

增持

——维持

日期：2019年03月21日

行业：医药生物



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

SAC 证书编号: S0870119030007

证券研究报告 / 行业研究 / 季度策略

坚定持有龙头 把握结构机会

——2019年春季医药行业投资策略

主要观点

2018年1-12月医药行业收入稳健增长，利润增速同比逐季放缓

根据国家统计局数据，2018年1-12月，医药制造业累计主营业务收入、利润总额分别为23,986.3亿元、3,094.2亿元，同比增长分别为12.6%、9.5%，收入同比增速较上年持平，但利润增速同比逐季放缓。

科创板设立、MSCI扩容，医药板块显著受益

科创板重点提出支持生物医药创新企业，其中上市标准中针对医药企业提到近3年累计研发投入占比不低于15%，至少一项核心资产获准开展II期临床，这利好创新型药、械企业以及为创新产业链提供外包服务的CRO/CMO/CDMO公司。科创板还有望改革我国创新药、械的估值体系，带动医药板块中创新药械类上市公司价值重估。

近1月医药指数跑赢沪深300指数4.91个百分点

截至3月18日，以一个月区间统计，医药指数上涨16.70%，跑赢沪深300指数4.91个百分点。目前，医药板块估值水平及估值溢价率均处于近十年中低位水平。

投资建议

长期坚定持有龙头，把握结构机会

随着医药行业的整合加速，产业结构不断优化，行业集中度不断提升，强者恒强格局已经形成，因此龙头值得长期坚定持有。我们认为医药行业的投资将在很长一段时间内呈现结构行情，当前的结构性行情主要是非药板块及创新产业链，包括医疗器械、医疗服务、商业零售、CRO/CMO/CDMO等。

风险提示

政策推进不及预期风险；药品招标降价风险；药品质量风险；一致性评价进度不及预期风险；商誉减值风险等。

数据预测与估值

附表1 医药行业重点股票业绩预测和投资评级表

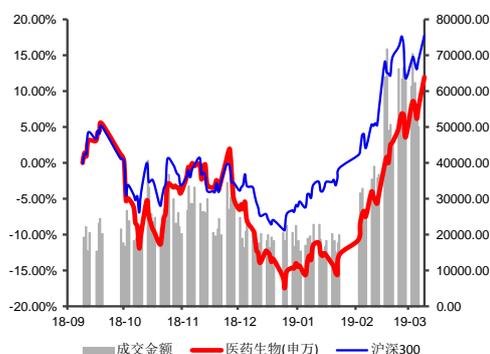
公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E		
华东医药	000963	33.75	1.22	1.50	1.89	27.66	22.46	17.90	5.18	增持
爱尔眼科	300015	33.44	0.31	0.42	0.53	107.34	79.03	63.55	14.26	增持
上海医药	601607	19.79	1.24	1.43	1.61	15.96	13.84	12.29	1.46	谨慎增持
一心堂	002727	26.97	0.74	0.92	1.11	36.23	29.32	24.30	3.88	谨慎增持

数据来源：Wind 上海证券研究所 股价为2018年3月18日收盘价

行业经济数据跟踪（18年1-12月）

累计营业收入（亿元）	23,986.3
同比增长	12.6%
累计利润（亿元）	3,094.2
同比增长	9.5%

最近6个月行业指数与沪深300指数



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

一、科创板设立、MSCI 扩容，医药板块显著受益

1.1 科创板设立，生物医药创新企业获支持

1月30日，证监会正式发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。从上市指引来看，科创板重点提出支持生物医药创新企业，其重研发轻盈利的标准将对优质创新医药企业的上市构成重大利好，为该类企业提供较为便捷的融资平台，加速医药产业的升级发展。

表 1 关于科创板设立相关政策

日期	部门	文件名	内容摘要
2019/01/30	证监会	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	要贯彻和落实科创板的设立并试点注册制；科创板重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业；允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市，允许符合相关要求的特殊股权结构企业和红筹企业在科创板上市
2019/03/01	证监会	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》	科创板优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，具有较强成长性的企业；发行人是依法设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司，具备健全且运行良好的组织机构，相关机构和人员能够依法履行职责
2019/03/01	证监会	《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	科创公司应当结合所属行业特点，充分披露行业经营信息，尤其是科研水平、科研人员、研发投入等能够反映行业竞争力的信息，便于投资者决策；科创公司尚未盈利的，应当充分披露尚未盈利的成因，以及对公司业务拓展、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响

数据来源：证监会官网 上海证券研究所

相比其他主板上市条件，科创板允许未盈利企业进行上市注册申请，标准更为多样化。从全球范围来看，目前允许未盈利企业上市的主要资本市场还包括美国纳斯达克和香港联交所。科创板此次借鉴了纳斯达克和港交所等成熟市场的经验，推出了多层次的上市标准，强调以市值和财务指标为核心的上市条件，逐渐向成熟资本市场看齐。科创板的 5 个上市标准中，有 2 项对于医药企业重点提及：最近 3 年累计研发投入占累计营业收入的比例不低于 15%；至少有一项核心产品获准开展 II 期临床试验。我们认为这两项标准将利好一系列致力于药物自主研发及前沿疗法开发的创新型医药企业，同时也有利于为创新产业链提供外包服务的 CRO/CMO/CDMO 公司。

