

医药生物

医保谈判即将落地，关注潜在受益大单品（本维莫德、环孢素等）

本周回顾与周专题：本周中万医药指数下跌1.43%，位列全行业第28，跑输沪深300指数，跑赢创业板指数。本周周专题，我们重点分析了医保谈判下可能受益的创新药本维莫德。

板块观点：近期医药板块承压，冠脉支架全国集采降价幅度较大，导致市场情绪遇冷，但短期的情绪影响不改医药创新的长期发展和业绩释放。在近期，引领医药板块上半年大牛市的【疫情爆发】和引发医药板块自8月份以来调整的【高持仓】，这两大核心变量都发生了一些变化，Q3高持仓得到缓解，海外疫情爆发又增加了一层医药行业的比较优势。考虑到冠脉支架集采和12月份医保谈判的潜在情绪扰动，医药板块的结构性机会将进一步聚焦，重点看好疫苗、眼科（服务+产品）、CXO、药店、核医学等五大赛道！

一、影响今年板块走势的两大核心变量，【疫情】和【持仓】近期发生了什么变化？海外疫情爆发+医药短期的高持仓缓解，继续维持医药板块结构性机会判断。

（1）海外疫情爆发增加医药行业比较优势：海外疫情正在持续爆发，美国近日的单日新增确诊病例不断创下新高，也会引发市场对于全球系统性危机乃至相关行业的担忧，医药作为内需且刚需的板块，行业之间的确定性比较优势提高。我们判断国内疫情大规模爆发的概率很小，可能是以散点式的局部小爆发为主，但整体可控，同时疫苗也渐行渐近，因此医药板块的确定性比较优势不会像上半年那么强。

（2）短期高持仓得到缓解，但持仓比例下降并不是医药的长期趋势：Q3公募重仓医药持股占比为12.4%，相较Q2大幅下降5个百分点。由于重仓持股数据是统计公募基金持股前10标的的情况，存在部分基金将医药相关标的减仓出前10的情况，因此持仓变化的真实情况可能不像表现下降得那么多，但是高持仓的问题依然是得到了一定的缓解。另外我们也观测到，医药板块的市值占比在不断提升，在20Q3已经达到10%左右，近5年已经提升了5个百分点，综合考虑医药板块高于GDP的增速以及部分细分领域长期高景气的状态，我们认为从长期来看，医药板块在A股的市值占比会逐步提升至15-20%这个区间。由于基金的配置会与未来长期的趋势相匹配，医药板块一直是基金超配的方向，因此短期的持仓下降并不是医药板块的长期配置趋势，如果短期下降较多，反而会增加基金配置意愿。

二、如何理解医药政策？暂不评价尺度，多一些对本质的理解。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的短期情绪影响。从当前时点来看，年底前较为重要的两个事件是11月初的冠脉支架集采和12月初的医保谈判结果。支架集采已经落地，下一步是创新药医保谈判（如PD-1），我们认为或然性会有一些情绪扰动，但确实长线布局医药的重要机会。我们仍然强调，未来政策越来越不是医药板块的主要矛盾，市场已经有了学习效应，但仍要关注其对部分细分领域的扰动，因此出于顺政策周期的考虑，我们判断医药板块下一阶段的结构性机会将会进一步聚焦。

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。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资产的远期价值前置估值法】。

（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Q2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：当前我们认为当下医药更要看重更加聚焦的结构性机会。综合考虑高景气赛道、顺政策周期、业绩（具备爆发性或者具备可持续性的高增长），重点看好重点看好疫苗、眼科（服务+产品）、CXO、药店、核医学等五大赛道。具体如下：

（1）弹性思路：疫苗如智飞生物等；眼科（服务+产品）如爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科等；CXO如博腾股份、九洲药业、凯莱英、康龙化成、药明康德等；核医学如东诚药业。药店四大龙头标的。

（2）稳健思路：太极集团、普利制药、健友股份、恩华药业、司太立等。

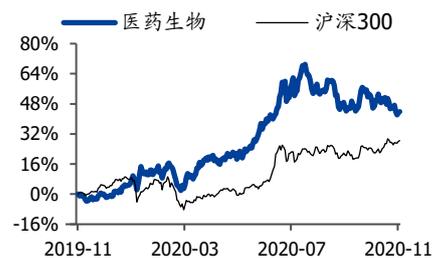
（3）持续推荐配置硬核资产：看中短期，市场有向核心资产聚集的需求，看长期，考虑优质赛道的硬核龙头白马长期成长确定性和优质稀缺性，看持续溢价下的市值演绎，如：泰格医药、迈瑞医疗、通策医疗、我武生物、金城医学、老百姓、大参林、益丰药房、康泰生物、沃森生物、恒瑞医药、长春高新、华兰生物、中国生物制药、贝达药业、片仔癀、美年健康等。

（4）其他长期覆盖并看好：君实生物、丽珠集团、乐普医疗、健康元、科伦药业、安科生物、药石科技、美诺华。

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 杨春雨

执业证书编号：S0680520080004

邮箱：yangchunyu@gszq.com

相关研究

- 1、《医药生物：如何理解政策本质逻辑，关注医用手套行业业绩释放》2020-11-8
- 2、《医药生物：美股医药2020三季报会议纪要系列4：礼来（LLY.N）》2020-10-30
- 3、《医药生物：欧美疫情再次告急，这周疫情全球有哪些大事？》2020-10-25



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 四句话理解近期医药的政策：少一些尺度考量，多一些逻辑理解	6
1.4 2020 医保谈判将至，探寻悲观预期下的潜在大品种机会	7
1.4.1 本维莫德软膏-近 30 年银屑病外用治疗的突破	8
1.4.1 本维莫德软膏-潜在销售规模近 35 亿元	9
2、本周行业重点事件&政策回顾	12
3、行情回顾与医药热度跟踪	13
3.1 医药行业行情回顾	13
3.2 医药行业热度追踪	16
3.3 医药板块个股行情回顾	18
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	19
5、风险提示	23

图表目录

图表 1: 2020 年医保谈判流程	7
图表 2: 历年医保药品谈判情况	7
图表 3: 本维莫德发展历程	8
图表 4: 本维莫德 III 期临床试验有效性结果	9
图表 5: 本维莫德 III 期临床有效性结果 2	9
图表 6: 2019 年国内样本医院银屑病药物格局（不含激素类）	9
图表 7: 样本医院卡泊三醇产品销售规模（含卡泊三醇及其复方制剂）	10
图表 8: 样本医院卡泊三醇竞争格局	10
图表 9: 本维莫德银屑病适应症市场空间测算	10
图表 10: 样本医院吡美莫司乳膏产品销售规模	11
图表 11: 样本医院他克莫司乳膏产品销售规模	11
图表 12: 本维莫德湿疹适应症市场空间测算	11
图表 13: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	13
图表 14: 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(%)	13
图表 15: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（周对比，%）	14
图表 16: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比（2020 年初至今，%）	15
图表 17: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图（%）	16
图表 18: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图（%）	16
图表 19: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）	17
图表 20: 2013 年以来申万医药行业成交额以及占市场占比的走势变化	17
图表 21: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	18
图表 22: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	18
图表 23: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况	21

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 1.43%，位列全行业第 28，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。本周周专题，我们重点分析了医保谈判下可能受益的创新药本维莫德。

板块观点：近期医药板块承压，冠脉支架全国集采降价幅度较大，导致市场情绪遇冷，但短期的情绪影响不改医药创新的长期发展和业绩释放。在近期，引领医药板块上半年大牛市的【疫情爆发】和引发医药板块自 8 月份以来调整的【高持仓】，这两大核心变量都发生了一些变化，Q3 高持仓得到缓解，海外疫情爆发又增加了一层医药行业的比较优势。考虑到冠脉支架集采和 12 月份医保谈判的潜在情绪扰动，医药板块的结构性机会将进一步聚焦，重点看好疫苗、眼科（服务+产品）、CXO、药店、核医学等五大赛道！

