辅助生殖纳入杭州商业医保，渗透率有望提升

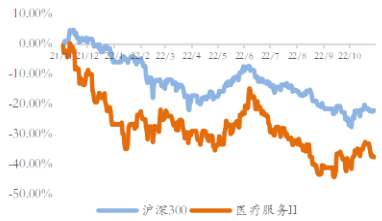
相关研究：

1.《国产CAR-T西达基奥仑赛加速放量，关注CGT CDMO》 2022.10.25

2.《疫情防控有望优化，诊疗需求复苏可期》 2022.11.08

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-1	1	-16
绝对收益	7	-6	-38

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： 021-50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **上周医疗服务Ⅱ下跌 6.7%，跌幅居前**

上周医药生物报收 9201.27 点，下跌 4.9%，涨幅排名位列申万一级行业第 28 位，跌幅靠前；医疗服务 II 报收 8160.31 点，下跌 6.7%；中药 II 报收 7682.56 ，下跌 3.7%；化学制药报收 10488.61 点，下跌 4.7%；生物制品Ⅱ报收 8912.03 点，下跌 6.5%；医药商业Ⅱ报收 6529.34 点，下跌 5.8%；医疗器械Ⅱ报收 8219.03 点，下跌 2.8%。细分板块来看，医疗服务跌幅较大。

❑ **医疗服务板块 PE（ttm）比上周下降了 2.2 X，PB（lf）比上周下降了 0.4 X**

当前医疗服务板块 PE 为 30.4 X，近一年 PE 最大值为 78.2 X，最小值为 30.0 X；当前 PB 为 5.0 X，近一年 PB 最大值为 9.6 X，最小值为 4.7 X。医疗服务板块 PE（ttm）比上周下降了 2.2 X，PB（lf）比上周下降了 0.4 X，医疗服务板块 PE、PB 处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 174.0%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

❑ **重要资讯**

1）上海发布措施支持生物医药产业发展：11 月 21 日，上海市政府发布《加快打造全球生物医药研发经济和产业化高地的若干政策措施》，《若干政策措施》核心内容包括 6 个方面 16 条政策措施，提出到 2025 年，上海全球生物医药研发经济和产业化高地发展格局初步形成。**2）杭州明年起实施“试管婴儿”商业医保费用可报销：**明年起，参加杭州市商业补充医疗保险“西湖益联保”的居民，在 2023 年度实施辅助生育的参保市民，将可获得最高 3000 元的报销。

❑ **本周观点**

上周杭州发文将辅助生殖纳入杭州商业医保，辅助生殖渗透率有望提升。从此前政策来看，多地已有将辅助生殖纳入医保意向，早在今年 2 月份，北京医保局曾发布通知，拟将门诊治疗中常见的宫腔内人工授精术、胚胎移植术等 16 项辅助生殖技术项目纳入医保；5 月份湖南省医保局回复称将逐步探索将医保能承担治疗性辅助生殖技术按程序纳入医保支付范围； 8 月 17 日，国家卫健委、国家发改委等 17 部门印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，首次明确提出，指导地方逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入医保(含生育保险)基金支付范围。此外福建、江苏、广东、江西、四川等十几个省出台三胎政策，其中均提到辅助生殖。目前我国辅助生殖需求大：（1）中国辅助生殖渗透率提升空间大：目前中国辅助生殖渗透率仅为 8.7%，远低于美国 32.5%的渗透率；（2）中国生育力状况恶化，需求基数大：根据弗若斯特沙利文数据，近年来，中国和全球不孕不育症患病率持续走高，中国不孕不育夫妻的数量逐年增加，人数在 2020 年达到了 5,050 万。我们认为随着医保政策落地把辅助生殖纳入报销将推动辅助生殖渗透率提升及医院业务量增长，建议关注布局辅助生殖业务相关公司。

由于近期国内多地疫情散发，多地加强疫情管理使得市场对放开预期转弱，从而影响医药板块表现，但我们认为短期情绪扰动不改医疗服务长期向好趋势，我们维持对医疗服务行业的“增持”评级，建议关注以下三大主线：(1) 医药外包服务公司：2022 年下半年新冠药 CDMO 将持续贡献业绩。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司；(2) 民营专科医疗服务：国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等消费型专科医疗服务龙头公司；(3) IVD 产业链及下游第三方医学检验实验室：随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。

