

医药生物

证券研究报告
2018年12月03日

外部环境逐步改善，板块有望迎来估值修复机会

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

11 月行情回顾

2018年11月上证综指同比下跌0.56%报2,588.19点,中小板指上涨1.75%报5,087.57点,创业板指上涨4.22%报1,329.39点。医药生物指数上涨5.30%,报6,556.07点,表现强于上证5.86个pp,强于中小板3.55个pp,强于创业板1.08个pp。截至11月30日,全部A股估值为11.42倍,医药生物估值为27.51倍,相对A股溢价率提升至141%。

11 月投资观点

11月份,市场整体表现较为平稳,医药生物整体走势强于大盘,在申万一级子行业中,涨幅排名第五位,医药生物指数相对于大盘指数溢价率逐渐提升。政策方面,11月份重要的医药政策包括(1)《4+7城市药品集中采购文件》正式版正式发布,采购目录覆盖31个品种,带量采购政策正式落地,仿制药行业格局将迎来变化,药品价格有望迎来新的定价机制;(2)全国零售药店分类分级政策意见稿出台,按照零售药店的药品质量保障能力、药学技术人员配置和行政处罚记录等将零售药店分为三个类别,长期来看利好零售药店行业集中度的提升,以及龙头企业的发展;(3)临床试验默示许可公示正式上线,药品临床试验从原先的审评制正式转为更加高效的默许制,目前默许制仅适用于创新新药和进口注册新药,利好整个创新药板块。整体来看,11月,医药板块重要政策逐步落地,不确定情绪修复,板块迎来反弹,部分优质标的正处于估值修复过程。

12 月投资观点

12月为四季度的最后一月,需要重点对上市公司业绩进行跟踪。随着对行业细分板块影响相对较大的政策比如:带量采购、零售药店分类分级政策的逐步落地,政策不确定风险开始降低,市场情绪有望逐步恢复;同时叠加外部环境的改善,板块有望逐步迎来反弹。在配置上我们建议12月份重点关注两方面机会:(1)“业绩为王”全年业绩确定性较强且有望超市场预期的标的。在当前市场下,我们认为业绩依旧是支撑公司股价的重要因素,因此需要重点对公司全年业绩进行跟踪;(2)部分估值处于相对低位的细分领域龙头,前期随着板块的回调,部分细分领域龙头企业估值已回到相对的底部,随着板块的回升,这部分优质标的有望迎来估值修复。建议关注医疗器械:迈瑞医疗、安图生物、万孚生物等;品牌OTC:片仔癀等;连锁药店:益丰药房、老百姓等;医药流通:柳药股份、九州通等;疫苗板块:智飞生物、沃森生物等。

12 月金股: 迈瑞医疗(300760.SZ)

核心逻辑:1.医疗器械受益于分级诊疗+进口替代,中国4,583亿超大市场亟待挖掘,行业增速24%,迈瑞作为国产器械龙头,多条产品线市占率位列国内TOP3,国产TOP1;2.迈瑞多年来一直将销售收入10%投入研发,自主创新的路途上从未停止,同时通过产品、渠道、技术的收购,推动行业整合;3.迈瑞医疗立足全球视角,2017年收入中46%来源大陆以外地区,全球化品牌已经深入人心。我们预计18-20年公司EPS为3.09、3.95、4.94元,给予“买入”评级。

12 月稳健组合(排名不分先后,月度滚动调整,推荐逻辑见表1)

