

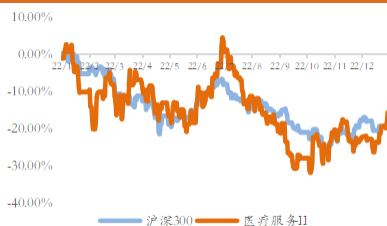
# 疫后复苏开启，看好诊疗恢复与“创新”重启

## 相关研究：

- 1.《“创新”继续、关注“消费”复苏与“国产替代”》  
2022.06.27
- 2.《细胞基因治疗 CDMO 未来可期》  
2022.11.23

## 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	6	10	2
绝对收益	7	11	-16

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621)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楼湘财证券研究所

## 核心要点：

### □ 医药板块表现居中，医改持续推进但政策边际缓和下看“创新”

2022 年受政策压制以及疫情导致的行业基本面下行等因素影响医药板块整体表现较弱，但疫情产业链表现突出。虽然医药工业受疫情影响较大，但上市公司业绩明显表现更优。在医改持续推动之下集采已常态化，新药研发热度继续，虽然医保压力犹存，但政策已出现边际缓和迹象，尤其有利于创新药械及创新诊疗项目。

### □ “创新”产业链 CXO 景气依旧，CGT CDMO 为行业发展再添动力

2022 年 CXO 板块继续保持高景气，尤其布局后端 CDMO 业务的相关公司在新冠药 CDMO 业务刺激下营收及利润增速表现突出。预计国内外医药研发支出将继续增长以及医药研发外包渗透率持续提升将成为 CXO 产业发展的重要支撑。此外，医药外包服务公司紧跟前沿技术，细胞基因治疗的崛起也将为行业发展提供新的增长点。

### □ 老龄化下医疗服务需求持续提升，防疫政策优化医疗需求有望复苏

老龄化下消费型医疗服务继续保持快速增长，社会办医比例稳中有升，民营医疗的成长大势所趋，尤其是眼科、口腔等专科医疗服务发展势头好。2022 年部分医疗服务项目开展受阻影响行业短期基本面，预计随着疫情防控政策的持续优化，民营医疗服务的诊疗需求也有望快速恢复。

### □ 政策鼓励 IVD 创新发展，常规检测疫后恢复，抗原检测需求旺盛

中国 IVD 行业的增长速度远高于全球不到 5% 的增速。IVD 政策端鼓励产品创新和技术升级，体外诊断中高端领域外占比大，中部及头部国产企业将和国际 IVD 巨头竞争，有望加速国产替代。在新冠疫情之下，核酸检测的常态化以及居家抗原检测获批普及促使相关公司在 2022 年业绩表现出众，随着疫情管控逐步优化，居家抗原检测有望替代核酸检测。

### □ 2023 投资展望：估值优势明显，疫后复苏三大主线优中选优

医药板块经过一年的调整，目前估值已经回落至近十年底部位置，极具配置价值。2023 年随着疫情防控优化，CXO 相关公司与下游客户商业活动将逐步修复，“创新”产业链热度有望重启；随着疫情防控政策逐步优化，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；随着防疫政策优化，居家抗原检测将成为常态且常规医疗恢复也将为行业成长注入动力。我们维持对 IVD&医疗服务行业的“增持”评级，建议在以下三大主线中优选细分方向：

(1) 创新产业链 CXO: 临床 CRO 龙头与布局细胞基因治疗的后端 CDMO 公司；(2) 民营专科医疗服务: 受益于“消费”复苏的口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司；(3) IVD 产业链: 受益于诊疗恢复的化学发光、POCT、分子诊断 PCR 相关公司及产业链下游 ICL。

### □ 风险提示

(1) 医保控费执行力度超预期；(2) 药企研发投入下降；(3) 民营医院医疗事故风险；(4) 新冠疫情反复导致的风险。

## 正文目录

1 估值回落，政策边际缓和.....	4
1.1 医药板块表现居中，疫情受益表现优秀.....	4
1.2 上市公司业绩好于医药工业，细分行业现分化.....	5
1.3 医改继续，政策边际缓和.....	7
2 CXO 持续高景气，CGT CDMO 再添看点.....	15
2.1 医药研发投入稳健增长，医药外包渗透率持续提升.....	15
2.2 CXO 业绩保持较高增速，成长确定性强.....	17
2.3 细胞基因治疗 CDMO 再添看点.....	18
3 民营医疗服务：疫后复苏关注专科民营医院.....	24
3.1 疫情反复阶段性影响，防疫优化需求有望反弹.....	25
3.2 老龄化下民营医疗服务成长性好.....	26
3.3 政策友好，眼科、口腔等市场空间大.....	28
4 体外诊断：常规检测疫后恢复，抗原检测需求旺盛.....	32
4.1 行业特点：增速快、外资占比大、内资集中度低.....	32
4.2 疫后诊疗恢复，看好中高端领域细分技术.....	33
4.3 新冠刺激板块公司快速成长，下半场关注抗原检测.....	35
5 2023 投资展望：估值优势明显，疫后复苏可期.....	37
5.1 高位回落，已具估值优势.....	37
5.2 疫后复苏，三大主线优中选优.....	38
6 风险提示.....	39

## 图表目录

图 1 截至 12 月 18 日各行业 2022 年涨跌幅.....	4
图 2 我国规模医药工业营业收入及增速 .....	6
图 3 我国规模医药工业营业利润及增速 .....	6
图 4 2015-2022Q1-Q3 医药板块营收及增速 .....	6
图 5 2015-2022Q1-Q3 医药板块归母净利及增速.....	6
图 6 围绕三医联动继续推进医药、医疗、医保改革 .....	7
图 7 近年临床试验登记平台登记临床总数.....	9
图 8 2017-2021 年创新药 IND 受理量（件） .....	10
图 9 2017-2021 年创新药 NDA 受理量（件） .....	10
图 10 2017-2021 年创新药 IND 批准量（件） .....	10
图 11 2017-2021 年创新药 NDA 建议批准量（件） .....	10
图 12 2010 年至 2021 年医保基金收入、支出及增长.....	11
图 13 2010 年至 2021 年医保累计结余情况.....	11
图 14 各批集采药品采购品种数.....	11
图 15 各批集采平均降幅趋缓.....	11
图 16 北京医保局 DRG 付费除外支付管理办法利好创新药械及诊疗项目 .....	13
图 17 国家卫健委财政贴息贷款要点.....	14
图 18 全球研发投入规模及增长情况（亿美元） .....	15
图 19 中国研发投入规模及增长情况（亿美元） .....	15
图 20 中国 CRO 外包比例情况.....	16
图 21 美国 CRO 外包比例情况.....	16
图 22 全球外包份额按地区划分占比.....	16
图 23 细胞与基因治疗正处于萌芽期.....	19
图 24 细胞基因治疗 CRO 业务内容.....	19
图 25 细胞基因治疗 CDMO 业务内容.....	20
图 26 细胞基因治疗工艺复杂、发展时间短、人才要求高.....	20
图 27 细胞基因治疗药企选择 CDMO 企业情况 .....	21
图 28 中国 CGT 领域融资交易情况（百万美元） .....	22
图 29 2022H1 全球医药生物投融资细胞基因治疗活跃度居前.....	22
图 30 2021 年全球累计在研基因治疗临床试验超过 1700 项 .....	22
图 31 各国基因治疗项目数对比.....	23
图 32 全球基因治疗 CRO 市场规模及预测.....	23
图 33 中国基因治疗 CRO 市场规模及预测.....	23
图 34 全球基因治疗 CDMO 市场规模及预测.....	24
图 35 中国基因治疗 CDMO 市场规模及预测.....	24
图 36 2020 全球基因治疗 CDMO 竞争格局（亿美元） .....	24
图 37 2020 国内基因治疗 CDMO 竞争格局（亿元） .....	24
图 38 全国诊疗人次变化情况.....	25
图 39 疫情管控持续优化.....	26
图 40 我国 65 岁以上人口占比逐年上升.....	27

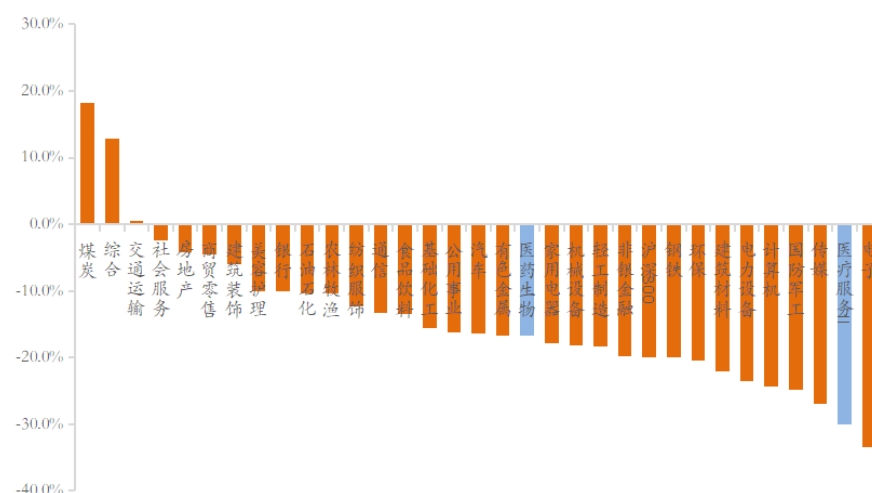
图 41 2018 年中国调查地区居民两周就诊率 .....	27
图 42 中国消费型医疗支出占比呈上升趋势 .....	27
图 43 2015-2021 年公立、民营医院数量 (个) .....	28
图 44 2014-2024E 年公立及民营医院收入情况 .....	28
图 45 中国眼科医疗机构门诊就诊人次 (百万次) .....	30
图 46 我国眼科医疗服务规模及增速 .....	30
图 47 我国口腔专科医院诊疗人次 (万人) 及增速 .....	30
图 48 我国口腔医疗服务规模及增速 .....	30
图 49 中国 IVD 市场规模 (亿元人民币) .....	32
图 50 2017 年国内 IVD 生产企业市场份额 .....	33
图 51 2019 年国内 IVD 各细分领域增长对比 .....	33
图 52 IVD 中游产业格局 .....	34
图 53 中国 IVD 产业的技术生命周期 .....	34
图 54 2018 年国内 IVD 不同细分领域市场规模与增速 .....	35
图 55 新冠核酸检测及抗原检测技术路径 .....	36
图 56 近一年医药各子版块 PE 概况 .....	38
图 57 近一年医药各子版块 PB 情况 .....	38
图 58 2012 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况 .....	38
图 59 疫后复苏, 看诊疗恢复与“创新”重启 .....	39
表 1 医药各子版块 2022 年度涨跌幅 .....	4
表 2 2022 医药生物涨跌幅前十名上市公司 .....	5
表 3 医药板块营收、归母净利增速情况 .....	6
表 4 2022 年医改重点任务 .....	7
表 5 2022 年医药行业政府工作重点 .....	8
表 6 政策缓和, 创新药械降价压力小 .....	12
表 7 医疗服务板块 CXO 公司 2022Q1-Q3 业绩情况 .....	17
表 8 主要 CXO 公司员工数变动 (单位: 人) .....	17
表 9 《NATURE》评选的年度具有重大影响的生物技术 .....	18
表 10 民营医院 2022Q1-Q3 业绩表现情况 .....	25
表 11 近年部分支持社会办医文件 .....	29
表 12 允许放宽种植牙医疗服务价格整体调控目标的若干情形 .....	31
表 13 部分 IVD 板块公司 2022Q1-Q3 业绩情况 .....	35
表 14 医学检验实验室相关公司 2022Q1-Q3 业绩情况 .....	36
表 15 新冠核酸检测与抗原检测对比 .....	37

## 1 估值回落，政策边际缓和

### 1.1 医药板块表现居中，疫情受益表现优秀

2022 年受政策压制以及疫情导致的行业基本面下行等因素影响医药板块整体表现较弱，截至 2022 年 12 月 18 日，医药生物行业报收 9439.72 点，下跌 21.50%，对比各一级行业全年涨跌幅来看，在全行业中按涨幅由大到小排名第 19 位，排名居中，跑赢沪深 300 指数 1.00 个 pct。医疗服务报收 9572.29 点，下跌 33.14%，跑输沪深 300 指数 10.65%。

图 1 截至 12 月 18 日各行业 2022 年涨跌幅



资料来源：Wind、湘财证券研究所

医药子板块分化较大，医疗服务跌幅居前。2022 年受疫情管控叠加新医改医保支出“腾笼换鸟”大背景，医药细分子板块分化依旧明显。从涨跌特点上来看，医药商业 (+0.36%)、中药板块 (-12.65%) 涨幅居前，主要原因是防疫政策优化后防疫药械需求大幅提升相关的药店、医药配送企业及中药抗疫药品业绩受益；医疗服务 (-33.14%)、生物制品 (-30.06%) 跌幅较大，其中医疗服务跌幅居首，主要是受板块内医药外包服务相关公司受医药投融资下滑及疫情下业务开展受影响，民营医院相关公司受全年疫情防控政策较严，院端就诊受阻影响较大。

表 1 医药各子版块 2022 年度涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		2022 年以来	2020 年以来
医药生物	9439.72	-21.50	-21.56
医疗服务	8317.34	-33.14	-36.13
中药	8000.50	-12.65	24.09
化学制药	10810.26	-15.44	-16.12



生物制品	8978.66	-30.06	-39.64
医药商业	6998.95	0.36	-9.52
医疗器械	8299.69	-22.32	-24.52

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2022 年 12 月 18 日

**疫情产业链表现突出。**剔除部分次新股和\*ST 股涨幅位列医药板块前十的公司中主要是受益于新冠疫情的新华制药、众生药业、中国医药等。跌幅居前的公司有洁特生物、欧林生物、赛伦生物等。

**表 2 2022 医药生物涨跌幅前十名上市公司**

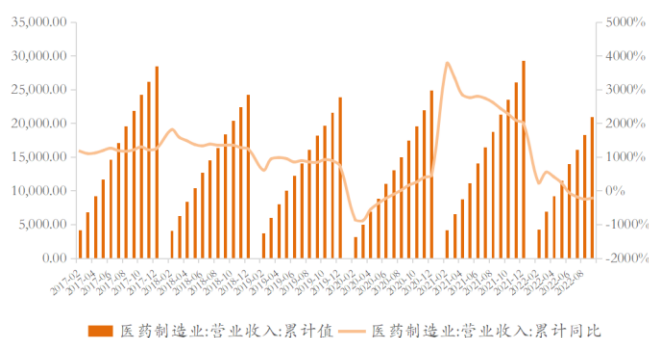
涨幅前十				跌幅前十			
序号	代码	简称	涨幅 (%)	序号	代码	简称	跌幅 (%)
1	000756.SZ	新华制药	171.08	1	688026.SH	洁特生物	-61.43
2	002317.SZ	众生药业	126.02	2	688319.SH	欧林生物	-61.27
3	688091.SH	上海谊众-U	111.51	3	688163.SH	赛伦生物	-60.60
4	600056.SH	中国医药	106.04	4	301201.SZ	诚达药业	-60.23
5	688351.SH	微电生理-U	101.29	5	688739.SH	成大生物	-59.23
6	688331.SH	荣昌生物	89.74	6	301111.SZ	粤万年青	-59.09
7	603122.SH	合富中国	88.40	7	603520.SH	司太立	-57.35
8	603676.SH	卫信康	74.35	8	688613.SH	奥精医疗	-57.19
9	688212.SH	澳华内镜	74.01	9	301166.SZ	优宁维	-55.27
10	300633.SZ	开立医疗	72.26	10	300677.SZ	英科医疗	-55.27