一、影响今年板块走势的两大核心变量，【疫情】和【持仓】近期发生了什么变化？海外疫情爆发+医药短期的高持仓缓解，继续维持医药板块结构性机会判断。

（1）海外疫情爆发增加医药行业比较优势：海外疫情正在持续爆发，欧美近日的单日新增确诊病例不断创下新高，也会引发市场对于全球系统性危机乃至相关行业的担忧，医药作为内需且刚需的板块，行业之间的确定性比较优势提高。我们判断国内疫情大规模爆发的概率很小，可能是以散点式的局部小爆发为主，但整体可控，同时疫苗也渐行渐近，因此医药板块的确定性比较优势不会像上半年那么强。

（2）短期高持仓得到缓解，但持仓比例下降并不是医药的长期趋势：Q3 公募重仓医药持股占比为 12.4%，相较 Q2 大幅下降 5 个百分点。由于重仓持股数据是统计公募基金持股前 10 标的的情况，存在部分基金将医药相关标的减仓出前 10 的情况，因此持仓变化的真实情况可能不像表面下降得那么多，但是高持仓的问题依然是得到了一定的缓解。另外我们也观测到，医药板块的市值占比在不断提升，在 20Q3 已经达到 10% 左右，近 5 年已经提升了 5 个百分点，综合考虑医药板块高于 GDP 的增速以及部分细分领域长期高景气的状态，我们认为从长期来看，医药板块在 A 股的市值占比会逐步提升至 15-20% 这个区间。由于基金的配置会与未来长期的趋势相匹配，医药板块一直也是基金超配的方向，因此短期的持仓下降并不是医药板块的长期配置趋势，如果短期下降较多，反而会增加基金配置意愿。

二、如何理解医药政策？暂不评价尺度，多一些对本质的理解。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的短期情绪影响。从当前时点来看，年底前较为重要的两个事件是 11 月初的冠脉支架集采和 12 月初的医保谈判结果。支架集采已经落地，下一步是创新药医保谈判（如 PD-1），我们认为或然性会有一些情绪扰动，但确实长线布局医药的重要机会。我们仍然强调，未来政策越来越不是医药板块的主要矛盾，市场已经有了学习效应，但仍要关注其对部分细分领域的扰动，因此出于顺政策周期的考虑，我们判断医药板块下一阶段的结构性机会将会进一步聚焦。

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。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】。

(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Q2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：当前我们认为当下医药更要看重更加聚焦的结构性机会。综合考虑高景气赛道、顺政策周期、业绩（具备爆发性或者具备可持续性的高增长），重点看好疫苗、眼科（服务+产品）、CXO、药店、核医学等五大赛道。具体如下：

(1) 弹性思路：疫苗如智飞生物等；眼科（服务+产品）如爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科等；CXO如博腾股份、九洲药业、凯莱英、康龙化成、药明康德等；核医学如东诚药业。药店四大龙头标的。

(2) 稳健思路：太极集团、普利制药、健友股份、司太立、恩华药业等。

(3) 持续推荐配置硬核资产：看中短期，市场有向核心资产聚集的需求，看长期，考虑优质赛道的硬核龙头白马长期成长确定性和优质稀缺性，看持续溢价下的市值演绎，如：泰格医药、迈瑞医疗、通策医疗、我武生物、金城医学、老百姓、大参林、益丰药房、康泰生物、沃森生物、恒瑞医药、长春高新、华兰生物、中国生物制药、贝达药业、片仔癀、美年健康等。

(4) 其他长期覆盖并看好：君实生物、丽珠集团、乐普医疗、健康元、科伦药业、安科生物、药石科技、美诺华。

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、康华生物、万泰生物等。

（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。
- **创新药国际化**：推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业等。

（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；
- **医疗信息化&互联网医疗**：阿里健康、平安好医生、卫宁健康、创业慧康等；
- **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**：昊海生科、东诚药业、健康元、恩华药业、华润双鹤、通化东宝等；
- **特色原辅料包材**：司太立、博瑞医药、山东药玻、山河药辅、普洛药业、美诺华、仙琚制药、天宇股份等。
- **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；

1.3 四句话理解近期医药的政策：少一些尺度考量，多一些逻辑理解

近期支架集采降价、年底创新药医保谈判激起了市场的广泛关注和讨论，也引发了一些对于医药行业的悲观情绪。我们用四句话概括对于近期政策的理解：

1. 不评价政策的尺度，但要正确理解政策背后的逻辑，有痛的感觉就没有失去生命力。

锥子扎不出血的麻木，实际上就是一种心灵的死亡。涅槃伴随着重生，真正让人喊疼的改革才更加彻底，疼痛的感觉是让行业参与者认识到过去 30 年阶段性的一些做法在未来是不可持续的。如果不去创新，那么未来大概率会走到死胡同。从隔靴搔痒到刮骨疗伤，改革进入深水区，必然要改变存量利益格局，政策改革选择的是创新，政策绝对不是为了让行业死掉，而是为了长远的发展，至于短期的尺度问题，我们暂不评价，理解政策背后逻辑更重要。改革的目的是为了培养中国企业在全球范围内的核心竞争力，只有持续创新的企业才能分享未来中国乃至世界市场的蛋糕和红利，这一点我们是要达成共识的。

当下政策考量和平衡的是我们国家的公益和市场化竞争的双重属性，所以我们国家必须要有强有力的改革政策去控制压力实现相对平稳的过渡。从 2015 年的供给侧改革到 2018 年的支付端变革，我们国家政策都是在顶层设计之下考虑到短中长期的状况而逐步推进的，虽然中短期有压力，但是一段时间内集中释放之后长远才能更健康发展。

2. 医药的核心驱动力是长期增长持续升级的需求，而非价格。

医保降价并不会导致医药行业的萎缩，整个医保的盘子还是在稳定的增长。医保这一轮价格压低是因为前瞻性的看到了需求和产业的爆发（人口老龄化的需求、未满足的临床需求、保障水平升级的需求等等）。投资医药的核心逻辑也是长期持续升级的需求，阶段性的价格扰动并不会冲击到长期驱动力和根本逻辑。只要需求还在持续增长、持续升级，那么每一次价格带来的波动长远来看都是上车医药的好机会。

3. 当前政策引导下，中国企业当前正在加速进入真格创新阶段，真正创新的勇士会继续前行，资本市场制度配套正逐步完善。

政策可能会扰动投资者的情绪，但我们认为仅是短期波动，真格创新的企业竞争力会更强。中国有着全球最大的医药市场消费需求，政策也在把创新和中国企业拉到全球同一竞争水平。随着改革不断的推进，创新也会自动完成优胜劣汰。政策会持续淘汰和吓退伪创新，而真正优秀的企业不会因为政策而放弃创新，而会更加加速进入真格创新。真格创新未来会得到更多的资源和认可，而真格创新的企业会在融资、政策等各个方面得到更多支持，更少的企业分享更大的蛋糕。

市场可能担心价格波动影响资本对于创新的投入，在这方面国家的政策实际上也指明了导向的方向。未盈利创新企业的投融资退出通道现在都是打开和通畅的，包括港股和科创，这也让真正创新的企业在二级市场直接融资成为可能。但是在当前阶段和政策压力下，其中两极分化会比较明显，只要是真创新和硬技术，无需担忧投融资受阻。

4. 我们持续坚定看好中国医药行业。未来 10 年医药行业需求端持续成长和升级、行业长期确定性成长可期，当下变革期优秀企业的护城河和壁垒会加深和增强，因此我们坚定看好未来中国医药行业及愈发稀缺的医药核心资产！

1.4 2020 医保谈判将至，探寻悲观预期下的潜在大品种机会

随着国家医保局 2020 年 11 月 11 日发布《关于 2020 年国家医保药品目录调整专家评审结果查询的公告》，2020 年国家药品医保谈判进入到了最终“冲刺”阶段阶段，根据往年谈判时间及目前国家医保局公布的文件判断，现场谈判大概率将在 12 月上半月揭晓结果。据威达药海数据统计，共有 378 个产品在《2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》中；属于新增的产品共 361 个，其中西药 264，中药 97 个。由于此前心脏支架医疗器械国家集采降价幅度超预期（平均降幅 96%），叠加部分投资者对今年 PD-1 医保谈判大幅降价的担忧，目前市场对药品医保谈判的负面预期已经比较充分。

