

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年05月13日

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

分析师：陈晨 S1070519010002

☎ 010-88366060-8838

✉ chenchen@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ tanjingjie@cjws.com

✉ tanjingjie@cgws.com

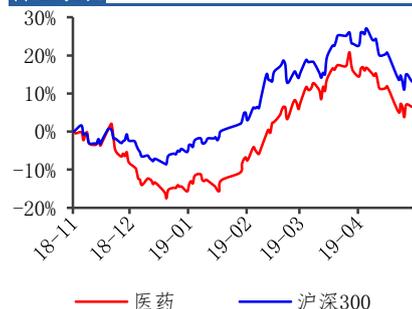
联系人（研究助理）：谢欣茹

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<分类调整医保支付价格，鼓励使用集采品种>> 2019-03-06

<<鼓励自主创新，重预防强监管>> 2019-03-06

企业持续分化，重点关注创新

——医药生物行业 2018 年年报和 2019 年 1 季报点评

投资建议

2018 年医药行业依旧保持稳定增长态势，虽然上市公司方面受商誉减值等多方因素影响，归母净利润增速有所下滑，但是在 19Q1 则明显恢复正常，整体营收和归母净利润分别同比增长 17.45% 和 13.28%；年前“4+7”带量采购部分品种降价超预期，直接造成行业回调明显，伴随前期市场情绪恢复，今年以来（截至 5 月 9 日），申万医药生物指数收于 6,986.60 点，累计上涨 19.61%，领先同期上证综指，表现尚可，目前生物医药板块整体市盈率为 30X，内部估值分化明显，医疗服务受控费政策影响较小，整体估值水平明显高于其他细分子板块，而中药及医药商业估值较低。

今年以来带量采购逐步落地，卫健委、医保局相继下发《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》、《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》等指导文件，我们认为，伴随政策逐步落地，行业内部结构调整仍将持续，辅助性用药市场被进一步压缩，医药行业整体增速大概率趋缓，企业将会呈现两极分化，一方面市场对于药品降价的悲观情绪逐步修复，部分企业享受一致性评价、带量采购、药品审评审批制度改革等政策带来的红利，有望持续保持较快增长；另一方面医保支付结构调整，对高端品种支付能力提升，叠加近期科创板对生物医药的青睐，研发创新企业持续受到市场追捧，因此建议持续关注并布局高景气度细分领域，如创新及产业链、生物类似物、血液制品、专业化原辅料等。

核心观点

■ 制造业增速回落，行业整体承压，子板块分化明显

我国医药制造业 2018 年全年主营业务收入同比增长 12.60%，较 2017 年上升 0.1 个百分点，利润总额同比增长 9.5%，较去年同期下降 8.3 个百分点，2019Q1 营业收入同比增长 9.4%、利润总额同比增长 7.6%，较去年同期分别下降 6.4、14.9 个百分点。在医保控费、供给侧改革、环保持续收紧大背景下，随着一致性评价、限制辅助性用药、带量采购等政策推进，医药工业收入增速承压，利润总额增速下滑明显。

医药板块 2018 年实现营业收入 14,532.95 亿元，同比增长 19.99%，增速较 2017 年上升 5.1pp，实现归母净利润 960.40 亿元，同比下滑 10.07%，营收增速加快而归母净利润出现负增长，主要受两票制低开转高开、计提商誉减值、带量采购等因素影响。2019 年 1 季度累计实现营业收入 3,986.69 亿元，同比增长 17.45%，归母净利润 335.43 亿元，同比增长 13.28%，增速较去年同期分别下跌 4.63pp 和 17.18pp，同比下滑明显主要由于 2018Q1 基数偏高。296 家医药上市公司中 2018 年年报和 2019 年一季度分别有 38 家和 44 家净利润增速超过 50%。

■ 医药行业小幅跑赢大盘，板块估值与去年同期相比回落明显

今年以来医药板块小幅跑赢大盘，截止到5月9日，申万医药生物指数报收6,986.60点，累计上涨19.61%，在全部申万一级行业中排名第九。二级行业指数均不同程度上涨，其中化学制药行业领涨，涨幅高达28.42%，其次为医疗器械和医疗服务行业，涨幅分别为20.43%和20.05%，中药行业上涨11.78%，涨幅最小。

截止到5月9日，医药生物板块整体市盈率（历史TTM_整体法）为29.94X、市净率（整体法）3.35X，较去年同期回落明显，位于2013年以来的中位线以下水平。对比子板块的情况，医疗服务板块估值最高，其后是化学制药和医疗器械板块，中药和医药商业板块估值仍然相对较低。

■ 释放医改红利，激励自主研发创新

2019年以来医药行业改革继续推进，“4+7”带量采购顺利落地实施，截至4月14日已完成约定采购总量的27.31%，中选品种在试点地区实现快速放量，对华海药业、京新药业等中选品种数量靠前企业的业绩拉动作用逐步开始体现。随着带量采购试点城市及品种的逐步扩大，以及非试点城市价格联动、非中选品种价格联动，带量采购对行业的影响将持续，市场份额将进一步向具备成本优势、规模优势、技术优势的行业龙头集中，强者恒强趋势明显，政策红利滋补显现。

国家医保局已启动成立以来的首次医保目录调整工作，优先调入癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、急救抢救用药等，临床刚需的治疗性品种占比将进一步提高，同时辅助性用药占比将进一步压缩，药品结构更加优化。在高价药品/专利独家药品可通过谈判方式进入医保政策的推动下，疗效确切的创新药可通过降低价格实现快速放量，创新药企业业绩增长迅速。此外，国家还通过优化药品审评审批制度缩短创新药上市时间，拥有重磅创新药、研发管线丰富的创新药企业将持续受益，以及服务于创新产业链的优质CRO/CMO公司也迎来良好发展机遇。

