

医药生物

医药风险偏好提升，重视中短期弹性；健友创新高之深度再思考

医药周观点。本周申万医药指数上涨 4.58%，涨跌幅位列全行业第 4，跑赢沪深 300 指数及创业板指数，短期市场在外部环境存在不确定性的情况下寻求避险资产，对医药偏好有所提升，尤其是我们全市场最先提出并持续重点推荐的创新药服务商 CRO/CDMO 板块表现亮眼，整体业绩超预期的同时也兼顾了创新属性带来的估值提升，带动本周医药整体表现较好。本期周报我们对健友股份创新高的核心逻辑和肝素行业的未来趋势重新进行梳理，持续重点推荐。前期医药一线核心资产估值水平已相对较高，随着对于医药板块的偏好提升，市场近期更多关注 1.5-2 线医药优质公司。我们认为，在政策的影响下，业绩确定性和安全边际是市场关注的重心之一，同时也要兼顾行业未来发展前景。

从中短期看，我们坚持“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。重点关注业绩确定性高增长，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，守正出奇，建议关注 X+2 主线：

- **X（其他细分逻辑）：**（1）核医学龙头：东诚药业。（2）医药流通高性价比个股：2019 年流通行业将迎来基本面拐点，并且估值处于历史大底部，建议当前时点重点关注估值业绩增速性价比极高的柳药股份等。（3）肝素龙头：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。（4）仿制药颠覆者及仿创龙头：科伦药业。
- **医药扬帆出海：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。
- **医药科技创新：**（1）创新疫苗：“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商：受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好凯莱英、药石科技、昭衍新药、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。

本周行业重点事件概览。卫健委最新要求：8 月 20 日前三级医院填报辅助用药收入占比

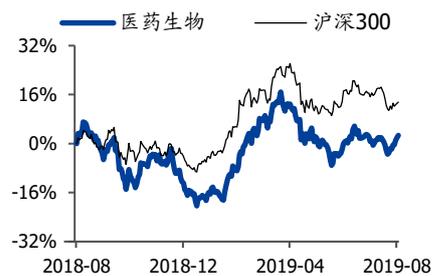
中长期投资策略（4+X）。（1）医药科技创新：创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）医药扬帆出海：注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）医药健康消费：品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）医药品牌连锁：药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、特色专科连锁医疗服务（爱尔眼科、美年健康、通策医疗等）、第三方检验服务商（金域医学、迪安诊断等）。（5）X（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，市场震荡上升。截至 8 月 16 日，申万医药指数为 7,171.34 点，周环比上涨 4.58%。沪深 300 上涨 2.12%，创业板指数上涨 4.00%，医药跑赢沪深 300 指数 2.46 个百分点，跑赢创业板指数 0.58 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 22.78%，沪深 300 上涨 23.25%，创业板指数上涨 25.39%，医药跑赢创业板指数及沪深 300。子行业方面，本周表现最好的为化学原料药，上涨 6.15%；表现最差的为医药商业 II，上涨 3.08%。

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：从 7 大创新药服务商逻辑梳理再论 CXO 之高景气，继续推荐 2+X》2019-08-11
- 2、《医药生物：智飞生物结核重磅产品价值探讨，2+X 主线继续坚定推荐》2019-08-04
- 3、《医药生物：科伦药业近关注点答疑及更新，科创板微芯生物核心看点梳理》2019-07-28



内容目录

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 多因素筛选医药股中小市值企业.....	5
1.4 健友股份持续创新高，公司核心逻辑继续强化.....	6
1.4.1 猪瘟加速肝素原料供需失衡，健友股份依托肝素库存奠定产业地位.....	6
1.4.2 十年磨一剑：战略布局美欧注射剂市场，注射剂出口进入爆发期.....	9
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	11
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.....	14
3.3 医药板块个股行情回顾.....	15
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新.....	17
5、风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 多因素筛选医药股中小市值企业.....	5
图表 2: 2010-2018 年全球及主要产地生猪产量 (亿头).....	7
图表 3: 全球市场依诺/那曲/达肝素注射剂消耗量.....	7
图表 4: 美国市场依诺肝素注射剂 2018-2019 年出现短缺.....	8
图表 5: 中国肝素原料出口数量及单价 (截止 2019 年 6 月).....	8
图表 6: 健友股份肝素原料销售量稳步提升.....	9
图表 7: 健友股份自 2015 年开始建立肝素粗品战略库存.....	9
图表 8: 健友股份注射剂产品管线丰富.....	10
图表 9: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	11
图表 10: 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(%).....	11
图表 11: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %).....	12
图表 12: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %).....	13
图表 13: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	13
图表 14: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%).....	14
图表 15: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	14
图表 16: 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.....	15
图表 17: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	15
图表 18: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	16
图表 19: 四大主线重点覆盖上市公司.....	17

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周申万医药指数上涨 4.58%，涨跌幅位列全行业第 4，跑赢沪深 300 指数及创业板指数，短期市场在外部环境存在不确定性的情况下寻求避险资产，对医药偏好有所提升，尤其是我们全市场最先提出并持续重点推荐的创新药服务商 CRO/CDMO 板块表现亮眼，整体业绩超预期的同时也兼顾了创新属性带来的估值提升，带动本周医药整体表现较好。本期周报我们对健友股份创新高的核心逻辑和肝素行业的未来趋势重新进行梳理，持续重点推荐。前期医药一线核心资产估值水平已相对较高，随着对于医药板块的偏好提升，市场近期更多关注 1.5-2 线医药优质公司。我们认为，在政策的影响下，业绩确定性和安全边际是市场关注的重心之一，同时也要兼顾行业未来发展前景。正如我们之前提到的，考虑目前医保资金压力不可逆转，顶层设计已定，一切环环相扣。支付结构优化与主动支付是最终目标（DRGs、创新比例提高、医疗服务提价），药械定价水分是阶段性的目标（为合理的医保支付标准打基础），4+7 带量采购是过程手段（寻底），一致性评价是前提，查账和上报成本是匹配手段，未来政策方向变数不大，依然建议规避。

从中短期看，我们坚持“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。重点关注业绩确定性高增长，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，守正出奇，建议关注 X+2 主线：

- **医药 X（其他细分逻辑）：**（1）核医学龙头：东诚药业。（2）医药流通高性价比个股：柳药股份。（3）肝素行业龙头：健友股份。（4）仿制药颠覆者及仿创龙头：科伦药业；
- **医药扬帆出海：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；
- **医药科技创新：**（1）创新疫苗：“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商：受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好凯莱英、昭衍新药、药石科技、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。

近期我们已经连续发布 2019 年中策略报告、年报一季报总结、和系列深度报告，欢迎交流讨论：

【医药行业 2019 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

【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

【医药品牌连锁】主线之【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

【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之二：【沃森生物】创新基因驱动发展，疫苗第二波大浪潮重磅产品处于审批尾声

【医药健康消费】主线之【品牌中药消费】之一：【云南白药】混改为新白药注入活力，大健康一直在前进路上

【医药健康消费】主线之【品牌中药消费之二：【片仔癀】一核两翼同风起，扶摇直上九万里

【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 X 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 X 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 X 特色细分龙头】主线之【仿制药颠覆者】之一：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

