

医药生物 2022 年中期投资策略

疫后需求加速释放，重点关注特效药产业链及消费医疗

投资要点

◆ **行业估值已经触底，受疫情及基数影响领域业绩有望加速修复。**目前，医药生物板块 PE 为 25.8 倍，分位数达到 10 年的 3.5%；二级子板块估值均处于历史中低位，绝大部分已接近底部。2022 年 Q1，行业上市公司整体营收、归母净利润同比增速分别为 14.6%、27.7%。子行业结构性分化，疫情防控相关领域业绩领涨，营收增速前三的为医疗器械（+56.0%）、医疗服务（+44.8%）、生物制品（+25.9%）；非相关领域受疫情及同期高基数影响增速表现较差。据 2020 年经验来看，下半年诊疗人次有望快速恢复，非疫情相关企业业绩或快速修复。

◆ **我国疫情防控措施持续优化，国产新冠药或年内上市补齐防控重要一环。**病毒不断变异，疫情反复；海外疫情又有抬升之势；得益于我国防疫策略坚持“动态清零”总方针，国内本轮疫情整体呈下降态势。我国防控措施持续完善：清零—动态清零—科学精准+动态清零；6 月底，密接、入境人员隔离管控时间调为“7+3”，行程卡取消“星号”标记。新冠药是疫情防控不可或缺的一环，多款国产新冠特效药已进入临床中后期阶段，有望年内获批。

◆ **医改全方位推动供给侧改革，今年以来政策密集助力医药产业高质量发展。**近年来，医改政策频频落地，持续推动医药产业高质量发展。今年以来，我国重要政策频发，持续助力医药产业高质量发展。政策涉及医药工业、医疗机构、康养、中医药、青少年近视防治等方面。医保控费方面：医保局腾笼换鸟打出“集采+谈判”组合拳，药价平均降幅趋于稳定。国产药械企业有望受益于集采持续提升市场份额，并转向以品质和价格优势为导向。

CXO：高景气依旧，估值处于历史地位

◆ **CXO：全球研发创新支撑长期增长，新冠订单贡献短期业绩高增。**CXO 业务覆盖药物研发生产全流程，有效提高药物研发效率并降低成本。物美价廉+一体化等多重优势的中国 CXO 全球竞争力持续提升，承接大量海外转移订单。与此同时，国内迎来创新药黄金时代，CXO 助力本土药企转型升级。2021 年及 2022 年 Q1，CXO 企业业绩普遍高增，存货金额、人员扩张、固定资产及建设的同比增速均保持较快增长，验证行业高景气度依旧。其中，药明康德、凯莱英、博腾三家头部 CDMO 公司获得辉瑞 Paxlovid 供应链重磅订单，业绩增速进一步提升，行业领先地位进一步凸显及稳固。目前，CXO 企业估值处于历史低位，进入适配区间，现在布局意义重大。

消费医疗：黄金时代已至，短期关注防控优化、需求释放

◆ **专科医院：**在消费升级叠加人口老龄化的大背景下，我国医疗服务需求仍在持续扩大。现有公立医疗体系难以满足我国日益增长、升级的多元化医疗服务需求，差异互补的民营医疗服务机构正在密集鼓励社会办医的系列政策中崛起。专科医疗服务具备多重优势，有望量价齐升空间广阔。

◆ **医美：**多因素驱动医美合规市场快速增长，轻医美凭借风险低、恢复周期快等优势具备天然复购率，贡献医美市场主要增速。相较于韩、美、日等相对成熟的医美市场，我国医美渗透率仍有数倍提升空间，成长空间广阔。

◆ **投资建议：**医药作为兼具刚需性、消费型与成长性的行业，基于当前板块估值处于历史较低位，伴随政策密集助力及国产新冠药研发上市推进，行业恢复可期。重点方向如下：1) 新冠特效药将补齐疫情防控重要一环，相关产业链：辉瑞新冠药供应链企业如药明康德、凯莱英；国产新冠小分子口服药及其产业链同和药业；2) 消费医疗需求复苏：本轮疫情解封后，前期受压制的医疗服务需求将实现快速复苏，下半年主线明确，建议关注眼科龙头爱尔眼科，医美企业华熙生物、爱美客、昊海生科。

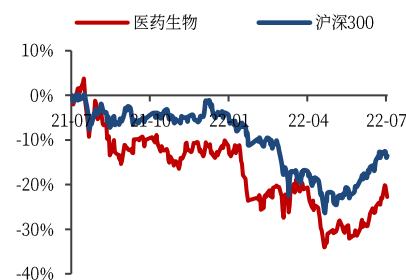
◆ **风险提示：**新冠病毒变异带来疫情反复风险；市场竞争加剧风险，集采降价超预期风险。

投资评级

强于大市

维持评级

行业表现



	1M	3M	12M
绝对收益	7.9%	-0.6%	-22.8%
相对收益	1.5%	-6.1%	-9.2%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

伍可心

分析师

资格证书：S0380521010002

联系邮箱：wukx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-190

相关报告

《行业月报-政策密集叠加国产新冠药进展可喜，行业恢复可期》-2022-06-06

《行业专题-医药生物 2021 年及 2022 年 Q1 业绩综述：行业估值处于较低位，关注业绩估值双修复机会》-2022-05-10

《行业专题-行业估值处于较低位，关注业绩估值双修复机会》-2022-05-10

《医药行业点评：CXO 受“UVL”清单影响较小，行业景气度依旧》-2022-02-10

《2022 年医药生物行业年度投资策略-行业具备估值修复空间，重点推荐兼具成长性与确定性的赛道》-2021-12-31

正文目录

一、 医药行业表现回顾.....	5
(一) 医药板块整体走势呈扁 V 型，整体估值仍处于地位.....	5
1、 医药板块整体走势呈扁 V 型，整体估值仍处于地位.....	5
2、 基金持仓情况：重仓偏好 CXO、疫苗.....	6
(二) 行业回顾：内部结构分化，疫后医疗需求有望加速释放	8
二、 疫情反复，国产新冠药将补充常态化防控重要一环	13
(一) 新冠毒株不断变异，全球疫情反复.....	13
(二) 国内严防严控+动态清零，疫情逐步控制	14
(三) 新冠药是疫情防控不可或缺的一环，国产药或年内获批	17
1、 国产新冠药有望年内获批	17
2、 新冠药相关产业链	18
三、 今年政策频发持续推动产业高质量发展.....	19
(一) 政策全方位推动国产替代、真创新、国际化.....	19
(二) 今年以来重要政策频发，密集助力产业高质量发展	19
(三) 医保局腾笼换鸟打出“集采+谈判”组合拳，药价平均降幅趋于稳定	20
四、 医疗研发外包：全球研发创新支撑长期增长，新冠订单贡献短期业绩高增	23
(一) 海外产业链转移+国内创新时代已至，中国 CXO 发展前景可期	23
(二) 一季度业绩普遍高增，关键指标验证高景气度依旧	25
(三) 板块回调明显，估值进入适配区间.....	27
五、 消费医疗：黄金时代已至，短期关注防控优化下需求释放	28
(一) 短期关注需求复苏.....	28
(二) 专科医院：短期疫情压制需求释放，长期行业成长空间广阔.....	29
1、 多因素扩大医疗服务需求.....	29
2、 密集政策推动医疗服务供给侧改革.....	29
3、 专科医院具备多重优势，民营医疗空间广阔.....	31
(三) 医美：多因素驱动医美市场增长，轻医美贡献主要增速	32
1、 医美项目种类繁多，轻医美更具备复购性.....	32
2、 医美产业链上游、中游已形成稳定盈利模式.....	33
3、 相较成熟医美市场，我国医美渗透率仍有较大提升空间.....	33
六、 投资建议	37
七、 风险提示	37

图表目录

图 1	2022 年年初至 6 月 30 日行业指数走势	5
图 2	2022 年年初至 6 月 30 日申万一级行业涨跌幅	5
图 3	申万医药生物估值情况 2012.1.1-2022.6.30 日（倍）	6
图 4	申万医药生物二级子行业 2012.1.1-2022.6.30 日 PE 区间（倍）	6
图 5	申万医药生物三级子行业 2022 年年初至 6 月 30 日区间涨跌幅	6
图 6	2013-2022Q1 医药制造业营业收入及利润总额同比增速	9
图 7	医药上市公司营业收入及增速	9
图 8	医药上市公司归母净利润及增速	9
图 9	医药上市公司扣非净利润及增速	9
图 10	医药上市公司期间费用率	9
图 11	2018-2022Q1 医药行业上市公司单季度营收同比增速及环比增速	10
图 12	2018-2022Q 医药行业上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速	10
图 13	公立医院与民营医院当月诊疗人次当月:同比	12
图 14	公立医院与民营医院当月诊疗人次当月:环比	12
图 15	新型冠状病毒不断变异	13
图 16	全球新冠感染病例中的各型毒株占比	13
图 17	全球疫情发展趋势	14
图 18	部分国家疫情发展趋势	14
图 19	国内新冠确诊趋势及每周新增确诊病例数	15
图 20	国内新冠确诊趋势及每周新增确诊病例数	15
图 21	上海本轮疫情发展情况及对应防控措施梳理	15
图 22	北京本轮疫情发展情况及对应防控措施梳理	16
图 23	我国防控策略不断完善	17
图 24	近年来我国药政的主要改革	19
图 25	全球医药研发投入稳步增长	23
图 26	有 CRO 参与的药物研发耗时显著减少（周）	24
图 27	药物研发过程中各环节的外包率	24
图 28	全球制药行业研发外包意愿持续提升	24
图 29	全球 CXO 市场逐年扩大	24
图 30	主要 CXO 企业 2021 年收入境内外占比	24
图 31	部分 CXO 公司 2021 年及 2022 年 Q1 合同负债增速	26
图 32	CXO 企业股价复盘	27
图 33	各国卫生费用占 GDP 比重	29
图 34	不同级别医疗机构数量与诊疗量倒挂	29
图 35	2019 年主要专科医院分布（家）	31
图 36	2019 年主要专科医院经营占比	31
图 37	部分专科医院的优劣势分析	32
图 38	医美项目众多	33
图 39	医美产业链情况	33
图 40	全球医美服务合规市场消费人群规模	34
图 41	全球医美服务合规市场消费金额规模	34

图 42	我国医美市场规模增速跑赢全球主要市场	34
图 43	我国医美服务合规市场消费人群规模	35
图 44	我国医美服务合规市场消费金额规模	35
图 45	我国医美渗透率仍有数倍提升空间.....	36
图 46	国内医美注射类项目市场规模持续高速增长	36
图 47	透明质酸在医美注射类项目占比最高	36
图 48	国内医美透明质酸注射市场竞争格局（按销售额）	36
表 1	2022 年 Q1 较 2021 年 Q4 基金持有数 top20 变动情况	7
表 2	2022 年 Q1 较 2021 年 Q4 基金重仓市值 top10 变动情况	7
表 3	医药股总市值 top10（2005.12.31-2022.06.30）	8
表 4	2021 年及 2022 年一季度 SW 医药生物板块营收增速	10
表 5	2021 年及 2022 年一季度 SW 医药生物板块归母扣非净利润增速.....	11
表 6	国产新冠药研发进展	17
表 7	今年以来重要政策频发	19
表 8	近年药品集采情况.....	21
表 9	近年医保谈判情况.....	21
表 10	医疗器械集采情况	22
表 11	CXO 企业业绩情况	25
表 12	CXO 企业存货金额增速	26
表 13	CXO 企业扩张情况	26
表 14	2020 年疫后，眼科、牙科、医美、二类苗等消费医疗企业业绩实现迅速修复	28
表 15	近年来医疗服务相关重要政策（2019 年-2022 年）	30

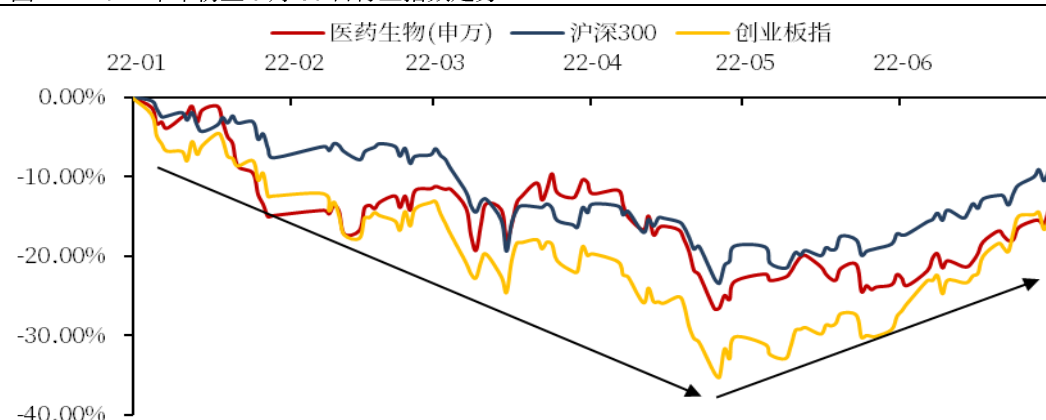
一、医药行业表现回顾

（一）医药板块整体走势呈扁 V 型，整体估值仍处于低位

1、医药板块整体走势呈扁 V 型，整体估值仍处于低位

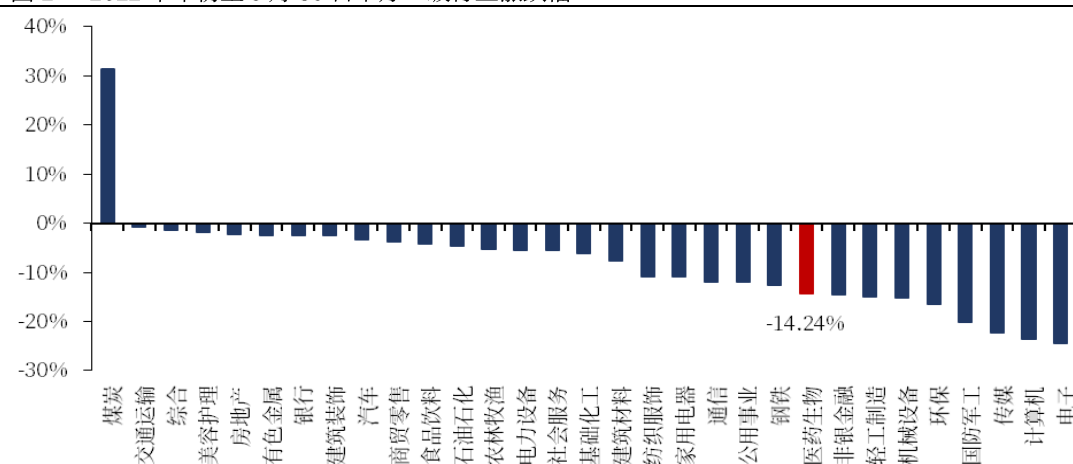
2022 年上半年，医药板块整体走势呈扁 V 型，多因素导致表现较弱。由于疫情及外部环境等原因，2022 年年初至 4 月底，二级市场整体回调，4 月见底后反弹，医药行业指数走势趋同。截至 2022 年 6 月 30 日收盘，医药生物指数跌幅为 14.24%，跑输沪深 300 指数 4.27 个百分点，跑赢创业板指 0.45 个百分点，在 32 个申万一级行业指数中，医药生物指数涨跌幅处于第 23 位，表现较弱。我们认为主要的影响因素有：1) 医药行业前几年估值扩张严重；2) 市场对于医保控费、集采降价的担忧；3) 疫情封控政策对于常规医疗、择期医疗、消费医疗的需求压制；4) 疫情相关领域业绩持续性；5) 对于贸易冲突加剧的担忧：由于部分其他行业的中国企业被列入美国实体清单引发的对 CXO 企业可能会遭遇同样待遇的担忧，在药明生物被列入 UVL 清单事件后，市场进一步产生恐慌情绪。

图 1 2022 年年初至 6 月 30 日行业指数走势



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 2 2022 年年初至 6 月 30 日申万一级行业涨跌幅



