

看好防疫政策调整后的医疗服务修复

——医药月报 22/12

核心观点

- **防疫政策调整后，常规医疗服务恢复+新冠患者，总体医疗需求预计将大幅增长。**参考英国防疫措施放开后的经验，政策放开使得医疗服务明显恢复，但没能恢复至疫情前水平。国内短期正处于疫情传播和重症患者就医的高峰期，乐观预计在1月春节后、2月起逐渐恢复，考虑到疫情后有不少老年人、基础疾病患者本来不需要去医院就诊，感染新冠后病情加重而增加就医，总体医疗需求预计仍将大幅增长。
- **预计国内门诊服务恢复弹性大于住院服务，耳鼻喉科恢复程度在各科室中最强。**中国诊疗服务量受防疫政策压制较大，住院服务表现则相对刚性，因此预计防疫措施放开后门诊服务恢复弹性将大于住院服务。参考和内地面临相似人口问题的香港的分科室就诊数据，恢复程度从高到低依次是耳鼻喉科、外科、精神科、内科、骨科、眼科、妇科、儿科。耳鼻喉科的恢复程度在各专科中最强，可能是因为新冠感染导致的鼻咽部症状带来的诊疗需求较大。
- **12月医药指数表现不及沪深300，相对估值溢价率仍处于低位。**本月沪深300上涨0.48%，生物医药板块下跌2.57%，相对沪深300收益-3.06%。截至2022年12月30日，医药行业一年滚动市盈率为23.41倍，沪深300为11.32倍。医药市盈率相对于沪深300溢价率当前值为106.81%，历史均值为172.48%，当前值较2006年以来的平均值低65.68个百分点，位于历史偏低水平。
- **投资建议：**

看好防疫政策调整后医疗服务的恢复预期，医院急诊、呼吸、感染等相关科室需要的设备及检验增长，1月份我们重点推荐：
(1) 迈瑞医疗：ICU床位建设及新基建相关订单更多在一季度至上半年交付，对公司业绩弹性大，业绩有超预期的可能性；海外渠道建设和售后服务体系建设为海外长期发展打好基础。
(2) 2023Q1 检验量增长，推荐：安图生物、新产业、金域医学、迪安诊断等；
(3) 血制品尤其静丙需求增长，而Q4供给端受影响，推荐天坛生物（采浆确定高增长，新产能投产），上海莱士（资产价值重估）；
(4) 消费医疗复苏，建议关注：体检龙头（美年健康）、眼科（爱尔眼科、爱博医疗）、医美（爱美客、华熙生物）。
- **风险提示：**

疫情反复影响医疗需求的风险；集采降价压力超预期的风险；关键环节产业链的地缘政治风险等。

医药行业

推荐 维持评级

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

刘晖

☎：010-80927650

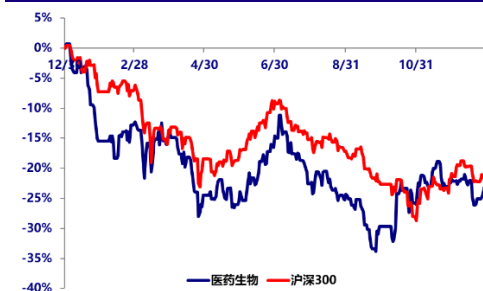
✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080003

特此鸣谢：孟熙

行业数据

2022.12.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

2022-12-02 行业 11 月动态报告：防疫政策优化，短期关注“抗疫工具包”

2022-11-02 行业 10 月动态报告：集采政策影响市场情绪，整体估值仍低

2022-09-30 行业 9 月动态报告：被政策压制较久的必选医疗或有更好表现

2022-09-05 行业 8 月动态报告：研发外包维持高景气，检测受益于全民核酸

2022-08-01 行业 7 月动态报告：医药 Q2 业绩堪忧，警惕业绩期下挫风险

2022-07-06 行业 6 月动态报告：可选消费或引领医药下一阶段反弹方向

2022-06-07 行业 5 月动态报告：猴痘敲响警钟，需加强医疗基础设施建设

2022-04-28 行业 4 月动态报告：一季度医药持仓占比环比提升

2022-03-31 行业 3 月动态报告：“十四五”中医药规划发布，看好长期发展前景

2022-03-08 行业 2 月动态报告：多省市明确辅助生殖纳入医保，渗透率有望提升

目 录

一、放开后医疗服务将复苏，总体医疗需求有望大幅增长	3
（一）防疫措施放开将导致医疗服务复苏	3
（二）医疗服务不一定能复苏至疫情前水平	3
（三）预计门诊服务恢复弹性较大，住院服务相对刚性	4
（四）预计耳鼻喉科的恢复程度比其他专科更强	5
二、市场动态	6
（一）医药板块估值处于偏低水平	6
（二）医药本月表现不及沪深 300	6
三、行业运行数据短期受疫情影响，长期前景看好	8
（一）医药制造业收入增速受疫情影响出现下滑	8
（二）人均医疗费用上升势头被遏制	8
（三）医疗服务量受疫情影响明显	9
（四）医保收支再次受疫情影响，商业健康险收支疲软	11
四、投资建议及重点覆盖的股票	14
五、风险提示	14