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，在大医保局时代、行业结构优化和格局重塑期，我们坚持“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。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，可关注 **X+2**：

- **医药 X (其他细分逻辑)：** (1)核医学龙头：**东诚药业**。(2)医药流通高性价比个股：**柳药股份**。(3)肝素龙头：**健友股份**。(4)仿制药颠覆者及仿创龙头：**科伦药业**；
- **医药扬帆出海：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**；
- **医药科技创新：** (1)**创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**智飞生物、沃森生物、康泰生物**。(2)**创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好**凯莱英、昭衍新药、药石科技、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。

(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，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头 (**4+X**)：

(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，创新药受政策鼓励，而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**，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、沃森生物、康泰生物、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**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。
- **第三方检验服务商:** 推荐重点关注金域医学、迪安诊断。

(5) X (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。

1.3 多因素筛选医药股中小市值企业

前期医药一线核心资产估值水平已相对较高,随着对于医药板块的偏好提升,市场近期更多关注 1.5-2 线医药优质公司。我们认为,在政策的影响下,业绩确定性和安全边际是市场关注的重心之一,同时也要兼顾行业未来发展前景。在此我们考虑多因素(业绩增速、估值水平、细分领域、中长期潜在逻辑等)对目前医药板块中小市值公司进行筛选,以供参考。

图表 1: 多因素筛选医药股中小市值企业

简称	市值 (亿)	18A 净利润 (亿)	19H 净利润 (亿)	19H 利润增 速	19H 净利润 预告下 限	19H 净利润预 告上限	19E 净利润(亿)	19E 净利润 增速	PE (2018)	PE (2019)	2019H 机构持仓 比例 (公募+ 保险)	所属细分领域
山河药辅	21	0.70	NA	NA	15.0%	35.0%	0.87	24.5%	29.9	24.0	NA	药用辅料(政策受益标的)
鹭燕医药	23	1.80	NA	NA	NA	NA	NA	NA	13.0	NA	NA	福建省流通龙头
美诺华	30	0.96	0.86	91.6%	NA	NA	1.42	47.4%	31.1	21.1	0.48%	原料药制剂一体化
透景生命	35	1.42	NA	NA	NA	10.0%	1.73	22.3%	24.8	20.3	NA	IVD 流式荧光
凯普生物	36	1.14	0.60	29.3%	21.0%	33.9%	1.46	27.7%	31.8	24.9	6.02%	宫颈癌筛查
司太立	37	0.94	NA	NA	NA	NA	1.72	83.6%	39.4	21.5	NA	原料药制剂一体化
嘉事堂	37	3.28	NA	NA	NA	NA	4.10	25.1%	11.3	9.0	NA	北京流通+全国耗材潜在流通龙头
理邦仪器	42	0.93	NA	NA	20.0%	35.0%	1.80	94.3%	45.6	23.5	NA	医疗器械
北陆药业	42	1.48	1.12	32.3%	20.0%	40.0%	1.91	29.3%	28.7	22.2	5.00%	科创板(世和基因)
海辰药业	42	0.83	0.53	29.7%	25.0%	35.0%	1.12	34.6%	51.0	37.9	1.64%	创新药
迪瑞医疗	47	1.98	NA	NA	15.0%	40.0%	2.58	30.5%	23.6	18.1	NA	IVD
山大华特	53	1.30	0.89	9.0%	NA	NA	2.53	95.1%	40.9	21.0	13.47%	儿科用药
万东医疗	54	1.53	NA	NA	NA	NA	2.01	31.1%	35.0	26.7	NA	医学影像
一品红	61	2.08	1.07	31.6%	30.0%	40.0%	2.78	33.3%	29.4	22.0	5.10%	品牌 OTC
天宇股份	61	1.64	NA	NA	516.3%	545.9%	4.76	190.6%	37.4	12.9	NA	特色原料药
仙琚制药	64	3.01	NA	NA	NA	NA	4.08	35.3%	21.3	15.8	NA	特色原料药+化药

基蛋生物	67	2.50	NA	NA	NA	NA	3.29	31.8%	26.8	20.4	NA	IVD POCT
西藏药业	68	2.16	1.57	21.3%	NA	NA	3.69	70.9%	31.5	18.4	3.87%	化药
量子生物	71	1.61	NA	NA	-15.0%	15.0%	2.55	58.0%	44.3	28.0	NA	CRO
九强生物	76	3.01	NA	NA	15.0%	30.0%	3.53	17.5%	25.4	21.6	NA	IVD
九洲药业	86	1.57	NA	NA	NA	NA	2.78	76.9%	55.0	31.1	NA	CDMO
众生药业	89	4.36	3.02	10.2%	NA	NA	4.73	8.6%	20.3	18.7	0.03%	创新药
仁和药业	89	5.06	NA	NA	NA	NA	6.38	26.0%	17.5	13.9	NA	OTC
京新药业	91	3.70	3.26	52.9%	45.0%	65.0%	5.02	35.5%	24.6	18.2	5.13%	化药
柳药股份	94	5.28	3.56	39.4%	NA	NA	6.92	31.0%	17.7	13.5	10.48%	广西省批零一体化龙头
东诚药业	107	2.80	1.78	59.1%	50.0%	65.0%	3.90	38.9%	38.0	27.4	0.98%	核药龙头
开立医疗	109	2.53	NA	NA	-45.0%	-35.0%	3.29	30.1%	43.3	33.3	NA	医疗器械
贝瑞基因	115	2.68	NA	NA	61.1%	85.1%	4.06	51.4%	43.0	28.4	NA	IVD 分子诊断

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (数据为 wind 一致预期)

1.4 健友股份持续创新高，公司核心逻辑继续强化

在当前时点，我们重新梳理健友股份的核心逻辑和市场关注点。作为全球肝素和注射剂国际化产业的重要一员，健友股份的各项业务未来将保持快速发展，继续重点推荐。

肝素原料+制剂一体化，肝素资源品属性凸显，健友股份受益于战略粗品库存，未来将在肝素原料和低分子肝素制剂端持续发力：肝素粗品/原料供应端欧美已达上限，中国成为最大增量，由于现阶段主要肝素原料产地的生猪产量保持稳定状态（中国市场由于非洲猪瘟疫情 2019 年生猪出栏量将出现下滑），肝素粗品/原料供应量增加的难度较大，同时下游肝素制剂需求依然旺盛，肝素制剂企业库存水平较低，未来肝素原料价格将进一步提升。健友股份前期对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断，自 2015 年以来逐步建立肝素粗品库存。在依诺肝素注射剂陆续在欧洲和美国获批之后，公司将基于原料优势和欧美制剂市场，享受其肝素粗品库存带来的议价权及原料制剂一体化优势。

注射剂国际化先锋企业，2019 年美欧出口将迎来爆发：健友股份作为国内少有的高端 FDA 认证注射剂生产企业，对注射剂出口布局早，目前已获批 10 个注射剂 ANDA，公告在研/申报 ANDA 注射剂产品 30 余个，逐步打造核心产品依诺肝素/标准肝素+小分子抗肿瘤注射剂+其他重磅注射剂的高端注射剂出口全产品链，未来将受益于高毛利美国无菌注射剂市场，注射剂出口进入爆发期。

