

医药生物

医药板块持续上涨背后逻辑的变与不变

医药周观点：本周申万医药指数上涨 3.56%，涨跌幅位列全行业第 6，跑赢沪深 300 指数及创业板指数。上周我们周报强调季报窗口期重视 CXO，上周 CXO 整体表现风起云涌。本期周报我们对医药板块的近期持续上涨原因进行拆解和分析，讨论持续上涨背后的逻辑推导，阐明其中的变与不变。对于整体板块，考虑目前医保资金压力不可逆转，顶层设计已定，一切环环相扣，医药正在进行结构优化（包括医保局带来的支付端变革优化和药监局主导的供给侧改革优化），我们正经历一个结构大优化、细分精彩纷呈的医药新时代。支付结构优化与主动支付是最终目标（DRGs、创新比例提高、医疗服务提价），挤压药械定价水分是阶段性的目标（为合理的医保支付标准打基础），4+7 带量采购是过程手段（寻底），一致性评价是前提，查账和上报成本是匹配手段，未来政策方向变数不大，政策扰动的仿制药建议规避，但医药行业新兴细分领域继续精彩纷呈。我们继续看好政策外&非药医药硬核资产估值的持续提升，在未出现其他较大负向预期的状态下，医药板块估值重塑的趋势短时间内将保持，我们的观点是继续坚守医药硬核资产，而对于新的配置需求则需要进行精挑细选，综合考虑行业景气度与估值性价比并结合三季报情况，3+X 主线继续推荐：

- **医药科技创新：**（1）创新疫苗：智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商（CXO）：凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成。（3）创新药：恒瑞医药、我武生物、丽珠集团等；
- **医药扬帆出海：**注射剂国际化：健友股份、普利制药；
- **医药健康消费：**云南白药、长春高新、我武生物。
- **医药 X（其他细分龙头）：**（1）东诚药业（核医学）。（2）健友股份（肝素产业链）。（3）健康元（呼吸科潜力）。（4）柳药股份（医药流通高性价比）。（5）科伦药业（政策免疫的潜力仿创龙头）。

本周行业重点事件概览：全国集采扩面结果公布；10 部委联手发布重磅癌症防治文件；《药品注册管理办法》最新征求意见稿发布。

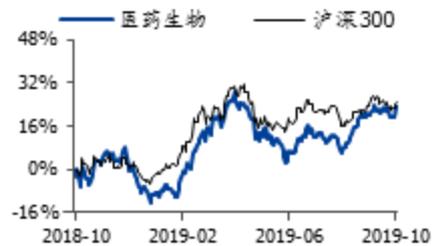
中长期投资策略（4+X）：（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、我武生物、贝达药业、微芯生物、丽珠集团、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物等）、创新及特色器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视、兴齐眼药等）。（4）**医药品牌连锁：**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）：**东诚药业（核医药）、柳药股份、上海医药、国药股份等（医药商业）、健康元（呼吸科）、健友股份（肝素）、科伦药业（政策免疫的潜力仿创药）。

行情回顾：市场震荡上升，截至 10 月 11 日，申万医药指数为 7,808.62 点，周环比上涨 3.56%。沪深 300 上涨 2.55%，创业板指数上涨 2.41%，医药跑赢沪深 300 指数 1.01 个百分点，跑赢创业板 1.14 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 33.69%，沪深 300 上涨 29.93%，创业板指数上涨 33.29%，医药跑赢沪深 300 及创业板指数。子行业方面，本周表现最好的为医疗器械 II，上涨 4.31%；表现最差的为医药商业 II，上涨 2.53%。

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 邓云龙

执业证书编号：S0680519100002

邮箱：dengyunlong@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：带量采购全国扩面影响几何？季报窗口期重视 CXO 高景气持续兑现》2019-10-07
- 2.《医药生物：带量采购全国扩面，关注集采受益标的》2019-09-25
- 3.《医药生物：2019 CSCO 有何亮点？硬核资产紧握一线挑二线！继续推荐 2+X》2019-09-22



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 对近期市场的思考：医药板块持续上涨背后逻辑的变与不变.....	5
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	10
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.....	16
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新.....	18
5、风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 我们在八月所提出的观点：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.....	6
图表 2: 现阶段医药硬核资产整体估值水平得以重塑（对比 2019 年 8 月 23 日）.....	7
图表 3: 随着时间的迁移，未来医药板块将迎来结构优化+细分领域硬核资产精彩纷呈的医药新时代.....	9
图表 4: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	12
图表 5: 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(%).....	12
图表 6: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（周对比，%）(9.30-10.4).....	13
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（2019 年初至今，%）.....	14
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图（%）.....	14
图表 9: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图（%）.....	15
图表 10: 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 11: 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 12: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	16
图表 13: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	17
图表 14: 医药四大景气赛道下的硬核资产.....	18

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周申万医药指数上涨 3.56%，涨跌幅位列全行业第 6，跑赢沪深 300 指数及创业板指数。上周我们周报强调季报窗口期重视 CXO，上周 CXO 整体表现风起云涌。本期周报我们对医药板块的近期持续上涨原因进行拆解和分析，讨论持续上涨背后的逻辑推导，阐明其中的变与不变。对于整体板块，考虑目前医保资金压力不可逆转，顶层设计已定，一切环环相扣，医药正在进行结构优化（包括医保局带来的支付端变革优化和药监局主导的供给侧改革优化），我们正经历一个结构大优化、细分精彩纷呈的医药新时代。支付结构优化与主动支付是最终目标（DRGs、创新比例提高、医疗服务提价），挤压药械定价水分是阶段性的目标（为合理的医保支付标准打基础），4+7 带量采购是过程手段（寻底），一致性评价是前提，查账和上报成本是匹配手段，未来政策方向变数不大，政策扰动的仿制药建议规避，但医药行业新兴细分领域继续精彩纷呈。我们继续看好政策外&非药医药硬核资产估值的持续提升，在未出现其他较大负向预期的状态下，医药板块估值重塑的趋势短时间内将保持，我们的观点是继续坚守医药硬核资产，而对于新的配置需求则需要进行精挑细选，综合考虑行业景气度与估值性价比并结合三季报情况，3+X 主线继续推荐：

