

医保谈判，利好还是利空？

——医药行业周报 20211113

✍️ : 孙建、郭双喜 执业证书编号: S1230521110002/ S1230520080006
 ☎️ : 02180105933
 ✉️ : sunjian@stocke.com.cn、guoshuangxi@stocke.com.cn

细分行业评级

医药生物 看好

报告导读

2021年11月11日，为期三天的国家医保谈判结束，超20种创新药进入谈判引关注，我们认为进入医保目录有助于谈判品种放量，但竞争格局依然是主要变量，谈判常态化加速国内医药创新升级节奏。从市场风格来看，本周低估值标的的反弹趋势明显。

投资要点

□ 本周思考：医保谈判，利好还是利空？

2021年11月11日，为期三天的国家医保药谈判结束，超20种创新药进入谈判引关注。PD-1单抗、BTK抑制剂、PARP抑制剂等进入医保谈判目录，CAR-T等多种新疗法也在目录中（但CAR-T并未进入谈判环节）。分析医保目录及其发展趋势，我们认为：

- 1. 创新药从获批到纳入医保目录节奏明显加快。**2016-2020年上市的34个创新药中，已有26个进入医保目录。2017-2020年版医保目录调入的品种从上市到进入医保的时间平均时间分别为54.2月，44.0月，28.4月和21.2月，时间逐渐缩短，临床急需创新药物加速纳入医保。
- 2. 21年医保新增药品降价幅度预计维持历史水平，PD-1整体年治疗费用预计在4万附近。**2018-2020年新增进入医保品种平均价格降幅区间51-61%，我们预计2021年部分新增品种降幅有可能也在历史区间。我们预计PD-1整体年治疗费用预计在4万，参考2019-2020年已纳入适应症情况以及医保目录内价格数据，我们认为2021年PD-1新增适应症谈判年治疗费用降幅信迪利单抗（预计大于60%）>替雷利珠单抗（预计40%-60%附近）>卡瑞利珠单抗（20%-30%）>特瑞普利单抗（20%-30%）。
- 3. 医保放量确定强，利好创新药企业。**创新药纳入医保后放量趋势确定，而且销量的提升幅度要远超降价幅度。在2020年疫情导致药品规模大幅下降的情况下，2019年新增谈判药品用量增长率依旧呈显著增长趋势，2020Q3和Q4用量同比增长率657.6%、786.8%。2020年新增谈判药品在2021年3月1日正式实施，当季度用量同比增长率即达到55%。我们认为医保放量确定性持续，利好创新药企业。
- 4. 我们认为医保谈判对创新药企整体偏利好。**通过医保谈判方式纳入医保体系是创新药销售额增长最快捷的方式。创新药物上市后快速纳入医保快速放量也有助于一级市场投资把握后续前沿方向。我们建议从创新能力的角度去筛选可投资性强的药企，建议重点关注恒瑞医药、贝达药业、信达生物、君实生物、复星医药、荣昌生物、百济神州、诺诚健华等研发能力已获验证的头部企业。

□ 本周表现：低估值反弹，市场风格调整

本周医药板块上涨0.29%，跑输沪深300指数0.66个百分点，在所有行业中涨幅中处于中等水平。2021年初以来，医药板块下跌8.5%，跑输沪深300指数2.3pct。成交量上看，医药行业本周成交额为3348亿元，占全部A股总成交额

相关报告

- 1《【浙商医药】点评：实施效率尚可，看好临床CRO市场》2021.11.11
- 2《推动原料药高质量发展方案点：政策助力，强化API成长性逻辑》2021.11.09
- 3《【浙商医药】专题：当CXO碰上新冠研发》2021.11.08
- 4《【浙商医药】CXO双周报1107：新冠研发和CXO景气之辩》2021.11.07
- 5《医药行业周报20211106：启集采续标，重上游机会》2021.11.06

报告撰写人：孙建

联系人：孙建

的 6.3%，环比下降 0.1pct，较 2018 年以来的中枢水平低 1.8pct。估值上看，截至 2021 年 11 月 12 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33 倍 PE，环比上升 0.3pct，低于 2011 年以来中枢水平（38 倍）。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 168%，较上周环比提升 0.6pct，低于四年来中枢水平（182%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周化学原料药涨幅明显，上涨 2.8%，其次为医疗服务板块，上涨 1.0%；下跌最多的板块为生物医药和医疗器械，分别下跌 0.52% 和 0.35%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周医疗服务（下跌 2.62%）、医药商业（下跌 2.26%）跌幅较大，医药板块中特色原料药企业（上涨 10.04%）、医药服务（上涨 6.06%）和创新药企业（上涨 4.19%）有相对较好的表现。具体到公司看，本周低估值标的出现反弹趋势，创新药板块的贝达药业（上涨 15.18%）；特色原料药板块的奥翔药业（上涨 29.22%）、天宇股份（上涨 26.43%）、键凯科技（上涨 12.69%）；中药板块的济川药业（上涨 18.28%）；仿制药板块的京新药业（上涨 10.45%）；医药服务板块的凯莱英（上涨 11.28%）以及医疗器械板块的山东药玻（上涨 10.86%）有较大的涨幅。

□ 看好高景气赛道背后“中国优势”的持续体现

我们认为，从长期看，政策对创新产品的鼓励及对同质化产品的压制势必使得企业因自身产品竞争力差异而导致分化，能够提供经济、优质、高效产品企业价值将更为凸显，回调下建议积极布局。我们坚持“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路，看好中国高端医药制造业在新一轮全球竞争中脱颖而出。具体而言，建议关注：

1) 创新赋能：抓住进口替代表象下的产品竞争力本质，从中国创新迈向全球创新。前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的创新器械企业；谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的创新药企业；创新质量提升、服务赋能下龙头集中的研发外包企业。

2) 制造升级：充分发挥中国优势，深度参与全球产业分工。通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业；订单加速，行业景气背景下优势不断强化的生产外包企业；疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的出口器械企业。

3) 降本增效：有持续扩大规模和提升效率能力的连锁医院、ICL 及药房。

具体结合公司质地和估值情况，我们推荐：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业、昭衍新药、泰格医药、普洛药业、健友股份、仙琚制药、普利制药、复星医药、万孚生物、凯普生物、圣湘生物、润达医疗、维亚生物、阿拉丁、泰坦科技等。

