

# 医药生物

## 呼吸科领域价值几何？继续重点推荐医药流通

**医药周观点。**本周周报专题，我们将进行呼吸科领域专题论述，探讨相关投资机会。本周我们亦发布了【医药品牌连锁】主线中的龙头公司【美年健康】的深度报告，长期重点看好！本周申万医药指数下跌 4.35%，涨跌幅位列全行业第 18，跑赢沪深 300 指数及创业板指数。我们认为，不管短期中期还是长期，大原则上还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。从中短期看，要结合估值业绩性价比、市场偏好等因素，我们对医药结构性乐观，近期重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，我们认为可关注以下几个方面：

- **流通估值历史底部，潜在向上驱动机会：**我们认为 2019 年将是流通企业重要的拐点，从影响估值的多重因素（业绩、现金流、信用利差）来看均呈现改善的趋势。建议重点关注被低估的**柳药股份**等。
- **注射剂国际化：**将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。
- **创新疫苗：**沃森的 13 价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前 13 价的可喜进展、智飞的微卡获批上市有望成为行业第二波浪潮的大催化剂，同时我们还将看到 EV71 疫苗、HPV 疫苗等品种均是上市 1-2 年的品种，还处在放量阶段，预计 2019 年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**康泰生物、沃森生物、智飞生物**。
- **科创板：**科创板受理企业持续扩容，医药生物已经达到 22 家，继续强调创新药服务商的投资价值，当前我们继续看好**昭衍新药、凯莱英、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。
- **肝素：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司，建议重点关注**健友股份**。
- **国企改革：**“格力混改”和“上药股权激励”两个事件让市场对于国改预期的热度再次提升，建议关注**太极集团**等。

**本周行业重点事件概览。**全国医院药品数据均需统一上报；个人（家庭）医保账户将于明年内取消；国家药监局通知全国国械抽检开始；未过评，山德士阿托伐他汀钙片被停购；最新药监数据公布，药企数量不降反升；辅助用药石家庄评议结果目录流出；广东：加强药品供应保障制度建设行动方案。

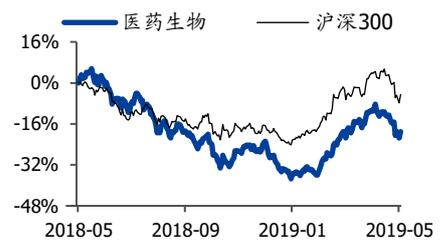
**中长期投资策略：**（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、特色专科连锁医疗服务（爱尔眼科、美年健康、通策医疗等）。（5）**其他特色细分龙头：**核医药（东诚药业）、医药商业（柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等）。

**行情回顾，市场震荡回调。**截至 5 月 10 日，申万医药指数为 7,205.13 点，周环比下跌 4.35%。沪深 300 下跌 4.67%，创业板指数下跌 5.54%，医药跑赢沪深 300 指数 0.32 个百分点，跑赢创业板指数 1.19 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 23.36%，沪深 300 上涨 23.91%，创业板指数上涨 22.66%，医药跑输沪深 300，跑赢创业板指数。子行业方面，本周表现最好的为医药商业 II，下跌 1.70%；表现最差的为中药 II，下跌 7.10%。

**风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

### 相关研究

1、《医药生物：年报季报验证医药从野蛮扩张到结构优化，继续推荐医药流通》2019-05-05

2、《医药生物：详解 2019Q1 机构医药持仓，继续推荐医药流通》2019-04-28

3、《医药生物：工业大麻，“钱”景如何？机构 Q1 医药持仓略有下降》2019-04-21



## 内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	2
1、医药核心观点.....	3
1.1 周观点.....	3
1.2 投资策略及思考.....	4
1.3 呼吸科领域专题：大品种频出，技术壁垒高筑，国外呈现药物迭代趋势，国内少数玩家有望瓜分巨大市场.....	5
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	9
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	11
3.1 医药行业行情回顾.....	11
3.2 医药行业热度追踪.....	15
3.3 医药板块个股行情回顾.....	21
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新.....	21
5、风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1: 哮喘与 COPD 患病情况.....	5
图表 2: GSK 在吸入性糖皮质激素治疗哮喘领域的专利布局.....	6
图表 3: 重点产品仿制药竞争及仿制难度打分.....	7
图表 4: 彭博终端增速较快的单品及规模情况.....	7
图表 5: 样本医院哮喘 & COPD 在售药物历年增长情况.....	8
图表 6: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	12
图表 7: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%).....	12
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比(周对比, % ).....	13
图表 9: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比(2019 年初至今, % ).....	14
图表 10: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图(%).....	14
图表 11: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图(%).....	15
图表 12: 医药行业估值溢价率(申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	15
图表 13: 2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化.....	16
图表 14: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2019Q1】.....	16
图表 15: 2019Q1 基金重仓股医药持仓情况拆分.....	17
图表 16: 生物医药板块按重仓持有基金数/重仓基金持股市值及总市值占比分析(前 30 名).....	18
图表 17: 2019Q1 基金重仓股医药持股基金数变化前后 10 名个股(全基金).....	19
图表 18: 2019Q1 基金重仓股医药持股市值增降前 10 名个股(全基金).....	19
图表 19: 2019Q1 基金重仓股医药持股市值占比增降前 10 名个股(全基金).....	20
图表 20: 生物医药板块沪(深)港通持股市值及持股比例分析(前 20 名) 2019.3.30 vs 2018.12.31.....	20
图表 21: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	21
图表 22: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	21
图表 23: 医药行业重点上市公司估值增速.....	22

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

**本周周报专题，我们将进行呼吸科领域专题论述，探讨相关投资机会。本周我们亦发布了【医药品牌连锁】主线中的龙头公司【美年健康】的深度报告，长期重点看好！**本周申万医药指数下跌4.35%，涨跌幅位列全行业第18，跑赢沪深300指数及创业板指数。我们认为，不管短期中期还是长期，大原则上还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。从中短期看，要结合估值业绩性价比、市场偏好等因素，我们对医药结构性乐观，近期重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，我们认为可关注以下几个方面：

- **流通板块估值历史底部，潜在向上驱动机会：**我们认为2019年将是流通企业重要的拐点，从影响估值的多重因素（业绩、现金流、信用利差）来看均呈现改善的趋势。流通企业现有业务能够支撑的增速与外部融资支撑的增速应给与不同的定价，建议当前时点重点关注估值被低估的柳药股份等。
- **注射剂国际化：**ANDA和业绩将进入爆发兑现期，继续看好健友股份、普利制药。
- **创新疫苗：**沃森的13价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前13价的可喜进展、智飞的微卡获批上市有望成为行业第二波浪潮的大催化剂，同时我们还将看到EV71疫苗、HPV疫苗等品种均是上市1-2年的品种，还处在放量阶段，预计2019年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注康泰生物、沃森生物、智飞生物。智飞近期三联苗公告导致股价大幅波动，我们认为股价已经反映了三联苗带来的负向影响预期，当前时点仍建议重点关注智飞生物。
- **科创板：**科创板受理企业持续扩容，医药生物已经达到25家，继续强调创新药服务商的投资价值，当前我们继续看好昭衍新药、凯莱英、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。
- **肝素：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司，建议重点关注健友股份。
- **国企改革：**“格力混改”和“上药股权激励”两个事件让市场对于国改预期的热度再次提升，建议关注太极集团等。

**近期我们已经连续发布系列深度报告和年报一季报总结，欢迎交流讨论：**

- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】迎政策利好，享创新红利，CDMO王者日新月异
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之一：【智飞生物】疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估
- 【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之一：【普利制药】注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期
- 【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之二：【健友股份】注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性
- 【医药品牌连锁】主线之【特色专科连锁医疗服务】之一：【美年健康】平台价值极高的体检行业龙头
- 【医药特色细分龙头】主线之【核医药】之一：【东诚药业】核药龙头腾飞在即，猪瘟加持肝素拐点向上
- 【医药特色细分龙头】主线之【流通】之一：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头
- 【医药行业2018年报/2019一季报总结】：行业整体承压，板块分化明显，部分细分领域保持高景气状态

## 1.2 投资策略及思考

**不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。**

(一) 从中短期角度来看，要结合估值业绩性价比、市场偏好等因素，我们对医药结构性乐观，近期重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，我们认为可关注以下几个方面：

- **流通板块估值历史底部，潜在向上驱动机会：**我们认为 2019 年将是流通企业重要的拐点，从影响估值的多重因素（业绩、现金流、信用利差）来看均呈现改善的趋势。我们在近期周报中持续讨论了医药流通的逻辑体系、流通的估值体系，认为其现有业务能够支撑的增速与外部融资支撑的增速应给与不同的定价，建议当前时点重点关注估值被低估的柳药股份等。
- **注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好健友股份、普利制药。
- **创新疫苗：**沃森的 13 价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前 13 价的可喜进展、智飞的微卡获批上市有望成为行业第二波浪潮的大催化剂，同时我们还将看到 EV71 疫苗、HPV 疫苗等品种均是上市 1-2 年的品种，还处在放量阶段，预计 2019 年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注康泰生物、沃森生物、智飞生物。智飞近期三联苗公告导致股价大幅波动，我们认为股价已经反映了三联苗带来的负向影响预期，当前时点仍建议重点关注智飞生物。
- **科创板：**本周科创板受理企业持续扩容，医药生物已经达到 25 家，继续强调创新药服务商的投资价值，当前我们继续看好昭衍新药、凯莱英、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。
- **肝素：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司，建议重点关注健友股份。
- **国企改革：**“格力混改”和“上药股权激励”两个事件让市场对于国改预期的热度再次提升，我们进行了简要梳理，后续还会持续跟进，建议关注太极集团等。

(二) 从中长期来看，什么样的领域能走出 10 年 10 倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域亦有可能走出大牛股，但我们只看相对龙头：

### (1) 医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商：**比较重点的是 CRO/CDMO 板块，创新药爆发前夜，创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成，二线如博腾股份、九州药业、量子生物等、其他创新药服务商艾德生物等。
- **创新药：**部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力（心脑血管创新药领导者）等。
- **创新疫苗：**创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物等。
- **创新器械：**推荐重点关注迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等。

### (2) 医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **注射剂国际化：**推荐重点关注健友股份、普利制药、恒瑞医药等。
- **口服国际化：**重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注华海药业。