1.4.1 猪瘟加速肝素原料供需失衡，健友股份依托肝素库存奠定产业地位

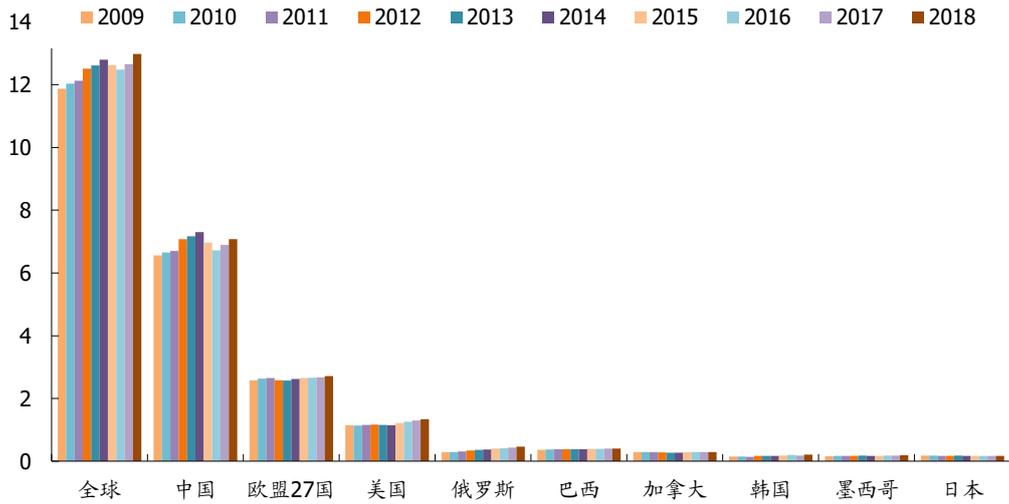
肝素产业链：肝素是一种大分子高度硫酸化线性多糖，无法人工合成，具有强大的抗凝血效果，被广泛应用于心脑血管手术、关节置换、透析等各类手术和治疗中，是临床首选抗凝血药物。肝素产业链从健康生猪小肠起始，首先由猪小肠粘膜提取肝素粗品，之后由肝素原料生产企业加工成为标准肝素原料及低分子肝素原料（主要为 Sanofi、Pfizer、Bioib é rica、Opocrin、海普瑞、健友股份等高品质肝素原料生产企业），最终由下游肝素注射剂生产企业灌装成为低分子肝素/标准肝素注射剂（主要为 Sanofi、Pfizer、Aspen/GSK、Fresenius Kabi、Sandoz、Teva 等跨国制药企业）。

肝素粗品/原料供应端欧美已达上限，中国有望成为未来最大增量产地：生猪主要产自于中国、欧盟和美国，拥有丰富的猪小肠资源，因此肝素粗品和原料的生产加工也主

要来自于以上三个地区。由于欧美地区最先开始使用肝素制剂产品，同时生猪规范化养殖和集中屠宰率极高（肝素是生化产品，需要上游可追溯），导致目前欧美地区 80-90% 的小肠资源已经完全用于提取肝素原料。而中国市场作为肝素原料供应的后起之秀，目前已逐渐成为全球肝素原料供应的主要增量，肝素原料供应占全球需求量的 50% 左右。

2010-2018 年生猪供应端整体保持稳定：根据美国农业部数据，2010 年以来全球生猪产量稳定在 13 亿头左右 (CAGR 接近 1%)，其中中国产量约 7 亿头，欧盟产量 2.7 亿头，美国产量 1.3 亿头，其余俄罗斯、巴西、墨西哥、日韩等国家产量约 1.7 亿头，整体保持稳定无增量的状态。

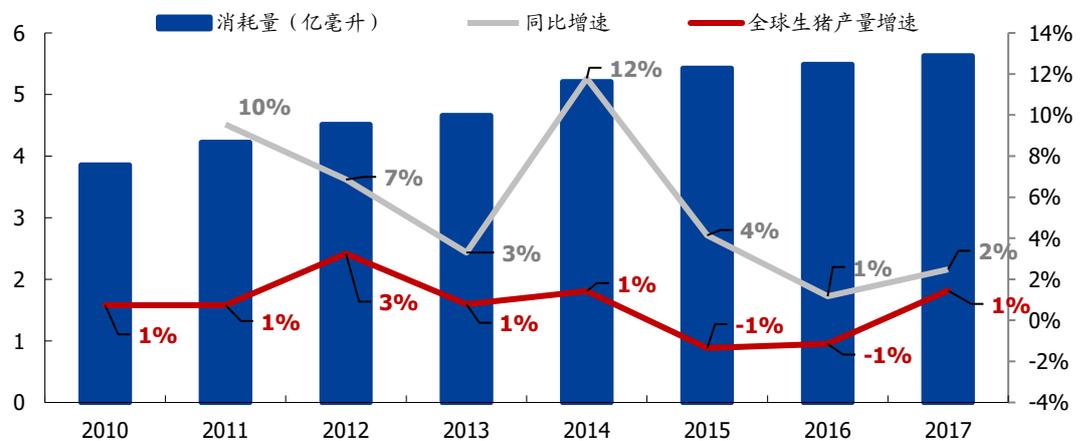
图表 2：2010-2018 年全球及主要产地生猪产量（亿头）



资料来源：美国农业部，国盛证券研究所

肝素制剂持续保持增长，下游制剂企业库存水平较低：目前肝素制剂主要包括低分子肝素注射剂（依诺肝素、那曲肝素、达肝素等，占整体使用量近 70%）以及标准肝素注射剂，欧美市场为主要市场。根据 IMS 数据，2017 年依诺肝素、那曲肝素和达肝素三种主流低分子肝素注射剂全球总消耗量约 5.63 亿毫升，2011-2017 年 CARG 接近 6%，如果全球范围内的肝素原料供应量得不到提升，肝素原料供应缺口将进一步拉大。自 2018 年起欧洲和美国均出现过肝素类产品的短缺事件。

