

医药生物

证券研究报告
2019年01月01日

变革中前行，穿越迷雾会有时

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

12月行情回顾

作者

2018年12月上证综指同比下跌4.18%报2,493.90点，中小板指下跌5.94%报4,703.03点，创业板指下跌1.96%报1,250.53点。医药生物指数下跌6.18%，报5,840.95点，表现弱于上证2.00个pp，弱于中小板0.25个pp，弱于创业板4.22个pp。截至12月28日，全部A股估值为10.99倍，医药生物估值为24.66倍，相对A股溢价率降至124%。

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

12月投资观点

随着大盘在2018年最后一个交易日收红，上证综指报2493.90点，全年下跌24.59%；深证成指报7239.79点，全年下跌34.42%；创业板指报1250.53点，全年下跌28.65%。医药生物全年走势先扬后抑，最终报5,840.95点，全年下跌27.67%，在申万全行业中位列第7。单就12月来看，由于“4+7”城市带量采购价格降幅超出市场预期，医药行业随后出现了较为明显的下跌。行业其他方面，DRGs付费试点城市申报开启，对药品的影响：1、刚性用药符合临床路径，未来推行按病种付费承压小，相对受益；2、辅助用药未来将成为医院降低成本的重要对象，将进一步承压；3、高价值创新药和高质量刚需仿制药综合性价比高，符合药物经济学，承压小，相对收益。此外，市场关注度较高的国产PD-1已有两家相继获批上市，建议投资者关注产品定价以及另外两家处于优先审评的国产审评情况。

行业走势图

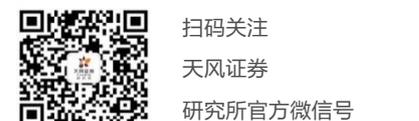


资料来源：贝格数据

1月投资观点

关注我们

当前医药行业正在变革中前行，回顾历史我们注意到医药行业也曾几经行业利空，最终都能够穿越迷雾走出来，并不断完成转型升级。短期来看，我们建议投资者配置具备一定政策免疫性的细分领域；长期来看，我们依然看好创新这条投资主线上的龙头企业，尤其在当下估值处于历史低位的企业。因此，我们依旧看好符合产业发展逻辑，以及短期承压较小的板块，建议投资者重点关注：1) 业绩高成长，政策免疫相对较大的医疗服务板块与医疗器械板块；2) 创新发展符合产业发展趋势，是未来企业建立竞争壁垒，保持竞争优势的重要法宝，看好估值回调较多的细分创新性龙头，未来有望迎来估值修复的机会。建议重点关注创新药产业链、医疗器械、品牌 OTC、连锁药店、医疗服务、医药流通、血制品、疫苗等板块。



1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. 迈瑞长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。(详细内容请阅：《迈瑞医疗百页深度报告：医疗器械龙头登陆A股，国之重器高瞻远瞩》)

1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、华兰生物、凯莱英（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

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>凯莱英 (002821.SZ)</p>	<p>1. 全球 CMO 行业持续高景气度, 2011-2017CAGR 达到 12%, 国内审评审批改革持续推进释放红利; 2. 公司以技术为驱动, 持续高研发投入, 研发投入 2013-2017 年复合增长率达到 22%, 公司在绿色制药技术方面积累了丰富的经验, 特别是在连续性反应技术和生物转化等多项绿色制药关键技术领域取得了重大进展, 处于国际领先水平。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.97、2.64 及 3.45 元, 给予“买入”评级</p>	<p>受益于药政改革、创新药产业链持续发展</p>	<p>国内创新药产业发展进度低于预期, MAH 等制度推进进度低于预期等</p>	<p>潘海洋</p>
<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</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</p>	<p>一致性评价持</p>	<p>整合不达</p>	<p>李沙</p>

(601607.SH)	<p>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>续推进,全国业务的布局</p>	<p>预期,仿制药一致性评价进展不及预计</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 12 月整体下跌，整体弱于大盘.....	8
2.2. 所有行业（除通信和休闲服务）都呈下跌趋势，医药生物下跌 10.91%排名全行业第 28 位.....	8
2.3. 医药生物相对 A 股溢价率降至 124%.....	9
2.4. 各板块估值均有所下降，医疗服务估值最高.....	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：个股区间涨幅前十（截止至 2018 年 12 月 28 日，剔除 2018 年上市新股）	10
表 3：个股区间跌幅前十（截止至 2018 年 12 月 28 日，剔除 2018 年上市新股）	11

