

2019年12月8日

【医药行业2020年度策略】

与时偕行，因势而动

——医药大变革新时代淘汰赛下的战略选择

核心结论

一、复盘2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎

总体上来看，2019年医药行业整体走势较强，表现中上游；而各子行业严重分化，政策免疫的普遍领先。从涨幅拆分来看，指数上涨30%，业绩增速为14%，PE估值提升了16%，医药板块更多的是赚了估值的钱，体现到个股上分化更为明显。从细分领域来看，高景气细分领域表现强势，产业趋势下硬核资产估值重塑；最后，落实到个股上来看，“硬核硬度决定极度分化”是核心关键词，市值大小已经不是医药板块的最关键因素！

二、思考2019：市场运行背后的逻辑——政策+产业+资金的三重共振

思考2019年医药板块走势背后的逻辑，我们认为医药行业的政策环境、产业趋势、资金偏好三大因素的共振引发了医药硬核资产的估值重塑：

- 政策环境：供给侧改革叠加支付端变革，医药行业迎来结构优化、分化加剧的新时代。
- 产业趋势：从小组赛到淘汰赛，优质资产逐步集中，整体数据意义弱化，公司表现分化加剧。
- 资金偏好：医药主题基金稳定剂作用持续，内资外资配置医药意愿强烈，头部企业更受资金偏好，同时存在从纯粹的龙头向细分领域龙头扩散的趋势。

三、展望十年：医药4+X主线框架不变——相信产业趋势的力量

- 医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代，包括创新服务商（创新药爆发前置受益者）、创新药（部分企业已经陆续进入到收获期）、创新疫苗（大品种大时代来临）。
- 医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后制药企业长期发展的不错选择，其中注射剂国际化看业绩快速增长，口服制剂国际化看专利挑战和特殊剂型。
- 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，包括品牌中药消费和其他特色消费。
- 医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力，包括药店、特色专科连锁医疗服务和第三方检验服务商。
- X（其他特色细分龙头）：创新及特色器械、核医学、呼吸科、肝素等。

四、思辨2020：产业趋势没变，唯一的变量在于估值——赛道与估值间的权衡

从产业面、政策面、基本面、资金面、估值面等五大维度来看，2020年真正发生变化的仅有估值。我们认为，2020年的关键词是“结构性”和“硬核风格”，预计2020年大概率是医药个股时代，硬核风格还会蔓延，应自下而上选择高性价比特色细分硬核，弱化市值考量，自下而上的选择高性价比特色细分硬核资产进行配置。

五、选择2020：投资策略与核心推荐标的——不同战略思路的战术选择

通过分析十年十倍股和三年翻倍股，我们总结了投资组合四因素叠加模型：赛道高景气、优秀管理层、边际经营趋势、估值兼顾弹性/安全。首先考虑因素一与因素二，我们整理了“与时偕行”组合，再叠加考虑因素三和因素四，我们整理了“因势而动”组合：

“与时偕行”：药明康德、爱尔眼科、通策医疗、恒瑞医药、片仔癀、泰格医药、美年健康、我武生物、康泰生物、乐普医疗、迈瑞医疗、安图生物。

“因势而动”：健友股份、普利制药、贝达药业、智飞生物、东诚药业、博瑞医药、丽珠集团（健康元）、云南白药、凯莱英、沃森生物、长春高新、卫宁健康。

风险提示：1）控费政策持续超预期；2）行业增速不及预期。

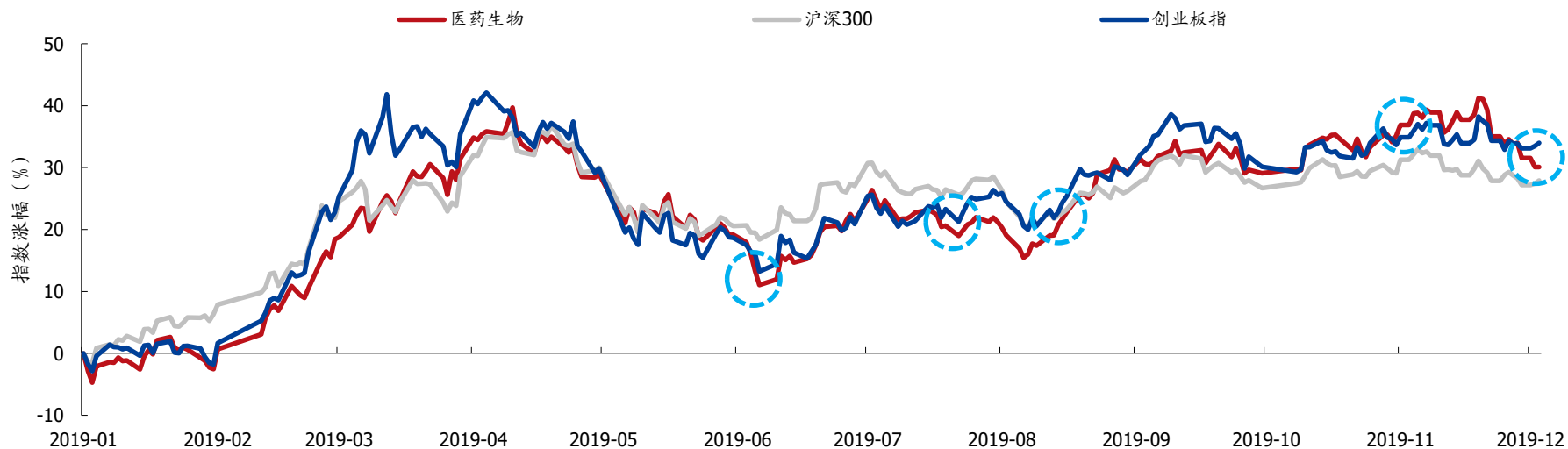
- 一、复盘2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎
- 二、思考2019：市场运行背后的逻辑——政策+产业+资金的三重共振
- 三、展望十年：医药4+X主线框架不变——相信产业趋势的力量
- 四、思辨2020：产业趋势没变，唯一的变量在于估值——赛道与估值间的权衡
- 五、选择2020：投资策略与核心推荐标的——不同战略思路的战术选择

复盘2019：一波三折，2019年医药行业整体走势较强，表现中上游

在经历了2018年下半年的调整后，2019年医药行业整体回暖；年初以来（截止2019年12月3日），申万医药指数涨幅为30.11%，跑赢沪深300指数2.19个百分点，跑输创业板综指3.87个百分点，在全行业中排名第八。

- 1-2月：整体行情回暖后非银为代表的权重成分领跑市场，热点活跃，创业板一度超额收益显著，医药涨幅落后；
- 3-5月：工业大麻题材活跃，医药中小市值个股上涨明显，完成估值修复，各个指数表现开始趋同；
- 6月5日：财政部查账、2019医改重点任务、DRGS试点事件影响，板块短期下挫；
- 7月：部分个股中报预告明显不及预期，拖累板块；
- 8-9月：整体市场下挫下，医药成为避风港，行业比较优势凸显，叠加外资持续流入，加速上涨；
- 10-11月：季报行情、医药板块财富效应下趋势资金快速涌入助推上涨，核心资产估值继续提升；
- 11月20日后出现回调：受2019全国医保药品谈判、带量采购品种扩面超预期，机构调仓等影响，涨幅明显回落。

图表1：医药行业、沪深300、创业板整体涨跌幅（2019.1.1至2019.12.3）



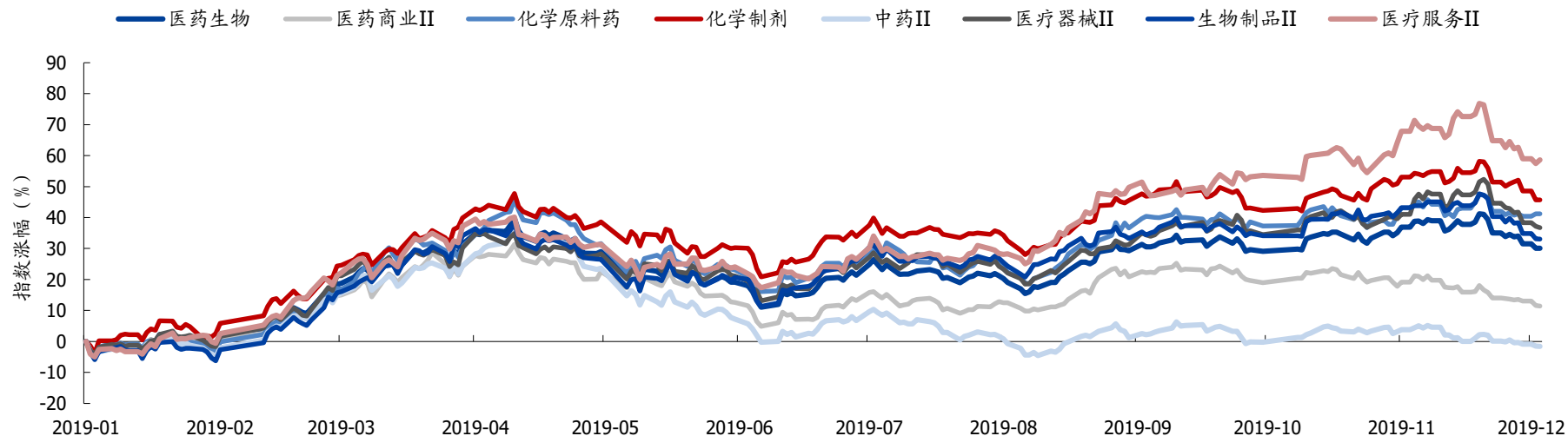
复盘2019：子行业严重分化，医疗服务表现亮眼，政策免疫的普遍领先

医药各子行业分化严重，医疗服务&化学制剂表现亮眼，中药与医药商业明显跑输行业

相对涨幅排名（从上至下）：

- **医疗服务**：+59%；政策免疫带来前期超额收益明显，科创板开闸、CXO业绩高成长、外资偏好推动下半年加速上涨；
- **化学制剂**：+46%；医保局时代下个股两极分化，龙头、优质创新药、注射剂出口、核药、重磅大单品企业带动板块上涨；
- **化学原料药**：+41%；特色原料药企业在供给侧改革、下游制剂端集采后格局变化、及事件影响（猪瘟、爆炸、环保等）等多重因素下，关注度及估值提升，板块整体涨幅靠前；
- **医疗器械**：+37%；行业持续景气带来业绩高增长，同时政策扶植（基层医疗升级等），带领板块整体双击；
- **生物制品**：+33%；生长激素、脱敏制剂持续快速增长；疫苗大时代带来重磅产品放量，血制品回暖，推高行业估值；
- **医药商业**：+11%；政策博弈期药店走势分化，龙头业绩快速增长下持续拔估值；风险偏好提升下流通板块关注度走低；
- **中药**：-2%；前4个月火爆的工业大麻概念带来短期题材性机会；随后因行业整体业绩下滑叠加康美药业、东阿阿胶等事件影响，持续下挫，与其他子行业走势背离。

图表2：2019医药各子领域相对行业整体涨跌幅（2019.1.1至2019.12.3）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

复盘2019：医药板块整体赚了更多估值的钱，但估值体现亦是强烈分化

2019年医药板块明显上涨主要是估值提升贡献，业绩增速并未充分跟上指数上涨

➤ **行业整体**：指数上涨30%，业绩增速为14%，PE估值提升了16%；行业业绩增速相较上年同期并未加速，而PE估值出现明显提升，主要是整体行情回暖、行业比较优势下内外增量资金不断流入，估值体系重塑所致。

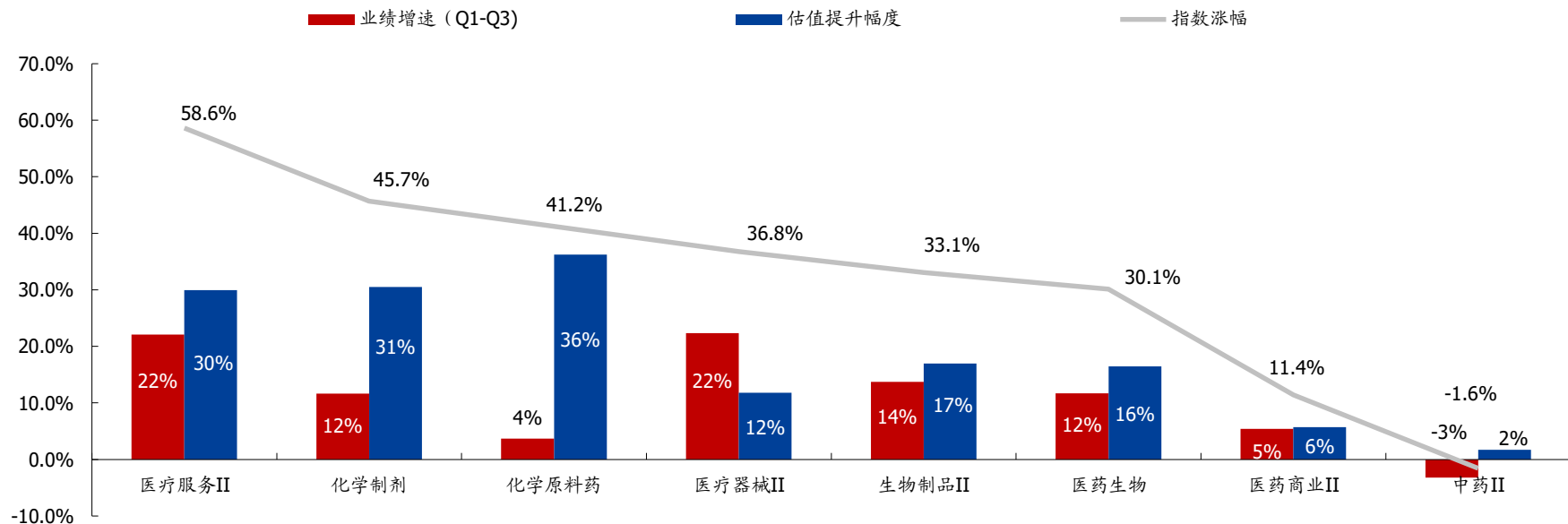
➤ **子行业**：大多数估值提升明显高于业绩成长

业绩估值双击型：医疗服务、生物制品实现与业绩增速匹配的估值提升。

拔估值驱动型：化学制剂和化学原料药在业绩并未快速增长下估值提升30%以上，明显高于行业整体水平。

业绩驱动型：医疗器械上涨主要源于业绩增长，估值提升低于行业整体水平。

图表3：医药板块及各子领域2019涨幅拆分（2019.1.1至2019.12.3）

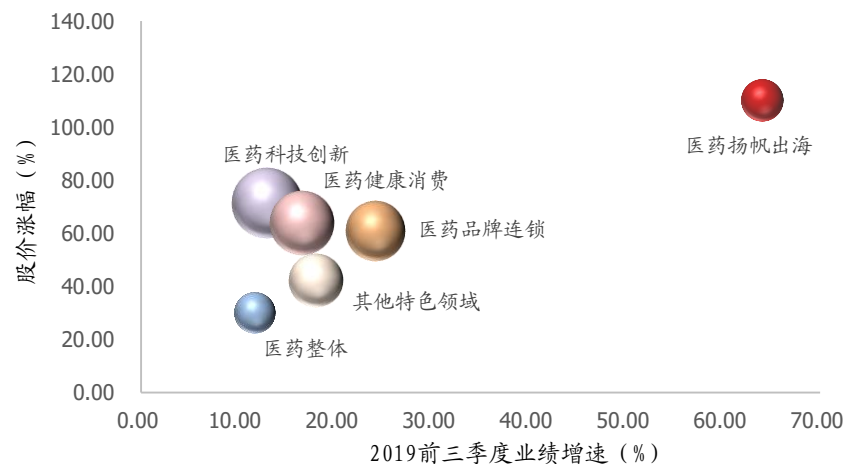


资料来源：Wind，国盛证券研究所

复盘2019：高景气细分领域表现强势，产业趋势下“硬核”拔估值

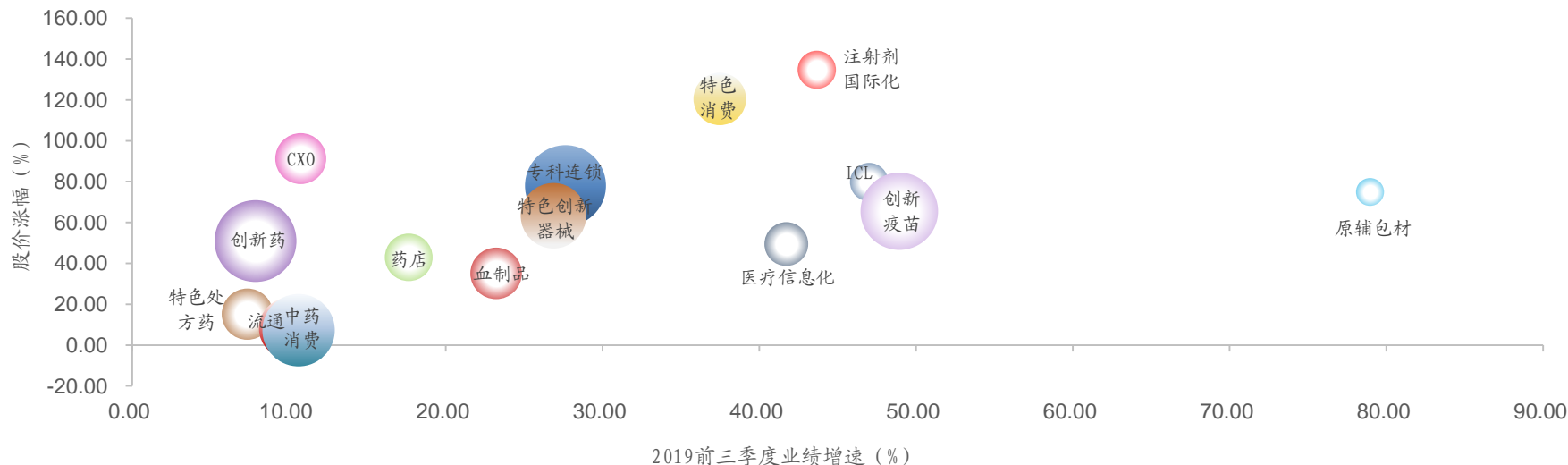
- “4+X”全面跑赢，涨幅更多是拔估值：2019年我们重点推荐的4+X五大方向明显跑赢医药整体涨幅；医药扬帆出海（+110%）成为最大亮点；科技创新、健康消费、其他特色领域在业绩增速相比行业整体提升有限下，涨幅大幅高于医药整体。涨幅更多来源于产业趋势和硬核趋势下估值的提升。
- 细分领域表现区分度高：注射剂国际化（+135%）、特色消费（+120%）、CXO（+91%）涨幅居前；细分领域上涨并非完全与业绩挂钩，政策变革期中，受政策扰动小、符合产业发展方向、并有基本面支撑的领域更受投资者青睐。

