

## 医药生物

### 产业趋势叠加行业比较，双重共振引发医药硬核资产的估值重塑

**医药周观点。**本周申万医药指数上涨4.99%，涨跌幅位列全行业第2，跑赢沪深300指数及创业板指数，我们认为主要还是与资金流入相关，避险资金偏好消费类资产，而MSCI下周二扩容则引爆了行情。我们本周从现金流折现的角度出发，解释了医药硬核资产（细分领域景气度高的龙头及次龙头，具体标的看后文）在产业趋势与行业比较优势双重共振的情况下，正在经历估值体系的重塑，因此从中长期来看，我们继续看好医药硬核资产估值的持续提升，而在这个过程中，由于估值的跷跷板效应存在，一线、二线资产行情有望轮动。短期综合考虑行业景气度与估值性价比，2+X主线继续推荐：

- **医药科技创新：（1）创新疫苗：**“13价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市1-2年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）**创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好凯莱英、昭衍新药、药石科技、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。
- **医药扬帆出海：注射剂国际化：**ANDA和业绩将进入爆发兑现期，继续看好健友股份、普利制药；
- **医药X（其他细分逻辑）：（1）核医学龙头：**东诚药业。（2）**医药流通高性价比个股：**柳药股份、九州通。（3）**肝素行业龙头：**健友股份。（4）**仿制药颠覆者及仿创龙头：**科伦药业。

**本周行业重点事件概览。**国家医保局：国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录；国家药监局：《药品质量抽查检验管理办法》；青海省政府办公厅：《青海省2019年药品集中采购和使用工作实施方案》。

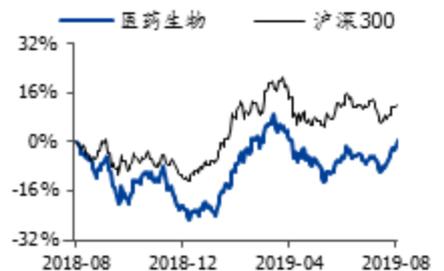
**中长期投资策略（4+X）。**（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、特色专科连锁医疗服务（爱尔眼科、美年健康、通策医疗等）、第三方检验服务商（金域医学、迪安诊断等）。（5）**X（其他特色细分龙头）：**核医药（东诚药业）、医药商业（柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等）。

**行情回顾，市场震荡上升。**截至8月23日，申万医药指数为7,529.49点，周环比上涨4.99%。沪深300上涨2.97%，创业板指数上涨3.03%，医药跑赢沪深300指数2.02个百分点，跑赢创业板指数1.96个百分点。2019年初至今申万医药上涨28.91%，沪深300上涨26.91%，创业板指数上涨29.19%，医药跑赢沪深300，跑输创业板指数。子行业方面，本周表现最好的为医疗服务II，上涨8.16%；表现最差的为生物制品II，上涨3.22%。

**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 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

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：医药风险偏好提升，重视中短期弹性；健友创新高之深度再思考》2019-08-18
- 2.《医药生物：从7大创新药服务商逻辑梳理再论CXO之高景气，继续推荐2+X》2019-08-11
- 3.《医药生物：智飞生物结核重磅产品价值探讨，2+X主线继续坚定推荐》2019-08-04



## 内容目录

1、医药核心观点 .....	3
1.1 周观点 .....	3
1.2 投资策略及思考 .....	4
1.3 产业趋势叠加行业比较双重共振，从现金流折现模型讨论医药硬核资产的估值重塑 .....	4
1.3.1 产业背景的剧烈变化，龙头白马的黄金时代 .....	7
1.3.2 行业比较优势仍然存在，非医药基金有较大的加仓空间 .....	8
2、本周行业重点事件&政策回顾 .....	9
3、行情回顾与医药热度跟踪 .....	11
3.1 医药行业行情回顾 .....	11
3.2 医药行业热度追踪 .....	14
3.3 医药板块个股行情回顾 .....	15
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新 .....	17
5、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 医药四大景气赛道下的硬核资产 .....	5
图表 2: 医药行业增长出现分化 .....	8
图表 3: 消费类资产估值情况 .....	8
图表 4: 基金重仓持股比例变化情况 .....	9
图表 5: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比 .....	11
图表 6: 2019 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 (%) .....	11
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, %) .....	12
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %) .....	13
图表 9: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%) .....	13
图表 10: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%) .....	14
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) .....	14
图表 12: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在中占比的走势变化 .....	15
图表 13: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股 .....	15
图表 14: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股 .....	16
图表 15: 医药四大景气赛道下的硬核资产 .....	17

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

本周申万医药指数上涨 4.99%，涨跌幅位列全行业第 2，跑赢沪深 300 指数及创业板指数，我们认为主要还是与资金流入相关，避险资金偏好消费类资产，而 MSCI 下周二扩容则引爆了行情。我们本周从现金流折现的角度出发，解释了医药硬核资产（细分领域景气度高的龙头及次龙头，具体标的看后文）在产业趋势与行业比较优势双重共振的情况下，正在经历估值体系的重塑，因此从中长期来看，我们继续看好医药硬核资产估值的持续提升，而在这个过程中，由于估值的跷跷板效应存在，一线、二线资产行情有望轮动。短期综合考虑行业景气度与估值性价比，**2+X 主线**继续推荐：

- **医药科技创新：（1）创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**智飞生物、沃森生物、康泰生物**。（2）**创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好**凯莱英、昭衍新药、药石科技、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。
- **医药扬帆出海：注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**；
- **医药 X（其他细分逻辑）：（1）核医学龙头：**东诚药业。（2）**医药流通高性价比个股：**柳药股份。（3）**肝素行业龙头：**健友股份。（4）**仿制药颠覆者及仿创龙头：**科伦药业。

