

国内医药市场增速将下滑至名义 GDP 附近, 存量时

代看新生突围

最近一年行业指数走势



投资要点:

- 本周对“4+7”的执行上非中标企业在脱标城市销售要在最低价基础上继续降价 10-30%，鼓励通过一致性评价、原研非专利药参与国家集采，越发严厉的政策告诉我们存量博弈时代到来。我们认为休克式降价不利于医药行业发展，但与民生等领域相比，降价除了打击某些利益集团外，民生一片欢腾。至于对医生医疗服务的补偿机制对医疗行业长期的影响，并不是眼下之疾。我们的研究思路要打翻了重来，新生事物将就此突围，树立新的王者。本周讲述新生事物——核医药领域。

联系信息

张文录

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

沈瑞

SAC 证书编号: S0160517040001

shenr@ctsec.com

王帅

wangshuai@ctsec.com

分析师

分析师

021-68592283

联系人

021-68592389

- 核药的国际市场趋势: 肿瘤伴随诊断+治疗, 放射性诊断

放射药的用量是纳克、皮克级别的, 但作为体内放射性诊断和体内放疗, 在肿瘤和神经系统的诊断和治疗是长期向好的, 所以国际上过去三年发生五起大的并购事件。包括拜耳 21 亿美金收购 Algeta 获得前列腺癌去势骨转移药物氯化镭; 诺华 39 亿美金收购 NASDAQ 的 AAA 公司, 获得神经内分泌瘤治疗药物 Lu177+伴随诊断用药, 21 亿美金收购 NASDAQ 的 Endocyte 公司, 获得肿瘤与神经诊断用药等。

相关报告

- 1 《传处方药网售放开, 政策大环境有利但阻碍仍多: 医药生物行业周报》 2019-01-15
- 2 《A 股行情启动, 2019 不是医药大年需精选个股获得超额回报: 医药生物行业周报》 2019-01-07
- 3 《医药行业管控化不断加强, 控费难免: 医药生物行业周报》 2019-01-02

- 东诚的优势

第一, 国内现实的增长, 肿瘤诊断 (18F-FDG)、云克注射液在类风湿领域, 这两个产品维持业绩高速增长。市场从这点买的是公司五年业绩的高成长。第二, 核药房优势, 短半衰期药物进入中国绕不开核药房, 外资放射药进入中国, 一定是要和核药房公司合作。第三, 中美是核药的宝地, 欧洲发展最好, 但是按照治疗技术医院自己发展, 中美是按药品申报, 有专利的。最后, 美国核药占比医疗产业 1%, 我们占比 0.2%, 买东诚是买一个即将生起的产业。

- 风险提示: 政策波动风险、医保支付监管趋严风险

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (01.11)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002675	东诚药业	69.79	8.70	0.22	0.33	0.47	39.55	26.36	18.51	买入
002223	鱼跃医疗	211.52	21.10	0.59	0.75	0.92	35.76	28.13	22.93	买入
002773	康弘药业	253.25	37.60	0.96	1.17	1.53	39.17	32.14	24.58	买入
300725	药石科技	60.28	54.80	0.61	1.07	1.63	89.84	51.21	33.62	买入
600566	济川药业	282.33	34.65	1.50	2.05	2.59	23.10	16.90	13.38	买入
300595	欧普康视	84.19	37.52	0.67	0.95	1.33	56.00	39.49	28.21	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、医药生物漫谈 65 期：国内医药市场增速将下滑至名义 GDP 附近，存量时代看新生突围.....	3
1.1 核药的国际市场趋势：肿瘤伴随诊断+治疗，放射性诊断.....	3
1.2 东诚的优势.....	3
2、本周市场回顾.....	4
2.1 医药生物行业一周表现.....	4
2.2 子行业及个股一周表现.....	5
2.3 行业估值变化.....	6
3、重要报告摘要.....	6
3.1 深度报告：鱼跃医疗(002223)平台化布局，新一轮成长期有望开启.....	6
3.2 事件点评：贝达药业(300558) 最初的创新者，研发管线收获在 2019.....	6
3.3 年报点评：欧普康视(300595) 业绩符合预期，外延布局拓展.....	7
4、周新闻资讯.....	8
5、风险提示.....	8

图表目录

图 1：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较.....	4
图 2：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）.....	4
图 3：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）.....	5
图 4：2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）.....	6
表 1：重点公司投资评级.....	1
表 2：本周个股涨幅前十.....	5
表 3：本周个股跌幅前十.....	5

