

可选消费或引领医药下阶段反弹方向

——医药月报 22/06

医药行业

推荐 维持评级

核心观点

- **防疫政策放松带动消费复苏情绪。**自从入境和密接人员隔离时间缩短到“7+3”后，全国各地纷纷放松疫情管制，促进人员流动。受此影响，市场参与者持续交易消费复苏逻辑，医药板块中可选消费属性较强的领域跟随消费行情表现坚挺。此外，中国的经济周期本来就领先于欧美国家，再加上股市喜欢提前炒作预期的特点，当前市场行业轮动已开始交易衰退至复苏阶段，市场风格有利于医药中可选消费属性较强的领域。
- **高端可选消费基本面强劲。**新冠疫情后，各国货币宽松导致了“K型”复苏。在“K型”消费趋势下，面向高收入群体的可选消费可能比必选消费还强劲。高端消费品面对的高收入群体无论经济繁荣还是衰退都有能力保持收入不断增长，必需消费品却可能因为经济衰退时中低收入群体收入滑坡而表现不佳。无论是繁荣还是衰退，只要假设社会保持稳定，“K型”分化就会持续下去。高端消费品将持续受益于“K型”消费便是所需假设最少就能成立的长期趋势。
- **投资建议：**
医药中的高端可选消费主要是名贵保健品以及改善型医疗服务。类似片仔癀这样的名贵中药 OTC 一般属于保健品逻辑。医美大部分都属于改善型医疗服务，眼科、牙科中的部分项目也属于改善型医疗服务。若可选消费引领市场反弹，医药中的高端可选消费或有更好表现。虽然从个股估值来看，医药板块中的高端可选消费股票均处于高估状态，但是 A 股短期市场风格仍可能驱动其大幅上涨。
- **本月推荐：**

代码	公司	推荐理由	6月涨幅	相对 SW 医药收益
300896.SZ	爱美客	医美耗材龙头	10.9%	0.5%
300015.SZ	爱尔眼科	连锁眼科龙头	20.5%	10.0%
600436.SH	片仔癀	名贵中药代表	15.2%	4.7%
300171.SZ	东富龙	国产制药装备龙头	1.1%	-9.4%
300760.SZ	迈瑞医疗	国产医用设备龙头	3.5%	-6.9%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **风险提示：**
控费降价压力超预期的风险；集采价格降幅及推进速度超出预期的风险；市场风格反复摇摆的风险等

分析师

刘晖

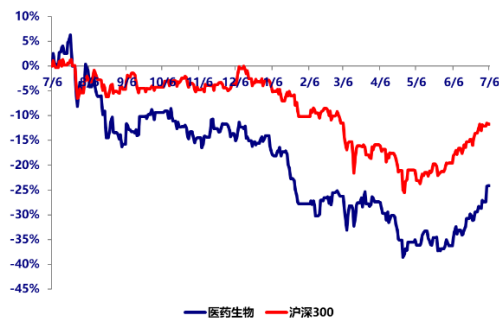
☎：010-80927655

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080003

行业数据

2022.07.05



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

2022-06-07 行业 5 月动态报告：猴痘敲响警钟，需加强
医疗基础设施建设
2022-04-28 行业 4 月动态报告：一季度医药持仓占比环
比提升
2022-03-31 行业 3 月动态报告：“十四五”中医药规划
发布，看好长期发展前景
2022-03-08 行业 2 月动态报告：多省市明确辅助生殖纳
入医保，渗透率有望提升
2022-01-31 医药行业 1 月动态报告：医药持仓位于低位，
关注板块修复性机会
2021-12-30 医药行业 12 月动态报告：多因素共振驱动品
牌中药价值回归
2021-11-26 医药行业 11 月动态报告：对 Omicron 无需过
度悲观，关注检测、小分子药物与疫苗投资机会
2021-10-31 医药行业 10 月动态报告：三季度医药持仓仍
处超配，重仓集中度提升
2021-09-29 医药行业 9 月动态报告：中成药集采开启，
价格降幅预期温和
2021-08-23 医药行业 8 月动态报告：化学发光集采开启，
进口替代有望提速
2021-08-02 医药行业 7 月动态报告：医药持仓占比提升，
关注“创新+消费”主线
2021-07-02 医药行业 6 月动态报告：中西医联合疗法地
位提升，关注中医板块投资机会

目 录

一、医药中的可选消费领域或成下一阶段主攻方向.....	3
（一）防疫政策放松带动消费复苏情绪，可选消费或表现出色	3
（二）名贵保健品以及改善型医疗服务或表现更强	4
二、行业运行数据短期受疫情影响，长期前景看好.....	5
（一）医药制造业收入增速再次受疫情影响，医疗费用占 GDP 比例远低于美国	5
（二）行业经营数据分析	8
三、医药板块市场表现	12
（一）当前医药板块占 A 股总市值跌破 8%，估值处于偏低水平	12
（二）医药板块表现弱于沪深 300	12
四、本月推荐.....	14
（一）短期市场风格和基本面均偏好高端可选消费	14
（二）看好医药板块中的高端消费和硬科技领域	14
五、风险提示.....	15