资料来源: Wind, 万和证券研究所

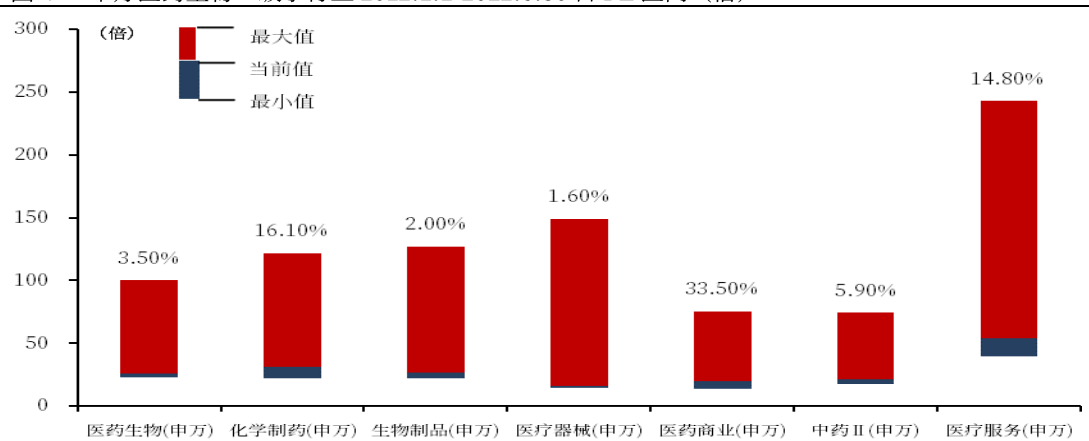
行业估值已经触底。目前，医药生物二级子板块估值均处于历史中低位，绝大部分已接近底部。截至 2022 年 6 月 30 日，医药生物板块 PE 为 25.8 倍，分位数达到 10 年的 3.5%。2022 年以来，医药行业估值大幅回调，化学制药、生物制品、医疗器械、医药商业、中药、医疗服务板块 10 年分位数分别为 3.50%、16.10%、2.00%、1.60%、33.50%、5.90%、14.80%。

图 3 申万医药生物估值情况 2012.1.1-2022.6.30 日（倍）



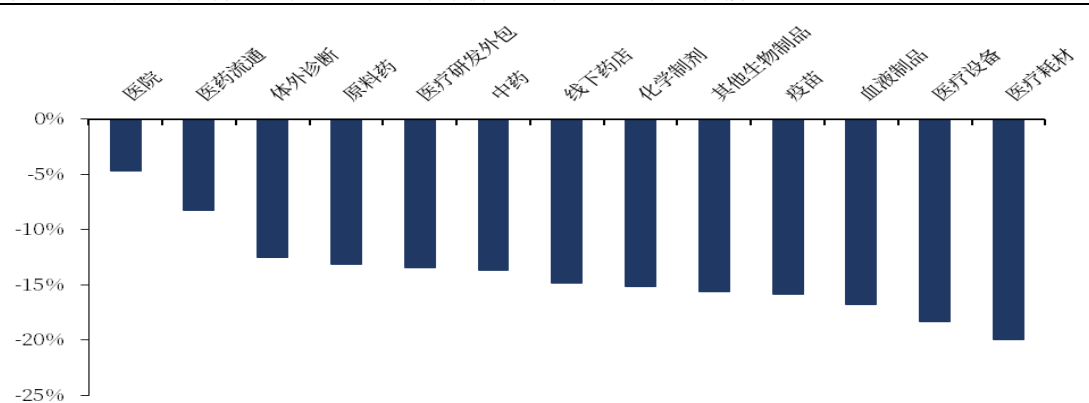
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 4 申万医药生物二级子行业 2012.1.1-2022.6.30 日 PE 区间（倍）



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 5 申万医药生物三级子行业 2022 年年初至 6 月 30 日区间涨跌幅



资料来源：Wind, 万和证券研究所

2、基金持仓情况：重仓偏好 CXO、疫苗

2022 年 Q1 的持有基金数前二十大重仓股名单较 2021 年 Q4 的名单变动情况如下，**稳居前 20 的有**：药明康德、凯莱英、博腾股份、泰格医药、九州药业、康龙化成、药明生物、沃森生物、智飞生物、迈瑞医疗、恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科；**退出前 20 的有**：片仔癀、东阿阿胶、通策医疗、一心堂、东富龙、金域医学、普洛药业，**新进入前 20 的有**：万泰生物、拓新药业、华润三九、康泰生物、天益医疗、新和成、同仁堂。

表 1 2022 年 Q1 较 2021 年 Q4 基金持有数 top20 变动情况

2022 年 Q1 持有基金数 top20 变动情况					2021 年 Q4 持有基金数 top20		
序号	名称	细分领域	持有基金数	较 21Q4 变动	序号	名称	细分领域
1	药明康德	医疗研发外包	809	180	1	药明康德	医疗研发外包
2	迈瑞医疗	医疗设备	520	26	2	迈瑞医疗	医疗设备
3	智飞生物	疫苗	485	269	3	凯莱英	医疗研发外包
4	凯莱英	医疗研发外包	237	19	4	智飞生物	疫苗
5	博腾股份	医疗研发外包	196	91	5	爱尔眼科	医院
6	泰格医药	医疗研发外包	192	47	6	恒瑞医药	化学制剂
7	爱尔眼科	医院	152	-25	7	长春高新	其他生物制品
8	万泰生物	疫苗	150	97	8	泰格医药	医疗研发外包
9	恒瑞医药	化学制剂	140	-31	9	片仔癀	中药
10	九州药业	医疗研发外包	121	10	10	九州药业	医疗研发外包
11	沃森生物	疫苗	111	11	11	博腾股份	医疗研发外包
12	长春高新	其他生物制品	109	-53	12	沃森生物	疫苗
13	药明生物	医疗研发外包	99	9	13	药明生物	医疗研发外包
14	康龙化成	医疗研发外包	96	35	14	金域医学	诊断服务
15	拓新药业	原料药	93	--	15	普洛药业	原料药
16	华润三九	中药	90	70	16	东阿阿胶	中药
17	康泰生物	疫苗	90	48	17	康龙化成	医疗研发外包
18	天益医疗	医疗耗材	81	--	18	通策医疗	医院
19	新和成	原料药	78	29	19	一心堂	线下药店
20	同仁堂	中药	77	46	20	东富龙	医疗设备

资料来源：Wind，万和证券研究所

2022 年 Q1 基金持仓市值前 10 变动情况：**增持前 10 的有**：药明康德、片仔癀、凯莱英、康龙化成、爱尔眼科、通策医疗、华润三九、东富龙、新和成、司太立；**减持前 10 的有**：万泰生物、天益医疗、迈瑞医疗、博腾股份、恒瑞医药、康泰生物、沃森生物、拓新药业、九州药业、药明生物。

表 2 2022 年 Q1 较 2021 年 Q4 基金重仓市值 top10 变动情况

	序号	证券简称	细分领域	持仓市值情况(亿元)		持有基金数情况（支）	
				2022Q1	较 2021Q4 变动	2022Q1	较 2021Q4 变动
增持前 10	1	药明康德	医疗研发外包	699.19	74.22	809	180
	2	片仔癀	中药	74.71	59.28	64	-60
	3	凯莱英	医疗研发外包	206.45	55.47	237	19
	4	康龙化成	医疗研发外包	95.31	51.30	96	35
	5	爱尔眼科	医院	163.62	34.75	152	-25

减 持 前 10 名	6	通策医疗	医院	53.75	33.66	57	-4
	7	华润三九	中药	29.06	15.50	90	70
	8	东富龙	医疗设备	16.21	13.15	31	-22
	9	新和成	原料药	36.73	13.07	78	29
	10	司太立	原料药	19.80	11.64	55	39
	1	万泰生物	体外诊断	51.50	-125.97	150	97
	2	天益医疗	医疗耗材	0.09	-82.08	81	-
	3	迈瑞医疗	医疗设备	436.62	-71.25	520	26
	4	博腾股份	医疗研发外包	153.29	-65.91	196	91
	5	恒瑞医药	化学制剂	70.51	-57.30	140	-31
	6	康泰生物	疫苗	47.49	-51.27	90	48
	7	沃森生物	疫苗	79.60	-48.02	111	11
	8	拓新药业	原料药	0.03	-47.10	93	-
	9	九洲药业	医疗研发外包	71.41	-30.30	121	10
	10	药明生物	其他生物制品	55.36	-18.26	99	9

资料来源：Wind，万和证券研究所

医药行业已兼具创新性、刚需性和消费性。我们统计自 2005 年底至 2022 年 6 月底期间每五年市值前十的医药股，整体结构从中药股居多已逐渐转化为医疗器械、CXO、专科医院、生物药、中药等较均衡的布局，且前十标的的市值也在快速增长。

表 3 医药股总市值 top10 (2005.12.31-2022.06.30)

序号	2005/12/31		2010/12/31		2015/12/31		2020/12/31		2022/6/30	
	证券简称	总市值 (亿元)	证券简称	总市值 (亿元)	证券简称	总市值 (亿元)	证券简称	总市值 (亿元)	证券简称	总市值 (亿 元)
1	白云山	61.02	海普瑞	556.66	上海莱士	1096.16	恒瑞医药	5942.73	迈瑞医疗	3,797.37
2	同仁堂	60.37	恒瑞医药	446.36	恒瑞医药	961.03	迈瑞医疗	5178.84	药明康德	3,017.42
3	云南白药	60.00	上海医药	435.19	云南白药	756.26	药明康德	3268.08	爱尔眼科	2,427.08
4	哈药股份	59.49	云南白药	419.34	*ST 康美	745.36	爱尔眼科	3086.60	恒瑞医药	2,365.97
5	复星医药	39.43	科伦药业	378.05	同仁堂	611.81	智飞生物	2366.56	片仔癀	2,152.21
6	健康元	38.61	东阿阿胶	334.21	复星医药	524.86	长春高新	1816.83	智飞生物	1,776.16
7	恒瑞医药	37.62	*ST 康美	333.96	上海医药	490.54	片仔癀	1613.93	万泰生物	1,366.96
8	江苏吴中	37.55	哈药股份	280.32	天士力	442.13	云南白药	1451.13	百济神州	1,144.84
9	华润三九	32.01	华兰生物	278.83	美年健康	373.76	泰格医药	1397.09	云南白药	1,084.87
10	海正药业	31.85	辽宁成大	273.93	康弘药业	366.28	复星医药	1257.83	康龙化成	1,077.76

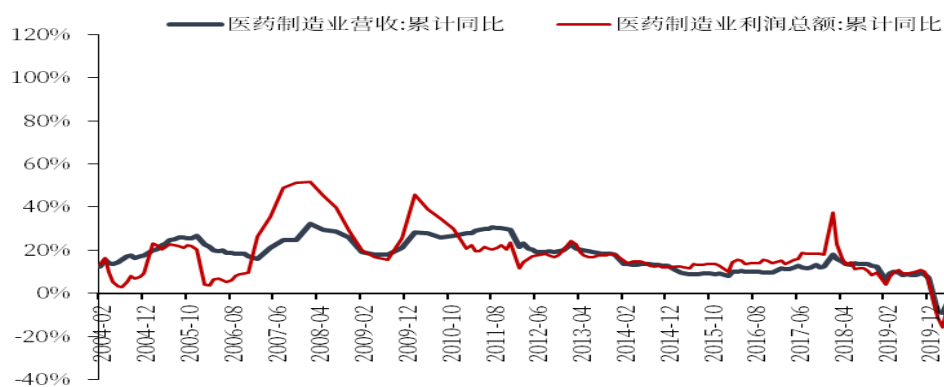
资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）行业回顾：内部结构分化，疫后医疗需求有望加速释放

医药制造业业绩 2021 年受益于防疫开支高增，2022 年以来受基数等因素影响有所放缓。我们对国家统计局公布的医药制造业数据分析，2021 年受益于防疫开支及前期低基数影响，医药

制造业同比增速大幅提升，2022 年以来由于前期高基数影响及疫情扰动、集采影响，增速有所回落。截至 2022 年 4 月，医药制造业实现营收同比增速为 4.1%，利润总额同比增速为-13.7%。

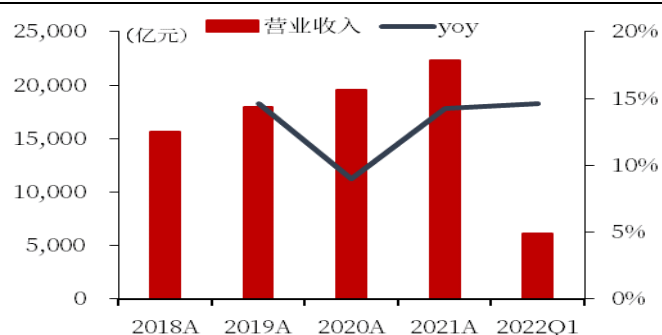
图 6 2013-2022Q1 医药制造业营业收入及利润总额同比增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

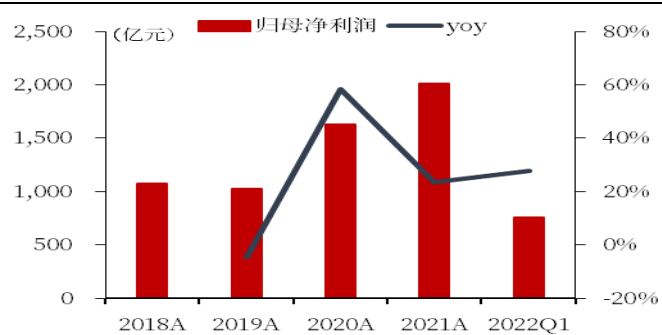
2022 年 Q1 医药行业上市公司业绩增速强劲回升，整体盈利能力显著优于行业。我们以 420 家上市公司为统计对象分析行业上市公司概况。医药行业上市公司整体 2021 年及 2022 年一季度营业收入总额分别为 22347.88 亿元、6318.66 亿元，同比增速分别为 14.24%、14.59%；归母净利润分别为 2014.23 亿元、760.96 亿元，同比增速分别为 23.62%、27.67%。从盈利能力来看，行业上市公司整体 2021 年及 2022 年 Q1 整体毛利率分别为 35.17%、36.69%；净利率分别为 9.67%、13.08%。期间费用率方面均平稳下降，其中销售费用受集采及疫情期间差旅受限影响持续下降。

图 7 医药上市公司营业收入及增速



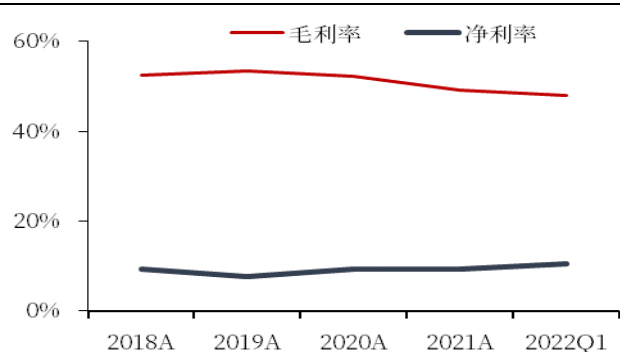
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 8 医药上市公司归母净利润及增速



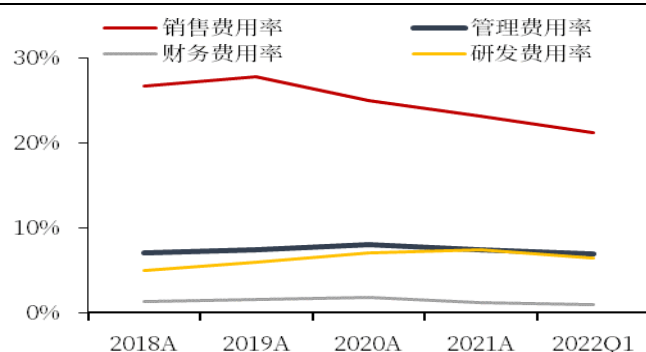
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 9 医药上市公司扣非净利润及增速



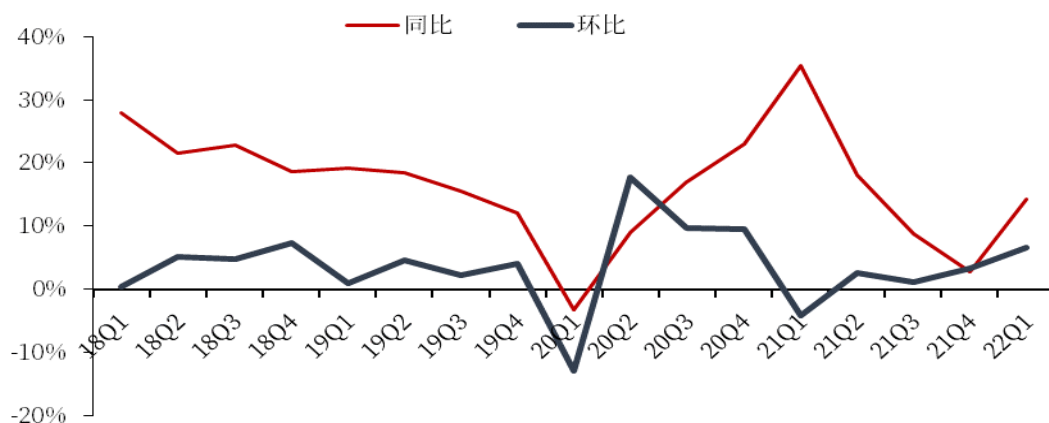
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 10 医药上市公司期间费用率