□ 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		11 月 12 日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603259.SH	药明康德	128.9	1.25	1.83	2.62	129	70	49	买入
300347.SZ	泰格医药	142.8	2.19	2.48	2.93	71	58	49	买入
1521.HK	方达控股	4.0	0.06	0.16	0.23	62	26	17	买入
000739.SZ	普洛药业	38.0	0.69	0.89	1.16	53	43	33	买入
603707.SH	健友股份	43.2	0.87	0.89	1.21	65	49	36	买入
688179.SH	阿拉丁	80.9	0.93	1.05	1.48	110	77	55	增持
002821.SZ	凯莱英	414.5	3.08	4.14	5.78	140	100	72	买入
300759.SZ	康龙化成	187.3	1.48	1.74	2.44	127	108	77	买入

300363.SZ	博腾股份	84.4	0.60	0.84	1.12	142	100	75	买入
603456.SH	九洲药业	51.4	0.47	0.75	1.08	112	68	48	买入
603127.SH	昭衍新药	132.3	1.39	1.22	1.68	160	108	79	买入
300725.SZ	药石科技	142.1	1.27	2.55	2.32	154	56	61	买入
300630.SZ	普利制药	52.3	0.94	1.26	1.67	56	42	31	增持
600521.SH	华海药业	21.5	0.64	0.46	0.74	34	47	29	增持
300702.SZ	天宇股份	53.0	3.66	0.79	1.49	28	67	36	增持
002332.SZ	仙琚制药	13.1	0.55	0.65	0.79	26	20	17	增持
603229.SH	奥翔药业	36.0	0.39	0.63	0.86	119	57	42	增持
688166.SH	博瑞医药	35.7	0.41	0.60	0.85	86	60	42	增持
688356.SH	键凯科技	319.9	1.71	2.66	3.57	224	120	90	增持
688202.SH	美迪西	601.4	2.09	4.26	7.30	288	141	82	增持
688133.SH	泰坦科技	219.1	1.70	1.84	2.64	163	119	83	增持
1873.HK	维亚生物	5.1	-0.25	0.23	0.44	-	22	12	买入
600196.SH	复星医药	49.9	1.43	1.90	2.43	35	26	21	买入
300639.SZ	凯普生物	27.8	1.66	1.71	2.13	22	16	13	买入
688289.SH	圣湘生物	55.0	7.01	5.05	5.66	8	11	10	增持
603108.SH	润达医疗	10.1	0.57	0.75	0.95	18	13	11	买入
688575.SH	亚辉龙	27.7	0.58	0.59	0.84	53	47	33	增持
603883.SH	老百姓	45.3	1.52	1.84	2.23	30	25	20	增持

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：除维亚生物、方达控股股价为 HKD 外其余为 RMB，除方达控股 EPS 为百万美元外，其余为百万人民币。

正文目录

1. 本周思考：医保谈判，利好还是利空？	6
1.1. 我们预计本次医保新增药品平均降幅维持 51%-61%	6
1.2. 创新药获批后纳入医保节奏明显加速	6
1.3. PD-1 整体年治疗费用预计在 4 万	7
1.4. 医保谈判到底是利好还是利空？	8
2. 本周表现：低估值反弹，市场风格调整	10
3. 本周行情回顾	11
3.1. 医药行业行情：成交量、估值均低于历史中枢	11
3.2. 医药子行业：低估值反弹，市场风格调整	12
3.3. 陆港通&港股通：化学制药板块北上资金流入较高	14
3.4. 限售解禁&股权质押情况追踪	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2017-2020 年医保谈判新增药品价格降幅情况	6
图 2: 创新药从获批到纳入医保节奏明显加速	6
图 3: 2017-2020 年医保谈判新增药品价格降幅情况	8
图 4: 创新药从获批到纳入医保节奏明显加速	8
图 5: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	11
图 6: 2021 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	11
图 7: 本周各大行业涨跌幅（上：上周涨幅；下：2021 年至今涨幅）	11
图 8: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	12
图 9: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	12
图 10: 本周医药子板块涨跌幅（中信）	13
图 11: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）	13
图 12: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	13
图 13: 2017-2021.11.12 医药北上金额及占总北上资金比例	14
图 14: 2017-2021.11.12 医药股北上资金布局子行业	14
图 15: 2021.11.8-11.12 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名	14
图 16: 2021.11.8-11.12 陆港通医药股市值前 10 名	14
图 17: 2021.11.8-11.12 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名	15
图 18: 2021.11.8-11.12 港股通医药股市值前 10 名	15
图 19: 2021.11.8-11.12 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 名	15
图 20: 2021.11.8-11.12 港股通医药股港股通持股占比前 10 名	15
表 1: 盈利预测与财务指标	2

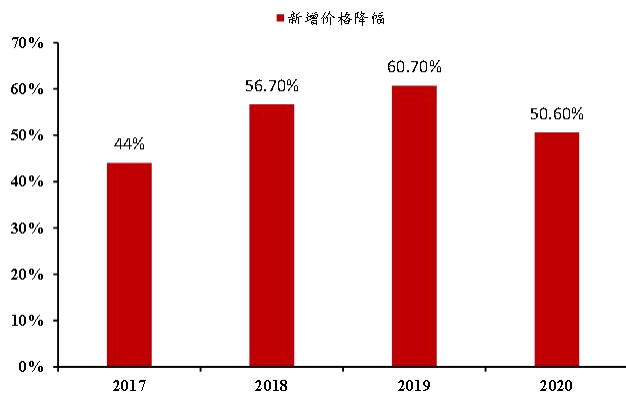
表 2: 2021 年医保谈判涉及本土 PD-1 已获批适应症及医保状态情况.....	7
表 3: 2021 年 11 月 1 日至 11 月 30 日医药公司解禁限售股情况.....	15
表 4: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动.....	16

1. 本周思考：医保谈判，利好还是利空？

1.1. 我们预计本次医保新增药品平均降幅维持 51%-61%

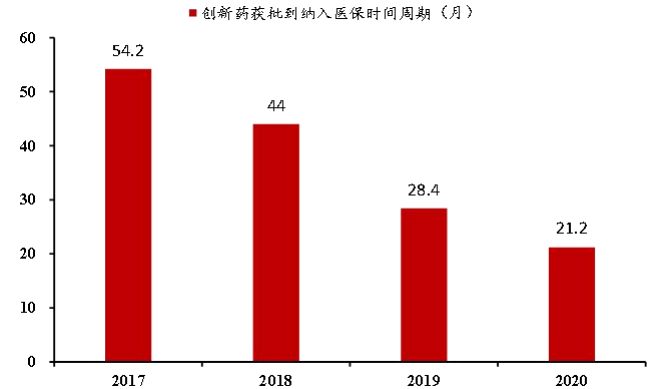
2017 年有 36 个品种通过谈判纳入医保（44 个谈判品种），平均降幅达到 44%；2018 年医保谈判纳入 17 种抗癌药（18 个谈判品种），平均降幅 56.7%。2019 年新增 70 个药品价格降幅 60.7%（119 个谈判，其中信达利单抗为唯一一个纳入医保 PD-1 品种），2020 年新增 119 个，价格平均降幅 50.6%（162 谈判，其中君实生物的特瑞普利单抗、百济神州的替雷利珠单抗，以及恒瑞医药的卡瑞利珠单抗均谈判成功被纳入医保）。参考 2018-2020 年新增进入医保品种平均价格降幅区间 51-61%，我们预计 2021 年部分新增品种降幅有可能也在历史区间。

