



下半年忽略“不确定”，寻找“小确幸”，紧抱“政策免疫品种”

安信证券研究中心

马 帅 S1450518120001

盛丽华 S1450517090002

齐 震 S1450119050022

2019年5月

目录

01 投资主线及标的

02 医药19Q1回顾及细分领域估值情况

03 下半年政策展望及贸易战影响

04 下半年科创板：重塑医药估值体系

05 新增重点关注板块

06 风险提示

投资主线：紧抱政策免疫的“小确幸”

- 在宏观及医药政策环境存在较大不确定性的背景下，我们主张拥抱“小确幸”，即我们认为医药板块下半年有相对收益，这种相对收益或将更多体现在那些赛道优质、龙头卡位、政策免疫、增长确定的公司上。
- 下一阶段伴随着第一批带量采购品种降价向非“4+7”地区不断蔓延，以及未来潜在的第二批带量采购压力，市场将会向阻力最小的方向前进。政策免疫品种，尤其是其中龙头公司估值虽不便宜，但考虑到增长的确定性，仍然具备参与价值，下一阶段市场对确定性高估值的接受度或将显著强于确定性低估值。
- 在此背景下，我们将“政策免疫品种”的内涵初步锁定在四类品种，即**高端新特药**（包含血制品与疫苗）、**创新药产业链中的CRO/CMO**、**专科医疗服务**、**创新及家用医疗器械**。

投资主线与标的

① 持续看好药品政策免疫品种



- 恒瑞医药
- 长春高新
- 华兰生物
- 天坛生物
- 博雅生物
- 康泰生物
- 智飞生物

② 持续看好创新药产业链受益标的



- 泰格医药
- 凯莱英
- 药明康德



④ 持续看好创新及家用医疗器械



- 迈瑞医疗
- 鱼跃医疗
- 健帆生物
- 开立医疗
- 万孚生物

③ 持续看好专科医疗服务



- 爱尔眼科
- 通策医疗

四条主线下核心公司业绩及逻辑

表：主线下核心标的盈利预测

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (倍)			推荐逻辑
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
① 药品政策免疫标的：											
600276.SH	恒瑞医药	225.00	282.22	344.55	52.95	66.83	83.43	50.18	39.76	31.85	创新药龙头企业，静待19K、吡咯替尼、PD-1等重磅产品陆续放量
000661.SZ	长春高新	71.64	90.44	108.66	14.14	18.49	22.71	35.73	27.32	22.25	生长激素高速增长，收购金赛药业少数股东股权理顺治理结构
002007.SZ	华兰生物	39.89	47.06	54.20	14.06	16.63	19.14	27.72	23.45	20.37	血制品行业回暖，四价流感疫苗贡献弹性
600161.SH	天坛生物	34.56	40.76	48.81	6.17	7.47	9.32	36.26	29.95	24.00	权益浆量行业居首，公司治理改善带来业绩提升
300294.SZ	博雅生物	33.07	42.61	49.79	5.93	7.28	8.97	20.41	16.63	13.50	纤原保持快速增长，血浆调拨带来业绩增量
300601.SZ	康泰生物	21.19	26.14	45.51	5.54	7.63	13.81	57.02	41.40	22.87	四联苗稳定增长，在研13价肺炎与三代狂犬即将报产
300122.SZ	智飞生物	113.26	158.99	190.20	25.89	35.30	41.83	24.63	18.06	15.24	HPV与五价轮状快速放量，预防微卡即将获批上市
② 创新药产业链受益标的：											
300347.SZ	泰格医药	30.90	40.83	53.60	6.47	8.58	11.10	53.69	40.49	31.29	受益于创新热潮，在手订单充足，各项业务景气度进一步提高
002821.SZ	凯莱英	25.20	33.05	43.35	5.79	7.56	9.75	34.19	26.18	20.30	产能扩充持续推进，大小分子业绩均快速增长
603259.SH	药明康德	120.16	149.47	185.30	21.10	25.98	31.80	43.95	35.69	29.16	临床前CRO龙头企业，CRO业务快速增长投资业务产业布局明晰
③ 专科医疗服务标的：											
300015.SZ	爱尔眼科	104.28	133.92	173.12	13.55	17.81	23.44	62.27	47.37	35.99	全国眼科连锁服务龙头，各项业务板块持续快速增长
600763.SH	通策医疗	20.45	26.58	33.35	4.47	5.89	7.79	54.45	41.32	31.24	省内省外业务皆快速增长，口腔连锁龙头进一步稳固
④ 创新及家用医疗器械标的：											
300760.SZ	迈瑞医疗	168.55	202.34	237.22	45.72	55.07	64.92	37.14	30.84	26.16	医疗器械巨头，各业务线快速增长，产品结构持续优化
002223.SZ	鱼跃医疗	50.60	60.50	71.74	8.85	10.52	12.35	26.35	22.17	18.88	医用器械增长强劲，家用器械稳定增长，电商平台持续发力，
300529.SZ	健帆生物	13.86	18.02	22.46	5.65	7.40	9.24	43.91	33.52	26.85	血液灌流龙头，肝病领域与海外市场拓展新的利润增长点
300633.SZ	开立医疗	15.80	19.84	24.56	3.34	4.33	5.51	35.80	27.61	21.70	超声产品稳定增长，高端彩超与内窥镜快速放量
300482.SZ	万孚生物	22.09	29.12	36.88	4.16	5.55	7.15	27.88	20.90	16.22	慢病检测与传染病检测快速增长，新产品上市推动产品线持续放量

目录

01 投资主线及标的

02 医药19Q1回顾及细分领域估值情况

03 下半年政策展望及贸易战影响

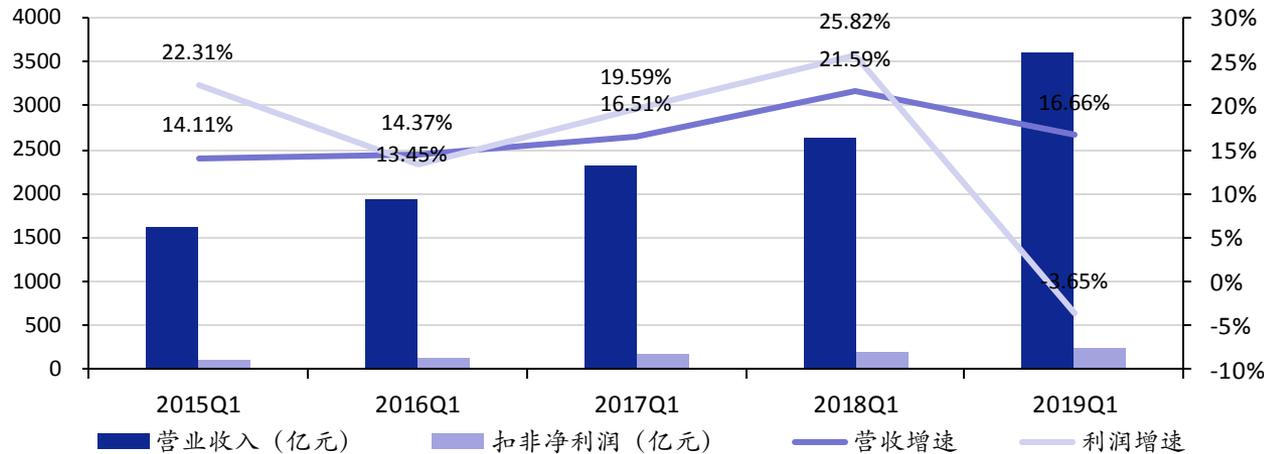
04 下半年科创板：重塑医药估值体系

05 新增重点关注板块

06 风险提示

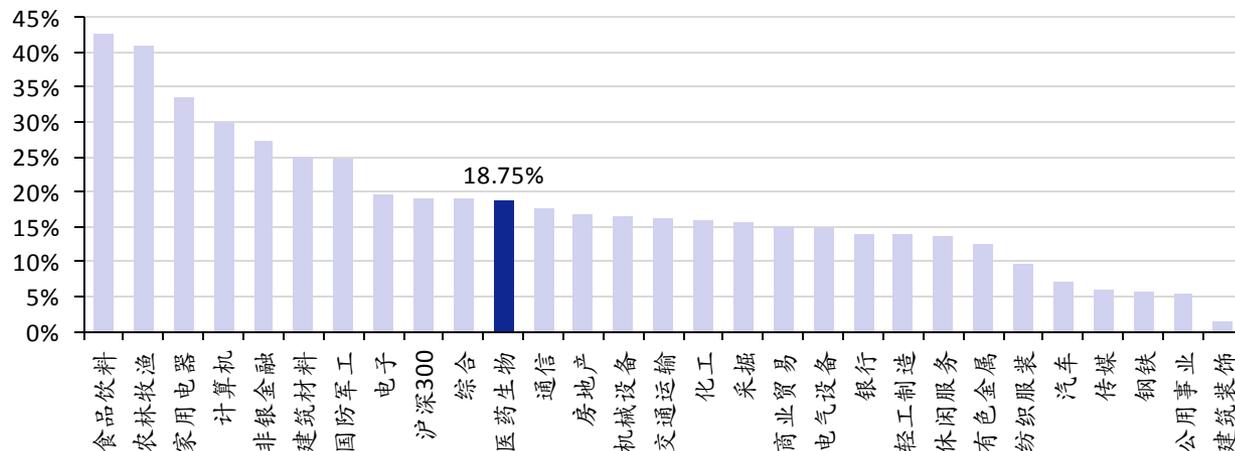
医药整体：营收增长稳健，利润增长承压，后续继续分化

图：2015Q1-2019Q1安信医药行业整体业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2019年初至今申万医药细分行业涨跌幅情况（截止19年5月23日）



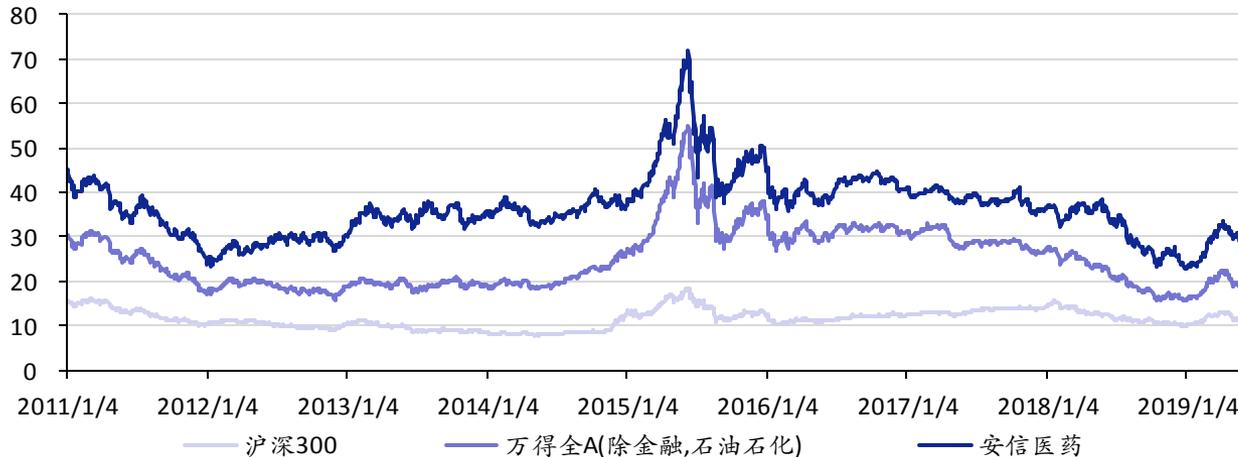
数据来源：Wind、安信证券研究中心

➤ 19Q1安信医药行业营收增速16.66%（具体统计医药标的范围见附录），扣非净利润增速-3.65%。医药行业营收端维持稳健增长，但利润端增速出现回调，这主要是由于18Q1我国流感疫情爆发，使相关感冒类药物、大输液及诊断产品销售大幅增加，进而导致业绩基数较高。

➤ 19年至今，大盘触底上涨，沪深300指数上涨19.04%，申万医药指数上涨18.75%，跑输沪深300指数0.29个百分点。2019年至今，A股各细分行业均实现上涨，申万医药板块涨幅列28个一级行业的第10位，处于各细分行业中上游水平。

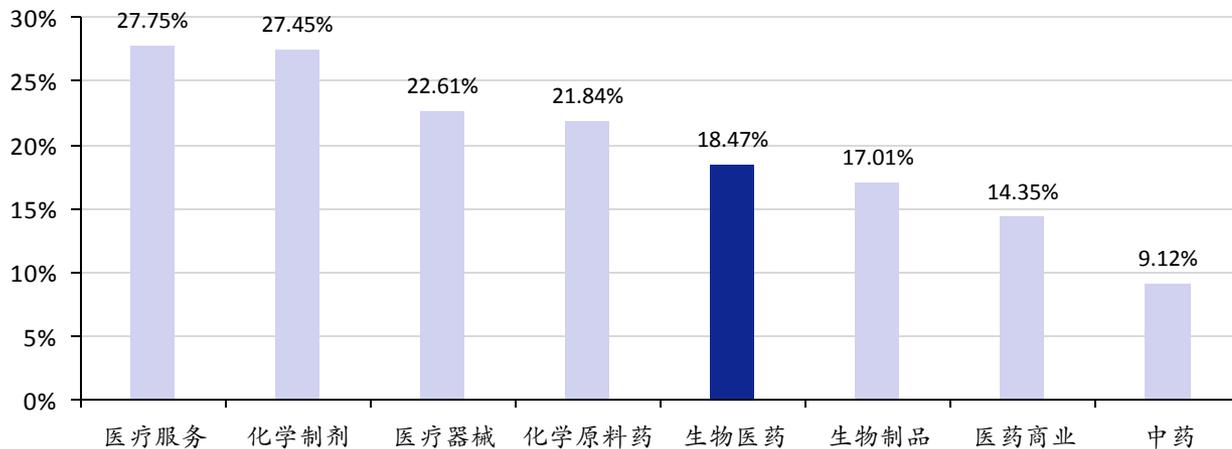
医药整体：年初至今涨幅明显，估值依旧处于较低水平

图：2011年至今安信医药生物行业市盈率变化趋势（截止19年5月23日）



数据来源：Wind、指标采用PE(TTM，整体法)、安信证券研究中心

图：2019年初至今安信医药细分行业涨跌幅情况（截止19年5月23日）



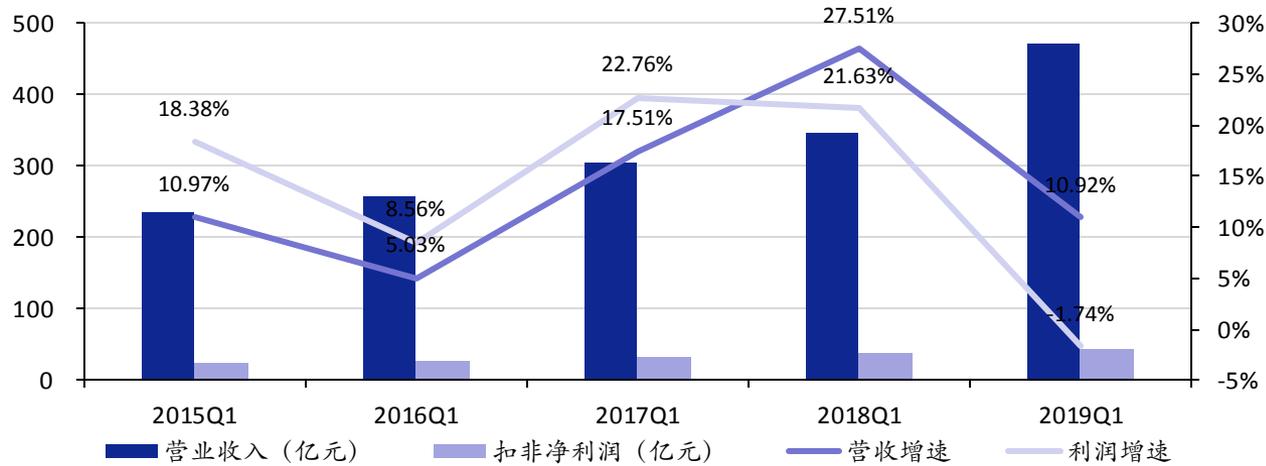
数据来源：Wind、安信证券研究中心

- 截止19年5月23日，安信医药行业估值为29.27倍（TTM，整体法）。虽然医药行业估值水平自19年以来上涨明显，但与历史估值（平均36.57倍）相比，依旧处于中等偏下水平。溢价率方面，安信医药行业相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为55.13%，相对沪深300的估值溢价率为158.06%。
- 19年至今，6个安信医药细分子行业涨幅超过10%（除中药板块），其中医疗服务板块上涨27.75%，位列首位；中药板块上涨9.12%，排名最后。（具体分类见附录）

- 备注：前期我们应用中万医药分类时发现其医药二级细分中很多标的分类与企业实际经营业务存在显著偏差，比如将康弘药业（生物药）、凯莱英（CMO）等纳入SW化学制剂板块，板块基础标的分类不明造成了在梳理医药各细分板块数据时出现一定偏差，不能客观准确的反映各细分领域经营态势。
- 在重新优化上市公司所属细分板块的基础上：我们立足不同年份/季度，进一步对医药各细分板块滚动剔除次新股、ST股和业绩在报告期内出现极端情况的个股，如商誉计提大幅超越行业水平、负面事件冲击或突发因素影响下归母净利润下滑严重拖累板块增速等。在保证成份股序列的同比可比性的前提下，针对各板块进行动态、立体的成份股及对应板块的数据追踪。

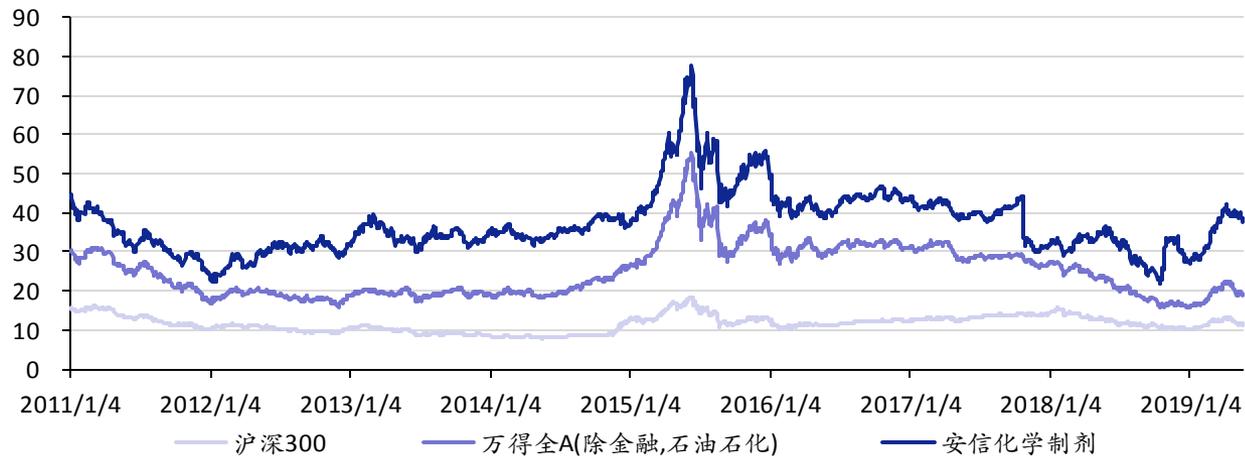
化学制剂：Q1板块估值反弹明显，下阶段仿制药继续承压

图：2015Q1-2019Q1安信化学制剂板块业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信化学制剂板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）



