

医药生物

注射剂国际化布局正当时，再回首医药年度策略 20 金句

医药周观点：本周申万医药指数上涨 0.46%，涨跌幅位列全行业第 24，跑输沪深 300 指数及创业板指数。本期周报我们对注射剂国际化的逻辑进行再梳理，基于壁垒高、格局好、催化多和明年估值合理，当下时间点看明年，强烈建议布局注射剂国际化优质标的健友股份、普利制药。另外本周我们对国盛医药年度策略核心观点进行提炼梳理（金句 20）。本周医药板块整体略微上涨，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。综合产业基本面变革情况&长周期新增资金逻辑，我们继续长时间维度看好政策外&非药医药硬核资产估值的持续提升，综合考虑全年涨幅过大因素和年底考核因素，短期波动较大，中短期看，我们的观点是继续持有纯一线医药硬核资产，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，3+X 主线继续推荐：

- **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）：药明康德、凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、博腾股份、泰格医药、康龙化成。（3）创新药：贝达药业、恒瑞医药、丽珠集团、我武生物等；**
- **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）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：医疗器械唯一标识数据库上线；国家市场监管局对药品注册、生产监督、经营监督管理办法公开征求意见；20 个国家重点监控品种，接连被两省逐出医院采购名单。

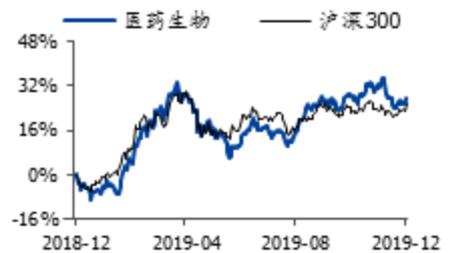
中长期投资策略（4+X）：（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、我武生物、贝达药业、微芯生物、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物等）（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视、兴齐眼药等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、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）：**创新及特色器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）、医药商业（柳药股份、上海医药、国药股份等）、健康元（呼吸科）、血制品（华兰生物、博雅生物等）、特色处方药（东诚药业、健康元、华东医药、恩华药业等）、特色原辅包材（山河药辅、山东药波、司太立、美诺华、普洛药业等）

行情回顾：截至 12 月 13 日，申万医药指数为 7810.14 点，周环比上涨 0.46%。沪深 300 上涨 1.69%，创业板指数上涨 1.66%，医药跑输沪深 300 指数 1.23 个百分点，跑输创业板 1.20 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 33.71%，沪深 300 上涨 31.81%，创业板指数上涨 40.37%，医药跑输沪深 300，跑输创业板指数；表现最差的为医药商业，下跌 0.72%。

风险提示：1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1.《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》2019-12-08
- 2.《医药生物：智飞生物研发管线有望获得市场重估，“销售+研发”双轮驱动》2019-12-08
- 3.《医药生物：政策预期陷入混沌，静待花开》2019-12-01



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 壁垒高+格局好+催化多+估值合理，注射剂国际化布局正当时.....	5
1.3.1 FDA对注射剂超高的壁垒带来美国注射剂良好的竞争格局和稳定的价格体系.....	5
1.3.2 两大注射剂国际化龙头估值合理，明年催化较多.....	7
1.4 再回首国盛医药年度策略（金句 20）：从一致认可的绝对龙头到仍有预期差的特色细分龙头.....	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.....	9
3.1 医药行业行情回顾.....	9
3.2 医药行业热度追踪.....	13
3.3 医药板块个股行情回顾.....	14
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新.....	15
5、风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 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.....	5
图表 2: 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）.....	6
图表 3: FDA 统计历年药品短缺品种数量(2011-2018).....	6
图表 4: 美国市场部分抗肿瘤注射剂仿制药价格对比.....	6
图表 5: 健友股份、普利制药盈利预测.....	7
图表 6: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	10
图表 7: 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(%).....	10
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（周对比，%）.....	11
图表 9: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（2019 年初至今，%）.....	12
图表 10: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图（%）.....	12
图表 11: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图（%）.....	13
图表 12: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）.....	13
图表 13: 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.....	14
图表 14: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	14
图表 15: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	15
图表 16: 国盛医药四大景气赛道下的重点覆盖特色硬核资产.....	15

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周申万医药指数上涨 0.46%，涨跌幅位列全行业第 24，跑输沪深 300 指数及创业板指数。本期周报我们对注射剂国际化的逻辑进行再梳理，基于壁垒高、格局好、催化多和明年估值合理，当下时间点看明年，强烈建议布局注射剂国际化优质标的健友股份、普利制药。另外本周我们对国盛医药年度策略核心观点进行提炼梳理（金句 20）。本周医药板块整体略微上涨，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。综合产业基本面变革情况&长周期新增资金逻辑，我们继续长时间维度看好政策外&非药医药硬核资产估值的持续提升，综合考虑全年涨幅过大因素和年底考核因素，短期波动较大，中短期看，我们的观点是继续持有纯一线医药硬核资产，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，3+X 主线继续推荐：

- 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）：药明康德、凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、博腾股份、泰格医药、康龙化成。（3）创新药：贝达药业、恒瑞医药、丽珠集团、我武生物等。
- 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）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】笋千亿元市场意气风发，康柏西普笑傲江湖

