

医药生物

报告日期：2023年03月18日

## 中药：迎来一轮量增周期

### ——医药生物周跟踪 20230318

#### 投资要点

##### □ 本周思考：中药行情：如何看持续？

行情复盘：自2023年1月以来，中药板块迎来了新一轮行情。2023年1月3日至3月16日，申万中药指数涨幅为11.02%。我们认为中药行业处于新一轮复苏起点，政策催化下，行业内多家企业进行过改革提效，为2023-2025年业绩释放奠定了基础；业绩兑现有望带来估值重塑，我们看好中药板块的行情持续性。

**产业基本面迎来拐点：负债率、周转率逐年改善，中药板块营运效率持续提升。**

我们观察到2015年以来，行业普遍处于经营效率提升的阶段，2015-2021年申万中药板块的存货周转天数从266天下降至134天，资产负债率从48%下降至34%，行业经营效率和质量逐年提升，我们认为这是行业普遍渠道效率改善、经营管理质量提升的结果。此外，通过梳理申万中药指数的企业，中药板块中27家公司都在2019-2022年期间做过股权激励计划，为后续中药企业业绩增长提速做铺垫。

**从当前时点来看，我们认为量增是中药行业后续成长的主要驱动因素。**从企业自身来说，多家中药企业在2018年以来针对营销体系进行了优化与改善，有望帮助企业提升渠道效率、增加销量。从行业角度来说，2021年以来多个中药相关的鼓励政策出台，“中治率”、中医医疗机构建设、基层目录等相关政策均从量的角度推动行业增长，因此我们认为2023-2025年销量有望成为推动中药行业的核心驱动力。

总结来说，我们认为中药行业正处于新一轮成长复苏的起点，运营效率的提升是行业成长性的前瞻性指标，销量增长是行业增长的主要驱动力。从投资建议来看，我们认为中药行业有三条投资主线：（1）中药创新药：中药创新药竞争格局良好，且有望通过进入医保以实现快速放量，我们认为在研发端投入较大的中药企业值得关注，推荐院士领衔、在研管线储备丰富的康缘药业，关注以岭药业、健民集团、方盛制药等。（2）改革提效：2018-2021年中药板块营运效率提升为后续业绩提升做出铺垫，推荐具有营销改善逻辑的羚锐制药，关注具有国企改革属性的康恩贝、太极集团、华润三九等；（3）低估性价比：推荐BD转型、打开二次成长曲线的济川药业。

##### □ 表现复盘：全年涨幅继续收窄，中成药和医药流通领涨

**涨跌幅：**本周医药板块下跌2.15%，跑输沪深300指数1.94个百分点，在所有行业中涨幅排名第23。**成交额：**医药行业本周成交额为3339亿元，占全部A股总成交额比例为7.6%，较前一周环比上升0.6pct，低于2018年以来的中枢水平

（8.3%）。**估值：**截至2023年3月17日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为25.6倍，环比降低0.68。医药行业相对沪深300的估值溢价率为128%，较前一周环比下降9.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。**沪港通&深港通持股：**截至2023年3月17日，陆港通医药行业投资1857亿元，医药持股占陆港通总资金的9.8%，医药北上资金环比减少33亿元。细分板块中，中药板块和医药商业板块有小幅净流入，医疗器械、医疗服务板块净流出最多。

**细分板块涨跌幅分析：**根据Wind中信医药分类看，本周除中成药板块（+1.6%）医药流通（+1.0%）板块上涨外，其余板块均出现下跌，其中医疗服务（-4.6%）、医疗器械（-4.1%）、生物医药（-2.8%）、化学原料药（-2/2%）下跌较多。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周中药板块（+3.1%）、医药商业（+2.6%）和创新药（+2.5%）板块上涨较多，CXO（-5.1%）、科研服务（-4.3%）、医疗器械（-3.4%）出现较大跌幅。具体公司看，中成药板块天士力（+8.6%）、华润三九（+8.5%）、康缘药业（+8.4%）拉动中成药板块上涨；医药

#### 行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 相关报告

1 《眼科热度高，太阳制药收购——投融资周报 20230312》

2023.03.12

2 《CXO：卖方市场 or 买方市场？——医药生物行业周报

20230311》 2023.03.12

3 《医保结余新高，改革进入深水區——2022年医疗保障事业发展统计快报点评》 2023.03.11

商业板块上海医药(+6.8%)、国药股份(+6.0%)、九州通(+4.7%)领涨；医疗服务板块爱博医疗(-6.1%)、欧普康视(-4.3%)领跌；医疗器械板块澳华内镜(-12.1%)、海泰新光(-10.7%)、新华医疗(-10.0%)拖累板块下跌。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励(创新药、创新器械)，以2023年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新器械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

