

医药

行业研究/周报

贸易摩擦升级背景下，加大避风港领域配置力度

—医药周报 20190527

医药周报

2019年05月27日

报告摘要：

● 研究更新：昭衍新药深度

集采和科创反映了目前医药板块存量和增量的两个变量，在此基础上我们重点研究了创新、API、外包等具有全球竞争力的领域。我们上周发布了医药外包产业系列化研究之昭衍新药深度报告《从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》，欢迎投资者关注。

● 政策影响或逐步显现，关注创新产业链、API等高景气度细分赛道

上周医药板块下跌 3.11%，跑输沪深 300 指数 1.61 个百分点，近期医药板块走势与沪深 300 指数相近，我们认为在一季报披露、热点投资主体轮动后市场缺乏短期催化因素。上周德谷门冬双胰岛素、地舒单抗等进口新药获批，药审持续进展下新药的关注度再度提升，且第二批带量采购和医保目录发布临近，政策对行业的影响或逐步显现。另一方面，在中美贸易摩擦升级的环境下，创新产业链、API 等高景气度细分赛道避风港属性更强，建议自下而上寻找这些行业中的领跑企业。推荐泰格医药、天宇股份，关注康龙化成、昭衍新药、药石科技等。此外，近期多家医药企业申报科创板获受理，建议关注科创产业链中领先地位明晰的企业。

中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上线略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入供给侧改革时，建议寻找业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

- 1) 创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、康龙化成、昭衍新药，建议关注药明康德、凯莱英、恒瑞医药等；
- 2) 产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份、九洲药业，建议关普洛药业等；
- 3) 有持续增量品种获批及 API 优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业、华东医药等；
- 4) 商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；
- 5) 政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，推荐济川药业，建议关注片仔癀、我武生物等。

● 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

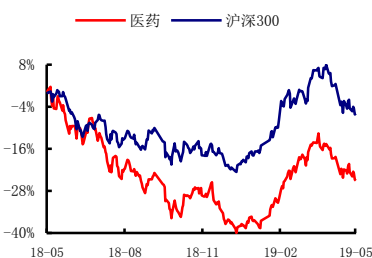
重点公司	现价 2019/5/24	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	69.45	0.94	1.35	1.87	73.57	51.44	37.14	推荐
天宇股份	36.02	0.91	2.37	2.94	39.58	15.20	12.25	推荐
济川药业	32.63	2.08	2.54	3.11	15.69	12.85	10.49	推荐
昭衍新药	44.60	0.94	0.94	1.30	47.45	47.45	34.31	推荐
康龙化成	34.28	0.57	0.69	0.97	60.14	49.68	35.34	谨慎推荐
九洲药业	8.18	0.20	0.34	0.46	40.90	24.06	17.78	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

1. 《医改工作会议召开，重点配置创新+API——民生医药行业周报 20190520》 20190520
2. 《重点配置创新产业链、API 等高景气度赛道——民生医药行业周报 20190513》 20190513
3. 《医药 2018 年报及 2019 年一季报总结：19Q1 环比改善明显，新常态下看分化》 20190506
4. 《季报后，自下而上持续推荐创新及原料药产业链——民生医药行业周报 20190429》 20190429
5. 《医保方案+药品管理法审议，药品临床价值受重视——民生医药行业周报 20190422》 20190422

目录

一、投资建议：关注高景气度赛道（外包、API、创新药），自下而上关注领跑企业.....	3
二、重点推荐行业和个股更新	4
1、《昭衍新药（603127）深度报告：从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》	4
三、上周行情回顾	5
（一）上周医药行业行情.....	5
（二）医药子行业行情.....	7
四、风险提示	8
插图目录	9