安图生物、恒瑞医药、济川药业、金域医学、健康元(新增)、华兰生物(新增)开立医疗、乐普医疗、迈克生物、美年健康、迈瑞医疗、片仔癀、上海医药、万孚生物、长春高新

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

3 《医药生物-行业研究周报:药店分类分级政策征求意见稿发布,长期利好龙头发展》2018-11-25

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
安图生物 (603658.SH)	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。	化学发光行业 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)	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。	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
健康元 (600380.SH)	1、实力雄厚的综合性医药集团，发力布局研发创新奠定长期发展基础；2、艾普拉唑有望引领化学制剂板块快速发展；3、公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队，在吸入制剂技术方面积累丰富；在吸入制剂的布局处于领先地位，未来有望成为行业的领军企业。我们预计 18-20 年 EPS 为 0.40、0.47 及 0.55 元。	化学制剂的快 速发展，吸入 制剂的市场需 求的提升	呼吸制剂 研发进展 及销售低 于预期，艾 普拉唑等 化学制剂 增长低于 预期等	潘海洋
济川药业 (600566.SH)	1、优秀的销售平台型企业，业绩保持稳健增长。中药类产品中，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；小儿鼓翘清热颗粒，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，维持“买入”评级	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 (603882.SH)	1. 行业竞争加剧，小型化实验室不具备成本优势，大浪淘沙下优胜劣汰，行业有望迎来拐点；2. 公司市场份额、客户数量均为行业领先，规模经济效应显著；3. 亏损实验室逐步扭亏为盈。我们预计 18-20 年 EPS 为 0.5、0.62、0.78 元	行业拐点出现	竞争加剧、 医学检验 及病理诊 断服务执 业风险、检 验样本控 制风险	李扬

<p>开立医疗 (300633.SZ)</p>	<p>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,在三级医院打开新的市场空间。我们预计 18-20 年公司 EPS 为 0.73、0.98、1.28 元,给予“买入”评级。</p>	<p>高端彩超占比持续提升</p>	<p>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</p>	<p>郑薇</p>
<p>乐普医疗 (300003.SZ)</p>	<p>1、支架系统作为公司传统支柱业务,上半年收入增长 20%,NeoVas 现处于注册审评中,有望在 2018 年内获得生产注册,获批后有望带来业绩估值双升;2、药品是公司短期业绩主要增长点,阿托伐他汀钙(20mg 和 10mg)已经通过一致性评价,氯吡格雷(75mg 和 25mg)的一致性评价申请已获得受理,短期内增速明显;3、布局糖尿病及肿瘤免疫治疗,目前已有 PD-1、PD-L1、溶瘤病毒、ADC 药物等产品,处于国内研发第一梯队,有望成为肿瘤治疗药物的重要参与者。</p>	<p>可降解支架获批预期,国家集采持续推进</p>	<p>并购公司管理运营风险、新产品研发失败风险等</p>	<p>李扬</p>
<p>迈克生物 (300463.SZ)</p>	<p>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 300 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</p>	<p>产品持续放量,高毛利产品增长</p>	<p>竞争风险,产品销售不及预期</p>	<p>郑薇</p>
<p>美年健康 (002044.SZ)</p>	<p>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 2018-2020 年 EPS: 0.28/0.41/0.59 元/股,维持“买入”评级。</p>	<p>量价齐升推动业绩发展,平台效应进一步显现</p>	<p>并购整合风险,多点执业政策执行挑战风险,医疗质量风险</p>	<p>郑薇</p>
<p>片仔癀 (600436.SH)</p>	<p>1. 核心的片仔癀系列收入增速预计在 32%,销量增长在 28%左右。2. 片仔癀存在持续提价预期。3. 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速增长,带动公司整体业绩继续优异表现。预计公司 18-20 年 EPS 为 1.85、2.43、3.15 元,维持“增持评级”</p>	<p>品牌影响力提升</p>	<p>片仔癀营销推进进展低于预期,牙膏推广进展低于预期</p>	<p>潘海洋</p>
<p>上海医药 (601607.SH)</p>	<p>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,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。</p>	<p>一致性评价持续推进,全国业务的布局</p>	<p>整合不达预期,仿制药一致性评价进展不及预计</p>	<p>李沙</p>

<p>万孚生物 (30482.SZ)</p>	<p>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</p>	<p>需求增加，试剂放量，新产品放量</p>	<p>市场竞争加剧，产品销售不及预期</p>	<p>郑薇</p>
<p>长春高新 (000661.SZ)</p>	<p>1、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。2、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。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。</p>	<p>业绩高增长</p>	<p>营销拓展低于预期，生长激素行业竞争或加剧</p>	<p>潘海洋</p>

