



投资策略研究

【粤开策略主题研究】深度复盘启示录：2000年以来的四轮医药牛市行情

2023年04月12日

投资要点

分析师：陈梦洁

执业编号：S0300520100001

电话：010-83755578

邮箱：chenmengjie@y kzq.com

近期报告

《【粤开策略】四维度挖掘央企、国企的潜力股、进步生和全能王》2023-03-16

《【粤开策略大势研判】季报期的复苏成色验证，关注库存去化充分、产能利用率修复、率先进入复苏期的行业》2023-03-19

《【粤开策略大势研判】风格轮动趋缓，从前期占优行业把握市场主线》2023-03-26

《【粤开策略大势研判】积极布局基本面修复行情》2023-04-02

《【粤开策略大势研判】热点或将有所扩散，布局消费、科技主线》2023-04-09

复盘 2000 年以来的四轮医药牛市行情

2000 年以来医药行业经历了四轮较为完整的牛市行情，分别是：06-07 年的大盘牛、09-10 年的新医改牛、13-15 年的创新牛和 19-20 年的蓝筹疫情牛。从相对大盘走势看，仅 06-07 年未取得超额收益，尤其是新医改之后，行业不断进行改革创新和结构升级，医药板块获得了长周期维度下不错的收益，整体呈现牛长熊短的特征，是 A 股长期走势较为稳健的板块之一。

历次医药牛市行情的驱动因素有哪些？

政策改革指引发展格局。医药行业兼具民生和经济发展属性，强政策调控必不可少。国内医药政策调整概括来讲是医药、医疗、医保等医药卫生体制基本秩序的构建及改革。以 2009 年为分界点，在此之前，行业处于秩序构建和政策探索试点期，医药行业尚不发达，行情也以大盘拉动为主；在进入秩序改革期后，医药行业发展迈入新阶段。以史为鉴，在行情演绎中，政策变化会在一定时间范围内影响和扰动市场，但中长期维度来看，医药行业始终是强刚需行业，往往能够在格局优化、动能切换中迎来更好地高质量发展。

基本面助攻：供需为长期之盾、盈利拐点为短期上攻之剑。医药行业被称为“永不衰落的朝阳行业”。从长期趋势来看，我国已进入人口老龄化阶段，而伴随着人口结构的变化，势必大幅催生对医疗保健、生命健康等方面的需求。从复盘情况来看：基本每一轮的牛市都行情演绎都伴随着利润端的拐点与修复，二者的同步性会受到当时全球环境、市场风险偏好、资金性质等因素的扰动影响，也就是说盈利端的拐点是牛市行情的基础。

资金助推趋势。资金面则无疑是资本市场表现最直接的助推因素，从过去四轮医药牛市阶段，新发基金的发行情况来看，每一轮都离不开资金的推动力。

2023 年医药行业投资机会展望

政策、技术展望：政策周期消化，行业重回创新研发驱动。研发管线的丰富程度是衡量发展前景的重要指标。重磅品种方面，2023 年预计将会有 30 个左右国产一类创新药物获批上市，big pharma 挨过转型阵痛，biotech 公司进一步完善产品矩阵，双双进入收获期。国际化市场方面，多家药企自主出海进入关键节点，海外销售放量具备确定性。

业绩前瞻：行业整体复苏。结合年报、预告和一季报情况发现，行业整体明显回暖，业绩预喜率较高，同时利润端的修复也较为明显。从已披露年报的 141 家公司情况看，大部分公司实现了业绩的正增长，尤其是线下药店、医药研发外包、医疗设备、原料药等领域的净利润平均增长较快。

资金角度：机构持仓历史低位，已有边际回暖。从持仓市值占比来看，公募有更强的定价权。目前公募在医药行业，公募持仓市值占比约 11%，距离历史 18% 的水平具有较大弹性空间。从边际变化的角度来看，公募已在持续加仓，医药生物行业的持仓市值占比提升幅度位居前。北上资金对医药行业的持仓保



持稳定，但近期流入幅度明显加速。

23Q2 市场展望：牛长熊短，新周期起点。从历史估值水平来看，当前估值处于历史冰点位置水平，历史上大约对应到 2006 年初和 2018 年底左右，在此后 1 年的收益水平均表现优秀，我们认为当下行业已极具性价比。此外，行业指数持续横盘震荡已有 15 个月之久，按照医药行业过往牛长熊短的特征，伴随医疗消费需求复苏、政策持续推进、新技术新产品加快上市放量、业绩有望回暖和资金加仓的多重驱动之下，我们认为当下或已处于下一轮医药新周期的起点。我们建议关注以下三条投资主线：

一是随宏观经济复苏带来的医疗消费需求修复，建议重点关注胸科、妇产科、儿童医院等疫情期间疗人次大幅下降的板块产业链上器械、用药、服务业绩修复进展；二是行业层面确定性机会，包括政策层面优先的创新药、国产替代的器械，新技术新产品管线丰富的相关标的和四季报预喜的龙头公司和重点子行业；三是资金抱团涌入，估值修复具备较大空间的板块，如医疗器械、医疗服务等板块。

细分领域观点

(1) 创新药：医药市场是刚性需求市场，伴随着医药卫生体制改革持续推进，优化审评审批鼓励创新、药品上市许可人制度、两票制、医保支付等政策进入常态化实施阶段，行业竞争形态逐渐走向“强者恒强”的新阶段。建议投资者关注两条核心逻辑：一是重点关注具有仿制药时代累积优势，且寻求创新转型的 big pharma 型企业；二是关注研发管线丰富，已有产品上市且积极布局国际化的 biotech 企业。

(2) 医疗器械：优质医疗资源扩容和区域均衡布局，提高全方位全周期健康服务与保障能力，是当前一个阶段医疗器械增长的主要逻辑。叠加政策端鼓励加快医疗器械创新和技术升级，推动实现进口替代，国产创新医疗器械有望在多个领域打破国外产品的垄断局面。

(3) 中药：国家层面高度重视中医药发展，中医药创新方面，传承创新、中医药现代化成为主线，看好中医药优势病种领域临床产品实现快速放量、基于中医药理论研发的中药创新药两条主线。

(4) CXO 行业：CXO 属于“卖水人”角色，随着海内外研发创新要求提高，未来依然面临较大的成长空间。以轻资产运营为主的临床/临床前试验研究注重人力资源质效供给，以重资产运营为主的工艺研发和规模化生产则注重产业化基地、成本控制和效率提升。我们认为具有规模效应、全球布局、多地运营及全产业一体化布局的优势企业具有更大的竞争优势。

(5) 疫苗：需求端和供给端双向支撑疫苗行业快速成长。需求端，受益于居民收入水平提高和健康意识提升，二类自费疫苗接种率提升，业绩增长确定性高；供给端，具有广谱保护作用的单价或多价疫苗研发进程加速。

风险提示

行业竞争加剧、集采政策力度超预期、研发进度低于预期、业绩增长不及预期风险。



目 录

一、复盘 2000 年以来的四轮医药牛市行情.....	5
（一）第一轮牛市复盘（06-07 年）：行业整改下的结构行情.....	6
（二）第二轮牛市复盘（09-10 年）：新医改下的“独立牛”.....	8
（三）第三轮牛市复盘（13-15 年）：转型升级下的“创新牛”.....	9
（四）第四轮牛市复盘（19-20 年）：蓝筹叠加疫情牛双轮驱动.....	11
二、历次医药牛市行情的驱动因素有哪些？.....	12
（一）政策三个抓手：鼓励医药创新+提升医疗服务+优化医保支付.....	12
（二）创新主旋律：新技术、新业态、新模式的发展.....	13
（三）基本面特征：供需为长期之盾、盈利拐点为短期上攻之剑.....	14
（四）资金助推趋势：机构资金青睐助推演绎医药牛市.....	17
三、2023Q2 医药行业投资机会展望.....	18
（一）政策、技术展望：政策周期消化，行业重回创新研发驱动.....	18
（二）基本面：业绩前瞻来看行业整体复苏.....	21
（三）资金面：机构持仓历史低位，已有边际回暖.....	23
（四）市场回顾及 23Q2 市场展望：牛长熊短，新周期起点.....	25
（五）细分领域 23Q2 观点.....	29
四、风险提示.....	29

图表目录

图表 1： 2000 年以来，医药生物板块四轮行情复盘.....	5
图表 2： 大盘与医药生物子板块轮动情况（06-07 年）.....	6
图表 3： 大盘与医药生物子板块轮动情况（09-10 年）.....	6
图表 4： 大盘与医药生物子板块轮动情况（13-15 年）.....	6
图表 5： 大盘与医药生物子板块轮动情况（19-20 年）.....	6
图表 6： 2001~2009 年，医药生物及其细分板块营收和净利润增速变化.....	7
图表 7： 2007 年，医药生物指数估值提升，迎来戴维斯双击.....	8
图表 8： 2008~2010 年，医保基金收支及上市公司业绩变化.....	9
图表 9： 2010-2015 年医药终端市场增长趋势.....	10
图表 10： 2010-2015 年医药工业主营业务收入趋势.....	10
图表 11： 2010-2015 年医药工业利润增长趋势.....	10
图表 12： 2010-2015 年医药工业主营业务组成.....	10
图表 13： 2011-2015 年医药研发外包上市公司业绩.....	10
图表 14： 智能医疗领域应用方向.....	10
图表 15： 19-20 年牛市行情走势与重大事件回顾.....	11
图表 16： 公募基金持仓医药板块市值情况，亿元.....	12
图表 17： 2009 年以来医药政策盘点.....	12
图表 18： 一级市场细分领域投融资情况，亿元.....	14
图表 19： 二级市场细分领域市值变化趋势.....	14



图表 20: 2011~2022 年我国人口结构变化.....	15
图表 21: 我国居民健康素养水平情况.....	15
图表 22: 国内人均消费支出情况.....	15
图表 23: 我国居民医疗卫生总支出.....	15
图表 24: 利润端变化与医药生物行业走势对比.....	16
图表 25: 医药工业 CPI.....	16
图表 26: 医药生物行业市值、涨跌与新发基金规模对比.....	17
图表 27: 公募基金与陆股通持仓市值历史变化.....	17
图表 28: 医疗资源扩容相关规划.....	19
图表 29: 国家医保谈判情况.....	19
图表 30: 医保集采情况（部分）.....	19
图表 31: 2023 年预计上市产品情况.....	20
图表 32: 细分行业业绩边际变化趋势.....	21
图表 33: 2022 年医药行业年报业绩前瞻.....	22
图表 34: 线下药店、血液制品、诊断服务预喜率较高.....	22
图表 35: 部分公司一季度业绩变化情况.....	22
图表 36: 医药生物行业公募与北上定价权.....	23
图表 37: 公募持仓医药市值占比变化.....	24
图表 38: 公募持仓医药市值占比较中报变化.....	24
图表 39: 2022 年以来医药行情四阶段走势.....	25
图表 40: 医药生物指数 30 倍历史市盈率对应未来 1 年收益情况统计.....	25
图表 41: PE 已至历史冰点水平, 极具性价比.....	27
图表 42: 2000 年以来医药行情呈现牛场熊短特征.....	27