- **医药科技创新：**（1）创新疫苗：智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商（CXO）：凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成。（3）创新药：恒瑞医药、我武生物、丽珠集团等。
- **医药扬帆出海：**（1）注射剂国际化：健友股份、普利制药。
- **医药健康消费：**云南白药、长春高新、我武生物。
- **医药 X（其他细分龙头）：**（1）东诚药业（核医学）。（2）健友股份（肝素产业链）。（3）健康元（呼吸科潜力）。（4）柳药股份（医药流通高性价比）。（5）科伦药业（政策免疫的潜力仿创龙头）

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

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、华兰生物等。
- **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、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）：

- **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。
- **呼吸科**：重点推荐健康元。
- **政策受益的潜力仿创药**：重点推荐科伦药业。

1.3 对近期市场的思考：医药板块持续上涨背后逻辑的变与不变

近期医药板块（尤其是顺产业逻辑的硬核资产）涨幅及财富效应明显，引发市场关注，我们在此对医药板块的近期持续上涨原因进行拆解和分析，讨论持续上涨背后的逻辑推导，阐明其中的变与不变。

核心结论：

- **市场逻辑**：我们已在8月25日的周报中强调，彼时彼刻医药的产业趋势叠加行业比较双重共振将带来医药板块硬核资产的估值重塑，两个多月的时间医药板块如期迎来了一波共振-估值重塑行情。而站在当下时点，医药板块的上涨逻辑中产业趋势依然未变，而共振的另一方由行业比较优势逐渐转向医药板块的财富效应带来的增量资金配置需求。在新的共振模式下医药板块尤其是硬核资产将发生进一步的估值重塑，突破现有估值体系和市场认知。
- **投资逻辑**：在未出现其他较大负向预期的状态下，趋势短时间内将保持现状，我们的观点是继续坚守医药硬核资产，而对于新的配置需求则需要进行精挑细选，综合考虑行业景气度与估值性价比并结合三季报情况，我们依然坚持推荐3+X主线：
 - 医药科技创新**：（1）创新疫苗：智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商（CXO）：凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成。（3）创新药：恒瑞医药、我武生物、丽珠集团等。
 - 医药扬帆出海**：（1）注射剂国际化：健友股份、普利制药。
 - 医药健康消费**：云南白药、长春高新、我武生物。
 - 医药X（其他细分龙头）**：（1）东诚药业（核医学）。（2）健友股份（肝素产业链）。（3）健康元（呼吸科潜力）。（4）柳药股份（医药流通高性价比）。（5）科伦药业（政策免疫的潜力仿创龙头）

1.3.1 医药板块持续上涨背后逻辑的变与不变：

首先回顾下我们在8月23号的周报中对未来医药硬核资产的看法：

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定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。

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。

- **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。

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。

从行业比较的角度来看，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。
- 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。

以上就是我们彼时对医药板块和医药硬核资产的看法，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）在产业趋势与行业比较优势双重共振的情况下拔估值，而实际上此后的两个月医药硬核资产也正如我们所预料的发生了估值重塑。

图表 1：我们在八月提出的观点：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：

增持（维持）

行业走势

32% | 医药生物 | 沪深300

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们在八月的周报中已经明确的提出医药板块将迎来由产业趋势叠加行业比较双重共振带来的医药硬核资产的估值重塑, 回顾彼时的估值情况, 现阶段医药板块部分核心资产的估值水平已有较大幅度提升。

图表 2: 现阶段部分医药硬核资产整体估值水平得以重塑 (对比 2019 年 8 月 23 日)

细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	相比	归母净利润	归母净利润	归母净利润	2019 PE	2020 PE
			2019.8.23 市值变化比例	2018A (亿元)	2019E (亿元)	2020E (亿元)		
创新服务商	凯莱英	286	10%	4.3	5.7	7.7	50	37
	药明康德	1435	7%	22.6	22.7	28.6	63	50
	泰格医药	502	10%	4.7	6.9	9.3	73	54
	昭衍新药	118	21%	1.1	1.6	2.2	73	53
	康龙化成	351	21%	3.4	4.6	6.3	77	56
	量子生物	81	15%	1.6	2.5	3.6	32	22
	药石科技	105	10%	1.3	1.9	2.7	55	38
	艾德生物	98	24%	1.3	1.4	2.0	68	49
	博腾股份	84	10%	1.2	1.6	2.2	53	38
创新药	恒瑞医药	3688	9%	40.7	51.5	64.5	72	57
	丽珠集团	231	-3%	10.8	12.4	14.3	19	16
	贝达药业	184	-7%	1.7	2.1	2.7	87	68
	康弘药业	302	-2%	6.9	8.7	9.3	35	32
	科伦药业	378	-6%	12.1	16.2	20.5	23	18
	复星医药	616	-8%	27.1	31.0	37.0	20	17
	天士力	241	-7%	15.5	17.1	19.2	14	12
	海思科	216	-4%	3.3	4.9	6.1	44	35
	创新疫苗	智飞生物	800	0%	14.5	24.3	35.3	33
	沃森生物	438	1%	10.5	2.2	13.0	204	34
	康泰生物	541	17%	4.4	5.5	7.7	98	71
注射剂国际化	健友股份	289	28%	4.2	6.0	7.9	49	37
	普利制药	157	14%	1.8	3.0	5.0	53	31
口服国际化	华海药业	195	-2%	1.1	-	-	-	-
品牌中药消费	东阿阿胶	199	-6%	20.8	12.1	14.5	16	14
	片仔癀	651	7%	11.4	14.3	17.6	46	37
	云南白药	972	-2%	33.1	36.4	40.9	27	24
	同仁堂	368	-7%	11.3	11.9	13.1	31	28
	华润三九	305	5%	14.3	22.9	19.0	13	16
其他特色消费	我武生物	222	22%	2.3	3.0	3.9	74	58
	欧普康视	210	29%	2.2	3.0	4.0	70	52
	健帆生物	343	19%	4.0	5.6	7.5	61	46
	长春高新	682	16%	10.1	14.5	19.4	47	35

