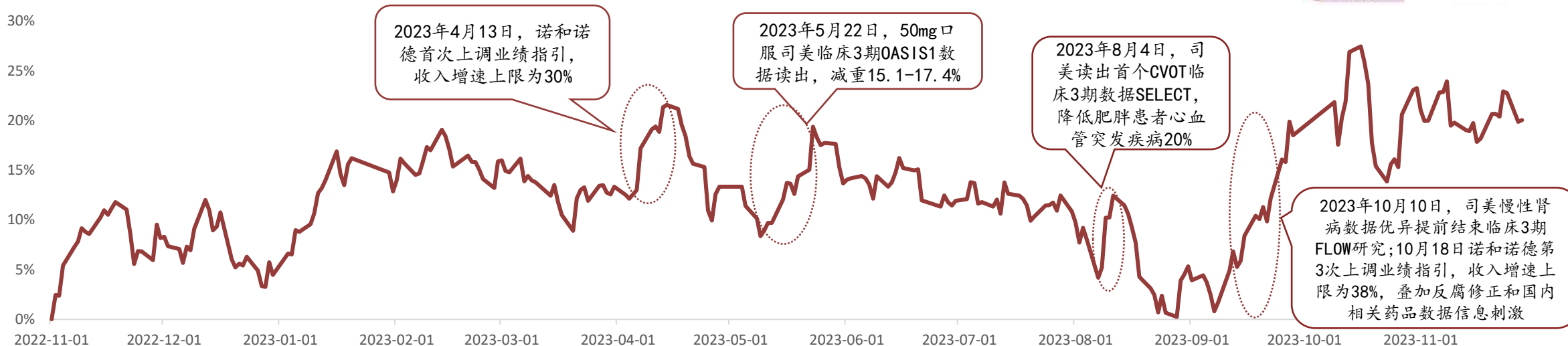
I	2023年医药行情复盘.....	3
II	大单品逻辑：海外映射在国内催化演绎.....	9
III	中药：政策推动与行业整合变化并进.....	17
IV	低值耗材：迎来补库周期，困境反转.....	29

今年GLP-1减肥药行情一共经历了四波“主升浪”

- GLP-1（胰高血糖素样肽1）：是减重药物主流研发靶点，具有30个氨基酸的肽类激素，广泛分布于胰岛细胞、胃肠道、脑、肝脏等，核心通过抑制食欲、加强胰岛素分泌以达到降糖、减重的效果。
- 今年GLP-1减肥药行情一共经历了四波“主升浪”，预计后续催化包括：2024年Q1预期礼来替尔泊肽NASH适应症、阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）的临床数据读出；2024年Q3预期礼来替尔泊肽糖尿病合并心血管疾病的临床数据读出；2024年底，诺和诺德司美格鲁肽减重适应症的新剂量临床数据读出。此外，司美格鲁肽和替尔泊肽的减重适应症已经于2023年6月和2023年8月在国内外递交NDA。



减肥药指数变化

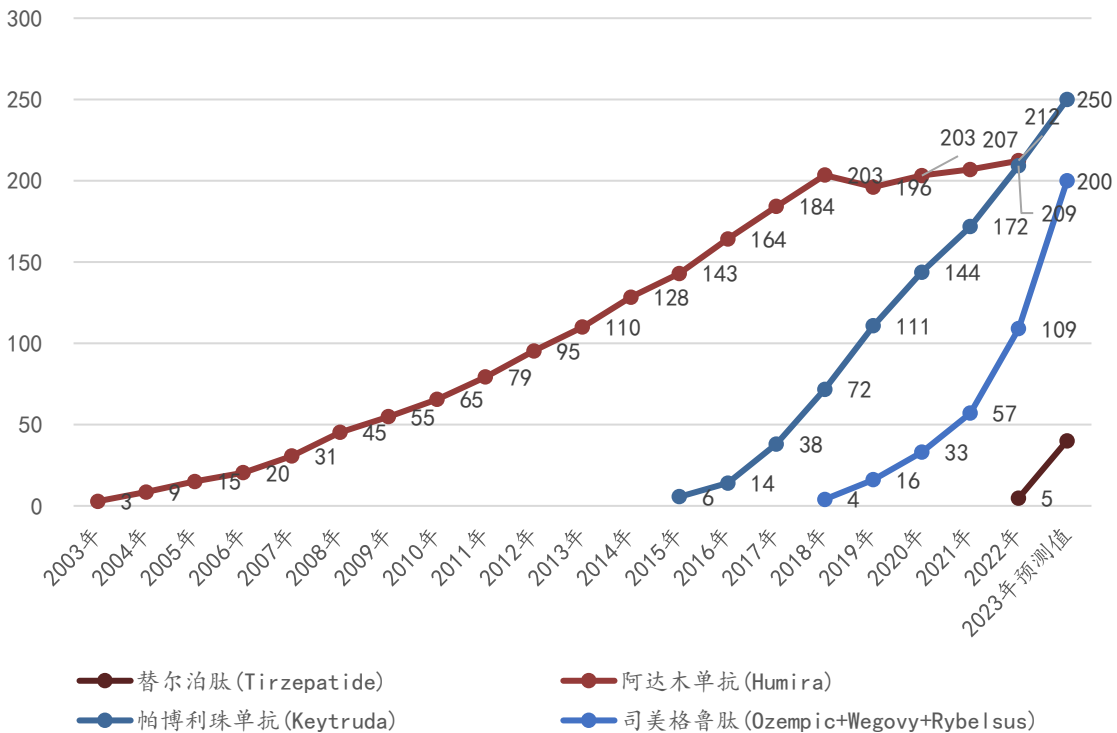


数据来源：Wind、MeierJJ. Nat Rev Endocrinol 2012, 8(12):728-742, 莫尼塔研究

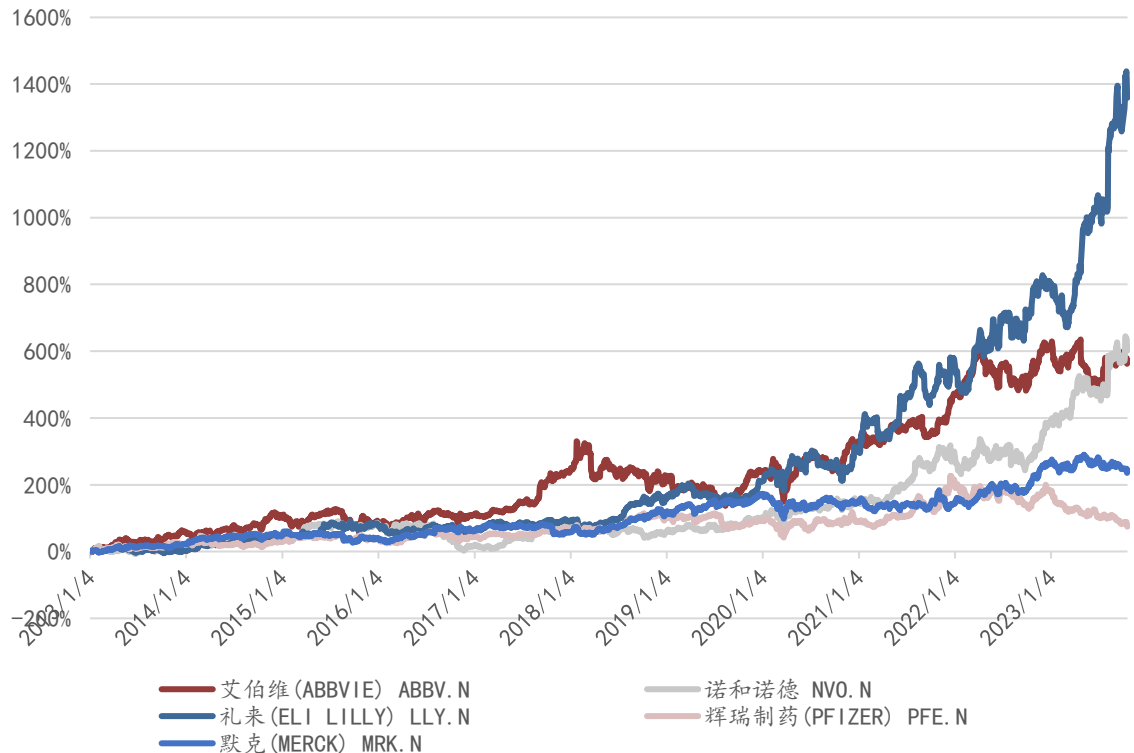
司美格鲁肽成为新一代“药王”

- 艾伯维的阿达木单抗、辉瑞的Paxlovid、礼来的替尔泊肽、诺和诺德的司美格鲁肽等重磅创新药为海外大药企带来市值弹性；
- 其他未满足的临床需求还包括AD（阿尔兹海默症）、痛风、NASH（非酒精性脂肪肝）等。

四代“药王”销售额（亿美元）



海外大药企市值涨幅



注：海外大药企市值走势基准日期为2023年1月4日；数据来源：公司资料、Wind，莫尼塔研究

- 利拉鲁肽是GLP-1类药物第一代明星产品，随后位置被度拉糖肽所取代，度拉糖肽是由礼来研发的长效制剂，于2014年被FDA批准上市，2019年被NMPA批准上市。度拉糖肽上市后销售额急剧上升，在2020年销售额超过利拉鲁肽登上冠军宝座。不久后，司美格鲁肽成为了新一代GLP-1类药物明星产品，在肥胖症适应症获批后，2022年司美格鲁肽合计销售额总和突破百亿美元。三款司美格鲁肽产品2023年上半年共计销售92.2亿美元，全年有望突破200亿美元。替尔泊肽有较大概率成为下一代GLP-1明星产品，替尔泊肽于去年9月上市，上半年销售额高达15.48亿美元（第二季度为9.8亿美元），前三季度接近30亿美元，几乎是上半年销售额的两倍，可谓放量迅速。

已上市GLP-1类药物

	阿斯利康		赛诺菲	诺和诺德					GSK	礼来			华东医药		仁会生物	翰森制药	通化东宝
药品名称	艾塞那肽	艾塞那肽微球	利司那肽	利拉鲁肽		司美格鲁肽			阿必鲁肽	度拉糖肽	替尔泊肽		利拉鲁泰生物类似物	利拉鲁泰生物类似物	贝那鲁肽	聚乙二醇洛塞那肽	利拉鲁泰生物类似物
商品名	Byetta	Bydureon	Lyxumia	Victoza	Saxenda	Ozempic	Rybelsus	Wegow	Tanzeum	Trulicity	Mounjaro	Zepbound	利鲁平	利鲁平	谊生泰	孚来美	统博力
适应症	2型糖尿病	2型糖尿病	2型糖尿病	2型糖尿病	减重	2型糖尿病	2型糖尿病	减重	2型糖尿病	2型糖尿病	2型糖尿病	减重	2型糖尿病	减重	2型糖尿病	2型糖尿病	2型糖尿病
使用频率	一日2次	一周1次	一日1次	一日1次	一日1次	一周1次	口服	一周1次	一周1次	一周1次	一周1次	一周1次	一日1次	一日1次	一日3次	一周1次	
首次获批时间	2005 (US)	2011 (EU)	2013 (EU)	2009 (EU)	2014 (US)	2017 (US)	2019 (US)	2021 (US)	2014 (EU)	2014 (US)	2022 (US)	2023	2023 (CN)	2023 (CN)	2016 (CN)	2019 (CN)	2023 (CN)
中国获批时间	2009-5	2017-12	2017-9	2011-3		2021-4				2019-2			2023-3	2023-7	2016-12	2019-5	2023-11
2022销售额 (亿美元)	0.73	2.8		17.46	15.13	84.65	16	8.77		74.4	4.83					/	

