

# 医药生物

## 从中报看眼科黄金赛道投资机会

**本周回顾与周专题:** 本周申万医药指数上涨4.04%，位列全行业第4，跑赢沪深300指数，跑输创业板指数。本周周专题，我们对眼科重点标的中报情况进行了分析，并对投资机会进行了展望。

**板块观点:** 医药本周周五表现强势，我们推测跟部分标的中报业绩集中爆发有关，对医药我们认为要做思路转换，看结构性机会。近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主要变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较晚晚板变化问题。我们仍长期看好医药板块，政策仍然不用担忧，经历5年政策、产业及资本共振，淘汰赛下的医药估值体系重塑完成，对硬资产估值我们觉得有贵的道理，站在当下时点，近期转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】(今年Q3及Q4环比高增长，明年Q1及Q2同比高增长)特征为更好。

**一、影响今年医药走势的变量发生了变化了吗？近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主要变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较晚晚板变化问题。**

(1) 短期来看海外疫情依然不乐观，国内散点式局部小爆发未来可能是新常态，但整体可控，因此医药的确定性比较优势还在，但市场认知已经钝化。

(2) 近期市场担心的流动性问题，让结构性水位高、估值高的医药板块略有压力。(2020Q2，全基金的重仓医药持股占比为17.37%，环比提升2.68个百分点，剔除医药主题基金后主动型基金的重仓医药持股占比为14.59%，环比提高1.79个百分点，考虑到7月份医药的亮眼行情，整体医药仓位并不低，这让医药潜在增量资金在逐步弱化。)

(3) 疫苗获批预期愈演愈烈，板块间比较优势晚晚板效应预期亦在演绎。从俄罗斯疫苗、CDE新冠疫苗审评审批意见、美国对于疫苗态度以及疫情带来的疫苗迫切性角度综合考虑，新冠疫苗大概率会牺牲一定科学性而提前上市。

**二、如何理解刚刚发生的第三批集采？如何理解政策？政策已不是医药板块主要影响因素，可阶段性选择性忽略。**

(1) 第三批集采落地，医药并没有整体反应，验证了我们之前的判断，市场对政策影响已有学习效应、已经钝化。

(2) 今年政策走向和预期有边际变化，但市场经过几年的学习认知预期差在逐步缩小，后续也勿需担心政策对板块有整体性。近期我们看到了一些政策边际收紧，比如生物制品集采、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、第三批集采落地、部分高值耗材全国集采有望启动等，但在经历了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，市场已经有学习效应，勿需担心政策对板块有整体性。

(3) 买医药买的是什么？买的是健康需求长期持续释放带来的长期确定性成长！结构优化后政策免疫赛道会越来越！我国医药行业正处于医药产业快速发展的早期，医疗健康需求快速释放，我们莫要担心一过性政策扰动对其长期确定性影响，另外我们观察到医药也展现出了很好的结构性，政策免疫新兴赛道刚刚崛起，处于快速成长期，需求超高速增长让我们面临可能超过10年的医药黄金期。

**三、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在。医药从2015年以来已经完成了估值体系的转化，从【当年PEG估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬资产的远期价值前置估值法】，这是政策、产业及资本共振的结果，2020年是特殊的一年，医药经历了疫情下的结构性大水漫灌，即使潮水退去，我们认为硬资产估值逻辑仍然不会发生变化，有贵的道理！**

(1) GDP处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。医药长期广阔空间带来的持续高增长预期(尤其是一些新兴高景气赛道)使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更。医药优质标的因其稀缺性，估值方式已经从【当年PEG估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬资产的远期价值前置估值法】。

(2) 未来医药估值的分化愈演愈烈，硬资产高估值将成为新常态。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，医药硬资产高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。非硬资产由于配置分歧，波动会较大，这轮估值可能会被拉高，但长期存在压力。

**四、配置思路：站在当下时点，近期转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】(今年Q3及Q4环比高增长，明年Q1及Q2同比高增长)特征为更好。具体如下：**

**(1) 稳健思路：**自下而上寻找【医药优质高增速】，如司太立、九洲药业、普利制药、博腾股份、健友股份。或【低估值增速上行】，如恩华药业、太极集团等。

**(2) 弹性思路：**自下而上寻找【医药硬科技】，CXO，如药明康德、凯莱英、药石科技等；眼科如兴齐眼药、昊海生科；疫苗如智飞生物、沃森生物等。

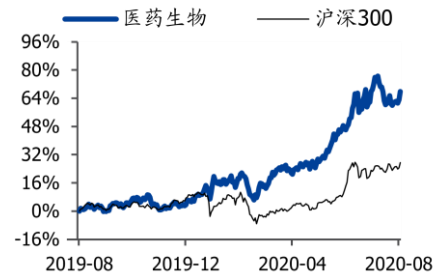
**(3) 硬资产：**看中短期，市场有向核心资产聚集的需求，看长期，考虑优质赛道的硬资产龙头白马长期成长确定性和优质稀缺性，看持续溢价下的市值演绎，如：贝达药业、康龙化成、长春高新、恒瑞医药、老百姓、大参林、益丰药房、华兰生物、迈瑞医药、爱尔眼科、我武生物、通策医疗、片仔癀、康泰生物、金城医学、泰格医药等。

**(4) 其他长期：**我们覆盖并长期看好的标的有，丽珠集团、乐普医疗、美诺华、健康元、科伦药业、安科生物、东诚药业。

**风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持(维持)

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《医药生物：门诊共济机制与个人医保账户改革：符合预期，靴子落地》2020-08-27
- 2、《医药生物：从4家已披露中报的表现看疫情下CXO板块的高景气确定性》2020-08-23
- 3、《医药生物：从18家海外龙头药企中报看疫情影响下的全球医药》2020-08-16



## 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.....	5
1.3 从半年报情况展望眼科领域投资机会.....	6
1.3.1 眼科重点标的 2020H1 业绩先抑后扬，疫情控制后迅速恢复增长.....	6
1.3.2 继续推荐爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗.....	7
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	11
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	12
3.1 医药行业行情回顾.....	12
3.2 医药行业热度追踪.....	15
3.3 医药板块个股行情回顾.....	17
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新.....	18
5、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: A 股重点眼科标的业绩估值情况概览 (亿元).....	6
图表 2: 兴齐眼药近 6 个季度业绩及增速.....	9
图表 3: 昊海生科近 6 个季度业绩及增速.....	9
图表 4: 昊海生科眼科产品管线.....	10
图表 5: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	12
图表 6: 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(%).....	12
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, % ).....	13
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020 年初至今, % ).....	14
图表 9: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	15
图表 10: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%).....	15
图表 11: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	16
图表 12: 2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化.....	16
图表 13: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	17
图表 14: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	17
图表 15: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况.....	20

## 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 4.04%，位列全行业第 4，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。本周周专题，我们对眼科重点标的中报情况进行了分析，并对投资机会进行了展望。

**板块观点：**医药本周周五表现强势，我们推测跟部分标的中报业绩集中爆发有关，对医药我们认为要做思路转换，看结构性机会。近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主次变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较跷跷板变化问题。我们仍长期看好医药板块，政策仍然不用担忧，经历 5 年政策、产业及资本共振，淘汰赛下的医药估值体系重塑完成，对硬核资产估值我们觉得贵有贵的道理，站在当下时点，近期转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】（今年 Q3 及 Q4 环比高增长，明年 Q1 及 Q2 同比高增长）特征为更好。

一、影响今年医药走势的变量发生了变化了么？近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主次变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较跷跷板变化问题。

(1) 短期来看海外疫情依然不乐观，国内散点式局部小爆发未来可能是新常态，但整体可控，因此医药的确定性比较优势还在，但市场认知已经钝化。

(2) 近期市场担心的流动性问题，让结构性水位高、估值高的医药板块略有压力。(2020Q2，全基金的重仓医药持股占比为 17.37%，环比提升 2.68 个百分点，剔除医药主题基金后主动型基金的重仓医药持股占比为 14.59%，环比提高 1.79 个百分点，考虑到 7 月份医药的亮眼行情，整体医药仓位并不低，这让医药潜在增量资金在逐步弱化。)

(3) 疫苗获批预期愈演愈烈，板块间比较优势跷跷板效应预期亦在演绎。从俄罗斯疫苗、CDE 新冠疫苗审评审批意见、美国对于疫苗态度以及疫情带来的疫苗迫切性角度综合考虑，新冠疫苗大概率会牺牲一定科学性而提前上市。

