

# 二十年复盘看医药投资新机会

行业评级：看好

2024年8月23日

分析师	孙建
邮箱	<a href="mailto:sunjian@stocke.com.cn">sunjian@stocke.com.cn</a>
电话	13641894103
证书编号	S1230520080006

- ◆ **结论：医药进入供给侧出清的新阶段，稳健资产是极具比较优势投资方向；**
- **政策基本面跟踪：**
  - ✓ **【医保的压力】和【供给侧的水分】决定政策改革方向和节奏；**
  - ✓ 以前药品、耗材的价格政策是跟踪重点，以后大概率不是了；
  - ✓ 是什么？关于量的监管、规范性成为重点；
- **产业跟踪小秘诀：**
  - ✓ 你有没有发现医药营运效率指标和股价的正相关性？

# 目录

CONTENTS

**01** 为何跟踪医药政策?

**02** 未来5年的医改定调

**03** 医药投资逻辑变化

**04** 关于政策的其他思考

# 01

## 为何跟踪医药 政策？

认知误区：医药投资框架失灵

医改核心：“三医”协同发展

医药板块估值和医药政策的关系

2000-2013年，医保扩容驱动下医药制造业行业20%左右复合增速（持续2倍于GDP增速）

 2013-18年，反腐、招标降价下，行业增速  
 降至12-15%

 2019年后，随着集采扩容、产业新旧动  
 能转换，行业增速降低至5-10%

**2000-2004年药品价格政府强监管时期**  
 （医药属于小盘股，100支，最大市值  
 公司哈药股份70亿左右）

 板块估值溢价率：**40%左右**

 医药指数涨幅：**-31%左右**

涨幅居前：

- ✓ 重组转型：四环生物（振新股份）、国药一致（深益力）、人民同泰（天鹅股份）、江苏吴中、南华生物
- ✓ 品牌OTC：云南白药、哈药股份、东阿阿胶、同仁堂
- ✓ 原料药：鑫富生化
- ✓ 生物药：双鹭药业
- ✓ 综合性药企：双鹤药业
- ✓ 化药：恒瑞医药、海华药业、海正药业、华北制药
- ✓ 创新中药：康缘药业

**2004-2007年政府定价、产业竞争力不强，重组并购频发**

 板块估值溢价率：**50%+左右，有波动**

 医药指数涨幅：**286%左右**

涨幅居前：

- ✓ 涨10倍+：辽宁成大（广发上市预期）、吉林敖东（持股广发）、华兰生物、广济药业、亿帆医药、国药股份、恒瑞医药、科华生物、双鹭药业；
- ✓ 一次性变化催化：新会计准则变化，少数股东权益计入股东权益。股权分置改革（广济、山大华特、亿帆）
- ✓ 业绩驱动：血制品（华兰生物）、原料药（提价，广济药业）

**2008-11年医保扩容红利时期**  
 （资金承纳能力提高）

 板块估值溢价率：**85%左右，有波动**

 医药指数涨幅：**269%左右%**  
 （2008-2010年涨幅较大）

涨幅居前：

- ✓ 医疗器械、服务：鱼跃医疗（次新）、新华医疗、恒康医疗
- ✓ 中药：康美药业、中恒集团、片仔癀、天士力、云南白药、昆药集团
- ✓ 专科用药：恩华药业（次新）、长春高新、人福医药
- ✓ 血制品：上海莱士

**2012-15年医保控费、政策纠偏、A股牛市时期**

 板块估值溢价率：**172%左右**

涨幅居前：

- ✓ 非药：上海莱士、尔康制药、宜华健康、和佳股份、迪安诊断、达安基因、九安医疗、九强生物
- ✓ 药品：广誉远、香雪制药、誉衡药业、北陆药业、嘉事堂、西藏药业

**2016-2018年，十三五，医保政策主导时期**

 板块估值溢价率：**90-100%**

涨幅居前：

- ✓ 益丰药房、贝瑞基因、健帆生物、沃森生物、安科生物、安图生物、长春高新、爱尔眼科
- ✓ 泰格医药、药明康德、恒瑞医药
- ✓ 富祥股份、健友股份
- ✓ 康弘药业、我武生物

**2019-21年，医药牛市，后集采时期**

 板块估值溢价率：**136%左右**

 医药指数涨幅：**132%左右**

涨幅居前：

- ✓ 新股：万泰生物、康龙化成、鹿得医疗、美迪西；
- ✓ 板块：CXO（博腾股份、昭衍新药、九洲药业、泰格医药、药明康德、药石科技）、公共卫生事件相关（英科医疗、东富龙、拱东）、龙头（爱尔、长生、华海、通策、高新）、原料药（司太立、普洛）、基因杂质药

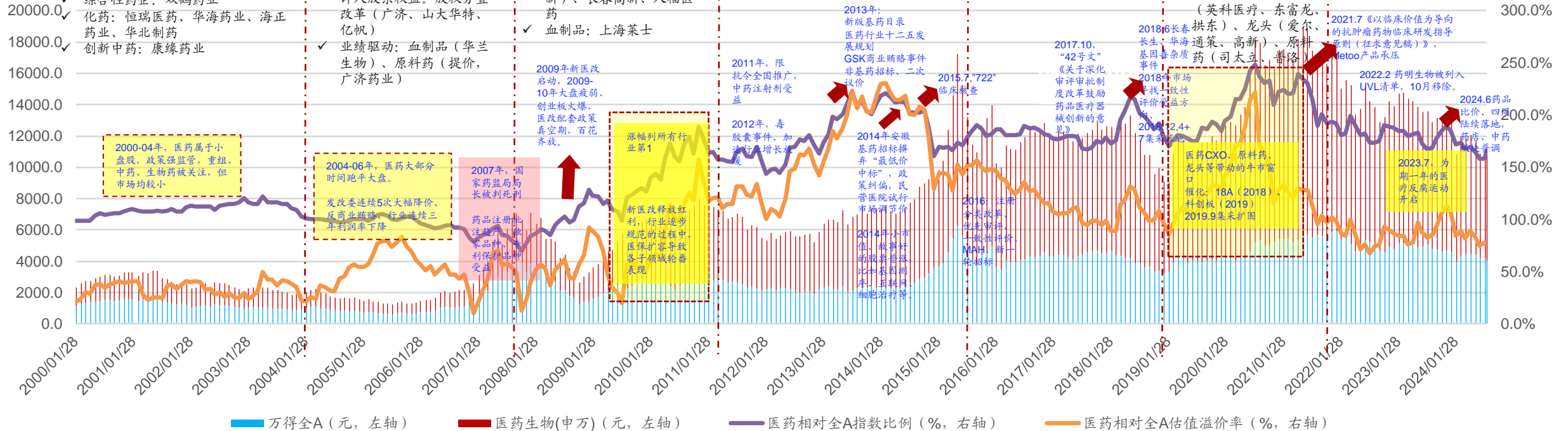
**2021年至今，投融资趋冷，后CXO时代**

 板块估值溢价率：**90%左右**

涨幅居前：

- ✓ 创新药：百利天恒、福瑞股份、新诺威；
- ✓ 中药：羚锐制药、华润三九、方盛制药、济川药业、江中药业、葵花药业、东阿阿胶

### 2000-2024年医药板块相对全A表现复盘



- **× 误区：医药需求的增加带来行业空间的增长**

不同于一般零售产品，医药产品及服务是一种和居民福利属性挂钩的产品，因此，不能简单用“供给创造需求”、“需求大、市场大”的框架去研究。哪怕是创新药械，当其商业化限定在一国范围内时，其销售空间就必然受到该国经济发展现状下可为居民谋福利程度的限制。而影响这一点的变量包括：需求（量）、支付（价）、医疗行为（量的满足）。而以上变量如果仅仅从供给端的医药产品分析，我们在跟踪时就极易受到政策端“不确定性”的影响，我们认为不是因为政策本身具有不确定性，而是其影响变量的复杂性决定的。

我们认为**2015**年以来的医药卫生体制改革实际上是支付端启动的一轮“供给侧改革”，本轮改革倒逼医药产业链多环节（医药工业、商业、医疗服务）创新升级、提质增效，我们判断**2024**年进入改革“深水区”（医疗环节），将加速行业供给侧创新升级进程。

## 医保

# +15.2%

- 2023年我国基本医疗保险基金收入、支出分别为3.34、2.81万亿，同比增长8.7%、15.2%（其中职工医保支出增长16.9%、居民医保支出增长12.4%）；
- 截止2023年底，基本医疗保险参保人数达到13.3亿人，参保覆盖率稳定在95%以上。
- 人口老龄化程度加深和职工在职退休比下降等，对医疗支出刚性增长的需求会持续提高。

