

医药生物行业 2019 年中期策略

关注有质量的增长，聚焦科创板、医药创新和医药消费 增持（维持）

2019 年 06 月 18 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

研究助理 李颖睿

021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

投资要点

■ 政策扰动加大，关注科创板带来新的估值体系

2019 年初至今医药指数累计涨幅为 15.70%，表现略差于沪深 300 的 22.41% 的涨幅。在 4 月中旬，随着宏观经济形势的变化，医药指数跟随大盘指数下跌进入调整。我们判断随着政策的密集出台，市场对带量采购、高值耗材降价等政策落地已经具备了充分的预期，目前市场延续政策出清阶段，但逐步落地后，有望在年底迎来政策利空出尽叠加估值切换的新一轮上涨趋势。

在科创板公布已提交申请的 121 家公司中，医药行业公司达到 27 家，占比为 22.3%。目前中国的医药创新发展迅猛，生物医药园区、生物医药人才、生物医药 VC/PE 均已经具备数十年的积淀，在多个病种特别是癌症领域的生物医药技术已经具备国际弯道超车的可能性。目前不管是港股的 Biotech 板块还是科创板的推出，都将带来新的估值体系，有望分享中国创新药的成果。

■ 医药行业现金流量表与资产负债表好转明显，虽然整体业绩有所下降，但医药行业进入有质量的增长时期

2018 年医药行业收入端整体增长 19.08%，表现好于 2016 年和 2017 年同期水平，但由于部分公司大量计提商誉减值、以及行业突发事件等因素影响，医药行业在归母利润端出现负值增长的情况，仅为 -16.1%。

近年来医药行业迎来变革，随着行业向中高端消费与创新转型，行业整体毛利率有所提升，但销售费用和管理费用亦大幅提高，导致净利润率出现轻微下滑。与此同时，行业整体的现金流表和资产负债表明显好转，有助于行业长期有质量的增长。

■ 投资策略：聚焦中国医药创新驱动&中国医药自主消费驱动

近年来医药的行业政策成为主导行业发展和走势的局定性因素，在医改以医保控费为核心的基础上，带量采购等政策对仿制药等行业形成了较大的冲击，也推动行业加速进入创新的转型。在宏观经济上，随着中美贸易战的持续进行，以内需为主的医药行业其稳定的增长将成为拉动我国 GDP 增长的重要动力。

我们认为聚焦中国市场的内需将是医药行业发展的核心方向。因此更好的服务于国民健康需求和健康消费升级将成为医药行业新动力，其中中国医药创新和中国医药消费所带来的更好的治疗方法和健康生活方式是发展的必然趋势。

■ 风险提示：医改政策落地风险；招标不及预期的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002007	华兰生物	384.44	27.40	1.22	1.63	1.98	22.46	16.81	13.84	增持
300347	泰格医药	306.11	61.20	0.94	1.36	1.86	65.11	45.00	32.90	买入
600436	片仔癀	656.59	108.83	1.89	2.48	3.18	57.58	43.88	34.22	买入
300357	我武生物	159.12	30.39	0.80	1.02	1.31	37.99	29.79	23.20	增持
000661	长春高新	513.91	302.10	5.92	8.39	11.46	51.03	36.01	26.36	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

行业走势



相关研究

1、《医药生物行业：关注有质量的增长，聚焦科创板、医药创新和医药消费》2019-06-16

2、《医药生物行业：医保控费政策进入常态化运行阶段，短期建议关注政策免疫板块》

2019-06-09

3、《医药生物行业：创新药热情不减，科创板开板在即，看好生物医药指数下半年表现》

2019-06-02

内容目录

1. 政策扰动加大，关注科创板带来新的估值体系	6
1.1. 指数走势：在政策影响下医药指数表现不及沪深 300 综合指数，行业整体估值水平处于历史地位	6
1.2. 基金持仓：2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，较 2018 年年底有所提升	7
1.2.1. 2019Q1 基金医药持仓比例有所提升	7
1.2.2. 2019Q1 沪（深）港通增持明显，对医药股持股比例达 1.15%	9
1.3. 强势股及归因分析：强势股集中在政策免疫板块，抵御政策扰动成为持股的核心标准	10
1.3.1. 医药生物指数上涨 15.7%，化学制剂板块领涨	10
1.3.2. 强势股集中在政策免疫板块，抵御政策扰动成为持股的核心标准	11
1.4. 科创板医药股总结：医药创新企业打开新的融资的大门	12
1.4.1. 科创板为医药创新量身打造，盈利要求宽松	12
1.4.2. 港股 Biotech 标的估值溢价显著	13
1.4.3. 生物医药是组成科创板的核心行业之一	13
2. 医药行业现金流量表与资产负债表好转明显，虽然整体业绩有所下降，但医药行业进入有质量的增长时期	15
2.1. 医药行业上市公司 2018 年整体业绩增速（剔除后 247 家标的）为 15.00%，略好于去年同期水平	15
2.2. 医药行业变革引领医药行业毛利率上行，但随着销售费用率等增长，净利润率略有下降	17
2.3. 2018 年和 2019 年 Q1 医药行业净现金流、应收账款、存货等均有好转，医药上市公司更加重视业绩增长的质量	17
3. 医药改革政策逐步落地，政策扰动成为行业主旋律	18
3.1. 国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	18
3.2. 带量采购、医保目录等政策逐步落地，行业持续调整	20
3.2.1. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，预计第二批名单年内出炉	20
3.2.2. 国家医保药品目录调整方案出炉，8 月确立整体调整结果	23
4. 聚焦中国医药市场：中国医药创新驱动&中国医药自主消费驱动	24
4.1. 创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速，成为阶段性推动医药行业发展重要动力	24
4.1.1. 创新药——创新药带来增量，盈利能力高	24
4.1.2. CRO——创新产业链集中受益者	26
4.2. 医药自主消费类产品迎来升级黄金时代	29
4.2.1. 人均居民可支配收入提高带来的消费升级	29
4.2.2. 医保外的支付方式带来业绩的增长	30
4.3. 医疗服务长逻辑向好	30
4.3.1. 宏观政策扶持、老龄化社会来临，公立医院不能满足需求	30
4.3.2. A 股投资标的均为行业龙头，规模效应突出	31
4.3.3. 受商誉减值及权重股美年健康事件影响，2018 年医疗服务行业经营指标恶化，2019Q1 净利润及经营性现金流明显改善	31
4.4. OTC 产业链品牌价值凸显，业绩进入增长期	32
4.4.1. 集中度提升、产品价格上涨，OTC 品牌药企业绩靓丽	32
4.4.2. 药店终端价值突出，内生外延集中度提高仍是行业核心逻辑	33

4.5. 医疗器械行业迎来基层医疗服务机构建设带来市场扩容发展	34
4.6. 拐点明显的细分领域：血制品+疫苗子领域值得关注	36
4.6.1. 血制品价格稳定、批签发量缓慢回升，行业起底回升	36
4.6.2. 疫苗行业不良影响逐渐褪去，大品种疫苗回暖显著，行业稳步增长可期	38
5. 核心观点及推荐标的	39
6. 风险提示	39
7. 附录：标的选择说明	40

图表目录

图 1: 初至今生物医药指数走势	6
图 2: 年初至今恒生医疗保健指数走势	6
图 3: 2017 年 7 月至今医药板块绝对估值水平变化	7
图 4: 基金医药持仓比例变化	7
图 5: 医药板块估值情况	10
图 6: 医药上市公司销售收入情况 (亿元)	16
图 7: 医药上市公司归母净利润情况 (亿元)	16
图 8: 医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	16
图 9: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况 (亿元)	16
图 10: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)	16
图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	16
图 12: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况	17
图 13: 医药上市公司销售费用和管理费用情况 (亿元)	17
图 14: 医药上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)	17
图 15: 医药上市公司应收账款变化情况 (亿元)	18
图 16: 医药上市公司存货变化情况 (亿元)	18
图 17: 2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排	23
图 18: 美国肿瘤市场 2012-2017 增长情况 (十亿美元)	25
图 19: 美国以外国家肿瘤市场 2012-2017 增长情况(十亿美元)	25
图 20: 国内主要药企药品研发投入及研发占收入比例	25
图 21: 中国生物类似药市场预测	25
图 22: 各 CRO 公司人工成本占整体成本比例	27
图 23: 中美印人均薪酬对比 (美元/年)	27
图 24: 中国医学类硕博研究生毕业生人数	27
图 25: 1.1 类化学新药临床申请数 (个)	28
图 26: 一、二类生物药申报临床及获批临床情况 (个)	28
图 27: 我国 1 类抗体新药申报情况 (个)	28
图 28: 人均可支配收入变化情况 (元)	29
图 29: 我国人均医疗卫生支出变化情况 (元)	29
图 30: 自主消费类 4 家公司销售收入情况 (亿元)	30
图 31: 自主消费类 4 家公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)	30
图 32: 我国人口年龄结构图	30
图 33: 公立医院&民营医院占比	30
图 34: 医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)	31
图 35: 医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)	31
图 36: 医疗服务子行业经营性净现金流情况 (亿元)	32
图 37: 医疗服务子行业应收账款情况 (亿元)	32
图 38: OTC 上市公司的销售收入情况 (亿元)	33
图 39: OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况 (亿元)	33
图 40: 零售药店板块销售收入情况 (亿元)	34

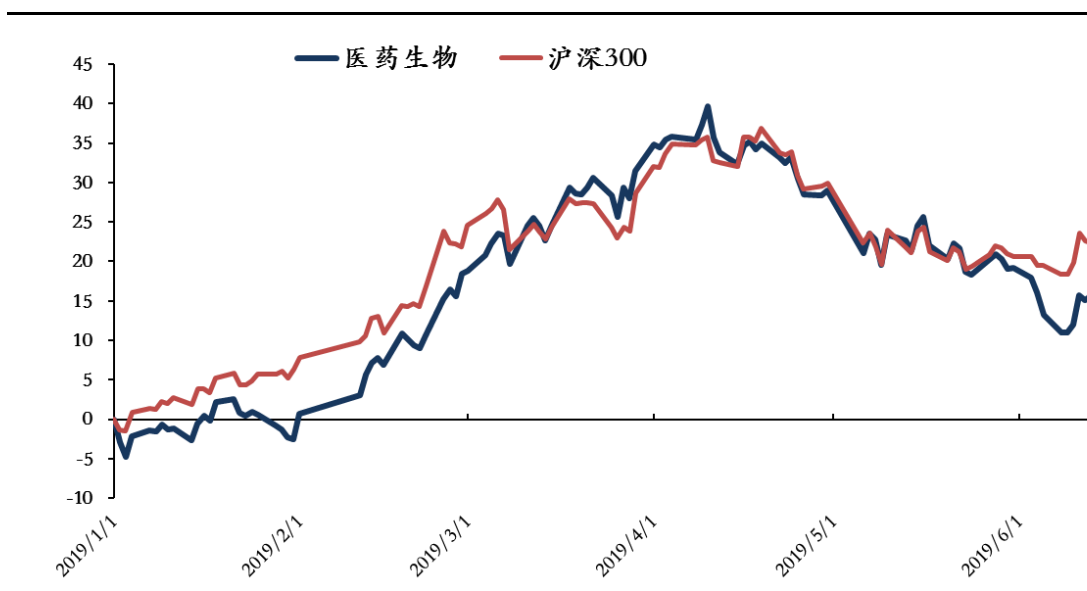
图 41: 零售药店板块净利润和扣非净利润情况 (亿元)	34
图 42: 用于基层医疗机构, 和其中社区卫生机构与乡镇卫生院的全国公共财政支出 (亿元)	35
图 43: 我国医疗影响设备的进口情况 (亿美元)	35
图 44: 人血白蛋白批签发数量变化趋势	37
图 45: 静丙批签发数量变化趋势	37
图 46: 血液制品细分领域经营性净现金流情况 (亿元)	37
图 47: 血液制品细分领域应收账款及存货情况 (亿元)	37
图 48: 4 价 HPV 疫苗批签发情况	38
图 49: 三联苗、四联苗和五联苗批签发情况	38
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 基金医药持仓市值前十	8
表 3: 基金医药加仓市值前十	8
表 4: 2019Q1 医药行业沪 (深) 港通持股前十	9
表 5: 2019Q1 医药行业沪 (深) 港通加仓股数提升最快前十	9
表 6: 生物医药指数及细分领域指数年初至今涨跌幅 (截至 6 月 14 日)	10
表 7: 医药生物个股涨幅前 20 (截至 6 月 14 日)	11
表 8: 科创板企业上市业绩要求	12
表 9: 港股生物制药公司的估值情况	13
表 10: 科创板申报的医药行业相关标的情况 (截止 6 月 6 日)	13
表 11: 首批“4+7”城市带量采购首批品种中标情况	20
表 12: 第二批带量采购潜在品种	21
表 13: 重点靶点国内药企进度	26
表 14: 国内 CRO 行业市场预测 (单位: 十亿美元)	27
表 15: 三家医疗服务上市公司对比	31
表 16: 鼓励基层医疗机构发展建设的相关政策	34
表 17: 我国采浆量、浆站数量及血液制品人均用量均与发达国家有较大差距	36

1. 政策扰动加大，关注科创板带来新的估值体系

1.1. 指数走势：在政策影响下医药指数表现不及沪深 300 综合指数，行业整体估值水平处于历史地位

2019 年初至今（截至 6 月 14 日）医药指数累计涨幅为 15.70%，表现略低于沪深 300 的 22.41% 的涨幅。2019 年至今，在经历了一月份延续 2018 年底的调整之后，2 月春节前后开始快速反弹，逐渐追上并超越沪深 300 指数，完成底部反转。在 4 月中旬，随着宏观经济形势的变化，医药指数跟随大盘指数下跌进入调整。我们判断随着政策的密集出台，市场对带量采购、高值耗材降价等政策落地已经具备了充分的预期，目前市场延续政策出清阶段，但逐步落地后，有望在年底迎来政策利空出尽叠加估值切换的新一轮上涨趋势。

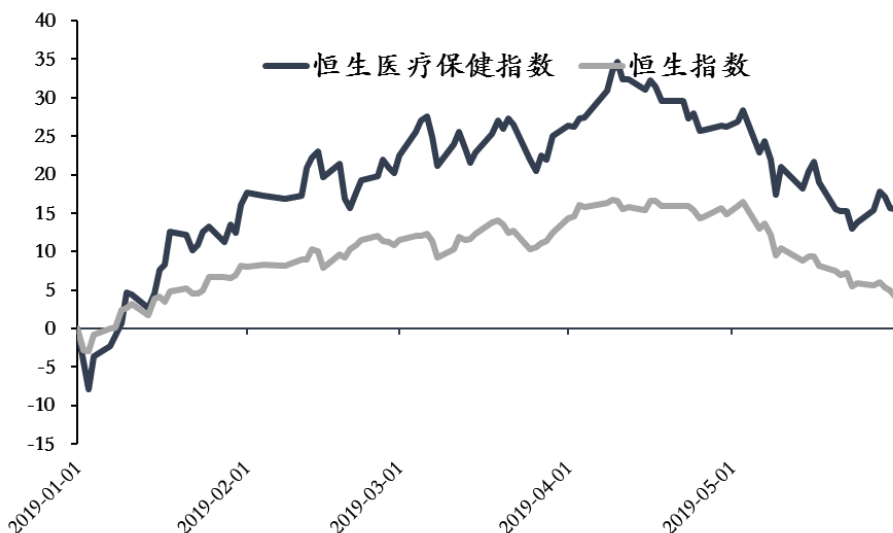
图 1：初至今生物医药指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

恒生医疗保健指数走势与 A 股医药指数相似，4 月中旬后进入调整期。恒生医疗保健指数年初至今（截至 6 月 14 日）上涨 10.81%，好于恒生指数 5.61% 的涨幅。

