民生证券 MINSHENG SECURITIES

医药

行业研究/周报

板块跑赢大盘，坚守 CXO 和 API 领域

—医药周报 20200713

医药周报 2020 年 07 月 13 日

报告摘要：

- **二级市场：板块跑赢大盘，坚守成长性更强的CXO和API板块**

上周（2020.7.6-2020.7.10）医药板块上涨8.14%，跑赢沪深300指数0.60个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第15名。2020年初以来，医药板块上涨52.08%，跑赢沪深300指数36.1pct，位列所有行业涨幅第2位，今年以来超额收益明显，成交额继续保持高位，板块溢价率继续提升。上周各个板块均呈现上涨，其中医疗器械、生物医药板块涨幅相对较多，分别为11.19%和10.27%；化学制剂和医疗服务也有不错涨幅。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.7.6-2020.7.10）整体呈现上涨趋势，其中生物药、医疗器械、特色原料药企业、研发创新型药企板块涨幅较明显，综合性仿制药企业、医疗服务也有较为明显的涨幅。生物药板块：康泰生物上涨19.79%，安科生物、智飞生物、博雅生物分别上涨17.00%、14.81%、14.80%。医疗器械板块继续上涨，其中山东药玻周涨幅18.14%。特色原料药板块中，圣达生物周涨幅15.42%，我们认为特色原料药板块以产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，我们持续建议加仓布局特色原料药、医疗器械板块以及受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。

我们对CXO行业的看法——未来仍可期，看好本土CXO企业全球话语权持续提升：1）股权激励频出深度绑定科学家，未来业绩仍具持续性。2）持续看好CXO基本面，关注中国区市场红利。3）关注海外疫情持续发酵下本土CXO企业全球化并购机遇。

- **重点研究更新：**

《如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？》：我们从绝对估值角度估算了存量可药性靶点对应的早期药物筛选市场空间，从相对估值角度对比分析了海外早期药物筛选 CRO 企业 Peptidream、Evotec 和 Schrodinger 与本土早期药物筛选 CRO 成都先导、维亚生物和药石科技的商业模式、人均创收/创利和估值水平，我们认为早期药物筛选 CRO 企业高溢价来自于：业务可拓展性+IP 属性提升对客户议价能力。因此，我们认为长远来看这些早期药物筛选 CRO 企业仍然有较大的成长空间。

《博腾股份：CRO 导流，能力提升，进入成长快车道 CDMO 公司》：1）订单持续性及资产利用效率问题已解决，对公司长期成长性的认知亟待更新。2）CRO 导流+长尾策略，打造漏斗型订单结构，公司订单持续性不断强化。3）不断加强产能与订单匹配度，资产利用效率持续提高，公司盈利能力有望提升。

公司在全球创新药产业链的参与度持续提高，随着服务客户的广度和深度不断增加，公司临床项目有望保持高增长，同时陆续有客户的订单陆续进入商业化放量阶段，我们预计公司未来三年业绩达 30%+的复合增速，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号： S0100119060028

电话： 021-60876703

邮箱： tanzimei@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号： S0100119100011

电话： 010-85127728

邮箱： guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1.行业专题研究:如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？

2.行业周（月）报:板块普涨，关注成长性更强的 CXO 和 API 板块

● **投资建议：**

短期内持续关注后疫情时代下“枢纽性”和内需驱动型板块的成长确定性。结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块中景气度提升的细分领域，如新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，及长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们推荐：康弘药业、凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、凯普生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物、成都先导等。**中期看好“补短板”叠加供给侧产业升级下的医药投资主线，长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。**

● **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。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/7/10	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
泰格医药	106.3	1.1	1.5	1.9	94.7	72.8	56.9	推荐
凯莱英	233.6	2.4	3.1	4.0	97.6	75.4	58.7	推荐
药明康德	101.3	1.1	1.8	2.1	126.3	56.9	48.9	推荐
华兰生物	48.6	0.9	1.3	1.5	69.1	38.0	33.3	推荐
康泰生物	189.3	0.9	1.3	2.1	221.6	147.9	89.7	推荐
复星医药	35.5	1.3	1.4	1.5	27.4	25.9	23.1	推荐
普洛药业	24.2	0.5	0.7	0.8	51.6	36.2	28.8	推荐
仙琚制药	17.3	0.4	0.6	0.8	38.6	29.8	23.1	推荐
迈瑞医疗	318.7	3.9	4.9	6.0	82.8	65.6	53.4	推荐
凯普生物	56.2	0.7	0.9	1.2	81.0	62.4	47.6	推荐
万孚生物	103.4	1.1	1.7	2.1	91.4	62.6	49.0	推荐
金域医学	88.4	0.9	1.2	1.4	100.6	74.9	63.6	谨慎推荐
天宇股份	116.4	3.2	4.0	5.1	36.2	29.0	22.9	推荐
我武生物	63.0	0.6	0.7	0.9	110.5	96.9	70.8	推荐
药石科技	128.6	1.1	1.3	1.6	122.4	98.9	79.9	谨慎推荐
成都先导	56.5	0.3	0.4	0.5	188.3	137.8	108.7	中性
康弘药业	48.9	0.8	1.0	1.2	59.6	49.4	39.4	推荐
康龙化成	103.1	0.7	1.1	1.4	149.6	98.1	75.2	推荐
昭衍新药	101.0	1.1	1.6	2.1	128.4	63.9	47.2	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

