



行业评级：增持（维持）

报告日期：2018-12-11

市场表现



方馥涛

证券执业证书编号：

S0010518080001

电话：021-60956118

邮件：[fyf0614@foxmail.com](mailto:fyf0614@foxmail.com)

翟新新

邮件：[zhaixx01@foxmail.com](mailto:zhaixx01@foxmail.com)

## 仿制药迎变局，把握确定性投资机会

### □ 主要观点

受“4+7”城带量采购药品中标价降幅超市场预期情绪扰动，周四周五医药股快速跳水，整体周跌幅达 2.16%，行业排名末位。上周，国家联采办公布的 31 个试点通用名药品有 25 个集中采购最终获拟中选，成功率 81%。其中 23 个国内品种，2 个国外品种，国内仿制药替代效应显现。从降价幅度来看，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%。降价大大超过市场预期。我们认为带量采购带来的降价预期及未来试点品种范围区域的扩大将会对仿制药板块估值形成压制。然而，本次带量采购因涉及试点城市品种数量少，市场规模不大，而与带量采购相配套的一致性评价政策进度缓慢制约全国带量采购药品、采购区域范围进一步扩大。此外，企业通过带量采购以量换价，仍存在一定利润空间（具体视品种情况），销售推广费用缩减有望形成部分对冲。但从长期来看，仿制药企业高毛利时代将一去不返，净利率将逐步降低。短期内建议关注本次带量采购市场份额较低的**华海药业**（拟中标 6 个品种），以及不受带量采购影响相关标的：优质儿童药企**济川药业**、生长激素龙头**长春高新**，血制品、四价疫苗双龙头**华兰生物**、角膜塑形镜龙头**欧普康视**、连锁眼科医院龙头**爱尔眼科**。中长期建议继续关注创新药（一线创新龙头**恒瑞医药**、二线创新标的**华东医药**、**安科生物**，以及持续推荐受益于创新药产业发展的 CRO 龙头**泰格医药**）、优质仿制药（**华海药业**）、流通板块（推荐精细化管理药店龙头**益丰药房**、**一心堂**；建议关注拥有渠道优势的全国龙头**九州通**）以及不受带量采购影响的优质龙头（中药、器械、服务）。

### □ 上周市场表现

上证综指上周涨幅 0.68%，申万医药生物指数跌 2.16%，行业排名 29，跑输沪深 300。子行业中医疗服务（+1.25%）、中药（+0.22%）、化学原料药（+0.22%）、生物制品（-1.93%）、医疗器械（-2.08%）跑赢板块，医药商业（-4.10%）、化学制剂（-6.54%）跑输板块。

### □ 行业动态

“4+7”城市药品集采拟中标结果发布

### □ 板块估值

截至 2018 年 12 月 7 日，申万一级医药生物行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）为 26 倍，低于历史平均 38.14 倍 PE（2006 年至今），相对于沪深 300 的 10.44 倍最新 PE 的溢价率为 150.04%，较前一周有所回落。医疗服务板块估值仍最高，为 52 倍；医疗器械板块在 35 倍，生物制品板块在 33 倍；化学原料药、化学制剂在 21-32 倍左右，而医药商业、中药估值相对较低，在 17-19 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：仿制药迎变局，把握确定性投资机会.....	3
2 上周市场表现.....	3
2.1 行业上周表现.....	3
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.....	7
投资评级说明.....	8

## 图表目录

图表 1 上周各行业（申万一级）涨跌幅一览（%）.....	4
图表 2 申万医药生物一级行业与二级子行业周涨跌幅对比（%）.....	4
图表 3 本周涨幅前十个股及所属板块.....	5
图表 4 本周跌幅前十个股及所属子板块.....	5
图表 5 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.....	5
图表 6 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：仿制药迎变局，把握确定性投资机会

