

医药生物

当下疫苗板块的投资价值如何？兼论医药走势核心变量和次要变量

本周回顾与周专题：本周申万医药指数上涨 0.51%，位列全行业第 6，跑赢沪深 300 指数和创业板指数。本周周专题，我们对疫苗板块的价值、未来发展趋势以及个股催化剂进一步做了探讨。

板块观点：从百花齐放到精选配置，继续寻求医药结构性机会，重视高确定性&高 PEG 性价比优质标的的 2021 年提前估值切换。当下影响医药走势的核心变量是“行业比较”，而其根源是疫情及其带来的国际经济政治环境的变化，我们认为核心变量并没有发生根本变化，但也要随时观测次要变量的边际变化，比如 2020Q1 公募基金医药持仓创 5 年新高（4-5 月份仓位可能更高）、上涨后多数医药硬核资产当前估值不低、政策边际略紧（注射剂一致性评价的推进、媒体关注医药企业销售费用合理化、第三批集采有望启动等进展），预计近期对医药配置意愿分歧将加剧，但考虑到今年医药基本面相对确定性比较优势有望持续、政策负向大超预期可能性不高、医药硬核高估值政策产业逻辑有望持续，医药仍有结构性机会，但要精选，新弹性方面聚焦医药科技创新如创新药产业链、创新疫苗等，同时可以自下而上关注确定性非常强的、切换后明年 PEG 性价比非常高的个股。

一、主要变量：当下影响医药走势的核心变量在于“行业比较”，而其根源是疫情及其带来的国际经济政治环境的变化，我们认为核心变量并没有发生根本变化。说到疫情，首先不可否认的是新冠病毒的复杂程度是超预期的，我们不能简单线性的认为这个事情很容易控制，国内海外都要持续重视，其影响是复杂且长时间维度的。国内吉林舒兰局部疫情出现反复，在空前的防控力度下，大规模扩散概率不大，但会带来情绪波动。海外美国高峰尚未过去，俄罗斯、南美等多地进入全球第三波，对实体经济冲击还需要长时间消化，外需板块二季度及后续影响较大，相关行业仍不乐观，另外值得注意的是疫情同时也带来了国际政治环境的变化，这也强化了相关行业的不确定性。**A 股医药内需为主，外需为辅，内需中的刚需，外需结构性受益，所以医药比较优势仍有望持续。**

二、次要变量：次要变量边际在变化，需继续跟踪、综合评估。影响当下医药走势的次要变量有很多，包括医药仓位、估值、政策等等，3 个维度的变化值得我们注意：（1）2020 年 Q1 公募大幅超配医药创近 5 年新高；（2）政策边际略紧（注射剂一致性评价的推进、媒体关注医药企业销售费用合理化、第三批集采有望启动等进展）；（3）上涨后多数医药硬核资产当前估值不低。

第一，基金持仓：医药有望持续大幅超配。2020Q1 公募大幅超配医药创近 5 年新高（但历史最高是 2014 年 Q1），全基金重仓医药持仓占比为 14.69%（历史最高 19.58%），相较 2019Q4 提高 4.29 个百分点（历史最高 17.72%），相较 2019Q4 提高 3.85 个百分点，4-5 月份仓位可能更高；。我们此前也总结了 15 年以来结束医院 5 次大幅超配的原因，包括（1）大环境导致的行业比较优势结束（2）政策的大幅超预期负向。再看此次，我们认为，医药基本面确定性比较优势有望持续（但在逐步弱化）、政策负向大超预期可能性不高，医药持仓仍有望持续大幅超配。

第二：政策：政策走向和预期有边际变化，但不会出现较大负向预期差。近期我们看到了一些政策变化，比如注射剂一致性评价的推进、媒体关注医药企业销售费用合理化、第三批集采有望启动等进展，但我们认为这些不会带来较大的负向预期差。再次强调今年对于政策，我们有两大核心结论：（1）在经历了 2015 年药监局供给侧改革和 2018 年医保局支付变革之后，医药行业控费方向政策的大政方针已定，后续就是落实阶段，市场经过几年的学习认知，预期差也在缩小弱化。医保局从成立之后，支付端变革持续进行，用带量采购方式切掉渠道水分持续推进（从仿制药向耗材扩散），在全国实行基于一致性评价的带量采购的同时地方也在尝试非一致性评价品种方案，我们判断对于原医保内的很多用量的独家品种（难以用带量采购方法）未来可能会有直接的“医保支付标准”出台，但这本身是医保支付端结构优化变革的一部分，在我们之前的推演之中，之前高景气的细分领域并不会受到政策的影响。（2）由于疫情的影响，政府对于医药行业的重视程度更上一个台阶，今年的医药政策不仅仅只有控费政策的延续，还有新一轮对医药的投入的发生。

第三，估值：医药硬核资产高估值只会阶段性波动，但不会消失！医药硬核资产高估值状态容易引发配置分歧及阶段性波动，但主逻辑不破，医药硬核资产高估值有望成为新常态。医药近 5 年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入几年维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从 2020 年 Q1 持仓来看，有 7 个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来很长时间，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。

三、新思路：当下医药如何做配置？医药优质特色细分领域很多，细分龙头精彩纷呈，配置“入围指标”是中长期赛道景气度（详见我们 4+X 框架），配置“日常调整依据指标”是市场风险偏好和估值性价比。当下医药配置进入精选阶段，对于不同风险偏好的投资者，我们做 3 维度配置思路建议：（1）稳健思路—赛道景气度不错、看明年提前估值切换：考虑确定性和切换后 PEG 性价比，九州药业、普利制药、恩华药业、乐普医疗、长春高新、丽珠集团、安科生物、健友股份、东诚药业等。

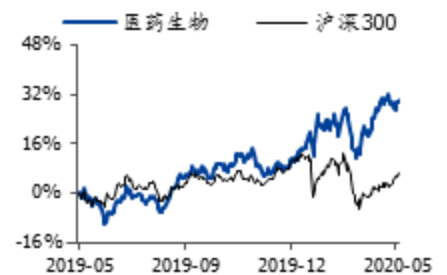
（2）弹性思路—赛道景气度高、并有新逻辑加持：考虑估值弹性较大，兴齐眼药、智飞生物、沃森生物、贝达药业、博腾股份、药石科技等。（从医药科技创新角度要弹性）

（3）中长期配置思路—估值不便宜但赛道中长期景气度不错的硬核资产：考虑长期持续确定成长性 & 远景空间，恒瑞医药、药明康德、凯莱英、迈瑞医药、爱尔眼科、通策医疗、老百姓、大参林、益丰药房、我武生物、片仔癀、华兰生物、康泰生物、金城医学、泰格医药、美年健康、万泰生物等。

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

分析师 祁瑞

执业证书编号：S0680519060003

邮箱：qirui@gszq.com

相关研究

- 1、《医药生物：注射剂一致性评价终落地，数千亿市场变局在即，谁将逐鹿中原？》2020-05-14
- 2、《医药生物：生长激素蓝海市场未来如何演变？兼看医药 3 维度配置思路》2020-05-10
- 3、《医药生物：79 页医药年报季报总结有哪些核心要点？》2020-05-05



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 当前疫苗板块投资价值如何？	6
1.3.1 什么是疫苗板块的三重成长逻辑？.....	6
1.3.2 新冠疫苗研发不断受到重视，疫苗板块关注度不断提高.....	7
1.3.3 龙头个股催化不断，未来成长确定性高.....	8
1.3.4 再论板块逻辑和成长确定性.....	10
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	12
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	14
3.1 医药行业行情回顾.....	14
3.2 医药行业热度追踪.....	17
3.3 医药板块个股行情回顾.....	18
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新.....	20
5、风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 疫苗行业产值测算 (亿元).....	6
图表 2: 已进入临床及部分上市公司新冠疫苗研发情况.....	8
图表 3: 公司研发管线情况.....	9
图表 4: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	14
图表 5: 2020 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(%).....	14
图表 6: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %).....	15
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020 年初至今, %).....	16
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	16
图表 9: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%).....	17
图表 10: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	17
图表 11: 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.....	18
图表 12: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	18
图表 13: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	19
图表 14: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况.....	22

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周回顾与周专题：本周申万医药指数上涨0.51%，位列全行业第6，跑赢沪深300指数和创业板指数。**本周周专题，我们对疫苗板块的价值、未来发展趋势以及个股催化剂进一步做了探讨。**