1. 行业运行情况

2018 年 11 月医药制造业收入累计同比增长 12.80%，利润总额累计同比增长 8.40%。从趋势上来看，11 月医药制造业收入累计同比增速较 10 月有所下降，利润增速较 10 月下降明显。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、泰格医药、凯莱英等

近日，由信达生物制药（苏州）有限公司研发生产的 PD-1 单抗——信迪利单抗注射液（Sintilimab Injection）注册申请获得国家药品监督管理局批准，用于治疗经过二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤。这是继特瑞普利单抗注射液之后获准上市的又一个 PD-1 抗体类国产创新生物制品。

带量采购价格降幅大将倒逼企业加速创新转型，医保政策的战略购买导致行业的“腾笼换鸟”，为以创新药为代表的高临床价值药品创造了较好的放量机会。未来创新药通过医保谈判方式的加快了准入，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。相关的创新药企业及创新药产业链 CRO/CDMO 未来将持续受益。建议关注恒瑞医药、中国生物制药、泰格医药、凯莱英等。

仿制药：科伦药业、中国生物制药等

12 月 28 日，国家药监局发布仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告，截至 2018 年 11 月底，已完成 112 个品种的一致性评价，其中属于《国家基本药物目录（2012 年版）》289 个基药相关品种的有 90 个。此次公告的核心观点为 1. 对纳入国家基本药物目录的品种，不再统一设置评价时限要求；2. 化学药品新注册分类实施前批准上市的含基本药物品种在内的仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价。

为进一步提高我国仿制药供应保障能力，国务院办公厅近日出台关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见，提出将根据临床用药需求，2019 年 6 月底前，发布第一批鼓励仿制的药品目录，引导企业研发、注册和生产。2020 年起，每年年底前发布鼓励仿制的药品目录。将推进仿制药进程，未来将大势所趋。

我们认为对于仿制药行业而言，行业的整合和大浪淘沙大幕拉开，未来优胜劣汰，行业集中度提升是大趋势。对于仿制药企业而言，需积极应对行业的挑战，我们认为在医保控费约束和产品竞争的双重叠加下，仿制药企业需要加大品种储备，形成梯队对冲单品种下滑风险，同时要强成本管控，提升对上游原料药的掌控力；长远来看要向高端仿制药进阶，挑战创新药难度。建议关注科伦药业、中国生物制药等。

从“4+7”带量采购角度看，我们认为未来投资思路主要在带量采购直接影响的领域（仿制药、流通）、带量采购间接影响的领域（零售终端、原料药及外包服务 CMO/CDMO、创新药、CRO、中药处方药），规避受带量采购影响比较大的领域，不受带量采购负向影响，或者受医保控费约束相对较小的领域，更多的可以从医药消费领域筛选：刚性壁垒（消费）用药、中药大消费（带治疗属性）、医疗服务、医疗器械等。（详情请关注：行业深度点评《“4+7”带量采购思考：政策的考量、未来演变，企业怎么应对，资本市场如何投资》）。

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。

刚性治疗性用药：长春高新（生长激素高增长）、安科生物（生长激素高增长）、我武生物（粉尘螨滴剂加速增长）、通化东宝（三代胰岛素有望明年一季度获批）、健康元（布局高壁垒吸入制剂）。

医改政策深入推进下，医疗保障局成立后，实施战略购买，着眼于药品的治疗性和性价比，对于临床疗效确切的刚性用药，代表性品种降价幅度有望相对较低，例如胰岛素、生长激素、粉尘螨滴剂、吸入制剂等。

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策责任追究。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：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）、开立医疗（政府集采持续推进+新产品放量）、乐普医疗（平台化效应+新产品迭代）、迈克生物（新的300速发光仪拉动业务高速增长+产品线齐全抗风险能力高）、迈瑞医疗（进口替代+全球化布局）、万孚生物（行业规模持续扩容+新产品开始销售）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。

近日北京出台《北京市医耗联动综合改革实施方案》，提出“五个一”方案，分别为降低大型仪器设备检验项目价格、提升中医、手术等医疗服务项目价格、取消医用耗材加成，降低耗材价格、实施医用耗材联合采购和药品带量采购、进一步改善医疗服务。在降低药品、耗材成本的同时，提升医疗服务收费，实现由资源消耗型向资源节约型和服务改善型转变。我们认为医耗联动的调整是常态，医用耗材多以医疗服务形式提供，并非医保或患者直接支付的对象，作为医疗服务重要组成部分，出现大幅降价的可能性偏低。