图 1：2017-2020 年医保谈判新增药品价格降幅情况



资料来源：CDE，浙商证券研究所

图 2：创新药从获批到纳入医保节奏明显加速



资料来源：《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》，浙商证券研究所

1.2. 创新药获批后纳入医保节奏明显加速

根据医保局公布 2021 年进入谈判名单的药品有 271 个，其中氟唑帕利（恒瑞医药）、甲苯磺酸瑞马唑仑（恒瑞医药）、海曲泊帕乙醇胺（恒瑞医药）、恩沙替尼（贝达药业）、维迪西妥单抗（荣昌生物）、泰它西普（荣昌生物）、阿基仑赛（复星医药）、帕米帕利（百济神州）、伏美替尼（艾力斯）、多纳非尼（泽璟制药）、奥布替尼（诺诚健华）、索凡替尼（和黄医药）、赛沃替尼（和黄医药）等多个国产创新药品种首次进入谈判目录。从这些创新药品种的国内获批时间到进入医保谈判目录时间周期来看，大部分都在 6-9 个月（以 2021 年 6 月 30 号计算）以内。

如果参考 2017-2020 年创新药从获批到纳入医保 21.2-54.2 个月的平均时间周期（据《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》数据披露，2016~2020 年上市的 34 个创新药中，已有 26 个进入医保目录。2017-2020 年版医保目录调入的品种从上市到进入医保的时间平均时间分别为 54.2 月，44.0 月，28.4 月和 21.2 月），这也就意味着本土创新药被纳入医保谈判目录的节奏上明显加速。参考目前医保谈判节奏，展望未来获批上市的创新药品种，从获批上市到进入医保可能只需要 6-12 个月周期，有的创新药可能只需要不到 1 个月就可纳入医保，展示出医保局对于临床急需药物加速纳入医保的趋势（CAR-T

和基因治疗药物等高定价药物可能需要更长时间的临床验证和药物经济学考量才有望纳入医保)。

1.3. PD-1 整体年治疗费用预计在 4 万

2021 年 PD-1 新增适应症纳入医保年治疗费用降幅有分化。2021 年已经纳入医保的信迪利单抗 (2019 年进入医保, 此次续约再加上新增 NSCLC 等大适应症)、卡瑞利珠单抗、特瑞普利单抗和替雷利珠单抗均有新增适应症重新进行谈判, 参考 2019-2020 年已纳入适应症情况以及医保目录内价格数据, 我们认为 2021 年 PD-1 新增适应症谈判年治疗费用降幅信迪利单抗 (预计大于 60%) > 替雷利珠单抗 (预计 40%-60%附近) > 卡瑞利珠单抗 (20%-30%) > 特瑞普利单抗 (20%-30%)。

从新增适应症患者基数角度看: 信迪利单抗和替雷利珠单抗均新增 NSCLC 和 HCC 等大适应症预计单价降幅会超过卡瑞利珠单抗和特瑞普利单抗新增 NPC 和 UC 等较小适应症单价降幅。信迪利单抗 2019 年医保谈判价格为 2843 元(10ml:100mg/瓶), 预计年治疗费用在 9.1 万/年, 2020 年替雷利珠单抗单价 2180 元/支 (100mg) 预计年治疗费用在 7 万/年, 特瑞普利单抗医保价格 906.08 元/支 (80mg), 按照 60kg 患者体重计算年治疗费用约在 4.9 万元。卡瑞利珠单抗因获批适应症用量不同, 年治疗费用存在波动, 我们预计在 5-7 万附近。

表 2: 2021 年医保谈判涉及本土 PD-1 已获批适应症及医保状态情况

PD-1 名称	上市公司	获批适应症	获批时间	医保状态	
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	3L+ cHL	2019.05	2020 年进入医保	
		2L+ HCC	2020.03		
		1L non-sq NSCLC	2020.06		
		2L+ 食管癌	2020.06		
		3L+ NPC	2021.04		2021 年谈判
		1L NPC	2021.06		
替雷利珠单抗	百济神州	3L+cHL	2019.12	2020 年进入医保	
		2L UC	2020.04		
		1L sq NSCLC	2021.01	2021 年谈判	
		1L non-sq NSCLC	2021.06		
		2L HCC	2021.06		
信迪利单抗	信达生物	3L+cHL	2018.12	2019 年进入医保	
		1L non-sq NSCLC	2021.02		
		1L sq NSCLC	2021.06		2021 年谈判
		1L HCC	2021.06		
特瑞普利单抗	君实生物	2L+ 黑色素瘤	2018.12	2020 年进入医保	
		3L+ NPC	2021.02		2021 年谈判
		2L UC	2021.04		

资料来源: 公司公告, CDE, 浙商证券研究所

2021 年医保谈判成功的话, 预计卡瑞利珠单抗年治疗治疗费用 4-6 万/年 (降幅 20%-30%): 考虑到卡瑞利珠单抗新增适应症患者基数较小, 我们预计降幅较为乐观, 2021 年医保谈判成功的话预计年治疗费用在 4-6 万/年。

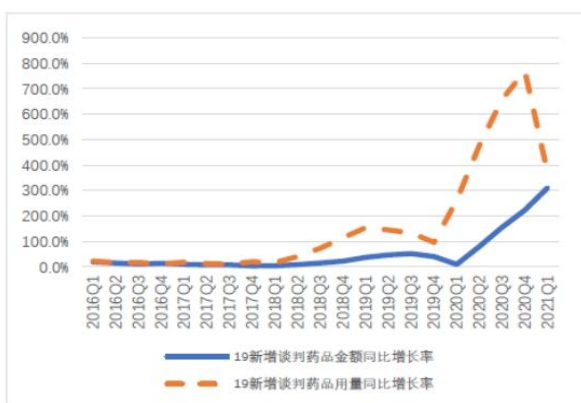
2021年医保谈判成功的话，预计替雷利珠单抗和信迪利单抗年治疗费用3.5-4万/年（降幅分别约为40%-60%和大于60%）。参考卡瑞利珠单抗获批大适应症（2L+HCC和1L non-sq NSCLC）与替雷利珠单抗和信迪利单抗较高相似度，但是替雷利珠单抗和信迪利单抗均获批更大适应症1L sq NSCLC，我们预计替雷利珠单抗和信迪利单抗医保谈判成功的话，NSCLC领域年治疗费用会略低于恒瑞医药的卡瑞利珠单抗，预计在3.5-4万/年。

