# 医药

行业研究/周报

# 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

## —医药周报 20200608

医药周报 2020 年 06 月 08 日

**报告摘要：**

- **二级市场：特色原料药块表现较好，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3.14%，略微跑输沪深300指数（0.33个百分点），在所有行业中涨幅居中排名第15名。2020年初以来，医药板块上涨24.43%，跑赢沪深300指数26.76pct，仍然是列所有行业涨幅第1位，今年以来超额收益明显。分板块看，化学原料药涨幅最高为5.33%，医疗服务和中药饮品的涨幅分别为4.08%和3.97%，化学制剂、生物医药、中成药的涨幅为3.78%、3.15%、2.99%，医疗器械的涨幅为1.48%，医药流通微涨0.03%。

根据民生医药分类情况来看，上周（2020.6.01-2020.6.05）整体分化较为明显，其中特色原料药涨幅最高为8.62%，其次是医疗服务和医药服务。上周特色原料药子版块实现普涨，主要由天宇股份（+17.98%）、奥翔药业（+16.91%）拉动，医疗服务板块主要是迪安诊断（18.76%）与金域医学（+11.17%）涨幅较大，生物药板块仍主要是西藏药业继续上涨24.29%。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。

机构持仓方面，上周医药持股占陆港通总资金的19.12%，处于历史高位。子板块上看，中药、医药商业及医疗器械占比持续下降，医疗服务占比持续提升达到22.98%。分标的看，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。

- **行业热点新闻解读：现行支付条件和供求关系下，疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限**

**国家市场监督管理总局、国家医疗保障局等等多部委发布《关于印发 2020 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》：**

**1）**我们认为高值耗材带量采购，有利于产品质量过硬、价格合理的优秀国产龙头企业，推进高值耗材领域的国产替代进程。从企业层面来看，此前部分地区的带量采购并未对企业的出厂价产生较大的影响，我们认为降价挤压的主要是中间得流通环节利润空间，对厂商影响相对较小。从投资方向来看，相关的标的有大博医疗、威高股份、微创医疗、乐普医疗等高值耗材龙头。

2）未过评产品集采开展，制剂继续承压，降低成本保证质量与供应稳定，只能选择与头部 API 企业合作，将进一步推进集中程度提升。

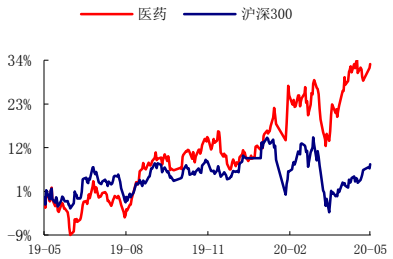
3）现行支付条件和供求关系下，疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限。继续维持对疫苗企业智飞生物、康泰生物的推荐。

- **重点研究更新：祥生医疗深度报告：探索便携化、专科化差异竞争的彩超新星**
- **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，关注“补短板”带来板块性机会。**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

**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:关注“补短板”，持续推荐 API、CXO 和医疗器械板块

2.【民生医药】行业深度：高 ROE 的印度 API 公司给我们的启示

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、迈瑞医疗、万孚生物、凯普生物、金域医学等。**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

资料来源：Wind、民生证券研究院

| 重点公司 | 现价 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2020/6/05 | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | |
| 泰格医药 | 84.7 | 1.1 | 1.5 | 1.9 | 75.4 | 58.0 | 45.3 | 推荐 |
| 凯莱英 | 222.0 | 2.4 | 3.1 | 4.0 | 92.7 | 71.6 | 55.8 | 推荐 |
| 药明康德 | 81.8 | 1.1 | 1.6 | 2.1 | 101.9 | 51.1 | 39.5 | 推荐 |
| 华兰生物 | 41.1 | 0.9 | 1.3 | 1.5 | 58.5 | 32.1 | 28.2 | 推荐 |
| 康泰生物 | 139.6 | 0.9 | 1.3 | 2.1 | 163.4 | 109.1 | 66.2 | 推荐 |
| 复星医药 | 31.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 24.1 | 22.8 | 20.3 | 推荐 |
| 普洛药业 | 19.9 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 42.4 | 43.2 | 33.2 | 推荐 |
| 仙琚制药 | 16.8 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 37.4 | 28.9 | 22.3 | 推荐 |
| 迈瑞医疗 | 273.8 | 3.9 | 4.9 | 6.0 | 71.1 | 56.3 | 45.9 | 推荐 |
| 凯普生物 | 38.3 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 55.2 | 42.5 | 32.4 | 推荐 |
| 万孚生物 | 85.3 | 1.1 | 1.7 | 2.1 | 75.5 | 51.7 | 40.4 | 推荐 |
| 金域医学 | 78.0 | 0.9 | 1.2 | 1.4 | 88.7 | 66.1 | 56.1 | 谨慎推荐 |
| 天宇股份 | 89.0 | 3.2 | 4.0 | 5.1 | 27.7 | 22.1 | 17.5 | 推荐 |
| 我武生物 | 60.6 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 106.3 | 93.2 | 68.0 | 推荐 |
| 智飞生物 | 87.0 | 1.48 | 2.13 | 2.69 | 49.4 | 34.4 | 27.2 | 推荐 |

