

# 医药生物

## 2020H2，医药怎么把握，怎么选择？

**本周回顾与周专题：**本周申万医药指数上涨 1.09%，位列全行业第 6，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。**本周周专题，我们对 6 月 24 日外发的国盛医药中期策略精华部分进行了摘录。**

**板块观点：**医药本周继续强势表现同时时间波动不断加大，按照我们【核心变量】（决定大趋势）和【次要变量】（影响日间波动）理论，是核心变量（疫情带来的国际经济政治环境的不确定性下的医药行业的确定性行业比较优势，北京疫情反复）仍然没有变化、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）也在不断强化所致，但到目前为止没有大的负向催化剂和系统性看空理由，目前可继续维持结构性乐观，医药下半年配置策略可用三句话表达：**医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地。**具体三个维度：第一个维度，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；第二个维度，稳健角度可自下而上寻找高确定性高 PEG 性价比特色标的以及有中长期逻辑的二线标的的估值扩张；第三个维度，超一线龙头白马伴随医药行情继续估值扩张。另外再次强调，当下市场对医药是一个比较特殊的时期，市场对于估值容忍度高和逻辑验证性要求低，选股风险偏好可适度提升。

**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，北京疫情反复加剧市场担忧，强化了主要变量。**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。海外美国复工后再次爆发，印度、巴西等多地进入爆发期，对实体经济冲击还需要长时间消化，外需板块后续影响较大，另外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：次要变量边际在强化，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）基金持仓：已到历史较高水平。**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，当下仓位可能更高。

**（2）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，但我们认为这些不会带来较大的负向预期差，这里不排除医药过于火热，市场部分“医药盲点”资金存在预期差。**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。

**（3）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），在未来很长一段时间，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。

**三、配置思路：当下医药如何做配置？**当下医药配置策略可用三句话表达：医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地。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）弹性思路：**市场估值弹性大、接受度高的细分领域个股（如具备科技属性如 CXO、创新药、创新疫苗以及底部反转、中报高增长等），如：药明康德、智飞生物、九洲药业、博腾股份、凯莱英、沃森生物、健康元、兴齐眼药、科伦药业、药石科技等，另外科创板里面资产价值的重点梳理和研究。

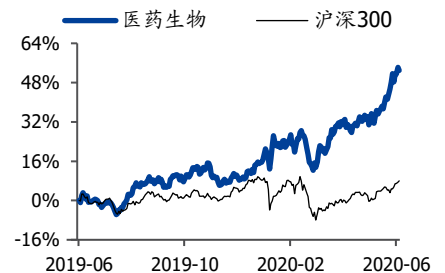
**（2）稳健思路：**自下而上寻找高确定性高 PEG 性价比特色标的以及有中长期逻辑的二线标的的估值扩张，如：丽珠集团、健友股份、恩华药业、仙琚制药、美诺华、九强生物、通化东宝、普利制药、东诚药业、乐普医疗。

**（3）中长期配置思路：**一线龙头白马长期成长确定性考量和当下市场热度下的继续估值扩张，如：康龙化成、贝达药业、恒瑞医药、长春高新、老百姓、大参林、益丰药房、华兰生物、迈瑞医药、爱尔眼科、我武生物、安科生物、通策医疗、片仔癀、康泰生物、金城医学、泰格医药等。

**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

研究助理 杨春雨

邮箱：yangchunyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《医药生物：CXO 多维度跟踪指标更新，坚定看好板块长逻辑》2020-06-21
- 2、《医药生物：四大视角探讨缘何特色原料药持续大涨？另附检测公司再梳理》2020-06-14
- 3、《医药生物：手套到底是个怎样的行业？国内相关企业发展前景几何？》2020-06-07



## 内容目录

1、医药核心观点	4
1.1 周观点	4
1.2 投资策略及思考	5
<b>1.3 医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地</b>	6
<b>1.3.1 复盘 2020 H1：医药板块领跑全行业，成为半年度冠军</b>	7
<b>1.3.2 思考 2020 H1：医药成为半年度冠军，背后的逻辑是什么？</b>	11
<b>1.3.3 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</b>	13
<b>1.3.4 选择 2020 H2：医药节奏看疫情，重点细分看“科技”，自下而上填洼地</b>	17
2、本周行业重点事件&政策回顾	20
3、行情回顾与医药热度跟踪	21
3.1 医药行业行情回顾	21
3.2 医药行业热度追踪	24
3.3 医药板块个股行情回顾	25
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	27
5、风险提示	31

## 图表目录

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)	7
图表 2: 2020H1 医药各子领域涨跌幅 (2020.1.1 至 2020.6.21)	8
图表 3: 2020 年“4+X”五大方向分化图 (2020.1.1 至 2020.6.21)	9
图表 4: 2020 年医药特色细分领域分化图 (2020.1.1 至 2020.6.21)	9
图表 5: 2020H1 医药行业涨幅 TOP30 情况	10
图表 6: 四变量观测模型	11
图表 7: 疫情发展全过程复盘	11
图表 8: 各行业净利润总和 10 年 CAGR	12
图表 9: 各行业 10 年 10 倍股数量及占比	12
图表 10: 医药股中 10 年净利润增速与市值的关系	12
图表 11: 医药 vs. 大盘 10 年涨跌幅	13
图表 12: 医药子行业过去 10 年涨跌幅	13
图表 13: 全球新冠肺炎每日新增确诊情况	13
图表 14: 全球新冠疫情现有确诊各地区分布情况	13
图表 15: 医药行业运行规律复盘	14
图表 16: 医药政策改革全景图	15
图表 17: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	15
图表 18: 4+X 细分领域 2020 年估值情况	16
图表 19: 近十五年公募基金重仓医药大幅超配复盘图 (2006-2020Q1)	17
图表 20: 当下时间点配置策略的核心变量和领域选择	17
图表 21: 国盛医药中期策略因势而动组合核心推荐逻辑	18
图表 22: 国盛医药中期策略与时偕行组合核心推荐逻辑	19
图表 23: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	21
图表 24: 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(%)	21
图表 25: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	22
图表 26: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020 年初至今, %)	23
图表 27: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	23

图表 28: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%) .....	24
图表 29: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs.全部 A 股-剔除银行) .....	24
图表 30: 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 .....	25
图表 31: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股 .....	25
图表 32: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股 .....	26
图表 33: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况 .....	29

## 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 1.09%，位列全行业第 6，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。本周周专题，我们对 6 月 24 日外发的国盛医药中期策略精华部分进行了摘录。

**板块观点：**医药本周继续强势表现同时日间波动不断加大，按照我们【核心变量】（决定大趋势）和【次要变量】（影响日间波动）理论，是核心变量（疫情带来的国际经济政治环境的不确定性下的医药行业的确定性行业比较优势，北京疫情反复）仍然没有变化、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）也在不断强化所致，但到目前为止没有大的负向催化剂和系统性看空理由，目前可继续维持结构性乐观，医药下半年配置策略可用三句话表达：医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地。具体三个维度：第一个维度，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；第二个维度，稳健角度可自下而上寻找高确定性高 PEG 性价比特色标的以及有中长期逻辑的二线标的的估值扩张；第三个维度，超一线龙头白马伴随医药行情继续估值扩张。另外再次强调，当下市场对医药是一个比较特殊的时期，市场对于估值容忍度高和逻辑验证性要求低，选股风险偏好可适度提升。

**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，北京疫情反复加剧市场担忧，强化了主要变量。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。海外美国复工后再次爆发，印度、巴西等多地进入爆发期，对实体经济冲击还需要长时间消化，外需板块后续影响较大，另外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：**次要变量边际在强化，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）基金持仓：**已到历史较高水平。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，当下仓位可能更高。

**（2）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，但我们认为这些不会带来较大的负向预期差，这里不排除医药过于火热，市场部分“医药盲点”资金存在预期差。**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。

**(3) 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、配置思路：当下医药如何做配置？**当下医药配置策略可用三句话表达：医药节奏看疫情，重点细分看科技，自上而下填洼地。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) 弹性思路：**市场估值弹性大、接受度高的细分领域个股（如具备科技属性如CXO、创新药、创新疫苗以及底部反转、中报高增长等），如：药明康德、智飞生物、九洲药业、博腾股份、凯莱英、沃森生物、健康元、兴齐眼药、科伦药业、药石科技等，另外科创板里面资产价值的重点梳理和研究。

**(2) 稳健思路：**自下而上寻找高确定性高PEG性价比特色标的以及有中长期逻辑的二线标的的估值扩张，如：丽珠集团、健友股份、恩华药业、仙琚制药、美诺华、九强生物、通化东宝、普利制药、东诚药业、乐普医疗。

**(3) 中长期配置思路：**一线龙头白马长期成长确定性考量和当下市场热度下的继续估值扩张，如：康龙化成、贝达药业、恒瑞医药、长春高新、老百姓、大参林、益丰药房、华兰生物、迈瑞医药、爱尔眼科、我武生物、安科生物、通策医疗、片仔癀、康泰生物、金城医学、泰格医药等。

## 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、康弘药业、丽珠集团、科伦药业（潜力）、海思科、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、东阿阿胶、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**: 推荐重点关注金域医学、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。
- **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;

### 1.3 医药节奏看疫情, 重点细分看“科技”, 自下而上填洼地

2020年上半年即将过去, 我们经历了不平凡的半年, 医药二级市场也迎来一波跌汤起伏的行情, 我们在6月24日发布的医药中期策略中对上半年医药走势及背后的逻辑进行了复盘和思考, 对当下医药的状态进行了思辨, 对下半年医药的选择给出了建议。本周周报, 我们对2020年医药中期的精华内容进行了摘录。

