

医药

专题报告

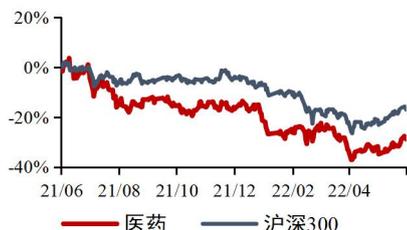
领先大市-A(维持)

估值性价比已现，关注政策面利好及业绩确定性

2022年6月23日

行业研究/行业中期策略

医药板块近一年市场表现



相关报告:

分析师:

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

投资要点:

- 上半年医药板块整体走势较弱，估值处于历史十年分位数较低水平，板块业绩增速在近十年中高位水平。医药（中信）指数跌幅为 20.99%，跑输沪深 300 指数 7.59 个百分点。医药子板块均呈现下跌态势，其中医药流通跌幅较少，为-11.88%，化学制剂跌幅最大，为-23.01%。医药（中信）指数整体估值（TTM、整体法）为 31.73 倍，相对沪深 300 溢价率为 152.10%，均处在近十年比较低的历史水平，位居历史十年分位数的 9.56%。板块业绩上，2021 年及 22Q1 的收入增速分别为 14.14%和 15.11%，是近十年的中游水平。同期扣非归母净利润增速分别为 53.32%和 35.86%，是近十年的高位水平。
- 医药制造业利润率水平居较高位。2022 年 1~4 月，医药制造业累计实现营业收入 9187.7 亿元（+4.1%），实现利润总额 1436.4 亿元（-13.7%）。1~4 月利润率 15.63%，营业费用率 16.22%，管理费用率 5.71%，营业成本/营业收入为 57.85%，与上年同期相比，分别下降 2.72、下降 0.96、上涨 0.09 和上涨 3.14 个百分点，利润率的下降主要与营业成本上涨较大有关，但整体依然处于既往十年较高的水平。
- 近年医保基金收入增速呈现下降态势，但总体收支平稳，滚存结余与当年基金支出比 18.05，基金运行安全边际高。2021 年医保基金本年收支结余率为 16.31%，高于既往十年本年收支结余率平均值 15.58%。总的来看，参保人数基本达到稳态，人数增长拉动效应消退，未来基金收入增长更多依靠单人保费金额提升、调整参保结构、职工医保账户改革、支付方式改革（DIP&DRG）、医保目录动态调整等。集采常态化&扩大化是通过降价来缓解医保支出压力，而 DIP&DRG 更多地是通过规范医疗行为来控量。
- 2021 年创新药的注册申请继续增加，创新正在进入新的阶段。我国创新药研发从同质化竞速竞争的第一阶段，正进入比拼临床价值的新阶段，并带动产业进入新的周期。第一批成长起来的 Biotech 公司开始接受商业化阶段的挑战，中国本土 Big Pharma 在管线布局、商业运营、研发体系上的优势正在凸显，国内市场已经融进了国际化的竞争，研发需要放到全球市场去前瞻性评断。产品线聚焦、有技术平台竞争力和差异化创新能力的 Biotech 以及有成熟的市场准入和运营能力、完善的商业化体系、完整的产业化能力的本土 Big Pharma，是新的创新周期的主角。产业链自主可控的上游及创新支持体系重要性凸显。
- 中药产业拐点出现，发展进入黄金期。2019、2020 年获批中药新药数量



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

分别为 2、4，而 2021 年中药创新药获批 11 个，这是在政策的大力推动下，中药产业已经发生重大变化的体现。中药板块是中长期比较明确的投资机会，主线包括：中药创新药；文化和品牌壁垒型中药企业；具备国改、混改预期，或已经进行了国改、混改，经营管理改善、业绩预期向好的中药企业；中医医疗服务等。

➤ **社会政策进一步细化和具体。**十三五期间，政策发力点在于推进非营利性民营医院和公立医院同等待遇，并明确了民营医疗的规划空间。十四五在社会办医床位数基本达到预期目标的情况下，**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**，到 2025 年，每千人口床位数提升至 7.4-7.5 张。**鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构。**我们认为下阶段的社会办医将是增数量到调结构的变化。我们看好已经形成发展规模和优势的眼科、口腔医疗板块以及符合新的政策鼓励方向的康复医疗、养老医疗等领域龙头。

➤ **CXO 需求仍然旺盛，业绩确定性强。**CXO 本身技术、平台、研发能力的升级及由此形成的国内、国际市场竞争力是行业长期向上的决定力量。从数据看，CXO 板块存货、应收账款和票据同时增长，显示需求仍然旺盛。2021 年板块 ROIC 和 ROE 分别为 12.49%和 14.09%，是近 5 年的最高水平。头部公司在手订单饱满，合同负债金额基本保持逐年递增的趋势，相应的固定资产扩张率也在保持增长。此外，CXO 经营效率持续提升，人员持续扩张，人均创收规模持续增加。中短期新冠小分子药物的订单会驱动相关上市公司业绩的增长。当前 CXO 板块的估值历史十年分位数已经处于极低位水平，部分龙头的 PEG 已经在比较低的历史水平，我们对 CXO 板块中长期持以乐观的态度。

➤ **新基建提供国产医疗装备器械增长的基础动力。**在十四五期间，从国家医疗中心、国家和省级区域医疗中心到地市级和县级，从医疗到公共卫生保障体系，均将有大规模的建设和投入。从床位上看，十四五规划要达到千人床位数 7.4~7.5，比当前增加 15%左右，床位数缺口超过 130 万张。根据企业预警通的统计，2020-2022 年用于医药卫生的专项债规模分别为 11857.26 亿元、12628.57 亿元、13081.51 亿元，项目数量分别为 3319、3123、3074 个，单个项目投资额增长明显。根据智研咨询的数据，2022 年预计拟在建医疗工程完工项目数量超过 6000 个，同比增长 31.8%。2022 年预计医疗规划建筑面积为 13852.1 万 m²，同比增长 35.0%。

➤ **投资策略：**上半年医药板块回调明显，估值历史十年分位数处在低位水平，从中期角度来看，我们认为医药板块的估值性价比已经显现。下半年建议关注以下方向：1、疫情影响逐步消除，短期受影响但具备业绩韧性的消费医疗板块，例如欧普康视等。2、国产新冠小分子药物产业链个股，例如同和药业等。3、在创新升级的新周期里，CXO 的业绩具备高成长的确定性。

建议关注凯莱英、康龙化成等。4、政策推动下，中药产业已经发生巨大的产业变化，并将迎来长周期的升级发展。关注 3 条主线：中药创新药，例如新天药业等；品牌壁垒中药，例如同仁堂、广誉远等，国改或国改预期下管理改善的中药企业，例如达仁堂等。

风险提示：包括但不限于：集采等政策的变化和产品降价超预期；疫情反复影响到公司正常运营的风险；汇率波动的风险；贸易冲突等。

重点公司列表：

代码	简称	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			EPS（元）			PE			评级
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300595	欧普康视	1,295	1,723	2,324	555	718	938	0.65	0.84	1.10	84.0	65.0	49.6	买入 B
300636	同和药业	592	809	1,160	81	125	218	0.39	0.60	1.04	65.4	42.5	24.5	买入 B
002821	凯莱英	4,639	11,258	12,088	1,069	2,679	2,889	4.05	10.14	10.93	66.8	26.7	24.8	买入 A
300759	康龙化成	7,444	10,349	13,985	1,661	2,277	2,972	2.09	2.87	3.74	42.1	30.7	23.5	买入 A
002873	新天药业	970	1274	1651	101	134	183	0.62	0.82	1.12	27.3	20.6	15.1	买入 B
600085	同仁堂	14,603	16,918	19,336	1,227	1,486	1,771	0.89	1.08	1.29	59.0	48.6	40.7	买入 A
600329	达仁堂	6,908	7,449	8,398	769	895	1,136	0.99	1.16	1.47	24.6	21.0	16.6	买入 B
600771	广誉远	854	1,133	1,449	-316	39	115	-0.64	0.08	0.23	-49.4	395.3	137.5	增持 B

资料来源：Wind，山西证券研究所，股价取 2022 年 6 月 20 日收盘价

目录

1. 2022H1 回顾：上半年回调明显，子板块分化加剧.....	7
1.1 年初至今医药板块跑输沪深 300 指数 7.59 个百分点.....	7
1.2 医药板块估值居历史十年分位数极低水平.....	8
1.3 疫情加剧细分板块的业绩分化.....	9
2. 行业：支付端精细化控费，供给端高质量发展和产业升级.....	10
2.1 医药制造业利润率水平居较高位.....	10
2.2 收支平稳，集采&支付方式改革促进医保管理精细化.....	12
2.3 创新药步入新阶段，产业进入新周期.....	14
2.3.1 2021 年创新药的注册申请继续增加.....	14
2.3.2 创新进入新的阶段.....	16
2.3.3 产业链自主可控的上游及创新支持体系重要性凸显.....	16
2.4 中药：政策支持下产业拐点已经出现.....	18
2.5 社会办医政策进一步细化.....	21
2.6 CXO：业绩增长确定，估值扰动因素繁杂.....	22
2.7 新基建提供国产医疗装备器械增长的基础动力.....	24
3. 下半年投资策略及个股.....	26
4. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：医药（中信）指数年初至今（20220615）走势.....	7
图 2：年初至今（20220615）各行业板块涨跌幅.....	7
图 3：年初至今（20220615）医药各子板块涨跌幅.....	8
图 4：近十年医药板块估值和估值溢价率水平.....	8
图 5：2017~2022Q1 医药及细分板块收入增速（%）.....	9
图 6：2017~22Q1 细分板块扣非归母净利增速（%）.....	9
图 7：2017~2022Q1 医药及细分板块净利率（%）.....	10
图 8：2017~2022Q1 医药及细分板块 ROE（%）.....	10

