

# 医药生物

## 多问答阐述这个位置我们如何看智飞生物？

### 一、本周回顾与周专题：

本周申万医药指数下跌4.32%，位列全行业第17，跑赢沪深300，跑输创业板指数。本周周专题，我们用问答的形式，再次论述了智飞生物的投资价值，当前位置我们认为公司被市场低估，建议把握回调机会，继续强烈推荐。

### 二、近期复盘：

**本周医药再次大幅回调，近两个月以来处于震荡走势。我们认为原因如下：**第一，教育“双减”的文件对医药的冲击，主要有两个方面，宏观层面，市场认为犀利的政策会引发外资对中国资产的系统性担忧，进而外资重仓的板块影响较大，医药成了杀跌对象。中观层面，教育的政策让市场对于国计民生的医药行业的市场化能不能持续产生了担忧，进而医药成了市场发泄的对象。但正如我们上周周报的解读，医药医疗领域改革早就开始了，药品耗材领域的集采，其本质上就是基于看病贵的“民生改革”，这不是新事情，医疗领域，本来供给侧就严重不足并且结构失衡，政策上一直鼓励民营医疗服务大发展，以实现和公立医疗体系的良好互动，以解决看病难的问题来达到更好的服务老百姓的目的，医药医疗和教育地产本质上不是一回事。第二，高估值成长性略显拥挤的板块被其他大热点板块（新能源、半导体、顺周期等）整体持续抽水，医药之所以会对抽水效应比较敏感，我们认为核心还是贵和市场配置拥挤度较高。整体看，我们认为医药的大幅调整并没有基本面原因，除了教育文件的“假想敌”冲击，大板块之间的跷跷板效应也对医药板块形成一定冲击，对于医药未来走势我们判断这个位置消化消化情绪等市场因素，未来医药大概率会走出慢牛快熊的形式。

**本周我们有五个重点观察：**第一，表现较好的个股里面中小市值较多，核心资产表现较弱，整体还是行业被抽水的体现。第二，疫情股开始系统性表现，原因是德尔塔变种株带来南京疫情的多省发酵，我们判断在中国整体防控措施下，虽有散发，但整体问题不大，疫情股演绎要注意节奏。第三，CXO被进一步抱团，二三线CXO更为强势。第四，疫苗板块表现整体不强，虽然有分化，整体有疫情因素，也有mRNA技术平台价值的演绎。第五，中报业绩还是很关键，但是相较于一季报，更为挑剔，制药装备值得关注，其中一个重要原因也是中报的持续高爆发。

### 三、板块观点：

**从几年维度思考，**如果过去3-4年医药投资更重视“选好主线赛道的头部公司后享受估值扩张”，那么今年要更重视“主线赛道标的性价比”，虽然都是结构性机会，但其表达不同。基于对今年宏观环境的判断，我们对于今年的医药相对优势还是持乐观态度，核心和非核心均有机会，只是结构性强弱不同，考虑核心资产流动性溢出效应，今年要重视中小市值。

**中短期来看，**今年医药的配置其实受宏观因素影响比较大，近期波动会比较，虽然我们判断医药下半年还是会有相对比较优势，但考虑到面对当下市场环境对成长股的影响及医药各类资产的估值情况，我们还是建议结合中报精选个股为主，下半年，我们建议寻求机会的重要方向：国际化竞争优势（CDMO、科研、器械、注射剂出口）、进口替代下的高景气中国制造&硬核科技（制药装备）、健康消费升级（疫苗、服务、品牌中药、眼科医美）等。

### 1、为什么我们对医药行业尤其是优质一二线核心资产保持10年维度的乐观？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，医药核心资产及二线资产的行情并没有结束。

（1）GDP处于增速下行阶段，经济结构持续调整，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。另外我国进入人口结构调整重要时期，医药长期受益。市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更，持续超越历史估值溢价率。（2）政策（供给侧改革和支付端变革）诱导的淘汰赛带来的医药优质资产荒依然在持续，各路长线资金入市、居民资产权益化依然是长趋势，医药核心资产高估值溢价只会波动不会消失。（3）医药与其他行业不一样，很多行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

### 2、配置思路：近期重点推荐基于政策免疫，顺三大思路精选个股：

**第一思路，国际化竞争优势：**（1）兼具创新和制造优势的差异化CDMO（博腾股份、九洲药业、康龙化成、凯莱英、药明康德、药石科技）；（2）国际化器械（迈瑞医疗）；（3）科研测序（诺禾致源）；（4）注射剂出口（健友股份、普利制药）。

**第二思路，进口替代下的高景气中国制造&硬核科技：**制药装备（东富龙、森松国际）、创新器械（天智航、奥精医疗）

**第三思路，健康消费升级角度：**（1）消费疫苗：智飞生物、万泰生物；（3）医疗服务：三星医疗、国际医学、爱尔眼科、通策医疗；（3）品牌中药：太极集团、同仁堂；（4）眼科医美：昊海生科、兴齐眼药。

**第四，其他长期跟踪看好标的：**恒瑞医药、康泰生物、安科生物、长春高新、片仔癀、云南白药、盈康生命、前沿生物、南新制药、信邦制药、伟思医疗、康希诺、昭衍新药、博瑞医药、君实生物、东诚药业、艾德生物、英科医疗、金城医学、安图生物、科伦药业、康华生物、丽珠集团、贝达药业、信立泰、恩华药业、中国生物制药、我武生物、乐普医疗、九州通、派林生物、益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健康元、司太立、洁特生物、康德莱等。

**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 祁瑞

执业证书编号：S0680519060003

邮箱：qirui@gszq.com

### 相关研究

- 1、《医药生物：2021Q2公募基金重仓持股医药仓位变化几何？》2021-07-25
- 2、《医药生物：创新药周报：诺华、强生捷报频传，创新发展动力强劲》2021-07-25
- 3、《医药生物：创新药周报：BTKi 精准抑制 B 细胞增殖，百亿市场未来格局瞩目》2021-07-18

## 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 .....	5
1.3 多问答阐述这个位置我们如何看智飞生物? .....	7
2、本周行业重点事件&政策回顾 .....	10
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	11
3.1 医药行业行情回顾.....	11
3.2 医药行业热度追踪.....	14
3.3 医药板块个股行情回顾 .....	15
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新 .....	17
5、风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	11
图表 2: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%).....	11
图表 3: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	12
图表 4: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %)	13
图表 5: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	13
图表 6: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)	14
图表 7: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	14
图表 8: 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	15
图表 9: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	15
图表 10: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	16
图表 11: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况.....	17

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

#### 本周回顾与周专题：

本周申万医药指数下跌 4.32%，位列全行业第 17，跑赢沪深 300，跑输创业板指数。本周周专题，我们用问答的形式，再次论述了智飞生物的投资价值，当前位置我们认为公司被市场低估，建议把握回调机会，继续强烈推荐。

#### 近期复盘：

**本周医药再次大幅回调，近两个月以来处于震荡走势。我们认为原因如下：**第一，教育“双减”的文件对医药的冲击，主要有两个方面，宏观层面，市场认为犀利的政策会引发外资对中国资产的系统性担忧，进而外资重仓的板块影响较大，医药成了杀跌对象。中观层面，教育的政策让市场对于国计民生的医药行业的市场化能不能持续产生了担忧，进而医药成了市场发泄的对象。但正如我们上周周报的解读，医药医疗领域改革早就开始了，药品耗材领域的集采，其本质上就是基于看病贵的“民生改革”，这不是新事情，医疗领域，本来供给侧就严重不足并且结构失衡，政策上一直鼓励民营医疗服务大发展，以实现和公立医疗体系的良好互动，以解决看病难的问题来达到更好的服务老百姓的目的，医药医疗和教育地产本质上不是一回事。第二，高估值成长性略显拥挤的板块被其他大热点板块（新能源、半导体、顺周期等）整体持续抽水，医药之所以会对抽水效应比较敏感，我们认为核心还是贵和市场配置拥挤度较高。整体看，我们认为医药的大幅调整并没有基本面原因，除了教育文件的“假想敌”冲击，大板块之间的跷跷板效应也对医药板块形成一定冲击，对于医药未来走势我们判断这个位置消化消化情绪等市场因素，未来医药大概率会走出慢牛快熊的形式。