#### □ 2023年医药年度策略：拥抱新周期

疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握2023年医药新周期主线。

**推荐方向：**疫后主线(防疫产品/药店/医疗服务/疫苗)、创新器械及配套产业链(CXO/原料药)等；

**逻辑支撑：**①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新器械产品持续迭代满足未及需求的量。

**2023年行业边际变化：**后疫情、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

**疫后主线：**济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

**配套产业链：**药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

**创新器械：**迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

#### □ 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价 2023/3/17	EPS			PE		评级	
			2021	2022E	2023E	TTM	2022E		2023E
<b>CXO</b>									
603259.SH	药明康德	74.2	1.72	2.98	3.21	25	25	23	买入
300347.SZ	泰格医药	101.0	3.29	3.07	3.78	33	33	27	买入
002821.SZ	凯莱英	132.6	2.89	8.98	7.22	16	15	18	买入
300759.SZ	康龙化成	53.1	1.39	1.14	1.82	40	47	29	买入
300363.SZ	博腾股份	40.0	0.96	3.51	2.47	13	11	16	买入
603456.SH	九洲药业	34.9	0.70	1.08	1.49	35	32	23	买入
603127.SH	昭衍新药	53.0	1.04	1.75	2.15	30	30	25	买入
1521.HK	方达控股	2.30	0.01	0.02	0.03	27	22	14	买入
300725.SZ	药石科技	70.5	2.44	1.77	2.60	48	40	27	买入
688202.SH	美迪西	157.7	3.24	5.50	8.59	38	29	18	增持
688238.SH	和元生物	19.3	0.11	0.16	0.21	232	121	92	增持
301096.SZ	百诚医药	65.4	1.03	1.85	2.77	36	35	24	增持
<b>原料药及仿制药</b>									
603707.SH	健友股份	16.1	0.66	0.96	1.18	23	21	16	买入
000739.SZ	普洛药业	21.6	0.81	0.84	1.06	26	28	21	买入
300630.SZ	普利制药	26.1	0.95	1.32	1.71	24	20	15	增持
300702.SZ	天宇股份	24.0	0.59	0.18	0.45	223	133	53	增持
688513.SH	苑东生物	54.5	1.94	2.19	2.45	26	25	22	增持
002332.SZ	仙琚制药	12.6	0.62	0.71	0.71	17	18	18	买入
603229.SH	奥翔药业	24.0	0.34	0.56	0.70	48	43	34	增持
688166.SH	博瑞医药	22.9	0.58	0.65	0.75	38	35	30	增持
603520.SH	司太立	19.0	0.94	2.02	2.67	53	9	7	增持
688076.SH	诺泰生物	31.7	0.54	0.64	0.78	53	54	41	增持
605116.SH	奥锐特	26.1	0.42	0.55	0.67	48	50	41	增持
002099.SZ	海翔药业	7.3	0.06	0.19	0.25	53	36	27	增持
605507.SH	国邦医药	24.1	1.26	1.67	2.06	15	14	12	增持
002422.SZ	科伦药业	27.5	0.75	1.14	1.22	24	24	23	增持
000915.SZ	华特达因	38.2	1.62	2.35	2.97	17	16	13	增持
000963.SZ	华东医药	44.0	1.31	1.46	1.72	32	30	26	买入
<b>制药上游</b>									
688105.SH	诺唯赞	43.6	1.70	2.17	2.29	27	20	19	增持
688690.SH	纳微科技	53.6	0.47	0.74	1.04	78	72	51	增持
688179.SH	阿拉丁	39.9	0.63	0.78	1.08	59	51	37	增持
688133.SH	泰坦科技	121.3	1.71	2.36	3.67	81	51	33	增持
688356.SH	键凯科技	171.1	2.92	3.04	4.16	57	56	41	买入
605369.SH	拱东医疗	76.0	2.76	3.56	4.56	23	21	17	增持
300171.SZ	东富龙	25.8	1.10	1.59	1.98	22	20	16	增持
2155.HK	森松国际	9.4	0.33	0.56	0.72	17	17	13	买入
300358.SZ	楚天科技	16.9	0.98	1.21	1.41	15	14	12	增持
300813.SZ	泰林生物	40.1	0.76	1.08	1.48	49	37	27	买入
688139.SH	海尔生物	68.4	2.66	1.87	2.60	36	37	26	增持
688046.SH	药康生物	25.7	0.30	0.44	0.61	64	59	42	增持

688073.SH	毕得医药	124.1	1.50	2.25	3.04	55	55	41	增持
688137.SH	近岸蛋白	73.6	2.12	1.87	2.28	56	39	32	增持
<b>创新药</b>									
600196.SH	复星医药	31.9	1.77	1.68	2.22	24	14	12	买入
2171.HK	科济药业	14.5	-8.28	-1.43	-1.88	-	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	53.7	0.92	0.39	1.13	161	138	48	买入
688180.SH	君实生物	50.1	-0.73	-2.29	-0.15	-	-	-	买入
<b>医疗器械</b>									
300760.SZ	迈瑞医疗	299.0	6.60	8.07	9.77	38	37	31	买入
300639.SZ	凯普生物	17.1	1.94	3.83	4.38	4	4	4	买入
688289.SH	圣湘生物	22.3	3.81	3.48	3.08	7	6	7	增持
603108.SH	润达医疗	15.7	0.66	0.68	0.94	25	23	17	买入
688575.SH	亚辉龙	19.1	0.36	1.91	0.81	11	9	8	增持
688029.SH	南微医学	76.8	1.73	1.81	2.48	44	42	31	增持
688301.SH	奕瑞科技	372.0	6.66	8.82	11.27	42	42	33	增持
688677.SH	海泰新光	99.0	1.35	2.08	2.80	47	48	35	增持
0853.HK	微创医疗	21.1	-0.15	-0.17	-0.11	-	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	26.5	-0.61	-0.86	-0.79	-	-	-	增持
688351.SH	微电生理	23.1	-0.03	0.02	0.03	-	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	189.3	4.39	5.65	7.40	38	34	26	增持
688580.SH	伟思医疗	60.9	2.59	1.86	2.84	45	33	21	增持
688626.SH	翔宇医疗	36.4	1.26	1.03	1.32	48	35	28	增持
688212.SH	澳华内镜	61.0	0.43	0.44	0.65	396	139	94	增持
688315.SH	诺禾致源	27.7	0.56	0.48	0.65	62	58	43	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	30.0	1.48	1.45	1.73	24	21	17	增持
688114.SH	华大智造	88.7	1.17	4.85	0.76	18	18	117	增持
<b>疫苗</b>									
688185.SH	康希诺	118.3	7.74	-1.01	0.94	-32	-	126	增持
603392.SH	万泰生物	114.3	2.23	6.37	7.89	22	18	14	增持
300122.SZ	智飞生物	90.6	6.38	4.42	4.77	20	21	19	增持
300601.SZ	康泰生物	32.2	1.13	1.93	2.38	84	17	14	增持
300841.SZ	康华生物	91.9	6.16	6.25	9.07	17	15	10	增持
<b>医药商业及新基建</b>									
603883.SH	老百姓	37.6	1.14	1.33	1.61	29	28	23	增持
603939.SH	益丰药房	56.9	1.23	1.54	1.93	40	37	29	增持
603233.SH	大参林	36.4	0.83	1.14	1.48	39	32	25	增持
605186.SH	健麾信息	28.5	0.86	1.25	1.71	31	23	17	增持
<b>医疗服务、中药</b>									
600566.SH	济川药业	30.4	1.86	2.35	2.75	13	13	11	增持
600557.SH	康缘药业	29.2	0.55	0.75	0.98	39	39	30	增持
600285.SH	羚锐制药	15.5	0.64	0.77	0.93	20	20	17	增持

