

医药底部愈加坚实，政策改善引领医药新成长

2022 年 07 月 24 日

➤ **本周回顾：**申万医药指数下跌 0.76%，跑输同期上证综指（1.3%）和沪深 300（-0.24%），我们认为主要由于市场对医药整体信心偏弱，近期披露的基金中报持仓也体现了这一点。本周公募基金二季报披露完毕，我们结合基金持仓情况及近期行情回顾，对医药板块进行深度复盘。

➤ **板块估值进一步下探，Q2 持仓占比成为近年最低。**目前申万医药生物板块 PE 约为 25 倍，远低于历史平均，当前相对 A 股整体溢价率约为 52%，基本是近十年最低溢价水平。公募持仓医药股比例环比有所下降，仓位依旧处于近三年历史低位。2022Q2 全部公募基金重仓持仓医药股比例为 10.1%，环比下降 1.1pp；剔除医药基金后的重仓持仓占比为 5.1%，环比下降 1.1pp；同期医药股在 A 股总市值中占比为 8.0%，环比下降 0.7PP。

➤ **医药子版块轮动，消费服务 Q2 表现优异，重仓股从制造切换服务，新冠切换非新冠趋势明显。**从 Q2 细分板块涨跌幅来看，医药领域前期热点纷纷退潮，各板块均出现不同程度的回调，疫苗、医药流通、原料药等板块跌幅居前，而代表疫情复苏主线的医院、药店、血制品等板块涨幅居前。从重仓股变动来看，公募基金医药重仓持续聚焦龙头，调仓从医药制造切换医药的消费服务，从新冠相关个股向切非新冠个股的调整趋势较为明显，代表医药板块逐步摆脱新冠情绪扰动，底部愈加坚实，后续成长机遇十足。

➤ 本周建议关注组合

成长组合：药石科技、金斯瑞生物科技、聚光科技；稳健组合：华润三九、爱尔眼科、九洲药业；弹性组合：三星医疗、国际医学、海吉亚

➤ **投资建议：**当前无论从医药板块的相对估值还是持仓占比来看，都处于历史低位，PE 在 25 倍左右，剔除医药基的持仓占比仅有 5.1%，且 Q2 向消费服务和非新冠个股调仓已经体现医药逐步摆脱疫情属性，底部愈加坚实，同时结合近期 DRGs 除外支付及医疗服务价格调整等相关事件，我们认为医药政策底部已现，主要赛道的成长性逻辑恢复，配置良机就在当下，对行业维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情进一步恶化风险；行业业绩低预期风险；其他系统性风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300725	药石科技	96.90	2.44	1.76	2.54	38	53	37	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	29.55	-0.17	-0.11	-0.04	-	-	-	推荐
300203	聚光科技	26.98	-0.52	0.54	0.79	-	50	34	暂无
000999	华润三九	37.98	2.07	2.47	2.86	21	18	15	推荐
603456	九洲药业	49.24	0.76	1.10	1.46	72	50	38	推荐
300015	爱尔眼科	33.20	0.43	0.43	0.56	101	77	59	暂无
601567	三星医疗	13.66	0.50	0.69	0.85	22	18	15	推荐
6078.HK	海吉亚医疗	47.95	0.71	0.98	1.32	55	42	31	暂无
000516	国际医学	10.98	-0.37	-0.22	0.06	-	-	197	暂无

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2022 年 07 月 22 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；金斯瑞生物科技、海吉亚医疗股价为港币）

推荐

维持评级



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 孙怡

执业证书：S0100121120052

邮箱：sunyi@mszq.com

相关研究

- 1.周一席谈：医保局政策触底回升，看好 Q3 复苏行情-2022/07/18
- 2.民生医药一周一席谈：众多积极变化浮现，全面看好医药成长股崛起-2022/07/10
- 3.民生医药一周一席谈：重视生物制品关注度与景气度双升的结构性机遇-2022/07/03
- 4.【民生医药】行业事件点评：新冠防控第九版边际放松，看好消费与制造复苏-2022/07/03
- 5.医药行业 2022 年中期策略投资-底部崛起，消费与高端制造齐飞-2022/07/02

