

2020年06月24日

【医药行业2020 H2策略】

医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地



张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003
邓云龙 分析师 执业证书编号：S0680519100002
应沁心 研究助理

缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004
祁瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003
杨春雨 研究助理
殷一凡 研究助理

核心结论

一、复盘2020 H1：盛宴下，什么涨的更好？

总体上来看，2020上半年医药行业先抑后扬，加速上涨，领跑全行业，排名第一。从板块来看，医药各子行业分化严重，医疗器械&生物制品&原料药表现亮眼，中药与医药商业明显跑输行业；从涨幅拆分来看，涨幅更多来源于行业比较优势、产业趋势及硬核资产趋势下估值的提升；从细分领域来看，“4+X”五大方向明显跑赢，原辅包材（+88%）、互联网医疗&医疗信息化（+84%）、创新疫苗（+77%）涨幅居前；最后，落实到个股上来看，总结上半年医药涨幅TOP30的标的，疫情加成与原料药板块的个股居多，同时在政策面相对宽松、流动性充裕的市场环境下，中小市值股更具优势。

二、思考2020 H1：市场运行背后的逻辑——疫情是核心变量，叠加政策+产业+资金+估值等次要变量多重共振

思考2020年H1医药板块走势背后的逻辑，我们认为“疫情”成为最核心变量，四大次要变量共同影响医药走势。

- 疫情成为核心变量：医药内需且刚需的行业属性，在疫情环境下具备行业比较优势。
- 四大次要变量共同影响医药走势：产业发展趋势（反应内生变量）、政策（反应外源干扰）、持仓（反映资金）、估值（反应情绪），四大次要变量共同影响医药走势。

三、思辨2020 H2：医药板块当下处于什么状态？把握核心变量，观测次要变量

- 核心变量：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。
- 次要变量一（产业）：在产业层面，医药历经时代风云变迁，医药行业已经不是当初以“药”为主的行业，非药标的已占据半壁江山。
- 次要变量二（政策）：医药政策的大政方针已定，但近期出台的政策在边际上有所收紧，后续的政策展望包括存量品种医保独家谈判、注射剂一致性评价、反商业贿赂、第三批带量采购、高值耗材全国集采等。
- 次要变量三（估值）：医药行业上半年涨幅第一，硬核资产标的估值不断创下新高。但由于医药近5年一直处于“资产淘汰赛”中，叠加外资等长线资金占比提升，医药硬核资产高估值将成为新常态，只会波动不会消失。
- 次要变量四（持仓）：公募基金：重仓医药大幅超配创近5年新高，Q2预计更高；沪（深）股通持股医药规模占比快速提升，持仓仍有提升空间；医药主题基金持续发挥稳定剂作用，医药资产定价能力稳中有升。

我们认为，未来在疫情这个核心变量没有发生根本变化之前，确定性比较优势将慢慢演变成确定性比较优势+板块财富效应，继续推动医药上涨。而次要变量在不断强化，逐步引起医药板块日间波动变大。

四、选择2020 H2：投资策略与核心推荐标的

- 核心三句话：医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自上而下填洼地。
- 细分领域：长期产业逻辑是挑选医药标的的必要条件，我们在“4+X”主线框架中精选，叠加考虑医药当前的核心变量与次要变量，重点看好估值弹性大、估值容忍度高的“医药科技”，包括CXO、创新药、创新疫苗、精准医疗、医药大品种几大特色细分，同时重视科创板中的医药投资机会。
- 延续我们2020年度策略中的四因素叠加模型（赛道高景气、优秀管理层、边际经营趋势、估值兼顾弹性/安全）。侧重考虑因素一与因素二，我们精选出2020年H2的“与时偕行”组合，再叠加考虑因素三和因素四，我们精选出2020年H2的“因势而动”组合：

“因势而动”：智飞生物、沃森生物、凯莱英、博腾股份、九洲药业、丽珠集团、兴齐眼药、健康元、恩华药业、健友股份。

“与时偕行”：恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱尔眼科、华兰生物、贝达药业、药明康德、乐普医疗、药店组合。

风险提示：1）控费政策持续超预期；2）行业增速不及预期。

- 一、复盘2020 H1：医药盛宴下，什么涨的更好？
- 二、思考2020 H1：医药成为半年度冠军，背后的逻辑是什么？
- 三、思辨2020 H2：医药板块当下处于什么状态？把握核心变量，观测次要变量
- 四、选择2020 H2：投资策略：医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地

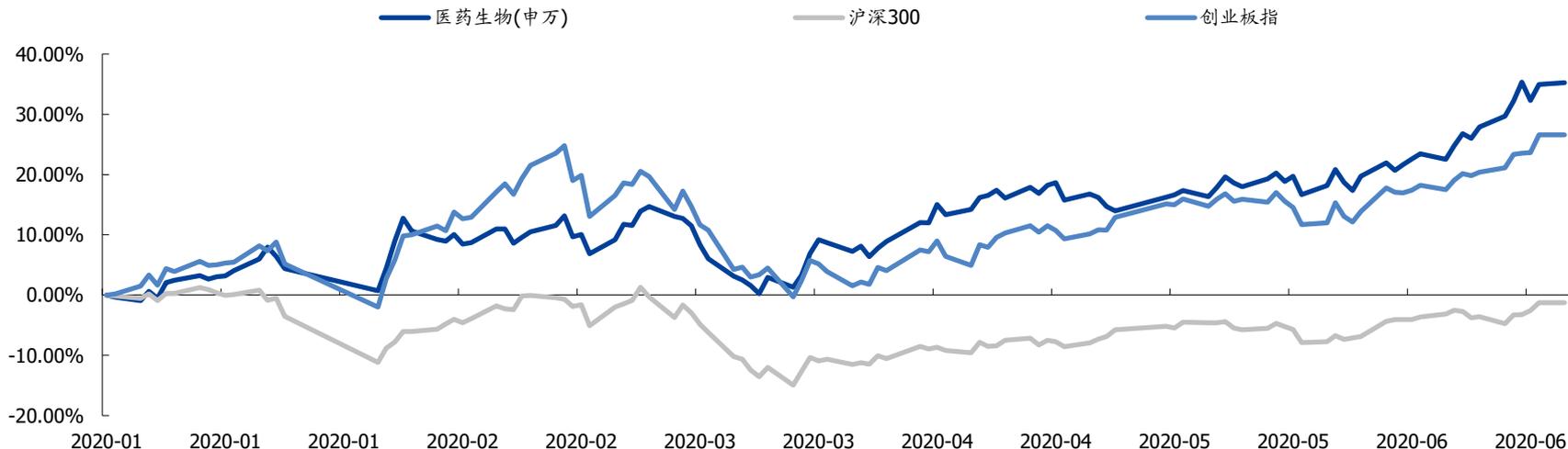
复盘2020 H1：医药板块领跑全行业，成为半年度冠军

1、医药板块走势

2020上半年医药行业先抑后扬，加速上涨；年初以来（截止2020年6月21日），申万医药指数涨幅为35.24%，跑赢沪深300指数 36.53个百分点，跑赢创业板综指 8.68个百分点，在全行业中排名第一。

- 1月：整体行情回暖后，市场热点活跃，医药中CXO等领域在业绩预增公告密集发布之下，出现明显上涨；1月23号武汉封城后A股整体下挫，医药表现出避险属性。
- 2月：春节后复盘后，市场在政策宽松预期下大幅反弹，创业板成为市场热点，医药明显跑赢沪深300，跑输创业板。
- 3月：全球疫情开始蔓延，外部市场下跌带动A股下跌；3月25日，湖北除武汉外解封，市场全面反弹，医药开始强势表现。
- 4月：医药行业比较优势显现，疫情加成股2020 Q1爆发，新冠疫苗热度上升，原料药企业上涨明显，带动医药超额收益。
- 5月：全球疫情第二波、第三波预期加强，医药盘整后继续跑赢创业板及沪深300。
- 6月：医药赚钱效应明显，市场资金加速流入。

图表1：医药行业、沪深300、创业板整体涨跌幅（2020.1.1至2020.6.21）



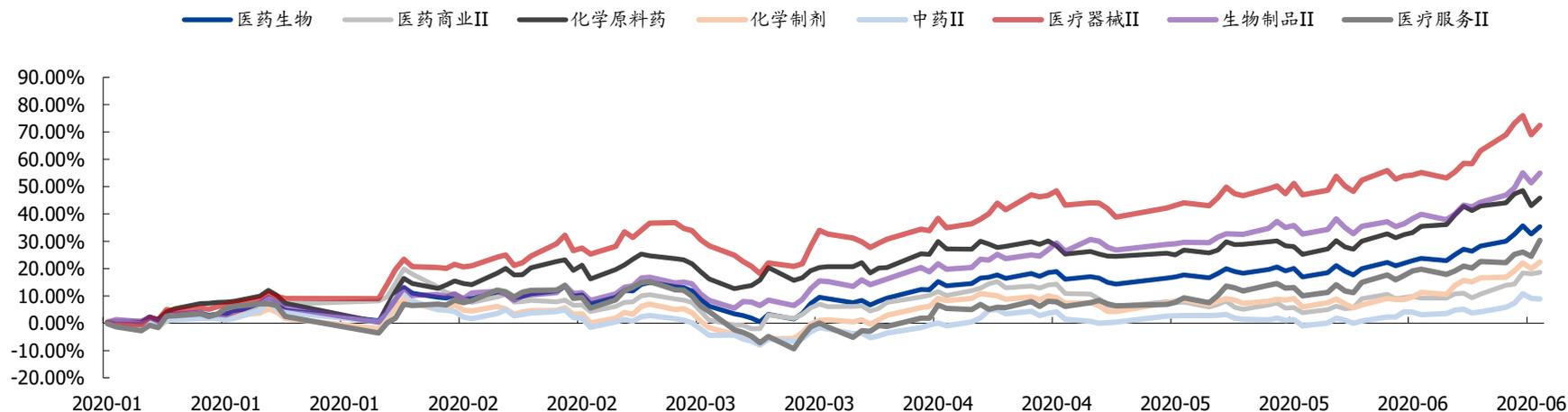
复盘2020 H1：传统分类下，医疗器械&生物制品&原料药跑赢行业，表现亮眼

2、传统子行业分类走势

医药各子行业分化严重，医疗器械&生物制品&原料药表现亮眼，中药与医药商业明显跑输行业，涨幅排名（从上至下）：

- **医疗器械**：+73%；受疫情影响，防疫相关的呼吸机、监护仪、新冠检测试剂盒、口罩、防护服、手套、消杀用品等需求大增，带动部分企业业绩飙升，领涨行业。
- **生物制品**：+55%；新冠疫苗成为疫情终结的胜负手，相关企业股价均出现大幅提升；血制品企业在需求提升预期下上涨明显。
- **化学原料药**：+46%；特色原料药企业在供给侧改革、下游制剂端集采后格局变化、及事件影响（猪瘟、爆炸、环保等）等多重因素下，关注度及估值持续提升，疫情进一步加剧了全球原料药格局重构，国内特色原料药企业明显受益，形成板块性上涨。
- **医疗服务**：+30%；市场对医药科技属性偏好提升下，优质CXO企业继续拔估值；医疗专科连锁在疫情复苏预期下，快速修复上涨。
- **化学制剂**：+22%；个股两极分化，优质创新药、重磅大单品企业、制剂原料一体化企业、核药等特色专科带动板块上涨。
- **医药商业**：+19%；药店龙头在疫情下体现出比较优势，开始新一轮拔估值；大部分流通企业受疫情影响，业绩和股价被压制。
- **中药**：+9%。除业务受到疫情带动的以岭药业、红日药业等企业，大部分中药企业疫情下业绩承压，明显跑输行业。

图表2：2020H1医药各子领域涨跌幅（2020.1.1至2020.6.21）

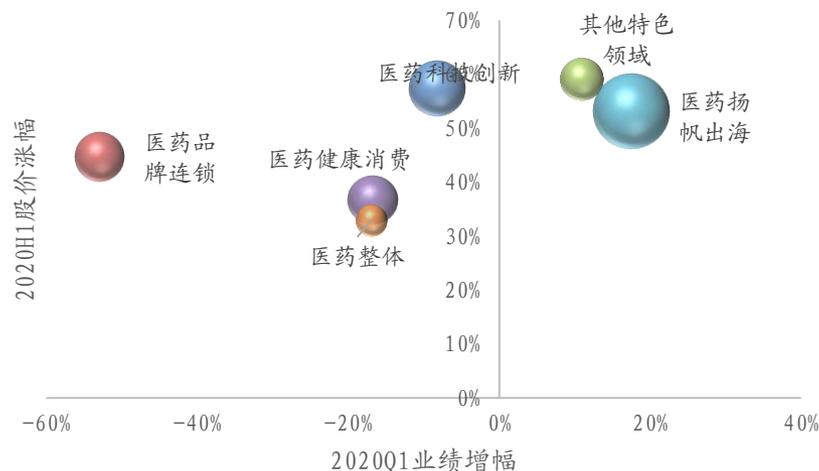


复盘2020 H1：新兴分类下，“4+X”继续明显跑赢，细分领域多点开花

3、新兴4+X细分领域走势

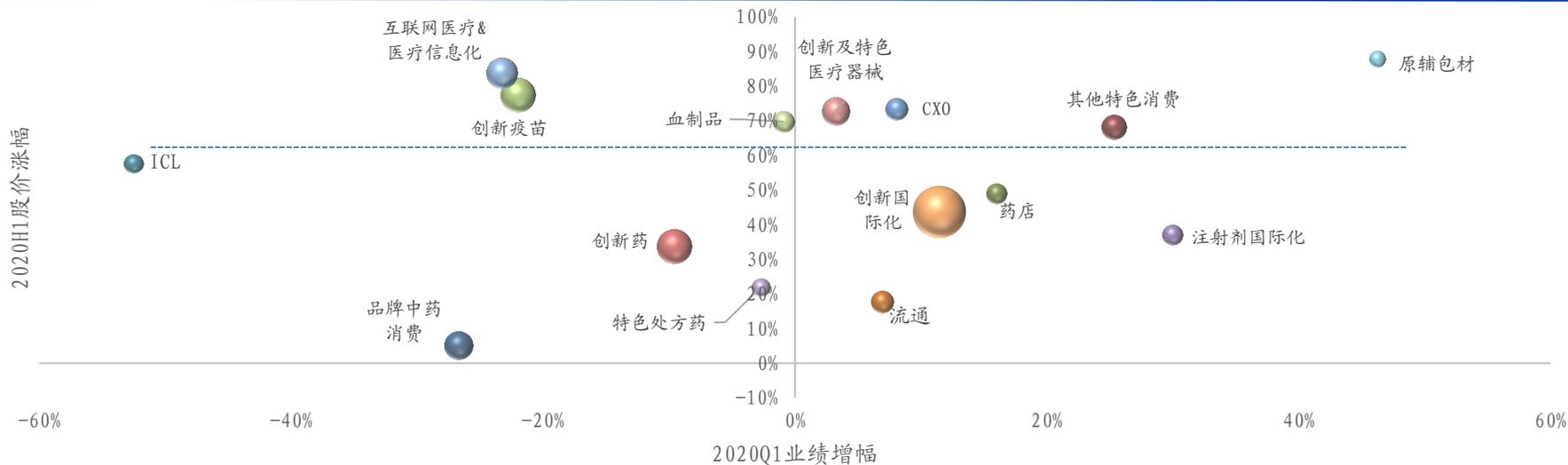
- “4+X”明显跑赢，涨幅更多是拔估值：2019年我们重点推荐的4+X五大主线在2020H1明显跑赢医药整体涨幅（除去受疫情影响较为明显的医药健康消费），涨幅更多来源于行业比较优势、产业趋势及硬核资产趋势下估值的提升。
- 细分领域表现高度分化：原辅包材（+88%）、互联网医疗&医疗信息化（+84%）、创新疫苗（+77%）涨幅居前；在2020Q1疫情影响下，细分领域业绩出现大分化，部分领域股价上涨与业绩发生背离，体现了投资者对业绩一过性影响及估值容忍度提升。在国内外政策局势变革期，受政策扰动小、符合产业发展方向、并有长期逻辑支撑的领域更受投资者青睐。

图表3：2020年“4+X”五大方向分化图（2020.1.1至2020.6.21）



资料来源：wind，国盛证券研究所（气泡大小为成分股年初平均市值）

图表4：2020年医药特色细分领域分化图（2020.1.1至2020.6.21）



资料来源：wind，国盛证券研究所（气泡大小为成分股年初平均市值）

复盘2020 H1：疫情加成股与原料药两大主线占据涨幅TOP30，中小市值企业受青睐

图表5：2020H1医药行业涨幅TOP30情况

代码	名称	年内涨跌幅	涨幅排名	申万行业分类	期初市值(亿元)	疫情直接相关业务	2020Q1业绩
300677.SZ	英科医疗	576.32%	1	医疗器械III	32.9	医用手套	281.72%
688399.SH	硕世生物	273.06%	2	医疗器械III	33.9	新冠试剂盒	670.91%
002581.SZ	未名医药	266.99%	3	生物制品III	47.8	疫苗概念	-385.98%
603229.SH	奥翔药业	219.35%	4	化学原料药	32.4		169.59%
603301.SH	振德医疗	196.48%	5	医疗器械III	30.5	口罩	180.63%
600211.SH	西藏药业	184.16%	6	中药III	56.7	新冠疫苗	81.75%
603520.SH	司太立	169.59%	7	化学原料药	71.4		11.83%
002603.SZ	以岭药业	157.12%	8	中药III	149.6	连花清瘟	51.88%
002030.SZ	达安基因	154.42%	9	医疗器械III	91.7	新冠检测	559.37%
300453.SZ	三鑫医疗	152.89%	10	医疗器械III	19.8		141.73%
300485.SZ	赛升药业	150.90%	11	生物制品III	43.6	新冠疫苗	-43.19%
300206.SZ	理邦仪器	147.56%	12	医疗器械III	42.0	监护设备	120.99%
002382.SZ	蓝帆医疗	141.29%	13	医疗器械III	117.0	手套	50.73%
688198.SH	佰仁医疗	134.88%	14	医疗器械III	40.5		-31.13%
603127.SH	昭衍新药	120.42%	15	医疗服务III	93.5		59.03%
300246.SZ	宝莱特	118.23%	16	医疗器械III	22.6	监护仪	151.94%
000403.SZ	双林生物	116.35%	17	生物制品III	88.0	血制品	2.64%
002432.SZ	九安医疗	114.96%	18	医疗器械III	22.0	额温计	230.43%
300452.SZ	山河药辅	114.45%	19	化学原料药	21.3		22.60%
603538.SH	美诺华	114.30%	20	化学原料药	37.0		3.25%
300298.SZ	三诺生物	114.25%	21	医疗器械III	84.7	新冠试剂盒	29.63%
600521.SH	华海药业	113.93%	22	化学制剂	228.2		62.74%
300702.SZ	天宇股份	110.97%	23	化学原料药	91.3		29.91%
300363.SZ	博腾股份	110.62%	24	化学原料药	77.7		191.71%
300463.SZ	迈克生物	110.16%	25	医疗器械III	150.4	新冠试剂盒	-36.21%
300636.SZ	同和药业	108.48%	26	化学原料药	24.0		253.22%
300326.SZ	凯利泰	105.76%	27	医疗器械III	97.9		-30.79%
688202.SH	美迪西	103.89%	28	医疗服务III	36.2		30.17%
002107.SZ	沃华医药	102.86%	29	中药III	30.8		226.07%
603456.SH	九州药业	102.65%	30	化学原料药	112.3		-25.28%

