

重塑底层逻辑，掘金支付视角

——医药生物行业2025年投资策略

2024年10月12日

医药持仓连续回落，估值具备吸引力，仍有增配空间：2024年Q1~Q3，医药板块整体表现不佳，估值长期在历史均值线下震荡。2024Q2，股票型公募基金（选取普通股票型+偏股混合型，下同）重仓医药市值占比为11.23%，环比-0.94pct；剔除医药基金的公募基金重仓医药市值占比为6.08%，环比-0.58pct。剔除医药基金，公募基金重仓医药市值占比连续两个季度回落，处于历史较低水平。考虑到未来老龄化带来的刚需扩容，以及国内企业的全球竞争力持续提升，看好医药未来持续创造超额收益。

从政策的视角看医药，三明模式将成为重要参考方向：中国的医药市场支付结构，以及医改的方向，决定了国内的医药产业必将长期受到政策的重大影响。中国医改经过多年的推进，已经到达了触及利益结构和社会关系的深水区，改革的影响力度和范围必将持续扩大。进入2024年以来，“三明医改”多次出现在国家级的政策文件中，这就意味着三明模式成为医改必然参考的重要方向。从三明医改的启示中，我们认为医药产业发展的核心将越来越贴近人民健康管理，药物经济学、医务性收入、分级诊疗、临床指南等核心概念，将在长期发挥越来越重要的作用。

谁来付费？从支付视角挖掘投资机会：综合人口结构、政策框架、经济环境等一系列复杂变化的趋势，我们认为，在需求侧无法无限扩张的情况下，需要结构性甄选投资机会，而其中的核心矛盾就在于支付意愿与支付能力。因此，我们从支付视角，基于医药产业内的三种付费渠道：院内支付、自费支付、海外支付，分别进行梳理，看好院内政策支持（创新药械、设备更新）、人民群众需求扩容（血制品、家用医疗器械、减肥药产业链）、出海周期上行（肝素、呼吸道联检）三大方向。

重点推荐：恒瑞医药、信达生物（H）、迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗、天坛生物、派林生物、千红制药、太极集团。

风险分析：控费政策超预期、研发失败风险、政策支持不及预期、板块估值下挫风险。

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下

- 1.1 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下
- 1.2 24Q2全基重仓医药股比例处于较低水平，连续两个季度回落

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

3.从支付角度选择投资方向

4.重点公司

5.风险分析

1.1 行情回顾：24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下

2024年前三季度，从申万子行业市场表现来看，原料药涨幅最大，主要原因是去库存压力边际减小，盈利能力持续改善。疫苗、线下药店跌幅最大，疫苗跌幅较大主要原因是受部分品种降价超预期以及国内需求疲软等因素影响；线下药店跌幅较大原因是行业竞争加剧、医保强监管叠加医改政策的持续推行，引发市场对线下药店盈利能力担忧。

图1：A股大盘指数和各申万以及行业涨跌幅情况
(2024.1.1-2024.9.30)

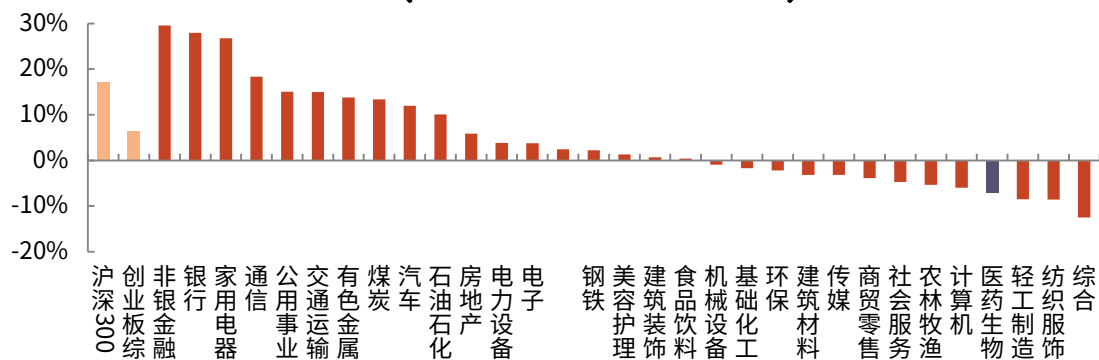


图2：A股医药生物板块和子行业涨跌幅情况
(2024.1.1-2024.9.30)

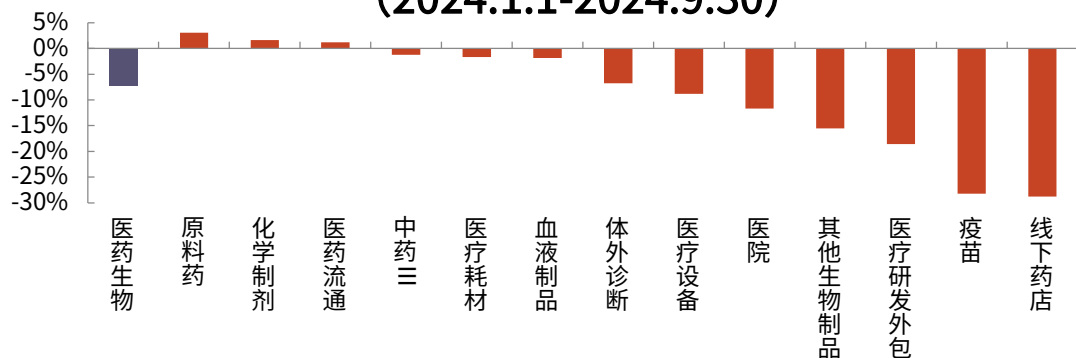


表1：A股医药子行业单季度涨跌幅情况
(2024Q1-2024Q3)