# 目录

一、投资建议：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 ..... 4
二、行业热点新闻解读：现行支付条件和供求关系下，疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限 ..... 6
（一）国家市场监督管理总局、国家医疗保障局等等多部委发布《关于印发 2020 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》 ..... 6
三、重点推荐行业和公司更新 ..... 7
祥生医疗深度报告：探索便携化、专科化差异竞争的彩超新星 ..... 7
四、上周行情回顾 ..... 9
（一）医药行业行情：板块超额收益明显，成交额环比略有上升 ..... 9
（二）医药子行业行情：特色原料药块表现较好，仍旧是目前医药板块中稀缺的估值性价比非常高的板块 ..... 11
（三）陆港通&港股通：医药行业持仓续创新高，龙头效应明显 ..... 12
（四）限售解禁&股权质押情况追踪 ..... 14
五、风险提示 ..... 16
插图目录 ..... 17
表格目录 ..... 17

# 一、投资建议：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

**二级市场层面：特色原料药块表现较好，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 3.14%，略微跑输沪深 300 指数（0.33 个百分点），在所有行业中涨幅居中排名第 15 名。2020 年初以来，医药板块上涨 24.43%，跑赢沪深 300 指数 26.76pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显。分板块看，化学原料药涨幅最高为 5.33%，医疗服务和中药饮品的涨幅分别为 4.08%和 3.97%，化学制剂、生物医药、中成药的涨幅为 3.78%、3.15%、2.99%，医疗器械的涨幅为 1.48%，医药流通微涨 0.03%。

根据民生医药分类情况来看，上周（2020.6.01-2020.6.05）整体分化较为明显，其中特色原料药涨幅最高为 8.62%，其次是医疗服务和医药服务。上周特色原料药子版块实现普涨，主要由天宇股份（+17.98%）、奥翔药业（+16.91%）拉动，医疗服务板块主要是迪安诊断（18.76%）与金域医学（+11.17%）涨幅较大，生物药板块仍主要是西藏药业继续上涨 24.29%。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。

机构持仓方面，上周医药持股占陆港通总资金的 19.12%，处于历史高位。子板块上看，中药、医药商业及医疗器械占比持续下降，医疗服务占比持续提升达到 22.98%。分标的看，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。

**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、迈瑞医疗、万孚生物、凯普生物、金域医学等。

**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、行业热点新闻解读：现行支付条件和供求关系下，疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限

## （一）国家市场监督管理总局、国家医疗保障局等等多部委发布《关于印发 2020 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》

**事件：**6 月 5 日，国家卫生健康委员会、工业和信息化部、公安部、财政部、商务部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局、国家中医药管理局多个部委联合发文《关于印发 2020 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》。

主要内容包括：

1）严厉打击欺诈骗取医保基金行为。

2）继续推进药品流通行业发展规划落实，建立完善安全生产责任体系。保障小品种药（短缺药）和流感疫苗供应，鼓励集团化发展，提高产业集中度。

3）深入推进药品耗材集中带量采购和保供稳价工作。逐步推广药品集中采购和使用试点（“4+7”试点）工作经验。

4）推动各地开展非过评药品带量采购和高值医用耗材带量采购试点。完善医保支付与招标采购价格联动机制。

5）完善疫苗集中采购政策。

**点评：**关于推动各地开展非过评药品带量采购和高值医用耗材带量采购试点，政策上并未太多边际变化。关于非过评药品带量采购，2019-2020 年以来，江西、福建和三明联盟等地已针对部分用量大、采购金额高、竞争充分的药品进行大量采购。关于高值医用耗材带量采购试点，江苏、浙江、安徽等等地区，已开展高值耗材带量采购。

关于完善疫苗集中采购政策，目前一类苗政府买单，目前属于政府集中采购，价格非常便宜，价格基本无下行空间；二类苗属于自费，加上供应不足，政府集中采购难以发挥以量换价的作用。现行支付条件和供求关系下，疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限。

**投资建议：**我们认为高值耗材带量采购，有利于产品质量过硬、价格合理的优秀国产龙头企业，推进高值耗材领域的国产替代进程。从企业层面来看，此前部分地区的带量采购并未对企业的出厂价产生较大的影响，我们认为降价挤压的主要是中间得流通环节利润空间，对厂商影响相对较小。从投资方向来看，相关的标的有大博医疗、威高股份、微创医疗、乐普医疗等高值耗材龙头。

