

持续推荐特色原料药及医药服务，关注全国集采后的替代空间

—医药周报 20200629

医药周报

2020年06月29日

报告摘要：

● 二级市场：医药成交额持续创新高，持续推荐特色原料药及医药服务

上周医药板块上涨1.25%，跑赢沪深300指数0.27个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第6名。2020年初以来，医药板块上涨37.9%，跑赢沪深300指数36.9 pct，仍然是列所有行业涨幅第1位，成交额、板块溢价率也是持续创新高，今年以来超额收益明显。

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，上周板块整体呈现上涨趋势，医药服务、研发创新型药企和医药商业板块涨幅较明显。医药服务板块标的整体增幅明显，泰格医药、药明康德、博腾股份等关注度较高，从API关联审评数据分析中我们发现CDMO、CRO公司业绩拓展节奏较好，突显板块的相对吸引力；上周特色原料药板块中奥翔药业表现亮眼（涨幅14.6%），其他标的有所回调，从近1个月的股价表现上看仍贡献超额收益，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。

对于特色原料药板块：我们认为特色原料药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。

● 行业热点：关注第三轮全国集采后的替代空间

第三轮全国集采越来越近，结合主要品种竞争格局情况（具体梳理见正文）和前两轮集采表现，我们提示关注外资/原研市占率相对较高、过评企业数量相对较少、市场空间相对较大的品种中标情况，如卡培他滨片、盐酸莫西沙星氯化钠注射液等，结合上两轮全国集采中标情况，我们认为过评企业数量较多的品种可能存在较大的价格压力。从公司的角度看，建议关注恒瑞医药、海正药业、信立泰、中国生物制药、石药集团等公司在本轮集采中的中标情况。

展望未来，我们建议关注仿制药行业具有技术壁垒的替代空间和成本优势主导的替代空间：在高端剂型、高难度仿制药布局的企业有望在中短期分享较好的竞争格局和原研替代、临床需求增长带来的较高增速，建议关注中国生物制药、绿叶制药等公司；在原料药领域前向一体化的制剂公司有望通过仿制药销售进一步压低成本，进而通过全国集采中标带动制剂业务放量，建议关注华海药业、乐普医疗、普洛药业等。

● 重点研究更新：

《行业专题：关于特色原料药行业的一些观点——API 行业生态演绎认识》：重申API行业进入拐点核心逻辑是前向一体化和洼地红利。

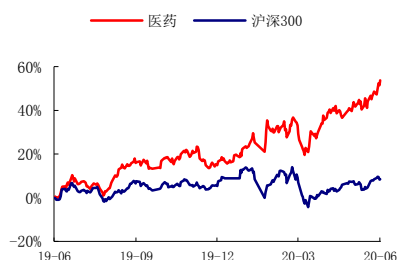
《行业专题：从关联审评数据，看API行业生态演绎》：强调CDMO和API公司有望成为国内创新药公司的战略供应商。

《天宇股份定向增发点评：关注产品结构优化、产能释放带来的业绩弹性》。

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：医药牛市思考，选赛道 vs 选标的
- 2.行业专题研究：从关联审评数据，看API行业生态演绎

● 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：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。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价 2020/6/24	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
泰格医药	97.6	1.1	1.5	1.9	86.9	66.9	52.2	推荐
凯莱英	231.0	2.4	3.1	4.0	96.5	74.5	58.0	推荐
药明康德	95.9	1.1	1.6	2.1	119.5	59.9	46.3	推荐
华兰生物	48.0	0.9	1.3	1.5	68.3	37.5	32.9	推荐
康泰生物	153.7	0.9	1.3	2.1	179.9	120.1	72.8	推荐
复星医药	32.7	1.3	1.4	1.5	25.2	23.8	21.2	推荐
普洛药业	22.0	0.5	0.5	0.6	46.9	47.8	36.7	推荐
仙琚制药	16.3	0.4	0.6	0.8	36.5	28.2	21.8	推荐
迈瑞医疗	299.2	3.9	4.9	6.0	77.7	61.6	50.1	推荐
凯普生物	48.9	0.7	0.9	1.2	70.5	54.3	41.4	推荐
万孚生物	96.5	1.1	1.7	2.1	85.4	58.5	45.7	推荐
金域医学	86.4	0.9	1.2	1.4	98.3	73.2	62.1	谨慎推荐
天宇股份	107.0	3.2	4.0	5.1	33.3	26.6	21.1	推荐
我武生物	59.8	0.6	0.7	0.9	105.0	92.0	67.2	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

一、投资建议：持续推荐特色原料药及医药服务，关注全国集采后的替代空间.....	4
二、重点推荐行业和公司研究更新.....	6
(一) 行业专题：关于特色原料药行业的一些观点——API 行业生态演绎认识.....	6
(二) 行业专题：从关联审评数据，看 API 行业生态演绎.....	8
(三) 天宇股份定向增发点评：关注产品结构优化、产能释放带来的业绩弹性.....	9
三、行业热点新闻解读.....	10
四、上周行情回顾.....	14
(一) 医药行业行情：板块超额收益持续，成交额持续创新高.....	14
(二) 医药子行业行情：持续分化，医药服务板块景气提升.....	16
(三) 陆港通&港股通：行业持仓新高，龙头效应明显.....	17
(四) 限售解禁&股权质押情况追踪.....	20
五、风险提示.....	20
插图目录.....	21

一、投资建议：持续推荐特色原料药及医药服务，关注全国集采后的替代空间

二级市场层面：医药成交额持续创新高，板块分化下，坚守赛道选择。上周（2020.6.22-2020.6.24）医药板块上涨 1.25%，跑赢沪深 300 指数 0.27 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 6 名。2020 年初以来，医药板块上涨 37.9%，跑赢沪深 300 指数 36.9 pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，成交额、板块溢价率也是持续创新高，今年以来超额收益明显。上周各子板块均呈现上涨，其中医疗服务、生物医药、医疗器械板块涨幅相对较多，分别为 3.12%、2.19%、1.8%；中成药和化学原料药板块略有增长，化学制剂和中药饮片板块略有下降。

考虑中信医药分类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，上周整体呈现上涨趋势，医药服务、研发创新型药企和医药商业板块涨幅较明显。医药服务板块标的整体增幅明显，泰格医药、药明康德、博腾股份等关注度较高，从 API 关联审评数据分析中我们发现 CDMO、CRO 公司业绩拓展节奏较好，突显板块的相对吸引力；上周特色原料药板块中奥翔药业表现亮眼（涨幅 14.6%），其他标的有所回调，从近 1 个月的股价表现上看仍贡献超额收益，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。

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。

第三轮全国集采越来越近，湖南省医疗保障局文件披露此轮集采涉及 86 个品规、50+ 个品种（正文具体梳理了主要品种的竞争格局情况），涉及品规多、各品种竞争格局差异较大，市场持续关注本轮集采报量、中标及续约规则，中标价格变动和后续竞争格局走向等因素。结合主要品种竞争格局情况和前两轮集采表现，我们提示关注外资/原研市占率相对较高、过评企业数量相对较少、市场空间相对较大的品种中标情况；从公司的角度看，建议关注恒瑞医药、海正药业、信立泰、中国生物制药、石药集团等公司在此轮集采中的中标情况。展望未来，我们建议关注仿制药行业具有技术壁垒的替代空间和成本优势主导的替代空间：在高端剂型、高难度仿制药布局的企业有望在中短期分享较好的竞争格局和原研替代、临床需求增长带来的较高增速，建议关注中国生物制药、绿叶制药等公司；在原料药领域前向一体化的制剂公司有望通过仿制药销售进一步压低成本，进而通过全国集采中标带动制剂业务放量，建议关注华海药业、乐普医疗、普洛药业等