### (3) 医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费：**推荐重点关注片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等。
- **其他特色消费：**推荐重点关注生长激素龙头长春高新及安科生物、过敏领域龙头我武生物等。

### (4) 医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店：**推荐重点关注益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等
- **特色专科连锁医疗服务：**推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗等。

### (5) 其他特色细分龙头：

- **核医药：**推荐重点关注东诚药业。
- **医药商业：**推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份、九州通。

### 1.3 呼吸科领域专题: 大品种频出, 技术壁垒高筑, 国外呈现药物迭代趋势, 国内少数玩家有望瓜分巨大市场

近期, 兴齐眼药和冠昊生物分别因其在研或者获批的重磅品种低浓度阿托品和苯烯莫德获得了二级市场的关注, 股价也大幅表现, 重磅产品预计给上市公司未来爆发式的变化也得到了资本市场的再次关注, 我们会在后续周报中, 针对一些潜在的可能会出大品种的细分领域分别做专题讨论研究, 敬请期待。2019年4月, 健康元呼吸科产品复方异丙托溴铵吸入溶液已经获批, 呼吸科产品走入投资者视野之中, 呼吸科的市场怎样、格局怎样、未来会有怎样的演变? 投资机会如何? 本周周报讲针对此细分领域做初步讨论分析, 后续还会做更为系统的深入研究。

呼吸系统疾病患病率高, 影响人数广。支气管哮喘(Bronchial asthma, 简称哮喘)和慢性阻塞性肺疾病(COPD)是临床上常见的两大呼吸系统慢性炎症性疾病, 二者合计占呼吸科总销售额的近60%(样本医院数据库)。空气污染和老龄化加大罹患呼吸系统疾病的风险, 也将驱动潜在市场持续扩容。

- 哮喘影响约全球3亿人口, 且发展中国家哮喘患病率的不断上升, 预计到2025年将增长至4亿。在中国约有3千万哮喘人群。
- COPD是全球第四大死亡原因, 到2020年将成为第三大死亡原因。2012年有超过300万人死于COPD, 占全球死亡的6%。而在我国, 2013年COPD总死亡人数约为91万人, 排单病种第三位, 占我国全部死因的11%。COPD多发于40岁以上人群, 年龄增大与COPD患病率增高相关。

图表1: 哮喘与COPD患病情况

疾病	地区	患病人数	发病率	特殊年龄段	趋势
哮喘	美国	约2550万人	8.40%	儿童9.30%	预计2025年哮喘患者将增至4亿
	中国	约3000万人	1.24%	儿童3.02%	
	全球	约3亿人	4.5%		
COPD	美国	0.15亿人	4.6%	40岁以上6.7%	预计到2020年, 慢阻肺将成为第三大致死疾病
	中国	约1亿人	8.6%	40岁以上13.7%	
	全球	约3.28亿人	4-10%	40岁以上9-10%	

资料来源: 《中国哮喘管理现状白皮书》, 公开资料, 国盛证券研究所

国内医院端2017年呼吸系统用药规模268亿(IMS数据), 其中哮喘和COPD占比56%(样本医院数据库), 整体规模约150亿。美国市场整体161亿美金(彭博数据), 但从2012年起整体市场已经开始呈现负增长, 我们认为结构性调整是一个主要原因, 部分产品仍然是超高速增长。

#### 1) 呼吸科领域用药独特, 技术壁垒造就良好护城河

哮喘用药以吸入性糖皮质激素为根据阶梯治疗基础联用支气管舒张剂。COPD以支气管舒张剂为首选, 联用吸入性糖皮质激素或其他舒张剂。

中国及欧美上市治疗哮喘和COPD的药物类别主要有:

- 糖皮质激素: 包括吸入(Inhaled corticosteroid, ICS)和口服(Oral corticosteroid, OSC)。代表药物布地奈德、氟替卡松、倍氯米松、糠酸莫米松、环索奈德等。
- β2受体激动剂药物(SABA & LABA): 包括短效β2-受体激动剂(SABA)和长效β2-受体激动剂(LABA)。SABA代表药物主要是沙丁胺醇, LABA代表药物主要有沙美特罗、福莫特罗、茚达特罗等。
- 抗胆碱能药物(SAMA & LAMA): 包括短效抗胆碱药(SAMA)和长效抗胆碱药(LAMA)。SAMA代表药物主要是异丙托溴铵, LAMA代表药物主要有噻托溴铵、格

隆溴铵等。

- **白三烯受体拮抗剂(LTRA)**: 代表药物为孟鲁司特和扎鲁司特。
- **单抗类细胞因子抑制剂**: 奥马珠单抗、美泊利单抗等
- **其他**: 磷酸二酯酶抑制剂、茶碱类等。

与其他疾病不同的是，治疗哮喘和 COPD 时首选吸入给药。呼吸科用药的给药方式大致是从片剂注射剂向雾化/气雾/干粉等方向发展，后者拥有更好的吸收效果以及患者依从性。未来趋势在于智能给药。

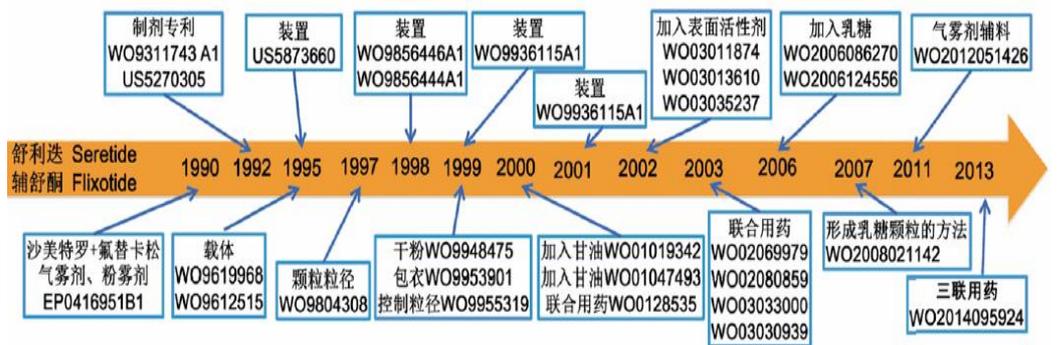
- **雾化剂(NEB)** 价格昂贵、不易携带，且容易造成浪费，使用场景主要是在家中，国内目前院内雾化剂依然大于气雾剂/粉雾剂。
- **气雾剂(MDI)** 结构小巧、计量容易控制、操作简单，但吸入技巧不易掌握（支气管痉挛、口咽部沉积）。6岁以上适宜使用含抛射剂。
- **粉雾剂(DPI)** 克服了药物释放和吸入不协调的问题，降低不良反应发生，适用于老人和儿童，但效果与吸药速度相关。

**吸入剂产品技术壁垒高，是良好的护城河**：吸入制剂研发、审批和生产壁垒较高，这是导致我国市场长期为外企占据的原因；但对于能够攻克这些壁垒的国内药企，这些壁垒将成为良好的护城河。

- ✧ **研发壁垒**：①对于吸入剂使用的溶液或粉剂，对粒径大小有严格的要求，在相应范围内的粒径才能附着吸收，稳定吸收；②吸入制剂的均一性和稳定性较难确保；③给药装置的研发：药物和给药装置一体，研发需要考虑吸入产品处方、吸入装置设计、微量精密灌装装配工艺等多方面因素；药品的工艺制备专利以及吸入装置专利有效期常久于主药，仿制壁垒进一步加大。
- ✧ **审批壁垒**：①由于吸入制剂是肺部给药，基本不进入血液循环，无法通过血药浓度来进行 PK/PD 试验。吸入制剂进行 BE 试验流程较为复杂，产生的花费亦较高；②药械结合联合申报。
- ✧ **生产壁垒**：吸入溶液因为生产过程中 API 不能高温灭菌，无菌生产的设备就需要几千万，车间就是上亿级的投入，门槛高，只能是大企业做。

**举例：GSK 在吸入性糖皮质激素治疗哮喘领域的专利布局全面且众多**

图表 2: GSK 在吸入性糖皮质激素治疗哮喘领域的专利布局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

仿制难度较大，海外获批的仿制药也很少：**FDA 和欧盟对吸入剂型技术指导原则均设立较高门槛。**

在美国，FDA 的药物评估和研究中心要求仿制药商证明其拟使用的 pMDI 或 DPI 与品牌产品具有同等的肺部输送、全身暴露以及可比性。此外，仿制药中的辅料必须在质量和数量上与品牌药相同。由于在证明仿制药和品牌药生物等效性方面存在困难，FDA 很少收到吸入制剂仿制药的申请，尽管许多老的 pMDI 产品在市场上没有专利或排他性保护。在欧洲，如果两种吸入药物具有相同的活性成分、剂型、给药途径和强度，则被认为是治疗等效的两种吸入药物。然而，这种治疗等效性研究的一个关键纳入标准是患者正确

使用被比较的两种设备的能力，在现实情况下很难。并且监管当局没有制定关于正确使用吸入器的标准。

图表 3: 重点产品仿制药竞争及仿制难度打分

产品	给药方式	仿制药竞争强度	仿制难度
舒利迭	吸入	★★	★★★★
信必可	吸入	★	★★★★★
塞托溴铵	吸入	★	★★
多索茶碱	口服	★★★★	★
罗氟司特	口服	★★★	★

资料来源: 药智网, 国盛证券研究所

## 2) 呼吸科支撑国际三巨头辉煌业绩, 国外产品呈现迭代趋势

GSK 拥有 LABA/ICS 类药物的霸主舒利迭 Advair (全球最畅销的哮喘/COPD 药物), 呼吸科贡献近四分之一营收。阿斯利康的布地奈德是国内最为畅销的哮喘/COPD 药物, 约 40 亿元规格, 呼吸科贡献 20% 营收。诺华的 Xolair 2018 年销售额已突破 10 亿美元。

彭博终端哮喘 & COPD 药物整体市场规模下降 (161 亿美金), 支气管扩张药为主导, 复方中 LABA+ICS 为最大子品类, 其中舒利迭 40.6 亿美金, 信必可 31.6 亿美金, 两个品种占比 44.8%, 但均已呈现下滑趋势。LABA+LAMA 复方和 IL-5 拮抗物抗体子品类增速较快, 增速较快的单个品种出自 LABA+ICS、LABA+LAMA、LAMA、IL-5 拮抗物抗体以及类固醇子品类, 基本都为上市 3-5 年的新产品 (新化学实体或者新复方), 呈现了产品迭代的趋势。