**本周我们有五个重点观察：**第一，表现较好的个股里面中小市值较多，核心资产表现较弱，整体还是行业被抽水的体现。第二，疫情股开始系统性表现，原因是德尔塔变种株带来南京疫情的多省发酵，我们判断在中国整体防控措施下，虽有散发，但整体问题不大，疫情股演绎要注意节奏。第三，CXO 被进一步抱团，二三线 CXO 更为强势。第四，疫苗板块表现整体不弱，虽然有分化，整体有疫情因素，也有 mRNA 技术平台价值的演绎。第五，中报业绩还是很关键，但是相较于一季报，更为挑剔，制药装备值得关注，其一个重要原因也是中报的持续高爆发。

#### 板块观点：

**从几年维度思考**，如果过去 3-4 年医药投资更重视“选好主线赛道的头部公司后享受估值扩张”，那么今年要更重视“主线赛道标的性价比”，虽然都是结构性机会，但其表达不同。基于对今年宏观环境的判断，我们对于今年的医药相对优势还是持乐观态度，核心和非核心均有机会，只是结构性强弱不同，考虑核心资产流动性溢出效应，今年要重视中小市值。

**中短期来看**，今年医药的配置其实受宏观因素影响比较大，近期波动会比较大，虽然我们判断医药下半年还是会有相对比较优势，但考虑到面对当下市场环境对成长股的影响及医药各类资产的估值情况，我们还是建议结合中报精选个股为主，下半年，我们建议寻求机会的重要方向：国际化竞争优势（CDMO、科研、器械、注射剂出口）、进口替代下的高景气中国制造&硬核科技（制药装备）、健康消费升级（疫苗、服务、品牌中药、眼科医美）等。

**1、为什么我们对医药行业尤其是优质一二线核心资产保持 10 年维度的乐观？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，医药核心资产及二线资产的行情并没有结束。**

（1）GDP 处于增速下行阶段，经济结构持续调整，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。另外我国进入人口结构调整重要时期，医药长期受益。市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高，持续超越历史估值溢价率。（2）政策（供给侧改革和支付端变革）诱导的淘汰赛带来的医药优质资产荒依然在持续，各路长线资金入市、居民资产权

益化依然是长趋势，医药核心资产高估值溢价只会波动不会消失。(3) 医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

## **2、配置思路：近期重点推荐基于政策免疫，顺三大思路精选个股：**

**第一思路，国际化竞争优势：**(1) 兼具创新和制造优势的差异化 CDMO (博腾股份、九洲药业、康龙化成、凯莱英、药明康德、药石科技)；(2) 国际化器械 (迈瑞医疗)；(3) 科研测序 (诺禾致源)；(4) 注射剂出口 (健友股份、普利制药)。

**第二思路，进口替代下的高景气中国制造&硬核科技：**制药装备 (东富龙、森松国际)、创新器械 (天智航、奥精医疗)

**第三思路，健康消费升级角度：**(1) 消费疫苗：智飞生物、万泰生物；(3) 医疗服务：三星医疗、国际医学、爱尔眼科、通策医疗；(3) 品牌中药：太极集团、同仁堂；(4) 眼科医美：昊海生科、兴齐眼药。

**第四，其他长期跟踪看好标的：**恒瑞医药、康泰生物、安科生物、长春高新、片仔癀、云南白药、盈康生命、前沿生物、南新制药、信邦制药、伟思医疗、康希诺、昭衍新药、博瑞医药、君实生物、东诚药业、艾德生物、英科医疗、金域医学、安图生物、科伦药业、康华生物、丽珠集团、贝达药业、信立泰、恩华药业、中国生物制药、我武生物、乐普医疗、九州通、派林生物、益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健康元、司太立、浩特生物、康德莱等。

## 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（5+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、健帆生物等。
- **创新技术**：重点推荐关注基因检测如诺禾致源等。

### （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

- **药品国际化**：重点推荐关注注射剂国际化（健友股份、普利制药等）、创新国际化（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）、专利挑战和特殊剂型国际化（华海药业等）
- **其他中国制造国际化**：重点推荐关注手套（英科医疗）、药机（东富龙、楚天科技）

### （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、东阿阿胶、华润三九等；
- **眼科**：推荐重点关注爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗、欧普康视、光正眼科等；
- **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；其他品牌单体医疗服务，如国际医学等。
- **第三方检验服务商**：推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

### （5）医药互联互通：信息化时代，医药的长期发展趋势

- **互联网医疗**：推荐重点关注京东健康、阿里健康、平安好医生、九州通等；
- **医疗信息化**：推荐重点关注卫宁健康、创业慧康等。

**(6) X (其他特色细分龙头):**

- **IVD:** 新产业、安图生物、迈克生物、万孚生物、艾德生物等;
- **原辅包材:** 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:** 华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等;
- **特色专科药:** 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:** 上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等;
- **其他特色:** 伟思医疗、华北制药、太极集团等。

### 1.3 多问答阐述这个位置我们如何看智飞生物？

#### 1. 最近智飞生物为何下跌？

最近智飞生物股价出现了较大幅度回调，我们认为总结了市场的几方面疑问：

**(1) 传言新冠疫苗无用论：**近期，世界范围内，在接种疫苗后，海外和国内都迎来了疫情的反弹，市场部分投资者质疑疫苗效用问题，进而对于未来疫苗的接种及变异病毒加强针的问题都带来了质疑，这成为疫苗股近期股价偏弱的一个原因。我们认为疫苗的接种在于提高机体免疫能力，任何一款疫苗都不能百分之百预防感染，对于新冠疫苗的接种我们认为不仅提高了机体的免疫能力和恢复能力，同时显著降低了重症及危重病人的发病率。针对近期德尔塔变异株，对新冠变异株保护力确实呈现一定程度的下降，但是对这种变异株，疫苗仍然还是在疫苗保护范围内的。我们认为近期全世界范围内的疫情反弹并不能认为是疫苗无用，对于变异前的新冠病毒，现有疫苗展现出了非常好的保护效力，对于建立免疫屏障起到了非常重要的作用，全民免疫势在必行，不存在后续不接种的情况。但为什么会有疫情反弹呢？主要是印度变异毒株德尔塔大范围传播，现有疫苗保护力下降，我们判定，后续全世界范围内的疫苗企业必将会针对德尔塔变异株进行研发，生产出新的针对性疫苗，再次进行全民免疫，对于疫苗的需求是“1+1”效应的，而不是减少，另外，我们人类疫苗的研发速度也在和新冠病毒的变异速度在赛跑，长期共存是必然，至于后面还会有不会有比德尔塔变异株更难以控制的变异株出来，要看我们人类针对变异株的疫苗的研发和全民免疫的速度是否够快，但是每一次大的变异出来，全世界范围内的一次全民免疫是必然。