1、医药生物漫谈 65 期：国内医药市场增速将下滑至名义 GDP 附近， 存量时代看新生突围

本周对“4+7”的执行上非中标企业在脱标城市销售要在最低价基础上继续降价 10-30%，鼓励通过一致性评价、原研非专利药参与国家集采，越发严厉的政策告诉我们存量博弈时代到来。我们老龄化刚刚到来，占比世界 19%的人口，药品占比全球市场已经达到 20%，中国不走美国模式，是日本模式，继续大幅向上的空间已经封闭。我们认为休克式降价不利于医药行业发展，但与民生等领域相比，降价除了打击某些利益集团外，民生一片欢腾。至于对医生医疗服务的补偿机制对医疗行业长期的影响，并不是眼下之疾。降价也并未对创新产生丝毫影响，我们有好的人才引进、投融资机制，可以打翻了重来。我们的研究思路也要打翻了重来，曾经辉煌的企业各种光环，营销实力强、政府公关强，无非是有一个好的仿制药或者独家品种，没有了这些其他的也不复存在。新生事物将就此突围，树立新的王者。本周讲述新生事物——核医药领域。

1.1 核药的国际市场趋势：肿瘤伴随诊断+治疗，放射性诊断

放射药的用量是纳克、皮克级别的，但作为体内放射性诊断和体内放疗，在肿瘤和神经系统的诊断和治疗是长期向好的，所以国际上过去三年发生五起大的并购事件。包括拜耳 21 亿美金收购 Algeta 获得前列腺癌去势骨转移药物氯化镭；诺华 39 亿美金收购 NASDAQ 的 AAA 公司，获得神经内分泌瘤治疗药物 Lu177+伴随诊断用药，21 亿美金收购 NASDAQ 的 Endocyte 公司，获得肿瘤与神经诊断用药；波士顿医学 42 亿美金收购英国伦交所的 BTG 公司，获得肝癌钇-90 治疗微球；包括远大医药 17 亿美金收购澳大利亚交易所的 Sirtex，肝癌钇-90 治疗微球。

1.2 东诚的优势

第一，国内现实的增长，肿瘤诊断（18F-FDG）、云克注射液在类风湿领域，这两个产品维持业绩高速增长。市场从这点买的是公司五年业绩的高成长。第二，核药房优势，短半衰期药物进入中国绕不开核药房，诺华等外资放射药进入中国，一定是要和核药房公司合作。第三，中美是核药的宝地，欧洲发展最好，但是按照治疗技术医院自己发展，中美是按药品申报，有专利的。所以，铼-188、国产钇-90 微球和碳 14 等项目都在公司的梯队中。最后，美国核药占比医疗产业 1%，我们占比 0.2%，买东诚是买一个即将生起的产业。

推荐：化学药品重点推荐东诚药业、技术积累有望多个产品报产获批的贝达药业等，儿童用药的济川药业；。生物药增速快、受带量采购影响小，推荐长春高新和康弘药业等。医疗设备重点推荐家用消费型医疗器械鱼跃医疗，显著受益于老龄化，受消费大环境影响小，有望利润与估值戴维斯双击；其他医疗设备推荐理邦仪器等；高值医疗耗材推荐欧普康视和凯利泰等。医疗服务选择小而精、行业景气度高的昭衍新药和药石科技等。

2、本周市场回顾

2.1 医药生物行业一周表现

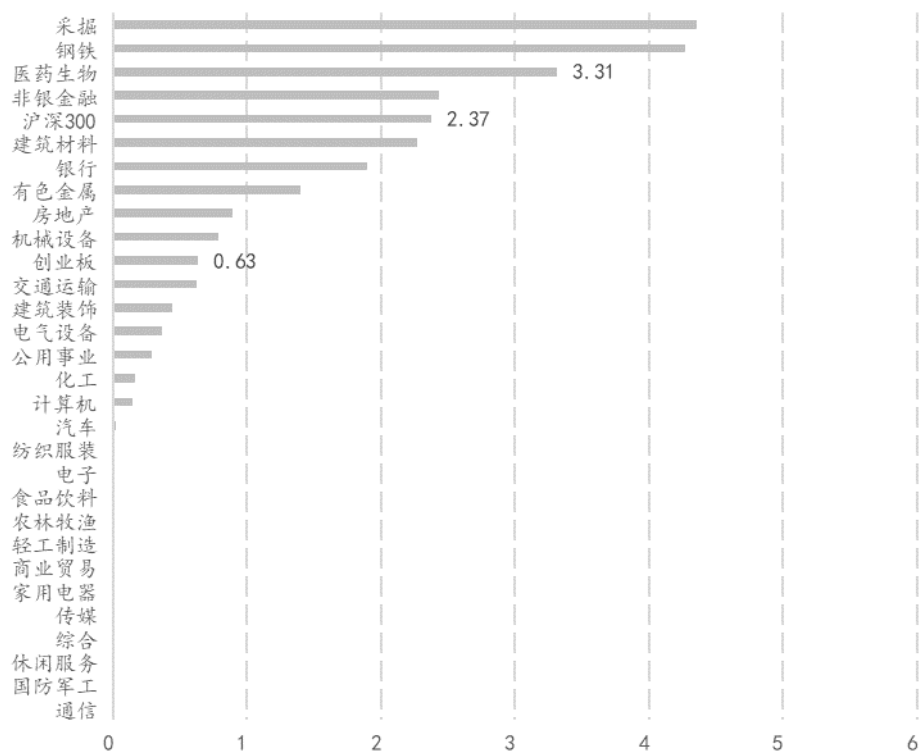
本周沪深 300 指数上涨 2.37%、创业板指上涨 0.63%。各行业板块均有一定程度上涨，采掘 (+4.35%)、钢铁 (+4.27%)、医药生物 (+3.31%) 表现相对较好，医药生物 (+3.31%) 涨跌幅在 28 个子行业中排在第 3 位。

