



## 医药生物

### 【联讯医药行业周报】国务院医药深改组进一步推广三明医改经验，释放明年集采政策预期

2019年11月16日

#### 投资要点

**增持(维持)**

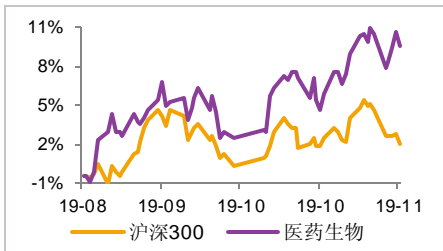
分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

#### 最近一季度行业相对走势



资料来源：聚源

#### 相关研究

《【联讯证券医药行业 2020 年投资策略】成长估值两相宜，聚焦医药优势赛道》  
2019-11-04

《【联讯医药】医药行业分析框架》  
2019-11-11

《医药生物行业报告\_【联讯医药行业事件点评】从突发疫病报告看我国传染病防控体系》  
2019-11-13

◇ 周观点：明年集采政策明确，新一轮国家药价谈判即将水落，继续聚焦创新药、生物药和医疗服务等非药优势赛道

国务院医药深改组进一步推广三明医改经验，释放明年集采政策预期。11月15日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》(国医改发〔2019〕2号，以下简称《通知》)。《通知》共分为三大部分：一是总结经验，提炼思路，推广福建省和三明市深化医改经验；二是明确未来重点任务，包括7大方面24项任务，并提出了具体目标要求和落实时间节点；三是加强组织实施，强调学习福建和三明经验，不能简单照搬抄，不搞“一刀切”。

我们认为带量采购降药价，控制不合理用药，实现医保基金“腾笼换鸟”，仿制药价值回归不可避免，辅助用药未来将持续受到政策压力，医药制造业从此前渠道为王向研发创新、成本控制等竞争优势转变。

细分行业我们建议继续聚焦药和非药优势赛道投资，药领域主要集中在生物制品和创新药，血制品渠道去库存接近尾声，疫苗正处于业绩爆发期，未来几年有重磅疫苗上市；创新药受益政策全流程鼓励，长期强者恒强。非药领域服务建议关注医药外包服务(CRO/CMO)，受益多重政策利好，国内低成本吸引国际产业转移，处于景气周期；医疗器械政策友好，配置证放开和县域医院升级配置需求提升，进口替代利好国内器械行业。这些细分医药行业受政策方面的扰动较小，部分头部企业股价迭创历史新高；同时，我们建议适当关注估值水平，优势赛道基本逻辑不变下，优选有估值优势的公司。

#### ◇ 一周市场回顾

本周上证综指跌破2900点大关，收于2891点，跌-2.46%；医药生物(SW)指数周线结束两连阳，本周跌-0.84%，排28个行业涨跌幅榜第3位，强于大市。

本周28个SW一级行业跌多涨少，仅食品饮料和电子两个子行业上涨，但周涨幅都不足1%，其余全部下跌。食品饮料板块周涨幅第一(+0.15%)，龙头股贵州茅台股价迭创历史新高，涨幅排名第二、三位置的为电子和医药生物，涨幅分别为0.07%和-0.84%；家用电器、休闲服务和农林牧渔为下跌前三的行业指数。今年以来，上证上涨15.94%，医药生物上涨37.76%，排全部SW一级行业第6位，跑赢上证综指约22.pct。

本周涨幅靠前的公司集中在创新药、医疗器械和医疗服务子行业，医药生物行业个股涨跌幅榜中(剔除新股)，表现前五的为：康弘药业(13.00%)、贝达药业(12.79%)、正川股份(11.76%)、爱朋医疗(10.08%)和宜华健康(9.20%)。



中药股领跌，跌幅前五为：康缘药业(-15.46%)、贵州百灵(-13.85%)、太极集团(-13.24%)、乐心医疗(-12.70%)和康德莱(-12.15%)，跌幅前三都为中药细分行业公司。

