

医药生物

中报季收官，震荡中寻找高防御性标的

8月行情回顾

2018年8月上证综指同比上涨1.81%报2725.25点，中小板指下跌8.24%报5844.98点，创业板指下跌9.64%报1435.20点。医药生物指数下跌13.31%，报7187.46点，表现弱于上证11.50个pp，弱于中小板5.07个pp，弱于创业板3.67个pp。截至8月31日，全部A股估值为13.63倍，医药生物估值为28.35倍，相对A股溢价率调整至108%。

9月投资观点

2018年8月市场整体处于相对“弱势”状态，上证综指震荡中下行，医药板块“黑天鹅”事件影响逐渐消除，同时药监局人事变动等多方面因素影响，板块下跌幅度较大。从估值水平来说，目前行业医药板块估值28.25倍，已处于2016年以来的估值底部，但是因为个股分化严重，值得长期跟踪的优质龙头标的，估值溢价依然很高，建议选择估值合理的细分龙头。从宏观政策来看，国家时隔7年后的税改、以及对社保征收的改革等，将让企业面临成本加大压力；从医药近期政策来看，行业整体监管力度增强：鼓励内部员工对药企不规范生产以及违法行为进行举报；国家基药调整，新增187品种，目录品种扩充到685种，新增品种主要聚焦在癌症、儿科、慢性病等病种；以及加快抗癌药降价、国家药品集中采购试点等政策。因此我们认为在这轮调整中，短期依旧存在压力，但是龙头的优势和抵抗风险的能力会使其逐步脱颖而出。

我们预计9月在市场没有明确利好信号的前提下，医药板块的走势或将继续以震荡为主，但下行风险相对已经较小，同时还有望迎来一段估值修复行情。从行业政策来看，大政策方向依旧是利好龙头的发展。行业规范化的提升、创新鼓励等长期来看有利于行业更长期的发展；9月我们认为在市场“弱势”条件下，需要紧跟基本面优秀标的的业绩情况，在配置方面我们建议投资者重点关注以下几方面：（1）目前已经处于估值底部的优质标的，下行风险小，防御性强，同时有估值修复预期；（2）守住“业绩”，寻找三季报以及全年业绩确定性强的标的；（3）关注回调较多的龙头与白马，同时业绩确定性强，选择估值合理的细分龙头。

9月金股：华东医药(00963.SZ)

核心逻辑：1、2018H公司收入153.25亿元，同比增长8.76%，实现归母净利润为12.93亿元，同比增长24.19%；2、业绩维持快速增长：工业端，一线品种百令胶囊基层放量+OTC渠道布局稳健增长，阿卡波糖医保升级+一致性评价+进口替代放量，免疫抑制线快速增长，储备品种低基数下高速增长；商业板块为浙江省龙头，恢复性增长+代理产品提升毛利率水平；3、公司在产品研发管线领域自主研发+BD引进打造系列产品管线有望提升估值：糖尿病领域布局小分子GLP-1R，DDP4、利拉鲁肽、三代胰岛素等产品，未来上市后有望借助强大的糖尿病领域营销能力做大做强；在肿瘤、超抗领域也有较为深度的布局，未来有望通过海内外BD团队引进更多的研发管线，从仿制药龙头到以创新为驱动的专利处方药公司将提升公司估值中枢。

9月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整，推荐逻辑见表1）

华东医药、恒瑞医药、迈克生物、安图生物、片仔癀、上海医药、万孚生物、亚宝药业、长春高新、开立医疗、济川药业、金城医学、美年健康。

2018下半年投资主线：药政深入推进，创新/高端制造/消费升级/医疗器械/医保改革投资机会凸显：

1. 顶层设计鼓励创新和高端仿制：a.创新开启新的发展时代；b.一致性持续推进提升中国制药工业水平；c.国产医疗器械不断创新，进口替代加速
2. 消费升级医药大消费投资机会凸显：a.品牌OTC；b.零售药店；c.医疗服务持续高景气度
3. 医保局成立后，医保改革将加速推进：a.新一轮医保谈判有望开始，关注高临床价值药品生产企业；b.新版医保目录新调整品种持续放量；c.医保支付改革加速推进，建议关注符合临床路径的刚性用药