资料来源：wind，国盛证券研究所（2020年发行的新股暂未纳入，截止6月21日）

4、个股走势

➤ 疫情加成股、原料药企业成为领涨两大主线：

2020H1，医药涨幅TOP30的个股中，受疫情直接加成股占据50%，化学原料药相关股占据30%。

➤ 医疗器械为最大疫情加成子行业：在新冠疫情影响下，呼吸机、监护仪、新冠检测试剂盒、口罩、防护服、手套、消杀用品等防疫相关器械耗材需求呈现几何式上涨，硕世生物、达安基因、英科医疗、九安医疗等企业2020Q1业绩增幅超过200%，英科医疗股价涨幅576%，领跑行业。

➤ 原料药行情持续演绎：新冠疫情加速了原料药全球格局重塑，叠加此前持续进行的原料药供给侧改革，转型高壁垒特色原料药、向CMO/CDMO产业升级、制剂一体化产业延伸，原料药企业业绩估值双击行情不断演绎。

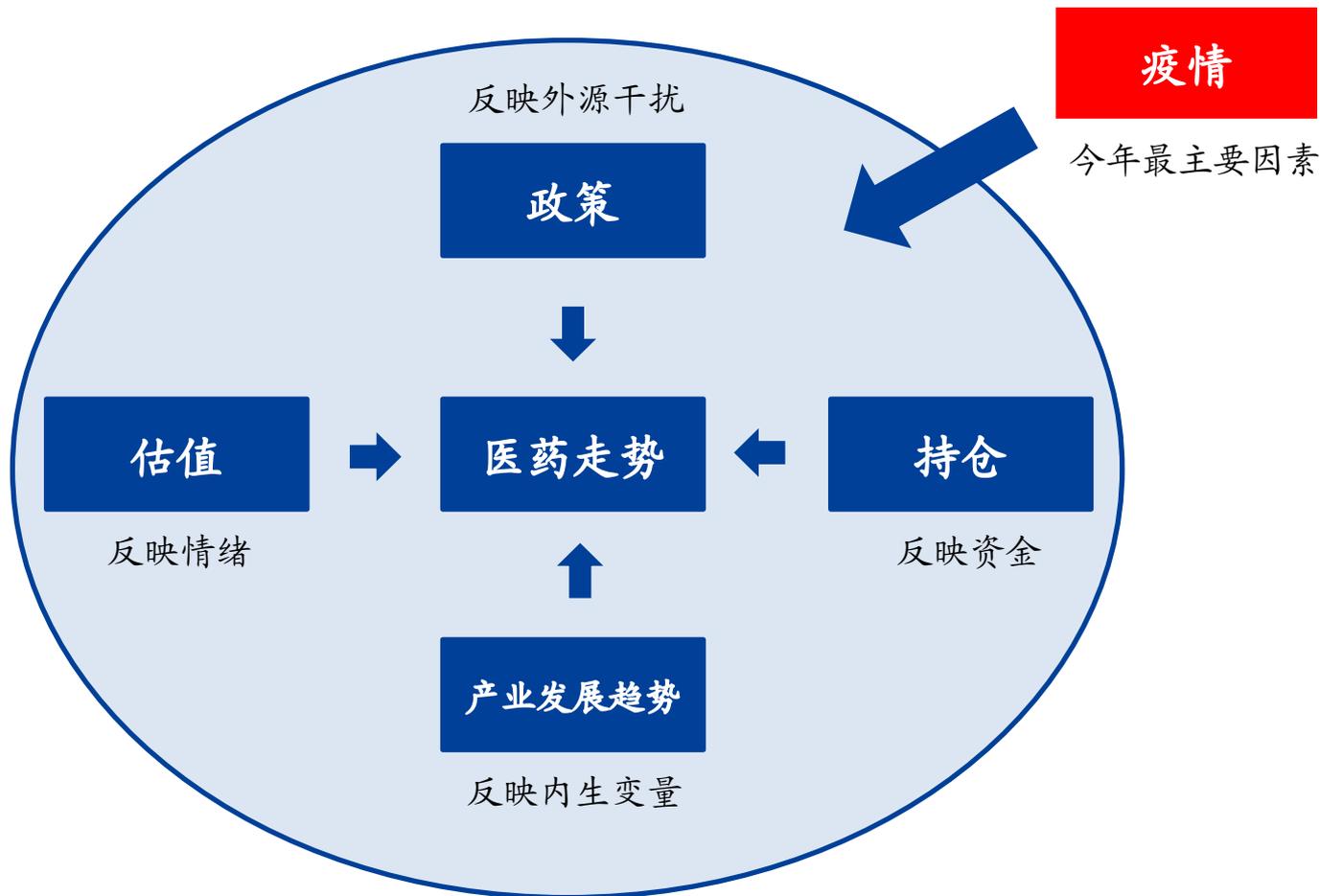
➤ 中小市值个股在2020H1受青睐：在涨幅TOP30个股中，期初市值大于100亿的仅有5家，期初市值小于50亿的占53%。在政策面相对宽松、流动性充裕的市场环境下，中小市值医药股成为涨幅领先群体。

- 一、复盘2020 H1：医药盛宴下，什么涨的更好？
- 二、思考2020 H1：医药成为半年度冠军，背后的逻辑是什么？
- 三、思辨2020 H2：医药板块当下处于什么状态？把握核心变量，观测次要变量
- 四、选择2020 H2：投资策略：医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地

思考2020 H1：四大次要变量共同影响医药走势，今年“疫情”成为最核心变量

四大次要变量共同影响医药走势，今年“疫情”成为最核心变量。通常情况下，影响医药走势的主要有四个变量：产业发展趋势（反映内生变量）、政策（反映外源干扰）、持仓（反映资金）、估值（反映情绪）。而在今年这个特殊的环境下，一场突如其来的新冠疫情成为了额外的最核心变量，也是今年影响医药走势的最主要因素。

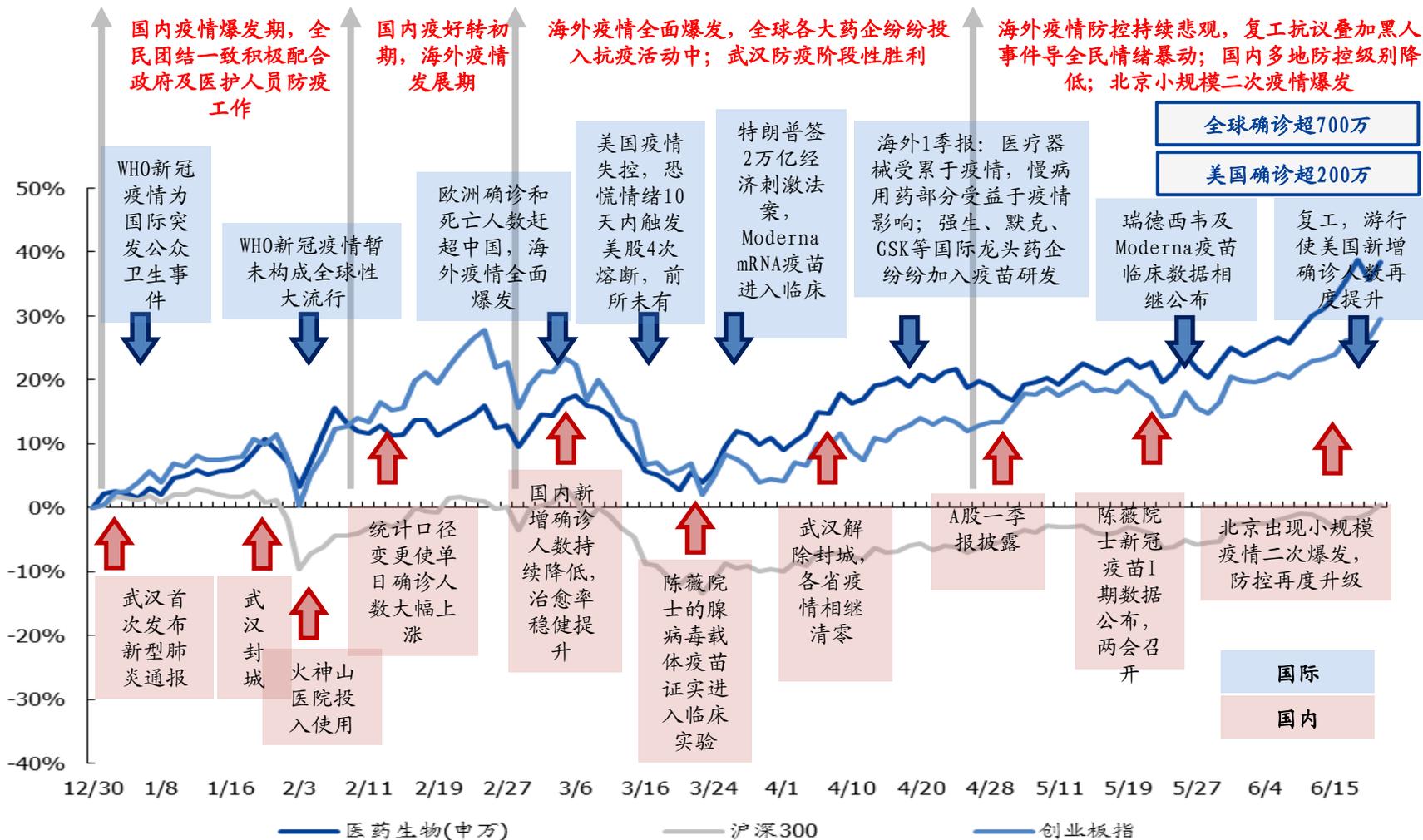
图表6：四变量观测模型



思考2020 H1：突如其来的“核心变量”，新冠疫情对医药半年行情

复盘疫情发展的全过程，医药内需且刚需的属性决定了其在疫情环境下的“行业确定性比较优势”：国内疫情爆发后，医药开始跑赢大盘，但仍然跑输于创业板整体；但在海外疫情开始全面爆发后，医药开始全面跑赢。

图表7：疫情发展全过程复盘

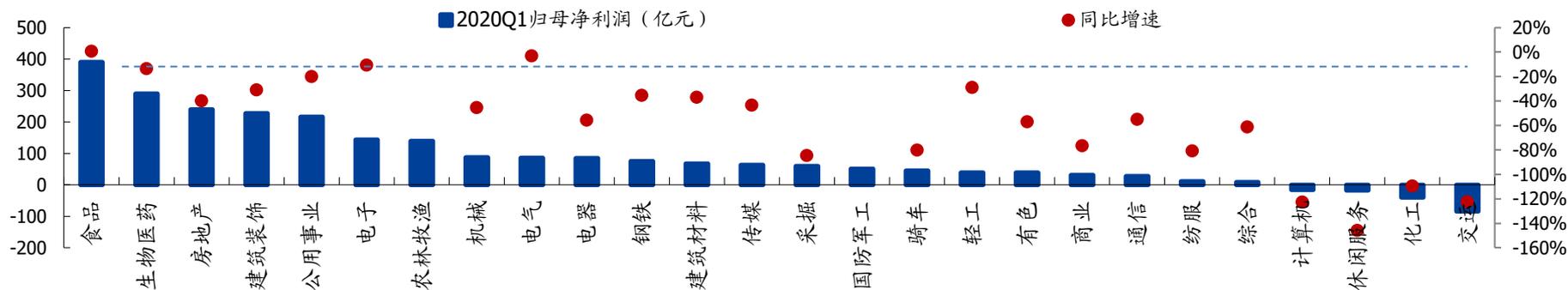


思考2020 H1：疫情影响下，医药板块2020 Q1业绩展现出相对刚性

疫情影响下，医药板块Q1业绩刚性相对比较优势突出

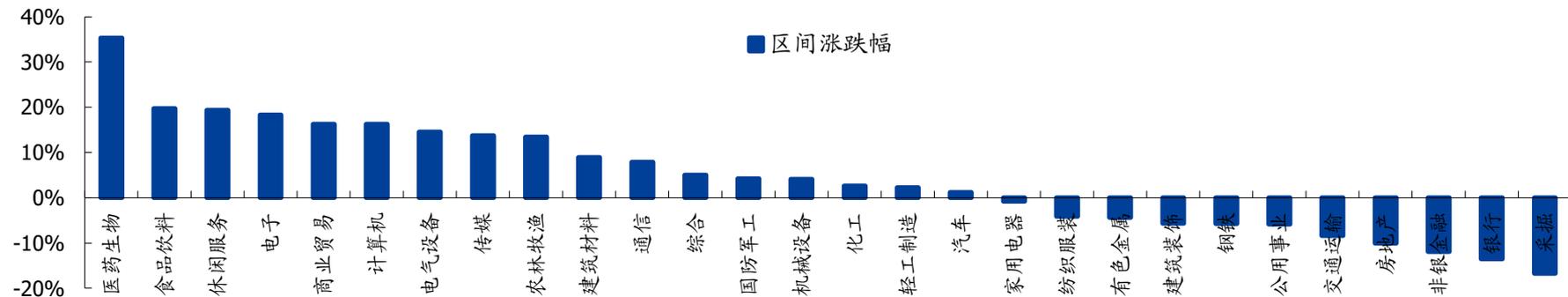
- 2020Q1医药行业创造归母净利润290亿元人民币，在除银行/非银外所有行业中排名第二。受疫情影响，大多行业无法正常运营以至业绩纷纷出现不同程度的下滑，但医药产品的刚需性反而在疫情期间得到了充分的体现，业绩降幅相对其他行业偏低；
- 从涨跌幅角度得到验证，从申万一级行业涨跌幅来看，医药板块受疫情拉动，年初至今涨幅高达35%，排名第一，远超第二名的食品饮料

图表8：各行业2020Q1归母净利润总和及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表9：各行业年初至今涨跌幅



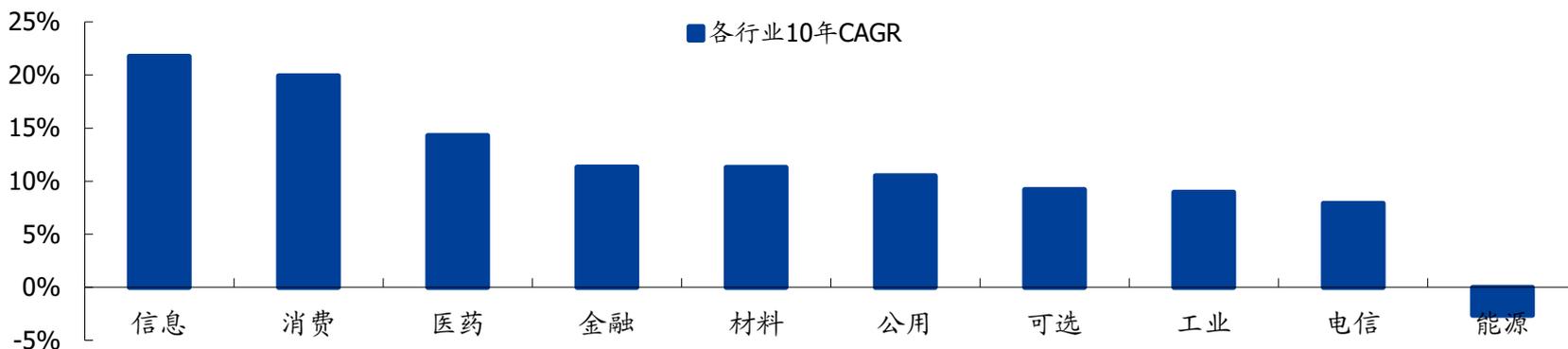
资料来源：wind，国盛证券研究所

思考2020 H1：医药是名副其实的长跑冠军，符合市场对医药长期成长确定性强的预期

作为长跑冠军其长期成长确定性明确，近些年行业结构优化拉低行业整体增速，从结果看，医药10年10倍股频出

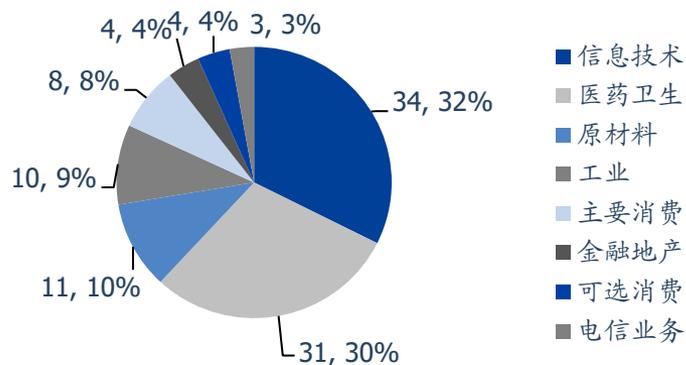
- 从全市场来看，医药板块过去10年业绩综合的复合增速为14%，全行业排名第3，长期成长确定性具备比较优势。
- 按市值排名看，龙头药企（排名前10）增速，说明行业正处于结构性优化过程中，优质企业长期成长确定性更明确。
- 从结果看，10年10倍股中，医药股占比高达30%，与信息技术行业不相上下，长跑冠军辈出的明星行业名副其实。

