

# 医药生物

## 寻找低估值滞涨同时业绩有望向上的标的，关注科创板影响

### 2月行情回顾

2019年2月上证综指同比上涨13.79%报2,940.95点，中小板指上涨21.86%报5,893.69点，创业板指上涨25.06%报1,535.68点。医药生物指数上涨21.50%，报6,916.44点，表现强于上证7.71个pp，弱于中小板0.36个pp，弱于创业板3.56个pp。截至2月28日，全部A股估值为13.05倍，医药生物估值为29.25倍，相对A股溢价率升至124%。

### 2月投资观点

本月大盘出现春季躁动行情，上证综指同比上涨12.99%报2,940.95点，创本轮反弹以来新高，两市成交量月底出现明显放大。本月医药板块走势弱于大盘，相对A股溢价率升至124%，印证了我们上周的判断，即医药板块本周走出了轮动行情。政策方面，2月22日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，可选择简易办法按3%征收率计算缴纳增值税，并对进口罕见病药品，减按3%征收进口环节增值税；罕见病药品目录涉及生长激素、人凝血因子Ⅷ等21种生物制品或药品。2月19日，上海市医保局、上海市卫健委和上海市药监局联合发布《关于本市做好国家组织药品集中采购和使用试点有关工作的通知》，未中选药品按梯度降价，对价高药，自付比例提高至10%或20%，并指出“药占比”不得影响中选药品使用。2月24日广州药品集团采购平台发布《关于公布2018年度竞价药品经济技术标入围结果及入市价的通知》，其首批医保集团谈判涉及氯吡格雷、阿托伐他汀等20个品种。3月2日凌晨，中国证监会和上交所正式发布实施了设立科创板并试点注册制相关业务和配套指引，此次科创板的开放，对于生物医药板块具有巨大的影响。3月1日早，明晟公司(MSCI)宣布，增加A股在MSCI指数中的权重并通过三步把A股纳入因子从5%增加至20%，其中医药板块新增31支标的。行业方面，本月“一药一械”获批上市，“一药”为中国首个生物类似药——复宏汉霖的利妥昔单抗；“一械”为乐普医疗的生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统(NeoVas)获批生产。

### 3月投资观点

2月底医药板块出现了较为明显的上涨，印证了我们周报的判断，即医药板块走出了轮动行情。春季躁动行情下，一些标的已实现不错的涨幅，接下来投资者该配置何种标的呢？我们认为，从估值与业绩匹配的角度上，建议投资者寻找低估值的滞涨股，同时一季报业绩有望向上的标的，我们认为这类标的在接下来有望有较好的市场表现。

配置方向上，建议投资者关注“三大主线+两个主题”，三条投资主线：(1)受政策扰动较小的医疗器械行业；(2)具备政策免疫的医药大消费行业；(3)创新药及外包型行业。我们认为一季报业绩向上标的可能大概率来自以上细分领域。两个投资主题：(1)科创板相关主题(2)MSCI新纳入31支医药标的。

### 3月金股：迈克生物(300463.SZ)

核心逻辑：自产产品收入逐步提升，2018年上半年，自产产品销售收入同比增长32.28%，自产产品中生化试剂同比增长31.89%(行业增速约为15%)，化学发光试剂收入同比增长34.67%，其他自产试剂同比增长52.61%。我们认为全年有望延续高增长势头。化学发光市场前景广阔(2017年容量约为240亿)，行业增速为20-25%，国产占有率10-15%，且国产取代进口进程刚刚开始，迈克是目前国产的4-5家主流发光企业之一，未来判断化学发光产业竞争格局不会变成红海，产品壁垒高，公司的化学发光产品线预计未来2-3年保持50%复合增速，发光试剂毛利水平高，高毛利产品的高增长带来利润增厚。通过分部估值方法，迈克市值约为141亿。假设2019年全产品逐步开始放量销售，我们认为估值还可以进一步提升，如果高端产品市场口碑优质，发光产品有望给予更高的估值水平。

### 3月稳健组合(排名不分先后，月度滚动调整，推荐逻辑见表1)

迈克生物，安图生物，万孚生物，迈瑞医疗，金域医学，恒瑞医药，片仔癀，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，云南白药，长春高新，凯莱英

**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

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

**郑薇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

**杨烨辉** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516080003  
yangyehui@tfzq.com

**潘海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《医药生物-行业点评:罕见病用药名单正式出炉,相关行业企业迎来减税利好》 2019-02-24
- 2 《医药生物-行业研究周报:继续看好后续医药板块行情,关注业绩高增长标的》 2019-02-24
- 3 《医药生物-行业专题研究:见证基层医疗卫生水平的日新月异-普通医药研究员的返乡见闻》 2019-02-24

### 关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信

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
迈克生物 (300463.SZ)	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0.79、0.98、1.26元,给予“买入”评级	产品持续放量,高毛利产品增长	竞争风险,产品销售不及预期	郑薇
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
万孚生物 (30482.SZ)	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	需求增加,试剂放量,新产品放量	市场竞争加剧,产品销售不及预期	郑薇
迈瑞医疗 (300760.SZ)	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. 迈瑞近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3.06、3.92、4.89元,给予“买入”评级。	分级诊疗+进口替代;技术的更迭周期缩短	基层扩容不达预期;;产品价格下降风险;拓展新产品线不达预期等	郑薇
金域医学	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	行业拐点出	竞争加剧、医学	郑薇/

