

医药生物

报告原因：中期策略

2019年6月25日

医药行业 19 年中期策略

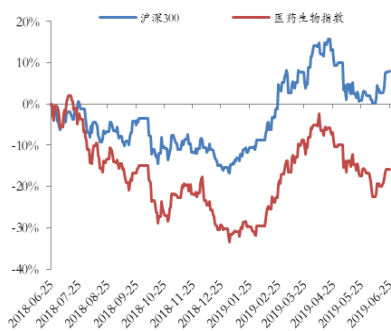
科创助力产业升级, 生物医药迎黄金发展期

维持评级

看好

行业研究/深度报告

医药行业近一年市场表现



分析师：

王腾蛟

执业证书编号：S0760518090002

电话：0351-8686978

邮箱：wangtengjiao@sxzq.com

刘建宏

执业证书编号：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

行情回顾：

➢ **行业整体跑输大盘，工业数据持续承压。**年初至今医药行业上涨 20.42%，跑输沪深 300 指数 6.83 个百分点，在 28 个申万一级行业中排名第十六。行业子板块全部上涨，化学制药领涨。上半年工业大麻及科创概念股表现强势，长春高新、普利制药、欧普康视等等业绩高成长企业持续受到资金青睐。从行业估值来看，截至 2019 年 6 月 23 日，医药行业 PE(TTM) 为 32.45 倍，相对沪深 300 最新溢价率为 160%，处于历史中低位水平。2019 年 1-4 月医药制造业主营业务收入与利润总额分别同比增长 9.8%、9.7%，较去年同期分别下降 5.1、6.7 个百分点。随着 19 年以来集采的持续推进，整个行业未来仍面临较大压力。

核心观点：

➢ **政策变革促使存量市场大洗牌。**随着中国未来老龄化程度的加深，国内医疗服务需求快速释放，然而医保基金收入很难快速提升，医保基金在未来将面临越来越大的压力。当下医药行业的主要矛盾主要是快速释放的医疗服务需求与增长乏力的医保基金之间的矛盾，在此背景下医保控费已成为行业主旋律。2018 年 5 月 31 日，国家医疗保障局正式挂牌成立，标志着三医联动进入到实质阶段。从一致性评价、两票制到集采，可以看出政府的一系列“组合拳”指向非常明确，一方面，国家不断将高价值的创新药纳入医保目录，通过国家局谈判以量换价降低这些药品的价格；另一方面，以中药注射剂为代表的辅助用药由于疗效不明确且占用大量医保资金，未来将逐步被那些疗效明确且临床急需的药品所替代；最后，国内的仿制药领域，过往由于带金销售等原因部分仿制药价格居高不下，随着一致性评价及带量采购等政策的实施，部分仿制药价格的虚高将难以为继。

➢ **科创板助力资本市场产业结构转型升级。**分析美股近 30 年的产业变迁，可以说美股这一轮大牛市的背后是以 30 年前的工业能源为代表的传统产业向高科技产业的转型升级，以信息技术为代表的高科技产业目前已成为美国资本市场的中坚力量，而这也是美国经济特别是资本市场欣欣向荣的重要基础。反观 A 股的产业变迁史，可以看出 A 股在 2010 年后，核心资产几乎都集中于金融、能源等传统行业，A 股的产业结构已明显失衡。造成 A 股这种局面的原因十分复杂，在此我们从 A 股制度设计的角度出发：例如上市门槛较高，审批流程较长，市场监管及退出机制待完善等原因，

导致在 A 股一些优质的公司无法上市，而垃圾股又很难退市，这就使得 A 股很容易成为某些人圈钱的工具，而无法发挥它真正的资源配置的作用。随着未来科创板及注册制的推出，我国的资本市场有望逐步走上正轨，A 股也有望迎来一轮真正的牛市。

➤ **生物医药显著受益于科创板推出。**对比美股和 A 股药企的研发投入水平，可以看出不论从研发投入还是研发占营收比重，中国药企与国外药企都存在着巨大差距。主要原因，一方面是由于之前的**制度环境导致国内药企普遍“重销售轻研发”**，但也有很大一部分原因是由于**国内融资渠道受限**，特别是之前未盈利企业不得上市等原因，导致一些优秀的药企只能去境外上市，反观有着巨大的研发支出的国外药企，背后则有一个高度发达的资本市场。科创板的推出，一定程度上解决了了这些高科技企业融资难的问题，同时也把好企业真正能留在国内，让国内投资者分享到这些优秀企业的发展成果。**截至 2019 年 6 月 23 日，科创板生物医药行业已有微芯生物、南微医学 2 家企业成功过会并提交科创板注册申请。**