图表10：各行业净利润总和10年CAGR



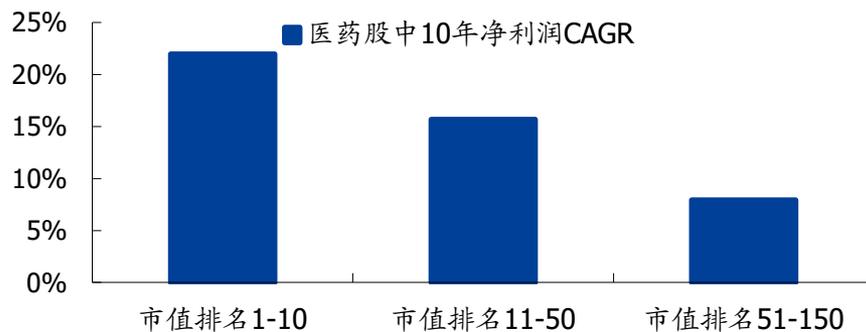
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表11：各行业10年10倍股数量及占比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表12：医药股中10年净利润增速与市值的关系



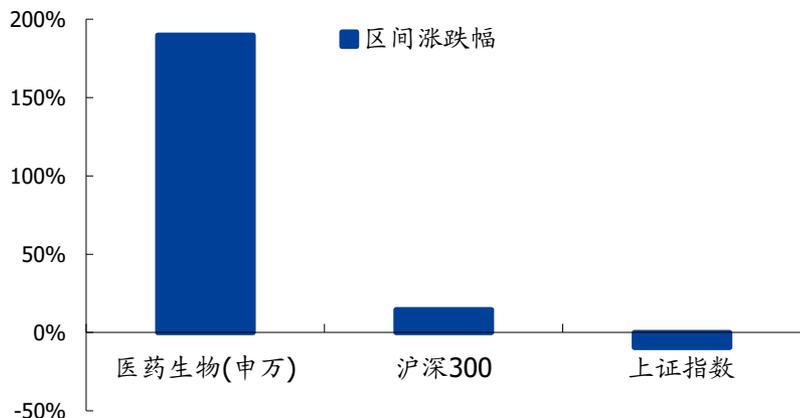
资料来源：wind，国盛证券研究所

思考2020 H1：医药板块长期涨幅也高度体现其长期确定性成长优势

反映到股价上，医药长期成长价值一直被市场高度认可，高度重视长期成长性行业中的“新事物&科技性认知差溢价”：

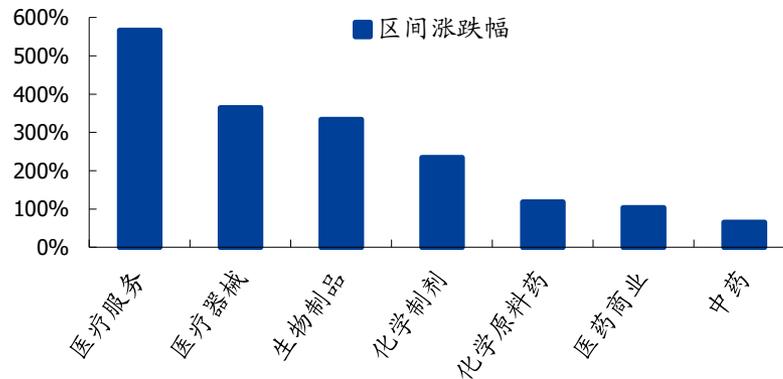
➢ 过去10年医药指数涨幅达190%，全行业排名第四；医药三级子行业中医疗服务和医疗器械涨幅最大，分别达到567%以及365%。

图表13: 医药 vs. 大盘10年涨跌幅



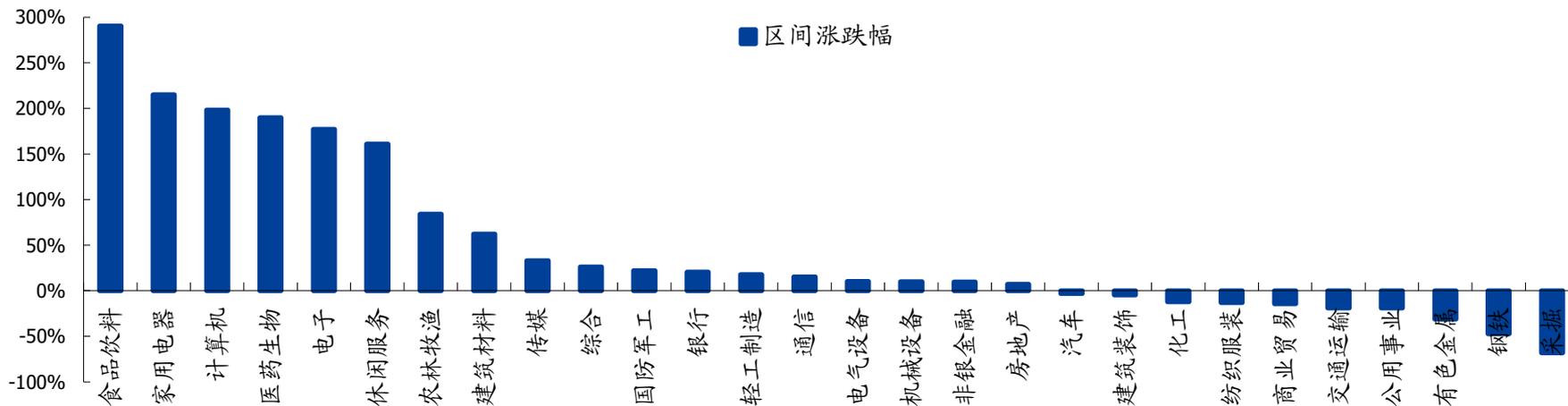
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表14: 医药子行业过去10年涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表15: 各行业过去10年涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

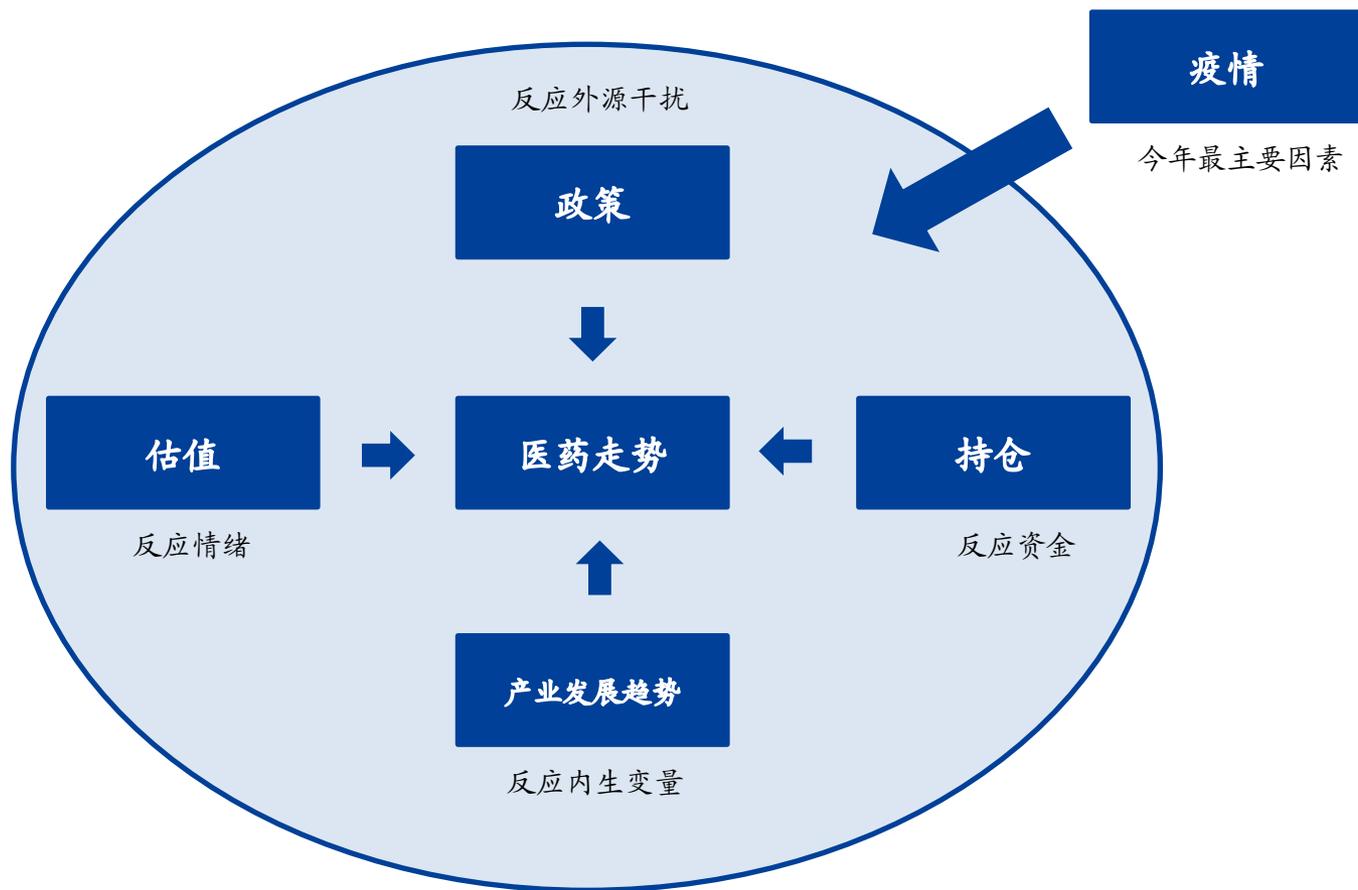
- 一、复盘2020 H1：医药盛宴下，什么涨的更好？
- 二、思考2020 H1：医药成为半年度冠军，背后的逻辑是什么？
- 三、思辨2020 H2：医药板块当下处于什么状态？把握核心变量，观测次要变量
- 四、选择2020 H2：投资策略：医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地

思辨2020 H2：核心变量决定大趋势，次要变量影响日间波动

核心变量决定大趋势，次要变量影响日间波动：

上半年影响医药走势的核心变量在于“行业确定性比较”，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，北京疫情反复加剧市场担忧，强化了核心变量。但影响医药走势的次要变量（医药持仓高、估值不便宜、政策边际在收紧）在不断强化演进，同时近期附赠变量（医药板块财富效应带来增量资金聚集）也在不断强化，需继续跟踪、综合评估。

图表16：四变量观测模型

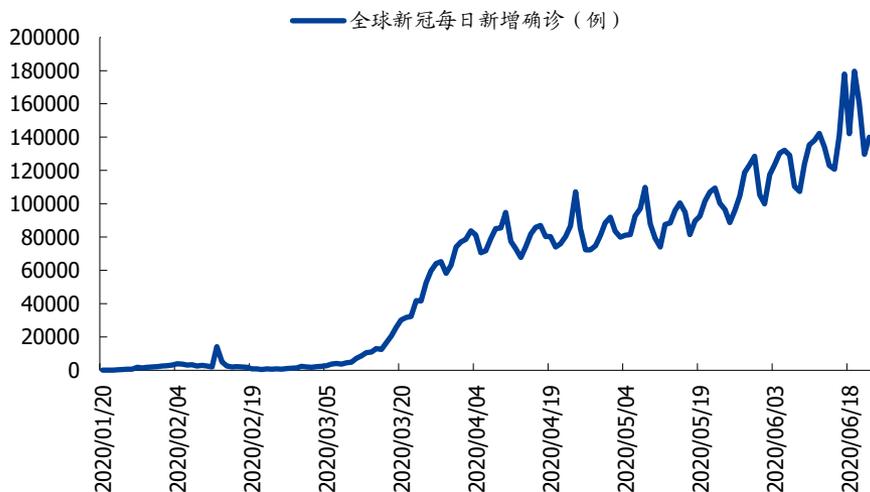


选择2020 H2: 【核心变量: 疫情】全球仍不乐观

COVID-19疫情当前在全球发展并不乐观,国内偶有疫情复发,整体海外地区仍持续蔓延。

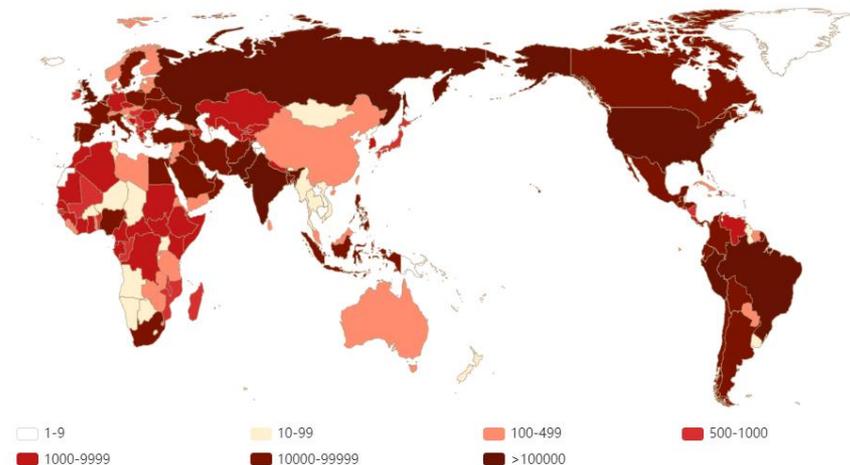
- ▶ **全球来看**,根据wind数据,截至2020年6月23日22:00,累计确诊918.2万例,累计死亡47.4万例,最新日新增确诊14.0万例;主要来自海外疫情的持续进展;截至2020年6月23日22:00,海外累计确诊914.0万例,现有确诊377.8万例,累计死亡46.7万例,最新日新增确诊13.5万例。
- ▶ **分地区来看**,美国、巴西、俄罗斯、印度、英国、西班牙、秘鲁等国疫情最为严重,其中美国累计确诊超过200万例,巴西累计确诊超过100万例,8个国家累计确诊超过20万例,海外现阶段仍有单日万人级别以上的感染者出现,现阶段整体感染者增速居高不下,海外疫情进展尚未见到明显拐点。

图表17: 全球新冠肺炎每日新增确诊情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表18: 全球新冠疫情现有确诊各地区分布情况



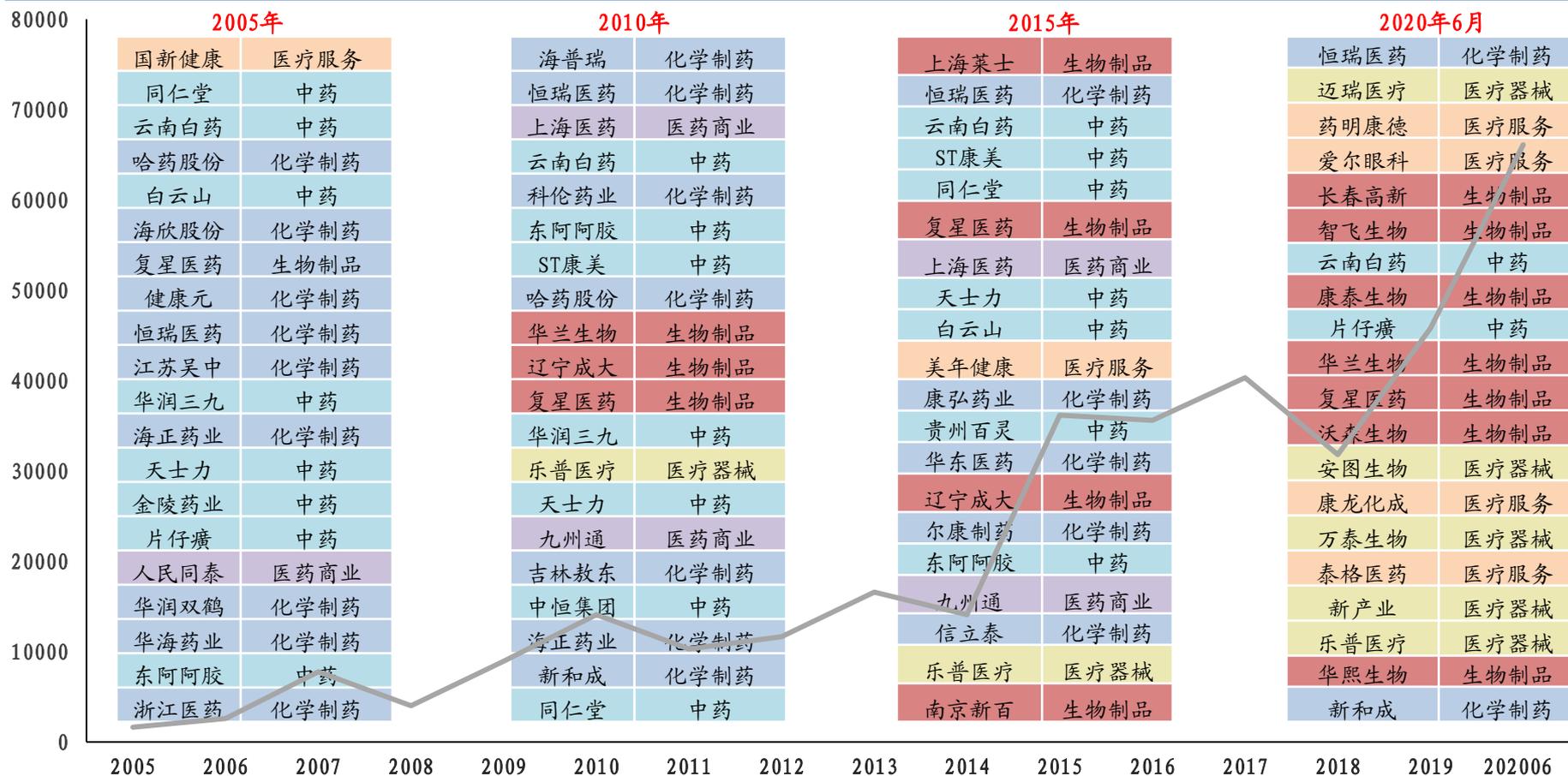
资料来源: wind, 国盛证券研究所

思辨2020 H2: 【次要变量一: 产业发展】医药风云变迁, 非药标的已占据半壁江山

从上市公司角度看, 行业已经从2014-2015年“假百花齐放”走到了2020年的“真百花齐放”

- 2005-2010年, 医药产业享受医保扩容红利, 制药企业成为市场主导。
- 2010-2015年, 医药行业野蛮扩张的尾声阶段, 医疗服务、器械等方向逐渐开始快速发展。
- 2015-2020年, 医药板块结构性分化, 非药标的百花齐放, 截至2020年6月19日医药市值前20位非药已占据近半壁江山。