近期我们已经连续发布 2019 年中策略报告、年报一季报总结、和系列深度报告，欢迎交流讨论：

**【医药行业 2019 中期策略】：**结构优化看百家争鸣，细分真英雄方主沉浮——寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

**【医药行业 2018 年报/2019 一季报总结】：**行业整体承压，板块分化明显，部分细分领域保持高景气状态

**【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 王者日新月盛

**【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【品牌中药消费】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【品牌中药消费之二：【片仔癀】**一核两翼同风起，扶摇直上九万里

**【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 特色细分龙头】主线之【核医药】之一：【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 特色细分龙头】主线之【流通】之一：【柳药股份】**小而美的广西省商业龙头

**【医药 X 特色细分龙头】主线之【仿创药颠覆者】之一：【科伦药业】** 沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

## 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、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、丽珠集团、科伦药业、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、华兰生物等。
- **创新器械：**推荐重点关注迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等。

### （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。

### （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、济川药业等。
- **其他特色消费：**推荐重点关注生长激素龙头长春高新及安科生物、过敏领域龙头我武生物等。

### （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）：

- **核医药：**推荐重点关注东诚药业。
- **医药商业：**推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份。

## 1.3 产业趋势叠加行业比较双重共振，从现金流折现模型讨论医药硬核资产的估值重塑

首先，到底什么是医药行业的硬核资产？我们对医药行业的硬核资产定位并不仅仅局限于大市值的龙头企业，而是景气度高的细分领域龙头。回顾恒瑞、爱尔、泰格等核心资产上市以来的发展历程，都是慢慢地在行业的高景气度下从“不确定”走向“确定”，从市场有分歧走向市场普遍认可，因此我们认为只要细分领域景气度高的龙头都可以被称作医药的硬核资产。

我们认为，站在当前的医药产业趋势以及行业比较的层面来看，医药行业细分领域的龙

头白马们估值体系正在经历着重塑的过程，已经不再能够参考其过往的估值区间。

从现金流折现模型的角度来解释，医药自身的产业趋势与行业比较优势将导致折现率中的“要求回报率”下降。现金流折现模型的核心假设就是CF（企业的现金流）、g（企业的成长）以及r（折现率），而其中的r的决定性因素则是无风险利率和考虑风险因素之后的要求回报率：

- **医药产业趋势决定“强者恒强”**：在现金流折现模型中，不确定性越高的企业对于要求回报率要求越高，而在当前医药产业“强者恒强”的背景下，确定性逐渐提高，其隐含的要求回报率其实在不断下降，因此细分领域的龙头白马们的估值体系已经不再能单纯地参考其历史估值。
- **医药的行业比较优势客观存在**：在考虑要求回报率的时候，可选范围内的资产估值水平同样是决定性因素。而在当前经济拐点尚未完全出现的时候，景气度较高、确定性较高的消费类资产是风险偏好较低投资者的首选，而当前可选消费不断拔升的估值水平隐含着资金对于消费类资产“要求回报率”的不断下降，叠加当前医药资产相对于其他可选消费类资产相对滞涨、远期确定性更高，估值体系也应当重塑。
- **外资的影响因素越来越大**：资相对较长的考核周期以及相对较低的预期回报率决定了在他们的定价中折现率低于A股市场普遍的投资者，当前外资的持股市值已经接近公募，在富时罗素、MSCI、道琼斯指数等多重因素的影响下，未来外资对于A股资产的定价影响会越来越深远，从而引起医药行业硬核资产的估值重塑。

因此，理智地从现金流折现估值模型的角度出发，尽管医药的硬核资产大部分已经处于其自身历史估值区间的上限位置，但在产业趋势与行业比较双重共振的情况下，现金流折现模型中的折现率在不断下降，医药行业估值体系的重塑正当其时，医药硬核资产的估值中枢将会长期上移。

而从市场情绪的角度出发，在估值中枢提升的过程中，基于赛道、竞争格局、管理层等多种维度的挑选后，确定性最高、质地最优的资产是容易出现估值溢价的，因此我们在当前的时间节点，仍然建议投资者继续拥抱医药行业的硬核资产。

图表 1: 医药四大景气赛道下的硬核资产

四大方向	细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	净利润增速 2019E (%)	2019PE
医药科技创 新	创新服务商	凯莱英	259.87	4.28	5.73	33.79%	45.35
		药明康德	1345.93	22.61	22.61	0.01%	59.53
		泰格医药	455.76	4.72	6.76	43.11%	67.45
		昭衍新药	97.88	1.08	1.62	49.53%	60.42
		康龙化成	290.54	3.39	4.58	34.89%	63.49
		量子生物	70.32	1.61	2.55	58.04%	27.62
	创新药	药石科技	95.07	1.33	1.95	46.43%	48.68
		艾德生物	79.12	1.27	1.48	17.02%	53.35
		博腾股份	76.31	1.24	1.59	27.72%	47.99
		恒瑞医药	3387.88	40.66	52.84	29.97%	64.11
		丽珠集团	237.06	10.82	12.41	14.68%	19.10
		贝达药业	197.37	1.67	2.08	24.93%	94.71
		康弘药业	307.33	6.95	8.86	27.46%	34.70
		科伦药业	401.27	12.13	16.22	33.72%	24.74