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。

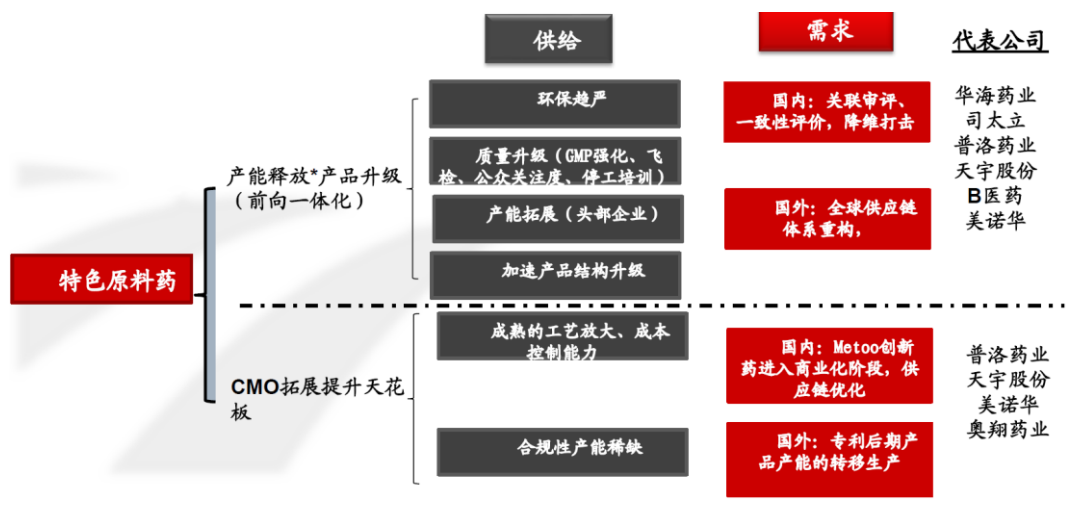
长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和公司研究更新

(一) 行业专题：关于特色原料药行业的一些观点——API 行业生态演绎认识

一、生态演绎：国内创新升级中生产重要承接方

图 1：特色原料药行业供需因素分析和生态演绎



资料来源：民生证券研究院

二、核心逻辑：产业前向一体化和洼地红利

行业理解前提：特色原料药产业①前向一体化有其特殊前提，我们的理解就是自身的规模性（全球性的规模优势）和下游的集中度趋势。②同时，特色原料药公司因为全球竞争的参与程度不同、技术储备、产能拓展阶段不同，从而形成了多种不同的商业模式，也呈现出不同的投资机会。

国内：环保、监管、集采促使下游洗牌，前向一体化的窗口期已经打开。2019 年开始，国内制剂市场进入法规市场，仿制药企业进入洗牌阶段，最大的变化是集中度提升，这也为上游原料药产业提供了极佳的前向一体化窗口期，我们认为这是中期逻辑，伴随下游集中度的提升，逐步兑现，远期逻辑是中国规模性造就的价格洼地红利（国内外可能同步推进），提升国内原料药产业的全球竞争力，中间体行业前向一体化也是同理，只不过核心因素是环保、DMF 等因素。

我们认为国内特色原料药行业的远期逻辑是：从洼地红利到全球盈利的过程。核心前提是原料药的中国规模性优势奠定中间体-原料药-制剂的成本优势，进而提升全球的竞争力，在这个过程中伴随着国内市场的法规化、仿制药产业的低端产能出清的进程。我们认为这也是这个行业的长期核心逻辑。

公司逻辑：产品、产能是重要跟踪指标。2013-19 年，除了普洛药业、奥翔药业，国内特色原料药公司均保持较快的固定资产扩张率，2018-19 年，美诺华、天宇股份、司太立、仙琚

制药、同和药业、B 医药甚至呈现加速扩张的趋势，其中的原因既有相关产品供给端调整带来的扩产机会（美诺华、天宇股份）、也有规模化效应下横向拓展（司太立、仙琚制药、同和药业）、也有前向一体化的布局（仙琚制药、B 医药），我们认为这反映了国内特色原料药公司发展阶段不同的，考虑这一点，我们对特色原料药板块的观点是：中长期持续有投资价值，但是基本面兑现节奏上因为每家公司的阶段、产能布局节奏、存量业务面临的竞争环境差异、技术实力等或有比较大的差异。

三、全球产业转移构成长期成长逻辑

供给格局分析：中国是潜在的全球第一大 API 供应区域。从 US DMF 及 Eu COS 申报情况看，中国已经超越美国及 EU TOP5，成为全球第二大 DMF 申报数的国家。从 API 生产厂商区域分布看，我们发现，中国具有最多的 Potential Future company，超过印度，我们认为这预示在全球原料药产业格局重构中，中国有可能成为潜在的第一大供应区域。中国和印度在 API 供应厂商数量的评估（2005 和 2018 年的数据比较），我们发现：经过 14 年的发展，中国在 Established+Less Established company 的数量方面，绝对厂商数量快速增加，数量增速超过印度，同时，我国 Potential Future 数量远大于印度，也就是在可预期的未来几年，这种超过印度的增长速度有可能延续。

产业变化：美国仿制药市场成本增加。2016-2018 年 GDUFA 收费标准看，DMF 费用和场地费基本呈现持续提升的趋势。2013-2017 年，GDUFA 付费的生产场地看，中国仅次于印度和美国本土。

专利到期对国内原料药企业的影响分析。我们梳理了 2018-2024 年专利到期产品、销售额在 5 亿美金以上且 API 消耗量在 100KG 以上（考虑 API 太小，上游 API 规模性不明显）的品种，一共 19 个品种。从目前 API 供应商的角度，我们发现，印度、中国、西欧是这些品种的主要供应商产地来源。相比供应商的竞争力而言，印度处于绝对优势，中国企业竞争力逐步提升。建议重点关注的公司：华海药业、美诺华、九洲药业、海正药业、天宇股份等。

投资建议：总体分析，我们认为国内的特色原料药产业或不会重复印度原料药产业的发展路径，国内制剂市场的法规化，为我们创造了更大的消费市场，国内特色原料药产业的前向一体化策略落地大概率是在中国市场突破，而不是海外制剂出口（尽管这个会同步推进），但是基于国内特色原料药公司聚焦产品、发展阶段的不同，我们推荐普洛药业（规模性逐步体现，CDMO 贡献弹性）、仙琚制药（前向一体化落地，弹性逐步体现中）、天宇股份（中间体到原料药的结构升级，CMO 贡献弹性）、九洲药业（高附加值业务 CMO 弹性体现），建议关注华海药业（规模性原料药+国内制剂放量，暂未评级）、司太立（利基市场，前向一体化突破中，暂未评级）、美诺华（产能释放初期，暂未评级）等。

