

板块贸易战免疫属性确定，业绩系行情演绎重点

——医药行业5月动态报告

医药健康行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) 板块贸易战免疫属性确定:

医药行业贸易摩擦免疫属性已确定，制剂出口、原料药生产企业及 CMO 企业等均不受影响。本月美国继续升级贸易战，5月17日美国 USTR 发布针对我国 3000 亿输美商品拟征收 25% 关税的清单，美方称“此次拟议的产品清单基本上涵盖了 301 调查行动目前未涵盖的所有产品”，也即是美方对我国产品加征关税的最后一份清单。几乎所有的原料药、制剂、前期未被征税的医疗器械等医药行业出口商品均不在此清单之列，得以豁免。我们认为医药行业贸易战避风港属性已经确定，中短期内板块整体业绩均不会再受到贸易战的直接影响。

2) 行业进入研发创新新时代，未来成长空间广阔。一方面，我国人口老龄化进程加速：18 年 65 岁以上老龄人口占比达到 11.9%，较 5 年前提升 2.2pp，较 10 年前提升 3.8pp，存在大量未满足的需求。另一方面，药审改革力度空前，鼓励药品器械创新上升国家层级并逐步与国际接轨，引领行业进入创新的新时代。同时，前期上市的创新药赚钱效应凸显，起到良好的示范效应。同时，当前共有 23 家生物医药企业申报科创板，其中 4 家处于已受理状态，18 家处于已问询状态，1 家处于中止状态。

3) 行业现存问题包括医药企业多而不强，同质化竞争严重；研发创新能力与国外相比存在较大差距；辅助用药滥用等。建议及对策包括加大改革力度，加快优胜劣汰；加大鼓励创新力度；加快建立重点监控目录等。

4) 行业在资本市场发展情况：当前医药行业共约 300 家上市公司，占比 A 股总市值超过 6%。年初至今板块以结构性行情为主，整体表现弱于沪深 300，估值处于历史中等偏高位置。根据 19Q1 基金重仓股信息，医药持仓比重 12.75%，与 18Q4 持平。同时重仓股集中度微降，持有结构变化明显。

● 投资建议

当前我们建议自下而上精选优质赛道龙头，看好具备持续创新能力的创新药械公司和创新服务产业链，医疗服务，OTC 和医药流通。

● 核心组合（截至 5.29）

代码	公司	累计涨幅	代码	公司	累计涨幅
600276.SH	恒瑞医药	15.9%	603707.SH	健友股份	10.5%
603456.SH	九洲药业	-15.9%	000661.SZ	长春高新	47.1%
002821.SZ	凯莱英	13.2%	002727.SZ	一心堂	41.1%
300015.SZ	爱尔眼科	25.1%	300347.SZ	泰格医药	5.5%
603127.SH	昭衍新药	2.8%	600332.SH	白云山	13.9%
300142.SZ	沃森生物	28.6%	002007.SZ	华兰生物	16.8%
603233.SH	大参林	9.5%			

● 风险提示

新药研发进度不及预期，带量采购推行进度和谈判降价力度超出预期

分析师

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

余宇

☎: 010-83571335

✉: sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010003

特此鸣谢

孟令伟

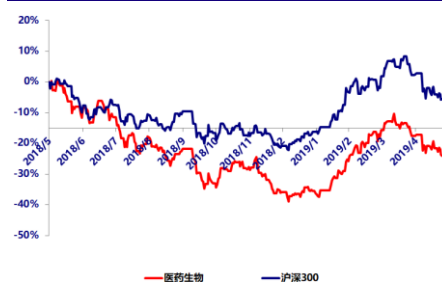
✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2019.05.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.05.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

1. 2019-04-29 医药行业 4 月动态报告: 寻找政策避风港, 聚焦优质赛道龙头
2. 2019-03-27 医药行业 3 月动态报告: 医改乘风破浪, 行业洗牌加速
3. 2018-12-03 药品带量采购深度报告暨 2019 年度投资策略: 继续把握大趋势下的结构性机会

目 录

一、板块贸易战免疫属性确定，关税对业绩影响甚微	3
(一) 制剂出口、原料药及 CMO 企业均不受贸易摩擦影响	3
(二) 我国医药制造业增速高于 GDP，但医疗费用占 GDP 比例远低于美国	3
1. 人口增加及医疗需求升级推动医药制造业增速高于 GDP 增速	3
2. 公立医院次均门诊费用和人均住院费用稳步提升	4
3. 医疗卫生费用占 GDP 比重逐年增大，但远低于美国	4
(三) 行业经营数据分析：1-2 月医院终端药品增速有所回暖	5
1. 19 年 1-2 月医院终端药品增速改善明显，品种分化明显	5
2. 医疗机构和医院业务量增速近年保持稳定	6
3. 医保基金筹资增速企稳，商业健康险筹资与赔付规模较快增长	7
(四) 财务数据分析：18Q4 和 19Q1 医药上市公司整体业绩下滑，各行业表现分化	9
二、研发创新将成为医药行业长期高成长的主要驱动力	11
(一) 人口老龄化加速，存在大量未满足的医疗健康需求	11
(二) 药审改革力度空前，意义深远	11
1. 中办国办联合发文鼓励药械创新，具有里程碑意义	11
2. 优先审评稳健高效，释放研发积极性	12
3. 药品监督管理局加入 ICH，行业发展与国际接轨	13
4. 化药注册分类改革提升创新药标准	13
5. 建立 MAH 制度，激发创新热情	14
(三) 创新药赚钱效应凸显，并加速走向世界	15
1. 医保目录动态调整，加快创新药放量节奏，国内创新药赚钱效应凸显	15
2. 国内创新药通过申报国际临床或 license out 加速走向世界	16
3. 我国研发创新正步入进入收获期	16
(四) 科创板引爆研发创新浪潮	17
1. 科创板上市规则整体利好研发创新型药械公司及创新服务产业链	17
2. 生物制品、高端化药和医疗器械类公司有望率先登陆	17
3. 主板创新服务产业链相关标的有望重塑估值	18
4. 科创板申报最新情况跟踪：已有 23 家生物医药企业申报	19
(五) 药械创新水平与国际巨头仍有较大差距，未来发展空间广阔	20
1. 我国创新药研发靶点、数量和进展整体未及世界领先水平	20
2. 我国医疗器械公司市场份额远低于国际巨头，同类产品技术参数亦存在差距	21
三、行业面临的问题及建议	24
(一) 现存问题分析	24
1. 医药企业多而不强，同质化竞争严重	24
2. 研发创新能力与国外相比仍存在较大差距	24
3. 辅助用药存在滥用，挤占医保基金对创新药的支付空间	24
(二) 建议及对策	25

1. 加大深化改革力度，提升行业集中度.....	25
2. 加大创新扶持力度，严格专利保护制度.....	25
3. 加快建立辅助用药目录，重点监控使用情况.....	25
四、医药行业在资本市场中的发展情况.....	26
(一) 当前共近 300 家医药上市公司，占比 A 股总市值超过 6%.....	26
(二) 年初至今板块表现差于沪深 300，估值处于历史中等偏高位置.....	26
(三) 主动公募 19Q1 医药持仓比重持平，集中度微降.....	27
1. 19Q1 主动/非债基金医药股持仓占比持平.....	27
2. 重仓股集中度微降，持有结构变化明显.....	28
五、投资策略及组合表现.....	30
(一) 坚持自下而上，精选优质赛道龙头.....	30
1. 看好创新药械及创新服务产业链.....	30
2. 看好社会办医在医疗服务领域的发展.....	30
3. 看好 OTC 板块龙头.....	30
4. 看好医药流通受益于“两票制”影响消退.....	30
(二) 推荐标的组合表现.....	31
六、风险提示.....	32
七、附录：国内外对比.....	32
(一) 国内外板块对比.....	32
(二) 国内外龙头公司对比.....	34

一、板块贸易战免疫属性确定，关税对业绩影响甚微

(一) 制剂出口、原料药及 CMO 企业均不受贸易摩擦影响

医药行业贸易摩擦免疫属性已确定，制剂出口、原料药生产企业及 CMO 企业等均不受影响。5 月 17 日美国 USTR 发布针对我国 3000 亿输美商品拟征收 25% 关税的清单（目前仍在征求意见阶段），美方称“此次拟议的产品清单基本上涵盖了 301 调查行动目前未涵盖的所有产品”，也即是美方对我国产品加征关税的最后一份清单。根据这份清单，几乎所有的原料药、制剂、前期未被征税的医疗器械等医药行业出口商品均不在列，得以豁免。根据我们对此次清单进行的详细梳理，此次清单上与医药行业相关性较明显的产品主要包括：糊精和其他改性淀粉、除硬质橡胶外的硫化橡胶医用手套、隐形眼镜、玻璃及非玻璃材质眼镜片、卫生服装等（注：此次清单非最终稿，这些产品生产厂家可提出豁免的请求）。可以看出主要的出口企业，包括药品生产企业（制剂、原料药、CMO\CDMO）、以及前期 500 亿名单上不包含的医疗器械生产企业均未被征税。而且我们认为，此次征税清单已经被美方明确为涵盖了前期未征税产品的清单，豁免征税的除了医药行业只有稀土矿、关键矿物等，整体数额不大，且对美国国计民生至关重要，因此美方未来再针对这少数产品征税的可能性非常小，因此医药行业贸易战避风港属性已经确定，中短期内板块整体业绩均不会再受到贸易战的直接影响。当然，我们认为我国整体经济具备自己的韧性，能通过深化改革实现持续高质量发展，美国升级贸易战的行为不会影响我国崛起的步伐。

本月美国队对华 2000 亿输美商品加征关税，将税率从 10% 提升至 25%。我们详细分析了去年 9 月份美国 USTR 针对这 2000 亿商品发布的最终版清单，发现其中明确与医药行业有直接联系的仅有“玻璃瓶等其他医药容器”、“实验室、卫生或制药用玻璃器皿”。而相关的上市公司山东药玻，其海外总收入占比仅为 26%，而出口到美国的收入份额非常小。医药行业其他各领域产品在此次 2000 亿清单中均没有体现，边际影响基本为 0。我们认为贸易战短期影响不大，业绩将为未来板块行情演绎的重点。

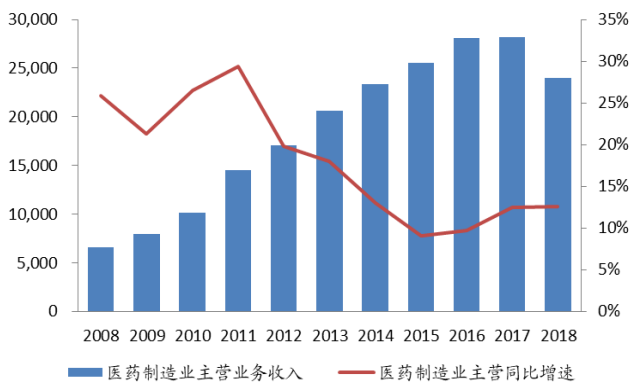
此外，我们认为贸易摩擦背景下，未来进口替代逻辑将在增量的经济发展中占据更重要的地位。而我国医药行业现在明显处于进口替代起步初期，是国家实施进口替代战略的“潜力股”，中长期将会显著受益于进口替代带来的行业发展。2018 年医药板块海外收入占比见附表 1。

(二) 我国医药制造业增速高于 GDP，但医疗费用占 GDP 比例远低于美国

1. 人口增加及医疗需求升级推动医药制造业增速高于 GDP 增速

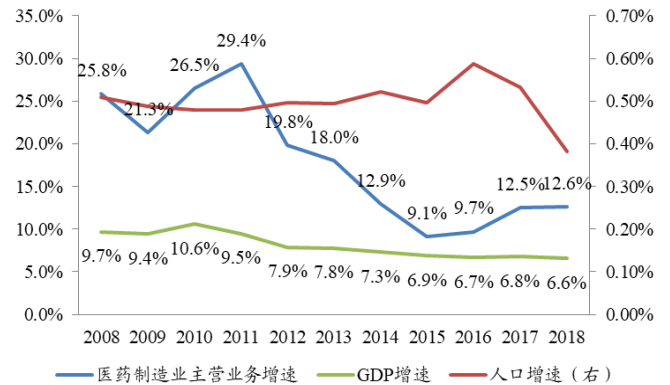
近 10 年来，我国人民物质生活的改善，带动了持续不断的医疗升级需求，医药行业一直保持快于 GDP 增速的增长。医疗需求一方面来自于人口增加带来的基本医疗需求，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。我国人口年增速基本保持在 0.5% 左右，但是 2018 年下降至 0.38%，不过随着老龄化的加快，预计医疗升级需求将持续上升。随着基数增大，我国医药制造业主营增速逐渐放缓，但仍然保持快于 GDP 的增速。同时，17、18 年收入增速提高与两票制下“低开转高开”有较大关系。

图 1.2.1: 医药制造业主营业务收入 (亿元) 和同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 1.2.2: 医药制造业增速和 GDP、人口增速

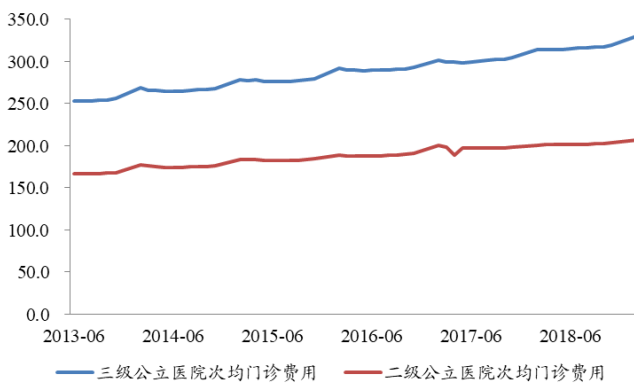


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2. 公立医院次均门诊费用和人均住院费用稳步提升

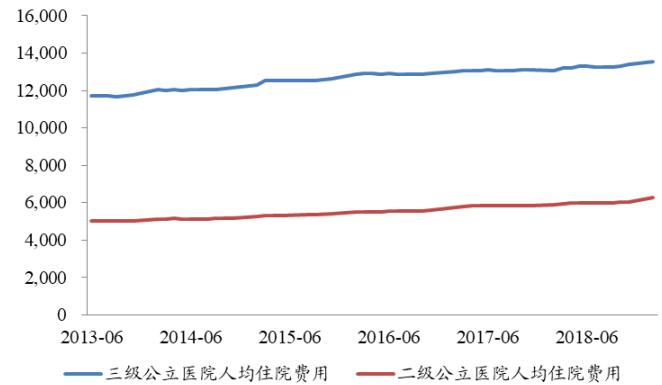
我国人均医疗费用稳步上升。从 2013 年 6 月至 2019 年 2 月, 我国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中, 次均门诊费用从 253.0 元和 166.3 元, 分别提高到 330.0 元和 206.5 元; 人均住院费用从 11717 元和 5016 元, 分别提高到 13564 元和 6257 元。我们认为随着人们的健康意识逐步提高, 以及人口老龄化带来的医疗需求增加, 医疗需求将进一步升级, 人均医疗费用将进一步上涨。

图 1.2.3: 次均门诊费用统计 (元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 1.2.4: 人均住院费用统计 (元)

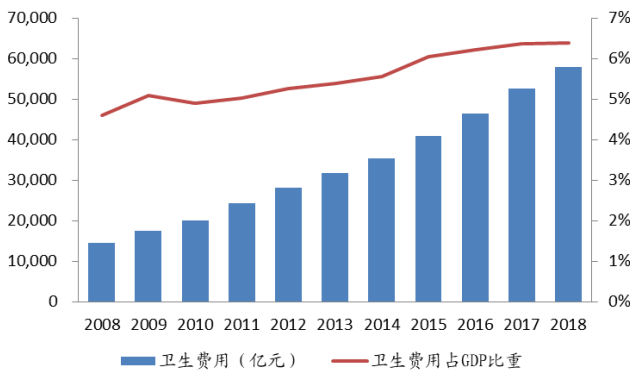


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 医疗卫生费用占 GDP 比重逐年增大, 但远低于美国

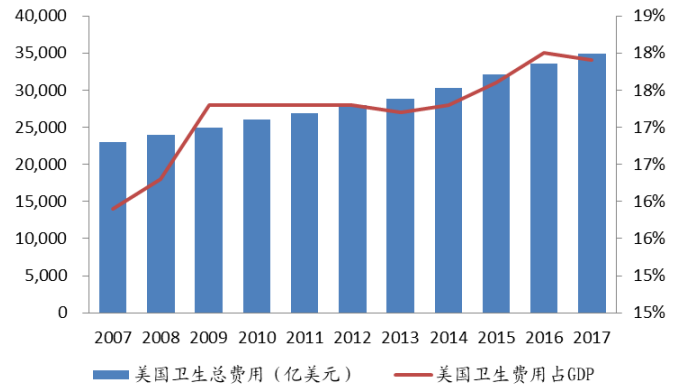
2018 年我国卫生费用占 GDP 比重 6.39%, 而美国 2017 年占比则为 17.9%。近 10 年来, 我国卫生费用占 GDP 比重基本呈逐年上升趋势, 除了 2010 年略有下滑, 其余年份较往年均有提升。不过对比美国, 我国卫生费用还有很大提升空间。美国 2017 年卫生费用占 GDP 比重为 17.9%, 大约是我国卫生费用占 GDP 比值的三倍。预计随着医疗升级需求的增长, 我国卫生费用占 GDP 比重将逐渐向美国水平靠拢。

图 1.2.5: 中国卫生费用 (亿元) 和占 GDP 比重



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 1.2.6: 美国卫生费用 (亿元) 和占 GDP 比重



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

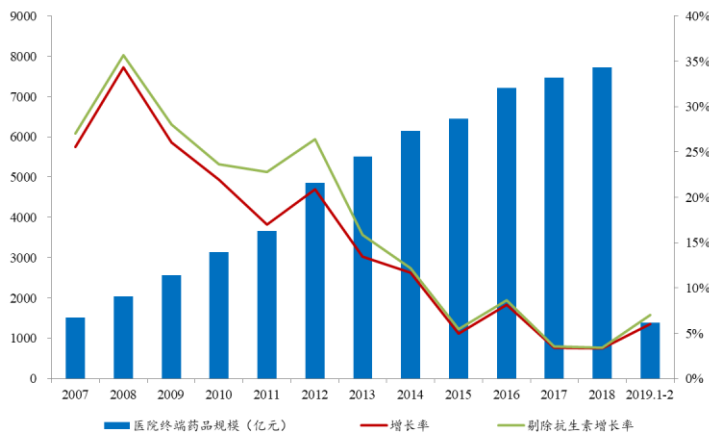
(三) 行业经营数据分析: 1-2 月医院终端药品增速有所回暖

1. 19 年 1-2 月医院终端药品增速改善明显, 品种分化明显

近年来行业增速持续降低, 我们认为主要原因是医保控费与降价压力持续推进, 医院零价差及两票制等政策落地对医院终端药品消费构成压力。而且, 行业内部表现分化较大, 与前几年变化最大的是中药类产品的销售在 2017 年开始变为负增长。2017 年中药销售增速为 -3.2%, 而 2016 年全年增速为 6.3%。2018 年行业增速进一步降低。医院终端药品增速为 3.35%, 剔除抗生素后增速为 3.40%。其中中药销售增速为 -5.62%, 较上年下滑速度加快。

2019 年 1-2 月医院终端药品增速为 6.05%, 剔除抗生素后增速为 7.04%, 其中中药销售增速为 -2.28%。2019 年 1-2 月医院终端药品销售增速明显改善, 我们认为一方面与年初流感疫情有关, 另一方面临床价值明确的创新药持续放量。根据我们对 2019 年 1-2 月大品种销售数据的分析, 品种间的销售分化依然较大。临床价值不明确的辅助用药及部分中药注射剂销售大幅下滑, 如齐鲁的神经节苷脂下滑 41.8%, 康缘的热毒宁注射液下滑 26.3%, 双鹭药业的贝科能下滑 26.1%。与此同时, 临床刚需的治疗性品种保持快速增长, 如罗氏的赫赛汀增速 133.4%, 三生药业的重组人血小板生成素注射液增速 51.1%, 恒瑞的碘克沙醇增速 53.4%。

图 1.3.1: 近年来医院终端药品整体增长情况 (亿元)



资料来源: 中国银河证券研究院

2. 医疗机构和医院业务量增速近年保持稳定

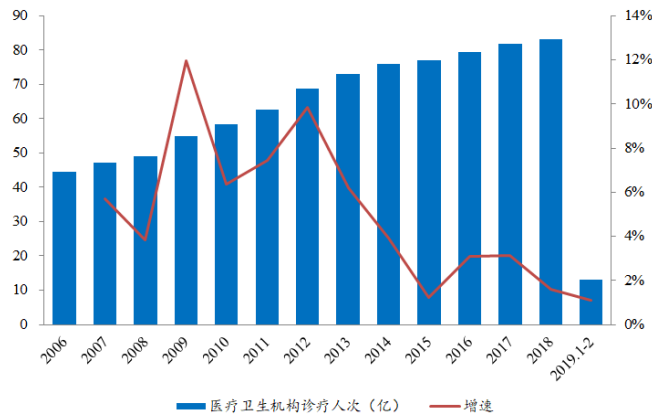
2012-2015 年医疗机构业务量增速在 2012 年高增速的基础上逐步回落。在 2016-2017 增速短暂回升后，2017 至今医疗机构业务量增速逐步回落。

