

# “创新”继续、关注“消费”复苏与“国产替代”

## 相关研究:

1.《聚焦创新技术及具备国产替代潜力的体外诊断细分领域》

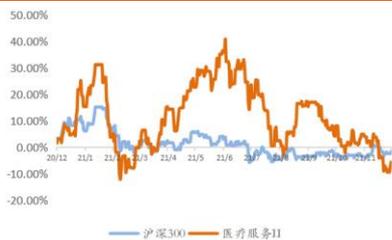
2022.03.31

2.《疫情影响逐渐消除，业绩回升估值已具吸引力》

2022.05.17

## 行业评级：增持

### 近十二个月行业表现



| %    | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|------|-----|-----|------|
| 相对收益 | -12 | -23 | -4   |
| 绝对收益 | -9  | -22 | -8   |

注：相对收益与沪深300相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621)50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

## 核心要点:

### □ 医药“创新”继续，卖水人CXO板块景气依旧

CXO 板块在 2020 年高基数背景下仍然保持快速增长，营业收入和归母净利润增速远超行业平均，尤其 2022 年 Q1 再度呈现加速的趋势。虽然十年来医改取得了阶段性的成果，但医保资金压力依然很大倒逼药企升级“创新”，2021 年国内医药上市公司研发支出持续提升，全球 Biotch 投融资持续活跃将持续推动 CXO 产业景气度。

### □ 老龄化下医疗服务需求持续提升，疫情扰动不改医疗服务长期需求

老龄化下消费型医疗服务继续保持快速增长，2021 年我国疫情发展相对可控，部分民营专科医院 2021 年营收及利润的增速已恢复至疫情前水平，由此可见民营医院由于其诊疗项目刚需且具备优越的运营能力使得发展韧性较强。2022 年一季度我国多地疫情反复，较大程度影响了民营医疗机构的运行，预计疫情退潮社会运行恢复正常之后民营专科诊疗需求将迎来反弹。

### □ 政策鼓励 IVD 创新发展，器械带量采购有望加速国产替代

IVD 政策端鼓励产品创新和技术升级，随着 DRG/DIP 以及器械集采的推进，小企业大概率被淘汰，目前体外诊断中高端领域外占比大，中部及头部国产企业将和国际 IVD 巨头竞争，有望加速国产替代。在医保控费大趋势下，体外诊断行业的发展与应用有助于优化医疗资源的配置，达到医保高效使用缓解医保压力，降价后减少医疗支出，降低医保支出。

### □ 老龄化遇上新医改，推荐“创新”+“政策免疫”与“国产替代”产业链:

当前时点，我们发现在创新持续优化情况下，“创新”赛道内部也出现分化，预计未来创新产业链也将由之前的“策略布局”步入到“抢滩登陆”阶段，真正实现创新放量的公司才有望受益，利好“真创新”产业链；2022 年一季度我国多地疫情反复，较大程度影响了民营医疗机构的运行，预计疫情退潮社会运行恢复正常之后民营专科诊疗需求将迎来反弹；2022 年新冠疫情的反复使得新冠体外诊断试剂的需求持续提升，长期看体外诊断 (IVD) 领域我们认为技术处于成长期且具有国产替代潜力的相关公司将受益于分级诊疗制度下的产业发展。综上，我们维持对 IVD&医疗服务行业的“增持”评级，建议关注以下三大主线：

(1) **创新药卖水人“CXO”产业链公司**：2022 年下半年新冠药 CDMO 将持续贡献业绩。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

(2) **民营专科医疗服务**：国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。

(3) **IVD 产业链中游化学发光、POCT、分子诊断 PCR 及下游第三方医学检验实验室**：受益于进口替代，高端医院市场有望争取份额；分级诊疗等强基层政策引导下，中低端医院市场有望持续实现放量。随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。

### □ 风险提示

医保控费执行力度超预期；药企研发投入下降；民营医院医疗事故风险。

## 正文目录

|   |    |
|---|----|
| 1 行业业绩向好估值回落，政策持续推进.....                | 4  |
| 1.1 医药板块表现平淡，估值回落已具优势.....              | 4  |
| 1.2 行业基本面持续向好，疫情影响消除业绩回升.....           | 6  |
| 1.2.1 医药工业持续回暖.....                     | 6  |
| 1.2.2 医药板块稳定增长，医疗服务、医疗器械表现出色.....       | 7  |
| 1.3 政策继续推进，创新从策略布局到抢滩登陆.....            | 8  |
| 1.3.1 医改持续推进，新药研发热度继续获批数量再创新高.....      | 8  |
| 1.3.2 医保压力犹存“策略布局”到“抢滩登陆”.....          | 10 |
| 2 创新产业链 CXO 持续高景气.....                  | 11 |
| 2.1 全球医药创投活跃，中国药企研发投入不断加大.....          | 11 |
| 2.2 CXO 业绩保持较高增速，成长确定性强.....            | 13 |
| 2.3 CXO 紧跟前沿技术掌握药物发现入口，拓宽 CXO 服务领域..... | 16 |
| 3 民营医疗服务：疫情扰动不改医疗服务长期趋势.....            | 19 |
| 3.1 老龄化下消费型医疗服务继续保持快速增长.....            | 19 |
| 3.2 政策友好，眼科、口腔等市场空间大.....               | 20 |
| 3.3 Q1 疫情反复阶段性影响，后疫情诊疗需求有望反弹.....       | 23 |
| 4 体外诊断：新冠检测需求旺盛，行业景气度高.....             | 24 |
| 4.1 行业特点总结：IVD 产业迅速增长，集中度低.....         | 24 |
| 4.2 化学发光国产替代有望加速.....                   | 28 |
| 4.3 POCT 应用领域广，优势明显.....                | 29 |
| 4.4 分子诊断 PCR 技术成熟，快速成长.....             | 32 |
| 4.5 IVD 产业链三方医学检验实验室（ICL）正处发展初期.....    | 33 |
| 5 投资策略.....                             | 36 |
| 6 风险提示.....                             | 37 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 截至 6 月 15 日各行业 2022 年涨跌幅.....     | 4  |
| 图 2 2010 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况.....     | 6  |
| 图 3 我国规模医药工业营业收入及增速.....              | 7  |
| 图 4 我国规模医药工业营业利润及增速.....              | 7  |
| 图 5 2015-2022Q1 医药板块营收及增速.....        | 7  |
| 图 6 2015-2022Q1 医药板块归母净利及增速.....      | 7  |
| 图 7 2015-2022Q1 医药板毛利率与净利率情况.....     | 7  |
| 图 8 2015-2022Q1 年医药板块归母净利及增速.....     | 7  |
| 图 9 近年临床试验登记平台登记临床总数.....             | 9  |
| 图 10 中国创新药获批数量统计.....                 | 9  |
| 图 11 2010 年至 2021 年医保基金收入、支出及增长.....  | 10 |
| 图 12 2010 年至 2021 年医保累计结余情况.....      | 10 |
| 图 13 全球医药产业投融资活跃 bioTECH 兴起.....      | 11 |
| 图 14 中国医药产业投融资持续活跃.....               | 11 |
| 图 15 医药上市公司（化学制药和生物制品）研发支出情况.....     | 12 |
| 图 16 医药上市公司研发支出情况.....                | 12 |
| 图 17 CXO 样本公司员工数变动（单位：人）.....         | 15 |
| 图 18 CXO 公司在建工程（单位：亿元）.....           | 15 |
| 图 19 细胞与基因治疗正处于萌芽期.....               | 17 |
| 图 20 传统化药与细胞基因治疗 CRO/CDMO 差异.....     | 18 |
| 图 21 我国 65 岁以上人口占比逐年上升.....           | 19 |
| 图 22 65 2018 年中国调查地区居民两周就诊率.....      | 19 |
| 图 23 2015-2020 年中国医院门诊量（亿人次）.....     | 20 |
| 图 24 2015 年至 2020 年中国医院住院人次（亿人次）..... | 20 |
| 图 25 中国消费型医疗支出占比呈上升趋势.....            | 20 |
| 图 26 中国眼科医疗机构门诊就诊人次（百万次）.....         | 22 |
| 图 27 我国眼科医疗服务规模及增速.....               | 22 |
| 图 28 我国口腔专科医院诊疗人次（万人）及增速.....         | 23 |
| 图 29 我国口腔医疗服务规模及增速.....               | 23 |
| 图 30 中国 IVD 市场规模（亿元人民币）.....          | 25 |
| 图 31 2017 年国内 IVD 生产企业市场份额.....       | 26 |
| 图 32 2019 年国内 IVD 各细分领域增长对比.....      | 26 |
| 图 33 IVD 中游产业格局.....                  | 27 |
| 图 34 中国 IVD 产业的技术生命周期.....            | 27 |
| 图 35 2018 年国内 IVD 不同细分领域市场规模与增速.....  | 28 |
| 图 36 化学发光属于免疫诊断的一种.....               | 28 |
| 图 37 免疫诊断发展历程.....                    | 28 |
| 图 38 中国 IVD 产业的技术生命周期.....            | 29 |
| 图 39 中国化学发光占免疫诊断比重变化.....             | 29 |
| 图 40 2015-2030 年中国化学发光免疫市场规模.....     | 29 |
| 图 41 POCT 检测较大型设备更加便利.....            | 30 |
| 图 42 国内外体外诊断细分领域市场份额.....             | 30 |

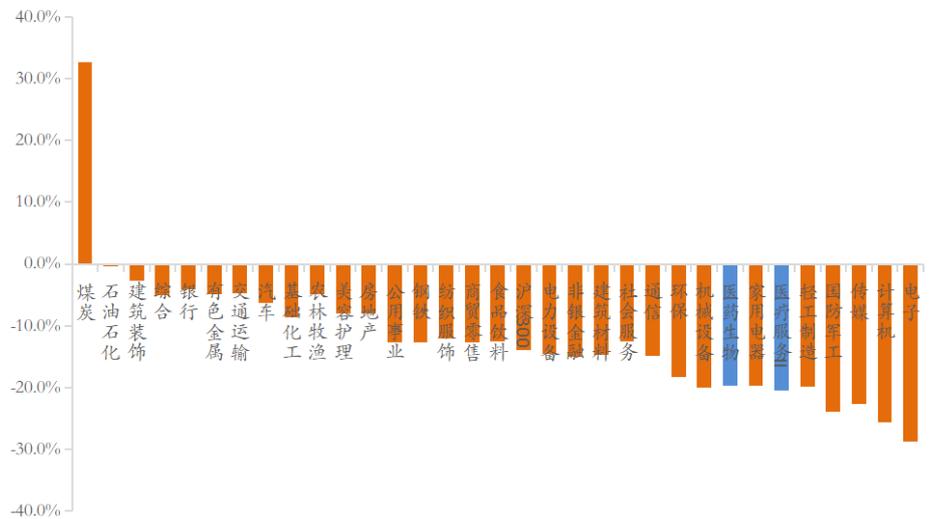
|   |    |
|---|----|
| 图 43 中国 POCT 市场规模 .....                       | 31 |
| 图 44 多因素带来 POCT 的需求提升 .....                   | 31 |
| 图 45 聚合酶链式反应是分子诊断的重要技术 .....                  | 32 |
| 图 46 PCR 技术处于成长期 .....                        | 32 |
| 图 47 国内分子诊断不同技术市场份额 .....                     | 32 |
| 图 48 2015-2030 年中国 PCR 诊断行业市场规模（按出厂价计） .....  | 33 |
| 图 49 IVD 产业链总体情况 .....                        | 33 |
| 图 50 临床检测服务提供商的优势及劣势对比 .....                  | 34 |
| 图 51 中国 ICL 渗透率较低 .....                       | 34 |
| 图 52 全球 ICL 检验项目数比较（单位：个） .....               | 34 |
| 图 53 中国 ICL 市场规模及增速 .....                     | 35 |
| 图 54 第三方医学检验实验室销售毛利率（%） .....                 | 36 |
| 图 55 第三方医学检验实验室净利率（%） .....                   | 36 |
| 图 56 第三方医学检验实验室管理费用率（%） .....                 | 36 |
| 图 57 第三方医学检验实验室销售费用率（%） .....                 | 36 |
| 图 58 聚焦“政策免疫”+“创新”及“国产替代”产业链 .....            | 37 |
| <br>  |    |
| 表 1 医药各子版块 2022 年度涨跌幅 .....                   | 4  |
| 表 2 2022 上半年医药生物涨跌幅前十名上市公司 .....              | 5  |
| 表 3 2022 上半年医疗服务板块涨跌幅前十名上市公司 .....            | 5  |
| 表 4 医药板块营收、归母净利增速情况 .....                     | 8  |
| 表 5 医疗服务板块 CXO 公司 2021/2022Q1 增长情况 .....      | 13 |
| 表 6 主要 CXO 公司预收账款与合同负债总值（单位：亿元）及其增长 .....     | 14 |
| 表 7 部分 CRO 企业布局的药物发现技术 .....                  | 16 |
| 表 9 近年部分支持社会办医文件 .....                        | 21 |
| 表 8 医疗服务板块民营医院 2021/2022Q1 业绩表现情况 .....       | 23 |
| 表 10 我国 IVD 公司呈现小而散的竞争格局 .....                | 24 |
| 表 11 部分 IVD 板块公司 2021/2022Q1 增长情况 .....       | 25 |
| 表 12 医疗服务板块医学检验实验室相关公司 2021/2022Q1 增长情况 ..... | 35 |

## 1 业绩向好估值回落，政策持续推进

### 1.1 医药板块表现平淡，估值回落已具优势

2021年后疫情时代医药板块整体表现较弱，2022年上半年医药生物板块维持下跌趋势，截至2022年6月15日，医药生物行业报收9035.86点下跌21.4%，对比各一级行业全年涨跌幅来看，在全行业中按涨幅由大到小排名第25位，排名靠后，跑输沪深300指数6.84个百分点。医疗服务报收9572.29点，下跌21.9%，跑输沪深300指数7.39%。

图1 截至6月15日各行业2022年涨跌幅



资料来源：Wind、湘财证券研究所

医药子板块分化较大，医疗服务表现较优。后疫情时代，叠加新医改医保支出“腾笼换鸟”大背景，医药细分子板块分化依旧明显。从涨跌特点上来看，2022年以来，中药、医药商业板块涨幅居前，生物制品、医疗服务、医疗器械跌幅较大。

表1 医药各子版块2022年度涨跌幅

| 板块   | 收盘价     | 涨跌幅 (%) |         |
|------|---------|---------|---------|
|      |         | 2022年以来 | 2020年以来 |
| 医药生物 | 9035.86 | -21.4   | -25.2   |
| 医疗服务 | 9572.29 | -21.9   | -25.8   |
| 中药   | 6915.86 | -19.4   | 6.4     |
| 化学制药 | 9904.20 | -19.5   | -25.5   |
| 生物制品 | 9011.44 | -26.7   | -39.4   |
| 医药商业 | 5552.03 | -14.7   | -27.9   |
| 医疗器械 | 7716.48 | -22.7   | -28.1   |

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至2022年6月15日

**疫情受益及 CXO 板块表现突出。**疫情受益及 CXO 板块表现突出，涨幅位列医药板块前十的公司中除了新股和次新股外，还包括受益于新冠疫情的华润双鹤、新华制药等。医疗服务板块公司昭衍新药、康龙化成、博腾股份受益于 CXO 行业快速发展表现居前。表现靠后的公司有数字人、诚达药业、诺禾致源、凯莱英、成都先导等。