数据来源：莫尼塔研究

GLP-1相关药物研发情况

- 目前，国内已有112款GLP-1类新药进入临床阶段；2023年上半年，申报临床的项目数量为16个。
- 天士力、凯因科技、信达生物、常山药业、石药集团、天境生物、甘李药业、恒瑞医药、博瑞医药、翰森制药等进度靠前。

药品	靶点	企业	适应症	进展	类型
维派那肽	GLP-1	派格生物/天士力	2型糖尿病	申请上市	周制剂
苏帕鲁肽	GLP-1	银诺医药/智享生物	2型糖尿病	申请上市	周制剂
玛仕度肽	GLP-1R/GCGR	信达生物/礼来	肥胖，超重，2型糖尿病	临床III期	周制剂
Ecnoglutide	GLP-1	先为达/凯因科技	2型糖尿病	临床III期	周制剂
格鲁塔珠单抗	GLP-1	鸿运华宁	2型糖尿病	临床III期	周制剂
艾本那肽	GLP-1	常山药业	2型糖尿病	临床III期	周制剂
TG103	GLP-1	Genexine/石药集团/天境生物/天士力	2型糖尿病，肥胖，AD，NASH	临床II期	周制剂
GZR18	GLP-1	甘李药业	2型糖尿病	临床II期	周制剂
HRS-7535	GLP-1	恒瑞医药/盛迪医药	2型糖尿病	临床II期	口服小分子
RGT-075	GLP-1	锐格医药	2型糖尿病	临床II期	周制剂
重组艾塞那肽	GLP-1	昂大久力/华阳药业	2型糖尿病	临床II期	周制剂
JY09	GLP-1	东方百泰生物/精益泰翔	2型糖尿病	临床II期	周制剂
GGBR-1290	GLP-1	Gasherbrum/硕迪生物(美)	2型糖尿病	临床II期	周制剂
TTP273	GLP-1	vTv Therapeutics/华东医药/大元制药	2型糖尿病	临床II期	口服小分子
BGM0504	GLP-1R/GIPR	博瑞医药	肥胖，超重，2型糖尿病	临床II期	周制剂
HRS9531	GLP-1/GIP	恒瑞医药/盛迪医药	肥胖，超重，2型糖尿病	临床II期	周制剂
HS-20094	GLP-1R/GIPR	翰森制药	肥胖，2型糖尿病	临床II期	周制剂
HEC88473	GLP-1/FGF21	东阳光生物	2型糖尿病，肥胖，NASH	临床II期	周制剂
HDM1002	GLP-1	华东医药	2型糖尿病	临床I期	口服小分子
SAL0112	GLP-1	信立泰	2型糖尿病	临床I期	口服小分子
ECC5004	GLP-1	诚益生物	2型糖尿病	临床I期	口服小分子
SCO-094	GLP-1R/GIPR	SCOHIA/华东医药	肥胖，2型糖尿病，NASH	临床I期	周制剂
RAY1225	GLP-1R/GIPR	众生睿创	肥胖，超重，2型糖尿病	临床I期	周制剂
SCO-094	GLP-1R/GIPR	SCOHIA/华东医药	肥胖，2型糖尿病，NASH	临床I期	周制剂
AP026	GLP-1/FGF21	安源生物/正大天晴	2型糖尿病	临床I期	周制剂

数据来源：
Insight数据库、药智网、
莫尼塔研究

- 预计到2030年美国GLP-1药物市场规模达900亿美元，国内GLP-1药物市场规模将达到900亿元。

辉瑞预计到2030年GLP-1RA美国糖尿病+减重市场超过900亿美元



美国口服GLP-1RA到2030年预计市场规模达270亿美元



\$25B GLP-1 market currently growing at +30% per year, projected to reach ~\$90B by 2030

Orals projected to capture ~30% of GLP-1 market by 2032 due to strong patient preference >60% of patients prefer BID oral vs. QW injections

We believe Pfizer's oral GLP-1s are well-positioned to compete on efficacy, tolerability and simplicity of administration vs. other oral therapies

数据来源：辉瑞公司资料、PolyPeptide年报、中国新闻网、IDF，莫尼塔研究

GLP-1药物国内市场规模预测

	2030E
成人超重人口数 (百万)	780
药物干预比例	1.5%
GLP-1渗透率	80%
治疗期间依从性	80%
GLP-1超重、肥胖适应症用药总人群 (百万)	7.5
GLP-1周治疗费用 (元)	100
平均使用周数	52
GLP-1年费用 (万)	0.5
GLP-1用于减重、肥胖市场规模(亿元)	389
2型糖尿病人数 (百万)	164
GLP-1渗透率	5%
治疗期间依从性	80%
GLP-1糖尿病适应症用药人群(百万)	6.6
GLP-1单日治疗费用 (元)	150
平均使用周数	52
GLP-1年费用 (万)	0.8
GLP-1用于糖尿病市场规模(亿元)	512
市场规模合计	901

- 根据PolyPeptide 2021年报，提到多肽原料药市场约占多肽治疗市场5%-8%，则按照辉瑞2030年美国900亿美元市场测算，GLP-1原料药市场规模为45-72亿美元，按照中国900亿市场测算，则GLP-1原料药市场规模为45-72亿人民币。
- 此外，根据PolyPeptide 2021年报，多肽原料药的外包比例约为65%。

- 从价值空间来看，下游制剂>中游原料药>上游试剂材料。如果从业绩兑现的角度出发，在海外制剂进展快的品种、体现在中游原料药的弹性较大。

减重产业链代表公司

产业链	代码	公司	市值(亿元)	PE-2023	PE-2024	2022年营收(亿元)	2023Q3营收(亿元)	近3年营收CAGR(%)	2022年净利润(亿元)	2023Q3净利润(亿元)	近3年利润CAGR(%)	今年以来涨跌幅(%)
多肽CDMO	603259.SH	药明康德	2,464	24.63	20.40	393.55	295.41	45%	88.14	80.76	68%	3.81
	002821.SZ	凯莱英	521	21.21	23.82	102.55	63.83	61%	33.02	22.10	81%	(3.34)
	688076.SH	诺泰生物	92	65.20	49.53	6.51	7.09	21%	1.29	0.92	38%	89.13
	688117.SH	圣诺生物	32	46.68	35.84	3.96	2.91	7%	0.64	0.35	10%	80.50
	300199.SZ	翰宇药业	125	-	-	7.04	4.02	5%	-3.71	-1.81	17%	(19.28)
	603538.SH	美诺华	45	24.96	17.34	14.57	9.29	7%	3.39	0.55	31%	(17.76)
试剂材料	300487.SZ	蓝晓科技	254	33.01	24.89	19.20	15.77	24%	5.38	5.18	29%	8.98
	688690.SH	纳微科技	123	122.02	73.38	7.06	4.51	76%	2.75	0.39	127%	(41.20)
	301393.SZ	昊帆生物	75	47.17	34.12	4.47	3.04	33%	1.29	0.79	31%	(32.42)
	301509.SZ	金凯生科	61	-	-	7.17	5.86	20%	1.61	1.46	41%	(2.65)
	300233.SZ	金城医药	70	32.22	27.29	35.06	25.69	8%	2.73	1.32	10%	(19.79)
装置	301363.SZ	美好医疗	150	34.45	27.40	14.15	10.43	24%	4.02	3.00	20%	(11.03)
药物	000963.SZ	华东医药	723	24.53	20.24	377.15	303.95	2%	24.99	21.89	-4%	(11.31)
	1801.HK	信达生物	711	-64.01	-110.54	45.57	0.00	0%	-21.79	0.00	0%	31.34
	600276.SH	恒瑞医药	2,971	64.02	52.95	212.75	170.14	-3%	39.06	34.74	-10%	21.32
	600867.SH	通化东宝	237	22.55	19.24	27.78	20.91	0%	15.82	7.60	25%	32.78
	688166.SH	博瑞医药	151	55.86	45.93	10.17	9.15	26%	2.40	1.92	29%	58.65

注：市值日期为12月1日，今年以来涨跌幅截止至12月1日；数据来源：Wind, 莫尼塔研究

公共卫生事件、AI、减肥药行情复盘对比

<ul style="list-style-type: none"> 今年减肥药的行情与过去公共卫生事件和今年AI的行情有相似之处，主要反映为通过海外产品较大的想象空间，映射到国内相关行业。 未来我们认为在一些大的治疗领域也有可能重现国内映射行情。 	公共事件	AI	减肥药	
	催化	公共卫生事件发展	海外GPT-4带动	减肥药市场大卖
	节奏	最早从疫苗到检测、再到新冠药产业链、再到新冠药	2023年2月寒武纪启动，3月开始光模块	上半年上游试剂，2023年9月底常山药业、博瑞医药拉动
	持续时间	前后2年多	小半年	2023年全年，9月起为最大行情
	海外标的	辉瑞	英伟达	诺和诺德、礼来
国内标的	药明康德、凯莱英、智飞生物、康希诺、君实生物、众生药业、先声药业、美诺华等	中际旭创等	常山药业、翰宇药业、博瑞医药等	

部分大单品海外映射逻辑梳理

治疗领域	患者人数（全球）	患者人数（中国）	映射因素	相关标的
阿尔兹海默病症	5500万（2019） 7800（2030）	1300万（2019） 1950万（2030）	2023年1月，FDA加速批准了由渤健和卫材联合开发的靶向Aβ的仑卡奈单抗（Lecanemab），这款药物是近20年来美国FDA首个完全批准的阿尔兹海默症新药。2023年11月，卫材三季报显示，2023年4月-9月，仑卡奈单抗销售额为4亿日元（合265万美元），整个财年目标销售额为100亿日元（约合6600万美元）。	检测相关：东诚药业、西陇科学、热景生物、诺唯赞、亚辉龙
糖尿病	5.36亿（2021）	1.41亿（2021）	2023年前三季度，司美格鲁肽实现营收142亿美元；单Q3实现营收50亿美元；注射液Mounjaro替尔泊肽实现营收29.57亿美元；单Q3实现营收14.09亿美元。	药明康德、凯莱英、瀚宇药业、美诺华、新诺威、博瑞医药
减重	30.41亿（2025）	6亿（2020）		
呼吸道合胞病毒感染	860万人65岁以上老人（2022）； 3300万5岁以下儿童（2019）	220万人65岁以上老人（2022）	今年5月，FDA批准了2款RSV疫苗：GSK的Arexvy和辉瑞的Abrysvo，根据两家公司三季报显示，首个季度Arexvy销售收入高达7.09亿英镑（8.8亿美元），Abrysvo的销售额也达到3.75亿美元。	智飞生物、艾棣维欣

数据来源：赛柏蓝、国际阿尔兹海默病协会、《The China Alzheimer Report 2022》、WHO、中国居民营养与慢性病状况报告（2020年）、弗若斯特沙利文、莫尼塔研究

