

医药生物

智飞生物结核重磅产品价值探讨，2+X 主线继续坚定推荐

医药周观点。本周申万医药指数下跌 2.37%，涨跌幅位列全行业第 12，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。本期周报我们对智飞生物的预防性微卡市场前景以及产品价值进行了分析，作为疫苗行业第二波大浪潮核心产品，建议投资者重点关注。随着中报期来临，业绩预告对医药板块影响较大，造成情绪扰动。我们认为，在政策的影响下，业绩确定性是市场关注的重心之一，同时也要兼顾行业未来发展前景。正如我们之前提到的，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。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），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，依然建议规避。

从中短期看，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，可关注以下几个方面（2+X）：

- **医药科技创新：（1）创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）**创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好凯莱英、药石科技、昭衍新药、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。
- **X（其他细分逻辑）：（1）仿制药颠覆者及仿创龙头：**科伦药业。（2）**核医学龙头：**东诚药业。（3）**肝素龙头：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司，建议重点关注健友股份。（4）**医药流通高性价比个股：**2019 年流通行业将迎来基本面拐点，并且估值处于历史大底部，建议当前时点重点关注估值业绩增速性价比极高的柳药股份等。
- **医药扬帆出海：注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好健友股份、普利制药。

本周行业重点事件概览。国务院办公厅印发：治理高值医用耗材改革方案；卫健委等发文：关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知；互联网医疗收费细则初稿已成；广东省下发：《广东省深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》；江苏、天津两省落实基药政策。

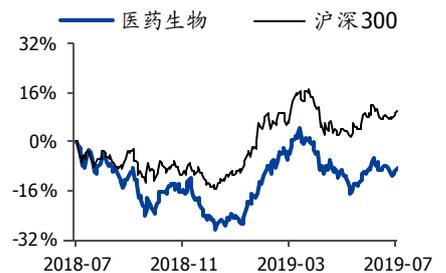
中长期投资策略（4+X）。（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、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）：**核医药（东诚药业）、医药商业（柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等）。

行情回顾，市场震荡回调。截至 8 月 2 日，申万医药指数为 6955.51 点，周环比下跌 2.37%。沪深 300 下跌 2.88%，创业板指数下跌 0.33%，医药跑赢沪深 300 指数 0.51 个百分点，跑输创业板指数 2.04 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 19.08%，沪深 300 上涨 24.47%，创业板指数上涨 24.49%，医药跑输创业板指数及沪深 300。子行业方面，本周表现最好的为医疗商业 II，上涨 1.03%；表现最差的为中药 II，下跌 3.69%。

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 祁瑞

执业证书编号：S0680519060003

邮箱：qirui@gszq.com

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

相关研究

- 1.《医药生物：科伦药业近关注点答疑及更新，科创板微芯生物核心看点梳理》2019-07-28
- 2.《医药生物：疫苗事件一周年行业监管趋严，龙头企业发展优势扩大》2019-07-21
- 3.《医药生物：详解 2019Q2 机构医药持仓，继续推荐 2+X 主线》2019-07-20



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 预防性微卡和 EC 诊断试剂未来有望缓解国内结核病严峻形势，对智飞生物业绩和估值将形成双击作用.....	5
1.3.1 中国是结核病高负担国家，国内市场依然严峻，国内对结核病防治高度重视.....	5
1.3.2 预防性微卡和 EC 诊断试剂有望解决国内空缺.....	6
1.3.3 EC 诊断试剂和预防性微卡未来上市后有望快速放量.....	7
1.3.4 EC 诊断试剂和预防性微卡对智飞生物价值探讨.....	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.....	10
3.1 医药行业行情回顾.....	10
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.....	16
5、风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 2017 年国内结核病发病人数全球占比.....	5
图表 2: IGRA 相比 PPD 试验区别.....	7
图表 3: EC 诊断试剂市场预测.....	8
图表 4: 预防型微卡市场预测.....	8
图表 5: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	10
图表 6: 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(%).....	11
图表 7: 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 8: 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 9: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	12
图表 10: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%).....	13
图表 11: 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 12: 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 13: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	15
图表 14: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	15
图表 15: 四大主线重点覆盖上市公司.....	16

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周申万医药指数下跌 2.37%，涨跌幅位列全行业第 12，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。本期周报我们对智飞生物的预防性微卡市场前景进行了分析，作为疫苗行业第二波大浪潮核心产品，建议投资者重点关注。随着中报期来临，业绩预告对医药板块影响较大，造成情绪扰动。我们认为，在政策的影响下，业绩确定性是市场关注的重心之一，同时也要兼顾行业未来发展前景。正如我们之前提到的，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。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），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，依然建议规避。

从中短期看，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，可关注 2+X 主线：

- **医药科技创新：（1）创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商：受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好凯莱英、昭衍新药、药石科技、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。
- **医药 X（其他细分逻辑）：（1）仿制药颠覆者及仿创龙头：**科伦药业；（2）核医学龙头：东诚药业。（3）肝素龙头：健友股份。（4）医药流通高性价比个股：柳药股份。
- **医药扬帆出海：注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好健友股份、普利制药。

近期我们已经连续发布 2019 年中策略报告、年报一季报总结、和系列深度报告，欢迎交流讨论：

【医药行业 2019 中期策略】：结构优化看百家争鸣，细分真英雄方主沉浮——寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

【医药行业 2018 年报/2019 一季报总结】：行业整体承压，板块分化明显，部分细分领域保持高景气状态

【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 王者日新月盛

【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【品牌中药消费】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【品牌中药消费之二：【片仔癀】一核两翼同风起，扶摇直上九万里

【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 特色细分龙头】主线之【核医药】之一：【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 特色细分龙头】主线之【流通】之一：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头

【医药 X 特色细分龙头】主线之【仿创药颠覆者】之一：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

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。

（一）从中短期角度来看，在大医保局时代、行业结构优化和格局重塑期，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，可关注 2+X：

• 医药科技创新主线：

（A）创新疫苗：“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**智飞生物、沃森生物、康泰生物**。

（B）创新药服务商：受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好**凯莱英、昭衍新药、博腾股份、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。

