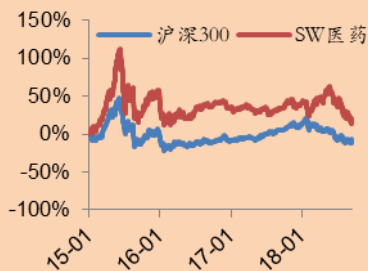




行业评级：增持（维持）

报告日期：2018-09-25

市场表现



方取涛

证券执业证书编号：

S0010518080001

电话：021-60956118

邮件：fy0614@foxmail.com

翟新新

邮件：zhaixx01@foxmail.com

政策鼓励研发，关注创新、超跌优质个股

□ 主要观点

9月21日，财政部、国家税务总局、科技部联合发布通知，研发费用税前加计扣除比例由原来的50%（无形资产按无形资产成本的150%在税前摊销）提高至75%（无形资产按无形资产成本的175%在税前摊销）。初步测算本次研发费用税前加计扣除比例提高对上市公司净利润影响多数在1-4%（计算较为粗略，以2017年研发投入对2017年净利润影响、未考虑实际税率、无形资产以10年摊销计算）。我们认为政策对持续大力研发的上市公司长期有利，恒瑞医药、复星医药、科伦药业、海正药业、贝达药业等，同时也看好为企业提供研发服务的CRO行业，推荐泰格医药。同时，建议关注超跌的华东医药、济川药业等。中长期持续推荐：（1）创新：持续推荐创新政策确定受益标的临床CRO龙头泰格医药。关注一线创新标的恒瑞医药，推荐二线创新药标的安科生物、华东医药。（2）优质仿制药：仿制药一致性评价继续稳步推进，建议关注制剂出口转国内申报的出口优势企业华海药业；（3）商业：两票制在主要省级市场已落地，调拨业务影响正逐步减弱，板块业绩有望在三、四季度开始出现好转，建议关注全国商业龙头上海医药、九州通、地方龙头国药股份、柳药股份。（4）连锁药店：社保追缴问题与小规模纳税人减税政策有望对冲，行业长期逻辑不变，药店“分级分类”管理制度将逐步推广，利好行业龙头整合，推荐精细化管理连锁药店益丰药房、一心堂，关注国药一致、老百姓。（5）医疗服务与医疗器械：建议关注连锁眼科医院爱尔眼科，心血管平台企业乐普医疗。

□ 上周市场表现

上证综指上周跌幅0.84%，申万医药生物指下跌0.46%，行业排名9，跑赢沪深300。子行业中医疗器械（1.04%）、医疗服务（0.48%）、生物制品（0.13%）跑赢板块，医药商业（-0.65%）、化学原料药（-0.88%）、化学制剂（-1.02%）、中药（-1.05%）跑输板块。

□ 行业动态

国务院：《关于完善国家基本药物制度的意见》；国家医保局：草拟医疗服务价格动态调整意见；K药中国售价公布

□ 板块估值

截至9月23日，申万一级医药生物行业市盈率（TTM整体法，剔除负值）为27.27倍，低于历史平均39倍PE（2006年至今），相对于沪深300最新PE的溢价率为138.71%，近期持续回落。子板块方面，医疗服务板块估值为61倍、医疗器械36倍、生物制品36倍、化学制剂27倍、化学原料药22倍，中药22倍，医药商业20倍。

□ 风险提示

政策变动风险；系统性风险。

目 录

1 投资策略与观点：研发费用税改，关注创新、超跌优质个股	3
2 上周市场表现	4
2.1 行业上周表现	4
2.2 子板块与个股上周表现	4
2.3 行业估值	5
3 行业动态	6
3.1 政策与监管	6
3.2 企业资讯	7
4 风险提示	8
投资评级说明	9

图表目录

图表 1 研发费用加计扣除对医药上市公司影响（2017 年研发投入前十）	3
图表 2 上周各行业（申万一级）涨跌幅一览（%）	4
图表 3 申万医药生物一级行业与二级子行业周涨跌幅对比（%）	5
图表 4 本周涨幅前十个股及所属板块	5
图表 5 本周跌幅前十个股及所属子板块	5
图表 6 申万医药生物一级行业与沪深 300 市盈率（TTM 整体法，剔除负值）及溢价率一览	6
图表 7 医药生物子板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）	6

