

热点转换叠加高估值风险，板块回调但不改基本面逻辑

——医药行业月报

分析师： 陈晨

SAC NO: S1150118080007

2021年7月27日

证券分析师

陈晨
022-23839062
chenchen@bhqz.com

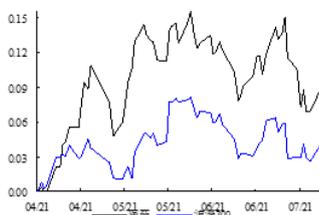
子行业评级

生物医药 看好

月度股票池

恒瑞医药	增持
复星医药	增持
沃森生物	增持
爱博医疗	增持
南微医学	增持
丽珠集团	增持
鱼跃医疗	增持
大博医疗	增持

最近半年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 医药板块行情

近一个月来，申万医药生物板块下跌 13.00%，跑输沪深 300 指数 3.95 个百分点，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 26 位，截止最新收盘日，较今年上半年阶段性高点下跌 14.86%，该时段沪深 300 指数回调 16.44%，相较于前三年初，医药生物板块涨幅均远高于沪深 300 指数，约为 2-3 倍。相对于沪深 300 的估值溢价率处于历史中高位水平；六个子板块全部下跌，医疗服务和医疗器械板块跌幅居前，相较于 2020 年初，板块分化明显，化学制药、医药商业、中药三个板块明显区别于其他三个板块走势，医药商业板块下跌 7.52%，化学制药、中药板块分别上涨 10.72%、23.76%，同期沪深 300 指数上涨 15.98%，相较于 2018 年初医药商业、中药板块呈下跌态势，其余三个板块相较于前三年初涨幅均超过 60%，医疗服务板块均涨超 100%。

● 资本端：基金持仓比例较低，CXO 重仓股排名前移

截止 2021 年中报，基金对申万医药生物板块持仓比例为 3.83%（整体法），在申万 28 个行业中排名第 5 位，为 2019 年以来半年报/年报中基金持仓比例最低水平。基金持股比例、持股数量、持股市值最高的分别是迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德，相比于一季度，康龙化成替代美年健康进入基金持仓前十大重仓股，位列第九位，美年健康退出前二十大重仓股，爱尔眼科、通策医疗、凯莱英分别上升 3、2、2 位，智飞生物、恒瑞医药下降 2、6 位；11-20 位重仓股中，一季度的英科医疗、华海药业退出，综合医药集团复星医药、中药品牌企业片仔癀、新晋 CMO 企业九洲药业分别位列第 16、17、20 位，康泰生物、健帆生物分别下滑 2、3 位，博腾股份、金域医学、贝达药业上升 6、2、2 位。总体来看，重仓股以创新&消费股、CXO、ICL 为主，其中以包括康龙化成、凯莱英、九洲药业、博腾股份在内的 CXO 领域个股关注度持续上升，以康泰生物、智飞生物为代表的疫苗股在后疫情下热度稍有减退，创新药企贝达药业、综合制药集团复星医药关注度提升，恒瑞医药则由于集采影响预期走弱。

● 制造端：利润大幅提升，出口交货值同比创新高

截止 2021 年 6 月，我国医药制造业累计实现营业收入 14,046.90 亿元，同比增长 28.00%，累计实现利润总额 3,000.40 亿元，同比增长 88.80%，相较于 2019 年前六个月营收和利润总额增幅分别为 14.88%、86.57%，主要系去年同期业绩基数较低以及海外需求维持高位，前 6 月累计工业增加值同比增长 29.60%，其中 6 月份同比增长 32.5%，为近年来仅次于上月的第二高；6 月，我国医药制造业累计出口交货值为 1,418.70 亿元，累计同比增速为 53.50%，其中 6 月份出口交货值为 298.70 亿元，同比增速为 45.20%，创近年单月新高，主要系疫情拓展我国相关药械企业海外市场以及海外需求维持

较高水平。

● 投资策略

本月，医药行业各板块均出现较大幅度调整，主要是由于市场热点板块的变动以及医药行业前期聚焦的众多标的估值处于高位，基本面无重大变动，同时受教育培训改革影响联动，市场担忧“教育、医疗、住房”三大民生问题的政策性风险，我们认为对于医药行业而言，带量采购实行、国产替代推进等医保控费措施，公立医院改革、民营机构差异化发展等服务供给侧改革已经持续紧锣密鼓推进，最大化医保资金效用（医耗降价/院端用药结构优化）、提供便民惠民以及差异补全的医疗服务等政策风向至少在中短期内较为明确，政策风险较小。短期可关注中报业绩高增长及估值处于洼地个股，长期医保控费和创新替代主线不变，药品领域，仿制药集采下格局重塑，原料药-制剂一体化企业优势凸显，具备难仿类如缓控释剂型药物企业有望向高端用药领域突破，推荐丽珠集团（000513），创新药领域推荐五大品种集采利空落地、创新产品适应症扩围叠加海内外双拓的恒瑞医药（600276）；器械领域，建议关注有望获益于集采以价换量领域、集采规避型消费升级领域、高端器械进口替代以及分级诊疗下的快检领域，推荐关注大博医疗（002901）、爱博医疗（688050）、鱼跃医疗（002223）、南微医学（688029），此外建议关注沃森生物（300142）、复星医药（600196）。

