

行业定期策略

医药生物

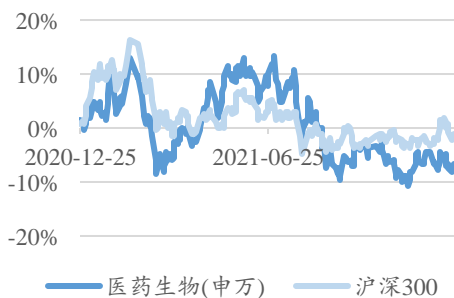
顺应医改，精选成长

2021年12月27日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药生物	-1.16%	-3.59%	-6.93%
沪深300	0.10%	1.48%	-1.57%

邹建军

执业证书编号: S0530521080001
zoujianjun@hncasing.com

吴号

wuhao58@hncasing.com

分析师

0731-84403452

研究助理

相关报告

- 《医药生物：财信证券医药生物行业 2021 年 12 月月报：DRG 支付改革加速，2021 年医保谈判落地》 2021-12-13
- 《医药生物：财信证券医药生物行业 2021 年 11 月跟踪报告：细分板块业绩表现分化，CXO 行业高景气度不变》 2021-11-10
- 《医药生物：财信证券医药生物行业 2021 年 10 月跟踪报告：《“十四五”全民医疗保障规划》发布，建议关注政策受益方向》 2021-10-14

重点股票	2020A		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
药明康德	1.00	111.86	1.53	73.20	2.01	55.63	推荐
凯莱英	2.74	155.69	3.69	115.91	5.83	73.27	推荐
金域医学	3.24	30.90	4.62	21.67	3.88	25.80	推荐
益丰药房	1.07	45.73	1.27	38.55	1.63	29.98	推荐

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **顺应医改，精选成长。**2021 年医药生物板块呈现先扬后抑的走势，全年市场表现较差。展望 2022 年，考虑到：（1）经过前期调整，医药生物板块整体估值回落至较低水平，基金持仓降至低位，配置性价比逐步显现；（2）药品集采、医保谈判呈现常态化，机制设计更加成熟，价格降幅趋向相对温和，DRG 支付、医疗服务价格等重点改革政策、行动计划相继颁布，行业政策更加明朗化，预计来自政策的扰动性会减小；（3）老龄化、创新化、国际化、国产化等持续推动行业稳健发展，行业基本面依然向好；我们维持医药生物板块“领先大市”评级。政策免疫性、高成长性始终是医药生物投资的重要考量，我们认为 2022 年的投资策略是顺应医药政策改革趋势，聚焦高成长赛道，精选优质个股。具体而言，我们看好以下投资方向：
- **创新药及其产业链：**创新是长期不变的主线。在政策支持、资本助力、药企创新的共同努力下，我国创新药上市申报数、对外授权许可明显增多，创新化、国际化成果初步显现，有望迎来收获期，建议关注产品管线丰富、差异化创新能力强、国际化能力强的创新药企恒瑞医药（600276.SH）、贝达药业（300558.SZ）、君实生物（688180.SH）；从一级市场医药融资、企业研发投入、外包渗透率、企业在手订单等多角度来看，CXO 行业高景气度依旧，建议关注 CXO 龙头药明康德（603259.SH）、康龙化成（300759.SZ）、泰格医药（300347.SZ）、凯莱英（002821.SZ）、博腾股份（300363.SZ）。
- **医疗服务：**在人口老龄化、居民收入水平不断提高的背景下，我国高端医疗服务资源仍将面临供给不足的矛盾，建议关注与公立医院错位发展、受益于消费分层与升级、政策免疫性强、品牌优势明显的医疗服务企业，如爱尔眼科（300015.SZ）、通策医疗（600763.SH）、国际医学（000516.SZ）；建议关注助力医院降本增效、顺应医保控费政策趋势的 ICL 龙头金域医学（603882.SH），以及 2022 年业绩存在改善预期、受益于行业集中度提升、处方外流的零售药店龙头益丰药房（603939.SH）、老百姓（603883.SH）、一心堂（002727.SZ）等。
- **风险提示：**耗材、药品集采价格降幅超预期风险；创新药研发失败风险；行业政策风险；行业竞争加剧风险；新冠疫情反复风险等。

内容目录

1 行业回顾	5
1.1 市场回顾.....	5
1.2 业绩回顾：细分板块业绩表现分化，医疗服务板块保持高速增长.....	6
1.3 政策回顾：关注 DRG、医疗服务价格改革.....	8
1.3.1 医保端：药品集采扩面，DRG 支付改革开始全国推广.....	8
1.3.2 医疗端：《深化医疗服务价格改革试点方案》发布，医疗服务价格改革加速.....	10
1.3.3 医药端：鼓励以临床价值为导向的差异化创新.....	11
2 创新药及其产业链：长期不变的主线	12
2.1 创新药：向高质量发展转型，关注差异化、国际化进展.....	12
2.1.1 政策、资本助力转型，创新药有望迎来收获期.....	12
2.1.2 医保谈判加速创新药放量，利好优质创新药企.....	13
2.1.3 创新药对外授权增多，2022 年多款药物有望在欧美获批上市.....	15
2.2 CXO：高景气依旧，重点关注 CDMO、临床 CRO.....	16
2.2.1 医药一级市场融资处于高水平，研发支出持续增长.....	16
2.2.2 医药研发外包率仍有提升空间.....	16
2.2.3 国内 CXO 全球竞争力不断提升，临床 CRO、CDMO 增速更快.....	17
3 医疗服务：政策免疫性强，疫情影响有望减弱	19
3.1 民营医院：政府支持政策不变，专科医疗服务稳健发展.....	19
3.1.1 作为公立医院的重要补充，有望受益消费升级.....	19
3.1.2 口腔：正畸、种植渗透率低，集采以量补价.....	20
3.1.3 眼科：老龄化+电子产品普及+治疗率提高，推动眼科市场增长.....	21
3.2 ICL：助力医院降本增效，顺应医保控费趋势.....	22
3.2.1 医保控费背景下，渗透率有望持续提升.....	22
3.2.2 人口老龄化+健康意识提升+技术进步，推动 ICL 市场扩容.....	23
3.2.3 疫情影响逐步减弱，常规业务加速恢复.....	24
3.3 零售药店：增长逻辑未变，2022 业绩有望边际改善.....	24
3.3.1 集中度有待提升，处方外流加速.....	24
3.3.2 低基数+新开门店逐步盈利，2022 年业绩有望边际改善.....	25
4 投资策略及重点公司推荐	26
4.1 投资策略.....	26
4.2 重点公司推荐.....	27
5 风险提示	29

图表目录

图 1：2021 年 1-12 月申万一级子行业涨跌幅（%）.....	5
图 2：2021 年 1-12 月份医药生物子行业涨跌幅（%）.....	5
图 3：医药生物 PE 情况（截止 2021 年 12 月 23 日）.....	6
图 4：医药生物板块的历史估值及相对沪深 300 的溢价率.....	6
图 5：2004-2020 年我国医疗保险收支情况.....	8
图 6：2004-2020 年我国医疗保险当年结余情况.....	8

图 7: 历次药品集采平均降价幅度.....	9
图 8: 历次药品集采品种数及中选品种数.....	9
图 9: 中美日卫生总费用占 GDP 的比重.....	12
图 10: 2019 年中美日人均卫生费用比较 (元).....	12
图 11: 传统药企研发投入增长情况.....	13
图 12: 中美创新药、仿制药销售占比.....	13
图 13: 中国历年首次 IND 创新药数量 (个).....	13
图 14: 中国创新药获批上市数量 (个).....	13
图 15: 历次医保谈判品种及成功率.....	14
图 16: 目录外谈判成功品种平均降幅.....	14
图 17: 创新药纳入医保时间周期逐年缩短.....	14
图 18: 各批次国家谈判药品近年使用金额情况.....	14
图 19: 各批次国家谈判药品近年使用量情况.....	14
图 20: 2020 年版国家谈判药品金额用量同比增长率.....	14
图 21: 由国内公司发起的国际多中心临床试验数 (项).....	15
图 22: 中国药企 license in/out 数量 (个).....	15
图 23: 全球/国内医药一级市场融资情况 (亿美元).....	16
图 24: 各国医药研发支出对比 (十亿美元).....	16
图 25: 中国医药研发外包率及预测.....	17
图 26: 美国医药研发外包率及预测.....	17
图 27: 2026 年全球对中国的研发外包需求将增长至 22%.....	17
图 28: 全球 CRO 市场规模及预测 (十亿美元).....	18
图 29: 中国 CRO 市场规模及预测 (十亿美元).....	18
图 30: 全球 CDMO 市场规模及预测 (十亿美元).....	18
图 31: 中国 CDMO 市场规模及预测 (十亿元).....	18
图 32: 公立医院和民营医院数量 (家).....	19
图 33: 公立及民营医院诊疗人次 (亿次).....	19
图 34: 中国各年龄段龋齿率、治疗率情况.....	21
图 35: 中美错畸患病率与正畸渗透率.....	21
图 36: 每万个成年人中接受种植牙治疗的人数 (个).....	21
图 37: 中国口腔医疗服务市场规模 (亿元).....	21
图 38: 中国白内障患者人数 (万人) 及同比增速.....	22
图 39: 每百万人白内障手术例数 (CSR).....	22
图 40: 中国屈光不正患者人数 (万人) 及增速.....	22
图 41: 中国眼科医疗服务市场规模 (亿元).....	22
图 42: 我国临床检验市场构成.....	23
图 43: 不同国家 ICL 渗透率的变化.....	23
图 44: 中美患者人均临床检验支出 (元).....	23
图 45: 中美 ICL 数量对比 (个).....	23
图 46: 领先的 ICL 检验项目数量比较 (个).....	24
图 47: ICL 市场渗透率.....	24
图 46: 医学检测业务收入 (亿元) 及同比增速.....	24
图 47: 2021Q1-Q3 非新冠检测业务收入增速.....	24
图 48: 中美日 TOP3 药店门店数量占比.....	25
图 49: 中美日 TOP3 药店市场份额对比.....	25

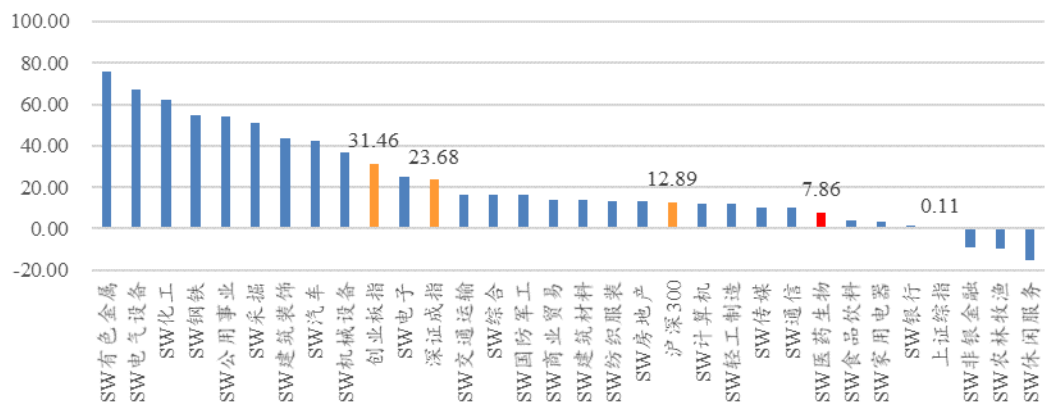
图 50: 我国处方药各销售渠道占比.....	25
图 51: 中美日零售药店在处方药销售中的比重	25
图 52: 四大药店营收增速对比.....	26
图 53: 四大药店利润增速对比.....	26
图 54: 四大药店期间费用率对比	26
图 55: 四大药店新增门店数量对比.....	26
表 1: 2021Q1-Q3 医药生物板块业绩分析.....	7
表 2: 2019 年以来 DRG 相关政策梳理.....	10
表 3: 《深化医疗服务价格改革试点方案》“5+3+4”内容简介	11
表 4: 2020 年以来国内创新性主要对外授权项目.....	15
表 5: 部分国内药物在欧美上市进展.....	16
表 6: 中国 CRO/CDMO 行业增速概览	18
表 7: 公立医院与民营医院数据比较	19
表 8: 国家支持社会办医的相关政策梳理.....	20

1 行业回顾

1.1 市场回顾

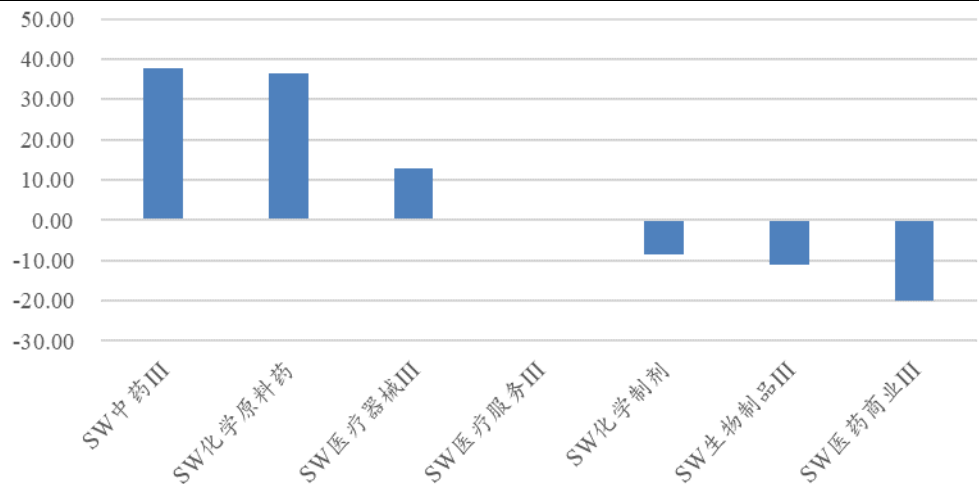
2021年1-12月（统计期间为1月1日至12月23日），医药生物（申万）板块涨幅为7.86%，在申万28个一级行业中排名22位，跑赢上证综指7.75个百分点，跑输沪深300、深证成指、创业板指5.03、15.82、23.60个百分点。分子板块来看，中药、化学原料药、医疗器械板块涨幅靠前，分别上涨37.84%、36.34%、12.78%，化学制剂、生物制品、医药商业涨幅靠后，分别上涨-8.49%、-10.97%、-20.13%。