2021年医保谈判成功的话，预计特瑞普利单抗年治疗费用4万+/年（降幅20%-30%）。考虑到参加医保谈判适应症患者基数没有其他几个品种那么大，我们预计整体的年治疗费用不会有太大降幅，可能在4万+。

1.4. 医保谈判到底是利好还是利空？

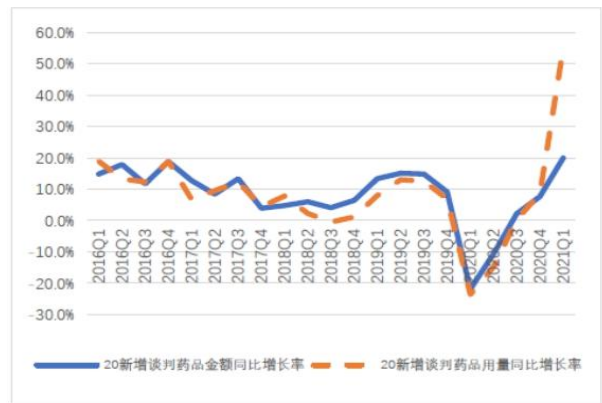
每年医保谈判尤其是创新品种首次或者新增适应症谈判都成为投资者最为关注的事件。而参考历史上创新品种纳入医保较大的降价幅度（2019年信迪利单抗首次进入医保价格降幅达到64%，2020年3家本土PD-1以平均降价78%的代价全部纳入医保），投资者更多的是担心价格降幅超预期对已上市创新药企业后续研发热情，以及一级投融资造成较大负面影响。但是我们看到的结果确是创新药纳入医保后整体的放量趋势是确定性的而且销量的提升幅度要远超降价幅度，这也带来了创新品种纳入医保后会大概率保持销售额持续增长的趋势。据《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》数据披露：在2020年新冠肺炎疫情发生后，在全药用量大幅下降的情况下，2019年新增谈判药品用量增长率依旧呈显著增长趋势，2020Q3和Q4用量同比增长率657.6%、786.8%。2020年新增谈判药品在2021年3月1日正式实施，当季度用量同比增长率即达到55%。而从贝达药业（埃克替尼）、信达生物（信迪利单抗）和君实生物（特瑞普利单抗）等上市公司报表中我们也能看到同样的结果。

图 3：2017-2020 年医保谈判新增药品价格降幅情况



资料来源：《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》，浙商证券研究所

图 4：创新药从获批到纳入医保节奏明显加速



资料来源：《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》，浙商证券研究所

综合以上数据，我们认为医保谈判对创新药企业整体偏利好。通过医保谈判方式纳入医保体系是创新药销售额增长最快捷的方式。创新药物上市后快速纳入医保快速放量也有助于一级市场投资把握后续前沿方向。我们建议重点关注创新药企业创新属性，而不是新一轮医保谈判降价幅度对短期业绩造成的波动，更应该从创新能力的角度去筛选

可投资性强的药企。建议重点关注恒瑞医药、贝达药业、信达生物、君实生物、复星医药、荣昌生物、百济神州、诺诚健华等研发能力已获验证的头部企业。

2. 本周表现：低估值反弹，市场风格调整

本周医药板块上涨 0.29%，跑输沪深 300 指数 0.66 个百分点，在所有行业中涨幅中处于中等水平。2021 年初以来，医药板块下跌 8.5%，跑输沪深 300 指数 2.3pct。成交量上看，医药行业本周成交额为 3348 亿元，占全部 A 股总成交额的 6.3%，环比下降 0.1pct，较 2018 年以来的中枢水平低 1.8pct。估值上看，截至 2021 年 11 月 12 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33 倍 PE，环比上升 0.3pct，低于 2011 年以来中枢水平（38 倍）。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 168%，较上周环比提升 0.6pct，低于四年来中枢水平（182%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周化学原料药涨幅明显，上涨 2.8%，其次为医疗服务板块，上涨 1.0%；下跌最多的板块为生物医药和医疗器械，分别下跌 0.52% 和 0.35%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周医疗服务（下跌 2.62%）、医药商业（下跌 2.26%）跌幅较大，医药板块中特色原料药企业（上涨 10.04%）、医药服务（上涨 6.06%）和创新药企业（上涨 4.19%）有相对较好的表现。具体到公司看，本周低估值标的出现反弹趋势，创新药板块的贝达药业（上涨 15.18%）；特色原料药板块的奥翔药业（上涨 29.22%）、天宇股份（上涨 26.43%）、键凯科技（上涨 12.69%）；中药板块的济川药业（上涨 18.28%）；仿制药板块的京新药业（上涨 10.45%）；医药服务板块的凯莱英（上涨 11.28%）以及医疗器械板块的山东药玻（上涨 10.86%）有较大的涨幅。我们建议投资者关注具有中国优势板块的调整机会，坚持“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路，看好中国高端医药制造业在新一轮全球竞争中脱颖而出。

具体而言，建议关注：

1) 创新赋能：抓住进口替代表象下的产品竞争力本质，从中国创新迈向全球创新。前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的创新器械企业；谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的创新药企业；创新质量提升、服务赋能下龙头集中的研发外包企业。

2) 制造升级：充分发挥中国优势，深度参与全球产业分工。通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业；订单加速，行业景气背景下优势不断强化的生产外包企业；疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的出口器械企业。

3) 降本增效。有持续扩大规模和提升效率能力的连锁医院、ICL 及药房等。

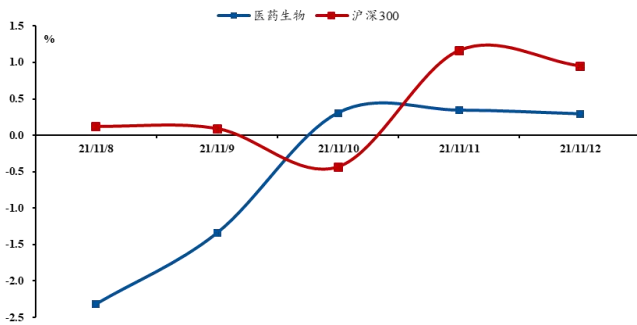
具体结合公司质地和估值情况，我们推荐：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业、昭衍新药、泰格医药、普洛药业、健友股份、普利制药、仙琚制药、复星医药、万孚生物、凯普生物、圣湘生物、润达医疗、维亚生物、阿拉丁、泰坦科技等。