未过评产品集采开展，制剂继续承压，降低成本保证质量与供应稳定，只能选择与头部 API 企业合作，将进一步推进集中程度提升。

现行支付条件和供求关系下，疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限。继续维持对

疫苗企业智飞生物、康泰生物的推荐。

# 三、重点推荐行业和公司更新

## 祥生医疗深度报告：探索便携化、专科化差异竞争的彩超新星

**1）企业：市占率超 4%，处于集中推出新品的快速发展期**

祥生医疗在 2018 年全球超声市场份额为 4.47%、国内市场份额为 4.06%，国内厂家超声设备出口排名第三。经过成立初期以黑白超为主、后期启动彩超的自主研发并实现产业化后，现在寻求便携化、专科化的差异化竞争，处于集中推出新品的快速发展期。

**2）行业：中高端超声市场替代进口任重道远，关键在于技术突破**

根据 Signify Research 预测数据，2019 年全球超声销售额约 72.7 亿美元，同比增长 6.0%；销售量约 21.4 万台，同比增长 11.1%。中长期来看，我们认为市场化、全球化竞争是医疗器械市场的最终形态，具备较强国际竞争力的企业优势明显。

当前超声设备的技术代差集中于高端机型、具备较大的进口替代空间，提升整体性能为替代进口的关键。因此，关键技术实现突破、核心部件实现自产、主要性能指标达标的国产企业，有较大的发展潜力。

综上，我们认为可以从是否具备全球化竞争力、是否完成关键技术突破两个维度来筛选优质的超声企业，例如迈瑞医疗、开立医疗及祥生医疗等。

**3）产品：聚焦小型化、专科化、高端化，探索前沿领域**

**通过对祥生医疗的产品线梳理，我认为其产品发展有三大趋势：**

（1）便携小型化：小型化是超声发展的重点方向之一，当前便携式超声基数低、增速快，且新冠肺炎疫情减轻科室推广的阻力。公司相继推出国内首款平板彩超 SonoTouch、高端笔记本彩超 SonoBook、新兴机型掌上超声 SonoEye，减少了传统超声对用户、场景等的限制；同时与公司原有诊所、医学影像中心等渠道相协同，有望迎来高增长。

（2）专科专用化：推出了 PICC 平板彩超并与 BD 强强联合、互补合作；并试水针对中国妇女的乳腺专用三维超声仪，力争 2020 年国内上市。公司计划进一步拓展产品临床应用范围，由现有的医学诊断、超声介入向术中监控、急救应用等新领域拓展。

（3）品牌高端化：代表产品为 2019 年底推出的 XBit90，支持高端探头和功能，并载入人工智能（SonoAI），在腹部、产科、浅表、心脏的扫查方面体现出优越的性能；一上市即中标，为未来赶超国际巨头蓄能。

**此外，公司还大力发展超声人工智能、云平台、远程诊疗等新兴技术，以加持产品应用性能和提升信息传递效率。**

**4）营销：销售能力优异，人均创收/创利处于较高水平**

截至 2019 年底，公司销售人员 167 名，占在职员工数量的 27.56%；人均创收和人均创利分别为 221 万元和 63 万元（较 2018 年同期分别提高 18 万元和 4 万元），仅低于迈瑞医疗，高于开立医疗、理邦仪器。我们认为，公司的销售能力优异，在后续产品的推广上将发挥更大的作用。

**投资建议**

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.91、2.40、2.93 元，2020 年 6 月 4 日收盘价对应 2020 年 38 倍 PE，低于同为彩超领域企业的估值水平（参考 Wind 一致性预期，迈瑞医疗 2020 年 58 倍 PE、开立医疗 2020 年 67 倍 PE）；结合公司在便携彩超领域的领先地位以及业务增长的可持续性，我们认为公司相对同行企业的估值较低、且具备较大的发展潜力。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示**

产品研发失败风险、新产品注册风险、产品结构单一风险、贸易摩擦风险、汇率波动风险。

# 四、上周行情回顾

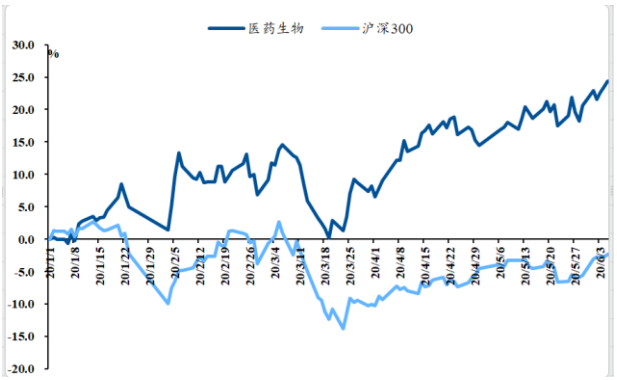
## （一）医药行业行情：板块超额收益明显，成交额环比略有上升

上周医药板块上涨 3.14%，略微跑输沪深 300 指数（0.33 个百分点），在所有行业中涨幅居中排名第 15 名。2020 年初以来，医药板块上涨 24.43%，跑赢沪深 300 指数 26.76pct，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**