板块名称	Q1涨跌幅	板块名称	Q2涨跌幅	板块名称	Q3涨跌幅
医药生物	-12.08%	医药生物	-10.25%	医药生物	17.62%
医药流通	-0.46%	血液制品	7.05%	医院	37.66%
中药III	-3.16%	原料药	2.30%	医疗研发外包	31.65%
线下药店	-8.47%	医疗设备	-4.68%	疫苗	22.76%
化学制剂	-8.48%	医疗耗材	-5.04%	化学制剂	20.27%
血液制品	-10.07%	化学制剂	-7.66%	原料药	19.84%
体外诊断	-10.12%	中药III	-9.88%	医疗耗材	18.21%
医疗设备	-10.28%	医药流通	-11.18%	体外诊断	17.84%
医疗耗材	-12.39%	体外诊断	-11.98%	医药流通	14.43%
其他生物制品	-13.83%	其他生物制品	-14.11%	其他生物制品	14.10%
原料药	-15.97%	医疗研发外包	-15.32%	中药III	13.15%
医院	-19.49%	医院	-20.33%	医疗设备	6.59%
疫苗	-22.64%	疫苗	-24.39%	线下药店	3.83%
医疗研发外包	-26.94%	线下药店	-25.03%	血液制品	1.93%

1.1 行情回顾：24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下

图3：A股医药生物行业2024Q1-2024Q3涨跌幅（2024.1.1-2024.9.30）

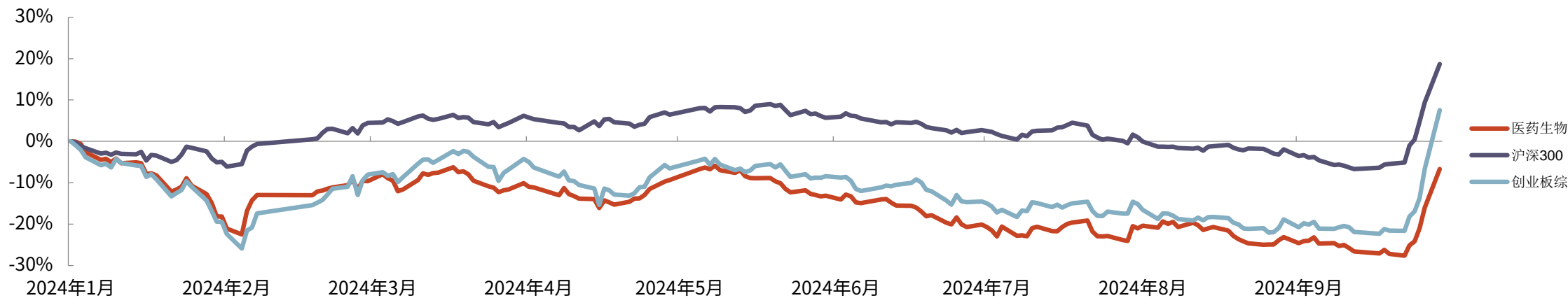
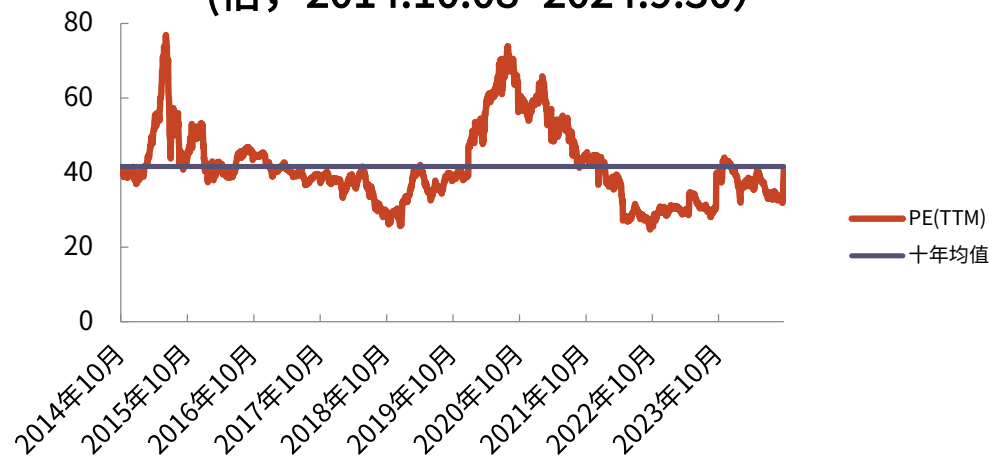


图4：医药生物行业十年PE变化情况

(倍，2014.10.08~2024.9.30)



回顾过去10年（2014年10月以来），医药生物板块PE(TTM)在25x-77x之间波动，均值为42x。截至2024年9月30日，医药生物板块PE(TTM)为41x，估值处于历史均值以下。医药生物行业此轮估值从2020年年中开始震荡下行，2023Q3末触底反弹，持续在低于十年均值水平震荡。在经历2024年9月底的全市场快速上涨之后，仍未突破历史均值。考虑到老龄化所带来的医药刚需扩容，以及国内医药产业全球竞争力的持续提升，看好医药板块未来持续创造超额收益，具备较高投资价值。

资料：同花顺iFinD，光大证券研究所

1.2 24Q2全基重仓医药股比例处于较低水平，连续两个季度回落

2024Q2，股票型公募基金（选取普通股票型+偏股混合型，下同）重仓医药市值占比为11.23%，环比-0.94pct；剔除医药基金的公募基金重仓医药市值占比为6.08%，环比-0.58pct。剔除医药基金，公募基金重仓医药市值占比连续两个季度回落，处于历史较低水平。