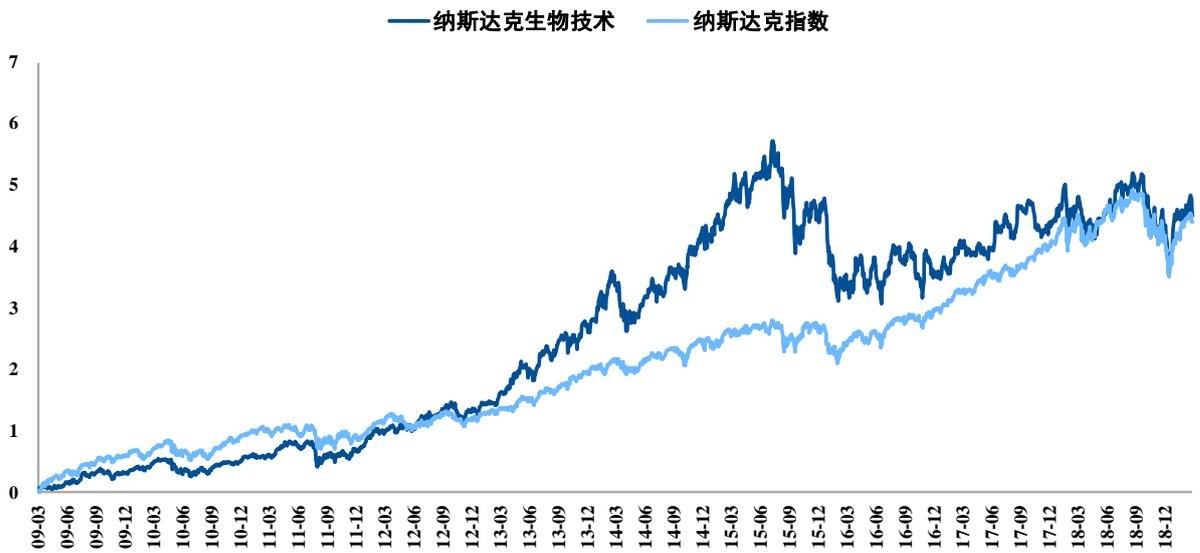
表 2 科创板上市条件与港股生物及纳斯达克对比

项目	科创板	港股	纳斯达克
公司市值及财务指标	申请在科创板上市的企业至少应符合下列标准之一： 1) 预计市值≥10 亿元 ，最近 2 年净利润均为正且累计净利润≥5000 万元，或者最近 1 年净利润为正且营业收入≥1 亿元； 2) 预计市值≥15 亿元 ，最近 1 年营业收入≥2 亿元，且最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入的比例不低于 15%； 3) 预计市值≥20 亿元 ，最近 1 年营业收入≥3 亿元，且最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计≥1 亿元； 4) 预计市值≥30 亿元 ，且最近 1 年营业收入≥3 亿元； 5) 预计市值≥40 亿元 ，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。 医药企业需至少有一项核心产品获准开展 II 期临床试验	申请在香港上市的企业至少符合下列的资格测试之一： 1) 盈利测试：上市市值≥5 亿港元 ，首 2 年利润≥3000 万港元，最近 1 年利润≥2000 万港元； 2) 市值/收益/现金流量测试：上市市值≥5 亿港元 ，最近 1 年营业收入≥5 亿港元，上市前 3 年的经营现金收入净额≥1 亿港元； 3) 市值/收益测试：上市市值≥40 亿港元 ，最近 1 年的营业收入≥5 亿港元	申请在纳斯达克上市的企业需要至少符合下列的标准之一： 1) 前 3 年的税前持续性业务收入累计≥110 万美元 ，其中最近 2 年的税前收入平均每年≥22 万美元； 2) 上市市值≥5500 万美元 ，前 3 年的营业现金流累计≥275 万美元，且每年都为正值，前 1 年的营收≥1100 万美元； 3) 上市市值≥8500 万美元 ，前 1 年的营收≥900 万美元； 4) 上市市值≥1600 万美元 ，总资产≥800 万美元，股东权益≥550 万美元
营业记录	持续运营 3 年以上	持续运营 3 年以上	1) 不做要求；2) 持续运营 2 年以上；3) 不做要求；4) 不做要求
审批时间	速度较快，共计最多在 7 个月 内完成：发行上市审核机构自受理之日起 20 个工作日内将向发行人提出首轮审核问询，申请股票首次发行上市的，本所自受理发行上市申请文件之日起 3 个月内出具决定，发行人及其保荐人、证券服务机构回复审核问询的时间总计不超过 3 个月	一般 6 个月内能够完成审核及上市	一般在 5 个月内能完成审核及上市
跟投要求	保荐机构需要参与此次配售	无要求	无要求

