

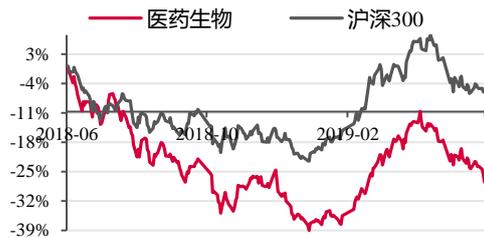
行业分化呈常态，关注优质公司投资机会

2019年06月06日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药生物	-6.43	-8.29	-27.72
沪深300	-2.38	-6.52	-6.26

杨甫

执业证书编号：S0530517110001
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

李侃

likan@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

研究助理

0731-84779554

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
科伦药业	0.84	31.63	1.06	24.99	1.33	19.99	推荐
柳药股份	2.03	15.89	2.54	12.70	3.06	10.53	推荐
华兰生物	1.22	32.67	1.50	26.59	1.84	21.59	谨慎推荐
济川药业	2.07	14.36	2.48	11.98	2.96	10.04	推荐
山东药玻	0.84	31.90	1.08	24.80	1.32	20.32	推荐
东诚药业	0.35	31.40	0.54	20.32	0.73	14.96	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 医药生物板块年初至今行情表现良好，截止至5月31日，医药生物板块共计上涨18.18%，跑赢万得全A指数0.32个百分点，跑赢沪深300指数1.78个百分点，排在28个申万一级行业中第11位。从估值角度来看，医药生物行业目前PE(TTM)为29.74倍(数据截止5月31日)，处于历史后11%分位，当前板块估值仍处于历史偏低水平。
- 医药生物板块2018年整体业绩表现不佳，受多重因素影响，板块净利润增速大幅下滑，2019年一季度资产减值影响逐渐消除，板块业绩在去年高基数基础上依然实现平稳增长。目前，我国药品审评制度优化已基本完成，医疗改革范围逐步向医疗机构运营机制与医保支付体系扩大，在政策全面收紧背景下，医疗市场增速放缓转而更加注重行业发展质量，行业内部分化加剧，我们对医药生物板块维持“同步大市”评级。
- 展望下半年，顺应政策趋势，我们建议投资者重点关注政策受益企业，及估值合理、业绩有望随行业景气度提升而快速增长行业龙头：(1)享受医改政策红利的创新药龙头及仿制药白马，如恒瑞医药、科伦药业；(2)在环保与安评双重监管压力下，原料药行业依然保持总体向上趋势，建议关注受益肝素原料药价格上涨、核药业务快速发展的东诚药业；(3)血液制品行业迎来复苏，行业龙头业绩有望好转，建议关注华兰生物；(4)两票制政策下，医药流通行业中区域性龙头优势突出，建议关注业务多元化、经营质量不断改善的柳药股份；(5)医疗器械行业政策承压，建议关注具有政策免疫属性的药玻龙头企业山东药玻；(6)中药行业受政策影响整体业绩放缓，呼吸、儿科领域依然保持稳定增长，建议关注估值偏低、业绩稳健增长的济川药业。
- 风险提示：商誉减值；产品降价；并购整合不及预期；政策变动。

内容目录

1 板块迎来估值修复行情，整体表现跑赢大盘	4
1.1 医药生物板块跑赢大盘，化学制剂板块领涨	4
1.2 板块估值处于历史偏低水平	5
2 板块业绩放缓，子板块业绩分化	6
2.1 医疗终端市场增速继续放缓，公立医院增速下降最快	6
2.2 医药生物板块业绩增速放缓，子板块业绩分化	7
3 政策：医改政策稳步推进，耗材价格改革刚定调	9
3.1 创新药“开源”动力十足，仿制药“节流”政策加码	9
3.2 医保目录动态调整，创新药临床用量加速	12
4 投资策略：把握产业升级机遇，细分行业成长性犹在	13
4.1 创新药增速依然领跑全市场，仿制药寡头化	13
4.2 原料药整体价格回落，肝素价格处于上行周期	14
4.3 血液制品有望复苏，疫苗刚需属性不减	15
4.4 医疗器械整体快速增长，行业出现分化	17
4.5 医药零售行业保持快速增长，受集采政策影响小	18
4.6 受益行业政策改革，外包龙头企业长期快速增长	18
4.7 专科连锁医院业绩高增长，规模持续扩张	18
5 投资建议	19
5.1 东诚药业（002675）：核药内生增长强劲，肝素价格上行增厚业绩	19
5.2 科伦药业（002422）：业绩增速放缓，研发管线丰富	20
5.3 山东药玻（600529）：产品结构持续优化，毛利仍有提升空间	20
5.4 柳药股份（603368）：业绩保持快速增长，现金流持续改善	21
5.5 华兰生物（002007）：血液制品行业回暖，流感疫苗贡献业绩增量	21
5.6 济川药业（600566）：业绩稳健增长，盈利能力进一步提升	22
6 风险提示	22

图表目录

图 1：医药生物板块跑赢上证指数	4
图 2：2019 年 1-5 月份医药生物板块各月涨跌幅	4
图 3：2019 年 1-5 月份医药生物子板块涨跌幅	5
图 4：2019 年 1-5 月份医药生物子板块各月涨跌幅	5
图 5：2019 年 1-5 月医药生物个股涨幅 TOP10	5
图 6：2019 年 1-5 月医药生物个股跌幅 TOP10	5
图 7：医药生物行业历史 PE（TTM）与估值溢价走势	6
图 8：医药生物子板块市盈率	6
图 9：2011-2018 年全国市场药品销售额	7
图 10：2011-2018 年全国三大终端市场药品销售额机	7
图 11：2010-2019Q1 医药生物板块营收及增速	7
图 12：2010-2019Q1 医药生物板块利润及增速	7
图 13：2014-2019Q1 医药生物板块非经常性损益	8
图 14：2018 年医药生物各子板块非经常性损益	8
图 15：2011-2019Q1 医药生物子板块营收增速	8

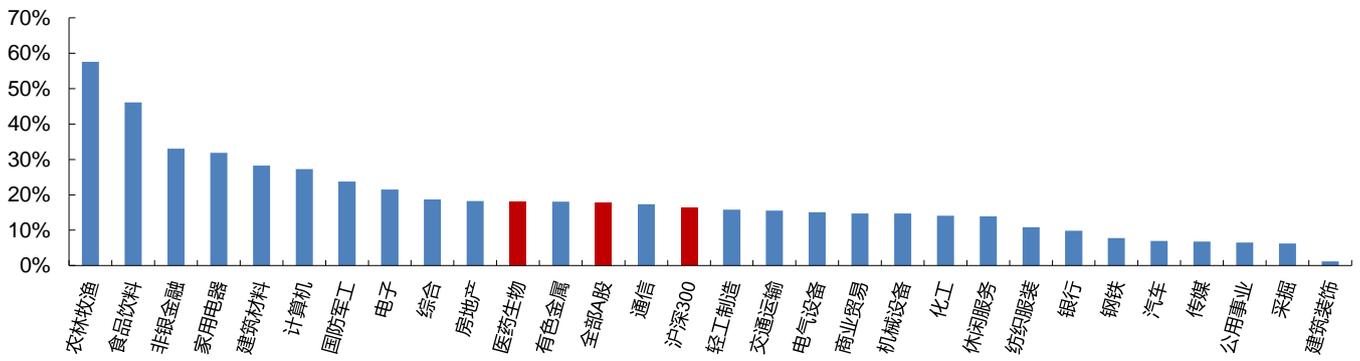
图 16: 2011-2019Q1 医药生物子板块净利润增速.....	9
图 17: 2016-2018 年 NMPA 批准新药数量.....	9
图 18: 2014-2019.4 国内化药 1 类新药申报情况.....	9
图 19: “4+7”集采政策推进表.....	10
图 20: 2019 年医保目录调整时间进度表.....	13
图 21: 2017 年不同药品类型市场份额.....	13
图 22: 2016-2019.5 主要维生素价格走势(元/kg).....	14
图 23: 2014-2019.4 生猪存栏量.....	15
图 24: 2014-2019.4 生猪存栏中能繁母猪量.....	15
图 25: 2012-2019.3 肝素出口平均价(美元/KG).....	15
图 26: 2007-2018 年血制品行业采浆量(单位:吨).....	16
图 27: 2018 年我国血液制品各产品占比.....	16
图 28: 2009-2019 年进口白蛋白价格指数.....	16
图 29: 2018 年国产白蛋白占比.....	16
图 30: 2016-2018 年白蛋白与静丙批签发量.....	16
图 31: 2015-2019Q1 疫苗企业营收表现.....	17
图 32: 2015-2019Q1 疫苗企业利润表现.....	17
图 33: 2012-2019Q1 IVD 诊断企业营收.....	17
图 34: 2012-2019Q1 IVD 诊断企业净利润.....	17
图 35: 2013-2018 年医药生物板块研发支出.....	18
图 36: 2014-2019.4 化学国产 1 类新药申报数量.....	18
图 37: 2015-2019Q1 专科连锁医院营收(亿元).....	19
图 38: 2015-2019Q1 专科连锁医院净利润(亿元).....	19
表 1: 有可能纳入第二批带量采购的品种.....	10
表 2: 截至 2019.5 一致性评价申报数量 TOP10.....	14
表 3: 截至 2019 年 3 月份四家连锁药店全国门店布局情况(不含加盟店).....	18