图5：股票型公募基金重仓医药市值情况（亿元）

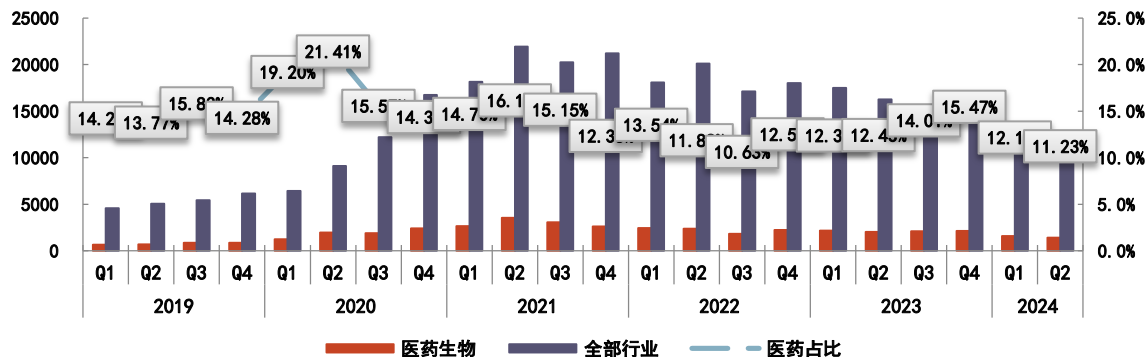


图6：股票型公募基金（剔除医药基金）重仓医药市值情况（亿元）

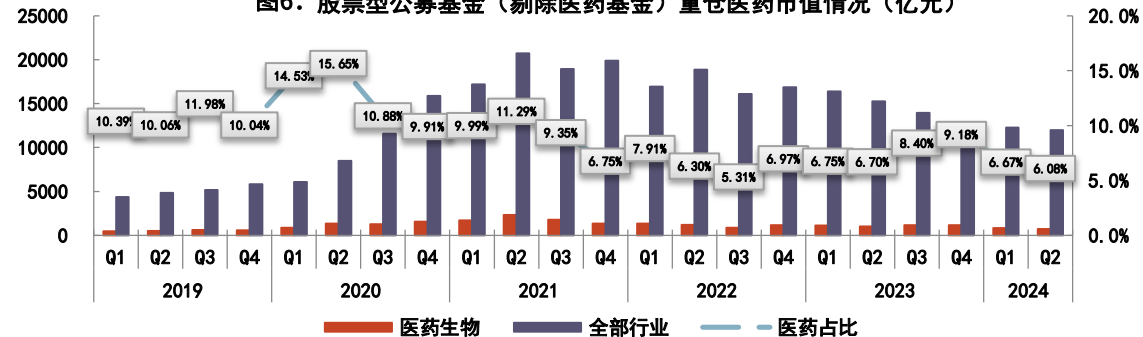


表2：股票型基金重仓医药持股市值TOP20变化（万元）

代码	公司	2024Q2总市值	2024Q2排名	2024Q1总市值	2024Q1排名	重仓市值变化	排名变化
300760.SZ	迈瑞医疗	4149383	1	3969271	2	180112	1
600276.SH	恒瑞医药	2602650	2	4225040	1	-1622390	-1
603259.SH	药明康德	1226449	3	1300898	3	-74449	0
688271.SH	联影医疗	841207	4	1055020	5	-213814	1
002422.SZ	科伦药业	764571	5	703281	7	61291	2
300015.SZ	爱尔眼科	764481	6	1057768	4	-293287	-2
300347.SZ	泰格医药	734284	7	602274	9	132010	2
688617.SH	惠泰医疗	654198	8	645891	8	8307	0
000423.SZ	东阿阿胶	615932	9	566548	10	49384	1
002223.SZ	鱼跃医疗	547577	10	371752	14	175826	4
000999.SZ	华润三九	463313	11	371020	16	92293	5
688076.SH	诺泰生物	330261	12	150678	34	179583	22
300832.SZ	新产业	325704	13	371739	15	-46035	2
600436.SH	片仔癀	323094	14	401496	13	-78401	-1
300122.SZ	智飞生物	311807	15	911094	6	-599288	-9
1801.HK	信达生物	299789	16	271214	20	28576	4
002252.SZ	上海莱士	298256	17	221679	25	76576	8
600161.SH	天坛生物	289087	18	250819	22	38268	4
688235.SH	百济神州	271608	19	352391	18	-80783	-1
688506.SH	百利天恒	269048	20	171070	31	97979	11

表3：股票型基金重仓医药持股基金数TOP20变化

代码	公司	2024Q2数量	2024Q2排名	2024Q1数量	2024Q1排名	重仓基金数变化	排名变化
300760.SZ	迈瑞医疗	536	1	500	2	36	1
600276.SH	恒瑞医药	401	2	615	1	-214	-1
002422.SZ	科伦药业	191	3	249	3	-58	0
688617.SH	惠泰医疗	123	4	101	8	22	4
603259.SH	药明康德	107	5	127	5	-20	0
300015.SZ	爱尔眼科	106	6	124	6	-18	0
002223.SZ	鱼跃医疗	104	7	69	22	35	15
1801.HK	信达生物	102	8	88	12	14	4
000423.SZ	东阿阿胶	96	9	100	10	-4	1
688076.SH	诺泰生物	92	10	39	50	53	40
300832.SZ	新产业	81	11	66	23	15	12
688271.SH	联影医疗	80	12	74	18	6	6
300347.SZ	泰格医药	79	13	72	20	7	7
300677.SZ	英科医疗	78	14	43	41	35	27
300122.SZ	智飞生物	76	15	178	4	-102	-11
300049.SZ	福瑞股份	74	16	71	21	3	5
688235.SH	百济神州	73	17	104	7	-31	-10
688266.SH	泽璟制药	71	18	66	23	5	5
300573.SZ	兴齐眼药	69	19	77	17	-8	-2
300181.SZ	佐力药业	69	19	50	33	19	14

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史较低水平

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

- 2.1 “三明医改”成为医药产业重要的参考方向
- 2.2 从三明政策主题词看医改轨迹变迁
- 2.3 三明医改启示录：哪些底层逻辑将被扭转

3.从支付角度选择投资方向

4.重点公司

5.风险分析

2.1 “三明医改”成为医药产业重要的参考方向

2024年以来，“三明医改”多次出现在国务院办公厅、国家医保局、国家卫生健康委员会等部门的政策文件中，三明医改的经验将成为全国医改发展的重要参考。随着中国医改进入深水区，三明模式在政策体系中的影响可能会越来越大，而该模式的推广，也很有可能对整个医药产业的发展产生深远的影响。因此，如何理解“三明模式”，这种模式可能产生什么样的结构性机会，就是国内医药投资的当务之急。