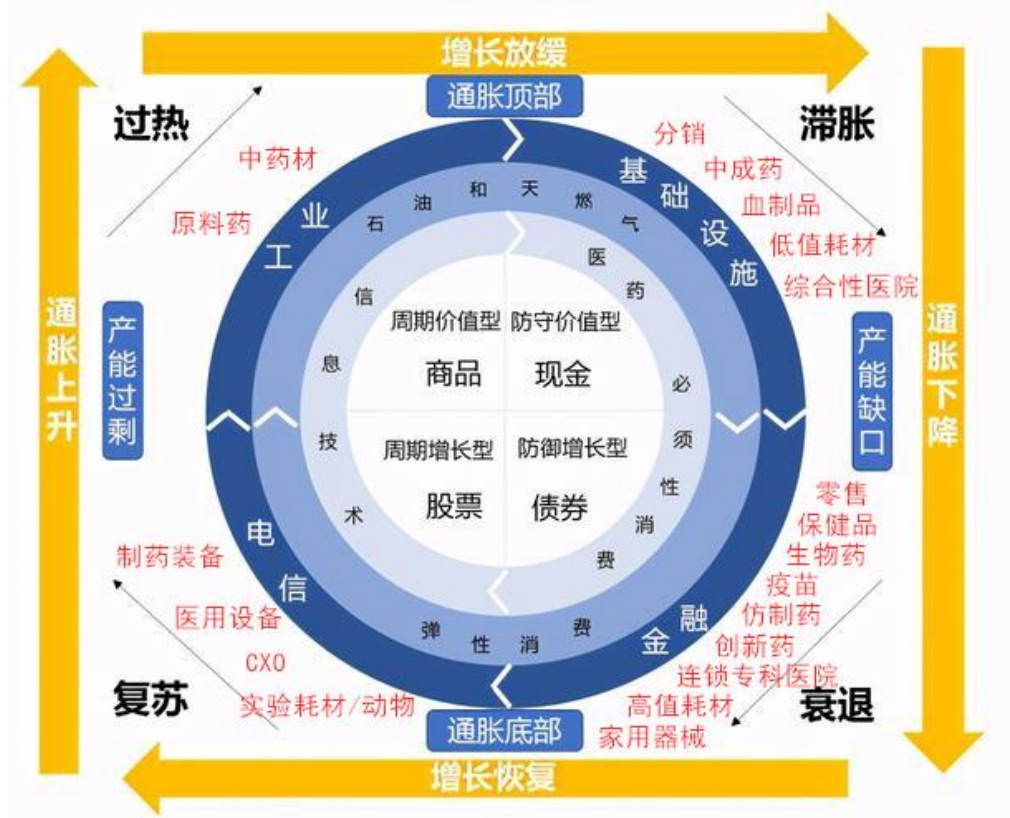
一、医药中的可选消费领域或成下一阶段主攻方向

（一）防疫政策放松带动消费复苏情绪，可选消费或表现出色

医药板块中产品 to C 端的细分领域具有更强消费属性。从行业整体角度看，偏向消费属性的医药领域大都属于必选消费，但是具体到个别公司或个别产品，往往兼具一定的可选消费属性。依赖创新研发推出新产品的医药细分领域兼具可选消费特征，因为这些创新型产品在上市初期一般主打差异化发展路线，定价较高但具有更好的疗效或者更好的用户体验，这些新产品在推广初期都表现出明显的可选消费特征。面临降价压力的非独家品种（或者是相同生态位竞品较多的独家品种）也兼具可选消费特征，这些品种无论面对集采还是医保谈判降价，都不得不打价格战抢夺市场规模，其定价不具备必选消费抗通胀的属性，往往更像可选消费品的定价模式。

防疫措施放松带动消费复苏逻辑。自从入境和密接人员隔离时间缩短到“7+3”后，全国各地纷纷放松疫情管制，促进人员流动。受此影响，市场参与者持续交易消费复苏逻辑，医药板块中可选消费属性较强的领域跟随消费行情表现坚挺。此外，中国的经济周期本来就领先于欧美国家，再加上股市喜欢提前炒作预期的特点，当前市场行业轮动已开始交易衰退至复苏阶段，市场风格有利于医药中可选消费属性较强的领域。下图展示了医药各个细分领域各自偏好的市场风格，有关该图详细解释可参考中期策略《看好政策免疫的硬科技和高端消费领域》。

图 1.1.1: 医药各细分领域的行业轮动



资料来源：中国银河证券研究院

（二）名贵保健品以及改善型医疗服务或表现更强

新冠疫情后，各国货币宽松导致了“K型”复苏。“K型”复苏概念是在2020年新冠肺炎疫情后首次提出，用来描述不同地区、不同行业、不同部门以及人群复苏的不平衡性。在“K型”消费趋势下，面向高收入群体的可选消费可能比必选消费还强劲。高端消费品面对的高收入群体无论经济繁荣还是衰退都有能力保持收入不断增长，必需消费品却可能因为经济衰退时中低收入群体收入滑坡而表现不佳。无论是繁荣还是衰退，只要假设社会保持稳定，“K型”分化就会持续下去。高端消费品将持续受益于“K型”消费便是所需假设最少就能成立的长期趋势。

医药中的高端可选消费主要是名贵保健品以及改善型医疗服务。部分名贵中药OTC虽然是药品批号，但是其需求明显的表现出保健品或礼品的性质。最典型的例子就是片仔癀，其产品经常被当作保健品来用，或者被当作礼品赠送，甚至因为耐保存还被用于囤货升值，是医药里面接近茅台属性的高端可选消费。医美大部分都属于改善型医疗服务，眼科、牙科中的部分项目也属于改善型医疗服务，具有明显的高端可选消费特征。例如，治疗近视和补牙等项目的目标客户往往是高收入群体，虽然这些项目用到的高值耗材目前有被控费迹象，但是终端的医疗费用不一定被压缩。

综上所述，高端可选消费或成可选消费中基本面最强的方向。因此，若可选消费引领市场反弹，医药中的高端可选消费或有更好表现。虽然从个股估值来看，医药板块中的高端可选消费股票均处于高估状态，但是A股短期市场风格仍可能驱动其大幅上涨。