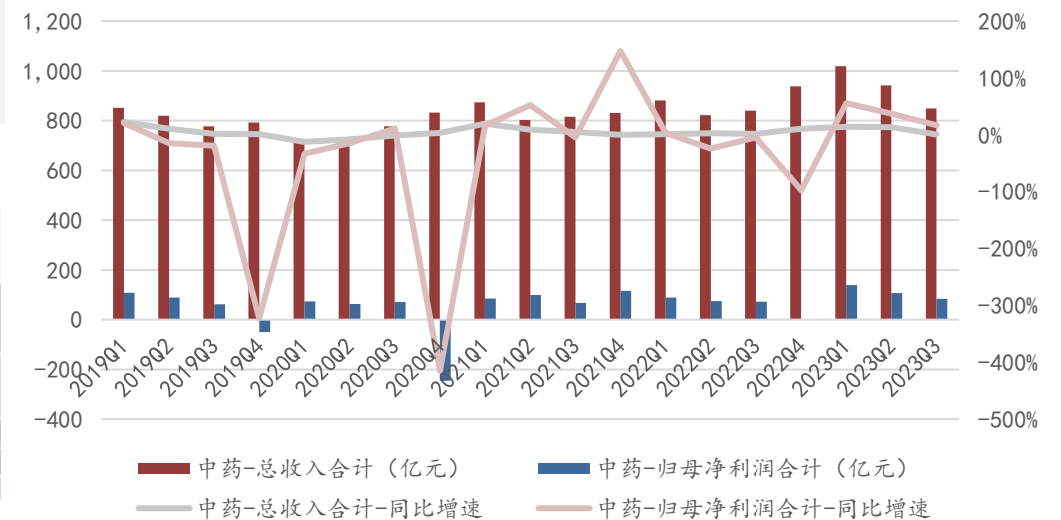
I	2023年医药行情复盘.....	3
II	大单品逻辑：海外映射在国内催化演绎.....	9
III	中药：政策推动与行业整合变化并进.....	17
IV	低值耗材：迎来补库周期，困境反转.....	29

中证中药指数涨跌幅



- 2019年10月开始，中药板块进入发展新阶段，经历公共卫生事件的催化，业绩与估值均有提升，2023年Q1达到高峰。
- 2023年Q1和Q2收入增速在13-15%，Q3下滑至0.84%，主要与医药反腐影响院端诊疗活动有关。而OTC相关公司整体影响较小。

中药行业单季度营业总收入（合计）及增速变化



2023Q3营业总收入增速（%）



数据来源：Wind，莫尼塔研究

政策推出速度加快，国务院发布的政策数量增多

中药政策梳理

时间		发布机构	文件名称
2000年	4月	国家药品监督管理局	《关于加强中药注册管理有关事宜的通知》
2007年	12月	食药监局	《中药、天然药物注射剂基本技术要求》
2009年	2月	食药监局	《关于印发中药品种保护指导原则的通知》
	5月	国务院	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》
	7月	食药监局	《关于开展中药注射剂安全性再评价工作的通知》
2010年	10月	食药监局	《关于印发中药注射剂安全性再评价生产工艺评价等7个技术指导原则的通知》
2011年	1月	食药监局、卫生部、国家中医药管理局	《三部门要求加强中药饮片监督管理》
2012年	6月	工信部	《关于2012年度国家拟扶持中药材生产项目的公示》
	10月	商务部	《关于开展中药材流通追溯体系建设试点的通知》
2013年	11月	食药监局等部门	《关于进一步加强中药材管理的通知》
2015年	4月	工信部、国家中医药管理局等部门	《中药材保护和发展规划(2015—2020年)》
	7月	食药监局	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》
2016年	2月	国务院	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》
	8月	药监局	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求(征求意见稿)》
	8月	国家中医药管理局	《中医药发展“十三五”规划》
2017年	10月	国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》
	10月	食药监局	《中药材生产质量管理规范(修订稿)》
	12月	国家中医药管理局	《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》
2018年	6月	国家中医药管理局	《中医养生保健服务规范(试行)》
	8月	国家中医药管理局	《关于加强新时代少数民族医药工作的若干意见》
	9月	国务院	《中药品种保护条例》
	12月	农业部等	《全国道地药材生产基地建设规划(2018-2025)》

数据来源：国务院办公厅，中国政府网、国家中医药管理局等，莫尼塔研究

政策推出速度加快，国务院发布的政策数量增多

续表-中药政策梳理

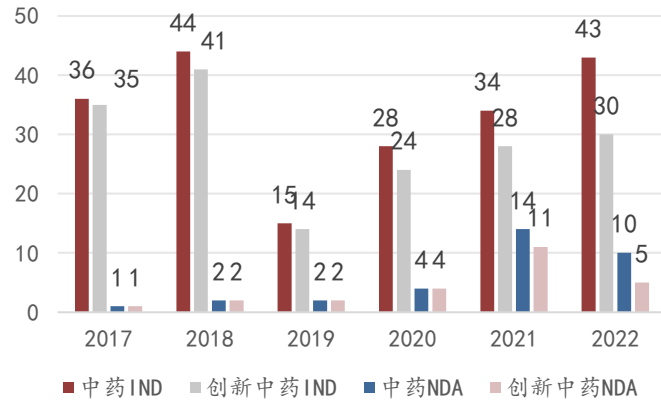
时间	发布机构	文件名称
2019年	7月	中医药管理局与卫健委
	10月	国务院
	11月	国家药典委员会
2020年	2月	药监局
	9月	中医药管理局
	12月	中医药管理局
	12月	药监局
2021年	1月	国务院
	2月	药监局、中医药局、卫健委、医保局
	4月	国家药典委员会
	6月	卫健委
	10月	药监局
	10月	中医药管理局
	11月	卫健委、中医药管理局
	12月	医保局、中医药管理局
2022年	1月	工信部、国家发改委、科技部、商务部、国家卫健委、应急管理部、国家医保局、国家药监局、国家中医药管理局九部门
	3月	国务院
	5月	国务院
	10月	中医药管理局
2023年	2月	国务院
	2月	国家药监局
	3月	财政部， 中医药管理局
	4月	中医药管理局、 宣传部等8部门

数据来源：国务院办公厅，中国政府网、国家中医药管理局等，莫尼塔研究

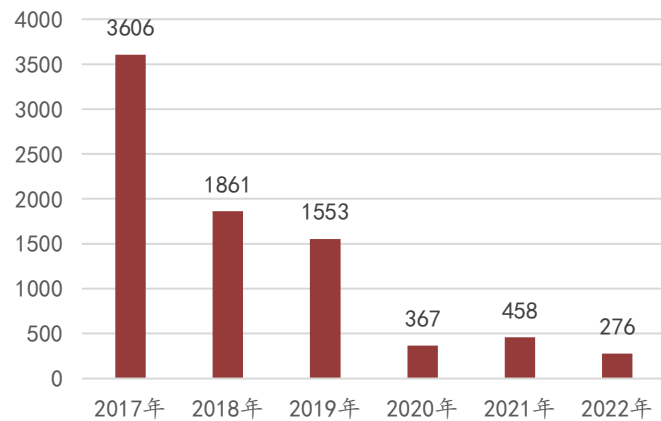
中药新药获批上市数量增加，审批天数显著缩短

2018年以来报产且在审的中药新药

中药及创新中药历年IND、NDA批准情况



中药上市平均审批天数

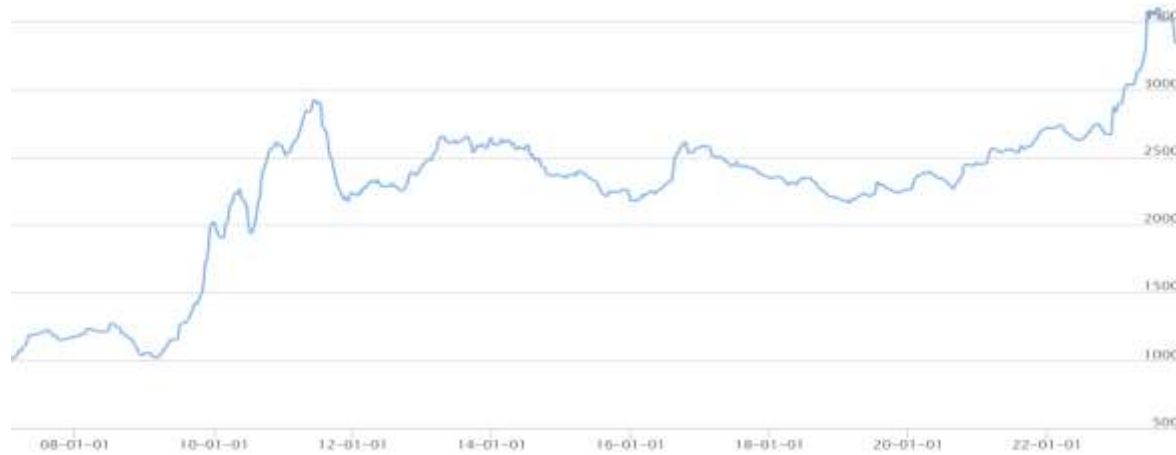


数据来源：CDE、米内网，莫尼塔研究

受理号	规范药品名称	注册分类	承办日期	企业名称	治疗亚类
CXZS2300018	清喉咽含片	新药2.1类	2023/9/2	浙江康恩贝制药股份有限公司	五官科用药
CXZS2300014	一贯煎颗粒	新药3.1类	2023/7/18	神威药业集团有限公司	消化系统
CXZS2300012	温经汤颗粒	新药3.1类	2023/6/28	华润三九医药股份有限公司	妇科用药
CXZS2300011	济川颗粒	新药3.1类	2023/5/25	江苏康缘药业股份有限公司	NA
CXZS2300015	芍药甘草颗粒	新药3.1类	2023/7/25	武汉康乐药业股份有限公司(人福医药)	头痛药(偏头痛)
CXZS2300013			2023/7/3	合肥华润神鹿药业有限公司	
CXZS2300010			2023/4/28	神威药业集团有限公司	
CXZS2300009	桃红四物汤颗粒	新药3.1类	2023/4/17	瑞阳制药股份有限公司	妇科调经药
CXZS2300008	玄黄润通片	新药1.1类	2023/3/28	湖南时代阳光药业股份有限公司	NA
CXZS2300016	苓桂术甘汤颗粒	新药3.1类	2023/8/17	华润三九医药股份有限公司	呼吸道疾病其它用药
CXZS2300006			2023/2/11	浙江康恩贝制药股份有限公司	
CXZS2300005	荆门上清丸	新药1.1类	2023/2/9	湖北齐进药业有限公司; 葵花药业集团(襄阳)隆中有限公司	清热解毒用药
CXZS2300003	小儿豉翘清热糖浆	新药2.2类	2023/1/28	济川药业集团有限公司	儿科感冒用药
CXZS2300004	枇杷清肺颗粒	新药3.1类	2023/1/28	吉林东敖洮南药业股份有限公司	止咳祛痰平喘用药
CXZS2300002	诺丽通颗粒	新药1.1类	2023/1/7	广东方盛健盟药业有限公司; 湖南方盛制药股份有限公司	头痛药(偏头痛)
CXZS2200015	芍药舒筋片	新药1.1类	2022/11/16	江苏万邦生化医药集团有限责任公司; 河北万邦复临药业有限公司	消肿止痛用药
CXZS2200014	风叶咳喘平口服液	新药1.1类	2022/11/11	卓和药业集团股份有限公司;	止咳祛痰平喘用药
CXZS2200012			2022/10/10	亚宝药业四川制药有限公司	
CXZS2200013	拈痛祛风颗粒	新药1.1类	2022/10/10	成都华西天然药物有限公司; 成都永康制药有限公司	风湿性
CXZS2200010	小儿紫贝止咳糖浆	新药1.1类	2022/9/29	健民药业集团股份有限公司	儿科止咳祛痰用药
CXZS2200008	奥兰替胃康片	新药1.2类	2022/9/21	江西青峰药业有限公司	胃药(胃炎、溃疡)
CXZS2200007	芪黄明目胶囊	新药1.1类	2022/9/2	石家庄以岭药业股份有限公司	眼科其它用药
CXZS2200005	参味宁郁片	新药1.1类	2022/5/5	广东思济药业有限公司; 一力制药(罗定)有限公司	抗抑郁药
CXZS2101005	脑伤乐生颗粒	新药1.1类	2021/11/1	深圳市沙松实业有限公司; 河南天方药业中药有限公司	脑血管
CXZS1800002	剃毒草合剂	新药6类	2018/6/25	浙江惠松制药有限公司	杂类
CXZS1700005	参乌胶囊	新药6.1.3类	2018/2/6	华北制药河北华诺有限公司; 首都医科大学宣武医院	安神补脑药