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”，联合了中国人报、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：关注益丰药房、一心堂、老百姓、大参林等

12月15日国家医保局、财政部印发《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》的通知，对定点医疗机构、定点零售药店及工作人员等欺诈骗保等行为进行奖励举报的措施。其中对零售药店及其工作人员的欺诈骗保等行为作为进一步的认定。我国目前大约45万家零售药店，连锁化率在50%，行业的竞争格局相对分散，因此较多单体药店、中小连锁药店等在医保账户刷卡等行为上规范度有待提升。本次《暂行办法》的发布，有利于零售药店行业整体经营环境的优化，以及竞争环境的优化。对于大型连锁药店而言，尤其是规范程度较高的大型连锁药店而言，长期将利好其发展，在更加公平、净化的竞争环境中凭借采购议价优势、管理优势、品牌优势等获得更多的市场份额。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

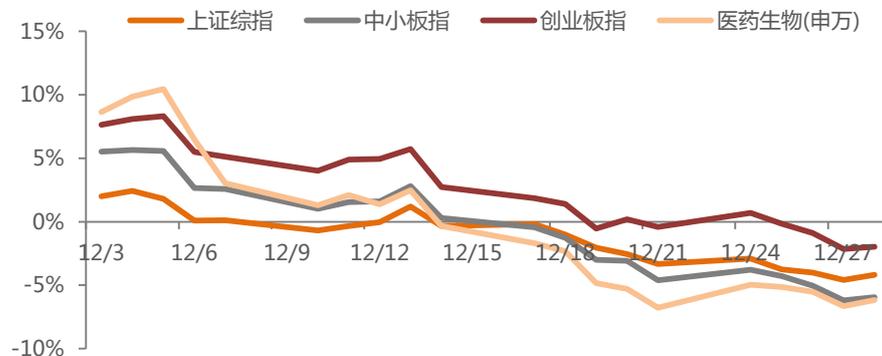
1、行业角度：2018年是全国全面执行两票制的元年，经过2017年下半年的消化，政策影响逐渐消退，行业规范度全面提升，整体呈现稳中有升的态势；2、随着政策的逐渐宽松，资金成本逐渐下降，财务费用支出有望得到控制；3、随着经营的企稳，大部分流通企业三季度均表现优秀，我们维持之前对行业的判断：呈现整体趋稳，逐步向上的态势；4、随着批发企业渠道价值的逐渐体现以及产业链的延伸完善，未来部分公司估值有望提升。

2. 行情回顾

2.1. 医药生物 12 月整体下跌，整体弱于大盘

2018年12月上证综指同比下跌4.18%报2,493.90点，中小板指下跌5.94%报4,703.03点，创业板指下跌1.96%报1,250.53点。医药生物指数下跌6.18%，报5,840.95点，表现弱于上证2.00个pp，弱于中小板0.25个pp，弱于创业板4.22个pp。

