

医药生物

证券研究报告
2019年05月06日

2018年医药板块分化，19年Q1逐步企稳回升

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

2018年医药制造业“前高后低”，医药板块整体表现稳定

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

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”导致“低开转高开后”等原因所致。2018年医药制造业累计收入同比增长12.60%利润总额累计同比增长9.5%。2018年利润增速放缓主要因为：1、“低开转高开”后，18年下半年医药企业销售费用、结算成本等提升；2、2018年医药上市企业研发投入同比增长32.19%，较2017年提升7.83pp，持续的研发投入导致研发费用提升。由于资产减值等原因，医药上市的部分个股2018年净利润亏损幅度较大，我们将2018年净利润亏损超过2亿元的异常表现个股剔除后，医药板块2018年收入端、扣非归母净利润分别同比增长20.42%、8.20%，行业整体运行情况较为良好。

行业走势图



资料来源：贝格数据

2019Q1医药制造业利润端增速仍处于低位，上市医药企Q1业绩回升

相关报告

2019Q1医药制造业利润总额累计同比增长7.60%，2019Q1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、2018Q1医药制造业利润总额基数较高（原因如上）；2、2019Q1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。2019Q1医药生物收入端、扣非归母净利润分别同比增长16.77%、6.48%、-2.59%。18年在一系列医药政策影响下，行业发展面临着更加合规、规范的方向进行，龙头集中的趋势也愈加明显，经过18年的经营调整，2019Q1环比改善明显。

- 1 《医药生物-行业投资策略:弱势行情下医药板块性价比凸显，重点关注医药消费》 2019-05-05
- 2 《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
- 3 《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

板块存在一定的分化，细分龙头表现优秀

从细分板块来看，存在一定分化。2018器械（扣非归母净利润+22.5% yoy）、医疗服务（+42.64% yoy）、生物制品板块（+16.12% yoy）等表现较好，2018年同比均有不同幅度的增长（做剔除处理）。其中专科连锁服务、连锁药店、CRO、疫苗、创新药、品牌OTC等板块均实现快速增长，细分龙头均有较快的增长；相比较下，化学原料药等板块波动较大，利润增速等存在一定下滑，而化学制药中仿制药企业则面临一定的增长压力。

重点推荐创新药/高端制造/大消费等高景气度细分赛道投资机会

2018年虽然医药企业费用端提升对利润有所影响，但其中研发费用的支出提升较为明显，我们认为研发创新的持续投入是未来医药企业转型升级的发展趋势，有利于行业长期发展，为此我们精选如下投资方向：

- 1、化药&生物药领域关注具备持续创新研发能力标的：恒瑞医药、贝达药业、复星医药、科伦药业等；
- 2、优质器械赛道：迈瑞医疗、安图生物、健帆生物、开立医疗、乐普医疗、迈克生物、万孚生物等；
- 3、高景气度CRO/CMO领域与医疗服务：凯莱英、泰格医药、药明康德、爱尔眼科、美年健康、通策医疗等；
- 4、大消费领域：a.中药板块品牌OTC：片仔癀、云南白药、广誉远等，b.商业板块零售药店：益丰药房、一心堂、老百姓、大参林；
- 5、生物制品领域重点关注：疫苗与血制品板块、长春高新、通化东宝、我武生物。

风险提示：“4+7”带量采购政策的持续推进带来的药品降价压力；研发创新进展低于预期；一致性评价进展低于预期；消费升级进展低于预期；医保压力导致药品和器械降价，短期量升不达预期等

内容目录

1. 2018 年医药制造业 “前高后低”，预计 2019Q2 企稳回升.....	4
2. 2018 年医药板块分化，Q1 逐步企稳回升，研发投入高增长.....	4
2.1. 研发投入高增长，向创新转型升级.....	5
2.2. 化学原料药：维生素价格波动与相关事件影响产生一定的波动性.....	6
2.1. 化学制剂：增长平稳个股分化明显，创新药业绩有望持续跑赢整体.....	7
2.2. 中药板块持续关注医药大消费领域品牌 OTC.....	10
2.3. 生物制品实现较快增长，疫苗、血制品等板块延续良好表现.....	11
2.4. 医药商业：“两票制”影响消除，2019 年一季度业绩回升.....	13
2.5. 医疗器械板块稳健增长，精选符合产业趋势标的.....	15
2.6. 医疗服务：整体表现优异，细分龙头强者恒强.....	16
3. 2019Q1 医药生物相对 A 股溢价率逐步提升.....	18
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：医药制造业主营业务收入累计同比增速与利润总额累计同比增速.....	4
图 2：医药生物行业收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	4
图 3：医药生物行业收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）（剔除处理后）.....	5
图 4：2016-2018 年医药企业的研发支出（亿元）.....	6
图 5：化学原料药板块收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	6
图 6：化学制剂板块收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	7
图 7:2016-2019Q 收入(百万)及环比/同比增速(右轴).....	8
图 8：2016-2019Q1 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	8
图 9：2016-2019Q1 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	8
图 10：2016-2019Q1 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	8
图 11：2016-2019Q1 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	9
图 12：2016-2019Q1 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	9
图 13：中药板块收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	10
图 14：生物制品收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	11
图 15：医药商业收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	14
图 16：医疗器械板块业绩分季度表现（2014Q1-2019Q1）.....	15
图 17：医疗服务收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）.....	16
图 18：2018 年申万全行业不同板块涨跌幅表现（总市值加权平均法）.....	18
图 19：2018 年申万全行业不同板块涨跌幅表现（总市值加权平均法）.....	18
图 20:2018 年医药各板块涨跌幅表现.....	18
图 21：2019 年至今医药各板块涨跌幅表现（截止到 2019/4/30）.....	18

图 22: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率 (历史 TTM, 整体法)	19
--	----

表 1: 特色及专利原料药企业业绩增速亮眼	6
表 2: 化学原料药板块研发支出情况 (单位: 亿元)	7
表 3: 仿制药龙头企业业绩表现情况	7
表 4: 化学制剂板块研发支出情况 (单位: 亿元)	10
表 5: 中药龙头企业整体业绩增长稳健	10
表 6: 中药板块研发支出情况 (单位: 亿元)	11
表 7: 疫苗相关企业 2018&2019Q1 表现	12
表 8: 血制品相关企业 2018&2019Q1 表现	12
表 9: 生长激素、胰岛素及脱敏制剂相关企业 2018&2019Q1 表现	13
表 10: 生物制品板块研发支出情况 (单位: 亿元)	13
表 11: 连锁药房 2018 年&2019 年 Q1 业绩表现	14
表 12: 医药商业板块研发支出情况 (单位: 亿元)	14
表 13: 医药器械板块研发支出情况 (单位: 亿元)	16
表 14: 专科连锁服务机构 2018 年&2019Q1 表现	16
表 15: 外包型 (CRO、CDMO/CMO) 相关企业 2018&2019Q1 表现	17
表 16: 医疗服务板块研发支出情况 (单位: 亿元)	17

1. 2018 年医药制造业 “前高后低”，预计 2019Q2 企稳回升

2018 年医药制造业累计收入同比增长 12.60%（2017 年同比增速为 12.5%），利润总额累计同比增长 9.5%（2017 年同比增速为 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”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%），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 1：医药制造业主营业务收入累计同比增速与利润总额累计同比增速



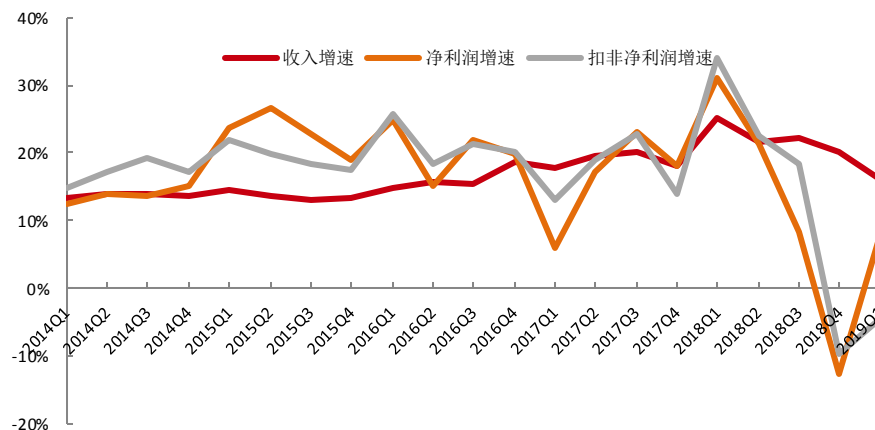
资料来源：wind, 天风证券研究所

2. 2018 年医药板块分化，Q1 逐步企稳回升，研发投入高增长

从医药生物上市公司整体的表现来看，2018 年医药生物上市公司收入端同比增长 19.97%；归母净利润同比下滑 12.64%；扣非后归母净利润同比下滑 9.59%。2018 年医药生物上市公司收入端整体保持了相对稳定的增长，利润端有所下滑。我们判断主要是因为 2018 年人福医药等个股产生一定规模的减值，导致部分个股的 2018 年当期亏损较大所致。