二、如何理解刚刚发生的第三批集采？如何理解政策？政策已不是医药板块主要影响因素，可阶段性选择性忽略。

(1) 第三批集采落地，医药并没有整体反应，验证了我们之前的判断，市场对政策影响已有学习效应、已经钝化。

(2) 今年政策走向和预期有边际变化，但市场经过几年的学习认知预期差在逐步缩小，后续也无需担心政策对板块有整体性。近期我们看到了一些政策边际收紧，比如生物制品集采、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、第三批集采落地、部分高值耗材全国集采有望启动等，但在经历了 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，市场已经有学习效应，无需担心政策对板块有整体性。

(3) 买医药买的是什么？买的是健康需求长期持续释放带来的长期确定性成长！结构优化后政策免疫赛道会越来越多！我国医药行业正处于医药产业快速发展的早期，医疗健康需求快速释放，我们莫要担心一过性政策扰动对其长期确定性影响，另外我们观察到医药也展现出了很好的结构性，政策免疫新兴赛道刚刚崛起，处于快速成长期，需求超高速增长让我们面临可能超过 10 年的医药黄金期。

三、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存

在。医药从 2015 年以来已经完成了估值体系的转化，从【当年 PEG 估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】，这是政策、产业及资本共振的结果，2020 年是特殊的一年，医药经历了疫情下的结构性大水漫灌，即使潮水退去，我们认为硬核资产估值逻辑仍然不会发生变化，贵有贵的道理！

**(1) GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。医药优质标的因其稀缺性，估值方式已经从【当年 PEG 估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】。

**(2) 未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。**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，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。非硬核资产由于配置分歧，波动会较大，这轮估值可能会被拉高，但长期存在压力。

**四、配置思路：**站在当下时点，近期转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】（今年 Q3 及 Q4 环比高增长，明年 Q1 及 Q2 同比高增长）特征为更好。具体如下：

**(1) 稳健思路：**自下而上寻找【医药优质高增速】，如司太立、九洲药业、普利制药、博腾股份、健友股份。或【低估值增速上行】，如恩华药业、太极集团等。

**(2) 弹性思路：**自下而上寻找【医药硬科技】，CXO，如药明康德、凯莱英、药石科技等；眼科如兴齐眼药、昊海生科；疫苗如智飞生物、沃森生物等。

**(3) 硬核资产：**看中短期，市场有向核心资产聚集的需求，看长期，考虑优质赛道的硬核龙头白马长期成长确定性和优质稀缺性，看持续溢价下的市值演绎，如：贝达药业、康龙化成、长春高新、恒瑞医药、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。

**(4) 其他长期：**我们覆盖并长期看好的标的有，丽珠集团、乐普医疗、美诺华、健康元、科伦药业、安科生物、东诚药业。

## 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、康华生物、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**：昊海生科、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 从半年报情况展望眼科领域投资机会

2020年以来，眼科黄金赛道热度再次提升，成为医药行业除了疫情受益股外表现最为突出的细分领域之一。我们自年初起对眼科进行了加强推荐，除已覆盖的爱尔眼科和康弘药业，我们在3月2日发布兴齐眼药深度(32p)，7月2日发布眼科行业深度(86p)，7月29日发布爱博医疗深度(52p)，8月2日发布有晶体眼后房屈光晶体周专题(29p)，8月3日发布昊海生科深度(42p)，并对以上标的进行了重点推荐。

我们认为，眼科热度提升主要有几方面的原因：1)除了传统眼科白马爱尔眼科、欧普康视外，兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗等标的崛起为A股眼科领域投资提供了更多的选择，港股欧康维视、德视佳眼科的标的上市也吸引了更多投资者对眼科的关注；2)除了与眼科医疗共享的健康消费升级、眼病人口红利逻辑外，国内眼科的药品和器械正在经历供给侧的巨大变化，可能出现类似于2017年二类疫苗市场爆发，进入“大产品、大时代”的情况；3)2020H1，医药行业经历了一场波澜壮阔的行情，全行业涨幅居前，公募基金持仓达到历史高位，眼科白马的高确定性成长、眼科新兴标的的科创+大单品+眼科优中选优赛道概念，都吸引了大量资金的增配。

眼科重点标的在年初至今积累了较大涨幅，平均上涨达155%；在本月医药整体进入震荡行情后，部分眼科标的在近2周也出现了比较明显的回撤，市场上有部分投资者担心估值高、持仓高、比较优势减弱、增量资金减少会影响眼科标的的投资逻辑。站在当前时点，我们认为，眼科重点标的的投资逻辑并没有发生明显变化，在市场风险偏好降低，风格由【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化的大背景下，坚持眼科赛道优中选优主线，把握业绩长期确定性成长标的，同时考虑具备硬科技+未来“黄金四季度”(2020Q3, Q4环比、2020Q1, Q2同比显著增长)标的是未来1年眼科投资的重点。

#### 1.3.1 眼科重点标的2020H1业绩先抑后扬，疫情控制后迅速恢复增长

2020Q2眼科重点标的恢复高增长，展现黄金赛道魅力。2020Q1，由于疫情影响，眼科产品/服务终端客流明显减少，所有眼科重点标的的业绩均出现明显下滑，其中龙头爱尔眼科下滑73.4%，除欧普康视及康弘药业，其他标的的业绩下滑也均超过50%。在短短一个季度后，眼科重点标的的业绩整体反弹，2020Q2平均业绩增速达96.8%；眼科重点标的的在较短时间迅速恢复增长，再次展现眼科消费同时具备刚需+主要依靠自主消费驱动+健康消费升级下需求旺盛的特征。对于在眼科优质赛道上具备核心竞争力及长期发展逻辑的标的，无需担心短期业绩波动。

图表1: A股重点眼科标的的业绩估值情况概览(亿元)

代码	股票简称	市值	年初至今涨幅	业绩同比增速				PE	PE	
				20H1	20Q1	20Q2	20E	21E	20E	21E
002773.SZ	康弘药业	431	34.0%	-1.7%	-16.3%	22.2%	3.7%	46.0%	57.8	39.6
300015.SZ	爱尔眼科	2111	68.9%	-2.7%	-73.4%	50.5%	30.3%	30.7%	117.5	89.9
300573.SZ	兴齐眼药	119	96.4%	167.5%	-1082.2%	452.2%	122.9%	71.3%	148.2	86.5
300595.SZ	欧普康视	395	106.8%	9.7%	-24.8%	36.1%	26.1%	34.2%	101.1	74.6
688050.SH	爱博医疗	237	572.3%	2.3%	-80.1%	74.7%	45.5%	46.4%	244.5	167.0
688366.SH	昊海生科	206	51.0%	-84.9%	-137.3%	-54.8%	-35.3%	77.5%	85.9	48.4
	均值	583	154.9%	15.0%	-235.7%	96.8%	32.2%	51.0%	125.8	84.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(欧普康视外盈利预测采用Wind一致, 其余采用国盛最新发布的个股研究报告数据, 截止8月29日)

静态估值高已经常态化，重点关注优质业绩成长。目前眼科标的的表现静态估值已处于

较高水平，重点标的 2021 年平均 PE 达到 84.3X。我们认为，站在眼科黄金赛道“C 位”的稀缺优质标的享受估值溢价已经是常态化，未来医药产业淘汰赛下优质资产荒将使具备硬核实力的眼科标的的估值维持在高位；短期的估值高、持仓高可能会影响阶段性股价表现，但长期看，这些都不是投资眼科标的的核心问题，包括一过性的外部性事件扰动在内的影响，都会在企业长期发展中被熨平，在现有的估值水平下，真正需要关注的就是眼科企业能否将自身硬核实力和黄金赛道价值持续转化为优质业绩成长，这也是鉴别“真黄金赛道企业”和“伪黄金赛道企业”的标准。

### 1.3.2 继续推荐爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗

我们认为，对于爱尔眼科、欧普康视这样的眼科白马，市场认知已经趋于一致，我们与市场观点并无明显分歧，在既有核心优势保持+成熟业务模式复制+巨大发展空间的加持下，爱尔和欧普距离业绩和市值天花板仍比较遥远，估值得到有效支撑下确定性业绩增长将带来稳定的投资收益；而对于兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗这样的新兴眼科标的，市场仍存在一定的分歧。我们认为，以上公司的发展核心逻辑均未发生变化，在经历了股价短期明显调整后，市场对于标的高估值及部分负面信息影响的担忧已经得到比较充分的反应。在市场回归理性后，优质标的的价值将得到合理反映，继续推荐兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗。