一、投资建议：关注高景气赛道（外包、API、创新药），自下而上关注领跑企业

第二批带量采购和医保目录发布临近，关注高景气度的创新产业链及 API 赛道，短期自下而上推荐领跑企业。上周医药板块下跌 3.11%，跑输沪深 300 指数 1.61 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 24 位。2019 年以来，医药板块上涨 18.50%，沪深 300 指数上涨 19.37%。近一个月医药板块走势与沪深 300 指数相近，我们认为在一季报披露、热点投资主体轮动后市场缺乏短期催化因素。不过，上周德谷门冬双胰岛素、地舒单抗等进口新药获批，药审持续进展下新药的关注度再度提升，且考虑到后续第二批带量采购和 2019 年版医保目录的推出箭在弦上，政策对行业的影响或逐步显现，我们认为创新产业链、API 等细分赛道景气度较高，且在在中美贸易摩擦升级的环境下有更强的避风港属性，建议重点配置并自下而上寻找领跑企业，推荐泰格医药、天宇股份，关注康龙化成、昭衍新药、药石科技等。另一方面，上周科创板申报受理进度略有减缓，此前申报的 26 家医药企业中 22 家已问询，3 家已受理。我们认为科创作为医药板块的增量，其中的优质企业值得进一步关注。

中期选好创新产业升级和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，即业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

——创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、康龙化成、昭衍新药，建议关注药明康德、凯莱英、恒瑞医药等；

——产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份、九洲药业，建议关普洛药业等；

——有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业、华东医药等；

——商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店等企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

——政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，推荐济川药业，建议关注片仔癀、我武生物等。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和个股更新

1、《昭衍新药（603127）深度报告：从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》

首次海外收购意义：提升品牌力，为公司跨越式发展夯实基础

2019年5月17日，昭衍新药公告《关于现金收购美国 Biomere 公司 100% 股权的公告》，拟支付 2728 万美元收购 Biomedical 的 100% 股权。该公司是美国议价成立 23 年的临床前 CRO 公司，主营业务为临床前 CRO 业务和疫苗研发业务。其中临床前 CRO 业务包含 GLP 业务和非 GLP 业务，目前公司员工约 100 人，实验室及动物房面积约 8268 平米；本次交易的交割时 Biomere 将仅拥有 CRO 业务，剥离移交业务是本次交割的前提条件之一。作为在岸外包业务的安全性评价，我们认为目前国内安评医药 CRO 公司短中期核心逻辑受益于国内市场红利，而中长期天花板的打开有赖于全球化拓展。我们认为昭衍新药此次国际化拓展是实现跨越式发展的探索性举措，有利于提升其国内外品牌力及获客能力。

行业逻辑：安评 CRO 作为在岸外包业务，短中期核心逻辑是中国市场红利，中长期天花板提升在于通过国际化拓展提升全球供应链的参与能力

在 2019 年 5 月 15 日，我们发布医药外包深度报告《中国市场红利逻辑下，医药外包公司弹性不一样》中提出“泰格医药、昭衍新药等作为在岸外包企业，国际化拓展均处于初期，其短中期成长取决于受益中国市场红利，远期看点在于提升国际竞争力，享受全球市场研发持续增加的红利”。我们认为安评业务作为一次性、在岸外包业务，中国区医药外包公司核心逻辑是受益中国市场红利，远期天花板取决于国际化拓展的能力。

公司逻辑：市场景气度提升期，关注产能拓展，国际化拓展提升品牌力

1) 聚焦安评主业，人员和动物房，都不可忽略：对于公司产能，我们提示投资者：人员和动物房产能均值得重点关注。为什么呢？在公司财务杜邦分析的过程中，我们发现公司资产周转率相对稳定，基本在 40% 左右，而固定资产周转率从 2014 年的 1.06 提高到 2018 年的 1.59，同期我们发现平均固定资产从 1.74 亿元提高到 2.57 亿元，我们认为固定资产的周转率提升跟公司目前的发展阶段有关系（订单结构、订单排班都有明显的影响），而人员的增速看，我们发现 2014-2018 年仍有人员的复合增速达到 13.3%（2014 年 495 人，2018 年 817 人，人员产能提高了 65%），也就是说 2014-2018 年收入增长 122% 组成方面中，固定资产和人员产能的增加都贡献明显的增量。所以，我们建议在公司的跟踪方面，要重视人员和固定资产两方面的拓展进度。