	安科生物	168	3%	2.6	3.6	4.9	46	34
	兴齐眼药	68	-1%	0.1	-	-	-	-
药店	益丰药房	319	8%	4.2	5.7	7.6	56	42
	老百姓	222	3%	4.4	5.3	6.6	42	34
	一心堂	132	-7%	5.2	6.3	7.6	21	17
	大参林	310	13%	5.3	6.9	8.6	45	36
	国药一致	178	-4%	12.1	13.4	15.5	13	11
特色专科连锁	爱尔眼科	1133	9%	10.1	13.7	18.1	83	63
	美年健康	493	3%	8.2	9.9	12.6	50	39
	通策医疗	340	8%	3.3	4.7	6.2	72	55
	迪安诊断	155	9%	3.9	4.9	6.2	31	25
	金域医学	283	23%	2.3	3.3	4.3	86	67
流通	上海医药	473	-3%	38.8	43.3	48.5	11	10
	九州通	268	4%	13.4	16.9	20.9	16	13
	柳药股份	94	-3%	5.3	6.9	8.5	14	11
	国药股份	211	-6%	14.0	15.4	17.5	14	12
创新及特色医疗器械	迈瑞医疗	2217	4%	37.2	45.8	56.0	48	40
	乐普医疗	473	4%	12.2	17.2	22.4	27	21
	安图生物	402	12%	5.6	7.3	9.4	55	43
	开立医疗	106	-5%	2.5	3.0	3.7	36	28
	正海生物	68	23%	0.9	1.1	1.4	61	48
	大博医疗	206	29%	3.7	4.6	5.8	45	36
	万孚生物	186	21%	3.1	4.1	5.4	45	34
	九强生物	84	4%	3.0	3.5	4.2	24	20
血制品	华兰生物	510	5%	11.4	14.2	16.9	36	30
	博雅生物	135	-13%	4.7	5.7	6.9	24	19
	天坛生物	312	4%	5.1	6.2	7.6	50	41
特色处方药	华东医药	460	-12%	22.7	27.9	33.8	16	14
	恩华药业	111	-16%	5.2	6.5	7.9	17	14
	信立泰	199	-15%	14.6	12.9	13.3	15	15
	华润双鹤	130	-9%	9.7	11.1	12.6	12	10
	济川药业	227	-3%	16.9	20.1	24.1	11	9
	通化东宝	353	1%	8.4	9.8	11.9	36	30
	健康元	192	11%	7.0	8.1	9.3	24	21
	东诚药业	106	-2%	2.8	3.8	4.8	28	22
辅料包材	山河药辅	22	-1%	0.7	0.9	1.1	25	19
	山东药玻	152	13%	3.6	4.6	5.8	33	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、通策的数据为国盛证券预测数据, 其他数据为wind一致预期)

1.3.2 站在当下时点, 我们对医药板块未来的上涨逻辑分三方面进行拆解(变与未变)

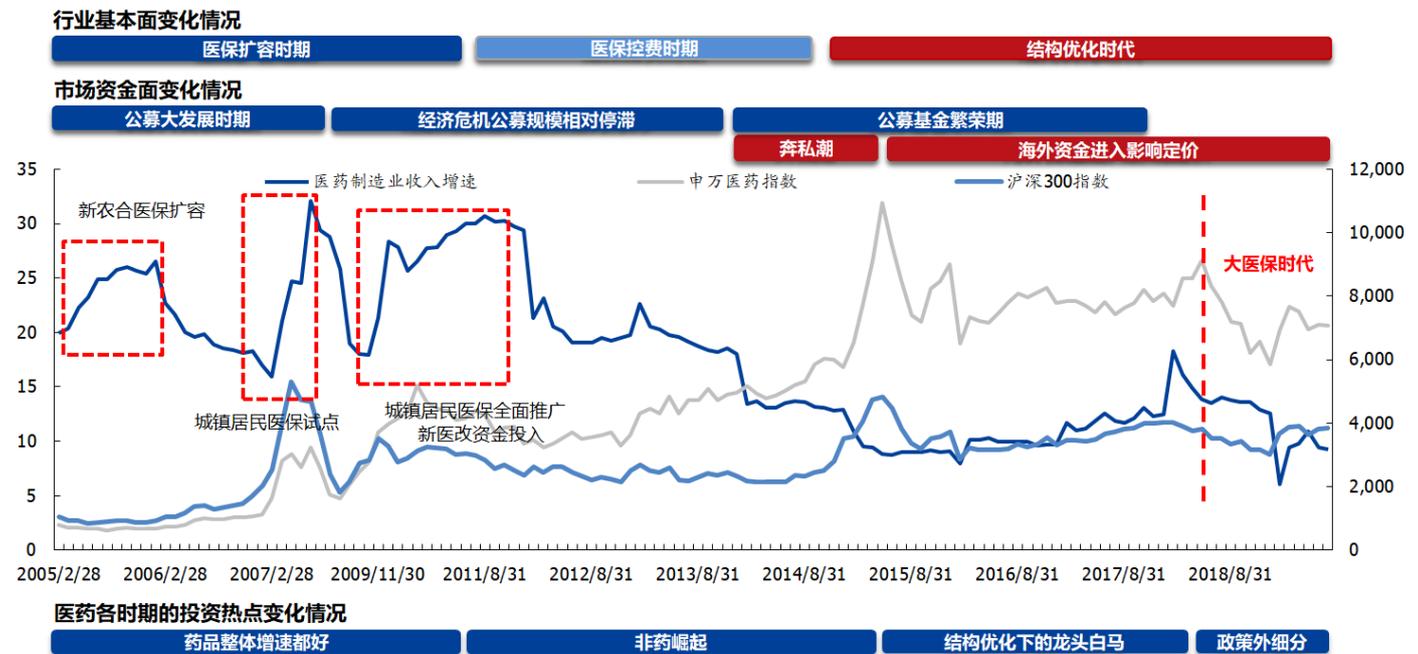
产业逻辑未变: 现阶段医药行业的产业逻辑未变, 未来将继续走向结构优化+细分领域