## 医疗

# 7.0%

- 2022年国内卫生总费用达到8.5万亿，卫生费用占GDP的比重为7.0%，2012-2022年中国卫生总费用的复合增速达11.7%（2018-2022年复合增速为9.6%）；
- 2022年，医院次均门诊药费占门诊费用38.0%、住院药费占住院费用24.3%。

## 医药

# -4.0%

- 2023年规模以上医药工业企业工业增加值约1.3万亿，同比下降5.2%，营收2.96万亿，同比下降4%，实现利润4127亿元，同比下降-16.2%，三项指标多年来首次均为负增长，且均低于全国工业整体增速多个百分点；
- 影响行业经济指标因素：1）正面：药品终端消费复苏、部分领域药品增长明显、化工原料价格下降；2）负面：公卫防控产品销售锐减、出口下降、大量医药产品价格呈下降趋势（集采）、中药材价格明显上涨。



### 以降药价为突破口，深化“三医”协同发展和治理

近年来，国家组织和开展了药品集中带量采购、医保药品的谈判议价等，大幅度降低了药品和耗材的价格，减轻了群众的医疗费用负担，促进了医疗服务价格的动态调整、医保支付方式改革、医务人员薪酬制度改革等，推动公立医院建立公益性为导向的运行新机制。

- 2023.10.26《关于加强定点医药机构相关人员的医保支付资格管理的指导意见（征求意见稿）》
- 2023.7.1《关于《谈判药品续约规则（征求意见稿）》及《非独家药品竞价规则（征求意见稿）》公开征求意见情况的通告》
- 2024.3.8《最高人民法院 最高人民检察院 公安部印发《关于办理医保骗保刑事案件若干问题的指导意见》的通知》
- 2024.1.5《国家医疗保障局办公室关于促进同通用名同厂牌药品省际价格公平诚信、透明均衡的通知》

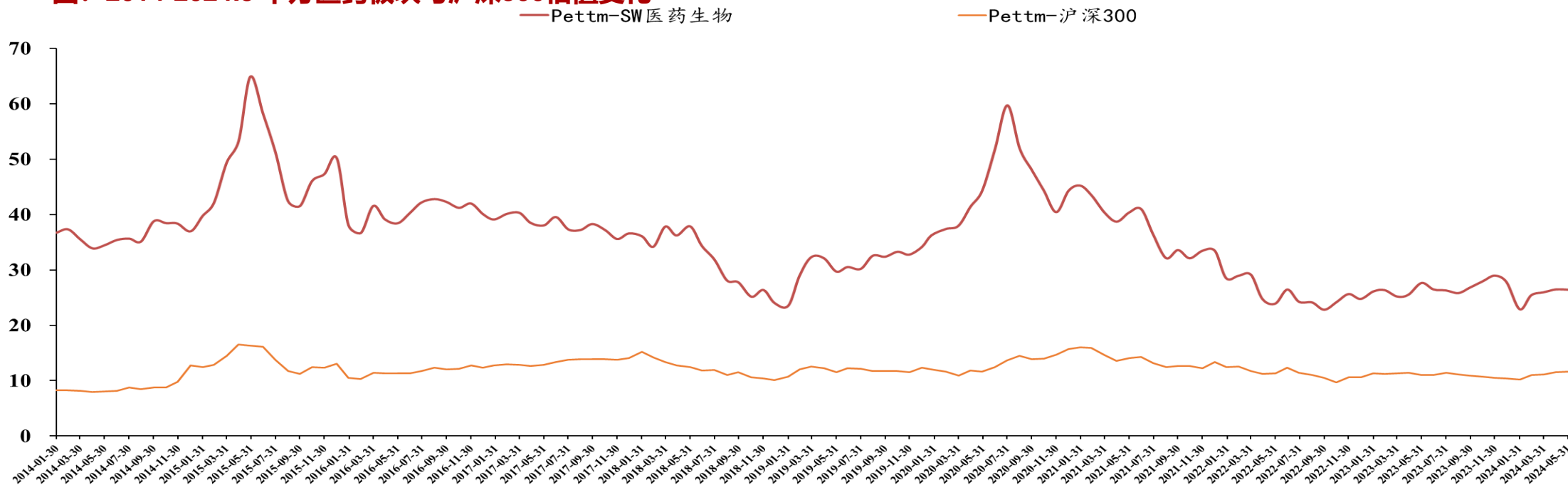
### 医药行政规范性文件

- 2023.12.15《国家药监局 国家卫生健康委 国家疾控局关于发布医疗器械紧急使用管理规定（试行）的公告》
- 2023.12.7《国家药监局关于发布医疗器械经营质量管理规范的公告》
- 2023.11.3《国家药监局关于发布《药物临床试验机构监督检查办法（试行）》的通告》
- 2023.10.23《国家药监局关于加强药品上市许可持有人委托生产监督管理工作的公告》
- 2023.10.13《国家药监局关于化学原料药再注册管理等有关事项的公告》
- 2023.7.14《国家药监局关于发布《中药饮片标签管理规定》的公告》
- 2023.7.5《国家药监局关于发布《药品标准管理办法》的公告》
- 2023.4.4《国家药监局关于发布《化妆品网络经营监督管理办法》的公告》
- 2023.2.10《国家药监局关于发布《中药注册管理专门规定》的公告》
- 2023.1.19《国家药监局关于发布《药物非临床研究质量管理规范认证管理办法》的公告》

### 2024.3.18，我国深化医疗服务价格改革试点将扩围

- 在河北唐山、江苏苏州、福建厦门、江西赣州、四川乐山5个试点城市的基础上，内蒙古、浙江、四川3个省份将作为深化医疗服务价格改革试点省份，开展全省试点
- 此前，国家医保局等部门联合印发《深化医疗服务价格改革试点方案》，明确通过3至5年的时点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验

图：2014-2024.5 申万医药板块与沪深300估值变化



医保	2013年, 新医改; 2015年, 全民基本医保覆盖提质; 2016.1, 整合城乡居民基本医保; 2017.1, 整合生育保险和城镇职工基本医保, 2017.6: 深化医保支付方式改革		2018年国家医保局成立, 药品目录动态调整开启	2018.12, 4+7集采; 2018.8, 抗癌药医保准入谈判; 2018.12, 医保欺诈骗保举报奖励暂行办法发布; 2019.9集采扩围;	2021.4, DRG付费医保经办试点; 2021.5, DIP试点医保经办; 2021.5, 谈判品种“双通道”; 2021.6, 高值耗材集采; 2021.5, 深化医疗服务价格改革试点; 2021.11, DRG/DIP改革三年行动计划	2023.5, 医保基金使用常态化监管; 2024.1, “四同药品”价格形成公平、透明均衡通知
医药	2015年, 临床自查核查启动、修正药品管理法, 2016.3, 药品注册分类改革启动。	2017年, 国办42号文, 鼓励创新药械审评审批	2018年医药4+7集采、2019年集采扩围、高值耗材集采等政策持续推进			2024.3, 加强医疗监督跨部门执法联动工作 2024.6 “推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面”
医疗	2014年, 《关于推进县级公立医院综合改革的意见》, 2014年启动第二批700个县的时点改革, 同时城市公立医院改革从17个扩大到34个试点	2017年开启药品零加成	配合推进集采等报量工作	2019年取消耗材加成	2021年国务院医改领导小组秘书处印发《全国深化医药卫生体制改革经验推广基地管理办法《试行》》的通知、《关于推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	2023-24年医疗反腐整治 2023.06 《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》“深化医疗服务价格改革”