2019 年一季度医药生物上市公司收入端、归母净利润、扣非后归母净利润同比增速分别为 16.03%、8.39%、-4.46%。2019 年一季度医药生物上市公司业绩逐步回升。

图 2：医药生物行业收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



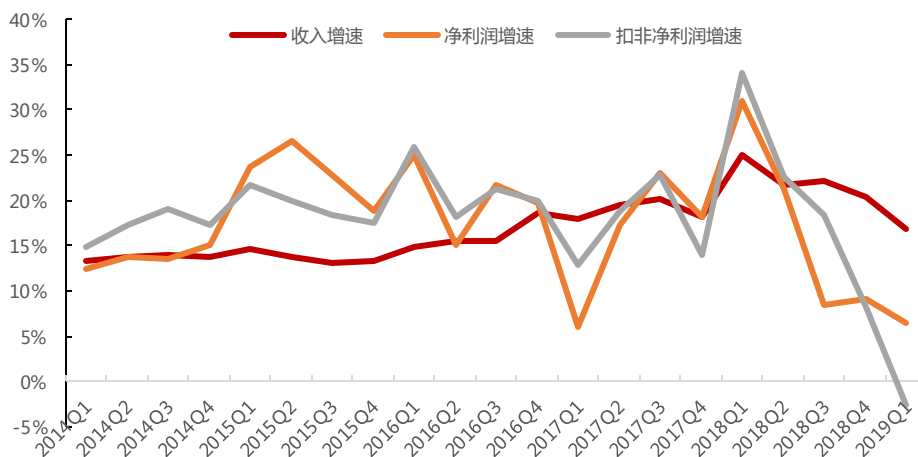
资料来源：wind，天风证券研究所

注：剔除 B 股、长生生物

从个股的情况来看，由于资产减值等原因，部分个股 2018 年净利润亏损幅度较大，我们将 2018 年利润亏损超过 2 亿元的个股剔除后，医药生物行业 2018 年收入端、归母净利润、扣非后、归母净利润分别同比增长 20.42%、9.19%、8.20%；2019 年一季度医药生物行业收入端、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 16.77%、6.48%、-2.59%。

2018 年医药生物剔除特殊个股后，行业整体运行情况较为良好，收入端与利润端保持了稳定快速的增长。从细分板块来看，行业内细分板块存在一定的分化：其中器械板块、医疗服务板块、生物制品板块等表现较好；化学原料药等板块波动较大，利润增速等存在一定程度的下滑。

图 3：医药生物行业收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）（剔除处理后）



资料来源：wind，天风证券研究所

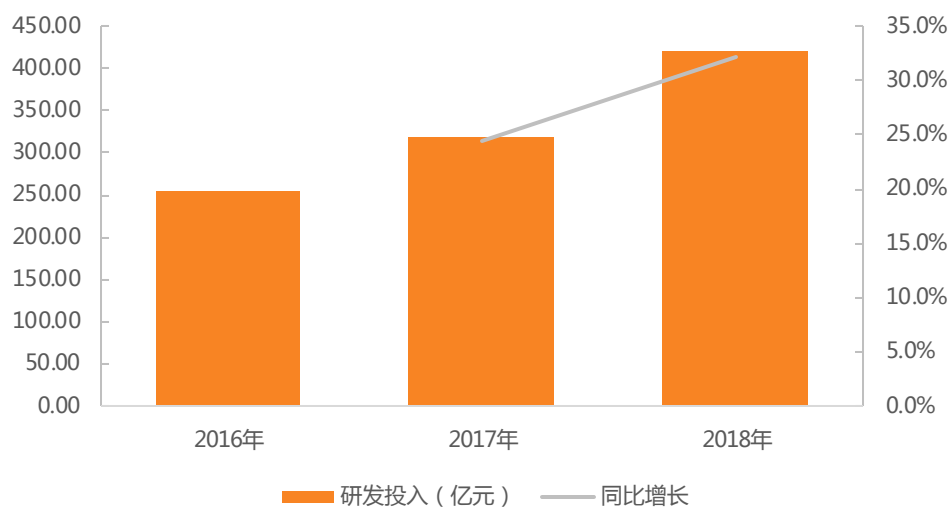
注：剔除 B 股、长生生物、ST 冠福、千山药机、人福医药、上海莱士、恒康医疗、信邦制药、ST 百花等因资产减值或其他原因造成的净利润亏损超过 2 亿元以上的个股

2.1. 研发投入高增长，向创新转型升级

2018 年医药上市企业研发投入 420.68 亿元，同比增长 32.19%，增速较 2017 年增加 7.83 个 pp，增长明显。随着仿制药降价压力的增加，我国医药企业积极的向研发创新转型升级，而研发投入的高增长，则更加体现了这种趋势。研发投入的增加短期内或对企业利润产生一定影响，但长期来看，有利于行业更加健康与稳定的发展。2018 年医药行业相关细分领域

域的研发投入都有较为明显的增长，行业整体发展趋势健康向上。

图 4：2016-2018 年医药企业的研发支出（亿元）

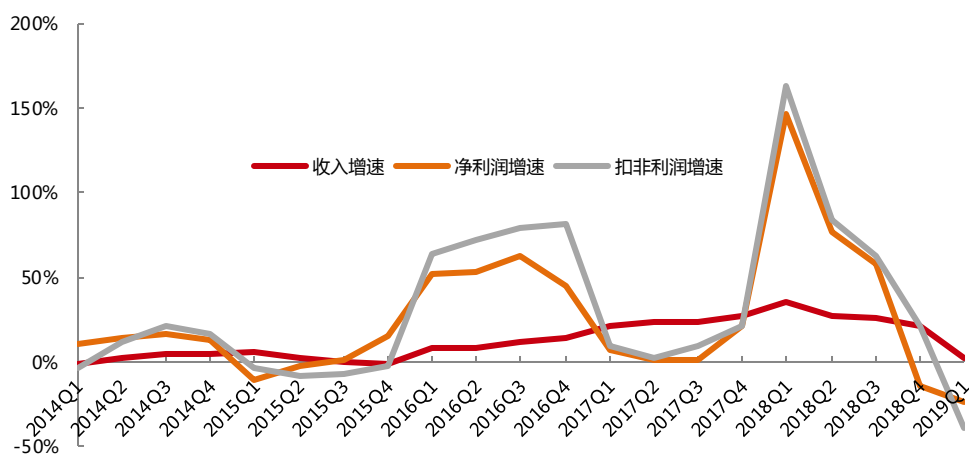


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 化学原料药：维生素价格波动与相关事件影响产生一定的波动性

2018 年化学原料药板块收入端同比增长 20.82%，归母净利润同比下滑 14.26%、扣非后归母净利润同比增长 21.48%；2019 年一季度收入端同比增长 2.91%，归母净利润与扣非后归母净利润分别同比下滑 23.44%、39.05%。2019 年一季度原料药板块扣非净利润下滑，主要是因为部分产品如维生素价格出现较大波动，去年同期价格处于高位。