图表 4: 彭博终端增速较快的单品及规模情况

品种	公司	已销售年份	子品类	2017 年销售额 (亿美金)	增速 (%)
Breo Ellipta	GSK	5	LABA+ICS	12.95	54.26
Incruse	GSK	3	LAMA	2.59	67.62
Anoro	GSK	3	LABA+LAMA	3.4	61.77
Duaklir	AZ	3	LABA+LAMA	0.79	25.4
Ultibro Breezhaler	诺华	5	LABA+LAMA	4.11	13.22
Nucala	GSK	3	IL-5 抗体	4.43	220.65
Arnuity Ellipta	GSK	3	类固醇	0.45	121.83
Pulmicort	AZ	超过 10 年	类固醇	11.76	10.84

资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

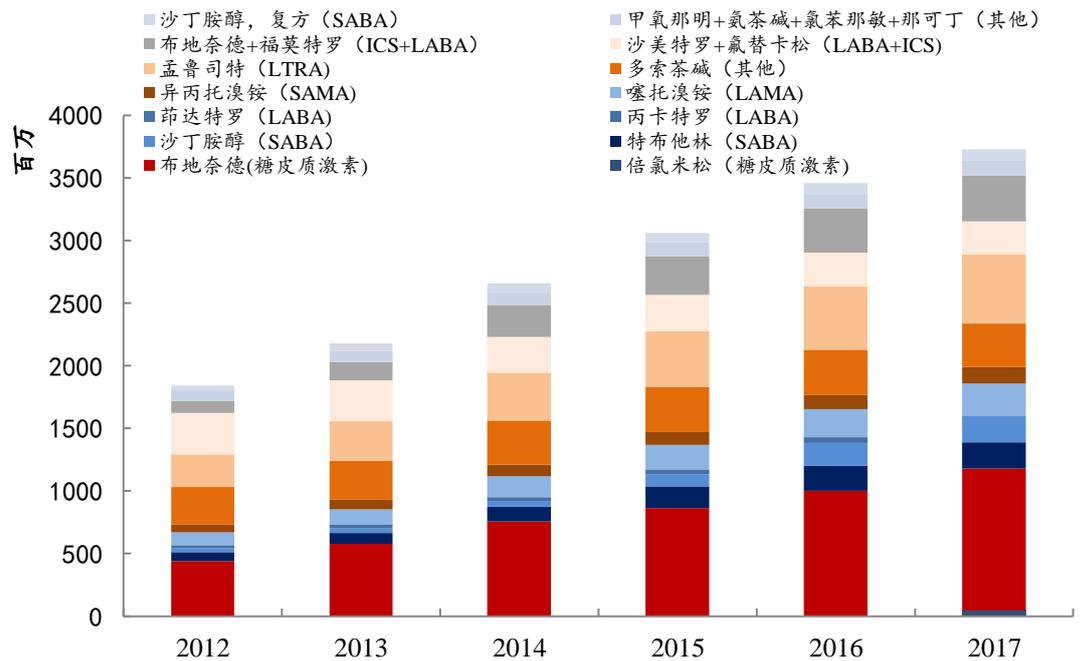
## 3) 国内样本医院在售品类较少, 进口替代空间大, 部分产品竞争格局好, 结构性增速较快

糖皮质激素类和抗胆碱能类销售占比呈现逐年提升的趋势, 增速超过 15%。国内目前仍以 ICS 为主要子品类, 未来 IL-5 拮抗物抗体等新兴药物有望逐步替代传统药物。另外, 国内竞争格局好的单方和复方均可重点关注, 外资产品均占大头, 未来进口替代空间巨大。

➢ **糖皮质激素:** 2017 年样本医院整体规模 11.8 亿, 按 IMS 数据按比例放大后大约 47.5 亿, 占整体哮喘+COPD 的 32%, 以布地奈德为主, 2017 年增速 18%。

- **β2受体激动剂药物 (SABA & LABA):** 2017年样本医院整体规模4.19亿,按IMS数据按比例放大后大约16.84亿,占整体平喘+COPD的11%,以特布他林和沙丁胺醇为主,2017年与2016年规模持平。
- **抗胆碱能药物 (SAMA & LAMA):** 2017年样本医院整体规模3.93亿,按IMS数据按比例放大后大约15.81亿,占整体平喘+COPD的10.5%,以噻托溴铵和异丙托溴铵为主,2017年增速16%。
- **复方药物:** 2017年样本医院整体规模8.43亿,按IMS数据按比例放大后大约33.89亿,占整体平喘+COPD的22.6%,以布地奈德+福莫特罗、沙美特罗+氟替卡松为主。
- **其他药物:** 2017年样本医院整体规模8.95亿,按IMS数据按比例放大后大约36亿,占整体平喘+COPD的24%,以孟鲁司特和多索茶碱为主。

图表5: 样本医院平喘 & COPD 在售药物历年增长情况



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

我国呼吸科领域目前以进口产品为主,国产占比不到30%,有巨大的进口替代空间。国内进展较快的企业包括正大天晴、鲁南贝特、仙琚制药、长风药业以及健康元等,由于较高的竞争壁垒等因素,参与玩家数量有限,竞争格局良好(本节数据来源均为样本医院数据库)。

- **通用名品种格局:** 吸入最大品种为布地奈德,口服最大品种为孟鲁司特。
- **给药途径格局:** 国内吸入制剂占比65%,口服占比20%。
- **生产企业格局:** 四大进口企业占比70%,国产占比不到30%,龙头为阿斯利康(占比41%,主要产品为布地奈德)。
- **吸入剂型:** 三大进口(阿斯利康、BI和GSK)企业占比92%,品种规模大,国产占比很低,各个品种竞争格局较好。
- **口服剂型:** 默沙东占比最高(52%,孟鲁司特销量大),其他各个品种竞争厂家众多且品种规模不大。
- **国内重点玩家:** 进口企业包括阿斯利康、BI、GSK和默沙东,国产企业包括鲁南贝特、正大天晴、仙琚制药。
- **潜在新进入者:** 长风药业、健康元。
- **重点品种申报情况:**
  - ◇ 布地奈德混悬剂: 混悬剂健康元(太太药业)、长风药业、正大天晴3家均以新

4类提交上市申请，其中健康元获批临床，长风和正大天晴仍在审评中；鲁南制药按照6类提交申请，已撤回申请。

- ◇ **信必可**：四川普瑞特正在申报生产，正大天晴的胶囊剂型申报临床获批。
- ◇ **舒利迭**：粉雾剂恒瑞、正大天晴、山东京卫、海滨制药、欧米尼、四川普锐特申报生产，其中，正大天晴进度最快，正在进行3期临床，恒瑞、海滨获批临床，普锐特需要做BE。另外还有几家与进口企业联合申报处于临床阶段。
- ◇ **孟鲁司特**：申报厂家众多。
- ◇ **噻托溴铵**：无潜在新进入者。

#### 国内重点玩家研发进展：

- ✓ **正大天晴**：目前拥有呼吸产品线（天晴速乐-噻托溴铵粉雾吸入剂），目前吸入用布地奈德混悬液以及沙美特罗替卡松（舒利迭）两个重磅大品种已经报产，在研产品线还包括环索奈德、阿福特罗、茆达特罗等高壁垒品种。
- ✓ **健康元**：公司在呼吸吸入制剂领域布局深入，首席科学家金方教授在呼吸吸入制剂领域有着丰富的积累，是国内潜在呼吸吸入制剂龙头企业。公司产品布局全面且研发进展相对靠前，其中复方异丙托溴铵吸入溶液已获批，布地奈德气雾剂和异丙托溴铵气雾剂申报生产，左旋沙丁胺醇吸入溶液进入优先审评有望获批免临床直接上市，妥布霉素吸入溶液正在进行3期临床试验，大品种沙美特罗替卡松（舒利迭）通过优先审评获批临床，重磅品种布地奈德混悬液获批临床，另有富马酸福莫特罗、盐酸氨溴索均已获批临床。
- ✓ **恒瑞医药**：呼吸线并非主打产品线，但在研产品中包括茆达特罗吸入粉雾剂、格隆溴铵吸入粉雾剂，沙美特罗替卡松（舒利迭）也已进入报产阶段。
- ✓ **长风药业**：自创立起，长风药业专注于气雾剂、干粉剂、鼻喷剂和雾化剂等技术开发和产品研发，已建立起涉及这些剂型的研发平台和生产设施。目前已获得四轮累计5.6亿元的融资，完成了吸入制剂全系剂型的研发平台和六条生产线的建设。公司在研产品近20个，其中4个品种已进入临床阶段（包括吸入用布地奈德混悬液、沙美特罗替卡松吸入气雾剂、盐酸氨卓斯汀丙酸氟替卡松鼻喷雾剂、左沙丁胺醇）。
- ✓ **海思科**：2017年8月，海思科与益得生物科技签署战略合作协议共同开拓慢性呼吸系统疾病治疗领域。2018年8月，海思科获得Pneuma公司软雾吸入装置和软雾剂产品30年中国境内独家许可权。目前在研品种包括茆达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂、格隆溴铵吸入粉雾剂、氟替卡松吸入溶液。

**A股上市公司中建议重点关注健康元，关注恒瑞医药、海思科、仙琚制药等在呼吸科领域的布局进展。**

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】国家卫健委：全国医院药品数据均需统一上报

<https://dwz.cn/35i0Nxf1>  
<https://dwz.cn/Sz9Mj9AL>

5月7日，国家卫健委发布通知，向全国医院印发《全国医院数据上报管理方案（试行）》和《全国医院上报数据统计分析指标集（试行）》，旨在加强和规范全国医院数据报送管理。

此次《试行方案》具体包括医疗质量安全、医疗服务、医疗效率、用药管理、输液管理、医院收入、财务管理、医疗负担、医疗保障、医疗资源等十个部分。值得关注的是，方案中明确要求，全国医院需要统一上报医院处方管理相关指标，包括开具处方数、开具限制和特殊抗菌药物处方数、开具麻醉药品和第一类精神药品处方数、