1 板块迎来估值修复行情，整体表现跑赢大盘

1.1 医药生物板块跑赢大盘，化学制剂板块领涨

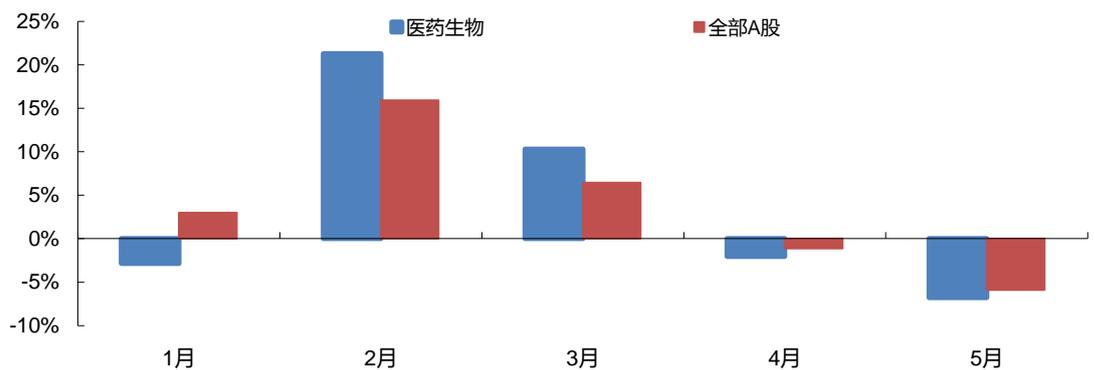
医药生物板块年初至今行情表现良好，截止至5.31日，医药生物板块共计上涨18.18%，万得全A上涨17.86%，沪深300指数上涨16.40%，医药生物板块跑赢万得全A指数0.32个百分点，跑赢沪深300指数1.78个百分点，排在28个申万一级行业中第11位。分月份来看，医药生物板块涨跌节奏与整体市场基本一致，主要上涨来自2、3月份，分别上涨21.28%、10.28%。

图1：医药生物板块跑赢上证指数



资料来源：wind，财富证券

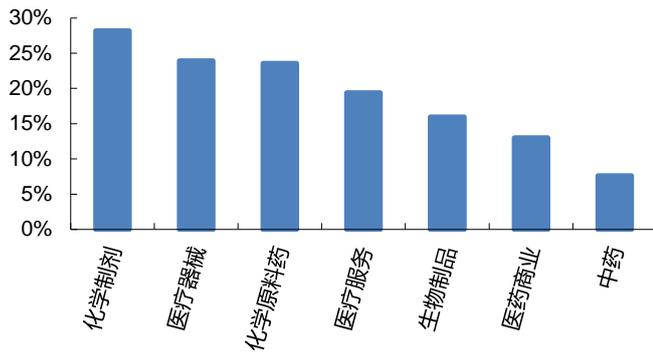
图2：2019年1-5月份医药生物板块各月涨跌幅



资料来源：wind，财富证券

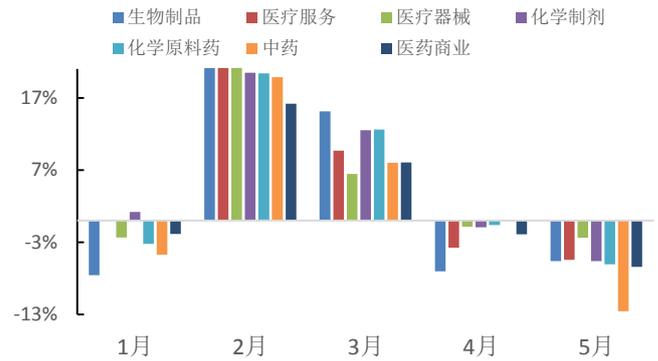
分子板块来看，医药生物各子板块均有一定上涨，其中以化学制剂板块涨幅居前，共计上涨28.18%，而中药板块表现最弱，仅上涨7.60%。从各个月份的行情表现来看，在2月份表现最好的期间，生物制品与医疗服务板块涨幅居前，分别上涨24.59%、24.56%。

图 3：2019 年 1-5 月份医药生物子板块涨跌幅



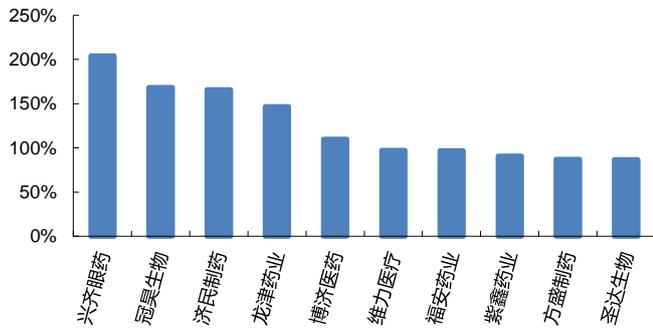
资料来源：wind，财富证券

图 4：2019 年 1-5 月份医药生物子板块各月涨跌幅



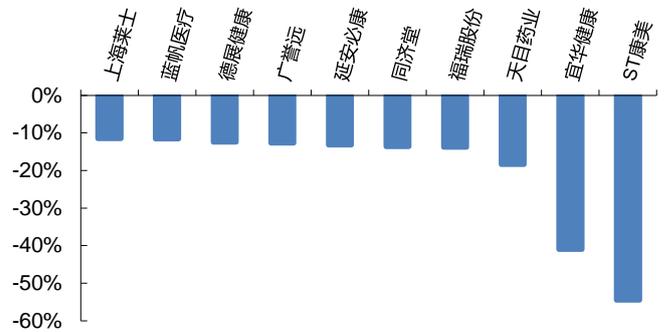
资料来源：wind，财富证券

图 5：2019 年 1-5 月医药生物个股涨幅 TOP10



资料来源：wind，财富证券

图 6：2019 年 1-5 月医药生物个股跌幅 TOP10

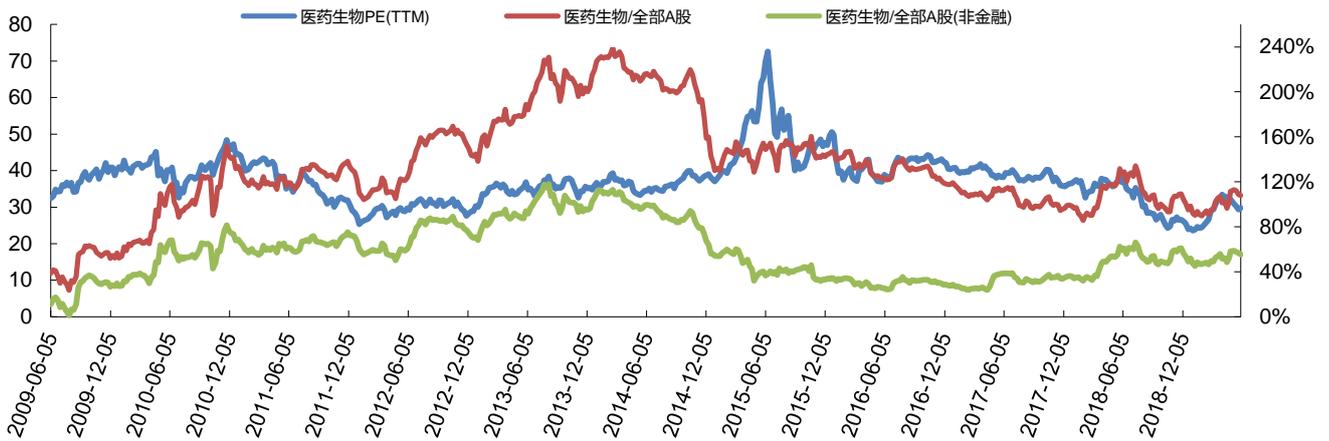


资料来源：wind，财富证券

1.2 板块估值处于历史偏低水平

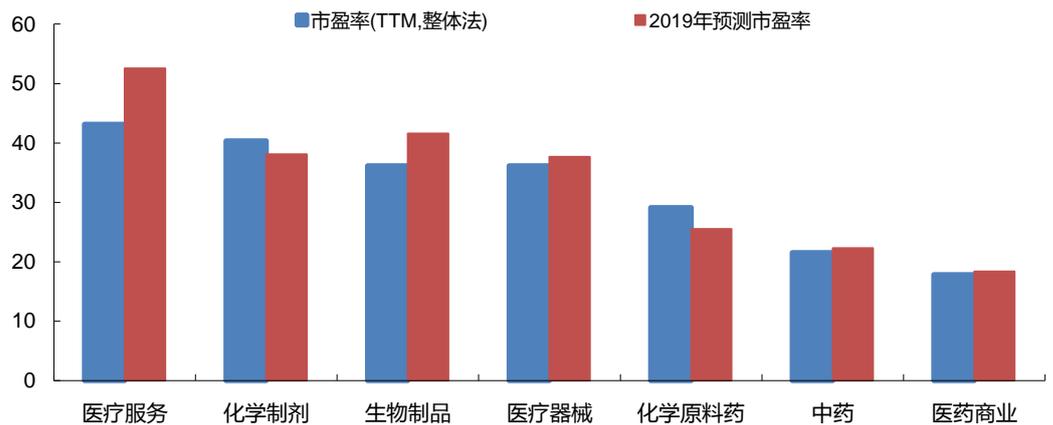
从估值角度来看，医药生物行业目前 PE (TTM) 为 29.74 倍（数据截止 2019 年 5 月 31 日），处于历史后 11%分位，估值处于偏低水平。从估值溢价来看，医药生物行业相对于全部 A 股以及剔除金融股后全部 A 股的估值溢价分别为 107.8%和 55.3%，子板块估值水平分化依然差异比较明显，其中估值最高是医疗服务板块与化学制剂板块，中药与医药商业板块估值最低。