(603882.SH)	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	现	检验及病理诊断服务执业风险、检验样本控制风险	李扬
恒瑞医药 (600276.SH)	公司作为国内创新药龙头企业，自主研发的创新药产品开始步入收获期，2018 年包括硫酸培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品 PD-1 有望于 2019Q1 获批上市，皆为疗效确切、满足临床急需、具备高临床价值的肿瘤创新药。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长，带动公司整体业绩有望出现同比加速增长；长期来看，公司研发管线储备众多潜在重磅产品，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。考虑新产品获批，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 51.4 亿元 (+26.47%)、65.4 亿元 (+27.14%)、83.1 亿元 (+27.15%)，维持买入评级。	创新药研发新进展，创新药快速放量	创新药研发的不确定性；药品招标政策和市场风险；系统性风险	郑薇/ 赵楠
片仔癀 (600436.SH)	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”	品牌影响力提升	片仔癀营销推进进展低于预期，牙膏推广进展低于预期	潘海洋
爱尔眼科 (300015.SZ)	爱尔眼科：国内连锁眼科医疗服务龙头，品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；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。	眼科医疗服务高景气度	医疗质量管控风险，市场竞争风险等	郑薇/ 李沙
美年健康 (002044.SZ)	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：0.26、0.37、0.52 元，维持“买入”评级。	量价齐升推动业绩发展，平台效应进一步显现	并购整合风险，多点执业政策执行挑战风险，医疗质量风险	郑薇/ 李沙
泰格医药 (300347.SZ)	受益于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长等因素，预计国内 CRO 行业未来有望继续保持高速增长态势，公司凭借在临床 CRO 的核心竞争优势亦有望保持高速增长。公司作为国内临床 CRO 领域的龙头企业，在国内拥有稳定优质的客户资源，为公司提供持续稳定高质量的订单提供了雄厚的支持和保障。同时，公司是为数不多能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业，有能力参与到全球医药研发产业链中。考虑公司发布的年度业绩快报以及产业未来的高景气预期，我们将公司 18-20 年归母净利润由 4.67 亿元、6.17 亿元、8.16 亿元，上调为 4.76 亿元 (+58%)、6.30 亿元 (+32%)、8.33 亿元 (+32%)，看好公司作为国内临床 CRO 龙头逐步走向国际化，维持“买入”评级。	创新浪潮下的临床试验技术服务高增长	质量控制风险；对大客户的依赖风险；药企研发投入不及预期	潘海洋
药明康德 (603259.SH)	当前 CRO 市场正处于较高景气度阶段，全球 CRO 行业销售额及成长性逐年增加，中国 CRO 行业发展迅速，未来 3 年仍将保持 20%以上增长。公司业务涵盖 CRO 行业及 CMO/CDMO 行业，	创新浪潮下的 CRO 服务高增长	汇率波动风险；境外经营及国际政策变动风	潘海洋

与行业竞争者相比，拥有全面的业务覆盖领域。受益于国内创新药产业蓬勃发展等因素，预计国内 CRO 行业将继续保持高速增长态势，公司凭借核心竞争优势亦有望保持高速增长。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.53、1.93 和 2.41 元，维持“持有”评级。

险；行业监管政策风险；长周期合同的执行风险

云南白药 (000538.SZ)	2018 年是公司发展新的阶段，公司实现了混改，实施新的薪酬方案，有望进一步激活公司内部活力，看好公司打造中国一流大健康企业持续的发展。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 3.25、3.60、3.97 元，维持“买入”评级	混改有望进一步激活公司内部活力	大健康产品推广进度低于预期，经营效率提升效果低于预期	潘海洋
长春高新 (000661.SZ)	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 5.85、7.74、10.25 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。	业绩高增长	营销拓展低于预期，生长激素行业竞争资料来源：天风证券研究所或加剧	潘海洋
凯莱英 (002821.SZ)	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	受益于药政改革、创新药产业链持续发展	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	潘海洋

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 内容目录

1. 寻找低估值滞涨股，同时业绩向上的标的 .....	6
1.1. 创新药及外包型行业 .....	6
1.2. 医药大消费 .....	6
1.3. 医疗器械和服务 .....	7
2. 建议关注主题性投资机会 .....	7
2.1. 科创板相关主题投资 .....	7
2.2. A 股在 MSCI 权重进一步提高，医药板块新增 31 支标的 .....	9
3. 医药年度策略精华 .....	10
4. 行情回顾 .....	10
4.1. 医药生物 2 月整体上涨，整体弱于大盘 .....	10
4.2. 所有行业呈上涨趋势，医药生物上涨 21.50% 排名全行业第 9 位 .....	11
4.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 1 月增至 124% .....	11
4.4. 各板块估值均有所上升，医疗服务估值上升最多 .....	12
4.5. 各子板块交易量与交易额较上月整体下降 .....	12
4.6. 个股月度涨跌幅 .....	13
5. 医药制造业收入与利润 .....	13
6. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 纳斯达克生物技术指数与纳斯达克指数对比（红色为纳斯达克指数） .....	8
图 2: 医药版入选 MSCI 情况 .....	9
图 3: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较 .....	10
图 4: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较 .....	11
图 5: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法） .....	11
图 6: 医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值） .....	12
图 7: 医药各板块交易量及交易金额变化 .....	12
图 8: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速 .....	13
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 2019 年 2 月 28 日，剔除 2018 年上市新股） .....	13
表 3: 个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 2 月 28 日，剔除 2018 年上市新股） .....	13

