

# 新医改看“真创新”，老龄化“消费医疗”花开正艳

## 核心要点：

### □ 后疫情时代医药产业逐渐恢复，子版块继续分化

2021 年在医保控费医保支出“腾龙换鸟”大趋势下，医药产业细分子版块分化明显，疫情受益及 CXO 板块表现突出，集采之下仿制药及高值耗材承压。虽然从 2015 年到 2020 年，卫生总费用投入呈增长放缓趋势，但依然高于同期 GDP 增速。2020 年由于疫情影响，医药制造业营收出现下滑，但 2021 年已逐渐恢复，截至 2021 年 10 月份，我国医药制造业营业收入为 23529 亿元同比增长 22.8%，利润总额为 4928 亿元，同比增长 76.7%，后疫情时代医药工业已逐渐恢复。

### □ 新医改下“创新”旋律不变，产业链由“策略布局”到“抢滩登陆”

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。

未来随着 DRG/DIP 的执行，医药结构将继续优化，建议关注政策“免疫”消费型医疗相关公司。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，研发投入呈现逐年增长态势将有利于创新产业链发展。但同时我们也观察到，在创新持续优化情况下，优质赛道内部也出现分化，我们认为未来几年创新产业链也将由之前的“策略布局”逐渐步入到“抢滩登陆”阶段，真正实现创新放量的相关公司才有望明显受益。

### □ 老龄化遇上新医改，推荐“创新”及政策“免疫”消费医疗产业链：

(1) **创新药卖水人“CXO”产业链公司**：全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速；国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼，预计未来 3-5 年 CXO 行业有望保持 20% 以上的复合增速。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**：随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。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、眼科等专科医疗服务龙头公司。

(3) **第三方医学检验实验室**：老龄化及健康意识的增强和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，将推动医疗检测需求。独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势明显。预计，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。建议关注 ICL 龙头公司。

### □ 风险提示

医保控费执行力度超预期；药企研发投入下降；民营医院医疗事故风险。

## 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	-12	-23	-4
绝对收益	-9	-22	-8

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

## 正文目录

1 医疗服务估值回落，业绩向好	4
1.1 医药板块表现平淡，估值回落已具优势	4
1.2 卫生费用继续走高，医药工业恢复增长	6
1.3 疫情影响基本消除，前三季度业绩向好	7
2 医保“腾笼换鸟”继续，政策加速推进	7
2.1 供需两端继续利好创新，新药研发热度继续	8
2.1.1 仿制药市场持续压缩，创新药医保谈判常态化	8
2.1.2 新药研发热度继续，新药获批数量大增	9
2.2 医保资金“腾笼换鸟”继续，“伪创新”到“真创新”	10
2.3 DRG/DIP 加速推进，总额控制压缩医保不合理支出	12
3 投资策略：新医改看“真创新”，老龄化“消费医疗”花开正艳	13
3.1 创新产业链 CXO 公司持续高景气	13
3.1.1 多维共振下国内 CXO 享时代机遇	14
3.1.2 业绩高增长，先行指标显示行业高景气	18
3.1.3 关注 CRO 龙头及后端 CDMO 标的	20
3.2 老龄化下专科医疗服务需求持续提升	24
3.2.1 老龄化下消费型医疗服务保持快速增长	24
3.2.2 政策友好，眼科、口腔等市场空间大	27
3.2.1 关注眼科、口腔医疗等专科服务标的	30
3.3 第三方医学检验实验室（ICL）正处发展初期	33
3.3.1 中国 ICL 行业有望保持快速增长	33
3.3.2 行业壁垒高，龙头地位稳固	36
3.3.3 关注项目齐全全国布局的标的	37
4 风险提示	38

## 图表目录

图 1 截至 11 月 12 日各行业全年涨跌幅	4
图 2 2010 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况	5
图 3 2003-2020 年中国卫生总费用变化及占 GDP 比重	6
图 4 我国规模医药工业营业收入及增速	7
图 5 我国规模医药工业营业利润及增速	7
图 6 新医保局成立后带量采购历程	9
图 7 全球医药研发投入与中国医药研发投入比较	10
图 8 近年临床试验登记平台登记临床总数	10
图 9 中国创新药获批数量统计	10
图 10 2010 年至 2020 年医保基金收入、支出及增长	11
图 11 2010 年至 2020 年医保累计结余情况	11

图 12 药物品种前十位靶点及适应症领域分析 .....	12
图 13 DRG 带来的投资机会 .....	12
图 14 聚焦“政策免疫”和“创新”产业链 .....	13
图 15 全球医药研发开支 .....	14
图 16 全球医药产业投融资活跃 bioTECH 兴起 .....	15
图 17 全球 CRO 行业渗透率变化 .....	15
图 18 主要 CXO 公司年薪与美国对比（万元/年） .....	16
图 19 国外 CXO 公司与中国 CXO 公司净利率对比 .....	16
图 20 医药上市公司研发支出情况 .....	16
图 21 中国医疗健康产业投融资变化趋势 .....	17
图 22 中国区 CRO 市场规模增速高于全球 .....	18
图 23 中国区 CDMO 市场规模增速快于全球 .....	18
图 24 CXO 样本公司与医药行业预收账款与合同负债占营收比 .....	19
图 25 CXO 样本公司员工数变动 .....	20
图 26 CXO 公司在建工程（单位：亿元） .....	20
图 27 国内主要 CRO/CDMO 公司分布 .....	21
图 28 泰格医药新签合同维持高增长 .....	23
图 29 泰格医药累计待执行合同持续高增长 .....	23
图 30 2011-2019 年我国 60 岁以上人口数量（人）及占比 .....	24
图 31 2015-2019 年中国医院门诊量 .....	25
图 32 2015 年至 2019 年中国医院住院人次 .....	25
图 33 中国政府预算卫生支出快速提升 .....	25
图 34 2003-2018 年中国人均卫生费用变化 .....	25
图 35 中国消费型医疗支出占比呈上升趋势 .....	26
图 36 我国眼科医疗服务规模及增速 .....	28
图 37 我国口腔医疗服务规模及增速 .....	29
图 38 爱尔眼科分级诊疗结构图 .....	31
图 39 2020 年爱尔眼科各产品收入占比 .....	32
图 40 通策医疗杭州、宁波口腔医院集团布局 .....	32
图 41 公司具有“量价齐升”逻辑 .....	33
图 42 中国临床检验市场规模及 ICL 渗透率 .....	34
图 43 临床检测服务提供商的优势及劣势对比 .....	34
图 44 中国 ICL 渗透率较低 .....	35
图 45 全球 ICL 检验项目数比较（个） .....	35
图 46 中国 ICL 市场规模及增速 .....	35
图 47 ICL 行业具有五大壁垒 .....	36
图 48 2020 年中国 ICL 市场份额情况 .....	37
图 49 主要 ICL 公司可供检测项目 .....	37
表 1 医药各子版块 2021 年度涨跌幅 .....	4
表 2 2021 年医药生物涨跌幅前十名上市公司 .....	5
表 3 医药板块营收、归母净利润增速情况 .....	7
表 4 2016 至 2020 年医保谈判情况 .....	9
表 5 中国 CRO 试验成本占西方发达国家比例 .....	15
表 6 医疗服务板块 CXO 公司 2021Q1-Q3 增长情况 .....	18

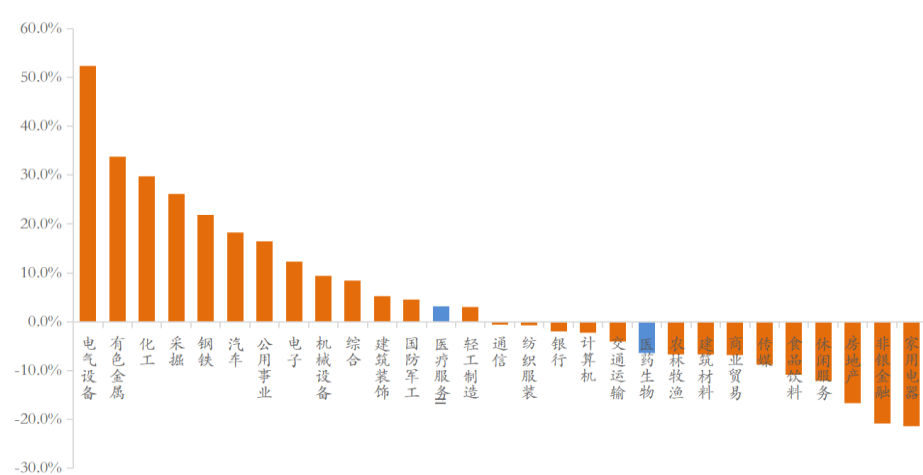
表 7 主要 CXO 公司预收账款与合同负债总值（单位：亿元）及其增长 .....	19
表 8 部分国内 CXO 上市公司概况 .....	21
表 9 药明康德细分业务类型 .....	22
表 10 泰格医药主要业务 .....	23
表 11 我国医疗服务机构诊疗人次 .....	26
表 12 医疗服务板块民营医院 2021Q1-Q3 增长情况 .....	27
表 13 近年部分支持社会办医文件 .....	27
表 14 眼科医疗服务板公司关键经营数据对比（截至 2020 年） .....	28
表 15 口腔医疗服务板公司关键经营数据对比（截至 2020 年） .....	30
表 16 医疗服务板块医学检验实验室相关公司 2021Q1-Q3 增长情况 .....	36
表 17 金域医学细分检测项目分类 .....	37

## 1 医疗服务估值回落，业绩向好

### 1.1 医药板块表现平淡，估值回落已具优势

2020 年受疫情催化，医药板块走出一段波澜壮阔的牛市之后，2021 年后疫情时代医药板块整体表现较弱。截至 2020 年 11 月 12 日，医药生物行业报收 10872.84 点，下跌 6.46%，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，排名靠后，跑输沪深 300 指数 0.17 个百分点，子版块医疗服务 II 上涨 3.20%，表现优于医药生物整体板块。

图 1 截至 11 月 12 日各行业全年涨跌幅



资料来源：Wind、湘财证券研究所

医药子板块分化较大，医疗服务表现较优。后疫情时代，叠加新医改医保支出“腾龙换鸟”大背景，医药细分子板块分化依旧明显。从涨跌特点上来看，中药、医疗服务板块涨幅居前，医药商业、生物制品、医疗器械跌幅较大。

表 1 医药各子版块 2021 年度涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		2021 年以来	2020 年以来
医药生物	10872.84	-6.4	36.8
医疗服务	12634.78	1.7	104.6
中药	7144.88	13.3	24.1
化学制药	11733.99	-9.3	11.7
生物制品	12043.46	-12.7	43.3
医药商业	5858.03	-23.5	-9.3
医疗器械	9154.52	-11.7	56.3

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2021 年 11 月 12 日

疫情受益及 CXO 板块表现突出，集采之下仿制药及高值耗材承压。涨幅位列医药板块前十的公司中除了新股和次新股外，还包括受益于新冠疫情的



热景生物。医疗服务板块公司美迪西、博腾股份受益于 CXO 行业快速发展，业绩高速增长并带动估值提升形成戴维斯双击表现亮眼。受仿制药带量采购及高值耗材、器械集采等不利因素影响康弘药业、亚辉龙、甘李药业等全年表现较差。

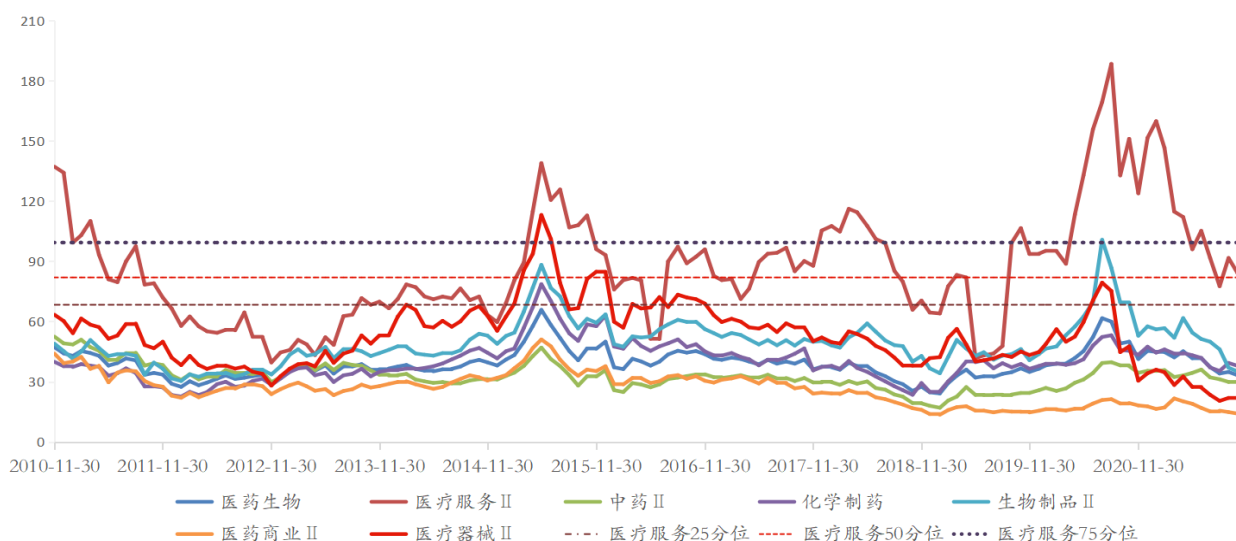
表 2 2021 年医药生物涨跌幅前十名上市公司

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	688202.SH	美迪西	304.47	1	300869.SZ	康泰医学	-69.72
2	688198.SH	佰仁医疗	235.49	2	002773.SZ	康弘药业	-59.91
3	688356.SH	键凯科技	221.22	3	688575.SH	亚辉龙	-56.38
4	301089.SZ	拓新药业	216.41	4	688607.SH	康众医疗	-54.60
5	600767.SH	运盛医疗	198.25	5	603976.SH	正川股份	-52.99
6	688301.SH	奕瑞科技	176.65	6	688289.SH	圣湘生物	-50.46
7	605369.SH	拱东医疗	169.65	7	301015.SZ	百洋医药	-48.52
8	688068.SH	热景生物	153.46	8	000566.SZ	海南海药	-48.43
9	002900.SZ	哈三联	148.40	9	300677.SZ	英科医疗	-48.07
10	300363.SZ	博腾股份	145.22	10	603087.SH	甘李药业	-47.37

