

医保谈判尘埃落地，看好本土创新发力

——医药行业周报 20211203

报告导读

12月3日2021年医保谈判调整结果正式公布。从结果来看，我们认为罕见病药物的纳入及创新药获批后快速纳入医保有助于推动本土创新药企业加大自主创新并实现快速崛起，整体看医保谈判对创新药企业整体偏利好。建议重点关注创新药企业创新属性并据此筛选投资标的。

投资要点

□ 医保谈判：尘埃落地，本土创新发力

12月3日，2021年医保谈判调整结果正式公布。共117个品种开展谈判，最终94个纳入医保，谈判成功率达80%，新增67个品种平均降价61.71%，略高于历史水平，但是整体还是符合预期。

PD-1：有望进入稳定发展期。本次四家国产PD-1药物参与新增适应症谈判，从公告来看恒瑞医药3L+NPC和1L NPC适应症并未成功纳入医保，百济神州、信达生物和君实生物的PD-1新增适应症均成功纳入医保。我们预计在NSCLC适应症已经纳入医保情况下后续PD-1医保谈判中年治疗费用的降幅应该整体可控（胃癌、肠癌和肝癌适应症获批可能会带来相对较为明显价格扰动）。这就意味着PD-1行业可能即将进入一个稳定发展期。

罕见病：天价不在，有望激发罕见病研发热情。2021年医保谈判纳入7种罕见病药物，备受关注的年治疗费用超百万的罕见病治疗药物诺西那生钠注射液（SMA）和阿加糖酶α注射用浓溶液（法布雷病）均成功纳入。我们认为高价罕见病药物成功纳入医保有望推进本土创新药企业后续在罕见病领域研发热情，推动行业更多的向基于患者需求研发方向发展。

本土创新：持续崛起，医保快速纳入支撑发展。据我们估算2021年医保谈判创新药从获批到纳入医保周期缩短为6-12个月。我们认为创新药获批后快速纳入医保有望加速创新药行业进入良性循环周期，促进本土创新药行业进入真正意义上的快速崛起阶段。关注创新主变量，可兑现性更强创新药企：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、诺诚健华等头部企业研发能力已获验证。

□ 本周表现：行业大跌，高估值板块回调严重

本周医药板块下跌1.83%，跑输沪深300指数2.67个百分点，在所有行业中跌幅排名第2。2021年初以来，医药板块下跌6.7%，跑输沪深300指数0.7pct。成交量上看，医药行业本周成交额为4412亿元，占全部A股总成交额的7.6%，环比增长1.4pct，较2018年以来的中枢水平低0.4pct。估值上看，截至2021年12月3日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为34倍PE，环比下降0.8pct，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172%，较上周环比下降7.5pct，低于四年来中枢水平（182%）。

据Wind中信医药分类看，本周中成药为唯一上涨板块（+1.7%）；中药饮片为跌幅最大板块（-5.9%），医疗服务（-2.7%）、化学制剂（-2.6%）、生物医药（-2.2%）及医疗器械（-2.1%）亦有较大跌幅。

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，中药板块仍为本周唯一上涨板块（1.8%），其中片仔癀（+5.6%）、天

细分行业评级

医药生物	看好
------	----

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

sunjian@stocke.com.cn

分析师：高超

执业证书号：S1230520090002

gaochao@stocke.com.cn

分析师：郭双喜

执业证书号：S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

相关报告

- 1《医药行业周报 20211128：Omicron 成热议，CDMO 和上游边际改善》2021.11.28
- 2《【浙商医药】康复政策频出，行业发展或将迎来新拐点》2021.11.24》2021.11.25
- 3《【浙商医药】CXO 双周报 1121：新政落地，如何理解“临床价值”？》2021.11.21
- 4《【浙商医药】行业周报 20211120：新政落地，Metoo 路向何方？》2021.11.20
- 5《美国仿制药注射剂龙头的复盘与思考：掘金全球仿制药注射剂》2021.11.16
- 6《医药行业周报 20211113：医保谈判，利好还是利空？》2021.11.13

士力（3.5%）等个股涨幅较大；医疗服务为本周跌幅最大板块（-7.5%），其中爱博医疗（-12.4%）、欧普康视（-10.7%）和金域医学（-10.0%）等个股跌幅较大；创新药（-3.9%）、医药服务（-3.0%）、生物药（-2.8%）及医药商业（-2.7%）等板块亦有较大跌幅。

□ 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：抓住进口替代代表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
		12月03日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603259.SH	药明康德	141.8	1.25	1.83	2.62	142	77	54	买入
300347.SZ	泰格医药	136.2	2.19	2.48	2.93	68	55	46	买入
1521.HK	方达控股	4.7	0.06	0.16	0.23	73	30	20	买入
000739.SZ	普洛药业	39.1	0.69	0.89	1.16	53	44	34	买入
603707.SH	健友股份	40.8	0.87	0.89	1.21	62	46	34	买入
688179.SH	阿拉丁	75.7	0.93	1.05	1.48	103	72	51	增持
002821.SZ	凯莱英	478.6	3.08	4.16	6.39	162	115	75	买入
300759.SZ	康龙化成	176.2	1.48	1.74	2.44	119	101	72	买入
300363.SZ	博腾股份	94.5	0.60	0.84	1.12	158	113	84	买入
603456.SH	九洲药业	58.5	0.47	0.77	1.08	128	76	54	买入
603127.SH	昭衍新药	132.9	1.39	1.22	1.68	161	109	79	买入
300725.SZ	药石科技	150.7	1.27	2.55	2.32	163	59	65	买入
300630.SZ	普利制药	51.1	0.94	1.26	1.67	55	41	31	增持
600521.SH	华海药业	20.9	0.64	0.46	0.74	34	46	28	增持
300702.SZ	天宇股份	41.8	3.66	0.79	1.49	22	53	28	增持
002332.SZ	仙琚制药	12.1	0.55	0.65	0.79	24	19	15	增持
603229.SH	奥翔药业	39.3	0.39	0.63	0.86	130	62	46	增持
688166.SH	博瑞医药	37.8	0.41	0.60	0.85	91	63	44	增持
688356.SH	键凯科技	386.0	1.71	2.66	3.57	270	145	108	增持