表4：2024年以来“三明医改”屡次在国家级政策中出现

时间	事件/政策	要点
2024年8月	国家医保局 2024年8月30日新闻发布会介绍推广三明医改经验有关情况	三明医改部分经验已经上升为国家政策
2024年7月	新华社公众号：改革近镜头 为三明医改“点赞”	“三明医改方向是正确的、成效是明显的，要注意推广”，态度鲜明。
2024年6月	国务院办公厅关于印发《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》的通知	二、深入推广三明医改经验：（二）因地制宜学习推广三明医改经验。（三）推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面。（四）深化医疗服务价格改革。（五）深化医保支付方式改革。（六）深化公立医院薪酬制度改革。
2024年5月	国家医疗保障局关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知	一、深刻领会三明医改精神实质。二、持续巩固落实三明医改制度性成果。三、学习三明医改精神，持续创造医保改革新经验。

表5：历年国办深化医改重点任务的主要内容

年度	2024年	2023年下半年	2022年	2021年	2020年下半年
一	加强医改组织领导	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局	加快构建有序的就医和诊疗新格局	进一步推广三明市医改经验，加快推进医疗、医保、医药联动改革	加强公共卫生体系建设
二	深入推广三明医改经验	深化以公益性为导向的公立医院改革	深入推广三明医改经验	促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系	深入实施健康中国行动
三	进一步完善医疗卫生服务体系	促进多层次医疗保障有序衔接	着力增强公共卫生服务能力	坚持预防为主，加强公共卫生体系建设	深化公立医院综合改革
四	推动公立医院高质量发展	推进医药领域改革和创新发展	推进医药卫生高质量发展	统筹推进相关重点改革，形成工作合力	深化医疗保障制度改革
五	促进完善多层次医疗保障体系	健全公共卫生体系			健全药品供应保障体系
六	深化药品领域改革创新	发展壮大医疗卫生队伍			统筹推进相关重点改革
七	统筹推进其他重点改革				

2.2 从三明政策主题词看医改轨迹变迁

三明医改主要经历了3个阶段：治混乱、堵浪费；建章程、立制度；治未病、大健康，各阶段均有各自特殊历史使命和改革重点：

- I. 第一阶段(2012.2~2013.1)：聚焦于综合性规划、医疗与医保、医药控费；
- II. 第二阶段(2013.2~2016.11)：聚焦于岗位目标年薪制、规范诊疗、按病种收付费、医疗保障、药品（耗材）采购；
- III. 第三阶段(2016.12~2022.6)：聚焦于薪酬考核激励、医防协同组织体系、医药卫生体制深化改革、中医药健康促进、医保支付制度完善。

三明医改各个阶段的政策焦点都是为后续阶段奠定政策基础，在政策延续的基础上融入新的阶段性内容。

- 医疗服务方面：实现了**第一阶段遏制医疗费用**，**第二阶段分级诊疗**，**第三阶段构建紧密型医联体**，最终实现医疗资源下沉。
- 医药方面：完成了**第一阶段药品销售零差率**，**第二阶段药品集中联合限价采购**，**第三阶段达成“三明采购联盟”**。
- 医保方面：**第一阶段调整原新农合、城居保、城职保待遇**，**第二阶段尝试实施按病种收付费**，**第三阶段推出按疾病诊断相关分组付费(DRG)**，形成**按病种、按项目、按床日等多种支付方式并存的复合支付制度**。

图 明医改第一阶段政策高频主题词的聚类分析

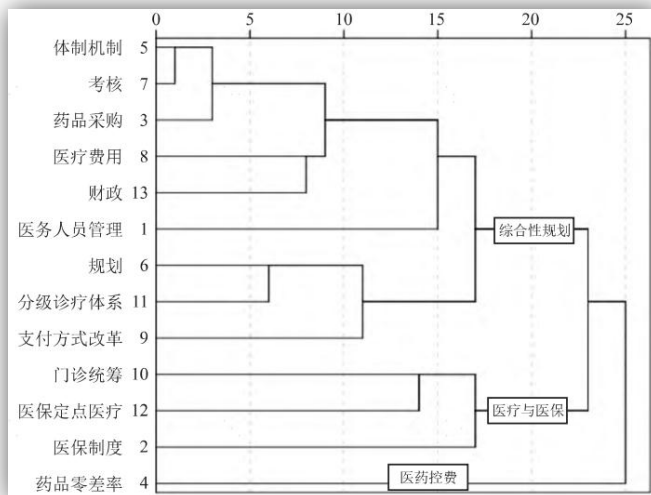


图8：三明医改第二阶段政策高频主题词的聚类分析

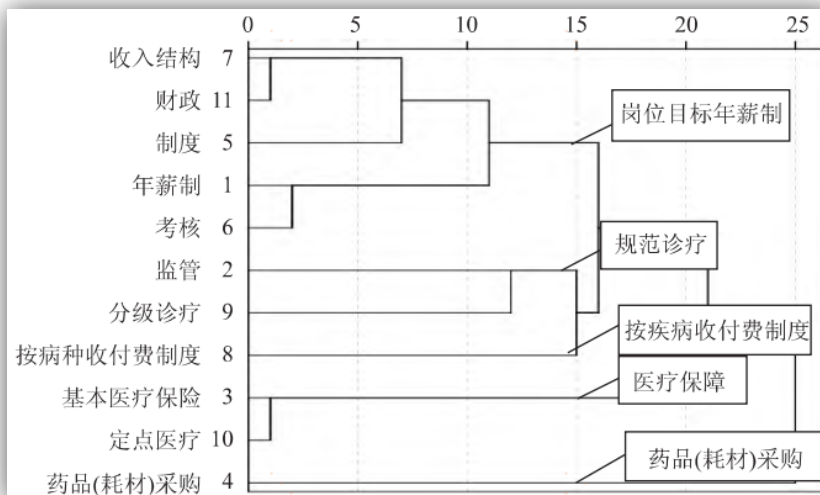
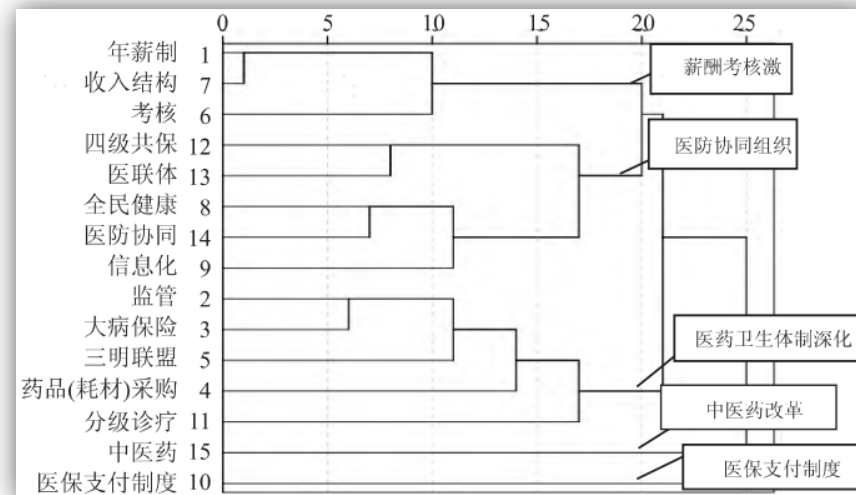