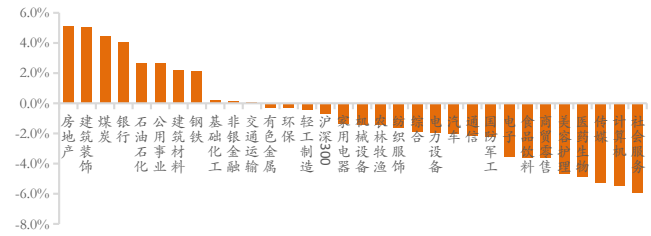
❑ 风险提示

（1）政策变动不确定性；（2）创新药研发投入不及预期；（3）行业及上市公司业绩不及预期风险。

1 板块及个股表现

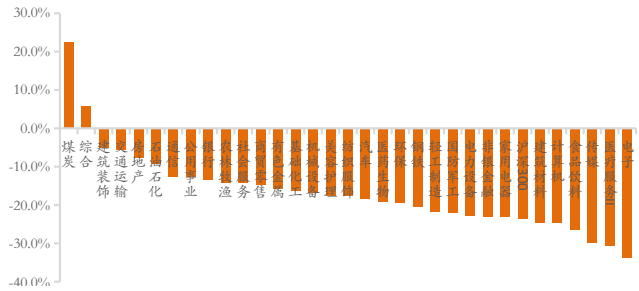
上周医药生物报收 9201.27 点，下跌 4.9%，涨幅排名位列申万一级行业第 28 位，跌幅靠前。沪深 300 指数下跌 0.68%，医药跑输沪深 300 指数 4.20%。

图 1 上个交易周各行业指数涨跌幅比较



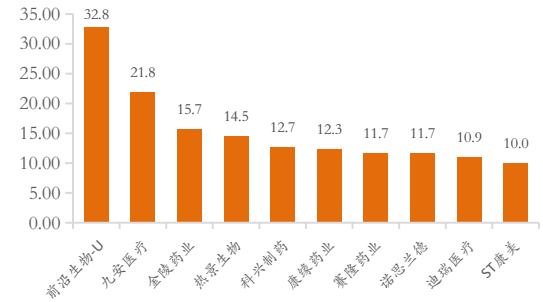
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 年初至今各行业指数涨跌幅比较



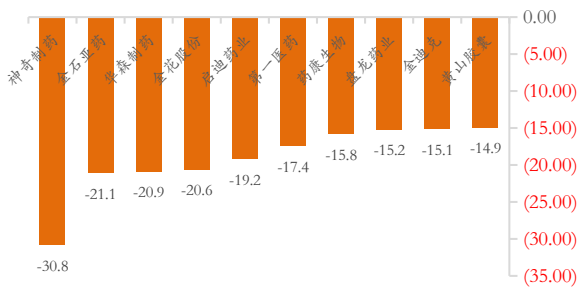
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 医药生物上市公司一周涨幅前 10 名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 医药生物上市公司一周跌幅前 10 名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

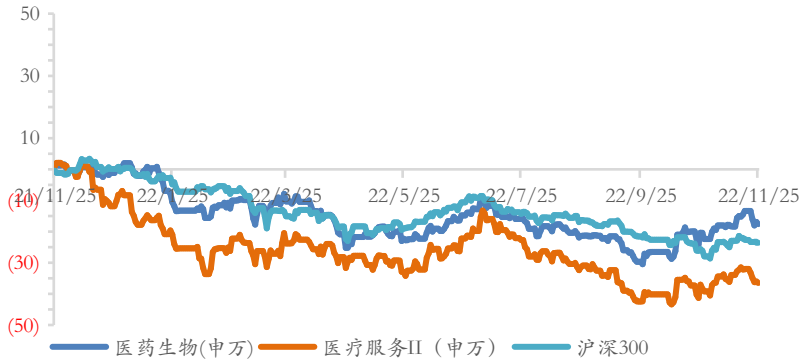
医药生物二级子行业医疗服务 II 报收 8160.31 点，下跌 6.7%；中药 II 报收 7682.56 ，下跌 3.7%；化学制药报收 10488.61 点，下跌 4.7%；生物制品 II 报收 8912.03 点，下跌 6.5%；医药商业 II 报收 6529.34 点，下跌 5.8%；医疗器械 II 报收 8219.03 点，下跌 2.8%。细分板块来看，医疗服务跌幅较大。