**表 2 2022 上半年医药生物涨跌幅前十名上市公司**

| 涨幅前十 |           |        |        | 跌幅前十 |           |      |        |
|------|-----------|--------|--------|------|-----------|------|--------|
| 序号   | 代码        | 简称     | 涨幅 (%) | 序号   | 代码        | 简称   | 跌幅 (%) |
| 1    | 688091.SH | 上海谊众-U | 297.82 | 1    | 832278.BJ | 鹿得医疗 | -54.93 |
| 2    | 000756.SZ | 新华制药   | 126.99 | 2    | 430047.BJ | 诺思兰德 | -54.09 |
| 3    | 603122.SH | 合富中国   | 108.79 | 3    | 688163.SH | 赛伦生物 | -53.68 |
| 4    | 600056.SH | 中国医药   | 70.19  | 4    | 688189.SH | 南新制药 | -51.16 |
| 5    | 600062.SH | 华润双鹤   | 55.95  | 5    | 300630.SZ | 普利制药 | -50.56 |
| 6    | 688046.SH | 药康生物   | 55.03  | 6    | 835670.BJ | 数字人  | -50.19 |
| 7    | 603963.SH | 大理药业   | 52.04  | 7    | 688580.SH | 伟思医疗 | -49.56 |
| 8    | 300584.SZ | 海辰药业   | 51.85  | 8    | 300108.SZ | 吉药控股 | -49.42 |
| 9    | 000915.SZ | 华特达因   | 45.81  | 9    | 301111.SZ | 粤万年青 | -49.39 |
| 10   | 301089.SZ | 拓新药业   | 43.22  | 10   | 300677.SZ | 英科医疗 | -49.21 |

资料来源：Wind、湘财证券研究所 截至 2022 年 6 月 15 日 剔除部分次新股和\*ST 股

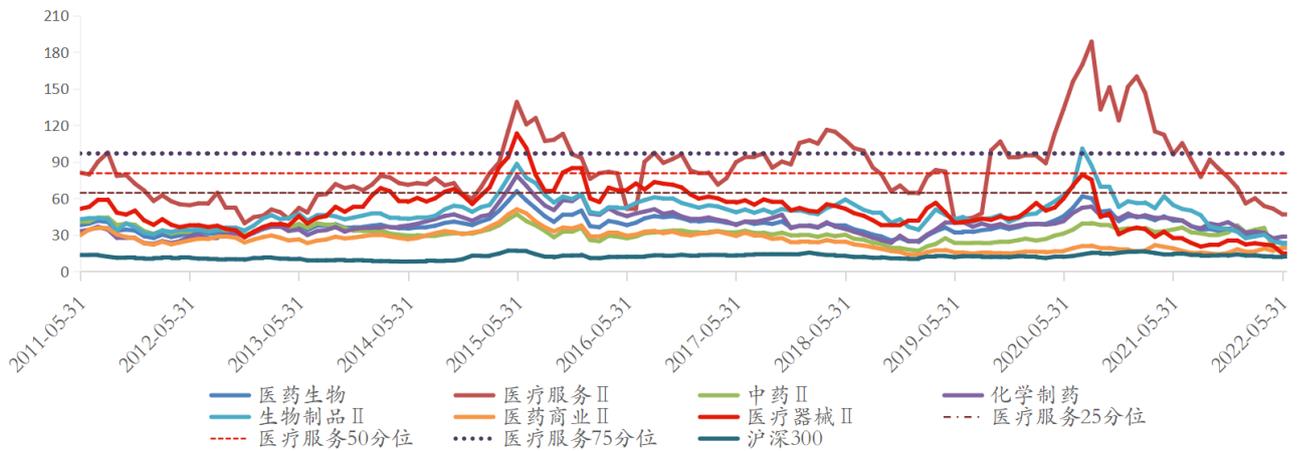
**表 3 2022 上半年医疗服务板块涨跌幅前十名上市公司**

| 涨幅前十 |           |        |        | 跌幅前十 |           |      |        |
|------|-----------|--------|--------|------|-----------|------|--------|
| 序号   | 代码        | 简称     | 涨幅 (%) | 序号   | 代码        | 简称   | 跌幅 (%) |
| 1    | 603127.SH | 昭衍新药   | 0.29   | 1    | 835670.BJ | 数字人  | -50.19 |
| 2    | 301060.SZ | 兰卫医学   | -0.87  | 2    | 301201.SZ | 诚达药业 | -47.03 |
| 3    | 600721.SH | 百花村    | -3.34  | 3    | 688315.SH | 诺禾致源 | -44.07 |
| 4    | 688265.SH | 南模生物   | -10.28 | 4    | 002821.SZ | 凯莱英  | -40.42 |
| 5    | 300244.SZ | 迪安诊断   | -10.49 | 5    | 688076.SH | 诺泰生物 | -38.51 |
| 6    | 300759.SZ | 康龙化成   | -11.55 | 6    | 688222.SH | 成都先导 | -37.21 |
| 7    | 002219.SZ | *ST 恒康 | -12.02 | 7    | 300725.SZ | 药石科技 | -37.08 |
| 8    | 300015.SZ | 爱尔眼科   | -12.87 | 8    | 300143.SZ | 盈康生命 | -37.04 |
| 9    | 300363.SZ | 博腾股份   | -13.70 | 9    | 002044.SZ | 美年健康 | -34.78 |
| 10   | 000504.SZ | 南华生物   | -14.84 | 10   | 002524.SZ | 光正眼科 | -34.46 |

资料来源：Wind、湘财证券研究所 截至 2022 年 6 月 15 日 剔除部分次新股和\*ST 股

**高位回落，已具估值优势。**当前医药生物板块 PE 估值由近一年最高 42.23X 回落至 23.59X，已处近十年底部位置。医疗服务板块 PE 为 47.39X，近一年 PE 最大值为 108.72X，最小值为 43.58X，目前约位于近十年的最低分位水平。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

图 2 2010 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 1.2 行业基本面持续向好，疫情影响消除业绩回升

### 1.2.1 医药工业持续回暖

**2021 年医药工业受疫情影响逐渐消除，全年继续回暖。**在复杂多变的经济形势和竞争加剧的市场环境下，随着医改的深化，医保控费药品零加成、药品集中采购、两票制等政策措施的加快推进及医药行业转型升级结构调整的不断深入，我国医药行业进入整体增速放缓的新常态。根据国家统计局数据，2021 年医药制造业累计收入 29288.5 亿元，同比增长 20.1%；利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。2020 年由于疫情影响，医药制造业营收出现下滑，但 2021 年已逐渐恢复。

2022 年 Q1 我国医药工业实现累计收入 6936.6 亿元，同比增长 5.5%；利润总额 1065.6 亿元，同比下降 8.9%，净利润下降主要是由于营业成本的上升所致；在疫情背景下，医药制造业收入依然实现了 5.5% 的正增长，彰显了医药制造业的发展韧性。二季度之后随着疫情逐步得到有效控制，需求有望快速恢复，预计 2022 年全年医药制造业有望保持持续稳定增长。整体看，在经济增速整体承压背景下，医药行业增速总体虽然呈下降趋势但增长确定性高，有望穿越牛熊。

图 3 我国规模医药工业营业收入及增速



资料来源: Wind、国家统计局、湘财证券研究所

图 4 我国规模医药工业营业利润及增速



资料来源: Wind、国家统计局、湘财证券研究所

### 1.2.2 医药板块稳定增长，医疗服务、医疗器械表现出色

2021 年医药行业上市公司实现营业收入 21373 亿元，同比增长 12.5%；实现归母净利润 1963 亿元，同比增长 50.8%，归母净利润增速超过营收增速；毛利率 33.3%，比 2020 年下降 0.6pct，净利率 9.7%比 2020 年上升 2.4pct；费用率呈现下降趋势，期间费用率为 19.5%比去年同期下降 1.3pct。

2022Q1 受疫情影响增速有所放缓，但上市公司业绩显著优于医药工业整体水平。医药行业上市公司 Q1 实现营业收入 5852 亿元，同比增长 13%，实现归母净利润 660 亿元，同比增长 27.8%，营收及利润双增长，归母净利润增速继续超过营收增速；Q1 毛利率 34.6%，净利率 12.0%，费用率下降至 17.5%。

图 5 2015-2022Q1 医药板块营收及增速



资料来源: Wind、湘财证券研究所 2022 年为 Q1 数据

图 6 2015-2022Q1 医药板块归母净利及增速



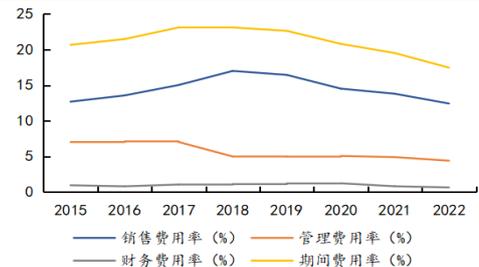
资料来源: Wind、湘财证券研究所 2022 年为 Q1 数据

图 7 2015-2022Q1 医药板毛利率与净利率情况



资料来源: Wind、湘财证券研究所 2022 年为 Q1 数据

图 8 2015-2022Q1 年医药板块归母净利及增速



资料来源: Wind、湘财证券研究所 2022 年为 Q1 数据

各细分板块中医疗服务板块、医疗器械营收及利润增长表现较为亮眼。从医药生物细分子行业看，2021 及 2022Q1 出现了一定的分化，生物制品、医疗服务和医疗器械业绩表现突出，主要还是由于疫情的加速推动，尤其医疗服务板块中 CXO 行业新冠药 Paxlovid 订单兑现业绩，医疗器械板块中 IVD（体外诊断）相关公司核酸检测和抗原自检兑现业绩，生物制品有新冠疫苗的业绩兑现推动行业营收及净利的持续高速增长。

**表 4 医药板块营收、归母净利增速情况**

| 板块   | 营收 YoY |        |        |        | 归母净利润 YoY |          |          |         |
|------|--------|--------|--------|--------|-----------|----------|----------|---------|
|      | 2019   | 2020   | 2021   | 2022Q1 | 2019      | 2020     | 2021     | 2022Q1  |
| 医药生物 | 12.58% | 6.14%  | 12.49% | 13.13% | -10.37%   | 26.79%   | 50.76%   | 27.80%  |
| 医疗服务 | 14.92% | 14.54% | 32.49% | 37.15% | -143.42%  | 828.88%  | 30.21%   | 11.48%  |
| 中药   | 9.08%  | -4.34% | 8.63%  | 2.01%  | -30.48%   | -104.23% | 1470.35% | 4.43%   |
| 化学制药 | 10.19% | -3.66% | 7.96%  | 3.29%  | 3.66%     | 17.74%   | 11.60%   | -3.01%  |
| 生物制品 | 20.24% | 8.66%  | 31.69% | 36.99% | 44.02%    | 36.29%   | 47.25%   | 38.02%  |
| 医药商业 | 15.16% | 8.37%  | 11.38% | 7.40%  | -8.05%    | 6.89%    | 4.92%    | -18.22% |
| 医疗器械 | 13.51% | 50.81% | 11.40% | 49.45% | 13.89%    | 134.08%  | 5.89%    | 83.23%  |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 1.3 政策继续推进，创新从战略布局到抢滩登陆

### 1.3.1 医改持续推进，新药研发热度继续获批数量再创新高

2009 年 3 月 17 日,《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》提出,标志着我国医药卫生体制改革进入到一个新的阶段,“新医改”拉开序幕。2017 年 10 月 8 日中办国办联合发布《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》,鼓励药械创新。此政策是深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件,对我国医药产业创新发展具有里程碑式意义,整体利好创新研发能力强的各细分领域龙头企业以及创新服务产业链。药政改革成效显著:扫清药品上市审评审批障碍,拥抱国际鼓励创新。主要成果包括一下几大方面:(1)基本消除注册积压、仿制药一致性评价见成效、支持创新;(2)加入 ICH 与国际接轨,鼓励创新;(3)MAH 制度调动研发企业积极性。

供需两端利好创新药企,国内医药企业研发创新继续推进。带量采购加快了仿制药的降价节奏,仿制药盈利能力下降在所难免,会促进企业加快回归研发创新布局,争取创新产品对老产品进行迭代。2022 年 1 月 30 日,工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门联合印发《“十四五”医药工

业发展规划》。《规划》对过去医药工业领域存在的问题进行了归纳并提出提出了具体目标，医药工业营收及利润、研发投入有望稳健增长。“十四五”发展目标医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在8%以上，增加值占全部工业的比重提高到5%左右；行业龙头企业集中度进一步提高；全行业研发投入年均增长10%以上；到2025年，创新产品新增销售占全行业营业收入增量的比重进一步增加。我们认为，医药工业营收及净利润持续稳健增长将成为医药创新投入的重要支撑，在全行业研发投入年均增长10%以上的目标之下，预计医药工业企业对医药研发投入的积极性将继续高涨，从而有利于创新产业链相关公司发展。在《规划》总体要求的基本原则中看到，创新依旧占据重要地位。基本原则要求坚持创新引领：把创新作为推动医药工业高质量发展的核心任务，加快实施创新驱动发展战略。具体来说：1) 大力推动创新产品研发。2) 提高产业化技术水平。随着供需两端利好创新药企业，国内医药企业近年来愈发注重研发创新，研发投入呈现高速增长态势。

临床试验登记数及创新药获批数量继续大幅提升。随着越来越多的企业加入中国医药研发大军，越来越多的创新药从临床前走进临床，2021年临床试验登记数再创新高，达3279件。中国的创新药的获批数量也呈逐年增长的趋势，虽然2020年受疫情影响创新药获批数量较2019年有所下降，但也是首次本土和跨国创新药的批准数量接近。2021年可以称为是中国药品审批里程碑的一年。随着中国率先从新冠疫情的打击中复苏，新药审批全面加速，共80种新分子（按有批准文号的西药分子名计，不区分剂型）首次在中国上市，这也是2017年中国加入国际人用药品注册技术协调会（ICH）以来批准新药最多的一年。

图9 近年临床试验登记平台登记临床总数



图10 中国创新药获批数量统计



资料来源：临床试验登记与信息公开平台、湘财证券研究所 2022年数据截至5月19日

资料来源：GBI、湘财证券研究所 部分数据与既往报告不一致，主要由于：①每年药监局动态调整获批分子细节；②将有批准文号的疫苗全部按生物制品计

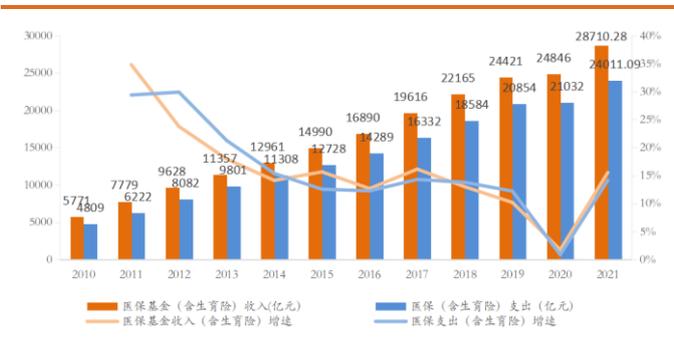
带量采购大环境下，仿制药发展承压，倒逼药企升级转型。从国内近年药品审评审批情况来看，药品审评的数量大幅增加，创新药的受理占比呈现