1 投资策略与观点：研发费用加计扣除比例提升，关注创新、超跌优质个股

上周上证综指迎来反弹，周涨幅达 4.32%，申万医药生物指数上涨 2.83%，跑输沪深 300 (5.19%)。

上周五 9 月 21 日，财政部、国家税务总局、科技部联合发布通知，明确提高企业研究开发费用税前加计扣除比例有关政策，进一步激励企业加大研发投入，支持科技创新。根据通知，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，再按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的 175% 在税前摊销。

即研发费用税前加计扣除比例由原来的 50% (无形资产按无形资产成本的 150% 在税前摊销) 提高至 75% (无形资产按无形资产成本的 175% 在税前摊销)。研发费用加计扣除比例的提升一方面将降低企业从事研发活动的实际成本，进一步鼓励企业加大研发投入；另一方面也直接降低了企业税负。

初步测算本次研发费用税前加计扣除比例提高对上市公司净利润影响多数在 1-4% (计算较为粗略，以 2017 年研发投入对 2017 年净利润影响、未考虑实际税率、无形资产以 10 年摊销计算)。我们认为政策对持续大力研发的上市公司长期有利，恒瑞医药、复星医药、科伦药业、海正药业、贝达药业等，同时也看好为企业提供研发服务的 CRO 行业，推荐泰格医药。同时，建议关注超跌的华东医药、济川药业等。

图表 1 研发费用加计扣除对医药上市公司影响 (2017 年研发投入前十)

公司	研发支出 (亿元)	费用化支出 (亿元)	资本化支出 (亿元)	2017 年末所得税率 (%)	2017 年净利润 (亿元)	费用化支出影响 (亿元)	资本化支出影响 (亿元)	所得税合计影响 (亿元)	税收变动影响占比
恒瑞医药	17.59	17.59	0.00	15%	32.93	0.66	0.00	0.66	2.00%
复星医药	15.29	10.27	5.03	25%	35.85	0.64	0.13	0.77	2.14%
科伦药业	8.46	7.12	1.34	15%	8.11	0.27	0.02	0.29	3.54%
海正药业	8.44	4.39	4.05	15%	2.32	0.16	0.06	0.23	9.74%
上海医药	8.36	7.90	0.46	25%	40.58	0.49	0.01	0.51	1.25%
健康元	7.05	6.53	0.52	25%	46.73	0.41	0.01	0.42	0.90%
天士力	6.16	5.06	1.10	15%	14.02	0.19	0.02	0.21	1.47%
人福医药	6.03	3.98	2.04	25%	23.18	0.25	0.05	0.30	1.29%
丽珠集团	5.76	5.65	0.11	25%	44.88	0.35	0.00	0.36	0.79%
步长制药	5.53	4.89	0.64	25%	16.39	0.31	0.02	0.32	1.96%
华东医药	4.62	4.62	0.00	25%	18.88	0.29	0.00	0.29	1.53%
亿帆医药	4.45	1.41	3.04	25%	12.66	0.09	0.08	0.16	1.30%
信立泰	4.39	3.27	1.12	15%	14.37	0.12	0.02	0.14	0.97%
华海药业	4.38	3.48	0.90	15%	6.24	0.13	0.01	0.14	2.31%
贝达药业	3.81	2.03	1.78	15%	2.51	0.08	0.03	0.10	4.10%
白云山	3.73	3.73	0.00	15%	21.19	0.14	0.00	0.14	0.66%
康弘药业	3.50	1.92	1.58	15%	6.44	0.07	0.02	0.10	1.48%
长春高新	3.49	2.89	0.59	25%	9.28	0.18	0.01	0.20	2.11%
现代制药	3.38	3.09	0.29	15%	8.19	0.12	0.00	0.12	1.47%