#### 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）股通的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。

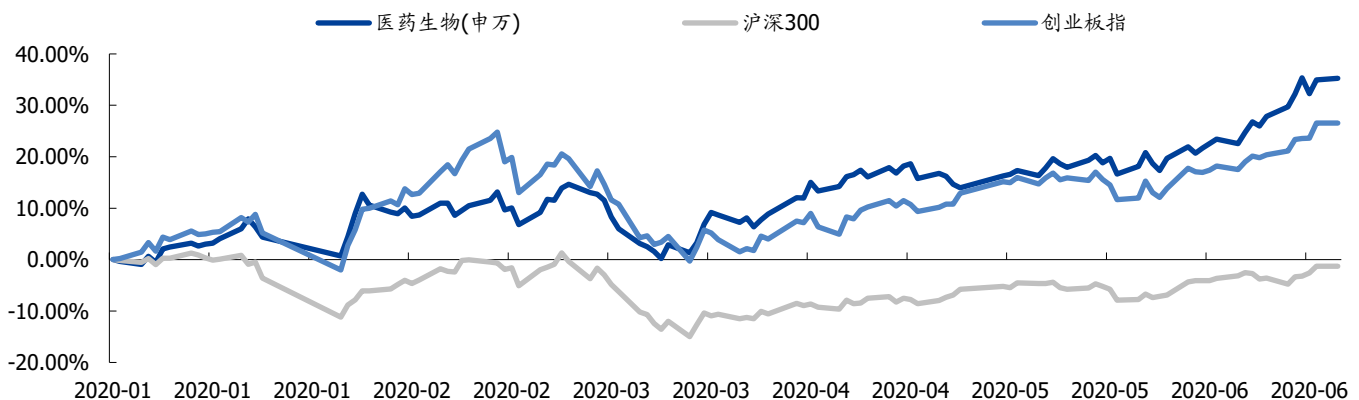
#### 四、选择 2020 H2：投资策略与核心推荐标的

- **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：
  - （1）“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。
  - （2）“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、康龙化成、乐普医疗、药店组合。

#### 1.3.1 复盘 2020 H1：医药板块领跑全行业，成为半年度冠军

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。

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）

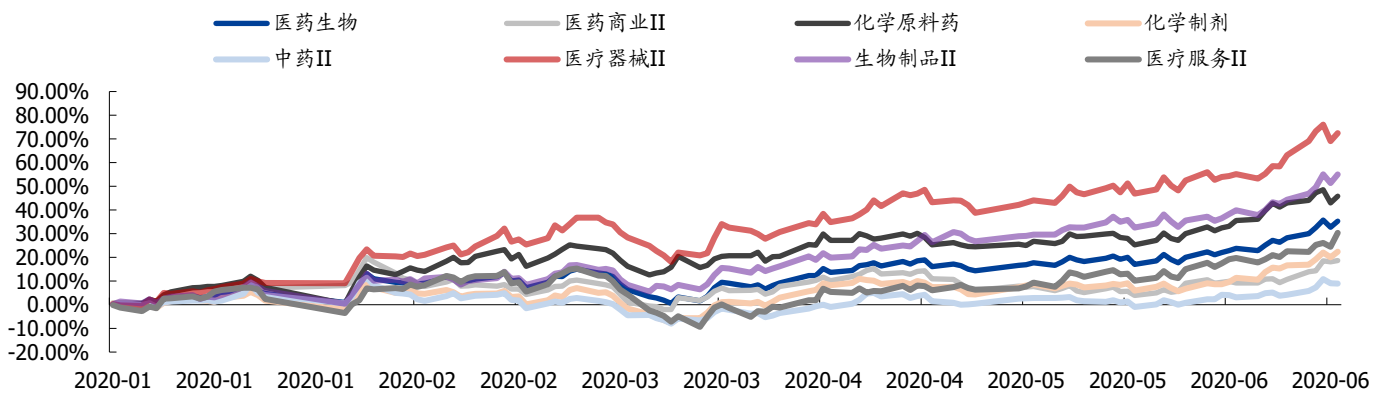


资料来源：wind，国盛证券研究所

- 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2020Q1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。

传统分类下：医药各子行业分化严重，医疗器械(+73%)&生物制品(+55%)&原料药(+46%)表现亮眼，中药与医药商业明显跑输行业

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



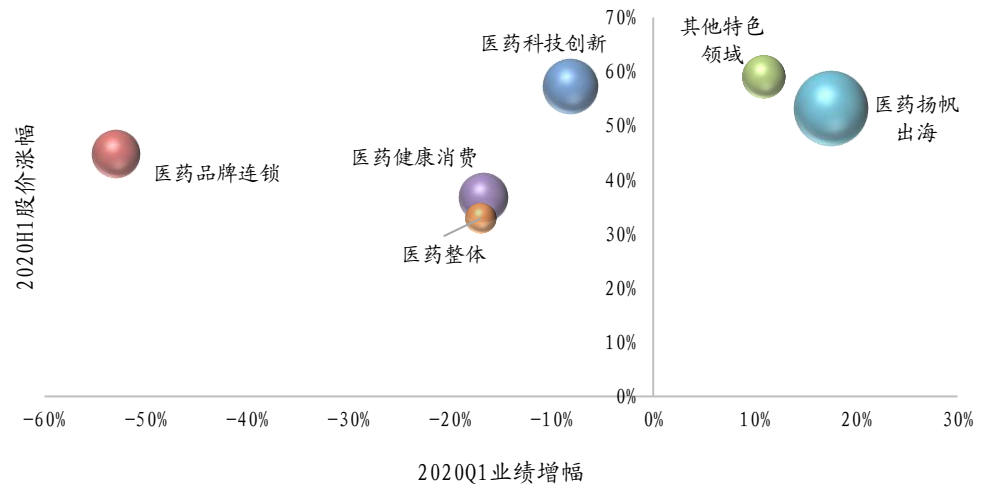
资料来源：wind，国盛证券研究所

新兴分类下，“4+X”继续明显跑赢，细分领域多点开花

- “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。

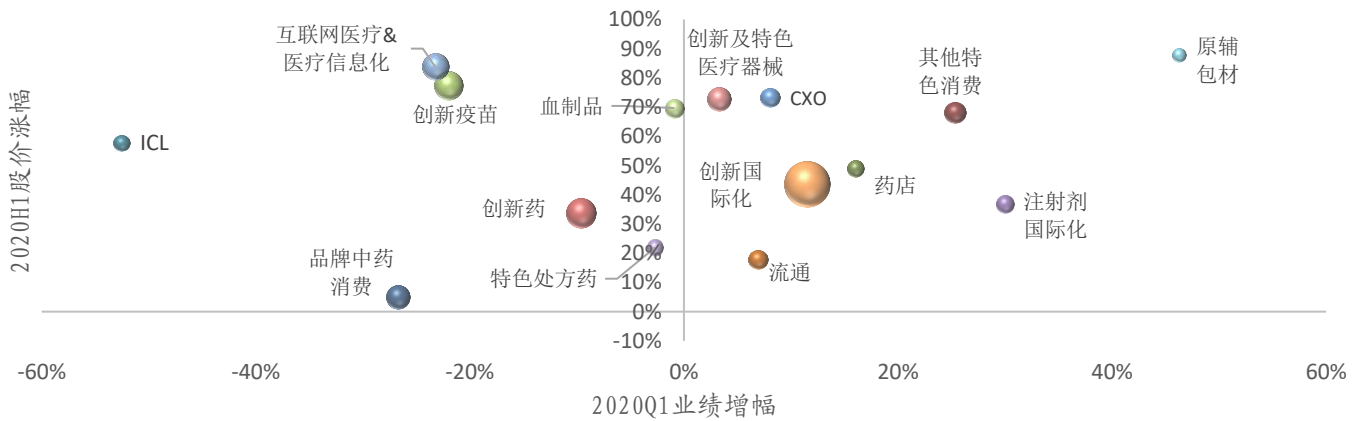


图表 3: 2020 年“4+X”五大方向分化图 (2020.1.1 至 2020.6.21)



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)

**个股走势: 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**

- **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。

图表 5: 2020H1 医药行业涨幅 TOP30 情况

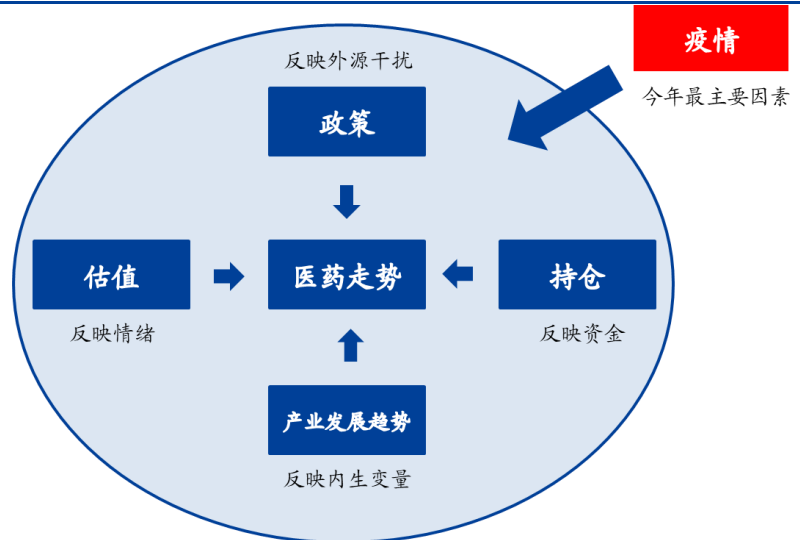
代码	名称	年内涨跌幅	涨幅排名	申万行业分类	期初市值(亿元)	疫情直接相关业务	2020Q1 业绩
300677.SZ	英科医疗	576.32%	1	医疗器械III	32.9	医用手套	281.72%
688399.SH	硕世生物	273.06%	2	医疗器械III	33.9	新冠试剂盒	670.91%
002581.SZ	未名医药	266.99%	3	生物制品III	47.8	疫苗概念	-385.98%
603229.SH	奥翔药业	219.35%	4	化学原料药	32.4		169.59%
603301.SH	振德医疗	196.48%	5	医疗器械III	30.5	口罩	180.63%
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	九洲药业	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)