上升趋势，随着审评审批效率的提高，新药上市的时间周期不断缩短。国内审评审批政策的导向也即加强药品全过程监管、提高审评审批效率、鼓励研发创新。

### 1.3.2 医保压力犹存“策略布局”到“抢滩登陆”

**疫情影响医保收支增速下降，控费压力犹存。**截至2021年末总体的医保参保率稳定在95%以上，人数13.6亿人，比2020年底增加967万人，增长2.8%，基金累计结存3.6万亿，虽累计结存相比2020年有所上升，但随着覆盖面的提升，且医保支出区域不平衡，医保支出的压力逐步增加。2011-2019年基本医保收支增速保持双位数，而2020年基本医保收支增速均为近十年最低，医保基金收入增速显著降低主要是受疫情影响。虽然21年医保支出增速阶段性低于收入增速，但医保控费压力仍存，预计未来医保局将继续通过医保谈判及时将新获批药品纳入医保，同时通过多种形式的集中采购、DRG等手段继续压缩医保不合理支出。同时，《2022年政府工作报告》中要求继续推进药品和高值耗材集采、深化医保支付方式改革、推动分级诊疗等将使得医保资金的支出继续优化，有利于民营医疗机构的发展及医药创新。

图 11 2010 年至 2021 年医保基金收入、支出及增长



资料来源：国家医保局、湘财证券研究所

图 12 2010 年至 2021 年医保累计结余情况



资料来源：国家医保局、湘财证券研究所

虽然十年来医改取得了阶段性的成果，但可以看到，医保资金目前支出增速大于收入增速，压力依然很大，带量采购常态化下医保资金未来支付结构将进一步调整：将虚高药价部分压缩，转移到临床急需用药、医疗服务，最大化医保资金使用效率。当前，我们提出创新产业链已经从“策略布局”到“抢滩登陆”。所谓“策略布局”指的是在2015年7月22日临床自查核查之后，国内医药研发投入持续加大，创新药的获批数量持续提升。所谓的“抢滩登陆”指的是，花拳绣腿式的靠靶点跟随，撒网式的创新布局未来将难以持续，“抢滩登陆”是要靠“真创新”。“策略布局”带来的问题：经过六年的粗狂式研发投入，品种布局，国内创新药在取得成果的同时也出现了诸多问题如靶点过于集中，临床试验同质化内卷等问题凸显。推动国内医药研发从

伪创新，进一步走向真创新。而对于医疗服务板块 CXO 相关公司的影响来看，我们认为创新的难度加大并不会打消药企创新研发的热情，仿制药生命周期变短，带量采购常态化已经是不争的事实，只是以后对药企创新提出了更高的要求，这时候反而是更能凸显出 CXO 龙头公司对医药创新的价值，“抢滩登陆”是到了企业拼硬实力的时候，靠简单的没有创新性的靶点跟随战略将愈加艰难。

## 2 创新产业链 CXO 持续高景气

### 2.1 全球医药创投活跃，中国药企研发投入不断加大

**全球及国内 Biotech 投融资持续活跃推升医药研发投入积极性：**Biotech 公司的研发资金来自于股权融资，过去多年，在全球，尤其是中国市场，Biotech 公司融资数、融资额持续攀升，使得其研发投入在全球的占比持续提升。在新兴技术及 Biotech 公司崛起的大趋势下，2021 年全球生物医药领域的投融资事件共 1273 项，较 2020 年增长 34.0%；涉及金额共计 3699.13 亿元，较 2020 年增长 31.7%。总体来看，全球生物医药领域的投融资热度仍然保持高速增长，不仅体量持续走高，而且增速乐观。预计 2022 年还有进一步增长的空间。

科创板为成长属性强的科技创新型医药企业提供融资平台实现一、二级市场协调联动优化产业配置加速行业创新升级，同时也带动了医疗健康产业投融资活跃度。国内生物医药领域的投融资受疫情的推动在 2020 年发生了大幅增长。2020 年融资总额达到 888.75 亿元，较 2019 年增长达到 107.6%。而 2021 年的投融资总额较 2020 年又有了进一步的增长。2021 年融资事件数达到 522 起，较 2020 年增长 53.1%；总额达到 1113.58 亿元，较 2020 年进一步增长 26.0%。全球及国内医药产业投融资持续活跃将有利于推动 Biotech 公司持续加大对研发投入，从而有利于创新药卖水人“CXO”产业健康发展。

图 13 全球医药产业投融资活跃 BIOTECH 兴起



资料来源：动脉橙、湘财证券研究所

图 14 中国医药产业投融资持续活跃



资料来源：动脉橙、湘财证券研究所

国内医药上市公司研发支出持续提升。自 2015 年开始的新一轮医疗体系改革，几乎重构了我国医药全流程的监管体系，改革后的政策均体现鼓励研发投入、以临床价值为导向的原则，奠定了我国制药研发外包需求高增长的基础。我们选取申万二级行业化学制药、生物制品两个二级子行业为样本，对其研发支出情况进行分析，发现其研发支出由 2014 年的 84.1 亿元增长至 2021 年的 652.8 亿元，复合增长高达 34%，在 2021 年研发支出明显加速，增长高达 50.2%，期间研发支出占营收的比重由 4.01% 增长至 10.14%。

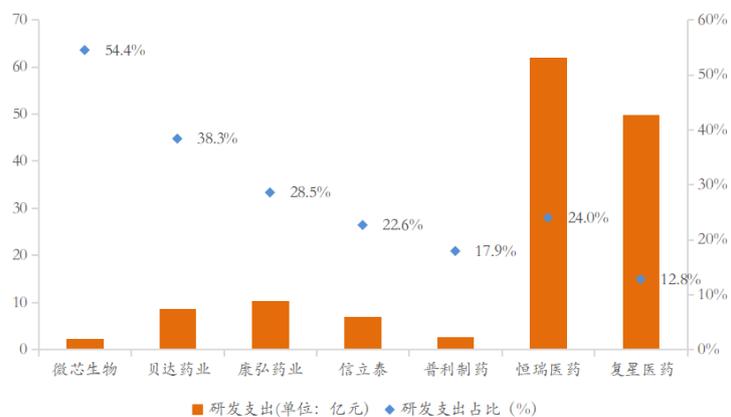
图 15 医药上市公司（化学制药和生物制品）研发支出情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

带量采购大环境下，仿制药发展承压，倒逼药企升级转型，从国内近年药品审评审批情况来看，药品审评的数量大幅增加，创新药的受理占比呈现上升趋势，随着审评审批效率的提高，新药上市的时间周期不断缩短。国内审评审批政策的导向也即加强药品全过程监管、提高审评审批效率、鼓励研发创新。上市公司研发投入快速增加，恒瑞医药、信立泰和贝达药业等企业研发营收占比均超过 12%，整体逐步向国际制药巨头看齐。CXO 产业作为创新药企的服务商，将受益于国内创新浪潮。

图 16 医药上市公司研发支出情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 2.2 CXO 业绩保持较高增速，成长确定性强

**CXO 板块继续保持较快增长。**CXO 板块在去年高基数背景下仍然保持快速增长，营业收入和归母净利增速远超行业平均，尤其 2022 年 Q1 再度呈现加速的趋势，我们认为主要是海外和国内外包高需求的双轮驱动使得 CXO 行业实现超额收益。

从 2021 年板块内营业收入的增长来看，国内 CXO 代表性公司药明康德 (+38.5%)、美迪西 (+75.3%)、九洲药业 (+53.5%)、昭衍新药 (+41.0%)、博腾股份 (+49.9%) 等表现靓丽；2021 年归母净利增长来看，泰格医药 (+64.3%)、博腾股份 (+61.5%)、康龙化成 (+41.7%)、昭衍新药 (+77.0%)、九洲药业 (+66.6%)、药明康德 (+72.2%) 等延续高增长态势。

2022 年 Q1 CXO 板块继续呈现营收及利润的较高增速，显示产业景气度持续，尤其布局后端 CDMO 业务的相关公司在新冠药 CDMO 业务刺激下营收及利润增速表现突出，如具有代表性的公司博腾股份(2022Q1 营收+165.8%，归母净利+333.5%)、凯莱英 (2022Q1 营收+48.1%，归母净利+223.6%)、药明康德 (2021Q2 营收+71.2%，归母净利+9.5%)。

表 5 医疗服务板块 CXO 公司 2021/2022Q1 增长情况

|           |      | CXO         |               |               |                 |
|-----------|------|-------------|---------------|---------------|-----------------|
| 代码        | 证券名称 | 2021 营收 YoY | 2022Q1 营收 YoY | 2021 归母净利 YoY | 2022Q1 归母净利 YoY |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 49.9%       | 165.8%        | 61.5%         | 333.5%          |
| 002821.SZ | 凯莱英  | 47.3%       | 165.3%        | 48.1%         | 223.6%          |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 80.6%       | 114.3%        | 93.5%         | 352.6%          |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 63.3%       | 101.5%        | 64.3%         | 15.8%           |
| 603259.SH | 药明康德 | 38.5%       | 71.2%         | 72.2%         | 9.5%            |
| 688202.SH | 美迪西  | 75.3%       | 65.8%         | 118.1%        | 71.1%           |
| 603456.SH | 九洲药业 | 53.5%       | 60.5%         | 66.6%         | 120.1%          |
| 688238.SH | 和元生物 | 78.6%       | 56.8%         | -42.5%        | 28.8%           |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 42.1%       | 54.5%         | 45.8%         | 62.7%           |
| 688046.SH | 药康生物 | 50.3%       | 51.2%         | 63.4%         | 67.0%           |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 45.0%       | 41.2%         | 41.7%         | 1.3%            |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 41.0%       | 34.8%         | 77.0%         | 34.3%           |
| 300404.SZ | 博济医药 | 24.5%       | 34.3%         | 128.9%        | 69.1%           |
| 688265.SH | 南模生物 | 40.3%       | 33.9%         | 36.6%         | 17.6%           |
| 301080.SZ | 百普赛斯 | 56.3%       | 27.7%         | 50.3%         | 31.7%           |
| 600721.SH | 百花村  | 232.8%      | 24.4%         | 118.7%        | 28.0%           |
| 301201.SZ | 诚达药业 | 11.4%       | 23.5%         | -17.1%        | 25.3%           |
| 300725.SZ | 药石科技 | 17.5%       | 17.4%         | 164.1%        | 1.5%            |
| 688222.SH | 成都先导 | 27.7%       | 4.8%          | -1.0%         | -22.6%          |
| 300149.SZ | 睿智医药 | 14.1%       | -0.9%         | -360.3%       | 480.4%          |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 13.6%       | -19.2%        | -6.5%         | -39.5%          |
| 301047.SZ | 义翘神州 | -39.5%      | -61.5%        | -36.1%        | -65.6%          |
| 835670.BJ | 数字人  | -16.8%      | -65.7%        | -45.2%        | -384.1%         |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

**预收账款与合同负债增幅显著，显示产业链话语权强。**预收账款与合同负债体现了企业占用下游客户资金的情况，一般具有较强产业地位的公司对下游企业资金占用能力较强，由于 CXO 产业景气度高，整体板块对下游话语

权较强，与医药行业内板块相比，CXO 样本公司（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、美迪西、药石科技、博腾股份、睿智医药）的预收账款与合同负债占营收比明显高于其他版块，对比不同年度 CXO 公司预收账款与合同负债的总值，样本公司整体呈现快速增长，且快于营业收入的增长。19 年-22 年 Q1（2022 年 Q1 同比增速为相对 20 年底）其增速分别为 20.52%、67.53%、91.93%，合同负债的高速增长体现了 CXO 板块业绩增长质量高。

新冠疫情带来针对疫苗与特效药的大量需求，一方面药企大力进行新冠疫苗与特效药的研发，带来了相应的药物发现、临床前研究和临床研究的需求；另一方面，药企需要在短时间内实现大量供给，因此药企有动力将部分生产环节进行外包以提高效率。CXO 行业公司在 2021 年合同负债水平均实现了大幅的同比增长，为 2022 年业绩的增长奠定了基础，预期行业景气度将在 2022 年持续。

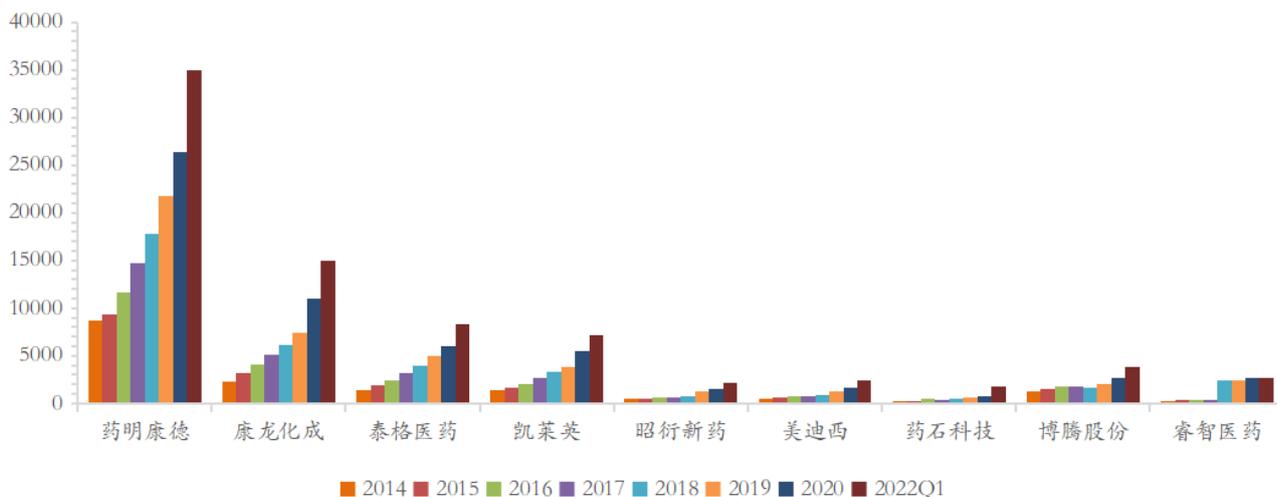
**表 6 主要 CXO 公司预收账款与合同负债总值（单位：亿元）及其增长**

| 公司名称 | 2014A | 2015A   | 2016A    | 2017A   | 2018A    | 2019A   | 2020A   | 2022Q1  |
|------|-------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 药明康德 | 1.64  | 2.33    | 3.96     | 6.04    | 6.82     | 8.97    | 15.81   | 32.96   |
| YoY  |       | 41.84%  | 70.07%   | 52.67%  | 12.87%   | 31.57%  | 76.22%  | 108.48% |
| 康龙化成 | 0.26  | 0.44    | 0.83     | 1.07    | 1.87     | 2.72    | 4.73    | 7.46    |
| YoY  |       | 67.42%  | 88.16%   | 28.13%  | 75.01%   | 45.09%  | 74.29%  | 57.69%  |
| 泰格医药 | 0.31  | 0.76    | 1.40     | 2.44    | 3.29     | 3.98    | 4.85    | 8.36    |
| YoY  |       | 143.26% | 82.65%   | 74.80%  | 34.89%   | 20.88%  | 21.70%  | 72.53%  |
| 凯莱英  | 0.03  | 0.02    | 1.09     | 0.00    | 0.15     | 0.20    | 0.90    | 1.45    |
| YoY  |       | -43.10% | 6395.71% | -99.68% | 4040.09% | 37.69%  | 348.94% | 59.98%  |
| 昭衍新药 | 1.23  | 1.60    | 2.06     | 2.67    | 3.39     | 3.35    | 5.85    | 12.55   |
| YoY  |       | 30.20%  | 28.66%   | 29.50%  | 27.03%   | -1.17%  | 74.69%  | 114.51% |
| 美迪西  | 0.32  | 0.38    | 0.34     | 0.48    | 0.44     | 0.34    | 0.54    | 1.29    |
| YoY  |       | 18.95%  | -11.21%  | 40.68%  | -7.99%   | -22.46% | 58.75%  | 139.88% |
| 药石科技 | 0.02  | 0.07    | 0.06     | 0.11    | 0.36     | 0.09    | 0.57    | 0.29    |
| YoY  |       | 174.37% | -12.01%  | 86.18%  | 225.68%  | -74.25% | 520.13% | -50.14% |
| 博腾股份 | 0.01  | 0.03    | 0.09     | 0.13    | 0.15     | 0.24    | 0.29    | 0.50    |
| YoY  |       | 197.47% | 226.00%  | 41.80%  | 14.78%   | 55.98%  | 20.80%  | 74.63%  |
| 睿智医药 | 0.03  | 0.03    | 0.01     | 0.02    | 0.43     | 0.48    | 0.58    | 0.64    |
| YoY  |       | -5.05%  | -60.44%  | 59.60%  | 2023.30% | 11.06%  | 21.36%  | 9.34%   |
| 合计   | 3.87  | 5.66    | 9.84     | 12.96   | 16.90    | 20.37   | 34.13   | 65.50   |
| YoY  |       | 46.41%  | 73.79%   | 31.73%  | 30.39%   | 20.52%  | 67.53%  | 91.93%  |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