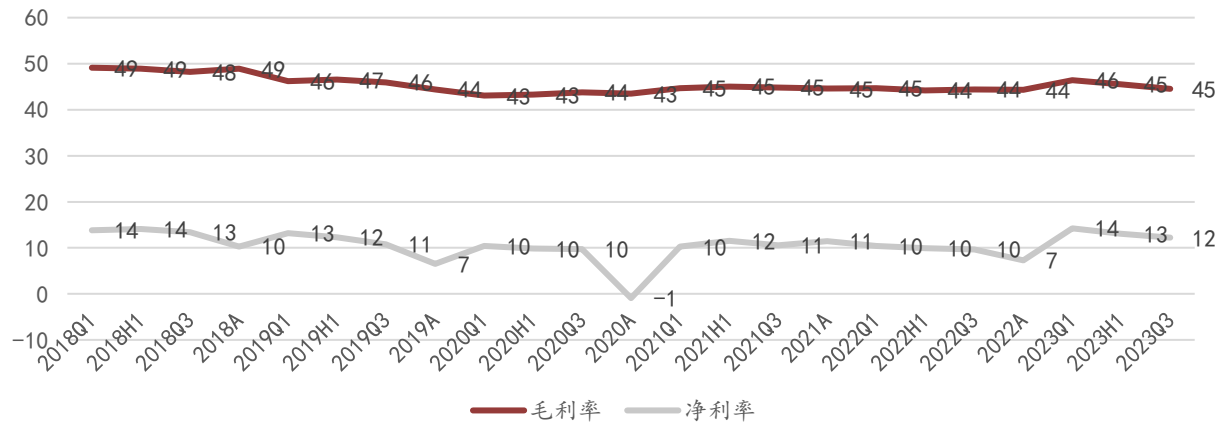
中药板块毛利率有望企稳回升，库存水平也在下降

中药材综合200指数（截止2023年11月28日）

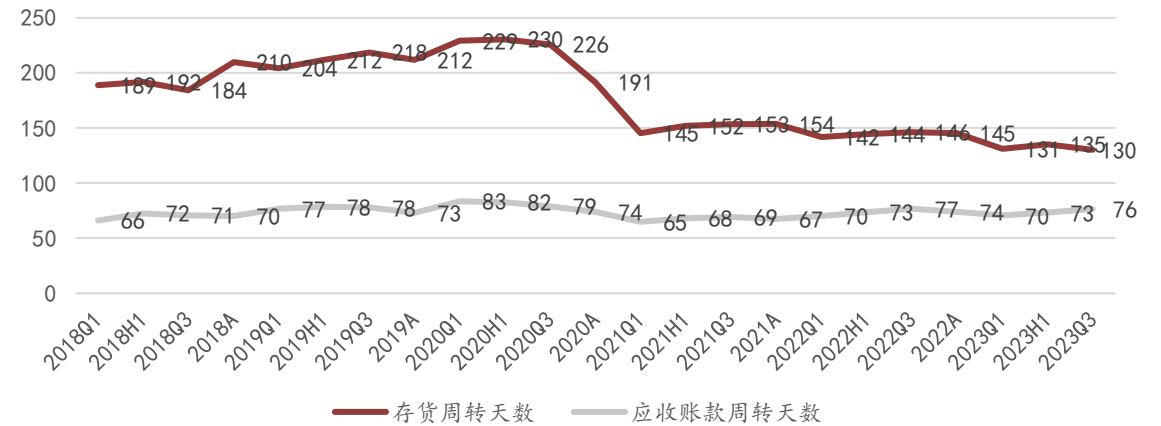


- 中药企业的毛利率随着中药材价格的波动而变化，从中药材综合指数看，目前中药材价格有回落趋势，按此发展，中药企业毛利率有望企稳提升。
- 2021年开始中药企业的存货周转天数明显回落，代表库存水平下降，去库节奏明显。

中药板块毛利率和净利率情况 (%)



中药板块存货周转天数与应收账款周转天数变化

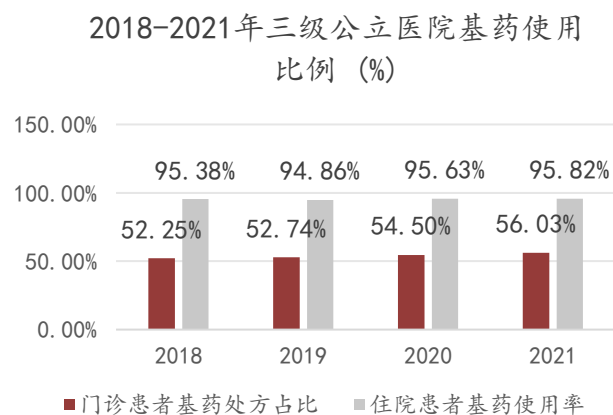
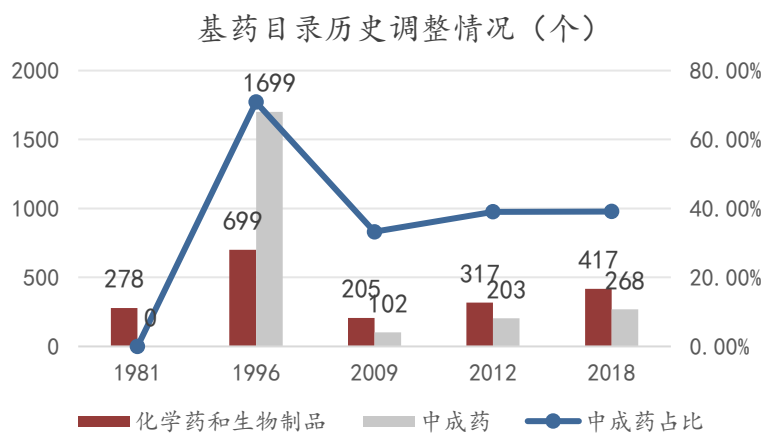


数据来源：Wind、中药材天地网，莫尼塔研究

新版基药目录调整在即

- 2018版基药目录共685个品种，其中化学制品和生物制品共417种，相比2012版基药目录新增100种，中成药268种，相比2012版基药目录新增65种。中成药占比不断提升，2009版、2012版和2018版中成药占比分别为33.22%、39.04%、39.12%。
- 基药目录调整距上一次已经将近5年，新版基药目录的调整从2020年就开始受到市场关注，2021年11月15日，国家卫健委对外公开征求《国家基药目录管理办法（修订草案）》意见，主要对基药目录的药品范围、制定程序、调出情形等作出了说明，并再次明确调整周期原则上不超过3年。5月10日，国家卫健委药政工作电视会议的召开，提及基药、短缺药、儿童药等药品的保障作为2023年的重点工作任务，基药目录的调整再次受到关注。
- 根据2019年对全国医疗机构基药品种配备占比抽查数据显示，基层、二级医疗机构、三级医疗机构分别为59%、45%、39%，远低于要求的90%、80%、60%。

基药目录准入流程	
1	从国家基本药物专家库中，分别随机抽取专家成立目录咨询专家组和目录评审专家组；
2	咨询专家组根据疾病防治和临床需求，经循证医学、药品临床使用监测、药物经济学等对药品进行技术评价，提出遴选意见，形成备选目录；以往约5000个品种。
3	评审专家组对备选目录进行技术论证和综合评议，形成目录初稿；以往约2000个品种。
4	目录初稿送国家基本药物工作委员会各成员单位征求意见，修改完善形成目录送审稿。
5	送审稿经国家基本药物工作委员会审核后，按程序报批，由国家卫生健康委对外发布并组织实施。



部分进入2018版独家中成药品种公立医疗机构终端的销售额 (亿元)

产品	2013年	2018年	2022年
芪苈强心胶囊 (以岭药业)	2	5	14.5
年化复合增速		20%	30%
金振口服液 (康缘药业)		4	10
年化复合增速			26%
乌灵胶囊 (佐力药业)	5	4	9
年化复合增速		-4%	22%
苏黄止咳胶囊 (扬子江药业)	3.9	15	20
年化复合增速		31%	7%
滋肾育胎丸 (广药集团)	0.6	1.7	6
年化复合增速		23%	37%