图表 3：全球市场依诺/那曲/达肝素注射剂消耗量



资料来源：IMS，国盛证券研究所

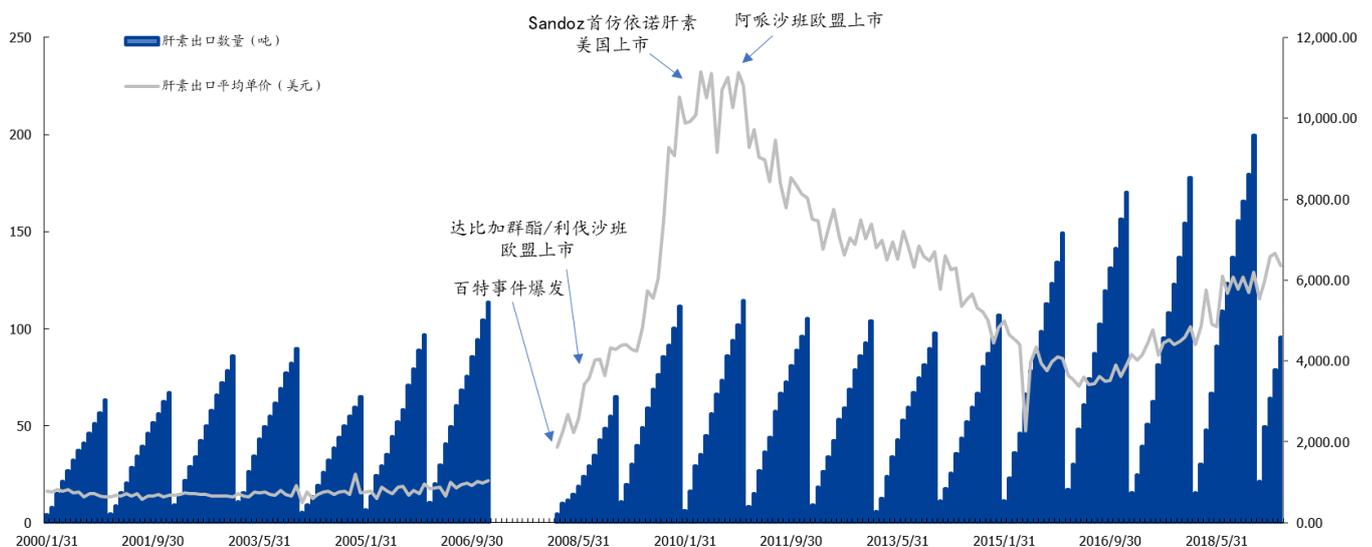
图表4: 美国市场依诺肝素注射剂 2018-2019 年出现短缺

Product	Posting Date	Reason for the Shortage
Enoxaparin Sodium Injection	2018.7.2	Sandoz Inc. has made a business decision to permanently discontinue this product. Amphastar has enoxaparin on intermittent back order due to increased demand. Apotex launched enoxaparin in early-2019. Fresenius Kabi did not provide a reason for the shortage.
	2019.2.28	Sandoz discontinued enoxaparin presentations in mid-2018 due to a supplier issue. Sanofi-Aventis did not provide a reason for the shortage. Teva did not provide a reason for the shortage. Winthrop did not provide a reason for the shortage.

资料来源: FDA, Drugs, 国盛证券研究所

猪瘟造成未来几年肝素原料供给短缺: 自 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情在中国爆发后, 国内生猪产销均受到较大影响, 2019 年生猪出栏量预计将有较大比例下降, 考虑到本次猪瘟疫情的持续性、生猪再次补栏的时间以及各大生猪养殖企业现阶段的补栏速度, 我们判断未来 1-2 年肝素粗品的产出会受到猪出栏量减少的持续影响。中国作为全球最大的肝素原料供应国, 肝素粗品和原料的供应减少将对全球肝素产业链造成巨大影响。

图表5: 中国肝素原料出口数量及单价 (截止 2019 年 6 月)



资料来源: 海关数据, FDA, EMA, 国盛证券研究所

肝素原料短缺将进一步传导至肝素制剂端: 在目前全球肝素制剂企业库存已处于低位的情况下, 未来中国 1-2 年肝素原料的供应减少将持续推动肝素原料涨价, 同时下游制剂企业在原料采购量下降的情况下也出现制剂供给不足、终端制剂价格提升的一系列状况, 由于短缺从原料端向制剂端的传导需要一定时间, 我们判断 2020 年开始将能逐渐观察到欧美等主要肝素制剂市场发生产品缺货和提价的情况。

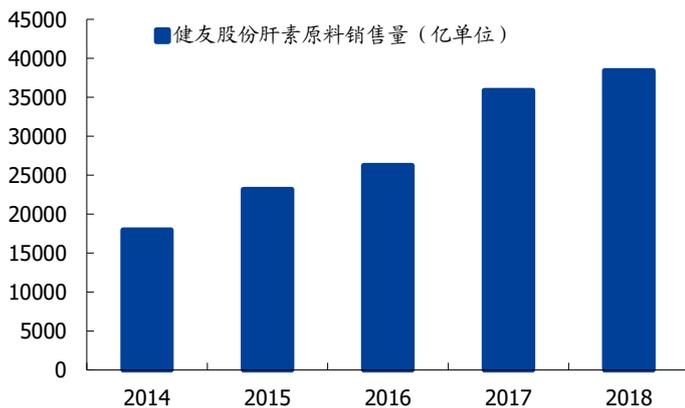
健友股份的前瞻性肝素库存管理为未来发展提供巨大动力: 目前国内主要的肝素原料生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业、青岛九龙、东营天东、山东辰中等企业 (前五家为上市公司), 通过报表口径观察及草根调研情况来判断, 除健

友股份以外其他企业肝素粗品/原料库存均处于较低水平。健友股份对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断，基于未来肝素原料和全球肝素注射剂业务的发展，自 2015 年以来逐步建立肝素粗品库存，未来有望持续受益于肝素粗品/原料的供需失衡状态。

原料端保持稳定，制剂端量价齐升，健友股份肝素库存价值亟待重估：

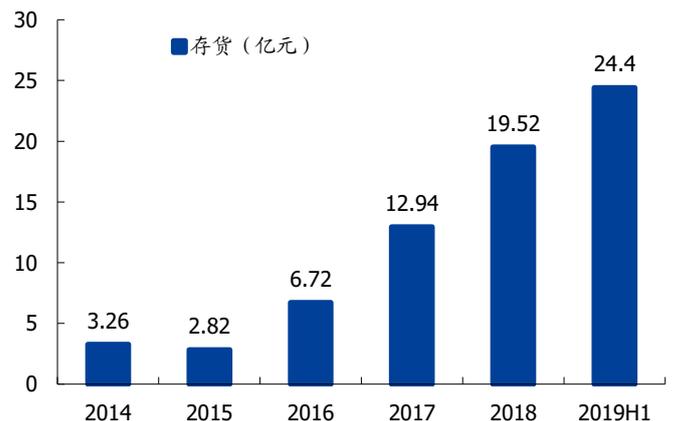
- **肝素库存：**从报表端看，健友股份存货金额自 2015 年以来快速提升，从 2015 年底的 2.82 亿元提升至 2019 年 H1 的 24.4 亿元，其中绝大部分为肝素粗品及肝素原料，按照健友股份的库存提升时间和速度来看其肝素粗品平均成本远低于目前市场采购价。
- **制剂端：**Sanofi 等肝素制剂生产企业原料库存水平较低，美国和欧洲市场近年来均出现过依诺肝素注射剂短缺的情况，未来 1-2 年预计将陆续出现欧美市场制剂端的短缺和涨价情况。随着健友股份 2019-2020 年肝素类制剂在欧洲和美国等国家的陆续获批（目前欧洲、巴西的依诺肝素注射剂及美国的标准肝素注射剂已获批），依托目前公司的肝素库存量和成本优势，肝素类制剂的销量和利润将得以体现。
- **原料端：**自 2014 年以来健友股份逐步扩大肝素原料销售量，目前供应 Sanofi、Pfizer 等受 FDA 监管的原研低分子肝素注射剂厂商以及 Sandoz、Sagent 等美国市场大型肝素仿制药企业。健友股份依托目前的战略库存在粗品采购方面有较大弹性空间，同时自产肝素类制剂的陆续获批也使公司打通了产业链下游，公司目前拥有较强与下游客户的谈判话语权。