表 1 医药各子版块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅（%）	
		上周	2021 年以来
医药生物	9201.27	-4.9	-23.8
医疗服务	8160.31	-6.7	-36.7
中药	7682.56	-3.7	18.2
化学制药	10488.61	-4.7	-21.1
生物制品	8912.03	-6.5	-40.1
医药商业	6529.34	-5.8	-15.3
医疗器械	8219.03	-2.8	-23.5

资料来源：Wind、湘财证券研究所

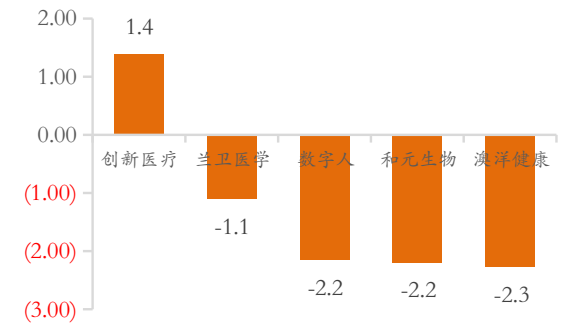
图 5 近一年医疗服务板块涨跌幅对比（%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

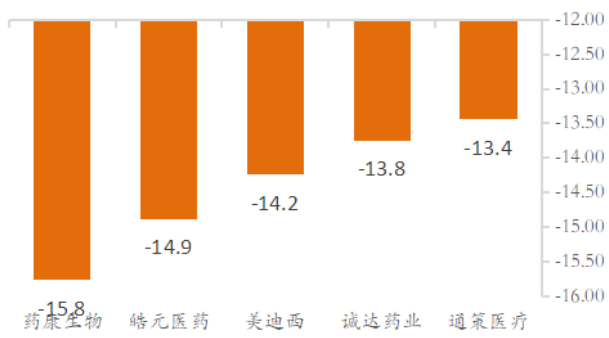
从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：创新医疗（+1.4%）、兰卫医学（-1.1%）、数字人（-2.2%）、和元生物（-2.2%）、澳洋健康（-2.3%）；**表现靠后的公司有：**药康生物（-15.8%）、皓元医药（-14.9%）、美迪西（-7.0%）、诚达药业（-13.8%）、通策医疗（-13.4%）。从个股涨跌幅来看 CXO 相关公司回调较大。

图 6 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅前五名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅后五名

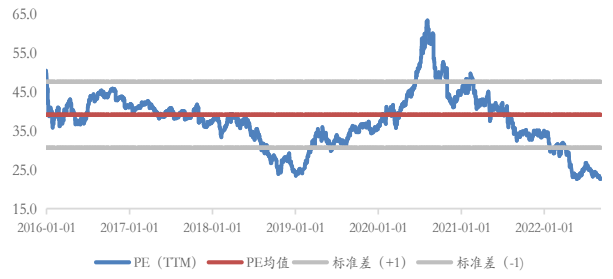


资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

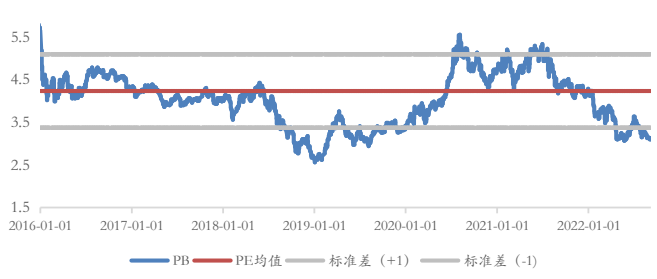
近一年医药板块估值整体回落，医疗服务估值下降明显。当前医疗服务板块 PE 为 30.4 X，近一年 PE 最大值为 78.2 X，最小值为 30.0 X；当前 PB 为 5.0 X，近一年 PB 最大值为 9.6 X，最小值为 4.7 X。医疗服务板块 PE（ttm）比上周下降了 2.2 X，PB（lf）比上周下降了 0.4 X，医疗服务板块 PE、PB 处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 174.0%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