2) 短期业绩指引的变量：预收账款、存货：我们认为“存货”项目的变化基本可以反映短期公司业绩的趋势，比如 2019Q1“存货”进一步创新高，我们估计其中“未完工专题成本”也进一步创新高，进而说明公司短期的业绩趋势应该不会发生变化，尽管短期因为费用端、基数等原因 2019Q1 的业绩增速略低，但是我们对于其业绩持续性还是乐观的；

3) 商业模式拓展：上下游拓展及加速国际化拓展，我们更关注国际化拓展对于公司竞争力打造的影响：我们认为安评业务的短中期空间仍在国内创新药研发市场崛起的红利，但是从另一个角度讲，国内市场红利期核心壁垒或品牌的打造对于是否能更好享受国内市场红利也具有非常重要的作用，因此我们认为公司此次收购也非常值得重点关注，我们更倾向于理解这是

公司跨越式发展的一次尝试性举措。

投资建议

我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.94、1.30、1.80 元，按 2019 年 5 月 17 日收盘价对应 2019 年 49 倍 PE（2020 年 36 倍 PE），参考可比公司估值及公司行业领先地位，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

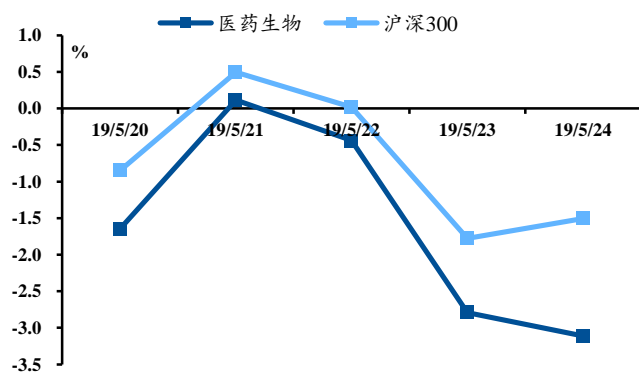
短期订单执行的波动性风险，大额合同增加带来的应收账款控制不当的风险，药品审批政策变动风险。

三、上周行情回顾

（一）上周医药行业行情

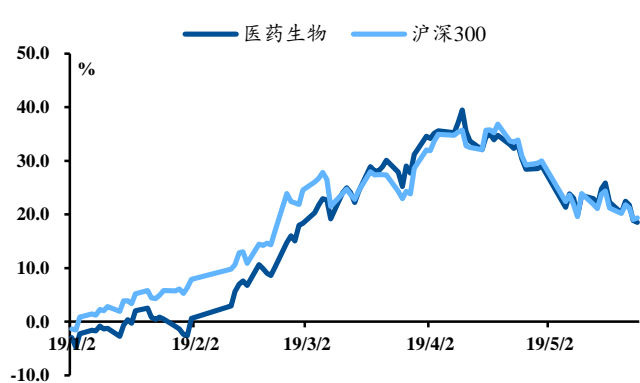
上周医药板块下跌 3.11%，跑输沪深 300 指数 1.61 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 24 位。2019 年以来，医药板块上涨 18.50%，沪深 300 指数上涨 19.37%，医药板块跑输沪深 300 指数 0.9pct，较年初走势显著提升。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