# 02

## 未来5年 医改定调

2024年医改重点任务

三中全会《决定》定调

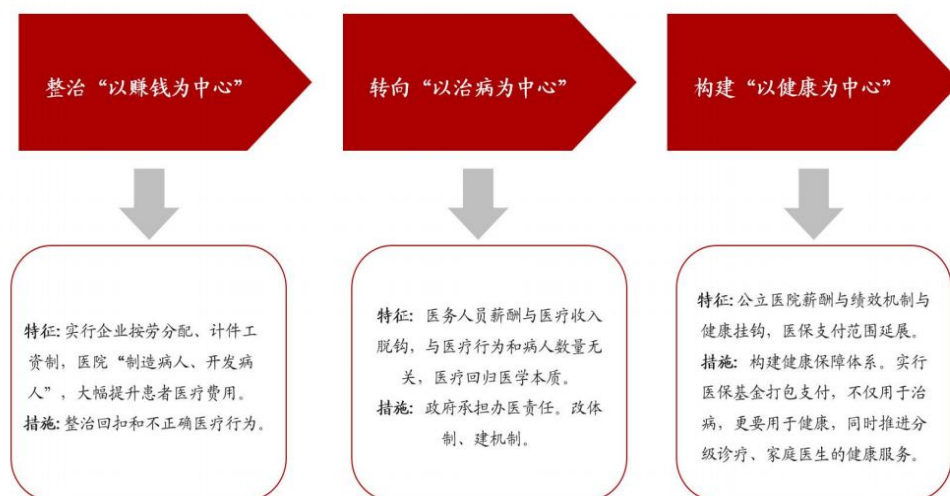
# 《深化医药卫生体制改革2024年重点任务》

2024年6月3日

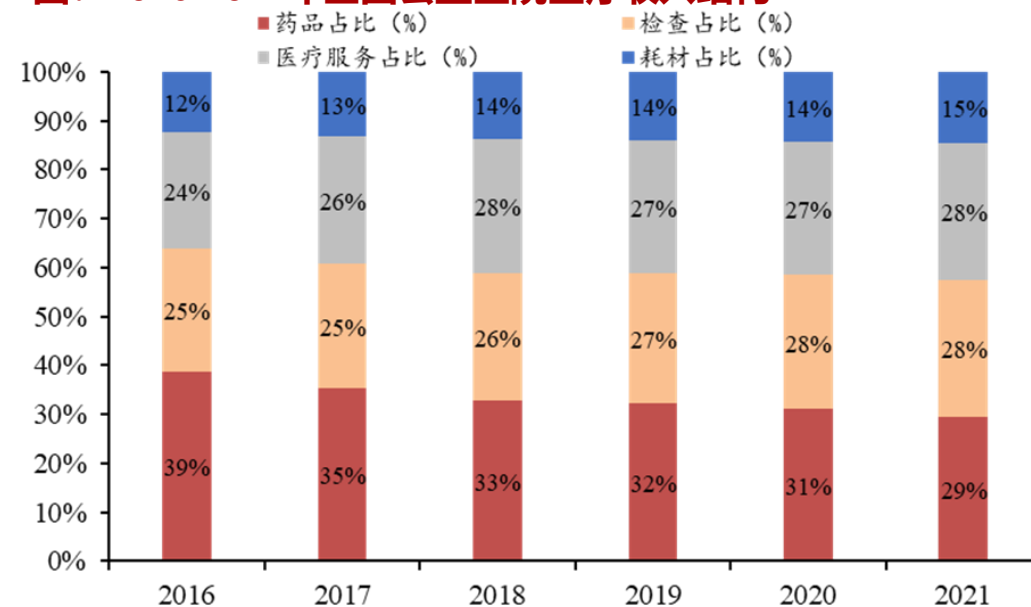
## 2.1 再提“因地制宜推广三明医改经验”

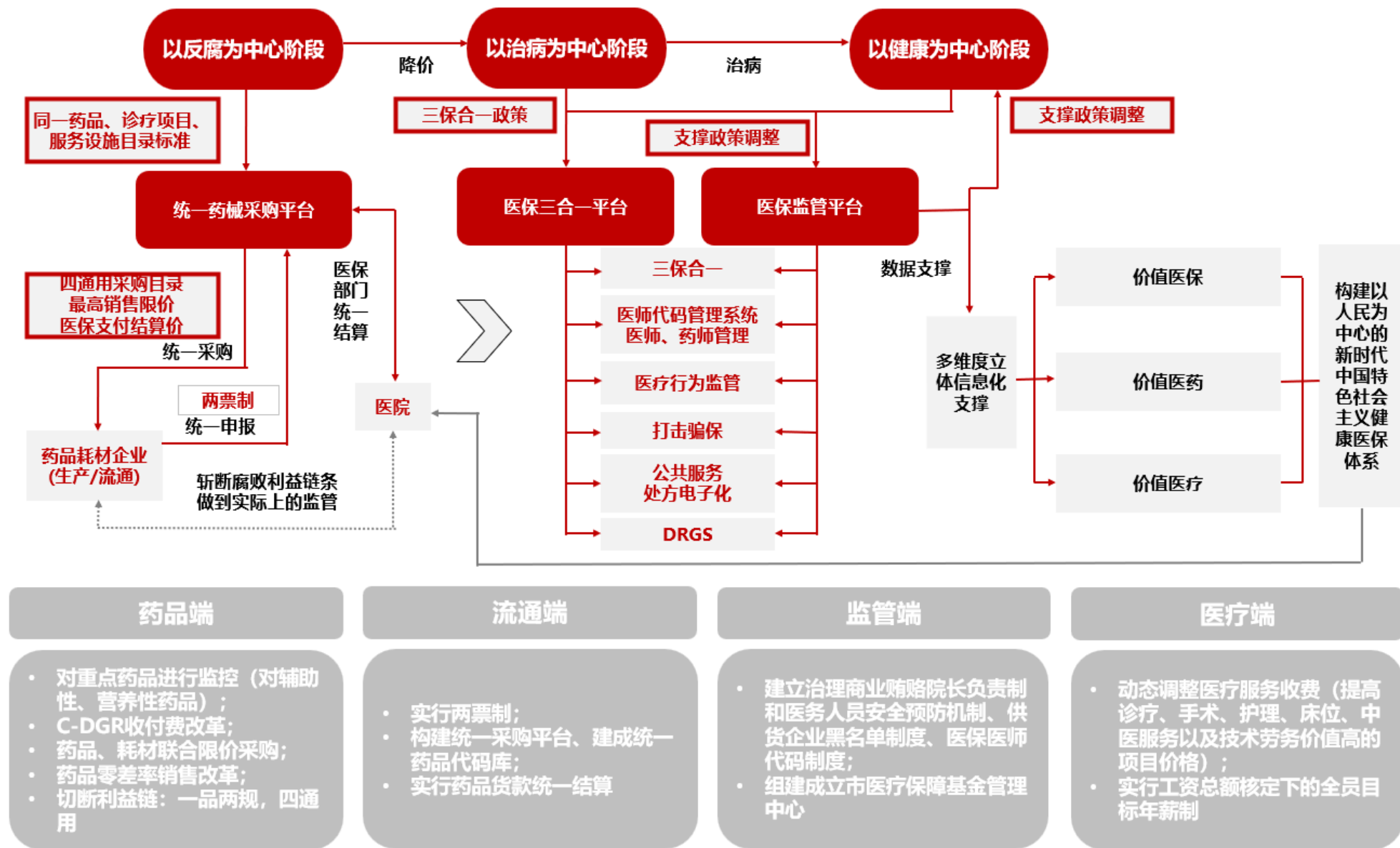
- 2024年5月下旬开始，国家卫健委、国家医保局先后专门宣示，推广三明医改。这几乎是自三明医改实施12年来，自中国新医改15年来，最密集以及明确的学习信号。
- 学习“三明”的本质是什么？是“腾空间、调结构、保衔接”，做到“价格—支付—绩效—薪酬”改革的四联动，在保障药品及医疗服务能力的同时实现有效控费，以及“推动以治病为中心转向以人民健康为中心”。

图：三明模式医改三阶段



图：2016-2021年全国公立医院医疗收入结构





## 价格

- 各级医保局被要求“推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面”
- “深化医疗服务价格改革”，从而降低医药产品总费用与金额占比，并“腾笼换鸟”提高技术劳务价值占比；

## 支付

- 2024年，所有统筹地区开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费或按病种分值（DIP）付费改革，合理确定支付标准并建立动态调整机制。
- 对紧密型医疗联合体实行医保总额付费，完善总额测算、结余留用和合理超支分担机制。开展中医优势病种付费试点。研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜。