图9：三明医改第三阶段政策高频主题词的聚类分析



2.3 三明医改启示录：哪些底层逻辑将被扭转

中短期重视医保治理，中长期的核心是人民健康管理

- 从卫生经济学、药物经济学的视角，能否促进医保管理和人民健康的综合提升，**是否能实现药物经济学优效**，这是未来医药市场竞争的核心命题

医改政策具备一以贯之的连续性，每一阶段的焦点都是下一阶段的基础

- 医药企业的战略出发点，是**理解了医改的最终目标**，还是**仅仅应付当前的政策阶段**，将导致未来的销售业绩产生越来越大的结构性分化

院长和医生的薪酬制度改革重塑了院内的利益关系和社会结构

- 院长年薪制将院长从医院的复杂利益关系和社会结构中独立出来，从“**当家人**”转换为“**代理人**”，更有力推动政策落实
- 医生年薪制推动医生转向**医务性收入**导向，彻底扭转医药产品的临床销售模式

经济激励模式影响医疗服务供给，医共体总额预付推动医疗资源下沉

- 年薪制、打包支付制度等经济激励模式将深刻影响医生的行为逻辑，进而影响医疗服务的供给
- 医共体、总额预付等制度将推动部分医疗资源下沉，分级诊疗会得到更彻底的落实
- 企业应针对自身产品的特点，针对**高等级医院和基层医疗机构分门别类地打造终端销售策略**

临床指南的重要性会越来越高

- 国内过往的医疗实践，由于多方面的历史遗留原因，导致很多诊疗行为与标准的临床指南推荐有较大差距，而未来DRG、激励方式和治理模式调整等多种政策将会联合挤压不合理、不规范的诊疗行为的生存空间，**越贴近指南的诊疗行为和产品将越有优势**

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史较低水平

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

3.从支付角度选择投资方向

- 3.1 院内：政策支持
- 3.2 院外：需求扩容
- 3.3 海外：周期上行

4.重点公司

5.风险分析

3. 谁来付费：从支付视角挖掘医药投资机会

综合人口结构、政策框架、经济环境等一系列复杂变化的趋势，我们认为，**在需求侧无法无限扩张的情况下，需要结构性甄选投资机会，而其中的核心矛盾就在于支付意愿与支付能力。**因此，我们从支付视角，基于医药产业内的三种付费渠道：院内支付、自费支付、海外支付，分别进行梳理，看好院内政策支持、人民群众需求扩容、出海周期上行三大方向。

院内政策支持

- 以院内为主销渠道的产品，多是疾病诊疗强刚需类的药械，而院内渠道受政策影响较大，因此是否符合政策导向、能否得到医保或财政补贴的支持，便是该类产品销售的核心要点
- **创新药械**：近年来国内医保、审评等政策环境持续对创新类产品呈现边际利好态势，并且高临床价值的创新产品也能够为患者带来临床获益，在医保支付中得到结构性支持
- **设备更新**：随着财政补贴支持的陆续落地，降低医院的资金成本，提高医院进行设备更新和技术改造的积极性

人民群众需求扩容

- 随着人口结构、疾病谱、经济和技术的发展，国内人民群众的健康需求不断扩容、多样化，并愿意为其进行一部分自费支付
- **家用医疗器械**：直接受益于银发经济带来的老年人群家庭健康需求扩张，血糖监测、血压监测等各类产品都将迎来长期稳健增长
- **血液制品**：采浆规模增加和渗透率提升，带来供需双重扩容，同时行业高壁垒导致竞争格局长期稳定
- **减肥药产业链**：肥胖率呈现持续增长的态势，导致社会对减肥药的需求大幅增加，促进减肥药产业链繁荣

出海周期上行

- 出海是国内企业发展的重要逻辑，海外客户的付费将为国内公司创造更多利润 途径
- **肝素**：价格经历了长时间磨底，海外客户的库存周期变化，带来价格受益可能性，催化国内肝素企业长足发展
- **呼吸道联检**：新冠、流感等多种呼吸道病毒的持续流行，在全球范围内持续催化检测需求，联检产品的升级换代有望带来新一轮增长动力

3. 从支付角度选择投资方向

3.1 院内：政策支持

- 3.1.1 创新药：全链条支持创新药，政策力度空前
- 3.1.2 创新器械：国产器械创新升级，强势崛起
- 3.1.3 设备更新：关注24Q4及未来2-3年政策推进

3.2 院外：需求扩容

3.3 海外：周期上行

3.4 总结：掘金支付视角

3.1.1 创新药：全链条支持创新药，政策力度空前

2024年以来，创新药领域多项利好政策陆续出台。新政策分别从支付端、融资端、审评端、考核端等多个维度全链条助推创新药的研发及商业化，彰显国家对创新药物全链条支持的高度重视。随着政策落地，创新药发展有望迈入快车道，长期利好创新药的发展。

■ 2月：国家医保局发布《建立新上市化学药品首发价格形成机制，鼓励高质量创新的通知》征求意见稿，对企业评价新上市药品创新质量给予指引，并在定价端予以政策支持。

■ 3月：2024年《政府工作报告》首次提及“创新药”，并提到“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”“开辟量子技术、生命科学等新赛道”。