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 11 月整体反弹，整体强于大盘.....	8
2.2. 全部行业多数上涨，医药生物上涨 5.30%排名全行业第 5 位	8
2.3. 医药生物相对 A 股溢价率提升至 141%.....	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较上月整体下降.....	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：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较.....	8
图 2：医药板块与其他板块 11 月涨跌幅比较	9
图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）	9
图 4：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）	10
图 5：医药各板块交易量及交易金额变化	10
图 6：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：市值超 30 亿个股区间涨幅前十（10%）（截止至 2018 年 11 月 30 日，剔除 2018 年上市新股）	10
表 3：市值超 30 亿个股区间跌幅前十（10%）（截止至 2018 年 10 月 31 日，剔除 2018 年上市新股）	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1-10月份，医药制造业实现主营业务收入20180.6亿元，同比增长13.6%；实现利润累计2553.9亿元，同比增长10.4%，利润增速相比于1-9月下跌1.1个百分点。整体来看，进入第三季度、第四季度以来，医药制造业利润增速有所下滑，工业企业逐步的“消肿”，回归至相对合理的增速水平。预计第四季度中，医药制造业利润月度累计增速将逐步趋向稳定。

我们看好以下细分板块，建议关注相关标的：

创新药产业链：恒瑞医药、中国生物制药、药明康德、泰格医药、凯莱英等

10月10日，国家医保局公布抗癌药品谈判结果，正式将阿扎胞苷等17种药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）》乙类范围，并确定了医保支付标准。此前国家医保局披露的18个品种抗癌药，除磷酸芦可替尼并没有被纳入外，其他17个产品均谈判成功。本轮谈判成功的药品普遍为疗效确切、满足临床急需、具备高临床价值的抗肿瘤创新药，国产品种包括中国生物制药的安罗替尼，恒瑞医药的培门冬酶；外企品种包括阿斯利康的奥希替尼等，需求巨大但价格昂贵，整体来看替尼类小分子靶向药数量占比超过70%。

与2018年平均中标价格相比，17个谈判药品的平均降幅达到56%。大部分进口药品谈判后的支付标准低于周边国家或地区市场价格。与大多数传统招标采购不同，医保谈判药品实行直接挂网，医院自主采购，使得医保谈判药品的进院时间相对大幅缩短，加速新上市药品的销售放量。从中短期来看，我们认为此次医保谈判后肿瘤创新药将开启一轮放量新周期。长期来看，创新药通过谈判进入医保将成为常态，创新药的市场规模将得到进一步扩大，相关的创新药企业未来将持续受益。建议关注恒瑞医药、中国生物制药等。

仿制药：乐普医疗、科伦药业等

《4+7城市药品集中采购文件》正式出台，试点地区销售规模占全国近30%，第一批带量采购目录共31个品种，各试点地区统一执行集中采购结果，与此前版本相比，此次正式文件细化了对申报企业的具体要求，企业必须拥有有效注册批件以及品种的所有主品规。短期看集采药品的降价幅度，以及集采对相关企业的业绩影响，长期看仿制药产品梯队建设和原料药-制剂一体化生产能力。重点推荐乐普医疗和华东医药，建议关注科伦药业和京新药业。（详细内容请关注报告《带量采购文件正式出台，短期关注企业集采的业绩弹性，中长期关注企业的仿制药产品梯队建设》）

OTC行业：片仔癀、济川药业等

三季度业绩延续良好的增长趋势，行业层面：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。

刚性用药：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）、通化东宝（与Adocia合作布局两大胰岛素重磅品种）。

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。

疫苗板块：智飞生物、沃森生物、康泰生物等

国家市场监督管理总局发布《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》，对疫苗研制、生

产、流通以及预防接种各个环节进行了监管要求的相关规定，并强化了监管部门和地方政府责任追究。长期来看，《疫苗管理法（征求意见稿）》的发布，未来将有利于行业更加规范的发展，规范整个产业链生产经营环节，核心龙头有望受益。