我国医药卫生体制改革成效显著，疾病防控和医疗服务能力持续增强，中医药服务工作得到加强，城乡居民健康水平有所提高。卫生总费用方面，18 年卫生总费用上升 10.3%，增速略小于 17 年 (11.3%)，2018 年全国卫生总费用预计达 57998.3 亿元，其中：政府卫生支出 16390.7 亿元 (占 28.3%)，社会卫生支出 24944.7 亿元 (占 43.0%)，个人卫生支出 16662.9 亿元 (占 28.7%)，各部分比例大体变化不大；人均卫生总费用 4148.1 元，同比上升 9.63%；卫生总费用占 GDP 百分比为 6.4%。卫生资源方面，医疗卫生机构数量持续增长，18 年末全国医疗卫生机构总数为 99.74 万个 (+1.08 万个，即比去年增加 1.08 万个)，按机构类别划分，其中医院 3.3 万个 (+1953 个)，公立医院 1.20 万个 (-265 个)，民营医院 2.10 万个 (+2218 个)，基层医疗卫生机构 94.36 万个 (+1.06 万个)。医疗服务方面，医院诊疗人次增速高于整体，民营医院诊疗人次增速较快。按机构类别划分，医院诊疗人次增速 (+4.1%) 高于医疗机构整体增速 (1.6%)，医院中，虽然公立医院诊疗人次 (30.5 亿) 高于民营医院 (5.3 亿)，但民营医院诊疗人次增速 (+8.2%) 高于公立医院 (+3.4%)，说明社会办医在国家政策的积极鼓励下正迅速发展。基层卫生服务方面，农村卫生与社区卫生共同建设。18 年末全国共设有县级医院 1.55 万所、妇幼保健机构 1907 所、疾病预防控制中心 2090 所、卫生监督所 1822 所，设立社区卫生服务中心 3.5 万个。中医药服务方面，工作得到加强。18 年末全国中医类医疗卫生机构总数 6.07 万个 (+6495 个)，中医类医疗卫生机构床位 123.4 万，中医药卫生人员总数 71.5 万人 (+5.1 万)。中医类医疗卫生机构总诊疗人次 10.7 亿人次 (+5.2%)。此外，城乡居民健康水平有所提高。居民人均预期寿命 77.0 岁 (+0.3 岁)，孕产妇死亡率下降至 18.3/10 万 (-1.3/10 万)，婴儿死亡率下降至 6.1‰ (-0.7‰)。

2019 年 1-2 月医疗机构业务量增速弱于去年同期，主要是因为去年流感疫情导致基数较大。2019 年 1-2 月医疗机构诊疗人次仅增长 1.1%，出院人次下滑 1%，增速显著弱于去年同期，我们认为这是由于去年流感疫情导致去年同期基数较大。按医疗机构划分来看，医院诊疗人次增速 (+3.2%) 高于基层医疗卫生机构 (-0.7%)，医院出院人次增速 (-1.1%) 低于基层医疗卫生机构 (-0.2%)。我们认为医院出院人数低于基层医疗卫生机构，可能和分级诊疗疏导病

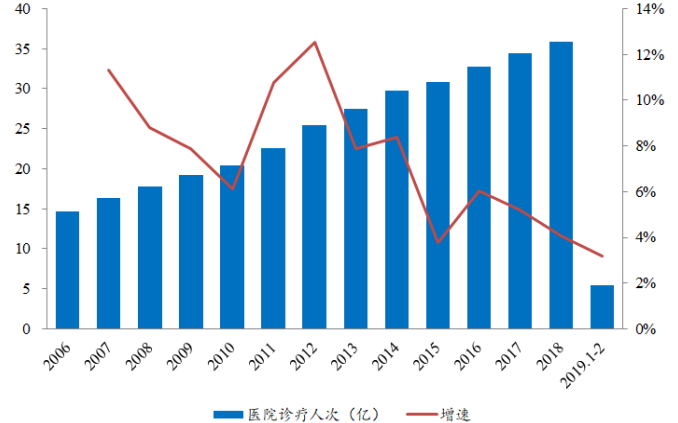
人有关。医院中，虽然公立医院就诊人次（4.7 亿人）及出院人数总量（2497 万人）均明显高于民营医院（8435.5 万人，524.1 万人），但民营医院诊疗人次增速（+9.6%）和出院人次增速（+0.4%）明显高于公立医院（+2.1%，-1.5%），说明社会办医在国家政策的积极鼓励下正迅速发展。

图 1.3.2: 2006 年至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 1.3.3: 2006 年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)



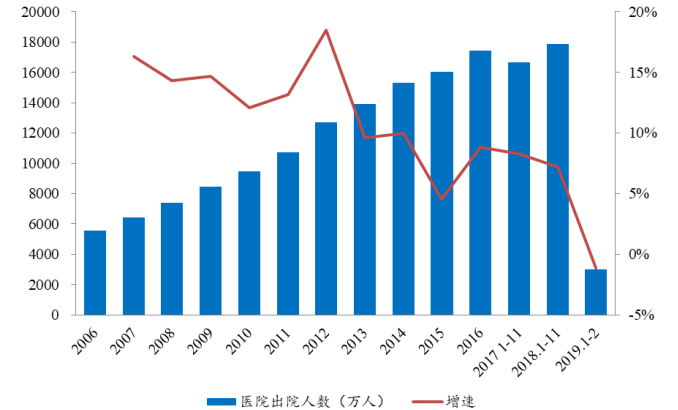
资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 1.3.4: 2006 年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

图 1.3.5: 2006 年至今全国医院出院人数变化情况



资料来源: 卫健委, 中国银河证券研究院

3. 医保基金筹资增速企稳, 商业健康险筹资与赔付规模较快增长

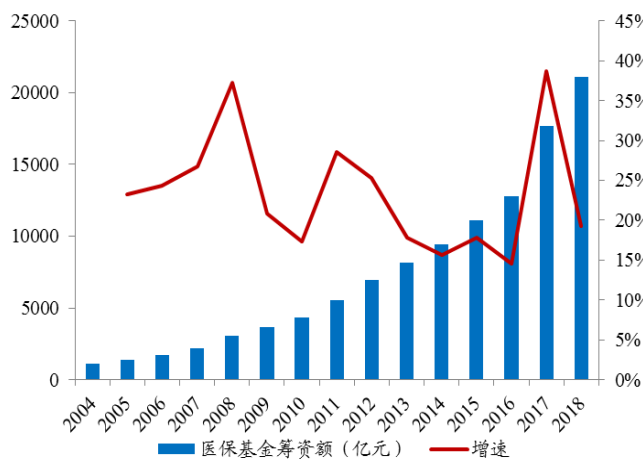
2018 年基本医疗保险收入 2.11 万亿元, 支出 1.76 万亿元。职工基本医疗保险收入 1.33 万亿元, 同比增长 8.7%; 支出 1.05 万亿元, 同比增长 11.5%。城乡居民基本医疗保险收入 6973.94 亿元, 同比增长 27.1%; 支出 6284.51 亿元, 同比增长 28.9%。由于新农合口径与上年不同, 无法计算新农合以及基本医疗保险合计数据同比增速。

过去 2 年我国医保收支口径受到“两保合一”影响较大, 其中 2017 年的筹资增速 38.73%、支出增速 35.55% 明显是由于口径问题虚高。考虑到各地“两保合一”的过程一般“先归口、后整合”, 我们认为 18 年基本医保数据与原人社部 17 年数据具有一定可比性, 但增速由于剩余新

农合的归并而略存在一定夸大。从这个角度计算，2018年医保基金筹资增速19.22%，支出增速23.14%。去除掉由于口径变化与上一年不可比的2017年增速，2018年筹资增速和支出增速均快于2013-2016年的增速。

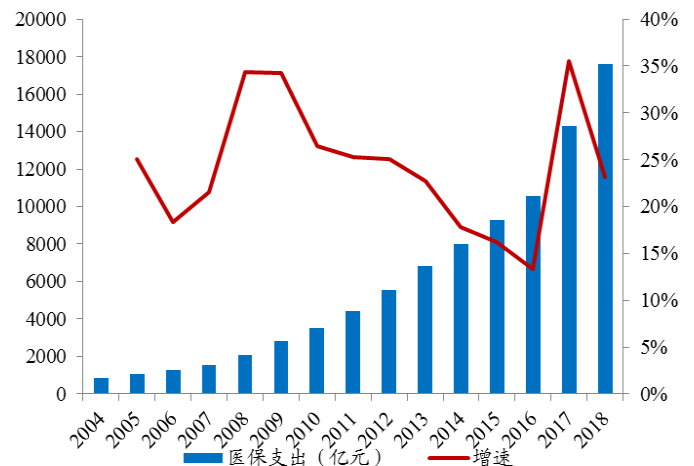
全年医保支出增长快于收入增长，主要是因为年初流感以及今年医保支付范围纳入更多新药。不过由于基数原因，18年年度基金结存仍高于17年。目前医保结存资金支付保障倍数依然保持高位，约为15.8月，我们认为医保资金支付压力不大。

图 1.3.6: 医保基金筹资额



资料来源: NHSA, 中国银河证券研究院

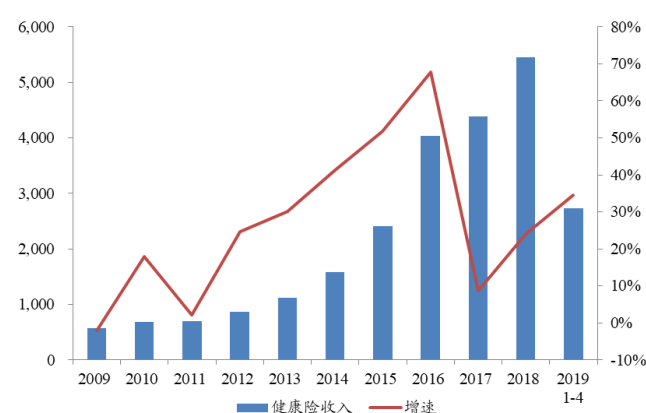
图 1.3.7: 医保基金支出



资料来源: NHSA, 中国银河证券研究院

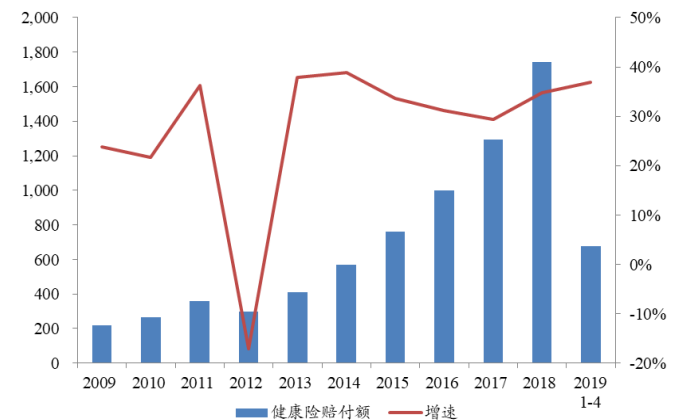
2017年健康险筹资额4389亿元，同比增长8.6%；2018年健康险筹资5448亿元，同比增长24.1%；2019年1-4月健康险筹资2732亿元，同比增长34.6%。2017年健康险赔付1295亿元，同比增长29.4%；2018年健康险赔付1744亿元，同比增长34.7%；2019年1-4月健康险赔付676亿元，同比增长37.0%，增速持续维持高位。

图 1.3.8: 健康险筹资额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

图 1.3.9: 健康险赔付额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

(四) 财务数据分析: 18Q4 和 19Q1 医药上市公司整体业绩下滑, 各行业表现分化

剔除新股, 仅考虑内生增长情况, 2018 年医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 15.42%、-3.51%、-8.94%; 18Q4 增速分别为 8.71%、-73.24%和-105.13%; 19Q1 为 12.93%、-4.94%和-8.60%, 同比下滑明显。

若考虑内生+外延情况, 2018 年医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 17.57%、-3.80%、-6.40%, 同环比下滑明显; 18Q4 增速分别为 9.05%、-74.32%和-109.61%, 同环比下滑明显; 19Q1 为 12.98%、1.65%和-8.61%, 同比下滑明显。

经营性现金流状况同比明显改善。剔除新股, 2018 年医药行业整体经营性现金流/净利润为 107.68%, 同比提高 37.16pp; 若只考虑内生增长情况, 再剔除并表因素, 18 年整体经营性现金流/净利润为 105.59%, 同比提高 30.07pp。

表 1.4.1: 医药行业 18 年和 19Q1 增速情况 (剔除新股)

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	15.56%	18.70%	24.53%	20.63%	9.05%	17.57%	12.98%
净利润增速	16.08%	16.27%	31.95%	11.91%	-74.32%	-3.80%	1.65%
扣非后净利润增速	2.33%	12.92%	30.67%	15.02%	-109.61%	-6.40%	-8.61%
经营性现金流/净利润	178.88%	70.51%	-21.54%	104.41%	810.47%	107.68%	6.68%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1.4.2: 医药行业 18 年和 19Q1 内生增速情况 (剔除新股及并表因素)

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	15.09%	14.01%	18.56%	18.43%	8.71%	15.42%	12.93%
净利润增速	14.36%	13.48%	30.88%	7.80%	-73.24%	-3.51%	-4.94%
扣非后净利润增速	9.70%	13.10%	29.51%	10.58%	-105.13%	-8.94%	-8.60%
经营性现金流/净利润	187.78%	75.52%	-6.41%	91.35%	801.42%	105.59%	10.40%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

各版块分化明显, 生物制品、原料药、医药商业和医疗器械板块同比改善。仅考虑内生增速, 剔除新股和并表因素, 18 年行业整体扣非净利润增速为-8.94%, 同比减少 22.04pp。但板块间分化加剧, 18 年按扣非净利润增速由高到低排序分别为生物制品(+45.82%)、医疗服务(+33.59%)、原料药(+23.32%)、医药商业(+20.57%)、医疗器械(+13.52%)、化药(-7.73%)和中药(-21.46%)。19Q1 按扣非净利润增速由高到低排序基本与 18 年保持一致, 分别为生物制品(+40.69%)、医疗服务(+32.35%)、医疗器械(+22.00%)、医药商业(+21.27%)、化药(-0.14%)、中药(-17.77%)和原料药(-48.05%)。

表 1.4.3: 医药各子行业收入增速对比 (剔除新股、并表)

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	10.94%	9.94%	21.41%	19.40%	13.79%	17.58%	11.13%
中药	12.96%	12.30%	17.34%	14.64%	-16.79%	5.67%	0.04%
生物制品	41.62%	25.53%	39.70%	48.21%	31.09%	45.67%	55.60%
原料药	25.64%	18.29%	36.51%	20.43%	7.58%	18.71%	-2.39%
医药商业	14.02%	14.99%	16.18%	15.44%	18.97%	16.31%	16.24%
医疗器械	24.85%	22.46%	19.98%	19.20%	18.23%	20.36%	17.91%
医疗服务	60.95%	42.81%	39.18%	31.59%	19.91%	32.66%	26.25%
整体	15.09%	14.01%	18.56%	18.43%	8.71%	15.42%	12.93%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1.4.4: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表)

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	6.40%	8.26%	15.10%	14.80%	-89.93%	-7.73%	-0.14%
中药	4.18%	12.53%	18.35%	4.13%	-134.48%	-21.46%	-17.77%
生物制品	-18.48%	21.38%	40.96%	48.45%	14.30%	45.82%	40.69%
原料药	76.03%	20.65%	163.14%	14.52%	-53.49%	23.32%	-48.05%
医药商业	18.06%	20.17%	22.55%	21.29%	16.02%	20.57%	21.27%
医疗器械	-15.75%	7.67%	12.04%	20.46%	-15.36%	13.52%	22.00%
医疗服务	85.23%	50.87%	45.89%	34.63%	-2.02%	33.59%	32.35%
整体	9.70%	13.10%	29.51%	10.58%	-105.13%	-8.94%	-8.60%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1.4.5: 医药各子行业经营性现金流/净利润对比 (剔除新股、并表)

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	158.77%	117.84%	77.12%	132.88%	607.14%	138.56%	89.18%
中药	143.65%	64.27%	32.54%	70.05%	-1176.85%	82.31%	55.07%
生物制品	326.82%	68.34%	21.02%	58.47%	140.74%	72.03%	51.81%
原料药	81.77%	89.67%	49.64%	172.85%	359.53%	137.19%	53.81%
医药商业	634.24%	6.55%	-777.19%	-8.77%	746.28%	75.83%	-485.36%
医疗器械	268.68%	64.39%	-73.53%	103.56%	310.71%	96.46%	-13.06%
医疗服务	336.32%	156.91%	91.20%	125.20%	233.16%	136.79%	104.39%
整体	187.78%	75.52%	-6.41%	91.35%	801.42%	105.59%	10.40%

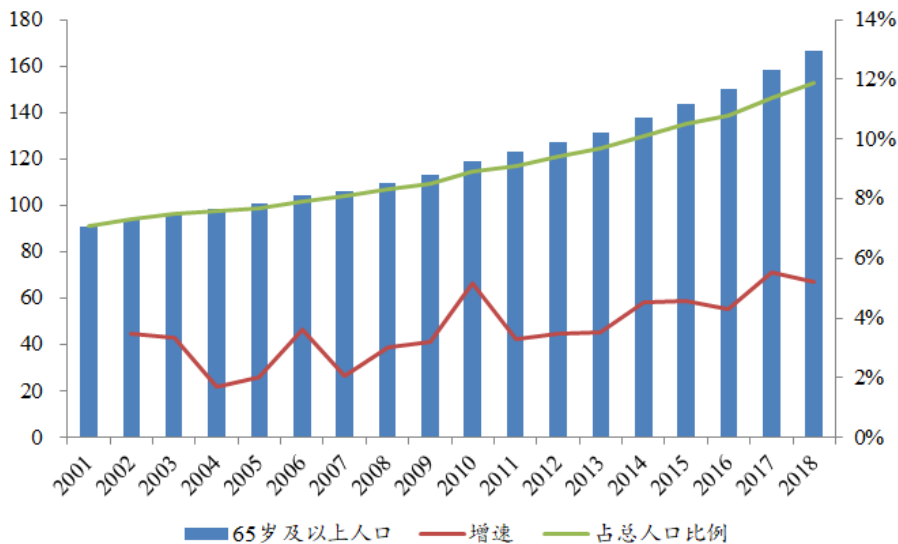
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、研发创新将成为医药行业长期高成长的主要驱动力

(一) 人口老龄化加速，存在大量未满足的医疗健康需求

我国人口老龄化速度加快，未来医疗健康需求较大。根据国家统计局数据，截至 2018 年底，我国 65 周岁以上人口达到 1.67 亿人 (+5.22%)，占总人口比例达到 11.90%。其中，2007 年-2012 年 65 岁及以上人口占比由 8.1% 提高到 9.4%，五年提高了 1.3pp；2013 年-2018 年 65 岁及以上人口占比由 9.4% 提高到 11.9%，五年提高了 2.2pp，老龄化进程呈现加速趋势。根据卫生部数据，60 岁以上老年人慢性病患病率是全部人口患病率的 3.2 倍，伤残率是全部人口伤残率的 3.6 倍，老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗卫生资源的 1.9 倍。人口老龄化加速带来的医疗健康需求是巨大的。

图 2.1.1: 我国 65 岁及以上人口数量 (百万人) 与占总人口比例



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

(二) 药审改革力度空前，意义深远

1. 中办国办联合发文鼓励药械创新，具有里程碑意义

两办联合发文鼓励药械创新，对于我国医药产业创新发展具有里程碑意义。17 年 10 月 8 日中办国办联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，鼓励药械创新。该文针对我国药品器械创新面临的突出问题，从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力和加强组织实施等 5 大要点提出了改革意见，要点概况详见附表 2。我们认为，此政策是深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件，对我国医药产业创新发展具有里程碑式意义，整体利好研发能力强的各细分领域龙头企业和 CRO 企业。

2. 优先审评稳健高效，释放研发积极性

针对具有临床价值的新药和临床急需仿制药开展优先审评审批，落实节奏稳健高效。2016年2月CFDA发布《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》，为加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾，针对符合“具有明显临床价值”、“针对特定病种”和“其他”情况的三种药品注册申请可纳入优先审评审批，由药审中心优先配置资源。自政策出台以来，落实节奏稳健高效。截至2019年3月7日，拟纳入优先审评品种名单共计803个受理号，468个通用名。此外，2017年3月CDE指出对前一轮申报时（如申请临床试验）已被纳入优先审评的注册申请，再次申报后（如申请上市）仍提出优先审评申请的，其优先审评申请的理由和依据前后一致且具有明显临床价值的，经专家审核后直接纳入优先审评不再公示。

图 2.2.1: 优先审评审批范围

具有明显临床价值，符合下列情形之一	防治下列疾病，且具有明显临床优势	其他
<ol style="list-style-type: none"> 1. 未在中国境内外上市销售的创新药注册申请。 2. 转移到中国境内生产的创新药注册申请。 3. 使用先进制剂技术、创新治疗手段、具有明显治疗优势的药品注册申请。 4. 专利到期前3年的药品临床试验申请和专利到期前1年的药品生产申请。 5. 申请人在美国、欧盟同步申请并获准开展药物临床试验的新药临床试验申请；在中国境内用同一生产线生产并在美国、欧盟药品审批机构同步申请上市且通过了其现场检查的药品注册申请。 6. 在重大疾病防治中具有清晰的临床定位的中药（含民族药）注册申请。 7. 列入国家科技重大专项或国家重点研发计划的新药注册申请。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 艾滋病； 2. 肺结核； 3. 病毒性肝炎； 4. 罕见病； 5. 恶性肿瘤； 6. 儿童用药品； 7. 老年人特有和多发疾病。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在仿制药质量一致性评价中，需改变已批准工艺重新申报的补充申请； 2. 列入《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》的自查核查项目，申请人主动撤回并改为按与原研药质量和疗效一致的标准完善后重新申报的仿制药注册申请； 3. 临床急需、市场短缺的药品注册申请。