图表4：2019年“4+X”五大方向分化图（2019.1.1至2019.12.3）



资料来源：Wind，国盛证券研究所（气泡大小为成分股年初平均市值）

图表5：2019年医药特色细分领域分化图（2019.1.1至2019.12.3）



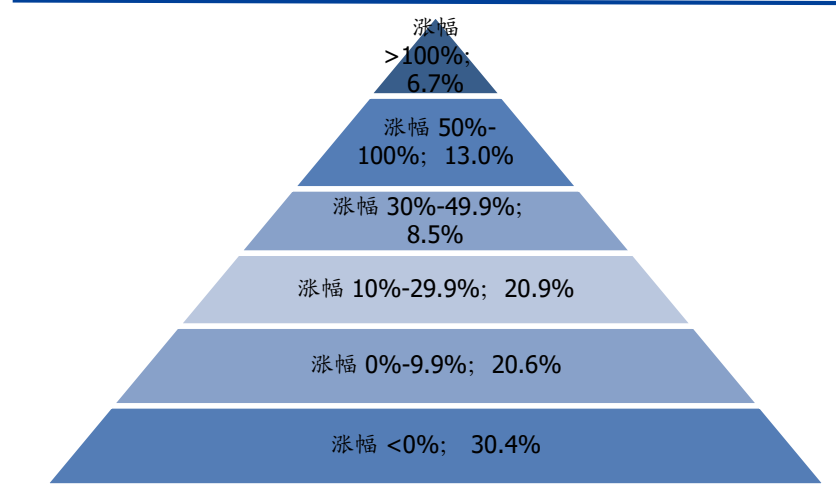
资料来源：Wind，国盛证券研究所（气泡大小为成分股年初平均市值）

复盘2019：“硬核硬度决定极度分化”是核心关键词，市值大小已经不是最关键因素

2019年医药个股分化演绎到极致

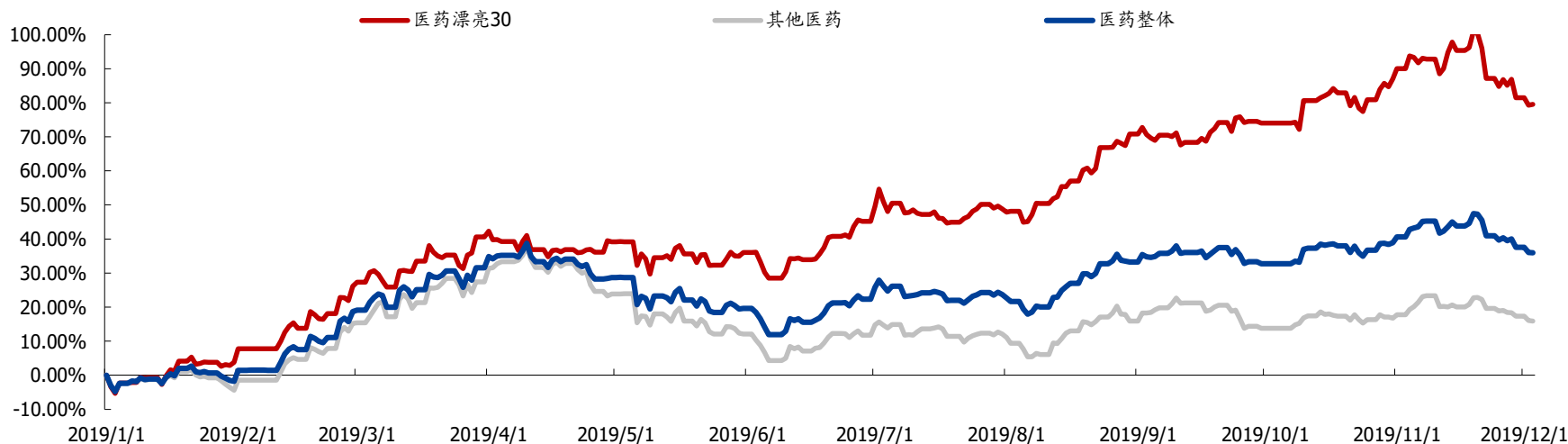
- **个股涨跌幅分布呈现金字塔形：**约20%个股涨幅超过50%，6.7%个股涨幅超过100%；同时涨幅不足10%的个股高达51%，30.4%的个股出现下跌。
- **主要上涨集中在医药漂亮30：**医药漂亮30在2019年（截止12月3日）整体涨幅为79.5%，最高涨幅超过100%；其他医药个股年度涨幅仅为15.9%。
- **市值不是影响上涨关键因素：**与2018年中市值个股在涨幅前50中占比较高不同，2019年涨幅前五十年初市值100亿以上和以下比例为22：28，处于相对均衡状态。

图表6：申万医药个股2019年涨跌幅分布（截止2019年12月3日）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：2019年医药漂亮30与其他医药走势对比（2019.1.1至2019.12.3）



资料来源：Wind，国盛证券研究所（“医药漂亮30”包括恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗等30支个股）

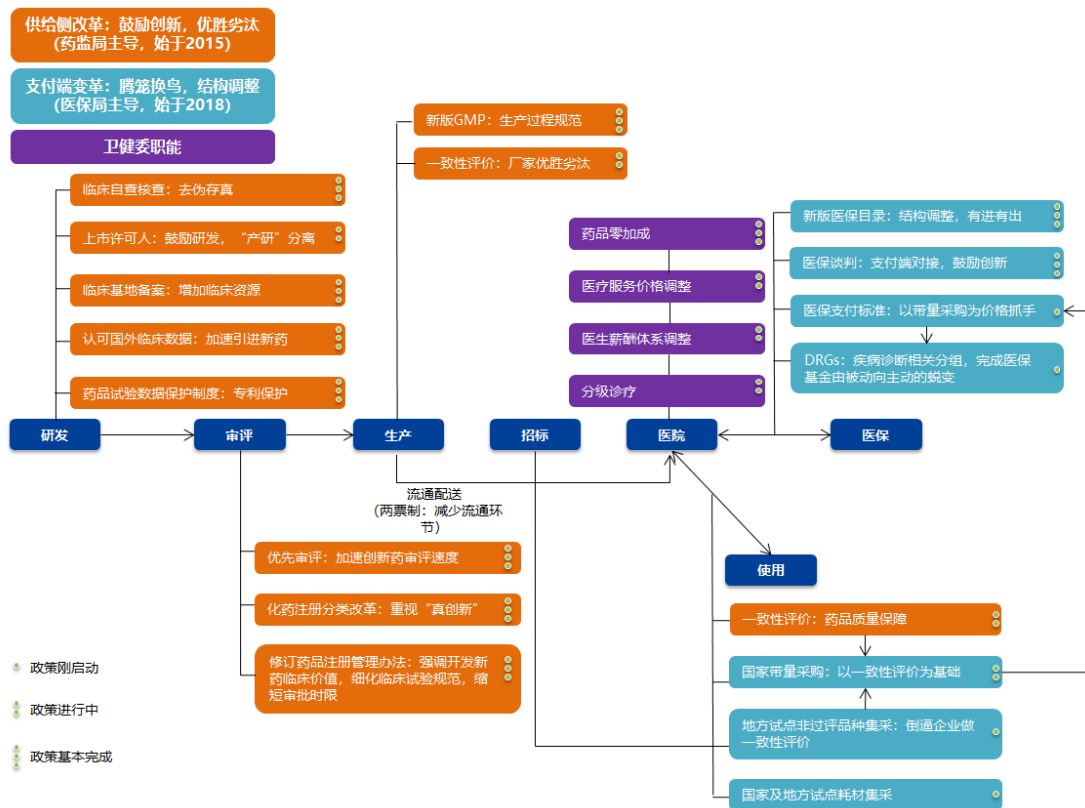
- 一、复盘2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎
- 二、思考2019：市场运行背后的逻辑——政策+产业+资金的三重共振
- 三、展望十年：医药4+X主线框架不变——相信产业趋势的力量
- 四、思辨2020：产业趋势没变，唯一的变量在于估值——赛道与估值间的权衡
- 五、选择2020：投资策略与核心推荐标的——不同战略思路的战术选择

思考2019：“供给侧改革+支付端变革”的政策趋势下，行业结构优化表现愈演愈烈

一、政策环境：供给侧改革叠加支付端变革，医药行业迎来结构优化、分化加剧的新时代

➢ 2015年药监局开启供给侧改革，目前已经基本完成，而医保局18年挂牌后开启支付端变革，也是当前政策环境的主要变量。从医保局改革思路来说，顶层设计已经确定，主动支付引导支付结构的优化是其最终目标（DRGs、创新比例提高、医疗服务提价），挤压药械定价水分进行腾笼是其阶段性的目标（以一致性评价为前提，用带量采购为过程手段，为合理的医保支付标准打基础）。经历了医保局挂牌后出台的政策，市场对政策大逻辑的预期已经相对充分，也因此导致了2019年不受政策影响的细分领域受到市场偏好。

图表8：医药政策改革全景图



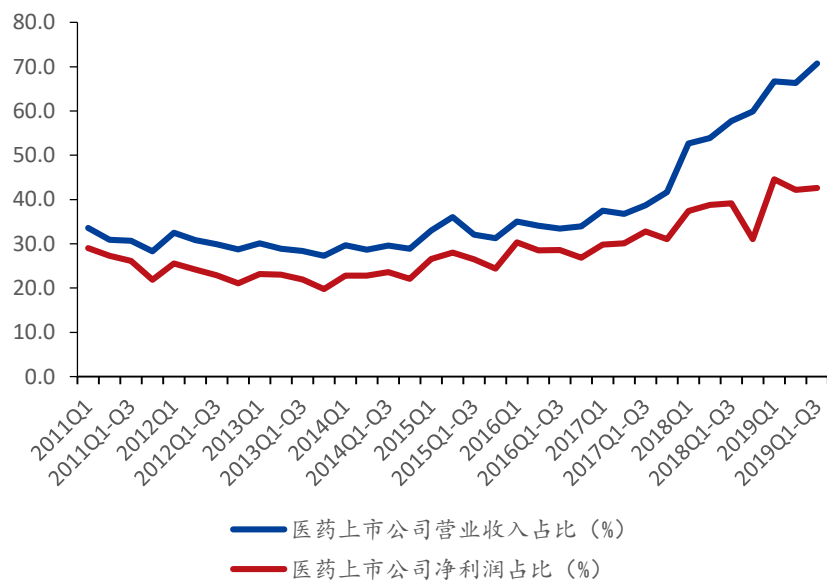
资料来源：各部委官网，国盛证券研究所

思考2019：产业分化从小组赛到淘汰赛，医药上市公司表现持续优于行业整体

二、产业趋势：从小组赛到淘汰赛，优质资产逐步集中，整体数据意义弱化，公司表现分化加剧

➤ 分化一：上市公司相对行业整体占比提升，优质公司增速偏离行业增速。上市公司（申万医药生物）相对行业整体（国家统计局）收入利润占比进一步提高，优质资产集中度提高，行业内淘汰加剧；同时，上市公司收入利润增速水平普遍高于行业整体，走出游离于行业整体的基本面，行业整体数据意义弱化。

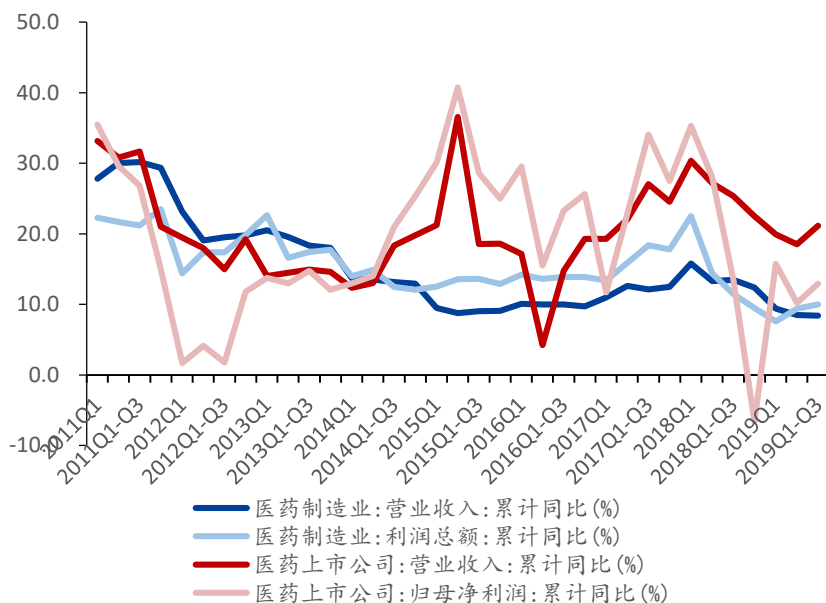
图表9：医药上市公司相对行业整体的收入利润占比（2011-2019）



资料来源：国家统计局，wind，国盛证券研究所

注：1) 统计局数据中2017Q1前营业收入数据未公布，采用主营营业收入数据替代，2) 上市公司数据采集样本为截至2019.12.4的申万医药生物行业分类下全部标的

图表10：医药上市公司与行业整体的收入利润同比增速（2011-2019）



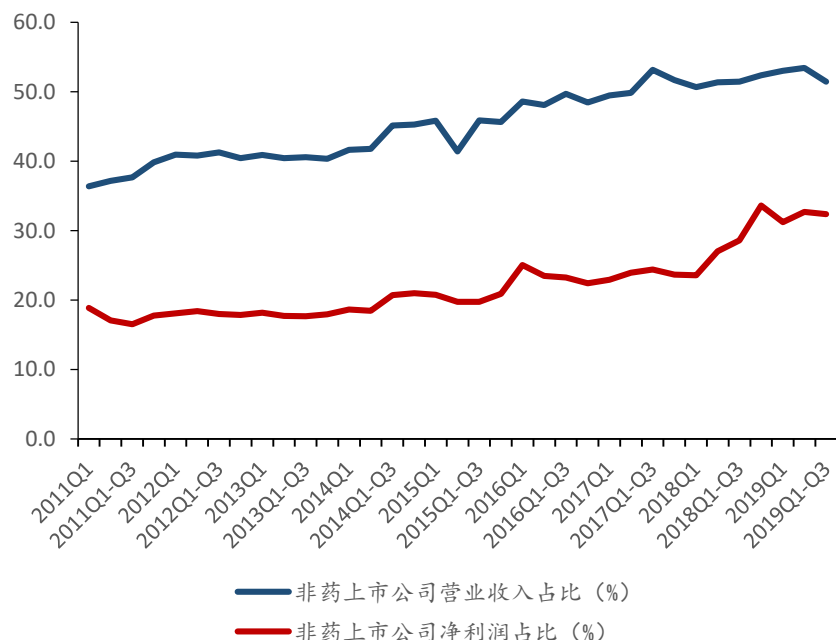
资料来源：国家统计局，wind，国盛证券研究所

注：1) 统计局数据中2017Q1前营业收入数据未公布，采用主营营业收入数据替代，2) 上市公司数据采集样本为截至2019.12.4的申万医药生物行业分类下全部标的

思考2019：产业分化从小组赛到淘汰赛，非药上市公司收入已占据五成并表现亮眼

► **分化二：非药上市公司相对上市公司整体占比提升。**由于非药上市公司数量的增多以及头部公司体量越来越大，收入利润增速水平普遍高于与药相关的上市公司（非药上市公司主营业务多为医保外范围，侧面反映出医保对于上市公司的影响趋弱，部分医保外资产能够走出较好的独立行情），其整体的收入利润占比不断提高。

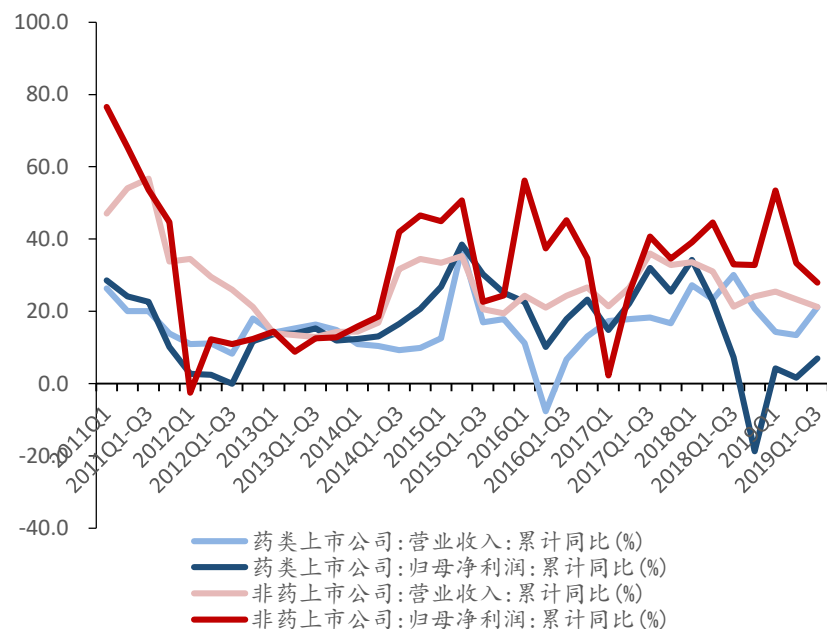
图表11：非药上市公司相对上市公司整体的收入利润占比（2011-2019）



资料来源：国家统计局，wind，国盛证券研究所

注：1) 上市公司数据采集样本为截至2019.12.4的申万医药生物行业分类下全部标的，2) 非药上市公司包括医疗服务、医疗器械、医药商业类公司

图表12：非药上市公司与药类上市公司的收入利润同比增速（2011-2019）



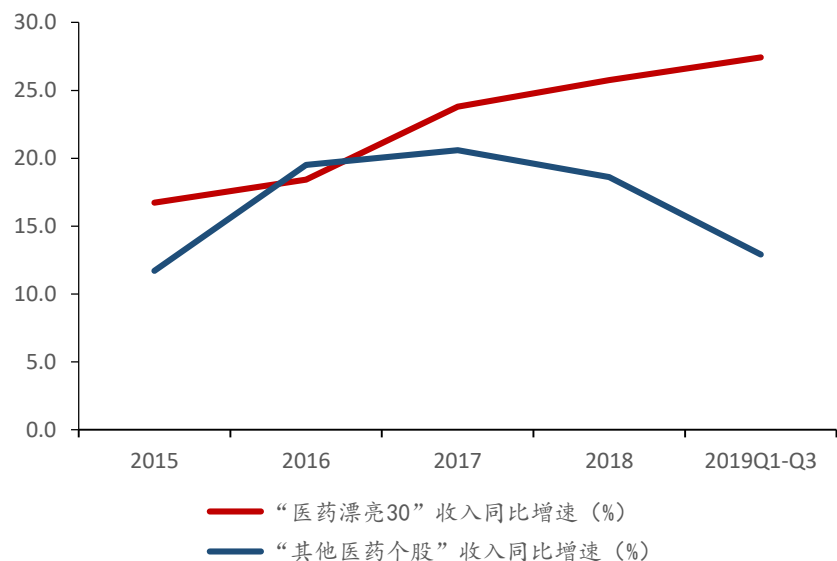
资料来源：国家统计局，wind，国盛证券研究所

注：1) 上市公司数据采集样本为截至2019.12.4的申万医药生物行业分类下全部标的，2) 非药上市公司包括医疗服务、医疗器械、医药商业类公司，3) 药类上市公司包括化学制剂、生物制品、中药和原料药类公司

思考2019：产业分化从小组赛到淘汰赛，医药漂亮30已跑出独立行情，强者恒强

► **分化三：医药漂亮30收入增速跑出独立行情，强者恒强。**我们从申万医药生物个股中筛选出符合我们对于医药产业趋势判断的30支个股，构建“医药漂亮30”组合，从近年表现来看，“医药漂亮30”收入增速明显高于行业内其他个股，且差距逐步扩大，进一步验证了当下优质资产集中、个股分化加剧的医药产业逻辑。

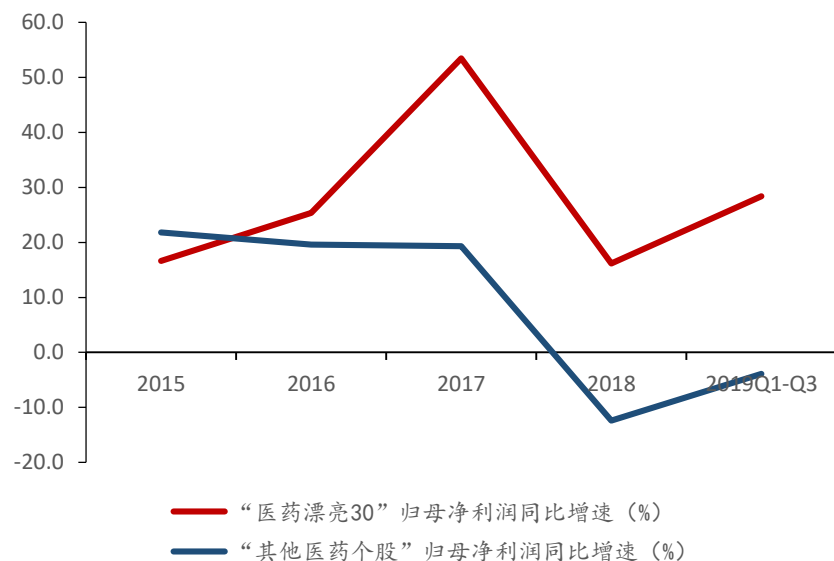
图表13：“国盛医药30”与“其他医药个股”收入同比增速（2015-2019）



资料来源：wind，国盛证券研究所

注：1) 上市公司数据采集样本为截至2019.12.4的申万医药生物行业分类下全部标的，2) “医药漂亮30”包括恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗等30支个股

图表14：“医药漂亮30”与“其他医药个股”利润同比增速（2015-2019）



资料来源：wind，国盛证券研究所

注：1) 上市公司数据采集样本为截至2019.12.4的申万医药生物行业分类下全部标的，2) “医药漂亮30”包括恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗等30支个股