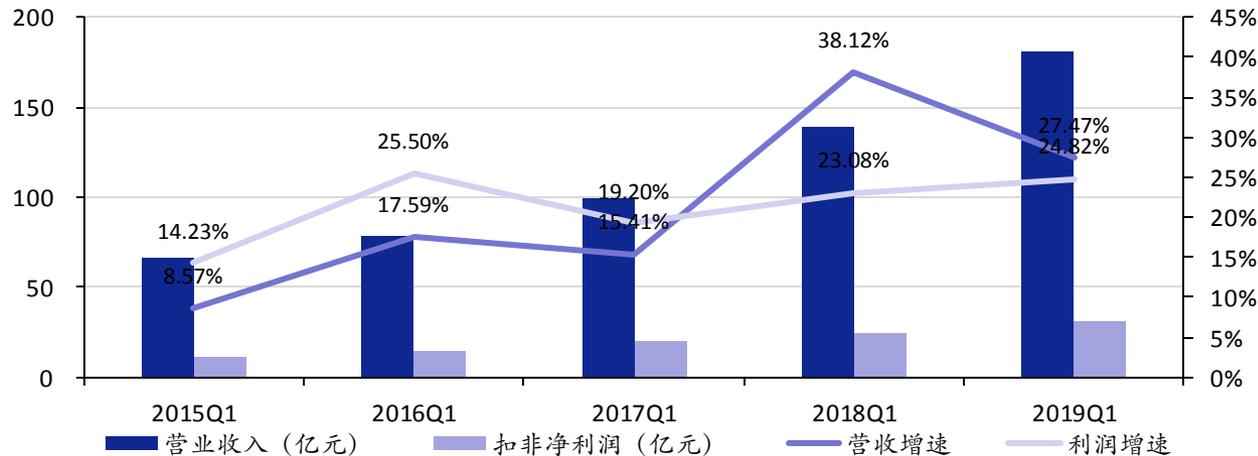
数据来源：Wind、指标采用PE(TTM, 整体法)、安信证券研究中心

➤ 19Q1安信化学制剂板块（51家，剔除次新股及ST股）营收增速10.92%，扣非净利润增速-1.74%，板块营收与利润增速下滑主要系18Q1的流感疫情爆发大幅增加当季板块业绩，高基数使得19Q1业绩承压。随着4+7带量采购的持续推进以及第二批带量采购的实施，化学制剂板块或将承压。

➤ 19年至今，安信化学制剂板块上涨27.45%，居医药细分子行业涨跌幅第2位。截止5月23日，化学制剂板块估值为37.68倍（TTM，整体法），与历史估值（平均37.21倍）相比，已处于中等水平。溢价率方面，化学制剂板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为99.69%。

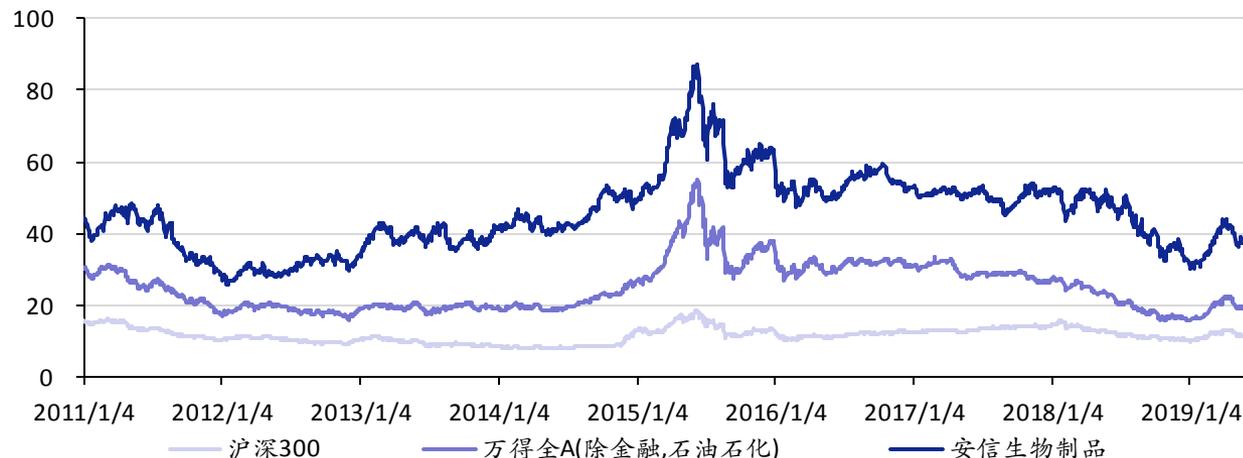
生物制品：估值近期回调明显，Q2高景气有望延续

图：2015Q1-2019Q1安信生物制品板块业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信生物制品板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）



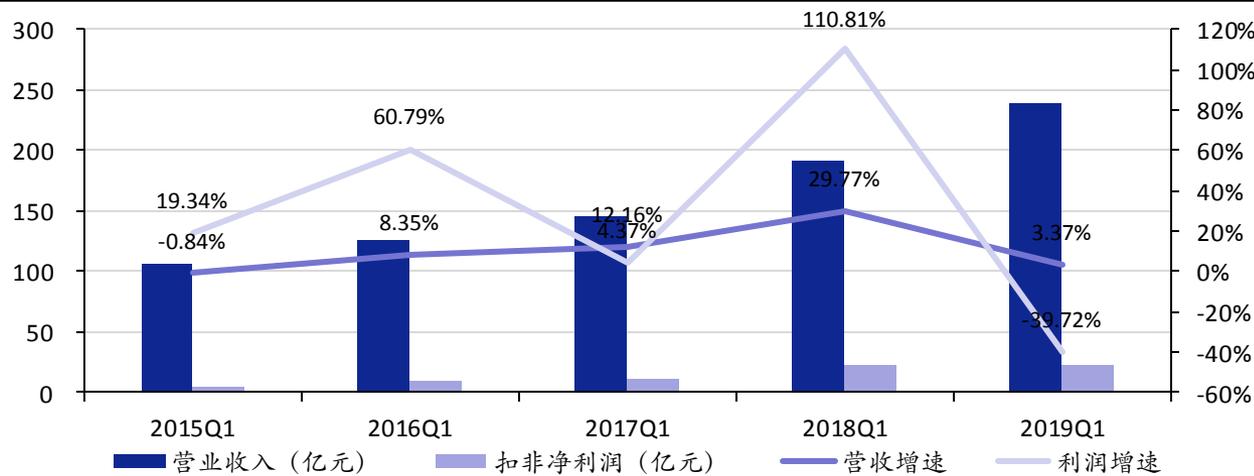
数据来源：Wind、指标采用PE(TTM, 整体法)、安信证券研究中心

➤ 19Q1安信生物制品板块（25家，剔除次新股及ST股）营收增速27.47%，扣非净利润增速24.82%。其中，疫苗重磅品种快速放量，对板块业绩产生拉动；血制品渠道去库存效果显著，血制品整体销售回暖，有望进入上升期；同时，长春高新、我武生物等生物药企业营收维持快速增长。

➤ 19年至今，安信生物制品板块上涨17.01%，居医药细分子行业涨跌幅第5位。截止5月23日，生物制品板块估值为37.25倍（TTM，整体法），近期回调明显，与历史估值（平均45.54倍）相比，处于中等偏下水平。溢价率方面，生物制品板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为97.41%。

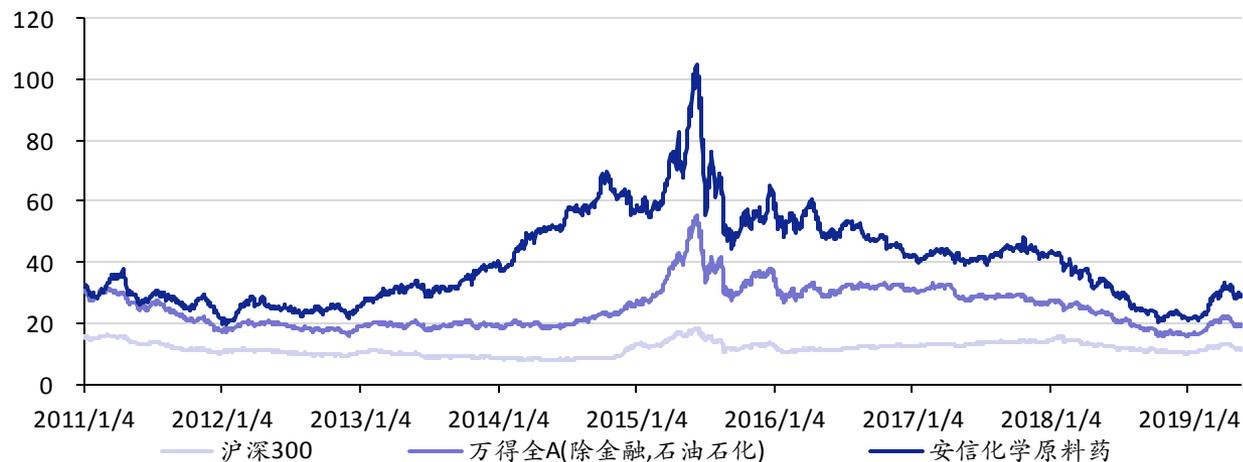
化学原料药：估值处于历史较低水平，Q2或迎来业绩兑现

图：2015Q1-2019Q1安信化学原料药板块业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信化学原料药板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）



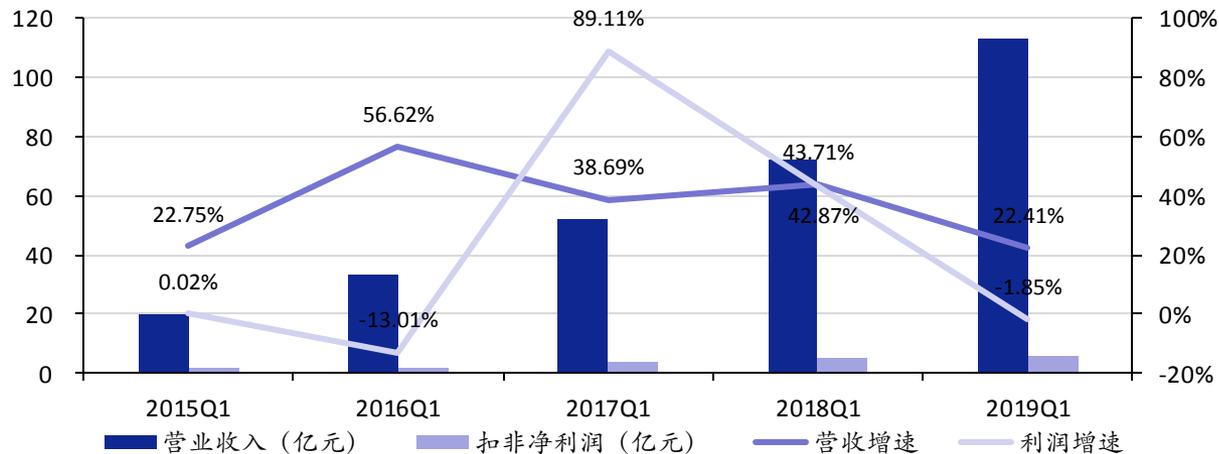
数据来源：Wind、指标采用PE(TTM, 整体法)、安信证券研究中心

➤ 19Q1安信化学原料药板块（30家，剔除次新股及ST股）营收增速为3.37%，扣非净利润增速为-39.72%。板块业绩与原料药价格波动关系密切，板块利润端负增长主要与部分原料药跌价相关。考虑基数效应及前期原料药报价显著提升，我们预计Q2或将迎来板块内公司的业绩兑现期。

➤ 19年至今，安信化学原料药板块上涨21.84%，居医药细分子行业涨跌幅第4位。截止5月23日，化学原料药板块估值为28.45倍（TTM，整体法），与历史估值（平均40.28倍）相比，依旧处于较低水平。溢价率方面，化学原料药板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为50.81%。

医疗服务：估值处于较低水平，行业景气度依旧较高

图：2015Q1-2019Q1安信医疗服务板块业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信医疗服务板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）

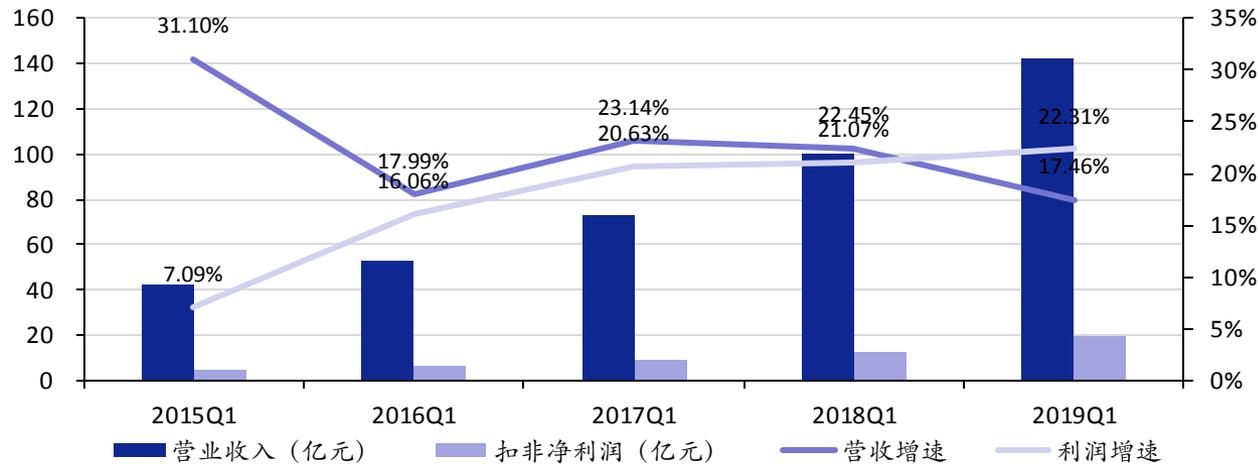


数据来源：Wind、指标采用PE(TTM, 整体法)、安信证券研究中心

- 19Q1安信医疗服务板块（14家，剔除次新股及ST股）营收增速为22.41%，扣非净利润增速为-1.85%。美年健康19Q1业绩不达标对板块造成较大影响，若剔除美年健康，则板块扣非归母净利润增速为24%。CRO行业是创新药研发产业链中最确定的受益行业之一，随着创新研发景气度的持续提升，CRO行业有望加速发展，例如泰格医药作为临床CRO龙头，19Q1增长依旧动能不减。
- 19年至今，安信医疗服务板块上涨27.75%，居医药细分行业涨跌幅第1位。截止5月23日，医疗服务板块估值为58.81倍（TTM，整体法），近期有所回调，与历史估值（平均72.78倍）相比，处于中等偏下水平。溢价率方面，生物制品板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为211.68%。

医疗器械：估值处于历史底部，下阶段景气度有望延续

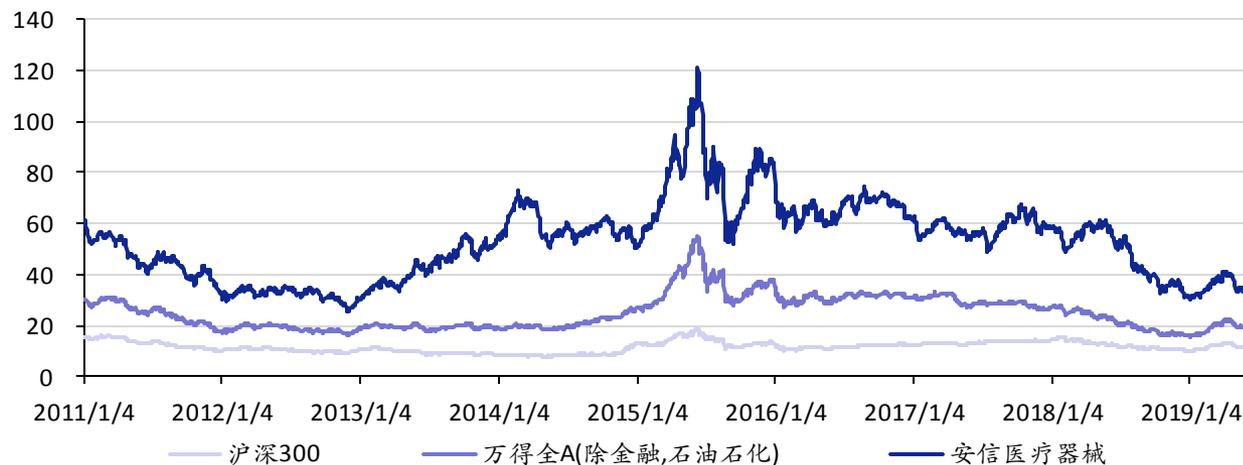
图：2015Q1-2019Q1安信医疗器械板块业绩情况



➤ 19Q1安信医疗器械板块（38家，剔除次新股及ST股）营收增速为17.46%，扣非净利润增速为22.31%。板块业绩受新华医疗影响较大，若剔除新华医疗，则板块营收增速为22.8%，扣非净利润增速为22.6%，业绩表现亮眼。

数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信医疗器械板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）

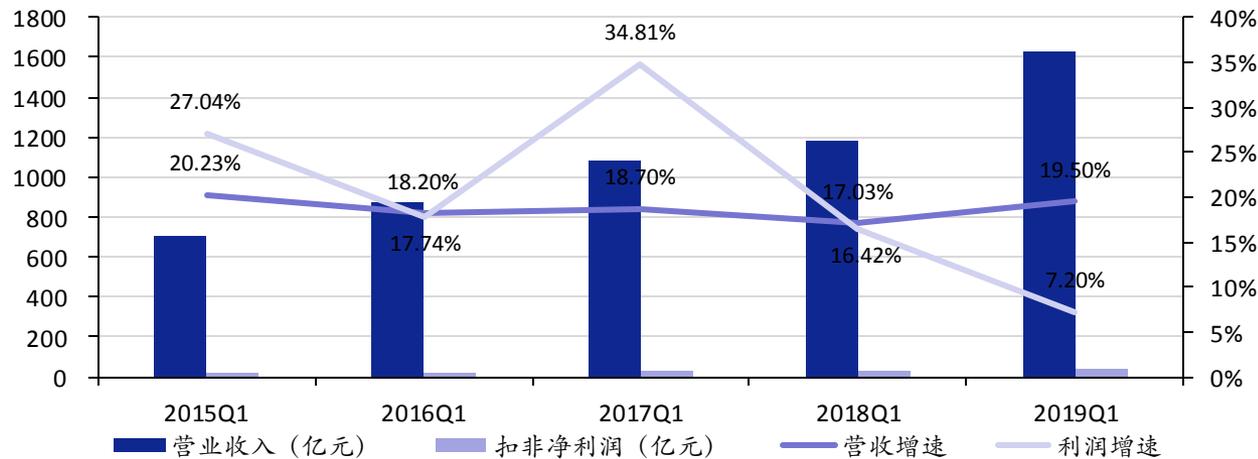


➤ 19年至今，安信医疗器械板块上涨22.61%，居医药细分子行业涨跌幅第3位。截止5月23日，医疗器械板块估值为33.63倍（TTM，整体法），近期回调明显，与历史估值（平均53.06倍）相比，处于底部位置。溢价率方面，医疗器械板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为78.26%。

数据来源：Wind、指标采用PE(TTM，整体法)、安信证券研究中心

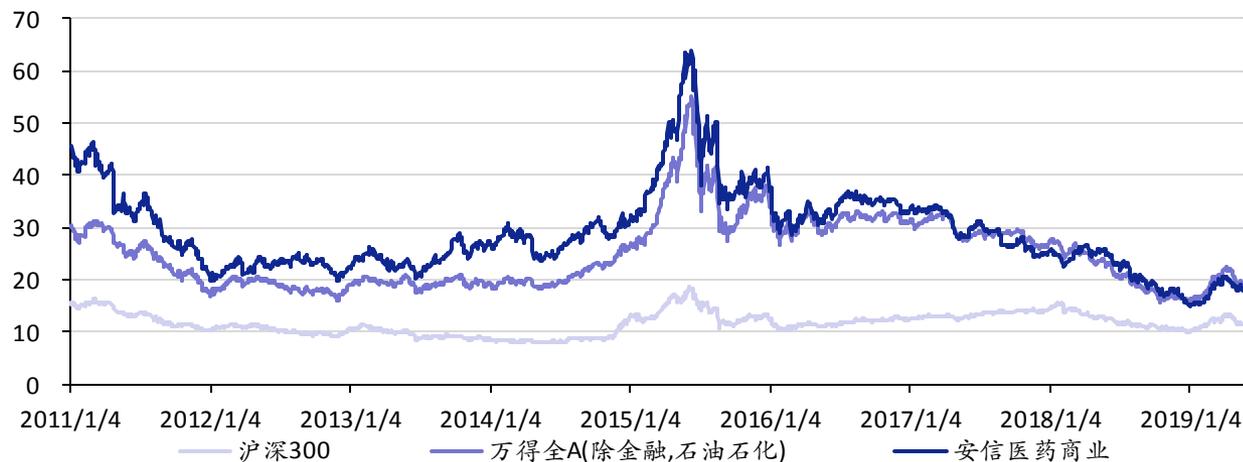
医药商业：估值处于历史底部，药店表现亮眼，流通承压

图：2015Q1-2019Q1安信医药商业板块业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信医药商业板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）