资料来源：Wind、湘财证券研究所 截至 2022 年 12 月 18 日 剔除部分次新股和\*ST 股

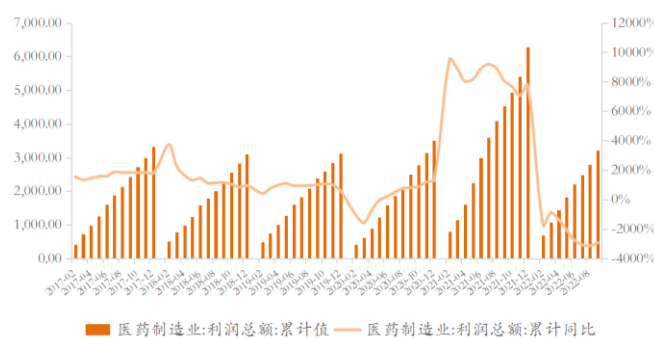
## 1.2 上市公司业绩好于医药工业，细分行业现分化

### 1.2.1 医药工业受疫情影响营收及利润双降

在复杂多变的经济形势和竞争加剧的市场环境下，随着医改的深化，医保控费药品零加成、药品集中采购、两票制等政策措施的加快推进及医药行业转型升级结构调整的不断深入，我国医药行业进入整体增速放缓的新常态。2020 年受新冠疫情影响行业年初营收及利润出现负增长，之后逐步回升，2022 年我国多地疫情反复，对医药工业影响较大，根据国家统计局数据，2022 年 Q1-Q3 我国医药工业实现累计收入 20970.5 亿元，同比下降 2.2%，增速低于全国工业整体收入增速 10.4 个百分点；利润总额 3203.8 亿元，同比下降 29.3%，增速低于全国工业整体利润增速 27.0 个百分点。医药工业增速总体虽然受疫情影响营收及利润出现下滑，但预计随着新冠疫情防疫政策优化，医疗需求有望迅速恢复。

**图 2 我国规模医药工业营业收入及增速**


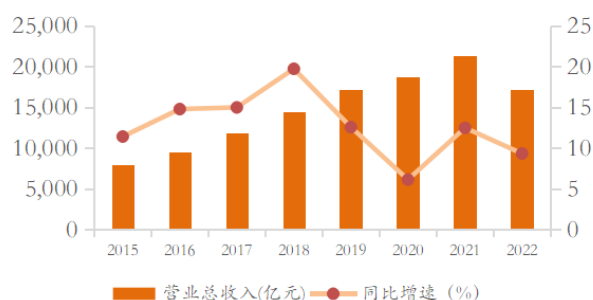
资料来源：Wind、国家统计局、湘财证券研究所

**图 3 我国规模医药工业营业利润及增速**


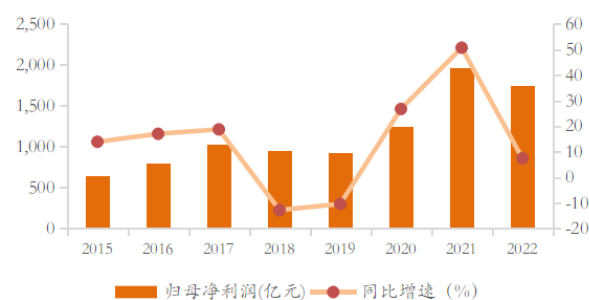
资料来源：Wind、国家统计局、湘财证券研究所

### 1.2.2 医药板块业绩稳定增长，医疗服务、医疗器械表现出色

2022 前三季度医药板块受疫情影响行业增速有所放缓，但上市公司业绩显著优于医药工业整体水平。医药行业上市公司 Q1-Q3 实现营业收入 1.72 万亿元，同比增长 9.3%，实现归母净利润 1747.4 亿元，同比上升 7.5%，营收及利润双增长。

**图 4 2015-2022Q1-Q3 医药板块营收及增速**


资料来源：Wind、湘财证券研究所 2022 年为 Q1-Q3 数据

**图 5 2015-2022Q1-Q3 医药板块归母净利润及增速**


资料来源：Wind、湘财证券研究所 2022 年为 Q1-Q3 数据

2022 年前三季度各细分板块中医疗服务板块、医疗器械营收及利润增长表现较为亮眼。从医药生物细分子行业看，2022 前三季度出现了一定的分化，生物制品、医疗服务和医疗器械业绩表现突出，主要是由于疫情的加速推动，尤其医疗服务板块中 CXO 行业新冠药 Paxlovid 订单兑现业绩，医疗器械板块中 IVD（体外诊断）相关公司核酸检测和抗原自检兑现业绩推动行业营收及净利的持续高速增长。

**表 3 医药板块营收、归母净利润增速情况**

板块	营收 YoY				归母净利润 YoY			
	2019	2020	2021	2022Q1-Q3	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
医药生物	12.58%	6.14%	12.49%	9.34%	-10.37%	26.79%	50.76%	7.49%
医疗服务	14.92%	14.54%	32.49%	35.20%	-143.42%	828.88%	30.21%	59.56%

中药	9.08%	-4.34%	8.63%	1.74%	-30.48%	-104.23%	1470.35%	-8.77%
化学制药	10.19%	-3.66%	7.96%	3.53%	3.66%	17.74%	11.60%	-3.12%
生物制品	20.24%	8.66%	31.69%	-2.11%	44.02%	36.29%	47.25%	-21.33%
医药商业	15.16%	8.37%	11.38%	11.36%	-8.05%	6.89%	4.92%	1.02%
医疗器械	13.51%	50.81%	11.40%	10.39%	13.89%	134.08%	5.89%	27.41%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 1.3 医改继续，政策边际缓和

### 1.3.1 三医联动下的医改继续

2022 年 5 月 25 日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》（以下简称《任务》），明确了 2022 年深化医改总体要求、重点任务和工作安排。2022 年医改工作主要包括四个方面，即加快构建有序就医和诊疗新格局；深入推广三明医改经验；着力增强公共卫生服务能力；推进医药卫生高质量发展。同时围绕主要内容《任务》提出了二十一项具体举措。

图 6 围绕三医联动继续推进医药、医疗、医保改革

01 加快构建有序就医和诊疗新格局	02 深入推广三明医改经验	03 着力增强公共卫生服务能力	04 推进医药卫生高质量发展
1、发挥国家医学中心、国家区域医疗中心的引领辐射作用。 2、发挥省级高水平医院的辐射带动作用。 3、增强市县级医院服务能力。 4、提升基层医疗卫生服务水平。 5、持续推进分级诊疗和优化就医秩序。	6、加大三明医改经验推广力度。 7、开展药品耗材集中带量采购工作。 8、推进医疗服务价格改革。 9、推进医保支付方式改革。 10、深化公立医院人事薪酬制度改革。 11、加强综合监管。	12、提升疾病预防控制能力。 13、加强医防协同。 14、做好新冠肺炎疫情防控。 15、深入实施健康中国行动。	16、推动公立医院综合改革和高质量发展。 17、发挥政府投入激励作用。 18、促进多层次医疗保障体系发展。 19、强化药品供应保障能力。 20、推动中医药振兴发展。 21、协同推进相关领域改革。

资料来源：国务院办公厅、湘财证券研究所

表 4 2022 年医改重点任务

主要内容	具体要求	影响
带量采购	力争每个省份国家和地方采购药品通用名数合计 <b>超过 350 个</b> ； 各省份至少各实施或参与联盟采购 <b>实施 1 次集中带量采购</b> ； 研究完善对 <b>抗菌药物等具有特殊性的药品集采规则和使用方案</b> ； 年内持续推进药品和高值医用耗材集中带量采购，确保生产供应； 各省份国家和省级组织的集中带量采购药品通用名数逐年增加，“十四五”	继续带量采购，仿制药承压，创新是大趋势



	<b>末要超过 500 个。</b>	
<b>医疗服务价格</b>	各省份 <b>2022 年 6 月底前</b> 印发建立医疗服务价格动态调整机制相关文件，指导 5 个医疗服务价格改革试点城市探索价格调整总量确定规则、调价综合评估指标体系等配套措施； <b>省级要制定</b> 新增医疗服务价格项目管理办法	有利于提高医疗服务价值
<b>医保支付方式改革</b>	在全国 <b>40% 以上</b> 的统筹地区开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费或按病种分值（DIP）付费改革工作，DRG 付费或 DIP 付费的医保基金占全部符合条件住院医保基金支出的比例达到 <b>30%</b> ； 深化医保支付方式改革，加强医保基金监管； 到 <b>2025 年</b> ，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 <b>70%</b> 。	医保支付持续优化，有利于国产替代、临床获益明显的创新药械
<b>中医药</b>	坚持中西医并重，加大中医药振兴发展支持力度，推进中医药综合改革，年内持续推进	利好中医药
<b>跨省结算</b>	<b>6 月底前</b> 出台相关政策， <b>完善</b> 跨省异地就医直接结算办法	-
<b>医保用药范围统一</b>	<b>12 月底前</b> 实现全国医保用药范围基本统一	利好确切疗效药品
<b>分级诊疗</b>	<b>持续推进</b> 分级诊疗和优化就医秩序，加快建设国家、省级区域医疗中心，推动优质医疗资源向市县延伸，提升基层防病治病能力	利好国产器械
<b>医保资金结余留用</b>	<b>省级出台文件</b> 规定药品耗材集中采购医保资金结余留用比例	刺激医疗机构优先使用中选品种

资料来源：江苏华招标网、湘财证券研究所

2022 年 3 月 5 日，第十三届全国人大五次会议开幕会在人民大会堂举行，李克强总理代表国务院在十三届全国人大五次会议上作《政府工作报告》，明确了今年的主要预期目标，并安排了今年的重点工作。医疗保障是民生保障的重要内容，《报告》中涉及医药领域多项重点内容，包括“带量采购”、“医保支付方式”、“医保基金”、“跨省结算”、“振兴中医药”等诸多内容。

**表 5 2022 年医药行业政府工作重点**

	<b>2021 年政府工作报告重点</b>	<b>2022 年政府工作报告重点</b>
<b>带量采购</b>	采取把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购等办法，进一步明显降低患者医药负担	<b>推进</b> 药品和高值医用耗材集中带量采购，确保生产供应
<b>中医药</b>	坚持中西医并重，实施中医药振兴发展重大工程	坚持中西医并重， <b>加大</b> 中医药振兴发展支持力度，推进中医药综合改革
<b>医保支付方式改革</b>	—	<b>深化</b> 医保支付方式改革，加强医保基金监管
<b>分级诊疗</b>	<b>深化</b> 公立医院综合改革，扩大国家医学中心和区域医疗中心建设试点，加强全科医生和乡村医生队伍建设，提升县级医疗服务能力， <b>加快建设</b> 分级诊疗体系	<b>推动</b> 公立医院综合改革和高质量发展。 <b>持续推进</b> 分级诊疗和优化就医秩序，加快建设国家、省级区域医疗中心，推动优质医疗资源向市县延伸，提升基层防病治病能力
<b>医保补助</b>	居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再增加 30 元和 5 元	居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再提高 30 元和 5 元，推动基本医保省级统筹
<b>跨省结算</b>	<b>推动</b> 基本医保省级统筹、门诊费用跨省直接结算	<b>完善</b> 跨省异地就医直接结算办法，实现 <b>全国</b> 医保用药范围基本统一
<b>慢性病、罕见病保障</b>	—	逐步提高心脑血管病、癌症等慢性病和肺结核、肝炎等传染病防治服务保障水平，加强罕见病研究和用药保障

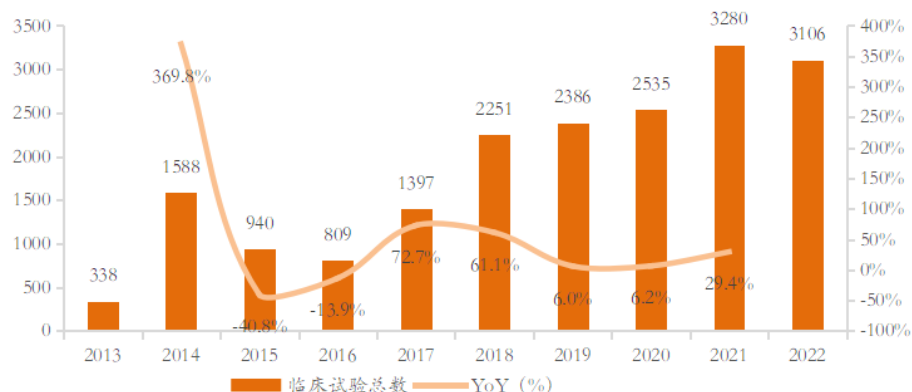
门诊共济保障	建立健全门诊共济保障机制，逐步将门诊费用纳入统筹基金报销，完善短缺药品保供稳价机制	—
社会办医、互联网医疗	支持社会办医，促进“互联网+医疗健康”规范发展	—
疫苗	强化食品药品疫苗监管	强化药品疫苗质量安全监管
其他	优化预约诊疗等便民措施	规范医疗机构收费和服务，继续帮扶因疫情遇困的医疗机构，补齐妇儿科、精神卫生、老年医学等服务短板

资料来源：公开资料、湘财证券研究所

### 1.3.2 医改持续推进，新药研发热度继续

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，医药工业营收及利润、研发投入有望稳健增长。“十四五”发展目标医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在 8% 以上，增加值占全部工业的比重提高到 5% 左右；行业龙头企业集中度进一步提高；全行业研发投入年均增长 10% 以上；到 2025 年，创新产品新增销售占全行业营业收入增量的比重进一步增加。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。此外，随着供需两端利好创新药企业，国内医药企业近年来愈发注重研发创新，研发投入呈现高速增长态势。随着越来越多的企业加入中国医药研发大军，越来越多的创新药从临床前走进临床，2021 年临床登记数再创新高，达 3280 件，截至 2022 年 12 月 16 日临床试验登记数达到 3106 件，继续保持较高水平。

图 7 近年临床试验登记平台登记临床总数



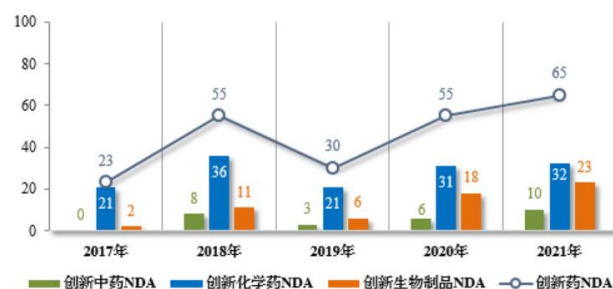
资料来源：临床试验登记与信息公示平台、湘财证券研究所 2022 年数据截至 12 月 16 日

带量采购大环境下，创新研发热度继续。从国内近年药品审评审批情况

来看，药品审评的数量大幅增加，创新药的受理占比呈现上升趋势，随着审评审批效率的提高，新药上市的时间周期不断缩短。2021 年受理 IND 1821 件（953 个品种），同比增长 79.23%；受理 NDA 65 件（45 个品种），同比增长 18.18%。国内审评审批政策的导向也即加强药品全过程监管、提高审评审批效率、鼓励研发创新。