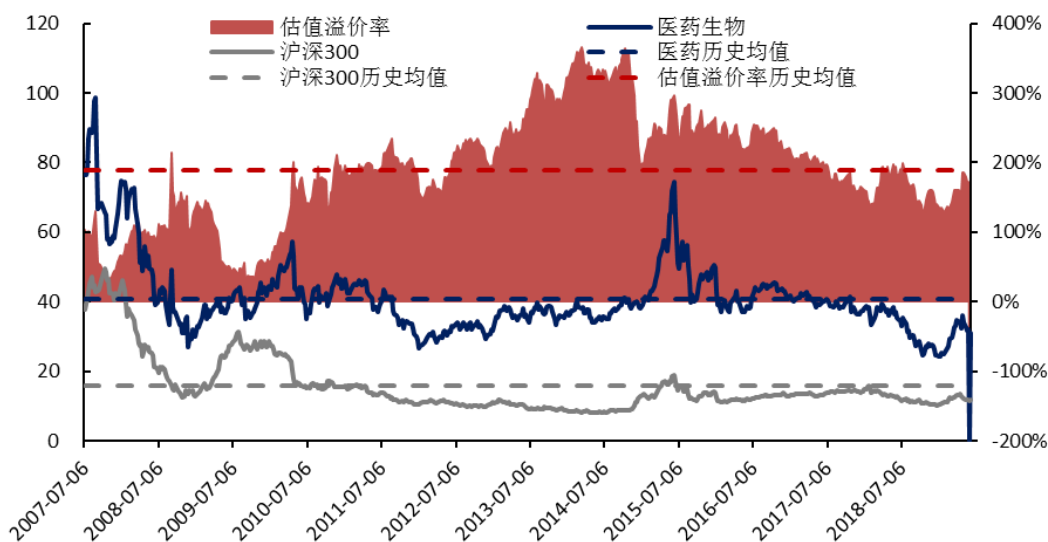
图 2：年初至今恒生医疗保健指数走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

医药行业市盈率方面，截至6月14日，医药指数市盈率为31.13，低于历史均值9.79个单位。同期沪深300指数市盈率为11.89，医药指数的估值溢价率为161.8%，低于历史均值27.5个百分点，整体医药指数的估值仍处于历史低位。

图3：2017年7月至今期医药板块绝对估值水平变化



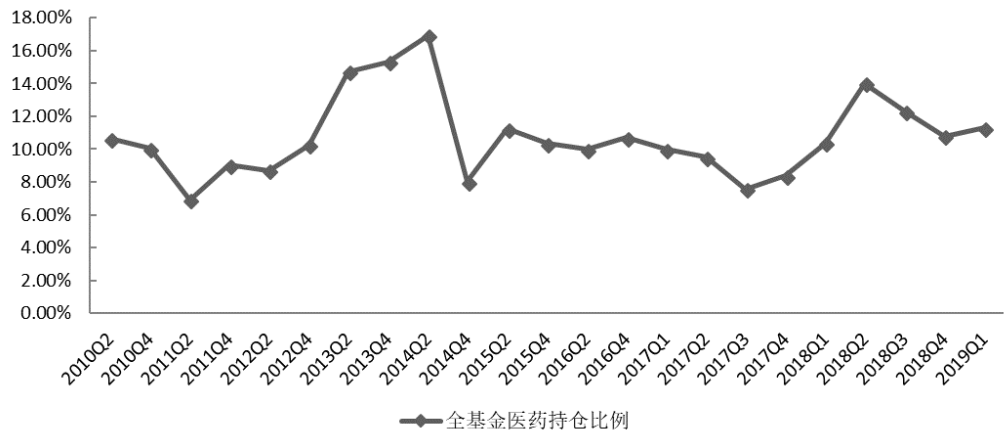
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 基金持仓：2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，较 2018 年年底有所提升

1.2.1. 2019Q1 基金医药持仓比例有所提升

我们统计了 2019Q1 基金的医药股持仓，2019Q1 基于重仓股的医药股持仓比例约 11.3%，较 2018 年底的 10.8% 略有提升，基本处在历史均值水平。我们测算剔除医药行业主题基金医药持仓比例约 7.4%。

图4：基金医药持仓比例变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

基金集中持仓明显，恒瑞医药持股总市值 136 亿，326 支基金持股；长春高新持股总市值 128 亿，383 支基金持股。

表 2：基金医药持仓市值前十

代码	名称	持股总市值 (万元)
600276.SH	恒瑞医药	1362826
000661.SZ	长春高新	1283744
300015.SZ	爱尔眼科	616844
002044.SZ	美年健康	597339
600763.SH	通策医疗	510226
002007.SZ	华兰生物	440185
300122.SZ	智飞生物	351384
300347.SZ	泰格医药	324180
300003.SZ	乐普医疗	323782
600436.SH	片仔癀	310553

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基金医药持仓个数前十

代码	名称	持有基金数
000661.SZ	长春高新	383
600276.SH	恒瑞医药	326
300122.SZ	智飞生物	129
300347.SZ	泰格医药	123
300015.SZ	爱尔眼科	110
002044.SZ	美年健康	99
600763.SH	通策医疗	94
600436.SH	片仔癀	83
002821.SZ	凯莱英	77
300601.SZ	康泰生物	75

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：基金医药加仓市值前十

代码	名称	加仓市值(万元)
600276.SH	恒瑞医药	745424
000661.SZ	长春高新	672368
600763.SH	通策医疗	193770
002007.SZ	华兰生物	187633
300347.SZ	泰格医药	184689
300015.SZ	爱尔眼科	174855
002044.SZ	美年健康	151948

基金医药减仓个数前十

代码	名称	减仓市值(万元)
600566.SH	济川药业	-126275
300253.SZ	卫宁健康	-112423
600085.SH	同仁堂	-73477
000963.SZ	华东医药	-67037
600196.SH	复星医药	-58566
600201.SH	生物股份	-54691
300168.SZ	万达信息	-40125

002773.SZ	康弘药业	99525	300199.SZ	翰宇药业	-36374
603882.SH	金城医学	96326	002737.SZ	葵花药业	-30549
603707.SH	健友股份	92457	300146.SZ	汤臣倍健	-23054

数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.2. 2019Q1 沪（深）港通增持明显，对医药股持股比例达 1.15%

根据我们统计，沪（深）港通截至 2019Q1 持有医药股的股份数量达到 24 亿股，2018 年底持股数为 20 亿股，因此沪港通持有 A 股医药股股本数比例从 2018 年年底的 0.97% 上升至 1.15%。从个股看，沪（深）港通持股占总股本数量最多的是恒瑞医药，沪港通持股占比达 13%，2019Q1 加仓 1.5 亿股。从沪港通持股数增长占总体股本数看，提升最快的为药明康德，从 2018 年的 0.64% 提升至 7.4%。

表 4：2019Q1 医药行业沪（深）港通持股前十

证券代码	证券简称	沪港通持股数量（百万股）	沪港通持股占比（%）
600276.SH	恒瑞医药	574.26	13.03
300347.SZ	泰格医药	44.91	8.97
000538.SZ	云南白药	84.73	8.13
603939.SH	益丰药房	29.35	8.09
000999.SZ	华润三九	77.18	7.88
603259.SH	药明康德	7.72	7.40
300015.SZ	爱尔眼科	174.19	7.30
000423.SZ	东阿阿胶	45.59	6.97
600867.SH	通化东宝	123.17	6.30
002727.SZ	一心堂	35.57	6.26

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 5：2019Q1 医药行业沪（深）港通加仓股数提升最快前十

证券代码	证券简称	增持数量（百万股）	沪港通持股数量（百万股）
600276.SH	恒瑞医药	149.93	574.26
300015.SZ	爱尔眼科	50.43	174.19
002044.SZ	美年健康	37.92	54.50
002727.SZ	一心堂	27.36	35.57
300122.SZ	智飞生物	23.25	41.28
002223.SZ	鱼跃医疗	19.93	26.28
002614.SZ	奥佳华	18.26	28.82
600572.SH	康恩贝	17.68	23.12
600380.SH	健康元	13.44	22.49

000739.SZ 普洛药业 13.33 28.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 强势股及归因分析：强势股集中在政策免疫板块，抵御政策扰动成为持股的核心标准

1.3.1. 医药生物指数上涨 15.7%，化学制剂板块领涨

年初至今，生物医药指数上涨 15.70%，低于沪深 300 指数 22.41% 的涨幅。其中，化学制药板块表现最佳，涨幅 24.83%；中药领域表现最差，涨幅 2.84%。化学制药板块阶段性成为领涨板块，我们认为有几点原因：1) 2018 年化学制剂子行业受两票制、招标降价、取消药品加成等政策影响，行业经历了调整阶段，特别是 2018 年底第一批带量采购的落地，化学制剂板块调整较大，在 2018 年年底出现了估值底部；2) 2019 年至今化学制剂板块业绩维持较快的增长，带来估值修复的过程。

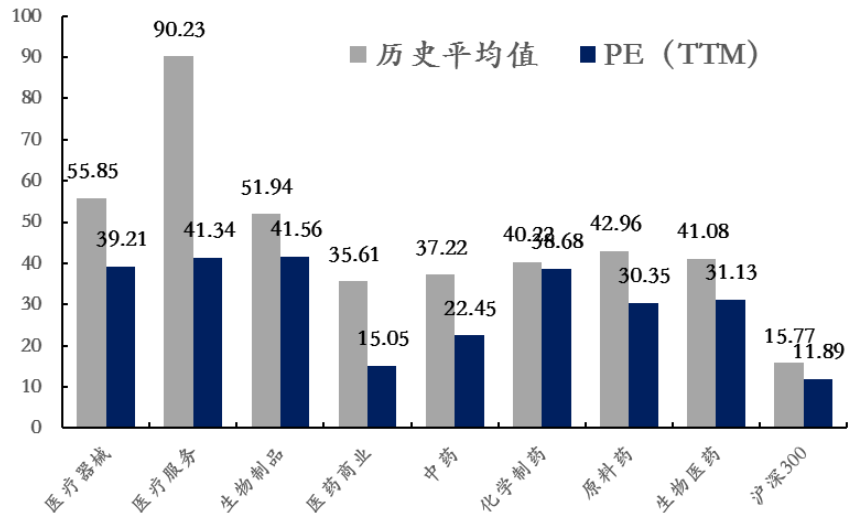
表 6：生物医药指数及细分领域指数年初至今涨跌幅（截至 6 月 14 日）

行业代码代码	行业	年初至今
801151.SI	化学制药	24.83
000300.SH	沪深 300	22.41
801156.SI	医疗服务	22.40
851511.SI	原料药	20.77
801153.SI	医疗器械	18.24
801152.SI	生物制品	16.96
801150.SI	生物医药	15.70
801154.SI	医药商业	8.71
801155.SI	中药	2.84

数据来源：Wind，东吴证券研究所

从行业估值情况看，目前生物医药指数 TTM PE 为 31.13 倍，低于历史平均估值水平。其中，医药商业、中药、医疗服务、医疗器械四个子领域低于历史平均估值水平较多。

图 5：医药板块估值情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 强势股集中在政策免疫板块，抵御政策扰动成为持股的核心标准

我们整理了年初至今涨幅排行榜前 30 的公司，这些公司基本集中在创新药、医药消费、工业大麻等领域。

表 7：医药生物个股涨幅前 20（截至 6 月 14 日）

	代码	名称	年初至今涨跌幅	所属领域
1	300573.SZ	兴齐眼药	201.81	医药消费、眼科
2	603222.SH	济民制药	184.39	医疗服务、血透
3	300404.SZ	博济医药	141.94	CRO
4	002750.SZ	龙津药业	123.93	工业大麻
5	300238.SZ	冠昊生物	105.45	创新药
6	600624.SH	复旦复华	97.02	科创板影子股
7	603309.SH	维力医疗	88.38	医疗器械
8	300194.SZ	福安药业	86.29	原料药
9	300595.SZ	欧普康视	76.54	非医保类器械、OK 镜
10	603079.SH	圣达生物	75.51	原料药
11	300630.SZ	普利制药	74.69	制剂出口
12	600763.SH	通策医疗	74.64	医疗服务、牙科
13	000661.SZ	长春高新	71.31	非医保类药品、生长激素
14	002166.SZ	莱茵生物	70.65	工业大麻
15	603707.SH	健友股份	66.81	原料药
16	300357.SZ	我武生物	63.66	非医保类器械、脱敏药
17	300463.SZ	迈克生物	60.62	IVD
18	002099.SZ	海翔药业	60.40	原料药
19	300119.SZ	瑞普生物	58.17	动物疫苗
20	002727.SZ	一心堂	53.96	药店
21	300255.SZ	常山药业	53.55	肝素
22	300702.SZ	天宇股份	49.38	原料药

23	600422.SH	昆药集团	48.22	工业大麻
24	000990.SZ	诚志股份	46.54	工业大麻
25	300401.SZ	花园生物	46.33	原料药
26	300110.SZ	华仁药业	46.11	工业大麻
27	300347.SZ	泰格医药	45.24	CRO
28	600529.SH	山东药玻	43.47	药用包材
29	300015.SZ	爱尔眼科	43.32	医疗服务
30	603998.SH	方盛制药	43.04	工业大麻

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 科创板医药股总结：医药创新企业打开新的融资的大门

科创板的推出将利好创新药及创新供应商企业，同时对医药行业来说将有望带来新的估值体系。例如美国 NASDAQ 生物医药指数 NBI 显著跑赢 NASDAQ 综合指数，2014 年最高超额收益超过 1200%。在创新药发展中，长期依赖于前期的高额资本投入，美国市场早期介入投资的机构，后续可以通过纳斯达克退出。然而在中国，A 股的估值体系过度关注业绩使得大批优质的创新药企没有完善的融资体系。

目前中国的医药创新发展迅猛，生物医药园区、生物医药人才、生物医药 VC/PE 均已经具备数十年的积淀，在多个病种特别是癌症领域的生物医药技术已经具备国际弯道超车的可能性。目前不管是港股的 Biotech 板块还是科创板的推出，都将带来新的估值体系，有望分享中国创新药的成果。

1.4.1. 科创板为医药创新量身打造，盈利要求宽松

对科创板上市企业所处的行业及盈利能力，细则亦给予了详细的要求，其中结合预计的市值整体考虑了企业的盈利状况和现金流情况，并准许处于研发投入阶段的未盈利的企业上市。具体要求：

1) 行业范围：优先支持符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出，具有较强成长性的企业，重点聚焦新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药等关键重要领域；

2) 盈利要求：市值指标与收入、现金流、净利润、研发投入等组合，设置五套差异化上市指标，准许存在未弥补亏损、未盈利的企业上市。

表 8：科创板企业上市业绩要求

市值	盈利要求
预计不低于 10 亿	最近两年净利润为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或最近一年净利润为正且累计营业收入不低于人民币 1 亿元。
预计不低于 15 亿	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%。
预计不低于 20 亿	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流净额累计不低于人民币 1 亿元。

预计不低于 30 亿	最近一年营业收入不低于人民币 3 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。
预计不低于 40 亿	医药行业企业需要至少有一项核心产品取得开展 II 期临床试验批件,其它符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。

数据来源:《首次公开发行股票并在科创板上市管理办法》、东吴证券研究所

在科创板上市要求的其中一条明确指出“医药行业企业需要至少有一项核心产品取得开展 II 期临床试验批件”预计不低于 40 亿市值且具备明显的技术优势并满足相应条件的企业符合上市要求。此项科创板的要求是明确利好医药创新型企业,为起步阶段研发投入但盈利能力薄弱的医药创新公司提空一个开放式的融资平台。