硬核资产精彩纷呈的医药新时代。

医药行业几经变迁，不同时代的 A 股医药投资逻辑处于变化当中：

- 2011 年之前，支付端（医保）持续扩容，药品尽享扩容红利；二级市场以药品标的为主，A 股医药投资主要挂钩业绩增长。
- 2011-2015，支付端（医保）第一轮控费开始，药品基本面产生变化；二级市场非药标的开始增多，叠加私募的兴起和中小市值标的题材效应，估值的提升是主旋律。
- 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，结构优化开始；二级市场大分化开始，龙头白马标的的估值提升带来赚钱效应。
- 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，行业低位运行继续；二级市场分化继续，新兴细分领域精彩纷呈，医药标的方面政策免疫+核心资产带来估值重塑。
- 2019 年以来，行业逻辑延续；医药估值重塑已经大幅显现，未来将继续维持医药硬核资产业绩和估值共振所带来的投资收益。

图表 3: 随着时间的迁移, 未来医药板块将迎来结构优化+细分领域硬核资产精彩纷呈的医药新时代



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

政策预期未变: 现阶段医药板块的持续上涨与 2018 年的医药板块行情有较大区别，彼时出现了较大的行业负向预期差，包括医保局的成立，以及 2018 年 12 月 6 日 4+7 首轮集采带来的市场悲观情绪。从当下的视角观察未来医药政策预期，我们可以发现，包括今年 9 月底的药品扩面集采等事件对市场的负向影响已经大幅减小，在集采药品降价幅度较大的情况下二级市场也仅有部分企业出现估值波动，而短期内政策方面也暂时看不到对板块造成整体冲击的负向政策出现，未来一段时间内将保持较为平稳的状态。

资金趋势的变与未变:

- **海外资金的偏好和行为未变:** 外资的影响因素越来越大：由于外资相对较长的考核周期、较低的资金成本以及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，带来对估值容忍度的提升。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，进一步引起医药行业硬核资产的估值重塑。

- **国内的资金的偏好：**国内资金此前对医药的买入源自于板块之间的比较优势，包括医药行业逻辑和基本面优势，以及估值优势，现阶段这一点逻辑已经发生变化，比较优势随着持续上涨已经逐步减小（见图表2中我们所总结的医药硬核资产市值和估值的变化）。现阶段的医药板块上涨更多来自于资金带来的财富效应和配置趋势效应，市场对估值的容忍度提升，在基于产业逻辑的基础上更加倾向于高增长高弹性标的。

1.3.3 未来市场将走向何方？

未来医药板块将进一步产生估值重塑，以此前的成长股估值体系已很难去解释和理解，在未出现其他较大政策负向预期或者负向扰动因素的状态下，目前的趋势短时间内将得以保持；我们的观点是继续坚守医药硬核资产，而对于新的配置需求则需要进行精挑细选，综合考虑行业景气度与估值性价比并结合季报情况挑选投资标的。

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】卫健委发布《关于印发第一批鼓励仿制药品目录的通知》

<https://dwz.cn/QKXAu0Eh>

10月9日，国家卫健委发布《关于印发第一批鼓励仿制药品目录的通知》。通知明确列出第一批33个鼓励仿制药品目录，并要求各相关部门要按照有关规定，在临床试验、关键共性技术研究、优先审评审批等方面予以支持。

【点评】首批鼓励仿制药品目录品种主要为国内专利到期和专利即将到期尚没有提出注册申请、临床供应短缺（竞争不充分）的药品，与6月20日国家卫健委发布的“首批鼓励仿制药品建议清单”相比，此次正式目录少了抗艾滋病药物利匹韦林。鼓励仿制药品目录对企业研发、注册和生产起了引导作用，加快国内首仿药物上市。布局了相应仿制药品品种的药企，有望率先获得市场机会，并享受相应政策利好。

【事件二】浙江省药监局发布《关于药品GMP、GSP认证工作有关事项的公告》

<https://dwz.cn/JmSshSUG>

10月8日，浙江省药监局发布《关于药品GMP、GSP认证工作有关事项的公告》，自2019年12月1日起，不再受理药品GMP、GSP认证相关事项。2019年12月1日前已取得《药品GMP证书》的企业，其相应证书有效期届满前6个月的，可申请药品GMP认证，企业申请后应能随时接受认证现场检查。GMP、GSP证书有效期在2020年6月1日后的，从2019年10月20日起，不再受理药品GMP、GSP认证相关事项。新建改建车间或有重大变更的，可在12月1日前申请认证。

【点评】新版《药品管理法》将于2019年12月1日起实施，浙江省将率先打响取消GMP、GSP认证的第一枪，接下来可能会有更多的省份跟上节奏，后续情况有待关注。取消GMP、GSP认证之后，意味着未来的监管将会更加严格，飞检也会更加频繁，对药企的质量监管会更加严格，有助于行业健康发展。

【事件三】国家医保局等四部门联合印发《关于完善城乡居民高血压糖尿病门诊用药保障机制的指导意见》

<https://dwz.cn/xurtC8hU>

10月9日，国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家药监局联合发布《关于完善城乡居民高血压糖尿病门诊用药保障机制的指导意见》。明确了四项保障措施，并提出三项配套改革措施，且对地方组织实施提出三项具体要求。对于参加居民医保、需服药治疗的“两病”患者，明确用药范围为国家基药目录范围内降血压和降血糖的药品，优先选用目录甲类药品、国家基本药物、通过一致性评价的品种和集中招标采购中选药品。

【点评】该意见将进一步促进基药、通过一致性评价品种以及集采品种成为现阶段国内医药市场的用药趋势。意见明确提出，“以二级及以下定点基层医疗机构为依托，对“两病”参保患者门诊发生的降血压、降血糖药品费用由统筹基金支付，政策范围内支付比例要达到50%以上”，有望提高高血压、糖尿病药品的渗透率，关注相关企业。

【事件四】国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见
<https://dwz.cn/t8l41Ubj>

