医疗服务企业的估值思考

——医药生物

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

市场回顾：

本周（2020.11.09-2020.11.13），上证指数、深证成指、创业板指周涨幅分别为-1.89%、-2.73%、-3.81%，申万医药生物指数周涨幅为-3.19%，为 28 个申万一级行业涨幅第 22 位，由冠脉支架集采引发的医药板块估值调整仍在持续进行，同时本周受美国大选结果逐渐清晰和辉瑞新冠疫苗临床试验结果公布的双重影响，医药板块避险属性有趋弱态势。

从估值水平看，虽近期医药板块出现了显著回撤，但中证医药指数当前 PE-TTM（前复权）为 46.521 倍，为 11 年中前 4.26%，依然处于历史高位。申万医药生物指数的 PE-TTM（前复权）为 42.91 倍，为 11 年中前 13.24%。

每周一谈：医疗服务企业的估值思考

医疗服务板块集中趋势明显多数企业收益不佳

- A 股头部公司市值集中趋势明显。A 股医疗服务相关上市公司共 23 家。爱尔眼科、通策医疗合计占板块市值的 54%。
- A 股医疗服务企业取得了超越行业的收益水平，但真正取得高收益率的标的仍属少数。在全部 23 个标的中，只有 8 家取得超越医药生物板块的超额收益，另有 5 家超越了医疗服务板块的整体表现。其余均没有超额表现。
- 港股医疗服务标的市值分布更加集中，阿里健康、平安好医生，累计市值占比接近 80%。
- 港股医疗服务企业整体表现欠佳。港股全部 33 个医疗服务企业中，跑赢恒生综指的企业仅 5 家，跑赢恒生医疗保健指数的企业仅 3 家，。

高增长带来爱尔眼科高估值溢价

- 上市十年，爱尔实现了营收、净利润的双双 10 倍增长的持续稳健增长。
- 公司估值中枢基本稳定在 76 倍左右，整体上公司相对中证 500 和中证医药的估值溢价率分别是 2.327 和 2.195。当前爱尔眼科相对中证 500 的估值溢价在 5 倍左右，相对中证医药生物的估值溢价在 3 倍左右。

港股医疗板块估值长期稳定，近期出现暴涨。港股各板块估值水平长期保持相对稳定状态，医疗保健板块整体享有 2 倍左右估值溢价，当前是港股医疗板块估值史无前例的高位。主要系今年 9 月份大量内陆医药企业进入港股通，推高了整体估值水平。

海吉亚与爱尔眼科有一定对标性，且当前估值具有安全边际。

- 海吉亚是港股中具备和早期的爱尔眼科对标性的标的，医院数量、营收规模、发展思路均与早期的爱尔眼科有一定的对标性。
- 海吉亚目前估值水平仍有一定安全边际。公司调整后 PE 相对港股医疗卫生保健板块的估值溢价 2.5 倍，相比爱尔眼科 3.4 倍的估值溢价水平仍有一定安全边际。

投资策略：

考虑到医药板块即便近期出现显著回撤，但估值依然处于历史极值水平，我们首要寻找的依然是即便后续板块行情退潮，依然大概率不仅不会在长期、亦不会在半年到一年的短期形成持续亏损的标的，**恒瑞医药、长春高新、药明康德、**

评级　　中性（维持）

2020 年 11 月 15 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	353
行业平均市盈率	48.41
市场平均市盈率	22.35

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

1、《医药生物行业专题研究：从壁垒出发寻找医美领域的确定性机遇》2020-10-28

2、《医药生物行业研究周报：从京东健康拟拆分上市谈互联网医疗》2020-09-28

3、《医药生物行业深度研究：氘代技术领域的确定性分析和标的简析》2020-09-11

爱尔眼科、通策医疗、迈瑞医疗、益丰药房、泰格医药、山东药玻等在内的经典核心资产都属于此类标的。

而上周，当前受医药板块避险属性逐渐趋弱，叠加带量采购对医药估值逻辑的影响，市场将倾向于寻找不受带量采购影响的相关标的，推荐重点关注医疗服务、IVD、CRO。

风险提示：

1）海外疫情长期失控造成的全球宏观经济下行；2）A 股医药板块整体估值高企，当前时点投资风险收益比不佳；3）市场情绪处于热情高涨的状态，市场情绪回归均值注定会发生。

内容目录

1. 医疗服务板块估值讨论 4
1.1 医疗服务板块集中趋势明显多数企业收益不佳 4
1.1.1 A 股头部公司市值占据半壁江山集中趋势明显 4
1.1.2 港股市值分布更加集中 5
1.2 从爱尔的成长历史解构医疗服务上市公司成长密码 7
1.3 港股医疗服务企业估值讨论 10
2. 本周医药板块行情回顾 12
3. 医药板块行情所处的历史位置 14
4. 投资策略 15
5. 风险提示 15

图表目录

图 1： A 股医疗服务企业取得了超越医药行业的收益水平 4
图 2： 爱尔眼科收入增长趋势（年报口径） 7
图 3： 爱尔眼科收入增长趋势（中报口径） 7
图 4： 爱尔眼科获得了超越医药板块的收益水平 8
图 5： 爱尔眼科估值中枢在 76 倍 PE 波动 8
图 6： 爱尔眼科估值溢价水平变化 9
图 7： 港股各板块估值中枢变化情况 10
图 8： 海吉亚估值溢价水平变化情况 11
图 9： 申万一级行业本周涨跌幅对比 12
图 10： 申万医药二级行业本周涨跌幅对比 12
图 11： 申万一级行业 2020 年以来涨跌幅对比 13
图 12： 申万二级行业 2020 年以来涨跌幅对比 13
图 13： 医药板块本周涨幅前五个股 14
图 14： 医药板块本周跌幅前五个股 14
图 15： 申万医药生物指数和中证医药指数 10 年来历史估值水平回顾(PE-TTM，前复权) 14

表 1： A 股上市医疗服务企业 4

表 2： 医疗服务板块仅有个别标的出现超越行业表现 5
表 3： 香港医疗服务上市企业概览 6
表 4： 港股医疗服务企业整体表现欠佳 6
表 5： 新入港股通医药企业普遍具有很高估值溢价 10
表 6： 海吉亚与爱尔眼科对比 11
表 7： 海吉亚目前估值水平仍有一定安全边际 11