#### 1) 爱尔眼科：7 月恢复高速增长，新十年做世界一流眼科医院

从爱尔眼科 7 月份数据来看，单月收入同比增长 47.92%，走出疫情影响，充分印证公司业务的韧性，全年有望实现既定目标。

**爱尔投资逻辑再梳理：**国内国外并蒂花开，做世界一流的眼科医院。爱尔的投资价值在于业绩稳定高速增长带来的稀缺性与配置价值，而这来源于爱尔新十年的国际化战略与不断扩张的国内业务：

**a) 国际化战略：**公司拥有了香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 CB 集团、东南亚 ISEC Healthcare Ltd 等领先的海外眼科机构。公司国际化战略的实施一方面将有助于获取深度融合国际先进的医疗服务理念和最前沿的技术体系，在学术上与技术上帮助国内的品牌进一步提升，另一方面东南亚等地区也有望成为公司未来的潜力增长空间。

**b) 国内业务不断扩张：**截止 2019 年年底，公司境内医院 105 家，门诊部 65 家；并购基金旗下医院 275 家，门诊部 37 家。目前公司已经基本覆盖了所有的省会城市与地级市，未来将持续提高全国医疗网络的广度、深度以及密度，不断完善各省区域内的纵向分级连锁网络体系，快速推进以地、县市为重点的医疗网络建设，同时，逐步完善横向同城分级诊疗体系，加快以省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼 e 站的城市分级诊疗网络建设，多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高，形成自己的医联体体系。

#### 2) 兴齐眼药：黑马正在转白，开启业绩兑现

短期股价下挫核心是公司还未成长为市场公认白马情况下上涨过快，属于成长过程中必须经历的过程。兴齐眼药自 2019 年初因眼科大单品收到市场广泛关注，随后开启股价的一路上涨，截止 8 月 30 日，期间最高涨幅达 1370%，在近期股价明显回调下，2020 年内仍有 96% 的涨幅。短期内股价上涨过快，市场预期过满下，市场行情的震荡、资金面的调整、部分消息面影响所带来的的负向效应均被放大，造成短期股价大幅下挫。市场在 2020 年对公司的认可度已有明显提升，但公司崛起的时间较短，仍需要持续的逻辑兑现的去获得全市场的更多认可，从而成长为真正意义的白马股。

公司发展核心逻辑未变，业绩已进入兑现期。我们此前多次论述的公司发展逻辑近期并无明显变化，近期大家对于政策端和竞争对手的一些担忧，我们观点如下

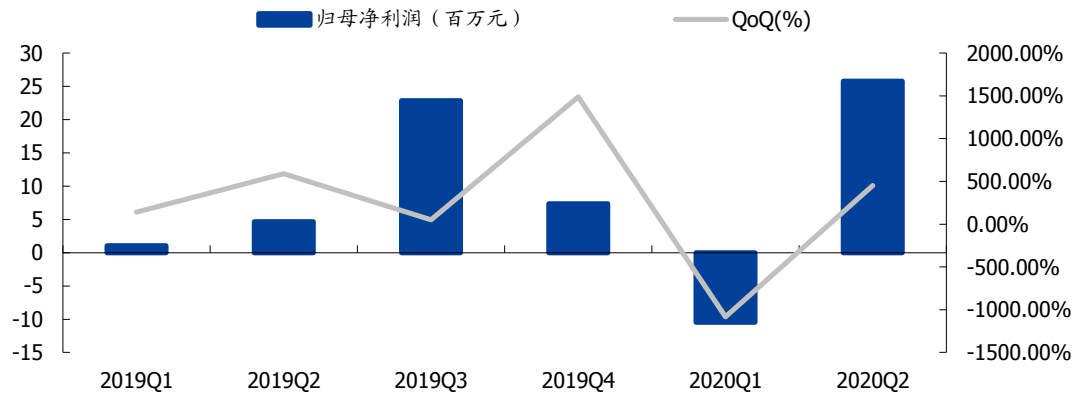
- a) CDE 8月24日发布的征求《控制近视进展药物临床研究技术指导原则》意见的通知，其中重点内容包括近视防控药物需要在进入人体临床试验前完成必要的幼龄动物的毒性研究，开展儿童试验前需在成人受试者中开展安全性和有效性试验，建议的临床试验周期应包括给药周期和停药后观察期，其中给药周期不少于2年，停药后的观察期不应少于0.5年。市场部分投资者担心，该指导原则会导致兴齐眼药0.01%阿托品滴眼液获批时间推后，实际上，兴齐眼药此前的临床方案包括12个月给药和24个月给药两个，同步进行，且前期已经完成相应的动物实验研究，目前预期获批时间在2023年底至2024年，与我们此前的判断没有明显差别。
- b) 2020年版《药品注册管理办法》2020年7月实施，其中关于药物监测期的表述与2007年版相比，删去了具体的细则（不同类别药物监测期时长、监测期期间相同药品申请和上市的规定等），部分投资者担心监测期规定的调整可能影响兴齐眼药阿托品滴眼液2.4类新药的市场独占期及竞争格局。实际上2019年版药品管理法实施条例（药品注册管理办法上位法）中仍规定新药可有不超过5年的监测期，国家药监局2020年3月发布的关于实施《药品注册管理办法》有关事宜的公告中提出“新《办法》及其相关文件已作出规定和要求的，从其规定；无新规定和要求的，按照现行的有关规定和要求执行”。按照现有2007年药品注册管理办法，2.4类新药有3年的药品监测期，期间相同品种不批准上市。
- c) 竞争对手方面：“欧普康视科技股份有限公司年产3千万支硫酸阿托品滴眼液生产项目”环评于2020年7月在合肥高新区网站公示；莱美药业与爱尔眼科合作推进阿托品滴眼液院内制剂；极目生物8月11日取得美国Eyenovia公司MicroPine（阿托品眼用溶液）大中华区开发、商业化权益，该产品目前在美国开展III期临床，预计结束时间为2024年底，获批时间可能为2025-2026年。

我们认为，以上竞争对手在阿托品滴眼液上的布局并没有改变公司逻辑：公司在阿托品滴眼液领域仍是布局最早，技术最成熟，有望全球首家获批近视适应症的企业；阿托品滴眼液的市场足够宽广（如果以5%渗透率计算，国内市场规模将达100亿以上）；按照现行法规，院内制剂是在没有国药准字产品上市情况下补充，如果已有国药准字产品上市，同品种院内制剂在再注册的时候将面临不予注册的问题，院内制剂本身属于过渡期产品，未来市场竞争的关键仍是以近视为适应症的国药准字产品。相比竞争对手，兴齐专注眼科药品超过20年，先发优势+成熟技术/数据积累+3年监测期+相比竞品企业成熟的眼科处方药销售团队+眼科多病种药物覆盖获取医生认可度，未来前景依然看好。

- d) 兴齐阿托品院内制剂已于今年开启放量，2020H1上半年销售超3000万元，全年有望达1亿元；0.05%环孢素滴眼液已于2020年8月正式上市，发布会在全国40多个地区同步进行，邀请了0.05%环孢素原研前首席科学家Michael Stern等国内外顶尖专家出席，吸引超过万名眼科医生参与为公司环孢素及其他产品的推广和后续销售打下坚实基础，根据我们此前模型计算，2021年，公司环孢素滴眼液有望销售达到1亿元左右的水平。2020Q2，公司实现归母净利润2575万元，同比+452.18%，实现扣非归母净利润2555万元，同比+550.10%，疫情影响消除后，公司已开始业绩释放。