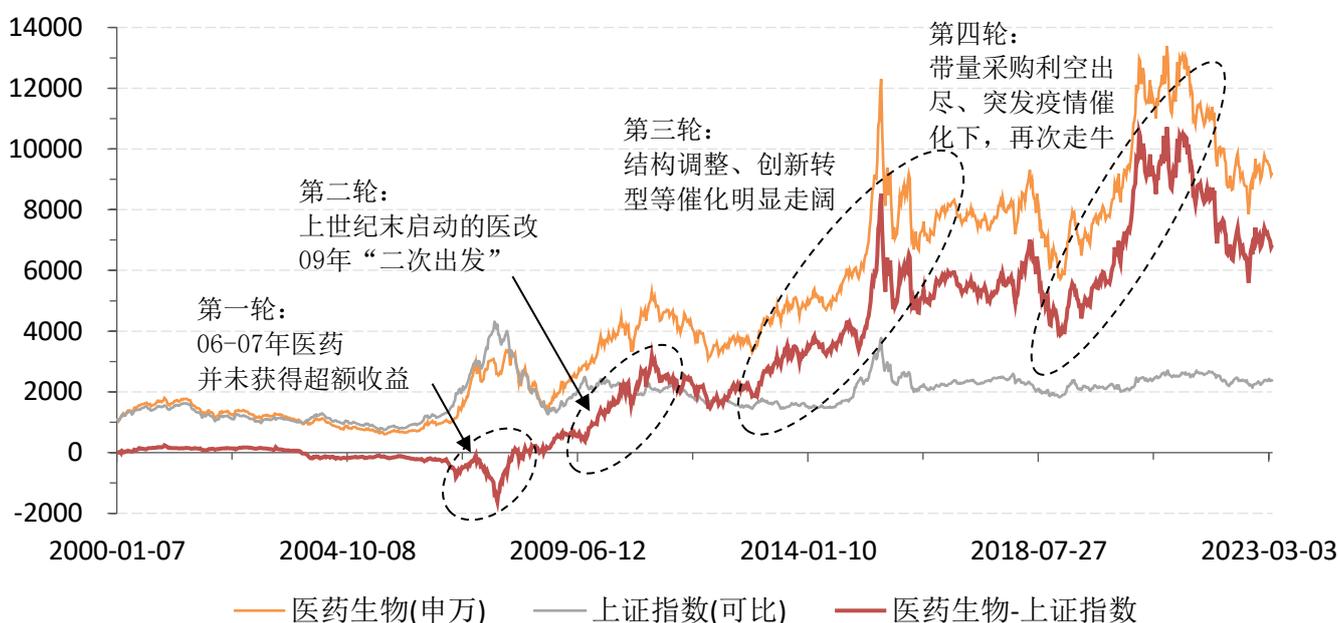


一、复盘 2000 年以来的四轮医药牛市行情

二十年峥嵘岁月，医药板块拾级而上，走出了波澜壮阔的行情。2000 年至今，医药生物指数从 1000 点一路飚涨至 9000 点，期间最高上涨超 13 倍，而同期沪指仅上涨 2 倍有余，万得全 A 上涨 5 倍左右。

从趋势来看，2000 年以来医药行业经历了四轮较为完整的牛市行情，分别是：06-07 年的大盘牛、09-10 年的新医改牛、13-15 年的创新牛和 19-20 年的蓝筹疫情牛。从相对大盘走势来看，除 06-07 年没有取得超额收益外，其余三轮在新医改、行业不断进行改革创新和结构升级的影响下，医药板块获得了长周期维度下不错的收益，整体呈现牛长熊短的特征，是 A 股长期走势较为稳健的板块之一。

图表1：2000 年以来，医药生物板块四轮行情复盘

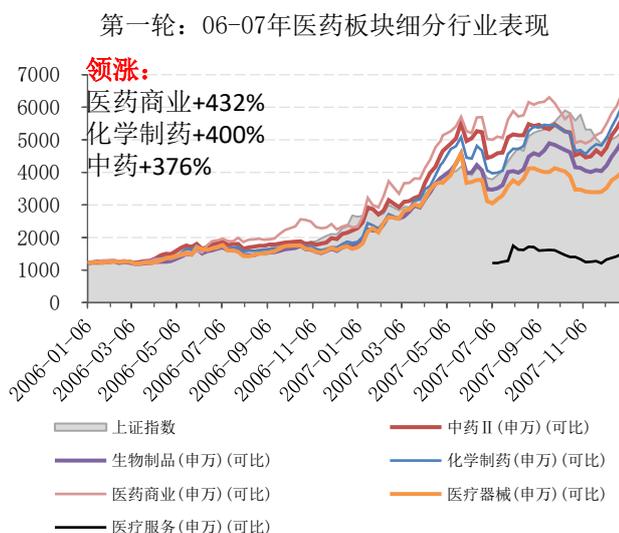


资料来源：Wind、粤开证券研究院

具体到二级板块来看，每一轮牛市行情由于驱动和催化因素的不同，引领板块向上的动能亦有不同，但整体来看医疗服务、医疗器械、生物制品和中药板块仍取得了较好的收益。第一轮领涨板块为医药商业 (+432%)、化学制药 (+400%)、中药 (+376%)，第二轮领涨板块为医疗服务 (+213%)、医疗器械 (+194%)、中药 (+177%)，第三轮领涨板块为医疗服务 (+338%)、医疗器械 (+289%)、生物制品 (+209%)，第四轮领涨板块为医疗服务 (+225%)、医疗器械 (+169%)、生物制品 (+148%)。

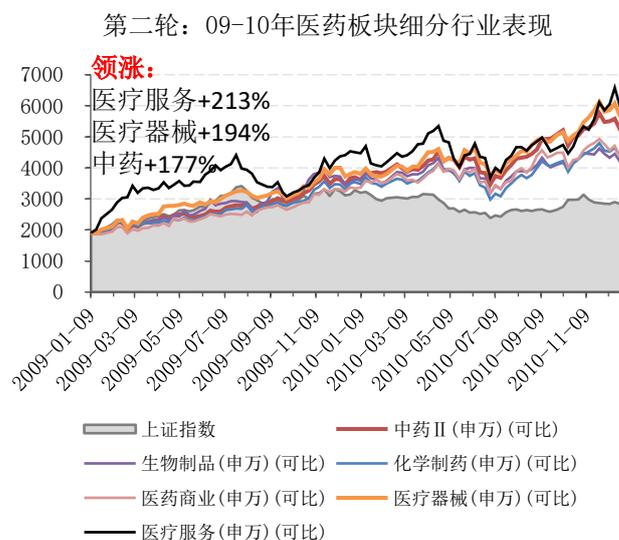


图表2：大盘与医药生物子板块轮动情况（06-07年）



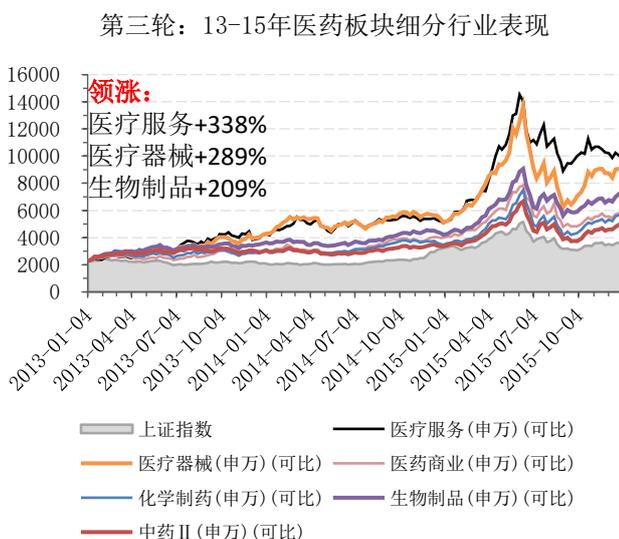
资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：大盘与医药生物子板块轮动情况（09-10年）



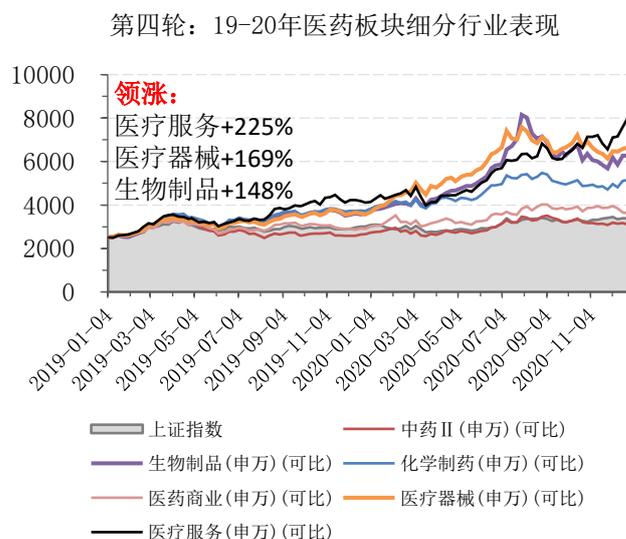
资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：大盘与医药生物子板块轮动情况（13-15年）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：大盘与医药生物子板块轮动情况（19-20年）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（一）第一轮牛市复盘（06-07年）：行业整改下的结构行情

市场：2005年，“国九条”重启股权分置改革，与此同时，汇改重回有管理的浮动制度。到了2006年，在股改和汇改的双重顺利推进下，上市公司质量得到了全面提升，高增长+低通胀的基本面使得市场持续上行。2007年，市场“一路向北”，大盘一举突破6000点并创记录的达到6124点，市场情绪亢奋，拔估值是市场最为重要的驱动力，这也是中国股市最大规模的一次牛市。

行业：受益于06-07年大盘整体上行，医药生物板块也迎来一波牛市行情。2006年



行业年涨幅为 67%，主要是受到行业大力整改的负面影响。随着整合出清、基本面加速修复，估值也明显显著提升，行业迎来戴维斯双击，2007 年行业年涨幅为 186%。但从相对收益的角度看，在本轮行情中大部分的时间，医药生物行业是没有跑赢大盘的，这主要源于政策层面的负面扰动以及情绪面的压制，但结构性的机会仍存，医药商业、中药等领域的利润增长和市场表现要明显优于其他细分板块。

政策：大力整顿和规范运作是主旋律。从 2006 年 3 月开始的打击药购销环节商业贿赂拉开了医药行业整治大幕，此后飞行检查、现场核查相关规定陆续出台，要求强化监管把好市场准入关，行业竞争格局和医药价值体系产生深刻变革。同时，药品持续降价、同质化产能扩充等负面因素因素爆发，行业景气陷入低谷。2006 年上半年，全部医药生物行业营收增长 12.2%，扣非归母净利润增长降至 5.9% 的个位数水平。

2007 年，医药行业加速复苏，净利润增长明显快于收入增长，上半年利润端增速大幅跃升至 75.5%，下半年再次继续飙升至 130.5% 的高增长。其背后是产业环境得到明显净化，产能利用率低、质量控制水平差的中小企业面临生存大考，具有一定实力的上市公司加强整合，降本增效效果显著。

