

## 医药生物

# BioNTech 的 mRNA 疫苗如何？中和抗体大家期待么？

**本周回顾与周专题：**本周中万医药指数上涨 2.13%，位列全行业第 27，跑输沪深 300 指数以及创业板指数。**本周周专题，我们探讨了 BioNTech 的 mRNA 疫苗数据如何？中和抗体大家期待么？**

**板块观点：**医药本周波动较大，相对弱勢，但我们观点不变，医药大趋势不变。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，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，下半年开市场整体较好，地产金融强势，跷跷板效应短期影响医药波动，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，自下而上填洼地。**具体三个维度：第一个维度（主），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或者底部大拐点公司的估值接受度较高，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及个股；第二个维度（次），从稳健角度，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，疫苗（重要数据）、特效药（重要数据）或者美国疫情（拐点缓解迹象）出现拐点指标前，大趋势不改。**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，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：医药硬核算资产高估值只会阶段性波动，但不会消失！医药硬核算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，医药硬核算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，医药硬核算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，自下而上填洼地。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、大单品催化以及底部大拐点等），**CXO 如药明康德、九洲药业、康龙化成、博腾股份、药石科技；疫苗如智飞生物；大单品催化如特宝生物、兴齐眼药；底部拐点如太极集团、美年健康等。**

**（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、乐普医疗、健友股份、恩华药业、仙琚制药、美诺华等。**

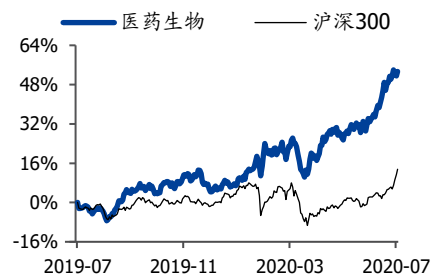
**（3）其他长期看好：**健康元、沃森生物、普利制药、通化东宝、科伦药业、九强生物、安科生物、东诚药业。

**（4）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：**贝达药业、凯莱英、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、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

### 相关研究

- 1、《医药生物：眼科黄金赛道，未来 10 年看谁领风骚》2020-07-02
- 2、《医药生物：2020H2，医药怎么把握，怎么选择？》2020-06-28
- 3、《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



## 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
<b>1.3 BioNTech 的 mRNA 疫苗如何？中和抗体大家期待么？</b> .....	6
1.3.1 新冠病毒或将永久伴随，全球急需有效治疗或预防手段 .....	6
1.3.2 中和抗体真的是“特效药”吗？再生元的先例 EB-3 是答案！ .....	7
1.3.3 什么是 mRNA 疫苗？我们看到了哪些进展？ .....	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 .....	13
3.1 医药行业行情回顾 .....	13
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: 疫情走势: 免疫维持期短, 疫情可能每年反复 .....	6
图表 2: 疫情走势: 免疫维持期长, 疫情可能小规模反复 .....	6
图表 3: 疫情走势: 若病毒传播率随季节波动, 则冬季爆发 .....	7
图表 4: 免疫维持期有限的情况下, 疫情可能 2024 年卷土重来 .....	7
图表 5: 中和抗体作用机理 .....	8
图表 6: 再生元抗埃博拉病毒中和抗体 EB-3 疗效优异 .....	9
图表 7: JS016 中和抗体在动物模型中有治疗和预防新冠感染的效果 .....	10
图表 8: BNT162b1 临床试验安全性数据 .....	11
图表 9: BNT162b1 结合抗体水平 .....	11
图表 10: BNT162b1 结合抗体水平 .....	11
图表 11: 3 大 mRNA 疫苗公司新冠疫苗临床信息 .....	12
图表 12: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比 .....	13
图表 13: 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 14: 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 15: 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 16: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%) .....	16
图表 17: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%) .....	17
图表 18: 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 19: 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 20: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股 .....	18
图表 21: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股 .....	19
图表 22: 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 2.13%，位列全行业第 27，跑输沪深 300 指数以及创业板指数。**本周周专题，我们探讨了 BioNTech 的 mRNA 疫苗数据如何？中和抗体大家期待么？。**

**板块观点：**医药本周波动较大，相对弱势，但我们观点不变，医药大趋势不变。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，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、下半年开市场整体较好，地产金融强势，跷跷板效应短期影响医药波动，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，自下而上填洼地。具体三个维度：第一个维度（主），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或者底部大拐点的估值接受度较高，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及个股；第二个维度（次），从稳健角度，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，疫苗（重要数据）、特效药（重要数据）或者美国疫情（拐点缓解迹象）出现拐点指标前，大趋势不改。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，自下而上填洼地。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、大单品催化以及底部大拐点等），**CXO**如药明康德、九洲药业、康龙化成、博腾股份、药石科技；疫苗如智飞生物；大单品催化如特宝生物、兴齐眼药；底部拐点如太极集团、美年健康等。

**(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、乐普医疗、健友股份、恩华药业、仙琚制药、美诺华等。

**(3) 其他长期看好：**健康元、沃森生物、普利制药、通化东宝、科伦药业、九强生物、安科生物、东诚药业。

**(4) 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：贝达药业、凯莱英、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、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、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 BioNTech 的 mRNA 疫苗如何？中和抗体大家期待么？

目前全球疫情愈演愈烈，每日新患增速仍未出现持续性放缓趋势。专家通过数学模型分析本次疫情累计确诊规模或超 5.5 亿，所以当下我们仍处于早期阶段，一个有效的干预手段迫在眉睫。我们认为中和抗体和疫苗的成功研发或成为中短期和长期维度疫情最大的拐点。

**中和抗体：**短期来看，在尚未有一款保护率较高的疫苗问世之前，一个能够被快速开发出来，并且疗效确定性较强的“特效药”可以帮助社会平稳度过这段高风险期；中和抗体符合这类条件，其优势如下：

- **疗效确定性强：**康复患者血清具有一定治疗性，中和抗体为其中最有效的抗病毒成分；
- **研发快：**临床前阶段，中和抗体是从康复患者血清中提取出来的样本，对其进行一定修饰和优化即可大规模生产，不需要从零开始设计；临床阶段，就当前已注册的部分实验设计来看，半年内即可获得 I~III 期数据，若效果好或于 2020 年内或 2021 年初获批。

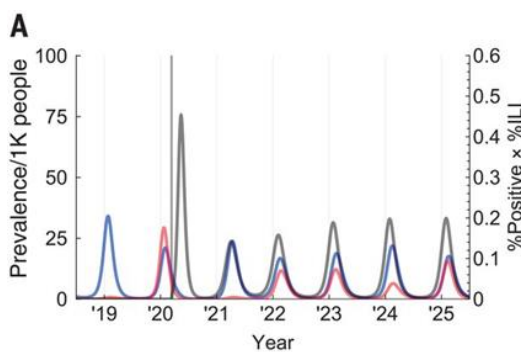
**疫苗：**目前全球约 130 个新冠相关疫苗项目已进入临床，但绝大部分仍处于早期阶段，距离上市还需一段时间。FDA 表示新冠疫苗保护率达到 50% 以上即具备获批的可能性，因此我们认为短期内获批上市的疫苗可能无法做到较高的保护率。虽然疫苗研发还需较长时间，但近日 BioNtech 公布的阶段性临床数据让我们看到了一些希望：

- **BNT162b1 为 mRNA 疫苗，虽然目前还没有已上市的核酸类疫苗，但从理论上来讲优势较多：**免疫原性强、生产便捷、临床前研发快；
- **BNT162b1 可刺激身体产生高于康复患者的免疫反应：**10ug、30ug 剂量组受试者的中和抗体水平分别是康复患者体内中和抗体的 1.8x 和 2.8x。