图 5：化学原料药板块收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

个股方面维生素类生产企业业绩波动较为明显，特色及专利原料药相关企业表现亮眼。

表 1：特色及专利原料药企业业绩增速亮眼

公司	2018 年收入增速	2018 年归母净利润增速	2018 年扣非后归母净利润增速	2019 年 Q1 收入增速	2019 年 Q1 归母净利润增速	2019 年 Q1 扣非后归母净利润增速
美诺华	40.25%	115.66%	77.51%	64.38%	436.95%	433.91%
天宇股份	23.45%	63.36%	86.98%	66.75%	529.73%	708.17%
普洛药业	14.85%	44.42%	63.45%	15.86%	64.62%	70.24%
健友股份	52.81%	35.11%	34.54%	40.02%	22.38%	25.28%
凯莱英	28.94%	25.49%	24.22%	31.03%	45.00%	51.87%

博腾股份	0.07%	15.86%	-19.98%	18.92%	-25.16%	144.82%
药石科技	75.02%	98.52%	80.15%	53.07%	66.88%	74.13%

资料来源：Wind，天风证券研究所

研发支出方面，2018 年化学原料药板块整体研发支出 58.39 亿元，同比增长 30.80%，研发支出保持快速增长。研发支出增长原因在于，特色及专利原料药领域需要长期的研发投入支撑，才能保持企业的长期发展。

表 2：化学原料药板块研发支出情况（单位：亿元）

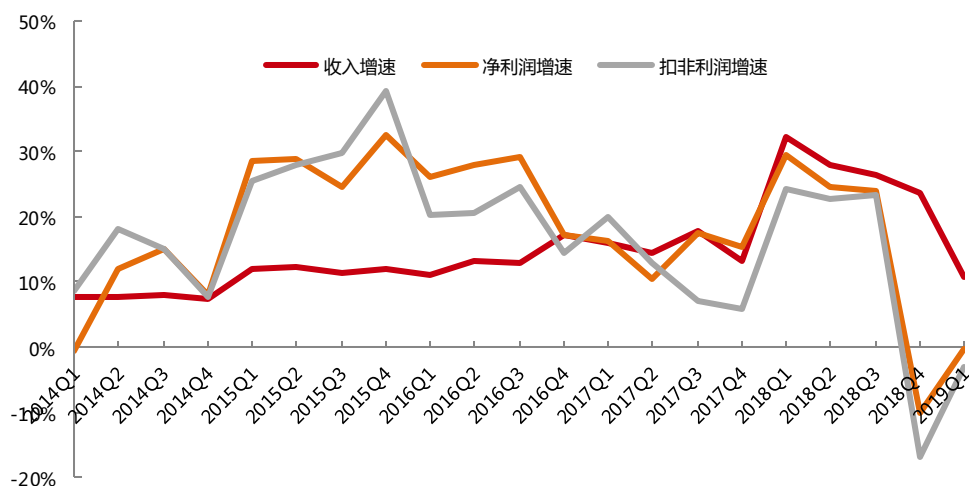
	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
化学原料药	58.39	44.64	34.54
同比增长	30.80%	29.24%	NA

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1. 化学制剂：增长平稳个股分化明显，创新药业绩有望持续跑赢整体

2018 年化学制剂板块收入端同比增长 23.53%，利润端同比下滑 9.95%，扣非后归母净利润同比下滑 16.81%；2019 年一季度板块收入端同比增长 10.84%，归母净利润同比下滑 0.40%，扣非后归母净利润同比下滑 3.15%。

图 6：化学制剂板块收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

2018 年医药政策频繁出台，对行业影响较为深远的“4+7 带量采购”政策出台，通过一致性评价的仿制药整体降价幅度达 52%。受“4+7 带量采购”等影响，仿制药行业未来将重新洗牌，行业估值中枢承受一定压力。我们认为未来仿制药降价趋势已经形成，仿制药企业利润空间存在一定压力，从仿制药向创新药企业的转型是大部分企业的选择，未来将是创新药的企业占据更主要的位置。

表 3：仿制药龙头企业业绩表现情况

公司	2018 年收入增速	2018 年归母净利润增速	2018 年扣非后归母净利润增速	2019 年 Q1 收入增速	2019 年 Q1 归母净利润增速	2019 年 Q1 扣非后归母净利润增速
华东医药	10.17%	27.41%	28.52%	23.84%	37.63%	30.45%
华海药业	1.85%	-83.18%	-81.05%	-3.22%	-16.23%	-28.62%
科伦药业	43.00%	62.04%	698.96%	9.05%	-12.40%	-2.04%
京新药业	32.66%	39.97%	653.97%	38.81%	49.25%	20.43%
信立泰	11.99%	0.44%	0.66%	5.51%	-22.57%	-22.91%

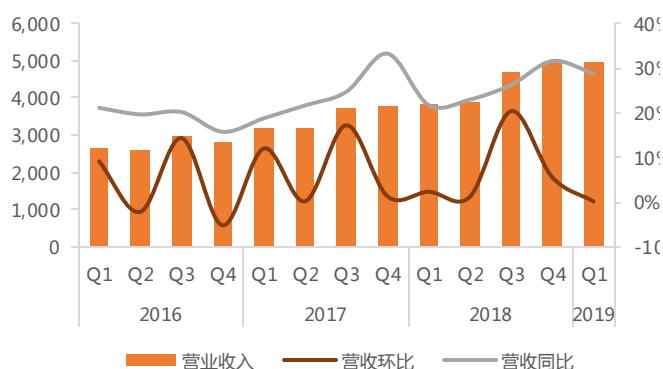
丽珠集团	3.86%	-75.56%	15.51%	10.06%	13.07%	15.28%
------	-------	---------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind, 天风证券研究所

随着国内药政改革的落地, 新药审评审批的不断提速, 创新药的供给明显增加; 而医保支付端的加持使得创新药上市后的放量速度较过去明显加快。目前, 国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期, 业绩有望持续跑赢整体。

恒瑞医药:以龙头恒瑞为例, 2018 年其营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 25.89%、26.39%、22.60%。公司自 2018 年三季度起营收和归母净利润同比增速出现明显提升, 主要由于 2018 年三大肿瘤重磅产品: 硫培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇, 集中获批上市后开始发货对公司业绩产生明显拉动作用; 此外, 抗癌药增值税调整、研发费用税前加计扣除比例提高等, 也对公司净利润产生明显正向作用。2019Q1, 公司营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 28.77%、25.61%、27.76%。由于新品上市放量, 公司业绩保持稳健较快增长。

图 7: 2016-2019Q 收入(百万)及环比/同比增速(右轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 2016-2019Q1 归母净利润(百万元)及环比、同比增速(右轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所

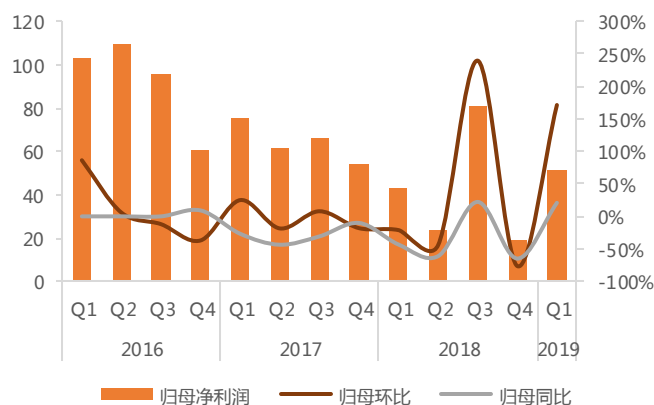
贝达药业:2018 年贝达营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 19.27%、-35.27%、-30.74%。2019Q1, 公司营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 31.70%、20.83%、23.17%。由于埃克替尼进入国家基药目录, 公司加大基层医院覆盖并持续加强学术推广, 埃克替尼 2019Q1 继续放量, 销量同比增长 34.63%。随着公司核心产品埃克替尼增长仍有持续, 后续产品恩莎替尼有望 2019 年获批, 同时帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批, 贡献新的业绩增量, 因此 2019 年有望成为公司业绩的拐点年。

图 9: 2016-2019Q1 营收(百万元)及环比、同比增速(右轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 2016-2019Q1 归母净利润(百万元)及环比、同比增速(右轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所

康弘药业:2018 年康弘营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 4.70%、7.88%、0.35%。

2019Q1，公司营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 2.43%、2.44%、2.73%。公司业绩低增长主要受传统中药和化药板块影响，生物创新药康柏西普仍保持高增长，2018 年康柏西普实现收入 8.8 亿（+43%yoy），预计随着扩展适应症的获批及国际化的推进，其高增长有望持续。