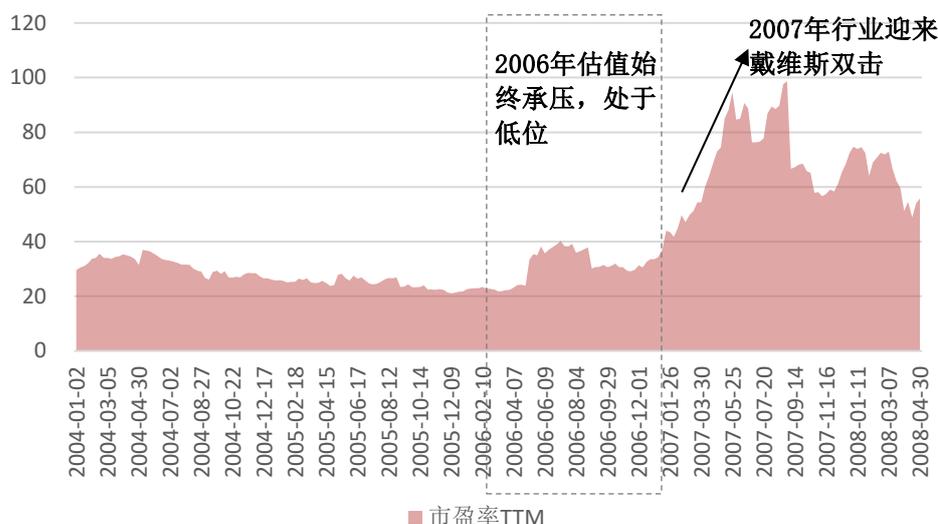
图表6：2001~2009 年，医药生物及其细分板块营收和净利润增速变化

营业收入合计(同比增长率)							
	SW 医药生物	SW 医药商业	SW 医疗器械	SW 医疗服务	SW 生物制品	SW 化学制药	SW 中药 II
2001H1	15.4	40.9	21.4	805.9	18.2	-0.4	28.0
2001H2	21.3	49.6	30.3	3,571.5	27.7	9.5	24.5
2002H1	24.2	42.3	17.9	36.8	23.6	24.8	15.1
2002H2	24.7	31.2	18.9	-1.1	26.6	25.8	20.4
2003H1	26.3	34.8	28.3	-1.6	6.6	22.9	27.2
2003H2	25.1	37.8	12.3	2.6	7.0	19.3	27.0
2004H1	14.0	25.4	1.3	1.1	15.4	8.0	15.1
2004H2	10.8	13.3	6.7	7.0	1.7	8.8	12.3
2005H1	12.3	6.8	14.2	-1.6	-8.2	15.3	13.8
2005H2	13.1	3.8	19.1	-10.3	6.5	14.2	18.1
2006H1	12.2	18.1	20.2	19.5	8.0	9.1	12.3
2006H2	14.0	28.6	17.3	9.5	11.4	12.0	8.7
2007H1	12.3	18.0	11.5	-6.9	10.3	10.6	11.3
2007H2	14.1	16.5	9.1	15.5	10.2	12.9	14.3
2008H1	17.9	19.7	12.5	-9.4	19.9	25.4	8.9
2008H2	11.2	17.9	14.0	-23.2	13.0	18.4	-1.1
2009H1	9.2	17.8	18.3	-9.7	2.9	1.6	13.6
2009H2	15.8	20.6	22.5	24.8	26.6	9.8	18.7
变化趋势 (03-07)							
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益合计(同比增长率)							
	SW 医药生物	SW 医药商业	SW 医疗器械	SW 医疗服务	SW 生物制品	SW 化学制药	SW 中药 II
2001H1	29.7	39.7	38.3	101.9	1.1	24.5	33.7
2001H2	-16.2	48.7	-44.6	-91.9	-15.5	20.8	-45.6
2002H1	-10.7	-35.6	-51.6	2170.8	-1.1	-1.2	-15.1
2002H2	-5.3	-26.0	-172.5	257.3	-8.6	-25.9	26.7
2003H1	13.1	22.6	14.2	0.2	-3.6	26.5	2.0
2003H2	5.6	-27.2	110.4	27.9	-62.5	47.5	-11.0
2004H1	-7.0	-15.0	-16.2	46.4	-23.7	-7.1	-3.2
2004H2	-57.0	-417.5	-63.6	2.7	-270.7	-15.1	-47.7
2005H1	-0.1	-41.5	2.1	-40.7	-80.4	4.9	9.9
2005H2	54.3	19.7	-47.4	-57.4	-64.9	13.5	88.0
2006H1	5.9	73.0	28.2	0.3	141.3	0.7	0.2
2006H2	27.4	121.0	622.7	-8.7	159.4	-4.1	-19.7
2007H1	75.5	50.4	30.6	9.8	31.5	49.2	113.0
2007H2	130.5	157.9	31.0	44.4	20.8	134.1	160.9
2008H1	63.7	36.9	36.2	-124.6	128.7	100.9	24.4
2008H2	46.3	67.6	22.8	-543.4	109.0	63.0	23.2
2009H1	7.1	29.6	24.3	121.5	15.2	-4.3	19.5
2009H2	27.9	49.4	38.2	95.7	113.3	9.9	38.3
变化趋势 (03-07)							

资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表7：2007年，医药生物指数估值提升，迎来戴维斯双击



资料来源: Wind、粤开证券研究院

（二）第二轮牛市复盘（09-10年）：新医改下的“独立牛”

市场：2008年下半年，美国次贷危机蔓延至全球引发金融海啸，悲观情绪迅速蔓延，指数大幅下跌，但时间进入2009年，市场在“四万亿”、“天量信贷”以及“十大产业振兴规划”等财政货币政策以及产业政策的刺激之下，呈现V型反转，超出市场预期。

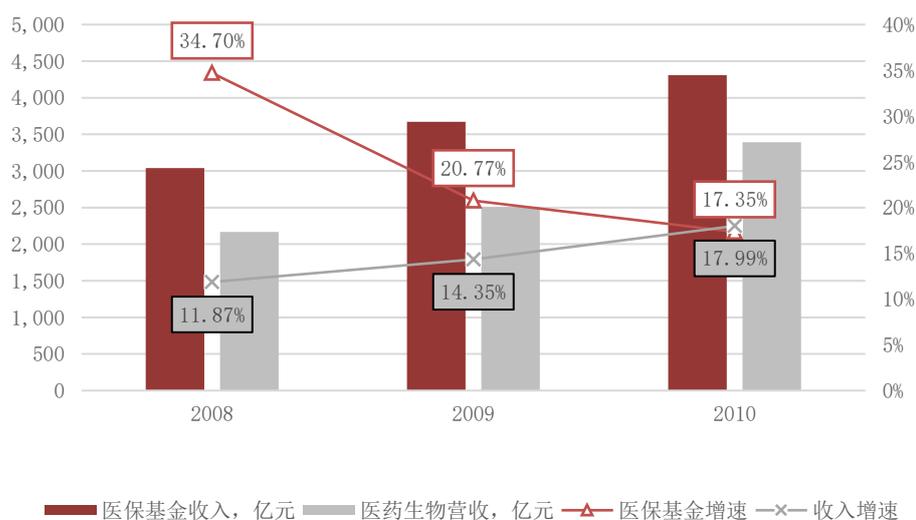
行业：医药生物行业伴随着2009年大盘反弹同步V型向上，全年行业涨幅为103%。2010年行业年涨幅为30%，在整体大盘向下的背景下表现强势，本轮医药牛市是在新医改开启下的一波相对独立牛市，这主要还是源于之前一年的负面因素出清，政策利好开始兑现驱动行业长期逻辑清晰通顺，基本面是支撑本轮医药牛市的驱动因素。

政策：2009年3月，中共中央、国务院向社会公布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，提出了“有效减轻居民就医费用负担，切实缓解‘看病难、看病贵’”的近期目标，以及“建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务”的长远目标。这标志着我国进入“新医改”实质性实施阶段，同时，新版医保目录扩容、基本药物制度实施以及加快基层医疗卫生建设投入，即大幅增加了总需求量又培育了大量优质龙头企业，行业迎来重大发展机遇，使得行业独立于整体大盘走出一波相对独立牛市行情，行业估值持续提升。

从医保基金收支及上市公司营收增长情况开看，国内医药消费潜力初步释放。2008-2010年三医保基金收入(增速)分别为3,040.4亿元(34.70%)、3,671.9亿元(20.77%)、4,308.93亿元(17.35%)，医保基金支出及增速分别为2,083.60亿元(33.41%)、2,797.41亿元(34.26%)、3,538.10亿元(26.48%)。医保制度逐渐完善之下，医保支出增速远超收入增速，直接促进医药生物板块经营规模加速扩大，营业收入分别达到2169.26亿元、2506.51亿元、3393.7亿元，增速分别为11.87%、14.35%、17.99%。



图表8：2008~2010年，医保基金收支及上市公司业绩变化



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(三) 第三轮牛市复盘 (13-15年)：转型升级下的“创新牛”

市场：2013年，国内经济仍呈弱复苏，但资本市场冰火两重天，主板在全球市场普遍上涨的背景下最终收跌，而创业板在智能手机渗透率快速提升的背景下走出独立牛市行情。2014年，市场终于摆脱了多年阴霾，迎来久违牛市，在杠杆资金的推动下再次上演牛市行情，上证指数也再次突破5000点到了历史次高的5178点。2015年，在清理场内配资的带动下，指数最终快速崩盘，行情终结。

行业：创新与纠偏是行业的主旋律。医药行业结构调整、转型升级、自主创新成为主要基调，新技术、新业态、新模式成为推动行情的主要因素，尤其是智慧医疗、基因检测等概念崛起，成为拉动板块上涨的主要力量，2013年1月至2015年6月，智慧医疗、基因检测板块区间最高涨幅高达1270%和770%。

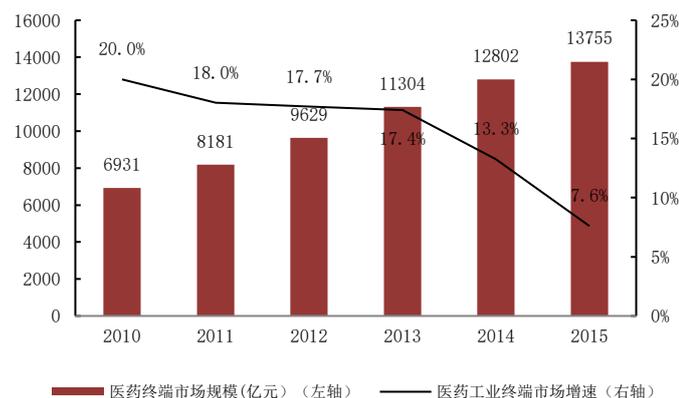
政策：《医药工业“十二五”规划》与此前发布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》《医学科技发展“十二五”规划》等政策一脉相承，依然强调以转变发展方式为主线，以结构调整和转型升级为主攻方向，通过加强自主创新、改造提升传统医药等多种方式，增强产业核心竞争力和可持续发展能力。

具体到执行层面，一是在国家重大新药创制、战略性新兴产业和技术改造专项等扶持推动下，加大创新投入、加快创新产出进展；二是通过新版药品GMP、“限菌令”、试点医保控费等限制性手段，促进市场资源向龙头企业集聚，提高行业集中度和运行效率，因而在这一阶段，医疗服务、医疗器械和生物制品等具备创新潜力的方向领涨。

在政策的影响下，医药工业换挡调速，2013-2015年医药营业收入、利润增速连续下降跌破20%，医药终端市场总体规模增速下降，进一步倒逼行业创新升级。化学原料药等产能过剩产业加快淘汰，创新含量高的生物制品营收占比不断增大。医药服务业新技术、新业态、新模式快速壮大，医药研发外包领域多家公司IPO，通过融资快速发展；智慧医疗领域，互联网技术嫁接加快中心医院资源下沉，医疗信息化、智慧诊疗、医疗健康管理加快落地；基因检测领域，二代基因检测进入商业化应用场景，直指癌症筛查、无创产检等领域，国产检测仪器和部分检测产品获批上市。

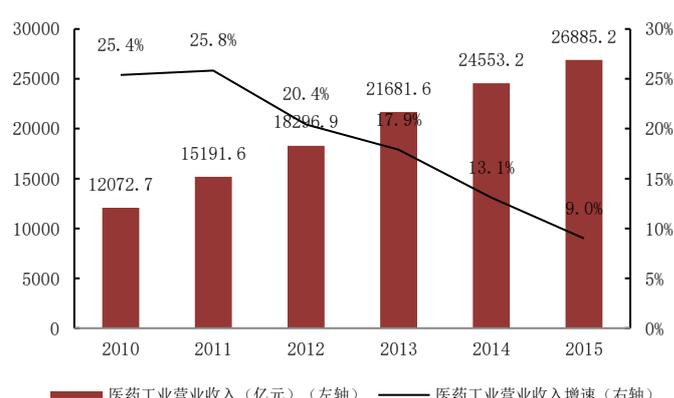


图表9：2010-2015年医药终端市场增长趋势



资料来源：工信部2015年医药工业运行报告、粤开证券研究院

图表10：2010-2015年医药工业主营业务收入趋势



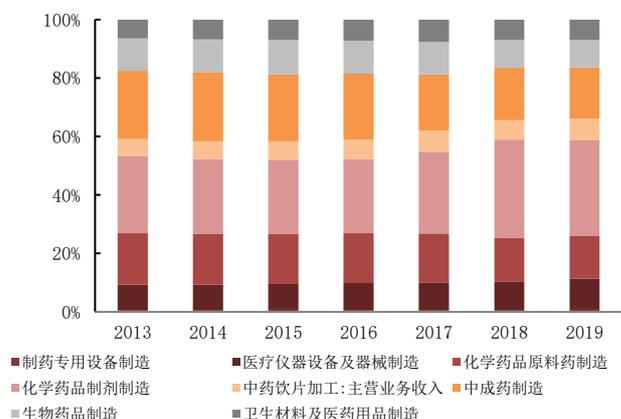
资料来源：工信部2015年医药工业运行报告、粤开证券研究院

图表11：2010-2015年医药工业利润增长趋势



资料来源：工信部2015年医药工业运行报告、粤开证券研究院

图表12：2010-2015年医药工业主营业务组成



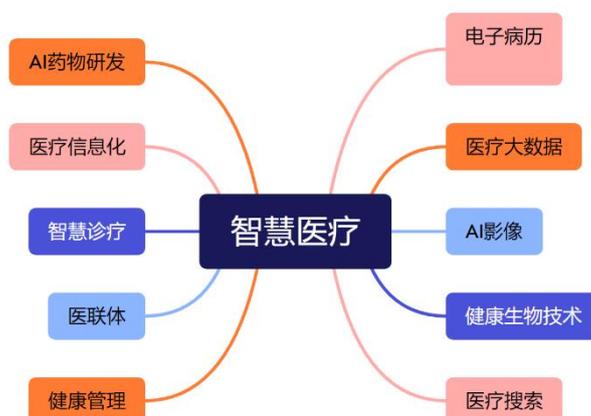
资料来源：工信部历年医药工业运行报告、粤开证券研究院

图表13：2011-2015年医药研发外包上市公司业绩



资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

图表14：智能医疗领域应用方向



资料来源：蛋壳研究院、粤开证券研究院



（四）第四轮牛市复盘（19-20年）：蓝筹叠加疫情牛双轮驱动

市场：2019年，市场逐步走出中美贸易摩擦的阴霾，即便经济复苏之路仍在途中，但悲观情绪已经充分释放，市场在流动性宽松和外资加大A股配置权重的带领下逐步回暖，在外资审美的带动下，蓝筹股始终是市场的主旋律。2020年，突如其来的疫情并未终结本轮行情，仅在短期剧烈波动后重回趋势中枢，“喝酒吃药开车”是市场的主线。