风险提示：市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

证券研究报告
2018年09月03日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

3 《医药生物-行业点评:创新药专题——医保谈判开启创新药放量新周期》
2018-08-21

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

表 1: 月度金股与稳健组合核心逻辑

推荐公司	核心逻辑	股价催化剂	风险因素	联系人
华东医药 (00963.SZ) (月度金股)	<p>1、2018H 公司收入 153.25 亿元，同比增长 8.76%，实现归母净利润为 12.93 亿元，同比增长 24.19%；2、业绩维持快速增长：工业端，一线品种百令胶囊基层放量+OTC 渠道布局稳健增长，阿卡波糖医保升级+一致性评价+进口替代放量，免疫抑制线快速增长，储备品种低基数下高速增长；商业板块为浙江省龙头，恢复性增长+代理产品提升毛利率水平；3、公司在产品研发管线领域自主研发+BD 引进打造系列产品管线有望提升估值：糖尿病领域布局小分子 GLP-1R，DDP4、利拉鲁肽、三代胰岛素等产品，未来上市后有望借助强大的糖尿病领域营销能力做大做强；在肿瘤、超抗领域也有较为深度的布局，未来有望通过海内外 BD 团队引进更多的研发管线，从仿制药龙头到以创新为驱动的专利处方药公司将提升公司估值中枢。</p>	估值切换，研发管线提升估值	受百令胶囊影响业绩增速不达预期	潘海洋
安图生物 (603658.SH)	<p>1、2017 年中国化学发光市场 240 亿，占整个 IVD 行业 30%以上的份额，排首位，预计未来 3-5 年还将保持 20-25%高增长，行业景气度高；2、公司 A2000 和 A2000 Plus 为 200 速仪器，定位县级以上医院，满足大样本量的检测需求，根据 2017 年报，A1000plus 和 A6（2017 年新立项）等系列仪器正在逐步开发，这系列仪器为 100 速仪器，适合基层医院小样本量使用，有望在 2018 年底或 2019 年初上市销售；3、安图生物通过收购盛世君晖，获得东芝生化仪中国区独家代理权，收购百奥泰康 75%股权，取得生化检测产品线，闭合生化产业链，为流水线做铺垫。根据 2017 年报，全自动联检系统中的 Autowomo 及配套试剂已完成注册并上市，其余仪器及配套试剂均正在逐步开发。我们预计 18-20 年 EPS 为 1.38、1.78、2.20 元，我们认为随着中国市场逐步规范化，化学发光行业具有更大的发展空间，而优质细分龙头会在医改效率提升中快速受益。</p>	中报业绩高增长	产品销售不达预期的风险、研发进展不达预期、政策不确定性	郑薇
恒瑞医药 (600276.SH)	<p>创新龙头，创新药自主研发产品逐步进入收获期，重磅产品 19K 获批，PD-1、吡咯替尼、有望于 18 年获批，海内外临床申报进入井喷期，BD 业务将逐步成为公司新药布局的又一重要看点；仿制药海外+国内双轮驱动，海外制剂业务 17 年获批的 ANDA 产品有望于 18 年开始放量，国内制剂业务招标降价压力逐步释放，进入恢复性增长期，首仿优先审评产品，打造国内仿制药制剂业务新增长点。我们预计 18-20 年 EPS 为 1.07、1.32、1.64 元，买入评级。</p>	创新药产品新进展	老产品招标降价影响短期利润；产品研发和获批进度不达预期	郑薇
济川药业 (600566.SH)	<p>1、优秀的销售平台型企业，业绩保持稳健增长。中药类药品中，蒲地蓝消炎口服液受益于医院及 OTC 市场的开拓，支付端新增省级医保目录；小儿豉翘清热颗粒，一方面受益于医院及 OTC 市场开拓，另一方面无蔗糖剂型的替换带动量价齐升；蛋白琥珀酸铁口服液竞争格局良好，国产替代趋势明显；西药类产品中，雷贝拉唑肠溶胶囊市场增速保持平稳，预计 2018-2020 年复合增长率为 10%左右。2、外延收购东科制药，产品渠道嫁接成效显著。未来公司继续进行外延扩张战略，通过收购等方式获取更多品种，进一步丰富公司的产品。3、预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.98、2.50 和 3.14 元，对应 2018 年 PE 仅 21 倍，维持“买入”评级</p>	催化剂 一线品种稳步增长，二线品种如蛋白琥珀酸铁加速放量	业绩不及预期	王金成
金城医学	<p>1. 公司市场份额、客户数量均为行业领先，规模经济效应显著；</p>		竞争加剧、	郑薇

(603882.SH)	2. 庞大的研发投入助力公司抢占特检蓝海市场, 2017H1 特检收入占比超过 40%; 3. 亏损实验室逐步扭亏为盈。我们预计 18-20 年 EPS 为 0.55、0.70、0.85 元		医学检验及病理诊断服务执业风险、检验样本控制风险	
迈克生物 (300463.SZ)	1、产品线齐全丰富, 目前已经有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品, 抗风险能力高; 2、化学发光产品线 (A 股只有 2 家有规模企业), 预计未来 3 年保持 50%复合增速, 发光试剂毛利水平约为 80-90%, 高毛利产品的高增长带来利润增厚。2018 年预计 300 速发光仪和 800 速生化仪推入市场销售, 加大其在生化和发光的竞争优势, 发光增长提速; 3、传统产品增长高于行业增长, 打包效应初现, 目前已经有超过 200 家集采医院, 包括一些大三甲。预计 18-20 年 EPS 为 0.81、1.03、1.28 元, 给予“买入”评级	产品持续放量, 高毛利产品增长	竞争风险, 产品销售不及预期	郑薇
美年健康 (002044.SZ)	1、预防医学需求市场大, 行业具备长期的成长空间; 2、公司作为非公体检龙头, 门店网络逐步拓展至全国, 同时随着体检中心的不断下沉, 公司的品牌价值与健康数据流量价值得到进一步的释放; 3、随着慈铭奥亚、美兆体检的逐步发展, 以及公司个检项目更加丰富, 数量的不断上升, “量价” 其实的长期发展逻辑持续被验证。预计 2019-2010 年 EPS: 0.29/0.41/0.60 元/股, 维持“买入”评级。	量价齐升推动业绩发展, 平台效应进一步显现	并购整合风险, 多点执业政策执行挑战风险, 医疗质量风险	郑薇
片仔癀 (600436.SH)	1.2018 Q1 营收增长 42.06%, 净利润增长 44.07%, 超市场预期。2. 核心的片仔癀系列收入增速预计在 50%, 销量增长在 45%左右。3. 片仔癀存在持续提价预期。4. 稀缺性价值品种, 步入快速发展通道。展望公司全年发展, 片仔癀销量有望延续高增长, 带动公司整体业绩继续优异表现。预计公司 18-20 年 EPS 为 1.90、2.55、3.41 元, 维持“增持评级”	品牌影响力提升	片仔癀营销推进进展低于预期, 牙膏推广进展低于预期	潘海洋
上海医药 (601607.SH)	1、商业板块龙头地位稳固, 业务结构逐渐优化。医药分销网络遍布全国 24 个省/市, 纯销比例由 60.8%(2016 年) 提升至 62.35%(2017 年) 分销业务结构渐优化。“两票制” 全面执行元年, 有望长期受益行业整合。2、上药云健康正式启动与康德乐中国 DTP 门店的整合工作, DTP 门店达 70 家, 进一步确立了公司国内最大新特药 DTP 的服务网络地位; 3、工业端仿制药一致性评价持续推进, 近 1/2 的产品进入临床研究, 盐酸氟西汀胶囊、卡托普利片、盐酸二甲双胍缓释片完成评价并申报至 CFDA。叠加公司对工业板块的营销体系的建设, 工业实力不断增强。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.44、1.65、1.73 元/股, 维持“买入”评级。	一致性评价持续推进, 全国业务的布局	整合不达预期, 仿制药一致性评价进展不及预计	郑薇
万孚生物 (30482.SZ)	1、公司自成立以来专注于 POCT 领域, 目前已经具备了较为丰富的产品线, 取得 68 项二类产品注册证书、43 项三类产品注册证书, 横向涵盖了妊娠检测、传染病检测、毒品检测、慢性病检测等应用领域, 纵向涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、OTC 药房以及疾病预防控制中心、公安、军队等特殊渠道, 形成了对 POCT 市场全面纵深的覆盖; 2、国内外业务齐发力, 在国内市场, 公司以华南地区为中心, 占比维持在 25%左右, 而西南和西北地区在崛起。2017 年华南、西南、西北地区收入同比增长分别为 212.0%、228.5%、409.9%; 在国外市场中公司主要业务在美洲, 2017 年收入为 2.1 亿元, 同比增长 67.8%, 主要是由于美国子公司利用现有渠道, 加强	需求增加, 试剂放量	市场竞争加剧, 产品销售不及预期	郑薇