图 7：医药生物行业历史 PE (TTM) 与估值溢价走势



资料来源：wind，财富证券

图 8：医药生物子板块市盈率



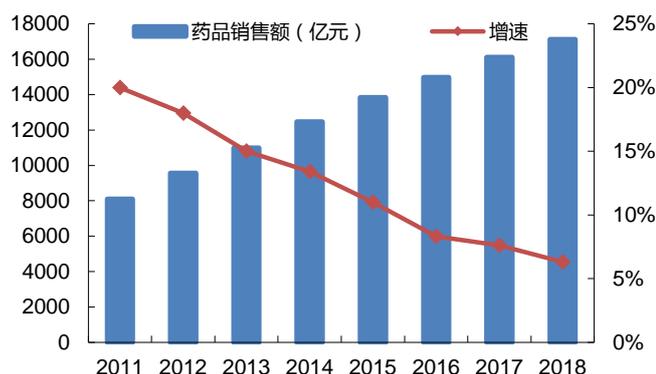
资料来源：wind，财富证券

2 板块业绩放缓，子板块业绩分化

2.1 医疗终端市场增速继续放缓，公立医院增速下降最快

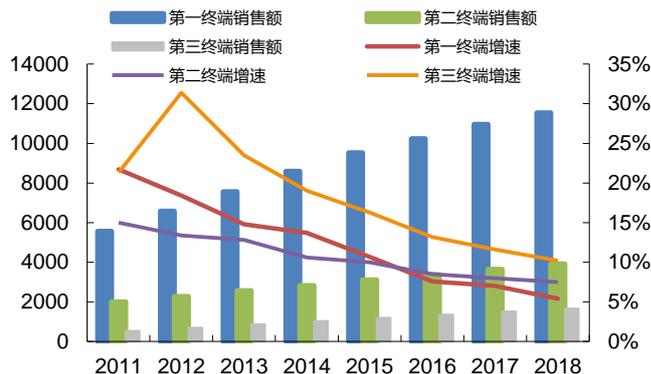
2018 年全国三大医疗终端药品销售额为 17131 亿元，同比增长 6.3%，增速比去年下降 1.3 个百分点；三大医疗终端中，第一终端（城市公立医院及县级公立医院）药品销售额为 11541 亿元，同比增长 5.4%，第二终端（零售药店）药品销售额为 3919 亿元，同比增长 7.5%，第三终端（公立基层医疗终端）药品销售额为 1671 亿元，同比增长 10.2%。

图 9：2011-2018 年全国市场药品销售额



资料来源：米内网，财富证券

图 10：2011-2018 年全国三大终端市场药品销售额机

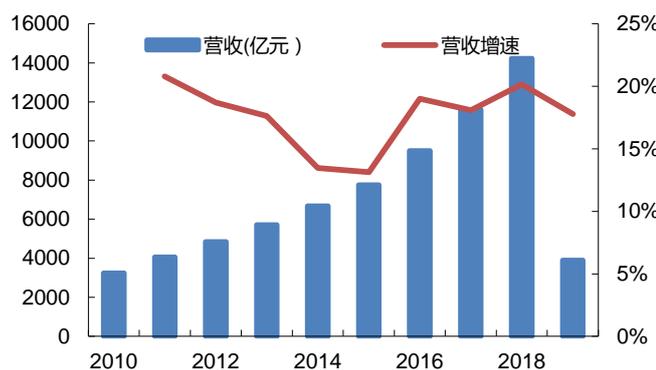


资料来源：米内网，财富证券

2.2 医药生物板块业绩增速放缓，子板块业绩分化

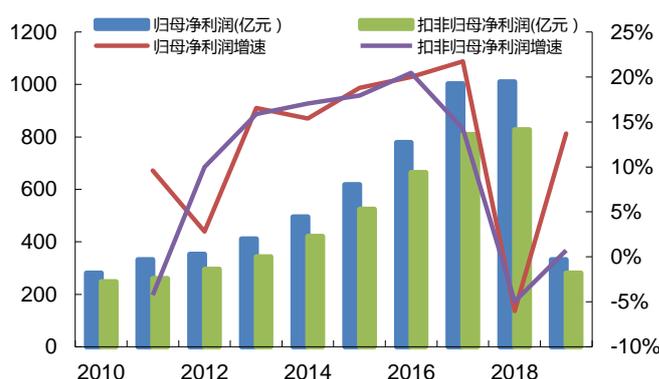
我们统计申万医药生物板块 2018 年及 2019 年一季度业绩情况，在剔除部分经营出现重大变故个股及新股上市影响后，2018 年申万医药生物板块实现营收 14225.37 亿元，同比增长 20.2%，实现归母净利润 1009.86 亿元，同比减少 6%，扣非归母净利润 827.46 亿元，同比减少 5%。2019 年一季度实现营收 3903.14 亿元，同比增长 17.8%，实现归母净利润 331.84 亿元，同比增长 13.7%，扣非归母净利润 281.73 亿元，同比增长 0.7%。受“两票制”低开转高开、原料药价格波动等因素影响，2018 年板块营收延续较快增长势头，但利润端受资产减值影响有明显下滑，2018 年整个板块共计有 230.63 亿元资产减值损失（主要为商誉减值）。随着两票制低开转高开影响消除及受 2018 年一季度业绩高基数影响，2019 年一季度板块业绩增速有所放缓。受资产减值影响，板块 2018 年净利润率有所下滑，2019 年一季度医药生物板块盈利能力整体保持回归稳定状态。