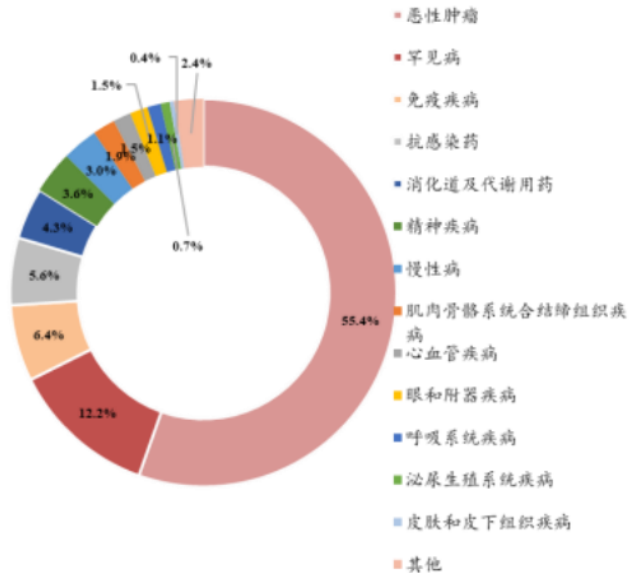
## 绩效与 薪酬

- 研究制定关于医疗服务收入内涵与薪酬制度衔接的办法。注重医务人员稳定收入和有效激励，进一步发挥薪酬制度的保障功能。加强对医院内部分配的指导监督，严禁向科室和医务人员下达创收指标，医务人员薪酬不得与药品、卫生材料、检查、化验等业务收入挂钩。进一步落实基层医疗卫生机构工资政策。

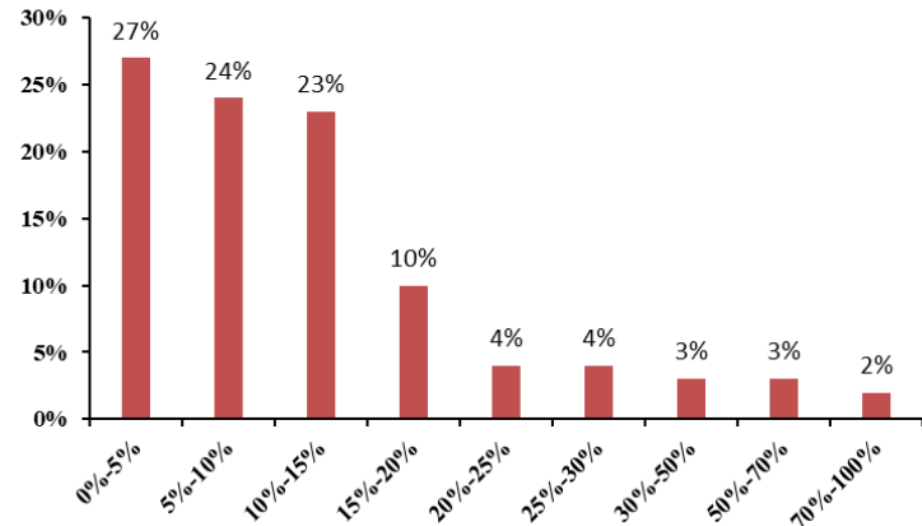
《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》逐渐进入尾声，到2024年底全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP付费方式改革工作。此次重点工作对支付改革的合理确定支付标准并建立动态调整机制。

此外，此次重点工作首提“发展商业健康保险”获得顶层设计支持，《工作任务》明确，将“制定关于规范城市定制型商业医疗保险的指导性文件”“推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围”“选择部分地区开展试点，探索推进商业健康保险就医费用线上快速结算”，或标志着基本医保与商业保险“二元发展的时代启幕”。

图：2023年我国普惠险特药治疗领域分布情况



图：2022年地市级惠民保产品参保率分布



## 2.5 从支付、审评、成果转化向高质量创新全链条方向倾斜

- 在此次的重点工作中，“**创新药**”出现了**6**次。
- **医保支付政策**：“研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜”。在支付角度上，过去施行在北京、上海、广州、珠海、济南近期的创新药除外政策或向全国推广。
- **商业健康保险**：明确“推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围”。
- **审评**：“完善药品使用和管理”明确“加大创新药临床综合评价力度，促进新药加快合理应用”。创新药或通过临床综合评价来明确其安全性、有效性、经济性、创新性、公平性和适宜性。
- **全链条鼓励**：“制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。”
- **数字化促成果转化**：“推进数字化赋能医改”明确“整合医疗医药数据要素资源，围绕创新药等重点领域建设成果转化交易服务平台”。

## 2.6 目录：基药目录调整有望重启，多目录协调保障基本需求

- 此次重点工作提出“推动国家基本药物目录与国家医保药品目录、药品集采、仿制药质量与疗效一致性评价协同衔接，适时优化调整国家基本药物目录”。我们认为，之前一直备受关注的基药目录的调整在延宕数年之后，有望启动调整流程，并且谈到的基药目录、医保目录的衔接性要求，或是后续卫健委、医保局之间实施决策信息共享、数据互通、监管互认的信号，也为“集采中选品种、仿制药过评品种优先纳入基药目录、基药产品优先纳入医保目录”创造了希望。

		国家医保药品目录	国家基本药物目录
相同点	药品安全性	安全	
	药品有效性	有效	
	药品经济型	具有成本效益	
	药品适应性	适宜应用	
不同点	发布机构	国家医疗保障局	国家卫生健康委员会
	目录品中涵盖类型	主要是治疗性药品	预防和治疗性药品监顾
	临床治疗应用选择	必需性，满足治疗需求	要强调必需性，尤其是临床首选、优先使用的一线药品
	药品创新性	目录中的协议谈判药品对创新性要求相对较高	未作特别要求
	支付方式	分为甲类和乙类支付方式	不限支付方式

- 文件首次提出“深入开展全国医疗卫生机构信息互通共享攻坚行动”“深化体制机制改革，持续推进全链条全要素全覆盖治理。开展高费用和异常费用病例核查工作”，有助于药品、检查检验、服务质量价格透明横向比对。
- 2024年1月5日，医保局指导医药采购机构聚焦“四同药品”（指通用名、厂牌、剂型、规格均相同的药品），对照全国现有挂网药品价格统计形成的监测价，进行全面梳理排查。大数据时代信息化、透明化监管正在进行时。
- 另外，“研究出台医药企业防范商业贿赂合规指引。完善医保基金飞行检查工作机制，建立“回头看”机制。制定促进和规范民营医院发展的政策。”在2024年5月27日卫健委发布的《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》也反复提到了重点惩治“靠医吃医”、收受回扣等问题，反腐进入“制度化”、“常态化”。

# 三中全会《决定》定调了哪些政策趋势？

2024年7月21日

2024年7月21日，新华社授权发布了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，在内容上《决定》提及健全社会保障体系、深化医药卫生体制改革，指明了未来改革的主体方向。全会特别强调医疗环节的改革，我们认为整个医改迎来不同以往的新阶段，医药的投资逻辑也逐步发生较大变化。

