

医保谈判结果发布，目录不断优化有利于提高创新积极性

相关研究：

1.《对新冠感染实施“乙类乙管”，继续看好疫后复苏》

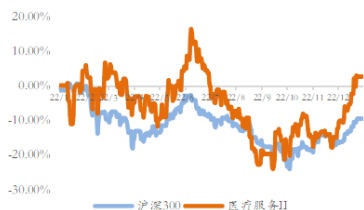
2023.01.04

2.《第十版新冠诊疗和防控方案出台，关注诊疗恢复与“创新”重启》

2023.01.10

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	9	12
绝对收益	14	19	3

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 上涨 5.09%，CXO 相关公司涨幅居前

上周医药生物报收 9779.75 点，上涨 2.50%，涨幅排名位列申万一级行业第 14 位，涨幅居中；医疗服务 II 报收 9836.60 点，上涨 5.09%；中药 II 报收 7541.82，上涨 3.00%；化学制药报收 11102.85 点，上涨 2.13%；生物制品 II 报收 9644.43 点，上涨 1.54%；医药商业 II 报收 6454.87 点，下跌 1.09%；医疗器械 II 报收 8302.25 点，上涨 1.34%。细分板块来看，医疗服务涨幅较大。

从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：普瑞眼科(+15.8%)、诺思格(+15.7%)、博腾股份(+13.8%)、药康生物(+13.1%)、凯莱英(+10.8%)；表现靠后的公司有：诺泰生物(-6.0%)、*ST 宜康(-5.4%)、澳洋健康(-7.0%)、何氏眼科(-3.9%)、百诚医药(-3.7%)。从个股涨跌幅来看 CXO 相关公司涨幅居前。

□ 医疗服务板块 PE (ttm) 比上周上升了 1.77 X, PB (lf) 比上周上升了 0.29X

当前医疗服务板块 PE 为 36.17 X，近一年 PE 最大值为 60.90 X，最小值为 28.92 X；当前 PB 为 5.98 X，近一年 PB 最大值为 7.80 X，最小值为 4.67 X。医疗服务板块 PE (ttm) 较前一周上升了 1.77 X，PB (lf) 较前一周上升了 0.29 X，医疗服务板块 PE、PB 处于近一年底部水平。从近 10 年来看，医药行业估值处于位于历史分位 7.63%，医疗服务板块估值位于历史分位 3.41%。

□ 重要资讯

(1) 国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2022 年)》：1 月 18 日，国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2022 年)》该目录自 2023 年 3 月 1 日起正式实施。通过本轮调整，国家医保药品目录内药品总数达 2967 种，其中西药 1586 种，中成药 1381 种。(来源：国家医保局)(2) 工信部：全力做好重点医疗物资生产供应：工信部作为联防联控机制物资保障组，会同成员部门和有关地方加大医疗物资保障力度，全力推动医药医疗企业稳产达产、扩能扩产，加大重点药物市场供给，引导合理有序精准投放。(来源：医药网)

□ 本周观点

2022 年医保谈判结果正式发布，与往年相比，2022 年国谈新增品种数量、谈判成功率等均有质的飞跃，进一步反映了企业对医保谈判规则的理解和预期趋于稳定。2016 年至今，国家医保谈判已经进行了七轮，国家医保局通过医保谈判不断优化目录内药品结构和疗效水平，将肿瘤药、慢病药、罕见病药和儿童用药等保障短板逐步补齐。医保谈判的动态调整机制为创新药获批上市后进入医保提供了快速便捷的通道，相关药品新纳入医保后可显著改善患者可负担性、医生认可程度、终端覆盖范围，有利于创新药快速放量，从而提高药企创新积极性，加大研发投入，建议关注创新产业链医药外包服务产业。

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，此外，随着对新冠病毒感染实施“乙类乙管”疫后复苏已经开启。

当前我们看好医疗服务行业的诊疗恢复与“创新”产业链的重启，维持对医疗服务行业的“增持”评级，建议在以下三大主线中优选细分方向：（1）“创新”重启的 CXO：关注临床 CRO 及后端细胞基因治疗 CDMO；（2）疫后复苏医疗服务：关注受益于消费复苏的口腔医疗、眼科等专科医疗服务；（3）关注受益于诊疗恢复的 IVD 产业链下游 ICL。