图表19: A股医药行业时代市值(亿元)变迁下, 前20市值标的变化情况

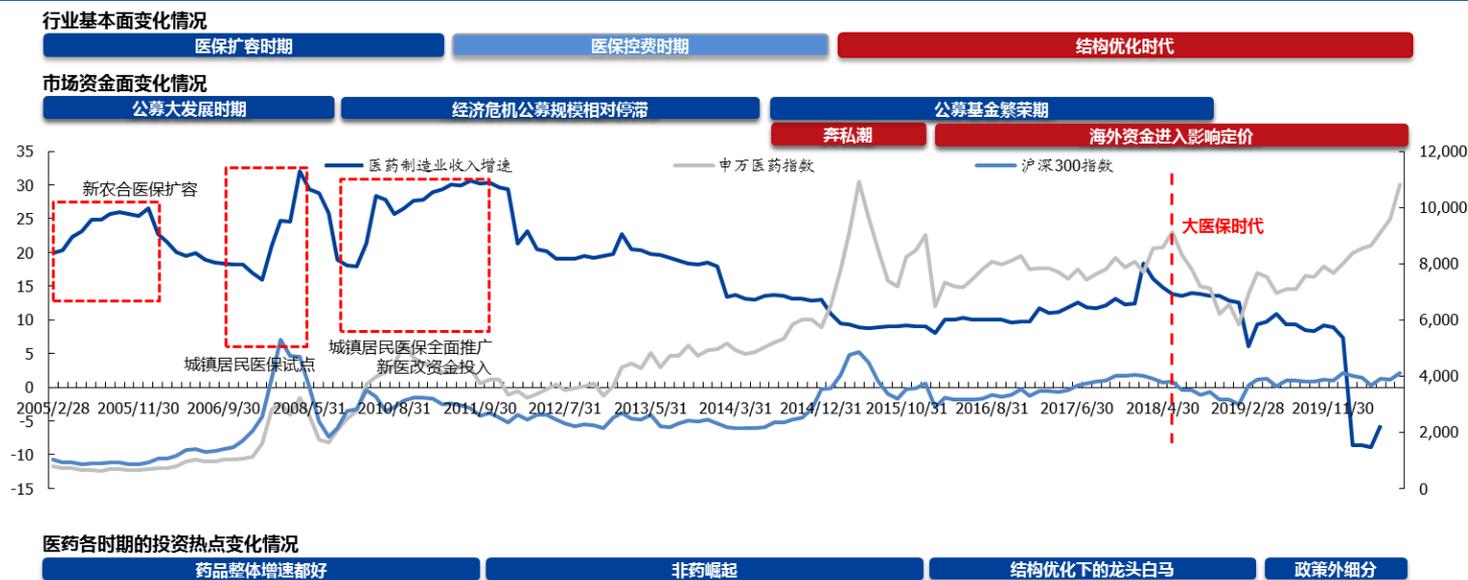


思辨2020 H2: 【次要变量一: 产业发展】此医药非彼医药! 细分百花齐放愈演愈烈

医药行业是一场【淘汰赛】，我们处于什么样的阶段？每个阶段赚的什么钱？

- 2011之前，支付端（医保）持续扩容，药品整体都好，尽享扩容红利；
二级市场以药品标的为主，**医药主要挣业绩的钱。**
- 2011-2015，支付端（医保）第一轮控费开始，药品基本面开始变差；
二级市场非药标的开始增多，叠加进入私募基金发展期，小票受到市场热捧，**医药主要挣估值的钱。**
- 2015-2018，药监局为主导的【供给侧改革】开启，行业确认进入低速运行区，行业进入结构优化开始的几年；
二级市场大分化开始，公司开始只有大小之分，**医药主要赚大票拔估值的钱。**
- 2018之后，医保局成立，第二轮结构性控费开启，【支付端变革】开启，行业进入结构优化继续升级的几年，低位运行继续；
二级市场大分化继续，仿制药品逐步被抛弃，新兴细分领域精彩纷呈，**主要赚政策免疫&非药的核心资产拔估值的钱。**
- 2020年后，逻辑延续，新兴细分领域强化产业地位，百花齐放愈演愈烈；
二级市场继续大分化，硬核资产拔估值效应已大幅显现；高度重视二线细分，重视**“新事物&科技性认知差溢价”**甜蜜阶段。

图表20: 医药行业运行规律复盘



资料来源: wind, 各部委, 国盛证券研究所, 注: 医药制造收入增速(左轴, 单位%), 申万医药指数(右轴), 沪深300指数(右轴)

思辨2020 H2: 【次要变量一: 产业发展】医药传统细分变化全透视, 正经历巨变

1、化学制剂: 创新药和高壁垒特色专科未来会成为主流, 格局是价值关键点

- **创新:** 伴随第一批国产创新药在销售端快速放量, 国内创新企业陆续进入收获期, 科创板的设立在产业发展中具备里程碑意义, 进一步激发创新产业界和投融资热情。
- **仿制:** 医保局顶层设计已定, 仿制药企业的分化未来将越来越明显, 逐步分为三类: 高壁垒仿制药企业, 以价换量靠品种数量&成本取胜的企业以及逐步边缘化的企业, 前两类或有前途, 转型升级已经成为仿制药产业大趋势。

2、化学原料药&CDMO: 环保趋严+政策收紧导致供给侧产能出清, 需求端不断承接欧美产能转移, 企业自身持续升级; 欧美产能转移, 中国高端制造工厂地位凸显; 国内创新崛起, CDMO企业乘上时代东风。

3、中药

- **中药处方药:** 对药品安全性、有效性要求不断提升下, 科研硬实力成为行业竞争关键, 良币驱逐劣币趋势增强。
- **中药OTC:** 行业规范度、集中度提升下格局重塑仍需时间; 支付端向完全自主消费驱动转型, 但尚需时间。
- **中药品牌消费品:** 医药消费升级同时消费群体理念发行巨变, 传统营销外学术支持成为关键, 多年沉淀品牌价值凸显。

4、生物制品

- **疫苗:** “大产品大时代+兼并重组趋势+疫情催化”三重变化共振进行时。
- **血制品:** 疫情加速产品去库存, 关注后续量价关系, 从“资源品”向“资源品+产品组合+学术推广能力”共振逻辑转变。
- **抗体药:** 进入批量兑现期, 仍以生物类似物为主, 大单品多且整体增速高于小分子, 肿瘤领域或取代小分子药物为主导。
- **胰岛素、生长激素等其他:** 胰岛素(产品升级换代+国产替代); 生长激素(消费升级带动行业快速增长, 仍属蓝海)。

5、医药商业

- **医药流通:** 行业集中度持续提高, 现金流在持续改善。
- **药店:** 短期来看, 保健品消费回暖带动板块高增长; 长期来看, 处方外流与集中度提高正持续演进。

6、医疗器械

- **大型医疗设备:** 大型医疗设备配置证放宽、分级诊疗\基层医疗水平升级\各类专业诊疗中心推进、后疫情时代疾控/ICU补短板等需求释放共同推动高性价比国产医疗设备采购量提升。
- **IVD:** 在整体市场高增长的环境下国内IVD企业快速崛起, 产品水平快速追赶海外企业, 带来国产渗透率提升。
- **高值耗材:** 市场规范化水平逐步提高(一致性编码、医保目录), 集采带来国产替代率快速提升, 未来创新产品将是市场主旋律, 头部企业竞争优势明显。
- **低值耗材:** 行业集中度逐步提升, 多因素驱动下(疫情、产品升级等)国内市场产品结构升级带来新机会。

7、医疗服务

- **特色专科连锁:** 龙头品牌竞争力已经形成, 民营特色专业医疗接受度提升, 已经进入商业模式快速复制期。
- **CRO:** 国内药物研发由仿制到创新的产业升级叠加海外药物研发外包贡献增量, 国内CRO收获蓝海市场

8、互联网医疗&医疗信息化: 疫情催化叠加政策支持带来互联网医疗加速发展, 医保局的标准化、信息化带来新一轮医疗信息化建设期

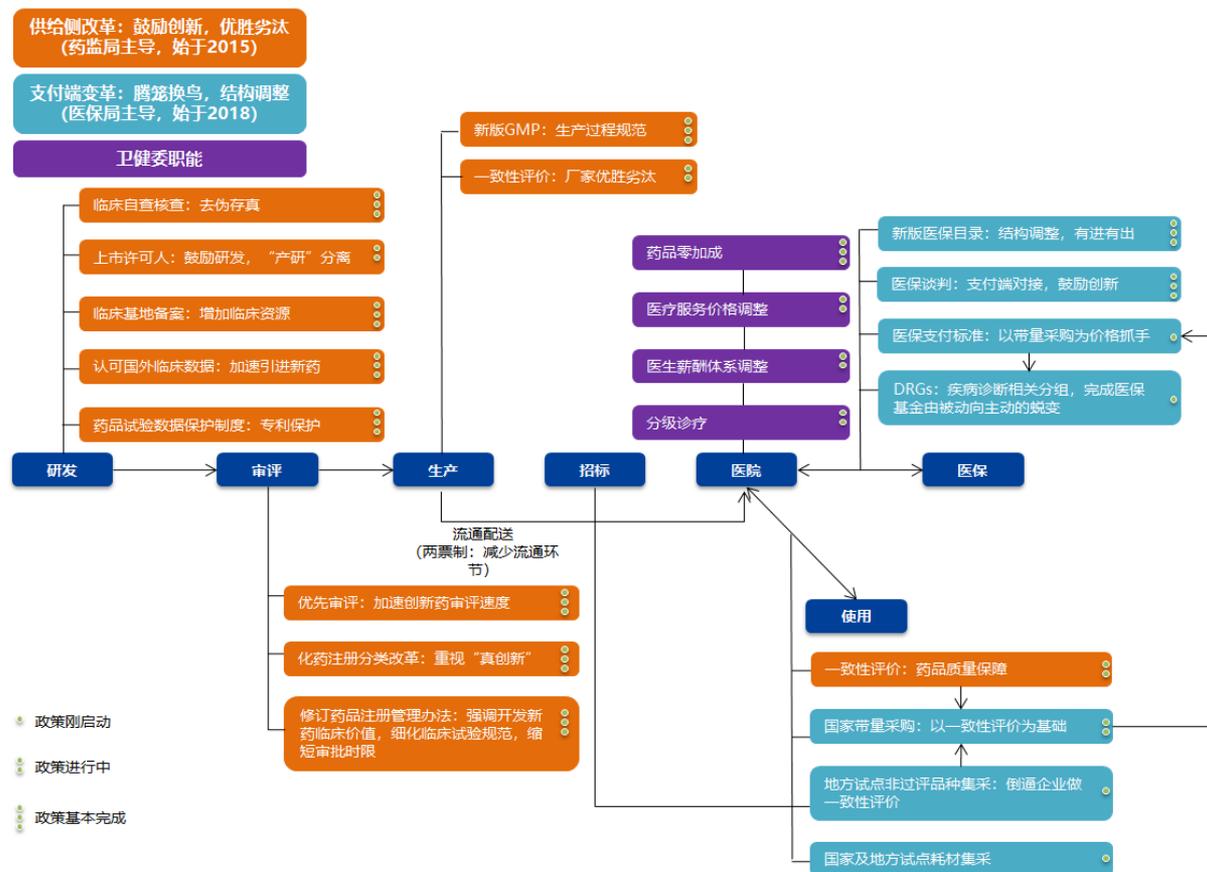
思辨2020 H2: 【次要变量二: 政策】大政方针已定, 近期不可忽视边际有所收紧

医药的政策大方向其实早已确定, 但近期出台的政策在边际上有所收紧, 是当前影响医药板块走势的次要变量之一:

- 从长时间维度来看, 医药大政方针已定。由药监局主导的【供给侧改革】与医保局主导的【支付端变革】的顶层设计早已明确, 政策大方向不会再发生变化。
- 但从近2-3个月的时间维度来看, 政策边际有所收紧。由于职能部门在疫情后开始逐步回归常态, 政策的发布与落地较为密集, 比如医保存量独家品种“可能性谈判”、注射剂一致性评价的推进、打击医药商业贿赂近期重点提及、第三批集采有望启动、部分高值耗材全国集采有望启动等, 政策整体在边际上有所收紧。

我们始终强调, 市场在医保局成立的两年里, 已经对政策的预期较为充分, 因此在不出现较大的负向预期差的时候, 政策对板块走势的影响已经边际减弱了, 但是由于医药板块行情火热, 不排除有部分资金对医药政策存在盲点, 从而形成一定的预期差。

图表21: 医药政策改革全景图



资料来源: 各部委, 国盛证券研究所

思辨2020 H2: 【次要变量二: 政策】 边际有所收紧: 医保存量的独家的可能性谈判

1、医保存量的独家品种的可能性谈判

在2020年4月28日医保局发布的《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》中，有两条内容涉及到独家品种：

- 第十二条【同步确定医保支付标准】建立《药品目录》准入与医保药品支付标准（以下简称支付标准）衔接机制。除中药饮片外，原则上新纳入《药品目录》的药品同步确定支付标准。其中，**独家药品通过准入谈判的方式确定支付标准**；非独家药品中，国家组织药品集中采购（以下简称集中采购）中选药品，按照集中采购有关规定确定支付标准；其他非独家药品根据准入竞价等方式确定支付标准。执行政府定价的麻醉药品和第一类精神药品，支付标准按照政府定价确定。
- 第十六条【谈判或准入竞价】国家医疗保障经办机构按规定组织药物经济学、医保管理等方面专家开展谈判或准入竞价。其中**独家药品进入谈判环节，非独家药品进入企业准入竞价环节。成功的纳入《药品目录》或调整限定支付范围。不成功的不纳入或调出《药品目录》，或者不予调整限定支付范围。**

尽管这份文件只是征求意见稿，但从6月8日医保局发布的《基本医疗保险医用耗材管理暂行办法（征求意见稿）》中对独家产品一脉相承的思路来看，未来正式文件改动的概率不大。而且从医保控费的思路上来说，在通过对非独家品种的带量采购形成了价格抓手之后，对独家品种进行价格谈判本来也是应有之意。那么，医保中存量的独家品种未来面临价格谈判概率不小，从而决定是否能够留在医保目录中以及医保支付标准。我们认为，即使医保存量独家品种进行谈判，也会更侧重于“浪费医保费用”品种上面，对于刚需有临床意义的品种，有冲击但不会特别大。

思辨2020 H2: 【次要变量二: 政策】 边际有所收紧: 注射剂一致性评价正式启动

2、注射剂一致性评价正式启动

2020年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》, 注射剂一致性评价正式开启。

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, 因此此时启动注射剂一致性评价正是恰当的时机, 而这也意味着未来注射剂的带量采购也将有序进行, 数千亿注射剂市场的变局已然展开。

我们认为, 注射剂一致性评价之后, 跟进的就是国家层面的带量采购, 影响还看节奏和格局, 不能一概而论, 后续需持续观察。

图表22: 已过评注射剂品种及过评企业 (截止2020. 6. 15)

产品名称	过评企业数	过评企业 1	过评企业 2	过评企业 3
紫杉醇(白蛋白结合型)纳米注射剂	3	石药集团	扬子江药业集团有限公司	齐鲁制药(海南)有限公司
培美曲塞二钠注射剂	3	四川汇宇制药有限公司	上海创诺制药有限公司	齐鲁制药(海南)有限公司
左乙拉西坦注射用浓溶液	3	济川药业	河北仁合益康药业有限公司	重庆圣华曦药业股份有限公司
阿扎胞苷注射剂	2	中国生物制药	四川汇宇制药有限公司	
盐酸莫西沙星氯化钠注射剂	2	海南爱科制药有限公司	红日药业	
盐酸罗哌卡因注射剂	2	山东华信制药集团股份有限公司	石家庄四药有限公司	
布洛芬注射剂	2	苑东生物	四环医药	
多西他赛注射剂	1	四川汇宇制药有限公司		
盐酸阿芬太尼注射剂	1	人福医药		
酮咯酸氨丁三醇注射剂	1	成都倍特药业有限公司		
盐酸头孢吡肟氯化钠注射剂	1	苏州大冢制药有限公司		
盐酸右美托咪定注射剂	1	扬子江药业集团有限公司		
唑来膦酸注射剂	1	科伦药业		
阿奇霉素注射剂	1	普利制药		
比伐芦定注射剂	1	齐鲁制药有限公司		
多索茶碱注射剂	1	石四药集团		
氟比洛芬酯注射剂	1	武汉大安制药有限公司		
福沙匹坦双葡甲胺注射剂	1	翰森制药		
枸橼酸咖啡因注射剂	1	华润双鹤		
曲前列尼尔注射剂	1	李氏大药厂		
替莫唑胺注射剂	1	恒瑞医药		
西维来司他钠注射剂	1	上海汇伦江苏药业有限公司		
盐酸艾司氯胺酮注射剂	1	恒瑞医药		
盐酸氨溴索注射剂	1	四川美大康华康药业有限公司		
盐酸苯达莫司汀注射剂	1	中国生物制药		
依达拉奉氯化钠注射剂	1	中国生物制药		
注射用头孢米诺钠	1	福安药业		
碘帕醇注射液	1	司太立		

资料来源: 药智网, 中国上市药品目录集, 国盛证券研究所

思辨2020 H2: 【次要变量二: 政策】 边际有所收紧: 反商业贿赂+第三批集采即将开标

3、反商业贿赂持续进行中

2020年6月5日,九部委发文《关于印发2020年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》,包含20条工作要点,当日药监局发布《医药代表备案管理办法(试行)(征求意见稿)》,而在此前5月份,则有浙江省丽水市中心医院原麻醉科主任雷李培因受贿罪被判处有期徒刑7年,医药行业的反商业贿赂正在进行中。

阻止医药分家的核心矛盾之一就是“以药养医”的现状,而带量采购与反商业贿赂正是在从根源上切断医生与药品之间关系,体现到产业以及投资的影响上,则是利益品种的必然衰退以及长时间维度的药企销售体系重塑。我们认为,反商业贿赂会成为行业新常态,小企业“弯道超车”的概率降低,龙头企业会受益于持续的政策收紧。

4、第三批带量采购即将展开

目前,医保局已经开始要求各地州及省属医疗机构开始就第三批国家集采品种报量。通知要求6月24日前各州市需完成核对、报送参与报量的医疗卫生机构和零售药店信息,7月1日前完成数据填报,各州市医保部门需在7月3日前完成报量数据的审核,共涉及56个品种及86个品规(报量品种只是潜在的第三批品种,具体品种仍需等待医保局官宣)。