688202.SH	美迪西	542.5	2.09	4.26	7.30	260	127	74	增持
688133.SH	泰坦科技	226.8	1.70	1.84	2.64	168	123	86	增持
1873.HK	维亚生物	5.2	-0.25	0.23	0.44	-	22	12	买入
600196.SH	复星医药	53.1	1.43	1.90	2.43	37	28	22	买入
300639.SZ	凯普生物	28.9	1.66	1.71	2.13	23	17	14	买入
688289.SH	圣湘生物	54.8	7.01	5.05	5.66	8	11	10	增持
603108.SH	润达医疗	13.6	0.57	0.75	0.95	24	18	14	买入
688575.SH	亚辉龙	29.8	0.58	0.59	0.84	57	51	35	增持
603883.SH	老百姓	41.7	1.52	1.84	2.23	27	23	19	增持
300171.SZ	东富龙	49.6	0.74	1.24	1.52	67	40	33	增持
605186.SH	健麾信息	38.5	0.94	0.93	1.29	55	41	30	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. 医保谈判：尘埃落地，本土创新发力	5
1.1. 医保谈判到底是利好还是利空？.....	6
2. 本周表现：行业大跌，高估值板块回调严重	7
3. 本周行情回顾	8
3.1. 医药行业行情：本周跌幅第二，成交量环比大增.....	8
3.2. 医药子行业：中药为唯一上涨板块，高估值板块回调严重.....	10
3.3. 陆港通&港股通：医药北向资金占比下降，细分板块中仅中药净流入.....	11
3.4. 限售解禁&股权质押情况追踪.....	12
4. 风险提示	14

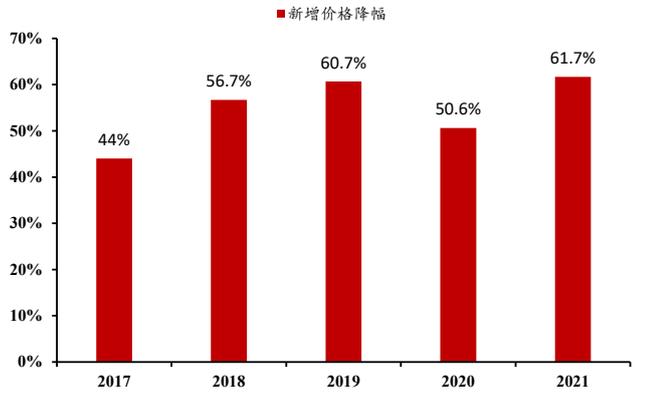
图表目录

图 1: 2017-2021 年医保谈判新增药品价格降幅情况.....	5
图 2: 创新药从获批到纳入医保节奏明显加速.....	5
图 3: 2017-2020 年医保谈判新增药品价格降幅情况.....	7
图 4: 创新药从获批到纳入医保节奏明显加速.....	7
图 5: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	8
图 6: 2021 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	8
图 7: 本周各大行业涨跌幅（上：上周涨幅；下：2021 年至今涨幅）.....	8
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.....	9
图 9: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	10
图 10: 本周医药子板块涨跌幅（中信）.....	10
图 11: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）.....	10
图 12: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	11
图 13: 2017-2021.12.3 医药北上金额及占总北上资金比例.....	11
图 14: 2017-2021.12.3 医药股北上资金布局子行业.....	11
图 15: 2021.11.26-12.3 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名.....	12
图 16: 2021.11.26-12.3 陆港通医药股市值前 10 名.....	12
图 17: 2021.11.26-12.3 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名.....	12
图 18: 2021.11.26-12.3 港股通医药股市值前 10 名.....	12
图 19: 2021.11.26-12.3 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 名.....	12
图 20: 2021.11.26-12.3 港股通医药股港股通持股占比前 10 名.....	12
表 1: 盈利预测与财务指标.....	2
表 2: 2021 年本土 PD-1 医保谈判结果.....	5
表 3: 2021 年 11 月 15 日至 12 月 12 日医药公司解禁限售股情况.....	13
表 4: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动.....	13

1. 医保谈判：尘埃落地，本土创新发力

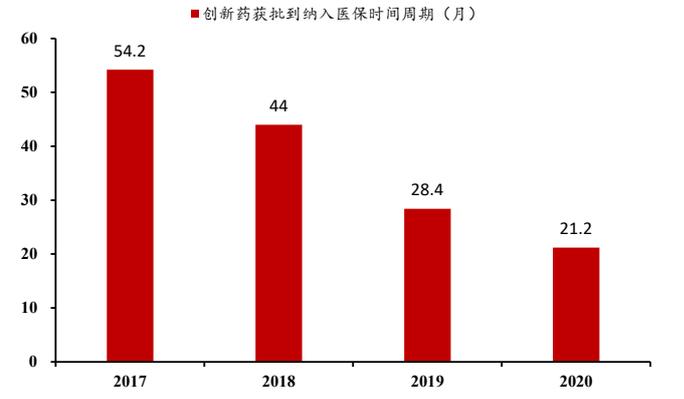
12月3日，2021年医保谈判调整结果正式公布。此次共117个品种开展谈判，最终94个纳入医保，谈判成功率达80%，其中包括目录原有的27个品种和新增67个品种。新增品种平均降价61.71%，略高于历史水平，但是整体还是符合预期。