我们认为，医保谈判并非简单的零和游戏，也不是对行业发展的所谓“大杀器”，在行业适应医保局时代的“新常态”，加速进化后，真正拥有硬核实力的企业将迎来发展新机遇。本次药品谈判，除了众所瞩目的 PD-1 及其他多个单抗产品外，一些特殊领域的新产品有望通过医保谈判晋级大单品之列，冠昊生物的本维莫德乳膏和兴齐眼药的环孢素滴眼液（II）是其中的典型代表，近两年新批准+独家品种+尚未放量+潜在市场巨大+效果优于现有一线药物+有一定降价空间的多重特征将为此类产品赋予巨大潜能，并有望带动企业加速发展。

图表 1: 2020 年医保谈判流程

时间	发布文件	核心内容
8 月 17 日	《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》 《2020 年国家医保药品目录调整申报指南》	医保目录外药品的新增以及目录内药品的调出、调整支付标准方案
9 月 18 日	《2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单（公示稿）》	正式形成了 2020 年国家医保药品目录调整形式审查结果
10 月 17 日	《关于 2020 年国家医保药品目录调整形式审查结果查询的公告》	新版医保药品目录即将进入专家评审、谈判阶段
11 月 11 日	《关于 2020 年国家医保药品目录调整专家评审结果查询的公告》	专家评审阶段的工作已经结束，将组织开展谈判
12 月		现场谈判

资料来源：国家医保局，国盛证券研究所

图表 2: 历年医保药品谈判情况

年度	参与谈判数	谈判成功数	谈判成功率	平均降价幅度
2016	5	3	60.0%	-58.6%
2017	44	36	81.8%	-44.0%
2018	18	17	94.4%	-56.7%
2019	150	97	64.7%（新增成功率 58.8%）	-51.2%（新增降幅-60.7%）

资料来源：中康产业资本研究中心，国盛证券研究所

1.4.1 本维莫德软膏-近30年银屑病外用治疗的突破

银屑病-“不死的癌症”。银屑病是免疫介导的慢性、复发性、炎症性皮肤病，典型皮损临床表现为鳞屑性红斑或斑块，局限或广泛分布。2008年中国6省市银屑病流行病学调查结果为0.47%，2017年西南4省市银屑病流行病学调查结果为0.5%，目前国内银屑病患者约为700万人，银屑病的确切病因与发病机制尚未完全阐明。银屑病尚无治愈方法，患者往往需终生治疗。

20年磨一剑，本维莫德修成正果。本维莫德是全球首创新一代治疗炎症性和自身免疫性疾病的非激素类新型小分子化学药，是首个治疗性芳香烃受体调节剂（TAMA）、拥有完整自主知识产权的1类新药，可通过不同机制抑制银屑病的多种病理变化，适应症为局部治疗成人轻至中度稳定性寻常型银屑病（在所有银屑病患者中，寻常型银屑病占90%以上，且80%-90%为轻、中度）。本维莫德由陈庚辉博士领衔的团队研发，从1999年开始研究到2019年中国获批上市，历经20年时间；

图表3: 本维莫德发展历程

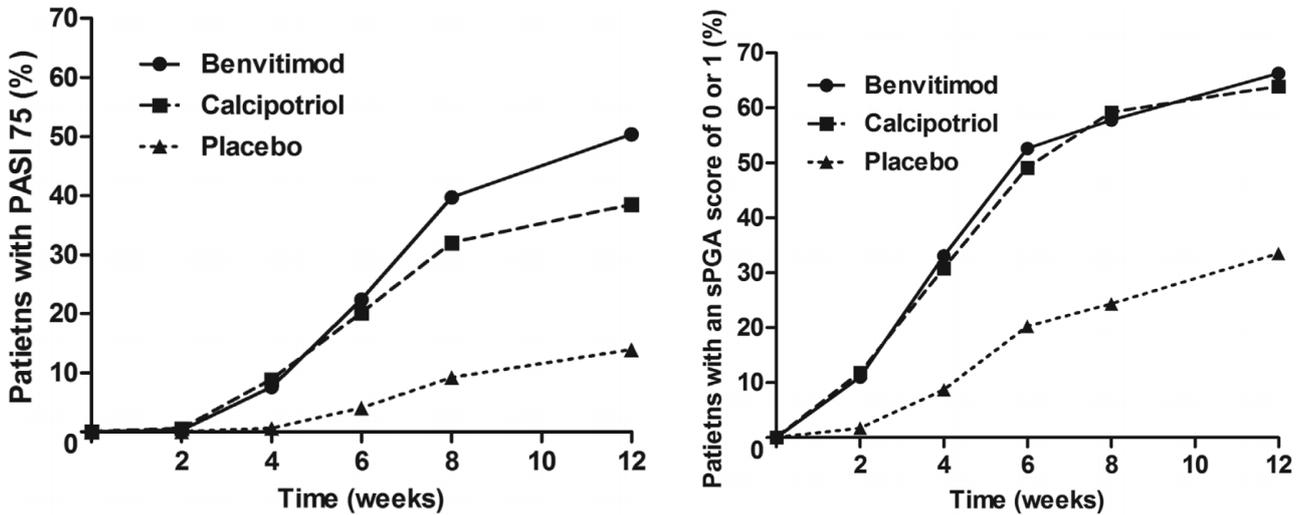
时间	事件
20世纪90年代	陈庚辉博士在加拿大与导师 John M. Webster、博士后李健雄通过共生微生物线虫和细菌，发现新的广谱杀菌剂和其它生物活性物质
1999	陈庚辉与 John、李健雄创立 Welichem 公司，开始研发苯烯莫德，并获得相关专利
2005	Welichem 公司在多伦多股票交易所上市
2009	陈庚辉回国，成立北京文丰天济医药科技有限公司，拥有苯烯莫德专利技术和知识产权；获 CFDA 批准针对银屑病的临床批件
2010	获国家十一五重大新药创制专项支持，完成 I 期临床
2011	获国家十二五重大新药创制专项支持，12月完成 II 期临床
2012	葛兰素史克花费 2.3 亿美元从 Welichem 公司购得苯烯莫德除中国大陆、中国台湾、中国香港以及中国澳门市场以外的市场开发权
2013	11月，苯烯莫德完成 III 期临床
2015	天济医药投资 4600 万在广东中山建立了本维莫德产业化基地中昊药业
2016	苯烯莫德申报生产批件；冠昊生物以 1600 万元收购公司控股股东广东知光持有的北京文丰 5% 股权
2017	冠昊生物以 2.66 亿元从广东知光手中收购北京文丰和中昊药业 53.35% 股权，累计持股 58.20%；本维莫德获得治疗湿疹适应证的临床试验批件
2018	葛兰素史克以 3.3 亿美元的价格向 Dermavant 公司出售本维莫德海外权益，目前已在 III 期临床阶段
2019	5月，本维莫德（原名苯烯莫德）在中国获批上市；冠昊生物激励方案后，持有北京文丰和中昊药业股权比例变为 53%；本维莫德湿疹适应证进入 III 期临床
2020	本维莫德进入医保谈判名单

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

本维莫德有望改写银屑病外用药物历史。目前，银屑病外用治疗主要使用糖皮质激素和维生素 D3 衍生物。糖皮质激素虽然见效快、疗效好，但存在易反复、不良反应明显、不宜久用的缺点；卡泊三醇为代表的维生素 D3 药物目前是治疗银屑病的一线用药，是非激素外用药物的“金标准”，但依然存在局部刺激和影响钙磷代谢的问题。自卡泊三醇 1991 年获批上市到 2019 年近 30 年间，国内外在银屑病外用治疗领域一直没有重大突破。凭借治愈率、安全性等方面的优势，本维莫德有望实现对包括卡泊三醇在内的现有银屑病外用药物的替代。

临床试验结果显示本维莫德效果明显优于"金标准"卡泊三醇。本维莫德乳膏在III期临床结果显示, 其患者用药 12 周后的 PASI 75 (患者恢复 75%及以上患处面积) 比率达 50.4%, 明显高于目前银屑病外用药物代表卡泊三醇的 38.5%; PASI 90 比率 32.6%, 也明显优于卡泊三醇的 20.1%; sPGA 66.3%, 略高于卡泊三醇的 63.9%。安全性方面, 卡泊三醇的不良反应发生率 57.3%, 高于卡泊三醇的 36.1%, 但大多数为短暂性的轻中度局部瘙痒, 严重不良反应发生率 1.2%, 与卡泊三醇相同。