从第二批带量采购的时间节点回顾来看,2019年11月28日发报量目录,2019年12月6日相关企业上海开讨论会,2020年1月3日招标解读会,2020年1月17日报价及公示,从报量到最终结果历经50天时间,因此,第三批带量采购已在路上。

我们认为,第三批带量采购本身对行业冲击不大,市场已经有学习效应,涉及品种也是个别企业,但不排除医药过热,新增资金对行业有认知差带来的阶段性扰动。

思辨2020 H2: 【次要变量二: 政策】 边际有所收紧: 高值耗材全国集采已在路上

5、高值耗材全国集采已在路上

自国办印发治理高值医用耗材改革方案以来,江苏、安徽、山西、京津冀等地逐步开展高值耗材集采试点工作;展望未来,高值耗材的集采可能会逐步推开(5月28日医保局召开高值医用耗材集中采购改革座谈会并听取部分企业和代表意见),高值耗材集采有望利好国内头部医疗器械高值耗材生产企业(国产替代率提升/集中度提高/为创新产品提供空间)。

- **集采产品:** 此前部分试点省份已经完成包括心脏支架、起搏器、眼科人工晶体、骨科脊椎/关节等产品的集采,一方面此类产品已有国内优质生产企业供应(有国产替代可行性),一方面也具有集采可行性(冠脉支架、人工晶体等产品变异度低),未来高值耗材集采的进一步试点预计也将以此类产品为主。
- **集采结果:** 高值耗材集采主要目的包括完善价格形成机制、降低虚高价格等,随着统一编码体系和信息平台的搭建,未来将逐步实现医保准入和目录动态调整;此前试点省份集采结果不同产品均有50-60%平均降幅,部分产品降幅达到80%,根据不同产品出厂价判断,集采价格基本接近企业出厂价,这也符合集采对于挤压渠道水分的要求;对于未来高值耗材集采的推演,一方面降价幅度有望延续此前集采试点结果,另一方面国产产品中标企业也将拥有更多市场份额,利好国产替代和产业集中度提升。

图表23: 安徽器械高耗集采试点整体结果

品类	产地	降价幅度
骨科脊柱类	国产	55.90%
	进口	40.50%
	平均	53.40%
人工晶体	国产	18.10%
	进口	20.90%
	平均	20.50%

资料来源: 安徽省医保局, 国盛证券研究所

图表24: 江苏第二轮器械高耗集采试点整体结果

品类	平均降幅	最大降幅
血管介入球囊类	74.37%	81.05%
骨科人工髋关节类	47.20%	76.70%
眼科人工晶体类	26.89%	38%

资料来源: 江苏省医保局, 国盛证券研究所

图表25: 江苏器材高耗集采试点谈判中标情况

序号	企业名称	商品名	材质	产地	江苏省最低价	中标价	降幅	状态
雷帕霉素及衍生物支架-A组								
1	乐普医疗	GuReater	钴基合金	国产	8037元	2850元	64.54%	拟必选
2	微创医疗	Firebird2	钴基合金	国产	7500元	3400元	54.67%	拟中选
雷帕霉素及衍生物支架-B组								
1	微创医疗	Firehawk	钴基合金	国产	13300元	7000元	47.37%	拟必选
2	乐普医疗	Nano	不锈钢	国产	10900元	5780元	46.97%	拟中选
3	雅培	XienceV	钴铬合金	进口	12100元	6655元	45.00%	拟中选
4	美敦力	Resolute	钴铬合金	进口	12760元	8666元	32.08%	拟中选

资料来源: 江苏省医保局, 财联社, 国盛证券研究所

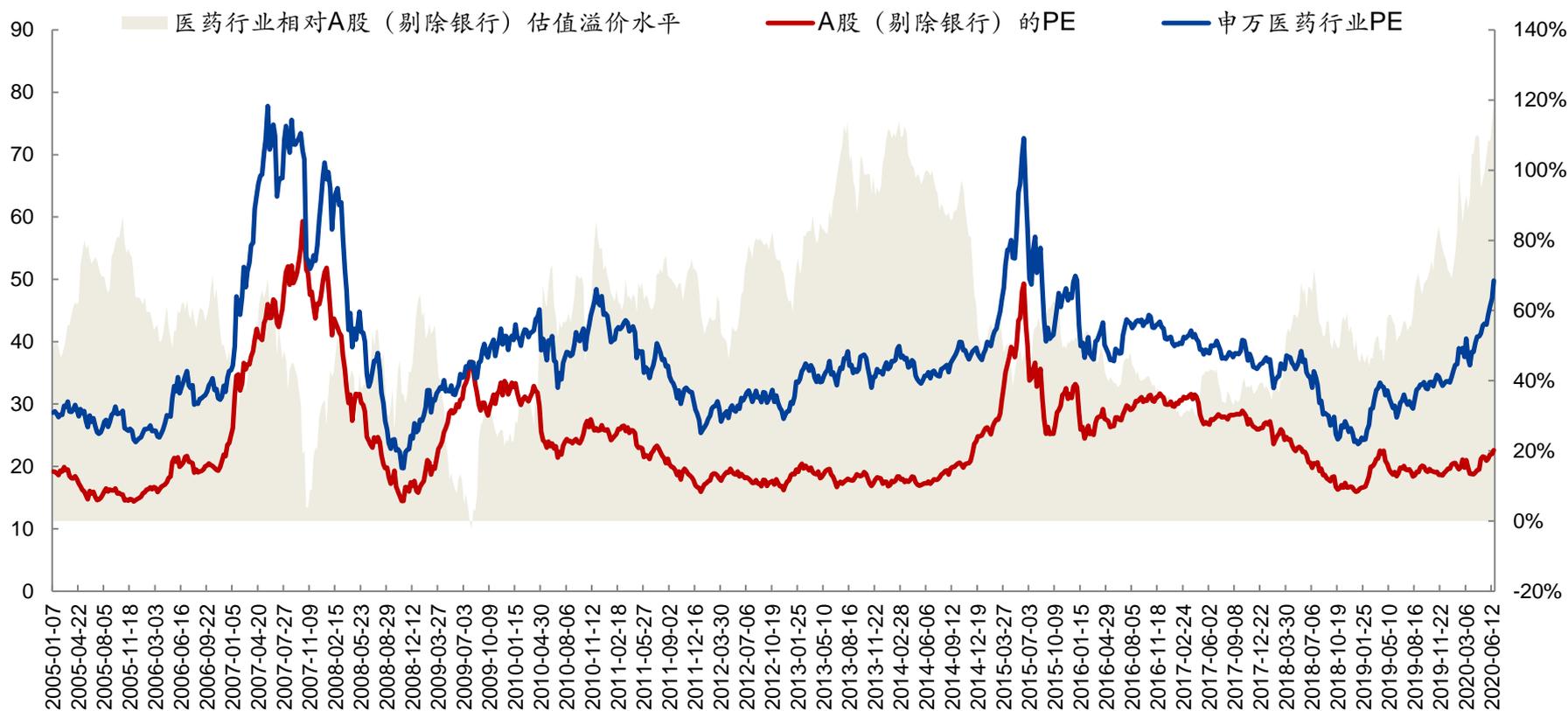
思辨2020 H2: 【次要变量三: 估值】医药绝度和相对估值均处于2005年以来相对高位

1、医药板块估值

因为行业持续结构优化，板块绝对估值和相对估值意义慢慢变小，但能侧面反映市场阶段性热情度高涨。

- 相对估值：医药行业估值溢价率（相较A股剔除银行）为120.05%，溢价率较2005年以来均值（58.08%）高61.96个百分点，处于相对高位。
- 绝对估值：医药行业估值（TTM，剔除负值）为49.78X，比2005年以来均值（37.74X）高12.04个单位，处于相对高位。

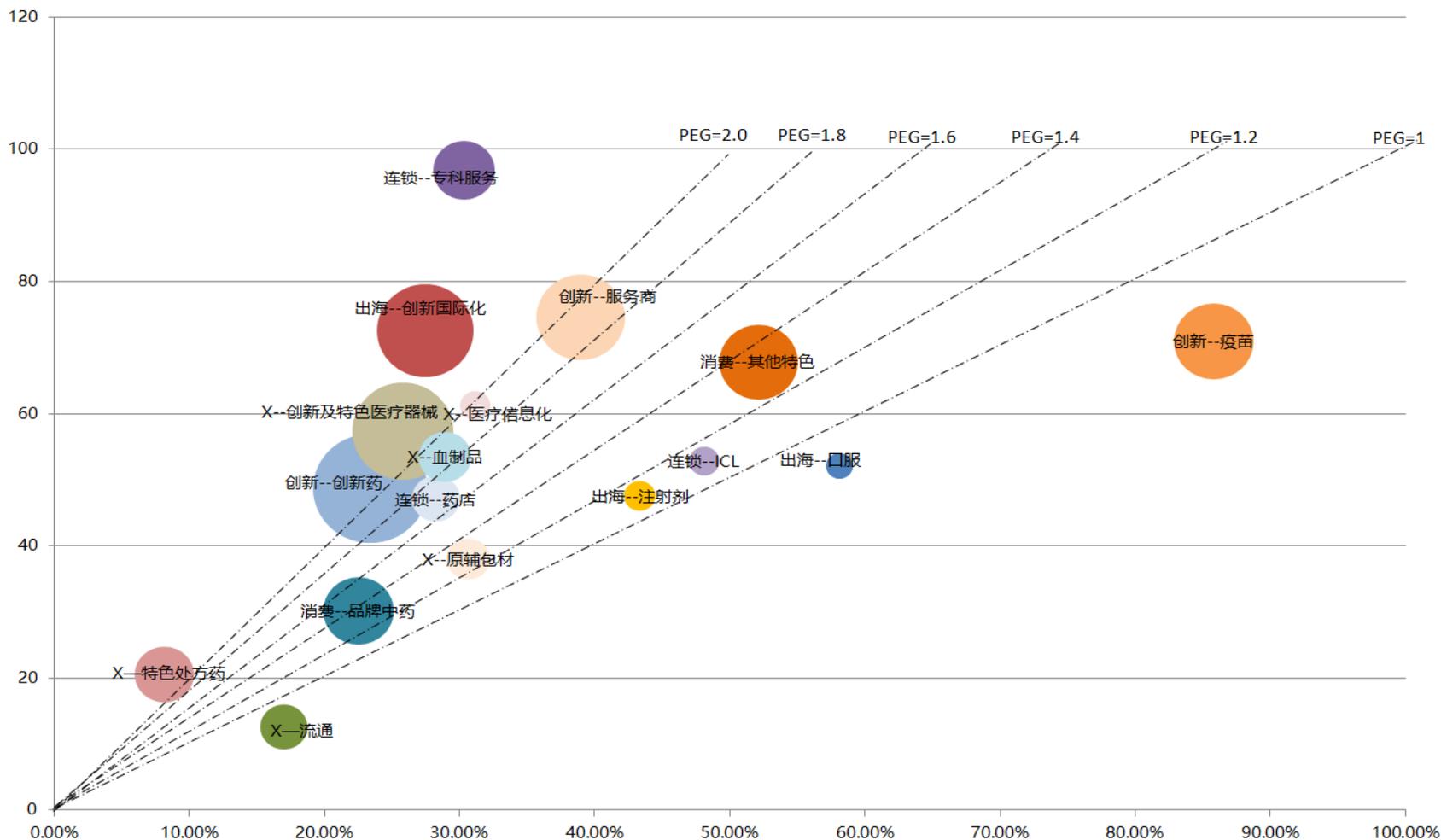
图表26: 医药行业估值溢价率（申万医药行业vs. 全部A股-剔除银行）



思辨2020 H2：【次要变量三：估值】医药4+X各细分领域2020年估值都不便宜

2、医药新兴4+X分类法各细分领域估值

图表27：4+X 细分领域2020年估值情况



思辨2020 H2: 【次要变量三: 估值】龙马估值不便宜, 非药估值明显高于药品标的

图表28: A股医药市值前30家公司20-21年PE测算 (截至6月19日)

公司名称	最新市值 (亿元)	2020PE	2021PE	净利润增速 2020E (%)	净利润增速 2021E (%)
恒瑞医药	4934	72	58	28.7%	23.6%
迈瑞医疗	3578	62	51	22.9%	21.1%
药明康德	2060	78	61	42.6%	27.0%
爱尔眼科	1865	104	81	29.5%	29.4%
长春高新	1571	57	43	56.6%	30.0%
智飞生物	1534	45	32	43.3%	42.0%
云南白药	1178	25	22	13.6%	13.2%
康泰生物	1014	122	72	44.2%	69.2%
片仔癀	956	55	42	27.3%	28.6%
华兰生物	876	53	45	29.4%	17.2%
复星医药	816	23	19	6.9%	20.5%
沃森生物	835	70	48	734.7%	46.6%
安图生物	738	77	57	23.9%	35.5%
康龙化成	667	85	63	43.7%	34.0%
万泰生物	692	153	85	115.9%	80.7%
泰格医药	675	64	49	26.1%	29.7%
新产业	677	67	51	31.2%	32.1%
乐普医疗	653	29	22	31.0%	30.7%
华熙生物	635	86	63	26.5%	34.9%
新和成	593	15	13	81.8%	13.8%
上海莱士	582	55	40	72.4%	39.6%
华大基因	553	57	76	250.6%	-25.1%
凯莱英	529	73	56	30.9%	30.2%
白云山	494	15	13	0.6%	15.7%
上海医药	469	10	9	12.3%	12.7%
健帆生物	518	68	51	34.0%	32.4%
大参林	508	52	40	39.5%	30.1%
美年健康	504	60	37	-197.4%	60.1%
通策医疗	486	79	60	32.8%	31.4%
华海药业	485	54	45	58.1%	20.5%

3、市值Top 30个股估值

- 医药市值前30位公司看, 超过1000亿上市公司8家, 800-1000亿上市公司4家, 500-800亿上市公司16家, 低于500亿2家。
- 从估值角度看, 20年市值前30公司平均估值为50X, 21年平均估值为40X。医药行业目前整体市盈率TTM为50X。
- 非药上市公司占据半壁江山, 非药平均估值20年为69X, 21年为54X, 整体估值明显高于药品标的。

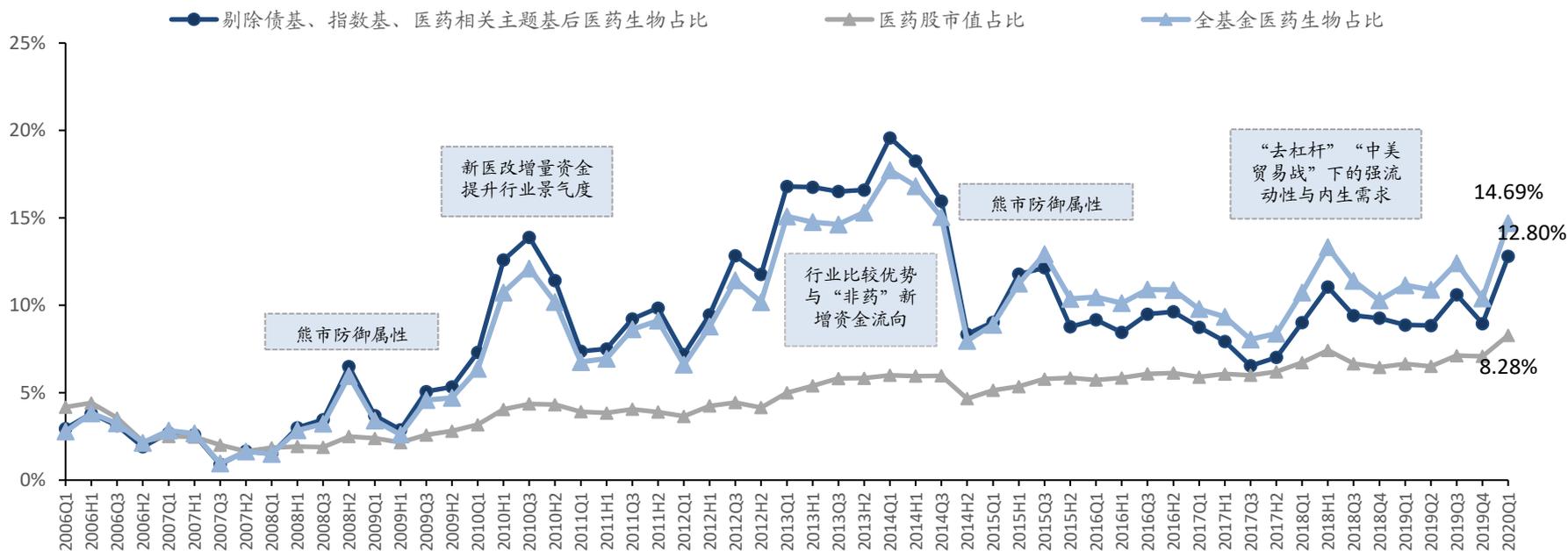
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (智飞、沃森、凯莱英、云南白药、片仔癀、恒瑞、长春高新、通策、贝达、药明康德、爱尔、乐普的数据为国盛证券预测数据, 其他数据为wind一致预期)

思辨2020 H2: 【次要变量四: 持仓】重仓医药大幅超配创近5年新高, Q2预计更高

1、公募基金: 重仓医药大幅超配创近5年新高, Q2预计更高

- **2020Q1:** 公募基金重仓医药大幅超配创近5年新高, 配置结构上全面聚焦医药硬核资产; 我们判断在全球疫情对全行业的客观冲击与疫情后续发展的不确定性下, A股大环境处于震荡状态, 而医药需求刚性与需求内生为主的两大特点得以凸显, 具备行业比较优势, 成为各类公募基金配置的偏好。
- **历史复盘:** 透视过往几次医药大幅超配, 背后的逻辑主要有三方面, 1) 熊市中起到避风港作用, 2) 大环境震荡或者具备不确定性时, 行业比较优势体现, 3) 政策处于友好期。而医药大幅超配的结束往往来自于上述三个逻辑的弱化: 1) 外部因素是出现大环境整体明显向好, 市场风险偏好大幅提升(如熊市结束后, 以及牛市开启), 2) 内部因素是医药行业出现超预期的控费政策等增加了行业内部的不确定性。
- **后续研判:** 新冠疫情的未来影响依然非常深远, 尽管国内疫情基本接近尾声(北京略有反复), 但是海外疫情仍在持续且没有看到明显拐点, 医药由于需求刚性与内需为主, 在这种不确定环境下就是强确定性板块, 仍有结构性加仓可能性。