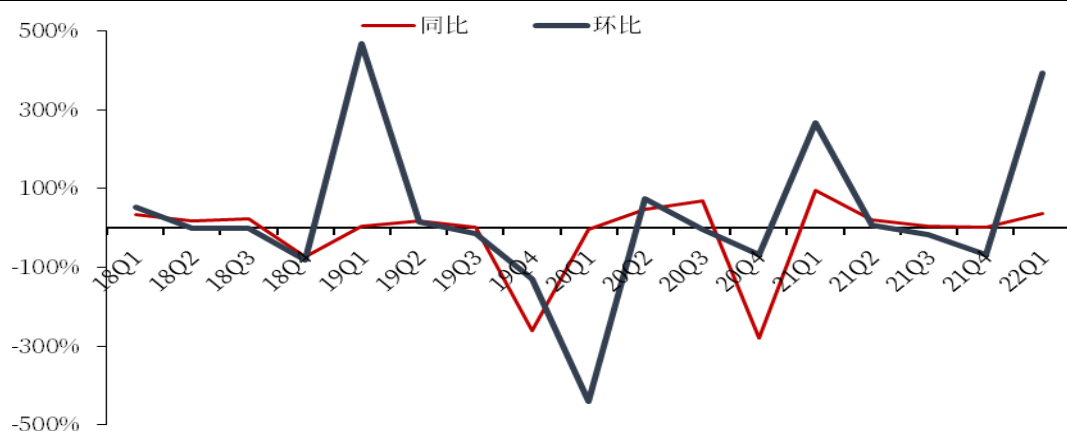
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 11 2018-2022Q1 医药行业上市公司单季度营收同比增速及环比增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 12 2018-2022Q 医药行业上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

行业业绩结构性分化，疫情防控相关领域业绩领涨，非疫情相关领域受疫情及同期高基数影响增速表现较差。2021 年：营收同比增速前三子行业依次为医疗服务（+31.45%）、生物制品（+41.92%）、医疗器械（+19.51%），归母扣非净利润同比增速前三子行业依次为生物制品（+547.43%）、中药（+292.52%）、医疗服务（+49.91%）。其中，医疗研发外包及诊断服务贡献医疗服务板块主要增速，疫苗贡献生物制品板块主要增速，体外诊断贡献医疗器械板块主要增速。2022 年一季度：营收同比增速前三子行业均为医疗器械（+55.98%）、医疗服务（+44.83%）、生物制品（+25.86%），归母扣非净利润同比增速前三子行业依次为医疗服务（+70.67%）、医疗器械（+67.64%）、生物制品（+15.25%）。其中，医疗研发外包及诊断服务贡献医疗服务板块主要增速，疫苗贡献生物制品板块主要增速，体外诊断及医疗设备贡献医疗器械板块主要增速。整体而言，医药行业业绩表现呈结构性分化，疫情防控相关领域业绩领涨。

表 4 2021 年及 2022 年一季度 SW 医药生物板块营收增速

板块	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
医药生物	19.85%	12.70%	6.49%	13.87%	14.78%
化学制药	22.08%	10.32%	-3.14%	9.58%	5.31%
原料药	20.66%	9.17%	4.59%	15.24%	9.25%
化学制剂	22.67%	10.63%	-5.15%	8.19%	4.29%

中药	17.44%	9.07%	-4.45%	8.10%	2.06%
生物制品	37.28%	14.30%	5.57%	41.92%	25.86%
血液制品	25.42%	18.32%	11.61%	16.99%	28.21%
疫苗	156.12%	14.59%	20.17%	54.17%	48.92%
其他生物制品	19.60%	11.18%	-9.30%	38.41%	1.74%
医药商业	18.36%	15.82%	8.44%	11.50%	7.64%
医药流通	18.10%	15.20%	7.25%	11.26%	6.82%
线下药店	22.59%	25.87%	24.98%	14.27%	16.93%
医疗器械	17.24%	13.19%	59.03%	19.51%	55.98%
医疗设备	14.31%	7.48%	27.68%	14.17%	137.81%
医疗耗材	17.82%	21.46%	82.21%	6.58%	-29.43%
体外诊断	22.04%	12.85%	78.79%	39.41%	91.78%
医疗服务	28.45%	12.60%	16.04%	31.45%	44.83%
诊断服务	33.11%	19.01%	24.97%	31.12%	50.14%
医疗研发外包	25.34%	30.28%	26.70%	39.82%	66.94%
医院	26.97%	-1.29%	1.60%	21.37%	8.86%
其他医疗服务	41.53%	40.66%	30.86%	21.46%	13.30%

资料来源：Wind，万和证券研究所

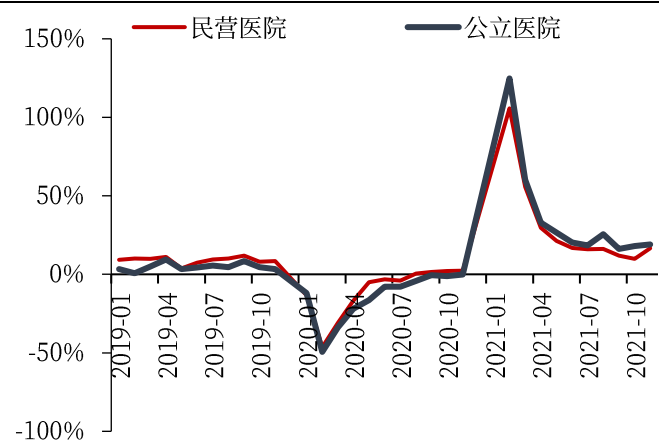
表5 2021年及2022年一季度SW医药生物板块归母扣非净利润增速

板块	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
医药生物	-3.77%	-20.11%	28.58%	53.44%	34.68%
化学制药	-4.14%	-27.53%	29.76%	5.39%	3.63%
原料药	21.24%	-25.95%	70.23%	-7.35%	8.26%
化学制剂	-14.37%	-28.21%	11.48%	11.48%	1.98%
中药	-15.69%	-41.42%	-167.12%	292.52%	11.14%
生物制品	25.06%	33.86%	7.17%	547.43%	15.25%
血液制品	0.57%	32.12%	30.74%	1.59%	14.48%
疫苗	397.41%	59.95%	35.03%	151.61%	60.71%
其他生物制品	-2.15%	14.80%	-31.02%	61.65%	-21.95%
医药商业	-3.44%	-0.87%	7.81%	1.00%	8.70%
医药流通	-6.45%	-5.62%	1.53%	2.22%	11.17%
线下药店	17.68%	27.25%	33.53%	-3.20%	1.64%
医疗器械	21.91%	14.51%	178.91%	15.31%	67.64%
医疗设备	33.40%	22.07%	84.62%	9.59%	450.69%
医疗耗材	15.14%	14.49%	226.46%	-11.58%	-73.19%
体外诊断	12.99%	2.41%	257.71%	48.24%	78.75%
医疗服务	-16.18%	-154.30%	559.90%	49.91%	70.67%
诊断服务	32.98%	15.49%	181.42%	46.06%	70.91%
医疗研发外包	73.04%	93.04%	19.70%	48.83%	78.77%
医院	-63.39%	-1248.14%	104.86%	82.45%	-439.21%
其他医疗服务	8.80%	18.43%	120.01%	427.67%	-5.07%

资料来源：Wind，万和证券研究所

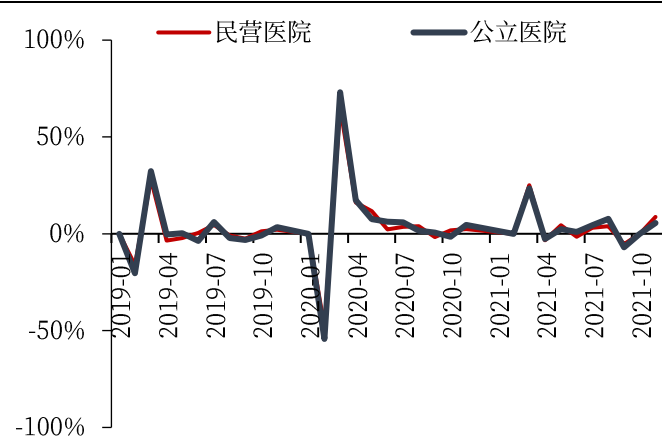
疫情封控政策导致消费医疗及择期手术需求积压，据经验下半年有望快速恢复。3月以来深圳、上海、北京、吉林等个别城市疫情失控引发全国各地防疫政策收紧，各地疫情区内出现停诊限流。防疫政策的变化对医疗总体需求的影响不大，但会将需求压制延期释放，其中疫情管控地区的医疗服务机构受到的需求压制影响较其他地区的医疗机构更为显著，主要是医患流动及医院经营受限。从2020年医院当月诊疗人次的同比及环比增速数据来看，修复速度快。目前北京、上海疫情传播链基本被切断，预计下半年诊疗人次有望恢复。

图 13 公立医院与民营医院当月诊疗人次当月:同比



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 14 公立医院与民营医院当月诊疗人次当月:环比



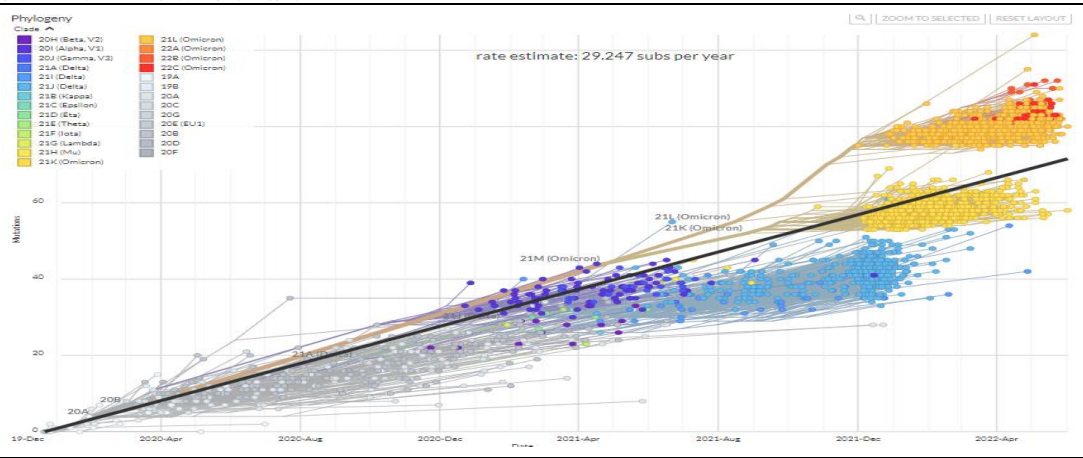
资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、 疫情反复， 国产新冠药将补充常态化防控重要一环

（一） 新冠毒株不断变异， 全球疫情反复

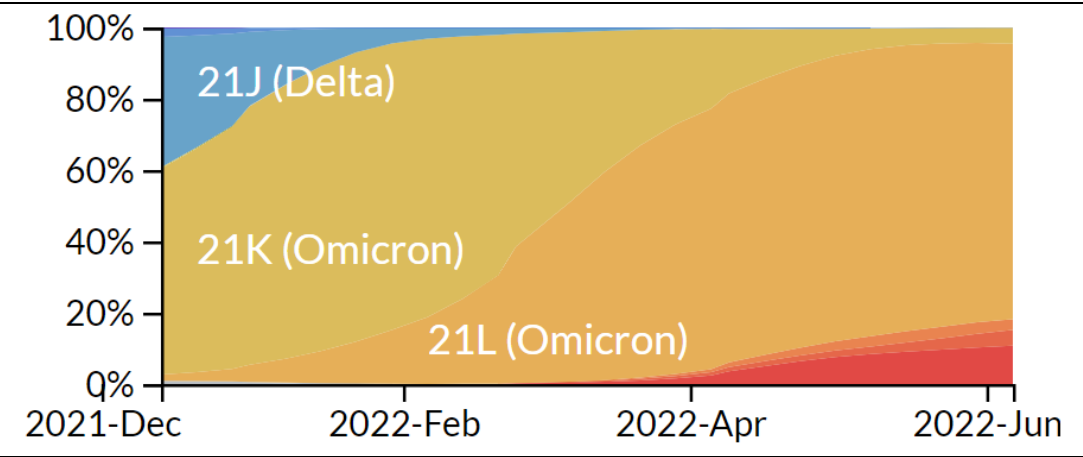
新冠病毒不断变异至疫情反复。自 2019 年 12 月武汉发现第一例新冠病毒感染病例至今，先后出现 Alpha、Beta、Gamma、Delta、Omicron 主要类型毒株及亚型毒株数十种。新冠病毒不断变异，各地区因“旧”毒株引起的疫情一波未平，另一波“新”毒株引起的疫情又起。2021 年 11 月底，由于具备免疫突破能力，Omicron 变异株的传播导致海外病例数迅速抬升，2022 年 1 月底达到新增确诊最高峰，伴随数月下降后又有再起之势。我们认为 Omicron 未必是最后一个变异毒株，疫情仍有反复风险，防控需持续完善。