**(2) 传言智飞生物中报低于预期：**首先，我们要判定市场预期在哪里，如果说时间回到5月份，大家对新冠疫苗的大放量预期强烈进而带来的业绩爆发来看的话，那是预期确实是非常高的，但经历了新冠疫苗的降价，经历了整体批签发力量大幅倾向于新冠疫苗的认知发酵，其实市场对于疫苗类企业的半年报业绩预期我们预计不会太高，这是我们讨论的基础。其次，具体智飞的情况，按照几年维度的总结推演，一般智飞上半年业绩占比全年大概是40-45%左右，Q1就完成了9.37亿的利润，如果Q2单季度能完成10-12亿，那么全年有望达到45-50亿的利润。再来拆解看智飞的几个主要产品线的情况，包括代理部分的（HPV、五价轮状、甲肝、23价肺炎）和自主部分的（AC预充、Hib预充、ACYW135多糖等），首先自主部分的几个苗，都是儿童用的比较刚需的苗，批签发不会受到太多影响，我们预计增速非常快。代理部分的最大的产品HPV，预计公司提前预判到了新冠批签发的影响，之前做了进口及批签发量的统筹安排，再加上HPV的“网红偏刚需属性”，我们判断其表现也会非常亮眼，新冠疫苗预计也将表现亮眼，从终端接种和生产情况来看，应该会比较好的。所以我们预计公司HPV疫苗市场需求旺盛以及自主疫苗的快速增长，公司业绩仍然保持快速增长，同时新冠疫苗贡献较大利润。考虑到已经消化了2个月的预期情况，我们预计智飞的中报最后会符合预期甚至略超预期。

**(3) 传言智飞生物疫苗三期数据不好：**公司新冠疫苗目前仍处于三期临床阶段，还没有揭盲，目前并无三期临床数据，何来传言。

**(4) 医药整体下跌的拖累，作为白马影响不小：**近期有两个因素整体影响医药白马的回调，第一，像新能源板块的抽水，作为机构持仓较多的白马之一的智飞，必然会受到抽水影响。第二，教育双减政策后，市场猜测外资会降低中国资产的仓位，作为外资持仓较重的医药行业及医药白马类资产，必然市场预期会受到影响的，情绪认知共振也带来了股价的下跌。但我们反思一下，这种下跌往往都是受到宏观层面的阶段性影响，真正影响公司股价的长期因素是公司基本面，智飞公司基本面过硬，勿需担心短期宏观层面影响。

**(5) 传言未来民营疫苗企业可能逐渐变为国有：**教育“双减”文件引发的猜想，市场最悲观的投资者认为国计民生的行业未来有可能回归国有。但我们判断，这样的概率极小，医药行业中充满大量未被满足的需求，我们国家的疫苗行业也是如此，大量的未被满足的需求需要大量的创新产品研发来应对，这是需要大量研发投入和研发活力的，这样的时代，最需要的是各方力量的共振推动，民营国有一起发力，而不是全面扼杀具备活力的民营企业，医药行业和别的行业属性有很大的不同。

综上，我们认为，智飞的股价下跌是综合因素的结果，有无谓的担忧，也有传言的影响，

作为机构持仓较为多的白马标的，在市场不太好的时候，这些因素共振强化，往往会带来这种调整，但我们还是要看公司长期基本面来投资，这样的调整从长期来看，往往是大机会。

## 2. 应该如何理性给智飞估值？

(1) 根据我们的盈利预测，不考虑新冠疫苗利润贡献，预计智飞生物 21-22 年归母净利润分别为，47 亿以及 62 亿，同时有超预期可能，具体品种看预计 21 年开始自主利润占比将快速提升，预计 21-22 年自主利润分别达到 10 亿和 17.7 亿，占总体利润的比重分别为 21%和 29%(22 年微卡有望超预期，比重会更大)，自主产品中预计 21-22 年 Hib+AC 结合+ACYW135 (暂不考虑冻干三联苗获批) 贡献分别为 9.1 亿和 10.1 亿，EC 诊断+预防性微卡 21-22 年预计贡献 0.9 亿和 7.6 亿，自主产品预防性微卡上市后将会显著提高自主品种占比。未来 3 年仍有望维持 30-35%复合增速。考虑到未来 3-5 年，公司进入自主产品批量报产上市密集期，及公司强大的销售能力带来的产品爆发超预期，我们认为，主业部分 2022 年值 45 倍估值，再考虑到医药核心资产稀缺性及确定性溢价，我们认为主业部分 2022 年给予 3100 亿市值，对应 50 倍估值(若考虑业绩超预期的话，这块市值会更高)；新冠部分，我们预计今年公司会实现 50-60 亿利润，明年考虑到出口(量价都会更好)及新的变异毒株新疫苗及后续或然性的持续性，新冠利润有望好于今年，假设 60 亿利润，给予 300-400 亿市值，对应 5-7 倍左右 PE，加总来看，一年期维度，智飞市值我们预计达到 3400-3500 亿。如果考虑中长期，我们预计智飞未来有望达到 200 亿利润以上的公司(参考第 3 点中亮点品种预测)，给予 30-40 倍估值，我们预计达到 6000-8000 亿市值空间。

(2) 管线部分未来同样值得期待，公司管线中包括 23 价肺炎、二倍体狂苗、四价流感、冻干三联苗都临近报产阶段，15 价肺炎、四价流脑结合疫苗目前临床 III 期快速推进，后续管线中还有四价诺如、双价痢疾等品种，未来也将逐渐推进，给公司提供持续增长动力。重磅品种预防性微卡，我们预计 21 年完成市场导入工作后，将会逐渐放量未来市场值得期待。

## 3. 智飞管线品种未来 3 年内的亮点品种怎样预测？

(1) 公司管线中包含多个重磅产品，预防性微卡已获批，临近报产阶段的品种我们预计有 23 价肺炎、二倍体狂苗、四价流感、冻干三联苗，另外 15 价肺炎、四价流脑结合目前临床 III 期快速推进。

(2) 预防性微卡未来市场空间：我国是全球 22 个结核病高负担国家之一。2018 年肺结核发病人数 88.9 万人，死亡人数 3149 人，结核病防治形势严峻。2011 年发布的“第五次结核病流行病学调查结果”显示，中国感染肺结核病菌人群约为 5.5 亿人(PPD 检测方法假阳性率较大)。国内较高的带菌人群基数(部分统计文献显示，带菌人群比例在 15%)，也决定了预防性微卡和 EC 诊断的未来潜在巨大市场空间。

(3) 23 价肺炎、二倍体狂苗、四价流感、冻干三联苗市场空间：我们预计智飞生物管线品种上市后，将凭借公司强大的销售能力，有望占据较大市场份额。根据 20 年批签发情况：23 价肺炎批签发市场规模已达到 30-40 亿级别，预计未来智飞生物上市后，随着产品规模进一步扩大，预计公司销售额有望达到 10-15 亿；四价流感批签发市场规模已达到 30-40 亿级别，预计未来智飞生物上市后，随着产品规模进一步扩大，预计公司销售额有望达到 10-15 亿。二倍体狂苗目前批签发占比在整个狂苗中仅有 5%左右，未来我们假设达到 30%左右市场份额，即 2000-2750 万支，市场潜力在 60-80 亿左右，未来公司销售额有望达到 10-20 亿。冻干三联苗未来上市后我们预计将对目前单苗产品的增长进一步升级，按照 600-700 万支峰值测算，市场空间有望达到 15-20 亿。

(4) 15 价肺炎疫苗：对标 13 价肺炎疫苗，辉瑞 13 价肺炎疫苗 19 年全球销售额在 58 亿美元左右，国内市场人口红利优势明显，按照目前新生儿情况，按照单年龄组计算，20%的接种渗透率测算，国内潜在市场已超百亿。沃森生物产品的接种年龄在 6 周岁-5 周岁，多个年龄组测算，市场空间进一步扩大。我们认为未来智飞生物 15 价肺炎上市

