

投资评级:中性(维持)

## 医药生物行业周报

医药生物

证券研究报告

行业周报

行业研究

财通证券研究所

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

张文录

分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

沈瑞

分析师

SAC 证书编号: S0160517040001

shenr@ctsec.com

王帅

联系人

wangshuai@ctsec.com

021-68592389

## 相关报告

1 《资金将继续推动大幅反弹:医药生物行业周报》 2019-02-18

2 《谈谈我们对鱼跃医疗的认知:医药生物行业周报》 2019-01-28

3 《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:医药生物行业周报》 2019-01-21

## 融资放松中美缓和为 CRO 领域锦上添花

投资要点:

## ● 政策宽松促进一级市场新药投融资

1 月社融数据大超预期,从一级市场交流了解的情况看,去年融资很难而今年开年后情况明显好转。周末政治局集体学习,大领导强调了金融的重要性和金融促进发展的重要性,提出要适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势,反映出对于新兴产业投融资的支持。因此政策放松和资金面宽松必然会大幅改善新药研发一级市场投融资。

## ● 中美贸易谈判缓和促进科技创新交流

从中美最新贸易谈判来看,双方关系和缓的可能性较大,对科技领域的封锁的减缓有很大好处。中美研发交流的放开对于新药研发领域长期来看有明显的带动作用。

## ● 带量采购来势迅猛不改创新主要驱动力

投资者比较担心带量采购的对仿制药企业利润的打压,影响仿制药企业创新研发的投入。我们觉得影响肯定是有,而且年前路演已经提到带量采购的政策可能会推进的较为迅猛。(分析见正文)但另一方面,目前大量的医药创新研发都是小药企完成的,很多都是靠融资来支持研发,而且小药企由于自身往往专长于研发某个领域,更加需要一体化的大的平台的支持,更加需要 CRO 企业支持。带量采购对国内药企也有个置之死地而后生的作用。创新是企业特别是制药企业的生命线。

## ● 任重道远研海无涯空间巨大,看好 CRO 大平台企业及各细分领域 CRO

## ● 重点推荐:

化学药,东诚药业、金城医药等;生物药推荐长春高新和康弘药业等;医疗器械重点推荐鱼跃医疗、欧普康视和凯利泰等;医疗服务选择昭衍新药和药石科技等。

## ● 风险提示:医保控费加剧;带量采购范围迅速扩大。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (02.22)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000661	长春高新	384.54	226.05	3.89	5.71	7.46	58.11	39.59	30.30	买入
002773	康弘药业	263.22	39.08	0.96	1.17	1.53	40.71	33.40	25.54	买入
002223	鱼跃医疗	216.43	21.59	0.59	0.72	0.91	36.59	29.99	23.73	买入
300233	金城医药	57.83	14.71	0.73	0.77	1.41	20.15	19.10	10.43	买入
300725	药石科技	83.67	76.06	0.61	1.20	1.76	124.69	63.38	43.22	买入
603127	昭衍新药	68.86	59.88	0.66	0.95	1.44	90.73	63.03	41.58	买入
002675	东诚药业	82.47	10.28	0.22	0.35	0.49	46.73	29.37	20.98	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 68 期：融资放松中美缓和为 CRO 领域锦上添花.....	3
1.1 政策宽松促进一级市场新药投融资.....	3
1.2 中美贸易谈判缓和促进科技创新交流.....	3
1.3 带量采购来势迅猛不改创新主要驱动力.....	3
1.4 任重道远研海无涯空间巨大.....	3
1.5 看好 CRO 大平台企业及各细分领域 CRO.....	4
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 跟踪简报：昭衍新药（603127）高景气下产能大幅释放.....	6
3.2 年报点评：恒瑞医药（600276）业绩符合预期，创新驱动发展.....	7
3.3 年报点评：东诚药业（002675）拉动增长的三驾马车未来动力强劲.....	8
4、周新闻资讯.....	8
5、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：2017 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：%）.....	5
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.....	6
表 3：本周个股跌幅前十.....	6