图表 6：健友股份肝素原料销售量稳步提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 7：健友股份自 2015 年开始建立肝素粗品战略库存



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.4.2 十年磨一剑：战略布局美欧注射剂市场，注射剂出口进入爆发期

注射剂产品管线丰富，开发模式多元化：健友股份公告在研/申报 ANDA 注射剂产品 10 余个，截止 2018 年底公司已获批 10 个注射剂 ANDA。南京厂区标准肝素、苯磺酸阿曲库铵注射剂已获批 ANDA，依诺肝素注射剂完成英国注册，获得巴西注册证，美国市场预计将于 2020 年获批；成都厂区已获 ANDA 注射剂产品 8 个，并与 Sagent 签署协议，指定公司作为独家供应商，未来将销售产品净利润 50% 支付给公司。

成熟海外渠道带来销售优势：公司领导层（董事长、总裁、研发总监、成都健进总经理等）均拥有海归/美股上市公司经营背景，对海外尤其是美国市场情况十分熟悉。公司通过多元化策略完成注射剂产品在美欧市场的销售：如公司原有的美国市场合作伙伴 Sagent 深耕美国注射剂药品市场，在注射剂销售方面有强大实力（全美第 6），并以其一揽子药品供应优势与当地药品集中采购组织（GPO）进行密切合作；公司拟收购的美国注射剂专营公司 Meitheal 也将为公司开展注射剂国际化业务带来更多助力。

打造注射剂研、产、销一体化产业链：健友股份目前已构建了包括FDA认证生产线、FDA认证研发中心以及成熟的研究/注册团队在内的整套注射剂研、产一体化系统，加上已在欧美市场布局的药品销售网络，目前公司的注射剂出口产业链已完全打通。

2019年起注射剂报批数量进入爆发期：

健友股份目前快速推进以肝素注射剂和抗肿瘤/手术用药注射剂为核心的通用名注射剂和创新注射剂的研究和报批，预计未来公司每年将启动超过10个注射剂项目，完成10个展示批/10个报批产品，每年获批10个注射剂ANDA。随着更多注射剂产品美欧获批，公司2019年注射剂国际化业务将迎来爆发。

图表8：健友股份注射剂产品管线丰富

ANDA 所属状态	中文名称	英文名称	2018年美国市场 销售金额(百万美元)	美国在售 企业数量
健友持有 ANDA	卡铂（注射）	Carboplatin	56.53	10
	阿曲库铵（注射）	Atracurium Besylate	37.14	4
	博来霉素（注射）	Bleomycin	5.81	5
	阿糖胞苷（注射）	Cytarabine	7.11	4
	肝素钠（注射）	Heparin	475.73	9
Sagent 持有 ANDA	亚叶酸钙（注射）	Leucovorin Calcium	68.76	4
	罗库溴铵（注射）	Rocuronium Bromide	75.13	7
	克林霉素（注射）	Clindamycin	9.71	5
	氟尿嘧啶（注射）	Fluorouracil	49.83	5
Dr.Reddy 持有 ANDA	吉西他滨（注射）	Gemcitabine	80.69	12
ANDA 研发/申报中	依诺肝素（注射）	Enoxaparin	155.12	4
	米力农（注射）	Milrinone	43.31	3
	鲑降钙素（注射）	Calcitonin Salmon	146.11	2
	瑞加德松（注射）	Regadenoson	582.55	1
	度骨化醇（注射）	Doxercalciferol	204.31	3
	罗库溴铵（注射）	Rocuronium Bromide	75.13	7
	苯达莫司汀（注射）	Bendamustine	785.95	2
	左旋亚叶酸钙（注射）	Levoleucovorin Calcium	68.86	6
	阿扎胞苷（注射）	Azacitidine	305.67	9
	卡莫司汀（注射）	Carmustine	93.50	3
	吗替麦考酚酯（注射）	Mycophenolate Mefetil	39.70	3
	顺苯磺阿曲库铵（注射）	Cisatracurium Besylate	81.95	4
	磺达肝癸钠（注射）	Fondaparinux sodium	90.31	5
	白消安（注射）	Busulfan	85.58	7

资料来源：FDA, CDE, Bloomberg, 国盛证券研究所

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】卫健委最新要求：8月20日前三级医院填报辅助用药收入占比

<https://dwz.cn/OujejXiU>

8月13日，国家卫健委发布《关于按照属地化原则开展三级公立医院绩效考核与数据质量控制工作的通知》，在补充指标数据及佐证材料一栏，要求各三级公立医院于8月20日前按照《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》要求，对2016-2018年辅助用药收入占比进行数据测算。

【点评】第一批重点监控品种目录，我们理解这就是前面提及的辅助用药目录。经历了多年辅助用药重点控制和监控的洗礼，多数品种在医院销售端口已不是前10大品种。此次卫健委的要求主要是自上而下对医院端进行管控。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

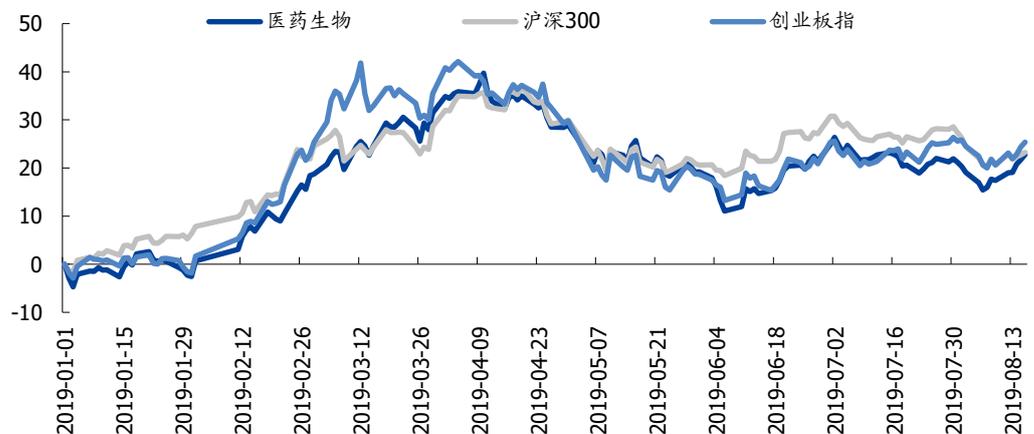
截至8月16日，申万医药指数为7,171.34点，周环比上涨4.58%。沪深300上涨2.12%，创业板指数上涨4.00%，医药跑赢沪深300指数2.46个百分点，跑赢创业板指数0.58个百分点。2019年初至今申万医药上涨22.78%，沪深300上涨23.25%，创业板指数上涨25.39%，医药跑输创业板指数及沪深300。