• **X（其他细分）：**（A）仿制药颠覆者及仿创龙头：**科伦药业**；（B）核医学龙头：**东诚药业**。（C）肝素龙头：**健友股份**。（D）医药流通高性价比个股：**柳药股份**。

• **医药扬帆出海主线：**注射剂国际化：ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。

（二）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、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、丽珠集团、科伦药业、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。

• **创新器械：**推荐重点关注**迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗**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、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、济川药业**等。

• **其他特色消费：**推荐重点关注**生长激素龙头长春高新及安科生物、过敏领域龙头我武生物**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、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):

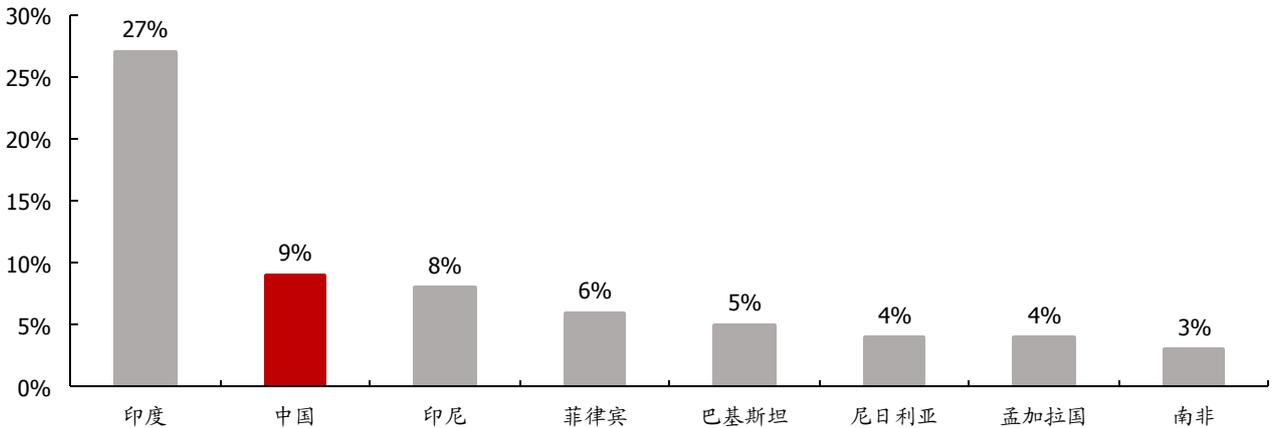
- **核医药:** 推荐重点关注东诚药业。
- **医药商业:** 推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份。

1.3 预防性微卡和 EC 诊断试剂未来有望缓解国内结核病严峻形势,对智飞生物业绩和估值将形成双击作用

1.3.1 中国是结核病高负担国家,国内市场依然严峻,国内对结核病防治高度重视

结核病是全球十大死因之一,中国是结核病高负担国家。结核病是全球十大死因之一,也是最大的单一感染性病原体致死原因(高于艾滋病)。每年有数百万人罹患结核病。据估计,2017年全世界有1千万人(范围:900-1100万)新患结核病,其中580万成年男性、320万妇女和100万儿童。所有国家和各年龄段均有病例,不过总体上90%是成年人(年龄≥15岁),三分之二分布在以下八个国家:印度(27%)、中国(9%)、印度尼西亚(8%)、菲律宾(6%)、巴基斯坦(5%)、尼日利亚(4%)、孟加拉国(4%)和南非(3%)。

图表 1: 2017年国内结核病发病人数全球占比



资料来源: 国盛证券研究所, 《WHO 结核病概况》

国内带菌人群多, 发病人群众多, 死亡人群多。2011年卫生部发布的“全国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, 占全国总人数的45%。2018年我国肺结核发病人数88.9万人, 死亡人数3149人, 结核病发病人数仍然较多, 中西部地区、农村地区结核病防治形势严峻。

“十三五”规划继续坚决防控结核病疫情。2017年2月《“十三五”全国结核病防治规划的通知》, “十三五”时期是我国结核病防治的关键时期, 需要各地区、各有关部门采取有效可行措施, 坚决防控疫情, 保障人民群众身体健康, 规划目标肺结核发病和死亡人数进一步减少, 全国肺结核发病率下降到58/10万以下, 疫情偏高地区肺结核发病率较2015年下降20%, 同时要求学生体检结核病筛查比例明显提高。

高等学校结核病将成为必查项目, 部分区域针对中小学也已发布必查举措。2019年2月, 教育部、国家卫生健康委发布《普通高等学校传染病预防控制指南》要求高校应定期对学、教职工进行传染病预防控制知识、技能的健康教育, 新生入学时和毕业前

应分别进行一次健康体检，学生及教职员工在校期间应定期进行健康体检，并将结核病筛查作为入学新生体检的必查项目，指南于2019年7月1日开始执行。而在此前，已经有北京、山东、江西等多个地方将结核检查纳入入学体检必查项目，同时不仅针对高等学校，中小学入学人群也在体检必查之列。

八部门联合印发行动规划，明确未来行动目标。2019年6月为贯彻落实《“健康中国2030”规划纲要》和《“十三五”全国结核病防治规划》，八部门联合印发《遏制结核病行动计划（2019—2022年）》，制定了明确的行动目标，重点人群、重点地区防治措施需要不断加强，发病和死亡人数要求进一步减少。具体目标看：

- ◆ **降低发病率。**发病率高于100/10万的省份，年递降率不低于4.4%；发病率在55/10万至100/10万之间的省份，年递降率不低于2.9%；发病率低于55/10万的省份，年递降率不低于1%。
- ◆ **重视结核病防治宣传。**全民参与防控结核病的良好氛围初步形成，公众结核病防治核心知识知晓率达到85%以上。
- ◆ **筛查力度加大，推行新诊断技术。**筛查力度进一步加大，新诊断技术得到推广应用，肺结核患者病原学阳性比例提高到50%，成功治疗率达到90%。
- ◆ **重点人群、学生和老人筛查比例提高。**重点人群防控工作不断深入，学生和老年人群结核病筛查比例明显提高，重点地区农村贫困患者得到及时有效救治。
- ◆ **重视耐药性结核病防控工作。**利福平耐药结核病(以下简称耐药结核病)防控工作得到全面加强，全国所有地市开展耐药结核病规范化诊治工作，病原学阳性肺结核患者耐药筛查率达到90%以上。

