

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

优选细分领域，关注行业配置价值

--医药生物行业 2022 年下半年策略报告

2022 年 7 月 18 日

分析师:

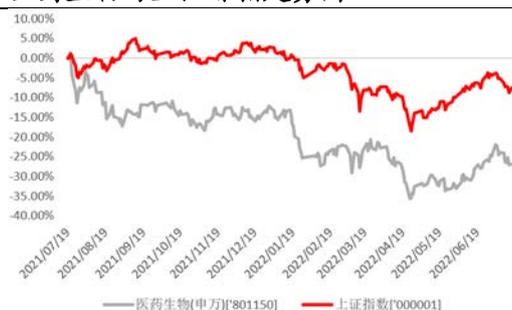
王雯

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300898

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

医药生物与上证综指走势图



数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

行业评级

中性

2022 年上半年，医药行业延续去年下半年的下跌态势，经过近 1 年的调整，行业指数的收益表现已基本回落至 2019 年初的水平，疫情以来的超额涨幅已基本消化。目前行业估值已处于近 10 年历史中枢水平附近，我们建议关注行业的配置价值。

- 国内新冠疫情较为反复，目前虽进入相对平稳期，但从未来可能的疫情防控政策和方案看，新一代疫苗及国产新冠药物必不可少，建议关注相关技术和品种的最新进展及相关 CDMO/API 配套产业链。
- 我国 CXO 行业景气度持续，相关龙头企业在手订单丰富，业绩确定性高，虽有中美摩擦、新冠等扰动因素，但目前看中长期成长逻辑没有变化，建议关注相关标的调整后的配置性价值。
- 我国医疗服务供需缺口仍较大，特别是民营医疗服务作为我国医疗市场的重要补充，近年来市场规模扩张速度远高于公立医疗服务，且相关上市公司收入和利润虽受疫情影响仍实现了较快增长。我国医疗服务受医疗资源的整体制约，品牌培育期较长，但品牌建立后扩张属性较强，建议关注相关连锁医疗机构龙头。
- 医疗消费领域涵盖范围很广，相关行业同时具备医疗和消费双重属性。由于医疗属性，在终端需求上具备一定刚性，同时在行业准入、产品及服务标准等方面具备一定的准入和技术壁垒。但由于其消费属性，基本以自费类产品为主，因此受医保、集采等政策影响较小。建议关注相关龙头标的调整后的配置价值。
- 建议关注迈瑞医疗（医疗器械行业龙头，标的稀缺，海内外市场拓展大）、药明康德（CXO 龙头，业绩增长确定）、天坛生物（血制品龙头，浆量和品种助推成长）、达仁堂（中药老字号，期待改革活力迸发）、爱博医疗（稀缺眼科器械平台型企业，业绩快速增长）。

风险提示：疫情影响超预期；行业监管政策进一步收紧；药品器械集采力度超预期对业绩产生负面影响；中美贸易摩擦持续升级的负面影响；上市公司业绩增长低于预期；国内外经济形势持续恶化风险；市场整体系统性风险。

目录

1、2022 年上半年市场表现回顾	4
1.1 2022 年上半年医药行业持续调整，表现不佳	4
1.2 所有子行业均出现下跌，行情分化不显著	4
1.3 个股行情表现分化，市场避险情绪严重	5
1.4 行业估值已处于近 10 年历史中枢水平附近	6
1.5 统计局口径下工业端业绩在高基数上承压	6
2. 投资亮点	7
2.1 新冠疫情反复，相关疫苗及药物仍值得关注	7
2.1.1 全球疫情仍存较大不确定性，关注新变种情况	7
2.1.2 内地疫情进入相对平稳期，新一代疫苗及国产新冠药物必不可少	9
2.2 需求确定性高，估值已有一定比较优势的领域	13
2.2.1 CXO 中长期成长逻辑没有变化，重视调整机会	13
2.2.2 医疗服务潜力增长空间充足，看好相关龙头	16
2.2.3 “医疗+消费”，关注配置性价值	17
3. 重点个股	18
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 2022 年上半年医药行业涨跌幅排名第 26 (截至 6 月 28 日)	4
图 2: 2019 年至今行业指数表现情况 (截至 6 月 28 日)	4
图 3: 2022 年上半年医药各子行业涨跌情况 (截至 6/28 日)	5
图 4: 2022 年上半年医药各子行业行情走势表现 (截至 6/28 日)	5
图 5: 2022 年上半年医药行业涨跌幅排名前五的个股 (截至 6/28 日)	5
图 6: 近 10 年医药板块估值及相对 A 股溢价率	6
图 7: 近 10 年各子板块绝对估值情况 (整体法, 剔除负值)	6
图 8: 统计局公布医药制造业收入、利润累计增长情况	7
图 9: 全球新增新冠阳性确诊人数情况	8
图 10: 全球新增新冠阳性死亡人数情况	8
图 11: Omicron 新亚型在全球的流行占比呈上升趋势	9
图 12: Omicron 新亚型在美国的流行占比呈上升趋势	9
图 13: 本土新冠疫情新增感染情况	10
图 14: WHO 新冠治疗指南用药情况	12
图 15: 代表性 CXO 公司收入快速增长	14
图 16: 代表性 CXO 公司利润端增速大于收入端	14
图 17: 全球研发开支持续增长	15
图 18: 我国研发开支保持高增速	15
图 19: 去年四季度以来 CXO 指数持续调整	15
图 20: 我国 CXO 行业预计仍将保持较高的景气度	15
图 21: 我国医疗费用增长情况	16
图 22: 我国医疗费用/GDP 比重国际比较	16
图 23: 代表性专科连锁医疗服务企业收入增长情况	17
图 24: 代表性专科连锁医疗服务企业利润端增长情况	17
图 25: 民营医疗服务市场增长情况	17
图 26: 公立医疗服务市场增长情况	17
表 1: 我国研发的部分新冠疫苗情况	11
表 2: 全球部分新冠小分子药物研究进展	13
表 3: 今年 1 季度部分 CXO 公司存货及合同负债情况	15
表 4: 相关重点个股估值情况 (EPS 单位: 元/股; PE 单位: 倍; 收盘价单位: 元)	19

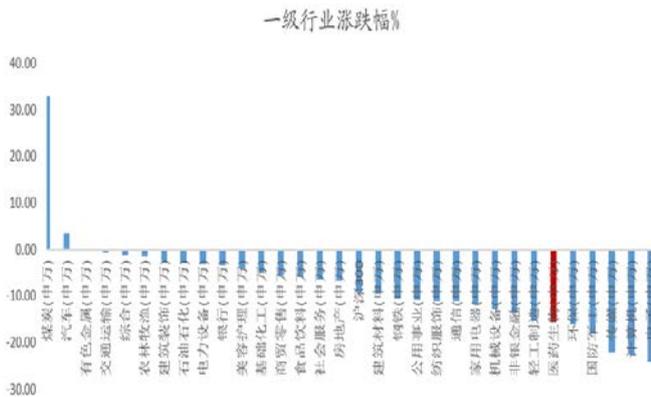
1、2022 年上半年市场表现回顾

1.1 2022 年上半年医药行业持续调整，表现不佳

2022年上半年，医药行业延续去年下半年的下跌态势，整体跌幅达16%，排名申万31个一级行业第26位，跑输沪深300指数。6月初以来，伴随整体市场的好转，医药行业也迎来了一波反弹行情，但从反弹力度看，仍相对温和。