图 11：2010-2019Q1 医药生物板块营收及增速



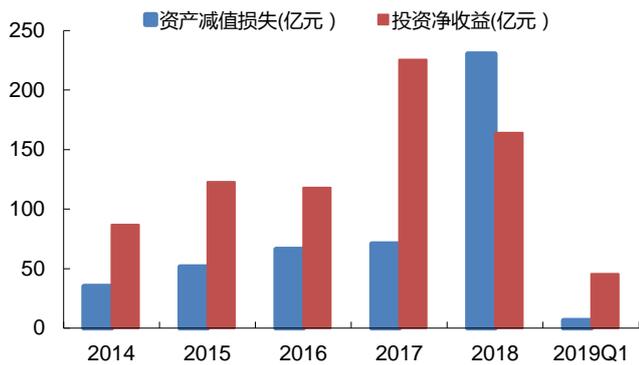
资料来源：wind，财富证券

图 12：2010-2019Q1 医药生物板块利润及增速



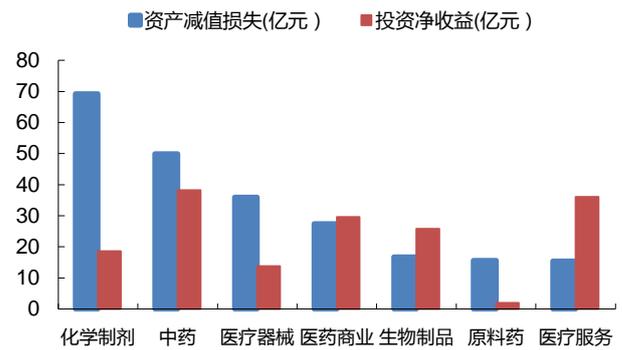
资料来源：wind，财富证券

图 13: 2014-2019Q1 医药生物板块非经常性损益



资料来源: wind, 财富证券

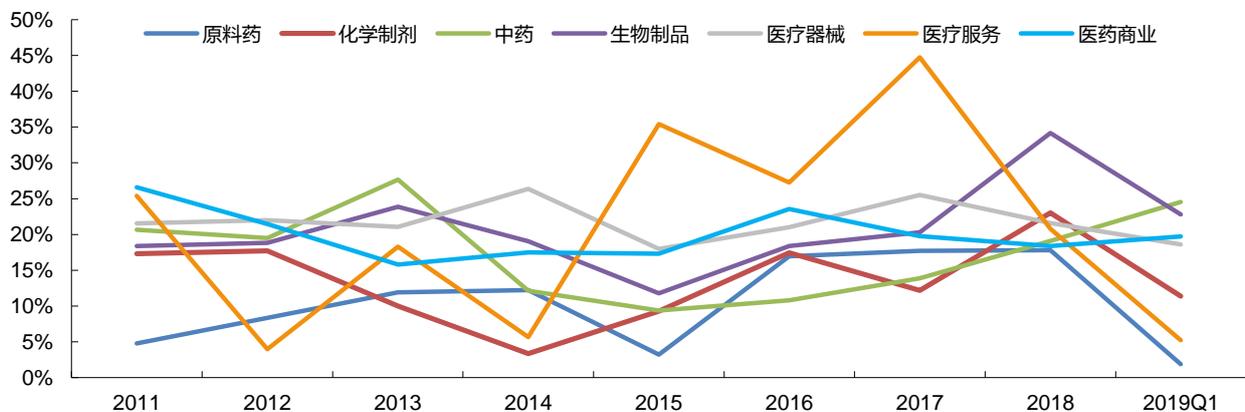
图 14: 2018 年医药生物各子板块非经常性损益



资料来源: wind, 财富证券

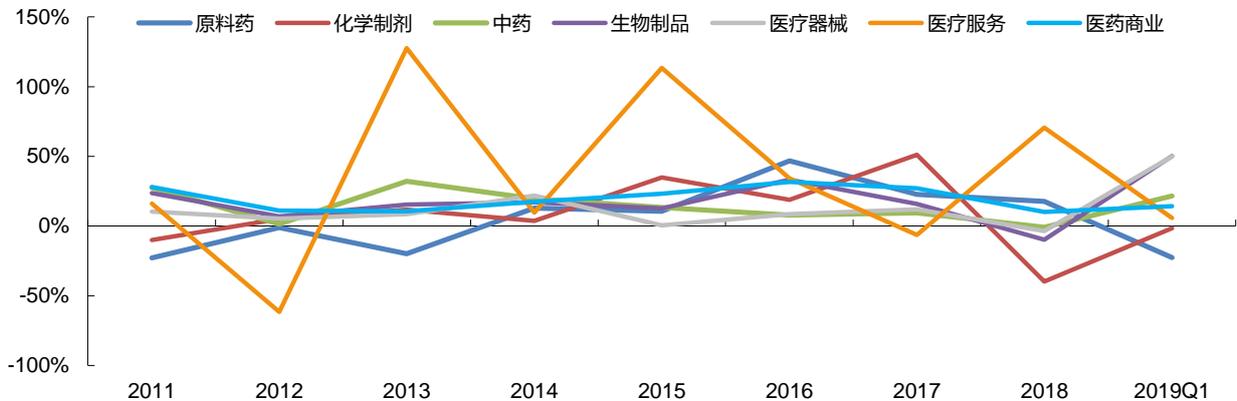
子板块 2018 年及 2019 年一季度业绩分化明显。化学制剂板块收入受“两票制”影响保持快速增长,受 2017 年业绩高基数(丽珠集团、人福医药等公司投资收益增厚利润),2018 年板块商誉减值增加导致净利润增速大幅下降,随着“两票制”低开转高开影响逐渐消除,2019 年一季度营收增速放缓,而净利润也出现一定程度下滑;原料药板块随着产品价格回落而业绩增速放缓;中药板块受医保控费及辅助用药临床应用受限、上游成本提升等因素影响,利润有所下滑,预计未来仍将承压;生物制品板块涵盖疫苗、生长激素、血液制品等细分子行业,整体收入快速增长,2018 年净利润明显下降及 2019 年净利润增速较高,主要受 2018 年上海莱士投资出现巨额损失影响,扣除此影响后,板块净利润保持平稳增长;医疗器械板块内生增长强劲,收入保持快速增长,净利润下滑主要是受个别公司出现大额商誉减值影响,扣除此影响后,板块 2018 年净利润增速在 25%左右,2019 年一季度延续快速增长态势;医药商业板块 2018 年收入平稳增长,但流通企业受政策影响仍面临业务结构转型,盈利能力承压,叠加部分企业在前期并购时产生大额商业减值,导致板块净利润明显下滑,随着影响减弱,2019 年一季度板块业绩有企稳回升态势;医疗服务板块整体业绩表现良好,下游需求不断提升,未来有望保持快速增长趋势。

图 15: 2011-2019Q1 医药生物子板块营收增速



资料来源: wind, 财富证券

图 16: 2011-2019Q1 医药生物子板块净利润增速



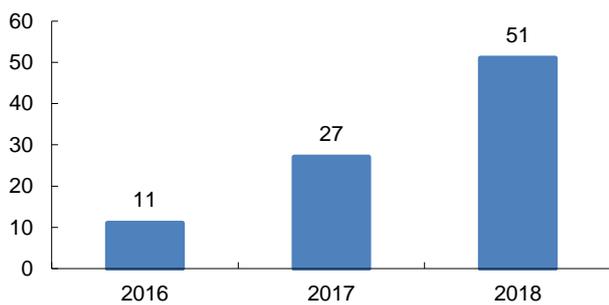
资料来源: wind, 财富证券

3 政策：医改政策稳步推进，耗材价格改革刚定调

3.1 创新药“开源”动力十足，仿制药“节流”政策加码

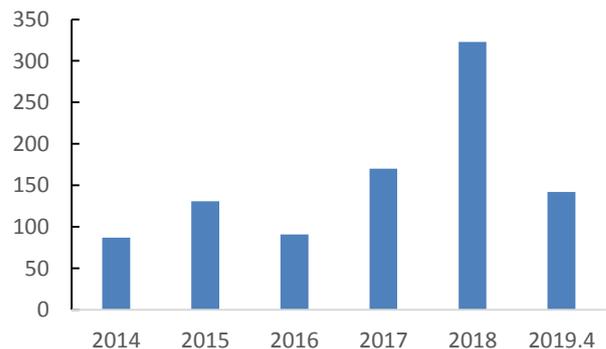
创新药研发进入兑现期。2015 年以来各类医药行业政策密集出台和落地，药品审评审批制度改革取得重大进展，审评效率大幅提升，药品审批制度已不再是制约我国药品创新限速步骤，国产药企创新热情逐步提升，2018 年国产化学药 1 类新药申报共计 323 个，创历史新高。2018 年新药上市数量达 51 个，比 2017 年增加 34 个，我国创新药研发进入兑现期。

图 17: 2016-2018 年 NMPA 批准新药数量



资料来源: NMPA, 财富证券

图 18: 2014-2019.4 国内化药 1 类新药申报情况



资料来源: CDE, 财富证券

仿制药集采效果初显，政策继续加码。在一致性评价取得阶段性成果之后，医保局于 2018 年 11 月正式推出“4+7”集中带量采购政策，新的仿制药集采政策方向远超市场预期，首批集采政策共涉及 25 个中选品种，在 11 个试点城市开展，于 2019 年 3 月 20 日起正式生效。根据医保局数据统计，截至 2019 年 4 月份，集采政策执行结果超出预期，25 个中选品种在 11 个试点地区采购总量达到了 4.38 亿片/支，已完成约定采购总量

27.31%。非试点城市对集采政策持续关注，目前已有太原、秦皇岛、唐山等城市做出积极响应，福建省在5月份审议《福建省全面落实跟进国家组织药品集中采购和使用试点工作的实施方案》，将在全省实施集采政策。随着首次集采政策顺利实施，业内预计第二批集采品种及试点城市可能会在今年下半年正式推出，传统仿制药降价趋势将加速，仿制药行业利润空间被大幅压缩，仿制药行业面临洗牌。

图 19：“4+7”集采政策推进表



资料来源：医保局，国务院，卫健委，财富证券

表 1：有可能纳入第二批带量采购的品种

品名	2017 年中国公立医疗机构终端			过评品种	过评企业	治疗类别
	销售额 (亿元)	TOP1 企业	市场份额			
缬沙坦口服常释剂型	43.09	诺华	53.68%	缬沙坦片	华海药业	心血管系统用药
左氧氟沙星口服常释剂型	12.21	第一三共	48.81%	左氧氟沙星片	东阳光药业	全身抗感染药物
阿卡波糖口服常释剂型	74.2	拜耳	59.43%	阿卡波糖片	杭州中美华东	消化系统及代谢药
阿奇霉素口服常释剂型*	18.76	辉瑞	35.12%	阿奇霉素片	石药欧意药业	全身抗感染药物
				阿奇霉素胶囊	苏州二叶制药	全身抗感染药物
阿奇霉素注射液	19.03	东北制药沈阳第一制药	69.30%	注射用阿奇霉素	海南普利制药	全身抗感染药物
阿那曲唑口服常释剂型	10.44	阿斯利康	89.03%	阿那曲唑片	扬子江药业	抗肿瘤和免疫调节剂
替莫唑胺注射液	-	-	-	注射用替莫唑胺	恒瑞医药	抗肿瘤和免疫调节剂
替莫唑胺口服常释剂型	18.55	江苏天士力帝益药业	51.19%	替莫唑胺胶囊	天士力帝益药业	抗肿瘤和免疫调节剂
左西替利嗪口服常释剂型	3.69	庆华邦制药	45.39%	盐酸左西替利嗪片	九典制药、齐鲁制药、华邦制药	呼吸系统用药
坦索罗辛口服缓控剂型	14.15	安斯泰来制药	50.31%	盐酸坦索罗辛缓释胶囊	恒瑞医药	生殖泌尿系统和性激素类药物
舍曲林口服常释剂型	9.49	辉瑞	61.66%	盐酸舍曲林片	京新药业	神经系统药物
曲美他嗪口服常释剂型	16.42	施维雅	63.22%	盐酸曲美他嗪缓释片	齐鲁制药	心血管系统药物
曲马多口服常释剂型*	0.21	石药欧意药业	53.72%	盐酸曲马多片	石药欧意药业	神经系统药物
莫西沙星口服常释剂	6.1	拜耳	100.00%	盐酸莫西沙星片	东阳光药业、	全身抗感染药物