图表 2: 兴齐眼药近 6 个季度业绩及增速



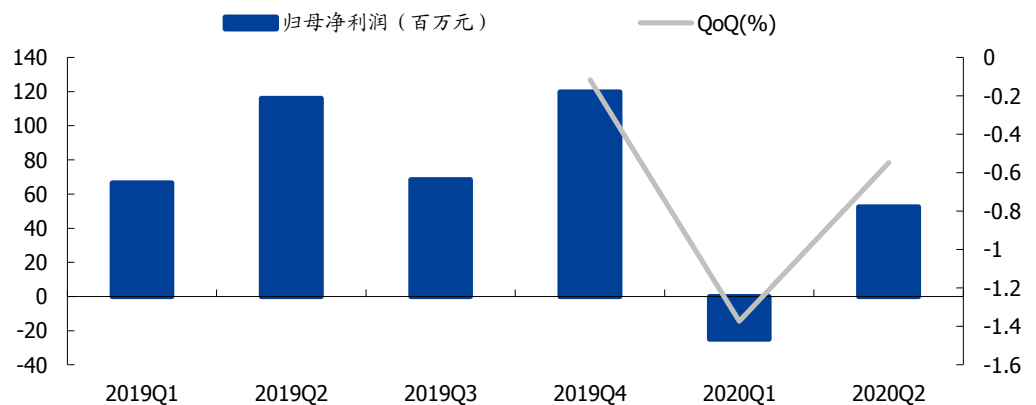
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3) 昊海生科: 新纳入科创 50, 进入“黄金四季度”

2020年8月28日, 上交所宣布进行收入科创 50 成分股调整, 昊海生科被调入, 9月14日生效。公司被纳入科创 50, 预计将为公司带来明显增量资金, 同时吸引更多投资者的关注。

疫情影响逐步减弱, 下半年有望重回正轨: 公司上半年因疫情原因, 收入和利润出现明显下滑, 在我们的预期之中, 这与公司的业务结构有关, 公司的眼科、医美、骨科、外科均受到疫情下医院/医美终端客流量显著下降影响, 同时公司海外子公司的业务也受到疫情全球爆发的影响。公司利润增速明显低于收入增速, 主要是收入减少下, 公司的销售费用和研发费用仍保持快速增长所致。2020Q2, 公司的单季度收入下滑收窄, 利润端恢复盈利, 从不同业务看, Q2 眼科收入已恢复上年的 7 成以上, 医美业务已恢复 6 成; 骨科已恢复 9 成; 外科恢复近 8 成。预计 2020 下半年公司业务与业绩将恢复正常, 2020Q3-2021Q2 公司有望出现环比明显改善, 同比高速增长, 内生实际增速回暖。

图表 3: 昊海生科近 6 个季度业绩及增速

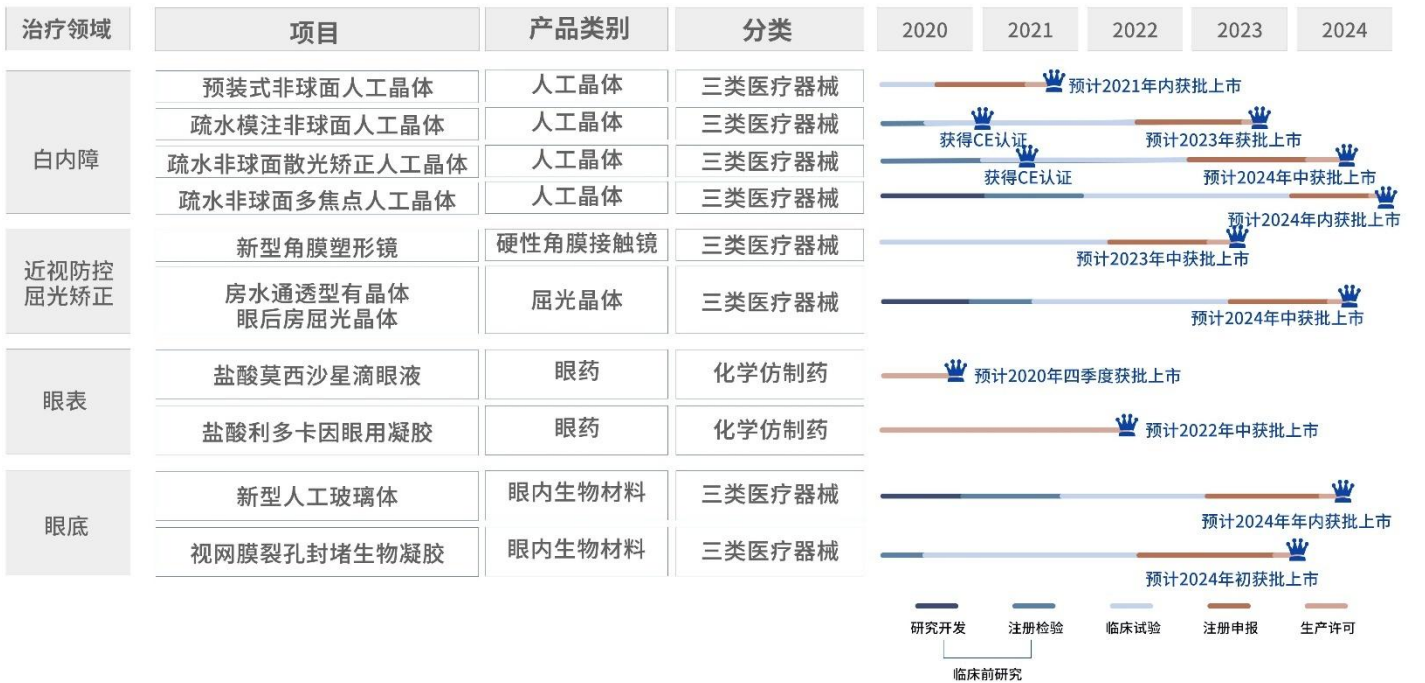


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

加码眼科, 优质赛道价值+硬科技将逐步体现。公司自 2016 年以来, 在原有眼科粘弹剂和润眼液的基础上, 先后通过并购河南宇宙、珠海艾格、美国 Aaren、深圳新产业、英国 Contamac、杭州爱晶伦。自主研发+并购, 实现了对人工晶体、视光材料(人工晶体和角膜塑形镜材料)、有晶体眼后房屈光晶体的布局, 角膜塑形镜业务也正在重点推进中, 通过介入白内障(人工晶体、视光材料、粘弹剂)、视光(PRL 屈光晶体、角膜塑形镜及配套、周边离焦软镜), 眼表及眼底四大领域, 公司已成为国内眼科医疗企业布局最全, 综合实力最强的企业之一。2020Q4, 公司的莫西沙星滴眼液有望作为国内首仿年内

获批；公司自主研发的创新疏水模注工艺非球面人工晶状体产品即将启动临床试验，相比现有生产技术，模注工艺将大幅降低生产成本，使公司产品在未来人工晶体的竞争中具备的特竞争优势。公司在研的角膜塑形镜临床顺利进展，预计2023年获批；公司的国产独家有晶体眼后房屈光晶体（PRL）一代产品正在加强市场推广，第二代产品即将进入注册阶段，产品升级后将实现更为广泛的视力矫正范围，与对标的ICL产品看齐。

图表4：昊海生科眼科产品管线



资料来源：公司微信公众号，国盛证券研究所

#### 4) 爱博医疗：自主研发驱动、潜力优质白马

市场对于登录科创板不久的爱博医疗寄予厚望，目前对于公司的主要分歧在于OK镜放量预期以及后续ICL潜在超级大品种价值如何给，归根结底还是估值的问题。如前文所述，短期估值高并不构成看空的理由，在近期股价明显回调后，爱博医疗的长期投资价值已再次凸显。

**国产人工晶体杰出代表。**爱博医疗已陆续开发出多款中/高端人工晶状体，在晶体材料、非球面、可折叠、预装、防紫外线、防蓝光、肝素表面改性等技术方面与进口产品处于同一水平，在多焦点晶状体方面目前也有在研产品并进入临床实验阶段，未来将在人工晶状体产品上全面看齐进口企业，白内障手术CSR提升叠加国产替代概念将驱动爱博医疗人工晶体的持续快速增长。

**角膜塑形镜有望快速放量。**公司的普诺瞳®角膜塑形镜于2019年3月获批上市，产品的高透氧性能（透氧系数高达125）、全弧段非球面设计带来更舒适、更安全、更有效的配戴体验与效果，自2019年3月获批以来推广迅速，2020Q2实现收入791.61万元，同比增长575.42%，超过2019年全年，后续公司角膜塑形镜有望进入高速放量阶段。