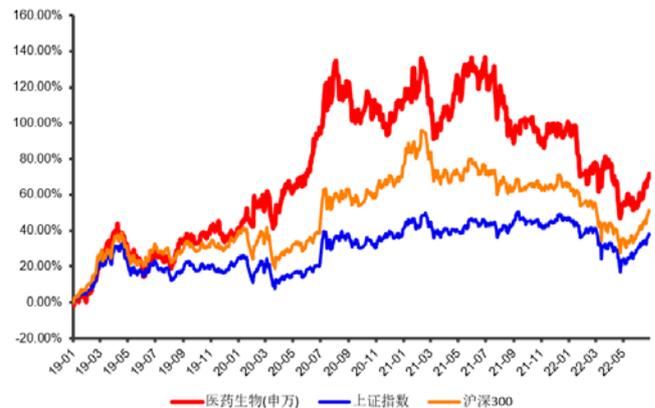
从行业近3年的走势看，2019年行业在前期深度调整下很快迎来了一波反弹行情，以CRO、特色原料药、连锁服务为代表，相关一线白马股表现较好。2020年至2021年上半年，在新冠疫情、业绩比较优势、创新及消费等属性的加持下，行业取得了非常显著的超额收益。而2021年下半年以来，在市场环境、政策、疫情等负面影响下，经过近1年的调整，行业指数的收益表现已基本回落至2019年初的水平，疫情以来的超额涨幅已基本消化。

图 1：2022 年上半年医药行业涨跌幅排名第 26（截至 6 月 28 日）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：2019 年至今行业指数表现情况（截至 6 月 28 日）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

1.2 所有子行业均出现下跌，行情分化不显著

今年上半年，6 个医药子行业全部下跌，且跌幅均超过 10%。生物制品、医疗器械、化学制药跌幅最深，分别达 18%、17%和 16%。生物制品和医疗器械前期表现较好的子行业仍延续了去年下半年的跌势，继续大幅下跌。而去年全年实现正收益的中药和医疗服务跌幅略浅，分别为 14%和 15%。而去年跌幅超过 20%的医药商业今年上半年跌幅最浅，约 11%。整体看，上半年医药行业各子行业呈现泥沙俱下的态势，市场悲观情绪释放较为充分。

图 3: 2022 年上半年医药各子行业涨跌情况 (截至 6/28 日)

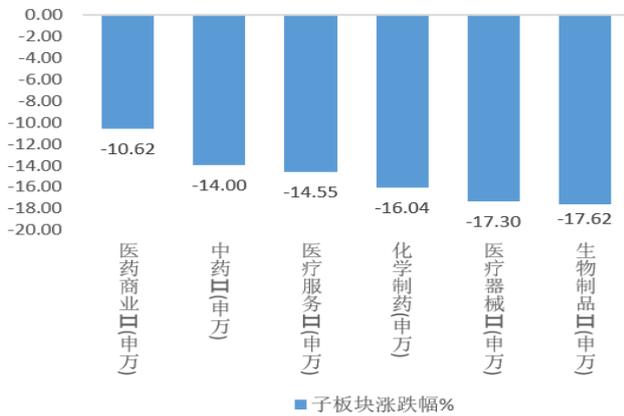
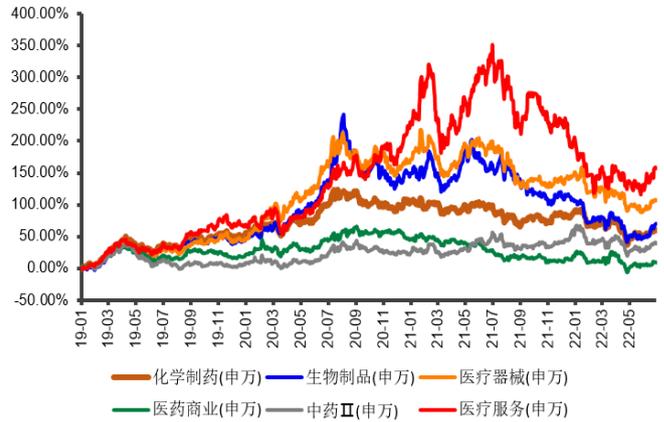


图 4: 2022 年上半年医药各子行业行情走势表现 (截至 6/28 日)



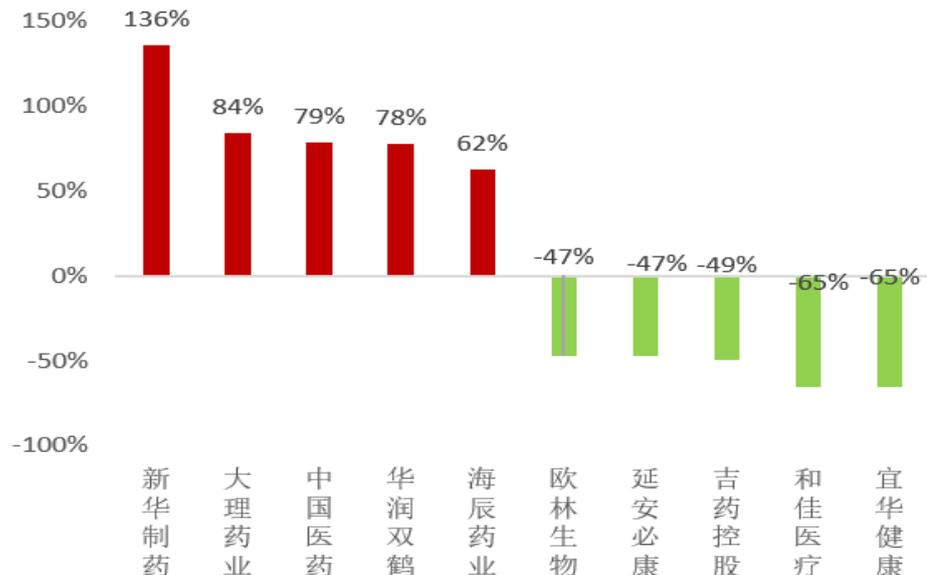
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

1.3 个股行情表现分化, 市场避险情绪严重

剔除部分 ST 个股及新股后, 行业中涨幅前五的个股分别为新华制药 (+136%)、大理药业 (+84%)、中国医药 (+79%)、华润双鹤 (+78%)、海辰药业 (+62%), 跌幅前五的个股分别为宜华健康 (-65%)、和佳医疗 (-65%)、吉药控股 (-49%)、延安必康 (-47%)、欧林生物 (-47%)。整体看, 受行业整体大幅下跌影响, 个股中表现相对较好的个股以估值相对较低的化药、中药、医药商业等个股为主, 显示市场避险情绪仍较为严重。

图 5: 2022 年上半年医药行业涨跌幅排名前五的个股 (截至 6/28 日)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