### 1.3.2 思考 2020 H1: 医药成为半年度冠军，背后的逻辑是什么？

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。

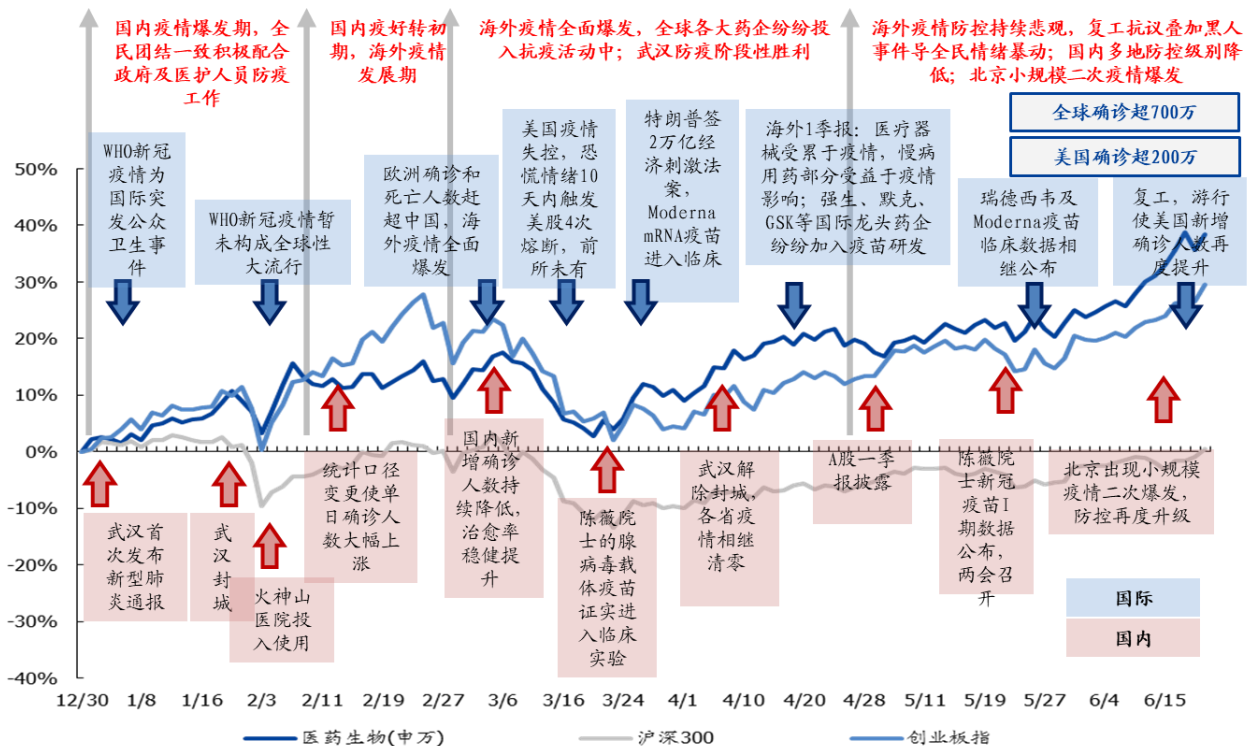
图表 6: 四变量观测模型



资料来源: wind, 国盛证券研究所

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



资料来源: wind, 国盛证券研究所

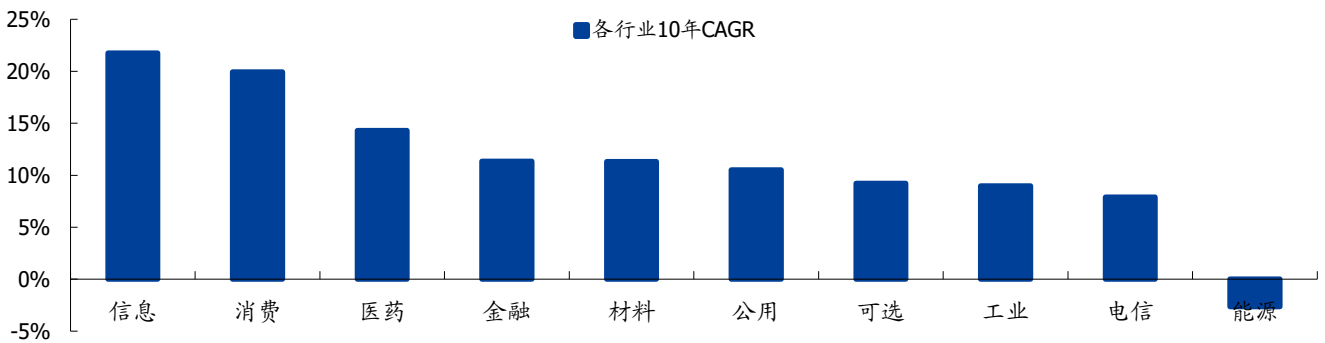
**疫情影响下，医药板块 Q1 业绩刚性相对比较优势突出**

- 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

**医药是名副其实的长跑冠军，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，医药走强符合市场对医药长期成长确定性强的预期**

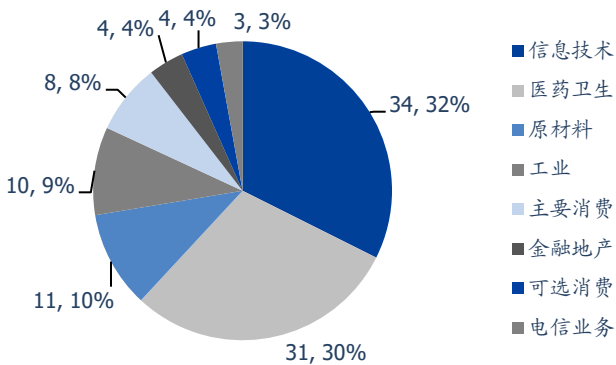
- 从全市场来看，医药板块过去 10 年业绩综合的复合增速为 14%，全行业排名第 3，长期成长确定性具备比较优势。
- 按市值排名看，龙头药企（排名前 10）增速，说明行业正处于结构性优化过程中，优质企业长期成长确定性更明确。
- 从结果看，10 年 10 倍股中，医药股占比高达 30%，与信息技术行业不相上下，长跑冠军辈出的明星行业名副其实。

图表 8: 各行业净利润总和 10 年 CAGR



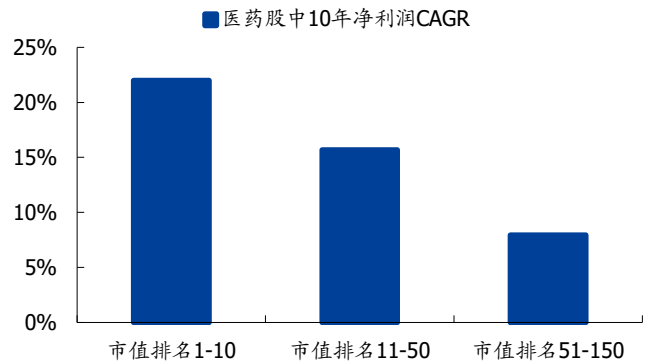
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 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 10: 医药股中 10 年净利润增速与市值的关系

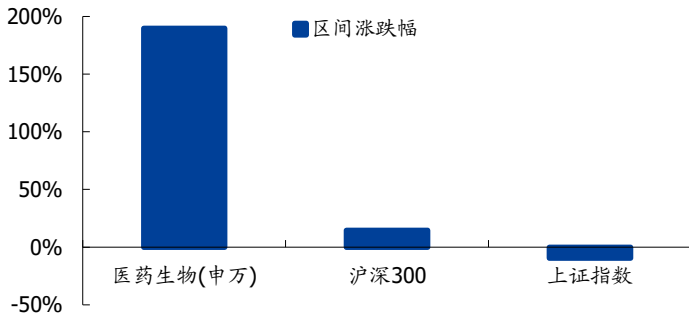


资料来源: wind, 国盛证券研究所

医药板块长期涨幅也高度体现其长期确定性成长优势，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%。

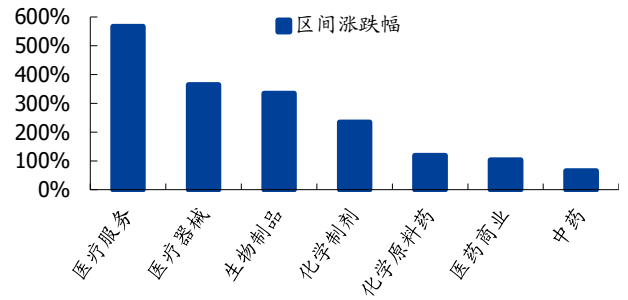


图表 11: 医药 vs. 大盘 10 年涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 医药子行业过去 10 年涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

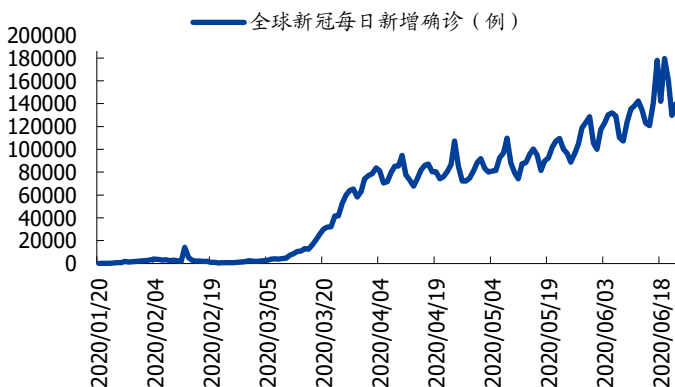
### 1.3.3 思辨 2020 H2: 医药板块当下处于什么状态? 把握核心变量, 观测次要变量

**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。

**核心变量: 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。**

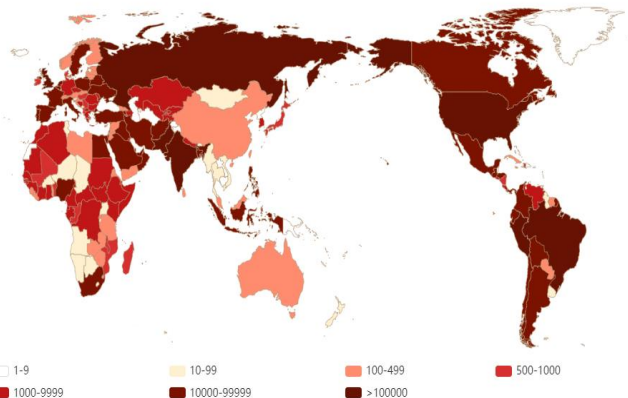
- 全球来看, 根据 wind 数据, 截至 2020 年 6 月 23 日 22:00, 累计确诊 918.2 万例, 累计死亡 47.4 万例, 最新日新增确诊 14.0 万例; 主要来自海外疫情的持续进展; 截至 2020 年 6 月 23 日 22:00, 海外累计确诊 914.0 万例, 现有确诊 377.8 万例, 累计死亡 46.7 万例, 最新日新增确诊 13.5 万例。
- 分地区来看, 美国、巴西、俄罗斯、印度、英国、西班牙、秘鲁等国疫情最为严重, 其中美国累计确诊超过 200 万例, 巴西累计确诊超过 100 万例, 8 个国家累计确诊超过 20 万例, 海外现阶段仍有单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 13: 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 14: 全球新冠疫情现有确诊各地区分布情况