板块观点：从百花齐放到精选配置，继续寻求医药结构性机会，重视高确定性&高PEG性价比优质标的。当下影响医药走势的核心变量是“行业比较”，而其根源是疫情及其带来的国际经济政治环境的变化，我们认为核心变量并没有发生根本变化，但也要随时观测次要变量的边际变化，比如2020Q1公募基金医药持仓创5年新高（4-5月份仓位可能更高）、上涨后多数医药硬核资产当前估值不低、政策边际略紧（注射剂一致性评价的推进、媒体关注医药企业销售费用合理化、第三批集采有望启动等进展），预计近期对医药配置意愿分歧将加剧，但考虑到今年医药基本面相对确定性比较优势还有望持续、政策负向大超预期可能性不高、医药硬核高估值政策产业逻辑有望持续，医药仍有结构性机会，但要精选，新弹性方面聚焦医药科技创新如创新药产业链、创新疫苗等，同时可以自下而上关注确定性非常强的、切换后明年PEG性价比非常高的个股。

一、主要变量：当下影响医药走势的核心变量在于“行业比较”，而其根源是疫情及其带来的国际经济政治环境的变化，我们认为核心变量并没有发生根本变化。说到疫情，首先不可否认的是新冠病毒的复杂程度是超预期的，我们不能简单线性的认为这个事情很容易控制，国内海外都要持续重视，其影响是复杂且长时间维度的。国内吉林舒兰局部疫情出现反复，在空前的防控力度下，大规模扩散概率不大，但会带来情绪波动。海外美国高峰尚未过去，俄罗斯、南美等多地进入全球第三波，对实体经济冲击还需要长时间消化，外需板块二季度及后续影响较大，相关行业仍不乐观，另外值得注意的是疫情同时也带来了国际政治环境的变化，这也强化了相关行业的不确定性。**A股医药内需为主，外需为辅，内需中的刚需，外需结构性受益，所以医药比较优势仍有望持续。**

二、次要变量：次要变量边际在变化，需继续跟踪、综合评估。影响当下医药走势的次要变量有很多，包括医药仓位、估值、政策等等，3个维度的变化值得我们注意：（1）2020年Q1公募大幅超配医药创近5年新高；（2）政策边际略紧（注射剂一致性评价的推进、媒体关注医药企业销售费用合理化、第三批集采有望启动等进展）；（3）上涨后多数医药硬核资产当前估值不低。

第一，基金持仓：医药有望持续大幅超配。2020Q1公募大幅超配医药创近5年新高（但历史最高是2014年Q1），全基金重仓医药持股占比为14.69%（历史最高19.58%），相较2019Q4提高4.29个百分点（历史最高17.72%），相较2019Q4提高3.85个百分点，4-5月份仓位可能更高；。我们此前也总结了15年以来结束医院5次大幅超配的原因，包括（1）大环境导致的行业比较优势结束（2）政策的大幅超预期负向。再看此次，我们认为，医药基本面确定性比较优势还有望持续（但在逐步弱化）、政策负向大超预期可能性不高，医药持仓仍有望持续大幅超配。

第二：政策：政策走向和预期有边际变化，但不会出现较大负向预期差。近期我们看到了一些政策变化，比如注射剂一致性评价的推进、媒体关注医药企业销售费用合理化、第三批集采有望启动等进展，但我们认为这些不会带来较大的负向预期差。再次强调今年对于政策，我们有两大核心结论：（1）在经历了2015年药监局供给侧改革和2018年医保局支付变革之后，医药行业控费方向政策的大政方针已定，后续就是落实阶段，市场经过几年的学习认知，预期差也在缩小弱化。医保局从成立之后，支付端变革持续进行，用带量采购方式切掉渠道水分持续推进（从仿制药向耗材扩散），在全国实行基于一致性评价的带量采购的同时地方也在尝试非一致性评价品种方案，我们判断对于原医保内的很多用量大的独家品种（难以用带量采购方法）未来可能会有直接的“医保支付标准”出台，但这本身是医保支付端结构优化变革的一部分，在我们之前的推演之中，之前高景气的细分领域并不会受到政策的影响。（2）由于疫情的影响，政府对于医药行业的重视程度更上一个台阶，今年的医药政策不仅仅只有控费政策的延续，还有新一轮

对医药的投入的发生。

第三，估值：医药硬核资产高估值只会阶段性波动，但不会消失！医药硬核资产高估值状态容易引发配置分歧及阶段性波动，但主逻辑不破，医药硬核资产高估值有望成为新常态。医药近5年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入几年维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从2020年Q1持仓来看，有7个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来很长时间，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。

三、新思路：当下医药如何做配置？医药优质特色细分领域很多，细分龙头精彩纷呈，配置“入围指标”是中长期赛道景气度（详见我们4+X框架），配置“日常调整依据指标”是市场风险偏好和估值性价比。当下医药配置进入精选阶段，对于不同风险偏好的投资者，我们做3维度配置思路建议：

（1）稳健思路—赛道景气度不错、看明年提前估值切换：考虑确定性和切换后PEG性价比，九洲药业、普利制药、恩华药业、乐普医疗、长春高新、丽珠集团、安科生物、健友股份、东诚药业等。

（2）弹性思路—赛道景气度高、并有新逻辑加持：考虑估值弹性较大，兴齐眼药、智飞生物、沃森生物、贝达药业、博腾股份、药石科技等。（从医药科技创新角度要弹性）

（3）中长期配置思路—估值不便宜但赛道中长期景气度不错的硬核资产：考虑长期持续确定成长性及远景空间，恒瑞医药、药明康德、凯莱英、迈瑞医药、爱尔眼科、通策医疗、老百姓、大参林、益丰药房、我武生物、片仔癀、华兰生物、康泰生物、金域医学、泰格医药、美年健康、万泰生物等。

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。

中短期观点请参照前文，再从中长期来看，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、九洲药业、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、微芯生物、丽珠集团、科伦药业（潜力）、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、万泰生物等。

（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。
- **创新药国际化：**推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业等。

（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、广誉远等；
- **其他特色消费：**推荐重点长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视、兴齐眼药等。

（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：**推荐重点关注金城医学、迪安诊断。

(5) X (其他特色细分龙头):

- **创新及特色器械：**推荐重点关注迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗、正海生物、大博医疗、万孚生物、九强生物、南微医学等；
- **医药商业：**推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等；
- **医疗信息化：**阿里健康、平安好医生、卫宁健康、创业慧康等；
- **血制品：**华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等；
- **特色处方药：**东诚药业、健康元、恩华药业、华润双鹤、通化东宝等；
- **特色辅料包材：**山东药玻、山河药辅、司太立、普洛药业、美诺华、仙琚制药、天宇股份等。

1.3 当前疫苗板块投资价值如何？

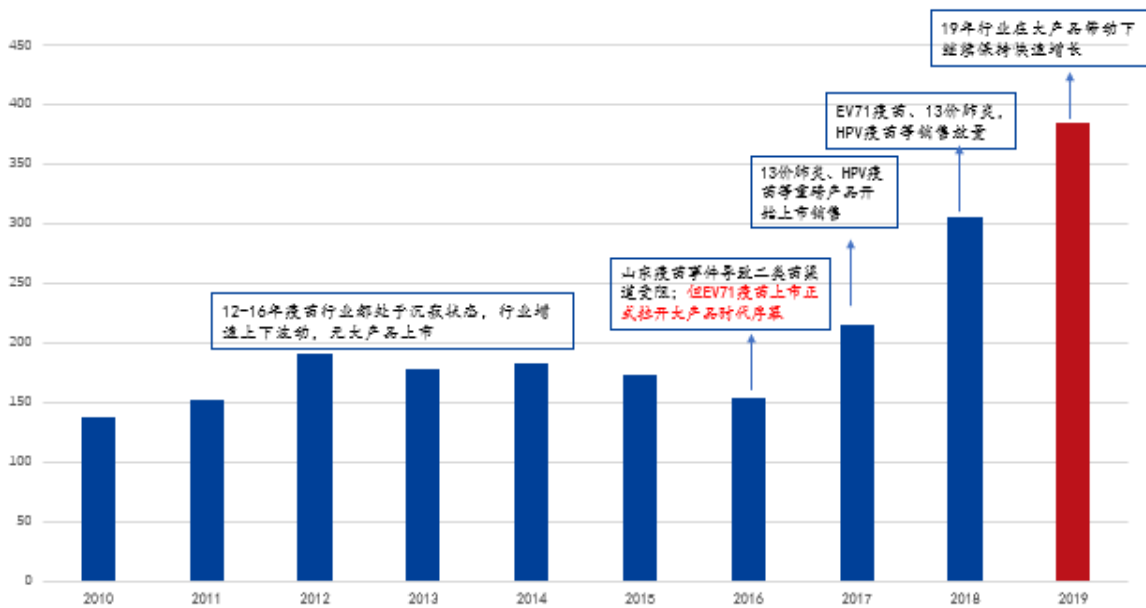
三重逻辑(大产品大时代+监管趋严+疫情期权)有望催生疫苗板块未来几年快速发展，具体看几家疫苗龙头企业看无论是目前的产品销售情况还是研发管线情况都具有自身明显优势。板块在新冠疫情发生后价值更加得到凸显。具体看个股情况无论是短期催化还是中长期变化演进，我们认为都有望催生公司不断成长，作为我们一直重点推荐的细分领域，虽然年初至今已经取得非常好的收益，但我们考虑三重逻辑共振、快速恢复属性、及医药板块内的相对确定性，仍然建议这个位置继续重点关注疫苗板块。