## 1. 寻找低估值滞涨股，同时业绩向上的标的

2月医药生物指数上涨11.09%，报6,916.44点，表现弱于上证1.90个pp，弱于中小板6.79个pp，弱于创业板9.30个pp。月底医药板块出现了较为明显的上涨，印证了我们周报的判断，即医药板块于本月底走出了轮动行情。春季躁动行情下，一些标的已实现不错的涨幅，接下来投资者该配置何种标的呢？

我们认为，从估值与业绩匹配的角度上，建议投资者寻找低估值的滞涨股，同时一季报业绩有望向上的标的，我们认为这类标的在接下来有望有较好的市场表现。

配置方向上，依然关注三大投资主线：

### 1.1. 创新药及外包型行业

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。**

### 1.2. 医药大消费

#### OTC 行业

2019年年初至今，A股板块整体上涨22.92%，医药板块上涨18.77%，我们重点推荐滞涨的低估值及品牌OTC：**仁和药业**（年初至今上涨11.68%，公司业绩改善，18年PE为14倍）、**亚宝药业**（年初至今上涨12.79%，公司营销改善，18年PE为17倍）、**片仔癀**（年初至今上涨23.89%，业绩高增长，18年业绩预告扣非净利润同比增长43.03%）、**云南白药**（年初至今上涨17.02%，公司品牌优势明显，重组有利于提升公司运营效率）

OTC企业注重营销改善，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。重点推荐：**仁和药业**（销售品种优化打造黄金单品）、**亚宝药业**（渠道营销模式转型，加大渠道覆盖力度）

消费者对于药品最重要的是安全性和有效性，对药品的品牌有较高的认可度，品牌OTC企业享受估值溢价。对OTC品种而言，提价往往能提振收入增厚利润，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。重点推荐：**片仔癀**（通过片仔癀体验馆、VIP会员销售模式及海外渠道拓展营销，叠加提价可能性）、**云南白药**（重组后提升运营效率，核心产品具备提价基础）

#### 刚性用药

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。建议关注**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**（三代胰岛素有望今年一季度获批）、**健康元**（布局高壁垒吸入制剂）。

#### 医药零售

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。截至2017年末我

国大约 45 万家零售药店，连锁化率大约在 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。建议关注**益丰药房、一心堂、老百姓、大参林**。

### 1.3. 医疗器械和服务

#### 医疗器械

医疗器械行业处于高速发展阶段，近年来随着国产品民的崛起，部分细分领域产品已经可以满足临床需求，政策、资本、专利、人才的完善，都加速了国产替代的进程，一些细分诸如心脏支架、体外诊断的血球市场，国产已经具备替代进口的能力。

建议关注：**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

#### 医疗服务

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。建议关注**爱尔眼科、美年健康**。

**爱尔眼科**：国内连锁眼科医疗服务龙头，品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；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，引入战投落地，具备长期投资价值。同时公司近期推出“美年好医生”，联合了中国人保、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主推品种，将助推公司个检数量、客单价的提升，带动公司业绩的增长。

## 2. 建议关注主题性投资机会

### 2.1. 科创板相关主题投资

3 月 2 日凌晨，中国证监会和上交所正式发布实施了设立科创板并试点注册制相关业务和配套指引。此次科创板的开放，对于生物医药板块具有巨大的影响，我们认为科创板即是中国的纳斯达克。我们分析纳斯达克板块，生物医药类公司数量占比全行业第一。2019 年 3 月 2 日，纳斯达克板块共有 2734 只股票，其中 738 是医疗保健类公司，而过去 10 年纳斯达克的生物技术指数，股价表现具有明显的相对收益。

图 1：纳斯达克生物技术指数与纳斯达克指数对比（红色为纳斯达克指数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

医药产业的使命是对抗人类疾病，呵护民众健康，其产品表象是持续的升级换代，内在的核心是研发创新，创新的高风险需要特殊的资本（市场）进行匹配。由于医疗产品的特殊性，使得它的研发周期久、研发投入大、失败风险高，一个新药的研发可能需要数十年时间，数十亿的投入，才可能闯过重重临床关卡，上市销售。然而之前的十年，没有任何的现金流的收入，在目前主板对于盈利水平的硬性要求下，使得很多生而创新的公司，无法高效融资，过度依赖外部投资，容易受到经济大周期的影响，创新之路崎岖坎坷。而科创板平台，对医药公司盈利不做要求，强调的是公司的创新和技术能力，而估值体系与现有体系不同，能够将创新产品进行 DCF 现金流的估值，给了硬核科技创新的土壤，为创新型的生物科技类公司创造了良好的资本环境。科创板的开放，旨在以硬科技为核心竞争力，为我国医药创新的最基本层-广泛的小而美生物科技类企业创造良好的资本发展条件，这将是生物创新公司的新纪元。