	与现有客户的粘性，帮助客户共同开发下游市场，提升和增进市场服务能力。我们预计 18-20 年 EPS 为 0.94、1.37、1.88 元，给予“买入”评级		
亚宝药业 (600351.SH)	1.公司重点加强营销和产品梯队建设，营销渠道逐步理顺，两级经销商体系和数据联网趋于完善，截止 2017 年末，公司一级商业优化到 50 多家，二级商业达到 700 多家；OTC 终端有效覆盖 1000 多家连锁药店总部和近 20 万家药店终端；2.加大研发力度，创新与仿制并重，苯磺酸氨氯地平缓释片、马来酸依那普利片 2017 年已完成 BE 试验；3.由于营销渠道改革，2016 年业绩经历了阵痛期后，2017 年公司核心业务重回发展快车道。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.36、0.47 和 0.58 元，给予“买入”评级。	营销改善与研发新进展	1.一致性评价进度不及预期；2.新产品市场推广不及预期；3.公司业绩不及预期 王金成
长春高新 (000661.SZ)	1、半年报业绩预计高增长。根据公告，2018 年上半年公司预计归母净利润同比增长 70-100%；2、生长激素高增长。2018 年我们预计水针、长效增速均有望超过 50%。公司加大营销力度，2017 年生长激素销售人员增长幅度大，预计今年将继续扩张。3、疫苗业务恢复高增长。水痘及狂犬疫苗增长迅猛，盈利能力提升。4、金赛药业与上市公司目标战略协同，上市公司将继续大力支持金赛发展，为业绩增长保驾护航。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 5.65、7.65、10.10 元，看好公司作为生长激素龙头持续快速的发展。维持公司“买入”评级。	中报业绩高增长	营销拓展低于预期，生长激素行业竞争或加剧 潘海洋
开立医疗 (300633.SZ)	1.赛道景气度提升明显，国产龙头受益。2016 年大力推进分级诊疗，基层医疗建设，招标重新落地。国家在资金和政策层面大力支持国产，导致需求井喷。2.开立产品结构调整，进军高端市场。早期产品以乡镇卫生院为主，2016 年推出重磅产品高端彩超，作为冲量产品，在三级医院撕开新的市场空间。我们预计 18-20 年公司 EPS 为 0.73、0.98、1.28 元，给予“买入”评级。	中报业绩高增长	汇率风险、海外业务销售不及预期、产品向高端方向发展不及预期，行业竞争激烈 郑薇

资料来源：公司公告，天风证券研究所

内容目录

1. 行业运行情况	6
2. 行情回顾	8
2.1. 医药生物 8 月震荡下行，整体弱于大盘	8
2.2. 市场下挫，医药生物全行业排名第 17 位	9
2.3. 医药生物相对 A 股溢价率调整至 108%	9
2.4. 各板块估值均有所下降，医疗服务与生物制品估值最高	9
2.5. 各子板块交易量与交易额环比整体下降	10
2.6. 个股月度涨跌幅	10
3. 医药制造业收入与利润	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1：2014-2018H 医药生物企业平均营收变化（百万）	6
图 2：2014-2018H 医药生物企业平均归母净利润变化（百万）	6
图 3：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较	8
图 4：医药板块与其他板块月涨跌幅比较	9
图 5：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）	9
图 6：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）	9
图 7：医药各板块交易量及交易金额变化	10
图 8：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速	11
表 1：月度金股与稳健组合核心逻辑	2
表 2：个股区间涨幅前十（截止至 2018 年 8 月 31 日，剔除 2017 年、2018 年上市新股、市值低于 30 亿、主营业务医药占比较小标的）	10
表 3：个股区间跌幅前十（截止至 2018 年 8 月 31 日，剔除 2017 年、2018 年上市新股、市值低于 30 亿、主营业务医药占比较小标的）	11