数据来源：国家卫健委、国家医保局、中国医药创新促进会、米内网，莫尼塔研究

部分已经进入医保目录未进入基药目录的中成药品种

药品名称	治疗大类	生产企业	药品名称	治疗大类	生产企业	药品名称	治疗大类	生产企业
莲花清咳片	呼吸系统	以岭药业	强力天麻杜仲丸	心脑血管	太极集团	芍麻止痉颗粒	儿科用药	天士力
养正消积胶囊	肿瘤	以岭药业	双苓止泻口服液	儿科用药	太极集团	消渴清颗粒	消化系统	天士力
夏荔芪胶囊	泌尿系统	以岭药业	小儿暑感宁糖浆	儿科用药	太极集团	坤心宁颗粒	妇科用药	天士力
益肾养心安神片	神经系统	以岭药业	茵芪肝复颗粒	消化系统	太极集团	柴胡滴丸	呼吸系统	天士力
解郁除烦胶囊	神经系统	以岭药业	益气复脉颗粒	心脑血管	太极集团	荆花胃康胶丸	消化系统	天士力
天舒胶囊	神经系统	康缘药业	正清风痛宁胶囊	骨骼肌肉系统	太极集团	穿心莲内酯滴丸	呼吸系统	天士力
天舒片	神经系统	康缘药业	清肺消炎丸	呼吸系统	津药达仁堂	注射用益气复脉	心脑血管	天士力
通塞脉胶囊	心脑血管	康缘药业	通脉养心丸	心脑血管	津药达仁堂	宁泌泰胶囊	泌尿系统	新天药业
通塞脉片	心脑血管	康缘药业	胃肠安丸	消化系统	津药达仁堂	苦参凝胶	妇科用药	新天药业
散结镇痛胶囊	妇科用药	康缘药业	牛黄清心丸(局方)	心脑血管	津药达仁堂、雷允上药业、宏济堂制药等36家	夏枯草口服液	呼吸系统	新天药业
大株红景天胶囊	心脑血管	康缘药业	治咳川贝枇杷滴丸	呼吸系统	津药达仁堂	调经活血胶囊	妇科用药	新天药业、金沙药业、铜鼓仁和制药等4家
大株红景天片	心脑血管	康缘药业	紫龙金片	肿瘤	津药达仁堂	疏血通注射液	心脑血管	九芝堂
热毒宁注射液	呼吸系统	康缘药业	血塞通片	心脑血管	昆药集团、云南维和药业、湖南湘雅制药等5家	裸花紫珠片	呼吸系统	九芝堂
复方益母颗粒	妇科用药	康缘药业	血塞通软胶囊	心脑血管	昆药集团、圣火药业	桂附地黄丸	泌尿系统	九芝堂、三普药业、佛慈制药等116家
逍遥片	妇科用药	康缘药业	舒肝颗粒	妇科用药	昆药集团	安神补心丸	神经系统	九芝堂、奇正藏药、太宝制药等57家
桂枝茯苓片	妇科用药	康缘药业	感冒疏风丸	呼吸系统	昆药集团	小儿豉翘清热颗粒	儿科用药	济川药业
七味通痹口服液	骨骼肌肉系统	康缘药业	感冒疏风片	呼吸系统	昆药集团	健胃消食口服液	消化系统	济川药业
参乌益肾片	泌尿系统	康缘药业	止咳丸	呼吸系统	昆药集团	川芎清脑颗粒	神经系统	济川药业
银杏二萜内酯葡胺注射液	心脑血管	康缘药业	七叶神安片	神经系统	昆药集团、云南白药、云南植物药业等32家	妇炎舒胶囊	妇科用药	济川药业
龙血通络胶囊	心脑血管	康缘药业	灯银脑通胶囊	心脑血管	昆药集团	三拗片	呼吸系统	济川药业
九味熄风颗粒	儿科用药	康缘药业	血塞通分散片	心脑血管	方盛制药、云南白药、海南海力制药等14家	龙牡壮骨颗粒	儿科用药	健民药业
筋骨止痛凝胶	骨骼肌肉系统	康缘药业	藤黄健骨片	骨骼肌肉系统	方盛制药	便通胶囊	消化系统	健民药业
银翘清热片	呼吸系统	康缘药业	跌打活血胶囊	骨骼肌肉系统	方盛制药	健胃消食片	消化系统	健民药业、江中药业、天圣制药等44家
丹参口服液	心脑血管	太极集团、江苏海异药业、巨能金匙药业等4家	舒尔经胶囊	妇科用药	方盛制药	拔毒生肌散	皮肤科用药	健民药业
复方板蓝根颗粒	呼吸系统	圣济堂制药、太极集团、葵花药业等141家	小儿荆杏止咳颗粒	儿科用药	方盛制药	七蕊胃舒胶囊	消化系统	健民药业
风湿马钱片	骨骼肌肉系统	太极集团、河南蓝天药业	龙血竭散	骨骼肌肉系统	方盛制药	麝香通心滴丸	心脑血管	康恩贝
三仁合剂	呼吸系统	太极集团	健胃愈疡颗粒	消化系统	方盛制药	肠炎宁片	消化系统	康恩贝
			复脉定胶囊	心脑血管	方盛制药			

数据来源：米内网，莫尼塔研究

续表：部分已经进入医保目录未进入基药目录的中成药品种

药品名称	治疗大类	生产企业	药品名称	治疗大类	生产企业
芬香清解口服液	儿科用药	一品红制药	小儿麻甘颗粒	儿科用药	葵花药业、马应龙药业、健民集团等21家
小儿咳喘灵口服液	儿科用药	一品红制药、神威药业、葵花药业等81家	康妇消炎栓	妇科用药	葵花药业
小儿咳喘灵颗粒	儿科用药	一品红制药、佛慈制药、和盛堂制药等139家	八珍益母片	妇科用药	葵花药业、济生堂药业、太极集团等17家
小儿咳喘灵合剂	儿科用药	一品红制药	胃康灵胶囊	消化系统	葵花药业、康德药业、迪康药业等89家
银翘解毒片	呼吸系统	一品红制药、佛慈制药、佛阁藏药等202家	胃康灵颗粒	消化系统	葵花药业、六福堂药业、柳河长隆制药
尿清舒颗粒	泌尿系统	一品红制药	大黄利胆片	消化系统	江苏万高药业
牛黄解毒片	呼吸系统	一品红制药、宁夏启元国药、佛慈制药等429家	大黄利胆胶囊	消化系统	重庆海默尼制药
三黄片	呼吸系统	一品红制药、太宝制药、天水岐黄药业等190家	维C银翘片	呼吸系统	贵州百灵、国药集团、佛慈制药等291家
小柴胡颗粒	呼吸系统	广药集团、云南白药、佛慈制药等93家	泌淋清胶囊	泌尿系统	贵州百灵
脑心清片	心脑血管	广药集团	镇咳宁颗粒	呼吸系统	贵州百灵、民康制药、广东安诺药业
壮腰健肾丸	泌尿系统	广药集团、广西泰诺制药、桂林三金药业等65家	血塞通滴丸	心脑血管	神威药业、昆药集团、朗天药业等4家
小儿七星茶颗粒	儿科用药	广药集团、桂林三金药业、云南白药等25家	涩肠止泻散	消化系统	神威药业
逍遥丸(浓缩丸)	妇科用药	广药集团、桂林三金药业、佛慈制药等21家	丹灯通脑胶囊	心脑血管	神威药业
六味地黄丸	泌尿系统	广药集团、太宝制药、宝鉴堂国药等322家	舒血宁注射液	心脑血管	神威药业、通化谷红制药、振东制药等9家
银翘解毒颗粒	呼吸系统	广药集团、必康制药、延安制药等66家	灯盏花素注射液	心脑血管	神威药业、云南植物药业、上海上药等14家
附子理中丸	消化系统	广药集团、太宝制药、伟慈制药等204家	红花注射液	心脑血管	神威药业、华润三九、康恩贝等15家
八珍益母丸	妇科用药	千金药业、国药集团、佛慈制药等139家	盘龙七片	骨骼肌肉系统	盘龙药业
艾附暖宫丸	妇科用药	千金药业、健民药业、扶正药业等60家	舒肝消积丸	消化系统	佛慈制药
理中丸	消化系统	千金药业、广州白云山、九芝堂等34家	消痔丸	消化系统	佛慈制药、康鑫药业、中蒙制药
柏子养心丸	神经系统	千金药业、西峰制药、佛慈制药等194家			
通窍鼻炎片	五官科用药	千金药业、迪康药业、修正药业等58家			
加味逍遥丸	妇科用药	千金药业、昆明中药厂、同仁堂药业等34家			

数据来源：米内网，莫尼塔研究

- 2024年上半年基药目录预期有望迎来板块行情。

基药目录相关标的

代码	公司	市值 (亿元)	PE-2023	PE-2024	2022年营收 (亿元)	2023Q3营收 (亿元)	近3年营收 CAGR (%)	2022年净利润 (亿元)	2023Q3净利润 (亿元)	近3年利润 CAGR (%)	今年以来涨 跌幅 (%)	基药目录预期品种
000989.SZ	九芝堂	95	21.78	17.42	30.33	23.70	-2%	3.59	2.89	23%	29.52	天麻钩藤颗粒、裸花紫珠片、疏血通注射液
002275.SZ	桂林三金	91	19.26	15.73	19.60	16.32	6%	3.30	3.97	-6%	21.67	桂林西瓜霜
002424.SZ	贵州百灵	117	36.79	25.36	35.40	28.10	7%	1.38	1.40	-21%	1.23	咳速停糖浆、复方一枝黄花喷雾剂、双羊喉痹通颗粒、骨力胶囊
002864.SZ	盘龙药业	45	35.71	27.63	9.74	7.16	17%	1.01	0.84	12%	9.06	盘龙七片
002873.SZ	新天药业	30	21.47	17.87	10.88	7.76	12%	1.12	0.88	16%	(9.90)	宁泌泰胶囊、苦参凝胶、夏枯草口服液
300723.SZ	一品红	129	32.90	24.79	22.80	18.50	12%	2.91	2.82	26%	22.75	芬香清解口服液、尿清舒颗粒
600285.SH	羚锐制药	97	17.68	14.83	30.02	25.07	12%	4.65	4.66	16%	36.40	培元通脑胶囊
600329.SH	达仁堂	275	25.27	20.81	82.49	57.93	6%	8.62	8.58	11%	25.56	通脉养心丸、胃肠安丸、痹祺胶囊
600422.SH	昆药集团	162	28.36	22.74	82.82	56.11	1%	3.83	3.86	-6%	52.71	血塞通软胶囊
600566.SH	济川药业	292	11.68	10.45	89.96	65.37	9%	21.71	19.44	10%	19.95	小儿豉翘清热颗粒
600572.SH	康恩贝	141	20.18	16.22	60.00	51.84	-4%	3.58	6.23	45%	18.63	麝香通心滴丸、乙酰半胱氨酸泡腾片、汉防己甲素片、黄莪胶囊
603439.SH	贵州三力	79	30.26	23.53	12.01	9.70	11%	2.01	1.58	15%	41.44	开喉剑喷雾剂（儿童型）
603998.SH	方盛制药	51	30.32	22.45	17.92	12.15	18%	2.86	1.42	54%	49.16	藤黄健骨片、小儿荆杏止咳颗粒
002603.SZ	以岭药业	416	19.75	17.27	125.33	85.75	29%	23.62	17.59	57%	(15.26)	夏荔芪胶囊、莲花清咳片

注：市值日期为12月1日，今年以来涨跌幅截止至12月1日；数据来源：Wind, 莫尼塔研究

- 2019年以来，国有中药上市公司积极落实国企改革三年行动方案，理清股权关系，促进释放国企改革红利。

中药国企股权变更梳理

代码	标的	时间	事件
002644. SZ	佛慈制药	2023年2月	甘肃省国有资产投资集团有限公司（甘肃国投）邀约收购兰州佛慈医药产业发展集团有限公司（即公司控股股东佛慈集团，持股61.63%）的100%股权
		2023年7月	控股股东佛慈集团拟将兰州国资投资（控股）建设集团有限公司持有的佛慈集团84.16%股权无偿划转至兰州市国资委持有
		2023年8月	甘肃国投拟收购兰州市国资委、兰城乡发展建设基金、兰科技产业发展基金、兰科技创新创业基金、兰知识产权运营基金持有的佛慈集团100%股权
600085. SH	同仁堂	2023年2月	健之佳向公司子公司同仁堂麦尔海增资3334.5万元，成为其战略投资者，同仁堂麦尔海将借助健之佳经营理念和销售资源，提升产品竞争力
600129. SH	太极集团	2019年2月	启动混合所有制改革
		2020年10月	涪陵区国资委与中国中药签订增资协议，实际控制人由涪陵区国资委变更为中国医药集团有限公司
		2021年4月	完成工商登记，实际控制人由涪陵区国资委变更为国资央企国药集团
600422. SH	昆药集团	2022年11月	华润三九拟以现金支付的方式，向华立医药购买昆药集团28%的股份，成为公司控股股东，实际控制人变更为中国华润有限公司
600329. SH	达仁堂	2020年10月	天津市国资委将其持有的天津津联投资控股有限公司100%股权无偿划转至泰达控股，完成后，泰达控股成为公司的间接控股股东
		2020年12月	津沪深生物医药有限公司受让天津渤海国有资产经营管理有限公司（公司控股股东）所持有的67%的股权，天津国资委不再为天津医药集团实控人
		2023年11月	公司控股股东天津市医药集团有限公司（医药集团）的参股股东天津渤海国鑫科技有限公司以所持有的医药集团33%股权向其全资子公司天津国宇企业管理有限公司增资，完成后，公司持股比例为33%的股东天津渤海国鑫科技有限公司变更为天津国宇企业管理有限公司
600771. SH	广誉远	2021年7月	控股股东由东盛集团变更为晋创投资，公司实际控制人由郭家学先生变更为山西省人民政府国有资产监督管理委员会
		2021年9月	晋创投资将其持有的公司71,508,968股股份所对应表决权委托给神农科技行使，占公司总股本的14.53%
600572. SH	康恩贝	2020年7月	浙江省中医药健康产业集团持有公司20%股份，公司实际控制人变更为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会