#### 1.3.1 新冠病毒或将永久伴随，全球急需有效治疗或预防手段

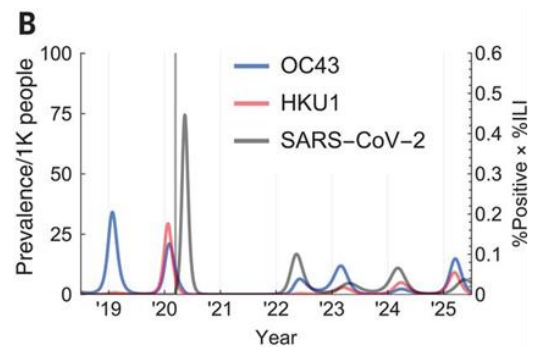
目前全球疫情形势严峻，累计确诊病例已破千万，死亡病例超过 50 万；部分地区强行复工导致疫情二度爆发，当前每日新患正以约 1.8% 的增速快速扩张。据 Science 发表的文献分析：在考虑交叉免疫、免疫维持期、季节波动等变量的情况下，除非实现群体且永久免疫，否则新冠肺炎将会永久伴随人类，温带地区疫情将出现每年反复或者隔（多）年反复的现象；此外，按照下图模型显示的 0.75% 温带地区患病率，若扩大到全球范围，即本次疫情累计确诊规模或超 5.5 亿人。由此可见目前我们仍处于疫情大规模爆发的早期，全球急需一个有效的治疗或预防手段遏制病毒对人类健康、社会及经济带来的深远影响。

图表 1: 疫情走势: 免疫维持期短, 疫情可能每年反复



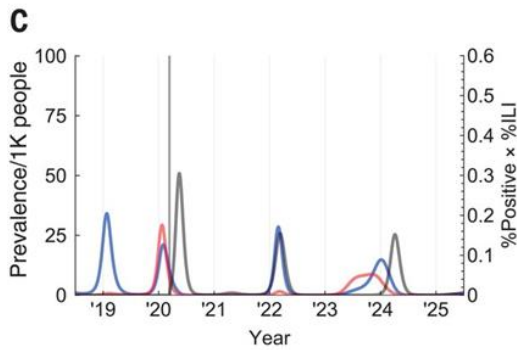
资料来源: Science, 国盛证券研究所

图表 2: 疫情走势: 免疫维持期长, 疫情可能小规模反复



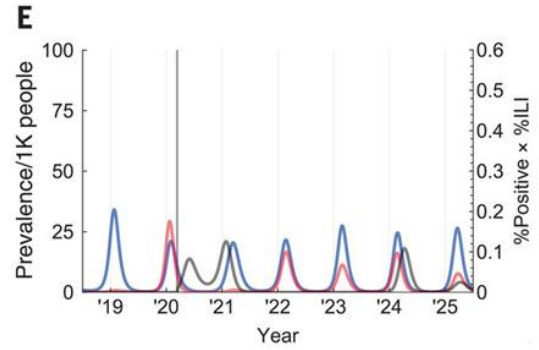
资料来源: Science, 国盛证券研究所

图表3: 疫情走势: 若病毒传播率随季节波动, 则冬季爆发



资料来源: Science, 国盛证券研究所

图表4: 免疫维持期有限的情况下, 疫情可能2024年卷土重来



资料来源: Science, 国盛证券研究所

在疫情爆发的初期, 由于缺乏特效药, 最主流的治疗方式局限于抗病毒感染的基础疗法, 如干扰素、抗RNA病毒药物(非特效药)及抗菌疗法等, 同时以系统性的支持疗法缓解症状, 如供氧及循环支持等。该类疗法对医疗物资及人力消耗极大, 一旦新患密集爆发, 医疗系统将超负荷运作, 每个患者所能接受到的医疗资源受限, 治愈率大幅下降。

一款“特效药”是提升治愈率且节省医疗资源最快的途径, 因此各大药企纷纷将自家已上市或研发管线中临床后期的“可能有效”的相关品种, 抱着“试一试”的心态推上临床。然而目前为止, 参考已发表的临床数据, 还未出现一个符合专家眼中“特效药”的品种。因此, 当下全球大部分药企把终结疫情的筹码押注在: 1)能在短时间内开发出来的特效药; 2)人为干预达到群体免疫的疫苗上。

我们认为虽然开发疫苗所需要的时间普遍较长, 约3~5年以上, 但纵观历史, 疫苗是最终根绝病毒的绝对主力。另一方面, FDA表示在研疫苗保护率达到50%以上即可获批, 我们认为3~5年内一个保护率较高(>90%)的疫苗上市且普及到全民的概率相对较小。因此, 在中短期内, 一个可以快速开发出来的, 疗效确定性较强以及研发成功概率较高的治疗性品种是使社会平稳度过没有疫苗的高风险期的必需品。通过横向比较分析, 我们认为, 抗新冠病毒的中和抗体是最符合上述条件的品种。综上, 我们认为本次全球疫情最大的拐点有两个: 1)中短期的中和抗体; 2)中长期的疫苗。

### 1.3.2 中和抗体真的是“特效药”吗? 再生元的先例EB-3是答案!

中和抗体是康复患者血清里抗病毒最有效的成分。当某种病毒首次入侵身体且没有马上被清除的时候, 免疫系统会产生成千上万种不同的抗体, 以“广泛撒网”的模式来对抗这个入侵者。其中真正能靶向这个特定病毒一类抗体可大致被归为“结合抗体”, 结合抗体中很小的一部分可以阻止病毒进入细胞的叫做“中和抗体”。对于新冠病毒来说, 中和抗体可附着在病毒入侵人体细胞所用的“钥匙”S蛋白上, 阻止其入侵人体细胞从而阻断病毒传播和感染其他细胞, 是可以直接抑制病情发展的核心成分。此外, 中和抗体的靶向性和特异性相对现有的小分子药物更强, 且副作用更小, 是真正意义上的“特效药”。

图表5: 中和抗体作用机理



资料来源: 国盛证券研究所

在抗生素问世之前，康复患者的血清是治疗感染类疾病最主要的手段之一，本次武汉疫情同样也采取了该疗法。然而因康复患者数量以及他们血清中的中和抗体含量非常有限，且抗体质量、排异、人道主义以及缺乏大样本临床试验证实其疗效等问题，康复患者血清疗法无法成为当下主流的治疗手段。但通过现代生物技术从康复患者血清里面筛选出最优质的中和抗体，对其进行优化和批量生产，再通过临床试验确定其有效性就可以做到大规模的治疗救人。此外，由于中和抗体本为天然产物，且已经过身体的“自然选择”确定其治疗性质，因此总体研发成功概率相对较高。

中和抗体领域的鼻祖再生元 (REGN.O) 已通过成功研发出的抗埃博拉病毒中和抗体的鸡尾酒疗法 EB-3 (3 种不同的抗体) 验证了该疗法的效果和可行性。该临床试验将 4 种药物放在一起做头对头比较，其中包括：

- **ZMAPP**: 感染埃博拉病毒的实验动物体内产生的抗体，该产品在动物模型中的治愈率达到 100%，也曾于 2014 年被用于救治受感染的人类患者，但总体疗效不如动物模型；
- **EB-3**: 再生元通过人源化小鼠平台筛选的 3 个埃博拉中和抗体 (鸡尾酒疗法)；
- **MAB114**: Vir Biotechnology 从埃博拉康复患者血清中筛选出的中和抗体；
- **瑞德西韦**: 吉利德研发的抗多种病毒的核苷类似物 (小分子化药)；

临床数据显示，EB-3 可以有效将埃博拉病毒感染者的死亡率从约 70% (无干预) 降至 34%，优于瑞德西韦的 53% 和 ZMapp 的 49.7%。同时 Vir biotechnology 的 mAb114 也表现出和 EB-3 相似的疗效，总体死亡率约 35.1%。EB-3 和 mAb114 的区别在于：EB-3 是再生元利用自有的抗体筛选平台 Velocisuite 从人源化小鼠身体里筛选出来的品种，并且是 3 个不同抗体的鸡尾酒疗法，在病毒变异的情况下，多种抗体可降低免疫逃逸的概率；mAb114 是从人类康复患者血清中提取的单个抗体品种，虽然从表面上看不如再生元的鸡尾酒疗法技术先进，但实则疗效相近，由此可见单个抗体疗效并不亚于鸡尾酒疗法。另一方面，从死亡率来看，瑞德西韦与对照组 ZMapp 并无明显差别，可见疗效不明显。由于 EB-3 和 mAb114 疗效优异，临床实验提前结束，且 EB-3 被定位为孤儿药，现已进入优先审评阶段，获批在即。



