价值回归，景气先行

核心要点：

- **医药板块业绩好于医药工业，医改持续但政策边际缓和有利创新**

2023 年受集采及宏观经济影响医药工业整体表现承压，但医药板块上市公司业绩明显表现更优，子行业中中药业绩表现较好，医疗器械及医疗服务受新冠检测及新冠药 CDMO 需求锐减影响业绩承压。从医药研发端来看国内新药研发已进入全球第一梯队，一批全球新的药正逐渐走出国门，医药已经进入参与全球竞争新时代。政策端来看，医药集采价格已趋于稳定，医疗反腐对行业影响也阶段见底，且长期看医药反腐也有利于药企将重心逐渐由销售转向研发创新。

- **CXO 长期向好下短期资金面有望改善，前沿技术为行业发展再添动力**

医药外包产业整体向好的趋势不变，但受新冠药 CDMO 高基数及医药投融资下滑影响短期存在一定压力，行业出清有利于龙头公司市占率进一步提高。鉴于美联储加息预期逐步减弱，以及经过近两年全球 biotech 领域估值泡沫的出清，全球生技产业性价比已凸显，创新药投融资环境有望逐步回暖。此外，医药外包服务公司紧跟前沿技术，细胞基因治疗、多肽产业及 ADC 等新技术的应用将持续为 CXO 产业贡献增量。

- **老龄化下医疗服务需求持续提升，民营医疗龙头连锁扩张潜力大**

2023 以来民营医院业绩疫后整体迅速恢复，前三季度全球就诊人次比去年同期增长 6%，医保基金的支出的快速增长也侧面验证诊疗恢复。展望 2024 年，我国老龄化程度进一步加深且与发达国家对比中国医疗费用占 GDP 比重明显偏低，在鼓励社会办医大方针下民营医疗的成长是大势所趋，而眼科、口腔等专科医疗服务需求大，民营机构发展动力强，在专科医疗服务呈现连锁化、集中化、差异化的趋势之下已经形成一定品牌优势，具备全国化布局的龙头公司将成为未来市场增长点。

- **体外诊断中高端领域继续国产替代，特检业务为第三方医检提供机遇**

体外诊断中高端领域外资占比大，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。2023 年前三季度受益于新冠检测的相关公司在相关需求断崖式下跌下业绩承压，但常规检测受益于诊疗恢复重回增长。而展望 2024 年，中高端的化学发光、分子诊断 PCR 有望在集采之下加速国产替代，此外新冠之后呼吸道疾病多发，建议关注呼吸道疾病抗原检测领域。IVD 产业链下游的 ICL 受新冠检测业务下降影响业绩承压，展望 2024 年，我们认为当前悲观预期已充分消化，特检业务也为 ICL 发展提供了机遇，看好全年表现。

- **投资建议：价值回归，关注高景气细分领域**

预计随着 CXO 行业出清龙头公司市占率将进一步提高，鉴于美联储加息预期逐步减弱，以及经过近两年全球 biotech 领域估值泡沫的出清，全球生技产业性价比已凸显，创新药投融资环境有望逐步回暖；我国老龄化程度继续加深将显著提高医疗服务需求，在专科医疗服务呈现连锁化、集中化、差异化的趋势之下已经形成一定品牌优势，具备全国化布局的龙头公司将成为未来市场增长点；在体外诊断试剂集采之下化学发光、分子诊断 PCR、

生化诊断等试剂国产替代有望加速，积极布局特检业务的第三方医学检验实验室业绩有望触底回升。

综上，当前医药行业估值已经位于近十年底部区域，展望 2024 年，我们认为在估值优势之下高景气行业的确定性更强，需求持续性较好。我们维持对 IVD&医疗服务行业的“增持”评级，建议关注需求持续性较好的高景气细分行业：

（1）创新产业链 CXO：重点关注 CRO 龙头与积极布局细胞基因治疗、多肽、ADC 等前沿技术的公司；**（2）民营专科医疗服务：**重点关注老龄化下需求不断提升的眼科等专科医疗服务龙头公司；**（3）IVD 产业链：**重点关注具有国产替代空间的化学发光、分子诊断 PCR 及产业链下游积极布局特检业务的 ICL。

❑ 风险提示

（1）医保控费执行力度超预期风险；（2）药企研发投入下降风险；（3）民营医院医疗事故风险；（4）院端诊疗量下降风险。

正文目录

1 医药新时代，政策边际缓和 4
1.1 业绩承压，细分行业分化 4
1.2 量变到质变，进入全球竞争新时代 5
1.3 医保集采降幅稳定，反腐阶段见底 7
2 CXO 宏观影响有望改善，前沿技术再添看点 10
2.1 研发投入稳健增长，短期增速放缓产能消化 10
2.2 融资短期承压，回暖可期 14
2.3 前沿技术多点开花，细分方向提供增量 15
3 医疗需求恢复，民营医疗连锁扩张潜力大 19
3.1 医疗需求恢复显著，卫生支出仍有空间 19
3.2 政策鼓励社会办医方针不变 22
3.3 眼科、口腔市场空间大，民营机构动力强 24
4 体外诊断增长稳健，ICL 特检增速高 27
4.1 常规诊疗体外诊断业绩恢复，新冠诊断需求下滑 27
4.2 IVD 市场稳健增长，免疫及分子诊断增长显著 28
4.3 ICL：悲观预期已过，关注布局特检业务的相关公司 29
5 投资展望：价值回归，景气先行 30
5.1 高位回落，已具估值优势 30
5.2 投资建议：价值回归，关注高景气细分领域 32
6 风险提示 33

图表目录

图 1 我国医药制造业收入及增速 4
图 2 我国医药制造业利润及增速 4
图 3 2016-2023Q3 申万医药板块营收及增速 4
图 4 2016-2023Q3 申万医药板块归母净利及增速 4
图 5 2016-2023Q3 医药板毛利率与净利率情况 5
图 6 2016-2023Q3 年医药板块费用情况 5
图 7 2013-2022 年创新药 NDA 数量 6
图 8 2013-2022 年中国首次获批新药数量 6
图 9 全球主要国家和地区在研新药数对比 6
图 10 2013-2022 年中国首次获批新药数量 6
图 11 中外新药跨境交易数量统计（2008-2023.8.22） 7
图 12 2016 年至 2023 年 10 月医保基金收支及增长 8
图 13 2018 年至 2022 年医保累计结余情况 8
图 14 各批集采药品采购品种数 9
图 15 各批集采平均降幅保持平稳 9
图 16 医药外包服务长期向好短期改善 10
图 17 全球研发投入规模及增长情况（亿美元） 11
图 18 2018-2027E 中国医药研发支出 11
图 19 全球医药研发外包渗透率 12
图 20 CXO 样本公司的整体收入快速增长 12
图 21 CXO 样本公司的归母净利润快速增长 12
图 22 全球 2012-2023 年 Q3 医疗健康产业投融资 14
图 23 中国药企历年融资事件数及融资金额 15
图 24 细胞基因治疗通过调控 DNA 从而改变蛋白质的性状 16
图 25 全球基因治疗 CRO 市场规模及预测 16
图 26 全球基因治疗 CDMO 市场规模及预测 16
图 27 GLP-1 受体激动剂的优势 17
图 28 全球多肽类 CDMO 市场规模及增速 18
图 29 ADC 的结构及其作用机制 18
图 30 2018 年至 2030 年全球 ADC 外包服务市场规模（亿美元） 19
图 31 全国诊疗人次变化情况 20
图 32 2023 年各月医保基金支出显著上升 20
图 33 我国 65 岁以上人口占比逐年上升 21
图 34 2018 年中国调查地区居民两周就诊率 21
图 35 2010-2022 我国卫生总费用及增速与 GDP 占比情况 21
图 36 中国民营医院数量快速提升 23
图 37 中国眼科医疗机构门诊就诊人次（百万次） 24
图 38 我国眼科医疗服务规模及增速(单位：十亿元) 24
图 39 中国眼科医疗市场规模，2016-2025E（单位：十亿元） 25
图 40 我国眼科医疗服务发展方向 25
图 41 2015 年中国各年龄组人群牙周健康状况 26
图 42 中国口腔市场划分 26