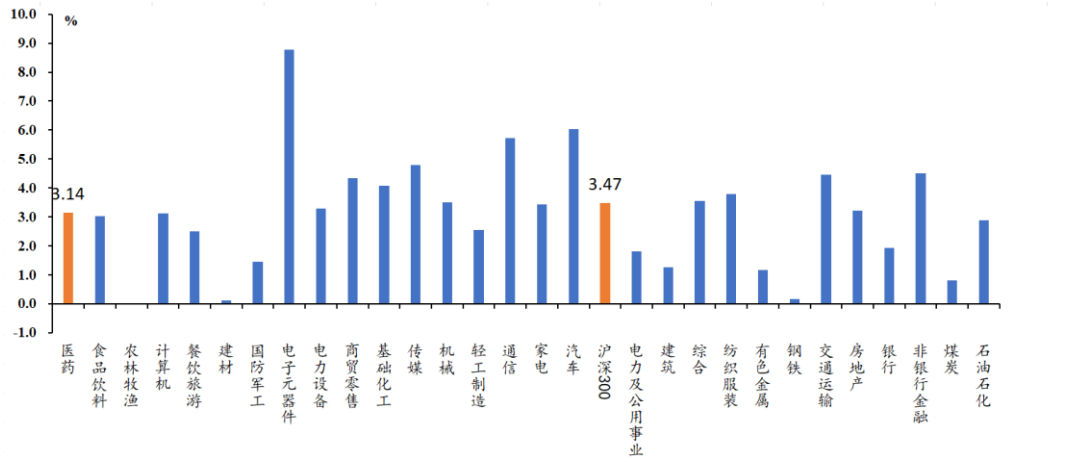
资料来源：Wind，民生证券研究院

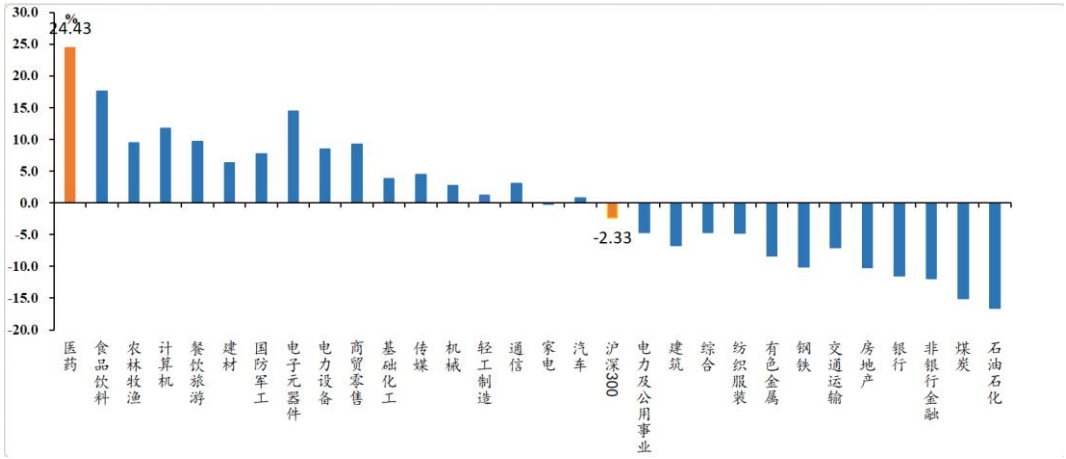
**图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势**