图 8 2016 年至今医药生物 PE 概况



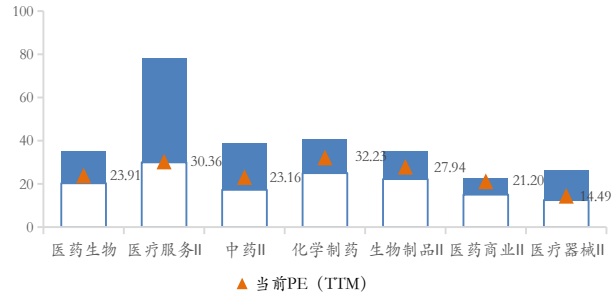
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2016 年至今医药生物 PB 情况



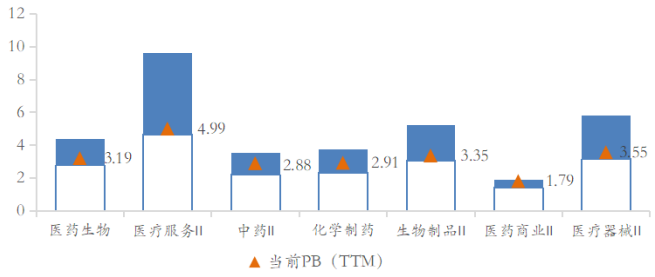
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 近一年医药各子版块 PE 概况



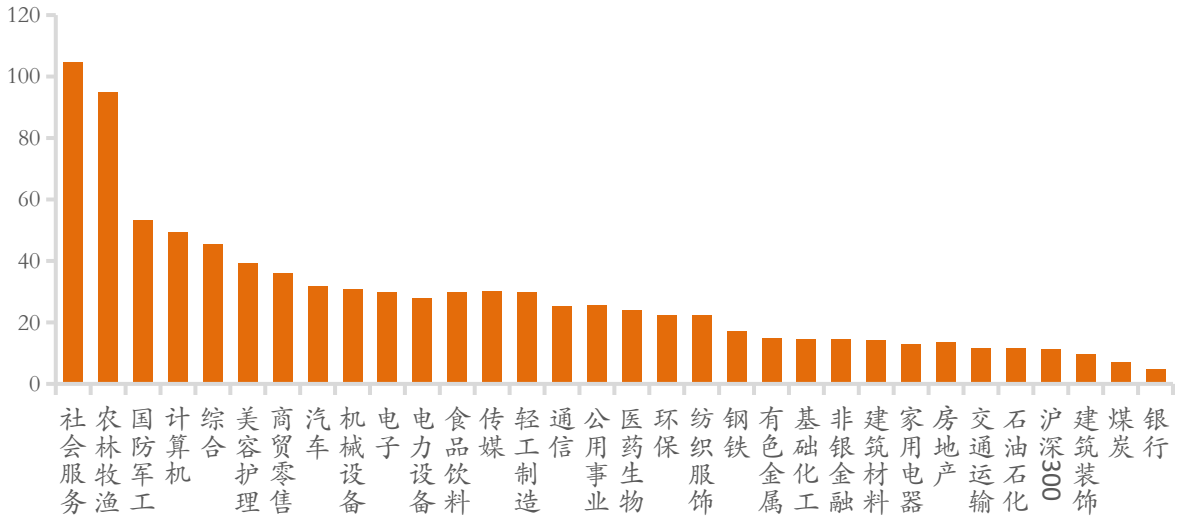
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 近一年医药各子版块 PB 情况