**人员持续扩张、在建工程持续增长表明产业对成长充满信心。**伴随业务的扩张，近年国内医药行业人力资源优势为 CXO 企业发展提供了坚实后盾，分析主要头部公司，药明康德人员由 2015 年的 9291 人，增长至 2021 年底的 34912 人，年复合增长为 24.7%；临床 CRO 代表公司泰格医药公司人员由 2015 年的 1845 人扩充至 2021 年的 8326 人，年复合增长为 28.6%；CDMO 代表企业凯莱英人员由 2016 年的 2040 人增长至 7126 人，年复合增长为 28.4%。

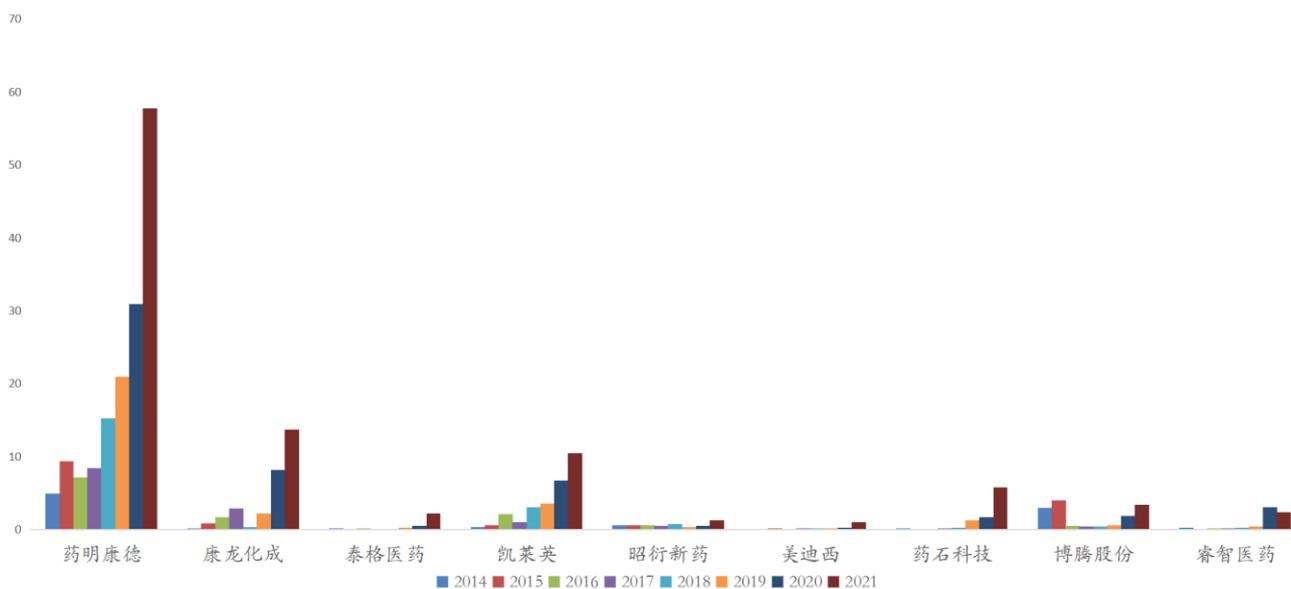
图 17 CXO 样本公司员工数变动 (单位: 人)



资料来源: Wind、湘财证券研究

CXO 公司在 2021 年继续积极推进产能建设, 药明康德、凯莱英与康龙化成截至 2021 年年末的固定资产与 2020 年年末相比同比增长超过 40%。药明康德截至 2021 年年末固定资产达到 85.5 亿人民币, 同比增长 50%, 同时在建工程为 57.7 亿元。凯莱英截至 2021 年年末固定资产达到 22.4 亿人民币, 同比增长 46%, 公司小分子产能在 2021 年得到了释放。同时, 公司截至 2021 年年末在建工程高达 10.5 亿元, 产能预期在未来进一步得到提升。CXO 企业的人员及在建工程的持续扩张显示出产业景气度较高, 显示公司对未来业务持续增长具备信心。

图 18 CXO 公司在建工程 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

## 2.3 CXO 紧跟前沿技术掌握药物发现入口，拓宽 CXO 服务领域

创新从“策略布局”进入到“抢滩登陆”阶段，而“抢滩登陆”对创新提出更高要求。市场担心近年新药研发内卷情况会造成药企研发投入放缓，从而对创新产业链 CXO 公司带来冲击，我们认为未来国内医药创新的步伐并不会停止，只是要求企业从伪创新，进一步走向真创新。对医疗服务板块 CXO 相关公司的影响来看，仿制药生命周期变短，带量采购常态化已经是不争的事实，只是以后对药企创新提出了更高的要求，这时候反而是更能凸显出 CXO 龙头公司对医药创新的价值。所谓的“抢滩登陆”是到了企业拼硬实力的时候，靠简单的没有创新性的靶点跟随战略将愈加艰难。过去靶点跟随的战略已经趋于失效，唯有源头的创新才是真创新，而 CXO 企业如药明康德、康龙化成等拥有 DEL、CADD 等药物发现技术掌握药物发现流量入口，同时对新药研发前沿技术持续跟踪与积累，其创新能力强于大多数制剂企业，CXO 产业将继续受益于国内新药研发创新浪潮。

**CRO 企业掌握药物发现流量入口**，CRO 往往拥有完善的合成化学实验室与生物医药实验室，庞大的分子化合物库，雄厚人才资源与技术储备，能够具备规模优势，为客户合成大量新型化合物实体，高效地筛选出具有潜力的先导化合物，并配合后期药物开发服务。这些服务能够为客户极大的降低研发风险，减少研发成本，缩短开发周期，提高研发项目的成功率。作为新药研发最前端的环节，药物发现在新药研发中具有举足轻重的地位。近年来，结构生物学的进步也推动了早期药物发现方法的改革，基于结构的药物发现 (SBDD)、基于片段的药物发现 (FBDD) 及膜蛋白靶向药物发现等新途径不断涌现。国内 CRO 企业如药明康德、成都先导深度布局 DEL (DNA 编码化合物库) 技术，睿智化学布局 FBS、CADD、SBDD 技术。大大加快了潜在药物发现的速度。以上技术大大加快了新药研发进程，也使新药发现技术成为 CRO 企业获得订单的重要流量入口。

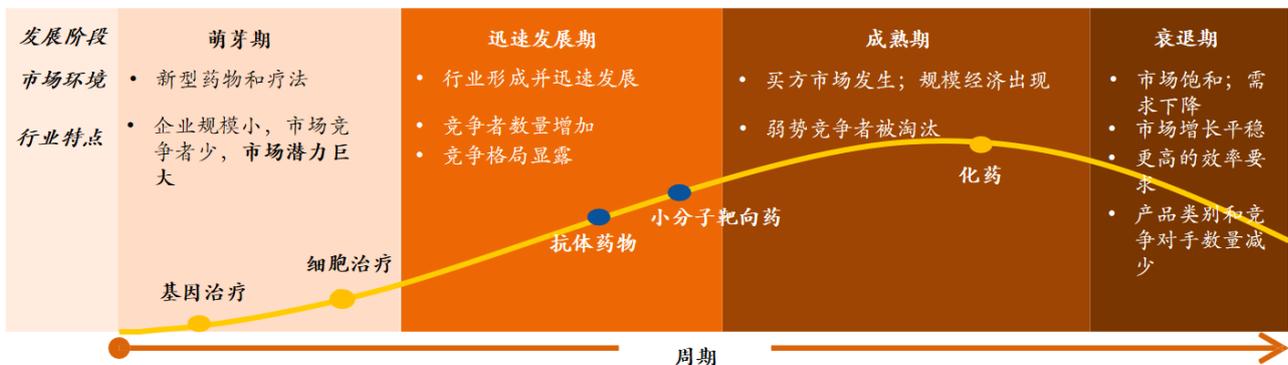
**表 7 部分 CRO 企业布局的药物发现技术**

| 企业   | 特色技术与服务   |
|------|---|
| 药明康德 | DEL (DNA 编码化合物库)  |
| 成都先导 | DNA 编码化合物库设计及合成技术<br>DNA 编码化合物库筛选技术<br>基于 DNA 编码化合物库新药研发平台  |
| 睿智化学 | 基于片段的筛选 (FBS) 服务<br>计算机辅助药物设计 (CADD)<br>SBDD (基于结构的药物研发) 服务 |

资料来源：公开资料、湘财证券研究所

**紧跟前沿技术如细胞基因治疗。** CXO 企业因其具有药物创新天然属性，故其紧跟医药研发前沿技术并持续积累。当前比较前沿的 ADC、双克隆抗体、PROTAC、细胞基因治疗等 CXO 企业均有布局。以细胞基因治疗为例，当前中国细胞基因治疗正处萌芽期：中国细胞与基因治疗在 20 世纪 90 年代已有临床研究，至 2005 年有两款针对实体瘤的 CGT 产品，但是之后几年热度消散，直到 2010 年后细胞治疗开始受到各大药企及研发机构的青睐。2016 年，魏则西事件一度导致一些细胞免疫管线研发进展滞后，然而随着相关技术指导与监管体系的完善，CGT 发展迅速，大量 CGT 产品进入临床试验，生物技术公司争相布局 CGT 产业，复星凯特的阿基仑赛注射液于 2021 年 6 月获得 NMPA 批准，成为中国首款上市的 CAR-T 产品。

图 19 细胞与基因治疗正处于萌芽期

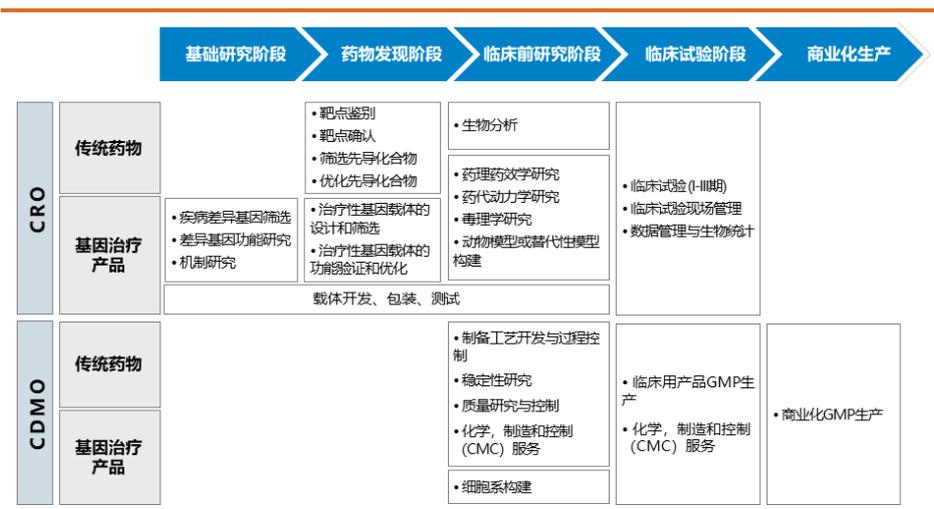


资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

基因治疗 CRO 和 CDMO 与传统制药差异大。与传统制药相比，基因治疗的生物学基础和治疗机制技术具有较强的前沿性和探索性，导致药物研发存在一定差异，具体为：(1) 基因治疗的靶点发现与成药研究均以基因功能研究为基础，目的基因的转导依靠包括多种病毒、非病毒载体在内的基因治疗载体，同时基因药物的核心亦为基因治疗载体；(2) 基因治疗的前沿性、复杂性、治疗精准性，使得适应症的药理、药效实验的疾病模型构建难度普遍高于传统制药；(3) 基因治疗药物的药代动力学、药效评价、安全评价体系较新，行业成熟经验远少于传统药物。因此，针对上述方面的专业 CRO 服务随着基因治疗产业的发展，预计逐步成为刚性需求。

相比小分子和大分子制药，基因治疗由于复杂的技术机制、高门槛的工艺开发和大规模生产、严苛的法规监管要求、有限的产业化经验、差异化的适应症药物用量，更加依赖于 CDMO 服务；新药企业若自建生产线，将面临产能利用率低、设备灵活性不足等问题，且工艺的转移、验证将带来较高成本，故客观上大幅提升了 CDMO 业务的稳定性和持续性。

图 20 传统化药与细胞基因治疗 CRO/CDMO 差异



资料来源：和元生物招股说明书、湘财证券研究所

目前药明康德、博腾生物等均对细胞基因治疗 CRO/CDMO 业务有所布局。药明康德旗下无锡生基医药成立于 2017 年，是药明康德旗下专注于细胞和基因疗法的 CTDMO，致力于赋能全球客户、加速细胞和基因治疗产品研发生产进程。无锡生基提供针对肿瘤的 CAR-T、腺相关病毒类载体及质粒载体研究。博腾股份旗下苏州博腾生物制药有限公司成立于 2018 年，立足于苏州工业园区，以上市公司重庆博腾制药科技股份有限公司为依托，提供基因/细胞治疗工艺开发和生产一体化服务，加快药物从研发至商业化生产的转化。2021 年上半年，其细胞与基因治疗 CDMO 业务收入为 626 万元。CXO 企业紧跟医药研发前沿技术，布局细胞与基因治疗等有望开辟相关公司新的增长点。