风险提示：产品注册节奏不顺利、安全、环保等短期事件性影响、质量风险。

(二) 行业专题：从关联审评数据，看 API 行业生态演绎

新生态出现：从 API 联合审评数据看 API 在国内药品创新升级中的生态演绎

2019 年以来，我们从商业模式、产业发展核心驱动逻辑、印度公司比较等维度多次提示特色原料药行业景气度提升带来的投资机遇，并从产品、产能的角度构建了特色原料药行业和研究公司的研究框架。在 MAH、关联审评制度下，具备稀缺、合规性产能优势的 API 供应商与下游制剂联系更密切，有望受益于合作稳定性带来的商业模式拓展及盈利能力提升。本篇报告从 CDE 官网“原料药、药用辅料和药包材登记信息公示”数据出发，发现关联审批产品的合作变化呈现行业发展的新趋势，及重点上市公司的业务新生态。

仿制药生态：规范化 API 开始参与国内仿制药原料药关联，产品升级在即

2017 年以来原料药关联审评登记以制剂龙头为主，以华海药业、仙琚制药为代表的前向一体化公司增幅明显，2020 年以来以天宇股份、美诺华为代表的 API 公司新增登记数显著高于去年同期。我们认为，以恒瑞、司太立的合作为例，未来规范化 API 供应商和仿制药企业合作将更灵活、更具针对性，在制剂企业端是成本、质量的最优配置，在 API 企业端则是产品升级和商业模式变化，这些趋势值得未来重点关注。

创新药生态：CDMO 和 API 公司有望成为国内创新药公司的战略供应商

自 2019 年起，创新药企业和仿制药 API 及 CDMO 公司的合作案例越来越多。①创新药原研方选择 API 外包合作时，CDMO 公司如九洲药业、合全药业等联合审评较多，反映出 CDMO 龙头在创新原料药、高难度原料药领域具备领先优势；②中期看，创新药商业化生产涉及的工艺放大、成本管理领域中，部分研发、生产能力较强的 API 龙头具备比较优势。从天宇股份的案例中，我们认为，部分研发能力较强、产能宽裕的国内 API 公司也可能成为国内 Me-too 类创新药 CMO 的重要选择，这种趋势同样值得关注。

投资建议：我们认为在医药产业“市场化、国际化”改革的过渡期，国内 API 具备全球竞争力且处于产业升级窗口期，龙头公司有望受益于产能释放和产品升级带来的业绩弹性。中期，我们看好集采背景下 API 公司前向一体化带来的成长性，及医药创新背景下 API、CDMO 公司在创新药领域业务拓展的潜力，推荐普洛药业、仙琚制药、天宇股份、九洲药业、凯莱英、药明康德，建议关注华海药业、美诺华、B 公司、奥翔药业、博腾股份等。

风险提示：文中相关概念的定义可能对结果产生影响、产能投入周期的波动性风险、CDMO 订单波动性风险、政策变化风险。

（三）天宇股份定向增发点评：关注产品结构优化、产能释放带来的业绩弹性

事件概述：2020年6月22日，公司发布《2020年度向特定对象发行股票预案》，拟向特定对象发行股票募集不超过9亿元，用于投资年产3550吨原料药项目、年产1000吨沙坦主环等19个医药中间体产业化项目、年产670吨艾瑞昔布呋喃酮等6个医药中间体技改（具体品种梳理见附表）和补充流动资金。

分析与判断

产品端：产品结构进一步完善，关注 CMO\CDMO 业务弹性

从品种类型看，根据公司预案，浙江京圣药业技改项目中除了增加了沙坦主环、缬氨酸甲酯联苯盐酸盐、三苯甲基厄贝沙坦等沙坦类中间体的产能，还涉及阿帕替尼、吡咯替尼、吉非替尼等药物中间体，**有助于公司形成降血压类原料及中间体为基础，以抗病毒药物、降血糖药物、抗肿瘤药物等类型药物中间体为补充的产品结构。**我们认为，未来部分研发能力较强、产能宽裕的国内 API 公司可能成为国内 Me-too 类创新药 CMO 的重要选择；从此次投资的产品结构中，我们关注到三个替尼类原料药品种明显扩产，建议关注 2020-2022 年公司在 CMO/CDMO 领域的业务拓展及业绩弹性。

产能端：关注前向一体化和工艺优化带来的盈利能力提升

从中间体和原料药产能构成上看，此次投资项目涉及 60 吨坎地沙坦酯和 300 吨氯沙坦，同时也涉及 1000 吨沙坦主环、2500 吨 2-氟基-4'-溴甲基联苯等沙坦类中间体产能。根据公司公告，截至 2019 年末，公司原料药、中间体的生产量已分别突破 1000 吨和 3000 吨；公司预计，此轮增发所投资的项目投产后，将为公司每年带来约 16 亿元收入、近 2 亿元利润。根据公司预案，所投资项目将在 2-3 年内陆续完工，**我们持续看好公司在前向一体化过程中产能释放、市场占有率提升、毛利率改善共同带来的成长潜力和盈利能力提升。**

此外，我们也注意到公司正通过技改降本增效，例如在沙坦类药物高级中间体中“通过优化这些中间体的生产工艺，较好地解决了传统工艺中存在的原子经济性差、使用有毒原料及催化剂等问题，能够降低能源消耗及污染物排放”，在甲磺酸达比加群酯中“在溶剂剂的选择替换等环节有重要创新，具有低成本、高质量、三废少、易产业化等特点”。我们认为，**工艺升级、质量管理等能力有助于公司在行业中构筑核心竞争优势，关注技改对盈利的正面贡献。**

投资建议：我们持续看好公司在中间体规模优势的基础上，由原料药产能释放驱动的业绩成长性和持续性，中期提示关注公司 CMO 业务在 2020 年的加速放量及制剂业务拓展所提升的业绩天花板。预计 2020-2022 年 EPS 分别为：4.03、5.08、6.24 元，2020 年 6 月 22 日股价对应 2020 年的市盈率为 26 倍（2021 年 21 倍 PE），考虑公司未来 3 年有望保持 25% 左右的业绩复合增速，我们维持“推荐”评级。

风险提示：摊薄即期回报风险；原料药质量控制风险；上游原材料价格波动风险；原料药竞争格局恶化的风险。

三、行业热点新闻解读

事件：6月22日，根据E药经理人等媒体报道，湖南省医疗保障局文件披露了第三批国家集采具体品种和报量要求。根据文件，此轮集采涉及50+个品种、86个品规，大部分已有三家或三家以上企业过评的品种进入此次集采名单。6月24日，第三批国家药品集中采购企业面对面会议在上海召开，12家医药企业的全国药品招标部门负责人出席。根据E药经理人报道，会议现场国家医保局就药品供应问题、差比价问题、抗生素品种占比问题、集采中串标问题和采购周期问题等5个问题面向企业征求建议。

点评：根据6月18日全国集采线上视频会议资料，此轮集采的主要变化包括不考虑原料药杂质问题、医院报量结余奖励机制、鼓励省招而不建议以市为单位招标。从两轮全国集采的结果上看，中标品种基本实现了以价换量，国产药品原研替代速度有所加快，以武汉市、金华市、濮阳市等为代表的城市陆续开展集采，将集采范围拓展到未通过一致性评价品种、抗生素、胰岛素等药品。我们注意到，在全国集采后部分品种曾出现供应紧张、发货延迟等问题，各地陆续开展的地市级集采也暴露了集采品种确定标准、申报规则不统一等问题，有限的信息披露下难以准确衡量以价换量的程度和有效性。