## 1、医药生物漫谈 68 期：融资放松中美缓和为 CRO 领域锦上添花

### 1.1 政策宽松促进一级市场新药投融资

1 月社融数据大超预期，反映出政策转向后对实体及民营经济融资大幅增加。从一级市场交流了解的情况看，去年融资很难而今年开年后情况明显好转。去年投资者普遍担心一级市场新药投融资热度不足影响医药研发进而影响 CRO 公司的发展。

周末政治局集体学习，大领导强调金融是国家核心竞争力，金融要为实体经济服务，强调了金融的重要性和金融促进发展的重要性，保增长也是防风险。另外金融领域的供给侧改革提出要适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，选择那些符合国家产业发展方向，主要技术先进的企业。反映出对于新兴产业股权投资的支持。因此政策放松和资金面宽松必然会惠及新药研发一级市场投融资，预计今年这方面会有大幅改善。

### 1.2 中美贸易谈判缓和促进科技创新交流

从中美最新贸易谈判来看，双方关系和缓的可能性较大，对科技领域的封锁的减缓有很大好处。之前 CRO 企业调研也了解到一些压力，比如产品试剂的运送、人员的往来等。由于美国仍然是科技领域的领头羊，特别是在医药创新领域差距要比互联网通信等行业大很多，双方研发交流的放开对于新药研发领域长期来看有明显的带动作用。

### 1.3 带量采购来势迅猛不改创新主要驱动力

投资者比较担心带量采购的对仿制药企业利润的打压，影响仿制药企业创新研发的投入。我们觉得影响肯定是有，而且年前路演已经提到带量采购的政策可能会推进的较为迅猛。一是中央对此有高度共识，从财政和民生两个角度着眼；二是近年来政策风格比较雷厉风行；三是政策管控实现三医联动，医保和医疗基本是公办，通过这两块来压上游的比较弱势的医药，是较为容易实现的。四是财政本身的紧张。造成的结果是医药企业也要部分地做点公益，药之大者，为国为民。但另一方面，目前大量的医药创新研发都是小药企完成的，很多都是靠融资来支持研发，药明康德的很多客户也都是小药企，受益于长尾效应。而且小药企由于自身往往专长于研发某个领域，更加需要一体化的大的平台的支持，更加需要 CRO 企业支持。

带量采购对国内药企也有个置之死地而后生的作用。从国际来看，创新药专利药的利润是跨国巨头的主要利润来源，而仿制药企业巨头利润相比创新药巨头差距明显。国际巨头药企每年投入研发的费用已经占到销售收入 20%，远高于其他新兴产业，可以看出创新是企业特别是制药企业的生命线。

### 1.4 任重道远研海无涯空间巨大

从目前研发疾病谱系来看，目前新药初步完成了心血管、糖尿病、COPD、类风湿性关节炎、艾滋病等大众疾病的慢性化控制，但仍有许多大众慢性病急缺治疗，包括肿瘤、肥胖、NASH、睡眠障碍、肝硬化、镇痛、阿尔兹海默等疾病，以及一些罕见病和衰老性疾病。这些疾病治疗难度更大，代谢类、衰老性疾病涉及较多靶点，未来新药研发难度进一步加大，特别是衰老性疾病这种是供给会创造出更多的需求，治好的病越多——活的越久——病越多——研发难度越大。目前平均一个 FDA 新药成本已经达到 20 亿美元，时间也大约 14 年，较之前增加延长了很多。长期来看创新研发的空间极大。

### 1.5 看好 CRO 大平台企业及各细分领域 CRO

CRO 主要分为药物发现、临床前、临床三个阶段。最为突出的药明康德，覆盖了几乎全部领域，实力强，规模大，增速较快，国际化程度高，多领域一条龙极大增强客户粘性，逐步打造新药研发生态圈。药石科技独步药物发现前段的分子砌块，以此为根基砌块供给研发各阶段产品制造实现业绩飞速增长。昭衍新药临床前安评龙头，订单高速增长，产能快速扩张。泰格临床 CRO 龙头，各项业务高速增长，投资收益较丰厚。另外康龙化成也覆盖了三阶段的多个领域，保持高速增长；量子生物除临床覆盖较全，侧重生物分析生物药开发。行业各细分龙头均表现较好。