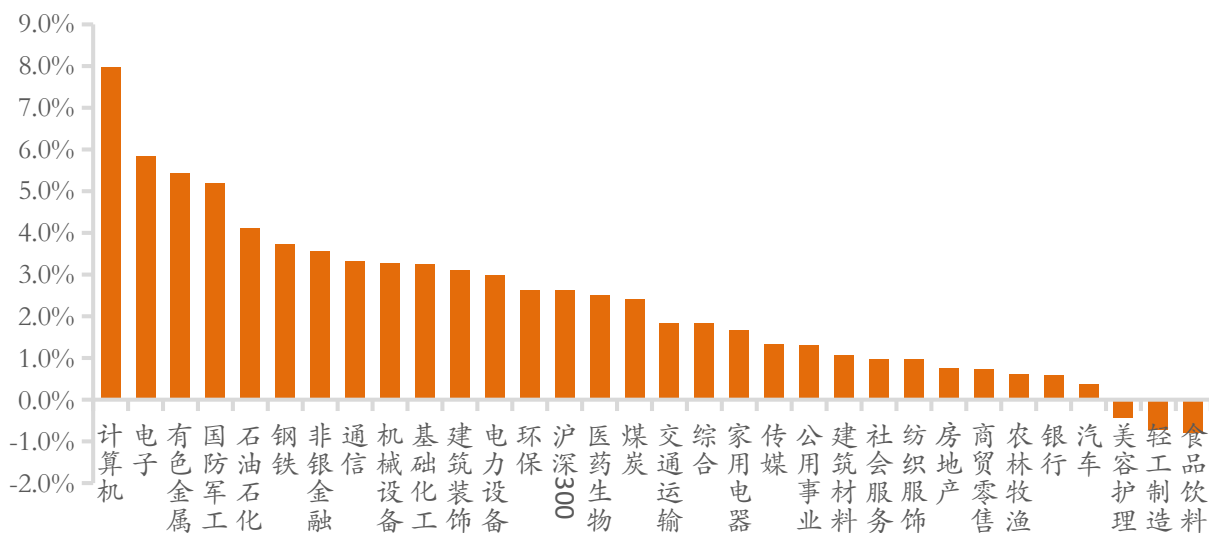
□ 风险提示

（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

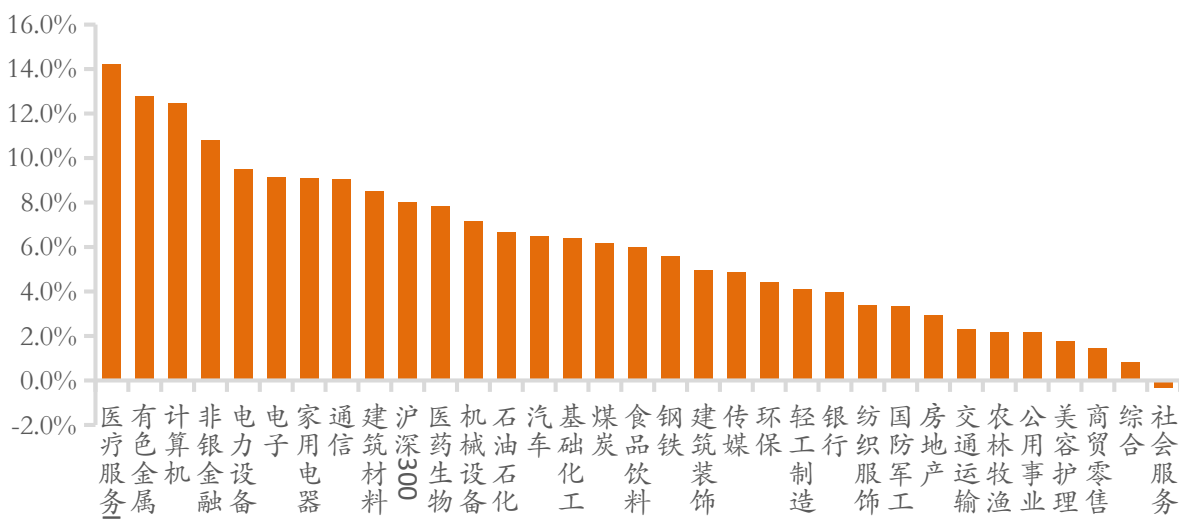
上一交易周医药生物报收 9779.75 点，上涨 2.50%，涨幅排名位列申万一级行业第 14 位，涨幅居中。沪深 300 指数上涨 2.63%，医药跑输沪深 300 指数 0.13%。