资料来源：Wind，华安证券研究所（以 2017 年研发投入对 2017 年净利润影响、未考虑实际税率、无形资产以 10 年摊销计算）

中长期持续推荐：

(1) 创新：持续推荐创新政策确定受益标的临床 CRO 龙头**泰格医药**。关注一线创新标的**恒瑞医药**，推荐二线创新药标的**安科生物**、**华东医药**。

(2) 优质仿制药：仿制药一致性评价继续稳步推进，建议关注制剂出口转国内申报的出口优势企业**华海药业**；

(3) 商业：两票制在主要省级市场已落地，调拨业务影响正逐步减弱，板块业绩有望在三、四季度开始出现好转，当前医药商业板块估值已经处于历史底部，建议关注全国商业龙头**上海医药**、**九州通**、地方龙头**国药股份**、**柳药股份**。

(4) 连锁药店：社保追缴问题与小规模纳税人减税政策有望对冲，行业长期逻辑不变，药店“分级分类”管理制度将逐步推广（广东已经开始推行），利好行业龙头整合，推荐精细化管理连锁药店**益丰药房**、**一心堂**，关注**国药一致**、**老百姓**。

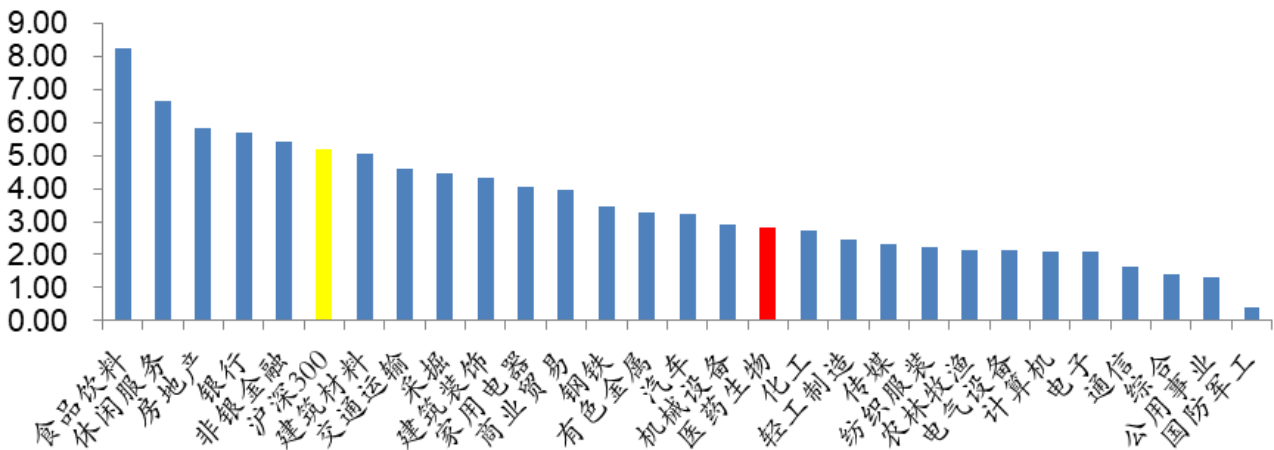
(5) 医疗服务与医疗器械：建议关注连锁眼科医院**爱尔眼科**，心血管平台企业**乐普医疗**。

2 上周市场表现

2.1 行业上周表现

上证综指上周迎来反弹，周五收报 2797.49，周涨幅 4.32%；沪深 300 收报 3410.49，周涨幅 5.19%；创业板指数收报 1411.12，周涨幅 3.26%；申万医药生物指上涨 2.83%，行业排名 16，跑输沪深 300。