图 9: 2017~22Q1 医药及细分板块销售费用率 (%)	10
图 10: 2017~22Q1 医药及细分板块管理费用率 (%)	10
图 11: 医药制造业 2011 年以来的营业收入和同比增幅	11
图 12: 医药制造业 2011 年以来的利润和同比增幅	11
图 13: 医药制造业 2011 年以来的毛利率和净利率	12
图 14: 医药制造业 2010 年以来的费用率情况	12
图 15: 老龄人口与适龄就业人口占比剪刀差加大	12
图 16: 我国历年基本医保收支情况	12
图 17: 2011~2021 年医保基金当年收支结余情况	13
图 18: 2011~2021 年医保基金年末滚存结余情况	13
图 19: 年末滚存结余与当年基金支出比 (月)	13
图 20: 近年参保人数 (百万人)	13
图 21: 近 5 年创新药 IND 受理件数	15
图 22: 近 5 年创新药 NDA 受理件数	15
图 23: 近 5 年创新药 IND 批准件数	15
图 24: 近 5 年创新药 NDA 批准件数	15
图 25: 生物科研试剂市场规模及预测	17
图 26: 中国生物科研试剂市场按试剂类型拆分	17
图 27: 我国生物实验室耗材市场概况	17
图 28: 我国生物实验室耗材进口和国产份额对比	17
图 29: 2017 年~2022Q1 CXO 板块 ROIC 和 ROE (%)	23
图 30: CXO 板块存货情况 (万元)	23
图 31: CXO 板块应收账款和票据情况 (万元)	23
图 32: 部分 CXO 上市公司固定资产扩张率 (%)	24
图 33: 部分 CXO 上市公司合同负债金额 (万元)	24
图 34: 部分 CXO 上市公司研发人员数量 (人)	24
图 35: 部分 CXO 上市公司人均创收 (万元)	24
图 36: 2019~2022 年医疗工程完工量及增速	26
图 37: 2019~2022 年医疗工程完工建筑面积	26

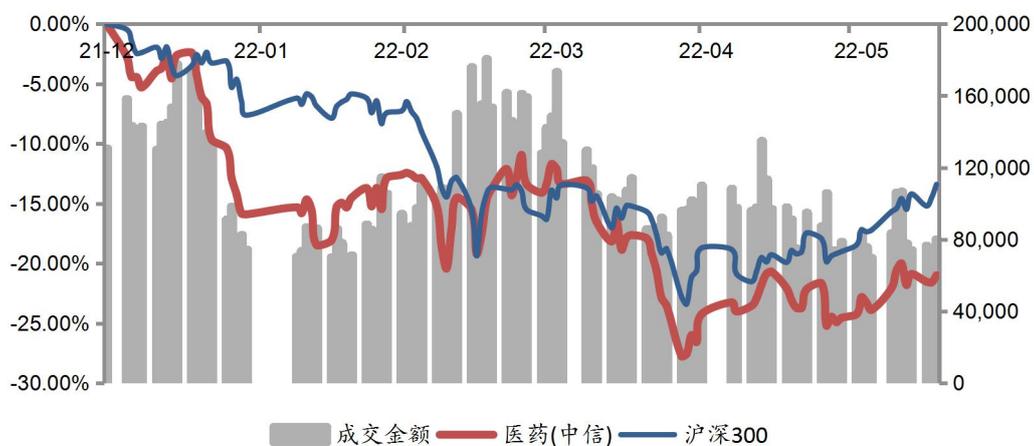
表 1: 医药子板块估值、估值溢价率、估值历史十年分位数情况 (截至 6 月 15 日)	9
表 2: 2021 年创新药注册申请受理情况 (品种数量, 个)	14
表 3: 2021 年创新药注册申请批准/建议批准品种数量 (个)	15
表 4: 近年来中药相关政策、文件	19
表 5: 新的中药注册分类标准	20
表 6: 我国医疗机构床位数结构 2020 年实际数据与 2015 年规划对比	22
表 7: 十四五优质高效医疗卫生体系建设中央预算内补助额度	25
表 8: 重点股票业绩预测	27

1. 2022H1 回顾：上半年回调明显，子板块分化加剧

1.1 年初至今医药板块跑输沪深 300 指数 7.59 个百分点

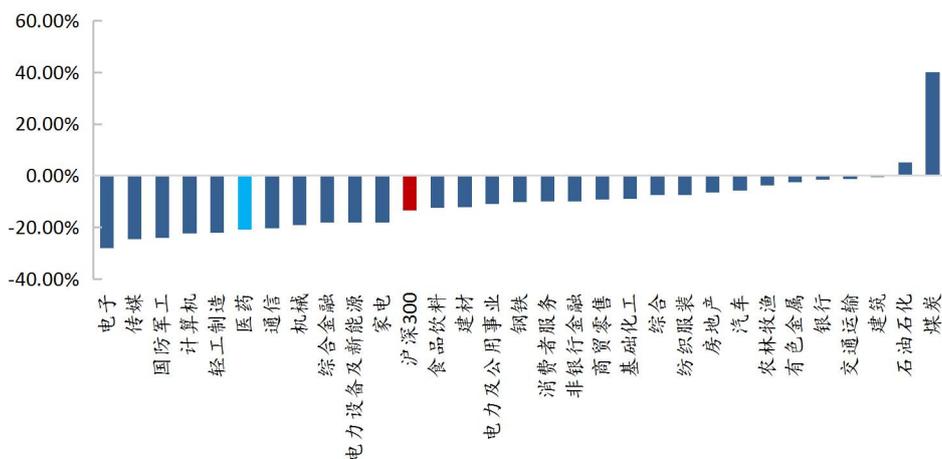
从今年初到 6 月 15 日，医药板块整体走势较弱，医药（中信）指数跌幅为 20.99%，在中信 30 个子板块中排第 25 位，同期沪深 300 指数跌幅 13.40%，医药指数跑输 7.59 个百分点。分子板块来看，年初以来，医药子行业均呈现下跌态势，其中医药流通跌幅较少，为-11.88%，化学制剂跌幅最大，为-23.01%。

图 1：医药（中信）指数年初至今（20220615）走势



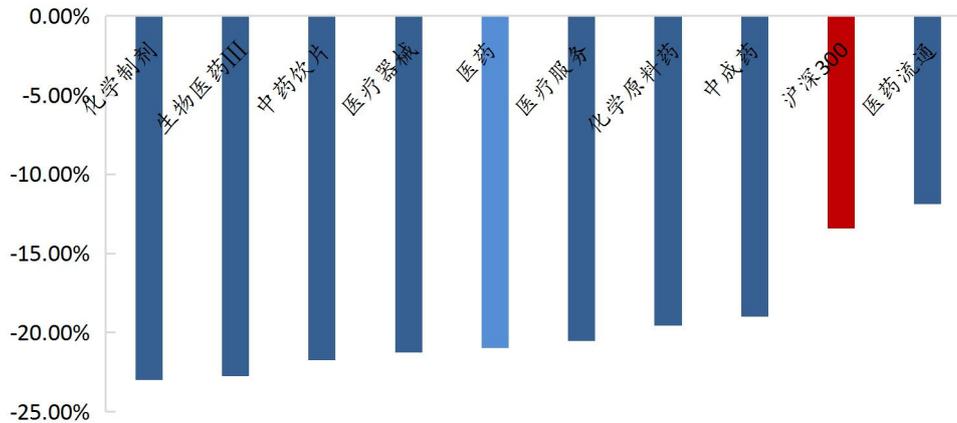
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：年初至今（20220615）各行业板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：年初至今（20220615）医药各子板块涨跌幅

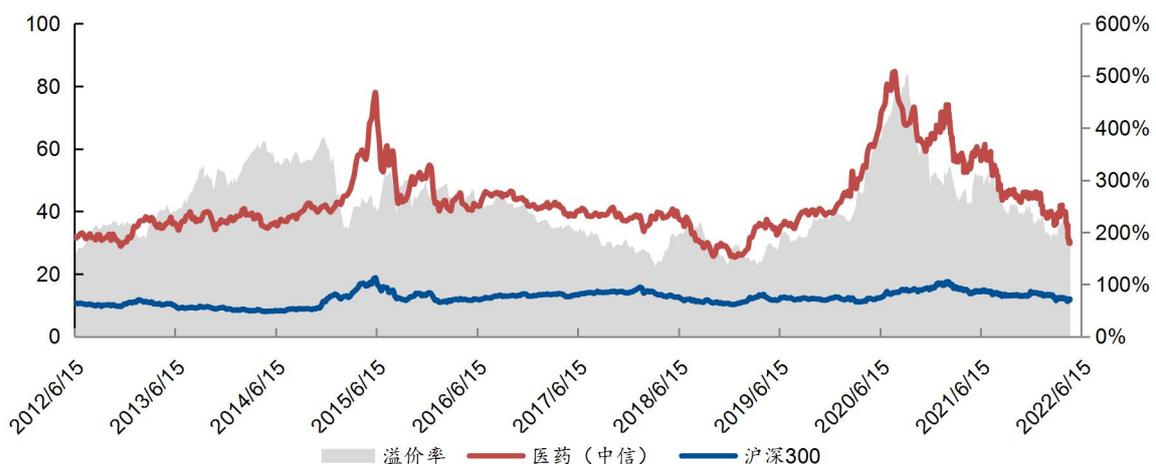


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 医药板块估值居历史十年分位数极低水平

截至 6 月 15 日，医药（中信）指数整体估值（TTM、整体法）为 31.73 倍，相对沪深 300 溢价率为 152.10%，均处在近十年比较低的历史水平，位居历史十年分位数的 9.56%。从子板块的估值水平和历史十年分位数来看，医疗器械的估值水平最低，其次是医疗服务和生物制品。医疗器械、医疗服务、生物制品的估值水平分位数在历史十年极低水平，主要与疫情相关的检测、耗材、ICL、疫苗等业务带来较高的利润水平，以及 CXO 业务持续高景气度、业绩高增长有关。

图 4：近十年医药板块估值和估值溢价率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：医药子板块估值、估值溢价率、估值历史十年分位数情况（截至 6 月 15 日）

代码	名称	估值历史十年分位数		年初至今涨跌幅	估值分位数变化	市盈率 (TTM)	相对沪深 300 溢价率
		当前	年初				
000300.SH	沪深 300	54.32	78.34	-13.40%	-30.65%	12.61	-
CI005018	医药	9.56	73.46	-20.99%	-86.99%	32.78	159.95%
CI005322	医疗器械	0.90	7.45	-21.27%	-87.87%	21.99	74.35%
CI005323	医疗服务	1.78	18.41	-20.53%	-90.33%	54.69	333.64%
CI005320	生物制品III	21.14	8.33	-22.77%	153.95%	48.38	283.60%
CI005319	中成药	26.62	81.10	-19.01%	-67.17%	33.21	163.33%
CI005317	化学制剂	35.47	67.10	-23.01%	-47.14%	37.11	194.23%
CI005316	化学原料药	37.00	62.39	-19.56%	-40.69%	37.77	199.49%
CI005321	医药流通	46.12	56.04	-11.88%	-17.69%	24.25	92.31%

