

# 政策避风港获青睐，行业集中度提升

## ——2019Q2 医药行业基金持仓分析

专题研究小组成员：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019年7月25日

### 证券分析师

徐勇

010-68784235

xuyong@bhzq.com

### 助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhzq.com

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhzq.com

### 行业评级

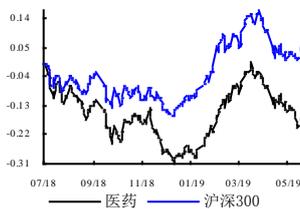
医药

中性

### 重点品种推荐

科伦药业	增持
恒瑞医药	增持
贝达医药	增持
安图生物	增持
万孚生物	增持
泰格医药	增持
海正药业	增持
上海医药	增持
一心堂	增持

### 最近一季度行业相对走势



### 投资要点:

#### ● 总体：季度差异明显，配置比例低于预期

2019年二季度末，基金持有医药股证券数量由2019Q1的185支减持至146支，占行业内公司总数的比重由61.06%下滑至48.18%；持股市值由2019Q1的1242.21亿元下降至1200.69亿元，但占流通A股的比重略有上升，从2019Q1的2.83%提升至2.96%。横向来看，基金持有的医药股市值为1200.68亿元，位列申万一级行业第3位，占流通A股比例为2.96%，位列第八位；纵向来看，基金医药持仓呈波浪型，近几年相较于Q2和Q4的持股市值和占A股流通股比例，Q1和Q3都处于配置低位，且整体呈现向下的走势，其中2019Q2相较于往年同期，基金配置比例较低，我们认为主要受2018年以来行业改革紧锣密鼓推进的影响，市场观望情绪增厚。

#### ● 行业：集中度提升，政策避风领域获资本偏好

横向来看，2019年二季度末，医疗服务领域和医疗器械领域基金持仓比重居前，主要原因是受医药供给侧改革驱动，医药市场波动风险较大，尤其是仿制药和医药商业领域，资本市场抱团寻求暂免受或受影响较小的政策避风港；化药领域和生物制品领域基金持仓市值居前，主要原因是该领域大规模公司居多，比如恒瑞医药、长春高新等，中药板块整体基金配置率较低；纵向来看，医疗器械、生物制品、化学制药以及中药板块的基金持仓比例较为稳定，医疗服务板块逐渐走高，受益于医药研发专业分工、医保控费、我国人口结构变动、消费升级等多重因素影响，CRO/CMO、ICL、眼科、口腔等医疗服务行业发展向好，然而两票制推进加速医药商业领域产能出清，基金配置比例逐步下滑。各板块CR5持仓市值方面，化学制药、中药、医药商业、医疗器械、医疗服务5个子板块的CR5市值占该领域总市值的比例均出现不同程度的提升，其中医药商业板块由于两票制加速行业分化，强者恒强效应显著，CR5资金配置比例由2019Q1的73.24%上升至83.11%，仅生物制品板块稍有下降（由80.68%下滑至80.38%），整体集中度上扬。

#### ● 个股：“昂首”细分领域优质个股获青睐

2019年二季度末，基金持有的医药前十大重仓持股总市值合计671.25亿元，占医药行业持股总市值的55.91%，相比于2019Q1的50.28%上升了5.63%，集中度稍有上升。前五大重仓股分别是恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科、通策医疗、泰格医药，其中泰格医药以52.42亿元替代一季度位列top5的美年健康，我们认为主要原因是主营临床CRO的泰格医药服务质量受到业内认可，同时创新药研发的高难度低效率致使外包行业前景向好，公司业绩超预期，股价与关注度齐升，美年健康则由于业绩大幅下滑影响市场预期，股价与资本市场资金配置比例均出现明显下滑。基金持仓top20中，持仓比

重升降企业参半，其中基金持仓增量最大的企业有迈瑞医疗、泰格医药以及益丰药房，相比于 2019Q1 分别增长了 4.8%、3.5%、3.2%，其中迈瑞医疗产品线路齐全且技术先进，鉴于医疗器械技术层叠推进的特点，马太效应显著，因此受到市场青睐。综上，可以看出资本更偏好于行业前景确定且公司业绩稳定向上的优质个股。