资料来源：Wind、湘财证券研究所 截至 2021 年 11 月 12 日

**高位回落，已具估值优势。**当前医药生物板块 PE 估值由全年最高 49.8X 回落至 33.7X，已处近一年底部位置。医疗服务板块 PE 为 75.4X，近一年 PE 最大值为 185.5X，最小值为 73.1X，目前约位于近十年的 50% 分位水平。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 2 2010 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况

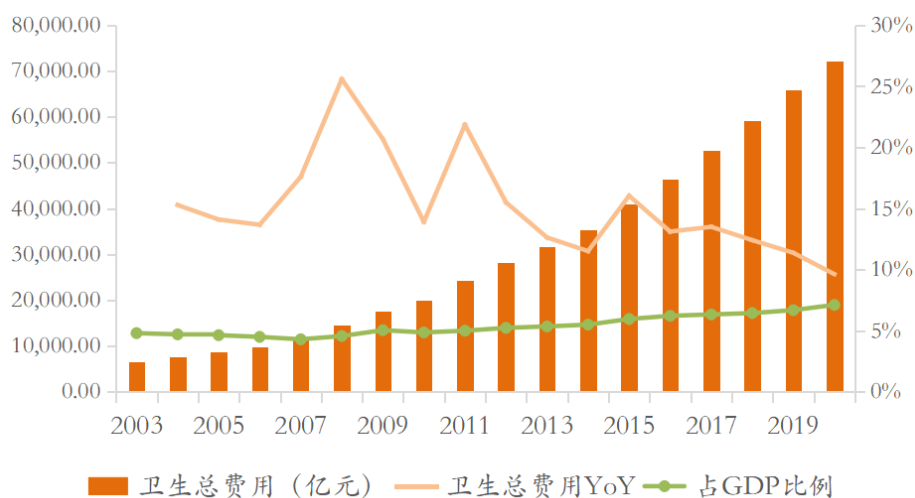


资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 1.2 卫生费用继续走高，医药工业恢复增长

**医疗卫生支出维持稳健增长。**近年我国卫生投入持续走高，虽然从 2015 年到 2020 年，卫生总费用投入呈增长放缓趋势，但依然高于同期 GDP 增速。2020 年全国卫生总费用达 72175 亿元，同比增长 9.6%，我国卫生费用占 GDP 的比重持续提升，已从 2003 年的 4.8% 提升至 2020 年的 7.1%，与上年相比继续呈现提升趋势。

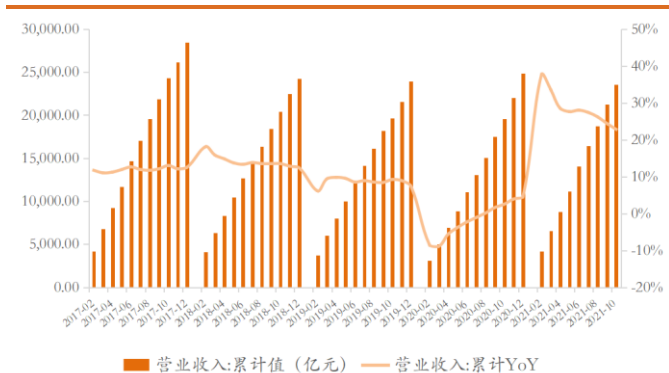
图 3 2003-2020 年中国卫生总费用变化及占 GDP 比重



资料来源：Wind、国家卫计委、湘财证券研究所

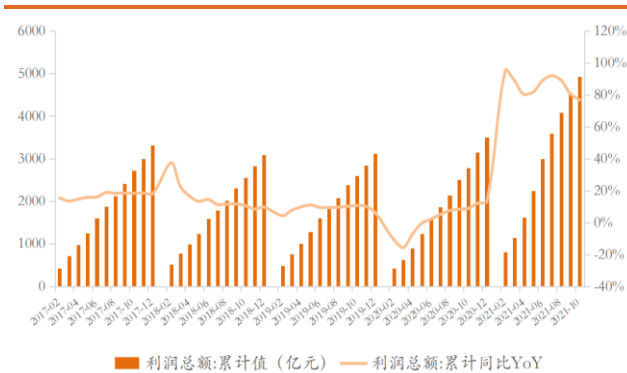
**医药工业受疫情影响逐渐消除，全年加速回暖。**在复杂多变的经济形势和竞争加剧的市场环境下，随着医改的深化，医保控费药品零加成、药品集中采购、两票制等政策措施的加快推进及医药行业转型升级结构调整的不断深入，我国医药行业进入整体增速放缓的新常态。近年我国医药制造总体经济运行平稳，根据国家统计局数据，2019 年全国规模以上医药制造业营业收入为人民币 23909 亿元，同比增长 7.4%，实现利润总额人民币 3120 亿元，同比增长 5.9%，营收增幅高于全国工业平均值 1.7 个百分点。2020 年由于疫情影响，医药制造业营收出现下滑，但 2021 年已逐渐恢复，截至 2021 年 10 月份，我国医药制造业营业收入为 23529 亿元，同比增长 22.8%，利润总额为 4928 亿元，同比增长 76.7%。我们认为，在经济增速整体承压背景下，医药行业增速总体虽然呈下降趋势但增长确定性高，有望穿越牛熊。

图 4 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 5 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

### 1.3 疫情影响基本消除，前三季度业绩向好

前三季度业绩整体恢复，高基数增速有所放缓。2021 年三季报医药生物板块超过六成企业的业绩营收、归母净利润双涨，相较 2021 年 H1 该比例有所下降，主要是由于部分公司去年三季度基数较高致使增速放缓。医药生物板块 2021Q1-Q3 营收增长 14.96%，归属净利增长 21.11%。去年前三季度受新冠疫情影响，不少企业的营收出现下滑，但由于疫情致使费用减少，利润端表现较好（2020 年 Q1-Q3 医药板块整体营收增长仅为 2.09%，归母净利润增长 21.89%），目前医药板块公司已逐步恢复正常经营。

各细分板块中医疗服务板块营收及利润增长表现较为亮眼。其中 2021 前三季度营收增长 37.35%，归属净利增长 59.57%；单 Q3 来看由于去年第三季度基数较高，今年 Q3 营收及净利增长有所放缓但仍保持较快增长，其中营收增长 17.86%，归母净利润增长 20.93%。

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			
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2021Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2021Q3
医药生物	14.63%	2.09%	14.96%	7.82%	5.81%	21.89%	21.11%	-3.30%
医疗服务	17.21%	7.88%	37.35%	17.86%	6.21%	25.01%	59.57%	20.93%
中药	12.01%	-6.99%	11.01%	5.32%	-5.00%	-16.04%	20.54%	-4.27%
化学制药	10.97%	-5.07%	10.60%	5.93%	2.19%	4.68%	5.69%	6.37%
生物制品	22.25%	5.12%	30.21%	33.15%	40.21%	32.29%	58.89%	38.03%
医药商业	17.82%	2.20%	14.06%	7.59%	3.74%	9.42%	10.13%	-22.15%
医疗器械	12.81%	49.41%	16.95%	-4.31%	23.26%	126.25%	15.13%	-29.88%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 2 医保“腾笼换鸟”继续，政策加速推进

回首近年医药板块表现，无不与产业政策密切相关。受带量采购影响的



仿制药板块整体表现低迷，部分创新药及创新产业链龙头公司表现出众，而受仿制药降价影响的部分公司表现持续低迷；近年医药行业政策及各文件的发布则是自 2009 年新医改推行以来的政策推进，因此把握医药投资方向必然要深入了解医改背景、内容以及未来方向。通过对“新医改”的分析，我们认为“创新”必然贯穿于未来的医药行业投资，而寻找“政策免疫”标的可以极大程度避免踩雷。

## 2.1 供需两端继续利好创新，新药研发热度继续

从历史情况来看，医药供给端来看中国医药工业不仅创新药的研发不及发达国家，仿制药的质量也和原研相差甚远。而在消费端，医院“医药养医”问题严重，大量辅助用药、中药注射剂等品种消耗大量医保资金。所以，在 2015 年之后，政策一方面从医药供给端执行一致性评价从而保证仿制药质量，鼓励医药创新以求加快医药创新，另一方面，需求端在医保局成立之后执行带量采购从而压缩仿制药价格，出台各种文件限制辅助用药及中药注射剂的使用，而压缩出来的资金通过医保谈判及时将创新药纳入医保从而让渡给创新药。未来带量采购将常态化，DRG/DIP 的推广将继续推动医保“腾笼换鸟”。

### 2.1.1 仿制药市场持续压缩，创新药医保谈判常态化

**存量市场：带量采购趋于常态化，仿制药支出持续压缩。**2018 年 5 月 31 日，国家医保局正式挂牌。老龄化带来药品支付压力、医保支出增速大于收入增速、医保资金存在结构性问题，医保局成立之后第一次大的改革就是跨区域联合采购。自 2018 年开展第一批带量采购以来，医保局已经开展 6 批七次带量采购覆盖，前五批国家药品集采共涉及 240 个化药品种，占全国医院用药品种数不足 3%，但涉及市场规模累计约 2200 亿元，占全国医院药品总销售额约四分之一，第六批集采为胰岛素专项采购，根据米内网数据，此次专项采购对应 2020 年度国内市场销售额 330 亿元，这也是首次进行的生物类似药集采。而在平均降价幅度方面，本次集采的平均降幅为 48.74%，相比历次集采来看（“4+7”试点 52%，第二批 53%，第三批 53%，第四批 52%和第五批 56%），降幅最为温和。预期带量采购将常态化，仿制药企业强者恒强的格局将得到强化。医保资金未来使用结构将进一步调整：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。

**图 6 新医保局成立后带量采购历程**

第一批							
批次	4+7	4+7 扩容	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批
纳入品种数	31	25	32	55	45	61	16
	2018/11	2019/9	2019/12	2020/8	2021/2	2021/6	2021/11/26
中标率	15%	58%	63%	64%	78%	71%	近100%
平均降幅	52%	59%	53%	53%	52%	56%	48%

资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

**增量市场：医保谈判常态化，创新药及时纳入医保。**自 2016 年第一轮医保药品的准入谈判起，至今已完成共六轮医保谈判。其中谈判成功品种自第一次的替诺福韦酯、埃克替尼和吉非替尼 3 个品种上升至第六轮的 94 个，平均降幅维持在 40-60% 之间，与同期进行的国家药品带量采购的平均降幅相近，疾病领域涵盖肿瘤、肝炎、心脑血管、糖尿病、风湿免疫等多个大病种。第六批医保谈判结果及最新的医保目录已于 12 月 3 号发布，本次国家医保目录品种总数为 2860 个，已是历史之最。117 种药品被纳入谈判范围，最终 94 种药品（目录外 67 种，目录内 27 种）谈判成功，总体成功率 80.34%，目录外 67 种药品平均降价 61.71%。医保谈判有利于新药及时纳入医保从而实现以量换价，有利于鼓励医药创新从而利好“创新药”产业链。

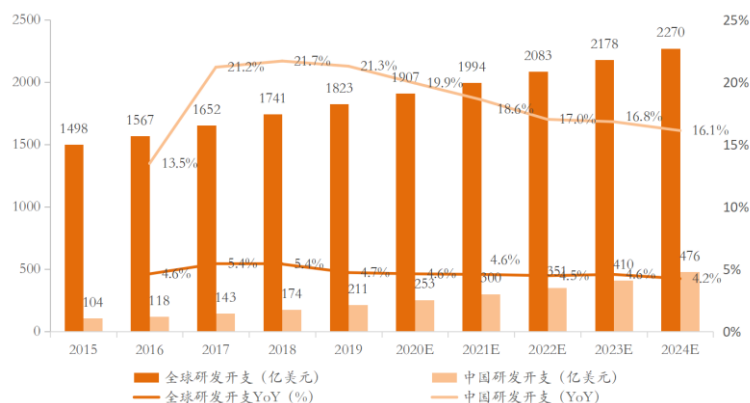
**表 4 2016 至 2020 年医保谈判情况**

年份	主导部门	参与谈判数量	谈判成功数量	谈判成功率	平均降幅
2015	卫健委	5	3	60.00%	58.00%
2017	人社部	44	36	81.82%	44.00%
2018	医保局	18	17	94.44%	56.70%
2019	医保局	新增 119	70	58.82%	60.70%
		续约 21	27	77.78%	26.40%
2020	医保局	162	119	73.46%	50.64%
2021	医保局	117	94	80.34%	
		其中新增 85	67	78.82%	61.71%

资料来源：国家医保局、医药魔方、湘财证券研究所

## 2.1.2 新药研发热度继续，新药获批数量大增

**供需两端利好创新药企，国内医药企业近年来愈发注重研发创新。**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。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。

**图7 全球医药研发投入与中国医药研发投入比较**


资料来源：泰格医药招股说明书、湘财证券研究所

**临床试验登记数及创新药获批数量继续大幅提升。**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，中国的创新药的获批数量也呈逐年增长的趋势。创新药的获批数量由2016年的14个增至2020年的48个，虽然2020年受疫情影响创新药获批数量较2019年有所下降，但也是首次本土和跨国创新药的批准数量接近。截止到2021年6月30日，国家药监局共批准创新药41个，其中本土创新药19个，我们发现2021年新药数量呈现喷涌之势，半年已接近2019和2020年一年批准的数量。