图 1：2017-2021 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

PD-1：有望进入稳定发展期。本次四家国产 PD-1 药物参与新增适应症谈判，从恒瑞医药、百济神州、信达生物和君实生物官网公告来看，恒瑞医药新增适应症 3L+NPC 和 1L NPC 适应症并未成功纳入医保，百济神州、信达生物和君实生物的 PD-1 新增适应症均成功纳入医保。如果参考目前纳入医保的适应症患者基数来看，1L NSCLC 适应症基本已经在医保内（恒瑞医药、信达生物和百济神州均在医保内），也就意味着正常情况下后续 PD-1 医保谈判中年治疗费用的降幅应该整体可控（胃癌、肠癌和肝癌适应症获批可能会带来相对较为明显价格扰动）。这就意味着 PD-1 行业可能即将进入一个稳定发展期。

表 2：2021 年本土 PD-1 医保谈判结果

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	
		1L NPC	2021.06	未成功纳入
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	
		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	2021 年谈判成功
		1L sq NSCLC	2021.06	
		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 年谈判成功
2L UC	2021.04	

资料来源：公司公告，CDE，浙商证券研究所

罕见病：天价不在，有望激发罕见病研发热情。2021 年医保谈判纳入 7 种罕见病药物：醋酸艾替班特注射液（武田）、阿加糖酶 α 注射用浓溶液（武田）、依洛尤单抗（安进）、诺西那生钠（渤健）、氨吡啶缓释片（渤健）、氯苯唑酸软胶囊（辉瑞）、人凝血因子 IX（泰邦生物），其中备受瞩目的是年治疗费用超百万的罕见病治疗药物诺西那生钠注射液（SMA）和阿加糖酶 α 注射用浓溶液（法布雷病）均成功纳入医保。我们认为高价罕见病药物成功纳入医保有望推进本土创新药企业后续在罕见病领域研发热情，推动行业更多的向基于患者需求研发方向发展。

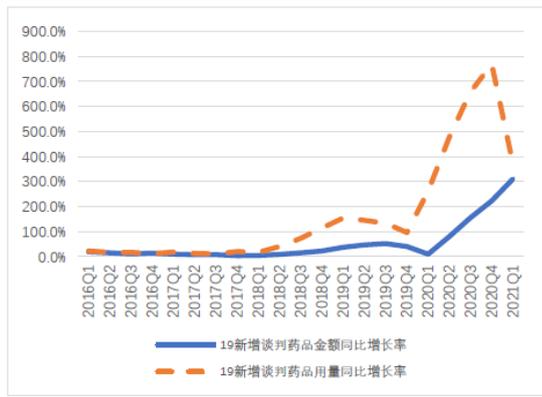
本土创新：持续崛起，医保快速纳入支撑发展。此次我们也看到很多本土创新药品种新近获批即很快纳入医保：包括恒瑞医药的氟唑帕利、甲苯磺酸瑞马唑仑、海曲泊帕乙醇胺，和黄医药索凡替尼、荣昌生物的维迪西妥单抗和泰它西普，海思科环泊酚，泽璟制药的多纳非尼，艾力斯的伏美替尼，人福医药的苯磺酸瑞马唑仑，贝达药业的恩沙替尼、诺诚健华的奥布替尼、艾迪药业的艾诺韦林等，上市后纳入医保的平均速度再获提升。参考目前医保谈判节奏，展望未来获批上市的创新药品种，从获批上市到进入医保可能只需要 6-12 个月周期，有的创新药可能只需要不到 1 个月就可纳入医保，展示出医保局对于临床急需药物加速纳入医保的趋势（CAR-T 和基因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）。我们认为创新药获批后快速纳入医保有望加速创新药行业进入良性循环周期，促进本土创新药行业进入真正意义上的快速崛起阶段。

关注创新主变量，可兑现性更强。参考我们《医保谈判：利好还是利空？》报告数据可以看出创新药品种纳入医保后整体销售额还是处于明显提升趋势中，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。

1.1. 医保谈判到底是利好还是利空？

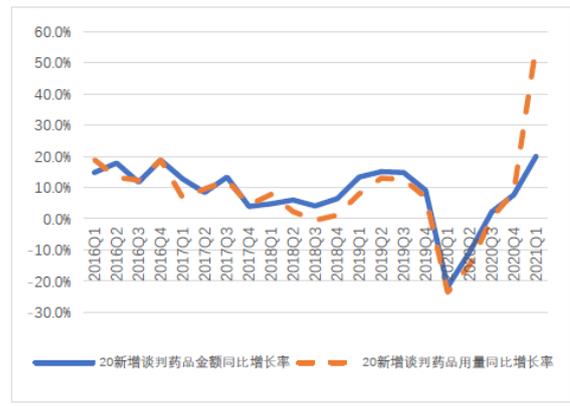
每年医保谈判尤其是创新药品种首次或者新增适应症谈判都成为投资者最为关注的事件。而参考历史上创新药品种纳入医保较大的降价幅度（2019 年信迪利单抗首次进入医保价格降幅达到 64%，2020 年 3 家本土 PD-1 以平均降价 78% 的代价全部纳入医保），投资者更多的是担心价格降幅超预期对已上市创新药企业后续研发热情，以及一级投融资造成较大负面影响。但是我们看到的结果确是创新药纳入医保后整体的放量趋势是确定性的而且销量的提升幅度要远超降价幅度，这也带来了创新药品种纳入医保后会大概率保持销售额持续增长的趋势。据《中国医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》数据披露：在 2020 年新冠肺炎疫情发生后，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：行业大跌，高估值板块回调严重