■ 风险提示：医药政策变动；政策推进不及预期；药品降价超预期；市场估值风险。

目录

1. 行业回顾：制造业增速回落，19Q1 恢复正常水平	5
2. 市场表现：指数小幅跑赢大盘，政策免疫受市场追捧	11
3. 政策动向：红利不断释放，激励研发创新	15
4. 投资建议：企业持续分化，创新仍是主线	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	2013 -2019 年 1 季度医药制造业主营收入变动情况.....	5
图 2:	2013 -2019 年 1 季度医药制造业利润总额变动情况.....	5
图 3:	2014-2019 年 1 季度医药板块收入变动情况.....	5
图 4:	2014-2019 年 1 季度医药板块归母净利润变动情况.....	5
图 5:	上市医药公司 18 年业绩增速分布	7
图 6:	上市医药公司 19 年 1 季度业绩增速分布	7
图 7:	今年以来申万一级行业指数涨跌幅情况	11
图 8:	今年以来申万二级行业指数涨跌幅情况	12
图 9:	今年以来医药生物板块主要概念指数涨跌幅情况	12
图 10:	医药生物二级行业市盈率情况.....	13
图 11:	医药生物二级行业市净率情况.....	13
图 12:	2013 年以来医药生物板块市盈率变动情况.....	13
图 13:	2013 年以来医药生物板块市净率变动情况.....	13
表 1:	医药生物细分板块 2018 年收入及归母净利润变动情况.....	6
表 2:	医药生物细分板块 2019 年 1 季度收入及归母净利润变动情况.....	6
表 3:	2018 年归母净利润增速超过 50%的上市公司	7
表 4:	2019 年 1 季度归母净利润增速超过 50%的上市公司	8
表 5:	2019 年半年报业绩预告	9
表 6:	2019 年以来申万医药生物板块涨幅前五名（剔除新股）	13
表 7:	2019 年以来申万医药生物板块跌幅前五名（剔除新股）	13
表 8:	2019 年以来医药领域相关文件.....	15
表 9:	重点公司推荐	18

1. 行业回顾：制造业增速回落，19Q1 恢复正常水平

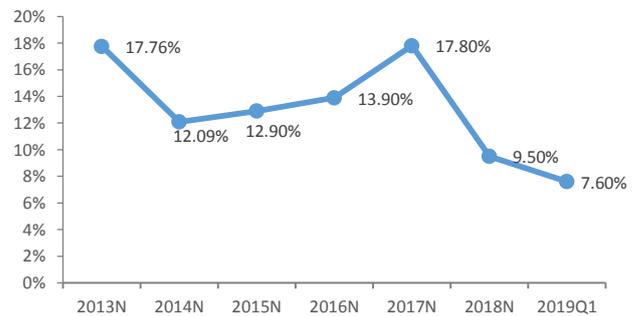
我国医药制造业 2018 年全年主营业务收入同比增长 12.60%，较 2017 年上升 0.1 个百分点，利润总额同比增长 9.5%，较去年同期下降 8.3 个百分点，2019Q1 营业收入同比增长 9.4%、利润总额同比增长 7.6%，较去年同期分别下降 6.4、14.9 个百分点。在医保控费、供给侧改革、环保持续收紧大背景下，随着一致性评价、限制辅助性用药、带量采购等政策推进，医药工业收入增速承压，利润总额增速下滑明显。

图 1：2013-2019 年 1 季度医药制造业主营收入变动情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

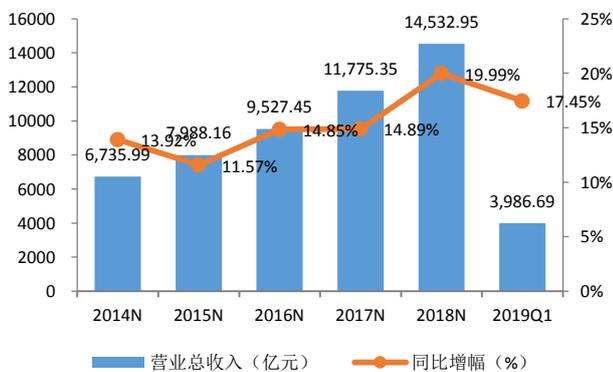
图 2：2013-2019 年 1 季度医药制造业利润总额变动情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

医药板块 2018 年实现营业收入 14,532.95 亿元，同比增长 19.99%，增速较 2017 年上升 5.1pp，实现归母净利润 960.40 亿元，同比下滑 10.07%，营收增速加快而归母净利润出现负增长，主要有以下原因：一是 2018 年全面推行两票制，企业低开转高开，导致营收大幅上涨；二是部分企业大规模计提商誉减值，影响利润，2018 年上市公司共计计提商誉减值 131.38 亿元，超过 2013-2017 年所计提商誉减值之和；三是在医保控费背景下，集中采购、带量采购等政策进一步压缩企业利润。2019 年 1 季度累计实现营业收入 3,986.69 亿元，同比增长 17.45%，归母净利润 335.43 亿元，同比增长 13.28%，增速较去年同期分别下跌 4.63pp 和 17.18pp，2019 年 1 季度同比下滑明显，主要由于流感爆发、环保高压下原料药价格大幅上涨、医保目录受益品种放量等事件对 2018 年 1 季度业绩拉动明显，导致 2018Q1 基数偏高。

图 3：2014-2019 年 1 季度医药板块收入变动情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 4：2014-2019 年 1 季度医药板块归母净利润变动情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

细分来看,2018年生物制品、医疗服务和化学制剂收入增速靠前,分别为31.84%、26.84%和23.05%;归母净利润方面,仅医疗服务、医药商业和医疗器械实现正增长,分别为17.16%、8.98%和6.64%;扣非后归母净利润增速前三位为医疗器械、医疗服务和化学原料药,分别同比增长104.03%、24.22%和21.20%。

表 1: 医药生物细分板块 2018 年收入及归母净利润变动情况

板块名称	营业收入 (亿元)	收入增速 (%)	归母净利润 (亿元)	利润增速 (%)	扣非后归母 净利润(亿 元)	增速(%)
SW 化学原料药	1,085.35	20.70	76.99	-16.33	96.66	21.20
SW 化学制剂	2,027.89	23.05	142.31	-39.30	112.36	-26.14
SW 中药 II	3,049.39	18.48	306.95	-4.02	256.45	-7.65
SW 生物制品 II	761.43	31.84	111.52	-11.16	103.28	6.72
SW 医药商业 II	6,172.62	17.91	173.20	8.98	142.47	-0.02
SW 医疗器械 II	942.48	19.46	114.60	6.64	96.73	104.03
SW 医疗服务 II	493.78	26.84	34.84	17.16	21.54	24.22

