

医药生物

岁末盘点：顺趋势下的极致分化，世界级医药企业已初露锋芒

本周回顾与周专题：本周中万医药指数上涨0.33%，位列全行业第22，跑输沪深300指数和创业板指数。本周专题我们对医药板块进行了岁末盘点：**顺产业趋势下的极致分化，世界级医药企业已初露锋芒。**

板块观点：12月以来医药板块开始反弹，其中恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、药明康德等龙头表现强势，抱团风格极致。核心原因我们认为是随着医保谈判等落地以及悲观情绪和高估值部分消化后的市场选择，强者恒强，政策变革中龙头确定性最强，资金率先布局。医药的长期的趋势向上确定性高（百花齐放时代/产业淘汰赛/医药总量&仓位增配牛），考虑2021年Q1部分细分赛道的同比高成长性、市场医药仓位及调整市场，我们认为**21年Q1有望成为医药最佳躁动期，关注政策免疫主赛道优质二线。展望2021年**，我们认为在整体估值不便宜的状态下，医药投资更要把握最核心特性“强科技+消费最强成长”，“科技”从真创新中挖掘强爆发；“消费最强成长”把握业绩成长强确定性、线性外推延续时长及高天花板这两项真成长核心要素。注册制大环境下强化了确定性成长寻求成本考量、政策诱导下医药淘汰赛下强化了确定性选择胜率考量、外资持续流入&居民资产权益化配置弱化了优质成长估值考量，因此我们认为2021年医药：（1）非产品端口强于产品端口、非医保产品端口强于医保产品端口（政策对产品端中短期成长确定性预期扰动很大）；（2）确定性龙头强于其他（龙头成长确定性预期强），仍有业绩钱可赚；（3）政策免疫的、尤其是非产品端口的细分领域及龙头容易出现估值现象级公司，继续双击（两项核心因素逻辑最强）。再考虑疫情特殊时期，我们策略思路为“全球疫情常态化超预期”+“更为极致聚焦的政策免疫”，具体细分详见后文。

一、如何看待12月医药的反弹和极致的龙头风格？此前医药经历了4个月的调整，核心在于上半年大牛市带来的高估值压制。各项政策落地消化了一定的悲观情绪，我们也在前几期周报中对医药底部布局期进行了提示。龙头率先反弹基于政策变革带来的龙头强者恒强和确定性。

二、如何理解医药政策？对一些对本质的理解，多一些常态化认知。政策已不是医药板块的主要影响因素，但要观测其对部分细分领域及个股的影响。

（1）**创新药医保谈判结束，再次验证政策导向，支持创新！**我们继续强调，政策大政方针已定，多一些本质理解，多一些常态化认知！市场学习效应下，政策已非主要矛盾，逐步弱化政策考量。

（2）**医药政策出台的目的不应也不会是遏制行业发展，回顾历史，每一轮重要政策的出台，本质都在于加速行业正向发展，实现优胜劣汰下的产业结构优化，每一轮调整都孕育了巨大的结构性机会。**（例如：2015年722事件后的CRO大机会，2018年疫苗事件后的疫苗大机会；2018年仿制药集采后的医药大机会）

三、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，我们认为医药核心资产以及二线资产的估值重塑仍然没有结束。

（1）**GDP处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**医药长期广阔空间带来的持续高速增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。

（2）**未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。**医药近5年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入长时间维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从2020年Q3持仓来看，有多个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值将会成为新常态，只会波动不会消失。

四、配置思路：

除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“疫情常态化超预期受益+更为聚焦的政策免疫”是两条核心思路。具体如下：

1) 疫情常态化超预期受益思路：疫苗（智飞生物）、耗材-手套（英科医疗）；

2) 更为聚焦政策免疫思路：

服务端：医疗服务（爱尔眼科、通策医疗、信邦制药）、创新服务商（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业、博腾股份）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）、诊断服务-早筛（贝瑞基因）、信息化服务-医疗信息化（创业慧康）；

制造端：疫苗（康华生物）、核医学（东诚药业）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药）、健康消费升级&大单品-皮肤科（冠昊生物）；大单品-狗抗、流感（南新制药）；

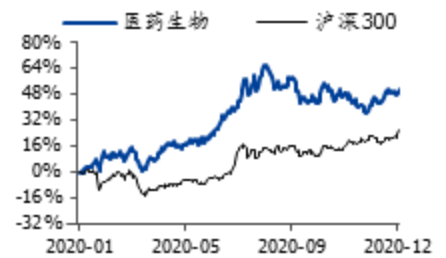
3) 其他思路：确定性龙头&细分龙头（长春高新、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、金城医学、康泰生物、片仔癀、健友股份、普利制药、安图生物、司太立）、拐点变革（太极集团）、其他新股；

4) 其他长期跟踪看好：博瑞医药、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、昊海生科、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、美年健康、九州通、柳药股份等。

风险提示：1) 负面政策持续超预期；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

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 1、《2021 医药“春季躁动”有望提前到来，关注医药消费投资机会》2020-12-13
- 2、《医药生物：狂犬单抗未来会是品种吗？再次强调12月是医药底部布局期》2020-12-6
- 3、《医药生物：调整后的CXO我们怎么看？12月有望成为医药底部布局期》2020-11-29



内容目录

1、医药核心观点	4
1.1 周观点	4
1.2 投资策略及思考	6
1.3 医药板块岁末盘点：顺产业趋势下的极致分化，世界级医药企业已初露锋芒	8
1.3.1 2020年，医药板块这样走过	8
1.3.2 回首&推演，20年医药行业经历了怎样的市值变迁？	11
1.3.3 看过去三年，医药淘汰赛愈演愈烈，医药核心资产超额收益明显	12
1.3.4 医药板块过去三年产业趋势	16
2、本周行业重点事件&政策回顾	17
3、行情回顾与医药热度跟踪	18
3.1 医药行业行情回顾	18
3.2 医药行业热度追踪	22
3.3 医药板块个股行情回顾	23
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	25
5、风险提示	30

图表目录

图表 1: 申万医药生物、沪深 300、创业板整体涨跌幅	8
图表 2: 单月涨跌幅对比 1-7月 (沪深 300 VS 漂亮 30 VS 申万医药 VS 疫情相关)	9
图表 3: 单月涨跌幅对比 8-12月 (沪深 300 VS 漂亮 30 VS 申万医药 VS 疫情相关)	9
图表 4: 2020年"4+X"五大方向分化图	9
图表 5: 2020年医药特色细分领域分化图	10
图表 6: 2020全年涨幅前 30 标的	10
图表 7: 2020年个股涨幅占比	11
图表 8: A股医药市值变迁，生物医药总市值 (亿元)	12
图表 9: 港股医药过去 20年市值变迁 (亿元)	12
图表 10: 漂亮 30 VS 创业板 VS 医药生物	13
图表 11: 申万医药总市值及前十大医药市值公司占比	13
图表 12: 全球医药公司市值前 100	14
图表 13: 2018-2020 医药产业、政策、基本面、资金、估值概览	16
图表 14: 4+X 细分领域 2021 年估值情况 (纵轴为领域 2021E PE, 横轴为领域 2021E 利润增速, 气泡大小代表领域内上市公司市值加总)	16
图表 15: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	18
图表 16: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)	19
图表 17: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	20
图表 18: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020 年初至今, %)	21
图表 19: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	21
图表 20: 申万医药各子行业 2020 年初至今涨跌幅变化图 (%)	22
图表 21: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	22
图表 22: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在中占比的走势变化	23
图表 23: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	23
图表 24: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	24

图表 25: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况.....27

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周回顾与周专题：本周申万医药指数上涨 1.10%，位列全行业第 10，跑赢沪深 300 指数和创业板指数。近期政策利好+资本助推，创新子领域喜讯颇多，有望引发板块关注度，本周专题我们对 6 家被纳入港股通的生物技术企业进行梳理，看南向资金的新选择。

板块观点：12 月以来医药板块开始反弹，其中恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、药明康德等龙头表现强势，风格极致。**核心原因**我们认为是**随着医保谈判等落地以及悲观情绪和高估值部分消化后的市场选择，强者恒强，政策变革中龙头确定性最强，资金率先布局**。医药的长期的大趋势向上确定性高（百花齐放大时代/产业淘汰赛/医药总量&仓位增配牛），考虑 2021 年 Q1 部分细分赛道的同比高成长性、市场医药仓位及调整市场，21 年 Q1 有望成为医药最佳躁动期。**关注政策免疫主赛道优质二线。展望 2021 年**，我们认为在整体估值不便宜的状态下，医药投资更要把握最核心特性“强科技+消费最强成长”，“科技”从真创新中挖掘强爆发；“消费最强成长”把握业绩成长强确定性、线性外推延续时长及高天花板这两项真成长核心要素。注册制大环境下强化了确定性成长寻求成本考量、政策诱导下医药淘汰赛下强化了确定性选择胜率考量、外资持续流入&居民资产权益化配置弱化了优质成长估值考量，因此我们认为 2021 年医药：（1）非产品端口强于产品端口、非医保产品端口强于医保产品端口（政策对产品端中短期成长确定性预期扰动很大）；（2）确定性龙头强于其他（龙头成长确定性预期强），仍有业绩钱可赚；（3）政策免疫的、尤其是非产品端口的细分领域及龙头容易出现估值现象级公司，继续双击（两项核心因素逻辑最强）。再考虑疫情特殊时期，我们策略思路为“全球疫情常态化超预期”+“更为极致聚焦的政策免疫”，具体细分方向，详见后文。

一、如何看待 12 月医药的反弹和极致的龙头风格？此前医药已经经历了 4 个月的调整，核心在于上半年大牛市带来的高估值压制。冠脉支架全国集采、谈判落地等消化了一定的悲观情绪，因而我们在前几期周报中对 12 月的医药底部布局期进行了提示。12 月龙头率先反弹主要还是基于政策变革带来的强者恒强，龙头确定性更强。

二、如何理解医药政策？多一些对本质的理解，多一些常态化认知。政策已不是医药板块的主要影响因素，但要观测其对部分细分领域及个股的影响。

（1）**创新药医保谈判结束，再次验证政策导向，支持创新！**我们继续强调，政策大政方针已定，多一些本质理解，多一些常态化认知！市场学习效应下，政策已非主要矛盾，逐步弱化政策考量。

（2）**医药政策出台的**目的不应也不会是遏制行业发展，回顾历史，每一轮重要政策的出台，本质都在于加速行业正向发展，实现优胜劣汰下的产业结构优化，每一轮调整都孕育了巨大的结构性机会。（例如：2015 年 722 事件后的 CRO 大机会，2018 年疫苗事件后的疫苗大机会；2018 年仿制药集采后的医药大机会）

三、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，我们认为医药核心资产以及二线资产的估值重塑仍然没有结束。

（1）**GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。

（2）**未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。**医药近 5 年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的

速度，市场进入长时间维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从2020年Q3持仓来看，有多个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值将会成为新常态，只会波动不会消失。

四、配置思路：

除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“疫情常态化超预期受益+更为聚焦的政策免疫”是两条核心思路。具体如下：