【医药科技创新】主线之【创新药】之三：【恒瑞医药】源头活水不断，创新步伐加速，龙头持续和时间赛跑

【医药科技创新】主线之【创新药】之四：【丽珠集团】笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型

【医药科技创新】主线之【创新药】之五：【贝达药业】浪潮翻涌创新筑辉煌，从一到多梯队已就绪

【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异

【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头

【医药科技创新】主线之【创新疫苗】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。

（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):

- **创新及特色器械:** 推荐重点关注迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗、正海生物、大博医疗、万孚生物、九强生物、南微医学等。
- **医药商业:** 推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等。
- **医疗信息化:** 卫宁健康、久远银海等。
- **血制品:** 华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等。
- **特色处方药:** 东诚药业、健康元、华东医药、恩华药业、华润双鹤、通化东宝等。
- **特色辅料包材:** 山河药辅、山东药波、司太立、普洛药业、美诺华、仙琚制药、天宇股份等。

1.3 壁垒高+格局好+催化多+估值合理，注射剂国际化布局正当时

当下时间点，我们重点看好、强烈推荐注射剂国际化子领域。我们认为，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。美国作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，注射剂国际化具备投资价值。本期周报我们对注射剂国际化的逻辑进行再梳理，基于壁垒高、格局好、催化多和明年估值合理，当下时间点看明年，强烈建议布局注射剂国际化优质标的。

1.3.1 FDA 对注射剂超高的壁垒带来美国注射剂良好的竞争格局和稳定的价格体系

美国注射剂壁垒高: 目前国内仅有恒瑞医药、齐鲁制药、普利制药、健友股份在持续性供货。

- 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);

图表 1: 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

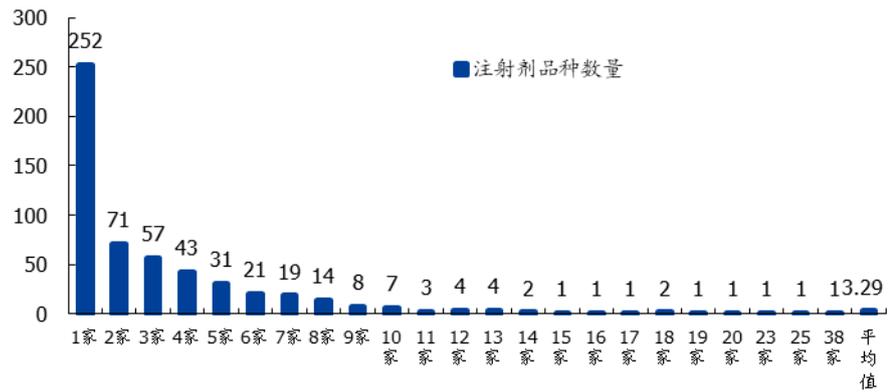
公司	注射剂 ANDA 数量	向美国市场持续供货
南京健友生化制药股份有限公司	12	是
恒瑞医药股份有限公司	9	是
齐鲁制药有限公司	8	是
海南普利制药股份有限公司	6	是
浙江海正药业股份有限公司	6	否
江苏豪森药业股份有限公司	1	否
浙江华海药业股份有限公司	1	否
南通联亚药业有限公司	1	否

资料来源: FDA, 国盛证券研究所

竞争格局较好且价格体系稳定:

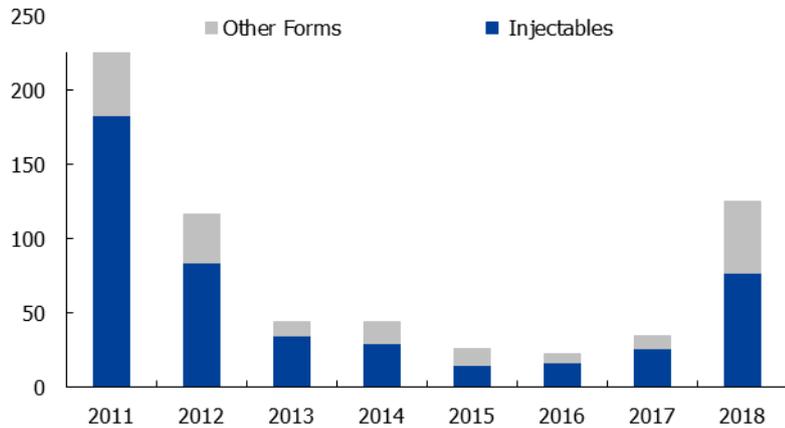
- 1) 竞争对手少 (主流生产企业在 10 家以内, 70% 的注射剂 ANDA 仅有 3 家左右供应商);
- 2) 注射剂产品短缺频发、高毛利 (医院渠道, 净利率 30-70%, 注射剂单价是国内同类产品的 7 倍以上)。

图表 2: 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 3: 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 4: 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

1.3.2 两大注射剂国际化龙头估值合理，明年催化较多

海外 ANDA 获批叠加国内注射剂一致性评价的机会，健友股份和普利制药明年催化颇多。

1) 海外 ANDA 获批进入收获期: 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。

2) 国内注射剂一致性评价箭在弦上，海外 ANDA 转报企业具备先发优势: 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。

估值的角度，两大标的明年估值合理。健友股份明年预计 8 亿利润 (33.8% 增速)，综合考虑各方面因素，超预期可能性较大，PE 38X；普利制药预计明年 5 亿利润 (67.9% 增速)，PE 32X。