图 43 全球按检测原理划分 IVD 的市场规模（单位：十亿美元）.....28
图 44 关注免疫诊断中的化学发光、分子诊断领域的核酸检测 PCR.....28
图 45 我国呼吸道病原体检测试剂市场规模（亿元）.....29
图 46 我国呼吸道病原体体检测试剂需求量（万人份）.....29
图 47 我国 ICL 特检业务增速快于普检业务.....30
图 48 各行业年初至今涨跌幅.....30
图 49 近一年医药各子版块 PE 概况.....32
图 50 近一年医药各子版块 PB 情况.....32
图 51 2013 年至今医药各子行业 PE 估值变化情况.....32

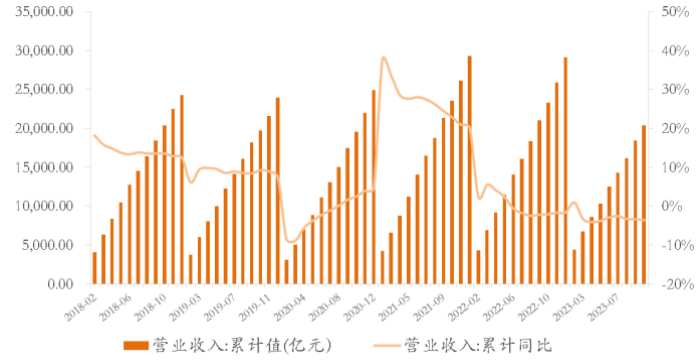
表 1 2022 年&2023Q1-Q3 医药板块营收、归母净利增速情况.....5
表 2 医疗反腐影响逐渐减弱.....9
表 3 部分医疗服务板块 CXO 公司 2022&2023Q1-Q3 业绩情况.....13
表 4 部分 CXO 公司员工数变动（单位：人）.....13
表 5 多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较.....17
表 6 部分民营医院 2022&2023Q1-Q3 业绩表现情况.....19
表 7 中国支出占 GDP 比重与发达国家相比仍有差距.....22
表 8 近年部分支持社会办医文件.....23
表 9 高端、中端与经济性口腔医疗服务对比.....26
表 10 部分 IVD 板块公司 2022&2023Q1-Q3 业绩情况.....27
表 11 医学检验实验室相关公司 2022&2023Q1-Q3 业绩情况.....29
表 12 医药各子版块年初至今涨跌幅.....31
表 13 2023 医药生物涨跌幅前十名上市公司.....31

1 医药新时代，政策边际缓和

1.1 业绩承压，细分行业分化

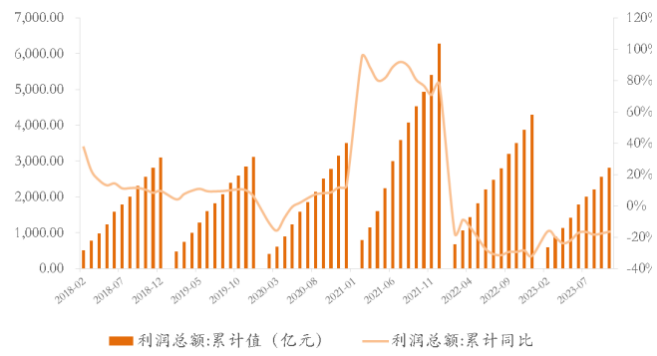
2023 年以来医药工业业绩继续承压，2023 年 1-10 月医药工业营收下降 3.6%，归母净利润下降 16.4%，归母净利润前十个月累计值同比降幅呈现下降趋势。预计医药工业业绩继续承压的主要原因是由于集采的持续推进及受益于疫情的相关产品销售下降所致。

图 1 我国医药制造业收入及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

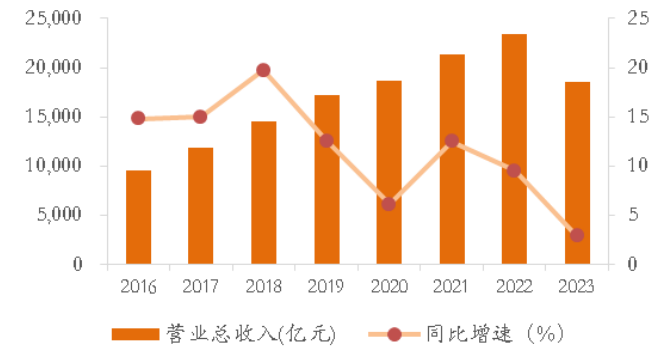
图 2 我国医药制造业利润及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

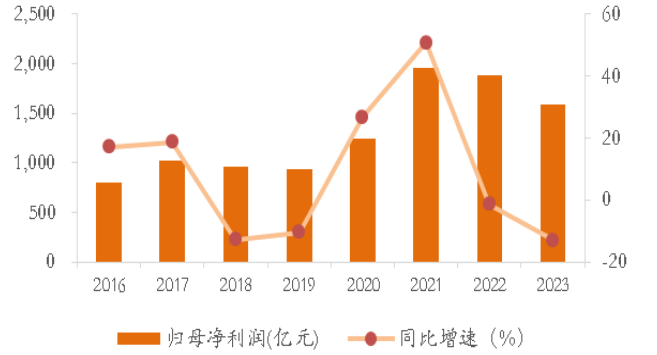
2023Q1-Q3 医药行业上市公司业绩承压，但上市公司业绩显著优于医药工业整体水平。医药行业上市公司 Q1-Q3 实现营业收入 6127.0 亿元，同比增长 2.9%，实现归母净利润 551.7 亿元，同比下降 13.0%。2023 年 Q1-Q3 医药板块营收及利润增速出现下降预计主要是因为去年同期医疗器械中核酸检测业务及医药外包服务产业中 CDMO 业务受益于疫情，导致基数较高，而 2023 年由于疫情的放开相应的核酸检测及新冠药 CDMO 需求减少对行业影响较大；Q1-Q3 毛利率 33.0%，净利率 9.0%，费用率下降至 18.5%。