10月11日，国务院办公厅发布关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见。

【点评】该意见主要是为了保障短缺药品的供应，在供应、采购、配送等方面都有较为详细的配套机制，同时对价格出现异常波动的药品进行监测并预警，对原料药垄断的行为加大执法力度，并且分类妥善处理一些药品价格过快上涨问题。此外，关注该意见在基药目录以及用药结构上的说法：

- **基药目录：**逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”的用药模式，未来基药目录的含金量有望提升；
- **用药结构：**加强医疗机构用药目录遴选、采购、使用等全流程管理，推动落实“能口服不肌注、能肌注不输液”等要求，有望推动我国当前的用药结构向美国等成熟市场体系转变。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

截至10月11日，申万医药指数为7,808.62点，周环比上涨3.56%。沪深300上涨2.55%，创业板指数上涨2.41%，医药跑赢沪深300指数1.01个百分点，跑赢创业板指数1.14个百分点。2019年初至今申万医药上涨33.69%，沪深300上涨29.93%，创业板指数上涨33.29%，医药跑赢沪深300及创业板指数。

图表4：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	3,911.73	3,814.53	2.55	2.55	29.93
创业板指数	1,666.83	1,627.55	2.41	2.41	33.29
生物医药 (申万)	7,808.62	7,540.34	3.56	3.56	33.69

资料来源：Wind，国盛证券研究所

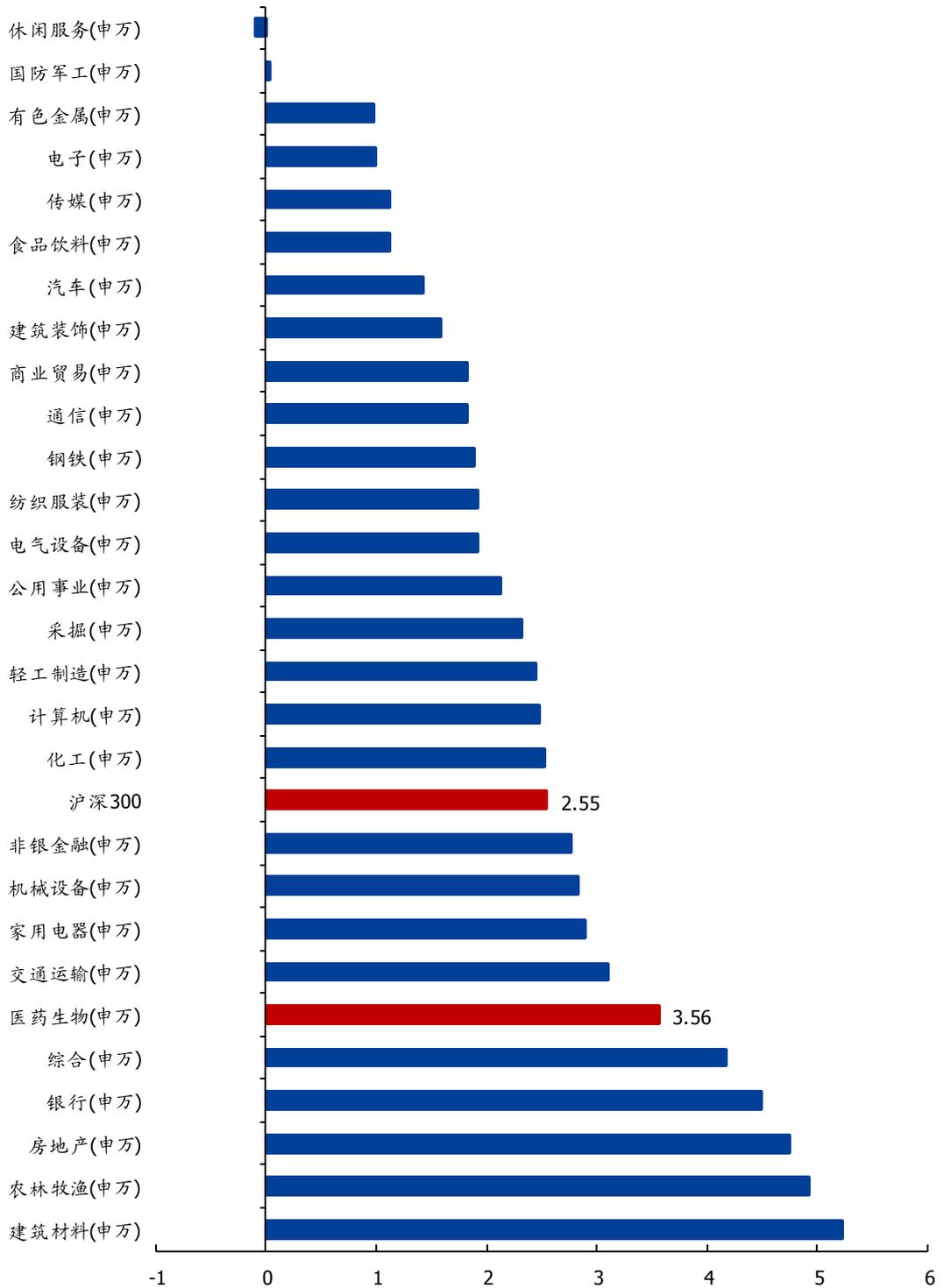
图表5：2019年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