**估值：**截止周五（11月15日），医药生物（SW）全行业 PE（TTM）约 36.4 倍，PB（LF）3.46 倍。从十年长周期历史估值来看，无论是 PE 还是 PB，医药行业估值都处于波动区间中位数下方。

#### ✧ 重要行业政策和公司公告

**行业：**11月15日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》。

**公司：**百济神州抗癌新药在美上市实现“零突破”。

#### ✧ 风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，宏观经济风险。



## 目 录

一、一周市场回顾：沪指跌破 2900 点大关，医药防御特征显现.....	4
（一）整体：沪指跌破 2900 大关，医药表现强于大市 .....	4
（二）医药生物二级子行业：医疗服务本周一枝独秀，中药今年以来表现最差 .....	4
（三）个股涨跌幅榜.....	5
（四）医药生物估值比较：估值仍处于历史分位低估区间.....	6
二、重要行业政策和动态、公司公告 .....	7
（一）行业重要政策、新闻 .....	7
（二）公司公告.....	8
三、联讯医药周观点.....	8
近期观点：明年集采政策明确，新一轮国家药价谈判即将水落，继续聚焦创新药、生物药和医疗服务等非药优势赛道。 .....	8
四、风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1： SW 一级行业指数一周市场表现（11 月 11 日-11 月 17 日） .....	4
图表 2： 医药生物子行业上周市场表现.....	5
图表 3： 今年以来医药生物子行业涨跌幅 .....	5
图表 4： 个股周涨幅榜前十 .....	5
图表 5： 个股周跌幅榜前五 .....	5
图表 6： 医药生物 SW 十年长周期 PE（TTM）历史估值一览.....	6
图表 7： 历史估值点位对应未来 1 年收益率统计.....	6
图表 8： PE 估值频率分布直方图 .....	6
图表 9： 医药行业区间涨幅排名（2015/6/1-至今区间复权涨幅） .....	9