图 1：2021 年 1-12 月申万一级子行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind，财信证券

图 2：2021 年 1-12 月份医药生物子行业涨跌幅（%）

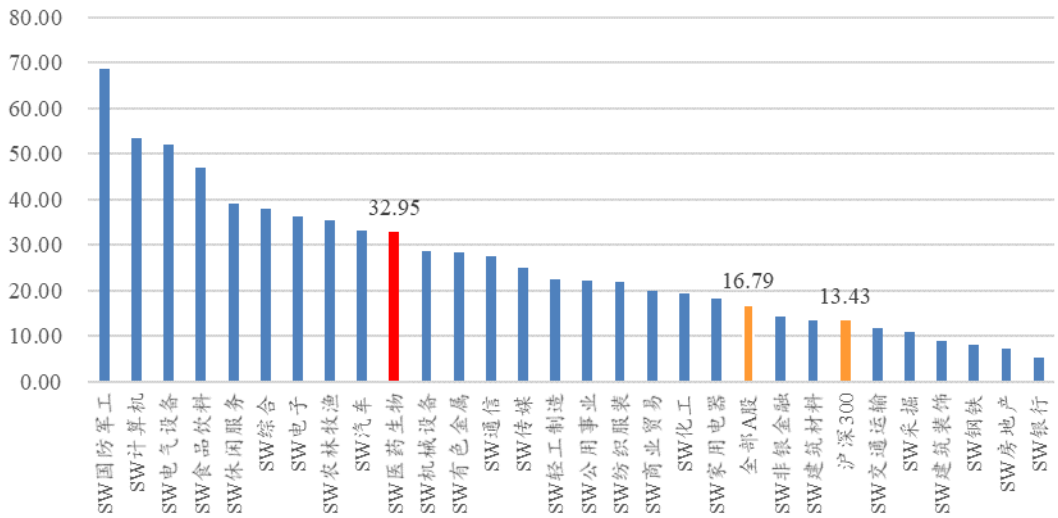


资料来源：Wind，财信证券

行业估值方面，**横向比较**：截止2021年12月23日，医药生物板块PE（TTM，整体法）均值为32.95倍，在申万28个一级行业中排名第10位，相对沪深300的溢价率为145.36%，相对全部A股（非银行）的溢价率为45.14%。**纵向比较**：按日取值，医药生

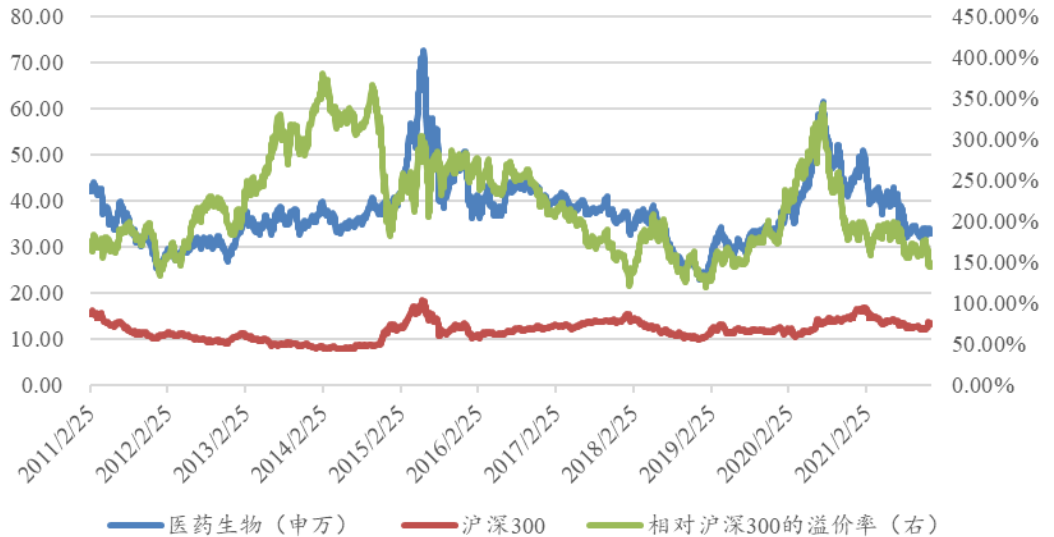
物板块 PE 位于自 2011 年以来 25.40%分位数，处于历史低位水平；医药生物板块 PE 相对沪深 300、全部 A 股（非银行）的溢价率分别位于自 2011 年以来 6.70%、22.30%的分位数。

图 3：医药生物 PE 情况（截止 2021 年 12 月 23 日）



资料来源：Wind、财信证券

图 4：医药生物板块的历史估值及相对沪深 300 的溢价率



资料来源：Wind、财信证券

1.2 业绩回顾：细分板块业绩表现分化，医疗服务板块保持高速增长

根据剔除 3 家部分数据缺失后的 398 家医药生物（申万分类）公司的三季报数据，2021 年 1-9 月，医药生物板块实现营收 16561.21 亿元，同比增长 18.13%；实现归母净利润 1795.29 亿元，同比增长 27.64%。分子板块看，生物制品、医疗服务、医疗器械营收、净利润增速居前，营收同比+38.88%、+35.95%、+27.38%，净利润同比+82.21%、+54.46%、

+30.09%。盈利水平方面，医药生物板块整体毛利率为 35.08%，同比下降 0.61pct。其中，受药品带量采购影响，化学制药、医药商业毛利率分别同比下降 2.81pct、0.79pct；受新冠疫苗接种增加以及疫情影响逐渐减弱影响，生物制品、医疗服务的毛利率分别同比提升 1.62pct、1.19pct。

单看 2021Q3，医药生物板块实现营收 5605.75 亿元，同比增长 8.35%；实现归母净利润 531.17 亿元，同比下降 1.16%。其中，生物制品、医疗服务板块营收、净利润增速高于医药生物行业整体水平，营收增速分别为 38.77%、18.59%，利润增速分别为 48.22%、17.40%；受疫情防护物资销售减少等影响，医疗器械营收、净利润增速分别为-1.16%、-23.71%，拖累医药生物行业整体表现；受部分地区出现疫情，部分药品销售受限，以及新开门店增多等影响，医药商业板块净利润同比下降 14.36%。盈利水平方面，医药生物板块毛利率为 34.37%，同比下降 1.73pct。其中，医疗器械、化学制药、生物制品的毛利率分别同比下降 4.69pct、4.47pct、3.69pct，中药、医药商业、医疗服务板块毛利率相对稳定，分别同比下降 0.10pct、0.14pct、0.38pct。

总的来看，伴随着新冠疫情影响以及去年低基数效应逐步减弱，医药生物各子板块业绩表现开始分化，前期受益于疫情的医疗器械、生物制品板块业绩在边际变差，而前期受疫情影响较大、行业景气度高的医疗服务板块始终保持高速增长。

表 1：2021Q1-Q3 医药生物板块业绩分析

时间	板块	营收规模 (亿元)	营收同 比	归母净利 (亿元)	净利同 比	毛利率	毛利率同 比变动	期间费 用率	费用率同 比变动
2021Q1-Q3	医药生物	16561.21	18.13%	1795.29	27.64%	35.08%	-0.61%	22.55%	-1.24%
	化学制药	3749.93	11.14%	401.93	5.96%	48.59%	-2.81%	37.06%	-1.49%
	医疗器械	1831.22	27.38%	561.31	30.09%	59.38%	-0.57%	24.31%	-0.79%
	医疗服务	940.58	35.95%	147.79	54.46%	39.59%	1.19%	21.75%	-1.91%
	生物制品	916.61	38.88%	260.96	82.21%	60.08%	1.62%	29.62%	-6.28%
	中药 II	2479.10	11.06%	251.30	20.54%	44.77%	1.01%	32.20%	-0.06%
	医药商业	6643.77	18.15%	172.01	15.94%	13.06%	-0.79%	9.42%	-0.41%
2021Q3	医药生物	5605.75	8.35%	531.77	-1.16%	34.37%	-1.73%	22.84%	-1.13%
	化学制药	1270.36	6.47%	128.97	6.62%	47.75%	-4.47%	37.19%	-3.57%
	医疗器械	557.81	-1.16%	139.11	-23.71%	56.79%	-4.69%	27.77%	3.02%
	医疗服务	348.33	18.59%	54.08	17.40%	41.43%	-0.38%	21.26%	-1.20%
	生物制品	354.01	38.77%	97.19	48.22%	57.96%	-3.69%	27.45%	-9.47%
	中药 II	813.58	5.27%	67.32	-4.37%	44.21%	-0.10%	32.41%	-0.82%
	医药商业	2261.66	7.97%	45.10	-14.36%	13.01%	-0.14%	9.64%	0.24%

资料来源：Wind，财信证券

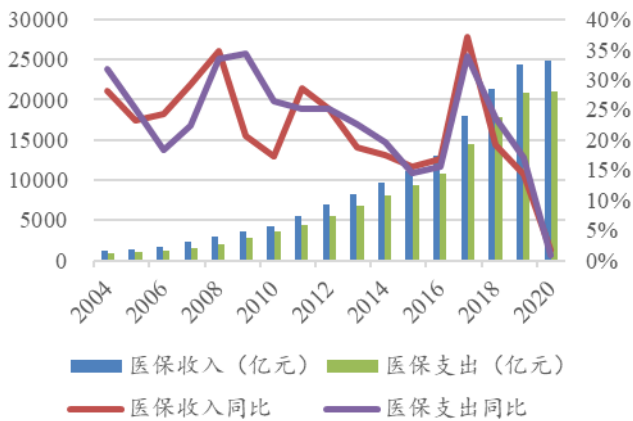
1.3 政策回顾：关注 DRG、医疗服务价格改革

1.3.1 医保端：药品集采扩面，DRG 支付改革开始全国推广

(1) 医保当年结余率处于低位水平，控费压力仍较大

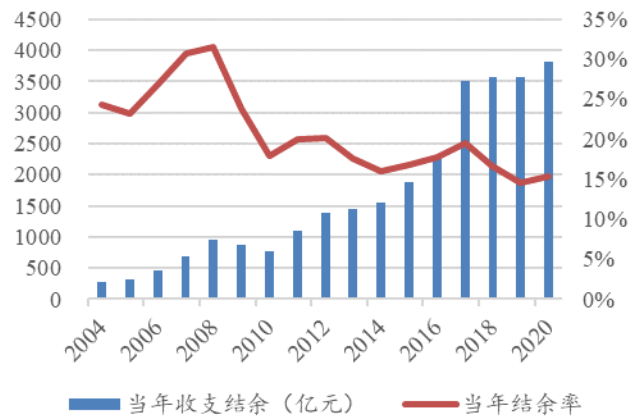
自 2018 年以来，受药品集采等医保控费措施影响，我国医保支出增速放缓，但仍高于医保收入增速。截止 2020 年底，我国基本医疗保险参保人数达 13.6 亿人，全国参保率达到约 95%，基本已实现人员全覆盖，难以再通过参保人数的增加实现医保收入增长。2020 年，我国医保当年结余率约为 15%，处于历史低位水平。在人口老龄化、新出生人口减少的背景下，我国医保基金仍将面临较大的控费压力。未来，医保局将通过药品与高值耗材集采扩面、DRG 支付改革、医疗服务价格改革等多种方式控制医保支出。

图 5：2004-2020 年我国医疗保险收支情况



资料来源：国家统计局，财信证券

图 6：2004-2020 年我国医疗保险当年结余情况

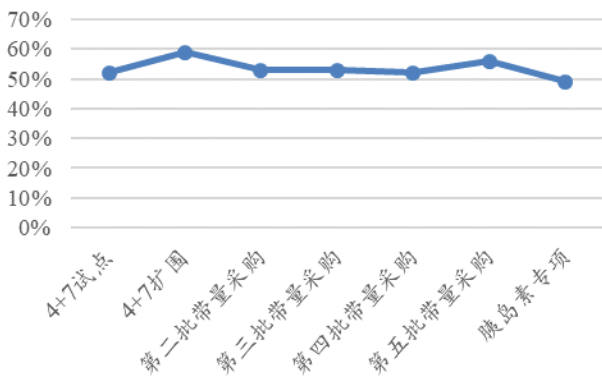


资料来源：国家统计局，财信证券

(2) 药品集采常态化，集采品种继续扩面

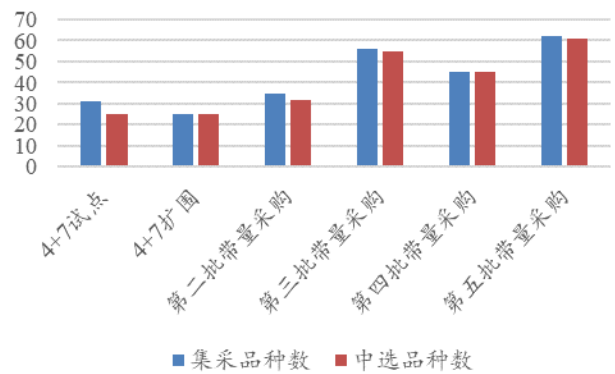
自 2018 年 12 月“4+7”带量采购以来，全国累计已进行六次药品带量采购，采购品种累计达 229 种，其中前五次集采品种达 218 种，胰岛素专项采购在 6 个采购分组的情况下，结合通用名划分为 11 报价单元，我们将胰岛素专项集采品种记为 11 种。从六次国采价格来看，中选产品价格平均降幅为 54%，价格降幅逐步温和、常态化；从集采品种来看，采购品种从口服仿制药拓展至注射剂品种，部分地区联盟开始对血液制品、生长激素、中成药等进行集采，集采持续扩面；从中选规则来看，中选规则设计更加合理、灵活、科学，逐渐向药企供应能力、产品性能、医疗机构需求等方面倾斜。展望未来，我国药品集采将呈常态化，集采品种将继续扩面。2021 年 9 月，国务院办公厅印发的《“十四五”全民医疗保障规划》明确指出，到 2025 年，公立医疗机构通过省级集中采购平台采购药品金额占全部药品金额(不含中药饮片)的比例达到 90%(2020 年该指标约为 75%)；药品集中带量采购品种达到 500 个以上。若假定未来四年每年开展两次药品带量采购，平均每次集采品种为 34 种，低于前六次平均数(38 种)。十四五药品集采规划整体符合预期，不必过分担心集采影响。