**图 8 2017-2021 年创新药 IND 受理量（件）**


资料来源：国家药监局、湘财证券研究所

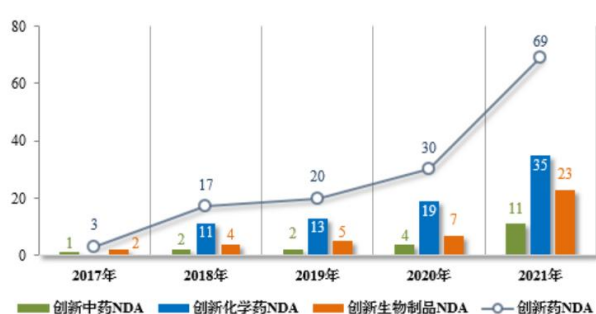
**图 9 2017-2021 年创新药 NDA 受理量（件）**


资料来源：国家药监局、湘财证券研究所

2021 年批准/建议批准创新药注册申请 1628 件（878 个品种），以注册申请类别统计，IND 1559 件（831 个品种），同比增长 65.32%，NDA 69 件（47）个品种，同比增长 130.00%，新药研发热情持续升温。

**图 10 2017-2021 年创新药 IND 批准量（件）**


资料来源：国家药监局、湘财证券研究所

**图 11 2017-2021 年创新药 NDA 建议批准量（件）**


资料来源：国家药监局、湘财证券研究所

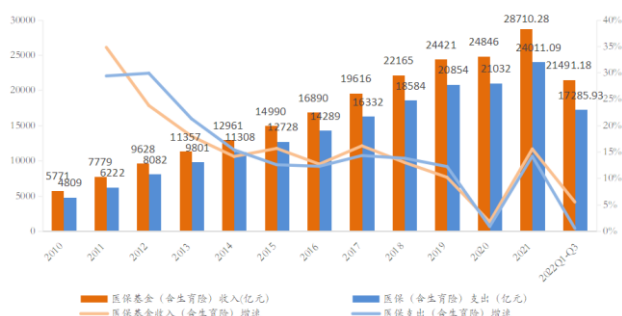
### 1.3.3 医保压力犹存，集采价格降幅趋于稳定

疫情影响医保收支增速下降，控费压力犹存。2011-2019 年基本医保收支增速保持双位数，而 2020 年基本医保收支增速均为近十年最低，医保基金收入增速显著降低主要是受疫情影响。截至 2022 年 9 月份，我国总体的医保参保率稳定在 95% 以上，人数达 13.6 亿人，比 2020 年底增加 967 万人，增长 2.8%。2022 年 1-9 月基本医疗保险基金（含生育保险）总收入 21491.18 亿元，同比增长 5.5%。基本医疗保险基金（含生育保险）总支出 17285.93 亿元，同比下降 0.5%，主要是去年同期有支付新冠疫苗及接种费用，本期相

关支出大幅减少。基金累计结存 4.03 万亿，虽累计结存相比 2021 年有所上升，但随着覆盖面的提升，且医保支出区域不平衡，医保支出的压力逐步增加。

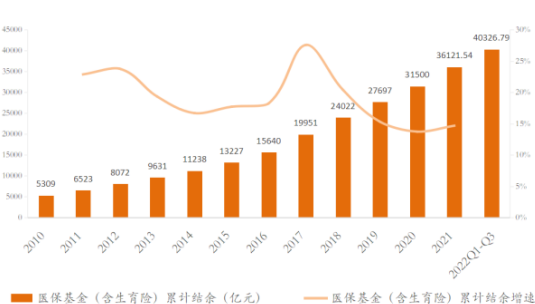
《2022 年政府工作报告》中要求继续推进药品和高值耗材集采、深化医保支付方式改革、推动分级诊疗等将使得医保资金的支出继续优化，预计未来医保局将继续通过医保谈判及时将新获批药品纳入医保，同时通过多种形式的集中采购、DRG 等手段继续压缩医保不合理支出。医保控费有利于民营医疗机构的发展及医药创新。

图 12 2010 年至 2021 年医保基金收入、支出及增长



资料来源：国家医保局、湘财证券研究所

图 13 2010 年至 2021 年医保累计结余情况

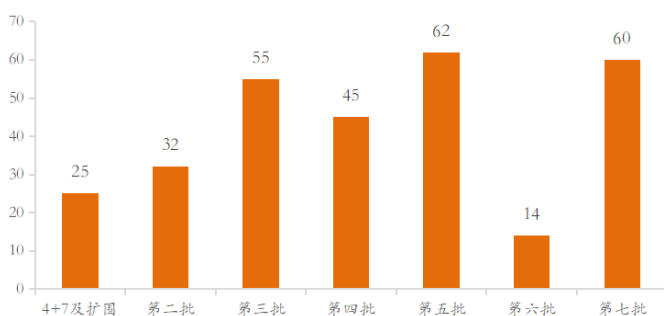


资料来源：国家医保局、湘财证券研究所

### 1.3.4 集采趋势不变，政策边际缓和

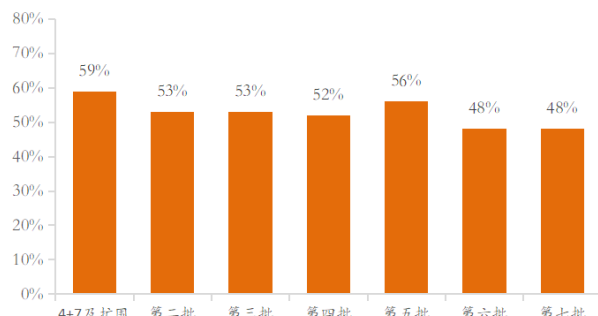
自从 2018 年的 4+7 城市带量采购开始后，目前带量采购已经进行了 7 次，前六批药品集中采购平均降幅 53%，2022 年 7 月 18 日第七批国采公布中选结果共有 60 种药品采购成功，拟中选药品平均降价 48%，最高降幅高达 92%，但集采平均降幅目前已经趋缓，仿制药集采的边际影响会大幅减弱。截止目前国家组织药品集中带量采购覆盖 294 种药品，重点公司的核心仿制药几乎均已涉及集采，国家组织集采节约费用 2600 亿元以上。

图 14 各批集采药品采购品种数



资料来源：公开资料、湘财证券研究所

图 15 各批集采平均降幅趋缓



资料来源：公开资料、湘财证券研究所

集采趋势不改，但政策已边际缓和。2021 年 1 月，国务院办公厅发布《关



于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》(国办发〔2021〕2号),从覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制、组织保障等多个方面提出指导意见,推动药品集采的常态化制度化开展。预计带量采购作为医药服务供给侧改革的重要举措、药品招采的新手段,逐步扩大品种覆盖或成必然趋势。

但随着集采的持续推进,目前政策也出现边际缓和的趋势。2022年8月24日,国家医保局在对十三届全国人大五次会议第8013号建议的答复中表示,在集中带量采购之外留出一定市场,为创新产品开拓市场提供空间。2022年9月3日,国家医保局在对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复中表示,由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估,尚难以实施带量方式。2022年9月9日,冠脉金属支架国采接续存有涨价预期(以首次国采最高价798元限价)据国家联采办官网11月29日发布的拟中选结果,此次续约成功的产品提价幅度介于5.30%至75.69%不等。10月以来,福建牵头的27省电生理集采,均参考胰岛素国采、骨科脊柱国采设置保底中标价规则,降幅要求较为温和。

**表6 政策缓和,创新药械降价压力小**

时间	政策	内容
9月3日	医保局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》	明确指出,由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估,尚难以实施带量方式,并在集中带量采购之外留出一定市场为创新产品开拓市场提供空间,政策支持创新发展、力度不断加大。
9月9日	《国家组织冠脉支架集中带量采购协议期满后接续采购公告》(第1号)	冠脉支架产品最高有效申报价为798元/个,伴随服务最高有效申报价为50元/个,最高有效申报价合计为848元/个,相较于前次集采有所提高。 据国家联采办官网11月29日发布的拟中选结果,此次续约成功的产品提价幅度介于5.30%至75.69%不等。
10月14日	福建省医保局《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告》(第1号)	27省联盟,采购周期两年,设置保底中标价,组套降幅大于等于30%,单件降幅大于等于50%即可中选。利好国产放量。
9月8日	国家医保局关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知	好于预期,将三级公立医院种植牙医疗服务部分的价格调控目标确定为4500元,允许经济发达、人力等成本高的地区根据本地实际放宽医疗服务价格调控目标,放宽比例不超过20%。
9月	卫健委开展贴息贷款更新改造设备的通知	支持银行以不高于3.2%利率投放中长期贷款,专项再贷款额度2000亿元以上,中央财政为贷款主体贴息2.5%,贴息后企业实际贷款利率不高于0.7%。
10月12日	医保局关于政协十三届全国委员会第五次会议第02866号提案的答复	对创新医疗器械暂不纳入集采

资料来源:公开资料、湘财证券研究所

**北京 DRG 除外支付,利好创新药械及创新诊疗项目。**2022年7月13日,北京市医疗保障局印发《CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法



的通知（试行）》（京医保中心发 2022"30 号）。兼具创新、临床获益、且对 DRG 按病组支付标准有较大影响的创新药械及诊疗产品，可以独立于 DRG 付费模式之外。北京医保局的除外支付管理办法进一步完善疾病诊断相关分组(CHS-DRG)付费工作,在发挥 CHS-DRG 引导规范医疗行为作用的同时，有利于激发新药、新技术创新动力，是医保“腾笼换鸟”思想的延续。这也意味着创新药械以及创新的诊疗项目将在北京市的院端得到更友好的支付环境，有望突破受 DRG 总额支付限制，在合理使用医保基金的同时让更多的新药及新技术得到应用，从而保证治疗效果。对医疗服务板块的影响来看，我们认为，作为 DRG 支付的标杆城市，北京除外支付管理办法也有望让更多城市因城施策从而进一步推动药械创新，利好创新产业链，我们持续看好创新药械卖水人“CXO”产业的发展，同时我们也看好具有临床需求和获益的特色专科医疗服务，在 DRG 除外支付下，通过提供满足临床需求的诊断服务，能获得更高的收益成本比。

图 16 北京医保局 DRG 付费除外支付管理办法利好创新药械及诊疗项目

## 01

### 药品及器械

同时满足以下条件的药品及医疗器械由企业向北京市医疗保险事务管理中心申报

- 三年内(指含申报年及之前的两个自然年，下同)经药监部门批准上市的新通用名药品/医疗器械；三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品；三年内新纳入国家医保药品目录的药品；三年内由于价格调整新增的可另行收费的医疗器械。
- 取得国家医疗保障局医保药品分类与代码/医保医用耗材分类与代码。
- 符合相关价格政策规定。
- 临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升。
- 对DRG病组支付标准有较大影响。
- 全市累计基本医疗保险参保人员病例达到50例以上，罕见病不受例数限制。

## 02

### 诊疗项目

同时满足以下条件的诊疗项目由定点医疗机构向市医保中心申报

- 公立定点医疗机构三年内在本市批准设立的新增医疗服务价格项目，具体包含医疗保障部门已转归统一定价的项目，以及按照《关于进一步完善本市新增医疗服务项目价格管理工作的通知（暂行）》（京医保发〔2022〕5号）要求履行了价格备案程序的项目；非公立定点医疗机构三年内在本市新增医疗服务价格项目。
- 取得国家医疗保障局医疗服务项目分类与代码。
- 在操作途径、操作方法、解剖部位、适用范围等方面有技术创新。
- 临床效果较传统诊疗项目有较大提升。
- 对DRG病组支付标准有较大影响。
- 申报定点医疗机构累计本市基本医疗保险参保人员病例达到15例以上，罕见病不受病例数量限制。
- 非公立定点医疗机构还需提供新增医疗服务价格项目具体开展时间的说明及佐证材料。

资料来源：北京市医保局、湘财证券研究所

**财政贴息贷款有望刺激医院医疗设备销售。**2022 年 9 月 13 日，国务院常务会议确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。支持银行以不高于 3.2% 利率投放中长期贷款，专项再贷款额度 2000 亿元以上，中央财政为贷款主体贴息 2.5%，贴息后企业实际贷款利率不高于 0.7%。

9 月 15 日卫健委下发拟使用财政贴息贷款更新医疗设备的通知，根据迈瑞医疗投资者交流信息，目前，从已了解的情况来看，卫健委规划司及其他相关部门正在协商政策具体细则，预计将覆盖公立和非公立医疗机构，每家

医院贷款金额不低于 2000 万。贷款使用方向包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购路。按照浙江、江苏、安徽三省的上报情况，十一黄金周期间已上报约 180 亿元的设备采购需求。以此类推，全国医疗设备采购将涌现出数千亿级需求，医疗新基建有望持续发力，同时民营医疗机构也有望借此机会提升医疗设备配置水平。

图 17 国家卫健委财政贴息贷款要点



资料来源：国家卫健委、湘财证券研究所

虽然十年来医改取得了阶段性的成果，但可以看到，医保资金目前支出增速大于收入增速，压力依然很大，带量采购常态化下医保资金未来支付结构将进一步调整：将虚高药价部分压缩，转移到临床急需用药、医疗服务，最大化医保资金使用效率。

从边际变化看，自 2018 年开展集采以来，当前已经进行了七批药品集采，覆盖 294 种药品，集采药品价格降幅趋缓，且政策明确表示创新药械临床使用尚未成熟、难以实施带量采购，北京 DRG 支付也将兼具创新、临床获益、且对 DRG 按病组支付标准有较大影响的创新药械及诊疗产品，可以独立于 DRG 付费模式之外等都已经表明集采当前已边际缓和且“创新”仍是主旋律。但撒网式的“伪创新”未来将难以持续：经过六年的粗犷式研发投入，国内创新药在取得成果的同时也出现了诸多问题如靶点过于集中，临床试验同质化内卷等问题凸显。推动国内医药研发从伪创新，进一步走向真创新。而对于医疗服务板块 CXO 相关公司的影响来看，我们认为创新的难度加大并不会打消药企创新研发的热情，仿制药生命周期变短，带量采购常态化已经是不争的事实，只是以后对药企创新提出了更高的要求，这时候反而是更能凸显出 CXO 龙头公司对医药创新的价值。

## 2 CXO 持续高景气，CGT CDMO 再添看点

### 2.1 医药研发投入稳健增长，医药外包渗透率持续提升

#### 2.1.1 全球研发投入继续保持稳健增长

根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年至 2021 年，全球医药市场的研发投入规模从 1,651 亿美元增长至 2,241 亿美元，复合年增长率为 7.9%，预计 2025 年将达到 3,068 亿美元，复合增长率为 8.2% (2021E-2025E)，2030 年将达到 4,177 亿美元，期间复合增长率为 6.4% (2025E-2030E)。

图 18 全球研发投入规模及增长情况 (亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

#### 2.1.2 中国研发投入增速高于全球

在带量采购仿制药承压的大趋势之下，创新药生命周期变短，药企只有通过加大研发投入实现产品快速迭代方能立于不败，中国 2017 年至 2021 年的研发投入支出总量规模从 143 亿美元增长至 290 亿美元，年复合增长率达到 19.4%，2017 年至 2021 年我国医药投入支出的全球占比也从 8.6% 扩大至 13.0%。预计未来仍将以远高于全球研发开支增长率的增速保持快速增长，2021 年至 2025 年和 2025 年至 2030 年相应的年复合增长率达 13.1% 和 10.0%，预计中国医药市场研发投入在 2025 年达到 476 亿美元，2030 年达到 766 亿美元。全球及中国医药研发投入稳健增长将为 CXO 行业发展提供持续动力。