数据来源：上交所 港交所 纳斯达克 上海证券研究所

借鉴海外，美国医药研发行业起步较早，为了对包括医药研发在内的新兴企业给予资本支持，设立了纳斯达克板块。从上市公司类型来看，截止至 2019 年 3 月，纳斯达克共有 2734 家上市公司，其中医药相关企业约 738 家，占据主要地位。从指数对比来看，过去 10 年中纳斯达克生物技术指数体现显著的相对优势，长期跑赢纳斯达克指数，成为纳斯达克市场的主力板块之一。因此，对标美国市场，科创板的推出将有利于未盈利的创新驱动型医药企业上市，医药板块未来有望成为科创板的主力板块之一。

图 1 纳斯达克生物技术指数与纳斯达克指数对比



数据来源: Wind 上海证券研究所

我们认为，科创板以研发实力为核心标准之一，有望为我国新兴生物科技类企业创造良好的资本环境，科创板还有望改革我国创新药的估值体系，逐步拉开创新药企业与仿制药企业的价值差距，带动医药板块中创新药械类上市公司整体估值的回升。

科创板的设立也有利于为创新产业链提供外包服务的 CRO/CMO/CDMO 公司。港交所去年 4 月份开始允许未盈利医药生物科技公司上市，目前已有 6 家公司登陆港股，共募集资金净额 160.41 亿元（人民币，按当时汇率换算），平均每家获得资金 26.7 亿元，这些资金将主要用于新产品开发。按照港交所的情况来看，市场对未盈利生物科技公司的认可度还是比较高的，科创板将有助于此类优质未盈利公司获得融资，并助力其加大研发投入，加快研发进度，同时也将带动或者倒逼主板上市公司加快进度。根据 2018 年三季度报数据，医药板块上市公司研发投入前 50 位的企业，前三季度研发费用总额为 147 亿元，占销售收入比例不足 3.4%。如果这个比例提高到 5%，年度研发费用增量约为 92 亿，如果提高到 10%，年度研发费用增量约为 380 亿元，这有望直接增厚 CRO/CMO/CDMO 公司的业绩。

表 3 港股上市未盈利生物科技类公司概况（亿元，港币）

代码	简称	IPO 募集资金净额
1672	歌礼制药-B	29.76
1801	信达生物-B	36.31
1877	君实生物-B	33.92
2552	华领医药-B	8.04

2616	基石药业-B	20.74
6160	百济神州-B	68.28
合计		197.05

数据来源：港交所 Wind 上海证券研究所

表 4 部分潜在科创板标的

公司名称	公司产品情况				相关上市公司
	在研主要产品	适应症	所处领域	产品所处阶段	
	VenusA-Valve 经皮介入人工心脏瓣膜系统	主动脉瓣狭窄患者的介入治疗	心血管介入治疗	已上市	
启明医疗	VenusP-Valve 经导管肺动脉瓣膜及输送器	法洛四联症外科纠治术后严重肺动脉反流患者的介入治疗	心血管介入治疗	已完成 NMPA 的注册试验，全球多中心临床研究即将收官，预期将在 2019 年获得 NMPA 和欧盟 CE 批准	-
	艾拉/盐酸氨酮戊酸(外用)	中重度痤疮 子宫颈上皮内瘤变 尖锐湿疣	ALA (盐酸氨酮戊酸) 光动力治疗	已递交临床申请 临床 II 期 已上市	
复旦张江	复达美/注射用海姆泊芬	鲜红斑痣	单体卟啉光动力治疗	已上市	上海医药
	里葆多/盐酸多柔比星脂质体注射液	多种肿瘤、艾滋病	PEG 化脂质体	已上市	
	GPC3 CAR-T	肝癌、非小细胞肺癌		获得临床批件	
	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤		获得临床批件	
科济生物	CD19 CAR-T	B 细胞白血病、淋巴瘤	细胞治疗	获得临床批件	安科生物
	CLDN 18.2 CAR-T	胃癌、胰腺癌、食管癌		准备提交 IND	
	EGFR/EGFRIII CAR-T	胶质细胞瘤		初步获得临床数据	
	HLX01 (美罗华)	非霍奇金淋巴瘤 类风湿性关节炎	CD20 单抗	已获得上市批件 临床 III 期	
复宏汉霖	HLX02	乳腺癌	HER2 单抗	临床 III 期	复星医药
	HLX03	银屑病 类风湿性关节炎	TNF- α 单抗	已递交上市申请 临床 III 期	
	HLX04	转移性结直肠癌	VEGF 单抗	临床 III 期	
上海伯豪	肿瘤个体化基因检测 疾病易感基因检测 mRNA 结直肠癌早筛 遗传四项	基因检测、早期诊断		已上市	东富龙

数据来源：各公司官网 上海证券研究所

1.2 MSCI 指数扩容，医药显著受益

3月1日，MSCI宣布增加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%，三步的时间点分别是5月、8月、11月，每次纳入因子增加5%。完成后，MSCI新兴市场指数的预计成份股中有253只大盘股和168只中盘股，其中包括27只创业板股票，预计占MSCI指数权重约3.3%。