图 7：历次药品集采平均降价幅度



资料来源：上海阳光医药采购网，财信证券

图 8：历次药品集采品种数及中选品种数



资料来源：上海阳光医药采购网，财信证券

(3) DRG 支付改革开始全国推广，医院成本控制压力加大

疾病诊断相关分组 (Diagnosis-Related Groups, DRG) 是一种医保支付方式，其基本理念是根据疾病类型、治疗方式、个体特征等将患者划分为不同的诊断相关组，医保基金根据分组情况向医院支付费用，结余或超支归属于医院。

我国 DRG 支付方式改革始于 2004 年。2018 年国家医保局成立后，我国 DRG 支付方式改革步入快车道。2019 年 10 月，国家医疗保障局发布《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》和《国家医疗保障 DRG (CHS-DRG) 分组方案》，标志着 DRG 支付方式顶层设计方案基本完成。2020 年 10 月，国家医保局发布《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作实施方案》，选取多个城市开展 DIP 付费试点。2021 年 9 月，国务院办公厅印发的《“十四五”全民医疗保障规划》明确我国 DRG/DIP 支付方式改革的目标：到 2025 年，实行按疾病诊断相关分组付费和按病种付费的住院费用占全部住院费用的比例达到 70%。2021 年 11 月，国家医保局发布的《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》明确具体工作任务：(1) 抓统筹地区全面覆盖。2022-2024 年，以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于 40%、30%、30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费。(2) 抓医疗机构全面覆盖。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现符合条件的开展住院服务的医疗机构全面覆盖，每年进度应分别不低于 40%、30%、30%，2024 年启动地区须于两年内完成。(3) 抓病种全面覆盖（原则上达到 90%）。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现 DRG/DIP 付费医疗机构病种全面覆盖，每年进度应分别不低于 70%、80%、90%，2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励入组率达到 90% 以上。(4) 抓医保基金全面覆盖（原则上达到 70%）。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%，每年进度应分别不低于 30%、50%、70%，2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励超过 70% 的基金总额预算覆盖率。《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》的发布，标志着我国 DRG 支付方式改革逐步完成顶层设计、区域试点，开始进入全国范围推广阶段。

相比于按项目付费模式，DRG 模式将患者费用转变为医疗机构的成本压力，对其精

细化管理提出更高要求。参考美国、日本、欧洲以及国内部分先行地区推行 DRG 付费后的结果, DRG 支付改革对医药行业产生的长期影响主要有: (1) 医疗机构收入增速放缓, 且收入结构发生大幅调整, 药品和耗材收入占比下降, 医疗服务性收入占比提升; (2) 医疗机构降本增效意愿增强, 国产设备进口替代、检测外包、处方外流等进程加快。总的来看, 具备效率提升和成本控制的产品和服务将受益。

表 2: 2019 年以来 DRG 相关政策梳理

时间	机构	文件	内容
2019.05	医保局、财政部、卫健委、中药局	《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	确定 30 个城市作为 DRG 付费国家试点城市
2019.10	国家医疗保障局	《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》和《国家医疗保障 DRG (CHS-DRG) 分组方案》	《技术规范》对 DRG 分组的基本原理、适用范围、分组策略与原则、权重与费率确定方法等进行了规范; 《分组方案》规定了具体分组类别, 包括 26 个主要诊断大类 (MDC), 376 个核心 DRG (ADRG), 标志着顶层设计基本完成。
2020.02	中共中央、国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	要建立管用高效的医保支付机制, 推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式, 推广按疾病诊断相关分组付费, 医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费, 门诊特殊慢性病按人头付费。
2020.06	国家医疗保障局	《国家医疗保障疾病诊断相关分组 (CHS-DRG) 细分组 (1.0 版)》	将《国家医疗保障 DRG (CHS-DRG) 分组方案》376 组核心 DRG (ADRG) 进一步细化为 618 组。
2020.10	国家医疗保障局	《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案》	实行区域总额预算管理、住院病例全覆盖、制定配套结算方式等, 2021 年年底, 全部试点地区进入实际付费阶段。
2020.11	国家医疗保障局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点城市名单的通知》	确定了 71 个城市作为 DIP 付费国家试点城市。
2021.09	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	到 2025 年, 实行按疾病诊断相关分组付费和按病种付费的住院费用占全部住院费用的比例达到 70%。
2021.11	国家医疗保障局	《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》	到 2024 年底, 全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作; 到 2025 年底, DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构, 基本实现病种、医保基金全覆盖。

资料来源: 中国政府网, 国家医保局官网, 财信证券

1.3.2 医疗端: 《深化医疗服务价格改革试点方案》发布, 医疗服务价格改革加速

自 2016 年四部委联合发布《推进医疗服务价格改革的意见》以来, 全国多地加速探索医疗服务价格改革。从各地医疗服务价格调整情况来看, 主要是降低检查、检验类项目价格, 提高技术劳动价值高的手术、治疗类项目价格。2021 年 8 月, 国家医保局等八部门印发《深化医疗服务价格改革试点方案》, 拟在 5 个城市进行试点, 改革目标是通过 3 至 5 年的试点, 探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验; 到 2025 年, 深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广。《试点方案》指出要建立不同类型医疗服务价格的形成、调整机制, 具体包括: 通用型医疗服务的政府指导价围绕统一基准浮动, 基准价

格可参照收入和价格指数动态调整；复杂型医疗服务的政府指导价引入公立医疗机构参与形成，经评估医药卫生费用增长、医疗服务收入结构、要素成本变化、药品和医用耗材费用占比等因素达标后可定期调整；特需服务和试行期内新增项目实行市场调节价，公立医疗机构实行市场调节价的收费项目和费用所占比例不超过 10%，为民营医院发展保留了空间。

表 3：《深化医疗服务价格改革试点方案》“5+3+4”内容简介

类别	内容
改革目标	通过 3 至 5 年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。到 2025 年，深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广，分类管理、医院参与、科学确定、动态调整的医疗服务价格机制成熟定型。
5 项机制	<p>(1) 目标导向的价格项目管理机制。制定价格项目编制规范，完善全国价格项目规范，优化新增价格项目管理。医用耗材从价格项目中逐步分离，发挥市场机制作用，实行集中采购、“零差率”销售。</p> <p>(2) 更可持续的总量调控机制。加强对医疗服务价格宏观管理，合理确定价格调整总量，统筹平衡总量分配。</p> <p>(3) 规范有序的价格分类形成机制。通用型医疗服务的政府指导价围绕统一基准浮动；复杂型医疗服务的政府指导价引入公立医疗机构参与形成；特需服务和试行期内新增项目实行市场调节价。严格控制公立医疗机构实行市场调节价的收费项目和费用所占比例，不超过全部医疗服务的 10%。</p> <p>(4) 灵敏有度的价格动态调整机制。通用型医疗服务项目价格参照收入和价格指数动态调整；复杂型医疗服务项目价格经评估达标定期调整。</p> <p>(5) 严密高效的价格监测考核机制。加强公立医疗机构价格和成本监测，做好医疗服务价格改革评估，实行公立医疗机构价格责任考核制度。</p>
3 项支撑	(1) 优化医疗服务价格管理权限配置；(2) 完善制定和调整医疗服务价格的规则程序；(3) 加强医疗服务价格管理能力建设
4 项配套改革	(1) 深化公立医院综合改革；(2) 改进医疗行业综合监管；(4) 完善公立医疗机构政府投入机制；(5) 衔接医疗保障制度改革。

资料来源：国家医保局，财信证券

1.3.3 医药端：鼓励以临床价值为导向的差异化创新

自 2015 年药审系列改革以来，我国创新药发展取得显著成效，但仍存在部分问题。2021 年 11 月 10 日，国家药监局药品审评中心（CDE）发布的《中国新药注册临床试验现状年度报告（2020 年）》指出我国新药临床试验存在以下问题：(1) 作用靶点同质化较为明显，主要为 PD-1、VEGFR、PD-L1 等，其中 PD-1 靶点的临床试验的数量将近 100 项；(2) 老年及儿科药物临床试验占比较低，仅在老年人群和儿童人群开展的临床分别为 3 项和 33 项，占新药临床试验总体的比重分别为 0.20%、2.20%。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》。《原则》强调，抗肿瘤药物研发，从确定研发方向，到开展临床试验，都应贯彻以临床需求为核心的理念，应以为患者提供更优（更有效、更安全或更便利等）的治疗选择作为最高目标。同时，《原则》对抗肿瘤药的临床试验设计提出了明确要求：当选择阳性药作为对照时，应该关注阳性对照药是否反映和代表了临床实践中目标患者的最佳治疗选择；当计划选择安慰剂或最佳支持治疗（BSC）作为对照药时则应该确定该适应症在临床中确无标准治疗；当有 BSC 时，则应优选 BSC 作为对照，而非安慰剂。此外，《原则》还鼓励和指导了儿童、老人等特殊人群的药物研发。短期来看，《原则》可能影响部分创新能力较差

药企的研发投入与意愿。但长期来看,《原则》将有助于优化我国创新药的竞争格局,提高创新药行业的规范性及创新效率,推动我国创新药行业差异化、高质量发展。

2 创新药及其产业链: 长期不变的主线

2.1 创新药: 向高质量发展转型, 关注差异化、国际化进展

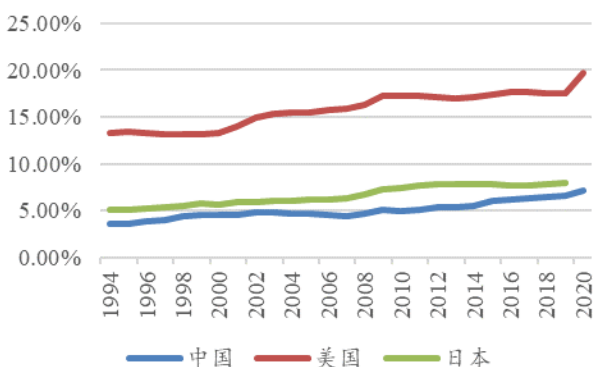
2.1.1 政策、资本助力转型, 创新药有望迎来收获期

2019年,中国、美国、日本医疗卫生支出占GDP的比重分别为6.64%、17.60%、7.93%;中国、美国、日本人均医疗卫生支出为4703、79070、22286元,相比于美日等发达国家,我国医疗卫生支出提升空间较大。未来,伴随着我国居民收入水平、健康意识的提升,我国医疗卫生支出将持续增加,带动药品市场稳定增长。当前我国药品市场以仿制药为主,创新药份额不到10%,同期美国创新药占比达80%,我国创新药发展空间巨大。自2018年以来,药品带量采购倒逼仿制药企业不断加大研发投入,加速向创新化、国际化转型。以恒瑞医药为例,公司2020年研发投入达48.89亿元,较2018年增长86.82%。

自2015年以来,国家药监局加快药品审评制度改革,相继开展临床数据核查(722事件)、仿制药一致性评价,推行MAH(药品上市许可持有人)制度、调整药物临床试验审评审批程序、设立创新药及临床急需药加快审评通道等,解决了新药审批积压问题,大幅提高我国药品审评的效率。2017年6月,我国正式成为全球ICH成员国,进一步提升了我国新药登陆欧美市场、国外新药引入的速度。历经多年改革,我国药审政策逐步与国际接轨,为创新药研发上市创造了有利的政策环境。此外,港交所18A政策、科创板的设立为创新药企上市融资提供了便利的资本市场环境。

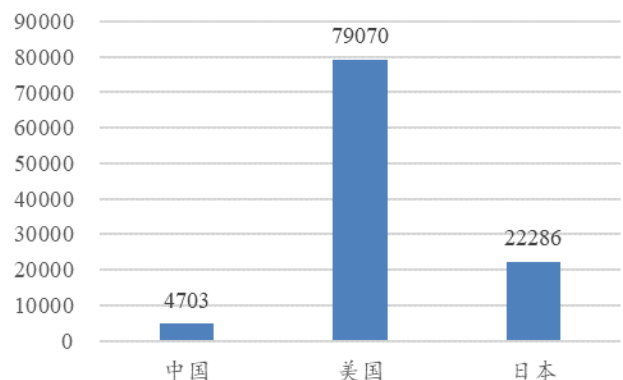
受上述因素,我国创新药IND数量、获批上市数量呈现逐年上升趋势,首次IND国产创新药数量由2015年的99个增长至2020年的295个,增幅达197.98%;国产创新药获批上市数量由2015年3个增长至2020年的9个,增幅达200.00%;2021H1,获批上市的国产创新药数量达19个,是2020年上市数量的两倍多,国产创新药迎来收获期。

图9: 中美日卫生总费用占GDP的比重



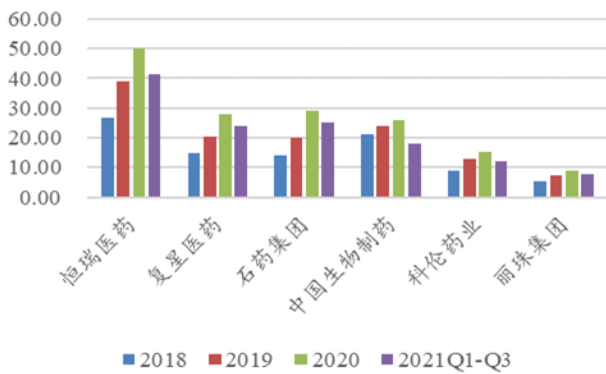
资料来源: 中国卫健委, 美国卫生及公共服务部, 日本厚生劳动省, 财信证券

图10: 2019年中美日人均卫生费用比较(元)