3. 本周行情回顾

3.1. 医药行业行情：成交量、估值均低于历史中枢

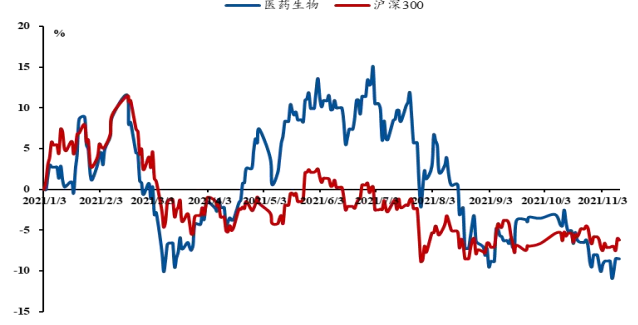
本周医药板块上涨 0.29%，跑输沪深 300 指数 0.66 个百分点，在所有行业中涨幅中处于中等水平。2021 年初以来，医药板块下跌 8.5%，跑输沪深 300 指数 2.3pct。

图 5：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



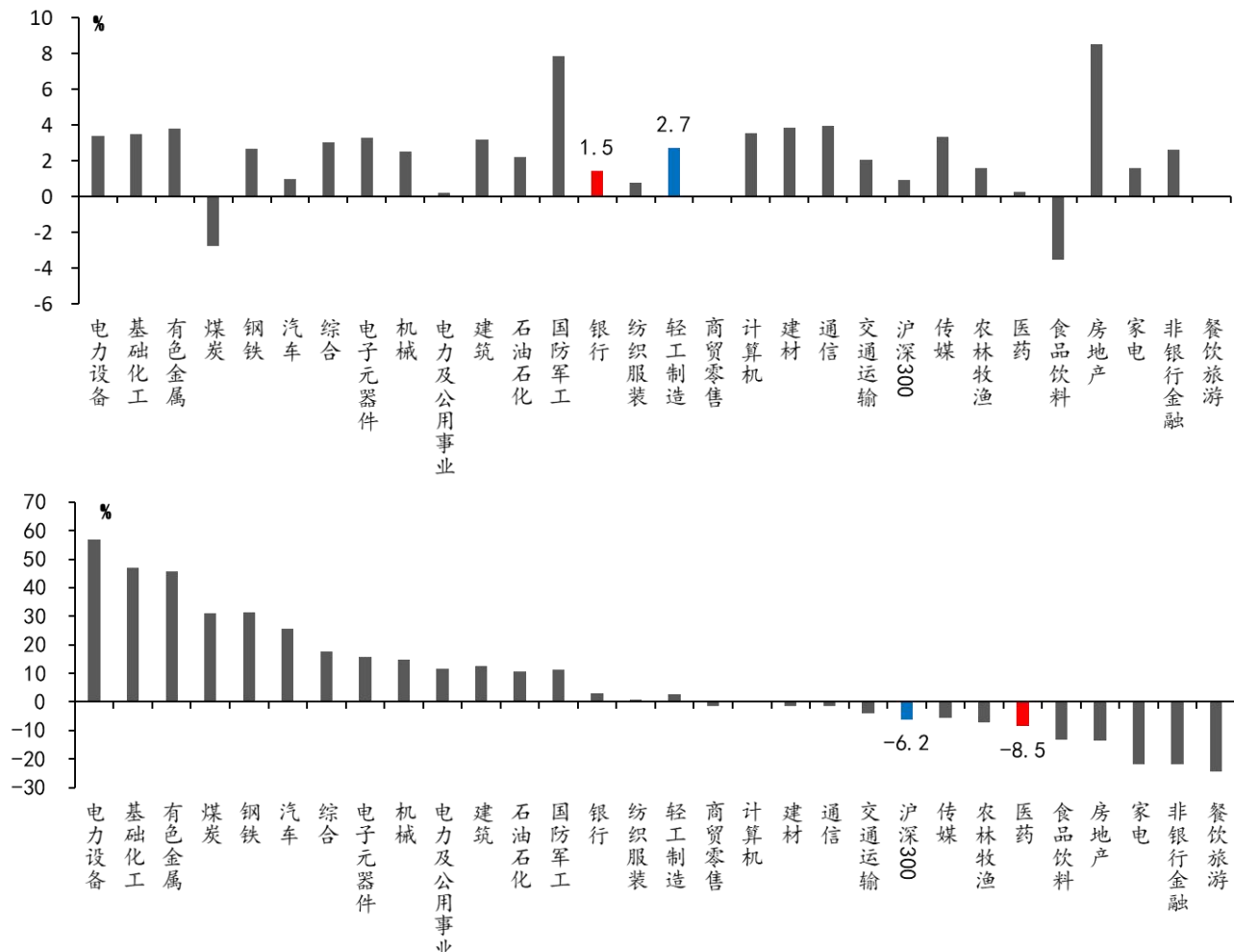
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2021 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

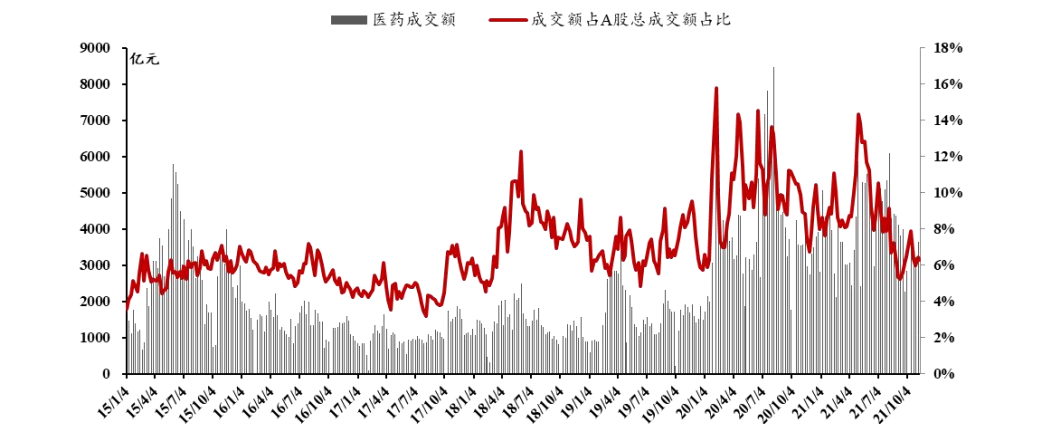
图 7：本周各大行业涨跌幅（上：上周涨幅；下：2021 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额低于历史中枢。成交量上看，医药行业本周成交额为 3348 亿元，占全部 A 股总成交额的 6.3%，环比下降 0.1pct，较 2018 年以来的中枢水平低 1.8pct。