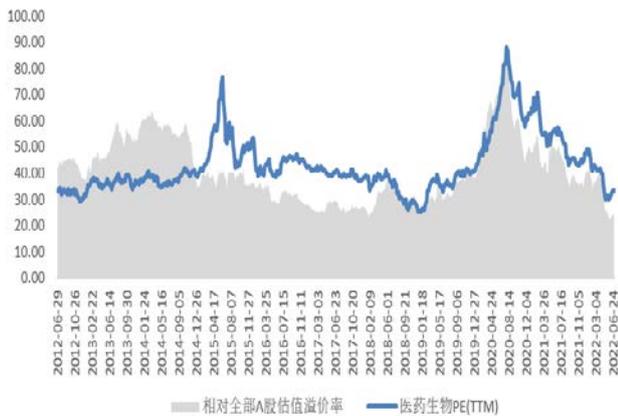
1.4 行业估值已处于近 10 年历史中枢水平附近

目前医药板块的绝对估值 (TTM) 约 33 倍, 相对全部 A 股的溢价率约为 84%。从近 10 年行业估值看, 10 年的绝对和相对估值溢价率的中位数水平分别是 40 倍和 135%, 最低值水平分别是 25.28 倍和 79%。而目前行业的绝对和相对估值溢价率已大幅低于近 10 年的中位数水平, 特别是相对估值溢价率。另外目前估值水平与历史最低值比较也差距不大。

短期医药行业虽受悲观情绪、政策影响, 估值回落至底部, 但从中长期看, 行业的需求确定且刚性, 受益于老龄化进程、创新、消费升级等因素推动, 估值水平未来较大概率会有较大的上行空间。

受以医疗服务、生物制品为代表的高估值板块的持续调整, 子板块间估值差异大幅缩小。按整体法剔除负值后计算, SW 医疗服务板块的 PE 已回落至 56 倍左右, 相比前期高点已大幅回调, 属近 10 年来低位水平。化药、生物制品、医疗器械、中药的整体法 PE 分别为 33 倍、28 倍、24 倍和 24 倍。而医药商业的估值仍垫底, 为 17 倍左右。

图 6: 近 10 年医药板块估值及相对 A 股溢价率



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 7: 近 10 年各子板块绝对估值情况 (整体法, 剔除负值)



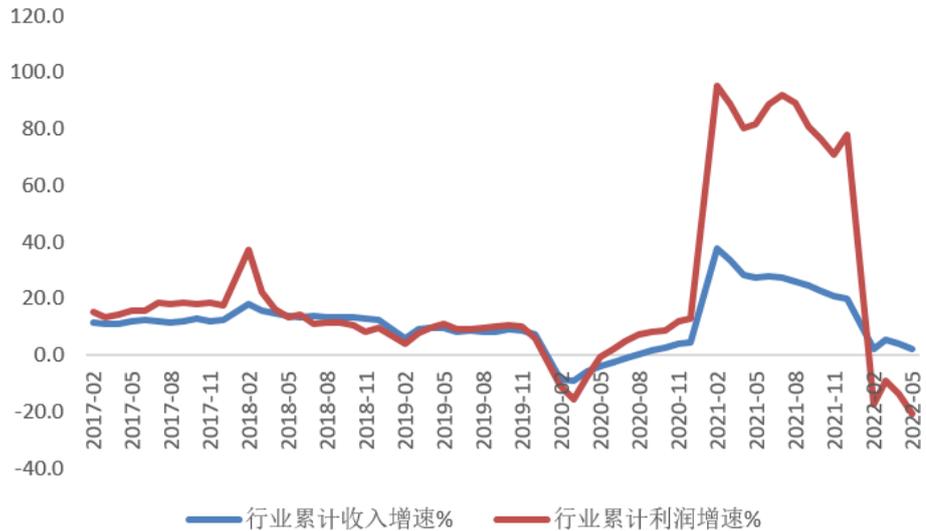
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

1.5 统计局口径下工业端业绩在高基数上承压

2022 年前 5 月, 统计局口径下医药制造业的收入和利润总额分别同比增长 2.3% 和 -20.6%。行业利润端在去年较高基数上出现了同比下降, 同时疫情等影响也造成收入端增长乏力。具体来看, 行业毛利率相比去年同期有较大幅度下降, 或是利润端增速低于收入端的重要原因之一。另外三大期间费用中, 仅管理费用微幅增长 4.8%, 略高于收入端增长, 而营业费用、销售费用均同比负增长。我们预计在全年

较高基数上，今年医药制造业整体业绩将难以有去年同期非常抢眼的表现。但从中期看，行业需求确定且具备一定刚性，在业绩和估值均处于多年来底部的时点上，随着明年基数效应的减退、诊疗活动的恢复，行业业绩有望较快迎来拐点，建议关注当前时点的配置价值。

图 8: 统计局公布医药制造业收入、利润累计增长情况



数据来源: Wind, 国开证券研究与发展中心

2. 投资亮点

2.1 新冠疫情反复，相关疫苗及药物仍值得关注

2.1.1 全球疫情仍存较大不确定性，关注新变种情况

据 WHO 官网披露，截至 2022 年 7 月 1 日，全球共确诊 5.45 亿新冠阳性病例，其中死亡病例数约 633 万。全球当日新增约 83 万例，新增死亡人数为 1500 人。按照 worldometers 的统计，7 月 3 日当日，意大利、中国台湾、澳大利亚、巴西、墨西哥、日本、印度、希腊、美国为新增确诊病例数最多的 10 个国家/地区，确诊病例数分别为 7.2 万、3.3 万、3 万、2.6 万、2.5 万、2.3 万、1.6 万、1.2 万、1 万和 1 万例。

自 2021 年底，由于 Omicron 席卷全球，日新增阳性确诊病例急剧攀升，日前虽日确诊病例相对高点已急剧降低，但日新增量相比 Omicron 流行前仍不低，主要由于其较强的传染性和较强的免疫逃逸能力所致。但由于其相对低的感染病死率（IFR）、确诊病死率（CFR）以及新冠疫苗接种率提升等因素，目前全球日均新增死亡人数显著低于 Omicron 流行前水平

图 9: 全球新增新冠阳性确诊人数情况

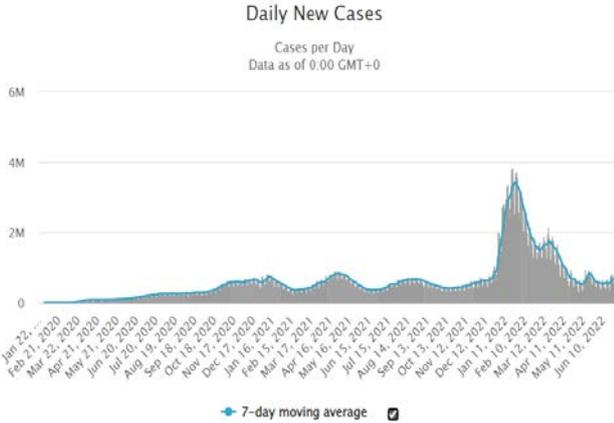
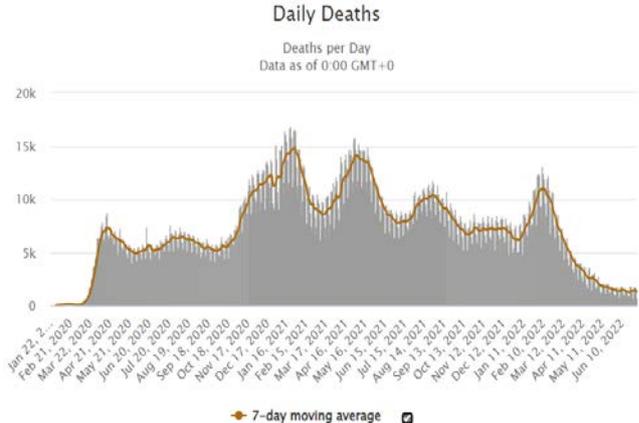