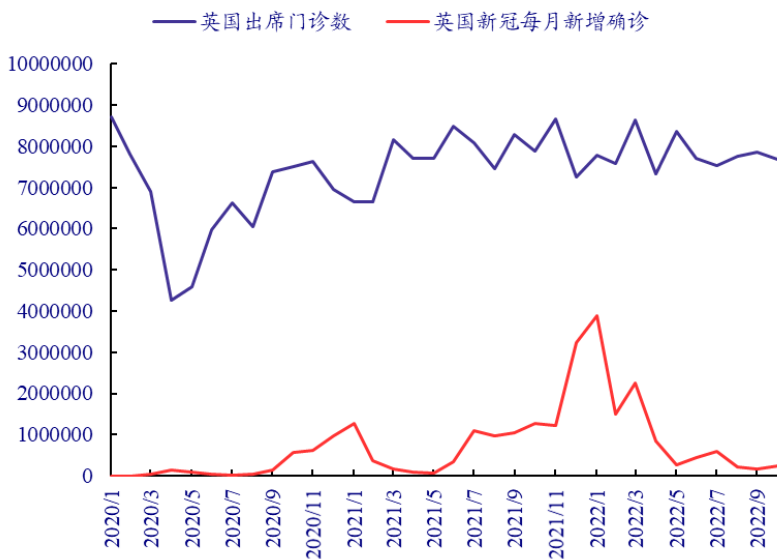
一、放开后医疗服务将复苏，总体医疗需求有望大幅增长

（一）防疫措施放开将导致医疗服务复苏

对比境外放开的经验，英国 NHS 的数据最具有参考价值，原因有如下三点：（1）英国 NHS 数据频率高，且更新时效性好；（2）英国全国政策步调比较统一，而美国各州政策自主性较强，各州放开步调不一致；（3）英国放开较早，放开一段时间后先后遭受了 delta 和 omicron 的冲击，可分别研究防疫措施放开的影响和放开后遭受疫情冲击的影响。

防疫措施放开将导致医疗服务复苏，疫情严重程度对医疗服务总量影响不大。英国应对疫情主要有以下几个主要阶段：（1）2020 年 3-2020 年 5 月，严格防控阶段。（2）2020 年 5 月-2021 年 3 月，逐步放松，但政策有反复。2020 年年底由于 alpha 流行一度收紧政策，但圣诞节期间再度放松，2021 年初再次收紧政策。（3）2021 年 3 月开始，彻底放开，随后从 2021 年下半年到 2022 年上半年分别遭受 delta 和 omicron 冲击。对比英国疫情之后的出席门诊数变化，可发现门诊数量在 2020 年第二季度以及 2021 年初都有过明显下降，对应的正是防疫政策收紧时期；2021 年下半年至今的门诊量保持平稳，表明放开之后 delta 和 omicron 大流行对门诊总量影响不大。综上所述，门诊数量变化主要取决于防疫政策宽松程度，而疫情严重程度对门诊数量影响不大。

图 1.1: 英国出席门诊数和新冠每月新增确诊对比



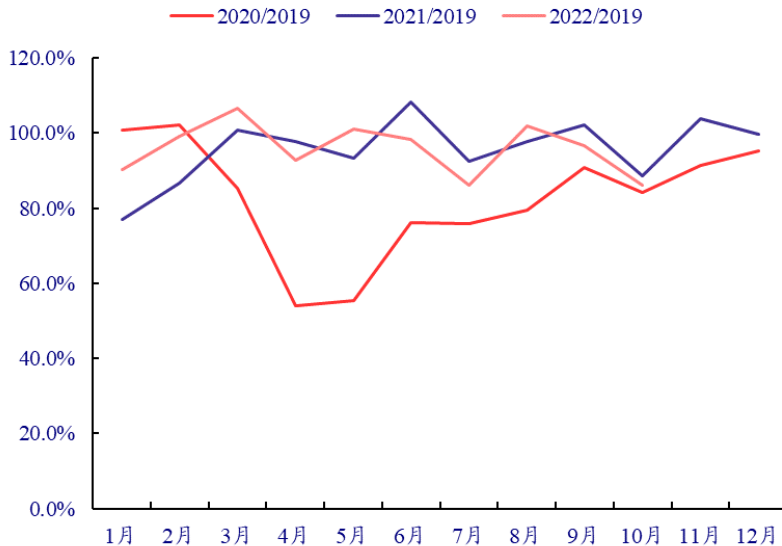
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）医疗服务不一定能复苏至疫情前水平

英国放开后医疗服务仍未恢复至疫情前水平。对比英国放开后门诊量和 2019 年同期门诊量，英国 2021 年门诊量仅为 2019 年的 95.5%，2022 年前 10 个月门诊量仅为 2019 年同期的 95.7%。对比英国各月份门诊量数据，2021 年仅有 4 个月超过 2019 年同期，2022 年前 10 个月仅有 3 个月超过 2019 年同期。考虑到门诊总量中还包含大量的新冠诊疗需求，非新冠的诊