1) 疫情常态化超预期受益思路：疫苗（智飞生物）、耗材-手套（英科医疗）；

2) 更为聚焦政策免疫思路：

服务端：医疗服务（爱尔眼科、通策医疗、信邦制药）、创新服务商（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业、博腾股份）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）、诊断服务-早筛（贝瑞基因）、信息化服务-医疗信息化（创业慧康）；

制造端：疫苗（康华生物）、核医学（东诚药业）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药）、健康消费升级&大单品-皮科（冠昊生物）；大单品-狗抗、流感（南新制药）；

3) 其他思路：确定性龙头&细分龙头（长春高新、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、金域医学、康泰生物、片仔癀、健友股份、普利制药、安图生物、司太立）、拐点变革（太极集团）、其他新股；

4) 其他长期跟踪看好：博瑞医药、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、昊海生科、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、美年健康、九州通、柳药股份等。

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、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、睿智医药、药石科技、艾德生物、博腾股份、九洲药业、美迪西、维亚生物、方达控股等；
- **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、中国生物制药、翰森制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、复星医药、海思科、信立泰、冠昊生物等传统转型药企，以及贝达药业、信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、再鼎医药、南新制药、荣昌生物、康方生物、泽璟制药、微芯生物、康宁杰瑞等 biotech 企业；
- **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、万泰生物、康华生物、康希诺生物等。
- **创新&特色头部器械耗材：**推荐重点关注迈瑞医疗、微创医疗、乐普医疗、威高股份、心脉医疗、启明医疗、南微医学、天智航、健帆生物、英科医疗等。

（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、普利制药等；
- **口服国际化：**重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注华海药业。
- **创新药国际化：**推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业、信达生物、百济神州、再鼎医药等。

（3）医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费：**推荐重点关注东阿阿胶、片仔癀、云南白药、同仁堂、华润三九等；
- **眼科：**推荐重点关注爱尔眼科、光正眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科等；
- **医美：**推荐重点关注爱美客、华熙生物、朗姿股份等；
- **儿科相关：**推荐重点关注我武生物、长春高新、安科生物等。

（4）医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店：**推荐重点关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、国药一致等；
- **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、锦欣生殖、光正眼科等；
- **第三方检验服务商：**推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

（5）X（其他特色细分龙头）：

- **医疗信息化&互联网医疗：**推荐重点关注卫宁健康、创业慧康、阿里健康、平安好医生等；
- **IVD：**推荐重点关注安图生物、新产业、迈克生物、万孚生物、艾德生物、贝瑞基

因等；

- **原辅包材：**推荐重点关注山河药辅、山东药玻、浙江医药、新和成、司太立、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药等；
- **血制品：**推荐重点关注华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等；
- **特色专科药：**推荐重点关注恩华药业、人福医药、华润双鹤、通化东宝、健康元、东诚药业、北陆药业、京新药业等；
- **流通：**推荐重点关注上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等；
- **其他特色：**推荐重点关注伟思医疗、华北制药、太极集团等。

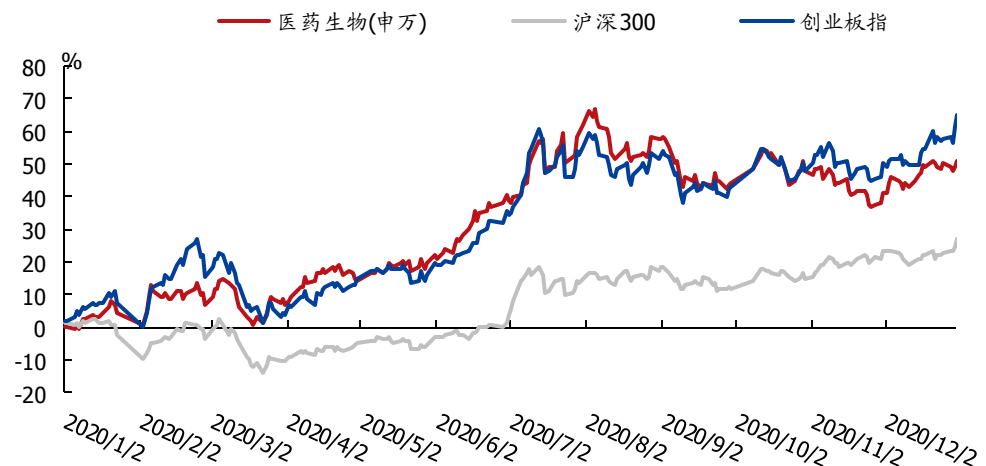
1.3 医药板块岁末盘点：顺产业趋势下的极致分化，世界级医药企业已初露锋芒

1.3.1 2020年，医药板块这样走过

2020 医药行业先抑后扬，一度领跑全行业，8 月后震荡回落，12 月迎来一波反弹；2020 年全年，申万医药指数涨幅为 51.10%，跑赢沪深 300 指数 23.89 个百分点，跑输创业板综指 13.87 个百分点。市场对疫情走势的预期成为医药行情的主导因素。

- **1 月：**整体行情回暖后，市场热点活跃，医药中 CXO 等领域业绩预增公告密集发布，上涨明显；1 月 23 号武汉封城后 A 股整体下挫，医药表现出避险属性。
- **2 月：**春节后复盘后，市场在政策宽松预期下大幅反弹，创业板成为市场热点，医药明显跑赢沪深 300，跑输创业板。
- **3 月：**全球疫情开始蔓延，外部市场下跌带动 A 股下跌；3 月 25 日，湖北除武汉外解封，市场全面反弹，医药开始强势表现。
- **4 月：**医药行业比较优势显现，疫情加成股 2020 年 Q1 爆发，新冠疫苗热度上升，原料药企业上涨明显，带动医药超额收益。
- **5 月：**全球疫情第二波、第三波预期加强，医药盘整后继续跑赢创业板及沪深 300。
- **6-7 月：**医药板块赚钱效应明显，市场资金加速流入，2020H1 基金持仓数据显示公募基金持续超配医药。
- **8-9 月：**市场对医药过热产生担忧，资金流出明显，前期疫苗、疫情受益概念、眼科等涨幅居前细分领域个股均出现持续回调。
- **10 月：**上半月多个行业龙头及疫情受益股业绩超预期带动三季报行情，下半月因国内外疫苗均出现关键性进度进展，医药比较优势弱化。
- **11 月：**心脏冠脉支架国家集采价格降幅超预期，导致市场对医药板块悲观情绪加重，回调明显。
- **12 月：**12 月医药板块开始反弹，其中恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、药明康德等龙头表现强势，风格极致。核心原因我们认为是随着医保谈判等落地以及悲观情绪和高估值部分消化后的市场选择，强者恒强，政策变革中龙头确定性最强，资金率先布局。

图表 1：申万医药生物、沪深 300、创业板整体涨跌幅



资料来源：wind，国盛证券研究所

漂亮 30 和疫情相关的个股跑赢指数。上半年疫情相关个股大幅跑赢申万医药指数和漂亮 30。下半年开始疫情相关个股也经历了一波调整，但全年表现亮眼。漂亮 30 整体表现稳健，尤其是 8-10 月指数调整期超额收益明显，而 12 月更强势引领反弹，体现强者恒强态势。

图表 2: 单月涨跌幅对比 1-7月 (沪深 300 VS 漂亮 30 VS 申万医药 VS 疫情相关)

板块	2020.01	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07
沪深 300	-2.5%	-2.8%	-5.6%	5.0%	-1.2%	6.6%	12.0%
漂亮 30	6.6%	3.5%	4.2%	8.0%	7.5%	17.8%	13.2%
申万医药	5.4%	2.4%	0.4%	5.8%	6.4%	18.2%	16.0%
疫情相关	8.9%	6.1%	7.9%	16.0%	8.2%	23.1%	48.5%

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, “疫情相关”包括英科医疗、金域医学、振德医疗、智飞生物等 25 支个股)

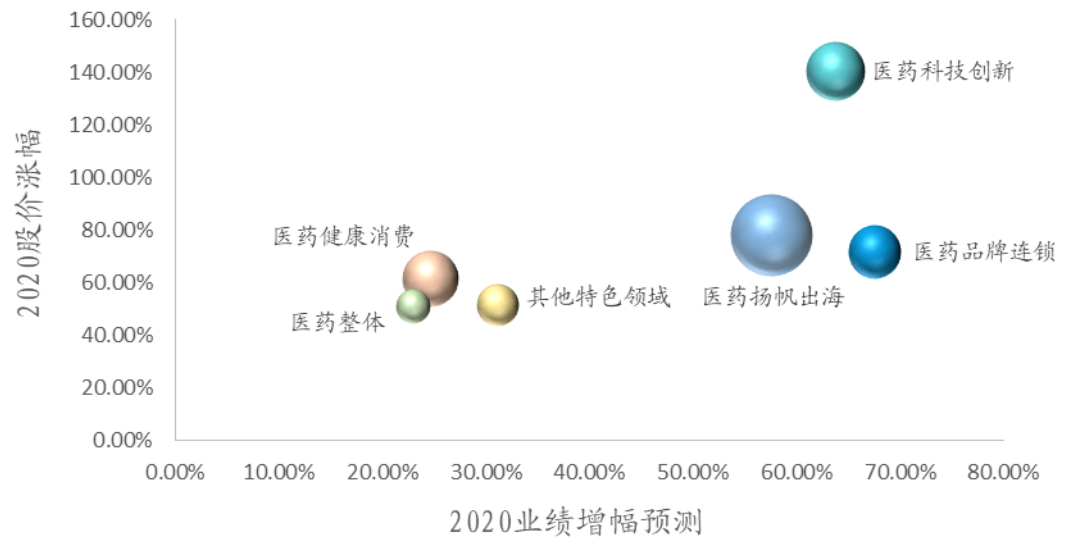
图表 3: 单月涨跌幅对比 8-12月 (沪深 300 VS 漂亮 30 VS 申万医药 VS 疫情相关)

板块	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2020 全年
沪深 300	2.8%	-4.1%	2.1%	5.8%	3.4%	23.5%
漂亮 30	-0.4%	-5.0%	5.6%	-9.8%	22.1%	95.0%
申万医药	-4.5%	-7.0%	2.9%	-7.5%	8.8%	51.1%
疫情相关	-17.9%	-4.7%	4.0%	-14.6%	11.9%	121.1%

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, “疫情相关”包括英科医疗、金域医学、振德医疗、智飞生物等 25 支个股)

4+X 新兴细分领域估值持续提升。

图表 4: 2020 年 “4+X” 五大方向分化图

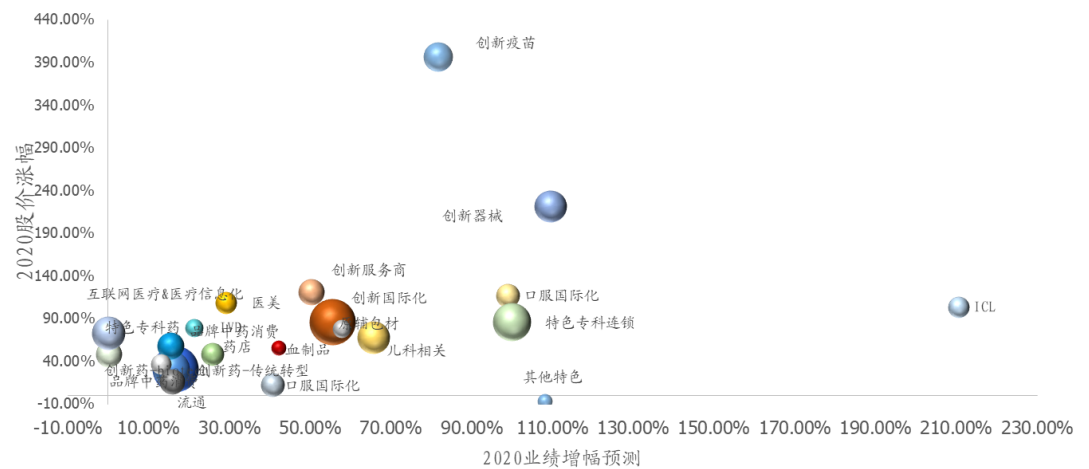


资料来源: wind, 国盛证券研究所 (气泡大小为成分股年初平均市值)