图 10: 全球新增新冠阳性死亡人数情况



数据来源: worldometers, 国开证券研究与发展部数据来源: worldometers, 国开证券研究与发展部

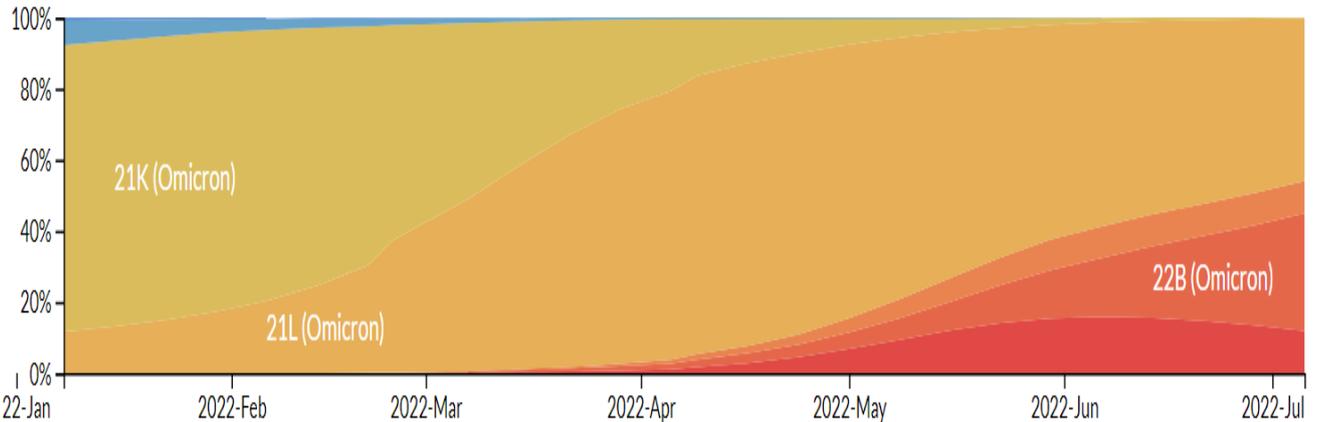
但需关注的是, 虽然全球日确诊病例相对高点已急剧降低, 但据美国疾病控制和预防中心(CDC)发布的数据显示, 日前奥密克戎亚变种 BA.4 和 BA.5 已成为美国主要的流行毒株。在截至 6 月 25 日的一周, BA.4 和 BA.5 亚变种导致了美国大约 52% 的新增感染。这一比例显著高于前一周的 37%, 而在 5 月初, BA.4 和 BA.5 只占新增感染病例的 1%, 表示 BA.4 和 BA.5 极强的传染能力。

同时, BA.4 和 BA.5 也已成为南非、葡萄牙、英国、以色列等国的主要流行毒株。有专家预测, 今夏全球可能面临由 BA.4 或 BA.5 引起的新一波流行。

目前的研究显示, Omicron 相比此前变异株, 有其特有的免疫学特征, 如较强的免疫逃逸能力 (此前通过感染及疫苗接种形成的免疫屏障被突破)、免疫原性弱 (无法形成高水平、持久、广谱的免疫屏障) 及交叉免疫逃逸等。因此大规模的感染或难避免。

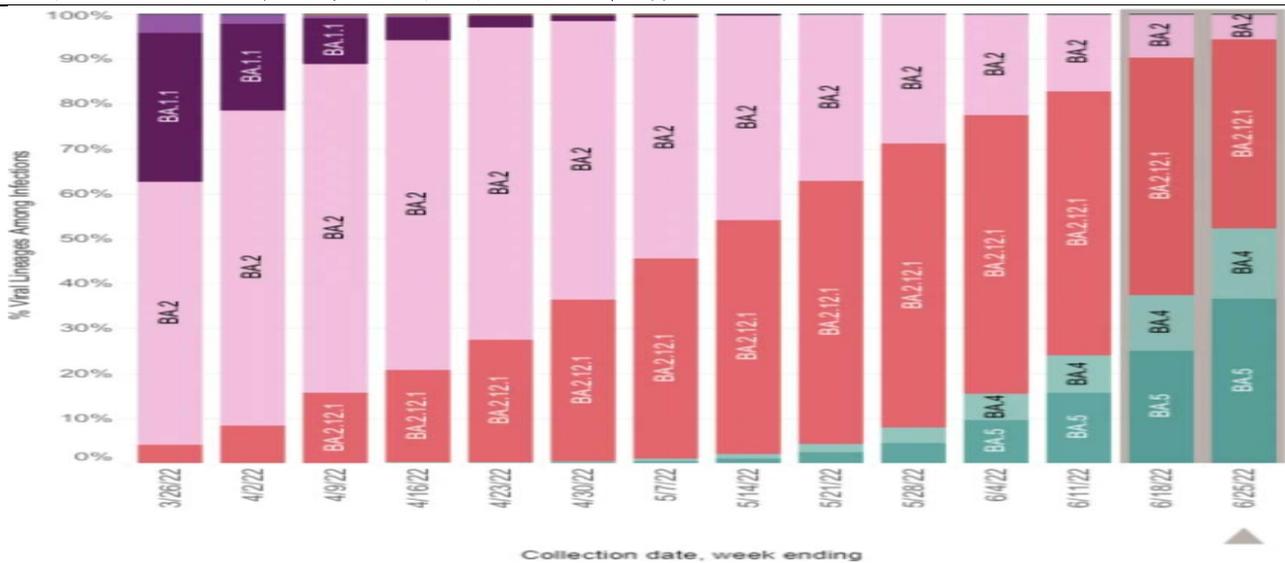
另外研究也显示, BA.4/5 是目前为止免疫逃逸能力最强的新冠病毒变异株, 更易逃避先前感染以及接种新冠疫苗后产生的抗体, 可以重复感染, 能走肺, 这些特征意味着它们可能导致更多的住院和死亡。FDA 外部专家小组已召开会议, 讨论是否要改变新冠疫苗的设计, 以应对未来不断出现的新变种。