药师审方处方数、药师调剂处方数等 5 个指标

**【点评】**此前，国家卫健委就已发布通知，对全国三级以上医院绩效考核有关工作提出了几点要求，这是落实了今年 1 月份国务院办公厅下发的《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》。而此次发布的试行方案和分析指标集，也正是对全国公立医院的考核进一步落地，未来，这些药品使用数据或将成为未来招标集采中的重要参考来源，从国家整体布局来看，这些数据未来亦有可能成为医保支出精细化调控的重要依据。

### **【事件二】医保局发文：个人（家庭）医保账户将于明年内取消**

<https://dwz.cn/wqJ7Eovd>

国家医保局官方微信公众号发布《国家医疗保障局 财政部关于做好 2019 年城乡居民基本医疗保障工作的通知》。《通知》对提高城乡居民医保和大病保险筹资标准、稳步提升待遇保障水平、全面建立统一城乡居民医保制度、完善大病保险政策与管理、落实医保精准扶贫等 8 大方面进行了细致说明。

尤为值得一提的是，《通知》对个人（家庭）医保账户的取消事宜，划定了明确的时间表，个人（家庭）医保账户将于 2020 年底前取消，向门诊统筹平稳过渡，已取消个人（家庭）医保账户的地区，不得恢复或变相设置。

**【点评】**本政策仅涉及城乡居民医保，而不影响城镇职工个人医保账户。城乡居民医保人均缴费与门诊统筹报销水平都很低，预计本政策对医药零售行业影响基本可以忽略。

### **【事件三】国家药监局通知全国医械抽检开始**

<https://dwz.cn/Myl3y9zT>

国家药监局发通知，全国医疗器械抽检工作启动，抽检方案印发。5 月 6 日，国家药品监督管理局官网发布《国家药监局综合司关于印发 2019 年国家医疗器械抽检产品检验方案的通知》，向各省、自治区、直辖市药品监督管理局印发 2019 年国家医疗器械抽检产品检验方案。国家药监局在《通知》中要求，各省自治区直辖市药监局要按照《2019 年国家医疗器械抽检（中央补助地方项目）产品检验方案》、《2019 年国家医疗器械抽检（国家级预算项目）产品检验方案》组织相关检验机构按医疗器械强制性标准以及经注册或者备案的产品技术要求（注册产品标准）开展检验工作。

**【点评】**根据此前国家药监局印发的《国家药监局关于开展 2019 年国家医疗器械抽检工作的通知》要求，此次的通知意味着 2019 年医疗器械抽检工作全面启动。此次的产品抽检旨在加强上市后医疗器械产品的质量监管。国家医疗器械抽检工作还存在各种问题和挑战，要求整合全国医疗器械抽检资源，规范行为，抽检工作将重点关注不合格产品召回信息发布。此行为可视为医疗器械供给侧改革的动作之一，长期利好优质器械龙头。

### **【事件四】未过评，江苏停购、广西停购，山德士阿托伐他汀钙片被停购**

<http://suo.im/4QM8AX>

5 月 9 日，江苏、广西相继发出通知，江苏 10 个、广西 8 个未过评仿制药将面临“下架”（包括仿制药巨头——诺华旗下山德士的阿托伐他汀钙片（10mg，山乐汀））。按国家相关政策规定，采购环节同品种过评达到 3 家及以上，将不再采购未过评品种。

**【点评】**一致性评价工作的提速使得过评仿制药能够以备案采购、挂网、甚至带量采购

方式进入市场，但同一通用名只有三个名额，未过评品种将被暂停采购，失去市场份额，江苏、广西等省区正是基于此实施暂停采购的，加快一致性评价进展对于企业至关重要。

#### 【事件五】最新药监数据公布，药品企业数量不降反升

<https://dwz.cn/4eOT4AW4>

5月9日，国家药监局发布2018年药品监管统计年报，汇集了2017年12月1日至2018年11月30日的药品监管情况，从生产和经营许可、注册审批、中药品种保护、投诉举报和案件查处等五方面进行了统计。截止截至2018年11月底，全国共有原料药和制剂生产企业4441家，相比2017年的4376家，增加了65家。

【点评】生产企业2016年数量较上年减少889家，我们认为是2015年是新版GMP实施大限之年所致。2016年起数量连增三年可能是前期没有通过GMP认证的企业后期通过了认证。同样，器械生产经营企业、药品零售门店数量这些年一直在增加，但结构性调整一直在进行，各类企业在新开办的同时，也有存量企业被兼并收购换了主人。

#### 【事件六】辅助用药，石家庄评议结果目录流出

<https://dwz.cn/DtoOzH3r>

近今日，一份石家庄市卫健委发布的《关于医疗领域辅助用药问题专项整治工作的补充通知》在业内流出。该通知公布了《石家庄市辅助用药专家评议结果目录》，涉及20个辅助药品。

【点评】自2018年12月12日，国家卫健委发布《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》以来，上海、广西、新疆等多个省份均已着手落实相关政策。从多个省份发布的重点监控、辅助用药目录上来看，营养类药物（含肿瘤辅助用药）、中药注射剂药品或将成为辅助用药的重点监控品种。

#### 【事件七】广东卫健委：加强药品供应保障制度建设行动方案

<https://dwz.cn/xH4hKshw>

广东省卫健委印发《加强药品供应保障制度建设行动方案》征求意见稿。再次重申坚持公立医院药房的公益性，公立医院不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房。推广处方流转平台，支持第三方机构共同参与。全面推广政府引导、市场主导、联盟采购、平台操作的药品集团采购经验，三大采购平台良性竞争，共享平台采购数据。

【点评】广东省不断推进“互联网+”药品供应服务，推广处方流转平台，加速处方外流，利好药店等流通企业。

## 3、行情回顾与医药热度跟踪

### 3.1 医药行业行情回顾

截至5月10日，申万医药指数为7,205.13点，周环比下跌4.35%。沪深300下跌4.67%，创业板指数下跌5.54%，医药跑赢沪深300指数0.32个百分点，跑赢创业板指数1.19

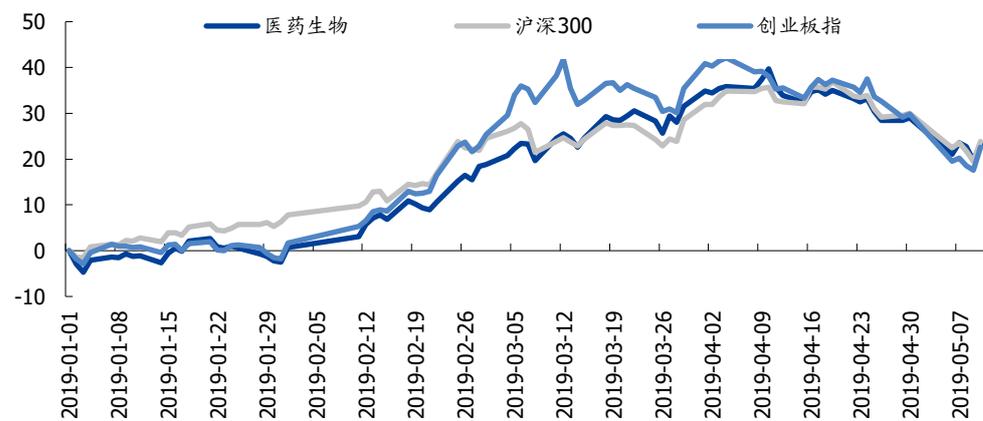
个百分点。2019年初至今申万医药上涨23.36%，沪深300上涨23.91%，创业板指数上涨22.66%，医药跑输沪深300，跑赢创业板指数。

图表6: 本周申万医药 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比(%)	与月初比(%)	与年初比(%)
沪深300	3,730.45	3,913.21	-4.67	-4.67	23.91
创业板指数	1,533.87	1,623.78	-5.54	-5.54	22.66
生物医药(申万)	7,205.13	7,532.61	-4.35	-4.35	23.36

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

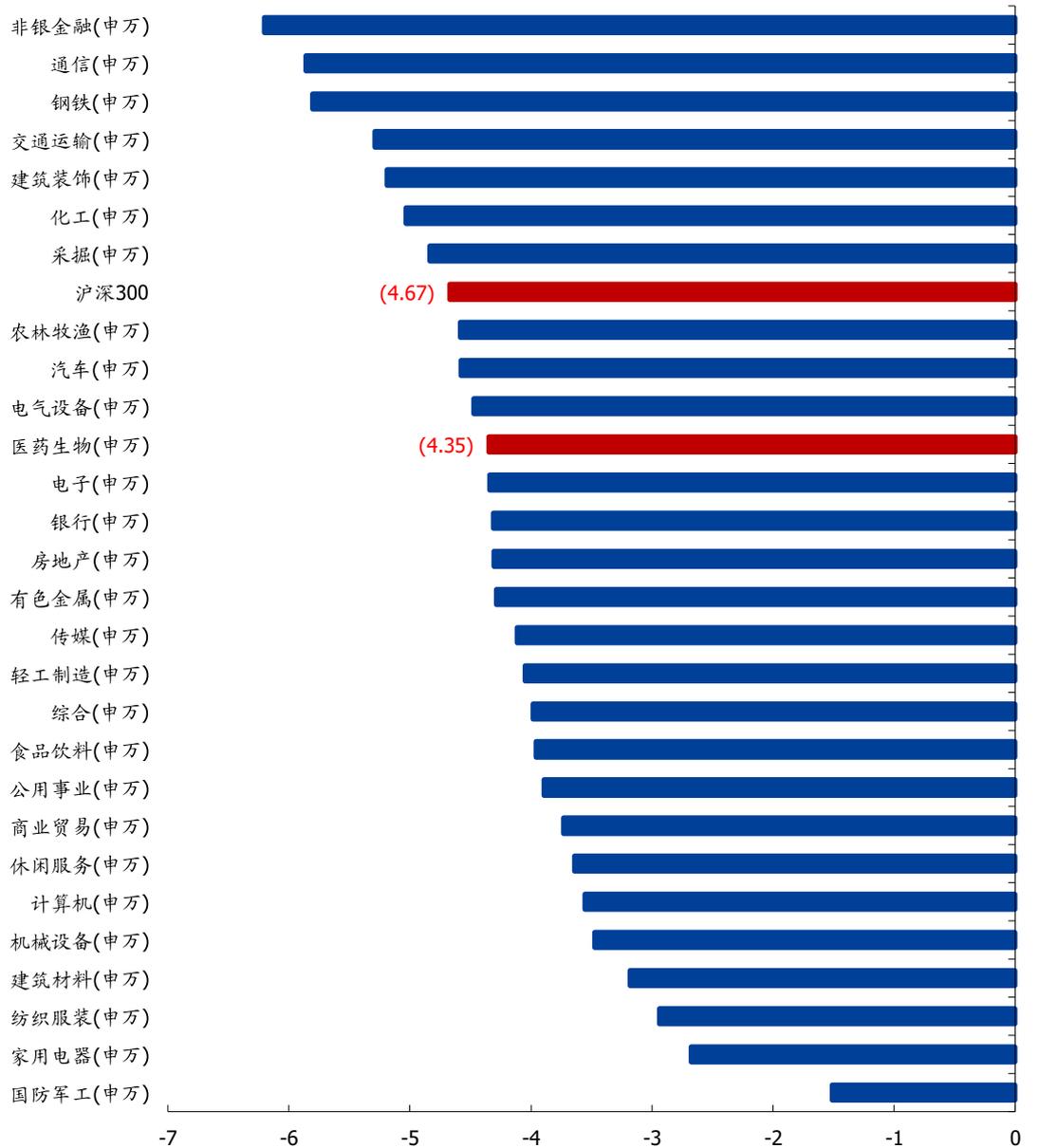
图表7: 2019年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