根据现有的媒体报道和Wind医药库数据，此轮集采涉及品规多、各品种竞争格局差异较大，其中既有原研占比较高的品种盐酸达泊西汀片、莫西沙星氯化钠注射剂等，又有过评数量较多、竞争较充分的品种如二甲双胍、替格瑞洛等。我们认为，从第三轮集采涉及品种上看，未来过评品种集采降价具有确定性，过评企业数量可能直接影响报价和竞争格局；从医院报量结余奖励机制和取消非中选品种奖励中可以推测，未来未中标企业提升市场份额的难度较大，国家集采将推动制剂行业市占率集中。

分析第三轮全国集采主要涉及品种的竞争格局，我们提示关注外资/原研市占率相对较高、过评企业数量相对较少、市场空间相对较大的品种中标情况，如卡培他滨片、盐酸莫西沙星氯化钠注射液等，结合上两轮全国集采中标情况，我们认为过评企业数量较多的品种可能存在较大的价格压力。从公司的角度看，建议关注恒瑞医药、海正药业、信立泰、中国生物制药、石药集团等公司在此轮集采中的中标情况。

展望未来，我们建议关注仿制药行业具有技术壁垒的替代空间和成本优势主导的替代空间：在高端剂型、高难度仿制药布局的企业有望在中短期分享较好的竞争格局和原研替代、临床需求增长带来的较高增速，建议关注中国生物制药、绿叶制药等公司；在原料药领域前向一体化的制剂公司有望通过仿制药销售进一步压低成本，进而通过全国集采中标带动制剂业务放量，建议关注华海药业、乐普医疗、普洛药业等。

表1：第三轮集采可能涉及品种竞争格局汇总

品种名称	剂型举例	2019年销售额(万元)	市占率第1及市占率	外资/原研占比	CR3	企业数量	原研&过评企业
卡培他滨口服常释剂型	卡培他滨片	123956.17	罗氏 (75.26%)	75.3%	93.3%	2+1	罗氏(原研)、齐鲁、江苏恒瑞
莫西沙星氯化钠注射剂	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	91280.67	拜耳 (96.08%)	96.1%	99.0%	2+1	拜耳(原研)、红日、海南爱科

来曲唑口服常释剂型	来曲唑片	72788.08	诺华 (62.56%)	62.6%	100.0%	2+1	诺华 (原研)、浙江海正、江苏恒瑞
二甲双胍缓释控释剂型	盐酸二甲双胍片	60194.73	中美施贵宝 (93.53%)	95.7%	97.1%	16+1	默克 (原研)、上海上药信宜、江苏德源、南京亿华、山西华元、山东凤凰、青岛黄海、天方药业、北京万辉双鹤、悦康药业、正大天晴、石家庄华新、广东赛康、上海宣泰海门、石药欧意、美罗药业、白洋
缬沙坦口服常释剂型	缬沙坦胶囊	53874.54	北京诺华 (93.92%)	93.9%	98.2%	4	乐普恒久、湖南千金湘江、常州四药、华润赛科
阿那曲唑口服常释剂型	阿那曲唑片	52561.37	阿斯利康 (87.11%)	87.1%	99.4%	3+1	阿斯利康 (原研)、浙江海正、扬子江、重庆华邦
非布司他口服常释剂型	非布司他片	52168.93	恒瑞医药 (40.42%)	0.0%	100.0%	2+1	帝人株式会社 (原研)、江苏恒瑞、万邦生化
替格瑞洛口服常释剂型	替格瑞洛片	50742.51	阿斯利康 (97.69%)	97.7%	100.0%	6+1	阿斯利康 (原研)、信立泰、石药欧意、正大天晴、上海汇伦、南京优科、扬子江
甲钴胺口服常释剂型	甲钴胺片	43437.2	卫材 (91.43%)	91.4%	98.3%	2+1	卫材 (原研)、江西青峰、扬子江
头孢地尼口服常释剂型	头孢地尼胶囊	38752.27	藤泽药品会社 (43.47%)	43.4%	96.6%	2+1	安斯泰来 (原研)、国药致君、江苏豪森
匹伐他汀口服常释剂型	匹伐他汀钙片	35994.49	华润双鹤 (48.94%)	21.1%	94.1%	2+1	兴和株式会社 (原研)、信立泰、万邦生化
舍曲林口服常释剂型	盐酸舍曲林片	32965.23	辉瑞 (79.11%)	79.1%	96.7%	2+1	辉瑞 (进口产地化)、浙江华海、浙江京新
孟鲁司特咀嚼片	孟鲁司特钠咀嚼片	30937.14	默沙东 (63.88%)	82.2%	99.6%	3+1	默沙东 (原研)、齐鲁、石药欧意、杭州民生滨江
塞来昔布口服常释剂型	塞来昔布胶囊	29287.51	辉瑞 (100%)	100.0%	100.0%	2+1	辉瑞 (原研)、江苏恒瑞、正大清江
非那雄胺口服常释剂型	非那雄胺片	27756.9	patheon (96.92%)	96.9%	98.8%	7+1	默沙东 (原研)、扬子江、湖北舒邦、成都倍特、填方、南京圣和、华润赛科、杭州康恩贝
曲美他嗪口服常释剂型	盐酸曲美他嗪片	24115.03	施维雅 (63.96%)	64.0%	85.2%	4	福元、江苏吴中、瑞阳、远大医药
喹硫平口服常释剂型	富马酸喹硫平片	22283.46	阿斯利康 (75.72%)	75.7%	100.0%	2+1	阿斯利康 (原研)、苏州第壹、湖南洞庭
美金刚口服常释剂型	盐酸美金刚片	19731.7	灵北 (84.89%)	84.9%	100.0%	3+1	灵北 (原研)、湖南洞庭、安徽华辰、白云山
依托考昔口服常释剂型	依托考昔片	17042.21	默沙东 (100%)	100.0%	100.0%	2+1	默沙东 (原研)、齐鲁、成都宛东
二甲双胍口服常释剂型	盐酸二甲双胍缓释片	14506.05	百时美施贵宝 (26.44%)	26.4%	48.1%	26+1	施贵宝 (原研)、华北制药、上海衡山、上海上药信谊、河北天成、天津中新、贵州天安、北京四环、北京立龄恒泰、深圳市中联、昆山培力、迪沙、以岭、重庆科瑞、康刻尔、苏州东瑞、深圳海王、蓬莱诺康、江苏苏中、吉林金恒、广东华南、北京京丰、上海信谊、哈尔滨珍宝、郑州泰丰、石药欧意、哈药六厂
利奈唑胺口服常释剂型	利奈唑胺片	13385.14	辉瑞 (99.88%)	99.9%	100.0%	2+1	辉瑞 (原研)、重庆华邦、江苏豪森