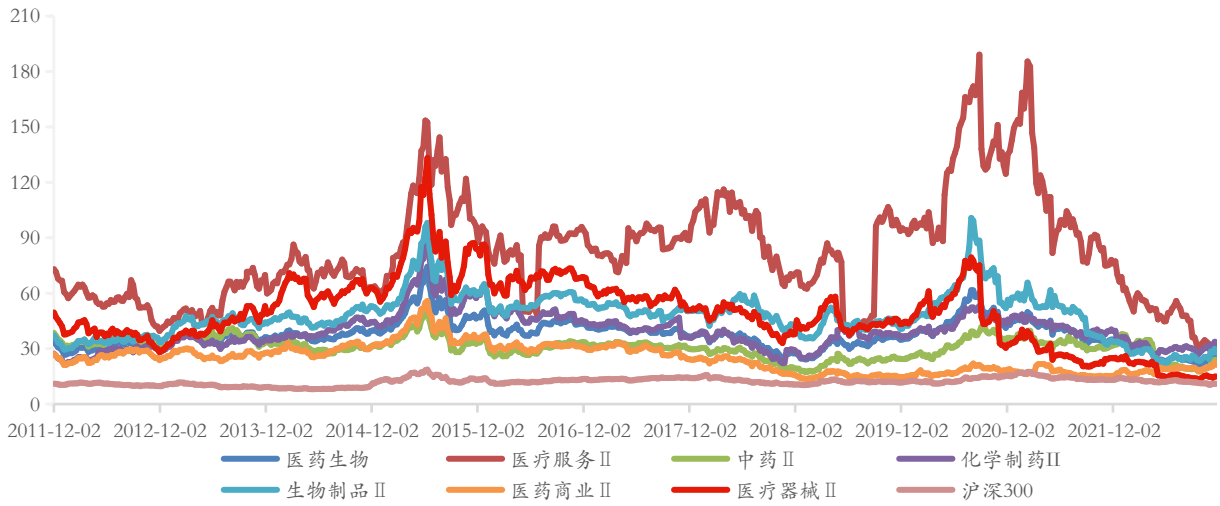
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 申万一级行业、医疗服务 II 市盈率情况（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 13 2011 年至今各子行业估值变化情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 2 重点公司估值跟踪

代码	公司名称	当前市值	2021营收（亿元）	2021归属净利（亿元）	盈利预测（亿元）			PE	
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E
300725.SZ	药石科技	163亿	12.0	4.9	3.6	5.0	6.9	46X	32X
002821.SZ	凯莱英	496亿	46.4	10.7	30.8	28.0	30.7	16X	18X
603259.SH	药明康德	2380亿	229.0	51.0	86.9	100.0	127.3	27X	24X
300347.SZ	泰格医药	759亿	52.1	28.7	29.2	35.8	44.5	26X	21X
300759.SZ	康龙化成	736亿	74.4	16.6	18.9	26.0	35.2	39X	28X
603127.SH	昭衍新药	293亿	15.2	5.6	8.4	10.8	13.9	35X	27X
2269.HK	药明生物	2015亿	102.9	33.9	47.7	65.5	88.4	42X	31X
300363.SZ	博腾股份	225亿	31.1	5.2	19.0	15.4	17.8	12X	15X
688131.SH	皓元医药	109亿	9.7	1.9	2.4	3.6	5.3	46X	30X
300244.SZ	迪安诊断	171亿	130.8	11.6	25.8	20.3	21.2	7X	8X
603882.SH	金域医学	330亿	119.4	22.2	28.7	25.1	26.6	12X	13X
300015.SZ	爱尔眼科	1896亿	150.0	23.2	28.9	37.9	48.9	66X	50X
600763.SH	通策医疗	399亿	27.8	7.0	6.6	8.4	10.8	60X	47X

资料来源：Wind、湘财证券研究所　数据截至 2022 年 11 月 29 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➢ **上海发布措施支持生物医药产业发展**

11 月 21 日，上海市政府发布《加快打造全球生物医药研发经济和产业化高地的若干政策措施》，《若干政策措施》核心内容包括 6 个方面 16 条政策措

施，提出到 2025 年，上海全球生物医药研发经济和产业化高地发展格局初步形成，研发经济总体规模达到 1000 亿元以上，培育或引进 100 个以上创新药和医疗器械重磅产品，培育 50 家以上具备生物医药研发、销售、结算等复合功能的创新型总部。

➢ 湖南省医保局发布《湖南省区域 DRG 付费管理暂行办法》

11 月 22 日，湖南省医保局发布《湖南省区域 DRG 付费管理暂行办法》，规定恶性肿瘤门诊放化疗费用逐步纳入 DRG 结算，住院期间使用“双通道”单行支付管理药品，相关药品费用暂不纳入 DRG 结算；另外，《办法》规定集采中选产品落地首年不调整 DRG 权重，各统筹区医保部门应统筹考虑双通道药品报销、药品耗材集采等与 DRG 改革的关系，对医疗机构不重复给予报销或补助。