医药扬帆出海	创新疫苗	复星医药	670.80	27.08	32.67	20.63%	20.54
		天士力	259.88	15.45	17.33	12.18%	14.99
		海思科	224.99	3.33	4.90	46.98%	45.94
		海辰药业	41.59	0.83	1.12	34.61%	37.13
		众生药业	91.46	4.36	4.73	8.57%	19.34
		智飞生物	800.64	14.51	24.50	68.81%	32.68
		沃森生物	434.94	10.46	2.15	-79.45%	202.30
	创新器械	康泰生物	461.85	4.36	5.51	26.58%	83.75
		迈瑞医疗	2132.32	37.19	45.71	22.90%	46.65
		乐普医疗	455.92	12.19	16.98	39.31%	26.85
		安图生物	360.32	5.63	7.28	29.41%	49.49
		开立医疗	111.40	2.53	3.26	29.13%	34.15
	注射剂国际化	正海生物	55.86	0.86	1.12	30.37%	49.93
		大博医疗	159.65	3.71	4.62	24.33%	34.57
健友股份		225.67	4.25	5.95	40.15%	37.93	
口服国际化	普利制药	137.99	1.81	2.98	64.25%	46.30	
医药健康消费	品牌中药消费	华海药业	198.76	1.08	1.08	0.00%	184.87
		东阿阿胶	211.90	20.85	20.13	-3.44%	10.53
		片仔癀	607.84	11.43	14.30	25.12%	42.51
		云南白药	994.59	33.07	36.36	9.96%	27.35
	其他特色消费	同仁堂	394.30	11.34	12.10	6.68%	32.59
		华润三九	289.46	14.32	21.86	52.62%	13.24
		我武生物	181.68	2.33	2.99	28.24%	60.83
		欧普康视	162.80	2.16	2.95	36.22%	55.27
		健帆生物	286.93	4.02	5.47	36.00%	52.49
		长春高新	589.10	10.06	14.70	46.03%	40.08
医药品牌连锁	药店	安科生物	163.64	2.63	3.65	38.58%	44.87
		益丰药房	296.17	4.16	5.71	37.16%	51.85
		老百姓	215.15	4.35	5.36	23.11%	40.17
	特色专科连锁	一心堂	142.00	5.21	6.34	21.77%	22.38
		大参林	274.88	5.32	6.50	22.25%	42.30
		国药一致	185.26	12.11	13.64	12.62%	13.59
		爱尔眼科	1039.94	10.09	13.50	33.83%	77.02
其他特色领域	流通	美年健康	479.08	8.21	9.93	21.00%	48.25
		通策医疗	314.23	3.32	4.72	42.12%	66.58
	血制品	迪安诊断	142.02	3.89	4.94	27.19%	28.73
		金城医学	229.54	2.33	3.28	40.72%	69.91
		上海医药	489.79	38.81	42.88	10.47%	11.42
		九州通	257.62	13.41	16.71	24.67%	15.41
		柳药股份	97.02	5.28	6.91	30.83%	14.04
		国药股份	225.35	14.04	15.45	10.05%	14.58
华兰生物	484.90	11.40	14.30	25.51%	33.90		
博雅生物	155.13	4.69	5.83	24.17%	26.63		

	天坛生物	298.97	5.09	6.21	21.91%	48.13
	华东医药	524.07	22.67	27.99	23.45%	18.72
	恩华药业	131.63	5.25	6.49	23.65%	20.28
	信立泰	234.41	14.58	13.96	-4.23%	16.79
特色处方药	华润双鹤	142.09	9.69	11.67	20.51%	12.17
	济川药业	234.70	16.88	20.56	21.83%	11.41
	通化东宝	349.24	8.39	9.78	16.60%	35.72
	健康元	172.68	6.99	8.07	15.38%	21.40
	东诚药业	107.90	2.80	3.80	35.51%	28.39
辅料包材	山河药辅	21.83	0.70	0.87	24.48%	25.01
	山东药玻	134.17	3.58	4.63	29.37%	28.95

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、健友等公司数据为国盛证券预测数据, 其他数据为wind一致预期)

### 1.3.1 产业背景的剧烈变化, 龙头白马的黄金时代

历经几年的政策剧烈变化, 当前的医药行业已经全面进入到了“强者恒强”的产业新时代:

- **创新药械&CXO:** 自 2015 年药审改革开始鼓励创新药发展以及 2018 年“国 36 条”的定调, 创新药已经进入蓬勃发展的黄金时代, 而由研发底蕴沉淀的创新药械龙头和有品牌、技术积累的服务商龙头势必“强者恒强”。
- **仿制药:** 医保局挤压药品、耗材中流通环节的定价水分已经是大势所趋, 一致性评价、带量采购、医保支付标准、DRGs 的政策组合拳将让仿制药的产业逻辑变为标准化、规模化, 而在这过程中具备成本控制能力、具备一篮子药品的仿制能力、具备充足现金储备或未来现金流的企业将逐步在仿制药中“强者恒强”。
- **医疗服务专科连锁&药房:** 2014 年政策开始鼓励社会化办医以及各大连锁药房上市至今, 医疗服务专科连锁与药房的龙头企业已经逐步塑造了难以逾越的全国化布局与品牌影响力, 但市占率仍然很低, 未来将通过不断的开枝散叶与渠道下沉实现“强者恒强”。
- **流通企业:** 2017 年以来的两票制以及 2018 年以来的带量采购将使小型流通企业逐步退出历史舞台, 大流通企业将在行业集中度不断提升的过程中“强者恒强”。
- **疫苗:** 经历了 2015 年和 2017 年的疫苗事件后, 疫苗行业破而后立, 同时经历着严格管理下的“强者恒强”与大品种疫苗不断获批上市的“大产品大时代”。
- ... ..

在整个医药的时代背景都发生了剧烈变化的环境下, 各个细分领域的龙头白马们未来的长期天花板与业绩不断增长的确切性均获得了极大的提高, 也因此我们认为, 医药细分领域的龙头白马的估值体系重塑正当其时, 不再能够完全参考其过往的估值水平。

图表 2: 医药行业增长出现分化



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

### 1.3.2 行业比较优势仍然存在, 非医药基金有较大的加仓空间

从行业比较的角度来看, 当前时点怎么看待医药行业的基本面? 目前市场已经对负面政策预期足够充分, 并且医药行业在基本上具备一定的行业比较优势:

- **负面政策预期已经充分:** 经历了 2018 年 10 月的带量采购降价、2019 年 6 月的医药重点工作任务的布置, 当前资本市场已经对政策预期相对充分。
- **医药行业在 Q1 已经实现盈利底, 数据层面将会逐季好转:** 如我们在 5 月 12 日中期策略中提到的, 医药行业在 2019 年 Q1 已经率先看到数据层面的“盈利底”(2018 年 Q1 高基数以及 2019 年 Q1 各种权重股不达预期), Q2、Q3 将会逐渐看到边际改善, 而且医药行业作为刚需属性消费, 具备长期的成长性, 而大部分其他的行业可能在 Q3 左右在看到数据层面的盈利底。因此, 我们认为, 医药行业的基本面对非医药基金具备一定的吸引力。