图 19 中国研发投入规模及增长情况 (亿美元)

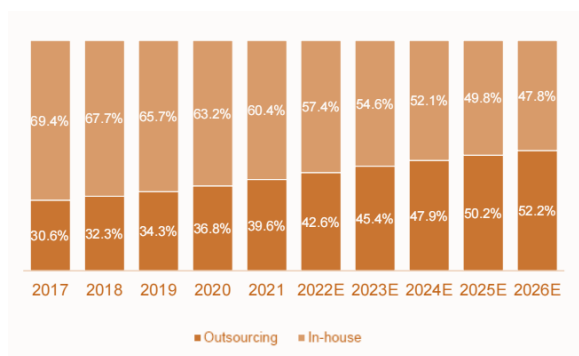


资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

### 2.1.3 研发外包渗透率继续提升，中国外包份额占比扩大

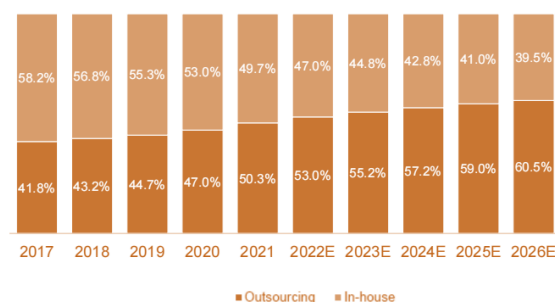
伴随着全球及中国医药研发投入的不断提升，中国 CRO 外包比例呈现上升趋势且增速快于美国，并在未来 5 年仍将保持更快增长趋势。据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国 CRO 外包率达到 39.6%，预期到 2026 年整体外包率将达到 52.2%。2021 年美国 CRO 外包率达到 50.3%，预期到 2026 年整体外包率达到 60.5%。

图 20 中国 CRO 外包比例情况



资料来源：药明康德投资者交流文件、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

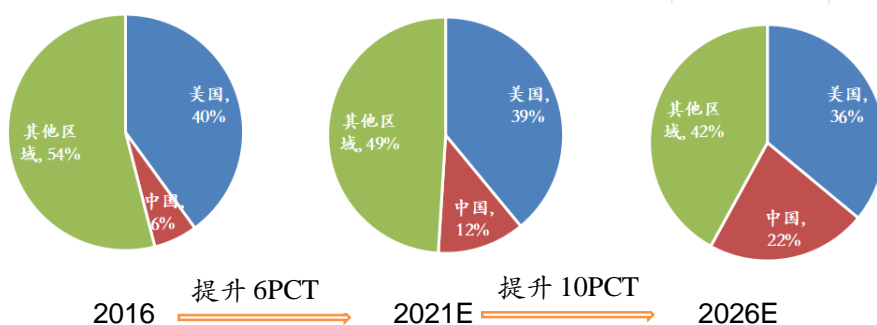
图 21 美国 CRO 外包比例情况



资料来源：药明康德投资者交流文件、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

由于中国相较发达国家具备较强的人力成本优势，近年全球医药外包市场需求继续快速向中国转移，2016 年中国仅占全球医药外包产业的 6%，至 2021 年，中国市场预计迅速上升至 12%，预计至 2026 年预计有望进一步提升至 22%，与美国市场的占比差距日益缩小，快速提升全球市场占比。

图 22 全球外包份额按地区划分占比



资料来源：弗若斯特沙利文、药明康德业绩演示材料、湘财证券研究所

## 2.2 CXO 业绩保持较高增速，成长确定性强

### 2.2.1 CXO 板块继续保持较快增长

2022 年 Q1-Q3CXO 板块继续呈现营收及利润的较高增速，显示产业景气度持续，尤其布局后端 CDMO 业务的相关公司在新冠药 CDMO 业务刺激下营收及利润增速表现突出，如具有代表性的公司博腾股份（2022Q1-Q3 营收+157.0%，归母净利+337.4%）、凯莱英（2022Q1-Q3 营收+167.2%，归母净利+291.6%）、药明康德（2022Q1-Q3 营收+71.9%，归母净利+107.1%）。

表 7 医疗服务板块 CXO 公司 2022Q1-Q3 业绩情况

代码	证券名称	2022Q1-Q3营收YoY	2022Q3营收YoY	2022Q1-Q3归母净利YoY	2022Q3归母净利YoY
002821.SZ	凯莱英	167.2%	138.2%	291.6%	269.4%
603259.SH	药明康德	71.9%	77.8%	107.1%	209.1%
300363.SZ	博腾股份	157.0%	68.4%	337.4%	150.1%
688202.SH	美迪西	57.7%	65.1%	53.7%	70.2%
300725.SZ	药石科技	31.2%	59.8%	-43.6%	57.9%
603127.SH	昭衍新药	49.0%	55.0%	154.8%	176.8%
300759.SZ	康龙化成	39.6%	37.3%	-7.6%	-20.9%
300347.SZ	泰格医药	59.2%	35.3%	-9.9%	-21.6%
300404.SZ	博济医药	29.6%	9.9%	-35.7%	-66.1%
688222.SH	成都先导	-4.0%	8.6%	-64.9%	93.5%
300149.SZ	睿智医药	-18.2%	-17.0%	6799.4%	589.1%
688076.SH	诺泰生物	-15.0%	-19.1%	-27.4%	-16.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

### 2.2.2 人员持续扩张表明产业对成长充满信心

伴随业务的扩张，近年国内医药行业人力资源优势为 CXO 企业发展提供了坚实后盾，分析主要头部公司，药明康德人员由 2015 年的 9291 人，增长至 2021 年底的 34912 人，年复合增长为 24.7%；临床 CRO 代表公司泰格医药公司人员由 2015 年的 1845 人扩充至 2021 年的 8326 人，年复合增长为 28.6%；CDMO 代表企业凯莱英人员由 2016 年的 2040 人增长至 7126 人，年复合增长为 28.4%。2022 年上半年主要 CXO 公司人员数相比 2021 年底仍呈现快速上升趋势。

表 8 主要 CXO 公司员工数变动（单位：人）

公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
药明康德	8739	9291	11613	14763	17730	21744	26411	34912	39716
YoY		6.3%	25.0%	27.1%	20.1%	22.6%	21.5%	32.2%	13.8%
康龙化成	2353	3146	4124	5166	6171	7393	11012	14923	17650
YoY		33.7%	31.1%	25.3%	19.5%	19.8%	49.0%	35.5%	18.3%
泰格医药	1444	1845	2422	3214	3898	4959	6032	8326	8299
YoY		27.8%	31.3%	32.7%	21.3%	27.2%	21.6%	38.0%	-0.3%

敬请阅读末页之重要声明



凯莱英	1343	1703	2040	2682	3291	3840	5477	7126	8931
YoY		26.8%	19.8%	31.5%	22.7%	16.7%	42.6%	30.1%	25.3%
昭衍新药	495	552	628	672	817	1224	1483	2140	2600
YoY		11.5%	13.8%	7.0%	21.6%	49.8%	21.2%	44.3%	21.5%
博腾股份	1248	1587	1727	1784	1642	2077	2635	3782	4750
YoY		27.2%	8.8%	3.3%	-8.0%	26.5%	26.9%	43.5%	25.6%
美迪西	448	594	745	711	939	1219	1642	2440	2833
YoY		32.6%	25.4%	-4.6%	32.1%	29.8%	34.7%	48.6%	16.1%
药石科技	199	267	467	427	512	652	763	1735	2159
YoY		34.2%	74.9%	-8.6%	19.9%	27.3%	17.0%	127.4%	24.4%
皓元医药		219	279	409	540	671	873	1486	2122
			27.4%	46.6%	32.0%	24.3%	30.1%	70.2%	42.8%
和元生物			128	186	211	244	311	367	-
YoY				45.3%	13.4%	15.6%	27.5%	18.0%	-
睿智医药	258	327	314	330	2428	2439	2657	2636	2636
YoY		26.7%	-4.0%	5.1%	635.8%	0.5%	8.9%	-0.8%	0.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究

## 2.3 细胞基因治疗 CDMO 再添看点

### 2.3.1 细胞基因治疗技术前沿、工艺与传统药物差异大

基因治疗的优势在于在基因层面从根治愈疾病。基因治疗的核心在于精准打击了疾病根源——异常 DNA，是一种根本性的治疗策略。如同小分子药物、抗体药物引领生物医药的前两次产业变革，基因治疗将引领生物医药的第三次产业变革；参照 2002 年首个全人源单抗药物阿达木单抗（商品名：修美乐）上市后，全球大分子药物领域开启了 20 年的高速发展并仍保有较大增长潜力，基因治疗领域自 2017 年若干里程碑 CAR-T 产品上市后进入快速发展阶段，并有望在未来 15-20 年成为主要的创新药类别之一。

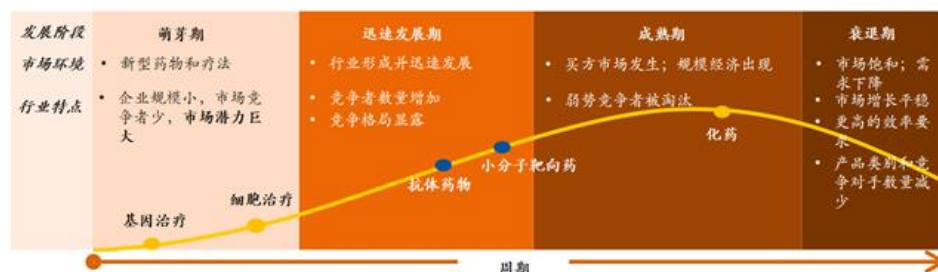
表 9 《NATURE》评选的年度具有重大影响的生物技术

2018	2019	2020
重编码基因组	拓展单细胞生物学	用更高效的算法解码微生物组
转录组图谱绘制	基因编辑技术改进	更廉价、便携、高效的单细胞测序
促进癌症疫苗的应用	提高显微镜分辨率	长读长 RNA 测序&RNA 适配体活细胞成像技术
连接基因型和表型	大脑连接图谱	更好的冷冻电镜样本制备技术
扩展基因组序列分析	合成基因组的进步	用模型计算肿瘤的发展

--	揭示分子结构	用更精准的基因表达控制方法完善基因疗法
--	应用人工智能和深度学习算法	用合成生物学技术解析基因组结构与功能

资料来源：火石创造、《Nature》、湘财证券研究所

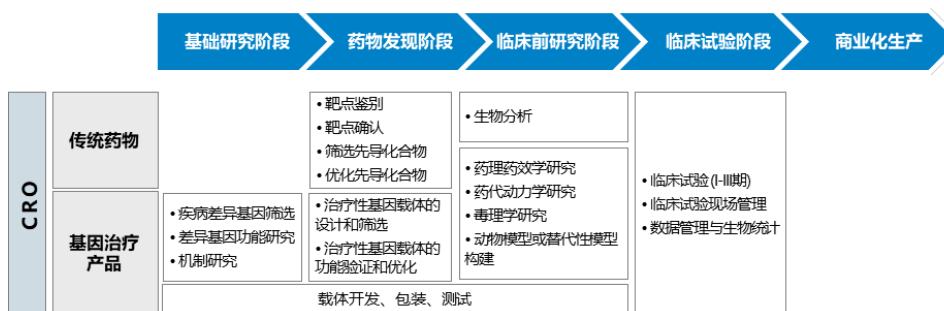
图 23 细胞与基因治疗正处于萌芽期



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

和传统药物 CRO 相比，基因治疗 CRO 除同样提供药理药效学研究、药代动力学研究、毒理学研究和临床研究阶段的相关服务外，还包括：1、目的基因的筛选、确认与功能研究；2、针对目的基因的模型构建；3、载体选择和构建。目前，基因治疗上市药物还较少，成熟开发经验不多，且鉴于基因治疗的特点，其临床转化与生命科学基础研究关联紧密，需深入解析基因功能，故基因治疗 CRO 服务现阶段多集中于临床前及更早期研究阶段，所服务客体为科研院所和新药公司的基因治疗先导研究。

图 24 细胞基因治疗 CRO 业务内容

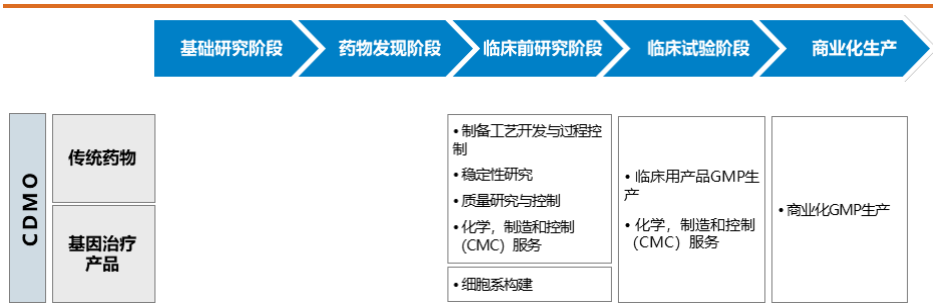


资料来源：和元生物招股说明书、湘财证券研究所

基因治疗 CDMO 提供临床前研究阶段、临床研究阶段、商业化生产阶段的相关生产服务，其中临床前研究阶段主要包括生产用材料研究、制备工艺开发与过程控制、稳定性研究、质量研究与控制等服务；临床研究阶段主要包括临床用产品 GMP 生产服务；商业化生产阶段主要包括商业化 GMP 生产服务。此外，CDMO 还提供化学，制造和控制（CMC）服务用于支持产品临床研究和上市申请。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。

图 25 细胞基因治疗 CDMO 业务内容



资料来源：和元生物招股说明书、湘财证券研究所

以细胞治疗为例，细胞基因治疗工艺复杂：细胞治疗涉及质粒、病毒和细胞三部分生产工艺，涉及复杂的生产体系和严格的质量控制体系，例如菌株库、细胞库、毒株库建库工艺，大规模大肠杆菌发酵工艺，细胞培养工艺，病毒收获和纯化工工艺、无菌工艺，制剂灌装等重要工艺。**发展时间短**：2017 年 FDA 批准首个 CAR-T 产品上市，2021 年中国 NMPA 批准首个 CAR-T 产品上市，行业内缺乏产业经验。**人才要求高**：行业需要具备良好的技术、工艺背景和丰富生产管理经验的复合型人才。