我们认为科创板对于产业的影响：

1. 将有力促进医药创新的金字塔底部—创新型生物科技小公司的发展，进而促进整个医药产业的发展。
2. 推动医疗新经济模式的发展，对于现有传统行业的冲击和变化，比如人工智能在医疗领域的应用、医疗信息大数据的应用、互联网医疗的蓬勃发展；
3. 加速行业分工，驱动产业以创新为核心竞争力；使得工业企业可以聚焦创新，促使医药产业各环节趋于专业化分工。
4. 通过推动生物科技类创新企业发展进而推动 CRO/CDMO 等产业的发展。

我们认为对于 A 股企业的影响：

1. 创新类公司的稀缺的降低，投资者有了更多的选择，估值会重新分化洗牌
2. 作为估值锚点，重构尚未盈利的产品估值体系，进而重构整个创新药/器械估值体系

除了科创板本身需要重点关注，我们认为由于科创板的上市，可能带来对于 A 股投资的主题投资机会。

1. A 股创新型企业的非上市产品，可以 DCF 贴现的模式估值重构；同时若相关 A 股公司控或者参股公司分拆上市，有望重构 A 股公司整体估值。
2. 关注研发投入占比较大的企业，研发投入将是创新的基础；
3. CRO/CDMO 行业有望受益，利好相关公司；



建议关注标的：恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、艾德生物等。

生物医药行业包含的细分覆盖面广泛，包括创新药、基因检测、医疗大数据、医疗器械、人工智能板块等，我们分别对于各个不同的板块产业趋势进行分析，以供投资者参考，详见我们近日发布的相关报告。

## 2.2. A 股在 MSCI 权重进一步提高，医药板块新增 31 支标的

3月1日早上，明晟公司（MSCI）宣布，增加中国 A 股在 MSCI 指数中的权重并通过三步把中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%。MSCI 表示，将根据以下时间表增加中国 A 股在 MSCI 指数中的权重：

步骤 1：作为 2019 年 5 月的半年度指数审议的一部份，MSCI 会把指数中的现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股。

步骤 2：作为 2019 年 8 月的季度指数审议的一部份，MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%。

步骤 3：作为 2019 年 11 月的半年度指数审议的一部份，MSCI 会把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%，同时将中国中盘 A 股（包括符合条件的创业板股票）以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数。

完成此三步实施后，MSCI 新兴市场指数的预计成分股中有 253 只中国大盘 A 股和 168 只中国中盘 A 股（其中包括了 27 只创业板股票）；这些 A 股在此指数中的预计权重约 3.3%。

本次调整后医药板块入选 MSCI 指数的情况为：医药板块新增 31 支标的，加上原有 18 支标的，总共将有 49 支标的纳入。其中 MSCI 大盘将有 23 支标的，MSCI 中盘将有 26 支标的。新纳入医药标的有望带来新的增量资金，建议投资者对新纳入标的迈瑞医疗、爱尔眼科、智飞生物等予以积极关注。