图 11: Omicron 新亚型在全球的流行占比呈上升趋势



数据来源: Nextstrain, 国开证券研究与发展部

图 12: Omicron 新亚型在美国的流行占比呈上升趋势



数据来源: 美国 CDC, 开证券研究与发展部

2.1.2 内地疫情进入相对平稳期，新一代疫苗及国产新冠药物必不可少

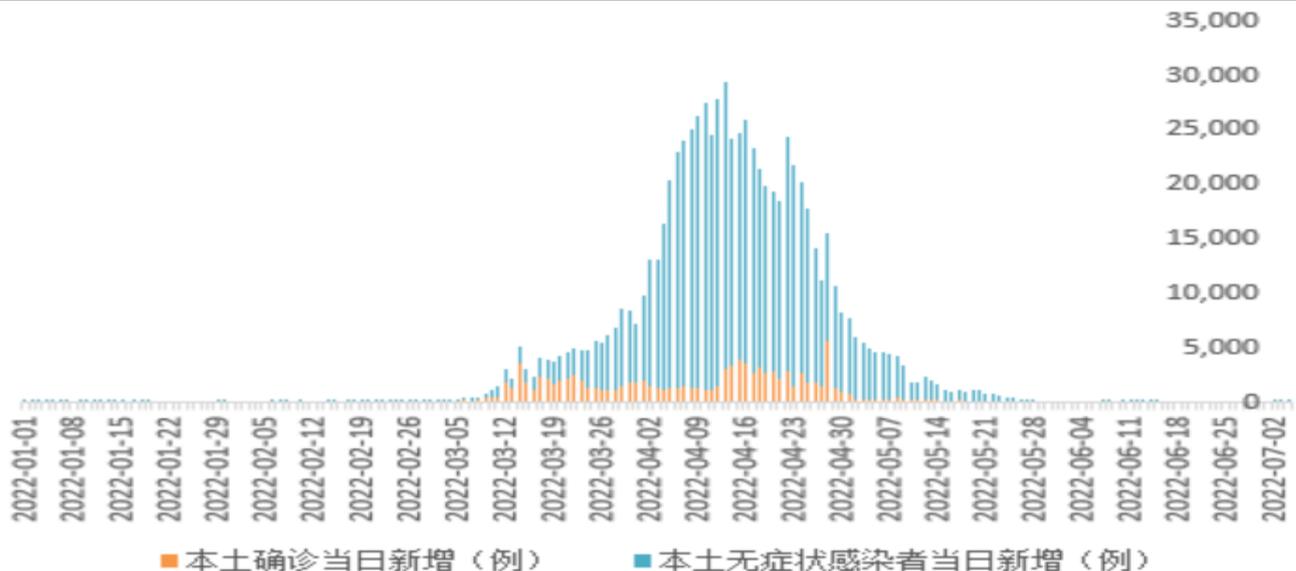
2022 年一季度以来，国内新冠疫情散点式爆发，本土新增新冠感染数量显著攀升，吉林、深圳、上海、北京等多地区受影响较大，目前这些城市疫情已基本逐渐平复，但 6 月底安徽疫情又开始加重。7 月 4 日，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增本土病例 69 例（其中安徽 52 例，陕西 7 例，北京 3 例，上海 3 例，山东 3 例，广东 1 例），含 9 例由无症状感染者转为确诊病例（安徽 8 例，山东 1 例）。

另外，今年 2 月份以来，我国流行的主要病毒株仍是奥密克戎 BA.2 亚分支系列，但自 5 月，我国从输入病例中首次检出 BA.4 和 BA.5 以来，近期境外输入病例中

发现的 BA.4 和 BA.5 感染者数量呈逐步增加迹象，仍需重点关注 BA.4 和 BA.5 的流行趋势

我们认为国内疫情虽逐渐进入平稳期，但考虑到 Omicron 毒株特有的免疫学特征，疫情防控压力依旧比较大，同时，基于毒株的新特点及新变种的不断出现，新一代疫苗及国产新冠药物的需求较为确定和迫切。

图 13: 本土新冠疫情新增感染情况



数据来源：卫健委、国开证券研究与发展部

新冠疫苗多技术路线快速推进及探索非常必要

我国虽目前接种率较高，全国累计报告接种新冠疫苗达到约 34 亿剂次，接种人数超过 12 亿，全程接种率近 90%，但基本以灭活疫苗为主。真实世界研究显示，用同种疫苗加免，预防感染效果较差；用异种疫苗加免（在两剂灭活疫苗基础上加用亚单位蛋白疫苗/腺病毒疫苗/mRNA 疫苗），效果明显提高。同时根据我国“动态清零”战略（不仅减少重症率和死亡率，还要减少感染率），研究建议使用异种疫苗作为序贯接种。特别针对 Omicron 变异株极强的免疫逃逸能力，接种两针灭活疫苗对 Omicron 重症/死亡的保护力不足。

我们认为，全世界抗击疫情近 3 年，我国在前期已交出了非常完美的抗疫解决方案。目前国内在面临百年未有之大变局、疫情短期难以平息且毒株不断变异的背景及局面下，新冠疫苗多技术路线快速推进及探索非常必要。

目前除灭活外，我国还有多个技术路线如重组蛋白、腺病毒载体、流感病毒载体、mRNA、DNA 等正在推进，其中部分品种已获批或已进入临床后期。在疫情演变仍具备较大不确定性下，我们将对未来相关品种的进展保持关注。

表 1: 我国研发的部分新冠疫苗情况

技术路线	研发厂商	目前状态
灭活	中生北京所	2020/12/31 已国内获批
	科兴	2021/2/5 已国内获批
	中生武汉所	2021/2/25 已国内获批
	医科院生物所	2021/6/9 (EUA)
	康泰	2021/5/14 (EUA)
	中生北京所 (0 株)	临床 III 期
	中生武汉所 (0 株)	临床 III 期
重组蛋白	科兴 (0 株)	临床 II 期
	智飞	2022/3/1 已国内获批
	三叶草 SCB-2019	临床 III 期
	丽珠单抗 V-01	临床 III 期
	神州细胞	临床 III 期
	沃森/泽润	临床 II 期
腺病毒载体	沃森/泽润 (变异株)	临床 I 期
	康希诺/军科院	2021/2/25 已国内获批
流感病毒载体	沃森/清华/天津医大	临床 II 期
	万泰/港大/厦大	临床 III 期
mRNA	BioNTech/复星	海外已获批
	沃森/艾博/军科院	临床 III 期
	云顶新耀	临床 II 期
	阿格纳生物	临床 II 期
	丽凡达	临床 II 期
DNA	Inovio/艾棣维欣	临床 II 期