1.3.1 什么是疫苗板块的三重成长逻辑？

逻辑一：大产品大时代逻辑始终未发生变化，当下市场认知在强化，但仍有认知差。

纵观行业近几年的发展，企业产品的同质化也相对严重，一直难以引起投资者的关注，但随着时间推移，陆续有 **EV71 疫苗、HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、多联苗** 等大品种上市销售，产品的上市将为企业业绩带来非常大的爆发性，而疫苗大品种上市后可以实现快速放量，行业已经形成基于产品为爆发点的大产品大时代。大产品带动下行业近几年规模迎来快速增长，在 16 年山东疫苗事件遇低谷后，行业规模近 3 年从 150 亿规模扩大到接近 400 亿。

图表 1: 疫苗行业产值测算 (亿元)



资料来源：中检院，wind，国盛证券研究所

目前创新疫苗产业处于第二波大浪潮，并且产品处于快速放量期。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，而当前我们认为13价肺炎结合疫苗以及预防用母牛分歧杆菌疫苗有望成为第二波大浪潮的最大催化剂，目前看沃森13价肺炎多糖结合疫苗获批后批签发以及招投标顺利，产品将快速向市场供应，有望迎来放量周期。康泰13价肺炎已经报产处于优先审评中。智飞生物的预防用母牛分歧杆菌疫苗(预防用微卡)目前也已处于审评尾声，并且配套诊断使用的EC诊断试剂也已经于近期获批。

逻辑二：监管趋严大背景下，兼并重组趋势势在必行，龙头企业受益。

近几年疫苗事件后，行业监管逐渐趋严，包括《疫苗管理法》的出台，驱使行业在研发、临床、生产、接种、流通、监测、赔偿以及监督管理全方位进行严格管理，部分生产工艺不达标以及产品落后的中小企业将会受到重大影响，反观各方面管理规范的龙头企业，产业优势在不断扩大。我们认为行业去浊留清大背景下，龙头企业有望充分受益。行业规模未来仍将不断扩大，未来的格局将是“更少的企业分享更大的市场”，龙头疫苗上市公司将优势更加明显。

整个疫苗行业未来将向着三个方向发展：标准化、集中化、国际化发展。行业监管趋严，整体标准不断提高，疫苗企业将践行标准化流程；监管趋严淘汰落后产品，兼并重组，管理规范行业将演绎集中化趋势；未来中国疫苗企业在利用良好的国内竞争格局以及人口红利利的情况下，不断发展壮大，国际市场未来有望取得较大突破，国际化的疫苗巨头将诞生。

逻辑三：新冠疫情发生后未来的可预见“期权”。

疫情发生后，我们认为将在三个方面对疫苗板块产生影响：

（1）疫苗企业短期业绩受影响，但后续接种有望快速恢复，同时在民众疾病预防意识提高的情况下，有望催生未来几年疫苗板块整体接种率的提高。疫情发生后，由于疫苗接种受阻，各个疫苗企业的业绩短期受到影响，但作为相对刚需，3月份开始疫苗的补充接种已经逐渐快速恢复，目前接种点的运行已经正常，在疫情的影响下，我们认为民众对疫苗的接种意识将有所提高，尤其是对于肺部保护（23价肺炎多糖疫苗、13价肺炎多糖结合疫苗、结核疫苗）、流感（四价流感）等品种将更加重视，整个疫苗板块我们预计全年业绩都不会差，甚至有超预期的可能，拓展到未来几年，我们预计疫苗接种率都将有所提高。

（2）政府对疾病预防以及疾控中心建设有望加大投入，利好板块发展。疫情发生后，疾病预防得到更大的重视，不断强调“公共卫生法治保障，全面加强和完善公共卫生领域相关法律法规建设”，可预见的未来投入将加大，尤其对于直接相关的疾控中心建设的投入，包括设备、体系等方面，我们预计都将加大，疫苗板块也将将在中长期中不断受益。

1.3.2 新冠疫苗研发不断受到重视，疫苗板块关注度不断提高

新冠疫苗会大概率承担“终结”新冠病毒的历史性任务，承载了全球人类的希望，国内外疫苗企业争相研发，实时进展会成为疫苗板块的持续催化剂。

新冠疫情爆发后，疫苗的研发被迅速提上日程。布局企业众多，目前国内看已经有5家企业开展临床试验，目前最快的是康熙诺处于临床二期尾声。上市公司中智飞生物同中科院微生物所合作开发、沃森生物同艾博生物合作开发、康泰生物同艾棣维欣合作开发、万泰生物同GSK和厦门大学合作开发等。新冠疫苗未来有望成为预防新冠病毒的强有力武器，疫苗板块的关注度也获得不断提升。

疫苗板块战略地位再次得到重视，板块价值凸显。疫苗作为疾病预防端的重要武器，在人类多年的同疾病抗争中发挥了重要作用。国内在疾病预防端的投入和建设不断极大，从防疫站到疾控中心，从过去的非典、禽流感到现在的新冠疫情，从少部分一类苗到14苗防15病再到现在的免疫规划不断扩大，疫苗的使用一直在发挥巨大的作用。新冠疫情发生后，疫苗的战略地位再次得到重视，板块价值凸显，尤其是在当前三重逻辑的催生下，我们认为板块的价值将不断提升，关注度有望持续。

图表 2: 已进入临床及部分上市公司新冠疫苗研发情况

研发企业	疫苗类型	当前进度	合作企业	技术特点
康熙诺	腺病毒载体疫苗	临床 II 期	军事科学院医学研究所	-
科兴中维	灭活疫苗	临床 I/II 期	-	-
北京所	灭活疫苗	临床 I/II 期	中国疾病预防控制中心 病毒病预防控制所	-
武汉所	灭活疫苗	临床 I/II 期	-	-
昆明所	灭活疫苗	临床 I 期	-	-
智飞生物	重组蛋白疫苗	临床前	中科院微生物研究所	MERS 疫苗相关技术为基础
沃森生物	mRNA 疫苗	临床前	艾博生物	mRNA 技术平台
康泰生物	DNA 疫苗	临床前	艾棣维欣/Inovio	-
万泰生物	重组蛋白疫苗		GSK、厦门大学	
华兰生物	流感病毒载体	临床前	-	-
复星医药	mRNA 疫苗	临床前	BioNTech	-

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.3.3 龙头个股催化不断, 未来成长确定性高

(1) 智飞生物: 关注预防性微卡审评进度, 估值管线持续重估

业绩成长高确定性: 各业务线持续向好, 代理产品四价/九价 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗处于快速放量中, EC 诊断试剂已经获批, 预防性微卡处于审评尾声, 未来几年业绩都有望处于爆发期, 行业高景气度背景下, 业绩确定性高。

管线估值重塑持续进行。 公司研发管线产品开始受到市场重视, 估值重塑持续进行, 研发管线中集中了包括了 23 价肺炎多糖疫苗、15 价肺炎结合疫苗、人二倍体狂犬、四价流感都处于临床三期阶段, 另外还有四价诺如、痢疾双价、EV71 疫苗、冻干重组结核疫苗等重磅品种, 未来几年临床都将不断推进, 提供持续发展动力。

图表 3: 公司研发管线情况

序号	药品名称	功能主治	临床前&申请 临床批件	临床批件	临床I期	临床II期	临床III期&药审	申报生产
1	注射用母牛分枝杆菌 (预防)	用于结核菌潜伏感染人群结核病的预防						
2	结核体内诊断试剂	用于卡介苗接种与结核杆菌菌鉴别、结核病的临床辅助诊断						已获批
3	23价肺炎球菌多糖疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病						
4	流感病毒裂解疫苗	用于预防季节性流感						
5	四价流感病毒裂解疫苗 冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5细胞)	用于预防季节性流感						
6		用于预防狂犬病						
7	15价肺炎球菌结合疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病						
8	ACYW135群流脑结合疫苗	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病						
9	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防志贺氏菌引起的感染性疾病						
10	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero细胞)	用于预防狂犬病						
11	冻干重组结核疫苗	用于结核菌潜伏感染高危人群结核病的预防						
12	四价重组诺如病毒疫苗 卡介苗纯蛋白衍生物 (BCG-PPD)	预防诺如病毒感染引起急性胃肠炎。						
13		用于卡介苗接种与结核杆菌菌鉴别、结核病的临床辅助诊断						
14	皮内注射用卡介苗	新生儿初免用疫苗, 还拟用于结核菌素阴性成人预防结核病						
15	肠道病毒71型灭活疫苗	预防EV71感染引起的疾病						
16	组分百白破	预防百日咳、白喉和破伤风引起的疾病						