维格列汀口服常释剂型	维格列汀片	11168.53	诺华 (100%)	100.0%	100.0%	3+1	诺华 (原研)、齐鲁、江苏豪森、北京泰德
环孢素口服常释剂型	环孢素胶囊	10536.06	诺华 (26.04%)	26.0%	97.2%	2+1	诺华 (原研)、中美华东、华北制药
克拉霉素口服常释剂型	克拉霉素片	9134.72	雅培 (90.65%)	90.7%	96.4%	3+1	雅培 (原研)、浙江贝德、广东东阳光、现代制药
右佐匹克隆口服常释剂型	右佐匹克隆片	8664.48	天士力帝益 (62.39%)	0.0%	100.0%	3	天士力、上海上药、成都康弘
阿扎胞苷注射液	阿扎胞苷注射剂	8636.65	百特 (99.91%)	99.9%	100.0%	2+1	新基 (原研)、四川汇宇、正大天晴
氨基葡萄糖口服常释剂型	盐酸氨基葡萄糖片	8455.16	正大清江 (57.11%)	0.0%	100.0%	4+1	意大利罗达 (原研)、北京葡立、浙江海正、浙江诚意、正大清江
西酞普兰口服常释剂型	氢溴酸西酞普兰片	7793.13	灵北 (87.36%)	87.4%	97.8%	2+1	灵北 (原研)、四川科伦、西南药业
拉米夫定口服常释剂型	拉米夫定片	6505.79	葛兰素史克 (85.46%)	85.5%	94.5%	5+1	viiv 医疗保健、广生堂、安徽贝克、石家庄龙泽、湖南千金湘江、山东朗诺
左氧氟沙星滴眼剂	盐酸左氧氟沙星滴眼液	6242.27	博士伦福瑞达 (9.72%)	0.0%	23.5%	2+1	参天制药株式会社 (原研)、扬子江、中山万汉
头孢克洛口服常释剂型	头孢克洛胶囊	4751.73	礼来 (61.08%)	61.1%	93.8%	3	苏州中化、广州南新、深圳立健
左乙拉西坦口服液体剂	左乙拉西坦口服溶液	4356.96	优时比 (99.85%)	99.9%	100.0%	2+1	优时比 (原研)、重庆圣华曦、健民叶开泰
枸橼酸西地那非片	枸橼酸西地那非片	4146.7	辉瑞 (94.17%)	94.2%	100.0%	2+1	辉瑞 (原研)、江苏亚邦爱普森、白云山
碳酸氢钠口服常释剂型	碳酸氢钠片	3645.04	天津力生 (50.91%)	0.0%	71.6%	5	广州康和、海王福药、天津力生、湖南汉森、远大医药
西替利嗪口服常释剂型	盐酸西替利嗪片	3379.59	优时比 (80.98%)	81.0%	96.5%	5+1	优时比 (原研)、成都利尔、苏州中化、苏州东瑞、新华 (高密)、鲁南贝特
奥美拉唑口服常释剂型	奥美拉唑肠溶片	2911.3	北京太平洋药业 (4.16%)	0.0%	10.5%	4	扬子江、山东罗欣、海南海灵、常州四药
氟西汀口服常释剂型	氟西汀胶囊	2733.97	礼来 (96.04%)	96.0%	100.0%	2+1	礼来 (原研)、山西仟源、上海上药
多潘立酮口服常释剂型	多潘立酮片	2225.86	西安杨森 (95.95%)	96.0%	97.5%	3+1	韩美药品株式会社、四川维奥、辅仁、华东博华
氨溴索口服常释剂型	盐酸氨溴索片	1895.73	山德士 (53.43%)	53.4%	73.6%	5	江苏恒瑞、常州四药、山东裕欣、上海信谊、山西仟源
阿哌沙班口服常释剂型	阿哌沙班片	1592.62	百时美施贵宝 (85.56%)	85.6%	100.0%	4+1	百时美施贵宝 (原研)、江苏豪森、正大天晴、四川科伦、江西青峰
布洛芬缓释控释剂型	布洛芬缓释胶囊	1521.8	中美天津史克 (91.98%)	92.0%	96.3%	3	上海信谊、珠海润都、华北制药
乙胺丁醇口服常释剂型	盐酸乙胺丁醇片	1370.77	杭州民生 (62.83%)	0.0%	85.3%	3	广东华南、人福、杭州民生
氯氮平口服常释剂型	氯氮平片	1226.36	恩华药业 (38.17%)	0.0%	75.2%	3	万邦德、江苏恩华、常州制药厂
左乙拉西坦注射用浓溶液	左乙拉西坦注射用浓溶液	1146.82	成都天台山 (55.3%)	44.7%	100.0%	3+1	比利时杨森 (原研)、河北仁合益康、济川、重庆圣华曦

液							
地氯雷他定口服常释剂型	地氯雷他定片	1072.18	信立泰 (35.81%)	14.5%	61.6%	2+1	默沙东 (原研)、海南普利、信立泰
维生素 B6 口服常释剂型	维生素 B6 片	1016.93	广东恒建 (20.82%)	0.0%	48.3%	4	杭州民生、人福、沈阳第一制药、湖北广济
盐酸达泊西汀片	盐酸达泊西汀片	915.5	西安杨森 (100%)	100.0%	100.0%	2+1	美纳里尼集团 (原研)、烟台鲁银、四川科伦
托法替布口服常释剂型	枸橼酸托法替布片	814.3	辉瑞 (100%)	100.0%	100.0%	2+1	辉瑞 (原研)、齐鲁、正大天晴
奥氮平口服常释剂型	奥氮平口服崩片	659.18	卡特伦 (77.75%)	77.8%	100.0%	4+1	礼来 (原研)、齐鲁、广东东阳光、河北龙海、江苏豪森
普芦卡必利口服常释剂型	琥珀酸普芦卡必利片	265.76	Janssen-Cilag (93.25%)	93.3%	100.0%	2+1	比利时杨森 (原研)、河北仁合益康、江苏豪森
卡托普利口服常释剂型	卡托普利片	250.06	常州制药 (26.92%)	0.0%	53.3%	10	山东新华、重庆科瑞、郑州泰丰、石药欧意、以岭药业、山西振东安特、常州制药厂、山东罗欣、湖南汉森、上海旭东海普
布洛芬颗粒	布洛芬颗粒	74.89	黑龙江诺捷 (35.55%)	0.0%	72.0%	6	哈药世一堂、康恩贝、石药欧意、扬子江、河北康芝、山东新华
阿莫西林颗粒剂	阿莫西林颗粒	51.66	珠海联邦制药 (68.74%)	0.0%	89.2%	3	湖南科伦、海南先声、山东鲁抗
环丙沙星口服常释剂型	盐酸环丙沙星片	22	京新药业 (71.68%)	0.0%	83.0%	3+1	拜耳 (原研)、江苏晨牌、以岭药业、白云山
坦洛斯 (坦索罗辛) 缓释控释剂型	盐酸坦索罗辛缓释胶囊					3	杭州康恩贝、浙江海力生、江苏恒瑞

资料来源: Wind 医药库, 新浪医药, 民生证券研究院

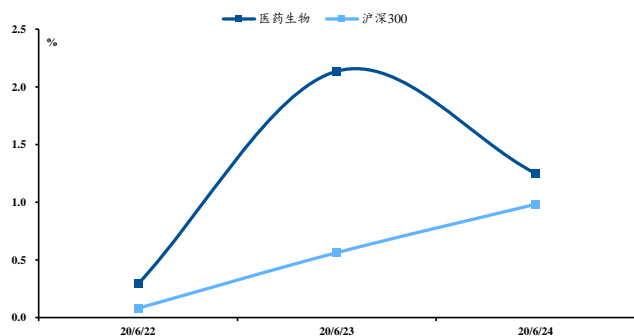
注: 标粗体内容为外资/原研市占率超过 85% 的品种。

四、上周行情回顾

(一) 医药行业行情：板块超额收益持续，成交额持续创新高

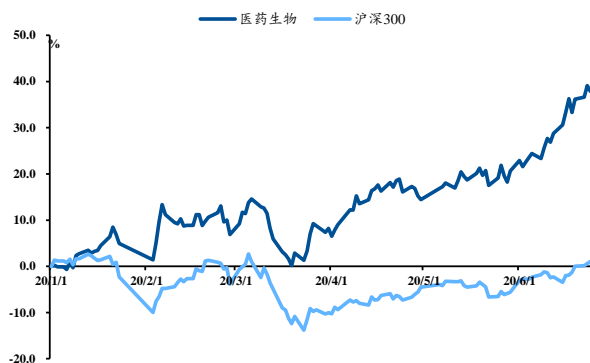
上周医药板块上涨 1.25%，跑赢沪深 300 指数 0.27 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 6 名。2020 年初以来，医药板块上涨 37.9%，跑赢沪深 300 指数 36.9 pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显。与此同时我们注意到，2020Q1 基金医药重仓占比处于历史高位，特色原料药、医疗器械、医药服务等板块越来越受到主流机构的关注，而板块之间及标的之间的超额收益及业绩表现也持续分化。2020 年一季度在国内外疫情影响下，医疗服务等板块短期业绩承压，但不改中期稳健增长的逻辑，而当疫情的负面影响逐步褪去，我们提示投资者关注在供给侧升级核心逻辑下受益的细分领域和龙头业绩增长的相对确定性。