1. 医疗服务板块估值讨论

1.1 医疗服务板块集中趋势明显多数企业收益不佳

1.1.1 A 股头部公司市值占据半壁江山集中趋势明显

爱尔眼科、通策医疗合计占医疗服务板块市值的 54%。A 股医疗服务相关上市公司 2009 年至今所有 A 股中的医疗服务相关上市公司共 23 家。其中纯正的医疗服务标的有爱尔眼科、通策医疗、国际医学、盈康生命、光正眼科、览海医疗，其余均是以医疗服务作为业务板块之一。

表1：A 股上市医疗服务企业

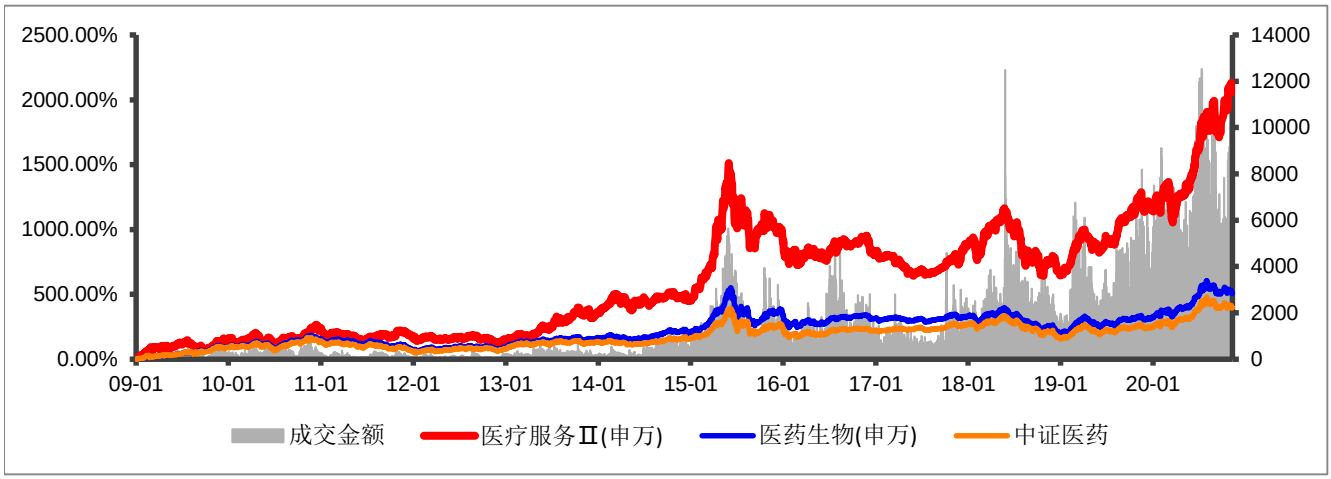
代码	名称	市值	市值占比	市净率(LF)	市盈率 TTM	ROE
300015.SZ	爱尔眼科	2838	42.6%	29.9	167.5	19.2%
600196.SH	复星医药	1322	19.8%	4.4	39.3	7.6%
600763.SH	通策医疗	779	11.7%	35.6	169.6	19.9%
002044.SZ	美年健康	467	7.0%	6.8	-26.3	-7.3%
000516.SZ	国际医学	156	2.3%	3.5	-17.7	-10.6%
300143.SZ	盈康生命	148	2.2%	7.0	-21.2	2.5%
603222.SH	济民制药	126	1.9%	14.5	201.0	4.0%
002004.SZ	华邦健康	108	1.6%	1.1	17.1	5.4%
002390.SZ	信邦制药	101	1.5%	2.1	63.1	2.5%
000503.SZ	国新健康	100	1.5%	9.5	6160.9	-14.3%
600993.SH	马应龙	88	1.3%	3.2	22.1	12.4%
002524.SZ	光正眼科	78	1.2%	24.2	-447.2	5.0%
603990.SH	麦迪科技	77	1.2%	15.9	204.7	0.4%
300273.SZ	和佳医疗	52	0.8%	2.0	122.0	3.1%
600594.SH	益佰制药	49	0.7%	1.5	27.5	5.5%
600896.SH	览海医疗	37	0.6%	2.5	-24.3	-8.0%
002173.SZ	创新医疗	33	0.5%	1.4	-2.9	-2.0%
002219.SZ	*ST 恒康	30	0.5%	20.7	-1.3	-28.8%
000150.SZ	宜华健康	25	0.4%	4.2	-1.4	-29.9%
002172.SZ	澳洋健康	23	0.3%	1.9	-6.7	-15.6%
600721.SH	ST 百花	16	0.2%	1.8	-27.4	-4.5%
600767.SH	ST 运盛	11	0.2%	5.1	-28.0	1.3%

资料来源：申港证券研究所

A 股医疗服务企业取得了超越行业的收益水平，但真正取得高收益率的标的仍属少数。

- 2009~2020 年申万医疗服务指数和取得了超越医药板块的整体收益率水平，2013 年之后即开始取得超越行业的独立行情，我们认为这主要与 2013 年开始政府各项鼓励民营医疗产业发展的相关政策出台有关。

图1：A 股医疗服务企业取得了超越医药行业的收益水平



资料来源：申港证券研究所

- 实际上除了爱尔眼科和通策医疗两家头部企业之外，医疗服务板块的整体表现并非那么出色，在全部 23 个标的中，只有 8 家取得超越医药生物板块的超额收益，另有 5 家超越了医疗服务板块的整体表现。其余均没有超额表现。

表2：医疗服务板块仅有个别标的出现超越行业表现

代码	名称	超越医药生物	超越医疗服务
300015.SZ	爱尔眼科	是	是
600196.SH	复星医药	是	否
600763.SH	通策医疗	是	是
002044.SZ	美年健康	是	是
000516.SZ	国际医学	是	否
300143.SZ	盈康生命	是	否
603222.SH	济民制药	是	是
002004.SZ	华邦健康	否	否
002390.SZ	信邦制药	否	否
000503.SZ	国新健康	否	否
600993.SH	马应龙	否	否
002524.SZ	光正眼科	否	否
603990.SH	麦迪科技	是	是
300273.SZ	和佳医疗	否	否
600594.SH	益佰制药	否	否
600896.SH	览海医疗	否	否
002173.SZ	创新医疗	否	否
002219.SZ	*ST 恒康	否	否
000150.SZ	宜华健康	否	否
002172.SZ	澳洋健康	否	否
600721.SH	ST 百花	否	否
600767.SH	ST 运盛	否	否