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）、迈瑞医疗等

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。

2018 年 11 月 21 日，艾德生物获得一个关于人类 10 基因突变联合检测试剂盒（可逆末端终止测序法）的第三类体外诊断试剂注册证，该二代测序（NGS）产品获批 2 大癌种（非小细胞肺癌、结直肠癌）、5 个伴随诊断（吉非替尼（两个突变）、奥希替尼、克唑替尼、西妥昔单抗），10 个基因，覆盖了肺癌、结直肠癌目前已上市及拟上市的靶向药物所需要检测的基因变异。NGS 技术相比于传统技术（PCR、FISH 等），具有高通量、高性价比的优势，截止至目前，已获批上市的 NGS 产品包括广州燃石 4 个基因试剂盒（EGFR、ALK、BRAF、KRAS）、诺禾致源 6 个基因试剂盒（EGFR、KRAS、BRAF、PIK3CA、ALK、ROS1）、南京世和 6 个基因试剂盒（EGFR、ALK、ROS1、BRAF、KRAS、HER2），从基因数量上，艾德获批的产品具备优势，覆盖面更广，同时成为五大药物的伴随诊断试剂盒。我们认为尽管目前十个基因对于 NGS 技术而言尚属于小试牛刀，但是 NGS 肿瘤检测产品获批依然具备重要的意义，推动 NGS 技术普及和应用，为后续肿瘤大 panel 做好临床积累及重要铺垫。

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：公司发布 2018 年三季报，前三季度归母净利润同比增长 41.43%，前三季度业绩持续保持高增长。“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：作为全国非公体检龙头，三季报表现优秀。受广州事件影响的逐渐消除，叠加四季度为体检旺季，公司长期投资仍在。同时公司近期推出“美年好医生”，联合了中国入报、平安好医生等，推动体检行业进入拥有“检、管、存、医、保”五大保障的体检 3.0 时代。“美年好医生”作为公司未来一段时间的助推品种，将助推公司个检数量、客单价的提升，不断强化量价齐升的逻辑。

医药商业：《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，关注益丰药房、一心堂、老百姓、大参林等

11 月 23 日，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，要求到 2020 年全国大部分省市、到 2025 年全国范围内建立零售药店分类分级管理制度。本次《征求意见稿》将零售药店分为三类三级，一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片，三类店可销售非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片；并按照服务环境条件、供应保障能力、人员资质及培训、药学服务水平等对药店进行分级管理。本次《征求意见稿》中对执业药师的配备、药学服务水平，经营管理能力等多方面纳入的考核范围。我们认为随着全国零售药店的分

类分级管理的推行，中大型连锁药店药事服务能力、药品供应能力、合规经营管理等多方面的优势将进一步凸显，二类药店、三类药店的数量的比例将更高；长期来看，将有利于行业集中度的提升，龙头价值的显现。

医药批发：柳药股份、国药股份、上海医药、九州通、国药控股等

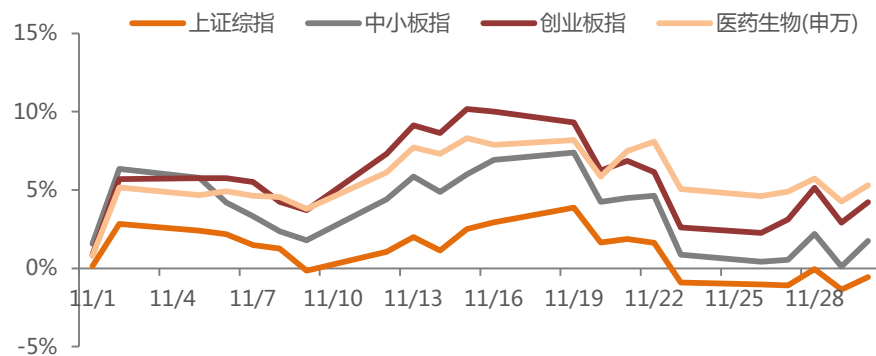
1、行业角度：2018 年是全国全面执行两票制的元年，经过 2017 年下半年的消化，政策影响逐渐消退，行业规范度全面提升，整体呈现稳中有升的态势；2、随着政策的逐渐宽松，资金成本逐渐下降，财务费用支出有望得到控制；3、随着经营的企稳，大部分流通企业三季度均表现优秀，我们维持之前对行业的判断：呈现整体趋稳，逐步向上的态势；4、随着批发企业渠道价值的逐渐体现以及产业链的延伸完善，未来部分公司估值有望提升。

2. 行情回顾

2.1. 医药生物 11 月整体反弹，整体强于大盘

2018 年 11 月上证综指同比下跌 0.56%报 2,588.19 点，中小板指上涨 1.75%报 5,087.57 点，创业板指上涨 4.22%报 1,329.39 点。医药生物指数上涨 5.30%，报 6,556.07 点，表现强于上证 5.86 个 pp，强于中小板 3.55 个 pp，强于创业板 1.08 个 pp。