行业：在药政审批改革、医保谈判、带量采购等重大事件的影响逐渐定价之后，医药行业表现强势反转，成为当年市场主线之一。2020年，受到疫情的催化，主线由“科技+消费”演绎为“喝酒吃药开车”，医药行业仍是本轮行情的核心参与者，医疗服务、医疗器械板块年涨幅高达95%和84%，指数两年涨超一倍。资金面来看，公募基金持仓医药市值冲破新高，医疗服务持仓市值最高突破2000亿，医药商业、中药持仓市值未突破100亿。

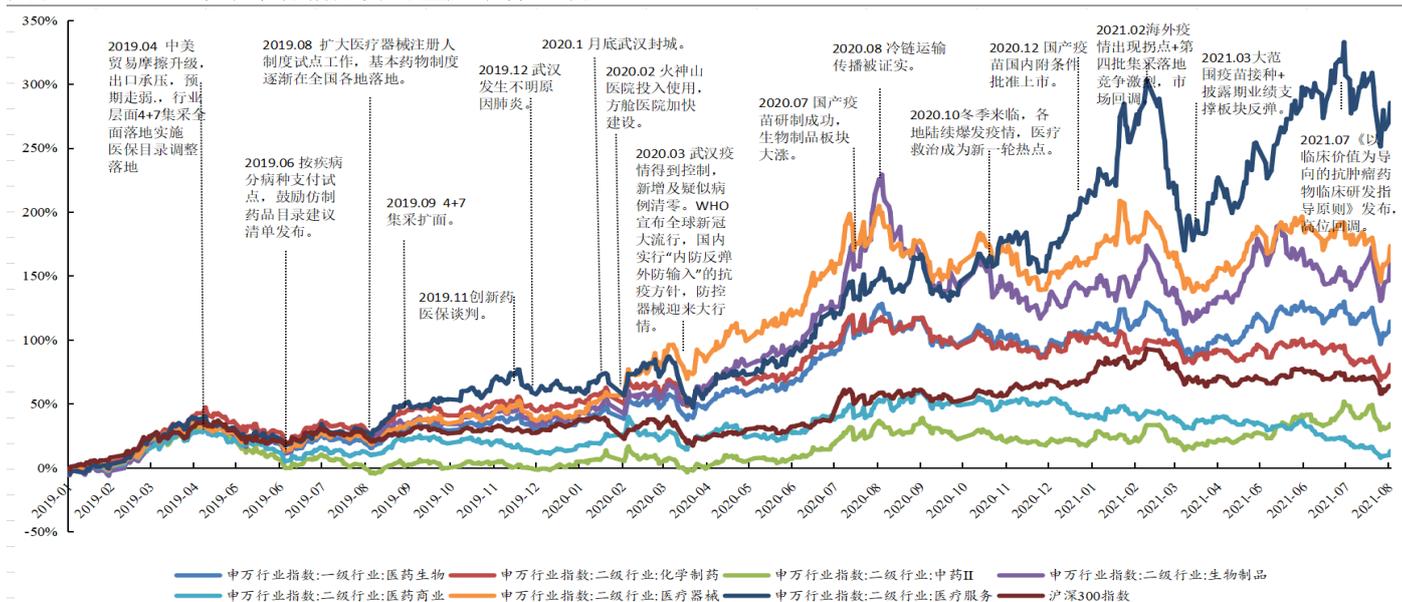
政策：2016年以来，药政改革持续深化，医疗体系发展进入新时代。2020年，疫情催化之下医药行业受到前所未有的关注，医药、医疗、医保三方加速发力，创新与临床价值导向深入人心。

医药方面，优化审评审批，推进药品上市许可持有人制度，临床试验申请实行60天默认可进入平稳运行期，取消GMP、GSP认证进一步加速推动药品投产问世，附条件批准和纳入突破性治疗的药物优先审批加速疫情相关的药品、疫苗进入临床。根据《2019年度药品审评报告》统计，我国创新药在审评制度完善后，药品上市速度明显加快，品种数较2018年有显著增长。

医疗方面，重大疫情防控和公共卫生应急管理体系补短板深入实施，进入加大建设ICU病房、传染病医院、发热门诊、医联体等方面的医疗新基建阶段。

医保方面，医保谈判和集中带量采购逐渐常态化、制度化，我们看到医保降价幅度已趋于缓和，控费效应边际递减，带量采购范围不断扩大。

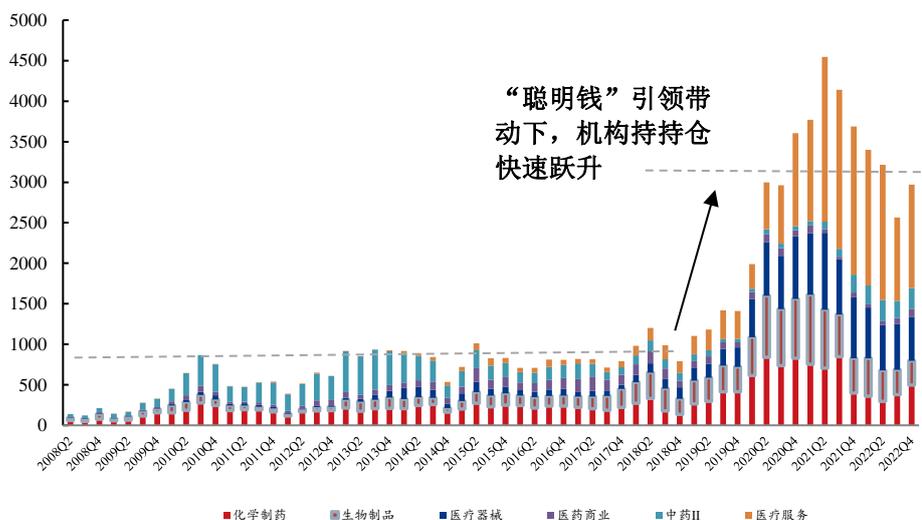
图表15：19-20年牛市行情走势与重大事件回顾



资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院



图表16：公募基金持仓医药板块市值情况，亿元



资料来源:同花顺 iFinD、粤开证券研究院

二、历次医药牛市行情的驱动因素有哪些？

从我们复盘 2000 年以来的四次医药牛市行情来看，其驱动因素都离不开政策层面的改革推动、技术层面的创新升级、行业层面的基本面增长以及资金层面的涌入青睐，这是因为医药生物行业是典型的高技术、高投入、高风险、高收益、长周期行业，同时从研发、生产、上市、流通、使用及支付均离不开行政审批监管，因此政策、技术、盈利是影响基本面发展的最核心的因素，资金是助推行情演绎的重要动能。

（一）政策三个抓手：鼓励医药创新+提升医疗服务+优化医保支付

医药行业兼具民生属性和经济发展属性，强政策调控必不可少。尤其是国内现代制药业起步晚，发展快，相关政策循序渐进式引导尤为重要，这也是政策能引领行情的先决条件。

国内医药政策调整概括来讲是医药、医疗、医保等医药卫生体制基本秩序的构建及改革。以 2009 年 3 月发布的《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》为分界点，在此之前，行业处于秩序构建期和政策探索试点期，医药行业尚不发达，板块行情也以大盘拉动为主；在进入秩序改革期后，医药行业发展迈入新阶段，板块行情也与政策变动密切相关。

以史为鉴，在行情演绎中，政策变化会在一定时间范围内影响和扰动市场，但中长期维度来看，医药行业始终是强刚需行业，政策的变化旨在改善民生、推动行业持续健康发展，因此，在短暂的调整适应后，行业往往能够在格局优化、动能切换中迎来更好地高质量发展。

图表17：2009 年以来医药政策盘点

时间	医药	医疗	医保
2009-2010	建立国家基本药物制度，要求城乡基层医疗卫生机构应全部配备、使用基本药物，其他	安排财政资金支持县级医院、中心乡镇卫生院和社区卫生服务中心的建	新医改启航，全国范围内推开城镇居民医保，将在校大学生纳入城镇



时间	医药	医疗	医保
	各类医疗机构也要将基本药物作为首选药物并确定使用比例。	设；在政府举办的基层医疗卫生机构按购进价格实行零差率销售，逐步取消药品加成收入；新增多个公共卫生服务项目。	居民医保范围，初步实现全民医保。
2011-2012	新修订药品生产质量管理规范实行，要求新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间应符合新版药品 GMP 的要求，现有药品生产企业将给予不超过 5 年的过渡期，并依据产品风险程度，按类别分阶段达到新版药品 GMP 的要求。新版 GMP 的实施预计将使全国至少 500 家经营乏力的中小企业关停，而其他企业要符合新规定仅硬件投入合计需要 2000 亿~3000 亿元。	抗菌药物临床应用专项整治。	基本药物采购制度试点“双信封”招标。
2013-2015	药品注册政策进入密集改革试水期：前期要求鼓励创新、优化创新药物审评流程分年度列仿制药一致性评价工作任务，开展药物临床试验数据自查检查；后期（2015 年 8 月至年底）重新定义注册分类的任务，对创新药实行特殊审评审批制度、原辅包关联审批、仿制药提高标准集中受理，开展 MAH 制度试点。	扩大城市公立医院综合改革试点，破除以药养医和公立医院逐利机制，“非禁即入”促进社会办医	城乡居民大病保险制度全面实施，多地区开展了医保控费试点。
2016-2018	解决注册申请积压，规定实行优先审评审批的范围和程序；发布新版仿制药质量和疗效一致性评价工作程序；加入 ICH 参与世界竞争，改革临床试验管理，临床机构实行备案制，临床试验实行默认许可制，接受境外临床试验数据；首仿品种优先审评；规定并实行临床急需药品有条件批准上市；深入实施原料药、药用辅料及药包材与药品制剂共同审评审批等。	全部取消药品加成，医疗服务价格调整政策全面跟进；最严限抗令”升级	采取综合措施遏止公立医院医疗费用不合理增长，严控辅助用药，继续降低药占比，提出到 2017 年，试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30% 左右；组建国家医疗保障局，医保谈判降价超 50%。
2019-2020	加快真实世界证据支持药物研发，最严疫苗管理法出台；出台一系列肿瘤药物指导原则突破性治疗药物、药品附条件批准上市申请审评工作程序正式试行；取消 GMP、GSP 认证	促进社会办医，加快应急加强公共卫生体系建设（传染病）大疫情防控和公共卫生应急管理体系补短板深入实施，进入加大建设 ICU 病房、传染病医院、发热门诊、医联体	医保谈判和集中带量采购逐渐常态化、制度化；医保药品双通道应配尽配。

