

医药生物

证券研究报告
2019年06月10日

医改深入推进，医药产业持续变革

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com
潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

5月行情回顾

2019年5月上证综指同比下跌0.27%，报2,898.70点，中小板指下跌2.33%报5,474.76点，创业板指下跌0.75%报1,483.66点。医药生物指数下跌1.53%，报6,960.94点，表现弱于上证1.27个pp，强于中小板0.79个pp，弱于创业板0.78个pp。截至5月31日，全部A股估值为12.94倍，医药生物估值为32.02倍，相对A股溢价率降低至148%。

5月行业总结

本月大盘呈现弱势震荡，医药板块走势弱于大盘、中小板和创业板，相对全部A股估值溢价率下降至148%。行业方面，5月20日，国家医保局召开疾病诊断相关分组(DRG)付费国家试点工作视频会议，公布了DRG付费国家试点城市名单，部署推进试点工作。5月28日，国家卫健委发布关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知，通过紧密型医共体建设，进一步完善县域医疗卫生服务体系，提高县域医疗卫生资源配置和使用效率，加快提升基层医疗卫生服务能力，推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序；5月29日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步促进社区养老和家政服务业加快发展的措施，决定对养老、托幼、家政等社区家庭服务业加大税费优惠政策支持。

6月4日上午，财政部网站发布“开展2019年度医药行业会计信息质量检查工作”的消息，将于6、7两月对77家药企开展会计信息质量专项检查，重点是核查销售费用。对医药企业销售环节开展“穿透式”监管，延伸检查关联方企业和相关销售、代理、广告、咨询等机构，必要时可延伸检查医疗机构。

同日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2019年重点工作的通知》，具体规定了将要制定的15个文件（设置了完成的具体的时间节点），需要落实的21项重点工作，涉及到医药、医疗、医保等多方面的具体任务，医改力度持续加强，有望加速推进，将推动医药行业持续深入变革。

6月投资观点

在市场仍受贸易战等外部因素扰动的情况下，10年医改进入了攻坚期，通过医保改革带动后续医疗、医药改革，实现三医联动良好运行，将深刻变革医药行业。未来医药行业持续正本清源，挑战与机遇并存。随着恒瑞PD-1终迎获批，科创板首批企业已经过会，有望对创新药及产业链带来提振，建议关注四大方向：（1）创新药及产业链，关注：恒瑞医药（PD-1获批）、泰格医药、凯莱英、药明康德；（2）医疗器械领域，包括：迈克生物、迈瑞医疗等；（3）刚性用药，关注：长春高新、通化东宝、我武生物、安科生物、健康元；（4）医药大消费：片仔癀、云南白药、爱尔眼科、美年健康等。

6月金股：恒瑞医药(600276.SH)

核心逻辑：公司作为国内医药龙头企业，自主研发的创新药开始步入收获期，2018年包括硫培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品PD-1已经获批。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。预计公司2019-2021年归母净利润分别为51.4亿元、65.4亿元、83.1亿元，看好公司从国内龙头迈向国际一流药企，维持买入评级。

6月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整，推荐逻辑见表1）

健康元，迈克生物，安图生物，万孚生物，迈瑞医疗，金域医学，恒瑞医药，片仔癀，通化东宝，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，云南白药，长春高新，凯莱英

风险提示：市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《医药生物-行业点评:医改将加速推进,医药行业持续深入变革》 2019-06-05
- 《医药生物-行业研究周报:国产创新药不断落地,重点关注创新领域》 2019-06-03
- 《医药生物-行业专题研究:恒瑞PD-1获批加入群雄逐鹿,竞争要素剖析缘何脱颖而出?》 2019-06-03