# 变化一：新“三医”替代旧“三医”

- 首次将过去的“医保、医疗、医药”的三医表述过渡为“医疗、医保、医药”。

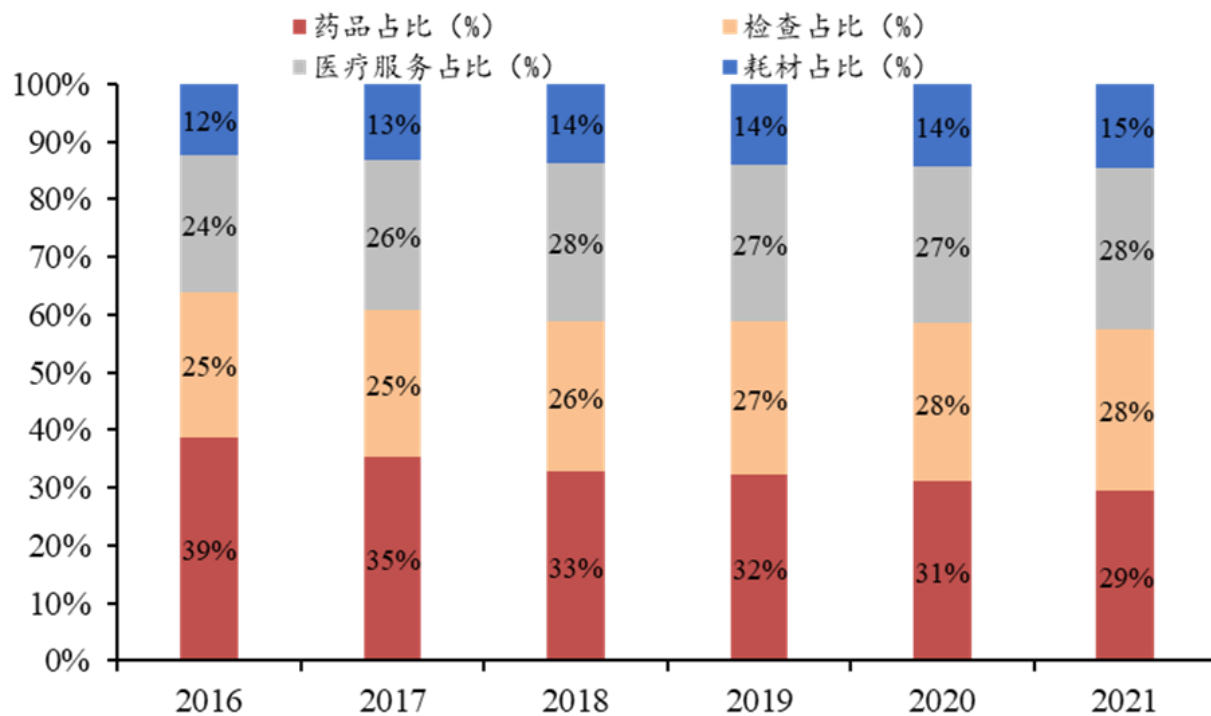
图：2000年至今中国医改发展历程



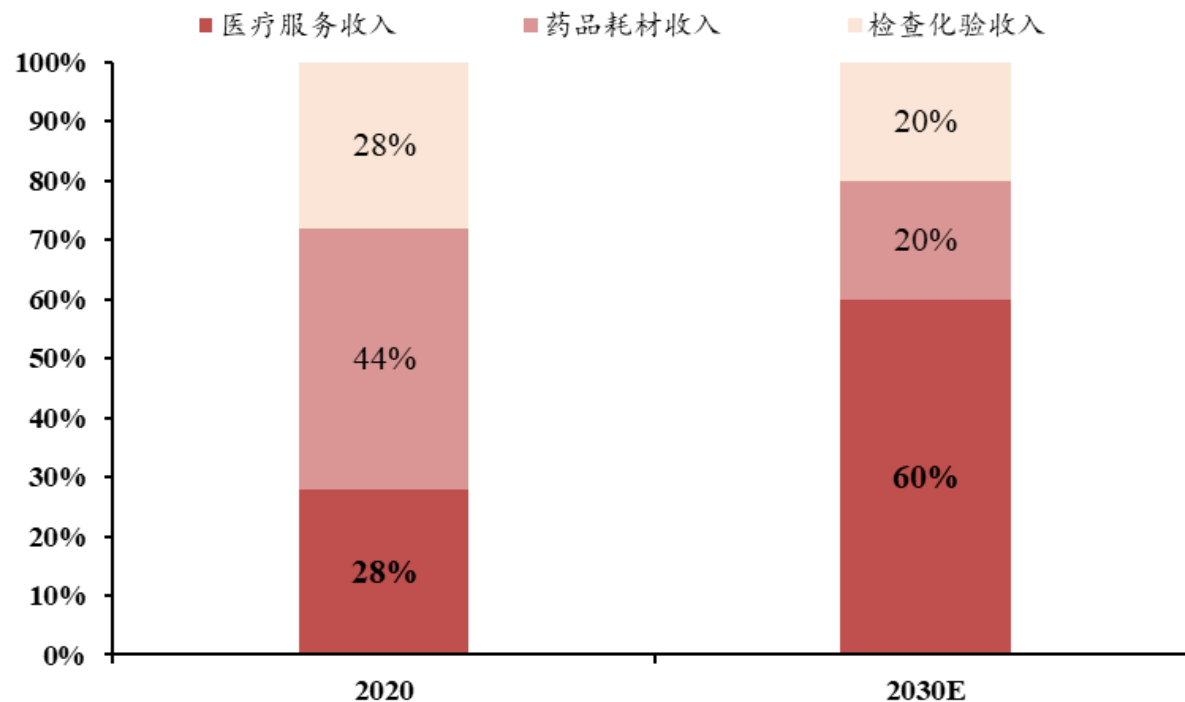
## 变化二：建立以医疗服务为主导的收费机制

- 首次提出“建立以医疗服务为主导的收费机制”。

图：2016-2021年全国公立医院收入结构



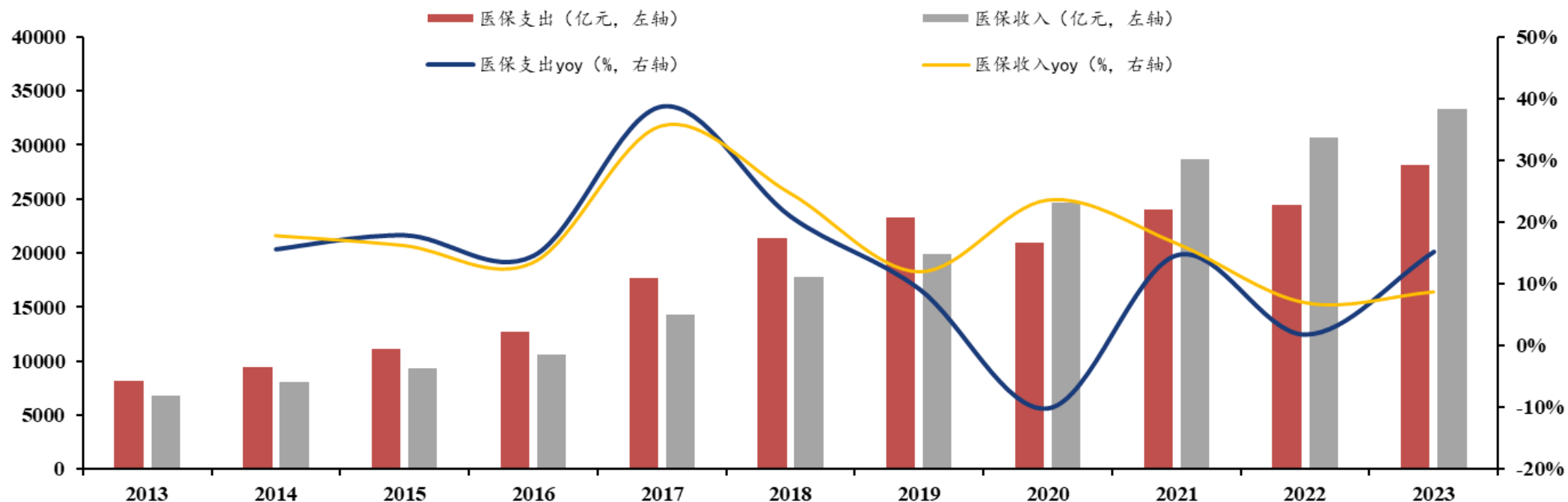
图：2020-2030年全国公立医院收入结构调整目标



# 变化三（延续）：明确支持创新药、中药和医疗器械发展

- 强调“健全支持创新药和医疗器械发展机制”

图：2013-2023年医保基金总收支数据



- 推进医保基金省级统筹——为什么要做这个变化？
- 推进紧密型医联体建设——这个决定是重中之重，为什么？
- 医保赋能医疗机构——2024年之前为什么根本没有这个提法？
- 完善薪酬制度——医疗改革才刚刚开始，为什么这么说？