资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

估值高性价比: 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 33.91 亿元、49.14 亿元以及 61.64 亿元, 同比增长 43%、45% 以及 25%。5 月 15 日收盘股价对应 20 年 PE 为 39X, 对应 21 年 PE 为 27X。近几年业绩保持高速增长, PEG 小于 1, 估值性价比高。

股价强催化剂: 第二期员工持股计划 (6.7 亿规模, 价格 41.28 元/股)、业绩持续高速增长、重磅品种预防性微卡审评进度催化 (有望 20 年 Q2 获批)、管线估值重塑 (21 年开始四价流感、二倍体狂犬、23 价肺炎、15 价肺炎等产品陆续临床进展、报产)、疫情催化下疫苗板块未来“期权”、HPV 疫苗续签合同。

风险提示: HPV 疫苗销售低于预期; 预防性微卡上市进度低于预期

(2) 沃森生物: 公司 13 价肺炎疫苗市场潜力巨大, 未来的国际化疫苗标杆企业

公司 13 价肺炎疫苗市场潜力巨大, 国产相比进口具有自身明显优势。 18 年辉瑞 13 价肺炎疫苗在全球销售 58 亿美元, 被称为“疫苗之王”。辉瑞的 13 价肺炎疫苗于 16 年获批进入国内。此次沃森产品获批, 是国产第一家, 全球第二家, 即使按照出生人口单年龄组计算, 20% 的接种渗透率, 国内潜在市场已超百亿。并且国产品种优势明显, 接种程序上国产更加灵活, 辉瑞在国内获批的接种程序是 2/4/6 月龄各接种一针, 12-15 月加强一针, 超过 6 月龄的儿童无法进行接种, 沃森产品覆盖 6 周龄-5 周岁人群。另外沃森在销售能力和区域覆盖上具有明显优势, 有利于更快抢占市场份额。公司目前 13 价肺炎疫苗批签发和招投标顺利, 3 月底获得首批批签发后, 到目前批签发约 36 万支。

国际化疫苗标杆企业。 公司已获得来自美国、印尼、埃及、孟加拉、菲律宾、吉尔吉斯斯坦、几内亚、尼日利亚等 8 个国家的采购订单, 两个产品被埃及和印尼纳入国家免疫规划, 唯一一个出口原液到美国的疫苗企业, 公司未来将同盖茨基金会、世卫组织深度合作, 根据公司公告情况, 相关产品已经在进行出口认证准备, 未来 13 价肺炎和二价 HPV 疫苗有望大量出口国外, 国外市场疫苗缺口较大, 有望为公司带来丰厚利润。

合作研发新冠疫苗和带状疱疹疫苗, 拓展公司研发平台和研发管线。 近期公司公告同苏州艾博生物科技有限公司签署新型冠状病毒 mRNA 疫苗《技术开发合作协议》和带状疱疹 mRNA 疫苗《技术开发合作协议》, 有利于公司研发平台和管线的拓展。艾博生物主要负责相关 mRNA 疫苗的临床前研究; 负责进行临床申报样品、临床一期、临床二期样品的制备; 负责向沃森生物进行技术转移。沃森生物主要负责为相关 mRNA 疫苗申报 IND

与临床研究提供支持，以及负责 NDA 和商业化生产；负责按本协议向艾博生物支付相关 mRNA 疫苗研发费用，并根据里程碑支付艾博生物里程碑费用。新冠疫苗，目前全球研发进度最快的处在临床 II 期，我国尚没有 mRNA 疫苗进入临床研究阶段。带状疱疹疫苗，全球范围内默沙东的 Zostavax 和 GSK 的 Shingrix 获批上市，其中 GSK 的 Shingrix19 年销售额达到 23.17 亿美元。

股价强催化：短期催化看 13 价肺炎疫苗放量情况，新冠疫苗研发进展，中长期看公司国际化业务拓展情况以及研发管线扩充情况。

盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.85 亿元、17.37 亿元以及 22.05 亿元，对应 PE 分别为 55X、38X 以及 30X；当前对应 21 年 PE 为 38X。

风险提示：批签发速度减缓；疫苗大品种未来销量低于预期。

(3) 康泰生物：研发管线体现核心价值，关注产品审评进度

公司是国内研发管线布局最为完善的疫苗企业。公司在 16 年疫苗事件之后进入高速发展，且未来几年布局的产品，包括 13 价肺炎结合疫苗，二倍体狂犬疫苗，IPV 疫苗，EV71 疫苗等都有望陆续兑现上市销售。公司在期权激励和定增发行后也表面了对未来的发展信心，另外公司四联苗推出预充剂型，价格有所提高，也将提高公司的盈利能力。同时公司在单苗布局完善，包括 IPV，冻干 Hib，麻风二联苗，甲肝疫苗，水痘等都为未来的联苗布局打下基础。

管线价值突出，关注产品审评进度。公司 13 价肺炎疫苗于 19 年 12 月申报生产获得受理，目前处于优先审评中，建议关注审评进度变化情况。另外公司二倍体狂犬疫苗于 19 年 8 月获得临床总结报告，有望于近期申报生产。

公司在销售体系上不断完善，费用率降低。公司逐渐由原先的推广模式，向类直销模式转化，通过内化或者独家化经销商的模式，不断扩建自身的销售队伍和扩大渠道覆盖率，当前公司的销售费用率要相比从前已经降低 5-10 个百分点，我们预计未来随着公司销售体系的改善以及自身产品组合影响力的扩大，销售费用率有望进一步降低。

股价强催化：短期看 13 价肺炎审评进度、二倍体狂犬疫苗的申报情况以及公司同艾楸维欣关于新冠疫苗合作的进展情况、中长期看管线品种转化为上市品种的情况。

(4) 万泰生物：国产二价上市销售，九价 HPV 临床进度持续推进

公司二价 HPV 疫苗于 19 年底获批，近期已获得批签发上市销售。公司采用独有的大肠杆菌表达系统，定价 329 元/支，远低于 GSK 的约 580 元/支价格，适龄人群 9-45 岁，不同年龄段分别采用二针法和三针法，9~14 岁女性可以选择两剂次接种程序，于 0、6 月分别接种 1 剂次（间隔不小于 5 个月）。15-45 岁的女性，推荐于 0、1 和 6 月分别接种 1 剂次，共接种 3 剂，其中第 2 剂可在第 1 剂之后的 1~2 月内接种，第 3 剂可在第 1 剂后的第 5~8 月内接种。4 月 21 日公司已获得 9.4 万支批签发可上市销售。根据国家统计局数据，国内 9-45 岁女性，大概在 4.5 亿人左右，面对巨大的理论市场我们预计公司有望凭借自身优势，占据一定市场份额。另外公司的九价 HPV 疫苗，临床 II 期已在进行中，于 19 年 6 月已完成第一针受试者接种，未来临床进展将持续推进。

同 GSK 建立合作，共同研发多个疫苗。根据 GSK 公告情况，同子公司厦门万泰将开展新冠疫苗研发，GSK 将提供佐剂系统，双方将共同推进研发进程。另外去年 9 月，GSK 也宣布同厦门万泰开展基于 GSK 佐剂系统的新一代 HPV 疫苗。

1.3.4 再论板块逻辑和成长确定性

我们预计板块在三重逻辑（大产品大时代+监管趋严+疫情期权）的大背景下将不断向好发展，龙头企业的发展路径不断明确，几家企业看无论是目前的产品销售情况还是研发管线情况（具体看 1.3.3 部分），都将逐渐显现价值。新冠疫情疫情影响下，板块的价值

也在不断提升（具体看 1.3.2 部分），未来新冠疫苗如果研发成功也将为企业业绩提供进一步增量。国内龙头疫苗企业未来将向三个方向（标准化、集中化、国际化）逐渐发展壮大，不断为我国疫苗事业贡献自己的力量。疫苗作为我们一直重点推荐的细分领域，虽然年初至今已经取得非常好的收益，但我们考虑三重逻辑共振、快速恢复属性、及医药板块内的相对确定性，仍然建议这个位置继续重点关注疫苗板块。

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》

<http://dwz.date/aBwk>

5月14日药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》，同时CDE发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求》《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等三个细节文件。化学药品注射剂仿制药一致性评价的对象包括已上市的化学药品注射剂仿制药中未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种，尚未收载入《仿制药参比制剂目录》的品种需待参比制剂确定后开展一致性评价研发申报，对临床价值明确但无法确定参比制剂的化学药品注射剂仿制药无需开展一致性评价。