疗需求明显未恢复至 2019 年水平。

图 1.2: 英国 2020-2022 年各月门诊数量与 2019 年同期比值

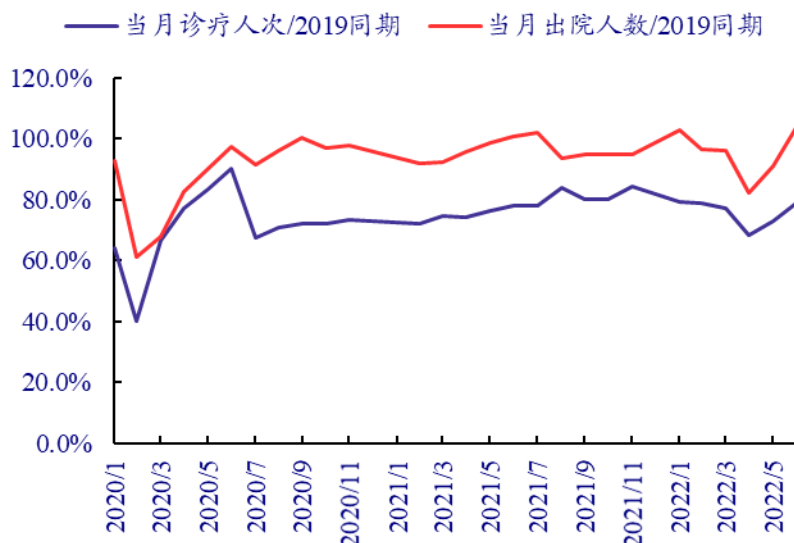


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 预计门诊服务恢复弹性较大, 住院服务相对刚性

预计中国门诊服务恢复弹性大于住院服务。中国诊疗人次受防疫政策压制程度大于住院服务受压制的程度。从 2020 年 7 月至 2022 年 6 月, 单月诊疗人次相比 2019 年同期比值平均值仅为 75.9%, 而单月出院人数相比 2019 年同期比值平均值高达 96.0%。中国诊疗服务量受防疫政策压制较大, 住院服务相对刚性, 预计防疫措施放开后门诊服务恢复弹性大于住院服务。

图 1.3: 中国 2020 年至今月度诊疗人次和出院人数与 2019 年同期比值



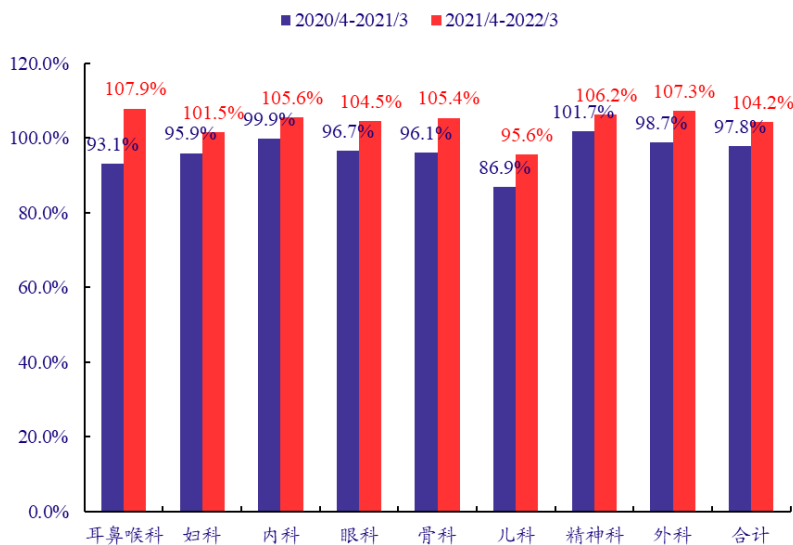
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

(四) 预计耳鼻喉科的恢复程度比其他专科更强

参考香港分科室就诊数据，耳鼻喉科恢复最好，儿科恢复程度最弱。香港各专科恢复程度对内地更具参考价值，因为香港面临的人口结构问题和内地类似。参考香港 2020-2021 财年（香港统计数据财年对应当年 4 月至次年 3 月）分科室就诊数据，恢复程度从高到低依次是耳鼻喉科、外科、精神科、内科、骨科、眼科、妇科、儿科，其中仅有儿科尚未恢复至 2019 年水平。2021 财年恢复程度最强的耳鼻喉科就诊人数高达 2019 财年的 107.9%；2021 财年恢复程度最弱的儿科就诊人数仅为 2019 财年的 95.6%。香港耳鼻喉科增长最快，可能是因为新冠感染导致的鼻咽部症状诊疗需求较多。香港儿科恢复最差则是因为不断下降的出生人数，在疫情前香港儿科诊疗人数已显疲态，香港 2021 年出生率已连续 7 年下降，创有历史记录以来的 56 年新低。