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

表 1：月度金股与稳健组合核心逻辑

推荐公司	核心逻辑	股价催化剂	风险因素	联系人
健康元 (600380.SH)	公司持续加大研发投入，2018 年研发费用达到 7.08 亿元，同比增长 34.13%。除了丽珠单抗方面稳步推进研发管线外，公司的吸入制剂产品值得重点期待。呼吸系统疾病已成为国内仅次于心脑血管的第二大疾病，其中慢性疾病主要包括哮喘和慢阻肺，患者人群大，吸入制剂是主流的用药。公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队，在吸入制剂技术方面积累丰富。在管线方面，复方异丙托溴铵吸入溶液获批，成为公司首个呼吸制剂产品，迈出了关键第一步，公司在吸入制剂的布局处于领先地位，未来有望成为行业的领军企业。除了重点布局的吸入制剂平台外，公司还力争打造国内领先全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台，为长期发展奠定了坚实的基础。我们看好公司吸入制剂发展潜力，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.46、0.55 及 0.64 元，对应估值分别为 19、16 及 14 倍，维持“买入”评级。	研发进度加快	呼吸制剂研发进展及销售低于预期，艾普拉唑等化学制剂增长低于预期，单抗等创新研发管线进度低于预期，中药业务下滑超预期	潘海洋
迈克生物 (300463.SZ)	1、产品线齐全丰富，目前已经有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品，抗风险能力高；2、化学发光产品线（A 股只有 2 家有规模企业），预计未来 3 年保持 50%复合增速，发光试剂毛利水平约为 80-90%，高毛利产品的高增长带来利润增厚。2018 年预计 300 速发光仪和 800 速生化仪推入市场销售，加大其在生化和发光的竞争优势，发光增长提速；3、传统产品增长高于行业增长，打包效应初现，目前已经有超过 300 家集采医院，包括一些大三甲。一季报预告显示公司 2019 年开头业绩增长势头强，我们预计 19-20 年净利润为 5.5/7.0 亿元，EPS 为 0.98/1.26 元，维持买入评级。	产品持续放量，高毛利产品增长	竞争风险，产品销售不及预期	郑薇
安图生物 (603658.SH)	1、2017 年中国化学发光市场 240 亿，占整个 IVD 行业 30%以上的份额，排首位，预计未来 3-5 年还将保持 20-25%高增长，行业景气度高；2、公司 A2000 和 A2000Plus 为 200 速仪器，定位县级以上医院，满足大样本量的检测需求，根据 2017 年报，A1000plus 和 A6（2017 年新立项）等系列仪器正在逐步开发，这系列仪器为 100 速仪器，适合基层医院小样本量使用，有望在 2018 年底或 2019 年初上市销售；3、安图生物通过收购盛世君晖，获得东芝生化仪中国区独家代理权，收购百奥泰康 75% 股权，取得生化检测产品线，闭合生化产业链，为流水线做铺垫。根据 2017 年报，全自动联检系统中的 Autowomo 及配套试剂已完成注册并上市，其余仪器及配套试剂均正在逐步开发。我们预计 19-21 年公司净利润分别为 7.17 亿元、9.04 亿元、11.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.71 元/股、2.15 元/股、2.68 元/股，我们认为随着中国市场逐步规范化，化学发光行业具有更大的发展空间，而优质细分龙头会在医改效率提升中快速受益。	化学发光行业高增长	产品销售不达预期的风险、研发进展不达预期、政策不确定性	郑薇
万孚生物 (30482.SZ)	1、公司自成立以来专注于 POCT 领域，目前已经具备了较为丰富的产品线，取得 68 项二类产品注册证书、43 项三类产品注册证书，横向涵盖了妊娠检测、传染病检测、毒品检测、慢性病检测等应用领域，纵向涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、OTC 药房以及疾病预防控制中心、公安、军队等特殊渠道，形成了对 POCT 市场全面纵深的覆盖；2、国内外业务齐发力，在国内	需求增加，试剂放量，新产品放量	市场竞争加剧，产品销售不及预期	郑薇

	<p>市场，公司以华南地区为中心，占比维持在 25%左右，而西南和西北地区在崛起。2017 年华南、西南、西北地区收入同比增长分别为 212.0%、228.5%、409.9%；在国外市场中公司主要业务在美洲，2017 年收入为 2.1 亿元，同比增长 67.8%，主要是由于美国子公司利用现有渠道，加强与现有客户的粘性，帮助客户共同开发下游市场，提升和增进市场服务能力。我们预计 19-20 年公司净利润 4.21/5.62 亿元，对应 EPS 1.23/1.64 元/股，维持“买入”评级。</p>			
迈瑞医疗 (300760.SZ)	<p>1. 医疗器械受益于分级诊疗+进口替代，中国 4,583 亿超大市场亟待挖掘，行业增速 24%，迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内 TOP3，国产 TOP1；2. 迈瑞长年来一直将销售收入 10%投入研发，自主创新的路途上从未停止，同时通过产品、渠道、技术的收购，推动行业整合；3. 迈瑞医疗立足全球视角，2017 年收入中 46%来源大陆以外地区，全球化品牌已经深入人心。我们预计 19-21 年公司 EPS 为 3.83/4.74/5.73 元，给予“买入”评级。</p>	<p>分级诊疗+进口替代;技术的更迭周期缩短</p>	<p>基层扩容不达预期,产品价格下降风险,拓展新产品线不达预期等</p>	郑薇
金域医学 (603882.SH)	<p>1. 行业竞争加剧，小型化实验室不具备成本优势，大浪淘沙下优胜劣汰，行业有望迎来拐点；2. 公司市场份额、客户数量均为行业领先，规模经济效应显著；3. 亏损实验室逐步扭亏为盈。我们预计 19-21 年公司净利润为 2.87/3.61/4.56 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.79/1.00 元/股，维持“买入”评级</p>	<p>行业拐点出现</p>	<p>竞争加剧、医学检验及病理诊断服务执业风险、检验样本控制风险</p>	郑薇/李扬
恒瑞医药 (600276.SH)	<p>公司作为国内医药龙头企业，自主研发的创新药开始步入收获期，2018 年包括硫培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品 PD-1 已经获批。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 51.4 亿元、65.4 亿元、83.1 亿元，看好公司从国内龙头迈向国际一流药企，维持买入评级。</p>	<p>创新药研发新进展，创新药快速放量</p>	<p>创新药研发的不确定性；药品招标政策和市场风险；系统性风险</p>	郑薇
片仔癀 (600436.SH)	<p>1. 核心的片仔癀系列收入增速预计在 32%，销量增长在 28%左右。2. 片仔癀存在持续提价预期。3. 稀缺性价值品种，步入快速发展通道。展望公司全年发展，片仔癀销量有望延续高增长，带动公司整体业绩继续优异表现。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.50、3.28 及 4.23 元，片仔癀是少有的中药稀缺价值品种，看好片仔癀持续增长以及公司“一核两翼”战略前景，维持“增持评级”。</p>	<p>品牌影响力提升</p>	<p>片仔癀营销推进进展低于预期，牙膏推广进展低于预期</p>	潘海洋
通化东宝 (600867.SH)	<p>根据公司 2018 年年报：公司甘精胰岛素目前已经报产，已完成临床数据的核查，等待现场检查，有望三季度获批，打开公司新成长空间，公司的门冬胰岛素申报生产已获受理，门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液等目前正处于临床入组阶段；利拉鲁肽注射液现已开始 III 期临床试验，此外，重组赖脯胰岛素获批临床、西格列汀二甲双胍片（II）药品注册申请获得受理，公司药品管线持续推进，打开公司新成长空间；此外公司还与法国 Adocia 公司合作，布局有四代胰岛素产品等，公司的研发成果有望逐步落地，迎来产品的收获期。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50、0.63、0.78 元（对应 PE 分别为 31、24、20 倍），我们看好糖尿病赛道和公司卡位以及甘精胰</p>	<p>甘精胰岛素上市进程加快</p>	<p>甘精胰岛素上市进程及后续销售低于预期，二代胰岛素增速下滑超预期，研发及产品评审进展低于预期</p>	潘海洋