图表29: 近十五年公募基金重仓医药大幅超配复盘图(2006-2020Q1)



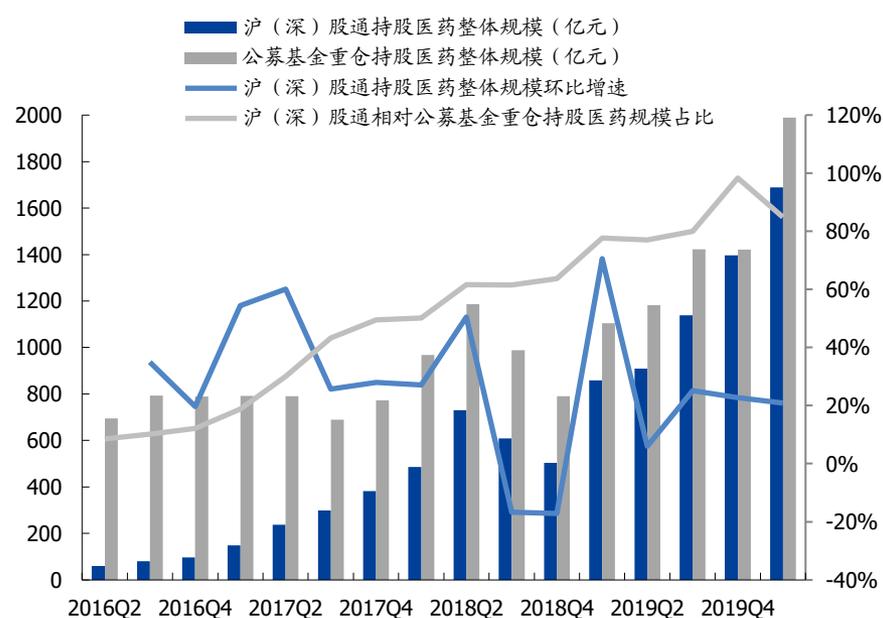
资料来源: wind, 国盛证券研究所

思辨2020 H2: 【次要变量四: 持仓】外资与公募规模相当, 持股仍有较大提升空间

2、沪(深)股通: 持股医药规模占比快速提升, 持仓仍有提升空间

- ▶ **沪(深)股通:** 北上资金自开通以来持续加大医药配置, 2020Q1沪(深)股通持股医药整体规模大幅增加271亿元至1668亿元, 环比增长25.2%, 相比2017Q1三年翻了十倍; 恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科等细分领域硬核资产更受偏好; 部分头部企业持股占比不足5% (恒瑞、药明在10%左右, 泰格接近15%), **配置强度仍有较大空间, 外资持股医药规模有望持续增长。**
- ▶ **对比公募基金重仓:** 随着沪(深)股通持股医药规模与持股占比的快速提升, 外资持股医药规模与占比逐步与公募基金(重仓)相当; 2020Q1沪(深)股通持股医药Top10公司中, 有7个公司的沪(深)股通持股市值及占比已超过公募基金重仓持股市值及占比; **医药板块外资稳定剂作用持续增强, 建议持续关注海外资金流入流出情况。**

图表30: 沪(深)股通持股医药整体规模与相对公募基金重仓持股医药整体规模占比变化(2016Q2-2020Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表31: 沪(深)股通持股医药Top10公司的持股市值与对应公募基金重仓持股市值对比情况(2020Q1)

代码	公司	沪(深)股通持股市值 (亿元)	沪(深)股通持股占比 (%)	公募基金重仓持股市值 (亿元)	公募基金重仓持股占比 (%)
600276.SH	恒瑞医药	462	11.4%	292	7.2%
300760.SZ	迈瑞医疗	123	3.9%	200	6.3%
300015.SZ	爱尔眼科	110	9.0%	76	6.2%
603259.SH	药明康德	88	9.7%	71	4.8%
000538.SZ	云南白药	87	7.9%	9	0.8%
300347.SZ	泰格医药	71	14.8%	34	7.2%
603939.SH	益丰药房	47	13.7%	16	4.6%
300122.SZ	智飞生物	41	3.8%	38	3.5%
300003.SZ	乐普医疗	38	5.9%	57	8.8%
002007.SZ	华兰生物	33	4.9%	68	10.1%

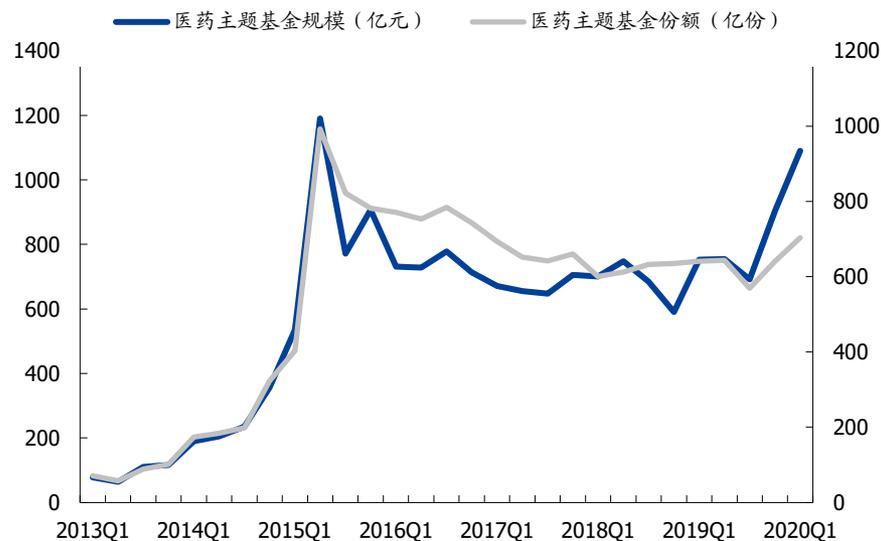
资料来源: wind, 国盛证券研究所

思辨2020 H2: 【次要变量四: 持仓】医药基金稳定剂作用持续, Q1份额快速提升

3、医药主题基金: 持续发挥稳定剂作用, 医药资产定价能力稳中有升

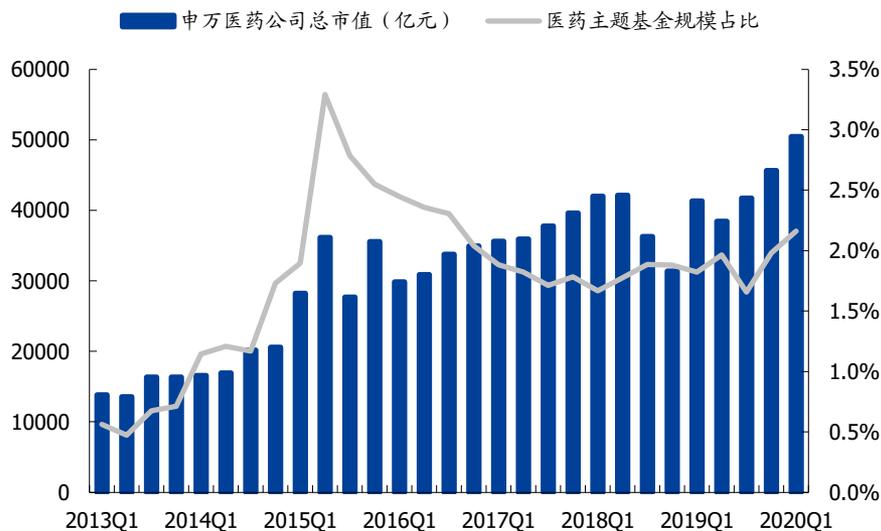
- ▶ **基金份额方面:** 2015Q3至2018Q1趋势向下, 2018Q2至2019Q2保持稳定历经2019Q3基金份额阶段性低点后, 2019Q4、2020Q1连续两个季度反弹至近年平均水平以上, 其中2020Q1, 医药主题基金份额达到703亿份, 环比增长9.7%; **基金份额持续稳定的医药主题基金始终作为医药持仓的稳定剂, 持续发挥维稳作用。**
- ▶ **基金规模方面:** 变化趋势与基金份额整体一致, 其中2018Q4由于带量采购政策带来医药二级市场波动, 基金规模阶段性触底, 2020Q1由于疫情大环境中持续火热的医药行情, 基金规模增速快于份额增速, 2020Q1, 医药主题基金规模达到1090亿元, 环比增长21%; 从基金规模在医药股总市值占比来看: 自2015Q3以来趋势向下, 2018Q1开始逐步提升, **医药主题基金对于医药资产的定价能力稳中有升。**

图表32: 医药主题基金规模与份额变化 (2013-2020Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

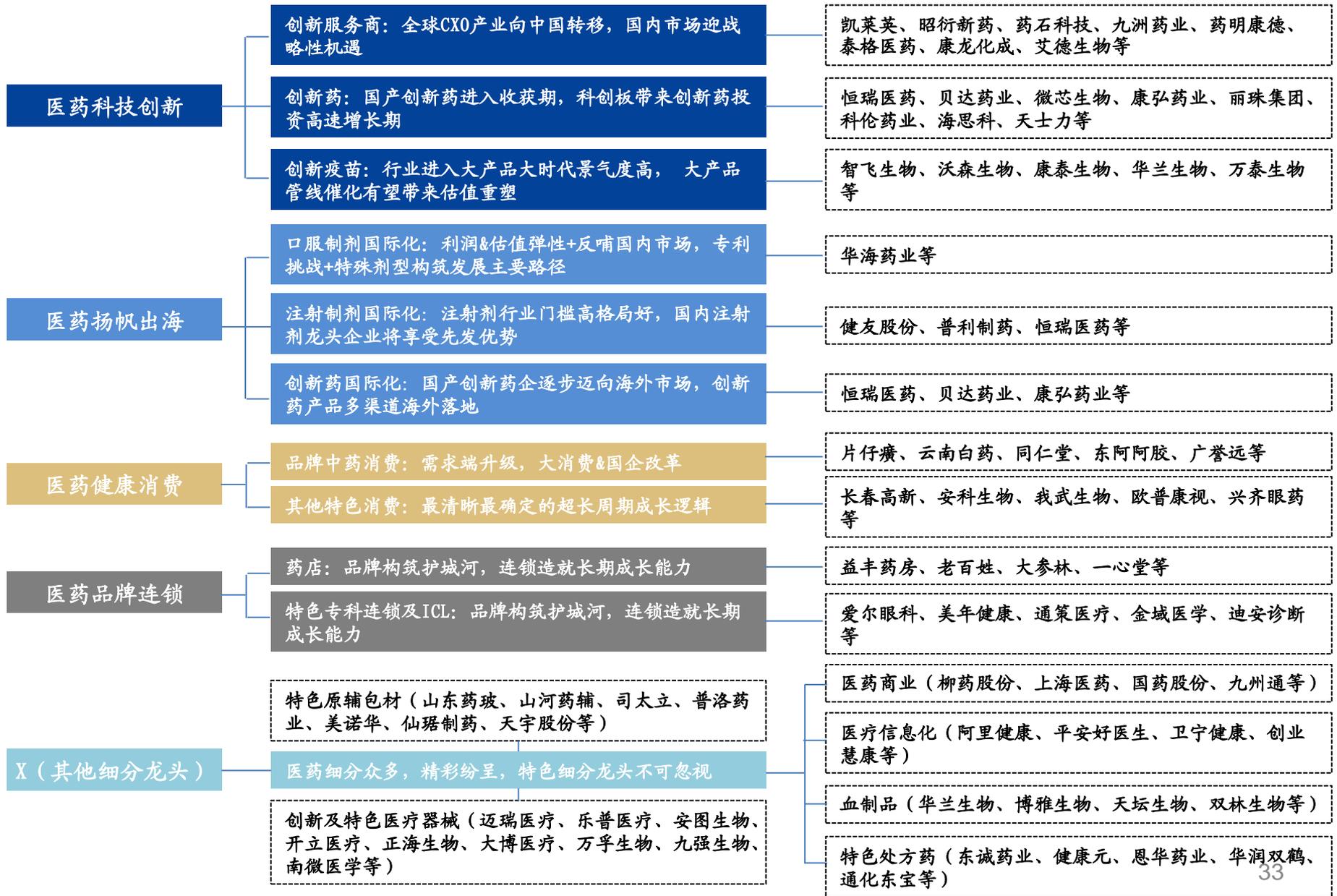
图表33: 医药主题基金规模占中万医药公司总市值比重变化 (2013-2020Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

- 一、复盘2020 H1：医药盛宴下，什么涨的更好？
- 二、思考2020 H1：医药成为半年度冠军，背后的逻辑是什么？
- 三、思辨2020 H2：医药板块当下处于什么状态？把握核心变量，观测次要变量
- 四、选择2020 H2：投资策略：医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地

选择2020 H2：长期产业逻辑是医药标的的必要条件，展望十年看“4+X”主线框架



选择2020 H2：独特市场下策略，医药节奏看疫情、重点细分看科技、自上而下填洼地

➤ 医药节奏看疫情

今年医药大幅超额收益的主要外部因素是疫情变量，其根源是疫情及其带来的国际经济政治环境的不确定性。基于我们的【核心变量】和【次要变量】四因素模型，核心变量在当下时间点没有发生变化。新冠病毒的复杂程度是超预期的，国内海外都要持续重视，其影响是复杂且长时间维度的。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，所以后续医药板块行情演绎的节奏还是要看后续疫情的变化，在疫情没有发生根本变化的时候，医药确定性比较优势仍有望持续。

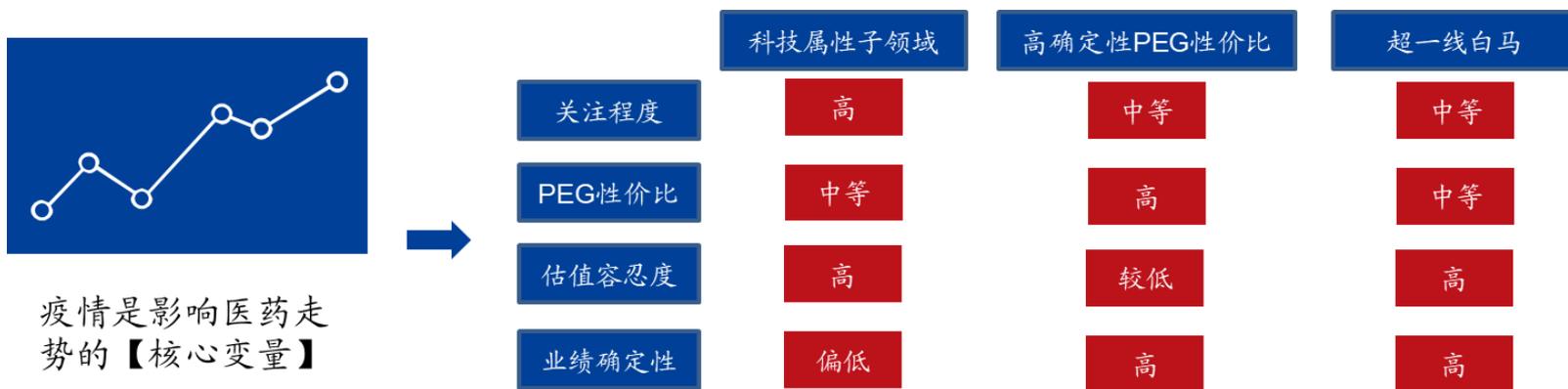
➤ 重点细分看科技

我们在当下时间点强烈看好科技属性强烈的细分领域。从弹性的角度，市场对具备科技属性的如CXO、创新药、创新疫苗、精准医疗以及大品种催化等细分领域的估值接受度较高，在核心变量不变的情况下这些子领域估值容忍度高，估值具备较大弹性。同时我们认为应该重视高科技认知差溢价，例如新登陆科创板的一些新兴子行业，由于具备一定的认知差，市场研究热情较高，大概率会在研究的过程中给予一定的估值溢价。

➤ 自上而下填洼地

具备中长期逻辑的高性价比标的在目前具备投资价值，建议自上而下选股。从稳健的角度，我们认为医药可能提前迎来估值切换，确定性高的估值增速性价比标的看一年维度也会有较好的收益率。另外有中长期逻辑的二线标的在核心变量保持的基础上，对标一线标的估值有一定扩张的空间，同样值得重视。

图表34：当下时间点配置策略的核心变量和领域选择



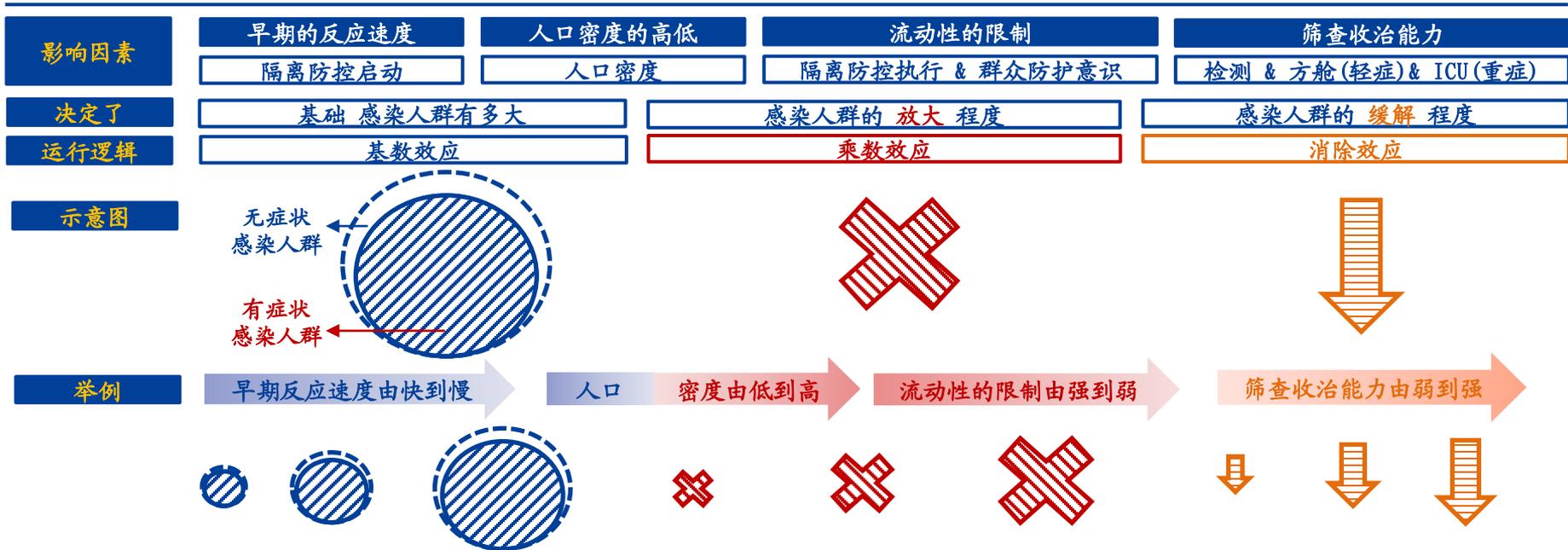
【核心变量】之下的选择比较，首选科技属性子领域，具备较大估值弹性

选择2020 H2：独特市场下策略，医药节奏看疫情、重点细分看科技、自上而下填洼地

医药行业投资节奏：看疫情核心变量，关注疫情发展节奏，到目前为止看来，全球疫情并不乐观。

- COVID-19疫情在海外地区仍持续蔓延，国内偶有疫情复发：据wind数据，截至2020年6月22日18:00，海外累计确诊8983401例，现有确诊3744259例，累计死亡467042例；其中美国、巴西、俄罗斯、印度、英国、西班牙、秘鲁等国疫情最为严重。
- 对比中国武汉与海外主要地区的疫情发展，可以发现其中的同与不同：疫情发展需要走过持续发酵、快速暴发、平稳增长、逐步收尾几个阶段的过程是大致相同的，但是在疫情发展中，不同国家（地区）对于疫情的“反应速度、隔离防控力度、医疗资源使用程度与群众防护意识”（核心四要素）均有所不同，海外疫情也存在结构性的发展及趋势，与国内此前疫情曲线不同。
- 参考中国武汉疫情发展曲线，结合“四要素”，不考虑无症状感染者后续的不确定性影响，推测全球疫情进展：美国、巴西、印度等国由于前期对疫情影响因素的控制不利，导致现阶段仍有单日万人级别以上的感染者出现；现阶段整体感染者增速居高不下，未来一段时间仍将保持较快新冠患者数量增长趋势。