### ● 投资策略

随着医药行业供给侧改革进一步深化，一致性评价、带量采购、分级诊疗等政策促使行业集中度提升，仿制药及高值类耗材价格下行大势所趋，具有突出临床价值的创新药品种或将长期受益，建议投资者结合政策走势和行业格局关注以下投资主线：1) 仿制药方面，集采的推陈出新彰显医药降价逻辑不变，短期市场波动大，长期助推我国仿制药格局产能出清，马太效应显著，建议关注拥有产品集群优势、产能充沛的龙头企业，如科伦药业（002422）；2) 创新药领域，具有突出临床价值的创新药未来市场放量明确，考虑到新药的限期市场独占，需要能够衔接专利悬崖的丰富后续研发管线补充，推荐恒瑞医药（600276），同时创新药物研发技术的跳跃式突破使得优质 Biotech 类企业逆袭成为可能，推荐贝达医药（300558）；3) 器械领域，由于器械演进技术的层叠式推进和渠道、品牌、管理等综合实力的合力堆砌，强者恒强效应尤为显著，建议投资者关注“昂首”走势的细分领域优质个股，推荐安图生物（603658）、万孚生物（300482），此外建议关注创新药产业链上游的泰格医药（300347）、底部反转的海正药业（600267）、工商一体化的上海医药（601607）以及估值成长匹配的一心堂（002727）。

**风险提示：**政策推进不达预期，企业业绩不达预期，中美贸易摩擦风险

## 目 录

1.总体：季度差异明显，配置比例低于预期.....	5
2.行业：集中度提升，政策避风领域获资本偏好.....	6
3.个股：“昂首”细分领域优质个股获青睐.....	10
4.投资策略.....	11

## 图 目 录

图 1: 基金医药持仓市值位列第三位(亿元) .....	5
图 2: 基金医药持仓占流通 A 股比例位列第八位 .....	6
图 3: 基金医药持仓近年各季度变化情况 .....	6
图 4: 基金医药持仓按二级行业分类状况 .....	7
图 5: 基金医药持仓各板块集中度状况 .....	7
图 6: 基金医药持仓各板块占流通 A 股比重的走势 .....	9
图 7: 基金医药持仓各板块 CR5 持仓市值占该领域总持仓市值比重 .....	9

## 表 目 录

表 1: 基金医药持仓 2019Q2 相比于 Q1 变动状况 .....	5
表 2: 基金医药持仓各板块市值超十亿元企业 .....	8
表 3: 2019Q1/Q2 基金医药持仓 top5 .....	10
表 4: 2019Q2 基金医药重仓股 top20 的比例变动 .....	11

## 1. 总体：季度差异明显，配置比例低于预期

2019年二季度末，基金持有医药股证券数量由2019Q1的185支减持至146支，占行业内公司总数的比重由61.06%下滑至48.18%；持股市值由2019Q1的1242.21亿元下降至1200.69亿元，但占流通A股的比重略有上升，从2019Q1的2.83%提升至2.96%。