图表 6: 再生元抗埃博拉病毒中和抗体 EB-3 疗效优异

**临床设计**

入组人数	分组	设置	主要终点	次要终点
681	4 臂	开放	28 天死亡率	首次检测阴性时间等
治疗品种 (1:1:1:1)	<b>ZMapp (对照)、瑞德西韦、mAb114、REGN-EB3</b>			-

**临床数据**

总体死亡率	49.7%(ZMapp), 53.1%(瑞德西韦), 35.1%(mAb114), 33.5%(REGN-EB3) 无干预手段整体死亡率约为 67%
高病毒载量组死亡率	84.5%(ZMapp), 85.3%(瑞德西韦), 69.9%(mAb114), 63.6%(REGN-EB3)
低病毒载量组死亡率	24.5%(ZMapp), 29.0%(瑞德西韦), 10.9%(mAb114), 11.2%(REGN-EB3)
首次检测阴性中位时间	27 天(ZMapp), 超 28 天 (瑞德西韦), 16 天(mAb114), 15 天(REGN-EB3)
不良反应	ZMapp 组 2 例 (低血压, 缺氧), 瑞德西韦组 1 例 (低血压)

**结论**

**mAb114 和 REGN-EB3 在降低埃博拉感染死亡率上优于 ZMapp 和瑞德西韦**

**注:**

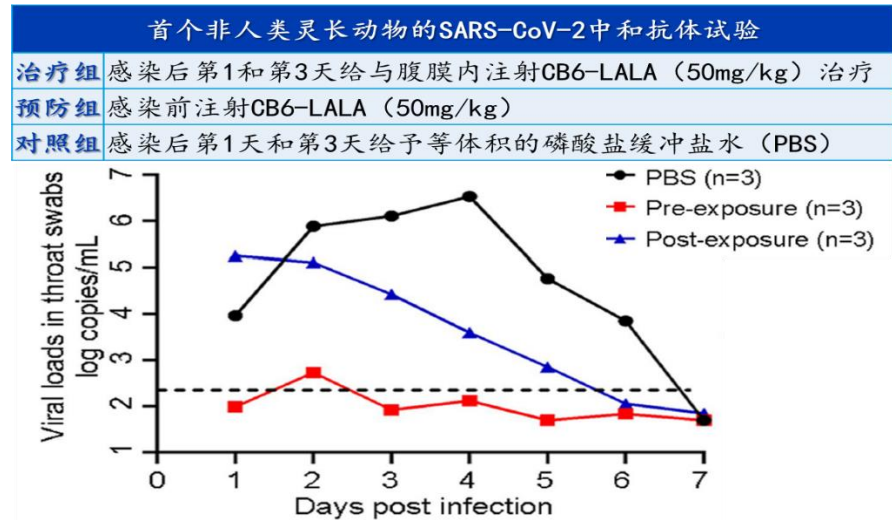
<b>ZMapp</b>	针对埃博拉病毒的实验性药物。药物来自感染埃博拉病毒的实验动物体内产生的抗体。2014 年两位美国患者在使用该药物后, 情况开始好转
<b>EB-3</b>	再生元通过人源化小鼠平台筛选的 3 个埃博拉病毒中和抗体 (鸡尾酒疗法)
<b>MAB114</b>	Vir Biotechnology 从埃博拉康复患者血清中筛选出的中和抗体
<b>瑞德西韦</b>	吉利德研发的抗多种病毒的核苷类似物 (小分子化药)

资料来源: NEJM, 国盛证券研究所

本次新冠疫情全球爆发, 再生元再度投身于中和抗体研发中心, 礼来 (LLY.N) 联合君实生物 (688180.SH)、安进、阿斯利康、艾伯维等跨国龙头药企也纷纷加入其中, 说明中和抗体疗法在海外的认可度相当高。参考再生元的临床设计, 临床 I 期~III 期合并进行, 根据 ClinicalTrials 官网披露信息, 预计 2020 年 11 月可获得临床数据, 假设疗效理想, 乐观估计今年底或明年初即可上市销售。总的来说, 在本次疫情阴影下, 全球中和抗体研发正在极速推进, 成为最有可能在短期内成功的“特效药”。

参考 JS016 临床前动物实验数据, 中和抗体对新冠肺炎不止具有治疗性, 同时也具备预防性。如图 4 所示, 对照组中 (生理盐水安慰剂), 病毒载量在感染后第 4 天达到峰值水平后自然下降。相比之下治疗组 (感染后第一、第三天注射中和抗体) 的动物在感染后的第 4 天病毒效价显著降低, 治疗组病毒滴度比对照组降低了约 3 个对数组。此外, 预防组 (在感染病毒之前注射中和抗体) 的动物在观察期间, 仅检测到最低水平的病毒, 说明 JS016 中和抗体不但可以治疗感染者, 还可以帮助高风险群体预防感染。

图表 7: JS016 中和抗体在动物模型中有治疗和预防新冠感染的效果



资料来源: 君实生物公司公告, 国盛证券研究所

**中和抗体市场空间究竟有多大?** 由于此前并无利用中和抗体救治全球性大规模疫情的先例, 并且本次疫情未来的走势我们暂时无法判断, 因此本周我们暂不对具体的市场空间的绝对数做分析。但是从受众群体、市场竞争、全球对“特效药”的依赖度以及定价这几方面来分析, 我们认为若中和抗体的治疗与预防效果良好, 其市场空间将会非常大:

- **庞大的患者群体:** 目前全球累计病例达 1100 万, 新增病例单日可达 20 万, 增速保持在 1.8% 左右, 且未见持续下滑趋势;
- **预防群体可能比患者群体更大:** 新冠病毒 R0 值约 2~2.5, 即每个患者可以感染 2~2.5 人; 相当于患者群体的两倍, 若没有疫苗, 中和抗体可能是当下最好的预防手段, 因为抗体可以在体内留存较长的时间;
- **蓝海市场:** 在疫苗上市之前, 暂时没有看到其他的“特效药”, 中和抗体或成为过渡期唯一可以依赖的品种;
- **定价高:** 参考瑞德西韦的定价 3000 美元/疗程, 是流感药达菲的 20 倍; 若新冠病毒中和抗体的疗效优于瑞德西韦 (参考埃博拉临床试验), 定价或远在这之上。

### 1.3.3 什么是 mRNA 疫苗? 我们看到了哪些进展?

疫苗是公认的抗疫成功最大的希望, 目前全球范围内已有超过 130 个疫苗项目进入临床阶段 (clinicaltrial.gov), 技术路线包括核酸、重组蛋白、病毒载体以及灭活等。部分项目已陆续公布临床数据, 其中 BioNtech (BNTX.O) 于 7 月 2 日公布了其 mRNA 疫苗 BNT162b1 的阶段性临床数据 (实验仍在进行中)。我们认为虽然部分信息缺失, 但总体来看是目前已公布的数据中相对较亮眼的品种。