此次MSCI扩容，预计有4500亿元的增量资金进入A股。其中医药股数量49只，包括创业板8只，数量上占比最高。从FIF系数调整后权重占比看，医药股为6.85%，位居第四。

由于其中的医药股均为申万医药指数成分，外资的流入有望推高医药指数及板块估值，将有助于板块的价值重估。

表5 MSCI 指数成分医药股

中盘			大盘		
代码	简称	市值(亿元)	代码	简称	市值(亿元)
000028	国药一致	200	000423	东阿阿胶	326
000513	丽珠集团	237	000538	云南白药	916
000623	吉林敖东	215	000963	华东医药	492
000661	长春高新	514	000999	华润三九	273
002001	新和成	424	002044	美年健康	583
002007	华兰生物	422	002294	信立泰	273
002019	亿帆医药	169	002422	科伦药业	371
002038	双鹭药业	201	300003	乐普医疗	474
002223	鱼跃医疗	247	300015	爱尔眼科	797
002399	海普瑞	324	300122	智飞生物	816
002424	贵州百灵	146	300142	沃森生物	331
002603	以岭药业	158	300760	迈瑞医疗	1605
002773	康弘药业	349	600085	同仁堂	425
300347	泰格医药	328	600196	复星医药	751
300601	康泰生物	293	600276	恒瑞医药	2731
300676	华大基因	322	600332	白云山	632
600056	中国医药	170	600436	片仔癀	675
600062	华润双鹤	146	600518	康美药业	534
600079	人福医药	154	600535	天士力	358
600161	天坛生物	209	600867	通化东宝	331
600380	健康元	178	600998	九州通	307
600511	国药股份	196	601607	上海医药	517
600521	华海药业	202	603858	步长制药	267
600566	济川药业	299			
600572	康恩贝	239			
603883	老百姓	184			

数据来源：MSCI Wind 上海证券研究所 数据截至2019年3月18日

1.3 带量采购试点逐步推进 政策保障采购量

从国家层面上看，3月5日，国家医保局印发《关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见》（下称《意见》），就医保基金预付政策、医保支付标准、医保支付方式、医院集中采购考核机制等方面对带量采购试点工作提出相关配套措施。《意见》明确保障企业回款、鼓励使用集采药品，有利于中选企业扩大市场份额，降低财务成本，实现以价换量的政策目标。《意见》同时明确试点地区对非中选药品渐进调整支付标准，2-3年内调整到位。非中选药品面临降价或退出市场的艰难抉择，进一步压缩非中选药品的市场份额。

从地方层面上看，目前，已有上海、沈阳、西安等地发布地方版带量采购试点工作的正式文件，天津出台征求意见稿，内容主要包括保障货款支付、优先使用中选药品等。从执行的时间节点来看，已发布正式文件的试点地区集中在3月下旬全面执行带量采购试点工作，进度符合预期。

我们认为，带量采购作为贯穿2019年全年的重磅性政策，将为医保支出结构改善腾挪空间。通过腾笼换鸟将部分医保空间由一般仿制药、辅助用药转向创新药、医疗服务等。目前带量采购的配套文件和地方文件正逐步出台，总体趋势是保证中选品种的采购量，非中选品种也需降价，医保支付对非中选品种会逐步调整降低。未来带量采购的品种范围会逐步扩大，但进度会视通过一致性评价品种的情况而定。其他非4+7地区亦出现价格联动的情况，但在预期范围，降价对市场的冲击已经逐步被消化。其对市场及投资者心理的冲击已经边际改善，年内带量采购大概率不会再有超预期的负面政策出现。

表6 《意见》对非中选品种支付价格的设定

非中选品种价格/中选品种价格	支付标准
>2	2019年按原价下调30%或以上； 2020年或2021年调整到中选品种的支付标准
≤2	中选价
<1	实际价格
未通过一致性评价品种	不高于中选价，不设过渡期

数据来源：国家医保局 上海证券研究所

表 7 部分试点地区对带量采购试点工作的相关政策文件

时间	地区	文件	全面执行时间
正式文件			
2019.2.28	辽宁省（大连、沈阳）	《关于扎实稳妥推进国家组织药品集中采购和使用试点工作的通知》	2019.3.20
2019.2.18	沈阳	《沈阳市开展国家组织药品集中采购和使用试点工作的实施方案》	2019.3.20
2019.2.26	上海	《关于本市执行 4+7 城市药品集中采购中选结果的通知》	2019.3.20
2019.2.28	西安	《西安市落实国家组织药品集中采购和使用试点工作实施方案》	2019.3.25
征求意见稿			
时间	地区	文件	启动执行时间
2019.1.18	天津	关于公开征求《天津市落实国家组织药品集中采购和使用试点工作实施方案》意见的公示	2019.3.1

数据来源：各地政府网站 各地方药械集中采购网站 各地卫健委 上海证券研究所

1.4 工业大麻应用前景备受关注

国际上将大麻植物中致幻成瘾的毒性成分四氢大麻酚（THC）含量低于 0.3%，不具备毒品利用价值的大麻品种类型称为工业大麻。工业大麻在我国也称为汉麻，其原植物及其提取物在生物制药、纺织等多个领域均有广泛应用。工业大麻富含大麻二酚（CBD），通过对大麻二酚进行结构改造，能够获得一系列衍生物，具有抗痉挛、抗焦虑、抗炎、抗癫痫等药理作用。