资料来源: Wind, 长城证券研究所

2019年1季度,中药、生物制品和医药商业营业收入增速居前三位,分别为22.79%、21.77%和19.30%,归母净利润方面,生物制品、医疗器械、医疗服务增速靠前,分别为48.52%、42.80%、21.01%,扣非后归母净利润方面,医疗器械和医疗服务均实现超100%增长,远高于其他子版块。

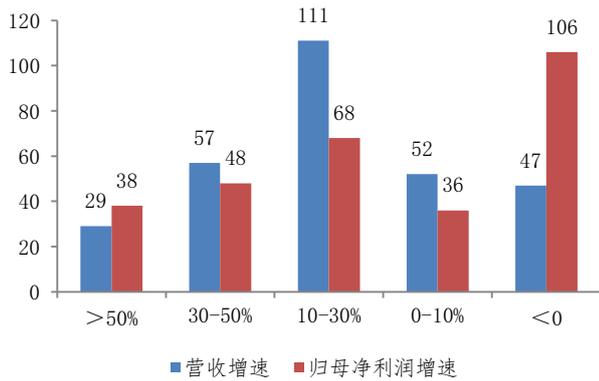
表 2: 医药生物细分板块 2019 年 1 季度收入及归母净利润变动情况

板块名称	营业收入 (亿元)	收入增速 (%)	归母净利润 (亿元)	利润增速 (%)	扣非后归母 净利润(亿 元)	增速(%)
SW 化学原料药	287.04	2.03	34.68	-23.34	26.52	-37.36
SW 化学制剂	540.03	11.40	51.95	-1.64	46.39	-8.16
SW 中药 II	848.91	22.79	108.25	20.58	90.01	-1.78
SW 生物制品 II	197.46	21.77	35.84	48.52	32.23	20.81
SW 医药商业 II	1,734.28	19.30	50.40	12.53	47.53	9.55
SW 医疗器械 II	251.26	18.00	43.86	42.80	33.37	107.34
SW 医疗服务 II	127.71	18.08	10.46	21.01	8.84	102.92

资料来源: Wind, 长城证券研究所

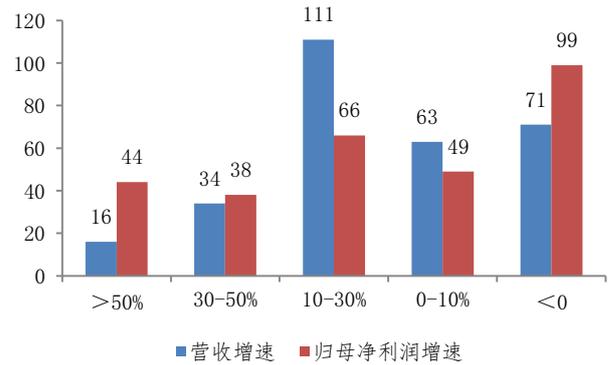
截止到4月30日,A股医药板块上市公司已经全部披露2018年年报和2019年一季报,申万医药生物板块296家上市公司中,有190家企业2018年实现归母净利润增速为正,其中有38家企业业绩增速在50%以上,今年1季度这两个数字分别变成了197家和44家。

图 5: 上市医药公司 18 年业绩增速分布



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 上市医药公司 19 年 1 季度业绩增速分布



资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 3: 2018 年归母净利润增速超过 50% 的上市公司

序号	名称	证券代码	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	EPS (元)
1	华北制药	600812.SH	92.14	19.52	1.51	703.03	0.09
2	中源协和	600645.SH	13.21	-0.02	0.59	471.58	0.15
3	圣济堂	600227.SH	24.31	43.58	1.99	442.17	0.12
4	沃森生物	300142.SZ	8.79	31.54	10.46	294.77	0.68
5	振兴生化	000403.SZ	8.60	25.46	0.80	270.34	0.29
6	智飞生物	300122.SZ	52.28	289.43	14.51	235.75	0.91
7	海普瑞	002399.SZ	48.15	69.34	6.16	213.33	0.49
8	凯利泰	300326.SZ	9.31	16.03	4.63	137.24	0.64
9	花园生物	300401.SZ	6.60	57.24	3.07	135.74	0.64
10	博济医药	300404.SZ	1.72	31.58	0.07	130.22	0.06
11	辅仁药业	600781.SH	63.17	8.92	8.89	126.67	1.42
12	嘉应制药	002198.SZ	5.37	14.72	0.36	116.71	0.07
13	览海投资	600896.SH	0.53	20.27	1.14	116.51	0.13
14	美诺华	603538.SH	8.49	40.25	0.96	115.66	0.67
15	理邦仪器	300206.SZ	9.93	17.72	0.93	111.70	0.16
16	九安医疗	002432.SZ	5.64	-5.69	0.13	107.65	0.03
17	康泰生物	300601.SZ	20.17	73.69	4.36	102.92	0.70
18	药石科技	300725.SZ	4.78	75.02	1.33	98.52	1.21
19	普利制药	300630.SZ	6.24	92.07	1.81	84.37	0.99
20	药明康德	603259.SH	96.14	23.80	22.61	84.22	2.23
21	新和成	002001.SZ	86.83	39.27	30.79	80.64	1.43
22	博晖创新	300318.SZ	6.22	40.19	0.69	78.73	0.08
23	海翔药业	002099.SZ	27.19	17.74	6.05	76.79	0.38
24	莱美药业	300006.SZ	15.62	21.86	0.98	76.39	0.12
25	金陵药业	000919.SZ	28.99	-9.17	2.42	76.32	0.48
26	蓝帆医疗	002382.SZ	26.53	68.35	3.47	72.61	0.47
27	白云山	600332.SH	422.34	101.55	34.41	66.90	2.12
28	东北制药	000597.SZ	74.67	31.54	1.95	64.04	0.36
29	天宇股份	300702.SZ	14.67	23.45	1.64	63.36	0.91

序号	名称	证券代码	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	EPS (元)
30	广济药业	000952.SZ	8.44	5.27	1.72	63.22	0.68
31	东诚药业	002675.SZ	23.33	46.20	2.80	62.44	0.37
32	科伦药业	002422.SZ	163.52	43.00	12.13	62.04	0.85
33	力生制药	002393.SZ	15.04	46.06	1.85	58.35	1.01
34	广誉远	600771.SH	16.19	38.51	3.74	57.98	1.06
35	泰格医药	300347.SZ	23.01	36.37	4.72	56.86	0.94
36	通策医疗	600763.SH	15.46	31.05	3.32	53.34	1.04
37	长春高新	000661.SZ	53.75	31.03	10.07	52.05	5.92
38	东宝生物	300239.SZ	4.53	27.09	0.34	51.57	0.07