图表 4: 本维莫德III期临床试验有效性结果



资料来源: Chinese Medical Journal, 国盛证券研究所 (Benvitmod: 本维莫德, Calcipotriol: 卡泊三醇, Placebo: 安慰剂; 左图为 PASI 75 (恢复 75%及以上面积) 的患者比例, 右图为 static Physician's Global Assessment(sPGA) 得分)

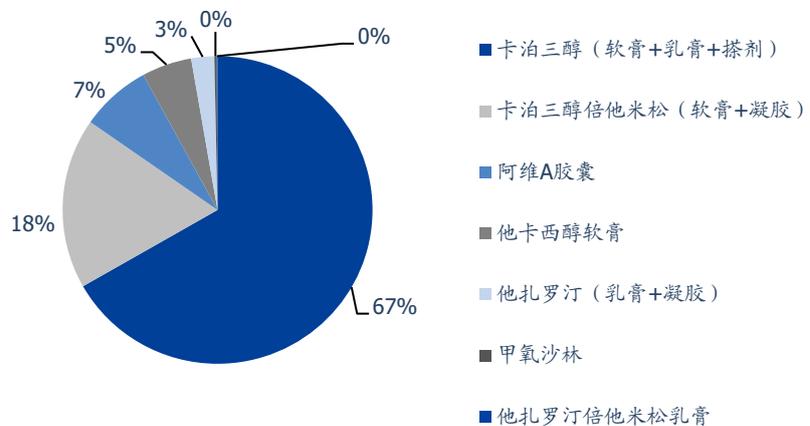
图表 5: 本维莫德III期临床有效性结果 2

	本维莫德	卡泊三醇	安慰剂
PASI 75	50.4%	38.5%	13.9%
PASI 90	32.6%	20.1%	3.5%
PASI 50	67.3%	69.8%	40.5%
sPGA	66.3%	63.9%	33.5%

资料来源: Chinese Medical Journal, 国盛证券研究所

1.4.1 本维莫德软膏-潜在销售规模近 35 亿元

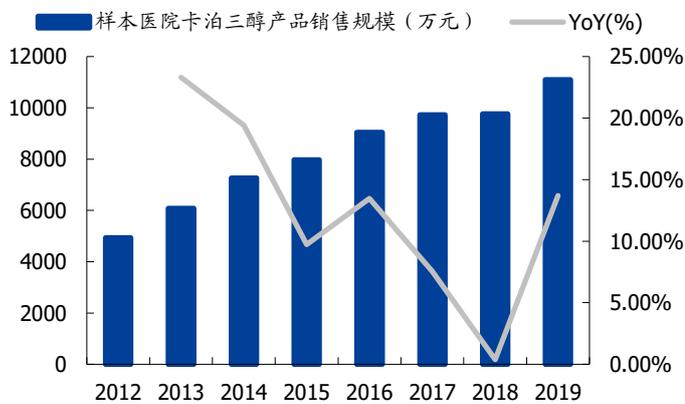
图表 6: 2019 年国内样本医院银屑病药物格局 (不含激素类)



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

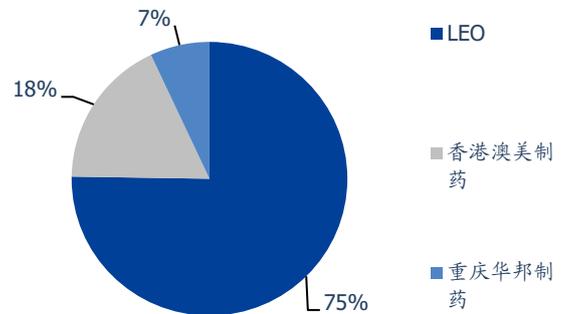
卡泊三醇占据目前非激素类银屑病外用治疗市场。样本医院数据显示，2019年，卡泊三醇制剂和卡泊三醇倍他米松制剂分别占据医院端外用银屑病药物销售份额的67%和18%，占据主导地位；样本医院卡泊三醇类制剂（含复方）销售1.11亿元，我们估计全市场卡泊三醇类制剂销售金额在5-6亿元，基本被原研LEO（市占率75%），以及香港奥美和重庆华邦所占据。

图表7: 样本医院卡泊三醇产品销售规模(含卡泊三醇及其复方制剂)



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表8: 样本医院卡泊三醇竞争格局



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表9: 本维莫德银屑病适应症市场空间测算

指标	参数	参数
人口总量(亿人)	14	
银屑病发病率	0.50%	
银屑病患者数量(万人)	700	
寻常型银屑病占比	90%	
轻中度银屑病占比	85%	
适应症	卡泊三醇软膏 用于寻常型银屑病的局部治疗	本维莫德软膏 局部治疗成人轻至中度稳定性寻常型银屑病
潜在患者数量(万人)	630	536
单价(元/支)	58.8	496
假定进医保价格(元/支)		198.4
用药时间	6-8周	8-12周
用药支数	4	6
疗程药费(元)	235.2	2976
假定进医保疗程药费(元)		1190.4
市场规模(亿元)	3.9	
用药患者量(万人)	167.4	
渗透率	24%	
假设峰值渗透率		24%
潜在市场规模(亿元)		15.3

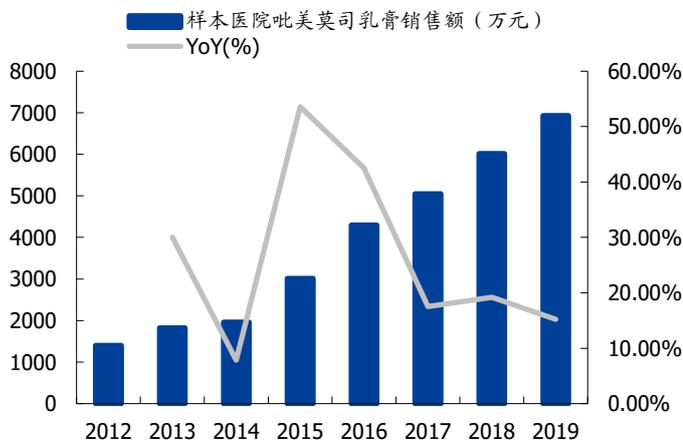
资料来源: Wind, 药品说明书, 国盛证券研究所

本维莫德有望成为替代卡泊三醇, 银屑病适应症潜在销售规模达15.3亿元。根据我们的测算, 若本维莫德乳膏顺利进入医保, 价格降幅为60% (2019年平均降幅), 则疗程

费用约为 1190 元；假设峰值渗透率达到卡泊三醇乳膏目前 24% 的水平，则本维莫德仅银屑病适应症就可创造 15.3 亿元的销售规模。

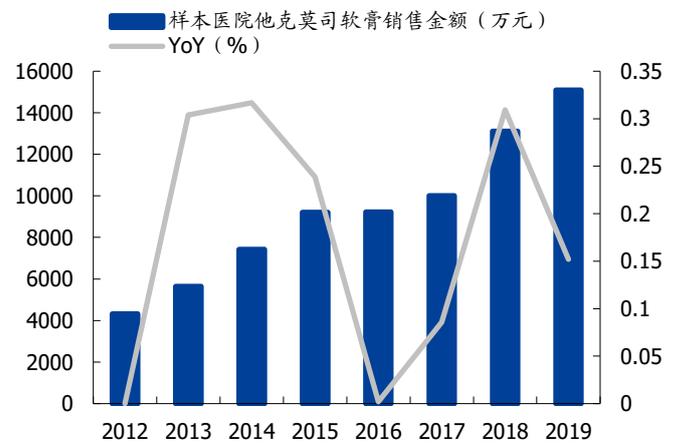
特性应皮炎(湿疹)适应症有望创造近 20 亿销售规模。本维莫德乳膏的湿疹适应症 2019 年已在 II-III 期临床，其中儿童湿疹临床研究被列入“十三五”“重大新药创制”国家科技重大专项任务，如成人湿疹和儿童湿疹适应症 2021 年获批，市场空间将进一步打开。据公司公告，我国约有 3000 万儿童和 4200 多万成人湿疹患者，目前湿疹常用的外用治疗主要为糖皮质激素和免疫抑制剂，激素类药物副作用多，且不宜长期使用，不能满足长期用药特别是儿童湿疹患者治疗的需要。根据可比产品他克莫司乳膏和吡美莫司乳膏的样本医院数据推算，他克莫司乳膏和吡美莫司乳膏终端销售总规模在 10 亿元左右，单产品对儿童的渗透率约在 3%-5%，对成人的渗透率约在 3%。假设本维莫德乳膏对儿童和成人渗透率分别为 7% 和 4%，则按照 198.4 元/支的单支价格，湿疹适应症有望贡献 19.6 亿元的销售规模