风险提示：集采降价超预期，药物研发失败风险，估值过高风险，海外疫情超预期。

目 录

1.医药板块行情	5
2.资本端：基金持仓比例较低，CXO 重仓股排名前移	8
3.制造端：利润大幅提升，出口交货值同比创新高.....	10
4.投资策略	13

图 目 录

图 1: 近一月申万一级子行业涨跌幅.....	5
图 2: 各时段医药生物板块 VS 沪深 300 市场涨跌幅累计.....	5
图 3: 医药板块相对沪深 300 的估值溢价率处于历史中高位水平.....	6
图 4: 近一月医药生物各子板块涨跌幅.....	6
图 5: 各时段医药生物子板块涨跌幅比对.....	7
图 6: 2020 年以来医药生物各子板块估值.....	7
图 7: 医药生物各子板块 PE 对比.....	8
图 8: 2021H1 基金持仓医药生物市值占比排名第 5.....	9
图 9: 我国医药制药业累计利润总额及同比增速.....	9
图 10: 我国医药制药业累计营业收入及同比增速.....	11
图 11: 我国医药制药业累计利润总额及同比增速.....	11
图 12: 我国医药制造业工业增加值当月同比及累计同比.....	12
图 13: 我国医药制造业当月出口交货值及同比增速.....	12
图 14: 我国医药制造业累计出口交货值及累计同比增速.....	13

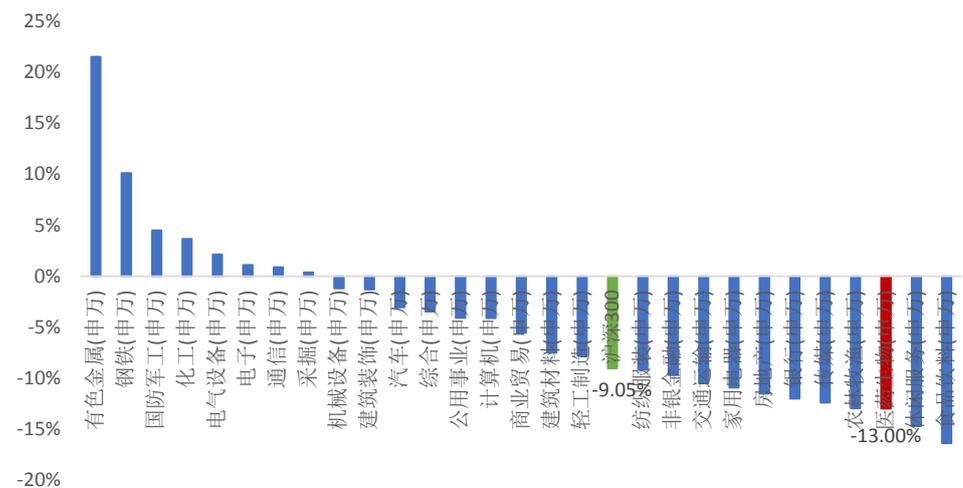
表 目 录

表 1: 本月涨跌幅前十个股.....	8
表 2: 2021H1 医药行业基金重仓前二十大个股.....	10

1. 医药板块行情

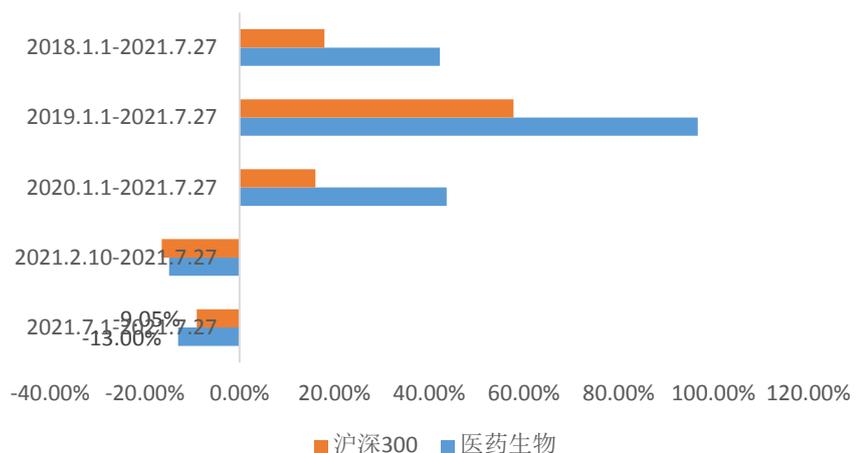
近一个月来（2021.7.1-7.27），申万医药生物板块下跌 13.00%，跑输沪深 300 指数 3.95 个百分点，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 26 位，截止最新收盘日，较今年上半年阶段性高点下跌 14.86%，该时段沪深 300 指数回调 16.44%，相较于前三年初，医药生物板块涨幅均远高于沪深 300 指数，约为 2-3 倍。

