

# 医药生物

证券研究报告  
2019年05月05日

## 弱势行情下医药板块性价比凸显，重点关注医药消费

### 4月行情回顾

2019年4月上证综指同比下跌2.90%报3,078.34点，中小板指下跌8.56%报6,044.44点，创业板指下跌7.79%报1,623.78点。医药生物指数下跌4.37%，报7,532.61点，表现弱于上证1.47个pp，强于中小板4.18个pp，强于创业板3.41个pp。截至4月30日，全部A股估值为13.72倍，医药生物估值为35.98倍，相对A股溢价率上升至162%。

### 4月行业总结

本月大盘呈现震荡调整走势，医药板块显示了较好的防御性，走势虽弱于大盘但强于中小板和创业板，相对全部A股估值溢价率上升至162%。行业方面，4月2日，国务院办公厅发布关于同意建立疫苗管理部际联席会议制度的函，同意建立由市场监管总局、国家卫生健康委、国家药监局牵头的疫苗管理部际联席会议制度。4月17日，国家医疗保障局公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》的公告；此前《2019年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》于2019年3月13日-26日期间向社会公开征求意见。4月23日，十三届全国人大常委会第十次会议对疫苗管理法草案二审稿进行分组审议，围绕疫苗安全生产、预防接种异常反应具体补偿办法、加大违法行为的处罚力度等方面内容，与会人员纷纷提出意见建议。4月24日，国家药品监督管理局发布了《关于批准注册220个医疗器械产品公告（2019年第31号）》，上月国家药监局共批准注册医疗器械产品220个。4月25日，国家卫健委举行新闻发布会，以国务院医改领导小组秘书处的名义对深化药品领域改革的总体进展和成效、典型经验进行介绍。4月26日，中国人大网就《中华人民共和国药品管理法（修订草案）》和《中华人民共和国疫苗管理法（草案）（二次审议稿）》向社会公开征求意见。

### 5月投资观点

在当前市场处于相对弱势的情况下，医药板块作为传统的防御性板块配置价值凸显，尤其对于一季报业绩高增长同时估值合理的标的来说，具有较高的“安全垫”。在配置方向上，建议投资者关注“四大方向”：（1）重点关注刚性用药领域，包括通化东宝、长春高新、健康元，疫苗领域的智飞生物、沃森生物、康泰生物；（2）重点关注医疗器械领域，关注艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物；（3）关注医保目录调整及科创板催化创新药及产业链，关注恒瑞医药、泰格医药、凯莱英。（4）关注医药大消费领域，包括：OTC领域的片仔癀、仁和药业、亚宝药业、云南白药，医疗服务领域的爱尔眼科、美年健康。

### 5月金股：健康元(600380.SH)

核心逻辑：公司2018年实现营收112.04亿元，同比增长3.94%；归母净利润6.99亿元，同比减少67.21%；归母扣非后净利润6.31亿元，同比增长26.35%；整体业绩基本符合市场预期。公司业绩下滑主要是去年同期珠海维星实业有限公司股权转让交易的影响所致，影响公司2017年归母净利润14.85亿元。展望2019年，公司主业有望保持快速增长，同时复方异丙托溴铵吸入溶液的获批标志着公司迈出关键第一步，公司有望成为呼吸制剂领军企业。除了重点布局的吸入制剂平台外，公司还力争打造国内领先全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台，为长期发展奠定了坚实的基础。我们看好公司吸入制剂发展潜力，预计公司2019-2021年EPS分别为0.46、0.55及0.64元，对应估值分别为19、16及14倍，维持“买入”评级。

### 5月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整，推荐逻辑见表1）

健康元，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  
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-行业研究周报:弱势行情下医药板块性价比凸显，重点关注医药消费》  
2019-04-29
- 2 《医药生物-行业研究周报:医药后市更值得期待，持续关注“三条主线”》 2019-04-22
- 3 《医药生物-行业专题研究:博瑞医药，高端仿制原料药和中间体的专注者——科创板系列报告五》 2019-04-21