图 3 2016-2023Q3 申万医药板块营收及增速



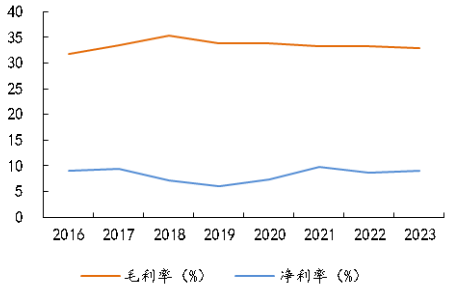
资料来源：Wind、湘财证券研究所 2023 年为 Q1-Q3 数据

图 4 2016-2023Q3 申万医药板块归母净利及增速



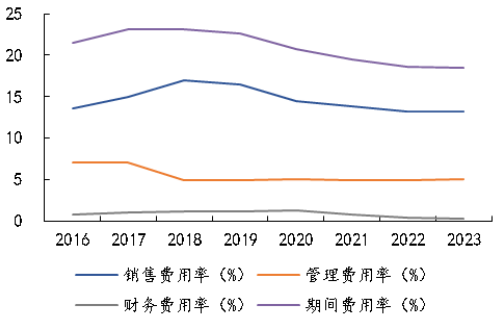
资料来源：Wind、湘财证券研究所 2023 年为 Q1-Q3 数据

图 5 2016-2023Q3 医药板毛利率与净利率情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所 2023 年为 Q1-Q3 数据

图 6 2016-2023Q3 年医药板块费用情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所 2023 年为 Q1-Q3 数据

2023Q1-Q3 医药子板块业绩继续分化。其中，中药板块取得营收及利润双增长，而医疗服务、医疗器械板块营收及利润均出现下滑。预计医疗服务板块虽然疫情放开使得民营医院相关公司诊疗需求回暖带动业绩增长，但由于医药外包服务相关公司去年同期受益于新冠药带来的 CDMO 业务的需求使得基数较高，2023 年新冠药 CDMO 需求大幅下降使得板块业绩承压。此外，板块中的第三方医学检验实验室在 2023 年以来受新冠检测服务需求的锐减使得业绩承压。医疗器械由于之前板块内的体外检测（IVD）受益于防控带来的核酸检测需求使得基数较高，新冠放开之后核酸检测需求出现断崖式下跌使得其 2023 年 Q1-Q3 出现业绩下降情况。

表 1 2022 年&2023Q1-Q3 医药板块营收、归母净利增速情况

	营收 YoY				归母净利润 YoY			
板块	2020	2021	2022	2023Q1-Q3	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
医药生物	6.14%	12.49%	9.52%	2.90%	26.79%	50.76%	-1.36%	-12.98%
医疗服务	14.54%	32.49%	39.46%	-5.85%	828.88%	30.21%	46.66%	-20.32%
中药	-4.34%	8.63%	4.26%	9.60%	-104.23%	1470.35%	-39.27%	36.80%
化学制药	-3.66%	7.96%	3.06%	1.24%	17.74%	11.60%	-1.67%	-2.28%
生物制品	8.66%	31.69%	7.08%	8.35%	36.29%	47.25%	-20.96%	-2.07%
医药商业	8.37%	11.38%	8.37%	9.13%	6.89%	4.92%	-8.25%	-1.43%
医疗器械	50.81%	11.40%	21.00%	-24.85%	134.08%	5.89%	24.03%	-50.19%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

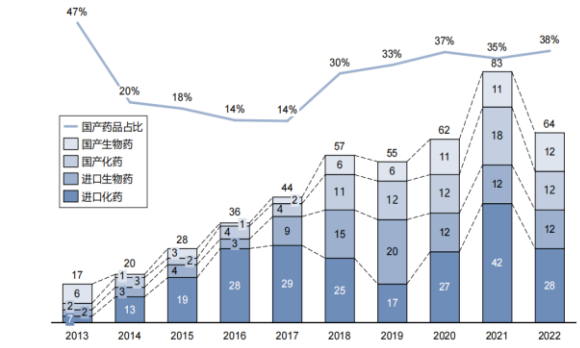
1.2 量变到质变，进入全球竞争新时代

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，创新研发热度趋势向上。近十年，中国 NDA 产品累计 467 款，新药上市申请数量在 2021 年达到新高共计 83 个，2022 年下降至 64 个，虽然短期出现回落，但仍高于 2020 年，过去十年累计新药申请以进口产品为主，占

比达 70%。国产药品数量自 2018 年开始明显增加，2022 年有 24 款国产药品 NDA；近十年，中国获批新药 386 款，其中国产药品 106 款，进口产品 280 款，2017 年之后，中国每年获批新药数量基本保持稳定，2021 年新药数量创新高后，2022 年上市创新药数量回归为 50 款。其中，国产新药 15 款，占比达到 30%。

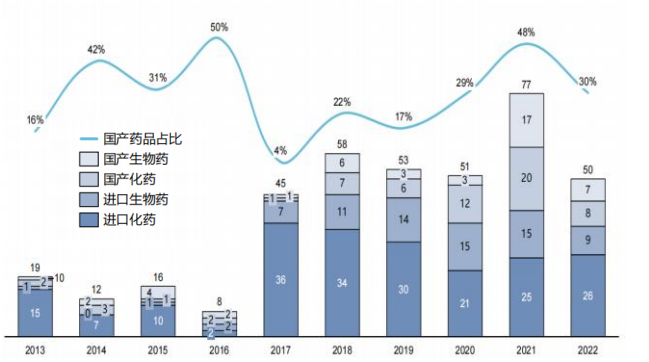
虽然国内医药研发热度从临床及新药申请与获批数据来看 2022 年出现了阶段性下降的情况，但整体仍然处于过去十年较高水平，且国产药品 NDA 数占比持续提升，显示国内药企创新的热度仍然较高。

图 7 2013-2022 年创新药 NDA 数量



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

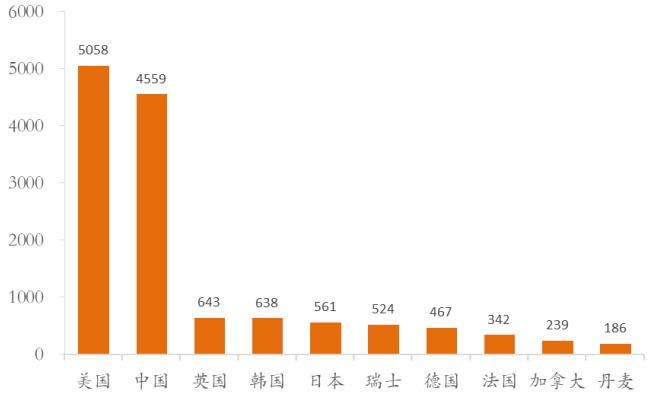
图 8 2013-2022 年中国首次获批新药数量



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

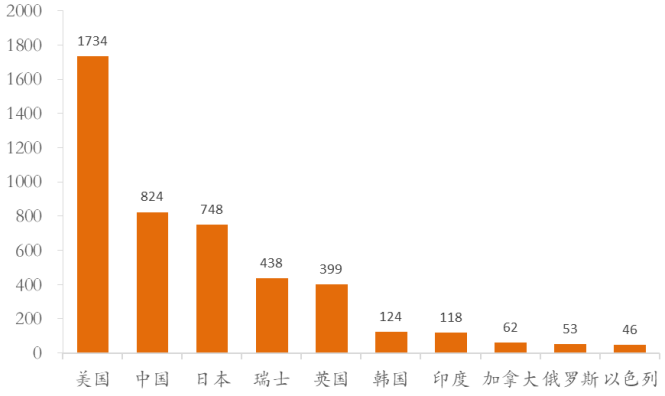
横向对比全球来看，中国新药研发近年取得的成果也较为显著，目前已迈入全球第一梯队，在研管线贡献率全球占比达 35%，2013 年至 2022 年间中国新药研发 NDA 数量为 4559 个，仅次于美国，远远多于英国、韩国、日本等发达国家和地区；2013-2022 年间中国新药上市数量为 824 个，在全球排名第二。