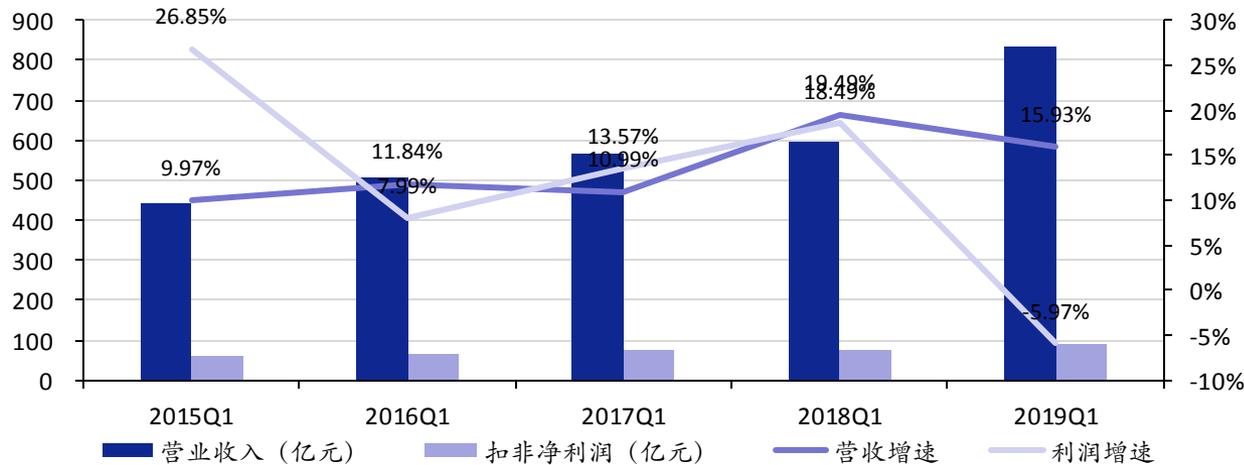
数据来源：Wind、指标采用PE(TTM, 整体法)、安信证券研究中心

➤ 19Q1安信医药商业板块（23家，剔除次新股及ST股）营收增速为19.50%，扣非净利润增速为7.20%。在两票制、医保控费及带量采购等政策影响下，流通企业业绩承压，回款周期变长。零售药店板块的业绩表现相对较好，分级诊疗政策有望加速行业放量，利好连锁药店龙头。

➤ 19年至今，安信医药商业板块上涨14.35%，居医药细分子行业涨跌幅第6位。截止5月23日，医药商业板块估值为17.96倍（TTM，整体法），与历史估值（平均29.00倍）相比，处于底部位置。溢价率方面，医药商业板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为-4.79%。

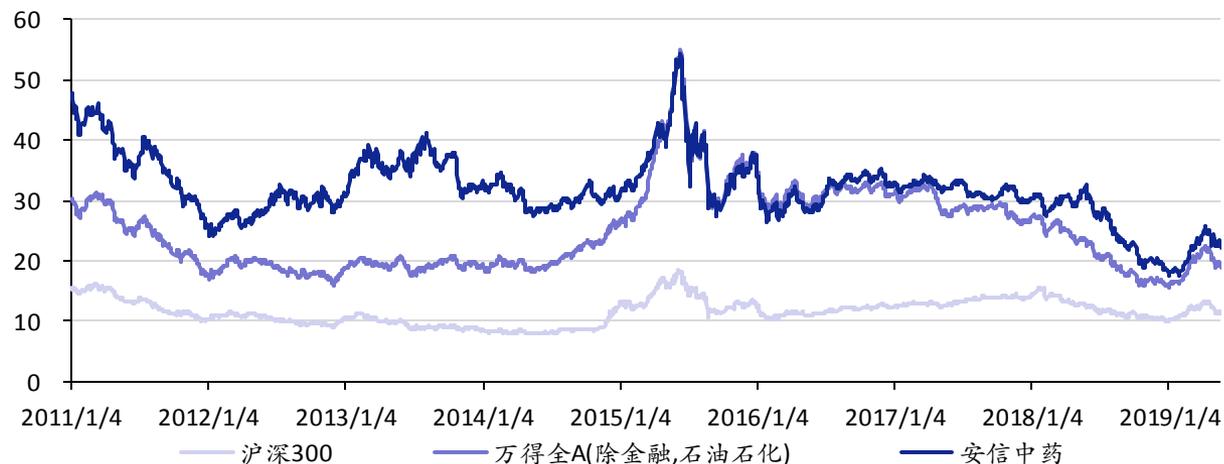
中药：估值接近历史底部，政策限制或使增速进一步放缓

图：2015Q1-2019Q1安信中药板块业绩情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011年至今安信中药板块市盈率变化趋势（截止19年5月23日）



数据来源：Wind、指标采用PE(TTM, 整体法)、安信证券研究中心

➤ 19Q1安信中药板块（69家，剔除次新股及ST股）营收增速为15.93%，扣非净利润增速为-5.97%，18Q1流感疫情使业绩基数较高，导致19Q1业绩增速有所回调。在医保控费、限制辅助用药等政策影响下，中药处方药将继续承压，其中口服剂因剂型优势仍有望增长，但注射剂下行压力突出。中药品牌消费品与整体消费情况相关，未来增速或将有所放缓。

➤ 19年至今，安信中药板块上涨9.12%，居医药细分子行业涨跌幅最后一位。截止5月23日，中药板块估值为22.10倍（TTM，整体法），与历史估值（平均31.85倍）相比，接近底部位置。溢价率方面，中药板块相对全部A股（剔除金融、石油石化）的估值溢价率为17.12%。

目录

01 投资主线及标的

02 医药19Q1回顾及细分领域估值情况

03 下半年政策展望及贸易战影响

04 下半年科创板：重塑医药估值体系

05 新增重点关注板块

06 风险提示

回忆过去：上一轮医保调整，以价换量效应明显

- 2018年是2017版医保目录和2017年首批医保谈判目录落地实施的第一个完整年度，根据PDB样本医院数据，医保对新纳入品种的销售放量形成了明显的促进作用。
- **2017年医保谈判：**绝大多数谈判品种均实现了“以价换量”，多数品种18年销售额及销量增速同比显著提升，31个拥有PDB数据的谈判品种中，销售额与销量增速同比提升的品种数量分别为19个和21个。
- **2017版医保目录：**医保对常规调整品种的销售影响较小，部分价格较高的品种受医保影响相对较大。

表：部分新进医保品种的PDB样本医院销售情况

医保目录	药品	生产企业	适应症	降价幅度	18年PDB销售额 (百万)	销售额增速			销量增速		
						2017	2018	同比增加	2017	2018	同比增加
2017年医保谈判	来那度胺	新基	骨髓瘤	60%	137	15%	523%	508pct	90%	904%	814pct
	银杏二萜内酯	康缘药业	脑梗塞	49%	175	152%	440%	288pct	213%	653%	440pct
	索拉非尼	拜耳	肝细胞癌	50%	361	8%	85%	77pct	46%	312%	266pct
	曲妥珠单抗	罗氏	乳腺癌	65%	1311	20%	48%	28pct	78%	259%	181pct
	利拉鲁肽	诺和诺德	糖尿病	49%	114	24%	120%	96pct	72%	208%	136pct
	贝伐珠单抗	罗氏	结直肠癌	62%	999	31%	74%	43pct	96%	205%	109pct
	尼妥珠单抗	百泰生物	鼻咽癌等	50%	228	-1%	41%	42pct	39%	91%	52pct
2017版医保目录	康柏西普	康弘药业	wAMD	17%	300	44%	38%	-6pct	51%	59%	8pct
	艾瑞昔布	恒瑞医药	抗炎药	新进乙类	99	52%	113%	61pct	56%	116%	60pct
	益赛普	三生国健	自身免疫	新进乙类	383	5%	27%	22pct	6%	24%	18pct
	艾拉莫德	先声药业	抗风湿	新进乙类	117	58%	72%	14pct	62%	73%	11pct
	埃克替尼	贝达药业	肺癌	新进乙类	430	23%	45%	22pct	83%	66%	-17pct
	吉非替尼	阿斯利康	肺癌	新进乙类	577	25%	55%	30pct	92%	61%	-31pct

数据来源：PDB、官方网站、安信证券研究中心

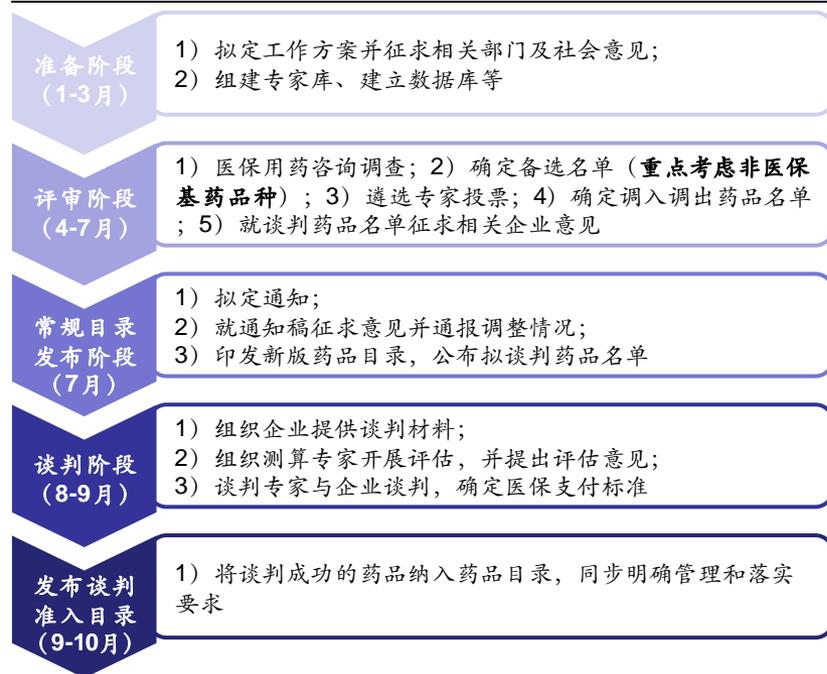
评说现在：当前医保调整规则简析

- 《2019年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》于19年3月13日-26日向社会公开征求意见，期间国家医保局共收到4438条意见，经研究修改后，并于4月17日正式公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》。
- 对比征求意见稿，正式文件主要有以下几点变化：1) 强调适当调整目录范围而非扩大，医保结构优化的原则更加明确；2) 明确专利独家品种的认定时间，充分考虑仿制药上市可能性；3) 扩大遴选专家人数并保证基层专家比例，符合分级诊疗趋势；4) 工作程序增加医保用药咨询调整，更好了解临床用药需求。

表：医保目录调整方案征求意见稿与正式文件对比

相关内容	正式文件	征求意见稿	点评
基本原则	适当 调整 目录范围	适当 扩大 目录范围	优先结构调整，强调“有进有出”，部分品种将被调出目录
调整内容	调入品种须18年12月31日（含）以前注册上市， 独家药品 认定时间以遴选投票日的前一天为准	调入品种须18年12月31日（含）以前注册上市	考虑到部分专利独家药品的仿制药可能会在目录调整期间上市
组织形式	遴选专家约25000人左右，并保证一定数量的 基层 医疗卫生机构专家；相关机构增加工信部	遴选专家约20000人左右	增加遴选专家人数，保证基层专家发声，符合分级诊疗趋势
工作程序	增加 医保用药咨询调查 ，9-10月份发布谈判准入目录	8月份发布谈判准入目录	将有利于更好了解临床用药需求，更大范围了解各地专家意见建议，提高公平性

图：2019年医保目录调整工作程序时间轴



数据来源：医保局、安信证券研究中心

数据来源：医保局、安信证券研究中心

展望未来：下半年哪些品种有望进入新国家医保

- 本次医保目录调整将优先考虑国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药、急救抢救用药等；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。
- 基于上述要求，我们整理了部分18版基药目录非医保品种以及部分17-18年首次在中国获批上市的尚未被纳入医保目录的相关药品名单，其中部分产品有望被纳入医保目录。

表：部分有望调入2019版医保目录的品种

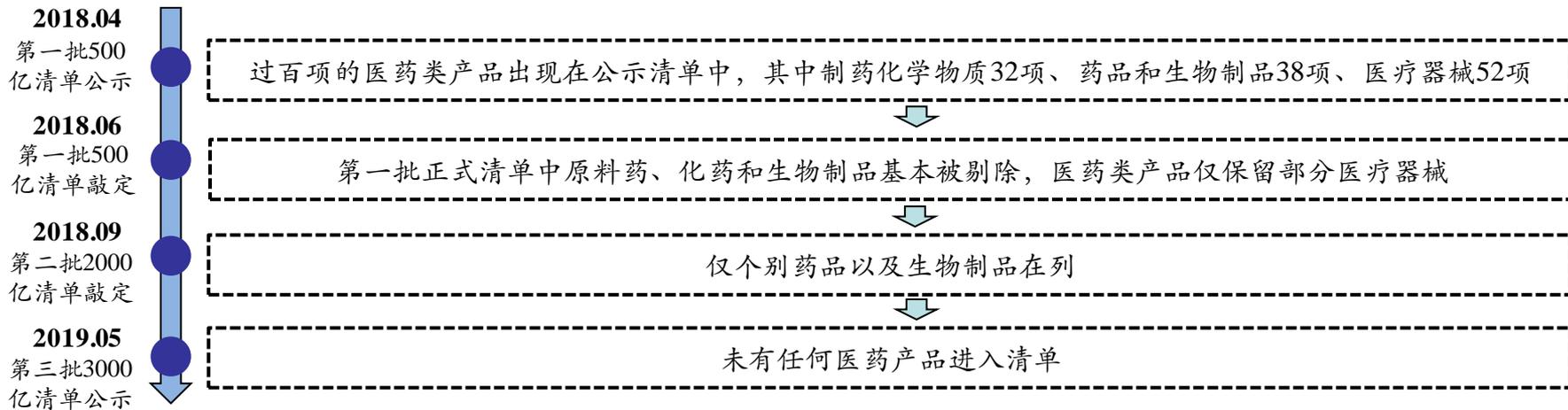
分类	药品名称	适应症	生产企业	国内获批	分类	药品名称	适应症	生产企业	国内获批
2018版基药	达格列净	II型糖尿病	阿斯利康	2017年3月	抗肿瘤	纳武利尤单抗	非小细胞肺癌	百时美施贵宝	2018年6月
	瑞通立	急性心肌梗塞	昂德生物	2007年1月		帕博利珠单抗	黑色素瘤	默沙东	2018年7月
	索磷布韦维帕他韦	丙肝	吉利德	2018年5月		特瑞普利单抗	黑色素瘤	君实生物	2018年12月
	波生坦片	肺动脉高压	爱可泰隆	2006年1月		信迪利单抗	cHL	信达生物	2018年12月
	阿法骨化醇	骨质疏松	复星医药等			普乐沙福	NHL	赛诺菲	2018年11月
	金花清感颗粒	甲流	聚协昌	2016年9月		吡咯替尼	乳腺癌	恒瑞医药	2018年8月
慢性病	德谷胰岛素	II型糖尿病	诺和诺德	2017年9月		呋帕西利	乳腺癌	辉瑞	2018年7月
	艾塞那肽微球	II型糖尿病	阿斯利康	2018年1月		奥拉帕利	卵巢癌	阿斯利康	2018年8月
	利司那肽	II型糖尿病	赛诺菲	2017年9月		阿来替尼	非小细胞肺癌	罗氏	2018年8月
	贝那鲁肽	II型糖尿病	仁会生物	2016年12月		呋喹替尼	结直肠癌	和记黄埔	2018年9月
	恩格列净	II型糖尿病	勃林格殷格翰	2017年9月		仑伐替尼	肝癌	卫材药业	2018年9月
	卡格列净	II型糖尿病	杨森	2017年9月		地加瑞克	前列腺癌	辉凌	2018年9月
儿童用药	沙库巴曲缬沙坦	心血管	诺华	2017年7月	硫培非格司亭	长效增白	恒瑞医药	2018年5月	
	依洛尤单抗	心血管	安进	2018年7月	白蛋白紫杉醇	化疗	恒瑞医药等		
	蕙芽健脾凝胶	小儿厌食腹胀	亚宝药业	2015年2月	帕妥珠单抗	A型血友病	罗氏	2018年12月	
	参柏洗液	慢性湿疹	一品红	2016年7月	司来帕格	肺动脉高压	爱可泰隆	2018年12月	
	馥感咪口服液	小儿气虚感冒	一品红	2015年8月	艾美赛珠单抗	A型血友病	罗氏	2018年11月	
	小儿麦枣咀嚼片	小儿积食	葵花药业	2015年5月	以库珠单抗	血红蛋白尿症	Alexion	2018年9月	
	芪斛楂颗粒	小儿厌食	葵花药业	2014年10月	特立氟胺	多发性硬化症	赛诺菲	2018年7月	

数据来源：NMPA、安信证券研究中心

贸易战：我国关税反制清单医药产品多过美国加税清单

- ▶ 我国反制清单中美国进口医药品种在列数量多过美国加征关税清单中我国医药出口品种。美国对华加征关税清单中医药产品历经多次调整，不断减少品种，最终仅有部分医疗器械与个别药品在列。另一方面，我国目前已采取对美医药产品的关税反制措施，大量美国医药产品在列，覆盖设备、体外诊断、耗材、原料药、生物制品和部分药品。

图：贸易战以来美对华加征关税的医药产品种类呈现缩减趋势



表：我国对美国反制措施中部分重点产品及其适用关税梳理

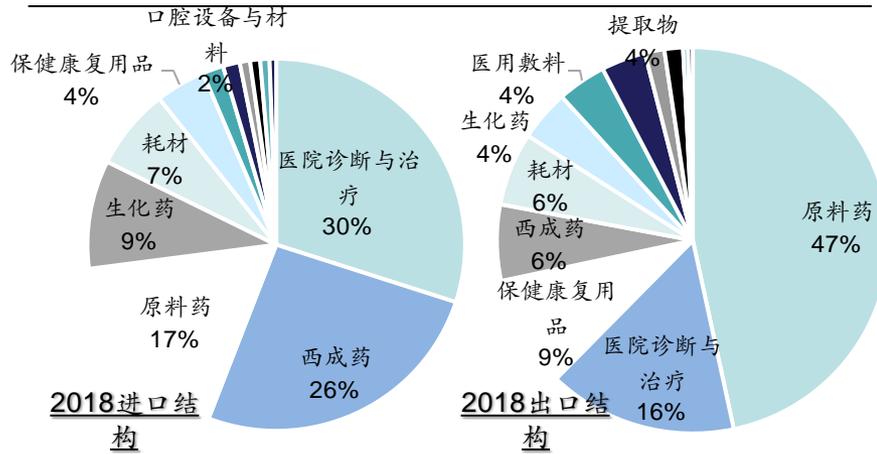
领域	产品类别	适用关税加征档位
设备	血压计、其他牙科用X射线设备、X射线无损探伤检测仪、液体温度计、听力计	20%
	内窥镜、臭氧治疗器、氧气治疗器等呼吸器具、医疗、外科、牙科或兽医用 α 、 β 、 γ 射线应用设备	10%
	透析设备、麻醉设备、心电图记录仪、B型超声诊断仪、彩超诊断仪、其他超声装置、核磁共振成套装置零件	5%
体外诊断	血型试剂	5%
	X光检查造影剂与诊断试剂	25%
耗材	胶粘敷料、药棉纱布、外科肠线、绑带、其他医用软填料及类似物、注射器、导管、插管	5%
药品类	胰岛素类、激素类等	25%
	布洛芬	10%
	嵩甲醚、乙内酰胺及其衍生物、吡啶及其盐、阿芬太尼、阿尼利定、氟苯双哌酰胺、溴西洋、地芬诺新、地芬诺酯、地匹哌酮、芬太尼、凯托米酮、哌醋甲酯、喷他左辛、哌替啶等	5%