### 关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

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。一季报预告显示公司 2019 年开头业绩增长势头强，我们预计 19-20 年净利润为 5.4/7.0 亿元，EPS 为 0.98/1.26 元，维持买入评级。	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 A2000Plus 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 19-21 年公司净利润分别为 7.17 亿元、9.04 亿元、11.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.71 元/股、2.15 元/股、2.68 元/股，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 19-20 年公司净利润 4.21/5.62 亿元，对应 EPS 1.23/1.64 元/股，维持“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. 迈瑞多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	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

	经深入人心。我们预计 19-21 年公司 EPS 为 3.83/4.74/5.73 元，给予“买入”评级。			
金城医学 (603882.SH)	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 19-21 年公司净利润为 2.87/3.61/4.56 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.79/1.00 元/股，维持“买入”评级	行业拐点出现	竞争加剧、医学检验及病理诊断服务执业风险、检验样本控制风险	郑薇/ 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 年包括硫酸羟胺格司亭、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 有望于近期获批上市，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。结合公司一季报情况，暂不考虑未获批产品的情况下，我们预计 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
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 2019-2021 年 EPS 分别为 2.50、3.28 及 4.23 元，片仔癀是少有的中药稀缺价值品种，看好片仔癀持续增长以及公司“一核两翼”战略前景，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
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。随着公司体检产品的升级与体检中心布局的逐步扩大与下沉，未来尚存在较大成长空间，预计 19-20 年公司实现净利润 11.53/16.30 亿元，对应 EPS 0.37/0.52 元/股，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
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，有能力参与全球医药研发产业链中。考虑到公司股票激励解锁条件为业绩起到一定保障作用，我们预计公司	创新浪潮下的临床试验技术服务高速增长	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

	2019-2020 年归母净利润为 6.80 亿元、9.42 亿元，看好公司作为国内临床 CRO 龙头业绩高增长可期，维持“买入”评级。			
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，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。考虑到公司业绩超我们预期，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 28.58 亿元、37.49 亿元、48.64 亿元，维持“持有”评级。	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险；行业监管政策风险；长周期合同的执行风险	潘海洋
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。公司吸收合并母公司开启战略发展新阶段，看好公司未来发展前景，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 3.63、4.09、4.53 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. 公司业绩高增长（2018 年归母净利润+52.05%；2019Q1 归母净利润预增 60-80%），其中：生长激素系列增长强劲，市场份额进一步扩大，带动核心子公司金赛药业 2018 年归母净利润+65.08%，潜力品种重组人促卵泡素等也值得期待；疫苗子公司百克生物 2018 年归母净利润+62.97%，水痘疫苗市占率 36%，居全国首位；地产业务亦于 2019Q1 确认收入贡献业绩。2. 公司拟购买金赛药业 30%股权，有望进一步提升自主研发能力，不断强化核心竞争力，同时将增厚归母净利，进一步加强金赛的管理和控制力，有助于加强对金赛药业的支持，并提升上市公司的盈利能力。3. 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 7.94、10.47、13.46 元，公司业绩持续快速增长，后续收购金赛药业剩余股权也有望提升公司的核心竞争力和盈利能力，看好公司作为生物工程制药龙头持续快速的发展。	业绩高增长	营销拓展低于预期，生长激素行业竞争加剧	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 2019-2020 年 EPS 分别为 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. 弱势行情下医药板块性价比凸显，重点关注医药消费 .....	6
1.1. 刚性用药&疫苗 .....	6
1.2. 医疗器械 .....	6
1.3. 创新药及外包型行业 .....	6
1.4. 医药大消费 .....	7
2. 行情回顾 .....	8
2.1. 医药生物 4 月整体下跌，整体弱于大盘 .....	8
2.2. 子行业涨跌不一，医药生物上涨 11.03%排名全行业第 8 位 .....	8
2.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 3 月增至 162% .....	9
2.4. 各板块估值涨跌不一，化学制剂估值上升最多 .....	9
2.5. 本月子板块中化学制药、中药交易量与交易额上升 .....	10
2.6. 个股月度涨跌幅 .....	10
3. 医药制造业收入与利润 .....	11
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较 .....	8
图 2: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较 .....	9
图 3: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法） .....	9
图 4: 医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值） .....	9
图 5: 医药各板块交易量及交易金额变化 .....	10
图 6: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速 .....	11
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 4 月 30 日，剔除 2018 年上市新股） .....	10
表 3: 个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 4 月 30 日，剔除 2018 年上市新股） .....	10