**图8 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开平台、湘财证券研究所

**图9 中国创新药获批数量统计**


资料来源：医药魔方、德勤、湘财证券研究所

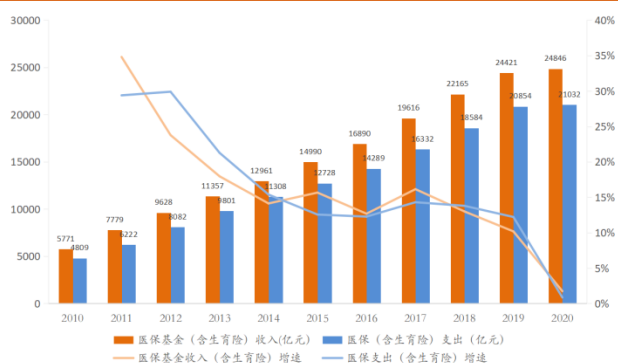
带量采购大环境下，仿制药发展承压，倒逼药企升级转型。从国内近年药品审评审批情况来看，药品审评的数量大幅增加，创新药的受理占比呈现上升趋势，随着审评审批效率的提高，新药上市的时间周期不断缩短。国内审评审批政策的导向也即加强药品全过程监管、提高审评审批效率、鼓励研发创新。

## 2.2 医保资金“腾笼换鸟”继续，“伪创新”到“真创新”

疫情影响医保收支增速下降，控费压力犹存。截至2020年末总体的医

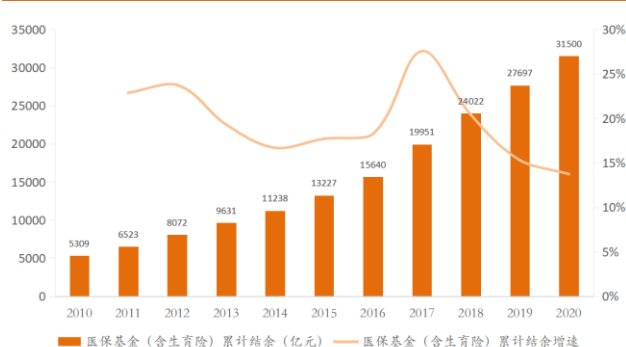
保参保率达到 96%，人数 13.6 亿人，基金累计结存 3 万亿，但随着覆盖面的提升，且医保支出区域不平衡，医保支出的压力逐步增加。2011-2019 年基本医保收支增速保持双位数，而 2020 年基本医保收支均为近十年最低，医保基金收入增速显著降低主要是受疫情影响 2020 年 1-7 月全国多地实施阶段性减半征收医保单位缴费，若剔除减征因素影响，职工医保总收入（含生育保险）较上年增长 9.6%；基金支出增速降低主要是由于疫情影响医疗机构就诊需求降低及医保控费措施所致。虽然 20 年医保支出增速阶段性低于收入增速，但近年医保支出总体支出大于收入增速，医保控费压力仍存。预计未来医保局将继续通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。

图 10 2010 年至 2020 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 11 2010 年至 2020 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

**审评趋严，“伪创新”到“真创新”利好 CXO。**近年受益于国家鼓励创新等政策的推行，中国新药临床试验的数量和药物品种的数量相较以往都大幅增加，但近年出现靶点扎堆等问题。11 月 19 日，CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，从内容上来看，它是对“征求意见稿”中的内容进一步进行了明确，同时也对 CDE 在 11 月 10 日发布的《中国新药注册临床试验现状年度报告（2020 年）》揭示的一些主要问题，如：爆发式的创新药临床试验深陷同质化内卷、拖沓的临床试验效率、儿童药临床试验占比低、临床试验地域分布不均衡等，进行的一系列回应。其根本目的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，只是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。过去靶点跟随的战略已经趋于失效，唯有源头的创新才是真创新，而 CXO 企业如药明康德、康龙化成等对新药研发前沿技术持续跟踪与积累，其创新能力远远强于大多数制剂企业。

图 12 药物品种前十位靶点及适应症领域分析

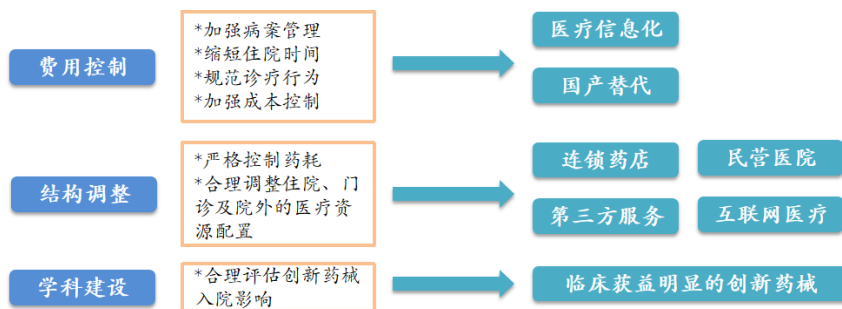


资料来源：CDE、湘财证券研究所

## 2.3 DRG/DIP 加速推进，总额控制压缩医保不合理支出

**DRG 元年，医保支付方式持续优化。**2018 年医保局成立后将医保支付方式作为改革的重要内容之一。11 月 26 日，国家医保局发布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，要求在三年试点取得初步成效基础上，加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖。《计划》加快推进 DRG/DIP 付费方式改革，2025 年底基本实现全覆盖。无论是 DRGs 分组付费还是 DIP 分值付费，两者都是针对住院病人的分类，本质均是控制医疗费用的不合理增长。DRGs/DIP 导入后，医保部门可更好地控制医保支付总额，而医院则需控制单次住院费用，迫使医院提升效率降低服务成本，抑制过度检查、过度治疗，同时提高诊疗质量以期获取更高的点数。预计，本次《计划》的发布加速推进全国范围的医保支付改革，以总额控费形式倒逼压缩医保不合理支出，以提高医保资金利用效率，受医保控费影响的相关品类仍有压力，有利于加速创新品种的研发上市，同时在公立医院控费压力之下也有利于第三方医学检验室、民营医疗机构的发展。

图 13 DRG 带来的投资机会



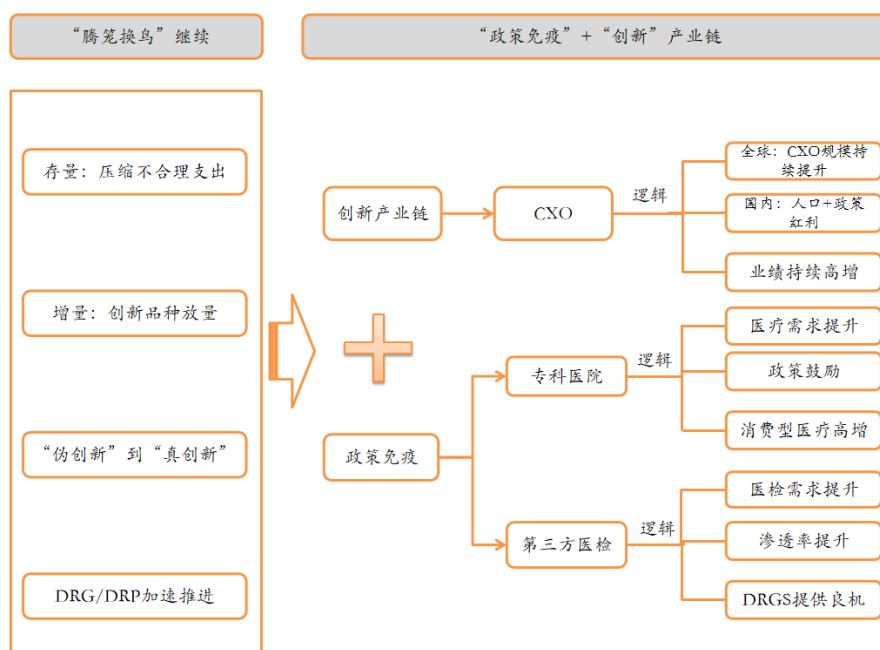
资料来源：医保局、湘财证券研究所



### 3 投资策略：新医改看“真创新”，老龄化“消费医疗”花开正艳

医保“腾笼换鸟”继续，对于存量市场，带量采购常态化下仿制药、辅助用药等品种的市场将被持续压缩，增量市场看，创新品种将通过医保谈判及时纳入医保，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，研发投入呈现逐年增长态势将有利于创新产业链发展。但同时我们也观察到，在创新持续优化情况下，优质赛道内部也出现分化，我们认为未来几年创新产业链也将由之前的“策略布局”逐渐步入到“抢滩登陆”阶段，真正实现创新放量的相关公司才有望明显受益。未来随着 DRG/DIP 的执行，医药结构将继续优化，建议关注“政策免疫”消费型医疗相关公司。

图 14 聚焦“政策免疫”和“创新”产业链



资料来源：湘财证券研究所

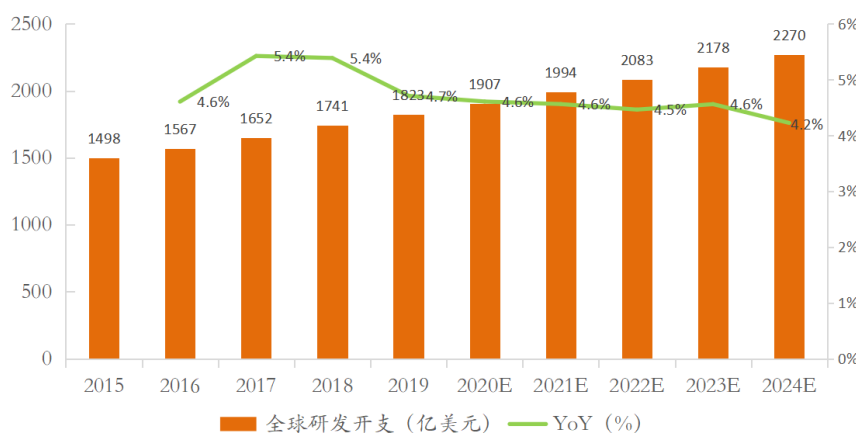
#### 3.1 创新产业链 CXO 公司持续高景气

全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速，国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势。同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼，预计未来 3-5 年 CXO 行业有望保持 20% 以上的复合增速。

### 3.1.1 多维共振下国内 CXO 享时代机遇

**全球医药研发支出稳健增长。**愈来愈多的新药获批且研发开支增加，为全球药物研发外包服务行业持续发展奠定基础，全球研发开支从 2015 年的 1498 亿美元，增至 2019 年的 1824 亿美元，占全球制药市场总规模的 13.8%，预计 2024 年将达到 2270 亿美元，2019 年至 2024 年复合年增长率为 4.5%，药物研发投入占营收比例维持在 15-20% 之间。全球研发开支的稳健增长将为 CXO 产业增长提供支撑。

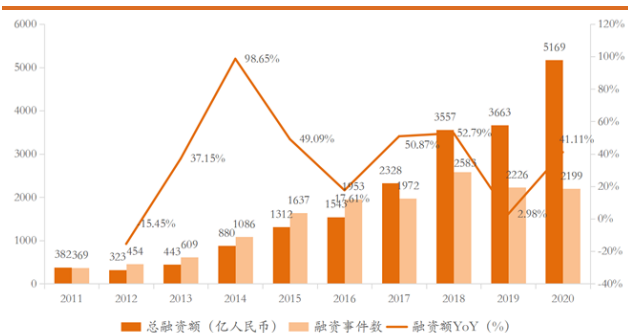
图 15 全球医药研发开支



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

**Biotech 公司崛起带动研发外包渗透率提升：**Biotech 公司的研发资金来自于股权融资，过去多年，在全球，尤其是中国市场，Biotech 公司融资数、融资额持续攀升，使得其研发投入在全球的占比持续提升。在新兴技术及 Biotech 公司崛起的大趋势下，2020 年全球医疗健康融资事件有 2199 起，对应融资额 5169 亿元，2010-2020 年间复合增长高达 33.57%。大药企有部分固定研发成本无法外包，相对于大型药企，小型药企 CRO 渗透率更高。综上，我们认为在 Biotech 浪潮驱动下，全球研发外包率将持续提高。而研发投入及研发渗透率的双双提升，将持续推升 CXO 产业规模。我们以 Frost&Sullivan 发布的医药研发外包市场规模与相对的医药研发投入总额为渗透率统计测算，2019 年 CRO 行业渗透率较 2015 年提升了 5.7 个百分点。我们预计全球 CRO 行业渗透率在上述两个因素驱动下，未来 5 年有望继续实现每年 2 个百分点左右的增长，在 2024 年达到 42.3%。

图 16 全球医药产业投融资活跃 BIOTECH 兴起



资料来源：动脉橙、湘财证券研究所

图 17 全球 CRO 行业渗透率变化



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

**研发成本优势，吸引国际 CRO 需求向中国转移：**高素质人才成本低、效率高、质量好使国内的 CRO 产业技术水平能与全球其他地区比肩同时为 CRO 产业的转移提供了巨大的成本优势。其中药物发现阶段的 CRO 业务人力成本占比大对人力成本的敏感度更高转移速度更快。而临床 CRO 由于药品上市法规的限制国际多中心的转移不会太明显但国内广阔的医药市场会持续吸引外资在国内开展临床以谋求在中国上市。此外，由于国内存在明显的人力、物力成本优势，在临床前研究及临床研究各阶段研发费用仅为发达国家的 30%-60%，对于跨国药企而言有较强的吸引力。

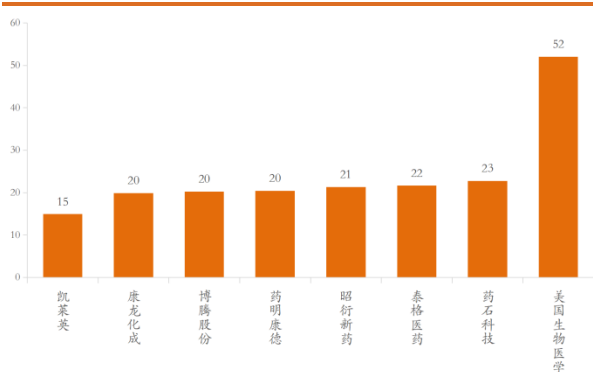
表 5 中国 CRO 试验成本占西方发达国家比例

	试验项目	中国试验成本占西方发达国家比例
临床前试验	化合物筛选	30-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床试验	I 期临床	30%-60%
	II-III 期临床	30%-60%