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）**

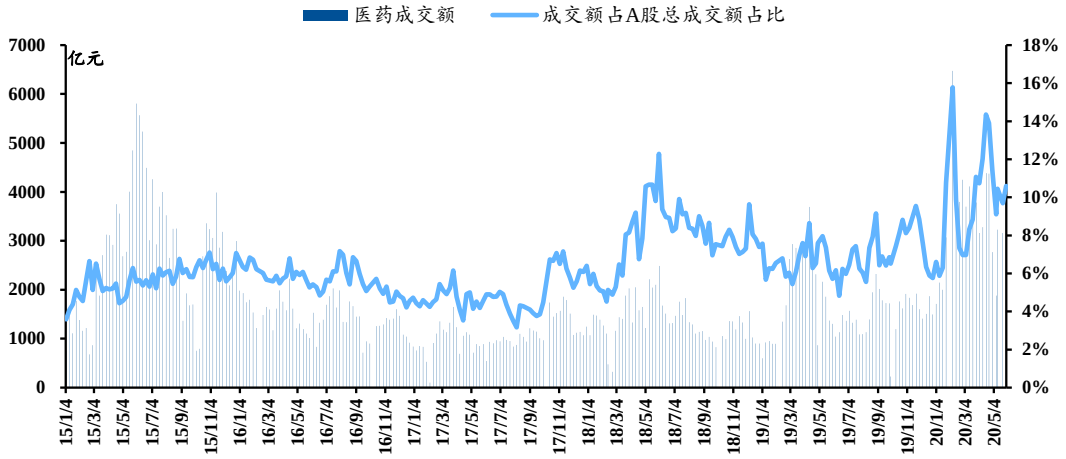





资料来源：Wind，民生证券研究院

**上周医药板块成交额环比略有上升。**上周医药行业成交额为 3285 亿元，略有上升，成交额占市场总成交额的 9.18%，较上周下降 1.42 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**



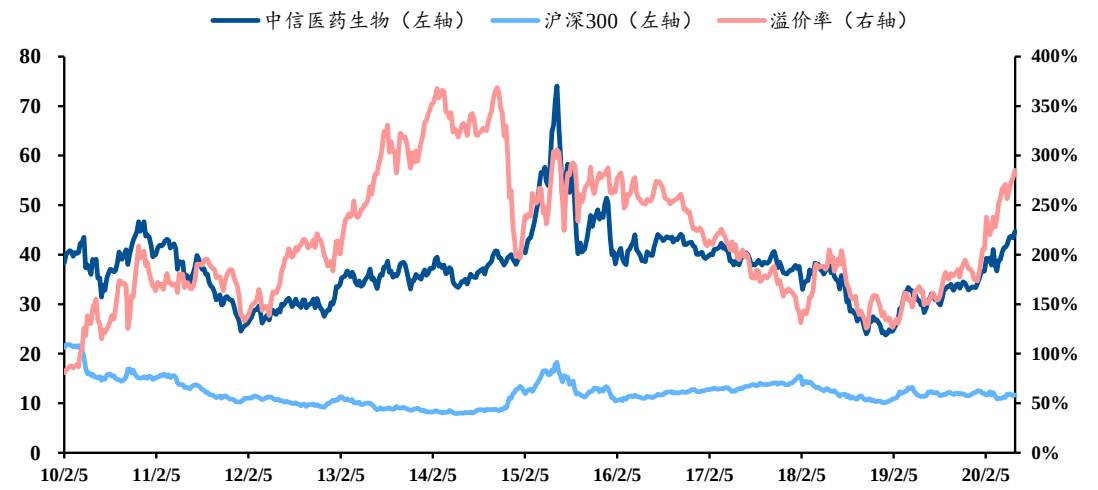

资料来源：Wind，民生证券研究院

**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 05 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 46.65，比上周提升 1.94，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 290%，比上周上升了 4.63 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、创新药等）、高端医疗器械（医疗新基建补短板政策落地带来高景气度）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**



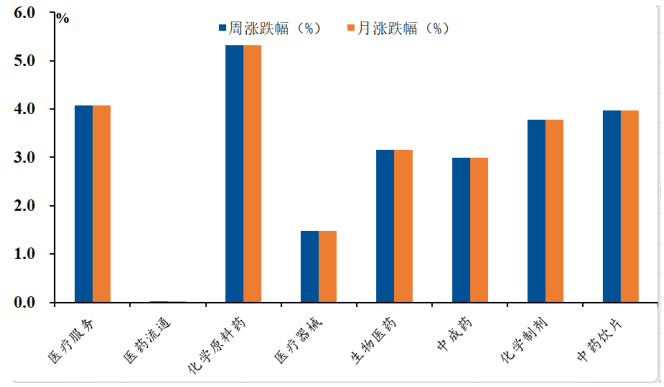

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）医药子行业行情：特色原料药块表现较好，仍旧是目前医药板块中稀缺的估值性价比非常高的板块

根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块表现分化，其中化学原料药涨幅最高为 5.33%，医疗服务和中药饮品的涨幅分别为 4.08%和 3.97%，化学制剂、生物医药、中成药的涨幅为 3.78%、3.15%、2.99%，医疗器械的涨幅为 1.48%，医药流通微涨 0.03%。

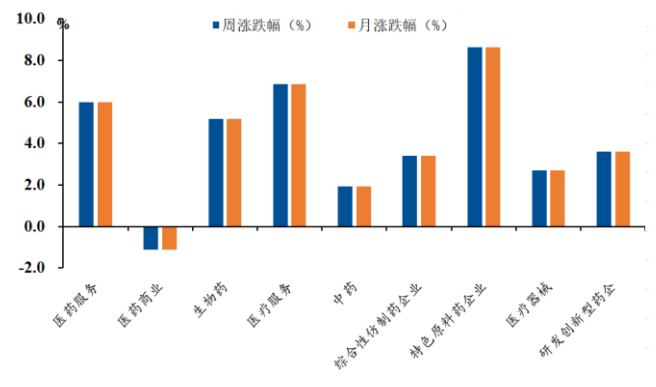
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.6.01-2020.6.05）整体分化较为明显，其中特色原料药涨幅最高为 8.62%，其次是医疗服务和医药服务。上周特色原料药子版块实现普涨，主要由天宇股份（+17.98%）、奥翔药业（+16.91%）拉动，医疗服务板块主要是迪安诊断（18.76%）与金域医学（+11.17%）涨幅较大，生物药板块仍主要是西藏药业继续上涨 24.29%。我们建议加仓布局**特色原料药、医疗器械板块作为医药板块景气加速提升的细分领域，受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。**