图 26 细胞基因治疗工艺复杂、发展时间短、人才要求高

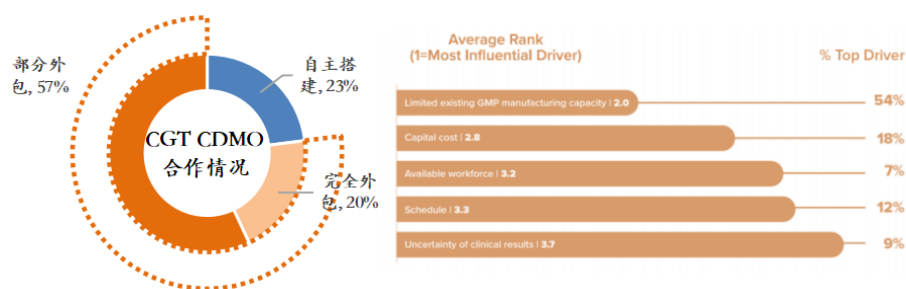


资料来源：和元生物招股说明书、湘财证券研究所

### 2.3.2 较多依赖 CDMO 产业化服务，生产外包渗透率高于传统药物

根据 ARM 报告、弗若斯特沙利文分析，截至 2020 年 12 月 31 日，全球约 500 家基因治疗公司中，79.1% 的基因治疗公司为初创公司；据 J.P.Morgan 统计，基因治疗外包渗透率超过 65%，远超传统生物制剂的 35%。2021 年，CRB 对 150 家基因治疗企业的调研显示，仅 23% 的企业选择完全自主搭建产线，绝大多数企业选择完全（20%）或部分（57%）外包给 CDMO 生产。究其原因，药企选择 CDMO 外包的主要原因是缺少 GMP 产能（占 54%），另外 18% 和 12% 的企业从研发成本和研发周期角度考虑。此外，根据 CRB 调查，高达 81% 的公司表示未来 5 年可能发生研发技术的更换，而 FDA 要求产品申报 IND 时必须明确生产工艺，一旦有重大变更需重新申报，因此 CDMO 为药企提供了多样化工工艺的灵活选择，避免了药企由于技术变更导致的生产工艺变更的转换成本。

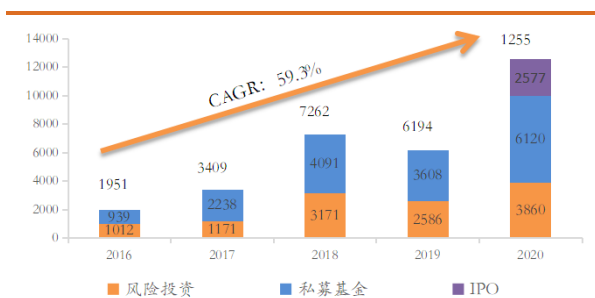
图 27 细胞基因治疗药企选择 CDMO 企业情况



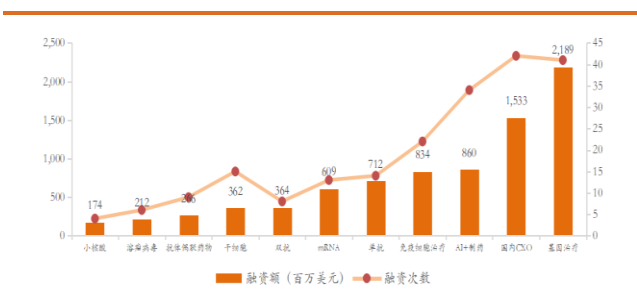
资料来源：CRB: Cell and Gene Therapy Industry Report - Final (19Oct2020)、蛋壳研究院、湘财证券研究所

### 2.3.3 产业发展火热，CDMO 领域未来空间大

基因治疗赛道最受资本青睐。CGT 领域未来空间巨大，有望引领第三次医药革命，据中国 CGT 领域融资交易情况显示，2020 年度 CGT 领域融资总金额约为 126 亿美元，2016 年至 2020 年复合年增长率达到 59.3%。2020 年 IPO 和私募基金金额显著增加。预计未来整个医药投融资市场仍会保持较高活跃度，CGT 领域的资本投入仍会增加，资本注入也将推动 CGT 产业发展。从 2022 年 H1 投融资情况看基因治疗赛道最受资本青睐，免疫细胞治疗热度也处于第二梯队。

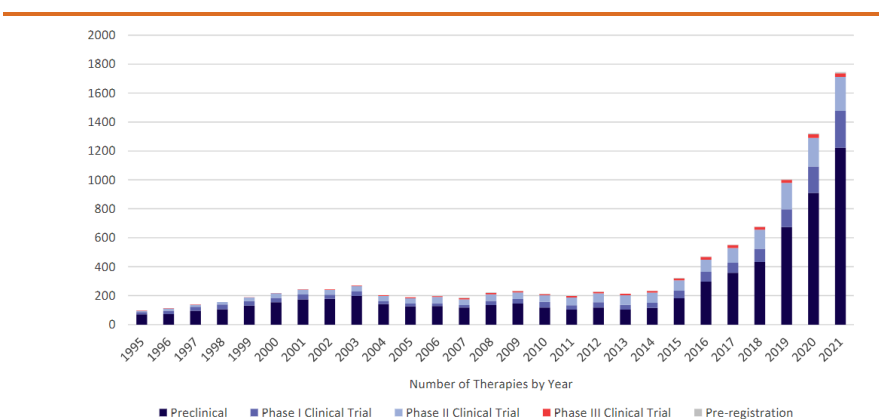
**图 28 中国 CGT 领域融资交易情况 (百万美元)**


资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

**图 29 2022H1 全球细胞基因治疗融资活跃度居前**


资料来源：动脉网、湘财证券研究所

大量基因治疗药物研发进入临床。在技术、资本和政策的驱动下，全球基因治疗行业快速升温，大量基因治疗药物研发进入临床阶段，并自 2015 年起呈现爆发式增长。根据 ASGCT (American Society of Gene+Cell Therapy, 美国权威的细胞和基因治疗协会) 的数据，截至 2021 年底，全球累计在研基因治疗临床试验超过 1745 项。根据 Lonza 预测，未来 3-5 年有望看到细胞和基因疗法药物进入大规模上市期，到 2025 年全球会有 70-90 个细胞和基因疗法药物获批上市。2021 年，基因治疗领域药物开发项目数超过 1745 个，70% 属于临床前，26 个项目处于临床 III 期；据 FDA 在 2019 年的声明，预计到 2025 年，FDA 每年将会批准 10-20 个基因治疗产品，细胞基因治疗产业发展前景将长期向好。

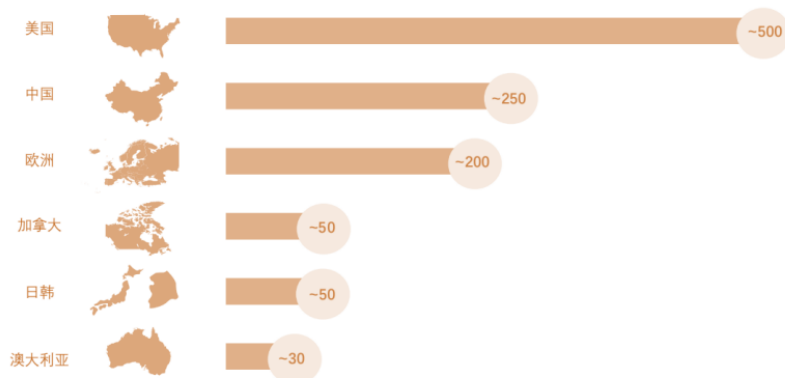
**图 30 2021 年全球累计在研基因治疗临床试验超过 1700 项**


资料来源：ASGCT《Gene, Cell, &amp; RNA Therapy Landscape》、湘财证券研究所 注：为每年 5 月统计数据

中国 CGT 临床试验数量爆发式增长，数量仅次于美国，有望弯道超车：在国家利好政策的推动下，CGT 行业将迎来快速发展阶段。据弗若斯特沙利文数据，自 2015 年开始，中国 CGT 疗法的临床试验数量增长快速。2015 到 2020 年间，累计开展了约 250 项 CGT 临床试验，已成为数量仅次于美国的地区，年复合增长率超过 60%，位列全球第一。目前，中国正在开展的 CGT 临床试验约 100 项，涉及大小公司约 80 家。



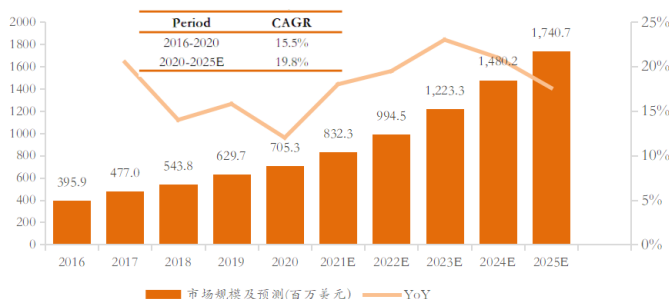
图 31 各国基因治疗项目数对比



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

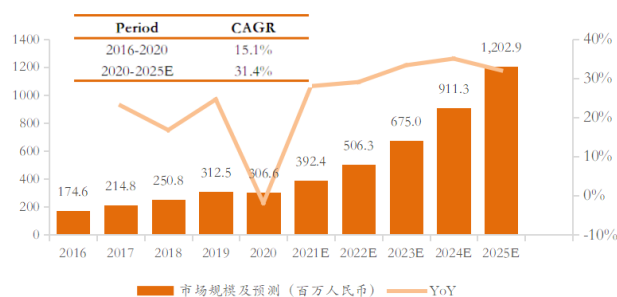
2016 年至 2020 年，全球基因治疗 CRO 市场规模从 4.0 亿美元增长至 7.1 亿美元。随着基因治疗行业的快速发展，未来全球基因治疗 CRO 市场规模将持续稳步增长，预计于 2025 年增至 17.4 亿美元。2016 年至 2020 年，中国基因治疗 CRO 市场规模从 1.7 亿元增长至 3.1 亿元，预计将于 2025 年增至 12.0 亿元。

图 32 全球基因治疗 CRO 市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

图 33 中国基因治疗 CRO 市场规模及预测

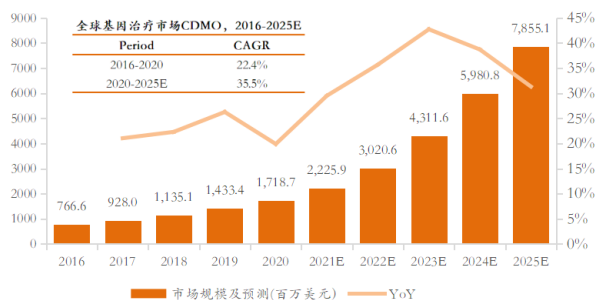


资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

全球基因治疗 CDMO 行业处于快速发展阶段。2016 年至 2020 年，市场规模从 7.7 亿美元增长到 17.2 亿美元，年复合增长率达 22.4%；预计到 2025 年，全球基因治疗 CDMO 市场规模将达到 78.6 亿美元，2020 年至 2025 年的年复合增长率将上升至 35.5%。

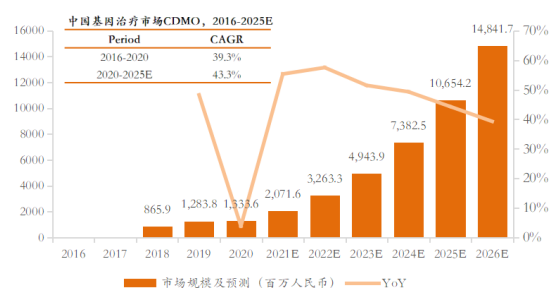
国内基因治疗 CDMO 行业经过近年的稳定增长，将迈入高速发展阶段。2018 年至 2022 年，CDMO 市场规模从 8.7 亿元增长到预计 32.6 亿元，年复合增长率达 39.3%；预计到 2027 年，市场规模将增长至 197.4 亿元，2022 年至 2027 年的预期年复合增长率将高达 43.3%。

图 34 全球基因治疗 CDMO 市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

图 35 中国基因治疗 CDMO 市场规模及预测

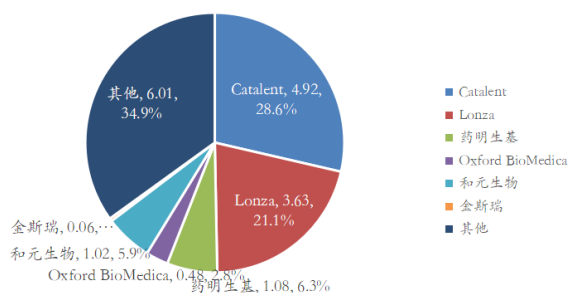


资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

基因治疗 CRO/CDMO 领域的公司主要包括全球性公司包括 Lonza、Thermo Fisher、Oxford BioMedica、Catalent、Charles River、药明康德子公司无锡生基医药等，国内具有代表性的公司和元生物、金斯瑞生物科技子公司蓬勃生物、康龙化成、博腾股份子公司博腾生物等，第二梯队的赛诺生物、云舟生物等。

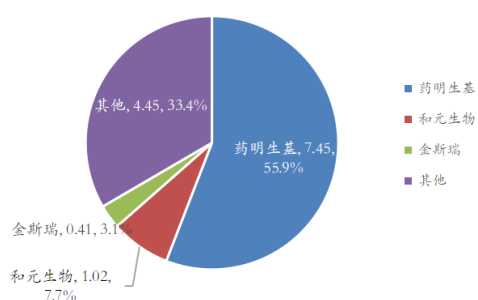
CGT CMO/CDMO 行业集中度相对较高，以 2020 年为例前四大公司市场占比接近 60%：**海外第一梯队**：包括 Catalent、Lonza。其中 Catalent 是全球最大的 CGT CMO/CDMO 市场参与者，CGT CDMO 市场占有率达到约 29%。**海外第二梯队**：包括药明康德(无锡生基医药 WuXi ATU)、Oxford Biomedica，占据约 9%市场份额。**国内市场方面**，药明生基以 55.86% 的市占率占据半壁江山，其次为和元生物 (7.7%)、金斯瑞 (3.1%)。建议关注积极布局细胞基因治疗 CDMO 的相关公司。

图 36 2020 全球基因治疗 CDMO 竞争格局 (亿美元)



资料来源：和元生物招股书、湘财证券研究所

图 37 2020 国内基因治疗 CDMO 竞争格局 (亿元)



资料来源：和元生物招股书、湘财证券研究所

### 3 民营医疗服务：疫后复苏关注专科民营医院

2022 年民营医疗相关公司受疫情影响停诊、停业限流情况时有发生，展望 2023 年，疫情防控优化调整后，线下医疗有望迎来快速恢复，建议关注具有品牌优势，具备标准化扩张基础的民营眼科、口腔等专科医疗服务龙头。

### 3.1 疫情反复阶段性影响，防疫优化需求有望反弹

#### 3.1.1 2022 前三季度受疫情管控影响大

2022 年疫情反复且总体管控较 2021 年更严格，部分医疗服务项目开展受阻影响到短期基本面，尤其是牙科、眼科等相关消费方向的项目在客流层面受到了较大的冲击，较大程度影响了民营医疗机构的运行，导致部分公司业绩承压。代表性的公司如国际医学（2022Q1-Q3 营收-6.5%，归母净利-30.8%）、爱尔眼科（2022Q1-Q3 营收+12.5%，归母净利+17.6%）、通策医疗（2022Q1-Q3 营收+0.14%，归母净利-16.9%）。