图 9 全球主要国家和地区在研新药数对比



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所　注：新药定义为新分子实体，仅统计研发阶段为 IND-NDA，且研发状态为 Active 的创新药管线，统计日期截至 2023 年 7 月 28 日

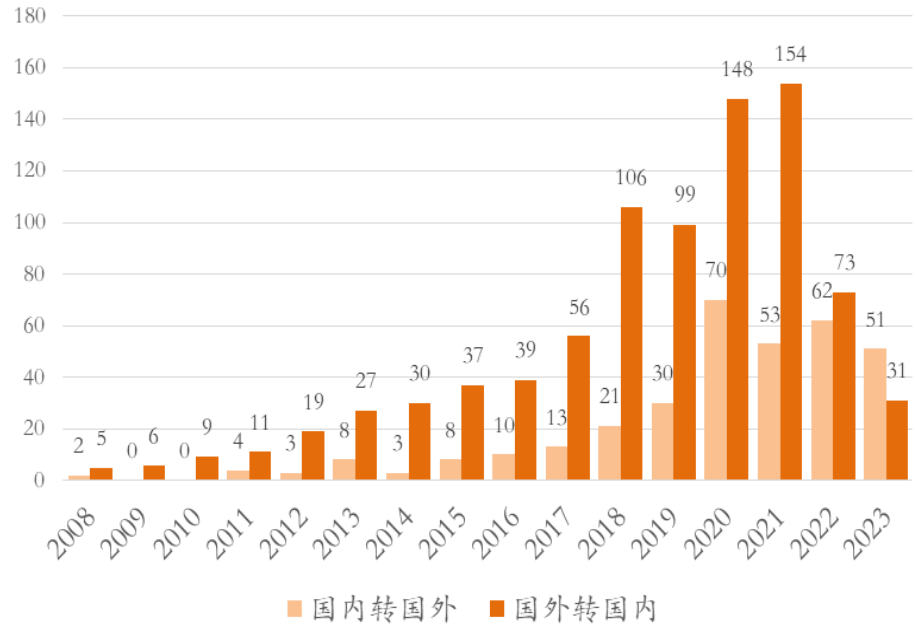
图 10 2013-2022 年中国首次获批新药数量



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所　注：新药定义为新分子实体，仅统计批准上市 Active 创新药管线，国家/地区以参研企业主营业务地区分，中国包含港澳台地区企业，同一管线具有多个不同国家/地区的企业重复统计，统计日期截至 2023 年 7 月 28 日

自 2022 年开始我国新药 License in 的数量下降明显，而国内新药 License out 热度却明显提升。2021 年 License out 仅相当于 License in 的 34.4%，但 2022 年已经接近于 License in 的数目，2023 年截至 8 月 22 日，国内新药 License out 数目反超 License in 数目，截至 2023 年 8 月 22 日我国新药 License out 数目达到 51 个，高出 License in 数目 20 个。以上可以看出，近年由于国内医药改革的推进，药企对新药研发愈加重视，不仅在研发及获批数目上取得了量的飞跃，而在药品的质上，国内创新药也逐渐被全球认可，一批全球新的药正逐渐走出国门，中国医药已进入参与全球竞争的新时代。

图 11 中外新药跨境交易数量统计（2008-2023.8.22）

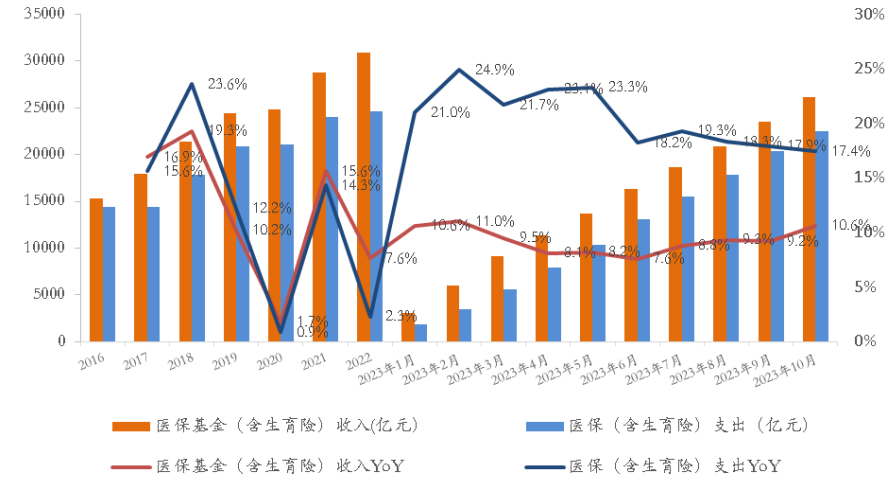


资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

1.3 医保集采降幅稳定，反腐阶段见底

2017-2019 年间基本医保收支增速保持双位数，而 2020 年受疫情影响基本医保收支增速均为近十年最低，之后收支增速回升。根据 2023 年 7 月 10 日发布的《2022 年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，2022 年医保收入增速大于支出增速，总收入 3.09 万亿元，比上年增长 7.6%，总支出 2.46 万亿元，比上年增长 2.3%。我们认为，医保收入增速高于支出增速主要是由于相比上年同期新冠疫苗等支付明显较少，且疫情影响院端就诊下降是主要原因，此外在医保控费大背景下，DRG/DIP 的执行，医保目录谈判以及集采等政策也使得支付端压力减轻。基金当期结存 0.63 万亿元，累计结存 4.26 万亿元创近年新高。2023 年 1-10 月，基本医保(含生育险)总收入 26187.73 亿元，同比增长 10.60%。基本医保(含生育险)总支出 22531.36 亿元，同比增长 17.43%。

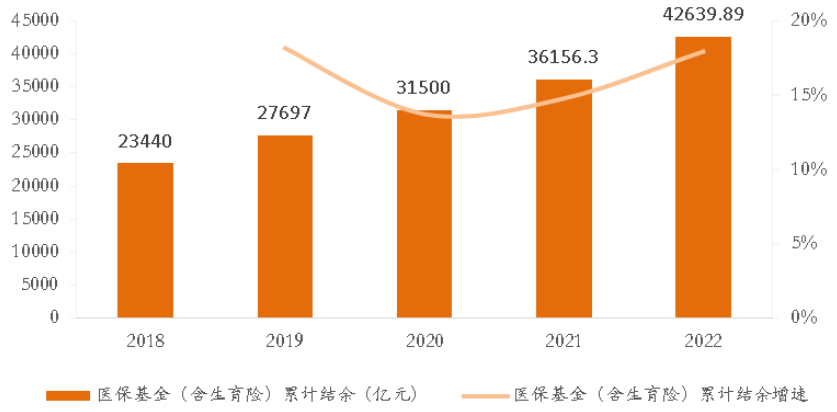
图 12 2016 年至 2023 年 10 月医保基金收支及增长



资料来源：国家医保局、人社部、《2022 年全国医疗保障事业发展统计公报》、中国医疗保险、湘财证券研究所 注：2023 年各月度为当年累计数据

虽然 2022 年医保基金累计结存相比 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，医保支出的压力仍然较大。2023 年医保支出明显增加，也从侧面反映医院端整体诊疗在疫后出现恢复。