图 2：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



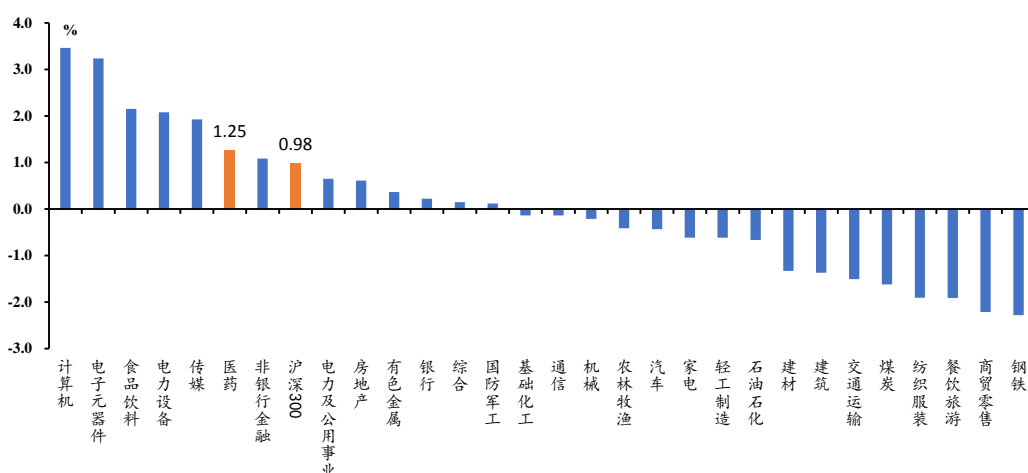
资料来源：Wind，民生证券研究院

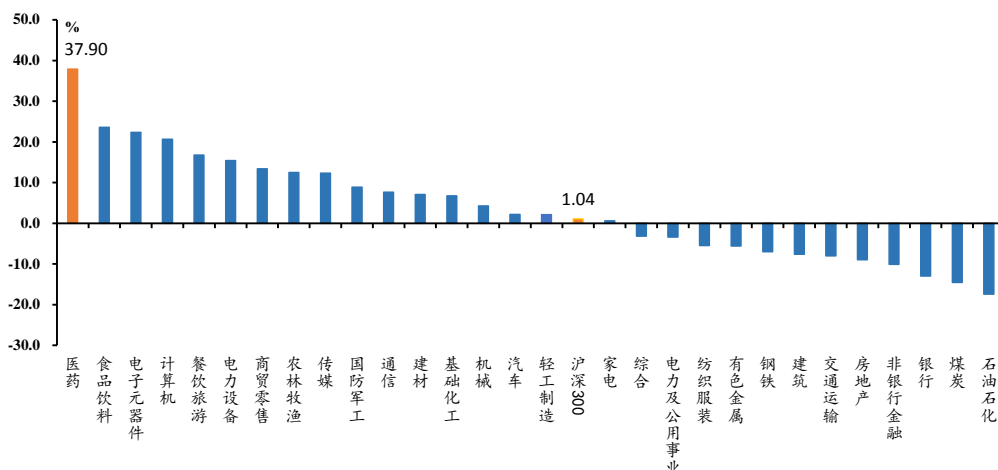
图 3：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）

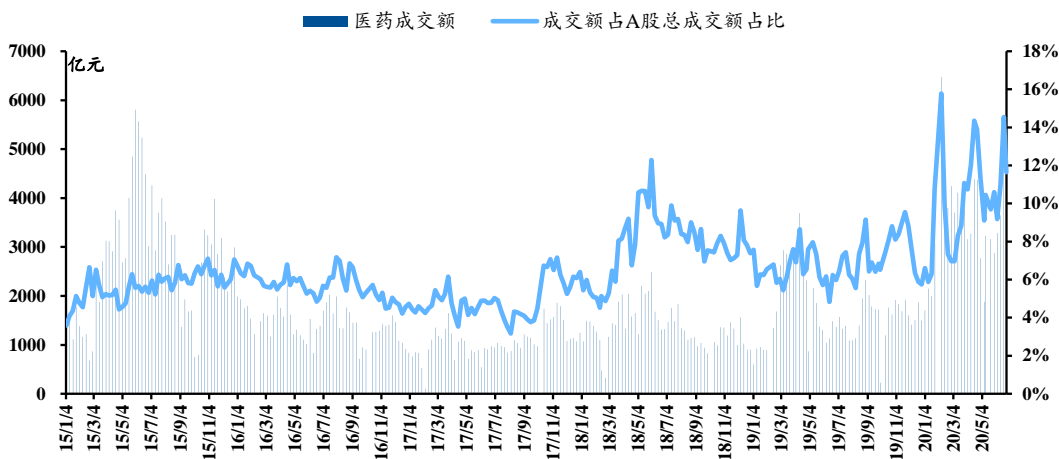




资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药板块成交占比创 2 月中旬以来新高。上周医药行业成交额为 2669.5 亿元，成交额占市场总成交额的 11.65%，较上周下降 2.89 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 5：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



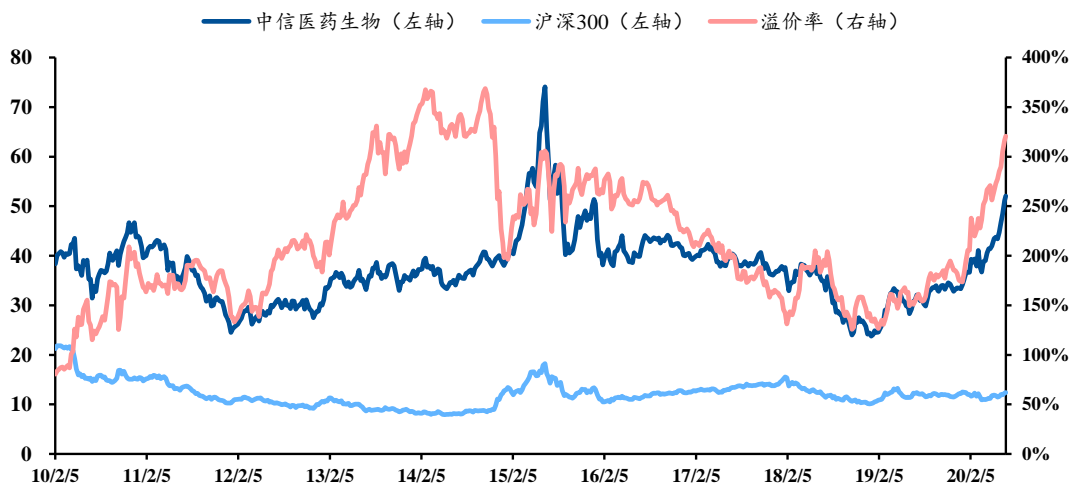
资料来源：Wind，民生证券研究院

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 6 月 24 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 52，比上周提高 0.91，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 320.5%，比上周上升了 3.99 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，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 6：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