资料来源：申港证券研究所

1.1.2 港股市值分布更加集中

港股医疗服务标的市值分布更加集中，且基本是纯正的医疗服务标的。港股医疗服

务相关上市公司共 33 家，其中市值过千亿的有两家家阿里健康、平安好医生，累计市值占比接近 80%，集中趋势更加显著；市值 50 亿以上的公司仅有 8 家（阿里健康、平安好医生、海吉亚医疗、锦欣生殖、环球医疗、华润医疗、希玛眼科、医思医疗）。与 A 股不同的是，港股上市标的均是较为纯正的医疗服务企业。

表3：香港医疗服务上市企业概览

代码	名称	总市值	市值占比	市净率(LF)	市盈率 TTM	ROE
0241.HK	阿里健康	2731.0	55.2%	47.4	-37888.7	-0.2%
1833.HK	平安好医生	1185.2	23.9%	11.4	-160.4	-2.2%
6078.HK	海吉亚医疗	332.2	6.7%	8.0	1031.2	0.1%
1951.HK	锦欣生殖	267.2	5.4%	3.2	68.7	1.5%
2666.HK	环球医疗	97.7	2.0%	0.9	6.1	8.2%
1515.HK	华润医疗	69.9	1.4%	1.1	20.2	1.8%
3309.HK	希玛眼科	62.1	1.3%	5.1	-466.7	-2.0%
2138.HK	香港医思医疗集团	52.5	1.1%	5.2	18.3	28.0%
0286.HK	爱帝宫	19.0	0.4%	1.7	51.7	2.3%
2120.HK	康宁医院	17.2	0.3%	1.3	37.7	3.1%
1509.HK	和美医疗	15.5	0.3%	1.2	-6.8	-16.3%
3869.HK	弘和仁爱医疗	15.2	0.3%	1.5	-3.0	-44.0%
1526.HK	瑞慈医疗	13.5	0.3%	2.5	-7.1	-28.9%
9906.HK	宏力医疗管理	11.1	0.2%	4.0	35.2	5.4%
3689.HK	康华医疗	9.7	0.2%	0.7	-8.9	-8.2%
0722.HK	联合医务	9.1	0.2%	1.5	15.5	9.6%
2389.HK	北控医疗健康	8.0	0.2%	0.4	-1.8	-3.3%
1518.HK	新世纪医疗	7.1	0.1%	0.7	-2.0	-29.1%
0653.HK	卓悦控股	5.1	0.1%	1.7	-2.1	-37.8%
8081.HK	恒泰裕集团	3.7	0.1%	1.0	-2.7	--
8405.HK	恒智控股	3.5	0.1%	2.3	8.9	--
8437.HK	德斯控股	3.5	0.1%	4.5	-41.2	--
1419.HK	盈健医疗	2.1	0.0%	0.8	-5.3	-14.1%
0928.HK	莲和医疗	2.1	0.0%	0.8	-8.4	-9.3%
8603.HK	亮晴控股	1.9	0.0%	7.8	-4.5	-45.4%
2211.HK	大健康国际	1.7	0.0%	0.1	-0.3	-33.0%
8143.HK	金威医疗	1.5	0.0%	2.1	-2.6	-12.0%
0574.HK	百信国际	1.2	0.0%	0.2	-0.5	-1.3%
0919.HK	现代健康科技	1.0	0.0%	0.7	-3.1	-19.3%
0401.HK	万嘉集团	0.9	0.0%	0.6	-4.5	-17.2%
8161.HK	医汇集团	0.7	0.0%	1.6	-8.3	9.7%

资料来源：申港证券研究所

港股医疗服务企业整体表现欠佳。港股全部 33 个医疗服务企业中，跑赢恒生综指的企业仅 5 家，分别是阿里健康、平安好医生、海吉呀医疗、锦欣生殖；跑赢恒生医疗保健指数的企业仅 3 家，分别是阿里健康、平安好医生、海吉亚医疗。

表4：港股医疗服务企业整体表现欠佳

代码	名称	跑赢恒生综指	跑赢恒生医疗保健
0241.HK	阿里健康	是	是
1833.HK	平安好医生	是	是
6078.HK	海吉亚医疗	是	是
1951.HK	锦欣生殖	是	否
2666.HK	环球医疗	否	否
1515.HK	华润医疗	否	否
3309.HK	希玛眼科	否	否
2138.HK	香港医思医疗集团	否	否
0286.HK	爱帝宫	是	否
2120.HK	康宁医院	否	否
1509.HK	和美医疗	否	否
3869.HK	弘和仁爱医疗	否	否
1526.HK	瑞慈医疗	否	否
9906.HK	宏力医疗管理	否	否
3689.HK	康华医疗	否	否
0722.HK	联合医务	否	否
2389.HK	北控医疗健康	否	否
1518.HK	新世纪医疗	否	否
0653.HK	卓悦控股	否	否
8081.HK	恒泰裕集团	否	否
8405.HK	恒智控股	否	否
8437.HK	德斯控股	否	否
1419.HK	盈健医疗	否	否
0928.HK	莲和医疗	否	否
8603.HK	亮晴控股	否	否
2211.HK	大健康国际	否	否
8143.HK	金威医疗	否	否
0574.HK	百信国际	否	否
0919.HK	现代健康科技	否	否
0401.HK	万嘉集团	否	否
8161.HK	医汇集团	否	否

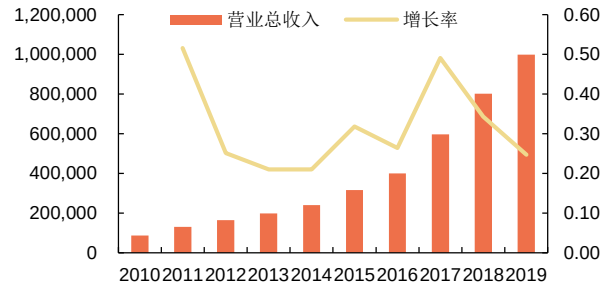
资料来源：申港证券研究所

1.2 从爱尔的成长历史解构医疗服务上市公司成长密码

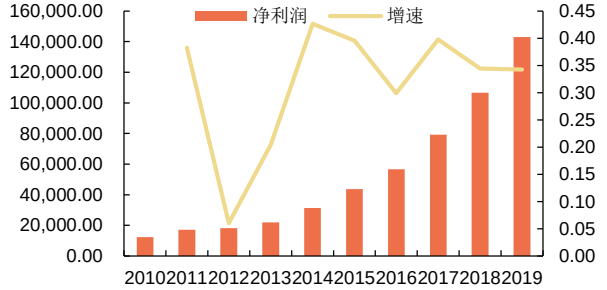
上市十年，爱尔实现了营收、净利润的双双 10 倍增长的持续稳健增长。营业收入方面，公司从 2010 年的 8.6 亿到 2019 年的 100 亿，净利润从 1.2 亿到 14 亿，期间 CAGR 均达到了 31%。

