



2019年01月07日

增持(维持)

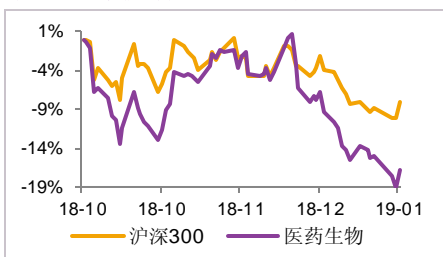
分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

最近一季度行业相对走势



资料来源：聚源

相关研究

《医药生物行业报告\_【联讯医药周报】药监发文修改蒲公英制剂说明书，泛酸钙价格跳涨带来原料药板块交易性机会》2018-11-12

《医药生物行业报告\_【联讯医药周报】流感和HPV疫苗供需矛盾突出，继续看好疫苗子行业板块》2018-11-26

《医药生物行业报告\_【联讯证券医药行业2019年投资策略】格局重构元年，聚焦景气赛道》2018-12-17

## 医药生物

### 【联讯医药周观点】广州GPO首批谈判目录再次绷紧“降价”神经，继续躲在避风港还是选择卧倒“弹坑”中

#### 投资要点

✧ 本周观点：药价下降预期下，继续躲在避风港还是选择卧倒“弹坑”中

新年伊始，广州发布GPO采购首批谈判目录，首批谈判品种为上年度采购金额前20名的药品，宣告广州GPO采购正式从政策铺垫期进入实际操作期。继去年12月国家医保局“4+7”城市带量采购政策正式落地后，广州集采首批谈判目录出台再次绷紧“降价”神经，上周医药行业整体表现持续羸弱，由于谈判目录还包括人血白蛋白、重组人凝血因子等血液制品，前期表现较强的血制品行业也出现大跌。

我们在2019年投资策略中提到“重点关注景气赛道”，主要在非药的医疗器械（非耗材器械）、医疗服务方面，另外政策免疫较强的生物制品和创新药也值得关注；经过一个多月以来的持续政策（如带量采购、辅助用药目录、广州GPO等）压制，一些前期医药龙头白马出现相对12月初高点30%-40%的回调，部分甚至近50%（如乐普医疗区间最大跌幅-46%），估值大部分回落到20倍PE左右，在短时间（一个月）内炸出一个政策“深坑”；在降价预期长期存在前提下，继续躲在避风港（景气赛道）还是选择“弹坑”（受政策影响短期跌幅巨大的个股），是个难题！

我们从中美医药企业估值对比和当前政策落地执行进程考量出发，认为中短期当前跌幅巨大的龙头白马值得配置，如并未受今年带量采购影响的华东医药，估值较低、分红率高的信立泰、丽珠集团等；中长期看，药械降价是大方向，顶层设计不容置疑，不变的是降价方向，变的是政策全面铺开速度（品种、地区），选择避风港仍是上佳之选。

✧ 一周市场回顾

医药生物受广州发布GPO采购首批谈判目录等多方面因素影响，开年表现孱弱，周跌幅-2.10%，排SW行业指数上周涨跌幅榜倒数第2位。具体细分行业方面，仅化学制剂录得微涨，其余全线大跌超过1%；化学制剂上涨0.22%；中药板块跌幅最大，为-3.37%。广州GPO首批谈判目录中包括人血白蛋白和重组人凝血因子两个产品，生物制品上周跌幅较大，为-3.26%，居行业跌幅榜第二；我们认为对血制品来说GPO采购更多在保供而非降价。

个股涨跌幅榜中（剔除新股），表现前五的为：万东医疗(9.22%)、三鑫医疗(8.35%)、中源协和(6.96%)、圣济堂(6.52%)和精华制药(6.46%)；跌幅前五为：康美药业(-22.26%)、海思科(-15.81%)、海普瑞(-11.28%)、通化东宝(-10.29%)和天宇股份(-9.61%)。

估值：截止上周五（1月4日），医药生物（SW）全行业PE（TTM）约24.15倍，PB（LF）2.86，从十年长周期历史估值来看，目前指数PE估值已经创出历史新低。与其他申万一级行业比较，医药生物PE估值位于28个申



万一级行业第 17 位；与沪深 300 PE (TTM) 估值比较，医药生物估值溢价率为 134.5%，溢价率处于 4 年历史低位附近。

#### ◇ 重要行业政策和公司公告

行业：广州发布 GPO 首批谈判目录。

公司：智飞生物 (300122) 和泰格医药公告 2018 年全年业绩预告，业绩同比大幅提升。

#### ◇ 医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪

**成都中药材价格指数：**商务部发布的中国成都中药材价格指数本周 167.49 点，相较 11 月份略有上涨，**总体上看，中药材价格指数从 2011 年开始持续走高，从低位以来涨幅约 55%。**

**维生素（饲用）价格指数：**维生素价格指数为 165.3，基本接近去年 10 月份水平，较去年 12 月初高点 (191.0) 回落约 14%；具体细分品种方面，泛酸钙市场报价涨幅明显，从 10 月初 70-80 元/kg 大幅上涨至目前 185 元/kg，涨幅约 146.67%；维生素 A 较十月低点上涨 77.78%，叶酸上涨 22.5%，维生素 E 上涨 19.12%，其他维生素品种也有不等涨跌幅，维生素 D3 价格仍处历史高位，本轮维生素价格上涨将为原料药行业带来交易性机会。