图表 5: 健友股份、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)
健友股份	303	51	38	40.6%	33.8%	17.00	25.02	47.1%	31.85	27.3%	4.25	5.97	7.98
普利制药	159	53	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 (数据截至 2019 年 12 月 13 日)

健友股份明年看点及催化:

(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 (确定性): 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 (确定性): 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 (确定性): 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 (确定性): 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。

(5) 全球肝素产品供需失衡可能带来制剂端缺货和涨价 (潜在催化): 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。

(6) 注射剂一致性评价的推进打开想象空间 (潜在催化): 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，行业洗牌的预期将利好公司在国内注射剂市场的估值水平提升。

风险提示：注射剂海外销售进度低于预期，ANDA获批低于预期。

普利制药明年看点及催化：

(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月末之前拿到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。

1.4 再回首国盛医药年度策略（金句 20）：从一致认可的绝对龙头到仍有预期差的特色细分龙头

复盘 2019：医药的赚钱效应——风格的极致演绎，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。

复盘 2019：高景气细分领域表现强势，产业趋势下“硬核”拔估值。

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。

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。

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、非药上市公司收入已占据五成并表现亮眼、“医药漂亮 30”已跑出独立行情，强者恒强。（备注：“医药漂亮 30”包括恒瑞医药、药明康德、迈瑞医药等 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。

思考 2019：基金重仓持仓持续向头部集中，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。

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。

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。

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。

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。

展望十年：相信产业趋势的力量，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。

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。

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。

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。

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）。

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。

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。

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。

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：与时偕行、因时而动！

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】医疗器械唯一标识数据库上线

<https://dwz.cn/yhucclwy>

12月10日，国家药监局官网公布，医疗器械唯一标识数据库正式上线，面向试点企业开放针对试点品种的唯一标识相关数据申报功能。医疗器械唯一标识（Unique Device Identification，简称UDI）是医疗器械产品的电子身份证。医疗器械唯一标识数据库中增加了医保编码字段和耗材与设备的分类，以推动医疗器械从源头生产到临床使用全链条联动。

【点评】UDI的推出标志着医疗器械管理将进入信息化管理的新时代，也意味着医疗器械行业将在各个政策的影响下进一步被规范化、合理化。大规模的医疗器械集采短期内或许不会到来，但通过UDI可以追踪使用型号最多的医疗器械，为后续政策提供量化依据。

【事件二】国家市场监管局对药品注册、生产监督、经营监督管理办法公开征求意见

<https://dwz.cn/fB23C1a3>

12月10日，国家市场监管局下发通知，对药品注册、生产监督、经营监督3大管理办法向社会公开征求意见。其中包括《药品注册管理办法》增设药品加快上市注册，明确了滚动审评指导、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加快通道；取消GMP认证证书，生产质量管理规范仍然是监管标准；新开办药品经营企业审批时间压缩50%。

【点评】修订草案特别增设了药品加快上市注册的章节，旨在进一步规范药品注册流程，提高药品注册效率。取消GMP认证证书的相关规定只是形式上的取消，药品生产许可检查、产品检查和飞行检查三部分相较于GMP被进一步细化和完善。压缩新开办药品经营企业审批时间，有效简化了企业开办程序，节约了资源，也降低了企业负担。

【事件三】20个国家重点监控品种，接连被两省逐出医院采购名单

<https://dwz.cn/UYFrmFxq>

12月9日，医改先锋福建省医疗保障局发布《关于药品联合限价阳光采购挂网目录调整有关问题》，表示将根据医保目录的调整和医保谈判结果对挂网目录进行分类调整。在增加品种的同时，福建还特别强调了品种删除部分，其中首要一条就是列入国家重点监控的品种予以删除。

【点评】继天津市之后，医改大省福建省将重点监控的品种从挂网目录中删除，积极对接2019年版国家药品目录。如果该方法被证实有效，有可能会在其他地区继续推进，持续关注重点监控品种后续进展。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

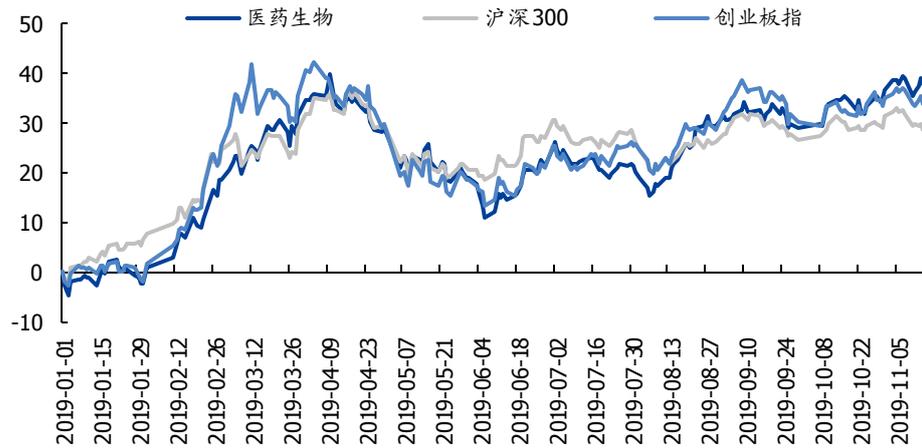
医药上涨，跑输沪深300。截至12月13日，申万医药指数为7810.14点，周环比上涨0.46%。沪深300上涨1.69%，创业板指数上涨1.66%，医药跑输沪深300指数1.23个百分点，跑输创业板1.20个百分点。2019年初至今申万医药上涨33.71%，沪深300上涨31.81%，创业板指数上涨40.37%，医药跑赢沪深300，跑输创业板指数。