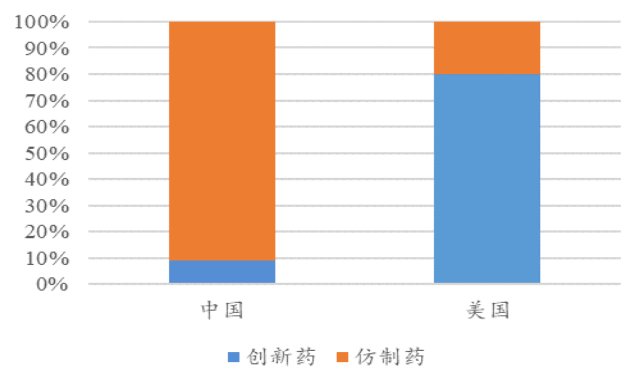
资料来源: 中国卫健委, 美国卫生及公共服务部, 日本厚生劳动省, 财信证券

图 11: 传统药企研发投入增长情况



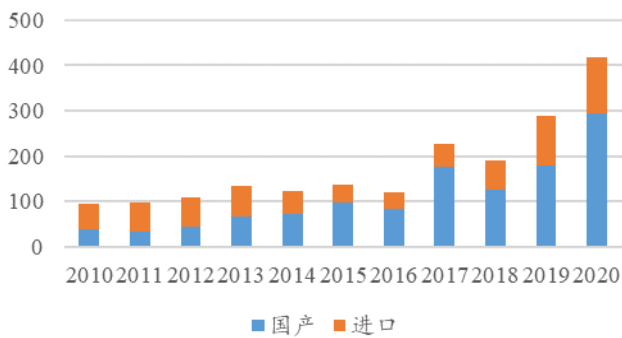
资料来源: Wind, 财信证券

图 12: 中美创新药、仿制药销售占比



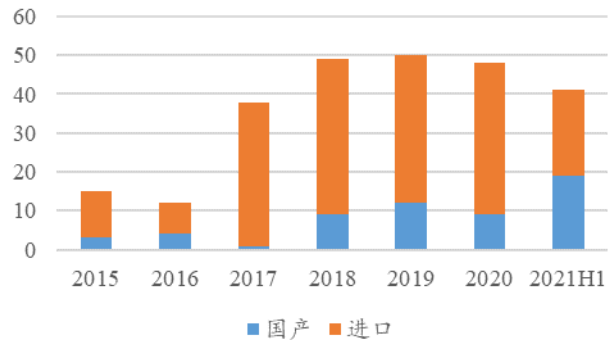
资料来源: 赛柏蓝, IQVIA, 财信证券

图 13: 中国历年首次 IND 创新药数量 (个)



资料来源: 医药魔方, 财信证券

图 14: 中国创新药获批上市数量 (个)



资料来源: CDE 官网, 财信证券

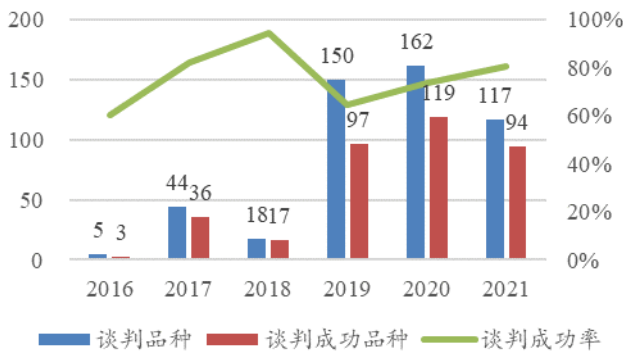
2.1.2 医保谈判加速创新药放量, 利好优质创新药企

医保谈判常态化, 有助于创新药快速放量, 实现以量补价。自 2016 年以来, 国家医保局相继开展了六次医保谈判, 目录外谈判成功品种价格平均降幅为 56%, 医保谈判已趋向于常态化、成熟化。对比 2017-2020 年医保谈判情况, 可见创新药纳入医保目录的时间逐年缩短, 由 2017 年的 54.20 个月缩短至 2020 年的 21.20 个月; 纳入医保后, 药品用量及销售金额呈现快速增长, 实现以量补价。例如, 在 2020 年新冠肺炎疫情发生后, 在药品用量大幅下降的情况下, 2019 年新增谈判药品用量在 2020Q3、2020Q4 分别同比增加 657.6%、768.60%; 2020 年新增谈判药品用量在 2021Q1 同比增长 55%。

2021 年医保谈判落地, 降价幅度符合预期。2021 年 12 月 3 日, 国家医保局正式发布 2021 版医保药品目录。本次医保药品目录调整, 共计对 117 个药品进行了谈判, 谈判成功 94 个, 总体成功率 80.34%。其中, 目录外 85 个独家药品谈成 67 个, 成功率 78.82%, 平均降价 61.71%, 降价幅度符合预期; 7 个非独家品种直接纳入。74 个目录外新增药品涉及 21 个临床组别, 其中, 高血压、糖尿病、高血脂、精神病等慢性病用药 20 种, 肿瘤用药 18 种, 丙肝、艾滋病等抗感染用药 15 种, 罕见病用药 7 种, 新冠肺炎治疗用药 2 种, 其他领域用药 12 种, 患者受益面广。本次医保谈判中, 治疗费用高昂的罕见病治

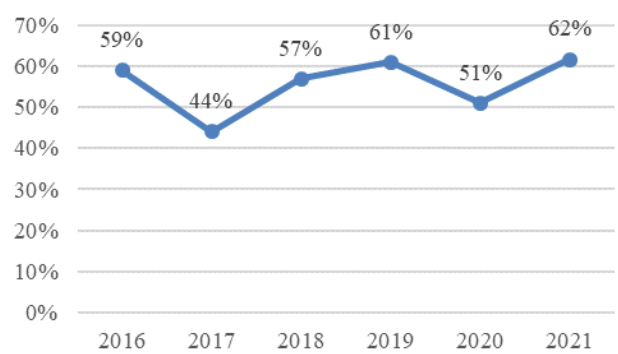
疗药物诺西那生钠注射液（SMA）和阿加糖酶α注射用浓溶液（法布雷病）被成功纳入医保；有11种药品因为目录内有疗效相当或更好的药物可供替代而被调出医保目录。可见患者需求、差异化、不可替代性是医保目录调整的重要考量。本次高价罕见病药物成功纳入医保有望激发本土创新药企在罕见病领域的研发热情，推动行业更多地基于患者需求研发新药，实现差异化、高质量发展。

图 15：历次医保谈判品种及成功率



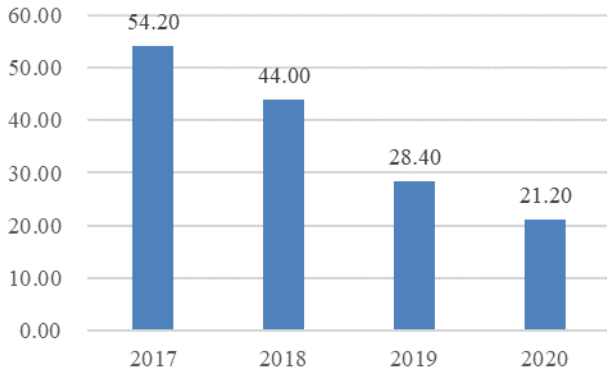
资料来源：国家医保局，财信证券

图 16：目录外谈判成功品种平均降幅



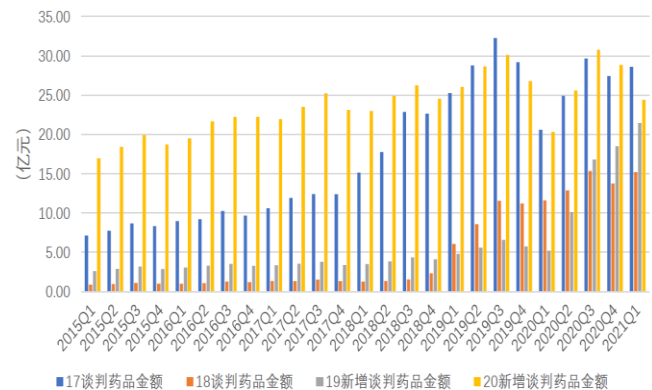
资料来源：国家医保局，财信证券

图 17：创新药纳入医保时间周期逐年缩短



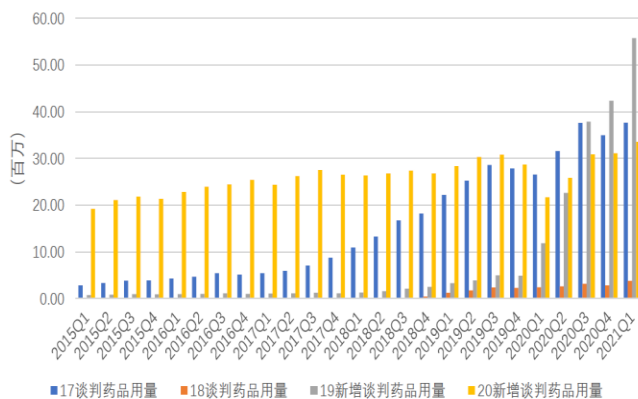
资料来源：中国药学会科技开发中心，财信证券

图 18：各批次国家谈判药品近年使用金额情况



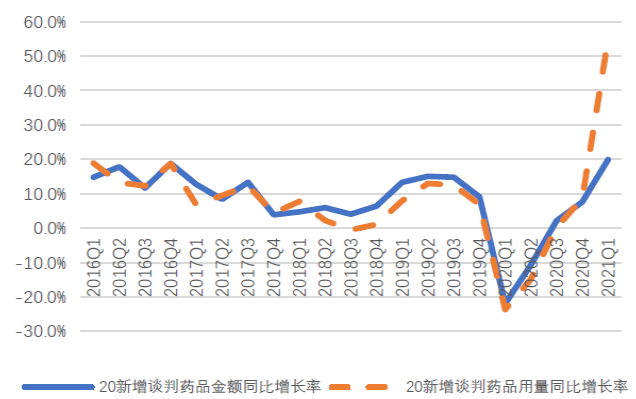
资料来源：中国药学会科技开发中心，财信证券

图 19：各批次国家谈判药品近年使用量情况



资料来源：中国药学会科技开发中心，财信证券

图 20：2020 年版国家谈判药品金额用量同比增长率

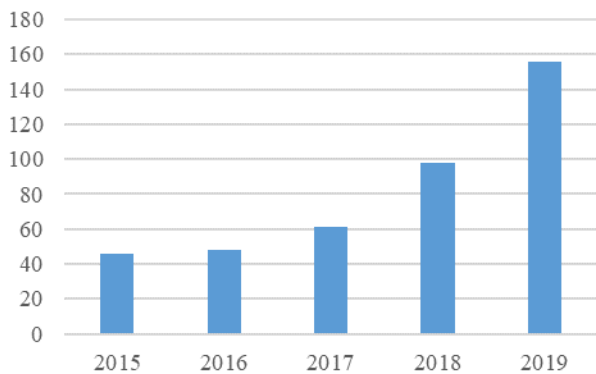


资料来源：中国药学会科技开发中心，财信证券

2.1.3 创新药对外授权增多，2022 年多款药物有望在欧美获批上市

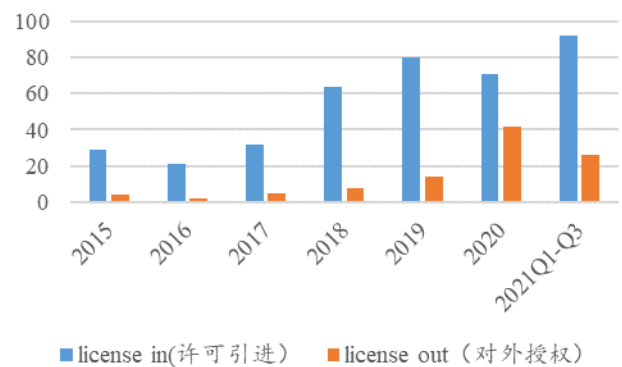
创新化、国际化是药企应对带量采购的两种出路，而在国际化中，药企可采取对外授权与自建团队推进临床两种方式。受药品集采以及国内药企全球竞争力提升等因素影响，国内药企 license out（对外授权）数量、由国内药企发起的国际多中心临床试验数量均呈现快速增速趋势。国内药企对外授权数量由 2015 年的 4 个增长至 2020 年的 42 个，增幅接近 10 倍。其中，自 2020 年以来，国内药企对外授权数量、交易金额明显增多，相继出现信达生物 PD1（10.25 亿美元）、天境生物 CD47（19.40 亿美元）、百济神州 PD1（22 亿美元）、荣昌生物 RC-48（26 亿美元）等大额交易项目，代表着国内创新药企的研发能力逐步获得国际认可，其全球竞争力逐步提升。自建团队自行推广方面，目前真正意义上的国产创新药仅有百济神州的泽布替尼在美国上市，和黄医药的索凡替尼、君实生物的特瑞普利单抗等多款国产创新药相继于 2020 年底、2021 年在欧美申报上市，按照 1-1.5 年的审评周期，预计 2022 年将有多款国产创新药获批上市。

图 21：由国内公司发起的国际多中心临床试验数（项）



资料来源：泰格医药招股说明书，财信证券

图 22：中国药企 license in/out 数量（个）



资料来源：医药魔方，财信证券

表 4：2020 年以来国内创新性主要对外授权项目

时间	转让方	受让方	交易项目	首付款（亿美元）	潜在里程碑(亿美元)
2020/5/1	君实生物	礼来制药	JS016	0.10	2.45
2020/6/1	北京加科思	艾伯维	SHP2 项目	0.45	8.10
2020/7/1	翰森制药	EQRx	阿美替尼		1.00
2020/8/1	信达生物	礼来制药	信迪利单抗	2.00	8.25
2020/8/1	华领医药	拜耳医药	dorzagliatin	0.47	6.55
2020/9/1	天境生物	艾伯维	CD47	1.80	17.60
2020/10/1	基石药业	EQRx	舒格利单抗	1.50	11.50
2020/10/1	复创医药	礼来制药	FCN-338	0.44	3.40
2021/1/12	百济神州	诺华	替雷利珠单抗	6.50	15.50
2021/2/1	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗和两个可选项目	1.50	11.10
2021/2/24	中国生物制药	Graviton Bio	TDI01		5.18
2021/4/8	百奥泰	渤健 Biogen	托珠单抗生物类似药	0.30	1.55
2021/6/17	高诚生物	FibroGen	Galectin-9 CXCR5, CXCR8	0.25	11.00
2021/6/30	艾力斯	ArriVent	伏美替尼	0.40	7.65
2021/7/13	诺诚健华	渤健 Biogen	奥布替尼 (BTKi)	1.25	9.375
2021/8/8	荣昌生物	西雅图遗传学	RC-48	2.00	24.00