图 1 上个交易周各行业指数涨跌幅比较



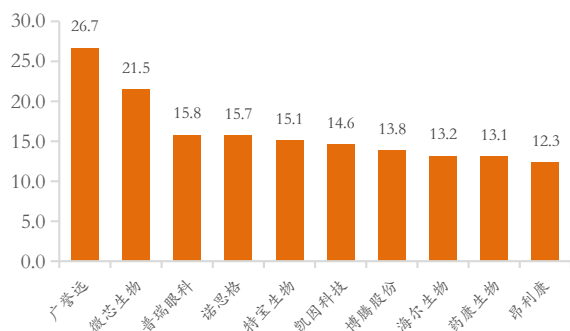
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 年初至今各行业指数涨跌幅比较



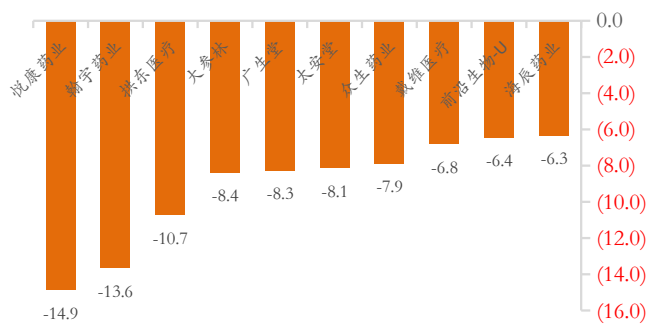
资料来源：Wind、湘财证券研究所

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

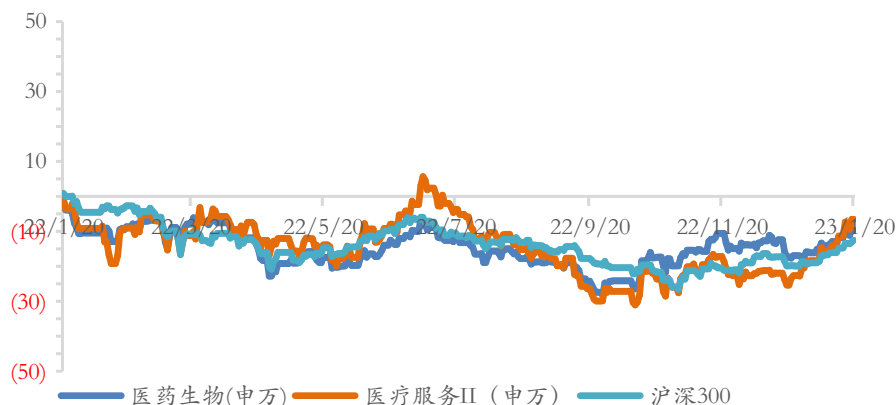
医药生物二级子行业医疗服务 II 报收 9836.60 点，上涨 5.09%；中药 II 报收 7541.82，上涨 3.00%；化学制药报收 11102.85 点，上涨 2.13%；生物制品 II 报收 9644.43 点，上涨 1.54%；医药商业 II 报收 6454.87 点，下跌 1.09%；医疗器械 II 报收 8302.25 点，上涨 1.34%。细分板块来看，医疗服务涨幅较大。