受“4+7”城带量采购药品中标价降幅超市场预期情绪扰动，周四周五医药股快速跳水，整体周跌幅达 2.16%，行业排名末位。上周，国家联采办公布的 31 个试点通用名药品有 25 个集中采购最终获拟中选，成功率 81%。其中 23 个国内品种，2 个国外品种，国内仿制药替代效应显现。从降价幅度来看，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%。正大天晴的恩替卡韦分散片预中选报价为 0.62 元/片，以最近 3 年该药品最小规格平均价来计算，价格降幅达到 90%以上。阿托伐他汀钙片、瑞舒伐他汀钙片、利培酮片、吉非替尼片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、替诺福韦片等药品降幅超过 70%。降价大大超过市场预期。

我们认为带量采购带来的降价预期及未来试点品种范围区域的扩大将会对仿制药板块估值形成压制。然而，本次带量采购因涉及试点城市品种数量少，市场规模不大，而与带量采购相配套的一致性评价政策进度缓慢制约全国带量采购药品、采购区域范围进一步扩大。此外，企业通过带量采购以量换价，仍存在一定利润空间（具体视品种情况），销售推广费用缩减有望形成部分对冲。但从长期来看，仿制药企业高毛利时代将一去不返，净利率将逐步降低。

短期内建议关注本次带量采购市场份额较低的华海药业（拟中标 6 个品种），以及不受带量采购影响相关标的：优质儿童药企**济川药业**、生长激素龙头**长春高新**，血制品、四价疫苗双龙头**华兰生物**、角膜塑形镜龙头**欧普康视**、连锁眼科医院龙头**爱尔眼科**。

中长期建议继续关注**创新药、优质仿制药、流通板块（包括商业+药店）以及不受带量采购影响的优质龙头（中药、器械、服务）**。

(1) 创新药：无论是从审批端还是支付端来看，国内支持医药行业创新发展的环境已经明显优化，我们重申创新药是未来 A 股医药行业最重要的投资主题，审批制度改革带来审批提速、国产创新药进入收获期、医保谈判动态调整缩短放量周期三大逻辑支撑我们中长期持续看好创新头部企业。推荐重点关注一线创新龙头**恒瑞医药**、二线创新标的**华东医药**、**安科生物**，以及持续推荐受益于创新药产业发展的 CRO 龙头**泰格医药**。

(2) 优质仿制药：长期来看，一致性评价和带量采购将重塑行业竞争格局。带量采购将会使仿制药企业的净利率逐步降低，对估值上形成压制。但短期利好已通过一致性评价、但市场份额仍较低，有望通过带量采购放量的企业，关注出口转国内申报的**华海药业**（现已拥有超过 50 个 ANDA，有望通过制剂出口绿色通道抢占国内份额）。

(3) 流通板块继续推荐整合逻辑：持续推荐精细化管理药店龙头**益丰药房**、立足西南面向全国连锁药店龙头**一心堂**；建议关注拥有渠道优势的全国龙头**九州通**。