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

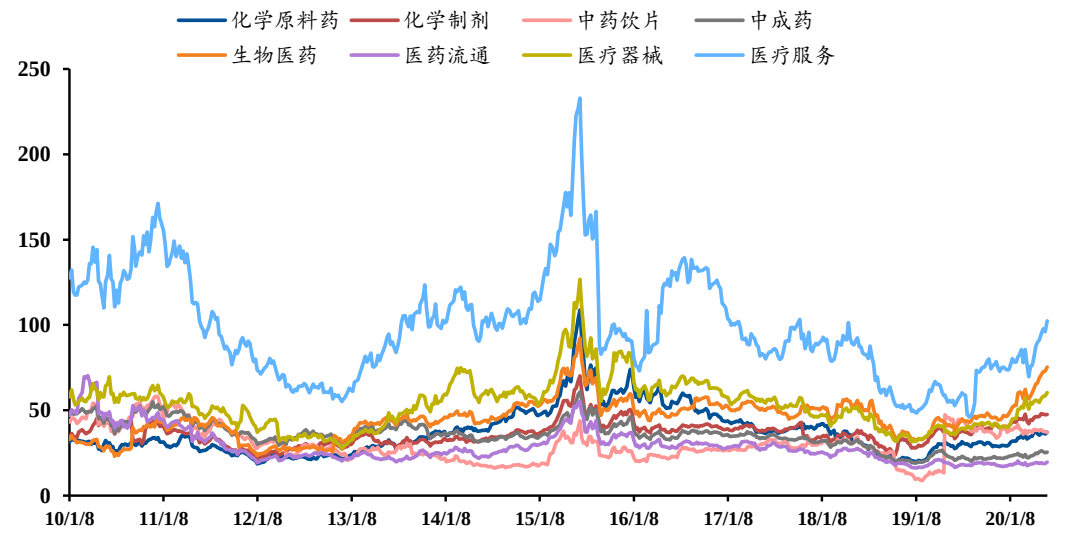
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）




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 107 倍、77 倍、64 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



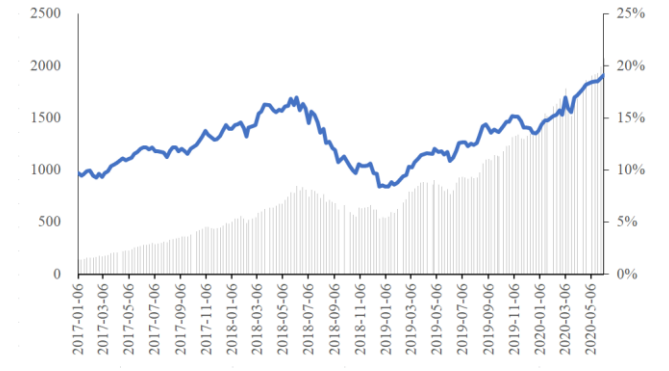

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （三）陆港通&港股通：医药行业持仓续创新高，龙头效应明显

截至 2020 年 6 月 05 日，陆港通医药行业投资 2071 亿元，相对 2020 年 5 月 8 日环比增长了 167 亿元；医药持股占陆港通总资金的 19.12%，处于历史高位。。子板块上看，中药、医药

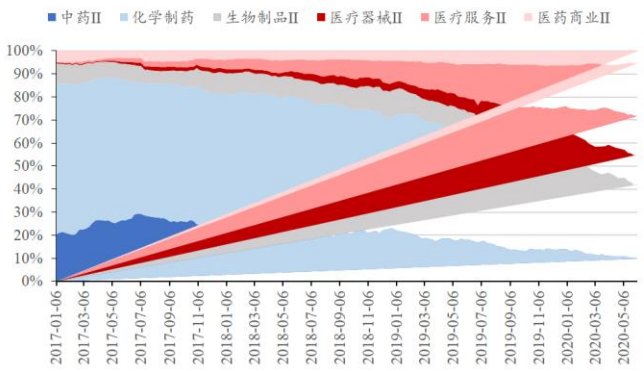
商业及医疗器械占比持续下降，医疗服务占比持续提升达到 22.98%。我们认为，陆港通资金流向反映出包括海外投资者在内的机构对医药不同板块的不同景气度预期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医药服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们**关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子版块景气度变化，及长周期下公司α属性对二级市场超额收益的持续贡献。**