表 1 医药各子版块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		上周	2022 年以来
医药生物	9779.75	2.50	-14.10
医疗服务	9836.60	5.09	-16.51
中药	7541.82	3.00	-11.93
化学制药	11102.85	2.13	-10.00
生物制品	9644.43	1.54	-21.46
医药商业	6454.87	-1.09	0.12
医疗器械	8302.25	1.34	-16.65

资料来源：Wind、湘财证券研究所

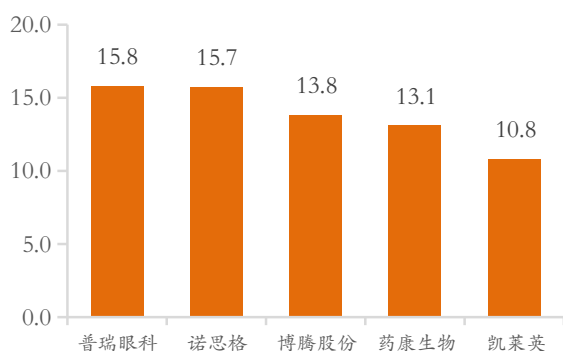
图 5 近一年医疗服务板块涨跌幅对比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

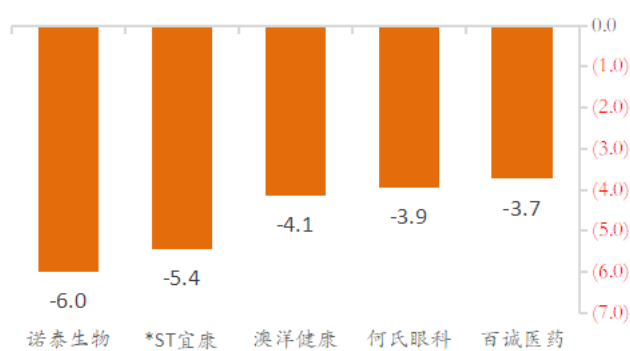
从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：普瑞眼科 (+15.8%)、诺思格 (+15.7%)、博腾股份 (+13.8%)、药康生物 (+13.1%)、凯莱英 (+10.8%)；表现靠后的公司有：诺泰生物 (-6.0%)、*ST 宜康 (-5.4%)、澳洋健康 (-3.9%)、何氏眼科 (-3.9%)、百诚医药 (-3.7%)。从个股涨跌幅来看 CXO 相关公司涨幅居前。

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

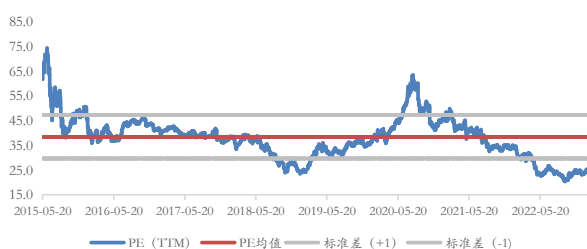


资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

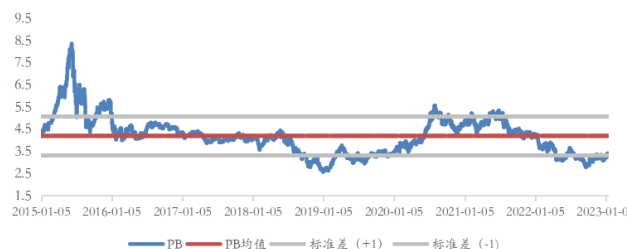
近一年医药板块估值整体回落，医疗服务估值下降明显。当前医疗服务板块 PE 为 36.17 X，近一年 PE 最大值为 60.90 X，最小值为 28.92 X；当前 PB 为 5.98 X，近一年 PB 最大值为 7.80 X，最小值为 4.67 X。医疗服务板块 PE(ttm) 较前一周上升了 1.77 X，PB (lf) 较前一周上升了 0.29 X，医疗服务板块 PE、PB 处于近一年底部水平。从近 10 年来看，医药行业估值处于位于历史分位 7.63%，医疗服务板块估值位于历史分位 3.41%。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 189.8%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，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 2015 年至今医药生物 PE 概况