资料来源：CFDA，中国银河证券研究部

优先审评加速创新药及临床急需仿制药研发上市速度，有助于释放研发积极性，利好创新药企和优质仿制药企。《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》对审评所需时长进行了要求，其中新药临床试验申请要求药审中心在收到沟通交流的申请后于30日内安排与申请人的沟通交流，交流充分前提下自列入优先审评审批之日起10日内启动技术审评；新药生产注册申请在收到申请后30日内安排会议与申请人沟通交流，自药品注册申请被列入优先审评审批之日起10日内启动技术审评，技术审评完成后现场检查应于药审中心通知发出后20日内进行，检查结论需于检查完成后10日内作出并送达药审中心，在最长不超过90日内出具检验结论；针对治疗严重危及生命的疾病且尚无有效治疗手段、对解决临床需求具有重大意义的新药，流程可能更简洁。

3. 药品监督管理局加入 ICH，行业发展与国际接轨

CFDA 加入 ICH，加速推动我国医药行业发展与国际接轨。2017 年 6 月，CFDA 正式加入国际人用药品注册技术协调会（ICH），成为 ICH 全球第八个监管机构成员。国际人用药品注册技术协调会（ICH）于 1990 年 4 月由欧共体、美国和日本三方政府药品注册部门和制药工业协会共同发起成立，旨在药品注册技术领域协调建立关于药品质量、安全性和有效性等的共同国际技术标准和规范，从而减少药品研发和上市成本，推动创新药品及早用于治疗患者。经过二十多年的发展，ICH 发布的技术指南已经为全球主要国家药品监管机构接受和转化，成为药品注册领域的核心国际规则制订机制。我们认为，CFDA 加入 ICH 一方面有助于总局借鉴国际最新监管成果，吸收国际先进监管理念，进而提升我国的药品监管能力和水平，逐步参与和引导国际规则的制定，加强在国际组织中的话语权；另一方面有助于鼓励国际创新型制药企业将中国市场纳入其全球药物开发战略，推动国际创新药品进入中国，满足临床用药需求；同时有助于推动中国药品研发和注册与国际规则逐步接轨，进而全面提升中国制药企业的创新能力和国际竞争力。

4. 化药注册分类改革提升创新药标准

化药注册分类改革有助于提高药品审评审批标准，提升药品质量，鼓励创新药研发。2016 年 3 月 CFDA 发布《化学药品注册分类改革工作方案》，新的化药注册分类由原先的六类改为五类，对比旧化药注册分类具有如下特点：**1. 创新药要求“全球新”，定义更严格**，强调含有新的结构明确的、具有药理作用的化合物，不包括改良型新药中 2.1 类的药品。**2. 改良型新药强调“优效性”**：在已知活性成份基础上进行优化，强调具有明显的临床优势。**3. 将老三类药划分为仿制药，取消监测期**，即仿制药包括两类：一是仿制境外已上市境内未上市原研药品，二是仿制境内已上市原研药品；针对仿制药强调“一致性”：被仿制药品为原研药品，且质量与疗效应当于原研药品一致。

表 2.2.1: 16 版化学药品注册分类

注册分类	分类说明	包含的情形	监测期
1	境内外均未上市的创新药	含有新的结构明确的、具有药理作用的化合物，且具有临床价值的原料药及其制剂。	5 年
2	境内外均未上市的改良型新药	2.1 含有用拆分或者合成等方法制得的已知活性成份的光学异构体，或者对已知活性成份成酯，或者对已知活性成份成盐（包括含有氢键或配位键的盐），或者改变已知盐类活性成份的酸根、碱基或金属元素，或者形成其他非共价键衍生物（如络合物、螯合物或包合物），且具有明显临床优势的原料药及其制剂。	3 年
		2.2 含有已知活性成份的新剂型（包括新的给药系统）、新处方工艺、新给药途径，且具有明显临床优势的制剂。	4 年
		2.3 含有已知活性成份的新复方制剂，且具有明显临床优势。	4 年
		2.4 含有已知活性成份的新适应症的制剂。	3 年
3	仿制境外上市但境内未上市原研药品的药品	具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂。	无

4	仿制境内已上市原研药品的药品	具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂。	无
5	境外上市的药品申请在境内上市	5.1 境外上市的原研药品（包括原料药及其制剂）申请在境内上市。	无
		5.2 境外上市的非原研药品（包括原料药及其制剂）申请在境内上市。	无

资料来源：CFDA，中国银河证券研究院

新的化药注册分类对药品市场具有两方面影响：**1.鼓励真正意义上的创新药，要求成分“全球新”**，以往通过改酸根、盐基和改剂型等途径获得新药身份并以此在招标定价中占便宜的伪“创新药”将不被鼓励；**2.压缩低端仿制药重复申报的空间**：一方面，仿制药要求一致性对于药品生产企业提出了较高要求，无论是工艺还是临床试验费用都具有较高门槛，使达不到要求的药企知难而退；另一方面，原 3.1 类药现划为仿制药，取消具有市场保护作用的监测期，也打击了药企申报仿制药的热情。

5. 建立 MAH 制度，激发创新热情

改变药品批准文号与生产企业捆绑的模式，试点“药品上市许可持有人制度”。过去，我国实行药品批准文号与生产企业捆绑的模式，仅允许药品生产企业在取得药品批准文号，经药品生产质量管理规范认证后，方可生产该药品。这主要是由于过去我国以仿制药为主，药品市场发展较为落后的历史条件决定。在实践中，药品研发机构和科研人员无法取得药品批准文号，新药研发机构获得新药证书后只能将相关药品技术转让给药品生产企业，这不仅容易导致低水平重复建设，而且极大地阻碍了科研人员、研发机构进行药品创新。与之相反，美日欧等发达国家/地区均实行药品上市许可持有人制度（Marketing Authorization Holder, MAH），该制度采用药品上市许可与生产许可分离的管理模式，允许药品上市许可持有人（药品上市许可证明文件的持有者，即药品生产企业、研发机构或者科研人员）自行生产药品，或者委托其他生产企业生产药品。为了鼓励药品创新、提升药品质量，国务院办公厅于 16 年 6 月印发《药品上市许可持有人制度试点方案》，在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等 10 个省（市）开展药品上市许可持有人制度试点，试点时间自 16 年 6 月至 18 年 11 月。

图 2.2.2: 药品上市许可持有人试点药品范围

<p>(一) 本方案实施后批准上市的新药, 具体包括:</p> <p>1. 按照现行《药品注册管理办法》注册分类申报的化学药品第1—4类、第5类(仅限靶向制剂、缓释制剂、控释制剂), 中药及天然药物第1—6类, 治疗用生物制品第1类、第7类和生物类似药;</p> <p>2. 化学药品注册分类改革实施后, 按照新的化学药品注册分类(以下简称新注册分类)申报的化学药品第1—2类。</p>	<p>(二) 按与原研药品质量和疗效一致的新标准批准上市的仿制药。具体包括: 化学药品注册分类改革实施后, 按照新注册分类申报的化学药品第3—4类。</p>	<p>(三) 本方案实施前已批准上市的部分药品。具体包括:</p> <p>1. 通过质量和疗效一致性评价的药品;</p> <p>2. 试点行政区域内, 药品生产企业整体搬迁或者被兼并后整体搬迁的, 该企业持有药品批准文号的药品。</p>
<p>麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、预防用生物制品、血液制品不纳入试点药品范围。</p>		

资料来源: CFDA, 中国银河证券研究院

上市许可持有人制度试点顺利, 鼓励创新效果明显。各试点省市积极推进持有人制度试点, 2017年4月20日, 浙江医药的苹果酸奈诺沙星胶囊成为全国首个创新药的药品上市许可持有人制度试点品种。未来 MAH 模式将可实际地促进产学研紧密结合, 实现药品产业的专业化分工, 从而缩短创新周期、释放创新热情。此外, 上市许可持有人制度也是仿制药一致性评价所必须的配套政策, 通过一致性评价的药企可将其品种委托给其他企业生产, 保证药品供给不致短缺。总体而言, 上市许可持有人制度增强了研发机构、科研人员、创新药企及优质仿制药企在药品生产市场上的议价能力, 可有效促进创新, 提升药品质量。

(三) 创新药赚钱效应凸显, 并加速走向世界

1. 医保目录动态调整, 加快创新药放量节奏, 国内创新药赚钱效应凸显

医保目录动态调整, 有助于加快创新药放量节奏。2016年至今, 相关部门已经组织3次医保谈判, 旨在将临床急需的药品纳入医保目录, 降价实现用药可及性。2018年10月, 医保局完成第三次医保谈判, 将17种抗癌药正式纳入医保目录并确定医保支付标准。纳入医保目录的17种药品均为临床必需、疗效确切、参保人员需求迫切的肿瘤治疗药品, 涉及非小细胞肺癌、肾癌、结直肠癌、黑色素瘤、淋巴瘤等多个癌种。其中国内药企入围两个品种, 分别为正大天晴的安罗替尼和恒瑞医药的培门冬酶。此外, 2017年以后在国内上市品种有10个。我们认为, 新药上市进入医保速度加快, 体现药政改革成效明显, 医保目录实现动态调整, 有助于加快创新药放量节奏。

国内创新药赚钱效应凸显。随着医保目录的动态调整, 创新药放量节奏的加快, 国内创新药赚钱效应凸显。举例来看, (1) 石药集团的恩必普: 石药集团研发的1.1类新药, 其主要成分为丁苯酞, 主要用于急性缺血性脑卒中的治疗, 是我国脑血管疾病领域第一个拥有自主

知识产权的创新药物。恩必普共有两种剂型，软胶囊剂型 2005 年上市，2009 年进入国家医保目录，注射剂型 2010 年上市，2017 年进入国家医保目录。2017 年实现销售收入 35.7 亿港元，同比增长 34.7%。2018 年实现销售收入约 48.7 亿港元，同比增长 36.5%。（2）贝达药业的埃克替尼：贝达药业自主研发的 1.1 类新药，也是国内第一个拥有自主知识产权的小分子靶向抗癌药，其主要适用于转移性非小细胞肺癌患者的治疗。2011 年获批上市，2017 年进入国家医保目录，价格降幅约 50%，但销量实现快速增长。2017 年销量大幅增长 42%，销售额突破 10 亿元。2018 年继续加速放量，全年销售量首次突破 100 万盒，同比增长 30.45%，销售额创历史新高，达到 12.08 亿元，同比增长 17.79%。（3）恒瑞医药的阿帕替尼：恒瑞医药研发的 1.1 类新药，是全球第一个在晚期胃癌中被证实安全有效的小分子抗血管生成靶向药物，也是晚期胃癌标准化疗失败后，明显延长生存期的单药。2014 年底获批上市，2017 年经谈判进入医保目录。虽然价格下降 37.02%，但带动了销量的大幅提升，整体收入保持快速增长。2018 年医疗机构采购金额达到 17.41 亿元，总销量同比增长 68.37%。**我们认为创新药赚钱效应的凸显将显著提升国内医药企业的研发热情和积极性。**

2. 国内创新药通过申报国际临床或 license out 加速走向世界

我国创新药正通过申报国际临床或 licence out 的方式加速走向世界。在国内药品创新环境不断优化的背景下，国内申报创新化药、生物药的数量呈现加速增长。同时，也涌现出了一批卓越的创新药企，他们将目光聚焦于海外，希望国内自主创新药能走出中国，实现全球范围内的上市销售。而全球范围内最大的创新药市场集中在美国，因为其拥有最发达的商业健康保险，可为创新药放量奠定坚实基础。一般而言，国内创新药走向国际有两种方式，**一种是通过向 FDA 申报临床试验，并最终获批上市**（详见附表 3）；**另一种则是 licence out**，由国际公司引进国内创新药的海外权益（详见附表 4）。**我们认为，在美获批开展临床试验的部分品种已展现出重磅潜力，外企不断引起我国创新药海外权益亦反映新药研发实力提升，国内创新药正加速走向世界。**

3. 我国研发创新正步入进入收获期

今年我国有多款创新药获批或报产。在医药创新新时代的大背景下，国内药企的研发创新意识不断加强，同时药品优先审评审批、鼓励药械创新等政策也有效地缩短了创新药的研发上市周期。2018 年我国创新药研发已进入收获期。据我们统计，截至 2019 年 5 月 29 日，国内获批的创新药品种如附表 5，其中重磅的品种包括信迪利单抗、特瑞普利单抗、呋喹替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、艾博卫泰、安罗替尼和四价流感疫苗等。同时，我们也梳理了今年报产的创新药，结果如附表 6，目前国产 PD-1 单抗除了信达生物的信迪利单抗和君实的特瑞普利单抗，还有两家处于报产阶段，包括恒瑞的卡瑞利珠单抗和百济神州的替雷利珠单抗，其中，恒瑞的卡瑞利珠单抗有两个适应症处于报产阶段。

（四）科创板引爆研发创新浪潮

1. 科创板上市规则整体利好研发创新型药械公司及创新服务产业链

科技创新具有更新快、培育慢、风险高等特点，更加需要风险资本和资本市场的支持。我们从公司上市条件、市场机制、减持规则等方面分析了对医药行业的影响：

1. 上市标准之一重点考察研发能力而非盈利水平，且药企有核心产品获准 II 期临床亦可申请上市，可加快满足创新药企融资需求。规则对于发行人的市值和财务指标共有 5 套要求标准，满足其中之一即可申请科创板上市。标准中允许未盈利企业申请上市，研发投入水平代之成为重要的考量要素。此外，规则对医药企业单独提及，“**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**”。从中可以看出上市条件向研发创新型药企的倾斜，将进一步拓宽融资渠道。

2. 试点保荐机构相关子公司需跟投，同时试点注册制，有利于推动创新型药企的精准价值发现。科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，要求发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司，参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期。我们认为研发创新是医药行业的永恒主题，重磅新药可带来丰厚的经济效益，但存在着耗时长、费用高、成功率低等风险。规则要求投行跟投，结合试点注册制，我们认为有利于研发创新型药企的精准价值发现，同时一定程度弱化中小投资者的投资风险。

3. 对未盈利企业核心技术人员减持规定严格，确保企业持续研发动力。减持制度上，在公司实现盈利前，核心技术人员及董监高自上市之日起 3 年内不得减持首发前股份。我们认为科创板在允许未盈利企业上市的前提下，对该类型企业的核心技术人员和董监高的限售解禁时间延长，有利于企业持续的研发投入，促进研发产出。

2. 生物制品、高端化药和医疗器械类公司有望率先登陆

我们认为科创板将直接利好生物医药行业中研发投入强度较大的领域，**建议生物制品、高端化药、高端医疗设备与器械类型公司。**高端医疗设备与器械、生物制品、高端化药是生物医药行业研发创新的密集领域，若以 SW 医药行业 2018 年研发投入占收入比作为研发投入强度衡量指标，医疗器械（5.91%）、生物制品（5.22%）和化学制剂（4.94%）在 7 个 SW 医药三级子行业中排名前列。**对于非上市公司，应重点关注这三个领域中潜在上市标的；对于已上市的公司，应重点关注在这三个领域参股控股或者通过产业基金运作非上市公司标的的公司。**

我们以纳入优先审评审批的药品和器械作为科创板对于医药行业“核心产品”要求的重要参考，经综合考虑我们认为有望登陆科创板的相关公司包括但不限于健能隆、百奥泰生物、嘉和生物、复宏汉霖、君实生物、博生吉、世和基因、联影医疗、丽珠单抗、科信美德等。此外，我们认为不排除某些海外上市中概股私有化并转为国内科创板上市的可能。

表 2.4.1: 国内医药行业研发费用情况

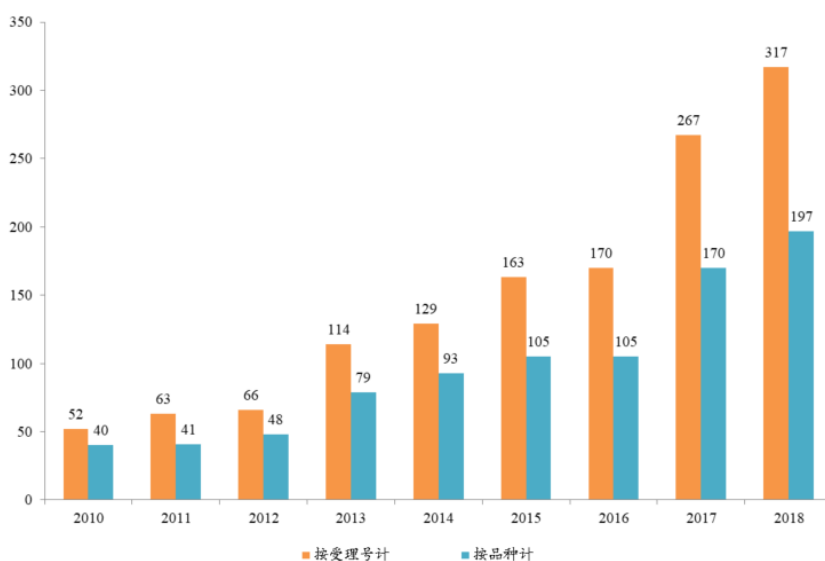
SW 医药三级分类	各子行业总计		
	2018 年研发费用 (百万元)	2018 年总收入 (百万元)	研发费用/收入
医疗器械III	5842.10	98928.89	5.91%
生物制品III	3976.31	76143.05	5.22%
化学制剂	10014.27	202789.43	4.94%
化学原料药	4643.48	110576.64	4.20%
医疗服务III	1116.16	52286.32	2.13%
中药III	6295.83	304938.95	2.06%
医药商业III	2116.89	617262.15	0.34%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

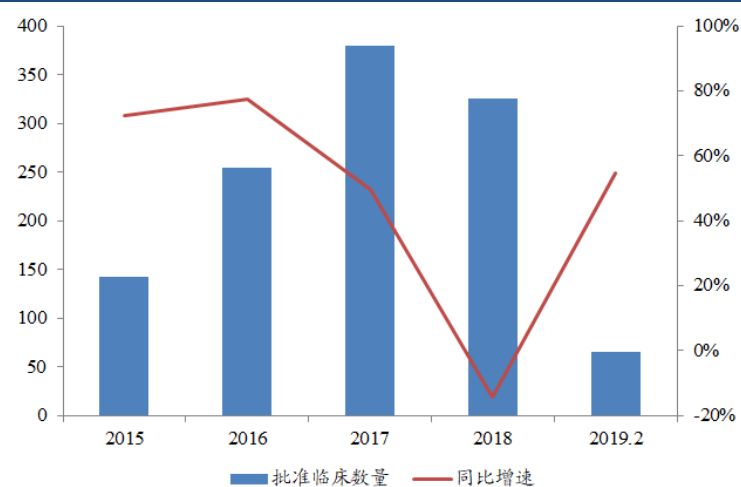
3. 主板创新服务产业链相关标的有望重塑估值

创新服务产业链相关标的有望在高景气的前提下迎来估值重塑。我们观察到近年来产业环境的巨变引领医药行业发展进入创新的新时代: 首先, 控费和降价的大环境倒逼企业创新。其次, 人口老龄化速度加快, 存在大量未满足的医疗健康需求。然后, 2015 年以来药审改革力度空前, 意义深远, 尤其是 17 年 10 月 8 日中办国办联合发文鼓励药械创新对于我国医药产业创新发展具有里程碑意义。最后, 国内创新药的赚钱效应开始凸显, 创新成果加速走向世界。可见, 前些年制约我国创新药产业发展的因素已被清除, 药企研发新药的积极性大幅提升。根据我们的统计, 自 2017 年以来我国创新药 IND 申报数量和获批数量高于前些年, 保持爆发态势。科创板将进一步引爆医药研发创新浪潮, 在研发成本、专业人才以及研发时间的压力之下, 药企的研发外包需求将进一步加大, 我们看好相关标的迎来估值重塑。持续看好凯莱英、昭衍新药、泰格医药和药明康德等。

图 2.4.1: 2010 年至今我国创新药 IND 申报数量



资料来源: CDE, 中国银河证券研究院

图 2.4.2: 2015 年至今我国创新药 IND 获批数量


资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

4. 科创板申报最新情况跟踪: 已有 23 家生物医药企业申报

截至 2019 年 5 月 29 日, 共有 23 家生物医药公司申报科创板, 其中 4 家处于已受理状态, 18 家处于已问询状态, 1 家处于中止状态。目前申报科创板的生物医药公司相关信息如下表所示。

表 2.4.2: 申报科创板生物医药公司简介 (截至 2019.5.29)

