医药

行业研究/周报

板块超额收益明显，持续推荐估值性价比高的 API

—医药周报 20200615

医药周报 2020 年 06 月 15 日

报告摘要：

- **二级市场：特色原料药块领涨，仍旧是目前医药板块中稀缺的估值性价比非常高的板块**

上周医药板块上涨3.48%，跑赢沪深300指数3.44个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第2名。2020年初以来，医药板块上涨28.74%，跑赢沪深300指数31.00 pct，仍然是列所有行业涨幅第1位，今年以来超额收益明显。上周各个板块均呈现上涨，其中化学原料药、化学制剂和医疗仪器械板块涨幅较多，分别为2.56%、2.48%、1.65%；医疗器械周涨幅1.34%，化学制剂、中成药及医药流通板块有所下跌。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.6.8-2020.6.12）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药、创新药及生物药板块涨幅较多，特色原料药板块月涨幅居于子版块首位。特色原料药板块增长主要源于奥翔药业（5日涨幅+22.02%）、九洲药业（5日涨幅+15.76%）及天宇股份（5日涨幅+12.97%）的靓丽表现。创新药板块主要是康弘药业（5日涨幅+17.11%），2020年6月7日我们发布深度报告《康弘药业：多因素驱动康柏西普进入新放量长周期，带来公司业绩向上拐点》，重点提示康弘药业投资机会。

对于特色原料药板块，我们的思考：随着供给端技术能力的提升及国内外需求端的变化，国内API公司的生态演绎越来越丰富：①国内API未来3-5年核心成长逻辑源自产能市场叠加产品升级带来的ROE持续提升，这个过程必然带来估值的重塑；②国内仿制药API也必然是国内Metoo创新药的CMO重要选择。③海外产能调整过程中，国内有技术和产能优势API也必然是重要的承接方。我们认为特色原料药块未来半年或一年超额收益依然明显，成长性属性认知越来越清晰，推荐我们的“前向一体化”逻辑，产能释放叠加产品升级，ROE持续提升，这些逻辑越来越被认知。

- **重点研究更新：**

《公司深度：成都先导，DEL 平台赋能的未来创新药企》；
《药明康德：会计核算变更带来净利润明显增益，看好细胞疗法 CDMO 领先地位》。

- **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、凯普生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。**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。

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

分析师：盛丽华

执业证号： S0100519110002
电话： 021-60876730
邮箱： shenglihua@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.行业周（月）报:疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限，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

2.行业周（月）报:CXO 表现较好，推荐景气提升细分领域配置价值

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/6/12	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300347.SZ	泰格医药	85.8	1.1	1.5	1.9	76.4	58.8	45.9
002821.SZ	凯莱英	221.7	2.4	3.1	4.0	92.6	71.5	55.7
603259.SH	药明康德	83.2	1.1	1.6	2.1	103.7	52.0	40.2
002007.SZ	华兰生物	41.3	0.9	1.3	1.5	58.7	32.2	28.3
300601.SZ	康泰生物	139.5	0.9	1.3	2.1	163.3	109.0	66.1
600196.SH	复星医药	33.0	1.3	1.4	1.5	25.5	24.1	21.4
000739.SZ	普洛药业	22.1	0.5	0.5	0.6	47.1	48.0	36.8
002332.SZ	仙琚制药	17.5	0.4	0.6	0.8	39.0	30.1	23.3
300760.SZ	迈瑞医疗	277.9	3.9	4.9	6.0	72.2	57.2	46.5
300639.SZ	凯普生物	42.0	0.7	0.9	1.2	60.6	46.7	35.6
300482.SZ	万孚生物	89.2	1.1	1.7	2.1	78.9	54.0	42.3
603882.SH	金域医学	78.7	0.9	1.2	1.4	89.6	66.7	56.6
300702.SZ	天宇股份	100.5	3.2	4.0	5.1	31.3	25.0	19.8
300357.SZ	我武生物	60.8	0.6	0.7	0.9	106.7	93.5	68.3

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

一、投资建议：特色原料药块领涨，仍旧是目前医药板块中稀缺的估值性价比非常高的板块.....4
二、重点推荐行业和公司研究更新.....6
（一）公司深度：成都先导，DEL 平台赋能的未来创新药企.....6
（二）药明康德：会计核算变更带来净利润明显增益，看好细胞疗法 CDMO 领先地位.....7
三、行业热点新闻解读.....9
四、上周行情回顾.....10
（一）医药行业行情：板块超额收益明显，成交额持续提升.....10
（二）医药子行业行情：持续分化，特色原料药及创新药领涨.....12
（三）陆港通&港股通：行业持仓新高，龙头效应明显.....13
（四）限售解禁&股权质押情况追踪.....15
五、风险提示.....16
插图目录.....17