一、投资建议：板块跑赢大盘，坚守成长性更强的 CXO 和 API 板块 4
二、重点推荐行业和公司研究更新 6
（一）如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？ 6
（二）博腾股份：CRO 导流，能力提升，进入成长快车道 CDMO 公司 7
三、上周行情回顾 9
（一）医药行业行情：板块周涨幅居中，年度板块超额收益明显 9
（二）医药子行业行情：持续分化，生物药板块表现突出 11
（三）陆港通&港股通：医药持仓续创新高，龙头效应仍然显著 12
（四）限售解禁&股权质押情况追踪 14
四、风险提示 15
插图目录 16
表格目录 16

一、投资建议：板块跑赢大盘，坚守成长性更强的 CXO 和 API 板块

二级市场层面：医药成交额维持高位，板块普涨，坚守更优赛道。上周（2020.7.6-2020.7.10）医药板块上涨 8.14%，跑赢沪深 300 指数 0.60 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 15 名。2020 年初以来，医药板块上涨 52.08%，跑赢沪深 300 指数 36.1pct，位列所有行业涨幅第 2 位，今年以来超额收益明显，成交额继续保持高位，板块溢价率继续提升。上周各个板块均呈现上涨，其中医疗器械、生物医药板块涨幅相对较多，分别为 11.19%和 10.27%；化学制剂和医疗服务也有不错涨幅。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.7.6-2020.7.10）整体呈现上涨趋势，其中生物药、医疗器械、特色原料药企业、研发创新型药企板块涨幅较明显，综合性仿制药企业、医疗服务也有较为明显的涨幅。生物药板块：康泰生物上涨 19.79%，安科生物、智飞生物、博雅生物分别上涨 17.00%、14.81%、14.80%。医疗器械板块继续上涨，其中山东药玻周涨幅 18.14%。特色原料药板块中，圣达生物周涨幅 15.42%，我们认为特色原料药板块以产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，我们持续建议加仓布局特色原料药、医疗器械板块以及受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。

我们对 CXO 行业的看法——未来仍可期：1）股权激励深度绑定科学家，未来业绩仍具持续性。近期医药外包行业企业股权激励方案频出，科学家红利奠定 CXO 行业基础，股权激励加强科学家绑定，虽然今年上半年受到疫情影响，但是我们也可以看到 CXO 企业对未来行业发展的信心。**2）持续看好 CXO 基本面，关注中国区市场红利。**在疫情影响下，全球经济基本面持续走低，但国内医药外包企业的短期负面影响已趋于尾声，反而带来全球性的医药健康领域的高需求和强增长。由于国内对疫情较好的控制，以及临床前 CRO 离岸外包属性，我们认为本土 CRO 龙头企业市占率可能进一步提升。**3）关注海外疫情持续发酵下本土 CXO 企业全球化并购机遇。**此外，我们也建议关注全球疫情影响下海外 CXO 企业业绩情况以及本土 CXO 企业海外布局进度，鉴于海外疫情持续发酵，本土 CXO 企业有可能迎来全球化布局加速并购期，从而带动本土 CXO 企业市占率进一步提升。

短期内持续关注后疫情时代下“枢纽性”和内需驱动型板块的成长确定性。结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块中景气度提升的特色领域，如新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，及长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们推荐：凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。

中期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，2019 年首批集采品种的全国扩面、2020 年第二批集采品种开始采购、新的《药品

注册管理办法》7 月 1 日有望执行、基本医疗保险制度改革有望协同医药供给侧改革加速、深入推进，以上均作为产业政策的重要基础，让我们对产业政策鼓励创新、加速低端产能出清的导向有了更清晰的认识，同时疫情控制的代价，也让我们意识到“补短板”的重要性，2020 年云南省、河南省、江苏省相继出台政策加大公共卫生领域的财政投入，我们认为“补短板”叠加供给侧产业升级是医药投资主线，推荐方向包括①创新升级的服务方（CRO、CMO）、②政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，③商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业；④产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和公司研究更新

（一）如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？

随着维亚生物和成都先导等早期药物发现 CRO 企业登陆二级市场，资本市场逐步关注早期药物筛选 CRO 市场空间以及估值问题。我们从绝对估值角度估算了存量可药性靶点对应的早期药物筛选市场空间，从相对估值角度对比分析了海外早期药物筛选 CRO 企业 Peptidream、Evotec 和 Schrodinger 与本土早期药物筛选 CRO 成都先导、维亚生物和药石科技的商业模式、人均创收/创利和估值水平，我们认为早期药物筛选 CRO 企业高溢价来自于：业务可拓展性+IP 属性提升对客户议价能力。因此，我们认为长远来看这些早期药物筛选 CRO 企业仍然有较大的成长空间。

早期药物筛选平台：原研创新药物研发“种子孵化器”，产业链地位关键

活性化合物（Active ingredient）专利是创新药申报专利中最核心最具价值的专利，活性化合物专利到期后仿制药才能上市，me-too 类创新药也需要详细分析“原研创新药”的核心化合物专利从而有效绕过其被专利保护的所有化合物结构式。而早期药物筛选技术平台可以发现这些活性化合物，在整个创新药物研发产业链中处于非常关键的位置。

FDA 批准创新药数据看，First-in-class 占比 52%，早期药物筛选行业成长性强

FIC 药物仍是主流，早期药物筛选行业仍然有较大的成长空间。2019 年以前 FDA 批准创新药物中 52%以上是 FIC 药物。基于过去 5 年可成药性靶点数量快速增长的趋势，我们判断：2020-2029 年可能会持续迎来 FIC 药物上市的爆发期。1990-2019 年可药性靶点药物开发成功率在 16.9%，相比于 2015 年以前 26%药物开发成功率出现下降主要是因为 2015-2019 年新发现的人类序列结构数量增速要快于创新药物开发速度，具有滞后性，可以预期 2020-2029 年间 FIC 药物数量会因为 2010-2019 可药性靶点数量的快速增加而同步上扬。因此我们认为早期药物筛选行业仍然有较大的成长空间。