数据来源：Wind, 莫尼塔研究

- 并购整合与股权激励的推进是板块增长的主要因素。

国企改革相关标的

代码	公司	企业性质	市值 (亿元)	PE-2023	PE-2024	2022年营收 (亿元)	2023Q3营收 (亿元)	近3年营收 CAGR (%)	2022年净利 润 (亿元)	2023Q3净利 润 (亿元)	近3年利润 CAGR (%)	今年以来涨 跌幅 (%)	股权激励进 度
600750.SH	江中药业	华润医药集团	140	20.22	17.18	38.12	31.40	16%	5.96	5.89	9%	62.93	已公告
000999.SZ	华润三九		485	16.31	14.15	180.79	186.08	7%	24.49	24.03	5%	6.54	已公告
000423.SZ	东阿阿胶		328	30.98	25.44	40.42	34.28	11%	7.80	7.84	55%	28.24	推进中
600422.SH	昆药集团		162	28.36	22.74	82.82	56.11	1%	3.83	3.86	-6%	52.71	已公告
600329.SH	达仁堂	上海/天津 国资	275	25.27	20.81	82.49	57.93	6%	8.62	8.58	11%	25.56	已公告
600129.SH	太极集团	中国医药集团	283	30.90	22.58	140.51	121.83	6%	3.50	7.58	91%	69.16	推进中
600332.SH	白云山	广州国资	489	11.19	10.12	707.88	581.85	3%	39.67	37.91	8%	3.19	
600572.SH	康恩贝	浙江国资	141	20.18	16.22	60.00	51.84	-4%	3.58	6.23	45%	18.63	已公告
002644.SZ	佛慈制药	甘肃国资	54	43.18	34.55	10.19	8.61	17%	1.06	0.59	14%	12.81	推进中
600085.SH	同仁堂	北京国资	724	40.27	34.19	153.72	137.21	5%	14.26	13.91	13%	18.82	推进中
600479.SH	千金药业	株洲国资	50	14.30	12.45	40.26	27.79	5%	3.04	1.97	1%	24.22	已公告
000919.SZ	金陵药业	南京国资	44	33.11	26.81	26.71	21.04	2%	1.05	0.98	-10%	11.47	已公告
600436.SH	片仔癀	漳州国资	1,521	49.89	41.06	86.94	76.00	15%	24.72	24.05	22%	(12.22)	
600771.SH	广誉远	山西国资	154	213.73	65.77	9.95	9.38	-7%	-3.99	0.24	-245%	13.01	
000538.SZ	云南白药	云南/上海 国资	905	19.78	17.96	364.88	296.89	7%	30.01	41.23	-10%	(4.86)	已公告

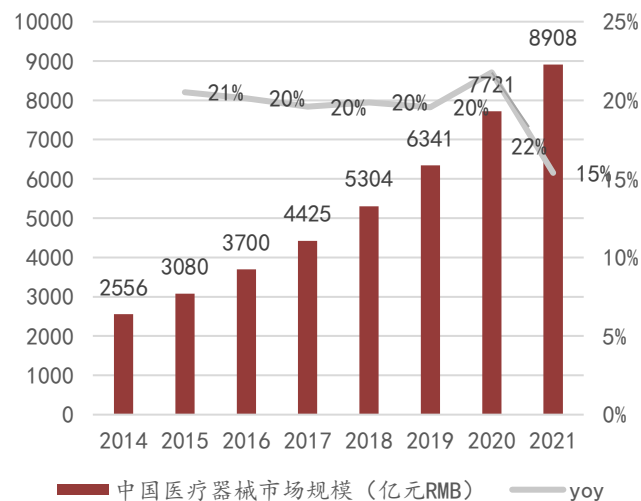
注：市值日期为12月1日，今年以来涨跌幅截止至12月1日；数据来源：Wind, 莫尼塔研究

I	2023年医药行情复盘.....	3
II	大单品逻辑：海外映射在国内催化演绎.....	9
III	中药：政策推动与行业整合变化并进.....	17
IV	低值耗材：迎来补库周期，困境反转.....	29

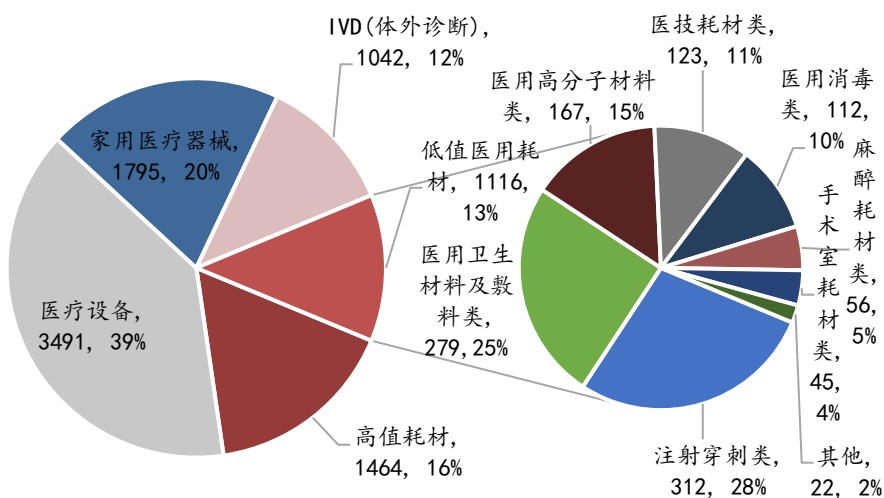
我国低值耗材市场规模在千亿，注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类是最大品类

- 中国医疗器械行业规模于2021年达到8908亿元，同比增长15%。而在2014-2021年，我国医疗器械行业维持20%以上的增长，远超全球医疗器械行业4%-6%的增速。占比最高的子行业是医疗设备，比例达到39%，其次是家用医疗器械（20%）、高值耗材（16%）、低值医用耗材（13%）和体外诊断（12%）。
- 拆分低值耗材各个子版块，注射穿刺类2020年市场规模为312亿，在低值耗材中的占比为28%，医用卫生材料及辅料类是第二大品类，规模为279亿，约占1/4。此外，手术室耗材类市场规模为45亿，占比为4%。
- 我国医疗卫生机构住院病人手术人次增速在10-12%的水平，为医用低值耗材行业发展提供了保底增速预期。

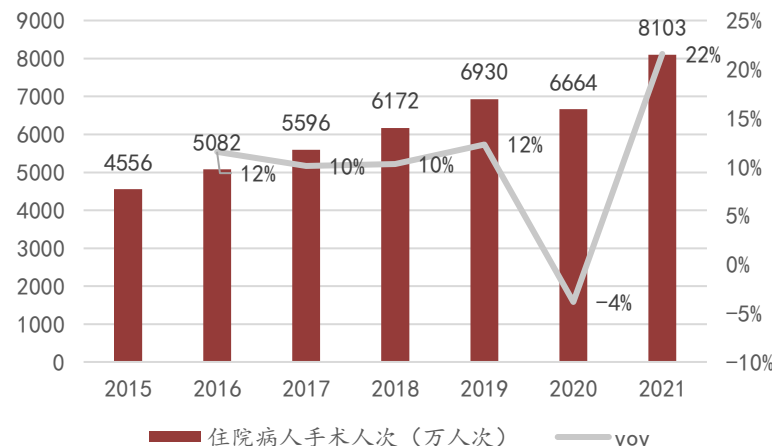
中国医疗器械市场规模
(单位：亿元)



2021年中国医疗器械市场规模分布，低值耗材
市场规模分布 (单位：亿元)



我国医疗卫生机构住院病人手术人次



注：住院病人手术人次：指有正规手术单和麻醉单施行手术的住院病人总数。同一病人本次在院就诊期间患有同一疾病或不同疾病施行多次手术者，按实际施行的手术次数统计。

注：低值医用耗材占比选用2020年数据

数据来源：《中国医疗器械蓝皮书》、《中国卫生统计年鉴》，莫尼塔研究

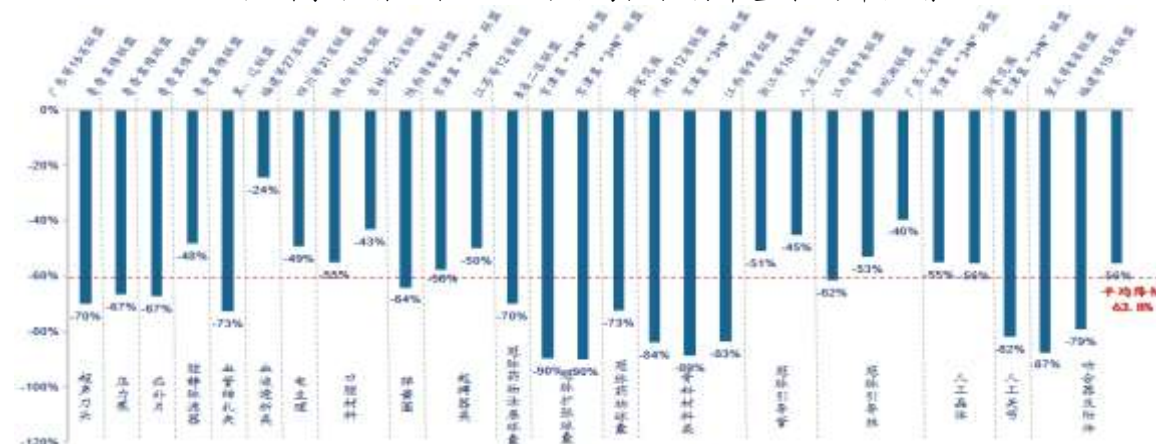
- 2022年，各省地市围绕国家十四五目标要求，因地制宜地明确了2025年目标。