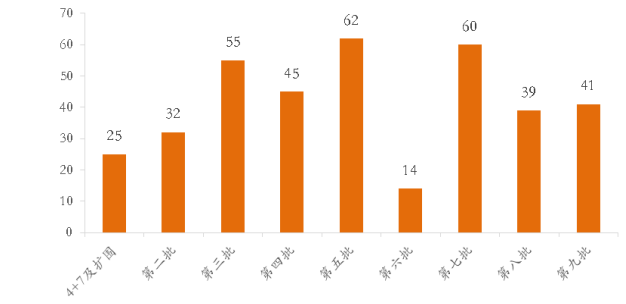
图 13 2018 年至 2022 年医保累计结余情况



资料来源：国家医保局、人社部、中国医疗保险、《2022 年全国医疗保障事业发展统计公报》、湘财证券研究所

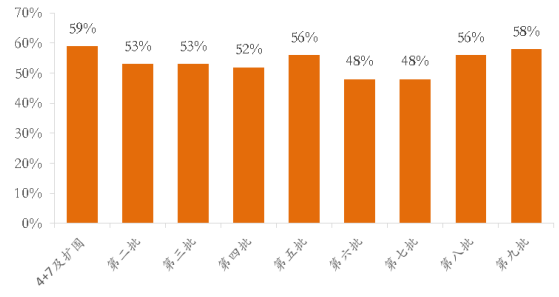
自从2018年的4+7城市带量采购开始后，目前带量采购已经进行了9批，平均降幅超50%。2023年11月7日第九批国家组织药品集采产生拟中选结果：41种药品采购成功，拟中选药品平均降价58%，按约定采购量测算，预计每年可节省费用167亿元。至此，国家医保局共组织九批集中带量采购，累计成功采购药品达373种，重点公司的核心仿制药几乎均已涉及集采。集采常态化下带量采购对医药行业的影响市场已充分反映，但集采使得仿制药生命周期变短对行业的影响却是长期的，企业只有不断通过“创新”实现产品的迭代才能对抗已有品种的降价压力。

图 14 各批集采药品采购品种数



资料来源：相关政府报刊官网、湘财证券研究所

图 15 各批集采平均降幅保持平稳



资料来源：相关政府报刊官网、湘财证券研究所

医疗反腐影响预期减弱，业绩有望回升。2023 年 7 月 21 日，国家卫健委会同多部门联合召开视频会议，部署开展为期 1 年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。本次会议特别强调，针对医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节和“关键少数”，以“零容忍”态度坚决惩处腐败。会议还要求全国范围内，深入开展医药行业全领域、全链条、全覆盖的系统治理，进一步形成高压态势。随后全国多省公布了医疗反腐举报渠道，论坛活动也开始进一步规范管理。

在医疗反腐压力之下，医药板块出现回调，医药产业相关的学术会议在医药领域反腐的形势下宣布暂停、延期，也对医药产品的销售带来了负面影响。但随后国家卫健委医疗应急司在《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》明确表示医药行业的学术会议是学术交流、经验分享、促进医药技术进步和创新发展的重要平台，按照国家有关规定，规范开展的学术会议和正常医学活动是要大力支持、积极鼓励。2023 年 9 月份以来，医疗学术会议也在陆续恢复，预计院内药品、设备、耗材等采购也将逐步回归常态。从长期看，医疗反腐也有利于药企将重心逐渐由销售转向研发创新。

表 2 医疗反腐影响逐渐减弱

时间	事件	内容
2023/7/21	国家卫健委会同十部门召开医疗反腐会议	部署开展为期 1 年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。特别强调，针对医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节和“关键少数”，以“零容忍”态度坚决惩处腐败。
2023/7/28	中央纪委国家监委召开动员会，部署纪检监察机关配合开展全国医药领域它败众切身利益的必就更求问题集中整治，喻红秋出席并讲话	会议指出，集中整治医药领域腐购问题是推动健康中国战略实施、净化医药行业生态、维护群众切身利益的必就更求
2023/8/15	医疗应急司发布了《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关向答》	主要回答了开展集中整治的背景和目的、主要原则、重点内容及措施、反胸方向及学术会议的召开，在回答中肯定了广大医务工作者的辛勤劳动和泰献，强调了反腐的目的是促进医药行业高图量发限，完尊医药治理体系建设。
2023/9/9	2023 中国医院院长论坛暨第二届全国大型公立医院高质量发展研讨会	国家卫生创康委医疗应意司郭燕红司长围绕“反腐败 新风”，作《把稳政策基调推进医药广败集中整治》专题服告，报告中指出医药领域反腐要集中突破。纠津并举。更与医药界辛勤付出无私奉献的绝大多数分开，不得与医务人员正常

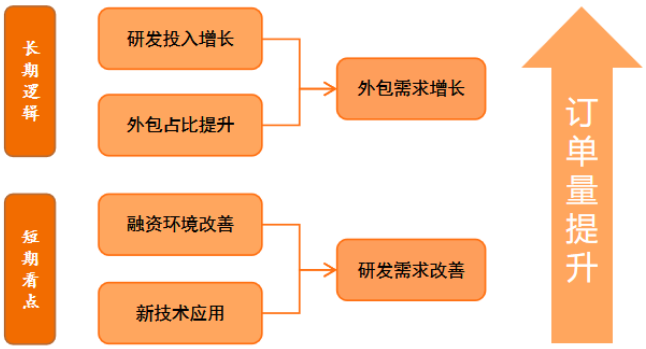
		收入所得相混淆，不得随意打击医务人员参加正现学术会议的职级性，不得别度夸大集中整治工作范用，这引起了行业的高度认可和广泛关注。
2023/9/14	人民日报发文，支持医药领域学术会议恢复	中华区学会第二十一次个国精神医学学术会议、中华医学会第二十七次金国眼科学术大会。中华医学会第二十三次全国物理医学与康复学学术会这、第十五届协和临床内分沙代谢论坛 2023 年中国药学大会，中华医学会第十六次全国生殖医学学术会议、第 25 次全国口腔医学学，会议、中华医学会 2023 年变态反应学术会议、中国医学会第 28 次全国应醉学术年会顺利召开。