一、投资建议：特色原料药块领涨，仍旧是目前医药板块中稀缺的估值性价比非常高的板块

二级市场层面：特色原料药块领涨，仍旧是目前医药板块中稀缺的估值性价比非常高的板块。上周医药板块上涨 3.48%，跑赢沪深 300 指数 3.44 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 2 名。2020 年初以来，医药板块上涨 28.74%，跑赢沪深 300 指数 31.00 pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显。上周各个板块均呈现上涨，其中化学原料药、化学制剂和医疗仪器械板块涨幅较多，分别为 2.56%、2.48%、1.65%；医疗器械周涨幅 1.34%，化学制剂、中成药及医药流通板块有所下跌。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.6.8-2020.6.12）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药、创新药及生物药板块涨幅较多，特色原料药板块月涨幅居于子版块首位。特色原料药板块增长主要源于奥翔药业（5 日涨幅+22.02%）、九洲药业（5 日涨幅+15.76%）及天宇股份（5 日涨幅+12.97%）的靓丽表现。创新药板块主要是康弘药业（5 日涨幅+17.11%），2020 年 6 月 7 日我们发布深度报告《康弘药业：多因素驱动康柏西普进入新放量长周期，带来公司业绩向上拐点》，重点提示康弘药业投资机会。

对于特色原料药板块，我们的思考：随着供给端技术能力的提升及国内外需求端的变化，国内 API 公司的生态演绎越来越丰富：①国内 API 未来 3-5 年核心成长逻辑源自产能市场叠加产品升级带来的 ROE 持续提升，这个过程必然带来估值的重塑；②国内仿制药 API 也必然是国内 Metoo 创新药的 CMO 重要选择。③海外产能调整过程中，国内有技术和产能优势 API 也必然是重要的承接方。**我们认为特色原料药块未来半年或一年超额收益依然明显，成长性属性认知越来越清晰，推荐我们的“前向一体化”逻辑，产能释放叠加产品升级，ROE 持续提升，这些逻辑越来越被认可。**

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）公司深度：成都先导，DEL 平台赋能的未来创新药企

创新药研发产业链早期的公司：小公司、大空间

以成都先导、维亚生物、药石科技为代表的一批公司的上市，让资本市场对于处于新药研发产业链早期的公司关注度提升，他们在资产属性（往往轻资产的模式）、研发投入（远高于 CXO 的研发费用率）、盈利能力（高净利率）等方面和我们熟悉的 CXO 公司存在较大的差异，但是普遍享受比较高的估值，我们认为一方面因为这些公司的商业模式的可拓展性提供了比较大的天花板提升空间，另一方面这种高净利率水平也让投资者认为他们的壁垒远高于一般的 CXO 公司。作为我们医药创新产业链研究的一部分，我们对此开展了系统化研究。总体，我们认为这个领域是具有“小公司、大空间”特点的细分领域，商业模式存在服务型和产品型两条路径。本篇我们就 DEL 技术相关的成都先导，跟投资者做沟通分享。

DEL：药筛平台，有技术和资源优势的公司优享应用成熟化红利

2019 年 8 月 28 日发布 DEL 的专题报告《从 DEL 看药物筛选平台的商业路径选择》中，我们提出：针对不同的 DEL 平台变现模式，我们认为未来产品变现（自研）和高溢价服务变现（外包）模式可能并行发展。目前 DEL 领域企业形成了两种主要技术变现模式，一种是 GSK 和 Nuevolution 利用 DEL 平台进行创新药自主研发，通过最终药物上市的技术到产品变现模式（已有雏形，还在验证中），另外一种就是像 X-Chem、DiCEMolecules、药明康德和康龙化成等依靠 DEL 平台为创新药研发企业提供高溢价的创新性药物筛选外包服务的技术到服务变现模式（已得到验证）。我们认为未来 DEL 筛选平台甚至整个药物筛选领域将最终形成产品变现和高溢价服务变现并行式发展的经营模式，有技术和资源优势的公司有望率先受益于该技术成熟化的红利。

成都先导：模式拓展，由服务变现到产品变现的延伸

2016-2019 年公司业绩的高增长主要是在收入快速增长的同时，研发费用率的降低导致，表观上体现了作为研发密集型公司研发效率的体现；从公司的商业模式看，研发投入打造的先导库和自身新药研发平台成为公司商业模式变现的基础。两条路径下，先导库的变现已经通过筛选服务、定制库服务、化合物 IP 转让、筛选方法使用费等业务持续的导流体现，且随着公司研发人员的持续增长，我们认为该业务有望保持持续的快速增长趋势；自身新药研发平台的业绩体现，我们认为类似 Biotech 公司，建议重点关注临床品种的临床推进节奏，目前公司进展最快的品种处于临床 I 期。我们认为，短期先导库延伸来的 CXO 服务依然是公司业绩稳定增长的基础，公司过去几年筛选服务合同定价、定制的客户持续丰富及化合物转让业务均体现了公司竞争力提升的趋势，我们看好该服务业务增长的持续性。

投资建议：我们认为公司 DEL 平台逐步步入成熟期，随着平台在药物发现领域商业化的认可，在化合物筛选及 DEL 库的定制两大主营业务上可能获得更多的订单。DEL 平台的优质药物筛选将对 DEL 库定制服务起到导流的作用，而自有 DEL 库化合物结构信息和筛选方法使