图 1：近一月申万一级子行业涨跌幅



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：各时段医药生物板块 VS 沪深 300 市场涨跌幅累计

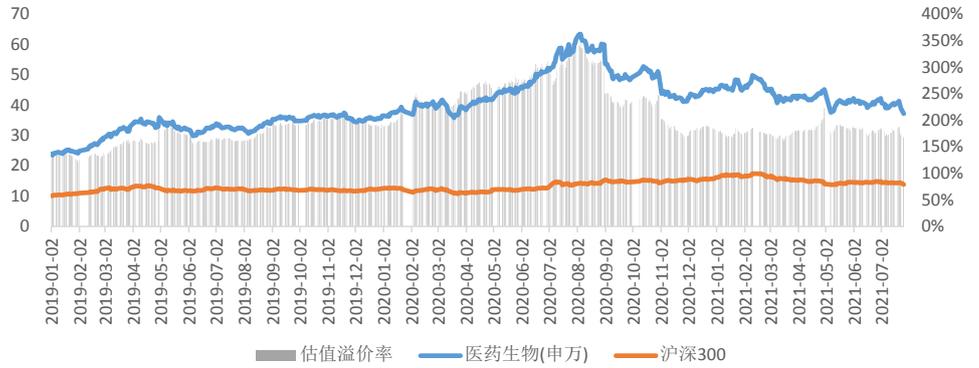


资料来源：Wind，渤海证券研究所

估值方面,截止到 2021 年 7 月 26 日,申万医药生物板块整体 TTM 估值为 37.15

倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 167.98%，处于历史中高位水平。

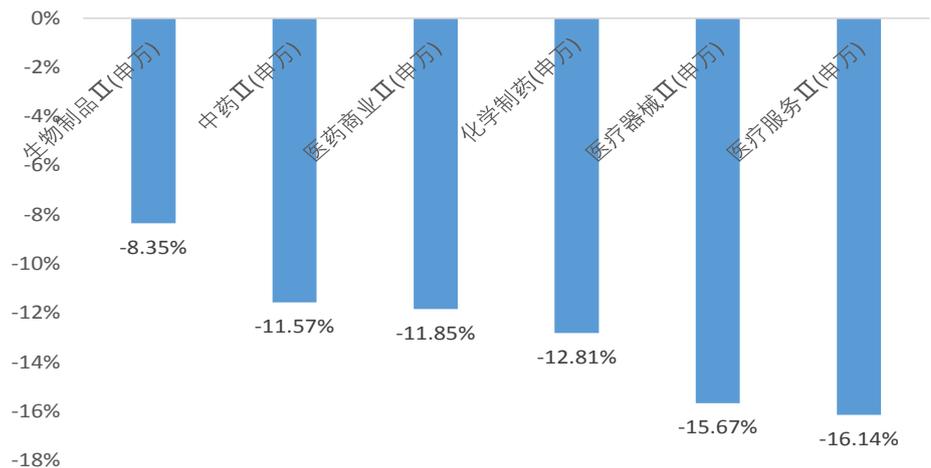
图 3: 医药板块相对沪深 300 的估值溢价率处于历史中高位水平



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

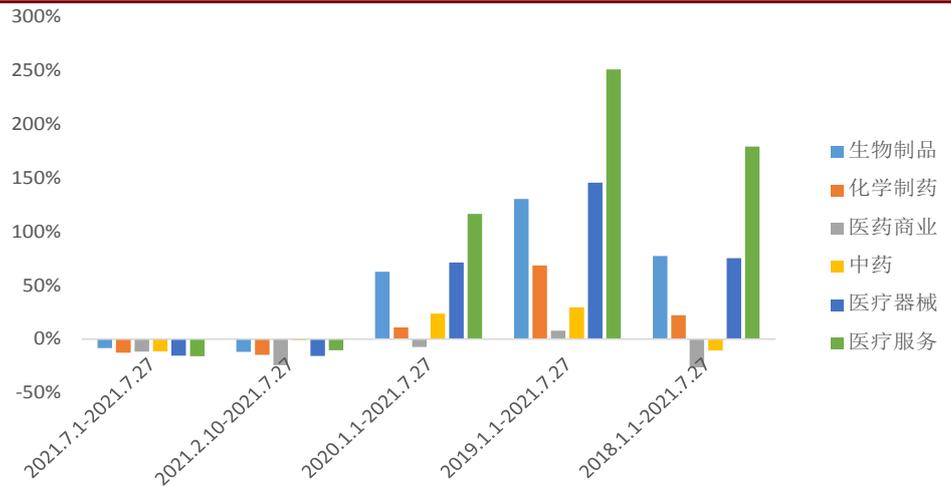
子板块方面，六个子板块全部下跌，医疗服务和医疗器械板块跌幅居前，分别下跌 16.14%、15.67%；相较于 2020 年初，板块分化明显，化学制药、医药商业、中药三个板块明显区别于其他三个板块走势，医药商业板块下跌 