**视光类产品管线不断丰富。**公司重磅产品有晶体眼人工晶体（ICL）也处于研发阶段，有望在2023年获批上市，作为屈光手术的颠覆性产品，未来有望帮助爱博医疗注入新的发展动能，与其他在研视光类产品一起共同打造爱博医疗的强大视光类产品管线。

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】第三批国采结果正式确认，外企大面积退场

<http://dwz.date/cm22>

8月24日，第三批国采中选结果公示期结束，正式确认。第三批国采中，集采品种56个，品规82个，金额226亿元，共194家企业参与，涉及50多家国内外知名上市药企。从中标结果来看，仅卫材的甲钴胺片、优时比的左乙拉西坦注射液、辉瑞的利奈唑胺片3个原研品种中标。部分外企的原研药报出了远超最高有效申报价的价格，以抗病毒药拉米夫定为例，原研GSK基本未降价，报价为904.2元一盒，而国产仿制药企业石家庄迪康龙泽的报价仅为11.94元一盒。另有部分品种直接放弃了投标机会。

【点评】在第三批国采中，仿制药在大幅度降价的同时，对原研药的替代效应更加明显。在集采常态化的大背景下，中国医改的深入，直指外资药企，此次集采外资药企可谓是“大败而归”，如果外资药企继续选择放弃集采市场，将在中国举步维艰。原研药的落败倒逼外资药企降低营销成本、人员成本等与技术无关的成本，利好国内的高端仿制药企业，同时也促进国内药企从仿制到创新的转型。

### 【事件二】国家医保局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见

<http://dwz.date/cm48>

8月26日，国家医保局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见。意见稿提出，将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围、改革职工基本医疗保险个人账户、建立健全门诊共济保障机制。主要措施和内容有：（一）增强门诊共济保障功能。（二）改进个人账户计入办法。（三）规范个人账户使用范围。（四）加强监督管理。（五）完善适合门诊就医特点的付费机制。

【点评】该意见稿要求，逐步将多发病、常见病的普通门诊医疗费纳入统筹基金支付范围，并且单位缴纳的基本医疗保险费全部计入统筹基金。此举有利于常见病患者重新进入门诊治疗、开药，而非原先的进入药店购买相应的非处方药。该意见稿还要求加快制定医保药品支付标准，引导医疗机构和患者主动使用疗效确切、价格合理的药品。这意味着国家促进进入医保的药品在医院使用，同时国家对医保的整体统筹能力加强。结合带量采购等政策来看，利好重视带量采购、布局医院门诊的药企。

### 【事件三】国家卫健委召开巡视工作会议暨委党组2020年巡视动员部署会

<http://dwz.date/cmCe>

8月25日，国家卫生健康委召开巡视工作会议暨委党组2020年巡视动员部署会。委党组书记、主任、巡视工作领导小组组长马晓伟出席会议并讲话，中央纪委国家监委驻国家卫生健康委纪检监察组组长、委党组成员马奔传达了中央巡视工作精神，委党组成员、副主任于学军主持会议并宣布了巡视组成员名单、被巡视党组织名单和巡视任务安排。马晓伟指出，要深入学习贯彻习近平总书记关于巡视工作重要论述，牢牢把握新时代巡视工作政治方向，突出政治巡视定位，充分认识形势任务，认真贯彻巡视工作方针，持续强化巡视整改落实。

【点评】结合此前频繁发布的有关纠正医疗不正之风的文件，不难看出国家卫健委整治收红包、收回扣等医药购销腐败的决心，全国已经进入医院巡查的高压期。在医院进行大整治的同时，药企要时刻保持警惕，注重药品销售规范，严厉惩戒违规行为。高压巡视有利于建立良性的药企竞争环境，利好销售渠道健康、严格遵守规范的药企。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

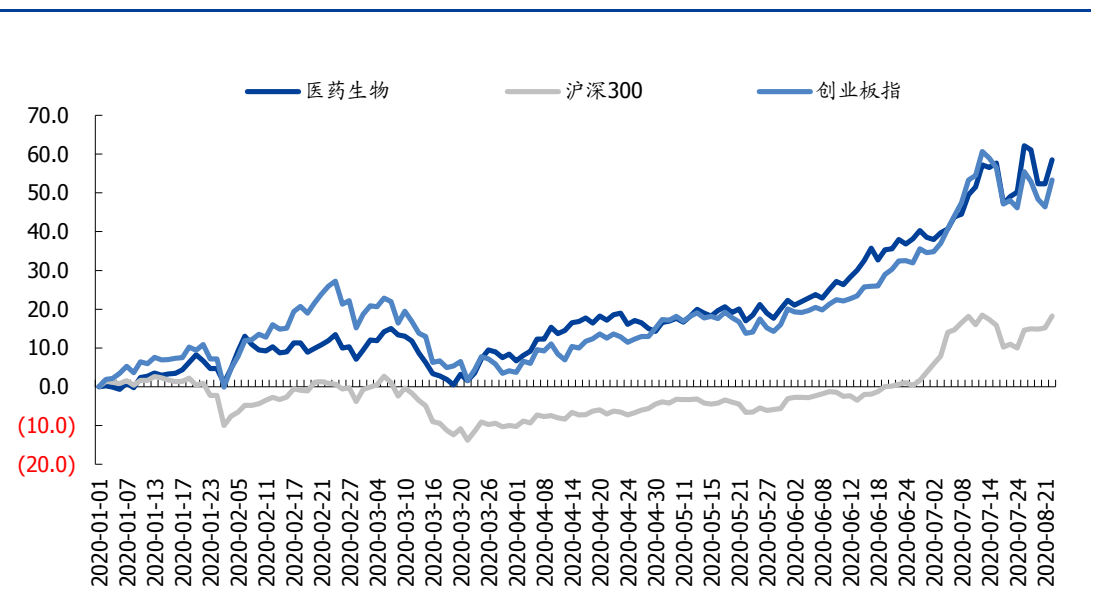
本周医药指数上涨 **4.04%**，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。申万医药指数 12670.42 点，周环比上涨 4.04%。沪深 300 上涨 2.66%，创业板指数上涨 4.76%，医药跑赢沪深 300 指数 1.39 个百分点，跑输创业板 0.72 个百分点。2020 年 8 月至今申万医药下跌 2.27%，沪深 300 上涨 3.18%，创业板指数下跌 1.34%，医药跑输沪深 300 指数和创业板指数。

图表 5: 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	4,844.27	4,718.84	2.66	3.18	18.25
创业板指数	2,757.84	2,632.45	4.76	-1.34	53.37
生物医药 (申万)	12,670.42	12,177.86	4.04	-2.27	58.52

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

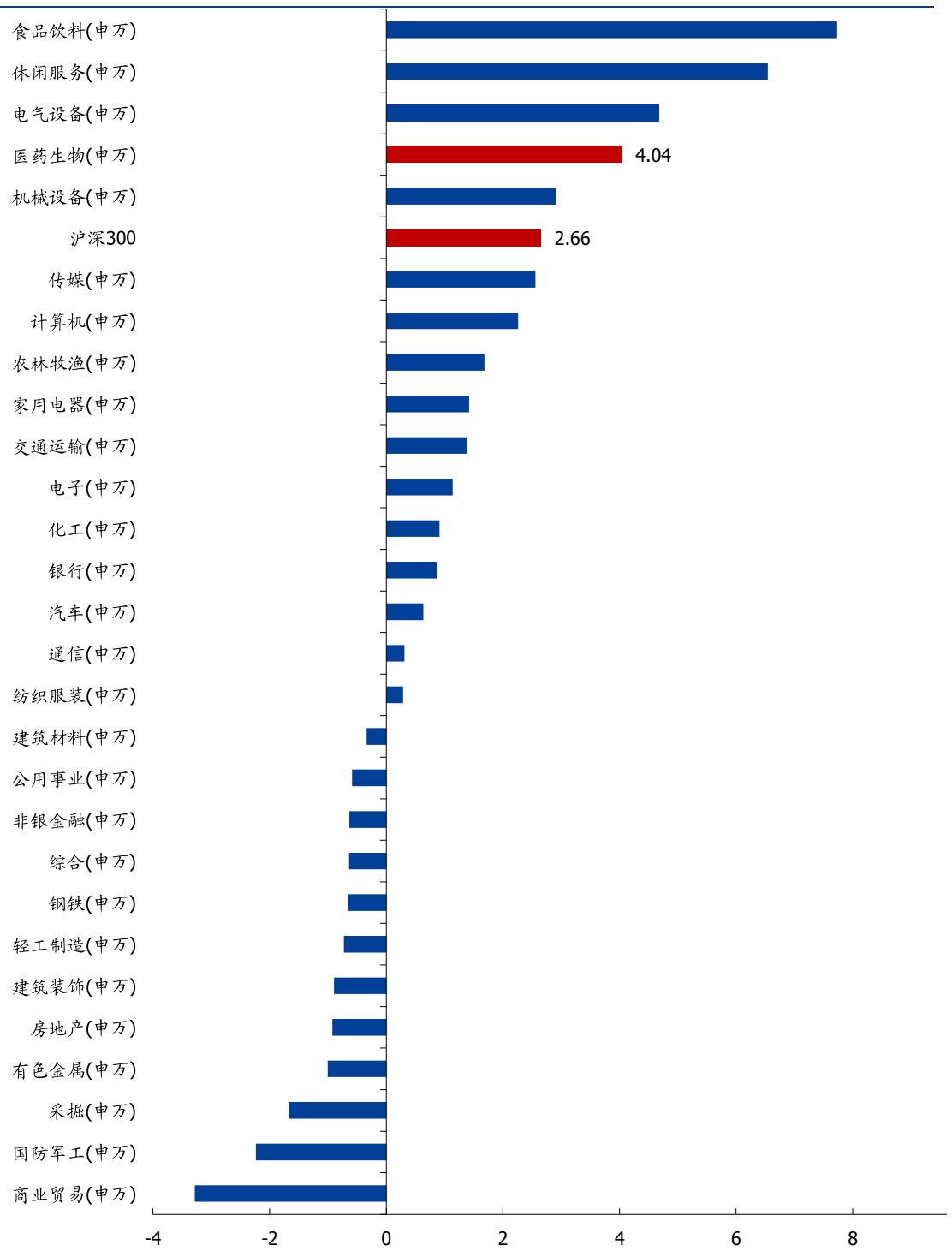
图表 6: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