数据来源：美国贸易代表署

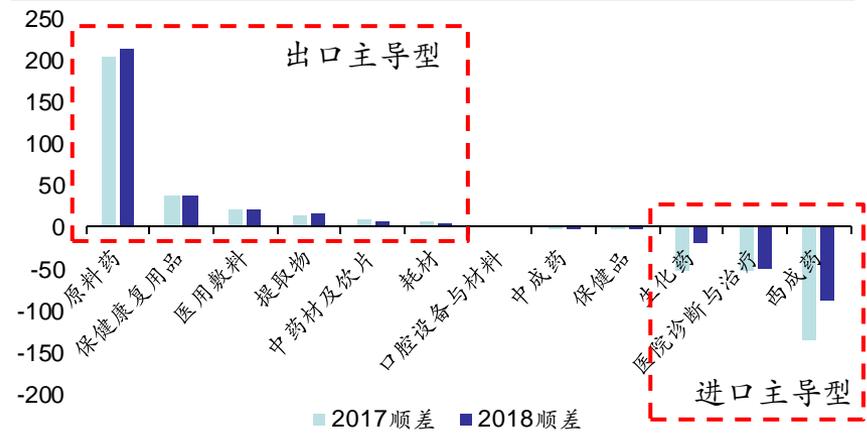
外贸结构：原料药贸易顺差，化药和高端设备贸易逆差

医药行业出口以原料药、中低端诊疗设备、低值耗材和康复保健用具为主，合计占出口份额约80%；进口以高端设备、化药为主，合计占进口份额也在80%左右。2018年，我国医药类产品出口稳定增长，进口则呈现一定程度收窄。

图：我国医药行业进出口结构



图：医药细分板块贸易顺（逆）差情况（亿美元）



表：医药及细分板块进出口概况（亿美元）

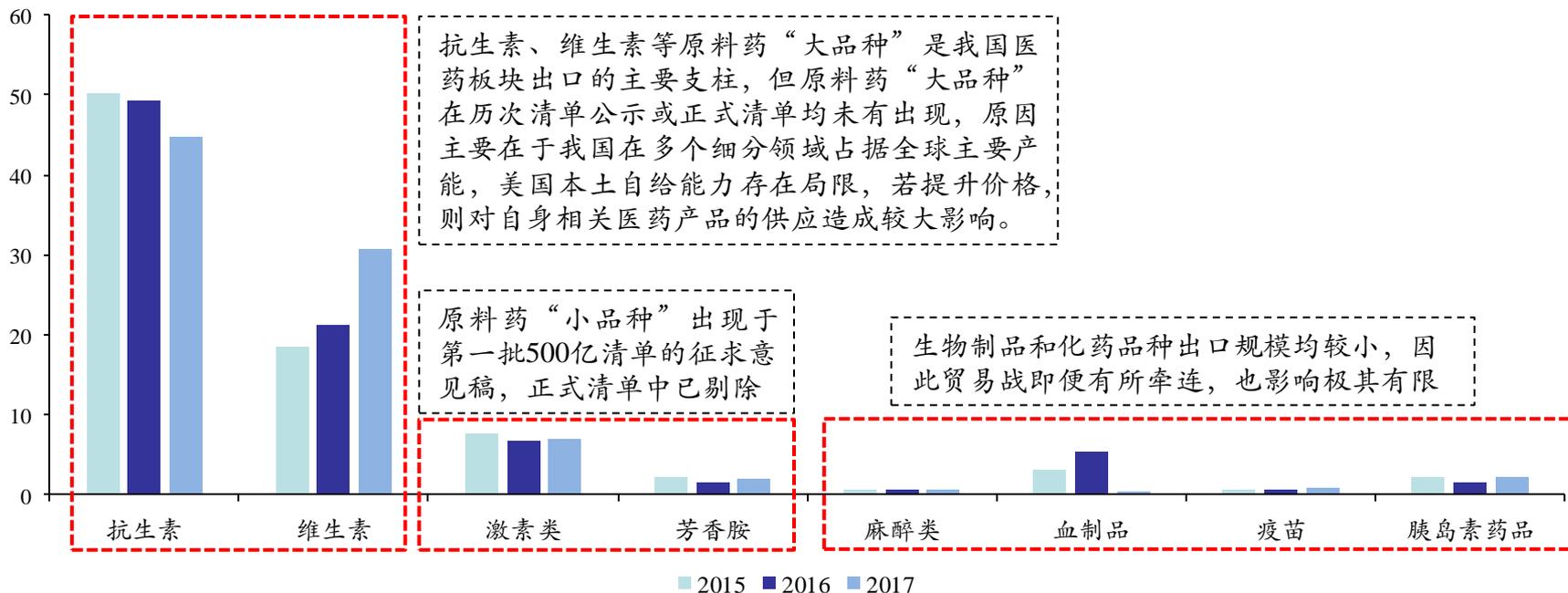
商品分类	进出口金额				进口				出口				顺差		顺差同比
	2017	2018	同比	占比	2017	2018	同比	占比	2017	2018	同比	占比	2017	2018	
中药	51.97	57.68	11%	5%	15.57	18.59	19%	4%	36.40	4.00	7%	6%	20.83	20.50	-2%
提取物	26.16	30.94	18%	3%	6.06	7.26	20%	1%	20.10	23.68	18%	4%	14.05	16.41	17%
中成药	6.18	6.67	8%	1%	3.68	4.03	10%	1%	2.50	2.64	6%	0%	-1.18	-1.39	-18%
中药材及饮片	14.00	13.16	-6%	1%	2.61	2.85	9%	1%	11.39	10.31	-9%	2%	8.78	7.46	-15%
保健品	5.63	6.92	23%	1%	3.22	4.45	38%	1%	2.41	2.47	2%	0%	-0.81	-1.99	-143%
西药类	694.16	632.87	-9%	55%	339.64	264.04	-22%	52%	354.54	368.83	4%	57%	14.90	104.78	602%
原料药	378.40	386.69	2%	34%	87.22	86.21	-1%	17%	291.16	300.48	3%	47%	203.94	214.27	5%
西成药	206.11	171.30	-17%	15%	171.56	130.30	-24%	26%	34.56	41.00	19%	6%	-137.00	-89.31	35%
生化药	109.67	74.88	-32%	7%	80.85	47.53	-41%	9%	28.83	27.35	-5%	4%	-52.02	-20.18	61%
医疗器械	420.61	457.96	9%	40%	203.55	221.65	9%	44%	217.03	236.30	9%	37%	13.47	14.65	9%
医用敷料	27.94	30.43	9%	3%	3.68	4.35	18%	1%	24.27	26.08	7%	4%	20.59	21.73	6%
耗材	65.37	74.73	14%	7%	29.29	35.35	21%	7%	36.07	39.37	9%	6%	6.79	4.02	-41%
医院诊断与治疗	240.34	252.04	5%	22%	146.30	151.26	3%	30%	94.02	100.77	7%	16%	-52.28	-50.49	3%
保健康复用品	70.84	81.84	16%	7%	16.52	21.66	31%	4%	54.33	60.19	11%	9%	37.81	38.53	2%
口腔设备与材料	16.12	18.92	17%	2%	7.77	9.03	16%	2%	8.35	9.89	19%	2%	0.57	0.85	51%
总计	1166.71	1148.51	-2%	100%	558.77	504.29	-10%	100%	607.98	644.22	6%	100%	49.21	139.93	184%

安信证券 ESSENCE SECURITIES 数据来源：经济观察网、海关总署、Wind

贸易战之于药品与生物制品：加税品种少且出口规模小

- **大品种未在列，小品种影响较为微弱。** 衡量贸易战的影响应该细分板块来看。首先，原料药方面，据CEIC出口数据显示，我国原料药出口主要依靠抗生素、维生素的大品种支撑，中小品种的出口规模落差显著。而原料药大品种未曾出现在贸易战的历次清单中，激素和精神类药物原料药等原料药小品种本身规模就较小，且随后在正式清单中被剔除，未造成任何影响。化药方面，如下图所示，出口上不存在任何大品种。因此，药品板块整体受贸易战的影响实际较为轻微。

图：医疗器械主要品种出口全球金额（亿美元）

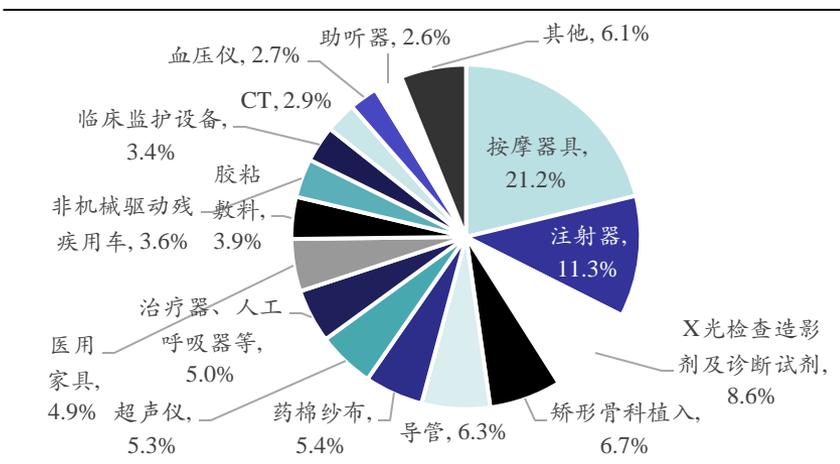


数据来源：CEIC、海关总署

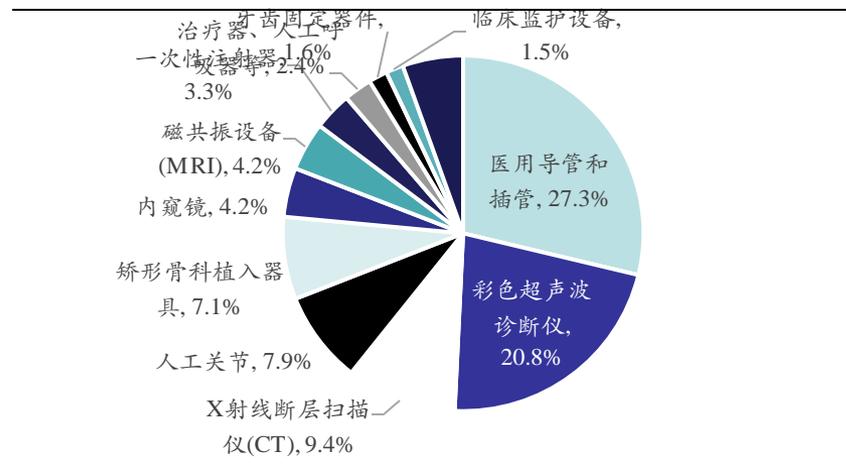
贸易战之于器械：对高值耗材与高端设备出口影响有限

➤ 高值耗材与高端设备主要由内需驱动，美方关税影响有限，整体来看或有利于国产替代加快。承前所述，我国高端设备与高值耗材出口金额小，进口金额大，存在较高的贸易逆差。因此，美对华征收关税的实际影响较小，反而受我国加征美国相关商品进口关税带来的保护效应更为明显，在我国关税反制措施的影响下，相关领域或将迎来国产化进程加快。

图：2018年重点医疗器械对美出口商品结构占比



图：2018重点医疗器械品种美国进口占比



表：内需驱动的高端诊疗设备受美方关税影响有限并受益我国关税反制措施（万美元）

产品领域	2017			2018			中对美关税加征	美对中关税加征
	对美出口金额	从美进口金额	贸易逆差金额	对美出口金额	从美进口金额	贸易逆差金额		
内窥镜	1,799.36	11,966.14	10,166.78	2,351.12	11,315.88	8,964.76	10%	25%
磁共振设备(MRI)	2,286.92	21,206.40	18,919.48	2,001.39	11,140.03	9,138.65	5%	25%
B型超声波诊断仪	1,509.05	489.32	-1,019.73	1,812.46	650.74	-1,161.72	5%	25%
麻醉设备	2,114.26	3,203.16	1,088.91	2,348.28	2,676.92	328.64	5%	25%
X射线断层扫描仪(CT)	11,177.04	32,356.25	21,179.21	9,359.86	25,081.93	15,722.07	5%	25%
彩色超声波诊断仪	13,969.72	43,957.32	29,987.60	17,361.66	55,677.72	38,316.06	5%	25%

目录

01 投资主线及标的

02 医药19Q1回顾及细分领域估值情况

03 下半年政策展望及贸易战影响

04 下半年科创板：重塑医药估值体系

05 新增重点关注板块

06 风险提示

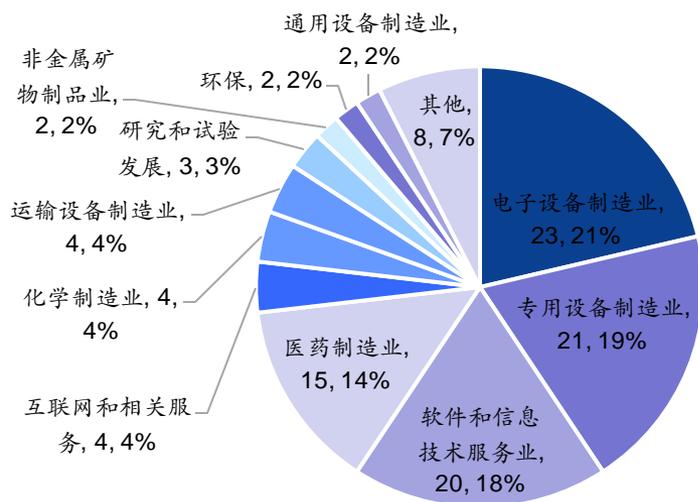
科创板内医药申报情况踊跃

- 科创板共有5套上市要求，其中“标准二”要求近三年累计研发投入的营收占比不低于15%，“标准五”要求医药企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，这两条标准为创新型药械企业、医疗服务企业的上市融资提供了便利。
- 截至5月14日，科创板上市申请受理公司数量达到108家，已问询公司数量达到86家；申报企业主要集中在电子设备制造业、专用设备制造业、软件和信息技术服务业、医药制造业，企业数量分别达到23家、21家、20家和15家。其中，医药行业公司合计27家，包括医药制造企业、研究试验企业及部分专用设备制造企业。

表：科创板上市的五套标准

标准	市值要求	具体上市标准
标准一	不低于10亿元	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元或最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元
标准二	不低于15亿元	最近一年营业收入不低于人民币2亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于15%
标准三	不低于20亿元	最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元
标准四	不低于30亿元	最近一年营业收入不低于人民币3亿元
标准五	不低于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。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件

图：科创板申报受理企业行业分布（截至5月14日）



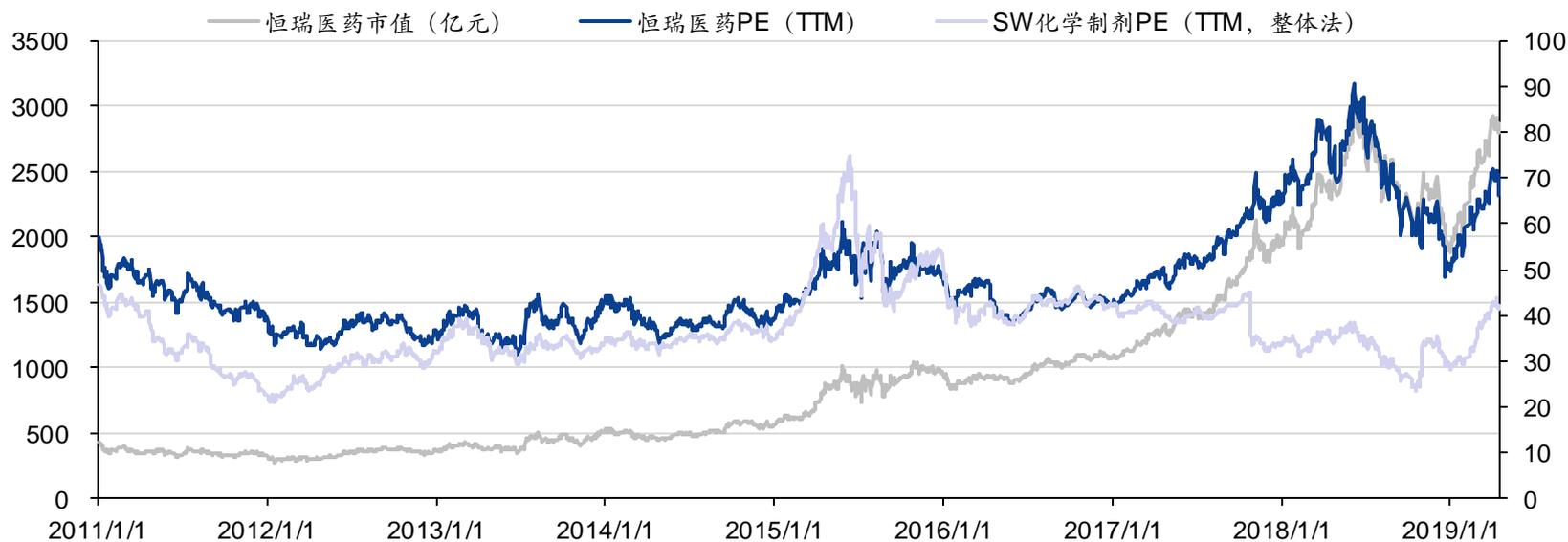
数据来源：上交所官网，安信证券研究中心

数据来源：Wind，安信证券研究中心

科创板或将加速医药板块估值方式转变

- A股上市药企以仿制药企业为主，其产品盈利相对稳定，市场主要采用PE或PEG等相对估值法。但PE或PEG无法对创新药企进行合理估值：一方面，创新药企大多处于研发投入期，利润端往往亏损，PE或PEG不具参考价值；另一方面，PE或PEG只能对现有产品进行估值，无法反映研发管线价值的差异性。
- A股市场中，PE或PEG已经在部分创新药企的估值中表现出局限性。以恒瑞医药为例，2011-2016年公司PE与化学制剂板块PE的变化趋势高度同步，但自2017年初开始，随着公司研发管线价值越来越受到市场的关注和认可，公司PE一路走高，与化学制剂板块PE走势明显背离。

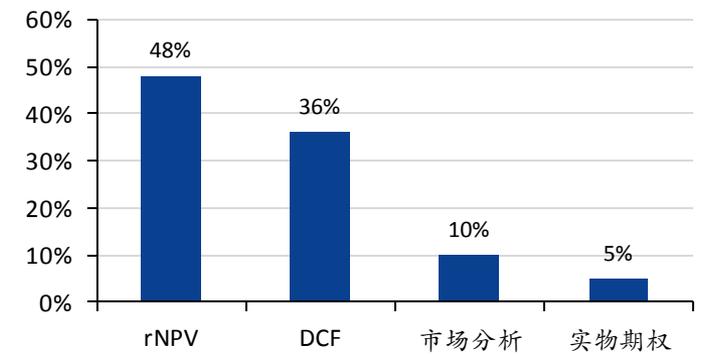
图：2011-2019年恒瑞医药市值及PE变化趋势图



数据来源：Wind，安信证券研究中心

美国新药研发项目估值方法

图：生物技术公司主要估值方法及使用比例



数据来源：BIOSTRAT Biotech Consulting, 安信证券研究中心

- 美国生物制药界及金融机构用于新药研发项目的评估方法很多，主要可以分为四类：成本分析法、市场分析法、预期收益分析法和实物期权法。
- 预期收益分析法是应用最为广泛的估值方法，常见的有现金流折现法（DCF）、风险修正的净现值法（rNPV）、情景分析法、决策树模型分析法及蒙特卡罗模拟法等，其中现金流折现法是基础。

图：美国常用的新药研发项目评估方法

估值方法	应用方式	应用范围	优势与劣势
成本分析法	通过计算研发项目已经发生的成本来确定研发项目的价值，通行的计算方法是成本+收益	无形资产及知识产权的估值；非常早期的新药研发项目估值；前景尚不清楚的基础研究的估值	优势：应用简单 劣势：没有考虑项目未来的预期收益、市场条件、寿命及继续研发中的风险因素；项目不一定具备可复制性
市场分析法	参考在市场上已经发生的技术交易对类似研发项目的评估值，对需要估值的研发项目价值进行评估	早期新药研发项目的估值；基础研究成果的估值；相对成熟项目估值的初步判断	优势：应用简单 劣势：没有考虑研发项目的独特性（研发进度及市场条件差异）
预期收益分析法	通过预测研发项目的最终产品在未来可能产生的现金流并选择合适的折现率计算NPV	处于研发后期、最终产品的市场前景比较明确的新药研发项目的估值	优势：应用简单、应用广泛 劣势：忽略技术风险（rNPV法解决）；忽略项目可能出现的不同结果（情景分析、决策树模型、蒙特卡洛模拟协助解决）；忽略管理人员的灵活性（实物期权法解决）
实物期权法	将新药研发活动看成可以根据阶段性结果选择的过程，并赋予这种选择权价值，然后再将项目NPV和期权价值加和得到研发项目的价值	各类R&D项目分析决策；长周期、高风险、高投入的新药研发项目各投资决策	优势：解决了NPV存在的问题，可避免错过高价值新药研发项目 劣势：理论及计算复杂，缺乏特定行业的模型体系