图表 6: 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	3,968.22	3,902.39	1.69	3.64	31.81
创业板指数	1,755.41	1,726.80	1.66	5.44	40.37
生物医药 (申万)	7,810.14	7,774.75	0.46	1.65	33.71

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

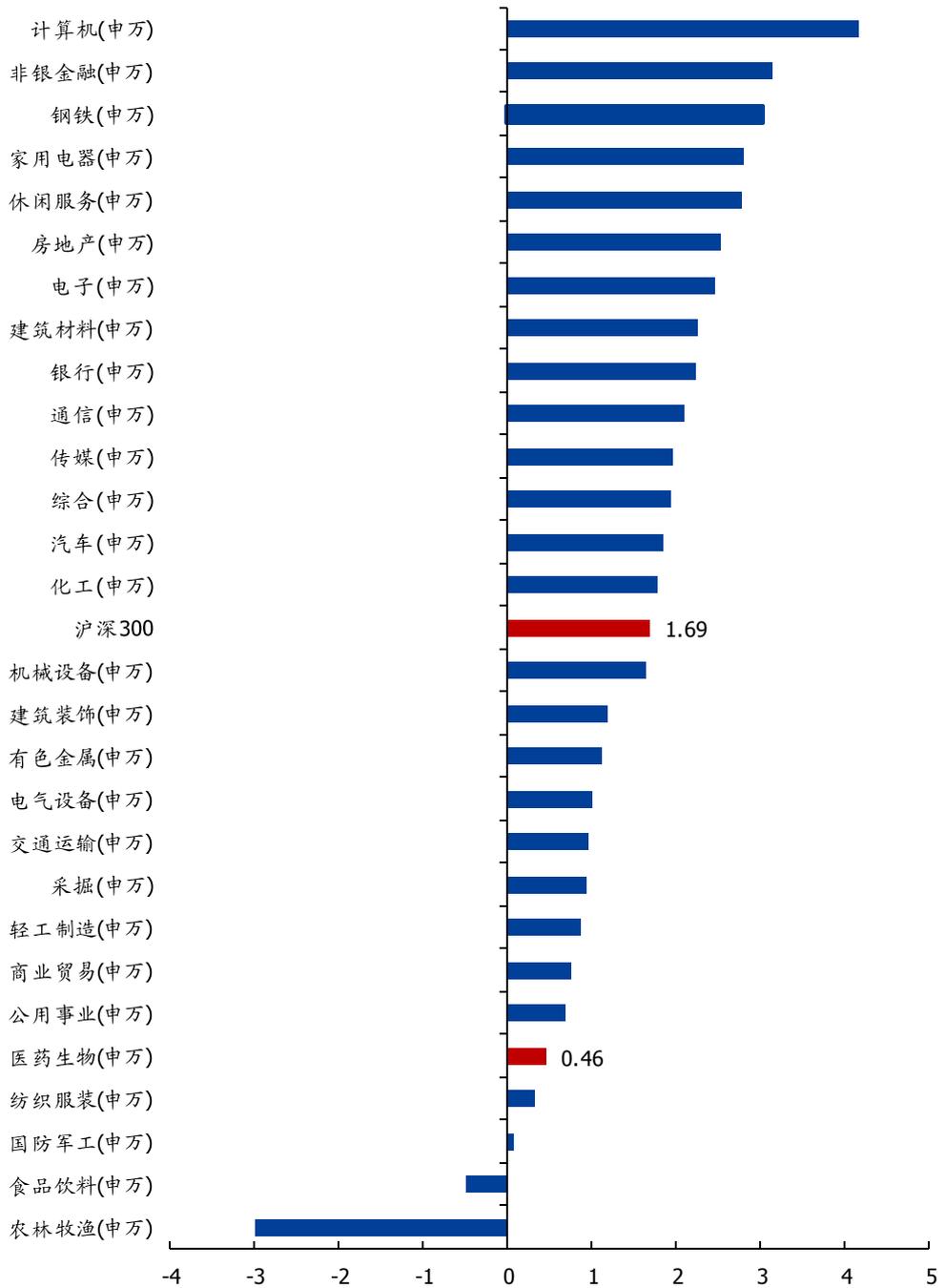
图表 7: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