看订单空间：药物筛选 CRO 企业订单峰值可达到 42 亿元以上，市场相对分散。

我们假设 2010-2019 年单个靶点筛选订单单价处于逐步提升的趋势中，按照存量+新发现人类可药性蛋白靶标都可以作为早期药物筛选 CRO 企业的订单去承接，则 2019 年每家早期药物筛选 CRO 企业可以承担的靶点数量为 2815 个，假设 2019 年单个靶点订单金额 150 万（我们按照成都先导 2019 年公布的单个靶点筛选单价 200 万下调至 150 万作为行业均值，每个筛选平台的靶点单价跟技术平台搭建成本和人工工时有关，每家会有区别，因此以上单价仅为估算）计算得到 2019 年整个早期药物筛选市场订单峰值有望达到 42 亿元。如果参考成都先导 DEL 库筛选服务收入（1.06 亿元）和维亚生物早期药物筛选服务收入（3.23 亿）体量来看，我们认为这个行业内有技术优势和客户积累的 CRO 企业仍然有较大的成长空间。

业务可拓展性+ IP 属性决定了药物筛选 CRO 生态链丰富性和业绩高弹性。

①早期药物筛选平台的强 IP 属性带来更大话语权。由于药物研发全产业链中的核心专利是前期化合物开发专利，这就决定了化合物筛选和优化服务这种强 IP 属性高溢价服务变现与

传统药物发现 CRO 企业服务变现模式在溢价程度、收入确认方式和收入波动性等多个方面存在明显区别。②不同于一般流程服务的医药 CXO，具有更高的人均创收、创利能力。我们通过对比发现从人均创收和创利水平来看，早期药物筛选 CRO 企业的单人创收和创利能力更强（处于行业中上游）。③早期药物筛选平台强大的业务可拓展性带来更丰富业绩兑现空间。早期药物筛选技术可以为公司带来极强的业务可塑性，从长期来看会为公司带来更高的业绩弹性和更丰富具有差异化的业务生态链发展模式。我们从目前的国内本土 3 家早期药物筛选 CRO 企业的业务拓展方向可以看到这些平台型企业丰富的业务拓展空间，为未来成长性奠定基础。

投资建议

推荐药石科技（创新分子砌块）、成都先导（DEL 技术）、药明康德（DEL+FBDD+SBDD）、康龙化成（DEL+SBDD），关注维亚生物（SBDD+FBDD+ASMS）等 CRO 企业在早期药物筛选行业中持续建立起来的核心竞争力以及未来业务模式可拓展性带来的业绩弹性。随着新可药性靶点数量不断增加，早期药物筛选企业业绩确定性也会越来越大。未来商业模式可拓展性有望带来更大的业绩弹性。

风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性；竞争风险。

（二）博腾股份：CRO 导流，能力提升，进入成长快车道 CDMO 公司

订单持续性及资产利用效率问题已解决，对公司长期成长性的认知亟待更新

博腾股份是一家后发型的小分子 CDMO 公司，自 2017 年开始由 CMO 向 CDMO 的转变。从 ROE 角度复盘，我们发现订单持续性和资产利用效率出现问题是公司既往业绩波动的核心原因。通过对客户结构及在建工程转固节奏等的数据分析，我们发现这两大问题已初步解决，市场对公司中长期成长性的认知亟待更新。

CRO 导流+长尾策略，打造漏斗型订单结构，公司订单持续性不断强化

CRO 服务：凭借 CRO 平台，挖掘长尾客户，实现早期项目池子快速积蓄。公司长尾客户的拓展节奏与 CRO 平台的启用节奏一致，公司国内 CRO 实验室相继于 2018 至 2019 年启用，2017-2019 年新增客户数分别为 17、54 和 47 个。2019 年，长尾客户收入贡献达 42%，临床早期服务产品数占比达 60.7%。这些显示凭借 CRO 端能力，中小客户服务广度的提升已经成为公司业绩增长的重要驱动，同时早期项目池子实现快速积蓄。

CMO 服务：持续加深大客户合作，2020 年起 CRO 导流效应逐步贡献弹性。大客户 pipeline 参与份额的提高，是公司 CMO 业务稳健增长的基础。2020 年起，CRO 项目导流将为公司 CMO 业务贡献业绩弹性。例如 API 项目，截至 2019 年底公司服务的 API 订单主要是依托 CRO 平台获得的早期项目（当年服务 API 产品 68 个），随着临床试验的推进，我们预计 2020 年起逐渐有早期项目导流到三期。这类升级产品的导流，将不仅推动 CMO 服务项目数的增长，还有望驱动 CMO 项目附加值的提升。

新型药物分子：从基因治疗等高景气度、竞争格局好的技术平台布局，看公司长期成长性。公司在发展生物药及制剂 CDMO 业务时，采取了差异化竞争的战略。我们认为公司对高景气度、竞争格局好的新型药物分子赛道的及时布局，利于实现相关 pipeline 的快速切入和深度绑定，为公司中长期发展提供强有力保障。

不断加强产能与订单匹配度，资产利用效率持续提高，公司盈利能力有望提升

产能重组+长尾策略，CMO 产能利用率继续提高，公司 ROE 水平受其驱动有望提升。2016 年起，公司加强固定资产投资管理，并于 2018 年剥离亏损的中间体产能，专注于提高现有两大生产基地产能利用率。我们预计随着 CMO 产能利用率提高，通过长尾策略+产能重组，公司的 ROE 水平有望提升。