## 一、一周市场回顾：沪指跌破 2900 点大关，医药防御特征显现

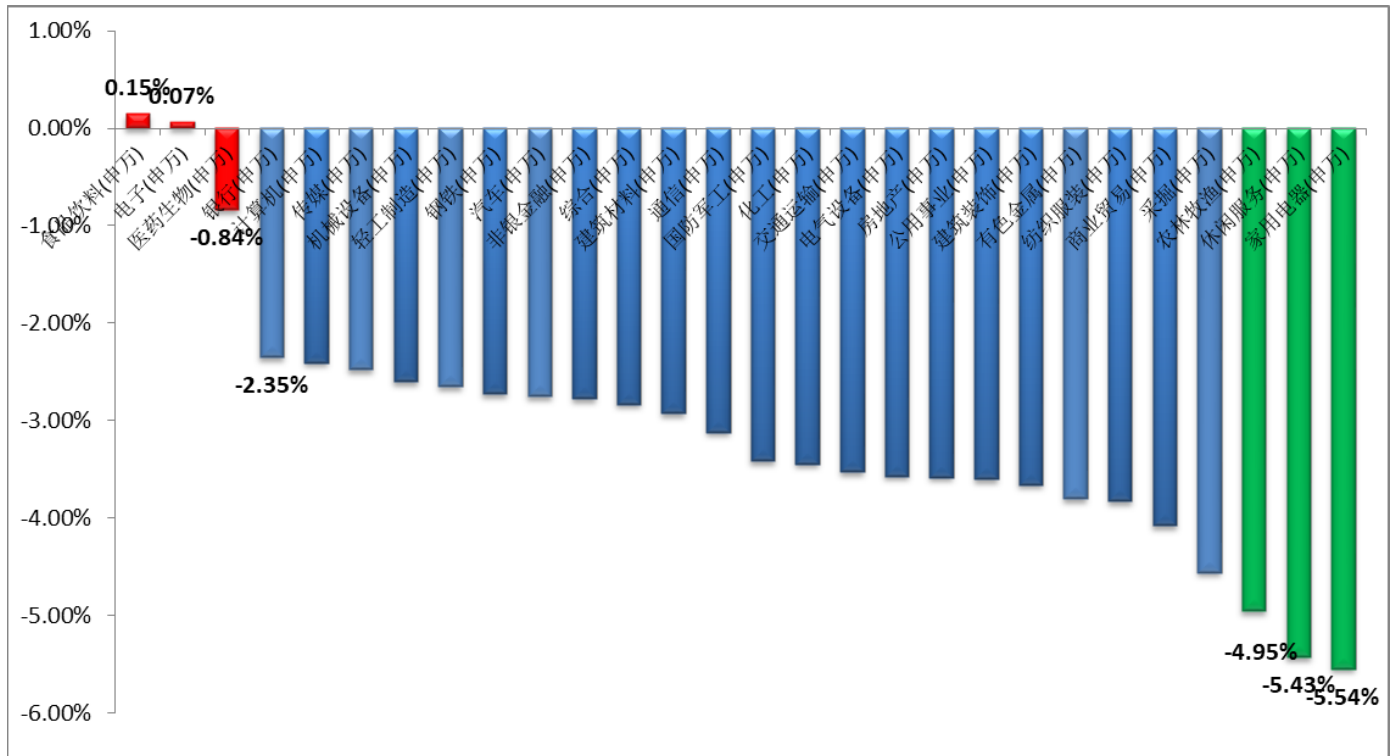
### （一）整体：沪指跌破 2900 大关，医药表现强于大市

本周上证综指跌破 2900 点大关，收于 2891 点，跌-2.46%；医药生物（SW）指数周线结束两连阳，本周跌-0.84%，排 28 个行业涨跌幅榜第 3 位，强于大市。

本周 28 个 SW 一级行业跌多涨少，仅食品饮料和电子两个子行业上涨，但周涨幅都不足 1%，其余全部下跌。食品饮料板块周涨幅第一（+0.15%），龙头股贵州茅台股价迭创历史新高，涨幅排名第二、三位置的为电子和医药生物，涨幅分别为 0.07%和-0.84%；家用电器、休闲服务和农林牧渔为下跌前三的行业指数。具体涨跌幅见表一。

今年以来，上证上涨 15.94%，医药生物上涨 37.76%，排全部 SW 一级行业第 6 位，跑赢上证综指约 22.pct。

图表1： SW 一级行业指数一周市场表现（11 月 11 日-11 月 17 日）



资料来源：Wind ,联讯证券研究院

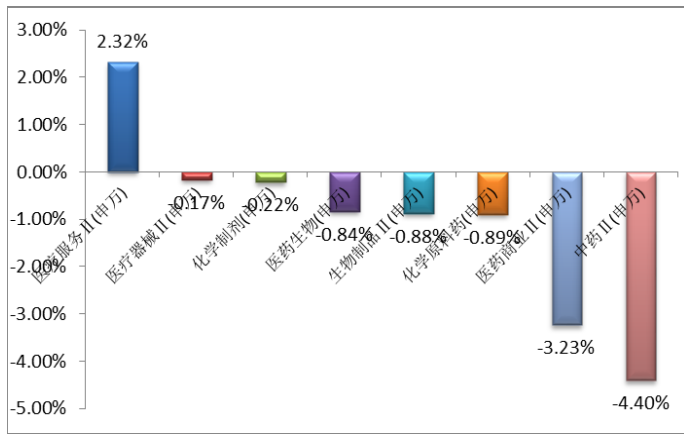
### （二）医药生物二级子行业：医疗服务本周一枝独秀，中药今年以来表现最差

医药生物细分子行业除医疗服务外全线普跌，医疗服务一枝独秀，周涨幅 2.32%，中药板块表现最弱，周跌幅-4.40%，同时也是今年以来表现最弱的细分板块。

今年以来，医疗服务涨幅暂居前（+72.65%），爱尔眼科、通策医疗等医院医疗服务和医药外包服务行业公司股价迭创历史新高；中药和医药商业年涨幅落后，涨幅分别为 0.03%和 15.86%；其余几个子行业年涨幅在 38%-54%之间。