图 1：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较



数据来源：wind，财通证券研究所

图 2：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）

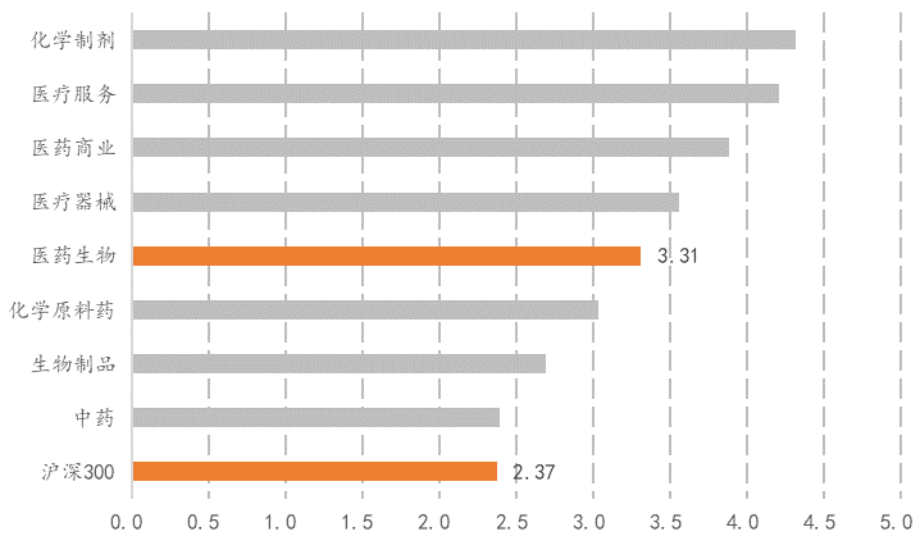


数据来源：wind，财通证券研究所

2.2 子行业及个股一周表现

医药生物子行业各板块表现全面上涨，化学制剂(+4.31%)、医疗服务(+4.20%)、医药商业(+3.88%)、医疗器械(+3.56%)、医疗生物(+3.31%)、化学原料药(+3.03%)、生物制品(+2.69%)、中药(+2.39%)表现相对较好，有所上涨。

图 3：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

个股方面，天宇股份(+13.76%)、乐普医疗(+13.70%)、恩华药业(+11.43%)涨幅居前；*ST 长生(-14.47%)、亚太药业(-12.07%)、欧普康视(-6.64%)相对表现不佳。

表 2：本周个股涨幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
300702.SZ	天宇股份	13.76
300003.SZ	乐普医疗	13.70
002262.SZ	恩华药业	11.43
002737.SZ	葵花药业	11.42
300705.SZ	九典制药	10.59
000963.SZ	华东医药	10.04
600521.SH	华海药业	9.77
603707.SH	健友股份	9.75
300347.SZ	泰格医药	9.35
603538.SH	美诺华	9.00