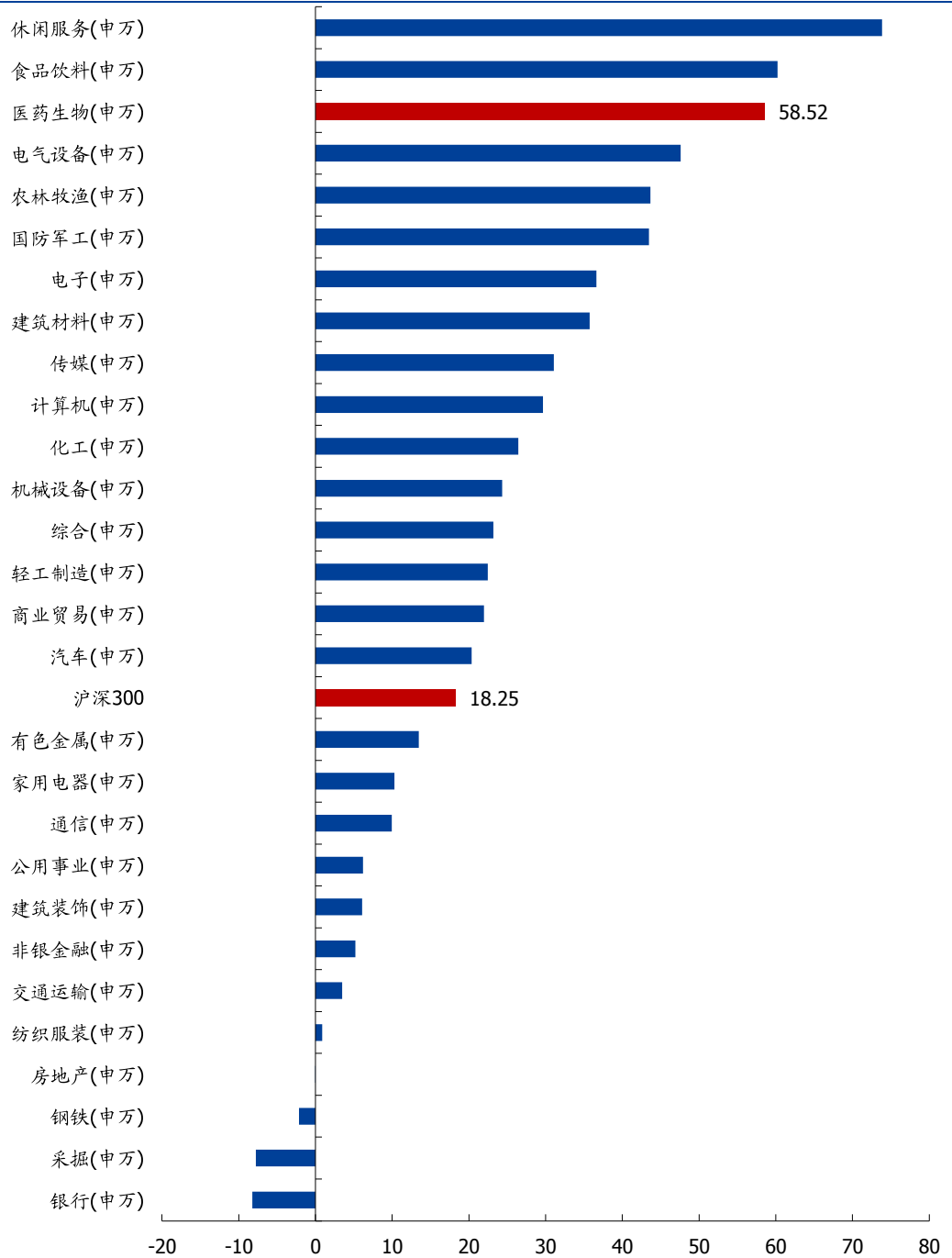
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在位 4。2020 年初至今，医药涨跌幅排在第 3 位。

图表 7: 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

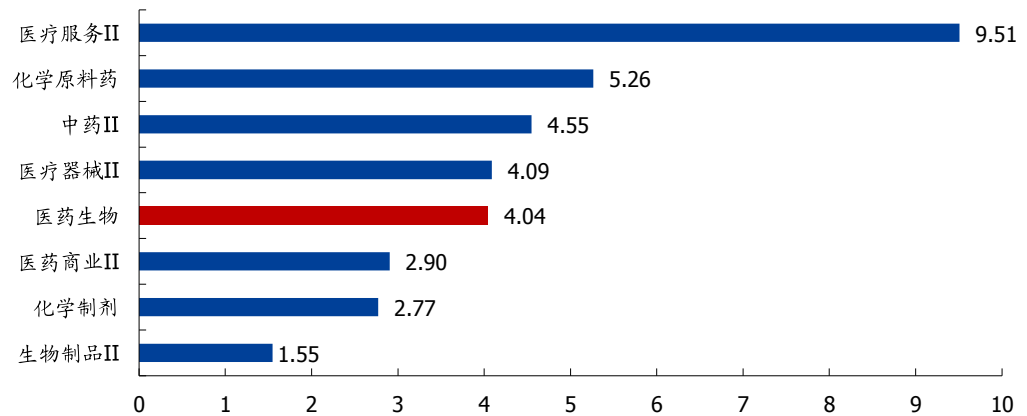
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020年初至今, %)



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 9.51%; 表现最差的为生物制品 II, 上涨 1.55%。

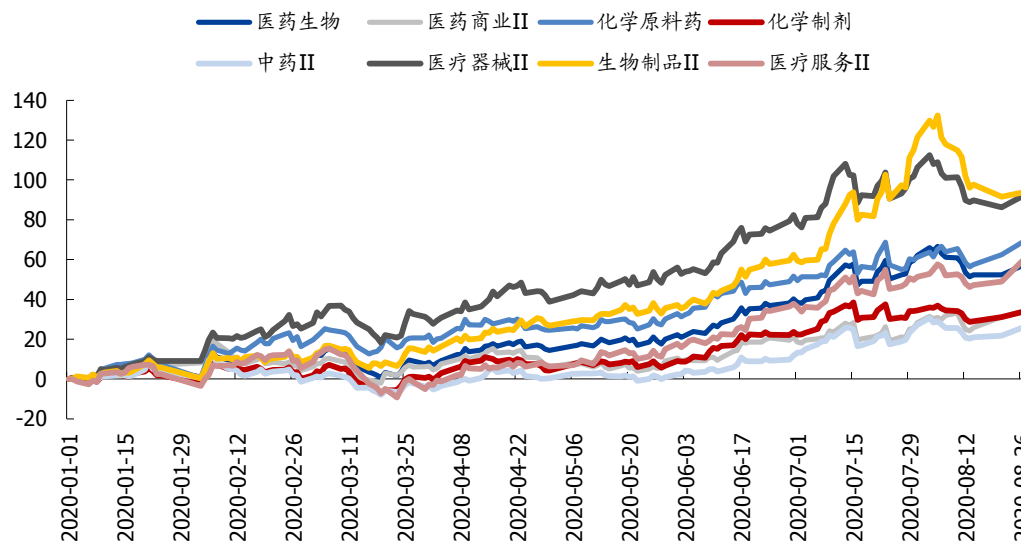
图表 9: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业生物制品 II 年度涨幅行业内领先。2020 年初至今表现最好的子行业为生物制品 II, 上涨 94.48%; 表现最差的子行业为中药 II, 上涨 27.23%。其他子行业中, 医疗器械 II 上涨 93.80%, 化学原料药上涨 70.96%, 医疗服务 II 上涨 63.07%, 医药商业 II 上涨 34.99%, 化学制剂上涨 34.70%。