综上，我们认为对于传统的化药研发，CXO 公司的药物发现技术如计算机辅助设计、DEL 技术能为客户高效地筛选出有潜力的先导化合物，并配合后期药物开发服务，该服务可使 CRO 公司成为药物发现的重要流量入口，其新药研发地位得到进一步增强。同时，CXO 公司紧跟新药前沿技术如 ADC、PROTAC、细胞基因治疗技术等，在国内新药研发愈发内卷的情况下，CXO 公司积累的前沿技术可打破大部分药企“伪创新”瓶颈，对于创新能力较弱的企业，靠以往靶点跟随式的“策略布局”的战略将愈加艰难，而与 CXO 企业合作从“伪创新”走向“真创新”才能破茧成蝶有所突破。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

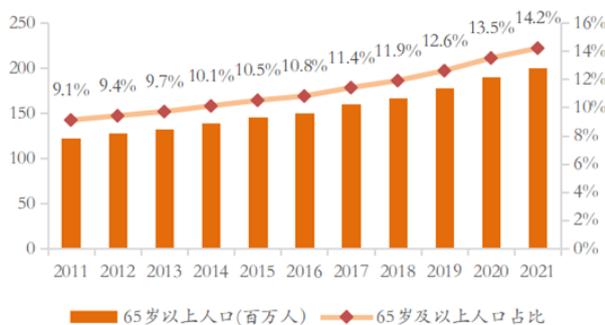
### 3 民营医疗服务：疫情扰动不改医疗服务长期趋势

#### 3.1 老龄化下消费型医疗服务继续保持快速增长

健康意识的增强及老龄化趋势下慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施从而促进医疗服务市场持续提升。从医疗服务需求上也出现结构化情况，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗（口腔、眼科、医美等）呈现上升趋势。政策上，国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，预计作为公立医疗机构重要补充的民营医疗机构将持续蓬勃发展。展望2022年下半年，预计疫情逐步得到控制后诊疗需求将迎来反弹。

**2021 最新数据，老龄化程度继续加深。**当一个国家或地区60岁以上老年人口占比超过10%，或65岁以上老年人口占比超过7%，意味着这个国家或地区开始进入老龄化社会。根据联合国的统计资料，高收入国家已经在1950年之前进入老龄化社会，中等收入国家在2015年时进入老龄化社会。老龄化逐步成为全球性的趋势，中国已于1999年进入了老龄化社会，近年我国的老龄化程度继续加深，2021年65岁以上老年人占比为14.2%，比2020年上升0.7pct，预计随着出生率的降低及65岁以上老人的逐渐增加，我国的老龄化程度将继续加深。老龄化提升医疗服务需求，根据《2020年中国卫生健康统计年鉴》，2018年调查地区居民55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，显著高于55岁以下人群，人口老龄化将显著提高医疗服务需求，老龄化及就诊需求推动医院门诊量及住院人次稳定增长。

图 21 我国 65 岁以上人口占比逐年上升



资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

图 22 65 2018 年中国调查地区居民两周就诊率



资料来源：中国卫生统计年鉴、湘财证券研究所

此外，健康意识的增强及慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施。从中国医院门诊量数据来看门诊就诊人次已从2015年的30.84

亿人次增长至 2019 年的 38.42 亿人次，期间复合增长率为 5.6%；住院人次从 2015 年的 1.61 亿人次增长至 2019 年的 2.12 亿人次，期间复合增长率为 7.1%。虽然 2020 年受疫情影响中国医院门诊量和住院人次有所下降，但我们认为其长期趋势不改。

图 23 2015-2020 年中国医院门诊量 (亿人次)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

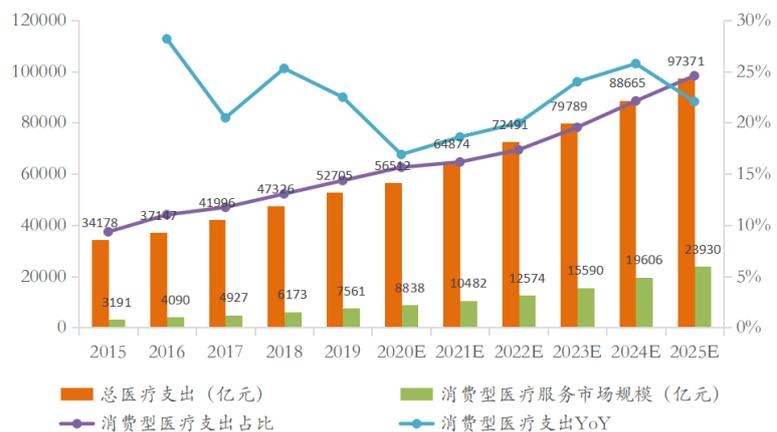
图 24 2015 年至 2020 年中国医院住院人次 (亿人次)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

**消费型治疗支出占比逐年上升。**可支配收入的增长及健康意识的提高，促使医疗市场由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务以积极改善生活质量）。根据弗若斯特沙利文报告，中国消费型医疗服务的总市场规模由 2015 年的人民币 3,191 亿元扩大至 2020 年的人民币 8,838 亿元，年复合增长率为 22.6%。2021 年至 2025 年，预期将以 22.9% 的年复合增长率加速增长，到 2025 年底达到人民币 23,930 亿元。

图 25 中国消费型医疗支出占比呈上升趋势



资料来源: 弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

### 3.2 政策友好，眼科、口腔等市场空间大

在长期指导性文件“健康中国 2030”中规划未来应优化多元办医格局，利于社会资本进入医疗服务行业，优化多元办医格局。目前行业政策和竞争格局一方面鼓励高质量的社会机构积极投入办医的行列，另一方面将继续加强

医疗机构的监管，有利于提升社会力量办医的品种，也将从根本上改变社会对民营医院的“负面”看法。从2021年的政策文件来看，国家层面鼓励社会办医的政策方向不变；从十部委联合发布的《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》、人大通过的立法《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》等政策高度来看，支持社会办医是已经奠下基调的发展方向。与此同时，继2021年《深化医疗服务价格改革试点方案》出台之后，各省市陆续发布医疗服务价格调整目录，带来不同程度的医疗服务价格调升，带来政策边际改善的利好信号。2022年5月国务院办公厅印发的《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》再次明确支持社会办医持续健康规范发展，并支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。社会办医是我国医疗的重要补充，有利于提高群众就医的可及性，国家对社会办医的支持态度是一贯的，在新医改形势下民营医院发展也将迎来新机遇。

**表8 近年部分支持社会办医文件**

| 时间      | 文件                                     | 主要内容   |
|---------|--|--|
| 2022.05 | 《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》                | 支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。  |
| 2021.08 | 《深化医疗服务价格改革试点方案》                       | 非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策，按照公平合法、诚实信用、质价相符的原则合理定价，纳入医保基金支付的按医保协议管理。   |
| 2021.06 | 《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》                | 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。推进医疗联合体建设，社会办医机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。   |
| 2021.03 | 《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》 | 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。推进专科联盟和远程医疗协作网发展。支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。   |
| 2020.01 | 《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》                  | 第四十一条 国家采取多种措施，鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作。社会力量举办的医疗卫生机构在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。社会力量可以选择设立非营利性或者营利性医疗卫生机构。 |
| 2019    | 国家卫健委等十部委：《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》        | 严控公立医院数量规模，为社会办医留足空间、将 <b>符合条件的社会办医纳入医疗保险定点</b> 。  |
| 2017    | 国务院办公厅：《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》       | 在眼科、口腔等领域加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构 <b>医生可多点执业</b> 。   |
| 2016    | 《国务院：“十三五”深化医药卫生体制改革规划》                | 鼓励社会兴办健康服务业，督促各地落实市场准入、社会医保定点、重点专科建设、职称评定、学术地位等对所有医疗机构同等对待。  |
| 2016    | 国务院：《“健康中国2030”规划纲要》                   | 推动非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团。探索医师自由执业、医师个体与医疗机构签约服务或组建医生集团。   |
| 2015    | 《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》                  | 鼓励社会资本进入， <b>支持社会办医</b> 。  |

资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

### ➤ 眼科医疗服务日趋集中，民营机构发展动力强劲

**眼科医疗服务呈现连锁化、集中化、差异化趋势：眼健康是国民健康的**

**重要组成部分**，随着我国社会人口老龄化趋势加速、各类电子产品，尤其是近距离观察类电子产品的大规模普及应用、人们工作生活压力加大，我国眼科疾病发病率呈现上升趋势，眼病已严重影响人们的身体健康。根据弗若斯特沙利文，2019 年我国眼科医疗机构诊疗人次达到 1.28 亿，同比增长 8.9%；其中，民营眼科医疗机构的门诊就诊次数由 2015 年的 2260 万人次增加至 2019 年的 3530 万人次，CAGR 为 11.8%。

眼科医疗服务规模在近年来实现快速提升，由 2015 年的 730 亿元提升至 2019 年的 1275 亿元，并预计于 2024 年提升至 2231 亿元。预计未来眼科医疗服务将呈现连锁化、集中化、差异化趋势（如屈光手术、屈光性白内障、高端视光业务）。建议关注已经形成一定品牌优势，具备全国化布局的龙头公司。

图 26 中国眼科医疗机构门诊就诊人次（百万次）



资料来源：朝聚眼科招股书、湘财证券研究所

图 27 我国眼科医疗服务规模及增速



资料来源：朝聚眼科招股书、湘财证券研究所

### ➤ 口腔医疗服务兼具健康和美学，低壁垒行业分散

**口腔医疗服务兼容健康和美学概念，市场增速快空间大。**随着人们生活、消费水平的提高，口腔医疗需求开始呈现多元化的特征，保健、美学修复、就医体验、医疗环境等因素变得日益重要。近年来，人口老龄化及公众对口腔健康意识的提高，导致中国对口腔医疗服务的需求不断增长。根据卫生统计年鉴，2019 年我国口腔专科医院就诊人次达到 4498 万人次，同比增长 12%，近几年保持在较为稳定的增速水平，2009-2019 CAGR 为 10%。

中国口腔医疗服务的市场持续扩大。根据弗若斯特沙利文报告，中国口腔医疗服务的市场规模由 2015 年的人民币 757 亿元增加至 2020 年的人民币 1,199 亿元，年复合增长率为 9.6%。尽管受 COVID-19 的影响 2020 年市场规模略有下降，但预期市场规模将于预测期间内按年复合增长率 19.9% 继续增长，于 2025 年达到人民币 2,998 亿元。

**图 28 我国口腔专科医院诊疗人次(万人)及增速**


资料来源：卫生统计年鉴、湘财证券研究所

**图 29 我国口腔医疗服务规模及增速**


资料来源：瑞尔集团招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议关注具有品牌优势，具备标准化扩张基础的民营眼科、口腔等专科医疗服务龙头公司。

### 3.3 Q1 疫情反复阶段性影响，后疫情诊疗需求有望反弹

民营医院 2021 年已恢复至疫情前水平，Q1 疫情反复阶段性影响。2021 年我国疫情发展相对可控，局部地区偶有发生但影响范围较小，因此部分民营专科医院 2021 年营收及利润的增速已恢复至疫情前水平，由此可见民营医院由于其诊疗项目刚需且民营医院具备优越的运营能力使得发展韧性较强。受新冠 Omicron 变异毒株传染性较强影响，2022 年 Q1 我国多地疫情反复，加上国内疫情防控政策趋严，较大程度影响了民营医疗机构的运行，导致部分公司业绩承压。

**表 9 医疗服务板块民营医院 2021/2022Q1 业绩表现情况**

| 证券名称   | 民营医院        |               |               |                 |
|--------|-------------|---------------|---------------|-----------------|
|        | 2021 营收 YoY | 2022Q1 营收 YoY | 2021 归母净利 YoY | 2022Q1 归母净利 YoY |
| *ST 华塑 | 488.2%      | 2558.2%       | -86.7%        | -86.7%          |
| ST 中珠  | -20.1%      | 31.2%         | 83.4%         | 83.4%           |
| 爱尔眼科   | 25.9%       | 18.7%         | 26.2%         | 26.2%           |
| 何氏眼科   | 14.8%       | 14.9%         | -6.7%         | -6.7%           |
| 盈康生命   | 5.9%        | 10.7%         | 30.6%         | 30.6%           |
| *ST 海医 | 59.3%       | 10.1%         | -67.7%        | -67.7%          |
| *ST 恒康 | 7.5%        | 9.0%          | 102.5%        | 102.5%          |
| 创新医疗   | -1.8%       | 6.1%          | 40.8%         | 40.8%           |
| 通策医疗   | 33.2%       | 3.7%          | 1.3%          | 1.3%            |
| 美年健康   | 16.7%       | 1.1%          | -1.4%         | -1.4%           |
| 光正眼科   | 13.4%       | -2.9%         | -189.1%       | -189.1%         |
| *ST 宜康 | -14.6%      | -26.3%        | -41.9%        | -41.9%          |
| 国际医学   | 81.8%       | -51.8%        | -134.0%       | -134.0%         |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

虽然从 3 月初开始吉林、深圳、上海等地相继爆发疫情，使得全国各地

的工作、生活和企业经营均受到不同程度的影响，进而影响民营专科医院的就诊量，但短期来看，全国疫情逐步得到控制，社会恢复有望迎来曙光。进入5月，全国疫情的主要发生地为上海，其他地区均为散发病例，在经历较长时间的管控后，5、6月份全国新增本土确诊患者和新增无症状患者均有明显下降，叠加解除医学观察的无症状感染者和出院患者的逐步提升，上海疫情得到逐步控制，社会恢复将迎来曙光。我们认为诊疗需求相对刚性且具有可延期性，预计疫情逐步得到控制后诊疗需求将迎来反弹。

## 4 体外诊断：新冠检测需求旺盛，行业景气度高

### 4.1 行业特点总结：IVD 产业迅速增长，集中度低

产业起步晚，国内企业奋起追赶：我国 IVD 产业到 20 世纪 80 年代才逐渐兴起，晚于欧美发达国家，在我国属于新兴产业。经历过 90 年代的无序竞争的整顿后，行业发展步入快速规范发展的轨道。目前国内已涌现一批初具竞争力的企业，如迈瑞医疗，安图生物、迈克生物等，但国内企业技术水平仍与国际领先巨头有较大差距。国外龙头 20 年前开始集中并购整合，而国内医疗器械企业超 2.6 万家，根据药品监督管理局统计年度报告（2020 年）数据，国内体外诊断试剂（IVD）达 1392 家；A 股 400 多家医药上市公司中 IVD 相关公司有 40 余家，2019 年 40 家 IVD 上市公司体外诊断业务收入约为 384 亿元，呈现小而散的格局。