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

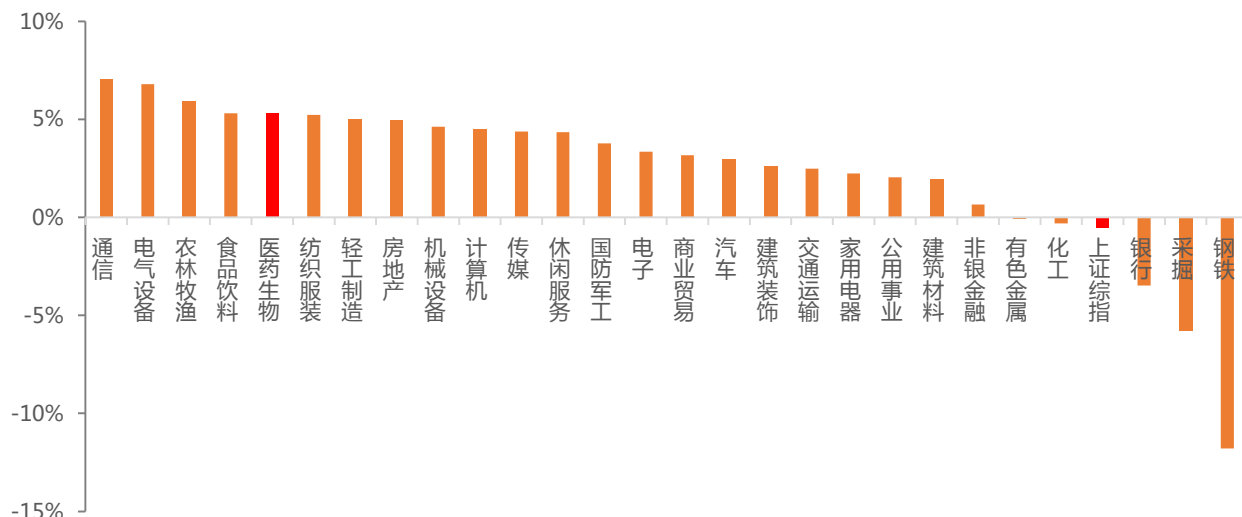


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 全部行业多数上涨，医药生物上涨 5.30%排名全行业第 5 位

11 月申万全部子行业中 21 个行业呈上涨态势，6 个行业呈下跌状态。其中通讯、电气设备、农林牧渔行业板块涨幅排在前三位，11 月分别上涨 7.05%、6.80%、5.91%；钢铁、采掘、银行板块下跌幅度最大，分别下跌 11.79%、5.77%、3.48%。11 月，医药生物表现优秀，板块上涨 5.30%，在申万一级子行业中排名第五位。

图 2：医药板块与其他板块 11 月涨跌幅比较

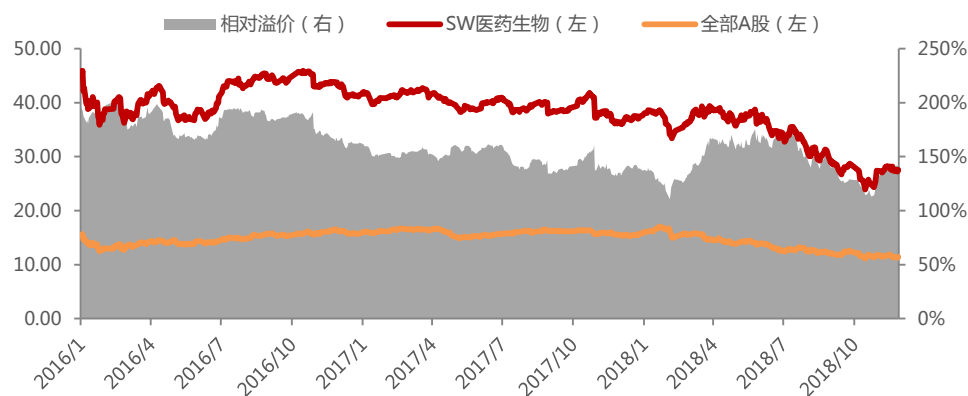


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 医药生物相对 A 股溢价率提升至 141%

截至 11 月 30 日，全部 A 股估值为 11.42 倍，医药生物估值为 27.51 倍，相对 A 股溢价率上升至 141%。进入 11 月以来，医药生物估值由 10 月末的 25.35 倍上升至 11 月末的 27.51 倍，全部 A 股估值水平从 10 月末的 11.49 倍，下降至 11 月末的 11.42 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所提升。