资料来源: Wind, 长城证券金融研究所

表 4: 2019 年 1 季度归母净利润增速超过 50% 的上市公司

序号	名称	证券代码	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	EPS (元)
1	新华医疗	600587.SH	20.27	-6.84	5.62	1,863.83	1.38
2	国发股份	600538.SH	0.56	14.43	0.02	1,165.56	0.00
3	太极集团	600129.SH	31.07	38.08	1.05	803.48	0.19
4	海普瑞	002399.SZ	10.23	6.65	5.07	636.43	0.41
5	天宇股份	300702.SZ	4.98	66.75	1.28	529.73	0.70
6	太龙药业	600222.SH	2.72	-13.09	0.13	519.68	0.02
7	美诺华	603538.SH	2.54	64.38	0.42	436.95	0.29
8	海翔药业	002099.SZ	8.32	36.21	2.02	352.29	0.13
9	金城医学	603882.SH	11.64	26.74	0.42	349.22	0.09
10	金陵药业	000919.SZ	6.13	-22.52	2.10	346.50	0.42
11	奥翔药业	603229.SH	0.58	17.01	0.08	286.98	0.05
12	维力医疗	603309.SH	1.93	48.68	0.20	219.49	0.10
13	海正药业	600267.SH	27.98	-0.86	0.32	194.06	0.03
14	华润三九	000999.SZ	34.82	3.02	11.67	175.91	1.19
15	仟源医药	300254.SZ	2.53	-6.32	0.20	171.47	0.10
16	国农科技	000004.SZ	1.07	41.47	0.05	159.65	0.06
17	冠昊生物	300238.SZ	1.07	27.09	0.10	158.12	0.04
18	贝瑞基因	000710.SZ	3.33	12.01	1.68	155.36	0.47
19	交大昂立	600530.SH	0.78	-4.18	0.77	147.95	0.10
20	兴齐眼药	300573.SZ	1.11	24.81	0.01	141.52	0.01
21	泰合健康	000790.SZ	1.57	19.73	0.12	132.74	0.02
22	上海莱士	002252.SZ	5.85	84.15	2.19	131.74	0.04
23	普利制药	300630.SZ	1.57	67.06	0.70	125.11	0.38
24	华仁药业	300110.SZ	3.33	3.03	0.05	116.59	0.00
25	吉林敖东	000623.SZ	8.22	16.17	6.45	98.54	0.55
26	启迪古汉	000590.SZ	0.88	48.49	0.11	97.67	0.05
27	马应龙	600993.SH	6.10	22.86	1.33	94.47	0.31
28	智飞生物	300122.SZ	22.94	173.58	5.02	93.38	0.31

序号	名称	证券代码	营业收入(亿元)	同比增长(%)	归母净利润(亿元)	同比增长(%)	EPS(元)
29	乐普医疗	300003.SZ	18.78	30.81	5.83	92.22	0.33
30	司太立	603520.SH	2.94	49.35	0.41	84.25	0.36
31	金花股份	600080.SH	1.50	-4.63	0.11	74.41	0.03
32	长春高新	000661.SZ	17.75	72.07	3.65	73.67	2.15
33	沃森生物	300142.SZ	1.76	49.72	0.40	68.80	0.03
34	ST运盛	600767.SH	0.17	9.32	-0.02	66.92	-0.01
35	药石科技	300725.SZ	1.52	53.07	0.34	66.88	0.30
36	普洛药业	000739.SZ	16.75	15.86	1.11	64.62	0.09
37	蓝帆医疗	002382.SZ	8.36	117.16	0.96	64.47	0.10
38	特一药业	002728.SZ	2.45	20.11	0.40	61.83	0.20
39	振德医疗	603301.SH	3.34	19.29	0.32	61.16	0.32
40	万东医疗	600055.SH	1.62	20.37	0.06	59.80	0.01
41	白云山	600332.SH	180.55	161.32	14.07	55.42	0.87
42	通策医疗	600763.SH	3.94	27.77	0.95	53.71	0.30
43	泰格医药	300347.SZ	6.09	28.69	1.46	51.72	0.29
44	英科医疗	300677.SZ	4.94	16.62	0.34	50.61	0.17

资料来源: Wind, 长城证券金融研究所

截止到5月8日, A股医药板块上市公司共22家披露2019年度半年报业绩预告, 其中11家预告增长, 占比50%, 4家预减, 占比18.18%, 6家预告亏损, 占比27.27%, 华润三九、ST冠福和海翔药业三家增幅靠前。2018年同期共67家医药板块上市公司披露半年报业绩预告, 其中预告增长占比77.61%, 预减占比2.99%, 预告亏损占比2.99%, 预告续盈占比14.93%, 预告增长比例高受到两票制低开转高开、流感爆发及原料药涨价等因素影响。

表5: 2019年半年报业绩预告

序号	名称	证券代码	业绩预告类型	预告净利润上限(亿元)	预告净利润下限(亿元)	预告净利润同比增长上限(%)	预告净利润同比增长下限(%)
1	华润三九	000999.SZ	预增	16.70	15.20	102.06	83.91
2	ST冠福	002102.SZ	预增	6.80	5.50	106.84	67.29
3	海翔药业	002099.SZ	预增	5.00	4.50	81.26	63.13
4	京新药业	002020.SZ	预增	3.52	3.09	65.00	45.00
5	贝瑞基因	000710.SZ	预增	2.70	2.35	85.10	61.10
6	蓝帆医疗	002382.SZ	预增	2.66	2.22	80.00	50.00
7	凯莱英	002821.SZ	预增	2.43	2.12	55.00	35.00
8	英特集团	000411.SZ	预增	1.00	0.75	100.63	50.47
9	博腾股份	300363.SZ	预增	0.50	0.44	58.00	38.00
10	恩华药业	002262.SZ	略增	3.54	3.01	35.00	15.00
11	天宇股份	300702.SZ	略增				
12	紫鑫药业	002118.SZ	预减	1.15	0.50	-58.46	-81.94
13	莱茵生物	002166.SZ	预减	0.51	0.29	-30.00	-60.00
14	利德曼	300289.SZ	预减	0.19	0.12	-50.00	-70.00
15	浙江医药	600216.SH	预减				