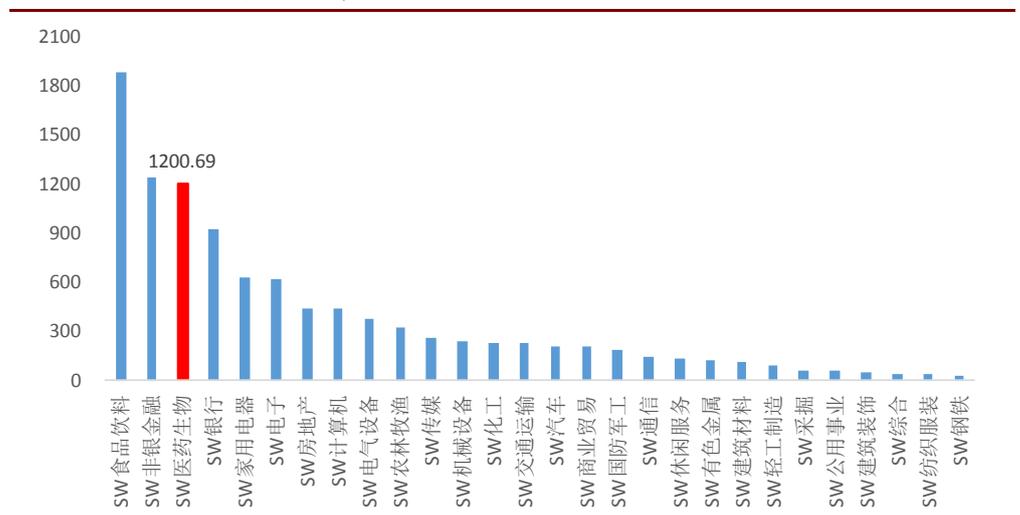
表 1：基金医药持仓 2019Q2 相比于 Q1 变动状况

	2019Q2	2019Q1	变动
持有证券数量	146	185	-39
占行业内公司总数比	48.18%	61.06%	-12.87%
持股市值(万元)	12,006,915.86	12,422,091.55	-415,175.69
占流通 A 股比例	2.96%	2.83%	0.13%

资料来源：wind，渤海证券研究所

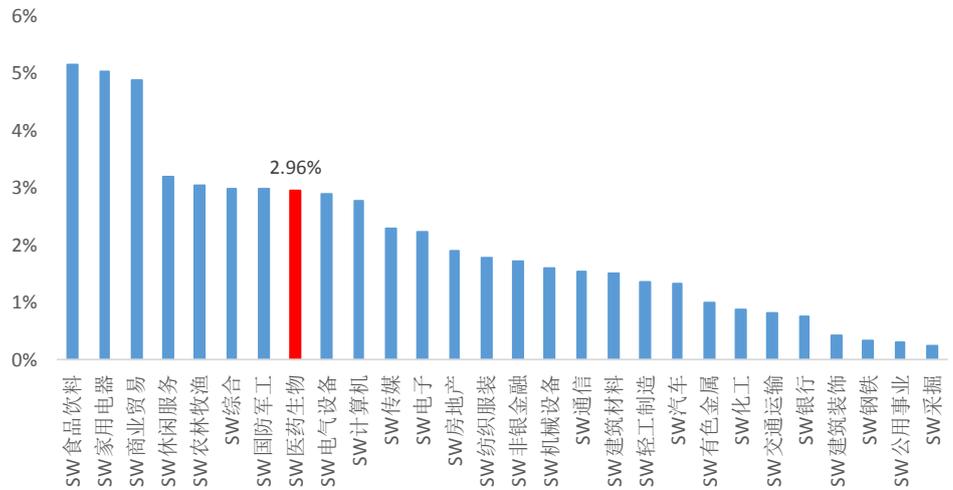
横向来看，基金持有的医药股市值为1200.68亿元，位列申万一级行业第3位，占流通A股比例为2.96%，位列第八位。

图 1：基金医药持仓市值位列第三位(亿元)



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 2: 基金医药持仓占流通 A 股比例位列第八位



资料来源: wind, 渤海证券研究所

纵向来看, 基金医药持仓呈波浪型, 可以发现近几年相较于 Q2 和 Q4 的持股市值和占 A 股流通股比例, Q1 和 Q3 都处于配置低位, 且整体呈现向下的走势, 其中 2019Q2 相较于往年同期, 基金配置比例较低, 我们认为主要受 2018 年以来行业改革紧锣密鼓推进的影响, 市场观望情绪增厚。

图 3: 基金医药持仓近年各季度变化情况



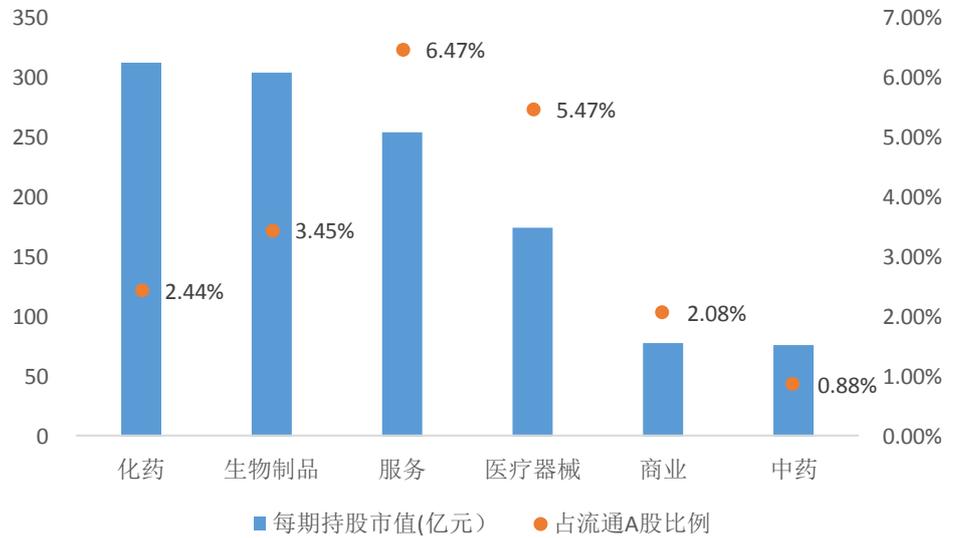
资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 2.行业: 集中度提升, 政策避风领域获资本偏好