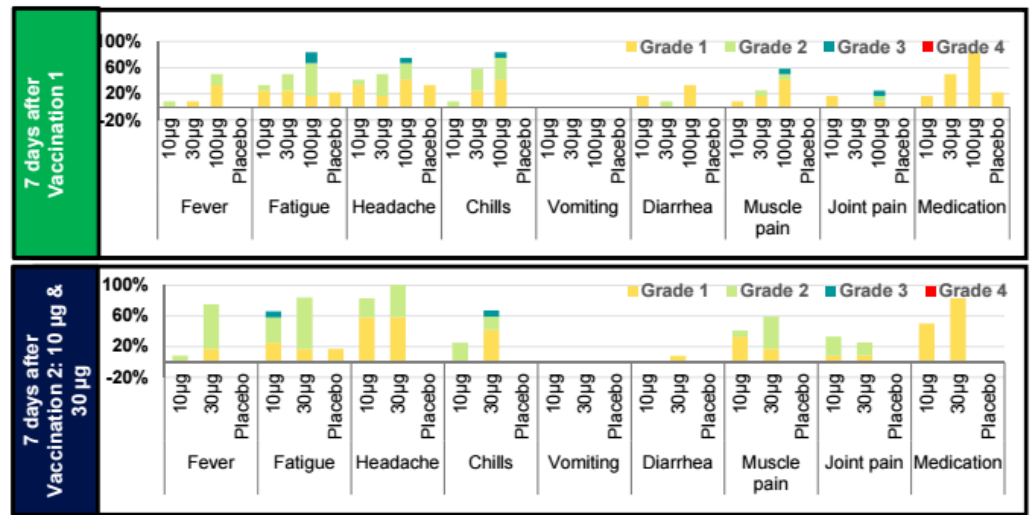
核酸疫苗的作用机理比较简单, 即直接往体内注射带有抗原编码的 mRNA 或 DNA, 利用细胞自身的蛋白表达系统生成特定的病毒抗原, 从而刺激机体产生免疫反应。相较于传统疫苗, 核酸类疫苗拥有多重优势:

- **制备、生产便捷:** 可快速、大规模生产, 不同疫苗可以用同一套生产系统, 不同重新搭建生产线;
- **安全, 靶向性强:** 不需要病毒载体, 不会引起不必要的副反应, 身体不会产生靶向病毒载体的不必要抗体; 只表达病毒部分蛋白, 体内不会出现完整可复制的病毒; mRNA 疫苗不会嵌入人体 DNA, 相对 DNA 疫苗更安全;
- **免疫原性更强:** 模拟自然感染进程, 胞内表达蛋白, 抗原呈递等机制与自然感染相似, 可诱导更强的免疫反应。

BioNtech 设计了 4 个不同的 mRNA 疫苗并同时将这些品种在美国和德国进行临床试验。

本次公布数据的 BNT162b1 为两针法品种，是 S 蛋白 RBD 的经修饰 modRNA，其特点包括轻微佐剂反应、超强抗体反应、CD4T 细胞反应大于 CD8T 细胞。该品种也是全球进入临床的两个单一靶向 S 蛋白 RBD 位点的疫苗之一，另一个为沃森生物（300142.SZ）的 mRNA 疫苗。相比 Moderna 的 S 蛋白全长序列疫苗 mRNA-1273，理论上可以使身体产生更高比例的中和抗体，因为靶向 S 蛋白 RBD 以外位点的抗体并不具备“中和”性。此外，BNT162b1 的序列经修饰后所表达的 RBD 可形成三聚体，从而提高免疫原性及特异性。从耐受性和安全性来看，该品种会引起轻微疼痛、第二针后部分受试者出现发烧；副反应基本上 7 天内消失，总体无严重副作用。

图表 8: BNT162b1 临床试验安全性数据



资料来源: NEJM, 国盛证券研究所

从有效性（抗体反应）来看，受试者中和抗体水平大幅高于康复患者，为目前已发表数据的品种中相对最靓眼的：

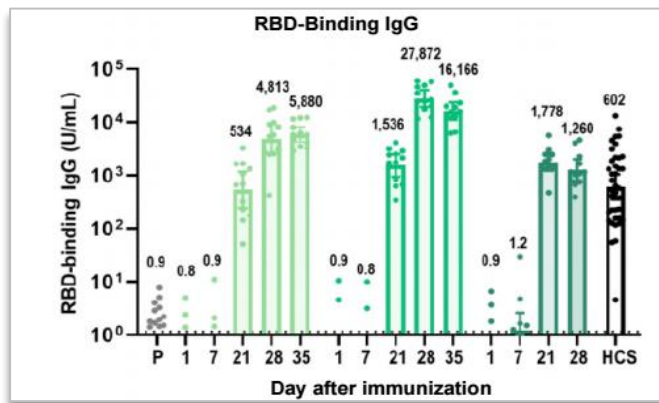
**10µg 剂量组:**

- 中和抗体：注射第二针的 7 天后达到最高水平；是康复患者的 1.8 倍 GMT (94)；
- 结合抗体：28 天后明显提高；是康复患者的 8 倍 GMC (602u/ml)

**30µg 剂量组:**

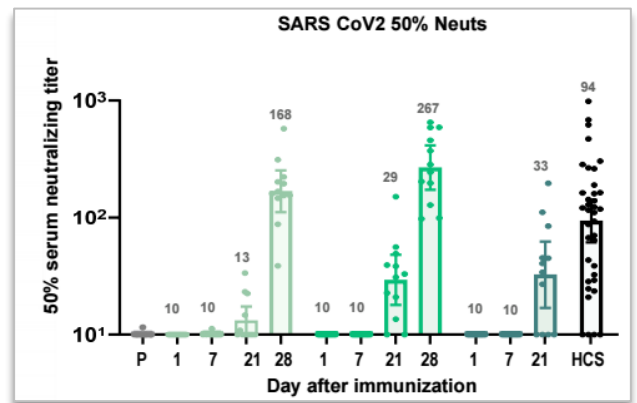
- 中和抗体：注射第二针的 7 天后达到最高水平；是康复患者的 2.8 倍 GMT (94)；
- 结合抗体：28 天后明显提高；是康复患者的 46.3 倍 GMC (602u/ml)

图表 9: BNT162b1 结合抗体水平



资料来源: Science, 国盛证券研究所

图表 10: BNT162b1 结合抗体水平



资料来源: Science, 国盛证券研究所

基于已公布的数据，我们认为 BNT162b1 总体来说可以激发免疫系统产生比较理想

的抗体反应，中和抗体水平大幅高于康复患者平均水平。但由于本次公布的数据缺少一些必要信息，例如T细胞反应以及对对照组康复患者血清中的抗体水平是否能代表真实世界的情况，因此，我们仍然需要更多的信息以及更大的样本才能推导出更确切的结论。公司表示将在2~3周后公布德国区实验的阶段性数据，彼时将纳入包括T细胞反应在内的更多数据。我们拭目以待。

目前全球布局 mRNA 疫苗的 3 大龙头公司分别为 Moderna (MRNA.O)、BioNtech、CureVac (未上市)，国内方面沃森生物体量较大，其中沃森生物、CureVac 在临床 I 期，BioNtech 在临床 I/II 期，Moderna 进展最快，再与 FDA 沟通后，基本确定好临床 III 期方案，具体临床设计如下。总体来看，mRNA 疫苗研发管线中的品种大多聚焦传染病和肿瘤领域。虽然目前还没有已上市的 mRNA 疫苗，但因本次 BioNtech 的临床数据横向对比相对较为靓丽，该类品种也算是迎来了研发史上里程碑事件。

图表 11: 3 大 mRNA 疫苗公司新冠疫苗临床信息

公司	BIONTECH	BIONTECH/辉瑞	CUREVAC	MODERNA
品种	BNT162	BNT162	CV07050101	mRNA-1273
临床编号	NCT04380701	NCT04368728	NCT04449276	未披露
实验地区	德国	美国	比利时、德国	美国
临床阶段	I/II	I/II	I	III
起始时间	2020/4/23	2020/4/29	2020/6/18	2020/7
初步完结	2020/8	2021/6/28	2021/8	-
长期观察至	2020/8	2023/1/23	2021/8	-
预计入组	200	7600	168	30000
剂量组	-	10/30/100ug	-	100ug
主要终点	局部、系统性副反应以及副反应发生率	副反应发生率	副反应人数	COVID-19 保护率
次要终点	抗体水平	保护率，中和抗体（包括 2 年 4 倍基线比例）、结合抗体水平	S 蛋白中和抗体、结合抗体量	患病入院率等

资料来源: [clinicaltrials.gov](http://clinicaltrials.gov), 国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】2020 年版《中国药典》公布，影响整个医药行业