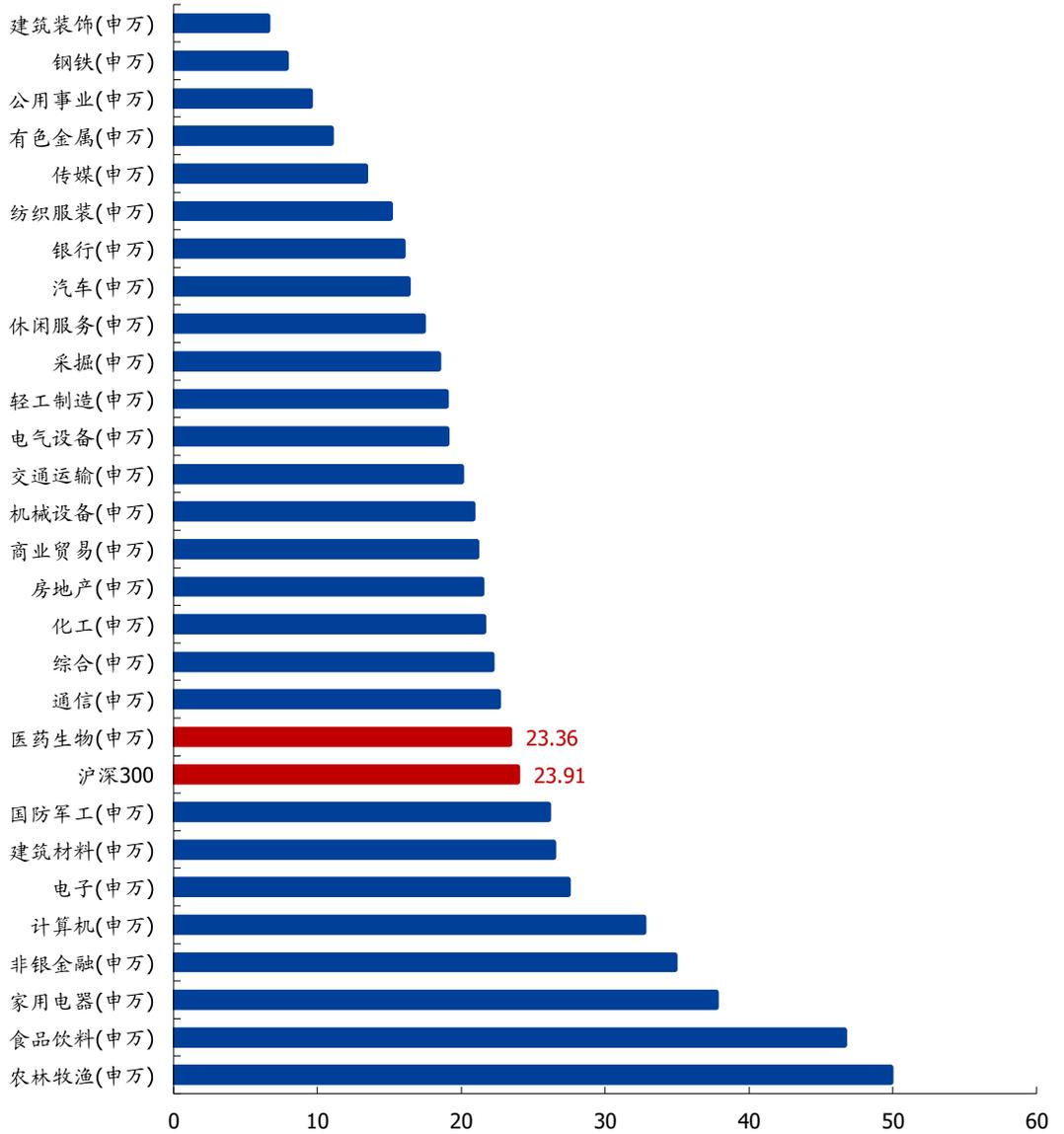
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第18位。2019年初至今，医药涨跌幅排在第10位。

图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

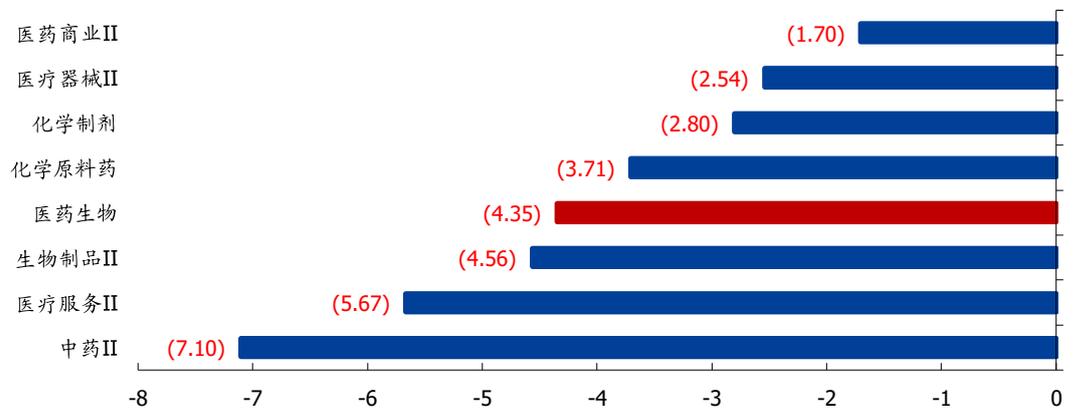
图表 9: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医药商业 II, 下跌 1.70%; 表现最差的为中药 II, 下跌 7.10%。

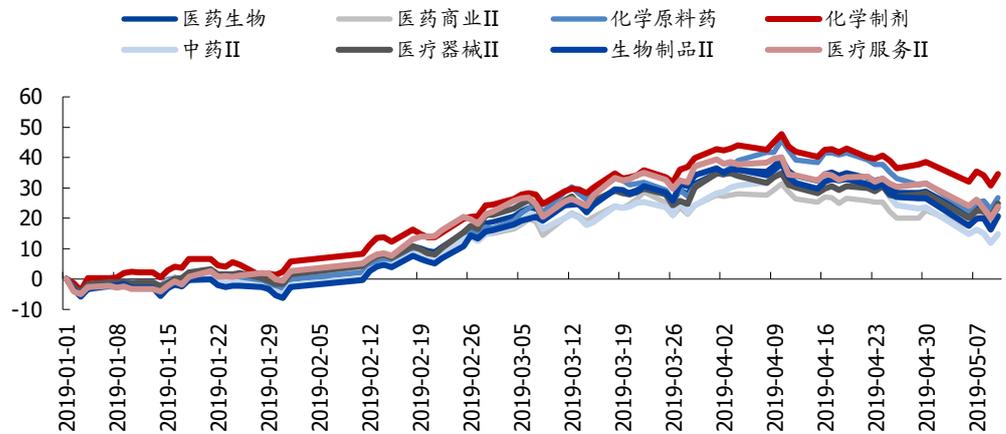
图表 10: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年初至今表现最好的子行业为化学制剂，上涨34.69%；表现最差的子行业为中药II，上涨14.80%。其他子行业中，生物制品II上涨20.75%，医药商业II上涨20.44%，化学原料药上涨26.76%，医疗器械上涨25.01%，医疗服务II上涨23.93%。

图表 11: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为30.92X，较上周相比下降了1.24个单位，比2005年以来均值（37.93X）低7.01个单位，上周医药行业整体略微回落。本周医药行业估值溢价率（相较A股剔除银行）为58.89%，较上周上升了1.09个百分点。溢价率较2005年以来均值（56.45%）高2.44个百分点，处于均值偏上水平。

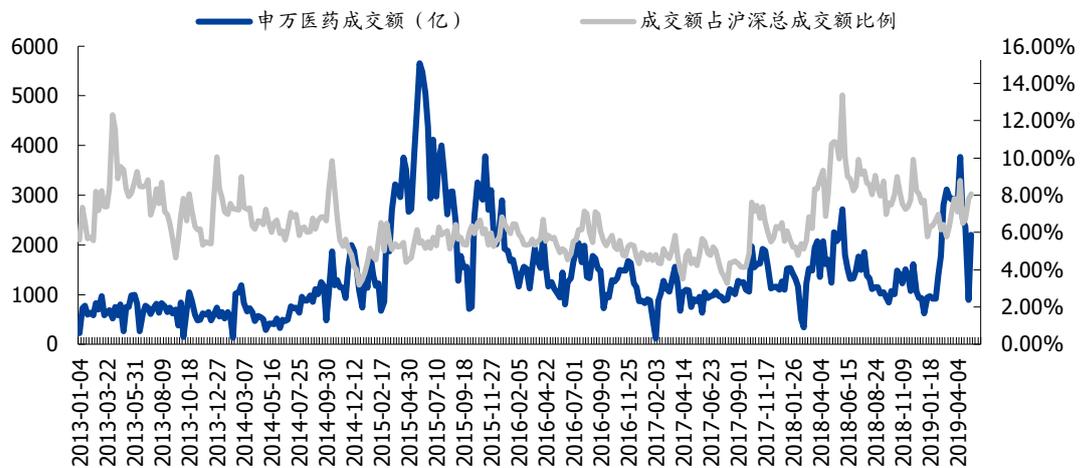
图表 12: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 2205.52 亿元，沪深总成交额为 27289.97 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.08%（2013 年以来成交额均值为 6.41%），本周医药行业热度较上周有所上升。