图 1.4: 香港 2020-2021 财年各专科就诊人数相比 2019 财年比值



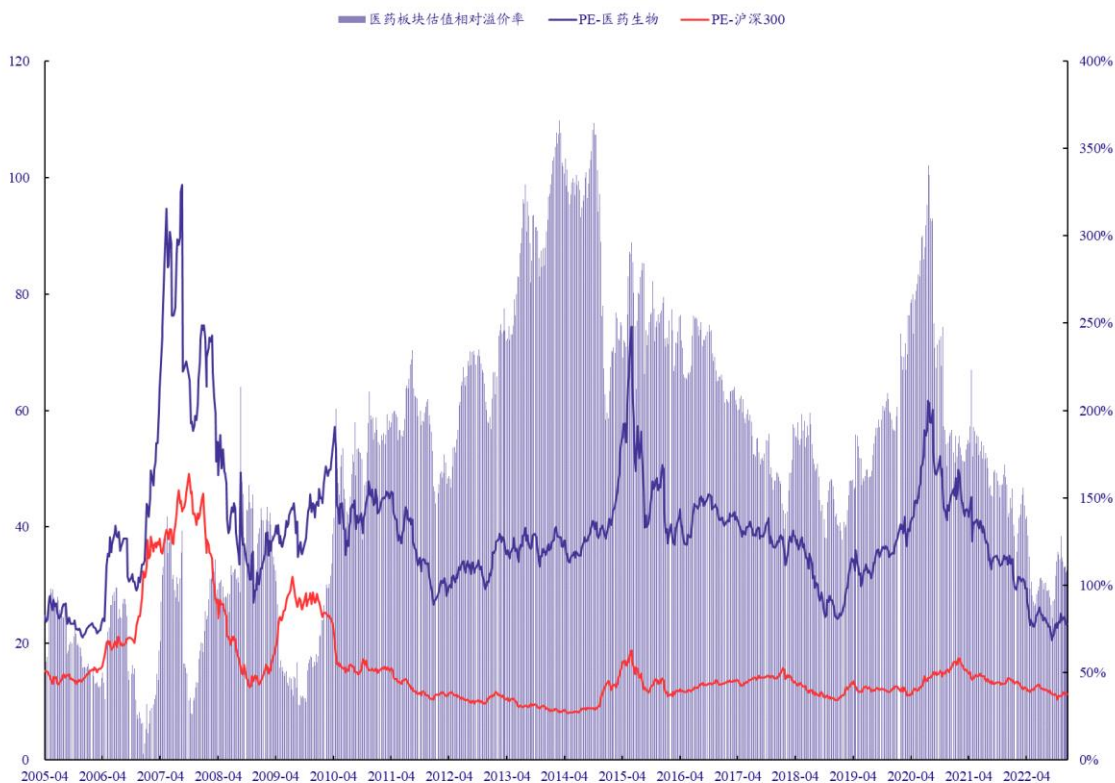
资料来源：香港医管局，中国银河证券研究院

二、市场动态

(一) 医药板块估值处于偏低水平

截至 2022 年 12 月 30 日，医药行业一年滚动市盈率为 23.41 倍，沪深 300 为 11.32 倍。医药股市盈率相对于沪深 300 溢价率当前值为 106.81%，历史均值为 172.48%，当前值较 2006 年以来的平均值低 65.68 个百分点，位于历史偏低水平。

图 2.1: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比

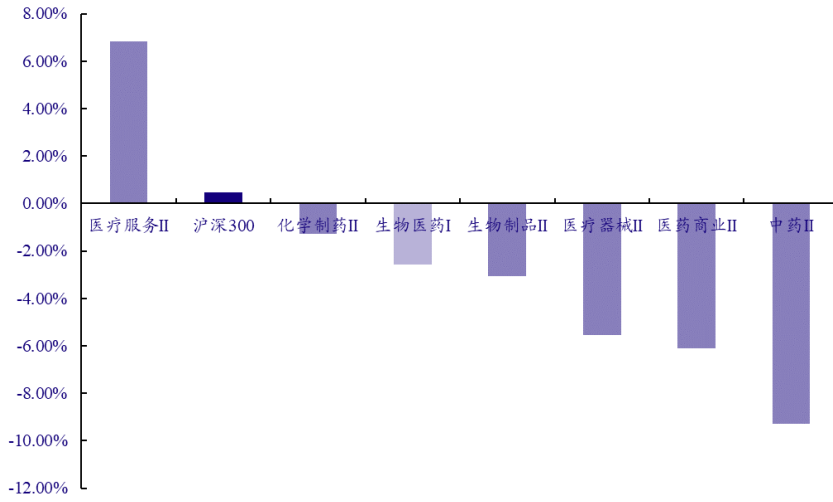


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 医药本月表现不及沪深 300

本月沪深 300 上涨 0.48%，生物医药板块下跌 2.57%，相对沪深 300 收益-3.06%。申万生物医药二级分类中，涨幅最大的是医疗服务 II 子板块，上涨 6.84%，跌幅最大的是中药 II 子板块，下跌 9.28%。

图 2.2: 本月医药各子行业涨跌幅



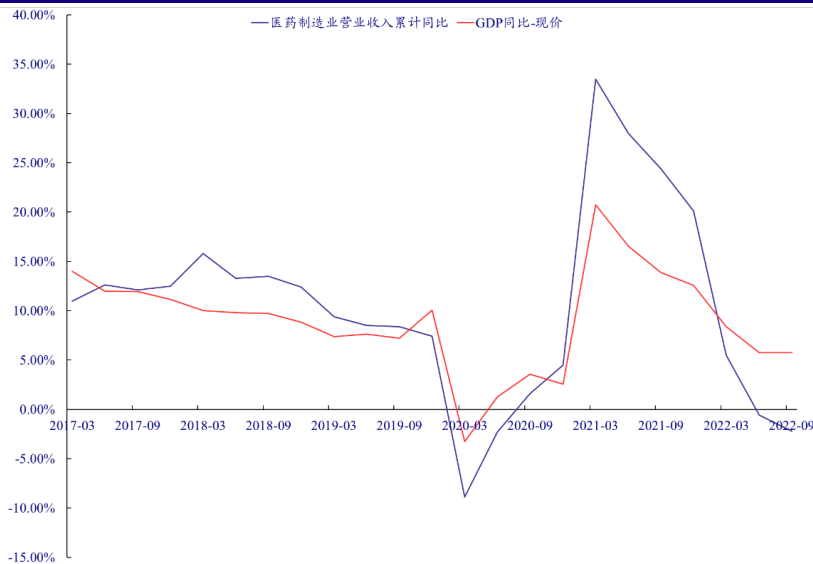
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、行业运行数据短期受疫情影响，长期前景看好

(一) 医药制造业收入增速受疫情影响出现下滑

近 10 年来，我国人民物质生活的改善，带动了持续不断的医疗升级需求，医药行业常年保持快于 GDP 增速的增长。医疗需求一方面来自于人口增加带来的基本医疗需求，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。随着基数增大，我国医药制造业主营增速逐渐放缓，但仍然保持快于 GDP 的增速。同时，17、18 年收入增速提高与两票制下“低开转高开”有较大关系。2020 前三季度受疫情冲击影响，医疗机构作为高风险地区纷纷限制营业，其他传染病也因为防疫措施得到遏制，医药需求出现下滑，医药制造业收入增速大幅回落并低于 GDP 增速，至 2020 年第四季度才再次反超 GDP 现价累计增速。2021 年医药制造业收入增速强劲复苏，且保持高于 GDP 的增速。2022 年以来医药制造业收入增速已回落至-2.20%，主要是由于今年以来疫情影响以及去年的高基数。