<https://dwz1.cc/HMfMFqxF>

7 月 2 日，国家药品监督管理局、国家卫生健康委发布公告，正式颁布 2020 年版《中华人民共和国药典》，正式实施定于今年 12 月 30 日起。共收载品种 5911 种，与 2015 年版药典 5608 种相比，增加 5.5%。2020 年版药典编制工作全面贯彻“四个最严”的要求，顺应产业发展规律、以临床需求为导向，在适度增加药典收载品种数量、体现药品全生命周期质量管理、完善药品标准体系、加强药品安全性有效性控制、扩大成熟分析检测技术的应用、引导产业发展和创新能提升、加强与国际药品标准协调等方面均取得长足的进步。

【点评】随着新药典的实施，整个医药行业，尤其是中药产业将迎来新的变革。新药典

中对中药规定了 33 种农药残留不得检出，但目前来讲中药材在种植过程中多与农副产品一样使用农药，要改变这一现状存在难度。中药饮片在未来几年可能成为不合格药品的重灾区，饮片企业也将重新洗牌，但如果企业能度过这一难关，行业规范度和集中度将得到提升。

**【事件二】国家卫健委公开重要文件，影响医院用药**

<https://dwz1.cc/1HQ99R2L>

7月1日，国家卫健委公开了重要文件《关于2018年度全国三级公立医院绩效考核国家监测分析有关情况的通报》(以下简称《通报》)。文件中显示在三级公立医院绩效考核整个指标体系中，包含4个一级指标、14个二级指标、55个三级指标(定量50个，定性5个)。其中，有近10个指标，与三级医院用药高度相关，对于这些指标，卫健委都给出了逐步下降或上升的导向型要求，包括：抗菌药物使用强度(DDDs)逐步降低；门诊患者基本药物处方占比逐步提高；辅助用药收入占比监测比较等等。

**【点评】**从本次绩效考核数据来看，分级诊疗制度效果逐步显现，临床用药更趋合理，医疗费用增幅趋于平缓。本次通报同时还明确将持续改进完善绩效考核制度，发挥其指挥棒作用。医保结构性优化趋势必将持续。

**【事件三】国家主导耗材带量采购，所有省份参加**

<https://dwz1.cc/mD7chMGU>

7月3日，国家医保局下发了关于委托开展《国家组织冠脉支架集中带量采购方案(征求意见稿)》征求意见的函。经核实，国家医保局委托中国医疗器械行业协会、中国医学装备协会来征求会员单位《征求意见稿》的意见建议。这预示着高值耗材国家版集采即将开始。

**【点评】**国家主导的高值耗材带量采购早已有预设，将从心血管介入器械(支架)切入。从目前的趋势来看，支架类器材谈判的降价幅度都很大，下一步国家卫生健康委还将配合相关管理部门建立耗材一致性评价机构。未来在医保控费的大背景下，取消耗材加成、两票制、一票制和集中带量采购等都将逐步推进。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

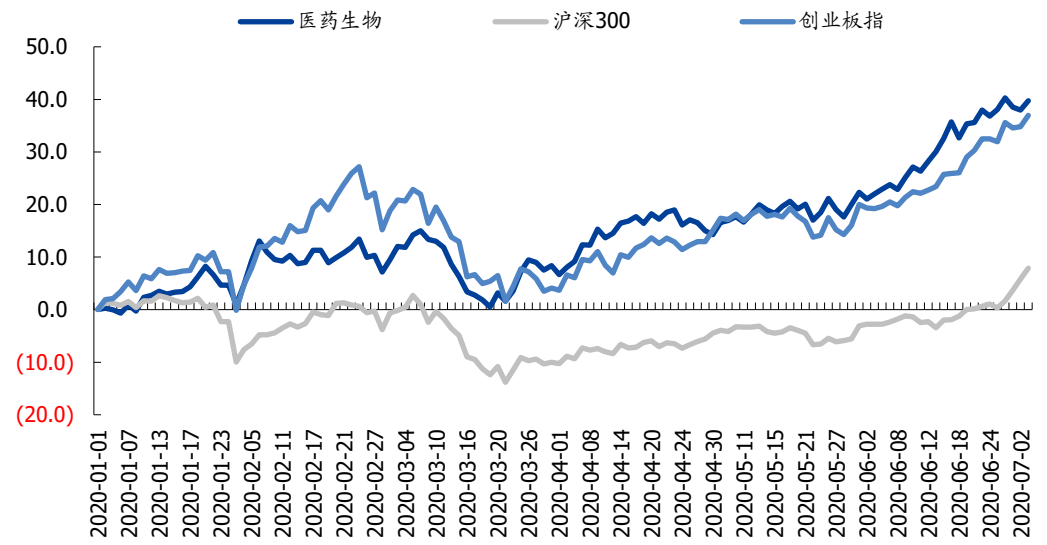
本周医药上涨 2.13%，跑输沪深 300 指数和创业板指数。申万医药指数 11,168.60 点，周环比上涨 2.13%。沪深 300 上涨 6.78%，创业板指数上涨 3.36%，医药跑输沪深 300 指数 4.65 个百分点，跑输创业板 1.23 个百分点。2020 年 7 月至今申万医药下跌 0.39%，沪深 300 上涨 6.14%，创业板指数上涨 1.00%，医药跑输沪深 300 指数和创业板指数。

图表 12: 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	4,419.60	4,138.99	6.78	6.14	7.88
创业板指数	2,462.56	2,382.47	3.36	1.00	36.95
生物医药 (申万)	11,168.60	10,935.35	2.13	-0.39	39.73

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

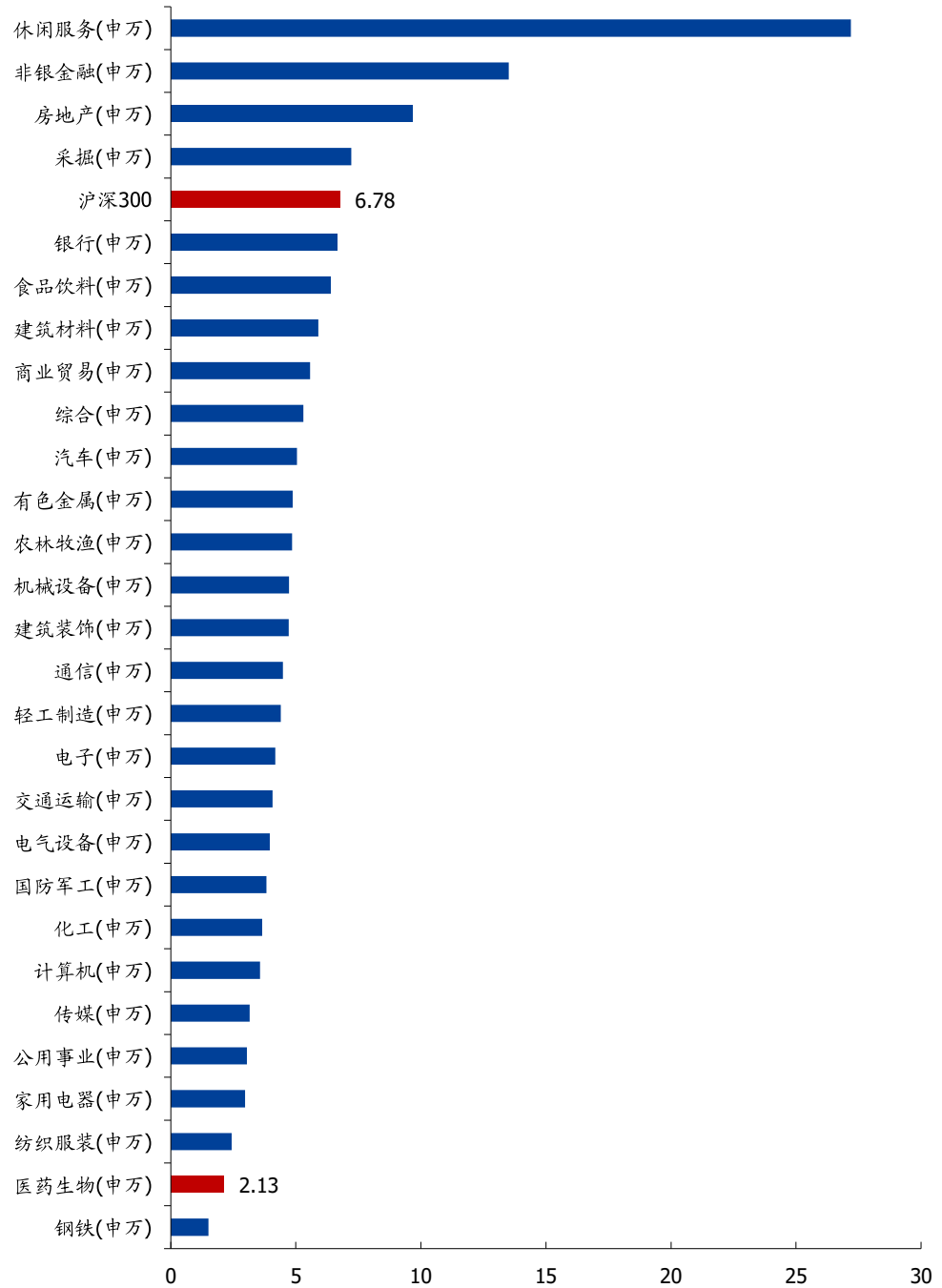
图表 13: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