图 15 新型冠状病毒不断变异



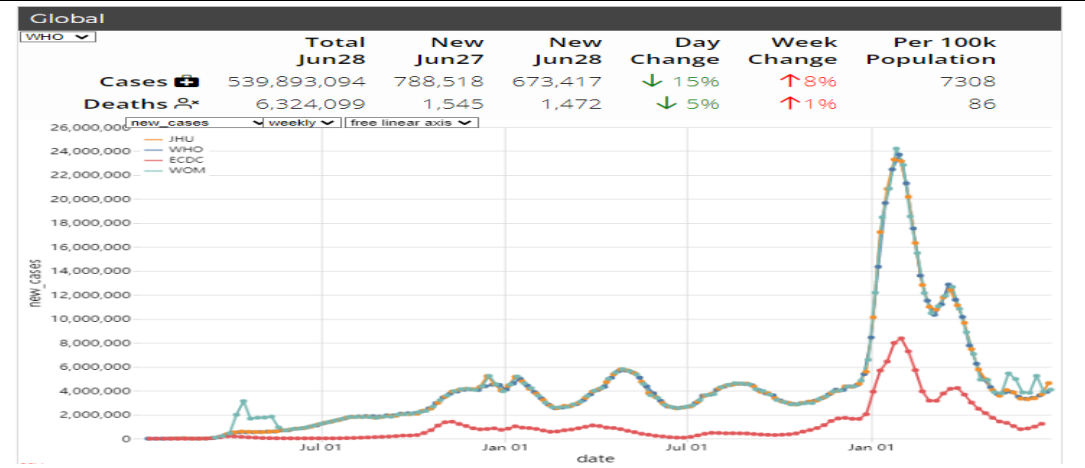
资料来源：nextstrain, 万和证券研究所

图 16 全球新冠感染病例中的各型毒株占比



资料来源：nextstrain, 万和证券研究所

图 17 全球疫情发展趋势



资料来源：WHO，万和证券研究所

图 18 部分国家疫情发展趋势

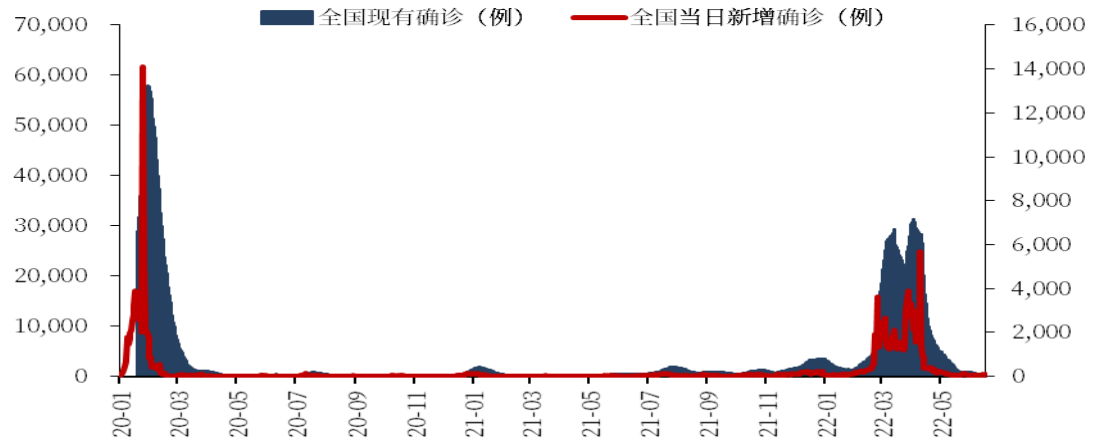


资料来源：WHO，万和证券研究所

（二）国内严防严控+动态清零，疫情逐步控制

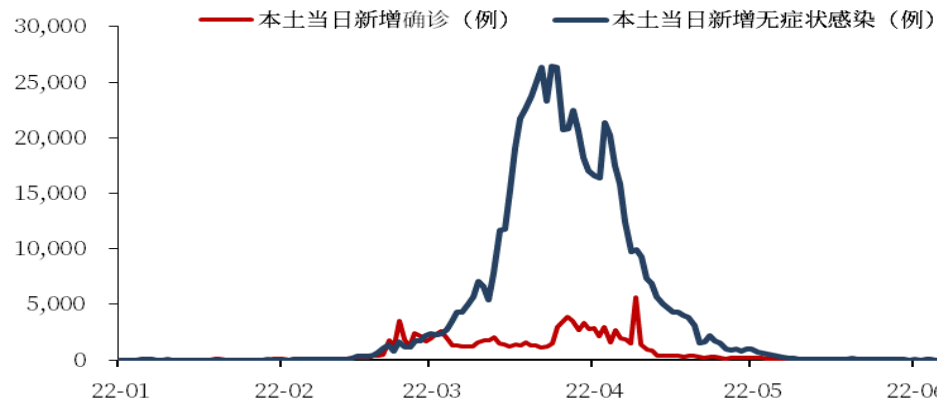
国内本轮疫情整体呈下降态势，奥密克戎新型变异毒株具备更强的免疫逃逸能力。我国本土本轮聚集性疫情基本得到控制，截至 6 月 30 日 24 时，据 31 个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团报告，国内现有确诊病例 426 例，新增确诊 37 例；其中本土新增确诊病例 151 例，本土本新增无症状感染者 12 例。5 月，《中国疾病预防控制中心周报（英文）》连续发布了多篇关于中国境内报告的新型冠状病毒奥密克戎亚型变异株及其感染者的最新研究情况。数名入境患者中，部分已接受新冠疫苗全面接种，部分经治疗痊愈。病毒基因测序结果显示，相关患者感染的新冠病毒奥密克戎亚型变异毒株有 BA.5、BA.2 及 BA.4 等，均是我国报告的首例相关毒株的境外输入感染者。相关变异可能会影响病毒特性，使其具有生长优势，在接种疫苗加强针后，仍具有更强的免疫逃逸能力。

图 19 国内新冠确诊趋势及每周新增确诊病例数



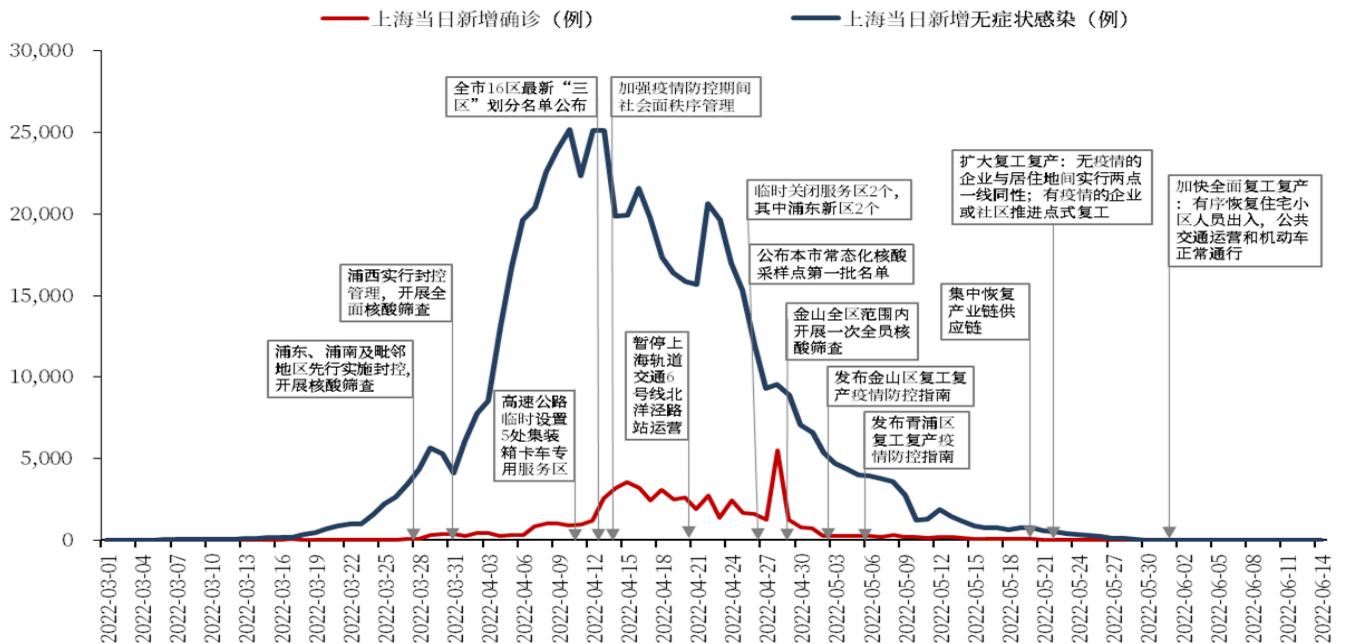
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 20 国内新冠确诊趋势及每周新增确诊病例数



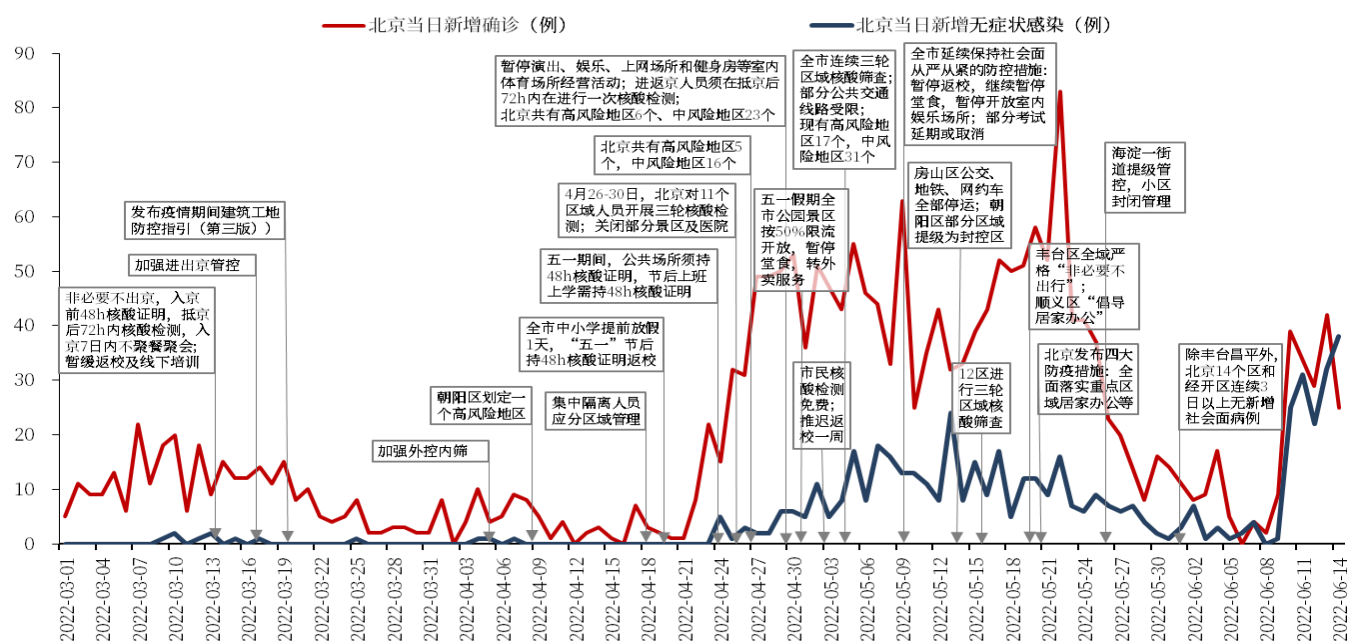
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 21 上海本轮疫情发展情况及对应防控措施梳理



资料来源: Wind, 中国新闻网, 人民网, 浦东发布, 警民直通车上海, 上观新闻, 上海本地宝, 上海政府官网, 万和证券研究所

图 22 北京本轮疫情发展情况及对应防控措施梳理

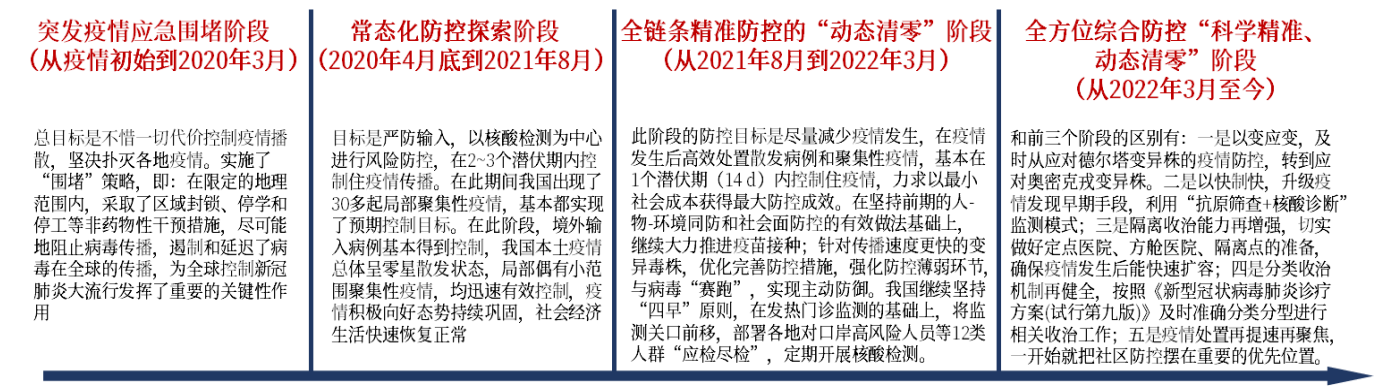


资料来源：Wind，光明网，北京日报，北京发布，北京本地宝，万和证券研究所

我国防疫策略坚持“动态清零”总方针毫不动摇。中共中央政治局常务委员会 5 月 5 日召开会议，分析当前新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实疫情防控重点工作。中共中央总书记习近平主持会议并发表重要讲话。会议指出，新冠肺炎疫情发生以来，我们坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，因时因势不断调整防控措施，疫情防控取得重大战略成果。实践证明，我们的防控方针是由党的性质和宗旨决定的，我们的防控政策是经得起历史检验的，我们的防控措施是科学有效的。要深刻、完整、全面认识党中央确定的疫情防控方针政策，坚决克服认识不足、准备不足、工作不足等问题，坚决克服轻视、无所谓、自以为是等思想，始终保持清醒头脑，毫不动摇坚持“动态清零”总方针，坚决同一切歪曲、怀疑、否定我国防疫方针政策的言行作斗争。

防控措施持续优化：清零—动态清零—科学精准+动态清零。国家卫生健康委日前提出，我国疫情防控进入到全方位综合防控“科学精准、动态清零”的第四个阶段。5 月 6 日下午举办的国务院联防联控机制新闻发布会上，国家卫生健康委疫情应对处置工作领导小组专家组组长梁万年给出了解答。6 月 28 日，国务院应对新冠疫情联防联控机制综合组制定了《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，对密接、入境人员隔离管控时间调为“7+3”。6 月 29 日，工信部宣布通信行程卡取消“星号”标记。

图 23 我国防控策略不断完善



资料来源：《我国新型冠状病毒肺炎疫情防控的“动态清零”策略》，中国新闻网，万和证券研究所

新冠检测进一步限价，为“动态清零”总方针提供了有力支持，充分保障疫情防控大局。5月22日，国家医保局办公室、国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制医疗救治组印发《关于进一步降低新冠病毒核酸检测和抗原检测价格的通知》。《通知》要求各地在6月10日前将新冠病毒核酸检测单人单检降至不高于每人份16元，多人混检降至不高于每人份5元。对于政府组织大规模筛查和常态化检测的情况，要求检测机构按照多人混检不高于每人份3.5元提供服务。参保患者看病就医时发生的核酸检测费用，可以按规定由医保基金支付。公立医疗机构对外提供抗原检测服务的政府指导价格从5元/次降至2元/次，“服务项目价格+抗原检测试剂”的封顶标准从15元/次降至6元/次。

（三）新冠药是疫情防控不可或缺的一环，国产药或年内获批

1、 国产新冠药有望年内获批

多款国产新冠特效药已进入临床中后期阶段，有望年内获批。目前已入II/III期临床国产新冠治疗药物包括君实生物VV116、真实生物阿兹夫定、开拓药业普克鲁胺及前沿生物FB2001注射剂，我们认为新冠药是补充疫情常态防控的最后一环，将为国内疫情防控提供支持，有望加快复工复产恢复经济正常运行。君实生物VV116用于轻中度COVID-19的早期治疗达到III期临床的主要终点。5月24日，君实生物发布公告，临床研究结果显示，VV116用于轻中度COVID-19的早期治疗达到临床方案预设的主要终点。公司将于近期与药物监管部门沟通递交新药上市申请事宜。

表 6 国产新冠药研发进展

作用机制	药品名称	研发机构	最高研发进度	
			中国	全球
3CL 蛋白酶抑制剂	ASC09F	歌礼制药	--	III 期临床
	TMC310911	Tibotec(Johnson & Johnson), 歌礼制药	--	III 期临床
	SIM0417	先声药业, 上海药物研究所	无申报	II/III 期临床
	FB2001	上海药物研究所, 前沿生物	申报临床	I/II 期临床
	RAY1216	众生药业	无申报	申报临床

	ASC11	歌礼制药	临床前	临床前
	CN-2021	安帝康生物	临床前	临床前
	EB2-7	青岛大学	临床前	临床前
	EDDC-2214	云顶新耀, A*STAR	无申报	临床前
	GDI-4405	全球健康药物研发中心	临床前	临床前
	MRX-18	盟科药业	临床前	临床前
	VV993	武汉病毒研究所, 旺山旺水生物, 上海药物研究所, 君实生物	临床前	临床前
	GST-HG171	广生堂, 药明康德	--	临床前
	Y180	四川大学华西医院	临床前	临床前
逆转录酶与辅助蛋白 Vif 双靶点抑制剂	阿兹夫定	郑州大学, Roche, 真实生物	III 期临床	III 期临床
	VV116	武汉病毒研究所, 旺山旺水生物, 上海药物研究所, 君实生物	无申报	III 期临床
	ASC10	歌礼制药	临床前	临床前
RdRp 抑制剂	ASC10-A	歌礼制药	临床前	临床前
	ATV006	中山大学	临床前	临床前
	LGN-20	华润双鹤, Ligand Pharmaceuticals	无申报	临床前
	SHEN26	科兴制药, 南方科技大学, 安泰维	临床前	临床前
AR 抑制剂	德恩鲁胺	海创药业, 海思科	--	III 期临床
AR 拮抗剂	普克鲁胺	中国药科大学, 复星医药, Applied Biology, 开拓药业, 东曜药业	--	III 期临床

资料来源: 医药魔方, 万和证券研究所 (不完全统计)