图 11：2016-2019Q1 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2016-2019Q1 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

港股创新药：中国生物制药的安罗替尼 2018 年上市并纳入医保后以超高速增长，预计全年销售额超过 10 亿元人民币，2019 年销售额有望继续高速增长。石药集团创新药业务增长强劲，2018 年实现收入 103.44 亿港元，同比提速至 57.2%，占总收入比重提升至 49.2%。此外，君实生物和信达生物的 PD-1 在 2018 年 12 月获批后放量迅速，2019Q1 分别实现收入 7908 万元人民币、990 万美元（约合 6700 万元人民币），预计其有望凭借广阔的市场空间和先发优势继续保持高速增长。

2019 年 4 月，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。相关标的：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，相关标的：中国生物制药（安罗替尼）。

研发支出方面，2018 年化学制剂板块整体研发支出达到 128.78 亿元，同比增长 35.62%，

明显高于行业收入及利润增速。以恒瑞医药为例，2018 年研发投入达 26.71 亿元，同比增长达 51.81%。医药创新离不开前期的研发投入，我们预计化学制剂尤其是创新类企业，在研发投入方面仍会保持较快增长。

表 4：化学制剂板块研发支出情况（单位：亿元）

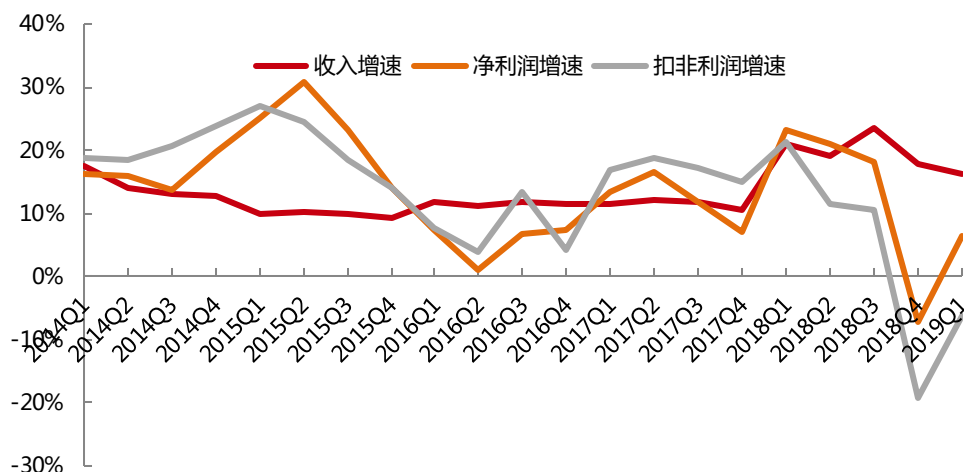
	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
化学制剂	128.78	94.95	72.49
同比增长	35.62%	31.00%	NA

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 中药板块持续关注医药大消费领域品牌 OTC

2018 年中药板块收入端同比增长 17.72%；归母净利润、扣非后归母净利润同比下滑 7.24%、19.31%；2019 年一季度板块收入端同比增长 16.15%；归母净利润同比增长 6.45%，扣非后归母净利润同比下滑 6.24%。中药板块扣非净利润增速下滑，主要是因为去年一季度流感行情下，OTC 感冒药类产品放量，基数较高。此外拥有部分中药注射剂品种的生产企业，受医保控费的影响，销售有所下滑。

图 13：中药板块收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

中药龙头企业除康美药业外，整体仍然呈现除稳健的增长趋势。

表 5：中药龙头企业整体业绩增长稳健

公司	2018 年收入增速	2018 年归母净利润增速	2018 年扣非后归母净利润增速	2019 年 Q1 收入增速	2019 年 Q1 归母净利润增速	2019 年 Q1 扣非后归母净利润增速
云南白药	9.84%	5.14%	4.91%	10.04%	4.97%	8.54%
片仔癀	28.33%	41.62%	44.97%	21.45%	23.99%	24.57%
同仁堂	6.23%	11.49%	0.22%	6.73%	10.18%	9.65%
天士力	11.78%	12.25%	2.13%	15.66%	20.64%	10.28%
济川药业	27.76%	37.96%	37.98%	-2.26%	9.28%	6.06%
华润三九	20.75%	10.02%	11.53%	3.02%	175.91%	11.29%

资料来源：wind，天风证券研究所

近期我们重点推荐医药大消费领域，尤其是一些相对滞涨的 OTC 标的，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）。

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）。仁和药业 2018 年扣非后净利润同比增长 34.71%，2019 年一季度扣非净利润同比增长 33.60%；亚宝药业 2018 年扣非后净利润同比增长 33.43%，2019 年一季度扣非净利润同比增长 34.17%。

研发支出方面，2018 年研发支出为 81.63 亿元，同比增长 24.29%，研发支出稳步增长。中药企业的研发多集中于产品工艺研发或新产品申报，部分中药企业如天士力等布局创新，研发支出增加明显。

表 6：中药板块研发支出情况（单位：亿元）

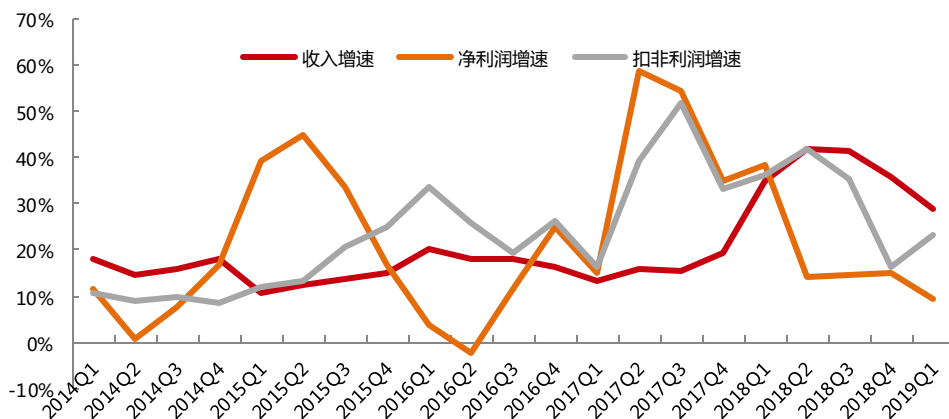
	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
中药	81.63	65.68	56.11
同比增长	24.29%	17.06%	NA

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 生物制品实现较快增长，疫苗、血制品等板块延续良好表现

2018 年生物制品板块整体增长稳定，收入端、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 35.61%、15.13%、16.12%；2019 年一季度收入端、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 29.05%、9.25%、23.16%。生物制品板块整体表现优异，呈现出稳定、快速的的增长。

图 14：生物制品收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

1、疫苗板块：良好的增长态势，今年国产大品种值得关注

疫苗的主要利润贡献来自于二类苗，与消费级产品，符合消费升级逻辑。疫苗代表性公司沃森生物、智飞生物、康泰生物等 2018 年均实现了高速增长：智飞生物在自主 AC-Hib 三联苗及代理品种 HPV 疫苗的增长带动下业绩持续高增长，2018 年业绩增长超过 200%、2019 年 Q1 也超过 90%，2018 年 11 月，智飞与默沙东公司就四价、九价 HPV 疫苗约定了自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日期间共计约 180.02 亿元的产品基础采购金额，为后续市场供应奠定的基础；康泰生物 2018 年抓住赛诺菲巴斯德五联苗暂时性退出中国市场的机遇，加大四联苗的市场推广，四联苗实现了快速增长，带动公司 2018 年业绩增长超过 100%，2019 年一季度四联苗等疫苗同比下滑导致收入下滑 15%，业绩下滑近 10%；沃森生物 2018-2019 年预计是中长期的拐点，2018 年沃森生物在 23 价肺炎疫苗（营收增长超过 200%）、AC 多糖疫苗等产品放量下业绩实现了由亏转赢，归母扣非净利润增长超过 150%，2019 年一季度业绩在自主疫苗持续增长带动下增长近 70%。