横向来看, 2019 年二季度末, 医疗服务领域和医疗器械领域基金持仓比重居前, 主要原因是受医药供给侧改革驱动, 医药市场波动风险较大, 尤其是仿制药和医药商业领域, 资本市场抱团寻求暂免受或受影响较小的政策避风港; 化药领域和

生物制品领域基金持仓市值居前，主要原因是该领域大规模公司居多，比如恒瑞医药、长春高新等，中药板块整体基金配置率较低。

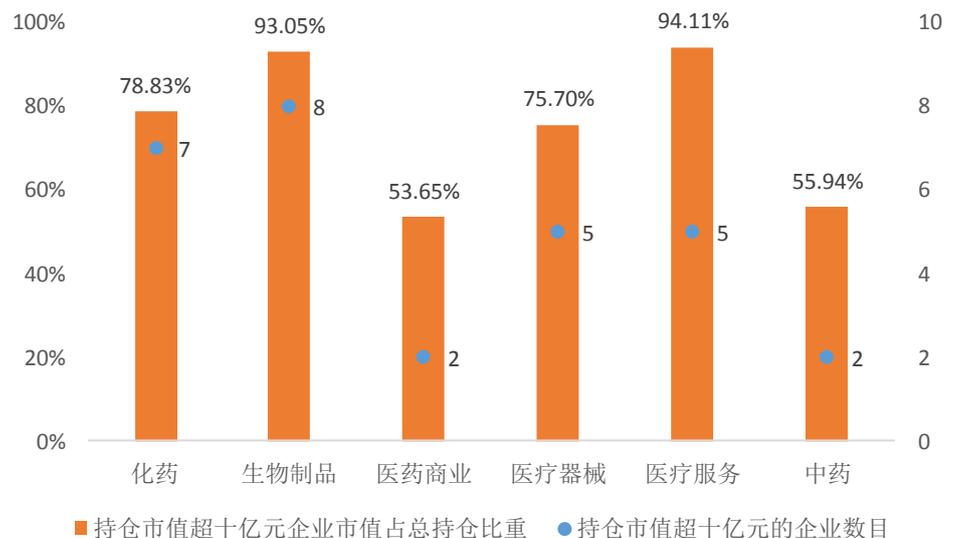
图 4：基金医药持仓按二级行业分类状况



资料来源：wind，渤海证券研究所

其中，生物制品领域持仓市值超十亿元的企业数目最多，有 8 家，占总持仓市值的 93.05%，其次是化学制药（7 家，78.83%）、医疗器械（5 家，75.70%）、医疗服务（5 家，94.11%）、医药商业（2 家，53.65%）、中药（2 家，55.94%），可见基金重点关注对象主要集中在各细分领域内优质企业，其中医疗器械领域由于细分子行业繁多，上市企业基本为相关领域龙头企业，持仓稍有分散。