图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

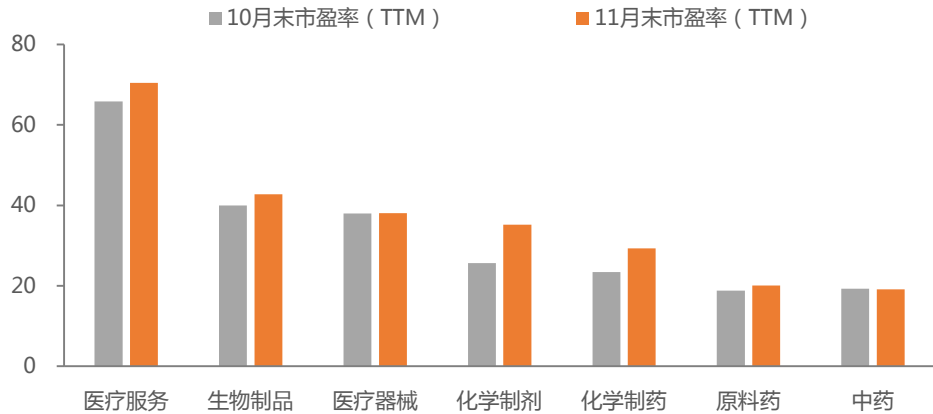


资料来源：Wind，天风证券研究所

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 11 月 30 日，医药生物整体估值为 27.51 倍。分子板块看，医药商业 15.92 倍，中药 19.16 倍，化学制药 29.28 倍，医疗器械 38.09 倍，生物制品 42.79 倍，医疗服务 70.44 倍。除医药商业和中药板块外，各子板块估值均有所回升，医药商业与中药两板块分别下降 0.80 倍和 0.13 倍。

图 4：医药各板块 PE (TTM 整体法，剔除负值)

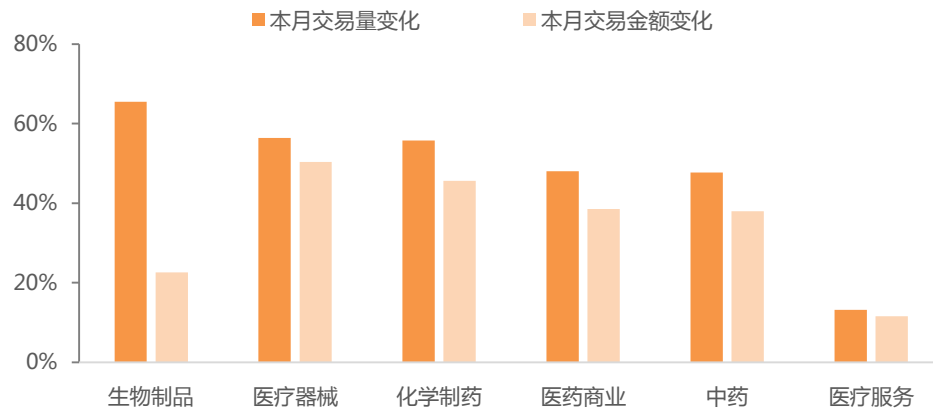


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 各子板块交易量与交易额较上月整体下降

11月交易天数较10月增加4日，医药各子板块交易量及交易金额相较10月明显增加。其中生物制品板块交易量增加幅度最大，较上月增加65.51%，交易额增加22.60%；医疗服务板块交易量增加幅度最小，较10月同比增加13.17%，交易额同比增加11.57%。

图 5：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：市值超 30 亿个股区间涨幅前十 (%) (截止至 2018 年 11 月 30 日，剔除 2018 年上市新股)