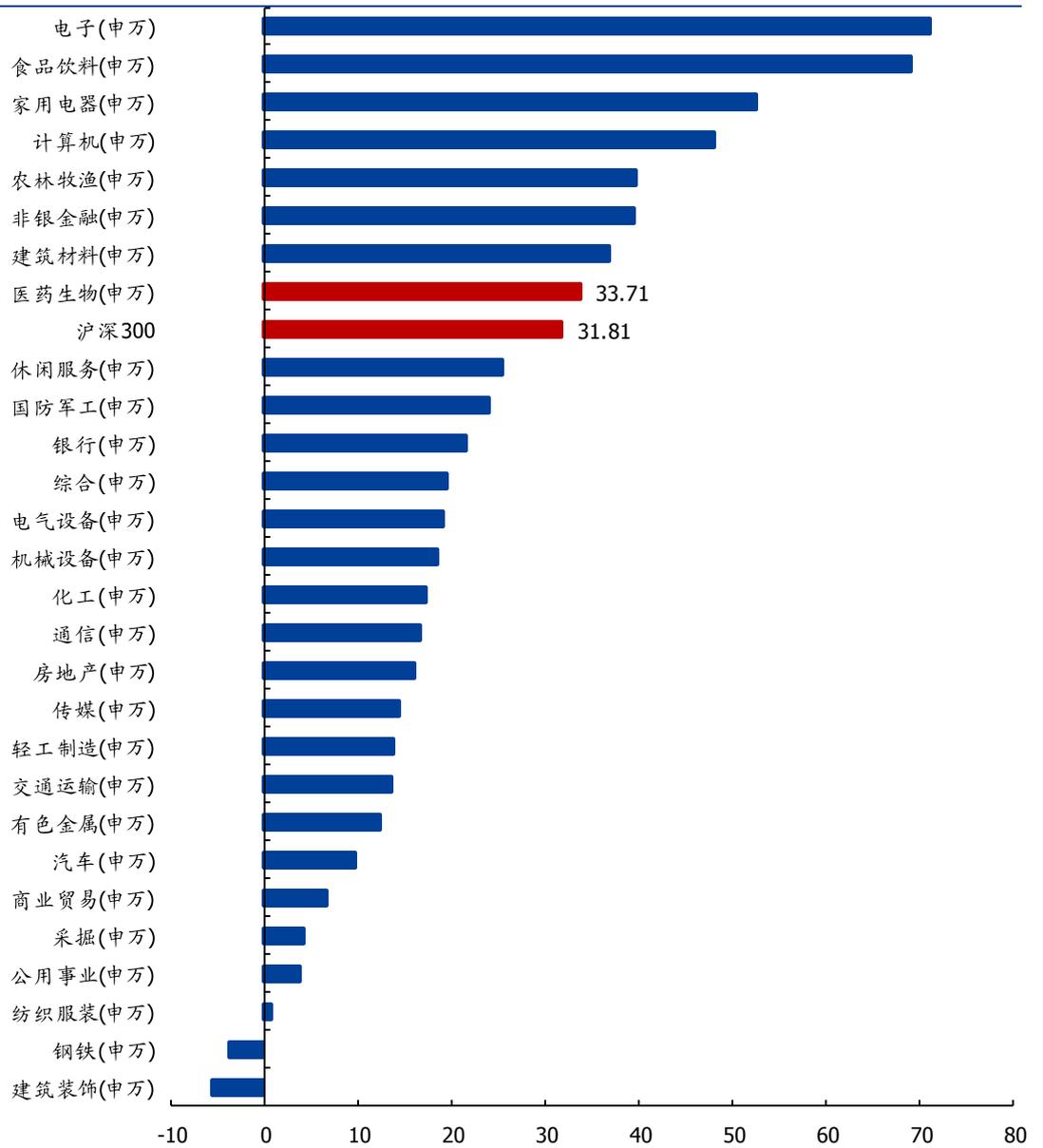
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第24位。2019年初至今，医药涨跌幅排在第8位。

图表 8: 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

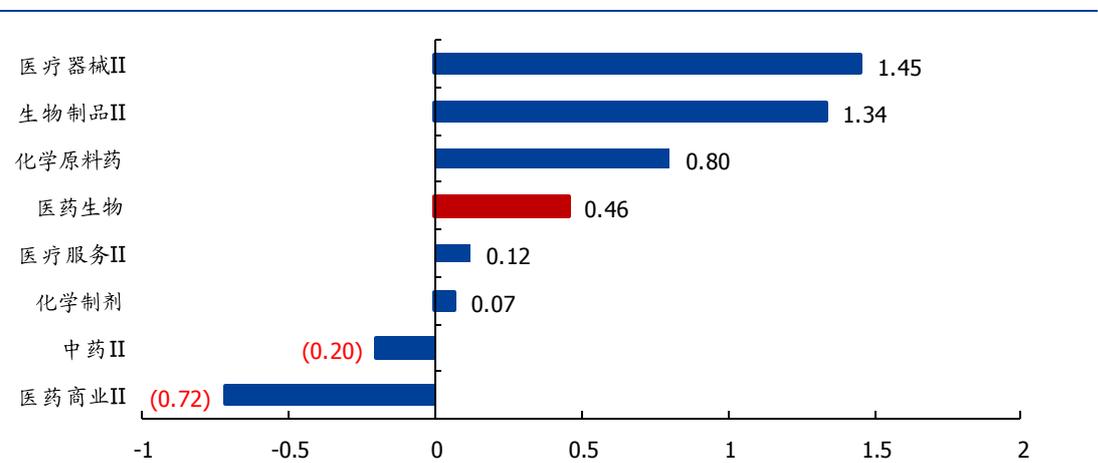
图表 9: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)



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 1.45%; 表现最差的为医药商业 II, 下跌 0.72%