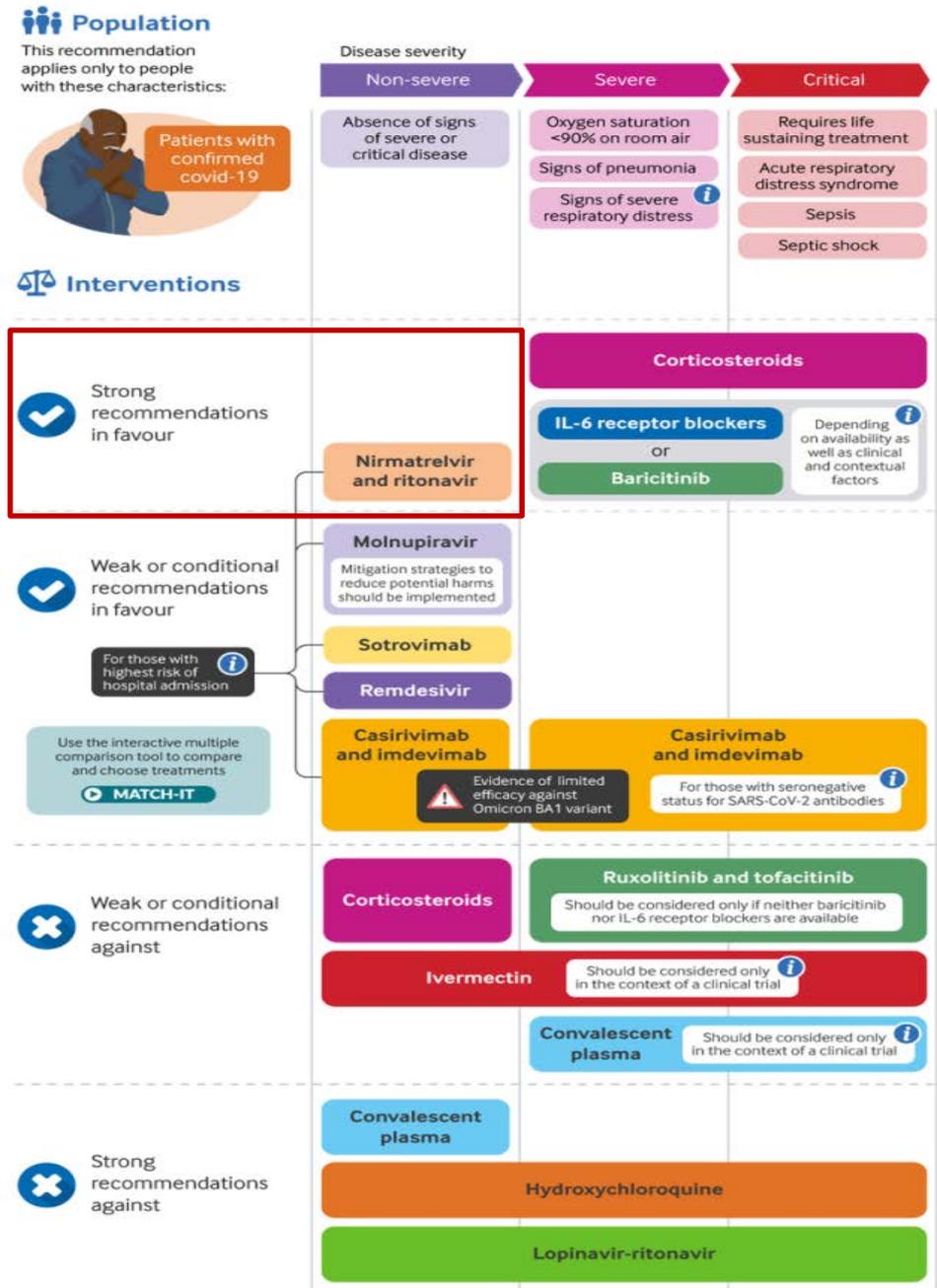
数据来源: 公司公告、公司官网、临床试验注册平台、国开证券研究与发展部

国产新冠口服小分子药物蓄势待发

目前新冠主要药物干预措施大致包括: 1) 疫苗接种; 2) 抗病毒药物; 3) 免疫调节剂; 4) 中和性抗体。由于 Omicron 相对低的感染病死率及确诊病死率等特征, 低风险人群无论是否接种疫苗, 感染重症的风险相对较低, 而高风险人群无论是否接种疫苗, 都存在一定及较高的重症风险, 需要早识别、早治疗。目前较优的治疗策略是, 在疾病早期阶段识别出高风险轻中度患者, 给予药物治疗后能够大幅减少进展至重症/住院/死亡风险。

WHO 在近期更新的新冠治疗指南中强烈推荐针对高风险轻度确诊病例的唯一治疗手段是辉瑞的 Paxlovid。同时我国在最新第九版诊疗指南中的抗病毒治疗中也首位建议使用辉瑞的 Paxlovid。

图 14: WHO 新冠治疗指南用药情况



数据来源:《英国医学杂志》(BMJ), WHO, 医学界, 国开证券研究与展部

Paxlovid 是由辉瑞研发的用于治疗轻中度新冠患者的口服新冠小分子药物, 由两种药品组合而成, 一片是奈玛特韦片 (nirmatrelvir), 为 3CL 蛋白酶抑制剂, 阻止病毒复制; 另一片是利托那韦片 (ritonavir), 可减缓奈玛特韦的分解, 以帮助其在较高浓度下在体内保持更长时间的活性。该药 III 期结果显示发病 3 天内接受治疗, 治疗 28 天, 可使住院/死亡率下降了 89%; 发病 5 天内治疗, 治疗 28 天可使住院/死亡率下降 87.3%。该药于 2021 年 12 月在美国和欧盟获批 EUA, 并于 2022 年 2 月获得中国附条件批准上市, 用于治疗成人伴有进展为重症高风险因素的轻至中

度新冠患者。

除辉瑞的 Paxlovid，全球上市还有 2 款小分子口服药，另外从全球研发进展看，以 RdRp（RNA 依赖的 RNA 聚合酶）和 3CLpro（3CL 蛋白酶）靶点为主。

国内进展新冠口服小分子药物进展最快的是君实生物的 VV116、真实生物的阿兹夫定、开拓药业的普克鲁胺。其中君实生物 VV116 在与辉瑞 Paxlovid 头对头单盲实验中表现优秀，已达到临床终点，正在上市申请阶段。真实生物开发的阿兹夫定，HIV-1 适应症已获批上市，新冠适应症正在上市申请阶段。另外先声药业与上海药物所研发的 3CLpro 抑制剂为国内进展最快的 3CL 口服抑制剂。

新冠口服药物尽快自主可控是目前疫情防控的关键点之一，建议关注研发进度相对靠前的创新药企，如君实生物。

表 2: 全球部分新冠小分子药物研究进展

药品名称	研发企业	技术路线	研发进展
Remdesivir	Gilead	RdRp	2020. 07. 04EMA 批; 2020. 10. 23FDA 获批; 2020. 05PMDA 获批
Molnupiravir	Merck/Ridgeback	RdRp	2021. 11. 04 英国获批; 2021. 12. 23 美国获批
Paxlovid	Pfizer 辉瑞	Mpro/3CL	2021. 12. 22 美国获批; 2021. 12. 31 英国获批; 2022. 02. 11 中国获批
VV116	君实生物/旺山旺水	RdRp	2021. 12. 31 乌兹别克斯坦获批; 2022. 05. 24 与 Paxlovid 头对头临床 III 期到达终点。
Ensitrelvir	盐野义	Mpro/3CL	日本暂缓批准上市申请
阿兹夫定	真实生物	RdRp	临床 III 期
普克鲁胺	开拓药业	AR	2021. 07. 16 巴拉圭获批
FB2001	前沿生物	Mpro/3CL	2021. 12. 11 中国临床 I 期桥接
SIM0417	先声药业	3CL	临床 I 期尾声
RAY1216	众生药业	3CL	临床研究获批
SHEN26	科兴制药	RdRp	临床前研究完成

数据来源：各公司公告及官网，国开证券研究与发展部

2.2 需求确定性高，估值已有一定比较优势的领域

2.2.1 CXO 中长期成长逻辑没有变化，重视调整机会

在全球专业化分工的大背景下，近年来我国 CXO 行业保持着快速发展态势。我们选取了 13 家代表性的 CXO 上市企业进行统计，近 4 年这 13 家 CXO 企业总收入和总净利润的年复合增速分别达到了 33% 和 50%，虽然利润端部分受到投资收益的扰动，但收入端 4 年的复合增速仍超过了 30%，显示了非常高的景气度。

我国 CXO 行业高景气度与以下因素密不可分：1) 全球医药研发支出和行业投资

的高强度投入。弗若斯特沙利文统计，全球医药研发支出市场规模由 2015 年约 1498 亿美元增加至 1824 亿美元，预计 2024 年将达到 2270 亿美元，2019 年至 2024 年年复合增速约 5%，呈持续增长态势。2) 国内创新转型迫切，行业政策支持企业研发投入的快速增长。弗若斯特沙利文统计，我国医药研发支出市场规模由 2015 年约 105 亿美元增加至 211 亿美元，预计 2024 年将达到 476 亿美元，2019 年至 2024 年年复合增速约 18%，远超全球研发支出增速。3) 在全球专业化大分工的大背景下，我国 CXO 行业的发展显示了较强的趋势性和必然性。相比而言，我国医药行业供应链基础体系相对完善，同时在人力成本、生产及运营效率等方面具备较强的比较优势。新冠疫情下，多个 CXO 企业承接了海外新冠口服小分子药物订单，彰显了中国制造的实力，同时也促进了以 CDMO 为代表的 CXO 企业的持续扩容。