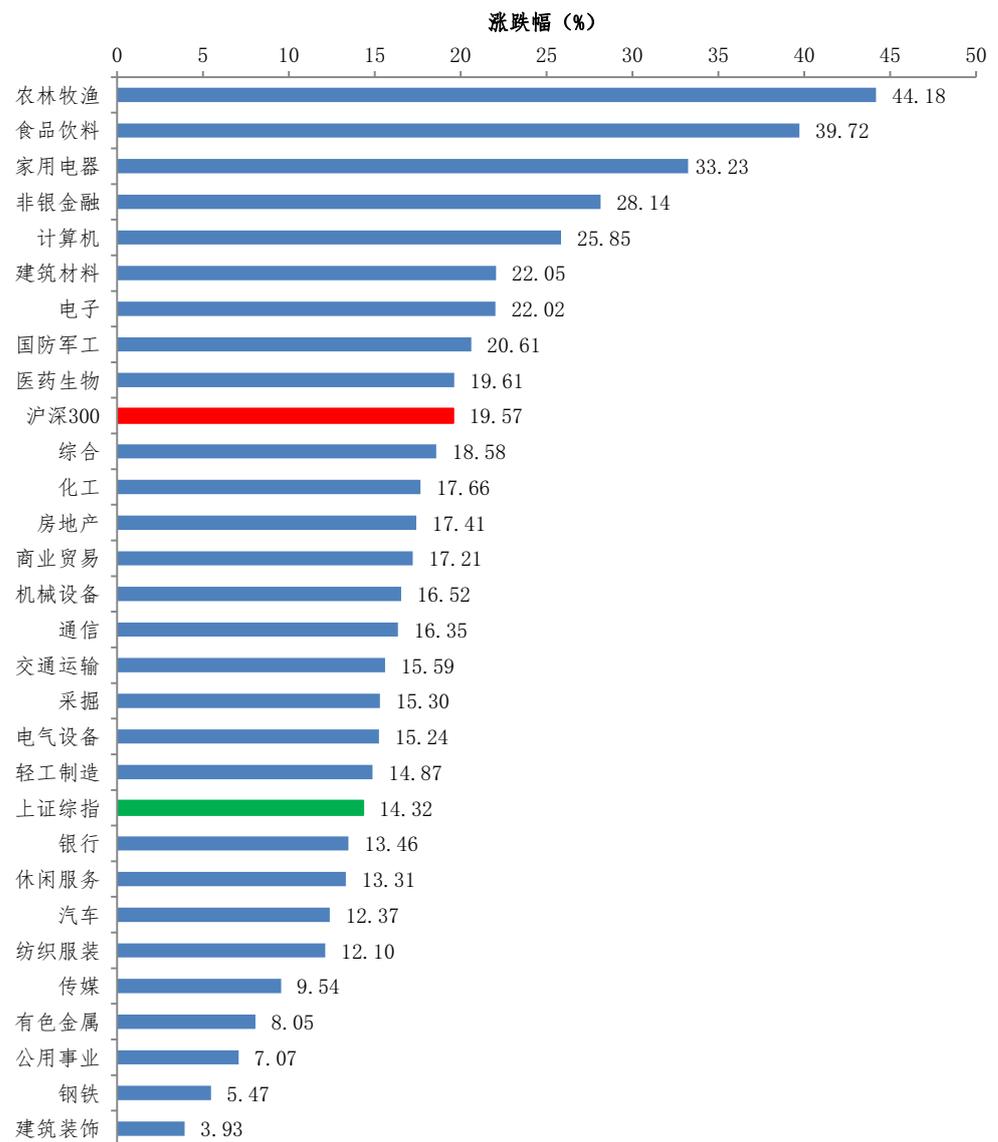
序号	名称	证券代码	业绩预告类型	预告净利润上限 (亿元)	预告净利润下限 (亿元)	预告净利润同比增长上限(%)	预告净利润同比增长下限(%)
16	双成药业	002693.SZ	续亏	-0.12	-0.16	36.20	14.93
17	九安医疗	002432.SZ	续亏	-0.40	-0.60	12.60	-31.11
18	千山药机	300216.SZ	续亏				
19	博晖创新	300318.SZ	首亏				
20	哈药股份	600664.SH	首亏				
21	天目药业	600671.SH	首亏				
22	新华医疗	600587.SH	不确定				

资料来源: Wind, 长城证券研究所

2. 市场表现：指数小幅跑赢大盘，政策免疫受市场追捧

今年以来医药板块小幅跑赢大盘，截止到5月9日，申万医药生物指数报收6,986.60点，累计上涨19.61%，同期上证综指、中小板指、创业板指分别上涨14.32%、17.80%、17.51%，对比来看，医药生物指数表现优于创业板及中小板，在全部申万一级行业中排名第九。

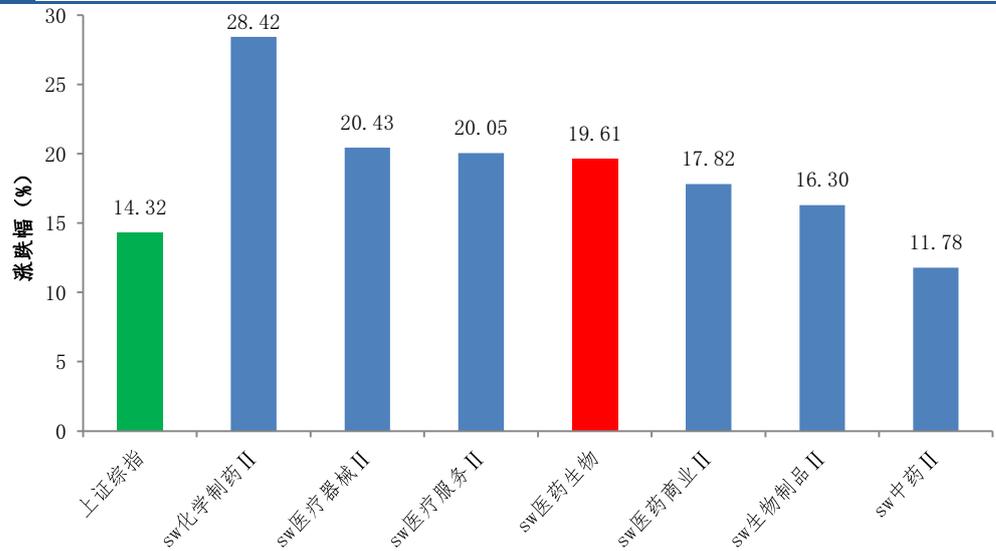
图7：今年以来申万一级行业指数涨跌幅情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