基本情况			股权结构		18 年财务情况		融资情况	
公司名称	细分领域	当前状态	实际控制人持股占比	营收 (万元)	归母净利润 (万元)	毛利率	研发费用率	计划融资规模 (亿元)
微芯生物	化学制药	已问询	31.86%	14769	2384	96.27%	28.51%	8.04
博瑞生物	化学制药	已问询	50.94%	41127	5011	58.83%	23.37%	3.60
硕世生物	IVD	已问询	54.93%	23070	6382	81.67%	11.43%	4.06
浩欧博生物	IVD	已受理	95.15%	20145	4015	70.63%	11.99%	6.19
热景生物	IVD	已问询	39.43%	18712	4876	73.74%	9.82%	2.88
昊海生物	医用生物材料	已受理	49.81%	155845	41454	78.54%	6.12%	14.84
华熙生物	植介入生物医用材料及服务	已问询	100.00%	126315	42386	79.92%	-1.84%	31.54
苑东生物	化学制药	已问询	58.11%	76876	16679	88.64%	16.18%	11.13
普门科技	医疗器械	已受理	32.27%	32343	8114	59.57%	20.61%	6.32
中联生物	生物制品	已问询	40.89%	27514	8758	80.17%	7.74%	4.50
特宝生物	生物制品	已问询	47.78%	44828	1600	87.52%	9.06%	6.08
科前生物	兽用生物制品	中止	73.10%	73530	38897	55.61%	6.48%	17.47
佰仁医疗	植介入生物医用	已问询	100.00%	11065	4985	91.04%	11.65%	4.52

材料及设备制造								
诺康达医药	化学制药	已问询	47.18%	18537	7758	71.90%	9.46%	4.37
微创心脉医疗	植介入生物医用材料及设备制造	已问询	-	23113	9065	78.81%	12.56%	6.51
微创医学	医疗器械	已问询	-	92211	19270	63.77%	5.33%	8.94
美迪西生物	CRO	已问询	42.37%	32364	5898	36.13%	5.10%	3.47
海尔生物	医疗服务	已问询	55.80%	84167	11396	50.75%	10.73%	10.00
赛诺医疗	介入医疗器械	已问询	33.37%	38042	8919	82.31%	17.49%	2.67
祥生医疗	医疗器械	已受理	94.68%	32697	9506	61.15%	12.64%	9.53
赛伦生物	生物制品	已受理	78.67%	15130	5097	85.40%	8.37%	4.00
迈得医疗	医疗器械	已受理	68.68%	21490	5601	21.16%	9.04%	3.39
复旦张江	化学制药	已受理	33.61%	74184	15098	90.46%	15.40%	6.50

资料来源：上交所科创板，中国银河证券研究院整理

（五）药械创新水平与国际巨头仍有较大差距，未来发展空间广阔

1. 我国创新药研发靶点、数量和进展整体未及世界领先水平

与美国相比，我国创新药物研发靶点、数量和进度等方面仍存在差距。EvaluatePharma 采用净现值法对全球在研新药的市场潜力进行了评估（见附表 8）。按治疗领域划分，全球在研新药 top20 中主要为抗肿瘤药（6 个）和消化系统及代谢病用药（5 个），占比 55%，其余为血液和造血系统用药、自身免疫性疾病用药、抗纤维化用药、神经系统用药、抗炎药和抗风湿药。我们对其中每个适应症靶点的研发进展进行了梳理，发现我国创新药研发进度上与美国相比仍有不小差距：

首先，top20 中涉及到相关靶点或新给药途径的重磅药品，国内几乎没有开展研究或仍处于临床前阶段。如 CFTR、A β 、IL-2R β 、microdystrophin、CTGF、THR- β 等，其中以 CFTR 为靶点的药物已获批上市，以 A β 、IL-2R β 为靶点的药物也已完成或处于 III 期临床阶段，而我国尚未有相关靶点药物开展研究。

其次，中美均以开展的相同靶点的新药研发项目中，中国的项目数量和项目进度不及美国。以抗肿瘤创新药为例，榜单中最具市场价值的治疗靶点为 BCMA（上榜公司两家，合计 NPV 高达 108 亿美元）。BCMA 全称为 B 细胞成熟抗原，是一种极为重要的 B 细胞生物标志物。有研究表明，BCMA 广泛表达于多发性骨髓瘤细胞表面，并且该蛋白也表达于多发性骨髓瘤患者恶性浆细胞表面。BCMA 已成为针对多发性骨髓瘤进行免疫治疗的热门靶点。当前，针对 BCMA 靶点开发的免疫疗法主要分为三类：嵌合抗原受体 T 细胞疗法（CAR-T）、抗体药物偶联物（ADC）、双特异性抗体（BsAb）。我们梳理了目前全球针对 BCMA 靶点新药研发的临床进展，发现共有 43 款药物处理临床阶段，其中 27 款药物为美国主导或参与，占比 62.79%；13 款药物为我国主导或参与，占比 30.23%。全球进展最快也最具市场价值的 BCMA 药物为（1）美国新基制药/蓝鸟生物共同研发的 CAR-T 药物 bb2121，适应症为多发性骨髓瘤，目前已完成 III 期临床，计划于今年提交上市申请；（2）美国葛兰素史克的 ADC 药物 GSK2857916，适应症为多发性骨髓瘤，目前处于 II 期临床阶段。而我国进展最快 BCMA 药

物为南京传奇生物/强生共同研发的 JNJ-68284528，普瑞金/河南肿瘤医院共同研发的 BCMA CAR-T，第三军医大学西南医院的 BCMA-targeted CAR-T，目前均处于 I/II 期临床阶段。

表 2.5.1: BCMA 靶点创新药国内外研发进度对比

分类	项目	公司	适应症	研发进展
美国	bb2121	bluebird bio; Celgene	多发性骨髓瘤	III 期临床
	GSK2857916	GSK	多发性骨髓瘤	II 期临床
中国	JNJ-68284528	传奇生物/强生	多发性骨髓瘤	I / II 期临床
	BCMA CAR-T	普瑞金/河南肿瘤医院	多发性骨髓瘤	I / II 期临床
	BCMA-targeted CAR-T	第三军医大学西南医院	血癌	I / II 期临床

资料来源: ClinicalTrials, 中国银河证券研究院

2. 我国医疗器械公司市场份额远低于国际巨头，同类产品技术参数亦存在差距

我国医疗器械公司在市场份额远不及国际巨头，同类产品技术参数方面亦存在差距。根据 EvaluateMedTech 预测，2017 年全球医疗器械市场规模约为 4050 亿美元，2017-2024 年 CAGR 为 5.6%，预计到 2024 年，市场规模将达到 5950 亿美元。通过对医疗器械市场规模和相关产品技术参数的梳理，我们发现我国医疗器械公司在市场规模和产品技术参数方面与国际巨头相比差距明显，未来发展空间广阔。

首先，我国医疗器械公司市场份额远不及国际巨头。全球医疗器械公司收入 top20 的公司中，美敦力以 300 亿美元的医疗器械收入雄踞榜首，强生以 266 亿美元的收入屈居次席，top20 收入共计 2221 亿美元，占总市场规模的 54.8%，高于其他医疗器械公司收入之和。top20 中，美国公司共计 11 家（占比 55%），占据半壁江山，而我国医疗器械公司中，整体收入最高的为迈瑞医疗（2017 年收入 111.74 亿元），与美国巨头公司相比差距较大。细分子领域来看，体外诊断（IVD）市场规模约为 526 亿美元，占比 13.0%，排在首位，心血管市场规模 469 亿美元，占比 11.6%，屈居次席，二者合计市场规模 995 亿美元，占比接近 1/4。其中，值得注意的是，我国医疗器械龙头乐普医疗有望在 2024 年跻身心血管领域 top10，全球市占率达到 4.2%。

其次，同类产品技术参数方面存在差距。以 CT 为例，此前市场上有技术制造 128 层 CT 设备的仅有飞利浦、西门子、GE 等少数医疗器械国际巨头，我国业已制造出拥有完全自主知识产权和核心技术的 128 层 CT。通过与国际巨头 CT 设备比较，我们发现我国 CT 设备相关技术参数与国际巨头同类产品相比仍存在一定差距。例如，与飞利浦的 128 层 CT 设备 Brilliance iCT 相比，我国 CT 设备单圈扫描速度略慢，最大采样率和空间分辨率低。其中，单圈扫描速度决定时间分辨率和 Z 轴分辨率，为 CT 设备最重要的参数。

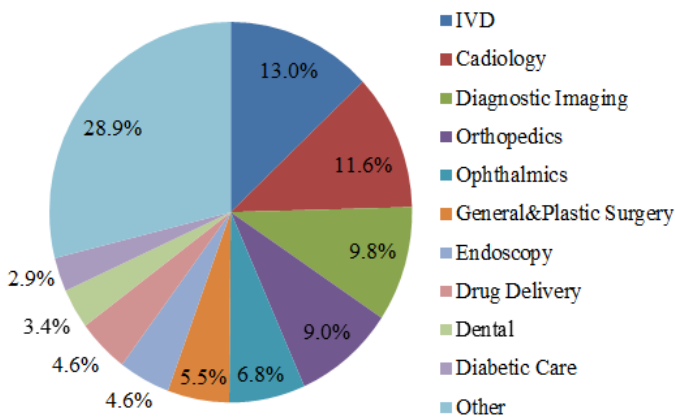
表 2.5.2: 2017 年全球医疗器械公司 top20

排名	公司	国家	2017 医疗器械营收 (十亿美元)	同比增速	2017 市场份额
1	Medtronic	美国	30	+0.8%	7.4%
2	Johnson & Johnson	美国	26.6	+5.9%	6.6%

3	Abott Laboratories	美国	16	+60.9%	4.0%
4	Siemens Healthineers	德国	15.5	+3.1%	3.8%
5	Philips	荷兰	13.6	+3.8%	3.3%
6	Stryker	美国	12.4	+9.9%	3.1%
7	Roche	瑞士	12.3	+5.4%	3.0%
8	Becton Dickinson	美国	11	-3.6%	2.7%
9	General Electric	美国	10.2	+4.2%	2.5%
10	Boston Scientific	美国	9	+7.9%	2.2%
11	Danaher	美国	8.7	+10.6%	2.1%
12	Zimmer Biomet	美国	7.8	+1.8%	1.9%
13	B.Braun Meisungen	德国	7.7	+7.2%	1.9%
14	Essilor International	法国	7.3	+6.7%	1.8%
15	Baxter International	美国	7.3	+2.9%	1.8%
16	Novartis	瑞士	6	+3.6%	1.5%
17	Olympus	日本	5.6	+5.4%	1.4%
18	3M	美国	5.5	+4.4%	1.4%
19	Terumo	日本	4.9	+12.8%	1.2%
20	Smith & Nephew	英国	4.8	+2.1%	1.2%
	Total Top 20		222.1	+7.1%	54.8%
	Other		182.9	+1.6%	45.2%
	Total		405	+4.5%	100.0%

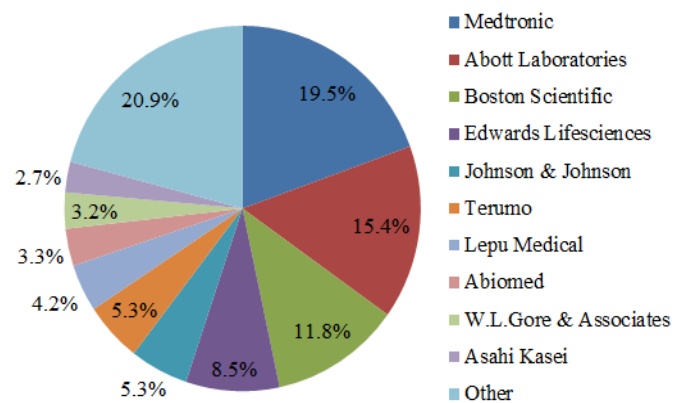
资料来源: EvaluateMedTech, 中国银河证券研究院

图 2.5.1: 2017 年医疗器械细分领域市场份额情况



资料来源: EvaluateMedTech, 中国银河证券研究院

图 2.5.2: 2024 年心血管领域医疗器械公司 top10



资料来源: EvaluateMedTech, 中国银河证券研究院

表 2.5.3: 国产 CT 设备与国际巨头 CT 设备技术参数对比

品牌	Siemens	GE	Philips	某国产企业
型号	Definition Flash	Discovery HD750	Brilliance iCT	国产
扫描速度	0.25s/360°	0.35s/360°	0.27s/360°	0.375s/360°
探测器材料	超高速稀土陶瓷	人造宝石	固体钨酸铯	固体稀土陶瓷
探测器排列	64	64	128	128
空间分辨率	0.4	0.23	0.625	0.208
工作电流	20-800mA	5-835mA	20-1000mA	10mA-667mA
工作电压	80/100/120/140KV	80/100/120/140KV	80/120/140KV	80/100/120/140KV
X 线管热容量	0.6MHU	8MHU	8MHU	8MHU
每排探测器个数	736	912	625	672
焦点	0.7×0.8mm (小)	自动变焦	0.6×0.7mm (小)	0.6×1.2mm (小)
	0.9×1.1mm (大)		1.1×1.2mm (大)	1.1×1.2mm (大)
最大采样率	4608	7028	4800	4640
Z 轴探测器宽度	38.4mm	40mm	80mm	40mm

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题分析

1. 医药企业多而不强，同质化竞争严重

和发达国家相比，我国医药行业集中度较低。在产品方面，高附加值和高技术含量的独家产品少，缺乏能进入国际市场的品种。大量企业在非专利药物上低水平重复建设，造成资金和资源的浪费。由于大量企业产品同质化严重，在市场竞争中打价格战，导致我国制药企业整体的市场开发能力及利润率都略偏低。

2. 研发创新能力与国外相比仍存在较大差距

我们整理了全世界范围的医药国际巨头、部分重要的创新药企、仿制药企及械企的研发费用情况，并与 A 股医药板块做以对比，发现我国研发创新能力与国外相比仍存在较大差距。

国际大型药企 2018 财年平均研发费用 37.5 亿美元，研发费用占收比中位数 16.10%。我们整理了国际市场上 40 个市值较大的药企的研发费用占比情况，详情见附表 9，2018 财年平均研发费用 37.5 亿美元，研发投入强度上：1. 国际医药巨头研发费用占总收入比重之中位数可达 16.1%，最低也有 7.2%，研发费用占总收入比重最高为阿斯利康（26.4%），研发费用绝对值前三甲为罗氏、强生、诺华，其研发费用可达百亿美元量级。2. 国际上市值较大的创新药企研发费用占总收入比重中位数可达 24.5%，最高比例为福泰制药的 46.5%，最低也有 10.6%。3. 器械企业相对研发费用占比较低，中位数为 8.0%，最低为 2.0%，最高为 18.7%（Illumina）。4. 仿制药企对研发投入也相当重视，其研发费用占总收入比重的中位数也有 7.9%，最低为 2.0%，最高为 14.0%。

国内药企研发支出的绝对值和占收入比重与国际一流水平还存在较大距离，发展空间广阔。我们整理了 A 股市场研发投入排名前 50 的上市公司的近年来研发投入情况，详情见附表 10。前 50 大企业 18 年的研发费用均值为 4.25 亿元，研发费用占收比中位数为 5.93%。即使是国内医药研发第一股——恒瑞医药，18 年的研发支出已超过 26 亿元，但与国际巨头相比仍有较大差异。可见目前 A 股医药板块的研发投入整体看与国际先进水平存在较大距离，仍有较大发展空间，这也昭示着 A 股 CRO、CMO 行业的广阔发展空间。

表 3.1.1: 18 财年国内外大型药企研发费用及研发投入强度比较

	平均研发费用	研发费用占收入比重中位数
国际大型药企	37.5 亿美元	16.10%
国内大型药企	4.3 亿元	5.93%

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

注: 国际大型药企样本取自 40 个市值较大的公司, 国内大型药企取自研发投入排名前 50 的公司。

3. 辅助用药存在滥用，挤占医保基金对创新药的支付空间

辅助用药是滥用药的重灾区。我国药企创新能力较弱，用药结构与国际差异较大。通过对比国内外不同类型药物的用药规模，可以发现我国的用药结构与国际市场差异较大：我国排

名前两位的分别是其他（主要是中药和辅助用药）和全身性抗感染药（主要为抗生素），而国际市场上则为抗肿瘤和免疫调节剂以及消化道和代谢用药（包括糖尿病用药）。米内网数据显示，2016年在我国城市医院销量排名前20的药品中，有近一半为各地辅助用药和重点监控品种，包括：注射用血栓通、丹红注射液、喜炎平注射液等。大品种辅助用药长期以来占用大量医保资源，如果不加以限制，必将挤占医保基金对创新药等治疗性用药的倾斜能力。

（二）建议及对策

1. 加大深化改革力度，提升行业集中度

深化改革多措并举，提升行业集中度。通过改革摆脱产能过剩，加快推进供给侧改革，将资源要素从产能过剩的、增长空间有限的企业中释放出来。行业兼并重组，淘汰落后产能企业，加快清理推出市场，提升行业集中度。

2. 加大创新扶持力度，严格专利保护制度

进一步鼓励研发创新，严格专利保护制度。创新是医药行业的永恒主题。全球范围来看，医药行业的投资机会紧密围绕创新展开。重磅新药可带来丰厚的经济效益，因此创新药研发对全球医药巨头意义非凡。从投入方面，国家会持续投入，鼓励创新，例如“863计划”、“973计划”、“自然科学基金”以及“重大新药创制项目”等。从政策方面，如研发费用加计扣除等，进一步激励药企研发创新，加大创新扶持力度。从药物审评方面，对于创新药的审评，政策应持续支持，加速创新药的审批上市过程。另外，我们认为，鉴于欧美发达国家的创新药发展经验，未来医保可对创新药上市后给予特殊政策，专利保护、知识产权保护方面将更加严格，且税收方面亦应给予创新药企业更大的支持。

3. 加快建立辅助用药目录，重点监控使用情况

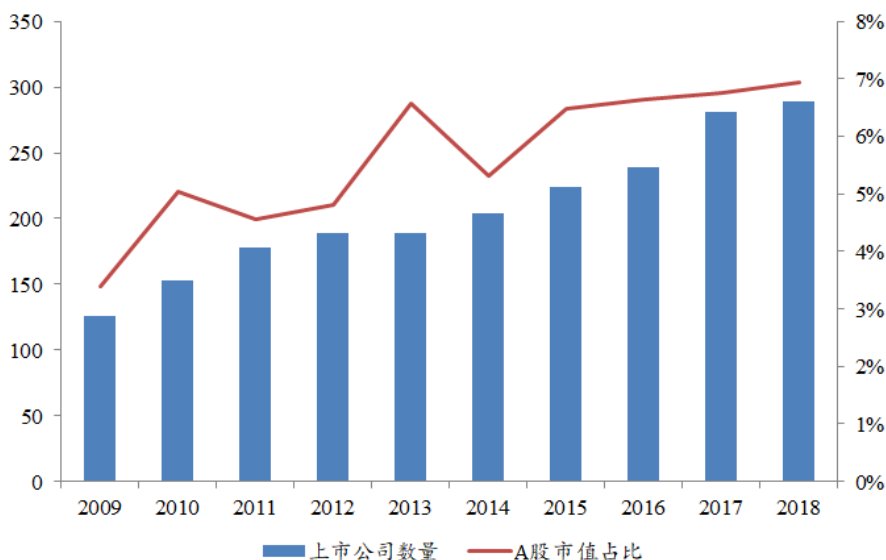
加快建立辅助用药目录，重点监控辅助用药使用情况，加速医保支付“腾笼换鸟”。加快建立辅助用药目录，加强医疗机构辅助用药临床应用管理，规范辅助用药临床应用行为，促进临床合理用药。辅助用药将会面临更加严格的医保控费压力。根据卫健委于2018年12月12日发布的《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》，目前各省已经上报各辖区用量排名前20的辅助用品种，国家应加速制定全国辅助用药目录并公布。我们认为，辅助用药目录的制定将会使辅助用药大品种受到更为严格的监控，无论是使用量上还是医保支付上都会有更为严格的约束，加速医保支付“腾笼换鸟”，未来非治疗性用药的空间将会被更严厉的压缩。

四、医药行业在资本市场中的发展情况

(一) 当前共近 300 家医药上市公司，占比 A 股总市值超过 6%

截至 5 月 29 日，医药上市公司共 295 家，数量占比 A 股整体的 8.15%，市值占比为 6.50%。从 A 股上市公司数量来看，2009 年至今医药行业平均每年有约 17 家公司新上市，其中 2017 年上市数量创历年之最，达到 42 家。从 A 股市值占比来看，2014 年-2018 年医药板块市值占 A 股总市值比例分别为 5.31%、6.48%、6.65%、6.76% 和 6.95%，A 股市值占比逐年提升。截至到 2019 年 5 月 29 日，市值突破千亿的医药公司有 2 家，分别为恒瑞医药（2738.3 亿元）和迈瑞医疗（1769 亿元）。