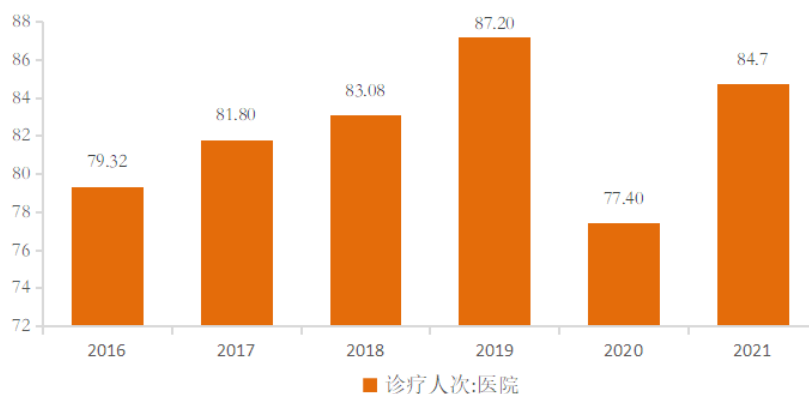
表 10 民营医院 2022Q1-Q3 业绩表现情况

代码	证券名称	2022Q1-Q3 营收YoY	2022Q3 营收YoY	2022Q1-Q3 归母净利YoY	2022Q3 归母净利YoY
000150.SZ	宜华健康	-27.5%	-23.6%	-30.8%	-85.6%
000516.SZ	国际医学	-6.6%	14.0%	-41.4%	-2.8%
002173.SZ	创新医疗	1.2%	23.5%	64.3%	349.9%
002524.SZ	光正眼科	-26.5%	-7.8%	187.5%	1381.4%
300015.SZ	爱尔眼科	12.5%	16.4%	17.6%	20.1%
300143.SZ	盈康生命	1.9%	-7.5%	-56.4%	-90.4%
301103.SZ	何氏眼科	3.6%	8.3%	-26.9%	-22.5%
301239.SZ	普瑞眼科	5.5%	6.3%	-20.6%	-19.4%
600763.SH	通策医疗	0.1%	0.3%	-16.9%	-18.5%
002172.SZ	澳洋健康	-30.9%	-2.4%	102.7%	85.5%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

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是推升就诊人次不断提升的重要因素，全国诊疗人次已从 2016 年的 79.32 亿人次增长至 2019 年的 87.20 亿人次，期间复合增长率为 3.2%。疫情影响 2020 年中国医院门诊量和住院人次大幅下滑，2021 年医疗服务数据大幅反弹，但 2022 年初以来的疫情继续对医疗服务形成较大压制。

图 38 全国诊疗人次变化情况

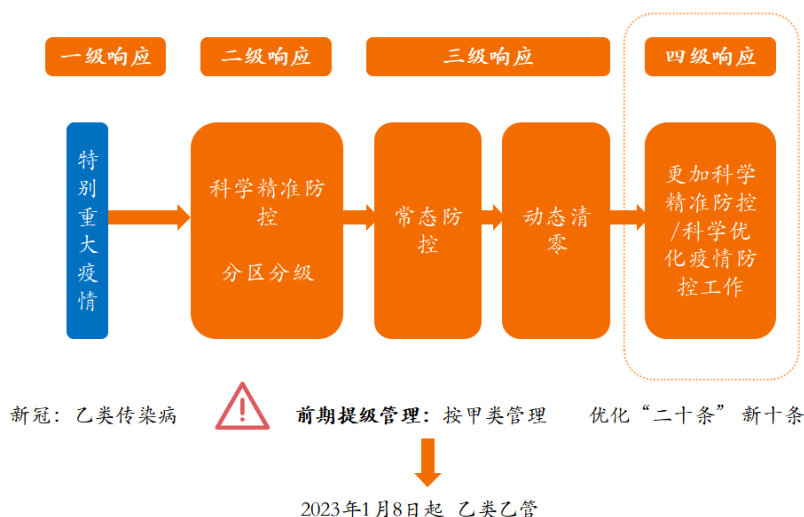


资料来源：中国政府网、湘财证券研究所

### 3.1.2 疫情管控不断优化，医疗服务复苏在望

进入 12 月份以来，全国多地优化调整疫情防控相关措施涉及核酸、出行、就医等如：不开展常态化检测实行愿检尽检，乘坐公交地铁不再查验核酸阴性证明，通过药店购买“四类”药品人员不再要求核酸检测和赋码促检。二十条和新十条出台标志疫情管控向常态化迈进。2022 年 12 月 26 日疫情联防联控机制综合组印发《对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》，安排自 2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。预计随着近期疫情防控政策的持续优化，民营医疗服务的诊疗需求也有望快速恢复。

图 39 疫情管控持续优化

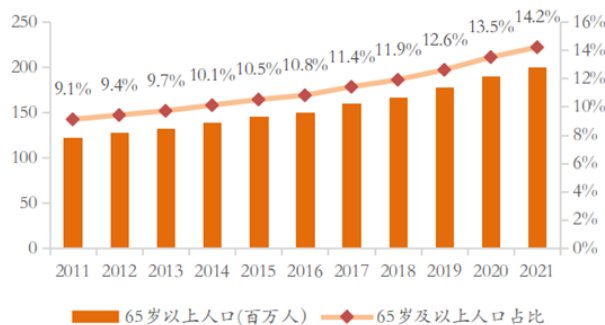


资料来源：公开信息、湘财证券研究所

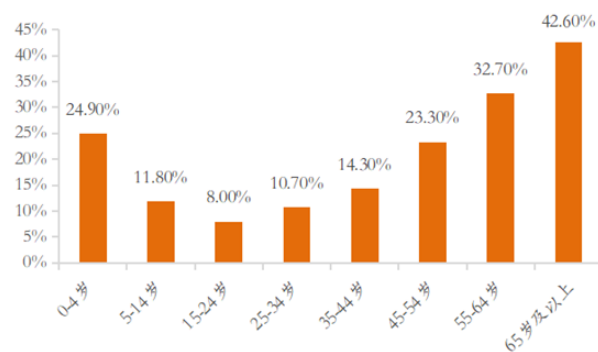
## 3.2 老龄化下民营医疗服务成长性好

### 3.2.1 老龄化程度继续加深推动医疗需求增长

2021 年 65 岁以上老年人占比为 14.2%，比 2020 年上升 0.7pct，老龄化程度进一步加深。老龄化提升医疗服务需求，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，老龄化及就诊需求推动医院门诊量及住院人次稳定增长。

**图 40 我国 65 岁以上人口占比逐年上升**


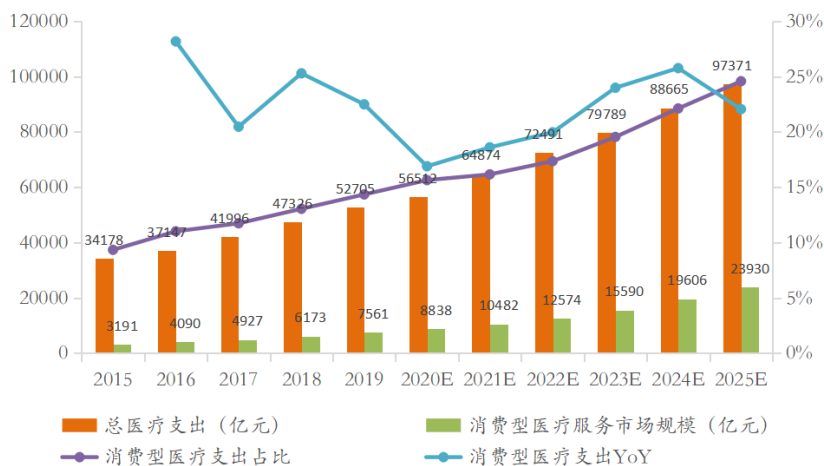
资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

**图 41 2018 年中国调查地区居民两周就诊率**


资料来源：卫生统计年鉴、湘财证券研究所

### 3.2.2 消费型治疗支出占比逐年上升

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）。根据弗若斯特沙利文报告，中国消费型医疗服务的总市场规模由 2015 年的人民币 3,191 亿元扩大至 2020 年的人民币 8,838 亿元，年复合增长率为 22.6%。2021 年至 2025 年，预期将以 22.9% 的年复合增长率加速增长，到 2025 年底达到人民币 23,930 亿元。

**图 42 中国消费型医疗支出占比呈上升趋势**


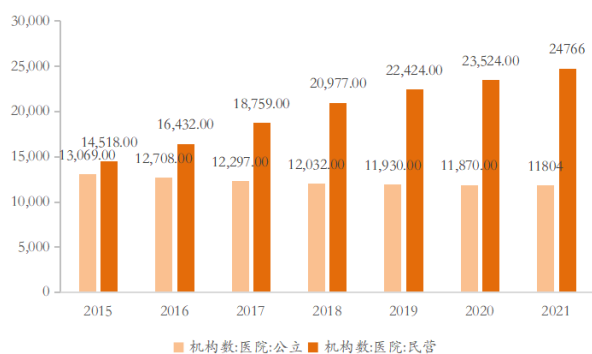
资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

### 3.2.3 社会办医比例稳中有升，民营医疗的成长大势所趋

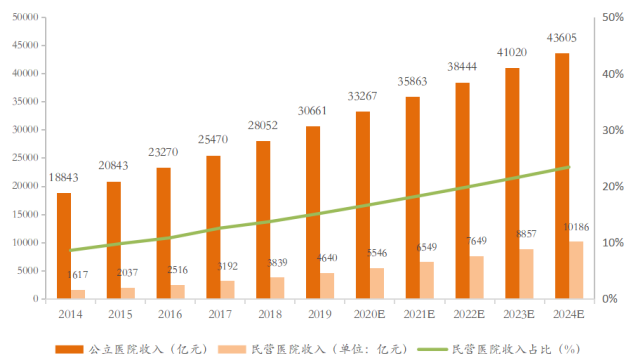
2015-2021 年，我国民营医院数量由 14518 个上升至 24766 个，年复合增长达到 9.31%，2014-2019 年间民营医院营收规模由 1617 亿元上升至 10186 亿元，年复合增长达到 20.21%。我国社会办医比例长期上升的趋势，



其背后的底层逻辑一方面在于医疗服务供给的缺口仍旧巨大，尤其在老龄化大背景下，公立医疗虽然大而强但仍有涉及不到的地方需要资本的力量加以补充，另一方面，民营医院创收的复合增速要远高于数量的复合增速，证明民营医疗行业长期内生增长也有所保障，其背后是医疗质量的提升和医疗需求的释放。因此，我们认为待疫情扰动消除后，民营医疗服务仍旧有望维持较快增长，行业成长的确性高。

**图 43 2015-2021 年公立、民营医院数量（个）**


资料来源：Wind、国家卫健委、湘财证券研究所

**图 44 2014-2024E 年公立及民营医院收入情况**


资料来源：锐观咨询、湘财证券研究所

### 3.3 政策友好，眼科、口腔等市场空间大

#### 3.3.1 政策鼓励社会办医方针不变

在长期指导性文件“健康中国 2030”中规划未来应优化多元办医格局，利于社会资本进入医疗服务行业，优化多元办医格局。目前行业政策和竞争格局一方面鼓励高质量的社会机构积极投入办医的行列，另一方面将继续加强医疗机构的监管，有利于提升社会力量办医的品种，也将从根本上改变社会对民营医院的“负面”看法。从 2021 年的政策文件来看，国家层面鼓励社会办医的政策方向不变；从十部委联合发布的《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》、人大通过的立法《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》等政策高度来看，支持社会办医是已经奠下基调的发展方向。与此同时，继 2021 年《深化医疗服务价格改革试点方案》出台之后，各省市陆续发布医疗服务价格调整目录，带来不同程度的医疗服务价格调升，带来政策边际改善的利好信号。2022 年 5 月国务院办公厅印发的《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》再次明确支持社会办医持续健康规范发展，并支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。社会办医是我国医疗的重要补充，有利于提高群众就医的可及性，国家对社会办医的支持态度是一贯的，在新医改形势下民营医院发展也将迎来新机遇。

**表 11 近年部分支持社会办医文件**

时间	文件	主要内容
2022.09	《国家卫健委开展财政贴息贷款更新改造医疗设备的通知》	对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5%，期限 2 年
2022.05	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。
2021.08	《深化医疗服务价格改革试点方案》	非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策，按照公平合法、诚实信用、质价相符的原则合理定价，纳入医保基金支付的按医保协议管理。
2021.06	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展。推进医疗联合体建设，社会办医机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	积极支持社会办医发展；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。支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
2020.01	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	第四十一条国家采取多种措施，鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作。社会力量举办的医疗卫生机构在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。社会力量可以选择设立非营利性或者营利性医疗卫生机构。
2019	国家卫健委等十部委：《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	严控公立医院数量规模，为社会办医留足空间、将 <b>符合条件的社会办医纳入医疗保险定点</b> 。
2017	国务院办公厅：《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	在眼科、口腔等领域加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构 <b>医生可多点执业</b> 。
2016	《国务院：“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	鼓励社会兴办健康服务业，督促各地落实市场准入、社会办医定点、重点专科建设、职称评定、学术地位等对所有医疗机构同等对待。
2016	国务院：《“健康中国 2030”规划纲要》	推动非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团。探索医师自由执业、医师个体与医疗机构签约服务或组建医生集团。
2015	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	鼓励社会资本进入， <b>支持社会办医</b> 。

资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

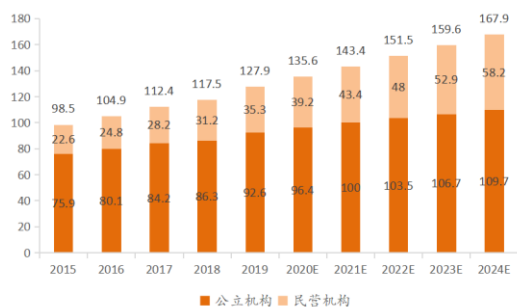
### 3.3.2 眼科医疗服务日趋集中，民营机构发展动力强劲

**眼科医疗服务呈现连锁化、集中化、差异化趋势：眼健康是国民健康的重要组成部分**，随着各类电子产品，尤其是近距离观察类电子产品的大规模普及应用、人们工作生活压力加大，我国眼科疾病发病率呈现上升趋势，眼病已严重影响人们的身体健康。根据弗若斯特沙利文，2019 年我国眼科医疗机构诊疗人次达到 1.28 亿，同比增长 8.9%；其中，民营眼科医疗机构的门诊就诊次数由 2015 年的 2260 万人次增加至 2019 年的 3530 万人次，CAGR 为 11.8%。

眼科医疗服务规模在近年来实现快速提升，由 2015 年的 730 亿元提升至 2019 年的 1275 亿元，并预计于 2024 年提升至 2231 亿元。相比公立医院眼科，民营医院购置医疗设备便捷，不需要层层审批，故往往拥有更先进

的医疗设备和良好的就医环境，越来越多的患者选择民营眼科医院就诊。预计未来眼科医疗服务将呈现连锁化、集中化、差异化趋势（如屈光手术、屈光性白内障、高端视光业务）。建议关注已经形成一定品牌优势，具备全国化布局的龙头公司。

图 45 中国眼科医疗机构门诊就诊人次（百万次）



资料来源：弗若斯特沙利文、朝聚眼科招股书、湘财证券研究所

图 46 我国眼科医疗服务规模及增速



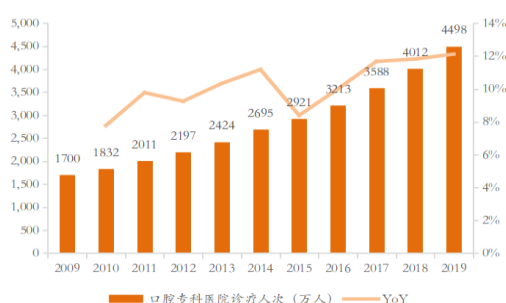
资料来源：弗若斯特沙利文、朝聚眼科招股书、湘财证券研究所

### 3.3.3 口腔医疗服务兼容健康和美学概念，市场增速快空间大

随着人们经济生活、消费水平的提高，口腔医疗需求开始呈现多元化的特征，保健、美学修复、就医体验、医疗环境等因素变得日益重要。近年来，人口老龄化及公众对口腔健康意识的提高，导致中国对口腔医疗服务的需求不断增长。根据卫生统计年鉴，2019 年我国口腔专科医院就诊人次达到 4498 万人次，同比增长 12%，近几年保持在较为稳定的增速水平，2009-2019CAGR 为 10%。