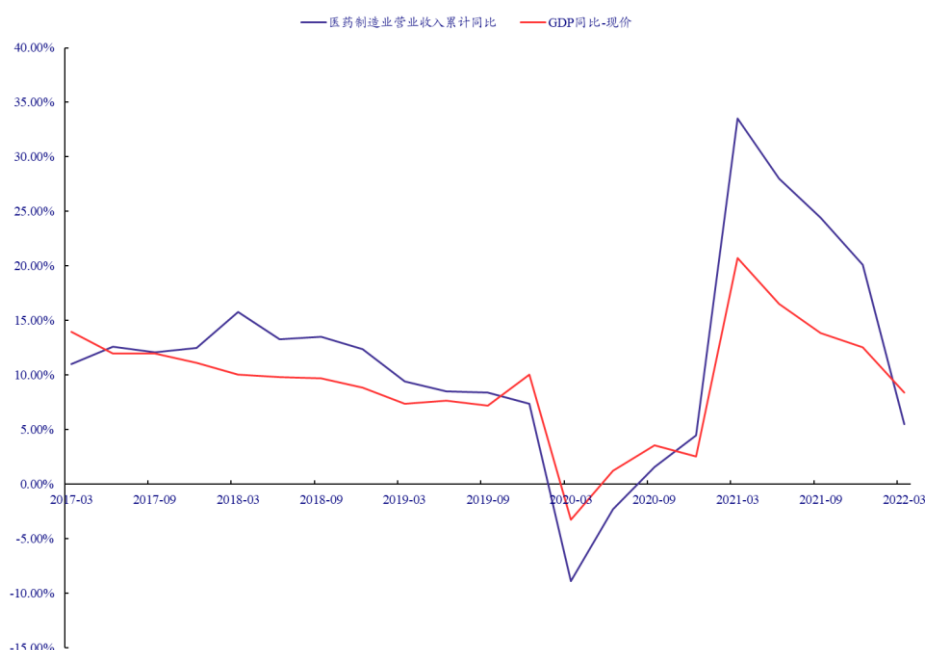
二、行业运行数据短期受疫情影响，长期前景看好

（一）医药制造业收入增速再次受疫情影响，医疗费用占 GDP 比例远低于美国

1. 医药制造业收入增速再次低于 GDP 增速

近 10 年来，我国人民物质生活的改善，带动了持续不断的医疗升级需求，医药行业常年保持快于 GDP 增速的增长。医疗需求一方面来自于人口增加带来的基本医疗需求，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。随着基数增大，我国医药制造业主营增速逐渐放缓，但仍然保持快于 GDP 的增速。同时，17、18 年收入增速提高与两票制下“低开转高开”有较大关系。2020 前三季度受疫情冲击影响，医疗机构作为高风险地区纷纷限制营业，其他传染病也因为防疫措施得到遏制，医药需求大幅下滑，医药制造业收入增速大幅回落并低于 GDP 增速，至 2020 年第四季度才再次反超 GDP 现价累计增速。2021 年医药制造业收入增速强劲复苏，且保持高于 GDP 的增速。但是 2022 年一季度医药制造业收入增速再次低于 GDP 增速，主要是因为去年基数较高，且今年也有疫情影响。

图 2.1.1: 中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算）

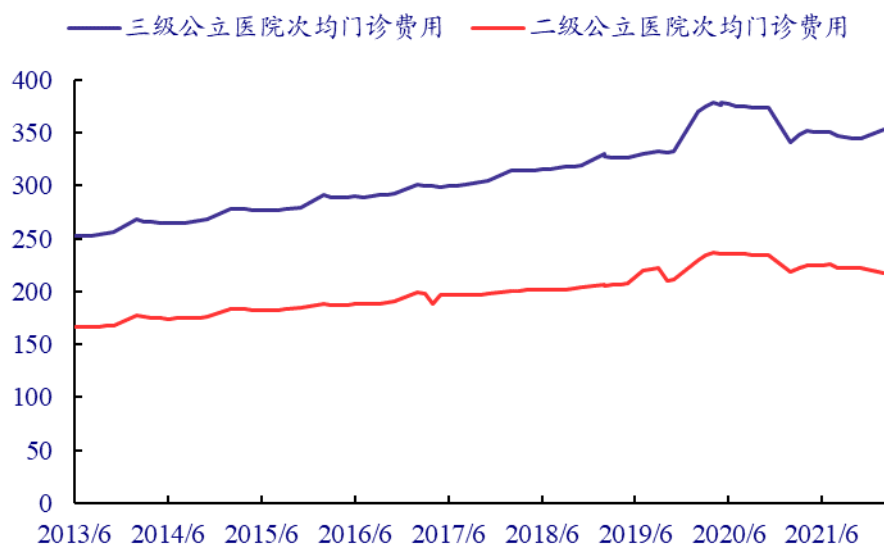


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2. 公立医院次均门诊费用和人均住院费用上升势头被遏制

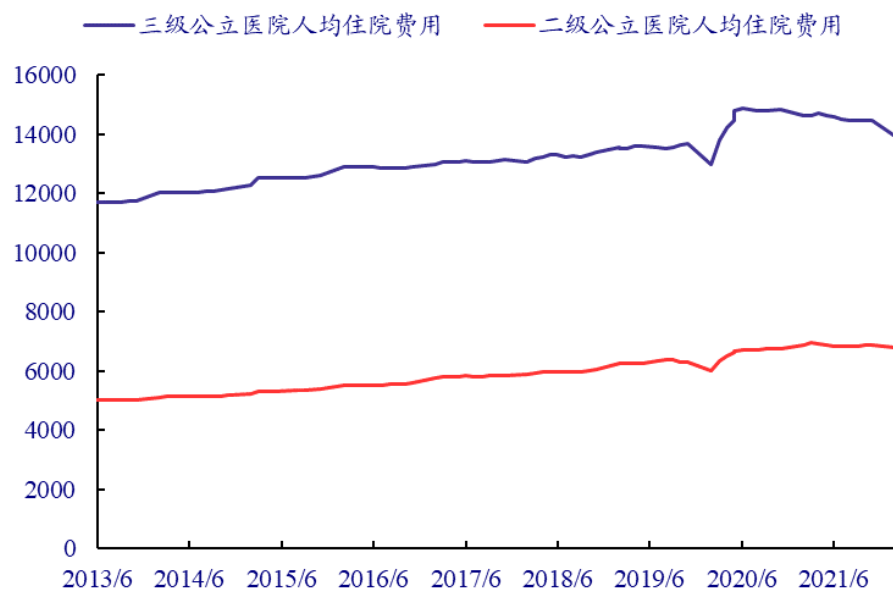
2020 年下半年开始，门诊费用和住院费用上升势头被遏制。从 2013 年 6 月至 2022 年 2 月，中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中，次均门诊费用从 253.0 元和 166.3 元分别提高到 353.5 元和 217.0 元；人均住院费用从 11717.2 元和 5016.3 元分别提高到 13918.3 元和 6792.8 元。整体而言，门诊费用和住院费用大部分时间都在稳步上升，2020 上半年更是因为疫情短暂冲高，但是自 2020 年下半年起，该上升势头被遏制，说明医改控费卓有成效。