数据来源：《新药研发项目价值评估的财务分析方法》，安信证券研究中心

rNPV估值体系更适合科创医药企业

图：现金流折现法（DCF）的基本计算公式及折现率

DCF法基本计算公式：

N(预测时段)以上市日为起点，专利到期日为终点

FV_t (创新药t时间产生的净现金流)=创新药销售-创新药投资支出
 RV (残值)=创新药过专利期后，未来现金流的净现值

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{FV_t}{(1+d)^t} + RV$$

NPV(创新药估值)是创新药未来净现金流的折现值

d(折现率)包含时间价值和研发风险因素，不同研发阶段给予不同折现率(如右图所示)

新药不同阶段的贴现率

研发阶段	税后贴现率
发现阶段	80%
临床前	60%
I期临床试验	50%
II期临床试验	40%
III期临床试验	25%
NDA	22.50%
新药上市	17.5%-15%
市场扩张期	12.5%-10%
成熟期	7.50%

➤ **DCF法：**是用药物未来可能产生的净现金流，以适当折现率进行折现，进而计算出净现值。在DCF法中，折现率同时包含了投资资本的时间价值和研发风险因素，因此DCF法的折现率相对较高。并且DCF法将研发投资作为一次性投资，没有充分考虑项目的技术风险。

数据来源：Valuation of Life Sciences Companies - An Empirical Approach，安信证券研究中心

图：风险修正的净现值法（rNPV）的基本计算公式及药物上市概率

rNPV法基本计算公式：

P(风险校正因子)以创新药成功上市率估算(如右图所示)

$$rNPV = P \times \left[\sum_{t=0}^N \frac{FV_t}{(1+d)^t} + RV \right]$$

rNPV(创新药估值)是经风险修正后的创新药未来净现金流的折现值

d(折现率)仅考虑时间价值，不考虑研发风险因素

不同研发阶段的上市概率

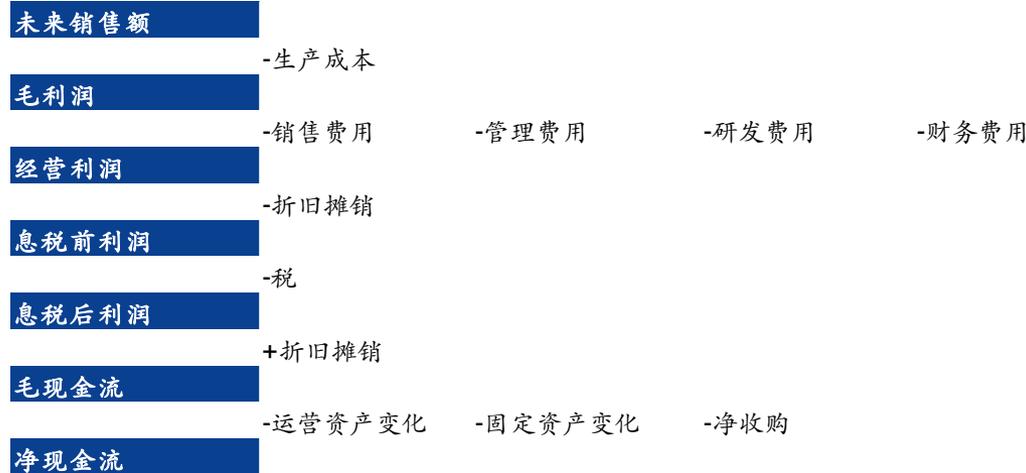
研发阶段	成功上市概率
I期临床试验	9.6%
II期临床试验	15.3%
III期临床试验	49.6%
NDA/BAL	85.3%

➤ **rNPV法：**充分考虑了研发风险因素，将研发风险从折现率中独立出来，并利用研发风险概率修正现金流。因此rNPV的折现率一般都低于DCF法，在9%-15%之间。我们认为，**rNPV法**是更适合科创板医药企业的估值方法。

数据来源：Clinical Development Success Rates 2006-2015，安信证券研究中心

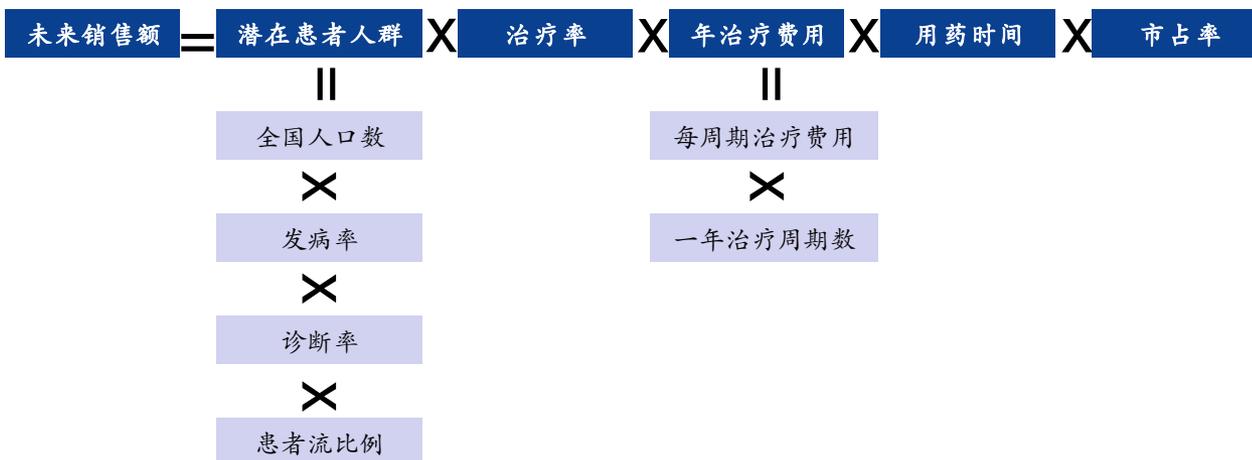
净现金流 $FV_t = \text{未来销售额} - \text{投资支出}$

图：在研药品未来净现金流计算要素拆解



数据来源：安信证券研究中心

图：在研药品未来销售额测算指标分解



数据来源：安信证券研究中心

- 药物在t时间产生的净现金流 $FV_t = \text{未来销售额} - \text{投资支出}$ ，这也是rNPV估值体系中最重要预测要素。
- 投资支出可以进一步拆解为生产成本、期间费用、税收、资产变化等。
- 未来销售额 = 潜在患者人群 \times 治疗率 \times 年治疗费用 \times 用药时间 \times 市占率。未来销售额的预测需要结合流行病学数据、患者流比例、市场竞争格局、企业商业能力、医疗支付能力等诸多因素进行综合测算。

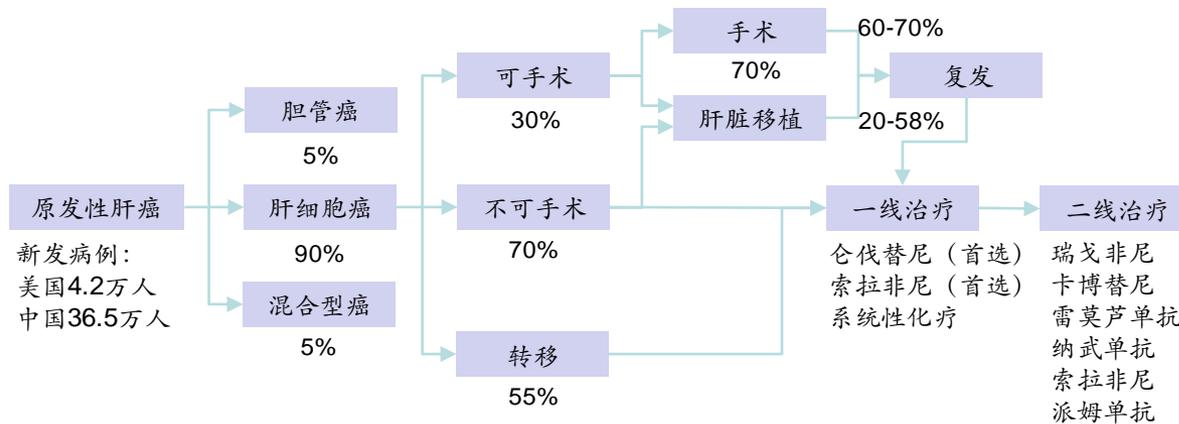
FV_t拆解：潜在患者人群

图：2015年我国发病率排名前十的癌种（千人）

癌种	发病人数			死亡人数		
	合计	男性	女性	合计	男性	女性
合计	4292	2512	1780	2814	1810	1004
肺癌	733	509	224	610	432	178
胃癌	679	478	201	498	339	159
食道癌	478	321	157	375	254	121
肝癌	466	344	122	422	311	112
结直肠癌	376	216	161	191	111	80
乳腺癌	272	4	269	71	1	70
脑癌	102	52	49	61	36	25
宫颈癌	99	—	99	31	—	31
胰腺癌	90	52	38	79	46	34
甲状腺癌	90	22	68	7	3	4

数据来源：《Cancer statistics in China, 2015》，安信证券研究中心

图：患者流图解（以肝细胞癌为例）



➤ **潜在患者人群**可以根据流行病学数据、通过患者流测算，潜在患者人群=全国总人口×发病率×诊断率×患者流比例。

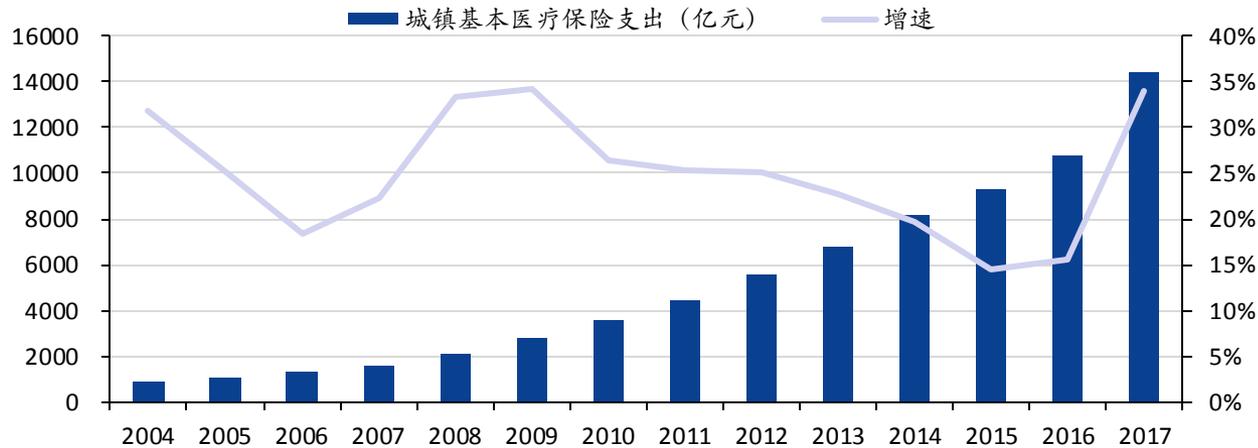
➤ **发病率**：不同地区的特定疾病的发病率可能因地域、人种、饮食习惯等因素的影响而呈现明显差异。图13列示了我国发病率排名前十的癌种，其与欧美国家的发病率存在显著差异。

➤ **患者流**：要准确测算某种药物的潜在患者人群，还需明确其治疗疾病的患者流情况，进而确定该种药物的潜在患者在患者总数中所占比例。以仑伐替尼为例，其潜在治疗患者占所有肝癌患者的78%。

数据来源：NCCN，安信证券研究中心

FV_t拆解：治疗率与用药时间

图：2004-2017年我国城镇基本医疗保险支出变化趋势



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图：仑伐替尼与索拉非尼的肝细胞癌适应症头对头临床数据

指标	全球(N=954)		中国大陆+台湾+香港(N=288)		中国大陆(N=213)	
	仑伐替尼	索拉非尼	仑伐替尼	索拉非尼	仑伐替尼	索拉非尼
PFS						
mPFS	7.3	3.6	8.4	3.6	9.2	3.6
P值	<0.001		<0.00001		0.00012	
ORR						
ORR	41%	12%	43.8%	13.2%	44.6%	15.8%
P值	<0.001		<0.00001		0.00001	
OS						
mOS	13.6	12.3	15	10.2	14.7	10.5
P值			0.0262		-	

数据来源：产品说明书，安信证券研究中心

- **治疗率：**居民的平均医疗支付水平是决定药物治疗率的核心因素，医保作为我国最大的医疗支付方，其支出规模与药物治疗率变化密切相关。此外，药物定价水平、市场竞争情况、药企的市场推广与医患教育能力均是药物治疗率的重要影响因素。
- **年治疗费用：**与产品的治疗周期及产品定价有关，创新药一般享有溢价、仿制药则需降价销售。
- **用药时间：**可以根据药物的临床数据指标（如PFS等）作出判断，疗效较好的药物不仅市场竞争优势更加明显，而且用药时间也更长。以肝细胞癌一线治疗药物为例，仑伐替尼的PFS明显长于索拉非尼。

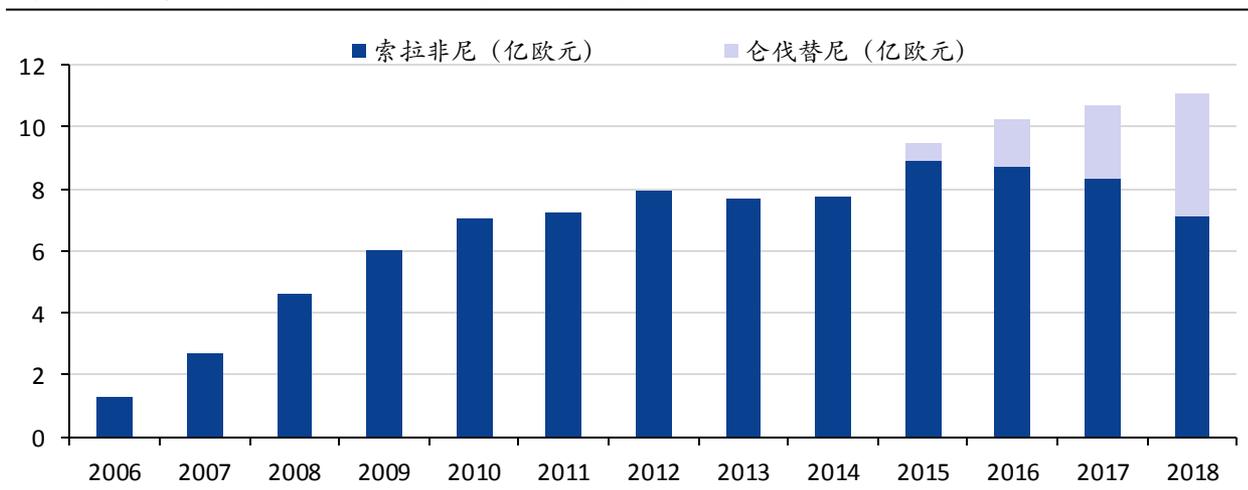
FV_t拆解：市占率

图：仑伐替尼与索拉非尼获批适应症对比

适应症	地区	获批时间	
		索拉非尼	仑伐替尼
晚期肾细胞癌二线治疗	美国	2005年12月	2016年5月
	欧盟	2006年7月	2016年11月
	中国	2006年9月	—
不可切除肝细胞癌一线治疗	美国	2007年11月	2018年8月
	欧盟	2007年10月	2018年8月
	中国	2009年8月	2018年9月
放射性碘治疗耐受的分化型甲状腺癌	美国	2013年11月	2015年2月
	欧盟	2014年4月	2015年3月
	中国	—	—

数据来源：产品说明书，安信证券研究中心

图：仑伐替尼与索拉非尼全球销售额变化趋势



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

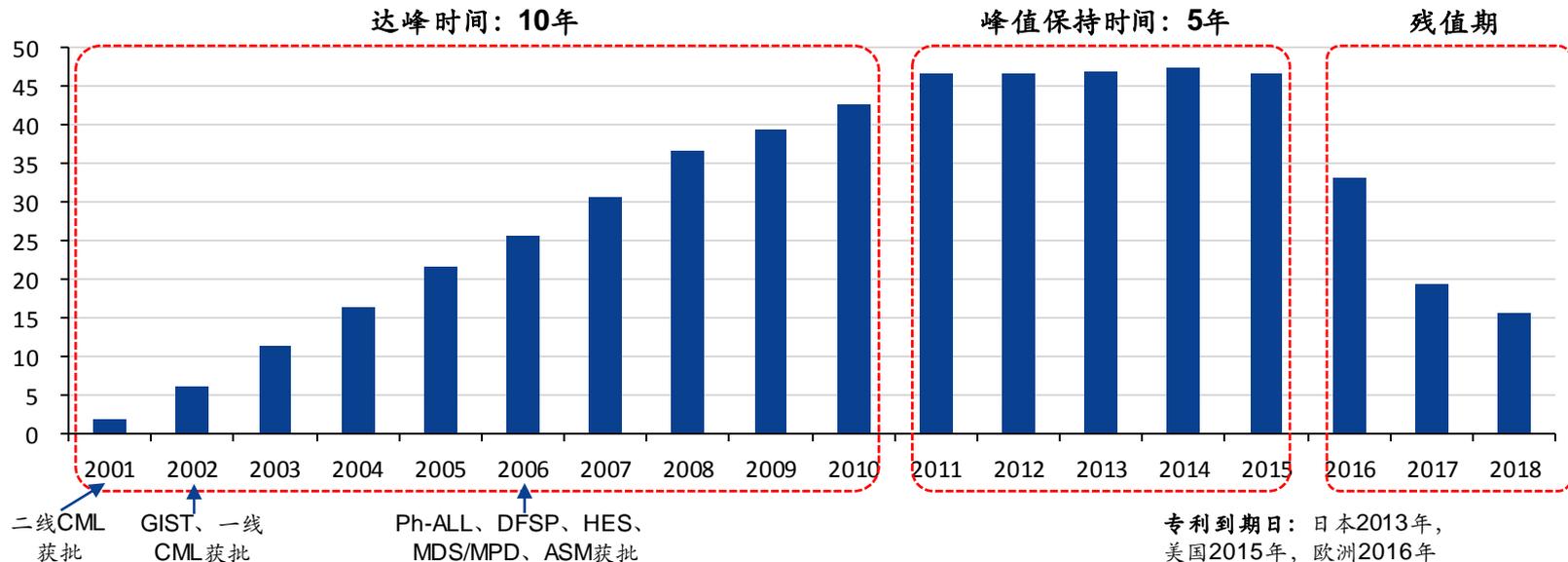
➤ 特定产品在特定适应症的市占率与多方面因素有关：1) 与竞争品种相比，该药物治疗效果的优劣；2) 药企的商业能力，如市场推广与医患教育等；3) 该药物的上市次序及定价策略等。综合而言，治疗效果是决定一个药物市占率的核心因素。

➤ 以仑伐替尼为例，其与索拉非尼的获批适应症高度一致，是直接竞争品种。由于仑伐替尼在三个适应症中的疗效均明显优于索拉非尼，因此，自2015年上市以来，迅速抢占索拉非尼市场份额。

预测时段N与残值RV

- 新药研发项目的预测时段N通常以产品获批日为预测起点，专利到期日为预测终点，预测时段之后为残值期，残值RV的估算应充分考虑仿制药的影响。在预测时段内，还应结合产品属性及药企商业能力选择合适的达峰时间。以诺华的格列卫为例，其预测时段为15年，达峰时间为10年，峰值保持时间为5年，2016年开始进入残值期。
- 根据公开统计数据，美国新药从上市到专利到期的平均时间为11-16年，并随新药研发难度的增大呈下降趋势，平均达峰时间为5年。考虑到我国医药行业的特殊性，我国创新药的生命周期将长于美国（专利到期后仍可保持一定时间的销售峰值）；同时由于我国医保纳入的时效性相对较慢，我国新药的达峰时间同样将长于美国。

图：2001-2018年诺华的格列卫销售额变化趋势（亿美元）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