再从行业比较的角度来看, 当前时点如何考虑边际资金的变化? 目前医药行业拥有相对不高的仓位, 以及在消费类资产中较高的性价比:

- **从消费类资产性价比来看:** 自 2016 年 1 月 1 日以来, 医药行业指数的涨跌幅为 -17.43%, 远远低于同为消费行业的食品饮料与家用电器, 而当前的估值处于近 10 年估值区间中下位置, 并且远低于近 10 年的估值中位数, 在消费行业中具备较强的性价比。

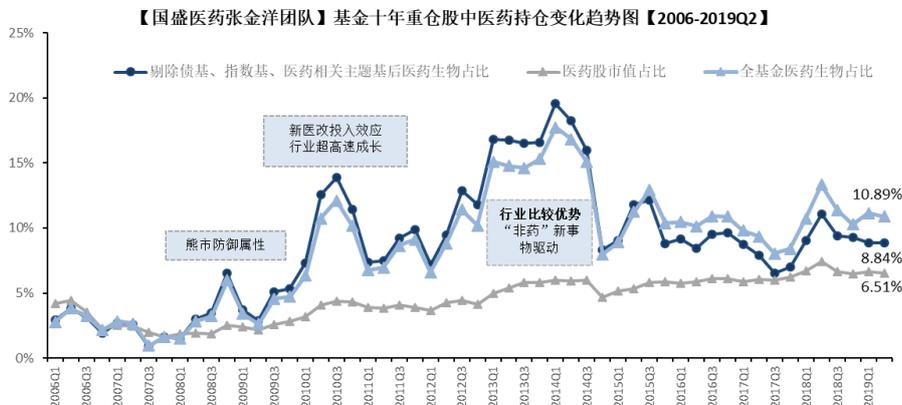
图表 3: 消费类资产估值情况

	2016 年以来 涨跌幅	当前估值 (TTM)	近 10 年估值中位数 (TTM)	近 10 年估值区间 (TTM)
医药生物 (申万)	-17.43%	33.91	38.30	24.15-74.37
食品饮料 (申万)	113.32%	33.08	29.44	16.68-33.08
家用电器 (申万)	27.90%	15.78	16.48	10.66-32.31

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **从基金持仓情况来看：**从 19 年年中的基金持仓情况来看，剔除债基、指数基、医药相关主题基后医药生物占比处于近年相对低位的 8.84%，非医药基金有较大的加仓空间。

图表 4: 基金重仓持股比例变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】国家医保局：国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录

<https://dwz.cn/zFVPsNzb>

8月20日，国家医保局会同人力资源社会保障部联合印发了《关于印发<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>的通知》，分为凡例、西药、中成药、协议期内谈判药品、中药饮片五部分。目录共 2643 个药品，包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个）、中药饮片 892 个。其中拟谈判品种 128 个，后续谈判成功的将纳入目录。本目录自 2020 年 1 月 1 日起正式实施。

#### 【点评】对于本次医保目录调整，我们的观点如下：

新版医保目录“有进有出”，结构化是主旋律。本次医保目录整体来看品种有进有出，是至今为止调出数量最多的一次，一定程度上体现了大医保局在权力集中状态下的能力。而从新纳入品种（重大疾病用药、慢病用药、儿童用药等）、剔除品种（临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品，重点监控目录 20 个品种全部被调出）以及中药注射剂的新增使用限制（限制在二级以上医院且条件更加细化）等方面来看，呈现医保局优化用药结构的目的，治疗性品种长期受益，而辅助性品种受到打压。

严格支付管理，原研与仿制同一支付标准，中成药、中药饮片一定程度受限。1) 原研与仿制统一支付标准：对有通过一致性评价仿制药的目录新准入药品，以及有仿制药的协议到期谈判药品，医保局原则上按照通过一致性评价的仿制药价格水平对原研药和通过一致性评价仿制药制定统一的支付标准，原研药在中国的超国民待遇逐渐结束。2) 中成药与中药饮片受限：强调了卫健委发布的《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》中的要求，即具有相应资质的医师开具的中成药处方和中药饮片处方，基金方可按规定支付。

新版医保目录为全国统一标准，地方不再拥有增补权。文件明确提出“各地应严格执行《药品目录》，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围。”因此，常规准入部分+谈判准入部分的医保目录基本就是全国统一标准（民族药品、中药饮片、治疗性医院制剂由各省自行制定），此前各省调增的乙类产品应在3年内逐步消化，而重点监控范围的药品应该优先调出。

支付方持续支持创新药，关注后续谈判目录。医保局已初步确定将128个药品纳入拟谈判准入范围，数量空前，体现医保基金对创新药的支持力度。这次公布的是48个此前医保谈判中的尚在协议期内的部分品种，而阿比特龙、来那度胺、利妥昔单抗、硼替佐米、替格瑞洛等品种由于已经存在仿制药，之后原研与仿制根据配套政策将统一医保支付标准，直接进入常规准入部分，无需再次谈判（埃克替尼、吉非替尼、替诺福韦酯17年已经进入医保常规准入部分，此次无变化）。从流程的设计来看，我们预计将于10月份左右出完整的谈判目录，关注后续进展。

### 【事件二】国家药监局：《药品质量抽查检验管理办法》

<https://dwz.cn/xVsqaAdI>

8月19日，国家药监局印发了《药品质量抽查检验管理办法》，从药品抽样、药品检验、复验、监督管理、信息公开等方面进行了规定，原《药品质量抽查检验管理规定》同时废止。