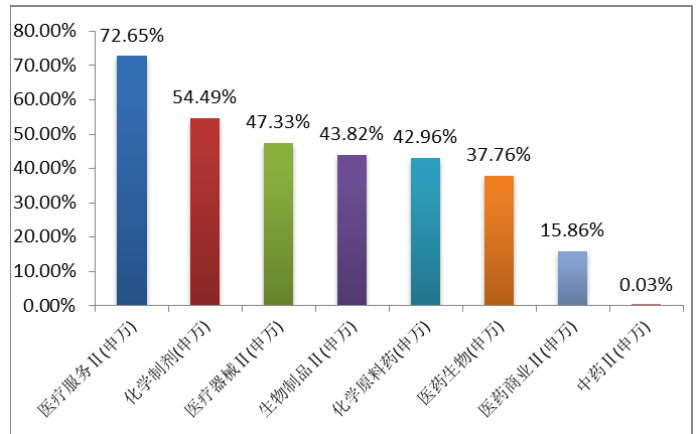


图表2: 医药生物子行业上周市场表现



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表3: 今年以来医药生物子行业涨跌幅



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

### (三) 个股涨跌幅榜

本周涨幅靠前的公司集中在创新药、医疗器械和医疗服务子行业, 医药生物行业个股涨跌幅榜中(剔除新股), 表现前五的为: 康弘药业(13.00%)、贝达药业(12.79%)、正川股份(11.76%)、爱朋医疗(10.08%)和宜华健康(9.20%)。

本周中药股领跌, 跌幅前五为: 康缘药业(-15.46%)、贵州百灵(-13.85%)、太极集团(-13.24%)、乐心医疗(-12.70%)和康德莱(-12.15%), 跌幅前三都为中药细分行业公司。

图表4: 个股周涨幅榜前十

公司代码	公司名称	所属二级行业	周涨跌幅	年初至今	PE (TTM)	PB (LF)
002773	康弘药业	化学制药	13.00%	35.42%	41.7	6.9
300558	贝达药业	化学制药	12.79%	122.29%	130.6	12.0
603976	正川股份	医疗器械II	11.76%	55.84%	60.3	3.7
300753	爱朋医疗	医疗器械II	10.08%	10.58%	37.0	5.5
000150	宜华健康	医疗服务II	9.20%	-45.81%	-194.6	2.1
300357	我武生物	生物制品II	9.11%	160.21%	96.0	22.8
300015	爱尔眼科	医疗服务II	9.01%	124.27%	103.9	21.7
300595	欧普康视	医疗器械II	8.78%	164.96%	82.0	18.4
000503	国新健康	医疗服务II	8.09%	0.94%	-65.3	13.6
300003	乐普医疗	医疗器械II	7.22%	66.11%	36.2	8.2

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表5: 个股周跌幅榜前五

公司代码	公司名称	所属二级行业	周涨跌幅	年初至今	PE (TTM)	PB (LF)
600557	康缘药业	中药II	-15.46%	49.80%	18.6	2.4
002424	贵州百灵	中药II	-13.85%	0.99%	25.7	3.0
600129	太极集团	中药II	-13.24%	38.64%	134.1	1.9
300562	乐心医疗	医疗器械II	-12.70%	35.67%	80.2	4.6
603987	康德莱	医疗器械II	-12.15%	18.53%	21.6	2.4

资料来源: Wind, 联讯证券研究院



#### （四）医药生物估值比较：估值仍处于历史分位低估区间

截止周五（11月15日），医药生物（SW）全行业 PE（TTM）约 36.4 倍，PB（LF）3.46 倍。从十年长周期历史估值来看，无论是 PE 还是 PB，医药行业估值都处于波动区间中位数下方。2008 年-2019 年十年长周期，医药生物 SW（801150）PE（TTM）之前有三个低点，分别是 24.44 倍（2008.11.7）、26.68 倍（2012.1.6）和 24.15 倍（2019.1.4），中位数是 38.25 倍。

从行业特性看，医药行业属于弱周期行业，需求刚性明显，且主要内需为主，基本不受经济周期波动和国际贸易博弈影响，另外随着我国老龄化加深，医疗保健需求将持续上升。医药行业成长依旧良好，聚焦景气赛道，精选龙头白马中线布局。