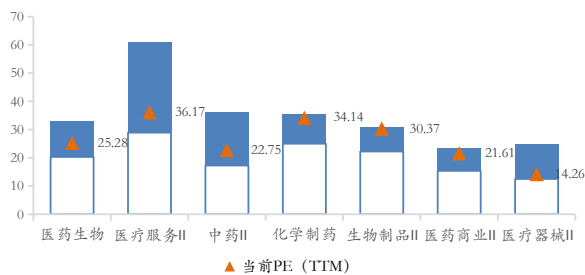
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2015 年至今医药生物 PB 情况



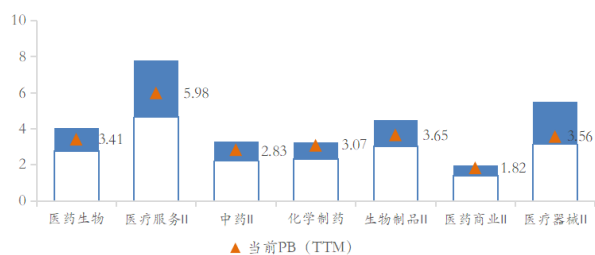
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 近一年医药各子版块 PE 概况



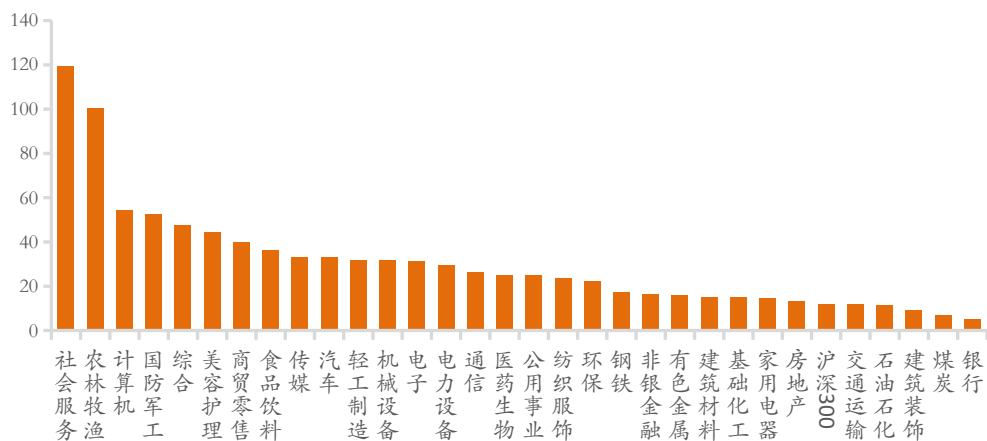
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 近一年医药各子版块 PB 情况