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

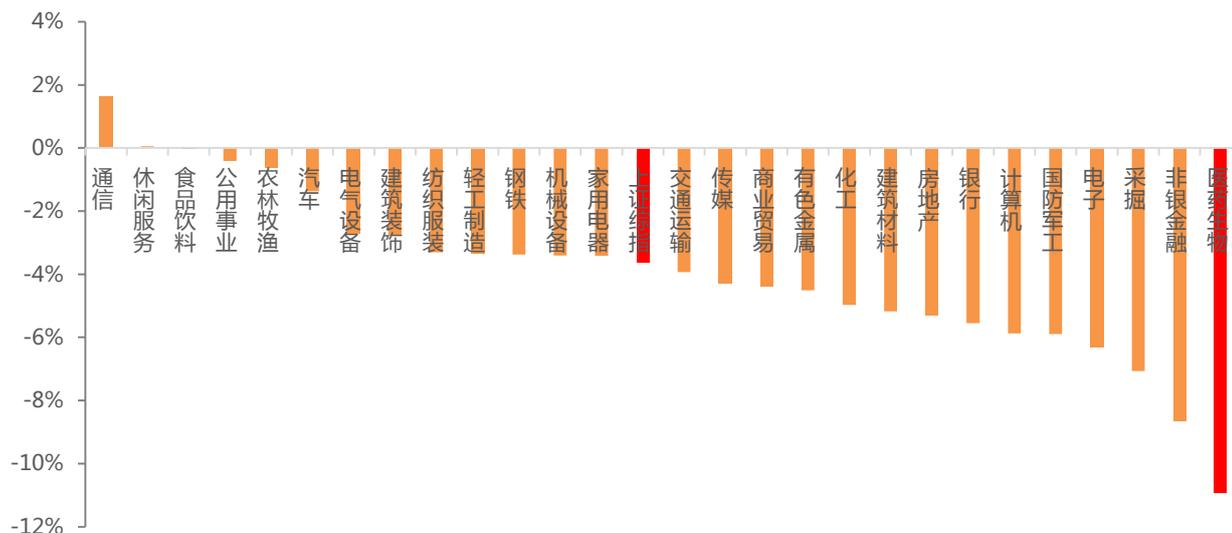


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 所有行业（除通信和休闲服务）都呈下跌趋势，医药生物下跌 10.91% 排名全行业第 28 位

12月申万28个子行业中，26个子行业都呈下跌趋势，通信和休闲服务行业略微上涨。医药生物板块跌幅大于上证综指。整体来看，12月上证综指下跌3.64%，其中医药板块跌幅最大，下跌10.91%；通信涨幅最大，上涨1.65%，12月医药生物板块下跌10.91%，排在申万一级行业第28位。

图 2：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

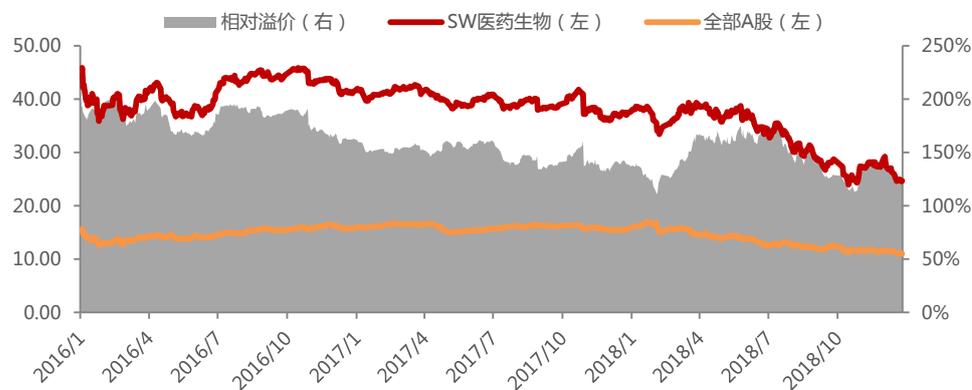


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 医药生物相对 A 股溢价率降至 124%

截至 12 月 28 日，全部 A 股估值为 10.99 倍，医药生物估值为 24.66 倍，相对 A 股溢价率降至 124%。进入 12 月以来，医药生物估值由 11 月末的 27.51 倍降至 12 月末的 24.66 倍，全部 A 股估值水平从 11 月末的 11.42 倍，下降至 12 月末的 10.99 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率进一步降低。

图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

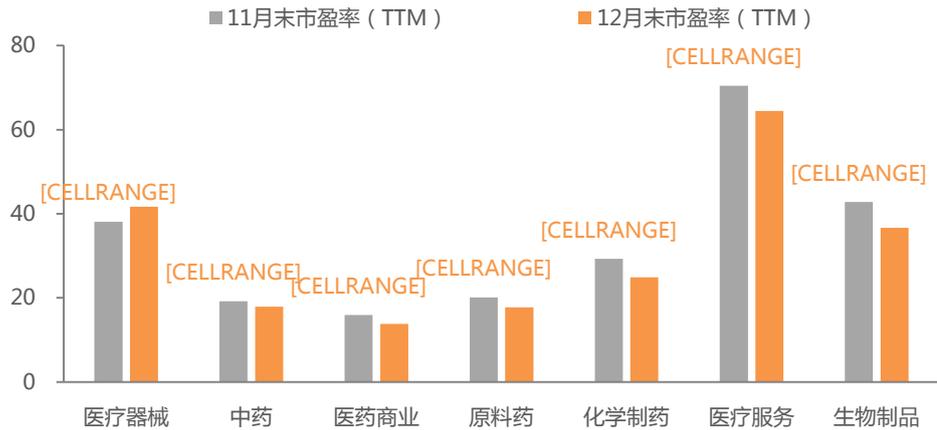


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 各板块估值均有所下降，医疗服务估值最高

截至 12 月 28 日，医药生物整体估值为 24.66 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。各子板块估值中，医疗器械板块估值上升 3.61 倍，其他板块估值均下降，其中医疗服务和生物制品估值下降幅度最大，分别下降 5.97 和 6.16 倍。