根据国家统计局数据，2016 年我国大麻产量 7.7 万吨，较 2015 年增长了 5 万吨，其中 80% 用于医药行业。云南、黑龙江、吉林已有相关产业政策出台。

目前中国是最大的工业大麻生产国，产业链涉及种植、提取、加工应用等。汉麻集团是是目前国内唯一一家合法的以工业大麻全产业链布局为基础、以生物制药为方向的投资集团，子公司汉素生物是世界上最大的单体大麻二酚及其他大麻素提取工厂，银河生物和港股上市公司美瑞健康已分别入股汉素生物 5.55% 和 20% 的股份。其他已经公告涉及工业大麻产业链的公司包括紫鑫药业、诚志股份、龙津药业、康恩贝等。

紫鑫药业：公司荷兰全资子公司 Fytagoras B.V. 与吉林省农业科学院共同签订《工业大麻合作研究协议》，计划完成研发 CBD 含量达 10% 以上的大麻品种

诚志股份：拟以约 1.3 亿元受让云南汉素持有的云南汉盟 37.14% 股权，同时增资不超过 1 亿元，增资完成后将成为云南汉盟的控股股东。

龙津药业：公司计划以自有资金不超过 1500 万元增资云南牧亚农业科技 有限公司，并获得其 51% 股权，牧亚农业主营大麻规模化种植，批准种植面积 1.2 万亩。其承诺 2019 年、2020 年、2021 年实现的净利润分别不低于 500 万元、550 万元、605 万元。

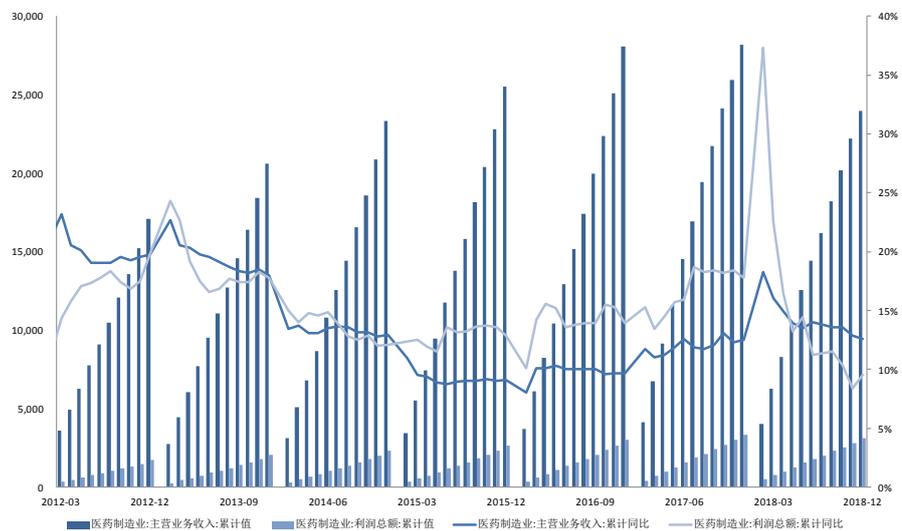
康恩贝：公司拟以 3000 万元受让全资子公司云南希陶绿色药业股份有限公司所持云杏公司 100% 股权，并在股权受让完成后以现金 6,000 万元增资。2019 年 1 月云杏公司获得关于对加工工业大麻花叶项目申请批复的函。

二、行业经济数据跟踪

2.1 2018 年 1-12 月医药制造业收入稳健增长，利润增速同比逐季放缓

根据国家统计局数据，2018 年 1-12 月，医药制造业累计主营业务收入、利润总额分别为 23,986.3 亿元、3,094.2 亿元，同比增长分别为 12.6%、9.5%。分季度来看，医药制造业 2018Q1-Q4 收入同比增速分别为 16.1%、11.1%、13.6%、9.7%，全年收入同比增速与 2017 年持平；利润同比增速分别为 22.5%、7.6%、5.7%、3.9%，利润增速同比逐季放缓。

图 2 近年来医药制造行业收入与利润增速 (%)