	胰岛素后续进程，研发管线持续推进有望逐步迎来产品收获期，维持“买入”评级。			
爱尔眼科 (300015.SZ)	作为国内连锁眼科医疗服务龙头，品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；眼科医院/中心数量不断提升，品牌效应不断增强；坚持自我培养+引进的人才战略，成熟医院持续贡献业绩，新医院不断进行补位，综合实力与影响力不断提升。	眼科医疗服务高景气度	医疗质量管控风险，市场竞争风险等	郑薇
美年健康 (002044.SZ)	1、预防医学需求市场大，行业具备长期的成长空间；2、公司作为非公体检龙头，门店网络逐步拓展至全国，同时随着体检中心的不断下沉，公司的品牌价值与健康数据流量价值得到进一步的释放；3、随着慈铭奥亚、美兆体检的逐步发展，以及公司个检项目更加丰富，数量的不断上升，“量价”其实的长期发展逻辑持续被验证。随着公司体检产品的升级与体检中心布局的逐步扩大与下沉，未来尚存在较大成长空间，预计 19-20 年公司实现净利润 11.53/16.30 亿元，对应 EPS 0.37/0.52 元/股，维持“买入”评级。	量价齐升推动业绩发展，平台效应进一步显现	并购整合风险，多点执业政策执行挑战风险，医疗质量风险	郑薇
泰格医药 (300347.SZ)	受益于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长等因素，预计国内 CRO 行业未来有望继续保持高增长态势，公司凭借在临床 CRO 的核心竞争优势亦有望保持高速增长。公司作为国内临床 CRO 领域的龙头企业，在国内拥有稳定优质的客户资源，为公司提供持续稳定高质量的订单提供了雄厚的支持和保障。同时，公司是为数不多能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业，有能力参与到全球医药研发产业链中。考虑到公司股票激励解锁条件为业绩起到一定保障作用，我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 6.80 亿元、9.42 亿元，看好公司作为国内临床 CRO 龙头业绩高增长可期，维持“买入”评级。	创新浪潮下的临床试验技术服务高增长	质量控制风险；对大客户的依赖风险；药企研发投入不及预期	潘海洋
药明康德 (603259.SH)	当前 CRO 市场正处于较高景气度阶段，全球 CRO 行业销售额及成长性逐年增加，中国 CRO 行业发展迅速，未来 3 年仍将保持 20%以上增长。公司业务涵盖 CRO 行业及 CMO/CDMO 行业，与行业竞争者相比，拥有全面的业务覆盖领域。受益于国内创新药产业蓬勃发展等因素，预计国内 CRO 行业将继续保持高增长态势，公司凭借核心竞争优势亦有望保持高速增长。考虑到公司业绩超我们预期，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 23.58 亿元、29.52 亿元、36.49 亿元，维持“持有”评级。	创新浪潮下的 CRO 服务高增长	汇率波动风险；境外经营及国际政策变动风险；行业监管政策风险；长周期合同的执行风险	潘海洋
云南白药 (000538.SZ)	2018 年是公司发展新的阶段，公司实现了混改，实施新的薪酬方案，有望进一步激活公司内部活力，看好公司打造中国一流大健康企业持续的发展。公司吸收合并母公司开启战略发展新阶段，看好公司未来发展前景，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 3.63、4.09、4.53 元，维持“买入”评级。	混改有望进一步激活公司内部活力	大健康产品推广进度低于预期，经营效率提升效果低于预期	潘海洋
长春高新 (000661.SZ)	1. 公司业绩高增长（2018 年归母净利润+52.05%；2019Q1 归母净利润预增 60-80%），其中：生长激素系列增长强劲，市场份额进一步扩大，带动核心子公司金赛药业 2018 年归母净利润+65.08%，潜力品种重组人促卵泡素等也值得期待；疫苗子公司百克生物 2018 年归母净利润+62.97%，水痘疫苗市占率 36%，居全国首位；地产业务亦于 2019Q1 确认收入贡献业绩。2. 公司拟购买金赛药业 30%股权，有望进一步提升自主研发能力，	业绩高增长	营销拓展低于预期，生长激素行业竞争加剧	潘海洋

不断强化核心竞争力，同时将增厚归母净利，进一步加强对金赛的管理和控制力，有助于加强对金赛药业的支持，并提升上市公司的盈利能力。 3. 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 7.94、10.47、13.46 元，公司业绩持续快速增长，后续收购金赛药业剩余股权也有望提升公司的核心竞争力和盈利能力，看好公司作为生物工程制药龙头持续快速的发展。

凯莱英 (002821.SZ)	1.全球 CMO 行业持续高景气度，2011-2017CAGR 达到 12%，国内审评审批改革持续推进释放红利；2.公司以技术为驱动，持续高研发投入，研发投入 2013-2017 年复合增长率达到 22%，公司在绿色制药技术方面积累了丰富的经验，特别是在连续性反应技术和生物转化等多项绿色制药关键技术领域取得了重大进展，处于国际领先水平。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 2.45、3.20 及 4.17 元，给予“买入”评级	受益于药政改革、创新药产业链持续发展	国内创新药产业发展进度低于预期，MAH 等制度推进进度低于预期等	潘海洋
--------------------	---	--------------------	----------------------------------	-----