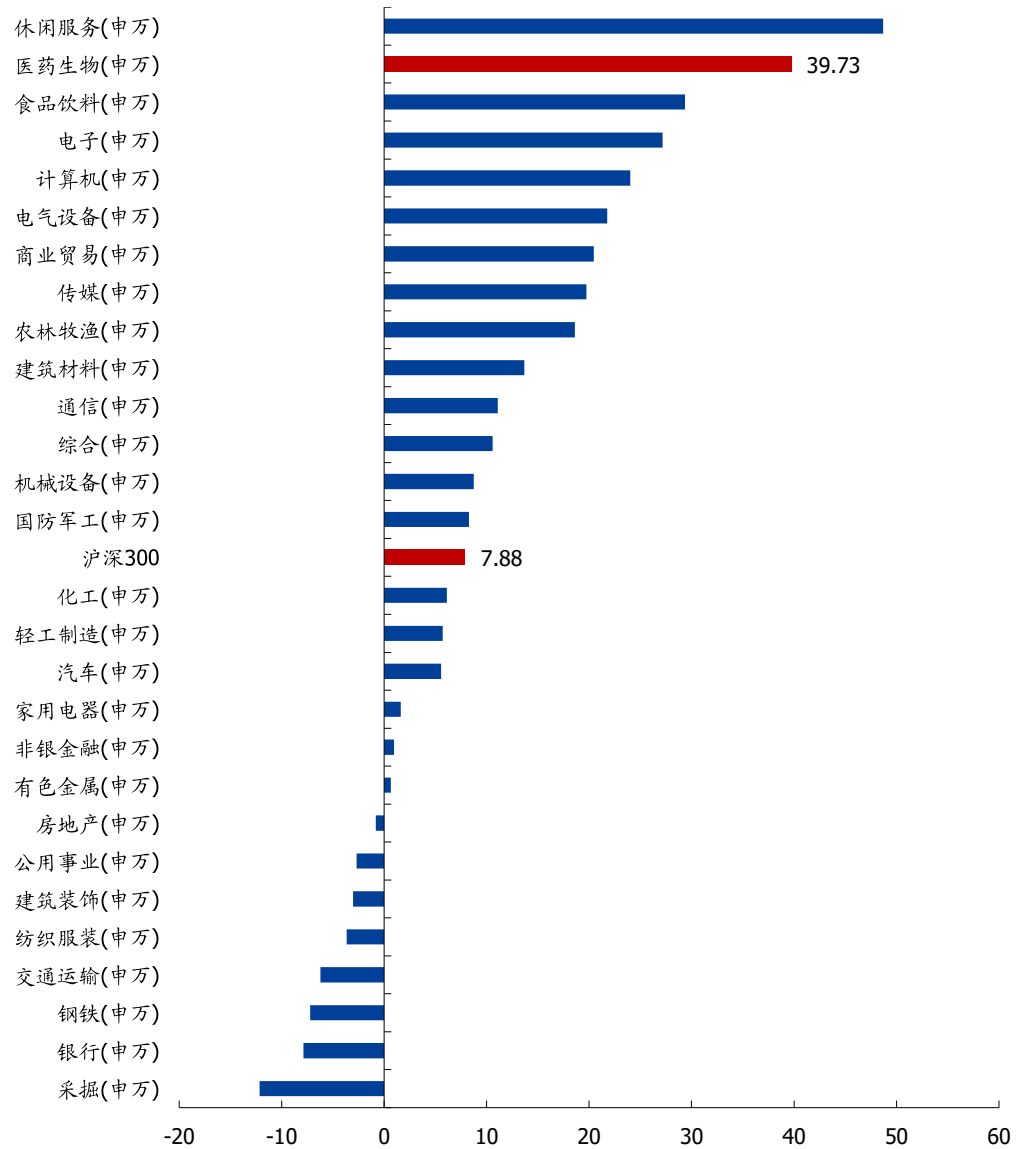
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在位 27。2020 年初至今，医药涨跌幅排在第 2 位。

图表 14: 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

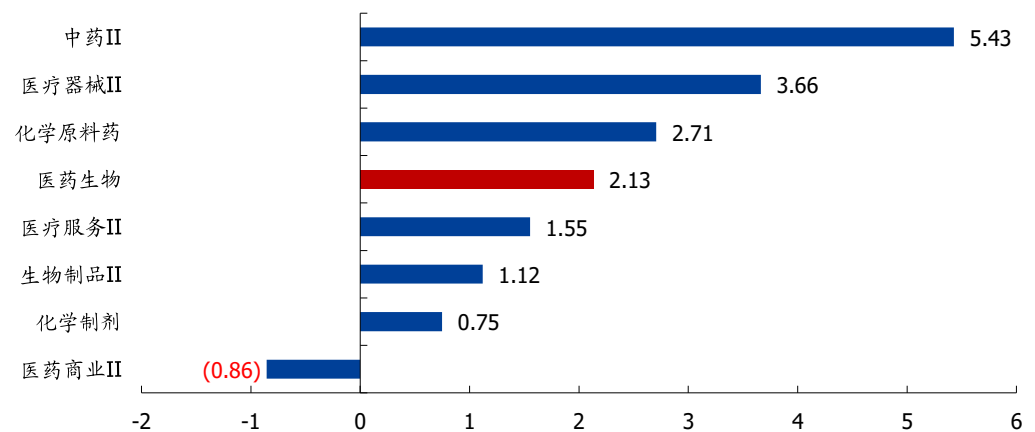
图表 15: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为中药 II, 上涨 5.43%; 表现最差的为医药商业 II, 下跌 0.86%。

图表 16: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)