跟随客户需求匹配新产能，中长期原料药 CMO 业务将成为公司业绩的重要驱动力。从产能布局看，公司 2020 年报批环评审核的创新药服务中试基地及商业化生产技改项目中，合计规划有 14.22 吨/年的原料药产能，加之公司已借助 CRO 能力快速积蓄早期 API 订单，中长期我们预计原料药 CMO 业务将成为公司业绩的重要驱动力。

投资建议

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.59 和 0.78 元，按 2020 年 7 月 9 日收盘价对应 PE 为 87、66、50 倍。公司在全球创新药产业链的参与度持续提高，随着服务客户的广度和深度不断增加，公司临床项目有望保持高增长，同时陆续有客户的订单陆续进入商业化放量阶段，我们预计公司未来三年业绩达 30%+的复合增速，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

风险提示

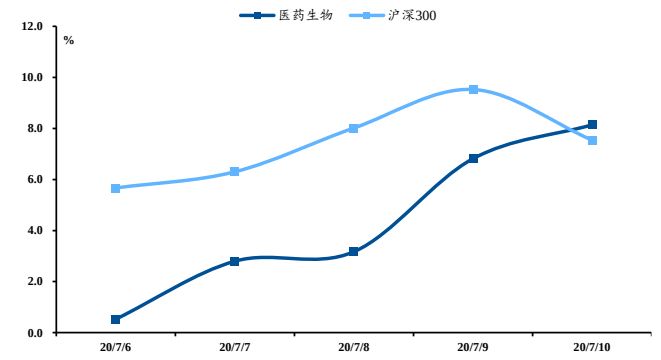
不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下降的风险；固定资产投资风险；生物药及制剂 CDMO 两大新业务的投资风险；汇兑风险；应收账款坏账风险。

三、上周行情回顾

（一）医药行业行情：板块周涨幅居中，年度板块超额收益明显

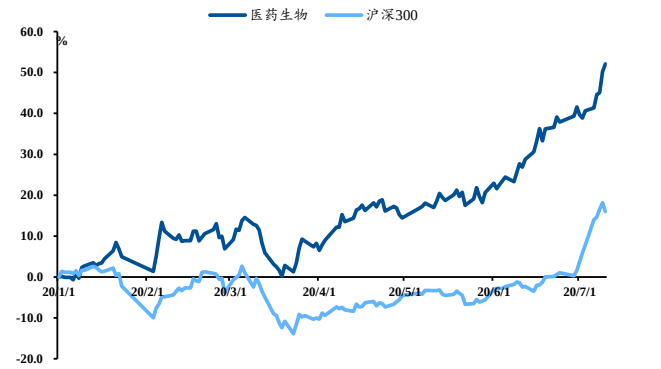
上周医药板块上涨 8.14%，跑赢沪深 300 指数 0.60 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 15 名。2020 年初以来，医药板块上涨 52.08%，跑赢沪深 300 指数 36.1pct，位列所有行业涨幅第 2 位，今年以来超额收益明显。与此同时我们注意到，2020Q1 基金医药重仓占比处于历史高位，特色原料药、医疗器械、医药服务等板块越来越受到主流机构的关注，而板块之间及标的之间的超额收益及业绩表现也持续分化。2020 年一季度在国内外疫情影响下，医疗服务等板块短期业绩承压，但不改中期稳健增长的逻辑，而当疫情的负面影响逐步褪去，我们提示投资者关注在供给侧升级核心逻辑下受益的细分领域和龙头业绩增长的相对确定性。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