资料来源：国家卫健委、中纪委官网、医学智库、人民日报、湘财证券研究所

2 CXO 宏观影响有望改善，前沿技术再添看点

医药外包产业整体向好的趋势不变，但药企自 2022 年开始在企业盈利能力承压的情况下优化管线，精简立项以求节省开支，导致 CRO 整体需求阶段性热度下降。当前医药外包服务行业短期受投融资下滑影响存在一定压力，但行业出清有利于龙头公司市占率进一步提高。同时鉴于美联储加息预期逐步减弱，以及经过近两年全球 biotech 领域估值泡沫的出清，全球生技产业性价比已凸显，创新药投融资环境有望逐步回暖。此外，医药外包服务公司紧跟前沿技术，细胞基因治疗、多肽产业及 ADC 等新技术的应用将持续为 CXO 产业贡献增量，建议关注 CRO 龙头与积极布局细胞基因治疗、ADC、多肽 CDMO 等前沿技术的公司。

图 16 医药外包服务长期向好短期改善



资料来源：湘财证券研究所制作

2.1 研发投入稳健增长，短期增速放缓产能消化

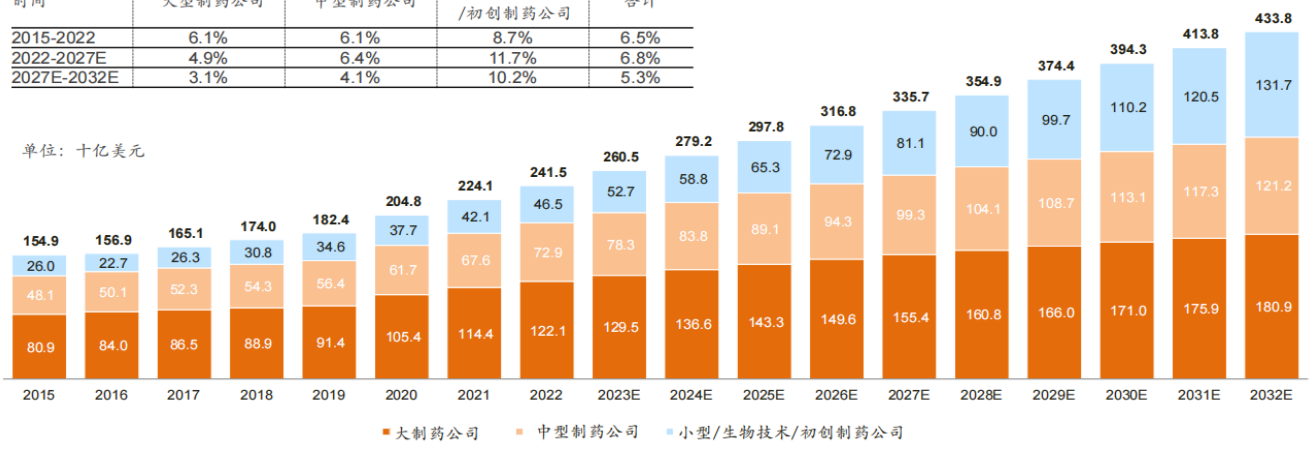
2.1.1 全球研发投入继续保持稳健增长

根据弗若斯特沙利文数据，2022 年全球医药研发投入达到 2415 亿美元，

同比增长 7.8%，继续保持稳健增长。2015 年至 2022 年，全球医药市场的研发投入复合年增长率为 6.5%，预计 2027 年将达到 3357 亿美元，复合增长率为 6.8%（2022E-2027E），2032 年将达到 3549 亿美元，期间复合增长率为 5.3%（2027E-2032E）。

图 17 全球研发投入规模及增长情况（亿美元）

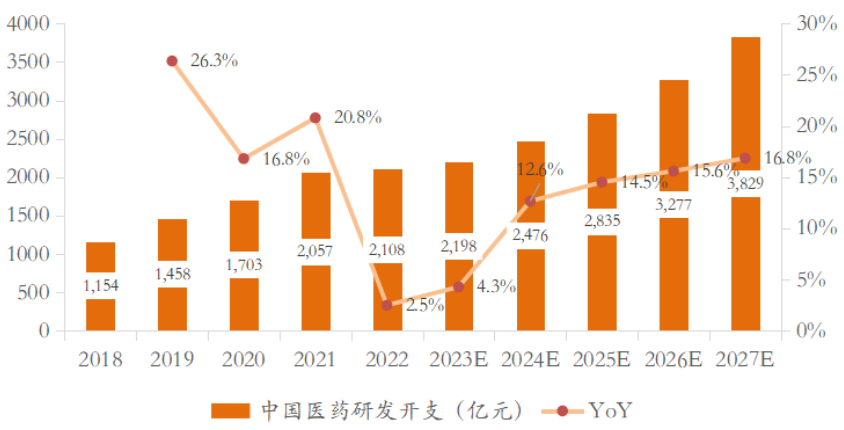
时间	大型制药公司	中型制药公司	小型/生物技术/初创制药公司	合计
2015-2022	6.1%	6.1%	8.7%	6.5%
2022-2027E	4.9%	6.4%	11.7%	6.8%
2027E-2032E	3.1%	4.1%	10.2%	5.3%



资料来源：药明康德演示材料、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所　注：大型制药公司为销售额大于 10 亿美金;中型制药公司为销售额 1 亿至 10 亿美金；小型/生物技术/初创制药公司为销售额小于 1 亿美金。

此外，中国医药研发支出高速增长，产业链有望持续受关注。自 2015 年国家医保局开展带量采购以来，国内仿制药承压，医药创新迭代加速从而推升国内药企对医药研发的投入。虽然受医药一级市场投融资低迷影响 2022 年医药研发支出增速下降至个位数，但长期有望保持稳定增长。根据益诺思引用弗若斯特沙利文统计，中国医药行业的研发支出自 2018 年的 1,154 亿元增长至 2022 年的 2,108 亿元，复合年增长率为 16.26%，远超同期全球医药研发支出增速，预计未来将保持约 14.89%的复合年增长率（2022—2027 年）在 2027 年达到 3,829 亿元。

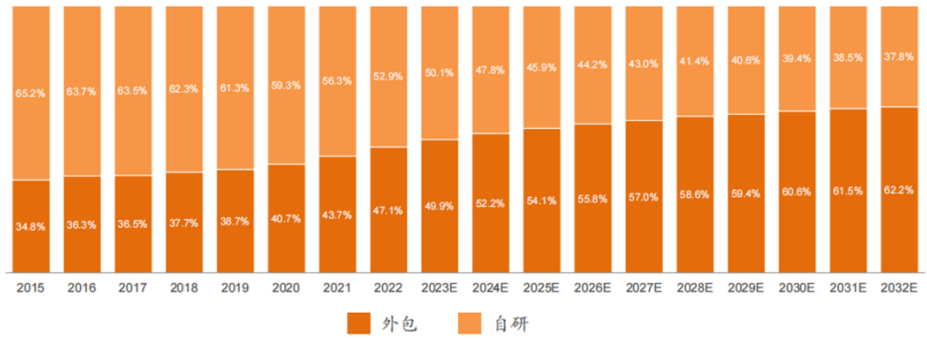
图 18 2018-2027E 中国医药研发支出



资料来源：益诺思招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

在全球医药研发保持稳定增长的同时，研发外包占比也在持续提升，根据药明康德引用弗若斯特沙利文数据，2022 年医药研发外包率进一步提升至 47.1%。预计未来医药外包比例也将继续保持上升趋势，到 2032 年有望达到 62.2%。研发投入及外包占比的持续提升将有望支撑医药外包产业的发展。