图表9：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	3,710.54	3,633.53	2.12	-3.25	23.25
创业板指数	1,567.99	1,507.71	4.00	-0.15	25.39
生物医药 (申万)	7,171.34	6,857.20	4.58	1.30	22.78

资料来源：Wind，国盛证券研究所

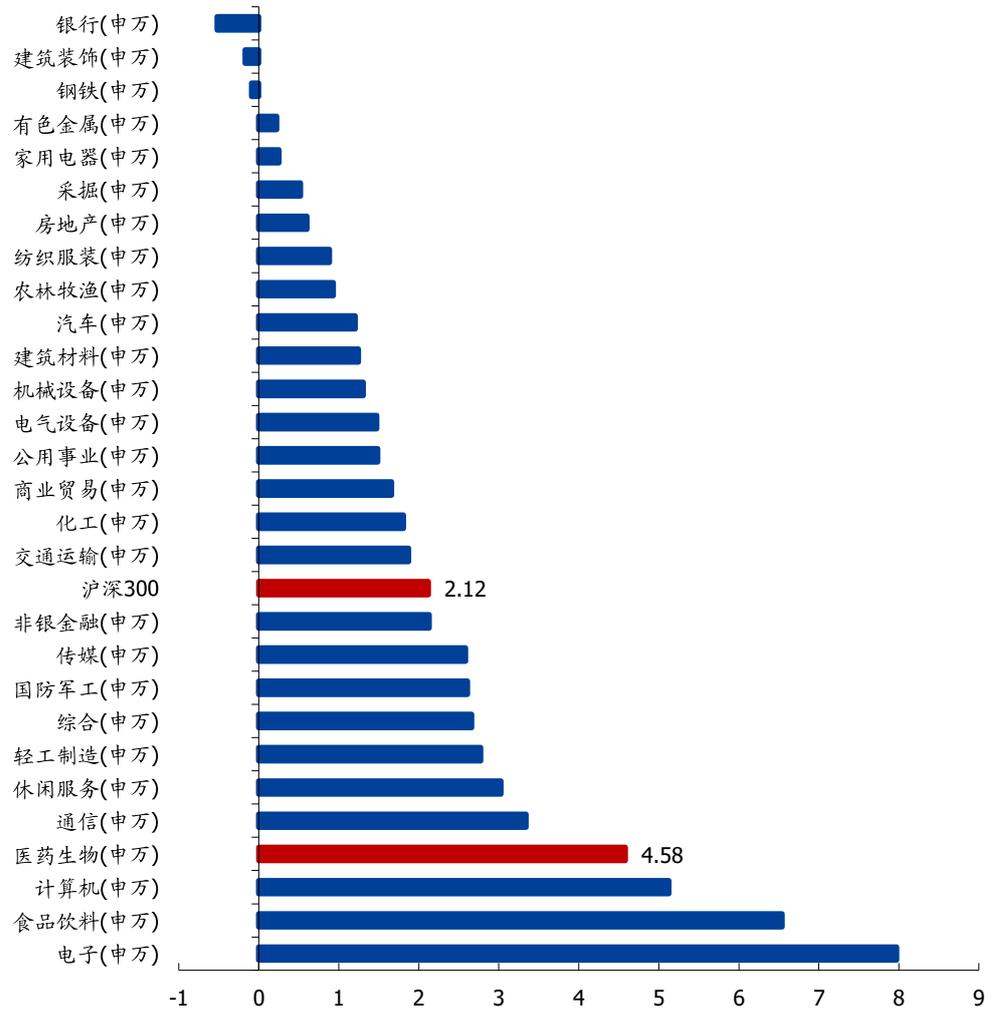
图表10：2019年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

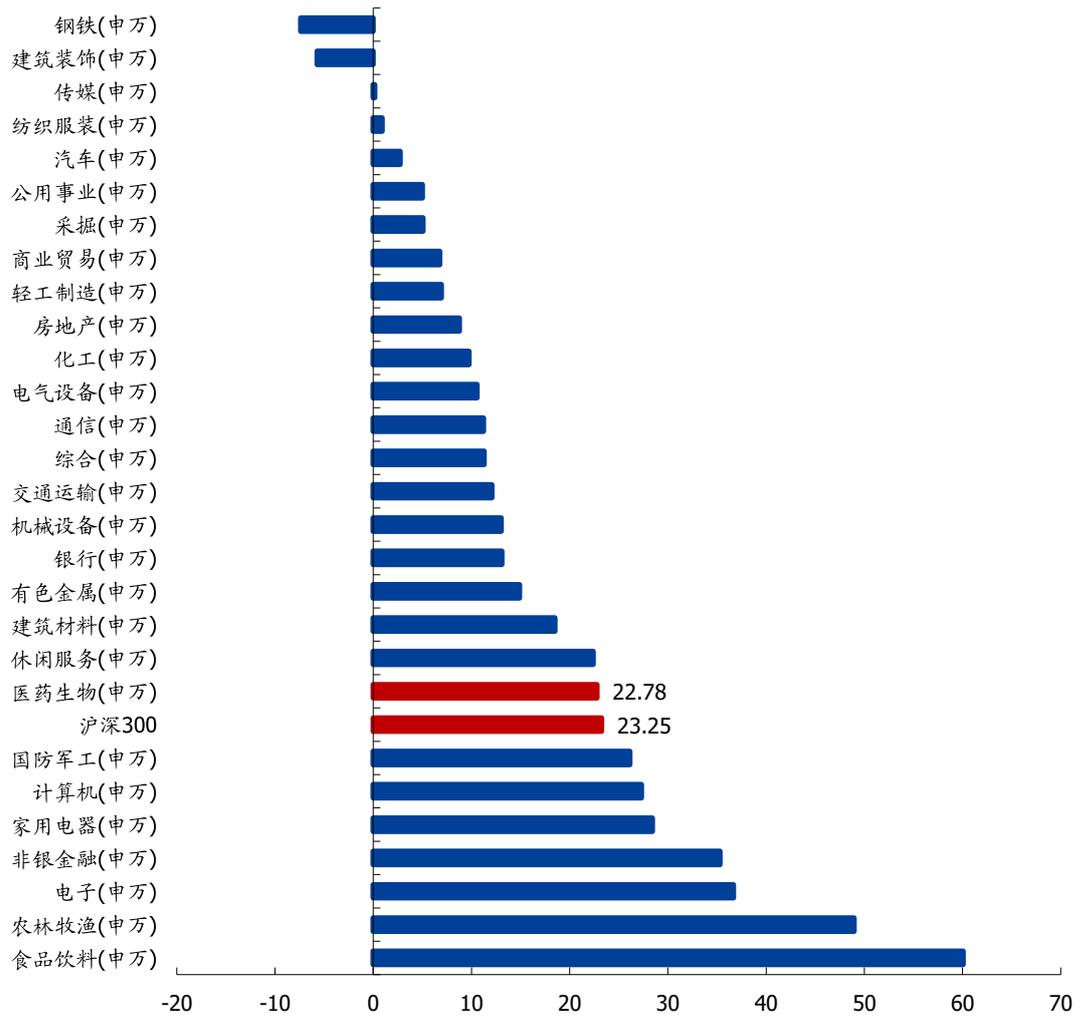
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第4位。2019年初至今，医药涨跌幅排在第8位。