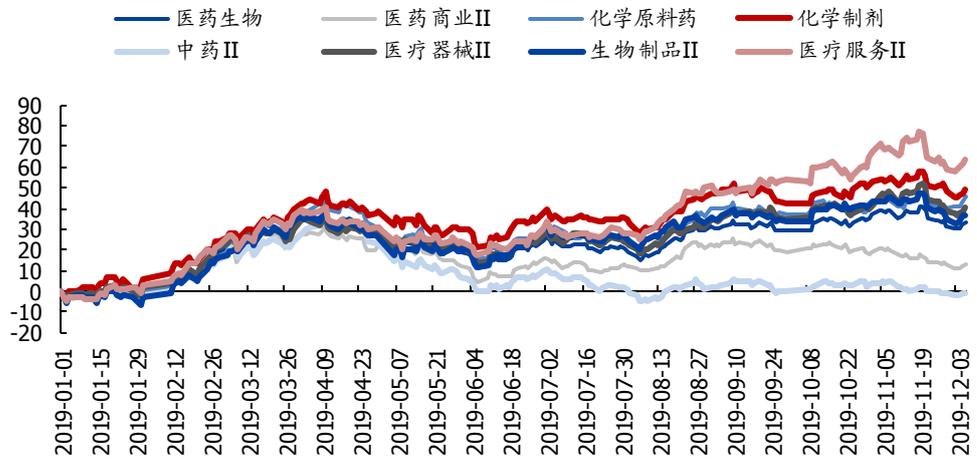
图表 10: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗服务年度涨幅行业内明显领先。医疗 2019 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II，上涨 63.97%；表现最差的子行业为中药 II，下跌 0.89%。其他子行业中，化学制剂上涨 48.84%，生物制品 II 上涨 38.64%，医药商业 II 上涨 12.07%，化学原料药上涨 46.62%，医疗器械 II 上涨 42.45%。

图表 11: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



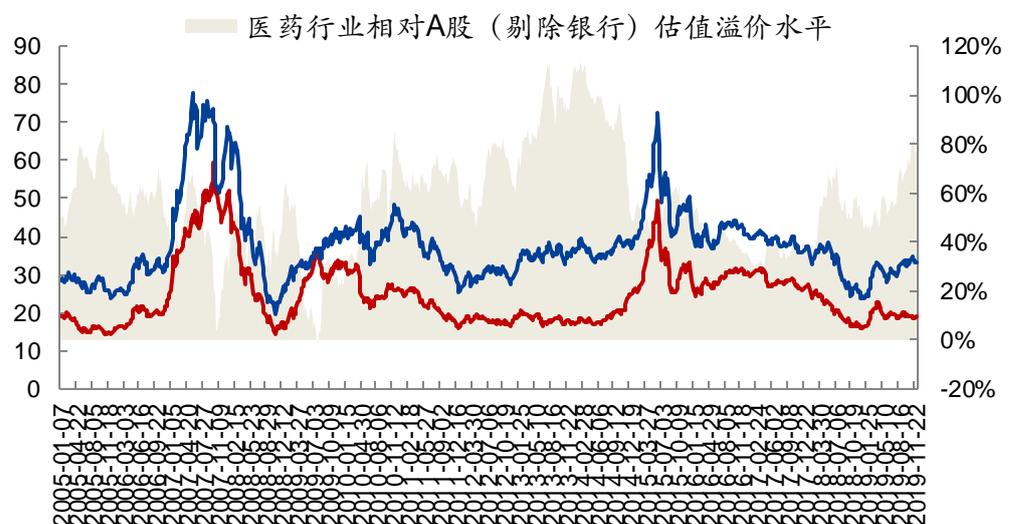
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平回升，仍在平均线以下。目前，医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 33.65X, 较上周相比上升 0.35 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.68X) 低 4.02 个单位, 上周医药行业整体回升。

行业估值溢价率下降。本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 74.50%, 较上周下跌 1.19 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (56.80%) 高 17.67 个百分点, 处于均值偏上水平。

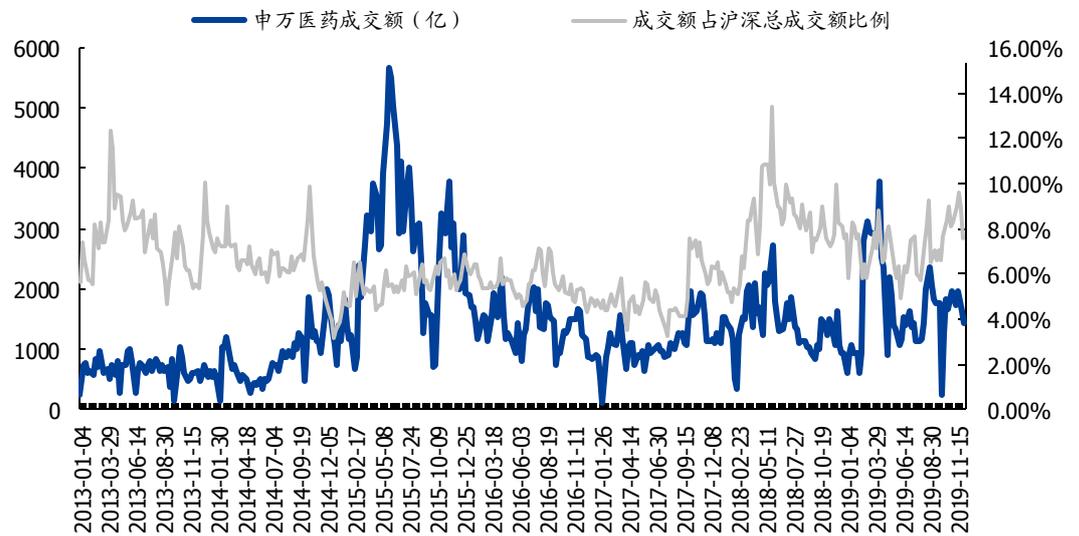
图表 12: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所回升，医药成交总额为 1528.35 亿元，沪深总成交额为 24084.66 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 6.35%（2013 年以来成交额均值为 6.50%）。