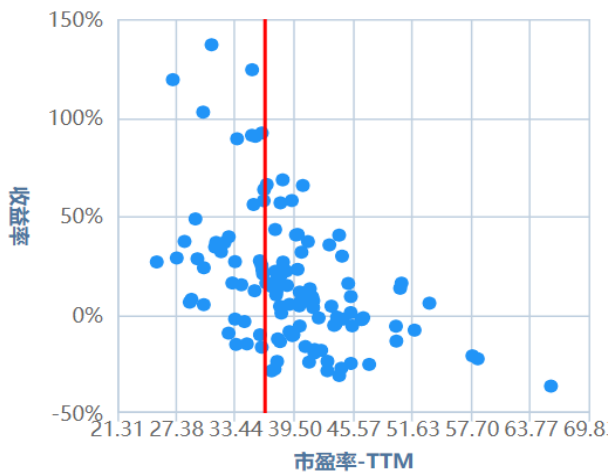
图表6：医药生物 SW 十年长周期 PE（TTM）历史估值一览



资料来源：Wind，联讯证券研究院

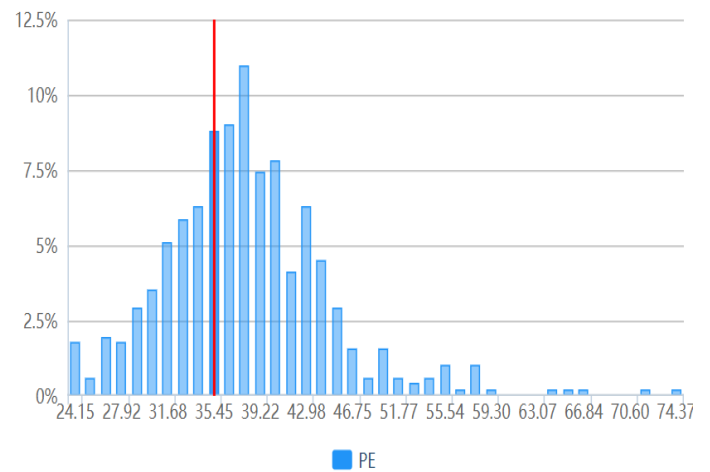
另外，从历史估值对应未来一年收益率统计来看，当前估值点位配置医药行业，未来一年收益率正值概率较大，历史经验显示风险较小。PE（TTM）频率分布直方图显示在合理偏低区间。

图表7：历史估值点位对应未来 1 年收益率统计



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表8：PE 估值频率分布直方图



资料来源：Wind，联讯证券研究院



## 二、重要行业政策和动态、公司公告

### （一）行业重要政策、新闻

1、11月15日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》。

**事件：**《通知》共分为三大部分：一是总结经验，提炼思路，推广福建省和三明市深化医改成功经验；二是明确未来重点任务，包括7大方面24项任务，并提出了具体目标要求和落实时间节点；三是加强组织实施，强调学习福建和三明经验，不能简单照搬抄，不搞“一刀切”。

**点评：**从福建和三明深化医改试验田，看我国医药深改未来方向。

从福建和三明深化医改试验田，看我国医药深改未来方向。《通知》总结了福建省和三明市近年来深化医改的主要经验，一是高效有力的医改领导体制和组织推进机制，省委和政府主要领导负责制，并纳入目标管理绩效考核，提高管理组织和沟通推进效率；二是“三医”联动，“腾笼换鸟”是思路，药品耗材联合限价采购，调整医疗服务价格，医保基金直接对药企支付和结算；三是创新薪酬分配激励机制，以医疗服务收入为基数核定公立医院薪酬总量，院长年薪制和全员目标年薪制，斩断医务人员与药械、检查收入挂钩；四是强化医疗机构监督管理；五是改革完善医保基金管理，在所有二级以上医院实施DRGs付费改革；六是上下联动促进优质医疗资源下沉，组建县域医共体，医保总额付费。福建和三明一定意义上是我国深化医改的试验田，2012年三明正式启动医改，在没有先例可循条件下，大胆探索，成就医改“三明模式”，起到三明典型经验对全局改革的示范、突破、带动作用。