资料来源：中国政府网、各委办局、粤开证券研究院

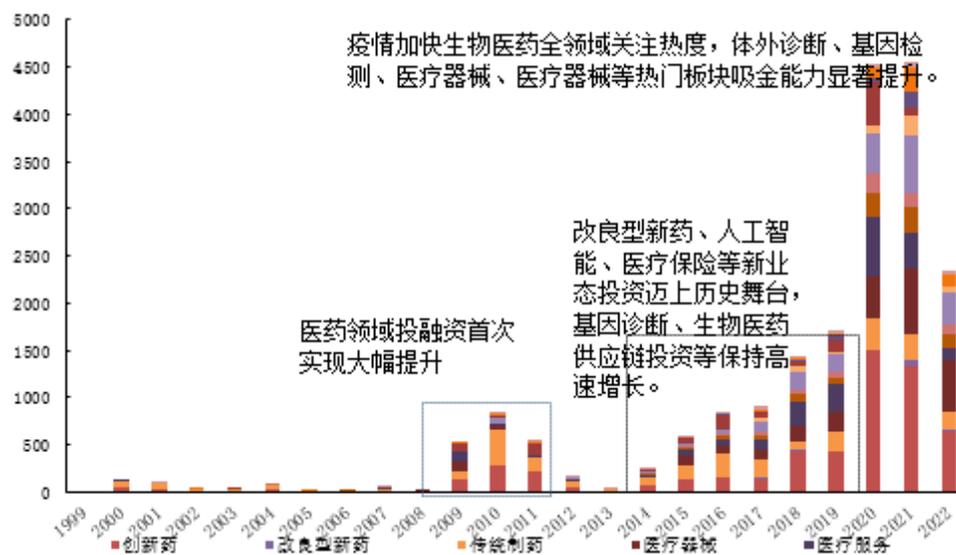
（二）创新主旋律：新技术、新业态、新模式的发展

创新，始终是医药行业的主旋律。近年来，随着生命科学研究不断深入，疾病机理理论日趋完善，大数据、人工智能加速与生物技术融合，医药行业进入提质增效新阶段，以新技术、新业态、新模式为特征的新发展模式是医药创新的驱动力。

从一级市场投融资情况来看，以创新药、体外诊断、基因检测为代表的“新动力”投融资规模连年扩大，占比也显著提升，在疫情的催化之下呈现爆发式增长。



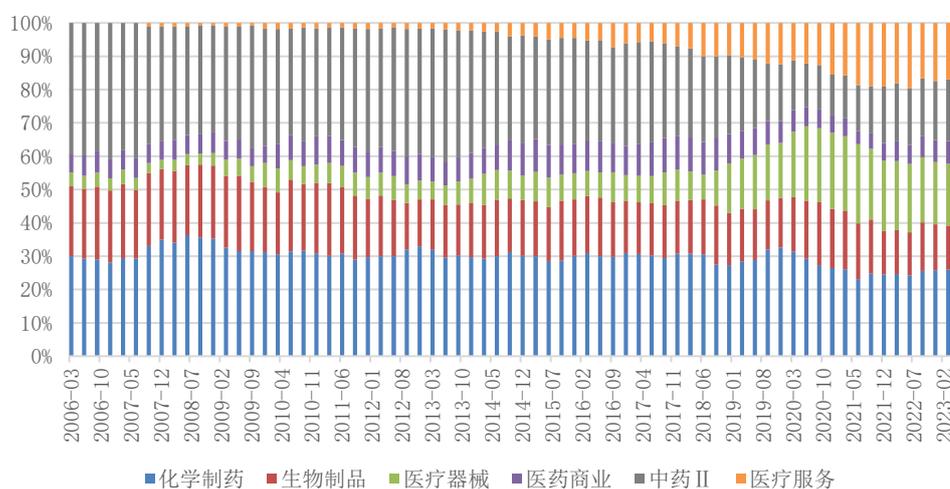
图表18: 一级市场细分领域投融资情况, 亿元



资料来源:医药魔方、粤开证券研究院

对对应到二级市场来看, 板块内部行业分化, 以 CXO 为核心的医疗服务 (此外还有检验检测、专科医疗等) 以及国产替代为逻辑的器械行业 (IVD、设备及耗材) 的市值占比快速提升, 显著压缩了其他板块的市值权重。预计创新仍是未来十年整个医药行业的主旋律, 而创新的方向将由传统制药切换至新型生物技术 (ADC、抗体、细胞与基因治疗)、小分子靶向药等新技术领域, 同时, 创新也有望扩散至器械及部分中药领域。

图表19: 二级市场细分领域市值变化趋势



资料来源:Wind、粤开证券研究院

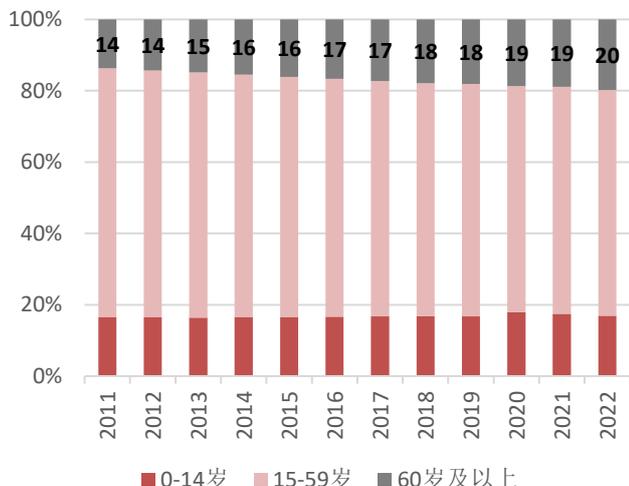
(三) 基本面特征: 供需为长期之盾、盈利拐点为短期上攻之剑

医药行业被称为“永不衰落的朝阳行业”。从长期趋势来看, 我国已进入人口老龄化阶段, 中国 60 岁以上老年人数量从 2011 年的 1.85 亿快速增长到 2022 年的 2.8 亿人, 占总人口比例从 13.7% 快速增长至 19.8%, 占比已至两成。而伴随着人口结构的变化, 势必



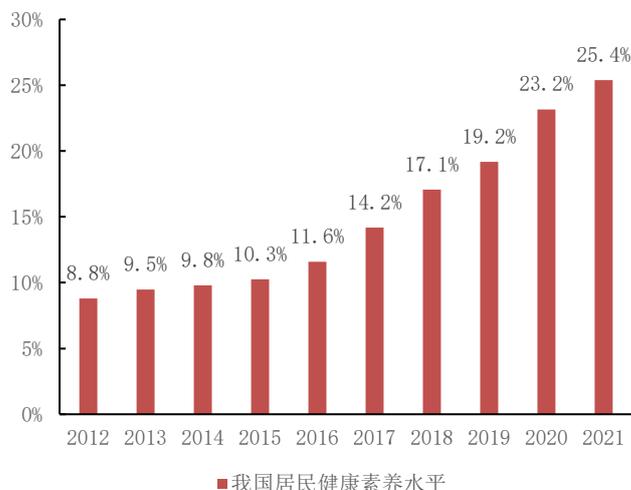
大幅催生对医疗保健、生命健康等方面的需求，医疗消费支出将持续保持高速增长。

图表20: 2011~2022年我国人口结构变化



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表21: 我国居民健康素养水平情况

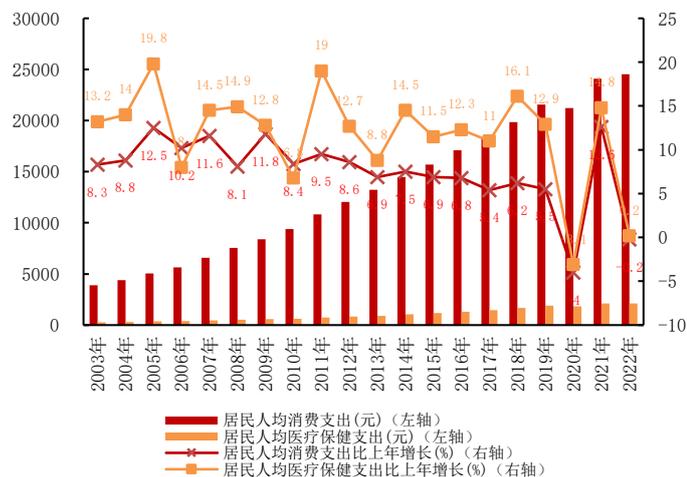


资料来源: 国家卫健委、粤开证券研究院

注: 健康素养是指个人获取和理解基本健康信息和服务, 并运用这些信息和服务作出正确决策, 以维护和促进自身健康的能力。

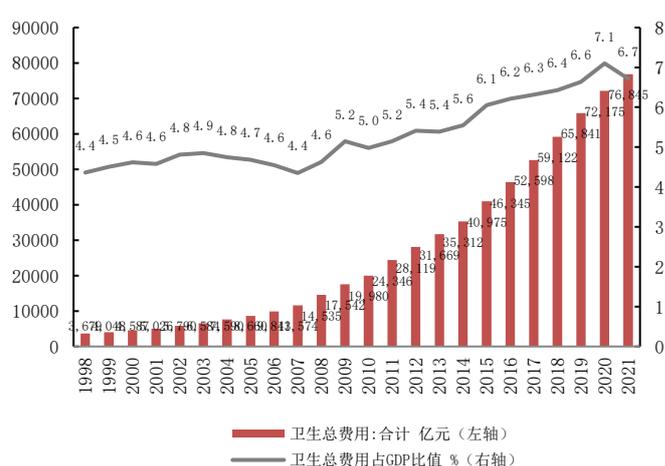
从支付端来看, 医疗支出大幅增长, 但卫生费用占 GDP 比重仍有提升空间。参考日本老龄化演进阶段, 老年人医疗费用占整个国民治疗费中的比例会随着老年人口增加而持续上行, 未来我国的医疗费用占比的提升空间仍然较大, 市场空间广阔。此外, 随着人均可支配收入的提升, 消费升级也将带动医美、牙科等领域的需求增长。

图表22: 国内人均消费支出情况



资料来源: 国家卫健委、粤开证券研究院

图表23: 我国居民医疗卫生总支出



资料来源: 同花顺、粤开证券研究院



除了供需结构的变化带来行业中长期的影响之外，基本面的边际变化是影响短期行业指数走势的核心。从近 20 年行业上市公司的净资产收益率增长情况与市场表现结合来看：基本每一轮的牛市都行情演绎都伴随着利润端的拐点与修复，二者的同步性会受到当时全球环境、市场风险偏好、资金性质等因素的扰动影响，但从最近两轮牛市行情来看均保持了较高的同步性，也就是说盈利端的拐点是牛市行情的基础。