折现率d的选择

- 在DCF法中，折现率同时包含了投资资本的时间价值和研发风险因素，因此DCF法的折现率相对较高。随着新药研发进度的推进，研发风险下降，整体折现率也不断下降。
- 在rNPV法中，折现率仅包含了投资资本的时间价值，一般通过资产定价模型（CAPM）或者加权平均资金成本（WACC）来计算，由于剥离了研发风险因素，因此rNPV法的折现率一般低于DCF法的折现率。

图：经典DCF法中新药不同研发阶段的贴现率

研发阶段	税后贴现率
发现阶段	80%
临床前	60%
I期临床试验	50%
II期临床试验	40%
III期临床试验	25%
NDA	22.50%
新药上市	17.5%-15%
市场扩张期	12.5%-10%
成熟期	7.50%

图：rNPV法中折现率的选择

1) 加权平均资金成本（WACC）计算公式：

$$WACC = \frac{E}{V} \times Re + \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc)$$

公式中：

Re = 股本成本

V = E + D

Rd = 债务成本

E/V = 股本占融资总额的百分比

E = 股本的市场价值

D/V = 债务占融资总额的百分比

D = 债务的市场价值

Tc = 企业税率

2) 资产定价模型（CAPM）计算公式：

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im} (E(r_m) - r_f)$$

公式中：

$E(r_i)$ 是资产i的预期回报率

r_f 是无风险利率

β_{im} 是资产i的系统性风险

$E(r_m)$ 是市场m的预期市场回报率

$E(r_m) - r_f$ 是市场风险溢价

数据来源：Valuation of Life Sciences Companies, 安信证券研究中心

数据来源：安信证券研究中心

风险修正因子 P 的选择

- rNPV法将研发风险从折现率中独立出来，并利用研发风险概率修正现金流；在对药物研发项目进行估值时，我们通常以各阶段临床成功率作为风险修正因子对计算得来的NPV进行修正。
- 根据《Clinical Development Success Rates 2006-2015》统计数据，I期临床、II期临床、III期临床及NDA/BLA阶段药物成功上市的概率分别为9.6%、15.3%、49.6%和85.3%。需要注意的是，我国创新药研发主要以follow up模式为主，各研究阶段的成功率普遍高于国外水平。

图：2006-2015年新药研发各临床阶段成功率

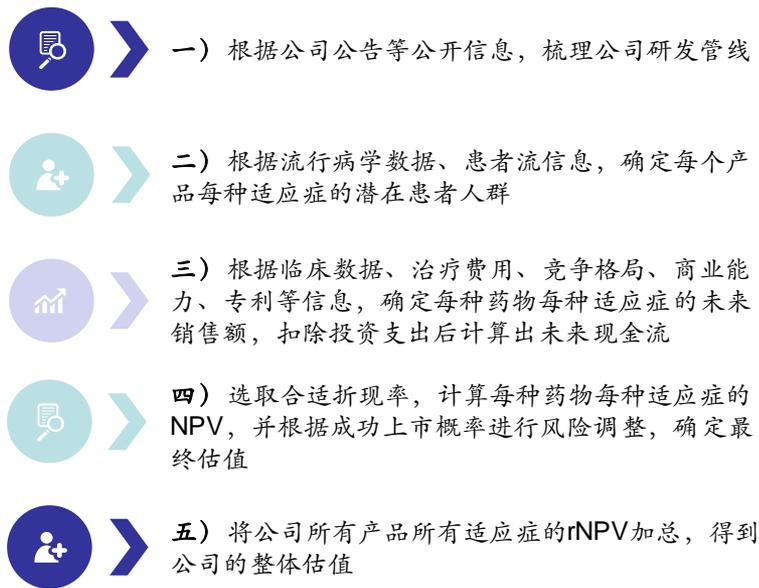
学科	I期至II期	II期至III期	III期至NDA/BLA	I期至上市	II期至上市	III期至上市	NDA/BLA至上市
全部适应症	63.2%	30.7%	58.1%	9.6%	15.3%	49.6%	85.3%
血液学	73.3%	56.6%	75.0%	26.1%	35.7%	63.0%	84.0%
传染病	69.5%	42.7%	72.7%	19.1%	27.5%	64.5%	88.7%
眼科	84.8%	44.6%	58.3%	17.1%	20.1%	45.2%	77.5%
其他	66.7%	39.7%	69.6%	16.3%	24.4%	61.5%	88.4%
代谢	61.1%	45.2%	71.4%	15.3%	25.1%	55.6%	77.8%
胃肠病学	75.6%	35.7%	60.6%	15.1%	20.0%	55.9%	92.3%
过敏	67.6%	32.5%	71.4%	14.7%	21.8%	67.0%	93.8%
内分泌	58.9%	40.1%	65.0%	13.2%	22.4%	55.9%	86.0%
呼吸系统	65.3%	29.1%	71.1%	12.8%	19.6%	67.3%	94.6%
泌尿科	57.1%	32.7%	71.4%	11.4%	20.0%	61.2%	85.7%
自身免疫	65.7%	31.7%	62.2%	11.1%	17.0%	53.5%	86.0%
神经学	59.1%	29.7%	57.4%	8.4%	14.2%	47.8%	83.2%
心血管	58.9%	24.1%	55.5%	6.6%	11.2%	46.7%	84.2%
精神科	53.9%	23.7%	55.7%	6.2%	11.6%	49.0%	87.9%
肿瘤	62.8%	24.6%	40.1%	5.1%	8.1%	33.0%	82.4%

数据来源：Clinical Development Success Rates 2006-2015，安信证券研究中心

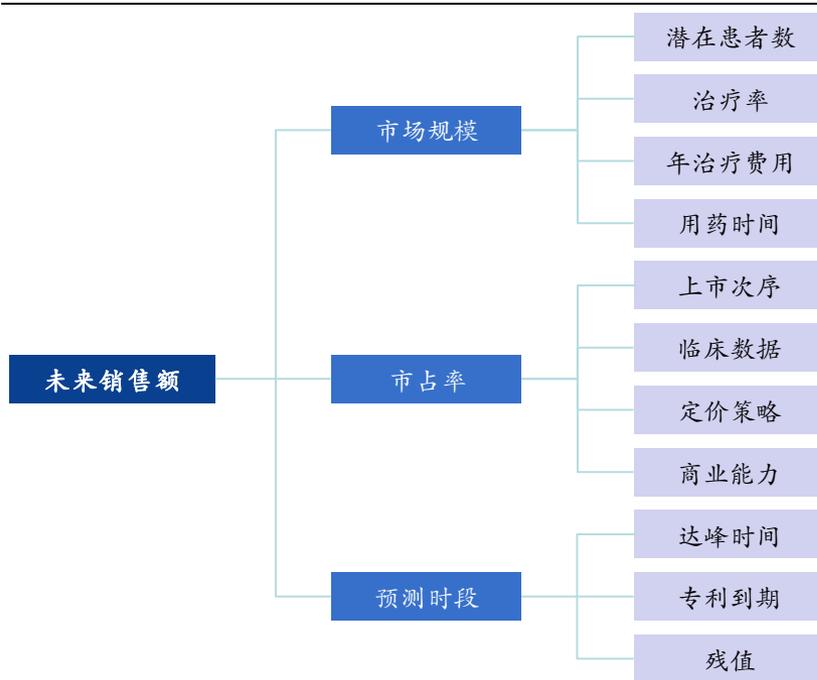
rNPV估值体系构建逻辑总结

- 使用rNPV法对创新药企进行估值，大体可以分为五步：管线梳理、潜在患者人群测算、未来现金流测算、现金流折现及风险调整、管线估值汇总加和。其中，未来现金流测算是rNPV估值的核心步骤。
- 特定药物特定适应症的未来净现金流可以由未来销售额与资本投入共同计算而来，未来销售额的预测需要充分考虑流行病学数据、患者流、临床数据、治疗费用、竞争格局、商业能力、专利等多种因素。

图：rNPV估值体系构建流程图



图：新药研发项目未来销售额预测逻辑图



数据来源：安信证券研究中心

数据来源：安信证券研究中心

其他估值方法：快速估值法

- 由于rNPV法涉及参数较多，投资者也可以选择快速估值法对研发项目进行快速估值，即 $NPV=(2-4) \times S^{peak}$ 。根据长期经验，PS倍数一般选择2-4倍，PS倍数依据药物的预期达峰时间、峰值保持时间、专利保护期等因素而定。
- 对于研发阶段的药物，由于我国创新药研发主要以follow up模式为主，各研究阶段的成功率普遍高于国外，因此PS倍数选择同样应高于国外水平。

图：快速估值法计算公式及参数选择

快速估值计算公式：

$$NPV=(2\sim 4) \times S^{peak}$$

公式中：

NPV：净现值；

S^{peak} ：销售额峰值。

参数选择：

2倍PS：药物达峰时间长，峰值保持期短，专利保护期短，未来市场竞争恶化；

4倍PS：药物达峰时间短，峰值保持期长，专利保护期长，未来市场竞争良好。

国内外差异：对于研发阶段的药物，由于国内研发成功率普遍高于国外，因此PS倍数选择应高于国外水平。

数据来源：安信证券研究中心

目录

01 投资主线及标的

02 医药19Q1回顾及细分领域估值情况

03 下半年政策展望及贸易战影响

04 下半年科创板：重塑医药估值体系

05 新增重点关注板块

06 风险提示

1. 血制品板块：大品种去库存状况良好，行业景气度回升

- 血制品大品种去库存状况良好，行业景气度回升。目前生产企业和渠道白蛋白库存清理完毕，出现产品紧俏。新兴事件之后终端更关注血制品品牌，更多需求转向品牌产品，龙头企业市场占比有望提升，根据我们的草根调研，终端药店白蛋白价格已上涨，部分血制品企业品牌白蛋白价格出厂价已上调。
- **血制品需求端：**受老龄化、重症发病率增加、恶性肿瘤患病率增加、以及我国高基数肝病患者的影响，预计白蛋白终端需求量未来3-5年继续保持10%左右的增长，目前是白蛋白销量驱动浆量增长。预计静丙销售额保持15%左右的增长，超过15%增长部分来自于推广力度的进一步加强。目前是白蛋白驱动浆量增长，预计未来对血浆增长需求在10%左右。
- **血浆供给端：**根据《2018年全国血浆采集情况报告》，2018年行业总采浆量8620吨（+6.6%），预计2019年全行业有望增长9%左右，达到9400-9600吨左右，2020年增长7%左右，达到10000吨。目前各地新批浆站速度放缓，预计未来3-5年浆量增长低于10%。
- 从草根调研情况来看，海外进口产品预计保持5%-10%的增长，与白蛋白增速齐平，进口白蛋白比例不再增加，整体血制品供需处于紧平衡状态，供给略低于需求，白蛋白价格有望保持微幅增长。
- 2019年1-4月，我国白蛋白批签发1273万瓶（10g规格），进口白蛋白占比由去年同期的63.7%降至目前的45.6%，国产占比上升明显；但进口企业Octapharma 4月份起恢复批签发，未来进口占比或将提升。从目前情况来看，行业龙头泰邦、华兰和天坛的批签发占比提升，国产小厂商占比下降，这可能与新兴事件有关。

1. 血制品板块：预计未来采浆量增速低于10%

表：血制品企业采浆量和浆站情况

企业名称	预计2018年 采浆量 (吨)	单浆站平均 采浆量 (吨)	浆站数	2015年之前 获批浆站数	2015年新批 浆站数	2016年新批 浆站数	2017年新批 浆站数	2018年新批 浆站数	预计2019年 采浆量 (吨)	预计2020年 采浆量 (吨)
华兰生物	970	46	24	15	5个分站	3	1	0	1100	1392
天坛生物	1600	29	55	47	2	2	2	3	1840	2024
上海莱士	1100	28	39	28	2	3	2	2	1250	1392
泰邦生物	1000	56	18	15			2		1100	1265
远大蜀阳	550	32	17	13			1		550	550
山西康宝	380	48	8	8			1	1	418	418
博雅生物	360	30	12	7	3		2		400	440
广东双林 (ST生化)	350	18	19	9			4		350	367.5
卫光生物	340	49	7	7					340	374
丹霞	300	23	13	7	6				300	300
南瑞制药	160	32	5	3	2				160	160
哈世亨	120	12	10	110					120	120
河北大安	120	17	7	4	0				120	120
武汉瑞德	90	30	3	3					90	90
广东卫伦	50	7	7	3	2	1	1		50	50
新兴	70	35	2	2					70	70
绿十字	55	18.33	3	6					55	55
合计	7615								8313	9186
增速									9.17%	7.50%

数据来源：各公司公告，官网、安信证券研究中心

1. 血制品板块：行业龙头白蛋白批签发占比上升

表：我国白蛋白批签发情况（万支，截至19年4月底）

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019年1-4月
天坛生物	119	111	153	131	153	181	311	365	132
占比	6.87%	5.38%	6.24%	4.68%	4.65%	4.62%	7.59%	7.89%	10.33%
华兰生物	96	119	117	118	164	258	235	261	92
占比	5.52%	5.75%	4.76%	4.23%	5.00%	6.55%	5.74%	5.63%	7.21%
泰邦生物	42	51	44	79	206	254	222	273	140
占比	2.43%	2.48%	1.79%	2.82%	6.26%	6.47%	5.40%	5.90%	10.99%
上海莱士	125	145	124	179	223	229	243	230	70
占比	7.17%	6.99%	5.03%	6.40%	6.77%	5.84%	5.92%	4.98%	5.53%
博雅生物	26	29	30	34	37	52	68	86	26
占比	1.50%	1.38%	1.23%	1.21%	1.12%	1.32%	1.67%	1.86%	2.00%
卫光生物	38	51	40	58	62	67	64	84	36
占比	2.16%	2.45%	1.63%	2.08%	1.90%	1.70%	1.55%	1.83%	2.80%
振兴生化	56	49	61	64	63	82	75	82	27
占比	3.20%	2.38%	2.50%	2.28%	1.93%	2.08%	1.83%	1.78%	2.10%
国产合计	990	1033	1041	1116	1407	1706	1747	1886	692
占比	56.92%	49.86%	42.38%	39.94%	42.80%	43.42%	42.58%	40.77%	54.35%
奥克特珐玛	184	176	239	269	324	292	288	379	28
杰特贝林	262	360	575	704	788	914	991	1162	302
基立福	145	225	278	358	335	565	584	661	93
Baxter	154	252	300	281	376	407	463	488	145
进口合计	749	1039	1416	1679	1881	2223	2356	2740	581
占比	43.08%	50.14%	57.62%	60.06%	57.20%	56.58%	57.42%	59.23%	45.65%
总计	1739	2072	2457	2796	3288	3930	4103	4626	1273

数据来源：中检院、安信证券研究中心

华兰生物：血制品业务快速增长，继续推荐

- ▶ 一季度收入同比增长**23.83%**，从中检院披露的疫苗批签发数据和我们草根调研了解到的疫苗收入确认情况来看，预计血制品业务增长为**30%**左右，从1季度财务数据来看，预收账款大幅增加，同比增长**50.01%**，经营活动净现金流量净额较上年同期增加**366.09%**，这些数据反映了血制品销售情况较之去年同期大幅好转，同时也与我们在华东和华北地区草根调研的血制品大品种去库存状况良好，销售情况好转一致，预计今年销售费用率有望下降。
- ▶ 受新兴事件影响，终端更关注血制品品牌，龙头企业的强势品牌有望占比进一步提升且有提价预期，公司血制品增长有望超预期。新兴事件之后，批签发更为谨慎，根据中检院数据，从年初至今的批签发数据来看，静丙和白蛋白总批签发数量较之同期下降，同时龙头企业批签数量占比提高。更多需求转向品牌产品也造成品牌产品出现一定程度的供不应求，根据我们的草根调研，目前部分血制品企业白蛋白价格已上调，经销商有一定囤货动力。公司作为龙头企业有望受益，血制品增长有望超预期，继续推荐。
- ▶ 风险提示：血制品出厂价进一步下降；终端需求增长慢于预期；业绩不及预期；安全性事故。

天坛生物：采浆量稳步提升，产能利用率提高，继续推荐

- ▶ 根据公司公告，公司目前浆站数量达到57家（在营49家），2018年采浆量达到1568吨（+11.86%），权益浆量达到约1100吨。终端覆盖数量大幅提升，三级医院及其他医疗机构、药店覆盖数量达到11779家，同比增长248%。蓉生调浆批复，产能利用率提升增长有望加速。根据公司公告，2018年11月30日国家药品监督管理局批复同意成都蓉生为充分利用血浆资源，将血液制品生产用人血浆调拨给武汉血制和兰州血制。成都蓉生现有厂房的年处理量仅650吨，2017年采浆量已经达到860吨，根据公司公告，蓉生新厂区永安血制建设项目有望于2021年投产。新厂区建成之前，蓉生面临产能瓶颈。根据目前蓉生浆站2015-2017年获批的浆站占比为18%，以及预计接下来有新浆站获批，预计蓉生18-20年浆量提升增速为13%-15%，调浆批复后产能利用率提升，蓉生利润增长有望加速。
- ▶ 产品端方面：技术工艺提升+新产品丰富双管齐下，进展顺利。技术工艺提升方面，根据公司公告，上海血制人凝血因子VIII的新工艺已获批，其次成都蓉生八因子新工艺改进有望今年拿到批文；10%层析静丙技术目前处于临床中，层析法高纯静丙是第四代静丙，生产工艺中采用离子交换等层析技术，相较传统静丙，具有生产周期短、纯度更高，收率更高等优势。产品新技术工艺应用，将能进一步提升血浆利用率。根据公司公告，重组八因子2018年上半年获批进入临床，重组七因子预计很快将进入申报临床阶段。
- ▶ 风险提示：血制品出厂价进一步下降；终端需求增长慢于预期；三所血制公司运营效率提升慢于预期；安全性事故。

博雅生物：纤原终端高速增长，公司血制品业务成长性足

- 公司2018年血制品业务（不含复大医药）总收入9.04亿元（+21.72%），净利润3.27亿元（+28.29%）。其中白蛋白实现收入3.0亿元（+20.82%），纤原2.94亿元（+28.40%），静丙收入2.38亿元（+0.74%），其他血制品为0.44亿元（+132.0%）。
- 纤原终端公司占比持续提升，根据PDB样本医院数据，2018年纤原销售金额为3.38亿（+37.1%），继续保持快速增长，市场占比达到38%。目前公司在纤原上团队、渠道以及医院专家都已搭建好，且在不断加大销售投入搭建销售队伍，预计纤原将继续保持高速增长，带动整个血制品业务快速增长。
- 公司丹霞的血浆调拨2019年有望获批，提高吨浆收入和利润。若未来丹霞顺利装入公司体内，公司的采浆量将有望超过1000吨，成长性高。
- 品种去库存状况良好，血制品行业景气度回升。根据草根调研数据，目前生产企业和渠道白蛋白库存清理完毕，出现产品紧俏，上海新兴事件以后，终端更关注品牌。
- 风险提示：血制品出厂价进一步下降；终端需求增长慢于预期；推广不及预期；安全性事故。

2. 疫苗板块：全球市场重磅为王，国内行业监管趋严

图：2018年全球Top10疫苗品种销售额情况

排名	产品名称 (商品名)	生产企业	销售额 (亿美元)
1	13价肺炎球菌结合疫苗 (Prennar13)	辉瑞	58.02
2	人乳头瘤病毒疫苗 (Gardasil/Gardasil 9)	默沙东	31.51
3	百白破-IPV-Hib五联苗 (Pentacel/Pentaxim/Imovax/Hexaxim)	赛诺菲	19.51
4	流感疫苗 (Vaxigrip/Fluzone/Flublok)	赛诺菲	19.05
5	麻腮风-水痘四联苗 (ProQuad/MMR II/Varivax)	默沙东	17.98
6	肝炎疫苗 (Hepatitis)	GSK	10.28
7	带状疱疹疫苗 (Shingles)	GSK	9.97
8	23价肺炎球菌多糖疫苗 (Pneumovax 23)	默沙东	9.07
9	百白破-IPV-乙肝五联苗 (Infanrix/Pediarix)	GSK	8.65
10	五价轮状病毒疫苗 (RotaTeq)	默沙东	7.28