资料来源: Wind, 以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测, 浙商证券研究所;

注: 除方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB, 除方达控股、微创医疗 EPS 单位为美元外, 其余为人民币。

## 正文目录

<b>1 中药行情：如何看持续？</b> .....	<b>7</b>
<b>2 行情复盘：全年涨幅继续收窄，中成药和医药流通领涨</b> .....	<b>9</b>
2.1 医药行业行情：中药领涨，成交回升 .....	10
2.2 医药子行业：中成药和医药流通板块领涨，估值多有回落 .....	11
2.3 陆港通&港股通：中药板块和商业板块净流入 .....	12
2.4 限售解禁&股权质押情况追踪 .....	14
<b>3 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图 1: 2020.1.2-2023.3.17 申万中药指数与沪深 300 指数涨跌幅 (%) .....	7
图 2: 2015-2021 年申万中药指数存货周转天数变化.....	7
图 3: 2015-2021 年申万中药指数资产周转率变化 (%) .....	7
图 4: 医药相关子产业 PPI 变化.....	8
图 5: 2005-2022 年中国中成药年产量 (吨) .....	8
图 6: 本周医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势.....	10
图 7: 2023 年以来医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势.....	10
图 8: 本周各大行业涨跌幅 (上: 本周涨幅; 下: 2023 年至今涨幅) .....	10
图 9: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 .....	11
图 10: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	11
图 11: 本周医药子板块涨跌幅 (中信) .....	12
图 12: 本周医药子板块涨跌幅 (浙商医药) .....	12
图 13: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	12
图 14: 2017-2023.3.17 医药北上金额及占总北上资金比例.....	13
图 15: 2017-2023.3.17 医药股北上资金布局子行业.....	13
图 16: 2023.3.13-3.17 陆港通医药持股市值变动前后 5 名.....	13
图 17: 2023.3.17 陆港通医药股持股市值前 10 名.....	13
图 18: 2023.3.13-3.17 港股通医药股持股市值变动前后 5 名.....	13
图 19: 2023.3.17 港股通医药股持股市值前 10 名.....	13
图 20: 2023.3.17 陆港通医药股持股占比前 10 名.....	14
图 21: 2023.3.17 港股通医药股持股占比前 10 名.....	14
表 1: 盈利预测与估值.....	3
表 2: 2023 年 3 月 6 日至 2023 年 4 月 2 日医药公司解禁限售股情况.....	15
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动.....	15

## 1 中药行情：如何看持续？

行情复盘：自 2023 年 1 月以来，中药板块迎来了新一轮行情。2023 年 1 月 3 日至 3 月 16 日，申万中药指数涨幅为 11.02%。我们认为中药行业处于新一轮复苏的起点，政策催化下，行业内多家企业进行改革提效，为 2023-2025 年业绩释放奠定了基础；业绩兑现有望带来估值重塑，我们看好中药板块的行情持续性。

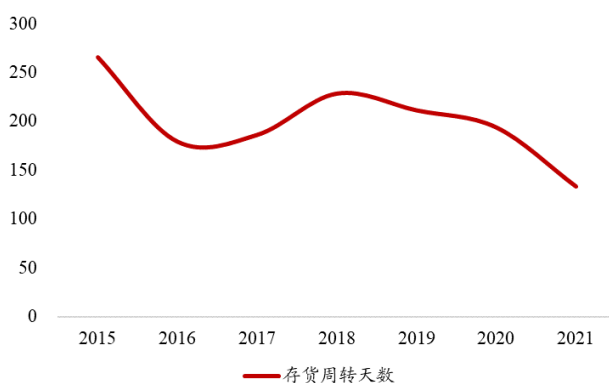
图1：2020.1.2-2023.3.17 申万中药指数与沪深 300 指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

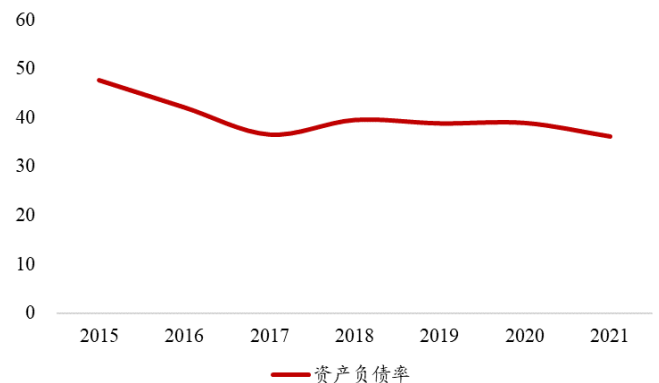
**行业基本面迎来拐点：负债率、周转率逐年改善，中药板块营运效率持续提升。**我们观察到 2015 年以来，行业普遍处于经营效率提升的阶段，2015-2021 年申万中药指数的存货周转天数从 266 天下降至 134 天，资产负债率从 48% 下降至 34%，行业经营效率和质量逐年提升，我们认为这是行业普遍渠道效率改善、经营管理质量提升的结果。此外，通过梳理申万中药指数的企业，中药板块中 27 家公司都在 2019-2022 年期间做过股权激励计划，为后续中药企业业绩增长提速做铺垫。