1. 行业运行情况

行业方面，根据国家统计局发布的数据，2018年1-7月份，医药制造业实现主营业务收入14404.4亿元，同比增长14.0%；实现利润1789.3亿元，同比增长11.2%，利润增速相比于1-6月减少3.2个百分点。整体来看，进入第三季度以来，医药制造业利润增速有所下滑，逐渐回归到相对“理性”水平，医药板块基本面稳定，龙头公司强者恒强的竞争格局依然继续。政策方面，随着“长生生物”事件处理的逐步落地，药监局人事也出现相关变动，从而在政策层面造成的不确定性因素增加。我们判断，前期贯彻执行的相关医药政策亦将继续推行，政策的“本源”受人事变动的影响不大；而同时在执行效率与力度上，我们认为依旧需要等待与观察。8月，国家医保局与卫健委发布了《关于开展抗癌药省级专项集中采购工作的通知》，我们认为该政策有利于推动减税红利让利患者，提升更多患者的用药可及性，促进终端需求放量；另外为加快境外已上市临床急需新药进入我国，药监局等部分专家遴选了48个境外已上市临床急需新药名单，有条件进行优先审评审批支持，这些品种有望提前进入我国市场，整体来看我国患者的用药环境正在逐步优化。

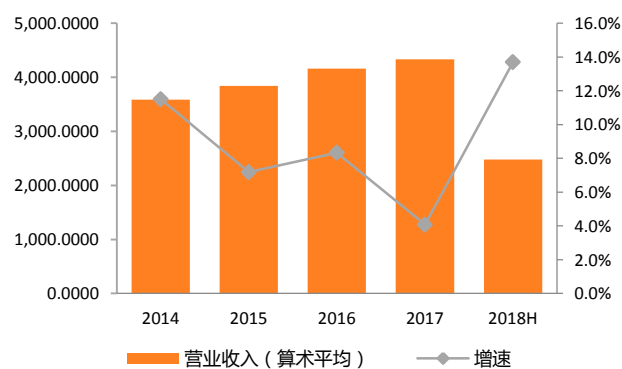
站在当前时点，我们认为下半年投资主线为药政深入推进，创新/高端制造/消费升级/医保改革投资机会凸显：

1. 顶层设计鼓励创新和高端仿制：a.创新开启新的发展时代：恒瑞医药、贝达药业、泰格医药、丽珠集团；创新医疗器械：安图生物、健帆生物、金域医学、开立医疗、乐普医疗、迈克生物、万孚生物、威高股份、微创医疗、先健科技等；b.一致性持续推进提升中国制药工业水平：乐普医疗、华海药业等
2. 消费升级医药大消费投资机会凸显：a.品牌OTC：片仔癀、云南白药、广誉远、亚宝药业、仁和药业；b.零售药店：益丰药房、老百姓、大参林等；c.医疗服务持续高景气度：爱尔眼科等
3. 医保局成立后，医保改革将加速推进：a.新一轮医保谈判有望开始，关注高临床价值药品生产企业：恒瑞医药、中国生物制药等；b.新版医保目录新调整品种持续放量：丽珠集团、石药集团、华东医药、贝达药业等；c.医保支付改革加速推进，建议关注符合临床路径的刚性用药：通化东宝

2018年中报表现情况

8月，各家上市公司陆续披露完中报业绩。从中报情况来看，我们长期跟踪的优质标的，业绩增速大部分符合预期或超预期，诸如长春高新、益丰药房等，以业绩支撑企业发展的长期逻辑不变。整体来看，医药生物板块企业中报业绩表现优异，行业处于逐步回暖过程，2018年H1营业收入同比增长13.70%，归母净利润同比增长14.16%。8月随着医药板块“黑天鹅”事件的影响逐渐消除，医药行业未来将会面临更加严格规范的行业检查，而我们认为这将更加有利于龙头公司的发展，净化整个医药板块竞争环境。