本周医药板块下跌 1.83%，跑输沪深 300 指数 2.67 个百分点，在所有行业中跌幅排名第 2。2021 年初以来，医药板块下跌 6.7%，跑输沪深 300 指数 0.7pct。成交量上看，医药行业本周成交额为 4412 亿元，占全部 A 股总成交额的 7.6%，环比增长 1.4pct，较 2018 年以来的中枢水平低 0.4pct。估值上看，截至 2021 年 12 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 34 倍 PE，环比下降 0.8pct，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 172%，较上周环比下降 7.5pct，低于四年来中枢水平（182%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周中成药为唯一上涨板块（+1.7%）；中药饮片为跌幅最大板块（-5.9%），医疗服务（-2.7%）、化学制剂（-2.6%）、生物医药（-2.2%）及医疗器械（-2.1%）亦有较大跌幅。

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，中药板块仍为本周唯一上涨板块（1.8%），其中片仔癀（+5.6%）、天士力（3.5%）等个股涨幅较大；医疗服务为本周跌幅最大板块（-7.5%），其中爱博医疗（-12.4%）、欧普康视（-10.7%）和金域医学（-10.0%）等个股跌幅较大；创新药（-3.9%）、医药服务（-3.0%）、生物药（-2.8%）及医药商业（-2.7%）等板块亦有较大跌幅。

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。

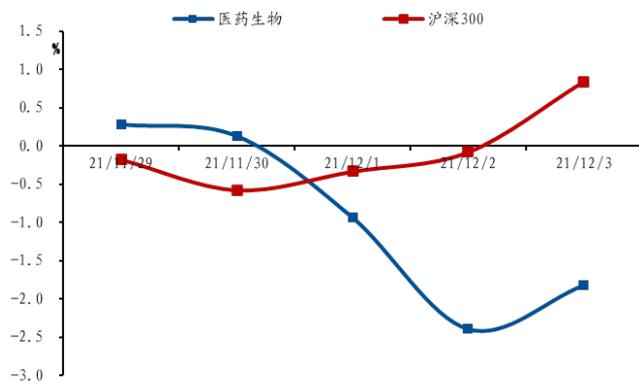
具体结合公司质地和估值情况，我们推荐：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业、昭衍新药、泰格医药、普洛药业、健友股份、普利制药、仙琚制药、复星医药、万孚生物、凯普生物、圣湘生物、润达医疗、维亚生物、阿拉丁、泰坦科技等。

3. 本周行情回顾

3.1. 医药行业行情：本周跌幅第二，成交量环比大增

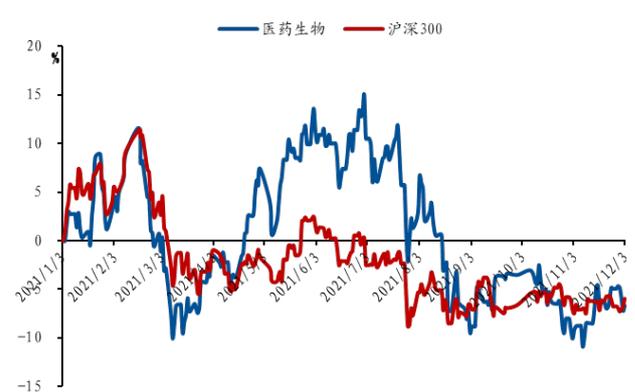
本周医药板块下跌 1.83%，跑输沪深 300 指数 2.67 个百分点，在所有行业中跌幅排名第 2。2021 年初以来，医药板块下跌 6.7%，跑输沪深 300 指数 0.7pct。