图 3.1: 中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算）

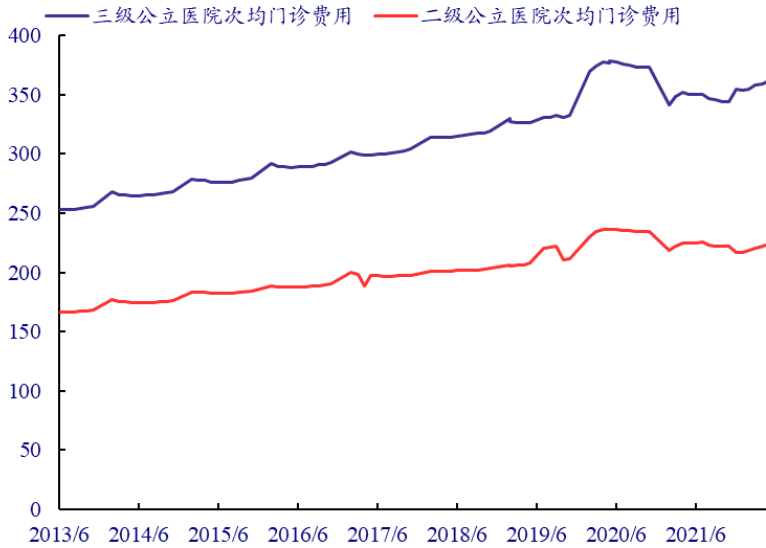


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

(二) 人均医疗费用上升势头被遏制

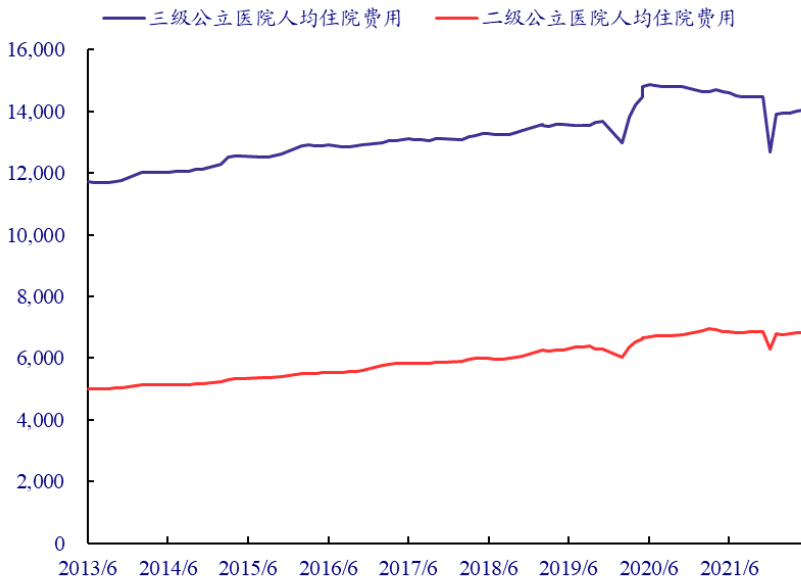
2020 年下半年开始，门诊费用和住院费用上升势头被遏制。从 2013 年 6 月至 2022 年 6 月，中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中，次均门诊费用从 253.0 元和 166.3 元分别提高到 362.2 元和 223.9 元；人均住院费用从 11717.2 元和 5016.3 元分别提高到 14033.8 元和 6820.5 元。整体而言，门诊费用和住院费用大部分时间都在稳步上升，2020 上半年更是因为疫情短暂冲高，但是自 2020 年下半年起，该上升势头被遏制，说明医改控费卓有成效。

图 3.2: 次均门诊费用统计 (元)



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 3.3: 人均住院费用统计 (元)



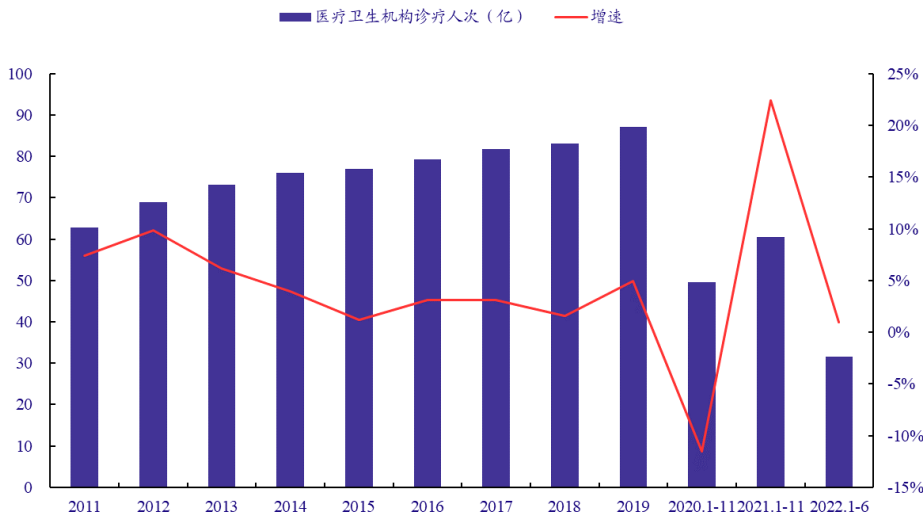
资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

(三) 医疗服务量受疫情影响明显

2022 年 1-6 月医疗服务增速回落显示疫情影响。2022 年 1-6 月医疗机构诊疗人次达 31.6 亿人次, 同比上升增长 1.0%; 出院人数达 12108.4 万人, 同比增长 0.1%。自 2016 年至 2019 年, 医疗机构服务数据增速维持低位运行。2020 年受新冠疫情影响, 医疗服务数据大幅下滑,