良好的政策预期，有利于结核病防治产品的市场销量。结核病疫情防治作为多个部门高度重视工作，未来的结核病防治工作将继续坚定推行，良好的政策预期之下，也有利于结核病防治相关产品的市场销量，智飞生物的EC诊断试剂和预防性微卡有望更快进入市场，从而为结核疾病的筛查和防治贡献自身力量。

1.3.2 预防性微卡和EC诊断试剂有望解决国内空缺

对于当前国内结核病预防而言，形势严峻，在预防和大规模筛查端都处于缺失状态。首先，没有有效的大规模筛查手段，一般的PPD方法假阳性过高， γ 干扰素方法成本则太高，因此无法有效筛选出带菌人群；其次即使带菌人群筛选出来，也没有有效的预防手段，目前国内乃至世界并无有效的成人结核预防疫苗。而智飞的EC诊断试剂和预防用母牛分歧杆菌疫苗恰恰可以解决这两个方面的空缺。而智飞生物的EC诊断试剂与目前特异性高、WHO推荐的IGRA法相比，成本低、特异性相当，未来上市后有望大幅改善结核菌高危人群筛查的便利程度与成本，提高筛查普及率与预防性治疗参与度，为结核疾病的大规模筛查提供可能。

目前缺乏检测结核潜伏感染的金标准。现有筛查结核杆菌的两种常用方法为：**TST法与IGRA法**。**TST法即PPD试验**，但因其与卡介苗有共同抗原，在接种卡介苗人群中会出现非常高的假阳性率，造成误诊。随着我国卡介苗的普及，使用TST方法进行结核杆菌的筛查可能造成高估我国带菌人口的数量，我国真实感染结核菌人数应少于5.5亿人。**IGRA法即 γ -干扰素释放试验**，检测的灵敏度和特异性均高，但因其价格昂贵，得到检测结果的时间长，在我国基层单位很难普及，很难用于结核病的大范围筛查。

图表 2: IGRA 相比 PPD 试验区别

	IGRA 试验	PPD 试验
类型	体外实验 (无需受试者返回)	皮肤试验 (受试者 24-72h 后返回进行分析)
抗原	结核分枝杆菌特异性抗原: EAST-6 & CFP-10	混合抗原 (结核菌素纯蛋白衍生物)
特异性	与 BCG 无交叉反应, 仅与少数 NTM 存在交叉反应	与 BCG 和大部分 NTM 之间存在交叉反应
重复性	相对较好	重复检测可能导致假阳性
成本	成本高	成本低

资料来源: 国盛证券研究所, 《结合潜伏感染检测方法应用研究与应用进展》

预防端, 预防性微卡弥补卡介苗缺陷。卡介苗有两个主要的缺陷: 一是卡介苗主要对儿童结核病有一定的保护效果, 且有效期只有一定的时间; 二是卡介苗对成人肺结核的保护效果较差, 并不能起到预防作用, 而成人肺结核才是全球肺结核病负担的主要部分。预防性微卡是全球唯一进入临床 III 期并且申报生产的结核疫苗, 为原治疗性微卡的适应症拓展项目, 主要用于 15-65 岁结核菌素纯蛋白衍生物(TB-PPD) 皮肤试验强阳性患者, 预防性微卡目前在最后的审评阶段, 根据审评进度, 我们预计 19 年年内有望获批上市。随着预防性微卡的获批, 将有效解决国内在结核带菌人群的预防空缺, 在结核病的预防端搭起坚固的防线。

1.3.3 EC 诊断试剂和预防性微卡未来上市后有望快速放量

EC 诊断试剂和预防性微卡市场空间广大。普通高校新生入学结核病筛查已纳入必检项目, 多个地区也已将结核病筛查纳入学校入学必检项目。由于国内目前结核病的特异性方法 IGRA 价格较高, EC 诊断试剂上市后我们预计将凭借成本优势和公司的销售能力迅速抢占市场份额; 而对于结核疾病预防目前巨大的市场空间, 我们预计未来预防用母牛分枝杆菌疫苗上市后, 将造就又一重磅品种。EC 诊断试剂和微卡上市后将为公司带来巨大业绩弹性, 相关预测假设和参数如下:

- ◆ **EC 诊断试剂主要适应人群。**EC 诊断试剂没有年龄限制使用, 假设小学和初中入学人群在 1500 万左右、高中入学人群在 1300 万左右, **高等院校入学人群在 850 万人左右, 高等院校这部分人群已经于 19 年 7 月开始作为全面必检项目。**而且已经有多个地区中小学也已将结核病检测纳入必检项目, 也将对未来的 EC 诊断试剂的销量有促进作用。另一部分主要是公司体检、相关患病人群、潜在高危人群等, 以总人口 1 亿计算。
- ◆ **预防性微卡使用人群。**主要用于 15-65 岁结核菌素纯蛋白衍生物(TB-PPD) 皮肤试验强阳性患者 (未来有可能向 15 岁以下人群拓展), 即中专、高中开始的人群, 主要为经过 EC 诊断试剂筛查后呈阳性人群。
- ◆ **上市时间。**目前 EC 诊断试剂和预防用母牛分枝杆菌疫苗均已完成临床 III 期, 目前都处于优先审评中, 预计 19 年内获批。
- ◆ **销售价格。**假设 EC 诊断试剂价格 50 元/次, 微卡价格 2000 元/人份。

图表 3: EC 诊断试剂市场预测

	2020	2021	2022
入学体检人数(小学、初中)	3000	3000	3000
筛查率	2%	5%	7%
筛查人数(万)	60	150	210
入学体检人数(中专、高中)	1300	1300	1300
筛查率	5%	13%	19%
筛查人数(万)	65	169	247
入学体检人数(高等院校)	850	850	850
筛查率	10%	25%	35%
筛查人数(万)	85	212.5	297.5
其他筛查人群(万)	10000	10000	10000
其他筛查人群筛查率	3%	4%	6%
其他筛查人数	300	400	600
合计人数	510	931.5	1354.5
对应价格(元)	50	50	50
销售规模(亿元)	2.55	4.66	6.77