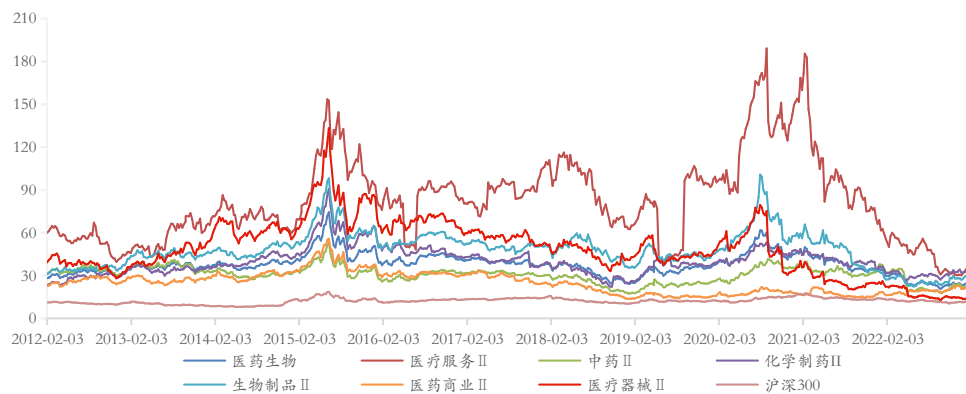
资料来源：Wind、湘财证券研究所

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 2012 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	2024E
300725.SZ	药石科技	181	12.0	4.9	3.6	5.0	6.9	51X	36X	26X
002821.SZ	凯莱英	611	46.4	10.7	31.0	28.1	30.7	20X	22X	20X
603259.SH	药明康德	2876	229.0	51.0	86.9	100.0	127.3	33X	29X	23X
300347.SZ	泰格医药	1045	52.1	28.7	29.2	35.8	44.5	36X	29X	23X
300759.SZ	康龙化成	940	74.4	16.6	18.9	26.0	35.2	50X	36X	27X
603127.SH	昭衍新药	333	15.2	5.6	8.7	10.7	13.8	38X	31X	24X
2269.HK	药明生物	2998	102.9	33.9	47.6	65.3	87.6	63X	46X	34X
300363.SZ	博腾股份	265	31.1	5.2	19.1	15.3	17.5	14X	17X	15X
688131.SH	皓元医药	140	9.7	1.9	2.4	3.6	5.3	59X	38X	26X
300244.SZ	迪安诊断	172	130.8	11.6	25.8	20.3	21.2	7X	8X	8X
603882.SH	金域医学	405	119.4	22.2	28.6	24.6	26.3	14X	16X	15X
300015.SZ	爱尔眼科	2423	150.0	23.2	28.7	37.8	48.9	84X	64X	50X
688238.SH	和元生物	114	2.5	0.5	0.8	1.2	1.9	147X	94X	60X
600763.SH	通策医疗	543	27.8	7.0	6.7	8.5	10.9	81X	64X	50X

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2023 年 1 月 30 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➤ 国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2022 年)》

1 月 18 日，国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2022 年)》该目录自 2023 年 3 月 1 日起正式实施。通过本轮调整，国家医保药品目录内药品总数达 2967 种，其中西药 1586 种，中成药 1381 种；从谈判/竞价情况看，共计 147 个药品（含目录内药品续约谈判）参加谈判/竞价，最终 121 个药品谈判/竞价成功，总成功率达 82.3%。此次国家医保药品目录调整共有 111 个药品新增进入目录，通过医保谈判平均降价 60.1%。目录外新增药品涉及 23 个临床组别，包括 56 个慢性病用药（高血压、糖尿病、精神疾病等）、23 个肿瘤用药、17 个抗感染用药、7 个罕见病用药等，其中 22 个儿童用药、2 个新冠治疗用药、2 个国家基本药物，重点领域药品保障水平进一步提升。有 24 种国产重大创新药品被纳入谈判，20 种药品谈判成功。根据医保局新闻发布会介绍，从患者负担情况看，通过谈判降价和医保报销，本次调整预计未来两年将为患者减负超过 900 亿元。（来源：国家医保局）

➤ 工信部：全力做好重点医疗物资生产供应

国务院新闻办公室 18 日举行新闻发布会，工业和信息化部总工程师、新闻发言人田玉龙在会上表示，最近一段时间，工信部会同有关部门，贯彻党中央、国务院决策部署，在联防联控机制的直接指挥下，工信部作为联防联控机制物资保障组，会同成员部门和有关地方加大医疗物资保障力度，全力

推动医药医疗企业稳产达产、扩能扩产，加大重点药物市场供给，引导合理有序精准投放。（来源：医药网）

4 板块观点

4.1 细分板块观点

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，较大程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。

【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。

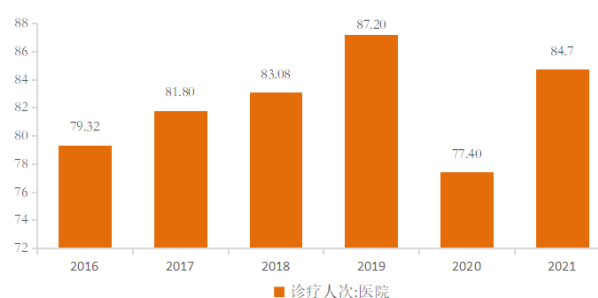
CRO 企业掌握药物发现流量入口，细胞基因治疗或为 CXO 企业再辟新空间。国内 CRO 企业如药明康德、成都先导深度布局 DEL（DNA 编码化合物库）技术，睿智化学布局 FBS、CADD、SBDD 技术。大大加快了潜在药物发现的速度。以上技术大大加快了新药研发进程，也使新药发现技术成为 CRO 企业获得订单的重要流量入口。当前中国细胞基因治疗正处萌芽期，基因治疗 CRO 和 CDMO 与传统制药差异大。相比小分子和大分子制药，基因治疗由于复杂的技术机制、高门槛的工艺开发和大规模生产、严苛的法规监管要