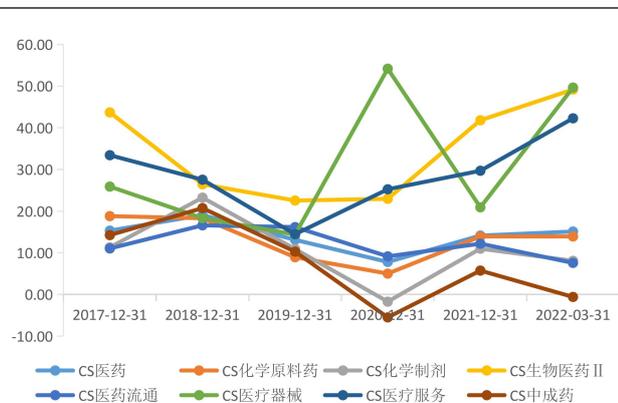
资料来源：Wind，山西证券研究所

子板块之间估值差异明显。1、从估值、估值溢价率、历史十年估值分位数来看，医药板块相比较于年初已经有较大的回落；2、子板块估值分化。生物制品相较于年初历史估值分位数上涨，与去年生物制品下调幅度深有关，但即使上涨，分位数值为 21.14，仍然处于历史较低水平；3、估值分位数下降最大的三个子板块是医疗器械、医疗服务和中成药，与业绩大幅增长而板块下跌有关；4、历史十年估值分位数最低的两个子板块分别是医疗器械、医疗服务和生物制品，市场可能担忧后新冠时代相关板块业绩的可持续性，但从数据上看，我们认为上述三个子板块以及整个医药板块下半年可以偏向乐观。

1.3 疫情加剧细分板块的业绩分化

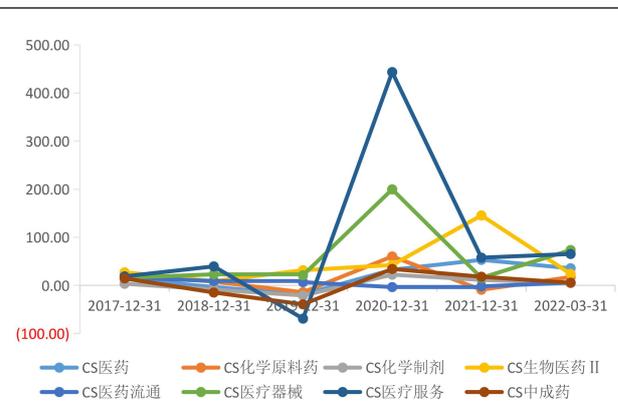
医药板块整体而言，2021 年及 22Q1 的收入增速分别为 14.14%和 15.11%，是近十年的中游水平。同期扣非归母净利润增速分别为 53.32%和 35.86%，是近十年的高位水平。

图 5：2017~2022Q1 医药及细分板块收入增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

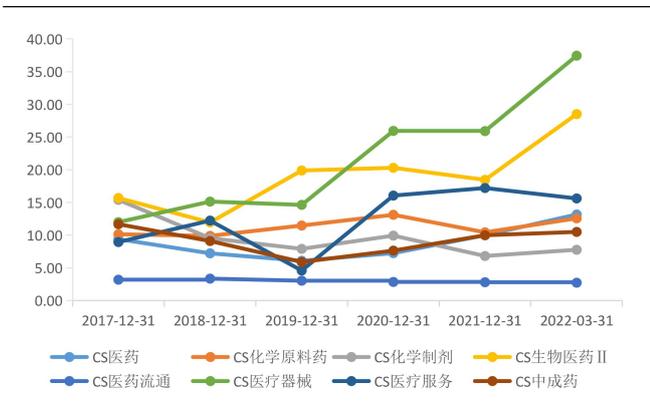
图 6：2017~22Q1 细分板块扣非归母净利增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

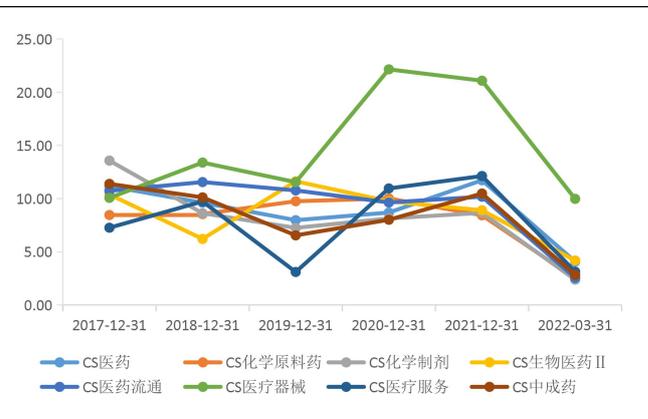
从细分板块上来看，业绩分化明显，其中疫情因素影响最为显著。生物制品、医疗器械、医疗服务的业绩增速在 2021 和 2022Q1 均有显著提高或达近十年绩优水平。生物制品受新冠疫苗全民接种产生的业绩拉动，扣非归母净利润在 2021 年同比增速达到 145.71%，高基数下 22Q1 回落至 24.29%。器械板块 22Q1 收入和利润增速达到 49.67%和 73.72%，与新冠检测国内外需求爆发有关。2021 和 2022Q1 医疗服务板块的收入增速分别为 29.70%、42.29%，利润增速分别为 57.90%、65.55%，主要得益于 CXO 板块高景气度和海外订单（包括大额的新冠小分子药物 CDMO 相关订单）大幅增加。此外从净利率、ROE 等财务指标上看，仍然是医疗器械、生物制品、医疗服务（CXO）板块表现良好。

图 7：2017~2022Q1 医药及细分板块净利率（%）



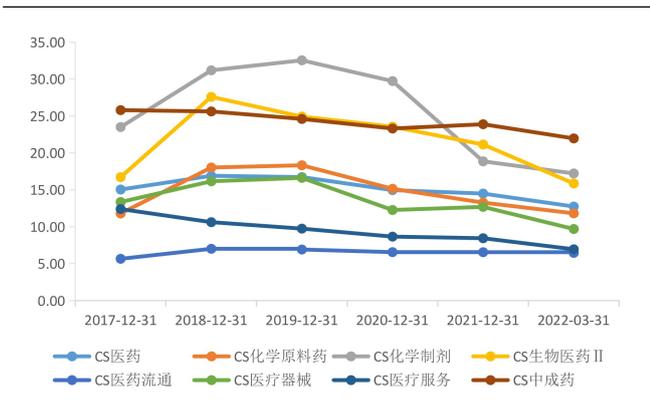
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2017~2022Q1 医药及细分板块 ROE（%）



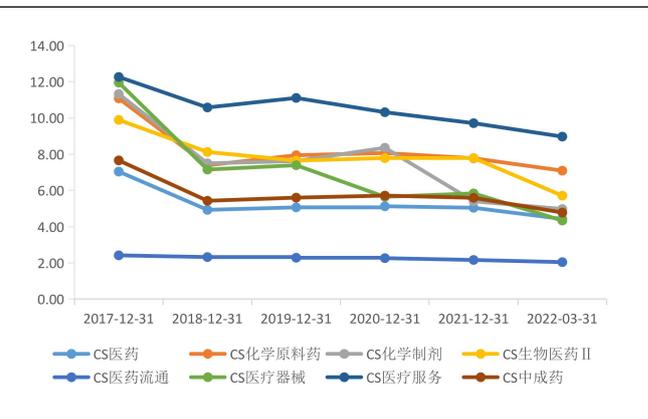
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：2017~22Q1 医药及细分板块销售费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2017~22Q1 医药及细分板块管理费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 行业：支付端精细化控费，供给端高质量发展和产业升级

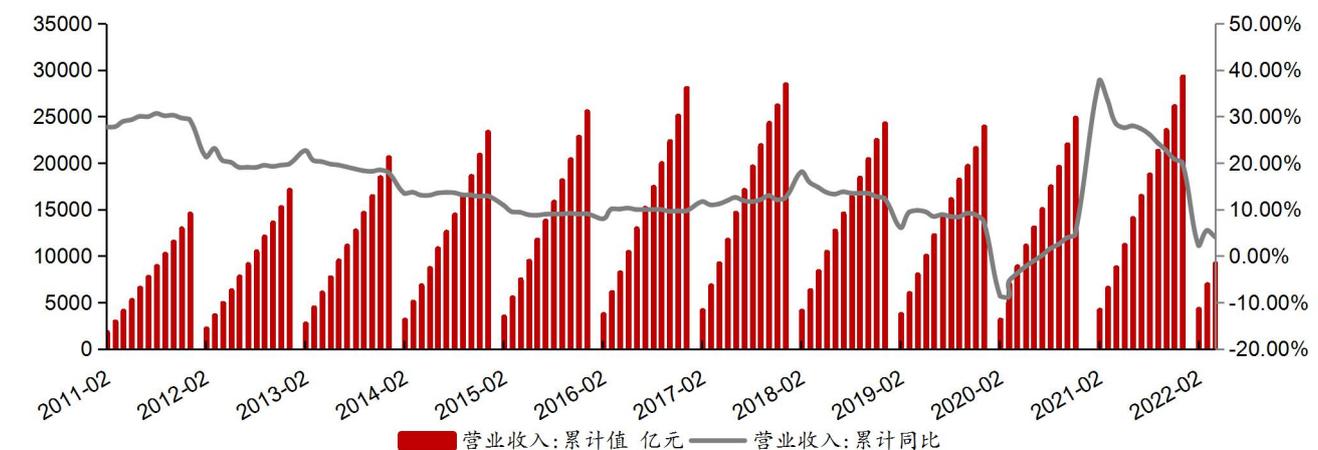
2.1 医药制造业利润率水平居较高位

根据统计局数据，2022 年 1~4 月，医药制造业累计实现营业收入 9187.7 亿元（+4.1%），实现利润总

额 1436.4 亿元（-13.7%）。1~4 月利润率 15.63%，营业费用率 16.22%，管理费用率 5.71%，营业成本/营业收入为 57.85%，与 2021 年同期相比，分别下降 2.72、下降 0.96、上涨 0.09 和上涨 3.14 个百分点，利润率的下降主要与营业成本上涨较大有关，但整体依然处于既往十年较高的水平。