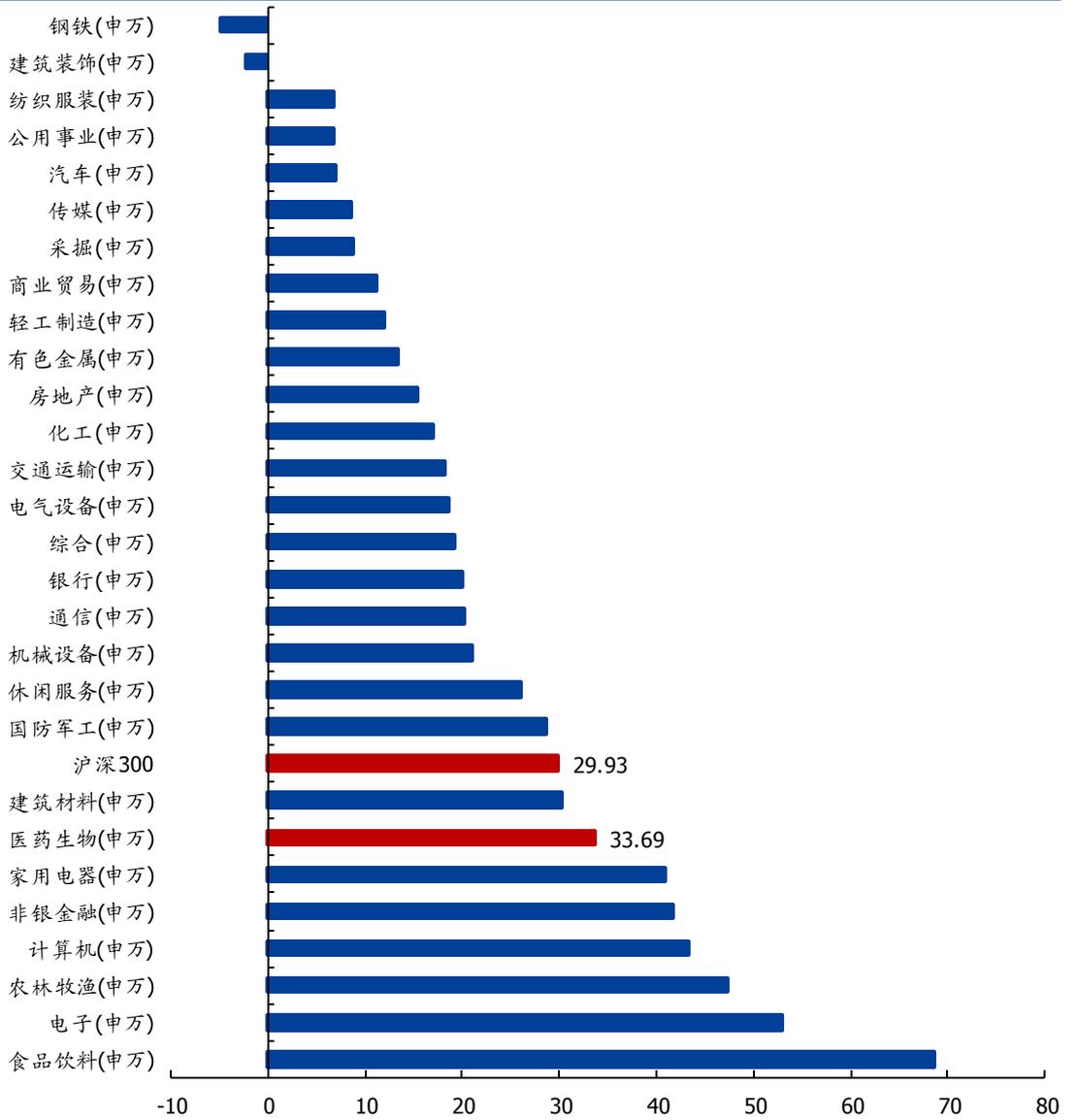
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第6位。2019年初至今，医药涨跌幅排在第7位。

图表 6: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %) (9.30-10.4)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

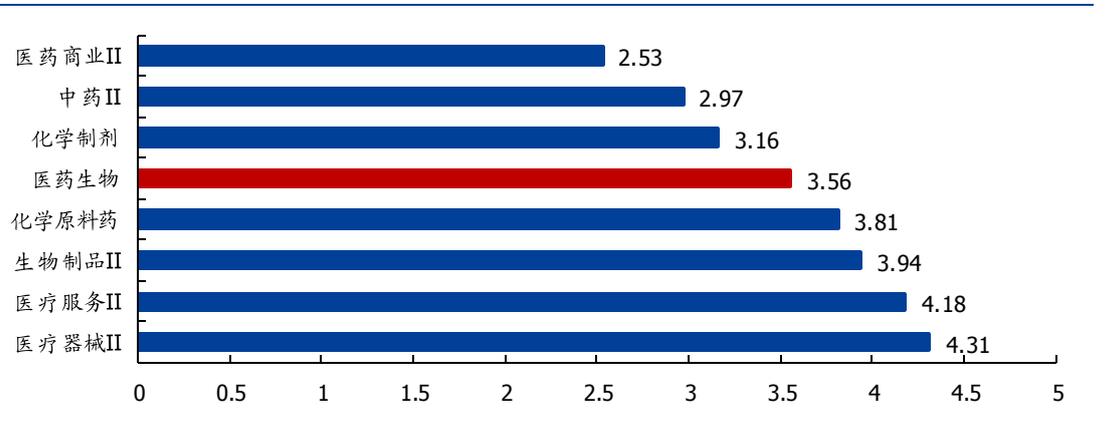
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)



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器械 II, 上涨 4.31%; 表现最差的为医药商业 II, 上涨 2.53%。

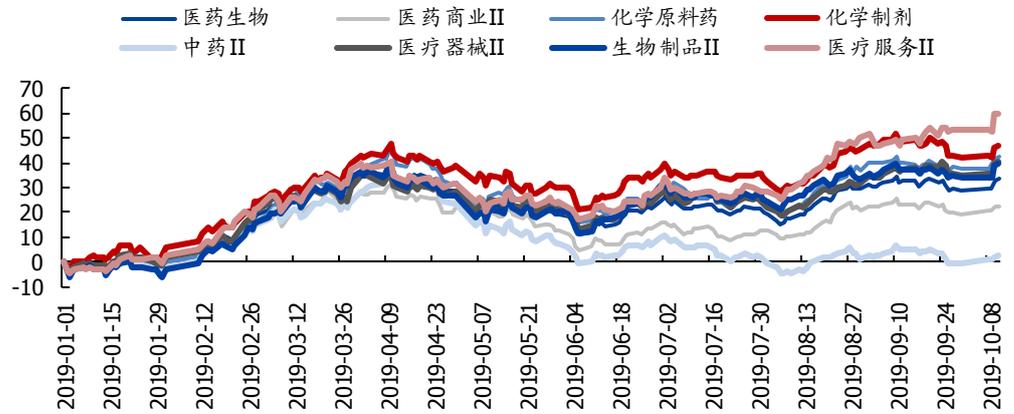
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