二级行业指数均不同程度上涨，其中化学制药行业领涨，涨幅高达28.42%，其次为医疗器械和医疗服务行业，涨幅分别为20.43%和20.05%，中药行业上涨11.78%，涨幅最小。

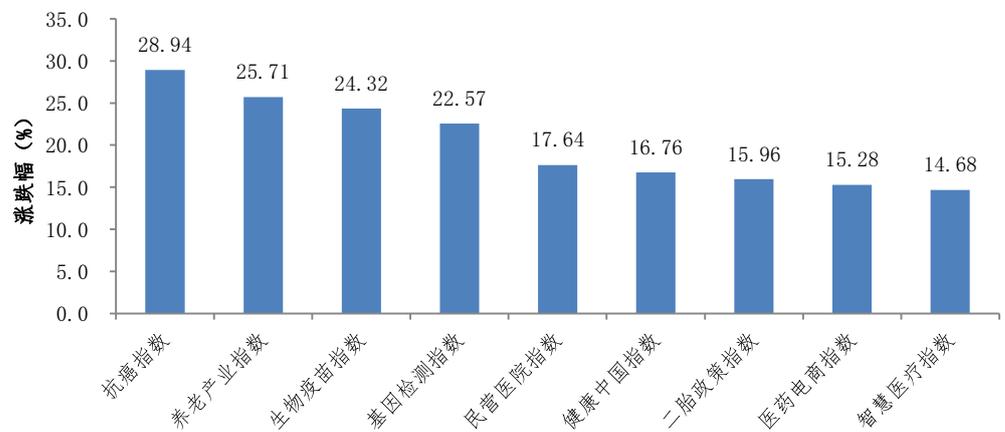
图 8: 今年以来申万二级行业指数涨跌幅情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

概念指数方面也不同程度的上涨,其中抗癌指数、养老产业指数、生物疫苗指数涨幅居前,分别为 28.94%、25.71%、24.32%,智慧医疗指数上涨 14.68%,上涨幅度最小。

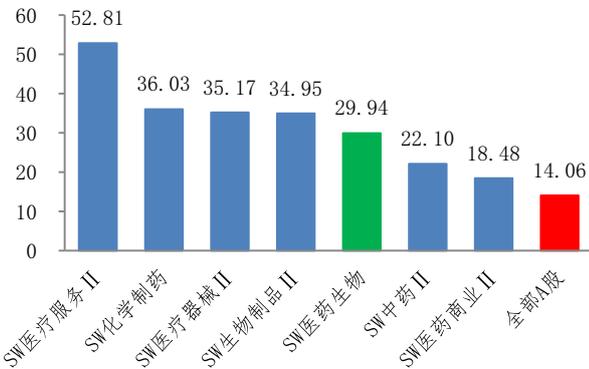
图 9: 今年以来医药生物板块主要概念指数涨跌幅情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

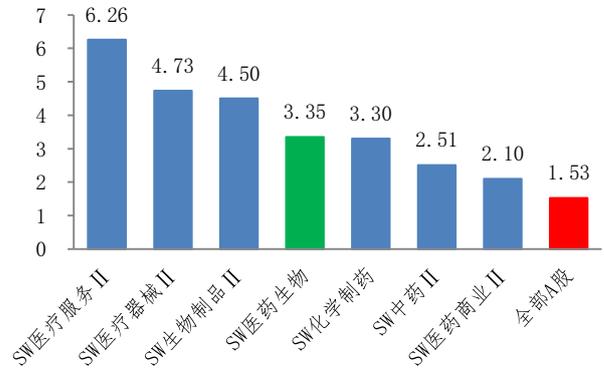
截止到 5 月 9 日,医药生物板块整体市盈率(历史 TTM_整体法)为 29.94X、市净率(整体法) 3.35X,较去年同期回落明显,位于 2013 年以来的中位线以下水平。对比子板块的情况,医疗服务板块估值最高,为 53X,其后是化学制药和医疗器械板块,分别为 36X 和 35X,中药和医药商业板块估值仍然相对较低,分别为 22X 和 18X。

图 10: 医药生物二级行业市盈率情况



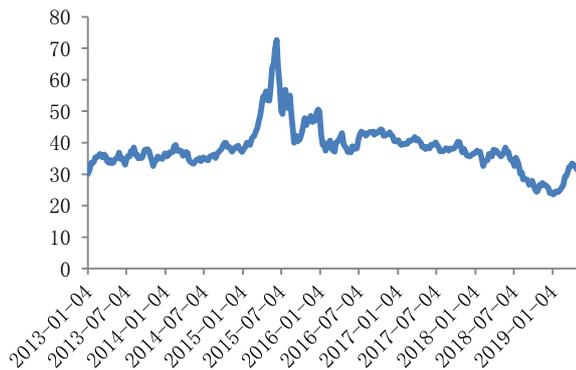
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 11: 医药生物二级行业市净率情况



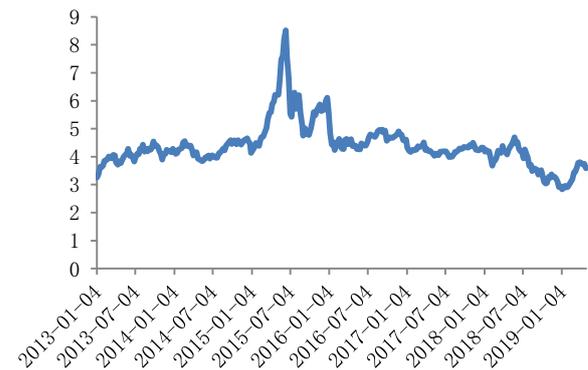
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 12: 2013 年以来医药生物板块市盈率变动情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 13: 2013 年以来医药生物板块市净率变动情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