其他公司：华兰生物 2018 年四价流感疫苗批签发量达到 500 万剂，在流感疫苗等的带动下疫苗板块收入达到 7.98 亿元，增长达到 184%（疫苗子公司收入 8.03 亿元，同比增长 181.75%；净利润 2.70 亿元，同比扭亏增长 351.38%），为公司 2018 年整体业绩表现高增长做了重要贡献。长春高新 2018 年疫苗子公司百克生物的水痘疫苗销量创公司新纪录，市场占有率达到 36% 居全国首位，在水痘疫苗等带动下百克生物 2018 年收入 10.32 亿元，同比增长 40.30%；实现净利润 2.04 亿元，同比增长 62.97%，亦推动了公司的业绩的高增长。

2018 年 7 月下旬爆发的“长生事件”，促进了监管的进一步强化，未来在生产、流通、及终端接种等全流程的监管进一步趋严。国务院办公厅 4 月份同意建立疫苗管理部际；联席会议制度，其主要职能是统筹研究疫苗产业布局、行业规划、生产流通、质量安全、供应储备、预防接种、补偿赔偿等重大问题，加快推进疫苗技术创新、工艺优化和产业升级；定期分析疫苗安全形势，会商研判疫苗案件办理、信息发布，组织制定疫苗安全事件应急预案；提出加强和改进疫苗工作的意见，推进监管能力建设和监管方式创新；完成党中央、国务院交办的其他事项等。同时疫苗管理法有望年内出台，进一步从立法层面加强对疫苗的管理。我们认为，未来疫苗管理趋严、质量标准、规范进一步提升，未来行业的产业升级及兼并重组有望加速推进，行业集中度有望提升，国有企业及骨干的民企有望受益。

年内有望获批品种方面值得重点期待的有沃森的 13 价肺炎疫苗，以及厦门万泰的 2 价 hpv 疫苗等，将开始国产疫苗大品种的新时代。

表 7：疫苗相关企业 2018&2019Q1 表现

公司	2018 年营收 增速	2018 年归母净 利润增速	2018 年归母扣 非净利润增速	2019 年 Q1 收 入增速	2019 年 Q1 归母 净利润增速	2019 年 Q1 归母 扣非净利润增速
沃森生物	31.54%	294.77%	157.88%	49.72%	68.80%	2144.10%
智飞生物	289.43%	235.75%	237.12%	173.58%	93.38%	102.79%
康泰生物	73.69%	102.92%	133.93%	-15.31%	-9.24%	-8.65%
华兰生物/疫 苗子公司	181.75%	351.38%	-	-	-	-
长春高新/疫 苗子公司	40.30%	61.79%	-	-	-	-

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

注：华兰生物及长春高新数据为子公司收入及净利润增速

2、血制品：景气度延续

血制品行业延续了良好的景气度，重点公司看：华兰生物 2018 年业绩稳步增长，血制品收入增长超过 15%，其中因子类等其他血制品收入增长超过 60%；2019 年一季度公司收入增长 24%，归母净利润增长 25%；博雅生物 2018 年血制品收入增速近 20%，其中代表性品种人纤维蛋白原收入增长 28%，白蛋白增长 21%。2019 年一季度，公司延续快速的增长态势，其中血制品收入增长约 30%，净利润增长 24%。天坛生物 2018 年血制品业务增长 31%，血制品业务净利润增长 16%，2019 年公司继续保持良好的增长态势，收入增长 27%，归母净利润增速为 19%。

血制品行业经过 2015 年的价格调整后，价格-供需基本理顺，经过 2017 年以来的持续下滑，渠道库存有望逐步优化，后续存在补库存潜力。包括博雅生物、天坛生物、华兰生物等在内的公司通过持续的渠道布局，和加大产品产品的学术推广，如博雅生物布局血制品经销商并加大纤原的学术推广等，从终端进一步发掘消费潜力，有望促进市场的持续扩容，使得行业延续良好的景气度。

表 8：血制品相关企业 2018&2019Q1 表现

公司	2018 年营收 增速	2018 年归母净 利润增速	2018 年归母扣 非净利润增速	2019 年 Q1 收 入增速	2019 年 Q1 归母 净利润增速	2019 年 Q1 归母 扣非净利润增速
天坛生物	18.03%	-56.57%	22.19%	27.49%	19.39%	21.57%
华兰生物	35.84%	38.83%	31.74%	23.83%	25.16%	27.62%

博雅生物	67.84%	31.57%	31.56%	31.82%	22.99%	27.35%
振兴生化	25.46%	270.34%	25.34%	-18.88%	-13.77%	-43.90%
卫光生物	10.36%	1.22%	2.38%	28.88%	9.04%	9.29%

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

3、生长激素：行业持续扩容

生长激素上市公司主要有两家；长春高新和安科生物。长春高新的生长激素产品持续高增长，2018 年经营生长激素的核心子公司金赛药业收入增长达到 53%，净利润增长达到 65%，推动公司整体业绩实现了 52% 的增长。金赛拥有长效-水针-粉针的多层次产品搭配，市场优势明显，同时不断加强产品覆盖率，龙头优势持续巩固。2019 年 1 季报高新收入增长达到 72%，归母净利润增速达到 74%，其中医药企业收入增长 44%，净利润增长 62%，预计生长激素实现了持续的高增长态势。安科生物 2018 年生物制品收入增长 21%，预计生长激素实现了快速的增长，第四季度因母公司所有生产车间准备 GMP 再认证，短时间内未能完全满足市场高增长带来的大量供货需求，一定程度上限制了营收增速。安科生物积极建设第三终端队伍，拓展第三终端销售，积极加强对民营医院的销售工作，加强对生殖、儿科、妇产医院的开发，通过精细化营销有望助力生长激素等产品保持快速的增长。2019 年一季报，安科生物收入增长 24%，归母净利增长 11%，随着生长激素产能的持续提升，有望带动公司业绩增长逐步提速。同时安科生物的生长激素水针已经报产，有望年内获批，增长公司产品实力，创造业绩增量。

4、胰岛素&脱敏滴剂：胰岛素三代值得期待，脱敏制剂延续快速增长

代表性企业通化东宝 2018 年实施了去库存，使得胰岛素收入相对平稳，2018 年通化东宝收入增长 6%，净利润增长 0.25%。2019 年收入增长-0.7%，归母净利润增长-0.06%，但现金流大幅改善，预计随着渠道库存的优化，公司 2019 年有望恢复快速的增长。公司的三代胰岛素甘精胰岛素已经报产，有望三季度获批，为公司有望带来新的增量。

我武生物的核心品种粉尘螨滴剂收入 2018 年同比增长 31%，带动公司 2018 年业绩增长达到 25%。2019 年一季度，我武生物收入增长 29%，归母净利润 27%，脱敏诊疗市场空间广阔，临床接受度和认可度越来越高。公司依托专业的学术营销团队，通过多层次的学术会议加大产品推广力度，市场有效需求不断增长，助力公司业绩持续增长。公司“黄花蒿粉滴剂”用于治疗变应性鼻炎 III 期临床研究已完成，后续将进行生产申报，未来有望成为另一个重要的品种。

表 9：生长激素、胰岛素及脱敏制剂相关企业 2018&2019Q1 表现

公司	2018 年营收 增速	2018 年归母净 利润增速	2018 年归母扣 非净利润增速	2019 年 Q1 收 入增速	2019 年 Q1 归母 净利润增速	2019 年 Q1 归母 扣非净利润增速
长春高新	31.03%	52.05%	55.74%	72.07%	73.69%	96.93%
安科生物	33.32%	-5.25%	7.86%	24.16%	11.41%	11.74%
通化东宝	5.80%	0.25%	-2.46%	-0.70%	-0.06%	0.41%
我武生物	29.87%	25.14%	27.33%	29.13%	27.30%	32.47%

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

研发支出方面，2018 年研发总支出为 57.59 亿元，同比增长 35.97%。疫苗板块业绩快速增长，同时我国疫苗的市场需求较大，未来企业在研发支出方面仍会不遗余力研发创新性产品，以在市场竞争中赢得优势地位。

表 10：生物制品板块研发支出情况（单位：亿元）

	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
生物制品	57.59	42.36	34.97
同比增长	35.97%	21.14%	NA