用费收入这一 2019 年新增业务也可能随着建库订单的增加导致营收进一步扩增。我们认为由于公司优质的 DEL 筛选能力及全球独家的 DEL 库定制能力，成都先导的营收增速将有望继续保持。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30、0.41 和 0.52 元，2020 年 6 月 8 日收盘价格对应 PE 为 166 倍，参考可比公司我们给予“中性”评级。

风险提示：公司完全依仗 DEL 技术平台，存在技术商业化不够成熟且技术局限性的风险；DEL 技术开放的商业模式对公司业务拓展存在不利影响的风险；公司净利润依赖政府补贴的风险；海外业务收入比例较高，存在受到中美贸易摩擦影响的风险及公司基于 DEL 技术自主研发的新药项目存在风险。。

（二）药明康德：会计核算变更带来净利润明显增益，看好细胞疗法 CDMO 领先地位

事件概述

2020 年 6 月 10 日，公司发布公告审议通过《关于变更对 JW (Cayman) TherapeuticsCo., Ltd. 会计核算方法的议案》，同意自 2020 年 5 月 22 日起，变更对于公司及其子公司持有 JW (Cayman) Therapeutics 股份的会计核算方法，该股份由以权益法计量的长期股权投资变更为以公允价值计量且其变动计入当期损益的其他非流动金融资产。在丧失重大影响之日，药明香港控股所持 JWCayman 股份的公允价值与长期股权投资账面价值之间的差额人民币 35,149.08 万元，计入公司 2020 年 5 月 31 日止的当期合并损益表。

分析与判断

对 JW Cayman 会计核算方法变更带来 3.51 亿投资收益，对 2020 年净利润产生 11.69%正向影响

2020 年 5 月 22 日，JWCayman 完成 B 轮融资。此轮融资完成后，药明香港控股持有 JW Cayman 股份有 21.31%下降至 17.27%。同时，JWCayman 通过股东会决议并完成其股东协议的修改，药明香港控股不再具有向 JW Cayman 单独及共同委派董事的相关权利。2020 年 3 月董事会改组，免除药明香港控股对 JW Cayman 通过董事会参与经营的决策权，以增强 JW Cayman 细胞疗法产品开发和生产运营的独立性。

如果按照我们预测的公司 2020 年 26.43 亿归母净利润来估算的话，此次 3.51 亿元投资收益将对公司 2020 年归母净利润带来 11.69%的增幅。

看好公司细胞/基因疗法 CDMO 全球优势地位，未来有望受益于细胞疗法行业的快速发展

细胞疗法进入兑现阶段，公司赋能全球药企细胞疗法研发和生产有望优先享受市场红利。国内已有 CAR-T 产品实现报产，药明巨诺预计也将于 2020 年实现细胞治疗产品的报产，我国细胞治疗元年有望于今年开启。海外产品已经有两个 CAR-T 产品上市销售，JUNO 的 CAR-T 产品也已报产。从目前全球开展的细胞治疗药品临床数据来看，研发热度空前，产品也进入了兑现期。而药明康德作为在全球细胞疗法领域 CDMO 领军企业，有望优先享受细胞治疗带来

的市场红利。

自身α能力拓展仍是公司强大竞争力体现，我们认为公司有望成为细胞治疗领域最大受益者，持续对公司进行推荐。据公司 2019 年年报公布，公司目前服务于 31 个临床阶段的细胞和基因治疗 CDMO 项目，包括 23 个 I 期临床试验项目和 8 个 II/III 期临床试验项目。据公司公告，公司在费城 1500L 的生物反应器也有望于 2020Q3 投入运营，产能进一步得到提升，未来 3 年仍有望保持 30%以上增速。而国内无锡细胞和基因治疗研发生产基地已经正式落成，有望国内海外双轨并行，赋能全球客户细胞基因疗法开发生产。

投资建议：我们根据此次会计核算方法变更带来的一次性投资收益情况上调公司 2020 年净利润。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.78、2.07、2.68 元，按 2020 年 6 月 10 日收盘价对应 2020 年 46 倍 PE，参考可比公司估值及公司行业龙头地位，维持“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滑的风险；国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险;各事业部间协同效应差造成新业务增长乏力的风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

三、行业热点新闻解读

事件：6 月 9 日，国家卫健委医政医管局发布了《关于做好新形势下抗菌药物临床应用管理工作的通知（征求意见稿）公开征求意见的公告》，提出医疗机构要结合以基本药物为主导的“1+X”用药模式优化抗菌药物供应目录，同时加强重点环节管理。