资料来源：美迪西招股说明书、湘财证券研究所

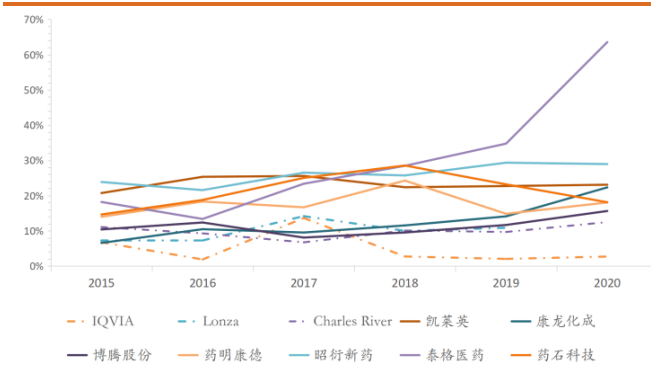
**国内 CXO 公司具有人力成本优势，上市公司净利率明显高于国外巨头。**从主要上市公司的人均薪酬来看，2020 年，主要研发外包企业的人均薪酬从 15 万元至 23 万元，而对比美国生物学工程人员平均中等收入年薪为 7.95 万美元，约合人民币 52 万元，而研发外包企业作为人员密集型产业，其主要成本为人员成本，由此看，国内研发人员成本较低，更具有竞争优势。我们挑选比较有代表性的国内 CXO 企业与国际 CXO 巨头对其销售净利率进行对比，发现国内企业净利率数据普遍高于国外 CXO 巨头，2020 年 IQVIA 与 Charles River 净利率分别为 2.71% 与 12.49%，而国内的凯莱英、康龙化成、昭衍新药净利率均在 20% 以上，凭借较高的成本优势及高质量的任务交付，自 2000 年之后国外 CRO 产业迅速向中国地区转移。

图 18 主要 CXO 公司年薪与美国对比 (万元/年)



资料来源: Wind、各公司年报、湘财证券研究所

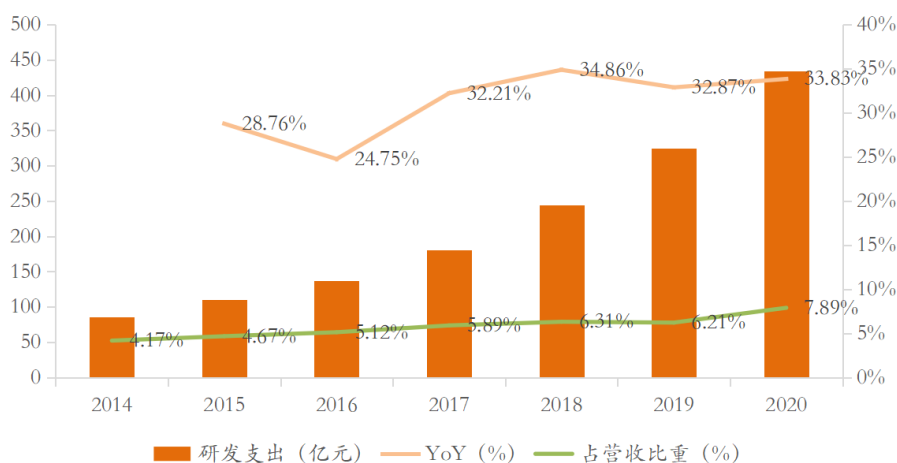
图 19 国外 CXO 公司与中国 CXO 公司净利率对比



资料来源: Wind、各公司年报、湘财证券研究所

**新医改下国内医药研发如火如荼。**自 2015 年开始的新一轮医疗体系改革,几乎重构了我国医药全流程的监管体系,改革后的政策均体现鼓励研发投入、以临床价值为导向的原则,奠定了我国制药研发外包需求高增长的基础。我们选取申万二级行业化学制药、生物制品两个二级子行业为样本,对其研发支出情况进行分析,发现其研发支出由 2014 年的 85.3 亿元增长至 2020 年的 434.3 亿元,复合增长高达 31%,尤其在 2016 年之后研发支出明显加速,增长维持在 32% 以上,期间研发支出占营收的比重由 4.17% 增长至 7.89%。

图 20 医药上市公司研发支出情况



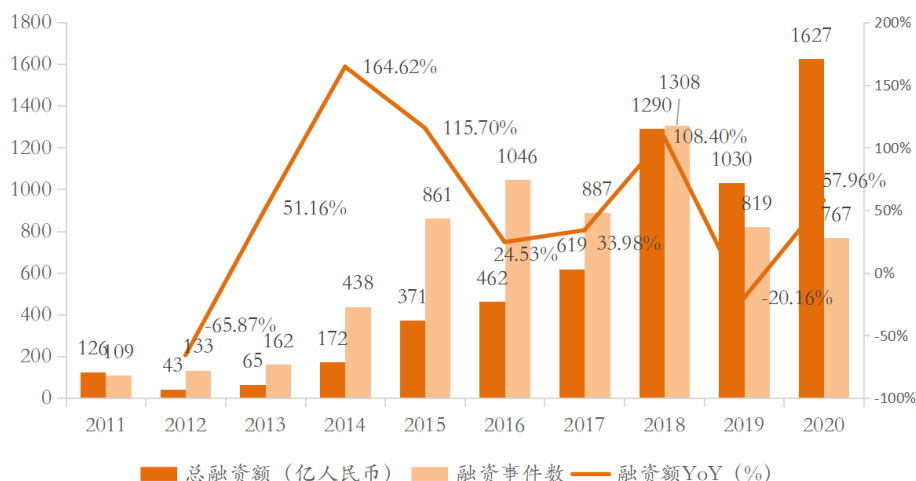
资料来源: Wind、湘财证券研究所

带量采购大环境下,仿制药发展承压,倒逼药企升级转型,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。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。而 CXO 产业,作为创新药企的服务商,将受益于国内创新浪潮。

**国内 Biotech 异军突起,创投活跃:** 科创板为成长属性强的科技创新型医

药企业提供融资平台实现一、二级市场协调联动优化产业配置加速行业创新升级，同时也带动了医疗健康产业投融资活跃度。从投融资额来看，2020 年中国医疗健康产业投融资额达到 1627 亿元，创下过去十年的新高，2011 年至 2020 年融资额复合增速达 32.9%，投融资事件由 109 起增长至 2020 年的 767 起，过去十年可谓医药创投的黄金十年。

**图 21 中国医疗健康产业投融资变化趋势**



资料来源：动脉橙、湘财证券研究所

大致推算每年的总融资额大约有 30% 被投入到新品种的研发中。假设融资资金使用 3 年，外包占比 30%，测算得出，21-23 年一级市场融资对 CRO 行业增厚近 150 亿收入。

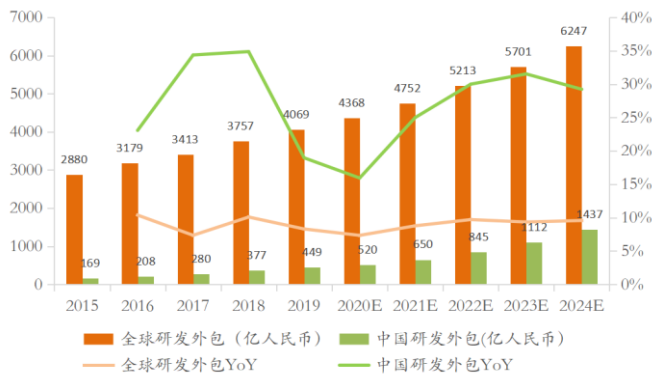
**预期 CXO 市场规模快速增长，中国区空间广阔。CRO 市场规模快速增长，中国区增速高于全球。**全球 CRO 市场规模从 2015 年的 2879.5 亿元增长至 2019 年的 4069 亿元，复合增长率为 9.0%。预计全球研发外包市场规模将继续保持较高增速，在 2024 年有望达到 6246.5 亿元，相较于 2019 年增幅达 54%，期间复合增速为 8.9%。伴随国内 CRO 行业的崛起，中国研发外包市场也迎来了黄金 20 年的飞速发展。据测算，中国区研发外包市场由 2015 年的 169 亿人民币增长至 2019 年的 448.5 亿元，复合增长为 27.3%，远高于全球市场 9.0% 的复合增长。预计，中国区研发外包市场将持续高速增长，至 2024 年有望达到 1436.5 亿，复合增长高达 26.5%。

**中国区 CDMO 市场规模增速也快于全球。**全球 CDMO 市场规模继续保持较高增速，市场规模从 2016 年 2295 亿元增至 2020 年的 3601 亿元，复合增长率为 12.0%；全球 CDMO 行业有望在 2025 年达到 6929 亿人民币，2020 年至 2024 年年均复合增长率为 14.0%。中国区 CDMO 远高于全球，中国区 CDMO 市场规模从 2016 年 105 亿元增至 2020 年的 317 亿元，复合增长率为



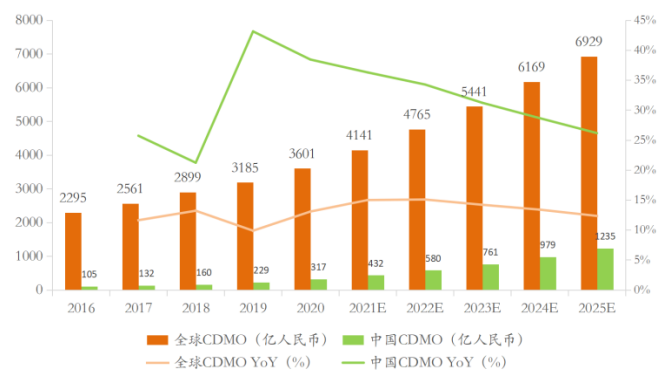
32.0%；受益于全球产业链转移和政策红利，预期中国 CDMO 行业市场规模有望在 2025 年可达到 1235 亿元，2020 年至 2025 年年复合增长高达 31.3%。

图 22 中国区 CRO 市场规模增速高于全球



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

图 23 中国区 CDMO 市场规模增速快于全球



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

### 3.1.2 业绩高增长，先行指标显示行业高景气

**CXO 板块继续保持较快增长。**对医疗服务板块进一步拆分，CXO 板块在去年高基数背景下仍然保持快速增长，2021Q1-Q3 营收增速为 42.63%，归母净利润增速为 49.24%。从 Q1-Q3 归母净利润的增长来看，药石科技(+210.79%)、美迪西(+142.06%)、九洲药业(+97.65%)、昭衍新药(+72.76%)、博腾股份(+50.92%)等表现靓丽；单 Q3 归母净利润增长来看，泰格医药(+64.80%)、博腾股份(+35.32%)、康龙化成(+53.26%)、昭衍新药(+76.76%)、九洲药业(+80.39%)等延续高增长态势。

表 6 医疗服务板块 CXO 公司 2021Q1-Q3 增长情况

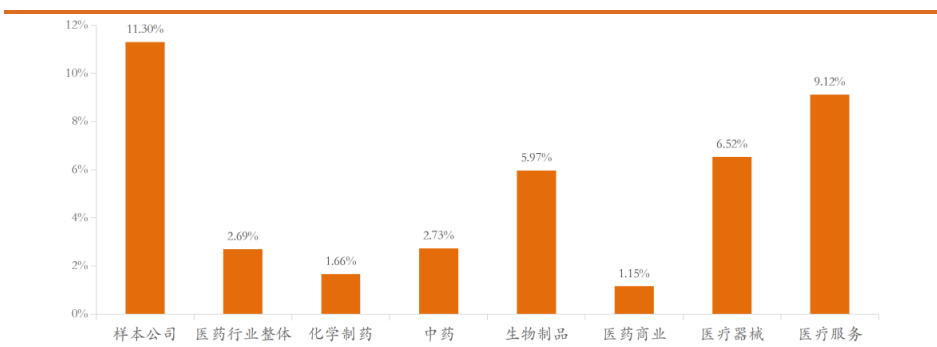
CXO					
代码	证券名称	2021Q1-Q3 营收 YoY	2021Q3 营收 YoY	2021Q1-Q3 归母净利润 YoY	2021Q3 归母净利润 YoY
002821.SZ	凯莱英	40.34%	42.34%	37.26%	39.30%
300149.SZ	睿智医药	17.97%	4.25%	-82.19%	-77.14%
300347.SZ	泰格医药	47.58%	57.77%	35.13%	64.80%
300363.SZ	博腾股份	36.41%	37.52%	50.92%	35.23%
300404.SZ	博济医药	21.36%	40.47%	70.91%	152.82%
300725.SZ	药石科技	24.47%	5.86%	210.79%	11.16%
300759.SZ	康龙化成	47.84%	44.75%	31.81%	53.26%
603127.SH	昭衍新药	35.67%	37.62%	72.76%	76.76%
603259.SH	药明康德	39.84%	30.58%	50.41%	36.23%
603456.SH	九洲药业	72.08%	53.97%	97.65%	80.39%
688076.SH	诺泰生物	20.05%	-11.09%	5.59%	4.67%
688202.SH	美迪西	81.62%	74.61%	142.06%	141.67%
688222.SH	成都先导	80.50%	86.95%	103.24%	1201.14%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

**预收账款与合同负债增幅显著，显示产业链话语权强。**预收账款与合同负债体现了企业占用下游客户资金的情况，一般具有较强产业地位的公司对下游企业资金占用能力较强，由于 CXO 产业景气度高，整体板块对下游话语

权较强，与医药行业内板块相比，CXO 样本公司（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、美迪西、药石科技、博腾股份、睿智医药）的预收账款与合同负债占营收比明显高于其他版块。统计来看，样本公司预收账款与合同负债占营收比重为 11.3%，远高于 2.69% 的医药行业总体比值。

图 24 CXO 样本公司与医药行业预收账款与合同负债占营收比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

对比不同年度 CXO 公司预收账款与合同负债的总值，样本公司整体呈现快速增长，且快于营业收入的增长。18-20 年其增速分别为 30.39%、20.52%、67.53%，同期样本公司的营收增长为 29.76%、32.86%、29.43%。体现了 CXO 板块业绩增长质量高。