图 4.1.1: 医药行业上市公司数量与 A 股市值占比情况

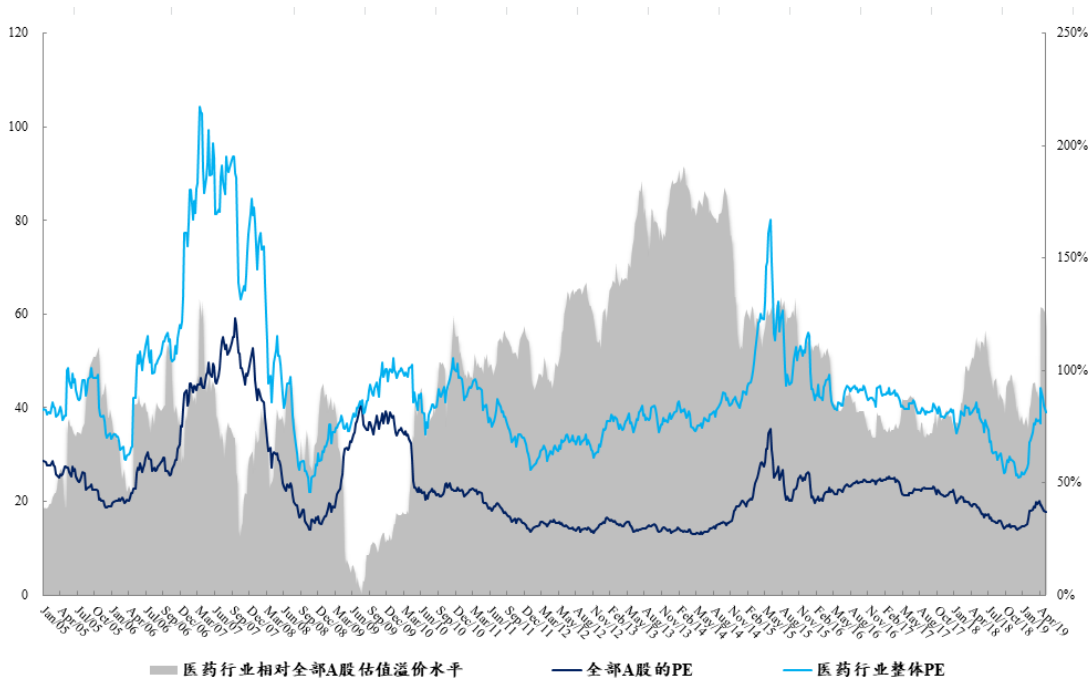


资料来源：中国银河证券研究院

(二) 年初至今板块表现差于沪深 300，估值处于历史中等偏高位置

19 年初至今医药生物指数上涨 18.27%，沪深 300 上涨 19.37%，医药板块整体表现差于沪深 300。截至 5 月 24 日，医药行业一年滚动市盈率为 39.16 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 17.74 倍，分别较 05 年以来的历史均值低 4.83 个单位和 5.89 个单位。医药股相对 A 股溢价率较 2005 年以来的平均值高 25.88 个百分点，位于相对高位，当前值为 120.75%，历史均值为 94.87%。

图 4.2.1: 医药股相对全部 A 股估值溢价情况



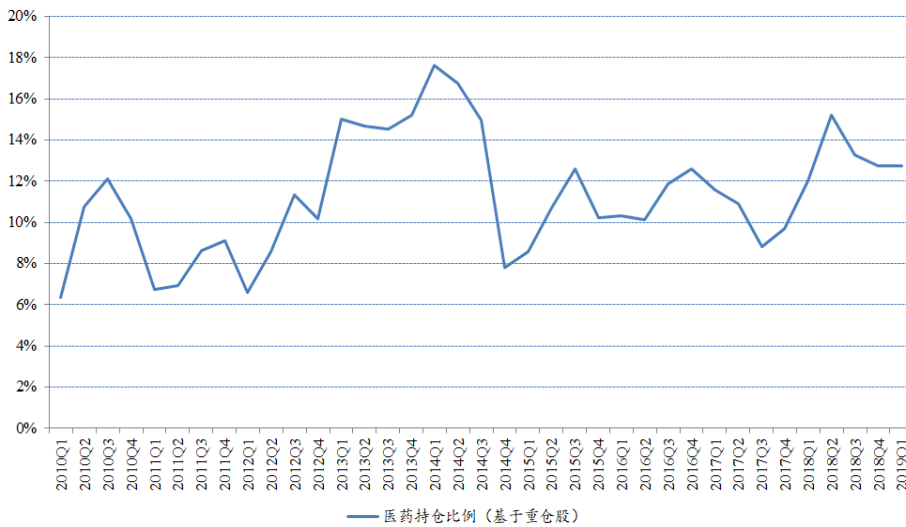
资料来源: 中国银河证券研究院

(三) 主动公募 19Q1 医药持仓比重持平, 集中度微降

1. 19Q1 主动/非债基金医药股持仓占比持平

2019Q1 基金医药持仓比例 12.75%，与 18Q4 持平。我们统计了所有主动/非债基金所持的十大重仓股情况，基于重仓股（剔除港股）信息，我们测算的主动型非债券基金医药股持仓比例为 12.75%，与 2018Q4 相比保持不变（下降 0.0032pp），较 2018Q3 下降 0.49pp，较 2018Q2 下降 2.44pp。2010 年至今的医药持仓变化如下图所示。

图 4.3.1: 基金医药持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们逐个剔除医疗医药健康行业基金后，19Q1 主动型非债券基金的医药股持仓比重为 9.40%，较 18Q4 下降 0.11pp。剔除行业基金后的主动型非债券基金的医药持仓比重在 18Q2 达到近 3 年的最高点，19Q1 为 9.40%，环比下降 0.11pp，占比全行业第二。各季度历史数据依次如下：18Q4 为 9.51%，18Q3 为 9.70%，18Q2 为 11.50%，18Q1 为 8.99%，17Q4 为 7.11%，17Q3 为 6.42%，17Q2 为 8.09%，17Q1 为 8.98%，16Q4 为 9.59%，16Q3 为 8.74%。

剔除行业基金后，主动型非债券基金中生物医药板块超配程度较 18Q4 有所提升。以 19 年 3 月 31 日市值计，医药板块市值占 A 股总市值比例为 7.06%，而剔除医疗医药健康行业基金后主动型非债券基金中医药股 19Q1 持仓比重为 9.40%，高于医药板块市值占比 2.34pp，18Q4 超配为 2.16pp，超配程度较 18Q4 有所提升。

2. 重仓股集中度微降，持有结构变化明显

从基金重仓持有数量来看，19Q1 主动非债基金重仓基金数排名前五的标的分别为长春高新 (336 只)、恒瑞医药 (218 只)、智飞生物 (98 只)、泰格医药 (89 只) 和通策医疗 (80 只)。重仓持有基金数量增幅最大的前十名分别为：长春高新 (+160)、泰格医药 (+38)、康泰生物 (+36)、康弘药业 (+29)、新和成 (+22)、普利制药 (+21)、爱尔眼科 (+20)、恒瑞医药 (+19)、山大华特 (+17)、通策医疗 (+16)。减幅最大的前十名分别为：迈瑞医疗 (-60)、济川药业 (-31)、白云山 (-24)、同仁堂 (-23)、华东医药 (-16)、凯莱英 (-16)、华兰生物 (-15)、鱼跃医疗 (-13)、云南白药 (-13)、天坛生物 (-11) 和国药股份 (-11)。

从基金重仓持有市值来看，19Q1 主动非债基金持股总市值排名前五的标的分别为长春高新、恒瑞医药、美年健康、通策医疗和爱尔眼科。其中持有市值增加最多的前十名分别为：长春高新 (+64.00 亿元)、恒瑞医药 (+30.38 亿元)、通策医疗 (+18.52 亿元)、爱尔眼科 (+16.55 亿元)、华兰生物 (+15.03 亿元)、美年健康 (+13.94 亿元)、泰格医药 (+13.81 亿元)、康弘药业 (+9.66 亿元)、金域医学 (+9.58 亿元) 和健友股份 (+8.81 亿元)。持有市值减少最多的前十名分别为：济川药业 (-12.06 亿元)、迈瑞医疗 (-7.53 亿元)、同仁堂 (-7.18 亿元)、复星医药 (-7.17 亿元)、华东医药 (-6.70 亿元)、翰宇药业 (-3.64 亿元)、

白云山（-3.53 亿元）、葵花药业（-3.06 亿元）、华润双鹤（-1.88 亿元）和东阿阿胶（-1.57 亿元）。

19Q1 主动非债公募基金总计重仓医药股 2673 次，被重仓股数为 152 只，持有总市值为 952.94 亿元。对于 18Q4，主动非债公募基金总计重仓医药股 2365 次，被重仓股数为 135 支，持有总市值为 713.82 亿元。具体对比来看：

从前 30 名&前 20 名基金重仓股占比重仓总市值的情况来看，19Q1 重仓股集中度比 18Q4 略有下降。19Q1 前三十名重仓股票的持有市值占基金重仓持有医药股总市值的 81.6%；前二十重仓市值覆盖 70.5%。对于 18Q4 情况：18Q4 前三十名重仓股票的持有市值占基金重仓持有医药股总市值的 82.0%；前二十重仓市值覆盖 70.5%。

从前 30 名&前 20 名基金重仓股占比重仓股数量的情况来看，19Q1 重仓股集中度略有下降。19Q1 前三十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 73.0%；前二十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 61.4%。对比 18Q4 情况：18Q4 前三十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 73.7%；前二十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 61.5%。

五、投资策略及组合表现

(一) 坚持自下而上，精选优质赛道龙头

1. 看好创新药械及创新服务产业链

我们认为，创新是医药行业的永恒主题。全球范围来看，医药行业的投资机会紧密围绕创新展开。重磅新药可带来丰厚的经济效益，因此创新药研发对全球医药巨头意义非凡。一方面，我们看好具有持续创新能力的创新药械公司，如创新药龙头恒瑞医药（600276）、创新器械龙头乐普医疗（300003），同时关注贝达药业（300558）、康弘药业（002773）等；另一方面，我们看好服务于创新药的 CRO/CDMO 公司凭借创新浪潮中的“卖水者”逻辑保持高速增长。我们看好凯莱英（002821），同时关注药明康德（603259）、昭衍新药（603127）、泰格医药（300347）等。

2. 看好社会办医在医疗服务领域的发展

支持社会办医是新医改的重要内容之一，因此持续受到政策支持。18 年初的政府工作报告明确指出：推进社会体制改革。深化公立医院综合改革，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付改革，提高医疗卫生服务质量，下大力气解决群众看病就医难题。深入推进教育、文化、体育等改革，充分释放社会领域巨大发展潜力。政府工作报告重复强调，支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给。我们认为，民营医疗机构的发展壮大是新医改成功的关键点，国家政策有望在较长时间上给社会办医以支持，而消费升级和人口老龄化也将对民营医疗机构持续提出需求。我们看好医疗服务行业发展前景，推荐爱尔眼科（300015），重点关注信邦制药（002390）、美年健康（002044）、通策医疗（600763）等。

3. 看好 OTC 板块龙头

我们认为 OTC 板块值得看好，一方面，OTC 行业目前整体上处于集中度提升过程，品牌壁垒和销售渠道的壁垒都在提升，在前期的营改增、两票制、广告法等政策下小企业加速退出。同时，医药消费升级，医药消费者的品牌意识提升，也利于拥有品牌的龙头企业。另一方面，从医改角度讲，OTC 主要为药店消费的自费药，不受医保控费、降价、药占比等政策的影响。我们重点推荐仁和药业（000650），关注亚宝药业（600351）、羚锐制药（600285）等。

4. 看好医药流通受益于“两票制”影响消退

我们认为医药流通行业有望实现业绩与估值双修复。从业绩角度看：1. 两票制全国推广实施对医药流通行业所造成的短期波动已逐步消退。2. 4+7 带量采购对全国流通市场收入影响十分有限；3. 流动性宽松、利率下行趋势明显，减少流通企业财务费用；4. 从结果看，18 年年报已经显示出业绩修复趋势。从估值角度看：1. 当前各医药流通龙头企业均处于十年以上的估值绝对底部，估值修复空间充裕；2. 我们研究了最近三轮牛市中医药商业板块涨幅并与生物医药行业和 A 股市场整体做以对比，发现牛市中医药商业板块弹性并不小，甚至超过医药行业整体；3. 前期压制流通龙头估值的主要因素是应收账款账期和经营活动净现金流，随着市场风险偏好上升和流通龙头对账期、回款的把控力度增强，这一压制估值的主要因素影响有望减退。我们看好受益于行业集中度提升而有望盈利能力提升的医药商业龙头公司，重点推荐九州通

(600998), 关注柳药股份 (603368)、国药股份 (600511)、上海医药 (601607)、国药一致 (000028) 等。

(二) 推荐标的组合表现

根据上述投资逻辑, 我们于 2019 年 2 月 15 日 (按当日收盘价计算投资成本) 构建了包含有 13 支股票的等权重投资组合, 并且每周都会根据情况对组合成分股进行调整 (也可不调整)。截至 2019 年 5 月 29 日, 我们的投资组合累计上涨 28.30%, 相对收益为 18.56%, 同期沪深 300 指数上涨 9.74%。

表 5.2.1: 推荐组合、推荐理由及表现 (截至 2019.5.29)

代码	公司	推荐理由	累计涨幅	最近调入时间
600276.SH	恒瑞医药	创新药及国际化的绝对龙头	15.9%	2019.2.15
603456.SH	九洲药业	低估值高成长的创新服务产业链 CDMO 企业	-15.9%	2019.3.15
002821.SZ	凯莱英	国内 CDMO 龙头, 打造药物研发与生产服务一体化生态圈	13.2%	2019.2.15
300015.SZ	爱尔眼科	社会资本办医龙头	25.1%	2019.2.15
603127.SH	昭衍新药	临床前 CRO 绝对龙头, 受益于医药创新浪潮	2.8%	2019.5.10
300142.SZ	沃森生物	生物药龙头, 13 价肺炎疫苗有望获批	28.6%	2019.2.15
603233.SH	大参林	连锁药店龙头, 受益于药店连锁化和处方药外流, 景气度高	9.5%	2019.5.10
603707.SH	健友股份	依诺肝素欧洲陆续获批, 注射剂出口逻辑不断兑现。肝素粗品库存充足, 猪瘟疫情下议价能力强。	10.5%	2019.4.26
000661.SZ	长春高新	生长激素龙头, 收购金赛药业剩余 30% 股权释放成长动力	47.1%	2019.2.15
002727.SZ	一心堂	连锁药店龙头, 受益于药店连锁化和处方药外流, 景气度高	41.1%	2019.2.15
300347.SZ	泰格医药	临床前 CRO 绝对龙头, 受益于医药创新浪潮	5.5%	2019.5.10
600332.SH	白云山	业务多元化, 王老吉品牌拥有者, 打造综合性龙头	13.9%	2019.2.15
002007.SZ	华兰生物	血制品龙头, 四价流感独家获批有望持续增厚业绩	16.8%	2019.2.15

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5.2.1: 推荐组合创立以来表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

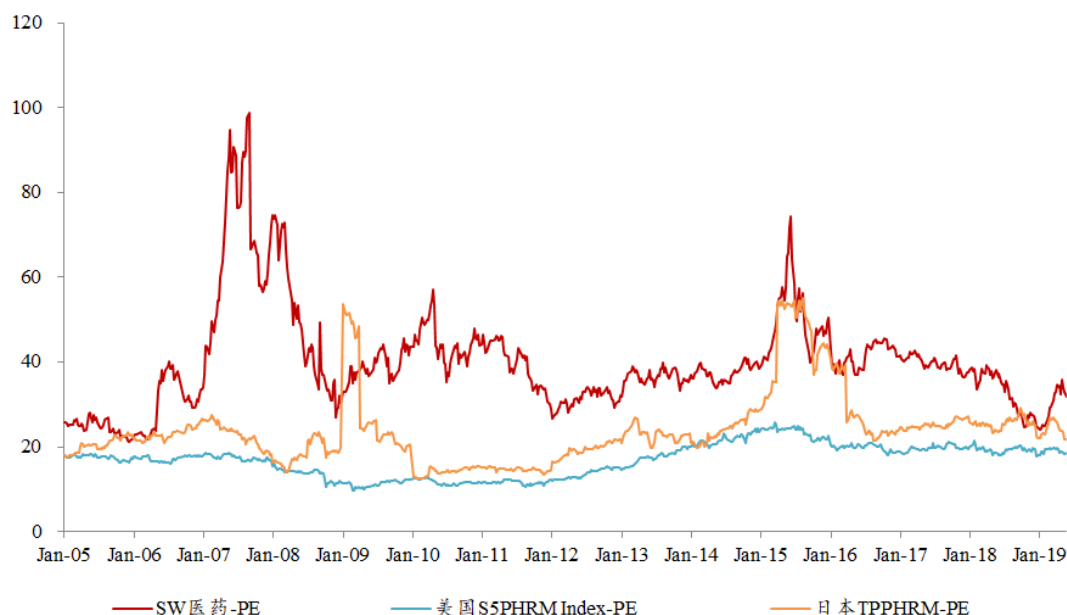
新药研发进度不及预期, 带量采购推行进度超出预期, 谈判降价力度超出预期

七、附录: 国内外对比

(一) 国内外板块对比

国内医药板块市盈率高于美国和日本, 相对溢价率处于较低水平。以 2019 年 5 月 24 日收盘价计算, 国内医药板块的动态市盈率为 31.77 倍 (指数法, TTM)。同期美国医药板块为 18.61 倍, 日本医药板块为 21.82 倍, 我国医药板块 PE 高于美国和日本。以 SW 医药对各国医药板块的 PE 溢价率计算, 国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低 78.5 个百分点, 当前值为 70.7%, 历史均值为 149.2%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低 38.7 个百分点, 当前值为 45.6%, 历史均值为 84.2%。我们认为国内医药指数市盈率估值水平通常高于国际医药指数的原因主要是国内医药上市公司整体增速高于全球药品市场增速, 国内上市公司整体增速在 10-15%, 而全球药品市场增速在 5% 左右。

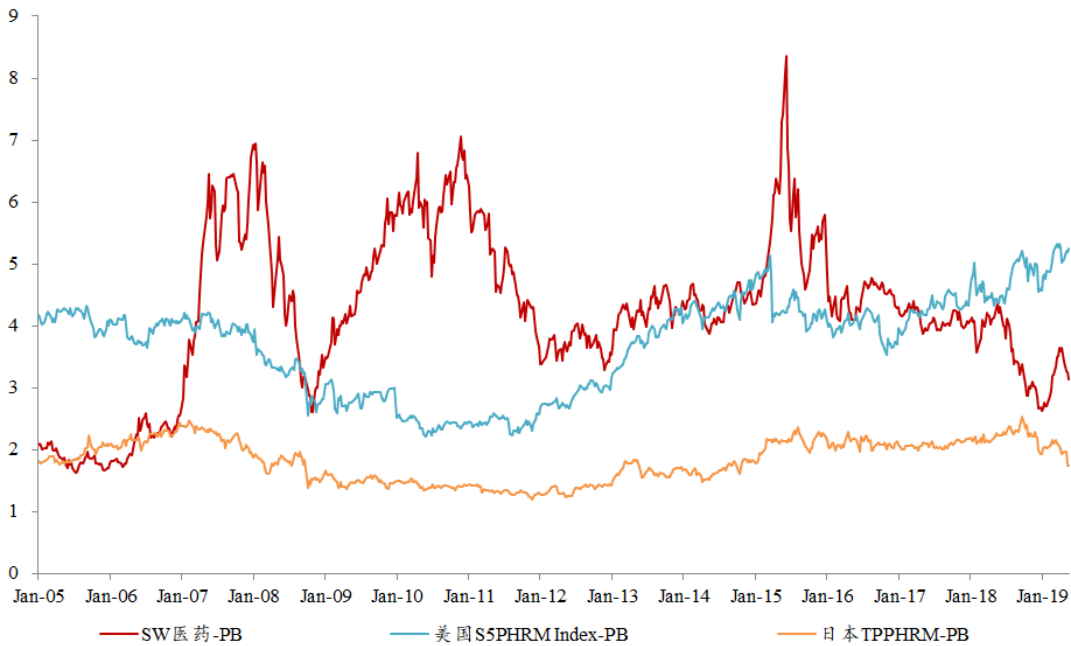
图 7.1.1: 各国医药板块 PE 比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

国内医药板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史较低水平。以 2019 年 5 月 24 日收盘价计算，国内医药板块的市净率为 3.14 倍，同期美国医药板块为 5.25 倍，日本医药板块为 1.74 倍，我国医药板块 PB 低于美国，高于日本。以 SW 医药对各国医药板块的 PB 溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低 62.8 个百分点，当前值为 -40.2%，历史均值为 22.6%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低 61.9 个百分点，当前值为 80.1%，历史均值为 142.0%。国内医药指数市净率估值水平低于美国而明显高于日本，主要原因是美国市场以创新药为主，盈利能力明显强于中国和日本的医药企业。

图 7.2.1: 各国医药板块 PB 比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

(二) 国内外龙头公司对比

我们筛选全球市值在 500 亿美元以上(及接近 500 亿美元)的国际巨头及在细分领域具有代表性的共计 52 家国际医药龙头公司, 计算了其 2018 年及 2017 年的收入、净利润增速及估值等(排除掉部分未出 18 年业绩的公司), 详情见附表 12。从收入角度看, 2019Q1 年收入增速平均为 7.50%, 中位数为 4.56%, 多数处于 -5%~15% 区间; 2018 年收入增速平均为 7.97%, 中位数为 6.87%, 多数位于 0%~20% 区间。从净利润角度看, 2019Q1 年净利润增速平均为 12.84%, 中位数为 12.02%, 多数处于 -100%~100% 区间; 2018 年净利润增速平均为 152.44%, 中位数为 23.47%, 多数位于 -50%~400% 区间。而其所对应的估值(以 2019.5.23 计)平均数为 74.20 倍, 估值中位数为 20.31 倍, 多数处于 10~70 倍之间。