图 2：医药版入选 MSCI 情况

【天风医药】-医药板块入选MSCI指数情况											
天风医药邓薇团队/潘海洋/王金成/李扬/李沙/赵楠/杨辉辉											
	代码	简称	二级行业	市值(亿元)	PE(TTM)		代码	简称	二级行业	市值(亿元)	PE(TTM)
MSCI 大盘 (原有 18 支标的)	600276.SH	恒瑞医药	化学制药	2,650.1	65.2	MSCI 中盘 (新增 26 支标的)	002001.SZ	新和成	化学制药	380.1	12.3
	000538.SZ	云南白药	中药 II	886.0	27.1		000661.SZ	长春高新	生物制品 II	384.5	37.9
	600196.SH	复星医药	生物制品 II	737.6	26.4		002007.SZ	华兰生物	生物制品 II	362.1	31.7
	600332.SH	白云山	中药 II	611.8	15.2		600566.SH	济川药业	中药 II	285.5	17.6
	600436.SH	片仔癀	中药 II	639.1	56.6		002773.SZ	康弘药业	化学制药	273.5	39.3
	002044.SZ	美年健康	医疗服务 II	540.0	65.7		002399.SZ	海普瑞	化学制药	290.1	46.7
	601607.SH	上海医药	医药商业 II	523.5	12.5		300676.SZ	华大基因	医疗器械 II	320.0	79.2
	000963.SZ	华东医药	医药商业 II	462.2	22.0		300347.SZ	泰格医药	医疗服务 II	281.3	59.1
	600085.SH	同仁堂	中药 II	401.0	38.3		002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械 II	237.1	32.9
	600518.SH	康美药业	中药 II	528.2	11.0		300601.SZ	康泰生物	生物制品 II	267.2	58.9
	002422.SZ	科伦药业	化学制药	343.1	28.3		000513.SZ	丽珠集团	化学制药	240.5	21.4
	600535.SH	天士力	中药 II	314.0	19.5		002038.SZ	双鹭药业	生物制品 II	186.0	31.7
	600998.SH	九州通	医药商业 II	289.9	23.0		600511.SH	国药股份	医药商业 II	189.6	15.1
	000423.SZ	东阿阿胶	中药 II	299.1	14.8		000623.SZ	吉林敖东	中药 II	209.0	15.0
	600867.SH	通化东宝	生物制品 II	296.8	33.9		600161.SH	天坛生物	生物制品 II	197.8	37.3
	603858.SH	步长制药	中药 II	248.5	14.4		000028.SZ	国药一致	医药商业 II	189.1	16.0
	000999.SZ	华润三九	中药 II	246.1	16.9		600572.SH	康恩贝	中药 II	217.9	25.0
	002294.SZ	信立泰	化学制药	254.9	17.5		600521.SH	华海药业	化学制药	169.1	41.3
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械 II	1,547.6	41.6	603883.SH	老百姓	医药商业 II	163.9	38.9		
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务 II	766.7	76.0	600056.SH	中国医药	医药商业 II	162.7	10.5		
300122.SZ	智飞生物	生物制品 II	711.0	49.1	002603.SZ	以岭药业	中药 II	150.1	25.1		
300003.SZ	乐普医疗	医疗器械 II	460.2	37.3	600079.SH	人福医药	化学制药	148.5	19.1		
300142.SZ	沃森生物	生物制品 II	322.9	30.9	600380.SH	健康元	化学制药	157.4	21.0		
						002019.SZ	亿帆医药	化学制药	137.2	17.1	
						600062.SH	华润双鹤	化学制药	137.5	14.3	
						002424.SZ	贵州百灵	中药 II	142.7	25.7	

说明：本次调整后，医药板块新增 31 支标的（灰色部分），总共 49 支标的入选。其中 MSCI 大盘共 23 支标的，MSCI 中盘 26 支标的。  
资料来源：wind，证券时报网

### 免责声明

市场有风险，投资需谨慎。本平台所载内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议（专家、嘉宾或其他天风证券股份有限公司以外的人士的演讲、交流或会议纪要等仅代表其本人或其所在机构之观点），亦不构成任何保证。接收人不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担风险。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本平台内容仅供天风证券股份有限公司客户中的专业投资者使用，若您并非专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，请勿订阅或转载本平台中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，还请见谅。在任何情况下，作者及作者所在团队、天风证券股份有限公司不对任何人因使用本平台中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本平台旨在沟通研究信息，交流研究经验，不是天风证券股份有限公司研究报告的发布平台，所发观点不代表天风证券股份有限公司观点。任何完整的研究观点应以天风证券股份有限公司正式发布的报告为准。本平台所载内容仅反映作者于发出完整报告当日或发布本平台内容当日的判断，可随时更改且不予通告。本平台所载内容不构成对具体证券在特定价位、具体时间、具体市场表现的判断或投资建议，不能够等同于指导具体投资的操作性意见。除非另有说明，本平台所载内容版权属于天风证券股份有限公司所有，未经天风证券股份有限公司事先书面许可，任何人不得以任何方式或方法修改、翻印、分发、转载、复制、发表、许可或仿制本平台所载内容。

资料来源：证券时报网，天风证券研究所

### 3. 医药年度策略精华

#### 十年新医改进入深水区，医保支付改革与分级诊疗将成为继续推进的改革重点

我国医改沿着“医疗”、“医保”、“医药”三条主线，持续进行着“三医联动”的深入改革。通过一系列的政策实施，改革药品定价机制，重塑医药产业利益分配链条，最后达到医保资金效益最大化、医药分家保障居民就医的目的。未来医保支付改革与分级诊疗将成为持续推进改革的重点。

#### 纵观医药行业改革，三大领域是医改的核心

1) 药政审评审批的改革，推动我国医药产业的国际化发展。加入 ICH 后，我国药品审评、监管等都逐步与国际接轨，我国医药产业未来的研发创新、药品推广等方面都将更加全球化。建议关注恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、百济神州、君实生物等具备国际化战略布局以及高端研发实力的企业。

2) 医保局政策频出，药品定价机制重构，推动医药产业价值链结构重塑。在政策推动下，工业、渠道、终端或将产生深刻变化，逐步回归分工本质，完成以“营销”为主导向以“研发创新”为主导的转变。

3) 分级诊疗是三医联动改革的重要内容，是大趋势所在。在国家财政、人才、技术等支持发展下，分级诊疗将持续推进，实现医疗资源最有效的分配运行，提升居民就诊体验。

#### 2018 年医药行业在外部压力以及“带量采购”等政策影响下，已跌至低位，安全垫相对较高

2019 年建议关注在医改政策推进过程中带来的投资机会，建议关注：1) 具备国际化战略与高端研发能力的创新企业；2) 医改政策推动产业链价值重塑带来的产业变革机会；3) 政策友好型，高景气度的医药大消费、医疗器械板块。