型	四川国为					
二甲双胍口服常释剂型	26.97	施贵宝	60.49%	盐酸二甲双胍片	贵州天安、华南药业、四环制药、石药欧意药业	消化系统及代谢药
二甲双胍口服缓控剂型	6.33	重庆康刻尔制药	15.17%	盐酸二甲双胍缓释片	上药信谊药厂、德源药业、悦康药业	消化系统及代谢药
多奈哌齐口服常释剂型	7.05	卫材	78.22%	盐酸多奈哌齐片	重庆植恩、华海药业	神经系统药物
昂丹司琼口服常释剂型	2.24	齐鲁制药	63.10%	盐酸昂丹司琼片	齐鲁制药	消化系统及代谢药
氨溴索口服常释剂型	9.68	BI	16.86%	盐酸氨溴索片	裕欣药业、恒瑞医药	呼吸系统用药
地氟烷吸入剂型	0.92	百特	100.00%	吸入用地氟烷	恒瑞医药	神经系统药物
头孢羟氨苄口服常释剂型	2.94	石药欧意药业	34.24%	头孢羟氨苄片	石药欧意药业	全身抗感染药物
替吉奥口服常释剂型	45.2	山东新时代	55.29%	替吉奥胶囊	齐鲁制药、恒瑞医药	抗肿瘤和免疫调节剂
瑞格列奈口服常释剂型	22.25	诺和诺德	58.28%	瑞格列奈片	豪森药业	消化系统及代谢药
氨基酸葡萄糖口服常释剂型	25.17	浙江海正	24.33%	硫酸氨基葡萄糖胶囊	海正药业	肌肉-骨骼系统
奥司他韦口服常释剂型	15.01	东阳光长江药业	90.63%	磷酸奥司他韦胶囊	东阳光长江药业	全身抗感染药物
环孢素口服常释剂型	14.57	中美华东制药	43.76%	环孢素软胶囊	中美华东制药	抗肿瘤和免疫调节剂
拉米夫定口服常释剂型	11.72	葛兰素史克	72.63%	拉米夫定片	龙泽制药	全身抗感染药物
克拉霉素口服常释剂型	4.25	雅培	37.88%	克拉霉素片	东阳光药业	全身抗感染药物
克拉霉素口服缓控剂型	9.2	恒瑞医药	49.35%	克拉霉素缓释片	东阳光药业	全身抗感染药物
喹硫平口服常释剂型	10.77	阿斯利康	41.89%	富马酸喹硫平片	洞庭药业	神经系统药物
比索洛尔口服常释剂型	11.71	默克雪兰诺	70.50%	富马酸比索洛尔片	成都苑东	心血管系统药物
伏立康唑口服常释剂型	16.52	辉瑞	49.61%	伏立康唑片	华海药业	全身用抗感染药物
多西他赛注射剂	47.69	恒瑞医药	44.04%	多西他赛注射液	四川汇宇	抗肿瘤和免疫调节剂
单硝酸异山梨酯口服常释剂型	8.1	鲁南贝特	86.00%	单硝酸异山梨酯片	鲁南贝特	心血管系统药物
布洛芬注射剂	-	-	-	布洛芬注射液	成都苑东	肌肉-骨骼系统
阿莫西林口服常释剂型*	13.76	石药中诺药业	16.76%	阿莫西林胶囊	科伦制药、珠海联邦、石药中诺药业	全身用抗感染药物
格列美脲口服常释剂型	20	赛诺菲	58.69%	格列美脲片	江苏万邦、扬子江广州海瑞	消化系统及代谢药
氟哌噻吨美利曲辛口服常释剂型	9.63	灵北	90.37%	氟哌噻吨美利曲辛片	四川海思科	神经系统药物
卡托普利口服常释剂型*	1.57	施贵宝	36.39%	卡托普利片	石药欧意药业、常州制药厂	全身用抗感染药物
奈韦拉平口服常释剂型	0.002	华海药业	53.33%	奈韦拉平片	华海药业	全身用抗感染药物
阿法骨化醇口服常释剂型*	9.06	昆明贝克诺顿	28.55%	阿法骨化醇片	重庆药友	消化系统及代谢药

资料来源：米内网，财富证券（注：带*号的为首批带量采购流标品种）

3.2 医保目录动态调整，创新药临床用量加速

医保局于4月19日正式公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》，国家医保药品目录自2000年发布以来，分别于2004年、2009年、2017年做过调整，之前调整周期不固定，且间隔时间相对较长，非常不利于新药、好药放量，惠及广大患者，导致临床治疗水平提升速度与新药研发成果出现一定程度脱节，而此次医保目录调整时间间隔比2017年进一步缩短，随着未来新药加速上市，我们预计医保目录动态调整将常态化。此次正式工作方案与之前公布的《意见稿》相比，做了部分调整：

(1) 目标任务由之前“根据基金支付能力**适当扩大目录范围**，努力实现药品结构更加优化，管理更加规范，**医保资金使用效益更高**，进一步提升基本医保药品保障水平，缓解用药难用药贵”调整为“根据基金支付能力**适当调整目录范围**，努力实现药品结构更加优化，管理更加规范，**进一步提高医保资金使用效益**，提升医保药品保障水平，**有效缓解**用药难用药贵”。由“适当扩大调整”到“适当调整”意味未来医保目录调整“有进有出”现象更加普遍，“新老药更替”速度将加快，且未来将更加注重医保基金使用效应，部分疗效明确、占用医保金额较大品种可能加快调出目录。

(2) 由于此次工作方案在评审阶段新增加“医保用药咨询调查”，导致最终推出时间比之前的《意见稿》延迟1-2个月，咨询环节具体工作内容是“从遴选专家库中，随机抽取一定数量的专家，对所有品种（剂型）进行投票，了解全国范围内的医保用药需求。投票地区不少于全国2/3的省份；投票专家中来自二级及以下医疗机构的不少于30%；每个药品组别的专家原则上不少于50人”。新增咨询环节更加注重二级及以下医疗机构用药需求，协同推进分级诊疗。

临床急需药物得到重视。此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；根据药品治疗领域、药理作用、功能主治等进行分类，组织专家按类别评审。对同类药品按照药物经济学原则进行比较，优先选择有充分证据证明其临床必需、安全有效、价格合理的品种。文件指出“在甲乙类别调整过程中，优先考虑基本药物”，意味新进国家基药目录但尚未进医保目录品种可能会受益此次医保目录调整。

图 20：2019 年医保目录调整时间进度表



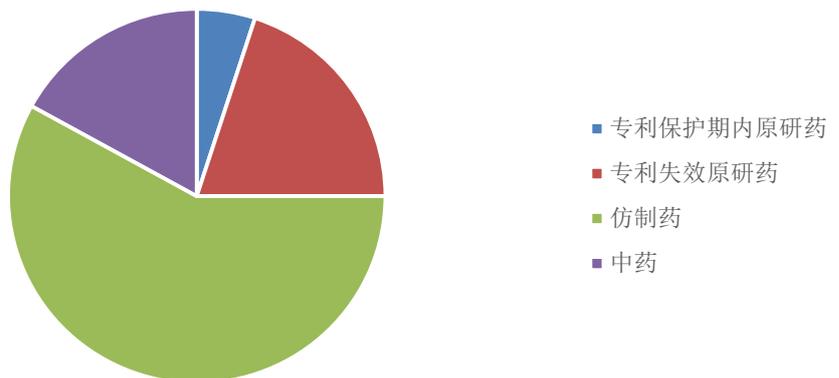
资料来源：医保局，财富证券

4 投资策略：把握产业升级机遇，细分行业成长性犹在

4.1 创新药增速依然领跑全市场，仿制药寡头化

创新药“增量”市场仍将快速发展。当前我国药品市场依然是以仿制药为主，创新药占比较低的市场格局，但自 2107 年以来我国创新药发展迎来黄金期，从药品审批改革到医保支付，制度上的支持已成为创新药快速发展基石，虽然药品整体市场增速放缓，但内部结构将向以创新药为主市场趋势发展，创新药增长将领跑整个市场，我们认为研发投入大、创新药管线丰富的龙头企业与借助资本市场迅速崛起的创新型“新贵”药企将成为产业升级过程中的受益者。

图 21：2017 年不同药品类型市场份额



资料来源：IQVIA，财富证券

仿制药“存量”博弈加剧，寡头化趋势加速。在集采政策引导下，我国仿制药市场增速将进一步放缓，营销驱动模式将瓦解，而产品端一致性评价成果已成为衡量企业能否成长甚至生存的核心标准。结合当下政策进度，我们认为未来集采政策推进速度将会提速，纳入集采的药品种类与推广范围将同比扩大。从首批集采政策竞标结果与执行成果来看，未中标企业在公立医疗机构的市场份额可能会加速流失，仿制药行业将呈寡头

化竞争。中期来看，已提早布局一致性评价企业将持续成为集采政策受益者。

表 2: 截至 2019.5 一致性评价申报数量 TOP10

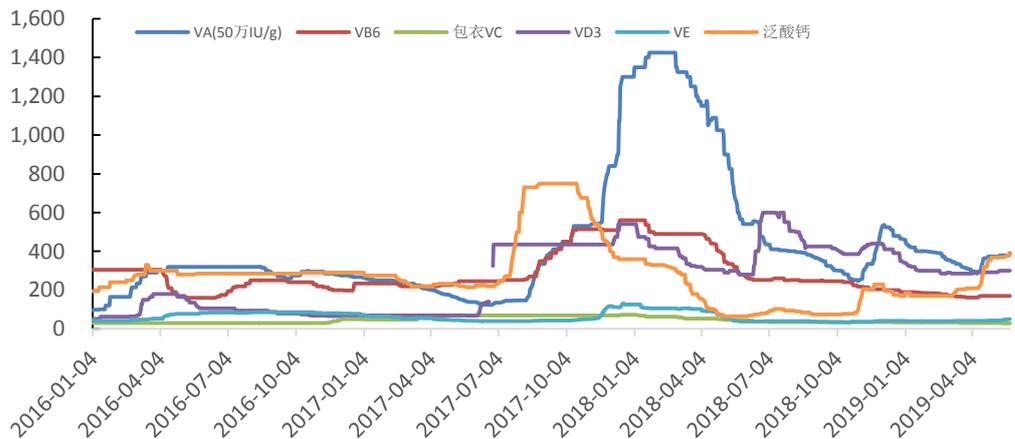
序号	企业	一致性评价项目申报数量
1	齐鲁制药有限公司	65
2	四川科伦药业股份有限公司	53
3	扬子江药业集团	37
4	中国生物制药有限公司	35
5	上海医药集团股份有限公司	34
6	江苏恒瑞医药股份有限公司	29
7	上海复星医药(集团)股份有限公司	24
8	人福医药集团股份公司	24
9	江苏豪森药业集团有限公司	22
10	浙江海正药业股份有限公司	20