后，有望凭借销售能力占据较大市场份额，峰值销售有望达到 30-40 亿。

**(5) 四价流脑结合疫苗：**公司未来又一值得期待品种，未来产品上市后，有望凭借公司的销售能力快速占领市场，按照每年 1300 万左右新生儿，单支价格 400-500 元，渗透率达到 20-30% 测算，未来销售峰值有望达到 30-50 亿元。

#### 4. 未来 1 年期，智飞还有哪些催化？

(1) 新冠疫苗 III 期临床结果。

(2) 新冠疫苗出口订单。

(3) 变异株新冠疫苗研发。

(4) HPV 疫苗下半年进口、批签发、销售提速。AC 预充、Hib 预充等自主苗持续高速增长超预期。

(5) 23 价肺炎、二倍体狂苗、四价流感、冻干三联苗都有望申报生产。

#### 5. 智飞生物多年推荐的心得体会？

**(1) 如何看待长趋势？**从 2017 年以来，到现在公司已经是 10 倍股，其实看年线和季度线，我们能够抛开很多交易上的波动，这家公司一直是趋势向上的，来源于什么？其实就是来源于业绩的持续兑现。也就是说，对于产品类公司，销售能力优秀，在研管线能够持续有东西兑现，存量产品能够持续放量出业绩，这个公司的大趋势就是向上的，这个是毋庸置疑的，然而，这种简单质朴的逻辑，并不会有很多产品类的公司能够兑现，持续兑现的气势凤毛菱角。智飞就是少有的此类公司。

**(2) 如何看待这两年的波动？**如果没有新冠，这两年智飞的趋势是小波动向上的，价值持续兑现，但是正是因为有了新冠，确实加大了波动，部分投资者对于智飞基本面的忽视、对于新冠的强化，甚至于抛开新冠，智飞到底值多少市值，市场逐渐模糊，我们认为这完全可以理解，最求弹性是市场的特性之一，但恰恰因为如此，也加大了智飞的波动，甚至于下跌的过程中，大家过分的认定新冠的周期，以至于对智飞形成了超跌的下杀，但是我们还是要清醒认知到，产品类公司长期成长靠管线、靠销售！然而智飞股价下跌过程中并没有变化，波动带来的下跌幅度大了，自然是中长期大的机会点，经历过多次情绪悲观，最后回归的还是靠基本面，最终要回归基本面考虑。

#### **(3) 新冠带来了什么？**

讲了很多次，新冠不是洪水猛兽，但是但来的波动确实不小的，但是我们除了看到所谓的周期影响以为，我们还要看到，巨大的现金流流入（这可能是对研发和外延最大的助力）、国际化渠道品牌认知的巨大提升，这都是绝大的公司获益，不能忽略。

#### **(4) 销售重要吗？**

或许，市场被这几年集采带来的药品销售渠道巨变进而引发的销售能力价值重估扰动认知，但是药品针对医院的渠道销售和疫苗针对疾控的渠道销售完全不是一回事，两个壁垒完全不一样，疾控的终端非常散，从事疫苗专业销售的人员也是非常少的，这与药品完全不同，经历 10 几年的沉淀下来的疾控终端销售能力是非常稀缺和壁垒极高的，所以带来的产品渠道加成是非常巨大的，也就是说，同样一个疫苗产品，在智飞身上凭借强有力的销售能力，有望达到比其他公司要大的空间。所以，疫苗企业的销售能力非常重要。这个市场一直有认知差，未来会慢慢消化。

#### **(5) 管线认知是周期性的吗？**

市场对于智飞研发能力和管线是有认知变化的，经历了 3 年，投资者慢慢认可了智飞的研究和管线能力，但是新冠疫情的爆发，智飞成了市场上的焦点公司，很多投资人按照新冠逻辑买入，反而忽略了研发和管线价值，进而决定智飞股价的边际力量里面多了很多对基本面没有充分认知的投资者，进而新冠的波动带来的股价波动往往忽略基本面反应，所以管线认知是有周期性的，然而现在，我们认为，基于基本面公司已经严重低估，后续研发及管线认知带来的基本面认同力量会慢慢回归，慢慢变强，进而再次进入基本面定价阶段。

总之，市场波动是无处不在的，受到了最强主题扰动后，波动会更大，但是公司的长期上涨还是靠公司基本面，公司基本面的长期兑现可能性来源于公司优秀的管理层、赛道的景气度等等，继续重点推荐公司！

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】国家医保局陈金甫副局长主持召开胰岛素集中采购工作座谈会

<https://t.cn/A6fsjUVR>

7月28日，国家医疗保障局党组成员、副局长陈金甫同志主持召开工作座谈会，就胰岛素集中带量采购改革，听取有关企业、行业协会的意见建议。在国内上市胰岛素产品的有关企业、行业协会代表，国家组织药品联合采购办公室负责同志参加会议。

**【点评】**一年前，2020年7月15日，国家医保局召集专家研究生物类似药（含胰岛素）集采。半年前，1月29日，国务院政策例行吹风会上，陈金甫表示，生物类似药下一步纳入集采是毫无疑问的。2019年年底，武汉市药械联合采购办公室发布武汉市2019年第一批集采胰岛素类药品分组及用量，为胰岛素纳入带量采购提供了地方探索经验，最高降幅达43%。米内网数据显示，2019年中国公立医疗机构终端销售胰岛素类产品近250亿元。同比上一年增长了7.33%。诺和诺德、赛诺菲和礼来3家公司合计占据国内3/4的市场份额。此次国家医保局的座谈会，加上此前武汉的胰岛素带量采购试水，说明胰岛素纳入全国集采时机已经成熟，未来胰岛素药物市场格局将迎剧变，有望加速胰岛素的国产替代以及市场渗透率的提升。

### 【事件二】国家卫生健康委办公厅关于规范开展药品临床综合评价工作的通知

<https://t.cn/A6fsTwaQ>

7月28日，国家卫健委办公厅正式发布《关于规范开展药品临床综合评价工作的通知》（下称《通知》），《药品临床综合评价管理指南（2021年版试行）》（下称《指南》）作为附件一同下发。《指南》明确，评价主要聚焦药品临床使用实践中的重大技术问题和政策问题，围绕技术评价与政策评价两条主线，从安全性、有效性、经济性、创新性、适宜性、可及性6个维度开展科学规范的定性定量相结合的数据整合分析与综合研判，提出国家、区域和医疗卫生机构等疾病防治基本用药供应保障与使用的政策建议。例如在创新性上，《指南》提出通过分析判断药品与参比药品满足临床需求程度、鼓励国产原研创新等情况，进行药品的创新性评价。开展创新性评价，应当突出填补临床治疗空白，解决临床未满足的需求，满足患者急需诊疗需求和推动国内自主研发等创新价值判断。

**【点评】**此次《指南》的正式下发将引导和推动相关主体规范开展药品临床综合评价，持续推动药品临床综合评价工作标准化、规范化、科学化、同质化，更好地服务国家药物政策决策需求，助力提高药事服务质量，保障临床基本用药的供应与规范使用，控制不合理药品费用支出，更高质量满足人民群众用药需求。药企若想获得较好的评价结果以在基药目录中赢得一席之地，需要从《指南》提出的多个维度入手，提升产品的临床价值。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