- **医药科技创新和医药品牌连锁明显跑赢, 涨幅更多是拔估值:** 2020 年, 新兴分类下细分领域多点开花, 我们重点看好的 4+X 五大长期主线中科技创新及品牌连锁表现强势, 医药科技创新 (创新疫苗+CXO) 和医药品牌连锁 (专科连锁+药店+ICL) 明显跑赢, 涨幅更多是拔估值。
- **细分领域表现高度分化:** 创新疫苗 (+396%)、创新器械 (+221%)、CXO (+121%)、医美 (+109%)、ICL (+103%) 等涨幅居前; 注射剂国际化 (+12%)、流通 (+16%) 涨幅靠后。在疫情影响下, 2020 年细分领域业绩出现大分化, 且部分领域股价上涨

与业绩发生背离，体现了投资者对业绩一过性影响及估值容忍度提升。在国内外政策局势变革期，受政策扰动相对小、符合产业发展方向、并有长期逻辑支撑的领域更受投资者青睐。

图表 5: 2020 年医药特色细分领域分化图



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, 互联网医疗业绩为扭亏, biotech 为持续亏损)

涨幅居前标的:

图表 6: 2020 全年涨幅前 30 标的

公司代码	证券简称	涨跌幅	所属领域	市值/亿元	相关逻辑
300677.SZ	英科医疗	1428%	医疗器械	592	疫情催化手套需求旺盛, 手套全球格局演变
603976.SH	正川股份	320%	医疗器械	110	疫情相关概念标的
603301.SH	振德医疗	306%	医疗器械	142	疫情催化口罩等防疫产品需求旺盛
688399.SH	硕世生物	236%	医疗器械	113	疫情催化新冠检测产品需求旺盛
002030.SZ	达安基因	228%	医疗器械	301	疫情催化新冠检测产品需求旺盛
600211.SH	西藏药业	203%	生物制品	167	斯微生物合作, 研发新冠 mRNA 疫苗
300122.SZ	智飞生物	199%	生物制品	2,367	疫苗龙头, 重组蛋白新冠疫苗进入临床 III 期
300318.SZ	博晖创新	192%	医疗器械	98	疫苗概念, 获得血制品产品批文
600763.SH	通策医疗	170%	医疗服务	887	政策免疫, 医疗服务专科连锁优质标的
688202.SH	美迪西	169%	医疗服务	97	CXO 优质标的
300595.SZ	欧普康视	160%	医疗器械	497	眼科赛道优质标的, 儿童消费升级受益
000516.SZ	国际医学	159%	医疗服务	248	政策免疫, 医疗服务标的
603456.SH	九洲药业	159%	化学制药	288	CXO 优质标的
300347.SZ	泰格医药	157%	医疗服务	1,397	CXO 优质标的
300363.SZ	博腾股份	156%	化学制药	198	CXO 优质标的
300206.SZ	理邦仪器	156%	医疗器械	106	疫情催化公司监护仪等设备业务受益
603229.SH	奥翔药业	153%	化学制药	88	特色原料药特色标的
002581.SZ	未名医药	153%	生物制品	121	新冠疫苗相关, 相关公司科兴中维
600079.SH	人福医药	151%	化学制药	523	麻醉药优质标的, 战略变化拐点
603882.SH	金域医学	151%	医疗服务	589	ICL 龙头, 新冠核酸检测相关标的

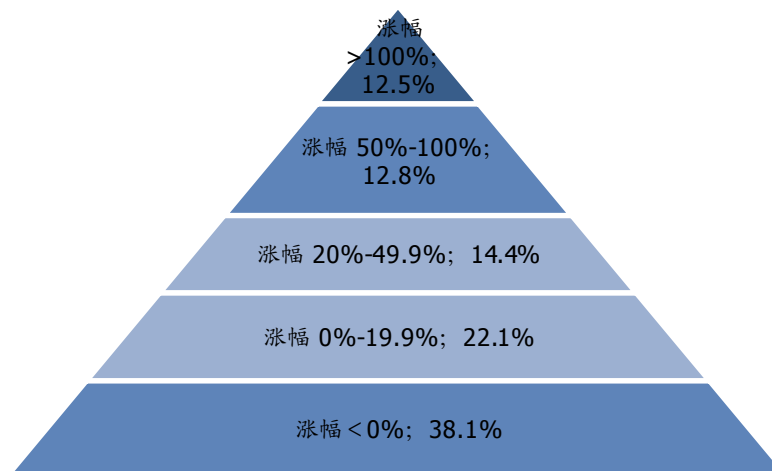
603127.SH	昭衍新药	150%	医疗服务	235	CXO 优质标的
300015.SZ	爱尔眼科	147%	医疗服务	3,087	政策免疫，医疗服务专科连锁优质标的
600436.SH	片仔癀	145%	中药	1,614	政策免疫，品牌中药消费品龙头
300298.SZ	三诺生物	142%	医疗器械	202	血糖监测内生稳健，受益新冠检测试剂
300760.SZ	迈瑞医疗	136%	医疗器械	5,179	器械龙头
300453.SZ	三鑫医疗	134%	医疗器械	46	血液净化特色标的，业绩爆发
300759.SZ	康龙化成	134%	医疗服务	943	CXO 优质标的
002821.SZ	凯莱英	131%	化学制药	725	CXO 优质标的
688139.SH	海尔生物	127%	医疗器械	207	疫情影响，低温冷链存储，生物安全业务受益
300705.SZ	九典制药	119%	化学制药	63	特色原料药特色标的

资料来源: wind; 国盛证券研究所 (备注: 市值选取日期为 2020 年 12 月 31 日)

个股角度，涨幅 Top 30 个股走势。

- 疫情催化是最大驱动力。30 家公司中，与疫情相关的公司高达 12 家，占比超过 40%。
- 中小市值公司相对亮眼，根源在市场流动性充沛。2020 年涨幅前 30 的公司中，超过 2000 亿公司 3 家，1000-2000 亿公司 2 家，500-1000 亿公司 6 家，500 亿以下公司 19 家，其中 200 亿以下 12 家，涨跌幅受市值影响相对均衡，但中小市值表现更为亮眼，核心原因是受流动性相对充沛影响。
- 个股涨跌幅分布呈现金字塔形分化严重：约 13% 个股涨幅超过 100%，13% 个股涨幅 50%-100%；涨幅不足 20% 的个股超过 60%，仍有 38.1% 的个股出现下跌。

图表 7: 2020 年个股涨幅占比



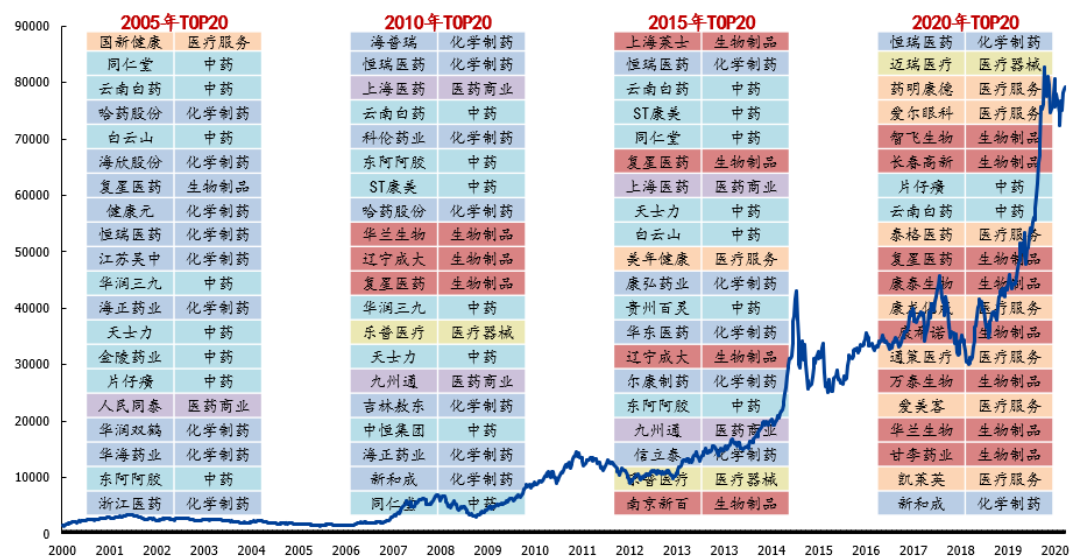
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.2 回首&推演，20 年医药行业经历了怎样的市值变迁？

A 股“真百花齐放&龙头”时代已来。从上市公司角度看，行业已经从 2014-2015 年“假百花齐放”走到了 2020 年的“真百花齐放&龙头”时代。

- 2005-2010 年，医药产业享受医保护容红利，制药企业成为市场主导。
- 2010-2015 年，医药行业野蛮扩张的尾声阶段，医疗服务、器械等方向逐渐开始快速发展。
- 2015-2020 年，医药板块结构性分化，非药标的百花齐放，截至 2020 年，医药市值前 20 位非药已超半壁江山，其中新晋四大 CXO 品牌；此外，排名前五中四个为非药。

图表 8: A 股医药市值变迁, 生物医药总市值 (亿元)