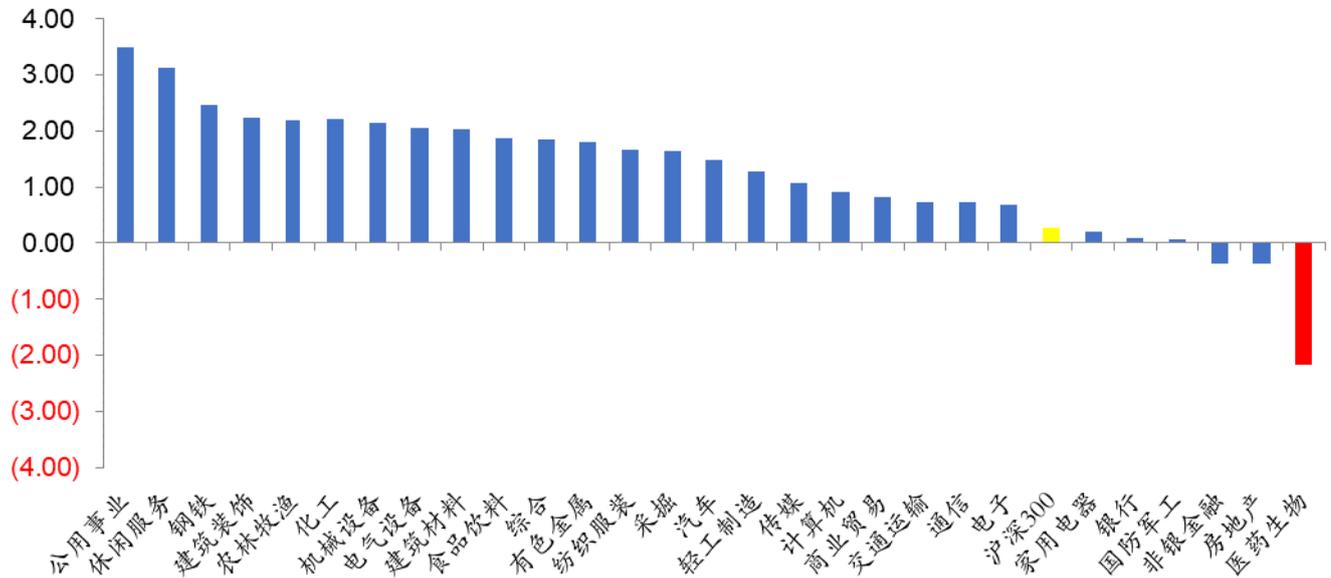
(5) 以及不受药品降价政策影响的各细分领域龙头企业：中药推荐优质儿童药企**济川药业**，生物药关注生长激素龙头**长春高新**，血制品、四价流感疫苗双龙头**华兰生物**；器械推荐国内角膜塑形镜龙头**欧普康视**、家用医疗器械龙头**鱼跃医疗**；服务关注连锁医院龙头**爱尔眼科**、**通策医疗**。

## 2 上周市场表现

### 2.1 行业上周表现

上证综指上周五收报 2605.89，周涨幅 0.68%；沪深 300 收报 3181.56，周涨幅 0.28%；创业板指数收报 1341.02，周涨幅 0.87%；申万医药生物指数跌 2.16%，行业排名第 29，跑输沪深 300。

图表 1 上周各行业（申万一级）涨跌幅一览（%）

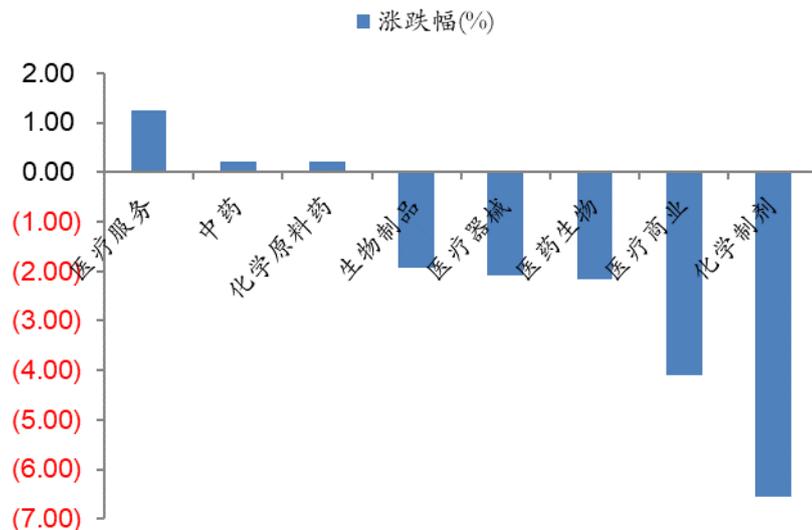


资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2.2 子板块与个股上周表现

申万医药生物中医疗服务(+1.25%)、中药(+0.22%)、化学原料药(+0.22%)、生物制品(-1.93%)、医疗器械(-2.08%)跑赢板块，医药商业(-4.10%)、化学制剂(-6.54%)跑输板块。

图表 2 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，涨幅前十个股板块所属行业较为散乱。跌幅前十个股以受带量采购影响为主，乐普医疗(-14.12%)、恩华药业(-13.83%)、华东医药(-12.45%)。