**年度组合（排名不分先后）：**爱尔眼科、恒瑞医药、健帆生物、凯莱英、迈瑞医疗、迈克生物、美年健康、片仔癀、泰格医药、万孚生物，益丰药房、药明康德。

**风险提示：**政策推进速度低于预期、研发创新进展低于预期、一致性评价进展低于预期、消费需求推进与潜力挖掘进展低于预期、医保压力导致药品和器械降价，短期量升不达预期、黑天鹅导致板块下跌等风险，企业经营质量管理风险。

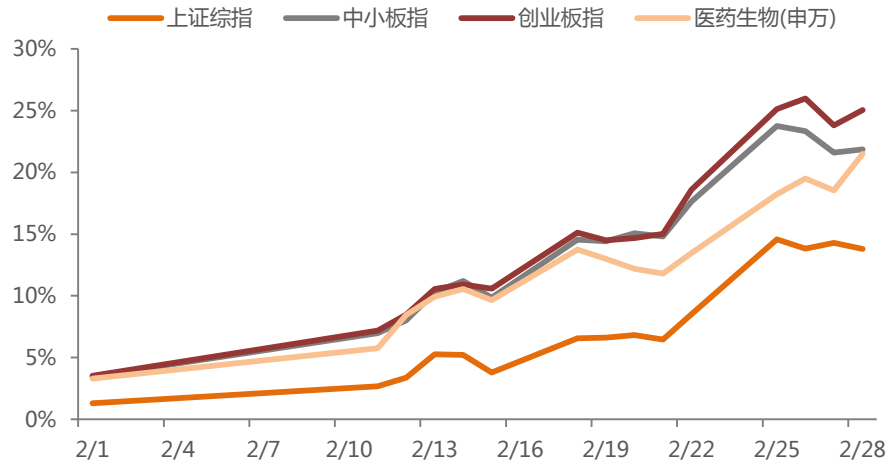
（详见年度策略报告《医改十年风起云涌，行业变革柳暗花明》）

### 4. 行情回顾

#### 4.1. 医药生物 2 月整体上涨，整体弱于大盘

2019 年 2 月上证综指同比上涨 13.79%报 2,940.95 点，中小板指上涨 21.86%报 5,893.69 点，创业板指上涨 25.06%报 1,535.68 点。医药生物指数上涨 21.50%，报 6,916.44 点，表现强于上证 7.71 个 pp，弱于中小板 0.36 个 pp，弱于创业板 3.56 个 pp。

图 3：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

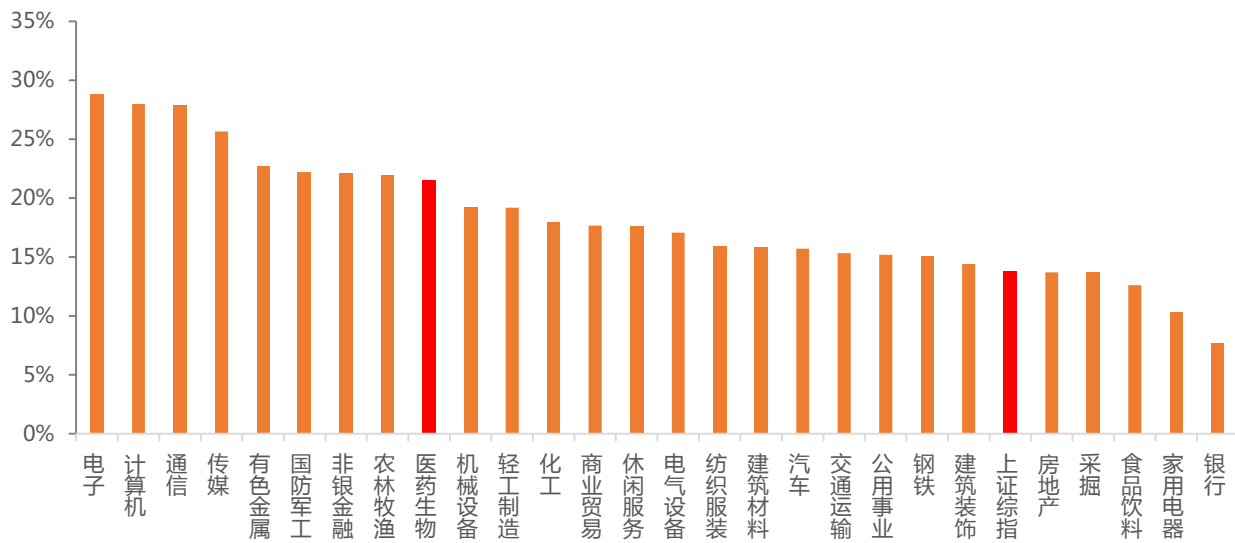


资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 4.2. 所有行业呈上涨趋势，医药生物上涨 21.50%排名全行业第 9 位