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】

政策支持民营医疗服务，防疫政策优化就诊有望回升。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 2022 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。近年我国的老龄化程度继续加深，2021 年 65 岁以上老年人占比为 14.2%，比 2020 年上升 0.7pct，老龄化提升医疗服务需求，中国医院门诊量数据来看门诊就诊人次已从 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%。受疫情影响 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，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 14 全国诊疗人次变化情况（单位：亿人次）



资料来源：中国政府网、湘财证券研究所

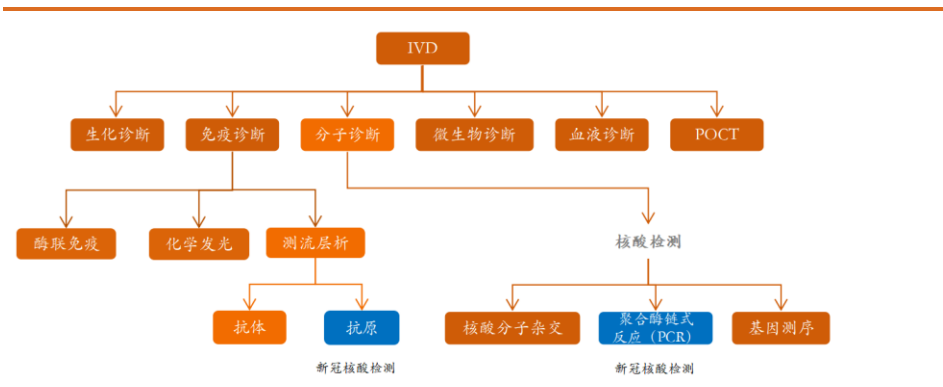
【IVD】

常规检测疫后恢复，抗原检测需求旺盛。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。

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。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。

新冠下半场，关注抗原检测。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。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。

图 15 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

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。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，该方案的发布进一步明确了抗原检测的必要性。我们认为抗原自测是精准防控的第一步，自备抗原试剂盒或将成为常态，建议关注布局新冠抗原检测相关公司。

表 3 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	专业性较强	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	灵敏度较低（如假阴性较多）

资料来源：公开资料、湘财证券研究所

4.2 本周观点

2022 年医保谈判结果正式发布，与往年相比，2022 年国谈新增品种数量、谈判成功率等均有质的飞跃，进一步反映了企业对医保谈判规则的理解和预期趋于稳定。2016 年至今，国家医保谈判已经进行了七轮，国家医保局通过医保谈判不断优化目录内药品结构和疗效水平，将肿瘤药、慢病药、罕见病药和儿童用药等保障短板逐步补齐。医保谈判的动态调整机制为创新药获批上市后进入医保提供了快速便捷的通道，相关药品新纳入医保后可显著改善患者可负担性、医生认可程度、终端覆盖范围，有利于创新药快速放量，从而提高药企创新积极性，加大研发投入，建议关注创新产业链医药外包服务产业。

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，此外，随着对新冠病毒感染实施“乙类乙管”疫后复苏已经开启。当前我们看好医疗服务行业的诊疗恢复与“创新”产业链的重启，维持对医疗服务行业的“增持”评级，建议在以下三大主线中优选细分方向：（1）“创新”重启的 CXO：关注临床 CRO 及后端细胞基因治疗 CDMO；（2）疫后复苏医疗服务：关注受益于消费复苏的口腔医疗、眼科等专科医疗服务；（3）

关注受益于诊疗恢复的 IVD 产业链下游 ICL。

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。