■ 4月：北京、广州和珠海三地在同日发布支持创新药产业发展的征求意见稿，在研发端、注册端、支付端等方面支持创新药行业。

■ 6月：国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》多次提及“创新药”。其中在“深化医保支付方式改革”部分提出，研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜。

■ 7月：国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。

政策利好医药产业创新发展，加速拥抱新质生产力。随着产业和政策监管的持续进步，产品的临床价值愈发成为终端销售的决胜因素，我们重点推荐恒瑞医药、信达生物（H）等。

图10：2020-2024H1国内药物临床注册实验登记数（项）

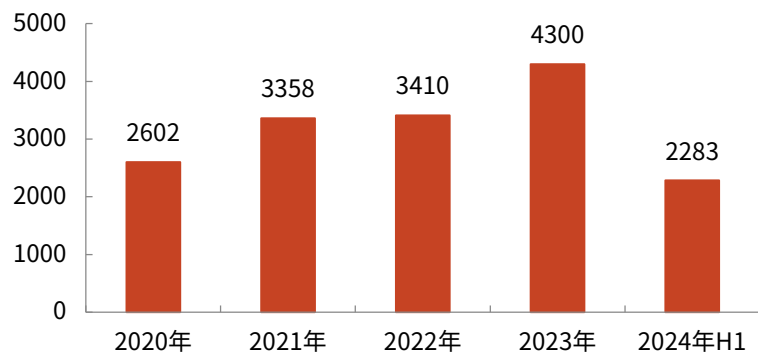
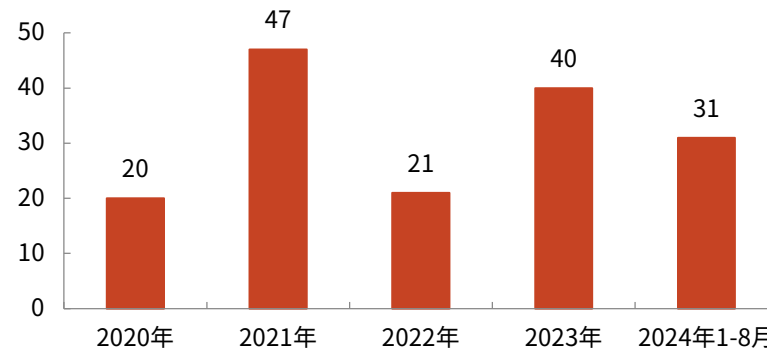


图11：2020-202408国内获批上市创新药数量（个）

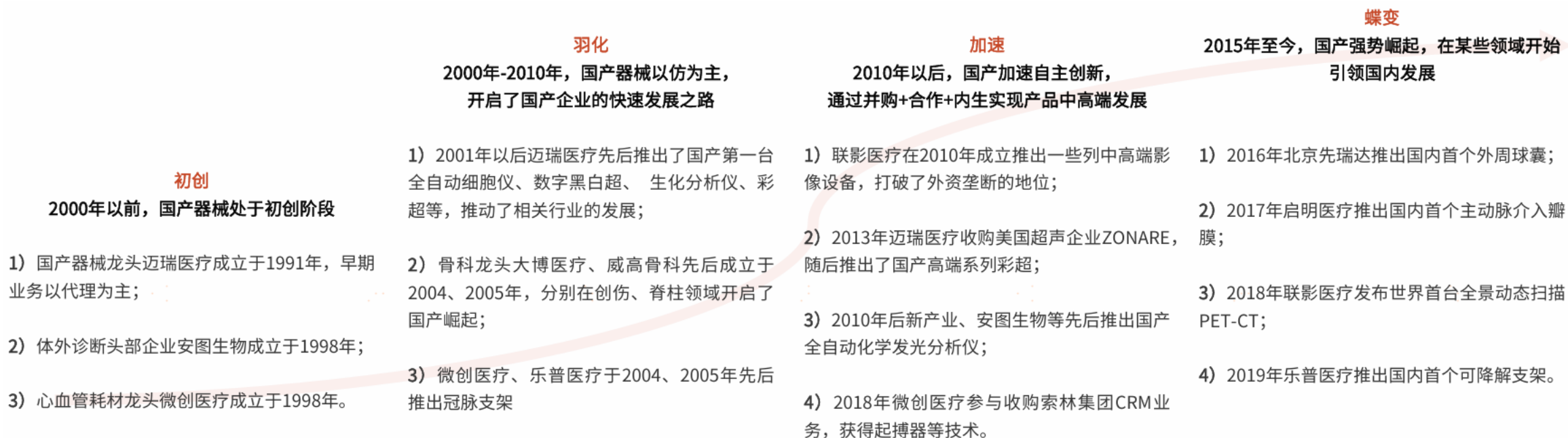


资料：国家药监局，光大证券研究所

3.1.2 创新器械：国产器械创新升级，强势崛起

- **技术突破势在必行，医疗耗材集采常态化，加速创新升级。** 1) 当前国际形势风云变幻，生物医药行业由于集成多种复杂高端科技，极有可能受到不利影响，除了国内设备购入受阻外，还存在海外供应链“卡脖子”风险。国内产品创新升级，突破高端医疗器械的技术封锁势在必行。2) 2020年以来，以“国采+省级联盟”模式为主导的带量采购广泛开展。随着集采的深入和扩围，国内医疗器械市场面临较大控费压力。
- **以创新为导向，政策支持高端器械国产化率提升。** 国家出台多项文件支持创新医疗器械发展，国内企业紧抓政策红利，创新器械上市数量快速提升。企业正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破、缩小与进口企业的差距，如高值耗材、CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等。医疗器械龙头企业加大研发投入，加速创新产品落地和高端化。我们看好高端医疗设备以及具有较强研发实力的高值耗材，重点推荐联影医疗、迈瑞医疗，建议关注微创机器人、惠泰医疗、爱博医疗等。