2月申万28个子行业都呈上涨趋势，电子、计算机、通信、传媒行业上涨超过25%。医药生物板块涨幅21.50%大于上证综指13.79%。整体来看，2月上证综指上涨13.79%，其中银行板块涨幅最小，上涨7.67%；电子板块涨幅最大，上涨28.77%，2月医药生物板块上涨21.50%，排在申万一级行业第9位。

图 4：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

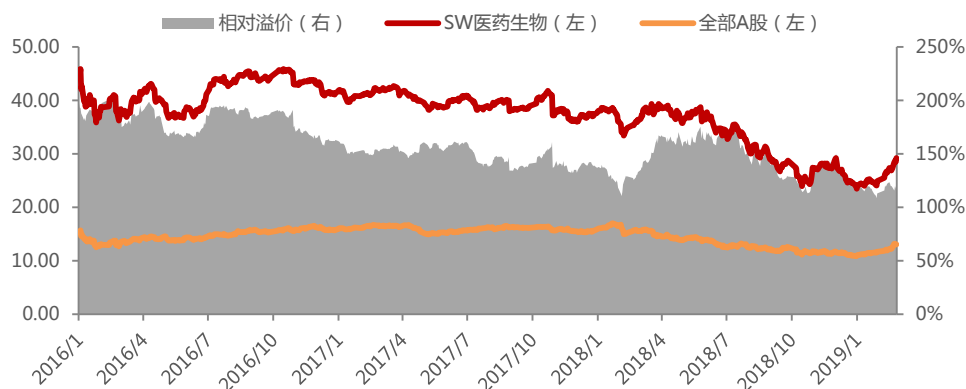


资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 4.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 1 月增至 124%

截至2月28日，全部A股估值为13.05倍，医药生物估值为29.25倍，相对A股溢价率增至124%。进入2月以来，医药生物估值由1月末的24.10倍增至2月末的29.25倍，全部A股估值水平从1月末的11.55倍，升高至2月末的13.05倍。整体来看，医药生物相对A股溢价率有所升高。

图 5：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

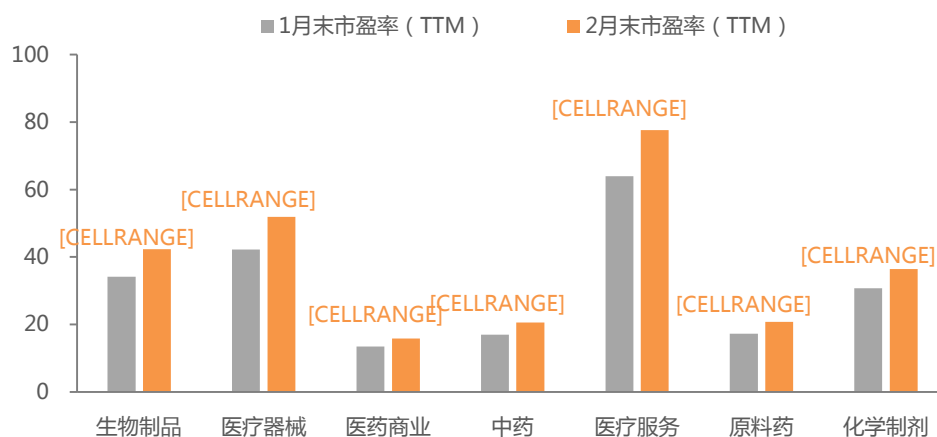


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.4. 各板块估值均有所上升，医疗服务估值上升最多

截至 2 月 28 日，医药生物整体估值为 29.25 倍。分子板块看，医药商业 15.81 倍，中药 20.56 倍，化学制剂 36.42 倍，医疗器械 51.88 倍，生物制品 42.31 倍，医疗服务 77.60 倍，原料药 20.81 倍。各子板块估值均有所上升，其中医疗服务板块估值上升 13.60 倍，医药商业板块下降 2.34 倍。

图 6：医药各板块 PE (TTM 整体法，剔除负值)

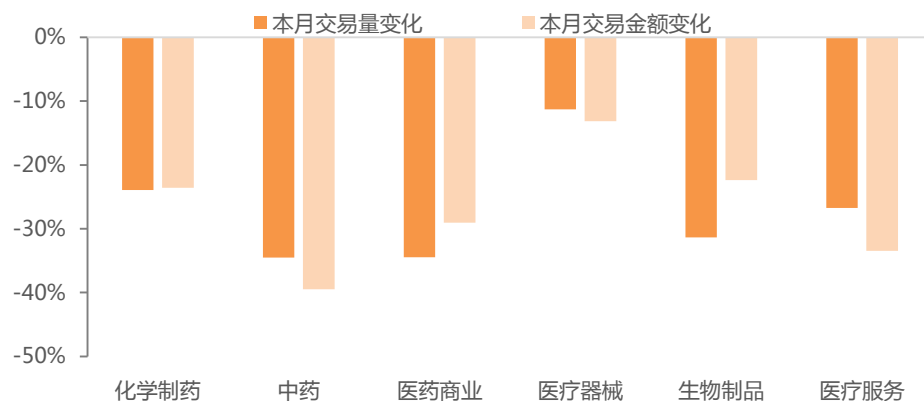


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.5. 各子板块交易量与交易额较上月整体下降

2 月交易时间为 15 天，较 1 月减少 6 天，2 月医药各子板块交易量及交易金额相较 1 月有所降低。其中中药板块交易量减少幅度最大，较上月减少 34.50%，交易额减少 39.45%；医疗器械板块交易量减少幅度最小，较上月减少 11.27%，交易额减少 13.15%。