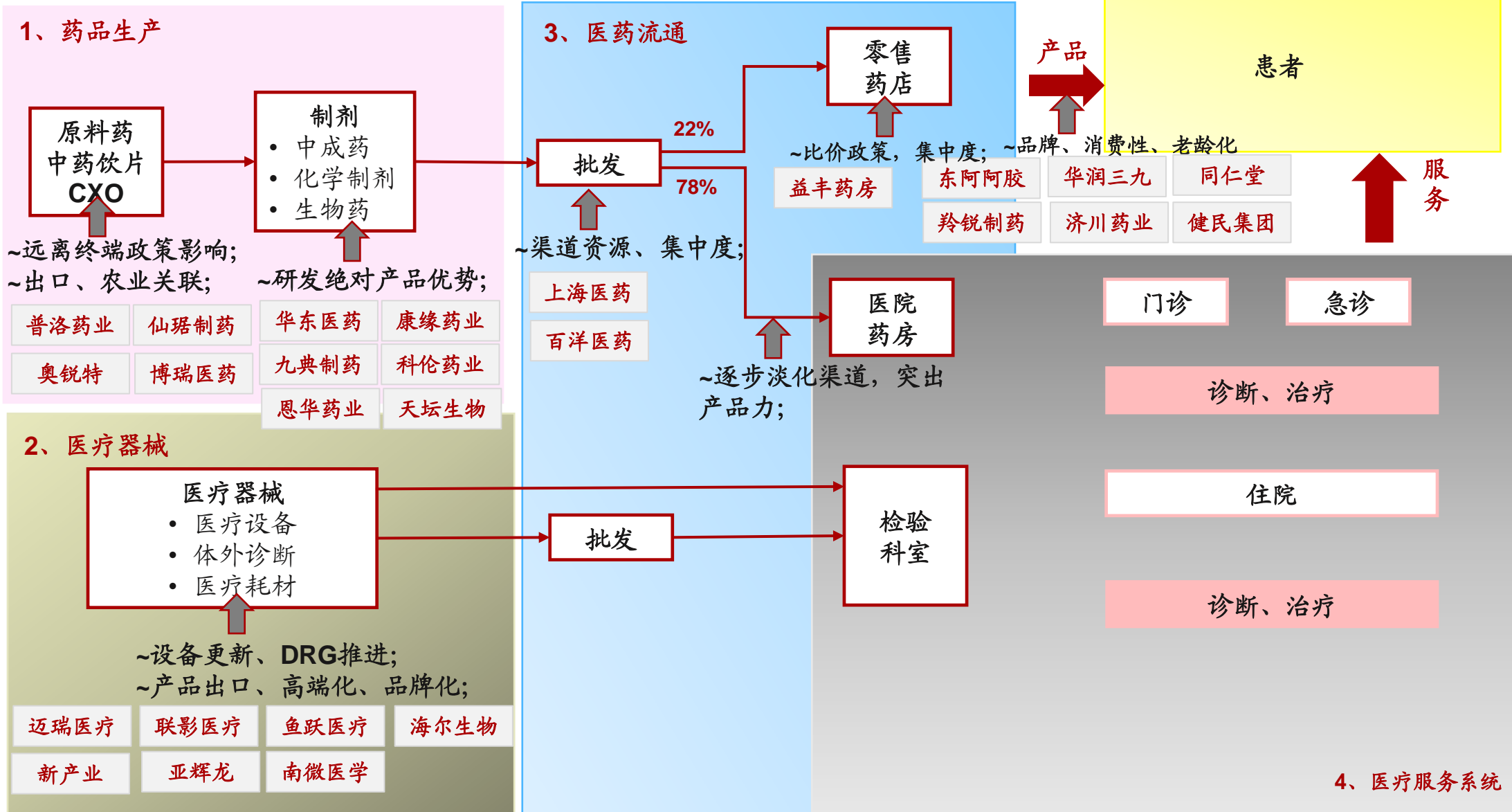
# 03

## 医药投资逻辑变化

## 自下而上，投资那些估值合理、能够突破行业制约因素的个股

- 从需求看，医药行业的增长从来就不是问题；但从供给侧看，同质化的竞争、医疗体制问题一直是困扰医药行业增长的核心；近期行业政策风险的放大（比如比价政策）也是这个供给问题的暴露，我们认为暴露的形式从价到量，成为一个趋势，也是我们在医药投资上尤其应该关注的；
- 在这样特点的一个行业，我们认为：企业自身的经营能力才是关键。
- 特别是医药行业在系统性的政策影响下，我们坚信：凭借自身能力（产品、营销）而不是政策套利，才能获得可持续的业绩增长，这也是为什么我们从2022年开始就特别关注企业自身营运能力等财务指标的原因，当然到了2024年，我们进一步完善从PB-ROE的维度开始重新认识行业和公司。
- 既然政策的出台越来越呈现“组合拳”，那么对政策的系统性理解，对于把握企业需要哪些核心能力，也成为投资中的关键。