资料来源: 国盛证券研究所, 公司公告, CDE

图表 4: 预防型微卡市场预测

	2020	2021	2022
EC 诊断试剂筛查人数(万)	510	931.5	1354.5
人群接种率	5%	7%	10%
接种人群数量(万)	26	65	135
单人份价格(元)	2000	2000	2000
销售规模(亿元)	5.10	13.04	27.09

资料来源: 国盛证券研究所, 公司公告, CDE

1.3.4 EC 诊断试剂和预防性微卡对智飞生物价值探讨

预防性微卡将对公司未来估值+业绩形成双击作用。预防性微卡预计将于 19 年内获批, 我们认为未来上市后将对智飞生物业绩和估值形成双击作用, 自主产品未来利润占比将逐渐扩大, 20 年下半年三联苗冻干粉针有望获批, 也将进一步提升占比。同时公司管线中还布局了 15 价肺炎、二倍体狂犬、23 价肺炎、四价诺如病毒疫苗、福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗等重磅品种, 未来增长动力十足。

- ◆ **估值提升。**作为全球唯一进入临床 III 期并且申报生产的结核疫苗, 假设预防性微卡未来能够获批将是对公司的研发能力证明, 打消了市场部分投资的质疑。同时对于国内结核预防领域潜力市场, 预防性微卡上市后有望快速放量, 公司自主研发产品的利润占比将不断提高, 伴随 20 年下半年公司三联苗粉针的上市也将进一步提高未来自主产品的占比。研发实力证明+自主产品占比提高将提升公司整体估值。
- ◆ **业绩提升。**具备未来开展大规模筛查的 EC 诊断试剂和能够开始较大力度宣传结核病预防的利器---预防性微卡都将受到市场的高度重视, 我们预计未来上市后有望快速放量, 预计 EC 诊断试剂 20-22 年实现收入 2.6 亿元、4.7 亿元以及 6.8 亿元, 预防性微卡 20-22 年实现收入 5.1 亿元、13.0 亿元以及 27.0 亿元。EC 诊断试剂和预防性微卡快速放量的同时, 将显著提升公司业绩, 为公司业绩持续快速增长保驾护航

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国务院办公厅印发：治理高值医用耗材改革方案

<https://dwz.cn/insG3WWy>

7月31日，国务院办公厅印发《治理高值医用耗材改革方案》，在药品分类集中采购、取消医用耗材加成、实行医保准入和目录动态调整、统一编码体系和信息平台等方面进行严格规定，旨在降低高值耗材虚高价格。方案提出2019年底前要实现全部公立医疗机构医用耗材“零差率”销售，高值医用耗材销售价格按采购价格执行。

【点评】

1、统一编码体系+完善分类集中采购办法+医保对接：统一编码体系是分类集中采购的基础，在编码体系统一（2020年底前完成）之前，我们认为耗材带量采购将主要是各省市以及各类耗材集采省市联盟进行区域试点，之后逐渐推开至全国。后续的重点则是编码体系如何分类，具体的细节会直接影响耗材企业未来所面临的囚徒困境乃至集采中的降价幅度。而医保对接，包括医保谈判、动态调整、医保支付标准，则是完全参考现行药品的医保政策思路。

2、取消耗材加成+两票制：最早在17年11月就已经提出取消耗材加成，而19版重点工作任务再次明确提出，此后北京在6月11日已经全面取消耗材加成（此前福建、安徽、天津、广东等众多省市早有取消耗材加成的举措），这次要求在全国推开是预期内的事，但时间要求19年底略超预期；同时鼓励各地推动实施器械两票制挤压中间环节水分。

3、产品端：严控高耗注册审批流程，提高要求并逐渐与国际接轨，鼓励国产创新类高耗注册上市，同时加大上市后飞检和监测力度，逐步提高国产替代率（目前如神经、眼科、电生理等领域国产高耗替代率依然很低，偏卖方市场）。

4、其他的一些细节方面，如临床路径管理、异常使用预警机制等也都有药品改革思路的影子在。

我们对政策的整体观点始终不变，当下的重点就是挤压药品、耗材在流通环节中的价格水分，为未来的医保支付标准乃至DRGs铺路。改革的过程中或有方式方法上的修订，但改革的大方向早已确定。

【事件二】卫健委等发文：关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知

<https://dwz.cn/2KyrXLWT>

7月29日，卫健委和国家中医药管理局联合印发《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》，通知提出要推进中医医院牵头组建多种形式的医联体，加强中医专科联盟建设，加强中医远程医疗能力建设，探索符合中医药服务特点的医保支付方式改革。

【点评】通知明确了“三个不得”，即在医联体建设过程中，不得变相地取消、合并中医医院，不得改变其功能定位，不得以各种理由在事实上削弱中医医院建设。通知同时表明将推动落实公立中医医院六项投入政策和投入倾斜政策，加强对医联体中医药工作的考核，建立财政补助资金与绩效评价结果挂钩机制。这些措施说明国家对地方中医药发展的重视程度不断提升，政策措施保障机制逐渐完善，利好中医药企业。

【事件三】互联网医疗收费细则初稿已成

<https://dwz.cn/53jqnepM>

7月31日，国家医保局对十三届全国人大二次会议第2056号建议的答复中表示互联网医疗收费细则正在制定，已经形成了初稿，等待征求各方面意见修改完善后正式发布。回复表示将根据中央与地方在医疗服务价格管理上的权限，国家层面负责明确“互联网+”医疗服务立项原则、项目名称、服务内涵、计价单元、计价说明等的规范，指导各省根据医疗技术发展和本地区实际，设立适用本地区的医疗服务价格项目。

【点评】该回复表明互联网医疗收费管理将会由上层统筹指导，各地因地制宜开展，对于满足多层次需求的互联网医疗新技术、新模式，各地政府在政策上可以给予一定发展空间。互联网医疗收费细则的发布将促进线上医疗服务实行公平的支付政策，实现线上、线下医疗协同发展。

【事件四】广东省下发：《广东省深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》
<https://dwz.cn/7mWLY4ys>