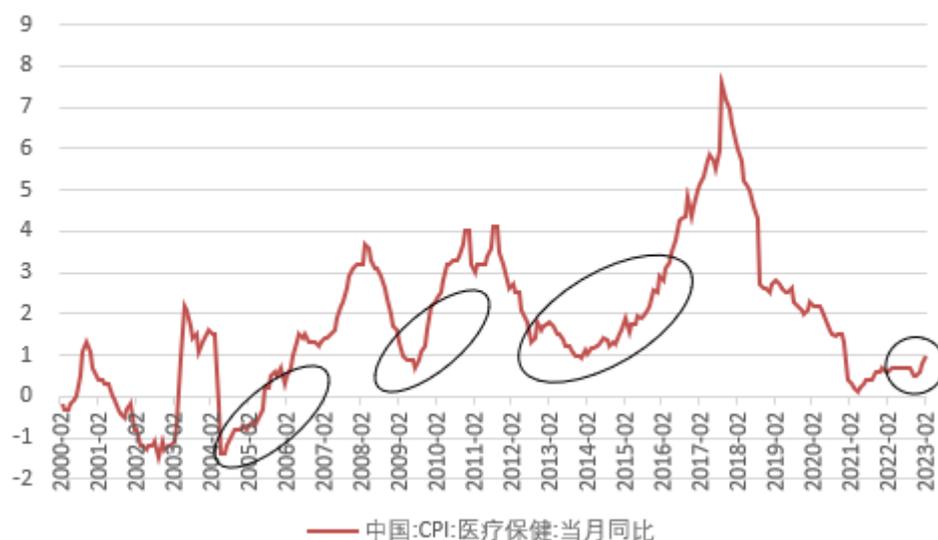
图表24：利润端变化与医药生物行业走势对比



资料来源: Wind、粤开证券研究院

截至 22 年三季报医药行业 ROE 的负增长已处于历史低位区间，结合高频数据来看，CPI 数据显示价格端拐点已现，对基本面具备较强逻辑支撑。

图表25：医药工业 CPI



资料来源: Wind、粤开证券研究院



(四) 资金助推趋势：机构资金青睐助推演绎医药牛市

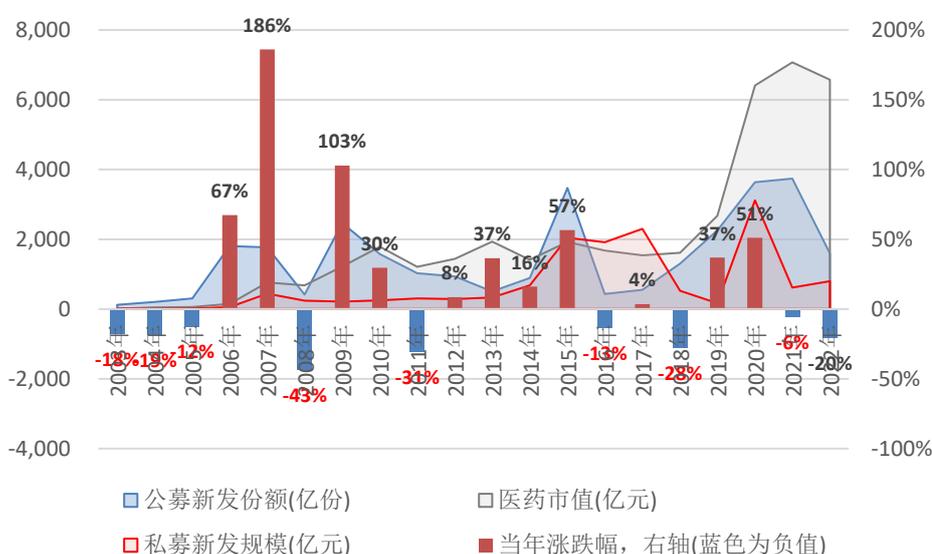
政策导向和技术发展会影响行业长期发展趋势和格局，基本面、盈利能力的边际变化会在相对短周期扰动行业的走势，而资金面则无疑是资本市场表现最直接的助推因素。从过去四轮医药牛市阶段，新发基金的发行情况来看，每一轮都离不开新发基金的贡献：

06-07、09-10 年主要是由于公募的爆发，新基金快速扩张，新发基金份额分别同比增长 499%和 496%；

13-15 年则主要受益于私募基金的推动，私募基金率先回暖，2013 年私募新发同比 +15%而公募则是-46%，第二年同步回升；

19-20 年公募和私募齐回暖带动市场上行，医药行业市值迎来爆发式增长，从 2003 年末不足 10 亿元增加到 2021 年末的 7072 亿元高点，资金是板块上行的重要推动力。

图表26：医药生物行业市值、涨跌与新发基金规模对比



资料来源:Wind、同花顺 iFinD、粤开证券研究院

注：公募基金新发份额和私募基金新发规模均选取普通股票型基金作为代表

除了公募和私募基金，陆股通经过多年的发展，也逐渐成长为 A 股市场最重要的机构资金之一，从持仓市值占比和超配比例来看，均呈现中枢上行的态势，近年来持仓比例稳定在 10%左右，属于机构重仓行业之一。

图表27：公募基金与陆股通持仓市值历史变化

日期	A 股医药生物		公募基金医药生物			陆股通医药生物		
	市值, 亿元	医药持仓 / 总持仓市值	持仓市值, 亿元	医药持仓 / 总持仓市值	超/低配比例	持仓市值, 亿元	医药持仓 / 总持仓市值	超/低配比例
2003	2156	4.73%	10	2.74%	-1.99%			
2004	1739	4.36%	52	5.37%	1.01%			
2005	1452	4.16%	57	5.29%	1.13%			
2006	2229	2.15%	146	4.33%	2.17%			
2007	6462	1.61%	759	3.52%	1.91%			
2008	3799	2.57%	683	8.20%	5.63%			
2009	8437	2.91%	1219	6.98%	4.07%			



日期	A 股医药生物		公募基金医药生物			陆股通医药生物		
	市值, 亿元	医药持仓 / 总持仓市值	持仓市值, 亿元	医药持仓 / 总持仓市值	超/低配比例	持仓市值, 亿元	医药持仓 / 总持仓市值	超/低配比例
2010	13239	4.35%	1784	10.82%	6.47%			
2011	9505	3.81%	1215	9.99%	6.18%			
2012	10499	3.93%	1442	11.15%	7.23%			
2013	14795	5.44%	1937	15.44%	10.00%			
2014	18675	4.37%	1411	9.67%	5.29%			
2015	33596	5.75%	1924	10.99%	5.24%			
2016	33092	5.95%	1674	11.05%	5.11%	74	2.55%	-2.55%
2017	37579	5.96%	1544	9.24%	3.29%	291	4.57%	1.28%
2018	30073	6.17%	1613	11.23%	5.06%	386	4.98%	-0.08%
2019	43023	6.54%	2679	11.29%	4.75%	1063	6.78%	2.03%
2020	71069	8.18%	6410	13.58%	5.40%	2480	9.65%	4.25%
2021	69257	6.99%	7072	11.01%	4.02%	2443	8.19%	4.18%
2022	57836	6.59%	6572	11.87%	5.29%	1999	8.32%	3.03%

资料来源: Wind、同花顺 iFinD、粤开证券研究院

三、2023Q2 医药行业投资机会展望

(一) 政策、技术展望：政策周期消化，行业重回创新研发驱动

2022 年 11 月以来，国内防疫政策大幅调整，中央相继出台优化防疫“二十条”和“新十条”，各地方积极贯彻落实。在经历年底首轮大面积感染冲击之后，人群整体免疫水平较高，规模聚集性疫情爆发风险降低，国内疫情基本宣告结束。伴随生产生活逐步恢复，医疗需求和消费必将得到进一步释放。

● 政策层面：鼓励医药创新+促进医疗水平提升+优化医保支付长期不变

医药方面，从 2015 年药品审评审批制度改革之后，提高新上市药品审批标准、MAH 试点、取消 GMP、GSP 认证相继出台，核心主旨是为了加快药品上市进度，确立以临床价值导向的评价体系。在新的评价体系下，创新药市场将加速分化，以患者为中心、临床价值经过充分确认的产品将脱颖而出，创新链上的药企、CXO 将经历更为严格的考验。中医药传承创新则面临新的发展机遇。2 月 28 日，国务院办公厅发布《关于印发中医药振兴发展重大工程实施方案》，从增强中医药科技创新、提升中药质量、促进产业现代化、加强中医药服务能力等方面对中医药传承创新做出新的要求。未来，伴随政策和资金的投入，中医医疗、中药创新等板块大有可为。

医疗方面，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局成为长期主导，2023 年政府工作报告下一步工作建议亦重申该项工作。据不完全统计，国家财政部近期接连下达了约 300 亿元经费预算用于 2023 年医疗服务能力建设提升、重大传染病防控。未来，财政贴息贷款更新改造医疗设备、提高公立医疗机构国产设备配置水平将支撑医疗器械行业加快放量。



到支付范围外 2. 集采规则更加明晰，价格区间显著收窄，竞价转向“限价”降价幅度边际改善		理和腔镜吻合器采购联盟	
		广东牵头新冠相关检测试剂及耗材采购联盟	391 个产品入选。核酸试剂最低报价 3.2 元，抗体试剂最低报价 3.5 元，抗原试剂最低报价 4.9 元
		江西牵头肝功生化试剂采购联盟	进行中
		吉林牵头 9 省留置针类医用耗材集采	意向采购总量为 4322 万余支，151 家企业产品中选。
		河北 22 类耗材集采	22 类医用耗材中选价格平均降幅 56.5%，最高降幅 89.4%，
	中 成 药	广东等 6 省联盟集采	53 个品种，174 家企业 361 个品规拟中选/备选，174 家企业 361 个产品拟中选/备选，独家品种拟中标降幅较小，平均在 20% 左右；非独家拟中标产品的平均降幅为 67.8%。
		湖北等 19 省联盟集采	中选价格平均降幅为 42.27%，最大降幅为 82.63%；非报价代表品的中选平均降幅约为 45%，最高降幅约为 82.6%。湖北等 19 省中成药集采，独家品种降幅普遍在 40% 左右。
		山东省中成药专项集中带量采购	15 个品种 67 个品规
	化 学 药、生 物 药	广东等 11 省联盟双氯芬酸等药品集采	276 个药品（包含化药、生物药）
		广东等 7 省联盟常见病慢性病药品集采	87 个普药大产品，455 个药拟中选，多款报价降幅 ≥ 50.00%。入围

资料来源：国家卫健委、粤开证券研究院

● 技术层面：创新研发驱动，大批新技术新产品酝酿中

研发管线的丰富程度是衡量发展前景的重要指标。重磅品种方面，2023 年预计将会有 30 个左右国产一类创新药物获批上市，big pharma 挨过转型阵痛，biotech 公司进一步完善产品矩阵，双双进入收获期。国际化市场方面，多家药企自主出海进入关键节点，部分品种通过头对头挑战获得优效验证，海外销售放量具备确定性。

图表31：2023 年预计上市产品情况

药品名称	企业名称
加格列净片	北京四环制药有限公司; 吉林惠升生物制药有限公司
拓培非格司亭注射液	厦门特宝生物工程股份有限公司
TQ-B3139 胶囊	正大天晴药业集团南京顺欣制药有限公司
培化西海马肽注射液	江苏豪森药业集团有限公司
SHR8554 注射液	江苏恒瑞医药股份有限公司
TQ-B3101 胶囊	正大天晴药业集团, 南京顺欣制药有限公司
伯瑞替尼肠溶胶囊	凯莱英生命科学技术(天津)有限公司; 鞍山生物科技有限公司
泽美洛韦玛佐瑞韦单抗注射液	兴盟生物科技股份有限公司
风叶咳喘平口服液	亚宝药业四川制药有限公司; 卓和药业集团股份有限公司
HSK16149 胶囊	四川海思科制药有限公司; 海思科医药集团股份有限公司
伊基仑赛注射液	南京驯鹿生物医药有限公司
参味宁郁片	一力制药(罗定)有限公司; 广东思济药业有限公司
四价流感病毒亚单位疫苗	江苏中慧元通生物科技股份有限公司



药品名称	企业名称
太子神悦胶囊	国药集团德众（佛山）药业有限公司;新疆华春生物药业股份有限公司
奥兰替胃康片	江西青峰药业有限公司
安达西尼胶囊	浙江京新药业股份有限公司
小儿紫贝止咳糖浆	健民药业集团股份有限公司
托莱西单抗注射液	信达生物制药（苏州）有限公司
拈痛祛风颗粒	成都华西天然药物有限公司;成都永康制药有限公司
枳实总黄酮苷提取物	江西青峰药业有限公司
沃洛拉尼片	贝达药业股份有限公司
泽沃基奥仑赛注射液	上海科济制药有限公司;恺兴生命科技（上海）有限公司
泽贝妥单抗注射液	浙江博锐生物制药有限公司;海正生物制药有限公司
盐酸杰克替尼片	苏州泽璟生物制药股份有限公司
纳乐舒单抗注射液	三生国健药业（上海）股份有限公司;上海津曼特生物科技有限公司
艾贝格司亭α注射液	亿一生物制药（北京）有限公司
芪黄明目胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司
葎草花粉点刺液	浙江我武生物科技股份有限公司
谷美替尼片	上海海和药物研究开发股份有限公司;江苏宣泰药业有限公司
阿得贝利单抗注射液	上海盛迪医药有限公司;苏州盛迪亚生物医药有限公司

资料来源：药智网、粤开证券研究院

（二）基本面：业绩前瞻来看行业整体复苏

截至 2023 年 4 月 10 日，医药行业共有 141 家上市公司披露了 2022 年年报，171 家披露了 2022 年业绩预告，此外还有 18 家上市公司披露了一季报情况，从披露的数量来看已超半数，能够对行业的复苏情况窥之一二。结合年报、预告和一季报情况不难发现，行业整体明显回暖，业绩预喜率较高，同时利润端的修复也较为明显。