7.52%，化学制药、中药板块分别上涨 10.72%、23.76%，同期沪深 300 指数上涨 15.98%，相较于 2018 年初，医药商业、中药板块呈下跌态势，跌幅分别为 26.53%和 10.83%，其余三个板块相较于前三年初涨幅均超过 60%，医疗服务板块均涨超 100%。

图 4: 近一月医药生物各子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

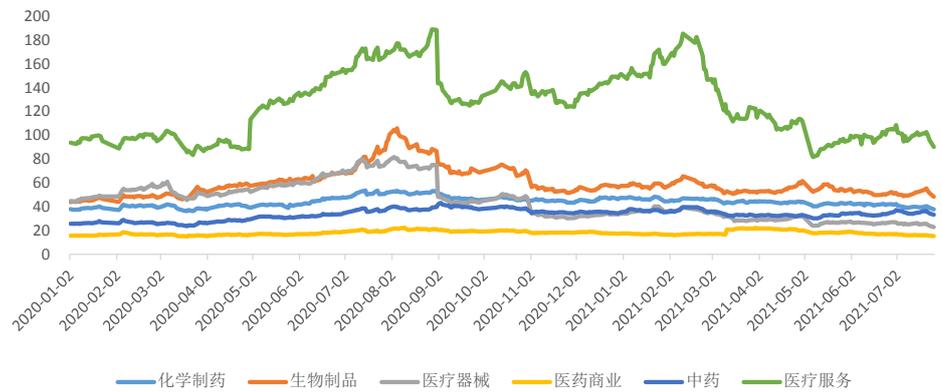
图 5: 各时段医药生物子板块涨跌幅对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

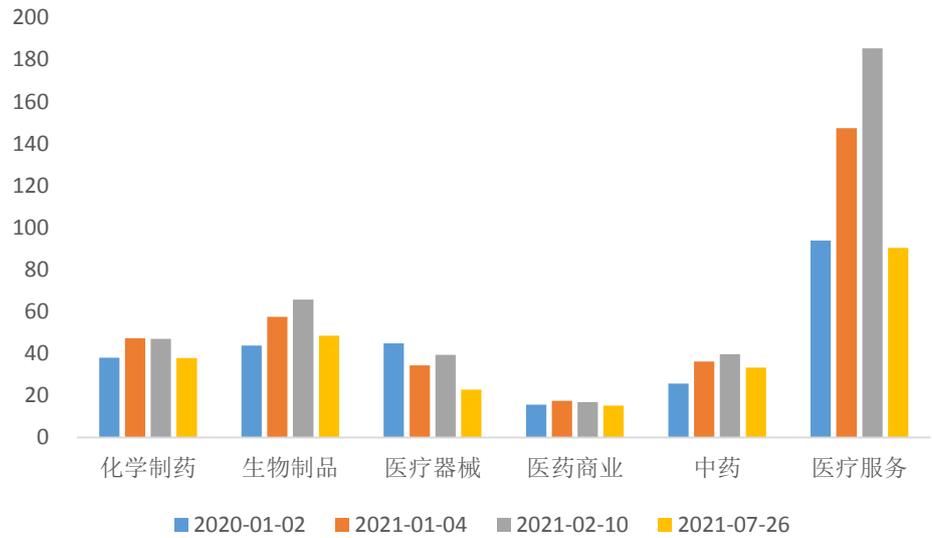
估值方面, 医疗服务板块冲高回落, 中药板块在政策扶持下提升较为明显, 医药商业持续低迷。

图 6: 2020 年以来医药生物各子板块估值



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 医药生物各子板块 PE 对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