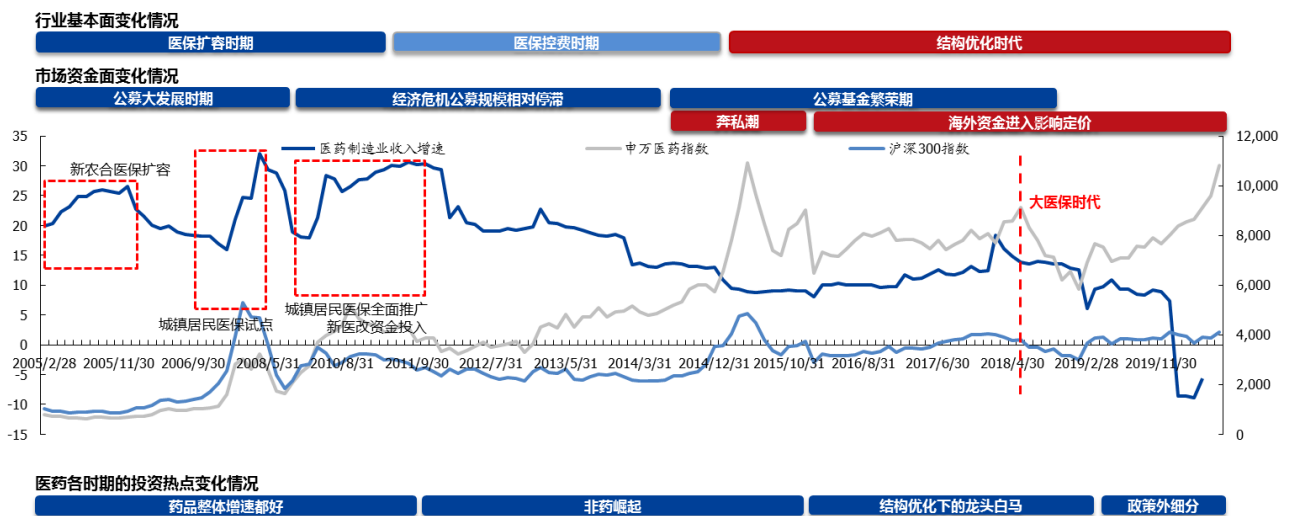
资料来源: wind, 国盛证券研究所

**次要变量一: 产业发展, 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”, 非药标的已占据半壁江山, 新兴细分领域强化产业地位。医药行业是一场【淘汰赛】, 每个阶段行业发展内在逻辑与赚钱逻辑在不断演变:**

- 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 15: 医药行业运行规律复盘

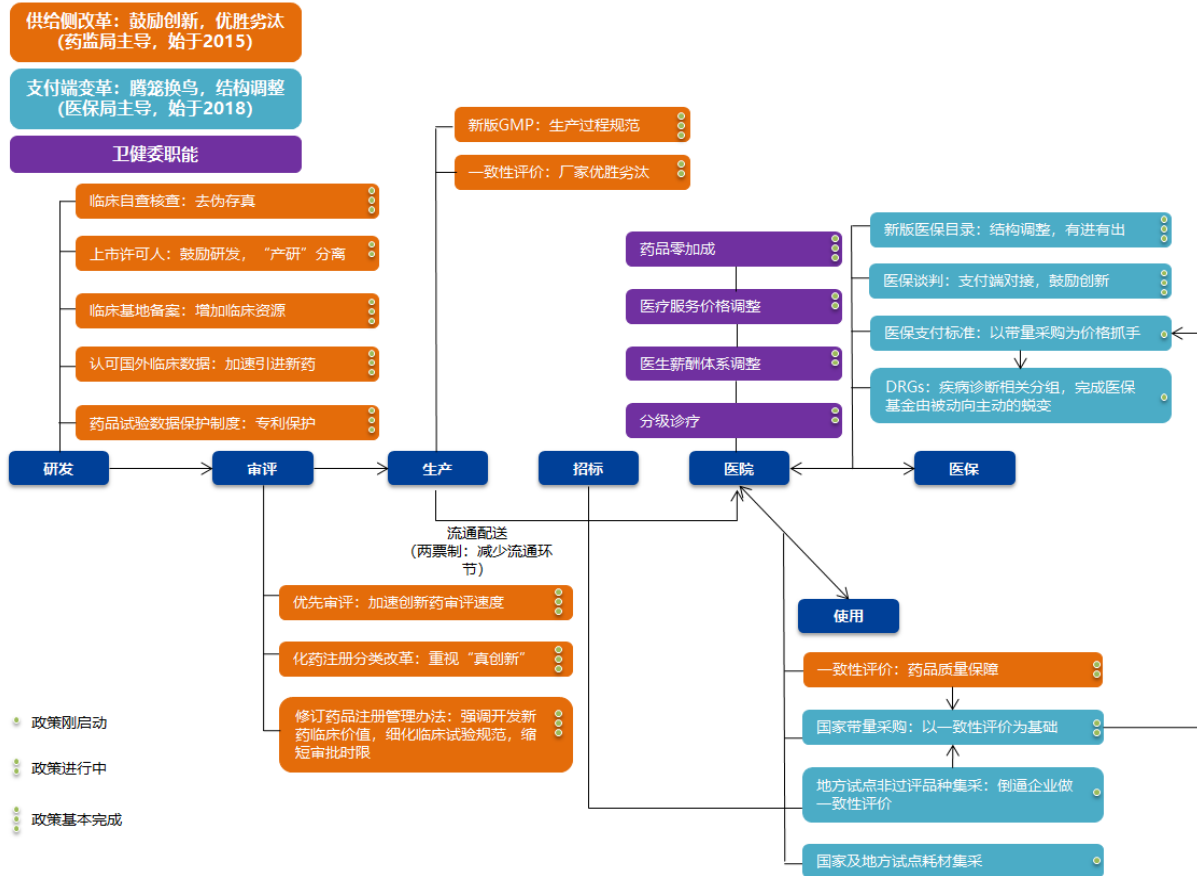


资料来源: wind, 各部委, 国盛证券研究所, 注: 医药制造业收入增速 (左轴, 单位%), 申万医药指数 (右轴), 沪深 300 指数 (右轴)

次要变量二：政策，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。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。

- 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。

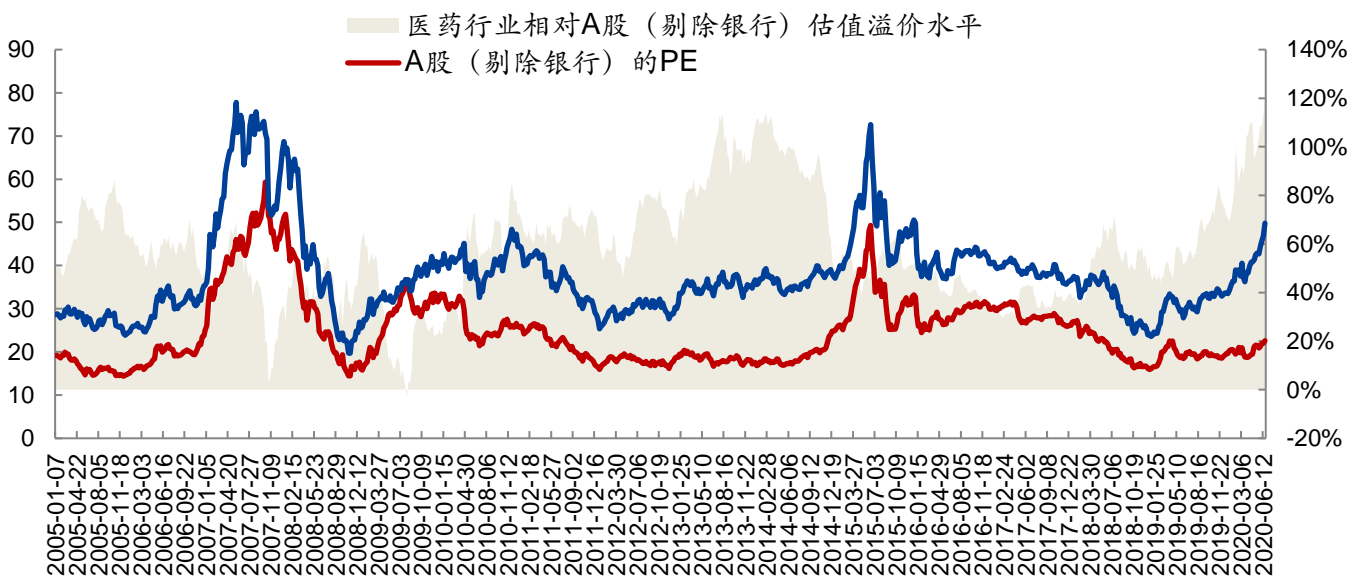
图表 16: 医药政策改革全景图



资料来源: wind, 各部委, 国盛证券研究所

次要变量三: 估值, 医药绝对和相对估值均处于 2005 年以来相对高位。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。