**图 9：2017-2020 年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

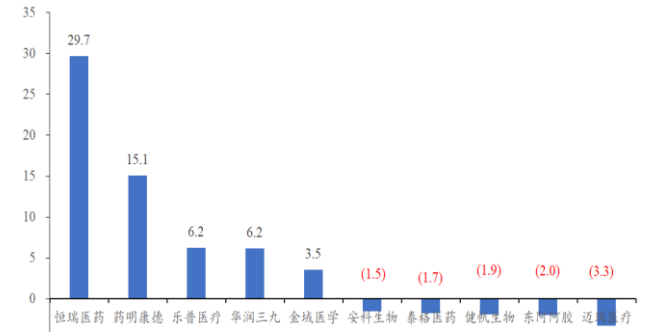
**图 10：2017-2020 年医药股北上资金布局子行业**




资料来源：Wind，民生证券研究院

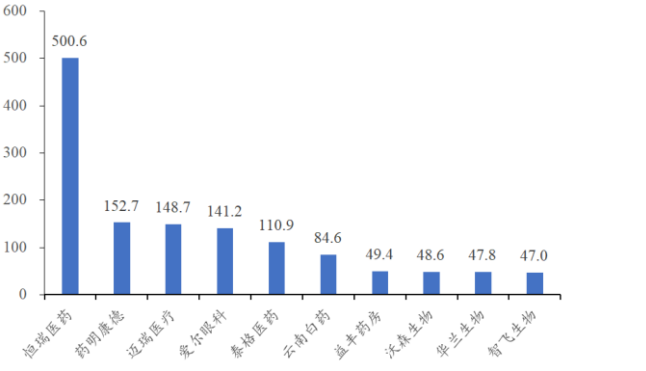
具体持仓标的上，2020 年 6 月 01 日至 6 月 07 日陆港通医药标的市值变动前 5 名分别为恒瑞医药、药明康德、乐普医疗、华润三九和金域医学，后 5 名分别为安科生物、泰格医药、健帆生物、东阿阿胶和迈瑞医药；港股通医药标的市值变动前 5 名分别为中国生物制药、威高股份、药明生物、药明康德和平安好医生，后 5 名分别为丽珠医药、神威药业、山东新华制药股份、康哲药业和微创医疗。从陆港通及港股通持股标的分布上看，资金青睐以药明康德、泰格医药等为代表的医药服务龙头，及以恒瑞医药、迈瑞医疗等为代表的医药产业升级龙头，传统化药及中成药企存在减持压力，持仓结构中龙头效应更加显著。

**图 11: 2020.6.01-6.05 陆港通医药市值变动前 5 及后 5 名**



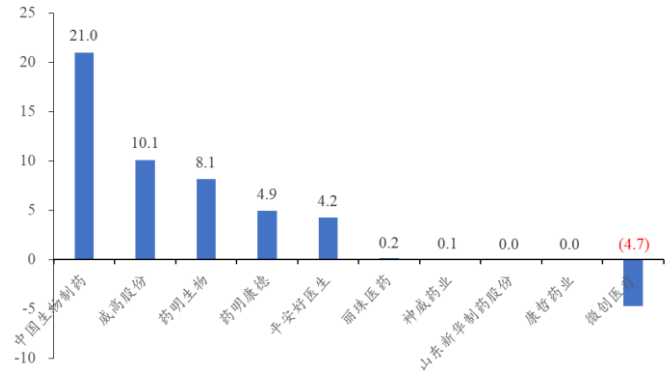

资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 12: 2020.6.01-6.05 陆港通医药股市值前 10 名**



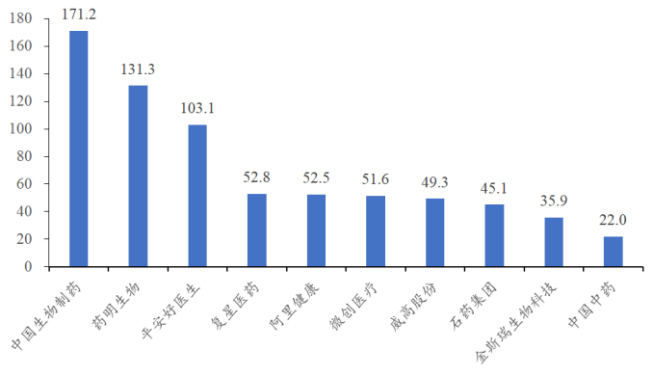

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13:2020.6.01-6.05 港股通医药市值变动前 5 及后 5 名