图表 10: 样本医院吡美莫司乳膏产品销售规模



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 11: 样本医院他克莫司乳膏产品销售规模



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 12: 本维莫德湿疹适应症市场空间测算

项目	参数
儿童湿疹患者数量 (万人)	3000
成人湿疹患者数量 (万人)	4200
用药时间	3-6 周
用药支数	1~4
假定价格 (元/支)	198.4
儿童疗程药费 (元)	297.6
成人疗程药费 (元)	793.6
儿童患者渗透率	7%
成人患者渗透率	4%
潜在市场规模 (亿元)	19.6

资料来源: Wind, 药品说明书, 国盛证券研究所

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家药监局药审中心关于发布《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》的通告

<http://dwz.date/dqKc>

11月19日，CDE发布《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》，为鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市。附条件批准上市的目的旨在缩短药物临床试验的研发时间，使其尽早应用于无法继续等待的危重疾病或公共卫生方面急需的患者。

【点评】该指导原则对于附条件批准上市的情形、技术要求、所附条件做出了详细阐述，明确了两种可以申请附条件上市的情形：治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病以及公共卫生方面急需的药品，药物临床试验已有数据显示疗效并能预测其临床价值的；应对重大突发公共卫生事件急需的疫苗或者国家卫生健康委员会认定急需的其他疫苗，经评估获益大于风险的。该指导原则将加快符合条件的药品和疫苗的上市进程，利好具有相关药品和疫苗的企业。

【事件二】国家医保局医药价格和招标采购指导中心关于印发《医药价格和招采信用评价的操作规范（2020版）》的通知

<http://dwz.date/dqKa>

11月20日，为促进公平有序开展医药价格和招采信用评价工作，统一信用评价工作规则，提升信用评价标准化规范化水平，国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心依据国家医疗保障局《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》，制定《医药价格和招采信用评价的操作规范（2020版）》。

【点评】该操作规范明确了医药价格和招采信用评价的各项细节，同日发布的《医药价格和招采信用评价的裁量基准（2020版）》详细列举了医药企业价格或营销行为的若干情形以及情形所对应的失信等级，统一信用评价的尺度，加强了区域间信用评级工作的协调性和均衡性，两则文件共同促进医药价格和招采信用评级工作公平有序开展，利好医药价格和招标采购规范化的企业。

【事件三】国家医疗保障局办公室关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP病种目录库（1.0版）的通知

<http://dwz.date/dqKb>

11月20日，国家医疗保障局办公室关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP病种目录库（1.0版）的通知，持续推进医保支付方式改革，提升医保治理现代化水平，加强对区域点数法总额预算管理和按病种分值付费试点工作的技术指导。

【点评】DIP相比于DRG是主要依据既往数据中诊断与诊疗方式的匹配确定，因而对病案质量要求不太高，操作难度相对较低，医保与临床的接受度会更高。该技术规范明确了DIP的数据基础及适用条件，阐明了DIP及分值付费的原理与方法，确定了分值计算及医保基金结算的具体方法，提出了医保监管、监测评价的具体要求。此次通知是全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式的重要一步，推进早日建立管用高效的医保支付机制。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

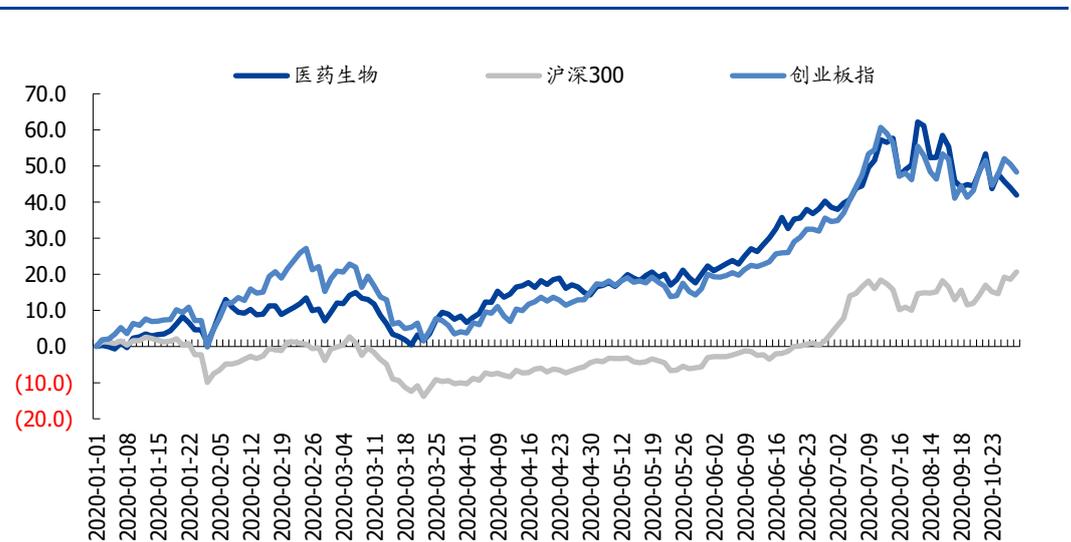
本周医药指数下跌 1.43%，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。申万医药指数 11343.35 点，周环比下跌 1.43%。沪深 300 上涨 1.78%，创业板指数下跌 1.47%，医药跑输沪深 300 指数 3.21 个百分点，跑赢创业板 0.04 个百分点。2020 年 11 月至今申万医药下跌 3.96%，沪深 300 上涨 5.28%，创业板指数上涨 0.42%，医药跑输沪深 300 指数和创业板指数。

图表 13: 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	4,943.29	4,856.85	1.78	5.28	20.67
创业板指数	2,667.09	2,706.81	-1.47	0.42	48.33
生物医药 (申万)	11,343.35	11,507.51	-1.43	-3.96	41.91