资料来源：公司公告，财信证券

表 5：部分国内药物在欧美上市进展

公司	药品名称	靶点	适应症	临床进度
百济神州	泽布替尼	BTK	慢性淋巴细胞白血病等	2019.11 上市
和黄医药	索凡替尼	VEGFR	胰腺和非胰腺神经内分泌瘤	2020.12 报产
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	鼻咽癌等	2021.03 滚动提交上市
信达生物	信迪利单抗	PD-1	一线非鳞状非小细胞肺癌等	2021.05 报产
亿帆医药	贝格司亭	rhG-CSF-Fc	预防和治疗化疗引起的嗜中性粒细胞减少症	2021.05 报产
金斯瑞	LCAR-B38M	BCMA	复发和难治性多发性骨髓瘤	2021.05 报产
万春药业	普那布林	GEF-H1	嗜中性粒细胞减少症	2021.06 报产
贝达药业	恩沙替尼	ALK	ALK+非小细胞肺癌	pre-NDA
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	PD-1	肝癌等	pre-NDA

资料来源：公司公告，财信证券

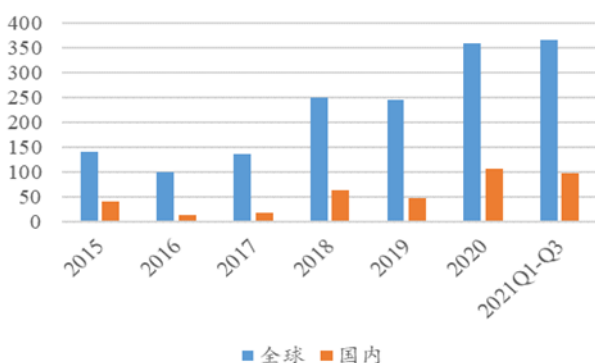
2.2 CXO：高景气依旧，重点关注 CDMO、临床 CRO

2.2.1 医药一级市场融资处于高水平，研发支出持续增长

医药行业一级市场融资仍处于高水平。我们通过一级市场融资、药企研发支出情况来反映 CXO 行业下游需求情况。2021 年 1-9 月，全球医药一级市场融资金额为 365.90 亿美元，已超 2020 年全年融资金额（359.10 亿美元）。其中，中国医药一级市场融资金额为 97.70 亿美元，已接近 2020 年全年融资金额（105.11 亿美元）。

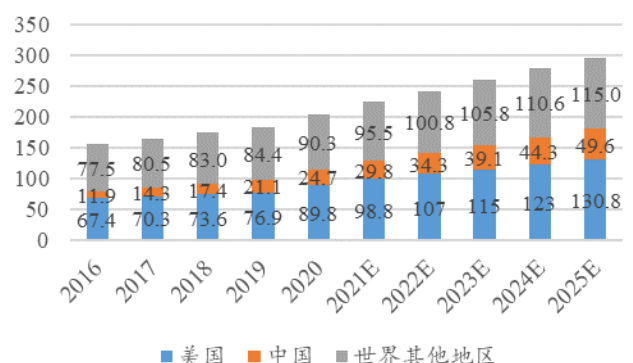
2021-2025 年，预计全球及中国医药研发支出的复合增速分别为 6.90%、15.00%。受全球人口总量增长、人口老龄化程度提高、药企面临专利悬崖等因素影响，全球医药研发支出稳步增长。据弗若斯特沙利文报告显示，全球医药研发支出自 2016 年的 1568 亿美元增长至 2020 年的 2048 亿美元，年复合增速为 6.90%；预计 2021-2025 年，全球医药研发支出将保持 7.60% 的复合增速。其中，中国医药研发支出由 2016 年的 119 亿美元增长至 2020 年的 247 亿美元，年复合增速为 20.10%；预计 2021-2025 年，中国医药研发支出的复合增速为 15.00%。综合来看，CXO 下游需求保持旺盛，行业高景气依旧。

图 23：全球/国内医药一级市场融资情况（亿美元）



资料来源：动脉网，财信证券

图 24：各国医药研发支出对比（十亿美元）



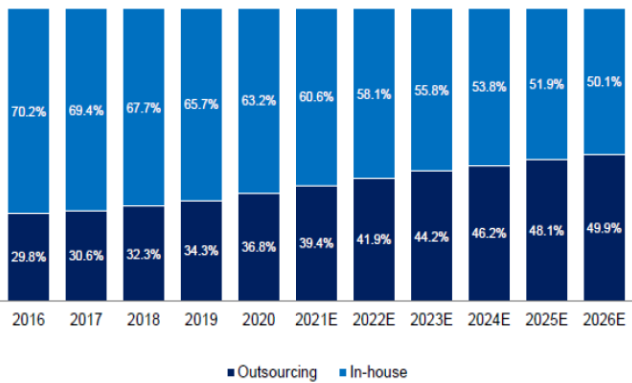
资料来源：Frost & Sullivan，凯莱英招股说明书，财信证券

2.2.2 医药研发外包率仍有提升空间

提高研发效率、降低研发成本是药企选择研发外包的重要原因。受此影响，2016-2020 年，全球医药研发外包比例由 36.30% 提升至 40.70%，中国医药研发外包比例由 29.80%

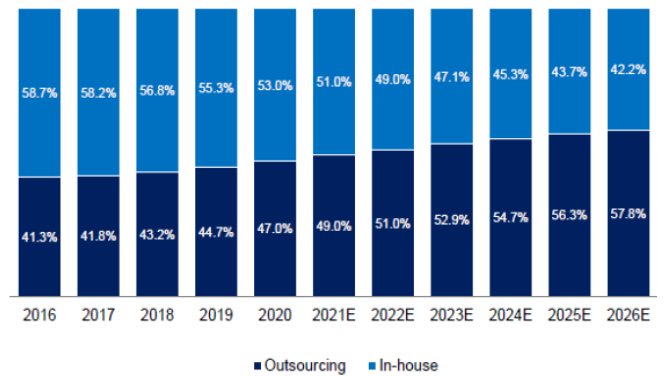
提升至 36.80%。虽然我国医药研发外包率显著提升，但同美国相比（2020 年美国研发外包率为 47.00%）仍有约 10 个百分点的提升空间。展望未来，在行业竞争加剧、成本上涨的情况下，我们认为医药研发外包率仍有进一步提升的空间。根据 Frost & Sullivan 预测，2021-2026 年，全球医药研发外包比例将由 43.00% 提升至 52.70%；中国医药研发外包比例将由 39.40% 提升至 49.90%。

图 25：中国医药研发外包率及预测



资料来源：Frost & Sullivan, 财信证券

图 26：美国医药研发外包率及预测

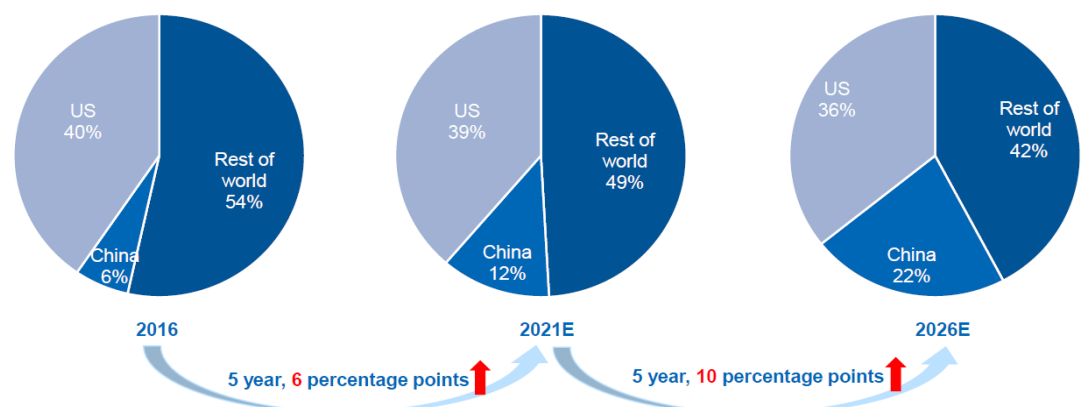


资料来源：Frost & Sullivan, 财信证券

2.2.3 国内 CXO 全球竞争力不断提升，临床 CRO、CDMO 增速更快

国内 CXO 产业全球竞争力不断提升。受益于工程师红利、自身研发生产能力提升等，全球 CXO 产业呈现向国内转移趋势。据 Frost & Sullivan 统计及预测，2016-2021 年，全球对中国的研发外包需求由 6% 提升至 12%；到 2026 年，该比例进一步提升至 22%。2021 年，凯莱英、博腾股份等企业相继斩获美国大型制药企业的大额订单，也从侧面反映出国内 CXO 产业全球竞争力不断提升。

图 27：2026 年全球对中国的研发外包需求将增长至 22%



资料来源：Frost & Sullivan, 财信证券

预计临床 CRO、CDMO 未来三年的复合增速更高。在药品集采、医保谈判、资本助力等影响下，国内药企创新、国际化动力不减。受益于研发支出增加、外包渗透率提升以及海外产业转移，国内 CXO 行业将保持高速增长，但受基数增大影响，行业增速将有所放缓。据 Frost & Sullivan 预测，2021-2024 年，全球及中国 CRO 的复合增速分别为

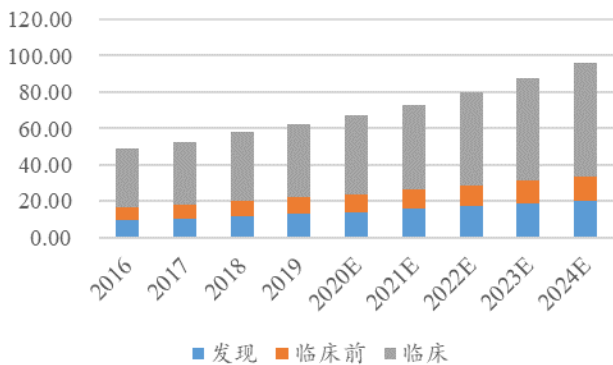
7.05%、22.06%，全球及中国 CDMO 的复合增速分别为 14.21%、31.35%，CDMO 复合增速快于 CRO；分阶段及药物类型来看，临床 CRO、化学药 CDMO、生物药 CDMO 预计将呈现更高的复合增速，分别为 25.06%、27.85%、38.76%。

表 6：中国 CRO/CDMO 行业增速概览

时间		2017-2020	2021-2024
CRO	全球 CRO	8.58%	7.05%
	中国 CRO 整体	22.99%	22.06%
	其中：		
	发现	31.73%	21.09%
	临床前	15.44%	14.33%
	临床	24.14%	25.06%
CDMO	全球 CDMO	12.03%	14.21%
	中国 CDMO 整体	33.91%	31.35%
	其中：		
	化学药	29.94%	27.85%
	生物药	46.40%	38.76%

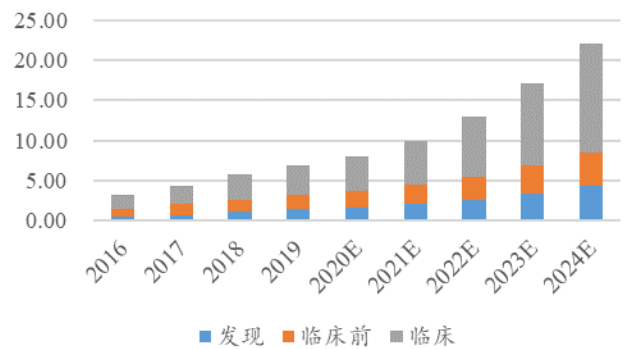
资料来源：Frost & Sullivan，泰格医药招股说明，凯莱英招股说明书，财信证券

图 28：全球 CRO 市场规模及预测（十亿美元）



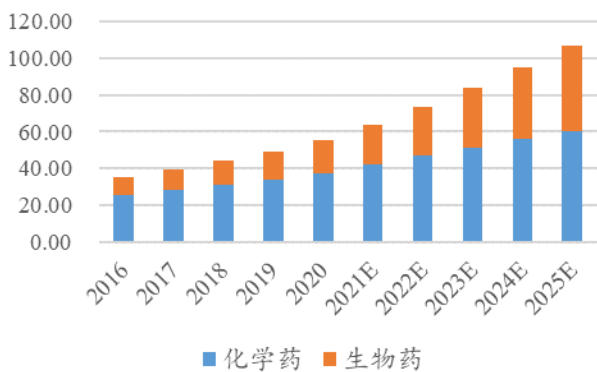
资料来源：Frost & Sullivan，泰格医药招股说明书，财信证券

图 29：中国 CRO 市场规模及预测（十亿美元）



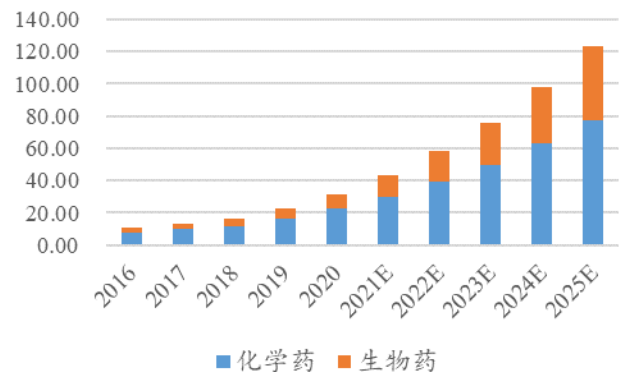
资料来源：Frost & Sullivan，泰格医药招股说明书，财信证券

图 30：全球 CDMO 市场规模及预测（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，凯莱英招股说明书，财信证券

图 31：中国 CDMO 市场规模及预测（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，凯莱英招股说明书，财信证券