表 7 主要 CXO 公司预收账款与合同负债总值（单位：亿元）及其增长

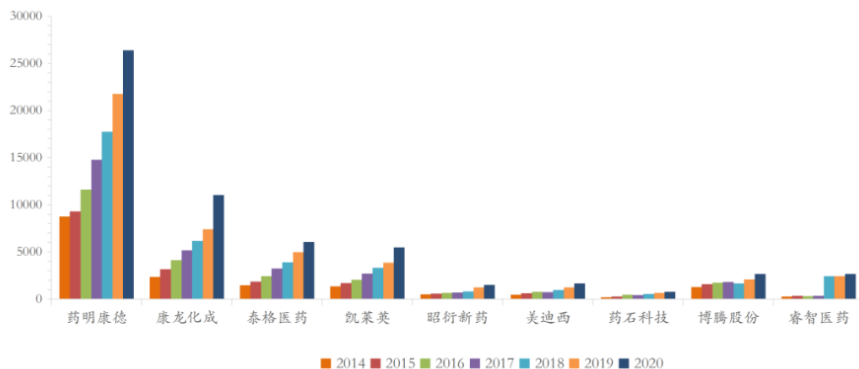
公司名称	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q3A
药明康德	1.64	2.33	3.96	6.04	6.82	8.97	15.81	16.35
YoY		41.84%	70.07%	52.67%	12.87%	31.57%	76.22%	3.40%
康龙化成	0.26	0.44	0.83	1.07	1.87	2.72	4.73	5.51
YoY		67.42%	88.16%	28.13%	75.01%	45.09%	74.29%	16.38%
泰格医药	0.31	0.76	1.40	2.44	3.29	3.98	4.85	6.23
YoY		143.26%	82.65%	74.80%	34.89%	20.88%	21.70%	28.50%
凯莱英	0.03	0.02	1.09	0.00	0.15	0.20	0.90	1.41
YoY		-43.10%	6395.71%	-99.68%	4040.09%	37.69%	348.94%	56.01%
昭衍新药	1.23	1.60	2.06	2.67	3.39	3.35	5.85	6.89
YoY		30.20%	28.66%	29.50%	27.03%	-1.17%	74.69%	17.76%
美迪西	0.32	0.38	0.34	0.48	0.44	0.34	0.54	0.62
YoY		18.95%	-11.21%	40.68%	-7.99%	-22.46%	58.75%	14.98%
药石科技	0.02	0.07	0.06	0.11	0.36	0.09	0.57	0.70
YoY		174.37%	-12.01%	86.18%	225.68%	-74.25%	520.13%	22.27%
博腾股份	0.01	0.03	0.09	0.13	0.15	0.24	0.29	0.41
YoY		197.47%	226.00%	41.80%	14.78%	55.98%	20.80%	42.43%
睿智医药	0.03	0.03	0.01	0.02	0.43	0.48	0.58	0.68
YoY		-5.05%	-60.44%	59.60%	2023.30%	11.06%	21.36%	15.49%
合计	3.87	5.66	9.84	12.96	16.90	20.37	34.13	38.79
YoY		46.41%	73.79%	31.73%	30.39%	20.52%	67.53%	13.66%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

人员持续扩张、在建工程持续增长表明产业对成长信心。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 2020 年的 26411 人，5 年复合增长为 23.24%；临床 CRO 代表公司泰格医药公司人员由 2015

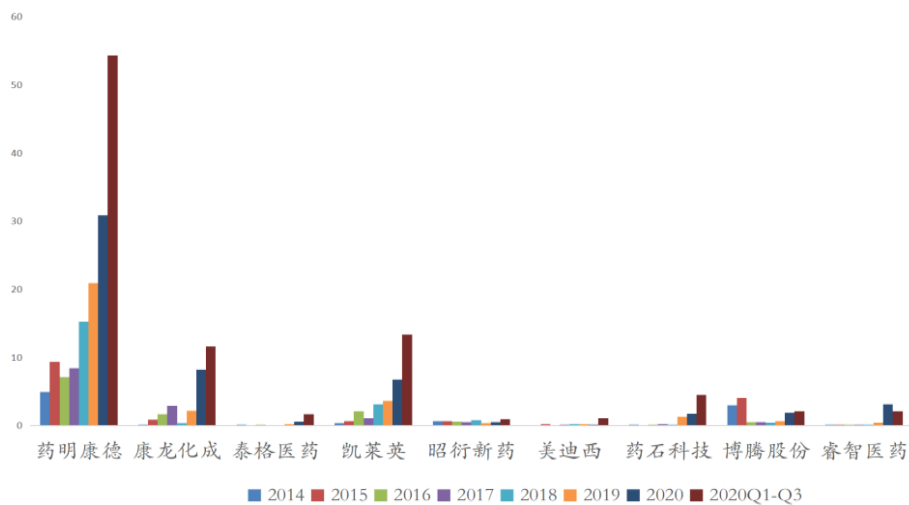
年的 1845 人扩充至 2020 年的 6023 人，5 年复合增长为 26.7%；CDMO 代表企业凯莱英人员由 2016 年的 2040 人增长至 5447 人，4 年复合增长为 27.83%。CXO 企业的人员及在建工程的持续扩张显示出产业景气度较高，公司对未来业务持续增长具备信心。

图 25 CXO 样本公司员工数变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 26 CXO 公司在建工程（单位：亿元）

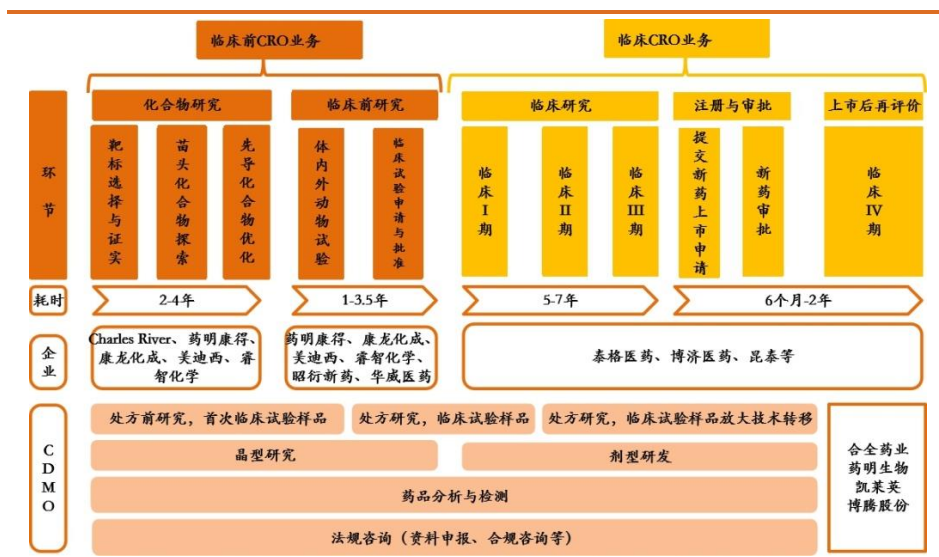


资料来源：Wind、湘财证券研究所

### 3.1.3 关注 CRO 龙头及后端 CDMO 标的

目前，成立较早的药明康德、睿智化学、泰格医药、博济医药、美迪西等本土 CXO 公司已占据国内行业领先梯队。在临床前阶段，药明康德、康龙化成、昭衍新药、美迪西等主要临床前 CRO 企业具备直接参与国际竞争的较强实力，而 CDMO 企业凯莱英、药石科技等药物研发服务企业境外收入逐年扩大。

图 27 国内主要 CRO/CDMO 公司分布



资料来源：美迪西招股说明书、湘财证券研究所

表 8 部分国内 CXO 上市公司概况

序号	公司名称	员工数(人)	20 年营收(亿元)	20 年营收增长	20 年归母净利 (亿元)	20 年归母净利增长
1	药明康德	26411	165.4	28.46%	29.6	59.62%
2	康龙化成	11012	51.3	36.64%	11.72	114.25%
3	睿智医药	2657	14.8	11.58%	1.55	11.25%
4	美迪西	1642	6.7	48.19%	1.29	94.35%
5	昭衍新药	1483	10.8	35.69%	2.92	78.91%
6	泰格医药	6032	31.9	13.88%	17.50	107.90%
7	博济医药	715	2.6	16.25%	0.17	157.69%
8	凯莱英	5477	31.5	28.04%	7.22	30.37%
9	博腾股份	2635	20.7	33.56%	3.24	74.84%
10	药石科技	763	10.2	54.36%	1.84	21.13%

资料来源：公开资料整理、各公司年报、湘财证券研究所

综合以上，我们认为全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速，国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼，CXO 板块作为创新药的“卖水人”角色将持续受益。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

#### ➤ 药明康德 (603259)：医药外包服务龙头，将全面受益于医药外包大时代

药明康德稳居国内医药外包服务行业龙头地位，拥有包括国内上海、苏州、天津、武汉、常州及美国费城、圣保罗、亚特兰大、圣地亚哥、德国慕尼黑等在内的全球 29 个研发基地/分支机构，已经为全球超过 4,000 多家客户

提供研发服务，主要客户覆盖全球排名前 20 位的大型药企及各类新药研发机构。公司参与全球竞争，人力资源成本优势显著，将充分受益于医药研发的投入不断增长及研发外包渗透率的不断提升带来的全球医药外包产业快速增长，同时由于医改的推进，国内创新药研发正蓬勃蓬勃发展，国内医药研发投入增速显著高于国外，从而带动公司研发外包产业快速增长，预计随着研发管线逐步由临床前向临床阶段及商业化阶段持续推进，药明康德将继续保持高速增长，未来市场空间广阔。

**四大板块协同发展，未来十年成长空间有望超八倍。**药明康德作为“一体化、端到端”的平台型公司拥有全方位服务能力，以李革博士领军的公司管理层团队拥有丰富的医药行业从业经历。近年公司人员快速扩张，人均创收持续提升，在建产能也快速扩张彰显公司发展信心。公司的中国区实验室服务为公司业务发展提供重要流量入口，随着项目逐步由前向后推进，临床及 CDMO 业务也将接力发展。作为创新药的服务商，公司紧跟医药研发前沿技术，跟随创新药发展浪潮走在新药研发前沿阵地，率先布局下一代创新药双抗、基因及细胞治疗等技术。短期看公司高速增长确定性高，长期看未来十年公司成长空间大。

**表 9 药明康德细分业务类型**

主营业务板块	业务单元	细分业务	主要内容	主要实施主体
合同研发服务 (CRO)	中国区实验室	小分子药物发现	合成化学、生物学、药物化学等	上海药明、苏州药明、天津药明、武汉药明
		药物分析及测试	药代动力学及毒理学、生物分析、分析化学及测试服务	
	美国区实验室服务	医疗器械检测 精准医疗研发生产	医疗器械检测及境外精准医疗研发生产服务，少量的新药的发现及研发	AppTec (药明康德美国)等境外控股子公司
	临床研究及其它 CRO	临床 CRO 及辅助业务	临床服务支持、监察及数据复习服务，临床协调及现场管理服务	上海康德弘翼、上海津石
合同生产/合同生产研发业务 (CMO/CDMO)	小分子新药工艺研发及生产服务	工艺开发	临床前新药中间体，原料药及制剂的工艺开发	合全药业
		生产	新药中间体，原料药及制剂生产	

资料来源：公开资料整理，湘财证券研究所

#### ➤ 泰格医药 (300347)：创新型临床 CRO 龙头

**国内临床 CRO 龙头，拥有国内最完整的药物临床 CRO 业务链。**泰格医药成立于 2004 年，主要业务即为临床试验 CRO，公司总部位于杭州，下设 33 家子公司，在中国大陆 95 个主要城市和中国香港、中国台湾、韩国、日本、马来西亚、新加坡、印度、澳大利亚、加拿大、瑞士、美国、罗马尼亚等地设有全球化服务网点，拥有超过 4000 多人的国际化专业团队，与 1500 多家临床试验机构开展合作，能够满足国内外客户在全国开展临床试验的需要。



截至到 2019 年末公司客户数量达到 1898 家，为全球前 20 大药企及中国前十大药企提供了服务，与全球前 20 大药商中 16 家已建立合作关系。泰格医药更因参与 160 多项国内创新药临床试验，而被誉为“创新型临床 CRO”。

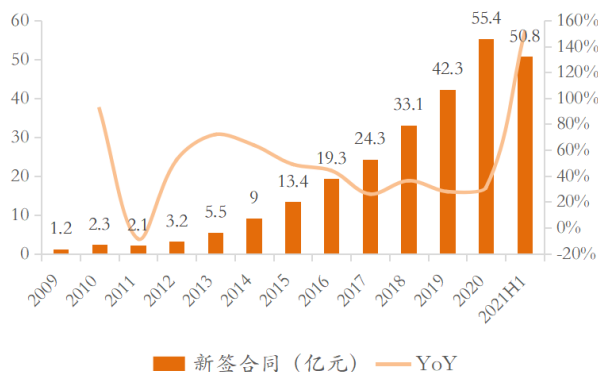
**表 10 泰格医药主要业务**

业务板块	细分业务	主要相关主体
临床试验技术服务	BE、生物分析、CMC	方达医药、湖南泰新
	I 期临床试验	泰格医药、方达医药、湖南泰格
	II 期临床试验	泰格医药、DreamCIS
	III 期临床试验	泰格医药、DRcamCIS
	IV 期临床试验	泰格医药、北医仁智
	注册申请相关服务	泰格医药
临床试验相关服务及实验室服务	数据管理及统计分析	美斯达、嘉兴泰格、BDM
	SMO 服务	杭州思默
	中心实验室	广州泰格
	中心影像	杭州英放
医疗器械 CRO	医疗器械注册咨询服务	捷通泰瑞
	医疗器械临床试验技术服务	
	IVD 产品的注册和临床服务	
	医疗器械专业人才猎聘服务	

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

**新签合同及累计待执行合同持续高增长，为业绩释放提供支撑。**泰格医药 2011-2020 年每年新增合同复合增速 43.6%，累计待执行合同复合增长 41.9%。2021 年上半年泰格医药新签订单 50.75 亿元，同比大增 150.8%，