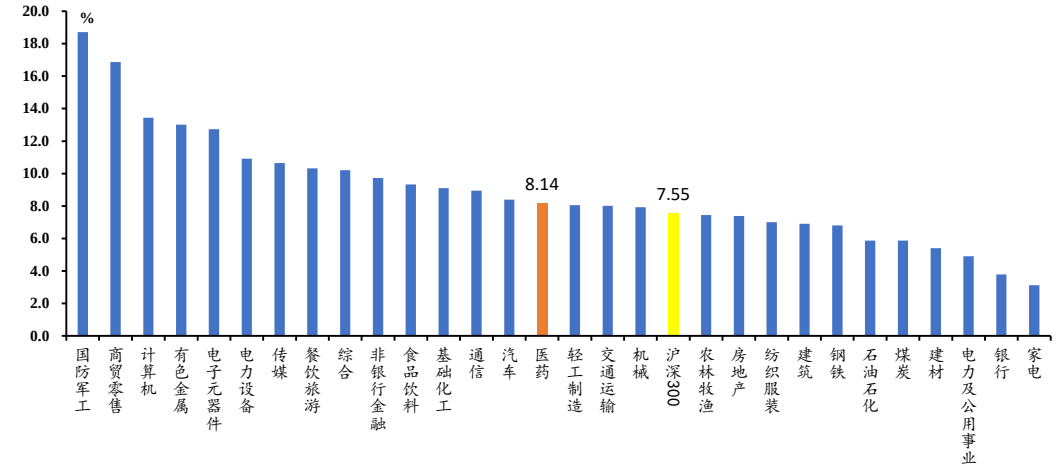
资料来源：Wind，民生证券研究院

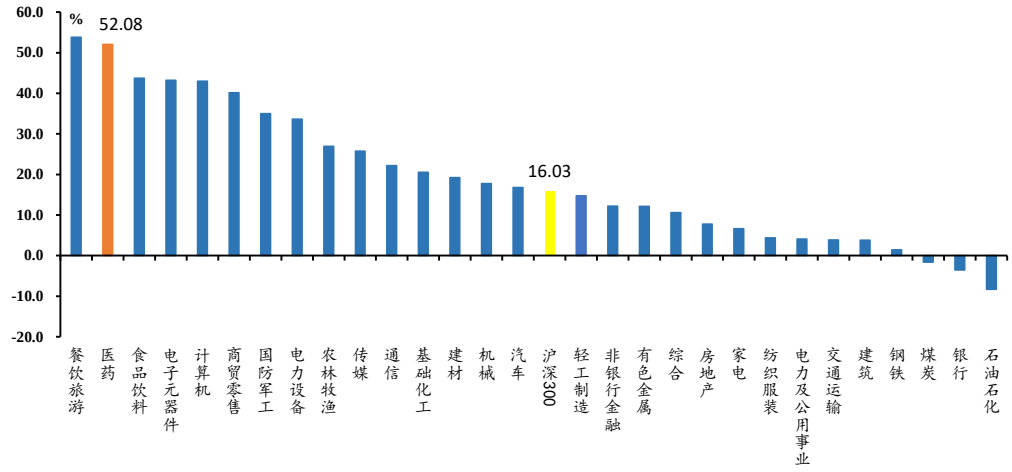
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）

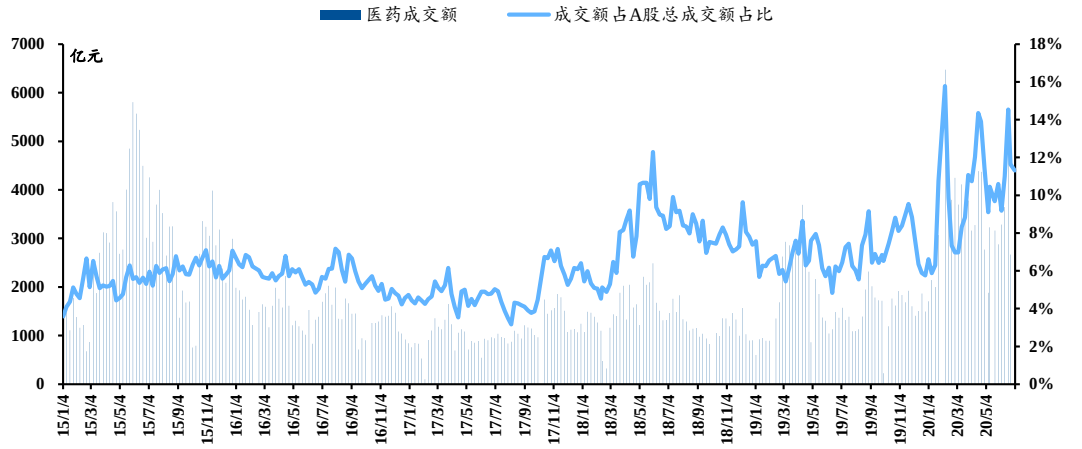




资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药板块成交额保持高位。上周医药行业成交额为 7179.25 亿元，成交额占市场总成交额的 8.81%，较上周下降 2.50 个百分点，占比环比回落。从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，医药板块的关注度处于历史中枢偏上区间，我们认为这反映出当下宏观背景中医药龙头成长的确定性和吸引力。

图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



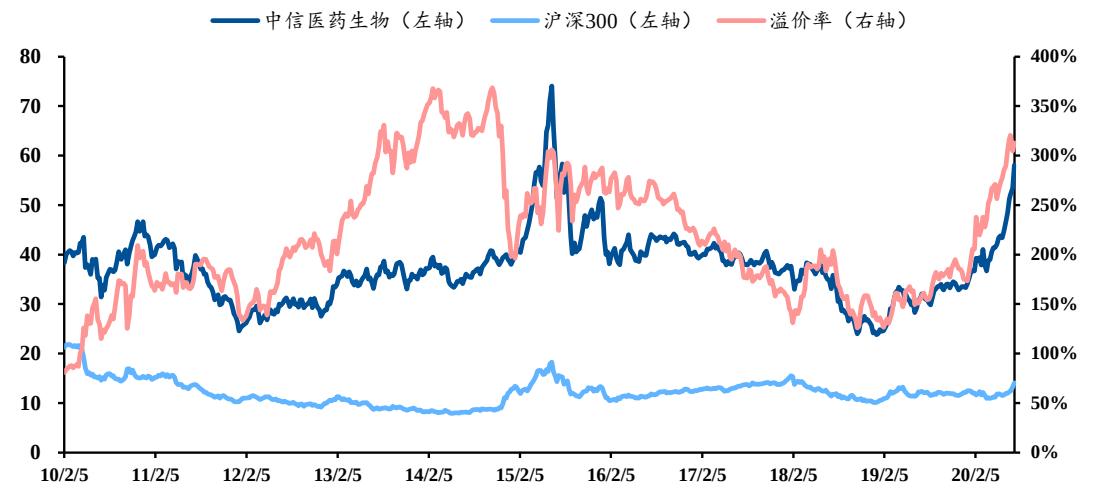
资料来源：Wind，民生证券研究院

医药的牛市：板块相对沪深 300 溢价率处于近 4 年高位。截止 2020 年 7 月 10 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 58.07，比上周提高 4.61，基本处于 2010 年以来的历史估值的中枢略高区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 312.8%，比上周提升了 7.92 个百分点，溢价率仍然处于近四年相对高位。

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，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段。我们认为，全球疫情对中国医药产业既有一次性的短期影响，也有持续性的深远影响；而在疫情后半场，建议更多关注三医

联动改革背景下医药投资的中期逻辑，更多追踪医药行业“枢纽性”和内需驱动型板块景气度的变化，**再次强调我们之前深度报告中提到的市场化、全球化的选股思路，建议关注创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域商业模式的创新，这些领域随着供给端的持续推进，景气度均逐步进入兑现提升的阶段。**