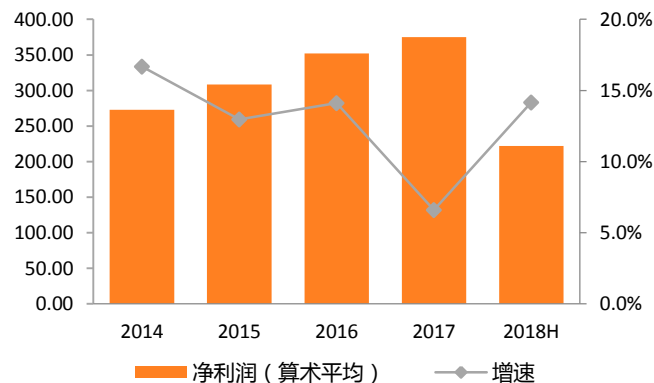
图 1：2014-2018H 医药生物企业平均营收变化（百万）



资料来源：wind, 天风证券研究所

注：按照算术平均法处理： $\sum \text{成份股} * \text{营业收入} / N(\text{成份股数})$

图 2：2014-2018H 医药生物企业平均归母净利润变化（百万）



资料来源：wind, 天风证券研究所

注：按照算术平均法处理： $\sum \text{成份股} * \text{归母净利润} / N(\text{成份股数})$

8月医药板块出现较大幅度的调整，我们认为医药依然是具有非常清晰的产业逻辑的行业；板块的调整的原因主要是有一些几个方面的原因造成：（1）“黑天鹅”事件影响的延续，在情绪上对板块的上行造成一定的压制；（2）医药板块前期的估值处于相对的高位，在经济环境相对不稳定，市场处于“弱势”的条件下，存在“杀估值”的行为；（3）一季度因为“两票制”后低开转高开后，医药部分企业业绩表现“优秀”，而后存在“消肿”的过程，同时随着医保支付变革等政策的不但推行，市场对板块后续的业绩表现存在一定担忧。但长期来看，医药板块作为刚需板块，“创新+消费”的长期趋势不变，而随着前期政策执行的红利逐步开始释放，板块依然是有长期投资价值的，优质标的尤其是龙头企业经过阶段调整之后，有望逐步企稳，逐步走强。建议关注有望实现持续保持高增长板块：品牌OTC、刚性用药、医疗器械细分板块、医疗服务专科医院等，重点关注亚宝药业、片仔癀、仁和药业、长春高新、安科生物、万孚生物、开立医疗、美年健康、爱尔眼科等个股（排名不分先后）。

OTC 行业：亚宝药业、片仔癀、仁和药业等

1.随着行业政策如“两票制”和“营改增”等因素影响，依靠过票的规模较小生产企业流通受挤压，同时伴随着消费者对品牌认知度的提升，品牌 OTC 企业享受估值溢价；2.消费者对于药品的主要购买因素是安全性和有效性，品牌 OTC 企业享受估值溢价。对 OTC 品种而言，提价往往能提升收入增厚利润，但大多数品种由于竞争基本充分，格局相对稳定，定价权往往不高，从提价的企业品种角度来看，两个因素至关重要：I.品种自身具备稀缺性（原料稀缺或处方稀缺）；II.自身品牌过硬；3.注重营销改善，由渠道拉动到终端动销。企业重视终端动销水平，通过拓展终端渠道、加大终端宣传、提价并让利终端等模式，对大品种进行市场培育，提高产品销量水平。

亚宝药业公司逻辑：2016 年进行营销渠道改革，增长模式由渠道拉动到终端动销转变。丁桂儿脐贴等重点品种在 2016 年改革阵痛期后，2017 年企稳回升，传统渠道 2018 年将继续放量，同时公司依托连锁药店开拓一线城市市场，换规格提价。品牌普药类品种受益于行业集中度提升，销售延续良好增长趋势。中长期逻辑：1、OTC 渠道改革后，传统渠道拉动变为终端拉动，品牌力不断提升；2、一致性评价后，一些处方药如氨氯地平片、依那普利片等品种有望保持快速增长；3、新品种投入带动营收规模增长，如薏芽健脾凝胶等新品牌，未来 3 年有望成为过亿品种。

刚性用药：通化东宝（与 Adocia 合作布局两大胰岛素重磅品种）、长春高新（生长激素高增长）、安科生物、我武生物（粉尘螨滴剂加速增长）等

医改政策深入推进下，医疗保障局成立，医保控费趋势趋紧，药品招标价格下降是主旋律，对于临床疗效确切的刚性用药，代表性品种降价幅度较低，例如胰岛素、生长激素粉尘螨滴剂等。

医疗器械：万孚生物（行业规模持续扩容+新产品开始销售）、开立医疗（政府集采持续推进+新产品放量）、迈克生物（新的 300 速发光仪拉动业务高增长+产品线齐全抗风险能力高）、安图生物（化学发光高景气度，100 速仪器正在逐步开发+闭合生化产业链，推出流水线）、健帆生物（血液灌流器高速增长+多中心 RCT 研究提供数据支持）等

分级诊疗政策进入了重点攻坚期，政府资金的大力投入将加速分级诊疗的进度，资金主要用于设备更新、服务能力提升、开拓新科室等方面，加强基层医疗卫生服务能力建设。随着资金投入的落实，基层医院软硬件基础提升，逐步改变基层患者的诊疗意识，真正实现分级诊疗，基层市场的扩大将为多个医疗领域带来增量市场。

8月，国家卫健委发布《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》和《关于印发医疗联合体综合绩效考核工作方案（试行）的通知》，文件明确提及要在全范围内推进医联体建设，细化医联体综合绩效考核指标体系，强化医联体内部人、物、财的统一，构建紧密型医联体结构，对外实现药品耗材统一采购，对内构建统一的管理体系，并且实现医联体内医保总额付费，我们认为将进一步加速推进分级诊疗进度。

医疗服务：爱尔眼科、美年健康等

需求端：随着居民健康意识的提升，以及人口老龄化的加快，我国医疗保健支出不断攀升，医疗服务需求不断增加；供应端：公立医院卫生体制改革持续进行，在政策上，国家对社会办医资格的申请进一步肯定，民营专科医疗机构在资本积累、人才招聘、医疗资源建设等方面综合能力不断提升，竞争力也不断增加。尤其是连锁专科医疗服务机构，随着医疗服务网络不断的扩张与巩固，建立起了良好的社会口碑与品牌效应，综合医疗服务竞争力不断增强，市场占有率不断提升，连锁专科医疗服务机构的发展进一步获得认可。