图表32：细分行业业绩边际变化趋势

	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	变化趋势
原料药	-2.52	-7.35	8.26	4.67	6.79	58.61	
化学制剂	8.16	1.13	0.15	2.69	-1.63	48.22	
中药Ⅲ	28.16	249.51	10.30	4.69	0.75	17.90	
血液制品	27.05	1.59	14.48	15.45	8.47	33.61	
疫苗	181.15	151.61	60.71	-33.19	-22.41	-18.84	
其他生物制品	96.47	61.65	-21.95	-627.66	-766.83	-73.25	
医药流通	7.73	5.65	19.02	7.06	4.12	11.01	
线下药店	8.58	-3.20	1.64	6.51	11.72	504.38	
医疗设备	5.96	9.59	450.69	207.10	9.70	54.20	
医疗耗材	14.20	-11.58	-73.19	-66.06	-61.03	-8.66	
体外诊断	57.13	48.90	78.75	63.50	141.25	44.46	
诊断服务	49.77	46.06	70.91	108.26	40.82	-55.73	
医疗研发外包	59.40	48.83	78.77	87.78	106.15	99.39	
医院	244.33	79.88	-439.21	-73.62	101.82	58.29	
其他医疗服务	-97.46	427.67	-5.07	-19.31	11.87		

资料来源：Wind、粤开证券研究院

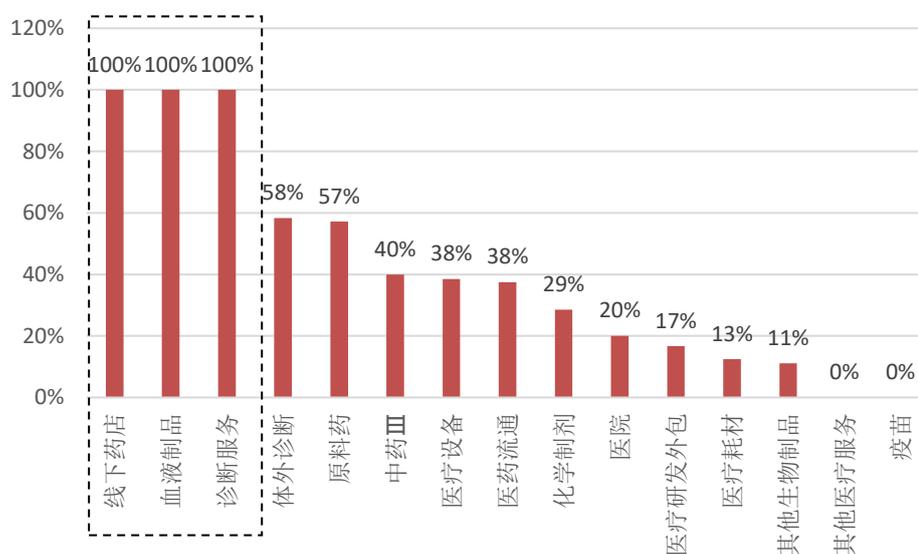
从已披露年报的 141 家公司情况看，大部分公司实现了业绩的正增长，尤其是线下药店、医药研发外包、医疗设备、原料药等领域的净利润平均增长较快。


图表33：2022年医药行业年报业绩前瞻

行标签	平均值:营收增长, %	平均值:扣非归母净利润增长, %	平均值:ROE, %	平均值:毛利率, %
线下药店	89.94	504.38	16.67	20.53
医疗研发外包	64.70	95.28	17.61	48.35
医疗设备	25.70	80.01	13.81	47.65
原料药	14.49	77.62	15.04	39.22
医药流通	13.23	65.80	10.23	14.56
化学制剂	216.94	51.27	3.15	57.79
医院	-13.59	35.39	-33.82	20.24
血液制品	4.08	33.61	6.17	54.66
中药	10.95	21.87	10.62	53.91
医疗耗材	16.80	8.61	14.75	70.96
疫苗	67.16	-11.40	11.86	79.04
体外诊断	42.44	-17.19	21.04	58.86
其他生物制品	-2.75	-20.81	4.27	70.87
诊断服务	0.16	-40.36	-1.18	47.54

资料来源: Wind、粤开证券研究院

从披露 2022 年业绩预告的 171 家公司来看, 预喜率最高的行业有线下药店、血液制品和诊断服务、体外诊断和原料药板块, 前三个行业预喜率高达 100%。

图表34：线下药店、血液制品、诊断服务预喜率较高


资料来源: Wind、粤开证券研究院

从 2023Q1 业绩预告的公司来看, 整体预喜率较高, 近九成公司实现业绩正增长。

图表35：部分公司一季度业绩变化情况

证券简称	细分领域	23Q1 业绩预告类型	预告 23Q1 扣非净利润同比增长下限	预告/披露 23Q1/22Q4 扣非净利润同比增长/下限	△ 环比
华兰疫苗	疫苗	扭亏	1768.15	-103.07	1,871.22
万泽股份	其他生物制品	预增	143.23	-73.37	216.60
特一药业	中药	预增	108.86	46.79	62.07



证券简称	细分领域	23Q1 业绩 预告类型	预告 23Q1 扣非净 利润同比增长下限	预告/披露 23Q1/22Q4 扣 非净利润同比增长/下限	△ 环比
华兰生物	疫苗	预增	16.16	-40.44	56.60
普洛药业	原料药	预增	55.26	8.29	46.97
宏源药业	原料药	略减	-28.24	-34.20	5.96
佐力药业	中药	预增	41.20	52.64	-11.44
西藏药业	中药	预增	60.16	76.54	-16.38
九洲药业	原料药	略增	0.00	58.00	-58.00
山河药辅	原料药	预增	46.01	127.43	-81.42
上海谊众	化学制剂	预增	94.62	192.57	-97.95
康恩贝	中药	预增	30.00	200.26	-170.26
博腾股份	医疗研发外包	略减	-27.00	168.09	-195.09
博雅生物	血液制品	预增	25.00	241.81	-216.81
华仁药业	化学制剂	预增	45.29	273.95	-228.66
华人健康	线下药店	预增	114.66	344.30	-229.64
C 科源	原料药	续盈	1.75		
N 海森	原料药	略增	0.51		

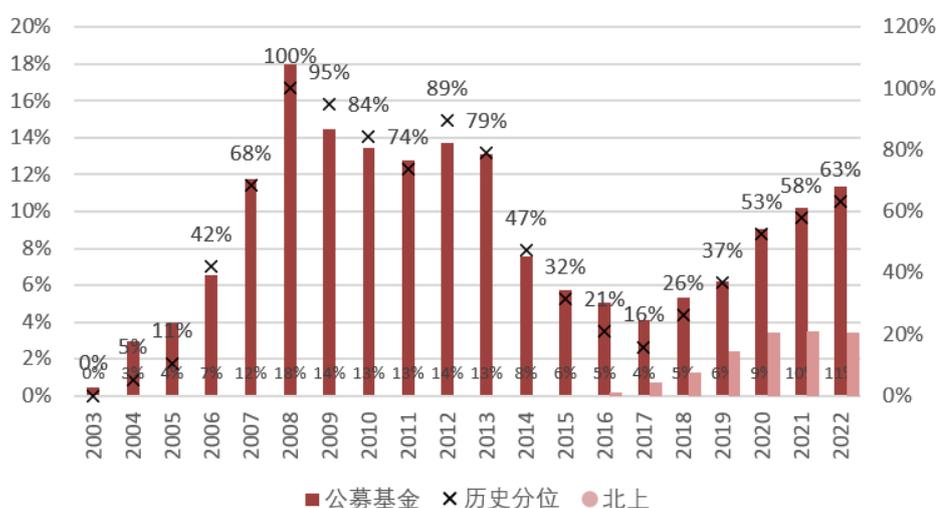
资料来源: Wind、粤开证券研究院

(三) 资金面：机构持仓历史低位，已有边际回暖

前文我们通过分析发现，过去四轮医药牛市阶段，资金是板块上行的重要推动力，尤其是在 A 股机构占比越来越重、话语权逐渐增强的背景下，机构资金的入市对行业的市场表现有重要的引领作用。

从持仓市值占比来看，公募基金相较于陆股通有更强的定价权。公募基金在医药行业，公募持仓市值占比约 11%，距离历史 18% 的水平尚有较大的空间，北上资金的持仓则表现相对稳健。从历史分位水平来看，持仓处于 2003 年以来 63% 分位数，显示当前具有较大弹性空间。

图表36：医药生物行业公募与北上定价权

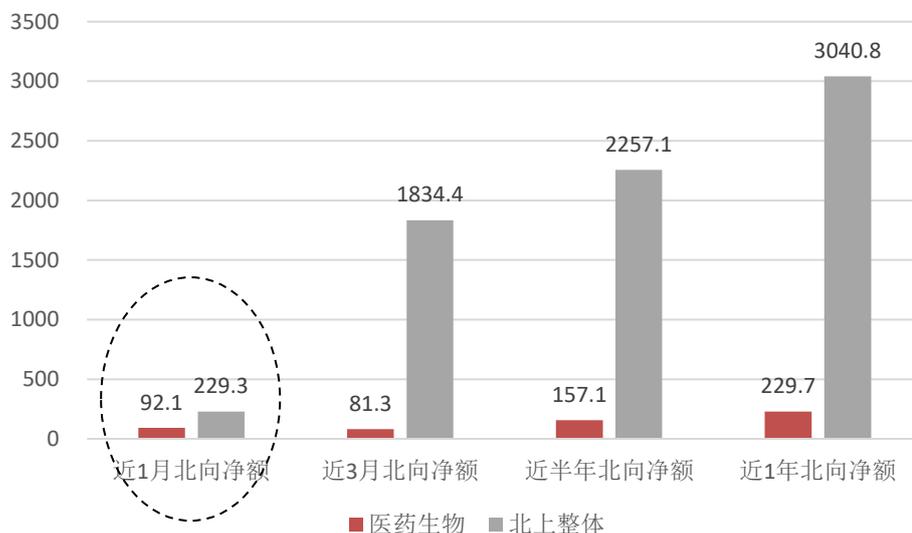


资料来源: 同花顺 iFinD、Wind、粤开证券研究院



北上资金方面，截至 2023 年 4 月 8 日，近一个月、近半年北上资金医药行业净流入额分别为 92 亿元和 157 亿元，排名分别为第 1 位和第 7 位。北上资金对医药行业的持仓保持稳定，但近期流入幅度明显加速。