## 1. 弱势行情下医药板块性价比凸显，重点关注医药消费

在当前市场处于相对弱势的情况下，医药板块作为传统的防御性板块配置价值凸显，尤其对于一季报业绩高增长同时估值合理的标的来说，具有较高的“安全垫”。在配置方向上，建议投资者关注“四大方向”：（1）重点关注刚性用药领域，包括通化东宝、长春高新、健康元，疫苗领域的智飞生物、沃森生物、康泰生物；（2）重点关注医疗器械领域，关注艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物；（3）关注医保目录调整及科创板催化创新药及产业链，关注恒瑞医药、泰格医药、凯莱英。（4）关注医药大消费领域，包括：OTC领域的片仔癀、仁和药业、亚宝药业、云南白药，医疗服务领域的爱尔眼科、美年健康。

### 1.1. 刚性用药&疫苗

**重点关注：通化东宝、长春高新、健康元，智飞生物、沃森生物、康泰生物**

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**通化东宝**（三代胰岛素有望今年三季度获批）、**长春高新**（生长激素高增长，拟购买金赛药业 30%股权进一步增强盈利能力）、呼吸制剂龙头**健康元**（首个呼吸产品吸入用复方异丙托溴铵获批，有望成为吸入制剂领军企业）。此外，建议持续关注疫苗领域的投资机会，相关标的：**智飞生物**（一季报业绩高增长）、**沃森生物**（一季报业绩高增长，13 价肺炎疫苗有望迎来获批）、**康泰生物**（管线储备众多潜力品种）。

### 1.2. 医疗器械

**重点关注：艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物（排名按拼音排序不分先后）**

随着 2019 年一季报的披露，医疗器械整体呈现稳健向上的趋势。器械龙头迈瑞医疗一季度实现收入 39.06 亿元，同比增长 20.69%，扣非后归母净利润 9.98 亿元，同比增长 28.34%。乐普医疗一季度收入为 18.78 亿元，同比增长 30.81%，扣非后归母净利润为 4.16 亿元，同比增长 39.71%，新研发上市的生物可吸收支架(NeoVas)于 3 月下旬实现收入 2,785.47 万元。

**重点关注：艾德生物**（伴随诊断行业高景气度+多基因联检产品+新产品放量）、**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）、**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。

### 1.3. 创新药及外包型行业

**恒瑞医药、泰格医药、凯莱英**

国家医疗保障局公布《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》的公告；此前《2019 年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》于 2019 年 3 月 13 日-26 日期间向社会公开征求意见。国家医保局对各方意见建议进行了认真研究之后，公布了《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》。方案具有如下三个方面要点：

1. 药品目录调整涉及西药、中成药、中药饮片三个方面，为**动态调整**，具体包括药品调入和药品调出两项内容。调入分为**常规准入**和**谈判准入**两种方式，在满足有效性、安全性等前提下，价格（费用）与药品目录内现有品种相当或较低的，可以通过常规方

式纳入目录；价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入（独家药品的认定时间以遴选投票日的前一天为准）。根据《方案》，此次医保药品目录调入的西药和中成药应当是 2018 年 12 月 31 日（含）以前经国家药监局注册上市的药品，符合条件的都会被纳入本次目录调整考虑的基础范围。有关基础数据以国家药监局批准上市的药品信息为基础，针对药品进行评审，不接受企业申报或推荐，不收取评审费和其他各种费用。

2. 目录调整对同类药品按照药物经济学原则进行比较，优先选择有充分证据证明其临床必需、安全有效、价格合理的品种。
3. 本次目录调整将优先考虑国家基本药物中的非医保品种、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、高血压和糖尿病等慢性病治疗用药、儿童用药以及急救抢救用药等。

我们认为，2018 年以来上市的具备高临床价值的重磅新药（尤其肿瘤药）有望纳入从而加快实现放量。建议关注：恒瑞医药（吡咯替尼、硫培非格司亭）、君实生物（特瑞普利单抗）、信达生物（信迪利单抗）、歌礼制药（达诺瑞韦）等；同时 2018 年抗癌药谈判纳入医保的药品快速放量有望进一步得到验证，建议关注：中国生物制药。