资料来源：公司公告，天风证券研究所

内容目录

1. 医改深入推进促使行业进一步变革，机遇与挑战并存	7
1.1. 创新药及其产业链	7
1.2. 医疗器械板块	9
1.3. 刚性用药	9
1.4. 医药大消费	9
2. 行情回顾	10
2.1. 医药生物 5 月整体下跌，整体弱于大盘	10
2.2. 子行业均有所下跌，医药生物下跌 7.59%排名全行业第 20 位	11
2.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 4 月降至 148%	11
2.4. 各板块估值除原料药外均有所下跌，医疗服务下降最多	12
2.5. 本月子板块交易量与交易额均有所下跌	12
2.6. 个股月度涨跌幅	13
3. 医药制造业收入与利润	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 国内 PD-1/L1 领域目前已形成“4+4”格局	8
图 2: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较	11
图 3: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较	11
图 4: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）	12
图 5: 医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）	12
图 6: 医药各板块交易量及交易金额变化	13
图 7: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速	14
表 1: 月度金股与稳健组合核心逻辑	2
表 2: 国内已获批 PD-1 相关信息汇总	8
表 3: 刚性用药相关企业 2018 及 2019Q1 表现	9
表 4: 个股区间涨幅前十（截止至 2019 年 5 月 31 日，剔除 2018 年上市新股）	13
表 5: 个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 5 月 31 日，剔除 2018 年上市新股）	13

1. 医改深入推进促使行业进一步变革，机遇与挑战并存

5月17日，李克强对2019年全国医改工作电视电话会议作出重要批示，孙春兰出席会议明确提到要及时完善和全面推开国家组织药品集中采购制度。5月20日，国家医保局召开疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点工作视频会议，公布了DRG付费国家试点城市名单，部署推进试点工作。

5月28日，国家卫健委发布关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知，通过紧密型医共体建设，进一步完善县域医疗卫生服务体系，提高县域医疗卫生资源配置和使用效率，加快提升基层医疗卫生服务能力，推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序；5月29日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步促进社区养老和家政服务加快发展的措施，决定对养老、托幼、家政等社区家庭服务业加大税费优惠政策支持。

6月4日上午，财政部网站发布“开展2019年度医药行业会计信息质量检查工作”的消息，将于6、7两月对77家药企开展会计信息质量专项检查，重点是核查销售费用。对医药企业销售环节开展“穿透式”监管，延申检查关联方企业和相关销售、代理、广告、咨询等机构，必要时可延伸检查医疗机构。

同日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务的通知》，具体规定了将要制定的15个文件（设置了完成的具体的时间节点），需要落实的21项重点工作，涉及到医药、医疗、医保等多方面的具体任务，医改力度持续加强，有望加速推进，将推动医药行业持续深入变革。

我们认为10年医改进入了攻坚期，通过医保改革带动后续医疗、医药改革，实现三医联动良好运行，将深刻变革医药行业。未来医药行业持续正本清源，挑战与机遇并存。从政策及产业趋势上，建议重点关注：

1. 创新药及其产业链：未来药品临床价值将成为医保衡量的核心点，研发创新将成为企业重要的竞争点，创新药产业将迎来黄金发展期，同时产业及多层次资本市场的发展将有利于生物科技型公司的不断涌现，进入促进与其深入绑定的外包型产业的发展。建议关注：**恒瑞医药、中国生物制药、药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药**等。

2. 医疗器械，尤其是IVD行业：我们判断高质耗材的管理将进一步规范化，未来价格承压，看好具备持续产品更新迭代创新能力及成熟学术推广能力的企业，通过创新产品结构调整，实现盈利的稳定性；其他设备和IVD，在医疗服务价格动态调整下，作为成本项，医院会更考虑设备和耗材的性价比，国产高质量IVD产品优势进一步凸显。建议关注**迈瑞医疗、迈克生物、安图生物、万孚生物**等。

3. 刚性用药：医改政策深入推进下，医疗保障局成立后，实施战略购买，着眼于药品的治疗性和性价比，对于临床疗效确切的刚性用药，代表性品种降价幅度有望相对较低，建议关注：长春高新、安科生物、我武生物等。

4. 医药消费：我们认为医药消费具备穿越政策周期的能力，未来相对其他医药细分领域相对优势明显，建议关注品牌**中药片仔癀、云南白药**等；血制品、疫苗及医疗服务等投资板块。

1.1. 创新药及其产业链

本周恒瑞医药的PD-1终于迎来获批，标志着国产重磅创新药的进一步落地，相关临床数据佐证了其现有适应症的优异疗效。PD-1/L1作为划时代的I-O抗肿瘤明星药物，保守估计国内市场空间至少500亿元。对于PD-1/L1药物，我们的核心观点如下：

1. PD-1/L1是几十年难遇的突破性创新，该类药物市场容量巨大，保守估计国内市场空间至少500亿元，处于该赛道国产第一梯队的企业（恒瑞、百济、信达、君实）未来大概率会收获单品数十亿甚至百亿元的重磅销售。

2. 竞争格局之国产VS进口：预计中短期外企凭借先发优势将占据大部分市场份额，中长期随着国产产品陆续获批且国产第一梯队企业不断收获核心适应症，国产份额十分有望超

过进口。

图 1：国内 PD-1/L1 领域目前已形成“4+4”格局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

竞争格局之国产 VS 国产：预计第一梯队恒瑞、百济、信达、君实有望拿下国产绝大部分市场份额，其中恒瑞有望凭借其在销售、核心适应症、联合用药、临床资源等方面的优势拿下该领域国产最大市场份额。