资料来源: CDE, 财富证券

4.2 原料药整体价格回落，肝素价格处于上行周期

2016 年之前,我国原料药行业整体处于供大于需状态,产品价格长期处于较低水平,整体板块盈利能力欠佳,但自 2016 年以来受环保/安评趋严影响,供给端企业数量大幅减少,原料药供给量出现明显下滑,行业内竞争压力减少,竞争格局日趋良好,价格进入上升通道。此后,海外重大生产安全事故使得个别产品供需失衡加剧,从而出现价格大幅上涨,板块业绩明显改善,随着影响逐渐消除,原料药价格出现明显回落。不过,当前环保监管趋严与防范安全事故意识不断提高,原料药供给量总体提升有限,我们认为未来下游需求将稳步提升,原料药价格总体有望延续稳步上涨趋势。

图 22: 2016-2019.5 主要维生素价格走势(元/kg)



资料来源: wind, 财富证券

肝素价格进入上升期,非洲猪瘟导致供需失衡加剧。我国已成全球肝素原料药供应的主要增量,肝素原料供应占全球需求量 50%左右。我国生产肝素原料 80%-90%用于出口。在之前新一轮的环保核查影响下,企业数量锐减,供给量整体下降,随着下游补库

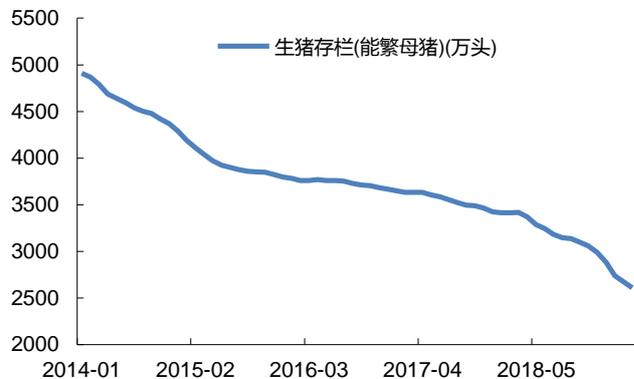
存需求提升，肝素价格自 2016 年以来一直处于上升期。肝素主要来自猪小肠，受非洲猪瘟疫情影响，未来 1-2 年生猪供应量下降已成事实，供给量减少导致肝素价格有望进一步提升，相关上市公司业绩有望持续改善。

图 23: 2014-2019.4 生猪存栏量



资料来源: wind, 财富证券

图 24: 2014-2019.4 生猪存栏中能繁母猪量



资料来源: wind, 财富证券

图 25: 2012-2019.3 肝素出口平均价(美元/KG)

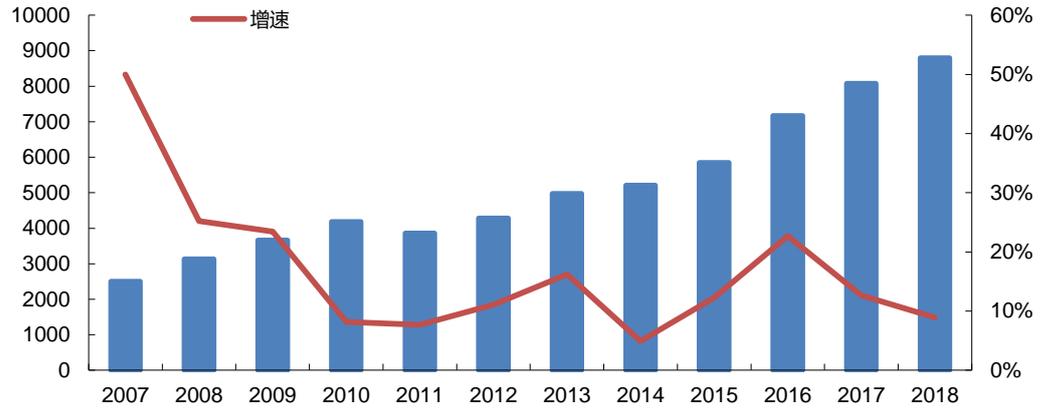


资料来源: wind, 财富证券

4.3 血液制品有望复苏，疫苗刚需属性不减

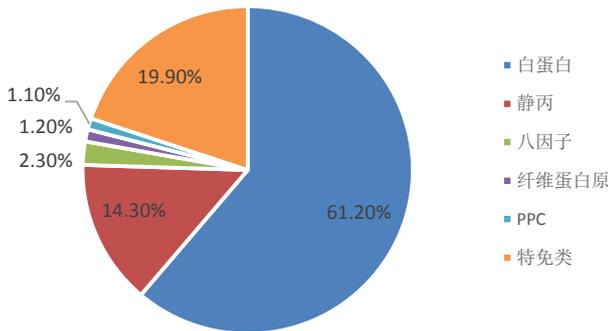
血制品去库存周期接近尾声，业绩有望进一步改善。2012 年，为缓解血制品供应紧张局面，监管部门加快单采血浆站审批数量，血制品行业迎来量价齐升，2017 年受供应大幅增加、两票制及药占比控费等政策导致行业销售模式转型，产品销售受阻，行业业绩增速放缓。随着供给端采浆量与主要产品批签发增速放缓，及需求端稳步提升，行业供需状况逐步改善，进口白蛋白价格指数在 2019 年一季度进入上涨周期，随着静丙（静脉注射免疫球蛋白）学术推广不断加强，需求有望改善。

图 26: 2007-2018 年血制品行业采浆量 (单位: 吨)



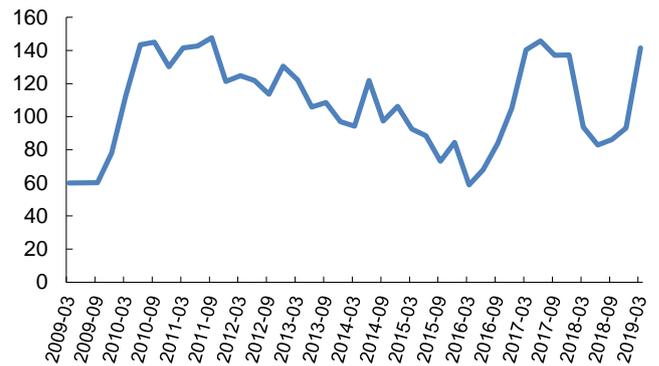
资料来源: 中检所, 财富证券

图 27: 2018 年我国血液制品各产品占比



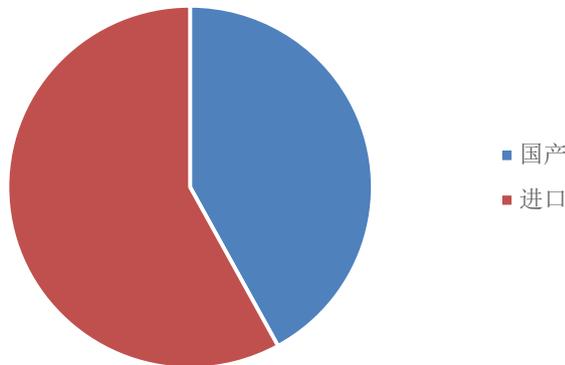
资料来源: 中检所, 财富证券

图 28: 2009-2019 年进口白蛋白价格指数



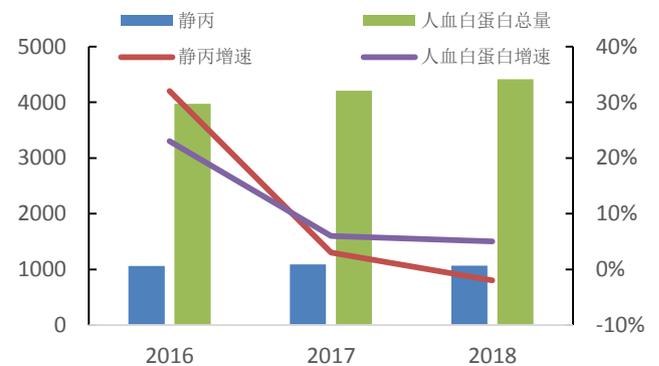
资料来源: wind, 财富证券

图 29: 2018 年国产白蛋白占比



资料来源: 中检所, 财富证券

图 30: 2016-2018 年白蛋白与静丙批签发量

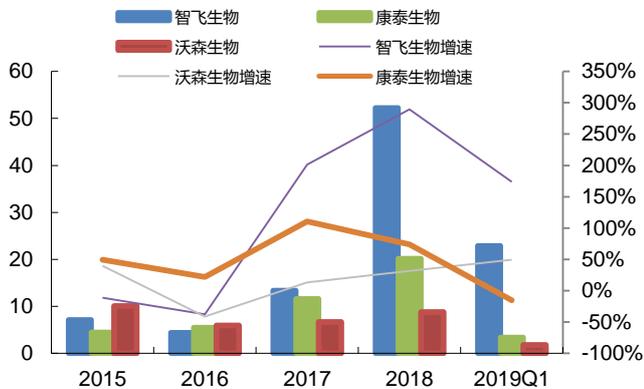


资料来源: 中检所, 财富证券

疫苗行业依然保持高景气度, 行业监管持续加强。受长生生物事件影响, 2018 年下

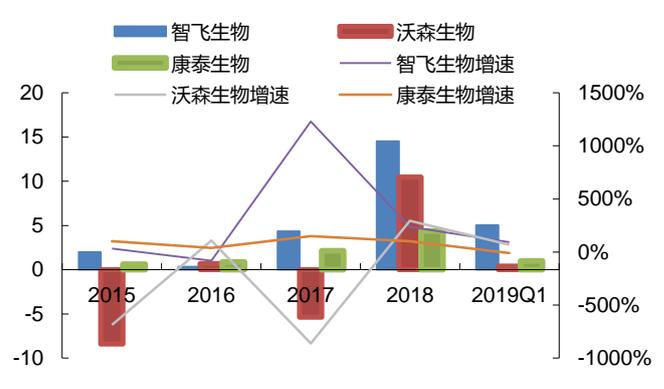
半年疫苗整体批签发量有所下降，但三家疫苗上市企业受影响有限，整体业绩依然保持高速增长。我国一类苗市场保持稳定增长，主要由国家采购，行业利润主要来自带有消费属性的二类苗，而重磅产品如 HPV 疫苗、多联疫苗的上市有望推动行业业绩快速发展。