## 2、本周市场回顾

### 2.1 医药生物行业一周表现

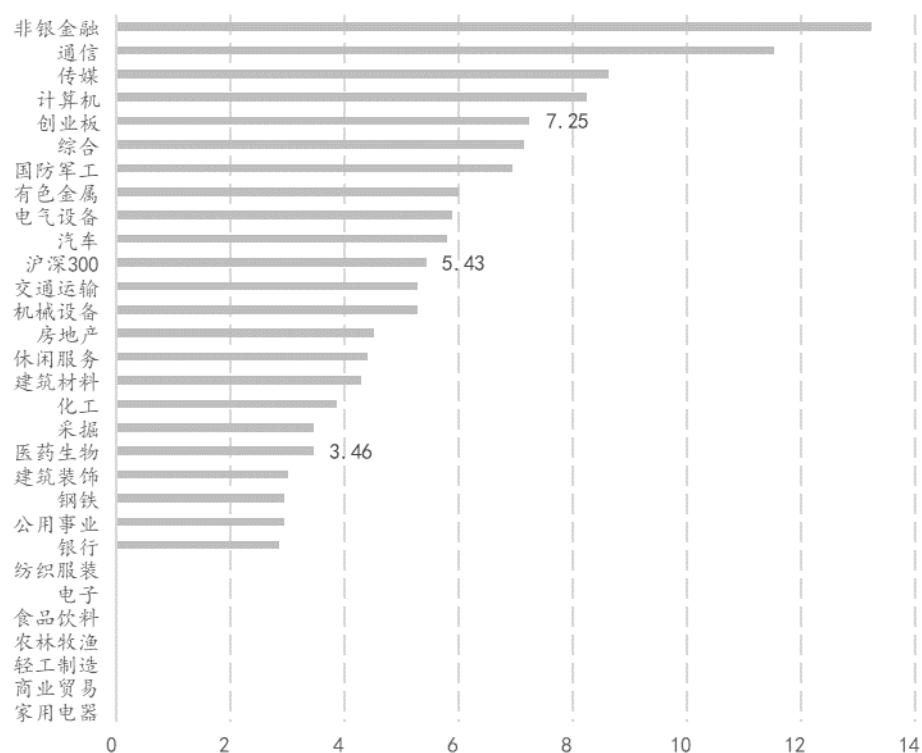
本周沪深 300 指数上涨 5.43%、创业板指上涨 7.25%。各行业板块均有所上涨，非银金融(+13.24%)、通信(+11.53%)、传媒(+8.64%)领涨，医药生物(+3.46%)涨跌幅在 28 个子行业中排在 16 位。