**图 28 泰格医药新签合同维持高增长**



资料来源：泰格医药公告、湘财证券研究所

**图 29 泰格医药累计待执行合同持续高增长**



资料来源：泰格医药公告、湘财证券研究所

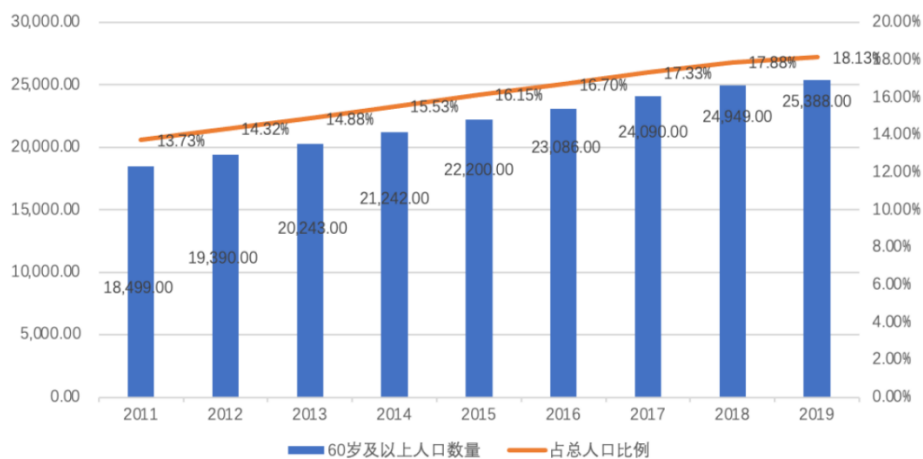
## 3.2 老龄化下专科医疗服务需求持续提升

健康意识的增强及老龄化趋势下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从而促进医疗服务市场持续提升。从医疗服务需求上也出现结构化情况，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗（口腔、眼科、医美等）呈现上升趋势。政策上，国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，预计作为公立医疗机构重要补充的民营医疗机构将持续蓬勃发展。

### 3.2.1 老龄化下消费型医疗服务保持快速增长

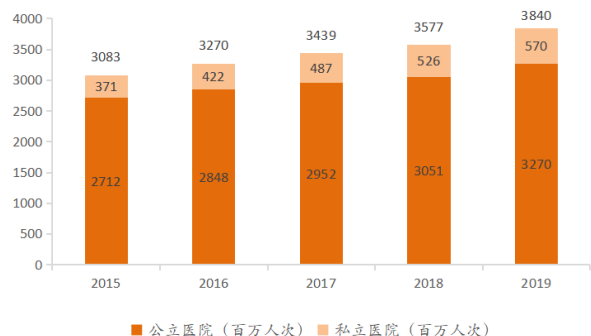
我国已步入老龄化社会，且程度继续加深。当一个国家或地区 60 岁以上老年人口占比超过 10%，或 65 岁以上老年人口占比超过 7%，意味着这个国家或地区开始进入老龄化社会。根据联合国的统计资料，高收入国家已经在 1950 年之前进入老龄化社会，中等收入国家在 2015 年时进入老龄化社会。老龄化逐步成为全球性的趋势，中国已于 1999 年进入了老龄化社会。

图 30 2011-2019 年我国 60 岁以上人口数量（人）及占比

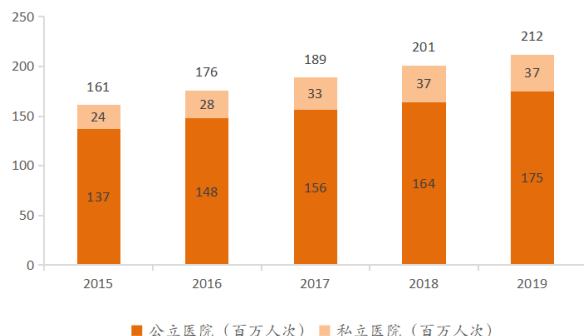


资料来源：Wind、国家统计局、湘财证券研究所

老龄化及就诊需求推动医院门诊量及住院人次稳定增长。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。从中国医院门诊量数据来看门诊就诊人次已从 2015 年的 30.83 亿人次增长至 2019 年的 38.40 亿人次，期间复合增长率为 5.6%；住院人次从 2015 年的 1.61 亿人次增长至 2019 年的 2.12 亿人次，期间复合增长率为 7.1%。

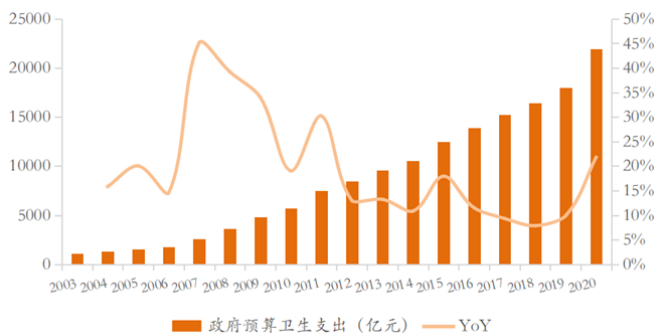
**图 31 2015-2019 年中国医院门诊量**


资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

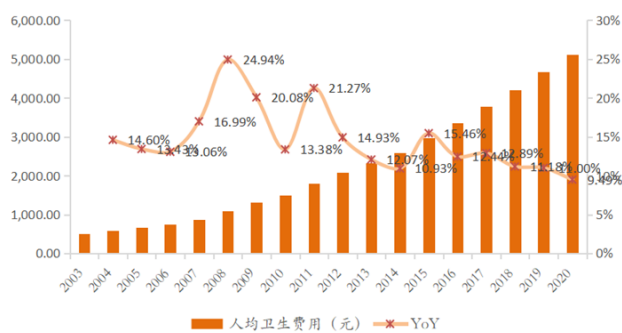
**图 32 2015 年至 2019 年中国医院住院人次**


资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

**卫生支出快速提升，人均卫生费用持续增长。**近年来，受我国人口老龄化程度的加深、国内健康消费升级的加快、疾病谱的改变、大健康产业的发展及相关医药行业政策驱动等因素影响，我国医药行业发展整体向好。自 2006 年以来，公共卫生支出（即政府和社会）呈逐年上升的趋势，人均卫生支出也呈现出逐年上升的趋势，至 2020 年我国人均卫生支出达 5112 元/年，虽增速在 2020 年降低至 9.49% 首次低于 10%，但个人医药卫生支出保持稳定增长的大趋势并未改变，个人医药卫生支持的持续增长将为医疗产业稳定增长奠定基础。

**图 33 中国政府预算卫生支出快速提升**


资料来源：Wind、国家统计局、湘财证券研究所

**图 34 2003-2018 年中国人均卫生费用变化**


资料来源：Wind、国家统计局、湘财证券研究所

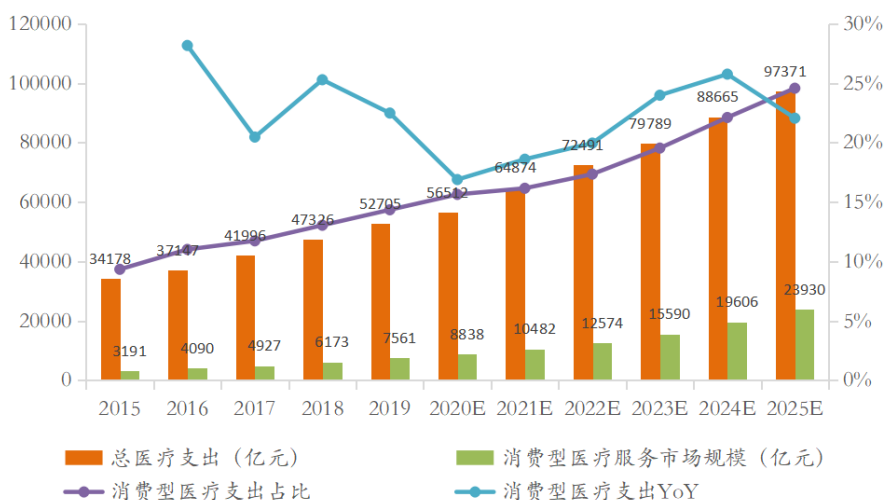
**民营专科医院数量增长显著，消费型医疗服务支出占比逐年提升。**在国家鼓励社会办医以及人口老龄化及消费能力的提升的大背景下，民营专科医院的发展表现尤为突出，成为我国医疗服务产业中重要的一部分。我国专科医院数量由 2011 年的 4283 家增长至 2020 年的 9021 家，年复合增长为 8.6%，快于期间医院总数 5.4% 的年复合增长。而专科医院的诊疗人次也从 2011 年的 1.9 亿人次增长至 2019 年的 3.9 亿人次，期间复合增长为 9.4%。

**表 11 我国医疗服务机构诊疗人次**

单位 (亿人次)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
医院诊疗人次	22.6	25.4	27.4	29.7	30.8	32.7	34.4	35.8	38.4	6.9%
综合医院诊疗人次	16.7	18.7	20.2	21.8	22.6	23.9	25.0	25.9	27.8	6.5%
中医医院诊疗人次	3.6	4.1	4.4	4.7	4.9	5.1	5.3	5.5	5.9	6.2%
专科医院诊疗人次	1.9	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1	3.3	3.6	3.9	9.4%
其他医院诊疗人次	0.36	0.45	0.53	0.60	0.65	0.70	0.78	0.84	0.92	12.4%

资料来源: wind、国家卫健委、湘财证券研究所

**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 35 中国消费型医疗支出占比呈上升趋势**


资料来源: Wind、国家卫健委、湘财证券研究所

**民营专科医院板块恢复显著, Q3 受高基数影响增速有所下降。**民营医院相关公司去年上半年受新冠疫情影响较大基数较低, 2020 年下半年开始板块迅速恢复, 2021 年随着疫情常态化, 疫情对相关公司的业务影响也边际减弱, 民营专科医院龙头如爱尔眼科、通策医疗等相关公司上半年业绩增长尤为亮眼, 但受去年三季度基数较高影响, 2021 年 Q3 增长有所放缓。

**表 12 医疗服务板块民营医院 2021Q1-Q3 增长情况**

民营医院					
代码	证券名称	2021Q1-Q3 营收YoY	2021Q3 营收YoY	2021Q1-Q3 归母净利YoY	2021Q3 归母净利YoY
000150.SZ	宜华健康	-15.90%	-22.75%	-8.57%	17.83%
000509.SZ	*ST华塑	1.43%	-17.03%	111.37%	20.69%
000516.SZ	国际医学	91.04%	71.71%	-17.36%	-45.78%
002173.SZ	创新医疗	2.22%	-19.77%	27.18%	-453.17%
002219.SZ	*ST恒康	10.78%	-0.94%	-20.49%	-697.40%
002524.SZ	光正眼科	25.96%	-18.22%	51.74%	-139.88%
300015.SZ	爱尔眼科	35.38%	-3.48%	29.59%	2.05%
300143.SZ	盈康生命	0.84%	-5.52%	135.94%	391.52%
600568.SH	ST中珠	-19.91%	-4.42%	-37.85%	-4.97%
600763.SH	通策医疗	44.16%	12.44%	55.09%	5.88%
600896.SH	*ST海医	116.29%	45.56%	35.33%	35.93%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

### 3.2.2 政策友好，眼科、口腔等市场空间大

医疗服务行业的另一大驱动力是国家鼓励社会资本办医。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：1) 进一步优化政策环境，优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇；2) 破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。逐步扩大外资兴办医疗机构的范围。加大政府购买服务的力度，支持保险业投资、设立医疗机构，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；3) 加强政府监管、行业自律与社会监督，促进非公立医疗机构规范发展。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。

**表 13 近年部分支持社会办医文件**

时间	文件	主要内容
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、将符合条件的社会办医纳入医疗保险定点。
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医生可多点执业。
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、社会保险定点、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，支持社会办医。

资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

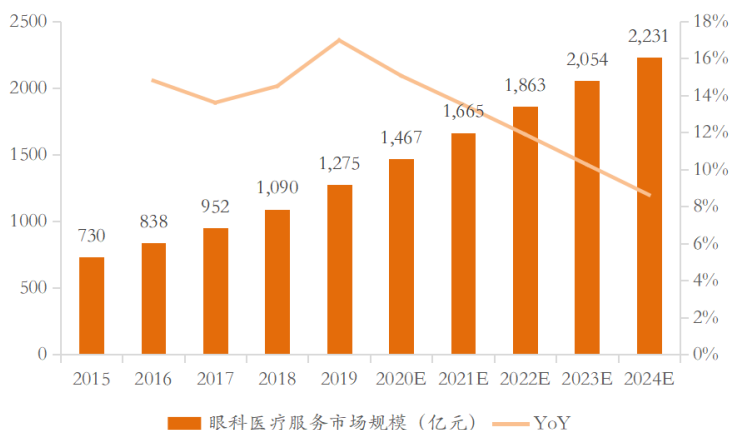
#### ➤ 眼科医疗服务日趋集中，百花齐放爱尔独大

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，随着我国社会人口老龄化趋势加速、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。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。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 36 我国眼科医疗服务规模及增速



资料来源：朝聚眼科招股书、湘财证券研究所

**眼科服务爱尔龙头地位显著。**近年眼科医院的发展呈现遍地开花的趋势，目前除了已经上市的爱尔眼科、朝聚眼科、德视佳、希玛眼科以外还有何氏眼科、普瑞眼科、华厦眼科等陆续提交了招股书寻求上市。通过对比，爱尔眼科无论是从收入体量、医院网络布局、还是学科建设方面均领先同行较多。客单价来看爱尔眼科人均消费 1576 元远高于朝聚眼科的 626 元，客单价的差异主要是由于收入结构不同造成，2020 年爱尔眼科屈光和视光两大业务合计占营收比重为 50.32%，而朝聚眼科的消费眼科服务占比为 31.4%。由于收入结构差异以及各家医院的院龄结构及规模化程度不同也造成了各家毛利及净利的差异，一般院龄趋于成熟、业务结构偏消费属性、具备规模化优势的公司毛利水平会更高。