图 2.1.2: 次均门诊费用统计 (元)



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 2.1.3: 人均住院费用统计 (元)

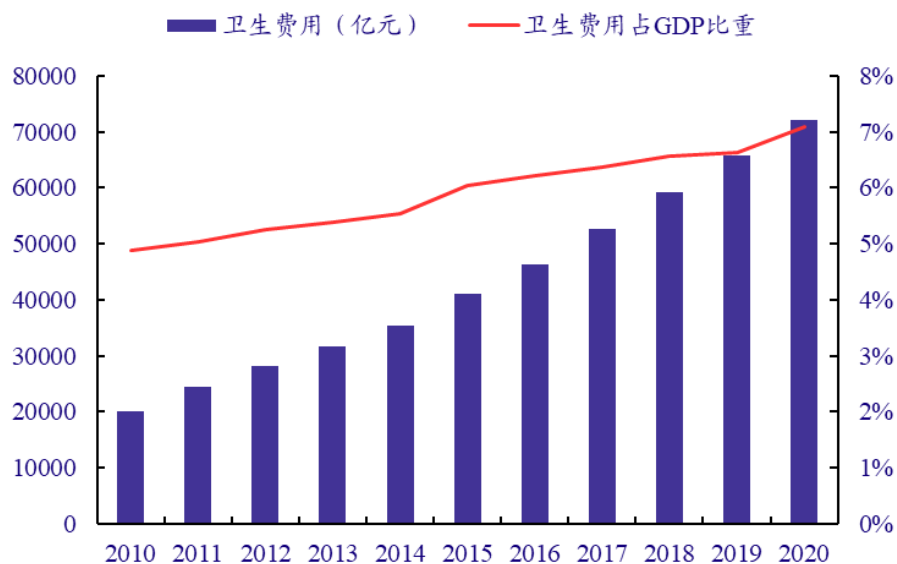


资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

3. 医疗卫生费用占 GDP 比重稳步提升, 但远低于美国

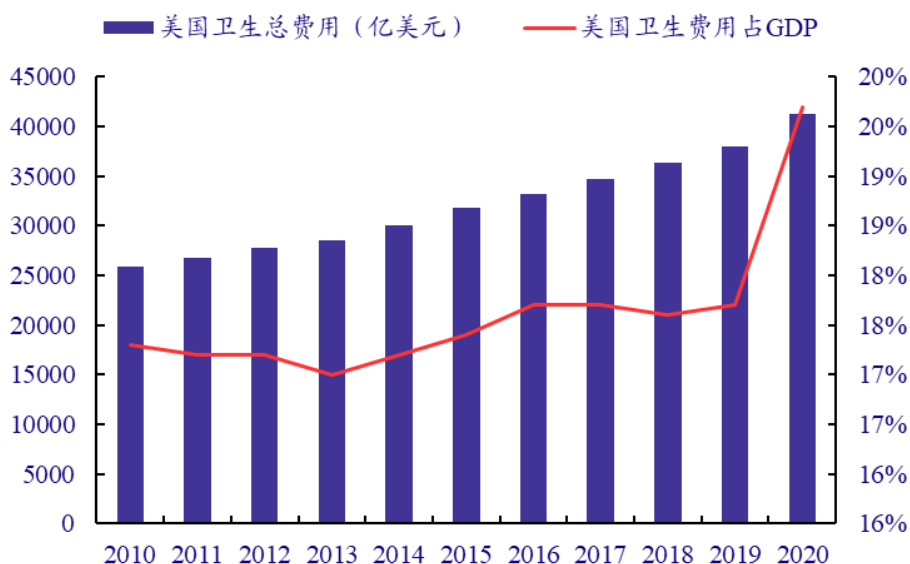
2020 年我国卫生费用占 GDP 比重 7.10%, 而美国 2020 年占比则为 19.70%。近 10 年来, 我国卫生费用占 GDP 比重呈逐年上升趋势, 从 2010 年的 4.89% 提升至 2020 年的 7.10%。不过对比美国, 我国卫生费用占 GDP 比重依然较低。预计随着医疗升级需求的增长, 我国卫生费用占 GDP 比重仍有提升空间。不过由于美国医疗费用虚高问题严重, 预计我国卫生费用占 GDP 比值最终不会提升至美国那样的高水平。

图 2.1.4: 中国卫生费用（亿元）和占 GDP 比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2.1.5: 美国卫生费用（亿元）和占 GDP 比重