2、新冠药相关产业链

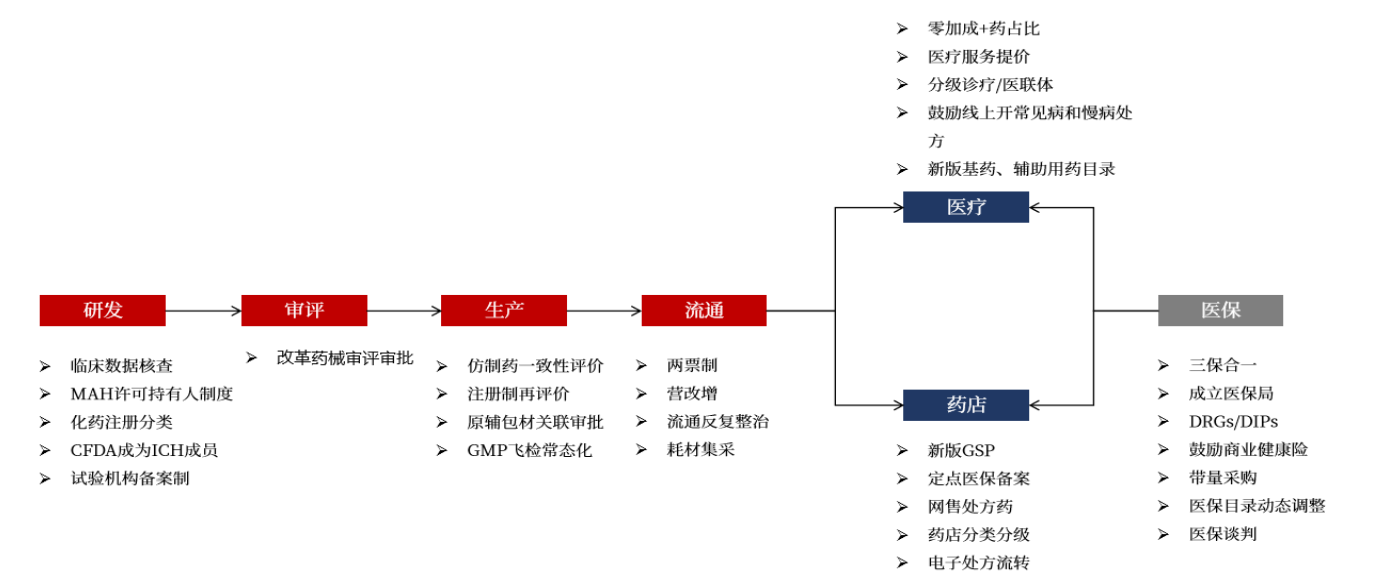
新冠药相关产业链主要有三条主线: 1) 辉瑞 Paxlovid 供应链: 进入辉瑞 Paxlovid 供应链的国内龙头 CDMO 企业有药明康德、凯莱英和博腾股份。2) 君实生物 VV16 供应链: 关注部分已提前布局的原料药、CDMO 企业, 有望抢占先机。3) 真实生物阿兹夫定: “老”药新用, 有望近期上市申报: 据相关论文及专利报道, 阿兹夫定合成路线以尿苷为起始原料, 经过碘代反应、叠氮反应、硅醚胺解等近 9 步反应获得, 口服剂量为每天 3-5mg。据各公司公告, 新华制药已与真实生物签署战略合作协议, 为阿兹夫定在中国或其他国家的产品生产商和经销商; 华润双鹤已签订委托加工框架协议, 将与真实生物在研发、生产、市场开发等方向展开合作根据国家药审中心数据显示, 拓新药业旗下新乡制药股份有限公司拥有阿兹夫定原料药生产资质, 已于 2020 年 6 月通过制剂关联审评, 原料药备案处于激活状态。奥翔药业于发布公告, 其全资子公司麒正药业已与真实生物签署阿兹夫定的委托加工生产框架协议, 未来有望获得阿兹夫定的药品委托生产。

三、今年政策频发持续推动产业高质量发展

（一）政策全方位推动国产替代、真创新、国际化

政策频频落地，全方位鼓励国产替代、真创新、国际化。自 2015 年起，国务院、国家药监局、医保局、卫健委等相关部委陆续发布多项政策文件大力推动药审改革、腾笼换鸟鼓励医药创新。主要内容包括：1) 实行上市许可持有人制度；2) 加快创新药械审评审批；3) 加入 ICH，临床结果实行国际互认；4) 仿制药一致性评价叠加集采，实行高标准国产替代，为医保基金腾笼换鸟；5) 医保目录谈判和动态调整，使创新药上市即有机会进入医保放量；6) 以临床价值为导向的新药研发指引，进一步推动我国创新药升级进入“me better”阶段。

图 24 近年来我国药政的主要改革



资料来源：各政府网站，万和证券研究所

（二）今年以来重要政策频发，密集助力产业高质量发展

今年以来，我国重要政策频发，密集助力医药产业高质量发展。政策涉及医药工业、医疗机构、康养、中医药、青少年近视防治等方面。

表 7 今年以来重要政策频发

文件	时间	部门	主要内容
《医疗机构设置规划指导原则（2021—2025年）》	1.12	卫健委	1) 强调医疗机构设置规划的重要作用。2) 明确医疗机构设置的五个基本原则。3) 提出医疗机构设置的主要指标和八个方面的总体要求。4) 框定《规划》的四方面主要内容。5) 公立医院设置的基本原则。6) 规范公立医院分院区设置
《“十四五”医药工业发展规划》	1.30	工信部 发改委 等九部委	《提出了未来 5 年的 6 项具体发展目标和 15 年远景目标，六项具体发展目标如下：1) 效应稳步增长，行业集中度进一步提升。2) 目标研发投入年均增长超 10%，创新驱动转型成效显著。3) 分领域龙头，推动产业链供应链优化升级、稳定可控。4) 供应保障能力持续增强。5) 水平系统提升。6) 国际化发展全面提速，中成药成功“出境”

《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	2.21	国务院	规划指出：1) 通过完善基本养老保险和医保体系；2) 稳步建立适应我国经济社会发展水平和老龄化发展趋势的长期护理保险制度和基本养老服务清单制度；3) 强化公办养老机构兜底保障作用，充分调动社会力量参与积极性
《第十三届全国人民代表大会第五次会议政府工作报告》	3.5	国务院	提到的医药行业 2022 年工作重点如下：1) 医保支付进一步提升，异地支付进一步得到保障。2) 加强医疗服务能力，补齐服务短板。3) 进一步支持中药行业发展。4) 集采常态化保障药品耗材供应
《新冠病毒抗原检测应用方案（试行）》	3.11	卫健委	推进“抗原筛查、核酸诊断”的监测模式，在核酸检测基础上增加抗原检测作为补充。其中，抗原检测适用人群包括 1) 到基层医疗机构就诊，伴有呼吸道、发热等症状且出现症状 5 天以内人员；2) 隔离观察人员；3) 有抗原自我检测需求的社区居民。针对居民抗原自测需求，可通过零售药店、网络销售平台购买
《“十四五”中医药发展规划》	3.29	国务院	明确“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》指出到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥
《基于人用经验的中药复方制剂新药临床研发指导原则（试行）》、《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流指导原则（试行）》	5.5	药审中心	两份指导原则主要是为中药企业提供引导中药复方制剂基于中药的研发规律和特点开展新药研发的理論、实操、临床及注册等方向的指引
《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》	5.9	药监局	征求意见稿涉及孤儿药可享 7 年市场独占期，临床急需的予以优先审评审批
《全国儿童青少年近视防控试点县(市、区)经验做法推广清单》	5.16	教育部	认定并命名了 142 个全国儿童青少年近视防控试点县（市、区），在完善近视防控体制机制、加强视力健康教育、推进视力监测建档、强化体育锻炼和户外活动、改善视觉环境、强化“双减”落实、带动家长参与、加强防控队伍和专业机构建设、开展综合干预试点、强化监督考核等十个个方面梳理了 36 项经验做法，以加强和改进新时代儿童青少年近视防控工作
《“十四五”国民健康规划》	5.20	国务院	发展目标为：到 2025 年，卫生健康体系更加完善，中国特色基本医疗卫生制度逐步健全，重大疫情和突发公共卫生事件防控应对能力显著提升，中医药独特优势进一步发挥，健康科技创新能力明显增强，人均预期寿命在 2020 年基础上继续提高 1 岁左右，人均健康预期寿命同比例提高。具体发展指标涉及健康水平、健康生活、健康服务、健康保障、健康环境、健康产业等方面
《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	5.25	国务院	《任务》主要围绕健康中国建设、深入推广三明医改经验、促进优质医疗资源扩容和均衡布局、深化三医联动改革等核心工作开展，围绕 4 大工作方向，共提出 21 项主要任务，意见要点：1) 加快构建有序的就医和诊疗新格局；2) 深入推广三明医改经验；3) 着力增强公共卫生服务能力；4) 推进医药卫生高质量发展

资料来源：各政府网站，万和证券研究所

（三）医保局腾笼换鸟打出“集采+谈判”组合拳，药价平均降幅趋于稳定

集采及医保谈判常态化进一步推动国产药品转向以品质和价格优势为导向。近年来，集采稳步推进，2018 年 11 月至今，已开展六批带量采购，各批次集采的品种和范围都在持续扩大。历次集采规则变化较小、采购量及拟中选企业确定准则等基本类似，历次降幅和影响也逐步稳定。集采常态化将进一步压缩仿制药品的利润空间，从而倒逼医药企业从关系和营销导向转为品质、临床及价格导向，加速产业创新升级。

表 8 近年药品集采情况

	4+7 首批	4+7 扩围	药品第二轮	药品第三轮	药品第四轮	药品第五轮	药品第六轮
开标日期	2018 年 11 月	2019 年 9 月	2020 年 1 月	2020 年 8 月	2021 年 2 月	2021 年 6 月	2021 年 11 月
区域	4+7 城市	25 省份	全国	全国	全国	全国	全国
品种数	25 个	25 个	32 个	55 个	45 个	62 个	胰岛素 6 组
入围企业数量	1 家	1-3 家	1-6 家	1-8 家	1-10 家	1-10 家	每组入围 1-7 个产品
采购量 (占首年 约定采购 量计算基 数比例)	60%- 70%	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%	1 家 50%; 2 家 60%; 3 家 70%; 4 家及以上 80%	--
采购周期	1 年	1-2 家: 1- 2 年 3 家: 2-3 年	1 家: 1 年; 2-3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年; 2-3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年; 2-3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年; 2-3 家: 2 年; 4 家及以上: 3 年	2 年
降幅	平均降幅 52%, 最 高 降 幅 95%	平均降幅 59%, 比 4+7 价格 再降 25%	平均降价幅度达 到 53%, 最高降 幅达到 93%	平均降幅 53%, 最高降幅 95%	平均降幅 52%	平均降幅 56%	平 均 降 幅 48%; 最高降 幅在 70%+

资料来源：上海阳光医药采购网，万和证券研究所

医保目录结构动态优化呈常态趋势，覆盖品种范围持续增加，新药上市可快速放量。目前，我国已进行六轮针对创新药的医保药品谈判，覆盖品种范围持续增加。首次入选的创新药品平均降幅基本在 40%-60%之间，绝大多数创新药进入医保后实现迅速放量，医保覆盖所带来的以价换量的机会给予创新药研发企业更大的研发动力，并在续约时具备进一步降价动力。医保目录经过近年多次调整，在优化结构的同时持续扩容。

表 9 近年医保谈判情况

时间	2016	2017	2018	2019	2020	2021
主管部门	卫计委	人社部	医保局	医保局	医保局	医保局
拟谈判品种数	5	44	18	150 (119 新增+31 续约)	162	117
谈判成功数	3	36	17	97 (70 新增+27 续约)	119 (96 新增+23 续约)	94 (74 新增+20 续约)
谈判成功率	60.4%	81.8%	94.4%	64.7%	73.5%	80.3%
平均价格降幅	58.6%	44.0%	56.7%	51.2% (新增: 60.7%; 续约: 26.4%)	50.6%	61.7%

资料来源：国家医保局，万和证券研究所

集采从药品拓展至高值耗材，药械国产化进程加速。2020 年 10 月，国家组织冠脉支架系统集采，均价由原先约 13,000 元下降至 700 元，降幅约为 94.6%。此次国采的冠脉支架国产化率在 65%，中标的国产厂商占比为 58%。2021 年 8 月，国家再次开展高值耗材集采，范围拓展至组织人工关节。其中，髌关节从平均价格从 35,000 元下降至约 7,000 元，膝关节从均价约 32,000 元下降至 5,000 元，降幅均达到 80%以上。人工关节在我国的国产化率约在 26.7%，此次集采中标的国产厂商占比均达到 60%以上。

表 10 医疗器械集采情况

	集采批次				
	国家组织冠脉支架集中带量采购	国家组织人工关节集中带量采购			
开展日期	2020 年 10 月	2021 年 8 月			
品类	冠状动脉药物洗脱支架系统	陶瓷-陶瓷类髌关节产品系统	陶瓷-聚乙烯类髌关节产品系统	合金-聚乙烯类髌关节产品系统	膝关节
采购周期	2 年	2 年			
首年意向采购量（套）	1074722	126797	142757	35988	231976
参与企业数量（家）	11	24	31	42	44
中标企业（家）	8	21	31	31	32
国产企业占比	58.3%	62.5%	64.5%	76.2%	63.6%
中标前均价（元）	13000	35000			32000
中标价（元）	700	7000			5000
平均降幅	94.6%	80.0%			84.4%

资料来源：上海阳光医药采购网，万和证券研究所

国产药械企业有望受益于集采持续提升市场份额。第七批集采拟中选结果将于 7 月 12 日公布，预计中注射类品种将面临激烈竞争，主要是注射品种不同于药品，使用场景集中在院端。集采持续扩面，药品端集采模式及价格降幅趋于稳定，器械端国产厂商仍可通过集采以价换量提高市占率。目前来看，药品端集采及谈判的方式及降价幅度已基本趋于稳定，降幅平均在 50%左右，凭借物美价廉等效等优势，国产化率显著提升。器械集采品种主要为国产化率较高、生产企业众多、竞争较为激烈的品种。集采的持续扩面与常态化将有效挤压现有产品的价格水分，在腾挪医保空间和为患者减负的同时助力为新药及国产产品占据更大的市场份额。

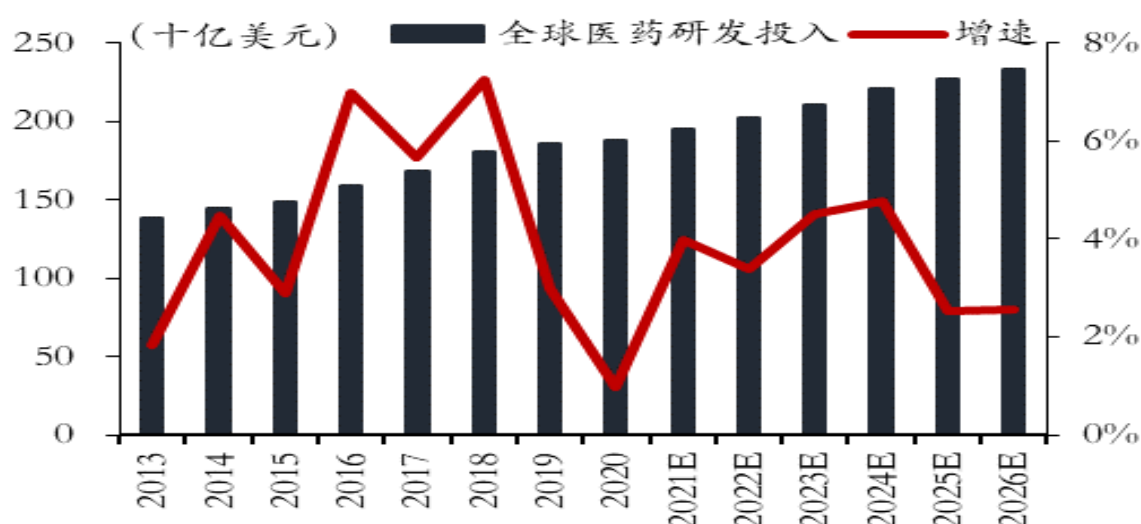
集采及医保谈判常态化进一步推动国产药品转向以品质和价格优势为导向。近年来，集采稳步推进，2018 年 11 月至今，已开展六批带量采购，各批次集采的品种和范围都在持续扩大。历次集采规则变化较小、采购量及拟中选企业确定准则等基本类似，历次降幅和影响也逐步稳定。集采常态化将进一步压缩仿制药品的利润空间，从而倒逼医药企业从关系和营销导向转为品质、临床及价格导向，加速产业创新升级。

四、医疗研发外包：全球研发创新支撑长期增长，新冠订单贡献短期业绩高增

（一）海外产业链转移+国内创新时代已至，中国 CXO 发展前景可期

全球医药研发投入稳步增长。全球医药研发投入稳步增长，根据 EvaluatePharma 的数据来看，预计 2026 年全球医药医药研发投入将达到 232.67 十亿美元规模。随着部分地区及国家人口老龄化趋势逐步提升，相关疾病治疗需求逐步放大，庞大的老龄化人口将推动全球药企持续加大研发投入。此外，专利药品的丰厚回报也是推动药企积极投入研发的动力之一。