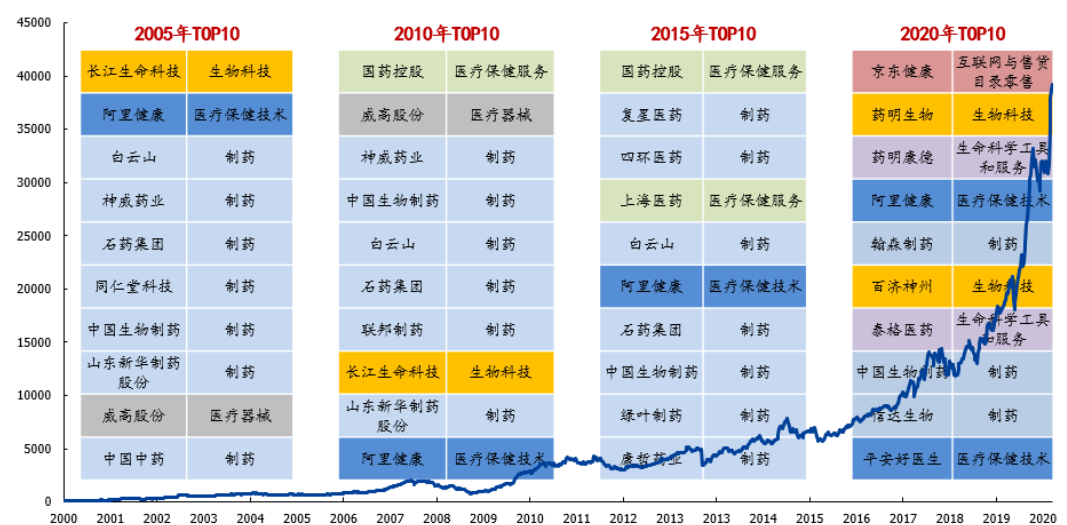


资料来源: wind, 国盛证券研究所

港股互联网医疗+科技创新霸榜。新生态互联网医疗、制药科技创新已经霸榜港股市值前十。

- 2005-2015 年, 港股龙头 (市值排名前 10, 如下图) 以制药企业为主, 其中包括石药、中国生物制药等 BigPharma 常年上榜。
- 2015-2020 年, 港股医药同样经历了结构性分化, 医药商业慢慢退出十强, 代表新生态的互联网医疗巨头京东健康、阿里健康、平安好医生占据十强三位, CXO 公司也因为近年来的快速发展占据两席, 剩下虽然还是制药业务为主, 但是我们可以欣喜的看到, 几乎都是具备系统性创新能力的 BigPharma, 我们还看到了两家极具竞争力的 Biotech。

图表 9: 港股医药过去 20 年市值变迁 (亿元)

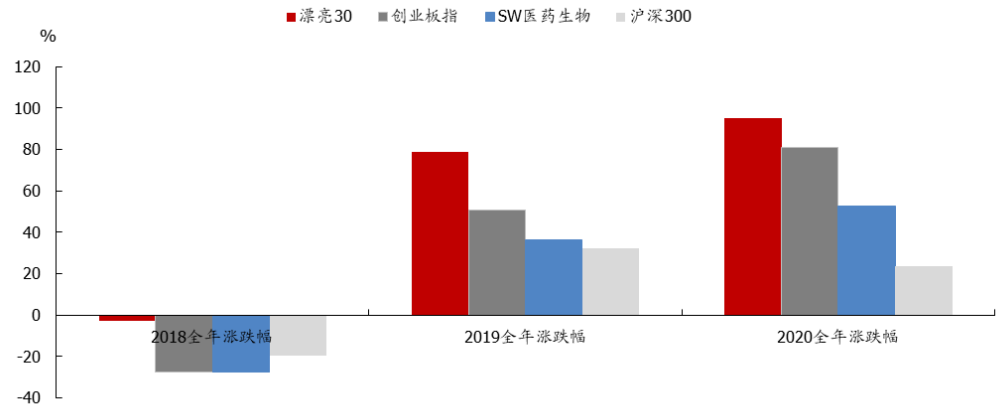


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.3 看过去三年, 医药淘汰赛愈演愈烈, 医药核心资产超额收益明显

过去三年，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。但过去三年，医药核心资产（漂亮30）都有明显超额收益。

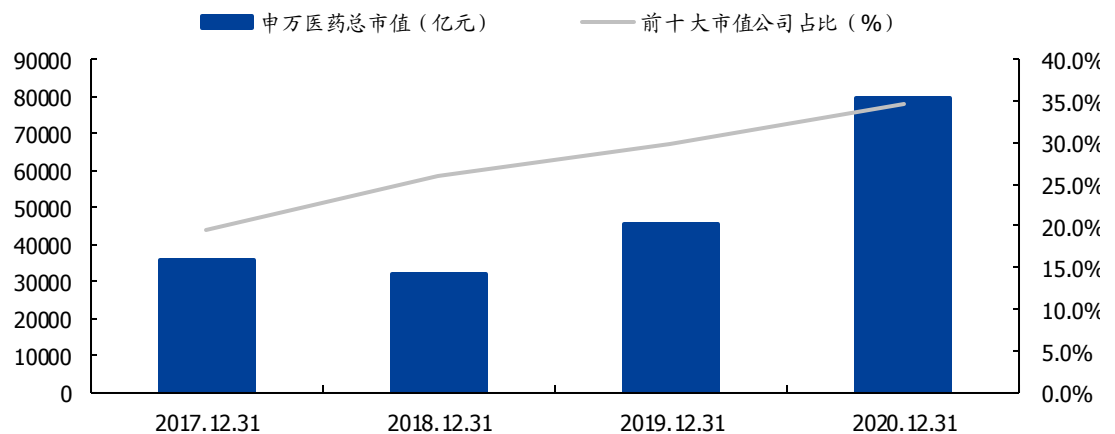
图表 10: 漂亮30 VS 创业板 VS 医药生物



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)

过去三年前十大企业市值占比医药板块比重变化: 过去三年，医药前十大龙头公司市值占比不断提升。从2017年底的占比19.4%，提升至2020年底的34.5%。2017年底仅有恒瑞医药一家公司市值超过千亿；2018年底恒瑞医药和迈瑞医疗两家超过千亿；2019年底恒瑞医药接近4000亿，迈瑞医疗超过2000亿、药明康德、爱尔眼科、云南白药超过千亿；2020年底A股千亿俱乐部成员已经有11家，恒瑞医药市值接近6000亿，迈瑞医疗超过5000亿，药明康德和爱尔眼科超过3000亿，智飞生物超过2000亿，长春高新、片仔癀、云南白药、泰格医药、复星医药、康泰生物市值均超过千亿。

图表 11: 申万医药总市值及前十大医药市值公司占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

我国龙头企业在市值方面已经跻身世界前列。恒瑞医药市值排名药企第12位，迈瑞医疗市值排名器械企业第6位。京东健康、药明康德、药明生物、爱尔眼科、阿里健康、智飞生物等多家细分龙头跻身全球市值Top100。

如何理解核心资产的现象级市值? 逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在+资金持续流入。

- **GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**一方面医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。医药优质标的因其稀缺性，估值方式已经从【当年 PEG 估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】。
- **未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。**医药近 5 年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入几年维度的“医药优质资产荒”）。
- **资金持续注入下的优质资产持续强化的长期配置牛。**医药主题基金持续扩容叠加北上资金持续流入，资本市场长线资金逐步增多（从 2020 年 Q3 持仓来看，有多个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。

图表 12: 全球医药公司市值前 100

序号	证券代码	证券简称	细分板块	市值20201227 (人民币亿元)	2019年净利润 (人民币亿元)	PB(TTM) 20201227
1	JNJ.N	强生公司	器械	26235	1057	24
2	UNH.N	联合健康集团(UNITEDHEALTH)	其他	21134	965	19
3	RHHBF.OO	罗氏控股	药品	15629	972	
4	PFE.N	辉瑞制药(PFIZER)	药品	13540	1135	24
5	MRK.N	默克集团(MERCK)	药品	13252	687	18
6	NVS.N	诺华制药	药品	13109	818	28
7	ABT.N	雅培制药(ABBOTT)	器械	12552	257	57
8	ABBV.N	艾伯维(ABBVIE)	药品	11915	550	25
9	TMO.N	赛默飞世尔科技	其他	11867	258	37
10	NVO.N	诺和诺德	药品	10891	407	29
11	LLY.N	礼来公司(LILLY ELI)	药品	10420	580	29
12	MDT.N	美敦力(MEDTRONIC)	器械	10032	339	43
13	BMJ.N	百时美施贵宝	药品	9032	240	-3141
14	AMGN.O	安进(AMGEN)	药品	8483	547	18
15	AZN.O	阿斯利康(US)	药品	8365	93	59
16	SNY.O	赛诺菲-安万特	药品	7856	219	9
17	ISRG.O	直觉外科手术(INTUITIVE)	器械	6201	96	90
18	600276.SH	恒瑞医药	药品	6132	53	105
19	GSK.N	葛兰素史克	药品	5869	425	11
20	SYK.N	史赛克(STRYKER)	器械	5823	145	51
21	4519.T	中外制药	药品	5540	101	56
22	ANTM.N	ANTHEM	其他	5018	335	15
23	ZTS.N	硕腾公司(ZOETIS)	药品	4993	105	46
24	300760.SZ	迈瑞医疗	器械	4893	47	77
25	BDX.N	碧迪	器械	4701	87	94
26	CI.N	信诺保险(CIGNA)	其他	4695	356	14
27	GILD.O	吉利德科学	药品	4676	376	56
28	4568.T	第一三共	药品	4526	85	56
29	OOMK.L	法国依视路国际	器械	4499		
30	6618.HK	京东健康	其他	4416	-10	-73
31	VRTX.O	福泰制药(VERTEX)	药品	3985	82	23
32	2413.T	M3	其他	3983	14	292
33	BAYN.DY	拜耳	药品	3784	320	
34	TAK.N	武田药品工业	药品	3721	29	108
35	HCA.N	HCA HEALTHCARE	其他	3632	245	16
36	EW.N	爱德华兹生命科学(EDWARDS)	器械	3610	73	70
37	SHL.DF	SIEMENS HEALTHINEERS	器械	3589	122	
38	ILMN.O	ILLUMINA	其他	3505	70	84
39	HUM.N	哈门那(HUMANA)	其他	3502	189	13
40	REGN.O	再生元制药(REGENERON)	药品	3410	148	17
41	7741.T	HOYA	器械	3345	75	46
42	BSX.N	波士顿科学	器械	3237	328	13
43	MRNA.O	MODERNA	药品	3191	-36	-82
44	603259.SH	药明康德	其他	3174	19	131
45	2269.HK	药明生物	药品	3147	10	262
46	207940.KS	SAMSUNG BIOLOGICS	其他	3105	12	
47	300015.SZ	爱尔眼科	其他	3000	14	177
48	VEEV.N	VEEVA SYSTEMS	其他	2847	21	127
49	068270.KS	CELLTRION	药品	2772	18	
50	IDXX.O	IDEXX实验室	器械	2772	30	85