表 10 我国 IVD 公司呈现小而散的竞争格局

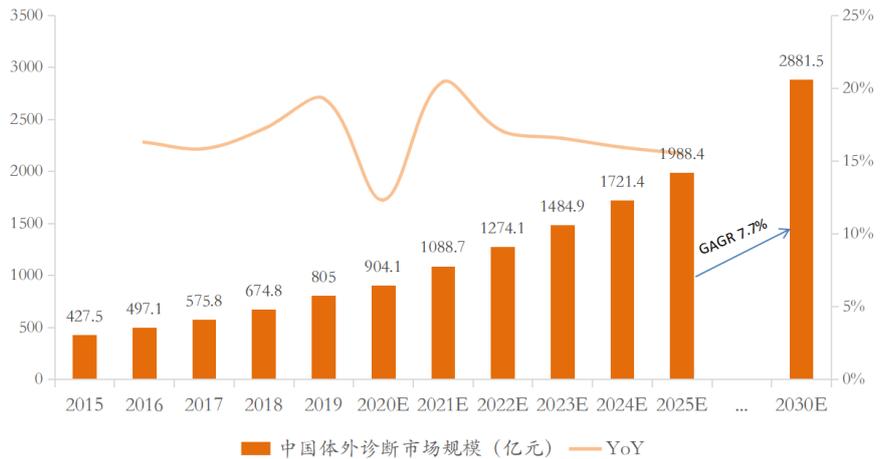
| 公司   | 19 年营收<br>(亿元) |
|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|
| 迈瑞医疗 | 58.14          | 中源协和 | 13.87          | 利德曼  | 5.15           | 之江生物 | 2.59           |
| 迈克生物 | 32.23          | 万泰生物 | 11.84          | 科美诊断 | 4.55           | 睿昂基因 | 2.55           |
| 美康生物 | 31.33          | 达安基因 | 10.98          | 透景生命 | 4.41           | 奥泰生物 | 2.41           |
| 华大基因 | 28.00          | 迪瑞医疗 | 10.09          | 普门科技 | 4.23           | 易瑞生物 | 2.39           |
| 安图生物 | 26.79          | 基蛋生物 | 9.68           | 东方生物 | 3.67           | 赛科希德 | 2.30           |
| 科华生物 | 24.14          | 亚辉龙  | 8.77           | 圣湘生物 | 3.65           | 热景生物 | 2.10           |
| 万孚生物 | 20.72          | 九强生物 | 8.41           | 安必平  | 3.55           | 安旭生物 | 2.10           |
| 新产业  | 16.82          | 凯普生物 | 7.29           | 硕世生物 | 2.89           | 博拓生物 | 2.09           |
| 贝瑞基因 | 16.18          | 博晖创新 | 6.28           | 诺唯赞  | 2.68           | 爱威科技 | 1.90           |
| 可孚医疗 | 14.62          | 艾德生物 | 5.78           | 浩欧博  | 2.59           | 明德生物 | 1.81           |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

**行业增长快，长期发展动力充足：**中国 IVD 行业的增长速度约 18%，远高于全球不到 5% 增速的水平。同时未来发展动力充足，随着老龄化、城镇化、医保支付能力增强、分级诊疗、保健意识增强等需求端因素的推动，以及技

术进步升级、新项目临床开展、原辅料自给升级等供给端能力的提升，中国 IVD 未来 5-10 年，仍将保持 15% 以上的年复合增速。中国体外诊断市场规模从 2015 年约人民币 427.5 亿元增长至 2019 年约人民币 805.7 亿元，期间年化复合增长率达到 17.2%。预计至 2030 年，中国体外诊断市场规模将增长至人民币 2,881.5 亿元，在全球市场中的占比提升至 33.2%，成为最大的体外诊断产品消费国。

图 30 中国 IVD 市场规模 (亿元人民币)



资料来源：菲鹏生物招股书、《中国卫生统计年鉴》、湘财证券研究所 不考虑新冠影响

尤其在新冠疫情之下，核酸检测的常态化以及居家抗原检测获批普及促使相关公司在 2021 年业绩表现出众。

表 11 部分 IVD 板块公司 2021/2022Q1 增长情况

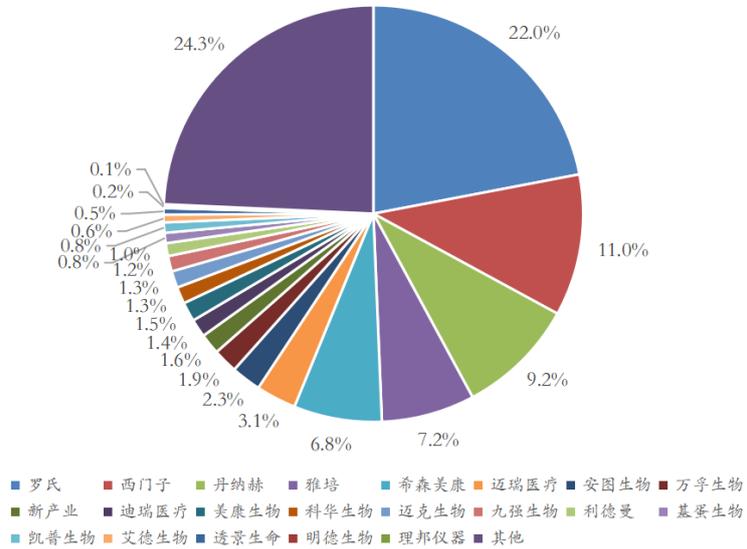
|           |      | MD          |               |                |                  |
|-----------|------|-------------|---------------|----------------|------------------|
| 代码        | 证券名称 | 2021 营收 YoY | 2022Q1 营收 YoY | 2021 归母净利润 YoY | 2022Q1 归母净利润 YoY |
| 002030.SZ | 达安基因 | 43.5%       | 43.7%         | 47.7%          | 48.8%            |
| 002932.SZ | 明德生物 | 195.1%      | 267.4%        | 201.4%         | 307.0%           |
| 300482.SZ | 万孚生物 | 19.6%       | 276.9%        | 0.0%           | 481.3%           |
| 300639.SZ | 凯普生物 | 97.3%       | 147.9%        | 135.0%         | 190.6%           |
| 300685.SZ | 艾德生物 | 25.9%       | 18.6%         | 32.9%          | 23.5%            |
| 300832.SZ | 新产业  | 16.0%       | 39.5%         | 3.7%           | 83.5%            |
| 603387.SH | 基蛋生物 | 24.8%       | 106.8%        | 30.9%          | 249.1%           |
| 603658.SH | 安图生物 | 26.5%       | 26.2%         | 30.2%          | 40.1%            |
| 688068.SH | 热景生物 | 945.5%      | 11.1%         | 1850.4%        | 0.8%             |
| 688075.SH | 安旭生物 | 32.5%       | 2763.4%       | 13.8%          | 3147.9%          |
| 688105.SH | 诺唯赞  | 19.4%       | 80.1%         | -17.5%         | 28.2%            |
| 688289.SH | 圣湘生物 | -5.2%       | 23.8%         | -14.3%         | 4.8%             |
| 688298.SH | 东方生物 | 211.4%      | 112.3%        | 193.3%         | 74.2%            |
| 688575.SH | 亚辉龙  | 17.9%       | 481.5%        | -2.7%          | 1257.8%          |
| 688606.SH | 奥泰生物 | 65.0%       | 628.2%        | 12.7%          | 598.2%           |
| 688767.SH | 博拓生物 | 110.1%      | 106.8%        | 91.6%          | 111.2%           |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

**外资占比仍大，国内企业多为小散：**在全球市场和国内市场都呈现“5+x”的市场格局，五大国际巨头罗氏、西门子、丹纳赫、雅培、赛默飞占比在 50% 以上。仅罗氏一家企业占比约 22%。国内企业呈现“小和散”的状态，国内仅 10 家左右企业在国内市场占比超 1%，占比最大的迈瑞医疗约为 3.1%。且

国内企业在相对低端的生化诊断领域占比较高。在化学发光和 POCT 这些中高端技术方面具有较大的进口替代空间。

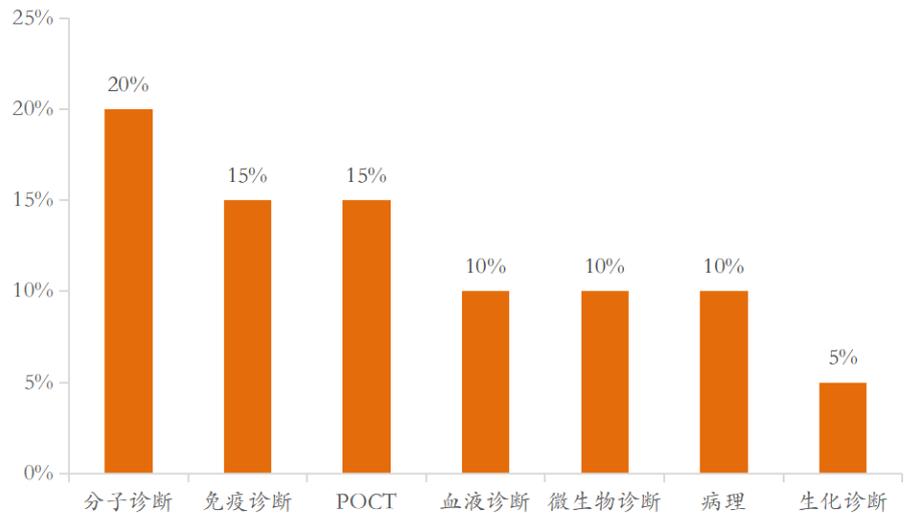
图 31 2017 年国内 IVD 生产企业市场份额



资料来源：华夏基石、湘财证券研究所

**细分领域发展分化明显：**随着 IVD 产业技术升级，中国市场 IVD 不同细分领域发展有较大差异，生化诊断和免疫诊断中的酶联免疫等中低端产品增速较低，而化学发光，POCT 和分子诊断等高技术产品维持高增速。

图 32 2019 年国内 IVD 各细分领域增长对比

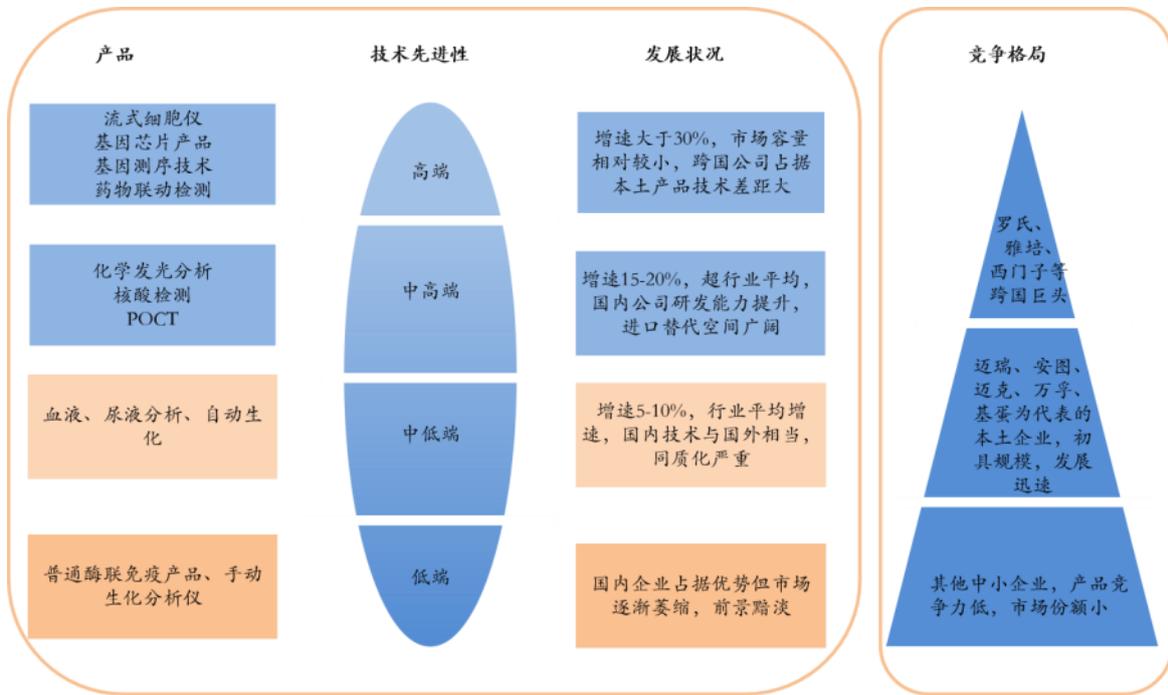


资料来源：中康科技、湘财证券研究所

截至目前，我国的生化诊断已基本摆脱国外掣肘，国产化进程基本完成；而新冠肺炎疫情的蔓延又激发了 POCT(即时检验)技术的大量需求，使其成为

了新的蓝海市场。IVD 中游市场高端领域产品主要集中在基因芯片、基因测序、流式细胞仪等产品；中高端集中在化学发光分析仪、核酸检测、POCT 等；低端产品主要集中在普通酶联免疫产品、手动生化分析仪等。

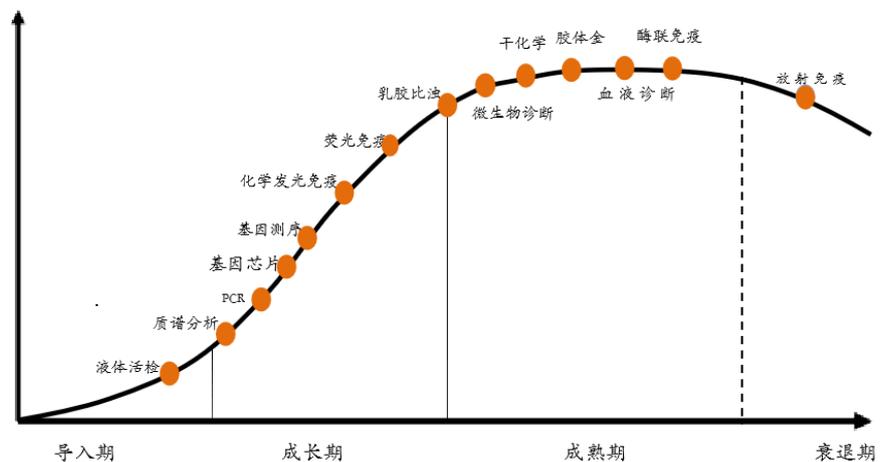
图 33 IVD 中游产业格局



资料来源：中康产业、湘财证券研究所

我国 IVD 技术经历了传统化学反应，酶催化反应，免疫诊断和分子诊断的发展历程，逐步向灵敏度高，特异性强，检测速度快和低成本的方向迅速发展。目前放射免疫处于衰退期，化学发光免疫、分子诊断相关的基因测序、基因芯片、PCR 处于成长期。

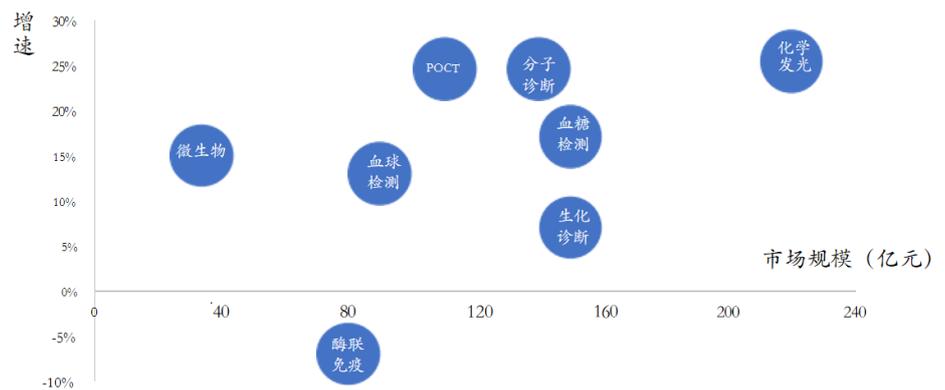
图 34 中国 IVD 产业的技术生命周期



资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

我国 IVD 细分领域的化学发光技术为主流技术，市场增速达 20% 以上，代表新型技术的分子诊断和 POCT 增速也超 20%，酶联免疫技术正在被逐渐替代，已进入了负增长。在 IVD 中游领域我们建议从产业技术周期及细分领域成长性综合考虑重点推荐化学发光、POCT、分子诊断领域的 PCR 三大方向，此外 IVD 产业链下游领域我们建议关注 ICL 领域。