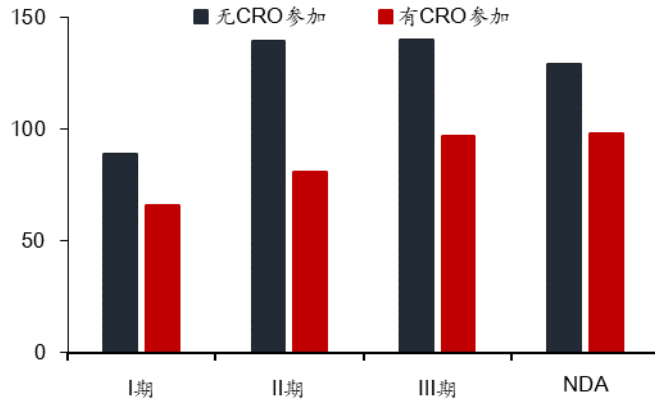
图 25 全球医药研发投入稳步增长



资料来源：EvaluatePharma, 万和证券研究所

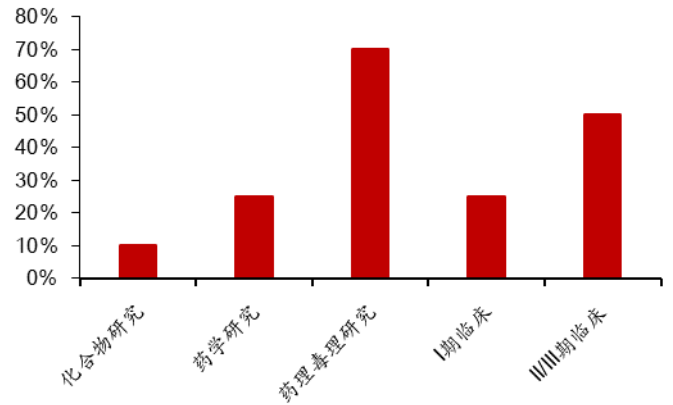
CXO 提高药物研发效率，全球制药行业研发外包持续提升。一旦作为新药获批成功，将在随后几年享有专利独占期，获得巨额收益，因此多因素促使药企进行更专业化的分工，能有效直击药企痛点难点的 CXO 应运而生。有 CRO 参与的药物研发过程耗时显著缩短，在成本、时间、专业分工等多重优势下，不仅全球 TOP20 药企倾向于选择外包服务提高自身研发效率、解决产能瓶颈，中小型药企及新兴 biotech 更可以通过 CXO 服务弥补自身的人力和资源等不住的短板。全球 CXO 市场规模逐年扩大，研发外包率近半，预计未来 CXO 的渗透率会持续增长。

图 26 有 CRO 参与的药物研发耗时显著减少（周）



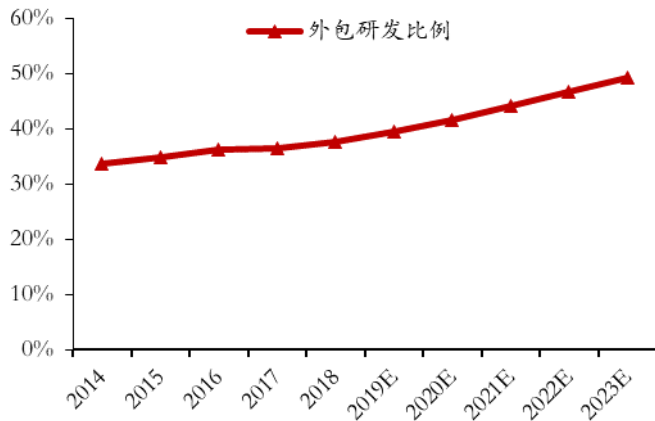
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 27 药物研发过程中各环节的外包率



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 28 全球制药行业研发外包意愿持续提升



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

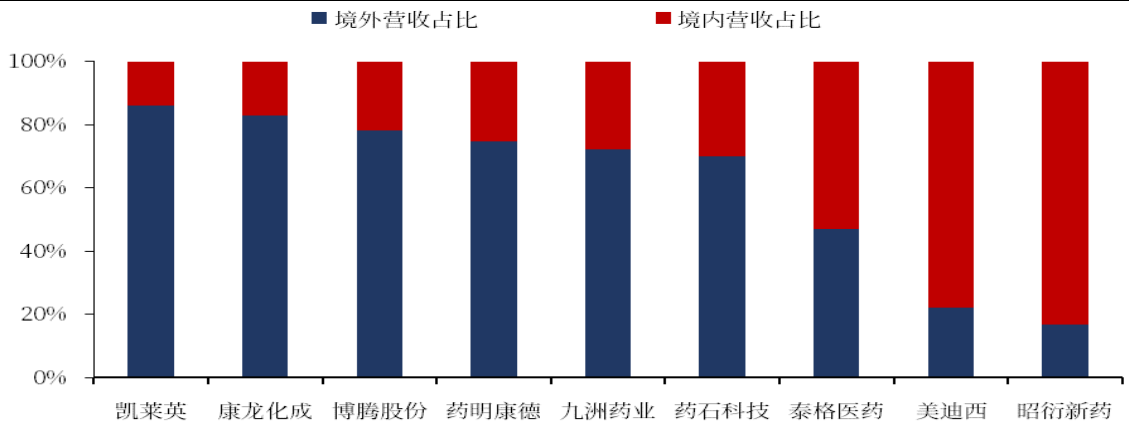
图 29 全球 CXO 市场逐年扩大



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

中国 CXO 全球竞争力提升，海外产业链持续转移。中国医药外包市场凭借工程师红利、成本较低、承接能力强、供应链完善等全方位优势持续吸引大量海外订单流入，成为全球产业转移的主要目的地之一，国内主要 CXO 公司受益于此。

图 30 主要 CXO 企业 2021 年收入境内外占比



资料来源：Wind，万和证券研究所

国内新药黄金时代已至，CXO 本土业务发展前景可期。近年来医改频频落地，主要重大利好有：1) MAH 制度被正式确立全国推行，鼓励药物研发创新，药品研发机构及科研人员的研发热情被进一步调动，药企得以减少重复建设，CMO/CDMO 企业作为生产方迎来商机；2) 药品审评审批增加数个加快通道，明确规定阶段时限，缩短上市注册总时限；3) 新药上市后可通过医保谈判进行快速放量，企业得以快速收回成本收获利润。国内已经形成向创新药倾斜的政策环境，本土药企纷纷布局创新药械，CXO 企业国内订单对应增长。

（二）一季度业绩普遍高增，关键指标验证高景气度依旧

2021 年及 2021 年一季度，CXO 行业高景气度延续，企业业绩延续高速增长。海外疫情持续蔓延，欧美药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业，因此在国内 CXO 行业趋势向好的背景下，疫情成国内 CXO 订单驱动器。其中，药明康德、凯莱英、博腾三家头部 CDMO 公司均进入辉瑞 Paxlovid 供应链获得重磅订单，业绩增速进一步得到提升，行业领先地位进一步凸显及稳固。

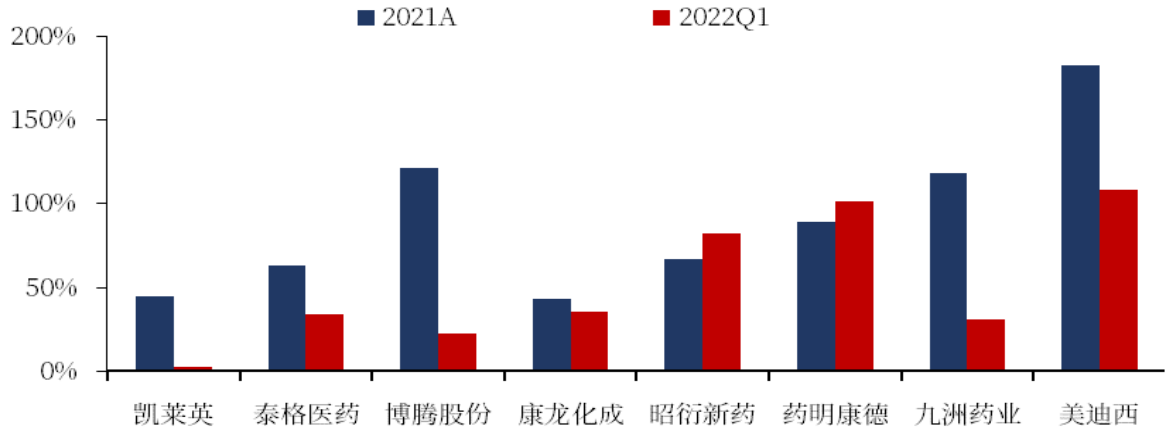
表 11 CXO 企业业绩情况

公司名称	营收增速					扣非净利润增速				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
CXO 一体化龙头										
药明康德	24%	34%	28%	39%	71%	59%	23%	25%	70%	107%
康龙化成	27%	29%	37%	45%	41%	49%	58%	59%	67%	31%
CRO										
泰格医药	36%	22%	14%	63%	102%	49%	56%	27%	74%	65%
昭衍新药	36%	56%	68%	41%	35%	37%	71%	79%	82%	67%
美迪西	30%	38%	48%	75%	66%	59%	10%	111%	120%	72%
CDMO										
凯莱英	29%	34%	28%	47%	165%	24%	33%	32%	45%	276%
博腾股份	0%	31%	34%	50%	166%	-20%	125%	78%	74%	406%
九洲药业	8%	8%	31%	53%	60%	31%	27%	42%	78%	102%

资料来源：Wind，万和证券研究所

关键指标增速验证 CXO 行业景气度高企，业务发展信心充足。在全球制药产业加速转移及国内创新药浪潮背景下，CXO 企业合同负债持续增长，印证企业订单持续高速增长。企业存货金额、人员扩张、固定资产及建设的同比增速均保持较快增长，验证企业在手订单及业务需求持续增长，企业扩张信心充足。整体来看，CXO 领域将在较长期维持高景气度。

图 31 部分 CXO 公司 2021 年及 2022 年 Q1 合同负债增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

表 12 CXO 企业存货金额增速

公司名称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
凯莱英	63%	6%	62%	92%	113%
泰格医药	3599%	132%	292%	29%	45%
博腾股份	0%	27%	25%	76%	111%
药石科技	23%	43%	50%	45%	78%
康龙化成	29%	31%	79%	141%	147%
昭衍新药	24%	75%	103%	72%	67%
药明康德	31%	83%	54%	120%	108%
九洲药业	-1%	55%	41%	44%	32%
美迪西	29%	40%	177%	155%	225%

资料来源: Wind, 万和证券研究所

表 13 CXO 企业扩张情况

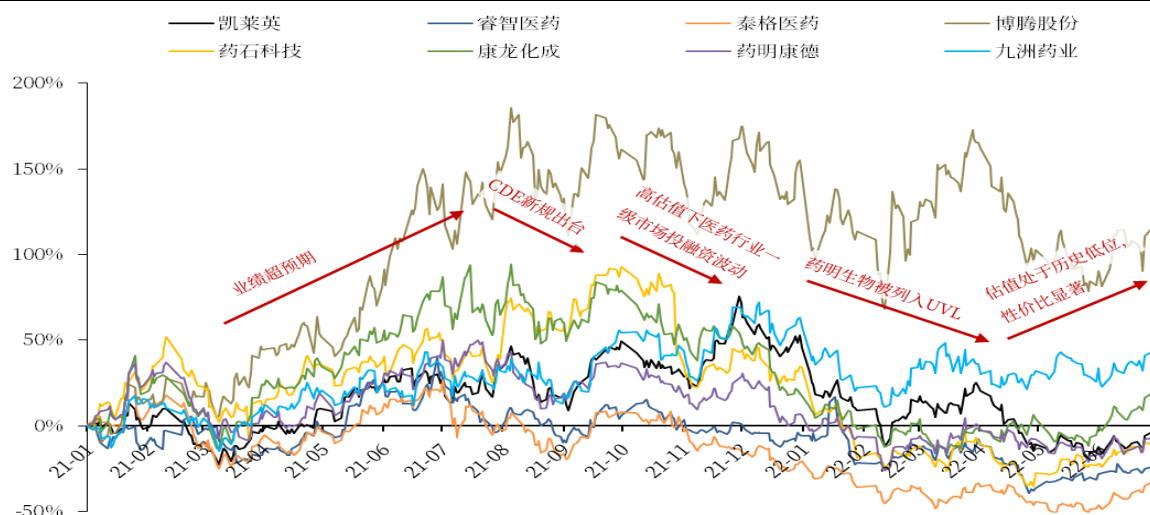
公司名称	员工增速					固定资产与在建工程合计增速				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
凯莱英	24%	34%	28%	39%	71%	59%	23%	25%	70%	107%
泰格医药	27%	29%	37%	45%	41%	49%	58%	59%	67%	31%
博腾股份	36%	22%	14%	63%	102%	49%	56%	27%	74%	65%
药石科技	36%	56%	68%	41%	35%	37%	71%	79%	82%	67%
康龙化成	30%	38%	48%	75%	66%	59%	10%	111%	120%	72%
昭衍新药	29%	34%	28%	47%	165%	24%	33%	32%	45%	276%
药明康德	0%	31%	34%	50%	166%	-20%	125%	78%	74%	406%
九洲药业	32%	30%	16%	24%	34%	115%	-53%	436%	156%	24%
美迪西	8%	8%	31%	53%	60%	31%	27%	42%	78%	102%

资料来源: Wind, 万和证券研究所

（三）板块回调明显，估值进入适配区间

CXO 板块回调显著，主要影响因素有：1) 贸易冲突：由于部分其他行业中国企业被列入美国实体清单引发的对 CXO 企业可能会遭遇同样待遇的担忧，在药明生物被列入 UVL 清单事件后，市场进一步产生恐慌情绪；2) 市场情绪：板块高估值下，一级市场融资数据月度波动及遇冷；3) 高成长可持续性：药明康德、凯莱英、博腾股份承接新冠特效药重磅订单带来短期业绩高增后业绩增速或大幅下降。我们认为 CXO 企业高景气度依旧：1) 均值复归：短期股价波动受国际关系、市场情绪等多方面因素影响，时间会弱化影响及利好消息或陆续出现高成长性的企业估值将回到合理区间；2) 短中期业绩高增具备确定性：伴随中报业绩陆续披露，CXO 企业短中期业绩高速增长具备确定性；3) 中长期行业成长空间广阔：海外产业链持续转移，中国 CXO 企业伴随客户成长承接更多后期高附加值订单；国内创新加速崛起，更多中国药企认可及选择 CXO 服务；新技术新疗法业务崛起为 CXO 企业带来增量。目前，CXO 企业估值处于历史低位，进入适配区间，现在布局意义重大。

图 32 CXO 企业股价复盘



资料来源：Wind，万和证券研究所

五、消费医疗：黄金时代已至，短期关注防控优化下需求释放

消费医疗可涵盖医疗服务（专科医院）、医美、中药、二类苗（自费疫苗）、医疗器械等领域部分公司。虽然上述领域公司属于不同板块，我们认为消费医疗可作为独立板块研究，主要相似属性有：1) **需求端渗透率及粘性持续提升**：兼具医疗及消费属性，伴随我国人均可支配收入增长带来的消费能力持续提升，叠加健康意识及爱美需求，消费医疗有望持续提高渗透率及复购率。2) **政策端医保控费相对免疫**：自费医疗对于医保谈判、带量采购等相关政策具有一定的免疫性，医保控费政策影响小。3) **供给端技术、品牌、产品体系构建竞争壁垒**：相对于普通消费，消费医疗具备一定的研发门槛及科技属性，在稳定的同时具备更高的增长性和天花板；品牌建设及产品体系迭代能力强的企业可形成一定先发优势。4) **相对创新药械研发难度低**：相对于创新药械的研发周期、研发难度及研发成本都相对较低，成功率却更高。5) **消费场景更丰富，目标客户群更广**：区别于纯医疗的应用场景及消费渠道在医疗机构，消费医疗中部分操作简单、安全性高、便捷性的产品可在视光中心、零售药店、互联网等渠道购买，遍及性更高，目标客户群更广。

（一）短期关注需求复苏

据经验疫后需求有望迅速释放，消费医疗企业业绩或加速修复。观察 2020 年眼科、牙科、医美、二类苗等消费医疗企业季度业绩增速，仅 Q1 因封控导致企业业绩增速显著下滑，Q2、Q3 各消费医疗企业业绩加速修复。

表 14 2020 年疫后，眼科、牙科、医美、二类苗等消费医疗企业业绩实现迅速修复

	公司	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
眼科	爱尔眼科	-27%	1%	48%	48%	114%	52%	-3%	2%	19%
	昊海生科	-51%	-28%	10%	-4%	149%	37%	7%	12%	24%
	/ 欧普康视	-14%	37%	39%	63%	176%	47%	38%	13%	29%
牙科	爱博医疗	-39%	50%	72%	66%	222%	58%	52%	18%	56%
	通策医疗	-51%	20%	24%	25%	222%	23%	12%	6%	4%
医美	爱美客	-32% (H1)		43%	51%	228%	130%	75%	73%	66%
	华熙生物	3%	28%	36%	73%	111%	100%	66%	87%	62%
	昊海生科	-51%	-28%	10%	-4%	149%	37%	7%	12%	24%
二类苗	智飞生物	15%	59%	54%	42%	49%	112%	113%	113%	125%
	沃森生物	-36%	42%	234%	324%	286%	99%	-22%	-3%	51%
	万泰生物	24%	95%	146%	114%	165%	114%	116%	185%	285%