【点评】管理办法规定，药品监督管理部门制定药品质量抽查检验计划，可以将下列药品作为抽查检验重点：对本行政区域内生产企业生产、不良反应报告较为集中、投诉举报较多、舆情关注度高、临床用量较大、使用范围较广、储存要求高且效期短、有效成分易变化、新批准注册投入生产等10类。对于拒绝接受抽查检验的企业可以宣布停止其药品上市销售和使用。该办法规范药品质量抽查检验工作，有利于加强药品监督管理，促进药品行业良性发展。

### 【事件三】青海省政府办公厅：《青海省2019年药品集中采购和使用工作实施方案》

<https://dwz.cn/DssT4RIW>

8月19日，青海省人民政府办公厅印发《青海省2019年药品集中采购和使用工作实施方案》，方案从适用范围、采购范围及形式、主要措施等方面做出了明确规定。其中集采范围包括：通过和视同通过质量和疗效一致性评价的仿制药、采购数量大、采购金额高的药和基础输液；集采形式包括：入围生产企业在3家及以上的采取招标采购；入围生产企业2家采取议价采购；入围生产企业只有1家采取谈判采购。符合资格的投标企业，按产品报价从低到高进行遴选，每个品种的药品中选一家，备选一家。

【点评】青海集采方案的药品范围不仅包括了4+7集采的品种，也包括以卫健委重点监控药品目录为依据的大金额用药和基础输液，这表明重点监控药品的管理正逐步延伸到带量集采上。同时集采数量根据全省公立医疗机构上报的上年度药品总使用量的60%—70%而定，经费由青海省级医保经办机构将医保基金按合同约定采购金额的50%预付给医疗机构。方案表明青海集采的范围和数量逐步扩大，经费给付机制逐渐健全，持续关注后续省份陆续出台的集采相关政策。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

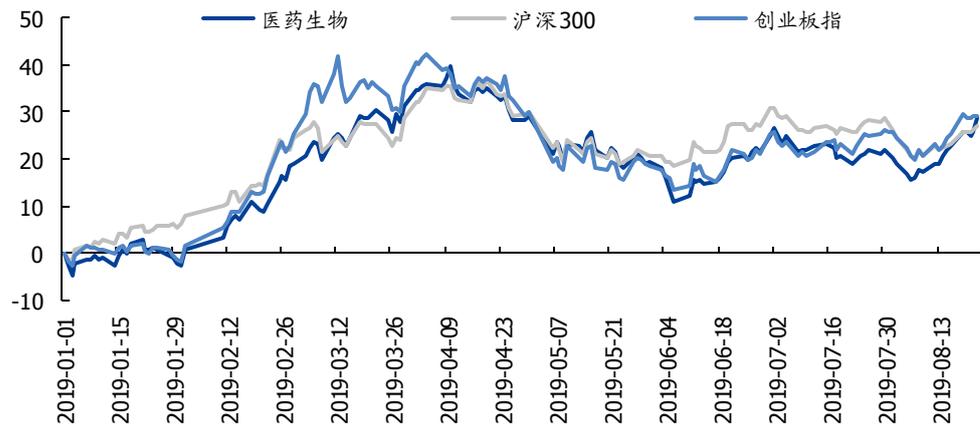
截至8月23日,申万医药指数为7,529.49点,周环比上涨4.99%。沪深300上涨2.97%,创业板指数上涨3.03%,医药跑赢沪深300指数2.02个百分点,跑赢创业板指数1.96个百分点。2019年初至今申万医药上涨28.91%,沪深300上涨26.91%,创业板指数上涨29.19%,医药跑赢沪深300,跑输创业板指数。

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	3,820.86	3,710.54	2.97	-0.38	26.91
创业板指数	1,615.56	1,567.99	3.03	2.88	29.19
生物医药 (申万)	7,529.49	7,171.34	4.99	6.36	28.91

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

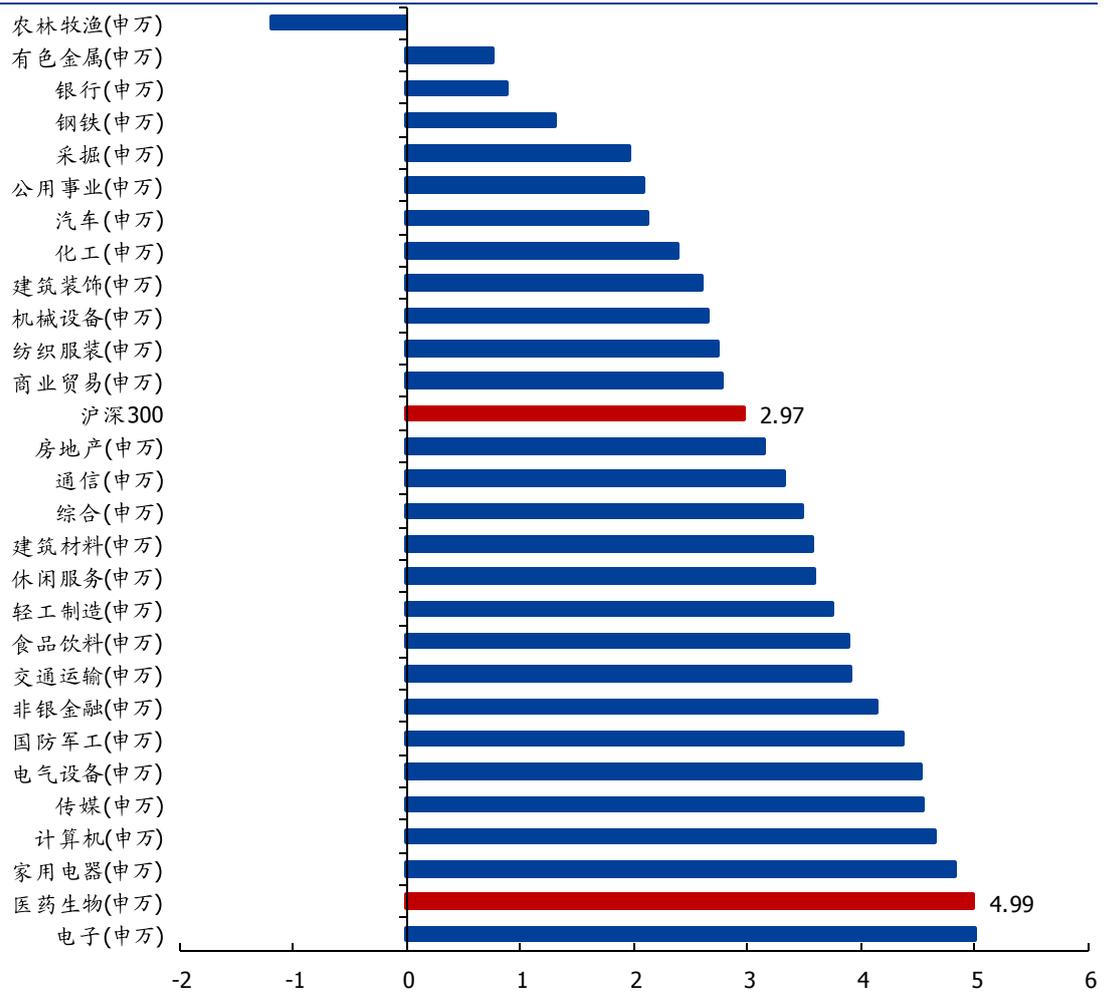
图表 6: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