图2：2015-2021 年申万中药指数存货周转天数变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2015-2021 年申万中药指数资产周转率变化（%）



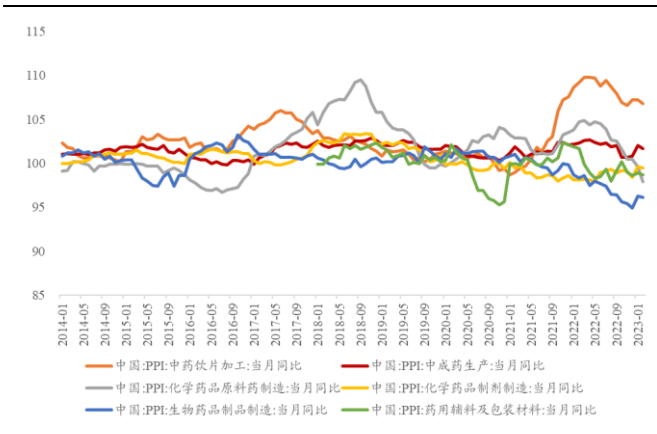
资料来源：Wind，浙商证券研究所



**重量轻价，量是影响中药行业历史表现的重要原因。**从价格角度来看，复盘板块 PPI 数据，2014-2022 年，与化学原料药、化学制剂、生物药品等 PPI 指数相比，中成药生产的 PPI 指数最为稳定，其余板块均出现较大幅度的调整；而从产量角度来看，2016-2020 年中国中药年生产量则逐年下滑，CAGR 为 -14.5%，这说明过去影响中药行业变化的主要因素为销量而非价格。从历史政策分析，集采降价针对化药影响更大，因此价格是影响化药销售的重要因素；而中成药相关的限制政策更侧重量，例如 2017 年医保目录限制多个中药注射剂只能在二级以上医疗机构使用。

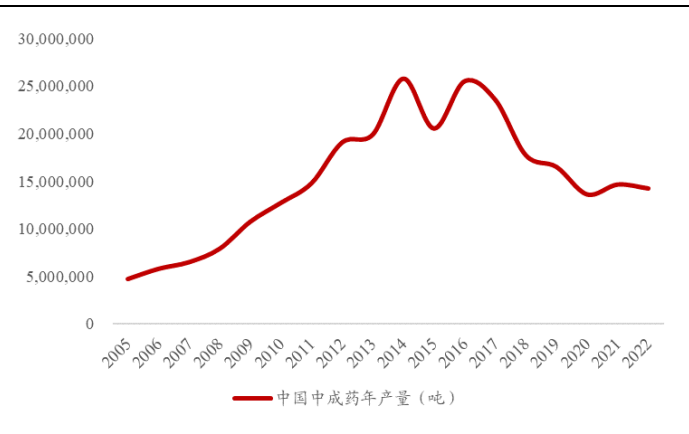
**从当前时点来看，我们认为量增是中药行业后续成长的主要驱动因素。**从企业自身来说，多家中药企业在 2018 年以来针对营销体系进行了优化与改善，有望帮助企业提升渠道效率、增加销量。从行业角度来说，2021 年以来多个中药相关的鼓励政策出台，“中治率”、中医医疗机构建设、基层目录等相关政策均从量的角度推动行业增长，因此我们认为 2023-2025 年销量有望成为推动中药行业的核心驱动力。

图4：医药相关子产业 PPI 变化



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图5：2005-2022 年中国中成药年产量（吨）



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

总结来说，我们认为中药行业正处于新一轮成长周期的起点，运营效率的提升是行业成长性的前瞻性指标，销量增长是行业增长的主要驱动力。从投资建议来看，我们认为中药行业有三条投资主线：

**(1) 中药创新药：**中药创新药竞争格局良好，且有望通过进入医保以实现快速放量，我们认为在研发端投入较大的中药企业值得关注，推荐院士领衔、在研管线储备丰富的康缘药业，关注以岭药业、健民集团、方盛制药等。

**(2) 改革提效：**2018-2021 年中药板块运营效率提升为后续业绩提升做出铺垫，推荐具有营销改善逻辑的羚锐制药，关注具有国企改革属性的康恩贝、太极集团、华润三九等；

**(3) 低估值性价比：**推荐 BD 转型、打开二次成长曲线的济川药业。



## 2 行情复盘：全年涨幅继续收窄，中成药和医药流通领涨

**涨跌幅：**本周医药板块下跌 2.15%，跑输沪深 300 指数 1.94 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 23。**成交额：**医药行业本周成交额为 3339 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 7.6%，较前一周环比上升 0.6pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。**估值：**截至 2023 年 3 月 17 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25.6 倍，环比降低 0.68。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 128%，较前一周环比下降 9.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。**沪港通&深港通持股：**截至 2023 年 3 月 17 日，陆港通医药行业投资 1857 亿元，医药持股占陆港通总资金的 9.8%，医药北上资金环比减少 33 亿元。细分板块中，中药板块和医药商业板块有小幅净流入，医疗器械、医疗服务板块净流出最多。

**细分板块涨跌幅分析：**根据 Wind 中信医药分类看，本周除中成药板块（+1.6%）医药流通（+1.0%）板块上涨外，其余板块均出现下跌，其中医疗服务（-4.6%）、医疗器械（-4.1%）、生物医药（-2.8%）、化学原料药（-2/2%）下跌较多。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周中药板块（+3.1%）、医药商业（+2.6%）和创新药（+2.5%）板块上涨较多，CXO（-5.1%）、科研服务（-4.3%）、医疗器械（-3.4%）出现较大跌幅。具体公司看，中成药板块天士力（+8.6%）、华润三九（+8.5%）、康缘药业（+8.4%）拉动中成药板块上涨；医药商业板块上海医药（+6.8%）、国药股份（+6.0%）、九州通（+4.7%）领涨；医疗服务板块爱博医疗（-6.1%）、欧普康视（-4.3%）领跌；医疗器械板块澳华内镜（-12.1%）、海泰新光（-10.7%）、新华医疗（-10.0%）拖累板块下跌。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），以 2023 年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。**我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。**