图 5：基金医药持仓各板块集中度状况



资料来源：wind，渤海证券研究所

表 2: 基金医药持仓各板块市值超十亿元企业

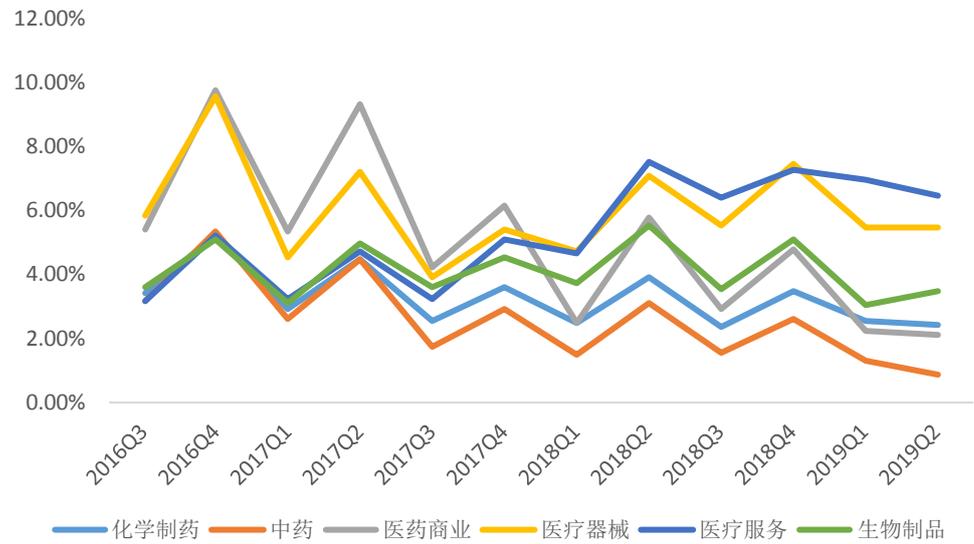
细分领域	企业	持股机构家数	持股市值(万元)			占流通 A 股比例(%)		
			2019Q2	2019Q1	变动	2019Q2	2019Q1	变动
化学制药	恒瑞医药	478	154.61	136.29	18.32	5.32%	4.73%	0.59%
	普利制药	59	17.82	14.81	3.02	20.84%	19.90%	0.94%
	凯莱英	66	16.93	18.68	-1.75	14.11%	16.78%	-2.67%
	科伦药业	58	16.60	9.29	7.31	5.41%	3.12%	2.29%
	新和成	60	15.24	7.16	8.07	3.72%	1.83%	1.90%
	华东医药	29	14.22	14.16	0.06	3.13%	2.98%	0.15%
	康弘药业	19	11.16	11.10	0.05	5.46%	4.58%	0.88%
生物制品	长春高新	380	138.85	133.43	5.42	24.18%	24.78%	-0.60%
	华兰生物	68	48.85	43.98	4.87	13.32%	12.19%	1.14%
	沃森生物	59	25.82	15.55	10.27	6.62%	4.43%	2.19%
	康泰生物	62	15.93	18.71	-2.78	11.77%	13.03%	-1.26%
	通化东宝	28	15.08	15.14	-0.06	5.02%	4.47%	0.55%
	我武生物	46	14.42	12.15	2.27	9.30%	10.05%	-0.75%
	智飞生物	55	12.35	35.10	-22.75	3.31%	7.93%	-4.62%
	天坛生物	25	11.75	4.27	7.48	4.46%	1.96%	2.50%
医药商业	益丰药房	81	25.92	14.74	11.18	10.23%	7.02%	3.21%
	老百姓	41	15.88	19.70	-3.82	10.18%	11.75%	-1.57%
医疗器械	迈瑞医疗	108	45.87	29.88	15.99	23.16%	18.33%	4.83%
	乐普医疗	59	28.65	34.97	-6.32	8.23%	8.72%	-0.50%
	鱼跃医疗	56	22.40	24.77	-2.37	10.52%	11.50%	-0.98%
	山东药玻	67	18.94	14.64	4.30	16.52%	15.97%	0.55%
	健帆生物	46	15.69	19.13	-3.45	22.94%	28.73%	-5.79%
医疗服务	爱尔眼科	141	80.65	61.55	19.10	10.39%	9.52%	0.87%
	通策医疗	130	56.70	51.31	5.39	20.01%	22.75%	-2.74%
	泰格医药	147	52.29	36.25	16.04	19.27%	15.73%	3.54%
	美年健康	54	35.46	59.98	-24.53	9.96%	13.80%	-3.84%
	金域医学	20	14.36	9.69	4.68	15.01%	11.28%	3.73%
中药	片仔癀	88	28.64	30.97	-2.33	4.13%	4.48%	-0.35%
	云南白药	68	13.87	17.99	-4.12	1.60%	2.03%	-0.42%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