7月30日，广东省医改办下发《广东省深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》，提出今年将研究制定 17 个政策文件，重点推进高值耗材治理、带量采购、医保支付、医疗服务价格调整、基药制度等方面工作，明确在 2019 年 8 月底前，组织对各地开展取消耗材加成后的价格补偿情况进行评估，补偿不到位的地市 2019 年至少应调整一次医疗服务价格。

【点评】该任务是对《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务的通知》的落实补充，通过“腾笼换鸟”向纵深发展，以取消耗材加成、药品加成，调整医疗服务价格。值得注意的是，任务提出将《国家基本药物目录(2018 年版)》中的非医保治疗性药品按照国家规定纳入医保目录范围，把高血压、糖尿病等门诊用药纳入医保报销，这一定程度上将有利于基药目录内药企、糖尿病和高血压药企的发展。

【事件五】江苏、天津两省落实基药政策
<https://dwz.cn/3DKvaQ42>
<https://dwz.cn/vG31jHMO>

近期江苏省政府办公厅和天津市卫健委相继发文落实基药政策，两省将严格执行国家基药目录，原则上省级不再增补。其中江苏省指出要鼓励肿瘤等专科医院开展跨区域联合采购，对属于《国家基本药物目录》但在江苏省尚无企业中标、临床有使用需求的产品，及时组织集中采购。天津市则要求三级、二级、基层基药的使用占比分别为 30%、35%、50%以上，要求统筹医联体内一二三级医疗机构常见病、慢性病药品目录上下衔接，实现用药协调联动。

【点评】从 2018 年新版基药目录颁布以来，各地基药政策的陆续出台。目前已有 17 省明确表明不再增补基药目录，11 省市废止原增补目录，仅有甘肃、青海、云南、广西 4 省表示可增补民族药，非民族省市基药目录不再增补或成定局，基药目录内药品的利好将持续延续。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

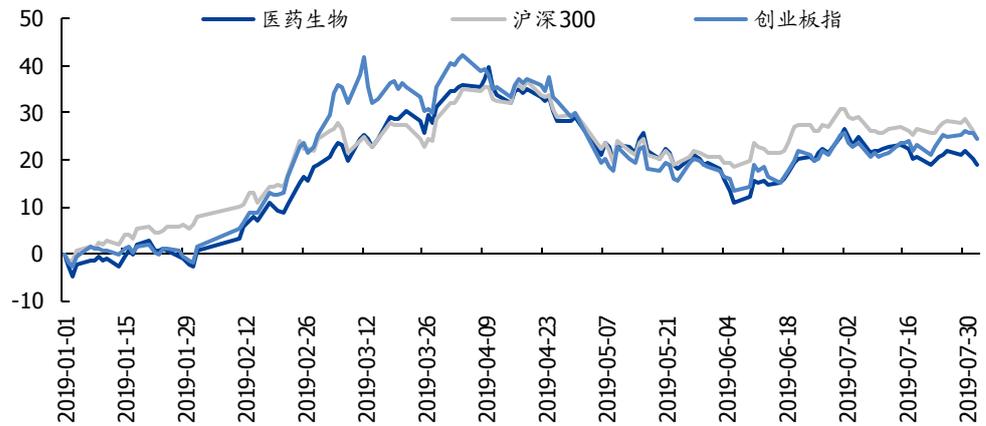
截至 8 月 2 日，申万医药指数为 6955.51 点，周环比下跌 2.37%。沪深 300 下跌 2.88%，创业板指数下跌 0.33%，医药跑赢沪深 300 指数 0.51 个百分点，跑输创业板指数 2.04 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 19.08%，沪深 300 上涨 24.47%，创业板指数上涨 24.49%，医药跑输创业板指数及沪深 300。

图表 5: 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	3,747.44	3,858.57	-2.88	-2.29	24.47
创业板指数	1,556.74	1,561.86	-0.33	-0.87	24.49
生物医药 (申万)	6,955.51	7,124.20	-2.37	-1.75	19.08

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

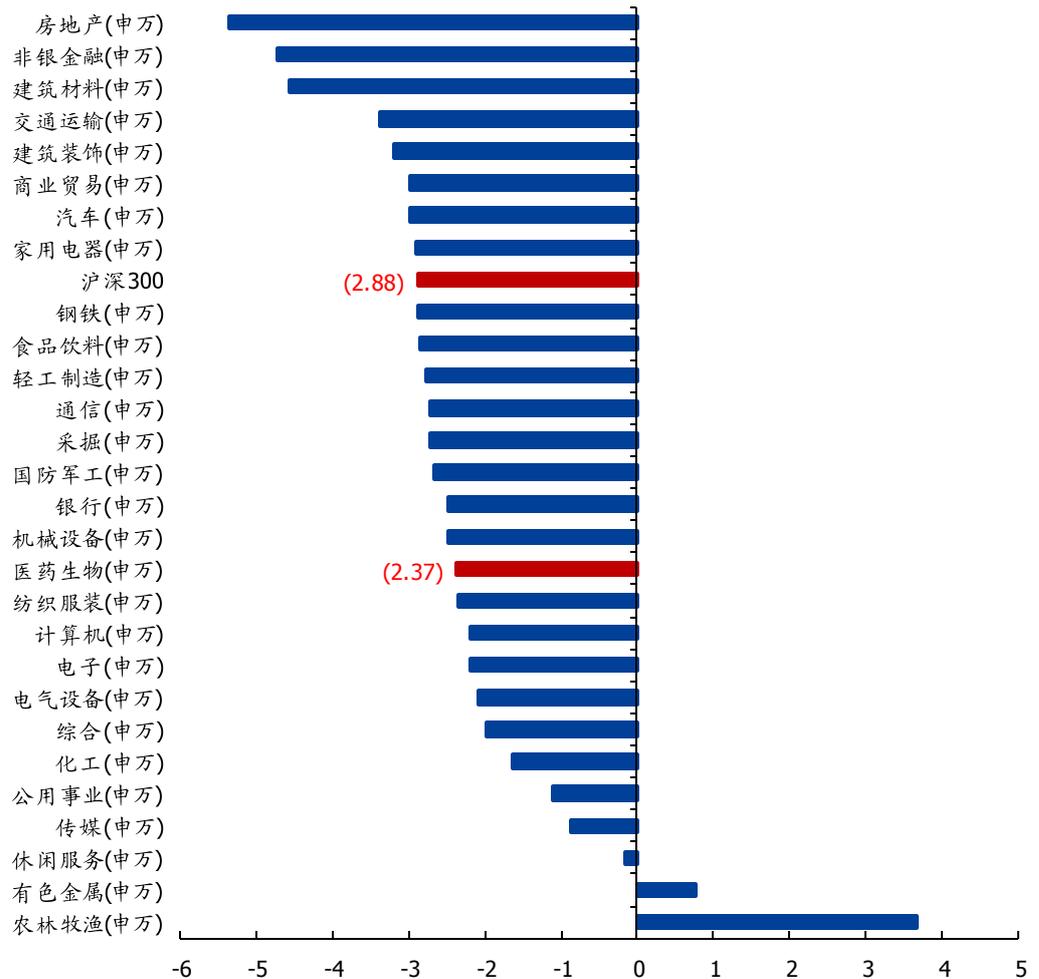
图表 6: 2019年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