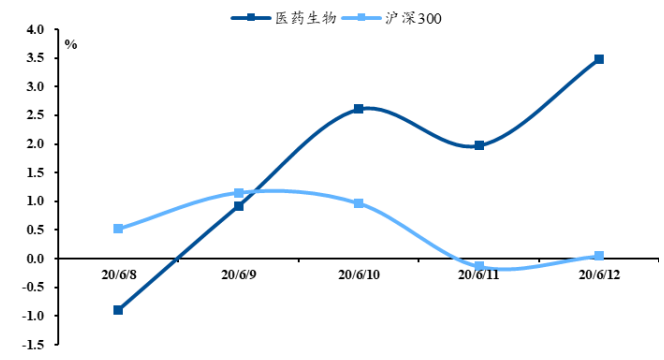
点评：征求意见稿明确指出，“制订本机构抗菌药物供应目录和处方集时，除按规定保证品种规格数以外，遴选同类药物时应当选用安全、有效、经济和循证证据充分的品种”。政策端传导到供给端，我们认为将加速抗菌药产业格局的重塑，拥有临床疗效确切品种的企业，其市场份额有望提升。同时，征求意见稿指出“鼓励有条件的医疗机构开展重点抗菌药物的治疗药物浓度监测，指导临床精准用药”。我们认为加强精准用药将进一步限制抗菌药的临床使用，相关企业需从价值医疗角度出发，加快产品结构的转变节奏。

四、上周行情回顾

（一）医药行业行情：板块超额收益明显，成交额持续提升

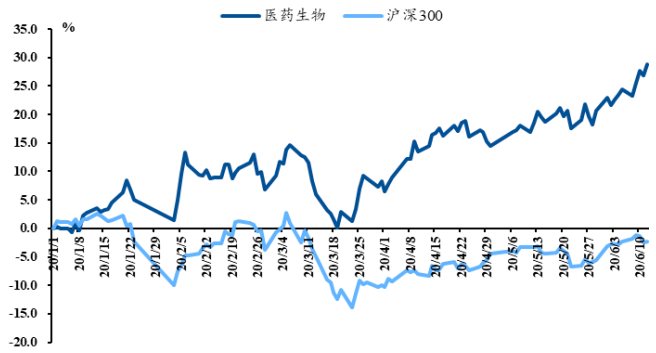
上周医药板块上涨 3.48%，跑赢沪深 300 指数 3.44 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 2 名。2020 年初以来，医药板块上涨 28.74%，跑赢沪深 300 指数 31.00 pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显。与此同时我们注意到，2020Q1 基金医药重仓占比处于历史高位，特色原料药、医疗器械、医药服务等板块越来越受到主流机构的关注，而板块之间及标的之间的超额收益及业绩表现也将持续分化。2020 年一季度在国内外疫情影响下，医疗服务等板块短期业绩承压，但不改中期稳健增长的逻辑，而当疫情的负面影响逐步褪去，我们提示投资者关注在供给侧、市场化改革下医药行业产业升级的主逻辑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



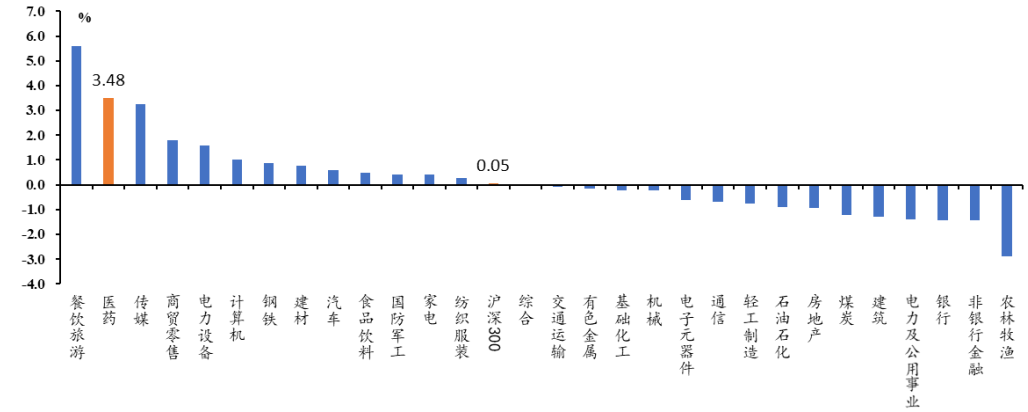
资料来源：Wind，民生证券研究院

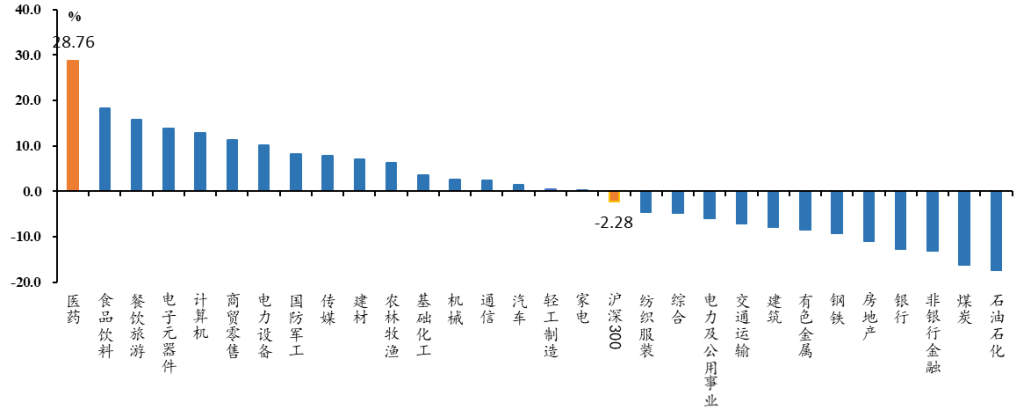
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