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



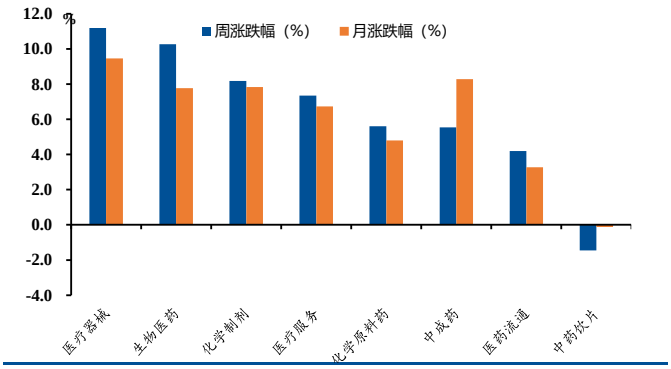
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情：持续分化，生物药板块表现突出

根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均呈现上涨，其中医疗器械、生物医药板块涨幅相对较多，分别为 11.19%和 10.27%；化学制剂和医疗服务也有不错涨幅。

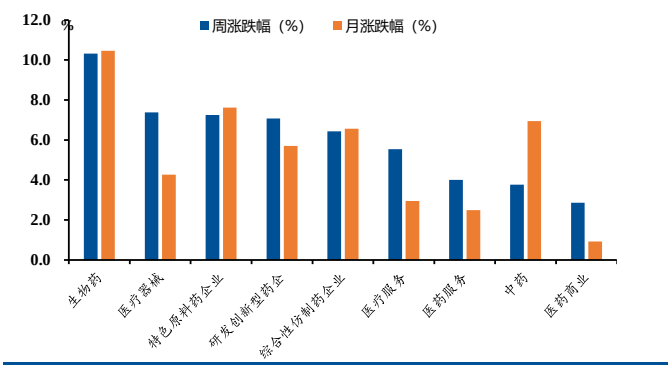
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.7.6-2020.7.10）整体呈现上涨趋势，其中生物药、医疗器械、特色原料药企业、研发创新型药企板块涨幅较明显，综合性仿制药企业、医疗服务也有较为明显的涨幅。**生物药板块：**康泰生物上涨 19.79%，安科生物、智飞生物、博雅生物分别上涨 17.00%、14.81%、14.80%。**医疗器械板块**继续上涨，其中山东药玻周涨幅 18.14%。特色原料药板块中，圣达生物周涨幅 15.42%，我们认为特色原料药板块以产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，我们持续建议加仓布局**特色原料药、医疗器械板块以及受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。**

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

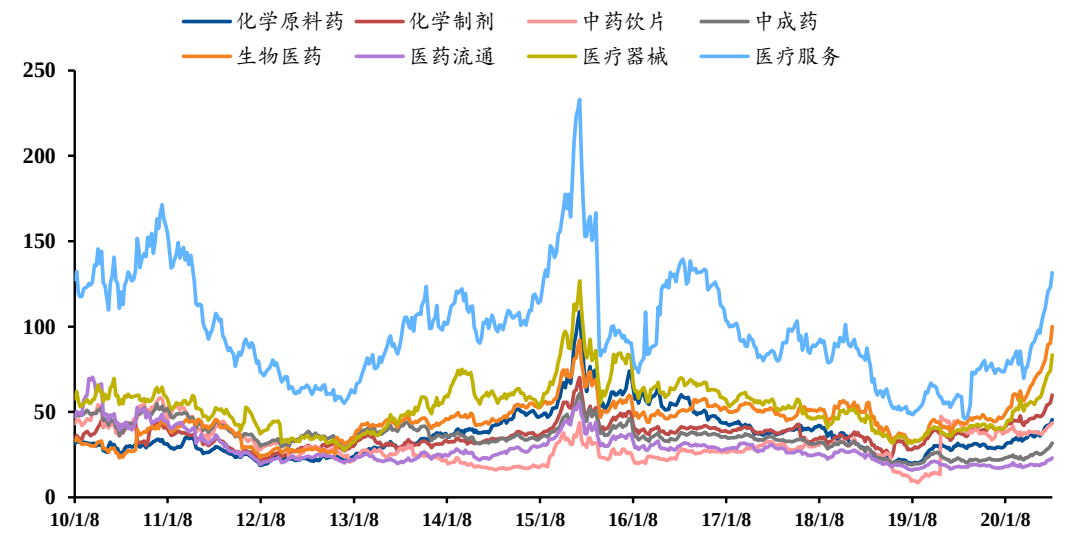
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

市盈率方面，**医疗服务、生物医药和医疗器械**板块居于前三位，分别为 132 倍、100 倍、83 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，同时和相关个股（眼科、口腔、骨科等细分领域）较好的战略拓展节奏有关，在目前行情下，估值波动的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，沿产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况



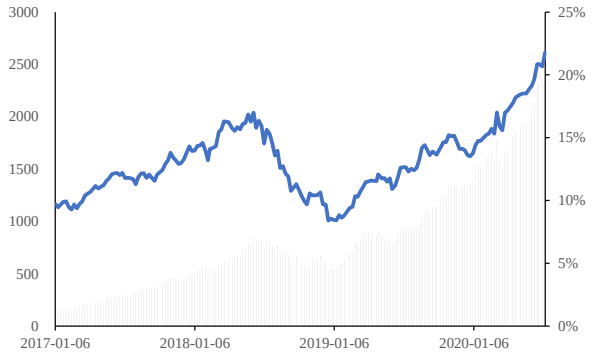
资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）陆港通&港股通：医药持仓续创新高，龙头效应仍然显著

截至 2020 年 7 月 10 日，陆港通医药行业投资 2548 亿元，相对 2020 年 7 月 3 日增加了 187 亿元；医药持股占陆港通总资金的 21.78%，处于历史高位。子板块看，化学制药板块提升明显（占比 33.20%），医疗器械略有提升（占比 17.62%），中药下降较多（占比 9.93%）。我们认为，陆港通资金流向反映出包括海外投资者在内的机构对医药不同板块的不同景气度预