纵向来看, 医疗器械、生物制品、化学制药以及中药板块的基金持仓比例较为稳定, 医疗服务板块逐渐走高, 受益于医药研发专业分工、医保控费、我国人口结构变动、消费升级等多重因素影响, CRO/CMO、ICL、眼科、口腔等医疗服务行业发展向好, 然而两票制推进加速医药商业领域产能出清, 基金配置比例逐步下滑; 各板块 CR5 持仓市值方面, 化学制药、中药、医药商业、医疗器械、医疗服

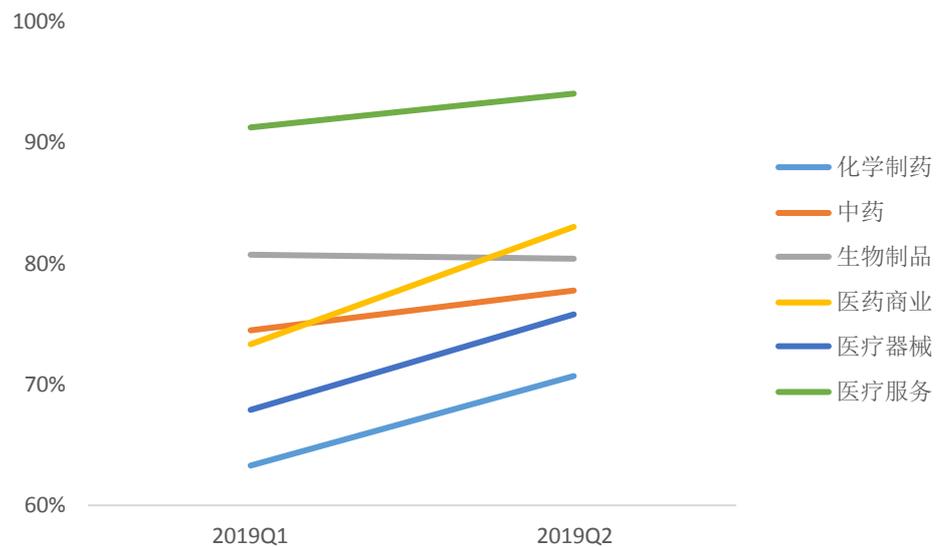
务 5 个子板块的 CR5 市值占该领域总市值的比例均出现不同幅度的提升，其中医药商业板块由于两票制加速行业分化，强者恒强效应显著，CR5 资金配置比例由 2019Q1 的 73.24% 上升至 83.11%，仅生物制品板块稍有下降（由 80.68% 下滑至 80.38%），整体集中度上扬。

图 6：基金医药持仓各板块占流通 A 股比重的走势



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 7：基金医药持仓各板块 CR5 持仓市值占该领域总持仓市值比重



资料来源：wind，渤海证券研究所

### 3.个股：“昂首”细分领域优质个股获青睐

2019年二季度末，基金持有的医药前十大重仓股持股总市值合计 671.25 亿元，占医药行业持股总市值的 55.91%，相比于 2019Q1 的 50.28% 上升了 5.63%，集中度稍有上升。前五大重仓股分别是恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科、通策医疗、泰格医药，其中泰格医药以 52.42 亿元替代一季度位列 top5 的美年健康，我们认为主要原因是主营临床 CRO 的泰格医药服务质量受到业内认可，同时创新药研发的高难度低效率致使外包行业前景向好，公司业绩超预期，股价与关注度齐升，美年健康则由于业绩大幅下滑影响市场预期，股价与资本市场资金配置比例均出现明显下滑。

表 3：2019Q1/Q2 基金医药持仓 top5

企业	持股机构数	持股市值(亿元)			占流通 A 股比例		
		2019Q2	2019Q1	变动	2019Q2	2019Q1	变动
恒瑞医药	478	154.6	136.3	18.3	5.30%	4.70%	0.60%
长春高新	380	138.9	133.5	5.4	24.20%	24.80%	-0.60%
爱尔眼科	141	80.8	61.7	19.1	10.40%	9.50%	0.90%
通策医疗	130	56.8	51.4	5.4	20.00%	22.80%	-2.70%
泰格医药	147	52.4	36.3	16.1	19.30%	15.70%	3.50%
美年健康	54	35.5	60.1	-24.6	10.00%	13.80%	-3.80%