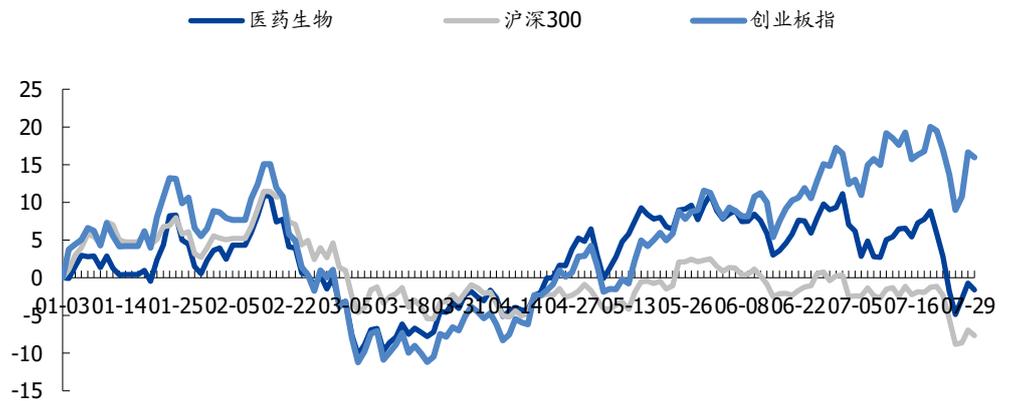
本周申万医药指数下跌**4.32%**，跑赢沪深300指数，跑输创业板指数。申万医药指数11,884.84点，周环比下跌4.32%。沪深300下跌5.46%，创业板指数下跌0.86%，医药跑赢沪深300指数1.14个百分点，跑输创业板3.46个百分点。2021年初至今申万医药下跌1.59%，沪深300下跌7.68%，创业板指数上涨15.98%，医药跑赢沪深300指数，跑输创业板指数。

图表1: 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	4,811.17	5,089.23	-5.46	-7.90	-7.68
创业板指数	3,440.18	3,469.87	-0.86	-1.06	15.98
医药生物	11,884.84	12,421.49	-4.32	-9.99	-1.59

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

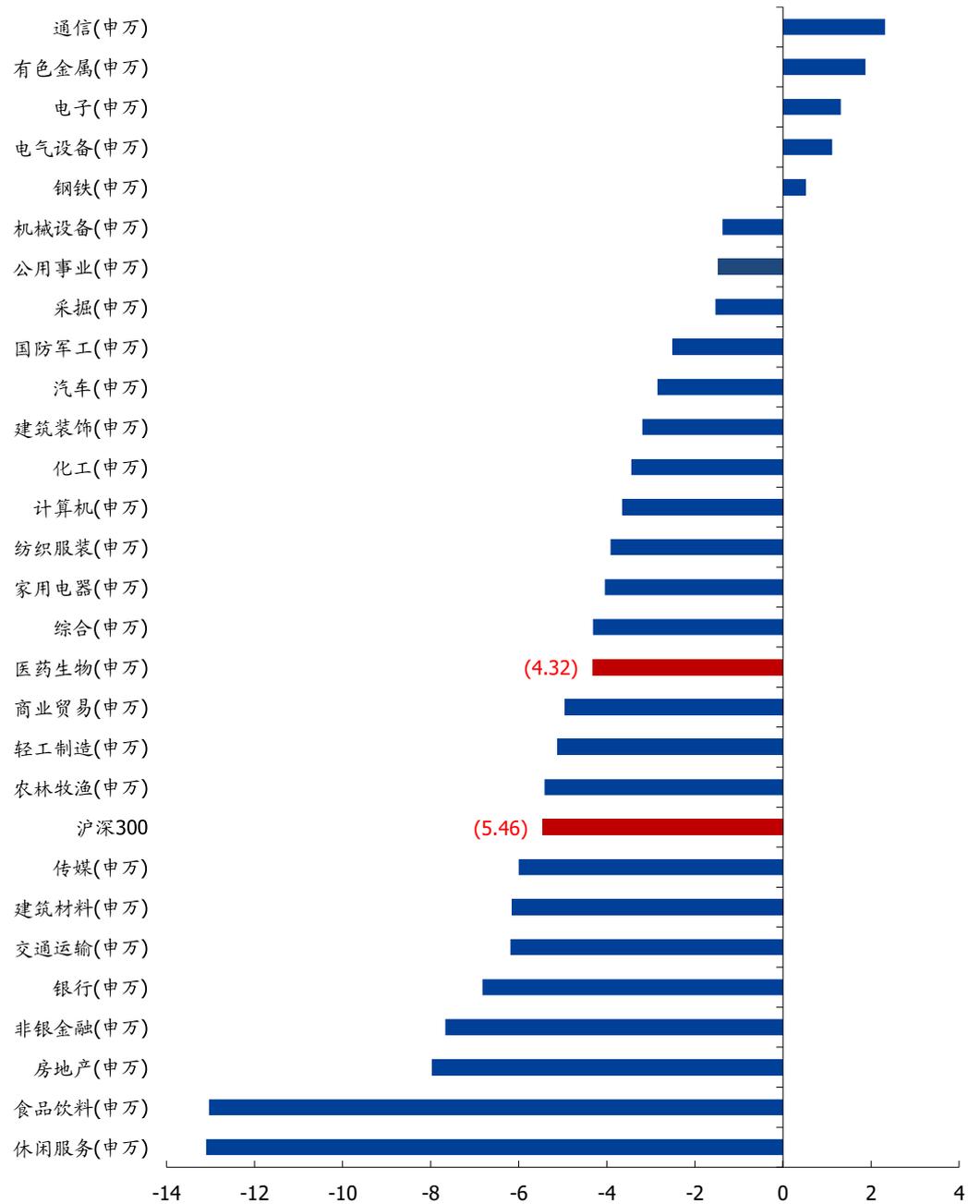
图表2: 2021年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

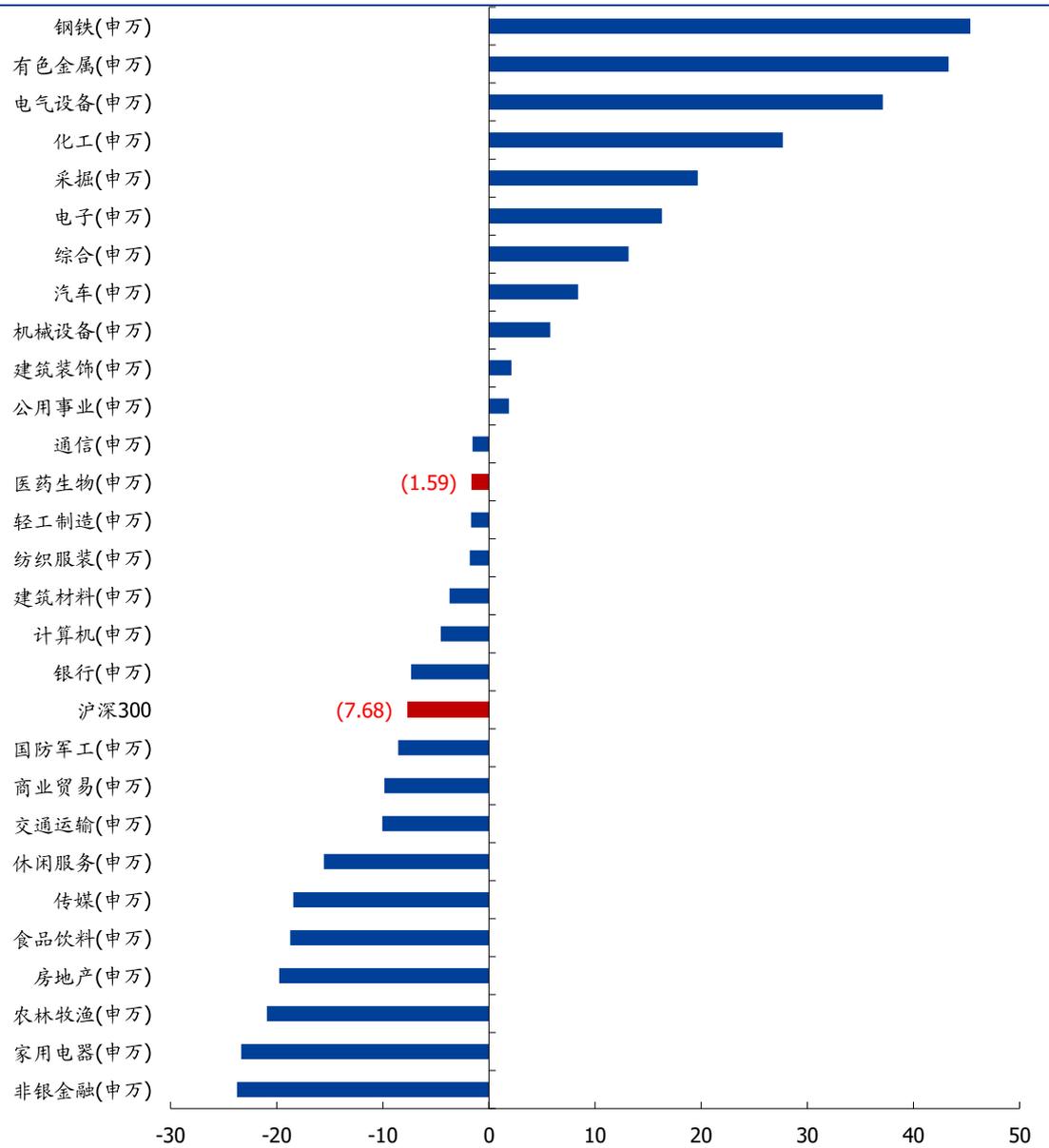
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 17 位。2021 年初至今，医药涨跌幅排在第 13 位。