#### ◇ 风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，产品价格下跌，宏观经济风险。



## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、一周市场回顾：降价神经再度紧绷，医药行业开年表现孱弱 .....    | 4  |
| （一）行业整体：行业涨多跌少，医药行业开年表现孱弱 .....       | 4  |
| （二）医药生物二级子行业：仅化学制剂微涨 0.22% .....      | 4  |
| （三）个股涨跌幅榜 .....                       | 5  |
| （四）医药生物估值比较：估值处于历史底部区间，溢价率维持低位 .....  | 6  |
| 二、重要行业政策和动态、公司公告 .....                | 7  |
| （一）行业重要政策、新闻 .....                    | 7  |
| （二）公司重要公告 .....                       | 8  |
| 三、医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪 .....           | 8  |
| （一）中药材价格指数跟踪：持续缓步上升，中成药成本端受压 .....    | 8  |
| （二）主要原料药（维生素）价格跟踪 .....               | 9  |
| 四、联讯医药周观点 .....                       | 10 |
| 本周观点：药价下降预期下，继续躲在避风港还是选择卧倒“弹坑”中 ..... | 10 |
| 五、风险提示 .....                          | 12 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1： SW 一级行业指数一周市场表现（1 月 2 日-1 月 6 日） .....   | 4  |
| 图表 2： 医药生物子行业上周市场表现 .....                      | 5  |
| 图表 3： 个股周涨幅榜前十 .....                           | 5  |
| 图表 4： 个股周跌幅榜前五 .....                           | 5  |
| 图表 5： 医药生物十年长周期 PE（TTM）估值 .....                | 6  |
| 图表 6： 医药生物十年长周期 PS 估值 .....                    | 6  |
| 图表 7： 医药生物（SW）与其他行业估值比较 .....                  | 7  |
| 图表 8： 近四年医药生物（SW）相对沪深 300 PE（TTM）溢价率 .....     | 7  |
| 图表 9： 商务部中国成都中药材价格指数（数据截止 2018/12/31） .....    | 8  |
| 图表 10： 主要维生素品种近期市场报价及区间涨幅（数据截止 2019/1/5） ..... | 9  |
| 图表 11： 近 5 年来饲用维生素价格指数（2014 年-至今） .....        | 10 |
| 图表 12： 主要维生素品种市场报价走势（2017.1.1-至今） .....        | 10 |
| 图表 13： 医药生物龙头白马股区间跌幅一览 .....                   | 11 |
| 图表 14： 国内外医药企业估值对比 .....                       | 12 |



## 一、一周市场回顾：降价神经再度紧绷，医药行业开年表现孱弱

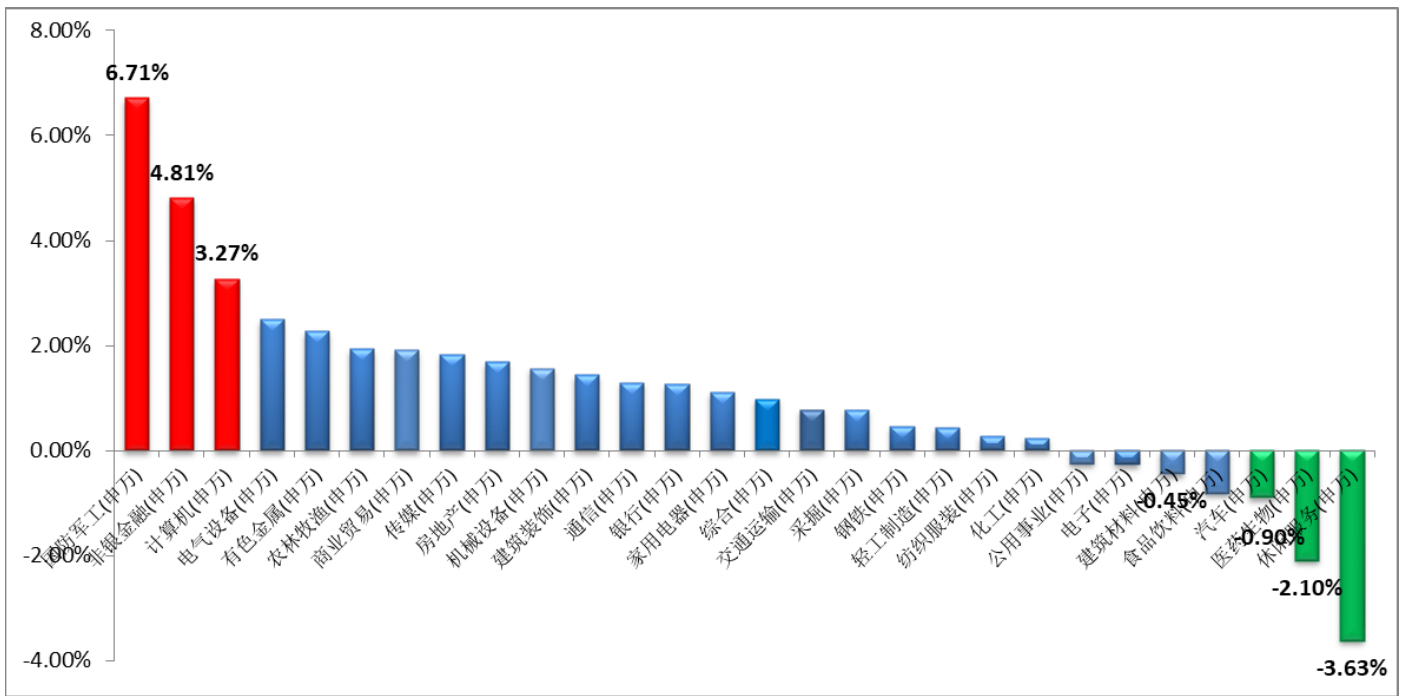
### （一）行业整体：行业涨多跌少，医药行业开年表现孱弱

2019 年开年第一周，沪深两市周五创出多年新低后报复反弹，全周上证和沪深 300 都收涨 0.84%，创业板小幅下跌-0.43%，中小板指小涨 0.29%。

28 个 SW 一级行业涨多跌少，其中国防军工板块表现强势，周涨幅第一(+6.71%)，非银金融和计算机子行业分列涨幅版第二、三位置，涨幅分别为 4.81%和 3.27%；休闲服务和医药生物板块跌幅超过 2%，分别为-3.63%和-2.10%，汽车板块也表现较弱，周跌幅第三 (-0.90%)。