【点评】2019年10月，药监局曾发布了注射剂一致性评价的征求意见稿，而正式文件的技术要求除了在个别细节的文字表述上有一定的差异以外，基本和征求意见稿一致，维持了对质量管控高标准的要求。2015年开始药监局着手于供给侧的改革，两大核心政策就是药审改革（改未来增量，鼓励创新）与一致性评价（改存量，淘汰劣币），目前口服固体制剂的一致性评价已经在有序的进行中了，而依托于一致性评价的支付端变革（带量采购）也逐步常态化。因此，启动注射剂一致性评价正当时，数千亿注射剂市场的变局已然展开。我们认为，注射剂一致性评价开启后可以关注四大类企业：1）高标准注射剂的卖水人：如山东药玻、泰格医药等；2）一直以高标准参与全球竞争的注射剂国际化企业：如普利制药、健友股份等；3）提前布局，纯增量逻辑的优质仿制药企业：如科伦药业等；4）无需做一致性评价的企业：在17年12月第一版的征求意见稿中核药是没有被排除在外的，而19年10月的征求意见稿与此次的正式文件中，均把核药排除在外，关注东诚药业等。详细点评可以参考我们5月14日发布的点评报告。

【事件二】医政医管局发布《关于推广上海市发热门诊建设管理工作经验的通知》

<http://dwz.date/aBJP>

5月12日，医政医管局发布了《关于推广上海市发热门诊建设管理工作经验的通知》，向全国推广上海市发热门诊建设管理工作经验，供各地在疫情防控 and 医疗救治工作中学习借鉴。上海市发热门诊建设管理工作经验主要包括四个方面：一是完善发热门诊设置。增加发热门诊隔离留观空间，开展发热门诊标准化建设，加强发热门诊力量配备。二是加强发热门诊能力建设。逐步增加发热门诊CT配置，加强核酸检测能力建设。三是优化发热门诊服务流程。加强人员筛查，扩大核酸检测范围，坚持救治优先。四是落实院内感染常态化防控。严格院内感染防控各项措施，全面开展全员培训，严格落实标准预防。

【点评】经验中特别指出，要逐步增加发热门诊CT配置，结合工作量和场地条件等因素按照“现郊区医院后市区医院，先二级医院后三级医院”的原则配置CT设备，分批分期完成安装；要加强核酸检测能力建设，原则上要求二级以上综合性医疗机构应当具备开展新型冠状病毒检测的能力。《通知》的发布将使得CT设备、核酸试剂、核酸检测设备等医疗器械的需求得到进一步提升，利好相关器械生产企业。

【事件三】国家医保局发布《关于印发全国医疗保障经办政务服务事项清单的通知》

<http://dwz.date/aBYc>

5月12日，国家医疗保障局发布《关于印发全国医疗保障经办政务服务事项清单的通知》，清单针对基本医疗保险参保和变更登记、基本医疗保险参保信息查询和个人账户一次性

支取、基本医疗保险关系转移接续、基本医疗保险参保人员异地就医备案、基本医疗保险参保人员享受门诊慢特病病种待遇认定、基本医疗保险参保人员医疗费用手工(零星)报销、生育保险待遇核准支付、医疗救助对象待遇核准支付、医药机构申请定点协议管理、定点医药机构费用结算这十项工作做出了说明。

【点评】针对“定点医药机构费用结算”工作，清单中明确指出，基本医疗保险定点医疗机构以及定点零售药店费用结算的办理时限不超过 30 个工作日。严格的时限规定在一定程度上解决了医保费用结算滞后的问题，提升药企回款效率。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

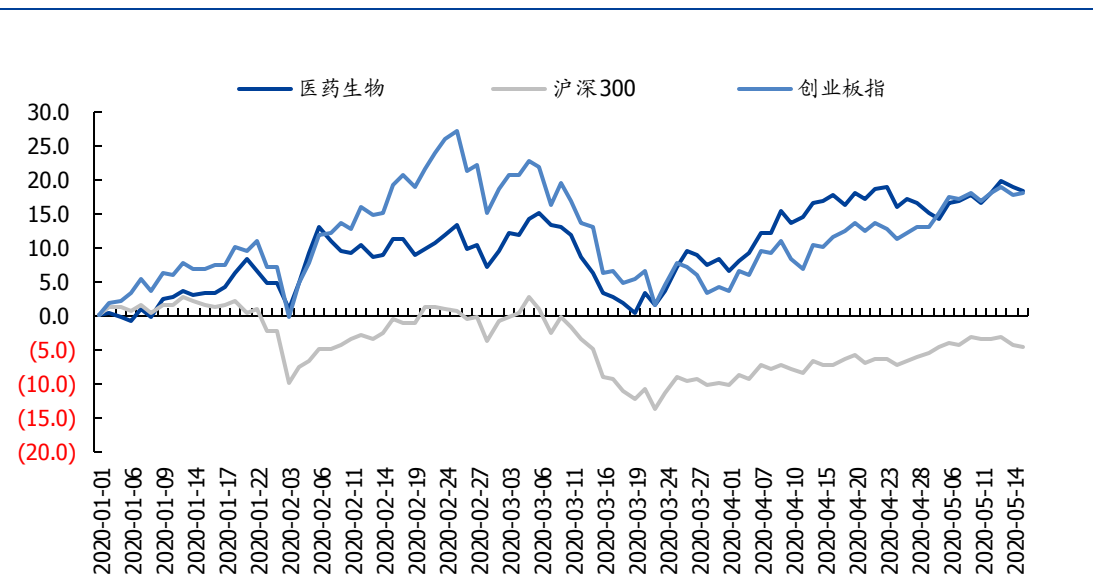
本周医药上涨**0.51%**，跑赢沪深300指数和创业板指数。申万医药指数9,453.66点，周环比上涨0.51%。沪深300下跌1.28%，创业板指数下跌0.04%，医药跑赢沪深300指数1.79个百分点，跑赢创业板0.55个百分点。2020年5月至今申万医药上涨3.49%，沪深300上涨0.01%，创业板指数上涨2.65%，医药跑赢沪深300指数及创业板指数。

图表4：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	3,912.82	3,963.62	-1.28	0.01	-4.49
创业板指数	2,124.31	2,125.24	-0.04	2.65	18.14
生物医药 (申万)	9,453.66	9,405.98	0.51	3.49	18.27

资料来源：Wind，国盛证券研究所

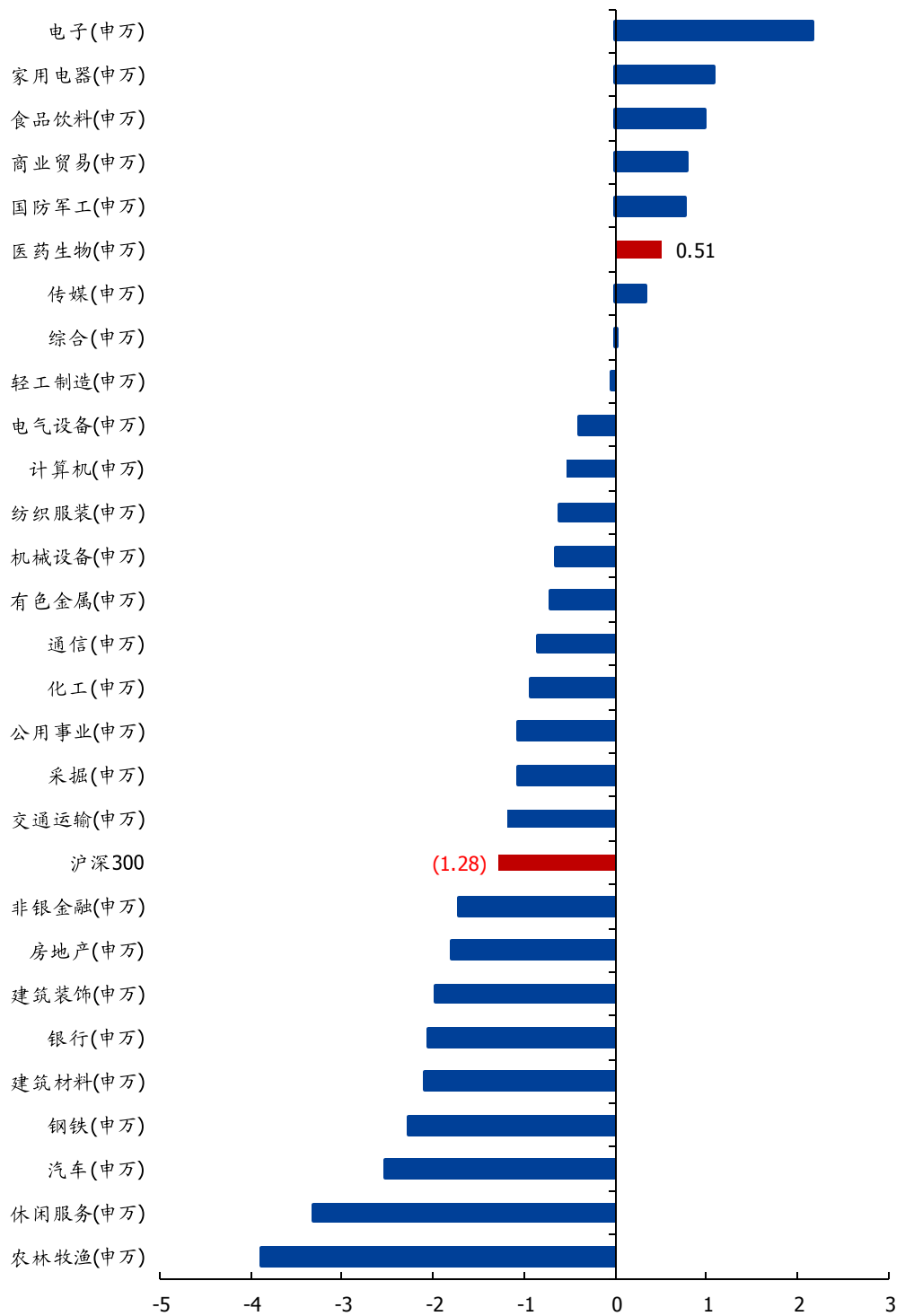
图表5：2020年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