代码	简称	1 周内	1 月内	6 月内	年内最高价 (元)	年内最低价 (元)	年初至今涨跌幅
300181.SZ	佐力药业	-1.90	48.82	-12.23	8.14	3.33	-25.7670
300584.SZ	海辰药业	3.72	35.71	-37.78	56.80	20.20	35.9328
300171.SZ	东富龙	-3.60	32.57	-3.38	10.36	5.16	-22.6613
000503.SZ	国新健康	-0.43	27.85	-48.18	46.59	12.64	-57.1362
603538.SH	美诺华	15.51	25.06	10.75	22.74	13.50	-6.2482
002019.SZ	亿帆医药	-2.80	23.52	-28.71	22.35	9.24	-42.0713
002219.SZ	恒康医疗	7.46	23.43	-63.11	11.71	2.91	-63.1085
300702.SZ	天宇股份	8.48	22.04	-29.58	32.08	13.52	-26.3926
300363.SZ	博腾股份	5.25	21.81	-27.88	14.33	7.04	-25.7644
002102.SZ	冠福股份	-12.45	21.43	-49.25	5.29	1.49	-51.9681

资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：市值超 30 亿个股区间跌幅前十（%）（截止至 2018 年 10 月 31 日，剔除 2018 年上市新股）

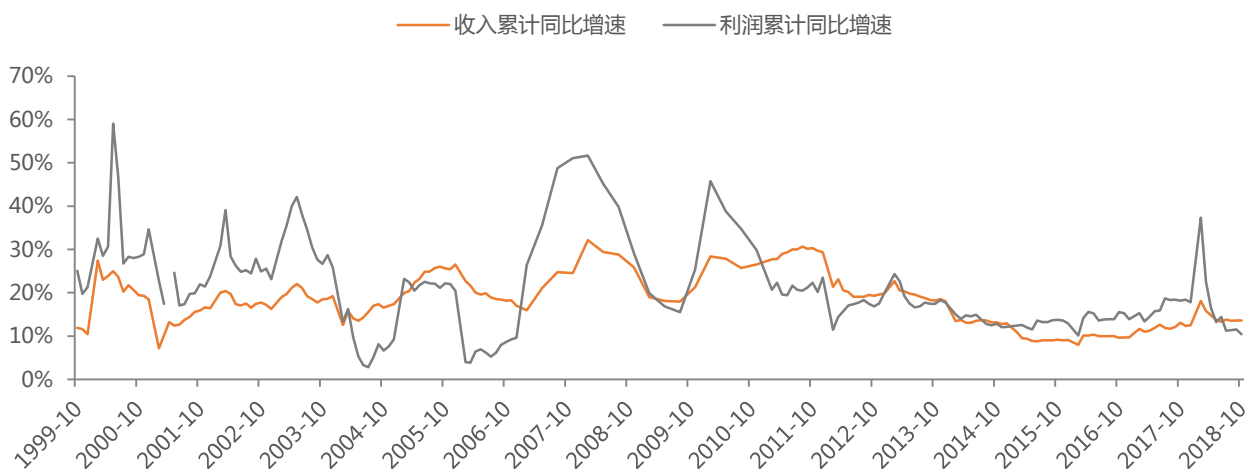
代码	简称	1 周内	1 月内	6 月内	年内最高价 (元)	年内最低价 (元)	年初至今涨跌幅
600518.SH	康美药业	-12.40	-14.74	-58.56	27.97	10.34	-52.4271
002411.SZ	必康股份	-10.88	-10.88	-45.63	34.70	15.19	-30.9525
300436.SZ	广生堂	0.35	-10.12	-24.42	38.49	23.00	-12.3822
300143.SZ	星普医科	0.47	-9.75	-44.70	17.60	7.90	-36.0907
002737.SZ	葵花药业	-3.45	-9.24	-28.40	25.81	14.38	11.7206
603259.SH	药明康德	0.95	-8.49	-39.98	138.87	25.92	156.4309
600566.SH	济川药业	-0.78	-8.43	-27.47	53.94	33.20	-1.0471
600771.SH	广誉远	-4.29	-8.15	-49.32	63.45	27.61	-27.2928
000650.SZ	仁和药业	0.00	-8.08	5.28	8.28	4.44	28.9256
002737.SZ	葵花药业	-3.45	-9.24	-28.40	25.81	14.38	11.7206

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 10 月医药制造业收入累计同比增长 13.60%，利润总额累计同比增长 10.40%。从趋势上来看，10 月医药制造业收入累计同比增速较 9 月保持不变（2018 年 9 月为 13.60%），但利润增速较 9 月有略微下滑（2018 年 9 月为 11.50%）。

图 6：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