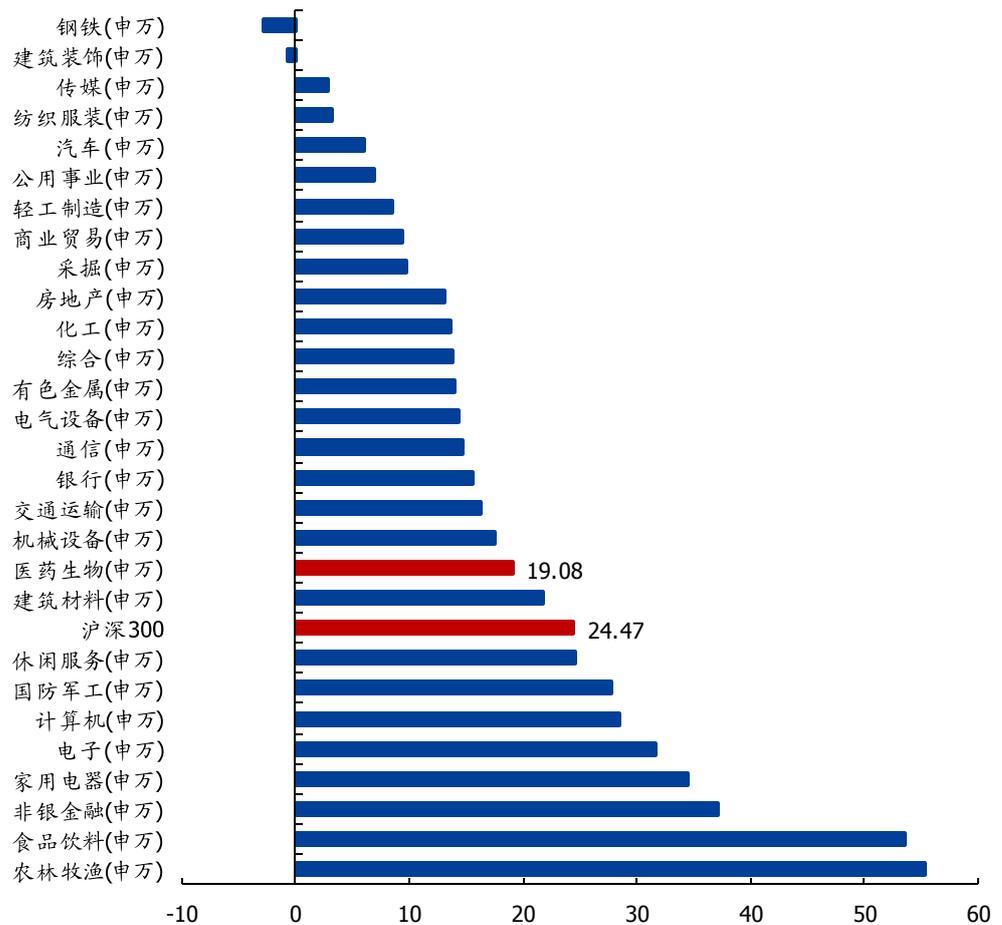
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 12 位。2019 年初至今，医药涨跌幅排在第 10 位。

图表 7: 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

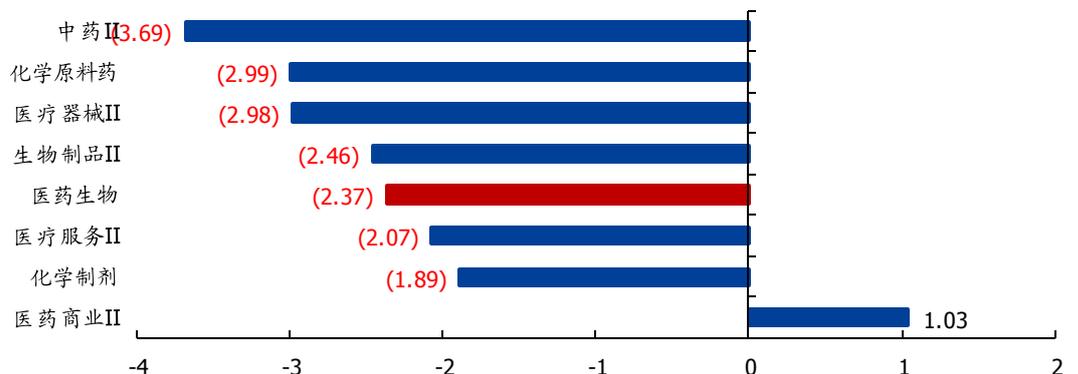
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %)



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商业 II, 上涨 1.03%; 表现最差的为中药 II, 下跌 3.69%。