图 1：2017 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：%）

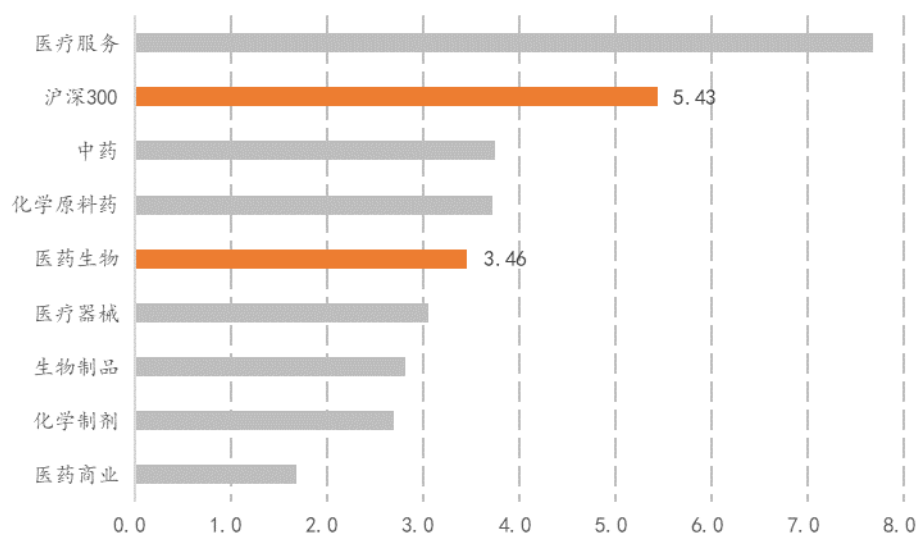


数据来源：wind, 财通证券研究所

## 2.2 子行业及个股一周表现

医药生物子行业各板块均表现良好，医疗服务 (+7.68%)、中药 (+3.75%)、化学原料药 (+3.72%)、医疗器械 (+3.05%)、生物制品 (+2.82%)、化学制剂 (+2.69%)、医药商业 (+1.68%) 均有所上涨。

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，紫鑫药业(+24.33%)、康恩贝(+24.25%)、金花股份(+21.77%)涨幅居前；\*ST 长生(-13.95%)、济川药业(-6.84%)、美诺华(-4.67%)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 (%)
002118.SZ	紫鑫药业	24.33
600572.SH	康恩贝	24.25
600080.SH	金花股份	21.77
002370.SZ	亚太药业	21.38
300314.SZ	戴维医疗	21.38
603896.SH	寿仙谷	19.20
000503.SZ	国新健康	17.11
002252.SZ	上海莱士	13.49
300633.SZ	开立医疗	12.99
300725.SZ	药石科技	12.73

数据来源：Wind，财通证券研究所

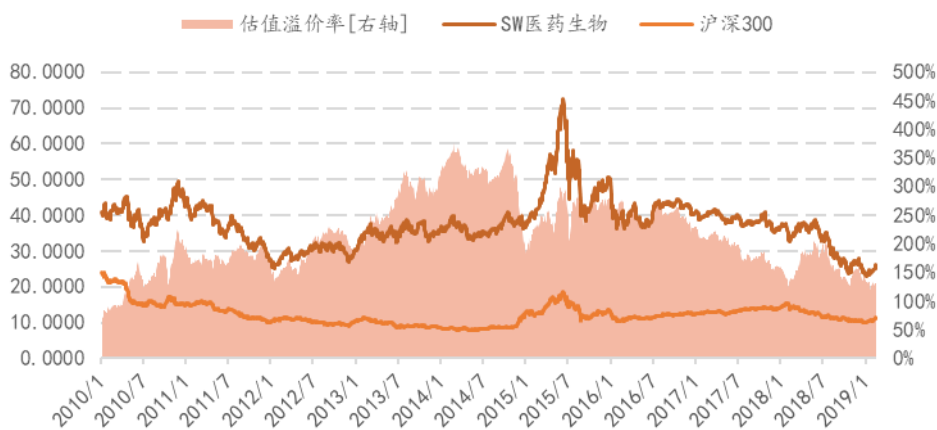
**表 3：本周个股跌幅前十**

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
002680.SZ	*ST 长生	-13.95
600566.SH	济川药业	-6.84
603538.SH	美诺华	-4.67
000963.SZ	华东医药	-3.21
300357.SZ	我武生物	-3.07
300702.SZ	天宇股份	-2.90
600085.SH	同仁堂	-2.57
002773.SZ	康弘药业	-2.54
600511.SH	国药股份	-2.40
300326.SZ	凯利泰	-2.23

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 26.47，低于 2010 年至今估值均值 37.65。相对沪深 300 估值溢价率为 130.87%。