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 3：本周个股跌幅前十

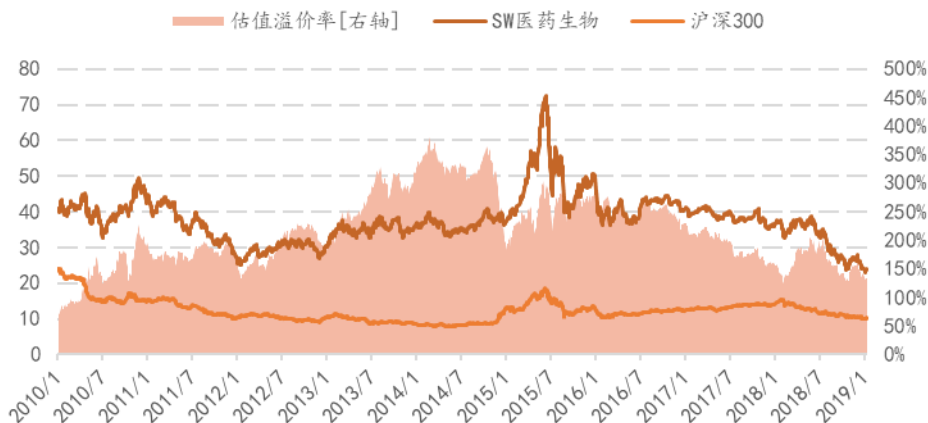
股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
002680.SZ	*ST 长生	-14.47
002370.SZ	亚太药业	-12.07
300595.SZ	欧普康视	-6.64
000590.SZ	启迪古汉	-5.47
002907.SZ	华森制药	-5.16
002219.SZ	恒康医疗	-4.99
002118.SZ	紫鑫药业	-4.75
300601.SZ	康泰生物	-4.73
603987.SH	康德莱	-3.99
000403.SZ	振兴生化	-3.98

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 行业估值变化

上周医药生物板块估值为 24.61，低于 2010 年至今估值均值 37.79。相对沪深 300 估值溢价率为 134.00%。

图 4：2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

3、重要报告摘要

3.1 深度报告：鱼跃医疗(002223)平台化布局，新一轮成长期有望开启

- **事件：**近日，商务部发布关于《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知

- **专注于家用医疗，长期受益老龄化+慢性病**

受益于慢性病患者以及老龄化人群持续增长，家用医疗行业市场规模持续扩容，近几年保持 20% 左右的稳健增长，预计未来几年仍将保持较快增速。我们认为，鱼跃医疗深耕家用医疗近二十年，作为国内家用医疗领域的龙头企业，将持续受益老龄化+慢性病带来的市场红利，公司长期发展空间广阔。

- **“产品+品牌+渠道”平台优势显著，临床业务整合进入兑现期**

公司家用产品线丰富，拥有高血压、糖尿病、呼吸疾病和家庭康复等领域的多个大品种。公司构建的“产品+品牌+渠道”平台，竞争优势显著，相比于同行业公司，盈利能力更加稳健，市场竞争力更为突出。临床业务目前正处于资源整合期，上械受限于技术改造和产能不足等因素，盈利能力表现较差，中优受限于产能不足，业绩增速受到压制。我们认为，公司临床资源较为优质，细分产品处于行业领先地位，盈利能力提升空间较大，预计随着 2019 年整合措施持续落地，业绩有望加速释放。

- **业绩有望迎来新一轮增长，估值处于相对安全边际**

经过前期外延并购带来的高增长后，公司发展进入了相对平稳期。但是经过近两年的调整，公司家用医疗业务在保持电商业务高速增长的前提下，线下增速开始恢复，板块整体收入有望继续保持稳健增长。同时，临床板块经过前期整合，业绩释放业务加速，公司整体将迎来新一轮成长期。另一方面，公司估值经过前期的持续消化，目前已处于历史低位，相比于同行业公司估值优势显现，预计 2019 年、2020 年估值仅为 23 倍、18 倍，安全边际相对较高。

- **投资建议和估值预测**

我们预计，2018 年至 2020 年公司归母净利润分别为 7.49 亿、9.25 亿、11.62 亿元，同比增长 26.4%、23.6%、25.6%，对应估值分别为 28、23、18 倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**制氧机等老产品增速大幅下滑；睡眠呼吸机等新品放量不及预期。

3.2 事件点评：贝达药业(300558) 最初的创新者，研发管线收获在 2019

- **自主研发+并购引进，研发管线在 2019 年进入收获季**

通过自主研发、产品引进、并购等多种方式，贝达研发管线储备了 30 多个创新药，其中恩莎替尼、帕妥木单抗有望 2019 年上市，贝伐单抗生物类似药、vorolanib 预计 2019 年报产。恩莎替尼是贝达与其控股的美国 Xcovery 公司共同开发，作为第二代 ALK 抑制剂，将进一步强化公司在非小细胞肺癌领域的竞争优势；恩莎替尼作为二代克服了一代的耐药问题临床效果更佳，20 亿销售额可期。帕妥木单抗是安进的原研产品，目前帕妥木单抗在中国申报工作已经重启，作为化疗无效的野生型 KRAS 转移性结直肠癌的一线药物，2017 年其全球销售额约 8 亿美金。Vorolanib 是贝达收购卡南吉的产品，肾癌二线用药预计 2019 年报产，与君实 PD-1 联用在黑色素瘤预计 1 期做完直接上 3 期大临床，其在眼科适应症领域 2 期临床进行中，用药方案尚在摸索。