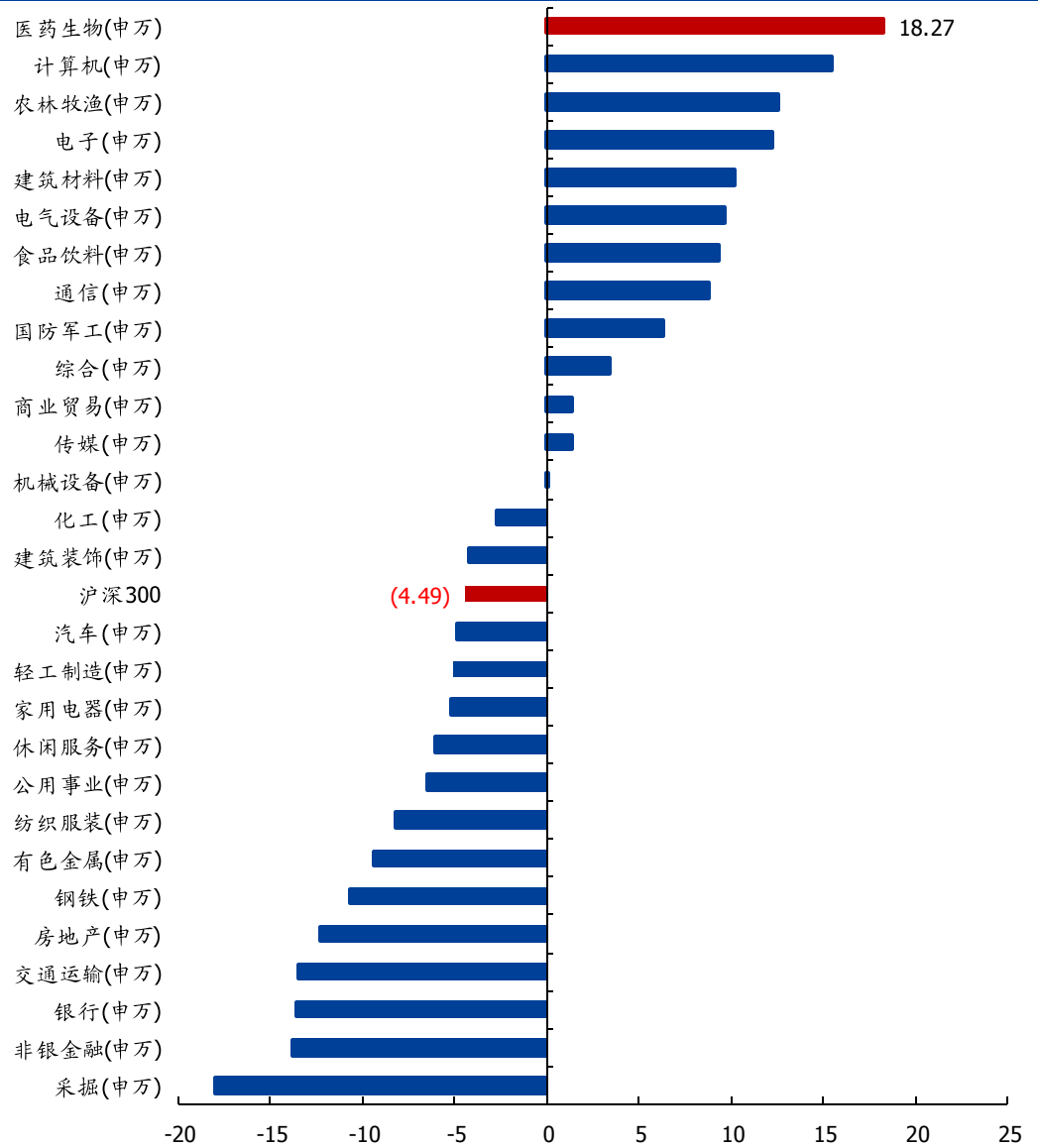
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在6位。2020年初至今，医药涨跌幅排在第1位。

图表 6: 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

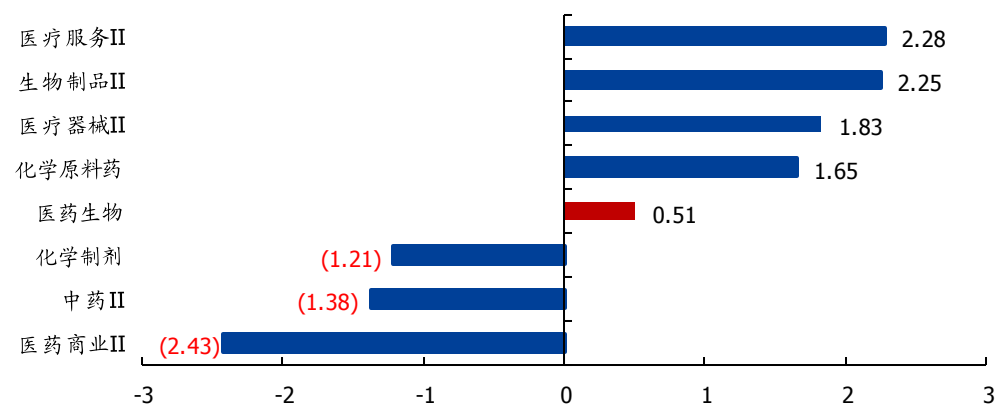
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医疗服务 II, 上涨 2.28%; 表现最差的为医药商业 II, 下跌 2.43%。

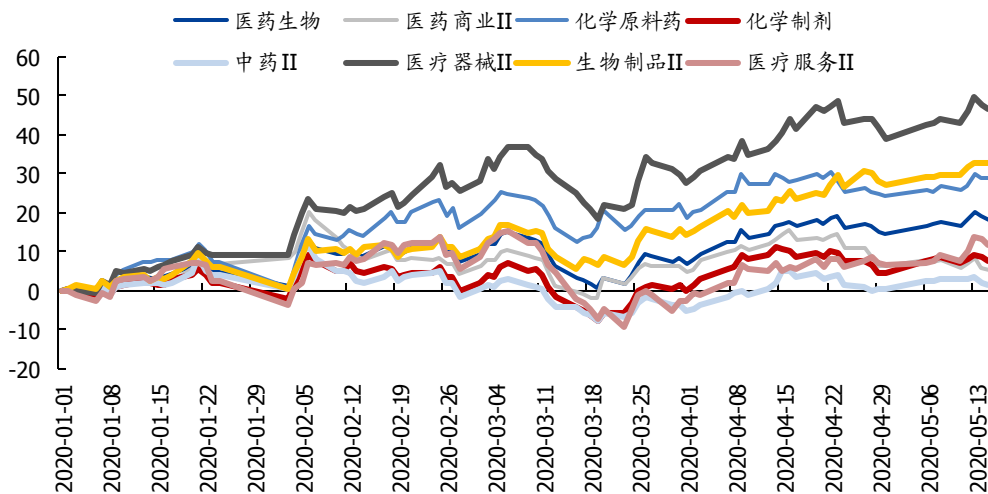
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗器械II年度涨幅行业内领先。2020年初至今表现最好的子行业为医疗器械II，上涨46.69%；表现最差的子行业为中药II，上涨1.42%。其他子行业中，生物制品II上涨32.56%，化学原料药上涨28.86%，医疗服务II上涨11.79%，化学制剂上涨7.30%，医药商业II上涨5.08%。