序号	证券代码	证券简称	细分板块	市值20201227 (人民币亿元)	2019年净利润 (人民币亿元)	PE (TTM) 20201227
51	ALGN.O	阿莱技术	器械	2721	31	24
52	0241.HK	阿里健康	其他	2683	0	1006
53	BAX.N	百特国际 (BAXTER INTL)	器械	2657	70	45
54	BIIB.O	生物基因 (BIOGEN)	药品	2503	411	8
55	300122.SZ	智飞生物	药品	2472	24	80
56	A.N	安捷伦科技 (AGILENT)	其他	2353	76	50
57	SGEN.O	SEAGEN	药品	2246	-11	73
58	DXCM.O	德康医疗	器械	2228	7	148
59	IQV.N	IQVIA	其他	2205	13	192
60	CNC.N	CENTENE	其他	2199	92	17
61	ALXN.O	亚力兄制药 (ALEXION)	药品	2183	168	35
62	0708.HK	恒大汽车	其他	2163	-44	-45
63	DIM.PA	SARTORIUS STEDIM BIOTECH	器械	2148	18	
64	ALC.N	爱尔康	器械	2082	-46	-49
65	ZBH.N	齐默尔 (ZIMMER BIOMET)	器械	2022	79	-204
66	4543.T	泰尔茂	器械	2014	56	38
67	RMD.N	瑞思迈	器械	2012	28	45
68	RPRX.O	ROYALTY PHARMA	药品	1998	164	14
69	ALIOY.OO	ACTELION LTD	药品	1975		
70	TDOC.N	TELADOC HEALTH	其他	1970	-7	-274
71	OQBO.L	COLOPLAST	器械	1951	40	
72	7733.T	奥林巴斯	器械	1896	34	58
73	3692.HK	翰森制药	药品	1821	26	79
74	4503.T	安斯泰来制药	药品	1805	128	15
75	MCK.N	麦克森 (MCKESSON)	其他	1792	64	12
76	MTD.N	梅特勒-托利多	其他	1773	39	47
77	000661.SZ	长春高新	药品	1756	18	63
78	FRE.DF	费森尤斯集团	其他	1695	147	
79	GMAB.O	GENMAB	药品	1676	23	79
80	FMS.N	费森尤斯医疗	其他	1653	94	17
81	6869.T	SYSMEX	器械	1586	23	72
82	6160.HK	百济神州	药品	1580	-66	-16
83	4578.T	OTSUKA	药品	1572	81	20
84	CERN.O	塞纳 (CERNER)	其他	1571	37	30
85	BNTX.O	BIONTECH	药品	1509	-14	-48
86	600436.SH	片仔癀	药品	1508	14	95
87	091990.KS	CELLTRION HEALTHCARE	其他	1507		
88	000538.SZ	云南白药	药品	1463	42	30
89	300347.SZ	泰格医药	其他	1429	8	89
90	MRK.DF	德国默克	药品	1407	103	
91	0014.L	MERCK KGAA ORD SHS	药品	1407	103	
92	VTRS.O	晖致公司 (VIATRIS)	药品	1394		
93	EXAS.O	精密科学	药品	1372	-6	-63
94	WST.N	WEST PHARMACEUTICAL SERVICES	器械	1367	17	67
95	4523.T	日本卫材	药品	1348	80	18
96	ONZT.L	UCB	药品	1312	62	
97	600196.SH	复星医药	药品	1302	33	38
98	LH.N	美国控股实验室	其他	1298	57	24
99	ABC.N	美源伯根	其他	1295	60	-6
100	HOLX.O	豪洛捷 (HOLOGIC)	器械	1256	-14	

资料来源: 彭博, wind, 公司公告, 国盛证券研究所

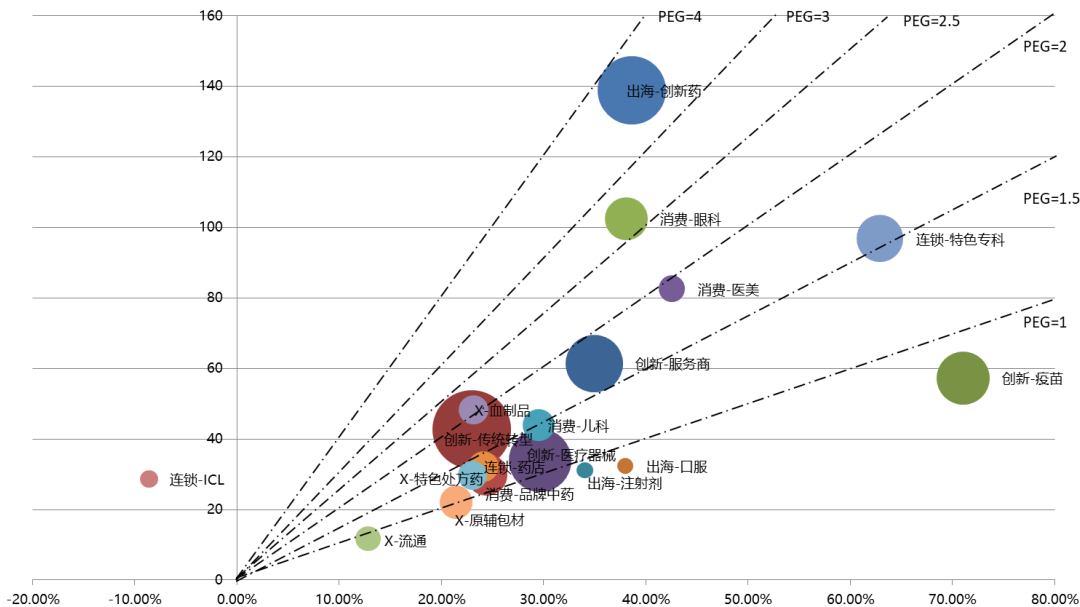
过去三年, 医药产业、政策、基本面、资金趋势确定性延续, 唯一变量是估值。

图表 13: 2018-2020 医药产业、政策、基本面、资金、估值概览

	2018年	2019年	2020年	
产业面 (未变)	<ul style="list-style-type: none"> 供给端: 供给侧改革进行时 需求端: 患者需求持续升级 支付端: 被动支付到主动支付 		<p>产业大趋势延续, 优胜劣汰, 细分领域百花齐放龙头恒强不变!</p>	🛡️
政策面 (未变)	<ul style="list-style-type: none"> 4+7带量试点探索 创新谈判 (36) 两票制 	<ul style="list-style-type: none"> "4+7" 扩面 创新谈判 (100+) 高值耗材集采 医保个人账户改革 	<p>政策推进加速淘汰</p> <ul style="list-style-type: none"> 第三批带量采购 高值耗材集采 注射剂一致性评价 创新谈判数量创新高 	🛡️
基本面 (未变)	<p>2018-2019年行业整体增速承压 (8-10%), 分化加速、加剧, 政策免疫子领域、细分龙头领跑 (创新药、创新药服务商、创新疫苗、血制品、器械 (包括IVD等等)、特色原料药 (包括肝素等等)、医药健康消费品、特色品牌OTC、药房、品牌连锁医疗服务等)</p>		<p>2020年整体基本面受到疫情扰动, 各个领域分化较大。龙头基本面稳健, 部分细分领域受到疫情影响, 但下半年开始回暖明显。</p>	🛡️
资金面 (未变)	<ul style="list-style-type: none"> 持仓变动剧烈 医药主题基金规模下降 外资配置龙头 	<ul style="list-style-type: none"> 医药持仓提升 医药主题基金规模变动不大 外资持续流入 	<ul style="list-style-type: none"> 非医药基金配置波动较大 医药基金继续扩容 外资配置向细分龙头蔓延 	🛡️
估值面 (变量)	<p>2018.12.31 PE (TTM)</p> <ul style="list-style-type: none"> 创业板: 26X 医药生物: 24X 漂亮30: 39X 	<p>2019.12.31 PE (TTM)</p> <ul style="list-style-type: none"> 创业板: 44X 医药生物: 34X 漂亮30: 56X 	<p>2020.12.31 PE (TTM)</p> <ul style="list-style-type: none"> 创业板: 59X 医药生物: 44X 漂亮30: 82X 	?

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 4+X 细分领域 2021 年估值情况 (纵轴为领域 2021EPE, 横轴为领域 2021E 利润增速, 气泡大小代表领域内上市公司市值加总)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.4 医药板块过去三年产业趋势

一年维度看:

疫情之下彰显了医药的确定性和长期成长性产业地位, 医药行业以内需为主, 刚需属性强, 抵御风险能力强。同时疫情更巩固了医药行业的国家战略地位。

疫情在未来 1-2 年维度依然是常态化状态，全人类与新冠病毒的共存状态可能要持续的比想象要久。

三年维度看：

医药的大分化和结构优化已成为共识，平均增速已无太大意义。医保局成立，【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；产业大分化继续，政策免疫及新兴细分领域精彩纷呈。

医药需求正经历可选（健康消费梯次升级）与刚需（疾病谱变迁）的共振。

刚性需求角度：非刚需万金油用药时代已经结束，展望未来 3-5 年，抗肿瘤、糖尿病/肥胖相关、心脏病、阿尔兹海默症药物等刚需强烈的药品/器械有望迎来更大的发展。疾病谱变迁蕴含产业发展大变革的前瞻性脉络。

可选需求角度：健康消费升级带来可选消费梯次爆发，从中择优而选。中青年女性及青少年儿童是更佳的第一顺位的消费升级人群，对应的医美、减肥、生长激素、疫苗、眼科、过敏（脱敏制剂）细分领域有望释放巨大潜能。

创新已经成为医药企业的共识，正从口号变为实际行动。同时已经从泛泛创新转向真格创新。创新方面领先的企业备受资本市场认可。

医药供给侧正经历真正意义上的“进口替代”。以器械板块为例：国产器械逐渐经历从产品快速跟进到创新产品不断问世，国产替代步伐加快，器械出海全球化等一系列发展历程。

国际化是另一未来确定性大趋势。创新头部企业已经逐步瞄准海外市场，国际化先锋企业未来长期空间更大。

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家医保局 人力资源社会保障部关于印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年）》的通知

<http://dwz.date/dMdJ>

12 月 28 日，国家医保局发布了关于印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年）》的通知（以下简称《目录》）。调整后的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年）》内药品总数为 2800 种，其中西药 1264 种，中成药 1315 种，协议期内谈判药品 221 种。目录内中药饮片未作调整，仍为 892 种。

【点评】本次共 138 个目录外独家品种和 24 个目录内续约品种（共计 162 个品种）参与了谈判，其中 119 个品种谈判成功，包括 96 个目录外品种和 23 个目录内品种，谈判总成功率为 73.46%，谈成药品平均降幅 50.64%。国产 PD-1 品种（恒瑞、百济、君实）均谈判成功，国产 4 款 PD-1 品种全部进入医保目录。新版目录将在 2021 年 3 月 1 日起在全国范围内正式启用。此次医保目录调整除了一如既往地支持创新药以外（从结果上来看，2020 年在 8 月 17 日之前上市的品种有 16 个进入新版医保目录），本次医保目录调整还有诸多亮点：首次对目录内药品进行谈判、首次明确带量采购的支付方、疾病覆盖范围广、“新老划断”的医保调整。医保调整及医保谈判的常态化意味着创新药纳入医保乃至进一步放量的时间大大缩短，我们坚定看好创新药标的及创新药服务商。

【事件二】国家卫健委药物政策与基本药物制度司发布关于印发国家短缺药品清单的通

知

<http://dwz.date/dMdG>

12月30日，国家卫健委药物政策与基本药物制度司发布关于印发国家短缺药品清单的通知（以下简称《国家清单》），要求以保供稳价为前提，落实好国家清单中药品在省级药品和医用耗材集中采购平台直接挂网、按规定备案等采购政策，做到价格公开透明。各部门要探索完善短缺药品集中采购、常态储备等工作，引导小品种药（短缺药）集中生产基地积极保障国家清单中药品的生产供应。

【点评】根据此次通知的要求，省级短缺药品供应保障工作会商联动机制牵头单位会同相关部门需要落实好国家清单内短缺药品的采购政策和监测工作，及时通报及协调短缺药品停产情况，强化短缺药品的储备供应。此举在保障国家短缺药品的同时，也保障了相关生产企业的销售，有助于企业生产国家短缺药品的持续性和稳定性。