● “基药+医保”双目录，埃克替尼或迎来二次放量

2017 年国内 EGFR-TKIs 药物销售总额约 35 亿元，埃克替尼约占 30% 的市场份额。一代 EGFR-TKIs 埃克替尼、吉非替尼、厄洛替尼均在 2017 年被纳入医保目录，且埃克替尼、吉非替尼 2018 年纳入基药目录，易瑞沙降价前，原研日均价格均处于 200 元/天的范围。4+7 集采阿斯利康的吉非替尼降价到 55 元/天的日均价格，虽然总费用上埃克替尼与吉非替尼相差较大，但在实际临床使用中患者自费仅需 20% 左右的金额，患者自费额相差较小。由于药物医保报销全面落地存在一定的滞后性，埃克替尼医保谈判降价后尚未实现“量价挂钩”和销售收入的大幅增长，2018 年上半年“以价换量”效果初显，目前在医保全面落实情况下，埃克替尼将迎来二次放量。

● 抗肿瘤平台成型，国际化的创新药企业

贝达作为国内稀缺的创新药标的，从小分子靶向到大分子生物药全面发展，研发管线储备丰富；销售团队市场推广能力强大。从自主研发到并购引进，国际化的抗肿瘤平台成型。预计 2018-2020 年归母净利润 2.23/3.07/3.99 亿元，EPS 为 0.56/0.77/0.99 元，对应 PE 为 57/42/32 倍，维持“买入”的投资评级。

● 风险提示：新药研发进度不及预期、埃克替尼销售不及预期

3.3 年报点评：欧普康视(300595) 业绩符合预期，外延布局拓展

● 公司发布业绩预告，归母净利润 1.96-2.26 亿（+30-50%），非经常性损益 2650 万元，扣非净利润 1.7-2.0 亿（+25.9-48%）

归母净利润中位数为 2.11 亿（+40%），较前三季度下降近 7pp，扣非净利润中位数 1.845 亿（36.7%），较前三季度下降 3pp。如果考虑限制性股票费用 1050 万元，扣非增速 40%，较前三季度考虑股票费用扣非增速下降 7pp。从单季度来看，四季度归母、扣非、调整后扣非增速分别为 20%、26%、20%，较三季度下降 31/26/36pp，波动较大，归母、调整后扣非增速为近两年低点，部分受去年同期高基数影响。

总体来看，公司之前三季报表现非常突出，全年扣非增速 40% 较前三季度稍有回落但仍表现挺好，较上半年增速持平，仍为近五年高位。主要原因除了主打产品梦戴维增速仍然保持 33% 左右高速增长，增长提升主要来自公司不断并购销售渠道公司，2018 年中报相对 2017 年中报，控股子公司从 12 个增加到 38 个。另外新产品 dreamvision 价格较高推动替代升级。我们预计新渠道和新产品成为业绩增长的两大新动力，未来仍可保持 40% 左右的业绩增长。

● 收购阳光医疗股权拓展布局医疗器械

公司拟投资 1600 万，持有阳光医疗约 16% 的股权，约 20 倍 PE，之前与阳光医疗、博奥经典合资成立安徽博奥基因检测。另外公司也成立星瞳医疗进行新生儿眼疾筛查工作。公司设有安徽

医疗器械创新基地，最外圈外延包括医疗器械领域，侧重检测，基因检测也与眼科疾病有一定关系。

- **风险提示：**行业竞争加剧，对外贸易风险

4、周新闻资讯

1月14日，国家执业药师资格认证中心消息称，贯彻落实“十三五”规划积极推进执业药师能力与学历提升工程。

11月14日，中央全面深化改革委员会审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，要求探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制，降低群众药费负担，规范药品流通秩序，提高群众用药安全。按照工作部署，联合采购办公室于12月6日完成31个品种采购议价工作，目前正在推动11个城市落地实施。

11月16日，国家药品监督管理局在《化妆品监督管理常见问题解答》明确指出，不但是我国，世界大多数的国家在法规层面均不存在“化妆品”的概念。

1月18日，国家中医药管理局、科技部、工业和信息化部、国家卫生健康委员会联合印发《关于加强中医医疗器械科技创新的指导意见》，以加强中医医疗器械科技创新，提升中医医疗器械产业创新能力。

5、风险提示

商誉减值风险、政策波动风险、医保支付监管趋严风险

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。