#### 明确未来工作任务并提出时间节点，稳定政策预期

《通知》明确未来重点任务，包括7大方面24项任务，并提出了具体目标要求和落实时间节点，我们认为重点任务清单、目标要求公示和时间节点清晰，有利于稳定医药行业政策预期。在学习推广福建和三明医改经验的基础上，7个方面24项任务还提出了以下几个方面的任务、要求和落地时间节点：

**一是集采扩围政策明朗**，加大药品和耗材集采的改革力度。保障集采政策落地执行，对今年第二轮集采25个品种，要在今年12月底前，各省份全面执行采购和使用政策；任务明确明年国家集采品种扩围，药品品种扩围，部分高值耗材也纳入明年带量集采扩围探索范围；三是试点探索地方集采，采取单独或跨区域联盟等方式，对未纳入国家集采目录的药品带量采购，明年9月底前，11个综合医改试点省份要率先进行探索。今年第二轮国家带量采购扩面不扩品种，在总结集采经验和通过仿制药一致性评价品种越来越多情况下，明年国家集采品种扩围扩面本次在《通知》中得到明确，我们预期时间节点与前两次类似，9-10月带量采购谈判，年底落地执行；任务要求明年对综合医改试点省份探索带量集采部分高值耗材和未纳入国家集采目录的药品，集采模式全面铺开。

**二是试点医保与药品或流通企业直接结算**。11个综合试点省份要率先推进直接结算试点，其他省份也要积极探索。有利于药械生产、流通企业积极回款，改善现金流。

**三是合理用药和重点药品耗材使用监管**。加强用药目录管理和规范，2020年综合医改试点省份要率先启动改革并取得实质性进展；**推动省级重点监控合理用药药品目录出台（化药及生物药），2020年12月底前全面建立重点药品监控机制**。我国首批国家版重点监控合理用药目录（化药及生物药）已于今年7月由国家卫健委颁布，未来对《目录》



进行动态调整；目前，各地方省市也相继出台省级重点监控目录，如甘肃、江西、新疆、浙江、内蒙古、黑龙江等，部分地级市如青岛、威海、九江也出台适应各自地方公立医院的合理用药监控目录。在目录监控品种数量上，省市地方目录在包含国家版 20 个品种的基础上，还有数量扩容，品种也突破国家版化药及生物药的范畴，纳入部分中药注射剂等品种。我们预计未来各省市将相继出台合理用药重点监控目录，品种数量和领域突破，辅助用药尤其压力显著。

**四是 DGRs 付费为主的多元复合式医保支付方式改革**，大力推进医保精细化管理。我国医保支付方式从最初的总量付费、按人头付费、按项目付费，发展到推广 DGRs 付费为主的多元复合式医保支付方式，DGRs 代表医保精细化付费，多元复合式付费又考虑到部分地区具体实施 DGRs 难度差异和推进时间先后，但总体方向仍然是 DGRs 为主的精细化医保付费模式。

**我们的观点：“腾笼换鸟”思路指导下，聚焦创新药、生物药和非药优势赛道**

带量采购降药价，以量补价，控制不合理用药，医保基金“腾笼换鸟”。我们认为仿制药价值回归不可避免，辅助用药未来将持续受到政策压力，医药制造业从此前渠道为王向研发创新、成本控制等竞争优势转变。医药细分行业我们建议继续聚焦创新药、生物药和医疗服务等非药优势赛道。

**(二) 公司公告**

**1、百济神州抗癌新药在美上市实现“零突破”。**

**事件：**公司自主研发的淋巴瘤治疗药泽布替尼（英文商品名:BRUKINSA）获得美国食品药品监督管理局（FDA）批准上市。泽布替尼因此成为第一个在美获批上市的中国本土自主研发抗癌新药。

**点评：**泽布替尼是一种 BTK 抑制剂，可作为单药或与其他疗法联合用药用于多种淋巴瘤治疗，此次获批的是用于治疗既往接受过至少一项疗法的成年套细胞淋巴瘤(MCL)患者。全球上市和在研 BTK 抑制剂适应症集中在自身免疫性疾病（如类风湿性关节炎（RA）、系统性红斑狼疮等）和淋巴瘤。医药魔方数据显示，目前全球上市 BTK 抑制剂有伊布替尼、阿卡拉布替尼两款，市场规模约 63 亿美元，市场份额几乎由伊布替尼独占，由艾伯维和强生两家药企瓜分。百济神州泽布替尼为第三款 BTK 抑制剂，另外，国内诺诚健华 ICP-022 也是 BTK 抑制剂类创新药，目前对淋巴瘤适应症在临床 II 期。