【事件三】国家卫健委科技教育司发布关于《医疗卫生机构开展研究者发起的临床研究管理办法（征求意见稿）公开征求意见》的公告

<http://dwz.date/dMdf>

12月31日，为进一步规范临床研究管理，提高临床研究质量，促进临床研究健康发展，提升医疗卫生机构诊断治疗、预防控制疾病的能力，国家卫健委发布《医疗卫生机构开展研究者发起的临床研究管理办法（征求意见稿）》公开征求意见（以下简称《管理办法》）。

【点评】该《管理办法》对于医疗卫生机构开展研究者发起的临床研究的基本分类和原则性要求、组织管理、立项管理、财务管理、实施管理、监督管理都做出了全面的阐释，相关医疗机构、研究人员以及企业都应严格遵循，相互配合，共同促进临床研究管理的规范程度，提高临床研究质量。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

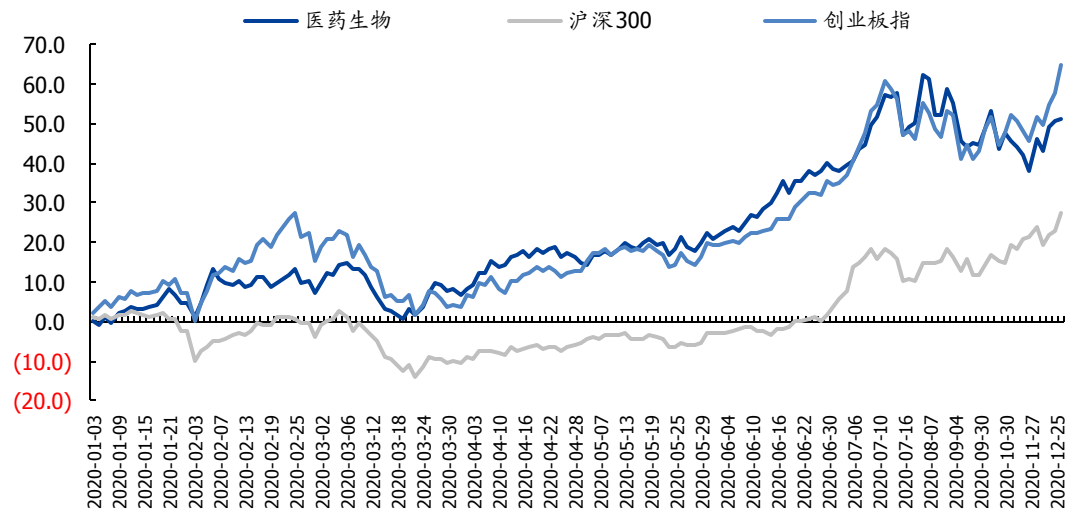
本周医药指数上涨 0.33%，跑输沪深 300 指数和创业板指数。申万医药指数 12077.43 点，周环比上涨 0.33%。沪深 300 上涨 3.36%，创业板指数上涨 4.42%，医药跑输沪深 300 指数 3.03 个百分点，跑输创业板 4.09 个百分点。2020 年 12 月至今申万医药上涨 9.52%，沪深 300 上涨 5.06%，创业板指数上涨 12.70%，医药跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。

图表 15: 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	5,211.29	5,042.01	3.36	5.06	27.21
创业板指数	2,966.26	2,840.80	4.42	12.70	64.96
生物医药 (申万)	12,077.43	12,037.96	0.33	9.52	51.10

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

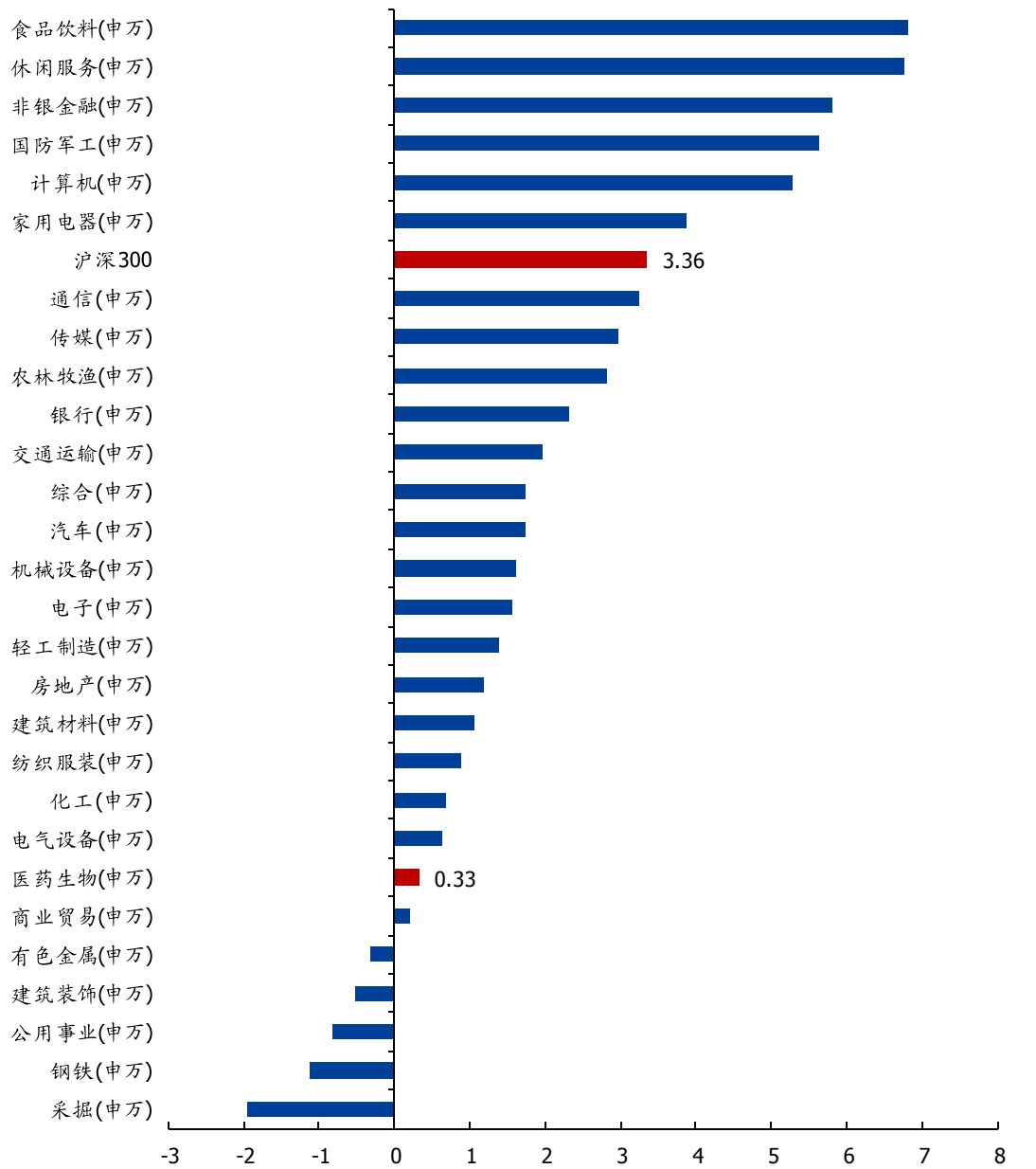
图表 16: 2020年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

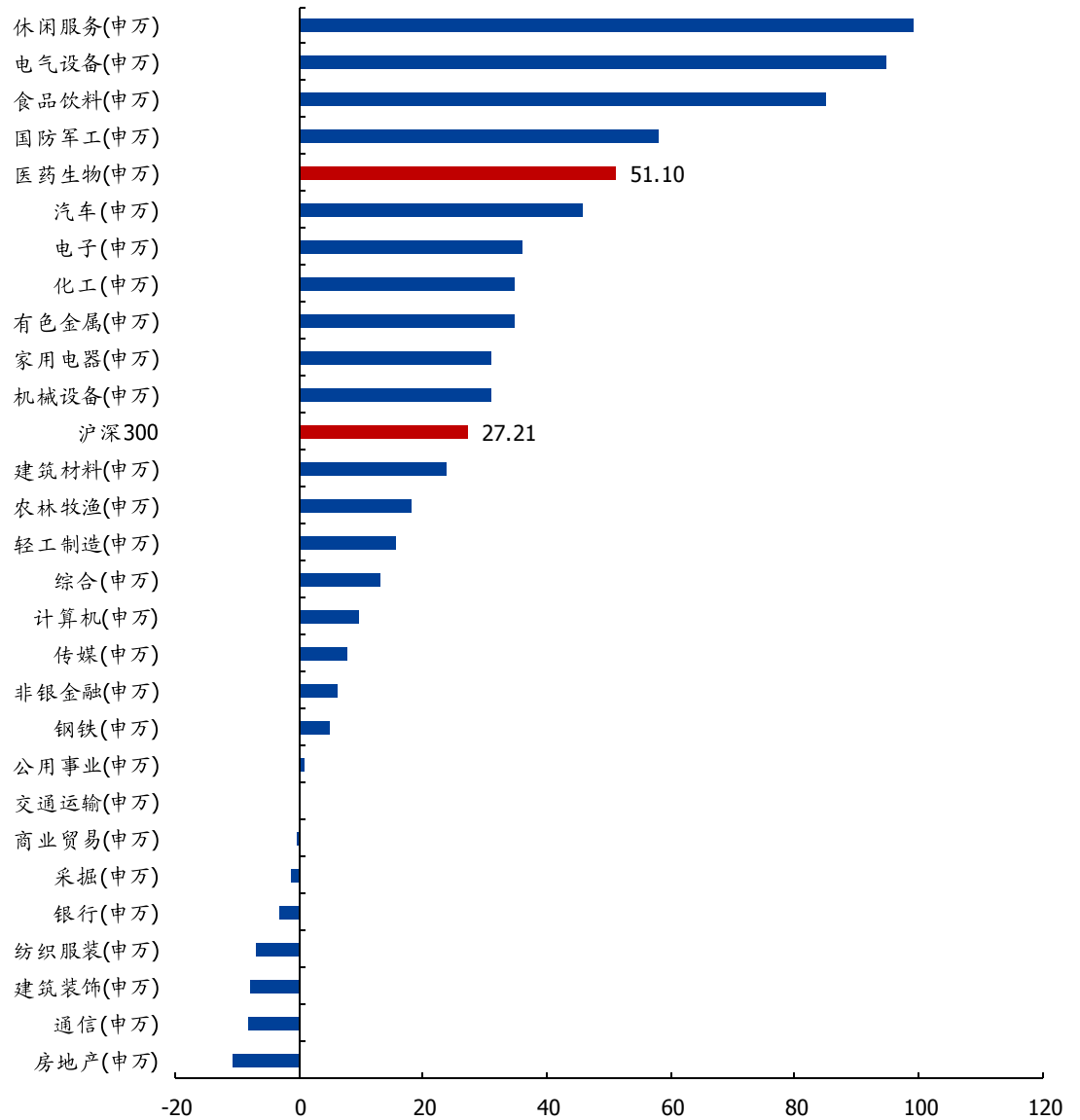
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 22 位。2020 年初至今，医药涨跌幅排在第 5 位。