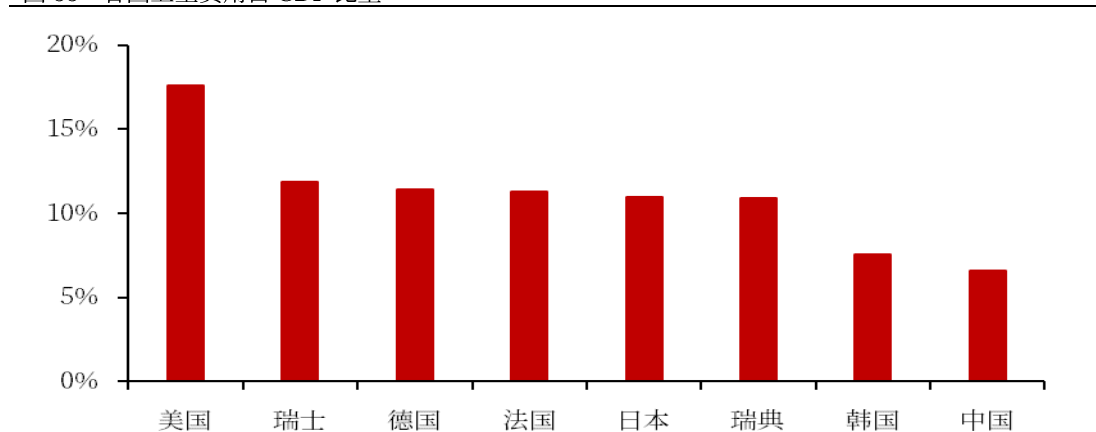
资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）专科医院：短期疫情压制需求释放，长期行业成长空间广阔

1、多因素扩大医疗服务需求

多因素预示医疗服务需求仍在持续扩大。我们认为人口结构老龄化、人口受教育程度的快速提升、城镇化进程加快等因素，显著的提升了医疗服务的消费意愿、消费能和人均支出，扩大了消费人群及对应消费需求。此外，结合各国卫生费用占 GDP 比重分析我国人均卫生费用仍有较大的提升空间。

图 33 各国卫生费用占 GDP 比重

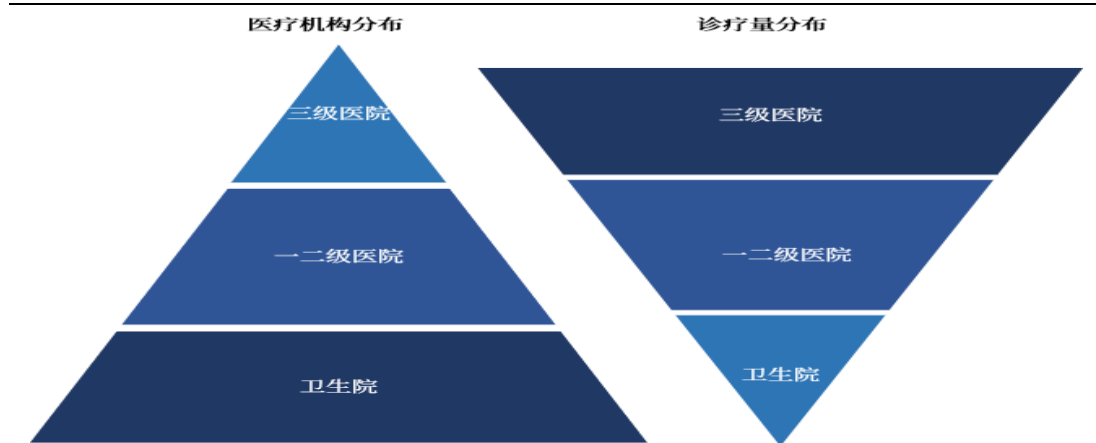


资料来源：Wind，万和证券研究所

2、密集政策推动医疗服务供给侧改革

现有公立医疗体系难以满足我国日益增长、升级的医疗服务需求。一直以来，人们更倾向于去三级医院选择更优质的医疗服务，我国各级医院的数量和诊疗量分布一直呈倒挂态势。而公立医院在我国定位是保基本，因此随着人均可支配收入的增长，人们日益增加的多元化健康需求已很难在公立医疗机构得到满足。作为差异互补的民营医疗服务机构发展拥有较大潜力。

图 34 不同级别医疗机构数量与诊疗量倒挂



资料来源：Wind，万和证券研究所

医改持续深化，近年来政策密集鼓励社会办医。近年来国家持续推动的医保控费、分级诊疗、公立医院改革、鼓励民营资本办医等多系列医改政策逐步落地将进一步推动公立医疗机构与民营医疗服务机构的职能分化，特别是医生执业方面的政策改革使优质医疗资源逐步向民营医疗服务机构开放，助力民营医疗机构发展。民营医疗机构的定位逐渐清晰，地位被大幅提振，行业发展空间广阔。

5 月，国务院再发文支持社会办医持续健康规范发展。2022 年 5 月，国务院发布《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》，涉及医疗服务的主要任务有：1) 加快构建有序的就医和诊疗新格局：发挥国家医学中心、国家区域医疗中心、省级高水平医院的引领辐射作用提升市县级医院及基层医疗卫生服务水平，支持社会办医持续健康规范发展，持续推进分级诊疗和优化就医秩序；2) 深入推广三明医改经验：加大三明医改经验推广力度，扩大药耗集采范围，推进医保支付方式改革，推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，深化公立医院人事薪酬制度改革，推进医疗卫生行业综合监管制度建设；3) 推进医药卫生高质量发展：推动公立医院综合改革和高质量发展，发挥政府投入激励作用，促进多层次医疗保障体系发展，实现全国医保用药范围基本统一，深化长期护理保险制度试点，支持开发与基本医疗保险相衔接的商业健康保险产品，探索推进医保与商业健康保险信息平台信息共享，强化药品供应保障能力，推进中医药综合改革，协同推进相关领域改革。

表 15 近年来医疗服务相关重要政策（2019 年-2022 年）

文件	时间	部门	医疗服务相关内容
《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》	2019.1	发改委、卫健委、人社部等十八部委	促进社会办医加快发展。支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，建立专业协作团队为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务。支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程
《关于印发促进社会办医持续健康规范发展的意见》	2019.6	卫健委、发改委等十部委	完善医疗服务项目准入制度，加快审核新增医疗服务价格项目，建立价格科学确定、动态调整机制，持续优化医疗服务价格结构。支持规范和引导社会力量举办康复医疗中心、护理中心、健康体检中心、眼科医院、妇儿医院等医疗机构和连锁化、集团化经营的医学检验实验室、病理诊断中心、医学影像中心、血液透析中心等独立设置医疗机构
《关于深化医疗保障制度改革的意见》	2020.3	国务院	增强医药服务可及性。健全全科和专科医疗服务合作分工的现代医疗服务体系，强化基层全科医疗服务。促进资源共享利用，加快发展社会办医，规范“互联网+医疗”等新服务模式发展
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	2020.11	中共中央	全面推进健康中国建设。坚持基本医疗卫生事业公益属性，深化医药卫生体制改革，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，加快建设分级诊疗体系，支持社会办医，推广远程医疗
《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	2021.5	国务院	推进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系。积极支持社会办医发展。优化支持国有企业办医疗机构发展，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

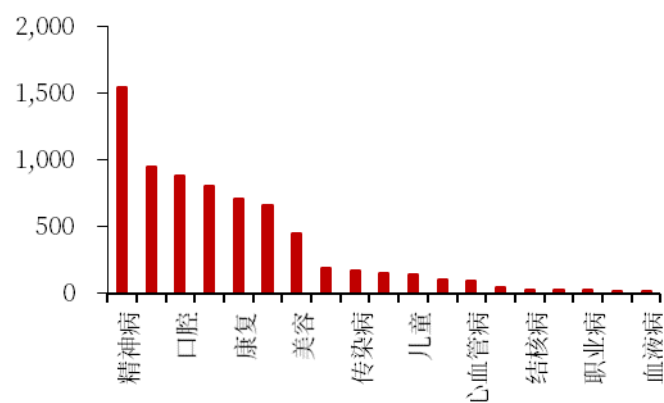
《深化医疗服务价格改革试点方案》	2021.8	国家医保局等八部门	初步遴选出五个城市展开 3-5 年试点，随后推广至全国。《方案》在强调药耗价格与服务项目价格分离，实行动态、科学的医疗服务定价机制
《关于推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	2021.11	卫健委	支持中医医院牵头组建医联体，鼓励社会办医疗机构、诊所（含中医诊所）以自愿为原则加入医联体。具备条件的社会办医疗机构也可以牵头组建医联体
《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	2022.05	国务院	1) 加快构建有序的就医和诊疗新格局：发挥国家医学中心、国家区域医疗中心、省级高水平医院的引领辐射作用，支持社会办医持续健康规范发展；2) 扩大药耗集采范围，推进医保支付方式改革，深化公立医院人事薪酬制度改革；3) 推进医药卫生高质量发展协同推进相关领域改革

资料来源：各政府网站，万和证券研究所

3、专科医院具备多重优势，民营医疗空间广阔

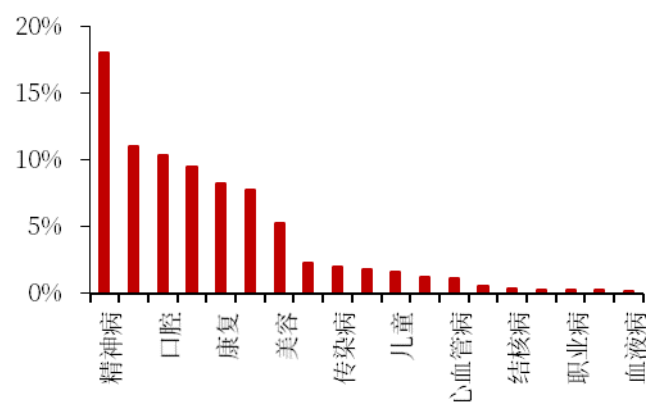
据统计，2019 年我国主要专科医院数量达到 8531 家，主要分布在精神病、眼科、口腔、妇产、康复、顾客、美容等 19 个方向，其中，美容、眼科、口腔的民营比例最高。

图 35 2019 年主要专科医院分布（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

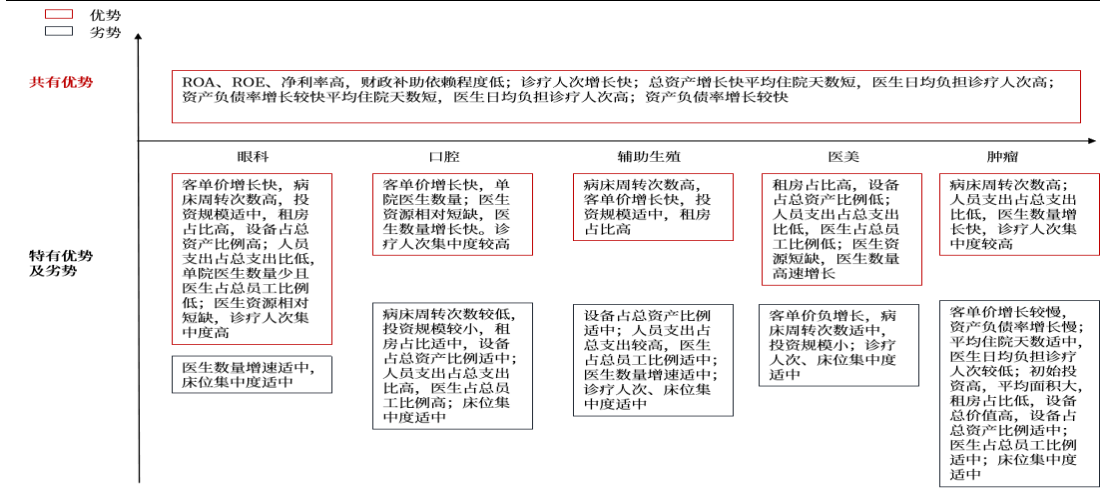
图 36 2019 年主要专科医院经营占比



资料来源：Wind，万和证券研究所

优质民营医疗服务机构具备多重优势，行业景气成长空间广阔。观察眼科、口腔、辅助生殖、医美及肿瘤五个领域的专科医院，发现优质的民营医疗服务公司具备一些共同特点：消费属性高、患者自费程度高、医院对财政补助依赖程度低；具备可标准化复制的扩张基础，资产负债率可快速增长；细分龙头具备较强领先优势，品牌形象好，诊疗服务的量价持续快速提升。在人口结构演变及鼓励政策持续推进的大背景下，社会资本推动专科医疗服务行业发展的逻辑可以保持不变，医疗连锁机构存在庞大市场，在较长期内仍会维持较高景气度，品牌连锁医疗服务有望长期保持高增长态势。

图 37 部分专科医院的优劣势分析



资料来源：爱尔眼科、通策医疗、奥园美谷等公司公告，万和证券研究所

（三） 医美：多因素驱动医美市场增长，轻医美贡献主要增速

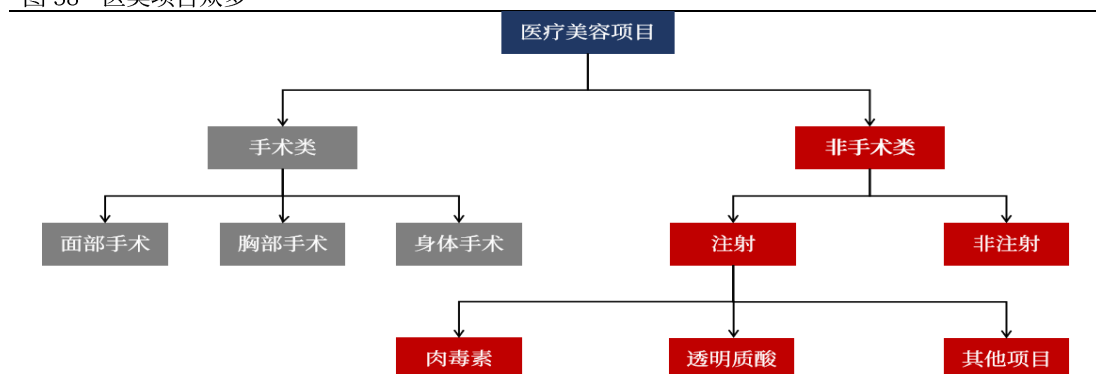
1、 医美项目种类繁多，轻医美更具备复购性

医美是医疗美容的简称，是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑的美容方式。医美项目根据是否需要外科手术分为手术类和非手术类：

手术类旨在一次性作出改观，恢复周期长。医美手术类主要是对身体任意部位进行侵入性的改变，从根本上通过手术一次性改变外观，风险较高，恢复周期相对较长。由于需要进行外科手术，需有经认证医疗美容医师进行。典型的医疗美容手术诊疗包括：丰胸、面部及头部整形、身体塑形。

非手术类风险低、康复周期短，持续时间有限，具备天然复购率。非手术类医疗美容服务又称为轻医美，包括微创诊疗、能量美容诊疗及其他医美非手术诊疗。微创诊疗为注射类，较大限度地减少进入人体组织，具有更少痛苦及恢复时间较快等特征。该类型的诊疗主要包括注射神经毒素，例如 A 型肉毒杆菌毒素及透明质酸等皮下填充剂。非注射类包括能量美容诊疗和其他医美项目。能量类主要使用激光、射频、强脉冲光及超声等各种形式能量的设备进行皮肤护理及身体塑形，如粉刺及色素治疗、嫩肤及紧肤。其他医美非手术诊疗主要包括化学换肤、去疣及去除粉刺。