图12：国产医疗器械经历了初创、羽化、加速、蝶变阶段



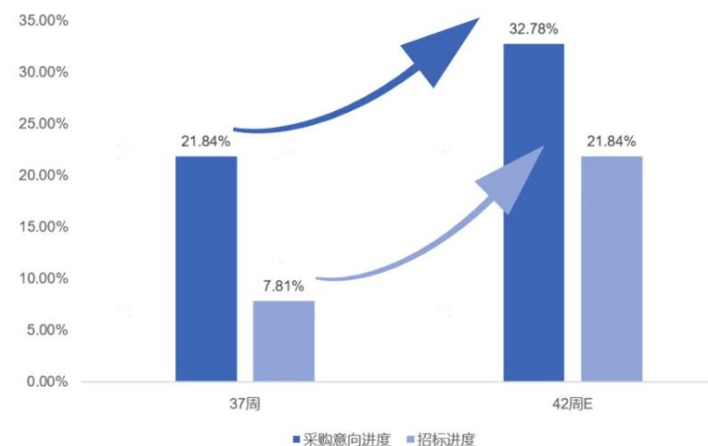
3.1.3 设备更新：关注24Q4及未来2-3年政策推进

- 政策鼓励医疗装备更新改造。**2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，对医疗领域，提到加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。**国产设备龙头有望把握政策机遇，加快推进，我们看好医疗设备和科学仪器细分赛道，重点推荐迈瑞医疗、联影医疗，建议关注华大智造、新华医疗、澳华内镜、微创机器人、聚光科技、禾信仪器、皖仪科技等。**
- 医疗设备与科学仪器领域有望加速。**我国医疗设备与科学仪器领域市场空间广阔，但PET、MRI、CT、超声等中高端医疗设备的配备率仍处于较低水平，并且就国产率而言，除监护仪类产品已基本实现国产化之外，大部分产品进口品牌长期占据绝对优势，其中超声设备、内窥镜、体外诊断设备等目前国产率仅10%-30%，未来**潜力巨大。国产医疗设备凭借突出的性价比、渠道优势，近年来市场份额逐步提升。**
- 政策有望持续推进，静待后续相关配套措施落地。**本次行动方案于24年年初提出，预计后续资金、招标采购等相关配套措施有望持续落地。短期来看，终端招投标恢复情况及兑现节奏值得关注。我们预计设备更新的需求将从24Q4开始分批逐步释放，并于未来2-3年持续推进拉动板块业绩表现。

表6：各地已公布医疗设备更新项目投资额（截至2024.9.15）

省市	广东	湖南	黑龙江	福建	浙江	重庆	湖北	安徽	河北	北京
拟建项目数量 (个)	24	71	148	86	51	11	235	51	10	14
批复金额 (亿元)	68	57	55	43	36	29	27	25	21	19

图13：县域医共体设备更新采购意向和招标进度（截至2024.9.15）



资料：众成数科，光大证券研究所

3. 从支付角度选择投资方向

3.1 院内：政策支持

3.2 院外：需求扩容

3.1.1 血制品：静丙高景气方兴未艾，有望延续血制品行情

3.1.2 家用医疗器械：院外消费升级，关注龙头企业

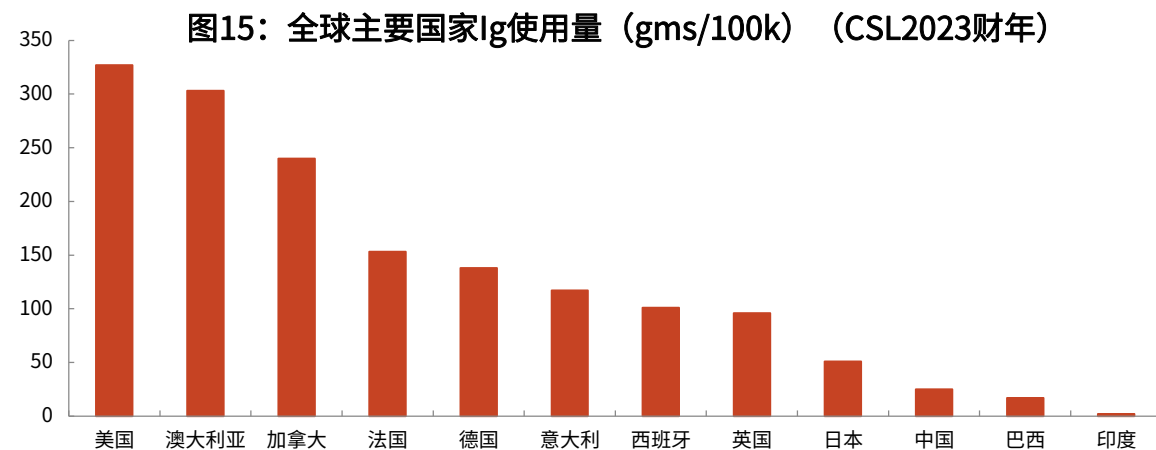
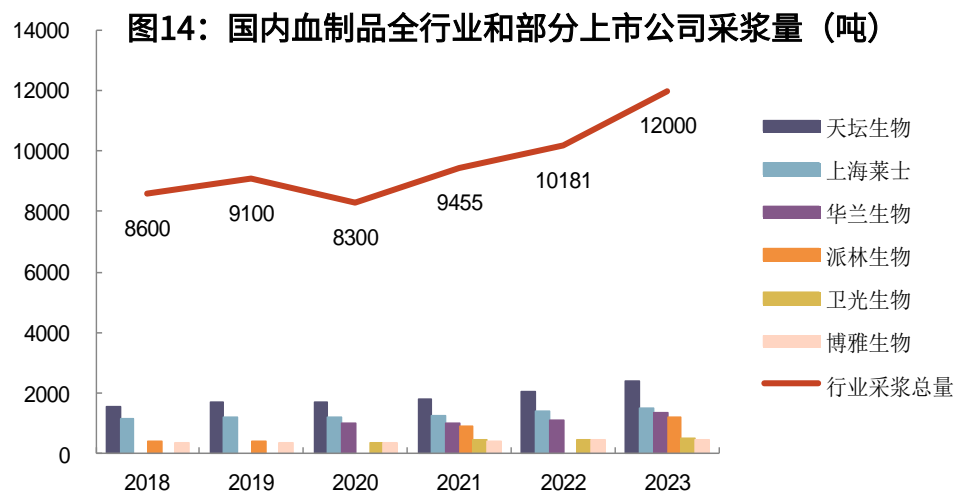
3.1.3 减肥药产业链：GLP市场空间巨大，产业链投资机会丰富