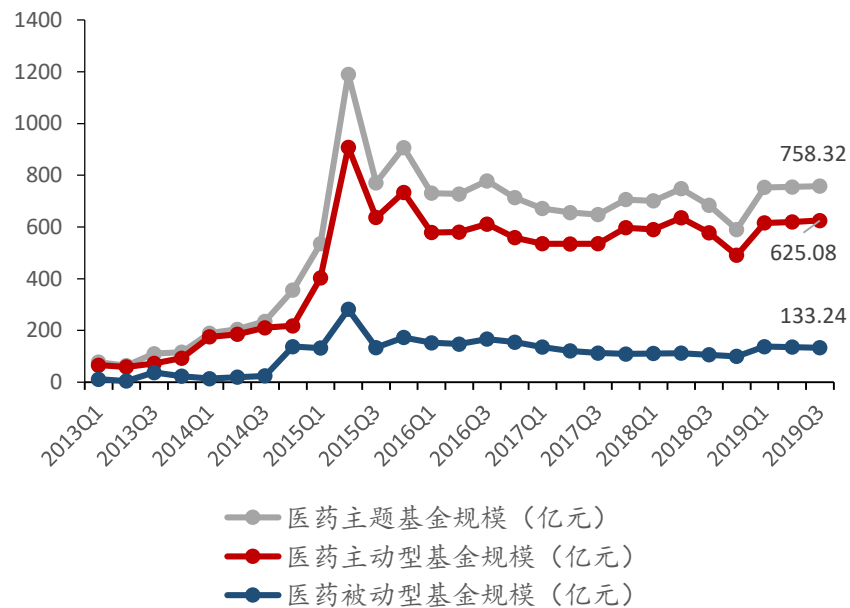
思考2019：资金层面医药基金起到稳定剂作用，全基+外资医药配置边际作用更强

三、资产配置：医药主题基金稳定剂作用持续，内资外资配置医药意愿强烈，头部企业与细分龙头更受偏好

医药主题基金：

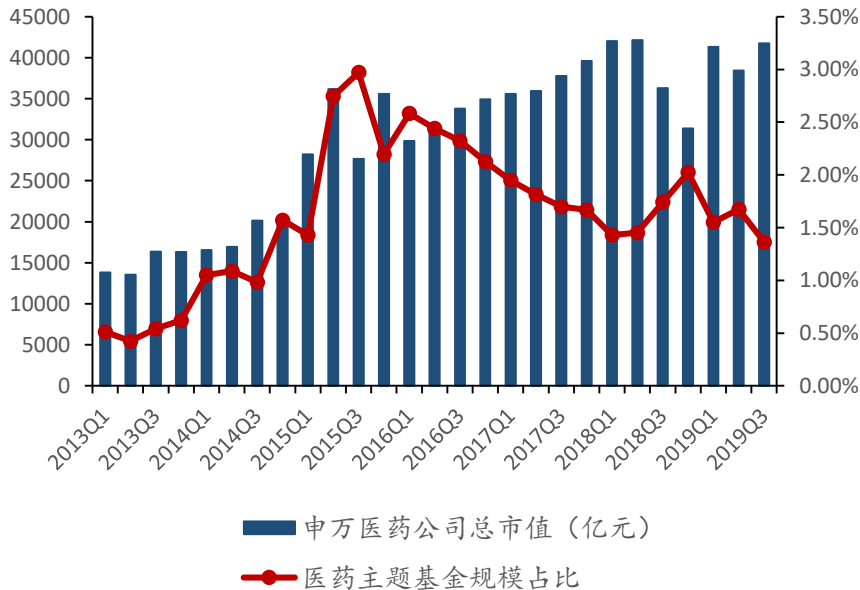
- ▶ 从基金规模来看，医药主题基金规模自2016年来保持相对稳定，截至2019Q3达到758亿元，其中主动型625亿元，被动型133亿元，持续稳定的医药主题基金作为医药持仓的稳定剂，持续起到锁仓作用。
- ▶ 从基金规模在医药股总市值占比来看，医药主题基金规模占比自2016年来呈现逐步下滑趋势，反映出医药主题基金对于医药资产整体的定价作用逐步减弱，我们判断整体公募基金中的非医药主题基金与外资资金对医药整体定价作用逐步加强。

图表15：医药主题基金规模变化（亿元）（2013-2019Q3）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表16：申万医药公司总市值变化及医药主题基金规模占比（2013-2019Q3）



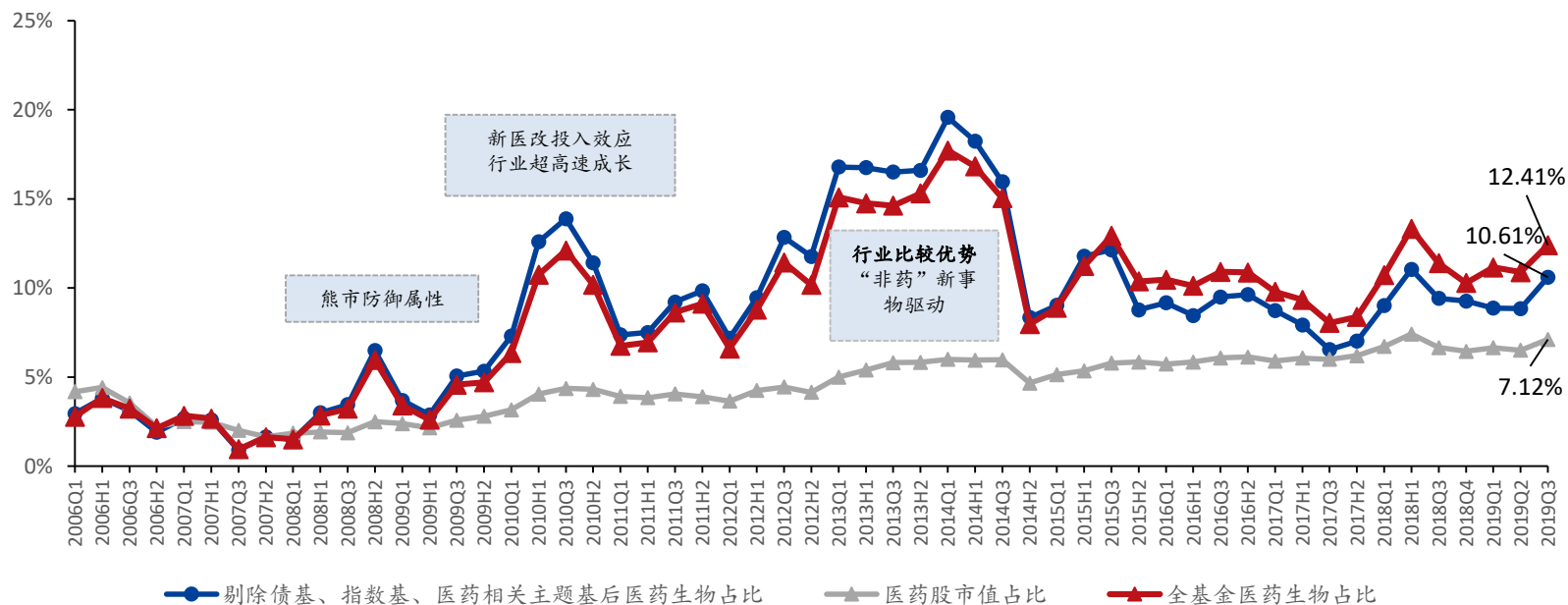
资料来源：wind，国盛证券研究所

思考2019：今年来，医药重仓持仓持续增加，不同种类基金对医药持续乐观

整体公募基金：

- 根据重仓持股数据，自2019年初以来，医药持仓持续增加，不同种类基金对医药行业持续保持乐观。其中2019Q3，全基金、剔除医药主题别指别债后的主动型基金的医药重仓持股比例相较2019Q2分别增加1.52pp、增加1.77pp。
- 目前医药仓位位于近年来中位偏上，考虑到目前经济环境下，医药行业比较优势与赚钱效应持续存在，后续配置医药的延续性仍在，但由于医药正经历结构优化新时代，顺应产业趋势的头部企业将更受偏好。
- 从配置结构来看，基金重仓持股集中度持续提升，业绩稳定的头部企业更受偏好，与之前提到的产业内竞争进入淘汰赛、公司分化加剧、核心资产价值持续体现的产业趋势相印证。2019Q3，重仓持有基金数排名前30公司的平均持有基金数相较2019Q2增加30.2%，重仓持股市值排名前20的公司的持股市值总体占比相较2019Q2增加2.0个百分点，重仓股集中度持续提升。

图表17：公募基金十年重仓股中的医药持仓变化趋势（2006-2019Q3）



资料来源：wind，国盛证券研究所

思考2019：基金重仓持仓持续向头部集中，不仅是绝对龙头，细分硬核持续受到青睐

图表18：生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（2019Q3）

生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）										
基金重仓持有基金数（只）					基金重仓持股市值（亿元）及占股票总市值比重					
代码	名称	2019Q3 持有基金数	2019Q2 持有基金数	19Q3相对19Q2 持有基金数变动	代码	名称	2019Q3重仓 持股总市值	2019Q3重仓 持股总市值占比	2019Q2重仓 持股总市值占比	19Q3相对19Q2重仓 持股总市值占比变动
600276.SH	恒瑞医药	741	448	293	600276.SH	恒瑞医药	240.84	6.7%	5.1%	1.6%
000661.SZ	长春高新	382	360	22	000661.SZ	长春高新	143.68	21.4%	22.4%	-1.0%
603259.SH	药明康德	240	54	186	300015.SZ	爱尔眼科	80.55	7.3%	8.1%	-0.7%
300347.SZ	泰格医药	151	136	15	603259.SH	药明康德	71.29	5.1%	0.9%	4.1%
300015.SZ	爱尔眼科	144	134	10	600763.SH	通策医疗	56.77	17.3%	17.5%	-0.3%
600763.SH	通策医疗	141	120	21	300347.SZ	泰格医药	53.42	11.5%	13.1%	-1.6%
300760.SZ	迈瑞医疗	98	101	-3	002007.SZ	华兰生物	47.60	9.9%	9.20%	0.7%
002007.SZ	华兰生物	90	61	29	300760.SZ	迈瑞医疗	40.56	1.8%	2.0%	-0.2%
300601.SZ	康泰生物	84	55	29	002044.SZ	美年健康	37.00	8.1%	9.1%	-1.0%
300529.SZ	健帆生物	82	42	40	603882.SH	金域医学	31.41	12.3%	7%	5.4%
002821.SZ	凯莱英	76	59	17	300003.SZ	乐普医疗	31.03	7.0%	6.95%	0.0%
600529.SH	山东药玻	71	60	11	600529.SH	山东药玻	27.67	19.9%	13.6%	6.3%
603939.SH	益丰药房	71	74	-3	300601.SZ	康泰生物	26.70	5.6%	3.9%	1.6%
300003.SZ	乐普医疗	70	57	13	600867.SH	通化东宝	22.28	6.3%	4.8%	1.5%
002044.SZ	美年健康	61	52	9	300529.SZ	健帆生物	21.08	6.6%	5.8%	0.8%
603883.SH	老百姓	60	41	19	603883.SH	老百姓	20.60	9.5%	9.5%	0.0%
603882.SH	金域医学	57	15	42	603939.SH	益丰药房	20.40	6.8%	9.7%	-2.9%
300122.SZ	智飞生物	53	53	0	300357.SZ	我武生物	17.80	8.2%	7.9%	0.4%
600867.SH	通化东宝	52	24	28	002773.SZ	康弘药业	16.66	5.7%	2.7%	3.0%
300595.SZ	欧普康视	52	40	12	300142.SZ	沃森生物	16.35	3.9%	5.93%	-2.0%
600436.SH	片仔癀	52	77	-25	002001.SZ	新和成	16.04	3.5%	3.4%	0.1%
300357.SZ	我武生物	50	41	9	002821.SZ	凯莱英	15.25	5.6%	7.0%	-1.4%
300142.SZ	沃森生物	49	59	-10	600436.SH	片仔癀	14.15	2.3%	3.7%	-1.4%
002001.SZ	新和成	44	54	-10	002223.SZ	鱼跃医疗	13.37	6.2%	7.8%	-1.6%
000538.SZ	云南白药	40	63	-23	300595.SZ	欧普康视	12.89	6.4%	5.2%	1.2%
603233.SH	大参林	39	34	5	300630.SZ	普利制药	12.66	9.0%	11.2%	-2.2%
300630.SZ	普利制药	38	55	-17	300122.SZ	智飞生物	12.09	1.6%	1.8%	-0.2%
601607.SH	上海医药	34	19	15	603707.SH	健友股份	11.53	4.3%	4.6%	-0.3%
600196.SH	复星医药	34	38	-4	600161.SH	天坛生物	10.98	3.7%	4.4%	-0.7%
603658.SH	安图生物	31	19	12	603233.SH	大参林	9.32	3.1%	3.9%	-0.8%

资料来源：wind，国盛证券研究所

思考2019：增量外资持续流入，不仅仅在绝对龙头，细分领域硬核资产持续受到青睐

陆股通：

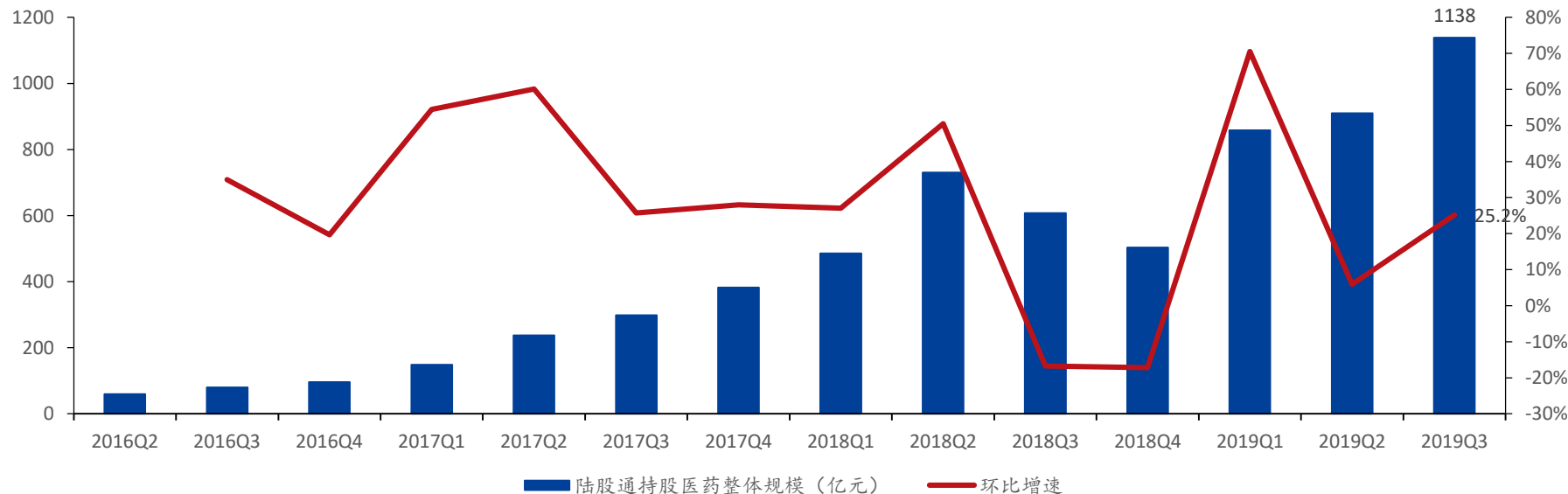
➢ 自陆股通开通以来，北上资金整体上持续加大医药配置，其中2019Q3陆股通持股医药整体规模大幅增加超过200亿元，环比增长25.2%，透视配置结构变化，部分头部企业的配置强度仍有较大空间，外资持股医药规模有望持续增长。

配置结构：

➢ 从近三年陆股通持股市值Top20公司的组成来看，恒瑞医药、爱尔眼科、药明康德、迈瑞医疗等均为行业头部企业或其他细分领域龙头，侧面反映出医药头部企业及细分领域硬核资产持续受到外资青睐。

➢ 从近三年陆股通持股市值Top20公司的持股数量占总股本比例来看，均值从2.9%逐年递增至6.0%，其中恒瑞医药、泰格医药等头部企业更是超过10.0%，而部分头部企业如药明康德持股数量占总股本比例为4.5%，配置强度仍有较大提升空间，有望拉动后续外资医药配置持续增长。

图表19：陆股通持股医药整体规模及增速（截至2019Q3）



思考2019：未来外资仍有增量流入空间，把握细分领域硬核节奏蔓延

图表20：陆股通持股医药Top20公司三年变化趋势

序号	公司	2017. 12. 31		2018. 12. 31		2019. 12. 4			
		陆股通持股总市值 (亿元)	持股数量占总股本比例	公司	陆股通持股总市值 (亿元)	持股数量占总股本比例	公司	陆股通持股总市值 (亿元)	持股数量占总股本比例
1	恒瑞医药	243.0	12.5%	恒瑞医药	223.8	11.5%	恒瑞医药	425.5	11.2%
2	云南白药	69.0	6.5%	云南白药	58.0	7.5%	爱尔眼科	93.1	7.5%
3	东阿阿胶	20.7	5.2%	爱尔眼科	32.5	5.2%	云南白药	84.9	7.7%
4	通化东宝	18.4	4.7%	通化东宝	25.2	8.9%	泰格医药	65.9	14.1%
5	天士力	12.1	3.1%	华润三九	16.9	6.9%	迈瑞医疗	53.7	2.4%
6	复星医药	11.4	1.0%	泰格医药	15.8	7.4%	药明康德	49.2	3.3%
7	爱尔眼科	10.9	2.2%	东阿阿胶	14.8	5.7%	益丰药房	32.1	11.3%
8	益丰药房	10.6	6.4%	华东医药	12.5	3.2%	华润三九	29.5	10.4%
9	华东医药	9.8	1.9%	天士力	12.4	4.3%	乐普医疗	25.3	4.5%
10	泰格医药	5.6	3.2%	沃森生物	8.9	3.0%	智飞生物	25.0	3.5%
11	华润三九	5.0	1.9%	科伦药业	8.1	2.7%	长春高新	22.3	3.0%
12	乐普医疗	5.0	1.2%	益丰药房	7.4	4.7%	沃森生物	18.0	3.9%
13	信立泰	4.9	1.0%	智飞生物	7.0	1.1%	凯莱英	16.1	5.6%
14	科伦药业	4.3	1.2%	ST康美	6.9	1.5%	美年健康	15.0	2.6%
15	人福医药	3.9	1.6%	复星医药	6.6	1.1%	片仔癀	14.6	2.4%
16	上海医药	3.1	0.5%	华兰生物	6.5	2.1%	通化东宝	13.2	5.3%
17	ST康美	3.1	0.3%	上海医药	6.0	1.2%	一心堂	12.7	10.2%
18	华海药业	2.9	0.9%	乐普医疗	5.5	1.5%	华兰生物	12.3	2.7%
19	华润双鹤	2.7	1.3%	片仔癀	5.3	1.0%	东阿阿胶	11.8	5.3%
20	丽珠集团	2.5	0.7%	信立泰	4.4	2.0%	安图生物	11.4	2.7%
持股数量占总股本比例Top20的平均值			2.9%			4.1%			6.0%

资料来源：wind，国盛证券研究所

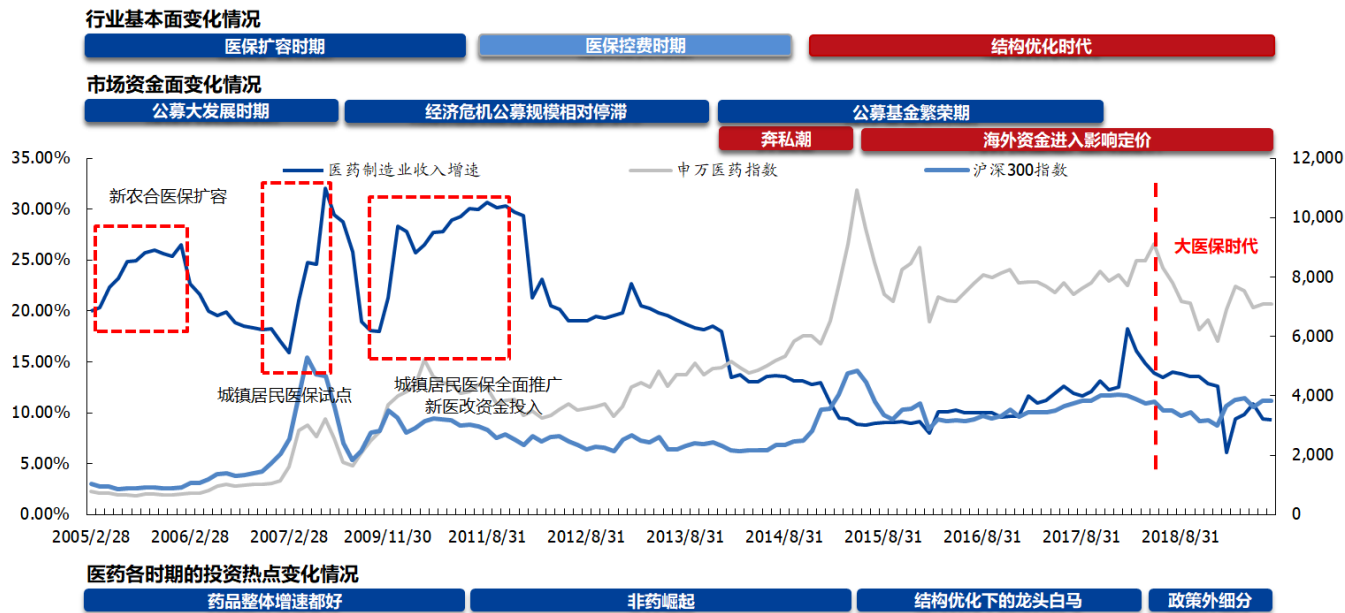
- 一、复盘2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎
- 二、思考2019：市场运行背后的逻辑——政策+产业+资金的三重共振
- 三、展望十年：医药4+X主线框架不变——相信产业趋势的力量
- 四、思辨2020：产业趋势没变，唯一的变量在于估值——赛道与估值间的权衡
- 五、选择2020：投资策略与核心推荐标的——不同战略思路的战术选择