省医用耗材带量2025年目标和已开展采购品种情况

省份	2025年带量采购耗材品种目标值		已开展带量采购耗材品种数	已开展带量采购品种涉及类别
	目标值	政策统计口径		
北京	5类	含国家；高值	12个	5类
天津	5类	高值	12个	5类
河北	10类	高值	47个	10类
重庆	5类	高值	36个	9类
贵州	5类	国家、省级；高值	30个	9类
云南	5类	高值	33个	10类
河南	5类	国家、省级、市级；高值	45个	9类
陕西	30类	耗材	19个	8类
四川	5类	国家、省际联盟、省级；高值	12个	5类
内蒙古	5类	国家、省际联盟、自治区；高值	18个	6类
宁夏	—	—	19个	7类
甘肃	5类	省级；高值	19个	7类
青海	5类	高值	28个	7类
新疆	8类	高值	18个	7类
湖南	5类	高值	35个	8类
黑龙江	5类	含国家；耗材	29个	8类
辽宁	5类	国家、省级；高值	22个	8类
江苏	30类	省级；高值	37个	12类
浙江	20类	省级；耗材	18个	7类
福建	10类	国家、省级；高值	34个	9类
安徽	5类	国家、省级；高值	28个	9类
上海	5类	国家、省级；高值	7个	4类
广东	8类	高值	21个	7类
湖北	5类	国家、省级；高值	21个	7类
海南	5类	高值	18个	7类
广西	10类	耗材	19个	7类
江西	5类	高值	24个	7类
山西	10类	国家、省级；高值	73个	11类
山东	15类	国家、省级；高值	39个	9类
吉林	5类	国家、省级；高值	16个	6类
西藏	—	—	17个	6类

- 在2021-2022年间，共有30轮国家和省际联盟级别的高值医用耗材带量采购，平均降幅为63.8%。在2021-2022年间，共有11轮省际联盟级别带量采购，平均降幅为66%。

30轮国家和省际联盟级别的高值耗材带量采购降幅情况



11轮省际联盟级别带量采购降幅情况



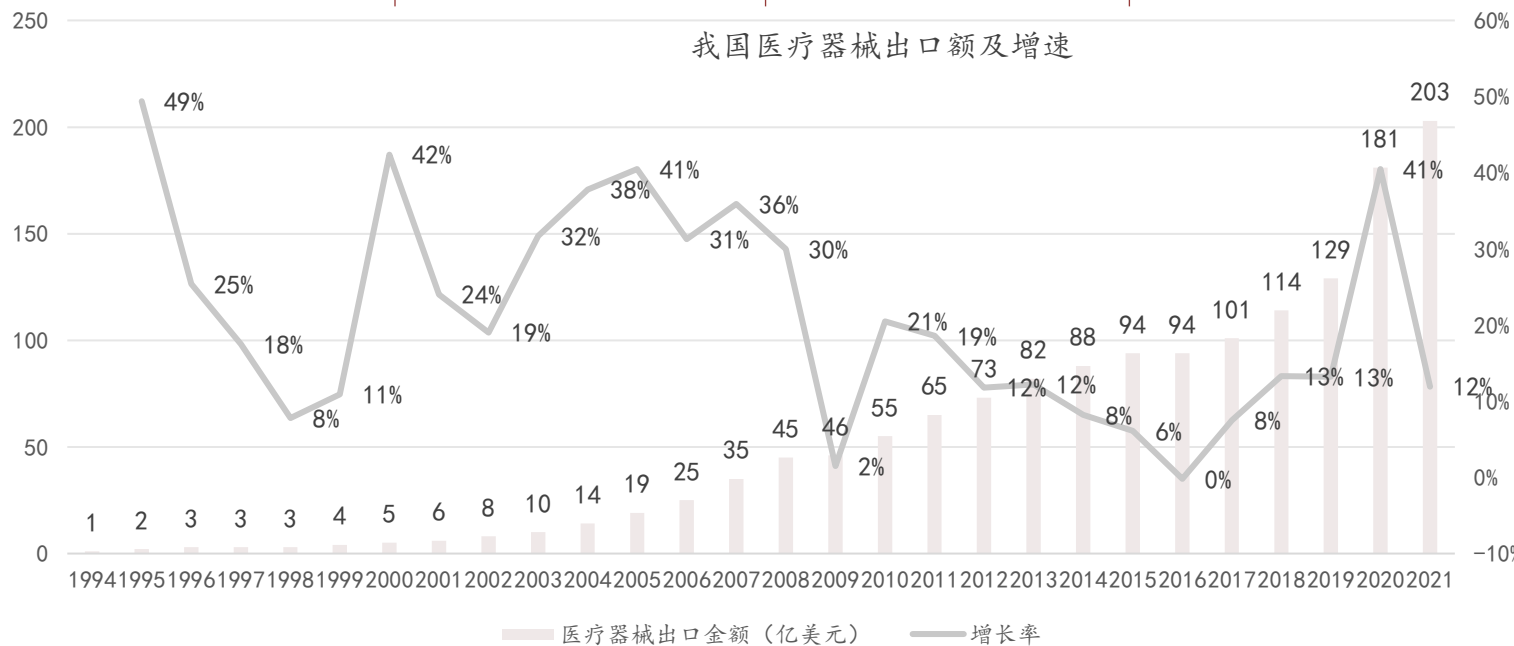
注：截至2023年3月26日，宁夏、西藏未公布目标；数据来源：《中国医疗器械行业发展报告（2023）》、米内网，莫尼塔研究

经过几轮调整，医疗器械出海迎来新的发展阶段

中国医疗器械企业出海发展阶段

- 1994-2020：低值耗材的贸易、代工为主
- 2001-2008：2001年加入WTO，出海爆发式增长，主要以低值耗材和低端设备类壁垒低的产品为主
- 2009-2015：金融危机后，海外市场需求增长放缓，竞争加剧，中国企业出海降速迎来承压
- 2016-至今：国产器械厂商厚积薄发，实现技术和产品升级；新冠疫情加速海外扩张

- 从我国医疗器械的发展阶段来看，目前处于厚积薄发阶段，在技术突破和产品升级的同时，进入海外扩张时期。
- 从上市公司平均海外营收占比的角度看，低值耗材>医疗设备>IVD>高值耗材。低值耗材是出海逻辑的“排头兵”。



医疗器械细分领域出海概况

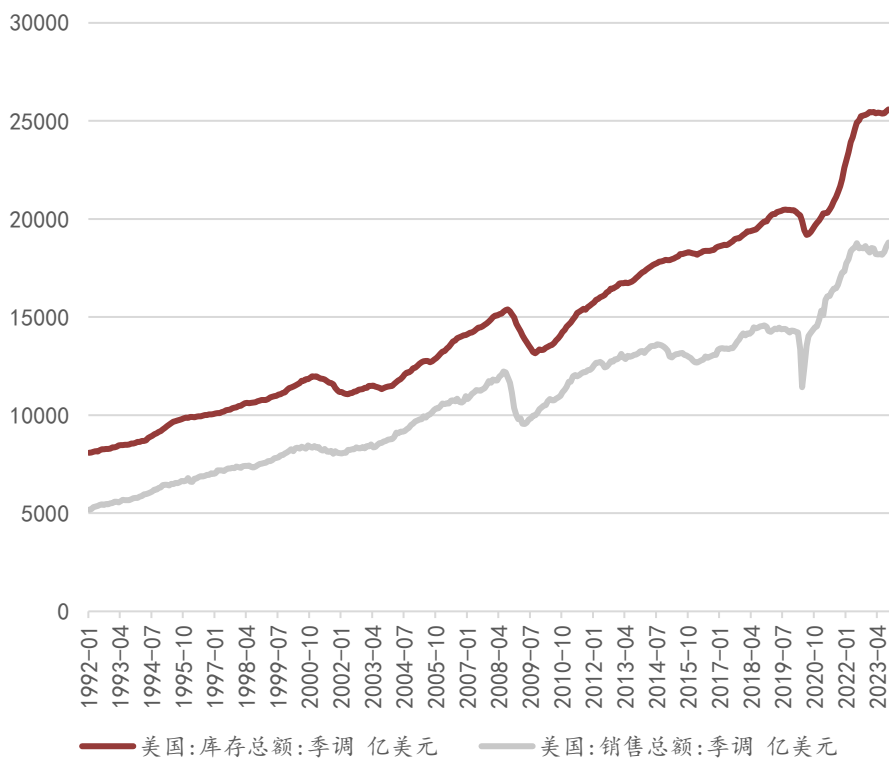
细分领域	2022年出口规模 (亿元)	上市公司平均海外营收占比			
		2018	2019	2020	2021
低值耗材	2100	68%	68%	58%	67%
高值耗材	600	8%	8%	8%	9%
设备	750	21%	20%	25%	27%
IVD	800	15%	15%	24%	25%

数据来源：海关总署、罗兰贝格，莫尼塔研究

海外去库存周期接近尾声，医用耗材出口量显著提升

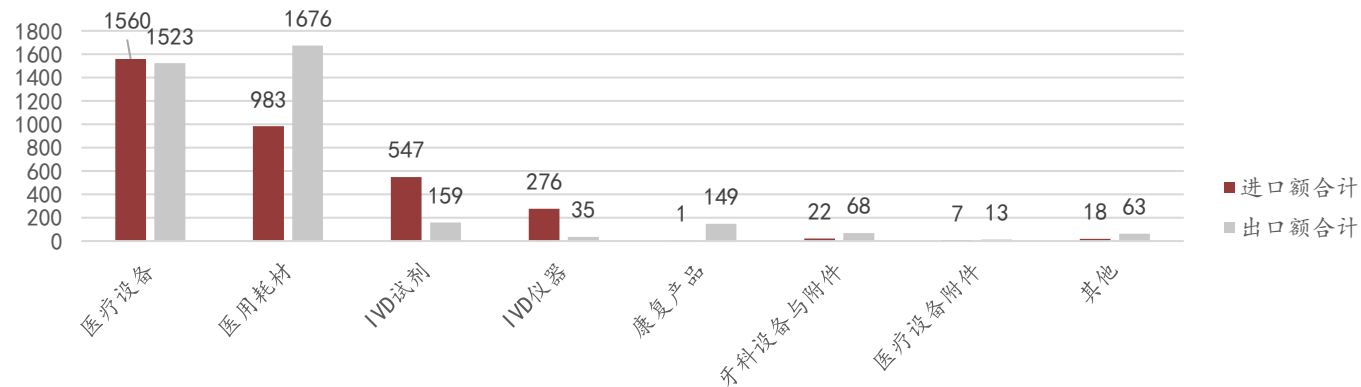
- 国内低值耗材企业在公共卫生事件期间，抓住了出口机遇。目前从美国库存情况来看，去库存周期已经接近尾声，医用耗材作为国内出口量最大的医械品类，从9月份开始出口量显著提升。