图 5：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



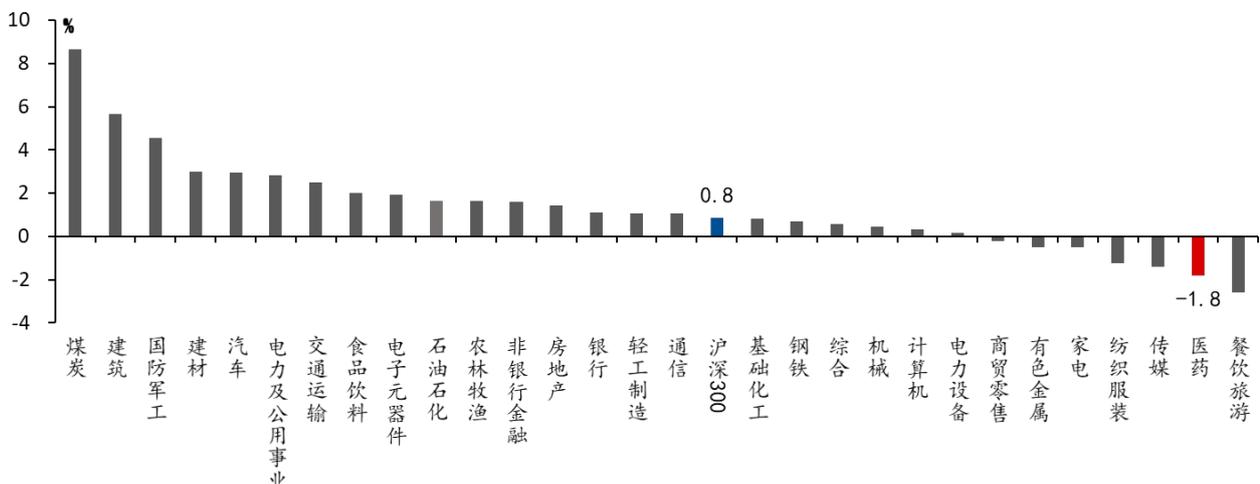
资料来源：Wind，浙商证券研究所

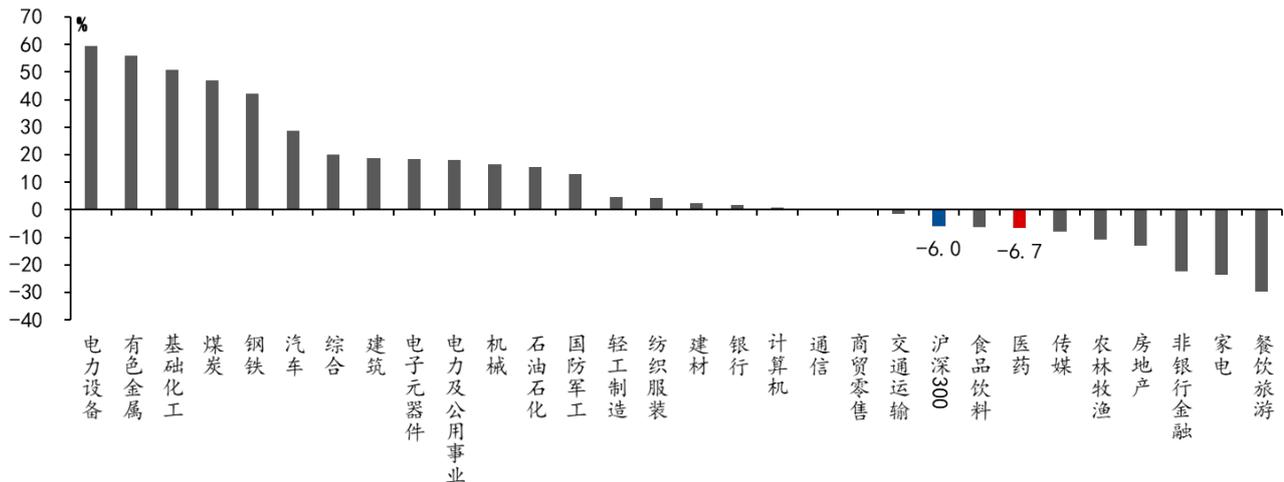
图 6：2021 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



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）

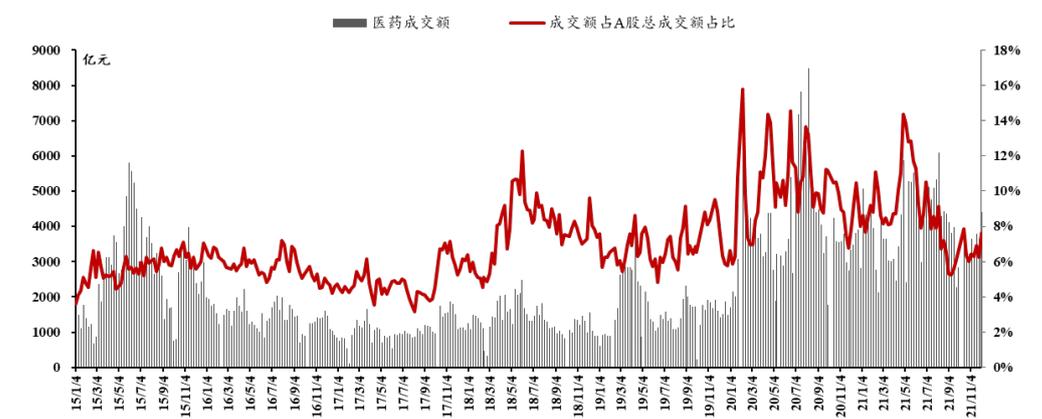




资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额环比大增，略低于历史中枢。成交量上看，医药行业本周成交额为 4412 亿元，占全部 A 股总成交额的 7.6%，环比增长 1.4pct，较 2018 年以来的中枢水平低 0.4pct。

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

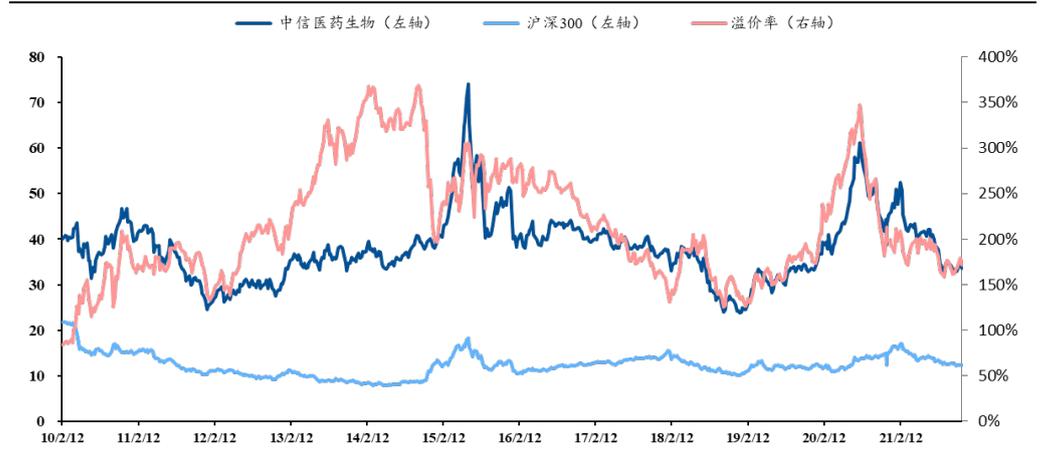


资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值及溢价率持续低于历史中枢。截至 2021 年 12 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 34 倍 PE，环比下降 0.8pct，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 172%，较上周环比下降 7.5pct，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