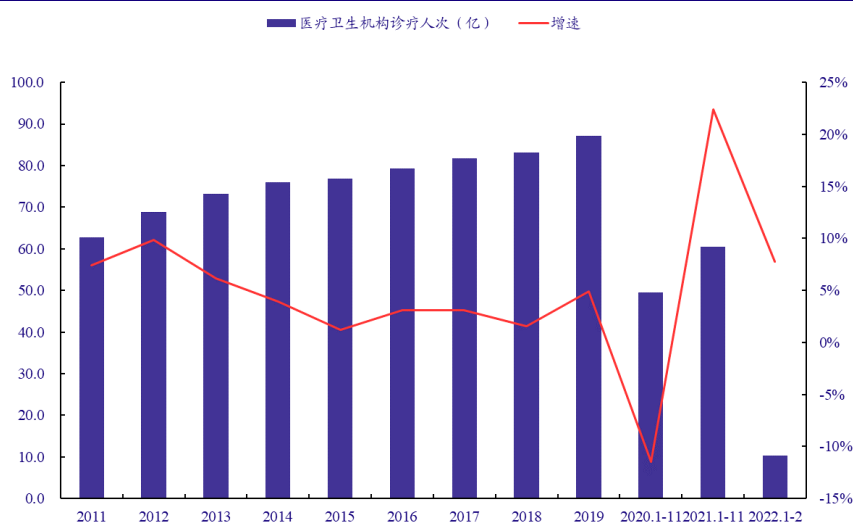
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业经营数据分析

1. 医疗服务量受疫情影响明显

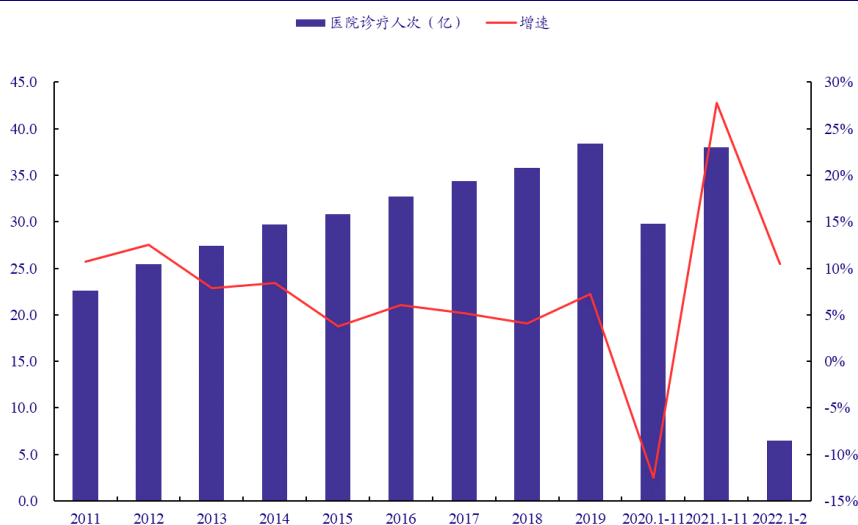
2022 年 1-2 月医疗服务仍然增长，但预计后面数据会显示疫情影响。2022 年 1-2 月医疗机构诊疗人次达 10.4 亿人次，同比上升增长 7.8%；出院人数达 3856.0 万人，同比增长 8.9%。自 2016 年至 2019 年，医疗机构服务数据增速维持低位运行。2020 年受新冠疫情影响，医疗服务数据大幅下滑，2021 年医疗服务数据大幅反弹，但预计 2022 年还是会被疫情严重压制。

图 2.2.1: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



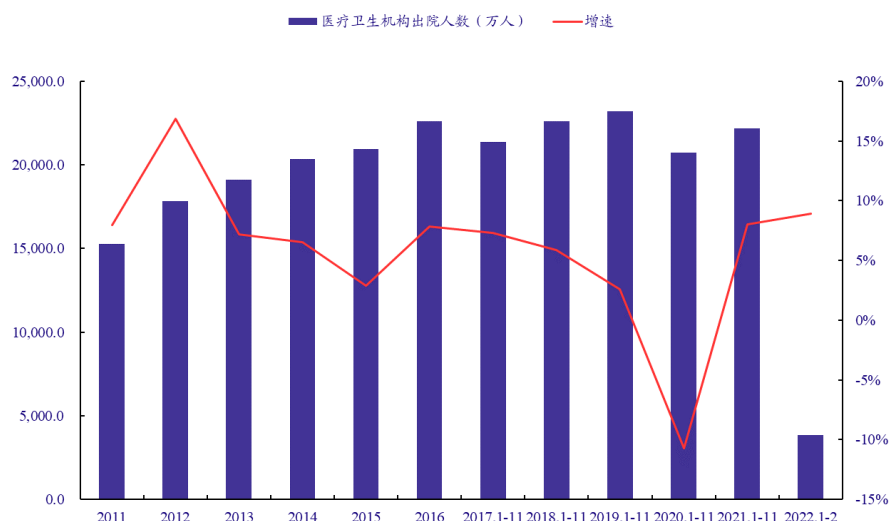
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 2.2.2: 全国医院诊疗人次变化情况



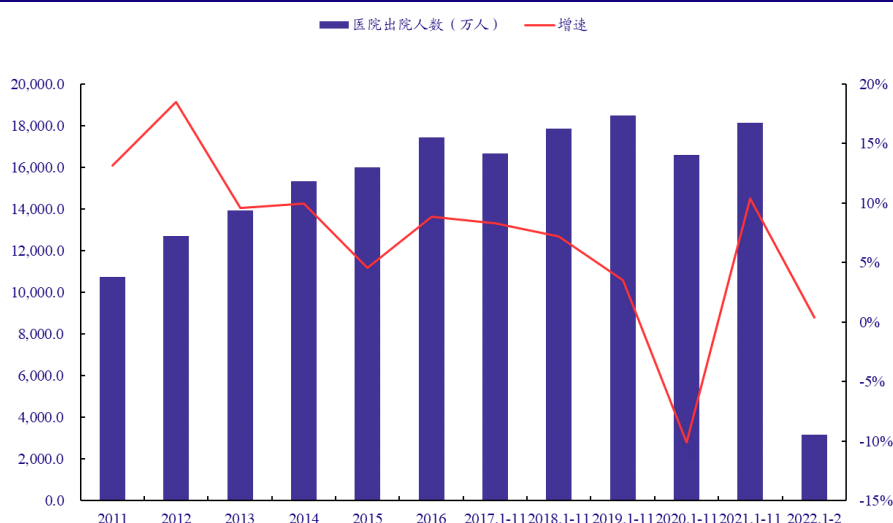
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 2.2.3: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 2.2.4: 全国医院出院人数变化情况