### 2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

**推荐方向：**疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

**逻辑支撑：**①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

**2023 年行业边际变化：**后疫、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

**疫后主线：**济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

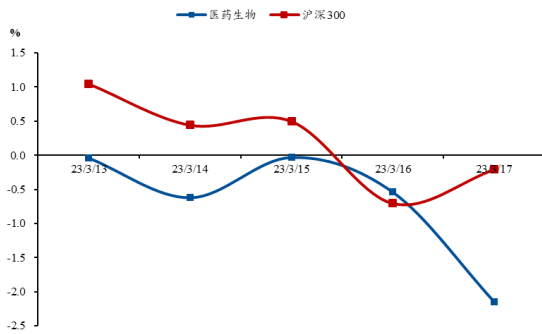
**配套产业链：**药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

**创新药械：**迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

### 2.1 医药行业行情：中药领涨，成交回升

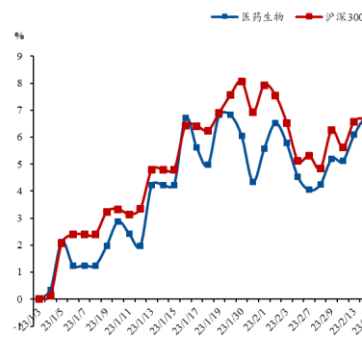
本周医药板块下跌 2.15%，跑输沪深 300 指数 1.94 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 23。

图6：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



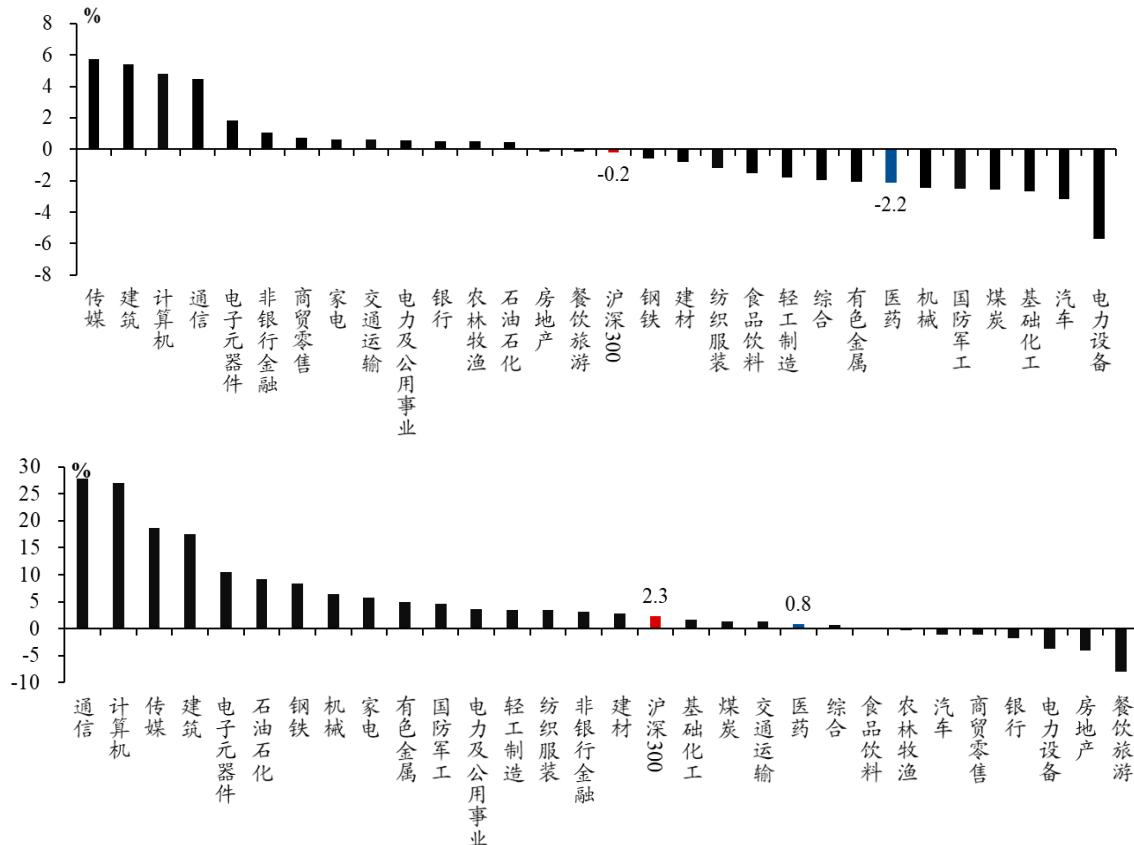
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2023 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