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

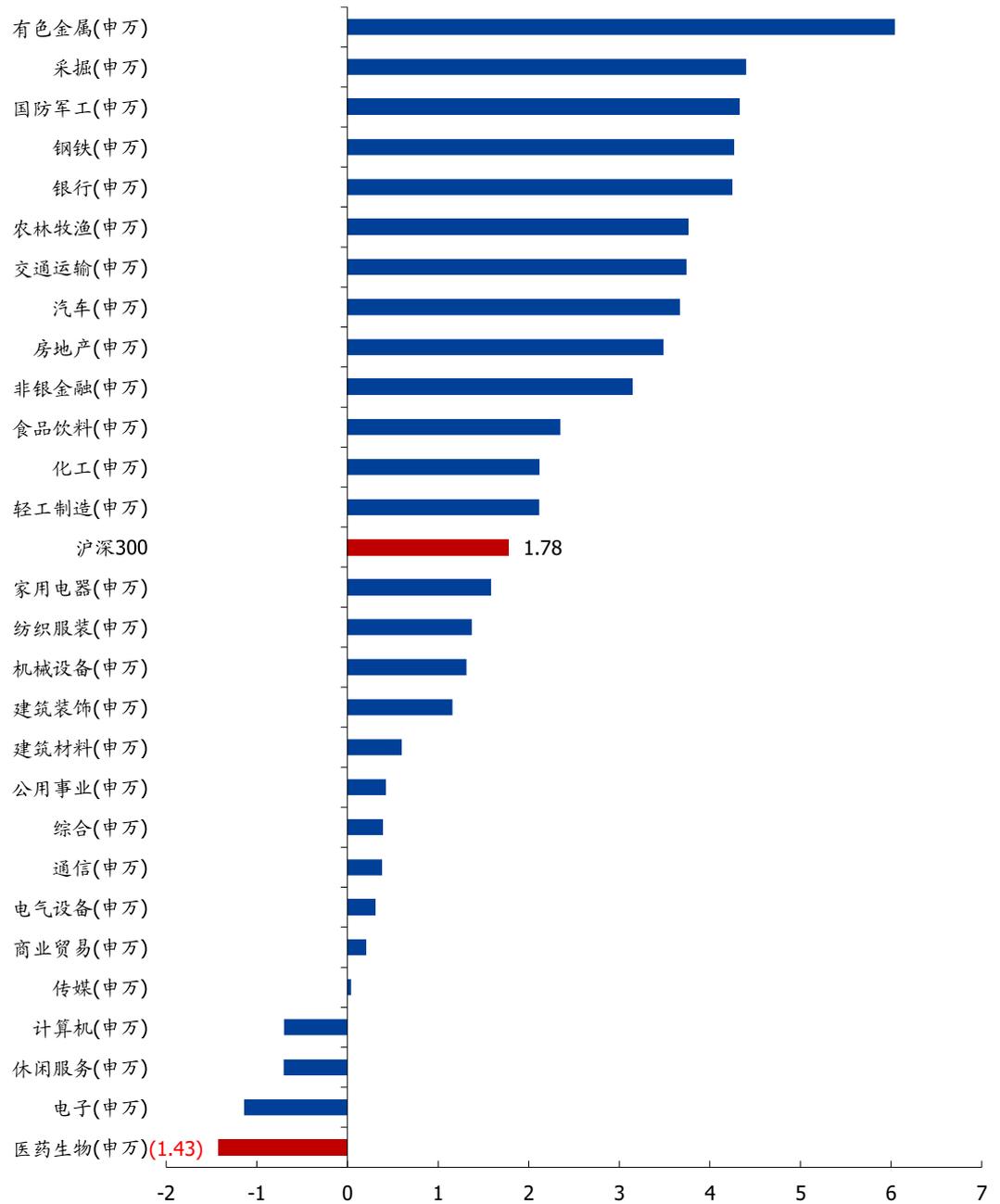
图表 14: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

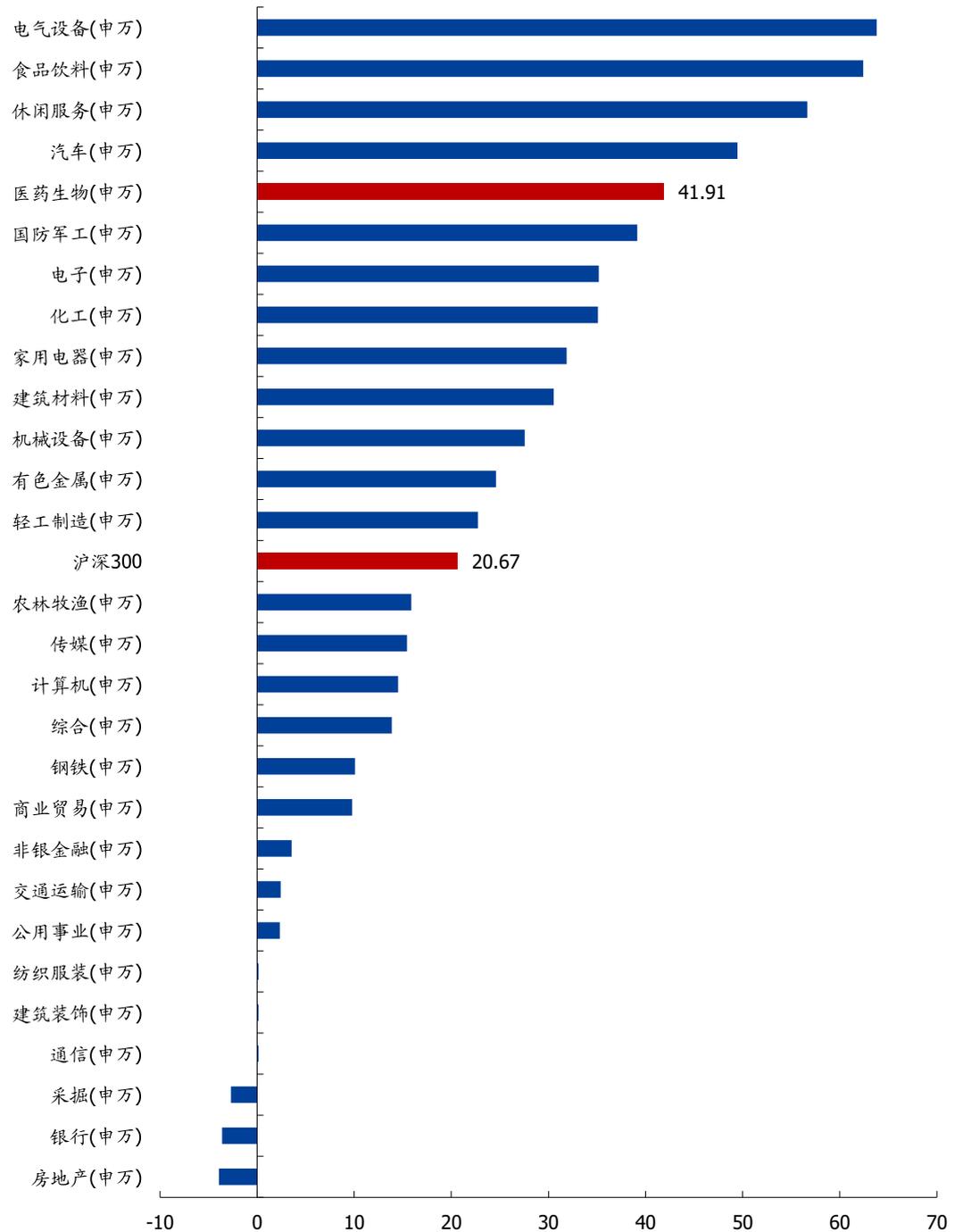
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第28位。2020年初至今，医药涨跌幅排在第5位。

图表 15: 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

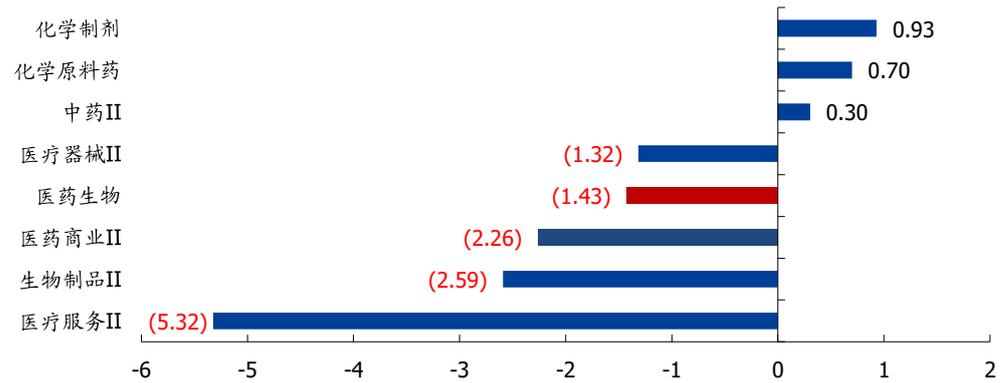
图表 16: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为化学制剂, 上涨 0.93%; 表现最差的为医疗服务 II, 下跌 5.32%。