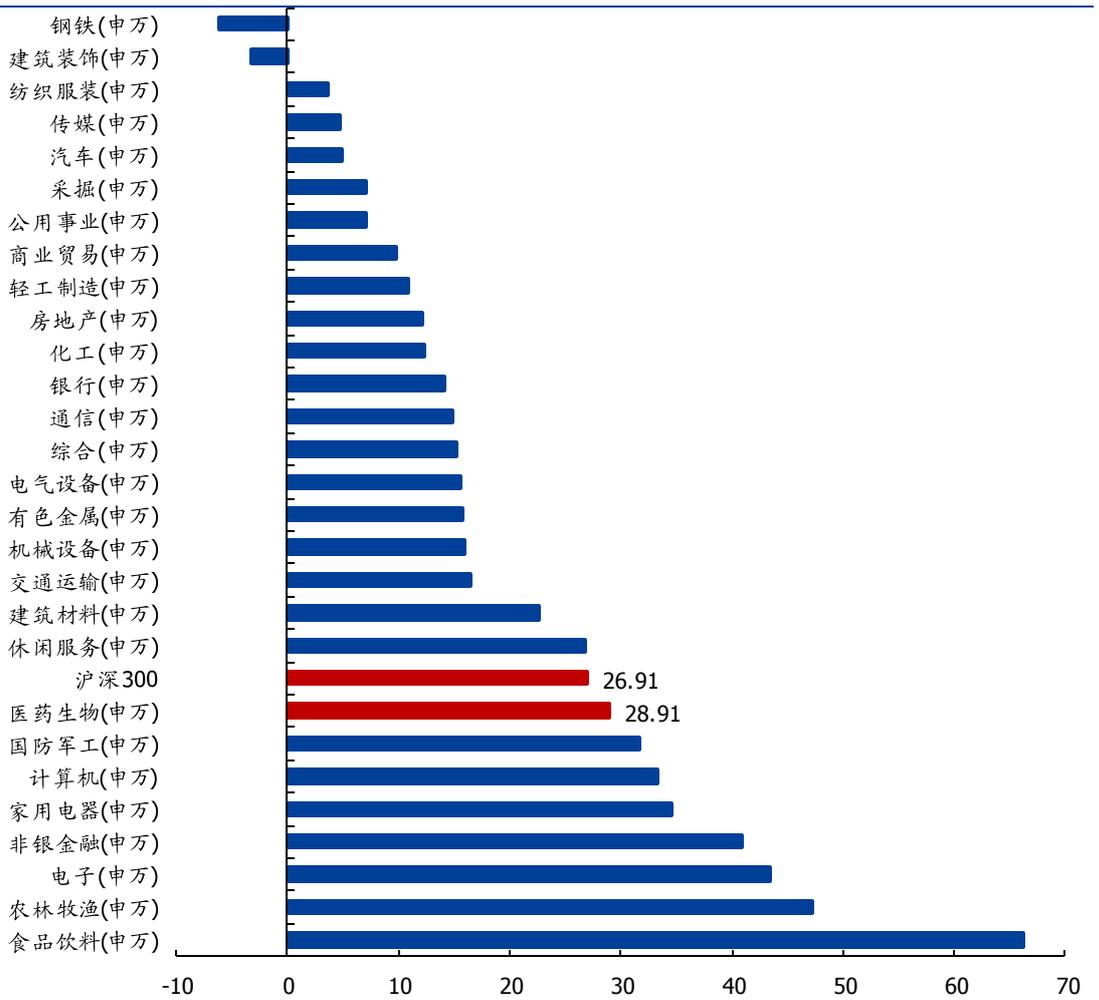
在所有行业中,本周医药涨跌幅排在第2位。2019年初至今,医药涨跌幅排在第8位。

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

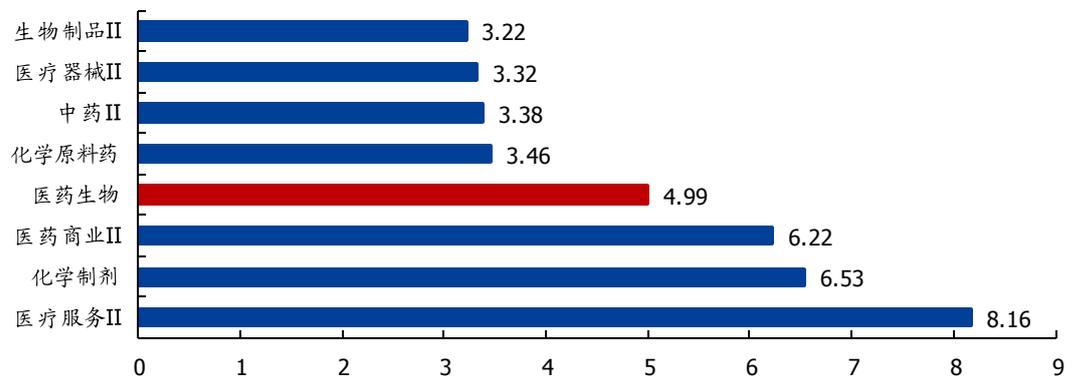
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)