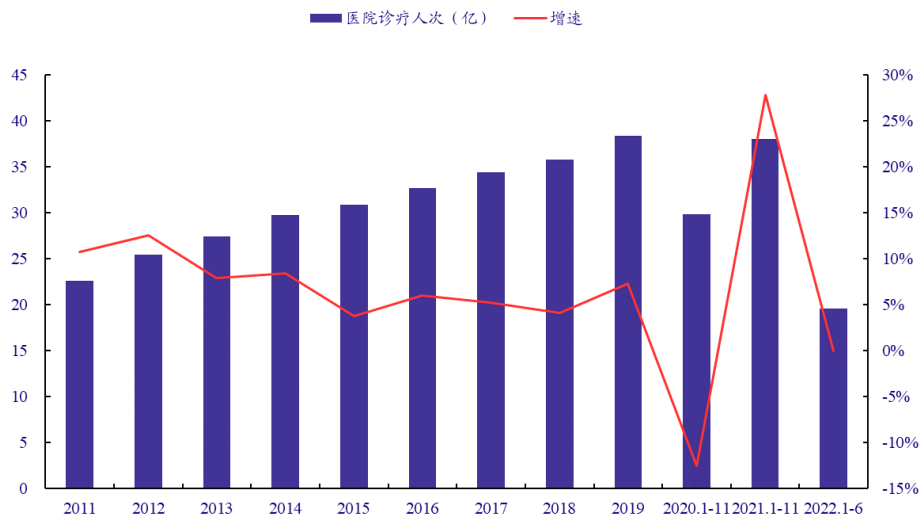
2021 年医疗服务数据大幅反弹，但 2022 年初以来的数据已经体现出新冠疫情的压制。

图 3.4: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



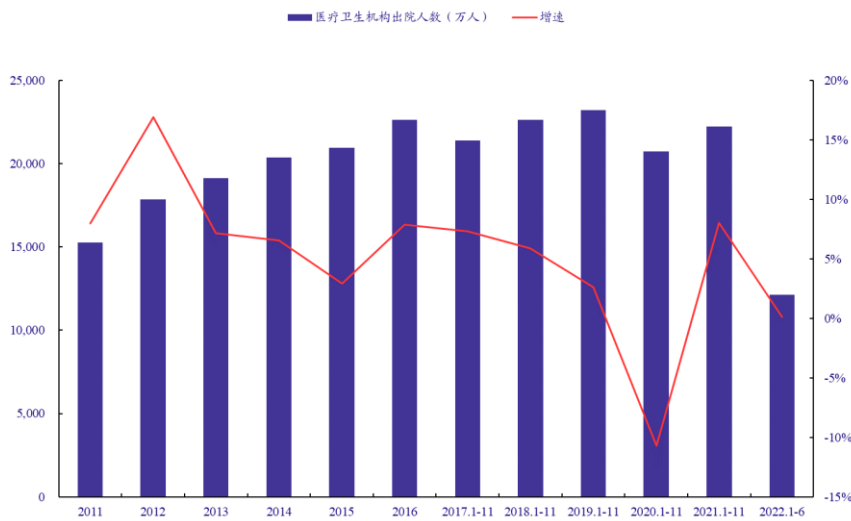
资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 3.5: 全国医院诊疗人次变化情况



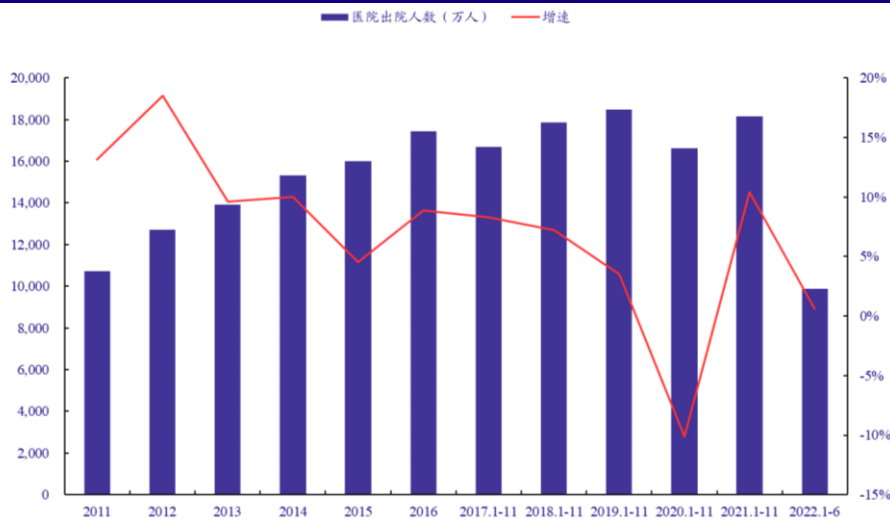
资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 3.6: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 3.7: 全国医院出院人数变化情况