**图表 3 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
002411.SZ	延安必康	33.62	化学制剂
603976.SH	正川股份	20.60	医疗器械Ⅲ
603716.SH	塞力斯	16.02	医药商业Ⅲ
603520.SH	司太立	14.09	化学原料药
300702.SZ	天宇股份	13.06	化学制剂
603222.SH	济民制药	10.65	化学制剂
002223.SZ	鱼跃医疗	8.97	医疗器械Ⅲ
300725.SZ	药石科技	8.91	化学原料药
000915.SZ	山大华特	8.80	化学制剂
600055.SH	万东医疗	8.39	医疗器械Ⅲ

资料来源：wind、华安证券研究所

**图表 4 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
600080.SH	金花股份	-17.00	生物制品Ⅲ
300003.SZ	乐普医疗	-14.12	医疗器械Ⅲ
000513.SZ	丽珠集团	-13.87	化学制剂
002262.SZ	恩华药业	-13.83	化学制剂
000963.SZ	华东医药	-12.45	医药商业Ⅲ
600276.SH	恒瑞医药	-10.80	化学制剂
002332.SZ	仙琚制药	-10.74	化学制剂
600380.SH	健康元	-10.29	化学制剂
002252.SZ	上海莱士	-9.99	生物制品Ⅲ
600420.SH	现代制药	-9.39	化学制剂

资料来源：wind、华安证券研究所

## 2.3 行业估值

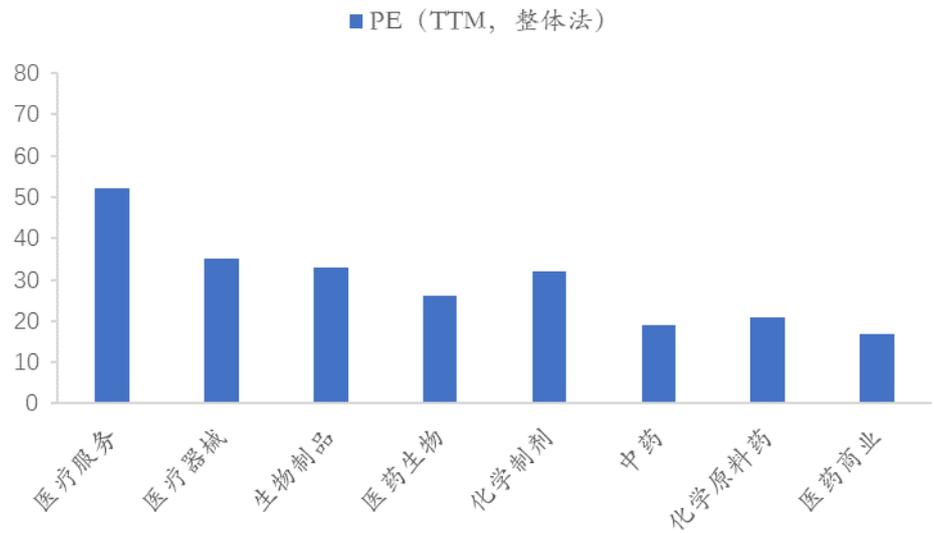
截至 2018 年 12 月 7 日，申万一级医药生物行业市盈率 (TTM 整体法，剔除负值) 为 26 倍，低于历史平均 38.14 倍 PE (2006 年至今)，相对于沪深 300 的 10.44 倍最新 PE 的溢价率为 150.04%，较前一周有所回落。

**图表 5 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 52 倍；医疗器械板块在 35 倍，生物制品板块在 33 倍；化学原料药、化学制剂在 21-32 倍左右，而医药商业、中药估值相对较低，在 17-19 倍。(截至 2018 年 12 月 7 日)

图表 6 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

#### 上海发布《促进上海市生物医药产业高质量发展行动方案(2018-2020年)》

12月5日,上海市人民政府网站发布了《促进上海市生物医药产业高质量发展行动方案(2018-2020年)》,该文件由上海市科委和市政府办公厅共同牵头制定。

总体目标上,《行动方案》提出,是到2020年,产业规模达到4000亿元。申报上市药品50个以上;申报上市三类医疗器械产品100个以上。创新能力保持全国领先地位,基本建成亚太地区生物医药产业高端产品研发中心、制造中心、研发外包与服务中心和具有全球资源配置能力的现代药品和高端医疗器械流通体系。到2025年,基本建成具有国际影响力的生物医药创新策源地和生物医药产业集群。