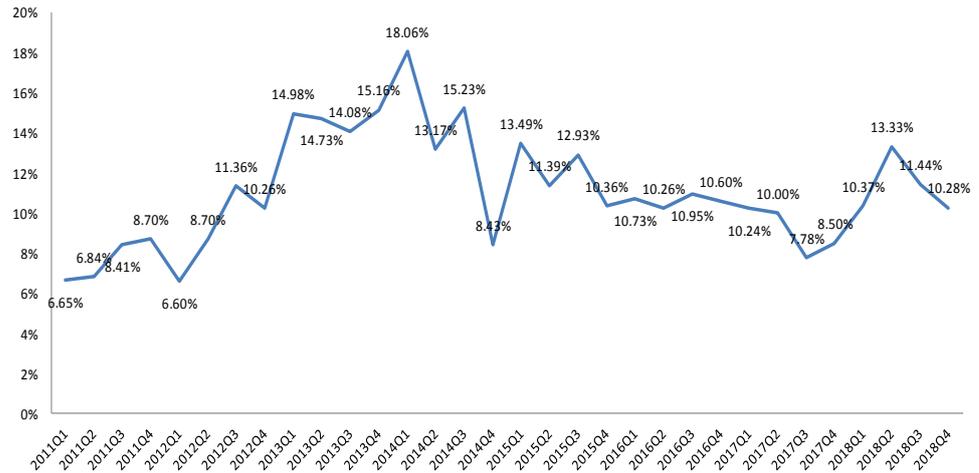


数据来源：Wind 上海证券研究所

2.2 2018Q4 基金重仓持股中医药配置比例环比持续回落

根据 Wind 数据，我们对所有基金 2018Q4 重仓持股进行统计，医药板块的配置比例为 10.28%，同比提升 1.78 个百分点，环比下降 1.16 个百分点。受带量采购大幅降价等因素影响，市场对医药行业预期偏悲观，2018Q4 医药配置比例环比持续回落。

图 3 2011-2018Q4 基金重仓持股中医药配置比例概况



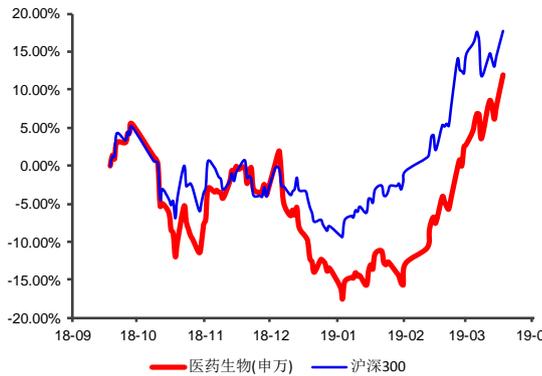
数据来源: Wind 上海证券研究所

三、近期医药板块表现综述

3.1 近一个月医药板块指数跑赢沪深 300 指数 4.91 个百分点

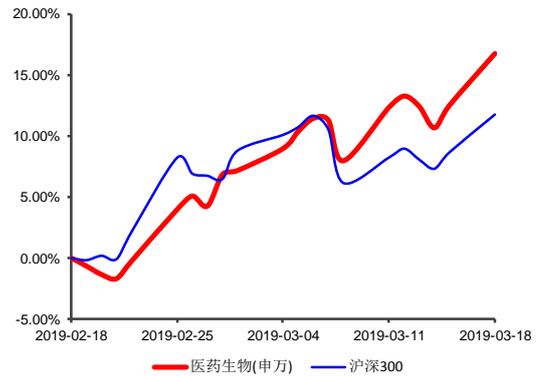
截至 3 月 18 日，以一个月区间统计，医药指数上涨 16.70%，跑赢沪深 300 指数 4.91 个百分点，子板块中，化学原料药板块涨幅最大，上涨 21.22%，医药商业板块涨幅最小，上涨 12.33%；以六个月区间统计，医药指数上涨 11.97%，跑输沪深 300 指数 5.84 个百分点，子板块中，化学原料药板块涨幅最大，上涨 21.49%，中药板块涨幅最小，上涨 5.34%。

图 4 近 6 个月医药板块指数走势图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 5 近 1 个月医药板块指数走势图



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 8 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现 (截至 3 月 18 日)

子行业	近 6 个月			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
医药商业	3.41%	-8.56%	-14.40%	12.33%	-4.37%	0.55%
化学制剂	18.45%	6.48%	0.64%	15.97%	-0.73%	4.19%
中药	5.34%	-6.63%	-12.47%	14.38%	-2.32%	2.60%
生物制品	7.83%	-4.14%	-9.98%	20.35%	3.65%	8.56%
化学原料药	21.49%	9.52%	3.68%	21.22%	4.53%	9.44%
医疗器械	16.31%	4.34%	-1.50%	16.59%	-0.10%	4.81%
医疗服务	20.06%	8.09%	2.25%	17.83%	1.13%	6.05%
医药生物	11.97%	N/A	-5.84%	16.70%	N/A	4.91%
沪深 300	17.81%	N/A	N/A	11.78%	N/A	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所

3.2 医药板块估值溢价率有所回升

2 月份以来医药板块估值水平持续回升, 截止 3 月 18 日, 医药板块绝对估值 PE (历史 TTM 整体法, 剔除负值) 为 32.10 倍, 仍处于近十年的中低位水平, 相对于沪深 300 的估值溢价率约 154.42%, 处于近十年的中低位水平, 医药板块的性价比优势有望带动板块整体的景气度回升。

图 6 近年医药板块绝对估值情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 7 近年医药板块估值溢价率



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 9 医药各细分板块的 PE 估值 (TTM_整体法, 剔除负值)