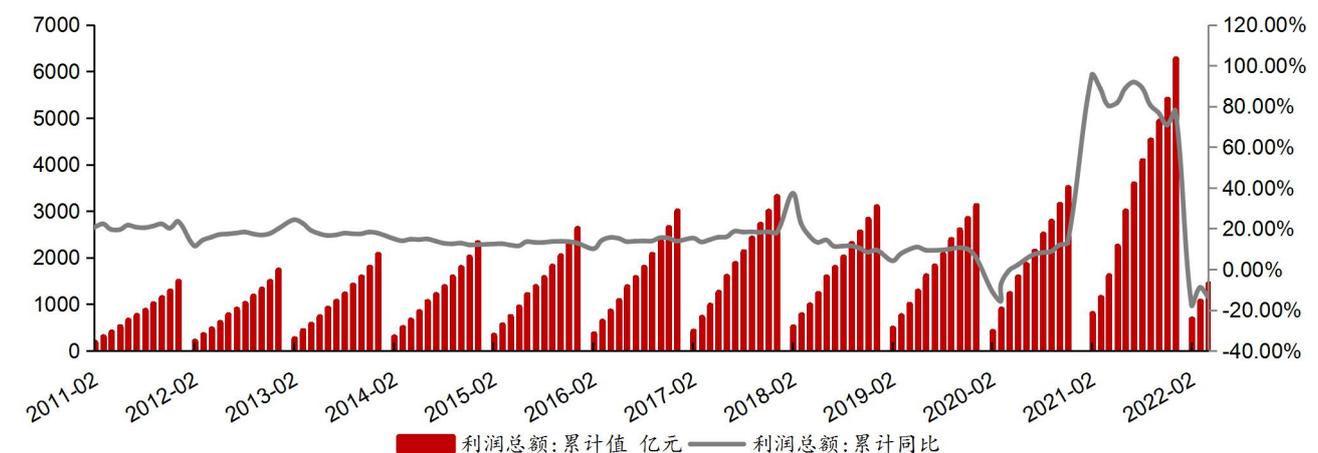
2021 年，医药制造业累计实现收入和利润总额分别为 29288.50 亿元和 6271.4 亿元，同比增速分别为 20.1%和 77.9%；利润率为 21.41%，为近十年最高值。同期营业费用率和管理费用率分别为 16.13%、5.66%，同比分别下降了 2.52、0.68 个百分点。

图 11：医药制造业 2011 年以来的营业收入和同比增幅



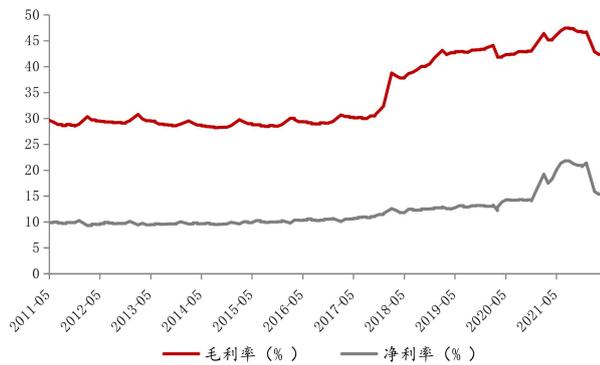
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：医药制造业 2011 年以来的利润和同比增幅



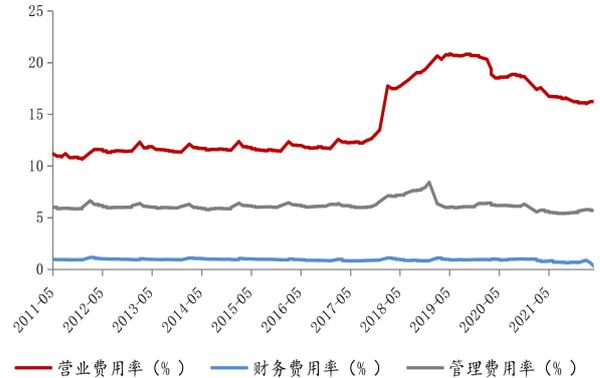
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：医药制造业 2011 年以来的毛利率和净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：医药制造业 2010 年以来的费用率情况

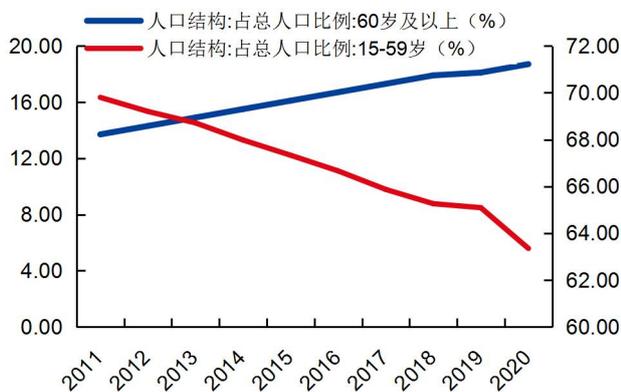


资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 收支平稳，集采&支付方式改革促进医保管理精细化

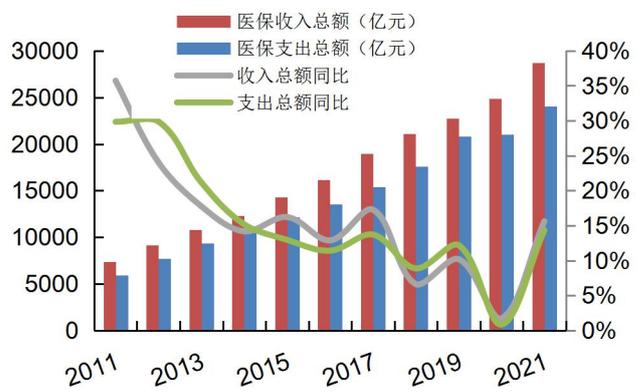
人口老龄化趋势下，我国基本医保基金压力不断变大。2021 年的第七次人口普查数据显示，全国总人口数量 14.12 亿人；60 岁及以上人口为 2.64 亿人，占 18.70%；65 岁及以上人口为 1.91 亿人，占 13.50%，已经接近 14% 的深度老龄化标准，人口老龄化程度进一步加深。同时 15-59 岁适龄劳动就业人口占比从 2011 年的 69.8% 降至 2021 年的 63.35%，两者之间的剪刀差加大，长期看医保基金的收、支压力持续存在。

图 15：老龄人口与适龄就业人口占比剪刀差加大



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 16：我国历年基本医保收支情况



资料来源：wind，财政部，医保局，山西证券研究所

我国近年基本医保基金收入增速总体呈现下降态势。2021 年医保基金整体收入 28727.58 亿元，比上年增长 15.6%。考虑到 2020 年因疫情允许缓交等原因导致了低基数效应，2021 年相对于 2019 年的复合增速为 8.46%，近十年整体呈现下降趋势。从支出上看，2021 年基金支出 24043.1 亿元，比上年增长 14.6%，医保支出上 2021 年相对于 2019 年的复合增速为 7.37%。从 2011~2021 年这 11 年数据看，医保收、支的复合增速为 13.13%、13.55%，支出增速略高于收入增速，总体来看，医保压力犹存。

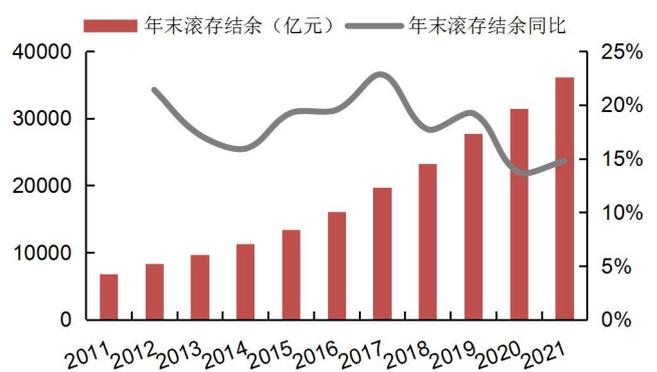
在长期控费的努力下，医保收支平稳，滚存结余与当年基金支出比高，基金运行安全边际高。2021年医保基金的收支结余金额为4684亿元，本年收支结余率为16.31%，既往十年，本年收支结余率平均为15.58%，2021年收支结余率略超平均。2021年医保基金滚存结余金额为36156.3亿元，年末滚存结余同比增长14.8%。2021年，滚存结余/当年基金支出为18.05，即滚存结余可用月数为18个月，为近十年最高水平。需要注意的是，滚存结余/当年基金支出高，是长期控费的结果，在医保压力长期存在的的情况下，未来控费依然趋紧。

图 17：2011~2021 年医保基金当年收支结余情况



资料来源：wind，国家医保局，山西证券研究所

图 18：2011~2021 年医保基金年末滚存结余情况



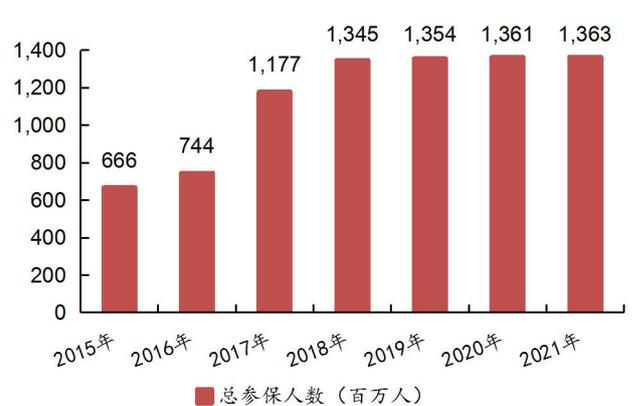
资料来源：wind，国家医保局，山西证券研究所

图 19：年末滚存结余与当年基金支出比（月）



资料来源：wind，国家医保局，山西证券研究所

图 20：近年参保人数（百万人）



资料来源：wind，国家医保局，山西证券研究所

总的来看，参保人数基本达到稳态，人数增长拉动效应消退，未来基金收入增长更多依靠单人保费金额（包括个人缴费、企业缴费和国家补贴部分）的提升。其次是调整参保结构，尽量将灵活就业人群引导至职工医保参保。2022年开始，各地职工医保个人账户将逐步实施改革，原本企业缴纳部分的30%划入个人账户，今年起各地将根据情况分步骤或一次性实施改革，企业缴纳部分资金将全部划归统筹账户，多种方法做大职工医保统筹群体范围和医保统筹账户资金池。在以收定支的原则下，收入增长有限，需求不断