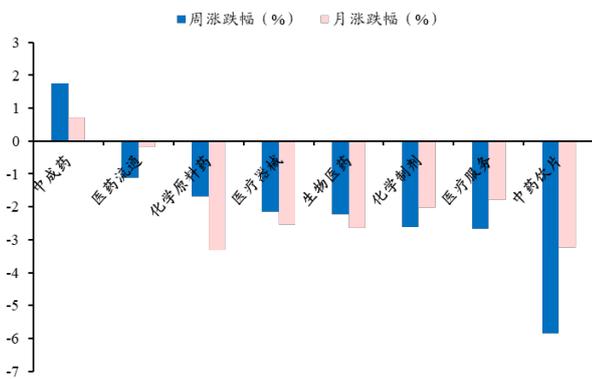
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 医药子行业：中药为唯一上涨板块，高估值板块回调严重

据 Wind 中信医药分类看，本周中成药为唯一上涨板块 (+1.7%)；中药饮片为跌幅最大板块 (-5.9%)，医疗服务 (-2.7%)、化学制剂 (-2.6%)、生物医药 (-2.2%) 及医疗器械 (-2.1%) 亦有较大跌幅。

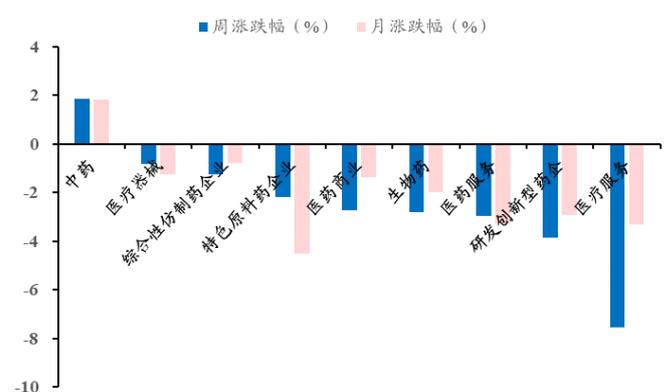
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，中药板块仍为本周唯一上涨板块 (1.8%)，其中片仔癀 (+5.6%)、天士力 (3.5%) 等个股涨幅较大；医疗服务为本周跌幅最大板块 (-7.5%)，其中爱博医疗 (-12.4%)、欧普康视 (-10.7%) 和金域医学 (-10.0%) 等个股跌幅较大；创新药 (-3.9%)、医药服务 (-3.0%)、生物药 (-2.8%) 及医药商业 (-2.7%) 等板块亦有较大跌幅。

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

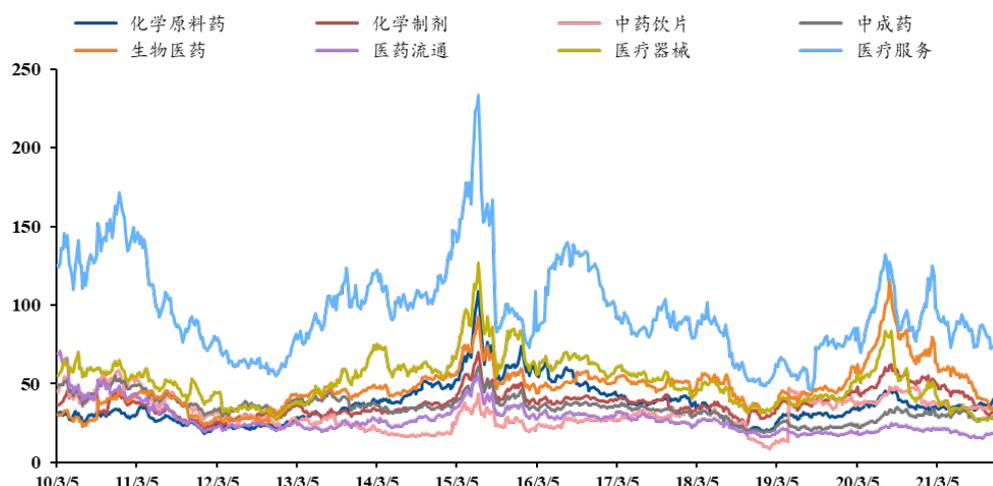
图 11：本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



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，本周中药饮片、中成药两板块 PE 环比略有上升 (+0.3、+0.1)，医疗服务板块估值环比下降最为明显 (-3.2)，其次为医疗器械 (-1.0)、生物医药 (-0.9) 和化学制剂 (-0.8)。目前估值排名前三的板块为医疗服务、化学原料药、中药饮片板块，市盈率分别为 73 倍、41 倍、37 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