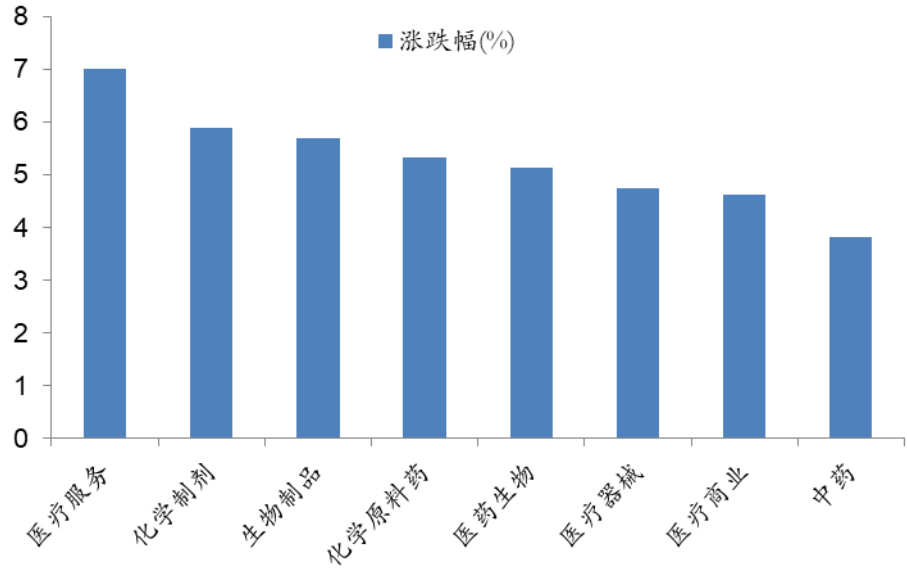
图表 2 上周各行业（申万一级）涨跌幅一览（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 子板块与个股上周表现

申万医药生物子行业录得上涨，其中医疗服务 (7.02%)、化学制剂 (5.89%)、生物制品 (5.71%)、化学原料药 (5.33%) 跑赢板块，医疗器械 (4.75%)、医药商业 (4.62%)、中药 (3.83%) 跑输板块。

图表 3 申万医药生物一级行业与二级子行业周涨跌幅对比 (%)


资料来源: wind、华安证券研究所

个股方面, 涨幅前十个股板块分布较为分散, 多为前期下跌较多的反弹个股, 如老百姓、海正药业、通化东宝、复星医药、一心堂、恒瑞医药、安科生物等, 广济药业因受益于 VB2 涨价, 本周涨幅最大 (16.22%); 跌幅前十分布亦较为散乱, 整体下跌不多, 除因复牌录得本周最大跌幅的必康股份 (-27.09%)。

图表 4 本周涨幅前十个股及所属板块

代码	名称	周涨跌幅 (%)	所属子板块
000952.SZ	广济药业	16.22	化学原料药
603883.SH	老百姓	14.82	医药商业III
600267.SH	海正药业	11.03	化学原料药
600867.SH	通化东宝	10.83	生物制品III
600196.SH	复星医药	10.65	生物制品III
002727.SZ	一心堂	10.43	医药商业III
600380.SH	健康元	10.31	化学制剂
002332.SZ	仙琚制药	10.25	化学制剂
600276.SH	恒瑞医药	9.78	化学制剂
300009.SZ	安科生物	9.77	生物制品III