表 14 眼科医疗服务板公司关键经营数据对比（截至 2020 年）

	爱尔眼科	朝聚眼科	德视佳	希玛眼科	华厦眼科
					
收入 (百万)	11912	794	399	589	2515
归母净利润 (百万)	1724	7.88%	6.04%	17.66%	334
毛利率	51.0%	44.00%	45.20%	27.75%	41.72%
净利率	15.8%	15.20%	13.53%	-	12.78%
销售费用率	8.95%	4.10%	9.70%	10.00%	11.97%
管理费用率	12.0%	16.80%	12.80%	19.90%	11.68%
医院数量	146	17		7	54

敬请阅读末页之重要声明

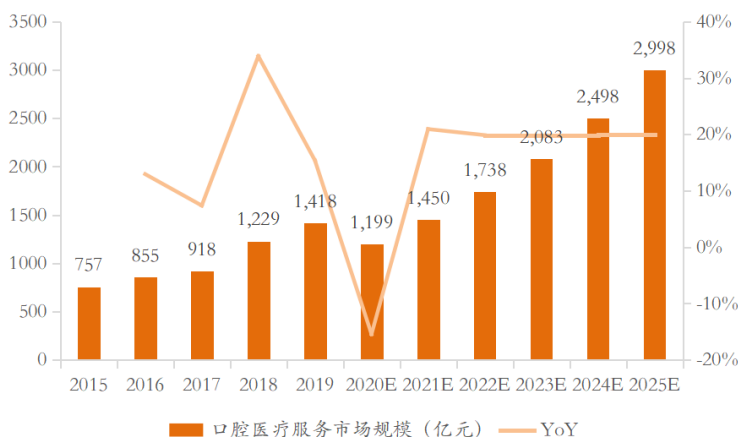
门诊部/诊所数量	88	2	26	11
门诊人次（万）	754.9	65.2		138.6
手术量（万）	69.5	4.7		25.6
客单价（元/人）	1576	626		1815
主要分布地区	全国 31 省市、中国香港、 美国、欧洲、东南亚	内蒙古、浙 江、江苏	上海、北京等；丹 麦、德国	中国香港、北京、深 圳、上海等 北京、上海、浙江、 广东等多个省市

资料来源：Wind、各公司公告、湘财证券研究所

### ➤ 口腔医疗服务兼容健康和美学，低壁垒行业分散

**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。随着公民医疗支出的增加及医疗保险服务的改善，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。根据弗若斯特沙利文报告，增长预期将集中于民营部门，其市场规模预期将于 2025 年达到人民币 2,414 亿元。

图 37 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

**低竞争壁垒格局分散，通策医疗规模领先。**人们对于公立医疗机构的医疗需求往往停留在口腔修复、牙周治疗等口腔疾病的治疗上，而对于口腔保健、口腔美学修复以及中高端的口腔医疗服务倾向于具有一定品牌和口碑的民营连锁机构。由于口腔保健、口腔美学修复等涉及高附加值的服务项目，一般不包含在医保内而且需要多次就诊，患者对于就医体验和医疗环境的要求也就更高，相应促进了民营连锁机构相比于公立医疗机构的差异化定位，

为民营连锁机构的带来更大的增长空间。口腔赛道竞争格局较为分散，主要是因为其对设备要求较低，固定资产投入壁垒低。龙头口腔公司收入规模差异相较眼科医疗服务低，通策医疗目前在规模体量上处于领先地位。从单张牙医的产出来看，基本在 100 万/年，牙博士单张牙医产出较多为 210 万/年主要是由于其种植业务占比较高达 43%。

**表 15 口腔医疗服务板公司关键经营数据对比（截至 2020 年）**

	通策医疗	瑞尔齿科 (2021 财年)	牙博士
口腔服务收入 (亿)	19.95	10.99	8.35
归母净利 (亿)	4.93	-3.92	0.25
医院数量	50	7	
诊所数量		100	31
医生数	1381	856	
牙椅数 (张)	1986	1271	395
门诊人次 (万人)	219	137	82
单张牙椅产出 (万/张)	100.5	96.8	210
客单价 (元/人)	911	897.8	1011.9
医生人均产出 (万/人)	144.5	143.7	240
收入结构			
正畸	20.60%	22.60%	24.90%
种植	16.00%	19.80%	42.60%
毛利率	45.20%	24.10%	55.50%
销售费用率	0.90%	5.20%	29.10%

资料来源：Wind、各公司公告、湘财证券研究所

### 3.2.1 关注眼科、口腔医疗等专科服务标的

随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。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公司。

#### ➤ 爱尔眼科 (300015)：分级连锁模式构建全球最大眼健康集团

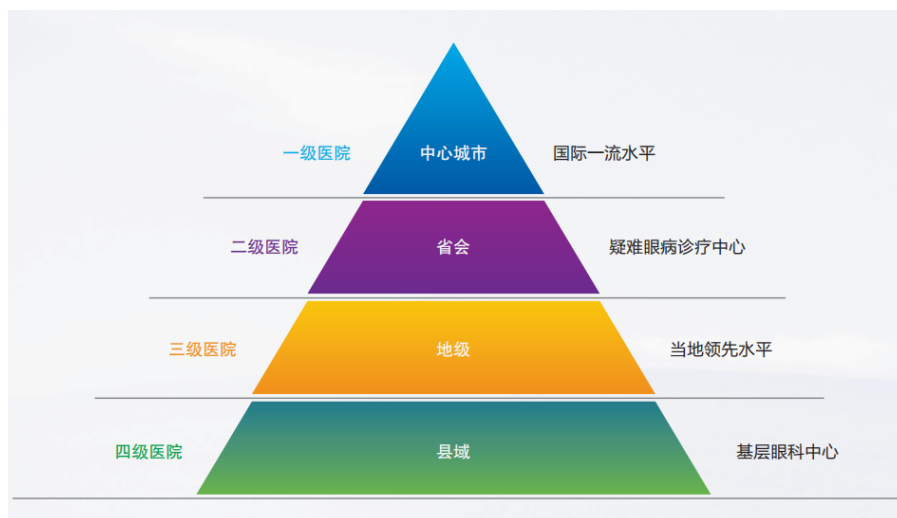
十八年铸就全球最大的眼健康集团。爱尔眼科创立于 2003 年，是目前全球规模最大、诊疗量最多的眼科医疗连锁机构。公司网络覆盖中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚。截至 2020 年底，全球共有 645 家爱尔眼科医

疗机构，其中，中国内地 537 家、中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 88 家、东南亚 12 家。中国大陆地区爱尔眼科构建以“两湖”为中心逐步向全国扩展的网络布局，已覆盖中国人口超 70%。

**分级连锁生态体系构筑全国性可信赖的大型眼科医疗集团。**公司独具特色的“分级连锁”商业模式，使得爱尔内部医院层级分明，自上而下公司医院从一二级医院到三级医院，从省会到地县级市，从消费能力高的地区到消费能力低的地区。**一级医院：**北上广深以及区域性的省会中心城市作为一级医院，定位于国际一流水平，是带动公司医疗水平前进的火车头。**二级医院：**省会医院是省域的龙头，带动全省的医院发展，是省区的疑难眼病诊疗中心。**三级医院：**地级市医院代表当地眼科最高水平，覆盖全市数百万人口。**四级医院：**县域医院是集团的毛细血管，是基层眼科中心，解决大多数基础眼病。

爱尔这种扩张方式使得公司可以在中心区域做好自己的品牌，拉动和吸引更多消费群体，减少之后非中心地区建设网点的阻力，这种模式高度适合中国国情和市场环境，利用人才、技术和管理等方面的优势，通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和专业的市场推广，使爱尔眼科成为全国各地眼科患者信赖的眼科医院。

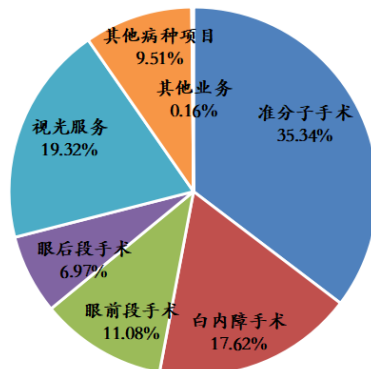
图 38 爱尔眼科分级诊疗结构图



资料来源：爱尔眼科社会责任报告、湘财证券研究所

**爱尔眼科门诊总量逐年增长，各项业务规模持续增长。**公司核心两大主营业务分别为医疗服务和视光服务，进一步拆分，公司核心的医疗服务可以细分为四个板块：准分子手术（屈光手术）、白内障手术、眼前段手术和眼后段手术。就业务而言，爱尔眼科门诊总量逐年增长，各项业务规模持续增长。2016-2020 年爱尔眼科门诊量由 350.6 万人次增长至 754.9 万人次，手术量由 37.7 万台增长至 69.4 万台，业务营收由 40.0 亿人民币增长至 119.1 亿人民币。

资料来源：公司公告、湘财证券研究所



通策医疗是国内口腔医疗服务企业龙头企业之一。目前公司拥有已营业口腔医疗机构 50 家。在医院扩张上，通策医疗对标美国 HCA，在对内总结经验的同时学习国内外优秀医疗机构管理模式，研究和借鉴其解决问题的方法，坚持“区域总院+分院”模式。目前，公司在浙江省内已经拥有杭州口腔医院平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院，绍兴区域医院集团也已经成立，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。

**蒲公英计划助力省内快速扩张。**公司通过蒲公英计划促进省内市场下沉。2018年6月，公司推出蒲公英计划，在浙江地区，未来3-5年，公司通过“蒲公英计划”进一步渗透下沉到主要县（市、区），联合各地有威望的口腔医生，布局100家口腔医院，促进公司在省内进一步下沉。蒲公英计划主打种植、正畸、儿科业务，依托存济医生集团资源，将专业化人才配置在蒲公英各分院提供医疗服务。截止至2020年年报，公司省内开业医院数量已经达到33家（不包括三叶），2021年新开分院包括临平、下沙、普陀、镇海、临安、富阳、和睦、台州、奉化、嘉兴等分院。

**杭州口腔医院**

- 平海院区 上虞分院
- 南湖院区 湖州分院
- 庆春院区 海宁分院
- 萧山分院 桐庐分院
- 城西院区 德清分院
- 城北院区 嘉善分院
- 塘栖院区 下沙院区
- 望梅院区 临安分院
- 义马分院 富阳分院
- 衢州分院 和合分院
- 越城分院 新昌分院（即将开业）
- 温州分院（即将开业）

**嘉兴美华计划分院（含筹建医院）：**

- 秀洲、金华、丽水、桐乡、安吉等……

**宁波口腔医院**

- 宁波口腔医院新昌分院
- 宁波口腔医院奉化分院
- 宁波口腔医院象山分院
- 宁波口腔医院北仑分院
- 宁波口腔医院鄞州分院
- 宁波口腔医院镇海分院
- 宁波口腔医院慈东分院
- 宁波口腔医院余姚分院
- 宁波口腔医院余姚分院（即将开业）
- 宁波口腔医院三门分院（筹建中）
- 宁波口腔医院宁海分院（筹建中）
- 宁波口腔医院象山分院（筹建中）
- 宁波口腔医院新昌分院（筹建中）

资料来源：公司公告、湘财证券研究所



**“量价齐升”驱动高速增长。**公司业务具有量价齐升的逻辑，公司旗下医院发展与扩张是诊疗人次增长“增量”的驱动因素，医疗业务发展则是客单价提升“升价”的驱动因素。1) 医院发展扩张方面：总院加分院的发展模式使得总院发挥聚医能力，从而降低医院集团的获客成本，分院借助总院支持实现快速扩张贡献业绩；2) 医疗业务发展方面：公司学科建设发达，综合诊疗科室具有高端业务迭代趋势、种植/正畸专科具有收入占比提升趋势从而带动客单价的提升。

图 41 公司具有“量价齐升”逻辑



资料来源：湘财证券研究所

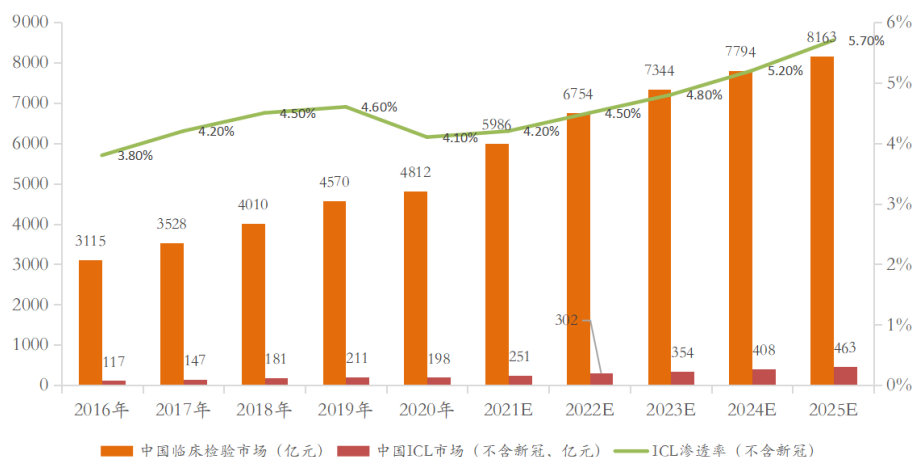
### 3.3 第三方医学检验实验室（ICL）正处发展初期

中国严重的老龄化问题已直接导致慢性病患病率激增及重病患者数量增加，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，这两者已经并将继续推动检测需求，从而提高检测量。独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势明显。与其他发达国家相比，中国 ICL 市场仍处于起步阶段，渗透率远低于欧美发达国家。预计，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。

#### 3.3.1 中国 ICL 行业有望保持快速增长

**老龄化及就诊需求推动医检市场增长。**在老龄化及检验需求的推动下，中国的临床检测行业市场规模由 2016 年的人民币 3,115 亿元增至 2020 年的人民币 4,812 亿元，复合年增长率为 11.5%，据弗若斯特沙利文分析预计于 2025 年达到人民币 8,163 亿元，复合年增长率为 11.2%。