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）

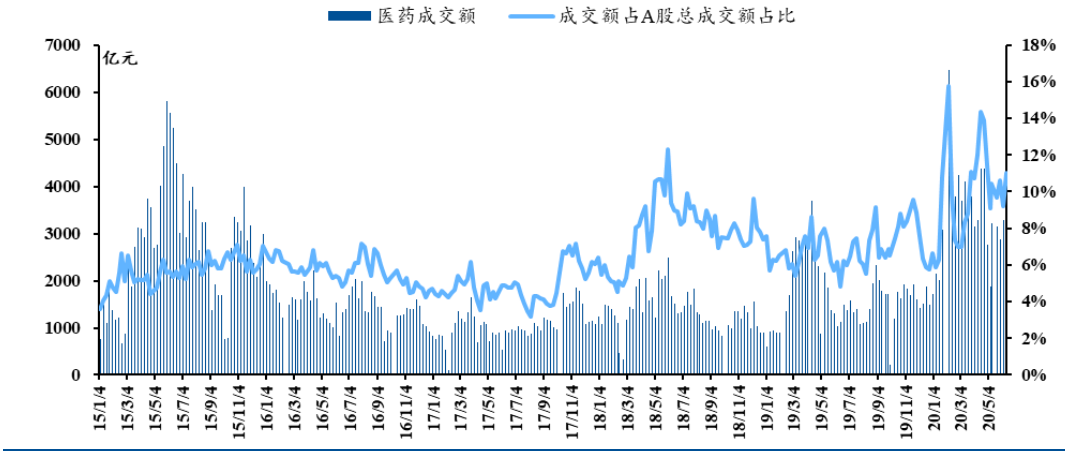




资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药板块成交额环比上升。上周医药行业成交额为 3646.73 亿元，持续两周上升，成交额占市场总成交额的 11.01%，较上周提升 1.82 个百分点。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



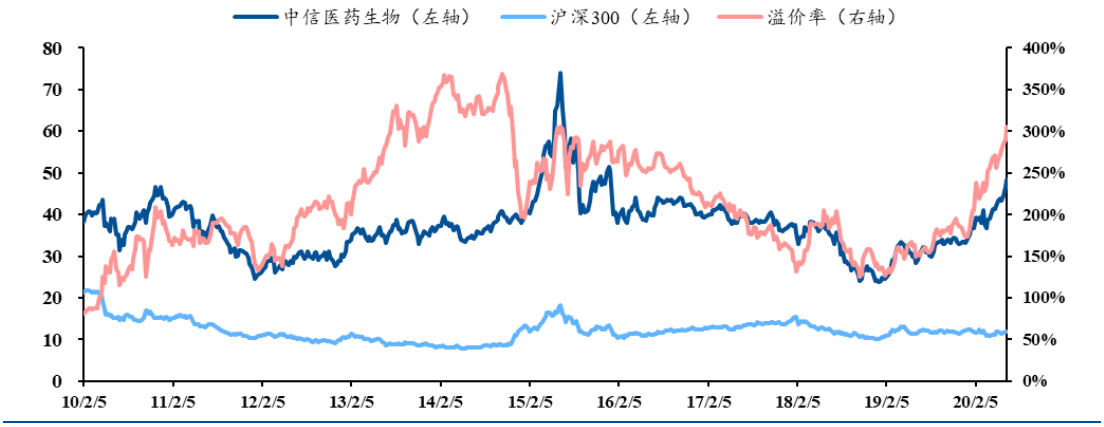
资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块相对沪深 300 溢价率处于近 4 年高位。截止 2020 年 6 月 12 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 48.42，比上周提高 1.77，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 305%，比上周上升了 15.46 个百分点，溢价率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。

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



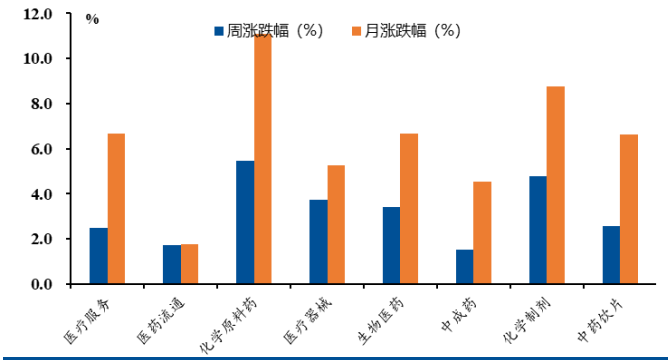
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情：持续分化，特色原料药及创新药领涨