图表 13: 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、莎普爱思、乐心医疗、浙江医药和智飞生物。后 5 的为奥翔药业、尔康制药、海正药业、国农科技、国新健康。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为长生退、奥翔药业、天宇股份、同和药业、山大华特。后 5 的为海思科、德展健康、康缘药业、通化东宝、康恩贝。

图表 14: 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	16.67	狂犬单抗大品种进展预期	奥翔药业	-13.46	无特殊原因
莎普爱思	12.63	无特殊原因	尔康制药	-11.74	无特殊原因
乐心医疗	11.75	无特殊原因	海正药业	-8.43	计提资产减值
浙江医药	9.43	公司产品进入国家医保目录,ADC 药物数据发布	国农科技	-6.66	无特殊原因
智飞生物	8.76	估值性价比高,研发管线逐渐获得市场认可	国新健康	-6.11	无特殊原因
星普医科	8.71	无特殊原因	同和药业	-5.42	无特殊原因
康泰生物	8.56	13 价肺炎疫苗生产注册获受理	华森制药	-5.41	股东减持
三诺生物	8.03	无特殊原因	圣达生物	-4.95	无特殊原因
山大华特	7.25	无特殊原因	汉森制药	-4.93	无特殊原因
山东药玻	7.17	无特殊原因	九强生物	-4.93	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 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
长生退	63.83	退市期波动	海思科	-24.60	无特殊原因
奥翔药业	44.25	三季报业绩高增长&公司原料药 (恩替卡韦、双环醇)获 GMP 证书	德展健康	-24.32	阿托伐他汀集采扩面
天宇股份	37.28	无特殊原因	康缘药业	-19.55	银杏二萜内酯续约降价幅度较大
同和药业	33.00	公司坎地沙坦酯原料药获得韩国市场准入资格	通化东宝	-15.67	口服降糖药物低价进医保,带量采购变化预期影响
山大华特	23.84	独家中成药进入最新国家医保目录	康恩贝	-14.78	带量采购变化预期影响
华森制药	23.40	独家中成药进入《国家基本医疗保险, 工伤保险, 生育保险药品目录》	通化金马	-13.97	无特殊原因
康弘药业	21.76	朗沐续签降价幅度好于预期	贵州百灵	-13.75	无特殊原因
华北制药	16.97	狂犬单抗大品种进展预期	开开 B 股	-13.64	无特殊原因
普洛药业	16.24	子公司通过日本 PMDA 认证	上海莱士	-12.45	关联交易
钱江生化	15.97	无特殊原因	尔康制药	-12.16	业绩下滑

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 16: 国盛医药四大景气赛道下的重点覆盖特色硬核资产

四大方向	细分领域	上市公司	代码	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	002821.SZ	304.50	4.28	5.73	33.79%	53
		药明康德	603259.SH	1537.07	22.61	22.43	-0.79%	69
		泰格医药	300347.SZ	481.14	4.72	6.94	47.07%	69
		昭衍新药	603127.SH	100.47	1.08	1.62	49.53%	62
		康龙化成	300759.SZ	375.23	3.39	4.69	38.39%	80
		量子生物	300149.SZ	66.62	1.61	-	-	-
		药石科技	300725.SZ	98.88	1.33	1.78	33.60%	55
	创新药	艾德生物	300685.SZ	108.31	1.27	1.44	13.41%	75
		博腾股份	300363.SZ	74.46	1.24	1.76	41.47%	42
		九州药业	603456.SH	109.09	1.57	2.72	72.89%	40
		恒瑞医药	600276.SH	3841.21	40.66	51.51	26.70%	75
		丽珠集团	000513.SZ	249.10	10.82	12.41	14.70%	20
		贝达药业	300558.SZ	287.32	1.67	2.46	47.47%	117
		康弘药业	002773.SZ	332.20	6.95	7.76	11.66%	43
科伦药业	002422.SZ	321.79	12.13	12.12	-0.10%	27		