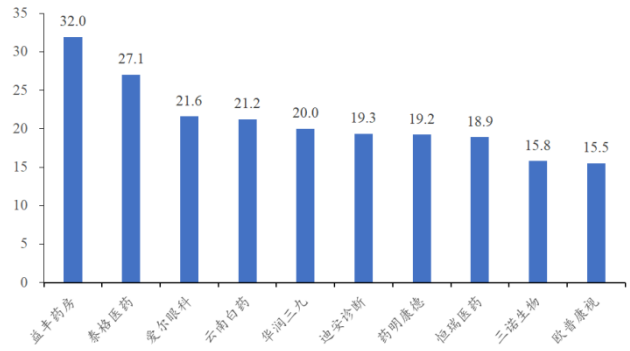

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14: 2020.6.01-6.05 港股通医药股市值前 10 名



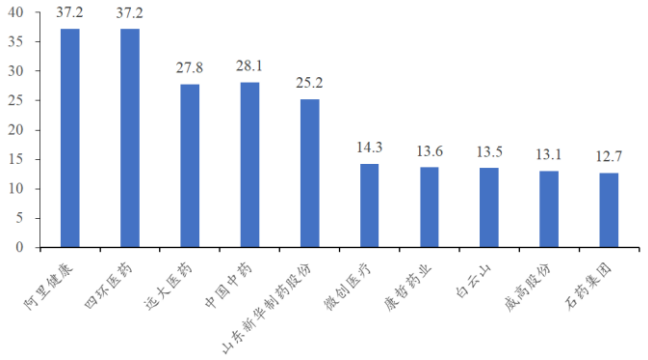

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15:2020.6.01-6.05 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: 2020.6.01-6.05 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 5 月 27 日至 6 月 16 日，共有 13 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、国药股份等解禁股本占流通 A 股比例较高。在股权质押方面，寿仙谷、方盛制药和京新药业等第一大股东股权质押比例明显提升，东诚药业第二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 5 月 27 日至 2020 年 6 月 16 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(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 000590.SZ | 启迪古汉 | 2020-05-27 | 1,614.00 | 15,784.92 | 7.23% | -44.93 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 2020-05-27 | 19.87 | 2,207.85 | 0.25% | |
| 002287.SZ | 奇正藏药 | 2020-05-29 | 77.43 | 1,456.45 | 0.15% | |
| 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 | 514.19 | 0.06% | |
| 600511.SH | 国药股份 | 2020-06-08 | 27,570.30 | 847,786.72 | 99.30% | 28.45 |
| 002550.SZ | 千红制药 | 2020-06-09 | 288.94 | 1,225.11 | 0.32% | |
| 688198.SH | 佰仁医疗 | 2020-06-09 | 86.14 | 6,643.06 | 4.41% | 225.68 |
| 002880.SZ | 卫光生物 | 2020-06-16 | 10,975.50 | 641,847.24 | 212.46% | |

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

**表2：2020 年 5 月 29 日医药公司前三大股东股票质押比例变动（相对上周）**

| | 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（%） |
|---|---|---|---|
| 寿仙谷 | 16.04 | 0.00 | 0.00 |
| 方盛制药 | 9.55 | 0.00 | 0.00 |
| 京新药业 | 9.40 | 0.00 | 0.00 |
| 常山药业 | 2.51 | 0.00 | 0.00 |
| 通策医疗 | 1.39 | 0.00 | 0.00 |
| 东诚药业 | 0.00 | -12.13 | 0.00 |
| 迈瑞医疗 | 0.00 | 5.72 | 0.00 |
| 威尔药业 | 0.00 | 19.84 | 0.00 |
| 珍宝岛 | 0.00 | 17.50 | 0.00 |
| 通化东宝 | -1.46 | 0.00 | 0.00 |
| 我武生物 | -3.98 | 0.00 | 0.00 |
| 华海药业 | -6.05 | 0.00 | 0.00 |
| 迪瑞医疗 | -8.45 | 0.00 | 0.00 |
| 九芝堂 | -10.54 | 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 ..... 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 年医药北上金额及占总北上资金比例 ..... 13
图 10：2017-2020 年医药股北上资金布局子行业 ..... 13
图 11: 2020.6.01-6.05 陆港通医药市值变动前 5 及后 5 名 ..... 13
图 12: 2020.6.01-6.05 陆港通医药股市值前 10 名 ..... 13
图 13:2020.6.01-6.05 港股通医药市值变动前 5 及后 5 名 ..... 14
图 14: 2020.6.01-6.05 港股通医药股市值前 10 名 ..... 14
图 15:2020.6.01-6.05 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 ..... 14
图 16: 2020.6.01-6.05 港股通医药股港股通持股占比前 10 ..... 14

# 表格目录

表 1： 2020 年 5 月 27 日至 2020 年 6 月 16 日医药公司解禁限售股情况 ..... 14
表 2： 2020 年 5 月 29 日医药公司前三大股东股票质押比例变动（相对上周） ..... 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。