图表 3: 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

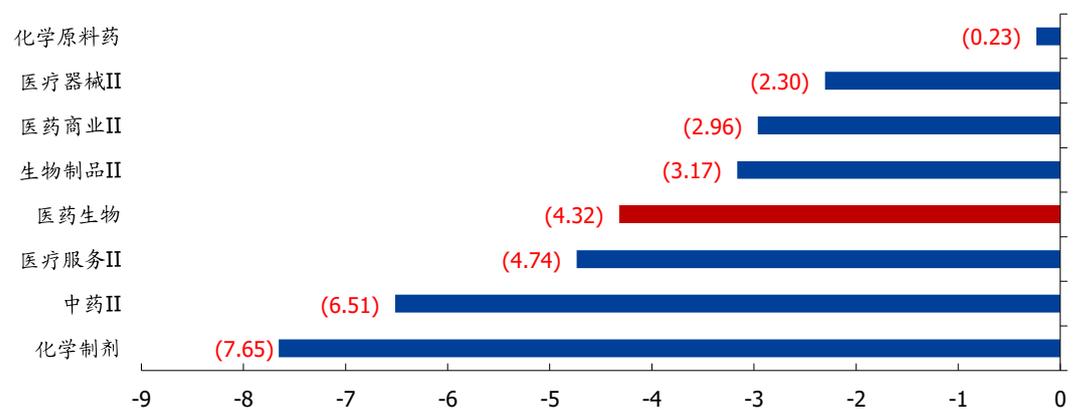
图表 4: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为化学原料药, 下跌 0.23%; 表现最差的为化学制剂, 下跌 7.65%。

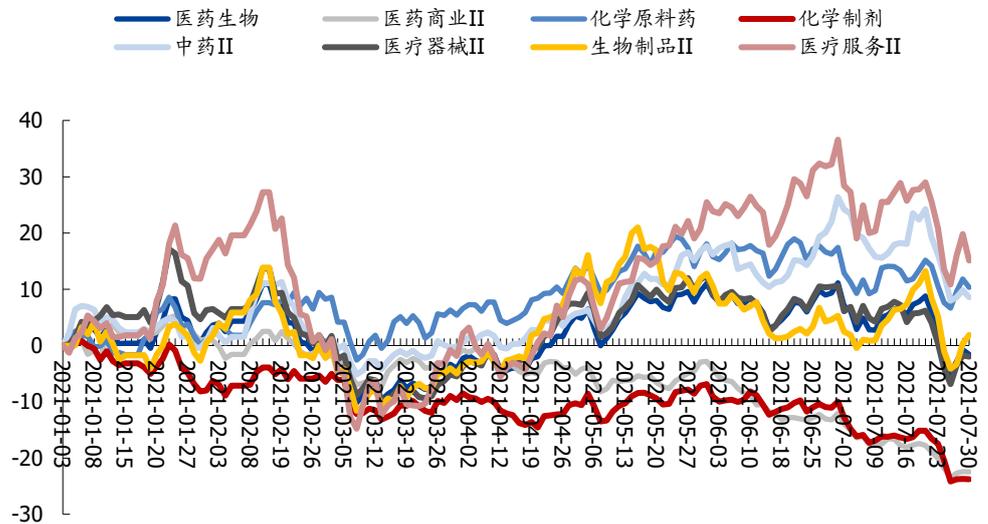
图表 5: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



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。2021 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II，上涨 15.13%；表现最差的子行业为化学制剂，下跌 23.79%。其他子行业中，化学原料药上涨 10.33%，中药 II 上涨 8.55%，生物制品 II 上涨 1.87%，医疗器械 II 下跌 1.97%，医药商业 II 下跌 22.45%。

图表 6: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)



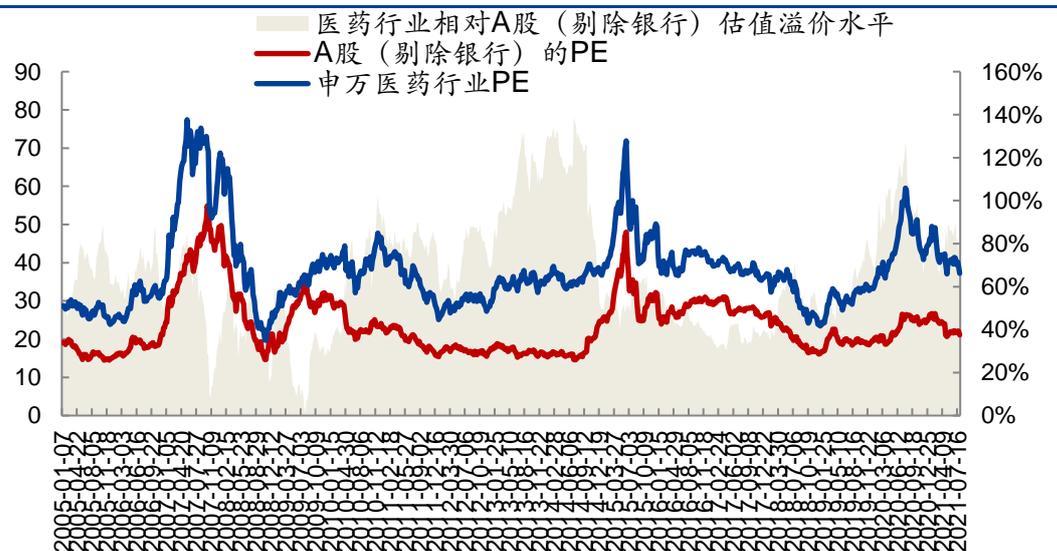
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

估值水平下降，处于平均线下。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 37.25X，较上周下降 1.83 个单位，比 2005 年以来均值（38.02X）低 0.77 个单位，本周医药行业整体估值下降。

行业估值溢价率下降。本周医药行业估值溢价率（相较于 A 股剔除银行）为 76.79%，较上周下降 0.36 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（65.29%）高 11.50 个百分点，处于相对高位。