医药生物受广州发布 GPO 采购首批谈判目录等多方面因素影响，开年表现孱弱，周跌幅-2.10%，排 SW 行业指数上周涨跌幅榜倒数第 2 位。

图1： SW 一级行业指数一周市场表现（1月2日-1月6日）



资料来源：Wind, 联讯证券研究院

### （二）医药生物二级子行业：仅化学制剂微涨 0.22%

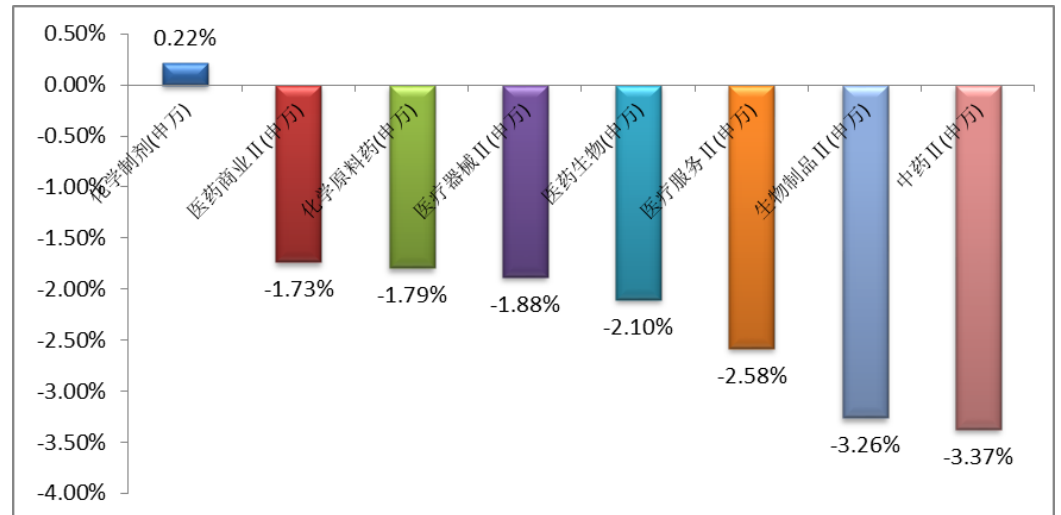
医药生物具体细分子行业方面，仅化学制剂录得微涨，其余全线大跌超过 1%；化学制剂上涨 0.22%；中药板块跌幅最大，为-3.37%。比较引入注目的是生物制品上周跌幅较大，为-3.26%，居行业跌幅榜第二，主要是广州 GPO 首批谈判目录中包括人血白蛋白和重组人凝血因子两个产品，再度引起市场对血液制品 GPO 谈判降价担忧。

我们认为当前血制品行业受带量采购或 GPO 采购影响较小，仍然属于政策免疫品种判断不变。当前血液制品受制于采浆量限制，没有大幅放量的基础，市场整体上仍是供不应求状况，白蛋白由于可以进口，供需基本平衡，其他血液制品品种完全依赖国内浆员献浆，人均使用量远低于欧美发达国家（尤其是凝血类产品）；另外，血制品资源属性不同于其他化药、中药等成药，持续上涨的献浆营养费给血制品带来较高的营业成本，



具有一定成本刚性；其三，其实在上海、广州的各地的政策文件中，血液制品还是临床必需且采购困难目录品种，如在广州市人社局、卫计委和食药局联合下发的《关于公布广州医疗机构药品集中采购临床必需且采购困难药品目录的通知》（穗人社发【2018】57号），白蛋白、凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、静丙、破免、狂免等都在目录其中，对血制品来说 GPO 采购更多在保供而非降价。

图表2：医药生物子行业上周市场表现



资料来源：Wind，联讯证券研究院

### （三）个股涨跌幅榜

上周医药生物行业个股涨跌幅榜中（剔除新股），表现前五的为：万东医疗(9.22%)、三鑫医疗(8.35%)、中源协和(6.96%)、圣济堂(6.52%)和精华制药(6.46%)。

跌幅前五为：康美药业 (-22.26%)、海思科(-15.81%)、海普瑞(-11.28%)、通化东宝 (-10.29%)和天宇股份(-9.61%)。

图表3：个股周涨幅榜前十

| 公司代码      | 公司名称 | 所属二级行业 | 周涨跌幅  | 年初至今  | PE (TTM) | PB (LF) |
|-----------|------|--------|-------|-------|----------|---------|
| 600055.SH | 万东医疗 | 医疗器械II | 9.22% | 9.22% | 38.2     | 2.7     |
| 300453.SZ | 三鑫医疗 | 医疗器械II | 8.35% | 8.35% | 49.1     | 3.2     |
| 600645.SH | 中源协和 | 生物制品II | 6.96% | 6.96% | 24.4     | 2.5     |
| 600227.SH | 圣济堂  | 化学制药   | 6.52% | 6.52% | 19.7     | 1.0     |
| 002349.SZ | 精华制药 | 中药II   | 6.46% | 6.46% | 23.5     | 2.2     |
| 603976.SH | 正川股份 | 医疗器械II | 6.13% | 6.13% | 31.1     | 2.7     |
| 000590.SZ | 启迪古汉 | 中药II   | 5.53% | 5.53% | -289.2   | 3.4     |
| 300434.SZ | 金石东方 | 化学制药   | 5.45% | 5.45% | 24.7     | 1.5     |
| 603309.SH | 维力医疗 | 医疗器械II | 5.10% | 5.10% | 37.1     | 2.2     |
| 300147.SZ | 香雪制药 | 中药II   | 5.05% | 5.05% | 48.8     | 1.2     |

资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表4：个股周跌幅榜前五

| 公司代码      | 公司名称 | 所属二级行业 | 周涨跌幅    | 年初至今    | PE (TTM) | PB (LF) |
|-----------|------|--------|---------|---------|----------|---------|
| 600518.SH | 康美药业 | 中药II   | -22.26% | -22.26% | 7.4      | 1.1     |





|           |      |        |         |         |      |     |
|-----------|------|--------|---------|---------|------|-----|
| 002653.SZ | 海思科  | 化学制药   | -15.81% | -15.81% | 33.0 | 5.4 |
| 002399.SZ | 海普瑞  | 化学制药   | -11.28% | -11.28% | 48.2 | 4.4 |
| 600867.SH | 通化东宝 | 生物制品II | -10.29% | -10.29% | 29.0 | 5.5 |
| 300702.SZ | 天宇股份 | 化学制药   | -9.61%  | -9.61%  | 49.3 | 2.7 |