根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均呈现上涨，其中化学原料药、化学制剂和医疗仪器械板块涨幅较多，分别为 2.56%、2.48%、1.65%；医疗器械周涨幅 1.34%，化学制剂、中成药及医药流通板块有所下跌。

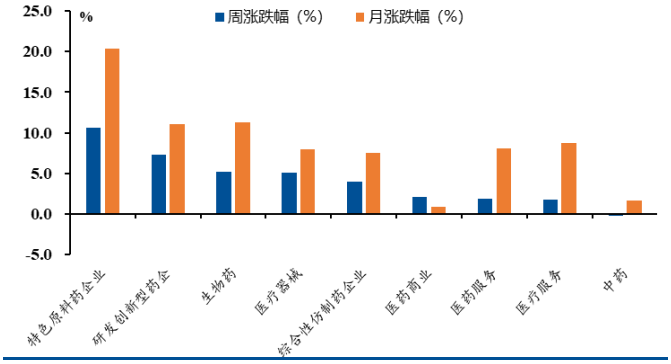
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.6.8-2020.6.12）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药、创新药及生物药板块涨幅较多，特色原料药板块月涨幅居于子版块首位。特色原料药板块增长主要源于奥翔药业（5 日涨幅+22.02%）、九洲药业（5 日涨幅+15.76%）及天宇股份（5 日涨幅+12.97%）的靓丽表现。创新药板块主要是康弘药业（5 日涨幅+17.11%），2020 年 6 月 7 日我们发布深度报告《康弘药业：多因素驱动康柏西普进入新放量长周期，带来公司业绩向上拐点》，提示康弘药业投资机会。我们建议加仓布局**特色原料药、医疗器械板块作为医药板块景气加速提升的细分领域，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

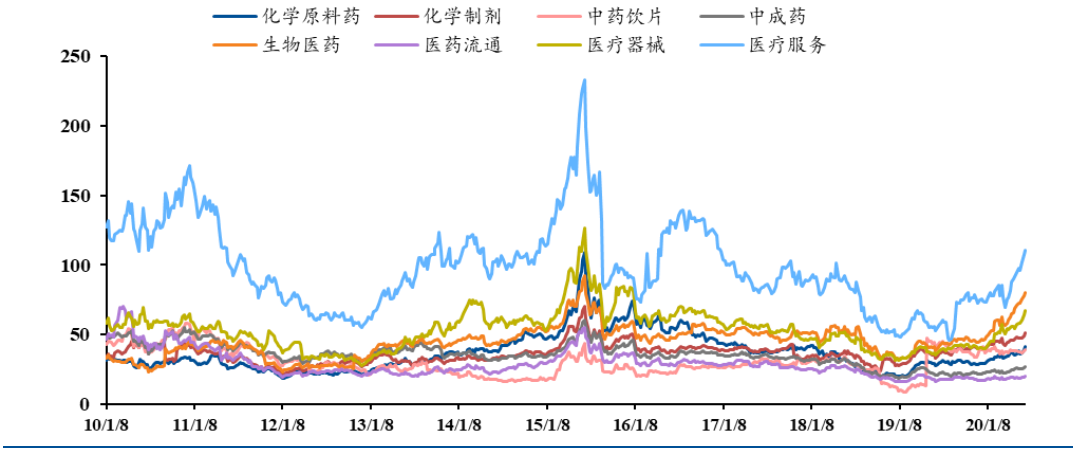
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



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 110.5 倍、80.3 倍、67.5 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