A 股市场, 我们列示国内市值居前的 25 只医药行业白马股及重点覆盖公司如附表 13 所示。从收入角度看, 其 2019Q1 收入增速均值为 20.71%, 中位数为 15.66%, 多数位于 0%~30% 区间; 2018 年收入增速均值为 20.73%, 中位数为 11.99%, 多数位于 0%~40% 区间。从净利润角度看, 25 只白马股 2019Q1 净利润增速均值为 16.85%, 中位数为 10.42%, 主要处于 -15%~50% 之间; 2018 年净利润增速均值为 16.25%, 中位数为 16.28%, 主要处于 0%~60% 之间。而观察其目前的估值水平(以 2019.5.24 计), 市盈率平均为 18.86 倍, 中位数为 23.70 倍, 主要位于 10~70 倍区间。

表 7.2.1: 港股及中概股龙头业绩增速与估值 (美股单位: 百万美元; 港股单位: 亿人民币)

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM	当前市值
		19Q1	Y18	19Q1	Y18	2019/5/24	2019/5/24
BGNE.UW	百济神州	-60.27%	-601.59%	139.16%	-22.17%	-130.96	7675
CBPO.UW	泰邦生物	19.34%	88.48%	15.40%	26.04%	25.21	3519
1093.HK	石药集团	4.61%	31.92%	1.97%	36.00%	23.70	712
1177.HK	中国生物制药	11.10%	316.70%	33.43%	40.96%	8.70	814
1099.HK	国药控股	35.87%	10.46%	30.92%	24.06%	12.12	756
0950.HK	李氏大药厂		79.86%		12.80%	8.28	30

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (市盈率根据稀释每股收益计算得出)

附表 1: 2018 年医药板块海外收入占比一览

股票代码	股票名称	海外业务收入 (万元)	营业收入 (万元)	海外收入占比
300677.SZ	英科医疗	182,365	189,254	96.36%
002821.SZ	凯莱英	166,007	183,488	90.47%
002399.SZ	海普瑞	435,129	481,497	90.37%
300759.SZ	康龙化成	259,142	290,812	89.11%
002950.SZ	奥美医疗	180,038	202,751	88.80%
300636.SZ	同和药业	23,523	26,712	88.06%
603538.SH	美诺华	69,706	84,896	82.11%
603229.SH	奥翔药业	19,912	24,389	81.65%
002626.SZ	金达威	232,449	287,262	80.92%
300363.SZ	博腾股份	92,679	118,486	78.22%
002382.SZ	蓝帆医疗	205,014	265,312	77.27%
300725.SZ	药石科技	36,487	47,825	76.29%
300401.SZ	花园生物	50,251	66,022	76.11%
603259.SH	药明康德	704,290	961,368	73.26%
603707.SH	健友股份	122,512	170,033	72.05%
300562.SZ	乐心医疗	53,834	77,510	69.45%
603301.SH	振德医疗	96,851	142,886	67.78%
002001.SZ	新和成	580,639	868,338	66.87%
002365.SZ	永安药业	65,371	100,541	65.02%
002432.SZ	九安医疗	36,211	56,388	64.22%
600521.SH	华海药业	317,243	509,460	62.27%
603456.SH	九洲药业	110,232	186,223	59.19%
603309.SH	维力医疗	43,246	74,583	57.98%
603079.SH	圣达生物	28,323	49,271	57.48%
300206.SZ	理邦仪器	56,914	99,272	57.33%
300702.SZ	天宇股份	82,611	146,696	56.31%
300049.SZ	福瑞股份	48,021	86,703	55.39%
002551.SZ	尚荣医疗	88,613	163,043	54.35%
002166.SZ	莱茵生物	31,411	61,956	50.70%
300633.SZ	开立医疗	60,468	122,685	49.29%
603880.SH	南卫股份	23,445	47,982	48.86%
002099.SZ	海翔药业	132,764	271,861	48.84%
300765.SZ	新诺威	57,657	124,010	46.49%
300347.SZ	泰格医药	106,630	230,066	46.35%
603987.SH	康德莱	66,842	145,006	46.10%
000952.SZ	广济药业	37,067	84,383	43.93%
002550.SZ	千红制药	53,849	132,168	40.74%
000739.SZ	普洛药业	257,172	637,640	40.33%
603520.SH	司太立	33,375	89,047	37.48%

002675.SZ	东诚药业	83,548	233,282	35.81%
300497.SZ	富祥股份	41,378	116,343	35.57%
300381.SZ	溢多利	59,621	176,817	33.72%
002332.SZ	仙琚制药	110,274	362,175	30.45%
600216.SH	浙江医药	199,534	685,874	29.09%
600796.SH	钱江生化	12,347	44,273	27.89%
002019.SZ	亿帆医药	127,909	463,180	27.62%
300314.SZ	戴维医疗	8,013	30,030	26.68%
300199.SZ	翰宇药业	33,725	126,444	26.67%
600529.SH	山东药玻	68,904	258,463	26.66%
600488.SH	天药股份	63,793	242,786	26.28%
300233.SZ	金城医药	78,186	300,797	25.99%
300760.SZ	迈瑞医疗	351,790	1,375,336	25.58%
600211.SH	西藏药业	25,741	102,788	25.04%
002219.SZ	恒康医疗	95,650	383,839	24.92%
300030.SZ	阳普医疗	13,183	54,996	23.97%
600196.SH	复星医药	590,622	2,491,827	23.70%
300171.SZ	东富龙	44,852	191,682	23.40%
300482.SZ	万孚生物	38,261	165,006	23.19%
000756.SZ	新华制药	119,475	520,787	22.94%
300255.SZ	常山药业	37,684	165,263	22.80%
600789.SH	鲁抗医药	74,154	332,960	22.27%
600645.SH	中源协和	25,398	132,052	19.23%
300676.SZ	华大基因	48,504	253,641	19.12%
603222.SH	济民制药	13,177	69,783	18.88%
300246.SZ	宝莱特	14,957	81,339	18.39%
300396.SZ	迪瑞医疗	16,553	93,342	17.73%
300216.SZ	千山药机	3,509	20,083	17.47%
300298.SZ	三诺生物	26,592	155,051	17.15%
300453.SZ	三鑫医疗	8,989	53,130	16.92%
600420.SH	现代制药	184,088	1,132,078	16.26%
000597.SZ	东北制药	120,715	746,656	16.17%
300318.SZ	博晖创新	9,879	62,209	15.88%
600380.SH	健康元	176,384	1,120,396	15.74%
002223.SZ	鱼跃医疗	65,717	418,339	15.71%
002020.SZ	京新药业	45,307	294,380	15.39%
300358.SZ	楚天科技	25,062	163,179	15.36%
600812.SH	华北制药	132,593	921,378	14.39%
000513.SZ	丽珠集团	109,239	886,066	12.33%
600079.SH	人福医药	223,658	1,863,383	12.00%
300685.SZ	艾德生物	4,588	43,903	10.45%

002349.SZ	精华制药	12,710	135,471	9.38%
300026.SZ	红日药业	39,309	422,396	9.31%
002022.SZ	科华生物	17,926	199,021	9.01%
600851.SH	海欣股份	9,662	109,868	8.79%
900917.SH	海欣 B 股	9,662	109,868	8.79%
600721.SH	*ST 百花	3,671	41,919	8.76%
002901.SZ	大博医疗	6,416	77,247	8.31%
600267.SH	海正药业	84,345	1,018,744	8.28%
300452.SZ	山河药辅	3,378	42,856	7.88%
603811.SH	诚意药业	4,175	54,577	7.65%
300267.SZ	尔康制药	17,730	235,449	7.53%
002118.SZ	紫鑫药业	9,578	132,496	7.23%
000710.SZ	贝瑞基因	10,130	143,979	7.04%
600085.SH	同仁堂	98,304	1,420,864	6.92%
300003.SZ	乐普医疗	43,871	635,630	6.90%
600436.SH	片仔癀	31,608	476,616	6.63%
300289.SZ	利德曼	4,185	65,480	6.39%
300630.SZ	普利制药	3,670	62,390	5.88%
603351.SH	威尔药业	4,585	80,145	5.72%
300412.SZ	迦南科技	3,196	57,876	5.52%
300326.SZ	凯利泰	4,897	93,091	5.26%
002102.SZ	ST 冠福	70,159	1,429,309	4.91%
300147.SZ	香雪制药	12,117	250,425	4.84%
600055.SH	万东医疗	4,359	95,453	4.57%
002644.SZ	佛慈制药	2,437	54,458	4.48%
300639.SZ	凯普生物	2,559	58,035	4.41%
002173.SZ	创新医疗	4,631	105,889	4.37%
600513.SH	联环药业	4,432	101,924	4.35%
600276.SH	恒瑞医药	65,091	1,741,790	3.74%
000908.SZ	景峰医药	9,564	258,570	3.70%
002435.SZ	长江润发	17,247	467,376	3.69%
002923.SZ	润都股份	3,553	104,386	3.40%
600129.SH	太极集团	34,807	1,068,938	3.26%
603127.SH	昭衍新药	1,202	40,880	2.94%
300705.SZ	九典制药	2,167	80,138	2.70%
000705.SZ	浙江震元	6,876	285,806	2.41%
600161.SH	天坛生物	6,748	293,106	2.30%
000538.SZ	云南白药	59,000	2,670,821	2.21%
600867.SH	通化东宝	5,926	269,293	2.20%
000566.SZ	海南海药	5,272	247,177	2.13%
002940.SZ	昂利康	2,604	125,505	2.07%

002390.SZ	信邦制药	11,754	658,028	1.79%
002252.SZ	上海莱士	2,798	180,424	1.55%
603658.SH	安图生物	2,920	192,968	1.51%
300406.SZ	九强生物	1,162	77,418	1.50%
300404.SZ	博济医药	257	17,204	1.49%
300529.SZ	健帆生物	1,504	101,651	1.48%
601607.SH	上海医药	214,079	15,908,440	1.35%
300009.SZ	安科生物	1,797	146,155	1.23%
002693.SZ	双成药业	378	33,724	1.12%
002262.SZ	恩华药业	4,040	385,817	1.05%
300434.SZ	金石东方	993	97,072	1.02%
600587.SH	新华医疗	10,008	1,028,364	0.97%
002275.SZ	桂林三金	1,476	158,467	0.93%
600422.SH	昆药集团	6,490	710,198	0.91%
000661.SZ	长春高新	4,696	537,499	0.87%
000518.SZ	四环生物	332	39,551	0.84%
300753.SZ	爱朋医疗	226	29,803	0.76%
600664.SH	哈药股份	7,431	1,081,361	0.69%
300439.SZ	美康生物	2,046	313,512	0.65%
600329.SH	中新药业	2,959	635,862	0.47%
000963.SZ	华东医药	12,224	3,066,337	0.40%
002603.SZ	以岭药业	1,631	481,456	0.34%
000999.SZ	华润三九	4,102	1,342,775	0.31%
002932.SZ	明德生物	46	17,638	0.26%
603976.SH	正川股份	142	59,578	0.24%
300583.SZ	赛托生物	237	105,228	0.23%
600252.SH	中恒集团	707	329,877	0.21%
300086.SZ	康芝药业	176	88,274	0.20%
300463.SZ	迈克生物	533	268,530	0.20%
002727.SZ	一心堂	1,798	917,627	0.20%
600781.SH	辅仁药业	1,212	631,731	0.19%
002287.SZ	奇正藏药	222	121,321	0.18%
600351.SH	亚宝药业	530	291,810	0.18%
300122.SZ	智飞生物	917	522,831	0.18%
600090.SH	同济堂	1,528	1,084,154	0.14%
603367.SH	辰欣药业	523	380,808	0.14%
002581.SZ	未名医药	91	66,459	0.14%
000150.SZ	宜华健康	297	220,400	0.13%
600332.SH	白云山	4,401	4,223,384	0.10%
002437.SZ	誉衡药业	474	548,134	0.09%
600998.SH	九州通	7,387	8,713,636	0.08%

002900.SZ	哈三联	158	217,252	0.07%
002817.SZ	黄山胶囊	19	29,471	0.06%
300601.SZ	康泰生物	123	201,690	0.06%
603858.SH	步长制药	795	1,366,475	0.06%
002007.SZ	华兰生物	187	321,690	0.06%
002728.SZ	特一药业	33	88,498	0.04%
002433.SZ	太安堂	124	331,530	0.04%
002773.SZ	康弘药业	40	291,745	0.01%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院。注: 其他未出现在表格中的就是 18 年海外收入为 0 的公司。

附表 2: 两办发文鼓励药械创新要点概况

序号	要点	细则
1	改革临床试验管理	<p>(1) 临床研究资源短缺问题将解决: 《意见》明确临床试验机构资格认定改为备案制, 鼓励社会力量投资设立临床试验机构; 同时支持临床试验机构和人员开展临床试验, 将临床试验条件和能力评价纳入医疗机构等级评审, 并对开展临床试验的医疗机构建立单独评价考核体系, 对临床试验研究者与临床医生一视同仁, 将有利于调动医疗机构和科研人员开展临床试验的积极性。</p> <p>(2) 优化临床试验审批程序和支持拓展性临床试验有助于提升研发效率。建立完善注册申请人与审评机构的沟通交流机制, 包括临床试验申请前沟通等。申请受理后一定期限内 CFDA 未提出意见的视为同意。同时, 支持拓展性临床试验将使新药审评灵活化, 推动新药研发以患者需求为最终导向。</p> <p>(3) 严查数据造假行为, 落实临床试验数据责任人, 有助于净化研发环境。</p>
2	加快上市审评审批	<p>(1) 加快临床急需药品医疗器械审评审批。对于临床急需药械, 允许附带条件批准上市, 上市后按要求开展补充研究。</p> <p>(2) 支持罕见病治疗药械研发, 提升罕见病患者需求可及性。罕见病药械申请人可申请减免临床试验; 境外已批准罕见病治疗药械科附带条件批准上市。罕见病药械市场热度有望提升。</p> <p>(3) 严格药品注射剂审评审批, 利好现有存量市场中的高质量品种。口服制剂可满足需求的, 不批准注射剂上市; 肌注能满足需求的, 不批准静注上市; 大容量、小容量、粉针间的互换剂型申请, 无明显临床优势的不予批准。</p> <p>(4) 药品与药用原辅料、包装材料关联审批, 药品上市许可持有人对其整体质量负责, 有利于产品质量监管。</p> <p>(5) 支持中药传承和创新, 利好优质中药龙头。将中药注册管理分为创新药、改良型新药、经典名方类中药和天然药物, 并提出特定的技术评价特点。</p>
3	促进药品创新和仿制药发展	<p>(1) 建立上市药品目录集, 效仿美国 FDA 橙皮书, 标注原研及通过一致性评价仿制药的相关信息, 利好一致性评价进度领先的企业。</p> <p>(2) 探索建立药品专利链接制度, 有利于保护专利权人合法权益, 降低仿制药专利侵权风险, 鼓励仿制药发展。但与征求意见稿相比增添“探索”二字, 推进尚需时日。</p> <p>(3) 试点药品专利期限补偿制度、完善落实药品试验数据保护制度, 均体现出对新药研发的支持、鼓励和保护。</p> <p>(4) 促进药品仿制生产, 支持生物类似药、药械组合产品的仿制, 利好优秀的仿制药生产企业, 同时为 CRO 企业带来机会。</p> <p>(5) 发挥企业创新主体作用, 允许科研机构和科研人员在限定条件下申报临床试验, 可有效调动科研人员参与积极性, 促进科技成果转移转化。</p> <p>(6) 支持新药临床应用, 未来将通过医保目录动态调整、医保支付标准、新药纳入集采范围等一系列配套政策, 加快疗效确切的新药迅速放量。</p>
4	加强药品	<p>(1) 明确推动上市许可持有人制度全面实施, 适用范围由药品扩展到药品+器械。同时落实上市许可持有人的法律责任,</p>

医疗器械 全生命周 期管理	建立上市许可持有人直接报告不良反应和不良事件制度。对上市许可持有人从药械研发、临床试验、生产、销售和 不良事件报告等方面进行全生命周期管理，有助于保障药械产品质量。 (2) 提出开展药品注射剂和完善医疗器械再评价制度，范围扩大到注射剂和器械。 (3) 规范药品学术推广行为，净化医院终端药品销售环境，利好疗效确切品种放量。医药代表实行备案制，仅负责药品 学术推广，严禁承担药品销售任务，并禁止向药代等相关人员提供医生个人开具的药品处方数量。
5 提升技术 支撑能力 和加强组 织实施	要求完善技术审评体系和制度，加强审评检查能力建设，建设职业化检查员队伍。从医药产业参与国际竞争、促进人民 群众健康的战略高度，立足产业实际，放眼国际市场，对深化审评审批制度改革作了积极、系统的制度设计，有利于鼓 励创新，减少低水平重复，满足临床治疗需求，最终促进医药产业健康发展。

资料来源：CFDA，中国银河证券研究院

附表 3：国内企业向美国申报 IND 的创新药产品及研发进展

公司	产品	临床进展	作用机制	适应症	获批/公告日期
恒瑞医药	SHR-A1403	I 期	c-Met 抗体药物偶联物	恶性肿瘤	2017/1/24
	SHR-9146	I 期	IDO 抑制剂	恶性肿瘤	2017/5/3
	SHR-1316	I 期	PD-L1	恶性肿瘤	2017/1/16
	SHR-8554	I 期	μ 阿片受体激动剂	疼痛	2017/4/18
	SHR-1314	I 期	IL-17A 单抗	银屑病	2017/12/5
	INS-068	I 期	胰岛素	1/2 型糖尿病	2018/1/16
	吡咯替尼	I 期	EGFR/Her2 抑制剂	恶性肿瘤	2015 年报
	瑞格列汀	I 期	DPP-4 抑制剂	II 型糖尿病	2009/8/17
	HTI-2088(推测 为 SHR-2042)	I 期	GLP-1 (推测)	糖尿病	2017.2 启动
百济神州	BGB-3111	III 期	BTK 抑制剂	B-细胞恶性肿瘤	2017.1
	BGB-A317	III 期	PD-1	NSCLC、HCC 等	2017.11
	BGB-290	II 期	PARP 抑制剂	实体瘤	2018 年报
	BGB-283	II 期	B-RAF 抑制剂	实体瘤	2018 年报
健能隆(亿帆 医药控股)	F-627	III 期	G-CSF-Fc	化疗导致的嗜中性粒细胞 减少症	2016
	F-652	IIa 期	白介素-22	移植物抗宿主病	2015.5
		IIa 期	白介素-22	急性酒精性肝炎	2015.11
复宏汉霖(复 星医药控股)	HLX06	I 期	VEGFR2 单抗	实体瘤	2017.9
	HLX07	I 期	EGFR 单抗	实体瘤	2016/10/13
	HLX10	I 期	PD-1	实体瘤	2017.9
和记黄埔	沃利替尼	III 期	选择性 c-Met 抑制剂	乳头状肾细胞癌	2017.7
	唑喹替尼	I 期	VEGFR TKI	高加索人桥接试验	
	索凡替尼	I 期	VEGFR/FGFR TKI	高加索人桥接试验	
贝达药业	爱沙替尼	III 期	ALK TKI	非小细胞肺癌	2016.6
亚盛医药	APG-1252	I 期	Bcl-2/Bcl-XL 抑制剂	肿瘤	2016/12/22

	APG-115	I 期	MDM2-p53 抑制剂	恶性肿瘤	2016/6/1
	AT-101	II 期	Bcl-2 抑制剂	肿瘤	2013/8/23
	APG-8361	I 期完成	C-MET 抑制剂	肿瘤	默沙东授权权益
	APG-1387	I 期	IAP 抑制剂	晚期实体瘤, 恶性血液肿瘤	2017/11/13
东阳光药	HEC585 (伊非尼酮)	I 期 获批孤儿药	伊非尼酮	特发性肺纤维化	2017/2/22 2017/8/10
	KN035	I 期	PD-L1	肿瘤	2016/12/29
康宁杰瑞	KN035	I 期	PD-L1	肿瘤	2016/12/29
圣诺制药	STP705 (Cotsiranib)	IIa 期	抑制 TGF-β1 和 COX-2 因子表达	增生性瘢痕治疗	2016/11/7
康弘药业	康柏西普	III 期	抗 VEGF 融合蛋白	湿性年龄相关性黄斑变性	2016/9/30
爱森医药	AC0058	I 期	布鲁顿酪氨酸激酶 (BTK) 抑制剂	自身免疫性疾病	2016.2
索元生物 (权益均通 过 licence in 获得)	DB102	III 期	丝氨酸/苏氨酸激酶抑制剂	弥漫性大 B 淋巴瘤	2017.7
	DB103	II 期	mGlu 2/3R 激动剂	精神分裂症	
	DB104	IIb	5 羟色胺、去甲肾上腺素、和多巴胺再摄取抑制剂 (SNDR)	耐药性抑郁症	