爱尔眼科：“量价齐升”，以及高端手术项目的占比提升带动业绩的增长；眼科医院/中心数量不断提升，品牌效应不断增强；坚持自我培养+引进的人才战略，成熟医院持续贡献业绩，新医院不断进行补位，综合实力与影响力不断提升。

美年健康：1、预防医学需求市场大，行业具备长期的成长空间；2、公司作为非公体检龙头，门店网络逐步拓展至全国，同时随着体检中心的不断下沉，公司的品牌价值与健康数据流量价值得到进一步的释放；3、随着慈铭奥亚、美兆体检的逐步发展，以及公司个检项目更加丰富，数量的不断上升，“量价”其实的长期发展逻辑持续被验证。

医药商业：益丰药房、一心堂、老百姓等

连锁药房：1、行业景气度提升明显，连锁药店的增长继续超过单体药店，2017 年连锁化率达到 50.4%（商务部数据）。2、“新建+并购”成为推动连锁药店业绩稳步增长的动力，连锁药店单店投入小回报快，新建店 1-2 年就能实现盈亏平衡甚至盈利，业绩增长动力足（商务部数据）；3、处方外流趋势逐渐明显，为药房带来市场增量的同时，更是带来“客流量”增量，拉动药店业绩成长。

医药批发：柳州医药、国药股份、上海医药、九州通等

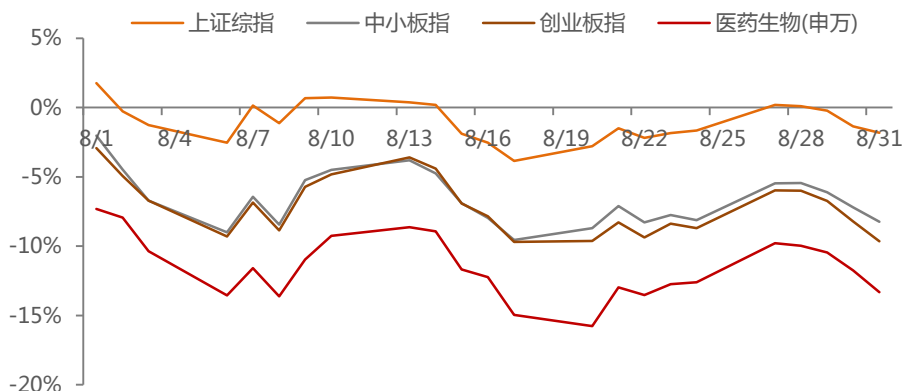
1、行业角度：2018 年是全国全面执行两票制的元年，经过 2017 年下半年的消化，政策影响逐渐消退，行业规范度全面提升，整体呈现稳中有升的态势；2、随着政策的逐渐宽松，资金成本逐渐下降，财务费用支出有望得到控制；3、从已披露半年报业绩预告的批发企业经营上来看，大部分流通企业保持了相对快速的增长，公司业绩启稳；4、估值角度：经过一年的调整批发企业估值已处于相对底部，下行空间较小，同时随着批发企业渠道价值的逐渐体现以及产业链的延伸完善，未来部分公司估值有望提升。

2. 行情回顾

2.1. 医药生物 8 月震荡下行，整体弱于大盘

2018 年 8 月上证综指同比下跌 1.81%报 2725.25 点，中小板指下跌 8.24%报 5844.98 点，创业板指下跌 9.64%报 1435.20 点。医药生物指数下跌 13.31%，报 7187.46 点，表现弱于上证 11.49 个 pp，弱于中小板 5.07 个 pp，弱于创业板 3.66 个 pp。

图 3：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

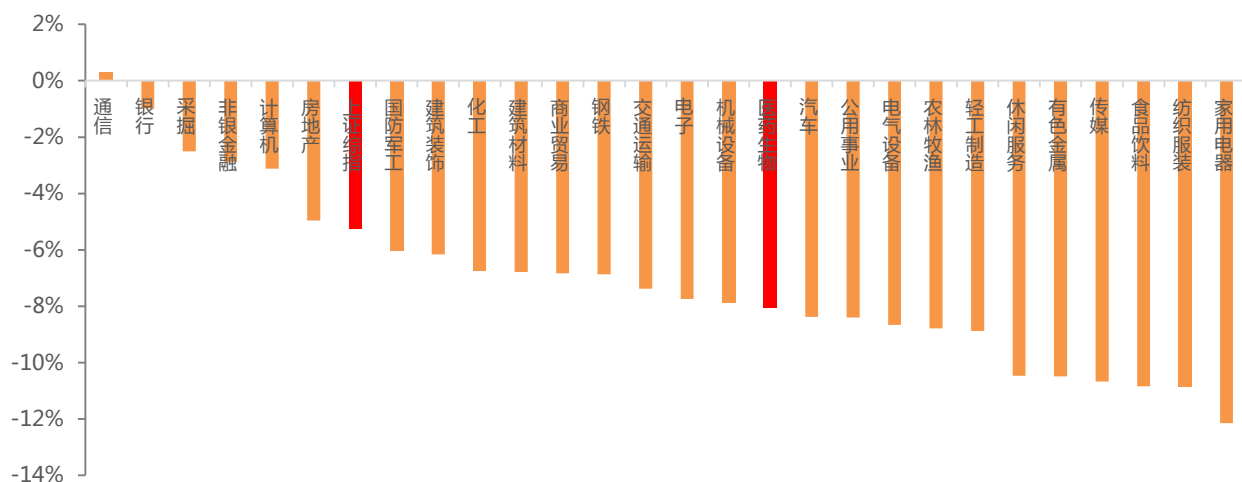


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 市场下挫，医药生物全行业排名第 17 位

8 月申万 28 个子行业中除通信板块略有涨幅外，其他板块均表现为下跌态势。全部 A 股整体下挫，医药生物板块表现逊于全部 A 股。整体来看，8 月全部 A 股下跌 5.25%，通信板块上涨 0.28%；跌幅板块中，家电板块下跌幅度最大为 12.15%，8 月医药生物板块下跌 8.07%，排在申万一级行业第 17 位。