具体到个股上,2019 年初至今医药板块个股多数实现上涨,截至 5 月 9 日,仅 41 家下跌,255 家上涨,剔除康龙化成、奥美医疗、迈瑞医疗等 12 家次新股,兴齐眼药、冠昊生物、济民制药、龙津药业和紫鑫药业累计涨幅居前五位,超过 100%;与之相对应的是宜华健康、康美药业、*ST 天圣、福瑞股份和星普医科等 5 家公司累计跌幅超过 10%。

表 6: 2019 年以来申万医药生物板块涨幅前五名 (剔除新股)

股票代码	股票简称	期间最低价(元)	期间最高价(元)	收盘价(元)	涨跌幅(%)	换手率(%)
300573.SZ	兴齐眼药	15.33	66.92	66.92	298.10	215.30
300238.SZ	冠昊生物	8.76	25.00	23.94	150.94	308.23
603222.SH	济民制药	13.45	33.77	33.77	148.67	69.70
002750.SZ	龙津药业	5.30	23.52	13.87	147.68	363.21
002118.SZ	紫鑫药业	4.20	16.56	10.50	140.83	607.44

资料来源: Wind, 长城证券金融研究所

表 7: 2019 年以来申万医药生物板块跌幅前五名 (剔除新股)

股票代码	股票简称	期间最低价(元)	期间最高价(元)	收盘价(元)	涨跌幅(%)	换手率(%)
000150.SZ	宜华健康	9.30	15.30	9.42	-36.05	328.80
600518.SH	康美药业	5.75	12.45	6.26	-32.03	282.96
002872.SZ	*ST天圣	7.50	12.09	7.50	-12.38	312.75
300049.SZ	福瑞股份	8.29	12.75	8.90	-12.23	164.43
300143.SZ	星普医科	11.84	7.06	8.09	-11.00	105.99

资料来源: Wind, 长城证券金融研究所

3. 政策动向：红利不断释放，激励研发创新

2019年以来医药行业改革继续推进，“4+7”带量采购、医保控费、医药药品目录调整、抗癌药纳入医保、医药国企改革加速等政策落地，释放医药政策红利，鼓励创新药自主研发，满足基层医疗需求。

表 8: 2019 年以来医药领域相关文件

时间	发文部门	文件	涉及领域
1月17日	国务院	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	药品采购
1月29日	NMPA	YY1298—2016《医用内窥镜 胶囊式内窥镜》	医疗器械
1月30日	国务院	《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》	医改
2月12日	卫健委	《关于开展“互联网+护理服务”试点工作的通知》	医改
3月5日	医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见》	药品采购
3月20日	药监局	《2019年医疗器械行业标准制修订项目》	医疗器械
3月21日	医保局	《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	医改
4月1日	NMPA	《进口药品通关单》《药品进口准许证》《药品出口准许证》	进口药
4月15日	医保局	《医疗保障基金使用监管条例（征求意见稿）》	医保基金
4月17日	医保局	《2019年国家医保药品目录调整工作方案》	药品
4月17日	NMPA	《M4: 人用药物注册申请通用技术文档》	药品评审
4月28日	卫健委和中医药局	《全国基层医疗卫生机构信息化建设标准与规范(试行)》	医改
4月28日	NMPA	《药品信息化追溯体系建设导则》和《药品追溯码编码要求》	药品评审
5月9日	药监局	《2018年度药品监管统计年报》	药品监督

资料来源: NMPA、国务院等, 长城证券研究所

■ 4+7 带量采购启动，推动医改共享红利

2018年11月首批“4+7”城市带量采购品种正式出炉，拉开药品集中采购的序幕。2019年1月17日，国务院办公厅印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》，对总体要求、集中采购范围和形式、具体措施、政策衔接、组织形式、工作安排六个方面作出部署，选择在4个直辖市北京、天津、上海、重庆和7个副省级城市沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安开展试点工作。

具体措施主要包括带量采购，以量换价；招采合一，保证使用；确保质量，保障供应；保证回款，降低交易成本。做好政策衔接，实现三医联动。一是探索试点城市医保支付标准与采购价协同。二是通过机制转化，促进医疗机构改革。三是压实医疗机构责任，确保用量。四是明确部门职责，做好政策衔接。打通部门之间壁垒，相互协作，形成联动改革。

集采以降价为目标，减轻患者负担，完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制，推动落实国家基本药物制度。从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，以保证药品质量。

3月5日，医保局发布《关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见》，在1月政策的基础上进一步完善带量采购的配套政策。明确医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的30%提前预付给医疗机构。分类调整医保支付价，鼓励使用集中采购品种。提高了医保基金的使用绩效，调动创新药研发积极性，促进医药产业健康稳定地发展。

伴随带量采购的落实，中标企业业绩表现冷暖不一，典型代表为京新药业，2019年一季度报告显示，营业收入为8.93亿元，较上年同期增38.81%，归母净利润为1.31亿元，较上年同期增49.25%，预期上半年属于上市公司股东的净利润达30,895.31-35,156.73万元，同比增长45.00%-65.00%；与之相对应的是信立泰，同期营业收入为11.89亿元，同比增加5.52%，归母净利3.22亿元，同比减少22.57%。

带量采购持续推进或将导致企业进一步分化，伴随采购品种增加、联动范围扩大，行业分化局面将会更加明显，强者恒强，促进行业持续稳健增长。

■ 政府工作报告多处涉及医药领域，鼓励研发自主创新

3月5日，第十三届全国人民代表大会第二次会议在北京召开，中央政府工作报告中有多处内容涉及医药产业领域。主要内容包括：1、促进新兴产业加快发展。深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、生物医药等新兴产业集群，壮大数字经济。2、保障基本医疗卫生服务。继续提高城乡居民基本医保和大病保险保障水平，居民医保人均财政补助标准增加30元，一半用于大病保险。3、要实施癌症防治行动，推进预防筛查、早诊早治和科研攻关。4、药品疫苗攸关生命安全，必须强化全程监管，对违法者要严惩不贷，对失职渎职者要严肃查办，坚决守住人民群众生命健康的防线。修改内容主要有发展“互联网+医疗健康”、抓好传染病、地方病、青少年近视防治、深化医保支付方式改革，优化医保支出结构等。