表 2：国内已获批 PD-1 相关信息汇总

商品名	Opdivo	Keytruda	拓益	达伯舒
厂家	百时美施贵宝	默沙东	君实生物	信达生物
国内获批日期	2018/6/15	2018/7/25	2018/12/17	2018/12/24
国内获批适应症	EGFR、ALK 阴性，既往接受过化疗的非小细胞肺癌	一线治疗失败的黑色素瘤；联合培美曲塞和铂类用于 EGFR、ALK 阴性非小细胞肺癌一线治疗	既往接受系统治疗失败的黑色素瘤	至少经过二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤
推荐剂量与用法	3mg/kg/两周	2mg/kg/三周	3mg/kg/两周	200mg/次/三周
规格:价格	100mg: 9260 元; 40mg: 4591 元	100mg: 17918 元	240mg: 7200 元	100mg: 7838 元
用药方案(60kg)	1 支 100mg + 2 支 40mg	2 支	1 支	2 支
年用药费用 (60kg, 万元)	47.95	60.92	18.72	26.65
赠药计划	6+7(低收入患者)	黑色素瘤 3+3 (低保); 非小细胞肺癌 5+5 (低收入患者)	4+4	3+2
赠药下年用药费用 (60kg, 万元)	22.13	30.46	9.36	16.46

资料来源：医药魔方，药智网，中国癌症基金会，天风证券研究所

3. 我们始终认为，对癌症患者而言，在肿瘤药安全性可控的前提下，其有效性应是第一位的。尤其在 PD-1/L1 单药响应率不高且市场更大的实体瘤领域，未来通过联合用药、合理的临床设计等提高治疗的有效性显得更加重要。

4. 我们预计随着国内 PD-1/L1 领域获批的企业逐渐增多，未来价格竞争将愈发激烈，与 PD-1/L1 通过联合用药深度绑定的小分子反而更具赚钱效应，我们同样看好拥有已上市且能与 PD-1/L1 联用的小分子创新药的企业，如恒瑞医药（阿帕替尼）、中国生物制药（安罗替尼）、和黄药业（呋喹替尼）。

外包型行业一季报业绩总体保持高速增长，在行业政策+科创板影响下，外包行业有望显

著受益，建议关注相关 CRO、CMO/CDMO 行业。建议重点关注：**泰格医药**（CRO 高景气度，公司为国内临床 CRO 龙头）、**凯莱英**（CRO 高景气度，公司关键技术领域达到国际领先水平）、**药明康德**（CRO 高景气度，公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头），同时关注康龙化成、药石科技、昭衍新药、量子生物、博济医药等外包型企业。

1.2. 医疗器械板块

重点关注：艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物（排名按拼音排序不分先后）

6 月 4 日《通知》提出将制定进一步规范医用耗材使用的政策文件，制定医疗器械唯一标识系统规则，逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码，对单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材开展重点治理，高值耗材作为医保直接支付品种，价格承压明显。

近期医药生物板块相关政策频出，包括 2019 年深化医改重点任务清单、财政部开展会计检查、国家 DRG 付费开展国家试点等，对于医药板块带来一定的不确定性，医药企业首当其冲。从短期来看，医疗器械相对而言受政策冲击较小，兼具防御性和成长性。

我国医疗器械产业目前处于快速发展阶段，国产品牌性能提升，在多个领域逐步实现进口替代，国产正迎来快速发展阶段，相比于药品，医疗器械的长生命周期、低替代风险、研发投入产出比高等优势尚未被市场所充分认识，我们认为医疗器械仍然具备配置价值。

重点推荐：迈克生物（新的 300 速发光仪拉动业务高增长+产品线齐全抗风险能力高，19 年 EPS 为 0.98，对应 PE 为 23X）

建议关注：艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物等

1.3. 刚性用药

医改政策深入推进下，医疗保障局成立后，实施战略购买，着眼于药品的治疗性和性价比，对于临床疗效确切的刚性用药，代表性品种降价幅度有望相对较低，例如胰岛素、生长激素、粉尘螨滴剂、吸入制剂等。建议关注**通化东宝**（三代胰岛素有望今年三季度获批）、**长春高新**（生长激素高增长，拟购买金赛药业 30% 股权进一步增强盈利能力）、呼吸制剂龙头**健康元**（首个呼吸产品吸入用复方异丙托溴铵获批，有望成为吸入制剂领军企业）。

表 3：刚性用药相关企业 2018 及 2019Q1 表现

公司	2018 年营收增速	2018 年归母净利润增速	2018 年扣非归母净利润增速	2019 年 Q1 收入增速	2019 年 Q1 归母净利润增速	2019 年 Q1 扣非归母净利润增速
通化东宝	5.80%	0.25%	-2.46%	-0.70%	-0.06%	0.41%
长春高新	31.03%	52.05%	55.74%	72.07%	73.69%	96.93%
健康元	3.94%	-67.21%	26.35%	11.05%	35.29%	41.98%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 医药大消费

OTC 行业-片仔癀、仁和药业、亚宝药业、云南白药

2019 年年初至今，A 股板块整体上涨 14.74%，医药板块上涨 13.25%，我们重点推荐滞涨的低估值及品牌 OTC：**片仔癀**（年初至今上涨 19.36%，业绩高增长）、**云南白药**（年初至今上涨 3.39%，公司品牌优势明显，重组有利于提升公司运营效率）