		复星医药	600196.SH	620.95	27.08	30.45	12.46%	20	
		天士力	600535.SH	226.60	15.45	16.00	3.53%	14	
		海思科	002653.SZ	211.33	3.33	4.90	46.98%	43	
		华北制药	600812.SH	147.26	1.51	-	-	-	
	创新疫苗	智飞生物	300122.SZ	794.24	14.51	24.30	67.43%	33	
		沃森生物	300142.SZ	481.37	10.46	1.83	-82.51%	263	
		康泰生物	300601.SZ	577.80	4.36	5.59	28.31%	104	
医药扬帆出海	注射剂国际化	健友股份	603707.SH	303.20	4.25	5.97	40.60%	51	
		普利制药	300630.SZ	159.09	1.81	2.98	64.50%	53	
	口服国际化	华海药业	600521.SH	229.43	1.08	-	-	-	
医药健康消费	品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	230.54	20.85	9.80	-53.01%	24	
		片仔癀	600436.SH	618.88	11.43	13.91	21.70%	44	
		云南白药	000538.SZ	1096.52	34.11	39.23	15.00%	28	
			同仁堂	600085.SH	353.84	11.34	11.78	3.83%	30
			华润三九	000999.SZ	291.52	14.32	22.47	56.88%	13
			太极集团	600129.SH	62.65	0.70	-	-	-
			广誉远	600771.SH	71.59	3.74	3.21	-14.19%	22
		其他特色消费	我武生物	300357.SZ	246.14	2.33	3.03	30.11%	81
			欧普康视	300595.SZ	211.99	2.16	2.98	37.66%	71
			健帆生物	300529.SZ	301.98	4.02	5.58	38.71%	54
			长春高新	000661.SZ	889.89	10.06	14.79	47.00%	60
			安科生物	300009.SZ	155.66	2.63	3.54	34.49%	44
			兴齐眼药	300573.SZ	67.79	0.14	-	-	-
		华熙生物	688363.SH	399.31	4.24	5.83	37.51%	68	
医药品牌连锁	药店	益丰药房	603939.SH	289.12	4.16	5.69	36.66%	51	
		老百姓	603883.SH	183.48	4.35	5.33	22.52%	34	
		一心堂	002727.SZ	127.92	5.21	6.20	18.93%	21	
			大参林	603233.SH	264.63	5.32	6.95	30.74%	38
			国药一致	000028.SZ	172.32	12.11	13.34	10.15%	13
	特色专科连锁	爱尔眼科	300015.SZ	1264.84	10.09	13.84	37.15%	91	
		美年健康	002044.SZ	560.16	8.21	9.69	18.00%	58	
		通策医疗	600763.SH	337.47	3.32	4.71	41.90%	72	
		迪安诊断	300244.SZ	135.94	3.89	4.86	24.95%	28	
		金城医学	603882.SH	242.72	2.33	4.00	71.43%	61	
	流通	上海医药	601607.SH	461.71	38.81	43.01	10.81%	11	
		九州通	600998.SH	251.04	13.41	16.89	25.99%	15	
		柳药股份	603368.SH	85.88	5.28	7.11	34.70%	12	
其他特色领域	医疗信息化	国药股份	600511.SH	182.51	14.04	15.44	9.98%	12	
		卫宁健康	300253.SZ	250.10	3.03	4.15	36.81%	60	
		久远银海	002777.SZ	74.58	1.19	1.57	32.27%	48	
	创新及特色医疗器械	迈瑞医疗	300760.SZ	2252.68	37.19	46.30	24.48%	49	
		乐普医疗	300003.SZ	568.35	12.19	17.03	39.77%	33	
		安图生物	603658.SH	428.40	5.63	7.34	30.56%	58	

	开立医疗	300633.SZ	100.59	2.53	2.64	4.44%	38
	正海生物	300653.SZ	59.34	0.86	1.10	28.21%	54
	大博医疗	002901.SZ	242.12	3.71	4.62	24.44%	52
	万孚生物	300482.SZ	171.28	3.08	4.11	33.43%	42
	九强生物	300406.SZ	85.15	3.01	3.39	12.58%	25
	南微医学	688029.SH	217.32	1.93	2.77	43.75%	78
	华兰生物	002007.SZ	475.64	11.40	14.31	25.59%	33
血制品	博雅生物	300294.SZ	136.50	4.69	5.36	14.23%	25
	天坛生物	600161.SH	284.13	5.09	6.23	22.26%	46
	双林生物	000403.SZ	87.28	0.80	1.87	133.79%	47
	华东医药	000963.SZ	404.03	22.67	27.88	22.97%	14
	恩华药业	002262.SZ	112.13	5.25	6.49	23.68%	17
	信立泰	002294.SZ	190.37	14.58	12.91	-11.48%	15
特色处方药	华润双鹤	600062.SH	129.26	9.69	10.59	9.33%	12
	济川药业	600566.SH	181.56	16.88	18.57	10.03%	10
	通化东宝	600867.SH	257.30	8.39	9.67	15.36%	27
	健康元	600380.SH	188.76	6.99	8.63	23.40%	22
	东诚药业	002675.SZ	131.24	2.80	3.77	35.60%	35
	北陆药业	300016.SZ	40.86	1.48	1.89	28.10%	22
	京新药业	002020.SZ	72.70	3.70	5.21	40.86%	14
	山河药辅	300452.SZ	20.55	0.70	0.87	24.48%	24
	山东药玻	600529.SH	153.86	3.58	4.62	28.95%	33
	司太立	603520.SH	71.71	0.94	1.67	78.19%-	43
辅料包材	普洛药业	000739.SZ	161.93	3.71	5.34	44.15%	30
	美诺华	603538.SH	39.31	0.96	1.61	65.48%	24
	仙琚制药	002332.SZ	93.36	3.01	4.05	34.40%	23
	天宇股份	300702.SZ	99.52	1.64	5.75	251.59%	17

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(智飞、东诚、沃森、普利、昭衍新药、柳药、美年、凯莱英、丽珠、健康元、科伦、云南白药、片仔癀、健友、我武、康弘、恒瑞、长春高新、通策、药石科技、贝达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