图表 10: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



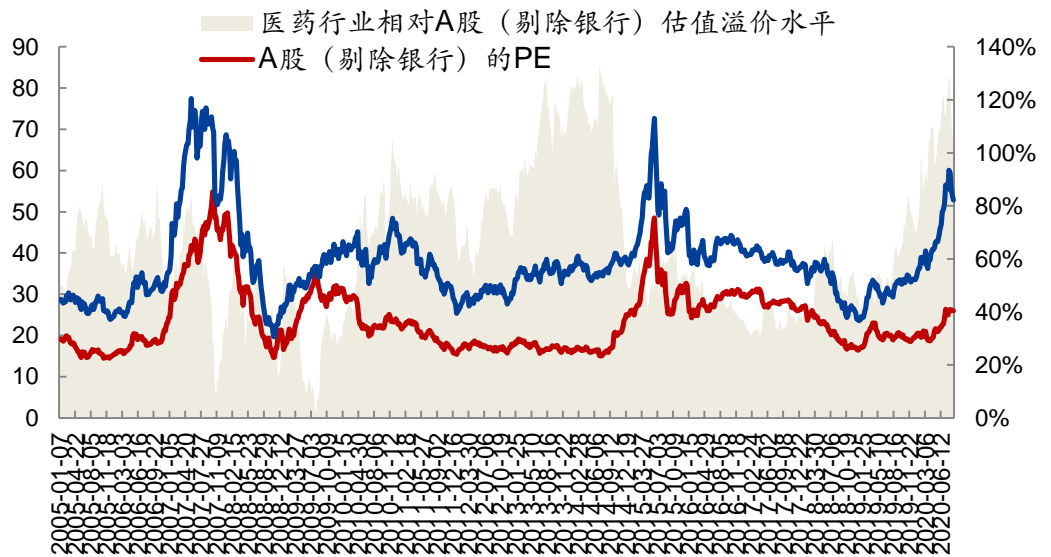
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

估值水平下降, 处于平均线以上。目前, 医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 52.85X, 较上周相比下降 1.04 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.94X) 高 14.91 个单位, 本周医药行业整体估值下降。

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 103.56%, 较上周下降 2.82 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (64.04%) 高 39.52 个百分点, 处于相对高位。

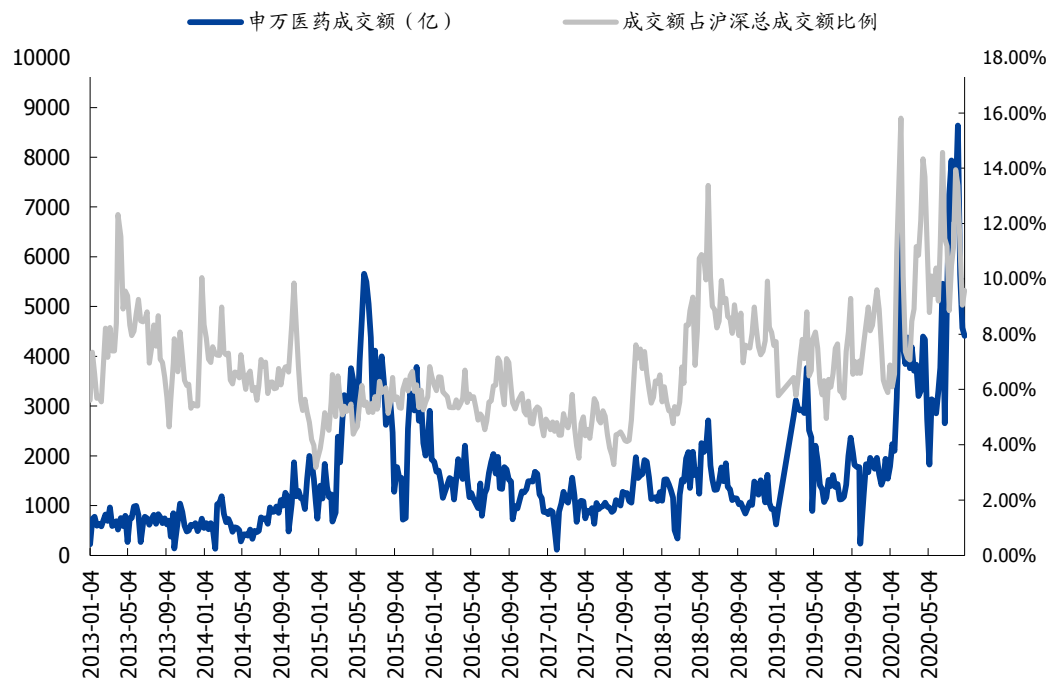
图表 11: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



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 4411.57 亿元, 沪深总成交额为 46033.68 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 9.58% (2013 年以来成交额均值为 6.82%)。

图表 12: 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的为吉药控股、东宝生物、信邦制药、昭衍新药、山河药辅。后5的为千山药机、国农科技、兴齐眼药、未名医药、迪瑞医疗。

滚动月涨跌幅排名前5的为莱美药业、健民集团、吉药控股、英特集团、奇正藏药。后5的为千山药机、兴齐眼药、国发股份、国农科技、冠昊生物。

图表 13: 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
吉药控股	24.62	无特殊原因	千山药机	-40.82	财务造假, 强制退市
东宝生物	20.96	无特殊原因	国农科技	-12.92	无特殊原因
信邦制药	18.75	无特殊原因	兴齐眼药	-12.59	无特殊原因
昭衍新药	15.35	无特殊原因	未名医药	-8.09	新冠疫苗相关回调
山河药辅	15.32	半年报业绩超预期	迪瑞医疗	-7.66	公司控制权变更
健帆生物	15.02	半年报业绩超预期	英特集团	-7.35	无特殊原因
莎普爱思	14.87	无特殊原因	太龙药业	-7.15	大股东减持股份
九洲药业	14.49	半年报业绩超预期, 激励方案出台	莱美药业	-6.91	无特殊原因
健民集团	14.30	半年报业绩超预期	一品红	-6.91	无特殊原因
一心堂	14.22	无特殊原因	仟源医药	-6.37	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 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
莱美药业	47.13	阿托品进展相关	千山药机	-84.78	财务造假, 强制退市
健民集团	42.32	人工牛黄概念	兴齐眼药	-29.98	无特殊原因
吉药控股	38.33	无特殊原因	国发股份	-26.78	公司高管减持股份
英特集团	35.23	冷链概念	国农科技	-18.76	无特殊原因
奇正藏药	35.20	无特殊原因	冠昊生物	-18.59	新冠疫苗相关回调
东阿阿胶	33.84	Q2 止住亏损, 业绩回暖预期提升	博济医药	-17.27	无特殊原因
九典制药	31.35	无特殊原因	金达威	-15.48	无特殊原因
通策医疗	30.82	Q2 业务明显回暖	山东药玻	-15.18	无特殊原因
一心堂	30.09	无特殊原因	三诺生物	-15.07	无特殊原因
常山药业	27.23	半年报业绩超预期	海辰药业	-14.79	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【创新药】之六：【君实生物】厚积薄发即将进入收获期，专注创新播种新冠“特效药”
- 【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【创新服务商】之六：【博腾股份】兼收博采，飞声腾实，专注制药服务的 CRO/CDMO 一站式平台
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之七：【康龙化成】服务能力持续提升，迈入高速发展快车道
- 【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