展望十年：从过去医药十五年赚钱效应逻辑推演，后面将越来越结构化、集中化

医药行业是一场【淘汰赛】，我们处于什么样的阶段？每个阶段赚的什么钱？2019年赚的什么钱？2020年将会赚什么钱？

- 2011之前，支付端（医保）持续扩容，药品整体都好，尽享扩容红利；
二级市场以药品标的为主，**医药主要挣业绩的钱。**
- 2011-2015，支付端（医保）第一轮控费开始，药品基本面开始变差；
二级市场非药标的开始增多，叠加进入私募基金发展期，小票受到市场热捧，**医药主要挣估值的钱。**
- 2015-2018，药监局为主导的【供给侧改革】开启，行业确认进入低速运行区，行业进入结构优化开始的几年；
二级市场大分化开始，公司开始只有大小之分，**医药主要赚大票拔估值的钱。**
- 2018之后，医保局成立，第二轮结构性控费开启，【支付端变革】开启，行业进入结构优化继续升级的几年，低位运行继续；
二级市场大分化继续，仿制药品逐步被抛弃，新兴细分领域精彩纷呈，**主要赚政策免疫&非药的核心资产拔估值的钱。**
- 2019年Q4后，逻辑延续；拔估值效应已大幅显现；后面？**一线硬核资产赚业绩>估值共振的钱，二线硬核赚拔估值>业绩（弱）。**

图表21：医药行业运行规律复盘



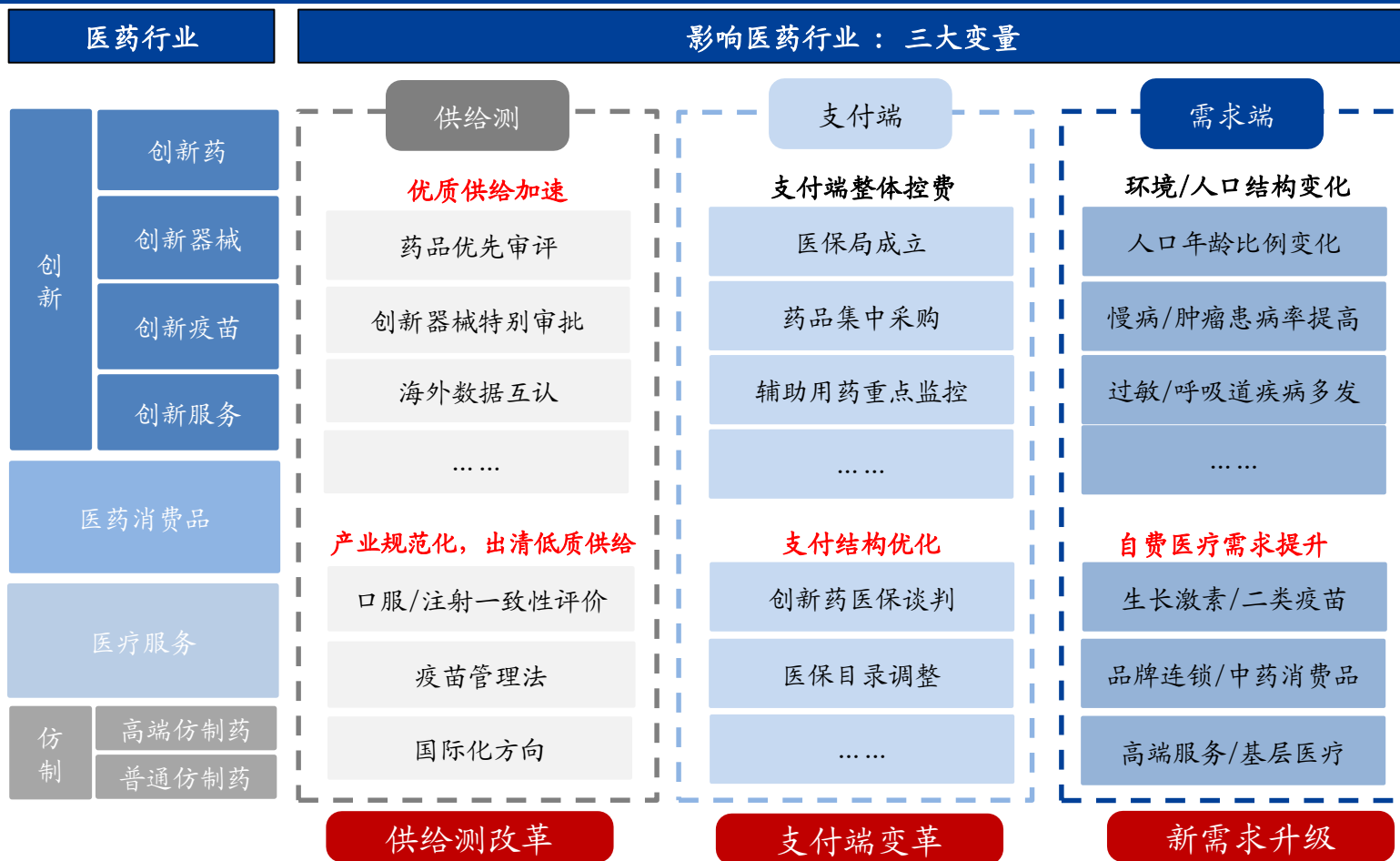
资料来源：Wind，各部委，国盛证券研究所

展望十年：背后推动医药变革三大变量促行业持续大分化——从野蛮扩张到结构优化

对医药行业的未来判断：

做服务做模式优于做产品 / 自费优于医保外 / 非药产品优于药品 / 创新优于仿制 / 高端仿制优于普通仿制。

图表22：影响医药行业的三大变量



展望十年：各大传统子行业分类中，未来产业逻辑分化仍是主旋律

非药

医疗器械逻辑演变：

中短期：板块整体依然保持快速增长，医用耗材统一编码和各地高耗集采试点提升集中度，优化竞争格局，利好国产头部企业，高增长细分领域关注度提升。

长期：行业继续扩容，国产创新器械带动医疗器械国产替代渐成趋势，现阶段各子领域头部企业将持续长大，并逐渐迈向国际市场，天花板打开，带来利润的持续增长，估值也将维持在较高水平。

医疗服务逻辑演变：

中短期&长期：专科医疗连锁企业不断复制提升市占率，高毛业务占比提升；CRO持续受益于中国创新药大浪潮的开启与持续。

医药商业逻辑演变：

中短期：流通企业受两票制、零加成的负面影响逐渐削弱，业绩和现金流都迎来拐点；药店行业集中度持续提升

长期：受政策演变影响，流通企业ROE可能下降，利润体量增大（集中度提高），回款变好；药店行业集中度不断提升，叠加处方外流逻辑

原料药逻辑演变：

中短期：基于环保趋严触发景气拐点叠加下游制剂行业面临变革，对高质量原料药的需求提升（行业地位提升），板块进入上升周期，优质企业有望迎来戴维斯双击。

长期：看特色原料药企业升级转型CDMO，或特色原料药基于原料药制剂一体化升级转型高壁垒仿制药。

创新药逻辑演变：

中短期：国产创新药进入到临床后期和获批收获期，政策友好，快速纳入医保缩短投资回报期，在估值提升阶段biotech企业和优质传统药企均有投资机会，建议重点关注。

长期：我国自主创新体系不断完善，领域持续有投资机会，在创新兑现阶段系统性创新布局的龙头在后期市场准入和销售等方面竞争力更强。

生物制品逻辑演变：

中短期：板块整体看趋势，龙头个股重点跟踪，景气度高的细分领域如疫苗、血液制品、生长激素建议重点关注。

长期：行业发展集中度不断提高，龙头地位进一步巩固，竞争格局更优，细分领域有望持续高景气度

药品

中药逻辑演变：

中短期：板块整体看行业龙头，以及利空因素消化完成，开启困境反转的细分领域优质标的，建议重点关注品牌消费品。

长期：重点关注转型大消费和国企改革两大方向，关注中药饮片/配方颗粒、特色OTC细分领域格局重塑。

仿制药逻辑演变：

中短期：顶层设计基本已定，国家层面过一致性评价品种持续推进带量采购，各省市探索未过评品种带量采购，为合理医保支付标准打基础。阶段性估值压制。

长期：落后企业淘汰，龙头集中度提升，增量品种多的企业会在洗牌中脱颖而出，诞生数家仿制药霸主型企业。

展望十年：长期产业逻辑关注“4+X”主线下“创新、出海、消费、连锁”四大关键词



医药科技创新

创新服务商：全球CXO产业向中国转移，国内市场迎战
略性机遇

凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新
药、药石科技、康龙化成、博腾股份、
九州药业、量子生物、艾德生物等

创新药：国产创新药进入收获期，科创板带来创新药
投资高速增长期

恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、康弘
药业、海思科、天士力等

创新疫苗：行业进入大产品大时代景气度高，大产品
管线催化有望带来估值重塑

智飞生物、康泰生物、沃森生物等



医药扬帆出海

口服制剂国际化：利润&估值弹性+反哺国内市场，专
利挑战+特殊剂型构筑发展主要路径

华海药业等

注射制剂国际化：注射剂行业门槛高格局好，国内注
射剂龙头企业将享受先发优势

健友股份、普利制药等



医药健康消费

品牌中药消费：需求端升级，大消费&国企改革

片仔癀、云南白药、同仁堂、华润三九、
东阿阿胶、广誉远等

其他特色消费：最清晰最确定的超长周期成长逻辑

长春高新、安科生物、我武生物、欧普
康视、兴齐眼药、健帆生物等



医药品牌连锁

药店：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等

特色专科连锁及ICL：品牌构筑护城河，连锁造就长期
成长能力

爱尔眼科、美年健康、通策医疗、金域
医学、迪安诊断等



X（其他细分龙头）

医药细分众多，精彩纷呈，特色细分龙头不可忽视

医药商业（柳药股份、上海医药等）

创新及特色医疗器械（迈瑞医疗、乐普
医疗、安图生物等）

医疗信息化（卫宁健康、久远银海等）

特色处方药（东诚药业、健康元等）

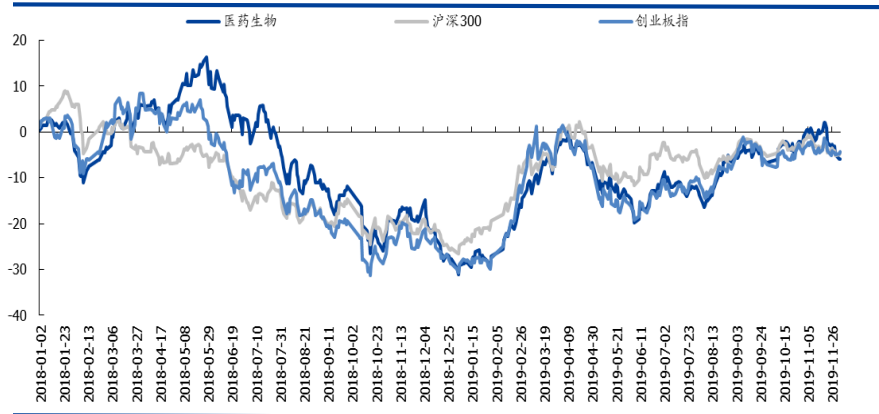
原辅包材（山东药波、山河药辅等）

- 一、复盘2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎
- 二、思考2019：市场运行背后的逻辑——政策+产业+资金的三重共振
- 三、展望十年：医药4+X主线框架不变——相信产业趋势的力量
- 四、思辨2020：产业趋势没变，唯一的变量在于估值——赛道与估值间的权衡
- 五、选择2020：投资策略与核心推荐标的——不同战略思路的战术选择

思辨2020：过去两年医药指数与创业板指数拟合度较高，但核心资产超额收益明显

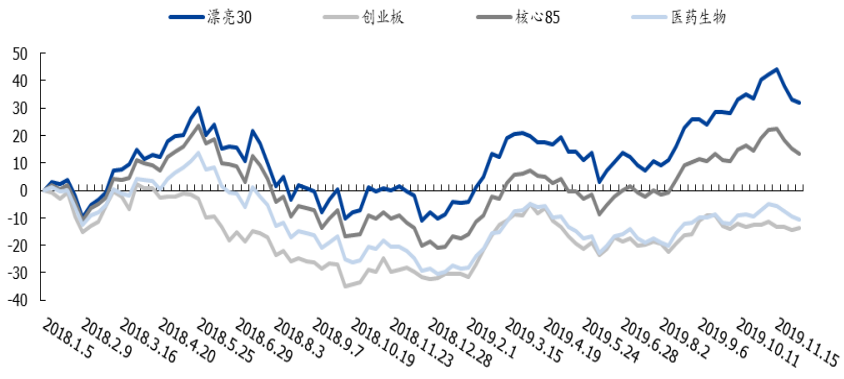
过去两年，申万医药指数除了2018年上半年有一定独立行情之外，整体指数与沪深300期创业板指数趋势较为一致。今年年初至今与创业板指数高度拟合。但过去两年，医药核心资产（漂亮30，核心85）有明显超额收益。

图表23：医药生物VS沪深300 VS创业板（涨跌幅%）



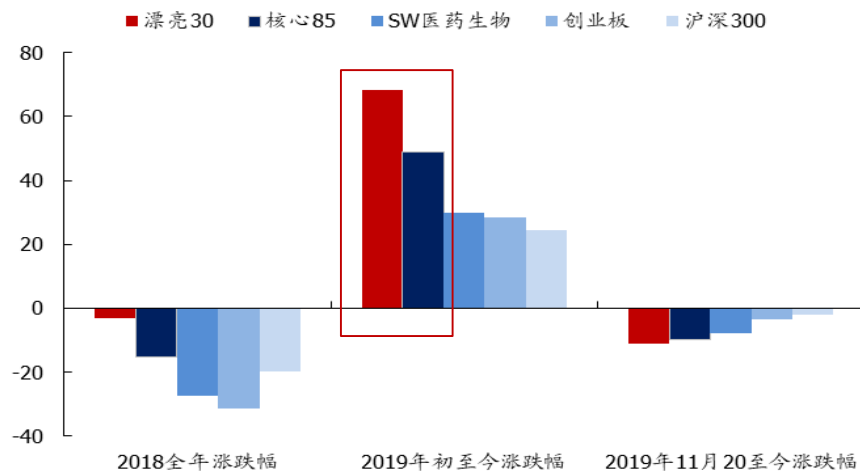
资料来源：Wind，国盛证券研究所；数据更新到2019.12.3

图表25：漂亮30 VS核心85 VS创业板 VS医药生物（涨跌幅%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所；数据更新到2019.12.3

图表24：漂亮30 VS核心85 VS创业板 VS医药生物

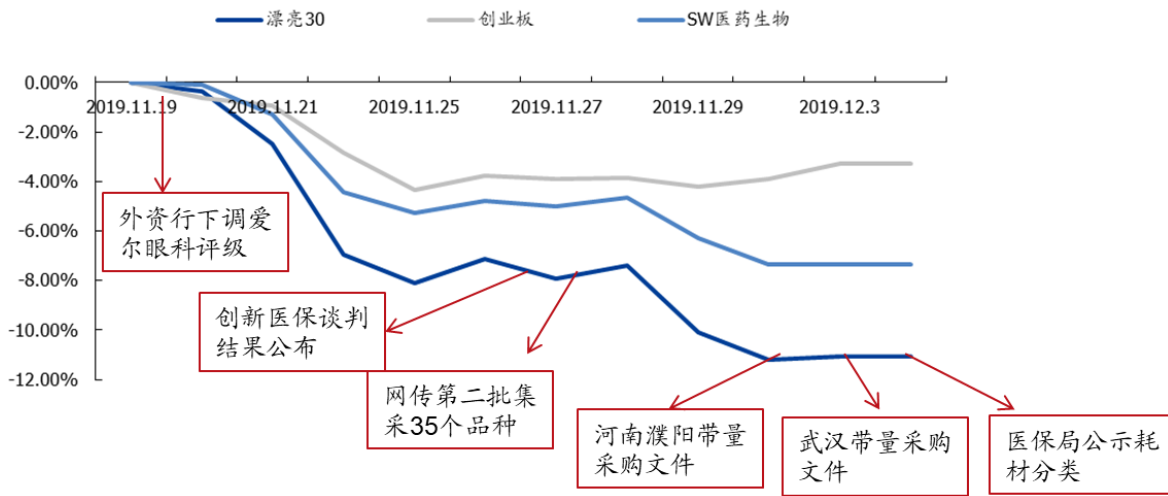


资料来源：Wind，国盛证券研究所；数据更新到2019.12.3

思辨2020：年关将至估值偏高叠加政策扰动，医药尤其是核心资产短期内受到二次冲击

➤ 11月20日开始，申万医药指数出现回调（11月20日-12月3日申万医药指数下跌6.1%），医药核心资产回调更为明显（11月29日-12月3日核心30跌幅10.9%），其核心本质还是在估值不便宜状态下遭受的两次冲击。

图表26：11.20开始政策扰动事件较多



资料来源：Wind, NMPA, 国盛证券研究所；数据更新到2019.12.3

图表27：近期主要扰动事件及影响

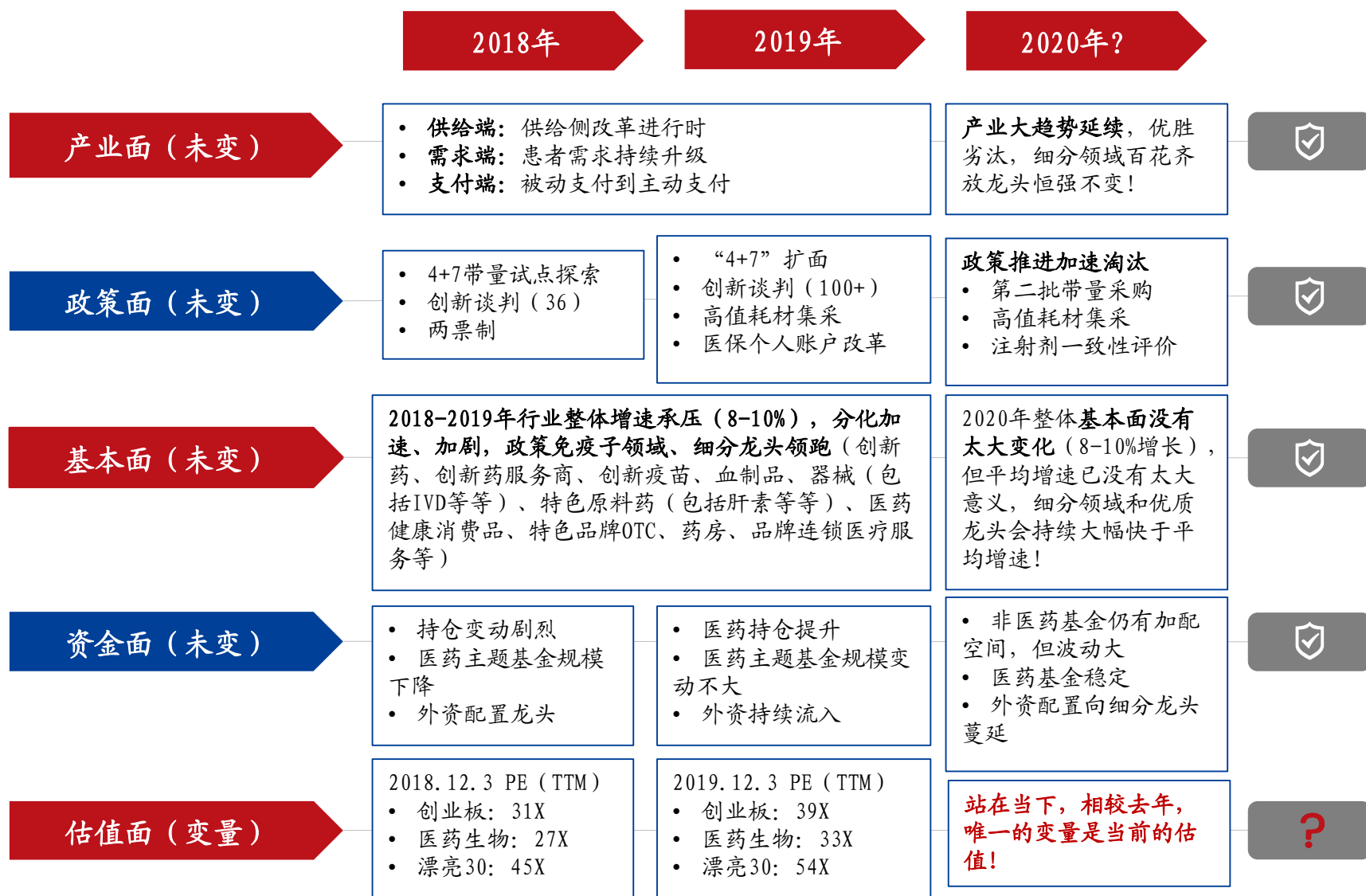
时间	事件	影响	我们的判断
11.20	外资行下调爱尔眼科评级	龙头的情绪收到扰动	龙头估值较高，波动属正常，长趋势不变
11.28	创新药谈判结果公布	个别药品降价幅度较大，影响创新药情绪	长期利好创新及创新产业链
11.28	第二批“潜在”带量采购35个品种报量	白蛋白紫杉醇和他达拉非等非医保品种在名单中，政策预期陷入混乱	国家层面推进过一致性评价品种带量采购，非医保品种如果过评企业较多也会纳入
11.30	河南濮阳带量采购文件，生长激素等品种纳入	“消费类”品种集采预期开始蔓延	河南濮阳名单不太具备代表性意义
12.1	武汉带量采购文件	非“一致性评价”品种集采预期扩散	政策大逻辑未变，加速淘汰