个股方面, 福瑞股份、延安必康、ST 冠福涨幅居前, C 百洋、翔宇医疗、C 漱玉跌幅居前。

表 1: 本月涨跌幅前十个股

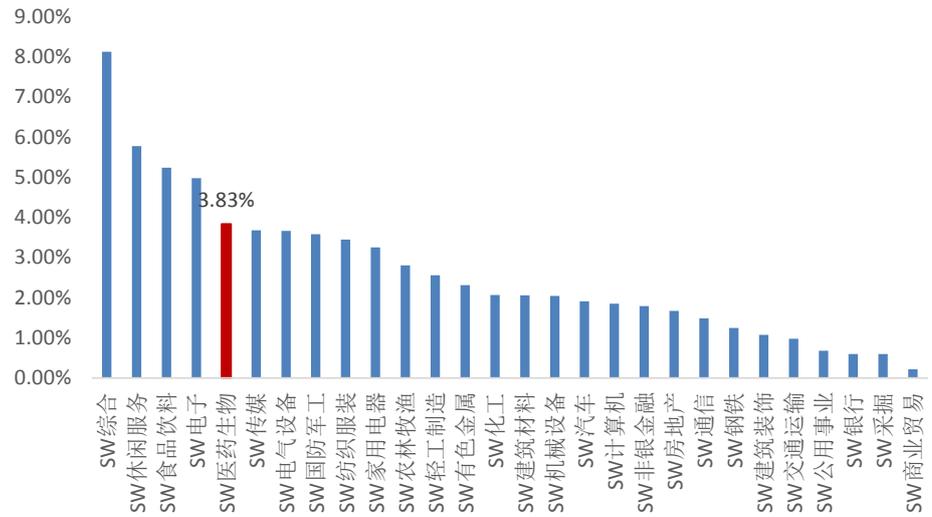
涨幅前 10 名		跌幅前 10 名	
福瑞股份	53.47%	C 百洋	-53.40%
延安必康	48.82%	翔宇医疗	-42.72%
ST 冠福	47.12%	C 漱玉	-34.48%
万东医疗	30.71%	康希诺-U	-34.17%
博雅生物	24.18%	键凯科技	-33.03%
沃森生物	22.56%	国际医学	-32.80%
金城医药	19.47%	哈三联	-31.63%
神州细胞-U	16.89%	甘李药业	-31.29%
*ST 辅仁	14.69%	威高骨科	-30.99%
莱美药业	13.05%	九典制药	-30.75%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

2. 资本端: 基金持仓比例较低, CXO 重仓股排名前移

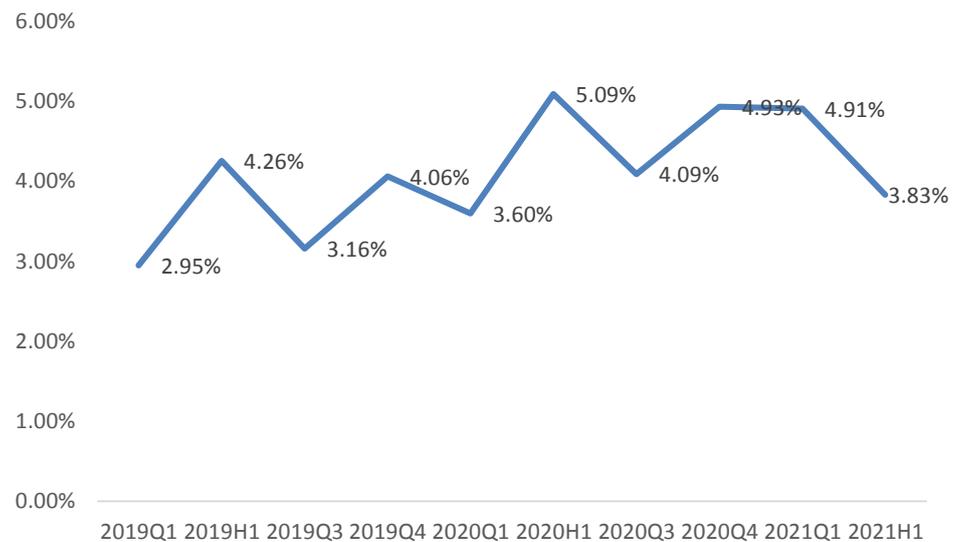
截止 2021 年中报, 基金对申万医药生物板块持仓比例为 3.83% (整体法), 在申万 28 个行业中排名第 5 位, 为 2019 年以来半年报/年报中基金持仓比例最低水平。