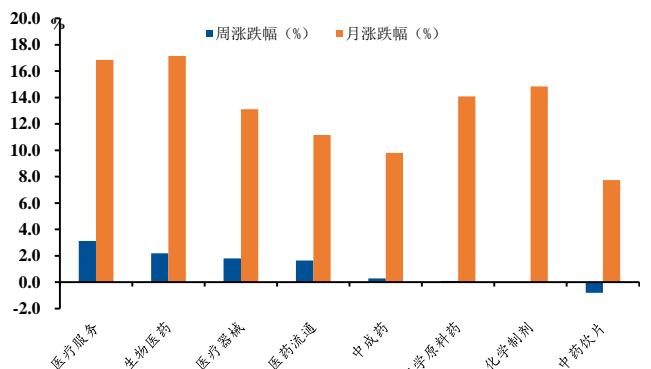
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情：持续分化，医药服务板块景气提升

根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均呈现上涨，其中医疗服务、生物医药、医疗器械板块涨幅相对较多，分别为 3.12%、2.19%、1.8%；医药流通周涨幅 1.65%，中成药和化学原料药板块略有增长，化学制剂和中药饮片板块略有下降。

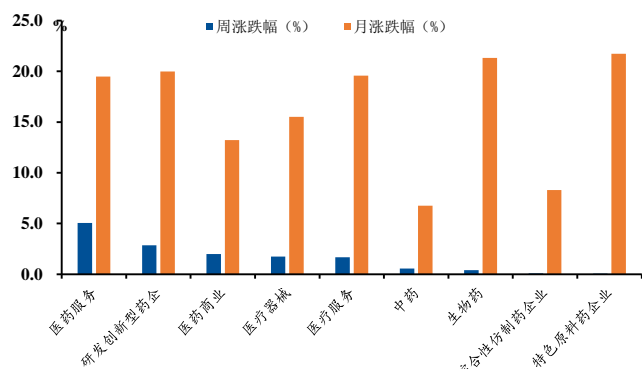
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.6.22-2020.6.24）整体呈现上涨趋势，其中医药服务、研发创新型药企和医药商业板块涨幅较明显。医药服务板块标的整体增幅明显，泰格医药、药明康德、博腾股份等关注度较高，从 API 关联审评数据分析中我们发现 CDMO、CRO 公司业绩拓展节奏较好，突显板块的相对吸引力；上周特色原料药板块中奥翔药业表现亮眼（涨幅 14.6%），其他标的有所回调，从近 1 个月的股价表现上看仍贡献超额收益，特色原料药板块以产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，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 7：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

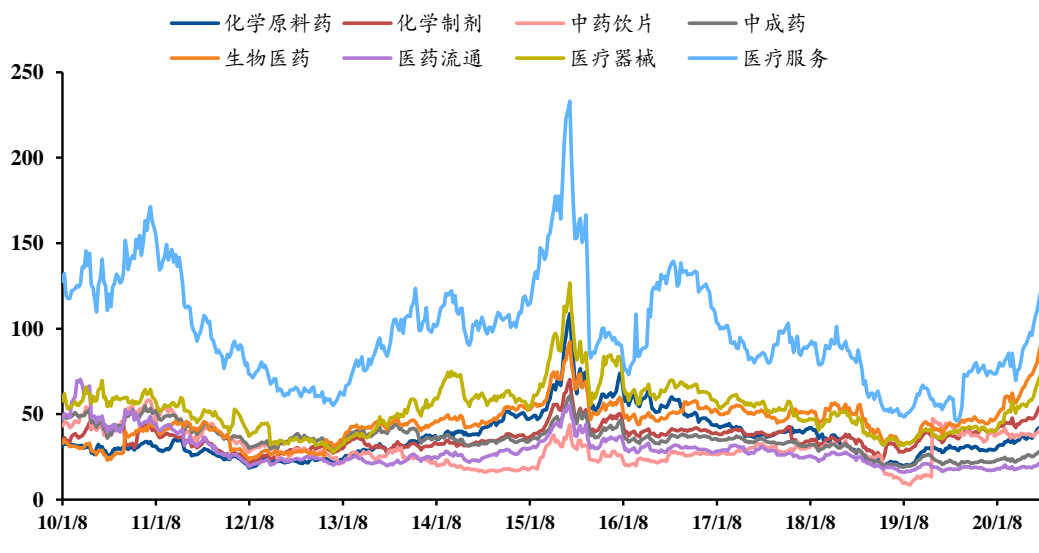
图 8：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



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 121 倍、90 倍、72 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 9：2010 年以来医药子行业估值变化情况



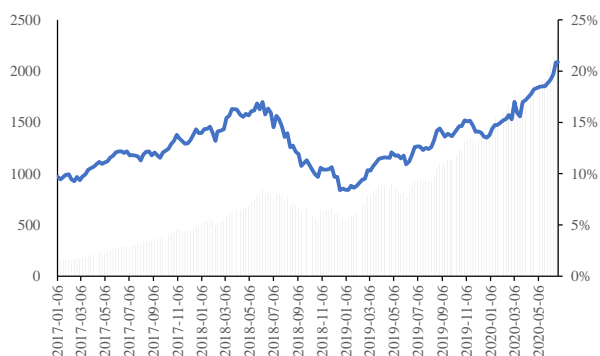
资料来源：Wind，民生证券研究院

（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 24 日，陆港通医药行业投资 2323 亿元，相对 2020 年 6 月 19 日环比增长了 13.6 亿元；医药持股占陆港通总资金的 20.87%，处于历史高位。子板块看，非药板块持仓持续提高，占比较大的化学制药略有提升(32.78%)，医疗器械占比持续提升(达到 17.12%)。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

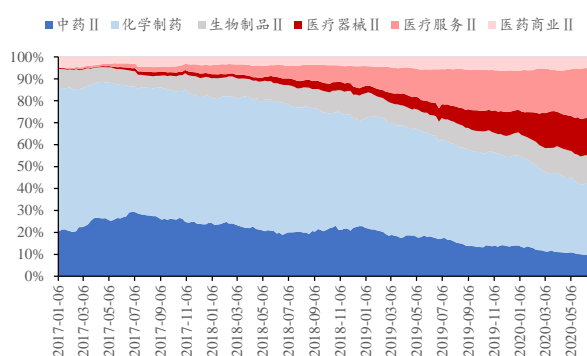
期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医药服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子版块景气度变化，及长周期下公司α属性对二级市场超额收益的持续贡献。