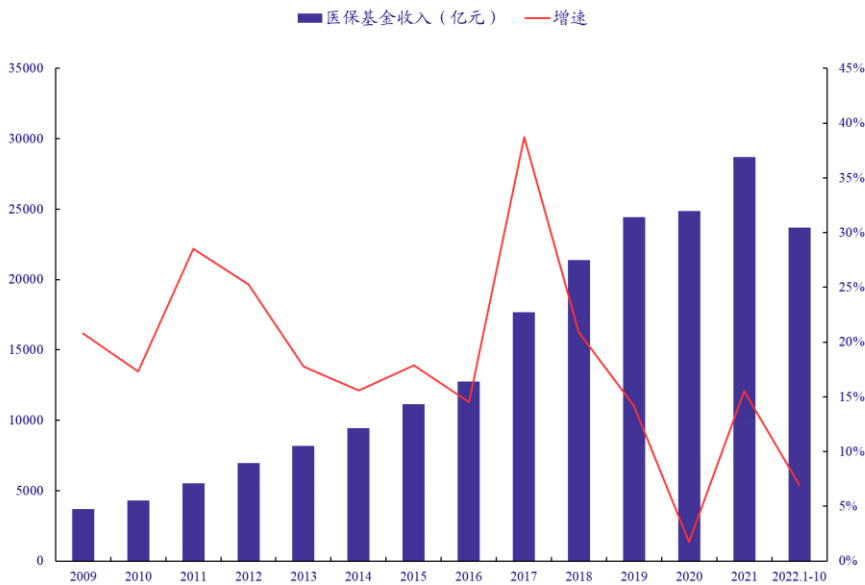


资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

(四) 医保收支再次受疫情影响，商业健康险收支疲软

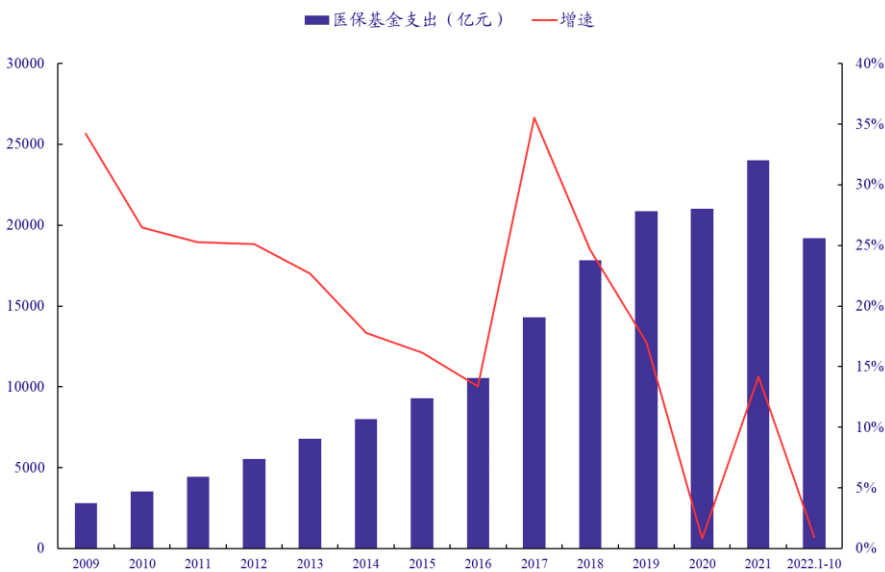
2022年1-10月医保收入23677.15亿元，同比增长6.9%；医保支出19187.16亿元，同比增长0.9%。2022年初疫情再次抬头，医保收支增长再次承压。在疫情严重期间，医保收入增速预计会有较大幅度下滑，主要是因为疫情期间企业经营困难以及“减税降费”等纾困举措；医保支出同比微增，主要是去年同期有新冠疫苗及接种费用，以及近年疫情期间防疫措施导致医疗机构服务量大幅下滑。