外包型行业一季报业绩总体保持高速增长，在行业政策+科创板影响下，外包行业有望显著受益，建议关注相关 CRO、CMO/CDMO 行业。政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，为外包型行业带来了良好的发展机遇；“4+7”带量采购政策后也促使医药回归各自分工；国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有望助推 CMO/CDMO 行业的发展。而科创板的推出将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，有助于推动 CRO 业务的订单及投资收益，我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。建议重点关注：**泰格医药**（CRO 高景气度，公司为国内临床 CRO 龙头）、**凯莱英**（CRO 高景气度，公司关键技术领域达到国际领先水平）、同时关注：**药明康德**（CRO 高景气度，公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头），**康龙化成**、**药石科技**、**昭衍新药**、**量子生物**、**博济医药**等外包型企业。

## 1.4. 医药大消费

### OTC 行业-片仔癀、仁和药业、亚宝药业、云南白药

2019 年年初至今，A 股板块整体上涨 26.10%，医药板块上涨 26.38%，我们重点推荐滞涨的低估值及品牌 OTC：片仔癀（年初至今上涨 26.01%，业绩高增长，18 年业绩预告扣非净利润同比增长 43.03%）、仁和药业（年初至今上涨 60.77%，公司业绩改善，19 年 PE 为 16 倍）、亚宝药业（年初至今上涨 34.10%，公司营销改善，19 年 PE 为 17 倍）、云南白药（年初至今上涨 16.56%，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）

### 医疗服务-爱尔眼科、美年健康

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：**公司发布 2019 年一季度报，2019 年一季度公司归母净利润 2.99 亿元，同比增长 37.84%。随着公司经营规模与市场占有率的不断提升，公司品牌影响力亦不断增强。作为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。

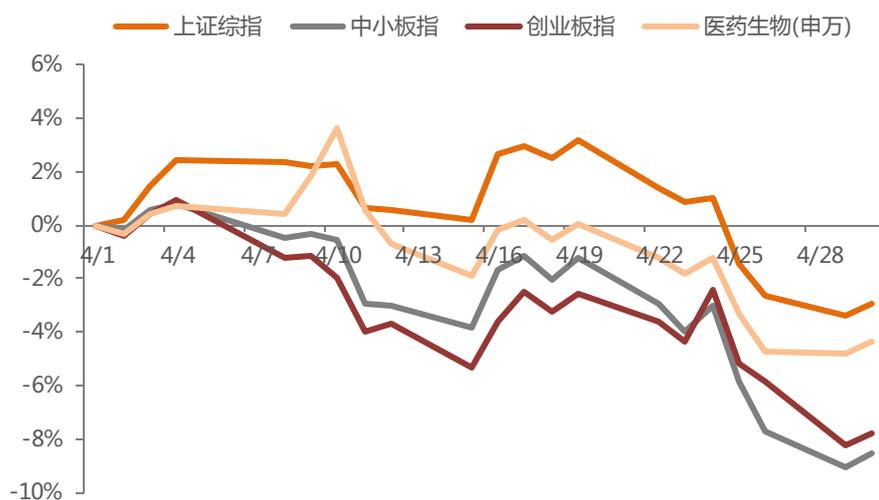
**美年健康：**公司发布 2019 年一季度报，2019 年一季度公司归母净利润亏损 1.18 亿，同比下降 6.45%。2019 年公司将高标准的医疗质量管理放在推动公司持续发展的第一要素位置，一季度业绩符合预期。作为全国非公体检龙头，引入战投落地，具备长期投资价值。同时公司近期推出“美年好医生”，联合了中国人保、平安好医生等，推动体检行业进入拥有“检、管、存、医、保”五大保障的体检 3.0 时代。“美年好医生”作为公司未来一段时间的主推品种，将助推公司个检数量、客单价的提升，带动公司业绩的增长。

## 2. 行情回顾

### 2.1. 医药生物 4 月整体下跌，整体弱于大盘

2019 年 4 月上证综指同比下跌-2.90%报 3,078.34 点，中小板指下跌-8.56%报 6,044.44 点，创业板指下跌-7.79%报 1,623.78 点。医药生物指数下跌-4.37%，报 7,532.61 点，表现弱于上证-1.47 个 pp，强于中小板 4.18 个 pp，强于创业板 3.41 个 pp。