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

#### (四) 医药生物估值比较: 估值处于历史底部区间, 溢价率维持低位

截止上周五(1月4日), 医药生物(SW)全行业 PE(TTM) 约 24.15 倍, PB(LF) 2.86。2008 年-2018 年十年长周期, 医药生物 SW(801150) PE(TTM) 之前有两个低点, 分别是 2008 年 11 月 7 日的 24.44 倍和 2012 年 1 月 6 日 26.68 倍, 目前指数 PE 估值已经创出历史新低。从 PS 估值角度, 当前值为 2.45 倍, 对比美国创新药巨头 PS 估值约 4-5 倍, 仿制药企 PS 估值约 1-2 倍, 我国医药工业以仿制药为主, 整体增速、利润水平高于美国, 当前 PS 估值已经接近美国仿制药估值水平。

另外, 从行业特性看, 医药行业属于弱周期行业, 需求刚性明显, 且主要内需为主, 基本不受经济周期波动和国际贸易博弈影响, 另外随着我国老龄化加深, 医疗保健需求将持续上升, 我们认为明年医药行业基本不存在增速大幅下滑的可能, 今年前三季度行业整体营收和扣非归母净利润都保持约 20% 的较快增速, 假设保守估计明年医药行业维持 15% 左右的增速, 则当前板块点位对应 19PE 估值约 21 倍; 医药行业成长依旧良好, 随大市回落下价值逾显, 精选龙头白马中线布局正是好时机。

图表5: 医药生物十年长周期 PE(TTM) 估值



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表6: 医药生物十年长周期 PS 估值

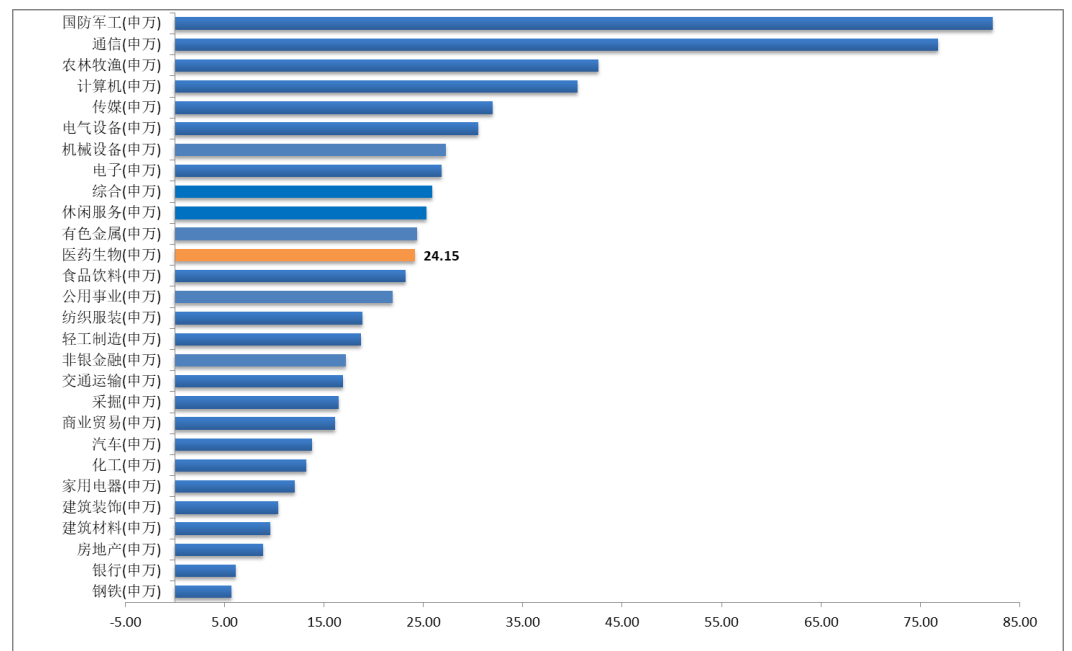


资料来源: Wind, 联讯证券研究院

与其他申万一级行业比较, 医药生物 PE 估值位于 28 个申万一级行业第 17 位; 与沪深 300 PE(TTM) 估值比较, 医药生物估值溢价率为 134.5%, 溢价率处于 4 年历史低位附近。