图表 17: 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

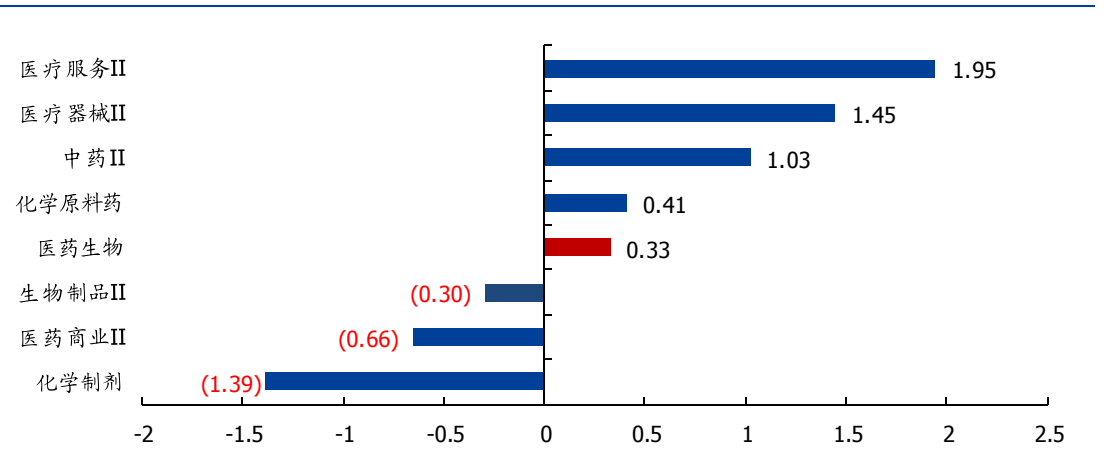
图表 18: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医疗服务 II, 上涨 1.95%; 表现最差的为化学制剂, 下跌 1.39%。

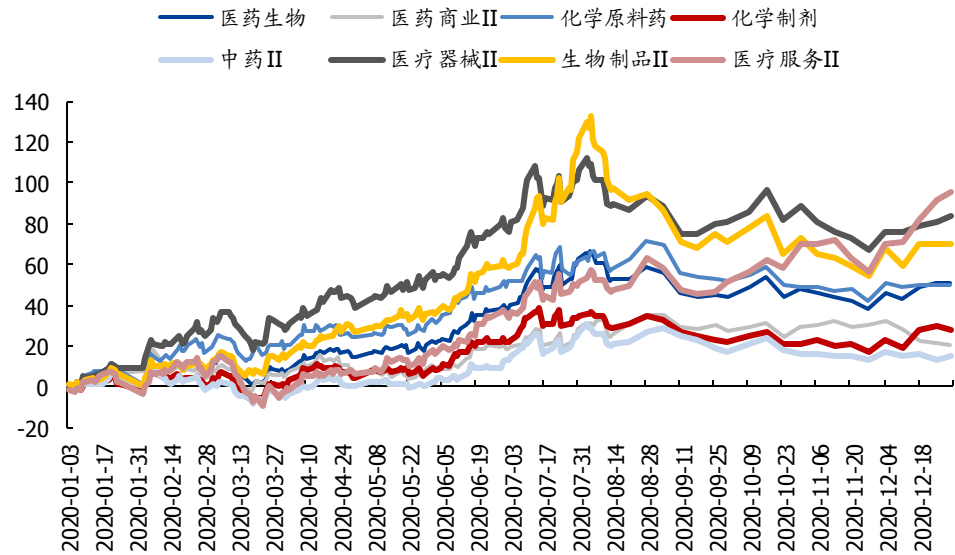
图表 19: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗服务 II 年度涨幅行业内领先。2020 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II，上涨 95.30%；表现最差的子行业为中药 II，上涨 14.66%。其他子行业中，医疗器械 II 上涨 83.82%，生物制品 II 上涨 69.77%，化学原料药上涨 50.04%，医药商业 II 上涨 20.85%，化学制剂上涨 28.02%。

图表 20: 申万医药各子行业 2020 年初至今涨跌幅变化图 (%)



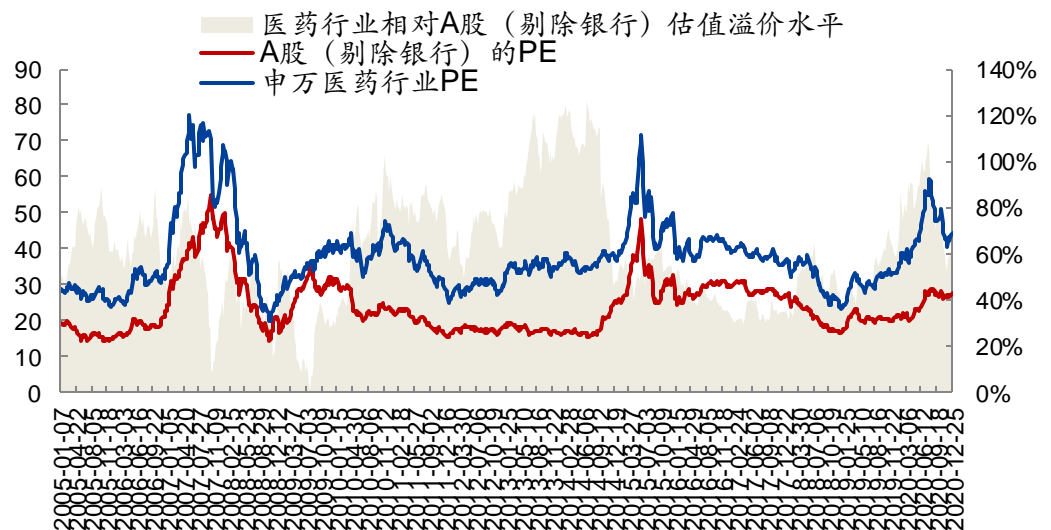
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平回升，处于平均线以上。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 44.73X，较上周相比上升 0.18 个单位，比 2005 年以来均值（37.88X）高 6.85 个单位，本周医药行业整体估值略升。

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 57.56%，较上周下降 3.41 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（61.23%）低 3.67 个百分点，处于相对低位。

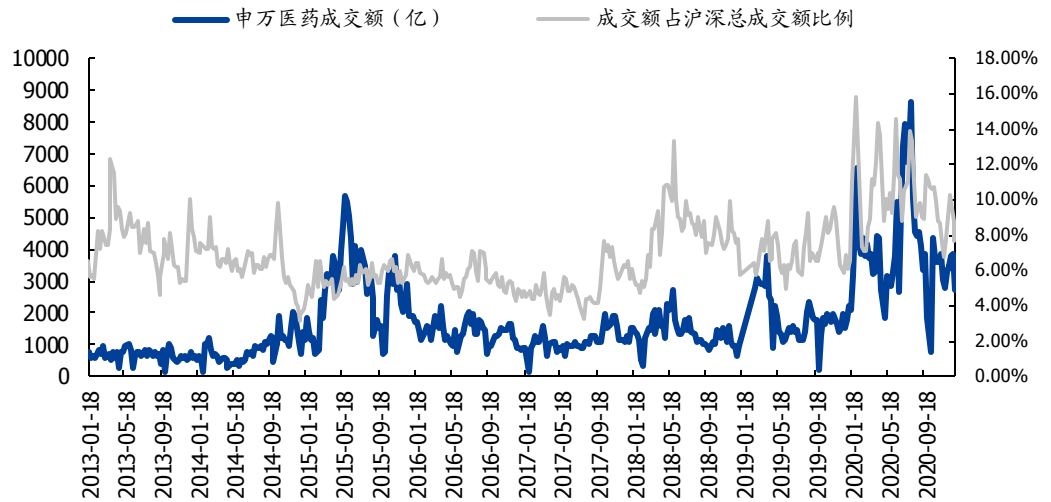
图表 21: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所下降，医药成交总额为 2736.61 亿元，沪深总成交额为 35495.63 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 7.71%（2013 年以来成交额均值为 6.94%）。

图表 22: 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 的为信邦制药、开立医疗、三诺生物、广誉远、基蛋生物。后 5 的为济民制药、赛隆药业、奥锐特、博晖创新、力生制药。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为金域医学、泰格医药、国际医学、万孚生物、通策医疗。后 5 的为济民制药、东亚药业、德展健康、国华网安、*ST 济堂。

图表 23: 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
信邦制药	14.44	二线医疗服务估值扩张	济民制药	-24.85	重大合同落地
开立医疗	11.66	无特殊原因	赛隆药业	-17.31	无特殊原因
三诺生物	8.62	公司产品取得医疗器械注册证	奥锐特	-15.13	无特殊原因
广誉远	8.03	无特殊原因	博晖创新	-12.57	股东减持
基蛋生物	7.91	拟回购股份	力生制药	-11.31	2020 年净利润预计同比下降 60%-100%
爱美客	7.55	无特殊原因	兴齐眼药	-11.27	无特殊原因
康弘药业	7.50	无特殊原因	海正药业	-11.03	无特殊原因
艾德生物	7.49	与广生堂达成战略合作	莱茵生物	-9.17	无特殊原因
英科医疗	7.40	全球疫情常态化预期强化	科华生物	-8.97	监事会主席涉嫌内幕交易被立案调查
片仔癀	7.00	无特殊原因	卫信康	-8.92	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 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
金域医学	47.06	疫情常态化预期强化	济民制药	-66.63	重大合同落地
泰格医药	41.89	政策免疫赛道估值扩张	东亚药业	-34.55	无特殊原因
国际医学	41.71	二线医疗服务估值扩张	德展健康	-30.67	无特殊原因
万孚生物	35.17	新冠抗原试剂新进展	国华网安	-26.98	无特殊原因
通策医疗	33.30	政策免疫赛道估值扩张	*ST 济堂	-24.73	涉信披违规被立案调查, 控股股东全部股份被冻结,
信邦制药	31.07	二线医疗服务估值扩张	寿仙谷	-23.81	无特殊原因
药明康德	31.01	政策免疫赛道估值扩张	国新健康	-21.87	退市风险质疑
英科医疗	30.65	全球疫情常态化预期强化	创新医疗	-21.56	诉讼纠纷
欧普康视	30.38	政策免疫赛道估值扩张	通化金马	-21.45	业绩连续亏损, 重大资产重组失败, 控股股东股份被冻结
康泰生物	30.23	疫苗板块反弹	赛隆药业	-20.48	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

近期我们已经连续发布【国盛医药十年十倍 4+X 主线框架】公司系列深度报告，欢迎交流讨论：

- 【医药科技创新】主线之【创新药】之一：【微芯生物】专注研发的创新药新秀
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之二：【康弘药业】笋千亿美元意气风发，康柏西普笑傲江湖
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之三：【恒瑞医药】源头活水不断，创新步伐加速，龙头持续和时间赛跑
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之四：【丽珠集团】笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之五：【贝达药业】浪潮翻涌创新筑辉煌，从一到多梯队已就绪
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之六：【君实生物】厚积薄发即将进入收获期，专注创新播种新冠“特效药”
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之三：【药石科技】不忘创新研发初心，分子砌块细分龙头砥砺前行
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之四：【药明康德】赋能全球医药创新，外包龙头强者恒强
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之五：【九洲药业】携手诺华，小分子 CDMO 龙头腾飞在即
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之六：【博腾股份】兼收博采，飞声腾实，专注制药服务的 CRO/CDMO 一站式平台
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之七：【康龙化成】服务能力持续提升，迈入高速发展快车道
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之一：【智飞生物】疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之二：【沃森生物】创新基因驱动发展，疫苗第二波大浪潮重磅产品处于审批尾声
- 【医药健康消费】主线之一：【云南白药】混改为新白药注入活力，大健康一直在前进路上
- 【医药健康消费】主线之二：【片仔癀】一核两翼同风起，扶摇直上九万里
- 【医药健康消费】主线之三：【我武生物】脱敏制剂唯我独尊，持续成长威震武林
- 【医药健康消费】主线之四：【长春高新】生长激素龙头开启新时代，动力十足不仅是“生长”
- 【医药健康消费】主线之五：【兴齐眼药】重磅产品渐入佳境，眼科用药新兴龙头开启蜕变之旅
- 【医药健康消费】主线之六：【安科生物】积跬步方能至千里，2020 看安科生物厚积薄发
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之一：【美年健康】平台价值极高的体检行业龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之二：【通策医疗】省内省外扩张模式逐渐成熟，成长路径清晰的口腔连锁龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之三：【爱尔眼科】爱尔“新十年”，塑造全球眼科真龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【药店】之一：【老百姓】业绩拐点逐渐显现，“自建+并购+