图表 13: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



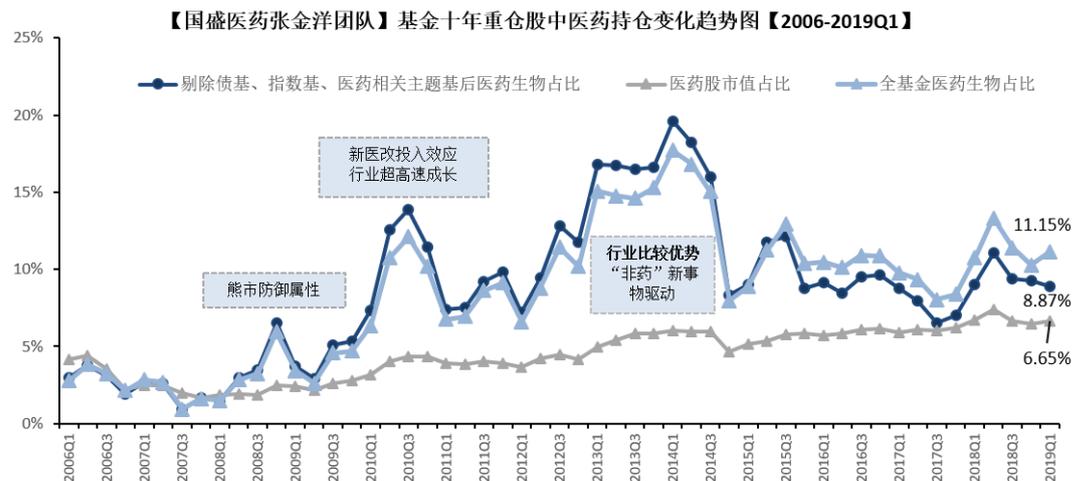
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2019Q1 基金生物医药持仓情况:** 1) 全基金医药生物持仓有所提升，主要是医药主题基金、指数基金、债券型基金医药持仓占比上升所致，主动型非医药主题基金持仓有所减少；2) 基金重仓个股持仓情况呈现“顶部效应”，持仓向前 5 个股倾斜，持仓集中度明显提升；3) 子行业中创新药受到追捧，中药和医疗器械热度下降；4) 北上资金持股占比提升。

### 1) 整体持仓情况

基金整体医药持仓占比上升。2019Q1，全基金重仓股持仓比例为 11.15%，相较 2018Q4 上升 0.87pp；剔除医疗健康基金后主动型非债券基金中医药重仓股持股比例为 8.87%，相较 2018Q4 下降 0.40pp（统计日期截止 2019.4.21）。整体医药仓位上升，但剔除债基、指数基、医药主题基金后下降，体现不同类型的基金对待医药的态度呈现分化。

图表 14: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2019Q1】



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2019Q1 基金重仓股医药持仓情况拆分

	19Q1 医药持仓 占比	18Q4 医药持仓 占比	19Q1 持股总市值 (万元)	19Q1 医药持股总市值 (万元)	18Q4 持股总市值 (万元)	18Q4 医药持股总市值 (万元)
全基金	11.15%	10.28%	80,871,489	9,015,772	77,340,424	7,950,976
医药主题基金	91.27%	85.52%	2,987,278	2,726,487	2,731,256	2,335,726
剔除医药主题后基金	8.08%	7.53%	77,884,211	6,289,285	74,609,168	5,615,250
主动型基金(剔除医药主题剔除债后基金)	8.87%	9.26%	58,243,412	5,164,134	54,063,647	5,008,790
债券型基金	8.70%	5.15%	1,793,042	156,018	1,540,462	79,327
指数型基金	5.43%	2.77%	17,847,304	969,131	18,999,438	526,797

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(统计日期截止 2019.4.21)

医药主题基金持仓占比提升,非医药主题主动基金仓位下降。从全基金组成拆分来看,2018Q4至2019Q1,医药主题基金医药股持仓占比由85.52%提高至91.27%,上升5.75pp;债券型和指数型基金重仓股医药2019Q1占比分别为8.70%和5.43%,环比上升3.55pp和2.66pp;剔除医药主题、债基、指基的主动型基金,2019Q1重仓股医药占比为9.26%,下降0.40pp,非医药的主动型基金2019Q1医药持仓占比下降。

我们认为,2019Q1基金重仓股医药持仓情况与当前的市场行情及医药行业的走势相匹配。自2019年初A股行情全面转暖后,食品饮料、农林牧渔、TMT、非银等行业赚钱效应明显,可能吸引了一部分非医药主题主动基金降低医药仓位,转向热度更高的行业;而医药主题基金、债券型基金、指数型基金加仓医药,一方面是医药行业2018年受行业带量采购、辅助用药目录、疫苗事件等影响,Q3、Q4连续仓位下降,在风险释放叠加行情转暖下吸引力增强,另一方面,医药中一些兼具估值弹性和防御属性的个股,符合以上基金当前的风险偏好。

## 2) 重仓股持股情况

### • 从重仓股持有基金数量看:

持仓基金数量有所下降,基金个股偏好呈现“顶部效应”。重仓基金数量排名前30标的中,平均重仓基金数量67.6家,相较2018Q4的69.4家有所下降。前30标的中11个的基金持有数量环比有所增加,19个标的的基金持有数量环比下降或持平,6个标的重仓基金增幅超过10只,其中一半是基金持仓数量前5个股,基金对个股的偏好呈现“顶部效应”。

创新药受追捧,中药和医疗器械热度下降。重仓股持有基金数量增幅最大的前五分别为长春高新(204增至324),泰格医药(74增至106),康泰生物(31增至60),恒瑞医药(246增至271)和康弘药业(11增至36);降幅最大的前五分别为迈瑞医疗(141降至60),济川药业(76降至32),云南白药(81降至54),华兰生物(71降至48)和欧普康视(57降至36)。整体看,基金重仓股中创新药热度最高,中药和医疗器械热度下降,我们判断,在整体市场行情回暖下,配置医药股的基金更倾向于估值弹性更高、话题性更强的创新药标的;中药个股受辅助用药等政策影响业绩压力增大且估值弹性偏弱,当前行业内比较不占优势;医疗器械个股在经历一轮炒作后业绩并未明显改善,在行情转暖后行业内比较优势不在,热度下降。

### • 从重仓股持股集中度看:

重仓股持仓头部集中度明显提高。在已披露(截止19年4月21日)的基金重仓股中,医药标的有124个,其中市值前5,前10,前20市值总体占比分别为41.7%,59.1%,75.9%,环比上升10.9pp,10.3pp,5.3pp。基金医药重仓股市值前5,前10个股在全部医药重仓股中市值占比提升明显,提示基金在重仓股中对头部企业的偏好度提升,持仓

集中度提升，与基金持仓数量分析结果一致。

图表 16: 生物医药板块按重仓持有基金数/重仓基金持股市值及总市值占比分析 (前 30 名)

生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持股市值及总市值占比分析 (前30名)										
基金重仓持有基金数 (只)					基金重仓持股市值 (亿元) 及总市值占比					
代码	名称	2019Q1 持有基金数	2018Q4 持有基金数	19Q1相对18Q4 持有基金数变动	代码	名称	2019Q1重仓 持股总市值	2019Q1重仓 持股总市值占比	2018Q4重仓 持股总市值占比	19Q4相对18Q4重仓 持股总市值占比变动
000661.SZ	长春高新	324	204	120	600276.SH	恒瑞医药	119.1	4.1%	3.2%	0.9%
600276.SH	恒瑞医药	271	246	25	000661.SZ	长春高新	103.4	19.2%	20.5%	-1.4%
300122.SZ	智飞生物	107	112	-5	002044.SZ	美年健康	55.3	9.5%	9.5%	0.0%
300347.SZ	泰格医药	106	74	32	300015.SZ	爱尔眼科	54.3	6.7%	7.1%	-0.4%
300015.SZ	爱尔眼科	89	89	0	600763.SH	通策医疗	44.0	19.4%	20.8%	-1.3%
002044.SZ	美年健康	82	86	-4	002007.SZ	华兰生物	39.7	9.4%	8.3%	1.1%
600763.SH	通策医疗	76	71	5	300347.SZ	泰格医药	31.0	9.3%	6.5%	2.8%
600436.SH	片仔癀	72	73	-1	300122.SZ	智飞生物	30.3	3.7%	5.4%	-1.7%
002821.SZ	凯莱英	65	86	-21	600436.SH	片仔癀	28.0	4.0%	4.4%	-0.4%
300601.SZ	康泰生物	60	31	29	300003.SZ	乐普医疗	27.8	5.9%	8.4%	-2.5%
300760.SZ	迈瑞医疗	60	141	-81	002223.SZ	鱼跃医疗	21.5	8.5%	10.4%	-1.9%
300003.SZ	乐普医疗	56	68	-12	300760.SZ	迈瑞医疗	19.0	1.2%	2.4%	-1.3%
000538.SZ	云南白药	54	81	-27	000538.SZ	云南白药	15.9	1.8%	2.4%	-0.6%
002007.SZ	华兰生物	48	71	-23	300529.SZ	健帆生物	15.6	6.0%	8.8%	-2.8%
300630.SZ	普利制药	44	29	15	600867.SH	通化东宝	15.2	4.3%	5.4%	-1.1%
600196.SH	复星医药	43	48	-5	000963.SZ	华东医药	14.1	3.0%	5.4%	-2.4%
002422.SZ	科伦药业	40	33	7	300142.SZ	沃森生物	12.8	3.3%	4.4%	-1.1%
300357.SZ	我武生物	38	42	-4	300630.SZ	普利制药	12.8	9.3%	7.0%	2.3%
002223.SZ	鱼跃医疗	38	58	-20	002821.SZ	凯莱英	12.6	5.9%	9.3%	-3.4%
002773.SZ	康弘药业	36	11	25	603707.SH	健友股份	11.9	5.9%	3.3%	2.6%
300595.SZ	欧普康视	36	57	-21	600196.SH	复星医药	11.6	1.6%	3.4%	-1.9%
600529.SH	山东药玻	35	43	-8	603939.SH	益丰药房	10.4	4.8%	8.0%	-3.3%
601607.SH	上海医药	33	32	1	600529.SH	山东药玻	9.5	8.7%	13.4%	-4.7%
300142.SZ	沃森生物	33	46	-13	002773.SZ	康弘药业	9.5	2.8%	0.5%	2.3%
603883.SH	老百姓	32	27	5	300601.SZ	康泰生物	9.2	2.5%	2.8%	-0.3%
300529.SZ	健帆生物	32	40	-8	603883.SH	老百姓	8.6	4.8%	11.4%	-6.6%
600867.SH	通化东宝	32	40	-8	002422.SZ	科伦药业	8.0	1.9%	2.1%	-0.2%
600566.SH	济川药业	32	76	-44	601607.SH	上海医药	7.7	1.5%	1.5%	0.0%
002727.SZ	一心堂	27	22	5	300595.SZ	欧普康视	7.3	5.6%	7.6%	-2.1%
000963.SZ	华东医药	27	45	-18	300482.SZ	万孚生物	7.2	6.1%	4.2%	1.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (统计日期截止 2019.4.21)