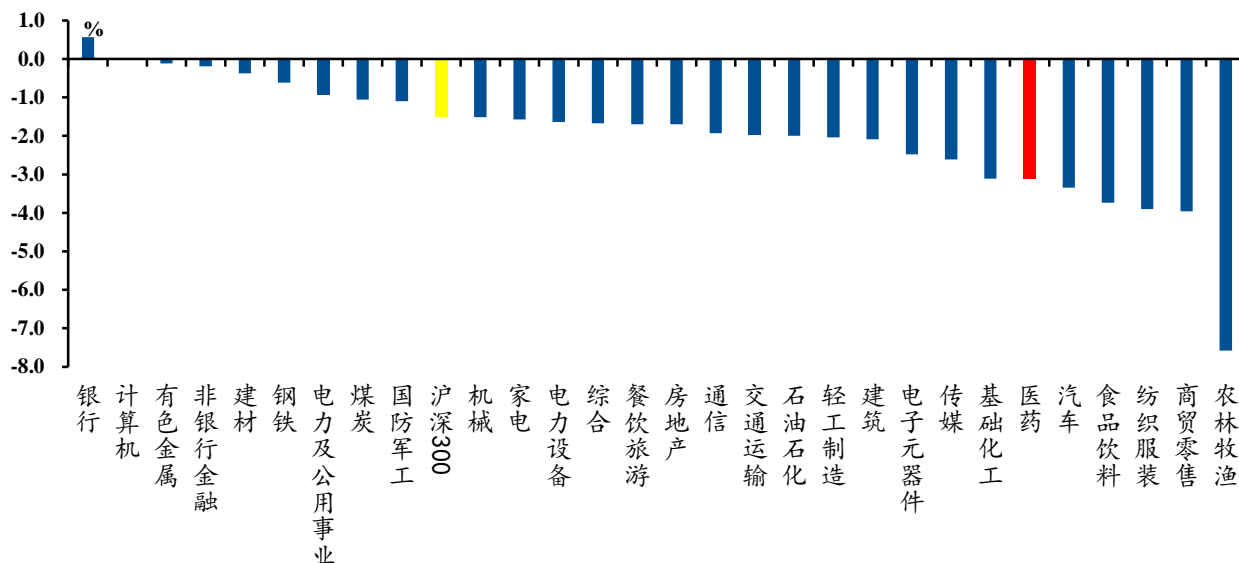
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

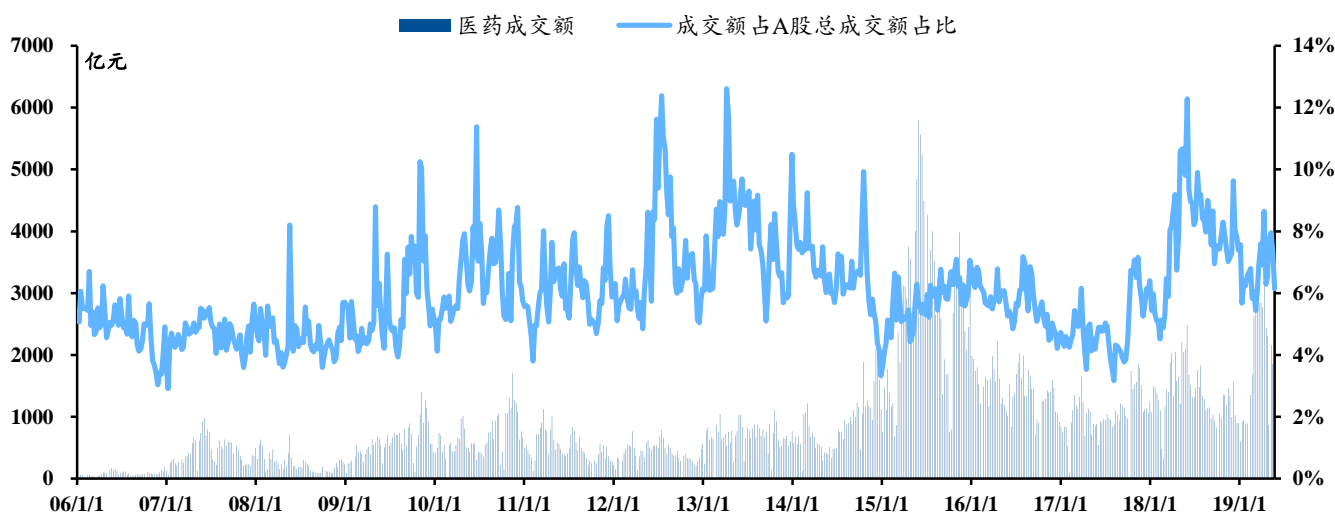
图 3：上周各大行业涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药行业成交额为 1373.0 亿元，A 股市场成交总额为 22341.6 亿元。上周医药成交额占市场总成交额的 6.15%，连续两周显著下行。