医药创新企业普遍存在进入 II 期临床试验后,研发投入将大幅度提升,自身造血能力弱,对资本投入需求较大。科创板的出台为此类企业提供直接融资平台,为创新研发产品提供一个公开市场的估价环境,科创板即是支持我国医药创新研发的一个金融工具,又是通过公开投资引领医药创新向优质领域投入的指引。

1.4.2. 港股 Biotech 标的估值溢价显著

在港股上市的 Biotech 公司由于多数处于产品研发阶段或产品刚刚上市阶段,其收入和利润体量均不大,但其业务的发展均得到了市场的普遍认可,获得了较好的估值与市值,有力的帮助了生物制药公司在起步阶段的快速发展。

表 9: 港股生物制药公司的估值情况

代码	名称	市值	2018 年收入	2018 年利润	PE(TTM)	细分领域
6160.HK	百济神州-B	57.6	1.98	-6.74	-11.2	创新药
1672.HK	歌礼制药-B	73.7	1.66	-0.07	-890.2	创新药
1801.HK	信达生物-B	304.8	0.09	-57.71	-4.6	创新药
1877.HK	君实生物-B	265.7	0.01	-7.16	-27.6	创新药
1521.HK	方达控股	62.8	0.83	0.11	71.4	CRO
2269.HK	药明生物	917.6	25.37	6.31	127.5	大分子 CDMO
1873.Hk	维亚生物	53.8	2.10	0.91	52.1	CRO&CDMO
6185.HK	康希诺生物—B	71.5	0.03	-1.38	-45.3	疫苗

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4.3. 生物医药是组成科创板的核心行业之一

在科创板公布已提交申请的 121 家公司中,医药行业公司达到 27 家,占比为 22.3%。除了申报的医药企业数量多之外,涵盖的医药细分领域包括了创新药、生物制品、血液制品、医美、CRO 服务等多个热门领域,且申报的标的已经是在所在领域具备领先的技术或相应的行业地位。

表 10: 科创板申报的医药行业相关标的情况(截止 6 月 6 日)

序号	标的	审核状态	注册地	证监会行业	主营业务领域
1	北京诺康达医药科	已问询	北京	研究和试验发展	辅料,原料药,CRO

	技股份有限公司				
2	江苏浩欧博生物医药股份有限公司	已问询	江苏	医药制造业	IVD
3	北京热景生物技术股份有限公司	已问询	北京	医药制造业	IVD
4	上海昊海生物科技股份有限公司	已问询	上海	医药制造业	骨科、眼科（人工晶体）、医美等高值耗材
5	华熙生物科技股份有限公司	已问询	山东	医药制造业	医美填充剂等
6	上海微创心脉医疗科技股份有限公司	已问询	上海	专用设备制造业	动脉支架，心血管支架
7	深圳普门科技股份有限公司	已问询	广东	医药制造业	诊断设备、康复设备等
8	北京佰仁医疗科技股份有限公司	已问询	北京	专用设备制造业	心脏瓣膜、封堵器
9	南京微创医学科技股份有限公司	已问询	江苏	专用设备制造业	消化道、呼吸道支架等高值植入耗材
10	上海美迪西生物医药股份有限公司	已问询	上海	研究和试验发展	CRO
11	申联生物医药（上海）股份有限公司	已问询	上海	医药制造业	动物疫苗
12	青岛海尔生物医疗股份有限公司	已问询	山东	专用设备制造业	低温保温设备
13	厦门特宝生物工程股份有限公司	已问询	福建	医药制造业	生物制品
14	深圳微芯生物科技股份有限公司	提交注册	广东	医药制造业	创新药
15	深圳市贝斯达医疗股份有限公司	已问询	广东	专用设备制造业	核磁、CT
16	博瑞生物医药（苏州）股份有限公司	已受理	江苏	医药制造业	化药，原料药，中间体
17	安翰科技（武汉）股份有限公司	已问询	湖北	专用设备制造业	胶囊胃镜
18	武汉科前生物股份有限公司	已问询	湖北	医药制造业	动物疫苗
19	上海复旦张江生物医药股份有限公司	已问询	上海	医药制造业	创新药
20	苏州泽璟生物制药股份有限公司	已受理	江苏	医药制造业	创新药
21	迈得医疗工业设备股份有限公司	已问询	浙江	专用设备制造业	医药耗材制造装备
22	上海赛伦生物技术股份有限公司	已问询	上海	医药制造业	血液制品
23	浙江东方基因生物	已问询	浙江	医药制造业	IVD

制品股份有限公司					
24	赛诺医疗科学技术股份有限公司	已问询	天津	专用设备制造业	心血管支架等介入治疗耗材
25	无锡祥生医疗科技股份有限公司	已问询	江苏	专用设备制造业	医学超声设备
26	江苏硕世生物科技股份有限公司	已问询	江苏	医药制造业	IVD
27	成都苑东生物制药股份有限公司	已问询	四川	医药制造业	原料药、仿制药

数据来源：上交所网站、东吴证券研究所

2. 医药行业现金流量表与资产负债表好转明显，虽然整体业绩有所下降，但医药行业进入有质量的增长时期

2018 年医药行业收入端整体增长 19.08%，表现好于 2016 年和 2017 年同期水平，但由于部分公司大量计提商誉减值、以及行业突发事件等因素影响，医药行业在归母利润端出现负值增长的情况，仅为-16.1%。

近年来医药行业迎来变革，随着行业像中高端消费与创新转型，行业整体毛利率有所提升，但销售费用和管理费用亦大幅提高，导致净利润率出现轻微下滑。与此同时，行业整体的现金流表和资产负债表明显好转，有助于行业长期有质量的增长。

2.1. 医药行业上市公司 2018 年整体业绩增速（剔除后 247 家标的）为 15.00%，略好于去年同期水平

2018 年医药行业整体(285 家标的公司)收入增速略有提升,实现同比增长 19.08%，好于 2017 年同期 17.42%的水平；剔除后的 247 家标的收入增速为 19.27%，略优于 2017 年同期 0.16 个百分点。

2019 年 Q1 统计数据，285 家样本公司合计实现销售收入增长 15.14%，剔除后的 247 家标的收入增速达到 15.59%，均处低于 2018 年 Q1 的增长水平，医药行业上市公司收入端整体仍处于稳定增长阶段。

归母净利润方面 2018 年和 2019 年医药行业上市增速出现显著下滑,2018 年和 2019 年 Q1，全部 285 家医药上市公司分别实现归母净利润同比下降 16.01%和提高 8.27%。2018 年行业整体出现负增长的主要原因为 65 家标的出现商誉减值，其中人福医药、信邦制药、益佰制药、南京新百、华业资本、中珠医疗等均出现较大额度的商誉减值，拖累了行业整体业绩负增长。2019 年 Q1 增速较 2018 年同期相差较大的因素在于 2018 年 Q1 爆发流感，OTC、大输液、抗生素、IVD 等多个板块迎来业绩快速增长，导致 2019 年 Q1 在 2018 年高基数上增速放缓。在比较剔除事件因素外的 247 家公司 2018 年和 2019Q1 的归母净利润增长分别为 15.00%和 8.65%，对比 2017 年和 2018 年 Q1 的同期

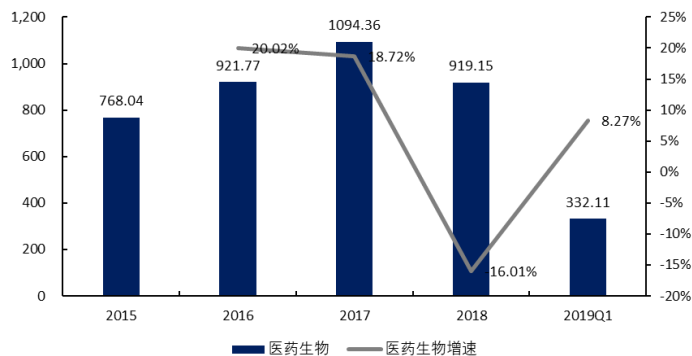
业绩增速，分别提高 0.51%和-27.88%（2018 年 Q1 行业业绩增长 36.53%）。

图 6：医药上市公司销售收入情况（亿元）



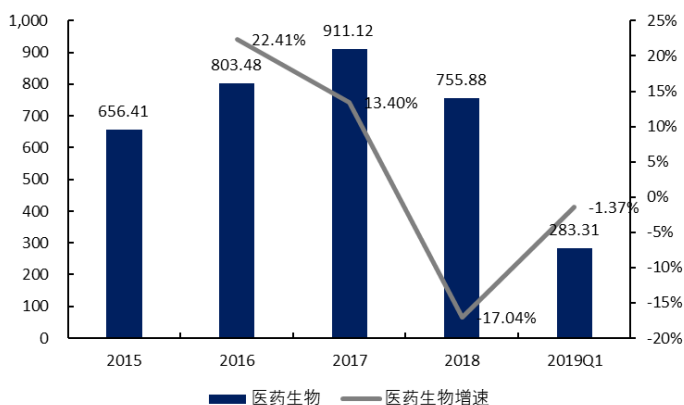
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：医药上市公司归母净利润情况（亿元）



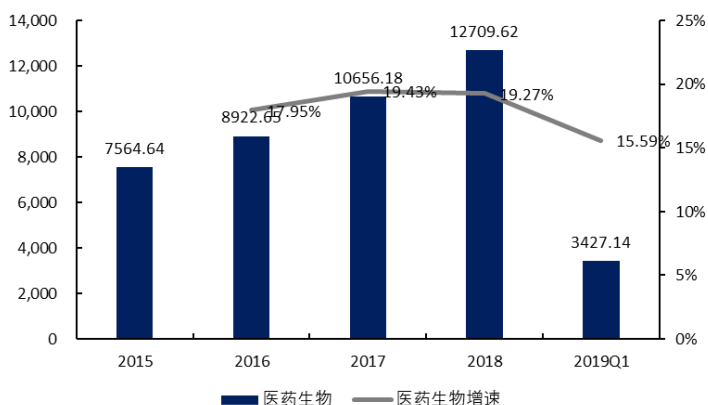
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：医药上市公司扣非归母净利润情况（亿元）



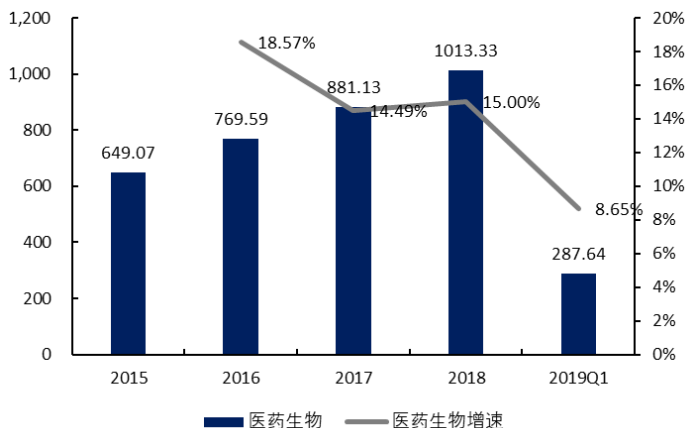
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

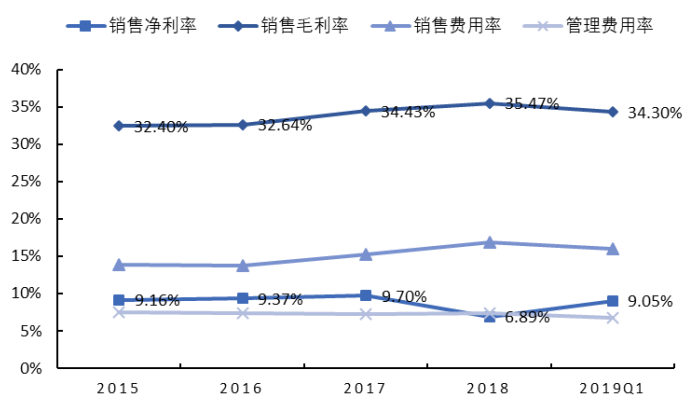
2.2. 医药行业变革引领医药行业毛利率上行，但随着销售费用率等增长，净利润率略有下降

由于医药行业迎来消费升级，需求逐步向高端产品转移以及两票制等行业政策导致的变革驱动医药企业顺势而为，调整产品结构和销售策略。从285家样本公司数据分析，医药上市公司2018年和2019年Q1的平均毛利率分别为35.47%和34.30%。但与此同时，行业平均的净利润率在销售费用增加等因素的影响下，销售净利率出现了一定的下滑。2018年和2019年Q1行业的净利润率分别为6.89%和9.05%，下降趋势明显。

在医药行业迎来变革，毛利率提升的过程中，销售费用和管理费用亦大幅提高。2018年，285家样本公司合计销售费用达到2458.76亿元，远高于2017年的1873.22亿元，同比增长31.26%，其中销售费用率的上升有药品出售“低开转高开”以及企业加大销售推广等原因所导致的。同期的管理费用也出现了一定程度的上升，2018年，285家样本公司合计管理费用分别1078.50亿元（含研发费用），同比口径增长21.27%，快于收入增速。

2019年Q1全部医药上市公司的销售费用和管理费用（含研发费用）分别为633.80亿元和268.57亿元，同比口径分别增长14.76%和19.15%，费用增长下降显著，推动公司的净利润率在2019年Q1有所上升，达到9.05%。

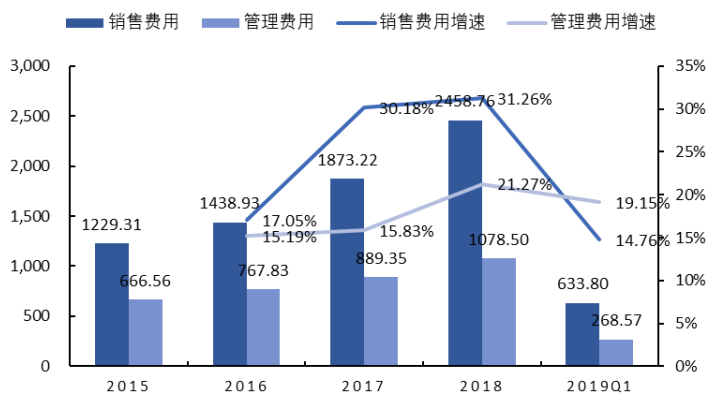
图 12：医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285家样本公司，选取情况详见附录

图 13：医药上市公司销售费用和管理费用情况（亿元）



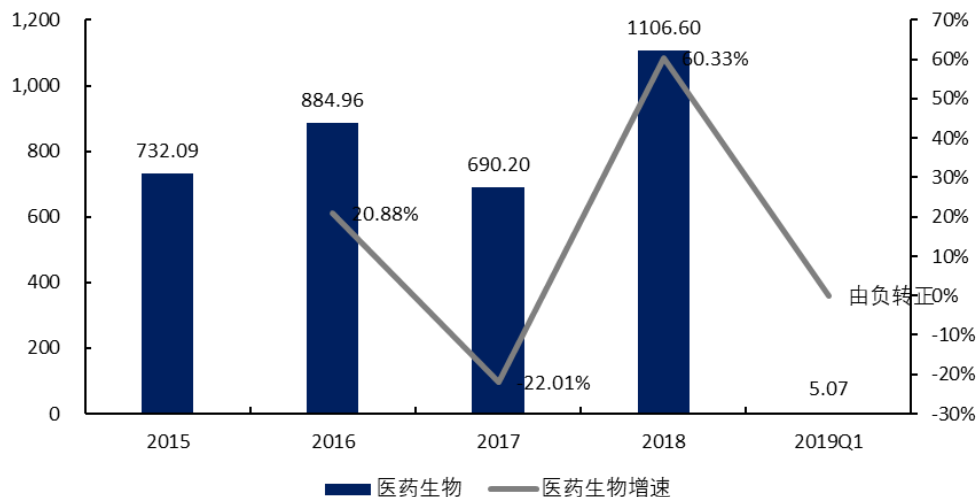
数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285家样本公司，选取情况详见附录