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60.02%；表现最差的子行业为中药II，上涨2.73%。其他子行业中，化学制剂上涨46.83%，生物制品II上涨39.39%，医药商业II上涨22.00%，化学原料药上涨42.51%，医疗器械II上涨40.27%。

图表 9: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



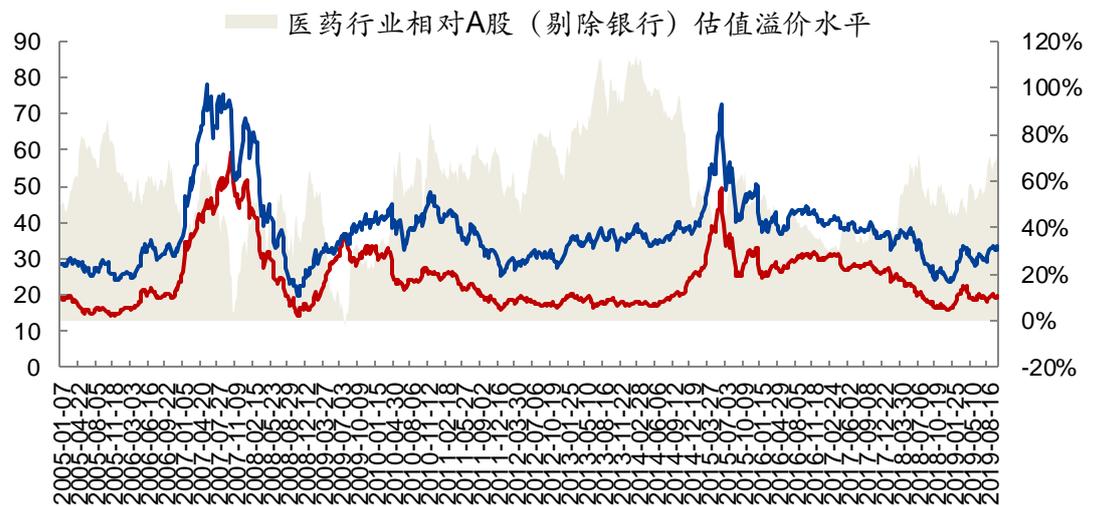
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为33.52X，较上周相比上升了1.12个单位，比2005年以来均值（37.72X）低4.20个单位，上周医药行业整体略微上升。

本周医药行业估值溢价率（相较A股剔除银行）为71.11%，较上周上涨1.84个百分点。溢价率较2005年以来均值（56.58%）高14.53个百分点，处于均值偏上水平。

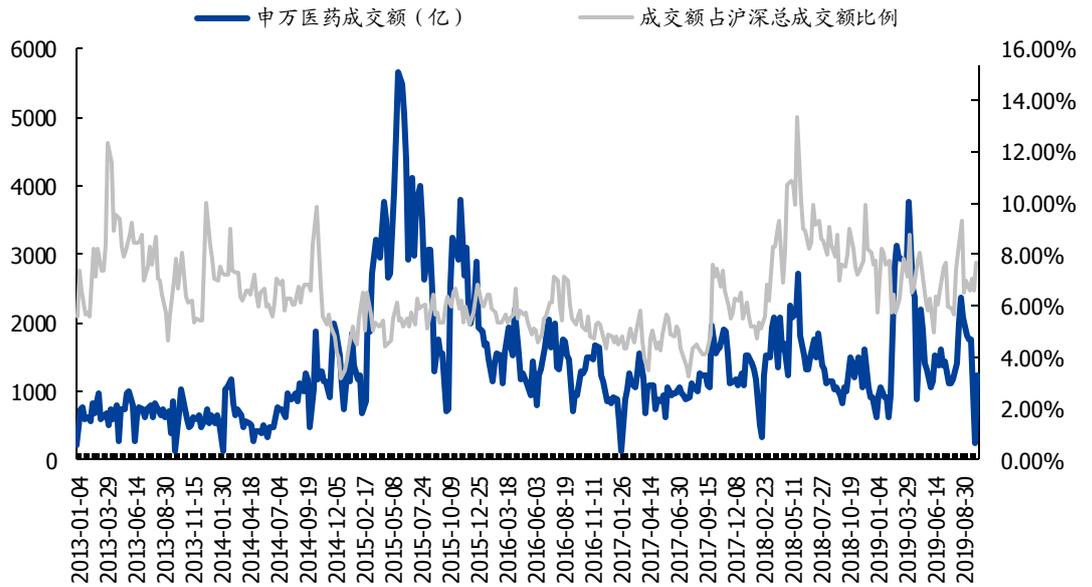
图表 10: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部A股剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为1242.30亿元，沪深总成交额为16159.38亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为7.69%（2013年以来成交额均值为6.45%），本周医药行业热度较上周有所上升。

图表 11: 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的为龙津药业、司太立、凯普生物、金达威、方盛制药。后5的为药石科技、海普瑞、博济医药、塞力斯、宜华健康。