3.3 海外：周期上行

3.4 总结：掘金支付视角

3.2.1 血制品：静丙高景气方兴未艾，有望延续血制品行情

- **国内静丙超适应症应用广泛，带动终端需求持续扩容：**静丙适应症在国内和国际存在较大差异，目前我国获批适应症仅有6种疾病，美国FDA及其他海外国家获批适应症数量明显超过国内。国内静丙超适应症应用广泛，已经在一些疾病上被证明存在明显益处。
- **市场维持高景气度，供给端不断扩大：**根据PDB国内全渠道放大数据，2023年静丙销售额达106亿元，同比+27%，2017-2023CAGR为13%，静丙终端需求高景气，销售额持续增长。2023年我国血浆采浆量约12000吨，根据近年国内新增获批浆站，国内总体采浆量有望持续稳定增长，静丙供给端将不断扩容。
- **国内外血制品用药结构差异较大，对标海外，国内静丙使用渗透率有较大提升空间：**2018年全球血制品使用结构中免疫球蛋白占比较高，市场份额接近50%，远超白蛋白；2023财年CSL血制品销售额中免疫球蛋白占比达53%。根据PDB销售数据，2023年样本医院血制品销售收入中白蛋白超过50%。海内外血制品用药结构存在较大差异，国内在静丙临床需求上仍有较大提升空间。根据CSL2023财年资料，中国人均使用静丙仅为美国、澳大利亚的8%、德国的18%、日本的49%，差距较大，中国静丙使用还有非常大的提升空间。
- **四代蓉生静丙上市销售，多家企业积极布局：**天坛生物四代蓉生静丙于2023年9月上市，静丙持续迭代，产品力提升。国内多家血制品企业积极布局四代高浓度静丙产品，有望陆续上市。四代高浓度静丙在有效性、安全性以及起效时间上具备明显优势，且有望提升吨浆利用率、提高吨浆产出，增厚公司业绩。
- **投资建议：**血制品行业供需两端均不断扩容，整体呈现紧平衡状态，其中静丙产品供不应求，企业整体经营向上趋势显著。血制品行业具备较高行业政策壁垒，盈利性具备较强持续性，且受到国际环境影响较小，具备长期投资价值。重点推荐天坛生物、派林生物，建议关注上海莱士、华兰生物、卫光生物、博雅生物。

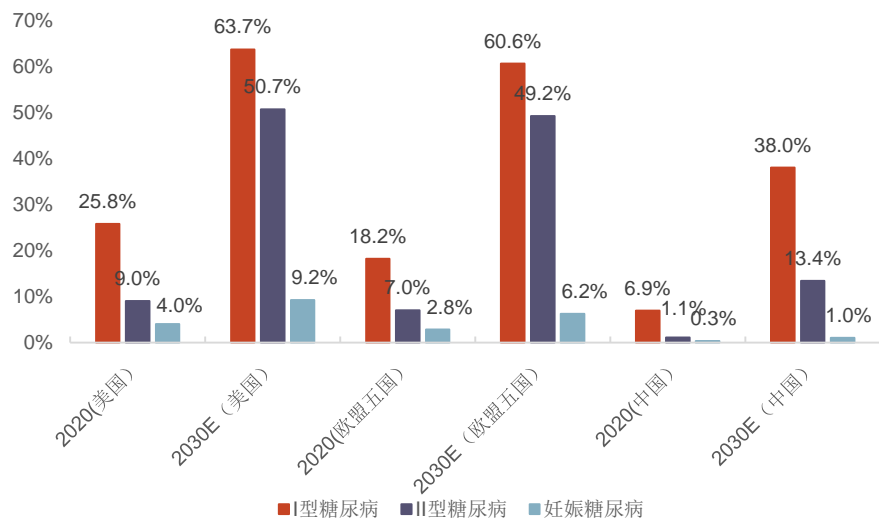


17

3.2.2 家用医疗器械：院外消费升级，关注龙头企业

- 院外渠道销售的产品受DRG/DIP影响较小，人民群众健康需求升级扩容。**在支付方式改革的大潮之下，院外消费升级是未来的医药投资重点方向之一。家用医疗器械企业有较高盈利能力，以鱼跃医疗为例，公司聚焦三大核心赛道，产品组合升级和持续高端化带动毛利率持续提升；电商销售渠道占比较高使公司受院内控费影响较小。我们建议关注家用医疗器械领域品牌力强、产品力强、渠道持续拓展的企业，如鱼跃医疗、三诺生物、怡和嘉业、美好医疗、九安医疗、可孚医疗等。
- 血糖监测：中国和海外CGM蓬勃发展，渗透率与指尖血血糖仪相比仍较低。**根据灼识咨询数据，2020年全球CGM市场规模约为57亿美元，预计到2030年全球CGM市场规模将达到365亿美元，2020-2030年CAGR仍可达到20.3%，依然处于快速成长阶段。以医疗体系最为发达的美国为例，根据德康医疗数据，截至2020年底，美国CGM市场渗透率仅约25%，与指尖血血糖仪超过90%渗透率相比仍然较低，而全球除美国以外的CGM市场渗透率则更低。
- 家用呼吸机：中国供应链在全球呼吸机市场中地位逐渐提升。**以美好医疗为例，公司在呼吸机组件和呼吸面罩组件多项核心技术处于行业领先水平。公司在全球龙头瑞思迈供应链体系内地位逐步提升，大客户黏性强，供应的核心组件从主机、风机、水箱等组件拓展到面罩、管路等耗材。

图16：美国、欧盟五国及中国CGM渗透率2020及2030E对比



资料：微泰招股说明书，IDF，灼识咨询预测，光大证券研究所

图17：家用呼吸机市场规模稳定增加



资料：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，光大证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/388032116066006134>