# 自下而上，投资能够突破行业制约因素的个股

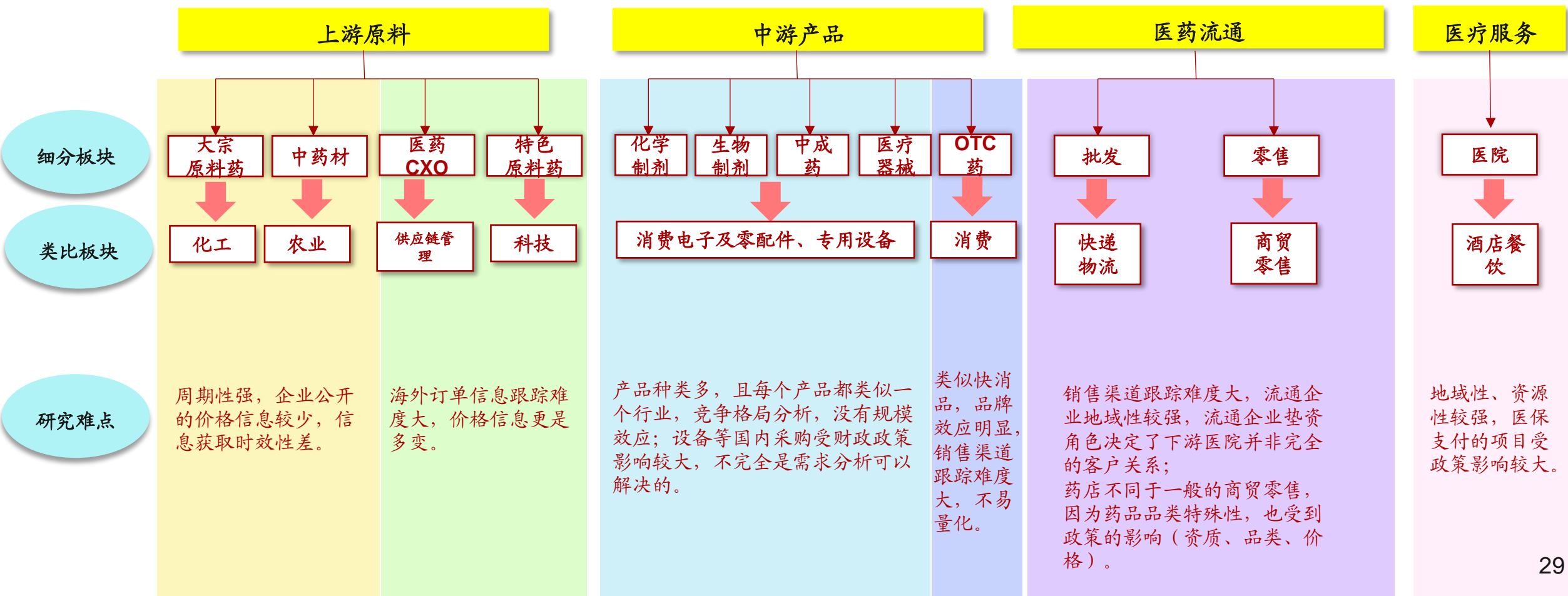


- 市盈率：20倍或15-20倍的一年期预测PE是合理估值、享受公司稳健增长的投资回报？

表：医药板块和类比板块的估值比较

医药板块	预测PE	类似板块	预测PE	类比说明
医药生物	19.2	食品饮料	17.3	两者均有必需消费品属性、受宏观经济影响较小（基本需求不会大幅改善）、品牌效应与消费者忠诚度、监管环境、创新研发、供应链复杂性等具有可比性，但两者在市场准入门槛、消费模式（医嘱，信息不对称）、定价机制（医保报销）、产品生命周期（专利属性）、利润空间（研发成本不同导致）等均存在本质差异。
原料药	19.8	基础化工	13.7	原料药涉及复杂化学合成过程，和化工中精细化工、有机化工等类似，原料药需要掌握特定的化学反应和工艺流程，与化工的技术密集型特征类似。原料药在技术、监管、国际贸易等方面和化工有可比性，但因为吨位差异、产品迭代速度不同，也决定了原料药行业的成长性和化工有差异。
化学制剂	22.2	消费电子	20.3	消费电子产品如智能手机、平板电脑等存在大量同质化产品，竞争激烈，但同时领先企业也通过技术、产品创新和品牌建设，不断推出差异化产品，引领市场趋势，这一点和化学制剂中的创新升级企业类似，但同时，我们强调化学制剂行业在产品研发、临床试验、监管等方面具有独特性，这也意味着其创新升级过程更加复杂且周期更长，这也是不同于消费电子的地方。
中药III	18.4	食品饮料	17.3	特别是高端食品饮料，尤其是具有地域特色和历史传承的品牌，如高档葡萄酒、名茶、优质咖啡等，它们的品牌价值、消费者忠诚度和原料稀缺性，与中药行业有相似性，此外一些高端食品饮料也需要一定的研发投入，以保持其风味或营养成分，和中成药有相似性，但中药行业独特的文化背景、医疗保健价值和严格的行业监管和其他行业也具备比较大的差异。
血液制品	26.5	稀有金属	17.3	血液制品原料血浆也是一种稀缺资源，类似稀有金属或矿产的开采和提炼，血浆的采集和处理需要专门的设施和质控，和矿产开采加工类似，但不可忽视的是，血液制品在监管、伦理审查和市场准入方面更加严格，这也使血液制品和其他行业不完全等同，比如在公共卫生事件中尤为重要，在疫情期间对免疫球蛋白等产品需求快速增长，也体现了紧急医疗环境下的不可替代性。
疫苗	14.3	安防设备	16.4	疫苗行业在渠道封闭性、代理业务为主、需要持续的研发投入，这几点和安防具备相似性，安防行业的销售渠道存在封闭性，往往通过招标或特定供应商名单来实施，安防公司中很多也是代理国外先进安防技术和设备，也需要持续的研发投入，但疫苗行业在人群需求、政策监管方面也存在其独特性，类比仅做参考。
医药流通	11.1	物流	10.2	物流行业与医药物流在物流属性、渠道控制、产业集中度和国企或央企背景方面存在一定程度的相似性，但医药在监管方面也存在其特殊性，不能完全等同。
线下药店	12.4	商贸零售	14.1	在经营模式、供应链管理、骨科服务和政策监管方面与连锁药店存在相似性，但连锁药店因支付端政策影响可能和一般商贸零售存在差异。
医疗设备	23.7	专用设备	14.6	专用设备与医疗设备在财政投入依赖、产品高端化和出口业务方面有共同点，然后医疗设备还收到特定的医疗政策和法规影响，其他行业可能不具备这些特点。
医疗耗材	21.6	电子零部件及	17.8	消费电子配件如手机壳、屏保、充电器等低值配件，以及耳机、智能穿戴等高值配件，与医疗耗材类似，存在低值和高值之分，且依赖于技术创新和快速迭代，同时，许多消费电子配件企业也侧重出口市场，不过医疗耗材行业还特别收到医疗政策和法规的影响，这是比较时需要考虑的一个关键区别。
体外诊断	19.3	生物科技	17.5	IVD公司运用生物技术进行产品研发，包括分子生物学、免疫学、遗传学等技术，与生物技术板块有高度关联性，都依赖前沿的科研成果和技术革新，作为技术密集型行业，IVD行业也与生物技术关联共同构成大健康产业链的一环。
诊断服务	19.4	环境监测	18.9	环境监测领域的企业为政府和企业提供环境质量检测、污染控制、水质分析等服务，可能与诊断服务具有类似的技术驱动和第三方服务性质，但它们在监管环境、市场动态和商业模式仍存在显著差异，比较时需留意。
医疗研发外包	15.5	供应链管理	12.1	全球供应链管理与物流服务，这类企业为跨国公司提供仓储、运输、清关、配送等服务，特别是高技术产品、精密设备和高价值商品领域，同样需要处理不同国家和地区的法规差异，以及可能的贸易摩擦带来的挑战，然而医药CXO同样基于药品研发监管的特殊性，不能完全类比。
医院	24.7	酒店餐饮	16.1	二者在品牌扩展、标准化服务和和管理、供应链优化及顾客体验方面有相似性，但需要留意的是医疗服务本身的特殊性，比如对专业人员的高度依赖、严格的质量控制和监管要求，也就是说连锁医疗机构在运营中有自身的特殊挑战，不能完全等同酒店连锁。

- 医药板块细分领域多，经营模式多样化，这一多样性也决定了在任何宏观环境下，医药均提供了更多的投资选择，就类似我们2024年中期策略中提到的“个股胜于赛道”，成为医药板块投资研究的必然。



- 医药政策对企业的盈利影响有一定的滞后性，甚至阶段性呈现“反政策套利”现象。到了2025年，在系统性政策推进下，医药企业将呈现怎么样的成长性和盈利能力波动？
- 我们认为在一定时间范围下，稳健增长的标的有望呈现稀缺性，并进而享受不错的估值溢价：我们在2024年医药年度策略《蓄力，破局》首次提出对医药行业整体的判断：供给侧改革新阶段（需求量增，结构调整）；这个过程伴随医改政策的持续深化，同时稳健增长的股票稀缺性进一步增加，在2024年以来板块估值进一步收缩的过程中，股价相对稳定的公司呈现的特点：大市值、高ROE、基本面区域稳定的竞争格局或品牌力，这些本身就体现了市场对稳健增长标的稀缺性的关注，除非其他领域有更多的机会，我们认为2025年这些公司估值或有进一步提升的弹性。
- 截止2024年7月份，结合ROE分析，这些股票的估值并没有呈现明显的溢价，这个区间的涨跌更多可能是市场情绪的影响，如果2025年医药持续处于供给侧改革深化的阶段（这几乎是大概率事情），除了这些公司，我们好像并没有更多的其他选择？

## 医药涨幅榜:

- 大市值、高ROE、减重药、中药OTC、格局优化的抗生素原料药、大单品放量……

## 医药跌幅榜:

- ST公司的频频现身、低ROE、小市值、集采窗口、高资本开支、CXO……

表：A股医药板块涨跌幅TOP30分析

证券简称	年初以来涨幅 (%)	总市值 (亿元)	一致预测ROE (FY1,%)	证券简称	年初以来涨幅 (%)	总市值 (亿元)	一致预测ROE (FY1,%)
诺泰生物	61.5	157.4	11.6	ST长康	-91.1	4.6	
川宁生物	51.2	278.8	14.7	*ST龙津	-84.3	6.3	
羚锐制药	48.6	139.6	22.7	*ST大药	-79.8	5.3	
艾力斯	47.6	274.9	21.1	*ST景峰	-71.6	8.1	
佐力药业	46.9	106.7	17.2	普利制药	-64.9	35.9	
英诺特	44.9	48.8	13.8	美迪西	-61.8	35.1	-0.8
海思科	33.9	343.1	9.6	ST百灵	-61.8	43.7	
花园生物	26.0	80.2	11.1	皓宸医疗	-61.5	10.6	
硕世生物	24.6	39.8		普瑞眼科	-61.0	50.1	7.5945
英科医疗	24.2	187.4	6.9	金迪克	-60.3	13.9	
东阿阿胶	22.1	377.8	12.7	金城医学	-58.9	117.2	9.4
百利天恒-U	22.0	684.3	94.5	*ST吉药	-58.8	8.9	
健帆生物	21.3	214.7	23.3	智飞生物	-57.3	624.3	23.9
国药现代	20.6	156.9	7.4	诺禾致源	-56.9	41.7	8.1
华海药业	20.0	258.1	14.6	河化股份	-56.9	8.6	
兴齐眼药	19.7	269.0	32.6	辰光医疗	-56.4	5.8	
康弘药业	19.6	199.4	14.5	奕瑞科技	-56.3	143.4	16.7
新和成	17.4	601.2	14.2	阳普医疗	-55.6	10.6	
惠泰医疗	17.1	305.7	27.3	益方生物-U	-55.5	38.8	-10.7
江中药业	14.9	146.9	19.7	上海谊众	-55.1	45.1	
上海医药	14.6	630.3	7.3	药康生物	-54.6	37.5	8.7
国药一致	14.1	166.5	9.3	博腾股份	-53.9	61.3	1.0
一致B	13.4	182.4	9.3	沃森生物	-53.8	174.2	
福瑞股份	13.1	129.6	12.1	漱玉平民	-53.8	38.3	8.9
华润三九	12.4	539.0	15.1	科华生物	-53.7	27.1	
嘉应制药	10.4	40.5	6.6	荣昌生物	-53.5	126.6	-45.0
马应龙	10.0	114.6	13.3	荣丰控股	-53.5	8.7	
国药股份	9.6	230.7	13.3	光正眼科	-53.3	15.6	
康美药业	8.6	280.1		ST三圣	-53.0	6.9	
科伦药业	8.2	491.4	12.5	威高骨科	-52.9	77.6	6.6