图 8：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

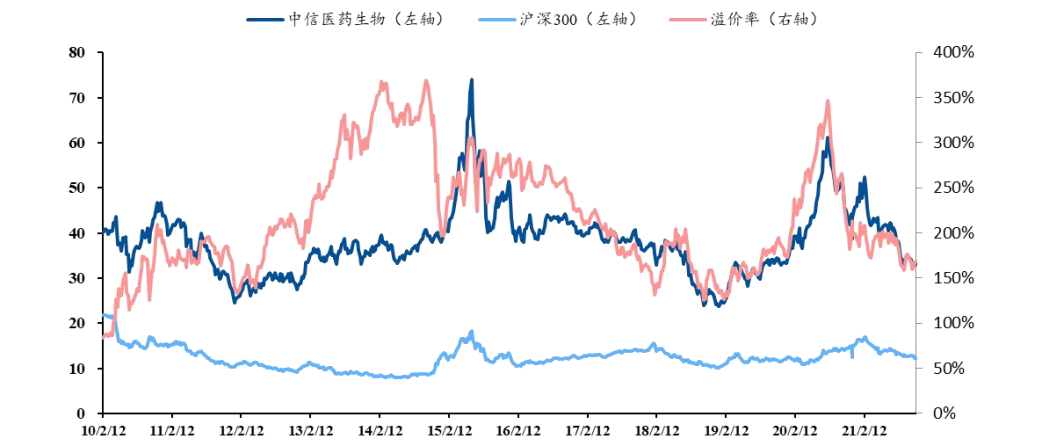


资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值低于历史中枢。截至 2021 年 11 月 12 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33 倍 PE，环比上升 0.3pct，低于 2011 年以来中枢水平（38 倍）。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 168%，较上周环比提升 0.6pct，低于四年来中枢水平（182%）。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区。就整体行业发展方向而言，医药行业明显处于新旧动能更替、供给侧改革的关键阶段，但长期景气的逻辑和基础未变。全球新冠疫情短期是扰动，长期是催化剂。我们认为，2021 年医药投资策略即把握中国优势，从降本、增效、提质三大主线中挖掘优质个股，继续看好特色原料药、创新器械、生产外包、创新药、医疗服务、出口产业链等板块的龙头公司。

图 9：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



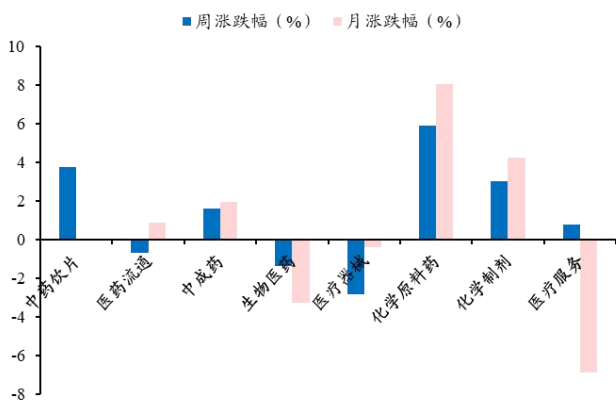
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 医药子行业：低估值反弹，市场风格调整

据 Wind 中信医药分类看，本周化学原料药涨幅明显，上涨 2.8%，其次为医疗服务板块，上涨 1.0%；下跌最多的板块为生物医药和医疗器械，分别下跌 0.52% 和 0.35%。

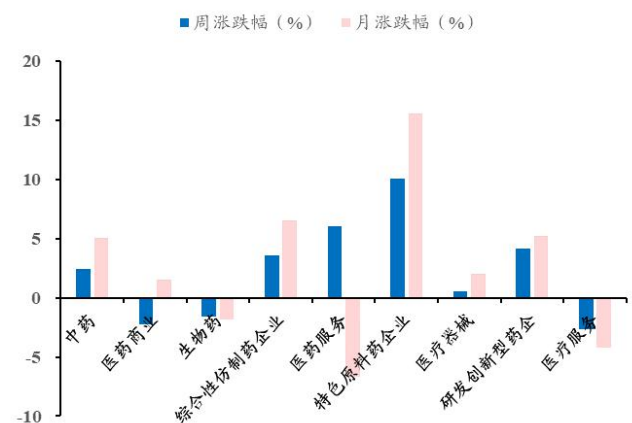
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周医疗服务（下跌 2.62%）、医药商业（下跌 2.26%）跌幅较大，医药板块中特色原料药企业（上涨 10.04%）、医药服务（上涨 6.06%）和创新药企业（上涨 4.19%）有相对较好的表现。具体到公司看，本周低估值标的出现反弹趋势，创新药板块的贝达药业（上涨 15.18%）；特色原料药板块的奥翔药业（上涨 29.22%）、天宇股份（上涨 26.43%）、键凯科技（上涨 12.69%）；中药板块的济川药业（上涨 18.28%）；仿制药板块的京新药业（上涨 10.45%）；医药服务板块的凯莱英（上涨 11.28%）以及医疗器械板块的山东药玻（上涨 10.86%）有较大的涨幅。

图 10：本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

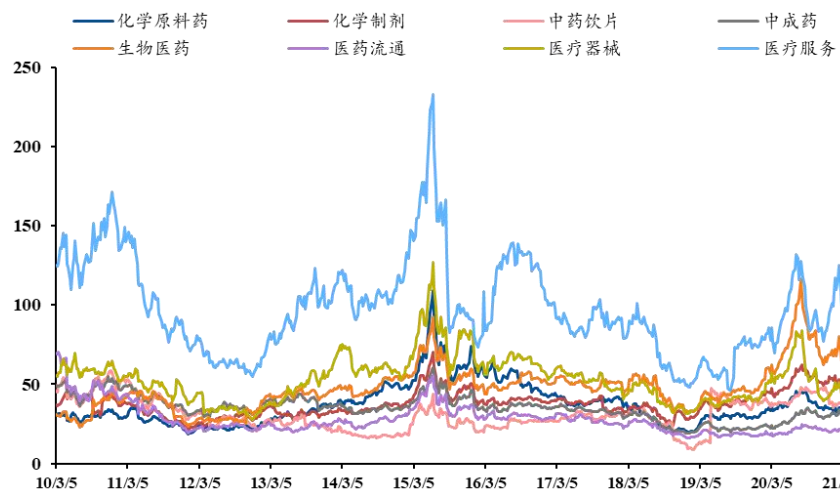
图 11：本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