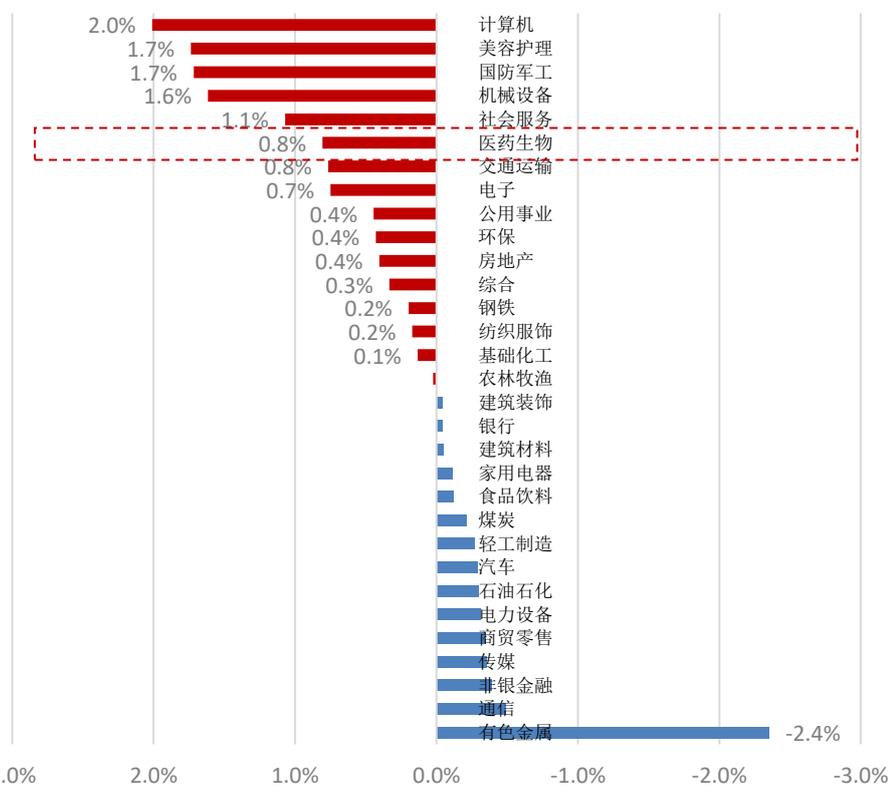
图表37：公募持仓医药市值占比变化



资料来源：Go-Goal、粤开证券研究院

从边际变化的角度来看，公募基金在持续加仓医药板块，医药生物行业的持仓市值占比提升幅度位居前。

图表38：公募持仓医药市值占比较中报变化



资料来源：同花顺 iFinD、Wind、粤开证券研究院



（四）市场回顾及 23Q2 市场展望：牛长熊短，新周期起点

2021 年下半年，随着蓝筹权重股展开调整，医药生物指数在一年半的时间里持续下跌，区间最大跌幅超 40%，我们将行情大致分为四个阶段：

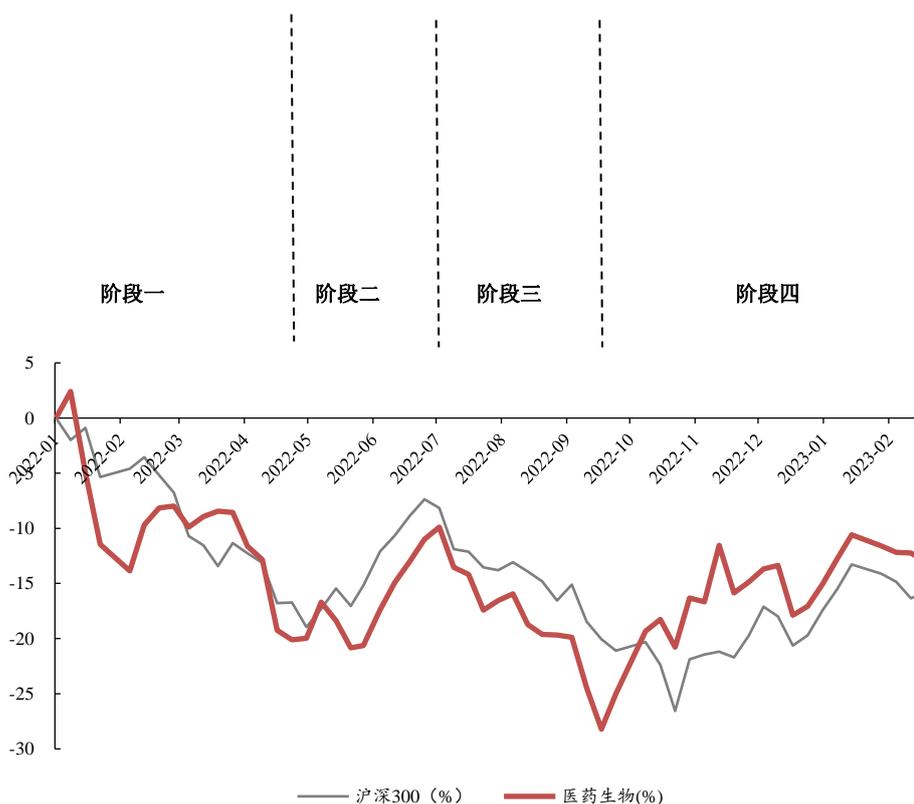
1) 阶段一（1-4 月的下行阶段）：多地疫情爆发、防控趋严，停工停产大环境压力下，集采幅度和范围大幅超预期、CRO 龙头企业被列入 UVL 清单加剧市场恐慌，板块持续下行。

2) 阶段二（5-7 月的弱反弹阶段）：疫情出现拐点，市场整体向好，防控放松后基础就医需求增加。

3) 阶段三（7-9 月的震荡回调阶段）：人民币贬值，原材料进口型行业成本上升，美国生物法案出台，外围因素扰动，行业见底。

4) 阶段四（9 月下旬以来持续修复阶段）：防控政策优化，新冠流行基本结束，贴息贷款改造医疗设备、集采趋于温和、医保谈判符合预期。

图表39：2022 年以来医药行情四阶段走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

本轮医药行业自 2021 年下半年以来持续调整，截至 2023 年 4 月 11 日，医药生物指数 PE-TTM 估值仅有 24.5 倍，处于历史 5.96%分位数处，其历史平均 PE 为 41 倍。从历史估值水平来看，当前估值处于历史冰点位置水平，历史上大约对应到 2006 年初和 2018 年底左右，在此后 1 年的收益水平均表现优秀，我们认为当下行业已极具性价比。

图表40：医药生物指数 30 倍历史市盈率对应未来 1 年收益情况统计

交易日期	市盈率 TTM	对应未来 1 年收益率统计
------	---------	---------------

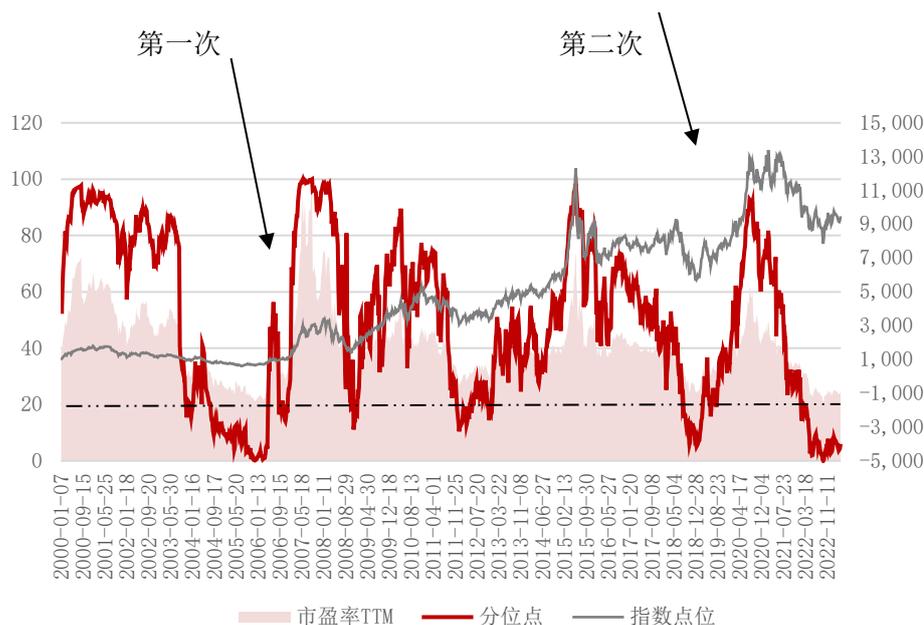


2019年1月	24.1	46.97
2018年12月	24.66	33.28
2018年10月	25.35	26.76
2018年11月	27.51	17.19
2012年3月	28.2	37.11
2018年9月	28.73	6.33
2019年2月	29.25	23.8
2012年11月	29.32	48.6
2012年4月	29.52	28.28
平均值	27.40	29.81

资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表41: PE 已至历史冰点水平, 极具性价比



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表42: 2000 年以来医药行情呈现牛场熊短特征

	起始日期	截止日期	交易天数	区间涨跌幅
震荡期 1	2000/1/4	2006/3/10	1,483	-30%
上行期 1	2006/3/13	2008/3/5	483	376%
下行期 1	2008/3/6	2008/11/4	164	-58%
上行期 2	2008/11/5	2010/11/29	503	286%
下行期 2	2010/11/30	2012/12/3	491	-40%
上行期 3	2012/12/4	2015/6/12	611	281%
下行期 3	2015/6/15	2016/2/29	172	-47%
震荡期 2	2016/3/1	2018/5/28	548	45%
下行期	2018/5/29	2019/1/3	149	-41%
上行期 4	2019/1/4	2021/7/1	604	141%
下行期 4	2021/7/2	2022/4/25	197	-38%
震荡期 3	2022/4/26	2023/4/7	232	13%
上行期	平均天数	550	平均涨幅	271%
下行期	平均天数	256	平均涨幅	-46%

资料来源: Wind、粤开证券研究院

展望后市, 本轮医药行业自 2021 年下半年下行以来, 行业持续横盘震荡已有 15 个月之久, 按照医药行业过往牛长熊短的特征, 伴随医疗消费需求复苏、政策持续推进、新技术新产品加快上市放量、业绩有望回暖和资金加仓的多重驱动之下, 我们认为当下或已处于下一轮医药新周期的起点。我们建议关注以下三条投资主线:

一是随宏观经济复苏带来的医疗消费需求修复, 建议重点关注胸科、妇产科、儿童医院等疫情期间疗人次大幅下降的板块产业链上器械、用药、服务业绩修复进展;

二是行业层面确定性机会, 包括政策层面优先的创新药、国产替代的器械, 新技术



新产品管线丰富的相关标的和四季报预喜的龙头公司和重点子行业；

三是资金抱团涌入，估值修复具备较大空间的板块，如医疗器械、医疗服务等板块。



（五）细分领域 23Q2 观点

（1）创新药：医药市场是刚性需求市场，伴随着医药卫生体制改革持续推进，优化审评审批鼓励创新、药品上市许可人制度、两票制、医保支付等政策进入常态化实施阶段，行业竞争形态逐渐走向“强者恒强”的新阶段。在此背景下，对于创新药投资，我们建议投资者关注两条核心逻辑。一是重点关注具有仿制药时代累积优势，且寻求创新转型的 big pharma 型企业，该类企业内生盈利强，成长更为稳健，转型创新具有技术和成本优势。二是关注研发管线丰富，已有产品上市且积极布局国际化的 biotech 企业，该类企业产品矩阵形成，创新研发、BD 能力、商业转化基本得到验证，表现出巨大的市场潜力。

（2）医疗器械：加快构建强大的公共卫生体系，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局，提高全方位全周期健康服务与保障能力，是当前一个阶段医疗器械增长的主要逻辑。叠加政策端鼓励加快医疗器械创新和技术升级，推动实现进口替代，国产创新医疗器械有望在多个领域打破国外产品的垄断局面。我们重点推荐关注细分领域国产替代引领者，有持续创新能力且已经通过市场验证的龙头企业。

（3）中药：国家层面高度重视中医药发展，二十大报告提出“促进中医药传承创新发展”，国办最新印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》，均要求进一步加大中医药发展支持力度，着力推动中医药振兴发展，中医药全产业链面临重大发展机遇。中医药创新方面，传承创新、中医药现代化成为主线，看好中医药优势病种领域临床产品实现快速放量、基于中医药理论研发的中药创新药两条主线；中药（中药饮片与配方颗粒）质量提升方面，建议重点关注中药材优质供给稳定、药材标准化提升较早、质量管理较优、拥有优质道地中药材布局的龙头型公司；中医药服务方面，过去“西医为重”的医疗服务体系将逐渐转换为“中西医并举”，中医药诊疗服务进入新一轮快速成长期，建议重点关注中医药资源雄厚、品牌连锁化程度较高、成长迅速的行业龙头公司。

（4）CXO 行业：CXO 属于“卖水人”角色，随着海内外研发创新要求提高，未来依然面临较大的成长空间。分领域来看，以轻资产运营为主的临床/临床前试验研究注重人力资源质效供给，强调与医院、药企的关系维护；以重资产运营为主的工艺研发和规模化生产则注重产业化基地、成本控制和效率提升。我们认为具有规模效应、全球布局、多地运营及全产业一体化布局的优势企业具有更大的竞争优势。

（5）疫苗：需求端和供给端双向支撑疫苗行业快速成长。需求端，受益于居民收入水平提高和健康意识提升，包括流感疫苗、水痘疫苗、B 型流感嗜血疫苗、口服轮状病毒疫苗、肺炎疫苗等在内的二类自费疫苗接种率提升，业绩增长确定性强；供给端，具有广谱保护作用的单价或多价疫苗研发进程加速，包括涉及到新冠疫苗的 mRNA、腺病毒、重组蛋白等新技术路线的新型疫苗等。建议密切跟踪已签发产品的上市放量和在研品种研发进程，重点推荐拥有重磅品种、积极布局新型疫苗研发的疫苗明星企业。

四、风险提示

行业竞争加剧、集采政策力度超预期、研发进度低于预期、业绩增长不及预期风险



分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com