图 31: 2015-2019Q1 疫苗企业营收表现



资料来源: wind, 财富证券

图 32: 2015-2019Q1 疫苗企业利润表现



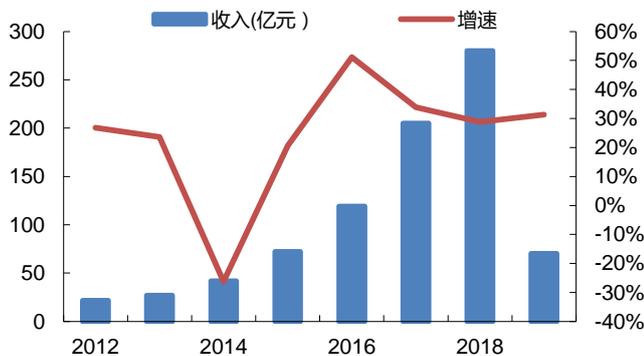
资料来源: wind, 财富证券

4.4 医疗器械整体快速增长，行业出现分化

当前政策环境下医疗器械行业有望保持快速增长。目前我国医疗器械市场规模稳定增长，但国产医疗器械市场份额占比较低，尤其是高端产品主要以进口为主，在医保控费、药品大幅降价及 DRG 政策加速落地的政策背景下，医疗机构成本控制意识将加强，高性价比的国产器械市场份额有望持续提升。

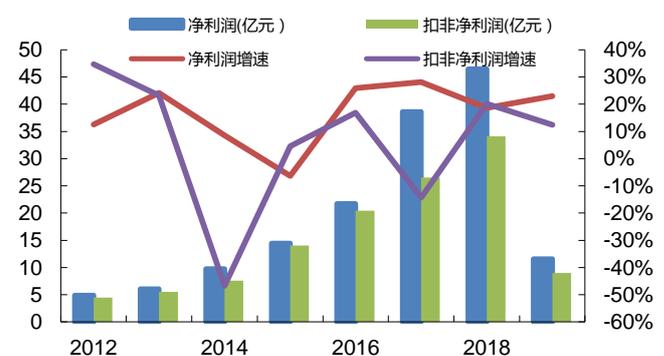
IVD 行业整体业绩放缓，细分领域分化明显。体外诊断公司 2018 年实现营收 280.21 亿元，同比增长 28.8%，实现净利润 46.46 亿元，同比增长 18.6%，营收与净利润增速均有所放缓；2019 年一季度实现收入 70.40 亿元，同比增长 31.4%，实现净利润 11.57 亿元，同比增长 23%，与 2018 年一季度相比，行业业绩继续放缓。受两票制政策及终端招标降价过快等因素影响，传统生化检测企业业绩承压，拖累板块业绩表现，而处于分子诊断行业仍处于起步阶段，保持加快增长；POCT 与化学发光行业受益技术进步，仍处于快速发展阶段。

图 33: 2012-2019Q1 IVD 诊断企业营收



资料来源: wind, 财富证券

图 34: 2012-2019Q1 IVD 诊断企业净利润



资料来源: wind, 财富证券

4.5 医药零售行业保持快速增长，受集采政策影响小

医药零售龙头企业规模持续扩张，业绩有望保持快速增长。四家连锁药房整体表现良好，2018 年收入与利润均实现较快增长；受益于新并购门店并表及扩张门店逐渐步入成长期，2019 年一季度连锁药房业绩延续快速增长趋势。当前我国药品零售行业市场规模进入稳定增长阶段，但行业集中度与连锁率依然较低，受行业政策监管力度（如药店分类管理、打击骗保、严查药师“挂证”等）不断提升的影响，中小连锁及单体药店经营压力不断增大，行业集中度有望持续提升，而龙头连锁企业竞争优势明显，有望长期受益。在政策助力下，大型连锁药店通过自建与并购方式持续提升门店数量与经营范围，业务规模不断扩大，业绩有望持续快速增长。随着集采政策加速落地，药品在公立医疗机构渠道的降价压力大增，短期内集采政策对药品零售行业冲击较小，药企对非公立医疗机构渠道需求提升，连锁药店对上游药企的议价能力增强。

表 3：截至 2019 年 3 月份四家连锁药店全国门店布局情况(不含加盟店)

区域	华南	华中	华东	华北	西南	西北	中南	共计
大参林	3376	408	225	-	-	-	-	4009
老百姓	331	1058	1148	428	-	501	-	3466
益丰药房	-	-	1722	512	-	-	1724	3958
一心堂	822	-	9	340	4834	-	-	6005

资料来源：上市公司公告，财富证券

4.6 受益行业政策改革，外包龙头企业长期快速增长

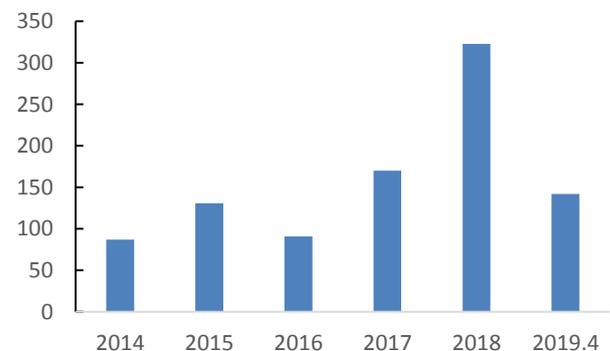
医药外包板块整体受益于国内医疗体系改革。自 2015 年国家启动药品审评审批制度改革以来，国内医药行业研发投入不断加大，产品创新力度持续提升，叠加全球外包行业向国内产业转移行业趋势，我国外包型行业进入黄金期，下游药企需求不断增长，推动板块业绩持续高增长，其中龙头企业有望长期受益行业高景气度而持续快速增长。

图 35：2013-2018 年医药生物板块研发支出



资料来源：wind，财富证券

图 36：2014-2019.4 化学国产 1 类新药申报数量

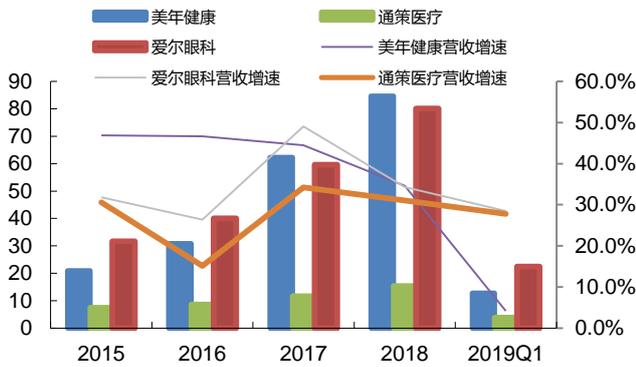


资料来源：CDE，财富证券

4.7 专科连锁医院业绩高增长，规模持续扩张

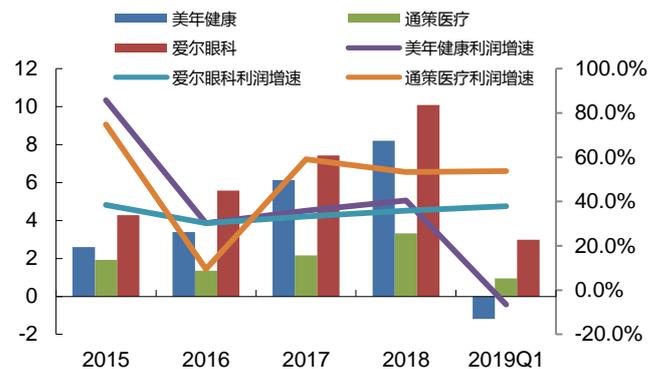
目前，我国医疗服务行业依然是以公立医疗机构为主，民营医疗为辅的行业格局，但地区间医疗资源分配不均衡，一线城市医疗资源相对丰富，二三线城市医疗资源相对较少，民营医疗作为公立医疗机构的补充，在二三线城市需求较大，尤其是随着民营专科医疗服务机构的品牌影响力与社会认可度逐步提升，未来民营专科连锁医院有望通过规模化优势进一步提升市场份额。

图 37：2015-2019Q1 专科连锁医院营收(亿元)



资料来源：wind，财富证券

图 38：2015-2019Q1 专科连锁医院净利润(亿元)



资料来源：wind，财富证券

5 投资建议

医药生物板块 2018 年整体业绩表现不佳，受多重因素影响，板块净利润增速大幅下滑，2019 年一季度资产减值影响逐渐消除，板块业绩在去年高基数基础上依然实现平稳增长。目前，我国药品审评制度优化已基本完成，医疗改革范围逐步向医疗机构运营机制与医保支付体系扩大，在医改政策全面收紧背景下，医疗市场增速放缓转而更加注重行业发展质量，行业内部分化加剧，我们对医药生物板块维持“同步大市”评级。我们建议投资者持续关注行业政策落地进度，重点关注政策受益企业，及估值合理、业绩有望随行业景气度提升而快速增长行业龙头。