图2：爱尔眼科收入增长趋势（年报口径）

图3：爱尔眼科收入增长趋势（中报口径）



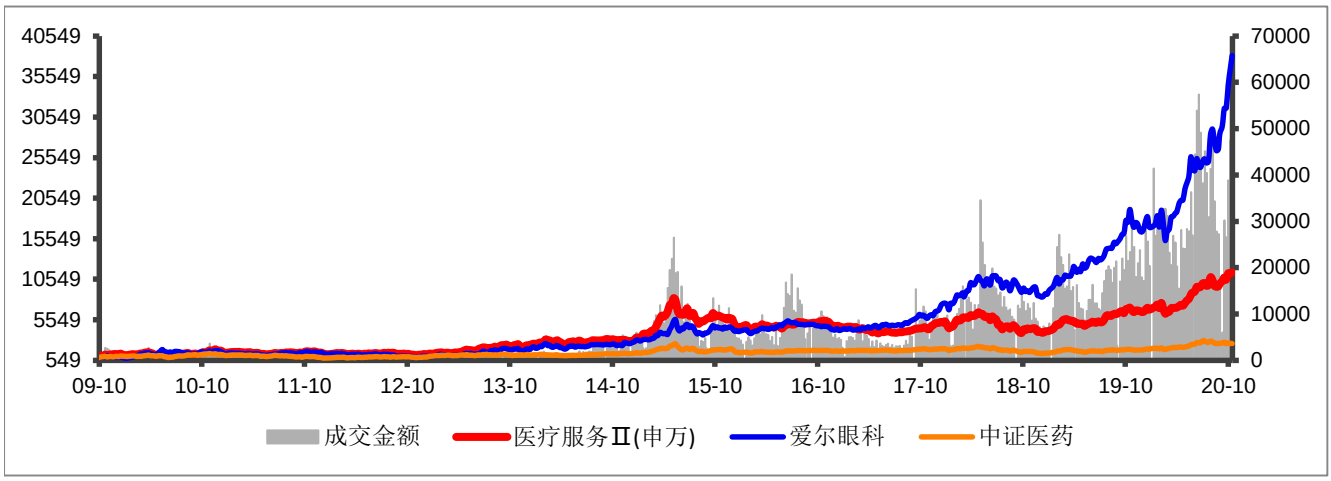
资料来源：申港证券研究所



资料来源：申港证券研究所

伴随公司持续高增长的，是持续超越行业的估值优势。从近十年的股价和指数走势来看，医疗服务板块持续获得了超越医药指数整体的股价表现。特别是 2013 年之后，以爱尔眼科等优秀上市企业为代表的医疗服务企业持续跑赢行业，2017 年之后，爱尔眼科更是走出了自己的独立行情。我们认为，公司业绩的持续稳健高速增长是其估值水平超越行业的根本要素。

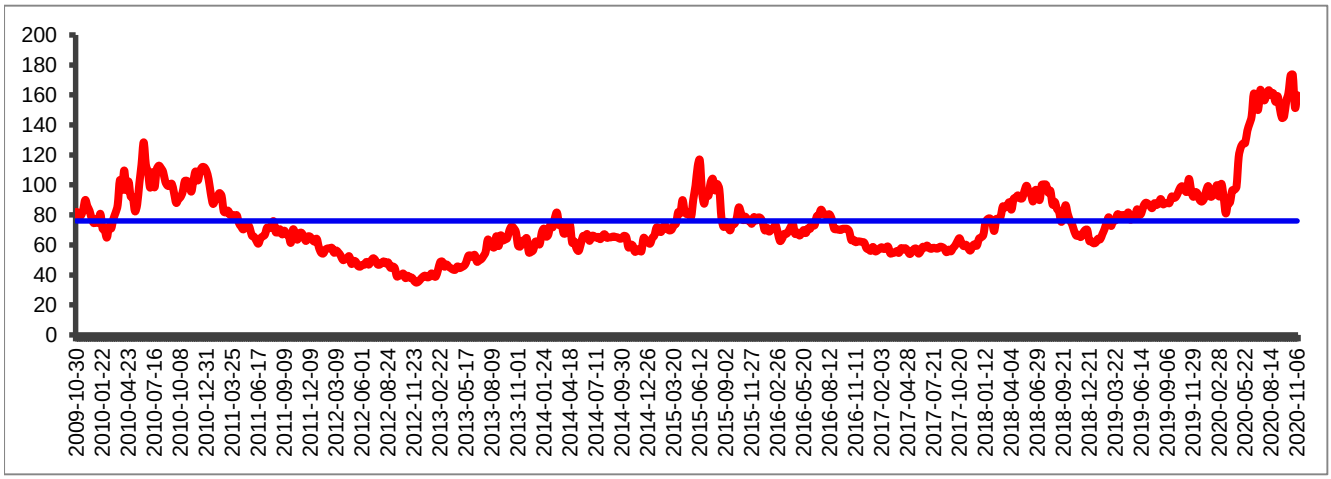
图4：爱尔眼科获得了超越医药板块的收益水平



资料来源：wind, 申港证券研究所

公司估值中枢基本稳定在 76 倍左右，相对板块和行业始终保持一定估值溢价。分析 10 年来爱尔眼科的估值变化，可以发现爱尔眼科 10 年来爱尔眼科的估值中枢在 76 倍左右，历史上的几个关键的高值和低点分别包括 1、2009~2010 次新股阶段的高估值水平 2、2012~2014 年受封刀门影响出现估值低谷后逐步出现估值修复 3、2015 年 A 股牛市市场泡沫阶段 4、2018 年医药板块出现整体估值修复 5、2019 年底到 2020 年，受新冠疫情影响，医药板块整体估值中枢上移。