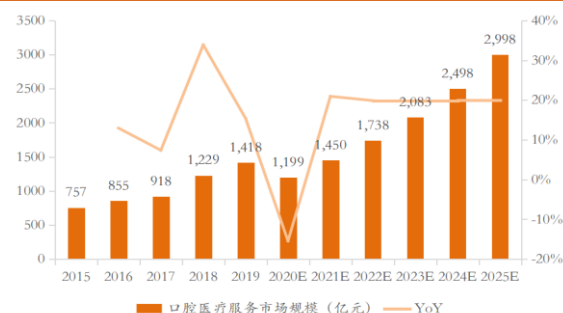
中国口腔医疗服务的市场持续扩大。根据弗若斯特沙利文报告，中国口腔医疗服务的市场规模由 2015 年的人民币 757 亿元增加至 2020 年的人民币 1,199 亿元，年复合增长率为 9.6%。尽管受 COVID-19 的影响 2020 年市场规模略有下降，但预期市场规模将于预测期间内按年复合增长率 19.9% 继续增长，于 2025 年达到人民币 2,998 亿元。

图 47 我国口腔专科医院诊疗人次（万人）及增速



资料来源：卫生统计年鉴、湘财证券研究所

图 48 我国口腔医疗服务规模及增速



资料来源：瑞尔集团招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

种植牙价格专项治理政策落地，政策温和体现劳务价值。9 月 8 日，国

国家医保局发布《国家医疗保障局关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》，《通知》明确，口腔种植体将进行集采，牙冠进行竞价挂网，种植牙医疗服务进行价格调控。2022年1月，国务院常务会议决定，逐步扩大高值医用耗材集采覆盖面，明确要求将群众关注的种植牙纳入集采范围。5月，九部委联合印发《2022年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》，部署“规范牙科医疗服务和耗材收费”。此次决定开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理是口腔医疗降价工作的继续推进，目的是挤掉种植牙价格水分，此前市场已有预期。

此次通知最终将三级公立医院种植牙医疗服务部分的价格调控目标确定为4500元，允许经济发达、人力等成本高的地区根据本地实际放宽医疗服务价格调控目标，放宽比例不超过20%；国家口腔医学中心/口腔种植专业列入国家临床重点专科的医疗机构可以放宽10%；口腔种植成功率高，公开服务质量信息、承诺接受监督和检查的医疗机构可以放宽10%，且三种情形可以进行叠加。放宽幅度以调控目标4500元为计算基准，同时涉及多种放宽情形的，分别计算后加总，例如同时涉及前面三种的情况，调控目标放宽额度=4500×(20%+10%+10%)=1800元。

《通知》显示各省份公立医疗机构单颗常规种植为例，医疗服务部分的平均费用超过6000元，一些省市费用超过9000元。我们认为，以以往6000元的平均费用来看，按4500元服务费用计算此次降幅目标为25%，价降幅温和，体现了技术劳务价值、技术水平、风险程度以及资源稀缺性。随着种植牙集采的推进，整体种植牙治疗费用的下降将有望提升患者治疗意愿从而提高种植牙的渗透率；种植牙市场分散80%是民营机构且体量较小，种植牙集采降价之后，患者对价格敏感性将降低，具有品牌及规模化优势的龙头民营口腔连锁机构有望实现以价换量抢占市场。

**表 12 允许放宽种植牙医疗服务价格整体调控目标的若干情形**

序号	放宽情形	放宽幅度	适用范围
1	经济发达、人力成本高、口腔种植技术领先的地区	20%	非定向
2	国家口腔医学中心/口腔种植专业列入国家临床重点专科的医疗机构	10%	定向
3	口腔种植成功率高，公开服务质量信息，承诺接受监督和检查的医疗机构	10%	定向

资料来源：国家医保局、湘财证券研究所

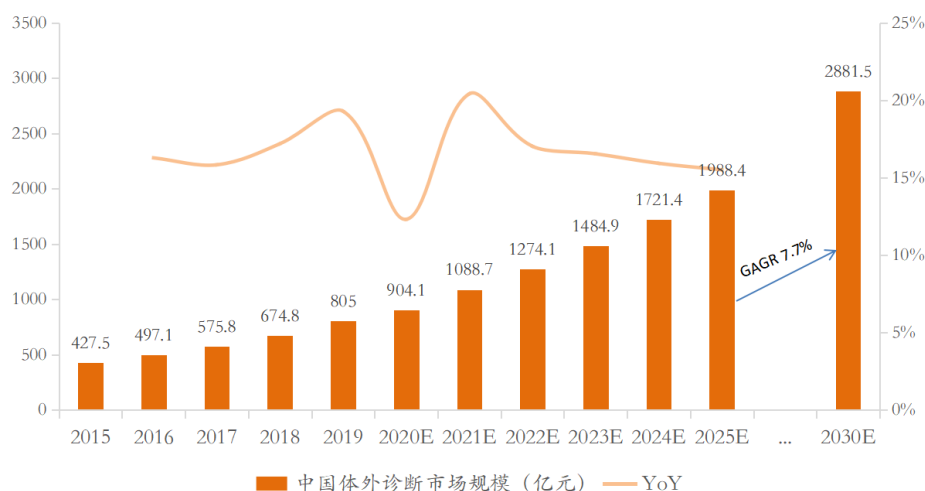
## 4 体外诊断：常规检测疫后恢复，抗原检测需求旺盛

### 4.1 行业特点：增速快、外资占比大、内资集中度低

#### 4.1.1 IVD 行业增长快，长期发展动力充足

中国 IVD 行业的增长速度约 18%，远高于全球不到 5% 增速的水平。同时未来发展动力充足，随着老龄化、城镇化、医保支付能力增强、分级诊疗、保健意识增强等需求端因素的推动，以及技术进步升级、新项目临床开展、原辅料自给升级等供给端能力的提升，中国 IVD 未来 5-10 年，仍将保持 15% 以上的年复合增速。中国体外诊断市场规模从 2015 年约人民币 427.5 亿元增长至 2019 年约人民币 805.7 亿元，期间年化复合增长率达到 17.2%。预计至 2030 年，中国体外诊断市场规模将增长至人民币 2,881.5 亿元，在全球市场中的占比提升至 33.2%，成为最大的体外诊断产品消费国。

图 49 中国 IVD 市场规模（亿元人民币）



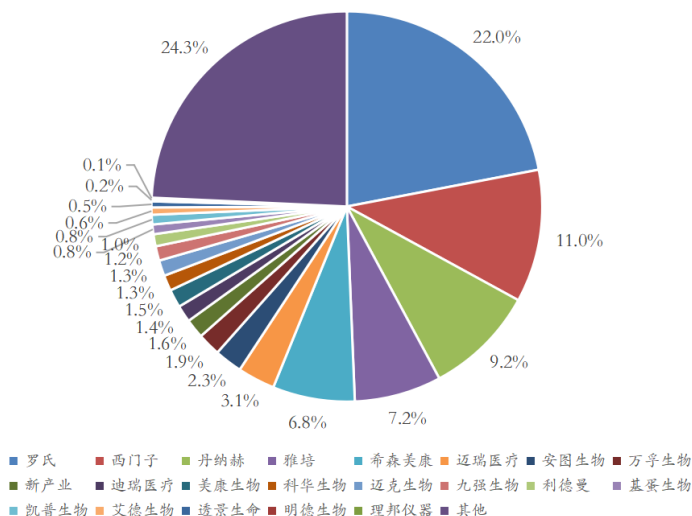
资料来源：菲鹏生物招股书、《中国卫生统计年鉴》、湘财证券研究所 不考虑新冠影响

#### 4.1.2 外资占比仍大，国内企业多为小且散

在全球市场和国内市场都呈现“5+x”的市场格局，五大国际巨头罗氏、西门子、丹纳赫、雅培、赛默飞占比在 50% 以上。仅罗氏一家企业占比约 22%。国内企业呈现“小和散”的状态，国内仅 10 家左右企业在国内市场占比超 1%，占比最大的迈瑞医疗约为 3.1%。且国内企业在相对低端的生化诊断领域占比比较高。在化学发光和 POCT 这些中高端技术方面具有较大的进口替代空间。



图 50 2017 年国内 IVD 生产企业市场份额

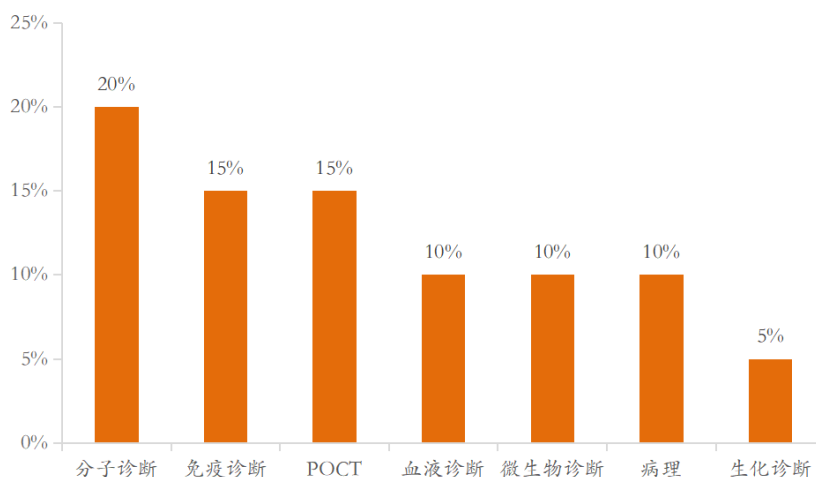


资料来源：华夏基石、湘财证券研究所

#### 4.1.3 细分领域发展分化明显

随着 IVD 产业技术升级，中国市场 IVD 不同细分领域发展有较大差异，生化诊断和免疫诊断中的酶联免疫等中低端产品增速较低，而化学发光，POCT 和分子诊断等高技术产品维持高增速。

图 51 2019 年国内 IVD 各细分领域增长对比



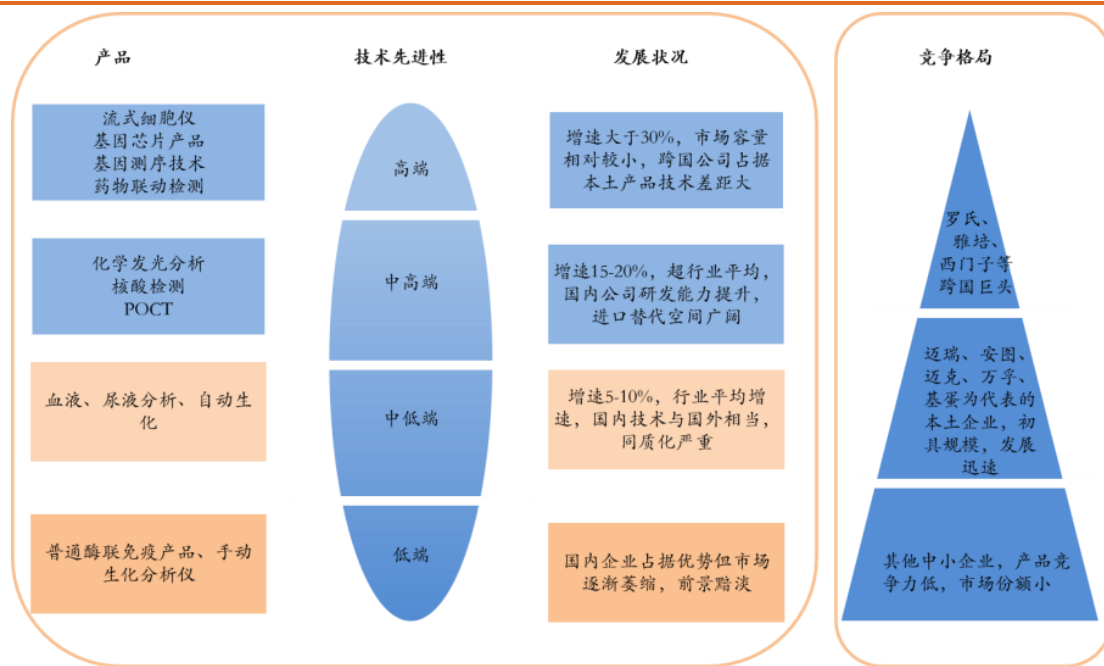
资料来源：中康产业、湘财证券研究所

#### 4.2 疫后诊疗恢复，看好中高端领域细分技术

在院端诊疗需求总体恢复趋势之下，IVD 直接收益。截至目前，我国的生化诊断已基本摆脱国外掣肘，国产化进程基本完成；而新冠肺炎疫情的蔓延

又激发了 POCT(即时检验)技术的大量需求,使其成为了新的蓝海市场。IVD 中游市场高端领域产品主要集中在基因芯片、基因测序、流式细胞仪等产品;中高端集中在化学发光分析仪、核酸检测、POCT 等;低端产品主要集中在普通酶联免疫产品、手动生化分析仪等。

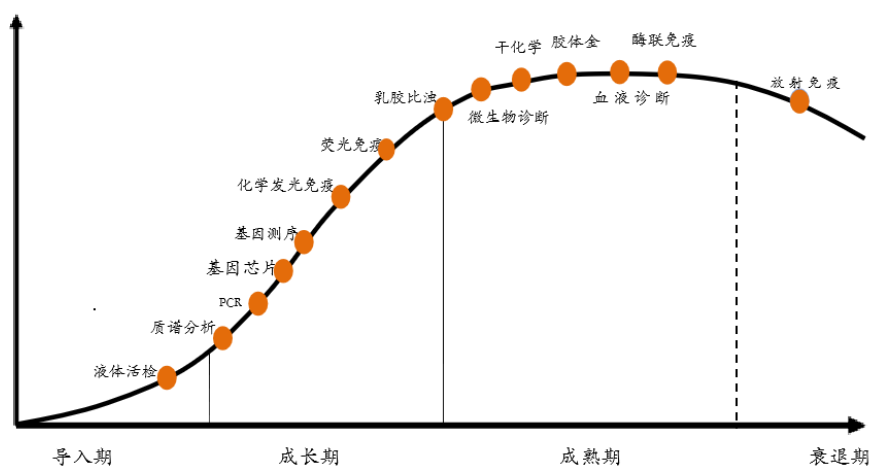
图 52 IVD 中游产业格局



资料来源：中康产业、湘财证券研究所

我国 IVD 技术经历了传统化学反应，酶催化反应，免疫诊断和分子诊断的发展历程，逐步向灵敏度高，特异性强，检测速度快和低成本的方向迅速发展。目前放射免疫处于衰退期，化学发光免疫、分子诊断相关的基因测序、基因芯片、PCR 处于成长期。