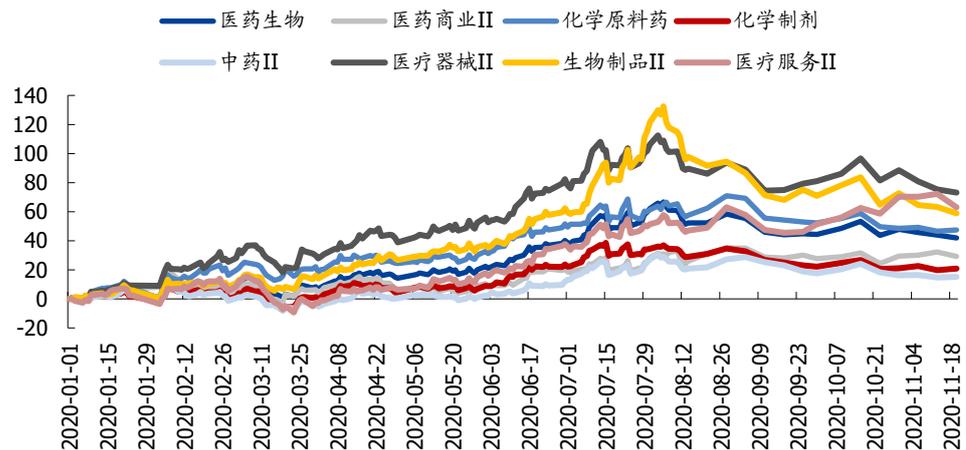
图表 17: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗器械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器械II, 上涨73.13%; 表现最差的子行业为中药II, 上涨15.12%。其他子行业中, 医疗服务II上涨63.07%, 生物制品II上涨58.94%, 化学原料药上涨47.51%, 医药商业II上涨29.19%, 化学制剂上涨20.80%。

图表 18: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



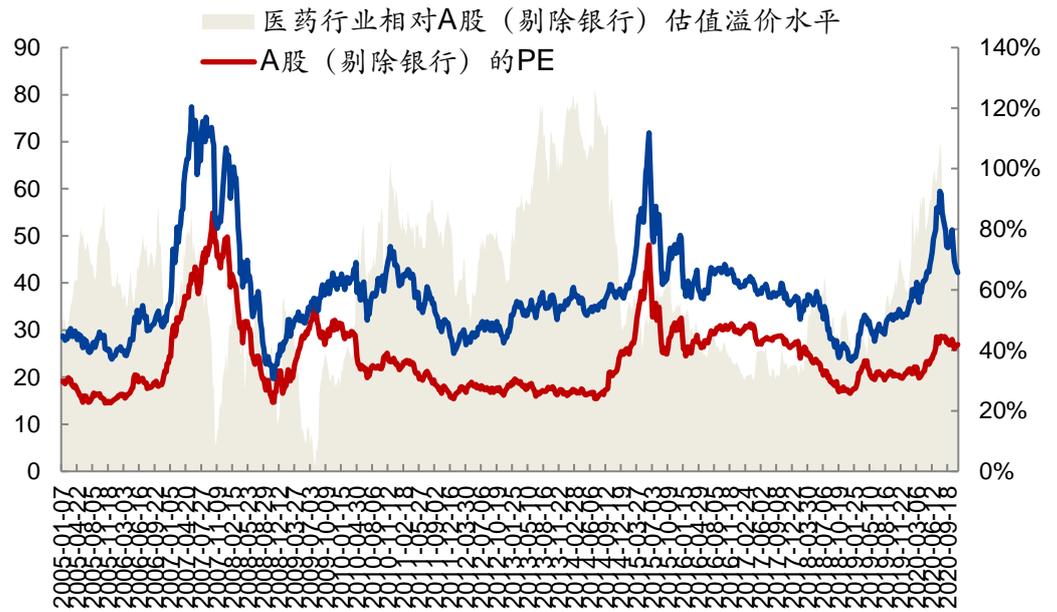
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平下降, 处于平均线以上。目前, 医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 42.19X, 较上周相比下降 0.71 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.84X) 高 4.35 个单位, 本周医药行业整体估值下降。

行业估值溢价率有所下降。本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 56.46%, 较上周下降 4.92 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (61.25%) 低 4.80 个百分点, 处于相对低位。

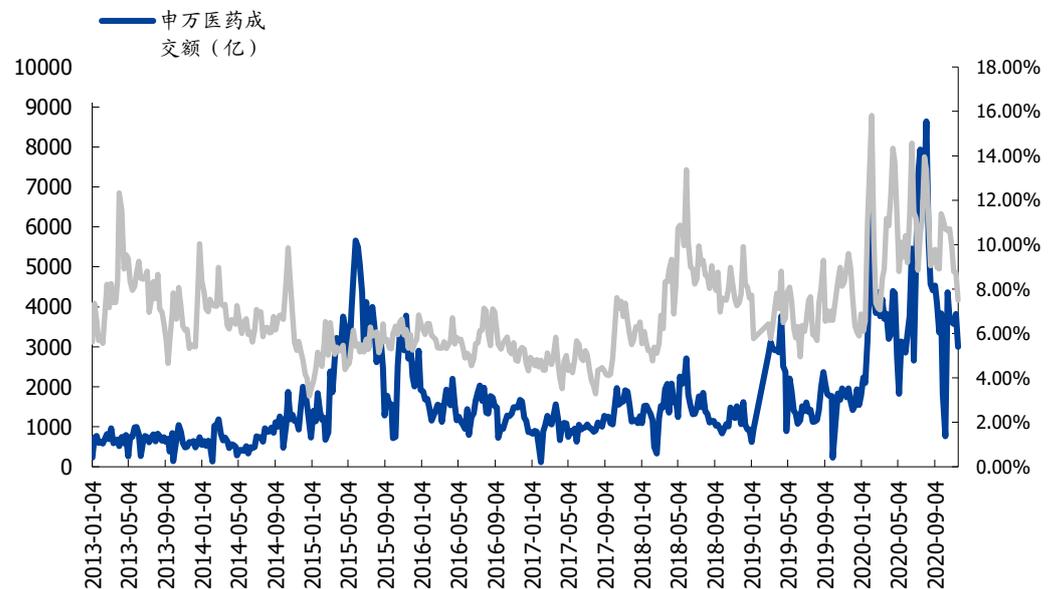
图表 19: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



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 3003.09 亿元, 沪深总成交额为 40015.48 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 7.50% (2013 年以来成交额均值为 6.92%)。

图表 20: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在中占比的走势变化



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的为冠昊生物、天坛生物、海辰药业、溢多利、金域医学。后5的为西藏药业、正川股份、通策医疗、大参林、博晖创新。

滚动月涨跌幅排名前5的为国农科技、振兴生化、华东医药、寿仙谷、健民集团。后5的为西藏药业、博晖创新、华兰生物、凯利泰、智飞生物。

图表 21: 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
冠昊生物	10.98	医保谈判预期	西藏药业	-14.56	因投资斯微生物无尽调、专利分析报告 2 天完成收警示函
天坛生物	10.92	无特殊原因	正川股份	-11.97	海外新冠疫苗进展影响
海辰药业	8.40	临床试验获批	通策医疗	-11.24	无特殊原因
溢多利	7.99	无特殊原因	大参林	-10.48	无特殊原因
金域医学	7.67	定增募资	博晖创新	-10.20	总经理收监管函, 因配偶窗口期违规交易
广誉远	7.62	无特殊原因	智飞生物	-9.16	海外新冠疫苗进展影响
恩华药业	7.23	无特殊原因	英特集团	-8.72	无特殊原因
新和成	7.04	多条产线投产	迦南科技	-8.66	无特殊原因
博雅生物	6.89	无特殊原因	欧普康视	-8.38	无特殊原因
太极集团	6.67	无特殊原因	复星医药	-8.36	生物疫苗板块走弱