资料来源: 各公司年报及官网新闻, 医药魔方, 中国银河证券研究院

附表 4: 国内企业创新药 Licence Out 梳理

许可方	合作方	标的资产	日期	交易总金额 (亿美元)	首付款 (亿美元)	销售分成
微芯生物	HUYA	西达本胺	2017/3/6	0.28	未披露	
和记黄埔	阿斯利康	沃利替尼	2011/12/21	1.40	0.20	是
和记黄埔	礼来	呋喹替尼	2013/10/9	0.87	未披露	是
百济神州	默克雪兰诺	BGB-283	2013/5/31	未披露	未披露	是
百济神州	默克雪兰诺	BGB-290	2013/11/13	2.32	未披露	是
百济神州	新基	BGB-A317	2017/7/6	13.93	2.63	是
博瀛生物	Teva	长效重组人血清白蛋白融合蛋白	2013/6/11	0.10	未披露	
信达生物	礼来	肿瘤抗体药物	2015/3/20	4.56	0.56	是
信达生物	礼来	3 个肿瘤免疫治疗双特异性抗体	2015/10/12	10.00	/	是
恒瑞医药	Incyte (合作已终止)	SHR-1210	2015/9/2	7.95	0.25	是
恒瑞医药	Arcutis	SHR-0302	2018/1/4	2.23	0.02	(6-12%)
恒瑞医药	TG Therapeutics	SHR-1459/SHR-1266	2018/1/8	3.50	0.01	(10-12%)
康方生物	默沙东	AK-107	2015/12/4	2.00	未披露	
正大天晴	强生	TLR7 激动剂	2016/1/18	2.53	未披露	是
复旦大学	HUYA	IDO 抑制剂	2016/3/15	0.65	未披露	
成都先导	英国癌症中心	临床前肺癌候选药物	2017/3/3	未披露	未披露	
科伦博泰	Pieris	肿瘤免疫单抗药物	2017/8/8	0.94	未披露	是
誉衡药业	Arcus	GLS-010	2017/8/17	8.16	0.19	是

南京传奇	杨森	LCAR-B38M	2017/12/21	未披露	3.5	是
------	----	-----------	------------	-----	-----	---

资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

附表 5：2018 年至今国内获批的自主研发创新药（截至 2019 年 5 月 29 日）

药品	企业	机理	适应症	注册分类	研发进度	状态开始日期	治疗领域分类
康柏西普眼用注射液	康弘生物	VEGF 阻断剂	治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害	治疗用生物制品 1	获批	2019/5/20	感觉系统药物
聚乙二醇洛塞那肽注射液	豪森药业	长效 GLP-1 受体激动剂	2 型糖尿病	化药 1	获批	2019/5/8	消化系统及代谢药
信迪利单抗	信达生物	PD-1	霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品 1	获批	2019/1/3	抗肿瘤和免疫调节剂
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	黑色素瘤	治疗用生物制品 1	获批	2018/12/21	抗肿瘤和免疫调节剂
I 型+III 型脊髓灰质炎减毒活疫苗糖丸（人二倍体细胞）	中科院医学生物研究所	获得性免疫	脊髓灰质炎	预防用生物制品 6	获批	2018/10/29	抗感染
呋喹替尼	和记黄埔	VEGFR 抑制剂	晚期胃癌、非小细胞肺癌、结直肠癌	化药 1	获批	2018/9/13	抗肿瘤和免疫调节剂
马来酸吡咯替尼	恒瑞医药	HER1/HER2 抑制剂	HER2 阳性转移性乳腺癌	化药 1	获批	2018/8/17	抗肿瘤和免疫调节剂
聚乙二醇化重组集干扰素变异体注射液	凯因科技	PEG-IFN-SA	慢性丙型肝炎	治疗用生物制品 9	获批	2018/7/6	抗病毒
丹诺瑞韦	歌礼生物	NS3/4A 蛋白酶抑制剂	全身用抗感染药物	化药 1	获批	2018/6/15	全身用抗感染药物
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物	获得性免疫	流感预防-成人型（3 岁及以上人群）	预防用生物制品 6	获批	2018/6/15	呼吸系统疾病
流感病毒裂解疫苗（四价）	长生生物	获得性免疫	流感预防-成人型（3 岁及以上人群）	预防用生物制品 6	获批	2018/6/15	呼吸系统疾病
注射用艾博卫泰	前沿生物	GP41 抑制剂	艾滋病	化药 1	获批	2018/5/30	全身用抗感染药物
硫培非格司亭	恒瑞医药	PEG-G-CSF	放化疗相关中性粒细胞减少症	治疗用生物制品 9	获批	2018/5/17	抗肿瘤和免疫调节剂
安罗替尼	正大天晴	VEGFR 抑制剂	转移性结直肠癌	化药 1	获批	2018/5/17	抗肿瘤和免疫调节剂
重组高效抗肿瘤抗病毒蛋白注射液	杰华生物	抑制病毒复制	慢性乙型肝炎	治疗用生物制品 1	获批	2018/4/20	抗肿瘤和免疫调节剂

资料来源：SDA，CDE，米内网，公司年报，中国银河证券研究院

附表 6: 2018 年至今国内报产的自主研发创新药 (截至 2019 年 5 月 29 日)

药品	企业	机理	适应症	注册分类	研发进度	状态开始日期	治疗领域分类
苯烯莫德乳膏	中昊药业, 天济药业	淋巴细胞激酶抑制剂	银屑病	化药 1	申请生产	2019/5/20	皮肤病用药
甲磺酸奥美替尼片	豪森药业, 翰森生物	EGFR 抑制剂	非小细胞肺癌	化药 1	申请生产	2019/4/17	抗肿瘤和免疫调节剂
重组人纽兰格林	泽生制药	修复心肌细胞	舒张性心衰	治疗用生物制品 1	申请生产	2019/1/31	心血管系统疾病
海泽麦布	海正药业	NPC1L1 抑制剂	原发性高胆固醇血症	化药 1	申请生产	2019/1/16	心血管系统疾病
盐酸恩莎替尼	贝达药业	ALK 抑制剂	非小细胞肺癌	化药 1	申请生产	2018/12/29	抗肿瘤和免疫调节剂
对甲苯磺酸尼拉帕利	再鼎医药	PARP 抑制剂	上皮卵巢癌	化药 1	申请生产	2018/12/14	抗肿瘤和免疫调节剂
甘露寡糖二酸	绿谷制药	捕获 β 淀粉样蛋白	阿尔茨海默症	化药 1	申请生产	2018/11/19	抗肿瘤和免疫调节剂
苯磺酸瑞马唑仑	人福药业	GABA _A 受体激动剂	麻醉	化药 1	申请生产	2018/11/14	镇静类
依达拉奉右旋莪萜醇	先声药业	清除脑卒中后自由基, 抑制炎症细胞因子表达	急性缺血性卒中	化药 1	申请生产	2018/10/31	心脑血管系统疾病
赞布替尼	百济神州	BTK 抑制剂	CLL/SLL	化药 1	申请生产	2018/10/23	白血病/肿瘤
磷丙泊酚二钠	人福药业	GABA _A 受体激动剂	短效全身麻醉药	化药 1	申请生产	2018/10/9	镇静类
重组结核杆菌融合蛋白 (EC)	智飞生物	变态反应原皮试 (IST)	结核杆菌感染筛查	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/9/6	抗感染
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/9/4	肿瘤
赞布替尼	百济神州	BTK 抑制剂	MCL	化药 1	申请生产	2018/8/27	肿瘤
盐酸拉维达韦	歌礼生物	NS5A	HCV	化药 1	申请生产	2018/8/2	抗病毒
甲磺酸氟马替尼	豪森药业	Bcr-Abl	慢性髓细胞白血病	化药 1	申请生产	2018/7/16	血液病
马来酸艾维替尼	艾森药业	EGFR-T790M	肺癌	化药 1	申请生产	2018/6/21	肿瘤
KW-136 胶囊	凯因科技	NS5A 蛋白酶抑制剂	HCV	化药 1	申请生产	2018/6/20	抗病毒
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物	获得性免疫	流感预防-儿童型 (6 月-35 月龄人群)	预防用生物制品 6	申请生产	2018/5/14	呼吸系统疾病
鼻喷冻干流感减毒活疫苗	百克生物	获得性免疫	预防流行性感冒	预防用生物制品 6	申请生产	2018/5/4	呼吸系统疾病

母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用)	智飞生物	获得性免疫	预防结核杆菌潜 伏感染人群发生 结核病	预防用生 物制品 1	申请生产	2018/4/27	呼吸系统疾 病
重组人乳头瘤病毒 16/18 型双价疫苗(大肠杆菌)	万泰生物	获得性免疫	预防宫颈癌	预防用生 物制品 1	申请生产	2018/3/29	肿瘤
优替德隆注射液	华昊中天	非紫杉类抗微管蛋 白聚合	乳腺癌	化药 1	申请生产	2018/3/27	肿瘤
甲苯磺酸瑞马唑仑	恒瑞医药	GABAa 受体激动剂	全身麻醉	化药 1	申请生产	2018/3/16	麻醉
重组人血管内皮抑素	吴中医药	广谱血管生成抑制 剂	非小细胞肺癌	治疗用生 物制品 1	申请生产	2018/3/8	肿瘤
四价流感病毒裂解疫苗	长生生物	获得性免疫	流感预防-儿童型 (6月-35月龄人 群)	预防用生 物制品 6	申请生产	2018/2/13	呼吸系统疾 病
13价肺炎球菌多糖结合 疫苗	沃森生物	获得性免疫	预防肺炎链球菌 感染	预防用生 物制品 3	申请生产	2018/2/5	呼吸系统疾 病
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	肿瘤消融	严重气道阻塞的 中央型非小细胞 肺癌的治疗	化药 1	申请生产	2018/1/16	肿瘤
可利霉素片	同联集团	大环内酯类抗生素	细菌感染	化药 1	申请生产	2018/1/8	抗感染

资料来源: SDA, CDE, 药智网, 米内网, 公司年报, 中国银河证券研究院

附表 7: 科创板和港股生物科技类公司上市规则对比

指标	科创板	港股主板对生物科技企业要求
上市条件— 一市值及财 务指标	<ul style="list-style-type: none"> ● 符合下列标准之一: <ol style="list-style-type: none"> 1. 预计市值 ≥ 10 亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不 低于 5000 万元, 或者预计市值 ≥ 10 亿元, 最近一年净利润为正 且营业收入不低于 1 亿元; 2. 预计市值 ≥ 15 亿元, 最近一年营业收入不低于 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%; 3. 预计市值 ≥ 20 亿元, 最近一年营业收入不低于 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 1 亿元; 4. 预计市值 ≥ 30 亿元, 且最近一年营业收入不低于 3 亿元; 5. 预计市值 ≥ 40 亿元, 主要业务或产品需经国家有关部门批准, 市场空间大, 目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一 项核心产品获准开展二期临床试验。 ● 红筹企业可申请发行股票或 CDR: <ol style="list-style-type: none"> 1. 预计市值 ≥ 100 亿元; 2. 预计市值 ≥ 50 亿元, 且最近一年营业收入不低于 5 亿元 ● 具有表决权差异安排的: 	<ul style="list-style-type: none"> ● 同时满足下列标准: <ol style="list-style-type: none"> 1. 预计市值 ≥ 15 亿港元; 2. 上市前已由大致相同的管理层经营现有业务至 至少两个会计年度; 3. 拥有充足的营运资金, 可以覆盖上市文件刊发日 起至少十二个月所需开支的至少 125%, 该开支主要 包括: (a) 一般、行政及营运开支 (包括任何生产 成本); (b) 研发开支; (c) 若资本开支是借款, 则计算营运资金必须考虑其利息及还款情况。 4. 上市时至少 3.75 亿港元已发行股份由公众人士 持有, 分配给基石投资者的股票以及公司现有股东 上市时认购的任何股票不能视为公众人士持有的已 发行股份。 5. 上市发披露前两年会计年度业绩即可 (一般公 司要求是三年) ● 以上为生物科技公司适用的特殊规则 ● 不同投票权, 满足下列其一 (该规定适用于一

	1. 预计市值 ≥ 100 亿元; 2. 预计市值 ≥ 50 亿元, 且近一年营业收入不低于 5 亿元	切公司, 生物科技不例外): 1. 预计市值 ≥ 400 亿港元; 2. 预计市值 ≥ 100 亿港元, 且最近一个会计年度收益至少为 10 亿港元
定价机制	注册制	注册制
市场机制	试行保荐机构相关子公司跟投制度, 参与战略配售, 并对获配股份设定限售期。	公开发售部分采用固定价格发行, 国际配售部分采用累计投标询价定价机制
减持制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司上市时未盈利的: <ol style="list-style-type: none"> 1. 在公司实现盈利前, 控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起 3 个完整会计年度内, 不得减持首发前股份; 自公司股票上市之日起第 4 个会计年度和第 5 个会计年度内, 每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的 2%。 2. 在公司实现盈利前, 董事、监事、高级管理人员及核心技术人员自公司股票上市之日起 3 个完整会计年度内, 不得减持首发前股份。 ● 实现盈利的: <ol style="list-style-type: none"> 1. 控股股东、实际控制人, 自公司股票上市之日起 36 个月内, 不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的首发前股份 2. 核心技术人员自公司股票上市之日起 12 个月内和离职后 6 个月内不得转让本公司首发前股份; 期满后每年可以减持 25% 的首发前股份。 	控股股东自上市之日起 6 个月内不得转让; 7-12 个月内不得丧失控股地位。

资料来源: 证监会官网, 上交所官网, 深交所, 中国银河证券研究院

附表 8: 2018 年全球最具市场价值的在研新药 top20 及国内对应研发进展 (单位: 亿美元)

编号	项目	公司	靶点/细节	适应症	治疗领域	研发进展	国内最快进展	净现值
1	Tezacaftor	Vertex	CFTR	囊性纤维化	抗纤维化	获批上市	无	144
2	JCAR017	Celgene	CD19	非霍奇金淋巴瘤	抗肿瘤	II 期临床	获批上市 (欧洲)	85
3	Semaglutide Oral	Novo Nordisk	口服 GLP-1	II 型糖尿病	消化系统及代谢病	III 期临床	无	76
4	Aducanumab	Biogen	A β	阿尔茨海默病	神经系统疾病	III 期临床	无	74
5	Filgotinib	AbbVie; Galapagos; Gilead Sciences	JAK1	强直性脊柱炎; 类风湿性关节炎; 克罗恩病; 皮肤红斑狼疮; 干燥综合征; 溃疡性结肠炎; 银屑病关节炎	抗炎药和抗风湿药	III 期临床	III 期临床	66
6	ARGX-113	Argenx	FcRn	免疫性血小板减少症; 天疱疮; 重症肌无力	自身免疫性疾病	III 期临床	无	65

7	NKTR-214	Nektar	IL-2R β	三阴性乳腺癌; 非小细胞肺癌; 肉瘤; 尿路上皮癌; 非霍奇金淋巴瘤; 黑色素瘤; 肾细胞癌	抗肿瘤	III 期临床	无	62
8	Elafibranor	Genfit	PPAR α , PPAR δ	非酒精性脂肪性肝炎; 高血脂症; 糖尿病前期; 腹部肥胖	消化系统及代谢病	III 期临床	III 期临床	55
9	GSK28579 16	GSK	BCMA	多发性骨髓瘤	抗肿瘤	II 期临床	I/II 期临床	54
10	bb2121	bluebird bio; Celgene	BCMA	多发性骨髓瘤	抗肿瘤	III 期临床	I/II 期临床	54
11	Ozanimod	Celgene	S1PR	克罗恩病; 多发性硬化症; 溃疡性结肠炎	消化系统及代谢病	III 期临床	II 期临床	44
12	DS-8201	Daiichi Sankyo	HER2	非小细胞肺癌; 胃癌或胃食管交界处癌; 尿路上皮癌; HER2 阳性乳腺癌; 结直肠癌	抗肿瘤	III 期临床	获批上市	43
13	Valoctocog ene Roxaparvov ec	BioMarin	factor VIII	A 型血友病	血液和造血系统药物	III 期临床	I 期临床	43
14	SGT-001	Solid Biosciences	microdystrophin	假肥大性肌营养不良	消化系统及代谢病	I/II 期临床	无	43
15	Voxelotor	Global Blood	SCD 疗法	镰状红细胞病	血液和造血系统药物	19 年有望获批	非创新药	36
16	PF-052805 86	Pfizer	Rituxan 生物类似药	天疱疮	自身免疫性疾病	19 年有望获批	非创新药	36
17	Pamrevlum ab	FibroGen	CTGF	肝纤维化; 胰腺癌; 假肥大性肌营养不良; 特发性肺纤维化	抗纤维化	II 期临床	无	32
18	Luspatercept	Acceleron Pharma; Celgene	activin receptor type 2B	骨髓纤维化; 骨髓增生异常综合征; 贫血; 地中海贫血	血液和造血系统药物	III 期临床	无	31
19	MGL-3196	Madrigal; Via	THR- β	非酒精性脂肪性肝炎; 家族性高胆固醇血症	消化系统及代谢病	II 期临床	无	31
20	ARGX-110	argenx; Johnson&Joh nson	CD27L, CD70	皮肤 T 细胞淋巴瘤; 急性粒细胞白血病	抗肿瘤	II 期临床	无	30

资料来源: EvaluatePharma, 中国银河证券研究院

附表 9: 国际医药行业研发费用情况

公司名称	类别	研发费用占总收入比例			研发费用 (亿美元)	市值 (亿美元)
		FY2018	FY2017	FY2016	FY2018	2019/2/28
罗氏	国际巨头	19.5%	19.4%	19.7%	114.46	2395.48
强生	国际巨头	13.2%	13.8%	12.7%	107.75	3638.91
诺华	国际巨头	16.7%	18.3%	17.1%	88.71	2327.91
辉瑞	国际巨头	14.8%	14.5%	14.8%	79.62	2406.71
默克	国际巨头	18.7%	19.8%	24.5%	79.08	2098.27
赛诺菲	国际巨头	16.5%	15.1%	14.9%	69.62	1043.62
拜耳	国际巨头	13.3%	12.9%	12.6%	61.96	745.97
阿斯利康	国际巨头	26.4%	24.7%	24.8%	58.38	1031.93
礼来	国际巨头	21.6%	23.4%	24.7%	53.07	1307.63
艾伯维	国际巨头	15.5%	17.1%	16.2%	50.93	1168.86
葛兰素史克	国际巨头	12.3%	12.9%	12.6%	50.45	986.26
吉利德科学	国际巨头	22.7%	14.3%	12.9%	50.18	829.34
新基医药	创新药	29.8%	43.0%	31.9%	45.48	583.64
百时美施贵宝	国际巨头	18.1%	25.1%	23.1%	40.75	843.44
安进	国际巨头	15.7%	15.6%	16.7%	37.35	1182.83
武田药品工业	国际巨头	18.4%	18.0%	18.9%	29.37	628.22
百健	创新药	19.3%	18.4%	17.2%	25.97	645.22
诺和诺德	国际巨头	13.2%	12.5%	13.0%	23.46	1202.91
美敦力	国际巨头	7.5%	7.4%	7.7%	22.53	1213.24
雅培	国际巨头	7.2%	7.3%	6.8%	22.13	1363.37
再生元	创新药	32.6%	35.3%	42.2%	21.86	470.70
飞利浦公司	医疗器械	9.7%	9.3%	9.5%	20.78	368.97
安斯泰来	创新药	17.0%	15.9%	16.4%	19.93	305.61
艾尔建	仿制药	10.0%	10.0%	9.9%	15.75	458.04
福泰制药	创新药	46.5%	53.2%	61.6%	14.16	482.55
沙尔制药	创新药	10.6%	10.6%	12.6%	12.30	/
梯瓦制药	仿制药	6.4%	7.9%	9.5%	12.13	196.26
Incyte 有限公司	创新药	63.7%	86.3%	52.6%	11.98	184.57
波士顿科学	医疗器械	10.7%	10.9%	10.9%	10.52	556.05
碧迪	医疗器械	6.3%	6.4%	6.6%	10.06	669.40
赛默飞世尔	医疗器械	4.0%	4.2%	4.1%	9.67	1035.69
史赛克	医疗器械	6.3%	6.3%	6.3%	8.62	702.51
费森尤斯集团	医疗器械、仿制药	2.0%	1.6%	1.7%	7.95	312.94
爱德华生命科学	医疗器械	16.7%	16.1%	14.9%	6.22	351.73
Illumina	医疗器械	18.7%	19.7%	21.0%	6.22	459.77
百特	医疗器械	5.6%	5.8%	6.4%	6.19	383.02
迈兰公司	仿制药	5.0%	5.5%	6.3%	5.68	136.16

公司名称	类别	研发费用占总收入比例			研发费用 (亿美元)	市值 (亿美元)
		FY2018	FY2017	FY2016	FY2018	2019/2/28
协和麒麟	仿制药	14.0%	13.9%	15.7%	4.40	103.12
直觉外科	医疗器械	11.2%	10.5%	8.9%	4.18	626.95
太阳药业有限公司	仿制药	7.9%	7.0%	7.7%	3.18	150.78
鲁宾有限公司	仿制药	11.9%	13.5%	11.7%	2.87	48.79
瑞迪博士实验室	仿制药	12.9%	13.9%	11.1%	2.83	61.68
Perrigo 公司	仿制药	4.6%	3.4%	3.5%	2.19	66.57

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理。此处研发费用经调整不包含并购等非经常项目。沙尔制药已被武田收购, 其 FY2018 数据只包含前三个季度。

附表 10: A 股医药行业研发支出情况 (单位: 亿人民币元)