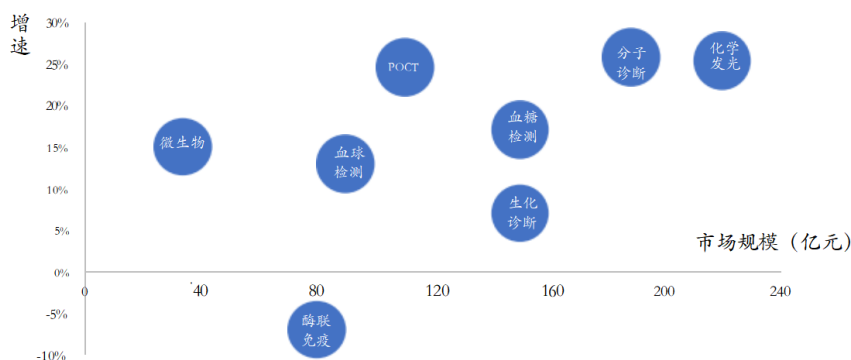
图 53 中国 IVD 产业的技术生命周期



资料来源：华夏基石、湘财证券研究所

我国 IVD 细分领域的化学发光技术为主流技术，市场增速达 20% 以上，代表新型技术的分子诊断和 POCT 增速也超 20%，酶联免疫技术正在被逐渐替代，已进入了负增长。在 IVD 中游领域我们建议从产业技术周期及细分领域成长性综合考虑重点推荐化学发光、POCT、分子诊断领域的 PCR 三大方向，此外 IVD 产业链下游领域我们建议关注 ICL 领域。

图 54 2018 年国内 IVD 不同细分领域市场规模与增速



资料来源：华夏基石、湘财证券研究所

### 4.3 新冠刺激板块公司快速成长，下半场关注抗原检测

在新冠疫情之下，核酸检测的常态化以及居家抗原检测获批普及促使相关公司在 2022 年业绩表现出众。

表 13 部分 IVD 板块公司 2022Q1-Q3 业绩情况

代码	证券名称	2022Q1-Q3 营收 YoY	2022Q3 营收 YoY	2022Q1-Q3 归母净利 YoY	2022Q3 归母净利 YoY
002030.SZ	达安基因	65.6%	23.5%	94.5%	42.0%
002932.SZ	明德生物	285.4%	178.1%	281.8%	153.1%
300482.SZ	万孚生物	87.3%	1.8%	97.7%	-13.4%
300639.SZ	凯普生物	113.8%	104.3%	130.0%	99.2%
300685.SZ	艾德生物	-7.2%	-16.2%	27.0%	106.7%
300832.SZ	新产业	21.3%	31.7%	38.9%	49.7%
603387.SH	基蛋生物	49.3%	25.5%	87.7%	76.8%
603658.SH	安图生物	21.8%	19.0%	25.4%	20.2%
688068.SH	热景生物	-20.7%	392.0%	-25.4%	1108.8%
688075.SH	安旭生物	798.3%	4.6%	1003.2%	211.4%
688105.SH	诺唯赞	78.9%	48.0%	36.3%	-14.2%
688289.SH	圣湘生物	24.5%	11.3%	-9.0%	-25.6%
688298.SH	东方生物	6.2%	-26.7%	-22.1%	-41.0%
688575.SH	亚辉龙	265.1%	156.2%	463.6%	212.6%
688606.SH	奥泰生物	202.0%	-20.7%	182.1%	-63.0%
688767.SH	博拓生物	16.9%	-32.6%	23.0%	-7.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

产业链下游 ICL 受益于新冠检测需求，业绩表现靓丽。2022 年 Q1-Q3 迪安诊断、金域医学、兰卫医学继续受益于新冠检测需求营收增长分别为

67.4%、41.7%、143.9%，归母净利增长分别为 96.9%、46.4%、119.5%。

**表 14 医学检验实验室相关公司 2022Q1-Q3 业绩情况**

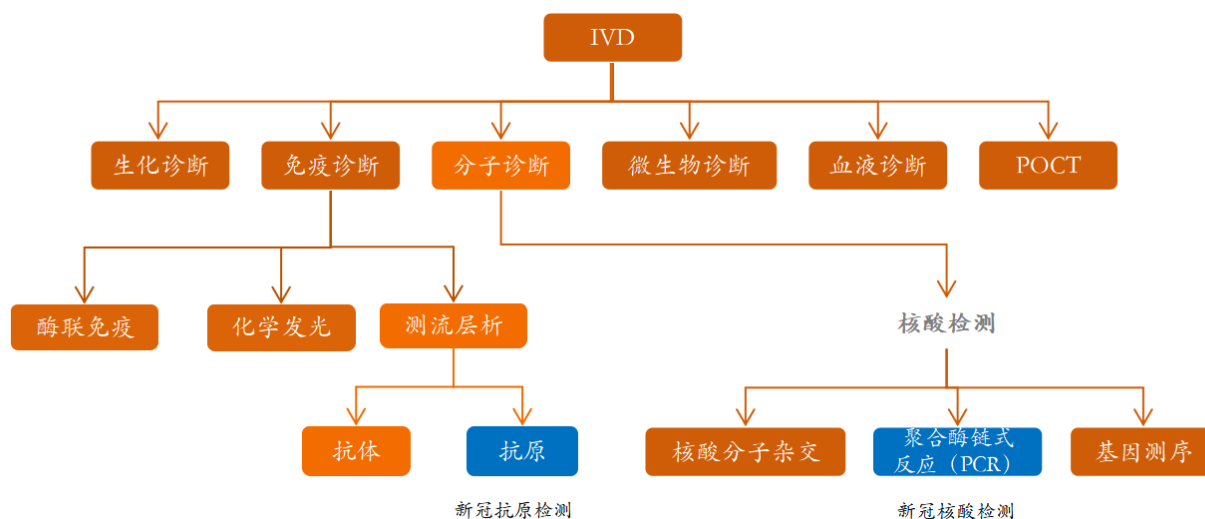
代码	证券名称	2022Q1-Q3 营收YoY	2022Q3 营收YoY	2022Q1-Q3 归母净利YoY	2022Q3 归母净利YoY
301060.SZ	兰卫医学	143.9%	108.3%	240.7%	119.5%
300244.SZ	迪安诊断	67.4%	37.5%	96.9%	8.4%
603882.SH	金城医学	41.7%	23.2%	46.4%	31.4%
000710.SZ	贝瑞基因	-5.3%	-1.5%	-157.7%	175.9%
300676.SZ	华大基因	-12.4%	-10.2%	-47.2%	-56.9%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

**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。

**疫情逐步放开，居家抗原检测有望替代核酸：**要做到新冠疫情的有效防控，前提必须做好新冠感染的检测，目前主要基于分子学（遗传物质）和免疫学（蛋白质）形成两大检测路径，分子学中的 RT-PCR 由于灵敏性和特异性很高，成本适中，已成为新冠感染判定的金标准，而基于免疫学的新抗原的检测虽然灵敏性不及 PCR，但特性和 PCR 比相差不大，且检测出结果的时间较快（自测产品普遍 15~30min），成本也低，比较适合做新冠阳性患者的筛查。

**图 55 新冠核酸检测及抗原检测技术路径**



资料来源：公开资料、湘财证券研究所

目前，美国 CDC 已经把新冠抗原检测结合核酸扩增技术作为筛查的重要手段，且 WHO、ECDC 也已经认可抗原快速检测的作用。如果后续疫情进一

步流感化，全球更多地区有望接受抗原检测。抗原检测对实验室要求低，可用于筛查，适合基层医院大规模筛查，检测速度快，有一定漏检率。OTC 家用自测产品出现以后，逐渐得到欧美国家的认可。

**表 15 新冠核酸检测与抗原检测对比**

	核酸	抗原
检测物质	新冠病毒 RNA	新冠病毒抗原
技术	分子诊断 PCR（金标准）、LAMP、NGS	免疫层析技术
标本	鼻、鼻咽、口咽、痰、唾液	咽拭子、鼻拭子、唾液
操作	专业性强	简单、适合自测
测试时间	2-3 小时	15-20 分钟
成本	单人单检约 15 元、混检约 3.5 元	约 3-5 元
优点	精准、金标准	便捷快速
缺点	用时久、操作专业、价格高	灵敏度较低（如假阴性较多）

资料来源：公开信息、湘财证券研究所

12 月 7 日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于印发新冠病毒抗原检测应用方案的通知》，针对有自主抗原检测需求人员、人员密集场所的人员（大型企业、工地、大学等）以及居家或养老机构中的老年人进行自主、规范的新冠病毒抗原检测进行指导。零售方面，《方案》明确，依法取得药品经营许可证的零售药店、依法取得相应医疗器械经营许可证的医疗器械经营企业，可以通过实体店铺和电子商务渠道销售经国家药品监管部门审批的抗原检测试剂。对于生产企业产能情况，《方案》也指出，工业和信息化部门要组织抗原检测试剂生产企业合理提高产能，根据市场需求情况提高产量，确保满足需求。早在 2022 年 3 月 11 日国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组就已经发布《关于印发新冠病毒抗原检测作为补充。12 月 8 日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组印发《新冠病毒抗原检测应用方案》提出，所有人员均可以按照自主、自愿的原则，随时进行自我抗原检测。我们认为抗原自测方便快捷，自备抗原试剂盒或将成为常态。

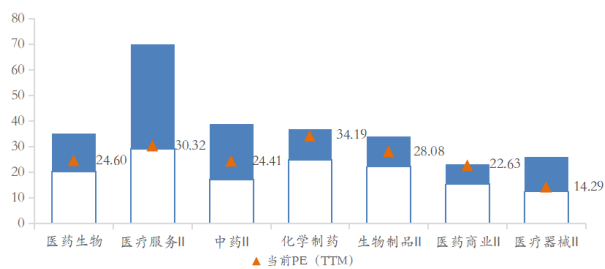
## 5 2023 投资展望：估值优势明显，疫后复苏可期

### 5.1 高位回落，已具估值优势

截至 2022 年 12 月 18 日，医药生物板块 PE 估值由近一年最高 35.06X 回落至 24.60X，已处近十年底部位置。医疗服务板块 PE 为 30.32X，近一年 PE 最大值为 69.95X，最小值为 29.20X，目前约位于近一年的底部水平。



图 56 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 57 近一年医药各子版块 PB 情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

从近 10 年来看，医药行业估值处于历史较低水平，截至 2022 年 12 月 18 日，申万医药生物行业市盈率 TTM 为 24.60 倍，位于历史分位 5.70%。从申万二级行业来看，大部分细分行业也处于估值较低水平，医疗服务、医疗器械和生物制品的市盈率分位较低，为 0.35%、1.67%和 6.86%。

图 58 2012 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

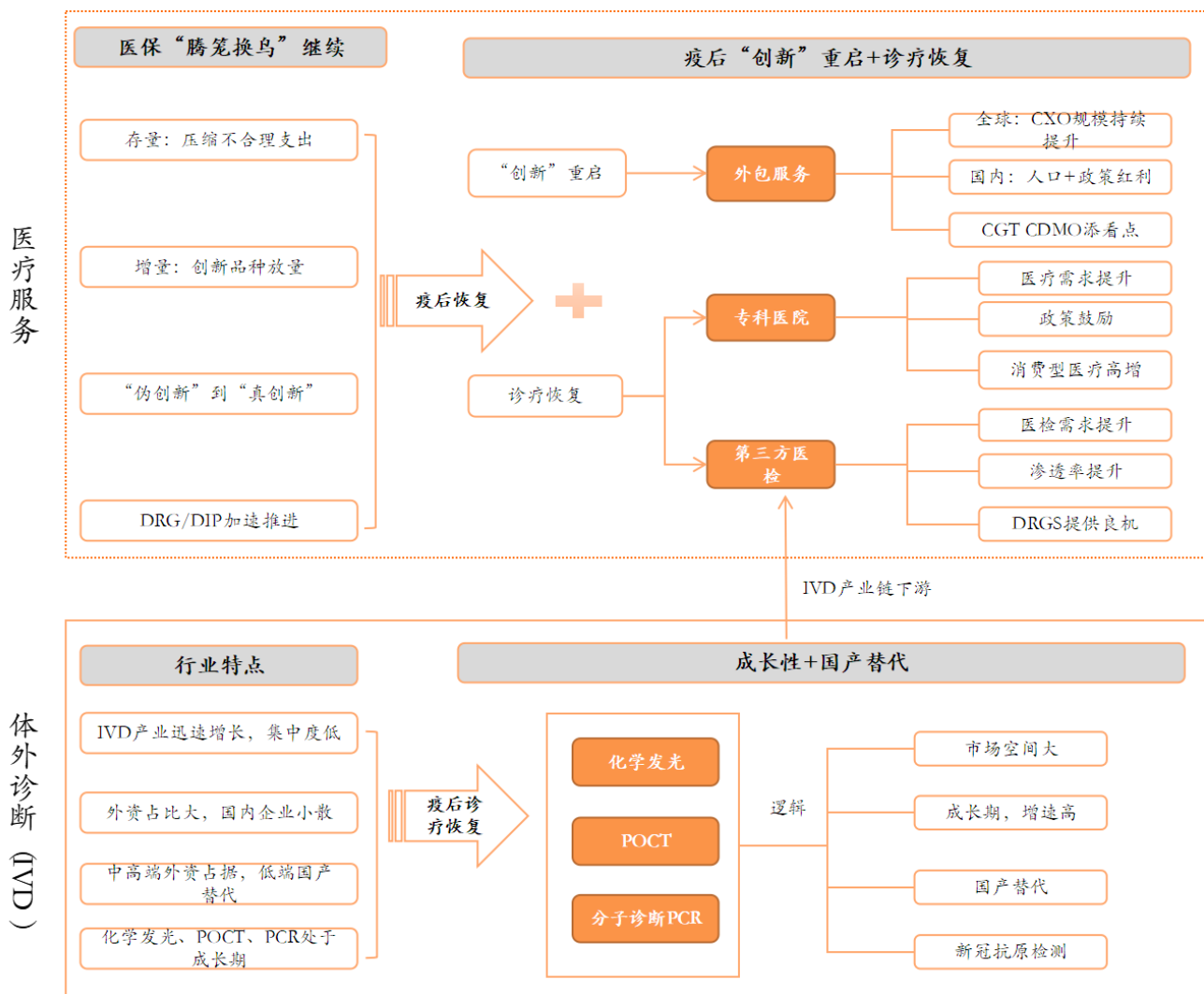
## 5.2 疫后复苏，三大主线优中选优

医药创新继续，2023 年随着疫情防控优化 CXO 相关公司与下游客户商业活动将逐步修复，且随着疫情防控优化市场“创新”产业链热度有望重启；2022 年我国多地疫情反复，较大幅度影响了民营医疗机构的运行，预计随着疫情防控政策逐步优化，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；疫后医院诊疗恢复，院端体外诊断（IVD）需求有望回暖，随着防疫政策优化居家抗原检测将成为常态且常规医疗恢复也将为行业成长注入动力。

综上，我们维持对 IVD&医疗服务行业的“增持”评级，建议在以下三大主线中优选细分方向：

- 1、**创新产业链 CXO**：重点关注临床 CRO 龙头与布局细胞基因治疗的后端 CDMO 公司；
- 2、**民营专科医疗服务**：重点关注受益于“消费”复苏的口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司；
- 3、**IVD 产业链**：重点关注受益于诊疗恢复的化学发光、POCT、分子诊断 PCR 相关公司及产业链下游 ICL。

图 59 疫后复苏，看诊疗恢复与“创新”重启



资料来源：公开信息、湘财证券研究所

## 6 风险提示

- (1) 医保控费执行力度超预期；
- (2) 药企研发投入下降；
- (3) 民营医院医疗事故风险；
- (4) 新冠疫情反复导致的风险。

## 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。