图 35 2018 年国内 IVD 不同细分领域市场规模与增速



资料来源：OECD 数据、《中国卫生健康统计年鉴》、湘财证券研究所

## 4.2 化学发光国产替代有望加速

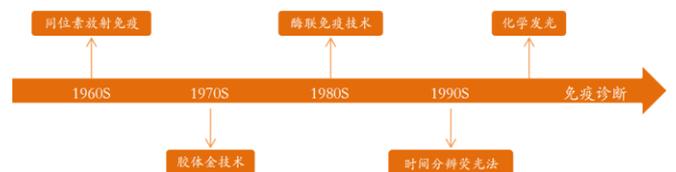
免疫诊断侧重于对样本中微量物质的检测，灵敏度较高、出错率小，近年发展较快。按照标记物和标记原理的不同，免疫诊断技术先后经历了放射性免疫分析技术、胶体金法、酶标记免疫分析技术、荧光标记法和化学发光免疫分析技术等技术阶段，其中化学发光现已成为全球免疫诊断的主流，广泛用于传染病、肿瘤、内分泌功能、激素等领域的检测和诊断。

图 36 化学发光属于免疫诊断的一种



资料来源：菲鹏生物招股书、湘财证券研究所

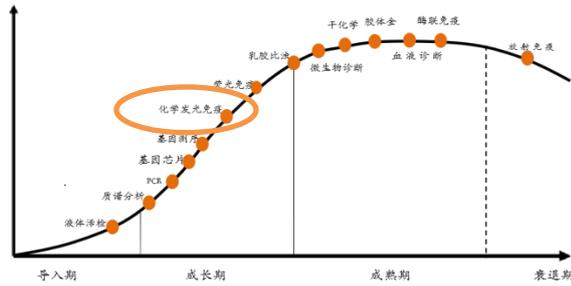
图 37 免疫诊断发展历程



资料来源：体外诊断网、湘财证券研究所

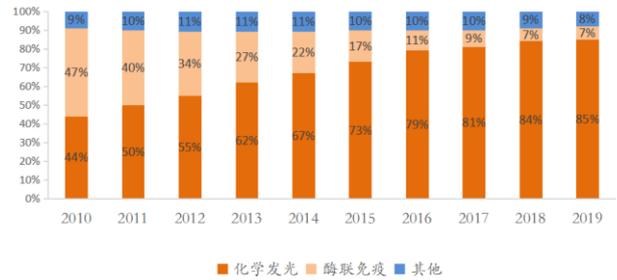
化学发光免疫分析（CLIA）技术结合具有高灵敏度的化学发光测定技术与高特异性的免疫反应，利用抗原抗体之间的特异性反应来测定体内疾病标志物浓度。化学发光免疫技术发展迅速，逐步替代酶联免疫，已成为免疫诊断的主流技术。

图 38 中国 IVD 产业的技术生命周期



资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

图 39 中国化学发光占免疫诊断比重变化



资料来源：华商情报、湘财证券研究所

2019 年中国化学发光免疫诊断市场规模约为人民币 220.6 亿元，预计 2030 年将增长至人民币 1,034.6 亿元，期间年化复合增长率达 15.1%，高于体外诊断行业整体增速。海外品牌在技术积累以及市场推广方面有先发优势，在全球体外诊断市场占据主导地位。然而，近年来中国化学发光免疫诊断企业迎头追赶，头部企业的部分诊断设备及试剂已在检测结果、检测速度、仪器通量等方面达到或接近进口品牌水平，且价格优势明显，具备了与进口品牌展开较量的能力，这极大推动了国产替代进程的加速。

图 40 2015-2030 年中国化学发光免疫市场规模



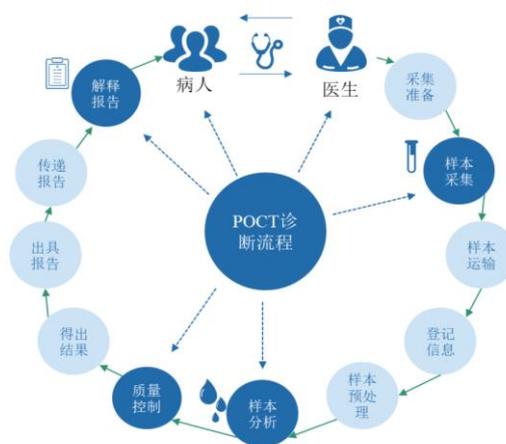
资料来源：菲鹏生物招股书、《中国医疗器械蓝皮书》、湘财证券研究所

### 4.3 POCT 应用领域广，优势明显

即时检验 (point-of-care testing)，指在病人旁边进行的临床检测 (床边检测 bed side testing)，POCT 具有快速简便、现场分析等特点，能减少样品转送流程，缩短报告时间。因此，POCT 的应用范围也日益广泛，应用场景已经涵盖临床检验、突发事件、家庭自测、监督执法等。传统诊断中，大量时间被浪费在样本运送、前处理、组织、标记、录入、分发等方面，核心反

应及分析时间占比极低。与之相比，POCT 进行了步骤精简，依靠其便携及反应快速等优势，POCT 保留了诊断最核心的“样本采集——样本分析——质量控制——输出报告”步骤，从而极大地降低了诊断时间，为患者在最佳时间就诊提供了极大的便利，诊断结果基本可做到“立等可取”。综上，POCT 产品不仅应用领域广泛，且与大型设备对比优势明显，POCT 产品检测速度快于大型检验科设备，从样本采集、检测到结果报告时间大大缩短；POCT 也使得检测便利性大为提高，可现场对检测者进行取样，即时检测；POCT 的操作者也可以是非专业的检验师，包括被检测对象本人。

图 41 POCT 检测较大型设备更加便利

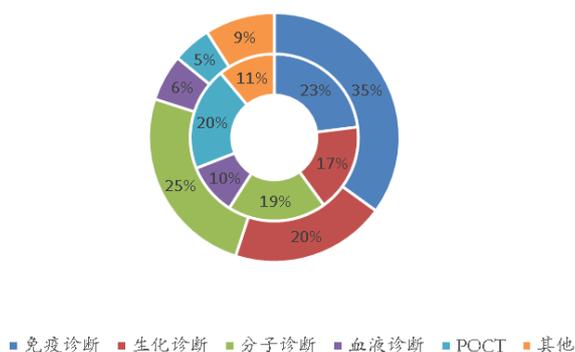


资料来源：博拓生物招股书、湘财证券研究所

我国 POCT 市场起步较晚，尚处于发展初期，整体市场规模较小，医院等终端渗透率较低。与美国、欧洲等发达国家和地区相比中国 POCT 产业占体外诊断比重偏小，大概占比 5%，而国际来看 POCT 市场份额占比已经达到 20%，未来 POCT 增量空间广大。

图 42 国内外体外诊断细分领域市场份额

国际（内圈）国内（外圈）



资料来源：奥普生物招股书、湘财证券研究所

2016 年我国 POCT 市场规模 61.8 亿元，2021 年增至 176.5 亿元。由于我国人口基数大，老龄化现象严重，医疗资源地区发展不均衡，中国必将是 POCT 潜在的发展市场。随着我国分级诊断政策落实和医疗改革体制的推进，以及居民健康管理意识的不断提高，未来我国 POCT 行业仍将保持较快速度的增长，预计 2022 年市场规模可达 191.5 亿元。

图 43 中国 POCT 市场规模



资料来源：中商情报网、湘财证券研究所

2015 年 9 月，国务院办公厅印发了《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”的分级诊疗模式。目前，我国分级诊疗制度正在逐步落地，以基层为重点配置医疗资源，80% 以上的居民，15 分钟内就能到最近的医疗点。随着分级诊疗的推进，患者在各个基层医院的分配将会相对平均，由于 POCT 产品具有“小型便携、操作简单、使用方便、即时报告”等优势，将在各级医院中均获得更多机会，从而在分级诊疗建设体系建设中发挥重要的作用。

图 44 多因素带来 POCT 的需求提升

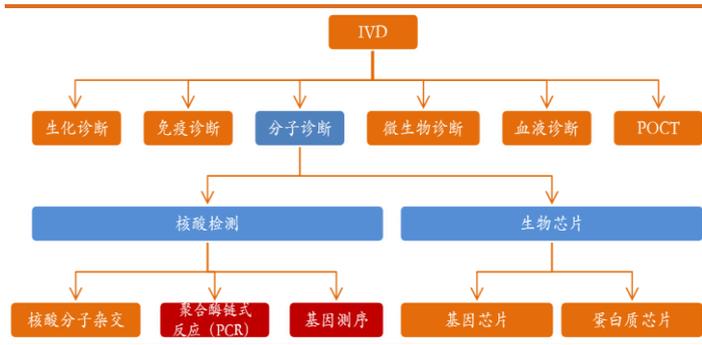


资料来源：公开资料、湘财证券研究所

## 4.4 分子诊断 PCR 技术成熟，快速成长

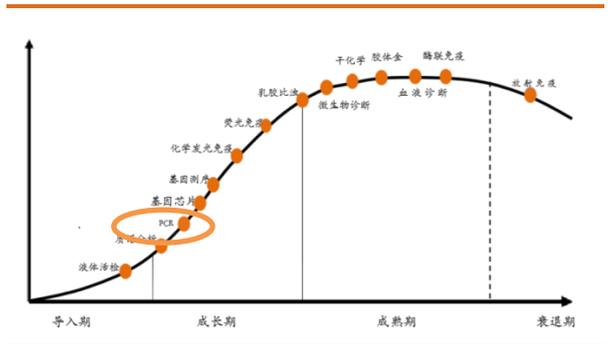
分子诊断领域主要包括 PCR (qPCR 和 dPCR)、二代测序技术 (NGS)、荧光原位杂交 (FISH)、基因芯片等，其中 PCR 是目前应用最成熟、市场份额最大的技术平台，在国内分子诊断中市占率为 40%。核酸检测中聚合酶链式反应 (PCR) 诊断以肝炎、性病、肠道呼吸等传染性疾疾病以及肿瘤单基因检测为重要应用领域。2020 年新冠检测各类技术中，聚合酶链式反应 (PCR) 诊断技术凭借高敏感度和准确性，被确定为全球新冠诊断的“金标准”。

图 45 聚合酶链式反应是分子诊断的重要技术



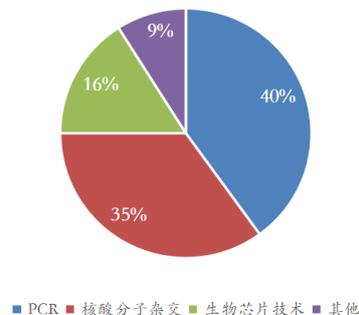
资料来源：菲鹏生物招股书、湘财证券研究所

图 46 PCR 技术处于成长期



资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

图 47 国内分子诊断不同技术市场份额



资料来源：产业信息网、湘财证券研究所

中国 PCR 诊断市场发展迅速，以出厂价计，市场规模迅速从 2015 年的约人民币 23.7 亿元增长至 2019 年约人民币 59.3 亿元，期间年化复合增长率达 25.8%。2020 年新冠疫情爆发带来的巨大检测需求使得中国 PCR 行业经历了爆发式的增长，预计 2020 年中国 PCR 诊断行业的市场规模，以出厂价计算将超过人民币 100 亿元。随着大量 PCR 诊断仪器的入院，PCR 诊断行业将进入全新的发展阶段。预计 PCR 诊断行业将保持两位数以上增速，2030 年 PCR 诊断行业市场规模，以出厂价计，将达到约人民币 234.2 亿元，2019 年至 2030 年期间年化复合增长率可达约 13.3%。

图 48 2015-2030 年中国 PCR 诊断行业市场规模（按出厂价计）

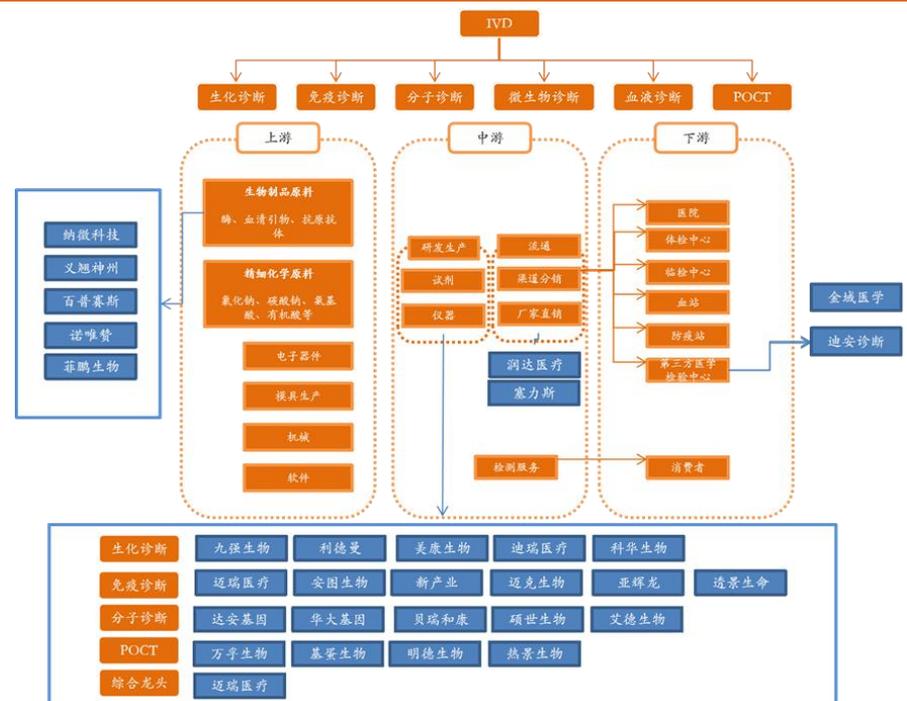


资料来源：菲鹏生物招股书、湘财证券研究所

### 4.5 IVD 产业链三方医学检验实验室 (ICL) 正处发展初期

IVD 产业链上游为生产检测设备及试剂的相关公司（电子元器件、诊断酶、抗原、抗体、精细化学品等原料），中游为 IVD 仪器及试剂的提供商（诊断设备、诊断试剂），下游为终端需求市场（包括医院、独立医学实验室、个人消费者等）。从产业发展看，IVD 企业主要集中在产品端，部分公司向上游原材料、下游流通及第三方诊断机构渗透。而以金域医学、迪安诊断为首的下游 ICL 公司近年不断发展壮大，成为 IVD 产业链上非常具有代表性的一类公司。