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）

从估值角度看，本周化学原料药板块估值调整最为明显（PE 环比上升 2.84），医疗服务和化学制剂板块环比略有提升（前者 PE 上升 0.96，后者 PE 上升 0.88）。目前估值排名前三的板块为医疗服务、化学原料药、中饮药片板块，市盈率分别为 73 倍、39 倍、35 倍。

图 12：2010 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

我们认为，从长期来看很多标的基本面优质、长期逻辑充分，其此前较高的估值在当前剧烈调整中易落入合理区间，带来投资机遇。回调下建议积极布局。我们仍然建议重点关注具有中国优势、具备市场化、国际化竞争力的板块，具体而言，包括：

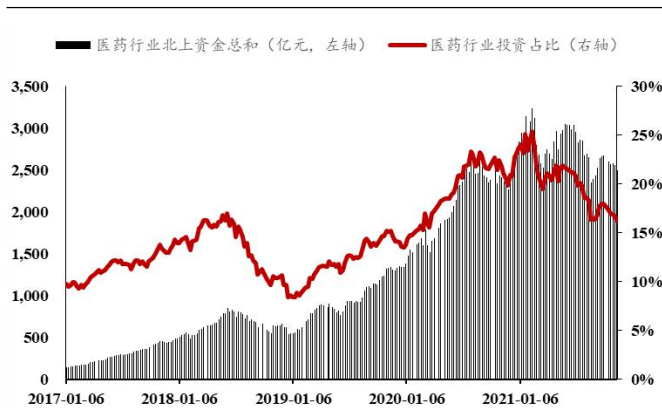
- 1、前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的**创新器械企业**；

- 2、谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的**创新药**企业；
- 3、通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的**特色原料药**企业；
- 4、订单加速，行业景气背景下优势不断强化的**生产&研发外包**企业；
- 5、疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的**出口器械**企业；

3.3. 陆港通&港股通：化学制药板块北上资金流入较高

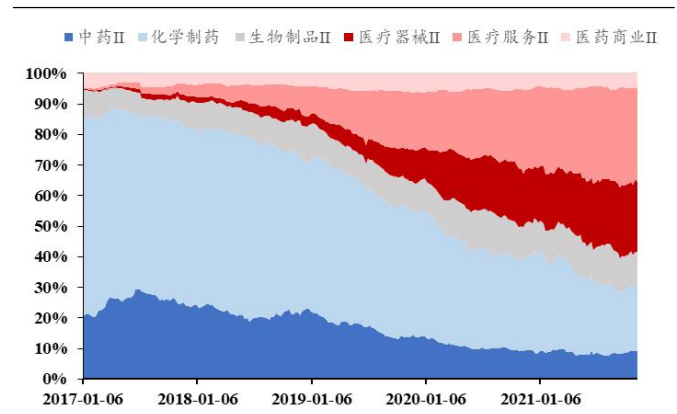
截至2021年11月12日，陆港通医药行业投资2494亿元，医药北向资金占陆港通北向资金的比例维持在16.3%。细分板块中，医疗服务板块环比净流入3.1亿元，为各板块中净流入最高；医疗器械环比净流出33亿元，为净流出最高板块。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，可以看到医疗服务、化学制药和医疗器械板块受关注一直保持高位，预计主要为高估值下的波动而非景气度出现变化。

图 13：2017-2021.11.12 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

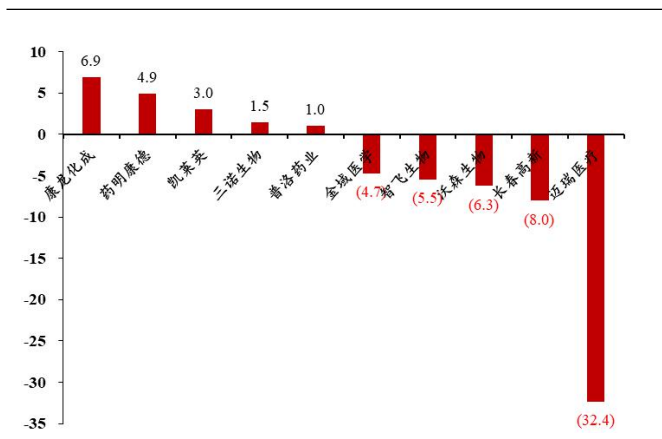
图 14：2017-2021.11.12 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

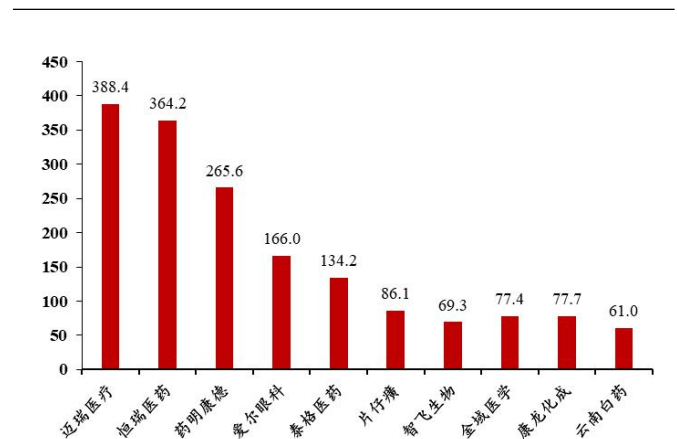
具体持仓标的上，2021年11月8日至11月12日陆港通医药标的陆港通持股市值增长前5名分别为康龙化成、药明康德、凯莱英、三诺生物和普洛药业，市值下降前5名分别为金城医学、智飞生物、沃森生物、长春高新和迈瑞医疗。港股通医药标的市值变动前5名分别为金斯瑞生物科技、锦欣生殖、复星医药、阿里健康和平安好医生，后5名分别为方达控股、康哲药业、四环医药、药明生物和白云山。