美国补库情况（截止2023年11月16日）

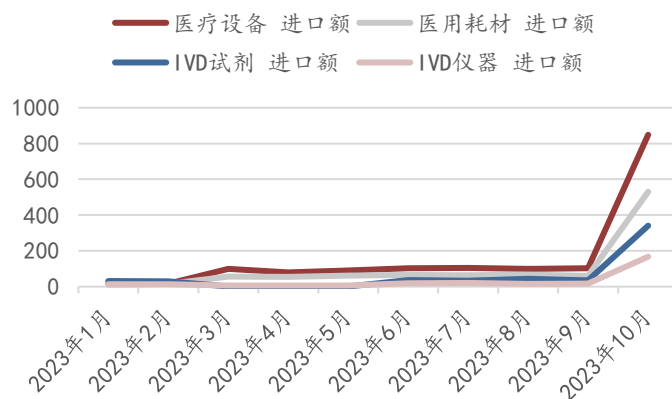


数据来源：Wind、药智网，莫尼塔研究

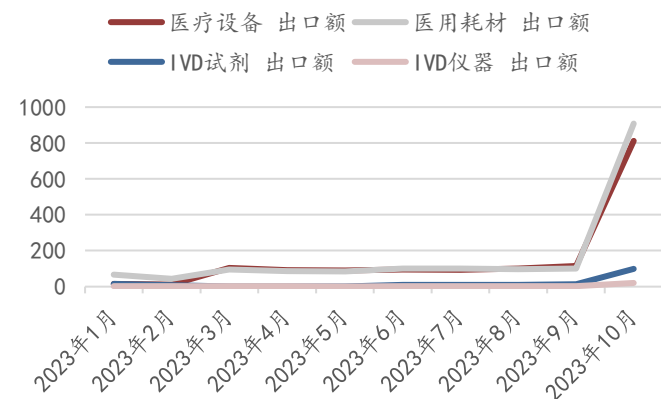
2023年1-10月份医械进出口金额（亿元）



2023年1-10月医械进口额（亿元）



2023年1-10月医械出口额（亿元）

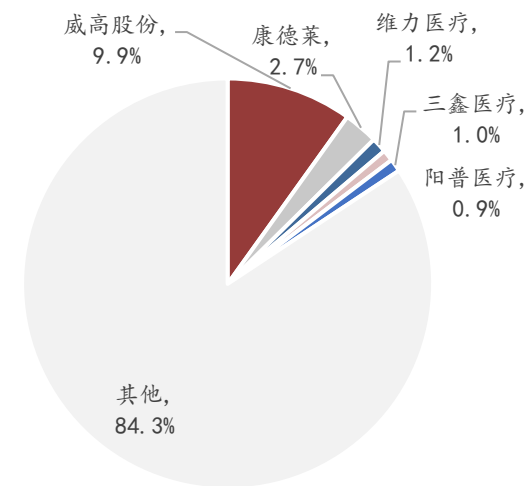


医用低值耗材分类

市场	产品	进口品牌	国产品牌
医用卫生材料及敷料类	医用胶布、绷带、纱布、帽子、口罩、棉签、敷贴、海绵、夹板，一次性压舌板、床单、被套、枕套、鞋套、防护服、手术衣、洞巾、垫巾、牵引带等	施乐辉、3M、泰尔茂、康乐保、麦朗、康维德	奥美、南卫、威高、振德、稳健、朝美、阳普、江西3L、尚荣、洁利康
注射穿刺类	一次性注射器、注射针、输液针、留置针、穿刺针、输液器、输血器、血袋、采血针等	泰尔茂、BD、贝朗、百特、尼普诺	阳普、康德莱、普华和顺、永胜、采纳股份、威高、百合、双鸽、江西3L、三鑫医疗、宏宇五洲、安徽天康、江西洪达、山东侨牌、天益
医用高分子材料类	血液成分分离器材、连接管路、血液滤网、药液过滤滤膜、空气过滤滤膜、血液过滤器、引流管、导尿管、肠道插管、医用手套、集尿袋、引流袋等	泰尔茂、百特、康乐保	威高、康德莱、蓝帆医疗、中虹、采纳股份、英科、维力、德尔、百多安、江西3L
医用消毒类	医用酒精、医用消毒液、消毒剂、消毒包装袋、指示卡、指示胶带等	3M	欧洁、利尔康
麻醉耗材类	一次性麻醉包、持续给药输液泵、微量化疗泵、喉罩、麻醉面罩、通气管、动脉插管、静脉插管、气管插管、气管导管、硬膜外麻醉导管、中心静脉导管、牙垫、麻醉穿刺针、穿刺包、术后催醒器、麻醉气体过滤器、麻醉气体净化器、传感器、检测电极片等	泰尔茂、BD、百特、贝朗	驼人、威高、维力医疗、海宁绿健、浙江苏嘉、伟康、百合
手术室耗材类	一次性手术包、灌注器、医用缝合针、缝合线、可吸收缝线、灭菌线束、灭菌线团、电刀、电凝镊、手术刀、手术刀片、医用备皮刀、医用胶、电极、穿刺器、吸引头等	强生、贝朗	康基、江西3L、振德、新华、威高、尚荣
医技耗材类	B超打印纸、耦合剂、导电膏、心电电极、脑电图纸、心电图纸、监护仪纸、尿液分析仪打印纸、生化打印纸、高压注射器针筒、高压注射器针头、一次性造影连接管、医用X光胶片、医用CT(MR)胶片、激光胶片等	美国伊士曼柯达、日本富士、日本柯尼卡、索尼	爱克发、富明威

- 由于低值耗材进入门槛低，所需研发水平以及研发投入偏低，因此国内生产企业数量众多，行业竞争格局相对较为分散，2021年行业CR5仅为15.7%。目前，高端低值耗材我国仍然主要依赖进口。

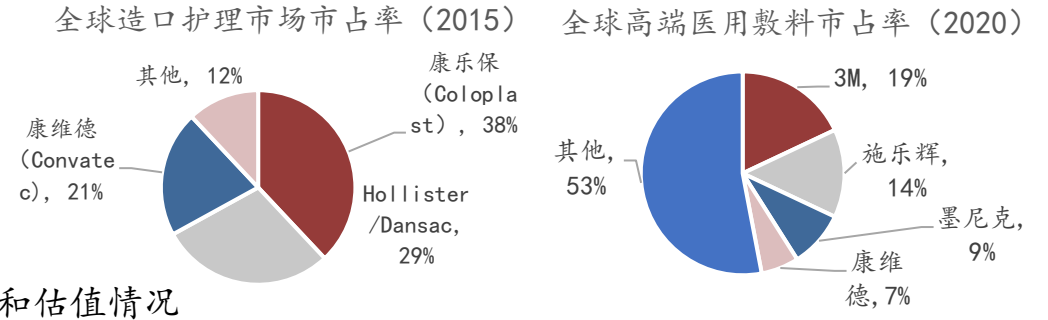
2021年中国低值医用耗材市场竞争格局



数据来源：《中国医疗器械蓝皮书》，莫尼塔研究

我国医用低值耗材行业集中度、标的市值与估值具备提升空间

- 海外低值耗材行业集中度较高，例如，在造口护理市场与高端医用敷料市场已经形成了行业龙头。
- 纵观各家龙头公司，市值可高达260亿美元。2023年几家公司估值水平在16-34倍区间。



海外低值耗材相关公司盈利和估值情况

单位: 百万美元	市值 (2023年12月1日)	业务占比 (2022年)	营收						净利润					毛利率	净利率	预测PE			
			2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年			2025年	2022年	2023年	2024年
康乐保股份公司	26,265	造口护理 (69%)、伤口护理 (12%)、失禁护理 (11%)、发音及呼吸护理 (8%)	2,784	3,122	3,290	3,514	3,974	4,320	630	801	739	694	799	912	68.78	20.84	33.67	30.85	27.17
施乐辉	11,441	骨科 (40%)、运动医学和耳鼻喉科产品 (31%)、高级伤口管理 (29%)	4,560	5,212	5,215	5,540	5,804		564	724	713	706	788		70.47	4.28	16.00	14.19	
ConvaTec集团	5,871	伤口及皮肤管理 (30%)、失禁和重症护理 (26%)、造口护理 (25%)、药物输注护理 (19%)	1,894	2,038	2,073	2,138	2,255		135	127	53	269	308		53.26	3.04	21.59	18.88	
Owens&Minor公司	1,655	分销、外包物流和增值服务, 以及制造和采购医疗用品 (80%)、直接销售给患者和家庭健康机构的一次性医疗用品 (20%)	8,480	9,785	9,955	10,354	10,704		106	249	-1	107	126		18.35	0.22	16.17	14.18	
嘉德诺健康集团	26,429	药品分销 (91%)、医疗器械产品及分销 (9%)	152,922	162,467	181,364	205,012	226,313	245,749	1,625	1,661	1,189	1,520	1,729	1,900	3.61	-0.51	16.29	15.40	13.81

注: 康乐保年度周期为截止到9月30日的12个月, 嘉德诺为截止到6月30日的12个月, 施乐辉和ConvaTec2023年收入值为预测值; 康乐保业务占比为截止到2023年9月30日的数据。康乐保与嘉德诺2023年PE为实际值。

数据来源: Bloomberg、康维德招股书、梧桐树资本《创伤修复生物材料产品的行业研究》, 莫尼塔研究

- 过去3年低值耗材板块标的的收入与净利润多保持较快增长，但是今年以来在涨跌幅上调整较多，静待影响因素消除。

低值医用耗材相关标的

代码	公司	市值 (亿元)	PE-2023	PE-2024	2022年营收 (亿元)	2023Q3营收 (亿元)	近3年营收CAGR (%)	2022年净利润 (亿元)	2023Q3净利润 (亿元)	海外销售额占 比(2022年)	2023Q3毛利率 (%)	近3年利润CAGR (%)	今年以来涨跌幅 (%)
300151.SZ	昌红科技	105	103.69	41.90	12.28	7.39	20%	1.28	0.51	67%	28.02	27%	2.91
300453.SZ	三鑫医疗	42	20.83	17.06	13.36	9.30	23%	1.85	1.41	20%	34.40	44%	22.40
300888.SZ	稳健医疗	230	9.59	16.55	113.51	60.10	35%	16.51	21.48	12%	50.17	45%	(22.10)
300981.SZ	中红医疗	63	86.81	24.57	15.73	15.82	10%	0.67	0.09	93%	12.54	-9%	16.05
600587.SH	新华医疗	125	17.23	14.14	92.82	73.17	2%	5.03	5.79	2%	27.68	-16%	25.75
603301.SH	振德医疗	71	15.13	12.01	61.38	32.09	49%	6.81	3.01	33%	34.34	63%	(26.57)
603309.SH	维力医疗	45	21.66	16.55	13.63	9.77	11%	1.67	1.44	47%	45.39	11%	(22.47)
603987.SH	康德莱	47	16.04	13.10	31.19	18.75	20%	3.12	1.87	32%	32.62	22%	(21.61)
605369.SH	拱东医疗	68	40.97	22.01	14.69	7.13	38%	3.26	0.88	30%	32.12	42%	(42.35)
002382.SZ	蓝帆医疗	72	-16.99	-91.99	49.00	35.84	12%	-3.72	-3.56	87%	13.27	-191%	(3.66)
300677.SZ	英科医疗	135	25.03	15.50	66.14	50.42	47%	6.29	3.31	83%	12.67	52%	(1.61)
301122.SZ	采纳股份	52	35.84	26.01	4.65	2.94	37%	1.62	0.93	94%	39.13	71%	8.47
688029.SH	南微医学	178	36.38	28.26	19.80	17.45	15%	3.31	3.87	42%	64.04	3%	15.89
300888.SZ	稳健医疗	230	9.59	16.55	113.51	60.10	35%	16.51	21.48	12%	50.17	45%	(22.10)

注：市值日期为12月1日，今年以来涨跌幅截止至12月1日；数据来源：Wind, 莫尼塔研究

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。
邮编：200120

Email: sales.list@cebm.com.cn

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。
邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005,
United States