图 38 医美项目众多

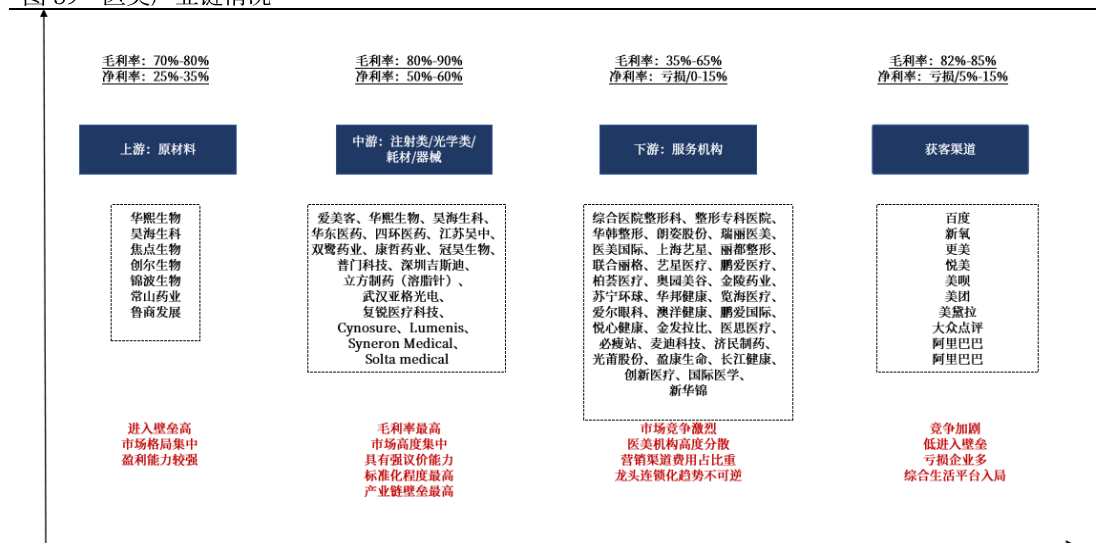


资料来源：艾瑞咨询，万和证券研究所

2、医美产业链上游、中游已形成稳定盈利模式

医美产业链各环节具备不同的商业模式和竞争格局。医美上游及中游竞争壁垒高，拥有率先获批产品的企业具备明显的先发优势，同时市场集中度高和盈利能力较强。下游医美机构则市场竞争激烈、集中度较低，仍未形成全国性的盈利稳定的连锁龙头。由于医美机构获客成本高企，获客平台发展迅猛。

图 39 医美产业链情况

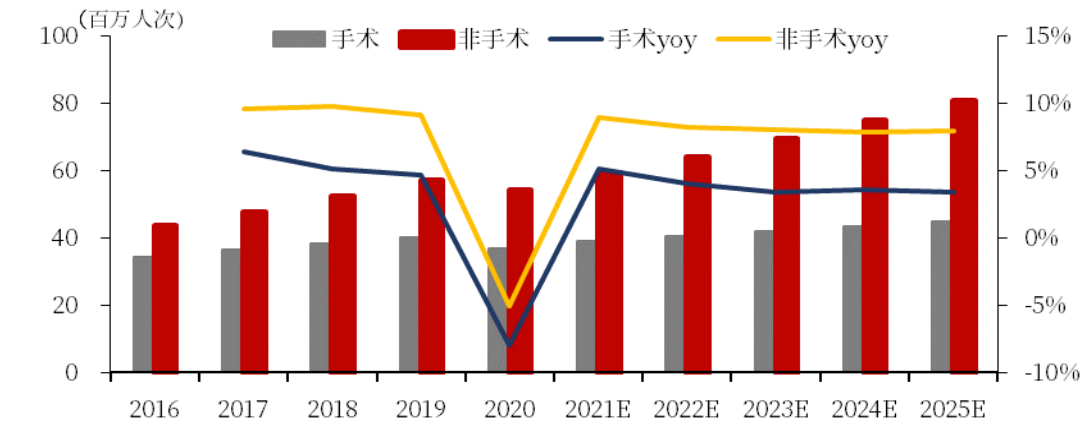


资料来源：华熙生物、昊海生科、奥园美谷等公司公告，万和证券研究所

3、相较成熟医美市场，我国医美渗透率仍有较大提升空间

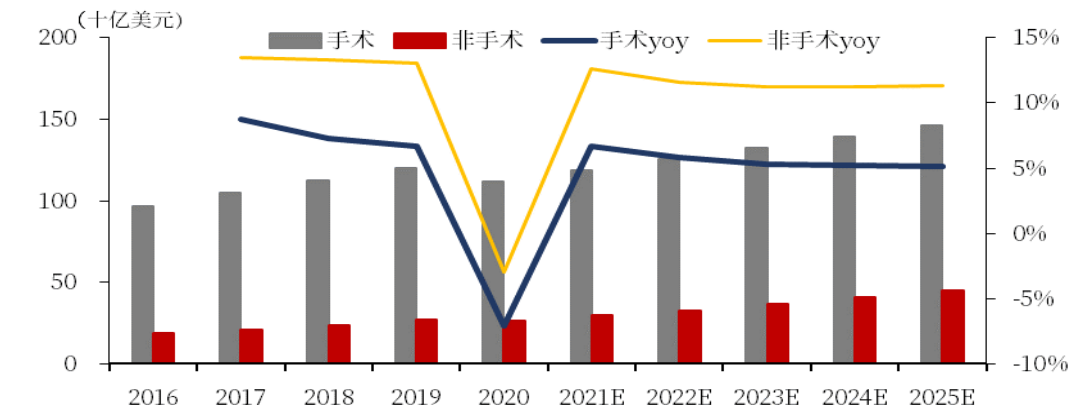
全球医美市场持续扩张，非手术类增速更高。由于医美技术的创新及消费者对医美的认知度提升，全球医疗美容诊疗服务总量由 2016 年的 7800 万人次增至 2020 年的 9150 万人次，CAGR 为 4.1%，预计在 2025 年将增长至 1.26 亿人次，2021 年至 2025 年 CAGR 为 6.4%。相应的全球医美服务市场（仅纳入合规市场）规模由 2016 年的 1149 亿美元增长至 2020 年的 1375 亿美元，CAGR 为 4.6%；预计到 2025 年将达到 1916 亿美元，2021 年至 2025 年 CAGR 为 6.6%。其中非手术类医美项目的消费人群规模和消费金额规模增速均高于手术类项目。

图 40 全球医美服务合规市场消费人群规模



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

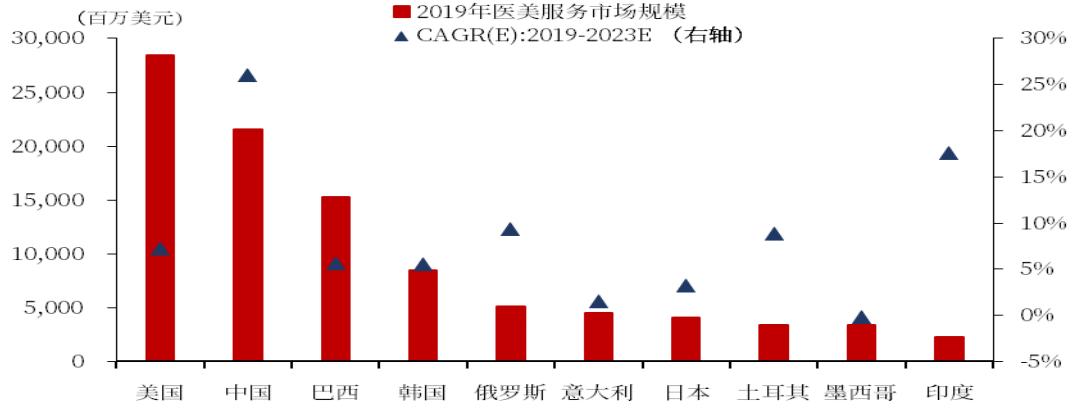
图 41 全球医美服务合规市场消费金额规模



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

多因素驱动我国医疗美容市场规模增速跑赢全球主要市场。根据弗若斯特沙利文的统计分析，2019 年全球医美服务市场规模我国位列第二，占全球医美服务市场规模约 14.7%。我们分析主要影响因素有：1) 我国人口受教育程度及可支配收入提升，消费升级的趋势愈加显著；2) 医美服务在我国市场教育多年，受到的认可度持续提升，人群改善和保养容貌的意愿对应增强；3) 医美产品及相关技术的发展；4) 医美服务行业的资本投入持续增加。我国医美市场规模预计从 2019 年至 2023 年将以 26.0%的复合增速增长，为全球十大市场中增速最快。

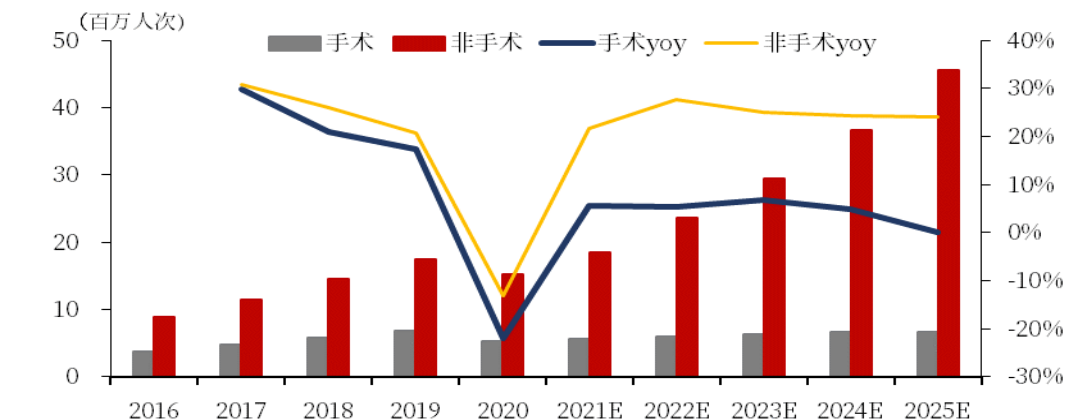
图 42 我国医美市场规模增速跑赢全球主要市场



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

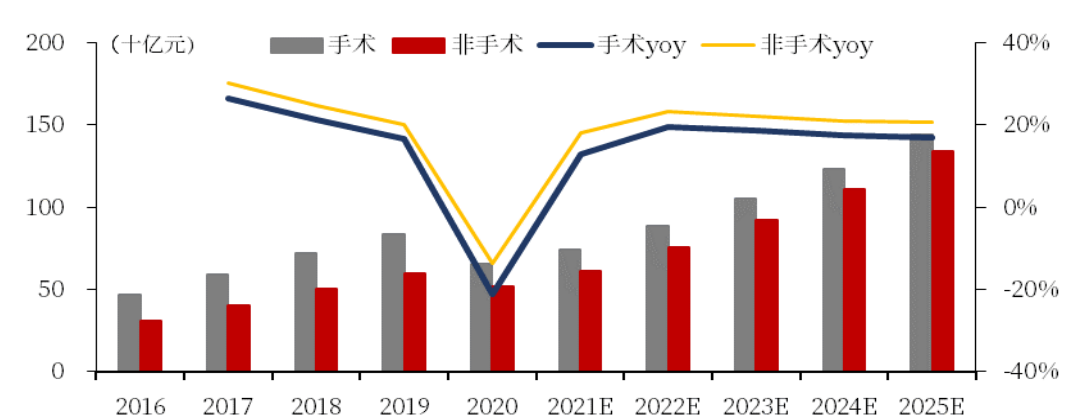
轻医美在我国备受欢迎，预计 2025 年将占据医美市场近半江山。2020 年非手术类项目贡献我国医美诊疗服务总量 74.1%，由 2016 年的 880 万人次增长至 2020 年的 1520 万人次，CAGR 为 14.5%，预计到 2025 年将增长至 4550 万人次，2021-2025 年复合增长率为 25.3%，届时将占医美服务总量的 87.5%。从金额上看，非手术类项目贡献总金额占比达到 44.0%，由 2016 年的人民币 308 亿元增长至 2020 年的 518 亿元，CAGR 为 13.9%，预计到 2025 年将增长至 1339 亿元，2021-2025 年复合增长率为 21.7%，届时将占医美服务市场规模的 48.1%。

图 43 我国医美服务合规市场消费人群规模



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

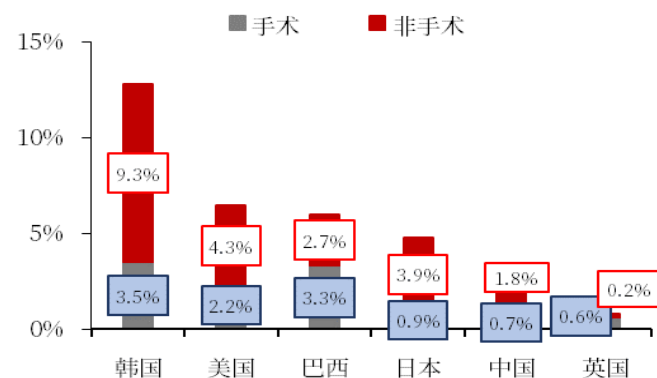
图 44 我国医美服务合规市场消费金额规模



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

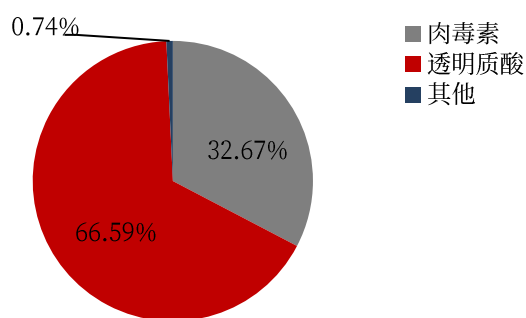
我国医美渗透率仍有数倍提升空间，市场前景广阔。我国医美渗透率较日韩欧美等主要国家和地区还有数倍发展空间，市场规模持续增长，空间广阔。其中，非手术类项目在医美项目中占比不断提升，注射类项目中的注射透明质酸在非手术类项目中最受消费者欢迎。目前，我国医美注射透明质酸的市场仍以进口产品为主，国产替代有望持续提升。相比医疗美容手术诊疗，医疗美容非手术诊疗通常安全性较高、可负担程度高、见效较快，且一般需要随时间进行持续性治疗，有较强的客户黏性。因此，市场接受度和渗透率不断快速提升。

图 45 我国医美渗透率仍有数倍提升空间



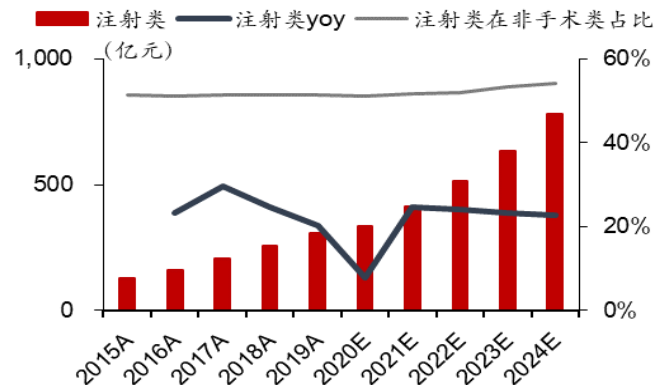
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 47 透明质酸在医美注射类项目占比最高



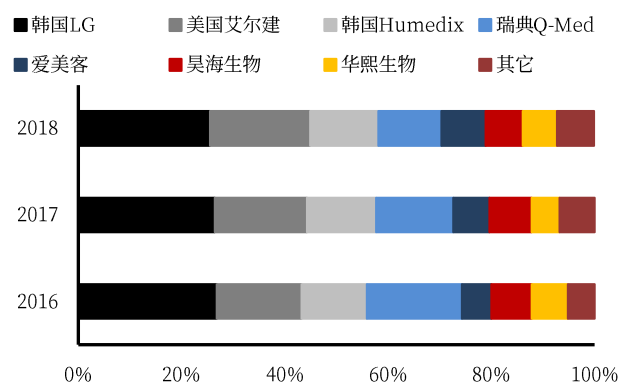
资料来源：新氧大数据，万和证券研究所

图 46 国内医美注射类项目市场规模持续高速增长



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 48 国内医美透明质酸注射市场竞争格局（按销售额）



资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

六、投资建议

医药作为兼具刚需性、消费型与成长性的行业，基于当前板块估值处于历史较低位，伴随政策密集助力及国产新冠药研发上市推进，行业恢复可期。重点方向如下：1) 疫情反复，特效药补齐防疫重要一环：新冠毒株不断变异升级，疫情防控将维持常态化趋势，特效药行情或将贯穿全年，建议关注医药研发外包企业（辉瑞新冠药产业链）药明康德、凯莱英，国产新冠药小分子及其产业链同和药业；2) 消费医疗需求复苏：本轮疫情解封后，前期受压制的医疗服务需求将实现快速复苏，下半年主线明确，建议关注眼科龙头爱尔眼科，医美企业华熙生物、爱美客、昊海生科。

七、风险提示

新冠病毒变异带来疫情反复风险；市场竞争加剧风险，集采降价超预期风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>