图 8: 2021H1 基金持仓医药生物市值占比排名第 5



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 9: 我国医药制造业累计利润总额及同比增速



资料来源: wind, 渤海证券研究所

基金持股比例、持股数量、持股市值最高的分别是迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德，相比于一季度，康龙化成替代美年健康进入基金持仓前十大重仓股，位列第九位，美年健康退出前二十大重仓股，爱尔眼科、通策医疗、凯莱英分别上升 3、2、2 位，智飞生物、恒瑞医药下降 2、6 位；11-20 位重仓股中，一季度的英科医疗、华海药业退出，综合医药集团复星医药、中药品牌企业片仔癀、新晋 CMO 企业九洲药业分别位列第 16、17、20 位，康泰生物、健帆生物分别下滑 2、3 位，博腾股份、金城医学、贝达药业上涨 6、2、2 位。总体来看，重仓股以创新

&消费股、CXO、ICL 为主，其中以包括康龙化成、凯莱英、九洲药业、博腾股份在内的 CXO 领域个股关注度持续上升，以康泰生物、智飞生物为代表的疫苗股在后疫情下热度稍有减退，创新药企贝达药业、综合制药集团复星医药关注度提升，恒瑞医药则由于集采影响预期走弱。

表 2: 2021H1 医药行业基金重仓前二十大个股

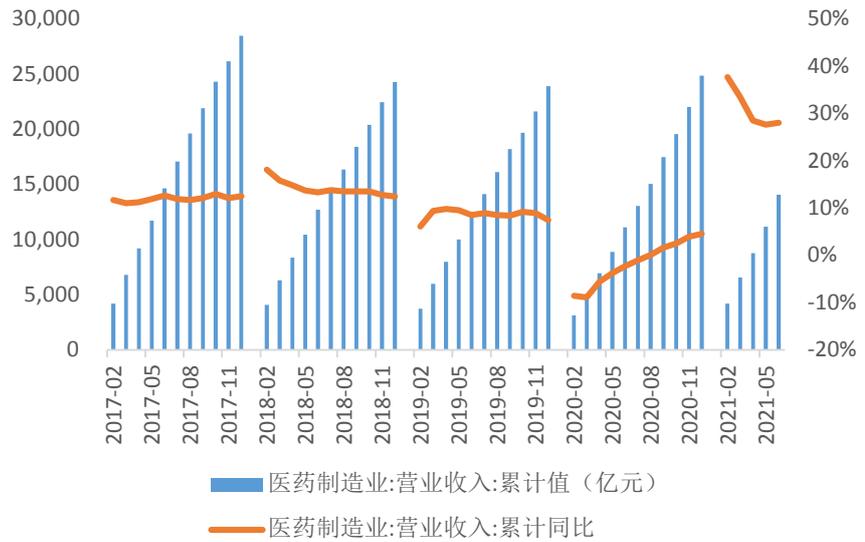
公司	基金持股比例		持股基金数		基金持股市值 (亿元)		
	2021H1 (%)	环比变化 (绝对)	2021H1	环比变化 (绝对)	2021H1	2020Q1	排名上升
药明康德	19.61	-3.13	499.14	163.50	721.76	597.23	1
迈瑞医疗	25.38	0.19	126.67	0.94	496.00	577.11	-1
爱尔眼科	13.51	2.79	601.45	233.42	332.12	457.65	3
智飞生物	15.38	-2.83	138.51	-25.48	205.33	535.53	1
长春高新	17.35	-7.00	65.94	-21.95	199.77	259.22	-2
通策医疗	19.83	4.89	63.57	15.68	193.58	403.11	2
泰格医药	22.00	3.36	123.91	18.20	191.08	216.98	0
凯莱英	17.42	0.39	40.58	2.65	145.79	223.30	2
康龙化成	24.90	5.02	70.91	14.60	132.25	122.73	4
恒瑞医药	3.66	-2.64	233.13	-100.99	127.06	179.72	-6
博腾股份	25.22	2.30	112.71	10.29	93.55	204.30	6
金城医学	14.61	3.13	67.12	14.39	82.70	108.17	2
康泰生物	10.57	-2.57	56.11	-8.46	68.79	109.50	-2
欧普康视	11.41	-1.06	69.88	15.33	60.80	111.65	1
健帆生物	16.33	-7.48	83.94	-31.01	57.51	84.59	-3
复星医药	2.90	1.26	58.29	25.30	40.11	87.23	-
片仔癀	1.82	0.15	10.99	0.89	39.69	44.43	-
贝达药业	9.25	0.73	38.26	4.06	34.39	104.15	2
人福医药	10.93	2.15	147.93	29.12	33.86	53.57	0
九洲药业	9.58	0.14	76.95	1.14	33.31	64.16	-