2.3. 2018年和2019年Q1医药行业净现金流、应收账款、存货等均有好转，医药上市公司更加注重业绩增长的质量

2018年和2019年Q1全部285家医药上市公司合计的经营性净现金流分别为1106.60亿元和5.07亿元，分别同比增长60.33%和由负转正，均好于2017年和2018年Q1同期的净现金流情况。

图 14：医药上市公司经营性净现金流变化情况（亿元）



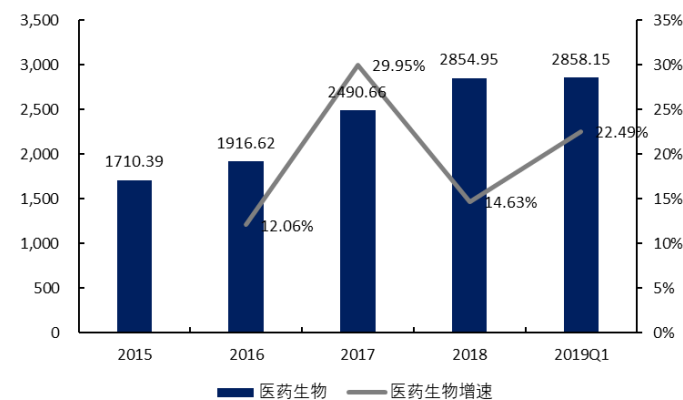
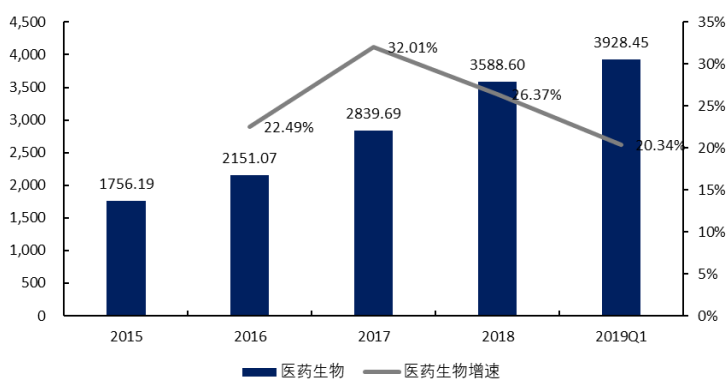
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录; 2018 年 Q1 经营性净现金流为-57.22 亿元

通过统计分析 285 家医药上市公司的营收账款和存货的数据, 2018 年和 2019 年 Q1 开始医药行业的应收账款和存货增速均有下降, 结合经营性净现金流的大幅改善, 充分说明医药上市公司开始注重业绩增长的质量, 行业进入良性发展。

图 15: 医药上市公司应收账款变化情况 (亿元)

图 16: 医药上市公司存货变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录

3. 医药改革政策逐步落地, 政策扰动成为行业主旋律

3.1. 国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》

6 月 4 日, 国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》(简称“任务”), 详细罗列了诸多医改重大政策, 共计 36 项, 其中有几项与近期行业关注的重大政策相关。

1) 制定关于实施健康中国行动的意见、健康中国行动 (2019—2030 年)、健康中

国行动组织实施和考核方案。(国家卫生健康委负责, 2019年6月底前完成)。

2) 制定促进**社会办医**持续健康规范发展的政策文件。(国家卫生健康委、国家发展改革委共同负责, 2019年6月底前完成)。

3) **发布鼓励仿制的药品目录**。(国家卫生健康委负责, 2019年6月底前完成)。

4) 制定进一步规范**医用耗材使用**的政策文件。(国家卫生健康委负责, 2019年8月底前完成)。

5) 制定以**药品集中采购和使用**为突破口进一步深化医改的政策文件。(国务院医改领导小组秘书处负责, 2019年9月底前完成)。

6) 制定**医疗机构用药**管理办法。(国家卫生健康委负责, 2019年9月底前完成)。

7) **制定二级及以下公立医疗机构绩效考核办法**。(国家卫生健康委负责, 2019年11月底前完成)。

8) 制定**公立医院薪酬制度改革**的指导性文件。(人力资源社会保障部负责, 2019年12月底前完成)。

推动落实的重点工作包括:

1) 扎实推进**国家组织药品集中采购和使用试点**, 加强对中标药品质量、试点地区公立医疗机构优先使用和药款结算、中标药品及原料药生产的监测, 做好保证使用、确保质量、稳定供应、及时回款等工作。开展试点评估, 认真总结试点经验, 及时全面推开。(工业和信息化部、国家卫生健康委、国家医保局、国家药监局分别负责, 分别负责为各部门按职责分别牵头, 下同)。

2) 持续**深化公立医院综合改革**, 继续开展示范和效果评价工作。在部分医院推进建立健全现代医院管理制度试点。(国家卫生健康委、国家发展改革委、教育部、财政部、人力资源社会保障部、国家医保局、国家中医药局负责) 完善公立医院政府投入政策。根据公立医院综合改革评价结果等因素分配中央财政相关补助资金。(财政部、国家卫生健康委、国家中医药局负责)。

3) **完善短缺药品监测预警机制**, 对临床必需、易短缺、替代性差等药品, 采取强化储备、统一采购、定点生产等方式保障供应。总结评估地方体现药事服务价值的探索和做法。(国家发展改革委、工业和信息化部、国家卫生健康委、国家医保局、国家中医药局分别负责, 国家药监局等参与)。

4) **巩固完善国家基本药物制度**, 以省为单位明确**各级各类公立医疗机构基本药物使用比例**, 建立**优先使用激励和约束机制**。(国家卫生健康委、国家医保局等负责) 完善**医保药品目录动态调整机制**, 将基本药物目录内符合条件的治疗性药品按程序优先纳入**医保目录范围**。把**高血压、糖尿病等门诊用药**纳入**医保报销**。(国家医保局负责)。

5) 加快推进医保支付方式改革, 开展按疾病诊断相关分组付费试点, 继续推进按病种为主的多元复合式医保支付方式改革。扩大长期护理保险制度试点。(国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局等负责) 加快发展商业健康保险, 完善商业健康保险监管制度。(银保监会负责) 抓紧落实和完善跨省异地就医直接结算政策, 尽快使异地就医患者在所有定点医院能持卡看病、即时结算, 切实便利流动人口和随迁老人。(国家医保局、财政部负责)。

任务在药品、医用耗材、医保支付等方面均给予具体要求, 其中, 强调药品集中采购的重要性, 计划 6 月底发布鼓励仿制的药品目录, 预计与 4+7 药品带量采购试点相结合共同推进医疗医保医药联动改革; 制定医疗器械唯一标识系统规则, 开展高值医用耗材治理; 制定改进职工医保个人账户政策文件, 深化医保支付方式改革。在医保支付方面, 新增重点工作主要是制定改进职工医保个人账户政策文件, 预计于 12 月底前完成。

3.2. 带量采购、医保目录等政策逐步落地, 行业持续调整

3.2.1. 4+7 带量采购正式启动, 推进效果明显, 预计第二批名单年内出炉

2018 年 11 月份首批“4+7”城市带量采购首批品种出炉, 6 个产品流标, 平均降幅 52.21%。4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件提出, 未中选品种中的最高价药品梯度降价; 非最高价药品挂网价低于调整后的最高价药品挂网价。

表 11: 首批“4+7”城市带量采购首批品种中标情况

4+7品种名称	4+7规格	预计投标产品	采购数量(万片)	采购金额(万元)	全国最低中标价(元)	市场份额(PDB)	单片报价(元)	降幅
阿托伐他汀口服释剂型	20mg	北京嘉林	15762.18	14776.63	5.64	18.00%	0.94	-83.29%
瑞舒伐他汀口服释剂型	10mg	浙江京新	8285.70	6451.01	3.06	5.52%	0.78	-74.56%
氯吡格雷口服释剂型	75mg	深圳信立泰	5746.59	18274.16	7.61	29.15%	3.18	-58.21%
厄贝沙坦口服释剂型	75mg	华海药业	4432.42	895.98	0.53	0.65%	0.20	-61.99%
氯氟地平口服释剂型	5mg	京新药业	29382.02	4407.30	0.23	0.00%	0.15	-34.78%
恩替卡韦口服释剂型	0.5mg	正大天晴	4133.51	2562.78	10.55	45.45%	0.62	-94.12%
艾司西酞普兰口服释剂型	10mg	四川科伦	1003.44	4435.20	5.36	8.00%	4.42	-17.58%
帕罗西汀口服释剂型	20mg	华海药业	1851.66	3092.27	3.50	45.78%	1.67	-52.29%
奥氮平口服释剂型	10mg	豪森药业	1047.36	10096.55	13.23	60.43%	9.64	-27.14%
头孢唑啉(头孢唑林)口服释剂型	250mg	成都倍特	3351.59	1720.48	0.67	0.00%	0.51	-23.53%
利培酮口服释剂型	1mg	华海药业	3401.05	578.18	0.36	5.61%	0.17	-53.05%
吉非替尼口服释剂型	250mg	阿斯利康	49.15	2688.51	228.00	80.83%	54.70	-76.01%
福辛普利口服释剂型	10mg	施贵宝	2304.47	1942.34	2.70	77.78%	0.84	-68.82%
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服释剂型	150mg+12.5mg	华海药业	9215.60	10045.00	2.39	4.29%	1.09	-54.36%
赖诺普利口服释剂型	10mg	华海药业	208.71	48.00	1.16	42.80%	0.23	-80.17%
替诺福韦二吡啶酮口服释剂型	300mg	成都倍特	621.82	367.29	6.50	16.45%	0.59	-90.91%
氯沙坦口服释剂型	50mg	华海药业	6281.99	6596.09	2.14	7.46%	1.05	-50.93%
依那普利口服释剂型	10mg	扬子江	1418.88	794.57	0.78	77.27%	0.56	-28.32%
左乙拉西坦口服释剂型	250mg	浙江京新	647.76	1554.62	3.04	0.97%	2.40	-21.12%
伊马替尼口服释剂型	100mg	江苏豪森	253.66	2638.06	14.05	11.95%	10.40	-25.98%
孟鲁司特口服释剂型	10mg	民生滨江	2632.23	10213.05		0.00%	3.88	
蒙脱石口服散剂	3g	先声药业	1699.32	1155.54	0.80	3.34%	0.68	-15.00%
培美曲塞注射剂	100mg	四川汇宇	3.91	3167.10	2707.60	0.00%	810.00	-70.08%
	500mg	四川汇宇	2.29	6359.26	9283.20	0.00%	2776.97	-70.09%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	泰德制药	516.41	11335.20	39.27	96.84%	21.95	-44.10%
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	扬子江	134.23	17852.59	187.00	0.00%	133.00	-28.88%
平均								-52.21%

数据来源: 上海药品集采网, 东吴证券研究所

首批带量采购执行时间各城市略有差异, 天津执行的时间比较早, 在 3 月 1 日开始

实施，而上海、北京、重庆、深圳、沈阳、大连、西安、厦门执行的时间较晚，在3月中下旬开始实施，均集中在2019年3-4月份。各地医保部门积极推进，截至4月14日24时，25个中选品种在11个试点地区采购总数量达4.38亿片支，总金额为5.33亿元，完成约定采购总量的27.31%。

鉴于首批带量采购品种医院采购量较好，我们预计第二批品种有望于下半年出炉，并且主要集中在抗感染类、降压降糖类、心脑血管疾病等慢性疾病的药品，同时终端销售额大，并且由厂家通过一致性评价，基于以上核心假设，我们整理了符合条件的部分产品，包括阿卡波糖、克拉霉素片、盐酸二甲双胍片等品种。

表 12：第二批带量采购潜在品种

药品大类	品种名称	2018年PDB总销售额(万元)	通过一致性评价品种家数	通过一致性评价的厂家	相关上市公司	备注
抗感染类	克拉霉素片	18,918	1	广东东阳光药业	东阳光、现代制药	现代制药、贝得药业审评审批中
	阿奇霉素片	9,323	1	石药集团欧意药业	石药、三九、京新	三九、苏州东瑞、京新审评审批中
	异烟肼片	2,608	2	华中药业 沈阳红旗制药		
	盐酸克林霉素胶囊	367	2	重庆药友制药有限责任公司 四川科伦药业	复星、科伦	
	盐酸莫西沙星片	23,830	2	四川国为制药 广东东阳光药业 四川海思科制药		
	恩替卡韦胶囊	9,540	4	江西青峰药业 南京正大天晴制药 福建广生堂药业 珠海联邦制药	海思科、正大天晴、广生堂	
	阿莫西林胶囊	3,375	4	湖南科伦制药 浙江金华康恩贝生物制药 石药集团中诺药业(石家庄)	联邦、科伦、康恩贝、石药	
	拉米夫定片	9,638	1	石家庄龙泽制药	广生堂、千金	安徽贝克、广生堂、千金、迪赛诺等审评审批中
	阿昔洛韦片	502	2	四川科伦药业 山东齐都药业	科伦	
	卡托普利片	211	2	常州制药厂 石药集团欧意药业	石药、上药	
降压类	吲达帕胺片	1,899	2	重庆药友制药 广东安诺药业股份	复星医药	

降血糖类	阿卡波糖片	111,266	1	杭州中美华东制药	华东、绿叶、海正、石药	阿卡波糖胶囊 四川绿叶审评审批中； 海正已经进入优先评审,还有石药集团、博康泰、信泰制药在审评
	盐酸二甲双胍片	61,035	4	贵州天安药业 广东华南药业集团 石药集团欧意药业 北京四环制药	石药、四环	
	格列美脲片	29,411	2	扬子江药业集团广州海瑞药业 江苏万邦生化医药集团	复星医药	
抗肿瘤药	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	216,765	2	江苏恒瑞医药 石药集团欧意药业	恒瑞、石药	该 PDB 数据为紫杉醇, 没有紫杉醇白蛋白单品种数据
	多西他赛注射液	137,932	1	四川汇宇制药		齐鲁、恒瑞、天晴审评审批
消化系统用药	替莫唑胺胶囊	72,993	1	江苏天士力帝益药业	天士力、双鹭	双鹭审评审批中
	阿那曲唑片	38,571	1	扬子江药业集团 湖南汉森制药	海正	海正、重庆华邦审评审批中
	碳酸氢钠片	2,443	3	远大医药(中国) 福州海王福药制药 重庆赛诺生物药业		
	聚乙二醇 4000 散	2,542	3	湖南华纳大药厂 重庆华森制药		
呼吸系统用药	孟鲁司特钠咀嚼片	55,905	1	杭州民生滨江制药		
免疫抑制剂	环孢素软胶囊	42,900	1	杭州中美华东制药	华东、华北	华北制药审评审批中
防治心绞痛类	盐酸曲美他嗪缓释片	37,793	2	江苏恒瑞医药 齐鲁制药	恒瑞	
镇痛类	对乙酰氨基酚片	415	2	地奥集团成都药业 宜昌人福药业	人福	
抗组胺药	地氯雷他定片	29,738	1	深圳信立泰药业	信立泰、普利	普利审评审批中
	盐酸左西替利嗪片	4,248	3	齐鲁制药 湖南九典制药 重庆华邦制药		
神经系统用药	盐酸多奈哌齐片	27,586	2	浙江华海药业 重庆植恩药业	华海	
抗凝药	替格瑞洛片	27,376	1	深圳信立泰药业	信立泰、东阳光	东阳光药转报形式, 拟纳入优先审评

数据来源: PDB、CDE、东吴证券研究所整理

《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》要求制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件。(国务院医改领导小组办公室负责, 2019 年 9 月底前完成), 这也使得药品带量采购成为 2019 年全国重点实施的政策, 再次强调药品集

中采购的重要性，预计与 4+7 药品带量采购试点相结合共同推进医疗医保医药联动改革，同时体现了国家对于推进药品集中采购的决心。

3.2.2. 国家医保药品目录调整方案出炉，8 月确立整体调整结果

4 月 17 日，国家医保局公布《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》（以下简称《方案》）。时隔两年，我国医保目录再次启动调整，将在确保基金可承受的前提下，努力实现药品结构更加优化，管理更加规范，有效缓解参保人员用药难用药贵的问题。

图 17：2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排



数据来源：国家医保局、东吴证券研究所

方案主要明确以下几个方面：

1) 强调药品结构优化，提高医保资金使用效益。

2) 明确药品信息时间：调入的西药和中成药应当是 2018 年 12 月 31 日（含）以前经国家药品监督管理局注册上市的药品。即今年获批上市品种将不在考虑范围，包括备受关注的复宏汉霖利妥昔单抗、信达恒瑞的 PD-1 等。

3) 强调优先考虑基本药物：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。在甲乙类别调整过程中，优先考虑基本药物。

4) 药品调入方式细分：调入分为常规准入和谈判准入两种方式，在满足有效性、安全性等前提下，价格（费用）与药品目录内现有品种相当或较低的，可以通过常规方式纳入目录，价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入。

5) 中药饮片纳入调整范围：中药饮片采用准入法管理，国家层面调整的对象仅限按国家药品标准炮制的中药饮片。

7) 组织形式上增设测算专家和谈判专家：专家组分为咨询专家、遴选专家、测算

专家、谈判专家，主要由临床医学、药学专家为主，包括一定数量的医疗保险专家、药物经济学专家，分别负责药品咨询、遴选等具体评审工作以及谈判药品测算等。咨询专家与遴选专家互不交叉。

本次医保目录调整也是延续过去几年整体医保调整工作，包括常规目录调整，以及重大品种医保谈判准入、肿瘤药谈判目录等，另外去年10月2018版基药目录正式发布，包括新进多款靶向药等抗癌药物等。我们认为这也将为更多致力于创新药品研发的药企提供更多药品放量的机会。

《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》再次强调加快推进医保支付方式改革，开展按疾病诊断相关分组付费试点，继续推进按病种为主的多元复合式医保支付方式改革，多元化医保支付方式有望进一步提升医保基金的效率。

4. 聚焦中国医药市场：中国医药创新驱动&中国医药自主消费驱动

近年来医药的行业政策成为主导行业发展和走势的决定性因素，在医改以医保控费为核心的基础上，带量采购等政策对仿制药等行业形成了较大的冲击，也推动行业加速进入创新的转型。在宏观经济上，随着中美贸易战的持续进行，以内需为主的医药行业其稳定的增长将成为拉动我国GDP增长的重要动力。

我们认为聚焦中国市场的内需将是医药行业发展的核心方向。因此更好的服务于国民健康需求和健康消费升级将成为医药行业新动力，其中中国医药创新和医药消费所带来的更好的治疗方法和健康生活方式是发展的必然趋势。

4.1. 创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速，成为阶段性推动医药行业发展重要动力

带量采购大幅降低仿制药盈利能力，随着后续品种扩增以及各省价格联动，仿制药企业经营压力将不断增加。因此，积极转型致力于创新药研发成为药企重要转型方向，同时，由于大部分药企研发基础薄弱，科创板推行增加了研发型药企的融资能力，创新药产业链CRO药企将直接受益。

4.1.1. 创新药——创新药带来增量，盈利能力高

首批带量采购降价平均降价幅度超过50%，仿制药盈利能力大幅下降。创新药无论从药效或者企业盈利方面，均为未来产业发展方向，同时也不断开拓市场空间。

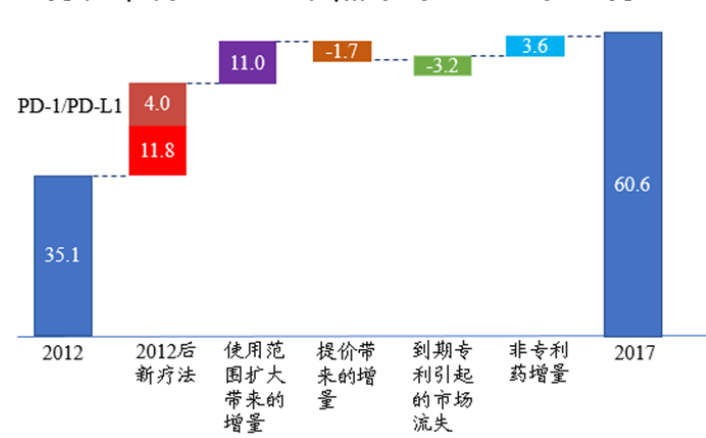
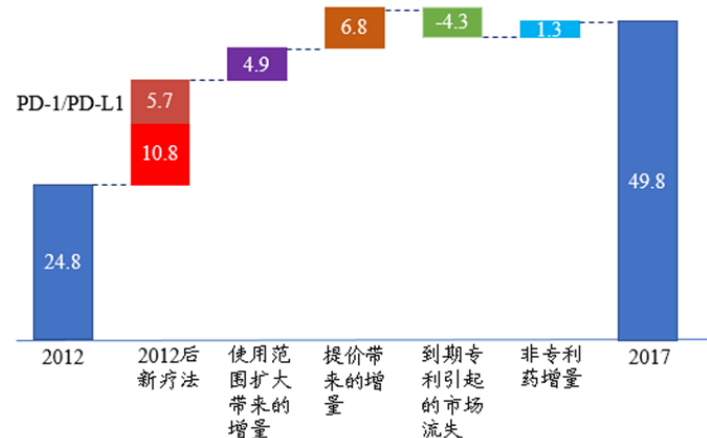
以肿瘤市场为例，美国肿瘤市场从2012年的248亿美元增长至2017年的498亿，其中以PD-1等为核心的创新药及创新疗法提供了165亿的增量市场，贡献了超过60%的增量市场，而从美国以外国家来看，创新药及创新疗法同样贡献了62%。

图 18: 美国肿瘤市场 2012-2017 增长情况 (十亿美元)

图 19: 美国以外国家肿瘤市场 2012-2017 增长情况(十亿美元)

美国2012至2017年肿瘤药几乎翻倍，达到498亿美元

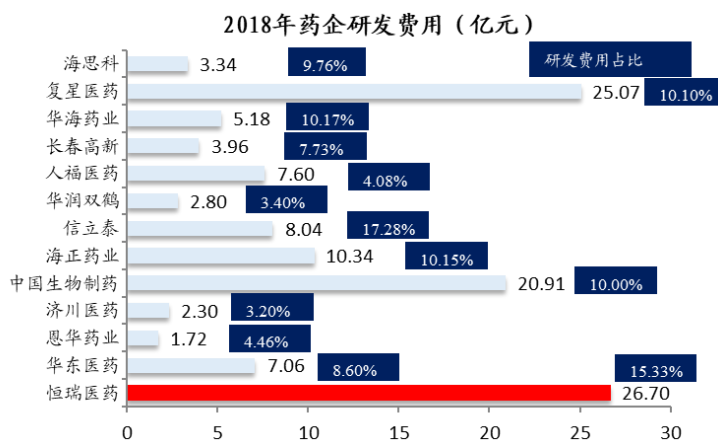
美国以外国家2012至2017年肿瘤药几乎翻倍，达到600亿美元



数据来源: FDA,IQVIA,MIDAS,Q4 2017;IQVIA Institute, Apr 2018, 东吴证券研究所

各大药企受到仿制药品种降价压力的影响，陆续大比例投入研发，其中 2018 年恒瑞医药、复星医药以及中国生物制药研发费用超过 20 亿元，为公司持续转型大幅投入。

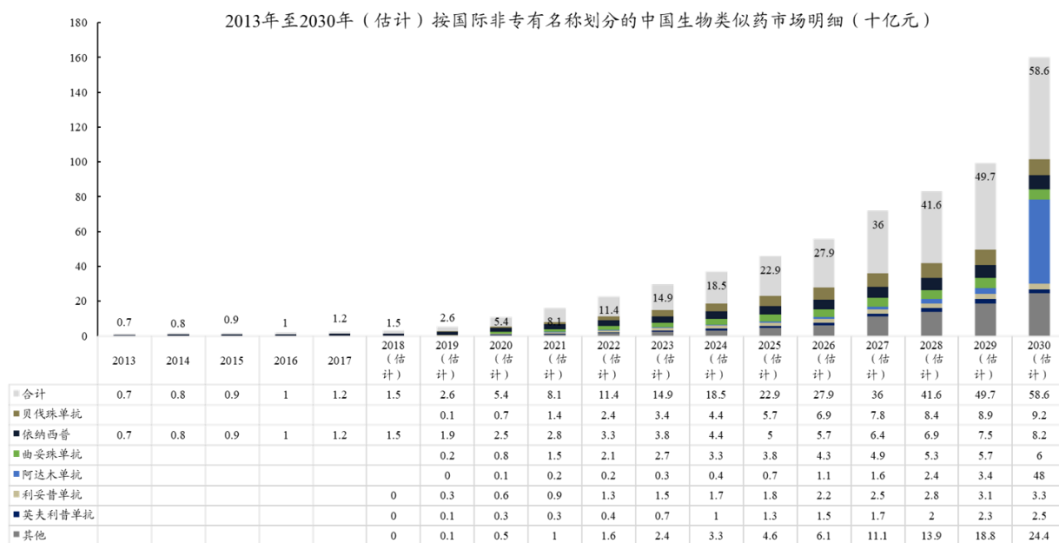
图 20: 国内主要药企药品研发投入及研发占收入比例



数据来源: wind, 东吴证券研究所

近年来，生物类似物成为国内各大药企深入布局的重要领域。根据弗若斯特沙利文预测，国内生物类似药将逐步迎来快速增长，预计 2020 年有望超过 50 亿规模。

图 21: 中国生物类似药市场预测



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

目前国内药企生物创新药布局丰富，涵盖了包括 PD-1、CD20、HER2 等靶点，其中 PD-1 方面国内包括君实、信达、恒瑞、百济神州陆续获批，药企迎来收获期。

表 13：重点靶点国内药企进度

靶点	阶段	公司
PD-1	上市	君实、信达、恒瑞、百济神州
	临床 3 期	基石药业、康宁杰瑞 (PD-L1)
CD20	上市	复宏汉霖
	临床 3 期	信达、神州生物
	临床 2 期	海正生物
HER2	申报上市	三生国健
	临床 3 期	嘉和生物、复宏汉霖、安科生物、海正药业
VEGF	申报上市	百奥泰
	临床 3 期	恒瑞、复宏汉霖、嘉和生物、信达、正大天晴

数据来源：CDE，东吴证券研究所

创新药板块如火如荼，重点推荐创新药龙头恒瑞医药，建议关注复星医药、贝达药业以及港股 biotech 板块标的君实生物、信达生物、百济神州等。

4.1.2. CRO——创新产业链集中受益者

Frost & Sullivan 数据表明，2014 年-2018 年期间，全球 CRO 销售额年复合增速为 9.6%，2020 年全球 CRO 行业规模预计达到 687 亿美元，CRO 行业将占整体研发投入支出的 58.3%。

在国际制药企业研发外包往新兴国家转移，生物医药园区、人才以及创新药 VC/PE 井喷式发展，一致性评价落地、CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 行业实现跨越式发展。根据 Frost & Sullivan 预测，2016~2020 年期间我国 CRO 行

业年复合增长率为 21%，至 2020 年末我国 CRO 行业市场规模将超过 600 亿元。

表 14：国内 CRO 行业市场预测（单位：十亿美元）

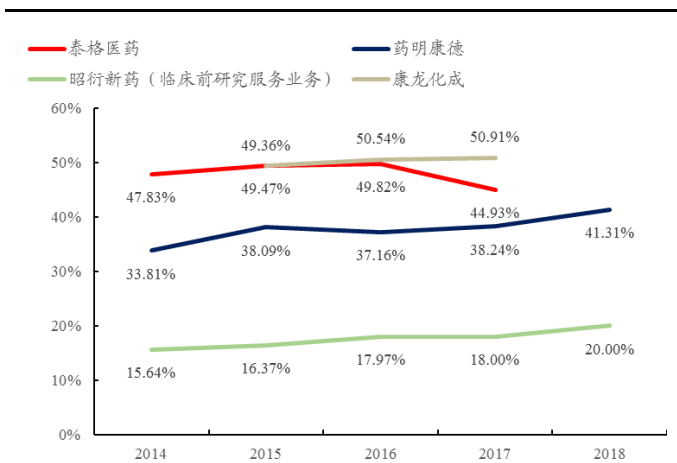
国内市场	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
化学、制造和控制	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	1	1.2	1.4	1.7	2
临床前	0.7	0.9	1	1.3	1.5	1.9	2.3	2.7	3.2	3.9
临床	1.1	1.3	1.7	2.3	3.2	4.4	6	8	10.4	13.3
临床增速		18.2%	30.8%	35.3%	39.1%	37.5%	36.4%	33.3%	30.0%	27.9%
合计	2.1	2.6	3.3	4.2	5.5	7.3	9.5	12.1	15.3	19.1
合计增速		23.8%	26.9%	27.3%	31.0%	32.7%	30.1%	27.4%	26.4%	24.8%

数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

我们认为未来几年将迎来本土 CRO 的黄金发展期，逐渐占据更重要的地位，主要原因有以下几点：

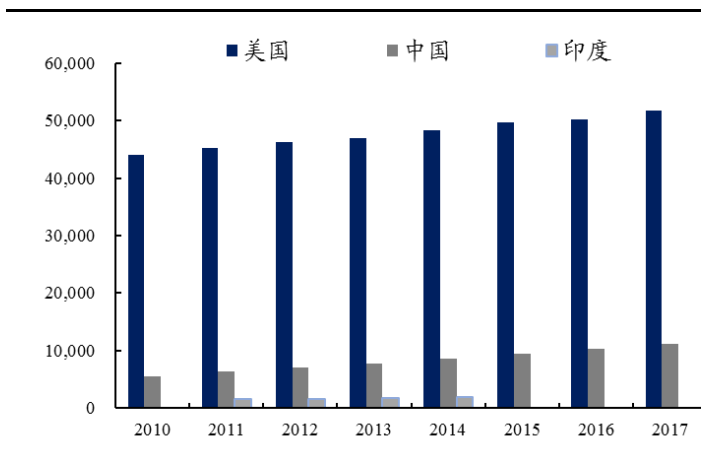
- 1) 本土 CRO 熟悉国内市场，可提供大部分临床前或临床试验研究服务，研究成本更加低廉。考虑到临床 CRO 的成本高，周期长，是研发支出的重要组成部分，企业在选择 CRO 供应商方面更加注重性价比。CRO 行业是人力资源密集型行业，中国的劳动力资源更加丰富，价格较美国而言更加低廉。公司整体人工成本占比有所下降。

图 22：各 CRO 公司人工成本占整体成本比例



数据来源：wind，东吴证券研究所

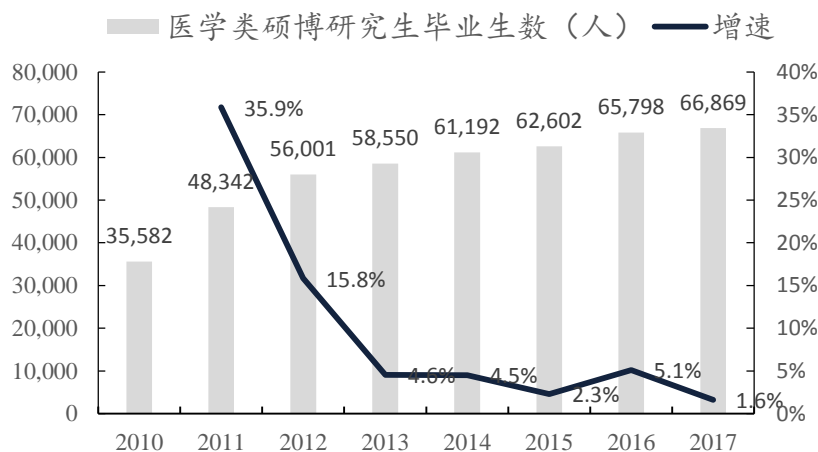
图 23：中美印人均薪酬对比（美元/年）



数据来源：国家统计局，美国劳工部，东吴证券研究所

泰格医药核心子公司方达人工成本占整体成本比例更高，2016-2018 年分别达 63.2%、67%、60.95%。国内人工资源丰富，每年医学类硕博研究生毕业生人数均在 6 万以上，为行业提供充足的人力基础。

图 24：中国医学类硕博研究生毕业生人数



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2) 中国创新药崛起, 科创板为医药创新助力。

鼓励创新药相关政策的出台, 使新药申报数量、IND 批件数量增长迅速, 药品临床试验开展增多。

图 25: 1.1 类化学新药临床申请数 (个)



数据来源: CDE, 东吴证券研究所

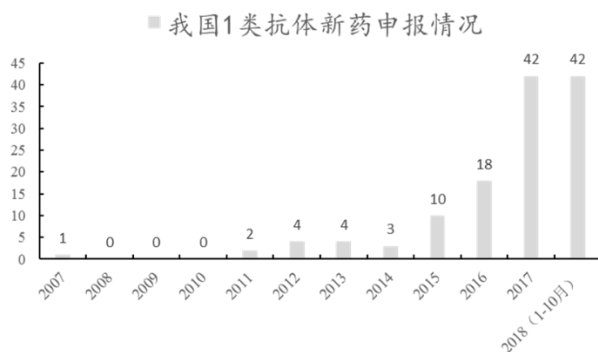
图 26: 一、二类生物药申报临床及获批临床情况 (个)



数据来源: CDE, 东吴证券研究所

以抗体为代表的国内生物创新药临床申报逐步迎来快速增长。主要由于目前4+7带量采购影响, 仿制药目前价格承压大, 以恩替卡韦为例, 价格降幅超过90%, 而目前全球前十大销售药品中, 抗体药物占据6位, 其中阿达木单抗销售额达199亿美元, 目前国内PD1、CD20、VEGFR、HER2的靶点药物研发开展如火如荼。

图 27: 我国 1 类抗体新药申报情况 (个)



数据来源：CDE，东吴证券研究所

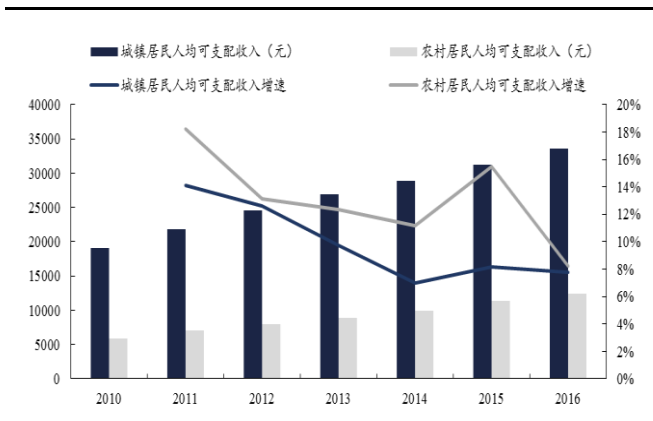
我们预计国内 CRO 药企随着行业景气度上升迎来高速发展阶段，建议关注临床前 CRO 龙头药明康德、临床 CRO 龙头泰格医药等优质标的。

4.2. 医药自主消费类产品迎来升级黄金时代

4.2.1. 人均居民可支配收入提高带来的消费升级

改革开放 30 年以来个人收入水平大幅提高，到 2017 年我国人均可支配收入达到 2.6 万元/年，比 2013 年的 1.8 万元/年提高了 42%。随着个人可支配收入的大幅提高，人们的健康理念也发生了翻天覆地的变化，集中体现在年人均医疗保健支出的大幅提高，从 1995 年人均 110 元/年医疗保健支出，到 2013 年达到 912 元/年，再到 2017 年人均 1451 元/年，医疗保健支出水平提高了 13 倍，可以说健康观念的进步速度远超收入水平的提高速度。

图 28：人均可支配收入变化情况（元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：我国人均医疗卫生支出变化情况（元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着健康意识与消费能力的快速提高，医药自主消费类产品与服务的需求呈现了快速上升的趋势，通过加大消费支出水平享受更好的健康服务和医药产品已经成为了我国居民提高生活水平的必选消费需求。我们推荐重点关注 4 家具有典型自主消费产品标的，重点推荐长春高新、我武生物、欧普康视和片仔癀。

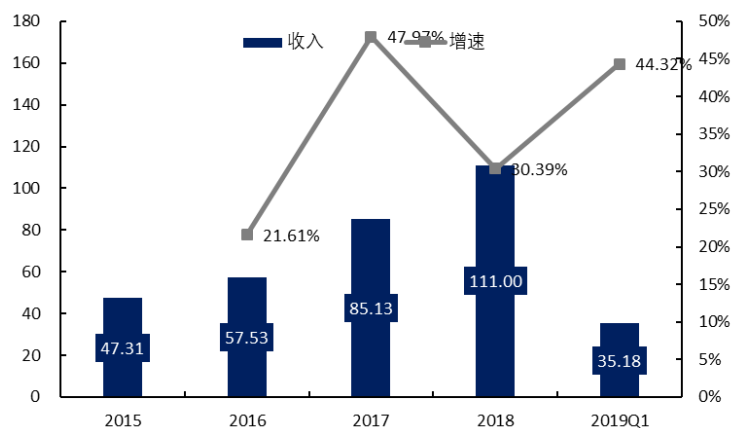
标的产品具备共同的自主消费特点：

- 1) 产品单价高;
- 2) 产品使用人群少, 但适用人群广, 渗透率低;
- 3) 产品属于可选消费, 但其疗效显著, 具备一定的刚需属性。

4.2.2. 医保外的支付方式带来业绩的增长

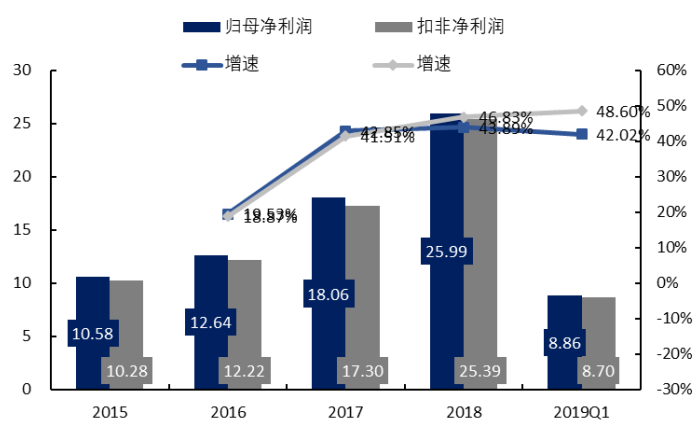
医药自主消费类的公司主要以内生为主, 其需求驱动、产品驱动的属性十分明显。而且均为患者自费品种, 抵御了政策扰动, 带来了业绩的增长。我们综合统计了4家公司在2016年以来进入高速增长时期, 其业绩表现靓丽。2018年4家企业合计实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为30.39%、43.89%和46.83%; 2019年Q1实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为44.32%、42.02%和48.60%。

图 30: 自主消费类 4 家公司销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 31: 自主消费类 4 家公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. 医疗服务长逻辑向好

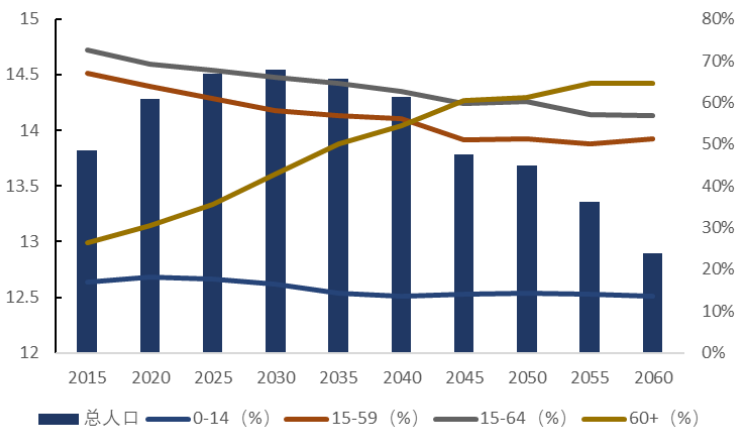
4.3.1. 宏观政策扶持、老龄化社会来临, 公立医院不能满足需求

《“十三五”规划纲要》、“健康中国 2030”、“十三五”卫生与健康规划与限制公立医院扩张的政策相继出台, “抓预防、治未病”的健康管理方式成为政策主导的大方向, 非公立医疗机构迎来政策红利带动快速发展的机遇。

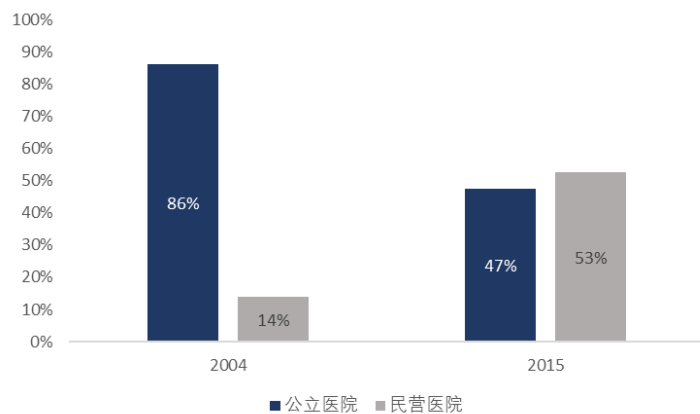
中国老龄化社会加速到来, 对健康的需求群体不断扩大。2030年中国人口将达到峰值, 60+人口比例将达到43%。2004~2015年期间, 公立医院占比从86%下降到47%, 民营医院逐渐成为满足人们健康需求的重要终端。

图 32: 我国人口年龄结构图

图 33: 公立医院&民营医院占比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：国家卫计委，东吴证券研究所

4.3.2. A股投资标的均为行业龙头，规模效应突出

目前 A 股投资标的分布于体检、眼科、口腔领域，行业增速均超过 20%，景气度较高。对医生、设备以及资金的依赖程度决定了全国可复制性。体检、眼科对设备依赖程度高。

表 15：三家医疗服务上市公司对比

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
所属领域	体检	眼科	口腔
医师依赖程度	低	低	高
设备、资金依赖程度	高	高	低
行业增速	20%	25%	20%
民营占比	25%	20%	50%
布局	全国布局	全国布局	浙江
市值 (亿元)	449	638	149
收入 (亿元)	62.33	59.63	11.80
增速	44.48%	49.06%	34.25%
净利润 (亿元)	6.14	7.43	2.17
增速	35.89%	33.31%	59.05%

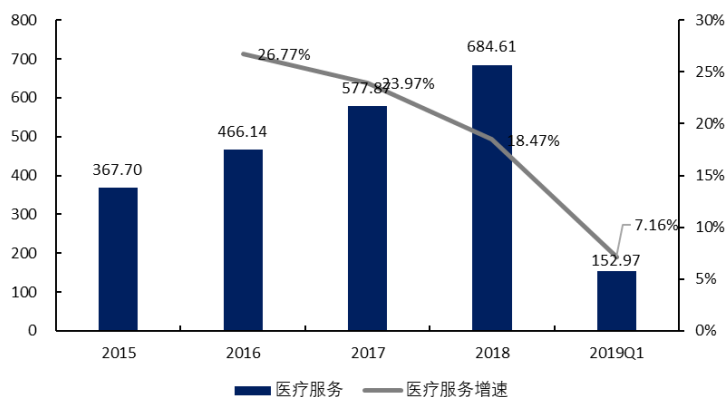
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4.3.3. 受商誉减值及权重股美年健康事件影响，2018 年医疗服务行业经营指标恶化，2019Q1 净利润及经营性现金流明显改善

2018 年，医疗服务行业销售收入呈现增速放缓，2018 年实现营业收入同比增长 18.47%，收入放缓原因主要是权重股美年健康的事件影响。归母净利润及扣非归母净利润均呈现下滑趋势，2018 年实现归母净利润-12.32 亿，扣非归母净利润-28.46 亿元，主要原因是 3 家上市公司涉及巨额商誉减值。

图 34：医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)

图 35：医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

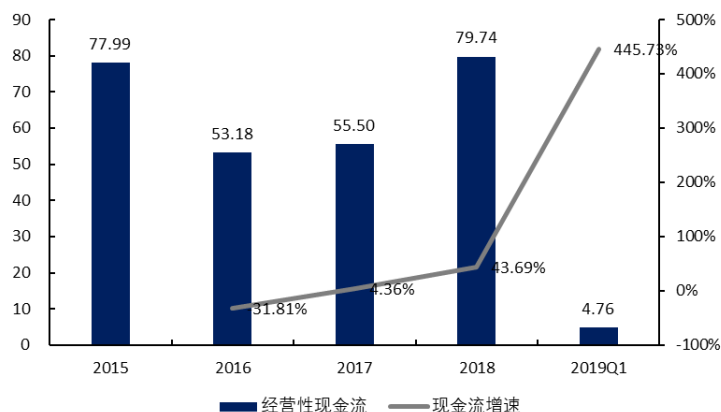


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

2019Q1 医疗服务子行业经营性净现金流增速达到 445.73%，主要原因是美年健康经营性现金流大幅改善，我们认为随着美年健康事件的影响的逐渐消除，医疗服务行业恢复高速增长可期。建议关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗。

图 36: 医疗服务子行业经营性净现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 37: 医疗服务子行业应收账款情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

4.4. OTC 产业链品牌价值凸显，业绩进入增长期

OTC 产业链在医药行业中最近似于必选消费品, 主要包括了品牌药生产企业和下游的终端药店。

4.4.1. 集中度提升、产品价格上涨，OTC 品牌药企业绩靓丽

2017 年以来，OTC 行业上市公司业绩显现快速增长，其中药品的价格上涨、集中度提升成为驱动行业发展的核心动力，重点推荐品牌知名度高的葵花药业、济川药业、华润三九和羚锐制药。

1) 价格上涨: 源自 2015 年 OTC 药品价格放开的政策，压抑多年的药价开始市场化。在 OTC 药企经过 2015 年的观望和 2016 年的试探之后，同时在整体必须消费类产

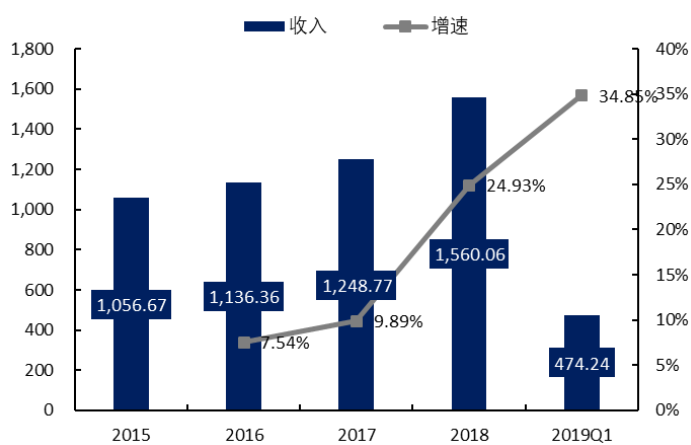
品（食品饮料等）涨价之后，2017 年至今 OTC 药品开始进入涨价周期，成为行业业绩增长的持续动力。

2) 集中度提升：随着消费者品牌认知加强，自主选择显著提高，叠加网络售药的兴起，需求端品种集中度显著提升。与此同时小药厂面临的环保和 GMP 检查压力显著提升，驱动成本上升，以及营改、两票制、94 号文等政策导致小渠道商成本大幅上升，退出市场，致使小药厂—>小渠道—>当地药店的产业链破碎。行业变化的主观和消费者需求的客观原因推动行业集中度快速提升。

行业的变化直接体现在上市公司业绩上，2018 年 OTC 行业上市公司（19 家标的）收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 24.93%、19.71% 和 12.75%，OTC 行业的收入和扣非净利润增速同比均有显著提高。2019 年 Q1 在 2018 年同期的高基数上，OTC 行业依然实现了快速的增长，单季度收入、归母净利润和扣非净利润增速分别达到 34.85%、20.88% 和 6.23%。

相关样本标的包含：片仔癀、东阿阿胶、广誉远、同仁堂、云南白药、山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业、桂林三金、贵州百灵、白云山、羚锐制药、千金药业、江中药业、华润三九、仁和药业、香雪制药、哈药股份。

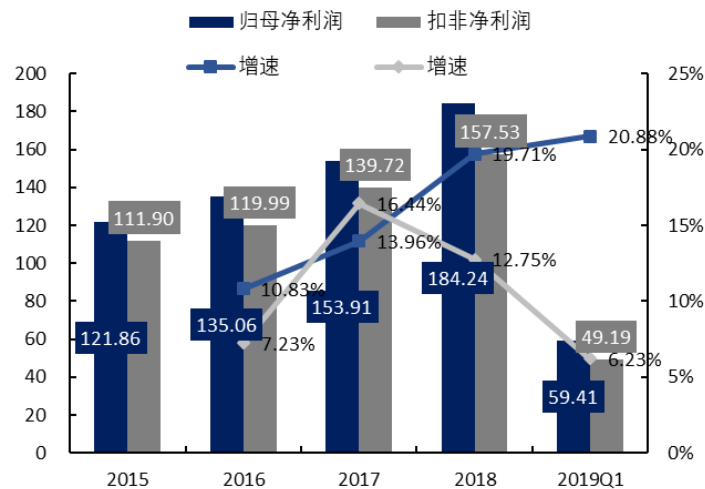
图 38：OTC 上市公司的销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：19 家样本公司，选取情况详见附件

图 39：OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

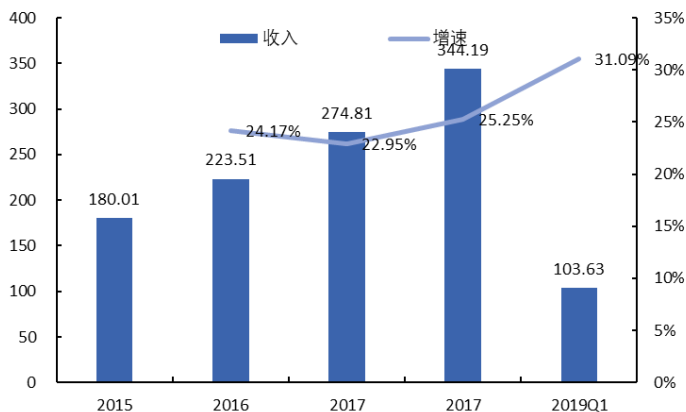
备注：19 家样本公司，选取情况详见附件

4.4.2. 药店终端价值突出，内生外延集中度提高仍是行业核心逻辑

药店板块的核心逻辑通过内生和外延提高集中度在 2018 年再次得到印证，包括多起并购式发展，其中益丰药房并购新兴药房规模最大，再次提高行业的集中度。目前全国药店的连锁化率在 50% 左右，销售排名前 100 的药店占整个药品零售行业收入的 30% 左右。内生方面，在 OTC 药品的涨价周期刚刚起步，叠加处方外流以及医保接入药店数量的快速增长，药店的内生发展也迎来了高速增长阶段。因此，**建议关注益丰药房、老百姓、一心堂和大参林等药店标的。**

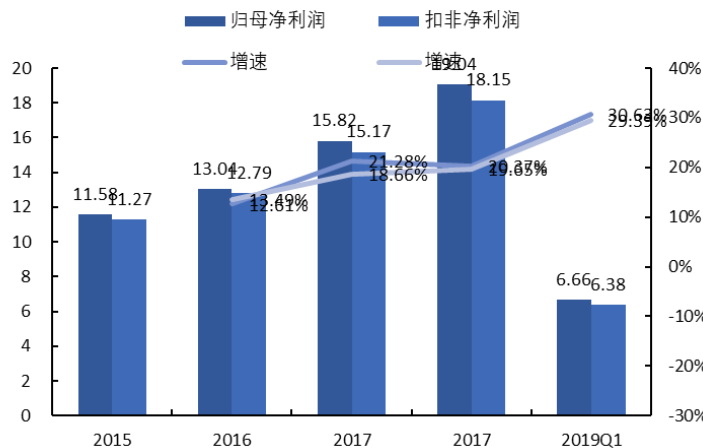
在行业集中度提升和 OTC 药品消费升级的带动下，连锁药店延续亮眼增长，2018 年 4 家连锁药店实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为 25.25%、20.37% 和 19.56%；2019 年 Q1 实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为 31.09%、30.63% 和 29.39%，收入和净利润增速持续保持高速增长。

图 40：零售药店板块销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 41：零售药店板块净利润和扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.5. 医疗器械行业迎来基层医疗服务机构建设带来市场扩容发展

在确立分级诊疗成为我国公立医疗服务改革的重要方向之后，建设、健全基层医疗服务机构的诊疗能力，尤其是诊断能力成为重点。在完善基层医疗服务机构的指导思想以及地方和中央财政支持下，贵州、海南等多个省份逐步开启了基层医疗机构的医疗器械采购项目，核心设备包括超声、DR、IVD 诊断设备等基础检测项目所需设备。

表 16：鼓励基层医疗机构发展建设的相关政策

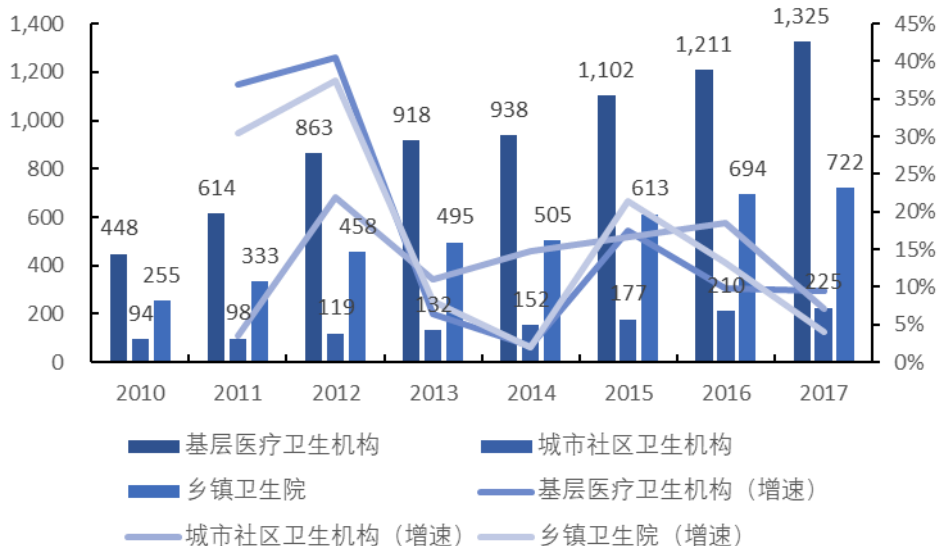
时间	政策名称	机构名称	政策核心内容
2018.1.14	国务院办公厅关于改革完善全科医生培养与使用激励机制的意见	国务院	《意见》指出，加快培养大批合格的全科医生，对于加强基层医疗卫生服务体系建设、推进家庭医生签约服务、建立分级诊疗制度、维护和增进人民群众健康，具有重要意义。到 2020 年，城乡每万名居民拥有 2—3 名合格的全科医生。到 2030 年，适应行业特点的全科医生培养制度更加健全，使用激励机制更加完善，城乡每万名居民拥有 5 名合格的全科医生，全科医生队伍基本满足健康中国建设需求。
2018.6.19	关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知	国家卫健委	明确提出二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”。卫健委医政医管局副局长郭燕红表示，医疗领域“放管服”改革推出一系列新举措，包括取消养老机构内设医疗机构（诊所、卫生所（室）、医务室、护理站）行政审批，实行备案管理
2018.11.9	关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知	国家卫健委	持续深化电子化注册管理改革，协同推动部门间的信息共享应用；持续深化电子化注册管理改革等多项内容。其中，在县级及县级以下医疗机构执业的临床医师，从事基层医疗卫生服务工作，确因工作需要，经县级卫生健康行政部门考核批准，报设区的市级卫生健康行政部门备案，可申请同一类别至多 3 个专业作为执业范围进行注册。
2019.2.27	关于开展社区医院建设试点工作的通知	国家卫健委	《通知》指出，今年将在河北等 20 个省（区、市）开展试点，2020 年在总结评估的基础上稳步推进。省内的试点范围由试点省份结合实际自行确认，可以在省内的一个地市开展试点，也可在全省范围内开展试点。试点机构以社区卫生服务中心为主，鼓励在条件具备的乡镇卫生院开展试点。

2019.3.29	2019 年政府工作报告重点工作部门分工的意见	国务院	加强基层医疗卫生机构能力建设和医护人员培养：《意见》提出，加强基层医疗卫生机构能力建设和医护人员培养，提升分级诊疗和家庭医生签约服务质量。
2019.4.30	全国基层医疗卫生机构信息化建设标准与规范（试行）发布	国家卫生健康委、国家中医药管理局	《标准与规范》着眼未来 5 年~10 年基层医疗卫生机构信息化应用发展建设需求，对社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院（村卫生室）提出了细分建设要求。从便民服务、业务服务、业务管理、软硬件建设、安全保障等方面，规范了基层医疗卫生机构信息化建设的主要应用内容和建设要求。

数据来源：卫健委，国务院、东吴证券研究所

基层医疗机构的支出持续增长，基本与医疗卫生指数的增速同步，体现了基层做好分级诊疗这一大政策的方向。2017 年基层医疗机构支出 1325 亿元，仍低于公立医院整体支出，但增速为 9.5%，成为医疗服务机构中新的增长点。

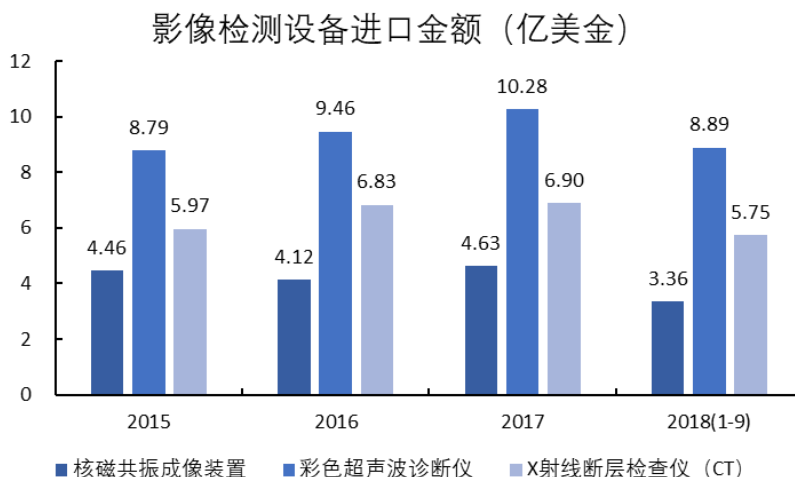
图 42：用于基层医疗机构，和其中社区卫生机构与乡镇卫生院的全国公共财政支出（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

医疗器械领域除了基层医院快速释放的需求，更重要的来自于我国自有医疗器械技术提高带来的进口产品替代空间。其以彩超和 IVD 为代表的国产设备已经具备进军尚属外资品牌占领的三级医院市场，将成为下一个医疗器械国产化进程的核心领域。

图 43：我国医疗影响设备的进口情况（亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于提高基层医疗结构诊疗能力的需求与进口产品替代的空间这两条核心逻辑，我们建议关注医疗器械龙头迈瑞医疗、彩超细分领域的开立医疗、影像细分领域的万东医疗等标的。

4.6. 拐点明显的细分领域：血制品+疫苗子领域值得关注

4.6.1. 血制品价格稳定、批签发量缓慢回升，行业起底回升

我国血液制品行业需求仍然稳定增长，随着我国老龄化加剧，血液病（增速 8.5%）、肿瘤疾病（增速 10%）、免疫性疾病（增速 10%）、感染性疾病（增速 15%），患者数目不断增加，未来血制品需求的增速有望维持在 10% 以上。市场担忧辅助用药目录的发布将影响血液制品的用量，我们认为进入辅助用药目录不会影响销售：1) 血液制品的需求稳定；2) 目前我国血液制品大多实现院外销售，根据草根调研我们发现，药店销售的增速远高于院内的增长。院外销售有效的中和了辅助用药目录颁布后带来院内销量的下滑。

与发达国家相比，无论在浆站数量还是总采浆量上，我国都有较大差距。其中，每千人采浆量方面，主要发达国家平均在 30L 左右，而我国仅 6.3L。从人均各产品的用量来比较，我国白蛋白的人均用量是发达国家的一半。免疫球蛋白及凝血因子类我国人均用量与发达国家相比有较大差距：免疫球蛋白的用量仅为发达国家的 23%，凝血因子为 19%，尚有较大的提升空间。

表 17：我国采浆量、浆站数量及血液制品人均用量均与发达国家有较大差距

	欧洲与北美	中国
单采血浆站数量（个）	778	232
人口（亿人）	13	14
总采浆量（吨）	40000	8800
平均千人采浆量（升）	31	6.3

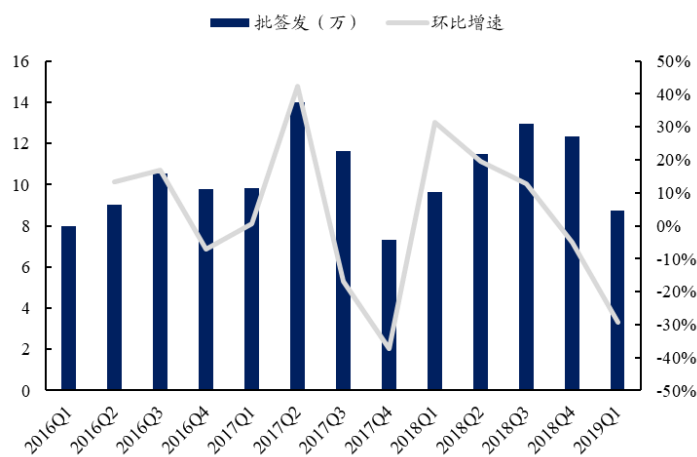
白蛋白使用量 (g/千人)	0.43	0.21
免疫球蛋白使用量 (g/千人)	10	2.26
凝血因子使用量 (IU/人)	1.08	0.21