图表35：疫情发展的影响因素与运行逻辑简图



选择2020 H2: 【创新疫苗】板块三重逻辑共振, 疫情催化后续可期

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。

► 创新疫苗板块三重强逻辑共振:

(1) **大产品大时代, 科技弹性属性十足:** 大产品大时代逻辑始终未发生变化, 当下市场认知在强化。第二波大浪潮下, 智飞的预防性微卡和沃森的13价肺炎将引领板块继续保持高速增长。

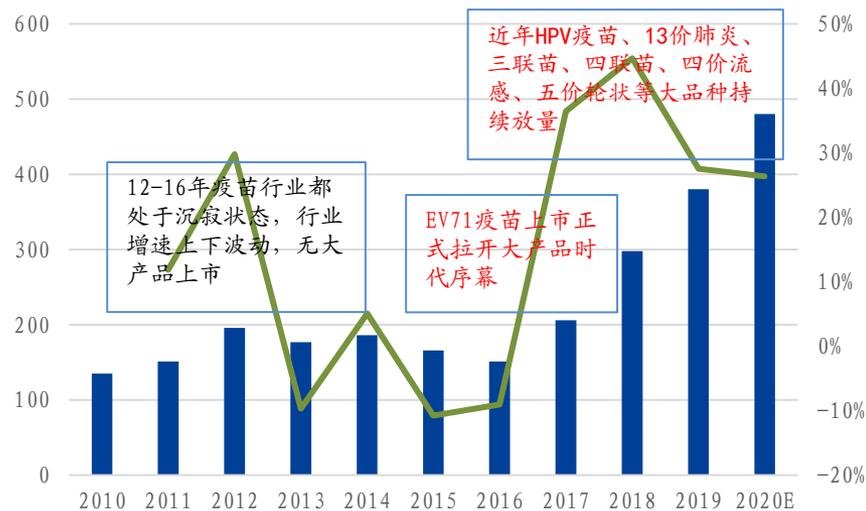
(2) **监管趋严下兼并重组趋势:** 《疫苗管理法》出台后, 去浊留清大背景下, 龙头企业有望充分受益。

(3) **疫情催化期:** 民众疾病预防意识提高催化疫苗接种率提升+政策端对疾病预防和疾控中心建设的投入+各疫苗企业积极参与新冠疫苗研发, 或然性进展会成为催化剂。

► 下半年催化:

关注预防性微卡审评的进展情况、13价肺炎疫苗的放量情况、各家公司新冠疫苗的研发进展情况以及其他大品种的放量和申报进展情况

图表36: 疫苗行业产值测算 (亿元)



资料来源: wind, 中检院, 国盛证券研究所

图表37: 疫苗大产品20年销售情况预测 (亿元)

	2020年产品销售预测 (亿元)	主要厂家
HPV疫苗	130	智飞、万泰
13价肺炎疫苗	60	辉瑞、沃森
结核疫苗	5	智飞
五价轮状	16	智飞
四价流感	25	华兰、金迪克、长春所等
百白破-hib	21	康泰

资料来源: wind, 国盛证券研究所

选择2020 H2: 【创新疫苗】板块三重逻辑共振, 疫情催化后续可期

图表38: 疫苗大产品布局情况

	智飞	沃森	康泰	康熙诺	万泰	康华	华兰	科兴	百克	中生
新冠疫苗	▲	▲	▲	▲	▲		▲	▲		▲
HPV	▲ (代理)	▲			▲					▲
AC-Hib (三联苗)	▲									
结核疫苗	▲									
百白破-hib			▲							
百白破-IPV-Hib			▲							
13价肺炎	▲	▲	▲	▲				▲		▲
23价肺炎	▲	▲	▲					▲		▲
二倍体狂犬疫苗	▲		▲			▲				
EV71	▲	▲	▲					▲		▲
轮状病毒	▲ (代理)									▲
四价流感	▲	▲					▲	▲		
ACYW135结合 带状疱疹	▲	▲	▲	▲					▲	

资料来源: wind, CDE, 国盛证券研究所

图表39: 部分A股上市公司新冠疫苗研发进展

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	获批临床	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	申报临床	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	临床前	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

选择2020 H2: 【CXO】兼具确定性和科技创新属性，在当下时点依然具备估值弹性

站在2020年中这个未来疫情发展仍有极大不确定性的时间点，CXO子领域的估值仍有扩张空间。根本原因是其业绩的确定性强，同时具备科技创新属性和高景气度，疫情的短期影响不改创新产业趋势，反而会带来一部分海外订单的向国内的转移，进一步强化逻辑。

► 行业发展趋势&核心逻辑:

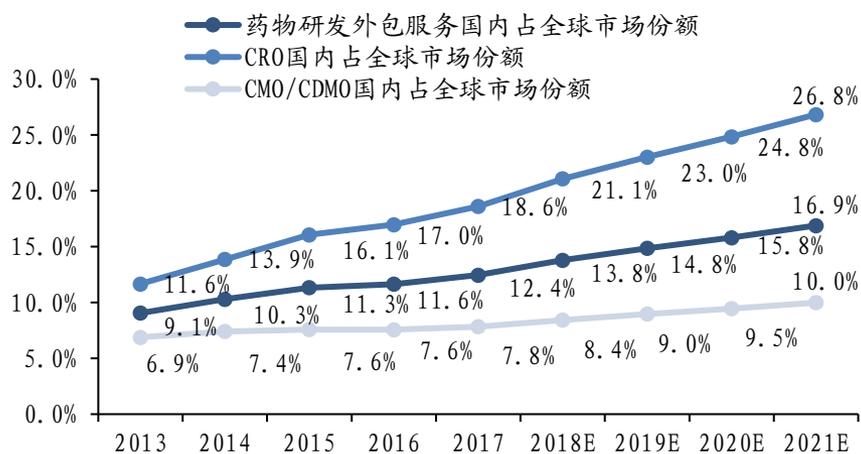
(1) 全球CXO行业随企业研发投入及外包渗透率增加而稳定增长。我国CXO行业伴随海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期,增速快于全球CXO行业增速。同时国内的创新药浪潮将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。

► 2020Q1多维度验证行业景气度

(1) CXO企业2020Q1收入增速明显快于行业平均增速: 虽然受到国内疫情影响,普遍出现延期复工情况,但整体仍明显高于医药行业平均增速,高增长确定性强。

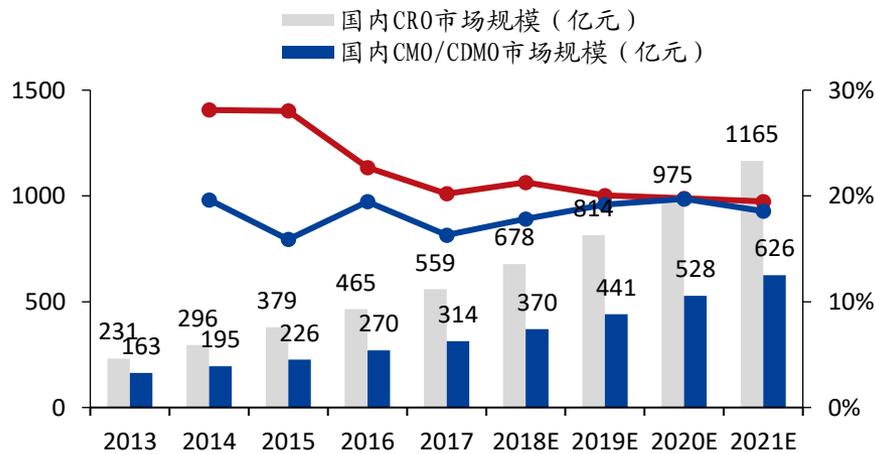
(2) 国内外企业2020Q1依然维持了较高的研发投入水平: 国内上市药企2020Q1研发投入占营业收入比重3.61%,呈现持续上升趋势。美股上市药企2020Q1研发投入的收入占比20.8%,维持在较高水平。海内外对比,国内研发投入仍有较大提升空间,同时也为CXO公司未来业务打开了巨量空间。

图表40: 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41: CRO、CMO国内市场规模与增速



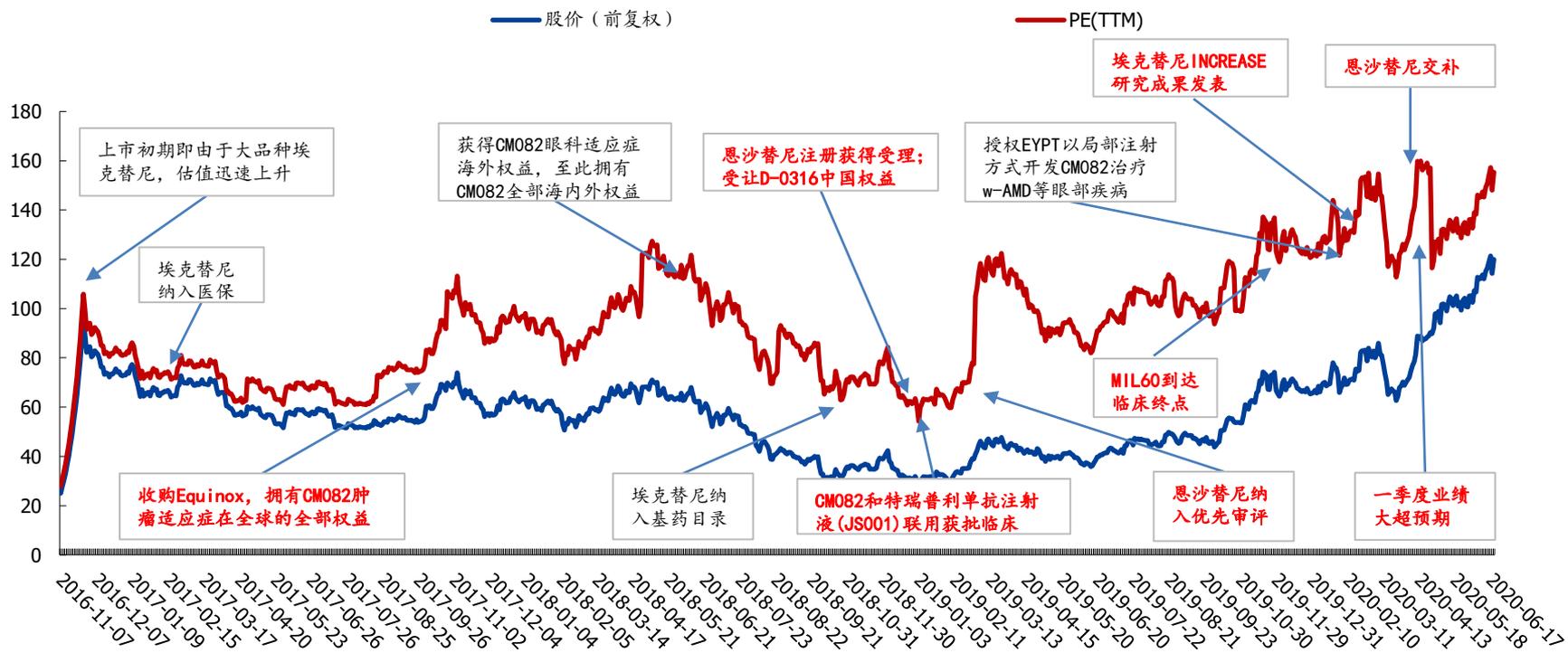
资料来源: wind, 国盛证券研究所

选择2020 H2: 【创新药&大单品】高确定性的高弹性标的, 具有较高估值弹性容忍度

在当下的市场环境下, 医药行业情绪高涨, 增量资金不断流入, 板块整体估值扩张。业绩确定性高、科技属性强的标的有望带来高确定性的高弹性, 且通常会估值前置, 因此市场对于这类标的更是具有较高的估值容忍度。

- 大品种获批能够带来确定性较高的高业绩弹性。大品种不但能够为公司打开业绩天花板, 并且能够提供持续高速的业绩增长。由于大品种通常具有赛道空间大、竞争格局好、持续成长性强等特点, 因此业绩确定性也较高。
- 大品种的进展拉动估值提升, 科技属性加强估值容忍度, 市场通常在大品种获批之前就已经给了公司相应的估值, 因此有大品种获批预期的公司通常估值容忍度也较高。以贝达药业为例, 我们复盘了其上市以来的股价及估值变化, 几乎每一次大品种的进展都能拉动估值提升。在上市伊始, 市场就给予大品种埃克替尼较高估值。2019年至今, 恩沙替尼注册获受理并纳入优先审评、CMO82与PD-1联用获批临床、MIL60到达临床终点、埃克替尼INCREASE研究成果发表等等, 都在助推估值持续向上。

图表42: 贝达药业复盘



选择2020 H2: 【创新药&大单品】高确定性的高弹性标的, 具有较高估值弹性容忍度

图表43: 潜在医药大品种梳理 (2019-2021)

上市公司	市值 (亿元)	产品	领域	获批时间	预计获批时间	预计销售峰值 (亿元)
恒瑞医药	4933	卡瑞利珠单抗	肿瘤	2019.05		100
		瑞马唑仑	麻醉	2019.12		25
		艾斯氟胺酮	麻醉	2019.11		15
		氟唑帕利	肿瘤		2020(下半年)	25
		贝伐珠单抗类似物	肿瘤		2020(下半年)	10
		SHR1316 (PD-L1)	肿瘤		2021	30
		SHR3680 (AR抑制剂)	肿瘤		2021	15
		SHR6390 (CDK4/6)	肿瘤		2021	20
		M6G	麻醉		2021	10
		法米替尼	肿瘤		2021	10
		瑞格列汀	糖尿病		2021	10
恒格列净	糖尿病		2021	10		
智飞生物	1598	四价流感疫苗	疫苗		2021	15
		二倍体狂犬疫苗	疫苗		2021	15
		预防性微卡	疫苗		2020	80
沃森生物	825	EC诊断	诊断		2020	10
		二价HPV疫苗	疫苗		2021	15
兴齐眼药	113	13价肺炎疫苗	疫苗	2019		60
		环孢素滴眼液	眼科	2020.6		15
贝达药业	544	低浓度阿托品滴眼液	眼科	2019(院内制剂)	2023-2024(2.4类新药)	10+(50)
		恩沙替尼	肿瘤		2020(上半年)	国内+海外30
		MIL-60	肿瘤		2021	10
		CM-082	肿瘤		2021	15
恩华药业	163	D-0316	肿瘤		2021	20
		地佐辛	麻醉镇痛		2020(下半年)	10
		羟考酮	麻醉镇痛		2020(下半年)	15
		舒芬太尼	麻醉镇痛		2020(下半年)	15
乐普医疗	638	阿芬太尼	麻醉镇痛		2021	15
		NeoVas可降解支架	冠脉介入	2019		50
我武生物	313	黄花蒿粉滴剂	脱敏制剂		2020	25
健康元	317	布地奈德	呼吸		2020	15
科伦药业	299	伐地那非	男科		2020(下半年)	20
		达泊西汀	男科		2020(下半年)	15
安科生物	227	KLA167 (PD-L1)	肿瘤		2021	15
		生长激素水针	生长激素	2019		20
通化东宝	319	甘精胰岛素	胰岛素	2019		15
健友股份	426	依诺肝素注射剂(海外)	抗凝	2019		40

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 仅对国盛医药团队已覆盖标的的产品进行梳理, 预计获批时间为根据公司公告的研发/审批进度预测)

选择2020 H2: 【创新器械、精准医疗】发展如火如荼，强科技属性带来跨越式增长

创新器械产品

- **医疗器械属于全球范围内的朝阳产业**（2017-2024年CAGR 6%），而中国市场目前处于市场扩容和进口替代的双击时代，整体处于高速增长状态（CAGR ≥ 15%）；其中创新型器械属于高壁垒多学科交织类产品，治疗领域复杂培养持续用户粘性，在产品生命周期及盈利能力方面均有超预期表现。
- **国产创新医疗器械快速获批**：近年来国内创新性医疗器械爆发式获批，部分获批产品为首批突破性产品，同时国产创新医疗器械在获批速度和技术水平上已与欧美同类产品保持同步，包括如可降解冠脉支架（乐普医疗）、主动脉支架（心脉医疗）、PET-MRI（联影医疗）、伴随诊断试剂盒等，在国内器械市场的持续规范化趋势下，创新器械在审批、准入、定价等方面的优势将赋予其强大盈利能力。