肿瘤前期筛查市场潜力巨大，推进预防筛查和加大科研力度，形成成熟的肿瘤筛查方案，将惠及更多高危人群。2017年我国癌症新发病例和死亡病例分别达380万例和230万例，有着高发病率和死亡率高。肿瘤发病率居高不下，因此肿瘤早期筛查需求巨大。国家积极宣传和普及防癌知识，降低癌症发病率和死亡率，有望促使诊疗前置，推动检测市场持续扩容。

政策鼓励疫苗行业，推进疾病以预防为主，坚持中西医结合、防治结合的原则，推进疫苗行业发展。2018年长生生物触及重大违法强制退市，对疫苗行业造成了重大的冲击和负面影响。同年11月新疫苗法实施，市场监督管理局发布了关于就《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》公开征求意见，加大处罚力度和监管制度，对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面都有针对性、实效性和可操作性的法律条款。

2019年1月全国人大就《中华人民共和国疫苗管理法（草案）》向社会公众征求意见，增强处罚力度。4月的二审稿显示，生产、销售的疫苗属于假药的，罚款标准为违法生产、销售疫苗货值金额15倍以上30倍以下的罚款，货值金额五十万元以上不足一百万元的，并处500万元以上3000万元以下的罚款，持续增加罚款金额。

疫苗行业经过去年的整合，监管力度提升、经营环境变化利好优质的龙头企业，政策支持企业自主创新，鼓励研发新型疫苗，进一步提高竞争力。

■ 医保药品目录方案推出，优先调入癌症和罕见病等用药

4月17日，国家医保局发布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》，对3月13日发布的征求意见稿进行完善。主要有以下几点变化：1、明确独家药品的认定时间以遴选投票日的前一天。2、规范谈判准入方法。3、新增工业和信息化部研究制定工作方案。4、遴选专家增加至25000人。5、新增工业和信息化部制定方案。6、评审阶段增加了“医保用药咨询调查”环节。7、延长发布、谈判时间。常规目录发布阶段从2019年6月延长至7月，谈判阶段从2019年6-7月延长至8-9月，发布谈判准入目录从2019年8月延长至9-10月。8、优先调入非医保品种、癌症和罕见病等用药。

本次目录调整是国家医保局成立后对医保药品目录进行的首次全面调整，旨在进一步提高医保基金使用效率，提升医保药品保障水平，为临床刚需的治疗性创新药的发展挪腾空间，针对“临床疗效明显、患者负担重”的创新药，有望通过谈判准入纳入医保药品目录，提高创新药企业的积极性。

与此同时，以中药注射剂和辅助用药为代表的品种在临床使用受到明确的限制，2018年12月国家卫计委印发了《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》，要求二三级医疗机构上报辅助用药名单，规范辅助用药临床应用行为，提高合理用药水平。

新目录调整要求保证一定数量的基层医疗卫生机构专家，体现了对基层医疗机构的重视，伴随我国分级诊疗制度的深化，基层医疗卫生机构作用突显，基层用药持续增加，将会是未来医药市场增长的核心驱动因素，本次调整最大限度使医保药品目录与各级各类医疗机构患者临床需求契合，首选临床必需的、安全有效的药品（通过一致性评价品种），同时限制辅助用药使用。

医保目录调整+辅助用药临床管理，双管齐下，有助于促使行业回归合理用药，优化医保支出结构，持续利好临床刚需的治疗性品种。

4. 投资建议：企业持续分化，创新仍是主线

A 股医药板块上市公司 2018 年营收同比增长 19.99%，增速较去年同期上升 5.1pp，归母净利润同比下滑 10.07%，2019Q1 营收同比增长 17.45%，归母净利润同比增长 13.28%，增速较去年同期分别下跌 4.63pp 和 17.18pp，板块业绩增长放缓且营收增速明显高于归母净利润增速，主要受“两票制”下企业低开转高开、商誉减值计提、带量采购推进、流感及环保因素导致同期基数较高等因素影响。估值方面，截至 5 月 9 日，生物医药板块整体市盈率（历史 TTM-整体法）为 30 X，虽然已明显高于 2018 年底历史估值底部 23 X，但仍位于 2013 年以来中位线以下水平，板块内部估值分化明显，医疗服务明显高于其他子板块，中药及医药商业估值仅为 20 X 左右。

“4+7”带量采购落地实施顺利，截至 4 月 14 日已完成约定采购总量的 27.31%，随着带量采购试点城市及品种的逐步扩大，以及非试点城市价格联动、非中选品种价格联动，预计带量采购对行业的影响将持续，一方面国内特有高价仿制药红利将消失，价格逐步趋同于全球市场，另一方面市场份额将进一步向具有技术优势、成本优势和规模优势的行业龙头集中。

此外，国家医保目录调整在即，疗效明确的治疗性用药比例将进一步提升，辅助性用药将被进一步压缩，受益于药物审评审批制度改革、高价创新药谈判进入目录等政策，创新药物可实现快速过审、快速放量，拥有重磅创新药、研发管线丰富的创新药企业将持续受益，以及服务于创新产业链的优质 CRO/CMO 公司也迎来良好发展机遇。

在控费背景下，伴随带量采购/辅助用药限用等政策逐步落地，行业内部结构调整持续，医药行业整体增速大概率趋缓，但在国内人口老龄化持续、居民支付能力提升、医保支付结构调整到位等因素推动下，医药行业依旧是国内增长预期明确的细分领域之一。我们认为伴随政策落地，医保对高端品种的支持能力持续提升，市场对于药品降价的悲观情绪有望修复，龙头企业有望保持较快增长，同时科创板青睐生物医药，创新将会持续受到市场追捧，因此建议持续关注并布局高景气度细分领域，如创新及产业链、生物类似物、血液制品、专业化原辅料等。

表 9: 重点公司推荐

投资主线	上市公司
创新及产业链	恒瑞医药（600276）、海普瑞（002399）、正海生物（300653）、昭衍新药（603127）、凯莱英（002821）、理邦仪器（300206）
生物类似药	康弘药业（002773）、安科生物（300009）、复星医药（600196）
血液制品	博雅生物（300294）、华兰生物（002007）、天坛生物（600161）
专业化原辅料	美诺华（603538）、山东药玻（600529）、山河药辅（300452）

资料来源：长城证券研究所

5. 风险提示

行业政策变动；政策推进不及预期；药品降价超预期；市场估值风险。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>