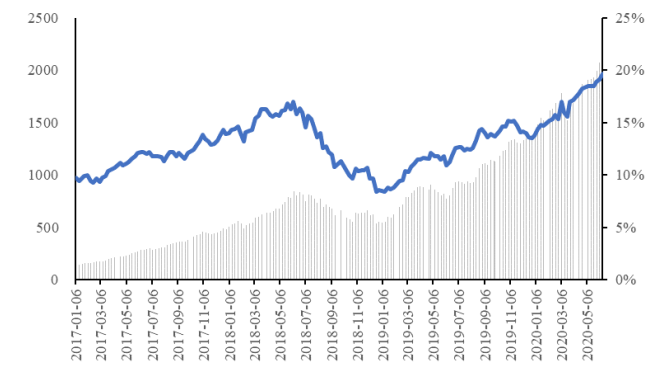


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）陆港通&港股通：行业持仓新高，龙头效应明显

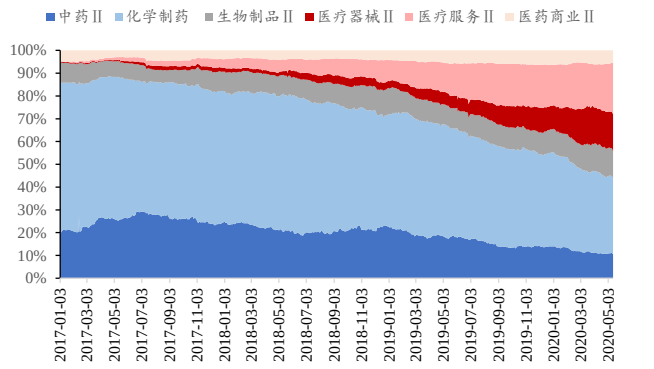
截至 2020 年 6 月 12 日，陆港通医药行业投资 2139 亿元，相对 2020 年 6 月 5 日环比增长了 68.18 亿元；医药持股占陆港通总资金的 19.7%，处于历史高位。子版块上看，中药及医药商业投资占比持续下降，医疗器械占比持续提升（达到 16.97%）。我们认为，陆港通资金流向反映出包括海外投资者在内的机构对医药不同板块的不同景气度预期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医药服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子版块景气度变化，及长周期下公司 α 属性对二级市场超额收益的持续贡献。

图 9：2017-2020.6.12 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

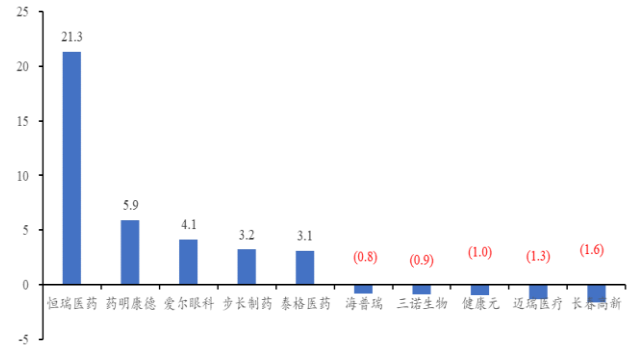
图 10：2017-2020. 6.12 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，民生证券研究院

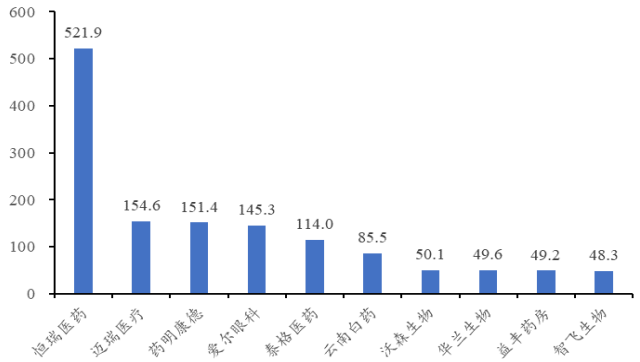
具体持仓标的上，2020 年 6 月 8 日至 6 月 12 日陆港通医药标的市值变动前 5 名分别为恒瑞医药、药明康德、爱尔眼科、步长制药及泰格医药，后 5 名分别为长春高新、迈瑞医疗、健康元、三诺生物及海普瑞；港股通医药标的市值变动前 5 名分别为威高股份、微创医疗、平安好医生、阿里健康及维亚生物，后 5 名分别为东阳光药、金斯瑞生物科技、药明生物、锦欣生殖和爱康医疗。从陆港通及港股通持股标的分布上看，资金青睐以药明康德、泰格医药等为代表的医药服务龙头，及以恒瑞医药、迈瑞医疗等为代表的医药产业升级龙头，传统化药及中成药企存在减持压力，持仓结构中龙头效应更加显著。

图 11: 2020.6.8-6.12 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



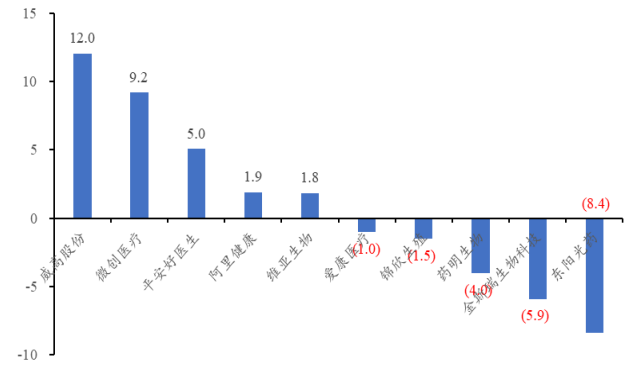
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12: 2020.6.8-6.12 陆港通医药股市值前 10 名



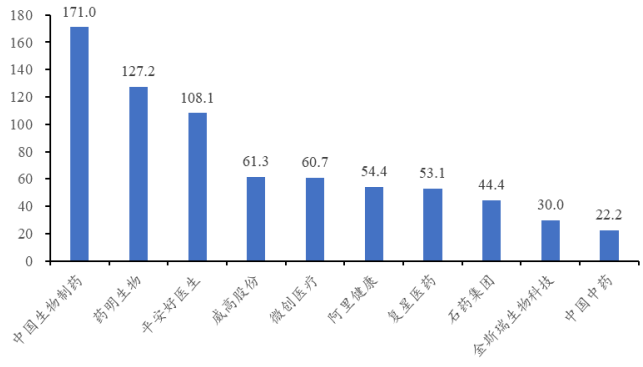
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13:2020. 6.8-6.12 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