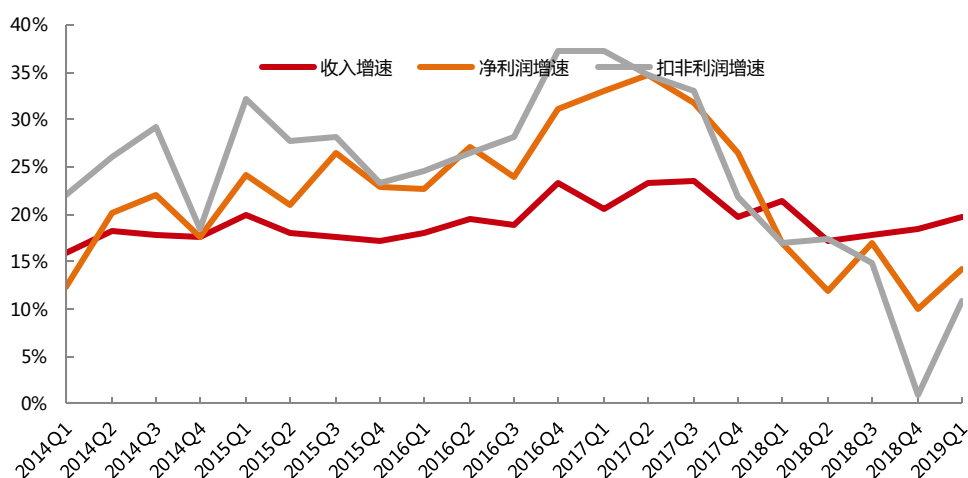
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 医药商业：“两票制”影响消除，2019 年一季度业绩回升

2018 年医药商业板块营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润同比增速分别为 18.42%、10.10%、0.84%。从 2018 年医药商业的板块的表现来看，2018 年业绩承压，2018 年是全国两票制执行的元年，商业板块的整体承压较多，各大医药商业公司业务结构面临调拨业务向纯销业务结构的转变，在经营调整的过程中，医药商业收入端与利润端增速均有所放缓，随着“两票制”等政策的影响因素逐步消除，2018 年下半年，医药商业的板块的收入端增速逐步企稳。

2019 年一季度医药商业板块营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润同比增速分别为 19.76%、14.28%、10.80%。2019 年一季度医药商业整体表现优秀，收入与利润端均呈现回升态势。我们预计随着行业监管趋严，同时在“两票制”、“4+7”带量采购等政策影响下，行业的集中度将会迎来快速的提升。同时随着医改政策的深入，医药商业板块作为医药产业链中的重要的一环，未来也或将面临药品降价等压力，在行业变局中，医药商业企业也有望通过进一步的转型升级，提升盈利能力，提高市占率。

图 15：医药商业收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：剔除开开实业、开开 B 股、天圣制药

医药商业板块中，四家连锁药房整体表现优秀，2018 年收入端保持了较快增长，利润端增速略低于收入端。但从 2019 年 Q1 季度的表现来看，2019 年 Q1 各家连锁药房业绩均表现优异，业绩逐步回升。

表 11：连锁药房 2018 年&2019 年 Q1 业绩表现

	2018 年收入增速	2018 年归母净利润增速	2018 年扣非后归母净利润增速	2019 年 Q1 收入增速	2019 年 Q1 归母净利润增速	2019 年 Q1 扣非后归母净利润增速
益丰药房	43.79%	32.83%	23.53%	66.67%	45.77%	47.98%
老百姓	26.26%	17.32%	20.22%	23.37%	22.13%	16.01%
大参林	19.38%	11.93%	7.59%	26.77%	25.20%	27.58%
一心堂	18.39%	23.27%	30.74%	18.77%	33.51%	30.50%

资料来源：wind，天风证券研究所

医药商业研发支出为 26.52 亿元，同比增长 56.81%。主要企业如上海医药等由于有医药工业，因为研发费用投入较大。

表 12：医药商业板块研发支出情况（单位：亿元）

	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
医药商业	26.52	16.92	13.28
同比增长	56.81%	27.36%	NA

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 医疗器械板块稳健增长，精选符合产业趋势标的

2018 年全年医疗器械板块营收、归母净利润以及扣非后归母净利润平均增速分别为 20.6%、19.0%、22.5% 的增长；2019Q1 医疗器械板块实现营收、归母净利润、扣非后归母净利润平均增速分别为 21.0%、16.3%、15.7%。（剔除 20 亿以下市值的公司，及显著异常值）

医疗器械板块整体呈现稳健增长态势。2018 年营收增速超过 20% 有 25 家医疗器械公司，占比为 48%，超过 40% 的有 8 家，占比为 15%。2019Q1 依然保持良好开端，营收增速超过 20% 的有 23 家，占比为 44%。

从细分子行业角度来看，两类公司增长较快：所属新兴高景气度行业，具备良好的市场前景，竞争格局良好，具有溢价能力的细分龙头型企业；所属存量巨大市场，以进口替代和分级诊疗拉动的基层需求释放为核心逻辑，且具备产业升级能力的优质企业。

新兴高景气度市场：市场空间大，且具有较强的产品衍生能力，标的具有稀缺性。

1. 欧普康视：角膜塑形镜领域细分龙头（1、青少年近视带来庞大的市场空间；2、竞争格局优良，海内外品牌已获国内产品上市批件较少；3、渠道优势，公司产品深耕市场多年，已经渗透至多数终端医疗机构）；

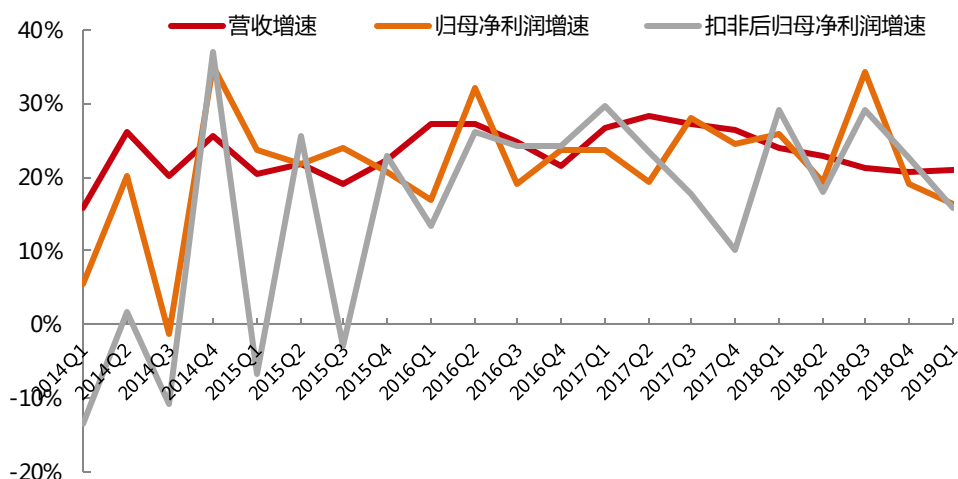
2. 健帆生物：血液净化领域龙头（1、行业处于快速成长初期，中性估计未来 5 年我们看市场空间是 100 亿，年复合增速超过 30%；2、公司目前是这个领域的龙头公司，具有独家专利技术，并且已有多中心临床数据支持；3、新领域肝病产品收入快速增长，有望复制肾病产品发展路径，我们预计 19-21 年 EPS 为 1.30/1.72/2.24 元/股）；

存量进口替代的优质企业：存量巨大市场，国产占比普遍偏低，近年来随着创新政策和产业升级的共振，优质企业增速不断超越行业增速，从而进行替代。同时新增基层市场带来增量的有效市场。双动力下，企业普遍保持稳定、良好的增速，甚至部分企业呈现加速替代的趋势，比如体外诊断行业、骨科行业等。

我们重点覆盖和推荐符合产业创新趋势的标的：

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+肝病领域业绩快速提升）、乐普医疗（平台化效应+新产品可降解支架带来业绩增量）、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+2019 一季报业绩快速提升）、万孚生物（行业规模持续扩容+新产品开始销售）等。

图 16：医疗器械板块业绩分季度表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

医疗器械板块整体表现出稳健增长的态势，龙头强者恒强。相较于药品，器械体现出产品生命周期长、竞争风险较低等优势，具备良好的投资价值。我们认为在器械板块的投资逻辑当中，精选符合产业趋势的标的并且长期持有，有望能跑赢市场。