OTC 药品与医保不挂钩，不受医保政策变化的影响，此外，品牌 OTC 企业享受估值溢价，消费者对于药品最关注的是安全性和有效性，对药品的品牌有较高的认可度。对 OTC 品种而言，提价往往能提振收入增厚利润，但大多数品种由于竞争基本充分，格局相对稳定，定价权往往不高，从提价的企业品种角度来看，两个因素至关重要：I. 品种自身具备稀缺性（原料稀缺或处方稀缺）；II. 自身品牌过硬。重点推荐：**片仔癀**（通过片仔癀体验馆、VIP

会员销售模式及海外渠道拓展营销，叠加提价可能性）、**云南白药**（重组后提升运营效率，核心产品具备提价基础）

医疗服务-爱尔眼科、美年健康

需求端：随着居民健康意识的提升，以及人口老龄化的加快，我国医疗保健支出不断攀升，医疗服务需求不断增加；供应端：公立医院卫生体制改革持续进行，在政策上，国家对社会办医资格的申请进一步肯定，民营专科医疗机构在资本积累、人才招聘、医疗资源建设等方面综合能力不断提升，竞争力也不断增加。尤其是连锁专科医疗服务机构，随着医疗服务网络不断的扩张与巩固，建立起了良好的社会口碑与品牌效应，综合医疗服务竞争力不断增强，市场占有率不断提升，连锁专科医疗服务机构的发展进一步获得认可。建议关注爱尔眼科、美年健康。

爱尔眼科：公司是全国连锁眼科服务龙头，随着公司经营规模与市场占有率的不断提升，公司品牌影响力亦不断增强。作为国内连锁眼科医疗服务龙头，公司品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；眼科医院/中心数量不断提升，品牌效应不断增强；坚持自我培养+引进人才的战略，成熟医院持续贡献业绩，新医院不断进行补位，综合实力与影响力不断提升。

美年健康：2019 年公司将高标准的医疗质量管理放在推动公司持续发展的第一要素位置，作为全国非公体检龙头，公司所处起点位置较高，具备长期投资价值。同时公司推出“美年好医生”产品，联合了中国人保、平安好医生等，推动体检行业进入拥有“检、管、存、医、保”五大保障的体检 3.0 时代。“美年好医生”作为公司未来一段时间的主推品种，将助推公司个检数量、客单价的提升，带动公司业绩的增长。

疫苗及血制品 - 智飞生物、沃森生物、康泰生物

此外，建议持续关注疫苗领域的投资机会，相关标的：**智飞生物**（一季报业绩高增长）、**沃森生物**（一季报业绩高增长，13 价肺炎疫苗有望迎来获批）、**康泰生物**（管线储备众多潜力品种）。

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

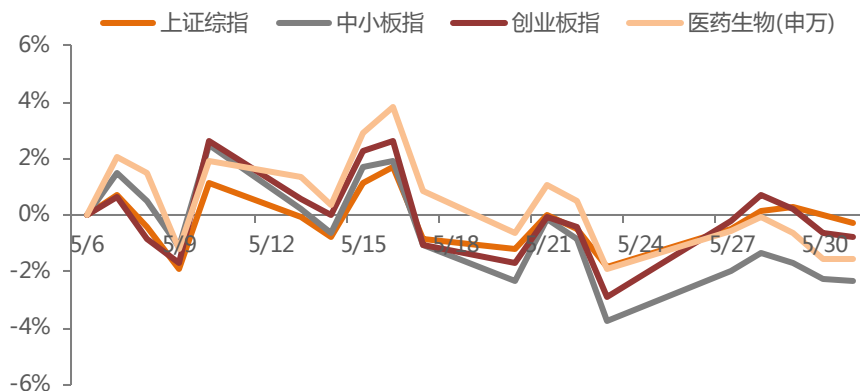
血制品行业经过 2015 年的价格调整后，价格-供需基本理顺，经过 2017 年以来的持续下滑，渠道库存有望逐步优化，后续存在补库存潜力。包括博雅生物、天坛生物、华兰生物等在内的公司通过持续的渠道布局，和加大产品的学术推广，如博雅生物布局血制品经销商并加大纤原的学术推广等，从终端进一步发掘消费潜力，有望促进市场的持续扩容，使得行业延续良好的景气度。

2. 行情回顾

2.1. 医药生物 5 月整体下跌，整体弱于大盘

2019 年 5 月上证综指同比下跌 0.27%，报 2,898.70 点，中小板指下跌 2.33%报 5,474.76 点，创业板指下跌 0.75%报 1,483.66 点。医药生物指数下跌 1.53%，报 6,960.94 点，表现弱于上证 1.27 个 pp，强于中小板 0.79 个 pp，弱于创业板 0.78 个 pp。

图 2：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

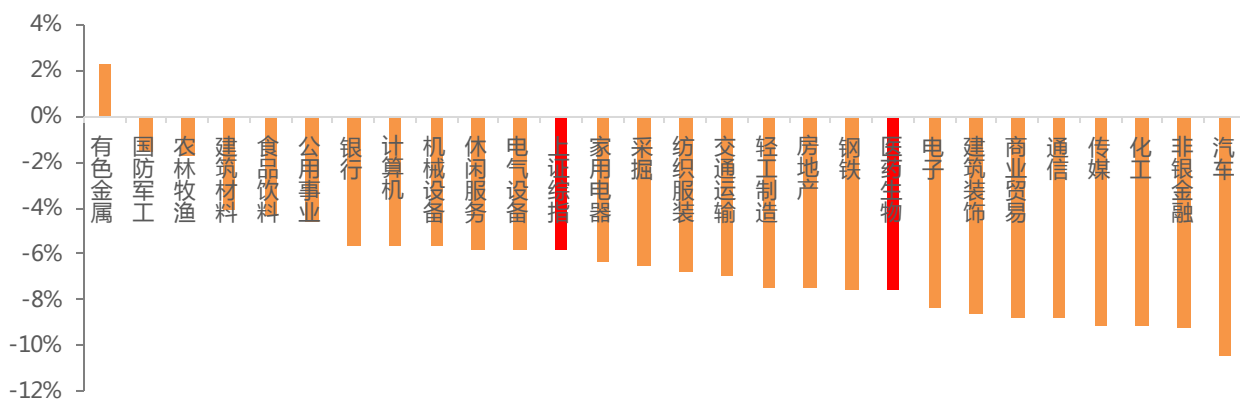


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 子行业均有所下跌，医药生物下跌 7.59%排名全行业第 20 位