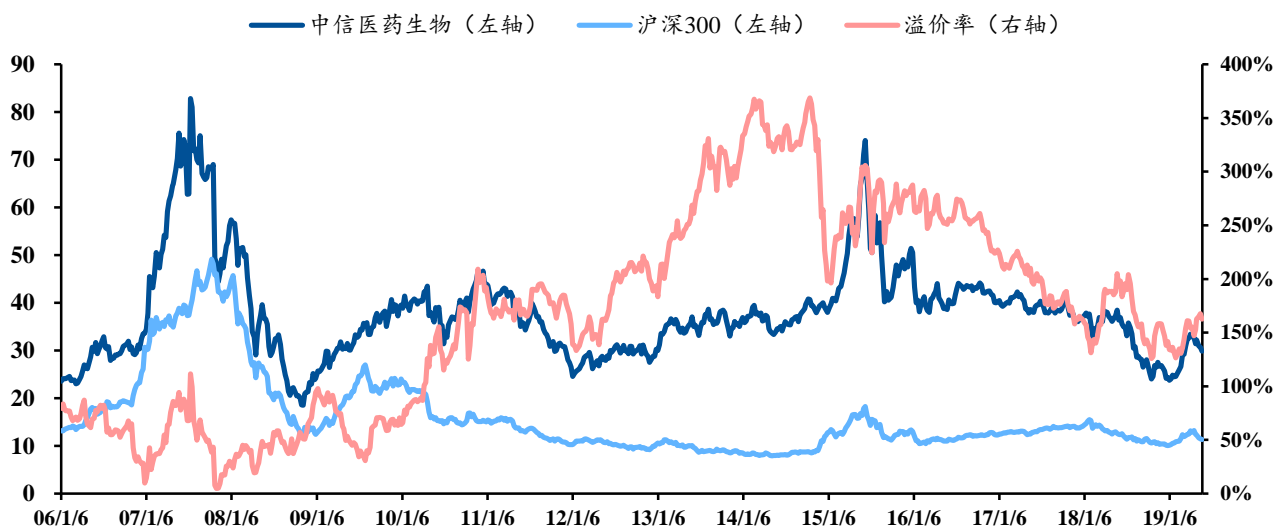
图 4：2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

截止 2019.5.24，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 30 倍，较前一周略降低 0.85，医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 162.47%，近期连续下滑，但仍处于今年以来高点，显示市场对医药板块关注度提升提高。