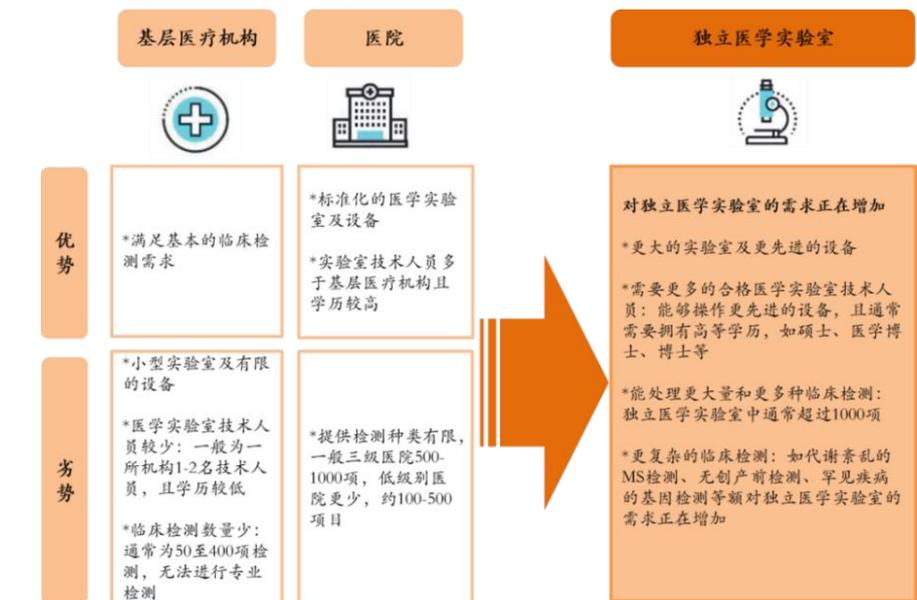
图 49 IVD 产业链总体情况



资料来源：新产业招股书、华夏基石、湘财证券研究所

**独立医学实验室检测项目多，技术能力强。**相较于医院实验室，ICL 的规模通常较大。ICL 通常拥有更先进的设备及技术上更训练有素的实验室人员，能够以更具成本效益的方式进行专业检测及大量测试。根据弗若斯特沙利文的资料，医院实验室的测试目录通常拥有约 800 项测试项目，大部分为普检项目，可满足一家医院就诊患者的基本诊断需求，而 ICL 通常能够提供检测 1,000 多项测试项目，包括涵盖专业特检在内的各种检测类型。

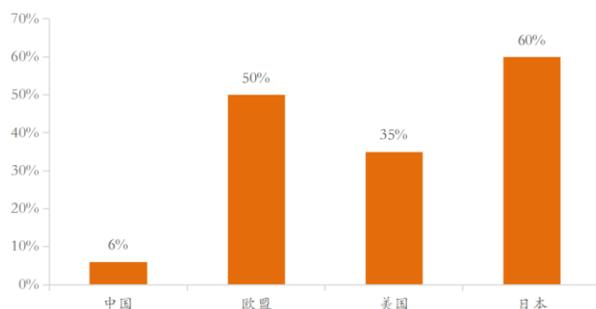
图 50 临床检测服务提供商的优势及劣势对比



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

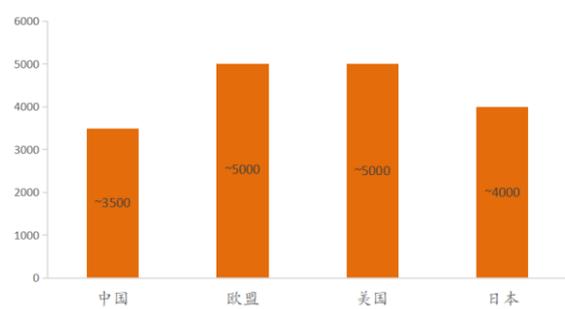
**中国独立医学实验室发展起步晚渗透率有望持续提升。**尽管增长迅速，但与其他发达国家相比，中国 ICL 市场仍处于起步阶段。ICL 起源于 1920 年代的美国。经过近百年的发展，ICL 已发展成为一个独立运营的医学实验室平台，并且现已成为医疗服务体系中不可或缺的一部分。然而，中国的第一家 ICL 于 1994 年成立，ICL 行业发展相对较晚。于 2020 年，中国 ICL 的渗透率仅为约 6%，远低于日本的 60%、欧盟的 50% 以及美国的 35%。

图 51 中国 ICL 渗透率较低



资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

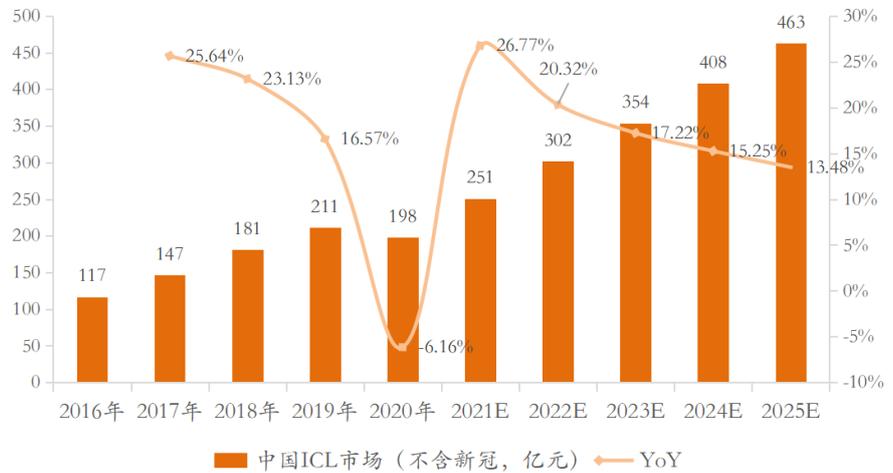
图 52 全球 ICL 检验项目数比较 (单位: 个)



资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

中国的 ICL 市场由 2016 年的人民币 117 亿元大幅增至 2020 年的人民币 198 亿元（不含新冠），复合年增长率为 14.0%，并预计于 2025 年增至人民币 463 亿元（不含新冠），2020 年至 2025 年的复合年增长率为 18.4%。

图 53 中国 ICL 市场规模及增速



资料来源：艾迪康招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

ICL 受益于新冠检测需求，业绩表现靓丽。虽然 2021 年全国新冠疫情控制较好，但局部地区仍有所反复，这也带动了新冠检测需求的进一步提升，相关公司明显受益，迪安诊断、润达医疗、金域医学、兰卫医学 2021 年业绩继续保持高速增长，对应营收增长分别为 22.9%、25.3%、44.9%、43.6%，归母净利润增长分别为 62.1%、7.3%、58.7%、132.2%；2022 年 Q1 迪安诊断、金域医学、兰卫医学继续受益于新冠检测需求营收增长分别为 44.8%、58.0%、232.4%，归母净利润增长分别为 122.6%、58.0%、232.4%。

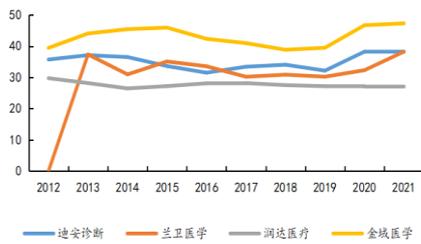
表 12 医疗服务板块医学检验实验室相关公司 2021/2022Q1 增长情况

| 证券名称 | 医学检验实验室     |               |               |                 |
|------|-------------|---------------|---------------|-----------------|
|      | 2021 营收 YoY | 2022Q1 营收 YoY | 2021 归母净利 YoY | 2022Q1 归母净利 YoY |
| 迪安诊断 | 22.9%       | 62.1%         | 44.8%         | 122.6%          |
| 润达医疗 | 25.3%       | 7.3%          | -54.0%        | -54.0%          |
| 金域医学 | 44.9%       | 58.7%         | 58.0%         | 58.0%           |
| 兰卫医学 | 43.6%       | 132.2%        | 232.4%        | 232.4%          |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

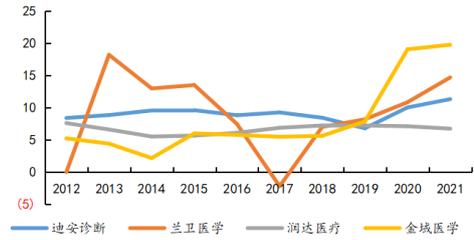
随着营收的不断增长，相关公司的规模化效应进一步显现，2021 年迪安诊断、金域医学、兰卫医学的销售毛利率及净利率进一步增长，管理费用率、销售费用率总体呈现下降趋势。

图 54 第三方医学检验实验室销售毛利率 (%)



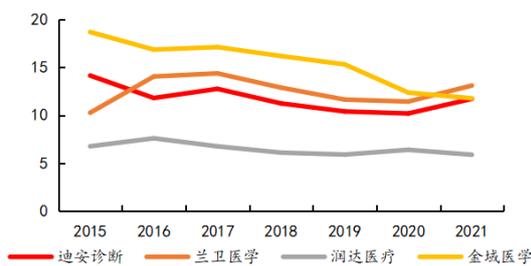
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 55 第三方医学检验实验室净利率 (%)



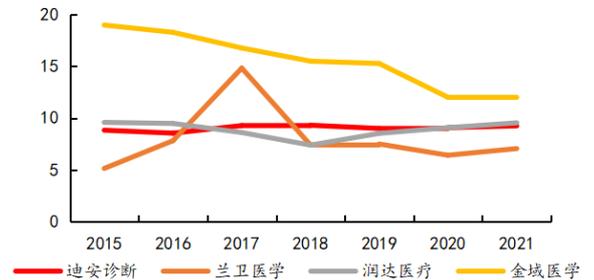
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 56 第三方医学检验实验室管理费用率 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 57 第三方医学检验实验室销售费用率 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

**DRGS 政策为 ICL 行业发展提供良机。**近年国家出台多向政策加快推动按病种付费，在按病种费用总额确定的情况下，医院检验中心由之前的创收中心变为成本中心，从而在控费压力之下公立医院更倾向于把检验项目外包给第三方。ICL 通过集约化管理，充分发挥其规模化优势，具备成本优势。在医保控费推行 DRGS 大趋势下，ICL 有望迎来加速发展，建议关注 ICL 龙头公司。

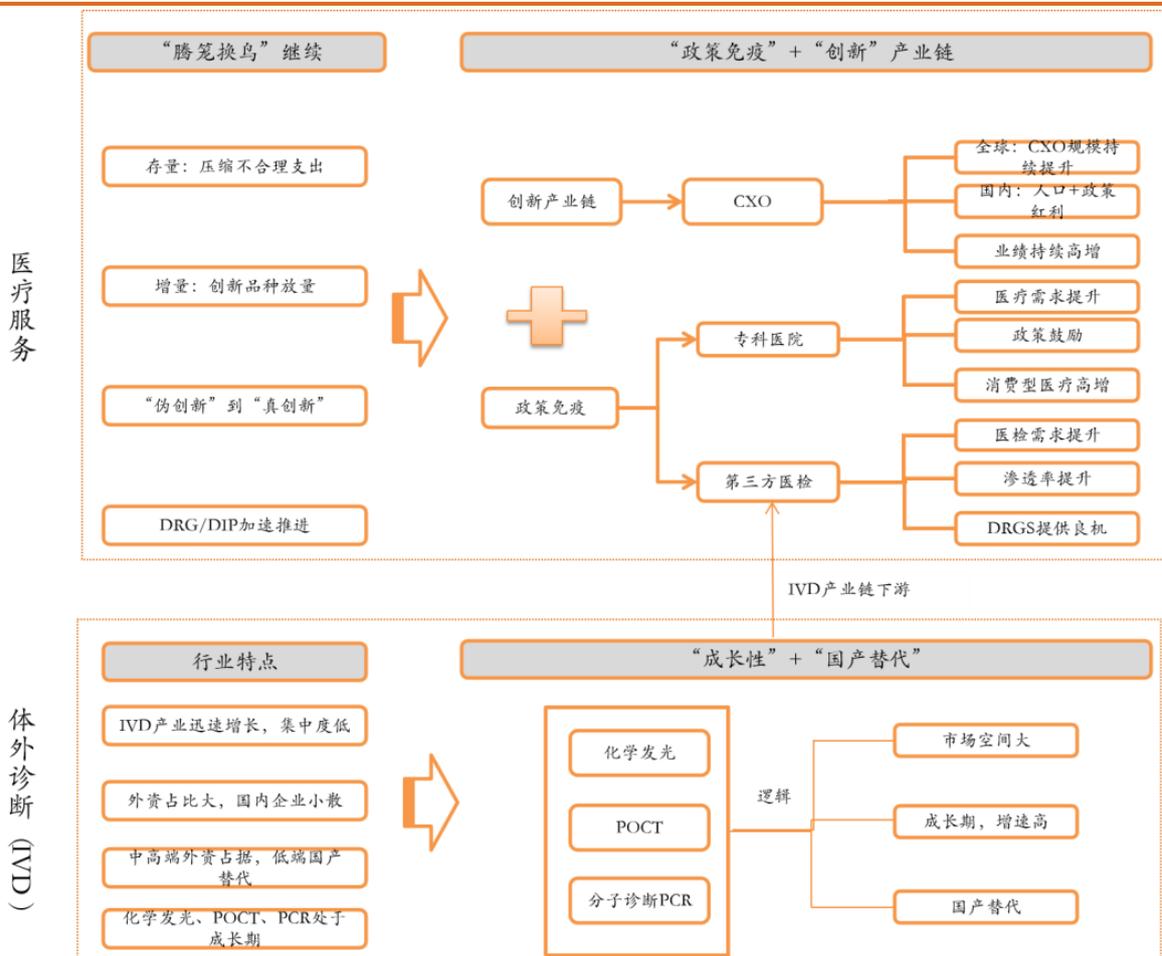
## 5 投资策略

2022 年上半年医药板块受疫情反复对宏观经济影响延续了 2021 年的下跌趋势，当前时点，我们发现在创新持续优化情况下，“创新”赛道内部也出现分化，预计未来创新产业链也将由之前的“策略布局”步入到“抢滩登陆”阶段，真正实现创新放量的公司才有望受益，利好“真创新”产业链；2022 年一季度我国多地疫情反复，较大程度影响了民营医疗机构的运行，预计疫情退潮社会运行恢复正常之后民营专科诊疗需求将迎来反弹，长期看随着 DRG/DIP 的执行，医药结构将继续优化，优选“政策免疫”消费型医疗相关公司；2022 年新冠疫情的反复使得新冠体外诊断试剂的需求持续提升，长期看体外诊断 (IVD) 领域我们认为技术处于成长期且具有国产替代潜力的相关公司将受益于分级诊疗制度下的产业发展。综上，我们维持对 IVD&医疗服务

行业的“增持”评级，建议关注以下三大主线：

- 1、**创新产业链 CXO**: 国内 CXO 公司将受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内医改及良好的医药创投环境使得医药研发如火如荼。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。
- 2、**民营专科医疗服务公司**: 民营专科医疗服务: 国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。
- 3、**IVD 产业链中游化学发光、POCT、分子诊断 PCR 及下游第三方医学检验实验室**: 受益于进口替代，高端医院市场有望争取份额；分级诊疗等强基层政策引导下，中低端医院市场有望持续实现放量。随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。

图 58 聚焦“政策免疫”+“创新”及“国产替代”产业链



资料来源：湘财证券研究所

## 6 风险提示

- (1) 医保控费执行力度超预期；(2) 药企研发投入下降；(3) 民营医院医疗事故风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。