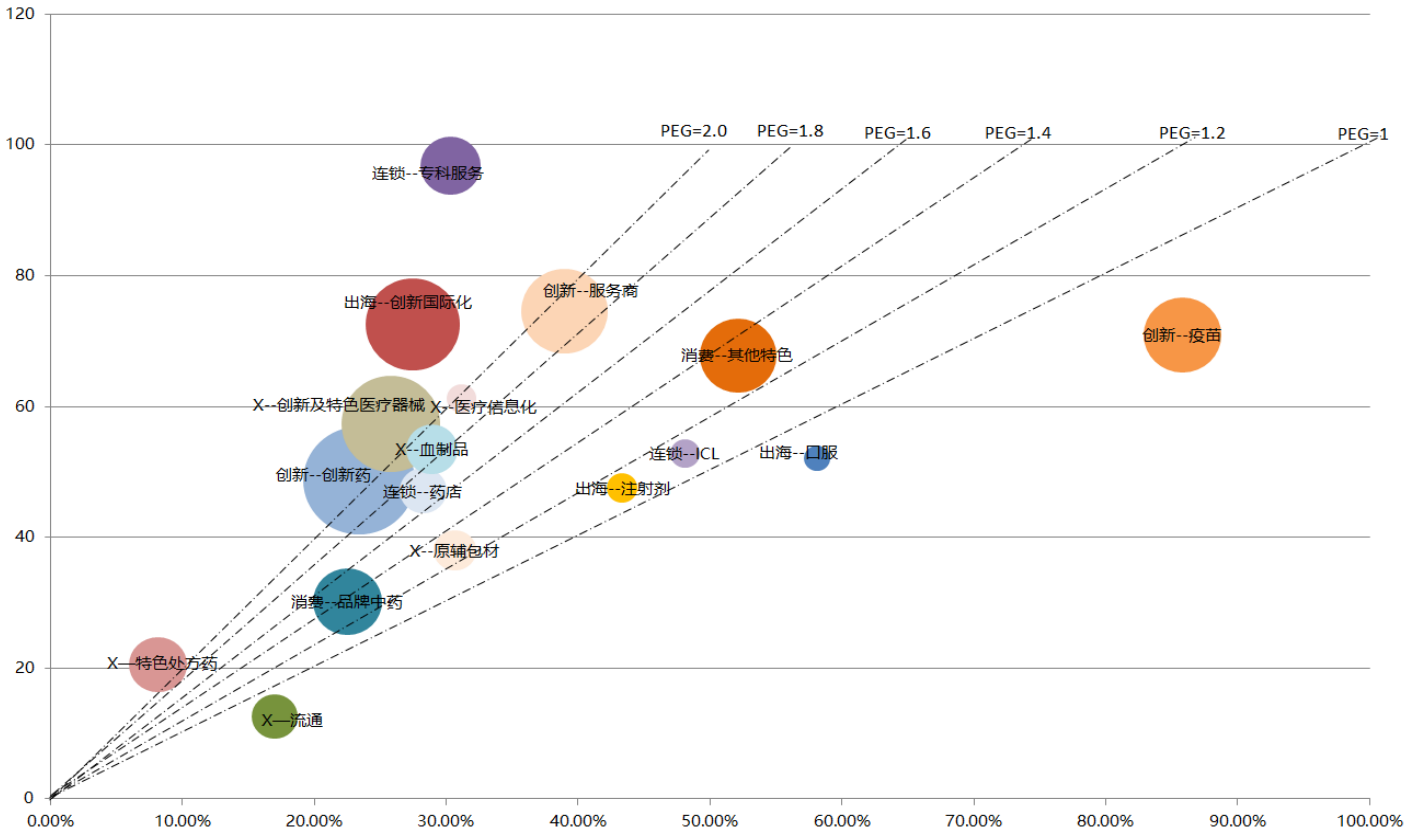
图表 17: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

- **相对估值:** 医药行业估值溢价率(相较于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。
- **市值Top 30个股估值:** 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;非药平均估值20年为69X,21年为54X,整体估值明显高于药品标的。

图表 18: 4+X 细分领域 2020 年估值情况



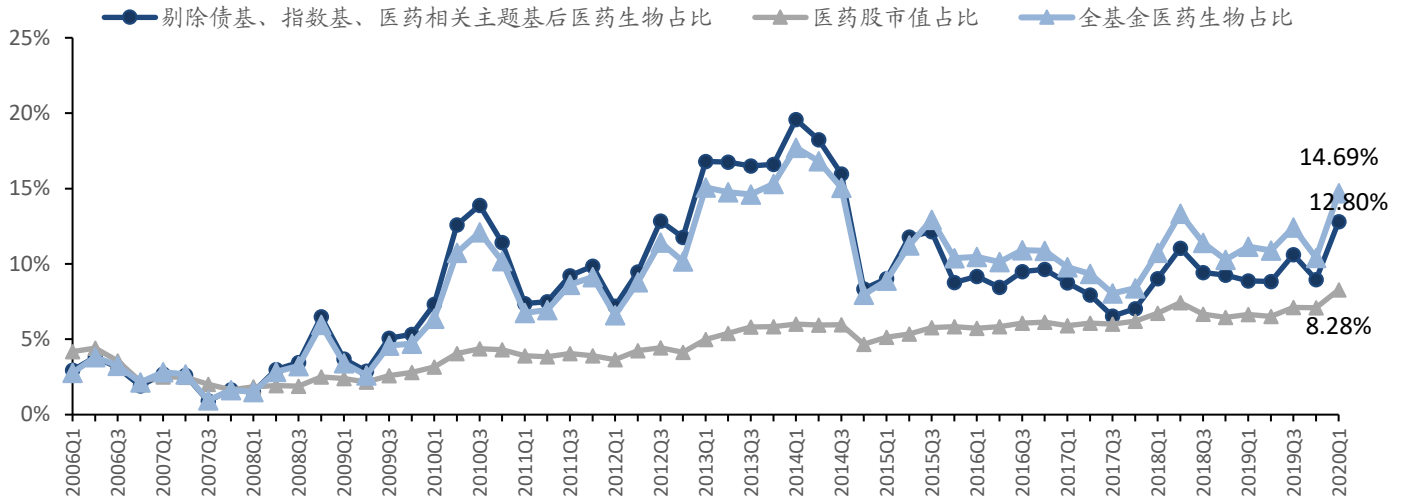
资料来源: wind, 国盛证券研究所

**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。**

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

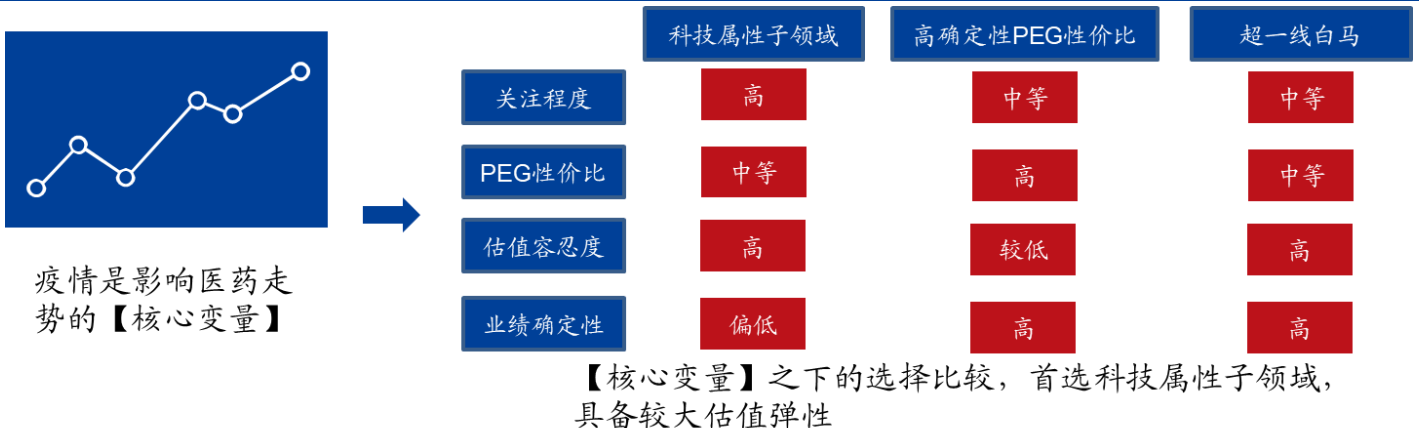


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.3.4 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

- **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 (重点细分领域详情, 请见我们 2020 中期策略报告)。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 20: 当下时间点配置策略的核心变量和领域选择



资料来源: 国盛证券研究所

图表 21: 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	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 测算值小于 1（据盈利预测）。 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	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	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	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	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	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	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	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，预计明年估值仅 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	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	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：公司公告，国盛证券研究所

图表 22: 国盛医药中期策略与时偕行组合核心推荐逻辑

因势而动组合	核心推荐逻辑
恒瑞医药	1、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。 2、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。 3、看变化：作为国内创新药龙头，随着吡咯替尼、19k、PD-1、瑞吗唑仑等创新药的放量，叠加卡泊芬净、布托啡诺、艾斯氯氨酮等特色品种放量，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	1、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。 2、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。 3、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	1、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。 2、公司参与全球竞争，核心业务临床前 CRO 与 CDMO 增长空间巨大。 3、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。 4、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	1、当前依然是在医药硬核资产中估值性价比最高公司之一。 2、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。 3、百克分拆科创板上市，在水痘苗批签发迅速恢复，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	1、眼科医疗服务龙头。 2、天花板极高。 3、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	1、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。 2、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。 3、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	1、A 股稀缺的创新药标的，埃克替尼持续贡献稳定现金流。 2、恩沙替尼上市在即，后续研发管线梯队已逐步形成。 3、2020 年催化较多（品种获批、管线数据等）
康龙化成	1、药物发现能力全球领先打造流量端口。 2、近年来，业务协同效应叠加盈利能力提升驱动业绩高增长。 3、持续建设 CMC 与临床服务能力提供巨大成长空间。
乐普医疗	1、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。 2、药品板块氯吡格雷和阿托伐他汀集采中标，未来 2-3 年稳定销售确定性强，新品种的获批和零售端销售发力将推动药品业绩稳定增长。 3、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	1、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于领域间比较优势。 2、短期来看，由于保健品消费回暖，板块业绩高增长的确定性高。 3、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：公司公告，国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】四川省医保局发布通知，国家重点监控品种即将被踢出医保

<http://dwz.date/bmQj>

6月23日，四川省医保局发布通知称，将纳入国家重点监控范围的转化糖电解质注射液等6种品种于7月1日期调出医保目录。

【点评】2019年8月，国家公布了首批20种重点监控合理用药目录，此次重点监控药品被正式踢出医保目录释放了国家将要加强临床用药管理的决心，医保结构性优化趋势必将延续。

### 【事件二】国家药典委员会发文，确定新版药典将于2020年12月1日起正式实施

<http://dwz.date/bmH7>

6月24日，国家药典委员会发布题为“《中国药典》2020年版基本概况和主要特点”的文章，明确表示2020版药典将于2020年12月1日正式实施。新版的药典对包括化药、生物制剂、中药在内的药品质量提出了很高的要求，尤其是加强对中药饮片农药残留、毒素残留的控制。

【点评】新版的药典规定了聚合酶链式反应等多种先进的检测方法以确保药品质量，各大药企势必会加大对于药品质控及检测的投入，利好规范度高、重视质量控制体系建设的药企，中小企业成本端可能承压，行业集中度可能随之提升。而在中药饮片方面，由于规定了33种农药残留不得检出，并且对于有效成分有更严格的质量标准，未来几年饮片行业将面临大洗牌，从药材种植到饮片生产全过程控制势在必行，小散乱差企业生存空间将被极度压缩，行业规范度和集中度将得到明显提升，龙头中药企业有望获益。