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 8.16%; 表现最差的为生物制品 II, 上涨 3.22%。

图表 9: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)

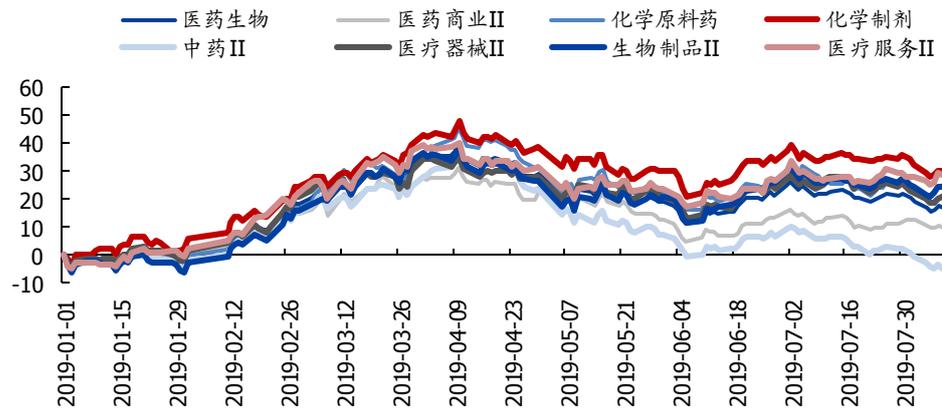


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II, 上涨 47.80%; 表现最差的子行业为中药 II, 上涨 3.24%。其他子行业中, 生物制品 II 上涨 35.03%, 医药商业 II 上涨 20.59%。

化学原料药上涨 32.59%，医疗器械 II 上涨 29.93%，化学制剂上涨 43.80%。

图表 10: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



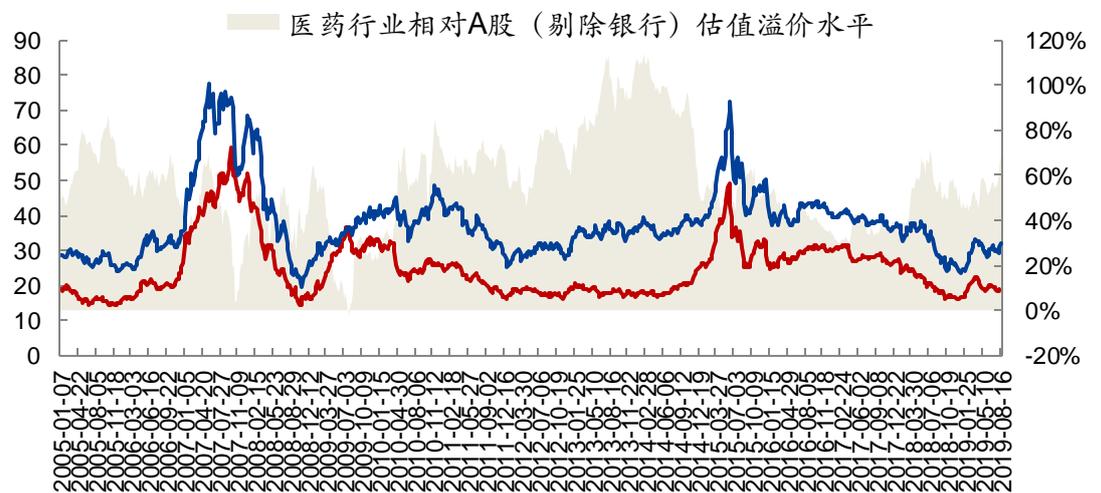
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

目前，医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 32.31X, 较上周相比上涨了 1.39 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.77X) 低 5.46 个单位, 上周医药行业整体略微回升。

本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 69.03%, 较上周上涨 2.88 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (56.47%) 高 12.56 个百分点, 处于均值偏上水平。

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

本周医药成交总额为 1995.07 亿元, 沪深总成交额为 24695.10 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.08% (2013 年以来成交额均值为 6.42%), 本周医药行业热度较上周略微上升。

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的为华北制药、龙津药业、天宇股份、福安药业、启迪古汉。后5的为汉森制药、科伦药业、基蛋生物、山东药玻、步长制药。

滚动月涨跌幅排名前5的为博腾股份、华北制药、金域医学、众生药业、药石科技。后5的为辅仁药业、花园生物、亚太药业、汉森制药、吉药控股。

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
华北制药	55.74	无特殊原因	汉森制药	-11.70	无特殊原因
龙津药业	22.58	工业大麻概念	科伦药业	-10.36	无特殊原因
天宇股份	19.49	业绩高增长	基蛋生物	-7.00	大股东减持
福安药业	18.85	工业大麻概念	山东药玻	-4.69	无特殊原因
启迪古汉	18.44	雄安新区概念股	步长制药	-4.60	无特殊原因
未名医药	18.10	上修业绩预告高增长	亚太药业	-4.31	股东股权质押
方盛制药	17.56	工业大麻概念股	戴维医疗	-4.22	无特殊原因
康美药业	17.32	市场预期退市概率降低	博济医药	-2.89	无特殊原因
正川股份	17.21	无特殊原因	济民制药	-2.32	无特殊原因
国药股份	15.88	业绩增长超预期	海辰药业	-2.09	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
博腾股份	54.00	优质 CXO 企业	辅仁药业	-38.19	涉嫌违法违规遭调查
华北制药	48.63	业绩增长	花园生物	-26.06	无特殊原因
金城医学	32.58	中报业绩超预期	亚太药业	-22.67	业绩下跌&股东股权质押
众生药业	31.96	创新药概念股	汉森制药	-22.21	股东减持
药石科技	31.59	业绩高增长	吉药控股	-20.74	涉嫌信息披露违规遭调查
昭衍新药	30.50	优质 CXO 企业	和佳股份	-19.78	高管减持&业绩预减
国药股份	28.73	业绩增长超预期	黄山胶囊	-12.56	业绩大幅下滑
老百姓	27.36	业绩高增长&引入战投	延安必康	-12.24	股东减持&业绩下滑
药明康德	27.13	优质 CXO 企业	同济堂	-11.54	控股股东股份被冻结
万孚生物	26.84	业绩持续高增长	圣济堂	-10.99	业绩预亏