板块名称	PE	溢价率
化学原料药	23.38	87.49%
化学制剂	39.53	217.00%
生物制品	49.32	295.51%
医疗器械	55.46	344.75%
医药商业	17.12	37.29%
中药	22.59	81.16%
医疗服务	85.80	588.06%
医药生物	32.10	157.39%
沪深 300	12.47	

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 3 月 18 日

四、医药行业评级、策略及重点股票

4.1 维持医药行业“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度: 1) 医药消费具有刚需性质, 国内老龄化加速, 带动医药行业的需求持续旺盛。医保局成立之后对医保资金的统筹安排、4+7 带量采购带来医保资金的腾笼换鸟, 都必然提高优质医疗资源、优质医疗服务的可及性; 2) 创新带来了更多优质的药品、医疗器械, 不断满足人们未被满足的各种医疗、康复和保健需求, 同时经济的发展、可支付能力的提高使人们对高端产品和服务的需求持续增加; 3) 审评审批制度改革、仿制药一致性评价、带量采购等医药政策调控下的供给侧改革, 使医药行业在存量市场的结构调整和创新驱动的行业的增量发展中稳步前行, 医药行业已经步入新的景气周期, 这个新的景气周期以创新品种、优

质品种、优质企业为主导，行业集中度不断提升，龙头企业强者恒强，创新药上市和仿制药进口替代的速度有望加快。未来几年，制药、器械、疫苗等各个领域的自主研发创新产品将进入密集的上市期，研发型药企以及优质制造型企业有望持续享受政策红利，医药板块仍然能够寻得良好的结构机会。因此，我们继续维持医药行业“增持”评级。

接下来一段时期，带量采购对行业的负面冲击趋于弱化，MSCI 指数扩容、科创板均对医药公司青睐有加，将推动医药板块的价值重估，尤其是创新产业链相关板块和个股。我们对未来一段时期医药板块的表现持相对乐观的态度，继续维持医药行业“增持”评级。

4.2 关注结构性机会中的龙头

未来，医药板块的投资将集中于结构性行情中的行业龙头和细分领域龙头。这是因为：

1) 强者恒强的格局已经在医药行业形成，这是医药产业发展阶段决定的。因此我们需要关注龙头企业，包括行业龙头（例如创新药研发龙头恒瑞医药、医疗器械龙头万东医疗、迈瑞医疗、CRO 龙头药明康德等）和细分领域龙头（例如伴随诊断细分龙头艾德生物、肝素原料制剂一体化龙头健友股份、零售行业龙头一心堂、益丰药房等）。

2) 医药板块总体以结构性机会为主。这需要分析政策动态、市场重大变化来判断投资方向。当前我们认为结构性机会仍然集中于非药板块（例如医疗器械、医疗服务、商业零售等）和药板块中的创新药产业链（例如 CRM/CMO/CDMO 和研发型企业）。与年度策略相比，我们对创新药产业链的投资机会更加乐观，主要与科创板设立和 MSCI 指数扩容有关。

4.3 重点跟踪股票

4.3.1 华东医药（000963）：工业板块业绩表现靓丽

公司作为浙江省医药商业龙头企业，拥有覆盖浙江全省的商业网络和深度渗透的基层终端市场网络，随着“两票制”等政策影响逐步消化且公司拓展纯销业务比例，商业板块收入增速有望逐步回升且扩大公司在浙江省内医药分销市场的占有率。工业板块方面，公司重点产品长期受益于医保目录调整，工业板块保持较快的业绩增速，其中预计百令胶囊、阿卡波糖、免疫抑制剂 2018 年前三季度收入增速分别为 12%、30%、30%。目前，公司的阿卡波糖片、环孢素软胶囊等品种已通过一致性评价，有望加速进口替代，巩固并扩大市场份额。我们看好公司未来的发展，维持公司“增持”评级。

风险提示：研发失败风险、药品降价风险、海外并购不及预期风险、政策推进不及预期风险等。

表 10 华东医药预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,831.82	31,096.09	35,051.96	39,857.39
年增长率	9.66%	11.73%	12.72%	13.71%
归属于母公司的净利润	1,779.51	2,190.71	2,748.73	3,399.83
年增长率	23.01%	23.11%	25.47%	23.69%
每股收益(元)	1.22	1.50	1.89	2.33
PER (X)	27.66	22.46	17.90	14.48

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3 月 13 日收盘价计算

4.3.2 爱尔眼科 (300015): 海外并购推动全球布局, 纳入 MSCI 凸显投资价值

公司是国内医疗服务领域的龙头企业, 通过产业并购基金继续以新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局, 纵向推进省域内分级连锁体系建设, 加大医院网络的辐射区域。同时公司通过并购基金的形式, 在体外培育大量医院, 将有序注入公司, 未来成长可期。国际化方面, 公司被纳入 MSCI 指数, 体现出公司在外资眼中具有长期投资价值。

目前, 公司体内外医院数已接近 200 家。另外, 国际化方面, 收购美国 Wang Vision 和欧洲巴伐利亚眼科连锁, 推动眼科生态圈的全球布局。同时各地优秀医生加盟越来越多, 推动公司技术实力提升。我们看好公司未来的发展, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 扩张不及预期风险; 市场竞争风险; 整合风险; 政策风险; 医疗风险; 商誉减值风险等。