3 医疗服务：政策免疫性强，疫情影响有望减弱

3.1 民营医院：政府支持政策不变，专科医疗服务稳健发展

3.1.1 作为公立医院的重要补充，有望受益消费升级

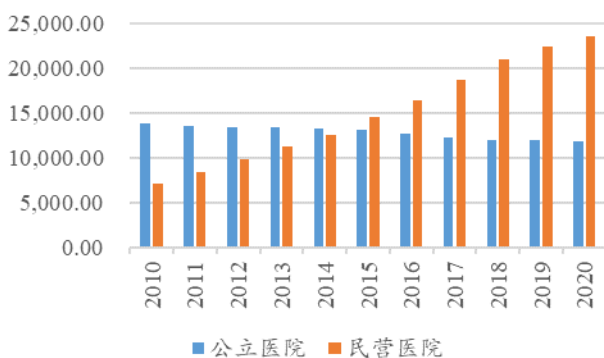
2020年，民营医院数量、诊疗人次、健康检查人次的占比分别为66.46%、15.98%、17.64%，可见民营医院已成为我国医疗服务体系的重要组成部分。同时，国家支持社会办医的政策也未发生改变。例如，2021年5月，国务院办公厅发布的《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》明确提出：要推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展；社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。此外，我国高端医疗资源供给不足，民营医院有助于满足日益增长的高端医疗服务需求。截止2019年，我国三级医院仅占我国医院总数的8.0%，其门诊量占总门诊量的53.50%。医疗资源及诊断需求的过度集中会导致患者体验欠佳。根据Frost & Sullivan的数据显示，2019年，有效诊断时间仅占患者医疗咨询过程中平均所付出总时间（含交通、登记、检查、等候时间）的4.4%。在人口老龄化的背景下，我国高端医疗服务资源仍将面临供给不足的矛盾，民营医院凭借差异化、优质服务有助于满足不同层级患者的医疗需求。

表 7：公立医院与民营医院数据比较

类别	医院数量 (家)	近3年复合 增速	三级医院 (家)	诊疗人次 (亿次)	健康检查 (亿次)
公立医院	11,870.00	-1.17%	2588.00	27.92	1.79
民营医院	23,524.00	7.84%	408.00	5.31	0.38
民营占比	66.46%	-	13.62%	15.98%	17.64%

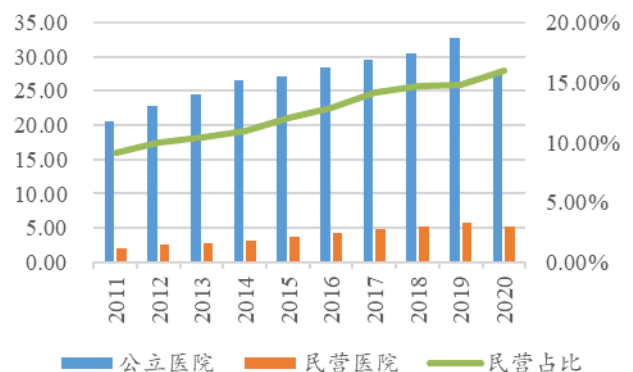
资料来源：卫健委，财信证券

图 32：公立医院和民营医院数量（家）



资料来源：卫健委，财信证券

图 33：公立及民营医院诊疗人次（亿次）



资料来源：卫健委，财信证券

表 8：国家支持社会办医的相关政策梳理

政策名称	时间	资料来源	文件内容
《“健康中国 2030”规划纲要》	2016-10	中共中央、国务院	优化多元办医格局，破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。
《决胜全面建成小康社会夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》	2017-10	《习近平谈治国理政》第三卷	支持社会办医，发展健康产业
《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	2019-06	卫健委及九部委	社会办医疗机构是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分，是满足不同人群医疗卫生服务需求并为全社会提供更多医疗服务供给的重要力量，加大政府支持社会办医力度。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021-03	十三届全国人大四次会议	以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给；支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
《2021 年政府工作报告》	2021-3	中国政府网	支持社会办医，促进“互联网+医疗健康”规范发展。
《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	2021-05	国务院办公厅	推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展；社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
《关于优化医保领域便民服务的意见》	2021-07	国家医疗保障局	对社会办医疗机构等不设“玻璃门”，做到一视同仁。

资料来源：中国政府网，国务院办公厅，国家医疗保障局，财信证券

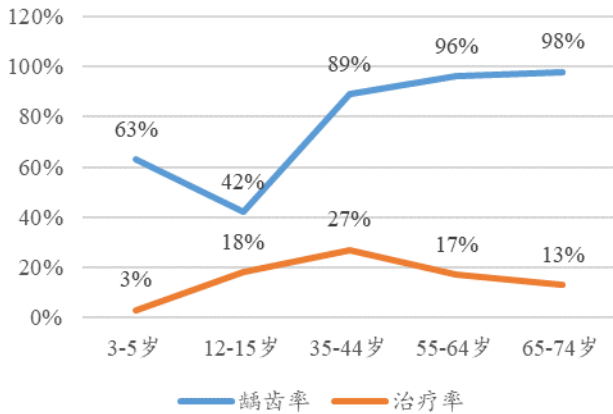
3.1.2 口腔：正畸、种植渗透率低，集采以量补价

2021 年 8 月 24 日，宁波医保局发布了《关于征求〈关于进一步明确医保历年账户支付种植牙项目的方案〉意见的通知》，明确要调整口腔种植牙项目整体医保支付标准，拟允许使用医保历年账户支付种植牙费用，其中规定目录内国产品种植牙收费标准为每颗 3000 元，目录内进口品牌种植牙收费标准为每颗 3500 元。2021 年 11 月 17 日，四川省药械招标采购服务中心发布《关于开展部分口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》，对口腔种植体、修复基台、种植修复配件等组成口腔种植体系统的医用耗材进行带量采购。宁波市、四川省拟对种植体进行集采，引发市场对口腔医疗服务纳入医保降价的担忧。而在 2021 年 9 月 23 日，国家医疗保障局在回复“关于规范种植牙材料费用并将其治疗和服务费用纳入医保的建议”时表示：要充分发挥商业保险的作用，探索将牙科项目纳入商业保险支付范围的可行路径。考虑到我国医保基金支付压力大，其功能定位为“保基本”，我们认为种植体治疗相关费用纳入医保统筹支付的概率不大。

据卫健委的统计数据，我国各年龄阶段龋齿率平均为 78%，治疗率仅为 16%；我国错畸患病率为 67.80%，正畸渗透率仅为 0.30%，同期美国正畸渗透率为 1.80%；我国每一万个成年人中仅有 21 人接受种植牙治疗，同期韩国、西班牙、意大利、德国、美国水平为 630、283、227、186、85 人。总体来看，我国口腔疾病的治疗率整体偏低，后续若种植体等相关口腔耗材纳入集采，有望推动龋齿治疗率、正畸渗透率、种植体渗透率提升，实现以量补价。此外，伴随着我国居民收入水平的提高，服务好、质量优、效果佳

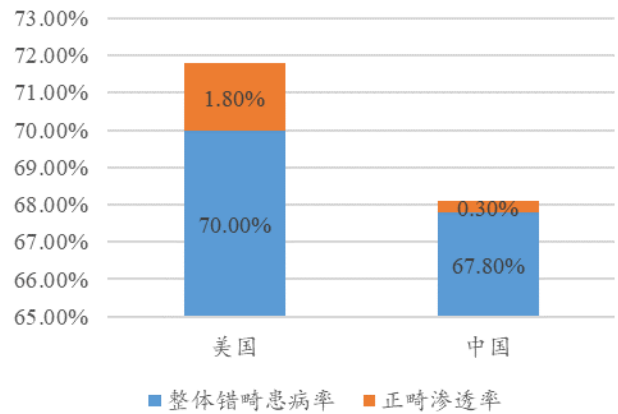
的高端口腔服务需求有望增加，推动口腔服务市场规模扩容。根据瑞尔齿科招股说明书数据，2021-2025年，我国口腔服务行业将保持19.90%的复合增速，其中民营口腔服务行业复合增速预计为23.30%。

图 34：中国各年龄段龋齿率、治疗率情况



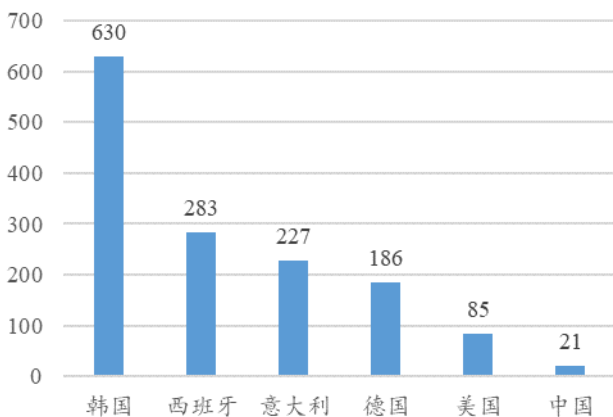
资料来源：卫健委，财信证券

图 35：中美错畸患病率与正畸渗透率



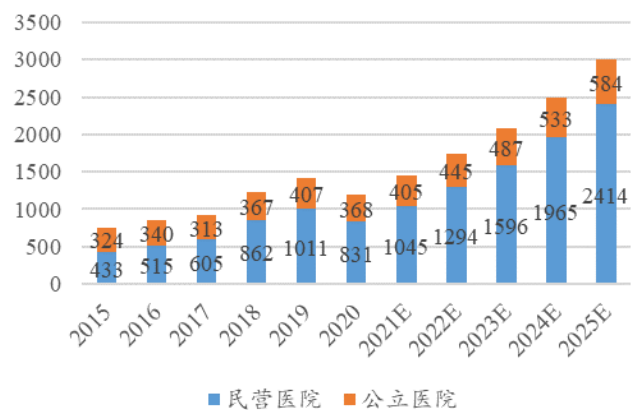
资料来源：时代天使招股说明书，财信证券

图 36：每万个成年人中接受种植牙治疗的人数（个）



资料来源：牙博士招股说明书，财信证券

图 37：中国口腔医疗服务市场规模（亿元）



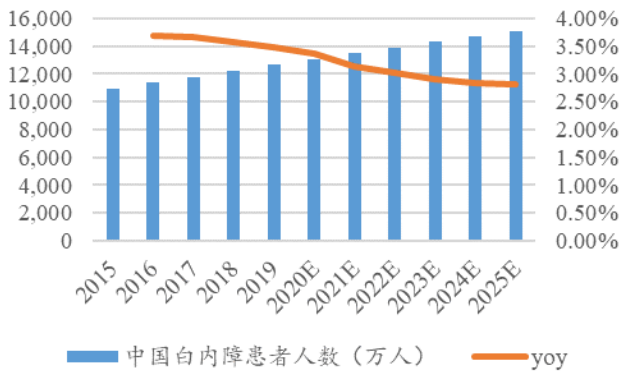
资料来源：瑞尔齿科招股说明书，财信证券

3.1.3 眼科：老龄化+电子产品普及+治疗率提高，推动眼科市场增长

眼科医疗服务市场主要由医学视光、白内障、屈光手术等构成。根据华夏眼科招股说明书，2019年，我国白内障患者人数为1.26亿人，到2025年，我国白内障患者人数将达1.5亿人，复合增速约为2.90%。当前我国白内障治疗率约为2205例/百万人，而美国、日本白内障治疗率为11000、8091例/百万人，我国白内障治疗率仍有很大提升空间。受患者人数的增加以及治疗率的提升影响，预计到2025年，中国白内障手术市场规模将以10.30%的复合增速增长，规模将达338.50亿元。屈光手术方面，根据国家卫健委的监测，中国学生户外时间短、睡眠时间不达标、不科学使用电子产品等一系列危害近视相关的危害因素广泛存在，是导致我国近视比例高、近视患者多的主要原因。2019年，中国近视患者总人数达到约5.3亿人，其中20岁以上成人近视患者数量达到约3.1亿人；

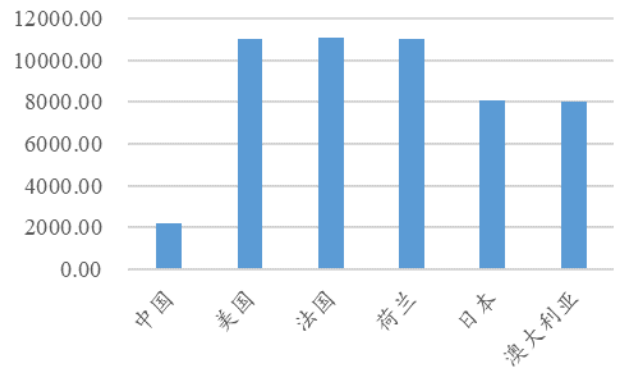
整体近视率接近 34.2%，远超全球 12.5% 的近视眼整体发病率。根据华夏眼科招股说明书，预计到 2025 年，中国近视患者人数预计接近 6.2 亿人，其中 20 岁以上成人近视患者数量约为 3.6 亿人；2020-2025 年，中国屈光手术市场规模将由 208.10 亿元增长至 725.00 亿元，复合增速约为 28.40%。总的来看，受老龄化程度提高以及电子产品普及影响，近视、老花、白内障患者人数逐年增加。同时伴随着国内人均可支配收入提高、医疗保健相关支出增加以及眼科疾病治疗率提升，眼科医疗服务市场将保持高速增长。