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：《疫苗管理法（征求意见稿）》主要内容

核心内容	具体内容	点评
鼓励创新发展	促进疫苗的研制和创新，将预防重大疾病的疫苗研发纳入国家战略，优先予以支持	利好重磅创新疫苗的研发与获批
加强生产和上市监管	对生产企业实行严格准入管理，引导和鼓励企业规模化、集约化发展，疫苗批签发将动态调整检验项目和频次，实行疫苗责任强制保险制度	推动疫苗行业集中度提升，利好行业龙头企业发展，小企业可能被迫退出
强化上市后研究管理	要求企业主动开展上市后研究，持续优化生产工艺和质量标准，工艺落后或劣效产品予以淘汰	上市后研究可能会增加一些新疫苗品种的研发费用，淘汰机制加速行业集中度提升
加强流通管理	二类苗价格由企业自主合理确定，但不得超过合理幅度；企业负责将疫苗配送至省级疾控，省级疾控负责配送至接种单位，二类苗配送费用由企业承担	独家二类苗品种降价可能性不大，疫苗配送规定与现有一票制规定存在一定差异，行业内争议较大
加强接种管理	建立国家免疫规划疫苗动态调整机制，各省可以增加免费向公民提供的疫苗种类，对儿童实行预防接种证制度	国家免疫规划有望进一步扩容，带动疫苗需求量上升，各省适当增加免费疫苗种类也将更加普遍
加强行业监管	预防接种异常反应实行无过错补偿原则，对违法犯罪行为从严从重处罚	生产企业违规成本大幅上升，行业规范度有望提升

数据来源：国家药品监督管理局、安信证券研究中心

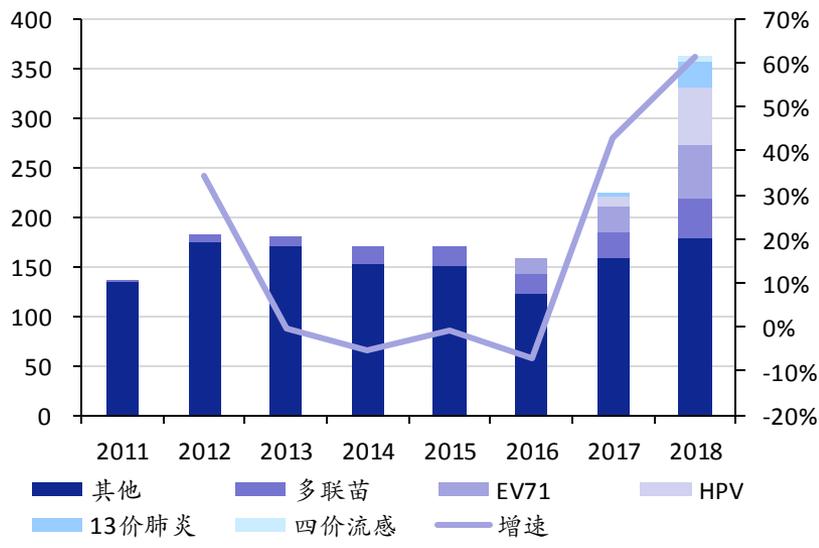
➤ 近年来，重磅创新疫苗及多联多价疫苗成为全球疫苗市场规模增长的主要驱动力，全球疫苗市场呈现重磅为王的产品格局。2018年全球Top10疫苗产品销售总额超过190亿美元，其中辉瑞的13价肺炎结合疫苗销售额超过58亿美元，连续多年位居行业首位。

➤ 2016年山东疫苗事件推动我国疫苗行业全面实施一票制，2018年长生生物事件推动《疫苗管理法》的制定。《疫苗管理法》“四个最严”要求将进一步完善我国疫苗行业监管，提升行业集中度与规范度，加速小企业淘汰，利好龙头企业发展。

2. 疫苗板块：多联多价化趋势明确，重磅品种驱动行业增长

- 与单苗相比，多联多价疫苗在预防效果、接种次数、安全性及经济性等方面都具有明显优势，参考国外疫苗行业竞争格局，疫苗多联多价化将是我国疫苗行业的长期发展趋势。
- 近年来，多种创新疫苗品种陆续在国内获批上市，尤其是Hib系列多联苗、HPV疫苗、13价肺炎结合疫苗、EV71疫苗及四价流感疫苗等重磅品种的快速放量，带动我国二类苗市场规模快速增长。2018年，我国主要二类苗批签发对应市场规模达到364亿元，同比增长61%。重磅创新疫苗品种的快速放量，也驱动相关疫苗企业的业绩实现高速增长。

图：2011-2018年我国二类苗批签发市场规模（亿元）



数据来源：中检院、安信证券研究中心

图：近年来我国新上市疫苗品种批签发及市场规模情况

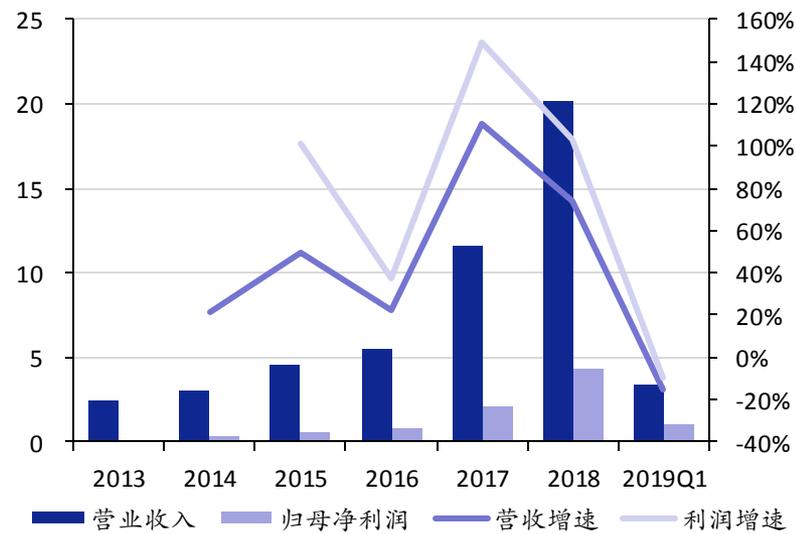
疫苗品种	生产企业	国内上市	18年批签发量（万支）	18年市场规模（亿元）
EV71疫苗	北京科兴/武汉所/昆明所	2015年12月	3005	53.49
四价HPV疫苗	默沙东	2017年5月	380	30.33
13价肺炎疫苗	辉瑞	2016年10月	385	26.86
九价HPV疫苗	默沙东	2018年4月	122	15.79
四联苗	康泰生物	2012年7月	515	14.17
三联苗	智飞生物	2014年4月	644	13.52
二价HPV疫苗	GSK	2016年7月	211	12.25
五联苗	赛诺菲	2010年5月	203	12.16
四价流感疫苗	华兰生物	2018年6月	512	6.04
三代狂犬疫苗	成都康华	2012年5月	100	2.74
五价轮状疫苗	默沙东	2018年4月	79	2.22
合计			6156	189.55

数据来源：中检院、安信证券研究中心

康泰生物：重磅品种即将申报上市，业绩有望迎来高增长

- 公司19年业绩有望稳健增长：2019Q1公司营收与净利润分别同比下降15.31%和9.24%，这一方面是由于18Q1业绩基数较高，另一方面是由于疫苗事件对公司四联苗销售的短期冲击较大。但考虑到疫苗多联多价化是行业发展的必然趋势，随着民众对国产疫苗信心的恢复，同时叠加公司终端覆盖的不断加强，四联苗的销售和公司业绩有望在19年实现稳健增长。
- 重磅品种驱动未来业绩高增长：根据公司公告，公司23价肺炎疫苗有望从19年下半年开始贡献利润；13价肺炎结合疫苗预计近期将申报生产，并有望于20年获批上市；狂犬疫苗（人二倍体细胞）预计19年下半年申报生产，并有望于20年获批上市；IPV与重组EV71疫苗均已进入II期临床；五联苗、五价轮状疫苗等重磅产品正在开展临床前研究。除自主研发外，公司还积极引进国际前沿技术，加速麻腮风水痘四联苗、一瓶装五联苗等重磅品种的研发。随着在研品种的陆续上市，公司未来业绩有望迎来高速增长。

图：2013-2019Q1康泰生物的业绩情况（亿元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：康泰生物主要在研疫苗品种及进展情况

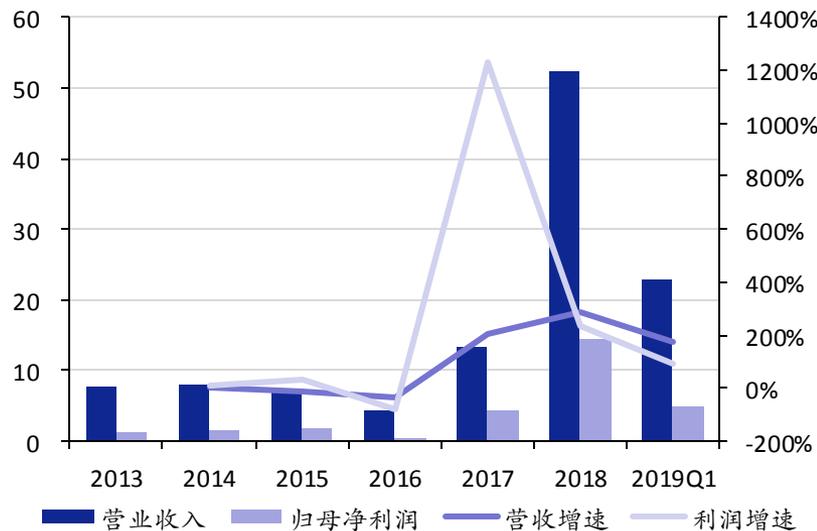
产品名称	研发进度	申报生产	获批上市
13价肺炎结合疫苗	完成临床	预计19H1	预计20年中
冻干狂犬疫苗（人二倍体细胞）	完成临床	预计19年中	预计20H2
脊灰灭活疫苗（Vero细胞）	II期临床	预计20年	预计21年
重组EV71疫苗（汉逊酵母）	II期临床	预计21年	预计22年
百白破-冻干Hib联合疫苗	获批临床		
HPV疫苗	临床前		
百白破-IPV-Hib联合疫苗	临床前		
五价轮状病毒疫苗	临床前		
单纯疱疹病毒基因工程疫苗	临床前		
新型佐剂乙肝疫苗	临床前		

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

智飞生物：代理品种快速放量，预防微卡即将上市

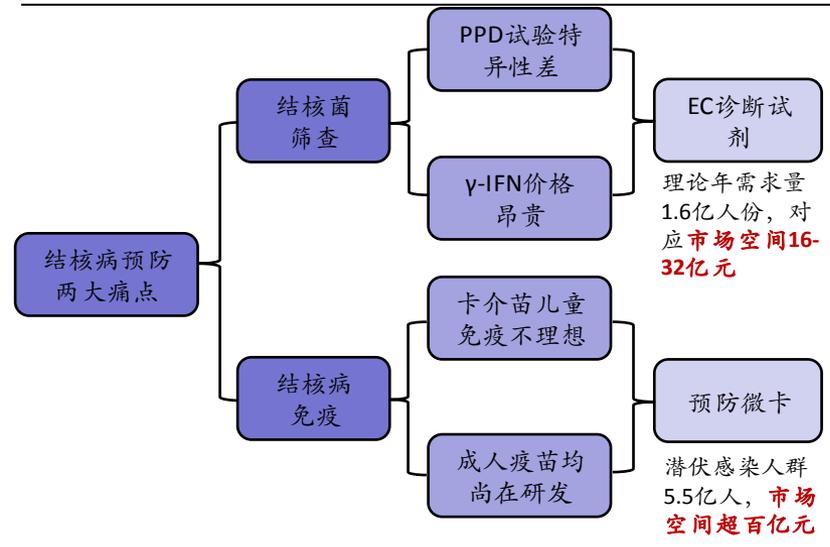
- 代理品种驱动业绩快速增长：2018年以来，公司业绩迎来爆发式增长，2019Q1公司营收与净利润分别同比增长173.58%和93.38%，这主要是受益于代理HPV疫苗的快速放量。19年4月公司公告，智飞绿竹尚未收到三联苗再注册批件，并将暂停三联苗生产。虽然近期三联苗再注册进度更新为“审批完毕-待制证”，但最终结论尚需继续保持跟踪。公司三联苗现有库存足以满足19年全年销售需求，并且冻干剂型预计将在19年中申报生产，哪怕假设公司最终未获得三联苗再注册批件，其对公司业绩影响也将仅限于20年一年。
- 预防微卡有望成为新的业绩增长点：公司围绕结核病预防构建了完善的产品研发体系，其中预防微卡有望在19Q3获批上市，EC诊断试剂有望在19年获批上市。为加强预防微卡等成人疫苗的市场推广，公司还与美年健康共同建设成人疫苗接种平台。此外，公司15价肺炎结合疫苗正处于临床研究阶段，覆盖亚型更符合国内的优势血清型分布，预计有望2-3年内获批上市。

图：2013-2019Q1智飞生物的业绩情况（亿元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

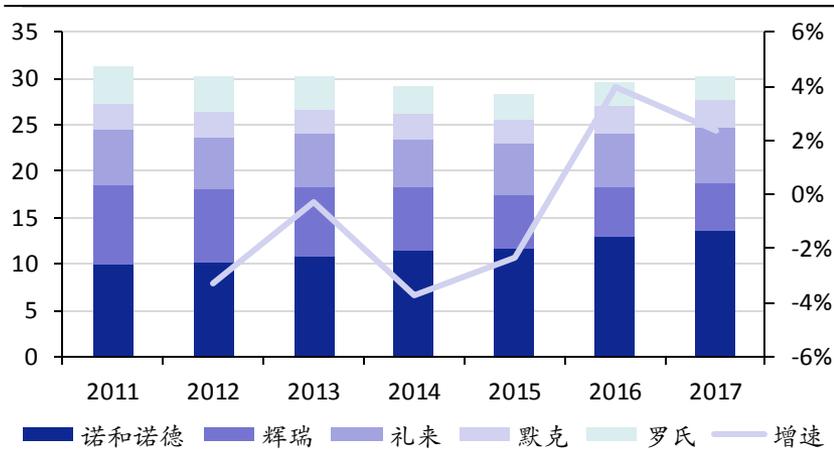
图：预防微卡与EC诊断试剂解决结核病预防两大痛点



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

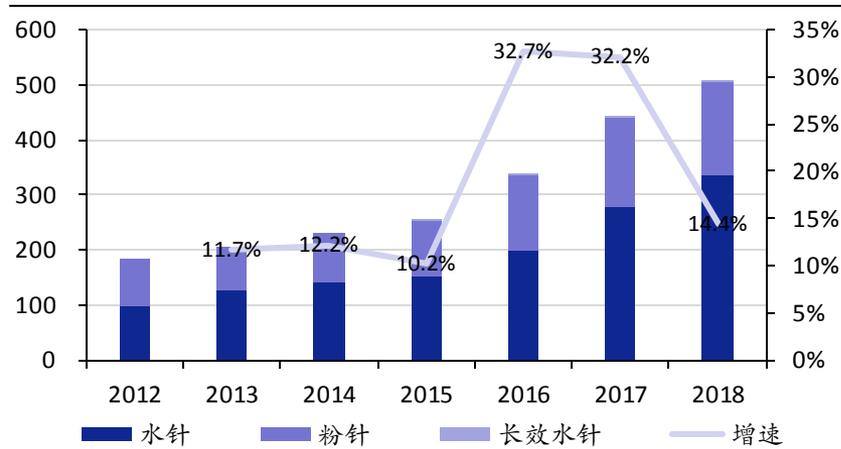
3. 消费升级：生长激素市场快速增长，金赛药业是绝对龙头

图：2011-2017年国外生长激素市场规模（亿美元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：我国样本医院生长激素市场规模（百万元）



数据来源：PDB、安信证券研究中心

图：2018年我国样本医院各生长激素剂型市场竞争格局

剂型	销售额	市场份额	生产企业	上市时间	市场份额
粉针	1.68亿元	33.04%	安科生物	1999	48.16%
			联合赛尔	1999	37.17%
			金赛药业	1998	7.53%
			海济生物	2005	5.68%
水针	3.36亿元	66.04%	LG	2017	1.46%
			金赛药业	2005	99.98%
			诺和诺德	2018	0.02%
长效水针	467万元	0.92%	金赛药业	2014	100.00%

数据来源：PDB、安信证券研究中心

- 我国生长激素市场仍处于快速增长期，2012-2018年PDB样本医院销售额年复合增速达18.5%，按8.2倍比例放大（参考金赛药业业绩），预计2018年我国生长激素市场规模约40亿元。
- 我国生长激素市场同样呈现寡头垄断格局，2018年金赛药业、安科生物、联合赛尔3家国内企业占据97.6%的市场份额，其中金赛药业是绝对的行业龙头，市场占有率接近70%。水针是目前主流剂型，其中金赛药业占比99.98%，诺和诺德水针刚刚上市销售，未来市场份额有望上升。粉针市场竞争相对激烈，未来或被水针和长效水针替代。长效水针市场占比1%，未来市场占比有望迅速提升。

3. 消费升级：生长激素渗透率依旧较低，未来市场空间巨大

- ▶ **国内市场渗透率低：**我们对国内4-15岁矮小症儿童的生长激素治疗率进行了测算，假设生长激素治疗年龄平均分布、无超适应症使用、获批适应症占矮小症总数的40%，则我国生长激素市场渗透率为11.8%。但考虑到国内生长激素治疗年龄一般偏高、实际现有治疗总人数低于测算人数，同时也存在一定超适应症使用，因此国内生长激素实际渗透率可能低于10%。
- ▶ **渗透率提升空间大：**我国生长激素市场渗透率依旧较低，未来提升空间极大，足以支撑未来3-5年高速增长；同时随着获批适应症的增加（尤其是特发性矮小），国内生长激素市场将进一步扩容。

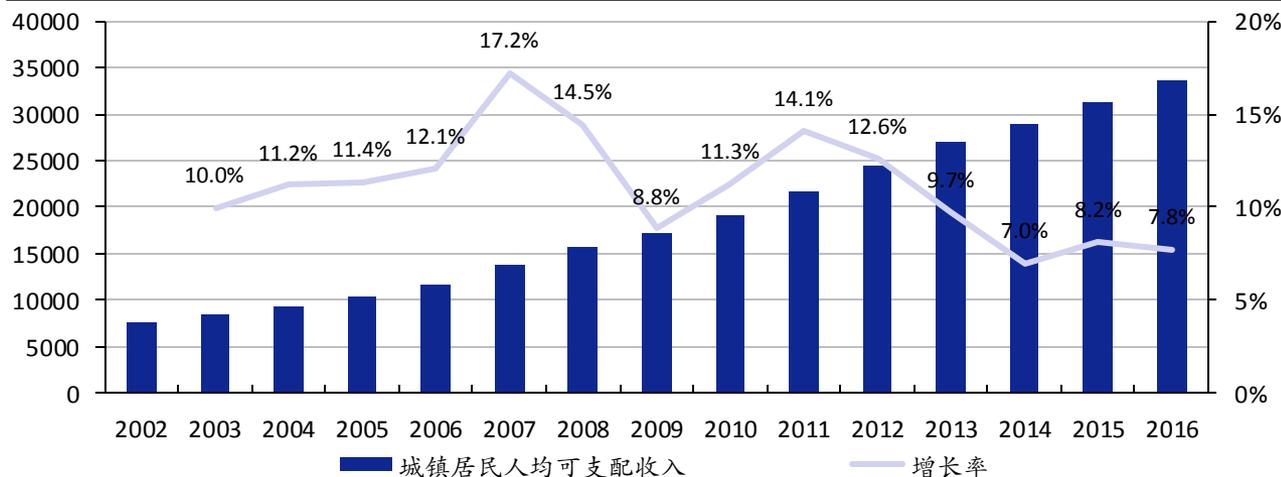
图：2018年我国4-15岁儿童生长激素市场渗透率测算

年份	生长激素销售 额（亿元）	生长激素剂型选择			平均年治疗费 用（万元）	当年治疗总人 数（万人）	2018年4-15岁 儿童出生年份	2018年现有治 疗人数（万人）
		粉针	水针	长效				
2007	4.55	94%	6%	0%	2.81	1.62	2003年	0.13
2008	3.14	93%	7%	0%	2.84	1.10	2003-2004年	0.18
2009	4.77	93%	7%	0%	2.84	1.68	2003-2005年	0.42
2010	6.17	92%	8%	0%	2.87	2.15	2003-2006年	0.72
2011	7.88	90%	10%	0%	2.93	2.69	2003-2007年	1.12
2012	9.13	60%	40%	0%	3.80	2.41	2003-2008年	1.20
2013	9.60	53%	47%	0%	4.00	2.40	2003-2009年	1.40
2014	10.09	45%	55%	0%	4.23	2.39	2003-2010年	1.59
2015	12.52	43%	57%	0%	4.29	2.92	2003-2011年	2.19
2016	19.35	43%	57%	0%	4.29	4.51	2003-2012年	3.76
2017	27.49	42%	57%	1%	4.48	6.14	2003-2013年	5.63
2018	41.82	40%	59%	1%	4.54	9.22	2003-2014年	9.22
已接受治疗的4-15岁矮小症儿童数量（万人）								27.43
4-15岁矮小症患者总数（万人）（2003-2014年出生）								580.92
4-15岁获批适应症矮小症患者总数（万人）								232.37
市场渗透率								11.80%