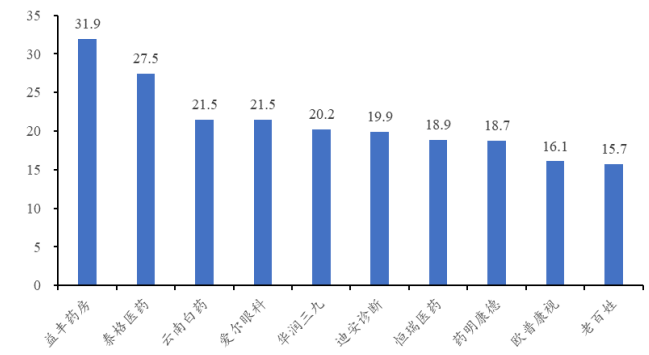
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14: 2020. 6.8-6.12 港股通医药股市值前 10 名



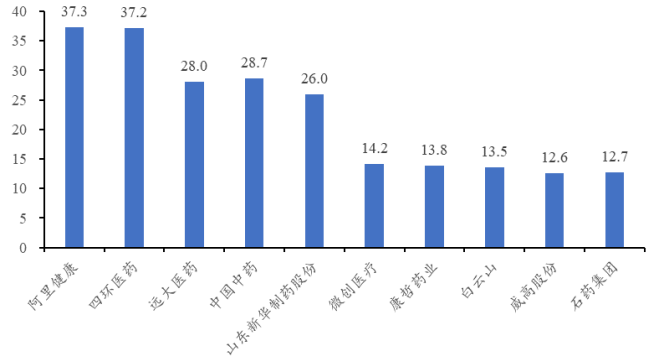
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15:2020.6.8-6.12 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: 2020.6.8-6.12 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 1 日至 6 月 26 日，共有 12 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中卫光生物及国药股份解禁股本占流通 A 股比例较高。在股权质押方面，万东医疗第一大股东股权质押比例明显下降，太安堂第二大股东股权质押比例明显上升，透景生命第三大股东股权质押比例明显上升，莱茵生物第三大股东股权质押比例明显下降，大部分公司主要股东股权质押比例较为稳定。

表1: 2020 年 6 月 1 日至 6 月 26 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(%)
300702.SZ	天宇股份	2020-06-01	76.22	5,990.54	1.41%	
300601.SZ	康泰生物	2020-06-02	97.44	13,456.22	0.27%	
688310.SH	迈得医疗	2020-06-03	83.28	2,796.40	4.38%	35.46
688358.SH	祥生医疗	2020-06-03	82.42	6,024.81	4.49%	44.67
688399.SH	硕世生物	2020-06-05	58.85	10,040.32	4.41%	264.69
002022.SZ	科华生物	2020-06-08	32.73	538.41	0.06%	
600511.SH	国药股份	2020-06-08	27,570.30	856,884.92	99.30%	29.83
002550.SZ	千红制药	2020-06-09	288.94	1,239.55	0.32%	
688198.SH	佰仁医疗	2020-06-09	86.14	6,821.37	4.41%	234.42
002901.SZ	大博医疗	2020-06-12	49.32	4,956.66	1.23%	
002880.SZ	卫光生物	2020-06-16	10,975.50	655,017.84	212.46%	
300347.SZ	泰格医药	2020-06-22	165.39	14,188.99	0.31%	

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

表2：2020 年 6 月 1 日至 6 月 26 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（%）
同和药业	10.42	-10.42	0.00
健康元	4.69	0.00	0.00
振东制药	2.69	0.00	0.00
莱茵生物	0.00	0.00	-95.68
贝达药业	0.00	-16.97	0.00
太安堂	0.00	100.00	0.00
透景生命	0.00	0.00	47.35
凯普生物	0.00	-12.76	0.00
智飞生物	-1.76	0.00	0.00
亿帆医药	-2.24	0.00	0.00
博晖创新	-3.42	0.00	0.00
英科医疗	-3.49	0.00	0.00
信立泰	-4.21	0.00	0.00
灵康药业	-4.81	0.00	0.00
恩华药业	-5.08	0.00	0.00
北陆药业	-5.41	0.00	0.00
赛托生物	-5.79	0.00	0.00
益佰制药	-12.54	0.00	0.00
万东医疗	-48.37	0.00	0.00

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

五、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 10
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 10
图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅） 10
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 11
图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 12
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 13
图 9：2017-2020.6.12 医药北上金额及占总北上资金比例 13
图 10：2017-2020. 6.12 医药股北上资金布局子行业 13
图 11: 2020.6.8-6.12 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名 14
图 12: 2020.6.8-6.12 陆港通医药股市值前 10 名 14
图 13:2020. 6.8-6.12 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名 14
图 14: 2020. 6.8-6.12 港股通医药股市值前 10 名 14
图 15:2020.6.8-6.12 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 15
图 16: 2020.6.8-6.12 港股通医药股港股通持股占比前 10 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。
盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11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。