### 【事件三】第三批国家集采开始报量，相关座谈会召开，国采即将启动

<http://dwz.date/bmXT>

6月23日，湖北省医保局发布关于报送第三批国家组织药品集中采购药品范围相关采购数据的通知，要求相关医疗机构在7月1日前完成数据填报，地市医保部门在7月3日前完成数据审核和上报。代表第三批国家集采报量已经开始。6月24日，上海药事所召开第三批国家药品集中采购企业座谈会，共有默沙东、诺华、安斯泰来、优时比、齐鲁、扬子江、石药、华海、上药、海南爱科、成都千金等12家药企的代表参加。本次座谈会的目的是针对5个核心问题进行讨论，分别为采购周期与中选企业数量、药品供应、抗生素占比、串标、差比价。

【点评】第三批国家集采报量开始，集采越来越近。相关座谈会体现了国家在重大政策制定方面广泛听取意见，座谈会后集采规则可能略有变化，利于未来出现更合理的集采政策。此次报量采取了“节余奖励”机制，超过报量的部分将取消奖励，此举将鼓励精准报量，促使各大药企更加注重药品的供应。集采常态化是必然的趋势。

### 【事件四】地方医保目录调整进行，三省市剔除471种药品

<http://dwz.date/bnsg>

近期，国家医保局发布《关于做好2020年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，要求2020年6月底前将国家重点监控品种剔除出目录并完成40%省级增补品种的消化。各省市也在抓紧逐步落实相关政策。天津市、山东省、河北省等省份均公布6月30日前提出部分省医保品种，品种累计达471个。

【点评】各地区不得自行制定目录或调整医保用药限定支付范围，逐步实现全国医保用药范围统一是中共中央、国务院《关于深化医疗保障制度改革的意见》明确提出的，医保局发布通知后各省级行政区调整省医保目录在预期之中，随着未纳入国家医保目录品种的原省医保品种剔除，部分企业大品种可能短期受影响较大。



### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

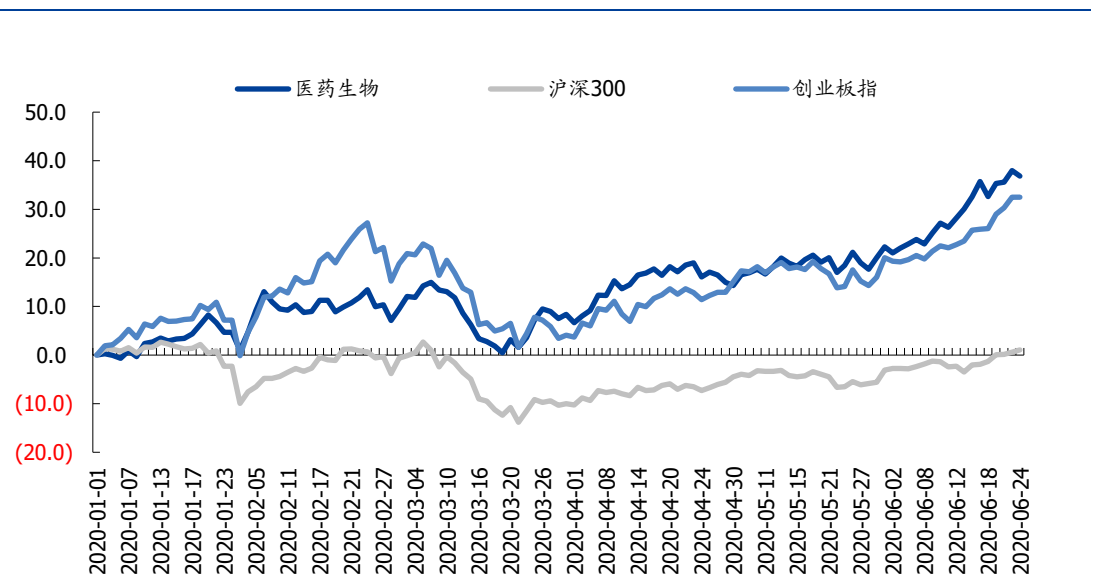
本周医药上涨 **1.09%**，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。申万医药指数 10935.35 点，周环比上涨 1.09%。沪深 300 上涨 0.98%，创业板指数上涨 2.72%，医药跑赢沪深 300 指数 0.11 个百分点，跑输创业板 1.63 个百分点。2020 年 6 月至今申万医药上涨 13.99%，沪深 300 上涨 7.03%，创业板指数上涨 14.18%，医药跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。

图表 23: 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	4,138.99	4,098.71	0.98	7.03	1.04
创业板指数	2,382.47	2,319.45	2.72	14.18	32.50
生物医药 (申万)	10,935.35	10,817.25	1.09	13.99	36.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

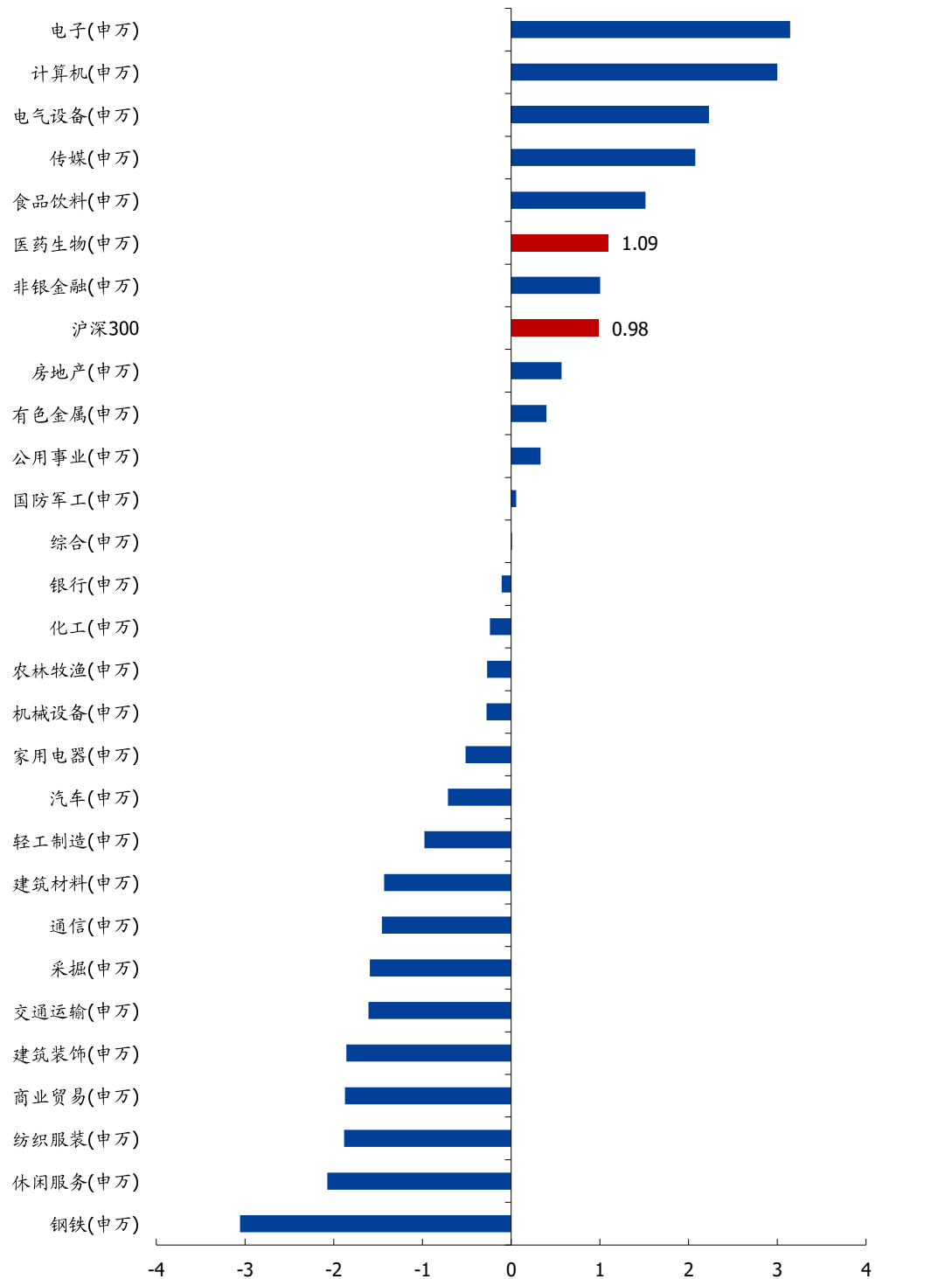
图表 24: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