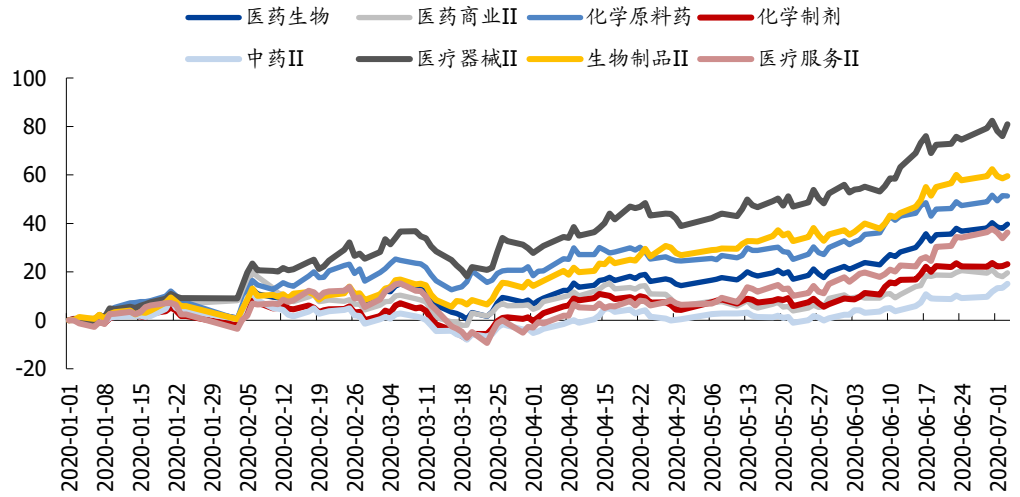


资料来源: Wind, 国盛证券研究所



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80.94%；表现最差的子行业为中药II，上涨15.07%。其他子行业中，生物制品II上涨59.55%，化学原料药上涨51.36%，医疗服务II上涨36.24%，化学制剂上涨23.19%，医药商业II上涨19.55%。

图表 17: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



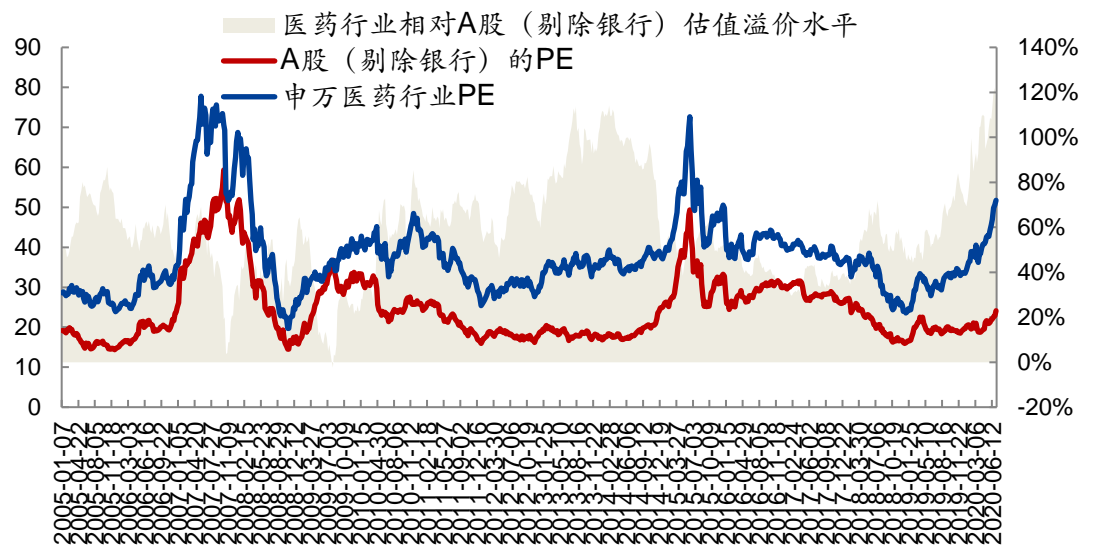
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 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 51.74X，较上周相比上升 1.1 个单位，比 2005 年以来均值（37.78X）高 13.97 个单位，本周医药行业整体估值上升。

行业估值溢价率有所下降。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 114.25%，较上周下降 7.72 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（58.24%）高 56.02 个百分点，处于相对高位。

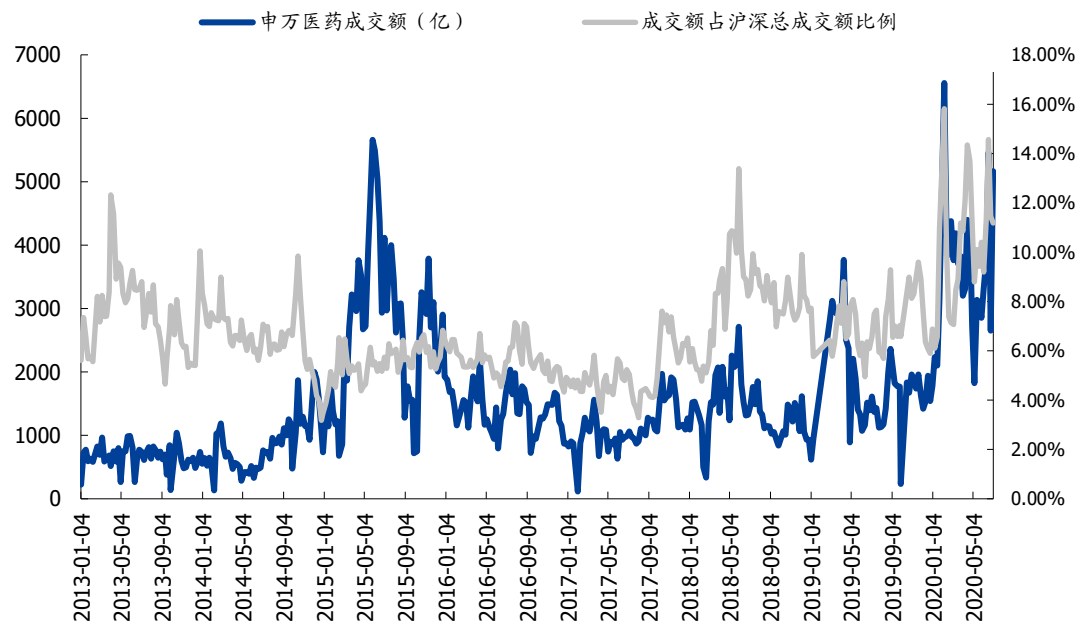
图表 18: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周略有下降，医药成交总额为 5166.48 亿元，沪深总成交额为 46216.28 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 11.18%（2013 年以来成交额均值为 6.74%）。

图表 19: 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 的为振德医疗、正川股份、太极集团、众生药业、西藏药业。后 5 的为国药股份、同济堂、ST 辅仁、\*ST 目药、奥翔药业。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为西藏药业、振德医疗、正川股份、宝莱特、南卫股份。后 5 的为\*ST 目药、济民制药、览海医疗、同济堂、宜华健康。

图表 20: 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
振德医疗	26.88	口罩概念	国药股份	-21.45	无特殊原因
正川股份	24.53	药用玻璃概念	同济堂	-17.28	收到问询函
太极集团	22.76	员工持股计划落地	ST 辅仁	-13.56	无特殊原因
众生药业	20.59	创新药临床数据揭晓	*ST 目药	-9.48	涉嫌信息披露违法被立案
西藏药业	20.26	无特殊原因	奥翔药业	-9.26	无特殊原因
马应龙	19.40	无特殊原因	安图生物	-8.11	无特殊原因
景峰医药	17.97	无特殊原因	司太立	-7.84	无特殊原因
戴维医疗	17.02	无特殊原因	贝瑞基因	-6.23	收到问询函
博雅生物	16.50	无特殊原因	未名医药	-5.97	无特殊原因
天士力	16.16	生物疫苗+分拆上市意愿	东阿阿胶	-5.65	终止实施回购股份

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 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	100.64	新冠疫苗概念	*ST 目药	-41.56	涉嫌信披违法被立案
振德医疗	88.31	口罩概念	济民制药	-28.64	网络荐股事件
正川股份	76.23	药用玻璃概念	览海医疗	-15.16	控股股东减持
宝莱特	71.23	新冠器械概念	同济堂	-14.73	收到问询函
南卫股份	65.74	无特殊原因	宜华健康	-7.20	收购亏损 16 亿
*ST 恒康	56.76	无特殊原因	双成药业	-6.25	收到问询函
英科医疗	50.17	手套概念	未名医药	-5.74	无特殊原因
诚意药业	50.17	口服固体制剂车间通过 GMP 符合性检查	哈药股份	-5.73	GNC 业绩下滑
华北制药	49.63	狗抗报产	圣济堂	-5.44	无特殊原因
奥翔药业	45.66	原料药主线	万东医疗	-5.37	无特殊原因