图 3.8: 2009-2022.10 医保基金收入



资料来源: 医保局, 中国银河证券研究院

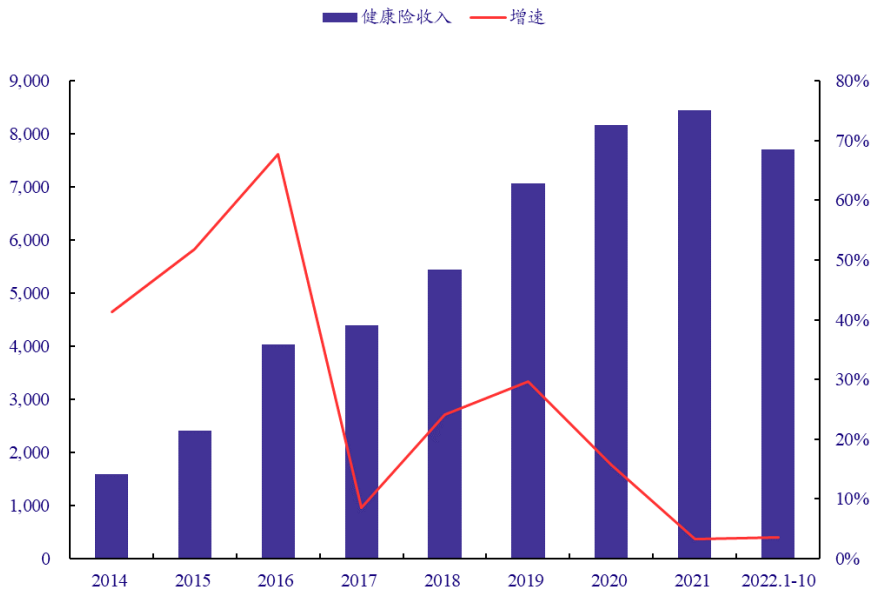
图 3.9: 2009-2022.10 医保基金支出



资料来源: 医保局, 中国银河证券研究院

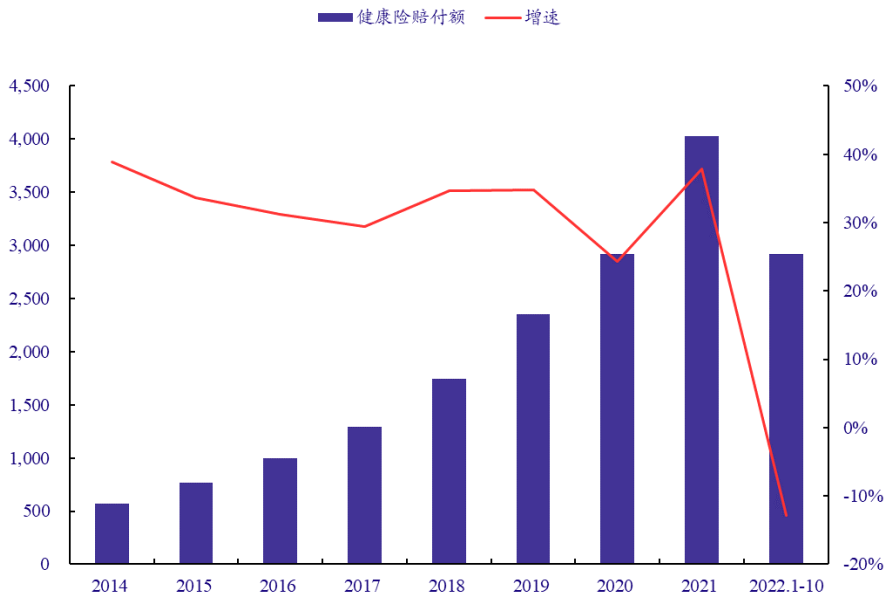
2022年1-10月, 健康险筹资额 7699.20 亿元, 同比微增 3.54%; 赔付额 2920.09 亿元, 同比下降 12.87%。健康险筹资额和赔付额增速大幅下滑, 除疫情直接影响外, 也表明居民收入水平已受到疫情较大冲击。

图 3.10: 健康险筹资额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

图 3.11: 健康险赔付额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

四、投资建议及重点覆盖的股票

投资建议：关注防疫政策变化以及国内新冠疫情进展，感染患者快速增加将对相关产品需求大增，从预防、诊断及治疗三条路径分别关注相关标的：（1）迈瑞医疗：ICU 床位建设及新基建相关订单更多在一季度至上半年交付，对公司业绩弹性大，业绩有超预期的可能性；海外渠道建设和售后服务体系建设为海外长期发展打好基础。（2）2023Q1 检验量增长，推荐：安图生物、新产业、金域医学、迪安诊断等；（3）血制品尤其静丙需求增长、而 Q4 供给端受影响，推荐天坛生物（采浆确定高增长，新产能投产），上海莱士（资产价值重估）；（4）消费医疗复苏，建议关注：体检龙头（美年健康）、眼科（爱尔眼科、爱博医疗）、医美（爱美客、华熙生物）。

我们当前重点覆盖的股票集中在检测/IVD、医疗设备、医美等方向。我们看好政策加速医疗设备国产替代的趋势，看好检测和诊断的常规业务从疫情影响中恢复的可能，看好医美等长坡厚雪的偏消费领域。

表 4.1: 重点覆盖公司

代码	公司	推荐理由
603882.SH	金域医学	ICL 行业符合医保控费提质的政策诉求，DRGs 政策利好 ICL 龙头。
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械龙头企业，高端化、多元化、全球化的发展战略有助于公司成长为全球医疗器械龙头。
603658.SH	安图生物	国产化学发光龙头，以全自动流水线为核心的全品类扩张支撑公司未来可持续发展，内生高速增长的确性强。
300832.SZ	新产业	国产化学发光龙头，高端机型持续放量装机带动业务高增长。
300482.SZ	万孚生物	国内 POCT 诊断龙头企业之一，后续随着疫情恢复，国内及海外市场同时发力，长期前景依然良好。
300685.SZ	艾德生物	此前未及需求或将带动肿瘤检测复苏，公司作为伴随诊断行业的龙头企业，有望承接大量检测需求。
688677.SH	海泰新光	国内领先的医用内窥镜器械和光学产品生产商，具备全套完备产业链，有望持续受益于高端医疗设备国产替代大趋势。
688363.SH	华熙生物	全球领先的透明质酸产业龙头，“原料+功能护肤+医疗终端+功能性食品”四轮驱动，品牌矩阵丰富，研发实力强劲。
300896.SZ	爱美客	国内医美龙头企业，核心产品嗨体稳健增长，濡白天使等高附加值产品加速放量，在研管线有序推进。
688139.SH	海尔生物	国内生物安全低温存储龙头，领先的低温存储技术和物联网解决方案为公司持续增长提供动力。
301015.SZ	百洋医药	发展思路清晰，以专业化的医药品牌运营迎接国内创新药发展浪潮，医药 CSO 业务在国内有较好的市场前景。
600161.SH	天坛生物	国内血制品龙头企业，随着国内新冠疫情逐步得到控制，血制品终端需求有望恢复增长。

资料来源：中国银河证券研究院

五、风险提示

疫情反复影响诊疗秩序的风险；医疗“新基建”政策落地不及预期的风险；医保控费降价力度超预期的风险；创新型药械研发失败的风险等。

插图目录

图 1.1: 英国出席门诊数和新冠每月新增确诊对比	3
图 1.2: 英国 2020-2022 年各月门诊数量与 2019 年同期比值	4
图 1.3: 中国 2020 年至今月度诊疗人次和出院人数与 2019 年同期比值	4
图 1.4: 香港 2020-2021 财年各专科就诊人数相比 2019 财年比值	5
图 2.1: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比	6
图 2.2: 本月医药各子行业涨跌幅	7
图 3.1: 中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比 (现价计算)	8
图 3.2: 次均门诊费用统计 (元)	9
图 3.3: 人均住院费用统计 (元)	9
图 3.4: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况	10
图 3.5: 全国医院诊疗人次变化情况	10
图 3.6: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况	11
图 3.7: 全国医院出院人数变化情况	11
图 3.8: 2009-2022.10 医保基金收入	12
图 3.9: 2009-2022.10 医保基金支出	12
图 3.10: 健康险筹资额 (亿元) 及增速	13
图 3.11: 健康险赔付额 (亿元) 及增速	13

表格目录

表 4.1: 重点覆盖公司	14
---------------------	----

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@ChinaStock.com.cn