图表 11: 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

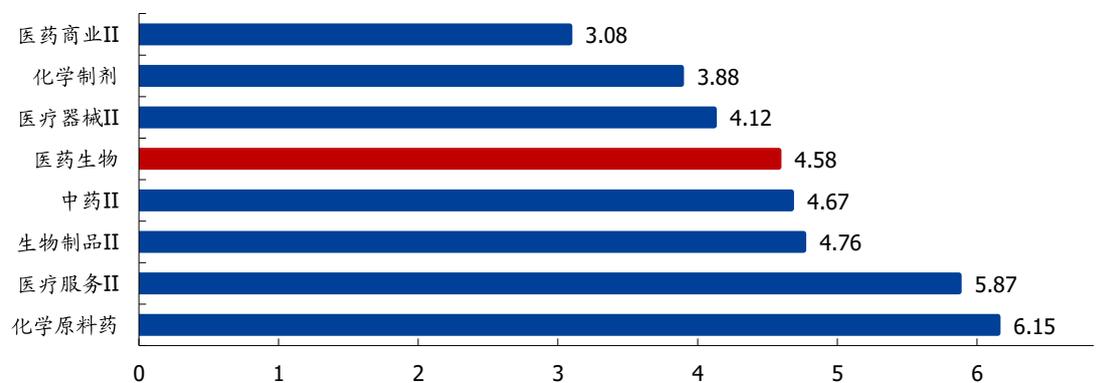
图表 12: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为化学原料药, 上涨 6.15%; 表现最差的为医药商业 II, 上涨 3.08%。

图表 13: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)

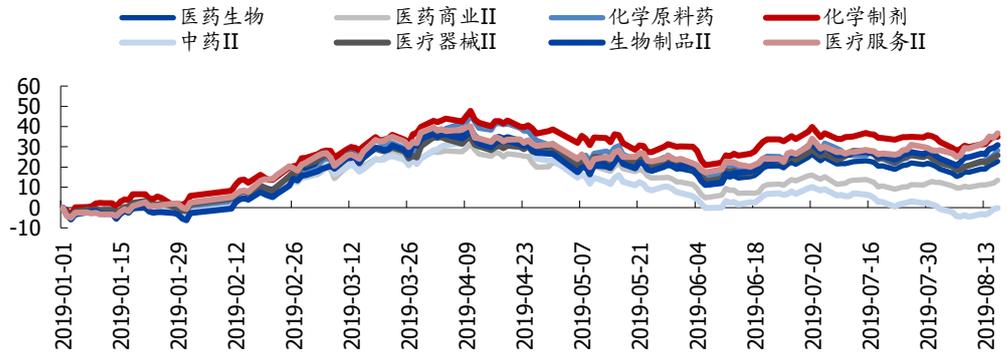


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II, 上涨 36.65%; 表现最差的子行业为中

药 II, 下跌 0.14%。其他子行业中, 生物制品 II 上涨 30.82%, 医药商业 II 上涨 13.53%, 化学原料药上涨 28.16%, 医疗器械 II 上涨 25.75%, 化学制剂上涨 34.99%。

图表 14: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



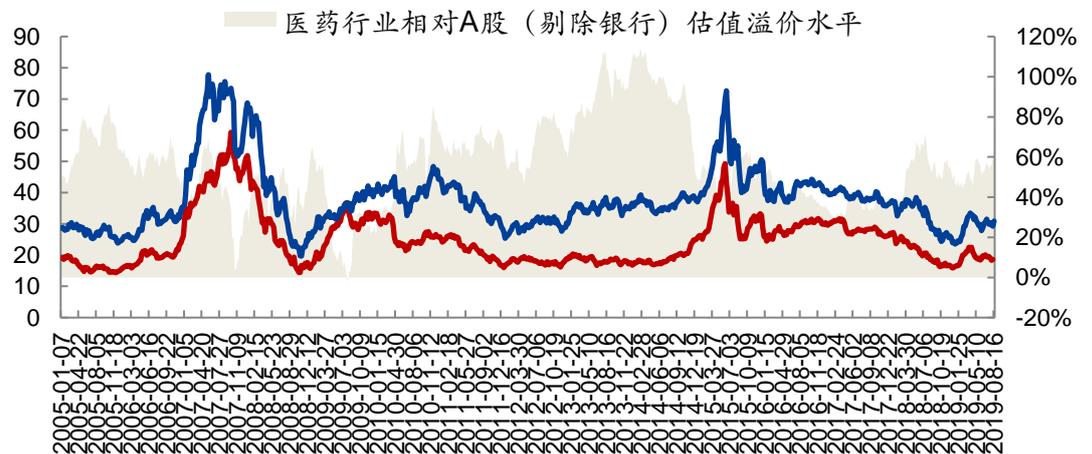
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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, 较上周相比上涨了 1.62 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.78X) 低 6.86 个单位, 上周医药行业整体略微回升。

本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 66.15%, 较上周上涨 6.56 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (56.45%) 高 9.70 个百分点, 处于均值偏上水平。

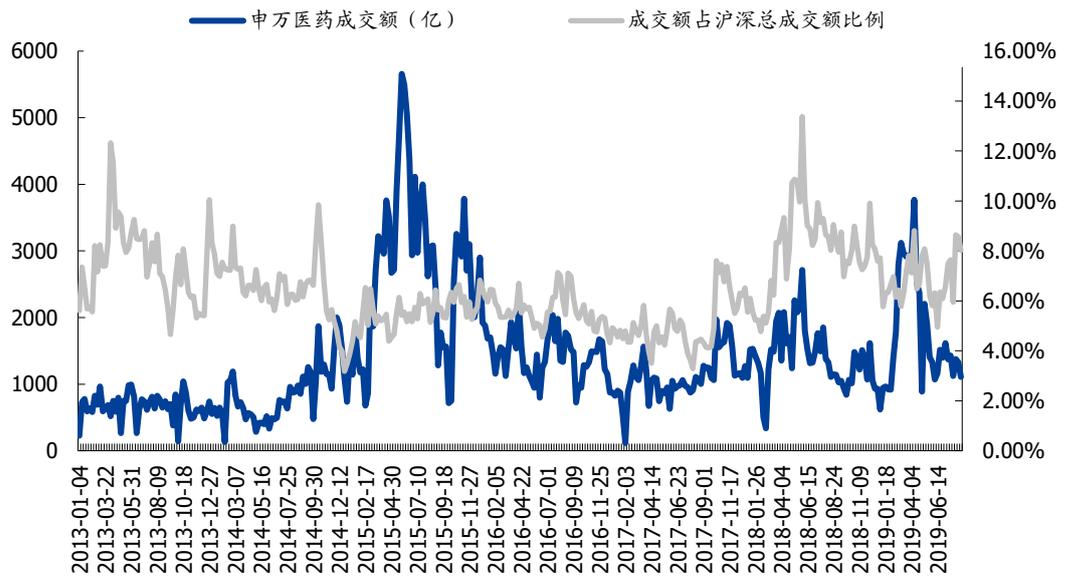
图表 15: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 1110.23 亿元, 沪深总成交额为 13833.03 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.03% (2013 年以来成交额均值为 6.43%), 本周医药行业热度较上周略微下降。