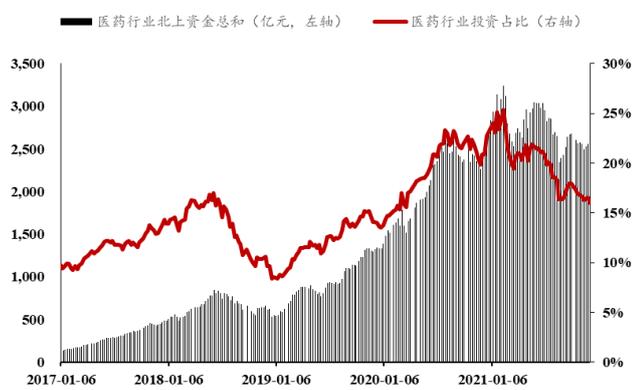
我们认为，从长期来看很多标的基本面优质、长期逻辑充分，其此前较高的估值在当前剧烈调整中易落入合理区间，带来投资机遇。回调下建议积极布局。我们仍然建议重点关注具有中国优势、具备市场化、国际化竞争力的板块，具体而言，包括：

- 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：医药北向资金占比下降，细分板块中仅中药净流入

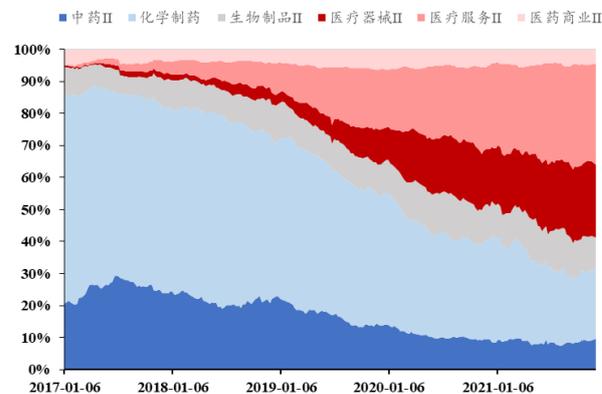
截至 2021 年 12 月 3 日，陆港通医药行业投资 2495 亿元，医药北向资金占陆港通北向资金的比例下降至 16.0%。其中中药板块环比净流入 12 亿元，化学制药、生物制品板块环比分别净流出 24、23 亿元。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，可以看到医疗服务、化学制药和医疗器械板块受关注一直保持高位，预计主要为高估值下的波动而非景气度出现变化。

图 13：2017-2021.12.3 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

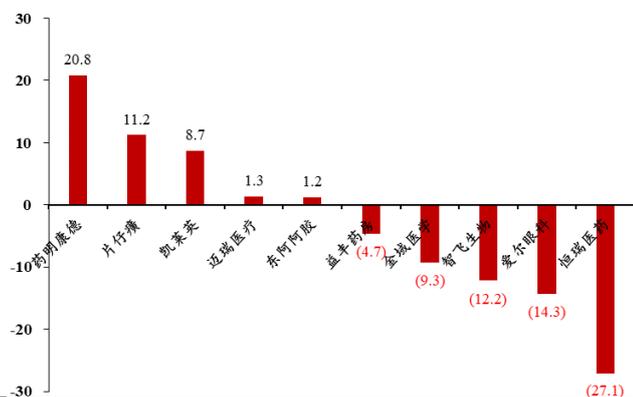
图 14：2017-2021.12.3 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

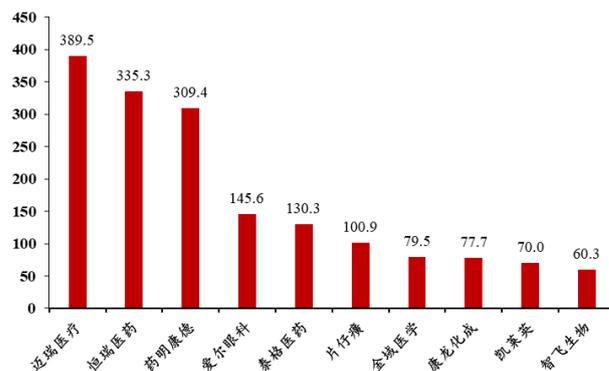
具体持仓标的上, 2021年11月26日至12月3日陆港通医药标的持股市值增长前5名分别为药明康德、片仔癀、凯莱英、迈瑞医疗和东阿阿胶, 市值下降前5名分别为恒瑞医药、爱尔眼科、智飞生物、金域医学和益丰药房。港股通医药标的市值变动前5名分别为维亚生物、石药集团、华润医药、华润医疗和阿里健康, 后5名分别为白云山、锦欣生殖、复星医药、康龙化成和平安好医生。

图 15: 2021.11.26-12.3 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



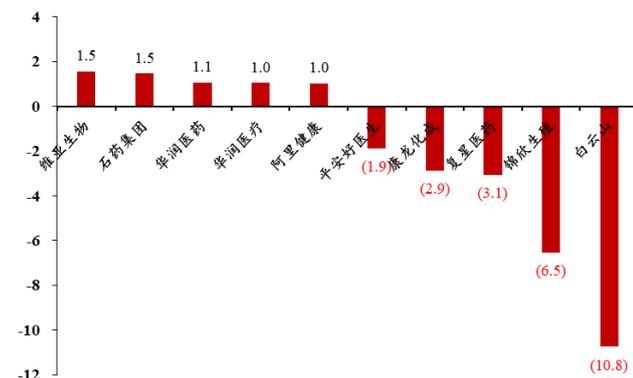
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 2021.11.26-12.3 陆港通医药股市值前 10 名