**【医药 X】主线之六【糖尿病龙头】：【通化东宝】**糖尿病用药领域龙头开启新篇章，苦难后“王者归来”

**【医药 X】主线之七【眼科器械】：【昊海生科】**昊海明珠，即将璀璨绽放

**【医药 X】主线之【原辅包材】之一：【仙琚制药】**剑指高端原料药规范市场，全力推进制剂一体化，呼吸科昂首挺进

**【医药 X】主线之【原辅包材】之二：【美诺华】**紧抓时代机遇华丽转身，制剂一体化+CMO双通道升级

**【医药 X】主线之【原辅包材】之三：【司太立】**开拓海外市场+进军制剂领域，看造影剂龙头乘胜追击

**【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 15: 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	629.19	5.54	7.25	30.9%	87
	药明康德	603259.SH	2618.54	18.55	26.45	42.6%	99
	泰格医药	300347.SZ	999.30	8.42	10.61	26.1%	94
	昭衍新药	603127.SH	225.61	1.78	2.62	46.9%	86
	康龙化成	300759.SZ	851.55	5.47	7.40	35.2%	115
	量子生物	300149.SZ	108.95	1.39	-	-	-
	药石科技	300725.SZ	197.36	1.52	2.02	32.8%	98
	艾德生物	300685.SZ	195.89	1.35	1.98	46.2%	99
	博腾股份	300363.SZ	185.62	1.86	2.52	35.8%	74
	九洲药业	603456.SH	293.85	2.38	3.82	60.6%	77
创新药	美迪西	688202.SH	100.06	0.67	1.05	58.1%	95
	恒瑞医药	600276.SH	5062.11	53.28	68.56	28.7%	74
	丽珠集团	000513.SZ	507.89	13.03	17.00	30.5%	30
	贝达药业	300558.SZ	531.79	2.31	3.77	63.3%	141
	康弘药业	002773.SZ	430.71	7.18	9.16	27.5%	47
	科伦药业	002422.SZ	352.19	9.38	9.04	-3.6%	39
	复星医药	600196.SH	1292.42	33.22	36.04	8.5%	36
	天士力	600535.SH	269.71	10.01	11.29	12.7%	24
	海思科	002653.SZ	280.87	4.94	5.72	15.8%	49
	华北制药	600812.SH	230.43	1.53	-	-	-
创新疫苗	兴齐眼药	300573.SZ	118.52	0.36	0.60	67.2%	198
	智飞生物	300122.SZ	2289.44	23.66	33.91	43.3%	68
	沃森生物	300142.SZ	994.88	1.42	11.85	734.7%	84
	康泰生物	300601.SZ	1388.23	5.75	8.39	46.1%	165
	万泰生物	603392.SH	945.86	2.09	5.56	166.0%	170
	康希诺	A20004.SH	505.23	-1.57	-1.73	10.4%	-292
注射剂国际化	健友股份	603707.SH	478.94	6.05	8.80	45.5%	54
	普利制药	300630.SZ	209.84	3.01	5.01	66.4%	42
口服国际化	华海药业	600521.SH	652.10	5.70	9.52	67.2%	68
创新国际化	恒瑞医药	600276.SH	5062.11	53.28	68.56	28.7%	74
	贝达药业	300558.SZ	531.79	2.31	2.91	26.1%	183
	康弘药业	002773.SZ	430.71	7.18	9.16	27.5%	47
品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	302.16	-4.44	3.05	-168.7%	99
	片仔癀	600436.SH	1422.98	13.74	17.50	27.3%	81
	云南白药	000538.SZ	1463.90	41.84	47.51	13.6%	31
	同仁堂	600085.SH	416.93	9.85	10.85	10.1%	38
	华润三九	000999.SZ	279.57	21.12	17.25	-18.4%	16
	太极集团	600129.SH	100.24	-0.71	-	-	-
其他特色消费	广誉远	600771.SH	75.47	1.30	1.66	-	-
	我武生物	300357.SZ	323.47	2.98	3.47	16.3%	93

	欧普康视	300595.SZ	395.49	3.07	3.87	26.1%	102
	健帆生物	300529.SZ	618.83	5.71	7.85	37.5%	79
	长春高新	000661.SZ	1873.61	17.75	27.79	56.6%	67
	安科生物	300009.SZ	242.08	1.24	4.09	229.0%	59
	兴齐眼药	300573.SZ	118.52	0.36	0.60	67.2%	198
	华熙生物	688363.SH	607.10	5.86	7.09	21.1%	86
药店	益丰药房	603939.SH	532.61	5.44	7.22	32.9%	74
	老百姓	603883.SH	355.60	5.09	6.34	24.6%	56
	一心堂	002727.SZ	229.62	6.04	7.30	20.9%	31
	大参林	603233.SH	546.08	7.03	9.80	39.5%	56
	国药一致	000028.SZ	215.34	12.71	14.18	11.5%	15
特色专科连锁	爱尔眼科	300015.SZ	2111.45	13.79	17.86	29.5%	118
	美年健康	002044.SZ	728.44	-8.66	3.24	-137.4%	225
	通策医疗	600763.SH	695.79	4.63	6.15	32.8%	113
ICL	迪安诊断	300244.SZ	275.61	3.47	5.73	65.0%	-
	金城医学	603882.SH	494.42	4.02	8.65	115.0%	57
	上海医药	601607.SH	532.51	40.81	45.83	12.3%	12
流通	九州通	600998.SH	332.16	17.27	23.48	36.0%	14
	柳药股份	603368.SH	93.10	6.85	8.60	25.5%	11
	国药股份	600511.SH	347.37	16.04	17.16	7.0%	20
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	300253.SZ	455.36	3.98	5.12	28.5%	89
	创业慧康	300451.SZ	193.16	3.14	3.99	27.2%	48
	阿里健康	0241.HK	2579.77	-0.02	1.21	-6158.1%	2129
	平安好医生	1833.HK	1209.24	-7.34	-6.64	-9.5%	-182
	迈瑞医疗	300760.SZ	4125.08	46.81	60.32	28.9%	68
	乐普医疗	300003.SZ	703.79	17.25	22.60	31.0%	31
	安图生物	603658.SH	706.19	7.74	9.59	23.9%	74
创新及特色医疗器械	开立医疗	300633.SZ	135.93	1.02	1.78	75.6%	76
	正海生物	300653.SZ	91.32	1.07	1.29	19.8%	71
	大博医疗	002901.SZ	410.60	4.65	5.81	24.8%	71
	万孚生物	300482.SZ	333.09	3.87	12.25	216.2%	27
	九强生物	300406.SZ	134.82	3.32	4.19	26.3%	32
	南微医学	688029.SH	307.06	3.04	2.85	-6.2%	108
	蓝帆医疗	002382.SZ	263.37	4.90	25.55	421.1%	10
血制品	华兰生物	002007.SZ	1071.09	12.83	16.62	29.5%	64
	博雅生物	300294.SZ	194.04	4.26	5.15	21.0%	38
	天坛生物	600161.SH	542.42	6.11	7.15	17.0%	76
	双林生物	000403.SZ	187.08	1.60	2.52	56.9%	74
	恩华药业	002262.SZ	185.89	6.63	7.83	18.0%	24
特色处方药	信立泰	002294.SZ	394.98	7.15	6.62	-7.4%	60
	华润双鹤	600062.SH	142.40	10.55	10.85	2.8%	13
	济川药业	600566.SH	197.13	16.23	16.14	-0.6%	12
	通化东宝	600867.SH	293.10	8.11	9.37	15.5%	31

	健康元	600380.SH	378.41	8.94	10.57	18.2%	36
	东诚药业	002675.SZ	206.57	1.55	4.82	211.5%	43
	北陆药业	300016.SZ	64.04	3.42	2.19	-36.1%	29
	京新药业	002020.SZ	90.10	5.20	4.93	-5.2%	18
	山河药辅	300452.SZ	53.13	0.84	-	-	-
	山东药玻	600529.SH	306.41	4.59	5.84	27.2%	53
	浙江医药	600216.SH	176.23	3.43	12.18	255.3%	14
	新和成	002001.SZ	701.54	21.69	40.51	86.8%	17
原辅包材	司太立	603520.SH	223.11	1.70	2.58	51.3%	87
	普洛药业	000739.SZ	335.88	5.53	7.71	39.3%	44
	美诺华	603538.SH	75.01	1.51	2.00	32.5%	38
	仙琚制药	002332.SZ	145.40	4.10	5.10	24.3%	29
	天宇股份	300702.SZ	221.40	5.86	7.76	32.5%	29

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、博腾、九强、老百姓、乐普、通化东宝、康龙化成、太极集团、仙琚、美诺华、司太立, 泰格医药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