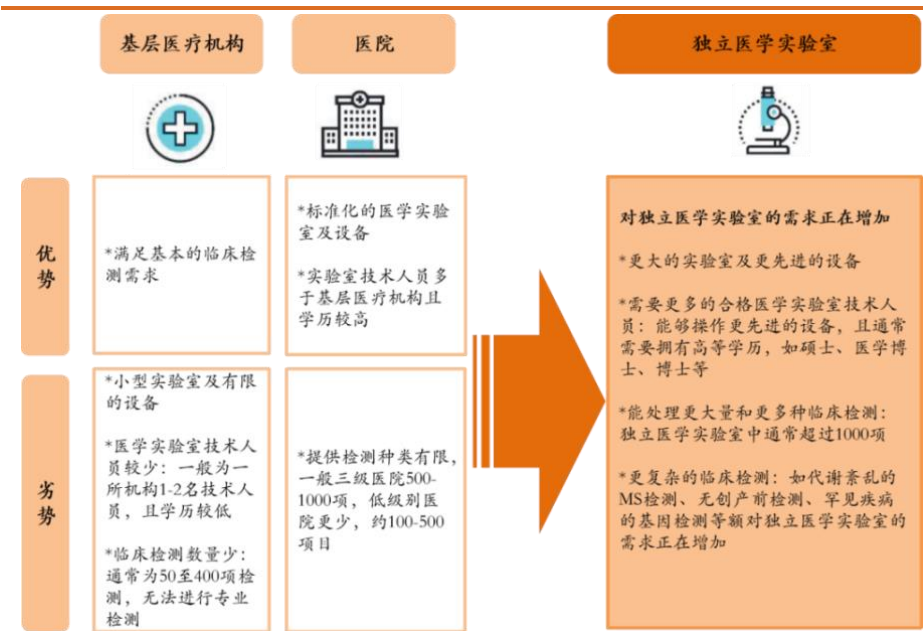
图 42 中国临床检验市场规模及 ICL 渗透率



资料来源：艾迪康招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

**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。根据弗若斯特沙利文的资料，医院实验室的测试目录通常拥有约 800 项测试项目，大部分为普检项目，可满足一家医院就诊患者的基本诊断需求，而 ICL 通常能够提供检测 1,000 多项测试项目，包括涵盖专业特检在内的各种检测类型。

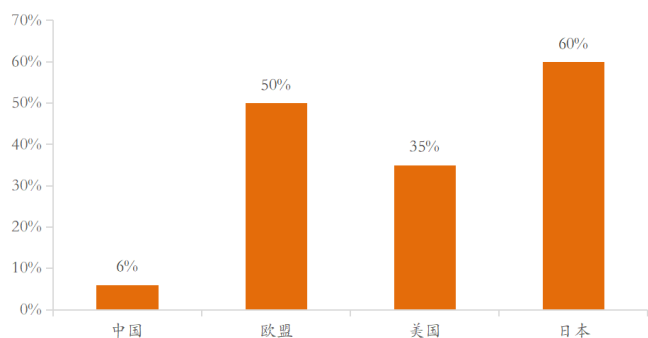
图 43 临床检测服务提供商的优势及劣势对比



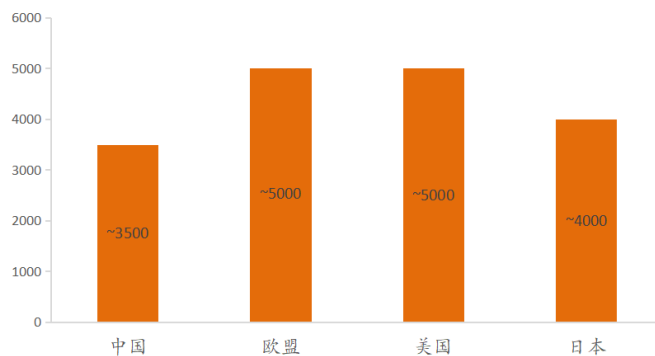
资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

**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。于 2020 年，中国 ICL 的渗透率仅为约 6%，远低于日本的 60%、欧盟的 50% 以及美国的 35%。

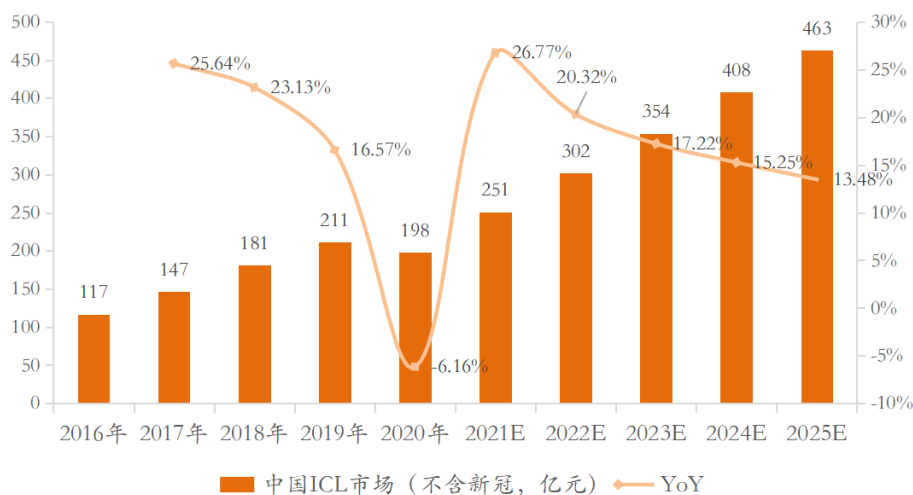
**图 44 中国 ICL 渗透率较低**


资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

**图 45 全球 ICL 检验项目数比较（单位：个）**


资料来源：艾迪康招股书、湘财证券研究所

中国的 ICL 市场由 2016 年的人民币 117 亿元大幅增至 2020 年的人民币 198 亿元（不含新冠），复合年增长率为 14.0%，并预计于 2025 年增至人民币 463 亿元（不含新冠），2020 年至 2025 年的复合年增长率为 18.4%。

**图 46 中国 ICL 市场规模及增速**


资料来源：艾迪康招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

**ICL 受益于新冠检测需求，业绩表现靓丽。**虽然 2021 年全国新冠疫情控制较好，但局部地区仍有所反复，这也带动了新冠检测需求的进一步提升，相关公司明显受益，迪安诊断、润达医疗、金域医学 Q1-Q3 业绩继续保持高速增长，对应归母净利润增长分别为 37.07%、38.05%、58.52%，Q3 单季度迪安诊断、金域医学归母净利润继续保持 20% 以上的增长。

**表 16 医疗服务板块医学检验实验室相关公司 2021Q1-Q3 增长情况**

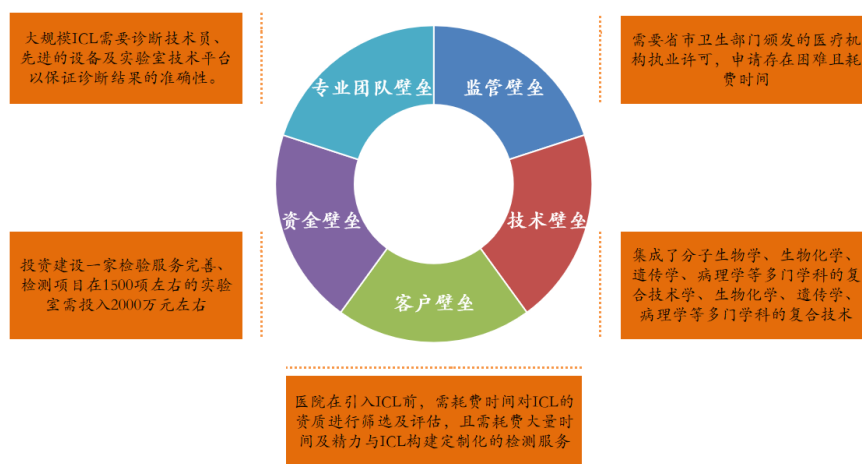
代码	证券名称	医学检验实验室			
		2021Q1-Q3营收YoY	2021Q3营收YoY	2021Q1-Q3归母净利YoY	2021Q3归母净利YoY
300244.SZ	迪安诊断	24.97%	18.27%	37.07%	27.05%
603108.SH	润达医疗	37.53%	23.10%	38.05%	-4.86%
603882.SH	金域医学	47.87%	34.39%	58.52%	22.84%

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。

### 3.3.2 行业壁垒高，龙头地位稳固

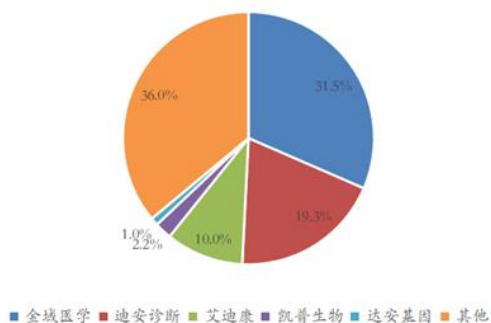
由于 ICL 行业继承了分子生物学、生物化学、遗传学、病理学等多门学科的复合技术使得技术门槛较高，此外由于属于医疗行业，政策监管力度大，其次建设 ICL 中心实验室耗资巨大，归纳来看 ICL 行业具有以下五大壁垒：监管壁垒、技术壁垒、与医院之间的高度粘性壁垒、资金投入壁垒。

**图 47 ICL 行业具有五大壁垒**


资料来源：金域医学招股说明书、湘财证券研究所

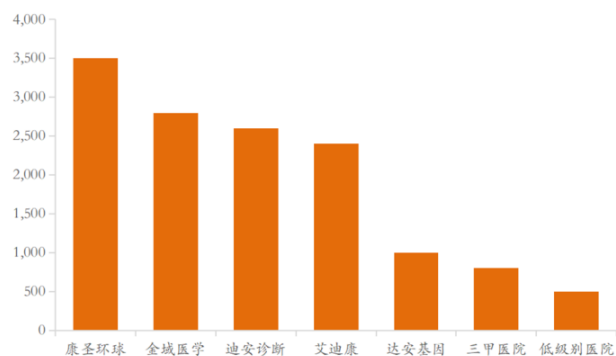
**四大 ICL 市场份额集中度高，可供检测项目领先。**2020 年，金域医学、迪安诊断、艾迪康、凯普生物等四大主要 ICL 约占中国 ICL 市场总份额的 63%，共拥有 110 多家实验室。在可检测项目数量上龙头公司也明显高于行业内其他公司。

图 48 2020 年中国 ICL 市场份额情况



资料来源：艾迪康招股书、各公司公告、湘财证券研究所

图 49 主要 ICL 公司可供检测项目



资料来源：公开资料、各公司公告、湘财证券研究所

### 3.3.3 关注项目齐全全国布局的标的

由于 ICL 行业具有高壁垒属性，预计龙头公司将强者恒强。建议关注特检业务快速增长，检验项目和技术平台齐全的国内第三方检验龙头公司金城医学、迪安诊断等。

#### ➤ 金城医学（603882）：ICL 引领者业务覆盖全国

金城医学是国内最大的第三方医学检验实验室，近二十年发展全国布局。公司主要业务为医学检验及病理诊断服务。第三方医学检验业务，主要由独立医学实验室提供，独立医学实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL）是指在卫生行政部门许可下，具有独立法人资格，独立于医疗机构之外、从事医学检验或病理诊断服务，能独立承担相应医疗责任的医疗机构。独立医学实验室利用其成本控制、专业化等优势为各类医疗机构提供医学检验及病理诊断服务。

金城医学的检验业务按项目划分可细分为基因组学检验、病理检验、理化质谱检验、生化发光检验、免疫学检验、综合检验六大类。其中，基因组学检验、病理检验、理化质谱检验为特检项目，其余为普检项目。

表 17 金城医学细分检测项目分类

特检项目		
项目名称	应用的技术	主要子项目
基因组学检验	PCR 技术、基因芯片技术、测序技术、荧光原位杂交技术等	乙肝病毒 HBV DNA、高危型 HPV DNA 检测、无创产前基因检测
病理检验	组织病理制片技术、细胞病理制片技术、免疫组化技术、超微病理技术等	宫颈液基细胞学诊断 TCT 项目、组织病理诊断、肾脏病理诊断、超微病理诊断
理化质谱检验	色谱技术、质谱技术、原子吸收技术等	微量元素检测（钙、锌等）、遗传代谢病检测等
普检项目		
项目名称	应用的技术	主要子项目
生化发光检验	生物化学技术、化学发光技术等	蛋白类检测、酶类检测、激素类



		检查、肿瘤标志物检查
免疫学检验	ELISA 技术、免疫荧光技术等	乙肝两对半、过敏原检测、优生五项检测
综合检验	微生物培养与鉴定技术、血液常规技术等	唐氏综合征、外周血染色体核型分析

资料来源：金域医学招股说明书、湘财证券研究所

#### ➤ 迪安诊断 (300244)：实验室进入投入收获阶段，特检比例提升

我国第二大 ICL 服务商，已完成全国布局。迪安诊断创立于 2001 年 9 月，是断为我国第二大 ICL 服务商，市场规模仅次于金域医学，业务涉及诊断服务、诊断产品销售、技术研发生产、健康体检、冷链物流、司法鉴定、CRO 中心实验室等领域，为全国 12000 多家医疗机构提供服务。2004 年公司发现独立医学实验室 (ICL) 的长期发展机遇，将公司战略定位于 ICL 领域，先后设立杭州、南京、上海、北京等地的实验室，2009 年成功上市后，借助资本市场力量，于 2017 年顺利完成全国 38 家综合实验室的布局。

实验室进入集中扭亏期多，公司进入投入期后的收获阶段。截至 2021 年上半年，公司 38 家综合实验室已有 34 家实现盈利，若按实验室正式营业时间来划分，未盈利实验室主要集中在 16-17 年新开业的，参考目前行业平均 3-5 年左右的盈亏平衡周期，我们预计 2021 年即使新冠检测量大幅下降，但常规外包业务恢复下公司大部分实验室依然有望扭亏为盈。

## 4 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。

## 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。