图表 16: 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

3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为西藏药业、九洲药业、通化金马、人民同泰、易明医药。后 5 的为亚太药业、溢多利、吉药控股、长春高新、科伦药业。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为博腾股份、昭衍新药、海辰药业、金域医学、ST 运盛。后 5 的为辅仁药业、花园生物、吉药控股、九安医疗、亚太药业。

图表 17: 申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
西藏药业	32.35	中报业绩超预期	亚太药业	-23.05	中报业绩预减
九洲药业	26.24	CDMO 业务持续增长	溢多利	-3.42	无特殊原因
通化金马	25.23	无特殊原因	吉药控股	-3.36	涉嫌信息披露遭调查
人民同泰	24.71	哈药集团要约收购	长春高新	-3.06	无特殊原因
易明医药	23.91	无特殊原因	科伦药业	-2.84	无特殊原因
凯普生物	20.84	中报业绩超预期	福安药业	-2.78	无特殊原因
戴维医疗	19.66	子公司取得专利	千红制药	-2.06	无特殊原因
海思科	19.41	创新药品种概念	国发股份	-1.79	无特殊原因
众生药业	19.19	创新药品种概念	鱼跃医疗	-1.78	无特殊原因
通化东宝	18.54	中报业绩符合预期	老百姓	-1.72	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 申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
博腾股份	56.43	优质 CXO 企业	辅仁药业	-37.15	涉嫌违法违规遭调查
昭衍新药	33.59	优质 CXO 企业	花园生物	-29.24	无特殊原因
海辰药业	33.48	创新药品种概念	吉药控股	-25.37	涉嫌信息披露违法违规遭调查
金域医学	28.47	中报业绩超预期	九安医疗	-24.38	无特殊原因
ST 运盛	25.55	无特殊原因	亚太药业	-19.71	无特殊原因
健友股份	25.50	注射剂国际化&猪瘟疫情推动	恒康医疗	-19.34	债台高筑
众生药业	24.51	创新药品种概念	莱美药业	-17.86	控股股东股权被司法冻结
万孚生物	22.85	业绩保持高速增长	龙津药业	-17.48	业绩亏损
圣达生物	22.06	无特殊原因	福安药业	-17.19	无特殊原因
迪安诊断	20.94	经营持续向好	东阿阿胶	-16.40	中报业绩低于预期

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 19: 四大主线重点覆盖上市公司

四大方向	细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	净利润增速 2019E (%)	2019PE	
医药科技创新	创新服务商	凯莱英	249.23	4.28	5.70	32.97%	43.76	
		药明康德	1171.37	22.61	23.00	1.73%	50.94	
		泰格医药	428.32	4.72	6.72	42.41%	63.70	
		昭衍新药	99.77	1.08	1.55	43.03%	64.39	
		康龙化成	271.05	3.39	4.60	35.55%	58.95	
		量子生物	71.32	1.61	2.55	58.04%	28.02	
		药石科技	77.94	1.24	1.59	27.72%	49.02	
		艾德生物	74.52	1.27	1.48	17.02%	50.24	
	创新药	恒瑞医药	3057.05	40.66	52.76	29.78%	57.94	
		丽珠集团	210.80	10.82	12.41	14.70%	16.98	
		贝达药业	184.26	1.67	2.08	24.93%	88.41	
		康弘药业	293.06	6.95	8.86	27.46%	33.09	
		科伦药业	447.63	12.13	15.85	30.70%	28.23	
		复星医药	628.20	27.08	32.68	20.69%	19.22	
		天士力	253.67	15.45	17.69	14.47%	14.34	
		创新疫苗	智飞生物	779.52	14.51	25.32	74.48%	30.78
			沃森生物	430.48	10.46	3.17	-69.70%	135.80
			康泰生物	451.59	4.36	5.51	26.58%	81.89
	华兰生物		464.83	11.40	14.30	25.51%	32.50	
	创新器械	迈瑞医疗	2024.25	37.19	45.69	22.86%	44.30	
		乐普医疗	437.22	12.19	16.98	39.31%	25.75	
		安图生物	348.52	5.63	7.28	29.41%	47.87	
	医药扬帆出海	注射剂国际化	开立医疗	109.44	2.53	3.26	29.13%	33.55
			健友股份	229.48	4.25	5.93	39.72%	38.69
		口服国际化	普利制药	130.79	1.81	3.43	89.20%	38.10
	医药健康消费	品牌中药消费	华海药业	190.38	1.08	1.08	0.00%	177.07
东阿阿胶			208.37	20.85	20.13	-3.44%	10.35	
片仔癀			595.59	11.43	14.80	29.50%	40.24	
云南白药			962.40	33.07	38.12	15.28%	25.25	
同仁堂			380.99	11.34	12.10	6.68%	31.49	
其他特色消费		华润三九	272.43	14.32	21.75	51.91%	12.52	
		我武生物	179.38	2.33	3.00	28.83%	59.79	
		欧普康视	152.87	2.16	2.93	35.56%	52.15	
		健帆生物	258.44	4.02	5.47	36.00%	47.27	
		长春高新	567.53	10.06	14.70	46.09%	38.60	
医药品牌连锁	药店	安科生物	160.70	2.63	3.65	38.58%	44.06	
		益丰药房	284.00	4.16	5.68	36.48%	49.97	
		老百姓	193.14	4.35	5.35	22.93%	36.12	

	一心堂	143.82	5.21	6.59	26.42%	21.83
	大参林	277.17	5.32	6.50	22.25%	42.65
	国药一致	167.59	12.11	13.64	12.62%	12.29
	爱尔眼科	987.77	10.09	13.54	34.16%	72.97
	美年健康	436.78	8.21	10.93	33.16%	39.97
特色专科连锁	通策医疗	302.30	3.32	4.72	42.12%	64.05
	迪安诊断	140.41	3.89	4.94	27.19%	28.41
	金域医学	212.92	2.33	3.26	39.65%	65.35
	上海医药	454.45	38.81	42.88	10.47%	10.60
流通	九州通	234.52	13.41	16.71	24.67%	14.03
	柳药股份	93.58	5.28	6.95	31.64%	13.46
	国药股份	194.46	14.04	14.80	5.43%	13.14
	华东医药	486.27	22.67	27.99	23.45%	17.37
	恩华药业	127.76	5.25	6.49	23.65%	19.69
	信立泰	225.73	14.58	14.08	-3.44%	16.03
其他特色领域	华润双鹤	133.53	9.69	11.67	20.51%	11.44
	济川药业	234.86	16.88	20.56	21.83%	11.42
	通化东宝	345.98	8.39	9.78	16.59%	35.39
	健康元	486.27	22.67	27.99	23.45%	17.37
	东诚药业	106.53	2.80	3.90	39.22%	27.29
	山河药辅	20.96	0.70	0.87	24.48%	24.02
辅料包材	山东药玻	140.77	3.58	4.69	31.07%	29.98

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (数据为 wind 一致预期)

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com