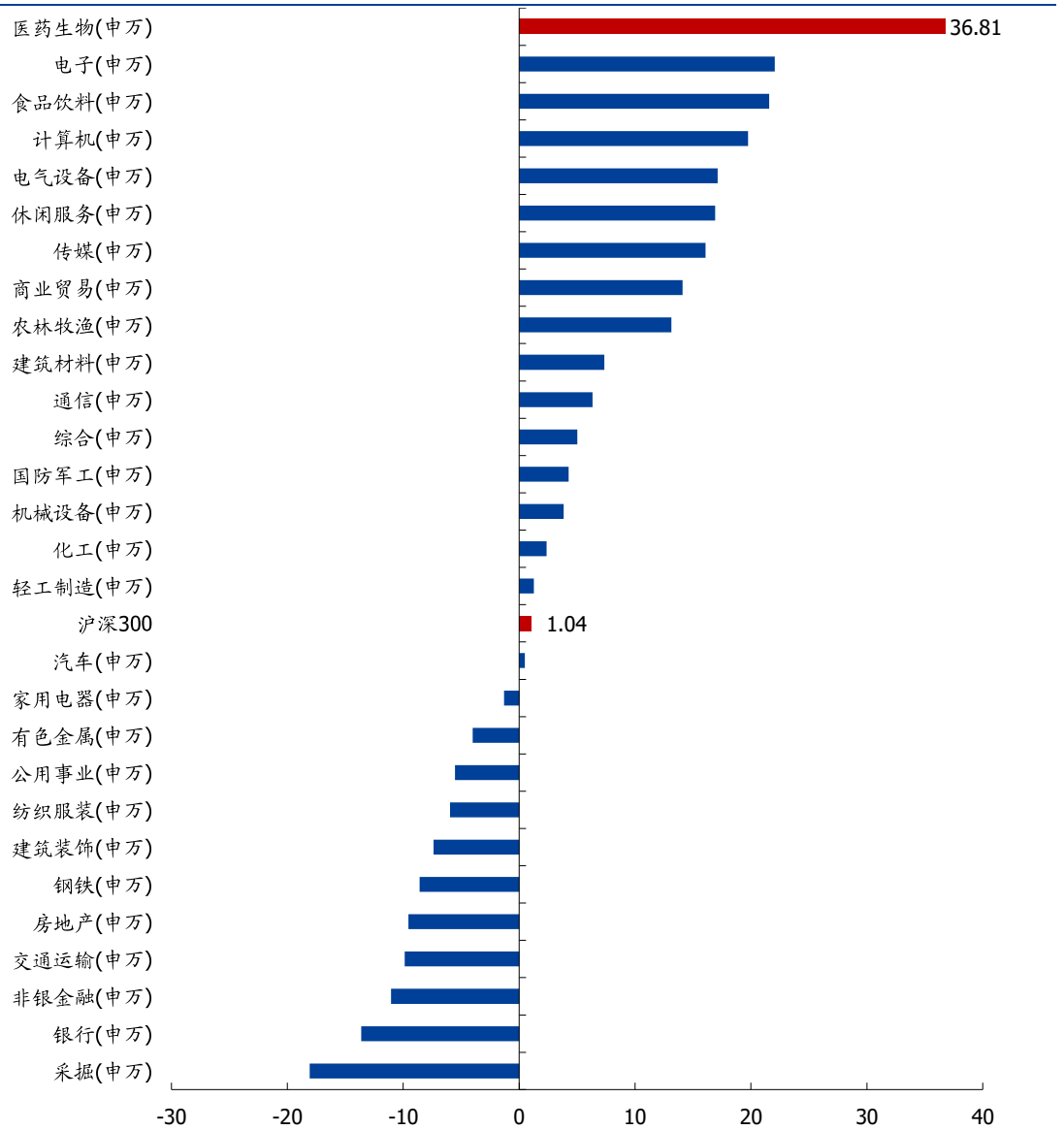
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在位 6。2020 年初至今，医药涨跌幅排在第 1 位。

图表 25: 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

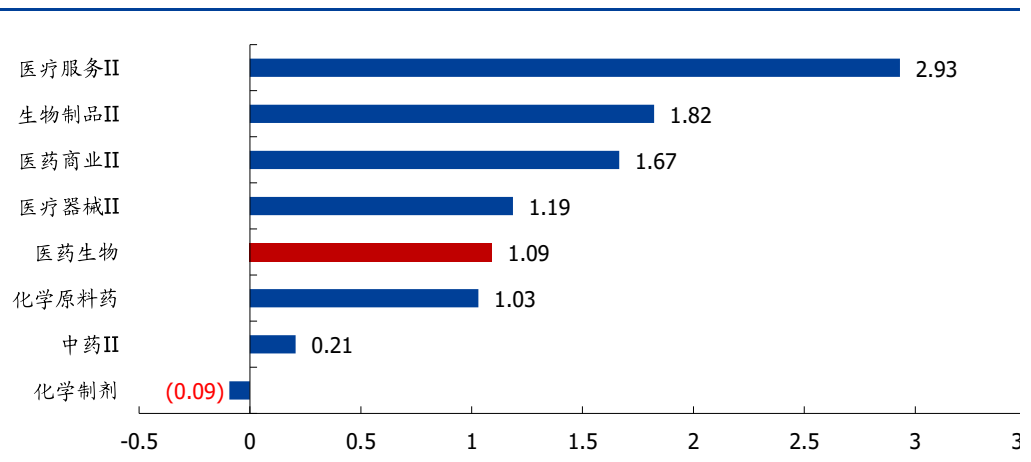
图表 26: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020 年初至今, %)



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 2.93%; 表现最差的为化学制剂, 下跌 0.09%。

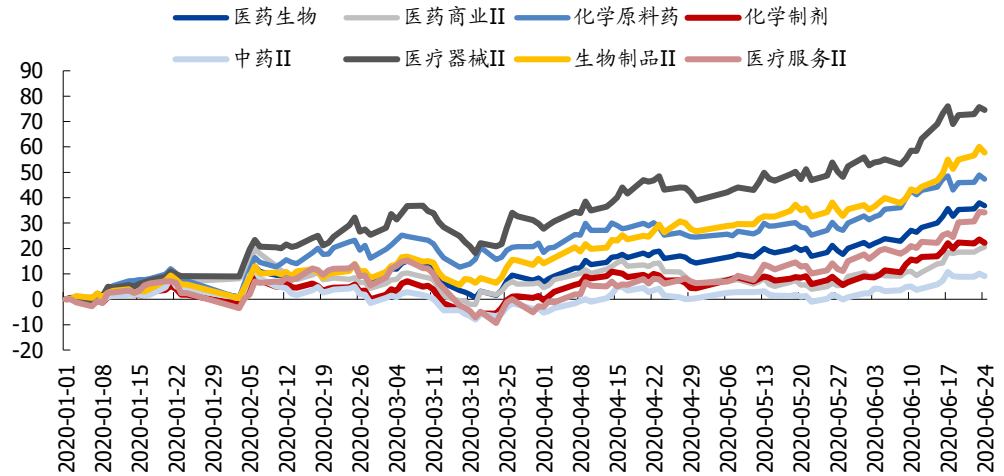
图表 27: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



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74.55%；表现最差的子行业为中药II，上涨9.14%。其他子行业中，生物制品II上涨57.79%，化学原料药上涨47.37%，医疗服务II上涨34.15%，化学制剂上涨22.27%，医药商业II上涨20.59%。

图表 28: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



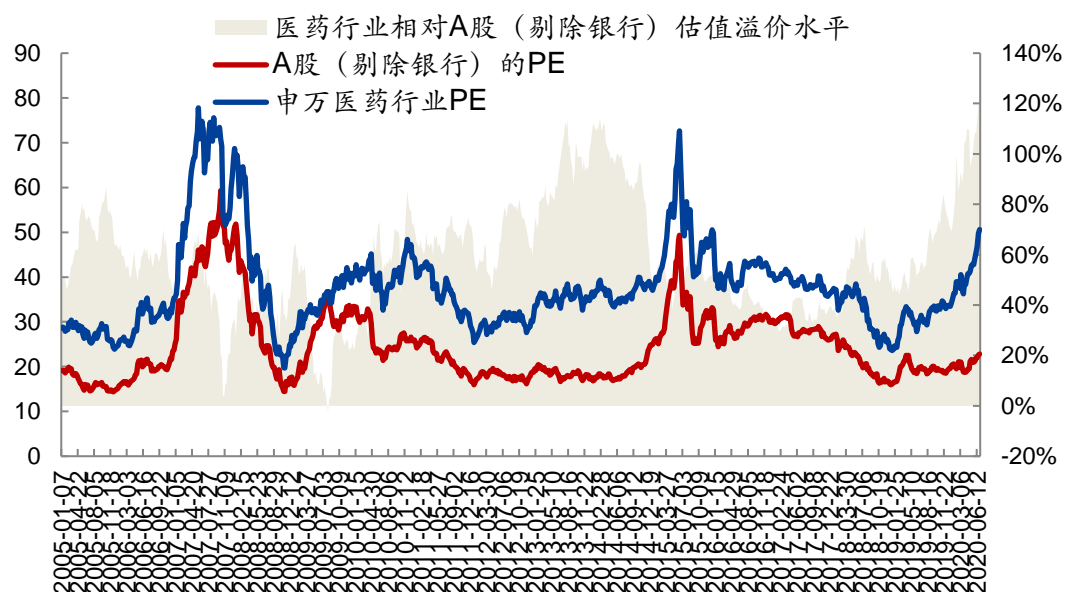
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 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 50.64X，较上周相比上升 0.86 个单位，比 2005 年以来均值（37.76X）高 12.88 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 A 股剔除银行）为 121.97%，较上周高 1.92 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（58.17%）高 63.81 个百分点，处于相对高位。

图表 29: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）

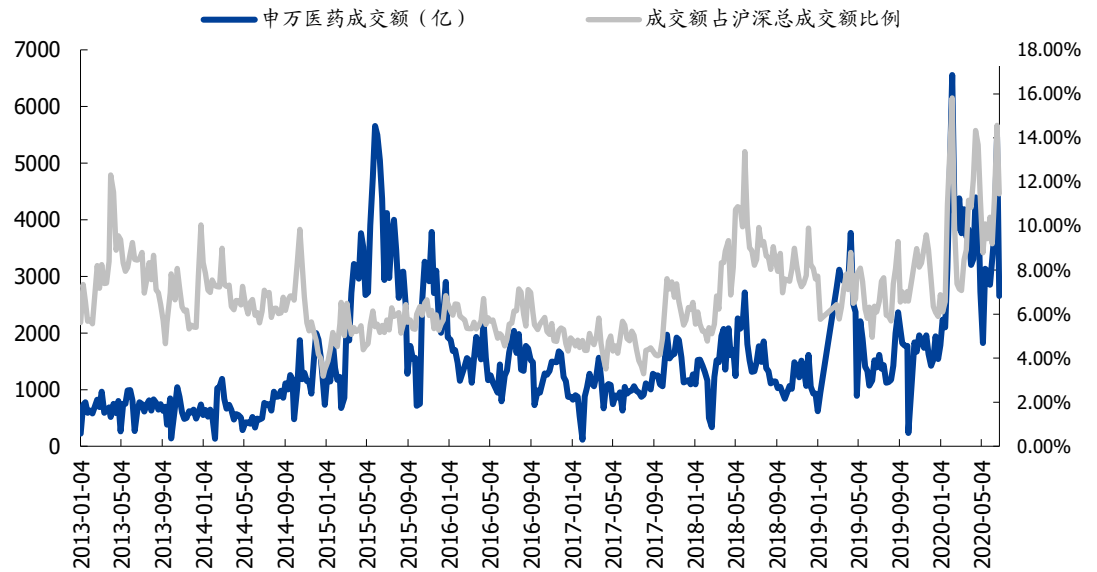


资料来源: Wind, 国盛证券研究所



本周医药行业热度较上周有所下降，医药成交总额为 2653.26 亿元，沪深总成交额为 23155.72 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 11.46%（2013 年以来成交额均值为 6.73%）。