研发支出方面，医疗器械研发总支出为 66.20 亿元，同比增长 35.44%。研发投入呈现快速增长趋势，当前我国医疗器械领域的进口替代空间广阔，研发投入积累转化为产品创新升级，结合当前我国分级诊疗的趋势，预计医疗器械领域的研发支持将继续保持快速增长。

表 13：医药器械板块研发支出情况（单位：亿元）

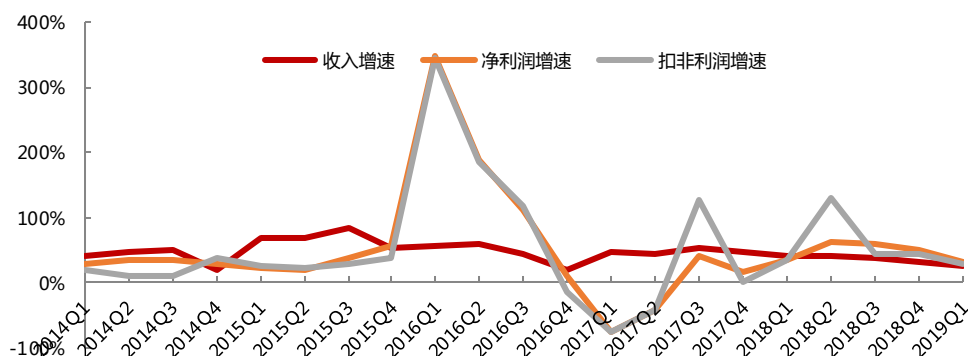
	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
医药器械	66.20	48.88	41.05
同比增长	35.44%	19.05%	NA

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.6. 医疗服务：整体表现优异，细分龙头强者恒强

2018 年医疗服务板块收入端、归母净利润、扣非后归母净利润同比增长 30.34%、48.64%、42.64%，2018 年医疗服务板块继续保持了快速的增长，增速较 2017 年均有所提升。随着人口老龄化程度的提升、居民健康意识的提高，未来医疗服务板块还将持续保持高景气度的发展态势。2019 年一季度医疗服务板块收入端、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 24.93%、30.46%、27.61%。2019 年一季度医疗服务板块收入与利润端继续保持了稳定的增速。

图 17：医疗服务收入、归母净利润与扣非后归母净利润表现（2014Q1-2019Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：扣除 ST 海投、ST 运盛、海虹控股、ST 百花、恒康医疗

个股的表现来看，以爱尔眼科、通策医疗、美年健康为代表的专科服务连锁，2018 年继续保持了相对快速的增长，我们认为随着民营专科医疗服务机构的品牌与社会认可度的逐步提升，未来有望进一步抢占与公立医疗机构资源，通过规模化的竞争优势，服务优势，进一步提升市场份额。同时以药明康德、泰格医药作为市场 CRO 企业的代表，随着仿制药一致性评价的持续推进，营收与利润均有望实现快速的增长，未来 CRO 行业还将继续享受政策红利，推动企业规模的提升与业绩增长。整体来看，医疗服务板块业绩呈现出稳定增长的趋势，行业中个细分龙头整体表现均较为优异，龙头效应明显，强者恒强。

表 14：专科连锁服务机构 2018 年&2019Q1 表现

	2018 年 收入增 速	2018 年 归母净利 润增速	2018 年扣 非后归母净 利润增速	2019 年 Q1 收入 增速	2019 年 Q1 归母净 利润增速	2019 年 Q1 扣 非后归母净 利润增速
爱尔眼科	34.31%	35.88%	39.12%	28.50%	37.84%	30.15%
美年健康	34.64%	40.53%	33.55%	4.21%	-6.45%	-174.28%

通策医疗	31.05%	53.34%	53.56%	27.77%	53.71%	51.08%
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: wind 天风证券研究所

CRO、CDMO/CMO：产业、资本、资本共振，迎来黄金发展期

从 2018 年年报及 2019 年一季报看，外包型行业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，相关 CRO、CMO/CDMO 企业值得重点关注。政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，产业加大研发创新的投入，为外包型行业带来了良好的发展机遇；“4+7”带量采购政策后促使医药回归各自分工，专业化的外包型企业凭借其成本优势有望承接更多外包订单；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。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，而生物科技型公司由于资本实力及分散风险的考虑，研发及固定资产投入更多的倾向于外包，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。总体来看，国内外外包型行业受益于政策、产业、资本的共振，迎来了黄金发展机遇。

CRO 重点公司方面：行业龙头药明康德 2018 年 CRO 业务收入增长 23%，CDMO/CMO 业务同比增长 28%，值得一提的是，国内产业的持续发展给相应企业良好的发展机遇，药明康德境内业务收入增长达到 59%，显著高于境外的 16%。2019 年一季报，公司延续良好的增长势头，收入增速 29%，归母净利润增速 33%，扣非后增速达到 88%。临床 CRO 龙头泰格医药持续高增长态势，2018 年临床试验技术服务收入增长达到 35%，临床研究相关咨询服务收入增长 45%。与药明康德相似，国内业务取得了更快发展，收入增长达到 81%，2019 年一季报公司收入增长 29%，归母净利润增长 52%，归母扣非后净利润增速达到 61%。

CDMO 方面，凯莱英商业化阶段的定制研发生产收入增长达到 36%，临床阶段定制化研发生产收入增速 11%，大陆地区收入同比增长 51%。2019 年一季度公司延续强劲增长态势，收入端增速达到 31%，归母净利润增速达到 45%。

表 15：外包型（CRO、CDMO/CMO）相关企业 2018&2019Q1 表现

公司	2018 年营收 增速	2018 年归母净 利润增速	2018 年归母扣 非净利润增速	2019 年 Q1 收 入增速	2019 年 Q1 归母 净利润增速	2019 年 Q1 归母 扣非净利润增速
药明康德	23.80%	84.22%	59.18%	29.31%	32.97%	87.54%
康龙化成	26.76%	46.94%	48.88%	31.12%	33.24%	32.25%
量子生物	262.05%	178.63%	207.32%	276.79%	134.79%	175.95%
药石科技	75.02%	98.52%	80.15%	53.07%	66.88%	74.13%
昭衍新药	35.69%	41.72%	36.92%	44.13%	37.27%	-18.13%
泰格医药	36.37%	56.86%	48.83%	28.69%	51.72%	61.26%
博济医药	31.58%	130.22%	114.74%	14.75%	-72.78%	-88.24%
亚太药业	20.94%	2.79%	2.71%	14.71%	-13.28%	-20.75%
*ST 百花	-0.07%	-43.21%	-43.60%	-37.05%	-16.25%	-18.97%
凯莱英	28.94%	25.49%	24.22%	31.03%	45.00%	51.87%
博腾股份	0.07%	15.86%	-19.98%	18.92%	0.17%	-25.16%
九洲药业	18.62%	1.57%	6.46%	-16.31%	-15.82%	-43.60%

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

作为医药细分领域景气度最高的细分领域之一，外包型行业迎来产业、资本、政策的共振，迎来了黄金的发展机遇，建议重点关注：泰医药（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）、药明康德（CRO 高景气度，公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头），同时关注康龙化成、药石科技、昭衍新药、量子生物、博济医药等外包型企业。