• 从重仓股市值占比看:

市值前 30 重仓股基金持仓市值占比多数下降。在基金重仓持股市值排名前 30 个标的中, 7 个标的基金重仓持股市值总市值占比相对 2018Q4 有所增加, 其中增幅最大的前五分别为泰格医药 (6.5%增至 9.3%), 健友股份 (3.3%增至 5.9%), 普利制药 (7.0%增至 9.3%), 康弘药业 (0.5%增至 2.8%)、万孚生物 (4.2%增至 6.1%); 23 个标的基金持股市值总市值占比相对 2018Q4 持平或有所下降, 其中降幅最大的前五分别为老百姓 (11.4%降至 4.8%), 山东药玻 (13.4%降至 8.7%)、凯莱英 (9.3%降至 5.9%)、益丰药房 (8.0%降至 4.8%)、健帆生物 (8.8%降至 6.0%)。整体医药持仓比例提升, 重仓股头部集中度明显提升, 但持仓市值占比下降, 可能出现的情况是在不同基金对待医药股态度分化, 部分基金离场导致前 30 重仓股持仓占比小幅下降, 但头部企业吸引力依然强劲, 股价涨幅高于全部重仓股整体股价涨幅所致。

• 从重仓股不同角度的变化来看:

基金重仓股中医药持仓基金数增加前 5 分别为长春高新 (+120)、泰格医药 (+32)、康泰生物 (+29)、恒瑞医药 (+25)、康弘药业 (+25), 减少前 5 的分别为迈瑞医疗 (-81)、济川药业 (-44)、同仁堂 (-30)、云南白药 (-27)、白云山 (-27)。持有基金数量增多前 10 的多数为创新药企业, 减少前 10 的多数为中药和医疗器械企业。

图表 17: 2019Q1 基金重仓股医药持股基金数变化前后 10 名个股 (全基金)

代码	名称	19Q1-18Q4 持有基金数增幅前 10	代码	名称	19Q1-18Q4 持有基金数降幅前 10
300685.SZ	长春高新	120	300685.SZ	迈瑞医疗	-81
300015.SZ	泰格医药	32	300015.SZ	济川药业	-44
300753.SZ	康泰生物	29	300753.SZ	同仁堂	-30
300009.SZ	恒瑞医药	25	300009.SZ	云南白药	-27
603658.SH	康弘药业	25	603658.SH	白云山	-27
002940.SZ	健友股份	18	002940.SZ	华兰生物	-23
002950.SZ	新诺威	15	002950.SZ	凯莱英	-21
600332.SH	普利制药	15	600332.SH	欧普康视	-21
300016.SZ	山大华特	15	300016.SZ	鱼跃医疗	-20
300558.SZ	新和成	12	300558.SZ	华东医药	-18

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (统计日期截止 2019.4.21)

基金重仓股中医药持仓市值增加前 5 分别为恒瑞医药 (+57.4 亿)、长春高新 (+42.3 亿)、泰格医药 (+17.0 亿)、华兰生物 (+14.4 亿)、通策医疗 (+12.3 亿), 减少前 5 分别为济川药业 (-15.6 亿)、迈瑞医疗 (-13.3 亿)、同仁堂 (-10.9 亿)、复星医药 (-8.4 亿)、华东医药 (-6.8 亿)。变动趋势情况与基金持有数量基本一致, 仅华兰生物出现持有基金数量下降、持股市值上升。

图表 18: 2019Q1 基金重仓股医药持股市值增降幅前 10 名个股 (全基金)

代码	名称	19Q1-18Q4 基金持股市值 增幅前 10 (亿元)	代码	名称	19Q1-18Q4 基金持股市值 降幅前 10 (亿元)
300685.SZ	恒瑞医药	57.4	300685.SZ	济川药业	-15.6
300015.SZ	长春高新	42.3	300015.SZ	迈瑞医疗	-13.3
300753.SZ	泰格医药	17.0	300753.SZ	同仁堂	-10.9
300009.SZ	华兰生物	14.4	300009.SZ	复星医药	-8.4
603658.SH	通策医疗	12.3	603658.SH	华东医药	-6.8
002940.SZ	美年健康	10.7	002940.SZ	老百姓	-6.7
002950.SZ	爱尔眼科	10.1	002950.SZ	我武生物	-4.3
600332.SH	健友股份	8.5	600332.SH	葵花药业	-4.3
300016.SZ	康弘药业	8.3	300016.SZ	翰宇药业	-4.2
300558.SZ	普利制药	7.1	300558.SZ	乐普医疗	-3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (统计日期截止 2019.4.21)

基金重仓股中医药持仓市值占公司总市值比重增加前 5 分别为北陆药业 (+4.0%)、山大华特 (+3.6%)、金域医学 (+3.5%)、泰格医药 (+2.8%)、健友股份 (+2.6%), 减少前 5 分别为老百姓 (-6.6%)、济川药业 (-5.7%)、健民集团 (-5.6%)、仙琚制药 (-5.5%)、我武生物 (-5.3%)。与持仓市值变动情况相比, 持仓市值占公司总市值比重增幅靠前的多数为中小规模市值个股, 仅泰格医药、健友股份、普利制药在两个排名中均在增幅前 10 位; 降幅前 10 位降低幅度明显大于涨幅前 10 上涨幅, 降幅榜中多为中药和化药仿制药企业。

图表 19: 2019Q1 基金重仓股医药持股市值占比增降幅前 10 名个股 (全基金)

代码	名称	19Q1-18Q4 基金持股市值占 公司总市值比重 增幅前 10	代码	名称	19Q1-18Q4 基金持股市值占 公司总市值比重 降幅前 10
300685.SZ	北陆药业	4.0%	300685.SZ	老百姓	-6.6%
300015.SZ	山大华特	3.6%	300015.SZ	济川药业	-5.7%
300753.SZ	金城医学	3.5%	300753.SZ	健民集团	-5.6%
300009.SZ	泰格医药	2.8%	300009.SZ	仙琚制药	-5.5%
603658.SH	健友股份	2.6%	603658.SH	我武生物	-5.3%
002940.SZ	康弘药业	2.3%	002940.SZ	葵花药业	-5.1%
002950.SZ	普利制药	2.2%	002950.SZ	翰宇药业	-4.9%
600332.SH	万孚生物	1.9%	600332.SH	山东药玻	-4.7%
300016.SZ	药石科技	1.7%	300016.SZ	马应龙	-4.2%
300558.SZ	仁和药业	1.5%	300558.SZ	天宇股份	-4.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (统计日期截止 2019.4.21)

### 3) 北上资金持股占比提升

陆股通持股比例排名前 5 的标的分别是恒瑞医药, 华润三九, 泰格医药, 益丰药房, 云南白药。与上季度同期进行比较, 持股占比变动超过 1% 的有恒瑞医药 (+4.3%)、国药一致 (+3.0%)、一心堂 (+2.6%)、益丰药房 (+2.5%)、奥佳华 (+2.3%)、三诺生物 (+2.1%)、爱尔眼科 (+2.0%)、丽珠集团 (+1.8%)、华润三九 (+1.1%)、安图生物 (+1.0%)。从整体来看, 过去三个月陆股通在申万医药行业内持仓股市值增加 316.0 亿元, 建议持续关注海外资金流入流出情况。

图表 20: 生物医药板块沪 (深) 港通持股市值及持股比例分析 (前 20 名) 2019.3.30 vs 2018.12.31

代码	公司	持股市值 (亿元)	陆股通 持股占比	持股市值变动 (亿元)	持股占比变动
600276.SH	恒瑞医药	382.3	15.9%	158.5	4.3%
000999.SZ	华润三九	22.8	8.1%	5.9	1.1%
300347.SZ	泰格医药	25.6	7.7%	9.7	0.3%
603939.SH	益丰药房	15.7	7.4%	8.2	2.5%
000538.SZ	云南白药	65.8	7.4%	7.7	-0.2%
300015.SZ	爱尔眼科	58.2	7.2%	25.6	2.0%
600867.SH	通化东宝	22.6	6.7%	-2.6	-2.6%
000423.SZ	东阿阿胶	20.3	6.5%	5.5	0.8%
603658.SH	安图生物	4.2	4.6%	1.8	1.0%
002614.SZ	奥佳华	5.0	4.2%	3.3	2.3%
002727.SZ	一心堂	5.8	4.0%	4.3	2.6%
000028.SZ	国药一致	7.5	3.9%	6.1	3.0%
600535.SH	天士力	11.8	3.5%	-0.6	-0.8%
002422.SZ	科伦药业	13.6	3.3%	5.5	0.6%
000963.SZ	华东医药	15.5	3.3%	3.0	0.0%
300142.SZ	沃森生物	12.5	3.2%	3.6	0.2%
300298.SZ	三诺生物	2.2	3.1%	1.6	2.1%
600079.SH	人福医药	4.4	3.0%	1.6	0.8%
000513.SZ	丽珠集团	4.5	2.7%	3.4	1.8%
300244.SZ	迪安诊断	3.5	2.6%	2.1	1.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前5的为济民制药、冠昊生物、ST冠福、三诺生物、东宝生物。后5的为康美药业、天圣制药、润达医疗、步长制药、海南海药。