图表 30：2013 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 的为国药股份、正川股份、\*ST 恒康、明德生物、奥翔药业。后 5 的为\*ST 目药、老百姓、西藏药业、紫鑫药业、灵康药业。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为西藏药业、奥翔药业、国药股份、振德医疗、英科医疗。后 5 的为\*ST 目药、济民制药、桂林三金、乐普医疗、延安必康。

图表 31：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
国药股份	28.36	新冠疫苗概念	*ST 目药	-14.39	涉嫌信披违法被立案
正川股份	17.65	无特殊原因	老百姓	-8.96	无特殊原因
*ST 恒康	15.97	无特殊原因	西藏药业	-8.65	无特殊原因
明德生物	14.68	无特殊原因	紫鑫药业	-8.37	无特殊原因
奥翔药业	14.60	无特殊原因	灵康药业	-7.15	无特殊原因
戴维医疗	14.35	无特殊原因	龙津药业	-6.52	无特殊原因
马应龙	13.37	无特殊原因	哈药股份	-6.46	参股公司 GNC 破产
贝达药业	13.18	引进 PD-1 和 CTLA-4 新项目	福安药业	-6.02	无特殊原因
利德曼	12.56	子公司新冠检测产品被 CE 认证	宝莱特	-5.89	无特殊原因
乐心医疗	12.19	无特殊原因	赛升药业	-5.68	收到年报问询函

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 32: 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
西藏药业	122.57	新冠疫苗概念	*ST 目药	-35.50	涉嫌信披违法被立案
奥翔药业	79.71	原料药主线	济民制药	-27.92	网络荐股事件
国药股份	76.62	新冠疫苗概念	桂林三金	-5.86	无特殊原因
振德医疗	73.47	口罩概念	乐普医疗	-5.83	无特殊原因
英科医疗	62.90	手套主线	延安必康	-5.61	股东减持、收到关注函
宝莱特	60.32	新冠器械概念	广誉远	-5.43	公司业绩大幅下滑
*ST 恒康	57.55	无特殊原因	普利制药	-3.51	无特殊原因
司太立	53.57	原料药主线	哈药股份	-3.20	GNC 业绩下滑
凯普生物	53.47	新冠检测试剂概念	健友股份	-3.14	无特殊原因
华北制药	52.83	生物疫苗概念	亚太药业	-2.51	涉嫌信披违法被立案

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 33: 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	534.35	5.54	7.25	30.9%	74
	药明康德	603259.SH	2202.61	18.55	26.45	42.6%	83
	泰格医药	300347.SZ	731.62	8.42	10.61	26.1%	69
	昭衍新药	603127.SH	214.46	1.78	2.62	46.9%	82
	康龙化成	300759.SZ	681.18	5.47	7.40	35.2%	92
	量子生物	300149.SZ	98.66	1.39	-	-	-
	药石科技	300725.SZ	167.75	1.52	2.02	32.8%	83
	艾德生物	300685.SZ	158.44	1.35	1.98	46.2%	80
	博腾股份	300363.SZ	174.76	1.86	2.45	32.0%	71
	九洲药业	603456.SH	220.91	2.38	3.82	60.6%	58
创新药	美迪西	688202.SH	78.86	0.67	0.98	46.5%	81
	恒瑞医药	600276.SH	4932.62	53.28	68.56	28.7%	72
	丽珠集团	000513.SZ	441.13	13.03	17.00	30.5%	26
	贝达药业	300558.SZ	544.20	2.31	3.77	63.3%	144
	康弘药业	002773.SZ	391.39	7.18	9.16	27.5%	43
	科伦药业	002422.SZ	298.61	9.38	9.04	-3.6%	33
	复星医药	600196.SH	788.17	33.22	35.49	6.9%	22
	天士力	600535.SH	223.72	10.01	11.78	17.7%	19
	海思科	002653.SZ	280.44	4.94	5.74	16.2%	49
	华北制药	600812.SH	193.90	1.53	-	-	-
创新疫苗	兴齐眼药	300573.SZ	113.42	0.36	0.60	67.2%	189
	智飞生物	300122.SZ	1598.40	23.66	33.91	43.3%	47
	沃森生物	300142.SZ	825.14	1.42	11.85	734.7%	70
	康泰生物	300601.SZ	1033.62	5.75	8.28	44.2%	125
	万泰生物	603392.SH	669.00	2.09	4.51	115.9%	148
	康希诺	A20004.SH	445.93	-1.57	0.32	-120.3%	1398
注射剂国际化	健友股份	603707.SH	426.06	6.05	8.80	45.5%	48
	普利制药	300630.SZ	202.47	3.01	5.01	66.4%	40
口服国际化	华海药业	600521.SH	483.95	5.70	9.01	58.1%	54
创新国际化	恒瑞医药	600276.SH	4932.62	53.28	68.56	28.7%	72
	贝达药业	300558.SZ	544.20	2.31	2.91	26.1%	187
	康弘药业	002773.SZ	391.39	7.18	9.16	27.5%	43
品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	243.10	-4.44	3.05	-168.7%	80
	片仔癀	600436.SH	997.04	13.74	17.50	27.3%	57
	云南白药	000538.SZ	1202.04	41.84	47.51	13.6%	25
	同仁堂	600085.SH	366.05	9.85	10.85	10.1%	34
	华润三九	000999.SZ	280.16	21.12	17.35	-17.9%	16
	太极集团	600129.SH	78.30	-0.71	-	-	-
其他特色消费	广誉远	600771.SH	66.86	1.30	1.66	-	-
	我武生物	300357.SZ	313.21	2.98	3.47	16.3%	90



	欧普康视	300595.SZ	403.63	3.07	3.93	28.0%	103
	健帆生物	300529.SZ	520.67	5.71	7.65	34.0%	68
	长春高新	000661.SZ	1690.11	17.75	27.79	56.6%	61
	安科生物	300009.SZ	227.06	1.24	4.21	238.2%	54
	兴齐眼药	300573.SZ	113.42	0.36	0.60	67.2%	189
	华熙生物	688363.SH	662.45	5.86	7.41	26.5%	89
药店	益丰药房	603939.SH	448.27	5.44	7.21	32.5%	62
	老百姓	603883.SH	274.48	5.09	6.32	24.2%	43
	一心堂	002727.SZ	193.24	6.04	7.27	20.5%	27
	大参林	603233.SH	498.16	7.03	9.80	39.5%	51
	国药一致	000028.SZ	189.91	12.71	14.13	11.1%	13
特色专科连锁	爱尔眼科	300015.SZ	1773.96	13.79	17.86	29.5%	99
	美年健康	002044.SZ	527.23	-8.66	8.02	-192.6%	66
	通策医疗	600763.SH	501.16	4.63	6.15	32.8%	81
ICL	迪安诊断	300244.SZ	213.44	3.47	5.73	65.0%	34
	金城医学	603882.SH	395.38	4.02	5.37	33.5%	74
	上海医药	601607.SH	467.18	40.81	45.83	12.3%	10
流通	九州通	600998.SH	335.73	17.27	22.89	32.6%	15
	柳药股份	603368.SH	85.70	6.85	8.60	25.5%	10
	国药股份	600511.SH	373.63	16.04	17.87	11.4%	21
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	300253.SZ	436.79	3.98	5.35	34.3%	82
	创业慧康	300451.SZ	192.74	3.14	4.00	27.5%	48
	阿里健康	0241.HK	3017.44	-0.02	0.85	-4370.6%	3533
	平安好医生	1833.HK	1279.69	-7.34	-6.56	-10.5%	(195)
	迈瑞医疗	300760.SZ	3637.23	46.81	57.54	22.9%	63
	乐普医疗	300003.SZ	637.65	17.25	22.60	31.0%	28
	安图生物	603658.SH	719.75	7.74	9.59	23.9%	75
创新及特色医疗器械	开立医疗	300633.SZ	154.27	1.02	1.97	93.6%	78
	正海生物	300653.SZ	89.08	1.07	1.32	23.2%	67
	大博医疗	002901.SZ	452.03	4.65	5.81	24.8%	78
	万孚生物	300482.SZ	330.75	3.87	12.25	216.2%	27
	九强生物	300406.SZ	113.45	3.32	4.19	26.3%	27
	南微医学	688029.SH	321.38	3.04	3.54	16.5%	91
	蓝帆医疗	002382.SZ	268.87	4.90	21.11	330.6%	13
血制品	华兰生物	002007.SZ	876.24	12.83	16.61	29.4%	53
	博雅生物	300294.SZ	169.39	4.26	5.53	29.8%	31
	天坛生物	600161.SH	458.71	6.11	7.33	20.0%	63
	双林生物	000403.SZ	202.08	1.60	2.37	47.8%	85
	恩华药业	002262.SZ	162.96	6.63	7.98	20.3%	20
特色处方药	信立泰	002294.SZ	287.55	7.15	6.33	-11.5%	45
	华润双鹤	600062.SH	135.10	10.55	10.85	2.8%	12
	济川药业	600566.SH	194.60	16.23	18.22	12.2%	11
	通化东宝	600867.SH	318.73	8.11	9.37	15.5%	34

	健康元	600380.SH	316.67	8.94	10.57	18.2%	30
	东诚药业	002675.SZ	162.69	1.55	4.82	211.5%	34
	北陆药业	300016.SZ	59.45	3.42	2.19	-36.1%	27
	京新药业	002020.SZ	75.89	5.20	4.77	-8.4%	16
	山河药辅	300452.SZ	45.51	0.84	-	-	-
	山东药玻	600529.SH	304.62	4.59	5.84	27.3%	52
	浙江医药	600216.SH	199.49	3.43	12.81	273.6%	16
	新和成	002001.SZ	605.92	21.69	40.02	84.5%	15
原辅包材	司太立	603520.SH	194.26	1.70	2.65	55.5%	73
	普洛药业	000739.SZ	259.28	5.53	7.39	33.5%	35
	美诺华	603538.SH	75.11	1.51	2.00	32.5%	38
	仙琚制药	002332.SZ	149.62	4.10	5.10	24.3%	29
	天宇股份	300702.SZ	194.91	5.86	7.62	30.1%	26

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、通化东宝、康龙化成、仙琚、美诺华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