图 10: 2017-2020.6.24 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

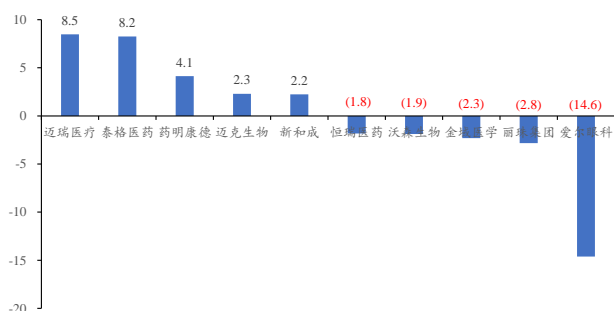
图 11: 2017-2020.6.24 医药股北上资金布局子行业



资料来源: Wind, 民生证券研究院

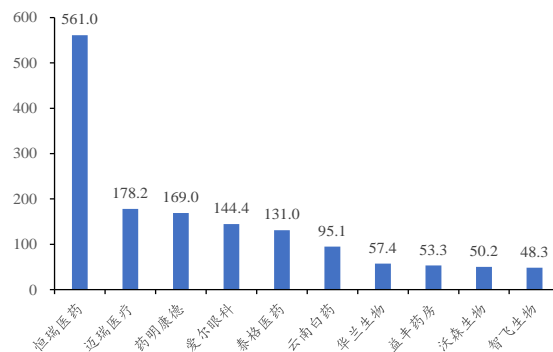
具体持仓标的上，2020年6月22日至6月24日陆港通医药标的市值变动前5名分别为迈瑞医疗、泰格医药、药明康德、迈克生物及新和成，后5名分别为爱尔眼科、丽珠集团、金域医学、沃森生物、恒瑞医药；港股通医药标的市值变动前5名分别为微创医疗、威高股份、药明生物、阿里健康及石药集团，后5名分别为复星医药、联邦制药、上海医药、石四药集团、翰森制药。从陆港通及港股通持股标的分布上看，资金青睐以药明康德、泰格医药等为代表的医药服务龙头，及以恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科等为代表的细分产业龙头。在疫情防控常态化、长期化的背景下，疫苗、血制品、特色原料药等子版块需求复苏具有确定性，行业龙头市占率集中趋势同样具有确定性，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 12: 2020.6.22-24 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



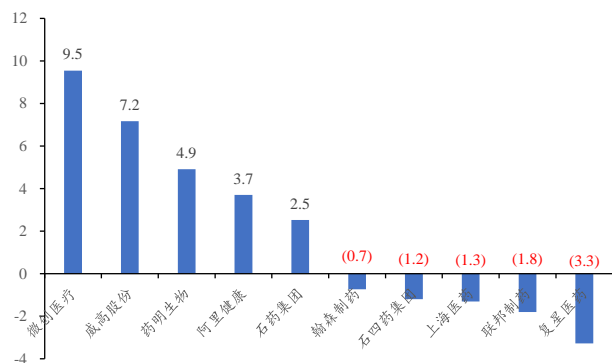
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 2020.6.22-24 陆港通医药股市值前 10 名



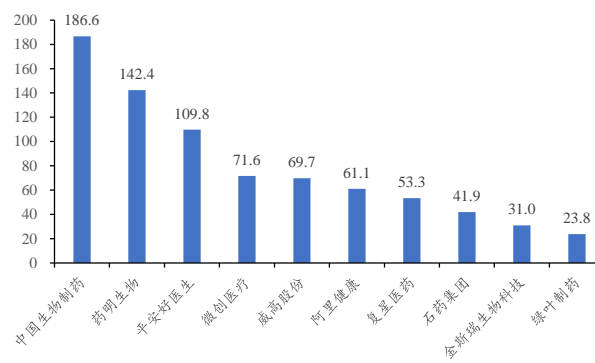
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14:2020.6.22-24 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



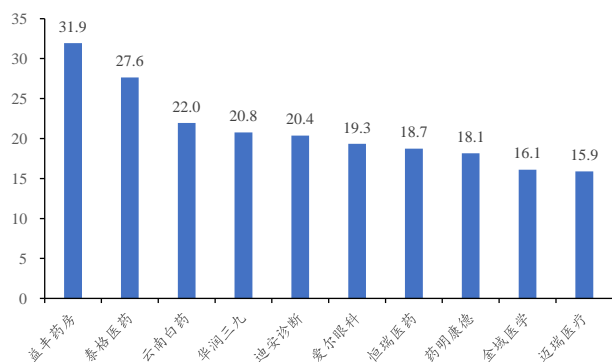
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 2020.6.22-24 港股通医药股市值前 10 名



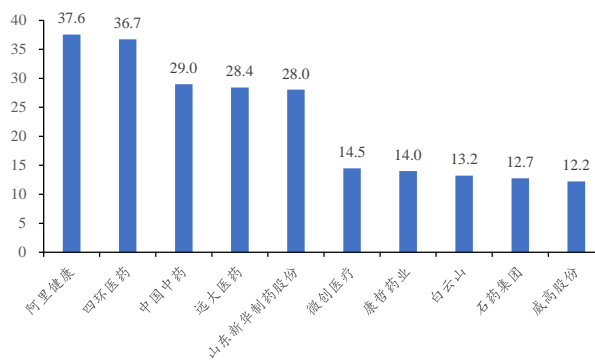
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16:2020.6.22-24 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 17: 2020.6.22-24 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11日至7月9日,共有6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,正海生物、亚宝药业和贵州三力第一大股东股权质押比例明显增长,乐心医疗第二大股东股权质押比例提高39%,葵花药业、司太立和方盛制药第一大股东股权质押比例明显下降。

表2: 2020年6月11日至7月9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 (%)
002901.SZ	大博医疗	2020-06-12	49.32	4,956.66	1.23%	
688505.SH	复旦张江	2020-06-19	9,105.95	336,920.24		313.41
688520.SH	神州细胞-U	2020-06-22	4,539.74	331,718.61		184.98
300026.SZ	红日药业	2020-06-22	1,034.37	5,709.72	0.39%	
300347.SZ	泰格医药	2020-06-22	163.83	14,725.09	0.30%	
300015.SZ	爱尔眼科	2020-06-30	1,723.23	75,908.07	0.51%	

资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

表3: 2020年6月19日至6月24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 (%)
正海生物	25.48	0.00	0.00
亚宝药业	12.96	0.00	0.00
贵州三力	10.60	32.73	0.00
恩华药业	4.38	0.00	0.00
信立泰	3.61	0.00	0.00
楚天科技	2.06	0.00	0.00
南卫股份	0.00	0.00	-24.65
迈瑞医疗	0.00	-10.30	0.00
九州通	-2.68	0.00	0.00
乐心医疗	-7.53	39.41	0.00
鱼跃医疗	-8.04	0.00	0.00
葵花药业	-11.31	0.00	0.00
司太立	-15.32	0.00	0.00
方盛制药	-27.95	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: 特色原料药行业供需因素分析和生态演绎	6
图 2: 上周医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	14
图 3: 2020 年以来医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	14
图 4: 上周各大行业涨跌幅 (上: 本周涨幅; 下: 2020 年度涨幅)	14
图 5: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	15
图 6: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	16
图 7: 上周医药子板块涨跌幅 (中信)	17
图 8: 上周医药子板块涨跌幅 (民生医药)	17
图 9: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	17
图 10: 2017-2020.6.24 医药北上金额及占总北上资金比例	18
图 11: 2017-2020. 6.24 医药股北上资金布局子行业	18
图 12: 2020.6.22-24 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名	18
图 13: 2020.6.22-24 陆港通医药股市值前 10 名	18
图 14: 2020. 6.22-24 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名	19
图 15: 2020. 6.22-24 港股通医药股市值前 10 名	19
图 16: 2020.6.22-24 陆港通医药股陆港通持股占比前 10	19
图 17: 2020.6.22-24 港股通医药股港股通持股占比前 10	19

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。