资料来源：NMPA, 国盛证券研究所；

- 对于创新医保谈判：本轮品种数量远远多于前两轮，谈判机制已经基本成熟。创新药上市之后有望通过医保谈判快速放量，缩短研发投入周期。以价换量长期利好创新药企和创新产业链。
- 对于“非医保品种”集采及地方“非一致性评价”品种集采：一致性评价仍然是国家层面集采的底线。个别城市的模式大概率不会全国推广。政策大逻辑没有重大变化，全国层面推广过评品种的集采，各省市探索非过评品种的集采，倒逼企业加速一致性评价（过评后格局相对较好，全国范围集采量更大）。未来带量采购将常态化，加速医保局医保支付标准的制定和DRGs的对接。
- 对于高值耗材集采：预计集采试点将继续在各省市及全国范围铺开，随着2020年高值耗材一致性编码的落地，高耗集采将更加规范化，国产高值耗材头部企业集中度和市占率有望提高。

思辨2020：2020VS2019产业、政策、基本面、资金趋势确定性延续，唯一变量是估值

图表28：2018-2020医药产业、政策、基本面、资金、估值概览

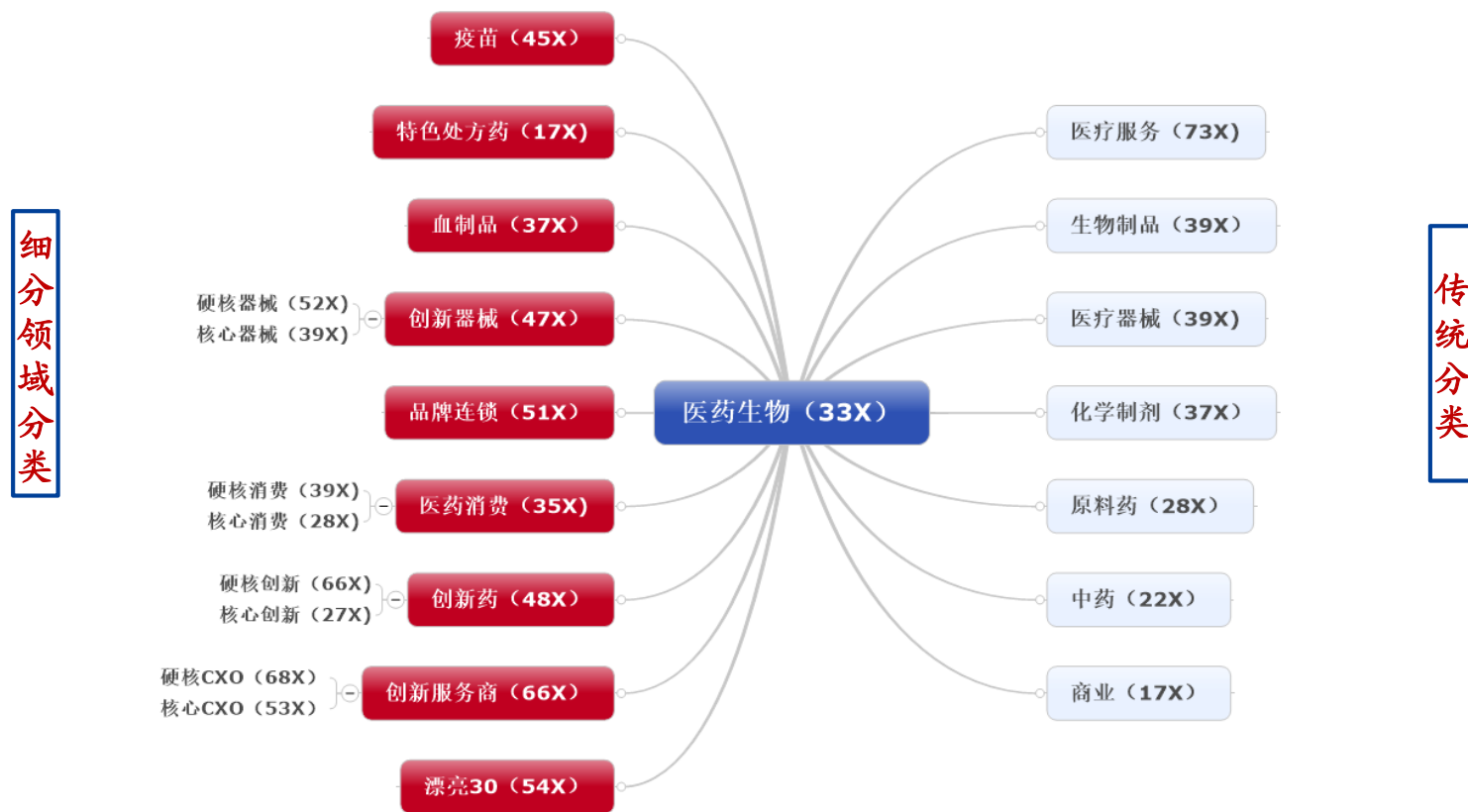


思辨2020：整体估值已无意义，未来预计会持续分化（细分领域内部也在持续分化）

整体估值已无代表意义，看细分领域分化。截至2019年12月3日，医药板块整体TTM估值为32.55X（TTM，剔除负值），相较2005年以来的均值（37.69X）低5.14单位，医药行业估值溢价率（相较全A剔除银行）为74.53%，历史均值为56.75%。未来看医药整体估值的意义已越来越小，未来各个细分领域估值会持续分化，且细分领域内部也在持续分化。

- 传统分类法已逐步失去意义，未来更应关注细分领域分化：传统的七大子行业分类中的公司逻辑差别已越来越大，例如化学制剂中有仿制药和创新药；商业中有药店；原料药中有大宗原料药、特色原料药、CDMO；中药中有中成药和消费属性的中药消费品；器械中也有创新器械、消费属性的器械等等。
- 新细分领域内部分化也较为明显：细分领域中行业逻辑相同，但硬核资产和核心资产的估值也差异较大。

图表29：医药子版块及细分领域TTM估值（2019.12.03，剔除负值）



思辨2020：大势判断：“结构性”+“硬核风格”，自下而上选择高性价比特色龙头

2020前瞻：关键词是“结构性”和“硬核风格”。我们预计2020年大概率是医药个股时代，硬核风格还会蔓延，应自下而上选择高性价比特色细分硬核。

虽然医药板块11月下旬经历了一些波动调整，但整体板块估值相较全部A股的估值溢价率较高，硬核资产已经连续两年有超额收益，目前估值更高。所以我们认为应降低2020年医药板块整体的预期收益率（相对上证指数可能没有明显超额收益）。

我们认为2020年应弱化市值考量，自下而上的选择高性价比特色细分硬核资产进行配置。政策顶层设计已定（趋势是加速淘汰），外资持续配置的资金流入趋势不能忽视。

1) 行业收益判断（降低预期收益率）：当下医药整体估值水平33X，但其中分化明显，硬核资产估值处于偏高水平。2020相较2019年从产业层面、政策层面、资金层面整体没有太大变化，唯一变化的是估值。2020年整体赚硬核资产估值提升的钱已经比较难，所以要降低预期收益率。业绩估值增速匹配的细分成长性龙头一定具备结构性机会。

2) 行业政策扰动（顶层设计不变，加速结构性淘汰）：明年重点的政策包括国家层面第二次带量采购，各省层面的带量采购探索，注射剂一致性评价推进，高值耗材带量采购等等。目前市场对于非一致性评价品种和偏消费类的非医保品种的带量采购预期有些悲观，引发了一些恐慌情绪。我们认为在顶层设计之下，医药政策带来的结果就是医药资产的淘汰赛，负面政策实际上是加剧了淘汰的过程。实际对产业优质标的的冲击可能会比预期的要小，这些标的未来会越来越稀缺和珍贵。调整即是上车机会。

3) 资金流入趋势（外资持续配置不能忽视）：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。行业逻辑和基本面未变，但估值比较优势随着持续上涨已经逐步减小。外资的影响因素越来越大，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（需要重视），2018-2019以配置龙头为主，后续会蔓延到细分龙头，进一步引起医药行业硬核资产的估值重塑。

- 一、复盘2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎！
- 二、思考2019：市场运行背后的逻辑——政策+产业+资金的三重共振！
- 三、展望十年：医药4+X主线框架不变——相信产业趋势的力量！
- 四、思辨2020：产业趋势没变，唯一的变量在于估值——赛道与估值间的权衡！
- 五、选择2020：投资策略与核心推荐标的——不同战略思路的战术选择！

选择2020：探寻历史“赛道高景气+优秀管理层”是十年十倍股的最核心影响因素

图表30：A股医药上市公司十年十倍股数据

证券代码	证券简称	上市日期	十年涨幅 (%)	总市值 (亿元)	年均PE TTM	年均ROIC (09-18)	年均ROE (09-18)	归母净利 CAGR (09-18)	所属行业	细分领域
000661.SZ	长春高新	1996.12	1928%	740	43	21%	20%	30%	生物制品	生物药 (生长激素)
600763.SH	通策医疗	1996.10	1692%	330	57	19%	20%	31%	医疗服务	口腔医疗连锁
300015.SZ	爱尔眼科	2009.10	1398%	1,248	56	14%	14%	27%	医疗服务	眼科医疗连锁
600276.SH	恒瑞医药	2000.10	1126%	3,788	45	23%	21%	20%	化学制剂	创新药/ 化学仿制药
600436.SH	片仔癀	2003.06	995%	604	42	17%	18%	21%	中药	传统中药/ 中药消费品

资料来源：Wind, 国盛证券研究所；截止2019.12.04

选择2020：探寻历史“边际经营趋势+估值兼顾弹性/安全”是三年翻倍股额外的考量

图表31：A股医药上市公司三年翻倍股数据

证券代码	证券简称	上市日期	三年涨幅 (%)	市值 (亿元)	年均ROE (19-21E)	归母净利CAGR (19-21)	PE 2020E	所属行业	细分领域
300601.SZ	康泰生物	2017.02	2460%	519	28	33%	66	生物制品	创新疫苗
300573.SZ	兴齐眼药	2016.12	1039%	68	1	118%	68	化学制药	眼科用药
300595.SZ	欧普康视	2017.01	744%	199	24	27%	49	医疗器械	眼科矫正
300630.SZ	普利制药	2017.03	693%	160	29	44%	31	化学制药	注射剂国际化
300725.SZ	药石科技	2017.11	674%	93	25	28%	36	化学制药	CDMO
603707.SH	健友股份	2017.07	551%	285	21	26%	35	化学制药	注射剂国际化
603127.SH	昭衍新药	2017.08	548%	95	21	28%	44	医疗服务	CRO
300685.SZ	艾德生物	2017.08	530%	102	19	21%	51	医疗器械	IVD
603882.SH	金城医学	2017.09	408%	231	17	27%	45	医疗服务	ICL检验实验室
300653.SZ	正海生物	2017.05	339%	58	19	21%	41	医疗器械	生物材料
300759.SZ	康龙化成	2019.01	335%	372	17	26%	58	化学制药	CDMO
603259.SH	药明康德	2018.05	307%	1,473	14	11%	52	化学制药	CDMO
300357.SZ	我武生物	2014.01	294%	237	26	22%	60	生物制品	医药消费品
000661.SZ	长春高新	1996.12	285%	740	23	16%	39	生物制品	医药消费品
002901.SZ	大博医疗	2017.09	269%	240	28	18%	41	医疗器械	骨科器械
300015.SZ	爱尔眼科	2009.10	263%	1,248	21	22%	68	医疗服务	眼科医疗连锁
600276.SH	恒瑞医药	2000.10	243%	3,788	23	21%	56	化学制药	创新药
300347.SZ	泰格医药	2012.08	230%	468	22	25%	50	医疗服务	CRO
600763.SH	通策医疗	1996.10	214%	330	27	22%	54	医疗服务	口腔医疗连锁
300676.SZ	华大基因	2017.07	205%	238	10	6%	51	医疗器械	IVD
300633.SZ	开立医疗	2017.04	185%	87	19	14%	26	医疗器械	医学影像设备
300142.SZ	沃森生物	2010.11	167%	462	17	6%	50	生物制品	创新疫苗
300584.SZ	海辰药业	2017.10	161%	33	18	18%	24	化学制药	创新药
300760.SZ	迈瑞医疗	2018.10	160%	2,203	27	17%	39	医疗器械	医学影像设备/IVD
603079.SH	圣达生物	2017.08	147%	42	8	29%	45	化学制药	原料药
300122.SZ	智飞生物	2010.09	143%	710	41	31%	21	生物制品	创新疫苗
603939.SH	益丰药房	2015.02	139%	284	14	22%	38	医药流通	连锁药店
300702.SZ	天宇股份	2017.09	133%	91	21	42%	16	化学制药	原料药
300639.SZ	凯普生物	2017.04	128%	54	14	25%	27	医疗器械	IVD
002821.SZ	凯莱英	2016.11	121%	288	20	25%	38	化学制药	CDMO
600436.SH	片仔癀	2003.06	116%	604	24	19%	34	中药	中药消费品
600529.SH	山东药玻	2002.06	110%	136	13	19%	24	医疗器械	制药包材

资料来源：Wind, 国盛证券研究所；截止2019.12.04

部分剔除：无Wind一致性预期（华森制药/济民制药）

选择2020：解析十年十倍股的最核心影响因素 “赛道高景气+优秀管理层”

十年十倍股：穿越周期，总量增加，长期能够长大的公司的核心因素

赛道高景气（因素一）：市场空间大 & 护城河深 & 政策/环境友善

- **时代之风**：2008年新一轮医改导致医保的快速扩容，医疗支付能力增加，药品市场全面扩容。
- **刚需之重**：2013年开始医保控费+用药结构调整，此前独家放量的品种高增速结束（如中药注射剂），部分企业股价过山车，有明显治疗效用的药品依然快速增长。
- **政策之友**：对于非药公司（医疗服务），十年来政策持续友好（鼓励社会办医、深化放管服），医疗服务头部公司的商业模式可复制性强。
- **消费之利**：人均收入水平的提高，导致非医保医药医疗消费能力增强，产业壁垒叠加品牌效应打造护城河。（中药消费品、生长激素、医疗服务等）。

优秀管理层（因素二）：稳扎稳打，积小胜为大胜

- **稳扎稳打**：起步阶段以拳头产品/优质模式切入市场，稳健经营，逐步奠定产业地位。
- **砥砺前行**：面对行业和社会变革，持续推进新产品/新模式的落地（研发/开发，销售/推广）拉动公司业绩稳定增长。

图表32：城镇基本医疗保险收入（2007-2018）



资料来源：统计局，国盛证券研究所

图表33：城镇居民人均可支配收入(2007-2018)



资料来源：统计局，国盛证券研究所

选择2020：解析三年翻倍股额外的考量 “边际经营趋势+估值兼顾弹性/安全”

三年翻倍股：业绩快速增长，顺应行业趋势，中短期市值快速提升的公司的核心因素

边际经营趋势（因素三）：业绩加速 / 高增长

产品类企业：

- 高增速子领域+快速增长产品（有效填补市场空缺）：创新疫苗、血液灌流等。
- 提高市场占有率（国产替代）：医学影像、医疗器械（耗材/IVD）。
- 拓展市场空间（国际化）：以欧美最高标准进行产品规划并全球销售，迅速扩大企业所在行业的市场规模（药品制剂、医疗器械）；以一流水平和成本优势吸引全球订单（CRO/CDMO）。

服务类企业：

- 商业模式的可复制性强：医疗服务类连锁企业，以成功模式迅速在全国市场进行复制。
- 新业态：ICL实验室提高效率降低成本。

估值兼顾弹性 / 安全（因素四）：经营策略正确 & 政策友好 & 投资性价比

企业管理层对业务布局有清晰明确的判断（管理层正向加分，至少无硬伤）：

- 对自身发展的判断：产品类企业的研发的投入和产品的更新换代/产品+销售并进（创新药/器械/疫苗）；服务类企业对外延规模和方向的选择，现有营业体系的降本增效（连锁规模效应）。
- 对行业未来发展的判断：新产品线/新营业模式的开发和尝试。

现有政策环境对中长期逻辑友好（政策助力，至少政策免疫）：

- 鼓励创新：鼓励创新药、创新器械及创新产业链的发展。
- 鼓励国产替代：鼓励和要求等级医院采购国产医疗器械，地方政府对企业进行补贴。

面对市场变化，当前估值拥有较高投资性价比：

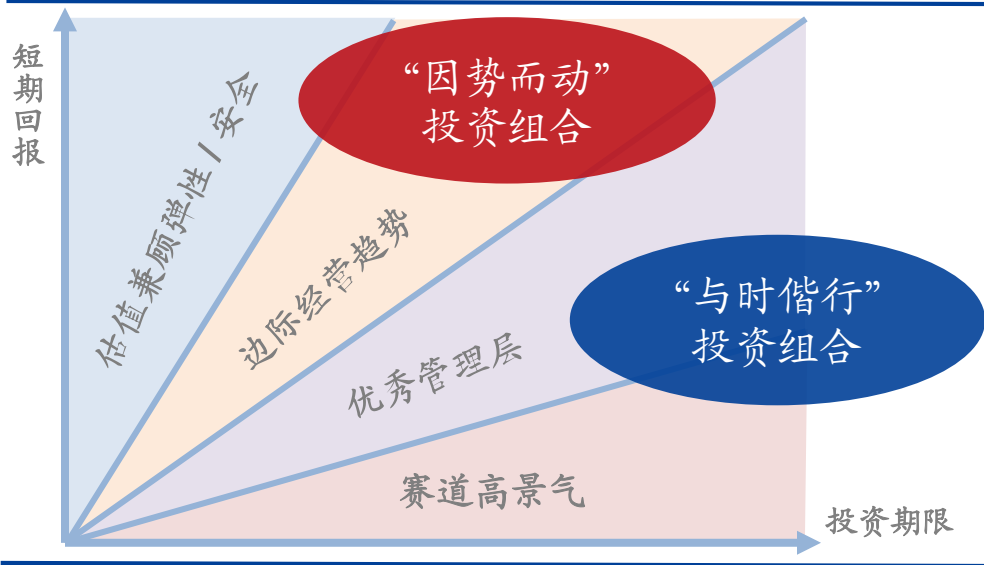
- 估值性价比：在市场波动中拥有短期业绩支撑和长期投资价值，估值水平合理。

选择2020：兼顾短中长期投资收益，四因素叠加模型打造投资组合

通过分析十年十倍股和三年翻倍股，我们总结了投资组合四因素叠加模型：

- 因素一：赛道高景气
(市场空间大 & 护城河深 & 政策/环境友善)
- 因素二：优秀管理层
(稳扎稳打，积小胜为大胜)
- 因素三：边际经营趋势
(业绩加速 / 高增长)
- 因素四：估值兼顾弹性 / 安全
(经营策略正确 & 政策友好 & 投资性价比)