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 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
国农科技	29.47	转型互联网安全	西藏药业	-31.27	因投资斯微生物无尽调、专利分析报告 2 天完成收警示函
双林生物	23.94	资产重组	博晖创新	-30.91	总经理收监管函, 因配偶窗口期违规交易
华东医药	19.43	医美管线逐步落地	华兰生物	-28.48	无特殊原因
寿仙谷	18.23	三季度业绩超预期	凯利泰	-28.07	无特殊原因
健民集团	18.02	无特殊原因	智飞生物	-26.00	海外新冠疫苗进展影响
新和成	14.08	多条产线投产	大博医疗	-25.91	无特殊原因
爱尔眼科	12.91	无特殊原因	凯普生物	-25.86	大股东减持
创新医疗	12.69	无特殊原因	正川股份	-25.66	海外新冠疫苗进展影响
德展健康	11.69	国资入主利好	山河药辅	-25.36	无特殊原因
人福医药	10.25	无特殊原因	沃森生物	-24.42	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 23: 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	代码	最新市值 (亿元)	归母净利润 2019A (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)	净利润增速 2020E (%)	2020PE	
创新服务商	凯莱英	002821.SZ	622.69	5.54	7.42	34.0%	84	
	药明康德	603259.SH	2656.22	18.55	30.94	66.8%	86	
	泰格医药	300347.SZ	1031.56	8.42	10.61	26.1%	97	
	昭衍新药	603127.SH	225.59	1.78	2.40	34.5%	94	
	康龙化成	300759.SZ	806.41	5.47	7.40	35.2%	109	
	量子生物	300149.SZ	84.26	1.39	-			
	药石科技	300725.SZ	173.01	1.52	2.02	32.8%	86	
	艾德生物	300685.SZ	173.54	1.35	1.98	46.2%	88	
	博腾股份	300363.SZ	182.85	1.86	2.80	51.1%	65	
	九洲药业	603456.SH	231.02	2.38	3.85	61.9%	60	
	美迪西	688202.SH	88.65	0.67	1.07	60.6%	83	
	创新药	恒瑞医药	600276.SH	4633.80	53.28	62.85	18.0%	74
丽珠集团		000513.SZ	430.57	13.03	17.39	33.5%	25	
贝达药业		300558.SZ	438.77	2.31	5.56	140.9%	79	
康弘药业		002773.SZ	374.66	7.18	7.45	3.7%	50	
科伦药业		002422.SZ	330.61	9.38	7.78	-17.0%	42	
复星医药		600196.SH	1212.04	33.22	36.82	10.9%	33	
天士力		600535.SH	264.72	10.01	11.69	16.7%	23	
海思科		002653.SZ	223.38	4.94	6.82	38.1%	33	
华北制药		600812.SH	168.46	1.53	-			
兴齐眼药		300573.SZ	102.00	0.36	0.90	150.7%	113	
创新疫苗		智飞生物	300122.SZ	1917.60	23.66	33.91	43.3%	57
		沃森生物	300142.SZ	675.41	1.42	9.51	569.8%	71
	康泰生物	300601.SZ	1016.17	5.75	7.81	36.0%	130	
	万泰生物	603392.SH	791.02	2.09	5.88	181.7%	134	
	康希诺	688185.SH	611.29	-1.57	-2.41	53.9%	-253	
注射剂国际化	健友股份	603707.SH	362.73	6.05	8.99	48.6%	40	
	普利制药	300630.SZ	178.99	3.01	4.23	40.5%	42	
口服国际化	华海药业	600521.SH	459.66	5.70	11.30	98.4%	41	
创新国际化	恒瑞医药	600276.SH	4633.80	53.28	62.85	18.0%	74	
	贝达药业	300558.SZ	438.77	2.31	5.56	140.9%	79	
	康弘药业	002773.SZ	374.66	7.18	7.45	3.7%	50	
品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	286.59	-4.44	1.95	-144.0%	147	
	片仔癀	600436.SH	1325.25	13.74	16.36	19.0%	81	
	云南白药	000538.SZ	1249.94	41.84	50.02	19.6%	25	
	同仁堂	600085.SH	372.35	9.85	10.02	1.7%	37	
	华润三九	000999.SZ	266.46	21.12	18.37	-13.0%	15	
	太极集团	600129.SH	83.70	-0.71	-			

	广誉远	600771.SH	76.46	1.30	0.00		
其他特色消费	我武生物	300357.SZ	318.34	2.98	3.10	3.9%	103
	欧普康视	300595.SZ	396.53	3.07	3.91	27.5%	101
	健帆生物	300529.SZ	535.08	5.71	8.04	40.8%	67
	长春高新	000661.SZ	1446.43	17.75	30.53	72.0%	47
	安科生物	300009.SZ	224.61	1.24	4.14	232.3%	54
	兴齐眼药	300573.SZ	102.00	0.36	0.90	150.7%	113
	华熙生物	688363.SH	768.05	5.86	6.75	15.2%	114
药店	益丰药房	603939.SH	527.40	5.44	7.45	36.9%	71
	老百姓	603883.SH	283.66	5.09	6.30	23.8%	45
	一心堂	002727.SZ	225.15	6.04	7.46	23.6%	30
	大参林	603233.SH	582.83	7.03	11.05	57.3%	53
	国药一致	000028.SZ	199.38	12.71	14.27	12.2%	14
特色专科连锁	爱尔眼科	300015.SZ	2656.32	13.79	17.97	30.3%	148
	美年健康	002044.SZ	468.54	-8.66	0.30	-103.5%	1562
	通策医疗	600763.SH	690.98	4.63	5.57	20.3%	124
ICL	迪安诊断	300244.SZ	209.03	3.47	5.73	65.0%	36
	金城医学	603882.SH	426.45	4.02	12.74	216.8%	33
流通	上海医药	601607.SH	505.18	40.81	46.21	13.2%	11
	九州通	600998.SH	342.35	17.27	25.96	50.4%	13
	柳药股份	603368.SH	90.85	6.85	8.27	20.7%	11
	国药股份	600511.SH	322.93	16.04	16.54	3.1%	20
互联网医疗&医疗 信息化	卫宁健康	300253.SZ	352.94	3.98	4.91	23.1%	72
	创业慧康	300451.SZ	168.53	3.14	3.81	21.4%	44
	阿里健康	0241.HK	2764.67	-0.02	0.90	-4608.3%	3066
	平安好医生	1833.HK	1162.21	-7.34	-7.10	-3.3%	-164
创新及特色医疗器 械	迈瑞医疗	300760.SZ	4212.49	46.81	63.75	36.2%	66
	乐普医疗	300003.SZ	546.79	17.25	22.41	29.9%	24
	安图生物	603658.SH	703.98	7.74	8.60	11.1%	82
	开立医疗	300633.SZ	96.92	1.02	0.98	-3.6%	99
	正海生物	300653.SZ	79.60	1.07	1.32	22.9%	60
	大博医疗	002901.SZ	302.68	4.65	5.81	24.8%	52
	万孚生物	300482.SZ	231.17	3.87	12.25	216.2%	19
	九强生物	300406.SZ	124.40	3.32	4.19	26.3%	30
	南微医学	688029.SH	290.55	3.04	2.72	-10.4%	107
	蓝帆医疗	002382.SZ	202.54	4.90	35.86	631.4%	6
血制品	华兰生物	002007.SZ	788.13	12.83	16.08	25.3%	49
	博雅生物	300294.SZ	162.58	4.26	4.40	3.2%	37
	天坛生物	600161.SH	475.43	6.11	6.75	10.4%	70

	双林生物	000403.SZ	213.13	1.60	2.37	47.5%	90
特色处方药	恩华药业	002262.SZ	178.34	6.63	7.72	16.4%	23
	信立泰	002294.SZ	303.87	7.15	4.62	-35.4%	66
	华润双鹤	600062.SH	131.97	10.55	0.00	-100.0%	
	济川药业	600566.SH	199.41	16.23	12.70	-21.7%	16
	通化东宝	600867.SH	291.67	8.11	9.13	12.5%	32
	健康元	600380.SH	301.01	8.94	10.57	18.2%	28
	东诚药业	002675.SZ	180.82	1.55	4.62	198.6%	39
	北陆药业	300016.SZ	57.31	3.42	2.12	-38.2%	27
	京新药业	002020.SZ	82.90	5.20	5.06	-2.7%	16
原辅包材	山河药辅	300452.SZ	34.14	0.84	-		
	山东药玻	600529.SH	255.42	4.59	5.75	25.3%	44
	浙江医药	600216.SH	138.40	3.43	11.88	246.5%	12
	新和成	002001.SZ	715.72	21.69	40.05	84.7%	18
	司太立	603520.SH	156.91	1.70	2.66	56.0%	59
	普洛药业	000739.SZ	260.45	5.53	7.82	41.2%	33
	美诺华	603538.SH	47.68	1.51	1.99	31.9%	24
	仙琚制药	002332.SZ	128.45	4.10	5.10	24.3%	25
	天宇股份	300702.SZ	174.06	5.86	7.71	31.7%	23

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