资料来源：wind，渤海证券研究所

基金持仓 top20 中，持仓比重升降企业参半，其中基金持仓增量最大的企业有迈瑞医疗、泰格医药以及益丰药房，相比于 2019Q1 分别增长了 4.8%、3.5%、3.2%，降幅最大的企业有健帆生物、美年健康以及凯莱英，相比于 2019Q1 分别下滑了 5.8%、3.8%、2.7%，其中迈瑞医疗以生命信息支持类产品、体外诊断和医学影像为主，公司产品线路齐全且技术先进，鉴于医疗器械技术层叠推进的特点，马太效应显著，因此受到市场青睐。综上，可以看出资本更偏好于行业前景确定且公司业绩稳定向上的优质个股。

表 4: 2019Q2 基金医药重仓股 top20 的比例变动

企业	持股机构数	持股市值(亿元)			占流通 A 股比例			
		2019Q2	2019Q1	变动	2019Q2	2019Q1	变动	
迈瑞医疗	108	45.9	29.9	16	23.20%	18.30%	4.80%	
泰格医药	147	52.4	36.3	16.1	19.30%	15.70%	3.50%	
益丰药房	81	25.9	14.8	11.2	10.20%	7.00%	3.20%	
科伦药业	58	16.6	9.3	7.3	5.40%	3.10%	2.30%	
<b>持仓比重上升</b>	沃森生物	59	25.8	15.5	10.3	6.60%	4.40%	2.20%
	华兰生物	68	48.9	44	4.9	13.30%	12.20%	1.10%
	爱尔眼科	141	80.8	61.7	19.1	10.40%	9.50%	0.90%
	普利制药	59	17.8	14.8	3	20.80%	19.90%	0.90%
	恒瑞医药	478	154.6	136.3	18.3	5.30%	4.70%	0.60%
	山东药玻	67	19	14.7	4.3	16.50%	16.00%	0.60%
	健帆生物	46	15.7	19.1	-3.4	22.90%	28.70%	-5.80%
	美年健康	54	35.5	60.1	-24.6	10.00%	13.80%	-3.80%
	凯莱英	66	16.9	18.7	-1.7	14.10%	16.80%	-2.70%
	通策医疗	130	56.8	51.4	5.4	20.00%	22.80%	-2.70%
<b>持仓比重下降</b>	老百姓	41	15.9	19.7	-3.8	10.20%	11.80%	-1.60%
	康泰生物	62	15.9	18.7	-2.8	11.80%	13.00%	-1.30%
	鱼跃医疗	56	22.4	24.8	-2.4	10.50%	11.50%	-1.00%
	长春高新	380	138.9	133.5	5.4	24.20%	24.80%	-0.60%
	乐普医疗	59	28.7	35	-6.3	8.20%	8.70%	-0.50%
	片仔癀	88	28.7	31	-2.3	4.10%	4.50%	-0.40%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 4. 投资策略

随着医药行业供给侧改革进一步深化,一致性评价、带量采购、分级诊疗等政策促使行业集中度提升,仿制药及高值类耗材价格下行大势所趋,具有突出临床价值的创新药品种或将长期受益,建议投资者结合政策走势和行业格局关注以下投资主线: 1) 仿制药方面,集采的推陈出新彰显医药降价逻辑不变,短期市场波动大,长期助推我国仿制药格局产能出清,马太效应显著,建议关注拥有产品集群优势、产能充沛的龙头企业,如科伦药业(002422); 2) 创新药领域,具有突出临床价值的创新药未来市场放量明确,考虑到新药的限期市场独占,需要能够衔接专利悬崖的丰富后续研发管线补充,推荐恒瑞医药(600276),同时创新药物研发技术的跳跃式突破使得优质 Biotech 类企业逆袭成为可能,推荐贝达医药(300558); 3) 器械领域,由于器械演进技术的层叠式推进和渠道、品牌、管理等综合实力的合力堆砌,强者恒强效应尤为显著,建议投资者关注“昂首”走势的细分领域优质个股,推荐安图生物(603658)、万孚生物(300482),

此外建议关注创新药产业链上游的泰格医药（300347）、底部反转的海正药业（600267）、工商一体化的上海医药（601607）以及估值成长匹配的一心堂（002727）。

**风险提示：**政策推进不达预期，企业业绩不达预期，中美贸易摩擦风险

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067  
王磊  
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)