图 4：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

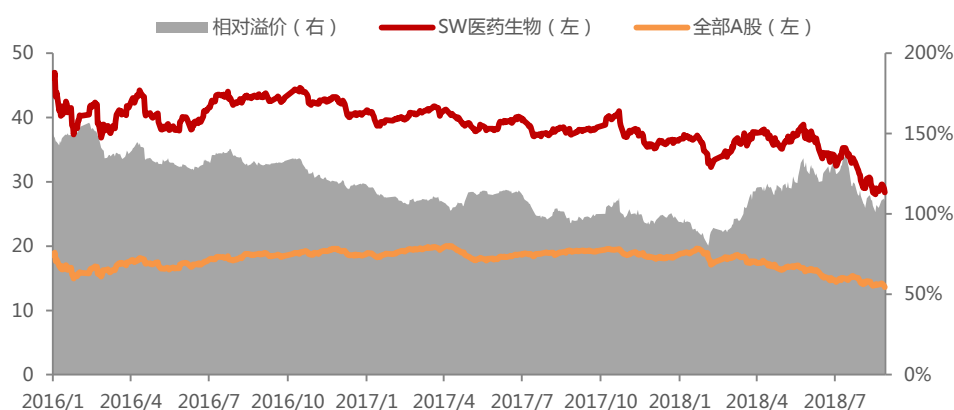


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 医药生物相对 A 股溢价率调整至 108%

截至 8 月 31 日，全部 A 股估值为 13.63 倍，医药生物估值为 28.35 倍，相对 A 股溢价率调整至 108%。进入 8 月以来，医药生物估值由 8 月初的 31.27 倍震荡下调至 28.35 倍，全部 A 股估值水平从 8 月初的 14.78 倍，调整至 13.63 倍，略有下跌。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率持续走低。

图 5：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

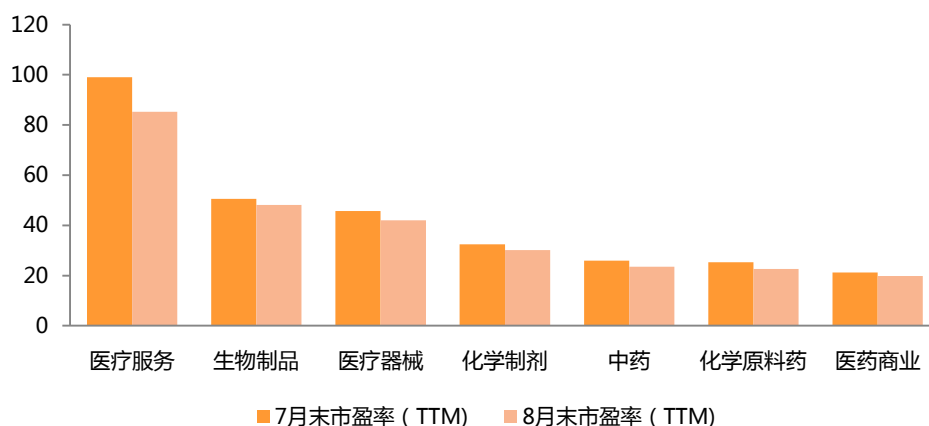


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 各板块估值均有所下降，医疗服务与生物制品估值最高

截至 8 月 31 日，医药生物整体估值为 30.17 倍。分子行业看，医药商业 19.81 倍，中药 23.56 倍，化学原料药 22.60 倍，化学制剂 30.17 倍，生物制品 48.19 倍，医疗器械估值为 41.96 倍，医疗服务最高为 85.22 倍。各子行业板块估值均有所下降，但医疗服务与医疗生物制品市盈率依旧最高。

图 6：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）

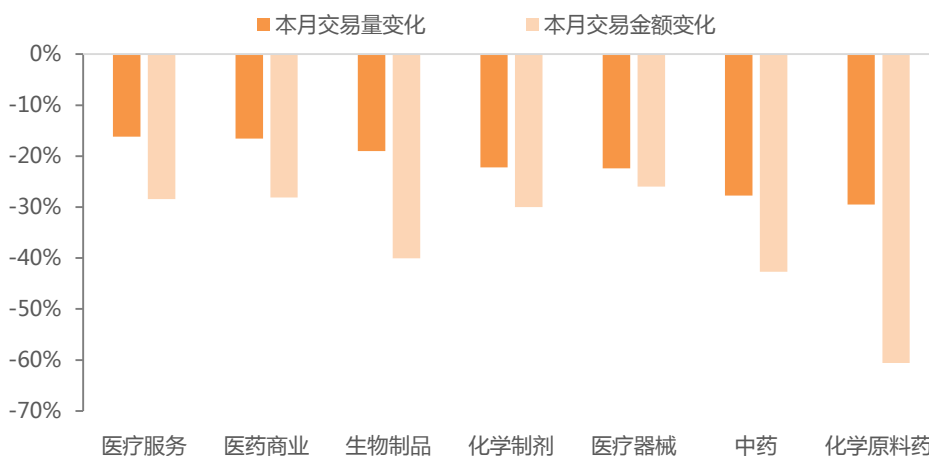


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5. 各子板块交易量与交易额环比整体下降

8月交易时间为23天,较7月增加1天,8月所有医药板块交易量及交易金额环比均有所下跌。医疗服务板块交易量下跌幅度最小,8月交易量环比下跌16.18%,交易额环比下跌28.45%;化学原料药板块下降幅度最大,8月交易量环比下降29.50%,交易额环比下降60.60%。