而去年 9 月底以来，WIND-CXO 指数在达到多年来的高点后持续调整。我们认为，一方面中美摩擦等因素导致下，市场担心 UVL 等对行业产生长期影响；另一方面，在新冠影响下，市场担心新冠给行业带来的业绩的可持续性；另外今年以来，市场风格从高成长到稳增长的调整，CXO 行业内包括一些龙头标的虽然业绩持续高增长，但也有较大调整。

站在目前时点，我们认为 CXO 行业增长主逻辑没有变化，建议关注行业龙头个股的相关配置性价值。

图 15: 代表性 CXO 公司收入快速增长

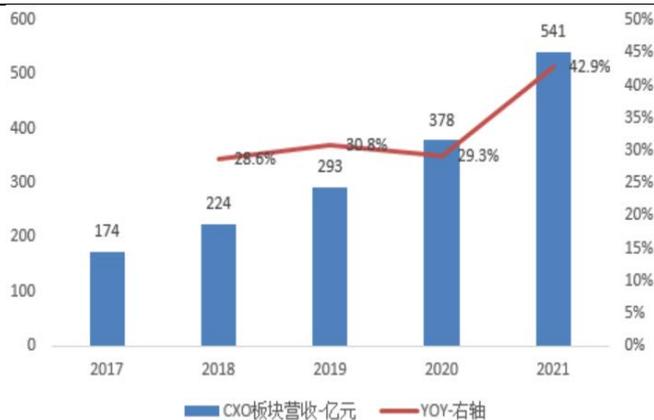


图 16: 代表性 CXO 公司利润端增速大于收入端



数据来源：各公司公告，国开证券研究与发展部数据来源：各公司公告，国开证券研究与发展部

图 17: 全球研发开支持续增长



图 18: 我国研发开支持保持高增速



数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 泰格医药 H 股招股说明书, 国开证券研究与发展部

数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 泰格医药 H 股招股说明书, 国开证券研究与发展部

图 19: WIND-CXO 指数今年来持续调整



数据来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 20: 我国 CXO 行业预计仍将保持较高的景气度



数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 泰格医药 H 股招股说明书, 国开证券研究与发展部

表 3: 今年 1 季度部分 CXO 公司存货及合同负债情况

公司名称	存货 (亿元)			合同负债 (亿元)		
	2021Q1	2022Q1	增速	2021Q1	2022Q1	增速
药明康德	30.85	64.15	108%	16.35	32.96	102%
凯莱英	8.00	17.08	113%	1.41	1.45	3%
昭衍新药	5.20	8.66	67%	6.89	12.55	82%
泰格医药	0.05	0.08	45%	6.23	8.36	34%
康龙化成	3.19	7.89	147%	5.51	7.46	35%
美迪西	0.43	1.39	225%	0.62	1.29	109%
药石科技	3.13	5.57	78%	0.70	0.29	-59%
博腾股份	4.65	9.81	111%	0.41	0.50	23%

数据来源: 各公司公告, 国开证券研究与发展部

2.2.2 医疗服务潜力增长空间充足，看好相关龙头

我国医疗费用呈持续增长态势，2020 年整体费用支出超过 7 万亿元，10 年复合增长率达 14%，2020 年疫情影响下，医疗费用增速也达到了 10%。我们认为这与医疗需求的相对刚性有关，随着人们对健康的重视程度提升、医疗技术和诊断方法的进步、医疗服务的可及性增强、人口老龄化、人均消费能力的提升，我国医疗费用仍将延续较快增长态势。

而从供给端看，我国医疗资源仍处短缺态势，医疗供给仍相对短缺。疫情前我国医院床位使用率长期处于近 90%的水平，疫情导致医院床位使用率下降，但也平均达到了 70%以上的水平。同时，卫生机构的数量增长非常缓慢，多年增长率不及 2%。因此供需端缺口较大。

同时从国际比较看，我国 2019 医疗费用占 GDP 的比重约 6.6%，而欧美日等发达国家的医疗费用占比均超过 10%，随着我国人口结构变动及消费水平的提升，医疗费用仍有较大的提升空间。

2019 年我国医疗服务市场规模约 4.6 万亿，近 4 年复合增速达 12%。其中民营医疗服务作为我国医疗市场的重要补充，2019 年市场规模约 6000 亿，4 年 CAGR 约 22%。虽规模远低于公立医疗服务市场，但增速近其 2 倍，显示了未来较强的发展潜力。

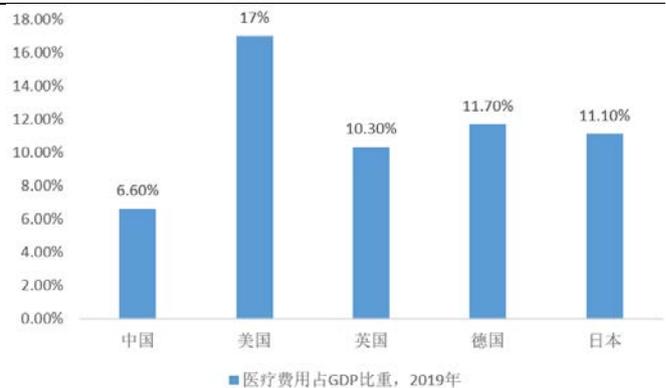
从上市公司角度，我们选取了 A 股、H 股相关代表性的专科连锁医疗服务企业，统计了其 2018-2021 年收入、利润增长情况，发现虽然新冠疫情对服务行业造成了较大影响，如门店歇业、就诊限制增多，但这三年收入、利润端的年复合增速仍分别达到了 22%和 38%，显示了极强的业绩韧性。