图5：爱尔眼科估值中枢在 76 倍 PE 波动

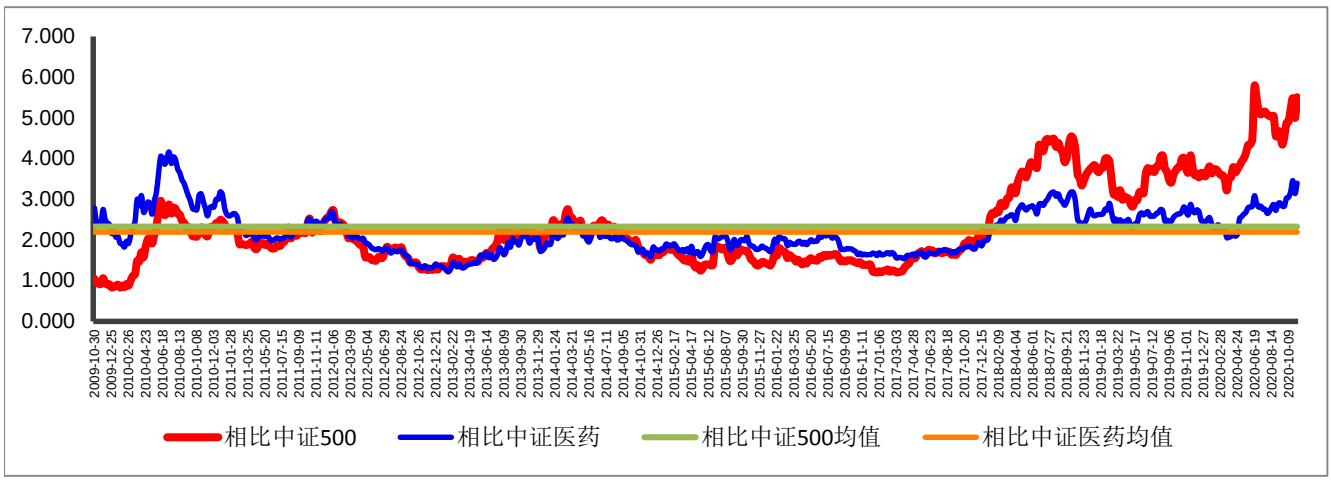


资料来源：申港证券研究所

不同阶段爱尔眼科相对医药板块的估值溢价情况。我们把爱尔眼科上市以来的 PE-TTM 相对中证 500 和中正医药的比值进行分析，以此来判断公司相对 A 股和医药板块的估值溢价情况。可以发现，整体上公司相对中证 500 和中证医药的估值溢价率分别是 2.327 和 2.195。2009 年上市之初，公司估值中枢与中证 500 基本持平，高于中证医药 2 倍左右；随后公司医药板块估值水平与行业整体逐渐贴近，爱尔眼科相对行业整体估值溢价维持在 2.2 倍左右；封刀门之后公司估值溢价一度消失，至 2014 年逐渐修复至 2 倍左右的水平；2015 年 A 股市值泡沫中，医药板块相对 A 股整体水平下降，爱尔眼科的估值溢价也有所下滑；2018 年开始，医药板块出现一定估值修复，公司估值溢价开始出现激增，同时医药板块相对整个 A 股的估值溢价也开始显现，当前爱尔眼科相对中证 500 的估值溢价在 5.5 倍左右，相对中证医药生物的估值溢价在 3.4 倍左右。

我们认为，医疗服务行业市场空间持续扩大，民营医疗作为政府支持的领域，具备稳定的现金流和抗周期属性，本身应该享有高于市场的估值溢价。但同时，医疗服务板块作为“模式驱动”的行业，经营的好坏本身是一门经验科学，且不同专科类型的扩张性和经营难度表现出完全不同的特征。因而在医疗服务领域的个别黄金赛道，实现快速复制的明星企业，理应享有更高的估值溢价水平。

图6：爱尔眼科估值溢价水平变化

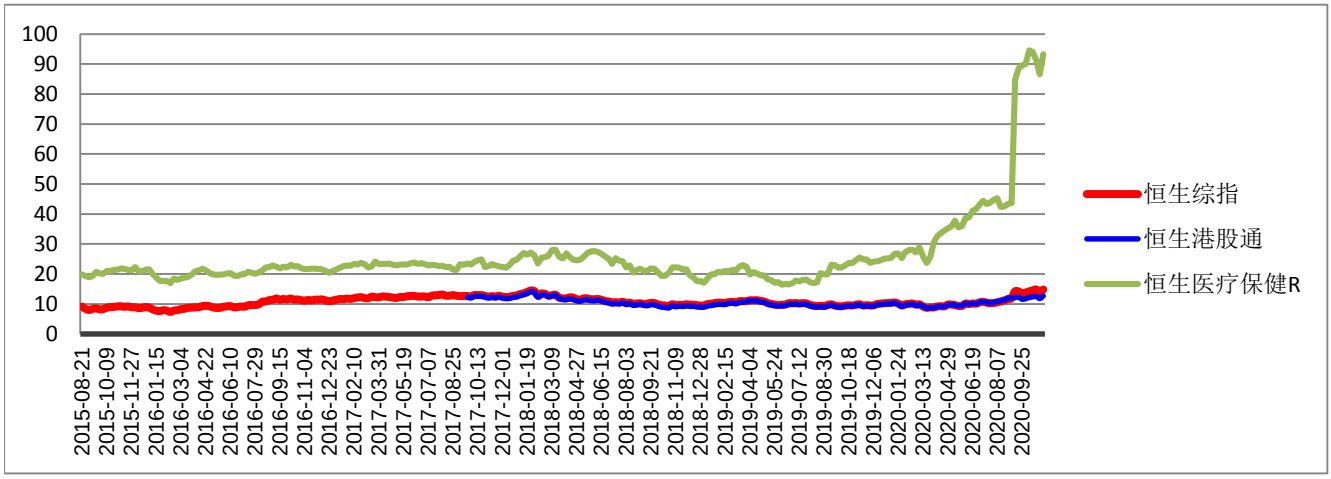


资料来源：申港证券研究所

1.3 港股医疗服务企业估值讨论

港股各板块估值水平长期保持相对稳定状态，医疗保健板块整体享有 2 倍左右估值溢价，当前是港股医疗板块估值史无前例的高位。近 5 年时间，港股整体估值中枢在 10 倍 PE-TTM，港股通开通后，相关标的并未因南下资金的进入而出现估值溢价现象。同时，医疗保健板块长期以来，保持在相对行业整体 2 倍左右的估值溢价，估值中枢在 20 倍左右的 PE-TTM。

图7：港股各板块估值中枢变化情况



资料来源：申港证券研究所

2020 年 9 月 7 号，康臣药业、百济神州、信达生物、康龙化成、康希诺生物、海吉亚医疗、启明医疗、康基医疗、康方生物、沛嘉医疗、诺诚健华、康宁杰瑞制药、亚盛医药等一系列大陆创新医药企业的进入，极大推高了医疗保健板块的整体估计溢价水平，当前港股医疗保健行业相对恒生综指的估值溢价水平在 9 倍左右。不排除后续港股医疗保健板块出现估值回撤的可能。