表 11 爱尔眼科预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,962.85	8015.04	10,219.12	12,896.76
年增长率	49.06%	32.42%	29.42%	26.20%
归属于母公司的净利润	742.51	1008.50	1254.20	1,627.56
年增长率	33.19%	35.82	30.02%	29.77%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.53	0.68
PER (X)	107.34	79.03	63.55	48.97

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3 月 18 日收盘价计算

4.3.3 上海医药 (601607): 全国性医药商业龙头企业, 并表康德乐贡献业绩弹性

公司是全国性医药商业龙头企业, “两票制”背景下凭借规模优势、全国化分销网络布局等竞争优势, 有望在本轮行业洗牌中提高纯销业务比例, 占据更多的市场份额。上药康德乐与公司全面接轨, 2018年2-9月底实现净利润1.31亿元, 同比增长7%, 净利率提升至0.8%, 经营业绩较上半年显著改善。此外, 公司工商协同优势明显, 工业板块坚持治疗领域与重点产品聚焦战略, 60个重点品种2018年前三季度实现收入75.69亿元, 同比增长28.91%, 保持较快增长的态势, 长期来看丰富的在研品种储备有望驱动工业板块持续发展。我们看好公司未来的发展, 维持公司“谨慎增持”评级。

风险提示: 两票制等行业政策预期风险; 并购速度不及预期风险; 并购、区域市场竞争激烈等因素导致毛利率水平下降的风险; 仿制药一致性评价进度不及预期的风险; 商誉减值风险等。

表 12 上海医药预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	130,847.18	164,025.09	183,899.37	203,777.28
年增长率	8.35%	25.36%	12.12%	10.81%
归属于母公司的净利润	3,520.65	4,057.83	4,572.34	5,300.97
年增长率	10.14%	15.26%	12.68%	15.94%
每股收益 (元)	1.24	1.43	1.61	1.87
PER (X)	15.96	13.84	12.29	10.58

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄3月18日收盘价计算

4.3.4 一心堂 (002727): 门店维持较快扩张速度, 整合云南省外业务逐步释放业绩

截至2018年12月底, 公司拥有直营连锁门店5,758家, 同比增长13.66%, 2018年全年净新增门店692家, 其中2018Q1-Q4分别净新增门店89家、109家、207家、287家, 2018H2门店扩张速度明显加快。公司计划2019年新建门店1,200家, 相当于2018年末门店总数的20.8%, 其中云南省外区域、云南省内区域分别新增门店650家、550家, 预计公司2019年全年门店扩张速度较2018年将进一步改善。此外公司2018年云南省外区域门店数量占比为38.19%, 同比上升1.38个百分点, 公司计划2019年将川渝市场作为主攻市场, 在继续进行门店的密集合理布局的基础上, 通过精细化管理、专业化服务等方式提升门店质量, 为川渝市场的快速发展保驾护航。我们看好公司未来的发展, 维持公司“谨慎增持”评级。

风险提示：门店扩张速度不及预期风险；并购的新门店经营、整合不及预期风险；两票制、分级诊疗等行业政策风险；医药电商等创新业务发展不及预期风险；商誉减值风险等。

表 13 一心堂预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,176.27	10,918.83	12,949.45	15,304.58
年增长率	18.39%	18.99%	18.60%	18.19%
归属于母公司的净利润	521.07	630.52	779.69	944.48
年增长率	23.27%	21.00%	23.66%	21.14%
每股收益(元)	0.92	1.11	1.37	1.66
PER(X)	29.32	24.30	19.69	16.25

数据来源：Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3 月 18 日收盘价计算

五、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于：

1) 政策风险：医保基金是医药市场最大的买方力量，医保局组建后新的医保相关政策，此次带量采购的操作和执行情况将对行业及上市公司产生极大的影响。

2) 一致性评价进度及后续走向：今年是 289 个口服制剂品种一致性评价的完成年，后续政策走向及执行力度需密切关注。

3) 降价风险：国家试点药品集中采购将对相应品种进行价格谈判、议价及招标，药品或再次走入降价趋势，将对企业利润产生压力。

4) 商誉减值风险：上市公司通过并购的方式扩大市场份额或培育新的利润增长点，存在产品拓展不及预期、市场变化等不确定性因素，可能导致商誉减值。

附表 2 医药行业重点股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E		
华东医药	000963	33.75	1.22	1.50	1.89	27.66	22.46	17.90	5.18	增持
爱尔眼科	300015	33.44	0.31	0.42	0.53	107.34	79.03	63.55	14.26	增持
上海医药	601607	19.79	1.24	1.43	1.61	15.96	13.84	12.29	1.46	谨慎增持
一心堂	002727	26.97	0.74	0.92	1.11	36.23	29.32	24.30	3.88	谨慎增持

数据来源: Wind 上海证券研究所 股价为 2019 年 3 月 18 日收盘价

分析师承诺

魏贇 金鑫 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。