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3.制造端：利润大幅提升，出口交货值同比创新高

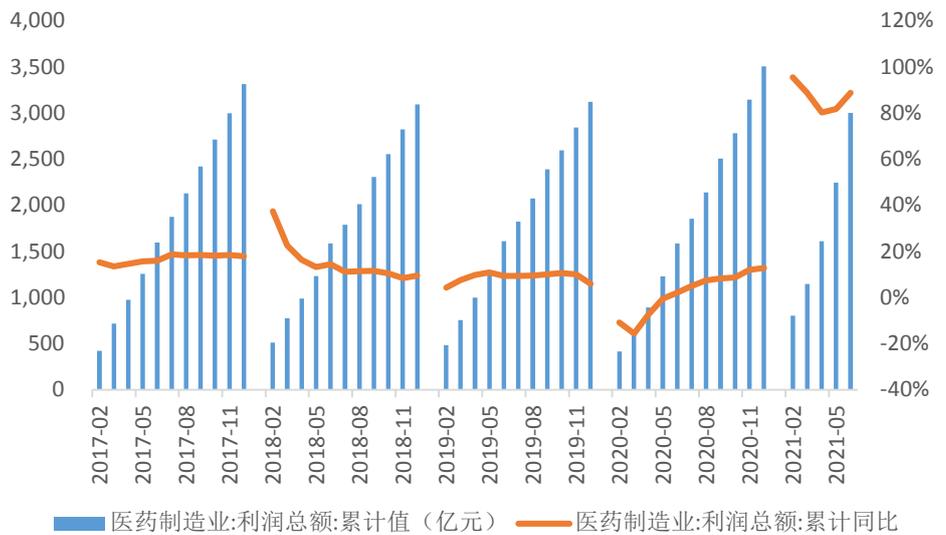
截止 2021 年 6 月，我国医药制造业累计实现营业收入 14,046.90 亿元，同比增长 28.00%，累计实现利润总额 3,000.40 亿元，同比增长 88.80%，相较于 2019 年前六个月营收和利润总额增幅分别为 14.88%、86.57%，主要系去年同期业绩基数较低以及海外需求维持高位，前 6 月累计工业增加值同比增长 29.60%，其中 6 月份同比增长 32.5%，为近年来仅此于上月的第二高。

图 10: 我国医药制造业累计营业收入及同比增速



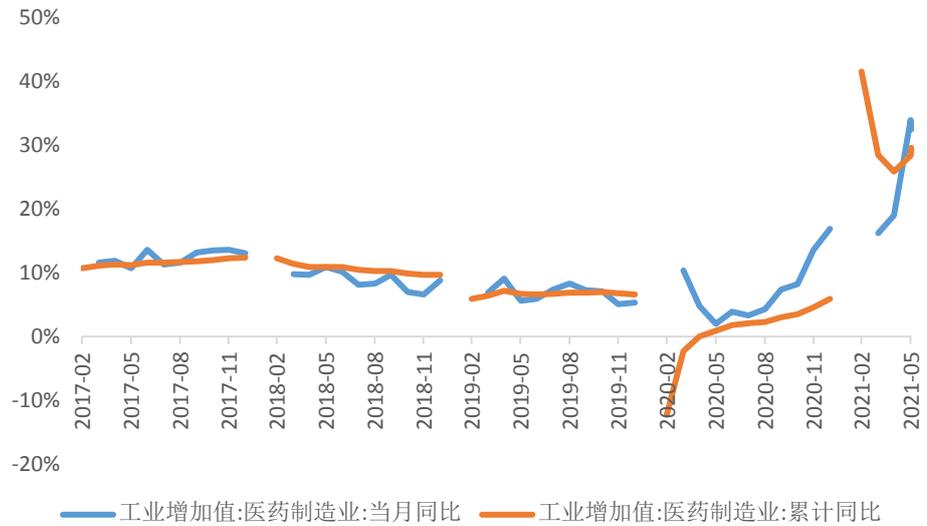
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 11: 我国医药制造业累计利润总额及同比增速