图 5：2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况

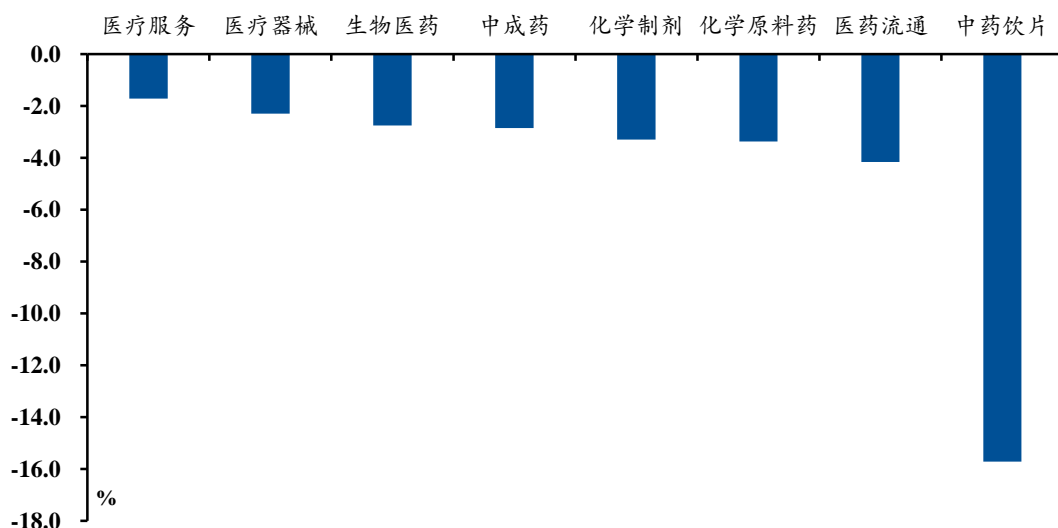


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情

分子板块看，上周医药各子板块均有下跌，其中医疗服务和医药器械跌幅较小，分别为 1.72%和 2.30%，生物医药、中成药、化学制剂等均下跌，中药饮片大幅下跌。

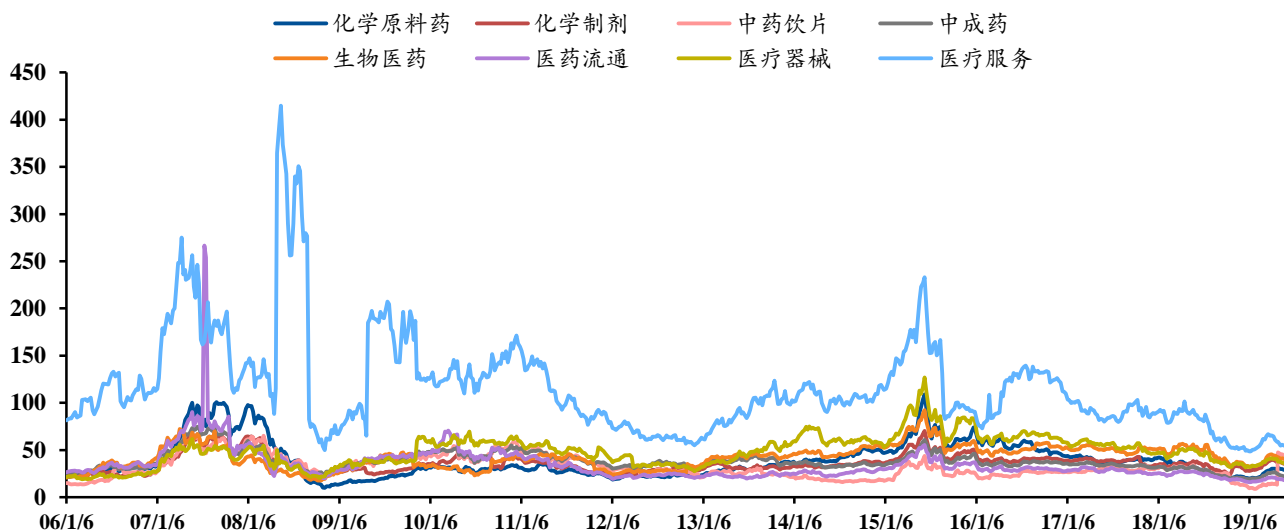
图 6：上周医药子板块涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

市盈率方面，医疗服务、生物医药、医疗器械板块居于前三位，分别为 55 倍、40 倍、36 倍，化学原料药 29 倍，化学制剂 35 倍，中药饮片与中成药分别为 44 倍（领域内领头公司前期业绩调整导致估值较此前大幅提升）和 22 倍，医药流通 18 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步启动背景下，投资者风险规避的配置思路，给予了非药板块较高的估值溢价。

图 7：2006 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1: 上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	5
图 2: 2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	5
图 3: 上周各大行业涨跌幅	6
图 4: 2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	6
图 5: 2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	7
图 6: 上周医药子板块涨跌幅	7
图 7: 2006 年以来医药子行业估值变化情况	8

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。