➢ 山东第三批中成药集采加速落地，平均降价 44.31%

11 月 24 日，山东省公共资源交易中心公布山东省第三批药品（中成药专项）集中带量采购中选结果的通知。本次山东集采的 67 种纳入集采范围的药品涵盖了内科、外科、骨伤科、眼科等临床学科，划分为 15 个品种组竞争，覆盖省内药品销售市场规模达 10.9 亿元。其中主要品种均为临床常用的品种，诸如血栓通、血塞通、参麦、百令、至灵、金水宝、银杏叶、血府逐瘀、活血止痛、华蟾素、舒血宁、康复新、健胃消食、银杏酮酯、杏灵、接骨七厘、小金等产品。本次中成药集采，平均降价 44.31%，其中银杏叶片降幅最高，由原来的 39.9 元/盒降至 4.8 元/盒，降幅达 87.97%，落地后预计年减轻患者负担和医保基金支出 4.83 亿元。

➢ 杭州明年起实施“试管婴儿”商业医保费用可报销

据浙江日报，明年起，参加杭州市商业补充医疗保险“西湖益联保”的居民，在 2023 年度实施辅助生育的参保市民，将可获得最高 3000 元的报销。辅助生殖技术纳入医疗保险报销政策落地。具体报销方面，在杭州市范围内具有特定辅助生育资质的省、市三甲医疗机构治疗期间，接受胚胎培养和胚胎移植两项治疗的费用，“西湖益联保”给予一定限额的补助，其中胚胎培养费用报销限额为 0.15 万元/年，胚胎移植费用报销限额为 0.15 万元/年。

3.2 重要公告

表 3 重要公告

日期	公司	公告内容
2022/11/26	药明康德	公司于 2022 年 11 月 25 日收到相关股东发出的《减持计划告知函》。因自身资金需求，公司实际控制人控制的股东及与实际控制人签署一致行动协议的股东（以下简称“减持股东”）计划根据市场情况通过集中竞价和/或大宗交易方式减持公司 A 股股份，减持股份数量合计不超过 65,000,000 股，即合计不超过公司截至 2022 年 11 月 24 日总股本的 2.2%。

2022/11/26	泰格医药	关于向 2022 年 A 股限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告：确定首次授予限制性股票的授权日定为 2022 年 11 月 25 日，向 817 名激励对象首次授予 607.9784 万股限制性股票、授予价格为 69 元/股。
2022/11/26	创新医疗	持有公司股份 1,820,584 股（占本公司总股本比例 0.4018%）的公司控股股东一致行动人孙伯仁计划以集中竞价方式减持本公司股份，减持期间自公告之日起十五个交易日后的六个月内，减持数量不超过 1,500,000 股，即不超过公司总股本的 0.3311%。
2022/11/24	博腾股份	关于 2021 年限制性股票激励计划预留授予的第一个解除限售期解除限售条件成就的公告：本次解锁的限制性股票数量为 11.44 万股，占公司总股本的比例为 0.02%，实际可上市流通的股票数量为 10.39 万股，占公司总股本的比例为 0.02%。
2022/11/22	博腾股份	公司 2022 年 8 月 29 日至 2022 年 11 月 21 日，累计通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 2,022,344 股，占公司总股本的 0.37%，最高成交价为 59.15 元/股，最低成交价为 42.09 元/股，成交总额为 99,999,172.81 元（不含交易费用）。
2022/11/22	九洲药业	公司 2020 年激励计划授予的限制性股票第二期解锁暨上市的公告：公司 2020 年限制性股票激励计划第二个解锁期已届满，第二次解锁条件已经成就，同意公司根据 2020 年第一次临时股东大会的授权，按照相关规定为符合解锁条件的 83 名激励对象办理第二次解锁，解锁数量共计 545,700 股，解锁上市日为 2022 年 11 月 25 日。

资料来源：Wind、湘财证券研究所

4 板块观点

4.1 细分板块观点

【CXO 领域】

全球及国内 Biotech 投融资持续活跃推升医药研发投入积极性，全球生物医药领域的投融资热度仍然保持高速增长，不仅体量持续走高，而且增速乐观。全球及国内医药产业投融资持续活跃将有利于推动 Biotech 公司持续加大对研发投入，从而有利于创新药卖水人“CXO”产业健康发展。

国内医药企业研发创新继续推进。带量采购加快了仿制药的降价节奏，仿制药盈利能力下降在所难免，会促进企业加快回归研发创新布局，争取创新产品对老产品进行迭代。2022 年 1 月 30 日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》。《规划》对过去医药工业领域存在的问题进行了归纳并提出提出了具体目标，全行业研发投入年均增长 10%以上；我们认为，医药工业营收及净利润持续稳健增长将成为医药创新投入的重要支撑，在全行业研发投入年均增长 10%以上的目标之下，预计医药工业企业对医药研发投入的积极性将继续高涨，从而有利于创新产业链相关公司发展。