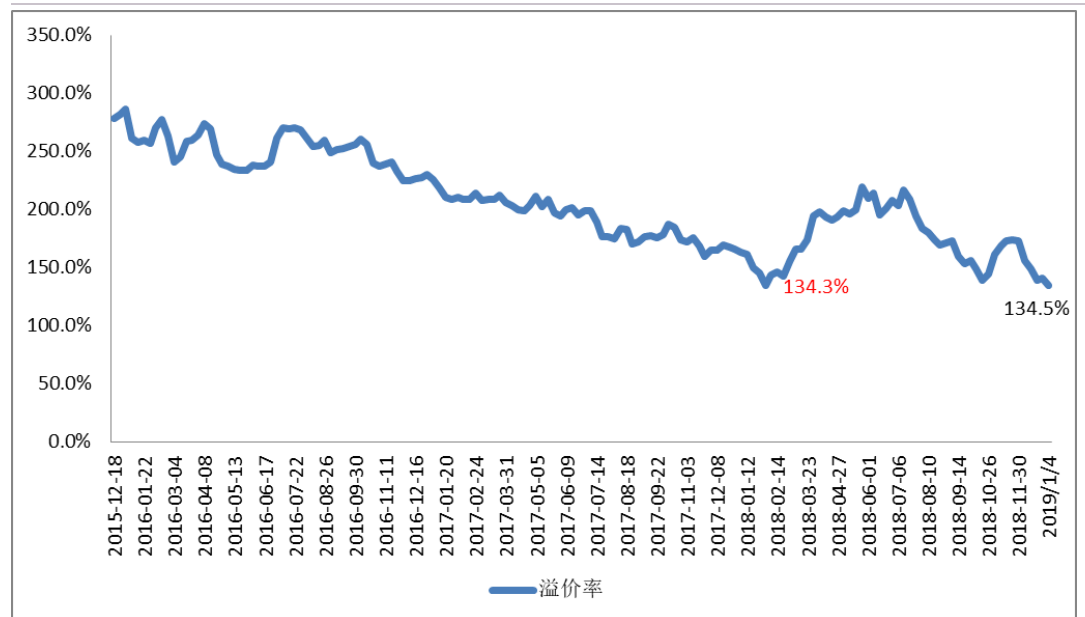


图表7：医药生物（SW）与其他行业估值比较



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表8：近四年医药生物（SW）相对沪深 300 PE（TTM）溢价率



资料来源：Wind，联讯证券研究院

## 二、重要行业政策和动态、公司公告

### （一）行业重要政策、新闻

#### 1、广州发布 GPO 首批谈判目录（广州人社局）

广州发布 GPO 采购首批谈判目录，首批谈判品种限定上年度采购金额前 20 名的药品，宣告广州 GPO 采购正式从政策铺垫期进入实际操作期。谈判目录还包括人血白蛋白、重组人凝血因子等血液制品，前期表现较强的血制品行业也出现大跌。



## （二）公司重要公告

### 1、智飞生物（300122）公告 2018 年全年业绩预告：同比上升 223%-252%。

公司发布 2018 年度业绩预告,预计 2018 年实现归母净利润 13.96-15.22 亿元,比上年同期上升 223%-252%。预计第四季度单季度预计实现归母净利润 3.10-4.35 亿元,同比增长 110.60%-195.85%，第四季度继续保持较快增长。2018 年全年核心品种批签发较为顺利，AC-Hib 三联苗批签发约 643 万支，4 价 HPV 疫苗批签发 380 万支，9 价 HPV 疫苗批签发 121 万支，五价轮状病毒疫苗批签发 79 万支。

### 2、泰格医药（300347）公告 2018 年全年业绩预告：同比上升 49.5%~66.1%。

2018 Q4 扣非后归属母公司股东净利率约为 1.1 亿元，同比增长 57.78%，环比 Q3 单季度大幅提升 48.12%；全年非经常性损益金额预计为 9,000 万元-11,000 万元，其中第四季度实现非经常性损益约 4,600 万元；另外北医仁智有计提商誉减值风险。

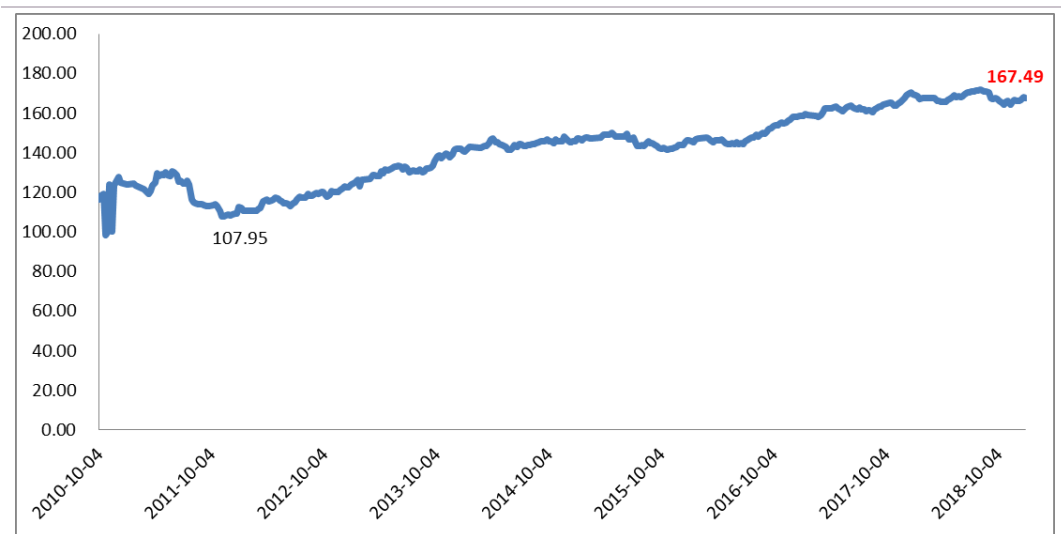
## 三、医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪

### （一）中药材价格指数跟踪：持续缓步上升，中成药成本端受压

据商务部发布的中国成都中药材价格指数，中药材价格指数去年末为 167.49 点，相较 11 月份略有上涨，**总体上看，中药材价格指数从 2011 年开始持续走高**，从低位以来涨幅约 55%。目前维持在历史高位附近。部分中药材价格涨幅明显。据中药材天地网的数据显示，近年来部分中药材价格暴涨，一些中药材品种的价格，仅 2017 年年底，就已经翻了好几倍，如作为消渴丸的主要原料玉米须涨幅超过 500%，山茱萸从 2 月的 27 元/千克，12 月已涨到 50 元；蝉蜕年初的 270 元/千克 8 月已涨到 420 元。中药材周期有“五年一小涨，十年一大涨”，预计 2019 年中药材价格继续稳中上涨。

我们注意到 2018 年前三季度中药子行业营收和扣非归母利润分别同比增长 25.8%和 13.2%，扣非后的核心归母净利润增速从 2016 年见低点后，缓慢回升，增速低于营收，我们认为中药材原材料的持续上涨对中成药利润端带来一定压力，是其原因之一。