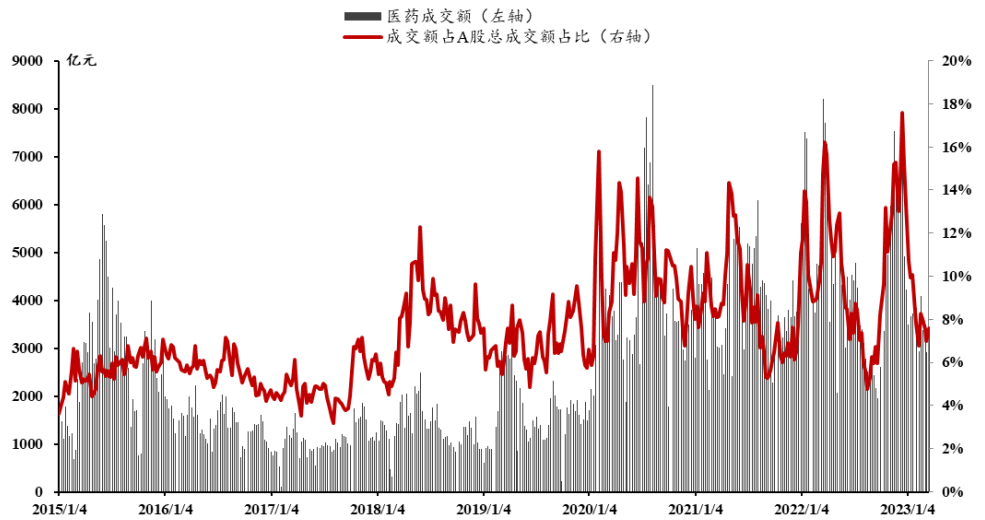
图8：本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2023 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**成交额回升。**医药行业本周成交额为 3339 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 7.6%，较前一周环比上升 0.6pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。

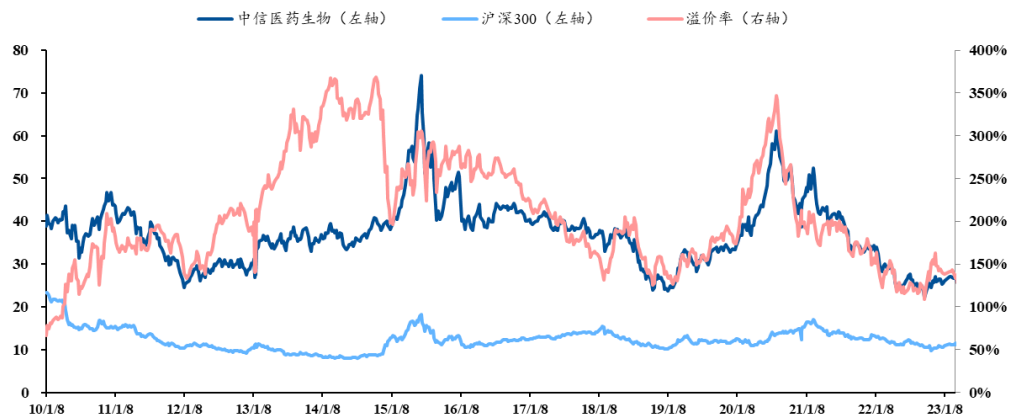
图9：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**估值略有下降。**截至 2023 年 3 月 17 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25.6 倍，环比降低 0.68。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 128%，较前一周环比下降 9.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

图10：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

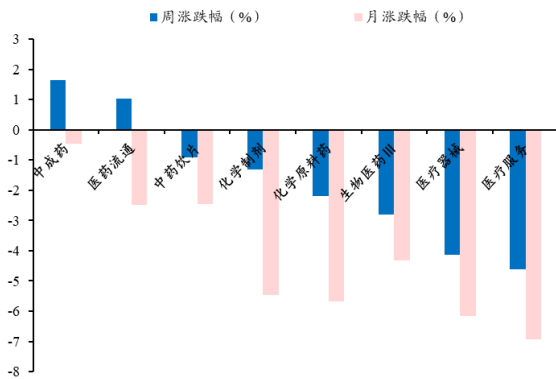
## 2.2 医药子行业：中成药和医药流通板块领涨，估值多有回落

根据 Wind 中信医药分类看，本周除中成药板块（+1.6%）医药流通（+1.0%）板块上涨外，其余板块均出现下跌，其中医疗服务（-4.6%）、医疗器械（-4.1%）、生物医药（-2.8%）、化学原料药（-2.2%）下跌较多。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周中药板块（+3.1%）、医药商业（+2.6%）和创新药（+2.5%）板块上涨较多，CXO（-5.1%）、科研服务（-4.3%）、医疗器械（-3.4%）出现较大跌幅。具体公司看，中成药板块天士力（+8.6%）、华润三九（+8.5%）、康缘药业（+8.4%）拉动中成药板块上涨；医药商业板块上海医药（+6.8%）、国药股份（+6.0%）、九州通（+4.7%）领涨；医疗服务板块爱博医疗（-6.1%）、欧普康视（-4.3%）领跌；医疗器械板块澳华内镜（-12.1%）、海泰新光（-10.7%）、新华医疗（-10.0%）拖累板块下跌。

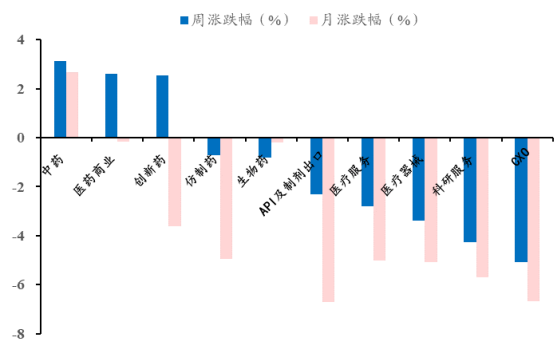
整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），2023 年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