数据来源：PDB、公司公告、安信证券研究中心

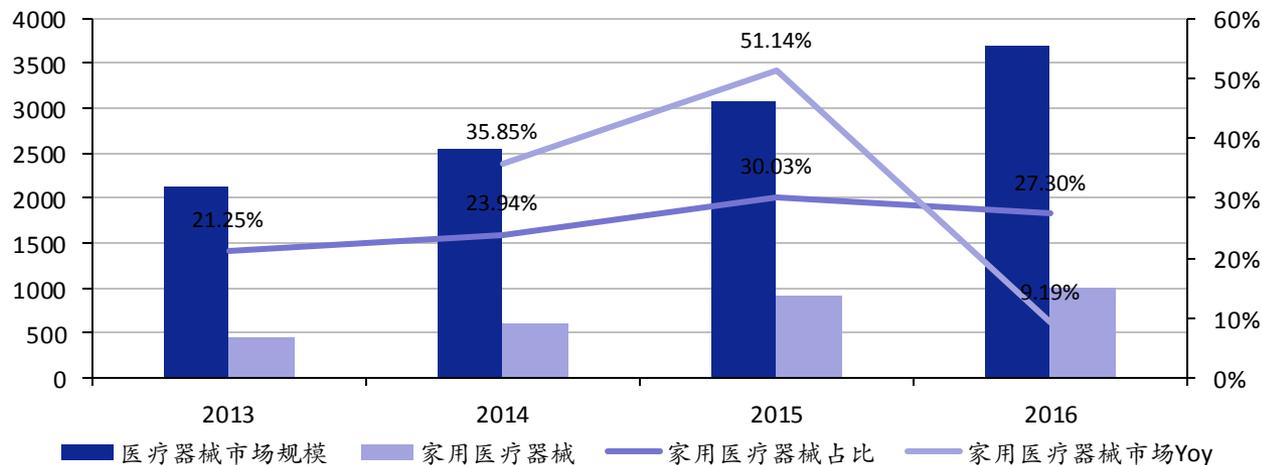
3. 消费升级：家用器械迎来老龄化与消费升级浪潮叠加

图：全国城镇居民人均可支配收入增长情况（元）



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图：中国家用医疗器械销售情况



数据来源：中国医药物资协会、安信证券研究中心

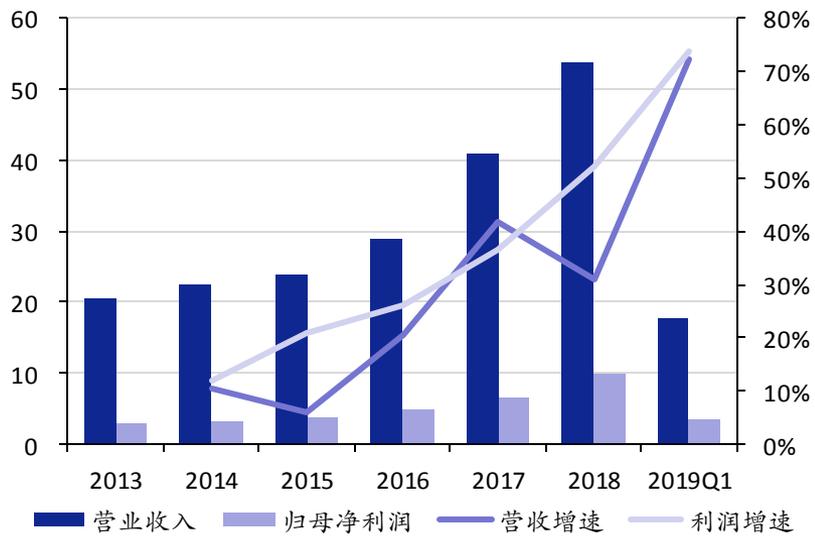
➤ 目前中国正处在于消费升级、医疗保健支出开始加快增长的阶段。根据国家统计局数据，16年全国城镇居民人均可支配收入约3.3万元，人均医疗支出在消费支出中的占比从13年的6.1%上升至16年的7.1%，并且仍在继续提升。

➤ 老龄化加剧和医药消费升级共同助力家用医疗市场增长。老年人常见病、慢性病的日常护理和治疗逐步转向以社区和家庭为主，这为以保健、调理为主功能的家用医疗器械市场的快速发展提供了动力。根据《中国医疗器械行业发展蓝皮书》，我国家用医疗器械市场规模从13年的451亿元增至16年的1010亿元，年复合增速为30.88%，实现了快速增长。

长春高新：生长激素持续高增长，金赛换股理顺治理结构

- 公司业绩加速增长：**2013年以来，受益于金赛药业生长激素销售的快速放量，公司业绩实现快速增长，营业收入与归母净利润年复合增速分别为21.27%和28.78%；而且公司业绩增速呈上升趋势，2019Q1营收与利润增速达到72.07%和73.67%。
- 换股改善治理结构：**3月7日，公司公告金赛药业换股预案，换股完成后，公司将持有金赛药业100%股权。一方面，换股使核心管理人员与上市公司深度股权绑定，治理结构改善，释放业绩动力增强，估值压制因素去除；另一方面，金赛药业100%并表将明显丰厚公司利润。假设金赛药业19-21年利润增速为50%、35%、25%，换股作价70亿元，换股完成时间为6月底，则19-21年丰厚利润2.6亿、6.9亿、8.6亿元，市值增量为32亿、205亿、274亿元（以PE=40倍计算）。

图：2013-2019Q1长春高新的业绩情况（亿元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：金赛药业换股的业绩及市值弹性测算

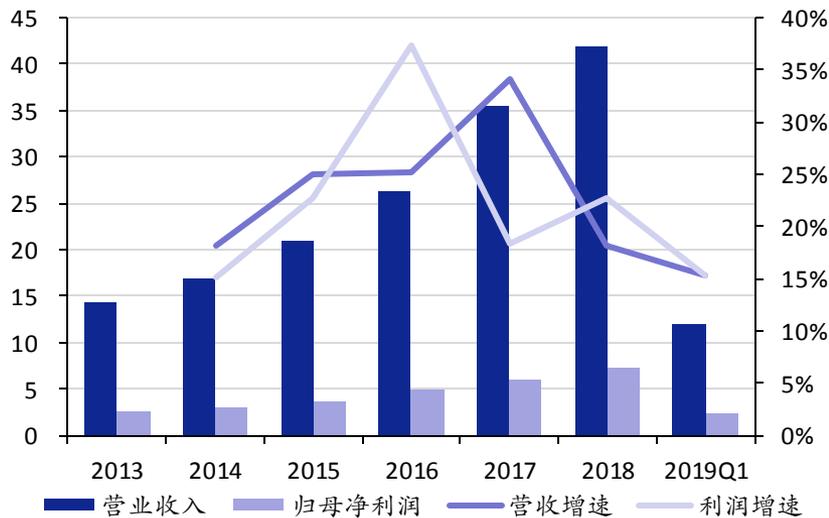
年份	2018	2019E	2020E	2021E
金赛药业净利润	11.32	16.98	22.92	28.65
预计利润增速		50%	35%	25%
换股前归母净利润	7.92	11.89	16.05	20.06
换股后归母净利润	7.92	14.43	22.92	28.65
归母净利润增量		2.55	6.88	8.60
假设PE			40.00	
换股前对应市值	316.96	475.44	641.84	802.31
换股后对应市值	316.96	577.32	916.92	1146.15
假设换股作价			70.00	
预计市值增量		31.88	205.08	273.85

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

鱼跃医疗：“家用+医用”双线发力，平台型龙头再起航

- 鱼跃医疗业务主要定位于家用和医用两大领域，涵盖呼吸供氧、血糖血压、康复护理、手术器械、高值耗材、中医器械、高分子卫生辅料等多个领域，2019Q1公司营收与净利润增速分别为15.33%和15.41%，近年来的不断成长使公司居于行业领先地位。
- 公司年报口径，家用医疗产品线2018年实现营业收入15.33亿元，同比增长17.05%。其中，线上平台业绩增长突出，根据天猫及京东平台数据，我们估计电商平台2018年实现营收约13亿元，同比增速约在40%以上。同时，线下板块业务在人员、机构调整、终端精细化策略的影响下也实现了10%以上的增长。公司自2013年设立电子商务部以来，电商渠道拓展效果显著，2014-2017年公司电子商务平台CAGR约为70%；2018年618大促及双11期间销售情况表现优异，双11期间鱼跃品牌全网销售额破亿元，连续4年蝉联网络医疗器械销售冠军，618期间品牌全网销售额亦达到1.3亿元的佳绩，双节全网销售额累计突破2亿元，居行业首位。此外，公司医用器械同样增长强劲，中优业绩贡献显著，呼吸及制氧业务快速放量。

图：2013-2019Q1鱼跃医疗的业绩情况（亿元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：鱼跃医疗2018年双11品类及单品销售情况

品类	品类销售情况	单品	单品销售情况
电子血压计	天猫、京东单品销量第一	YE680B血压计	天猫销售第一
制氧机	天猫、京东品类第一	YE670A血压计	京东销量第一
雾化器	天猫单品销量及京东品类第一	YU300制氧机	天猫销售第一
呼吸机	天猫品类及京东单品销量第一	8F-3AW制氧机	京东销量第一
轮椅车	京东品类第一	403T雾化器	天猫销量第一
体温计	天猫品类第一	YHW-2额温枪	天猫销量第一
血氧仪	天猫、京东品类第一	YH-560呼吸机	京东销量第一
吸痰器	天猫、京东品类第一	YX303血氧仪	天猫销量第一
听诊器	天猫、京东品类第一	H062轮椅车	京东销量第一
		7E-C吸痰器	全网销量第一

数据来源：鱼跃战报、安信证券研究中心

目录

01 投资主线及标的

02 医药19Q1回顾及细分领域估值情况

03 下半年政策展望及贸易战影响

04 下半年科创板：重塑医药估值体系

05 新增重点关注板块

06 风险提示

风险提示

带量采购推进速度及药品降价等负面因素超预期；

新产品研发及审批速度低于预期；

药品及医疗服务等出现质量问题；

滞胀引发消费能力变弱影响消费升级进程

安信医药二级细分附录

表：2019Q1化学原料药板块30家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	600812.SH	华北制药	9	600488.SH	天药股份	17	300267.SZ	尔康制药	25	300636.SZ	同和药业
2	000597.SZ	东北制药	10	002019.SZ	亿帆医药	18	002626.SZ	金达威	26	603538.SH	美诺华
3	600789.SH	鲁抗医药	11	002020.SZ	京新药业	19	300401.SZ	花园生物	27	603229.SH	奥翔药业
4	000739.SZ	普洛药业	12	002099.SZ	海翔药业	20	603456.SH	九洲药业	28	603707.SH	健友股份
5	000788.SZ	北大医药	13	002365.SZ	永安药业	21	300452.SZ	山河药辅	29	603079.SH	圣达生物
6	000756.SZ	新华制药	14	002399.SZ	海普瑞	22	300497.SZ	富祥股份	30	300702.SZ	天宇股份
7	600216.SH	浙江医药	15	002550.SZ	千红制药	23	603520.SH	司太立			
8	000952.SZ	广济药业	16	300233.SZ	金城医药	24	300583.SZ	赛托生物			

表：2019Q1化学制剂板块51家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	600664.SH	哈药股份	14	002262.SZ	恩华药业	27	300255.SZ	常山药业	40	603811.SH	诚意药业
2	000513.SZ	丽珠集团	15	002294.SZ	信立泰	28	002653.SZ	海思科	41	300630.SZ	普利制药
3	000566.SZ	海南海药	16	300006.SZ	莱美药业	29	002675.SZ	东诚药业	42	603676.SH	卫信康
4	600062.SH	华润双鹤	17	300016.SZ	北陆药业	30	603168.SH	莎普爱思	43	002898.SZ	赛隆药业
5	600080.SH	金花股份	18	002332.SZ	仙琚制药	31	002728.SZ	特一药业	44	002900.SZ	哈三联
6	000908.SZ	景峰医药	19	002370.SZ	亚大药业	32	603222.SH	济民制药	45	603367.SH	辰欣药业
7	000915.SZ	山大华特	20	002393.SZ	力生制药	33	300436.SZ	广生堂	46	300705.SZ	九典制药
8	600227.SH	圣济堂	21	300086.SZ	康芝药业	34	300434.SZ	金石东方	47	300723.SZ	一品红
9	000153.SZ	丰原药业	22	002422.SZ	科伦药业	35	603669.SH	灵康药业	48	002923.SZ	润都股份
10	600276.SH	恒瑞医药	23	002437.SZ	誉衡药业	36	300485.SZ	赛升药业	49	600079.SH	人福医药
11	600380.SH	健康元	24	300110.SZ	华仁药业	37	300558.SZ	贝达药业	50	300194.SZ	福安药业
12	600513.SH	联环药业	25	300158.SZ	振东制药	38	300573.SZ	兴齐眼药	51	300199.SZ	翰宇药业
13	600420.SH	现代制药	26	300254.SZ	仟源医药	39	300584.SZ	海辰药业			

安信医药二级细分附录

表：2019Q1生物制品板块25家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	600645.SH	中源协和	8	002007.SZ	华兰生物	15	300142.SZ	沃森生物	22	002773.SZ	康弘药业
2	000518.SZ	四环生物	9	002030.SZ	达安基因	16	300204.SZ	舒泰神	23	300601.SZ	康泰生物
3	600867.SH	通化东宝	10	002038.SZ	双鹭药业	17	002581.SZ	未名医药	24	002880.SZ	卫光生物
4	000403.SZ	振兴生化	11	002166.SZ	莱茵生物	18	300239.SZ	东宝生物	25	300683.SZ	海特生物
5	000661.SZ	长春高新	12	002252.SZ	上海莱士	19	300294.SZ	博雅生物			
6	600161.SH	天坛生物	13	300009.SZ	安科生物	20	002693.SZ	双成药业			
7	600196.SH	复星医药	14	300122.SZ	智飞生物	21	300357.SZ	我武生物			

表：2019Q1医疗服务板块14家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	600763.SH	通策医疗	5	300143.SZ	星普医科	9	300404.SZ	博济医药	13	603882.SH	金域医学
2	002044.SZ	美年健康	6	300244.SZ	迪安诊断	10	603108.SH	润达医疗	14	300725.SZ	药石科技
3	002173.SZ	创新医疗	7	300347.SZ	泰格医药	11	002821.SZ	凯莱英			
4	300015.SZ	爱尔眼科	8	300363.SZ	博腾股份	12	603127.SH	昭衍新药			

表：2019Q1医疗器械板块38家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	300206.SZ	理邦仪器	11	300642.SZ	透景生命	21	300406.SZ	九强生物	31	603987.SH	康德莱
2	300238.SZ	冠昊生物	12	300653.SZ	正海生物	22	603309.SH	维力医疗	32	300595.SZ	欧普康视
3	300246.SZ	宝莱特	13	300676.SZ	华大基因	23	300439.SZ	美康生物	33	300633.SZ	开立医疗
4	300273.SZ	和佳股份	14	603387.SH	基蛋生物	24	300453.SZ	三鑫医疗	34	300639.SZ	凯普生物
5	300298.SZ	三诺生物	15	300677.SZ	英科医疗	25	300463.SZ	迈克生物	35	600055.SH	万东医疗
6	300314.SZ	戴维医疗	16	300685.SZ	艾德生物	26	300482.SZ	万孚生物	36	600587.SH	新华医疗
7	300318.SZ	博晖创新	17	603880.SH	南卫股份	27	300529.SZ	健帆生物	37	002022.SZ	科华生物
8	300326.SZ	凯利泰	18	603976.SH	正川股份	28	603658.SH	安图生物	38	002223.SZ	鱼跃医疗
9	300396.SZ	迪瑞医疗	19	002901.SZ	大博医疗	29	300562.SZ	乐心医疗			
10	300030.SZ	阳普医疗	20	002432.SZ	九安医疗	30	300003.SZ	乐普医疗			



安信医药二级细分附录

表：2019Q1 医药商业板块23家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	000028.SZ	国药一致	7	000705.SZ	浙江震元	13	600998.SH	九州通	19	002788.SZ	鹭燕医药
2	600829.SH	人民同泰	8	600056.SH	中国医药	14	002727.SZ	一心堂	20	603716.SH	塞力斯
3	600833.SH	第一医药	9	600090.SH	同济堂	15	603368.SH	柳药股份	21	603233.SH	大参林
4	601607.SH	上海医药	10	600272.SH	开开实业	16	603939.SH	益丰药房	22	000078.SZ	海王生物
5	600713.SH	南京医药	11	600511.SH	国药股份	17	603883.SH	老百姓	23	002589.SZ	瑞康医药
6	000411.SZ	英特集团	12	002462.SZ	嘉事堂	18	002758.SZ	华通医药			

表：2019Q1 中药板块69家成分股明细

序号	证券代码	证券简称									
1	600613.SH	神奇制药	19	600285.SH	羚锐制药	37	002287.SZ	奇正藏药	55	603567.SH	珍宝岛
2	600671.SH	天目药业	20	600252.SH	中恒集团	38	300026.SZ	红日药业	56	300519.SZ	新光药业
3	000538.SZ	云南白药	21	600422.SH	昆药集团	39	002317.SZ	众生药业	57	300534.SZ	陇神戎发
4	000590.SZ	启迪古汉	22	600332.SH	白云山	40	300039.SZ	上海凯宝	58	002817.SZ	黄山胶囊
5	000423.SZ	东阿阿胶	23	600329.SH	中新药业	41	300049.SZ	福瑞股份	59	603858.SH	步长制药
6	600750.SH	江中药业	24	600566.SH	济川药业	42	002349.SZ	精华制药	60	002826.SZ	易明医药
7	000623.SZ	吉林敖东	25	600535.SH	天士力	43	002412.SZ	汉森制药	61	603139.SH	康惠制药
8	600771.SH	广誉远	26	600557.SH	康缘药业	44	002424.SZ	贵州百灵	62	603896.SH	寿仙谷
9	000650.SZ	仁和药业	27	600351.SH	亚宝药业	45	002433.SZ	太安堂	63	002873.SZ	新天药业
10	000766.SZ	通化金马	28	600436.SH	片仔癀	46	300108.SZ	吉药控股	64	603963.SH	大理药业
11	600085.SH	同仁堂	29	600479.SH	千金药业	47	300147.SZ	香雪制药	65	002907.SZ	华森制药
12	600129.SH	太极集团	30	600572.SH	康恩贝	48	300181.SZ	佐力药业	66	002864.SZ	盘龙药业
13	000790.SZ	泰合健康	31	600976.SH	健民集团	49	002566.SZ	益盛药业	67	600594.SH	益佰制药
14	600211.SH	西藏药业	32	600993.SH	马应龙	50	002603.SZ	以岭药业	68	002390.SZ	信邦制药
15	600222.SH	太龙药业	33	002107.SZ	沃华医药	51	002644.SZ	佛慈制药	69	600518.SH	康美药业
16	000919.SZ	金陵药业	34	002118.SZ	紫鑫药业	52	603998.SH	方盛制药			
17	000999.SZ	华润三九	35	002198.SZ	嘉应制药	53	002737.SZ	葵花药业			
18	000989.SZ	九芝堂	36	002275.SZ	桂林三金	54	002750.SZ	龙津药业			

免责声明

■ 行业评级体系

收益评级：

- 领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；
- 同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；
- 落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

马帅、盛丽华、齐震声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系人及地址

■ 销售联系人

上海联系人

朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn

北京联系人

温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn

深圳联系人

胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034



感谢!

2019/05/26