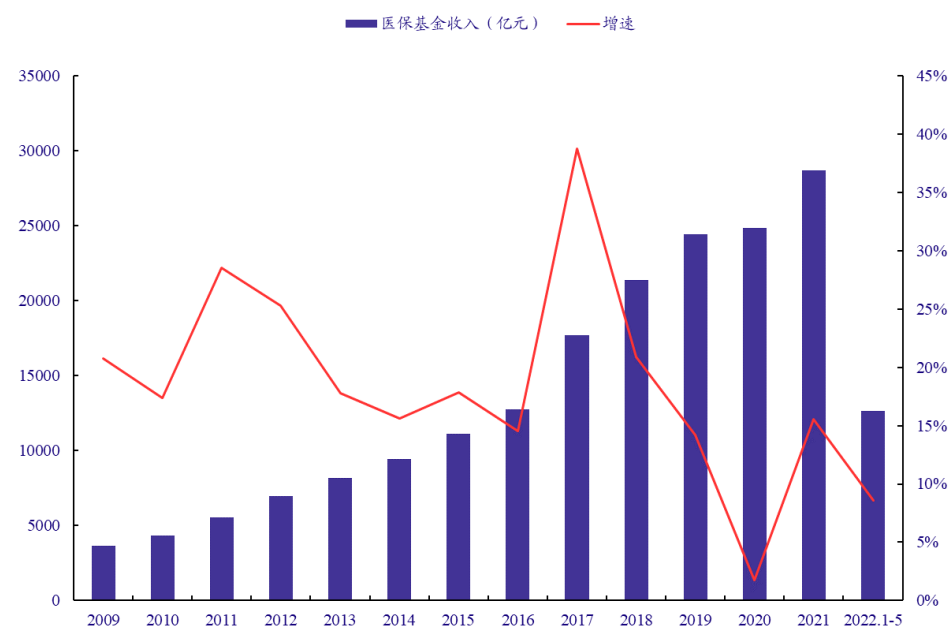


资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

2. 医保收支再次受疫情影响, 商业健康险收支疲软

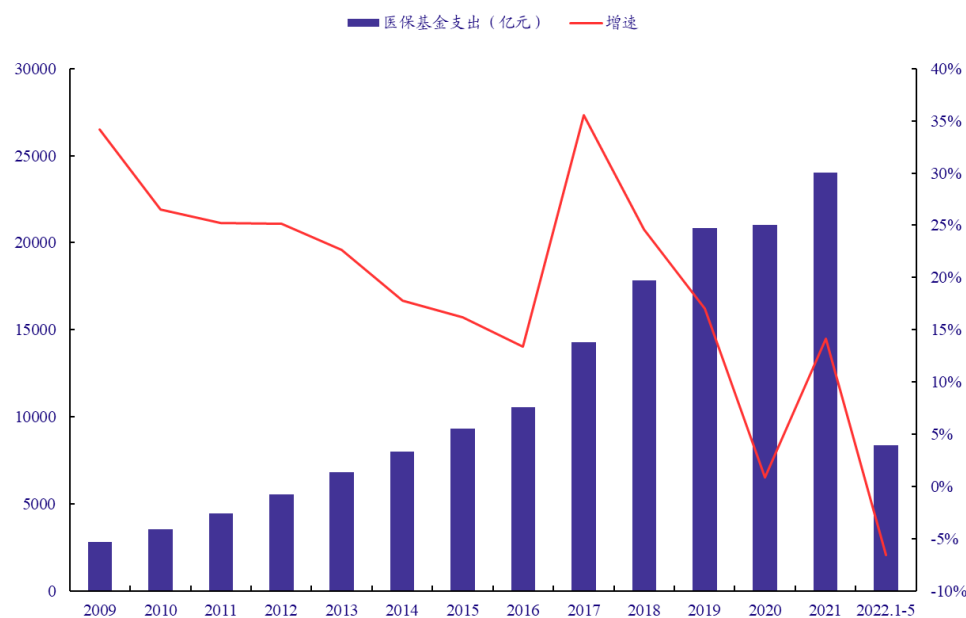
2022 年 1-5 月医保收入 12675.46 亿元, 同比增长 8.62%; 医保支出 8365.79 亿元, 同比下降 6.58%。2022 年初疫情再次抬头, 医保收支增长再次承压。在疫情严重的时候, 医保收入增速预计会有较大幅度下滑但仍能勉强增长, 主要是因为疫情期间企业经营困难以及“减税降费”等纾困举措; 医保支出预计会负增长, 主要是因为疫情期间防疫措施导致医疗机构服务量大幅下滑。