图 7：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

#### 4.6. 个股月度涨跌幅

表 2: 个股区间涨幅前十 (截止至 2019 年 2 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 (%)
600518.SH	康美药业	14.69	82.47	-49.02	10.62	5.75	28.11
000518.SZ	四环生物	14.63	68.31	14.90	5.23	2.48	43.54
300238.SZ	冠昊生物	31.08	53.74	33.33	13.96	8.76	45.11
002252.SZ	上海莱士	11.31	52.66	-50.10	9.87	5.75	22.67
002118.SZ	紫鑫药业	2.91	43.50	23.71	6.88	4.20	59.10
002750.SZ	龙津药业	26.95	40.39	29.64	7.96	5.30	42.65
300601.SZ	康泰生物	14.41	40.17	-8.47	42.33	27.85	21.63
600572.SH	康恩贝	9.96	39.66	19.79	8.60	5.62	38.47
300676.SZ	华大基因	13.76	39.54	11.26	83.70	55.85	31.10
000710.SZ	贝瑞基因	15.68	38.68	-1.68	45.62	28.50	41.67

资料来源: Wind 天风证券研究所

表 3: 个股区间跌幅前十 (截止至 2019 年 2 月 28 日, 剔除 2018 年上市新股)

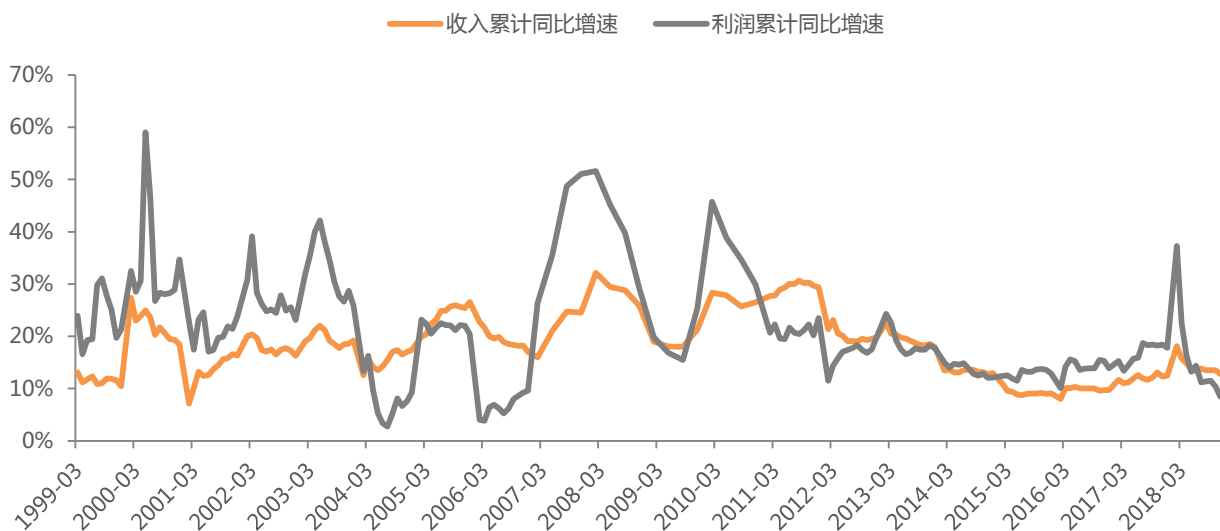
代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
002680.SZ	ST 长生	2.03	-36.02	-53.68	3.94	1.43	-61.68
000150.SZ	宜华健康	2.61	-16.09	-28.33	15.27	10.03	-20.45
000813.SZ	德展健康	0.00	-7.84	6.02	9.50	7.91	-8.04
603538.SH	美诺华	3.19	-0.56	34.28	21.14	17.51	2.32
600529.SH	山东药玻	-2.28	2.49	29.93	21.79	17.71	12.68
600332.SH	白云山	6.57	2.98	6.66	38.39	32.79	9.80
600566.SH	济川药业	7.62	3.73	-14.22	36.37	28.53	16.10
002411.SZ	必康股份	1.21	4.80	-28.86	21.30	18.56	2.40
600671.SH	天目药业	3.37	5.29	10.70	19.79	15.81	12.98
300233.SZ	金城医药	4.96	5.46	9.50	15.80	13.40	13.36

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 5. 医药制造业收入与利润

2018 年医药制造业营业收入累计同比增长 12.40%，利润总额累计同比增长 9.50%。从趋势上来看，12 月医药制造业收入累计同比增速较 11 月有所下降，利润增速较 11 月有所上升。

图 8: 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

## 6. 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