研发支出方面，2018 年研发支出为 11.47 亿元，同比增长 20.17%。

表 16：医疗服务板块研发支出情况（单位：亿元）

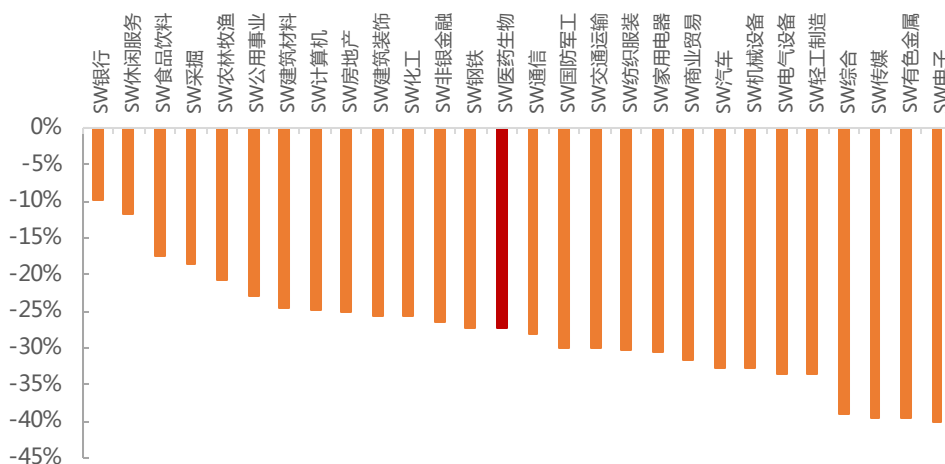
	2018 年总研发支出	2017 年总研发支出	2016 年总研发支出
医疗服务	11.47	9.55	7.59
同比增长	20.17%	25.69%	NA

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 2019Q1 医药生物相对 A 股溢价率逐步提升

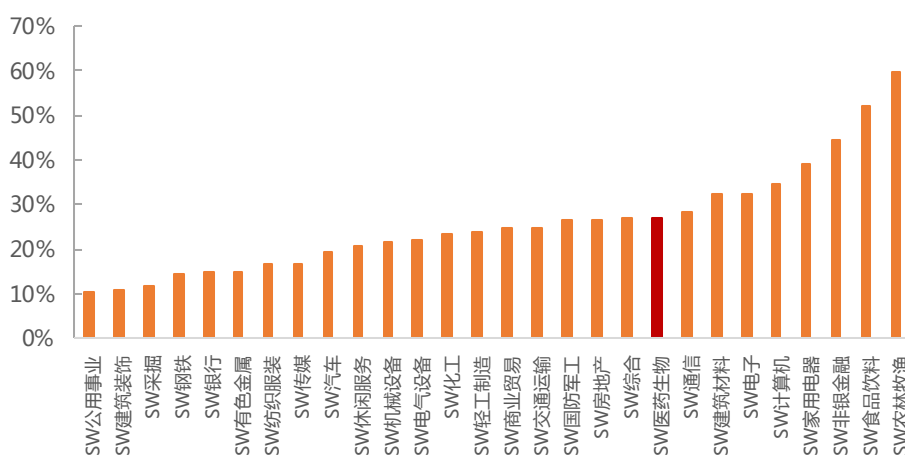
2018 年在外部环境的影响下, 大盘整体下调, 2018 年申万全行业均表现为下跌, 其中医药生物跌幅排名第 14 位。2019 年年初至今, 随着市场情绪的逐步理性, 大盘与创业板指数年初至今涨幅明显, 各板块也有较高的涨幅。其中医药生物涨幅排在第九位, 既表现出了其良好的价值属性, 也展示了医药板块的防守价值。

图 18: 2018 年申万全行业不同板块涨跌幅表现 (总市值加权平均法)



资料来源: wind, 天风证券研究

图 19: 2018 年申万全行业不同板块涨跌幅表现 (总市值加权平均法)

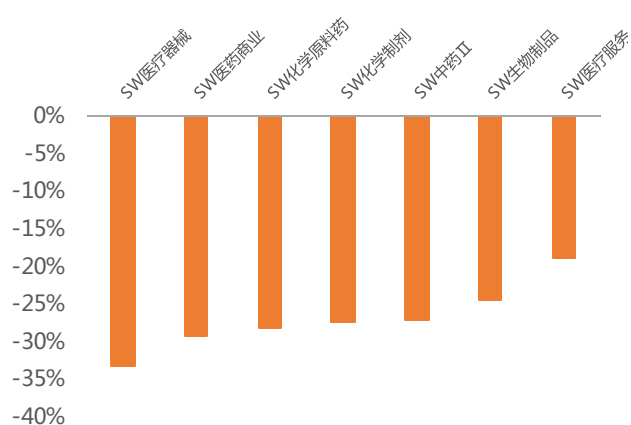


资料来源: wind, 天风证券研究

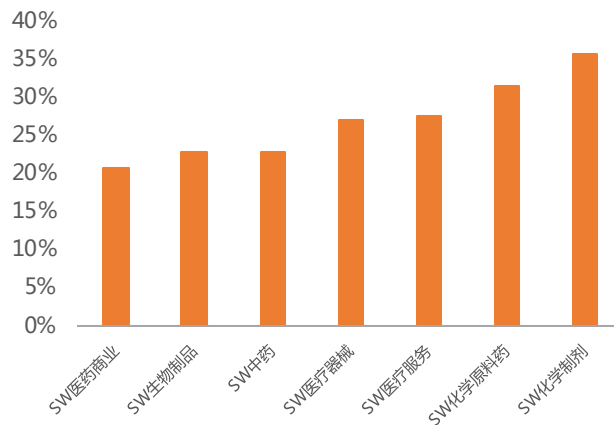
从医药的细分板块来看, 2018 年医疗服务与生物制品的跌幅较小; 2019 年至今 (截止到 2019/4/30), 各大细分板块均有不同程度的涨幅, 其中化学制剂、化学原料药的涨幅明显, 分别为 35.83%、31.74%; 其次为医疗服务与医疗器械, 涨幅分别为 27.57%、27.09%。

图 20: 2018 年医药各板块涨跌幅表现

图 21: 2019 年至今医药各板块涨跌幅表现 (截止到 2019/4/30)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

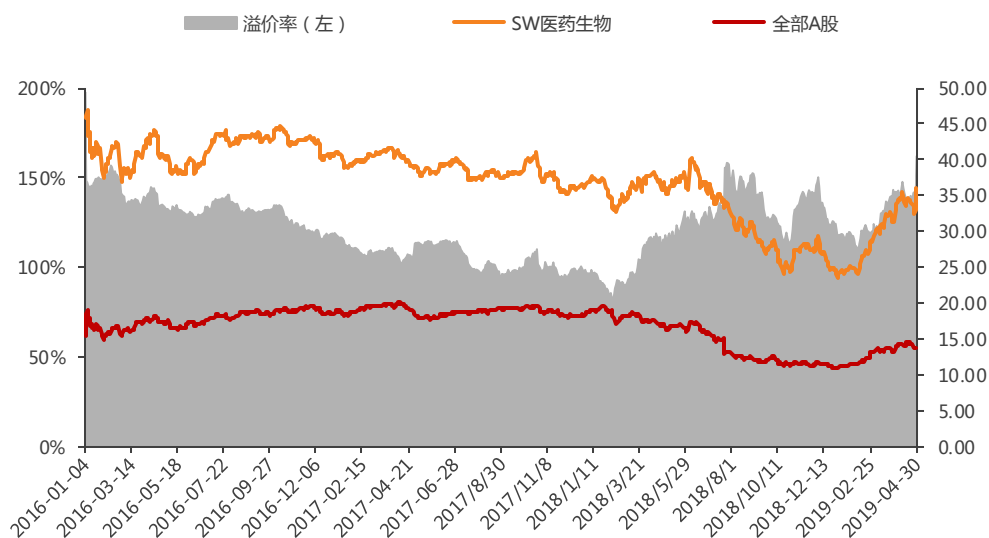


资料来源: wind, 天风证券研究所

截止到 2019 年 4 月 30 日, 全部 A 股的估值为 13.72 倍, 医药生物估值水平为 35.98 倍, 相对全部 A 股溢价率为 162.16%, 溢价率进一步提升。

医药生物板块 2018 年以来至今估值水平呈现出了 “N” 字形, 呈现出前期的上涨后明显的回落, 再逐步的提升, 相对 A 股的溢价率整体呈现逐步提升的态势。截至 2019 年 4 月 30 日, 医药生物各子板块估值水平分别为: 医药商业 17.72 倍, 中药 27.27 倍, 化学制药 40.06 倍, 医疗器械 48.49 倍, 生物制品 46.47 倍, 医疗服务最高为 81.97 倍。

图 22: 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

4. 风险提示

1. “4+7” 带量采购政策的持续推进带来的药品降价压力;
2. 研发创新进展低于预期;
3. 工业企业一致性评价进展低于预期;
4. 消费升级进展低于预期;
5. 医保压力导致药品和器械降价, 短期量升不达预期等。

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