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 5 本周跌幅前十个股及所属子板块

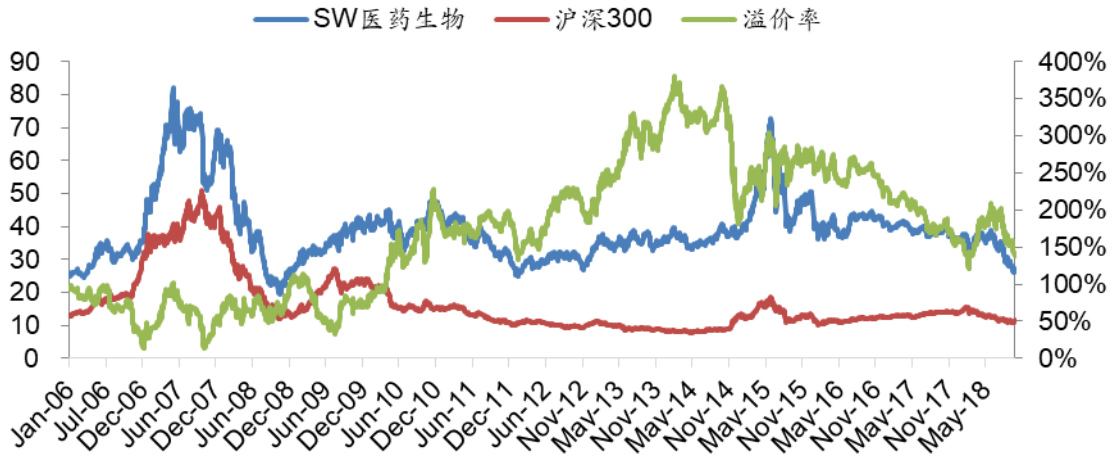
代码	名称	周涨跌幅 (%)	所属子板块
002411.SZ	必康股份	-27.09	化学制剂
300401.SZ	花园生物	-3.78	化学原料药
600896.SH	*ST 海投	-2.82	医疗服务III
002788.SZ	鹭燕医药	-1.94	医药商业III
000403.SZ	ST 生化	-1.54	生物制品III
002728.SZ	特一药业	-0.54	化学制剂
002099.SZ	海翔药业	-0.41	化学原料药
300463.SZ	迈克生物	-0.37	医疗器械III
600080.SH	金花股份	-0.31	生物制品III
600851.SH	海欣股份	-0.25	化学制剂

资料来源: wind、华安证券研究所

2.3 行业估值

截至 2018 年 9 月 23 日, 申万一级医药生物行业市盈率 (TTM 整体法, 剔除负值) 为 27.27 倍, 低于历史平均 39 倍 PE (2006 年至今), 相对于沪深 300 的 11.42 倍最新 PE 的溢价率为 138.71%, 近期持续回落。

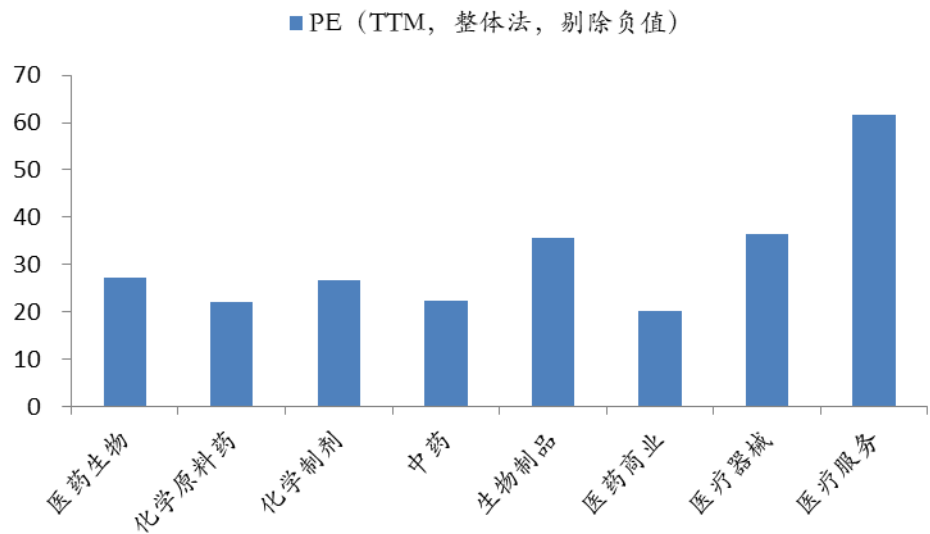
图表 6 申万医药生物一级行业与沪深 300 市盈率 (TTM 整体法, 剔除负值) 及溢价率一览



资料来源: wind、华安证券研究所

子板块方面, 医疗服务、医疗器械、生物制品板块估值仍较高, 其中, 医疗服务板块估值仍最高, 为 61 倍; 医疗器械板块 36 倍, 生物制品板块 36 倍; 化学制剂 27 倍、化学原料药为 22 倍, 中药板块 22 倍, 医药商业 20 倍。(截至 2018 年 9 月 23 日)

图表 7 医药生物子板块市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源: wind、华安证券研究所