扩张，可以预期医保未来将长期紧支出，因此会持续注重支出结构的优化和效率的提升。支付方式改革（DIP&DRG）、医保目录动态调整、集采常态化&扩大化是目前医保协同治理体系的主要形式，其中，集采是通过降价来缓解医保支出压力，而 DIP&DRG 更多地是通过规范医疗行为来控量。

以 DRG/DIP 为主的医保支付方式改革是撬动医疗服务体系改革、引导医疗资源合理配置的主要措施。国家医保局成立后，将医保支付方式改革放在提高医保治理能力的首位。2021 年国家医保局出台了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，计划在三年的时间内建立“管用高效”的支付方式。截至到 2021 年底，全国 30 个 DRG 付费国家试点城市和 71 个 DIP 付费试点城市已全部进入实际付费阶段，这意味着医保支付方式改革已进入全面推开的阶段。根据国务院的发文《关于深入推广福建省三明市经验 深化医药卫生体制改革的实施意见》，到 2025 年，按疾病诊断相关分组或按病种付费的医保基金占全部符合条件的住院医保基金支出的比例达到 70%。这对传统的医疗服务管理体系带来巨大的冲击，同时也是医保治理模式的升级。

与此同时，医保协同治理体系的另一个重要环节——药品集采也在持续常态化进行。2021 年共开展了三批国家组织的药品集中带量采购，涉及到 122 个品种，平均降价 52%。同时，还开展了部分高值耗材的集中采购。

2.3 创新药步入新阶段，产业进入新周期

2.3.1 2021 年创新药的注册申请继续增加

2021 年 CDE 受理创新药注册申请 1886 件（998 个品种），同比增长 76.10%。其中创新中药 54 件（51 个品种），同比增长 134.78%；创新化学药 1166 件（508 个品种），同比增长 55.05%；创新生物制品 666 件（439 个品种），同比增长 125.00%。以注册申请类别统计，IND1821 件（953 个品种），同比增长 79.23%；NDA65 件（45 个品种），同比增长 18.18%。

表 2：2021 年创新药注册申请受理情况（品种数量，个）

受理量	创新中药	创新化药	创新生物制品	总计
IND	43	487	423	953
NDA	8	21	16	45
总计	51	508	439	998

资料来源：CDE2021 年药品审评报告，山西证券研究所

图 21：近 5 年创新药 IND 受理件数



资料来源 CDE，山西证券研究所

从获批情况看，2021年批准/建议批准创新药注册申请 1628 件（878 个品种），同比增长 67.32%。其中，创新中药 39 件（39 个品种），同比增长 39.29%；创新化学药 1029 件（463 个品种），同比增长 44.32%；创新生物制品 560 件（376 个品种），同比增长 141.38%。以注册申请类别统计，IND1559 件（831 个品种），同比增长 65.32%，NDA69 件（47 个品种），同比增长 130.00%。

表 3：2021 年创新药注册申请批准/建议批准品种数量（个）

受理量	创新中药	创新化药	创新生物制品	总计
IND	28	439	364	831
NDA	11	24	12	47
总计	39	463	376	878

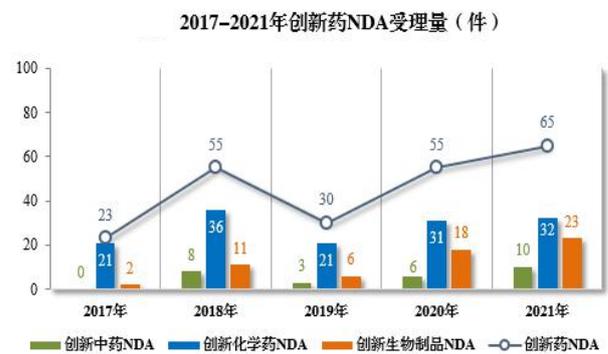
资料来源：CDE2021 年药品审评报告，山西证券研究所

图 23：近 5 年创新药 IND 批准件数



资料来源 CDE，山西证券研究所

图 22：近 5 年创新药 NDA 受理件数



资料来源：CDE，山西证券研究所

图 24：近 5 年创新药 NDA 批准件数



资料来源：CDE，山西证券研究所

2.3.2 创新进入新的阶段

继通过仿制药一致性评价和集采对仿制药进行市场快速集中和调整之后，去年 CDE 发布的《中国新药注册临床试验现状年度报告（2020 年）》和《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，可以视作是对创新研发的导向性调整。根据上述《报告》和《原则》，我国的新药临床试验的数量和药物品种的数量相较以往都大幅增加，1 类新药占比较高，但药物靶点和适应症领域分布较为集中，适应症特别集中于抗肿瘤药物，显示我国药物临床试验同质化的问题。同时在临床试验设计上，CDE 强调新药研发应该以为患者提供更优（更有效、更安全或更便利等）的治疗选择作为最高目标，阳性对照应该选择临床最佳治疗方式/药物。这表明，从政策面，国家对创新研发的导向变化，即更加注重临床价值。

从供给端的角度看，2015 年开始蓬勃兴起的我国创新药研发，从同质化竞速竞争的第一阶段，正进入比拼临床价值的新阶段，并带动产业进入新的周期。在第一个阶段，创新药研发的基础设施，包括 CXO 体系、监管体系、人才体系以及资本市场融资体系都已经有了良好的基础。在新的阶段，第一批成长起来的 Biotech 公司开始接受商业化阶段的挑战，中国本土 Big Pharma 在管线布局、商业运营、研发体系上的优势正在凸显，两者未来的合作将日益频繁，各自的定位及边界会更加清晰。同时，在新的药物、技术不断突破的过程中，国内市场已经融进了国际化的竞争，研发的含金量需要放到全球市场去前瞻性评断，不能仅着眼当下的本土环境。出海是所有企业的必选项，包括 Biotech 和本土 Big Pharma，未来中国创新药的出海会在各方的互补合作中，呈现百舸争流的局面。我们认为，产品线聚焦、有技术平台竞争力和差异化创新能力的 Biotech 以及有成熟的市场准入和运营能力、完善的商业化体系、完整的产业化能力的本土 Big Pharma，是新的创新周期的主角。

2.3.3 产业链自主可控的上游及创新支持体系重要性凸显

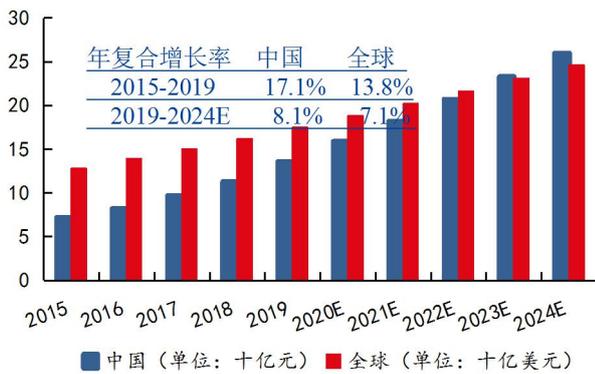
创新百花齐放，自主可控的上游及创新支持体系不可或缺，包括科研试剂、科研服务等行业的发展。

以生物科研试剂为例，全球生物科研试剂的市场规模从 2015 年 128 亿美元增长到 2019 年 175 亿美元，年复合增速为 8.1%，预计于 2024 年达到 246 亿美元，2019-2024 年期间年复合增速为 7.1%。中国生物科研试剂市场规模从 2015 年的 72 亿元增长到 2019 年的 136 亿元，年复合增速为 17.1%，增速远高于同期全球生物科研试剂市场，预计于 2024 年达到 260 亿元，2019-2024 年期间年复合增速为 13.8%。

按生物科研试剂的类别来划分，可以分为分子类、蛋白类和细胞类三大类别。根据弗若斯特沙利文的数据，2020 年，在我国分子类生物试剂市场中，赛默飞、凯杰、宝生物、BioRad 四个国外企业合计占据超过 40% 的市场份额，国产品牌中诺唯赞占有约 4.0% 的市场份额。在蛋白类试剂市场中，2019 年中国重组

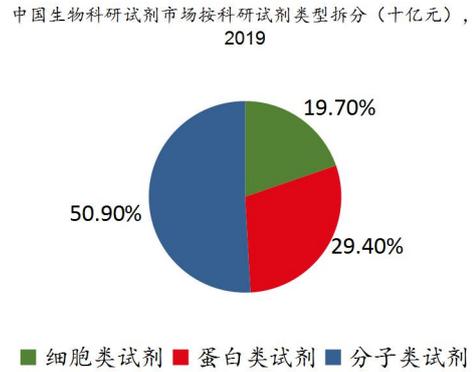
蛋白市场占比前两名是 R&D (Bio-techne 子公司) 和 PeperoTech, 分别占据 20%和 16%的份额。第三名至第五名为义翘科技 (占比 5%)、百普赛斯 (占比 4%) 和近岸生物 (占比 2%) 等国内企业。以上数据可以看出, 我国生物科研试剂的国产替代空间广阔。

图 25: 生物科研试剂市场规模及预测



资料来源: 诺唯赞招股书, 山西证券研究所

图 26: 中国生物科研试剂市场按试剂类型拆分



资料来源: Frost&Sullivan, 诺唯赞招股书, 山西证券研究所

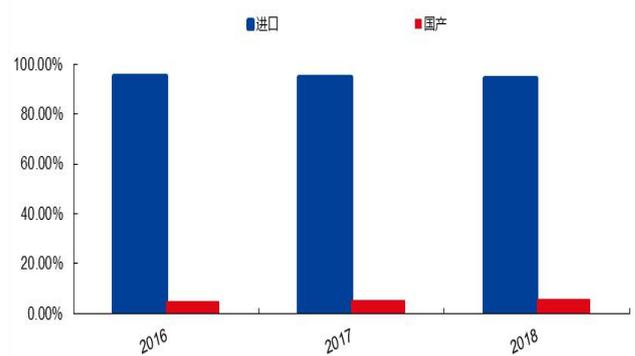
在实验室科研耗材方面同样存在进口品牌占据主导地位的局面。根据 Frost & Sullivan 公司《中国生物实验室用品行业市场研究报告》, 目前, 中国生物实验室一次性塑料耗材市场仍然由进口品牌主导, 2016~2018 年进口品牌市场份额均保持 95%左右。国产品牌中, 进入市场较早的洁特生物 2018 年国内市场份额占比 0.61%, 占比较低。