图 2.2.5: 医保基金收入



资料来源: 医保局, 中国银河证券研究院

图 2.2.6: 医保基金支出

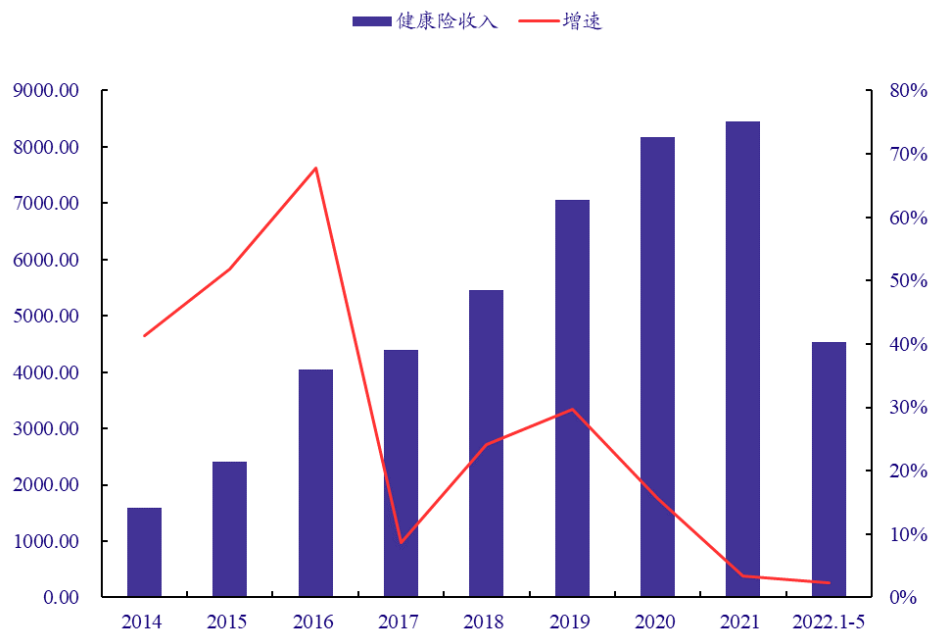


资料来源: 医保局, 中国银河证券研究院

2022年1-5月, 健康险筹资额 4530.15 亿元, 同比微增 2.34%; 赔付额 1480.48, 同比下降 9.97%。健康险筹资额和赔付额增速大幅下滑, 除疫情直接影响外, 也表明居民收入水平已受到疫情较大冲击, 因此商业保险景气度下行。

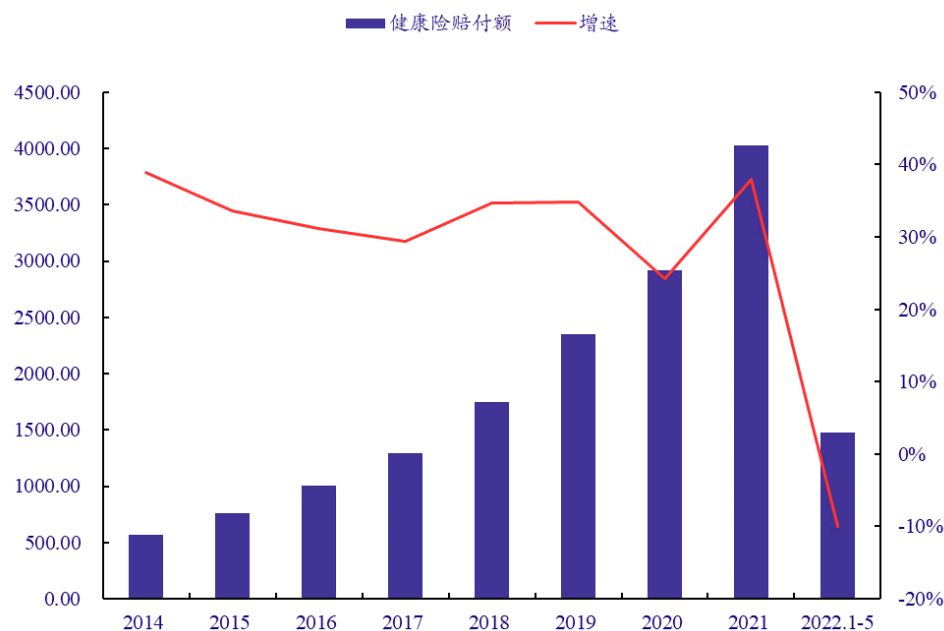
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 2.2.7: 健康险筹资额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