CRO 企业掌握药物发现流量入口，细胞基因治疗或为 CXO 企业再辟新空间。国内 CRO 企业如药明康德、成都先导深度布局 DEL（DNA 编码化合物库）技术，睿智化学布局 FBS、CADD、SBDD 技术。大大加快了潜在药物发现的速度。以上技术大大加快了新药研发进程，也使新药发现技术成为 CRO 企业获得订单的重要流量入口。当前中国细胞基因治疗正处萌芽期，基因治

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

【民营医疗服务】

老龄化下消费型医疗服务继续保持快速增长。我国已步入老龄化社会，且程度继续加深。根据《2020 年中国卫生健康统计年鉴》，2018 年调查地区居民 55-64 岁、65 岁以上人群两周就诊率分别为 32.7%和 42.6%，显著高于 55 岁以下人群，人口老龄化将显著提高医疗服务需求。此外，健康意识的增强及慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施。可支配收入的增长及健康意识的提高，促使医疗市场由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务以积极改善生活质量）。预计民营眼科及口腔等专科需求将持续提升。

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

【ICL】

独立医学实验室检测项目多，技术能力强。相较于医院实验室，ICL 的规模通常较大。ICL 通常拥有更先进的设备及技术上更训练有素的实验室人员，能够以更具成本效益的方式进行专业检测及大量测试。中国独立医学实验室发展起步晚渗透率有望持续提升。尽管增长迅速，但与其他发达国家相比，中国 ICL 市场仍处于起步阶段。ICL 起源于 1920 年代的美国。经过近百年的发展，ICL 已发展成为一个独立运营的医学实验室平台，并且现已成为医疗服务体系中不可或缺的一部分。然而，中国的第一家 ICL 于 1994 年成立，ICL 行业发展相对较晚。

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

在医保控费推行 DRGS 大趋势下，ICL 有望迎来加速发展，建议关注 ICL 龙头公司。

4.2 本周观点

上周杭州发文将辅助生殖纳入杭州商业医保，辅助生殖渗透率有望提升。从此前政策来看，多地已有将辅助生殖纳入医保意向，早在今年 2 月份，北京医保局曾发布通知，拟将门诊治疗中常见的宫腔内人工授精术、胚胎移植术等 16 项辅助生殖技术项目纳入医保；5 月份湖南省医保局回复称将逐步探索将医保能承担治疗性辅助生殖技术按程序纳入医保支付范围；8 月 17 日，国家卫健委、国家发改委等 17 部门印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，首次明确提出，指导地方逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入医保(含生育保险)基金支付范围。此外福建、江苏、广东、江西、四川等十几个省出台三胎政策，其中均提到辅助生殖。目前我国辅助生殖需求大：（1）中国辅助生殖渗透率提升空间大：目前中国辅助生殖渗透率仅为 8.7%，远低于美国 32.5%的渗透率；（2）中国生育力状况恶化，需求基数大：根据弗若斯特沙利文数据，近年来，中国和全球不孕不育症患病率持续走高，中国不孕不育夫妻的数量逐年增加，人数在 2020 年达到了 5,050 万。我们认为随着医保政策落地把辅助生殖纳入报销将推动辅助生殖渗透率提升及医院业务量增长，建议关注布局辅助生殖业务相关公司。

由于近期国内多地疫情散发，多地加强疫情管理使得市场对放开预期转弱，从而影响医药板块表现，但我们认为短期情绪扰动不改医疗服务长期向好趋势，我们维持对医疗服务行业的“增持”评级，建议关注以下三大主线：（1）医药外包服务公司：2022 年下半年新冠药 CDMO 将持续贡献业绩。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司；（2）民营专科医疗服务：国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等消费型专科医疗服务龙头公司；（3）IVD 产业链及下游第三方医学检验实验室:随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升,国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。

5 风险提示

（1）政策变动不确定性；（2）创新药研发投入不及预期；（3）行业及上市公司业绩不及预期风险。

分析师声明

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

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

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

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

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

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

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

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

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