5.1 东诚药业（002675）：核药内生增长强劲，肝素价格上行增厚业绩

2019 年一季报业绩高增长，中期业绩预告超预期。2019 年一季度公司实现营收 5.34 亿元，同比增长 33.67%，归母净利润 0.65 亿元，同比增长 48.66%，扣非归母净利润 0.69 亿元，同比增长 49.51%。2019 年一季度公司核药业务与原料药业务快速增长，安迪科并表进一步增厚收入与利润，公司公布 2019 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 1.68-1.85 亿元，同比增长 50%-65%。

核药业务迎来政策利好，有望长期受益。公司在整合全国核药优势资源基础上，正在全国范围内布局核药中心，提升辐射半径，目前公司已拥有 18 个核药中心，未来三年在建设规划建设的中心朝 30 个。2018 年 4 月，卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2018 年）》，大型医用设备配置证下放，大型医学检测设备普及率将进一步提升，核药需求加大；随着大型医用设备普及率提升，单核药中心盈利能力仍有提升空间。

肝素价格上行期，持续增厚利润。2016年，上游肝素粗品受环保督察影响，供应受限，而下游需求持续提升，肝素价格触底回升，进入上涨通道，而且非洲猪瘟疫情导致2019年生猪供应量将大幅减少，肝素的原材料供给持续下降，未来肝素价格仍有提升空间，公司作为肝素原料药龙头之一，有望持续受益。

盈利预测与投资评级。预计公司2019-2021年EPS分别为0.54/0.73/0.99元，对应目前股价PE为20/15/11倍。给予公司2019年合理估值区间为24-26倍PE，维持“推荐”评级。

风险提示。商誉减值；并购整合不及预期；肝素价格大幅下降。

5.2 科伦药业（002422）：业绩增速放缓，研发管线丰富

2019年一季度业绩增速放缓。公司2019年第一季度实现营收42.88亿元，同比增长9.05%；实现归母净利润3.36亿元，同比减少12.40%；扣非后净利润3.17亿元，同比减少2.04%，受去年同期大输液产品高开及今年部分抗生素中间体降价影响，公司表观收入增速略有放缓。

大输液及抗生素长期提供稳定现金流。公司为大输液龙头企业，大输液行业受限抗政策影响整体增速放缓，中小企业被淘汰，行业集中度提升，公司大输液板块业绩保持稳健增长；川宁抗生素项目获批之后成为公司另一重要业绩贡献来源，未来随着产能利用率接近饱和，产品价格波动可能导致抗生素项目对业绩增量贡献下降，但依然可以为公司创新研发提供较强现金流支撑。

仿创结合，研发管线丰富。公司2012年成立研究院，开始布局药品研发，取得阶段性成果，2018年公司共获得25个生产批件，2019年一季度有氢溴酸西酞普兰片（首仿）、氟康唑片、阿昔洛韦片、头孢氨苄胶囊4个品种也通过一致性评价。

盈利预测与投资评级。预计公司2019-2021年EPS分别为1.06/1.33/1.75元，对应目前股价PE为25/20/15倍。给予公司2019年合理估值区间为28-31倍PE，维持“推荐”评级。

风险提示。原料药价格下降；产品招标降价超预期；环保要求不达标。

5.3 山东药玻（600529）：产品结构持续优化，毛利仍有提升空间

2019年一季度业绩高增长，盈利能力进一步提升。2019年一季度公司实现营收7.1亿元，同比增长10.4%；归母净利润1.1亿元，同比增长33.5%，扣非归母净利润1.02亿元，同比增长32.15%。2019年一季度公司毛利率为37.47%，较上年同期增加5.76个百分点，公司毛利率在2018年提升3.77个百分点后进一步提升，主要系增值税下调叠加产品提价及高端产品需求旺盛，2019年一季度净利润率为15.59%，较上年同期增加2.70个百分点，公司盈利能力增强。

需求结构不断升级，产品结构动态优化。2018年，公司模制瓶、棕色瓶和丁基胶塞营收占比分别为40.8%、28.3%、8.8%，分别同比增长10.8%、21.0%、-6.0%。虽然模抗瓶销量有所下滑，但一类模制瓶和化妆品瓶需求快速增长，公司及时调整生产结构，营收实现稳健增长；下游保健品市场对棕色日用瓶需求旺盛，产品供不应求，公司优先生产高毛利产品，棕色瓶保持较快增长。

盈利预测与投资评级。预计公司2019-2021年EPS分别为0.84/1.08/1.32元，对应目前股价PE为25/20/17倍。给予公司2019年合理估值区间为28-30倍PE，给予“推荐”评级。

风险提示。原材料价格大幅上涨；产品降价；环保要求不达标。

5.4 柳药股份（603368）：业绩保持快速增长，现金流持续改善

2019年一季度业绩高增长，盈利进一步提升。2019年一季度公司实现营收33.86亿元，同比增长24.89%，归母净利润1.60亿元，同比增长41.68%，扣非归母净利润1.55亿元，同比增长36.56%，经营性现金流净额为-3.05亿元，同比明显改善。2019年一季度公司综合毛利率为12.01%，同比提升2.38个百分点，净利润率5.08%，同比提升0.73个百分点。

受益两票制政策，批发板块业务快速增长。“两票制”的推行使行业集中度进一步提升，公司作为地区龙头明显受益，公司进一步完善网络布局，加强县乡基层市场覆盖，并通过医院供应链延伸服务、器械耗材SPD项目、“互联网+流通”等拓展配套增值服务，提升客户粘性，板块业绩维持快速增长。

零售板块业务增长势头强劲。公司通过自建和收购方式加快零售药店布局，同时加快院边处方外流的承接药店布局，目前公司药店达600家，DTP药房有65家，2019年一季度零售板块实现收入4.17亿元，同比增长54%。

盈利预测与投资评级。预计公司2019-2021年EPS分别为2.54/3.06/3.57元，对应目前股价PE为13/11/9倍。给予公司2019年合理估值区间为15-16倍PE，维持“推荐”评级。

风险提示。带量采购导致产品大幅降价；并购整合不及预期；零售药店业绩不及预期。

5.5 华兰生物（002007）：血液制品行业回暖，流感疫苗贡献业绩增量

2019年一季度业绩较快增长。2019年一季度公司实现营收6.96亿元，同比增长23.83%；归母净利润2.60亿元，同比增长25.16%；扣非净利润2.40亿元，同比增长27.62%。受益于血液制品价格回暖，公司业绩保持较快增长。

血液制品行业回暖，公司有望受益。我国血制品行业经历2017年、2018年的调整逐

步回暖，2018 年全国采浆量 8600 余吨，同比增长近 7%，供给增速持续下滑，下半年企业库存逐步消化，销售情况开始转好，公司作为血制品龙头，全年有望持续稳健增长。公司积极申请新建单采血浆站，公司在鲁山获批设立单采血浆站并正式采浆；封丘、滑县、等地许可证均已按时换新。公司积极调整销售策略，通过加强销售队伍建设，加大学术推广力度，加强对二、三线城市和三级甲等医院的销售布局。

流感疫苗将成为公司业绩新的增长点。公司 2005 年成立疫苗公司，目前已成为我国最大的流感病毒裂解疫苗生产基地，2018 年公司四价流感病毒裂解疫苗获批，成为我国首家获准上市的企业。2018 年公司流感疫苗完成批签发 852.26 万支/瓶，占全国流感疫苗批签发总量的 52.85%，预计 2019 年四价流感疫苗获批数量将进一步提升，业绩贡献进一步加大。

盈利预测与投资评级。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.50/1.84/2.36 元，对应目前股价 PE 为 27/22/17 倍。给予公司 2019 年合理估值区间为 30-32 倍 PE，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示。产品安全事故；行业复苏不及预期；产品降价。

5.6 济川药业（600566）：业绩稳健增长，盈利能力进一步提升

流感助力 2018 年业绩高增长，2019 年 Q1 业绩增速放缓。受益一季度流感因素，公司 2018 年整体业绩实现快速增长，2019 年一季度由于去年同期高基数叠加蒲地蓝 OTC 渠道收入增速放缓，导致整体收入增速放缓。蒲地蓝逐渐走出业绩增速低谷，回归稳定增长，预计 2019 年增速在 15% 左右；雷贝拉唑这两年保持平稳增长；小儿豉翘在继 2018 年业绩快速增长之后，剂型替代加速有望推动其保持快速增长趋势。二线品种中蛋白琥珀酸铁口服溶液、黄龙止咳颗粒预计 2019 年保持高增速。

毛利率有望企稳回升，销售费用率持续下降，盈利能力进一步提升。受招标降价影响，2018 年整体毛利率略有下滑，随着全国新一轮招投标工作接近尾声，蒲地蓝、雷贝拉唑终端降价压力减小，小儿豉翘清热颗粒受益剂型替代加速，毛利率有望进一步提升，预计公司 2019 年整体毛利率有望企稳回升。2019 年一季度，公司销售费用率延续之前下降趋势，随着蒲地蓝 OTC 渠道业绩回暖，低销售费用率的 OTC 渠道收入占比有望进一步提升，公司整体销售费用率将进一步减少，盈利能力仍有提升空间。

盈利预测与投资评级。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.48/2.96/3.53 元。目前公司股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 14/12/10 倍。给予公司 2019 年合理估值区间为 16-18 倍 PE，维持公司“推荐”评级。

6 风险提示

商誉减值；产品降价；并购整合不及预期；政策变动。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438