图 4: 医药各板块 PE (TTM 整体法, 剔除负值)

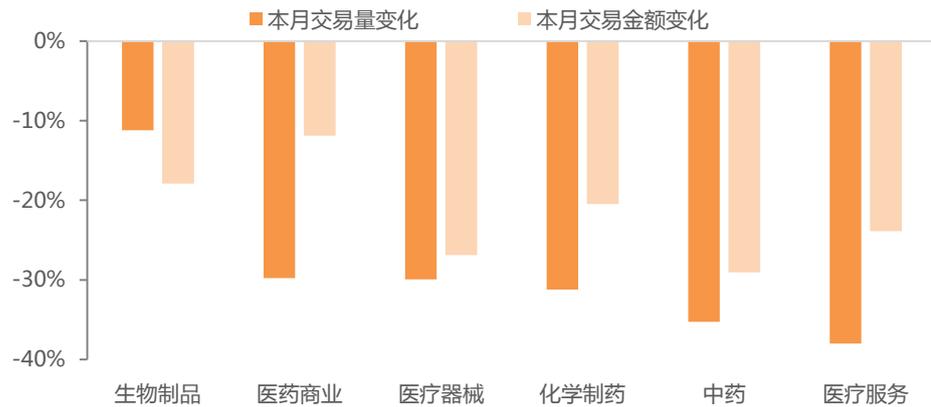


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5. 各子板块交易量与交易额较上月整体下降

12月交易时间为20天,较11月减少2天,12月医药各子板块交易量及交易金额相较11月有所降低。其中医疗服务板块交易量减少幅度最大,较上月减少37.98%,交易额减少23.87%;生物制品板块交易量减少幅度最小,较上月减少11.19%,交易额减少17.89%。

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: 个股区间涨幅前十 (截止至 2018 年 12 月 28 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 (%)
603716.SH	塞力斯	3.03	22.14	-5.46	29.57	13.46	-3.80
300453.SZ	三鑫医疗	15.63	18.88	-2.30	16.89	7.81	-32.95
002399.SZ	海普瑞	4.82	14.79	4.30	26.01	15.00	51.12
603222.SH	济民制药	6.76	14.50	47.55	15.30	8.46	-7.59
002411.SZ	必康股份	-5.05	13.76	-25.35	34.70	15.19	-20.68
300702.SZ	天宇股份	1.96	12.92	-5.33	32.08	13.52	-20.42
603520.SH	司太立	-2.30	12.30	23.16	31.11	16.83	-6.70
603976.SH	正川股份	-5.56	11.19	-0.24	22.97	11.32	-16.09
300497.SZ	富祥股份	4.67	8.74	-4.24	25.97	14.83	0.94
002223.SZ	鱼跃医疗	6.98	7.51	1.42	24.74	15.53	0.85

资料来源: Wind 天风证券研究所

表 3: 个股区间跌幅前十 (截至 2018 年 12 月 28 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 (%)
002252.SZ	上海莱士	14.10	-58.97	-58.97	20.11	6.18	-59.61
600080.SH	金花股份	-6.53	-44.62	-27.16	14.93	7.12	-12.08
300003.SZ	乐普医疗	2.11	-31.79	-43.27	41.53	19.25	-13.54
600267.SH	海正药业	-3.01	-25.95	-42.30	17.69	8.11	-44.41
000513.SZ	丽珠集团	-3.53	-23.83	-42.78	61.73	24.70	-49.24
600789.SH	鲁抗医药	-13.12	-23.27	-24.82	14.18	7.32	-4.77
300216.SZ	千山药机	-10.30	-22.31	-27.87	15.95	3.46	-75.99
002262.SZ	恩华药业	0.89	-22.04	-54.92	21.53	8.70	-36.55
000963.SZ	华东医药	2.00	-22.02	-45.16	53.20	25.61	-25.61
002219.SZ	恒康医疗	-4.71	-21.82	-67.36	11.71	2.91	-70.62

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 11 月医药制造业收入累计同比增长 12.80%, 利润总额累计同比增长 8.40%。从趋势上来看, 11 月医药制造业收入累计同比增速较 10 月有所下降, 利润增速较 10 月下降明显。

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