资料来源: wind, 渤海证券研究所

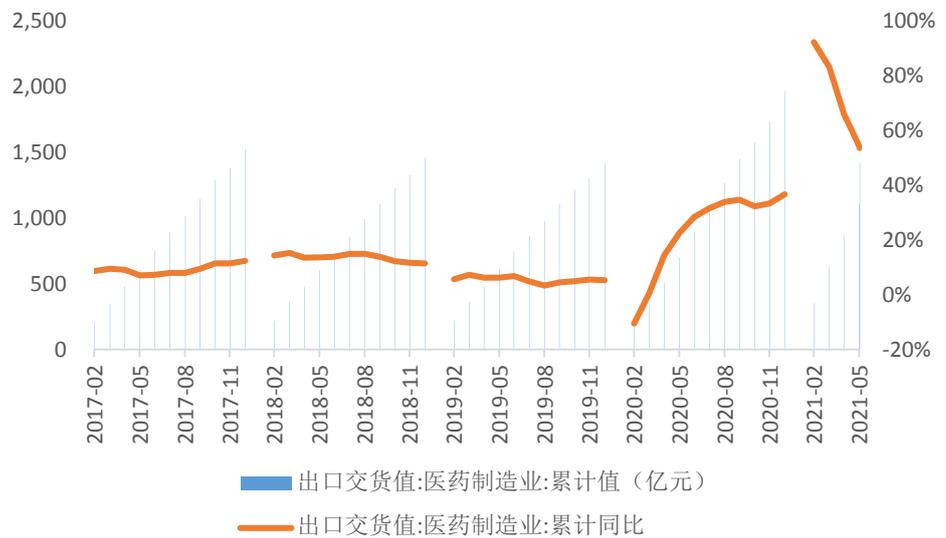
图 12: 我国医药制造业工业增加值当月同比及累计同比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

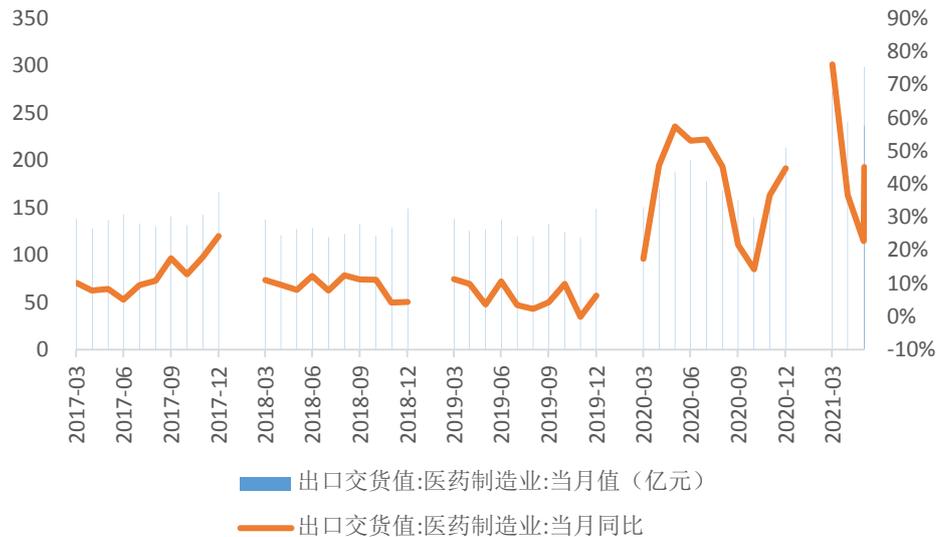
截止 6 月, 我国医药制造业累计出口交货值为 1,418.70 亿元, 累计同比增速为 53.50%, 其中 6 月份出口交货值为 298.70 亿元, 同比增速为 45.20%, 创今年单月新高, 主要系疫情拓展我国相关药械企业海外市场以及海外需求维持较高水平。

图 13: 我国医药制造业当月出口交货值及同比增速



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 14: 我国医药制造业累计出口交货值及累计同比增速



资料来源: wind, 渤海证券研究所

4. 投资策略

本月，医药行业各板块均出现较大幅度调整，主要是由于市场热点板块的变动以及医药行业前期聚焦的众多标的估值处于高位，基本面无重大变动，同时受教育培训改革影响联动，市场担忧“教育、医疗、住房”三大民生问题的政策性风险，我们认为对于医药行业而言，带量采购实行、国产替代推进等医保控费措施，公立医院改革、民营机构差异化发展等服务供给侧改革已经持续紧锣密鼓推进，最大化医保资金效用（医耗降价/院端用药结构优化）、提供便民惠民以及差异补全的医疗服务等政策风向至少在中短期内较为明确，政策风险较小。短期可关注中报业绩高增长及估值处于洼地个股，长期医保控费和创新替代主线不变，药品领域，仿制药集采下格局重塑，原料药-制剂一体化企业优势凸显，具备难仿类如缓控释剂型药物企业有望向高端用药领域突破，推荐丽珠集团（000513），创新药领域推荐五大品种集采利空落地、创新产品适应症扩围叠加海内外双拓的恒瑞医药（600276）；器械领域，建议关注有望获益于集采以价换量领域、集采规避型消费升级领域、高端器械进口替代以及分级诊疗下的快检领域，推荐关注大博医疗（002901）、爱博医疗（688050）、鱼跃医疗（002223）、南微医学（688029），此外建议关注沃森生物（300142）、复星医药（600196）。

风险提示：集采品种纳入及降价幅度超预期，估值过高，药物研发失败风险，市场大幅波动风险。

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

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

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

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653

策略研究

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

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

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

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