图11: 本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

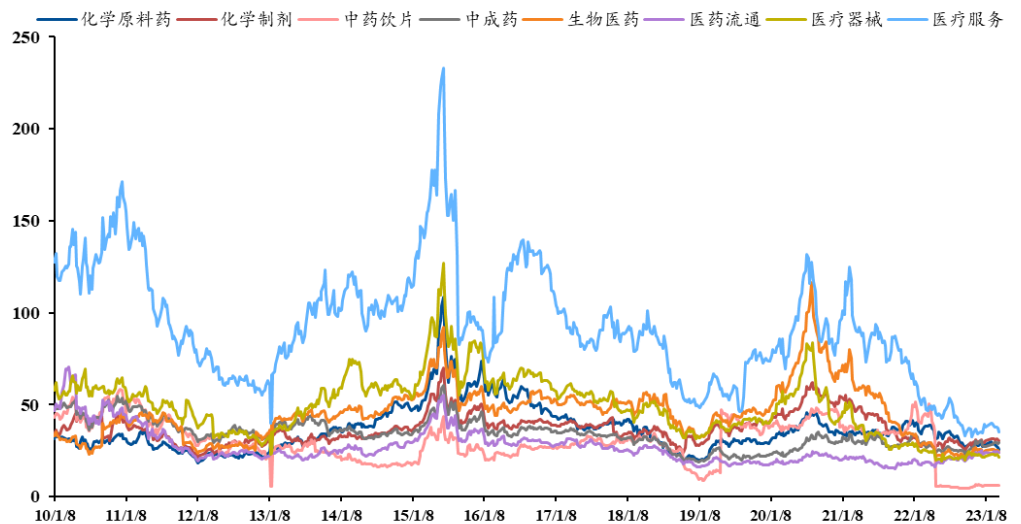
图12: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所（以上为浙商医药重点公司汇总）

**估值:** 除中成药外，全部子板块均有下降。据 Wind 中信医药分类，本周医药子板块估值除中成药 (+0.26) 略有上涨外，其余子版块均出现调整，其中医疗服务 (-1.76)、医疗器械 (-1.04)、化学原料药 (-1.01) 估值下降最多。截至 2023 年 3 月 17 日，估值排名前三的板块分别为医疗服务、化学制剂和中成药，市盈率分别为 35 倍、31 倍、29 倍。

图13: 2010 年以来医药子行业估值变化情况



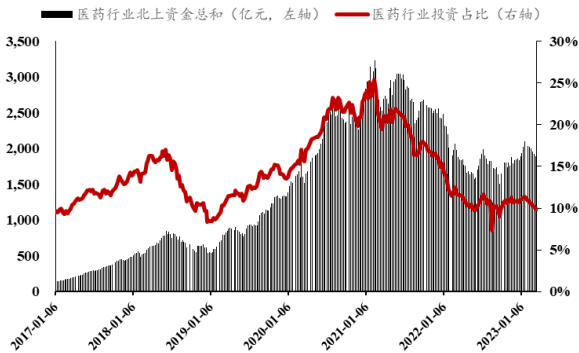
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 2.3 陆港通&港股通: 中药板块和商业板块净流入

截至 2023 年 3 月 17 日，陆港通医药行业投资 1857 亿元，医药持股占陆港通总资金的 9.8%，医药北上资金环比减少 33 亿元。细分板块中，中药板块和医药商业板块有小幅净流入，医疗器械、医疗服务板块净流出最多。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投

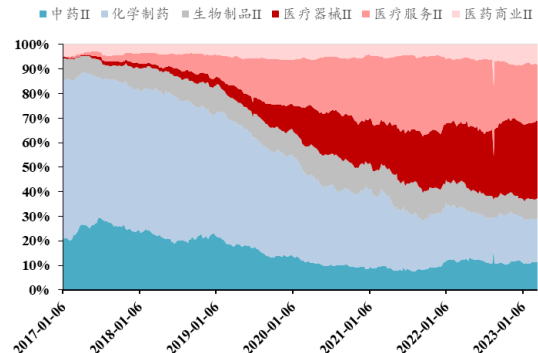
资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期,我们建议更着眼于国内医药先进制造的底层逻辑,关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图14: 2017-2023.3.17 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

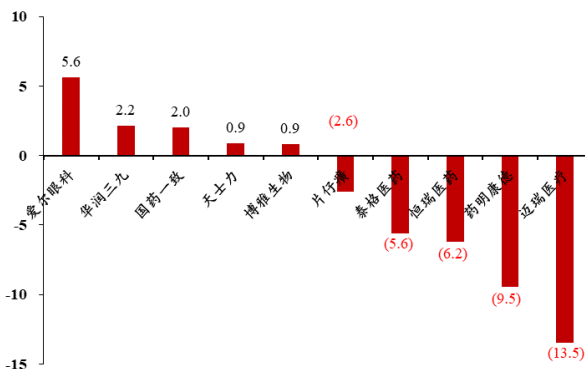
图15: 2017-2023.3.17 医药股北上资金布局子行业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

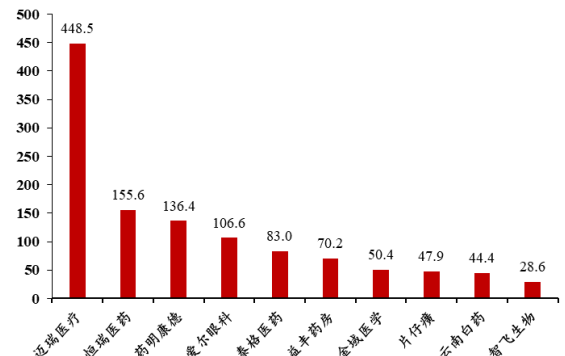
具体持仓标的上,2023年3月13日至3月17日陆港通医药标的市值增长前5名分别为爱尔眼科、华润三九、国药一致、天士力、博雅生物,市值下降前5名分别为迈瑞医疗、药明康德、恒瑞医药、泰格医药、片仔癀。港股通医药标的市值增长前5名分别为中国中药、阿里健康、平安好医生、石药集团和上海医药,市值下降前5名分别为药明生物、药明康德、康龙化成、国药控股和石四药集团。