**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 跟踪简报：昭衍新药 (603127) 高景气下产能大幅释放

- 公司 18 年业绩预告归母净利润中位数 1.09 亿 (+43%)，扣非净利润中位数 7745 万 (+37%)。业绩略超预期。

估计 18 年收入端增速在 35% 左右，大量项目收入在四季度确认，因此四季度最为关键。18 年

公司产能主要在年底投入，全年产能整体处于饱和状态。在需求端高景气度的拉动下，安排加班加点，取得了显著的业绩。

● **需求端景气度很高**

创新药新政后新药研发进入高速增长期。从公司订单来看，去年预计大约较前年同期增长 50%。从历史数据来看订单明显大于营业收入。从直接的先导性指标来看，三季度预付账款较去年同期增加 28%。

● **行业空间逐步放大**

CRO 领域受益于研发费用和外包比例的快速增长，药物临床前分析测试占 CRO 整体的 15%，安评在药物分析测试中约占三分之一，尽管目前行业整体空间仅 50 亿左右，但随着研发如火如荼推进会快速放大。

● **产能今明两年大幅释放**

2018 年中北京+苏州动物房约 18000 平方(不含检疫),2018 年底苏州新增动物房约 10000 平,另外检疫动物房 3000 平也会投入使用。

预计新动物房两年产能利用率能够用满,因此产能今明两年将得到大幅释放。未来如有需要产能可以进一步扩充。

● **公司业内竞争优势明显,毛利率高**

公司做了 20 多年,经验丰富,市占率约 25%。新进入者需要 5 年才能进入成熟状态。科研院所竞争力较弱。技术上相对查尔斯河差距不大,定价便宜 30-40%。

● **盈利预测与投资评级**

预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.95/1.44/2.16 元,对应 PE 为 62.7/41.4/27.5,给予公司“买入”评级。

● **风险提示:大型 CRO 进入竞争加剧**

### 3.2 年报点评:恒瑞医药(600276)业绩符合预期,创新驱动发展

● **事件**

公司发布 2018 年年报,报告期内实现营业收入 174.18 亿元(+25.89%),归母净利润 40.66 亿(+26.39%),扣非净利润 38.03 亿(+22.60%),EPS1.10 元,ROE22.07%;业绩符合预期。

● **研发投入持续增加,管线梯队布局有序**

2018 年公司研发投入再创新高达到 26.70 亿元,比上年增长 51.81%,研发投入占销售收入的比重达到 15.33%。2018 年是公司创新药大丰收的一年,2018.6 硫培非格司亭获批,2018.8 吡咯替尼以 2 期临床数据有条件批准上市;卡瑞利珠单抗、瑞马唑仑均已报产,有望于 2019Q1 获批上市。报告期内有 56 个创新药正在临床开发,从 3 期到 1 期管线梯队分布有序,BTK、CDK4/6、MEK1/2、PARP1/2 重磅产品靶点均有布局,创新药实现 combo 用药,卡瑞利珠单抗与阿帕替尼、贝伐单抗(BP102)联用试验实现协同效应,有利于组合药物的推广销售。(临床阶段产品详见表 2)。

● **4+7 积极应对,仿制药出口海外**

随着 4+7 集采政策的执行与各地根标,仿制药价格不断下降,公司积极推动一致性评价并加速制剂出口海外。公司在报告期内积极推动仿制药质量和疗效一致性评价工作,取得 3 个一致性评价批件,完成 10 种产品的 BE 工作,完成 15 种产品的一致性评价申报工作。重磅品种右美托咪定 4+7 集采中未有中标对 2019 年业绩影响不大,公司 2018 年该产品实现销量 1439 万支,而 4+7 集采量仅 134 万支,且公司在其他地区均已实现价格跟进。仿制药国际化方面,地氟烷、注射用塞替派、磺达肝癸钠注射液等在美国获批,碘克沙醇注射液在英国和荷兰获批,盐酸右美托咪定注射液在日本获批。

● **盈利预测及评级**

预计公司 2019-2021 年归母净利润 51.23/63.68/79.14 亿元,EPS 为 1.39/1.73/2.15 元,对应 PE 为 46/37/30 倍,维持“买入”的投资评级。