滚动月涨跌幅排名前5的为兴齐眼药、博济医药、冠昊生物、ST冠福、仁和药业。后5的为康美药业、天圣制药、国新健康、德展健康、\*ST海投。

图表 21: 中万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
济民制药	24.35	网传涉及植物提取 无人造肉概念	康美药业	-32.70	较大资金缺口,会计数据错误
冠昊生物	15.48	创新大产品获批预 期&股东增持公司股份	天圣制药	-22.50	审计非标,监事减持, 高管被抓
ST冠福	12.34	无特殊原因	润达医疗	-21.17	无特殊原因
三诺生物	11.20	无特殊原因	步长制药	-15.23	虚构收入,或引发巨额 诉讼赔偿
东宝生物	10.75	人造肉概念股	海南海药	-14.41	无特殊原因
兴齐眼药	10.00	眼科创新大产品	沃森生物	-12.15	无特殊原因
大参林	9.77	业绩增长超预期, 盈利能力提升	药明康德	-11.57	股东减持
三鑫医疗	9.74	无特殊原因	东富龙	-11.36	无特殊原因
交大昂立	9.61	无特殊原因	宜华健康	-11.11	无特殊原因
四环生物	9.58	无特殊原因	司太立	-10.48	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 中万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
兴齐眼药	230.83	眼科大产品	康美药业	-42.37	财务造假
博济医药	44.61	业绩高增长	天圣制药	-35.06	年报被非标
冠昊生物	40.55	创新药概念	国新健康	-32.46	业绩下滑
ST冠福	32.66	业绩高增长	德展健康	-31.15	工业大麻概念
仁和药业	28.65	工业大麻概念	*ST海投	-30.14	业绩下滑
济民制药	25.66	业绩高增长	哈药股份	-30.08	工业大麻概念
一心堂	20.56	业绩高增长	通化金马	-29.42	工业大麻概念
福安药业	17.17	工业大麻概念	天目药业	-28.94	业绩下滑
通策医疗	15.01	业绩高增长	康恩贝	-27.68	工业大麻概念
方盛制药	13.54	工业大麻概念	塞力斯	-27.53	工业大麻概念

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新

图表 23: 医药行业重点上市公司估值增速

细分领域	上市公司	股票代码	最新市值 (亿元)	归母净利润 2018年(亿元)	业绩预测 2019年 (亿元)	业绩增速 2018年 (%)	业绩增速 2019年 (%)	2018年 PE	2019年 PE
药店	益丰药房	603939.SH	232.11	1.29	1.82	32.83	41.2	181	128
	老百姓	603883.SH	172.39	0.93	5.39	17.32	21.4	39	32
	一心堂	002727.SZ	170.44	3.62	4.45	23.27	23.2	47	38
	大参林	603233.SH	210.33	4.47	5.42	11.93	21.1	47	39
	国药一致	000028.SZ	176.25	7.56	8.53	14.46	12.8	23	21
血液制品	华兰生物	002007.SZ	395.94	5.96	7.40	38.83	24.3	66	53
	博雅生物	300294.SZ	127.14	4.00	4.99	31.57	24.7	32	25
品牌中药 & 消费品 & OTC	东阿阿胶	000423.SZ	268.48	21.11	21.31	1.98	0.9	13	13
	片仔癀	600436.SH	645.43	11.49	14.74	41.62	28.2	56	44
	广誉远	600771.SH	96.76	0.62	0.95	57.98	51.7	155	102
	云南白药	000538.SZ	833.22	10.75	12.07	5.14	12.3	78	69
	同仁堂	600085.SH	406.78	7.55	8.05	11.49	6.7	54	51
	济川药业	600566.SH	275.44	12.01	15.82	37.96	31.7	23	17
	仁和药业	000650.SZ	113.43	3.11	4.18	33.20	34.3	36	27
	羚锐制药	600285.SH	51.67	2.26	3.02	12.05	33.3	23	17
	华润三九	000999.SZ	271.74	6.18	9.39	10.02	51.9	44	29
	千金药业	600479.SH	42.77	1.88	2.26	22.91	19.9	23	19
	马应龙	600993.SH	72.55	1.85	1.85	-44.94	0.0	39	39
	康美药业	600518.SH	319.32	9.08	60.22	-47.20	21.6	6	5
	天士力	600535.SH	308.74	13.22	15.02	12.25	13.6	23	21
	中新药业	600329.SH	134.03	5.76	7.10	17.98	23.1	23	19
创新药	恒瑞医药	600276.SH	2,836.05	56.07	69.53	26.39	24.0	51	41
	丽珠集团	000513.SZ	215.62	8.59	9.79	-75.56	14.0	25	22
	贝达药业	300558.SZ	161.20	2.44	2.85	-35.27	16.7	66	57
	康弘药业	002773.SZ	306.19	2.93	8.30	7.88	28.9	48	37
	科伦药业	002422.SZ	412.64	7.37	9.58	62.04	30.0	56	43
	亿帆医药	002019.SZ	160.29	4.70	5.20	-43.50	10.6	34	31
	海正药业	600267.SH	104.76	-1.94	-4.28	-3,730.15	120.4	-54	-24
	复星医药	600196.SH	650.40	20.39	24.88	-13.33	22.0	32	26
创新服务 商 & 一致 性评价服 务商	凯莱英	002821.SZ	203.91	0.51	0.68	25.49	33.6	398	298
	药明康德	603259.SH	911.59	6.64	7.25	84.22	9.2	137	126
	泰格医药	300347.SZ	316.51	1.79	2.60	56.86	44.9	177	122
	昭衍新药	603127.SH	72.53	0.44	0.67	41.72	52.5	165	108
	博腾股份	300363.SZ	46.19	0.16	0.20	15.86	24.5	295	237
	药石科技	300725.SZ	94.64	1.38	2.02	98.52	46.8	69	47
	山河药辅	300452.SZ	22.54	0.60	0.86	39.28	43.0	37	26
制剂出口	山东药玻	600529.SH	116.44	3.09	3.98	36.33	28.9	38	29
	华海药业	600521.SH	179.37	1.73	9.00	-83.18	49.5	30	20
	健友股份	603707.SH	171.95	2.54	3.57	35.11	40.5	68	48

生长激素	普利制药	300630.SZ	135.46	1.87	3.68	84.37	96.4	72	37
	长春高新	000661.SZ	503.31	5.10	6.78	52.05	32.9	99	74
	安科生物	300009.SZ	154.50	1.96	2.50	-5.25	27.5	79	62
IVD	华大基因	300676.SZ	251.14	2.82	3.15	-2.88	11.6	89	80
	贝瑞基因	000710.SZ	127.48	0.64	1.00	15.18	57.6	200	127
	安图生物	603658.SH	268.04	5.76	7.43	25.98	29.0	47	36
	万孚生物	300482.SZ	113.14	2.67	3.92	46.06	46.8	42	29
	艾德生物	300685.SZ	71.91	1.22	1.56	34.73	27.3	59	46
	基蛋生物	603387.SH	69.74	2.37	3.09	28.67	30.7	29	23
特色化药	金域医学	603882.SH	161.82	2.00	2.55	23.77	27.4	81	63
	华东医药	000963.SZ	527.86	10.06	12.48	27.41	24.0	52	42
	恩华药业	002262.SZ	114.96	5.03	6.37	32.99	26.6	23	18
	信立泰	002294.SZ	243.72	11.38	13.01	0.44	14.4	21	19
医疗服务	华润双鹤	600062.SH	137.08	5.28	6.26	14.95	18.4	26	22
	美年健康	002044.SZ	450.44	2.23	3.14	40.53	41.0	202	143
	爱尔眼科	300015.SZ	837.04	7.50	9.98	35.88	33.1	112	84
特色器械	通策医疗	600763.SH	246.89	0.49	0.66	53.34	34.6	500	372
	乐普医疗	300003.SZ	445.95	6.13	8.24	35.55	34.3	73	54
	迈瑞医疗	300760.SZ	1,756.67	36.19	44.88	43.65	20.8	49	39
	凯利泰	300326.SZ	73.59	2.89	1.93	137.24	-33.2	25	38
	大博医疗	002901.SZ	135.61	3.52	4.41	25.68	25.0	38	31
	开立医疗	300633.SZ	121.48	2.68	3.55	32.94	32.2	45	34
商业	国药股份	600511.SH	176.96	9.56	10.08	23.01	5.4	19	18
	上海医药	601607.SH	484.15	16.65	18.81	10.24	12.9	29	26
	九州通	600998.SH	280.90	9.10	11.69	-7.26	28.5	31	24
疫苗	柳药股份	603368.SH	91.92	4.42	5.55	31.59	25.5	21	17
	智飞生物	300122.SZ	644.48	17.61	32.12	235.75	82.4	37	20
	沃森生物	300142.SZ	368.06	8.35	16.95	294.77	103.0	44	22
	康泰生物	300601.SZ	324.34	1.01	1.26	102.92	25.0	321	257
其他特色领域	华兰生物	002007.SZ	395.94	5.96	7.28	38.83	22.3	66	54
	我武生物	300357.SZ	140.58	2.40	3.09	25.14	29.0	59	45
	通化东宝	600867.SH	294.11	7.60	9.18	0.25	20.8	39	32
	东诚药业	002675.SZ	91.69	1.26	1.72	62.44	36.3	73	53
	健帆生物	300529.SZ	262.22	4.08	5.52	41.34	35.3	64	47
	欧普康视	300595.SZ	127.42	2.21	3.02	43.34	36.4	58	42

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 截止 2019.5.10; 盈利预测参考 Wind 一致性预期

## 5、风险提示

1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
 邮编：100033  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com