滚动月涨跌幅排名前5的为司太立、金达威、金域医学、凯普生物、凯利泰。后5的为博济医药、京新药业、海普瑞、华海药业、恩华药业。

图表 12: 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
龙津药业	20.97	工业大麻概念	药石科技	-8.60	市场预期分化
司太立	19.70	预计三季报高增长	海普瑞	-8.01	RVX208 实验失败
凯普生物	18.23	三季报净利预增	博济医药	-7.13	无特殊原因
金达威	17.10	维生素板块	塞力斯	-4.57	无特殊原因
方盛制药	15.04	工业大麻概念	宜华健康	-3.95	遭股东连续减持
启迪古汉	13.71	无特殊原因	国新健康	-3.48	无特殊原因
福安药业	13.65	工业大麻概念	星普医科	-1.82	无特殊原因
康泰生物	13.01	三季报超预期	广誉远	-1.71	无特殊原因
达安基因	12.97	无特殊原因	济川药业	-1.48	无特殊原因
博腾股份	12.51	三季报业绩预增	一致 B	-1.46	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 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
司太立	28.40	造影剂 API 高景气	博济医药	-28.10	控股股东减持
金达威	27.93	维生素板块	京新药业	-21.55	带量采购扩面影响
金域医学	27.41	ICL 景气度提升+业绩高增长	海普瑞	-19.33	RVX208 实验失败
凯普生物	26.62	三季报净利预增	华海药业	-17.33	FDA 检查结果不佳
凯利泰	24.20	核心产品增速提高	恩华药业	-17.33	带量采购扩面影响
正海生物	22.46	无特殊原因	信立泰	-16.14	带量采购扩面影响
大博医疗	21.19	业绩持续增长	冠昊生物	-15.04	无特殊原因
山东药玻	20.07	估值修复	海辰药业	-12.95	无特殊原因
迈克生物	17.93	估值修复	华北制药	-12.66	无特殊原因
健友股份	17.89	注射剂国际化持续推进	誉衡药业	-12.12	无特殊原因

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 14: 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	285.51	4.28	5.70	32.97%	50	
		药明康德	1434.55	22.61	22.65	0.21%	63	
		泰格医药	502.25	4.72	6.86	45.20%	73	
		昭衍新药	118.23	1.08	1.55	42.89%	76	
		康龙化成	351.31	3.39	4.58	35.02%	77	
		量子生物	80.76	1.61	2.55	58.04%	32	
		药石科技	104.56	1.33	1.91	43.55%	55	
		艾德生物	98.17	1.27	1.45	14.35%	68	
	博腾股份	83.96	1.24	1.59	27.72%	53		
	创新药	恒瑞医药	3688.18	40.66	52.72	29.67%	70	
		丽珠集团	230.64	10.82	12.49	15.39%	18	
		贝达药业	184.46	1.67	2.11	26.40%	87	
		康弘药业	302.26	6.95	8.53	22.73%	35	
		科伦药业	377.80	12.13	14.12	16.37%	27	
		复星医药	615.70	27.08	30.99	14.42%	20	
		天士力	240.51	15.45	17.11	10.76%	14	
	创新疫苗	海思科	216.32	3.33	4.90	46.98%	44	
		智飞生物	800.00	14.51	24.93	71.79%	32	
		沃森生物	438.17	10.46	2.13	-79.62%	205	
	医药扬帆出海	注射剂国际化	康泰生物	541.34	4.36	5.54	27.16%	98
			健友股份	288.83	4.25	5.93	39.77%	49
医药健康消费	口服国际化	普利制药	156.67	1.81	3.21	77.20%	49	
		华海药业	194.92	1.08	1.08	0.00%	181	
	品牌中药消费	东阿阿胶	198.69	20.85	12.14	-41.78%	16	
		片仔癀	650.92	11.43	14.44	26.36%	45	
		云南白药	971.72	33.07	37.80	14.31%	26	
		同仁堂	367.69	11.34	11.91	4.98%	31	
	其他特色消费	华润三九	304.73	14.32	22.90	59.88%	13	
		我武生物	222.31	2.33	2.98	28.11%	75	
		欧普康视	209.57	2.16	2.98	37.71%	70	
		健帆生物	342.84	4.02	5.61	39.55%	61	
长春高新		682.29	10.06	14.50	44.03%	47		
安科生物		167.95	2.63	3.63	37.76%	46		
医药品牌连锁	药店	兴齐眼药	68.38	0.14	-	-	-	
		益丰药房	319.05	4.16	5.72	37.47%	56	
		老百姓	222.20	4.35	5.35	22.92%	42	
		一心堂	132.29	5.21	6.26	20.12%	21	

X (其他特色领域)	特色专科连锁	大参林	309.67	5.32	6.87	29.18%	45
		国药一致	177.69	12.11	13.41	10.76%	13
	特色专科连锁	爱尔眼科	1133.18	10.09	13.70	35.83%	83
		美年健康	492.55	8.21	10.44	27.22%	47
		通策医疗	340.04	3.32	4.71	41.93%	72
		迪安诊断	154.62	3.89	4.92	26.69%	31
		金域医学	283.48	2.33	3.30	41.51%	86
	流通	上海医药	472.86	38.81	43.31	11.59%	11
		九州通	267.57	13.41	16.92	26.22%	16
		柳药股份	93.73	5.28	6.95	31.64%	13
	创新及特色医疗器械	国药股份	211.03	14.04	15.44	9.99%	14
		迈瑞医疗	2216.93	37.19	45.79	23.13%	48
		乐普医疗	472.67	12.19	17.23	41.40%	27
		安图生物	402.11	5.63	7.27	29.21%	55
		开立医疗	105.82	2.53	2.95	16.85%	36
		正海生物	68.48	0.86	1.11	29.76%	62
		大博医疗	205.99	3.71	4.62	24.33%	45
		万孚生物	186.08	3.08	4.11	33.46%	45
		九强生物	84.15	3.01	3.54	17.74%	24
		血制品	华兰生物	509.87	11.40	14.19	24.51%
博雅生物	135.24		4.69	5.67	20.95%	24	
天坛生物	312.36		5.09	6.24	22.52%	50	
特色处方药	华东医药	459.67	22.67	27.91	23.11%	16	
	恩华药业	110.91	5.25	6.50	23.88%	17	
	信立泰	199.48	14.58	12.87	-11.72%	16	
	华润双鹤	129.67	9.69	11.06	14.19%	12	
	济川药业	227.36	16.88	20.13	19.27%	11	
	通化东宝	352.69	8.39	9.81	16.99%	36	
	健康元	191.87	6.99	8.41	20.26%	23	
	东诚药业	105.89	2.80	3.90	39.22%	27	
辅料包材	山河药辅	21.62	0.70	0.87	24.48%	25	
	山东药玻	151.66	3.58	4.64	29.39%	33	

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