图表9： 商务部中国成都中药材价格指数（数据截止 2018/12/31）



资料来源：商务部，联讯证券研究院





## （二）主要原料药（维生素）价格跟踪

维生素原料药行业整体产能过剩，细分品种寡头竞争市场格局明显；下游需求以饲用为主，由于添加量较少，维生素添加剂在饲料中成本占比 1-2%，单个品种成本占比就更微乎其微，下游客户对单个产品涨价不敏感。

**维生素价格周期波动来源于生产端。**寡头竞争格局决定一旦某个企业因各种原因（环保、检修、事故等）停产减产，细分品种供给端将明显收缩，品种市场报价急剧上涨；但产能过剩压制价格长期维持高位，其他企业增长或停产减产因素消除后，供应恢复，价格下降恢复到正常水平；因此，维生素原料药价格周期波动明显。近年来，环保政策持续收紧，中央和地方环保督查和安全检查等监管频频，我们跟踪主要几种维生素市场报价走势。

目前（1月4日），维生素价格指数为 165.3，基本接近去年 10 月份水平，较去年 12 月初高点（191.0）回落约 14%；具体细分品种方面，泛酸钙市场报价涨幅明显，从 10 月初 70-80 元/kg 大幅上涨至目前 185 元/kg，涨幅约 146.67%；维生素 A 较十月低点上涨 77.78%，叶酸上涨 22.5%，维生素 E 上涨 19.12%，其他维生素品种也有不等涨跌幅，维生素 D3 价格仍处历史高位，本轮维生素价格上涨将为原料药行业带来交易性机会。

**图表 10： 主要维生素品种近期市场报价及区间涨幅（数据截止 2019/1/5）**

| 维生素品种    | 10 月初 | 2019-1-04 | 区间涨幅    |
|----------|-------|-----------|---------|
| VB5（泛酸钙） | 75.0  | 185.0     | 146.67% |
| VA       | 247.5 | 440.0     | 77.78%  |
| 叶酸       | 200.0 | 245.0     | 22.50%  |
| VE       | 34.0  | 40.5      | 19.12%  |
| VB2      | 157.5 | 175.0     | 11.11%  |
| VC       | 33.0  | 30.5      | -7.58%  |
| VD3      | 385.0 | 340.0     | -11.69% |
| VB6      | 245.0 | 190.0     | -22.45% |
| VB12     | 360.0 | 270.0     | -25.00% |

数据来源：Wind，联讯证券研究院

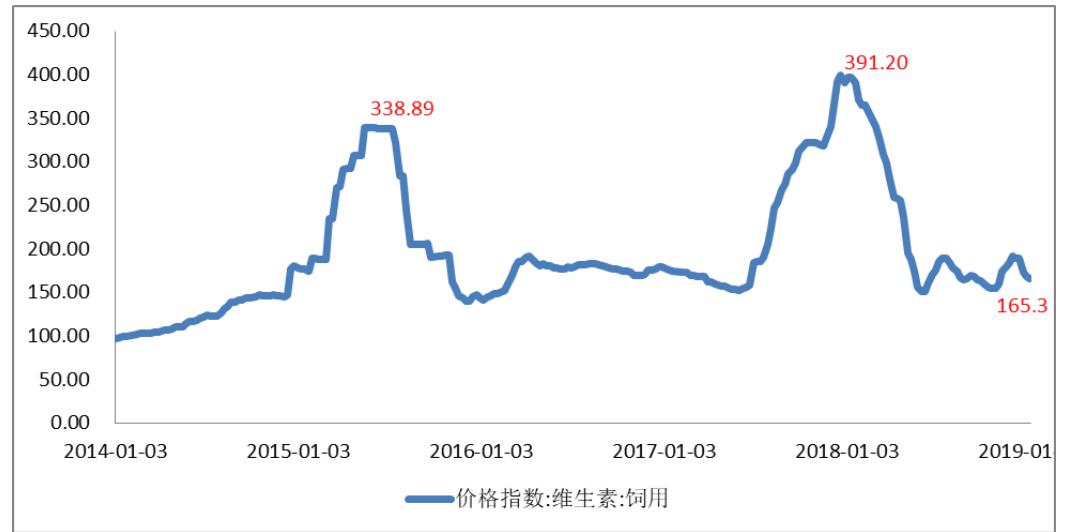
A 股代表企业（优势品种）分别有：亿帆医药（泛酸钙）、花园生物（维生素 D3）、广济药业（维生素 B2）、新和成（维生素 A、维生素 E），优先推荐亿帆医药（泛酸钙）。

**亿帆医药**是泛酸钙（VB5）龙头。世界 VB5 市场呈高度寡头垄断格局，全球仅 5 家生产企业，亿帆鑫富（亿帆医药旗下子公司）、山东新发、山东华辰、帝斯曼、巴斯夫等五家。亿帆鑫富是 VB5（泛酸钙）龙头，VB5 产能为 8000 吨左右，占全球总产能 40%左右，山东新发 6000 吨左右，山东华辰 3000 吨左右，巴斯夫和 DSM 产能均在 2400 吨左右。另国内还有兄弟科技（002562）一期 5000 吨 VB5 产能新投产。