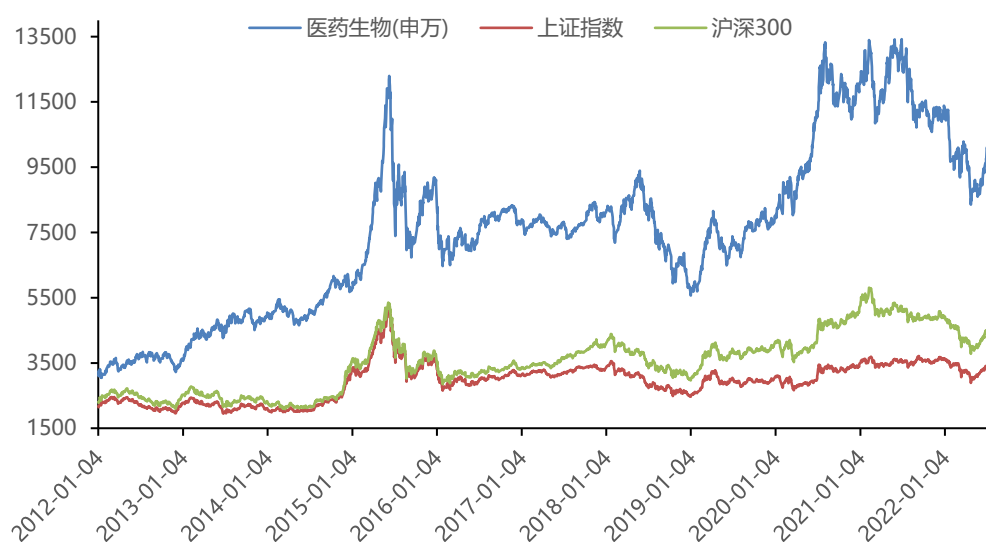
目 录

1 医药指数底部徘徊，基金持仓占比进一步下降.....	3
2 医药子板块轮动，消费与服务 Q2 表现优异.....	7
3 重仓个股变动情况：制造切消费服务，新冠切非新冠	9
4 投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

1 医药指数底部徘徊，基金持仓占比进一步下降

医药指数在底部徘徊，疫情持续存在控费政策的影响压制指数反弹。自 2022 年以来至今，申万医药指数下跌 17.6%，跑输同期上证指数和沪深 300（分别下跌 10.2%和 14.2%）。今年以来医药指数表现不佳，即使在 4 月底至今的整体 A 股反弹窗口期，医药仍然在底部徘徊，反弹空间非常有限，我们认为主要是因为在这一轮整体基本面欠佳而资金面相对宽松的行情中，医药板块受疫情持续存在及控费政策的影响较大，板块环比改善并不明显，因此指数反弹缺乏足够的动力。

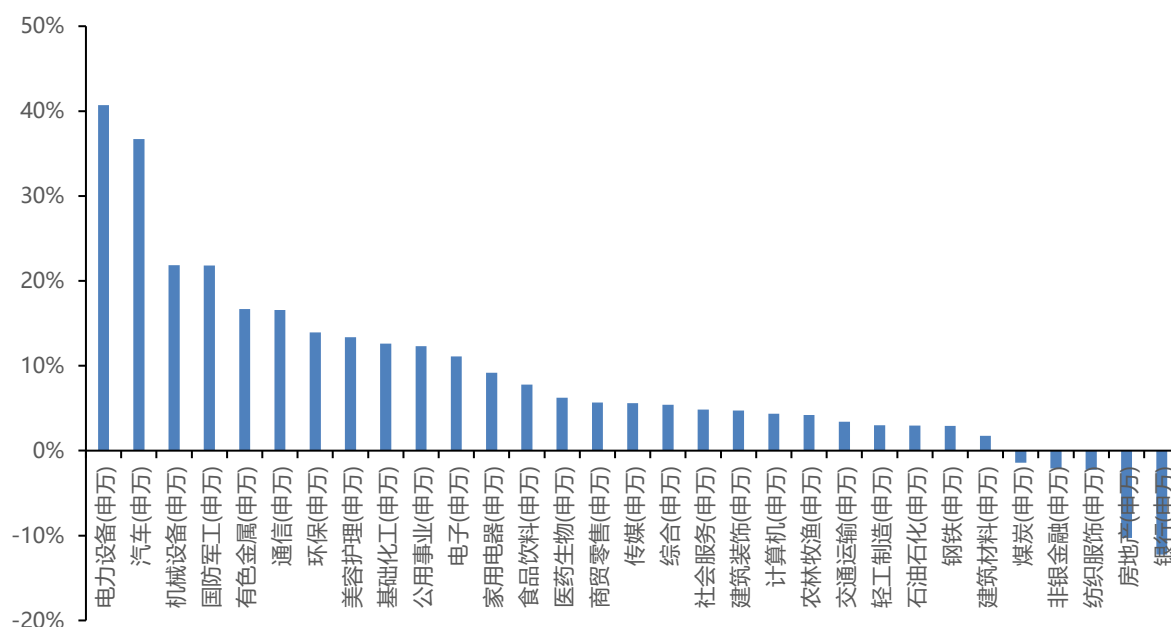
图 1：医药行业指数水平（截至 2022.7.22）



资料来源：wind，民生证券研究院

A 股在今年经历前 4 个月持续下跌后，4 月底以来迎来了积极的反弹，但如我们在上文所述，在 4 月底开始的这一轮资金面宽泛带来的行情改善中，医药行业受疫情和政策压制，改善情况并不明显，因此在申万 31 个一级行业中涨幅排名十四，年初以来的涨幅排名倒数第七，因此我们看出医药板块在去年 6 月开始调整以来，当前已经基本进入到了市场选择的冰点位置，底部坚实。

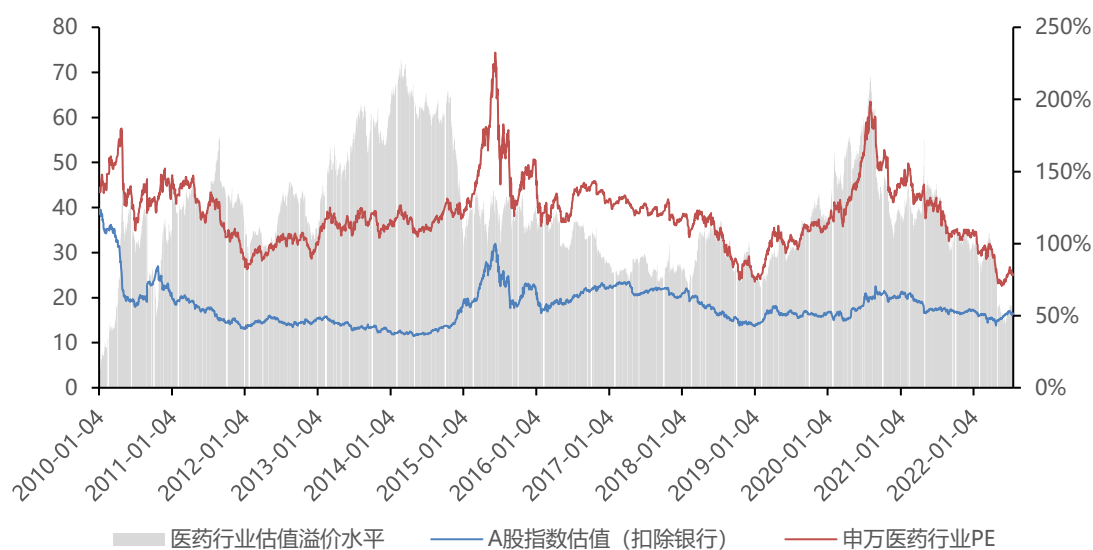
图 2：申万行业一级指数涨跌幅（2022.4.25-2022.7.22）



资料来源：wind，民生证券研究院

医药板块 PE 估值和溢价率处于历史低位。回顾 2010 年至今申万医药生物板块的 PE 值，医药行业整体历史均值为 39 倍，2015 年大牛市医药行业估值最高达到 73 倍，2019 年初医药估值 24 倍，降到近十年最低点。截止 7 月 22 日，申万医药生物板块 PE 为 25 倍，远低于历史平均估值。溢价率方面，当前相对 A 股整体溢价率约为 54%，近十年历史平均溢价率为 120%，当前溢价率已经跌至近十年的最低点。

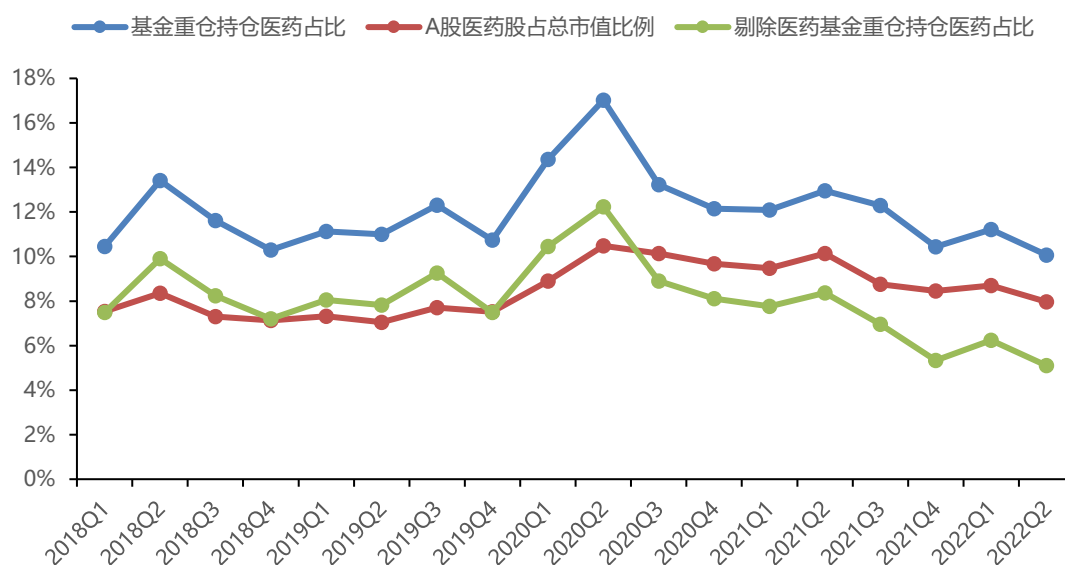
图 3：医药行业当前估值水平（截至 2022.7.22）



资料来源：wind，民生证券研究院

公募持仓医药股占比进一步下跌，成为近三年持仓最低季度。2022Q2 全部公募基金重仓持仓医药股比例为 10.1%，环比下降 1.1PP；剔除医药基金后的重仓持仓占比为 5.1%，环比下降 1.1PP；同期医药股在 A 股总市值中占比为 8.0%，环比下降 0.7PP。当下公募持仓医药占比已经成为近三年占比最低点。

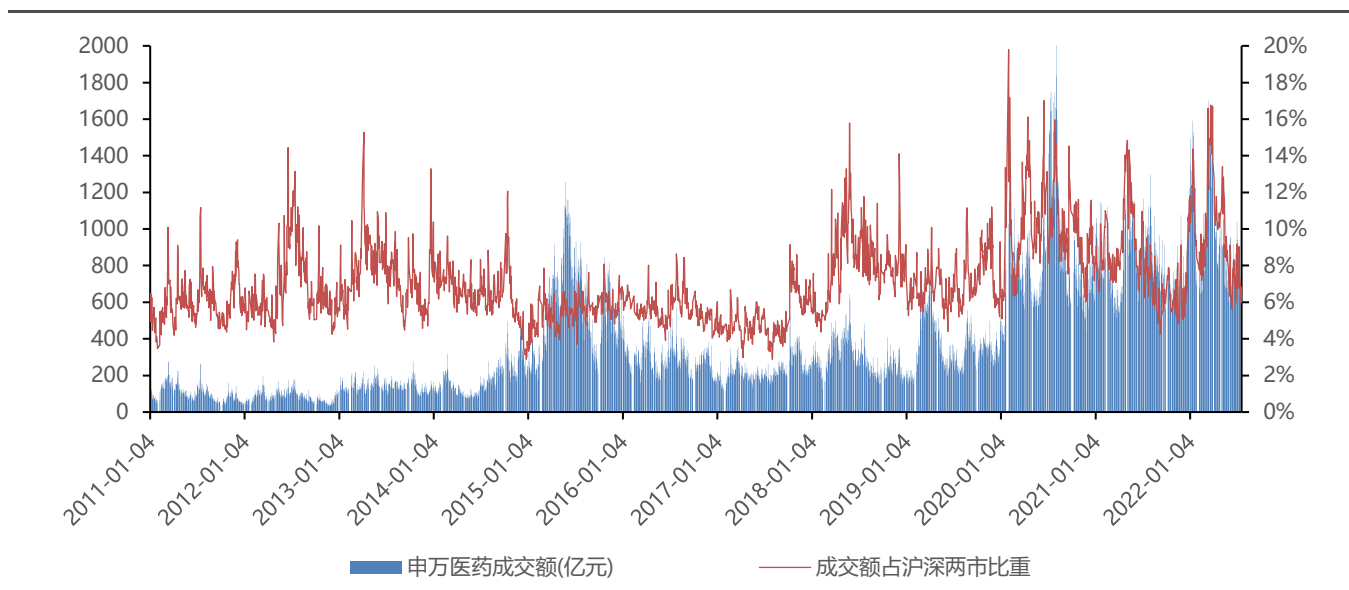
图 4：基金重仓持仓医药占比（截至 2022Q2）



资料来源：wind，民生证券研究院

Q2 医药主题交易时有发生，日成交额占比波动大。2021 全年申万医药指数交易额较为清淡，平均每个交易日的交易额为 817 亿元，沪深两市交易额平均占比为 7.96%；2022 年初至今交易额略微放大，平均每个交易日的交易额为 961 亿元，主要由于 Q2 疫情导致交易减少，沪深两市交易额占比在 5.6%-13.6%之间震荡，平均占比为 9.88%，环比 Q1 占比（11.1%）有所下降。我们认为主要是两个原因：（1）Q1 医药热点不断，疫情相关主线被反复交易，如口服新冠药、检测、中药、疫苗、上游制造等，带来交易额短期内的剧烈波动；（2）Q2 疫情严重导致交易量明显减少，医药板块除消费复苏以外其他板块均有不同程度退潮。

图 5：申万医药交易额成交额及占比（截至 2022.7.22）

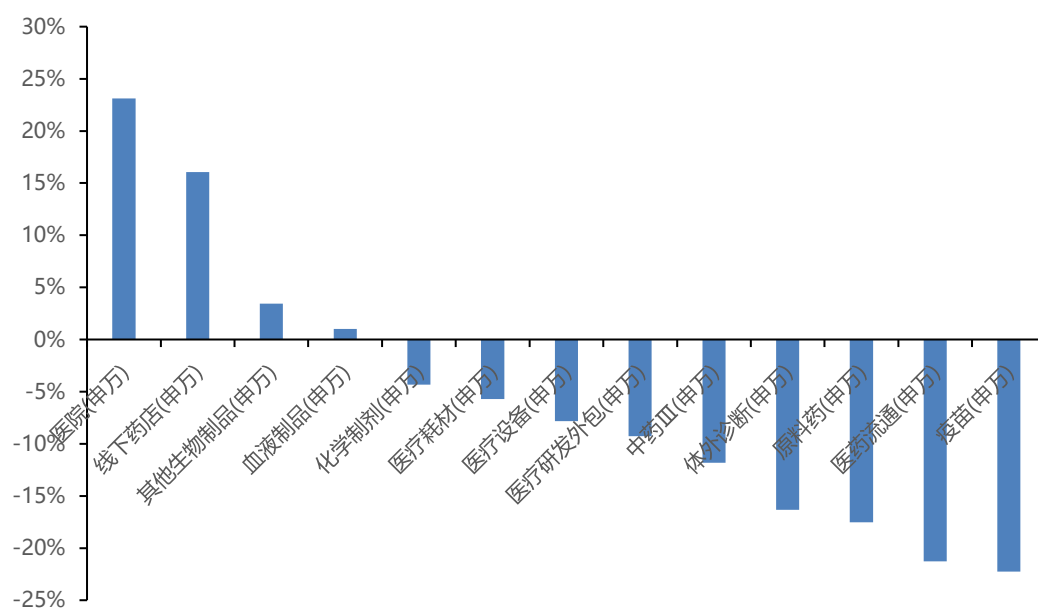


资料来源：wind，民生证券研究院

2 医药子板块轮动，消费与服务 Q2 表现优异

自 2022 年 3 月 31 日至 2022 年 7 月 22 日，细分板块涨跌幅来看，医药领域前期热点纷纷退潮，各板块均出现不同程度的回调，疫苗、医药流通、原料药等板块跌幅居前，跌幅分别为 22.25%、21.28%、17.52%，而代表疫情复苏主线的医院、药店、血制品等板块涨幅居前，分别为 23.10%、16.05%和 3.44%。

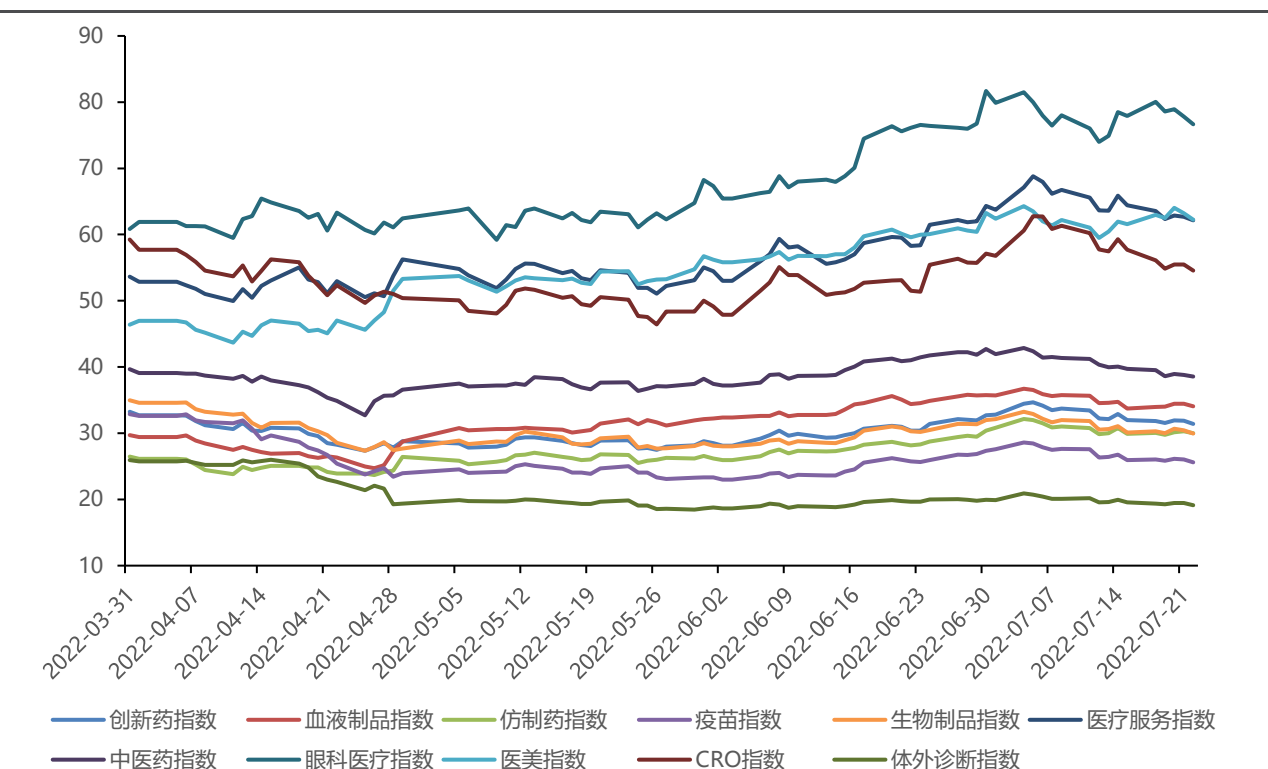
图 6：申万行业医药三级指数涨跌幅（2022.3.31-2022.7.22）



资料来源：wind，民生证券研究院

从估值角度来看，2022.3.31 至今眼科、医美、医疗服务等消费和服务板块略有上升，其他多数板块估值或平或跌，当前我们认为医药主要领域的估值均已回落到合理水平，且估值均在底部徘徊。

图 7：主要 WIND 医药概念指数 PE (2022.3.31-2022.7.22)



资料来源：wind，民生证券研究院

3 重仓个股变动情况：制造切消费服务，新冠切非新冠

公募基金医药重仓持续聚焦龙头。从基金持股市值来看，2022Q2 公募基金持有市值最高前三支股票：药明康德（554.06 亿元）、迈瑞医疗（372.91 亿元）、爱尔眼科（330.15 亿元），环比排名第三的股票有所变化。公募基金持有市值最多的前十名医药股持股市值均超过百亿，重仓仍然集中在行业龙头白马。

表 1：2022Q2 重仓个股市值前十医药股

排名	代码	公司名称	2022Q2 公募持股 市值 (亿元)	2022Q2 公募持 股基金数	与 2022Q1 相比持 股基金数变动数量	公司 22H1 业绩预告 (归母净利润, 亿元)
1	603259.SH	药明康德	554.06	617	-240	约 46.36
2	300760.SZ	迈瑞医疗	372.91	433	-106	-
3	300015.SZ	爱尔眼科	330.15	351	192	-
4	300759.SZ	康龙化成	162.49	152	52	5.65-6.10
5	300347.SZ	泰格医药	147.41	183	-18	-
6	300122.SZ	智飞生物	145.44	327	-196	-
7	000661.SZ	长春高新	127.92	222	105	-
8	002821.SZ	凯莱英	114.50	123	-119	16.44-17.43
9	600763.SH	通策医疗	105.97	121	60	-
10	603456.SH	九洲药业	105.30	122	-1	1.79-2.06

资料来源：wind，民生证券研究院

从持股基金数量来看，2022Q2 持有基金数最多的前三支股票：药明康德（617）、迈瑞医疗（433）、爱尔眼科（351）。排名前十的股票，持股基金数均超过 100 支，龙头股票仍然是公募基金资产配置时的首选，其中爱尔眼科和长春高新获超百只基金加仓。

表 2：2022Q2 重仓个股持有基金数前十医药股

排名	代码	公司名称	2022Q2 公募持股 市值 (亿元)	2022Q2 公募持 股基金数	与 2022Q1 相比持 股基金数变动数量	公司 22H1 业绩预告 (归母净利润, 亿元)
1	603259.SH	药明康德	554.06	617	-240	约 46.36
2	300760.SZ	迈瑞医疗	372.91	433	-106	-
3	300015.SZ	爱尔眼科	330.15	351	192	-
4	300122.SZ	智飞生物	145.44	327	-196	-
5	000661.SZ	长春高新	127.92	222	105	-
6	300347.SZ	泰格医药	147.41	183	-18	-
7	600276.SH	恒瑞医药	83.26	175	29	-
8	300759.SZ	康龙化成	162.49	152	52	5.65-6.10
9	2269.HK	药明生物	91.21	133	33	-
10	002821.SZ	凯莱英	114.50	123	-119	16.44-17.43

资料来源: wind, 民生证券研究院

从持股占流通股比例来看, 2022Q2 基金持仓占流通股比例前三支股票: 九洲药业 (24.54%)、采纳股份 (23.25%)、泰格医药 (22.77%), 比例均达到了 20% 以上。其中采纳股份作为国内稀缺的医械 OEM 新星且流通盘相对较小, 新进前十。机构持有流通市值比例较大的公司仍然主要为赛道的大龙头企业或细分领域小龙头企业。

表 3：2022Q2 重仓个股占流通股比例前十医药股

排名	代码	公司名称	2022Q2 公募持股 市值 (亿元)	2022Q2 公募持 股基金数	与 2022Q1 相比持 股基金数变动数量	公司 22H1 业绩预告 (归母净利润, 亿元)
1	603456.SH	九洲药业	105.30	122	-1	1.79-2.06
2	301122.SZ	采纳股份	3.78	24	11	-
3	300347.SZ	泰格医药	147.41	183	-18	-
4	688301.SH	奕瑞科技	40.93	67	23	-
5	603259.SH	药明康德	554.06	617	-240	约 46.36
6	688202.SH	美迪西	26.16	63	9	-
7	600763.SH	通策医疗	105.97	121	60	-
8	300759.SZ	康龙化成	162.49	152	52	5.65-6.10
9	002821.SZ	凯莱英	114.50	123	-119	16.44-17.43
10	300363.SZ	博腾股份	58.88	109	-87	11.91-12.12

资料来源: wind, 民生证券研究院

呈现出制造切换消费服务, 新冠切非新冠的调仓趋势。从基金持股市值变动来看, 2022Q2 公募基金持有市值增加最多的前三支: 爱尔眼科 (+166.12 亿元)、康龙化成 (+67.05 亿元)、长春高新 (+61.87 亿元)。持有市值减少最多的前三

支：药明康德（H 股，-710.02 亿元）、凯莱英（-206.50 亿元）、药明康德（A 股，-161.12 亿元）。从重仓股变动来看，公募基金医药重仓持续聚焦龙头，调仓从医药制造切换医药的消费服务，从新冠相关个股向切非新冠个股的调整趋势较为明显，代表医药板块逐步摆脱新冠情绪扰动，底部愈加坚实，后续成长机遇十足。

表 4：2022Q2 重仓个股市值增加前十医药股

排名	代码	公司名称	2022Q2 公募持股 市值 (亿元)	2022Q2 公募持 股基金数	与 2022Q1 相比持 仓市值增加 (亿元)	公司 22H1 业绩预告 (归母净利润, 亿元)
1	300015.SZ	爱尔眼科	330.15	351	166.12	-
2	300759.SZ	康龙化成	162.49	152	67.05	5.65-6.10
3	000661.SZ	长春高新	127.92	222	61.87	-
4	600763.SH	通策医疗	105.97	121	52.02	-
5	600085.SH	同仁堂	84.12	77	51.29	-
6	2269.HK	药明生物	91.21	133	35.82	-
7	603456.SH	九洲药业	105.30	122	33.73	1.79-2.06
8	300595.SZ	欧普康视	36.62	113	24.42	-
9	600436.SH	片仔癀	97.59	88	22.86	13.14
10	688301.SH	奕瑞科技	40.93	67	15.88	-

资料来源：wind，民生证券研究院

表 5：2022Q2 重仓个股市值减少前十医药股

排名	代码	公司名称	2022Q2 公募持股市 值 (亿元)	2022Q2 公募持 股基金数	与 2022Q1 相比持 仓市值减少 (亿元)	公司 22H1 业绩预告 (归母净利润, 亿元)
1	2359.HK	药明康德	5.17	18	-710.02	约 46.36
2	6821.HK	凯莱英	0.09	2	-206.50	16.44-17.43
3	603259.SH	药明康德	554.06	617	-161.12	约 46.36
4	3347.HK	泰格医药	0.53	2	-144.88	-
5	300122.SZ	智飞生物	145.44	327	-118.24	-
6	300363.SZ	博腾股份	58.88	109	-94.40	11.91-12.12
7	002821.SZ	凯莱英	114.50	123	-92.08	16.44-17.43
8	3759.HK	康龙化成	14.12	6	-81.31	5.65-6.10
9	300760.SZ	迈瑞医疗	372.91	433	-68.08	-
10	000739.SZ	普洛药业	2.22	9	-39.41	-

资料来源：wind，民生证券研究院

4 投资建议

当前无论从医药板块的相对估值还是持仓占比来看，都处于历史低位，PE 在 25 倍左右，剔除医药基的持仓占比仅有 5.1%，且 Q2 向消费服务和非新冠个股调仓已经体现医药逐步摆脱疫情属性，底部愈加坚实，同时结合近期 DRGs 除外支付及医疗服务价格调整等相关事件，我们认为医药政策底部已现，主要赛道的成长性逻辑恢复，配置良机就在当下，对行业维持“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **疫情进一步恶化风险。**疫情恶化将对全球宏观经济带来负面影响，对公司的生产运营以及供应链都带来风险，影响行业整体发展。
- 2) **行业业绩低预期风险。**多方面因素如疫情、汇率波动等将导致行业业绩有所波动，行业业绩低于预期将导致整体行业走低，投资者将更多的转向其他行业，从而影响行业估值等指标。
- 3) **其他系统性风险。**经济周期，整体宏观政策等系统性风险因素可能会对行业带来不利影响。

插图目录

图 1: 医药行业指数水平 (截至 2022.7.22)	3
图 2: 申万行业一级指数涨跌幅 (2022.4.25-2022.7.22)	4
图 3: 医药行业当前估值水平 (截至 2022.7.22)	4
图 4: 基金重仓持仓医药占比 (截至 2022Q2)	5
图 5: 申万医药交易额成交额及占比 (截至 2022.7.22)	6
图 6: 申万行业医药三级指数涨跌幅 (2022.3.31-2022.7.22)	7
图 7: 主要 WIND 医药概念指数 PE (2022.3.31-2022.7.22)	8

表格目录

表 1: 2022Q2 重仓个股市值前十医药股	9
表 2: 2022Q2 重仓个股持有基金数前十医药股	10
表 3: 2022Q2 重仓个股占流通股比例前十医药股	10
表 4: 2022Q2 重仓个股市值增加前十医药股	11
表 5: 2022Q2 重仓个股市值减少前十医药股	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026