图表9：申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图（%）



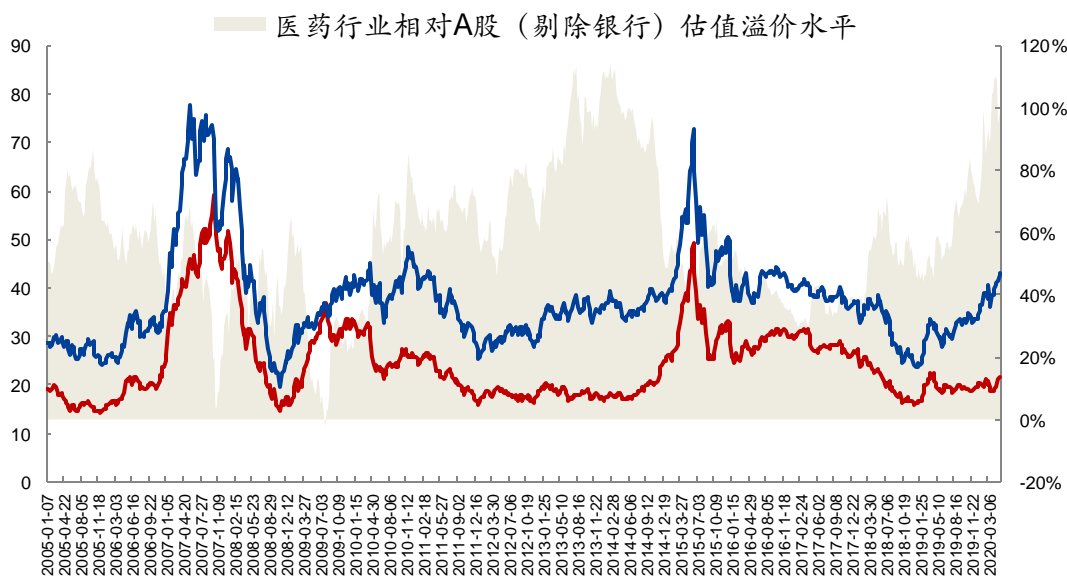
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平上升，处于平均线以上。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为42.90X，较上周相比上升0.32个单位，比2005年以来均值（37.69X）高5.21个单位，本周医药行业整体估值上升。

行业估值溢价率有所上升。本周医药行业估值溢价率（相较于A股剔除银行）为99.66%，较上周高2.62个百分点。溢价率较2005年以来均值（57.75%）高41.91个百分点，处于相对高位。

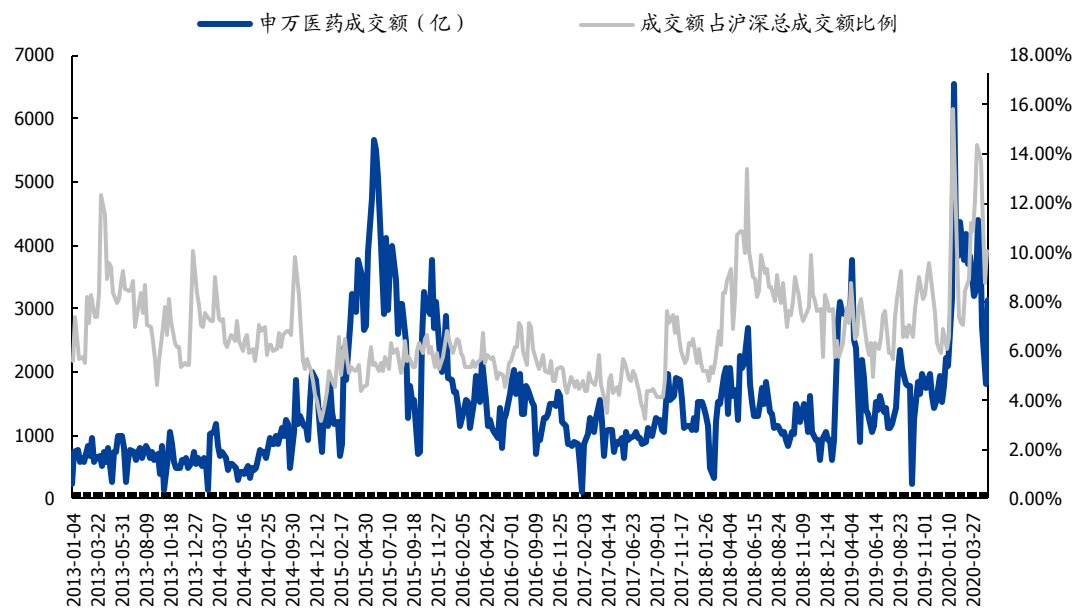
图表10：医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部A股-剔除银行）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所回升，医药成交总额为 3133.72 亿元，沪深总成交额为 31025.72 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 10.10%（2013 年以来成交额均值为 6.66%）。

图表 11: 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 的为未名医药、正川股份、奥翔药业、赛升药业、迈克生物。后 5 的为*ST 恒康、海欣 B 股、神奇 B 股、博腾股份、*ST 百花。滚动月涨跌幅排名前 5 的为未名医药、正川股份、赛升药业、迈克生物、凯利泰。后 5 的为*ST 恒康、景峰医药、神奇 B 股、宜华健康、维力医疗。

图表 12: 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
未名医药	52.40	生物疫苗概念	*ST 恒康	-22.88	ST 板块暴跌
正川股份	35.36	药用玻璃概念	海欣 B 股	-14.46	无特殊原因
奥翔药业	28.46	无特殊原因	神奇 B 股	-14.22	无特殊原因
赛升药业	18.49	生物疫苗概念	博腾股份	-10.70	公司违法遭证监会处罚
迈克生物	17.97	新冠检测概念	*ST 百花	-9.93	无特殊原因
司太立	17.22	子公司碘帕醇注射液获批; 与恒瑞医药签署合作协议	开开 B 股	-9.37	无特殊原因
兴齐眼药	16.63	大品种预期进展	丰原药业	-8.73	无特殊原因
美诺华	16.59	无特殊原因	吉药控股	-8.00	控股股东质押展期
三诺生物	15.88	收到八项医疗器械注册证和三 项医疗器械注册变更文件	康弘药业	-6.67	实控人减持康弘转债
沃华医药	14.99	无特殊原因	双成药业	-6.49	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 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
未名医药	76.92	生物疫苗概念	*ST 恒康	-48.70	2019 年度、2020 年一季度业绩大幅下滑
正川股份	53.89	药用玻璃概念	景峰医药	-32.73	2019 年度、2020 年一季度业绩大幅下滑
赛升药业	38.96	生物疫苗概念; 人源化抗 VEGF 单抗注射液获批临床	神奇 B 股	-29.39	2019 年度、2020 年一季度业绩下滑
迈克生物	38.57	新冠检测概念	宜华健康	-28.02	大股东减持; 一季度业绩大幅下滑
凯利泰	30.37	引入多家大型战略投资者	维力医疗	-26.50	一季度业绩下滑
山河药辅	30.27	一季度业绩增长	同济堂	-24.64	涉嫌信披违法违规遭到立案调查; 一季度业绩下滑
大博医疗	29.31	2019 年度、2020 年一季度业绩增长	*ST 交昂	-24.58	一季度业绩大幅下滑; 面临退市危机
安科生物	28.31	一季度业绩增长	人民同泰	-24.13	一季度业绩下滑
山东药玻	25.40	药用玻璃概念	福安药业	-24.02	一季度业绩大幅下滑
三诺生物	25.30	一季度业绩增长; 收到八项医疗器械注册证和三项医疗器械注册变更文件	紫鑫药业	-23.65	一季度业绩大幅下滑; 控股股东及一致行动人被动减持; 所持股份被司法冻结

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

近期我们已经连续发布【国盛医药十年十倍 4+X 主线框架】公司系列深度报告，欢迎交流讨论：

- 【医药科技创新】主线之【创新药】之一：【微芯生物】专注研发的创新药新秀
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之二：【康弘药业】笋千亿市场意气风发，康柏西普笑傲江湖
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之三：【恒瑞医药】源头活水不断，创新步伐加速，龙头持续和时间赛跑
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之四：【丽珠集团】笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之五：【贝达药业】浪潮翻涌创新筑辉煌，从一到多梯队已就绪
- 【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【创新服务商】之三：【药石科技】不忘创新研发初心，分子砌块细分龙头砥砺前行
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之四：【药明康德】赋能全球医药创新，外包龙头强者恒强
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之五：【九洲药业】携手诺华，小分子 CDMO 龙头腾飞在即
- 【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】主线之二：【片仔癀】一核两翼同风起，扶摇直上九万里
- 【医药健康消费】主线之三：【我武生物】脱敏制剂唯我独尊，持续成长威震武林
- 【医药健康消费】主线之四：【长春高新】生长激素龙头开启新时代，动力十足不仅是“生长”
- 【医药健康消费】主线之五：【兴齐眼药】重磅产品渐入佳境，眼科用药新兴龙头开启蜕变之旅
- 【医药健康消费】主线之六：【安科生物】积跬步方能至千里，2020 看安科生物厚积薄发
- 【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
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之二：【通策医疗】省内省外扩张模式逐渐成熟，成长路径清晰的口腔连锁龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之三：【爱尔眼科】爱尔“新十年”，塑造全球眼科真龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【药店】之一：【老百姓】业绩拐点逐渐显现，“自建+并购+加盟+联盟”全面扩张
- 【医药品牌连锁】主线之【药店】之二：【益丰药房】精耕细作稳健扩张，业绩常青的稀缺标的
- 【医药品牌连锁】主线之【药店】之三：【大参林】“深耕华南，布局全国”稳步推进，有望率先受益于处方外流
- 【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】主线之一【核医学】：【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】主线之二【流通】：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头