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较



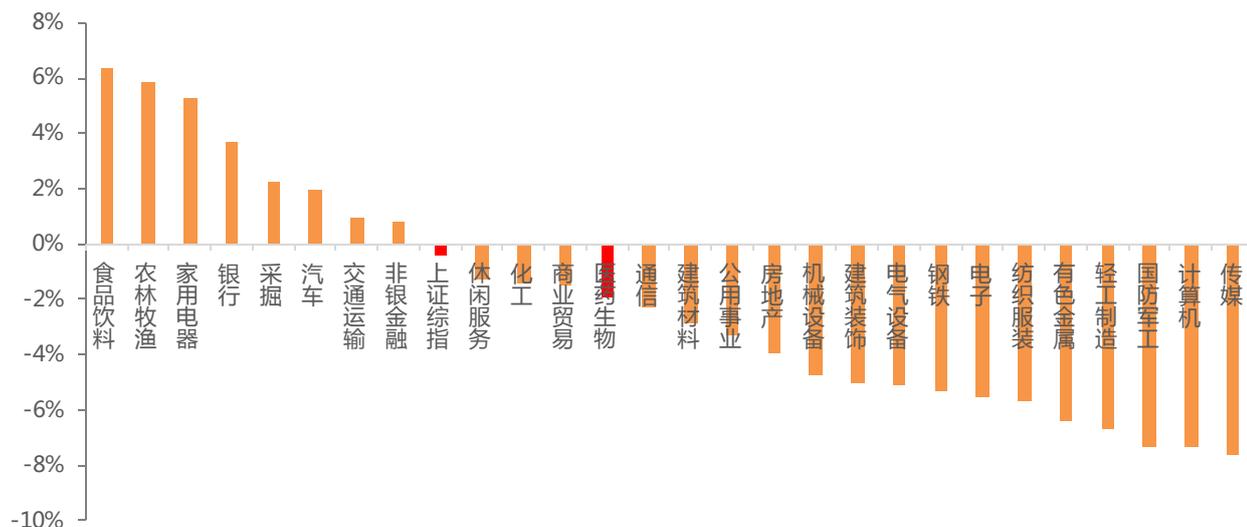
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.2. 子行业涨跌不一，医药生物上涨 11.03%排名全行业第 8 位

4 月申万 28 个子行业涨跌不一，食品饮料板块涨幅最大，上涨 6.35%，非银金融板块涨幅最小，上涨 0.79%；上证综指跌幅最小，下跌-0.40%，传媒板块跌幅最大，下跌-7.64%。4

月医药生物板块下跌-1.91%，排在申万一级行业第13位。

图 2：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

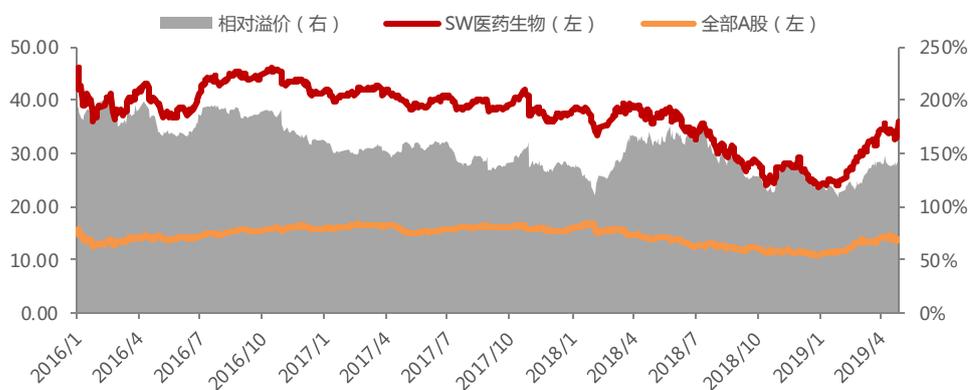


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 3 月增至 162%

截至 4 月 30 日，全部 A 股估值为 13.72 倍，医药生物估值为 35.98 倍，相对 A 股溢价率增至 162%。进入 4 月以来，医药生物估值由 3 月末的 32.95 倍增至 4 月末的 35.98 倍，全部 A 股估值水平从 3 月末的 13.61 倍，升高至 4 月末的 13.72 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所升高。