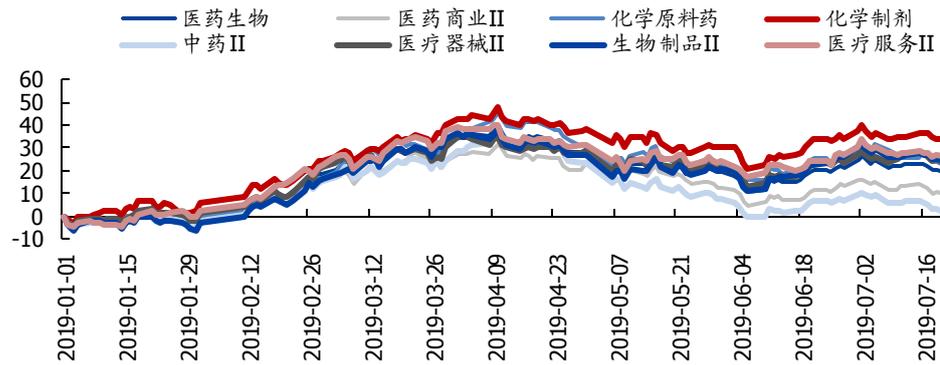
图表 9: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年初至今表现最好的子行业为化学制剂, 上涨 32.48%; 表现最差的子行业为中药 II, 下跌 0.69%。其他子行业中, 生物制品 II 上涨 24.31%, 医药商业 II 上涨 12.49%, 化学原料药上涨 22.30%, 医疗器械 II 上涨 22.08%, 医疗服务 II 上涨 28.28%。

图表 10: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



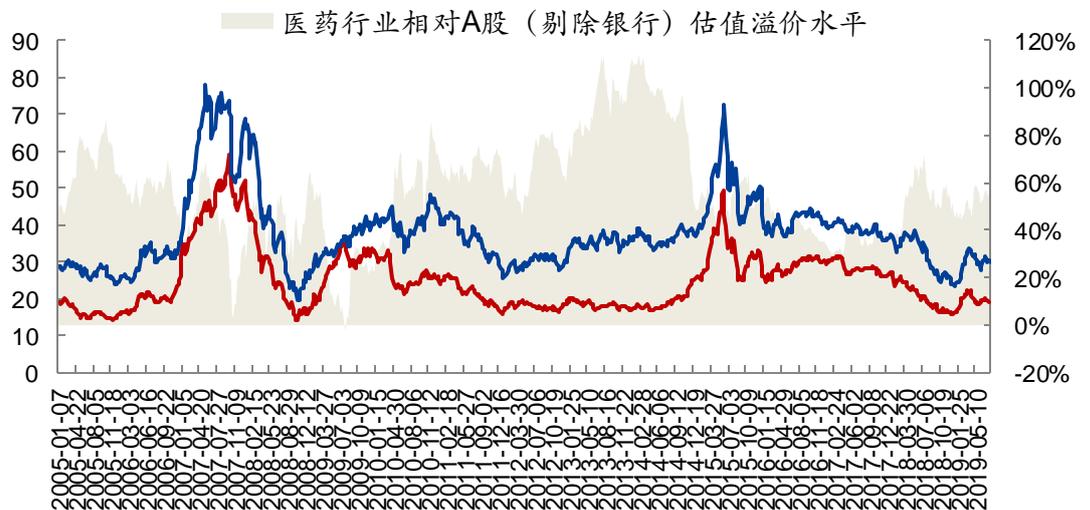
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

目前, 医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 29.68X, 较上周相比下跌了 0.74 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.80X) 低 8.12 个单位, 上周医药行业整体略微回落。

本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 55.68%, 较上周上涨 0.16 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (56.43%) 低 0.75 个百分点, 处于均值偏下水平。

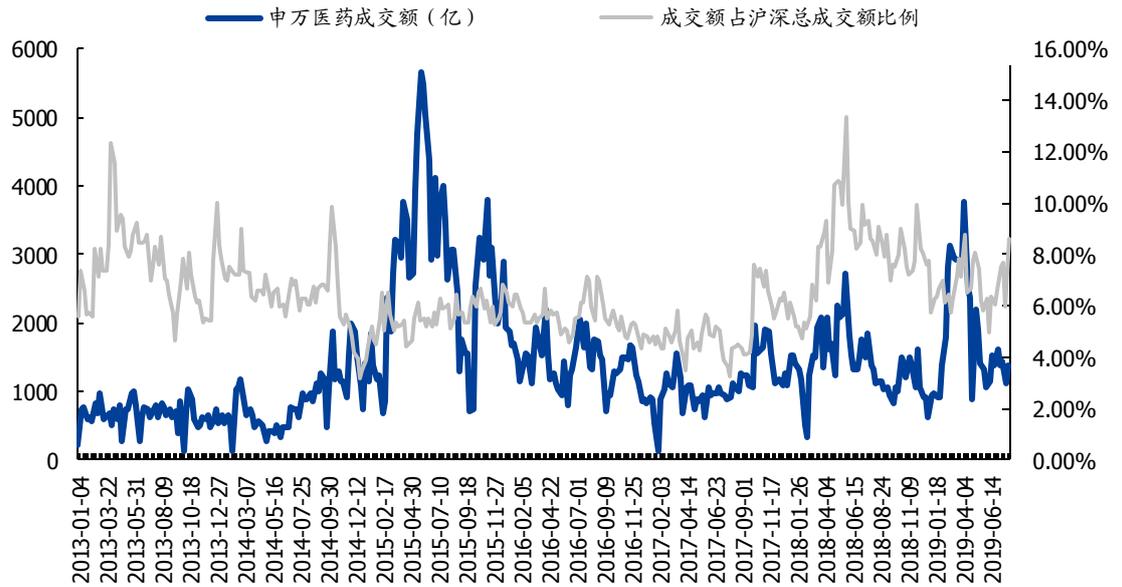
图表 11: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 1375.45 亿元, 沪深总成交额为 15923.81 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.64% (2013 年以来成交额均值为 6.42%), 本周医药行业热度较上周有所上升。

图表 12: 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的为亚太药业、老百姓、博腾股份、兴齐眼药、大参林。后5的为花园生物、吉药控股、辅仁药业、同济堂、润都股份。