同时医疗服务受医疗资源的整体制约，品牌培育一般时间较长，但品牌建立后扩张属性较强，建议关注相关连锁医疗机构龙头，如爱尔眼科、通策医疗等。

图 21：我国医疗费用增长情况



图 22：我国医疗费用/GDP 比重国际比较



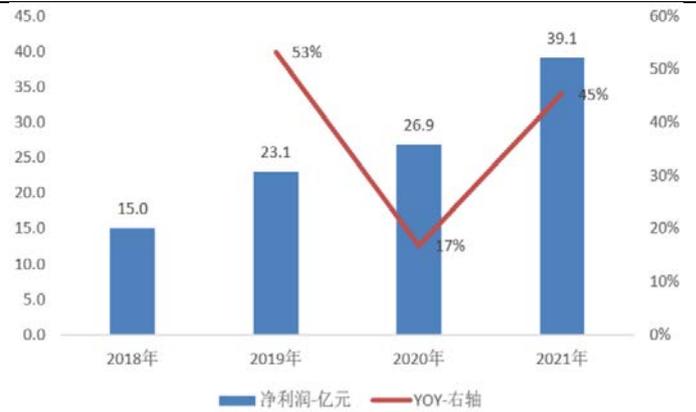
数据来源：中国卫生健康统计年鉴，国开证券研究与
发展部

数据来源：中国卫生健康统计年鉴，OECD，国开证
券研究与发展部

图 23：代表性专科连锁医疗服务企业收入增长情况



图 24：代表性专科连锁医疗服务企业利润端增长情况



数据来源：各公司公告，国开证券研究与发展部

数据来源：各公司公告，国开证券研究与发展部

图 25：民营医疗服务市场增长情况

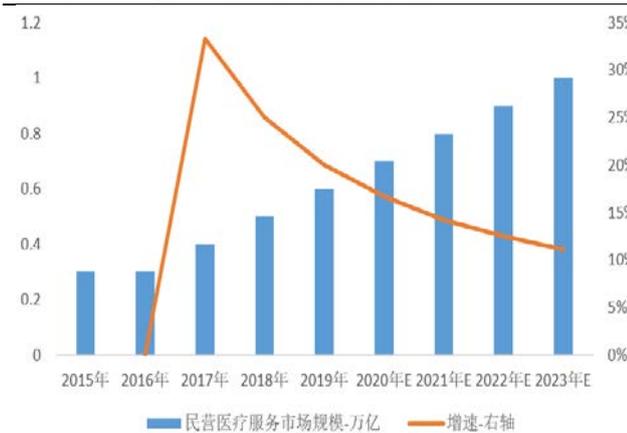
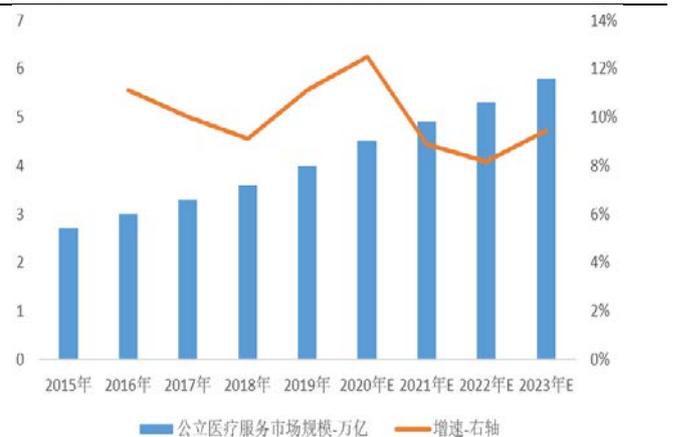


图 26：公立医疗服务市场增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，国开
证券研究与发展部

数据来源：中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，国开
证券研究与发展部

2.2.3“医疗+消费”，关注配置性价值

医疗消费领域涵盖范围很广，相关行业同时具备医疗和消费双重属性。由于医疗属性，在终端需求上具备一定刚性，同时在行业准入、产品及服务标准等方面具备一定的准入和技术壁垒。但由于其消费属性，基本以自费类产品为主，因此受医保、集采等政策影响较小。

从产品形式而言，可以是消费类药品、二类疫苗、消费类医疗器械、血制品、也可以是自费类医疗服务，受益于消费升级、产品和技术升级等，代表着在人均消费水平提升后人们对更好医疗产品和服务的追求。

随着行业持续调整，带动医保政策相对免疫的医疗消费的相关领域也出现了较大调整，我们认为由于医疗消费的特有属性，行业增长确定，需求明确，一些龙头个股已调整至近年来的较为安全的区间，如近视防控类器械、二类疫苗、血制品等，建议关注相关领域估值已具备一定优势的龙头标的。

3.重点个股

迈瑞医疗：公司是国内医疗器械行业标杆企业，多个细分领域的多个产品国内外市场占有率居前。同时也是国际化最为成功的医药企业，海外业务规模居前。受疫情推动，公司品牌力大增，我们认为公司海内外业务正面临良好的政策和市场机遇期。国内业务方面，生命信息与支持类产品线受益于国内医药“新基建”，体外检测产品线受益于进口替代及技术升级带动新设备快速装机。医学影像类中高端彩超仍有较大进口替代空间。国际业务方面，凭借较强的品牌力以及完善的消费服务技术支持体系，公司有望成为海外市场扩容极大的受益者。我们认为公司作为行业龙头标的稀缺，建议关注。

药明康德：公司是具备国际竞争力的 CXO 板块的平台型龙头企业，优质核心赛道核心资产。全产业链布局一体化服务平台，最为完善和成熟，有望持续受益于行业高景气度及全球市场份额的扩大。公司持续实现超越行业的增长，新签及在手订单饱满，具备独特的一体化 CRDMO 业务模式，业绩确定性较高。另外中长期来看，公司积极加强新能力建设，打造多个世界级平台，有望保持其领先地位，极大受益于行业的高景气度，建议关注。

天坛生物：公司是血制品行业的龙头企业，从采浆量、总浆站数量、新批浆站数量、新开浆站数量等指标看，目前都遥遥领先。血制品行业由于其特殊性，竞争格局相对稳定，公司龙头优势有望持续保持。公司未来有望通过产能投放、血浆利用效率提升以及新浆站得持续获批等方面来实现成长跨越。根据公司公告，成都蓉生人凝血因子 VIII 已获批，另外成都蓉生永安基地已完成试生产，今年下半年永安血制投产后，产能释放以及新产品的投产，业绩有望提升，建议关注。

达仁堂：公司新实际控制人变更后，已制定了较为明确的发展计划和考核指标，同时纪要显示不排除股权激励在内的多层次的薪酬体系将会推出，公司管理效率有望得到较大改善。从公司本身看，收入端，公司品种资源丰富，潜力还有待深入挖掘。第一大品种速效救心丸品牌性强，从目前规模和市占率看均有提升潜力。成本费用端，有望体现在生产、销售、管理等多方面的效率提升。生产端，公司将持续优化生产体系，提高人均产值贡献率。销售端，公司将整合销售公司、营销公司、达仁

堂营销平台多个销售队伍，销售效率有望提升。我们认为公司作为一家品种资源丰富的中药老字号企业，有望持续释放改革活力，建议关注。

爱博医疗：公司是国内较为稀缺的眼科器械平台型公司，中短期人工晶体及角膜塑形镜业务均快速增长。人工晶体业务方面，公司是国内首家研发出高端人工晶状体的眼科公司，研发实力及产品推广能力均处于业内领先地位，借助集采后快速放量中。角膜塑形镜方面，行业渗透率低，市场空间大，公司角膜塑形镜产品2019年获批上市后正处于大幅放量中，给公司业绩提供了较大业绩弹性。借助公司的研发实力，目前公司已成功布局美瞳、硅水凝胶软性角膜镜、离焦镜等领域，随着产品线丰富，公司业绩有望持续快速增长，建议关注。

表 4：相关重点个股估值情况（EPS 单位：元/股；PE 单位：倍；收盘价单位：元）

证券代码	证券简称	EPS	PE	EPS	PE	收盘价
		(2022E)	(2022E)	(2023E)	(2023E)	20220718
300760.SZ	迈瑞医疗	8.01	39.58	9.47	33.48	317.05
603259.SH	药明康德	2.81	37.31	3.37	31.17	105.00
600161.SH	天坛生物	0.52	40.54	0.62	34.13	21.05
600329.SH	达仁堂	1.17	20.00	1.50	15.60	23.40
688050.SH	爱博医疗	2.34	93.62	3.31	66.23	51.20

数据来源：wind、国开证券研究与发展部

注：迈瑞医疗、达仁堂盈利预测来自作者预测，其余公司盈利预测来源于wind一致预期。

4、风险提示

疫情影响超预期；行业监管政策进一步收紧，超过市场预期；药品器械集采力度超预期对业绩产生负面影响；中美贸易摩擦持续升级对板块的负面影响；上市公司业绩增长低于预期；国内外经济形势持续恶化风险；市场整体系统性风险。

分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，8年行业研究经验。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：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。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层