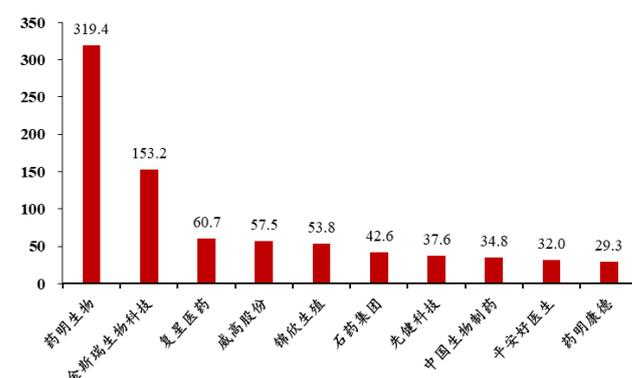
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 2021.11.26-12.3 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



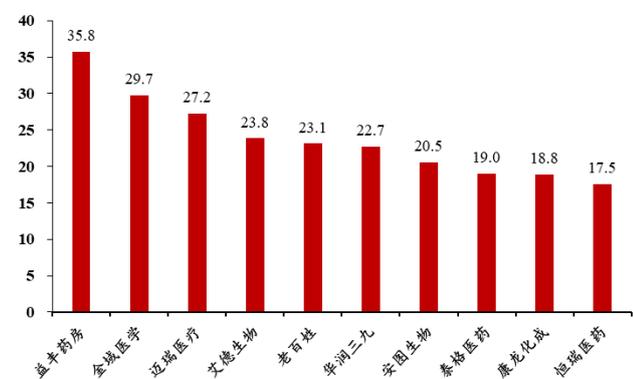
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 2021.11.26-12.3 港股通医药股市值前 10 名



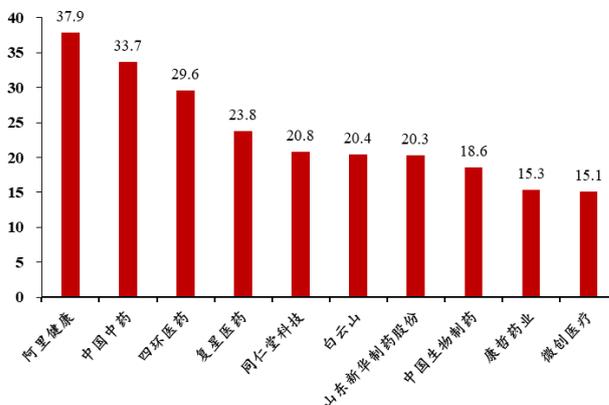
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19: 2021.11.26-12.3 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 2021.11.26-12.3 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15日至12月12日，共有23家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中艾力斯-U、东亚药业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，太安堂第一大股东股权质押比例有所上升，太极集团和贝达药业等公司第一大股东股权质押比例下降。

表 3：2021 年 11 月 15 日至 12 月 12 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		
688105.SH	诺唯赞	2021-11-15	3,305.14	282,093.99			55.18
688212.SH	澳华内镜	2021-11-15	2,750.78	105,932.66			71.16
603939.SH	益丰药房	2021-11-15	1,797.25	87,166.64	2.6%		110.52
688575.SH	亚辉龙	2021-11-17	171.70	4,793.87	5.2%		88.65
688217.SH	睿昂基因	2021-11-17	51.04	3,024.14	4.5%		221.66
300595.SZ	欧普康视	2021-11-18	20.08	1,251.17	0.0%		
688314.SH	康拓医疗	2021-11-18	52.51	3,696.51	4.4%		306.00
688075.SH	安旭生物	2021-11-18	1,406.24	124,874.47			13.44
688076.SH	诺泰生物	2021-11-22	220.06	9,202.74	5.1%		168.59
688613.SH	奥精医疗	2021-11-22	122.53	7,062.88	4.5%		250.82
605177.SH	东亚药业	2021-11-25	2,779.64	74,077.29	97.9%		
002022.SZ	科华生物	2021-11-25	1.65	23.51	0.0%		
002826.SZ	易明医药	2021-11-26	48.56	465.23	0.4%		
603883.SH	老百姓	2021-11-30	4.42	190.54	0.0%		
688578.SH	艾力斯-U	2021-12-02	11,707.50	403,908.74	162.6%		51.78
688117.SH	圣诺生物	2021-12-03	83.43	3,024.28	4.6%		102.51
688358.SH	祥生医疗	2021-12-03	80.00	3,624.00	4.2%		-10.35
603882.SH	金城医学	2021-12-06	162.75	16,820.21	0.4%		
688399.SH	硕世生物	2021-12-06	73.30	9,619.89	2.2%		180.55
603127.SH	昭衍新药	2021-12-07	63.31	8,414.38	0.2%		
688131.SH	皓元医药	2021-12-08	75.99	22,273.20	5.0%		350.99
600201.SH	生物股份	2021-12-08	184.95	2,885.22	0.2%		
688319.SH	欧林生物	2021-12-08	169.34	5,147.86	5.2%		207.69
688198.SH	佰仁医疗	2021-12-09	120.00	30,603.60	5.2%		976.98
688166.SH	博瑞医药	2021-12-10	2,838.46	107,151.90	15.6%		
603880.SH	南卫股份	2021-12-10	343.20	2,258.26	1.2%		

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
太安堂	28.84	0.00	0.00
科伦药业	0.00	100.00	0.00
天宇股份	0.00	12.26	0.00
双林生物	0.00	0.00	7.95
迈克生物	0.00	0.00	-2.40
一心堂	-0.51	0.00	0.00

贝达药业	-4.37	0.00	0.00
太极集团	-9.00	0.00	0.00

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>