➤ **穿越政策迷雾，聚焦细分赛道。****生物医药：**国内生物医药产业虽然与国外仍有巨大差距，但从 PD-1 等热门靶点的研发进度来看，在某些细分领域，国内的生物医药产业与国外的差距正在迅速缩小。未来在科创板加持下，再叠加国内政策方面的支持，国内生物医药将迎来前所未有的黄金发展期。建议投资者关注那些拥有较大市场空间、竞争格局良好的品种及后续研发储备丰富的公司，例如恒瑞医药、复星医药等等；**零售药店：**对比美国，国内医药零售行业集中度及连锁化率仍处于较低水平。“医药分离”是长期发展趋势，随着新医改政策的进一步推进，医药分开的政策会逐步落到实处，以带量采购为例，有可能会加速处方外流的趋势，未来医药零售市场将逐渐能够承接千亿的外流处方市场。药店随着处方外流的加速，其渠道价值将得到重新认识，不仅仅是流过来的处方增量，其作为线下入口的流量价值将更加凸显，未来药店终端的话语权将逐渐提升。

风险提示：

➤ 政策风险、药品安全风险、业绩不达预期风险、医疗事故风险。

推荐公司：

公司名称	股价	EPS			PE		
		19	20	21	19	20	21
爱尔眼科	30.20	0.44	0.58	0.78	68.64	52.07	38.72
一心堂	27.39	1.15	1.44	1.76	23.82	19.02	15.56
益丰药房	63.40	1.50	2.01	2.58	42.27	31.54	24.57
华兰生物	28.80	1.02	1.19	1.41	28.23	24.20	20.43
安科生物	16.55	0.35	0.47	0.62	47.29	35.21	26.69

目录

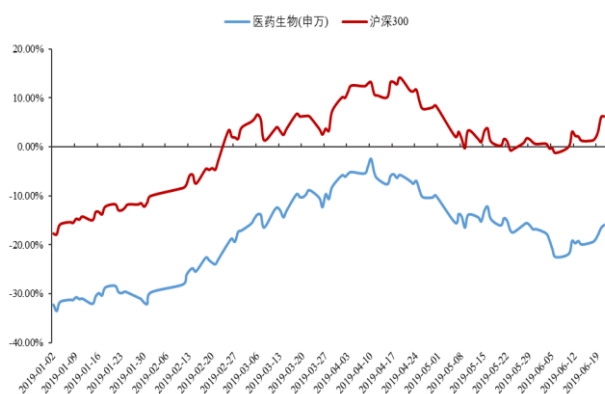
1.上半年行业整体弱于大盘，医药工业数据持续承压	4
1.1 行业整体弱于大盘，化学制剂板块领涨	4
1.2 估值处于历史中低位水平，子板块分化明显	5
1.3 工业大麻表现强势，业绩仍是市场重点	6
1.4 医药工业数据持续承压	6
2.政策变革促使存量市场大洗牌，科创板带来增量市场	7
2.1 政策剧烈变革，重塑医药产业格局	7
2.1.1 老龄化背景下，医保控费成主旋律	7
2.1.2 医保局成立，三医联动步入实质阶段	9
2.1.3 医保基金腾笼换鸟大势所趋	11
2.2 科创板助力资本市场产业结构转型升级	11
2.2.1 中美产业结构差异造成资本市场巨大反差	12
2.2.2 医药行业显著受益于科创板的推出	15
3.穿越政策迷雾，聚焦细分赛道	22
3.1 科创板抬升创新药估值中枢，生物医药显著受益	22
3.2 零售药店渠道价值有望提升	25
4.推荐公司	28
4.1 爱尔眼科	28
4.2 一心堂	28
4.3 益丰药房	29
4.4 华兰生物	30
4.5 安科生物	30
5.风险提示	31

1.上半年行业整体弱于大盘，医药工业数据持续承压

1.1 行业整体弱于大盘，化学制剂板块领涨

年初至今，沪深 300 指数上涨 27.35%，申万一级行业全部飘红。医药生物行业上涨 20.42%，跑输沪深 300 指数 6.83 个百分点，在 28 个申万一级行业中排名第十六。分阶段来看，行业在经历了 18 年下半年震荡下行后，19 年 1 月企稳，2-3 月份走出上涨行情，4-5 月份震荡调整，上半年走势基本与大盘一致。行业子板块全部上涨，化学制药领涨，涨幅高达 33.76%，医药商业及中药涨幅靠后，分别上涨 11.29%、6.69%。