5 月申万 28 个子行业除有色金属外均有所下跌，有色金属板块涨幅 2.26%，汽车块跌幅最大，下跌 10.48%。5 月医药生物板块下跌 7.59%，表现弱于大盘 1.75 个 PP，排在申万一级行业第 20 位。

图 3：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

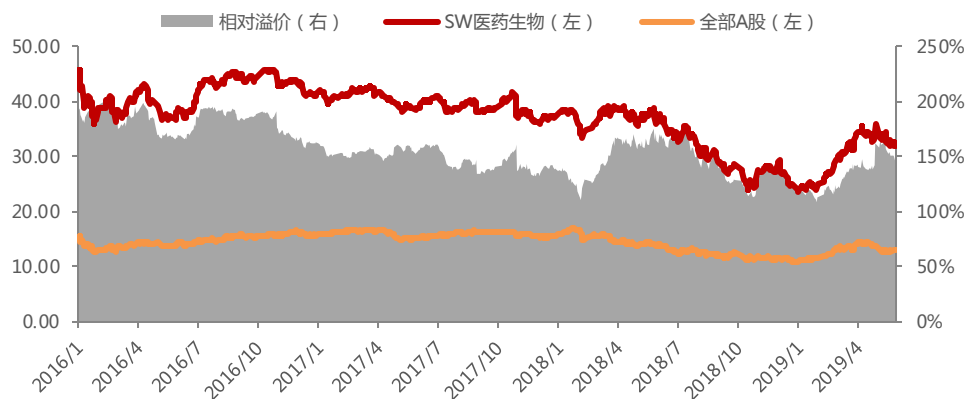


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 4 月降至 148%

截至 5 月 31 日，全部 A 股估值为 12.94 倍，医药生物估值为 32.02 倍，相对 A 股溢价率降低至 148%。进入 5 月以来，医药生物估值由 4 月末的 35.98 倍降至 32.02 倍，全部 A 股估值水平从 4 月末的 13.72 倍，降低至 5 月末的 12.94 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所降低。

图 4：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

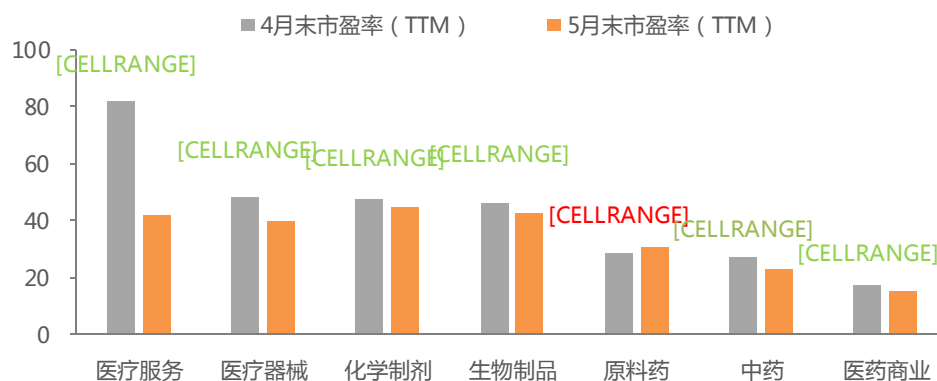


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 各板块估值除原料药外均有所下跌，医疗服务下降最多

截至 5 月 30 日，医药生物整体估值为 32.02 倍。分子板块看，医药生物整体估值为 32.02 倍。分子板块看，医疗服务 41.76 倍，医疗器械 40.08 倍，化学制剂 44.76 倍，生物制品 42.85 倍，原料药 30.92 倍，中药 23.38 倍，医药商业 15.53 倍。各子板块估值涨跌不一，其中原料药板块估值上升 2.17 倍，医疗服务板块下降 40.21 倍。

图 5：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）

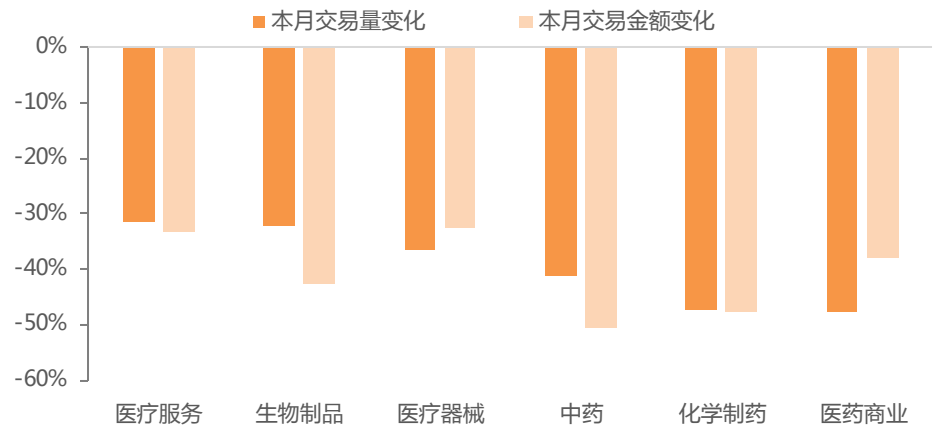


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 本月子板块交易量与交易额均有所下跌

5 月交易时间为 19 天，较 4 月减少 2 天，5 月医药各子板块交易量及交易金额均有所下跌。其中医药商业板块交易量下跌幅度最大，较上月减少 47.58%，交易额减少 37.99%；医疗服务板块交易量减少幅度最小（-31.45%），交易额减少 33.34%。