加盟+联盟”全面扩张

【医药品牌连锁】主线之【药店】之二：【益丰药房】精耕细作稳健扩张，业绩常青的稀缺标的

【医药品牌连锁】主线之【药店】之三：【大参林】“深耕华南，布局全国”稳步推进，有望率先受益于处方外流

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之一：【普利制药】注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之二：【健友股份】注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性

【医药 X】主线之一【核医学】：【东诚药业】核药龙头腾飞在即，猪瘟加持肝素拐点向上

【医药 X】主线之二【流通】：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头

【医药 X】主线之三【政策受益的潜力仿创龙头】：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

【医药 X】主线之四【呼吸科潜在龙头】：【健康元】独家详解呼吸科领域，论健康元产业布局价值

【医药 X】主线之五【创新&特色器械】：【乐普医疗】布局心血管医疗全产业链，不断创新推动持续发展

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

【医药 X】主线之七【眼科器械】：【昊海生科】昊海明珠，即将璀璨绽放

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

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

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

【其他】：【太极集团】老牌强者焕发新春，优质资产亟待价值重估

图表 25: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2020E	归母净利润 2021E	净利润增速 2021E	2021PE
创新服务商	凯莱英	725.46	7.42	9.93	33.83%	73
	药明康德	3289.44	30.90	37.50	21.36%	88
	泰格医药	1410.06	14.90	18.20	22.15%	77
	昭衍新药	234.53	2.40	3.38	40.83%	69
	康龙化成	956.44	10.80	13.20	22.22%	72
	睿智医药	73.62	1.87	2.85	52.55%	26
	药石科技	200.42	2.02	3.07	51.98%	65
	艾德生物	173.56	0.92	2.54	175.67%	68
	博腾股份	198.21	2.93	4.15	41.64%	48
	九洲药业	288.27	3.85	6.07	57.66%	47
	美迪西	97.48	1.07	1.54	44.35%	63
	维亚生物	174.80	0.34	6.00	1682.47%	29
	方达控股	86.63	-	-	-	-
	创新药-传统转型	恒瑞医药	5942.73	62.85	76.62	21.91%
中国生物制药		1414.61	27.50	34.66	26.04%	41
翰森制药		2225.54	27.77	34.92	25.74%	64
丽珠集团		382.65	17.39	20.13	15.76%	19
康弘药业		443.73	7.46	9.75	30.74%	46
科伦药业		279.68	7.78	11.82	51.93%	24
复星医药		1383.71	36.82	43.89	19.19%	32
海思科		188.25	6.82	8.27	21.26%	23
信立泰		296.34	4.62	6.31	36.51%	47
冠昊生物		66.66	0.77	1.27	63.52%	53
创新药-biotech	贝达药业	443.61	5.56	4.16	-25.18%	107
	信达生物	1149.40	(11.36)	(11.57)	-	-99
	君实生物	495.58	(4.42)	(2.00)	-	-248
	百济神州	1855.87	(13.30)	(9.24)	-	-201
	复宏汉霖-B	255.17	(6.62)	(3.07)	-	-83
	再鼎医药-SB	910.17	(2.20)	(1.77)	-	-515
	南新制药	68.45	1.09	1.83	67.0%	37.40
	荣昌生物-B	465.34	-	-	-	-
	康方生物-B	299.08	(7.13)	(5.17)	-	-58
	泽璟制药-U	155.26	(2.30)	(1.80)	-	-86
	微芯生物	151.74	0.46	0.71	54.95%	215
	康宁杰瑞制药-B	152.21	(4.12)	(6.98)	-	-22
	创新疫苗	智飞生物	2366.56	33.91	49.14	44.91%
沃森生物		595.16	9.51	15.33	61.20%	39
康泰生物		1191.92	7.81	13.36	71.12%	89
万泰生物		873.83	5.99	10.05	67.78%	87
康华生物		280.94	4.00	5.68	41.94%	49

	康希诺生物-B	436.75	(2.41)	7.05	-	62
创新&特色头部器械耗材	迈瑞医疗	5178.84	63.96	77.30	20.86%	67
	微创医疗	758.89	(0.26)	0.01	-	75889
	乐普医疗	490.49	22.41	29.19	30.25%	17
	威高股份	792.31	20.84	25.55	22.60%	31
	心脉医疗	180.81	1.93	2.65	37.51%	68
	启明医疗-B	334.36	(0.24)	2.58	-	130
	南微医学	245.36	2.71	4.28	57.55%	57
	天智航	39.54	(0.22)	0.36	-	111
	健帆生物	541.96	3.44	4.20	22.09%	129
	英科医疗	591.56	69.30	92.24	33.10%	6
注射剂国际化	健友股份	328.17	8.20	11.77	43.54%	28
	普利制药	183.05	4.23	5.95	40.66%	31
口服国际化	华海药业	491.80	11.30	15.59	38.03%	32
创新国际化	恒瑞医药	5942.73	62.85	76.62	21.91%	78
	贝达药业	443.61	5.56	4.16	-25.18%	107
	康弘药业	443.73	7.45	9.74	30.74%	46
	信达生物	1149.40	(11.36)	(11.57)	-	-99
	百济神州	1855.87	(13.30)	(9.24)	-	-201
	再鼎医药-SB	910.17	(2.20)	(1.77)	-	-515
品牌中药消费	东阿阿胶	253.17	1.63	11.59	610.04%	22
	片仔癀	1613.93	16.40	20.30	23.78%	80
	云南白药	1451.13	50.00	56.20	12.40%	26
	同仁堂	327.78	10.02	11.43	14.07%	29
	华润三九	244.14	17.87	20.18	12.90%	12
眼科	爱尔眼科	3086.60	17.97	23.49	30.72%	131
	光正眼科	74.28	-	-	-	-
	欧普康视	497.46	3.91	5.30	35.59%	94
	爱博医疗	181.87	0.97	1.42	46.39%	128
	兴齐眼药	78.44	0.90	1.54	71.11%	51
	昊海生科	159.75	2.50	4.50	80.00%	36
医美	爱美客	787.33	4.16	6.31	51.80%	125
	华熙生物	702.86	6.69	9.07	35.57%	77
	朗姿股份	108.97	1.46	2.16	47.95%	50
儿科相关	我武生物	401.59	2.90	3.94	35.86%	102
	长春高新	1816.83	30.50	39.30	28.85%	46
	安科生物	200.44	4.00	5.20	30.00%	39
药店	益丰药房	478.97	7.64	10.02	31.15%	48
	老百姓	256.81	6.30	7.98	26.67%	32
	一心堂	198.30	7.46	8.89	19.18%	22
	大参林	516.03	11.05	14.62	32.31%	35
	国药一致	196.08	14.20	16.40	15.47%	12
特色专科连锁	爱尔眼科	3086.60	17.97	23.49	30.72%	131

	美年健康	443.48	0.30	9.08	2926.67%	49
	通策医疗	886.63	5.57	7.34	31.78%	121
	锦欣生殖	383.86	4.30	5.94	38.05%	65
	光正眼科	74.28	-	-	-	-
ICL	金域医学	588.70	15.40	14.10	-8.44%	42
	迪安诊断	212.69	9.63	8.79	-8.81%	24
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	373.43	4.91	6.96	41.89%	54
	创业慧康	161.25	3.79	5.12	34.96%	31
	阿里健康	3080.98	3.12	6.25	100.37%	493
	平安好医生	1078.46	(7.42)	(5.79)	-	-186
IVD	安图生物	654.73	8.51	12.35	45.13%	53
	新产业	544.55	9.35	11.94	27.69%	46
	迈克生物	259.61	7.25	8.94	23.22%	29
	万孚生物	305.71	6.97	8.25	18.45%	37
	艾德生物	173.56	1.84	2.54	37.94%	68
	贝瑞基因	134.96	2.63	3.62	37.64%	37
原辅包材	山河药辅	31.22	1.00	1.25	25.56%	25
	山东药玻	298.38	5.75	7.23	25.83%	41
	浙江医药	131.26	11.88	14.66	23.45%	9
	新和成	723.67	39.91	45.55	14.16%	16
	司太立	161.22	2.52	3.82	51.59%	42
	普洛药业	274.36	7.82	9.99	27.74%	27
	仙琚制药	132.16	5.10	6.47	26.86%	20
	天宇股份	170.38	7.68	9.52	24.02%	18
	奥翔药业	87.65	-	-	-	-
	博瑞医药	187.78	1.72	2.61	56.1%	70
血制品	华兰生物	770.61	16.08	19.19	19.34%	40
	博雅生物	145.34	4.40	5.33	21.13%	27
	天坛生物	523.10	6.75	8.09	20.00%	65
	双林生物	187.13	2.31	3.77	62.79%	50
特色专科药	恩华药业	160.92	7.65	9.43	23.27%	17
	人福医药	523.12	9.16	12.40	35.35%	42
	华润双鹤	125.08	-	-	-	-
	通化东宝	272.15	9.10	10.80	18.68%	25
	健康元	271.48	10.57	12.53	18.54%	22
	东诚药业	159.72	4.62	5.83	26.19%	27
	北陆药业	47.27	2.12	2.61	23.17%	18
	京新药业	70.13	5.06	5.82	14.88%	12
流通	上海医药	545.68	46.21	52.27	13.13%	10
	九州通	340.28	25.96	27.84	7.23%	12
	柳药股份	78.12	8.27	10.10	22.13%	8
	国药股份	372.05	16.54	19.19	16.08%	19
其他特色	伟思医疗	69.45	1.29	1.84	42.47%	38

华北制药	167.81	2.26	3.09	36.42%	54
太极集团	74.23	0.25	3.02	1108.00%	25

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (智飞、东诚、沃森、普利、昭衍新药、柳药、美年、凯莱英、丽珠、健康元、科伦、云南白药、片仔癀、健友、我武、康弘、恒瑞、长春高新、通策、药石科技、贝达、药明康德、爱尔、九洲、博腾、九强、老百姓、乐普、通化东宝、康龙化成、太极集团、仙琚、美诺华、司太立、泰格医药的数据为国盛证券预测数据, 其他数据为 wind 一致预期)

5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

免责声明

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

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

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

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