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

**【其他】:【太极集团】**老牌强者焕发新春,优质资产亟待价值重估

图表 22: 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	545.15	5.54	7.25	30.9%	75
	药明康德	603259.SH	2207.00	18.55	26.45	42.6%	83
	泰格医药	300347.SZ	723.67	8.42	10.61	26.1%	68
	昭衍新药	603127.SH	223.17	1.78	2.62	46.9%	85
	康龙化成	300759.SZ	790.62	5.47	7.40	35.2%	107
	量子生物	300149.SZ	98.51	1.39	-	-	-
	药石科技	300725.SZ	180.81	1.52	2.02	32.8%	90
	艾德生物	300685.SZ	159.31	1.35	1.98	46.2%	80
	博腾股份	300363.SZ	190.88	1.86	2.45	32.0%	78
	九洲药业	603456.SH	234.08	2.38	3.82	60.6%	61
创新药	美迪西	688202.SH	77.35	0.67	0.98	46.5%	79
	恒瑞医药	600276.SH	4875.84	53.28	68.56	28.7%	71
	丽珠集团	000513.SZ	443.19	13.03	17.00	30.5%	26
	贝达药业	300558.SZ	559.88	2.31	3.77	63.3%	149
	康弘药业	002773.SZ	407.59	7.18	9.16	27.5%	44
	科伦药业	002422.SZ	318.19	9.38	9.04	-3.6%	35
	复星医药	600196.SH	830.76	33.22	35.55	7.0%	23
	天士力	600535.SH	259.88	10.01	11.41	13.9%	23
	海思科	002653.SZ	272.38	4.94	5.74	16.2%	47
	华北制药	600812.SH	199.12	1.53	-	-	-
创新疫苗	兴齐眼药	300573.SZ	116.26	0.36	0.60	67.2%	194
	智飞生物	300122.SZ	1557.92	23.66	33.91	43.3%	46
	沃森生物	300142.SZ	814.38	1.42	11.85	734.7%	69
	康泰生物	300601.SZ	1062.54	5.75	8.29	44.2%	128
	万泰生物	603392.SH	694.19	2.09	4.51	115.9%	154
	康希诺	A20004.SH	462.27	-1.57	0.32	-120.3%	1449
注射剂国际化	健友股份	603707.SH	442.51	6.05	8.80	45.5%	50
	普利制药	300630.SZ	212.67	3.01	5.01	66.4%	42
口服国际化	华海药业	600521.SH	483.37	5.70	9.01	58.1%	54
创新国际化	恒瑞医药	600276.SH	4875.84	53.28	68.56	28.7%	71
	贝达药业	300558.SZ	559.88	2.31	2.91	26.1%	192
	康弘药业	002773.SZ	407.59	7.18	9.16	27.5%	44
品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	229.37	-4.44	3.05	-168.7%	75
	片仔癀	600436.SH	1038.13	13.74	17.50	27.3%	59
	云南白药	000538.SZ	1322.24	41.84	47.51	13.6%	28
	同仁堂	600085.SH	383.74	9.85	10.85	10.1%	35
	华润三九	000999.SZ	290.54	21.12	17.35	-17.9%	17
	太极集团	600129.SH	96.12	-0.71	0.98	-	98
其他特色消费	广誉远	600771.SH	71.14	1.30	1.66	-	-
	我武生物	300357.SZ	317.08	2.98	3.47	16.3%	91

	欧普康视	300595.SZ	406.60	3.07	3.93	28.0%	104
	健帆生物	300529.SZ	530.80	5.71	7.65	34.0%	69
	长春高新	000661.SZ	1659.15	17.75	27.79	56.6%	60
	安科生物	300009.SZ	227.34	1.24	4.21	238.2%	54
	兴齐眼药	300573.SZ	116.26	0.36	0.60	67.2%	194
	华熙生物	688363.SH	677.57	5.86	7.38	26.0%	92
	益丰药房	603939.SH	438.57	5.44	7.21	32.5%	61
药店	老百姓	603883.SH	273.90	5.09	6.31	24.0%	43
	一心堂	002727.SZ	208.53	6.04	7.27	20.5%	29
	大参林	603233.SH	492.26	7.03	9.80	39.5%	50
	国药一致	000028.SZ	185.75	12.71	14.13	11.1%	13
特色专科连锁	爱尔眼科	300015.SZ	1741.74	13.79	17.86	29.5%	98
	美年健康	002044.SZ	584.07	-8.66	8.02	-192.6%	73
	通策医疗	600763.SH	511.07	4.63	6.15	32.8%	83
ICL	迪安诊断	300244.SZ	212.20	3.47	5.73	65.0%	
	金城医学	603882.SH	377.34	4.02	5.37	33.5%	70
	上海医药	601607.SH	479.49	40.81	45.83	12.3%	10
流通	九州通	600998.SH	378.35	17.27	22.89	32.6%	17
	柳药股份	603368.SH	87.04	6.85	8.60	25.5%	10
	国药股份	600511.SH	293.50	16.04	17.87	11.4%	16
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	300253.SZ	457.70	3.98	5.35	34.3%	86
	创业慧康	300451.SZ	200.73	3.14	4.00	27.5%	50
	阿里健康	0241.HK	2998.01	-0.02	0.71	-3670.6%	4198
	平安好医生	1833.HK	1292.49	-7.34	-6.56	-10.5%	(197)
	迈瑞医疗	300760.SZ	3606.83	46.81	57.54	22.9%	63
	乐普医疗	300003.SZ	722.82	17.25	22.60	31.0%	32
	安图生物	603658.SH	661.36	7.74	9.59	23.9%	69
创新及特色医疗器械	开立医疗	300633.SZ	146.71	1.02	1.97	93.6%	75
	正海生物	300653.SZ	95.21	1.07	1.32	23.2%	72
	大博医疗	002901.SZ	430.03	4.65	5.81	24.8%	74
	万孚生物	300482.SZ	350.90	3.87	12.25	216.2%	29
	九强生物	300406.SZ	111.45	3.32	4.19	26.3%	27
	南微医学	688029.SH	310.42	3.04	3.54	16.5%	88
	蓝帆医疗	002382.SZ	287.28	4.90	21.11	330.6%	14
血制品	华兰生物	002007.SZ	864.38	12.83	16.61	29.4%	52
	博雅生物	300294.SZ	197.34	4.26	5.53	29.8%	36
	天坛生物	600161.SH	459.86	6.11	7.33	20.0%	63
	双林生物	000403.SZ	196.18	1.60	2.52	56.9%	78
特色处方药	恩华药业	002262.SZ	165.91	6.63	7.98	20.3%	21
	信立泰	002294.SZ	297.49	7.15	6.33	-11.5%	47
	华润双鹤	600062.SH	140.11	10.55	10.85	2.8%	13
	济川药业	600566.SH	211.64	16.23	18.22	12.2%	12
	通化东宝	600867.SH	338.05	8.11	9.37	15.5%	36

	健康元	600380.SH	299.14	8.94	10.57	18.2%	28
	东诚药业	002675.SZ	159.32	1.55	4.82	211.5%	33
	北陆药业	300016.SZ	56.63	3.42	2.19	-36.1%	26
	京新药业	002020.SZ	78.58	5.20	4.77	-8.4%	16
	山河药辅	300452.SZ	43.91	0.84	-	-	-
	山东药玻	600529.SH	318.01	4.59	5.84	27.3%	54
	浙江医药	600216.SH	186.37	3.43	12.67	269.5%	15
	新和成	002001.SZ	608.72	21.69	40.02	84.5%	15
原辅包材	司太立	603520.SH	179.04	1.70	2.65	55.5%	68
	普洛药业	000739.SZ	291.21	5.53	7.51	35.7%	39
	美诺华	603538.SH	74.78	1.51	2.00	32.5%	37
	仙琚制药	002332.SZ	149.62	4.10	5.10	24.3%	29
	天宇股份	300702.SZ	191.57	5.86	7.62	30.1%	25

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