图 6：医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.6. 个股月度涨跌幅

表 4：个股区间涨幅前十（截止至 2019 年 5 月 31 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
300653.SZ	正海生物	15.89	31.75	17.33	67.89	43.02	24.10
600530.SH	交大昂立	-0.15	31.18	31.69	7.48	4.01	32.88
603233.SH	大参林	4.70	25.82	34.46	47.35	28.63	34.66
300238.SZ	冠昊生物	-16.09	23.13	133.03	34.69	8.76	125.05
603222.SH	济民制药	-0.28	21.75	210.14	37.13	13.45	174.14
300401.SZ	花园生物	9.11	19.12	39.81	17.39	11.68	45.70
300357.SZ	我武生物	5.24	16.02	54.87	31.29	18.07	48.07
300595.SZ	欧普康视	2.03	9.57	65.81	35.99	20.01	63.85
002653.SZ	海思科	0.00	9.02	10.18	15.31	9.28	13.45
002102.SZ	冠福股份	1.59	8.94	25.49	2.76	1.44	40.57

资料来源：Wind 天风证券研究所

表 5：个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 5 月 31 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
600518.SH	康美药业	-9.70	-56.08	-60.21	12.45	4.19	-56.69
002872.SZ	天圣制药	-4.52	-38.04	-38.58	12.09	5.46	-35.65
002118.SZ	紫鑫药业	-5.78	-23.41	69.94	16.56	4.20	77.78
300267.SZ	尔康制药	-3.98	-23.25	12.62	8.78	3.21	22.28
002198.SZ	嘉应制药	-3.29	-22.67	15.74	13.34	4.34	32.09
300006.SZ	莱美药业	-3.02	-22.47	32.13	9.14	3.53	32.78
600572.SH	康恩贝	-10.00	-21.60	4.07	11.28	5.62	3.73
600671.SH	天目药业	-1.95	-21.23	-20.51	27.92	12.96	-24.84
000150.SZ	宜华健康	-1.43	-20.15	-38.15	10.93	6.09	-46.43
300194.SZ	福安药业	-4.24	-20.10	86.43	11.51	2.87	79.69

资料来源：Wind，天风证券研究所

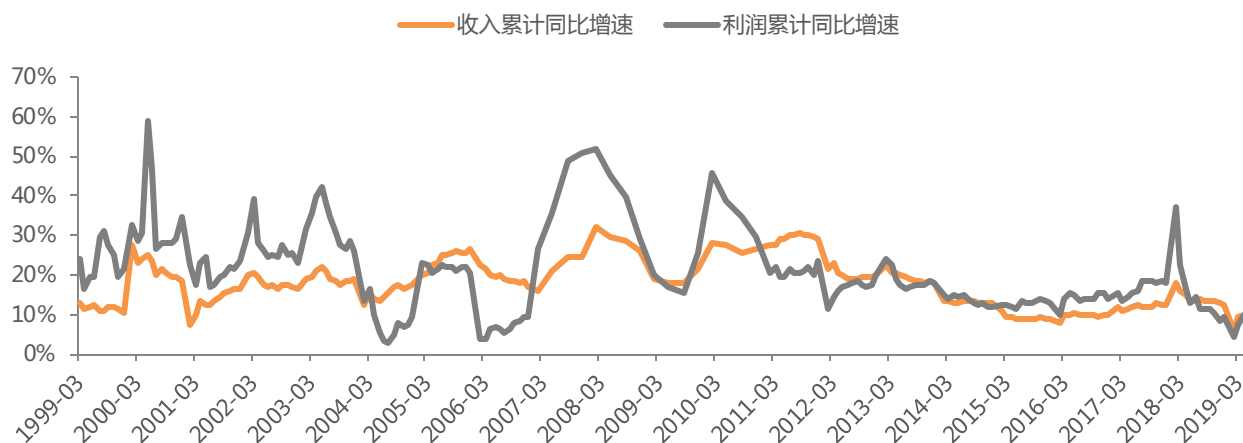
3. 医药制造业收入与利润

2018 年 1-12 月医药制造业累计收入同比增长 12.60% (2017 年 1-12 月同比增速为 12.5%)，

利润总额累计同比增长 9.5% (2017 年 1-12 月同比增速为 17.80%)。2018 年医药制造业收入与利润总额的增速呈现前高后低的状态, 我们判断主要系 2018 年上半年原料药提价、流感因素以及“两票制”等因素导致“低开转高开后”2018 年下半年费用端提升所致。

2019 年 1-4 月医药制造业利润总额累计同比增长 9.70%(2018 年 1-4 月同比增长 16.40%), 2019 年 1-4 月医药制造业利润总额累计同比增速出现回落, 我们认为主要有两点原因: 1、2018 年 1-4 月医药制造业利润总额基数较大 (原因同上); 2、2019 年 1-4 月受到药品降价等政策影响, 医药制造业经营调整等导致利润端受到压缩, 预计 2 季度数据将逐步的企稳回升。

图 7: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 风险提示

市场震荡风险, 研发进展不及预期, 个别公司外延整合不及预期, 个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com