公司名称	2018 年			2017 年			2018 年		总市值
	研发支出	资本化比例	研发支出占比	研发支出	资本化比例	研发支出占比	研发费用	研发费用占比	2019/4/29
恒瑞医药	26.70	0.00%	15.33%	17.59	0.00%	12.71%	26.70	15.33%	2889.13
复星医药	25.07	40.98%	10.06%	15.29	32.87%	8.25%	14.80	5.94%	740.17
迈瑞医疗	14.20	10.77%	10.33%	10.18	0.00%	9.11%	12.67	9.21%	1713.52
上海医药	13.89	23.63%	0.87%	8.36	5.47%	0.64%	10.61	0.67%	556.77
天士力	12.02	51.01%	6.68%	8.46	15.79%	7.40%	5.89	3.27%	334.75
科伦药业	11.14	20.56%	6.81%	4.62	0.00%	1.66%	8.85	5.41%	411.78
海正药业	10.34	38.14%	10.15%	7.05	7.34%	6.54%	6.40	6.28%	108.82
健康元	8.54	17.00%	7.62%	6.16	17.81%	3.83%	7.08	6.32%	166.09
信立泰	8.04	49.32%	17.28%	3.73	0.00%	1.78%	4.07	8.76%	249.79
人福医药	7.60	36.34%	4.08%	5.76	1.83%	6.75%	4.84	2.60%	152.02
华东医药	7.06	0.00%	2.30%	5.53	11.50%	3.99%	7.06	2.30%	480.91
丽珠集团	6.87	20.12%	7.76%	3.36	0.00%	5.39%	5.49	6.20%	240.23
亿帆医药	6.20	73.08%	13.40%	8.44	47.94%	7.99%	1.67	3.61%	174.41
贝达药业	5.90	48.53%	48.20%	4.39	25.53%	10.57%	3.04	24.81%	158.07
白云山	5.85	0.00%	1.39%	3.06	0.00%	3.94%	5.85	1.39%	727.87
步长制药	5.76	16.69%	4.22%	6.03	33.86%	3.90%	4.80	3.51%	274.41
华海药业	5.18	23.39%	10.17%	4.38	20.53%	8.76%	3.97	7.79%	176.87
华润三九	4.98	28.50%	3.71%	3.38	8.67%	3.97%	3.56	2.65%	292.20
乐普医疗	4.72	20.27%	7.42%	2.89	18.98%	6.37%	3.76	5.92%	478.02
新和成	4.57	0.00%	5.26%	3.49	17.01%	8.50%	4.57	5.26%	406.10
药明康德	4.37	0.00%	4.54%	3.26	12.51%	2.93%	4.37	4.54%	1052.94
现代制药	4.01	6.78%	3.54%	2.58	8.29%	7.88%	3.74	3.30%	104.04
长春高新	3.96	17.17%	7.37%	2.56	0.00%	6.75%	3.28	6.10%	527.55
沃森生物	3.80	67.00%	43.25%	2.43	0.00%	4.37%	1.25	14.28%	407.42
以岭药业	3.57	11.24%	7.41%	2.58	0.00%	4.52%	3.17	6.58%	148.38
康缘药业	3.51	16.68%	9.19%	1.64	0.00%	7.40%	2.93	7.66%	84.78

康弘药业	3.49	33.97%	11.96%	3.81	46.74%	37.09%	2.30	7.90%	373.81
海思科	3.34	38.92%	9.76%	2.57	15.29%	6.29%	2.04	5.96%	135.47
华北制药	3.33	78.39%	3.61%	1.42	0.00%	4.79%	0.72	0.78%	76.32
辰欣药业	3.26	0.00%	8.56%	1.77	0.00%	17.89%	3.26	8.56%	75.66
浙江医药	3.22	0.00%	4.69%	1.74	0.00%	8.32%	3.22	4.69%	99.04
金城医药	3.01	27.60%	10.01%	2.14	3.52%	3.68%	2.18	7.25%	72.34
普洛药业	2.92	7.56%	4.57%	3.5	45.14%	12.56%	2.70	4.23%	115.38
金城医学	2.91	0.00%	6.43%	1.95	15.22%	3.46%	2.91	6.43%	159.44
华润双鹤	2.80	48.22%	3.40%	1.48	3.36%	10.54%	1.45	1.76%	144.80
华大基因	2.65	1.48%	10.44%	1.49	3.06%	5.35%	2.61	10.29%	263.47
景峰医药	2.44	35.95%	9.44%	0	-	0.00%	1.56	6.05%	46.01
东阿阿胶	2.44	1.19%	3.32%	2.26	0.00%	3.06%	2.41	3.28%	308.70
京新药业	2.42	0.00%	8.22%	1.77	0.00%	20.95%	2.42	8.22%	85.46
同仁堂	2.34	60.29%	1.65%	1.34	1.78%	2.68%	0.93	0.65%	425.84
开立医疗	2.33	0.00%	19.03%	1.16	4.11%	3.42%	2.33	19.03%	117.88
济川药业	2.30	14.75%	3.20%	0.83	3.80%	3.10%	1.96	2.73%	291.82
辅仁药业	2.29	0.09%	3.63%	1.64	14.03%	0.62%	2.29	3.62%	93.57
安图生物	2.17	1.82%	11.23%	1.02	0.00%	9.93%	2.13	11.02%	266.70
康美药业	2.08	34.18%	1.07%	1.51	0.00%	2.85%	1.37	0.71%	527.23
东北制药	2.04	28.93%	2.73%	1.84	48.98%	7.11%	1.45	1.94%	77.11
红日药业	1.94	26.75%	4.59%	2.45	51.31%	13.19%	1.42	3.36%	101.17
翰宇药业	1.91	50.37%	15.12%	1.38	0.00%	10.78%	0.95	7.50%	101.74
海普瑞	1.90	1.45%	3.94%	0.97	0.00%	6.83%	1.87	3.88%	312.17
楚天科技	1.89	23.34%	11.56%	4.45	68.28%	10.18%	1.45	8.86%	40.26

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

附表 11: 19Q1 主动非债基金重仓股排序 (按基金数量和持股市值排序)

序号	股票名称	重仓基金数量	相比 18Q4 增减	序号	股票名称	持股总市值(亿元)	相比 18Q4 增减(亿元)
1	长春高新	336	160	1	长春高新	122.88	64.00
2	恒瑞医药	218	19	2	恒瑞医药	84.64	30.38
3	智飞生物	98	12	3	美年健康	56.69	13.94
4	泰格医药	89	38	4	通策医疗	49.01	18.52
5	通策医疗	80	16	5	爱尔眼科	47.27	16.55
6	爱尔眼科	79	20	6	华兰生物	39.85	15.03
7	美年健康	75	6	7	片仔癀	29.54	8.21
8	凯莱英	66	-16	8	泰格医药	25.22	13.81
9	迈瑞医疗	65	-60	9	迈瑞医疗	24.47	-7.53
10	片仔癀	64	8	10	智飞生物	24.07	1.14
11	康泰生物	58	36	11	鱼跃医疗	21.72	1.81
12	欧普康视	50	-5	12	乐普医疗	19.43	-0.30

13	普利制药	48	21	13	老百姓	19.07	3.81
14	云南白药	48	-13	14	健帆生物	18.83	3.63
15	健帆生物	47	7	15	云南白药	16.00	0.16
16	华兰生物	46	-15	16	凯莱英	15.55	1.17
17	我武生物	46	10	17	益丰药房	14.51	1.88
18	乐普医疗	44	0	18	通化东宝	14.40	-0.05
19	山东药玻	43	4	19	山东药玻	14.36	3.65
20	科伦药业	41	12	20	华东医药	13.94	-6.70
21	康弘药业	39	29	21	普利制药	13.56	7.89
22	益丰药房	37	7	22	康泰生物	13.28	7.26
23	老百姓	36	11	23	健友股份	12.23	8.81
24	鱼跃医疗	34	-13	24	我武生物	12.00	1.78
25	复星医药	33	7	25	康弘药业	10.79	9.66
26	济川药业	29	-31	26	复星医药	9.95	-7.17
27	新和成	27	22	27	金域医学	9.60	9.58
28	药明康德	27	-1	28	欧普康视	8.96	2.36
29	华东医药	24	-16	29	科伦药业	8.22	2.34
30	一心堂	24	5	30	万孚生物	7.94	4.43

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附表 12: 国际医药巨头及细分领域龙头业绩增速与估值 (市值单位: 百万美元, 截止 2019.5.23)

股票代码	公司名称	性质	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 18	当前市值
			19Q1	Y18	19Q1	Y18	2019/5/23	2019/5/23
JNJ UN	强生	国际巨头	-14.15%	1076.69%	0.06%	6.71%	25.71	371,150
UNH UN	联合健康	医疗保险	22.25%	13.53%	9.28%	12.47%	19.14	234,260
NOVN SE	诺华	国际巨头	-12.79%	63.72%	2.62%	6.05%	15.99	213,322
PFE UN	辉瑞	国际巨头	9.07%	-47.66%	1.64%	2.10%	21.50	233,072
ABBV UN	艾伯维	国际巨头	-11.75%	7.12%	-1.34%	16.08%	23.25	119,967
MRK UN	默克	国际巨头	296.06%	159.82%	7.76%	5.41%	25.56	208,598
AMGN UW	安进	国际巨头	-13.80%	324.15%	0.05%	3.93%	13.74	104,976
NOVOB DC	诺和诺德	国际巨头	-10.38%	5.76%	0.33%	4.52%	19.64	116,385
BMY UN	百时美施贵宝	国际巨头	15.07%	388.58%	14.00%	8.59%	14.97	77,370
MDT UN	美敦力	国际巨头	-19.73%	49.19%	0.02%	2.02%	26.80	122,862
ABT UN	雅培	国际巨头	60.77%	396.44%	1.96%	11.64%	51.10	133,425
GILD UW	吉利德科学	国际巨头	28.41%	17.87%	3.79%	-15.24%	14.83	85,410
SAN FP	赛诺菲	国际巨头	3.43%	-46.49%	-0.90%	3.01%	20.40	104,700
BAYN GY	拜耳	国际巨头	-41.30%	-75.83%	31.64%	18.25%	44.08	56,529
GSK LN	葛兰素史克	国际巨头	41.43%	145.06%	-0.77%	5.80%	19.46	99,381
LLY UN	礼来	国际巨头	248.41%	1683.54%	2.59%	7.36%	18.60	113,403
AZN LN	阿斯利康	国际巨头	74.41%	-28.19%	6.04%	-1.67%	40.12	99,999

TMO UN	赛默飞世尔	医疗器械	40.76%	32.04%	4.65%	16.45%	34.57	108,403
CELG UW	新基医药	创新药	82.62%	37.62%	13.76%	17.52%	14.56	67,444
WBA US	沃尔格林	药房	-14.31%	23.20%	4.56%	11.27%	9.70	47,187
CVS US	CVS	药房	42.38%	-108.97%	34.77%	5.30%	-119.98	68,579
SYK UN	史赛克	医疗器械	-7.00%	248.33%	8.49%	9.30%	19.90	68,968
BIIB UW	百健	创新药	20.11%	74.50%	11.46%	9.61%	9.87	44,423
ANTM UN	安森保险	医疗保险	18.22%	-2.41%	9.45%	2.29%	18.37	71,428
BDX UN	碧迪	医疗器械	266.67%	-71.73%	-0.64%	32.17%	69.44	63,117
AET UN	安泰保险	医疗保险						
AGN UN	艾尔建	仿制药	-741.66%	-23.53%	-2.04%	-0.96%	-6.40	45,250
ISRG UW	直觉外科	医疗器械	6.57%	68.12%	14.89%	18.67%	49.30	54,697
FRE GY	费森尤斯集团	医疗器械	-4.84%	16.88%	-3.32%	3.50%	12.47	29,412
4502 JT	武田药品工业	创新药	-0.68%	-41.63%	75.90%	18.40%	22.77	55,335
ESRX UW	快捷药方	医疗服务						
VRTX UW	福泰制药	创新药	27.76%	695.83%	33.96%	22.46%	20.84	44,312
SHPL LN	沙尔制药	创新药						
HUM UN	Humana	医疗保险	15.27%	-31.25%	12.80%	5.85%	20.31	35,042
BSX UN	波士顿科学	医疗器械	42.28%	1506.73%	4.79%	8.57%	29.52	52,553
BAX UN	百特	医疗器械	-10.80%	126.50%	-1.68%	5.36%	25.52	38,349
PHIA NA	飞利浦公司	医疗器械	21.26%	-31.21%	-2.68%	6.58%	28.86	37,062
HCA UN	HCA	医疗服务	-9.18%	70.89%	9.58%	7.02%	12.14	43,374
REGN UW	再生元	创新药	-3.53%	103.95%	13.25%	14.28%	14.92	34,565
ILMN UW	Illumina	医疗器械	12.02%	13.77%	8.18%	21.11%	54.02	45,419
MCK UN	McKesson	分销商	30.54%	-49.25%	1.55%	2.86%	2151.50	24,522
4503 JT	安斯泰来	创新药	36.96%	34.91%	-1.52%	0.42%	13.38	27,353
EW UN	爱德华生命科学	医疗器械	20.86%	23.75%	10.97%	8.37%	47.35	35,439
MYL US	迈兰公司	仿制药	-128.70%	-49.35%	-7.04%	-3.98%	41.67	9,881
CAH UN	康德乐公司	分销商	16.08%		4.74%		459.10	13,684
ABC UN	美源伯根	分销商	-90.56%	355.00%	5.57%	9.66%	18.75	16,907
TEVA IT	梯瓦制药	仿制药	-109.38%	86.78%	-15.20%	-15.77%	-3.26	13,047
INCY UW	Incyte 有限公司	创新药	348.69%	134.97%	30.23%	22.50%	68.80	17,262
LH UN	美国实验控股	医疗服务	7.16%	-27.98%	-2.00%	9.95%	18.91	16,404
DGX UN	Quest Diagnostics	医疗服务	-7.34%	-4.66%	0.37%	1.74%	18.70	13,120
UHS UN	环球健康服务	医疗服务	4.62%	3.64%	4.35%	3.48%	14.47	11,084
VAR UN	瓦里安医疗	医疗器械	21.04%	-31.40%	6.78%	11.45%	30.80	11,568
		均值	12.84%	152.44%	7.50%	7.97%	74.20	76,735
		中位数	12.02%	23.47%	4.56%	6.87%	20.31	54,697
		最小值	-742%	-109%	-15%	-16%	-119.98	9,881
		最大值	349%	1684%	76%	32%	2151.50	371,150

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (市盈率根据稀释每股收益计算得出)

附表 13: 国内医药白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2019.5.24)

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM	当前市值
		19Q1	Y18	19Q1	Y18	2019/5/24	2019/5/24
600276.SH	恒瑞医药	25.61%	26.39%	28.77%	25.89%	61.66	2,657
600196.SH	复星医药	0.92%	-13.33%	17.67%	34.45%	23.70	643
600518.SH	康美药业	-14.58%	-47.20%	0.18%	10.11%	-401.51	269
000538.SZ	云南白药	4.97%	5.14%	10.04%	9.84%	24.89	833
601607.SH	上海医药	10.42%	10.24%	26.44%	21.58%	13.16	525
600332.SH	白云山	55.42%	66.90%	161.32%	101.55%	16.37	645
000963.SZ	华东医药	37.63%	27.41%	23.84%	10.17%	19.15	482
600085.SH	同仁堂	10.18%	11.49%	6.73%	6.23%	34.68	405
002294.SZ	信立泰	-22.57%	0.44%	5.52%	11.99%	16.75	229
300015.SZ	爱尔眼科	37.84%	35.88%	28.50%	34.31%	77.34	844
300003.SZ	乐普医疗	92.22%	35.55%	30.81%	40.08%	28.21	423
002773.SZ	康弘药业	2.44%	7.88%	2.43%	4.70%	46.86	328
600867.SH	通化东宝	-0.06%	0.25%	-0.70%	5.80%	32.82	275
600535.SH	天士力	20.64%	12.25%	15.66%	11.78%	17.44	283
000423.SZ	东阿阿胶	-35.48%	1.98%	-23.83%	-0.46%	14.03	262
600436.SH	片仔癀	23.99%	41.62%	21.45%	28.33%	51.82	633
000513.SZ	丽珠集团	13.07%	16.28%	10.06%	3.86%	20.51	231
600998.SH	九州通	47.78%	26.53%	11.04%	17.84%	17.04	247
603858.SH	步长制药	37.79%	15.29%	18.61%	-1.44%	11.40	224
002422.SZ	科伦药业	-12.40%	62.04%	9.05%	43.00%	34.94	407
000661.SZ	长春高新	73.67%	52.05%	72.07%	31.03%	43.50	505
600521.SH	华海药业	-16.23%	-83.18%	-3.22%	1.85%	209.06	170
600566.SH	济川药业	9.28%	37.96%	-2.26%	27.76%	15.36	266
600056.SH	中国医药	-6.46%	17.60%	23.84%	2.14%	9.55	146
002007.SZ	华兰生物	25.16%	38.83%	23.83%	35.84%	32.72	390
	均值	16.85%	16.25%	20.71%	20.73%	18.86	492.84
	中位数	10.42%	16.28%	15.66%	11.99%	23.70	389.86
	最大值	92.22%	66.90%	161.32%	101.55%	209.06	2656.92
	最小值	-35.48%	-83.18%	-23.83%	-1.44%	-401.51	145.85

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 丽珠集团 17 年净利润增速已扣除土地转让收益约 34.98 亿元, 九州通 18H1 净利润增速已扣除 17H1 拆迁补偿款收益约 3.86 亿元

插图目录

图 1.2.1: 医药制造业主营业务收入 (亿元) 和同比增速	4
图 1.2.2: 医药制造业增速和 GDP、人口增速	4
图 1.2.3: 次均门诊费用统计 (元)	4
图 1.2.4: 人均住院费用统计 (元)	4
图 1.2.5: 中国卫生费用 (亿元) 和占 GDP 比重	5
图 1.2.6: 美国卫生费用 (亿元) 和占 GDP 比重	5
图 1.3.1: 近年来医院终端药品整体增长情况 (亿元)	6
图 1.3.2: 2006 年至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况	7
图 1.3.3: 2006 年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)	7
图 1.3.4: 2006 年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况	7
图 1.3.5: 2006 年至今全国医院出院人数变化情况	7
图 1.3.6: 医保基金筹资额	8
图 1.3.7: 医保基金支出	8
图 1.3.8: 健康险筹资额 (亿元) 及增速	8
图 1.3.9: 健康险赔付额 (亿元) 及增速	8
图 2.1.1: 我国 65 岁及以上人口数量 (百万人) 与占总人口比例	11
图 2.2.1: 优先审评审批范围	12
图 2.2.2: 药品上市许可持有人试点药品范围	15
图 2.4.1: 2010 年至今我国创新药 IND 申报数量	18
图 2.4.2: 2015 年至今我国创新药 IND 获批数量	19
图 2.5.1: 2017 年医疗器械细分子领域市场份额情况	22
图 2.5.2: 2024 年心血管领域医疗器械公司 top10	22
图 4.1.1: 医药行业上市公司数量与 A 股市值占比情况	26
图 4.2.1: 医药股相对全部 A 股估值溢价情况	27
图 4.3.1: 基金医药持仓比例变化	28
图 5.2.1: 推荐组合创立以来表现	32
图 7.1.1: 各国医药板块 PE 比较	33
图 7.2.1: 各国医药板块 PB 比较	34

表格目录

表 1.4.1: 医药行业 18 年和 19Q1 增速情况 (剔除新股)	9
表 1.4.2: 医药行业 18 年和 19Q1 内生增速情况 (剔除新股及并表因素)	9
表 1.4.3: 医药各子行业收入增速对比 (剔除新股、并表)	10
表 1.4.4: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表)	10
表 1.4.5: 医药各子行业经营性现金流/净利润对比 (剔除新股、并表)	10
表 2.2.1: 16 版化学药品注册分类	13
表 2.4.1: 国内医药行业研发费用情况	18
表 2.4.2: 申报科创板生物医药公司简介 (截至 2019.5.29)	19
表 2.5.1: BCMA 靶点创新药国内外研发进度对比	21
表 2.5.2: 2017 年全球医疗器械公司 top20	21
表 2.5.3: 国产 CT 设备与国际巨头 CT 设备技术参数对比	23
表 5.2.1: 推荐组合、推荐理由及表现 (截至 2019.5.29)	31
表 7.2.1: 港股及中概股龙头业绩增速与估值 (美股单位: 百万美元; 港股单位: 亿人民币)	35
附表 1: 2018 年医药板块海外收入占比一览	36
附表 2: 两办发文鼓励药械创新要点概况	40
附表 3: 国内企业向美国申报 IND 的创新药产品及研发进展	41
附表 4: 国内企业创新药 Licence Out 梳理	42
附表 5: 2018 年至今国内获批的自主研发创新药 (截至 2019 年 5 月 29 日)	43
附表 6: 2018 年至今国内报产的自主研发创新药 (截至 2019 年 5 月 29 日)	44
附表 7: 科创板和港股生物科技类公司上市规则对比	45
附表 8: 2018 年全球最具市场价值的在研新药 top20 及国内对应研发进展 (单位: 亿美元)	46
附表 9: 国际医药行业研发费用情况	48
附表 10: A 股医药行业研发支出情况 (单位: 亿人民币元)	49
附表 11: 19Q1 主动非债基金重仓股排序 (按基金数量和持股市值排序)	50
附表 12: 国际医药巨头及细分领域龙头业绩增速与估值 (市值单位: 百万美元, 截止 2019.5.23)	51
附表 13: 国内医药白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2019.5.24)	53

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王晓琦，余宇，医药行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn