

2019年5月13日

【医药行业2019年中期策略】

结构优化看百家争鸣，细分真英雄方主沉浮

——寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

核心结论

➤ 一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？

总体上来看，市场风险偏好提升，估值弹性标的涨幅居前（科技属性和预期业务爆发属性带来的想象空间弹性），医药行业整体表现中上游，各子行业表现分化较大，其中原料药、器械、生物制品表现较好，中药前高后低。

➤ 二、思考：医药处于什么样的产业时代？

目前医药行业整体处于“药品龙头”和“非药高景气细分”百花齐放的时代，2016年以来行业增速见底企稳，医药出现结构性分化行情，“非药”在板块中占比越来越大，未来行业增速将继续维持，但增长质量提升，符合产业趋势的细分领域将百花齐放。“非药”占比会进一步提升；我们对医药行业的未来判断：做服务做模式优于做产品 / 自费优于医保外 / 非药产品优于药品 / 创新优于仿制 / 高端仿制优于普通仿制。

➤ 三、看长期：什么是能够长出超级大公司的四条主线？

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！包括**创新服务商**（创新药爆发前置受益者）、**创新药**（部分企业已经陆续进入到收获期）、**创新疫苗**（大品种大时代来临）、**创新器械**（国产器械加速追赶）。
2. **医药扬帆出海**：扬帆出海是国内政策承压后制药企业长期发展的不错选择！其中**注射剂国际化**看爆发式增长，**口服制剂国际化**看专利挑战和特殊剂型。
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！包括**品牌中药消费**和其他**特色消费**。
4. **医药品牌连锁**：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力！包括**药店**和**特色专科连锁医疗服务**。

➤ 四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

目前处于第二次医保控费的时代下，但市场预期已相对充分，未来市场反应将会相对理性，不受政策影响的板块受到的冲击将会较小；基于市场环境、基金持仓、板块估值以及医药政策扰动等多重因素，我们总结出了“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略方针，下半年重点看好注射剂国际化、流通、疫苗、创新药服务商等细分领域以及部分估值与增速较为匹配的细分领域龙头，重点推荐**普利制药、健友股份、柳药股份、凯莱英、智飞生物、沃森生物、康泰生物、科伦药业、长春高新、美年健康**。

- **风险提示**：1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

- 一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？
- 二、思考：医药处于什么样的产业时代？
- 三、看长期：什么是能够成长出超级大公司的四条主线？
- 四、看当下：下半年把握“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针，寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？

1、总体总结：风险偏好提升，估值弹性标的涨幅居前

1) 估值弹性标的涨幅居前：科技属性和预期业务爆发属性带来的想象空间弹性

- 工业大麻：上涨体现的是未来业务爆发带来的想象空间，同时也是筹码结构的变化。
- 科创板相关：上涨体现的是科创板带来的科技创新估值弹性。
- 肝素/原料药：上涨体现的是猪瘟带来的后周期预期 / 产业格局重塑和预期业绩弹性。
- 药品爆款概念：事件驱动型，上涨体现的是大品种上市后预期业绩大弹性，也是筹码结构的变化。

2) 其他上涨较好标的：风险偏好提升下，对业绩高增长/超跌估值修复/业绩预期拐点的估值提升

- 业绩高增长：在风险偏好提升的情况下，业绩高增长的标的估值弹性较大。
- 超跌估值性价比：对悲观预期的消化和对公司及行业的估值提升。
- 业绩预期拐点：风险偏好提升下，对未来可能的业绩拐点给予更强的关注，估值弹性较大。

图表：2019年初以来医药行业涨幅靠前标的梳理
(估值弹性标的：热门概念/业绩爆发属性)

工业大麻	涨幅	科创板相关	涨幅	原料药/肝素	涨幅	药品爆款概念	涨幅
龙津药业	173%	济民制药	172%	海翔药业	90%	兴齐眼药	293%
紫鑫药业	150%	博济医药	105%	常山药业	80%	冠昊生物	152%
福安药业	142%	维力医疗	93%	圣达生物	77%	莱美药业	72%
方盛制药	108%	药石科技	60%	健友股份	66%		
华仁药业	81%	誉衡药业	56%	天宇股份	50%		
昆药集团	77%	神奇制药	50%	东诚药业	46%		
莱茵生物	71%	泰格医药	48%				
仁和药业	67%	科伦药业	39%				
嘉应制药	66%	海南海药	36%				
尔康制药	50%	金城医药	34%				
寿仙谷	46%	康缘药业	33%				
		凯莱英	30%				

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：2019年初以来医药行业涨幅靠前标的梳理
(业绩确定性/预期拐点)

业绩高增长	涨幅	估值性价比	涨幅	业绩拐点	涨幅
长春高新	69%	一品红	60%	九强生物	58%
普利制药	68%	迪瑞医疗	53%	山大华特	46%
通策医疗	62%	迈克生物	47%	润达医疗	39%
金城医学	59%	京新药业	44%	信邦制药	35%
健帆生物	51%	康泰生物	41%		
益丰药房	48%	华东医药	37%		
欧普康视	47%	柳药股份	35%		
恒瑞医药	46%	康弘药业	33%		
山东药玻	44%				
基蛋生物	41%				
爱尔眼科	34%				

资料来源：Wind，国盛证券研究所

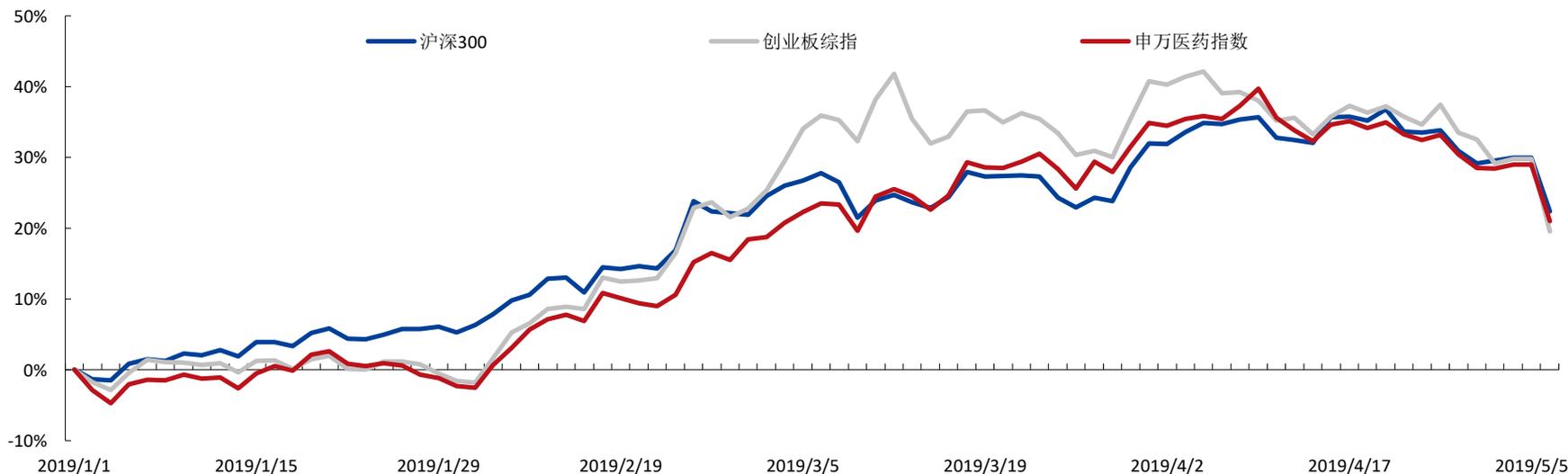
一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？

2、医药行业 / 沪深300 / 创业板各自表现：医药跑输沪深300，跑赢创业板，整体表现中上游

在经历了2018年的调整之后，2019年1月份A股市场逐步企稳，春节之后出现了板块轮动，上半年市场呈普涨局面。年初以来（截止2019年5月6日），申万医药指数涨幅为21.03%，跑输沪深300指数1.36个百分点，跑赢创业板综指1.49个百分点。

- **沪深300**：一季度由于以非银为代表的权重成分领跑市场，沪深300指数表现突出；
- **创业板指**：进入二月下旬，市场出现风格切换，热点异常活跃，板块迅速轮动，创业板一度超额收益显著；随着估值基本修复，各个指数表现开始趋同；
- **医药行业**：年初以来走势基本跟随市场，截止5月6日，涨幅在28个申万一级行业中位列第8，板块估值整体得到修复，涨幅靠前的公司主要以中小市值为主，工业大麻是表现最活跃的主题。

图表：医药行业、沪深300、创业板整体涨跌幅（2019.1.1至今）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

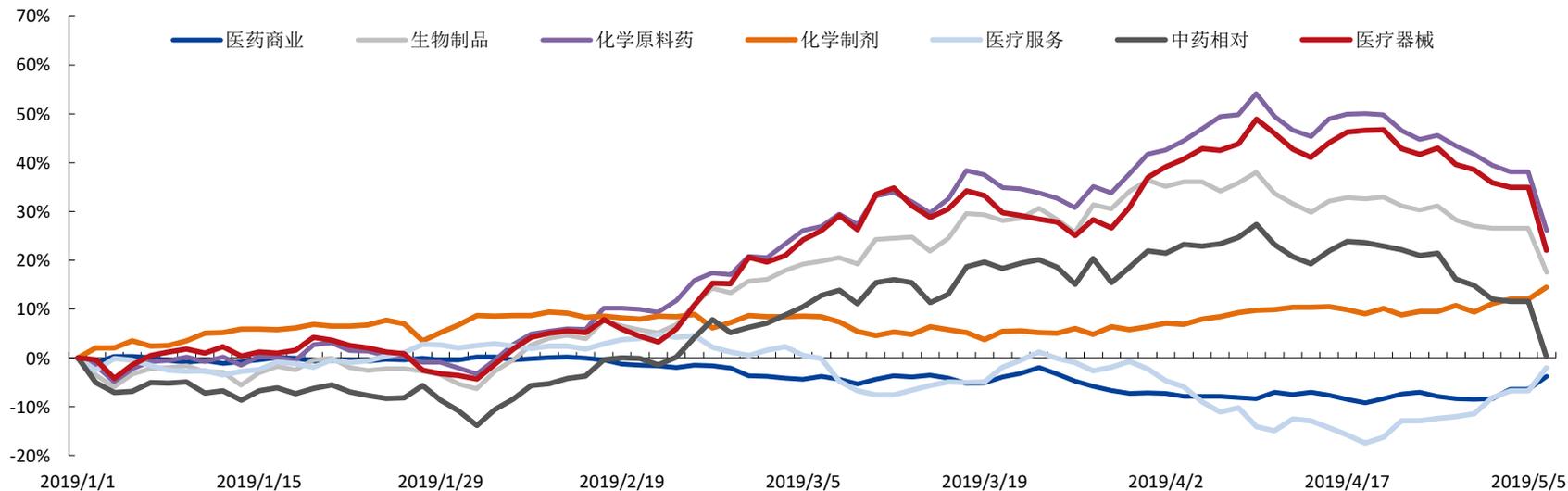
一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？

3、医药各子行业表现：分化较大，原料药、器械、生物制品表现较好，中药前高后低

相对涨幅排名（从上至下）：

- **化学原料药**：受事件影响（不良事件、猪瘟、爆炸、环保等），特色原料药企业带领板块整体涨幅居前。
- **医疗器械**：行业持续景气带来业绩高增长，同时政策扶植（基层医疗升级等），带领板块整体双击。
- **生物制品**：疫苗大时代带来的产品快速放量，叠加重磅产品上市预期和血制品板块回暖，推高行业估值。
- **化学制剂**：龙头企业业绩稳定增长使得集采带来的负向预期有所缓和，情绪部分释放后带来估值修复。
- **中药**：在牛市环境下工业大麻概念的火爆带来题材性机会，长期跑输的中药板块短时间内有所爆发。
- **医疗服务**：政策免疫带来前期超额收益明显，横向估值性价比不占优势，上半年板块并不突出。
- **医药商业**：药店前期估值消化拖累短期涨幅，流通板块估值修复带领板块后期走出独立行情。

图表：医药各子领域相对行业整体涨跌幅

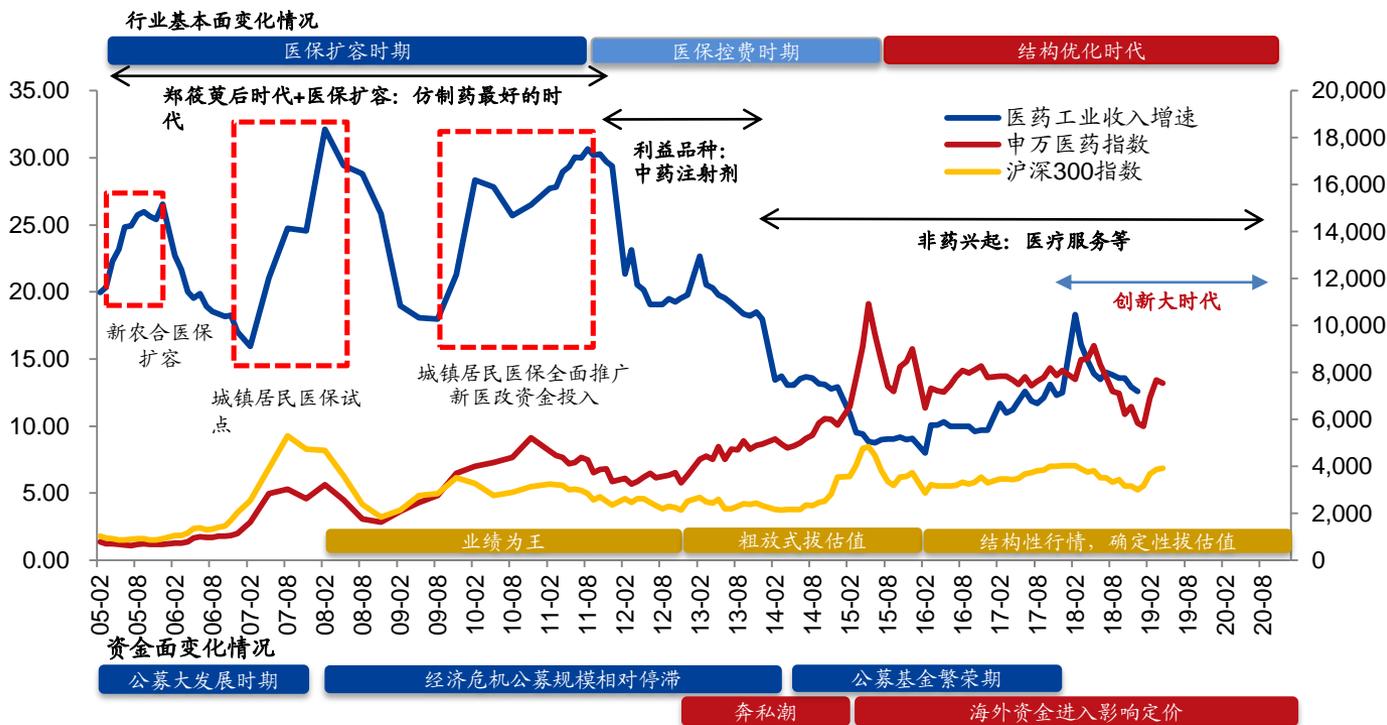


资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？
- 二、思考：医药处于什么样的产业时代？
- 三、看长期：什么是能够成长出超级大公司的四条主线？
- 四、看当下：下半年把握“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针，寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

二、医药处于什么样的产业时代？——“药品龙头” “非药高景气细分” 百花齐放！

图表：医药行业15年复盘推演



- **1999-2012:** 医保支付端扩容的十年，行业以制药股为主
- **2008-2012:** 医药业绩为王，享受政策红利野蛮扩张的最后阶段。
- **2013-2015:** 野蛮控费的五年，但医药指数表现并不差，行业未来发展方向的医疗服务、精准医疗、互联网医疗等板块开始拔估值。（私募基金大发展，有一定定价权）
- **2016-2018:** 行业增速见底企稳，医药出现结构性分化行情，“非药”在板块中占比越来越大。期间大龙头、确定性细分龙头表现。（公募基金+海外资金有定价权）
- **未来:** 行业增速维持，但增长质量提升，未来符合产业趋势的细分领域将百花齐放。“非药”占比会进一步提升。

资料来源：统计局，Wind，国盛证券研究所

图表：医药历年不同成分股分类计数

申万医药成分股	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
器械+服务	7	8	8	10	10	11	11	11	11	12	14	14	20	23	22	27	32	42	58	66
化药+中药+生物	56	65	77	80	84	98	99	99	108	112	117	132	143	147	143	146	158	166	194	198
非药股个数占比 (%)	11.1	11.0	9.4	11.1	10.6	10.1	10.0	10.0	9.2	9.7	10.7	9.6	12.3	13.5	13.3	15.6	16.8	20.2	23.0	25.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、医药处于什么样的产业时代？——三大变量促行业大分化：从野蛮扩张到结构优化

对医药行业的未来判断：

做服务作模式优于做产品 / 自费优于医保外 / 非药产品优于药品 / 创新优于仿制 / 高端仿制优于普通仿制。

图表：影响医药行业的三大变量



- 一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？
- 二、思考：医药处于什么样的产业时代？
- 三、看长期：什么是能够成长出超级大公司的四条主线？
- 四、看当下：下半年把握“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针，寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

三、看长期，什么是能够长出超级大公司的四条主线？

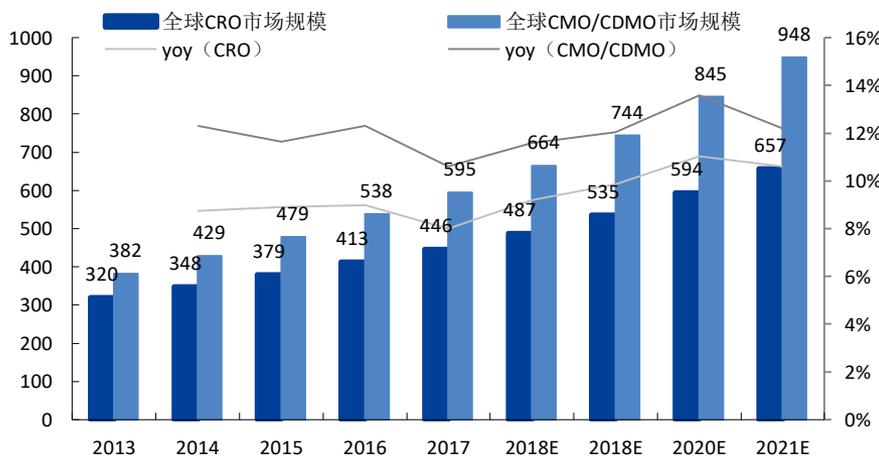


三、长逻辑主线一：医药科技创新之【创新药服务商】

➢ 全球CXO企业同中国企业收入差距巨大，国内具备诞生超大型企业潜力：全球CRO排名第一的LabCorp2018年收入达到113亿美元，而国内最大的药明康德收入仅为14亿美元，在全球产业向中国转移的大背景下，国内市场具备超大型企业潜力。

➢ 从全球市场份额来看，中国有巨大的上升空间及承接实力：中国拥有工程师红利，研发和运营成本远低于欧美发达市场，同时也掌握了药物研发生产环节的核心技术，从而引导CRO、CDMO产业转移至国内。从2017年来看，中国CRO行业仅占全球CRO行业18.6%的市场份额，CMO更是仅有7.8%的市场份额，未来仍有巨大的可提升空间。

图表：全球CRO、CMO市场规模及增速（亿美元）



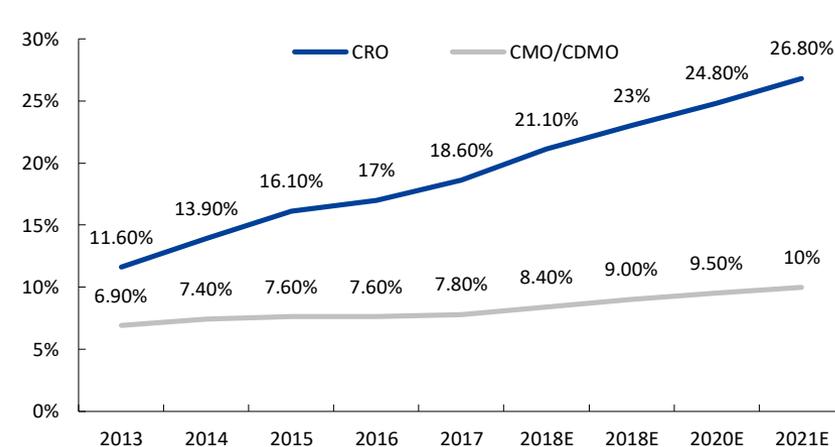
资料来源：Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

图表：2018年全球CRO公司收入排名

序号	公司名称	股票代码	业务范围	2018年收入 (亿美元)
1	LabCorp (Covance)	LH.N	临床前 CRO、临床 CRO	113.3
2	Quintiles IMS	IQV.N	临床 CRO、CSO、咨询等	104.1
3	Syneos	SYNH.O	临床 CRO	43.9
4	Parexel	PRXL.O	临床 CRO、咨询等	24.4
5	PRA	PRAH.O	临床 CRO	28.7
6	PPD	PPDI.O	临床前 CRO、临床 CRO 等	19.0
7	Charles River	CRL.N	临床前 CRO、动物模型等	22.7
8	ICON	ICLR.O	临床 CRO	26.0
9	药明康德	603259.SH	临床前 CRO、CMO	14.0
10	Medpace	MEDP.O	临床 CRO	7.0

资料来源：CDE, Wind, PRA, 国盛证券研究所

图表：国内CRO、CMO全球市场份额占比



资料来源：Frost & Sullivan, 南方所, 国盛证券研究所

三、长逻辑主线一：医药科技创新之【创新药服务商】

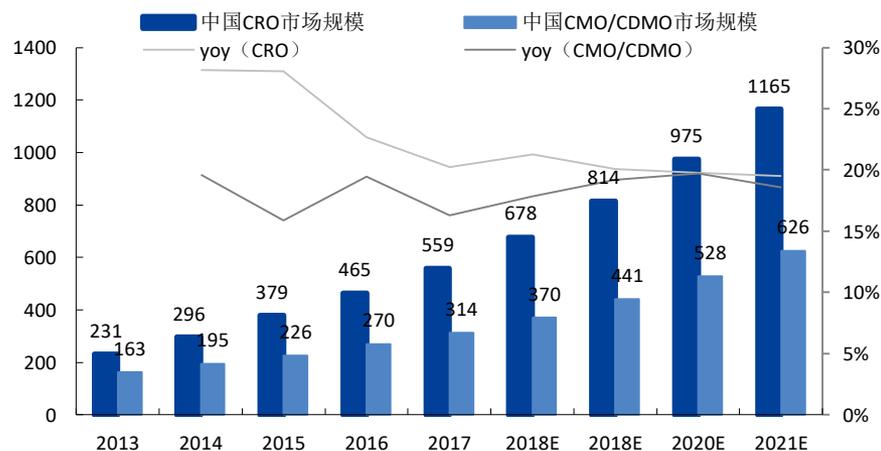
► 四大变化促进国内CXO行业迎来历史性战略机遇，产业转移+政策鼓励+科创板带动+创新产品进入到收获期：

(1) 全球产能转移大背景下，国内政策进一步推动产业发展：包括审评审批加速，医保谈判准入，上市许可人制度、新化药注册分类在内的一系列创新药配套政策推动国内医药产业由“仿制驱动”上升至“创新驱动”，两办发布“国36条”更是将创新上升至国家高度，将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。

(2) 科创板的即将推出，也开拓创新药融资新渠道：一级市场退出机制更加多样化，将鼓励其投资创新药项目，同时传统药企向创新药企战略转型的自身代价更低，新药申报数量将快速增加，长期有利于行业发展。

► 对于创新药服务商来说，医药产业研发动力的增强将直接转换为未来市场规模的增长以及业绩的兑现。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。

图表：中国CRO、CMO市场规模及增速（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表：国内CXO列表

公司名称	股票代码	业务	收入(亿元)		净利润(亿元)	
			2018	2018	2018	2018
药明康德	603259.SH	综合	96.1	22.6		
康龙化成	300759.SZ	综合	29.1	3.4		
泰格医药	300347.SZ	CRO	23.0	4.7		
药明生物	2269.HK	CMO	25.3	6.3		
凯莱英	002821.SZ	CMO	18.3	4.3		
博腾股份	300363.SZ	CMO	11.8	1.2		
亚太药业	002370.SZ	CRO	13.1	2.1		
百花村 (华威医药)	600721.SH	CRO	4.2	-8.1		
昭衍新药	603127.SH	CRO	4.1	1.1		
量子生物 (睿智化学)	300149.SZ	综合	10.0	1.6		
药石科技	300725.SZ	CMO	4.8	1.3		
博济医药	300404.SZ	CRO	1.7	0.1		
美迪西	A17241.SZ	CRO	0.0	0.0		
普洛药业	000739.SZ	CMO	63.8	3.7		
九州药业	603456.SH	CMO	18.6	1.6		

资料来源：wind，国盛证券研究所

三、长逻辑主线一：医药科技创新之【创新药】

➤ 国内创新药龙头与国际巨头体量差距巨大，未来创新发展寻求突破：

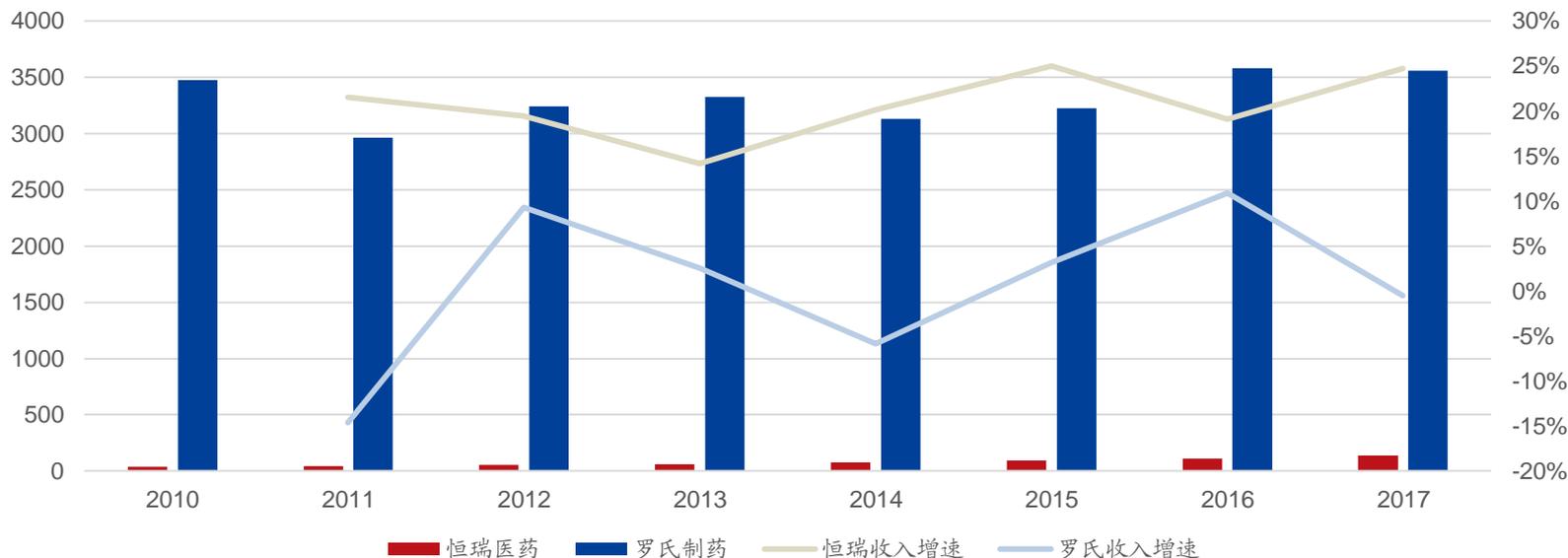
国际制药龙头们无一不是靠创新驱动发展，国内创新龙头恒瑞和全球制药创新巨头无论在市值上还是收入体量上差距仍然很大。对比全球巨头罗氏制药，17年全球销售额在3500亿左右，而恒瑞医药销售额仅有138亿元，不到全球巨头的1/10，未来全球市场潜力巨大。

➤ 创新药对企业价值巨大，国内企业一定是重点布局方向：

(1) 创新品种空间大：疗效突出、拥有先发优势的品种往往可以抢占较大市场份额市场空间大，10亿元以上是大品种，净利率达到30%以上，较大的利润弹性。

(2) 创新产品放量快：国内政策支持+产品良好的竞争格局。

图表：恒瑞医药与罗氏制药收入对比（亿元）



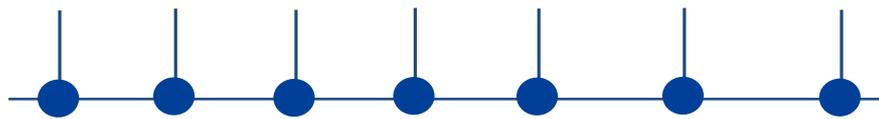
资料来源：Wind，国盛证券研究所

三、长逻辑主线一：医药科技创新之【创新药】

- ▶ **国产创新药已逐步进入收获期，多维度数据验证国内创新药将引来爆发：**近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量，同时1类新药的申请数量也逐年快速攀升，国内企业研发投入不断加大。
- ▶ **科创板带来创新药投资爆发（未来）：**随着科创板的推进和国内配套行业的不断发展，创新药企业需要的研发融资和技术外包渠道均已疏通，未来更多优秀创新药企和创新产品的快速上市，通过更多产品研发数据的公开、持续性的市场教育以及创新药本身所带来的高额回报率，国内创新药行业无论是盈利能力还是估值水平均将有超预期体现。
- ▶ **推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、科伦药业、丽珠集团、康弘药业、复星医药、亿帆医药、天士力（心脑血管创新药领导者）等。**

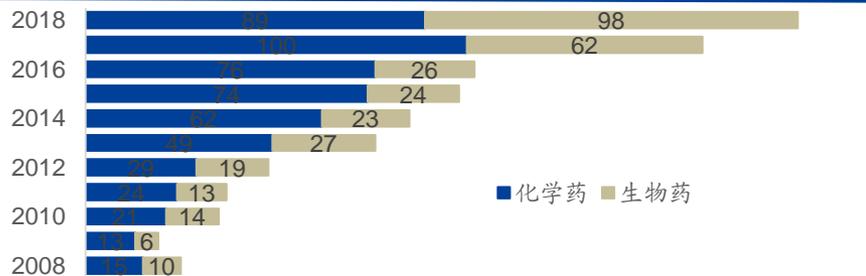
图表：2018年中国自主创新药获批情况

正大天晴 前沿生物 歌礼药业 恒瑞医药 和记黄埔 君实生物 信达生物
 安罗替尼 艾博卫泰 丹诺瑞韦 吡咯替尼 呋喹替尼 特瑞普利单抗 信迪利单抗
 2018.6 2018.6 2018.6 2018.8 2018.9 2018.12 2018.12



资料来源：NMPA，国盛证券研究所

图表：我国1类新药临床申请情况（2008-2018）



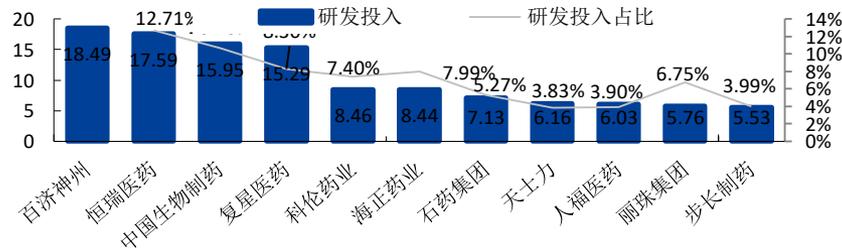
资料来源：NMPA，国盛证券研究所

图表：2019年有望获批国产重磅创新品种

百济神州	替雷利珠单抗、赞布替尼
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗、瑞马唑仑
艾森医药	艾维替尼
豪森药业	氟马替尼、聚乙二醇洛塞那肽
贝达药业	恩沙替尼
三生制药	曲妥珠单抗
信达生物	阿达木单抗
沃森生物	13价肺炎疫苗
丽珠集团	重组人促性素
我武生物	黄花蒿粉滴剂

资料来源：CDE，国盛证券研究所

图表：2017年A/H股研发投入超5亿元医药上市公司

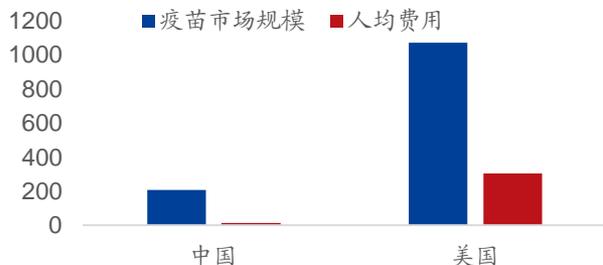


资料来源：wind，国盛证券研究所

三、长逻辑主线一：医药科技创新之【创新疫苗】

- ▶ **中美疫苗市场存在明显差距，未来市场潜力巨大：**疫苗本质上是基于人口基数的生意，我国人口是美国人口的4倍多，整体疫苗行业规模不到美国的1/5，人均费用不到美国的1/20，未来市场潜力巨大。
- ▶ **产品结构上，国内潜力逐渐释放，大产品逐渐放量：**对比全球前五大产品，国内产品首先在规模上存在差距，但随着疫苗产品进入大产品大时代，EV71、HPV等疫苗逐渐开始放量取代原国内传统产品。
- ▶ **产业和资本将交相辉映助力疫苗行业进入到大产品大时代的高景气周期：**受益科创板的推出，疫苗企业有望从PEG的估值体系走向PEG+在研管线折现的估值体系，对于创新疫苗大产品的价值将充分体现，**推荐重点关注智飞生物**（预防性微卡、15价肺炎疫苗等）、**沃森生物**（13价肺炎疫苗、HPV疫苗等）**以及康泰生物**（13价肺炎疫苗、二倍体狂犬疫苗、EV71疫苗等）。

图表：中国和美国疫苗市场情况对比（市场规模:亿元，人均费用:元）



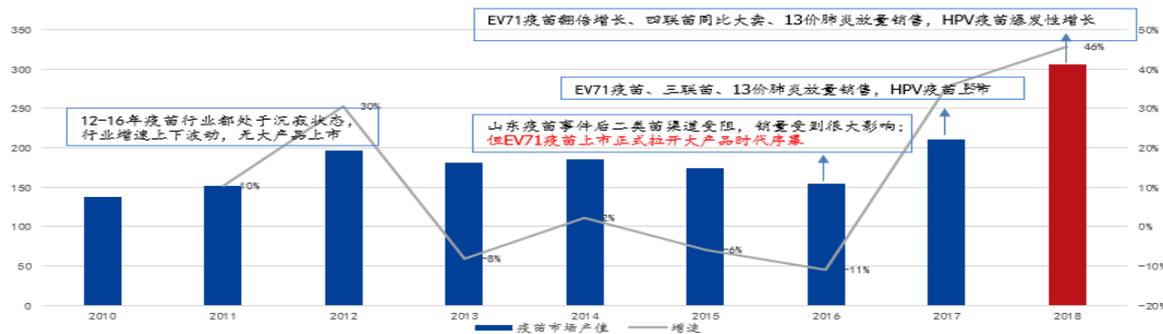
资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表：全球和中国前五大疫苗品种对比

全球	销售规模(美元)	中国	产值(元)
13价肺炎结合疫苗	58亿	EV71	52亿
九价HPV疫苗	31亿	四价&九价HPV疫苗	39亿
五联苗	20亿	狂犬疫苗	38亿
流感疫苗	19亿	13价肺炎	27亿
麻腮风及麻腮风-水痘系列疫苗	18亿	三联苗	15亿

资料来源：公司财报，中检院，国盛证券研究所

图表：历年疫苗行业产值变化趋势（亿元）

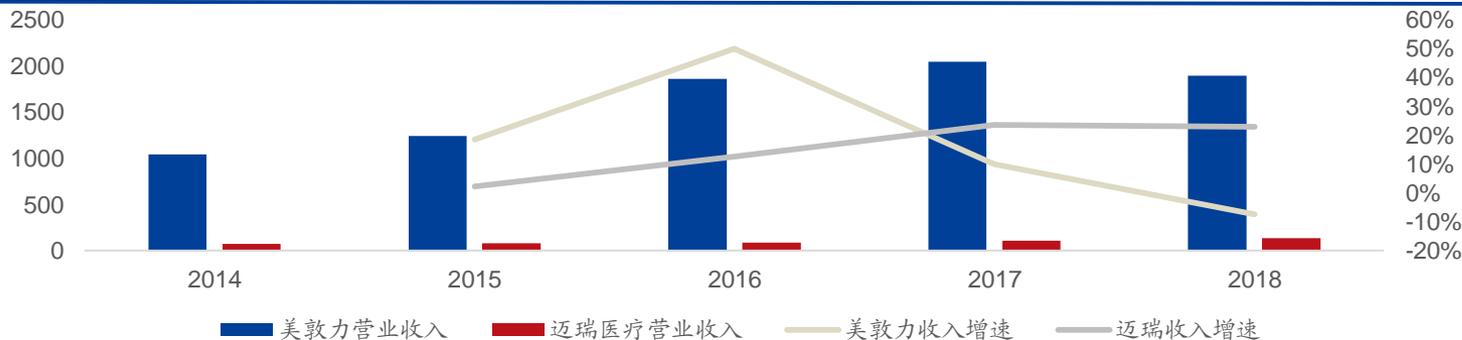


资料来源：中检院，药智网，国盛证券研究所

三、长逻辑主线一：医药科技创新之【创新器械】

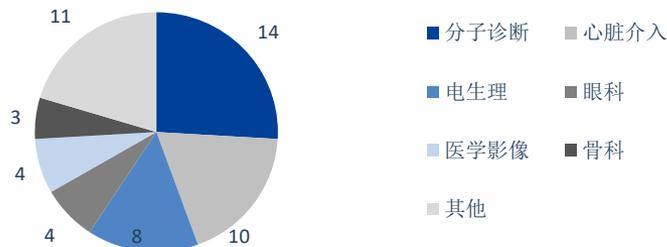
- 国内龙头与国际龙头差距明显，创新器械企业发展寻求突破：国际医疗器械龙头的发展突破和创新医疗器械是分不开的。国内创新龙头迈瑞和全球器械创新巨头收入体量上差距仍然很大，18年美敦力全球收入达到1900亿，而国内龙头迈瑞医疗仅有140亿不到。国内企业未来将通过创新发展寻求突破，从而向国际巨头发展。
- 国内政策鼓励创新发展，国产创新医疗器械水平逐渐与国际同步：2014年以来政府出台多项政策鼓励国产创新医疗器械发展，加快创新器械审评，加大重点医疗器械发展支持力度，加速国产替代。近年来国内获批的创新医疗器械主要以分子诊断，心脏介入产品为主，均为全球范围内市场规模最大和发展速度最快的产品领域，同时部分获批产品为国内首批突破性产品，包括如粪便DNA肠癌检测试剂（康立明生物）、PET-MRI（联影医疗）、可降解支架（乐普医疗）等。
- 创新医疗器械公司是未来优质投资标的：**推荐重点关注迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等。**

图表：迈瑞医疗与美敦力收入对比（亿元）



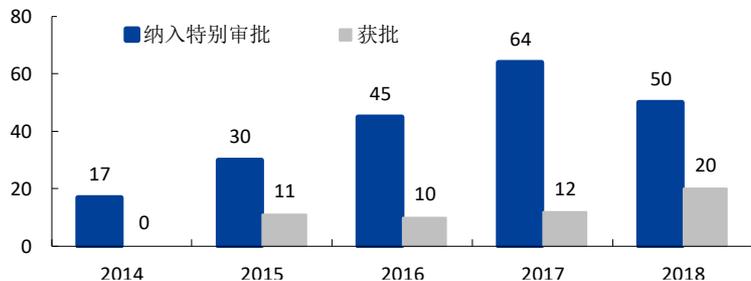
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表：2014-2018年国产创新医疗器械获批数量（种）



资料来源：CMDE，国盛证券研究所

图表：纳入创新医疗器械特别审批程序及获批的国产医疗器械数量（个）



资料来源：CMDE，国盛证券研究所

三、长逻辑主线二：医药扬帆出海之【口服制剂国际化】

➤ 医药扬帆出海他山之石：

(1) 日本制药企业的产品销售区域看，部分增长源于出口：龙头企业出口额占药品销售收入的比例在30%到70%。而A股龙头企业恒瑞医药出口额占收入比重在5%左右。

(2) 而对于日本最大的制药企业武田制药，欧美占比在50%以上，国内市场近年基本没有增长，主要增长来自美国地区，从14年的4200亿日元到17年的5980亿，国际市场的开拓可以说维持了公司的增长，同时在占比基本上可以说再造了一个武田的目标。

➤ 中国医药扬帆出海投资逻辑：

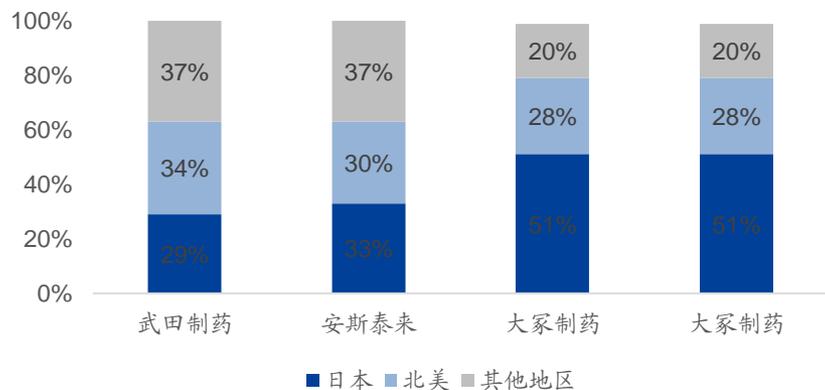
(1) 利润弹性大：虽然中国有着规模巨大的药品市场，但是市场集中度低，药品定价水平、药企的盈利能力不如规范市场。能够打入国际市场，在美国、欧洲等规范市场的企业将享有更加优越的盈利结构和利润空间。

(2) 估值弹性高：第一，国际化优质企业到达爆发拐点之后，业绩开始兑现，盈利空间打开之后带来的是连续几年业绩高速增长预期。第二，有一定稀缺性，短期内难以被超越，以其稀缺性可以享受更高估值。

(3) 医药扬帆出海是国内医药企业在国内政策承压之后继续快速成长的一个很好的选择路径，尤其对于一些中型市值的医药公司来说是历史的重要机遇。国际化的核心在于规范市场进入能力、进入目标市场后的特定品种规模及竞争格局。

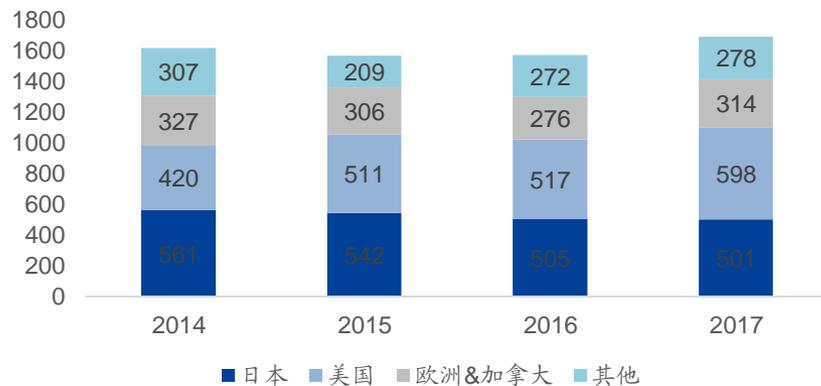
➤ **口服制剂国际化目前主要开拓路径：专利挑战（180天市场独占期）+特殊剂型（良好竞争格局），推荐重点关注华海药业。**

图表：日本部分龙头企业17年出口占比及销售增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表：2017年武田制药全球销售不同地区情况（10亿日元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

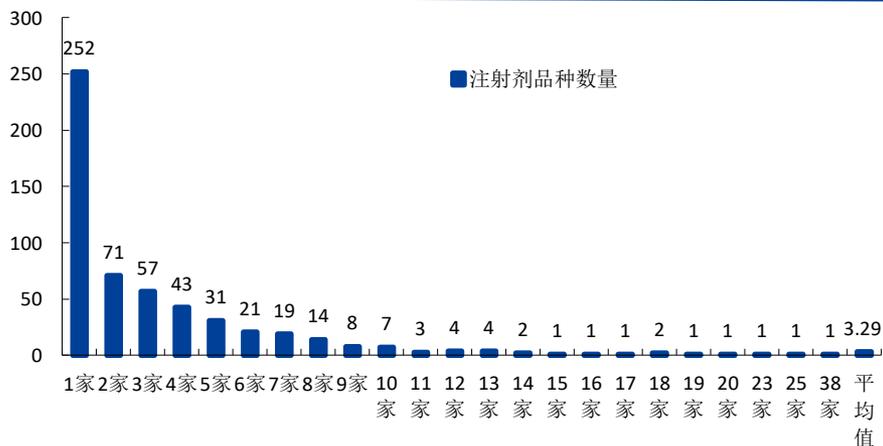
三、长逻辑主线二：医药扬帆出海之【注射剂国际化】

► 注射剂国际化是中国优质中型市值制药公司成长壮大的一条非常好的路径：医保控费背景下仿制药企业的中短期业绩增量将来自于走出国门实现国际化市场。美国做为全球最大仿制药市场处于完全市场化状态，受政策影响较小，同时由于严格管制从每年市场短缺品种看注射剂占比极大。

(1) 良好的竞争格局。FDA一直以来对于无菌注射剂的研发和生产持高压态势（cGMP对于无菌注射剂的研发生产有极为严格要求），美国注射剂仿制药市场并不存在激烈竞争。

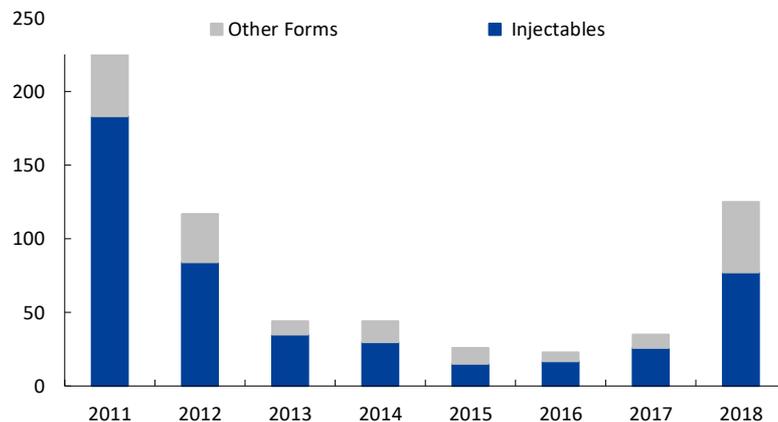
(2) 美国注射剂药品价格相比国内优势明显。未来国内领先的注射剂国际化企业将通过长期以来的提前布局（生产体系、研发体系、注射剂ANDA获批数量进度及稳定生产能力），通过高壁垒的注射剂产品获取美国仿制药的市场份额和利润。

图表：拥有NDA+ANDA的化药注射剂生产企业数量统计（扣除专利未到期品种）



资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表：FDA统计历年药品短缺品种数量(2011-2018)



资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表：美国市场部分抗肿瘤注射剂仿制药价格对比

中文名称	美国规格	美国市场最低价 (\$/vial)	国内规格	中国生产企业	国内中标价 (¥/支)	美中价格比
盐酸柔红霉素	20mg/4ml	\$114.69	20mg	瀚晖制药	¥24.00	3197%
三氧化二砷	10 mg/10ml	\$419.88	10mg	北京双鹭	¥133.45	2105%
奥沙利铂	50 mg	\$91.15	50mg	齐鲁制药	¥38.39	1588%
亚叶酸钙	100 mg	\$23.95	0.1g	江苏恒瑞	¥16.80	954%
培美曲塞二钠	500 mg	\$3,416.95	0.5g	四川汇宇	¥2,776.97	823%
醋酸亮丙瑞林	3.75 mg	\$1,284.70	3.75 mg	上海丽珠	¥1,303.00	660%

资料来源：FDA，WebMD，国盛证券研究所

三、长逻辑主线二：医药扬帆出海之【注射剂国际化】

► 厚积薄发，国内注射剂国际化企业将享受行业红利：

(1) 注射剂产能先发优势： 无菌注射剂的扩产周期很长（5-8年左右，单条生产线产能几百至几千万支不等），并需要长期保持注射剂生产的稳定状态（时刻应对FDA检查），因此目前国内仅有恒瑞医药、齐鲁药业、健友股份、普利制药等几家企业有能力向美国市场持续供应无菌注射剂。

图表：从时间角度对比普通口服固体仿制药，注射剂研发生产壁垒更高，利润得以快速体现



资料来源：FDA，国盛证券研究所

(2) 注射剂品种先发优势及国内一致性评价带来的ANDA转报优势： 在注射剂生产体系满足FDA要求之后，迅速提高ANDA的获批质量和数量将为企业快速带来利润。由于美国药品市场主要由商业保险所覆盖，如果在ANDA获批的情况下，注射剂产品完成生产备货后可以在美国市场快速上量。同时，国内一致性评价政策推动，转报品种将具有明显优势，未来国内巨大的注射剂市场也将面临洗牌。

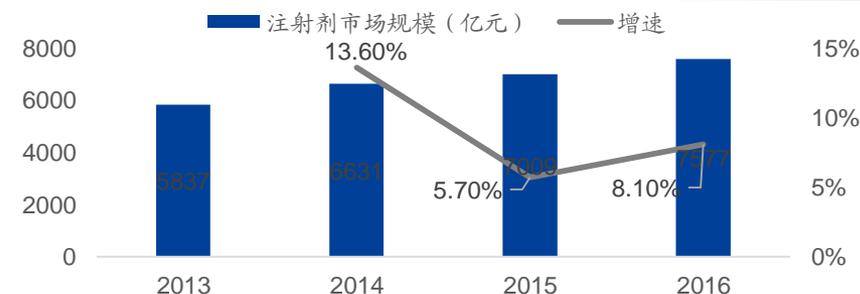
(3) 注射剂龙头个股将受益国际和国内市场，重点推荐：健友股份、普利制药以及恒瑞医药。

图表：国内已获得美国注射剂ANDA企业较少，目前仅有4家持续供货

国内已获得注射剂 ANDA 企业	ANDA 品种数量	向美国市场持续供货
南京健友生化制药股份有限公司	10	是
恒瑞医药股份有限公司	10	是
齐鲁制药有限公司	8	是
海南普利制药股份有限公司	5	是
浙江海正药业股份有限公司	3	否
江苏豪森药业股份有限公司	2	否
浙江华海药业股份有限公司	1	否
深圳市海普瑞药业股份有限公司	1	否

资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表：中国注射剂市场体量较大，未来将面临洗牌



资料来源：FDA，国盛证券研究所

三、长逻辑主线三：医药健康消费

- 医药健康消费的市场容量和未来潜力巨大。14亿人和持续6%以上GDP增长支撑的2.35万亿医疗保健市场；医疗保健消费总额近五年复合增速13.63%。
- 健康消费升级下医疗健康支出占比提升。2013至2017，我国人均消费中医疗保健支出占比从6.9%提升至7.9%，消费升级下居民对医药健康消费愈发重视；2018年美国医疗健康支出占比达18%，我国仍有较大提升空间。
- 目前医药健康消费品公司渗透率较低，目标人群巨大，生意空间和市值成长空间巨大。像我武生物粉尘螨滴剂目标人群超过1亿，长春高新生长激素渗透率也仅仅是个位数，云南白药、片仔癀目标人群都是数亿级。
- 推荐重点关注长春高新、云南白药、片仔癀、同仁堂、广誉远、安科生物、我武生物等。

图表：全国居民医疗保健支出总额（2013-2018）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

全球最大的健康消费类公司：Johnson&Johnson

图表：Johnson&Johnson 公司概况

项目	基本资
交易代码	JNJ.N
成立时间/上市时间	1886年/1944年
当前市值	3692亿美元
涉及领域	药品、医疗器械、消费品
发展路径	由健康护理产品起家，通过全球扩张，外延并购发展出药品业务，内生加外延发展出医疗器械和消费品，成为全球大健康龙头

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：医药健康消费品公司主要产品及目标人群数量（市值：亿元）

公司	市值	主要产品	目标人群数量
云南白药	823.75	云南白药牙膏、云南白药系列药品、养元青洗发水、采之汲面膜、豹七三七	牙膏、洗护产品：10亿+ 化妆品：1亿+ 肝病人群：4亿
片仔癀	656.41	片仔癀药品、片仔癀系列化妆品、片仔癀牙膏	
同仁堂	404.72	安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸、紫雪散、局方至宝丸、乌鸡白凤丸、国公酒	脑卒中：1300万； 不孕不育：4000万；
广誉远	95.52	定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集酒	
长春高新	505.74	重组人生长激素、冻干水痘减毒活疫苗、重组人促卵泡素	生长激素：500-600万 水痘疫苗：约1500万
安科生物	153.35	生长激素、干扰素	
我武生物	148.12	粉尘螨滴剂	约1.5亿（过敏鼻炎）； 约3000万（过敏哮喘）

资料来源：Wind，国家统计局，公司公告，CNKI，国盛证券研究所

三、长逻辑主线四：医药品牌连锁之【连锁药店】

连锁药店成长逻辑：

➢ 市场集中度提升有望催生巨无霸

(1) 以药店为例，我国与美国CR3市占率相差10倍以上，行业集中度提升中有望出现巨无霸型公司。

(2) 高济、全亿、华泰、阿里等资本大力进军药店行业，行业整合加速。

➢ 处方外流带来巨大增量

(1) 我国药店终端在三大终端中销售占比仅22.6%，与美日相比，还有一倍以上提升空间。

(2) 政策推动医药分家下的医院处方外流有望使使药店承接医院端1.1万亿销售中的相当大一部分。

➢ 推荐重点关注益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等

图表：中美日药店行业数据对比（2017年数据）

项目	中国	美国	日本
城市化率	59.15%	82.26%	91.62%
药店连锁化率	50.44%	74.51%	87.00%
药店行业集中度	30% (CR100)	85% (CR3)	73% (CR10)
市场规模	近4000亿元	>2600亿美元	>7万亿日元
药店终端市场占比	22.6%	约50%	>50%

资料来源：商务部，Wind，米内网，前瞻研究，金融界，国盛证券研究所

全球对标：CVS

图表：CVS公司概况

项目	基本资料
交易代码	CVS.N
成立时间/上市时间	1996/1952
当前市值	717 亿美元
涉及领域	药品零售
发展路径	在20世纪90年代美国药店连锁化率趋于平衡，行业增速下滑之际大范围兼并整合中小连锁，成为美国市占率第一（近50%）的连锁药店。

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：四大连锁药店与CVS对比

公司	市值	药店数量	覆盖省份数	营业收入（亿元）	市占率
益丰药房	227亿元	3746	9	69.13	1.81%
老百姓	171亿元	3466	21	94.71	2.48%
大参林	209亿元	3996	6	88.59	2.32%
一心堂	158亿元	6005	10	91.76	2.40%
CVS	717亿美元	9800+	-	1946亿美元	50%+

资料来源：Wind，健康界，米内网，公司公告，国盛证券研究所

三、长逻辑主线四：医药品牌连锁之【专科连锁医疗服务】

专科医疗服务连锁成长逻辑：

► 市场规模迅速增长

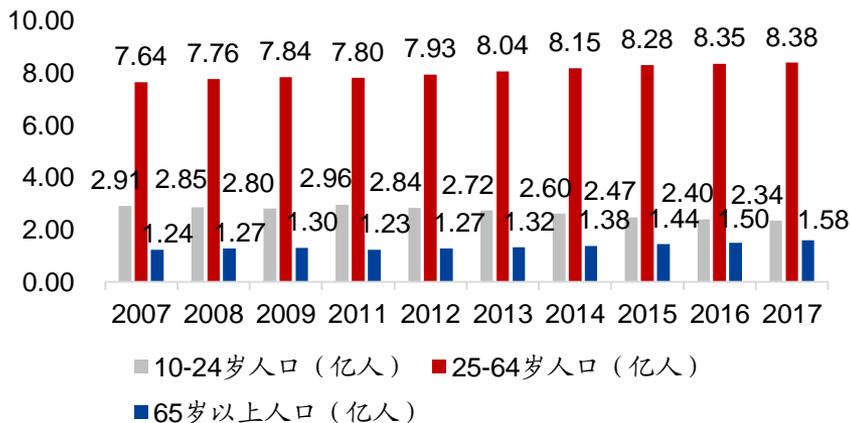
2017年，中国体检市场规模1399亿元，同比增长22%；眼科市场规模867亿元，2013-2017年复合增速17%；齿科市场规模近900亿元，10年复合增速18%（中商产业研究及前瞻研究数据）。

► 低覆盖率有望逐步提高，未来市场空间巨大

(1) 主要消费者基数庞大：体检约10亿（25岁以上人群）；眼科约8亿（10-30岁及50岁以上人群）；齿科约8亿（25-64岁人群）。

(2) 我国专科医疗覆盖率偏低，相比发达国家，仍有1倍以上提升空间，在海量人口基数支撑下，未来市场空间巨大。

图表：不同年龄消费人群数量（2007-2017）



资料来源：wind，国盛证券研究所

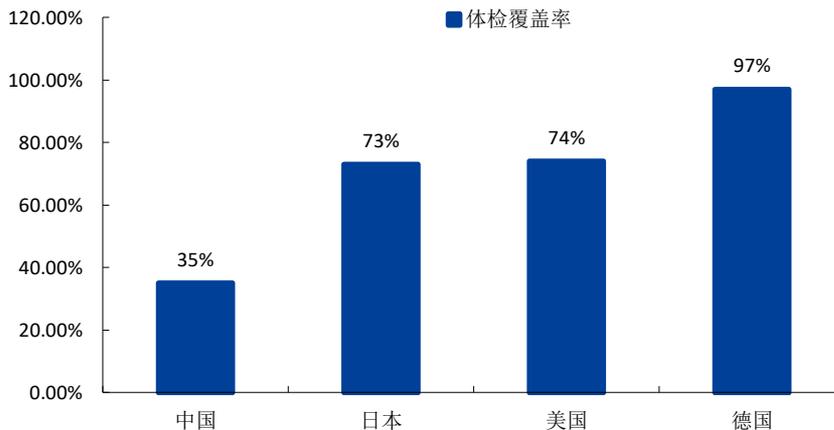
全球对标：HCA Healthcare

图表：HCA 公司概况（截止2019年5月6日）

项目	基本资料
交易代码	HCA.N
成立时间/上市时间	2003/2011
当前市值	424亿美元
涉及领域	医疗保健服务
发展路径	1968年起，根据医院需求、成立医院管理公司，依靠资本优势、专业管理以及医疗背景，不断收购扩张，成立全球最大的营利性连锁医院运营商

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：各国体检覆盖率（2016年数据）



资料来源：前瞻研究，国盛证券研究所

三、长逻辑主线四：医药品牌连锁之【专科连锁医疗服务】

专科医疗服务连锁成长逻辑：

➢ 非公立医疗服务连锁将实现对公立医院替代

非公立医疗服务连锁相较公立医疗效率高、服务好、选择多样，优势明显，将逐步实现对公立医疗的部分替代。

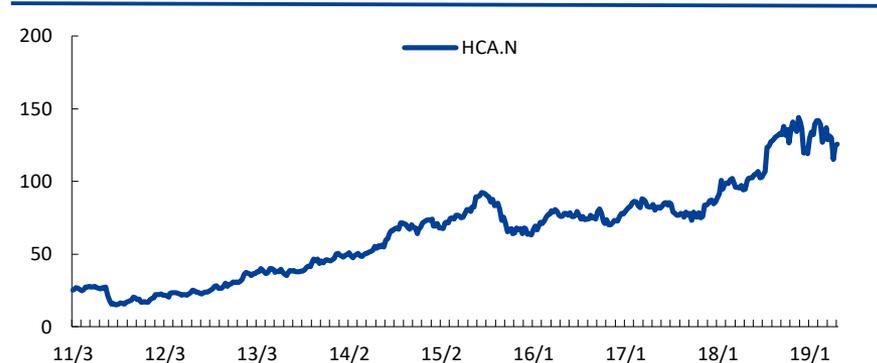
➢ 成熟模式快速复制，实现持续增长

国内专科医疗服务龙头均形成自己的一套扩张和整合模式，如美年的“先参股后控股”，爱尔眼科的合伙人“省会+地级”，利用品牌、规模、资金等优势快速扩张，目前距离天花板（参考HCA的424亿美元市值）尚有较远距离。

➢ 推荐重点关注美年健康，爱尔眼科，通策医疗等

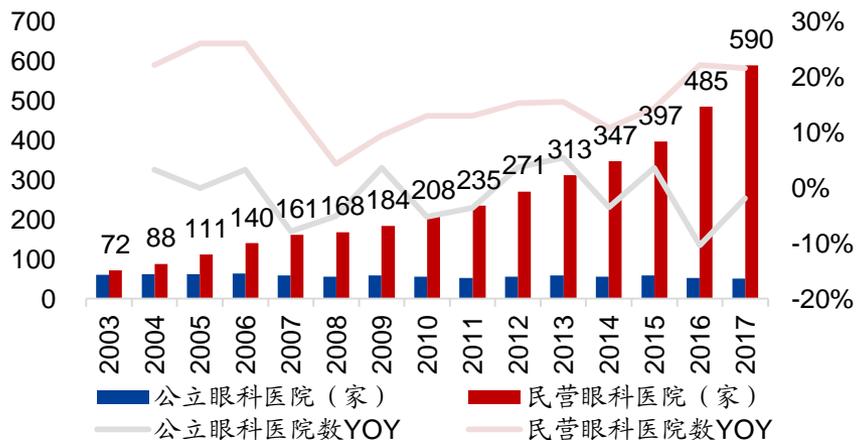
全球对标：HCA Healthcare，8年8倍

图表：全球医疗服务龙头HCA股价走势图



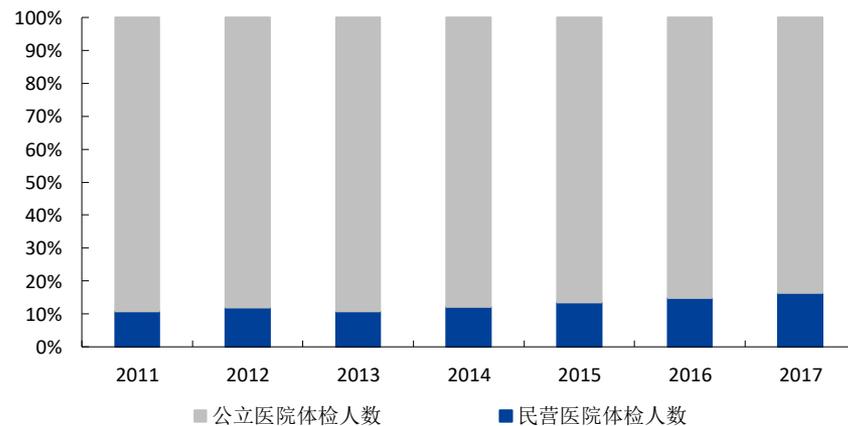
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表：公立眼科医院与民营眼科医院数量（2003-2017）



资料来源：卫生统计年鉴，国盛证券研究所

图表：体检市场公立医院与非公立医院占比（2011-2017）



资料来源：卫生统计年鉴，国盛证券研究所

- 一、回顾与总结：2019年上半年医药行业哪些标的涨的最好？
- 二、思考：医药处于什么样的产业时代？
- 三、看长期：什么是能够成长出超级大公司的四条主线？
- 四、看当下：下半年把握“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针，寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

1、医药行业数据：2019Q1是医药板块的“盈利底”，数据层面有望逐季改善

- **医药制造业数据：**2018年全年行业收入增速为12.4%，利润总额增速为9.5%，较2017年全年分别下降0.1、8.3个百分点。而2019年Q1收入增速为9.4%，利润总额增速为7.6%，较2018年Q1分别下降6.4、14.9个百分点。
- **上市公司情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2018年全年整体的收入增速20.06%（去年同期为17.39%）、净利润增速11.27%（去年同期为18.83%）、扣非后净利润增速9.10%（去年同期为14.24%），增速下降；而2019年Q1收入、净利润、扣非后净利润增速则分别为15.59%（去年同期为23.72%）、3.08%（去年同期为34.05%）、-1.97%（去年同期为32.94%），业绩增速承压。

图表：医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（2011-2019Q1）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

注：统计局自2017年开始公布“医药制造业营业收入”数据，而“医药制造业主营业务收入”数据于2018年底停止更新，在此叠加两项数据

图表：医药行业增速

项目	2017A	2018A	2018Q1-Q3	2018Q1	2019Q1
收入增速	17.39%	20.06%	22.47%	23.72%	15.59%
净利润增速	18.83%	11.27%	22.98%	34.05%	3.08%
扣非后净利润增速	14.24%	9.10%	22.30%	32.94%	-1.97%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

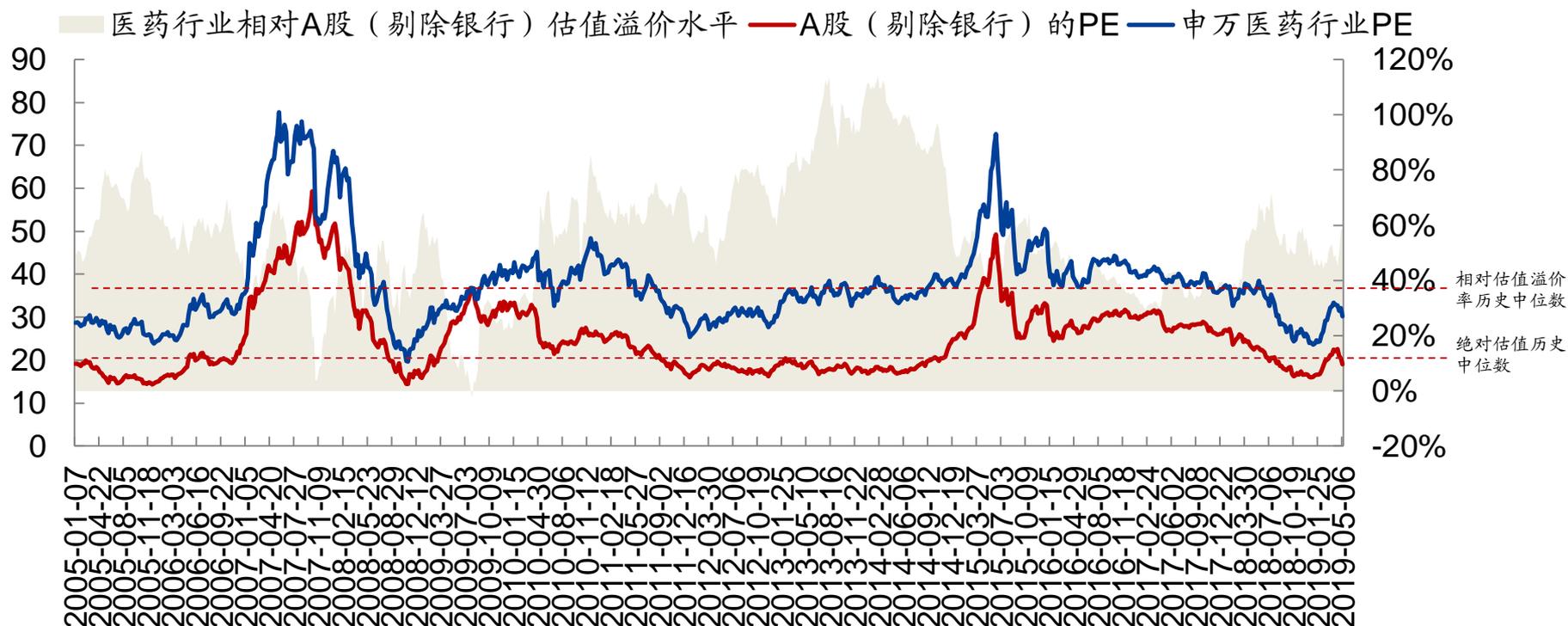
- **我们认为，2019Q1是医药板块的“盈利底”，数据层面有望逐季改善：**1) 受到两票制低开转高开、流感、原料药价格波动等因素影响，医药行业2018年Q1基数高，导致2019年Q1增速放缓明显；2) 部分权重股，如华海、美年、科伦等，由于各种因素不达预期，从而拉低医药板块整体增速；3) 商誉减值影响医药行业2018年全年及2019年Q1利润端增速。

四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

2、医药板块估值：绝对估值在偏下位置，相对估值在历史中位数附近

截止2019年5月6日，医药板块PE（TTM）为30.21x，在历史估值区间的偏下位置，相对A股（剔除银行）的估值溢价率为59.08%，在历史中位数附近（医药板块绝对估值2005年以来历史均值为37.94x、中位数为36.65x，而相对估值溢价率历史均值为56.46%、中位数为54.50%）。当前医药板块绝对估值较低，相对估值也不算高，而在当前的宏观环境下，医药板块2019年Q1率先实现“盈利底”，具备一定的吸引力，未来绝对估值与相对估值均具备向上空间。

图表：申万医药行业PE（TTM）与相对A股（剔除银行）的估值溢价水平

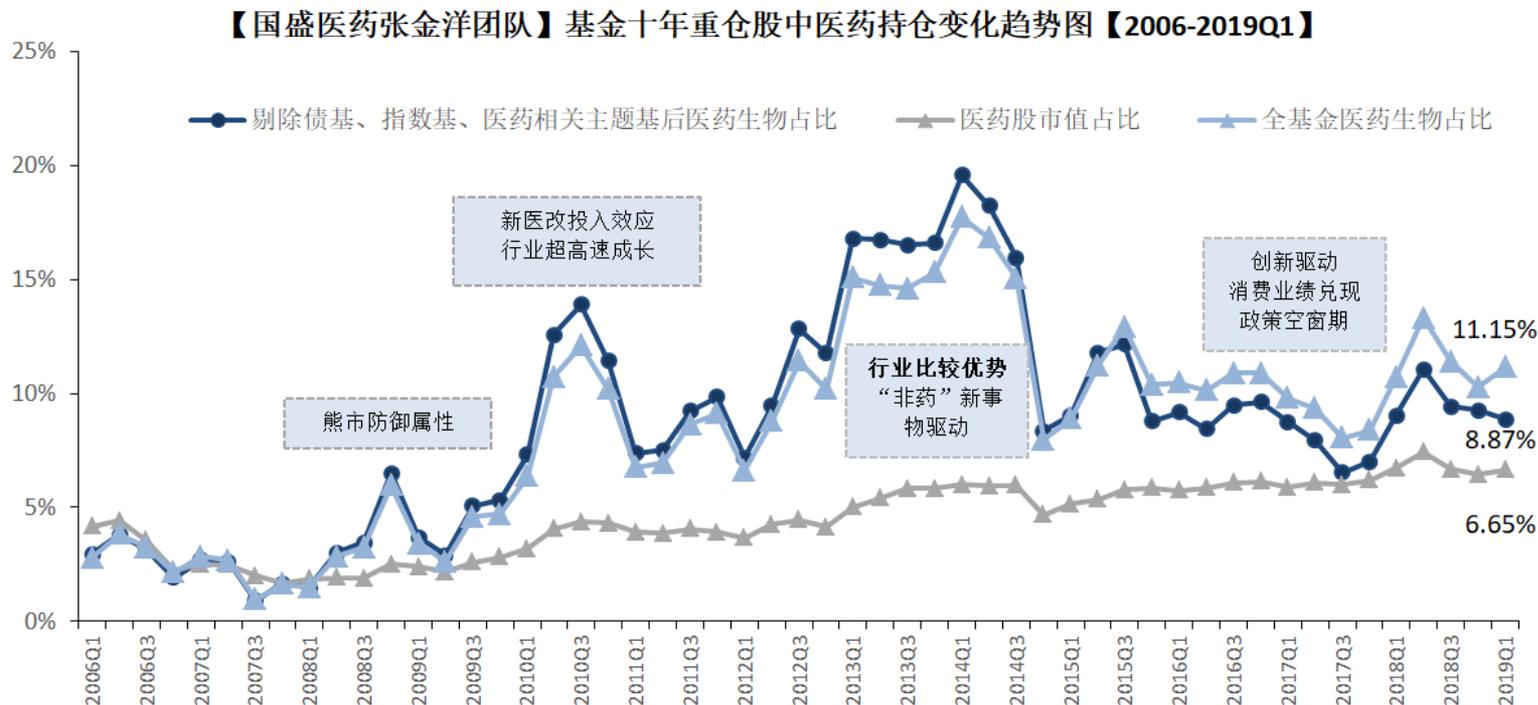


四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

4、基金持仓：医药基金与非医药基金在19年Q1呈现分化的势态

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。两组数据之间出现背离，意味着医药基金与非医药基金在2019年Q1对待医药的态度呈现分化，我们认为其主要原因是2019年初A股行情转暖后，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。

图表：基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2019Q1】



四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

5、基金持仓未来展望：医药基金加仓空间有限，但医药行业有望吸引非医药基金的关注

以4月21日的统计数据来看，2019年Q1全基金持仓医药股总市值为901.58亿元，其中医药主题基金占比30.24%。展望后续资金的边际变化，我们认为，医药主题基金后续的加仓空间相对有限，但是医药行业未来有望吸引非医药基金的关注：

- **医药主题基金**：2018Q4至2019Q1，医药主题基金中的医药股持仓占比由85.52%提高至91.27%，上升5.75pp，意味着医药主题基金在19年Q1在医药股上迅速上仓位。由于第二轮带量采购可能将在年中左右开始启动，对仿制药的情绪会形成一定的压制，可选方向主要还是不受政策扰动的细分领域，而从重仓持股的明细来看，在不受政策影响的细分领域较为集中，因此我们认为医药基金后续再继续加仓的空间以及调结构的空间均相对有限。
- **非医药基金**：对于非医药基金来说，我们认为由于主板预期在19年Q3左右真正看到“盈利底”，而医药行业在2019年Q1已经率先看到数据层面的“盈利底”（2018年Q1高基数以及2019年Q1各种权重股不达预期），Q2、Q3将会逐渐看到边际改善，医药行业将在未来对非医药基金具备一定的吸引力。

图表：2019Q1基金重仓股医药持仓情况拆分

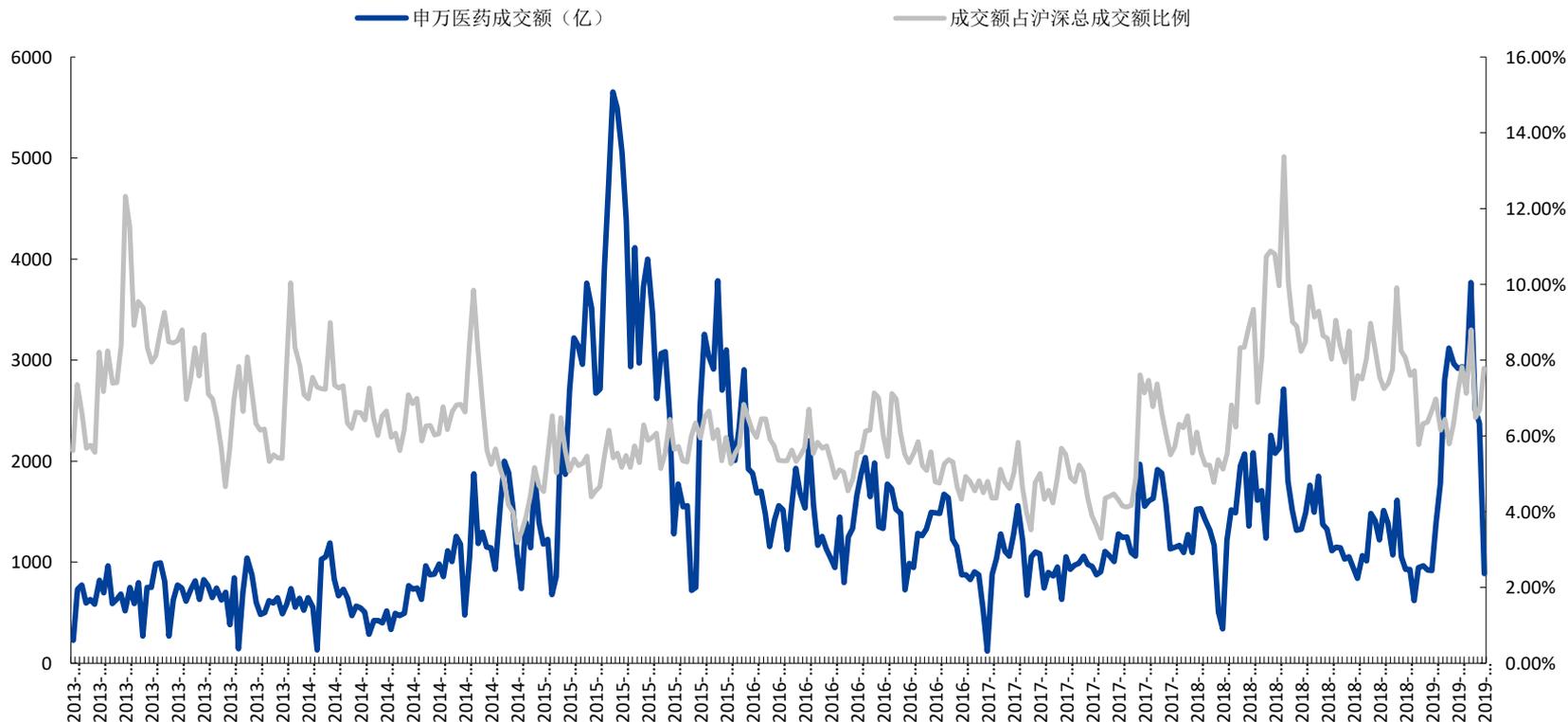
	19Q1 医药持仓 占比	18Q4 医药持仓 占比	19Q1 持股总市值 (万元)	19Q1 医药持股总市值 (万元)	18Q4 持股总市值 (万元)	18Q4 医药持股总市值 (万元)
全基金	11.15%	10.28%	80,871,489	9,015,772	77,340,424	7,950,976
医药主题基金	91.27%	85.52%	2,987,278	2,726,487	2,731,256	2,335,726
剔除医药主题后基金	8.08%	7.53%	77,884,211	6,289,285	74,609,168	5,615,250
主动型基金(剔医药主题剔指 剔债后基金)	8.87%	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

四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

6、交易热度：当前医药行业交易热度高于历史均值

从我们独家统计的交易热度指标来看，2019年1月-3月，医药行业明显不受到市场关注，进入4月份后，热度处于逐步爬坡的状态，近期申万医药成交额占比高于占比的历史均值（6.41%），受到的市场关注在加大。

图表：申万医药成交额及占比



四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

7、政策环境：处于第二次医保控费的时代下，但市场预期已相对充分

- **政策大周期判断：**当前医药行业的政策大周期处于新一轮的医保控费期，但各细分领域受到的影响各不相同：1) 创新药受政策鼓励；2) 非医保影响的细分领域受政策影响较小；3) 器械、IVD等标准化程度较低受到政策影响相对滞后；4) 挤出从辅助用药到仿制药的价格水分是大势所趋。
- **市场预期判断：**第一批带量采购出台时，医药板块呈现普跌的状态，但目前市场已经对后续的政策预期比较充分，在标的的选择上也对受政策影响的标的进行了规避，即使后续第二批带量采购出台，我们认为其边际影响不会太大，市场反应将会相对理性，不受政策影响的板块受到的冲击将会较小。

图表：医药行业政策周期



四、看当下：下半年“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”十五字策略方针

8、大的判断&十大金股：紧握十五字方针，寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

基于市场环境、基金持仓、板块估值以及医药政策扰动等多重因素，我们总结出了“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略方针，下半年重点看好注射剂国际化、流通、疫苗、创新药服务商等细分领域以及部分估值与增速较为匹配的细分领域龙头，重点推荐**普利制药、健友股份、柳药股份、凯莱英、智飞生物、沃森生物、康泰生物、科伦药业、长春高新、美年健康**。

图表：国盛医药金股

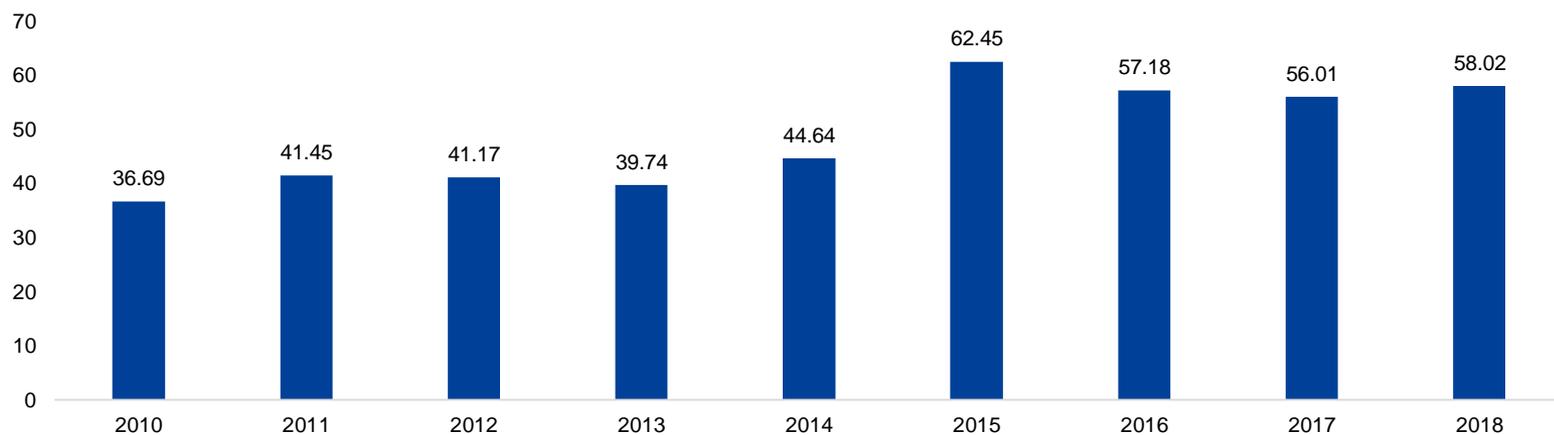
四大方向	细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净	归母净	净利润	2019PE	PE(TTM)	历史 PE	历史 PE
				利润 2018A (亿元)	利润 2019E (亿元)	增速 2019E (%)			(TTM) 中位数	(TTM) 区间
医药科技创新	创新服务商	凯莱英	203.91	4.28	5.74	33.98%	35.53	44.63	50.74	19.09-66.31
医药科技创新	创新药	科伦药业	412.64	12.13	15.80	30.25%	26.12	35.41	28.75	15.72-90.72
医药科技创新	创新疫苗	智飞生物	644.48	14.51	25.89	78.42%	24.89	38.05	123.72	37.95-1124.87
医药科技创新	创新疫苗	沃森生物	368.06	10.46	2.35	-77.54%	156.62	34.64	31.29	-306.48-283.11
医药科技创新	创新疫苗	康泰生物	324.34	4.36	5.82	33.52%	55.76	76.22	116.80	22.69-227.05
医药扬帆出海	注射剂国际化	健友股份	171.95	4.25	5.96	40.47%	28.83	38.06	38.08	17.08-55.76
医药扬帆出海	注射剂国际化	普利制药	135.46	1.81	3.52	93.80%	38.53	61.48	77.59	28.96-125.58
医药健康消费	其他特色消费	长春高新	503.31	10.06	13.87	37.77%	36.30	43.34	42.44	27.18-68.29
医药品牌连锁	特色专科连锁	美年健康	450.44	8.21	11.57	41.03%	38.92	56.26	67.82	-565.17-787.43
其他特色领域	流通	柳药股份	91.92	5.28	6.74	27.61%	13.64	15.98	34.24	12.93-79.57

资料来源：Wind，国盛证券研究所（数据截止至5.6，利润预测为wind一致预期）

四、策略细分之疫苗：全球疫苗之王13价肺炎结合疫苗的进展将对板块形成强催化

- **创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮**：17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应。而当前沃森的**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**的可喜进展有望成为行业的大催化剂。
- **科创板将驱动疫苗板块价值重估**：受益科创板的推出，尤其对于疫苗大产品这种研发周期长、产品放量快、爆发性强的产品，疫苗企业有望从**PEG**的估值体系走向**PEG+**在研管线折现的估值体系，管线产品未来有望带来疫苗企业估值重塑：**13价肺炎结合疫苗**（沃森生物、康泰生物，国内百亿级别市场）、**15价肺炎结合疫苗**（智飞生物，对标13价肺炎）、**预防用母牛分歧杆菌疫苗**（智飞生物，预计带结核杆菌人群占总人群的10-15%）、**九价HPV**（沃森生物，国内百亿级别市场）、**多联多价疫苗**（康泰生物）。

图表：13价肺炎全球销售情况（亿美元）



资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

图表：国内13价肺炎疫苗研发进展

在研类型	在研情况
沃森生物	优先审评,申报尾声
民海生物	III期小年龄组揭盲
北京科兴、兰州所	临床II期
智飞生物	15价肺炎临床I期
康希诺	13价肺炎临床I期
成都安特金	申报临床批件

资料来源：CDE，国盛证券研究所

我们认为目前的行业龙头型公司都将受益，重点推荐智飞生物、沃森生物以及康泰生物。

四、策略细分之流通：估值历史底部区间存在潜在向上动力

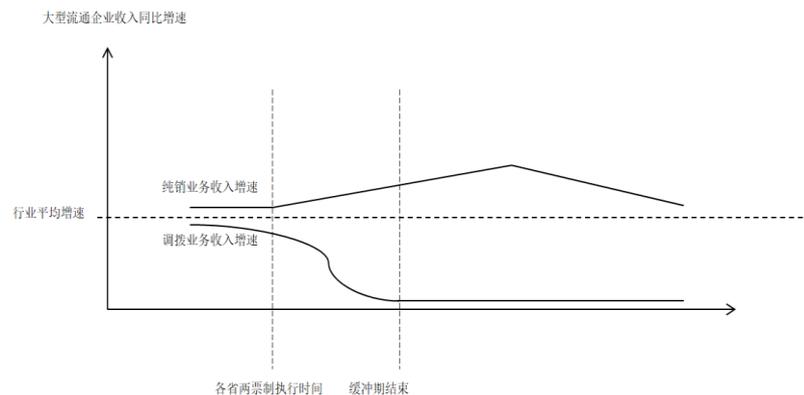
当前商业板块的绝对估值与相对估值均在历史底部，存在潜在向上动力。

目前医药商业PE (TTM) 为18.37x，相对申万医药的估值溢价率为-39.18%，均在历史底部，而影响估值的几大因素均呈现改善的趋势：

- 两票制对业绩的“短空”影响已经出清；
- 零加成对账期的边际影响逐步减弱；
- 信用利差今年有缩小的可能性，有望带来商业板块拔估值

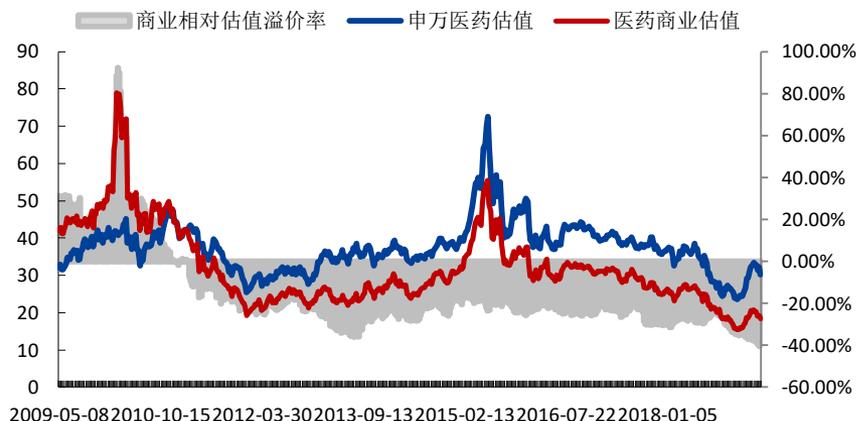
当前重点推荐柳药股份，推荐关注国药股份、九州通、上海医药。

图表：各省两票制执行前后调拨、纯销业务收入增速情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：医药商业绝对估值与相对估值溢价率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：医药商业PE受信用利差影响情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

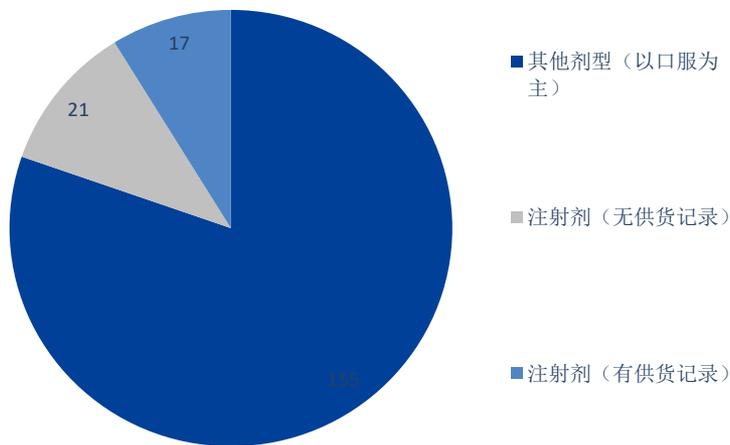
四、策略细分之注射剂国际化：爆发式增长持续兑现，大品种ANDA获批形成催化

注射剂国际化的核心逻辑是符合全球最高标准的注射剂产能向下覆盖，抓住美国、中国两大核心注射剂市场：

- **美国市场：**提前布局的企业持续享受高毛利的优质竞争格局，美国的注射剂市场呈现几大特点：1）注射剂cGMP要求极高（生产全程无菌，场地全隔离，对原辅包要求高）；2）扩产周期长（至少5-6年以上）；3）竞争对手少（主流生产企业在10家以内，70%的注射剂ANDA仅有3家左右供应商）；4）注射剂产品短缺频发、高毛利（医院渠道，净利率30-70%，药品单价是国内同类产品的7倍以上）。目前国内仅有恒瑞、齐鲁、普利、健友在持续性供货。
- **中国市场：**在海外获得批文意味着在国内通过一致性评价，相对高的定价与较好的竞争格局抢占中国8000亿的庞大市场。

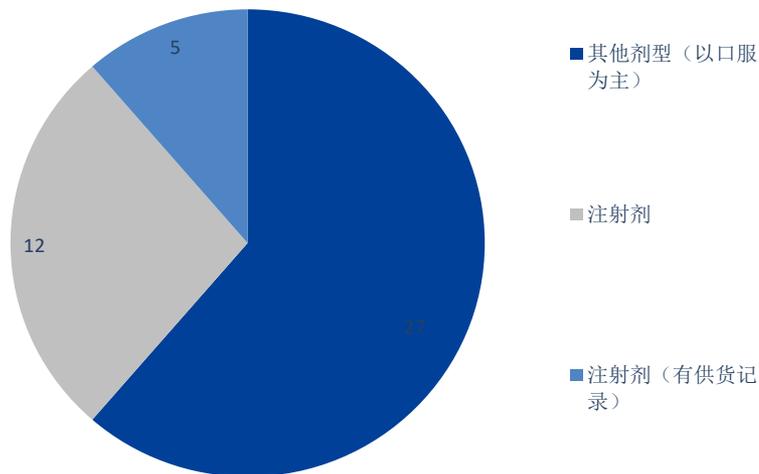
从未来半年到一年的维度来看，健友（依诺肝素）和普利（万古霉素、达托霉素）均有重磅品种有望获批，加上新产能通过FDA认证以及业绩兑现的不断催化，有望形成板块性机会，重点推荐普利制药、健友股份。

图表：中国药企的ANDA数量（个）



资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表：具备ANDA的中国药企数量（个）



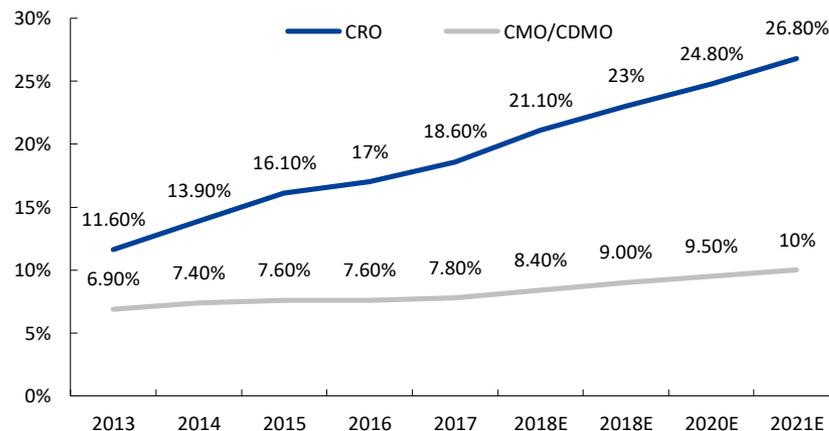
资料来源：FDA，国盛证券研究所

四、策略细分之创新药服务商：不可忽视的长期成长，优选增速与估值匹配标的

创新药服务商是上半年的市场宠儿，在18年全年和19年Q1业绩高增长以及科创板的持续催化下表现亮眼，但绝对不可忽视其长期成长性：

- **海外产业转移：**中国拥有工程师红利，研发和运营成本远低于欧美发达市场，同时也掌握了药物研发生产环节的核心技术，从而引导CRO、CDMO产业转移至国内。从2017年来看，中国CRO行业仅占全球CRO行业18.6%的市场份额，CMO更是仅有7.8%的市场份额，未来仍有巨大的可提升空间。
- **政策鼓励创新：**包括审评审批加速，医保谈判准入，上市许可人制度、新化药注册分类在内的一系列创新药配套政策推动国内医药产业由“仿制驱动”上升至“创新驱动”，两办发布“国36条”更是将创新上升至国家高度，将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。

图表：国内CRO、CMO全球市场份额占比



资料来源：Frost & Sullivan，南方所，国盛证券研究所

图表：高景气度下CRO行业业绩的高爆发性以及业绩爆发的及时性与确定性

业绩的高爆发性

鼓励创新药的政策频出带来创新药热潮，只要国内的研发投入加大，就会转变为CRO等创新服务商的业绩爆发，而且看17、18年的趋势，业绩爆发已开始体现

业绩爆发的及时性

业绩爆发前置于创新药的获批，在药企开始大力投入研发的阶段，创新服务商的业绩就开始爆发了

业绩爆发的确定性

不用管创新药是否最终获批，创新服务商在创新药的研发过程中，业绩就兑现了，相对创新药而言，风险较小

四、策略细分之创新药服务商：不可忽视的长期成长，优选增速与估值匹配标的

- ▶ **一级市场热度上升：18年创新药融资呈现爆发的势态。**
2018年中国医疗产业完成的融资规模与融资数量均大幅上升，达到历史新高，创新药项目的融资数量更是在较2017年有着102.7%的增长。
- ▶ **科创板带动创新产业链热潮：开拓创新药融资新渠道，**给予小型biotech企业机会，同时传统药企向创新药企战略转型的自身代价更低，新药申报数量有望快速增加，长期有利于行业发展；对于创新药服务商来说，医药产业研发动力的增强将直接转换为未来市场规模的增长以及业绩的兑现，同样在估值上也有继续重塑的空间。

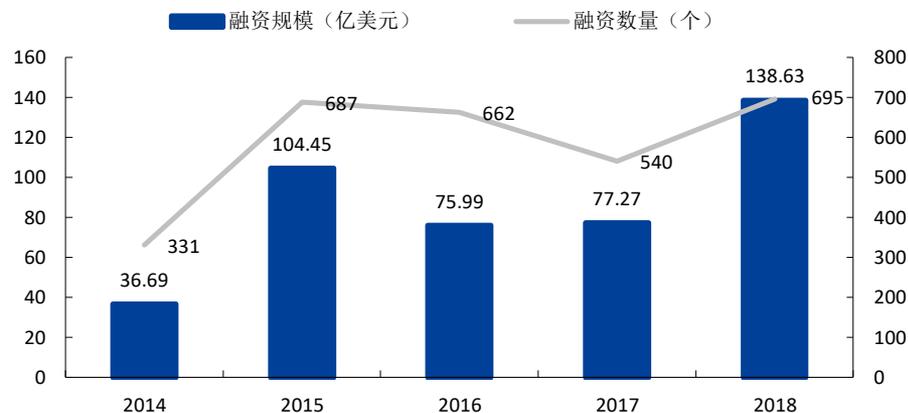
从下半年来看，创新药服务商有业绩（高增长、高确定性），有催化（科创板、注射剂一致性评价），重点推荐**凯莱英**、推荐关注昭衍新药、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成等。

图表：医疗产业部分细分领域融资数量（个）



资料来源：投中网，国盛证券研究所

图表：中国医药产业融资情况



资料来源：投中网，国盛证券研究所

图表：科创板已受理企业梳理

名称	所属领域	公司业务
安翰科技	医疗器械	磁控胶囊内镜
科前生物	生物制品	动物疫苗
特宝生物	生物制品	创新药
贝斯达医疗	医疗器械	影像与放疗设备
微芯生物	化药	创新药
赛诺医疗	医疗器械	血管介入耗材
美迪西	CRO	生物医药临床前综合研发服务 CRO
南微医学	医疗器械	微创手术器械及耗材
海尔生物	医疗器械	医疗设备与器械制造
博瑞医药	化学制药	原料药、仿制药与创新药
热景生物	医疗器械	IVD
心脉医疗	医疗器械	血管介入
普门科技	医疗器械	医疗设备和体外诊断
佰仁医疗	医疗器械	心血管器械
浩欧博	医疗器械	体外诊断
诺康达	药研研发	药物制剂研发
苑东生物	医药制造	化学原料药和化学制剂
昊海生科	医药制造	医用可吸收生物材料
华熙生物	医药制造	透明质酸等生物活性物质原料产品及生物医用材料终端产品
中服生物	普用生物制品	猪口蹄疫疫苗
泰恩科技	科研服务	为实验室提供一站式产品与服务
硕世生物	医疗器械	体外诊断
祥生医疗	医疗器械	超声医学影像
赛伦生物	医药制造	抗蛇毒血清系列产品、马破免疫球蛋白、抗狂犬病血清
东方基因	医药制造	POCT 即时诊断试剂

资料来源：上交所，国盛证券研究所

风险提示:

- **负向政策持续超预期:** 由于医保控费的压力, 导致集采范围扩大或其他医药降价政策的实施。
- **行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化, 以及负向政策的扰动, 导致增速不及预期。

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。



Thank You



国盛证券
GUOSHENG SECURITIES