图 19 全球医药研发外包渗透率

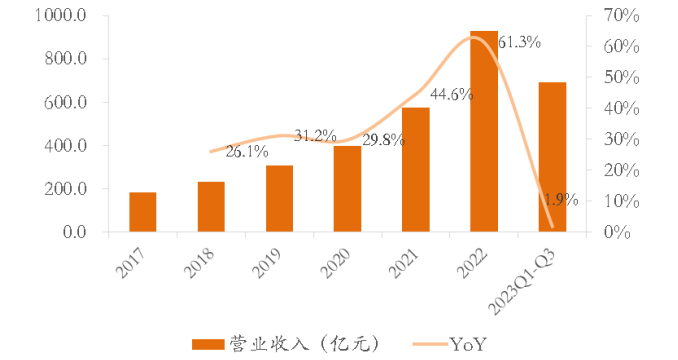


资料来源：药明康德业绩演示材料、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

2.1.2 CXO 板块受高基数及融资下滑影响增速放缓

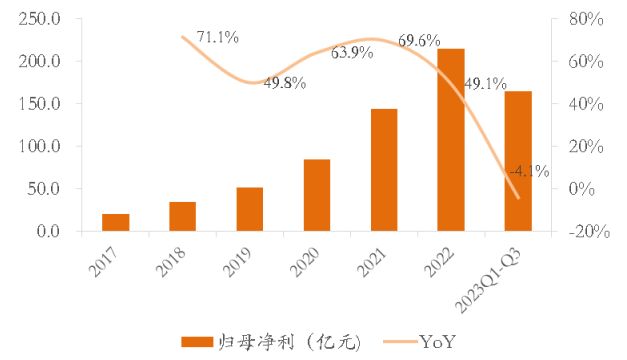
回顾 2017-2023Q3 的经营情况，医药外包行业业绩整体表现亮眼，进入 2023 年业绩承压：我们剔除部分异常公司，选取 22 家 CXO 样本公司，2022 年样本的总营业收入为 927 亿元，同比增长 61.3%，增速为近几年来最高水平；总归母净利润达 214.4 亿元，同比增长 49.1%。受国内外医药投融资下滑影响，2023Q1-Q3 CXO 样本公司营收与归母净利润增速放缓，增速分别回落至 1.9%/-4.1%。

图 20 CXO 样本公司的整体收入快速增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所 注：剔除部分异常公司，选取凯莱英、泰格医药、博腾股份、博济医药、药石科技、康龙化成、百诚医药、泓博医药、普蕊斯、诺思格、百花医药、昭衍新药、药明康德、九洲药业、药康生物、毕得医药、诺泰生物、皓元医药、美迪西、成都先导、和元生物、阳光诺和等 22 家公司的数据

图 21 CXO 样本公司的归母净利润快速增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所 注：剔除部分异常公司，选取凯莱英、泰格医药、博腾股份、博济医药、药石科技、康龙化成、百诚医药、泓博医药、普蕊斯、诺思格、百花医药、昭衍新药、药明康德、九洲药业、药康生物、毕得医药、诺泰生物、皓元医药、美迪西、成都先导、和元生物、阳光诺和等 22 家公司的数据

2023 年 Q1-Q3 CXO 板块部分布局后端 CDMO 业务的相关公司在去年新冠药 CDMO 业务高基数背景下营收及利润增长明显放缓，代表性的公司如博腾股份（2023Q1-Q3 营收-41.8%，归母净利-71.4%）、凯莱英（2023Q1-Q3 营收-18.3%，归母净利-18.8%）、药明康德（2023Q1-Q3 营收+4.0%，归母净利+9.5%）。但相关公司常规业务有所恢复，比较有代表性的如临床前 CRO 相关公司。

表 3 部分医疗服务板块 CXO 公司 2022&2023Q1-Q3 业绩情况

		CXO			
代码	证券名称	2022营收YoY	2023Q1-Q3营收YoY	2022归母净利YoY	2023Q1-Q3归母净利YoY
002821.SZ	凯莱英	121.1%	-18.3%	208.8%	-18.8%
300149.SZ	睿智医药	-21.5%	-18.0%	194.1%	-104.0%
300347.SZ	泰格医药	35.9%	4.5%	-30.2%	17.1%
300363.SZ	博腾股份	126.6%	-41.8%	282.8%	-71.4%
300404.SZ	博济医药	30.7%	28.9%	-28.8%	7.6%
300725.SZ	药石科技	32.7%	9.0%	-35.4%	-38.3%
300759.SZ	康龙化成	37.9%	15.6%	-17.2%	18.5%
301096.SZ	百诚医药	62.3%	69.7%	74.8%	38.7%
301201.SZ	诚达药业	-1.0%	-14.9%	6.0%	-33.5%
301230.SZ	泓博医药	6.8%	10.6%	-8.7%	20.3%
301257.SZ	普蕊斯	16.6%	35.5%	25.3%	164.1%
301333.SZ	诺思格	4.8%	12.1%	14.5%	50.1%
600721.SH	百花医药	24.4%	3.6%	-158.1%	60.9%
603127.SH	昭衍新药	49.5%	24.3%	92.7%	-48.2%
603259.SH	药明康德	71.8%	4.0%	72.9%	9.5%
603456.SH	九洲药业	34.0%	4.7%	45.3%	30.1%
688046.SH	药康生物	31.2%	17.7%	31.8%	-8.1%
688073.SH	毕得医药	37.5%	36.8%	49.6%	15.7%
688076.SH	诺泰生物	1.2%	85.6%	11.9%	72.4%
688131.SH	皓元医药	40.1%	41.8%	1.4%	-25.1%
688202.SH	美迪西	42.1%	-4.6%	19.8%	-58.7%
688222.SH	成都先导	6.0%	12.6%	-60.1%	75.4%
688238.SH	和元生物	14.3%	-36.4%	-28.1%	-309.6%
688621.SH	阳光诺和	37.1%	39.7%	47.6%	32.7%
835670.BJ	数字人	-14.7%	164.3%	-126.6%	205.7%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

2.1.3 人员扩充放缓，产能持续消化

伴随业务的扩张，近年国内 CXO 持续扩张，员工人数普遍快速增长。但随着 2023 年 CXO 行业业绩承压及一级市场投融资活跃度的下降，2023 年以来行业内人员扩充速度放缓，部分公司主动调整业务，出现人员下降情况，整体 2023 年 CXO 人员扩充放缓有利于产能的消化。

表 4 部分 CXO 公司员工数变动（单位：人）

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
药明康德	9291	11613	14763	17730	21744	26411	34912	44361	41296
YoY	*6.3%*	*25.0%*	*27.1%*	*20.1%*	*22.6%*	*21.5%*	*32.2%*	*27.1%*	*-6.9%*
康龙化成	3146	4124	5166	6171	7393	11012	14923	19481	19733
YoY	*33.7%*	*31.1%*	*25.3%*	*19.5%*	*19.8%*	*49.0%*	*35.5%*	*30.5%*	*1.3%*
泰格医药	1845	2422	3214	3898	4959	6032	8326	9233	9455
YoY	*27.8%*	*31.3%*	*32.7%*	*21.3%*	*27.2%*	*21.6%*	*38.0%*	*10.9%*	*2.4%*