表5：新入港股通医药企业普遍具有很高估值溢价

证券代码	证券简称	PE(TTM)	总市值	总股本	EPS（中报）	EPS（去年年报）
6078.HK	海吉亚医疗	1,031	33,217,500,000	618,000,000	0.010	4.000
9997.HK	康基医疗	111	24,793,708,500	1,252,207,500	0.119	
3759.HK	康龙化成	80	103,818,288,732	794,387,462	0.605	0.828
1681.HK	康臣药业	62	2,665,538,416	835,591,980	0.253	0.094
6855.HK	亚盛医药-B	-5	5,955,785,938	223,901,727	-1.530	-12.690
9969.HK	诺诚健华-B	-6	14,644,917,070	1,289,165,235	-0.530	-9.320
9996.HK	沛嘉医疗-B	-6	14,430,530,400	632,918,000	-8.680	-45.280
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	-15	14,636,737,002	933,465,370	-0.110	-1.550
6160.HK	百济神州	-17	198,537,544,885	1,180,365,903	-0.690	-1.220
9926.HK	康方生物-B	-23	18,810,666,506	787,057,176	-1.130	
1801.HK	信达生物	-44	77,534,169,134	1,400,797,997	-0.460	-1.460

2500.HK	启明医疗-B	-115	29,946,201,164	422,968,943	-0.110	-1.220
6185.HK	康希诺生物-B	-143	73,461,044,253	247,449,899	-0.460	-0.770

资料来源：申港证券研究所

港股代表医疗服务企业估值讨论。我们认为海吉亚是港股中具备和早期的爱尔眼科对标性的标的，首先从赛道选择上，海吉亚是国内肿瘤服务最大的集团，目前国内肿瘤市场仍处于发展初期，医院数量、营收规模、发展思路均与早期的爱尔眼科有一定的对标性。

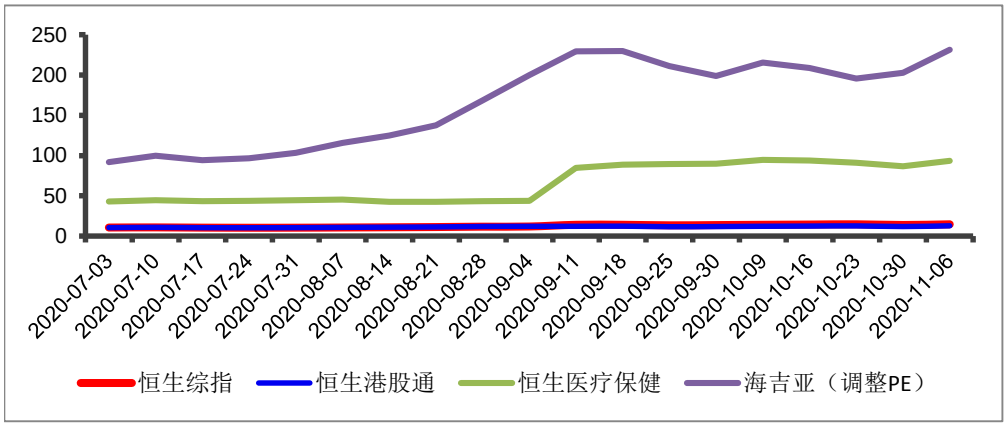
表6：海吉亚与爱尔眼科对比

对标要素	爱尔眼科（2009 年）	海吉亚医疗（2019 年）
医院数量	19	10
自建医院数量	19	5
并购及托管医院数量		5
医院盈利周期	1~2 年	1~2 年
营收规模	6 亿	10.8 亿
净利润	1.2 亿	1.74 亿（调整后）
优势学科	眼科	肿瘤放疗
扩张逻辑	眼科市场需求持续旺盛，公立医院眼科不是主流科室	肿瘤放疗难以在首诊医院完成，一线城市及基层地区存在行业性机遇

资料来源：申港证券研究所

海吉亚目前估值水平仍有一定安全边际。公司 2019 年实现报表净利润 3976.7 万，调整后净利润 1.7 亿，使用调整后净利润计算公司 Pe 进行相对估值水平计算。可以发现海吉亚调整后 PE 相对港股医疗卫生保健板块的估值溢价月 2.5 倍，相比爱尔眼科 3.4 倍的估值溢价水平仍有一定安全边际。同时，由于港股医疗卫生保健板块整体高估值水平，海吉亚调整后估值溢价为 15 倍。

图8：海吉亚估值溢价水平变化情况



资料来源：申港证券研究所

表7：海吉亚目前估值水平仍有一定安全边际

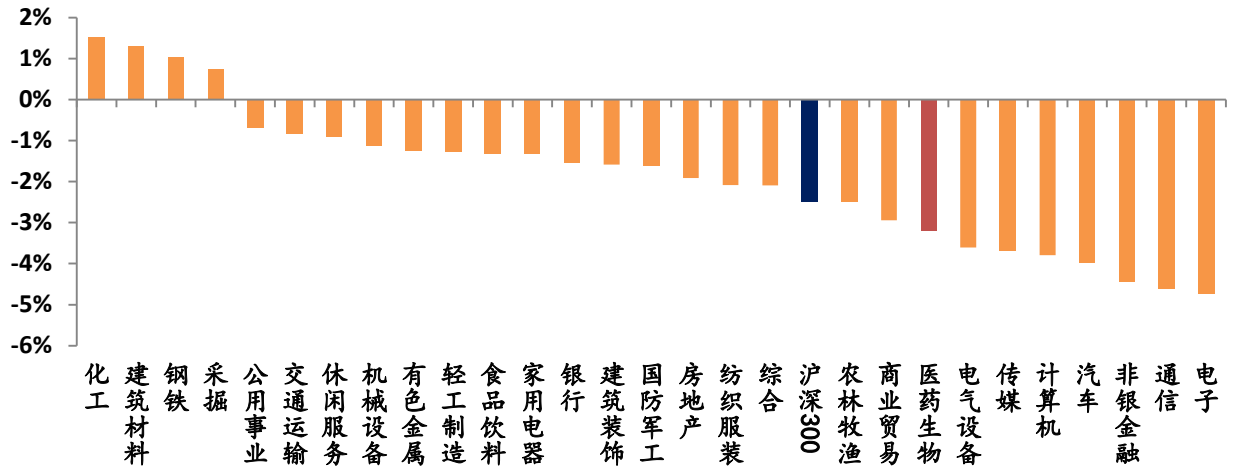
	爱尔眼科	海吉亚	海吉亚调整后
相比板块	3.4 倍	10 倍	2.5
相比整个市场	5.5 倍	60 倍	15 倍