图16: 2023.3.13-3.17 陆港通医药持股市值变动前后5名



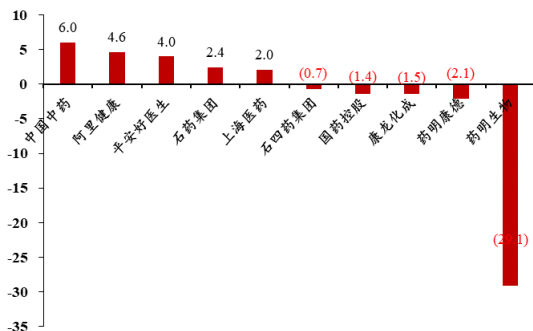
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2023.3.17 陆港通医药持股市值前10名



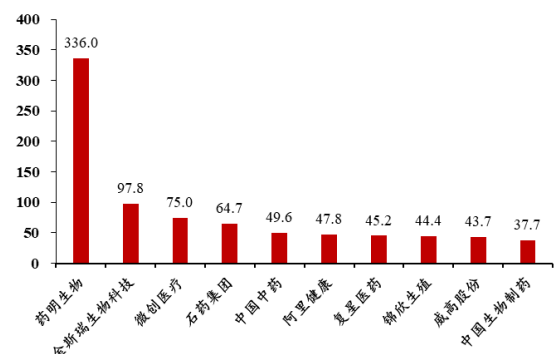
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2023.3.13-3.17 港股通医药股持股市值变动前后5名



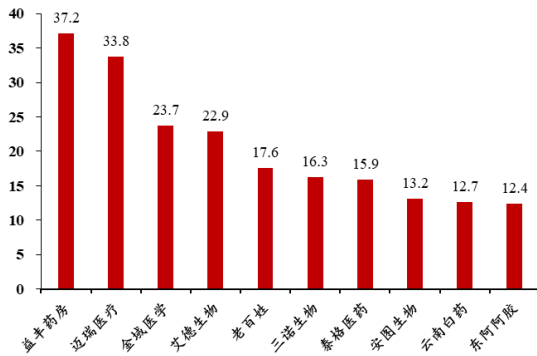
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2023.3.17 港股通医药持股市值前10名



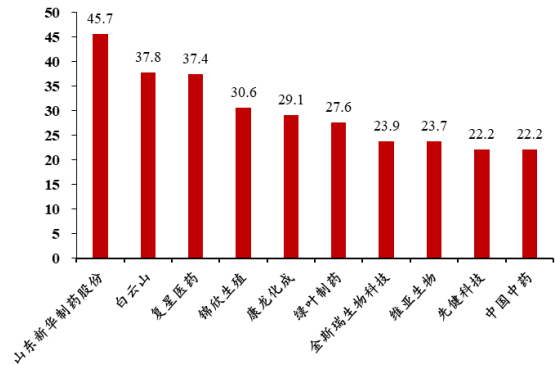
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2023.3.17 陆港通医药股持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 2023.3.17 港股通医药股持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2023年3月6日至2023年4月2日, 共有24家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中仙乐健康、仁度生物、泰恩康等公司涉及解禁股份占总股本比例较高。在股权质押方面, 江苏吴中等第一大股东股权质押比例有所上升, 贝达药业、华东医药、通化东宝、华大基因等第一大股东股权质押比例有所下降。



表2: 2023年3月6日至2023年4月2日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁股本占总股本 比例(%)	解禁市值(万元)	解禁收益率 (%)
835892.BJ	中科美菱	2023-03-06	323.88	3.35	3,698.71	
603259.SH	药明康德	2023-03-07	4.18	0.00	339.51	
688114.SH	华大智造	2023-03-09	182.26	0.44	17,965.19	13.06
688321.SH	微芯生物	2023-03-09	39.60	0.10	1,096.92	
688163.SH	赛伦生物	2023-03-13	1,697.20	15.68	40,647.94	
603259.SH	药明康德	2023-03-17	12.44	0.00	997.61	
603566.SH	普莱柯	2023-03-17	2,974.11	8.43	87,319.80	2.73
688221.SH	前沿生物-U	2023-03-21	1,481.87	3.96	20,597.93	2.89
688428.SH	诺诚健华-U	2023-03-21	1,215.25	0.69	14,157.71	5.62
301103.SZ	何氏眼科	2023-03-22	4,344.01	27.49	144,351.56	
688238.SH	和元生物	2023-03-22	15,087.78	30.59	304,018.72	52.31
688197.SH	首药控股-U	2023-03-23	1,495.27	10.05	61,545.23	
002821.SZ	凯莱英	2023-03-24	286.75	0.78	39,324.62	
688189.SH	南新制药	2023-03-27	5,600.00	28.57	96,600.00	
300791.SZ	仙乐健康	2023-03-27	10,886.40	60.31	407,477.95	
688606.SH	奥泰生物	2023-03-27	44.89	0.83	4,679.43	-22.01
688137.SH	近岸蛋白	2023-03-29	71.48	1.02	5,420.87	-28.58
301263.SZ	泰恩康	2023-03-29	7,355.87	31.12	277,978.37	89.61
301258.SZ	富士莱	2023-03-29	1,033.00	11.27	44,739.23	
688329.SH	艾隆科技	2023-03-29	96.50	1.25	3,742.27	130.70
002252.SZ	上海莱士	2023-03-30	176,616.58	26.20	1,102,087.46	-16.08
688193.SH	仁度生物	2023-03-30	2,121.63	53.04	134,765.94	-12.57
688331.SH	荣昌生物	2023-03-31	11,670.48	21.44	844,942.77	50.83
688626.SH	翔宇医疗	2023-03-31	160.00	1.00	6,240.00	35.32

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
江苏吴中	3.07	0.00	0.00
华大基因	-0.67	0.00	0.00
通化东宝	-1.51	0.00	0.00
华东医药	-2.98	0.00	0.00
贝达药业	-10.18	0.00	0.00
康辰药业	0.00	-25.48	0.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 风险提示

行业政策变动; 疫情结束不及预期; 研发进展不及预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>