公司维生素 B5 系列产品主要生产基地在浙江杭州临安，安徽安庆鑫富和重庆鑫富主要为 VB5 生产配套原材料和辅料；产品主要以海外销售为主，出口比例约占 70%。

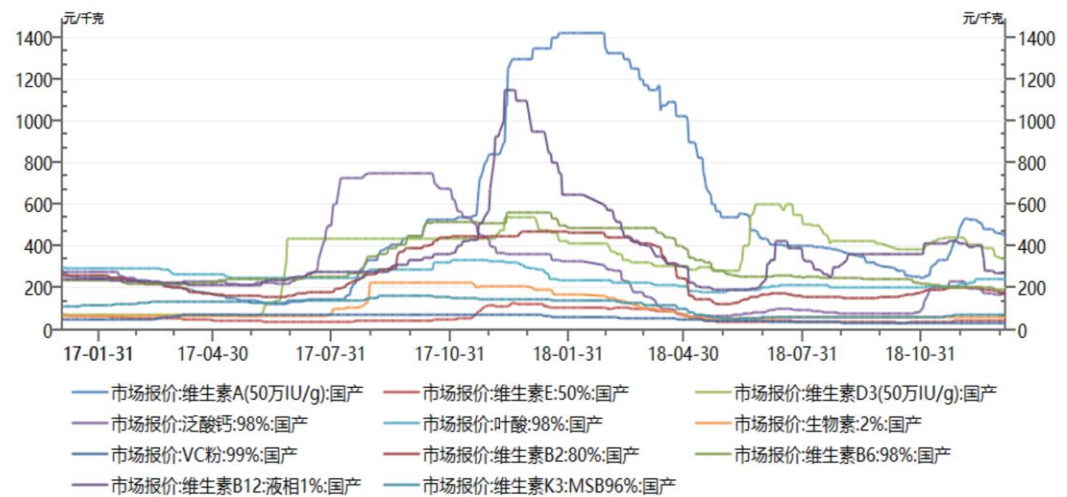


图表11: 近5年来饲用维生素价格指数(2014年-至今)



资料来源: 商务部, 联讯证券研究院

图表12: 主要维生素品种市场报价走势(2017.1.1-至今)



资料来源: 商务部, Wind, 联讯证券研究院

#### 四、联讯医药周观点

##### 本周观点: 药价下降预期下, 继续躲在避风港还是选择卧倒“弹坑”中

新年伊始, 广州发布 GPO 采购首批谈判目录, 首批谈判品种限定上年度采购金额前 20 名的药品, 宣告广州 GPO 采购正式从政策铺垫期进入实际操作期。继 12 月国家医保局“4+7”城市带量采购政策正式落地后, 广州集采首批谈判目录出台再次绷紧“降价”神经, 上周医药行业整体表现持续羸弱, 由于谈判目录还包括人血白蛋白、重组人凝血因子等血液制品, 前期表现较强的血制品行业也出现大跌。

我们在 2019 年投资策略中提到“重点关注景气赛道”, 主要在于非药的医疗器械(非耗材器械)、医疗服务方面, 另外政策免疫较强的生物制品和创新药也值得关注; 经过一个多月以来的持续政策(如带量采购、辅助用药目录、广州 GPO 等)压制, 一些前期医



药龙头白马出现相对 12 月初高点 30%-40% 的回调，部分甚至近 50%（如乐普医疗区间最大跌幅-46%），估值大部分回落到 20 倍左右，在短时间（一个月）内炸出一个政策“深坑”；在降价预期长期存在前提下，继续躲在避风港（景气赛道）还是选择“弹坑”（受政策影响短期跌幅巨大的个股），是个难题！

图表 13：医药生物龙头白马股区间跌幅一览

| 股票代码      | 公司简称 | 总市值（亿元） | 区间跌幅（12 月以来） | 近三年营收 CAGR | 近三年利润 CAGR | PE (TTM) | PS (LYR) | PB (LF) |
|-----------|------|---------|--------------|------------|------------|----------|----------|---------|
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 2,001.2 | -17.0%       | 22.9%      | 28.5%      | 52.65    | 14.46    | 10.79   |
| 600196.SH | 复星医药 | 538.9   | -21.8%       | 15.5%      | 13.9%      | 19.93    | 3.01     | 1.96    |
| 601607.SH | 上海医药 | 446.8   | -17.4%       | 12.3%      | 10.8%      | 11.30    | 0.36     | 1.23    |
| 000963.SZ | 华东医药 | 372.0   | -25.3%       | 13.7%      | 33.0%      | 17.72    | 1.34     | 3.91    |
| 300003.SZ | 乐普医疗 | 345.3   | -38.1%       | 39.6%      | 28.6%      | 26.47    | 7.61     | 5.09    |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 290.8   | -17.2%       | 24.0%      | 15.1%      | 30.25    | 12.28    | 5.65    |
| 002422.SZ | 科伦药业 | 289.6   | -16.8%       | 12.5%      | -9.3%      | 20.90    | 2.53     | 2.29    |
| 600535.SH | 天士力  | 264.7   | -16.9%       | 8.6%       | 0.2%       | 16.47    | 1.64     | 2.55    |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 260.6   | -12.2%       | 22.5%      | 14.4%      | 12.88    | 3.54     | 2.49    |
| 600867.SH | 通化东宝 | 253.6   | -16.0%       | 20.6%      | 44.1%      | 28.97    | 9.96     | 5.55    |
| 600566.SH | 济川药业 | 249.7   | -17.3%       | 23.6%      | 33.1%      | 15.37    | 4.43     | 5.00    |
| 002294.SZ | 信立泰  | 216.0   | -18.5%       | 12.9%      | 11.7%      | 14.33    | 5.20     | 3.39    |
| 002038.SZ | 双鹭药业 | 172.7   | -15.4%       | 0.0%       | -8.4%      | 25.58    | 13.90    | 3.87    |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 164.6   | -24.1%       | 15.4%      | 104.7%     | 16.03    | 2.11     | 1.68    |
| 600521.SH | 华海药业 | 131.7   | -23.2%       | 24.6%      | 34.0%      | 32.18    | 2.63     | 2.64    |
| 002019.SZ | 亿帆医药 | 126.7   | -16.0%       | 37.4%      | 76.4%      | 11.12    | 2.90     | 1.92    |
| 300558.SZ | 贝达药业 | 120.7   | -22.8%       | 13.4%      | -1.5%      | 59.74    | 11.76    | 5.58    |
| 002262.SZ | 恩华药业 | 88.6    | -25.8%       | 10.7%      | 20.9%      | 18.77    | 2.61     | 3.12    |
| 平均        |      |         |              |            |            | 23.93    | 5.68     | 3.82    |