图表34：投资组合四因素叠加模型+投资组合



资料来源：国盛证券研究所

基于四因素叠加模型打造投资组合：

- 首先考虑因素一和因素二，我们整理了“与时偕行”投资组合，包括：

药明康德	爱尔眼科	通策医疗	恒瑞医药	片仔癀	泰格医药
美年健康	我武生物	康泰生物	乐普医疗	迈瑞医疗	安图生物

- 再叠加考虑因素三和因素四，我们整理了“因势而动”组合，包括：

健友股份	普利制药	贝达药业	智飞生物	东诚药业	博瑞医药
丽珠集团 (健康元)	云南白药	凯莱英	沃森生物	长春高新	卫宁健康

选择2020：精挑细选，筛选2020年度医药重点细分领域及个股（3+X精选）

综合投资组合四因素叠加模型，考虑细分领域景气情况，公司管理层，边际经营趋势及估值水平，我们筛选出以下**2020**年年度细分领域及个股：

（1）医药扬帆出海：注射剂国际化（健友股份、普利制药）。

（2）医药健康消费：品牌消费品（长春高新、云南白药）。

（3）医药科技创新：创新药（贝达药业）& CXO（凯莱英）& 创新疫苗（智飞生物、沃森生物）。

（4）医药X：肝素产业链（健友股份）、医疗信息化（卫宁健康）、核医学（东诚药业）、特色原料药（博瑞医药）、呼吸科制剂（健康元）。

选择2020：医药扬帆出海——注射剂国际化（健友股份、普利制药）

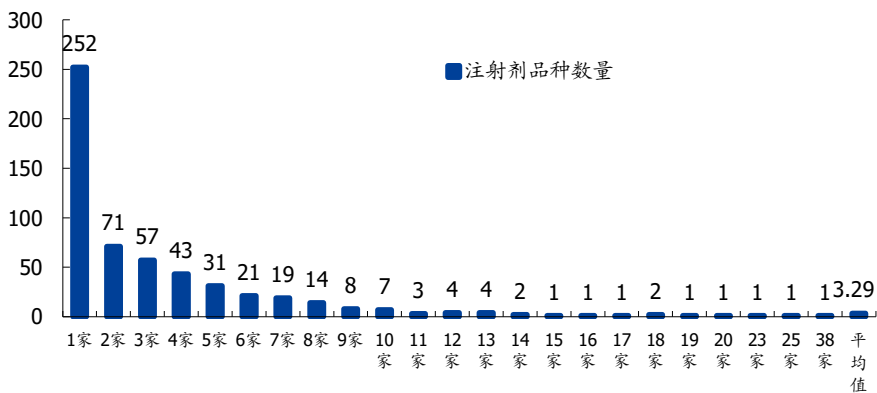
► 行业发展趋势：

注射剂国际化是中国优质中型市值制药公司成长壮大的一条非常好的路径，医保控费背景下仿制药企业的中短期业绩增量将来自于走出国门实现国际化市场。美国做为全球最大仿制药市场处于完全市场化状态，受政策影响较小，同时由于严格管制从每年市场短缺品种看注射剂占比极大。

（1）良好的竞争格局。FDA一直以来对于无菌注射剂的研发和生产持高压态势（cGMP对于无菌注射剂的研发生产有极为严格要求），美国注射剂仿制药市场并不存在激烈竞争。

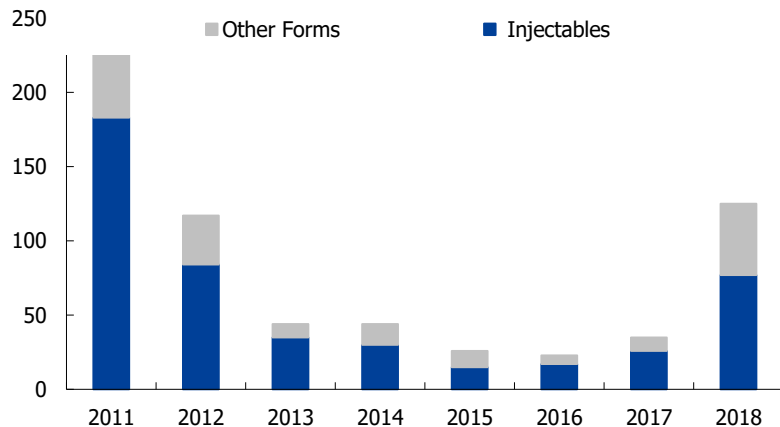
（2）美国注射剂药品价格相比国内优势明显。未来国内领先的注射剂国际化企业将通过长期以来的提前布局（生产体系、研发体系、注射剂ANDA获批数量进度及稳定生产能力），通过高壁垒的注射剂产品获取美国仿制药的市场份额和利润。

图表36：美国化药注射剂竞争格局统计（各品种拥有NDA+ANDA的企业数量，扣除专利未到期品种）



资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表35：FDA统计历年药品短缺品种数量(2011-2018)



资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表37：美国市场部分抗肿瘤注射剂仿制药价格对比

中文名称	美国规格	美国市场最低价 (\$/vial)	国内规格	中国生产企业	国内中标价 (¥/支)	美中价格比
盐酸柔红霉素	20mg/4ml	\$114.69	20mg	瀚晖制药	¥24.00	3197%
三氧化二砷	10 mg/10ml	\$419.88	10mg	北京双鹭	¥133.45	2105%
奥沙利铂	50 mg	\$91.15	50mg	齐鲁制药	¥38.39	1588%
亚叶酸钙	100 mg	\$23.95	0.1g	江苏恒瑞	¥16.80	954%
培美曲塞二钠	500 mg	\$3,416.95	0.5g	四川汇宇	¥2,776.97	823%
醋酸亮丙瑞林	3.75 mg	\$1,284.70	3.75 mg	上海丽珠	¥1,303.00	660%

资料来源：FDA，WebMD，国盛证券研究所

选择2020：医药扬帆出海——注射剂国际化（健友股份、普利制药）

► 行业核心逻辑：

注射剂国际化的核心逻辑是符合全球最高标准的注射剂产能向下覆盖，抓住美国、中国两大核心注射剂市场

美国市场：提前布局的企业持续享受高毛利的优质竞争格局，美国的注射剂市场呈现几大特点：1）注射剂cGMP要求极高（生产全程无菌，场地全隔离，对原辅包要求高）；2）扩产周期长（至少5-6年以上）；3）竞争对手少（主流生产企业在10家以内，70%的注射剂ANDA仅有3家左右供应商）；4）注射剂产品短缺频发、高毛利（医院渠道，净利率30-70%，注射剂单价是国内同类产品的7倍以上）。目前国内仅有恒瑞、齐鲁、普利、健友在持续性供货。

中国市场：在海外获得批文意味着在国内通过一致性评价，注射剂一致性评价带来中国6000亿元注射剂市场的重新洗牌，坚持美欧生产体系的注射剂企业受益。

► 未来一年变化推演：

注射剂一致性评价箭在弦上，ANDA转报品种带来先发优势：2019年10月，国家局再一次发布注射剂一致性评价征求意见稿，对于处方辅料/包材的使用、灭菌工艺验证、改规格/剂型/盐根等内容做出了较为严格的要求，整体上更趋近于FDA标准；随着注射剂一致性评价明年落地的预期愈发强烈，国内已通过FDA认证的注射剂生产企业将直接受益，生产质量优势将使得获批ANDA顺利转报国内，国内注射剂市场将迎来大范围洗牌。

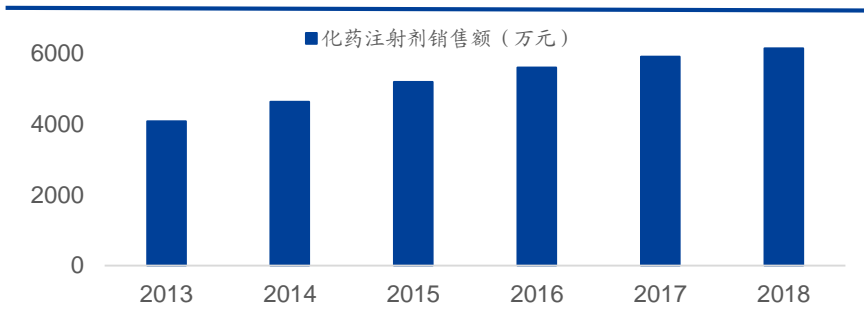
从未来一年的维度来看，健友股份和普利制药均有多个注射剂ANDA品种有望获批，如若新产能通过FDA认证后，两大公司业绩将不断兑现的潜在催化，叠加国内注射剂一致性评价的推进，有望形成板块性机会，重点推荐普利制药、健友股份。

图表38：国内已获得美国注射剂ANDA企业较少，目前仅有4家持续供货

公司	注射剂 ANDA 数量	向美国市场持续供货
南京健友生化制药股份有限公司	12	是
恒瑞医药股份有限公司	9	是
齐鲁制药有限公司	8	是
海南普利制药股份有限公司	6	是
浙江海正药业股份有限公司	6	否
江苏豪森药业股份有限公司	1	否
浙江华海药业股份有限公司	1	否
南通联亚药业有限公司	1	否

资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表39：中国公立医疗机构终端化药注射剂销售额（万元）



资料来源：米内网，国盛证券研究所

选择2020：医药扬帆出海——注射剂国际化（健友股份）

注射剂国际化标的之一：健友股份（维持“买入”评级）

➤ 个股明年看点：

（1）**肝素类注射剂制剂实现全球销售，国内低分子肝素制剂销售快速推进：**美国依诺肝素注射剂近期获批ANDA，目前公司已完成依诺肝素注射剂在美国、欧洲、巴西的注册，2020年起开始销售；另外标准肝素注射剂已在2019年完成美国注册并开始销售；受益于国内抗凝需求的不断提升、对未分类低分子肝素制剂的替代趋势以及公司在产品学术推广上的长期坚持，公司的依诺肝素、那曲肝素、达肝素注射剂在国内继续快速放量。

（2）**非肝素类注射剂ANDA陆续FDA获批：**公司目前拥有12个注射剂ANDA并逐步贡献利润，公司公告在研/申报ANDA注射剂产品30余个，预计2020年将有8-10个注射剂ANDA获批，同时美国自建销售渠道也有望并入，公司注射剂国际化业务进入快速增长期。

（3）**肝素原料业务保持稳定：**受国内非瘟疫情影响，全球肝素原料供需失衡进一步加剧，公司肝素原料业务保持稳定。

（4）**注射剂CDMO业务继续推进：**公司在注射剂处方研发、产品验证、灌装生产以及海外注册报批等注射剂的生产研发方面拥有强大实力，未来注射剂CDMO业务将继续保持增长。

➤ 预期差&催化剂：

（1）**全球肝素产品供需失衡可能带来制剂端缺货和涨价：**全球肝素产业链供给持续失衡，自2018年起依诺肝素已在欧洲、美国出现过缺货，随着中国非瘟疫情带来的肝素原料供给端大幅去化，肝素原料全球供给将进一步紧张，有可能引发欧洲、美国在国内市场肝素类制剂的短缺和涨价，健友股份肝素类制剂业务有望超预期。

（2）**注射剂一致性评价的推进打开想象空间：**目前公司已经有部分注射剂品种在国内申报注册，预计2020年将有数个产品国内转报成功，如果注射剂一致性评价明年落地，行业洗牌的预期将打开公司在国内注射剂市场的想象空间。

➤ **风险提示：**注射剂海外销售进度低于预期，ANDA获批低于预期。

图表40：健友股份盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入 增速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
健友股份	285	48	36	40.6%	33.8%	17.00	25.02	47.1%	31.85	27.3%	4.25	5.97	7.98

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药扬帆出海——注射剂国际化（普利制药）

注射剂国际化标的之二：普利制药（维持“买入”评级）

个股明年看点&股价催化剂：

(1) **新产能获得美国GMP认证，产能瓶颈解决后利润释放：**公司目前已有6个品种在美获批（阿奇霉素、更昔洛韦钠、左乙拉西坦、依替巴肽、万古霉素、伏立康唑），过去由于公司只有一车间300万支冻干产能通过了美国GMP认证能够给美国供货，二车间在9月20号通过FDA认证，预计在12月初拿到GMP，产能瓶颈解决后明年5亿以上利润确定性高。

(2) **ANDA不断获批：**每年6-10个品种在美获批的预期。19年年年底或20年年初比伐芦定（2.7亿美金）有望获批，明年8-10个品种获批预期，20年上半年则有硝普钠（0.54亿美金）和达托霉素（6.8亿美金大品种）有望获批，达托霉素获批后则后年预期的8个亿利润里的大部分增量做实。

(3) **注射剂一致性评价的推进&国内大品种获批：**目前公司在国内已有阿奇霉素获得一致性评价身份，而伏立康唑、左乙拉西坦、泮托拉唑均进入了优先审评，更昔洛韦钠也进行了补充申请，均有望在明年陆续获批，其中伏立康唑是40亿人民币左右的大品种，目前原研占主导地位。

➤ **风险提示：**ANDA获批不及预期；国内控费政策加剧。

图表41：普利制药盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
普利制药	160	54	32	64.5%	67.9%	6.24	9.40	50.6%	15.27	62.50%	1.81	2.98	5.01

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药健康消费——品牌消费品（长春高新、云南白药）

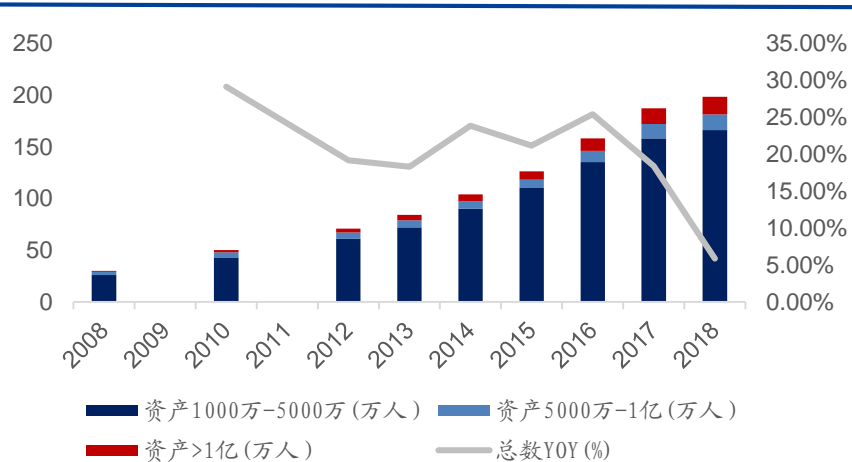
► 行业核心逻辑：

- 1) 医药健康消费的市场容量和未来潜力巨大：医疗保健消费总额2.35万亿，近五年CAGR13.63%，但18年基数仅1685元，未来增长空间巨大。我国人均医疗保健支出占比从13年的6.9%提升至17年7.9%，与美国18%占比水平相比，仍有较大提升空间。
- 2) 高端健康消费潜在群体快速增加：我国08-18年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至198万，复合增速18.6%。据胡润财富，高净值人群消费中健康消费排行前三。潜在消费群体的持续增加为医药健康消费品的增长奠定了良好的基础。
- 3) 医药健康消费品公司渗透率较低，目标人群巨大，生意空间和市值成长空间巨大：例如我武生物粉尘螨滴剂目标人群超过2亿，长春高新生长激素潜在规模达1000亿元，渗透率不足4%，云南白药、片仔癀目标人群都是数亿级。
- 4) 核心竞争优势持续创造价值：中药消费品的百年品牌、国家保密配方/保护品种；其他特色消费的高技术壁垒、研发和管线、专利权等优势使得医药健康消费企业在市场竞争中处于极其有利位置。

► 未来一年变化推演

- 1) 部分需求旺盛产品高景气度将维持：生长激素、脱敏制剂、预防近视产品、透明质酸产品处于高成长阶段。
- 2) 个股可能出现事件驱动型机会：云南白药激励方案带来的业绩拐点，片仔癀董事长换届，东阿阿胶、广誉远去渠道库存完成。
- 3) 经济下行可能拖累部分医药消费：据2019胡润财富报告，高净值家庭比上年减少1.5%，5年来首次减少。

图表42：中国高净值人群数量（2008-2018）



资料来源：招商银行，国盛证券研究所

图表43：医药健康消费品公司主要产品及目标人群数量

公司	市值(亿元)	主要产品	目标人群数量
云南白药	1112	云南白药牙膏、云南白药系列药品、养元青洗发水、采之汲面膜、豹七三七	牙膏、洗护产品：10亿+ 化妆品：1亿+ 肝病人群：4亿
片仔癀	606	片仔癀药品、片仔癀系列化妆品、牙膏	
同仁堂	357	安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸、紫雪散、局方至宝丸、乌鸡白凤丸、国公酒	脑卒中：1300万； 不孕不育：4000万；
广誉远	75	定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集酒	
东阿阿胶	229	阿胶	女性健康：1000-2000万
华熙生物	385	玻尿酸针、玻尿酸原液、玻璃酸钠注射液	医美：1亿+
长春高新	757	重组人生长激素，重组人促卵泡素	生长激素：500-600万 促卵泡素：400-500万
安科生物	157	生长激素、干扰素	
我武生物	245	粉尘螨滴剂	约2.4亿（过敏性鼻炎）
兴齐眼药	69	低浓度硫酸阿托品滴眼液	
欧普康视	201	角膜塑形镜	青少年近视：1.3亿

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

选择2020：医药健康消费——品牌消费品（长春高新）

品牌消费品标的之一：长春高新（维持“买入”评级）

个股明年看点：

(1) **金赛业绩承诺期确定性强，可能超预期**：金赛19-21年业绩增速承诺不低于37.64%/25.03%/19.10%。金赛并表后几乎成为高新的全资子公司，金磊成为公司第二大股东，业绩有望进一步释放；19年生长激素高增长趋势表明业绩承诺增速只是保底值。

(2) **疫苗业务有望触底反弹，自研及外部引进品种将壮大产品线**：水痘苗19Q3已回暖，20年将开启恢复性增长，19年底鼻喷流感疫苗将获批，有望成为10亿大单品，后续带状疱疹疫苗、麻腮风三联苗、合胞病毒疫苗、20价肺炎疫苗等产品将持续兑现；

(3) **促卵泡素放量，后续产品布局展开**：重组促卵泡素19年翻倍增长，进入收获期，单抗及化药密集布局，产品管线不断丰富，实现业务结构优化，不仅依靠生长激素。

(4) **估值具备性价比优势**：金赛19年底并表后，公司19/20年PE 45X, 34X, 20年PEG仅1.04。

预期差&催化剂：

(1) **生长激素业务前景依然广阔，龙头地位稳固，长效生长激素有望放量**：目前我国生长激素潜在市场1037亿元，18年渗透率仅3.85%，未来做大150亿（15%渗透率）以上市场规模概率较大，成人生长激素等新适用症还将据需扩大消费群体数量，短期内还看不到天花板；凭借长激素粉针、水针和长效剂型组合产品，以及多年积累的终端布局、产品口碑和质量管控优势，公司无惧国内市场其他生长激素企业的挑战，长效放量将带动业务整体规模提升。

(2) **鼻喷流感疫苗上市后销售可能超预期**：鼻喷型流感疫苗在国内尚无产品上市，相比注射型流感疫苗具备用药优势；国家疾控中心曾预计鼻喷流感疫苗12月上市，国家卫健委公布的19-20年流感季流感疫苗供应量同比翻番，鼻喷流感疫苗有望快速放量。

➤ **风险提示**：生长激素竞争加剧后增速减缓；新产品研发及获批进度不及预期；部分地方集采对生长激素价格产生扰动。

图表44：长春高新盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入 2020E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
长春高新	757	51	39	32.1%	29.7%	53.7	71.0	92.1	46.9%	32.1%	10.1	14.8	19.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药健康消费——品牌消费品（云南白药）

品牌消费品标的之二：云南白药（维持“买入”评级）

► 个股明年看点：

(1) **激励方案已出台，催生业绩拐点：**员工持股和激励基金落地后股价压制因素消失；预计2020年公司将因激励措施实施、19年一过性费用等造成的相对低基数实现15%以上业绩增长，开启新一轮长期成长的拐点。三大股东锁定期内2020-2022年业绩增速确定性强，预计将实现约三年15%的复合增长；

(2) **存量业务回暖：**包括激励措施在内的混改所有核心环节落地后，预计公司主要精力回归经营，存量牙膏业务恢复10%-15%正常增速，二线品种加速放量；药品业务去库存完成后恢复5-10%增长；