数据来源：wind（以上数据截止2024年7月9日，ROE为wind一致预测值），浙商证券研究所

- **稳健资产：继续持有。**我们认为这类企业会持续增长，况且当下的估值并没有严重透支公司的成长性，10-20倍PE是我们判断这类公司能否继续持有的合理估值区间，即便略高一些，我们相信这些公司的成长性在未来几年也会快速消化估值，具体方向上包括资源属性的中药/血液制品、医药流通、专科化药、具备全球竞争优势且一体化拓展的原料药公司、受益老龄化的医疗器械企业。
- **落实到具体投资建议上：**
  1. 我们看好资源/品牌/牌照属性的公司，比如羚锐制药、东阿阿胶、同仁堂、华润三九、康缘药业、天坛生物；
  2. 我们看好专科化药、产品迭代能力验证过的公司增长韧性，比如恩华药业、九典制药、科伦药业；
  3. 更加重视原料药行业在下游制剂供给侧出清过程中的机会，比如奥锐特、仙琚制药、普洛药业；
  4. 看好具备产品持续迭代能力，ROE水平较高、估值较低的出口器械公司，比如迈瑞医疗、鱼跃医疗、海尔生物；
  5. 同时强调处于微利的医药流通公司集中提升趋势，看好央国机的机会。比如上海医药。

更多推荐详情，也欢迎参考我们2024年中期医药投资策略《长青资产，穿越迷雾》。

- **行业政策不确定性风险：**医药行业是政策强监管行业，这是基于医药产品的特殊性，特别是产品使用的信息不对称性决定的，2018年以来药品集采、谈判、高值耗材集采等，都对医药产品的定价带来比较大的影响，而2024年随着DRG/DIP等政策的推进、医保监管水平的提升，医药政策依然存在不确定性，这一点也会给企业产品立项、营销策略确定等方面带来影响，进而带来业绩的不确定性，但我们认为政策的导向无疑是创新升级，真正的创新药械，必然引领行业走向，进而惠及病患，实现商业价值最大化；
- **产品研发失败的风险：**随着药监、医保对于创新药械产品的鼓励，国内创新药械不断涌现，但基于创新药研发结果具备不确定性，因此存在创新药研发失败的风险，也会影响投资者对于相关公司价值的判断；
- **贸易摩擦持续的风险：**创新药械、原料药、医疗耗材、医药CXO等领域多存在出口，而贸易摩擦的持续，必然会导致对于相关公司出口业务的表现带来不确定性的风险。

## 附录：近期投资者关注的政策几点讨论

- 关于总量：结余的参考性？
- 关于区域差异：职退比影响比较大

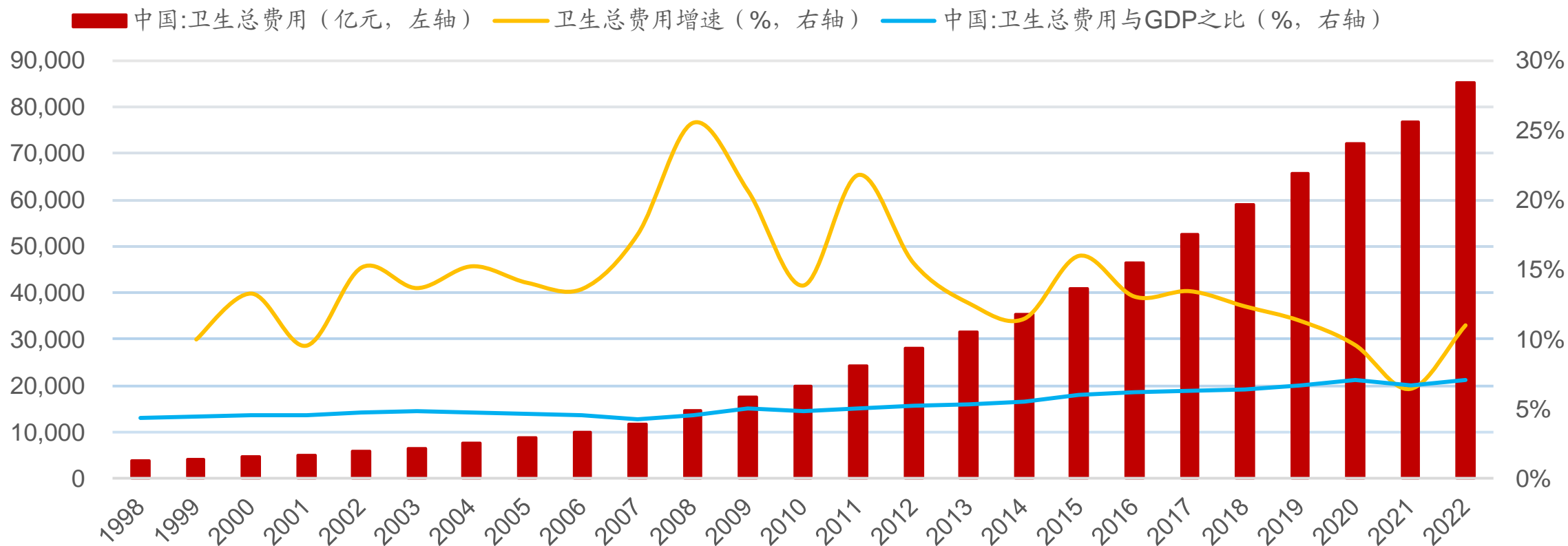
图：2020年各地区职工医保在职、退休人员参保情况

地区	在职职工 参保人数	退休人员 参保人数	职退比	地区	在职职工 参保人数	退休人员 参保人数	职退比
广东	4030.5	547.7	7.4	陕西	532.7	209.6	2.5
北京	1426.6	315.0	4.5	湖北	797.8	339.2	2.4
福建	722.0	171.1	4.2	河南	947.3	389.2	2.4
浙江	2072.2	507.3	4.1	河北	787.2	348.3	2.3
西藏	39.4	11.1	3.6	湖南	681.6	308.2	2.2
山东	1735.3	588.0	3.0	山西	488.3	228.1	2.1
宁夏	113.5	39.5	2.9	上海	1064.9	522.3	2.0
江苏	2296.6	805.6	2.9	内蒙古	368.7	184.3	2.0
贵州	352.3	123.2	2.9	甘肃	242	119.9	2.0
海南	183.6	66.5	2.8	青海	71.4	37.2	1.9
重庆	561.2	205.8	2.7	天津	400.5	217.9	1.8
新疆	458.4	170.7	2.7	江西	385.9	213.1	1.8
四川	1364.3	511.7	2.7	吉林	329.5	200.3	1.6
广西	478.6	177.7	2.7	辽宁	937.3	651.1	1.4
安徽	684.3	267.3	2.6	黑龙江	484.6	391.8	1.2
云南	390.8	157.7	2.5	全国	25428.8	9026.3	2.8

数据来源：国家医疗保障局编《中国医疗保障统计年鉴2021》，中国统计出版社，2021，P23，浙商证券研究所

- 《医改15周年，未来路在何方——医药政策系列研究（二）》 202406
- 《医药政策跟踪专题（一）：为什么跟踪医药政策？》 202404
- 《管中窥豹，收入结构看医改——医药政策系列研究（一）》 202309
- 《以“三明”为鉴，看“医疗”改革》 202308
- 《明确重点范围，鼓励规范学术活动——医药反腐事件点评》 202308

图：1998-2022年中国卫生总费用保持快速增长，CAGR13.4%，在GDP中的占比持续提升



- **长期看，这是确定趋势：**政府通过各种机制持续降低药品、耗材价格。因为医药市场的信息不对称性，我们认为单纯的降价未必能根本解决价格虚高的问题，但从2018年以来的价格探索，似乎是我们最好的选择方式，所以，通过各种机制完善以期达到持续降价、进而实现价格或医药费用合理化，这是国内医药市场确定的趋势；
- **价格的下降主要来自：政策引导降价、市场竞争降价，我们认为市场竞争是核心。**从国家发改委对最高零售价的调整、省级招标降价、国家集采/谈判降价、“四同”药品价格规范、药品比价……国内医药企业对“降价”从来不陌生，甚至这就是这个行业常态，而背后最核心的，我们认为是市场竞争，政策引导的降价只不过尽可能让这种市场竞争发挥更充分的作用，这是由医药市场强监管、支付方的特殊性决定的，这一点在创新药及续约规则以及2024年陆续出台的关于药品价格政策中可以得到验证；
- **这个过程中，企业自身运营管理能力是穿越周期的关键。**历史上，同样进入基药的品种，有的企业放量很快，有些反之；同样是集采过的同通用名产品，有些企业可以放量，有些反之；同样在医疗反腐影响下，有些企业基本没有受到什么影响，这也说明这个行业，我们必须把握自下而上的投资思路，优选个股，也就是我们中期策略中提到的“个股胜于赛道”。

## 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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>