滚动月涨跌幅排名前5的为兴齐眼药、广生堂、博腾股份、海思科、博雅生物。后5的为辅仁药业、花园生物、普利制药、福安药业、东阿阿胶。

图表 13: 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
亚太药业	17.02	加拿大合资子公司获得进展	花园生物	-30.06	维生素概念
老百姓	16.05	引入战投	吉药控股	-26.49	大股东股份质押
博腾股份	14.96	中报业绩超预期	辅仁药业	-26.10	涉嫌违法违规遭调查
兴齐眼药	13.00	无特殊原因	同济堂	-9.58	控股股东股份被冻结&股东减持
大参林	12.24	无特殊原因	润都股份	-9.15	无特殊原因
中源协和	10.74	无特殊原因	信邦制药	-9.12	高管减持
金城医学	9.17	中报业绩超预期	沃华医药	-8.93	无特殊原因
天目药业	8.92	无特殊原因	龙津药业	-8.83	股东减持
普洛药业	8.65	获得财政补贴&中报业绩高增长	康美药业	-8.72	涉嫌财务造假
康德莱	7.19	股份回购	方盛制药	-8.57	股东涉嫌内幕交易

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 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
兴齐眼药	47.18	眼科大产品获批预期	辅仁药业	-45.33	涉嫌违法违规遭调查
广生堂	38.84	创新药概念&高管增持	花园生物	-27.57	维生素概念
博腾股份	27.29	中报业绩超预期	普利制药	-21.07	中报业绩不达预期
海思科	22.82	中报预告业绩高增长	福安药业	-19.96	股东减持&业绩预减
博雅生物	21.88	获 GMP 认证&并购罗益生物	东阿阿胶	-19.21	中报业绩大幅下滑
康泰生物	20.45	13 价肺炎疫苗映射	*ST 海投	-19.01	业绩亏损
老百姓	19.68	业绩增长	宜华健康	-18.73	受到问询函&高管辞职
大参林	19.44	业绩高增长	同济堂	-17.31	控股股东股份被冻结
金城医学	19.44	中报业绩超预期	龙津药业	-17.17	股东减持
圣达生物	18.61	维生素概念	东富龙	-16.38	中报业绩下滑

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 15: 四大主线重点覆盖上市公司

四大方向	细分领域	上市公司	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	221.58	4.28	5.72	33.51%	38.75	
		药明康德	1042.99	22.61	23.04	1.92%	45.27	
		泰格医药	376.52	4.72	6.73	42.43%	55.98	
		昭衍新药	80.34	1.08	1.55	43.31%	51.75	
		康龙化成	226.88	3.39	4.60	35.61%	49.32	
		量子生物	69.47	1.61	2.55	58.04%	27.29	
		药石科技	77.23	1.33	2.03	51.87%	38.13	
	创新药	艾德生物	70.53	1.27	1.49	17.73%	47.27	
		恒瑞医药	2920.83	40.66	53.15	30.73%	54.96	
		丽珠集团	202.97	10.82	12.41	14.70%	16.35	
		贝达药业	186.47	1.67	2.08	24.93%	89.47	
		康弘药业	295.08	6.95	8.86	27.46%	33.31	
		科伦药业	452.09	12.13	15.85	30.70%	28.52	
		复星医药	609.55	27.08	32.68	20.69%	18.65	
		天士力	238.09	15.45	17.69	14.47%	13.46	
		创新疫苗	智飞生物	723.20	14.51	25.32	74.48%	28.56
			沃森生物	419.41	10.46	3.17	-69.70%	132.31
	康泰生物		406.23	4.36	5.61	28.73%	72.43	
	华兰生物		410.11	11.40	14.30	25.51%	28.67	
	创新器械	迈瑞医疗	1928.09	37.19	45.69	22.86%	42.20	
		乐普医疗	429.56	12.19	17.00	39.52%	25.26	
		安图生物	281.40	5.63	7.27	29.20%	38.71	
		开立医疗	104.00	2.53	3.26	29.13%	31.88	
	医药扬帆出海	注射剂国际化	健友股份	194.99	4.25	5.93	39.70%	32.88
			普利制药	124.96	1.81	3.43	89.20%	36.40
		口服国际化	华海药业	189.38	1.08	1.08	0.00%	176.14
	医药健康消费	品牌中药消费	东阿阿胶	210.40	20.85	20.13	-3.44%	10.45
片仔癀			622.32	11.43	14.80	29.47%	42.06	
云南白药			963.03	33.07	38.12	15.28%	25.26	
同仁堂			379.90	11.34	12.10	6.68%	31.40	
其他特色消费		华润三九	282.61	14.32	21.75	51.91%	12.99	
		我武生物	169.38	2.33	3.00	28.83%	56.45	
		欧普康视	149.19	2.16	2.93	35.56%	50.89	
		健帆生物	250.23	4.02	5.47	36.00%	45.77	
医药品牌连锁	药店	长春高新	566.15	10.06	14.40	43.10%	39.31	
		安科生物	163.43	2.63	3.65	38.58%	44.81	
		益丰药房	264.45	4.16	5.68	36.48%	46.53	
		老百姓	198.87	4.35	5.35	22.93%	37.19	

	一心堂	140.13	5.21	6.59	26.42%	21.27
	大参林	279.51	5.32	6.50	22.25%	43.01
	国药一致	165.54	12.11	13.64	12.62%	12.14
	爱尔眼科	943.46	10.09	13.54	34.16%	69.70
	美年健康	444.64	8.21	10.99	33.90%	40.46
特色专科连锁	通策医疗	287.45	3.32	4.55	37.06%	63.16
	迪安诊断	124.09	3.89	4.94	27.19%	25.11
	金城医学	187.05	2.33	3.14	34.77%	59.48
	上海医药	454.52	38.81	42.88	10.47%	10.60
流通	九州通	232.64	13.41	16.71	24.67%	13.92
	柳药股份	86.45	5.28	6.79	28.60%	12.73
	国药股份	180.25	14.04	14.80	5.43%	12.18
	华东医药	465.10	22.67	27.99	23.46%	16.62
	恩华药业	123.17	5.25	6.49	23.65%	18.98
	信立泰	227.72	14.58	14.08	-3.44%	16.17
其他特色领域	华润双鹤	130.30	9.69	11.67	20.51%	11.16
	济川药业	233.64	16.88	20.56	21.83%	11.36
	通化东宝	304.28	8.39	9.89	17.88%	30.78
	健康元	160.47	6.99	8.32	18.94%	19.29
	东诚药业	97.63	2.80	3.82	36.28%	25.55
	山河药辅	21.27	0.70	0.87	24.48%	24.37
辅料包材	山东药玻	133.87	3.58	4.69	31.07%	28.51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

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 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com