图表44: 2019年至今获得创新医疗器械资格并上市的国产器械产品

产品名称	生产企业	产品名称	生产企业
多孔钽骨填充材料	瑞泽医药	脱细胞角膜植片	中皓生物
生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统	乐普医疗	冠状动脉造影血流储备分数测量系统	瑞迈德医疗
病人监护仪BeneVision N12/N15/N17	迈瑞医疗	一次性使用有创压力传感器	瑞迈德医疗
腹主动脉腹膜支架及输送系统	心脉医疗	正电子发射及X射线计算机断层成像扫描系统uMI Vista	联影医疗
左心耳闭合系统	麦迪顶峰	核酸扩增检测分析仪UC0102	优思达生物
左心耳封堵器系统	普实医疗	等离子手术设备	菁益医疗
调强放射治疗计划系统软件	中科超精	药物球囊扩张导管	心脉医疗
数字乳腺X射线摄影系统uMammo 890i	联影医疗	心血管光学相干断层成像设备及附件	中科微光
正电子发射及X射线计算机断层成像扫描系统	锐世医学	RNF180/Septin9基因甲基化检测试剂盒（PCR荧光探针法）	博尔诚科技
经导管主动脉瓣膜系统	微创心通	生物可吸收冠脉雷帕霉素洗脱支架系统	华安生物
一次性使用血管内成像导管	沃福曼	胚胎植入前染色体非整倍体检测试剂盒（半导体测序法）	贝康医疗
无创血糖仪NIGA01	博邦方舟	人EGFR/KRAS/BRAF/HER2/ALK/ROS1基因突变检测试剂盒（半导体测序法）	飞翔生物
植入式左心室辅助系统	永仁心医疗		

资料来源: NMPA, 国盛证券研究所

- **创新医疗器械公司是未来优质投资标的**：随着科创板的不断扩容，医药生物尤其是医疗器械企业受到市场的高度关注，部分企业在创新器械产品（如主动脉支架、微创手术耗材、骨科创新耗材等）的带动下业绩爆发式增长；同时A/H股医疗器械企业所推出的创新性产品如TAVR、可降解支架、药物球囊、人工关节、内窥镜等产品也均处于快速放量期，大量产品未来预计均有百亿级别市场规模，而创新器械产品的高技术壁垒也保障了长期盈利性，这一类研发型创新器械公司在新产品的带动下业绩有望持续保持高速增长，成为长期优质投资标的。

图表45: 科创板已上市医疗器械企业

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率(TTM)
688029.SH	南微医学	304.39	106
688016.SH	心脉医疗	214.62	137
688139.SH	海尔生物	164.53	74
688298.SH	东方生物	161.95	142
688085.SH	三友医疗	157.90	175
688399.SH	硕世生物	129.54	74
688198.SH	佰仁医疗	103.30	175
688108.SH	赛诺医疗	91.06	122
688358.SH	祥生医疗	60.54	52
688068.SH	热景生物	40.93	113

资料来源: wind, 国盛证券研究所

选择2020 H2: 【创新器械、精准医疗】发展如火如荼, 强科技属性带来跨越式增长

精准医疗: 伴随诊断/肿瘤早筛行业迎来爆发期

- **靶向药使用刚需, 推动伴随诊断产品快速发展:** 随着创新药审评的加速, 国内近年来靶向药物上市速度明显提升, 同时考虑到民众用药可及性, 靶向肿瘤药逐步通过谈判降价进入医保开始放量。靶向药的扩大使用使得肿瘤基因检测/伴随诊断产品成为配套刚需, 医保支付标准对各靶向药做出限定(限定特定肿瘤基因突变), 作为靶向药配套产品的伴随诊断试剂需求量将快速扩大。2018年燃石医学、诺禾致源、南京世和、艾德生物的NGS伴随诊断产品相继快速获批上市, 告别此前伴随诊断产品无“准生证”问题, 行业规范化程度提升, 优质伴随诊断产品将快速进入医院。

图表46: 燃石医学、诺禾致源、世和基因、艾德生物已有NGS伴随诊断检测试剂盒相继获批上市

	燃石医学	诺禾致源	世和基因	艾德生物
获批时间	2018.7.23	2018.8.13	2018.9.30	2018.11.20
检测基因	EGFR/ALK/BRAF/KRAS	EGFR/KRAS/BRAF/ PIK3CA/ALK/ROS1	EGFR/ALK/ROS1/BRAF/ KRAS/HER2	EGFR/ALK/ROS1/RET/KRAS/ NRAS/PIK3CA/BRAF/HER2/MET
测序方法	可逆末端终止测序法	半导体测序法	可逆末端终止测序法	可逆末端终止测序法
测序平台	illumina MiSeqDx	DA8600	illumina MiSeqDx	NextSeq CN500
类型及对应靶向药	EGFR 吉非替尼、埃克替尼 (19del,L858R) ALK 奥西替尼 (T790M) ROS1 克唑替尼 (ALK重排 (融合)) KARS 克唑替尼 (ROS1融合)	吉非替尼 (19del,L858R) 奥西替尼 (T790M) 克唑替尼 (ALK融合) 克唑替尼 (ROS1融合)	吉非替尼、埃克替尼 (19del,L858R) 奥西替尼 (T790M) 克唑替尼 (ALK融合) 克唑替尼 (ROS1融合)	吉非替尼 (19del,L858R) 奥西替尼 (T790M) 克唑替尼 (ALK融合) 克唑替尼 (ROS1融合) 西妥昔单抗 (KRAS野生型)

资料来源: CMDE, 国盛证券研究所

- **肿瘤早筛颠覆传统诊断路径, 带来行业爆发式增长:** 基于NGS的肿瘤早筛借助其高敏感性在患者肿瘤早期进行确诊。以贝瑞基因在研肝癌早筛产品为例, 我国早期肝癌发现率不足30%, 而传统超声及血清学检测敏感度不足70%, 而基于ctDNA通过算法进行高风险肝硬化患者筛查的早筛产品, 相较现阶段如燃石医学、泛生子等企业目前也均在推进各瘤种早筛产品, 未来国内肿瘤早筛行业将迎来爆发式增长影像学+血清学的诊断方式可以提前6-12个月发现极早期肿瘤患者, 将患者5年期生存率提升5倍以上, 而单产品预计未来空间也将超过百亿。
- **精准医疗企业上市热潮带动市场关注度迅速提升:** 燃石医学、泛生子近期先后在美股上市, 同时诺禾致源、世和基因等优质企业也有望在科创板上市; 公司业绩的快速增长叠加市场关注度提升将给予上市公司一定程度溢价, 而未来精准医疗所代表的行业趋势也将持续推动头部企业保持长期快速发展, 可作为优质投资标的。

图表47: 精准医疗头部企业快速登录二级市场

公司	上市进度	2019年 营业收入	2019年 同比增长	市值/估值
世和基因	科创板 (券商辅导)	N/A		70亿人民币 (D轮估值)
燃石医学	NASDAQ	3.82亿元	82.74%	29.30亿美元
泛生子	NASDAQ	3.23亿元	43.63%	14.14亿美元
诺禾致源	科创板 (提交申请)	15.35亿元	45.68%	N/A

资料来源: wind, 国盛证券研究所

选择2020 H2：医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地

图表48：国盛医药中期策略因势而动组合

因势而动组合	市值(亿元)	细分领域	2020E利润 (亿元)	2021E利润 (亿元)	2022E利润 (亿元)	2020 PE	2021 PE	2022 PE
智飞生物	1571	创新疫苗	33.91	49.14	61.64	46	32	25
沃森生物	838	创新疫苗	11.85	17.37	22.05	71	48	38
凯莱英	523	CXO	7.25	9.44	12.35	72	55	42
博腾股份	172	CXO	2.43	3.16	4.13	71	54	42
九洲药业	225	CXO	3.82	5.85	7.62	59	38	30
丽珠集团	433	创新药	17.4	20.12	24.01	25	22	18
兴齐眼药	119	大单品	0.6	1.1	1.9	198	108	63
健康元	318	大单品	10.57	12.53	14.80	30	25	21
恩华药业	162	大单品	8	9.9	12.27	20	16	13
健友股份	433	注射剂国际化	8.99	11.77	15.75	48	37	27

资料来源：wind，国盛证券研究所（注：2020年6月22日收盘数据）

图表49：国盛医药中期策略与时偕行组合

与时偕行组合	市值(亿元)	细分领域	2020E利润 (亿元)	2021E利润 (亿元)	2022E利润 (亿元)	2020 PE	2021 PE	2022 PE
恒瑞医药	4947	创新药龙头	68.56	84.72	106.36	72	58	47
迈瑞医疗	3678	器械龙头	57.10	69.50	84.09	64	53	44
药明康德	2072	CXO龙头	26.5	33.6	42.9	78	62	48
长春高新	1619	生长激素龙头	27.8	36.2	45.8	58	45	35
爱尔眼科	1843	医疗服务龙头	17.97	23.49	30.60	103	78	60
华兰生物	888	血制品龙头+ 疫苗	16.61	19.48	22.7	53	46	39
贝达药业	479	创新药白马	3.77	5.36	7.49	127	89	64
康龙化成	668	CXO白马	7.4	9.8	12.8	90	69	52
乐普医疗	645	器械白马	22.41	29.19	38.16	29	22	17
药店组合	/	药店白马	/	/	/	/	/	/

资料来源：wind，国盛证券研究所（注：迈瑞医疗、华兰生物为wind一致预期，2020年6月22日收盘数据）

选择2020 H2：医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地

图表50：国盛医药中期策略因势而动组合核心推荐逻辑

因势而动组合	核心推荐逻辑
智飞生物	<ol style="list-style-type: none"> 1、估值重塑。公司估值重塑重要年份，源于研发进展，易卡已经获批，微卡在最后审批流程，其他重磅品种如23价肺炎疫苗、二倍体狂犬疫苗、四价流感疫苗、15价肺炎疫苗都处于临床III期，未来几年都有望上市贡献业绩。 2、业绩继续维持高速增长，21年PEG小于1。 3、催化方面：三季度有望迎来催化，预防性微卡有望三季度获批，未来市场可期。新冠疫苗有望在下半年持续进展。
沃森生物	<ol style="list-style-type: none"> 1、大品种兑现放量。公司13价肺炎批签发和招投标顺利，有望快速放量，公司盈利能力迎来拐点。 2、公司管线中，二价HPV已报产受理，九价HPV预计年内开始临床III期，同艾博生物合作研发mRNA新冠疫苗和带状疱疹疫苗持续推进。 3、公司同盖茨基金会合作，具备国际化视野，近年来已逐渐拓展国际市场，未来国际市场也有望贡献较大业绩增量。
凯莱英	<ol style="list-style-type: none"> 1、行业科技属性，买龙头估值溢价。中国CDMO行业受益于产业转移、政策利好及本土创新研发热潮，进入黄金增长期。 2、看三年，凯莱英作为国内CDMO技术领导者，业绩有望持续高速增长（复合30-35%）。 3、看五年，夯实小分子，进军大分子，国内CRO+CDMO一体化发展，凯莱英有望跻身全球CDMO第一梯队。
博腾股份	<ol style="list-style-type: none"> 1、CDMO赛道未来几年景气度持续向好，博腾核心架构已经搭好，业务结构健康。 2、博腾股份未来的增长驱动力来自于项目储备、客户储备、项目升级。 3、基于当前的早期临床项目积累、新客户开拓、以及产品由中间体向API/制剂拓展升级的潜力，我们认为公司后续主业增长的动力较足，未来三年复合增速在30-35%。
九洲药业	<ol style="list-style-type: none"> 1、合作弹性+CDMO趋势弹性+复产业绩弹性 2、瑞科复产带来短期业绩弹性，长期逻辑看CDMO快速发展。 3、诺华大品种+其他国际一线大药企合作+国内外二线创新药企合作，订单丰富技术领先，是能够长大的CDMO企业。
丽珠集团	<ol style="list-style-type: none"> 1、认知差。丽珠有研发、销售、生产一体化平台优势，几个平台（精准诊断丽珠试剂、单抗和微球）都有资本运作和独立发展的空间，平台的独立发展也会加速千亿的实现。公司去年管理层更替之后，整个体系都在提速，对平台价值和体系加速市场有认知差。 2、性价比。公司已经是艾普拉唑（1.1类新药）和亮丙瑞林（高难仿制高端剂型）为核心驱动力的公司，预计2021年公司20亿利润，给予25XPE，第一目标市值500亿。结合当下市场风险偏好，公司目标估值有望提升。
兴齐眼药	<ol style="list-style-type: none"> 1、大单品获批带来的公司质地认知差，10亿级别大单品环孢素获批带动业绩上涨，公司认可度提升。 2、低浓度阿托品滴眼液加速放量，20年销售有望破亿，19-28年有望独占50亿市场。 3、后续眼科器械产品，药品新品不断获批或进入可见期，提供新增长动能。
健康元	<ol style="list-style-type: none"> 1、估值提升。公司呼吸科产品系统性推进，估值有望系统性提升，明年估值仅25倍，有望实现戴维斯双击。 2、呼吸科大市场+丽珠集团提供安全垫+多领域布局。 3、大品种布地奈德下半年有望获批。
恩华药业	<ol style="list-style-type: none"> 1、公司变化带来的多个大产品获批带来的品种结构优化，进而带来的估值修复，业绩也会有所加速体现。 2、舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼几个麻醉管制药品以及地佐辛这个二类精神大品种即将陆续获批，产品结构优化持续进行，未来增长驱动强。 3、未来3年复合20%的增长确定性较高，20X的估值反映了市场集采的过分悲观预期，而管制类产品的获批和未来的成长性未在估值中体现。
健友股份	<ol style="list-style-type: none"> 1、全球化肝素原料制剂一体化企业，肝素类注射剂制剂已实现全球销售，依托充沛库存和制剂产品落地优势，全球肝素行业格局迎来变革。 2、注射剂国际化水平跃居国内首位，重磅品种陆续获批，依托注射剂研发、生产及美国市场落地的全产业链业务构架，业务迎来爆发期。 3、借助现有全球化布局的研产销一体业务基础，未来3年在保持较高业绩成长性的同时确定性较强，有望享受一定估值溢价。

资料来源：wind，国盛证券研究所（注：2020年6月22日收盘数据）

选择2020 H2：医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地

图表51：国盛医药中期策略与时偕行组合核心推荐逻辑

与时偕行组合	核心推荐逻辑
恒瑞医药	<ol style="list-style-type: none"> 看空间：10年维度，鼓励创新带来的国内用药结构发生变化，龙头集中度提升，恒瑞远未到天花板，成长空间巨大。 看稀缺性：中国已经确定性进入创新药时代，但是还在早期，这个时期，同时拥有确有用强大销售能力及确定性强的成体系的研发能力的标的非常稀缺，公司研发投入和效率国内名列前茅，管线体系最为强大，销售能力的强大已经得到证明，公司有望持续大幅享受估值溢价。 看变化：作为国内创新药龙头，随着吡咯替尼、19k、PD-1、瑞玛唑仑等创新药的放量，叠加卡泊芬净、布托啡诺、艾斯氟氯酮等特色品种放量，公司收入端有望维持30%以上超高增速，同时未来三年公司创新药收入占比有望提升至50%。收入结构产生巨大变化。
迈瑞医疗	<ol style="list-style-type: none"> 中国医疗器械巨头，企业收入达到两百亿级别、持续大比例研发投入、部分产品已达到国际顶级水平，行业地位难以撼动。 国内国际双线作战，三大业务板块保持快速增长，其他产品线也在逐步加强，高端产品+新品类的陆续推出不断带动公司产品向更高、更广两个维度拓展，以全球医疗器械市场为业务天花板，未来成长空间巨大。 国内分级诊疗、国产替代、医药新基建、海外疫情新订单等催化共振，带来产品增长持续超预期的可能。
药明康德	<ol style="list-style-type: none"> 这是一个平台型CXO公司，因平台流量共享优势，各条业务线能够充分享受平台红利，也具备较强的科技属性。 公司参与全球竞争，核心业务临床前CRO与CDMO增长空间巨大。 通过创新模式DDSU与临床服务能力建设持续分享国内创新红利。 投资布局医疗健康生态圈反哺药物研发的同时不断提高长期成长天花板。
长春高新	<ol style="list-style-type: none"> 当前依然是在医药硬核资产中估值性价比最高公司之一。 生长激素业务需求刚性高，受疫情影响后恢复迅速，今后三年高增长预期不变。 百克分拆科创板上市，在水痘疫苗批签发迅速恢复，鼻喷流感疫苗年底放量，后续管线不断释放预期下，有望实现业绩和估值双击。
爱尔眼科	<ol style="list-style-type: none"> 眼科医疗服务龙头。 天花板极高。 商业模式已验证，品牌&复制互相强化，业绩稳定高成长。
华兰生物	<ol style="list-style-type: none"> 血制品龙头标的，去库存持续完成，业绩稳定增长。疫情加速静丙库存消耗，后续关注血制品量价变化关系。 新冠今年有望加持，流感疫苗渗透率有望持续提高，疫苗板块有望快速增长。 管线进展变化：多个单抗品种进入临床III期，20-21年开始将有产品陆续申报生产，未来有望贡献业绩增量。
贝达药业	<ol style="list-style-type: none"> A股稀缺的创新药标的，埃克替尼持续贡献稳定现金流。 恩沙替尼上市在即，后续研发管线梯队已逐步形成。 2020年催化较多（品种获批、管线数据等）
康龙化成	<ol style="list-style-type: none"> 药物发现能力全球领先打造流量端口。 近年来，业务协同效应叠加盈利能力提升驱动业绩高增长。 持续建设CMC与临床服务能力提供巨大成长空间。
乐普医疗	<ol style="list-style-type: none"> 器械板块可降解支架、药物球囊等创新器械将持续带动器械板块利润保持高速增长，高耗集采带来行业集中度提高，利好头部器械企业。 药品板块氯吡格雷和阿托伐他汀集采中标，未来2-3年保证稳定销售，新品种的获批和零售端销售发力将保证药品业绩稳定增长。 依托多个技术平台，未来五年公司将迎来数十个创新器械的陆续获批，长期发展逻辑通顺。
药店组合	<ol style="list-style-type: none"> 疫情期间确定性比较优势较高的细分领域，在众多优质医药细分领域中，比较业绩估值性价比具备子领域间比较优势。 短期来看，由于保健品消费回暖，板块业绩高增长的确性高。 长期来看，具备处方外流与集中度提高逻辑，天花板高。

资料来源：wind，国盛证券研究所（注：2020年6月22日收盘数据）

风险提示:

- **控费政策持续超预期:** 由于医保基金的压力, 可能会有持续的控费政策发布
- **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