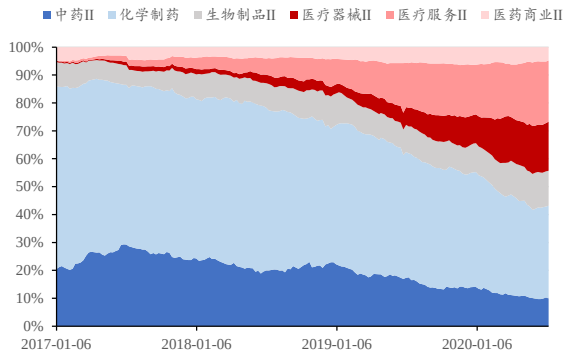
期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医药服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子版块景气度变化，及长周期下公司α属性对二级市场超额收益的持续贡献。

图 9：2017-2020.7.10 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

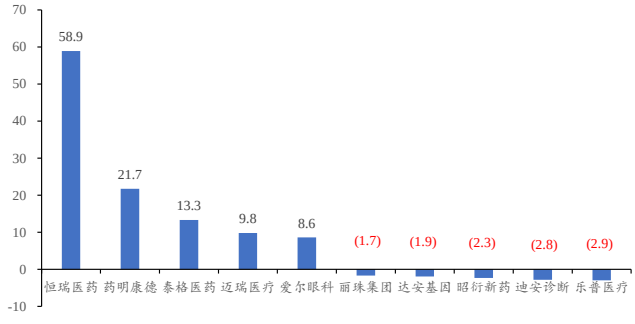
图 10：2017-2020.7.10 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，民生证券研究院

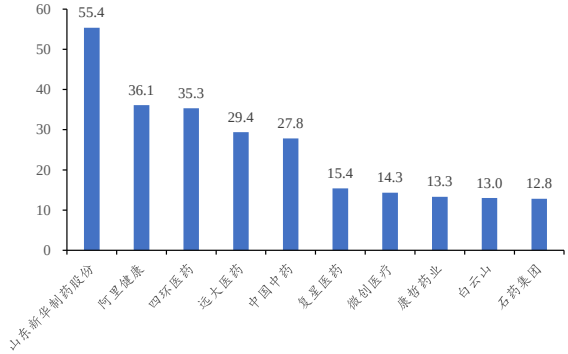
具体持仓标的上，2020 年 7 月 6 日至 7 月 10 日陆港通医药标的市值变动前 5 名分别为恒瑞医药、药明康德、泰格医药、迈瑞医疗、爱尔眼科，后 5 名分别为丽珠集团、达安基因、昭衍新药、迪安诊断、乐普医疗；港股通医药标的市值变动前 5 名分别为威高股份、微创医疗、三生制药、东阳光药和平安好医生，后 5 名分别为石四药集团、金斯瑞生物科技、复星医药、阿里健康和药明生物。从陆港通及港股通持股标的分布上看，资金青睐以药明康德、泰格医药等为代表的医药服务龙头，及以恒瑞医药、微创医疗、金域医学、爱尔眼科等为代表的细分产业龙头。在疫情防控常态化、长期化的背景下，疫苗、血制品、特色原料药等子版块需求复苏具有确定性，行业龙头市占率集中趋势同样具有确定性，多因素共振下医药板块的相对吸引力有多增强，持仓结构中龙头效应更加显著。

图 11: 2020.7.6-7.10 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



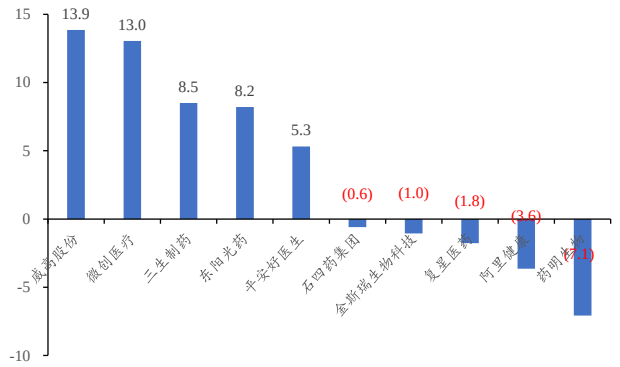
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12: 2020.7.6-7.10 陆港通医药股市值前 10 名



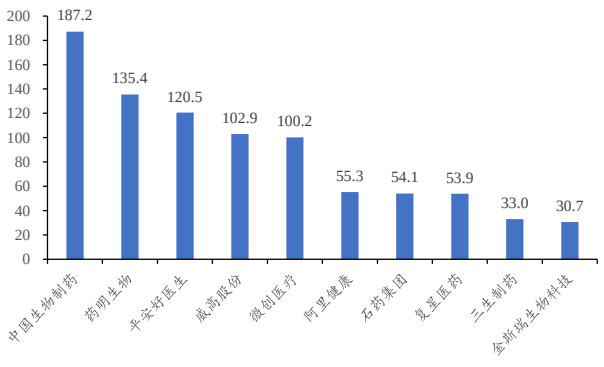
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13:2020.7.6-7.10 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