主要任务上,《行动方案》指出三大方面共12项举措,主要包括提升自主创新和成果转化能力,建设全球领先的生物医药创新研发中心,重点规划建设一批定位清晰、配套完备、特色鲜明、绿色生态的高端制造园区,以及坚持质量和效益优先,重点扶持一批龙头企业和创新型企业发展壮大。

#### 市场监管总局,加强原料药领域反垄断执法 严厉打击垄断涨价

12月6日,国家市场监督管理总局官网发布公告称,今年7月,市场监管总局接到举报,反映部分冰醋酸原料药经营者联合涨价,损害了下游医药生产企业和患者利益。经调查发现,2017年10月至2018年2月,成都华邑药用辅料制造有限责任公司、四川金山制药有限公司、广东台山新宁制药有限责任公司三家涉案企业在生产销售冰醋酸原料药过程中,多次交流市场行情,交换产量销量信息,讨论共同涨价事宜。经多次商议,三家涉案企业最终达成了共同提高冰醋酸原料药销售价格的垄断协议,从3月1日起,将冰醋酸原料药销售价格从7—9元/公斤提高至28—33元/公斤,并照此价格对外销售。涉案企业上述行为违反了《中

华人民共和国反垄断法》有关规定，市场监管总局于近日依法作出行政处罚。

#### 4+7 城带量采购政策落地，6 品种流标

12 月 7 日下午，上海阳光医药采购网正式发布“4+7 城市药品集中采购拟中选结果”，共有 25 个药品中标。相对于之前网传的 31 个品种，石药集团阿的 3 个品种（阿莫西林胶囊、阿奇霉素片、曲马多片）、常州制药厂卡托普利片、药友制药阿法骨化醇片、海南普利注射用阿奇霉素共 6 个品种“落标”，其中有 3 个为报价不降反升品种。

从中标企业来看，浙江华海（6 个）、浙江京新（3 个），扬子江药业（2 个），江苏豪森（2 个），成都倍特（2 个）是本次采购的最大收益者，外企数量惨淡，只有 2 家入围。

## 3.2 企业资讯

### GSK 将收购 TESARO，总价 51 亿美元

GSK 和 TESARO 公司近日宣布，两家公司已达成最终协议，GSK 将收购总部位于马萨诸塞州沃尔瑟姆的以肿瘤学为重点的生物科技公司 TESARO。每股 75 美元的现金收购价格比 TESARO 的 30 天加权平均价格 35.67 美元溢价 110%，该笔交易的总价值约为 51 亿美元（40 亿英镑），包括承担 TESARO 的净债务。该交易将大大加强 GSK 的制药业务，加速 GSK 管线的建设和肿瘤学商业化能力。

### 恒瑞医药 PD-L1 单抗进入 III 期临床

上周，恒瑞医药发布了关于新品进入临床的两个公告：将于近期开展人源化抗 PD-L1 单克隆抗体 SHR-1316 注射液的 III 期临床试验。目前国外已上市的同类产品有 3 种，分别为 Atezolizumab(商品名 Tecentriq®)、Avelumab(商品名 Bavencio®)和 Durvalumab(商品名 Imfinzi®)。此外，拟适用于溃疡性结肠炎和克罗恩病治疗的 SHR0302 片获国家药监局批准，将于近期开展 II 期临床试验。

### 特瑞普利单抗即将成为首个获批上市的国产 PD-1 抗体

2018 年 12 月 04 日，国家药品监督管理局更新君实生物特瑞普利单抗（JS001）审评进度，该药物已经进入“在审批”，药物申请适应症为经治的黑色素瘤患者，特瑞普利单抗即将成为首个获批上市的国产 PD-1 抗体。

### 罗氏血友病新药艾美赛珠单抗在中国获批上市

近日，国家药监局批准艾美赛珠单抗注射液进口注册申请，用于治疗存在凝血因子 VIII 抑制物的 A 型血友病患者。该款新药是作为临床急需品种，被纳入优先审评程序，并很快在国内获批上市。

## 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，以及注明研究报告的发布人和发布日期，提示使用研究报告的相关风险，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。