图 27: 我国生物实验室耗材市场概况



资料来源: Frost & Sullivan, 洁特生物招股书, 山西证券研究所

图 28: 我国生物实验室耗材进口和国产份额对比



资料来源: Frost & Sullivan, 洁特生物招股书, 山西证券研究所

2.4 中药：政策支持下产业拐点已经出现

2019、2020 年获批中药新药数量分别为 2、4，而 2021 年中药创新药获批 11 个，这是在政策的大力推动下，中药产业已经发生重大变化的体现。

2019 年 10 月，国务院印发的《关于促进中医药传承创新发展的意见》，是对中医药传承创新提出的指导性意见。2 个月后，国务院中医药工作部际联席会议办公室印发《<关于促进中医药传承创新发展的意见>重点任务分工方案》，明确了六大重点任务，包括健全中医药服务体系、发挥中医药独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、促进中医药传承与开放创新发展、改革完善中医药管理体制机制等。2021 年 2 月，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》，其中提到要提高中药产业发展活力，优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理。

在 2020 年 9 月发布的新的《中药注册分类及申报资料要求》中，明确将中药分为 4 类：中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方复方、同名同方药。新分类标准淡化原注册分类管理中“有效成份”和“有效部位”含量要求，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性，更加强调疗效。同时，也要求建立中药资源评估机制，强化中药研制全过程的质量控制。我们认为，1.1 类创新药主要是针对临床长期使用有效，但是缺乏系统临床研究和规范化数据统计分析的新组方、名医名方、临床验方、院内制剂等，这也是当前临床方剂比较广泛的来源之一。对这类临床组方进行系统研究并进行转化，对于中药行业有重要意义，未来一段时间，中药创新药也将迎来开发的黄金期。

今年 3 月份，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，这是首次以国办名义印发的医药细分行业的五年规划，体现出对中医药发展的重视。《规划》针对中医药目前存在的关键问题提出了相应的解决方案和保障措施。我们认为关键问题主要表现为缺乏优质中医医疗服务能力和缺少高质量的中药产业体系。对于前者，《规划》提出了扬优强弱补短的做法，加强中医人才培养（例如岐黄工程、临床医学教育增加中医课程等），对各级各类医疗机构中医服务覆盖率、中医床位数、中医师数量等明确数量指标。鼓励名老中医开诊所，鼓励社会力量在基层办中医；加强理论和重大疾病防治的研究等。

对于后者，主要表现在中药材质量参差不齐、一些临床有效的经方、验方应用范围小、缺乏深度研究等。《规划》提出的对策包括：规范中药材种植，建立完善溯源体系，建立道地药材目录，鼓励中药创新药的开发，推动经典名方研究开发，支持儿童用中成药创新研发等。

《规划》还将推动中医药应用场景从国内拓展到国外。国内主要应用在优势领域（治未病、重大疾病和疾病康复等，以及心血管、骨科、糖尿病、妇科等治疗领域），海外市场包括一带一路、加大中医药贸

易、鼓励开展海外注册、推动中医药参与新冠防控国际合作、高质量建设国家中医药服务出口基地等。

在医保层面，将从价格动态调整和医保支付方式两方面支持中医药的发展。去年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局就发布了《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，在医疗服务价格动态调整中，医保将重点考虑中医医疗服务项目。一方面，医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价，符合条件的按程序纳入医保支付。另一方面，为改善市场竞争环境，官方将引导形成以质量为导向的中药饮片市场价格机制。医保支付方式重点要求探索符合中医药特点的医保支付方式。一方面遴选和发布中医优势病种，优势病种鼓励实行中西医同病同效同价，另一方面一般中医诊疗项目可继续按项目付费，同时探索实施中医病种按病种分值付费，中医药将在医保支付改革中拥有更多的缓冲期。

表 4：近年来中药相关政策、文件

文件名称	发布时间	主要相关内容	发布部门
《“十四五”中医药发展规划》	2022/3	加强中医人才培养，规范中药材种植，建立完善溯源体系，建立道地药材目录，鼓励中药创新药的开发，推动经典名方研究开发，支持儿童用中成药创新研发等	国务院办公厅
《“十四五”全民医疗保障规划》	2021/9/29	支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务，开发中医治未病等保险产品。探索符合中医药特点的医保支付方式，发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价，引导基层医疗机构提供适宜的中医药服务。支持将符合条件的中医医疗服务项目按规定纳入医保支付范围。支持中医药传承创新发展，强化中医药在疾病预防治疗中的作用，推广中医治未病干预方案。	国务院办公厅
《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则（试行）》	2021/8/31	主要围绕中药 3.1 类（经典名方）的特点阐述相关要求，明确其药学研究的基本原则，内容主要包括药材研究、饮片研究、基准样品研究、制剂生产研究、制剂质量和质量标准研究、相关性研究、稳定性研究等方面。	国家药品审评中心（CDE）
关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见	2021/6/30	从八大方面，提出加强综合医院的中医药工作，推动中西医协同发展，包括加强综合医院临床科室设置、综合医院中药房设置、基层综合医院的中医临床科室建设、将中医纳入多学科会诊、中西医协作、协同攻关等多项内容。	国家卫生健康委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局
《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	2021/6/28	就支持中医药服务出口基地高质量发展制定的相关措施。	商务部、国家中医药管理局等 7 部门
习近平总书记南阳讲话：支持进一步发展中医药	2021/5/12	注重用现代科学解读中医药学原理、中西医结合。	-
深入贯彻“十四五”规划推进中医药振兴发展发布会	2021/3/29	解读包括以重大工程为抓手，促进中医药振兴发展等内容。	国务院新闻办公室
《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	2021/2/10	中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。中药配方颗粒品种实施备案管理，不实施批准文号管理，在上市前由生产企业报所	国家药监局、国家中医药

文件名称	发布时间	主要相关内容	发布部门
		在地省级药品监督管理部门备案。生产中成药配方颗粒的中药生产企业应当取得《药品生产许可证》，并同时具有中药饮片和颗粒剂生产范围。中药配方颗粒生产企业应当履行药品全生命周期的主体责任和相关义务，实施生产全过程管理，建立追溯体系，逐步实现来源可查、去向可追，加强风险管理。	局、国家卫生健康委、国家医保局
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021/2/9	措施包括七大类，二十八小类，措施具体。包括夯实中医药人才基础、提高中药产业发展活力、增强中医药发展动力、完善中西医结合制度、实施中医药发展重大工程、提高中医药发展效益、营造中医药发展良好环境等七大方面。	国务院
国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见	2020/12/25	文件提出促进中药传承创新发展的实施意见。深化改革，健全符合中药特点的审评审批体系。传承精华，注重整体观和中医药原创思维，促进中药守正创新。坚守底线，强化中药质量安全监管。创新发展，推进中药监管体系和监管能力现代化。	国家药品监督管理局
《中药注册分类及申报资料要求》	2020/9/28	明确中药注册分类标准，通过构建、完善符合中药特点的审评审批机制，解决中药研发创新问题。主要包括：中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，前三类均属于中药新药。中药注册分类中的第三类古代经典名方中药复方制剂细分为“3.1 按古代经典名方目录管理的中药复方制剂（简称 3.1 类）”及“3.2 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂（简称 3.2 类）”。3.2 类包括未按古代经典名方目录管理的古代经典名方中药复方制剂和基于古代经典名方加减化裁的中药复方制剂。3.1 类的研制，应进行药学及非临床安全性研究；3.2 类的研制，除进行药学及非临床安全性研究外，还应对中药人用经验进行系统总结，并对药物临床价值进行评估。	国家药品监督管理局
《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	2019/12/16	展开描述六大类，二十小类，125 项工作。包括健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、促进中医药传承与开放创新发展、改革完善中医药管理体制机制等六大类。	国务院中医药工作部际联席会议办公室

资料来源：NMPA，山西证券研究所

表 5：新的中药注册分类标准

分类	具体说明	解读
1 类：中药创新药	处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收载，具有临床价值，且未在境外上市的中药新处方制剂。包括：1.1 中药复方制剂，系指由多味饮片、提取物等在中医药理论指导下组方而成的制剂。1.2 从单一植物、动物、矿物等物质中提取得到的提取物及其制剂。1.3 新药材及其制剂。	突出疗效新为特色，重视临床价值评估，注重满足尚未满足的临床需求。药物进入临床试验的有效性证据包括中医药理论、临床人用经验和药效学研究。
2 类：中药改良新药	指改变已上市中药的给药途径、剂型，且具有临床应用优势和特点，或增加功能主治等的制剂。包括：2.1 改变已上市中药给药途径的制剂，即不同给药途径或不同吸收部位之间相互改变的制剂。	1、需体现临床应用优势和特点。不再仅强调原注册分类管理中“有效成份”和“有效部位”的含量要求。2、已上市中药生产工艺等变更引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变

分类	具体说明	解读
	<p>2.2 改变已上市中药剂型的制剂，即在给药途径不变的情况下改变剂型的制剂。</p> <p>2.3 中药增加功能主治。</p> <p>2.4 已上市中药生产工艺或辅料等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的。</p>	<p>的，以及基于临床需要的新适应症开发，增加功能主治的，均纳入新药申报，不再属于上市后变更。旨在鼓励对已上市中药深入开展研究和二次开发，优化生产工艺，进一步提高质量。</p>
3类：经典名方	<p>指来源于古代经典名方的中药复方制剂。包含：</p> <p>3.1 按古代经典名方目录管理的中药复方制剂。</p> <p>3.2 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂；未按古代经典名方目录管理的古代经典名方复方制剂；基于古代经典名方加减化裁的中药复方制剂</p>	<p>主要采用以专家意见为主的审评模式。可豁免临床直接提出上市许可申请，但并不是降低要求，而是更强调安全性，毒理试验要求更高。源头把控上更加强化，对药材资源评估、炮制研究、医史资源研究上提出了要求，而之前的分类注册对此要求不高。目的加强古典医籍精华的梳理和挖掘，促进古代经典名方向中药新药的转化</p>
4类：同名同方	<p>指通用名称、处方、剂型、功能主治、用法及日用饮片量与已上市中药相同，且在安全性、有效性、质量可控性方面不低于该已上市中药的制剂。</p>	<p>并非中药仿制药。同名同方能上市，关键看其与已上市同名同方中药的比较研究结果，而非质量标准是否一致。</p>