(3) **外延发展开启变革：**200亿现金为骨科医疗、外部引进骨科、女性健康大品种、工业大麻等新增业务提供充足资金，注入新的增长动能；投资万隆控股和中国抗体开启公司向国际化及生物药发展之路；

(4) **公司连续20年持续分红：**股利支付率13年后不断提升（18年63%），提供2%以上股息。

► 预期差&催化剂：

(1) **存量牙膏业务仍有较大发展空间：**云南白药牙膏2019年上半年成为国内市占率第一位，但市占率只有20%，相比日韩、台湾香港等市场牙膏龙头市占率，仍有较大提升空间；我国牙膏市场300亿，行业增速6-7%，足以支撑公司牙膏业务10%以上收入增长；儿童牙膏等高单价、高毛利产品放量、高自动化新产能投产将进一步提升毛利率水平；线上占比提升将提升净利润水平；

(2) **业绩持续兑现将推高估值：**20年PE 25X，扣掉现金及对应投资收益后约23X，属于公司历史估值低位，业绩拐点出现后有望实现业绩估值双击。随着业绩兑现持续演绎，市场可能出现由基本面认知差造成的上涨和拔估值。

► **风险提示：**激励效果不及预期，牙膏增速放缓；药品价格及销售受到政策负向扰动。

图表45：云南白药盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入 2020E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
云南白药	1112	28	25	15.01%	15.37%	270.20	295.10	328.33	9.22%	11.26%	34.11	39.23	45.26

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药科技创新——创新药（贝达药业）

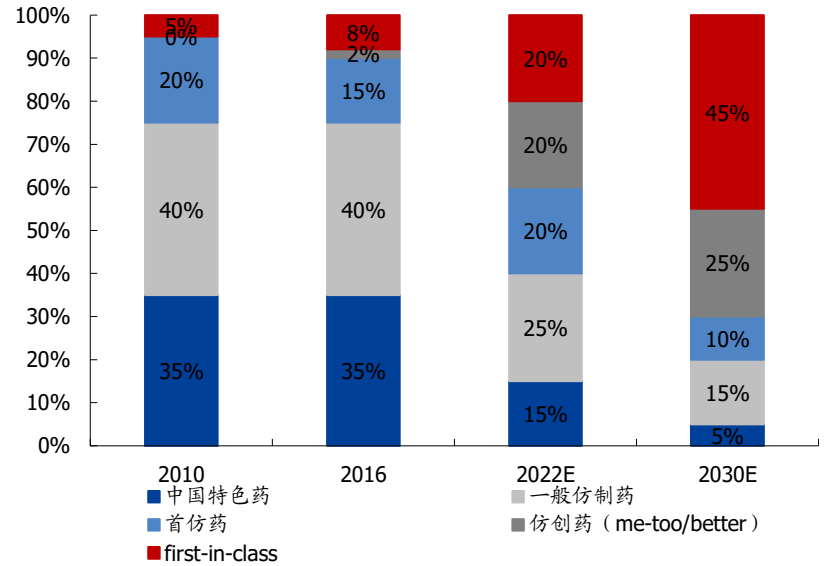
► 行业发展趋势：

国产创新药陆续进入收获期：创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为药企带来巨额回报。近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量。同时国产1类新药的申请数量也在逐年快速攀升，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内外陆续获批上市。

► 行业核心逻辑：

科创板+国内配套行业发展有望助行业超预期表现：随着科创板的推进和国内配套行业的不断发展，创新药企业需要的研发融资和技术外包渠道均已疏通，未来更多优秀创新药企和创新产品的快速上市，通过更多产品研发数据的公开、持续性的市场教育以及创新药本身所带来的高额回报率，国内创新药行业无论是盈利能力还是估值水平均将有超预期体现。

图表46：未来国内药品将以创新药为主



资料来源：华夏基石，国盛证券研究所

图表47：2018-2019年中国自主创新药获批情况



资料来源：NMPA，国盛证券研究所

选择2020：医药科技创新——创新药（贝达药业）

► 未来一年变化推演：

多个重磅创新药上市在即。多家上市及技术领先药企的重磅创新品种已进入申报上市阶段，有望于2020年获批上市，涉及领域包括肿瘤、肝病、麻醉、传染病防治等，国产创新药研发布局已较为全面，研发梯队逐步形成。

从未来一年的维度来看，贝达药业恩沙替尼二线适应症上市在即，一线全球多中心数据有望揭晓，另有多个重磅创新药布局，从一到多，研发梯队已形成，重点推荐贝达药业。

图表48：2020年有望获批国产重磅创新品种

贝达药业	恩沙替尼
恒瑞医药	瑞马唑仑、氟唑帕利
百济神州	赞布替尼
微芯生物	西格列他钠
海思科	HSK3486
翰森制药	奥美替尼、氟马替尼、聚乙二醇洛塞那肽
东阳光	磷酸依米他韦
海正药业	海泽麦布
歌礼药业	拉维达韦
艾森药业	艾维替尼
智飞生物	重组结核杆菌融合蛋白（EC）、母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）
厦门万泰	HPV 2价疫苗

资料来源：CDE，国盛证券研究所

选择2020：医药科技创新——创新药（贝达药业）

创新药标的：贝达药业（维持“买入”评级）

个股明年看点：

(1) 埃克替尼有望持续放量：埃克替尼作为公司多年来的营收支撑，依然有较大市场空间，且凭借公司强大的销售实力，明年有望持续放量。

(2) 恩沙替尼二线适应症上市在即，一线数据揭晓：恩沙替尼作为best-in-class产品，也是公司第一个国际化产品，有望借助公司在肺癌领域多年打下的基础，迅速打开市场空间。

(3) CM082肾癌适应症数据及与PD-1联用数据揭晓：我国肾癌患者群体庞大，联用有望改善PD-1应答率。

(4) MIL60及帕妥木单抗上市在即：合作引进贝伐珠单抗与帕妥木单抗类似药，加快公司产品推进步伐。

(5) D-0316三期数据揭晓：为了达到更好的治疗效果，同时考虑用药经济性，目前临床一般采用“1+3”治疗方案，D-0316预计将于2020年揭晓三期数据，2021年上市，有望与埃克替尼形成配套疗法，并进一步减小埃克替尼所受三代药影响。

预期差&催化剂：

(1) 埃克替尼前景乐观：埃克替尼有优秀的临床数据背书（一线临床数据优于化疗，二线临床数据与吉非替尼对比效果非劣且安全性略佳）；布局脑转移适应症及术后辅助治疗，有望打开市场空间；亚洲人群服用三代药奥希替尼总生存期没有显著获益，且埃克替尼经济性较高，降低三代药对埃克替尼的冲击；公司销售实力强劲，不惧强敌。

(2) 从一到多，研发梯队已形成：公司研发实力雄厚，预计未来每年可上市2-3个产品，不断进行现有产品适应症拓展及药物联用，并布局了丰富的早期开发阶段品种，且逐渐国际化。

(3) 估值合理，公司仍有较大上涨空间：创新药的估值逐渐转向PEG+NPV，市场给予创新药公司估值普遍较高，预计公司明年估值可达373亿，仍有较大上涨空间。

风险提示：创新药研发进度低于预期，产品销售情况低于预期。

图表49：贝达药业盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入 增速 2019E	营业收入 2020E (亿元)	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
贝达药业	281	114	84	47.5%	35.4%	12.24	15.89	29.8%	20.85	31.2%	1.67	2.46	3.33

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药科技创新——CXO创新服务商（凯莱英）

► 行业发展趋势&核心逻辑：

全球CXO行业随企业研发投入及外包渗透率增加而稳定增长。我国CXO行业伴随海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推，进入黄金发展期，增速快于全球CXO行业增速。未来几年CXO有望保持持续的高景气度

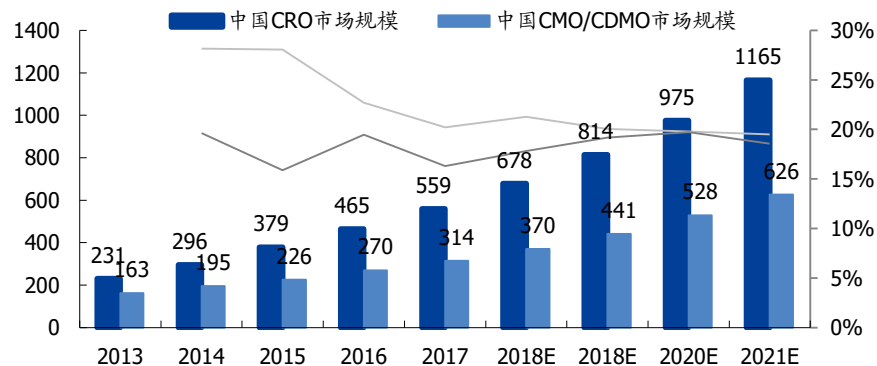
- **海外产业持续转移：**中国拥有工程师红利，研发和运营成本远低于欧美发达市场，同时也掌握了药物研发生产环节的核心技术，从而引导CRO、CDMO产业转移至国内。从2017年来看，中国CRO行业仅占全球CRO行业18.6%的市场份额，CMO更是仅有7.8%的市场份额，未来仍有巨大的可提升空间。
- **国内创新药热潮：**包括审评审批加速，医保谈判准入，上市许可人制度、新化药注册分类在内的一系列创新药配套政策推动国内医药产业由“仿制驱动”上升至“创新驱动”，两办发布“国36条”更是将创新上升至国家高度，以及科创板的出台，国内政策鼓励的创新药热潮将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。从CDE近年接受的1、2类新药申报情况来看，也验证了创新药的热度。

► 未来一年变化推演：

行业高景气度持续，子领域业绩估值双提升：对于创新药服务商来说，医药产业研发动力的增强将直接转换为未来市场规模的增长以及业绩的兑现。各个CXO企业2019年均发布了激励计划，印证了行业高景气的状态，预计2020年业绩催化较多。

从未来一年的维度来看，创新服务商领域仍有板块性投资机会。因为子领域景气度较高，核心公司的业绩有望持续超预期兑现高速增长。重点推荐凯莱英。

图表50：中国CRO、CMO市场规模及增速（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表51：国内主要CRO、CMO企业激励情况

公司	激励计划草案发布时间	考核指标原文
博济医药	2019.1.29	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 20%、40%、60%
泰格医药	2019.3.22	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长不低于 40%、75%、105%
凯莱英	2019.3.27	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长不低于 75%、100%、125%
博腾股份	2019.7.13	2019-2021 年公司营业收入不低于 14、17、20.5 亿元
药明康德	2019.7.20	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长额不低于 15、30、45 亿元
昭衍新药	2019.7.29	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 30%、69%、119.7%
康龙化成	2019.7.30	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 15%、30%、45%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

选择2020：医药科技创新——CXO创新服务商（凯莱英）

创新服务商重点标的：凯莱英（维持“买入”评级）

个股明年看点：

（1）行业景气度高，产业转移趋势+难得的政策避风港：中国CDMO行业受益于产业转移、政策利好及本土创新研发热潮，进入黄金增长期！未来三年CAGR 15%-20%，国内CDMO企业到了快速发展的黄金时期。

（2）公司业绩持续高速增长：看三年，凯莱英作为国内CDMO技术领导者，业绩有望持续高速增长！凯莱英技术能力非常强，订单附加值高，盈利能力强，体现其与客户深度绑定以及帮助客户解决问题的能力。未来三年凯莱英细分龙头的优势将进一步体现，复合业绩增速有望维持在30%-35%。

（3）公司长期战略持续拓展：公司在CDMO领域全方位布局深化推进，大分子、小分子（API+制剂一体化）、CRO+CDMO一体化，囊括了药品研发的各个生命周期。公司不断加大研发与产能投入，为未来长期良性发展打下良好基础，提供动力。

预期差&催化剂：

（1）大单长单签订，业绩持续超预期：海外客户和订单持续拓展，中小型Biotech客户是增量来源。早期项目不断向后期推进，业绩有望持续高增长超预期。

（2）国内战略持续落地，国内业务高速增长：国内布局已有两年，国内Biotech客户的信任度和认可度逐步建立，即将进入收获期，未来国内MAH制度下的订单有望持续落地拉动国内业务高速增长。

（3）生物大分子药领域全面发力，布局“研发-生产-投资”闭环：首先进行研发储备和人才储备；其次投资建厂搭建产能，公司拟设立全资子公司“上海凯莱英生物医药有限公司”；随后开启“VC+IP+CRO/CDMO”模式。

➤ 风险提示：临床阶段项目下滑风险；商业化阶段项目波动风险；大分子CDMO战略执行情况低于预期风险；项目发行不及预期的风险

图表52：凯莱英盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
凯莱英	288	50X	37X	33.8%	34.1%	18.35	24.13	31.5%	31.54	30.7%	4.28	5.73	7.69

选择2020：医药科技创新——创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物）

► 行业发展趋势&核心逻辑：

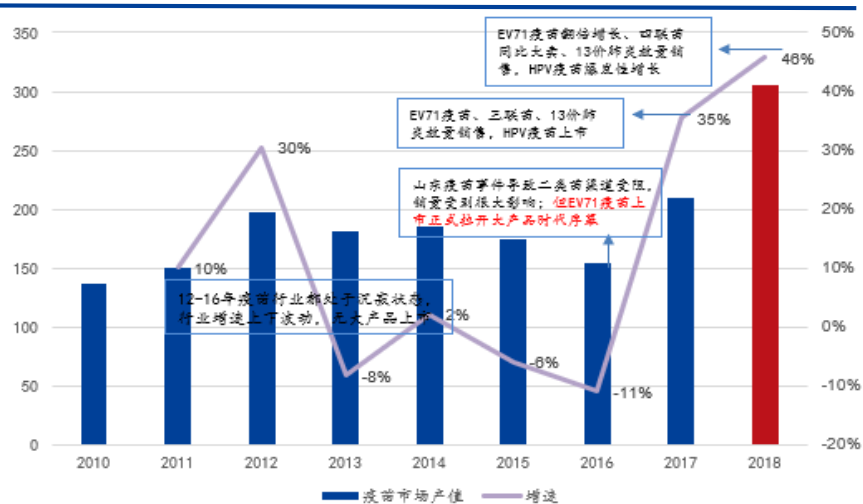
创新疫苗行业大产品大时代发展趋势不变。纵观行业近几年的发展，企业产品的同质化也相对严重，一直难以引起投资者的关注，但随着时间推移，陆续有EV71疫苗、HPV疫苗、13价肺炎疫苗、多联苗等大品种上市销售，产品的上市将为企业业绩带来非常大的爆发性，而疫苗大品种上市后可以实现快速放量，行业已经形成基于产品为爆发点的大产品大时代。

► 未来一年变化推演：

创新疫苗行业未来一年处于第二波大浪潮。17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前沃森和康泰的13价肺炎多糖结合疫苗临床进展+智飞生物重磅产品预防性微卡的进展有望成为行业的大催化剂，我们认为疫苗板块已经进入第二波大浪潮，这些品种有望在明年成为行业最强催化剂。

疫苗事件后，行业发展将监管趋严以及加速兼并整合。18年疫苗事件后行业发展趋势将有所变化，包括可能严控新开办疫苗企业，提高市场准入标准；推动疫苗行业重组整合；加强疫苗产品质量监管，逐步引导落后产品退出市场等。另外鉴于当前一类苗过低的采购价格，我们预计未来一类苗将有一定的提价空间。而对于行业中的疫苗企业的重组整合以及相关企业的参股合作等，我们预计未来也可能会发生。

图表53：历年疫苗行业产值变化（亿元）



资料来源：中检院，国盛证券研究所

图表54：创新疫苗第二波大浪潮品种目前情况

生产企业	申报品种	在研情况
沃森生物	13价肺炎疫苗	生产检查尾声
民海生物	13价肺炎疫苗	报产
智飞生物	预防性微卡	生产检查中

资料来源：CDE，国盛证券研究所

选择2020：医药科技创新——创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物）

创新疫苗标的：智飞生物（维持“买入”评级）、沃森生物（维持“买入”评级）、康泰生物

智飞生物

- **个股明年看点：**业绩持续高速增长，重磅产品预防性微卡和EC诊断试剂有望近期获批。公司自主单苗品种有望快速放量，同时代理HPV疫苗和五价轮状病毒疫苗有望高速增长。研发管线中集中了包括了23价肺炎多糖疫苗、15价肺炎结合疫苗、人二倍体狂犬、四价流感、EV71疫苗、冻干重组结核疫苗等重磅品种，未来几年将会逐渐上市销售，提供持续发展动力。
- **预期差&催化剂：**业绩持续高速增长、预防性微卡获批&放量、HPV疫苗代理合同续签。
- **风险提示：**行业性负面事件扰动，管线品种审批速度低于预期。

沃森生物

- **个股明年看点：**13价肺炎疫苗有望近期获批，2020年有望快速放量。公司二价HPV疫苗也将揭盲，同时九价临床持续推进。公司疫苗国际化业务成为未来发展重点战略方向，将向国际化疫苗巨头迈进。
- **预期差&催化剂：**13价肺炎疫苗放量、HPV疫苗临床推进、国际化业务有望取得突破
- **风险提示：**行业性负面事件扰动，管线品种审批速度低于预期。

康泰生物

- **个股明年看点：**研发管线体现核心价值，公司13价肺炎已申报生产，二倍体狂犬有望近期报产。其他品种IPV疫苗、EV71疫苗临床持续推进。公司已上市产品四联苗，有望继续快速增长，同时23价肺炎2020年将是一个完整销售年度，有望增厚业绩。
- **预期差&催化剂：**13价肺炎疫苗审评过程进展、二倍体狂犬疫苗报产、其他管线品种临床推进
- **风险提示：**行业性负面事件扰动，管线品种审批速度低于预期。

图表55：创新疫苗盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润增速 2019E	净利润增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
智飞生物	734	30	21	67.4%	45.3%	52.28	115.33	120.6%	166.05	44.0%	14.51	24.30	35.31
沃森生物	486	226	37	-79.4%	505.1%	8.79	11.03	25.5%	44.63	304.6%	10.46	2.15	13.01
康泰生物	528	94	67	28.3%	40.1%	20.17	22.39	11.0%	27.91	24.6%	4.36	5.59	7.83

资料来源：Wind，国盛证券研究所（康泰生物预测根据wind一致预期）

选择2020：医药X——肝素产业链（健友股份）

► 行业发展趋势/行业核心逻辑/未来一年变化推演：

(1) **供给端减少**：中国肝素原料供应量占全球50%，2018年全球肝素供给已达到紧平衡状态，非瘟疫情导致国内肝素原料供给量进一步下降。

(2) **需求端紧张**：全球肝素制剂使用量依然稳定增长（5-8%），但Sanofi/Pfizer等主要肝素制剂厂家肝素原料库存水平已较低（自2018年以来在欧洲和美国均发生肝素制剂缺货事件），未来欧美市场肝素制剂市场有可能出现断货和涨价。

图表56：美国市场依诺肝素注射剂2018-2019年出现短缺

Product	Posting Date	Reason for the Shortage
Enoxaparin Sodium Injection	2018.7.2	Sandoz Inc. has made a business decision to permanently discontinue this product.
		Amphastar has enoxaparin on intermittent back order due to increased demand.
	2019.2.28	Apotex launched enoxaparin in early-2019.
		Fresenius Kabi did not provide a reason for the shortage.
		Sandoz discontinued enoxaparin presentations in mid-2018 due to a supplier issue.