3 行业动态

3.1 政策与监管

(1) 国务院: 《关于完善国家基本药物制度的意见》

9 月 19 日, 国务院办公厅发布《关于完善国家基本药物制度的意见》。从基本药物的遴选、生产、流通、使用、支付、监测等环节完善政策, 全面带动药品

供应保障体系建设，着力保障药品安全有效、价格合理、供应充分，缓解“看病贵”问题。

(2) 国家医保局：草拟医疗服务价格动态调整意见

9月20日，中国医院大会在北京举行。国家医疗保障局副局长李滔在主论坛的领导讲话环节透露，国家医保局正在部署全国医疗服务价格改革情况调查，在评估成效的基础上，研究制定“关于建立健全医疗服务价格动态调整机制的指导意见”。这是国家医保局首次公开向医疗界系统阐释中国特色医疗保障制度路线图。下一步，国家医保局将建立健全具有中国特色的医疗保障制度，在医疗、医保、医药“三医联动”中发挥“基础性作用”。

(3) CDE：征求“阿达木生物类似药临床研究设计要点考虑”意见

9月18日，CDE发布《关于征求“阿达木生物类似药临床研究设计要点考虑”意见的通知》称，为了更好地推动该品种生物类似药的研发，重点探讨当前普遍关注的临床研究策略和临床试验设计问题，以期为国内阿达木单抗生物类似药的临床研发提供参考。

3.2 企业资讯

K药中国售价公布

9月19日，第二个在中国获批的免疫治疗药物 Keytruda (K药，可瑞达) 定价出炉：中国零售价为 17918 元/100mg，全年治疗费用为 304606 元，仅为美国市场价格的 54%；对于低收入患者，通过 PAP 计划赠药政策为 3+3 (买 3 个疗程送 3 个疗程)，患者需负担的年治疗费用最低为 161262 元；而对于低保患者，可以免费使用 24 个月。

首款国产美罗华上市在即

9月20日，在 CSCO 年会上，上海复星医药控股子公司复宏汉霖自主研发的利妥昔单抗生物类似药 (HLX-01) 公布关键 3 期临床数据，利妥昔单抗生物类似药与原研药 (美罗华®) 在治疗 CD20 阳性弥漫型大 B 非霍奇金淋巴瘤初治患者的临床试验主要终点、次要终点 (安全性、免疫原性、药代动力学) 均达到预设标准。HLX-01 是目前唯一一个处于上市审评阶段的利妥昔单抗生物类似药，申请适应症 CD20 阳性弥漫型大 B 非霍奇金淋巴瘤 (DLBCL)。

武田最高斥资 6.3 亿美元开发靶向 CD38 骨髓瘤新药

9月19日，美国生物公司 Molecular Templates 宣布与武田达成合作协议，双方将联合开发 CD38 靶向的工程化毒素体用于包括多发性骨髓瘤在内的疾病治疗。目前该公司主导的 CD38 靶向 ETB 候选药物就是之前两家公司合作发现的成果。根据协议条款，武田将预付 3000 万美元，如果 Molecular Templates 行使其共同开发选择权，则有资格获得高达 6.325 亿美元的开发、监管和商业化里程碑付款。

信迪利单抗一线治疗 NSCLC 临床数据亮相 CSCO：客观缓解率 68.4%

9月20日，信达生物在第 21 届全国临床肿瘤学大会暨 2018 年 CSCO 学术年会上公布了一组信迪利单抗 (IBI308) 联合培美曲塞和顺铂一线治疗非鳞状非小细胞肺癌患者的临床数据。截至 2018 年 6 月 28 日，入组 21 例患者中 19 例为疗效可评估患者，客观缓解率 (ORR) 达到了 68.4%。中位缓解持续时间、中位无疾病进展期和中位生存期均尚未达到。该研究结果证实了信迪利单抗联合化疗一线治疗非鳞状 NSCLC 的抗肿瘤活性，安全性结果与同类药物相似。

4 风险提示

- (1) 政策变动的不确定性：医药行业受政策变动的影响较大；
- (2) 股市系统性风险。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。