数据来源：PPTA、中检所、东吴证券研究所

血液制品随着两票制的推行，渠道库存亟待消化。随着 2017 年及 2018 年上半年的消化，我们认为血液制品渠道库存出清完毕，迎来上升趋势。从批签发数据可以看出，2018 年开始，血液制品中白蛋白批签发开始出现环比增长。2019Q1 出现下滑的主要原因是进口产品下滑严重。批签发数据可以看出进口产品 2019Q1 下滑 40%，国产产品增速为 12%。截止 2019 年 5 月中旬，从批签发数据来看，进口产品占比在 45%，国产在 55%，国产仍然高于进口产品。进口产品的下滑为国产产品的销售让出了市场，利好国产企业。

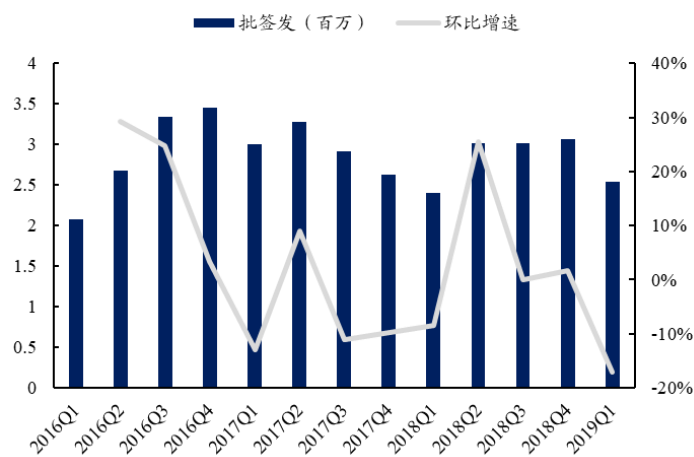
静丙 2019Q1 仍然有所下滑，截至 2019 年 5 月中旬仍呈现下滑趋势。我们认为其与特免的增长有关。由于血液制品生产的限制，生产特免后的血液制品无法生产静丙。近年来我国特免类血液制品增速较快，随着特免的快速增长，静丙的增速有所放缓。

图 44：人血白蛋白批签发数量变化趋势



数据来源：中检所，东吴证券研究所

图 45：静丙批签发数量变化趋势

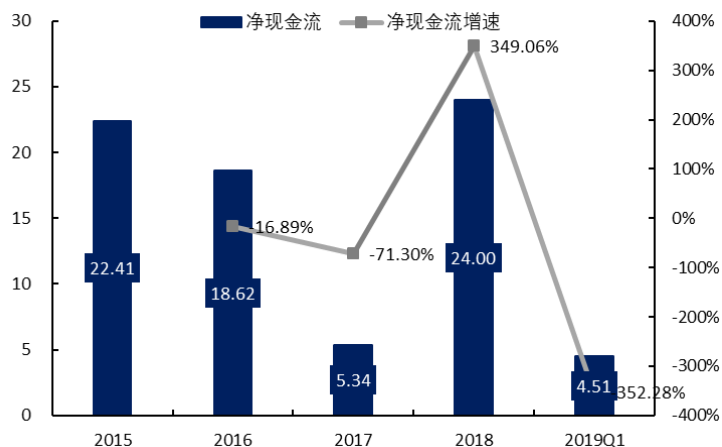


数据来源：中检所，东吴证券研究所

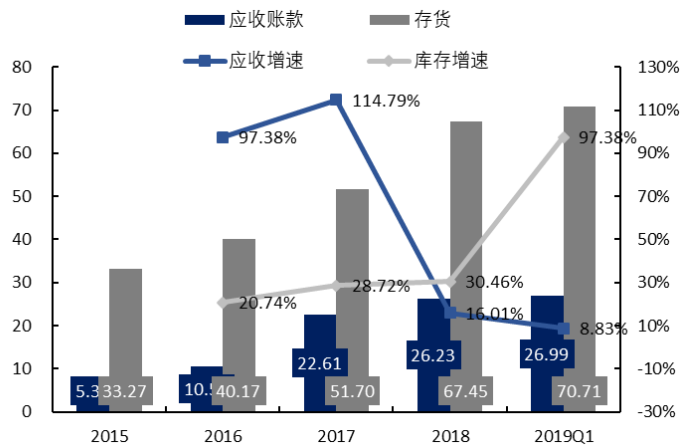
血液制品公司 2019Q1 经营性净现金流下滑显著，主要原因为博雅生物、振兴生化及博晖创新经营性净现金流下滑明显造成。血液制品企业应收账款自 2018 年开始出现明显下滑，2019Q1 继续维持下滑趋势。我们认为主要原因为血液制品行业回暖。企业库存仍有大幅度上升，我们认为企业库存的上升主要原因为行业回暖推动的企业增加采浆带来。随着采浆量的增加，原材料变为公司内部库存，使得行业存货增加。

图 46：血液制品细分领域经营性净现金流情况 (亿元)

图 47：血液制品细分领域应收账款及存货情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

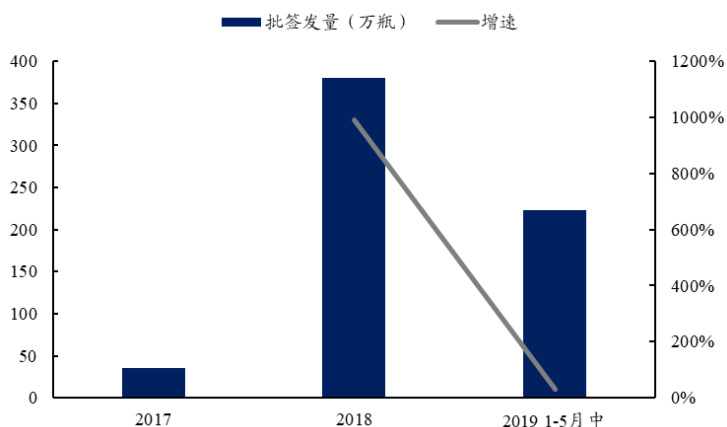
4.6.2. 疫苗行业不良影响逐渐褪去，大品种疫苗回暖显著，行业稳步增长可期

2017年下半年与2018年上半年，我国重磅疫苗产品相继实现上市：HPV疫苗2017年获批上市销售；13价肺炎疫苗沃森生物获批上市；五价轮状病毒疫苗获批上市。但随着7月份“疫苗事件”带来的负面影响，国产二类疫苗均受到较大不良影响，居民自发接种国产疫苗的愿望大幅度下降。随着事件的不良影响逐渐消除，我们认为疫苗行业增长可期。

从批签发数据可以看出，4价HPV疫苗2019年前5个月重新恢复增长，同时，9价HPV疫苗在4月份实现今年第一次批签发，数量为45万支。

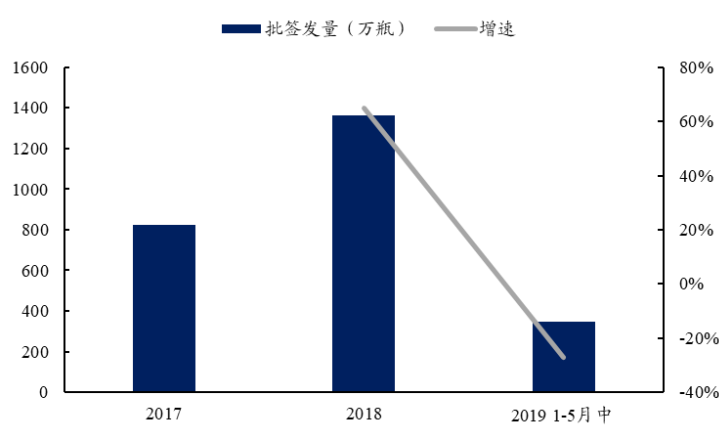
三联苗、四联苗和五联苗虽然2019年前5个月批签发数量仍有下滑，但下滑趋势明显收窄。一季度批签发数量同比下滑62%，前5个月同比下滑27%。

图 48：4 价 HPV 疫苗批签发情况



数据来源：中检所，东吴证券研究所

图 49：三联苗、四联苗和五联苗批签发情况



数据来源：中检所，东吴证券研究所

2018年，疫苗行业上市公司的收入和扣非净利润增速分别为-7.99%和11.25%；2019Q1则为-28.25%和-29.71%。受7月份的疫苗事件影响，我国二类疫苗市场均受到影响。2019Q1由于批签发放缓，根据草根调研我们发现终端市场供不应求明显。

疫苗企业经营性净现金流自 2018 年以来呈现下降趋势，我们认为主要原因为智飞生物获得 HPV 疫苗的代理权后采购疫苗带来。智飞生物根据采购协议每年需要采购规定数量的 HPV 疫苗，在产品获得批签发前作为存货储存在公司内部，这也使得整个行业的存货量出现上升。但由于批签发进度放缓，终端市场供不应求明显，疫苗类企业的应收账款出现下滑。相关样本标的包含：智飞生物、成大生物、康泰生物。

5. 核心观点及推荐标的

在医改以医保控费为核心的基础上，带量采购等政策对仿制药等行业形成了较大的冲击，也推动行业加速进入创新的转型。

我们认为聚焦中国市场的内需将是医药行业发展的核心方向。因此更好的服务于国民健康需求和健康消费升级将成为医药行业新动力，其中中国医药创新和中国医药消费所带来的更好的治疗方法和健康生活方式是发展的必然趋势。

- 1) **创新药产业链：**创新药方面，重点推荐创新药龙头恒瑞医药，建议关注复星医药、贝达药业以及港股 biotech 板块标的君实生物、信达生物、百济神州等；CRO 方面，建议关注临床前 CRO 龙头药明康德、临床 CRO 龙头泰格医药等优质标的。
- 2) **自主消费产品：**重点推荐长春高新、我武生物、欧普康视和片仔癀。
- 3) **医疗服务：**建议关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗。
- 4) **OTC 产业链：**OTC 行业重点推荐品牌知名度高的葵花药业、济川药业、华润三九和羚锐制药；药店板块建议关注益丰药房、老百姓、一心堂和大参林等药店标的。
- 5) **医疗器械：**建议关注医疗器械龙头迈瑞医疗、彩超细分领域的开立医疗、影像细分领域的万东医疗等标的。
- 6) **生物制品：**血液制品板块，推荐华兰生物，建议关注天坛生物；疫苗板块，建议关注智飞生物。

6. 风险提示

医改政策落地风险：带量采购、医保目录调整落地不及预期的风险。

招标不及预期的风险：药企各地招标中标情况低于预期的风险。

行业增速受宏观经济影响所带来的风险：行业受到宏观经济压力、居民消费水平压力的风险。

7. 附录：标的选择说明

本报告在分析中采用两组样本标的进行行业分析，包括全部标的（285 个医药相关上市公司）和剔除数据不全的新股以及事件对公司造成一次性重大影响后的样本标的（247 家医药相关上市公司）。

样本标的剔除原则：1) 2018 年 1-3 月财务数据不全的新股；2) 2017 年度至 2019Q1 标有重大事件对标的产生一次性业绩重大影响，包括商誉减值、资产减值等因素。具体标的选择情况如下：

1) 化学制剂：全部标的 57 个

选用标的 50 个：海正药业，鲁抗医药，科伦药业，普利制药，北大医药，双鹭药业，诚意药业，东诚药业，康芝药业，华仁药业，仙琚制药，海辰药业，新华制药，济民制药，亚太药业，丰原药业，特一药业，恩华药业，京新药业，华东医药，灵康药业，恒瑞医药，康弘药业，赛隆药业，华润双鹤，北陆药业，联环药业，千红制药，信立泰，哈药股份，誉衡药业，复星医药，福安药业，力生制药，山大华特，莱美药业，哈三联，仟源医药，卫信康，贝达药业，莎普爱思，海思科，海南海药，天宇股份，广生堂，必康股份，兴齐眼药，润都股份，一品红，九典制药

剔除标的 7 个：丽珠集团，人福医药，健康元，华海药业，现代制药，翰宇药业，昂利康。

2) 中药：全部标的 70 个

选用标的 63 个：辅仁药业，紫鑫药业，广誉远，太极集团，西藏药业，仁和药业，济川药业，片仔癀，益盛药业，千金药业，葵花药业，精华制药，亚宝药业，以岭药业，福瑞股份，羚锐制药，汉森制药，寿仙谷，红日药业，佛慈制药，珍宝岛，马应龙，贵州百灵，健民集团，天士力，华润三九，众生药业，吉药控股，奇正藏药，嘉应制药，沃华医药，同仁堂，桂林三金，江中药业，康缘药业，盘龙药业，新天药业，景峰医药，云南白药，东阿阿胶，陇神戎发，神奇制药，上海凯宝，康惠制药，九芝堂，新光药业，步长制药，昆药集团，佐力药业，黄山胶囊，吉林敖东，易明医药，中恒集团，太安堂，香雪制药，龙津药业，大理药业，通化金马，康恩贝，中新药业，方盛制药，天目药业，华森制药

剔除标的 7 个：启迪古汉，白云山，康美药业，泰合健康，益佰制药，振东制药，太龙药业

3) 生物制品：全部标的 26 个

选用标的 17 个：智飞生物，长春高新，我武生物，博雅生物，赛升药业，通化东宝，常山药业，安科生物，ST 生化，新开源，华兰生物，卫光生物，海特生物，沃森

生物，舒泰神，康泰生物

剔除标的 9 个：上海莱士，东宝生物，天坛生物，长生生物，康辰药业，四环生物，中源协和，未名医药，双成药业，南京新百

4) 医疗服务：全部标的 19 个

选用标的 14 个：美年健康，昭衍新药，泰格医药，通策医疗，爱尔眼科，迪安诊断，金域医学，金陵药业，博济医药，康龙化成，药明康德，宜华健康，ST 运盛，药石科技

剔除标的 5 个：恒康医疗，信邦制药，国际医学，华业资本，百花村

5) 医疗器械：全部标的 58 个

选用标的 51 个：正海生物，万孚生物，三诺生物，和佳股份，诚益通，开立医疗，金花股份，艾德生物，基蛋生物，乐普医疗，健帆生物，安图生物，荣泰健康，山东药玻，理邦仪器，奥佳华，欧普康视，迈克生物，迪瑞医疗，大博医疗，康德莱，万东医疗，星普医科，凯普生物，达安基因，鱼跃医疗，九安医疗，正川股份，科华生物，凯利泰，英科医疗，九强生物，华大基因，尚荣医疗，宝莱特，透景生命，阳普医疗，利德曼，三鑫医疗，南卫股份，楚天科技，迦南科技，戴维医疗，东富龙，冠昊生物，乐心医疗，奥美医疗，爱朋医疗，迈瑞医疗，明德生物，辰欣药业

剔除标的 7 个：千山药机，博晖创新，振德医疗，中珠医疗，维力医疗，美康生物，新华医疗，

6) 医药商业：全部标的 25 个

选用标的 23 个：开开实业，润达医疗，塞力斯，南京医药，国药股份，益丰药房，一心堂，柳州医药，鹭燕医药，嘉事堂，中国医药，英特集团，老百姓，瑞康医药，国药一致，大参林，上海医药，天圣制药，人民同泰，浙江震元，第一医药，华通医药，海王生物，同济堂，九州通

剔除标的 0 个：

7) 原料药：全部标的 30 个

选用标的 28 个：浙江医药，东北制药，华北制药，赛托生物，广济药业，天药股份，花园生物，健友股份，永安药业，凯莱英，山河药辅，九洲药业，富祥股份，普洛药业，司太立，金城医药，亿帆医药，海翔药业，圣达生物，奥翔药业，美诺华，尔康制药，兄弟科技，同和药业，博腾股份，海普瑞，新和成，金达威

剔除标的 2 个：威尔药业，新诺威

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