资料来源：Wind，联讯证券研究院

医药龙头白马的下跌，主要是政策原因导致市场对未来几年公司 EPS 预期紊乱，医药生物尤其是药企估值锚在哪里？我们从中美医药企业估值对比发现，国际创新制药巨头 PE 估值区间在 20-30 倍，少数企业如吉利德科学由于市场担忧业绩依赖单一产品较大，长期以来 PE 估值仅有 10 倍左右，PS 估值一般在 4 倍左右。而典型仿制药企业业绩波动较大，一般不适合用 PE 估值，PS 估值水平在 1-2 倍。我国制药企业大部分仍以仿制药为主，但增速和利润率方面明显高于欧美仿制药企，制度红利及竞争格局赋予国内药企享受国际创新药巨头估值水平，PE 估值水平上，基本接近欧美创新药巨头，PS 估值水平除恒瑞医药、贝达药业仍明显高于同行外，其他药企 PS 估值回落到 2-4 倍，华东医药由于包含医药商业分部，PS 估值仅有 1.26 倍。

从政策推进进程方面看，当前 4+7 城市带量采购最终谈判成功品种数量仅 25 个，广州 GPO 首批谈判目录也只有 20 个，从品种数量，覆盖地区角度看，政策是逐渐推进，这也符合我国监管部门政策铺垫、试点先行的行政作风；但是，不可否认的是控费政策大方面是不变的，药价长期下降趋势已成定局。

我们从中美医药企业估值对比和当前政策落地执行进程考量出发，认为**中短期当前跌幅巨大的龙头白马值得配置**，存在一定估值修复机会，如并未受今年带量采购影响的华东医药，估值较低、分红率高的信立泰、丽珠集团，短期跌幅较大的乐普医疗；中长期看，药械降价是大方向，顶层设计不容置疑，不变的是降价方向，变的是政策全面铺



开的速度（品种、地区），中长期角度选择避风港仍是上佳之选。

图表14： 国内外医药企业估值对比

| 公司类别     | 公司代码    | 公司简称             | 总市值（亿美元） | 3年营收 CAGR | 3年利润 CAGR | PE (2017A)   | PS (TTM)    |
|----------|---------|------------------|----------|-----------|-----------|--------------|-------------|
| 全球创新药企巨头 | JNJ. N  | 强生公司             | 3,461.1  | 0.94      | -56.98    | 23.7         | 4.53        |
|          | PFE. N  | 辉瑞制药 (PFIZER)    | 2,523.2  | 1.94      | 32.62     | 22.0         | 4.80        |
|          | NVS. N  | 诺华制药             | 1,988.6  | -2.22     | -8.96     | 30.5         | 3.97        |
|          | MRK. N  | 默克集团 (MERCK)     | 1,986.9  | -1.70     | -41.44    | 53.9         | 4.95        |
|          | ABBV. N | 艾伯维 (ABBVIE)     | 1,386.7  | 12.23     | 44.11     | 23.3         | 4.91        |
|          | NVO. N  | 诺和诺德             | 1,151.8  | 7.94      | 12.92     | 22.1         | 6.43        |
|          | AMGN. O | 安进 (AMGEN)       | 1,240.5  | 4.43      | -27.34    | 15.4         | 5.43        |
|          | ABT. N  | 雅培制药 (ABBOTT)    | 1,270.4  | 10.60     | -40.67    | 47.2         | 4.64        |
|          | GSK. N  | 葛兰素史克            | 1,026.4  | 9.48      | -17.78    | 30.3         | 2.53        |
|          | LLY. N  | 礼来公司 (LILLY ELI) | 1,225.8  | 5.25      | -55.97    | 41.8         | 5.36        |
|          | GILD. O | 吉利德科学            | 809.2    | 1.60      | -27.41    | 8.1          | 3.10        |
|          | AZN. N  | 阿斯利康 (US)        | 961.8    | -5.41     | 34.51     | 23.2         | 4.28        |
|          | BMY. N  | 百时美施贵宝           | 848.4    | 9.37      | -20.50    | 23.7         | 4.08        |
|          | CELG. O | 新基医药 (CELGENE)   | 448.2    | 19.24     | 13.71     | 23.8         | 3.45        |
|          | 均值      |                  |          |           |           | <b>25.94</b> | <b>4.16</b> |
| 欧美典型仿制药企 | TEVA. N | 梯瓦制药             | 156.8    | 3.36      | 74.61     | 384.7        | 0.70        |
|          | MYL. O  | 迈兰实验室 (MYLAN)    | 141.3    | 15.54     | -9.19     | 26.1         | 1.19        |
|          | PRGO. N | 培瑞克 (PERRIGO)    | 52.6     | 5.84      | -29.84    | -9.4         | 1.06        |
|          | 均值      |                  |          |           |           | <b>133.8</b> | <b>0.98</b> |
| 国内主要药企   | 600276  | 恒瑞医药             | 1,942.3  | 22.91     | 28.51     | 52.65        | 12.33       |
|          | 002038  | 双鹭药业             | 169.9    | -0.02     | -8.44     | 25.58        | 8.55        |
|          | 300558  | 贝达药业             | 128.2    | 13.37     | -1.45     | 59.74        | 10.18       |
|          | 300003  | 乐普医疗             | 370.8    | 39.58     | 28.55     | 26.47        | 5.92        |
|          | 002294  | 信立泰              | 218.5    | 12.95     | 11.68     | 14.33        | 4.71        |
|          | 002020  | 京新药业             | 62.3     | 21.56     | 35.16     | 17.09        | 2.10        |
|          | 600521  | 华海药业             | 138.3    | 24.61     | 34.03     | 32.18        | 2.47        |
|          | 002422  | 科伦药业             | 297.3    | 12.54     | -9.26     | 20.90        | 1.84        |
|          | 000513  | 丽珠集团             | 168.0    | 15.45     | 104.75    | 16.03        | 2.03        |
|          | 000963  | 华东医药             | 385.8    | 13.67     | 32.98     | 17.72        | 1.26        |
|          | 均值      |                  |          |           |           | <b>28.27</b> | <b>5.14</b> |

资料来源：Wind，彭博，联讯证券研究院 备注：国内主要药企 PE 为 PE (TTM)

## 五、风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，维生素原料药价格大幅下跌，宏观经济风险。



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)