图 2.2.8: 健康险赔付额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

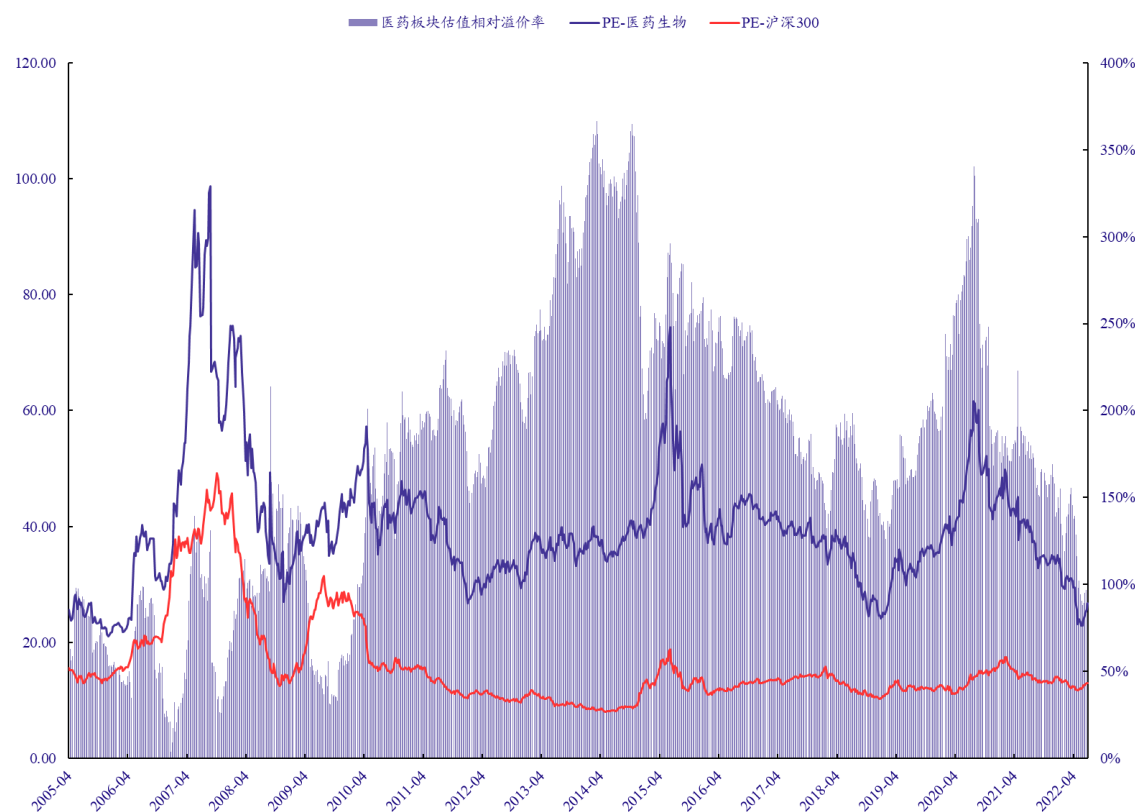
三、医药板块市场表现

(一) 当前医药板块占 A 股总市值跌破 8%，估值处于偏低水平

截至 7 月 5 日，医药上市公司市值占比 A 股整体的 7.86%。截至到 2022 年 7 月 5 日，市值突破 3000 亿的医药公司有 2 家，分别为迈瑞医疗（4066.53 亿元）和药明康德（3355.37 亿元），此外还有 10 家公司市值在 1000-3000 亿之间。

截至 2022 年 7 月 5 日，医药行业一年滚动市盈率为 26.72 倍，沪深 300 为 13.00 倍。医药股市盈率相对于沪深 300 溢价率当前值为 105.53%，历史均值为 174.58%，当前值较 2005 年以来的平均值低 69.05 个百分点，位于历史偏低水平。

图 3.1.1: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 医药板块表现弱于沪深 300

自年初以来至 7 月 5 日，申万医药生物指数下跌 11.35%，沪深 300 指数下跌 9.13%，医药板块年初以来表现略差于沪深 300 指数，医药板块相对收益-2.23%。

图 3.2.1: 医药生物指数和沪深 300 年初以来表现对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、本月推荐

(一) 短期市场风格和基本面均偏好高端可选消费

当前市场行业轮动风格类似于衰退至复苏阶段，医药领域中的高端可选消费或有较好表现。中国的经济周期本来就领先于欧美国家，再加上股市喜欢提前炒作预期的特点，当前市场行业轮动已经“意念”到了衰退至复苏阶段。今年以来，俄乌冲突和疫情严重打击了中国投资者的信心，此后交易预期的资金已经提前开始交易复苏阶段，而交易现实的资金似乎仍处于交易衰退的阶段。具体到市场上，就是轮动风格在衰退和复苏象限反复摇摆，新能源、芯片、光伏为代表的硬科技领域和消费、医药为代表的大消费领域表现活跃，市场风格持续炒作赛道股和白马股。医药主流领域整体上属于必选消费，但大都兼具部分可选消费属性，会在衰退至复苏阶段表现较好，因此当前市场风格已轮动到对医药友好的时期。

在“K 型”消费趋势下，面向高收入群体的可选消费基本面可能比必选消费还强劲。高端消费品面对的高收入群体无论经济繁荣还是衰退都有能力保持收入不断增长，必需消费品却可能因为经济衰退时中低收入群体收入滑坡而表现不佳。无论是繁荣还是衰退，只要假设社会保持稳定，“K 型”分化就会持续下去。高端消费品将持续受益于“K 型”消费便是所需假设最少就能成立的长期趋势。

(二) 看好医药板块中的高端消费和硬科技领域

当前市场热点集中在硬科技和可选消费领域。医药领域中的制药装备、医用设备、名贵中药和改善型医疗服务或许有更好表现。制药装备和医用设备属于硬科技领域，受益于工业升级大趋势，制药装备完全不受政策压力，医用设备目前仅有安徽省试行集采政策。名贵中药和改善型医疗服务属于面向高收入群体的可选消费领域，如片仔癀这类的名贵中药 OTC 很少受政策压力，医美、眼科、牙科等改善型医疗服务的高值耗材可能会面临更多政策压力，但是医疗服务费用并不一定严重受限。

表 4.2.1: 推荐组合

代码	公司	推荐理由	6 月涨幅	相对 SW 医药收益
300896.SZ	爱美客	医美耗材龙头	10.9%	0.5%
300015.SZ	爱尔眼科	连锁眼科龙头	20.5%	10.0%
600436.SH	片仔癀	名贵中药代表	15.2%	4.7%
300171.SZ	东富龙	国产制药装备龙头	1.1%	-9.4%
300760.SZ	迈瑞医疗	国产医用设备龙头	3.5%	-6.9%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、风险提示

控费降价压力超预期的风险；集采价格降幅及推进速度超出预期的风险；市场风格反复摇摆的风险等

插图目录

图 1.1.1: 医药各细分领域的行业轮动	3
图 2.1.1: 中国医药制造业营业收入和 GDP 累计增速对比（现价计算）	5
图 2.1.2: 次均门诊费用统计（元）	6
图 2.1.3: 人均住院费用统计（元）	6
图 2.1.4: 中国卫生费用（亿元）和占 GDP 比重	7
图 2.1.5: 美国卫生费用（亿元）和占 GDP 比重	7
图 2.2.1: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况	8
图 2.2.2: 全国医院诊疗人次变化情况	8
图 2.2.3: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况	9
图 2.2.4: 全国医院出院人数变化情况	9
图 2.2.5: 医保基金收入	10
图 2.2.6: 医保基金支出	10
图 2.2.7: 健康险筹资额（亿元）及增速	11
图 2.2.8: 健康险赔付额（亿元）及增速	11
图 3.1.1: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比	12
图 3.2.1: 医药生物指数和沪深 300 年初以来表现对比	13

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@ChinaStock.com.cn