图 15：2021.11.8-11.12 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



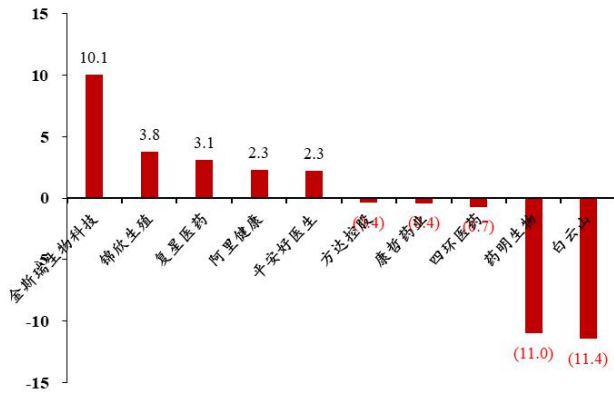
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2021.11.8-11.12 陆港通医药股市值前 10 名



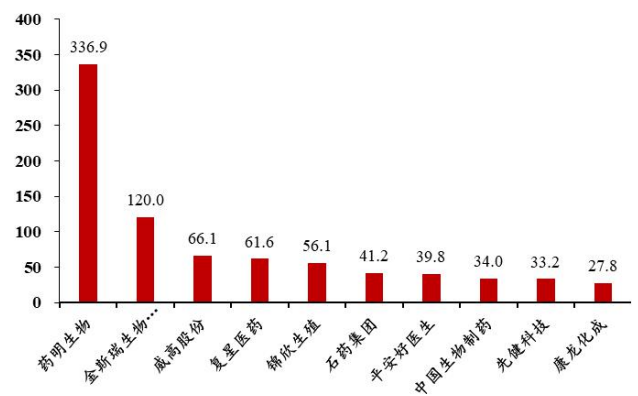
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2021.11.8-11.12 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



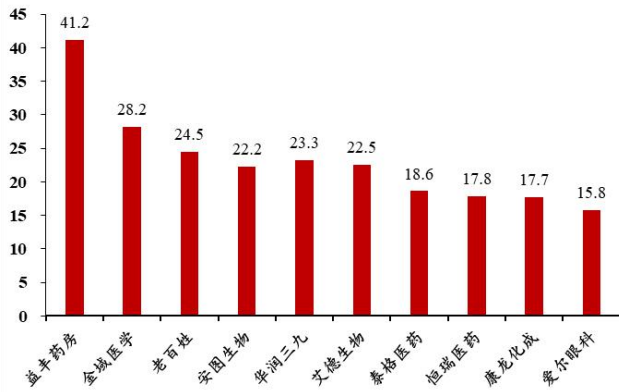
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2021.11.8-11.12 港股通医药股市值前 10 名



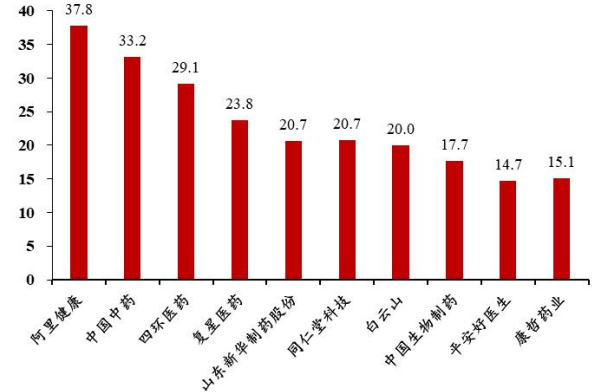
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：2021.11.8-11.12 陆股通医药股陆股通持股占比前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：2021.11.8-11.12 港股通医药股港股通持股占比前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4. 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。2021 年 11 月 1 日至 11 月 30 日，共有 25 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中前沿生物-U、昂利康等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。在股权质押方面，东宝生物、珍宝岛等公司第一大股东股权质押比例有所上升，鱼跃医疗、双成药业等公司第一大股东股权质押比例下降。

表 3：2021 年 11 月 1 日至 11 月 30 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)	解禁市值(万元)	解禁股本占流通 解禁收益率	
					A 股比例	(%)
301093.SZ	华兰股份	2021-11-01	3,090.13	161,366.40	22.95%	-10.09
688366.SH	昊海生科	2021-11-01	67.24	9,884.56	0.38%	64.74
688108.SH	赛诺医疗	2021-11-01	250.00	1,895.00	0.61%	8.44
688133.SH	泰坦科技	2021-11-01	2,994.90	601,974.32	39.28%	351.99
300358.SZ	楚天科技	2021-11-03	2,130.53	45,465.47	3.76%	274.05
603456.SH	九洲药业	2021-11-03	75.00	3,548.25	0.09%	
300725.SZ	药石科技	2021-11-04	69.79	9,477.55	0.35%	
688389.SH	普门科技	2021-11-05	215.00	4,616.05	0.51%	135.93
600079.SH	人福医药	2021-11-05	5,509.74	124,409.85	3.37%	79.39

688202.SH	美迪西	2021-11-05	77.50	41,908.13	1.25%	1,203.01
688363.SH	华熙生物	2021-11-08	148.69	24,740.13	0.31%	248.17
688166.SH	博瑞医药	2021-11-08	205.00	6,434.95	0.50%	146.97
300725.SZ	药石科技	2021-11-11	3.12	436.02	0.02%	
603087.SH	甘李药业	2021-11-12	25.94	1,734.59	0.05%	
688212.SH	N 澳华	2021-11-15	2,750.78		20.63%	
688105.SH	N 诺唯赞	2021-11-15	3,305.14		8.26%	
603939.SH	益丰药房	2021-11-15	1,797.25	86,699.36	2.50%	109.39
688217.SH	睿昂基因	2021-11-17	51.04	3,078.24	0.92%	227.42
688575.SH	亚辉龙	2021-11-17	171.70	4,759.53	0.42%	87.30
688314.SH	康拓医疗	2021-11-18	52.51	3,817.27	0.90%	319.26
300595.SZ	欧普康视	2021-11-18	20.08	1,260.81	0.02%	
688076.SH	诺泰生物	2021-11-22	220.06	9,132.32	1.03%	166.54
688613.SH	奥精医疗	2021-11-22	122.53	6,953.83	0.92%	245.40
605177.SH	东亚药业	2021-11-24	2,779.64	75,244.74	24.47%	-10.09

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表 4：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

	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
昂利康	8.60	0.00	0.00
蓝帆医疗	2.97	0.00	0.00
海辰药业	-0.59	0.00	0.00
贵州百灵	-1.18	0.00	0.00
天士力	-4.47	0.00	0.00
太极集团	-4.63	0.00	0.00
明德生物	-5.15	0.00	0.00
老百姓	-7.42	0.00	0.00
康德莱	-8.28	0.00	0.00
振东制药	0.00	-78.17	0.00
乐普医疗	0.00	15.11	-59.26
大参林	0.00	3.16	0.00
精华制药	0.00	0.00	-87.28
迈克生物	0.00	0.00	2.80

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4. 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；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>