资料来源：申港证券研究所

2. 本周医药板块行情回顾

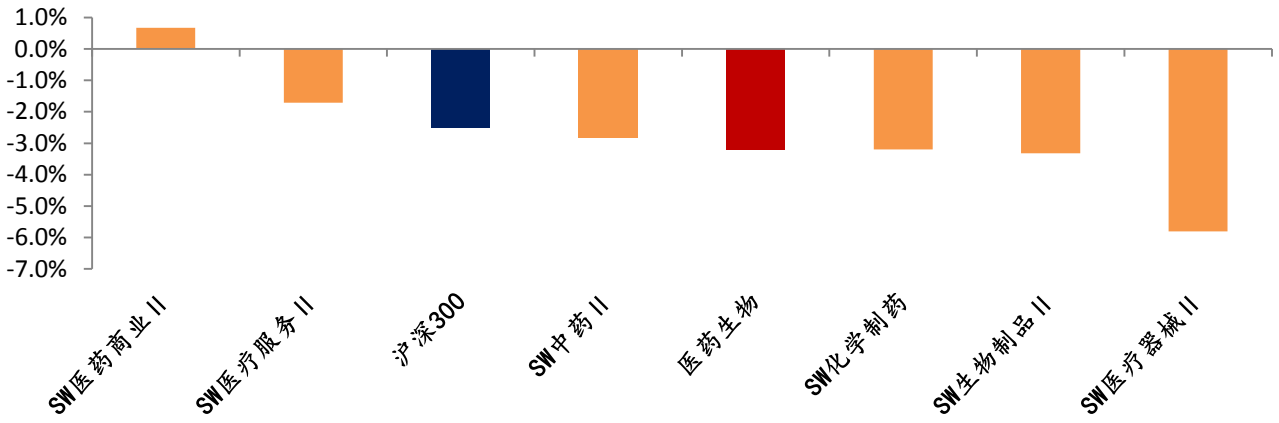
本周(2020.11.09-2020.11.13),上证指数、深证成指、创业板指周涨幅分别为-1.89%、-2.73%、-3.81%，申万医药生物指数周涨幅为-3.19%，为 28 个申万一级行业涨幅第 22 位，由冠脉支架集采引发的医药板块估值调整仍在持续进行，同时本周受美国大选结果逐渐清晰和辉瑞新冠疫苗临床试验结果公布的双重影响，医药板块避险属性有趋弱态势。

图9：申万一级行业本周涨跌幅对比



资料来源：wind & 申港证券研究所

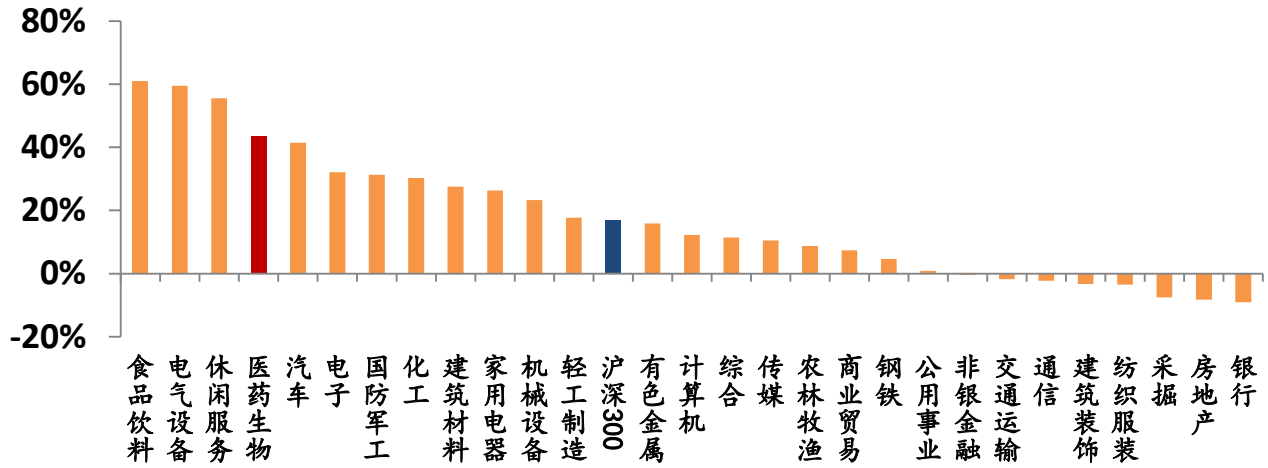
图10：申万医药二级行业本周涨跌幅对比



资料来源：wind & 申港证券研究所

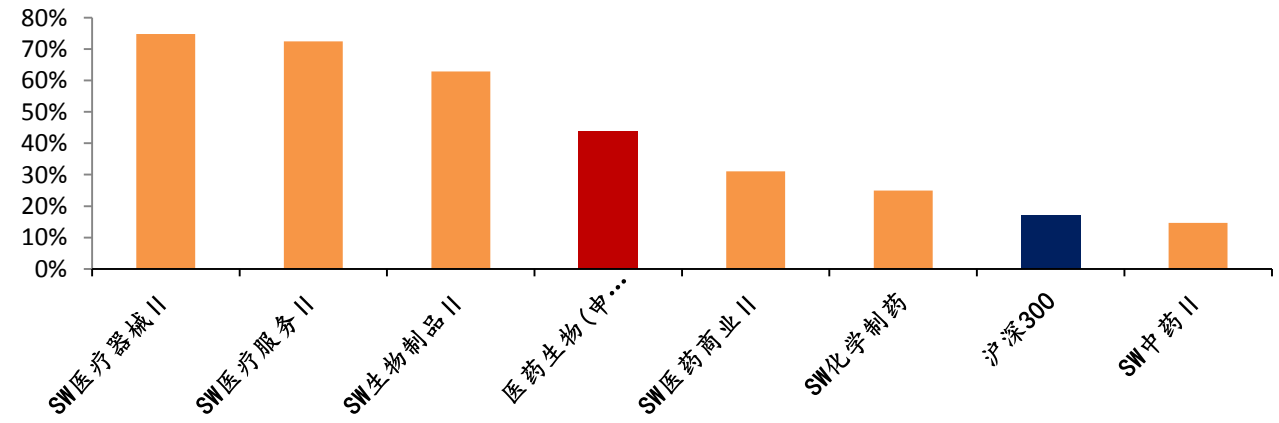
2020 年以来，上证综指、深证成指、创业板指、申万医药生物指数分别为 7.29%、29.29%、47.69%、43.57%，申万生物医药指数在申万一级行业涨幅排名第 4 位。从细分板块看，医疗器械和医疗服务领涨医药板块。