图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

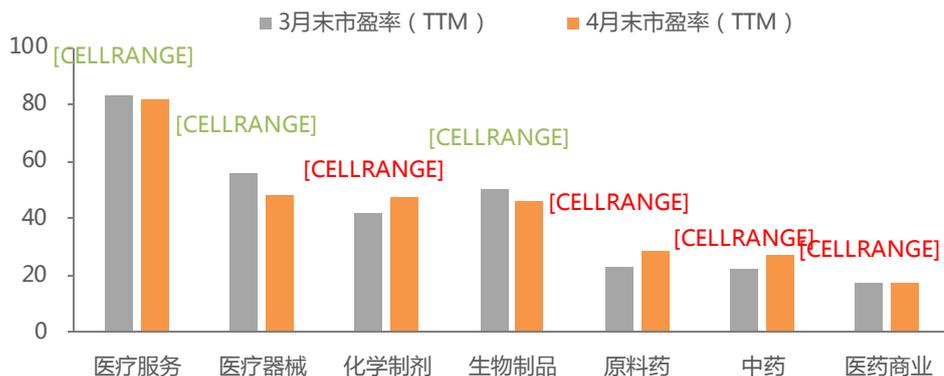


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.4. 各板块估值涨跌不一，化学制剂估值上升最多

截至 4 月 30 日，医药生物整体估值为 35.98 倍。分子板块看，医疗服务 81.97 倍，医疗器械 48.49 倍，化学制剂 47.49 倍，生物制品 46.47 倍，原料药 28.75 倍，中药 27.27 倍，医药商业 17.72 倍。各子板块估值涨跌不一，其中化学制剂板块估值上升 5.67 倍，医疗器械板块下降-7.81 倍。

图 4：医药各板块 PE (TTM 整体法，剔除负值)

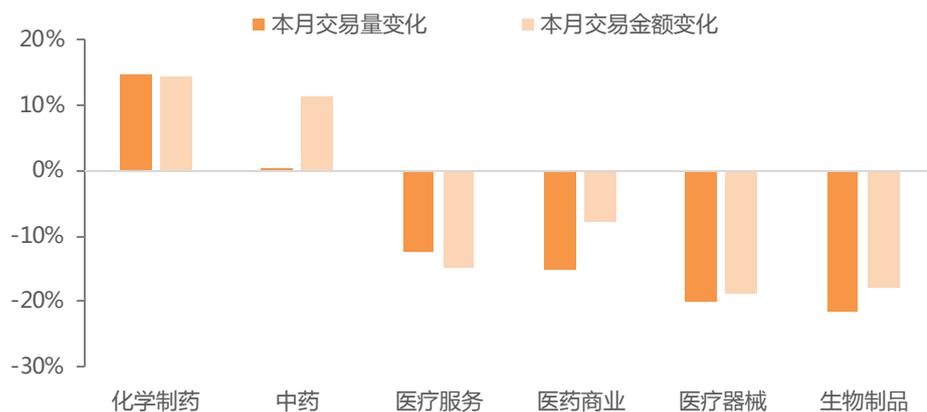


资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.5. 本月子板块中化学制药、中药交易量与交易额上升

4月交易时间为21天,与3月持平,4月医药各子板块交易量及交易金额涨跌不一。其中化学制药板块交易量增加幅度最大,较上月增加14.85%,交易额增加14.42%;生物制品板块交易量减少幅度最大,较上月减少-21.69%,交易额减少-17.86%。

图 5: 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

## 2.6. 个股月度涨跌幅

表 2: 个股区间涨幅前十 (截止至 2019 年 4 月 30 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 (%)
300573.SZ	兴齐眼药	-7.49	214.47	296.83	64.86	15.33	261.01
300194.SZ	福安药业	-12.79	91.53	134.02	11.51	2.87	147.19
300404.SZ	博济医药	11.89	54.30	83.51	24.00	10.37	97.47
603998.SH	方盛制药	-7.23	49.40	100.20	15.07	4.50	120.97
002099.SZ	海翔药业	1.56	41.82	108.02	11.76	4.16	112.24
603079.SH	圣达生物	6.00	37.43	65.81	33.61	14.79	72.91
000650.SZ	仁和药业	1.93	35.44	25.07	9.72	5.24	64.47
603309.SH	维力医疗	1.64	32.80	101.79	21.99	9.51	94.82
603368.SH	柳药股份	1.67	19.62	33.19	37.35	24.82	44.58
603222.SH	济民制药	1.19	18.98	159.63	31.40	13.45	113.62