● **风险提示:新药研发进度不及预期,药品集采降价。**

### 3.3 年报点评：东诚药业（002675）拉动增长的三驾马车未来动力强劲

#### ● 业绩延续三季度高增长，未来三年增速动力强劲

2018 年公司营收 23 亿 (+46%)，其中以肝素和硫酸软骨素为主的原料药收入 9.28 亿 (+21%)，毛利率 25% (-1%)；以注射用那曲肝素钙粉针为主的制剂收入 4.51 亿 (+96%)、毛利率 80% (+8%)；核药收入 8.71 亿 (+48%)，毛利率 83% (-2%)。核药中，云克药业营收 3.93 亿，净利润 1.66 亿 (+18%)，预计净利润低于收入主要原因是部分员工社保转为企业编制所致；安迪科收入 2.98 亿，净利润 1.09 亿 (+36%)；东诚欣科（原 GMS）收入 2.56 亿 (+12%)，净利润 0.50 亿 (+20%)。整体归母净利润 2.80 亿 (+62%)，扣非后 2.79 亿 (+65%)，延续了三季度的高增长。全年经营活动净现金流 4.93 亿，大增 136%；EPS 0.37 元 (+51%)，ROE 7.73%，同比增加 1.64pp。进入 2019 年后，安迪科和注射用那曲肝素钙粉针有加速增长的动能，云克注射液将继续高增长，形成了东诚业绩增长的三驾马车。

#### ● 核药的国际市场趋势：肿瘤伴随诊断+治疗，放射性诊断

核药的用量是纳克、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，收购的全部为肿瘤伴随诊断和治疗用核药，交易金额在 19-42 亿美金不等。东诚的优势在于：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。

#### ● 投资建议

预计公司 2019-2021 年净利润 3.93/5.13/6.63 亿元，EPS 为 0.49/0.64/0.83 元，对应 PE 为 21/16/12 倍，给予 2019 年 35 倍估值，目标价 17.2 元，维持“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示：核药公司业绩增速低于预期

## 4、周新闻资讯

2 月 22 日消息，财政部发布关于罕见病药品增值税政策的通知，自 2019 年 3 月 1 日起，增值税一般纳税人生产销售和批发、零售罕见病药品，可选择按照简易办法依照 3% 征收率计算缴纳增值税。上述纳税人选择简易办法计算缴纳增值税后，36 个月内不得变更。自 2019 年 3 月 1 日起，对进口罕见病药品，减按 3% 征收进口环节增值税。

2 月 20 日，国家卫生健康委办公厅发布《关于做好乡村医生执业证书有效期满再注册工作的通知》，要求村医再注册不得收取注册费。《通知》明确，乡村医生执业证书有效期满 5 年进行再注册的对象是指符合《乡村医生从业管理条例》第十六条规定，获得乡村医生执业证书满 5 年且拟继续在村医疗卫生机构从业的乡村医生；对已取得乡村全科执业助理医师或执业（助理）医师资格证的乡村医生，不再为其办理执业再注册。

2 月 19 日，上海 4+7 带量采购实施新政正式发布。除了未中选药品降价规则、医保支付原则外其中，确保中选药品采购、使用量的规定也引起了业界关注：对不能完成采购量的医院，视情况扣减相应医保费用额度；对方用量下降明显的医生，加强医师约谈；对医务人员如果对不按规定使用药品，诱导患者用未中选药品或同类品种替代中选品种的，按照相应规定将给予严肃处理。



2月19日，在国务院政策例行吹风会上，国家医疗保障局医药服务管理司司长熊先军和国家卫健委、财政部、国家药监局有关负责人介绍了癌症防治工作和药品税收优惠政策有关情况，并答记者问。熊先军表示，2019年，我国将开展新一轮医保药品目录调整工作，将更多救命救急的好药纳入医保，通过准入谈判、以量换价，降低抗癌药价格。

## 5、风险提示

医保控费加剧；带量采购范围迅速扩大。

**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。