资料来源：CDE，NMPA，山西证券研究所

我们认为，中药板块是中长期比较明确的投资机会，可以关注：1、中药创新药，包括康缘药业、新天药业、以岭药业等；2、以片仔癀、同仁堂、广誉远等为代表的文化和品牌壁垒型中药企业；3、具备国改、混改预期，或已经进行了国改、混改，经营管理改善、业绩预期向好的中药企业，例如达仁堂、佛慈制药等；4、中医医疗服务，例如固生堂等。

2.5 社会办医政策进一步细化

《十四五规划》对社会办医仍然持支持的态度，政策进一步细化和具体。对比“十三五”规划以及“十四五”规划对医疗服务的阐述，十三五期间，政策发力点在于推进非营利性民营医院和公立医院同等待遇，破除民营医疗遭遇的政策玻璃门，并明确了民营医疗的规划空间。《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》提出：到2020年每千常住人口医疗卫生机构床位数控制在6张。其中，医院床位数4.8张，在医院床位中，公立医院床位数3.3张，按照每千常住人口不低于1.5张为社会办医院预留规划空间。根据卫健委统计公报，2020年全国医疗卫生机构床位910.1万张，其中医院713.1万张（占78.4%），公立医院床位占71.4%，民营医院床位占28.6%。每千人口医疗卫生机构床位数由2019年6.30张增加到2020年6.46张。

表 6：我国医疗机构床位数结构 2020 年实际数据与 2015 年规划对比

	每千常住人口医疗机构 床位数	其中医院床位数	其中社会办医床位数	
			其中公立床位数	其中社会办医床位数
2025 年规划	7.4~7.5			
2020 年实际	6.46	5.06	3.61	1.45
2015 年规划	6	4.8	3.3	1.5

资料来源：卫健委，《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》，《2020 年卫生健康事业公报》，山西证券研究所

在《十四五规划》中提到，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。加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设国家医学中心和区域医疗中心。支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。根据卫健委规划，到 2025 年，千人口床位数将提升至 7.4-7.5 张，增加 15%左右。《“十四五”国民健康规划》提到，促进社会办医持续规范发展。鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构。

回顾近十年来关于医疗服务办医力量的政策措施，会发现细微的政策转向。疫情对医疗体系的考验，使得公共卫生体系建设显得更加迫切，公立医疗体系兜底的作用显得更加重要。国家对基本医疗的定调仍然以“公办”和“公益性”为主，扩大医疗资源供给的主体仍然是公立医疗机构。按照当前的配置比例以及政策动向，我们认为社会办医在经过近十年的快速发展之后，已经达到相应的配置比例，下阶段的社会办医将是增数量到调结构的变化，例如区域调整（社会办医床位数比例偏低的地方增加、医疗资源薄弱区域增加），或者并购（总增量有序的前提下，办医社会主体间的调整），或者服务结构调整（发展康复、养老医疗、护理、精神卫生等短缺领域）。民营资本提供的基本医疗服务有可能以国家购买的形式，来满足公益性和掌握定价权，高端医疗需求以高端需求+商业保险的形式来满足，但会受制于商业保险的发展。对于医疗服务板块，我们看好，已经形成发展规模和优势的眼科、口腔医疗板块以及符合新的政策鼓励方向的康复医疗、养老医疗等领域的龙头公司。

2.6 CXO：业绩增长确定，估值扰动因素繁杂

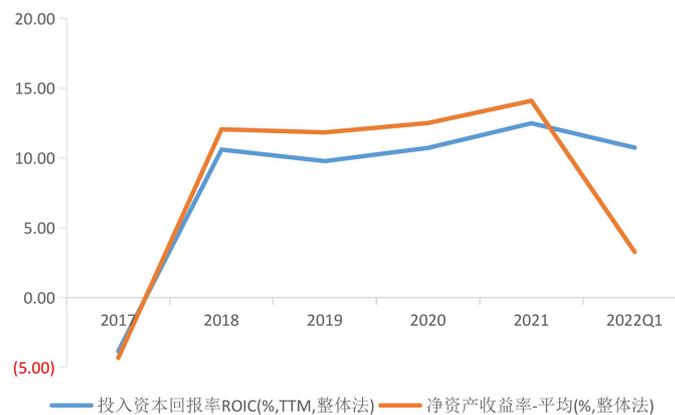
CXO 板块在近 5 年整体呈现高速增长的态势，并且还将持续。既往 CXO 的高速增长，主要得益于国内创新药的蓬勃发展带来的外包需求增长、工程师红利、海外订单等因素的叠加。未来国内创新升级，同质化出清，差异化加大，创新向新技术新领域发展，单个项目难度和对一体化服务的需求增加，对高水平 CXO 的需求反而更加迫切。从长期看，同质化出清阶段对一级市场估值的影响、国际关系变化带来的对海外订单不确定性的担忧等因素，对估值的扰动会趋于减弱。CXO 本身技术、平台、研发能力的升级及由此

形成的国内、国际市场竞争力，才是行业长期向上的决定力量。

从数据看，CXO 板块存货、应收账款和票据同时增长，显示需求仍然旺盛。2021 年板块 ROIC、ROE 分别为 12.49%、14.09%，是近 5 年最高水平。头部公司在手订单饱满，合同负债金额保持逐年递增趋势，固定资产扩张率保持增长。此外，CXO 经营效率持续提升，人员持续扩张，人均创收规模持续增加。

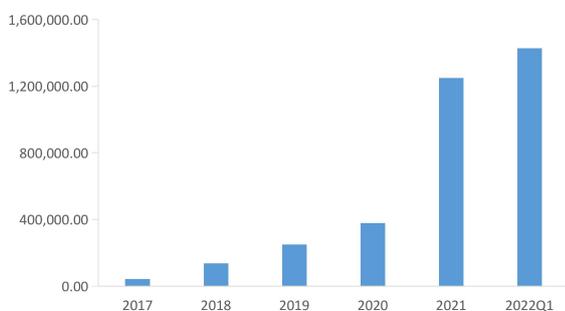
从中短期看，新冠小分子药物的订单短期也会驱动相关上市公司业绩的增长，与此同时，研发和生产外包的趋势以及需求往国内转移的趋势并没有改变，CGT 等新业务的发展，也是上市公司和行业中长期成长的驱动因素之一。从估值上看，当前 CXO 板块的估值历史十年分位数已经处于极低水平，部分龙头的 PEG 已经在比较低的历史水平，基于此，我们对 CXO 板块中长期持以乐观的态度，建议关注公司包括凯莱英、康龙化成、博腾股份、美迪西、和元生物等。

图 29：2017 年~2022Q1 CXO 板块 ROIC 和 ROE (%)



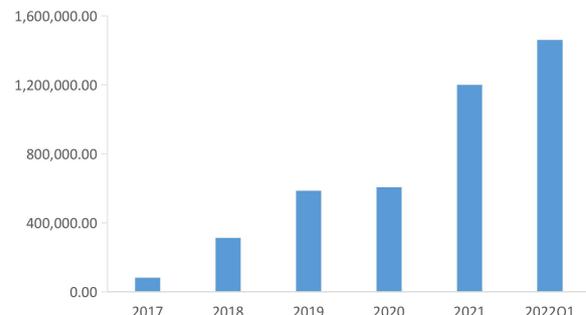
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：CXO 板块存货情况（万元）



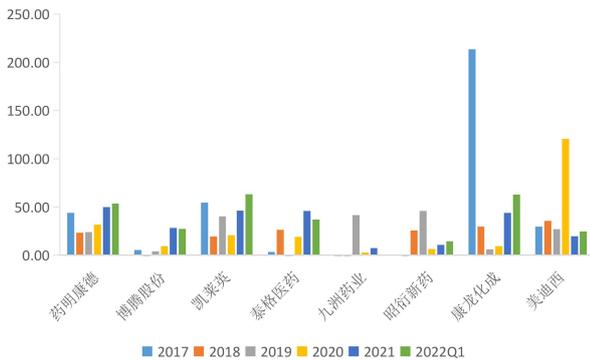
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：CXO 板块应收账款和票据情况（万元）



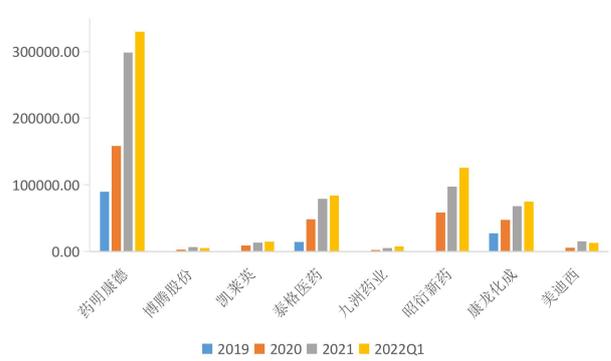
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：部分 CXO 上市公司固定资产扩张率（%）



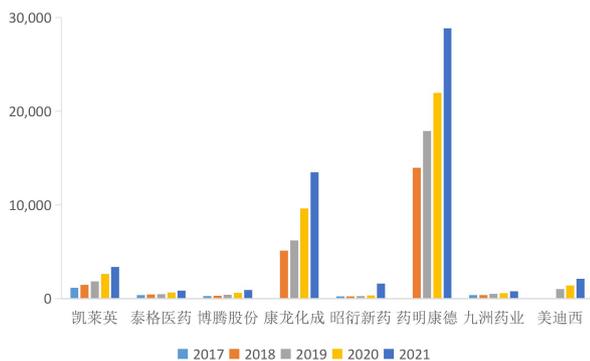
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：部分 CXO 上市公司合同负债金额（万元）