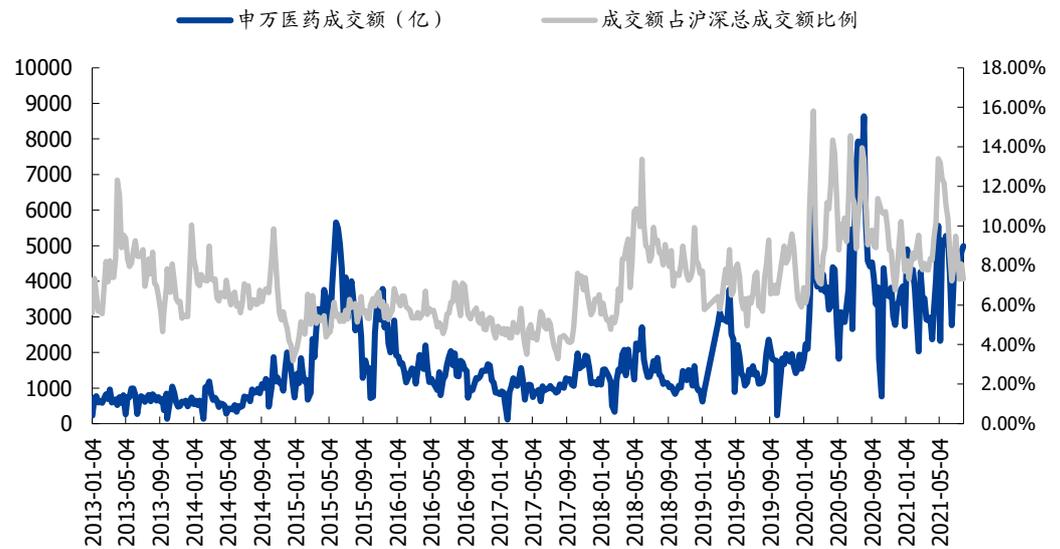
图表 7: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周下降。医药成交总额为4987.49亿元，沪深总成交额为68122.57亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为7.32%(2013年以来成交额均值为7.08%)。

图表8: 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



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的为博晖创新、利德曼、ST运盛、明德生物、达安基因。后5的为广誉远、\*ST华塑、华熙生物、长春高新、浙江医药。

滚动月涨跌幅排名前5的为延安必康、博雅生物、万东医疗、博晖创新、福瑞股份。后5的为翔宇医疗、兴齐眼药、甘李药业、国际医学、司太立。

图表9: 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
博晖创新	52.11	疫情反弹预期	广誉远	-18.75	无特殊原因
利德曼	26.52	疫情反弹预期	*ST华塑	-17.33	无特殊原因
ST运盛	22.67	申请撤销风险警示	华熙生物	-17.32	无特殊原因
明德生物	19.80	疫情反弹预期	长春高新	-16.41	白马调整、集采担忧
达安基因	19.20	疫情反弹预期	浙江医药	-15.92	无特殊原因
康泰医学	18.34	无特殊原因	ST冠福	-15.74	无特殊原因
热景生物	13.76	疫情反弹预期	通策医疗	-14.42	白马调整
共同药业	13.02	二胎概念股	盈康生命	-14.21	无特殊原因
沃森生物	12.41	mRNA技术演绎	贝达药业	-14.12	无特殊原因
华大基因	12.23	疫情反弹预期	奥精医疗	-13.89	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 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
延安必康	52.19	锂电池原材料拉升; 半年报盈利大幅预增	翔宇医疗	-42.92	无特殊原因
博雅生物	47.14	华润入主	兴齐眼药	-42.53	同类竞品研发推进
万东医疗	38.85	美的增发	甘李药业	-37.01	胰岛素集采
博晖创新	38.00	疫情反弹预期	国际医学	-34.22	中报不及预期
福瑞股份	37.86	业绩好, 医疗服务拓展	司太立	-33.21	集采降价影响
沃森生物	32.25	mRNA 技术演绎	天智航-U	-32.81	解禁
利德曼	29.97	疫情反弹预期	心脉医疗	-32.55	股东减持
太安堂	28.99	半年报盈利大幅增加	睿智医药	-29.88	无特殊原因
ST 冠福	28.77	无特殊原因	康拓医疗	-29.79	无特殊原因
神州细胞-U	24.13	八因子获批	盈康生命	-29.48	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

图表 11: 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 2021E	归母净利润 2022E	净利润增 速 2021E	净利润增 速 2022E	2021PE	2022PE
创新服务商	凯莱英	964	9.99	13.46	37.2%	33.0%	96	72
	药明康德(经调整)	4,401	49.91	67.38	40.0%	35.0%	88	65
	泰格医药	1,335	20.80	24.30	18.8%	16.9%	64	55
	昭衍新药	479	4.41	5.95	40.0%	35.0%	109	80
	康龙化成(经调整)	1,497	14.84	20.78	40.0%	40.0%	101	72
	睿智医药	72	1.82	2.20	17.8%	20.9%	40	33
	药石科技	295	2.76	4.03	52.6%	42.4%	107	73
	艾德生物	182	2.55	3.42	41.5%	33.8%	71	53
	博腾股份	491	4.59	6.46	39.2%	36.0%	107	76
	九洲药业	392	6.18	8.15	62.4%	31.9%	63	48
	美迪西	305	2.34	3.79	81.2%	61.7%	130	80
	皓元医药	235	1.94	2.74	50.8%	41.3%	121	86
	诺泰生物	111	1.74	2.48	41.3%	42.2%	64	45
	药明生物	5,022	27.99	39.40	65.7%	40.8%	179	127
	维亚生物	148	5.65	7.47	-	-	26	20
	方达控股	124	0.25	0.38	47.7%	48.6%	496	327
	创新药-传统 转型	恒瑞医药	3,479	76.25	94.88	23.7%	20.8%	46
中国生物制药		1,245	79.10	50.30	68.8%	5.8%	16	25
翰森制药		1,649	38.19	45.98	-	-	43	36
丽珠集团		323	19.74	23.79	16.4%	17.5%	16	14
康弘药业		171	-3.25	-3.92	20.5%	20.7%	-53	-44
科伦药业		261	11.14	13.05	32.0%	19.9%	23	20
复星医药		1,973	45.07	54.33	23.1%	20.5%	44	36
海思科		216	7.32	9.62	15.0%	31.4%	29	22
信立泰		303	5.04	6.65	764.0%	32.8%	60	46
冠昊生物		50	0.74	0.92	58.5%	25.0%	67	54
创新药 - biotech	贝达药业	342	4.61	6.10	-24.0%	32.3%	74	56
	信达生物	1,156	-14.01	-8.21	-	-	-82	-141
	君实生物	618	6.24	1.27	-	-	99	486
	百济神州	917	-67.60	-65.67	-	-	-14	-14
	复宏汉霖-B	175	-6.49	-2.23	-	-	-27	-79
	再鼎医药-SB	1,004	-20.16	-14.26	-	-	-50	-70
	南新制药	53	1.88	2.81	41.6%	49.3%	28	19
	荣昌生物-B	486	-6.51	-3.86	-	-	-75	-126
	康方生物-B	421	-11.03	-6.63	-	-	-38	-64