图11：申万一级行业 2020 年以来涨跌幅对比



资料来源：wind，申港证券研究所

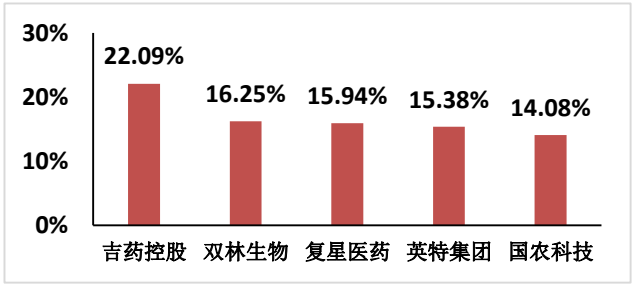
图12：申万二级行业 2020 年以来涨跌幅对比



资料来源：wind，申港证券研究所

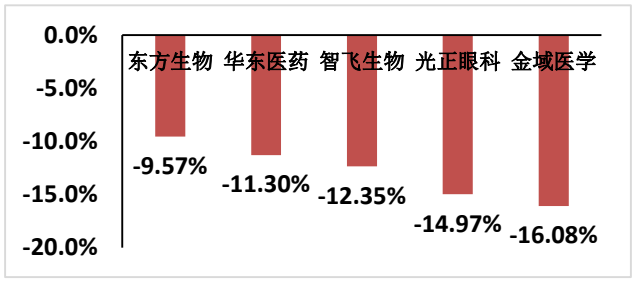
本周医药生物板块股票涨幅前五名依次为吉药控股(22.09%)、双林生物(16.25%)、复星医药(15.94%)、英特集团(15.38%)、国农科技(14.08%)；跌幅前五名依次为金域医学(-16.08%)、光正眼科(-14.97%)、智飞生物(-12.35%)、华东医药(-11.3%)、东方生物(-9.57%)。

图13：医药板块本周涨幅前五个股



资料来源：申港证券研究所

图14：医药板块本周跌幅前五个股



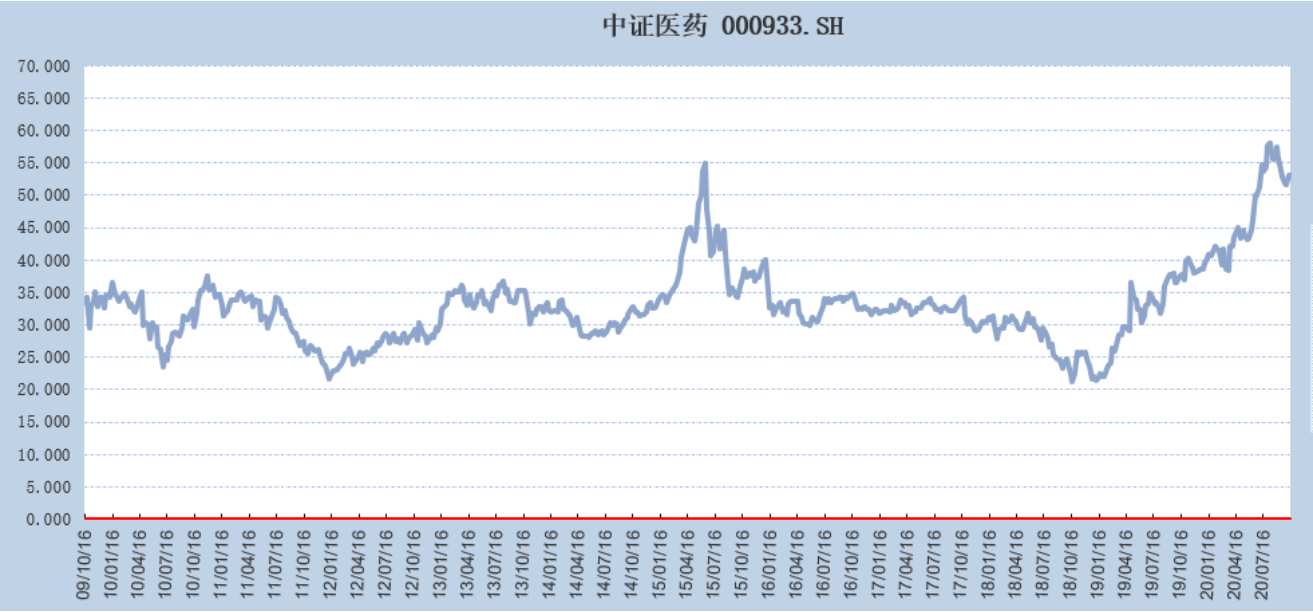
资料来源：申港证券研究所

3. 医药板块行情所处的历史位置

从估值水平看，虽近期医药板块出现了显著回撤，但中证医药指数当前 PE-TTM（前复权）为 46.521 倍，为 11 年中前 4.26%，依然处于历史高位。申万医药生物指数的 PE-TTM（前复权）为 42.91 倍，为 11 年中前 13.24%。

图15：申万医药生物指数和中证医药指数 10 年来历史估值水平回顾(PE-TTM，前复权)





资料来源：wind，申港证券研究所。申万医药生物指数样本股池为中证全指成分股，而中证医药指数样本股池为全体沪深 A 股，因而客观而言中证医药指数相比申万医药生物指数更能反映 A 股全部医药股的情况。

4. 投资策略

考虑到医药板块即便近期出现显著回撤，但估值依然处于历史极值水平，我们首要寻找的依然是即便后续面临板块行情退潮，依然大概率不仅不会在长期、亦不会在半年到一年的短期形成持续亏损的标的，同时无视一切纯博弈性标的，包括恒瑞医药、长春高新、药明康德、爱尔眼科、通策医疗、迈瑞医疗、益丰药房、泰格医药、山东药玻等在内的经典核心资产都属于此类标的。

而上周，当前受医药板块避险属性逐渐趋弱，叠加带量采购对医药估值逻辑的影响，市场将倾向于寻找不受带量采购影响的相关标的，推荐重点关注医疗服务、IVD、CRO。

5. 风险提示

1）海外疫情长期失控造成的全球宏观经济下行；2）A 股医药板块整体估值高企，当前时点投资风险收益比不佳；3）市场情绪处于热情高涨的状态，市场情绪回归均值注定会发生，只是无法预期将在具体哪个时点发生，以及在反身性之下情绪回归均值发生的烈度也将无法预判。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上