资料来源：FDA，国盛证券研究所

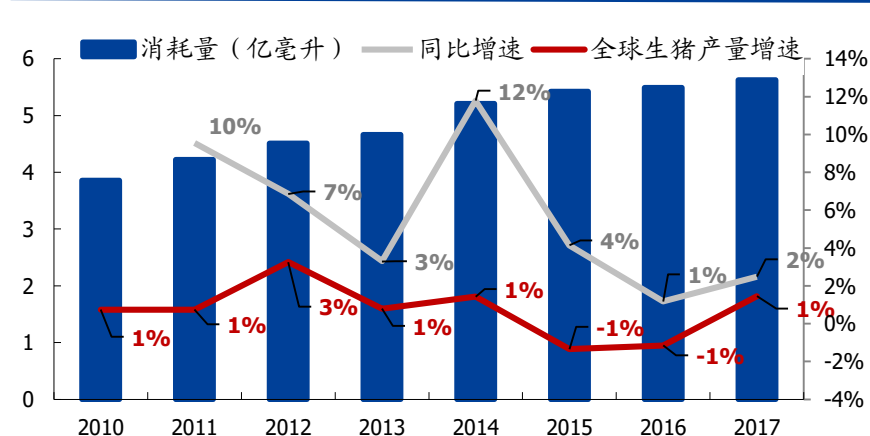
肝素产业链标的：健友股份（维持“买入”评级）

► 个股明年看点/预期差&催化剂：

(1) **肝素类注射剂实现全球销售，国内低分子肝素制剂销售快速推进**：美国依诺肝素注射剂近期获批ANDA，目前公司已完成依诺肝素注射剂在美国、欧洲、巴西的注册，2020年起开始销售；(2) **肝素原料业务保持稳定**：受国内非瘟疫情影响，全球肝素原料供需失衡进一步加剧，公司肝素原料业务保持稳定。(3) **全球肝素产品供需失衡可能带来制剂端缺货和涨价**：全球肝素产业链供给持续失衡，自2018年起依诺肝素已在欧洲、美国出现过缺货，中国非瘟疫情带来肝素原料供给端大幅去化，肝素原料全球供给将进一步紧张，有可能引发欧洲、美国在内市场肝素类制剂的短缺和涨价，健友股份肝素类制剂业务有望超预期。

► **风险提示**：注射剂海外销售进度低于预期，ANDA获批低于预期。

图表57：全球市场依诺/那曲/达肝素注射剂消耗量



资料来源：IMS，国盛证券研究所

选择2020：医药X——医疗信息化（卫宁健康）

医疗信息化标的：卫宁健康

政策驱动行业高景气与行业集中度提高：

(1) **政策驱动，行业开启高景气：**从医保局的政策逻辑链来看，未来其核心的基础就是医疗信息化。而在这个过程中，医保局搭建的全国乃至省级的平台系统、各级医院系统的升级（如以电子病历为主的CIS系统以及实现互联互通的GMIS系统）、乃至未来DRGs的系统搭建，都将给医疗信息化行业带来巨大的增量市场。同时，不断推进的政策进度将给医疗信息化行业带来不断的事件催化，同样也切实地将给医疗信息化行业带来3年以上的高景气度。

(2) **平台搭建后，行业集中度有望迅速提高：**过去各个医院孤岛式的HIS系统往往选取不同的供应商，而在医保局搭建医疗信息化平台并逐渐实现互联互通的过程中，医院的HIS系统必然要升级以及对接平台的端口，而小的供应商在这个过程中不具备技术优势与议价能力，将逐渐被龙头企业淘汰。

公司看点：

(1) **医疗信息化行业较为纯粹的龙头企业：**公司深耕医疗信息化多年，累积为6000多家医院提供过服务，是纯粹的医疗信息化龙头企业。

(2) **创新业务具备长期想象空间：**公司具备云医、云药、云险、云康等四项创新业务，其中云药（处方流转平台）与云险（统一支付平台与保险风控体系，对接商保、医保与自费部分）均是我们认为未来确定性较高的发展方向，云医（互联网+医疗）与云康（互联网+体检）同样具备长期的想象空间。

风险提示：医保局推进医疗信息化进度不及预期。

图表58：卫宁健康盈利预测（盈利预测为wind一致预期）

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
卫宁健康	255	62	49	36.81%	34.05%	14.38	19.28	34.00%	25.54	32.44%	3.03	4.15	5.56

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药X——核医学（东诚药业）

► 行业发展趋势&核心逻辑：

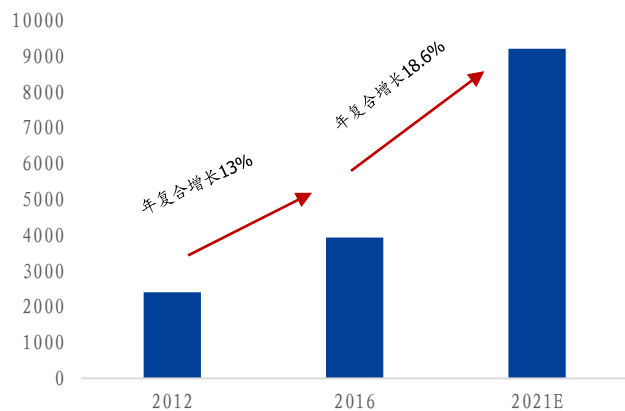
（1）中国核药市场增速高于欧美成熟市场，但渗透率较低，潜在空间巨大：根据Frost & Sullivan预测，国内核素药物产业发展较迅速，年复合增速在18.6%左右，预计国内市场总额到2021年将达到90亿元。中国核医学市场人均支出、渗透率明显低于美国市场，对比美国，国内核医学人均支出从2012年的1.8元增长到2016年的2.8元，而同期美国从2012年的37.2元增长到2016年的51.9元。

（2）国内核医学双寡头格局已经形成：随着东诚近两年的并购整合，双寡头局面已经形成，未来核药市场主要由双寡头主宰。目前东诚的产品管线中已形成包括云克注射液、镓标药物、正电子药物、I-125密封籽源、C-14胶囊等主打产品，公司正不断缩小同中国同辐的差距。

► 未来一年变化推演：

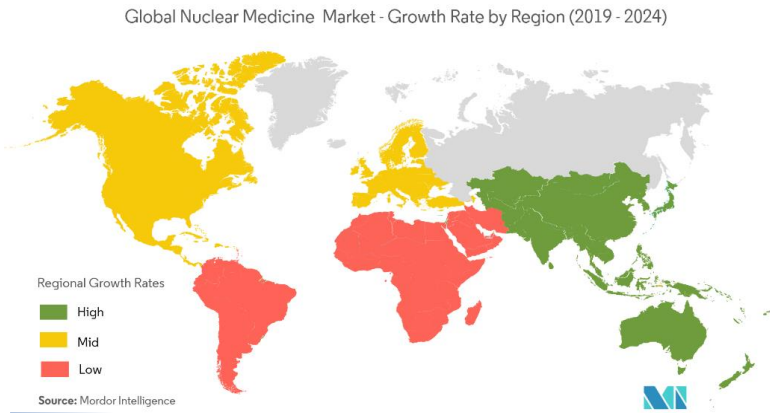
国内核医学潜力有望逐步释放，核医学诊断与治疗产品有望不断提高渗透率。同时在PET/CT配置证下放大背景下，18F-FDG有望快速放量。国内核医学龙头企业，如东诚药业，有望不断推进新型诊断和治疗性核药研发管线。

图表60：国内核素药物市场情况（百万元）



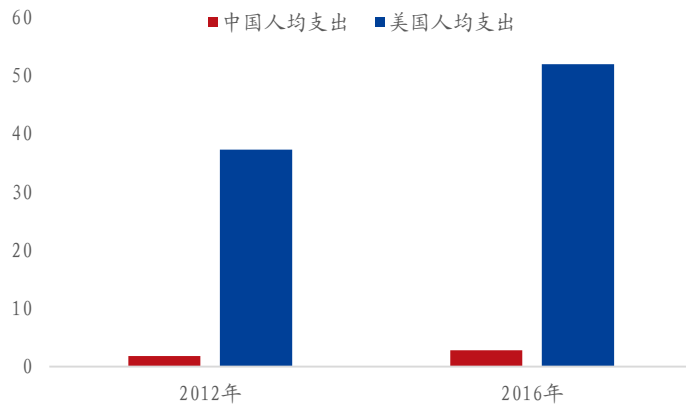
资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表59：核医学全球市场增速分布



资料来源：Global Information，国盛证券研究所

图表61：中美核医学人均支出对比（元）



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

选择2020：医药X——核医学（东诚药业）

核医学标的：东诚药业（维持“买入”评级）

► 个股明年看点：

（1）公司已上市核医学产品有望获得市场重估：云克注射液患者接受度高，未来潜在空间有望超10亿。18F-FDG市场竞争格局良好，核药房网络布局不断扩大，配置证下放利好增速提升。GMS核药管线中C14胶囊有望进一步提升公司业绩。

（2）核药研发管线孕育有潜力大品种：公司核药管线中铼 [188Re] 依替膦酸注射液（骨转移疼痛）、氟 [18F] 化钠注射液（骨转移诊断）、[18F] 氟丙基甲酯基托烷注射液（帕金森诊断）、BNCT疗法（硼中子俘获治疗癌症新领域）以及钇 [90Y] 微球（肝癌治疗）等产品，将承载国内核药发展的重任，未来随着国内核医学市场的潜力的释放，我们认为未来这些产品上市后将会为公司带来丰厚业绩。

（3）公司原料药肝素业务保持稳定：受国内非瘟疫情影响，全球肝素原料供需失衡进一步加剧，公司肝素原料业务保持稳定。

► 预期差&催化剂：

（1）公司核医学产品潜力逐渐得到释放，价值有望得到市场重估。

（2）C14胶囊检测设备问题已得到解决，有望未来持续贡献业绩增量。

（3）PET/CT配置证下放速度逐渐加快，安迪科业绩有望进一步提升。

（4）管线品种持续推进，氟化钠等产品有望两年内完成临床试验。

► 风险提示：肝素原料药价格扰动，核医学板块增速低于预期。

图表62：东诚药业盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
东诚药业	123	32	26	35.6%	26.8%	23.33	29.24	25.3%	36.28	24.1%	2.80	3.80	4.82

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药X——特色原料药（博瑞医药）

► 行业发展趋势&核心逻辑：

近年来国际供给需求、国内产业环境均出现新变化（一致性评价、环保等），但仅仅依靠特色原料药的放量难以驱动企业中长期成长，转型是特色原料药企业的必经之路：

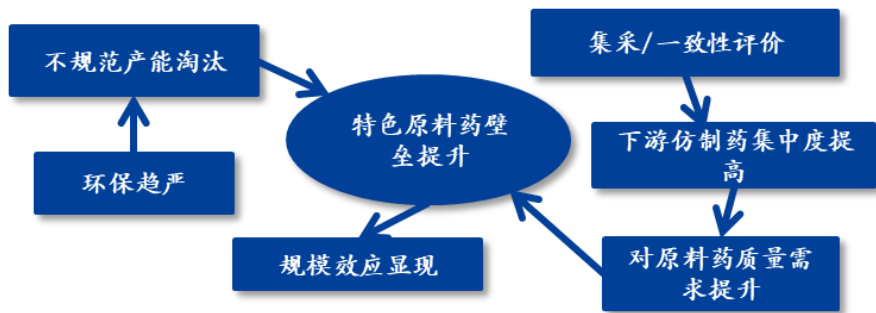
- 海外变化（环保趋严触发景气拐点）：经过过去的发展，我国许多特色原料药品种已是全球寡头。国内的环保整治对特色原料药行业产生较大影响，出口均价呈现提升势头。（原先环保不合格的小企业会制约大企业的价格，但现在小企业关闭后很难开起来）
- 国内变化（下游制剂行业面临变革，对高质量原料药的需求提升）：一致性评价使得原料药质量的重要性提升。原料药的稳定性、杂质、晶型、粒径、溶解度等各方面参数，都会影响到制剂。带量采购政策使得高质量原料药的行业地位有所提升。
- 产业升级路径：原料药制剂一体化，向制剂转型（原料药制剂一体化企业在仿制药竞争中也有优势）；从原料药到CDMO升级。

► 未来一年变化推演：

低估值有变化的特色原料药企业有望迎来戴维斯双击：特色原料药企业目前在医药子板块中整体估值偏低，但产业发生了一些变化、业绩上也有一些催化。同时有部分原料药企业壁垒相对来说较高，有一定核心竞争力，且处于产业升级当中，具备投资机会。

从未来一年的维度来看，高壁垒的仿制药议价能力提升盈利能力有望提升，原料药+制剂一体化企业有望伴随着一致性评价的加速而更快实现产业升级。子版块应优选个股，重点推荐博瑞医药。

图表63：特色原料药领域的产业变化



资料来源：国盛证券研究所

图表64：国内主要特色原料药种类及对应上市公司

原料药	适应症	品种	对应上市公司
沙坦	高血压	氯沙坦、缬沙坦、厄贝沙坦等	华海药业、美诺华、天宇股份
他汀	高血脂	阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等	海正药业、新东港（乐普）
肝素	抗凝	依诺肝素、那曲肝素等	健友股份、海普瑞
甾体类激素		地塞米松、黄体酮等	仙琚制药
西汀	抗抑郁	度洛西汀、帕罗西汀等	华海药业、九洲药业、恩华药业
碘	造影	碘海醇、碘克沙醇等	司太立

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

选择2020：医药X——特色原料药（博瑞医药）

特色原料药重点标的：博瑞医药

➤ 个股明年看点：

(1) **高壁垒仿制药、原料药制剂一体化持续推进**：公司打通“起始物料→高难度中间体→特色原料药→制剂”的全产业链，并由高端仿制药向创新药延伸，公司有望不断产出技术壁垒高，市场空间大的优质产品。公司收入来自产品销售、技术收入和权益分成三种模式，既广泛拓展国内外制药企业客户，自己的制剂产品也在陆续推出。

(2) **公司业绩持续高速增长**：公司在多手性合成和发酵半合成领域实现了一系列市场相对稀缺、技术难度较高的药物仿制；公司主力产品卡泊芬净、恩替卡韦、吡美莫司等有望持续贡献业绩增长，更多业绩增长点也将不断涌现，公司业绩有望超高速增长。

(3) **向创新转型**：公司已获批上市的产品是基于自主研发的发酵半合成技术平台和多手性药物技术平台进行开发。公司战略性向创新药领域进行延伸性布局，已完成靶向高分子偶联技术的研发，并通过该技术平台开发的多个创新药即将进入临床研究阶段。

➤ 预期差&催化剂：

(1) **高壁垒带来的高盈利能力**：公司的核心竞争力在于只做高壁垒的产品。做原料药或者是做制剂只是一种形式，主要还是看在产品价值链中分到了多少利润，如果原料药合成足够复杂，出口原料药已经拿到了制剂分成，盈利能力是不亚于制剂出口的，所以市场核心预期差在于对公司盈利能力的认知。公司会不断证明自己的盈利能力要高于其他原料药企业。

(2) **品种陆续获批，进入收获期**：多个高壁垒注射剂品种有望获批（卡泊芬净、米卡芬净、奥拉西坦等）；美国ANDA有望获批（恩替卡韦片）；多个高壁垒原料药品种在欧美市场处于注册阶段。

(3) **在研管线持续推进**：原料药、仿制药、创新药管线均衡布局，未来持续推进。

➤ **风险提示**：新产品获批低于预期风险；原料药价格下降风险；创新研发失败风险。

图表65：博瑞医药盈利预测（盈利预测为wind一致预期）

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入增 速 2019E	营业收入 2020E	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
博瑞医药	114	107X	76X	45.7%	40.9%	4.08	5.55	36.2%	7.35	32.55%	0.73	1.06	1.50

资料来源：Wind，国盛证券研究所

选择2020：医药X——呼吸科（健康元）

► 行业发展趋势：

呼吸科产品迭代，出现结构性调整：全球市场早期上市产品呈现明显下滑，增速较快的单个品种基本都为上市3-5年的新产品（新化学实体或者新复方），呈现了产品迭代的趋势。国内目前样本医院在售品类较少，但结构性增速较快，其中糖皮质激素类和抗胆碱能类销售占比呈现逐年提升趋势，增速超过15%。

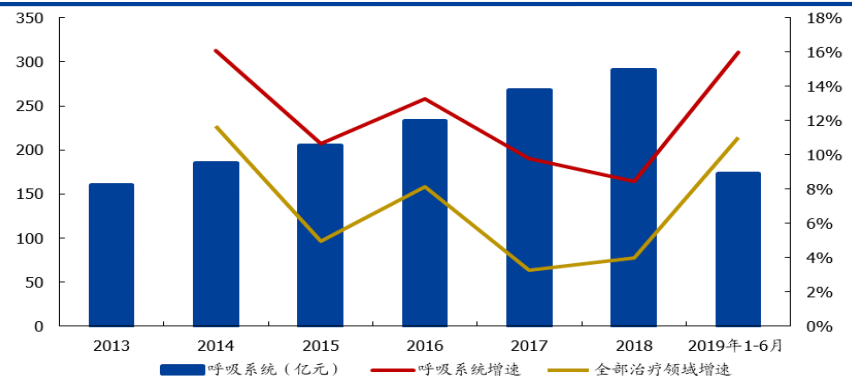
► 行业核心逻辑：

呼吸科领域壁垒高筑，患病率攀升+需长期用药造就巨大空间，仅少数企业布局，竞争格局良好。国内医院端2017年呼吸系统用药规模268亿，其中哮喘和COPD占比近60%，空气污染和老龄化加大罹患风险。国内样本医院在售品类较少，但结构性增速较快。吸入制剂研发、审批和生产壁垒较高，导致我国市场长期为外企占据，国产占比不到30%，但对于能够攻克这些壁垒的国内药企，将成为良好的护城河。国内进展较快的企业包括正大天晴、鲁南贝特、仙琚制药、长风药业以及健康元等，由于较高的竞争壁垒等因素，布局企业数量有限，竞争格局良好。

► 未来一年变化推演：

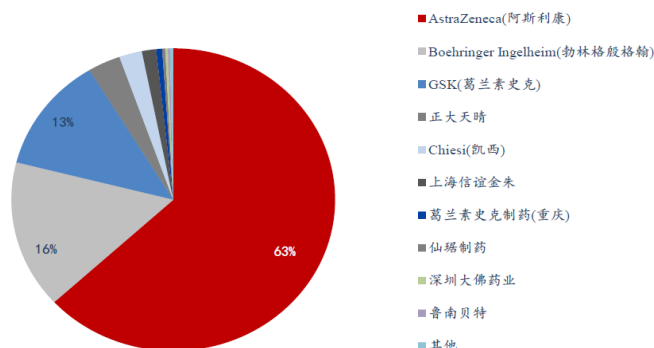
国内呼吸科领域逐渐进入收获期，预计将逐步展开国产替代，抢占巨大市场。从未来一年的维度来看，健康元的布地奈德吸入混悬液有望获批，大品种国产替代值得期待，呼吸科管线持续推进，重点推荐**健康元**。

图表66：我国医院端呼吸系统用药规模接近300亿



资料来源：IMS，国盛证券研究所

图表67：国内样本医院哮喘&COPD吸入剂型由阿斯利康占据大部分市场



资料来源：PDB，国盛证券研究所

选择2020：医药X——呼吸科（健康元）

呼吸科标的：健康元（维持“买入”评级）

个股明年看点：

- （1）**呼吸科领域持续推进**：在研产品20余个，临床前研发18项，临床中1项，获批临床3项，申报生产3项，提交注册申报1项，已获批注册2项。其中9个项目2017年经评审入选国家“重大新药创制”科技重大专项高端制剂类的支持。
- （2）**丽珠集团提供安全边际**：丽珠集团是优质生物药的细分龙头，创新管线稳步推进，有持续稳健并且持续超预期优秀的管理层，业绩稳健持续成长。虽然参芪扶正和鼠神经生长因子两个大品种面临下滑的压力，但是二三线品种可以弥补两个品种的下滑，收入结构在持续的改变。
- （3）**制剂与原料药板块提供稳定现金流**：美罗培南等制剂贡献稳定现金流，原料药板块价格走势有待观察。
- （4）**土地改造贡献价值**：公司参与深圳高新区北区产业升级改造公告，5万平米土地保守估计价值数十亿。

预期差&催化剂：

- （1）**大品种布地奈德吸入混悬液有望于明年上半年获批**：布地奈德是吸入剂的最大品种，2018年全球销售额12.86亿美金（+9.35%），国内销售48.87亿元（+14%）。国内吸入混悬液上市厂家仅原研阿斯利康，进口替代空间较大。目前申报生产的仅有正大天晴和健康元，竞争格局良好。
- （2）**复方异丙托溴铵吸入溶液与左旋沙丁胺醇吸入溶液开始贡献营收**：公司在2019年4月公告复方异丙托溴铵获批、2019年9月公告左旋沙丁胺醇吸入溶液获批，其中复方异丙托溴铵已于2019年下半年投产销售，左旋沙丁胺醇有望于明年开始贡献营收，并逐步替代沙丁胺醇。预计两者销售峰值合计可达5亿元。

风险提示：呼吸科产品推进低于预期，原料药价格扰动

图表68：健康元盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2019 PE	2020 PE	净利润 增速 2019E	净利润 增速 2020E	营业收入 2018A (亿元)	营业收入 2019E (亿元)	营业收入 增速 2019E	营业收入 2020E (亿元)	营业收入 增速 2020E	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)
健康元	183	21	18	23.4%	15.2%	112.04	129.03	15.2%	150.53	16.7%	6.99	8.63	9.94

资料来源：Wind，国盛证券研究所

风险提示:

- **控费政策持续超预期:** 由于医保基金的压力, 可能会有持续的控费政策发布
- **行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化, 以及负向政策的扰动, 导致增速不及预期

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。



Thank You



国盛证券

GUOSHENG SECURITIES