【医药 X】主线之三【政策受益的潜力仿创龙头】：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

【医药 X】主线之四【呼吸科潜在龙头】：【健康元】独家详解呼吸科领域，论健康元产业布局价值

【医药 X】主线之五【创新&特色器械】：【乐普医疗】布局心血管医疗全产业链，不断创新推动持续发展

图表 14: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	代码	最新市值 (亿元)	归母净利润 2019A (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)	净利润增速 2020E (%)	2020PE
创新服务商	凯莱英	002821.SZ	457.44	5.54	7.50	35.4%	61
	药明康德	603259.SH	1801.78	18.55	26.45	42.6%	68
	泰格医药	300347.SZ	608.93	8.42	10.61	26.0%	57
	昭衍新药	603127.SH	178.41	1.78	2.24	25.6%	80
	康龙化成	300759.SZ	494.87	5.47	7.90	44.4%	63
	量子生物	300149.SZ	58.17	1.39	-	-	-
	药石科技	300725.SZ	126.43	1.52	2.19	44.0%	58
	艾德生物	300685.SZ	126.22	1.35	1.98	46.2%	64
	博腾股份	300363.SZ	131.34	1.86	2.46	32.5%	53
	九洲药业	603456.SH	188.52	2.38	3.78	59.0%	50
美迪西	688202.SH	62.22	0.67	0.98	46.5%	64	
创新药	恒瑞医药	600276.SH	4193.66	53.28	68.56	28.7%	61
	丽珠集团	000513.SZ	343.21	13.03	15.73	20.7%	22
	贝达药业	300558.SZ	406.61	2.31	2.91	26.1%	140
	康弘药业	002773.SZ	327.12	7.18	8.54	18.9%	38
	科伦药业	002422.SZ	302.36	9.38	14.79	57.7%	20
	复星医药	600196.SH	793.69	33.22	36.20	9.0%	22
	天士力	600535.SH	219.49	10.01	12.63	26.1%	17
	海思科	002653.SZ	224.71	4.94	5.74	16.2%	39
	华北制药	600812.SH	148.73	1.53	-	-	-
	兴齐眼药	300573.SZ	86.62	0.36	0.73	103.4%	119
创新疫苗	智飞生物	300122.SZ	1306.40	23.66	33.91	43.3%	39
	沃森生物	300142.SZ	655.72	1.42	11.85	734.7%	55
	康泰生物	300601.SZ	915.25	5.75	8.28	44.2%	110
	康希诺	A20004.SH	399.13	-1.57	0.32	-120.3%	1251
注射剂国际化	健友股份	603707.SH	448.26	6.05	7.98	31.9%	56
	普利制药	300630.SZ	222.43	3.01	5.01	66.4%	44
口服国际化	华海药业	600521.SH	370.93	5.70	6.92	21.5%	54
创新国际化	恒瑞医药	600276.SH	4193.66	53.28	68.56	28.7%	61
	贝达药业	300558.SZ	406.61	2.31	2.91	26.1%	140
	康弘药业	002773.SZ	327.12	7.18	8.54	18.9%	38
品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	212.43	-4.44	8.32	-287.5%	26
	片仔癀	600436.SH	874.81	13.74	18.95	37.9%	46
	云南白药	000538.SZ	1122.84	41.84	47.51	13.6%	24
	同仁堂	600085.SH	344.24	9.85	11.11	12.8%	31
	华润三九	000999.SZ	277.62	21.12	18.38	-13.0%	15
	太极集团	600129.SH	68.83	-0.71	-	-	-
	广誉远	600771.SH	59.14	1.30	1.66	-	-
其他特色消费	我武生物	300357.SZ	286.56	2.98	3.94	32.1%	73
	欧普康视	300595.SZ	294.58	3.07	3.93	28.0%	75

	健帆生物	300529.SZ	489.05	5.71	7.65	34.0%	64
	长春高新	000661.SZ	1298.14	17.75	28.37	59.8%	46
	安科生物	300009.SZ	203.76	1.24	4.20	237.4%	49
	兴齐眼药	300573.SZ	86.62	0.36	0.73	103.4%	119
	华熙生物	688363.SH	510.24	5.86	7.44	27.0%	69
药店	益丰药房	603939.SH	357.10	5.44	7.21	32.5%	50
	老百姓	603883.SH	219.65	5.09	6.35	24.7%	35
	一心堂	002727.SZ	154.38	6.04	7.27	20.5%	21
	大参林	603233.SH	377.94	7.03	9.45	34.5%	40
特色专科连锁	国药一致	000028.SZ	159.93	12.71	14.20	11.7%	11
	爱尔眼科	300015.SZ	1478.90	13.79	17.86	29.5%	83
	美年健康	002044.SZ	479.01	-8.66	11.69	-234.9%	41
ICL	通策医疗	600763.SH	413.63	4.63	6.15	32.8%	67
	迪安诊断	300244.SZ	154.37	3.47	5.73	65.0%	#DIV/0!
流通	金域医学	603882.SH	322.12	4.02	5.38	33.8%	60
	上海医药	601607.SH	456.70	40.81	46.81	14.7%	10
	九州通	600998.SH	334.98	17.27	22.89	32.6%	15
	柳药股份	603368.SH	83.21	6.85	8.92	30.1%	9
互联网医疗&医疗信息化	国药股份	600511.SH	229.52	16.04	17.87	11.4%	13
	卫宁健康	300253.SZ	410.66	3.98	5.34	34.1%	77
	创业慧康	300451.SZ	180.98	3.14	4.00	27.5%	45
创新及特色医疗器械	阿里健康	0241.HK	2756.16	-0.02	1.94	-9816.7%	1418
	平安好医生	1833.HK	1198.57	-7.34	-6.73	-8.3%	(178)
	迈瑞医疗	300760.SZ	3162.99	46.81	57.53	22.9%	55
	乐普医疗	300003.SZ	707.32	17.25	22.60	31.0%	31
	安图生物	603658.SH	593.16	7.74	9.59	23.9%	62
	开立医疗	300633.SZ	138.24	1.02	1.97	93.6%	70
	正海生物	300653.SZ	66.96	1.07	1.32	23.2%	51
	大博医疗	002901.SZ	379.66	4.65	5.81	24.8%	65
	万孚生物	300482.SZ	294.67	3.87	5.53	42.6%	53
	九强生物	300406.SZ	95.09	3.32	3.77	13.8%	25
血制品	南微医学	688029.SH	257.88	3.04	3.55	17.0%	73
	华兰生物	002007.SZ	672.46	12.83	16.64	29.6%	40
	博雅生物	300294.SZ	140.48	4.26	5.84	37.0%	24
	天坛生物	600161.SH	359.92	6.11	7.33	20.0%	49
特色处方药	双林生物	000403.SZ	118.22	1.60	2.34	46.1%	50
	恩华药业	002262.SZ	143.73	6.63	7.98	20.3%	18
	信立泰	002294.SZ	201.36	7.15	7.33	2.5%	27
	华润双鹤	600062.SH	131.76	10.55	10.85	2.8%	12
	济川药业	600566.SH	178.96	16.23	18.22	12.2%	10
	通化东宝	600867.SH	290.25	8.11	9.87	21.6%	29
	健康元	600380.SH	254.66	8.94	9.94	11.1%	26
	东诚药业	002675.SZ	139.83	1.55	4.82	211.5%	29

	北陆药业	300016.SZ	45.41	3.42	2.24	-34.7%	20
	京新药业	002020.SZ	75.82	5.20	4.77	-8.4%	16
	山河药辅	300452.SZ	40.62	0.84	-	-	-
	山东药玻	600529.SH	258.81	4.59	5.83	27.2%	44
	浙江医药	600216.SH	167.26	3.43	12.04	251.3%	14
	新和成	002001.SZ	555.86	21.69	38.47	77.4%	14
原辅包材	司太立	603520.SH	130.96	1.70	2.72	59.9%	48
	普洛药业	000739.SZ	212.02	5.53	7.39	33.5%	29
	美诺华	603538.SH	66.91	1.51	1.98	31.5%	34
	仙琚制药	002332.SZ	134.23	4.10	5.12	24.8%	26
	天宇股份	300702.SZ	147.87	5.86	7.51	28.3%	20

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (智飞、东诚、沃森、普利、昭衍新药、柳药、美年、凯莱英、丽珠、健康元、科伦、云南白药、片仔癀、健友、我武、康弘、恒瑞、长春高新、通策、药石科技、贝达、药明康德、爱尔、九洲、老百姓、乐普、安科的数据为国盛证券预测数据, 其他数据为 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所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