图 7: 医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.6. 个股月度涨跌幅

表 2: 个股区间涨幅前十 (截至至 2018 年 8 月 31 日, 剔除 2017 年、2018 年上市新股、市值低于 30 亿、主营业务医药占比较小标的)

公司资料		区间涨跌幅 (%)			价格 (元)		
代码	名称	1 周内	1 月内	3 月内	年初至今	年内最低价	年内最高价
300016.SZ	北陆药业	-0.78	15.01	-19.24	-10.27	17.58	10.30
000661.SZ	长春高新	4.31	14.47	9.35	69.75	257.79	134.33
002030.SZ	达安基因	5.30	12.30	21.70	1.18	22.43	12.59
300122.SZ	智飞生物	-0.83	12.16	-9.16	73.58	53.92	23.46
603222.SH	济民制药	3.29	10.34	19.18	-34.87	18.30	8.50
002653.SZ	海思科	4.80	9.21	9.55	13.34	15.01	9.49
300357.SZ	我武生物	-0.30	7.17	9.34	86.13	67.20	32.71
603669.SH	灵康药业	0.94	6.19	-12.36	-23.47	24.25	9.86
300086.SZ	康芝药业	-7.16	4.85	-33.98	-39.98	13.18	6.20
000999.SZ	华润三九	4.32	3.70	-4.72	-7.81	30.50	24.04

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3：个股区间跌幅前十（截止至 2018 年 8 月 31 日，剔除 2017 年、2018 年上市新股、市值低于 30 亿、主营业务医药占比较小标的）

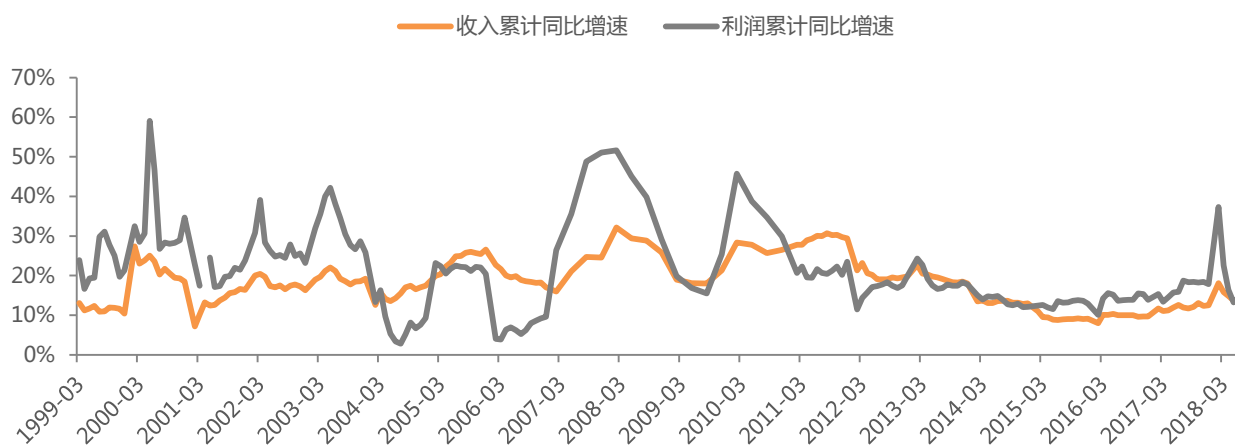
公司资料		区间涨跌幅 (%)				价格 (元)	
代码	名称	1 周内	1 月内	3 月内	年初至今	年内最低价	年内最高价
002680.SZ	ST 长生	-18.70	-67.63	-86.60	-76.69	29.99	3.11
000766.SZ	通化金马	-2.88	-32.31	-43.01	-44.56	15.30	6.31
300358.SZ	楚天科技	-3.07	-30.48	-18.92	-37.41	16.35	8.97
002437.SZ	誉衡药业	-3.79	-30.37	-34.59	-37.53	7.45	4.17
000503.SZ	国新健康	6.98	-30.36	-48.08	-20.70	46.59	17.00
002219.SZ	恒康医疗	-3.54	-29.25	-74.38	-74.90	12.20	2.97
002581.SZ	未名医药	-5.88	-28.49	-44.67	-64.25	24.10	7.65
300439.SZ	美康生物	-0.55	-22.67	-28.70	-20.03	26.80	16.03
600771.SH	广誉远	-2.15	-22.52	-36.70	0.43	63.45	36.10
300298.SZ	三诺生物	-5.63	-21.99	-30.66	-20.10	27.24	13.44

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 医药制造业收入与利润

2018 年 7 月医药制造业累计收入同比增长 14.00% (2017 年 7 月 11.90%)，利润总额累计同比增长 11.20% (2017 年 7 月 18.70%)。从趋势上来看，7 月医药制造业收入累计增速有较 6 月有所回升 (2018 年为 13.30%)，利润增速较 6 与增速有所下滑 (2018 年 6 月利润增速为 11.20%)。

图 8：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com