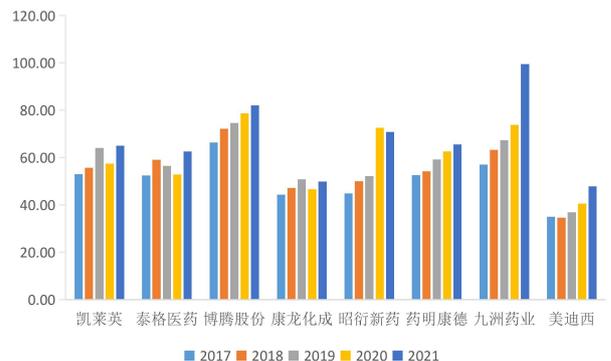
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：部分 CXO 上市公司研发人员数量（人）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：部分 CXO 上市公司人均创收（万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.7 新基建提供国产医疗装备器械增长的基础动力

2021 年 7 月 1 日，国家发改委印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，提出到 2025 年，基本建成优质高效整合型医疗卫生服务体系，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展，全方位全周期健康服务与保障能力显著增强，中医药服务体系更加健全。公共卫生防控救治能力提升工程将在中央预算内投资重点支持疾病预防控制体系、国家重大传染病防治基地和国家紧急医学救援基地建设，推动地方加强本地疾控能力和公共卫生体系建设。公立医院高质量发展工程将在中央预算内投资重点支持国家医学中心、区域医疗中心建设，推动省域优质医疗资源扩容下沉，加快市县级医院建设，力争实现每个地市都有三甲医院，服务人口超过 100 万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院。重点人群健康服务补短板工程将在中央预算内投资重点支持改善妇女儿童健康服务基础设施条件，提高出生缺陷防治、心理健康和精神卫生

服务能力，增加康复、护理资源。地方政府要聚焦重点人群健康需求。

今年4月，卫健委印发《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案》的县级医院名单，力争通过5年努力，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，建设临床服务“五大中心”。依托县医院构建肿瘤防治、慢病管理、微创介入、麻醉疼痛诊疗、重症监护等临床服务五大中心。建强急诊急救“五大中心”。进一步强化胸痛、卒中、创伤、危重孕产妇救治、危重儿童和新生儿救治等急诊急救五大中心，组建县域医疗资源共享“五大中心”。以县域医共体为载体，依托县医院建设互联互通的医学检验、医学影像、心电诊断、病理、消毒供应等资源共享五大中心，提高县域医疗资源配置和使用效率。

由此可以看出，在十四五期间，从国家医疗中心、国家和省级区域医疗中心到地市级和县级，从医疗到公共卫生保障体系，均将有大规模的建设和投入。从床位数上看，十四五规划要达到千人床位数7.4~7.5，比当前增加15%左右，床位数缺口超过130万张。将升级改造20个左右国家重大传染病防控救治基地、20个左右国家紧急医学救援基地。

表7：十四五优质高效医疗卫生体系建设中央预算内补助额度

内容	单个项目情况	中央预算内单项补助金额
地方筹集，国家实行差别化补助政策，原则上按照东、中、西部地区分别不超过总投资的30%、60%和80%的比例进行补助		
疾控项目	承担区域公共卫生中心的省级疾控中心	最高不超过3亿元
	省疾病预防控制中心单个项目	最高不超过2亿元
	市级疾病预防控制中心单个项目	最高不超过5000万元
	县级疾病预防控制中心单个项目	最高不超过1000万元
医疗中心项目	国家医学中心	17个，按照单个项目批复情况确定
	国家区域医疗中心	最高不超过5亿元，分发展起步和能力提升2个阶段进行安排，2022年底覆盖所有省份
	国家重大传染病防治基地	最高不超过3亿元
	国家紧急医学救援基地	最高不超过3亿元
	省级区域医疗中心项目	最高不超过2亿元，全国遴选建设120个左右
	县级医院提标扩能项目	最高不超过5000万元
妇幼项目和儿科建设	省级妇产科	最高不超过2亿元
	省级儿科建设	最高不超过2亿元
	地市级妇幼保健机构建设	最高不超过5000万元
促进中医药传承创新工程	国家中医药传承创新中心	最高不超过1.5亿元
	国家中医疫病防治基地、中西医协同“旗舰”医院、中医特色重点医院	不超过1亿元
	名医堂工程	另行制定工作方案

资料来源：发改委，山西证券研究所

根据第三方网站企业预警通的统计，2020-2022年用于医药卫生的专项债规模分别为11857.26亿元、12628.57亿元、13081.51亿元，项目数量分别为3319、3123、3074个，项目数量减少但总规模增加，显示

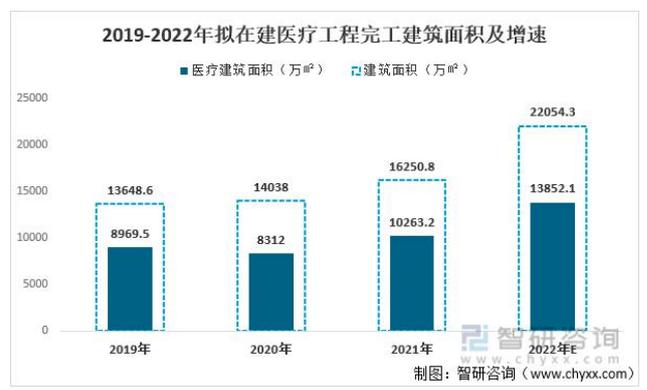
出单个项目投资额的增长。根据智研咨询的数据，2021年中国在建医疗工程完工量为4576个，同比增长82.38%。2022年预计拟在建医疗工程完工项目数量超过6000个，同比增长31.8%。2021年我国医疗规划建筑面积为10263.2万m²，同比增长23.5万m²，预计2022年医疗规划建筑面积为13852.1万m²，同比增长35.0%。

图 36：2019~2022 年医疗工程完工量及增速



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

图 37：2019~2022 年医疗工程完工建筑面积



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

医疗新基建为医疗设备、器械领域在十四五期间的发展打下基础。根据《十四五医疗装备发展规划》，国家将在7个重点领域，包括诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源介入器械等，推进5个专项行动：产业基础攻关行动、重点医疗装备供给能力提升行动、高端医疗装备应用示范基地建设行动、紧急医学救援能力提升行动、医疗装备产业与应用标准体系完善行动。到2025年，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力。到2035年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平。我国进入医疗装备创新型国家前列，为保障人民全方位、全生命期健康服务提供有力支撑。在医疗新基建带来的医疗装备、器械整体更新、扩容中，我们认为，细分领域国产优质企业将从中受益，例如迈瑞医疗、新华医疗、澳华内镜等。

3. 下半年投资策略及个股

年初至今，医药板块走势低迷，回调明显，截至6月15日跌20.99%，跌幅大于沪深300指数7.59个百分点。估值和估值溢价率为历史低位水平，估值的历史十年分位数也处在低位水平，从中期角度来看，我们认为医药板块的估值性价比已经显现。下半年，我们建议关注以下方向：

- 1、疫情影响逐步消除，复工复产正在有序进行。长期需求向好、具备业绩韧性、短期受疫情影响的板块将会迎来修复，例如欧普康视等。
- 2、新的奥密克戎变异毒株出现，疫情防控仍无法松懈，国产新冠小分子药物研究正在加紧进行。其中

君实生物的VV116公布的数据显示具备良好的效果，真实生物的阿兹夫定正在临床试验中。建议关注国产新冠小分子药物产业链个股，例如同和药业等。

3、在创新升级的新周期里，CXO的业绩具备高成长的确定性。建议关注凯莱英、康龙化成等。

4、政策推动下，中药产业已经发生巨大的产业变化，并将迎来长周期的升级发展。关注3条主线：中药创新药，例如新天药业等；品牌壁垒中药，例如同仁堂、广誉远等，国改或国改预期下管理改善的中药企业，例如达仁堂等。

表8：重点股票业绩预测

代码	简称	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			EPS（元）			PE			评级
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300595	欧普康视	1,295	1,723	2,324	555	718	938	0.65	0.84	1.10	84.0	65.0	49.6	买入 B
300636	同和药业	592	809	1,160	81	125	218	0.39	0.60	1.04	65.4	42.5	24.5	买入 B
002821	凯莱英	4,639	11,258	12,088	1,069	2,679	2,889	4.05	10.14	10.93	66.8	26.7	24.8	买入 A
300759	康龙化成	7,444	10,349	13,985	1,661	2,277	2,972	2.09	2.87	3.74	42.1	30.7	23.5	买入 A
002873	新天药业	970	1,274	1,651	101	134	183	0.62	0.82	1.12	27.3	20.6	15.1	买入 B
600085	同仁堂	14,603	16,918	19,336	1,227	1,486	1,771	0.89	1.08	1.29	59.0	48.6	40.7	买入 A
600329	达仁堂	6,908	7,449	8,398	769	895	1,136	0.99	1.16	1.47	24.6	21.0	16.6	买入 B
600771	广誉远	854	1,133	1,449	-316	39	115	-0.64	0.08	0.23	-49.4	395.3	137.5	增持 B

资料来源：Wind，山西证券研究所，股价取2022年6月20日收盘价

4. 风险提示

风险因素包括但不限于：

集采等政策的变化和产品降价超预期：医药行业受政策影响比较大，如果集采规则/细则发生变化，可能对现有品种的中标概率、竞争格局、价格产生影响，从而影响到业绩情况。

产品研发进展不及预期：药企新品种研发进度缓慢，或者临床试验结果不如预期导致失败或者需要调整试验方案等情况，均会影响到新品种上市进度或失败，从而影响企业未来发展。

疫情反复影响到公司正常运营的风险：疫情反复，毒株发生变异导致新的流行，局部疫情爆发采取临时性管理措施影响公司正常的生产、原材料供货、产成品运输等，均会影响公司正常的生产运营。

汇率波动的风险：汇率波动，对有海外业务或者供应链体系的公司，在汇率结算或者国际产业链竞争力上，产生不利影响。

国际关系发生变化、贸易冲突的风险：如果中美关系发生变化并进一步对国际贸易、国际化订单、海外市场准入产生影响，有可能导致海外订单获取困难、减少，海外市场准入受阻等，从而影响相关公司业绩。

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