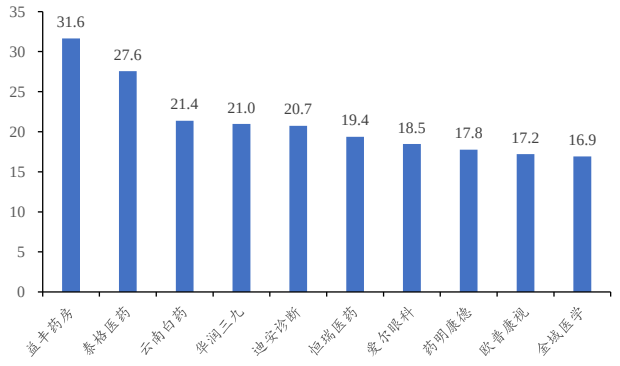
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：2020.7.6-7.10 港股通医药股市值前 10 名



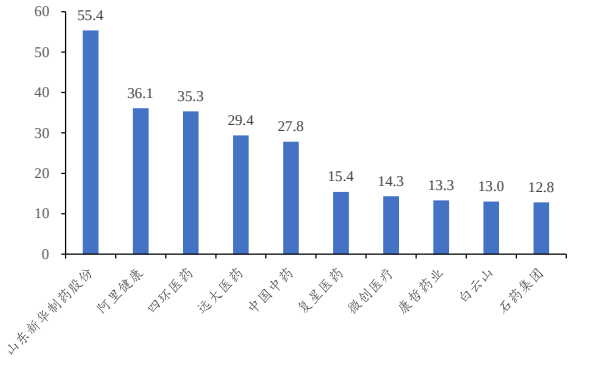
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15:2020.7.6-7.10 陆港通医药股陆港通持股占比前 10



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16: 2020.7.6-7.10 港股通医药股港股通持股占比前 10



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）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。2020 年 6 月 29 日至 7 月 25 日，共有 21 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，大部分公司解禁股本占流通 A 股比例较低。在股权质押方面，九安医疗、舒泰神、国新健康第一大股东股权质押比例明显增长，葵花药业、恩华药业、三诺生物第一大股东股权质押比例明显下降。

表1: 2020 年 6 月 29 日至 7 月 25 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（亿元）	解禁股本占流通 A 股比例	解禁收益率（%）
603087.SH	甘李药业	2020-06-29	4,020.00	366,543.60	10.02%	44.00
300015.SZ	爱尔眼科	2020-06-30	1,723.23	74,874.13	0.43%	
300119.SZ	瑞普生物	2020-07-01	207.61	4,683.58	0.51%	
002019.SZ	亿帆医药	2020-07-03	863.10	21,076.90	0.70%	
300463.SZ	迈克生物	2020-07-06	125.28	7,200.86	0.22%	
002382.SZ	蓝帆医疗	2020-07-06	6,299.73	188,487.86	6.53%	180.94
688277.SH	天智航-U	2020-07-07	3,499.59	300,964.76	8.36%	614.29

300639.SZ	凯普生物	2020-07-10	82.13	4,614.77	0.39%	
605199.SH	葫芦娃	2020-07-10	4,010.00	29,954.70	10.02%	43.93
603896.SH	寿仙谷	2020-07-10	139.06	4,626.59	0.97%	
002262.SZ	恩华药业	2020-07-13	285.64	4,872.98	0.28%	
300676.SZ	华大基因	2020-07-14	478.01	93,689.53	1.19%	
603368.SH	柳药股份	2020-07-15	154.00	3,914.68	0.42%	
603387.SH	基蛋生物	2020-07-17	12,978.87	582,361.90	49.85%	
688278.SH	特宝生物	2020-07-17	196.99	14,212.97	0.48%	775.61
603707.SH	健友股份	2020-07-20	34,572.97	2,074,378.33	48.11%	
603676.SH	卫信康	2020-07-21	35,633.95	409,077.77	84.24%	
300677.SZ	英科医疗	2020-07-21	8,243.56	1,141,897.38	37.44%	
688029.SH	南微医学	2020-07-22	1,065.35	262,747.27	7.99%	
688016.SH	心脉医疗	2020-07-22	2,216.74	762,512.61	30.80%	
688266.SH	泽璟制药-U	2020-07-23	339.21	33,815.71	1.41%	195.29

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

表2：2020 年 7 月 3 日至 7 月 10 日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（%）
九安医疗	11.21	0.00	0.00
舒泰神	7.76	0.00	0.00
国新健康	6.02	0.00	0.00
健康元	1.72	0.00	0.00
方盛制药	1.35	0.00	0.00
司太立	0.00	0.00	-62.54
南卫股份	0.00	62.53	-62.53
一心堂	0.00	-7.48	0.00
信邦制药	0.00	-26.01	0.00
红日药业	0.00	0.00	-4.18
盈康生命	0.00	54.27	-54.27
泰格医药	0.00	0.00	-6.17
凯普生物	0.00	-27.46	0.00
九州通	-5.41	0.00	16.05
京新药业	-5.84	-9.85	0.00
三诺生物	-7.93	0.00	0.00
恩华药业	-9.32	0.00	0.00
葵花药业	-14.33	0.00	0.00

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

四、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。

插图目录

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 9
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 9
图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅） 9
图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 10
图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 11
图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信） 12
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药） 12
图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况 12
图 9：2017-2020.7.10 医药北上金额及占总北上资金比例 13
图 10：2017-2020.7.10 医药股北上资金布局子行业 13
图 11: 2020.7.6-7.10 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名 13
图 12: 2020.7.6-7.10 陆港通医药股市值前 10 名 13
图 13:2020.7.6-7.10 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名 14
图 14 2020.7.6-7.10 港股通医药股市值前 10 名 14
图 15:2020.7.6-7.10 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 14
图 16: 2020.7.6-7.10 港股通医药股港股通持股占比前 10 14

表格目录

表 1： 2020 年 6 月 29 日至 7 月 25 日医药公司解禁限售股情况 14
表 2： 2020 年 7 月 3 日至 7 月 10 日医药公司前三大股东股票质押比例变动 15

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。
谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。