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 4 月 30 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 (%)
----	----	----------	----------	----------	----------	----------	----------

600671.SH	天目药业	-12.28	-34.67	2.28	27.92	15.81	3.50
000813.SZ	德展健康	-9.61	-29.25	10.55	15.50	7.91	9.35
600664.SH	哈药股份	-10.00	-23.56	37.86	6.80	3.56	28.57
000590.SZ	启迪古汉	-14.85	-21.72	83.15	20.65	6.35	76.21
300363.SZ	博腾股份	-3.18	-20.81	9.42	11.84	7.99	-2.65
000503.SZ	国新健康	-1.46	-20.54	53.49	33.00	13.71	43.29
600572.SH	康恩贝	-6.64	-20.25	31.45	11.28	5.62	38.14
002907.SZ	华森制药	-3.27	-18.13	0.95	24.76	16.00	2.13
300108.SZ	吉药控股	-14.46	-18.01	6.96	9.70	4.77	39.52
600530.SH	交大昂立	-5.20	-17.87	19.44	7.48	4.01	16.44

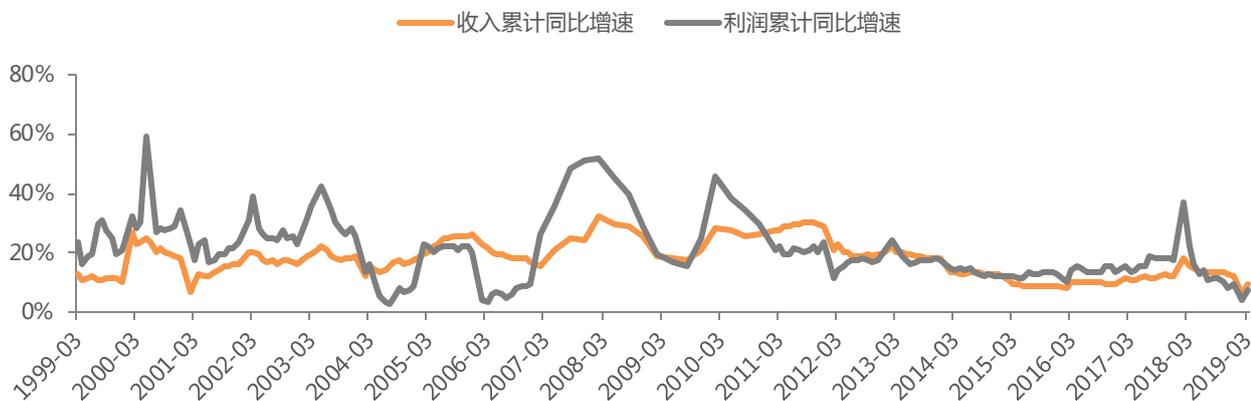
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 医药制造业收入与利润

2018年1-12月医药制造业累计收入同比增长12.60%（2017年1-12月同比增速为12.5%），利润总额累计同比增长9.5%（2017年1-12月同比增速为17.80%）。2018年医药制造业收入与利润总额的增速呈现前高后低的状态，我们判断主要系2018年上半年原料药提价、流感因素以及“两票制”等因素导致“低开转高开后”2018年下半年费用端提升所致。

2019年1-3月医药制造业利润总额累计同比增长7.60%（2018年1-3月同比增长22.50%），2019年1-3月医药制造业利润总额累计同比增速出现回落，我们认为主要有两点原因：1、2018年1-3月医药制造业利润总额基数较大（原因同上）；2、2019年1-3月受到药品降价等政策影响，医药制造业经营调整等导致利润端受到压缩，预计2季度该数据将逐步的企稳回升。

图 6：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

### 4. 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com