图 38：中国白内障患者人数（万人）及同比增速



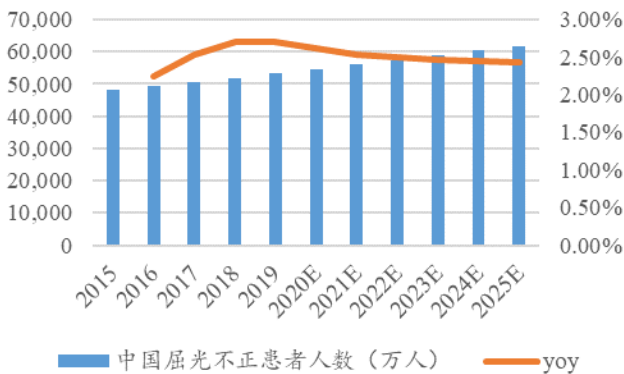
资料来源：华夏眼科招股说明书，财信证券

图 39：每百万人白内障手术例数（CSR）



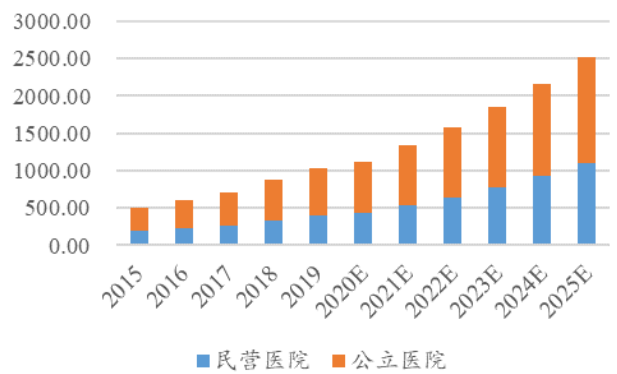
资料来源：华夏眼科招股说明书，财信证券

图 40：中国屈光不正患者人数（万人）及增速



资料来源：华夏眼科招股说明书，财信证券

图 41：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）



资料来源：华夏眼科招股说明书，财信证券

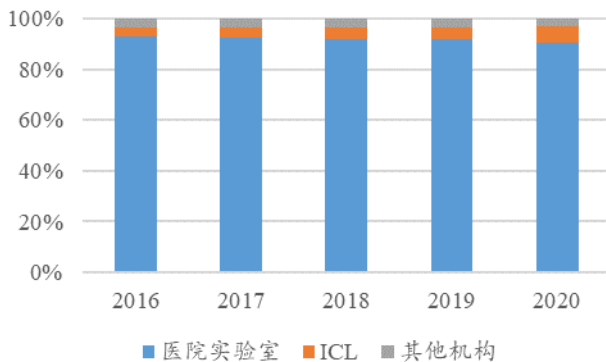
3.2 ICL：助力医院降本增效，顺应医保控费趋势

3.2.1 医保控费背景下，渗透率有望持续提升

国内临床检验机构主要由医院实验室、ICL（第三方独立实验室）、其他机构组成。根据康圣环球招股说明书，2020 年，中国临床检验市场规模为 4812 亿元，同比增长+5.30%，由于新冠疫情导致常规医学检测减少，行业增速有所放缓。其中，医院实验室是中国最大的临床检验服务提供商。2020 年，医院实验室、ICL、其他机构的市场份额分别为 90.57%、6.38%、3.05%。相比于医院实验室，ICL 具有检测项目多、成本低、技术强的优势。国内三级医院提供 500-1000 项检验项目，低级医院只能提供 100-500 项检验项目，而 ICL

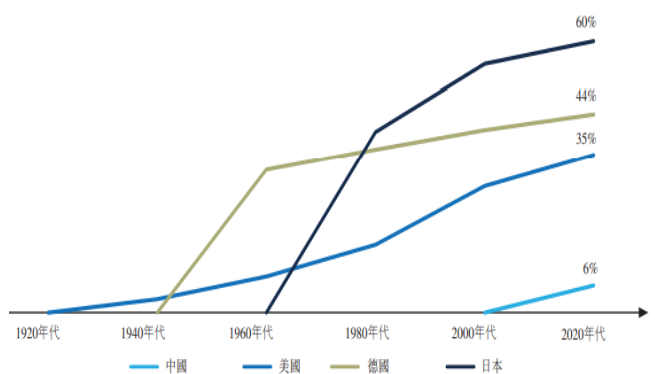
一般可以提供超过 1000 项检测，领先的 ICL 可以提供超过 3500 项检测项目；ICL 为区域内众多医院提高检验服务，可产生规模效益、降低检测成本，据国家卫健委研究中心测算，2016-2020 年，ICL 分别节省检测成本 104、137、176、221、274 亿元；ICL 拥有更先进的检测设备，可以承担更复杂的检测任务，如罕见病基因检测等。在医保控费的大背景，检测项目价格呈现下降趋势，公立医院有动力将检验外包给 ICL。在美国、日本 ICL 发展历史中，受益于医保控费，ICL 的市场渗透率显著提升。

图 42：我国临床检验市场构成



资料来源：康圣环球招股说明书，财信证券

图 43：不同国家 ICL 渗透率的变化

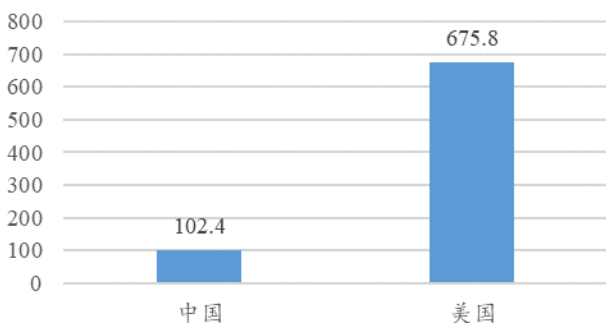


资料来源：艾迪康招股说明书，财信证券

3.2.2 人口老龄化+健康意识提升+技术进步，推动 ICL 市场扩容

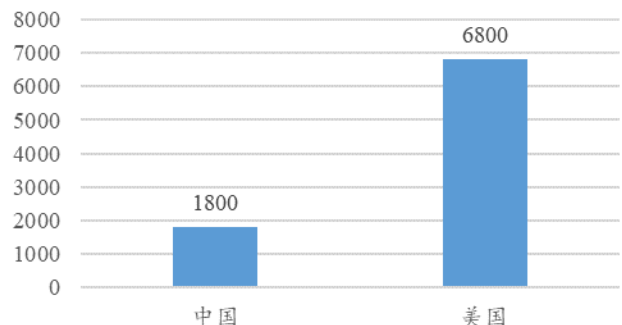
我国患者人均临床检验支出约为 102.40 元，而美国人均临床检验支出约为 675.80 元。截止 2020 年底，我国拥有约 1800 个 ICL，美国 ICL 数量达 6800 个左右；我国领先 ICL 可提供 3500 项检测，而欧盟、美国、日本领先的 ICL 分别可提供 5000、5000、4000 项检测。此外，我国 ICL 在临床检验中的市场份额仅为 6%，而欧盟、美国、日本 ICL 在临床检验中的市场份额分别为 50%、35%、60%。总的来看，同欧美等发达国家相比，我国 ICL 行业提升空间仍较大。根据京东健康招股说明书，我国 65 岁及以上人口规模将由 2019 年的 1.76 亿人增长 2030 年的 3.09 亿人，占总人口的比重将由 12.76% 提升至 21.50%。人口老龄化将导致慢性病患病率激增及重病患者数量激增，带动检测需求增加。同时，健康意识的提升以及技术进步也会推动 ICL 市场扩容。

图 44：中美患者人均临床检验支出（元）



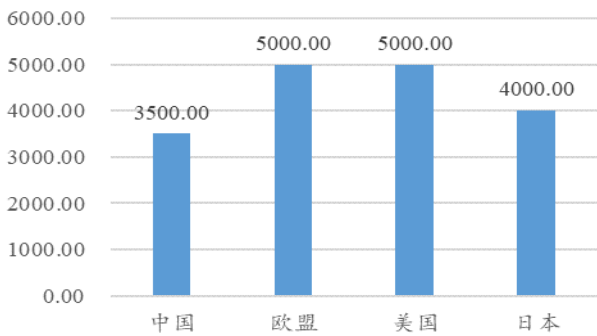
资料来源：康圣环球招股说明书，财信证券

图 45：中美 ICL 数量对比（个）



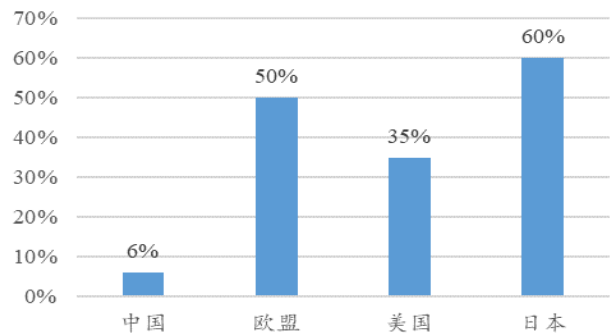
资料来源：康圣环球招股说明书，财信证券

图 46：领先的 ICL 检验项目数量比较（个）



资料来源：康圣环球招股说明书，财信证券

图 47：ICL 市场渗透率对比

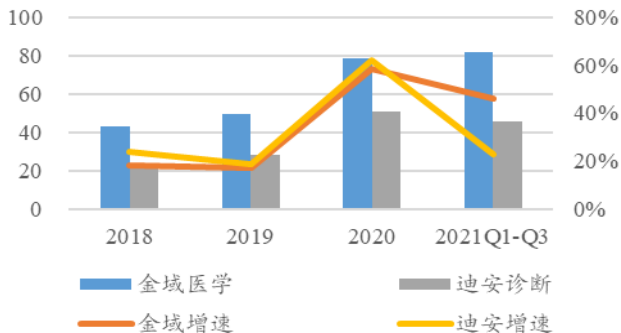


资料来源：康圣环球招股说明书，财信证券

3.2.3 疫情影响逐步减弱，常规业务加速恢复

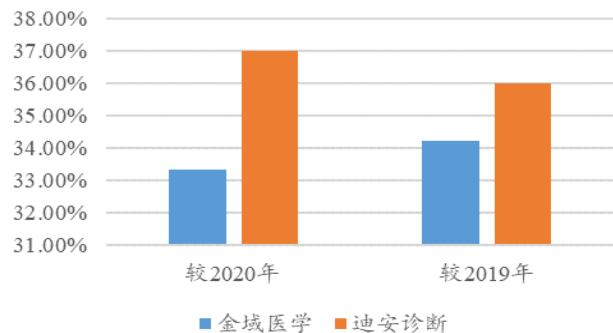
2020 年以来，受新冠核酸检测需求大幅增加，ICL 企业医学检测业务收入同比高增。伴随着新冠疫情影响逐渐减弱，常规检测业务恢复高增长。根据金域医学、迪安诊断披露的 2021 年三季度报告显示，2021 年 1-9 月，金域医学、迪安诊断剔除新冠检测后的常规检测业务分别实现营收 52.61、29.16 亿元，同比增长 33.34%、37.00%，较 2019 年增长 34.21%、36.00%。虽然近期国内部分地区疫情出现反复，但考虑到国内疫情防控经验丰富、疫苗接种率较高以及国产新冠特效药已获批上市等，我们认为 2022 年疫情影响将继续减弱，ICL 企业的常规检测业务有望保持高增长。

图 48：医学检测业务收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 49：2021Q1-Q3 非新冠检测业务收入增速



资料来源：公司公告，财信证券

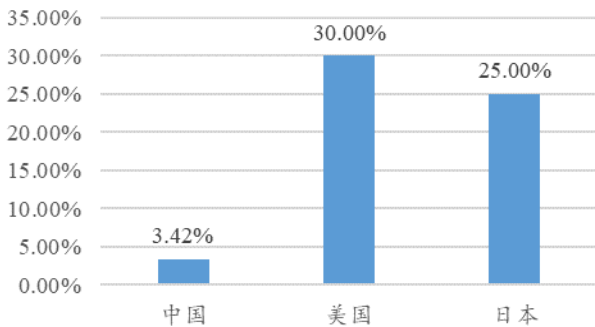
3.3 零售药店：增长逻辑未变，2022 业绩有望边际改善

3.3.1 集中度有待提升，处方外流加速

集中度有待提升。2019 年，我国 TOP3 药店企业的门店数量占比为 3.42%，同期美国、日本 TOP3 药店门店数量占比为 30.00%、25.00%；我国 TOP3 药店企业的销售市场份额为 8.00%，同期美国、日本 TOP3 药店企业的销售市场份额分别为 85.00%、31.00%。同日本相比，我国 TOP 药店门店集中度、市场份额集中分别有 6 倍、3 倍的提升空间。2021 年 10 月 21 日，商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》。《意见》指出，到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化

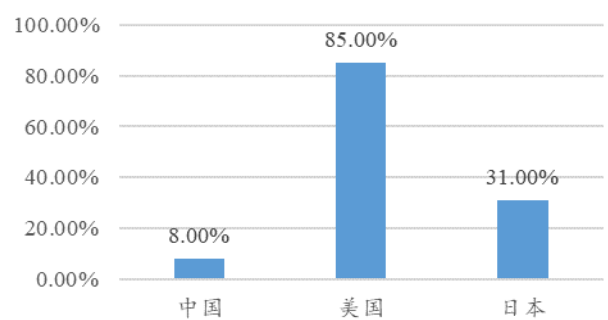
药品零售连锁企业。未来，伴随着销售利润空间压缩、经营门槛提升、监管政策趋严以及政策推动，零售药店市场集中度有望提升。

图 50：中美日 TOP3 药店门店数量占比



资料来源：益丰药房年报，中国药店，财信证券

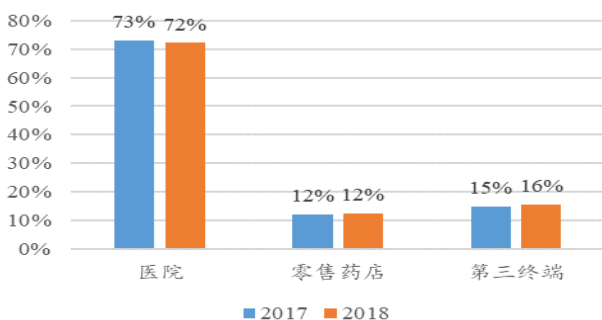
图 51：中美日 TOP3 药店市场份额对比



资料来源：益丰药房年报，中国药店，财信证券

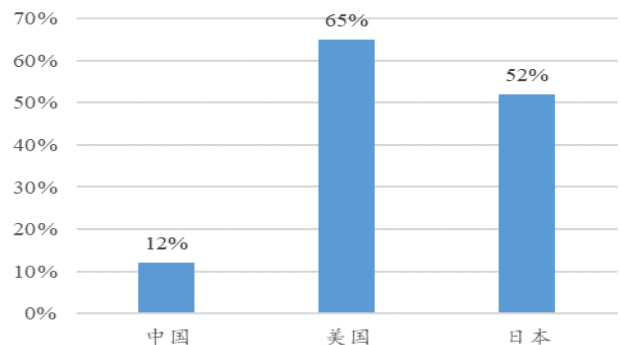
处方外流有望加速。 医院为我国处方药的主要销售渠道，其占比达 72%，而零售药店处方药渠道占比仅为 12%。在医药分离程度高的日本，药店为主要的处方药销售渠道，其渠道占比高达 52%。美国零售药店也是其处方药的主要销售渠道，渠道比重高达 65%。相比于日本、美国，我国零售药店在处方药销售中的渠道价值具有 3-4 倍的挖掘空间。为解决“以药养医”问题，以及提高人民群众用药的可及性，我国政府一直在推动处方外流。2021 年 5 月，国家医保局与卫健委联合发布《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》，《意见》提出通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制。2021 年 9 月，国家医保局与卫健委联合发布《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》，《通知》指出原则上 2021 年 10 月底前，各省份要确定本省份纳入“双通道”管理的药品名单并向社会公布；2021 年 11 月底前，各省份要实现每个地级市（州、盟）至少有 1 家符合条件的“双通道”零售药店，并能够提供相应的药品供应保障服务。目前，多地已相继发布“双通道”药店名单及药品目录，处方外流有望加速。