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新

图表 15: 医药四大景气赛道下的硬核资产

四大方向	细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	净利润增速 2019E (%)	2019PE	
医药科技创新	创新服务商	凯莱英	259.87	4.28	5.73	33.79%	45.35	
		药明康德	1345.93	22.61	22.61	0.01%	59.53	
		泰格医药	455.76	4.72	6.76	43.11%	67.45	
		昭衍新药	97.88	1.08	1.62	49.53%	60.42	
		康龙化成	290.54	3.39	4.58	34.89%	63.49	
		量子生物	70.32	1.61	2.55	58.04%	27.62	
		药石科技	95.07	1.33	1.95	46.43%	48.68	
		艾德生物	79.12	1.27	1.48	17.02%	53.35	
		博腾股份	76.31	1.24	1.59	27.72%	47.99	
	创新药	恒瑞医药	3387.88	40.66	52.84	29.97%	64.11	
		丽珠集团	237.06	10.82	12.41	14.68%	19.10	
		贝达药业	197.37	1.67	2.08	24.93%	94.71	
		康弘药业	307.33	6.95	8.86	27.46%	34.70	
		科伦药业	401.27	12.13	16.22	33.72%	24.74	
		复星医药	670.80	27.08	32.67	20.63%	20.54	
		天士力	259.88	15.45	17.33	12.18%	14.99	
		海思科	224.99	3.33	4.90	46.98%	45.94	
		海辰药业	41.59	0.83	1.12	34.61%	37.13	
		众生药业	91.46	4.36	4.73	8.57%	19.34	
		创新疫苗	智飞生物	800.64	14.51	24.50	68.81%	32.68
			沃森生物	434.94	10.46	2.15	-79.45%	202.30
			康泰生物	461.85	4.36	5.51	26.58%	83.75
			迈瑞医疗	2132.32	37.19	45.71	22.90%	46.65
		创新器械	乐普医疗	455.92	12.19	16.98	39.31%	26.85
			安图生物	360.32	5.63	7.28	29.41%	49.49
			开立医疗	111.40	2.53	3.26	29.13%	34.15
			正海生物	55.86	0.86	1.12	30.37%	49.93
			大博医疗	159.65	3.71	4.62	24.33%	34.57
健友股份	225.67		4.25	5.95	40.15%	37.93		
医药扬帆出海	注射剂国际化	普利制药	137.99	1.81	2.98	64.25%	46.30	
		华海药业	198.76	1.08	1.08	0.00%	184.87	
	口服国际化	东阿阿胶	211.90	20.85	20.13	-3.44%	10.53	
医药健康消费	品牌中药消费	片仔癀	607.84	11.43	14.30	25.12%	42.51	
		云南白药	994.59	33.07	36.36	9.96%	27.35	
		同仁堂	394.30	11.34	12.10	6.68%	32.59	
		华润三九	289.46	14.32	21.86	52.62%	13.24	

医药品牌连锁	其他特色消费	我武生物	181.68	2.33	2.99	28.24%	60.83
		欧普康视	162.80	2.16	2.95	36.22%	55.27
		健帆生物	286.93	4.02	5.47	36.00%	52.49
		长春高新	589.10	10.06	14.70	46.03%	40.08
		安科生物	163.64	2.63	3.65	38.58%	44.87
	药店	益丰药房	296.17	4.16	5.71	37.16%	51.85
		老百姓	215.15	4.35	5.36	23.11%	40.17
		一心堂	142.00	5.21	6.34	21.77%	22.38
		大参林	274.88	5.32	6.50	22.25%	42.30
		国药一致	185.26	12.11	13.64	12.62%	13.59
特色专科连锁	爱尔眼科	1039.94	10.09	13.50	33.83%	77.02	
	美年健康	479.08	8.21	9.93	21.00%	48.25	
	通策医疗	314.23	3.32	4.72	42.12%	66.58	
	迪安诊断	142.02	3.89	4.94	27.19%	28.73	
	金域医学	229.54	2.33	3.28	40.72%	69.91	
流通	上海医药	489.79	38.81	42.88	10.47%	11.42	
	九州通	257.62	13.41	16.71	24.67%	15.41	
	柳药股份	97.02	5.28	6.91	30.83%	14.04	
	国药股份	225.35	14.04	15.45	10.05%	14.58	
血制品	华兰生物	484.90	11.40	14.30	25.51%	33.90	
	博雅生物	155.13	4.69	5.83	24.17%	26.63	
	天坛生物	298.97	5.09	6.21	21.91%	48.13	
其他特色领域	特色处方药	华东医药	524.07	22.67	27.99	23.45%	18.72
		恩华药业	131.63	5.25	6.49	23.65%	20.28
		信立泰	234.41	14.58	13.96	-4.23%	16.79
		华润双鹤	142.09	9.69	11.67	20.51%	12.17
		济川药业	234.70	16.88	20.56	21.83%	11.41
	辅料包材	通化东宝	349.24	8.39	9.78	16.60%	35.72
		健康元	172.68	6.99	8.07	15.38%	21.40
		东诚药业	107.90	2.80	3.80	35.51%	28.39
		山河药辅	21.83	0.70	0.87	24.48%	25.01
		山东药玻	134.17	3.58	4.63	29.37%	28.95

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、健友等公司数据为国盛证券预测数据, 其他数据为wind一致预期)

## 5、风险提示

1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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