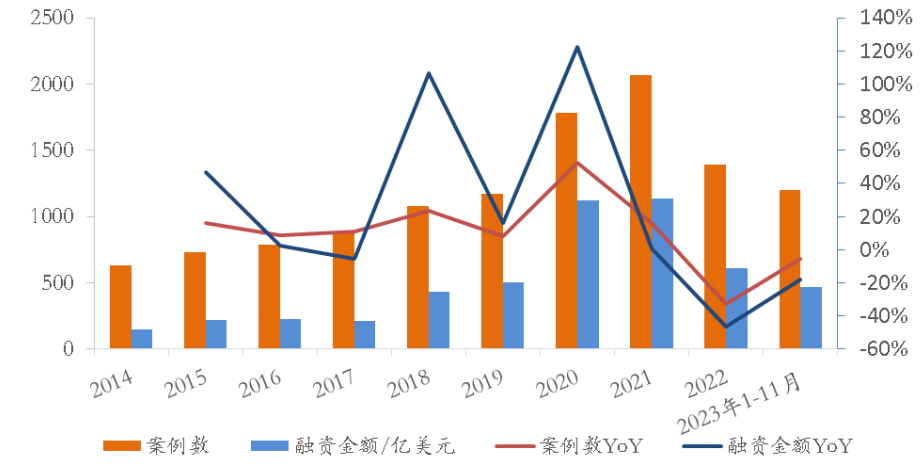
凯莱英	1703	2040	2682	3291	3840	5477	7126	9719	9145
YoY	*26.8%*	*19.8%*	*31.5%*	*22.7%*	*16.7%*	*42.6%*	*30.1%*	*36.4%*	*-5.9%*
昭衍新药	552	628	672	817	1224	1483	2140	2600	2788
YoY	*11.5%*	*13.8%*	*7.0%*	*21.6%*	*49.8%*	*21.2%*	*44.3%*	*21.5%*	*0.0%*
博腾股份	1587	1727	1784	1642	2077	2635	3782	5332	5237
YoY	*27.2%*	*8.8%*	*3.3%*	*-8.0%*	*26.5%*	*26.9%*	*43.5%*	*41.0%*	*-1.8%*
美迪西	594	745	711	939	1219	1642	2440	3298	3106
YoY	*32.6%*	*25.4%*	*-4.6%*	*32.1%*	*29.8%*	*34.7%*	*48.6%*	*35.2%*	*-5.8%*
药石科技	267	467	427	512	652	763	1735	2487	2429
YoY	*34.2%*	*74.9%*	*-8.6%*	*19.9%*	*27.3%*	*17.0%*	*127.4%*	*43.3%*	*-2.3%*
皓元医药	219	279	409	540	671	873	1486	3368	3526
		27.4%	*46.6%*	*32.0%*	*24.3%*	*30.1%*	*70.2%*	*126.6%*	*4.7%*
和元生物		128	186	211	244	311	367	631	631
YoY			*45.3%*	*13.4%*	*15.6%*	*27.5%*	*18.0%*	*71.9%*	*0.0%*
睿智医药	327	314	330	2428	2439	2657	2636	2072	2072
YoY	*26.7%*	*-4.0%*	*5.1%*	*635.8%*	*0.5%*	*8.9%*	*-0.8%*	*-21.4%*	*0.0%*

资料来源：Wind、湘财证券研究

2.2 融资短期承压，回暖可期

2023 年前三季度全球投融资案例数量进一步下降，但降幅收窄。受美联储加息导致的新药投融资的活跃度降低以及地缘政治等因素影响自 2022 年全球医疗健康融资事件数及融资总额均出现下降，截至 2023 年前三季度全球医疗健康融资事件数及融资总额进一步下降，共发生 2363 起融资事件，融资总额 452 亿美元（约 3000 亿人民币），相较去年下降约 23%，但总体降幅较 2022 年有所收窄。

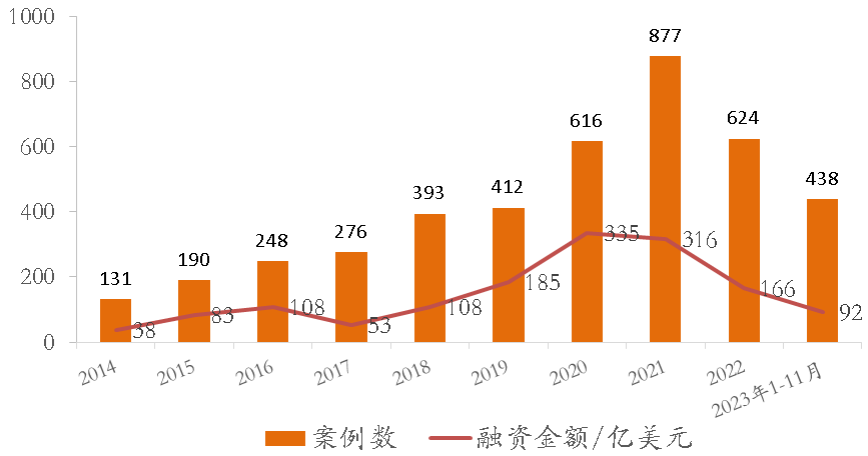
图 22 全球 2012-2023 年 Q3 医疗健康产业投融资



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

2014 年起，国内（中国大陆）创新药企或融资事件数超 100 件，与全球投融资呈现相同的趋势，2022 年国内总体融资事件数及融资额均出现回落，一方面受疫情等外部环境影响，另一方面由于近年医药投融资市场中积累的泡沫较多，短期回落有助于泡沫的出清实现医药投融资的健康发展。截至 2023 年 11 月末，中国 2023 年度融资事件数为 438 件，比上年同期下降 22.3%，融资金额为 91.87 亿美元，比上年同期下降 38.7%。

图 23 中国药企历年融资事件数及融资金额



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

鉴于美联储加息预期逐步减弱，以及经过近两年全球 biotech 领域估值泡沫的出清，全球生技产业性价比已凸显，创新药投融资环境有望逐步回暖。

2.3 前沿技术多点开花，细分方向提供增量

2.3.1 首款基因编辑药物上市，细胞基因治疗外包市场前景好

2023 年 12 月 8 日，美国食品药品监督管理局（FDA）宣布，批准 CRISPR/Cas9 基因编辑疗法 Casgevy（通用名 exagamglogene autotemcel，简称 exa-cel）上市，用于治疗镰状细胞病（SCD），该药为全球首款 CRISPR 基因编辑疗法。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。在生物体内，遗传信息沿着“DNA-RNA-蛋白质”的方向逐级传递（中心法则），蛋白质是遗传信息的表现形式，因此疾病发生时多表现为蛋白质层面的异常。根据中心法则，每一个生理过程都可以理解为特定的基因在特定的时间和空间里发生特定强度表达的结果，如果这种平衡被打破就会诱发疾病。基因治疗则是从指导蛋白质合成的根源——DNA 入手，通过调控 DNA 来改变遗传信息传递，从而改变蛋白质的性状，实现从根源上治疗疾病。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/278042053042006026