图 52：我国处方药各销售渠道占比



资料来源：IQVIA，财信证券

图 53：中美日零售药店在处方药销售中的比重



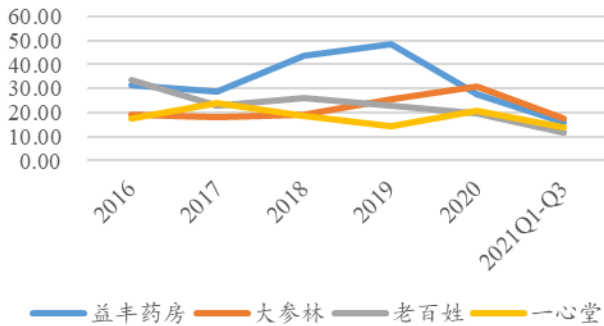
资料来源：IQVIA，中国药店，财信证券

3.3.2 低基数+新开门店逐步盈利，2022 年业绩有望边际改善

2021 年 1-9 月，由于去年疫情防护物资销售占比高以及今年部分地区出现新冠疫情

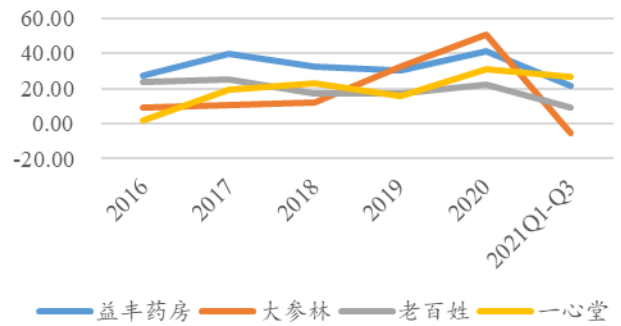
导致部分药品销售受阻，四大药店（特指益丰药房、大参林、老百姓、一心堂）营收增速放缓；受新开门店增多导致亏损金额增大、社保减免等疫情补贴减少、新租赁准则等因素影响，四大药店利润增速放缓，其中大参林利润增速呈现负增长。展望 2022 年，基于以下考虑：（1）新开门店经营爬坡导致亏损减少；（2）2020 年疫情导致的高基数效应消除，以及 2021 年基数较低；（3）2022 年新冠疫情影响较 2021 年预计有所减弱；我们认为零售药店业绩有望呈现边际改善。

图 54：四大药店营收增速对比



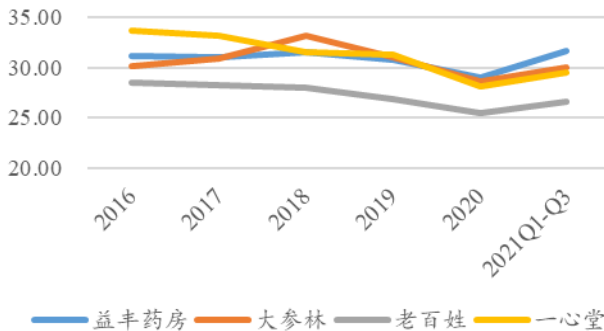
资料来源：Wind，财信证券

图 55：四大药店利润增速对比



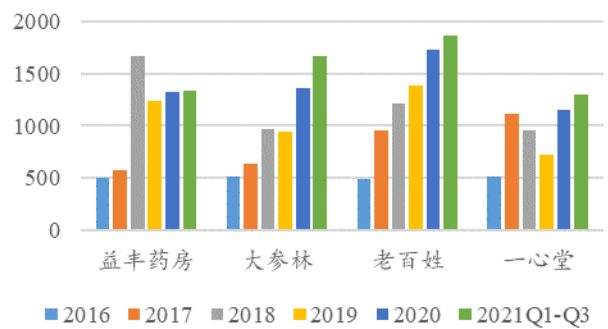
资料来源：Wind，财信证券

图 56：四大药店期间费用率对比



资料来源：Wind，财信证券

图 57：四大药店新增门店数量对比（家）



资料来源：公司公告，财信证券

4 投资策略及重点公司推荐

4.1 投资策略

2021 年医药生物板块呈现先扬后抑的走势，全年市场表现较差。展望 2022 年，考虑到：（1）经过前期调整，医药生物板块整体估值回落至较低水平，基金持仓降至低位，配置性价比逐步显现；（2）药品集采、医保谈判呈现常态化，机制设计更加成熟，价格降幅趋向相对温和，DRG 支付、医疗服务价格等重点改革政策、行动计划相继颁布，行业政策更加明朗化，预计来自政策的扰动性会减小；（3）老龄化、创新化、国际化、国产化等持续推动行业稳健发展，行业基本面依然向好；我们维持医药生物板块“领先大市”评级。政策免疫性、高成长性始终是医药生物投资的重要考量，我们认为 2022 年的

投资策略是顺应医药政策改革趋势，聚焦高成长赛道，精选优质个股。具体来看，我们看好以下投资方向：

(1) 创新药及其产业链：创新是长期不变的主线。在政策支持、资本助力、药企创新的共同努力下，我国创新药上市申报数、对外授权许可明显增多，创新化、国际化成果初步显现，有望迎来收获期，建议关注产品管线丰富、差异化创新能力强、国际化能力强的创新药企恒瑞医药(600276.SH)、贝达药业(300558.SZ)、君实生物(688180.SH)；从一级市场医药融资、企业研发投入、外包渗透率、企业在手订单等多角度来看，CXO行业高景气度依旧，建议关注CXO龙头药明康德(603259.SH)、康龙化成(300759.SZ)、泰格医药(300347.SZ)、凯莱英(002821.SZ)、博腾股份(300363.SZ)。

(2) 医疗服务：在人口老龄化、居民收入水平不断提高的背景下，我国高端医疗服务资源仍将面临供给不足的矛盾，建议关注与公立医院错位发展、受益于消费分层与升级、政策免疫性强、品牌优势明显的医疗服务企业，如爱尔眼科(300015.SZ)、通策医疗(600763.SH)、国际医学(000516.SZ)；建议关注助力医院降本增效、顺应医保控费政策趋势的ICL龙头金域医学(603882.SH)，以及2022年业绩存在改善预期、受益于行业集中度提升、处方外流的零售药店龙头益丰药房(603939.SH)、大参林(603233.SH)、老百姓(603883.SH)、一心堂(002727.SZ)等。

4.2 重点公司推荐

(1) 药明康德(603259.SH)：国内医药研发外包龙头，业绩高增确定性强

主营业务：医药研发生产外包服务。公司主要为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务，服务范围涵盖化学药研发和生产、细胞及基因疗法研发生产、医疗器械测试等领域，具体包括化学业务、测试业务、生物学业务、细胞及基因疗法CTDMO业务、国内新药研发服务，2021年1-9月，五项业务的收入占比分别约为61.00%、20.19%、8.62%、4.35%、5.64%。

公司亮点一：“长尾客户”战略持续发力。2021年1-9月，公司活跃客户数超5640家，同比+37.56%；新增客户超1300家，同比+44.44%，新增客户贡献的收入占比达7.17%。来自全球前20大制药企业的收入为46.99亿元，同比+21%，来自全球其他客户的收入为118.23亿元，同比+49%，“长尾客户”战略效果凸显。

公司亮点二：坚定推进“跟随分子”策略，CRDMO服务收入快速增长。2021年1-9月，公司小分子药物发现业务完成20万个化合物合成，CDMO服务项目所涉新药物分子1548个，其中，临床I期及临床前阶段1229个、临床II期阶段235个、临床III期阶段47个、商业化阶段37个。公司坚定推进“跟随分子”策略，通过在药物发现和临床早期阶段赋能客户，为下游业务部门“引流”，助推CRDMO服务收入持续快速增长。

盈利预测与投资建议：2021-2023年，预计公司实现归母净利润45.23/59.52/78.01亿元，EPS分别为1.53/2.01/2.64元，当前股价对应的PE分别为73.20/55.63/42.45倍。受益于创

新药研发持续增加、研发外包渗透率提升以及海外研发生产持续向国内转移，公司业绩高增确定性强，维持公司“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；汇率变动风险；新药研发投入不及预期风险；核心技术人员流失风险等。

(2) 凯莱英 (002821.SZ)：签订日常经营重大合同，业绩增长有望加速

主营业务：小分子 CDMO 服务。公司是全球第五大创新药原料药 CDMO 公司和中国最大的商业化阶段化学药物 CDMO 公司，主要为国内外制药公司、生物技术公司提供药品研发与生产服务，具体包括小分子 CDMO 服务以及化学大分子、生物药等新兴服务。2021H1，公司小分子 CDMO 服务、新兴服务收入占比分别为 91.82%、8.18%。

公司亮点：签订日常经营重大合同，业绩增长有望加速。2021 年 11 月 17 日，公司公告，全资子公司 Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英医药化学有限公司与美国大型制药公司就已合作的一款小分子化学创新药物 CDMO 服务签订新一批《供货合同》，截至该合同签订日，该产品的 CDMO 服务累计合同金额为 4.81 亿美元，订单执行周期为 2021-2022 年。2021 年 11 月 29 日，公司公告，全资子公司吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，本次合同金额折合人民币约 27.20 亿元，合同供货时间为 2022 年。两次重大合同金额已远超公司 2020 年营业收入 (31.50 亿元)。根据公司 2021 年中报数据，2021-2022 年，预计公司小分子产能达 4369.77m³、5869.77m³，同比增长 56.06%、34.33%，理论上能够支撑大订单放量。两次签订重大合同，彰显和巩固了公司在小分子化合物 CDMO 领域的竞争优势，为 2021-2022 年的业绩高增奠定基础。同时公司明年将有更多精力开拓更多临床阶段客户和 biotech 客户，优化客户结构，保障公司长远发展。

盈利预测与投资建议：2021-2023 年，预计公司归母净利润分别为 9.70、15.34、19.39 亿元，EPS 分别为 3.69、5.83、7.37 元，当前股价对应的 PE 分别为 115.91、73.27、57.99 倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：核心技术人员流失风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险；环保与安全生产风险；订单增长不及预期风险等。

(3) 金域医学 (603882.SH)：常规业务增长良好，特检业务收入占比提升

主营业务：医学检测外包服务。公司的主要业务是为全国超过 23000 家各类医疗机构提供包括理化质谱检验、基因组检验、病理诊断、生化发光检验、免疫学检验、其他综合检验等六大类合计超过 2800 项检验项目的外包及科研技术服务。2021 年 1-9 月，公司医学检测服务收入占比为 94.88%，诊断产品销售、健康体检、冷链物流等其他收入占比为 5.12%。

公司亮点：常规业务增长良好，特检业务收入占比提升。公司已在全国（包括香港地区）建立了 38 家中心实验室，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域，是国内第三

方医学检验行业营业规模最大、服务网络覆盖最广、检验项目及技术平台最齐全的市场领导企业。2021年1-9月，扣除新冠检测收入后，公司常规业务收入为52.61亿元，较2020年增长33.34%，较2019年增长34.21%。2018-2021H1，公司特检业务收入（扣除新冠检测）占比由44.01%提升至50.30%。相比于普检，特检行业增速快、毛利率高，公司特检业务收入占比持续提升，表明公司收入结构持续优化。

盈利预测与投资建议:2021-2023年，预计公司实现归母净利润21.52/18.08/18.54亿元，EPS分别为4.62/3.88/3.98元，当前股价对应的PE分别为21.67/25.80/25.16倍。受新冠检测业绩贡献减少影响，预计2022-2023年公司业绩表现承压，但伴随着持续性强、增长速度快的常规检测业绩贡献占比提高，公司整体估值有望提升。同时，在医保控费的背景下，公立医院检测外包意愿提升，公司作为国内ICL龙头，有望充分受益，维持公司“推荐”评级。

风险提示:市场和政策变动风险；检验样本控制风险；医学检验及病理诊断服务执业风险等。

(4) 益丰药房(603939.SH): 经营业绩增长快、稳，线上收入规模领先同行

主营业务:医药零售与批发。公司是国内领先的药品零售连锁企业之一，主要从事药品、保健品、保健食品、医疗器械、个人护理用品以及与健康相关联的日用便利品等的零售业务，兼顾少量对外药品批发业务。2021年1-9月，公司医药零售业务、批发业务收入占比分别为95.14%、4.86%。

公司亮点:经营业绩增长快、稳，线上收入规模领先同行。2021年1-9月，公司营收、利润同比增长15.91%、21.49%；受新冠疫情、新开门店增多、政策优惠减少等影响，公司业绩增速有所放缓，但仍处于行业领先水平。公司单店创收、盈利水平表现稳定，体现出公司门店管理能力优秀。此外，公司积极拥抱医药电商。2021H1，公司互联网业务实现销售收入5.05亿元，同比增长113.22%，占总营收的比重同比提升3.11pct至6.87%，互联网业务收入规模领先同行。

盈利预测与投资建议:2021-2023年，预计公司实现归母净利润9.11/11.72/14.25亿元，EPS分别为1.27/1.63/1.98元，当前股价对应的PE分别为38.55/29.98/24.66倍。集中度提升、处方外流是零售药店的长期增长逻辑，公司作为国内零售药店龙头，异地扩张、品牌、管理、规模优势明显，有望充分受益，维持公司“推荐”评级。

风险提示:门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险等。

5 风险提示

耗材、药品集采价格降幅超预期风险；创新药研发失败风险；行业政策风险；行业竞争加剧风险；新冠疫情反复风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438