	泽璟制药-U	157	-3.08	0.10	-	-	-51	1606
	微芯生物	161	0.48	1.10	55.4%	126.9%	333	147
	康宁杰瑞制药-B	201	-6.41	-5.85	-	-	-31	-34
创新疫苗	智飞生物	2,526	47.01	62.29	42.4%	32.5%	54	41
	沃森生物	1,347	15.33	20.70	52.8%	35.0%	88	65
	康泰生物	872	11.54	19.50	70.0%	69.0%	76	45
	万泰生物	1,664	12.48	17.87	84.4%	43.2%	133	93
	康华生物	191	7.07	9.63	73.3%	36.2%	27	20
	康希诺-U	1,062	66.00	140.00	-	-	16	8
创新&特色头部器械耗材	迈瑞医疗	4,745	81.74	99.67	22.8%	21.9%	58	48
	微创医疗	1,065	-13.66	-9.14	-	-	-78	-117
	乐普医疗	465	25.30	29.12	40.4%	15.1%	18	16
	威高股份	630	24.77	30.44	22.0%	22.9%	25	21
	心脉医疗	220	2.97	4.07	38.4%	37.0%	74	54
	启明医疗-B	216	-0.34	1.85	-	-	-636	117
	南微医学	367	3.68	5.45	41.3%	47.9%	100	67
	天智航	105	-	-	-	-	-	-
	健帆生物	540	11.88	16.15	35.7%	36.0%	45	33
	英科医疗	429	100.00	120.00	42.9%	20.0%	4	4
	奥精医疗	93	1.30	1.80	46.6%	37.9%	72	52
注射剂国际化	健友股份	359	10.60	13.80	35.9%	32.5%	34	26
	普利制药	191	5.45	7.33	33.9%	34.5%	35	26
口服国际化	华海药业	291	12.49	15.63	34.4%	25.1%	23	19
创新国际化	恒瑞医药	3,479	76.25	94.88	23.7%	20.8%	46	37
	贝达药业	342	4.61	6.10	-24.0%	32.3%	74	56
	康弘药业	171	11.28	13.59	-	-	15	13
	信达生物	1,156	-14.01	-8.21	-	-	-82	-141
	百济神州	917	-67.60	-65.67	-	-	-14	-14
	再鼎医药-SB	1,004	-20.16	-14.26	-	-	-50	-70
品牌中药消费	东阿阿胶	199	3.20	10.38	639.2%	224.4%	62	19
	片仔癀	2,208	21.51	27.26	28.7%	26.7%	103	81
	云南白药	1,264	56.21	62.78	1.9%	11.7%	22	20
	同仁堂	469	11.73	13.04	13.7%	11.2%	40	36
	华润三九	234	18.11	20.40	13.3%	12.6%	13	11
眼科	爱尔眼科	3,173	23.37	31.14	35.6%	33.2%	136	102
	欧普康视	775	6.01	8.04	38.7%	33.8%	129	96
	爱博医疗	288	1.40	1.94	45.3%	38.1%	206	149
	兴齐眼药	81	1.85	3.22	110.3%	74.1%	44	25
	昊海生科	320	4.95	6.45	115.2%	30.3%	65	50

医美	爱美客	1,404	7.45	11.03	69.4%	48.1%	188	127
	华熙生物	1,099	8.17	11.12	26.4%	36.1%	135	99
	朗姿股份	169	2.49	3.53	75.2%	41.9%	68	48
儿科相关	我武生物	314	3.51	4.62	26.1%	31.6%	90	68
	长春高新	1,237	41.75	53.10	37.0%	27.2%	30	23
	安科生物	239	5.43	7.87	51.3%	44.9%	44	30
药店	益丰药房	351	9.91	12.91	29.0%	30.3%	35	27
	老百姓	179	7.39	9.12	19.0%	23.4%	24	20
	一心堂	174	9.98	12.41	26.3%	24.3%	17	14
	大参林	336	13.35	16.92	25.7%	26.7%	25	20
	国药一致	140	16.02	18.25	14.3%	13.9%	9	8
特色专科连锁	爱尔眼科	3,173	23.37	31.14	35.6%	33.2%	136	102
	通策医疗	1,011	7.11	9.48	44.2%	33.3%	142	107
	锦欣生殖	366	4.51	5.65	21.2%	25.3%	81	65
	海吉亚医疗	479	4.45	6.51	40.8%	46.3%	108	74
	信邦制药	179	2.81	3.58	61.9%	27.4%	64	50
ICL	金域医学	219	14.74	14.01	-2.4%	-4.9%	15	16
	迪安诊断	308	11.17	11.22	39.1%	0.5%	28	27
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	121	4.66	6.18	40.3%	32.5%	26	20
	创业慧康	1,629	8.18	13.47	-	-	199	121
	阿里健康	832	-14.13	-11.18	-	-	-59	-74
	平安好医生	362	11.79	15.42	57.6%	30.9%	31	23
	安图生物	412	11.79	15.42	57.6%	30.9%	35	27
IVD	新产业	200	11.45	16.09	22.0%	40.5%	18	12
	迈克生物	240	9.86	12.22	24.3%	23.9%	24	20
	万孚生物	182	8.55	10.76	34.9%	25.8%	21	17
	艾德生物	92	2.57	3.45	42.4%	34.3%	36	27
	原辅包材	山河药辅	26	1.21	1.51	28.3%	25.1%	22
原辅包材	山东药玻	204	7.11	9.10	25.9%	28.0%	29	22
	浙江医药	154	12.28	16.33	71.1%	33.0%	13	9
	新和成	667	44.42	51.22	24.6%	15.3%	15	13
	司太立	103	4.39	6.28	83.8%	43.1%	23	16
	普洛药业	326	10.69	13.90	30.9%	30.1%	30	23
	仙琚制药	109	6.20	7.69	22.9%	24.1%	18	14
	天宇股份	95	7.06	9.18	5.9%	30.0%	14	10
	奥翔药业	80	1.66	2.39	91.2%	43.7%	48	33
	博瑞医药	150	2.50	3.78	47.3%	51.2%	60	40
	血制品	华兰生物	671	19.91	24.24	23.4%	21.8%	34
博雅生物		232	4.11	5.15	57.9%	25.5%	56	45
天坛生物		508	7.77	9.65	21.5%	24.2%	65	53
派林生物		227	5.24	7.36	181.8%	40.5%	43	31

特色专科药	恩华药业	133	9.00	11.00	21.9%	22.1%	15	12
	人福医药	387	14.42	18.22	25.5%	26.3%	27	21
	华润双鹤	116	-	-	-	-	-	-
	通化东宝	225	10.78	13.04	15.9%	21.0%	21	17
	健康元	231	13.20	15.65	17.8%	18.6%	17	15
	东诚药业	149	5.17	6.53	23.8%	26.3%	29	23
	北陆药业	42	2.27	2.85	29.6%	25.8%	19	15
	京新药业	65	6.48	7.47	-0.8%	15.3%	10	9
	流通	上海医药	492	54.44	60.94	21.1%	11.9%	9
九州通(扣非)		264	22.51	27.40	20.6%	21.7%	12	10
柳药股份		72	8.82	10.51	23.9%	19.2%	8	7
国药股份		229	16.46	18.83	19.0%	14.4%	14	12
其他特色	伟思医疗	81	1.87	2.60	30.5%	39.0%	43	31
	华北制药	170	-	-	-	-	-	-
	太极集团	106	2.25	5.14	241.2%	127.8%	47	21

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、药石科技、博腾股份、九洲药业、皓元医药、诺泰生物、药明生物、恒瑞医药、中国生物制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、信立泰、贝达药业、君实生物、南新制药、天智航、英科医疗、奥精医疗、健友股份、普利制药、东阿阿胶、片仔癀、云南白药、同仁堂、爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科、我武生物、长春高新、安科生物、益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、通策医疗、信邦制药、司太立、仙琚制药、博瑞医药、恩华药业、通化东宝、健康元、伟思医疗为国盛医药盈利预测数据, 其他盈利预测均为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”）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：021-38124100

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