**三、联讯医药周观点**

**近期观点：明年集采政策明确，新一轮国家药价谈判即将水落，继续聚焦创新药、生物药和医疗服务等非药优势赛道。**

国务院医药深改组进一步推广三明医改经验，释放明年集采政策预期。11 月 15 日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》（国医改发〔2019〕2 号，以下简称《通知》）。《通知》共分为三大部分：一是总结经验，提炼思路，推广福建省和三明市深化医改成功经验；二是明确未来重点任务，包括 7 大方面 24 项任务，并提出了具体目标要求和落实时间节点；三是加强组织实施，强调学习福建和三明经验，不能简单照搬抄，不搞“一刀切”。

我们认为带量采购降药价，控制不合理用药，实现医保基金“腾笼换鸟”，仿制药价

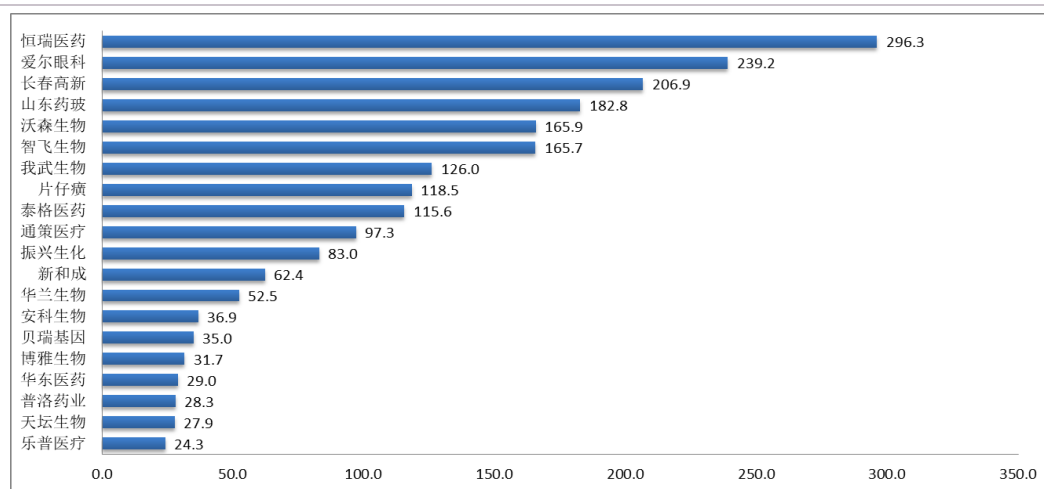




值回归不可避免，辅助用药未来将持续受到政策压力，医药制造业从此前渠道为王向研发创新、成本控制等竞争优势转变。

细分行业我们建议继续聚焦药和非药优势赛道投资，药领域主要集中在生物制品和创新药，血制品渠道去库存接近尾声，疫苗正处于业绩爆发期，未来几年有重磅疫苗上市；创新药受益政策全流程鼓励，长期强者恒强。非药领域服务建议关注医药外包服务（CRO/CMO），受益多重政策利好，国内低成本吸引国际产业转移，处于景气周期；医疗器械政策友好，配置证放开和县域医院升级配置需求提升，进口替代利好国内器械行业。这些细分医药行业受政策方面的扰动较小，部分头部企业股价迭创历史新高；同时，我们建议适当关注估值水平，优势赛道基本逻辑不变下，优选有估值优势的公司。

**图表9：医药行业区间涨幅排名（2015/6/1-至今区间复权涨幅）**



资料来源：Wind，联讯证券研究院 备注：剔除2015年后新上市股票

#### 四、风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，宏观经济风险。



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)