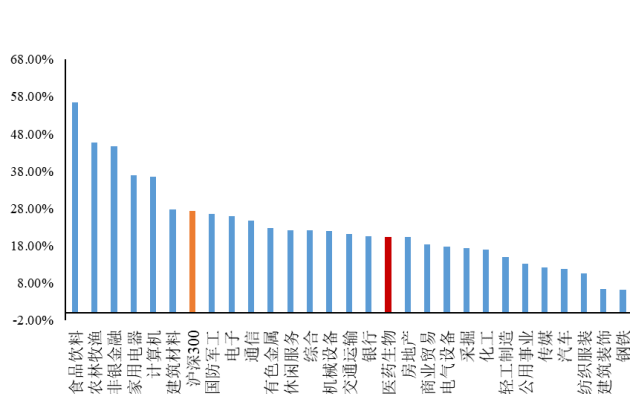
图 1：上半年医药生物与沪深 300 相对走势



数据来源：Wind、山西证券研究所

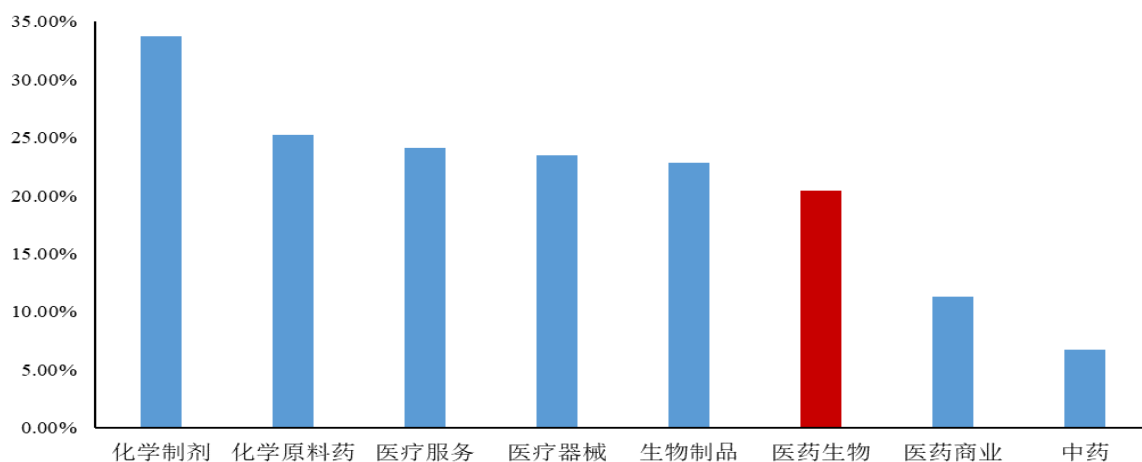
注：数据截止 2019 年 6 月 23 日

图 2：上半年申万一级行业涨跌幅对比



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 3：医药生物行业各子板块涨跌幅对比



数据来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所 注：数据截止 2019 年 6 月 23 日

1.2 估值处于历史中低位水平，子板块分化明显

从行业估值来看，截至 2019 年 6 月 23 日，医药行业 PE（TTM）为 32.45 倍，在申万一级行业中处于中等偏上水平，相对沪深 300 最新溢价率为 160%，处于历史中低位水平。

图 4：医药生物行业估值相对沪深 300 溢价率走势

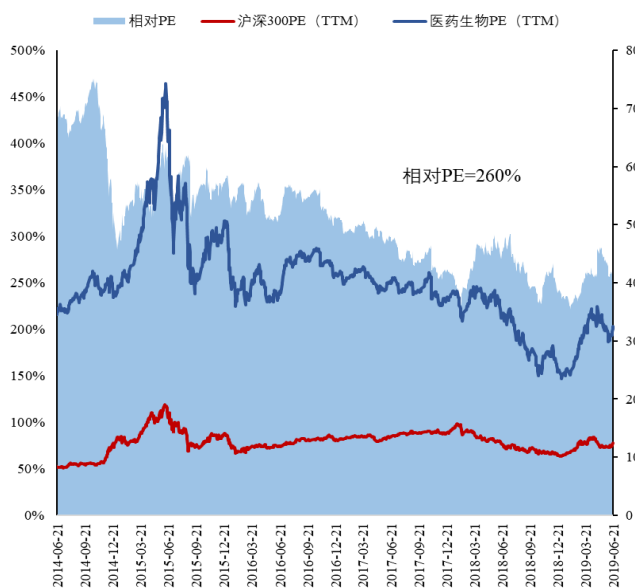
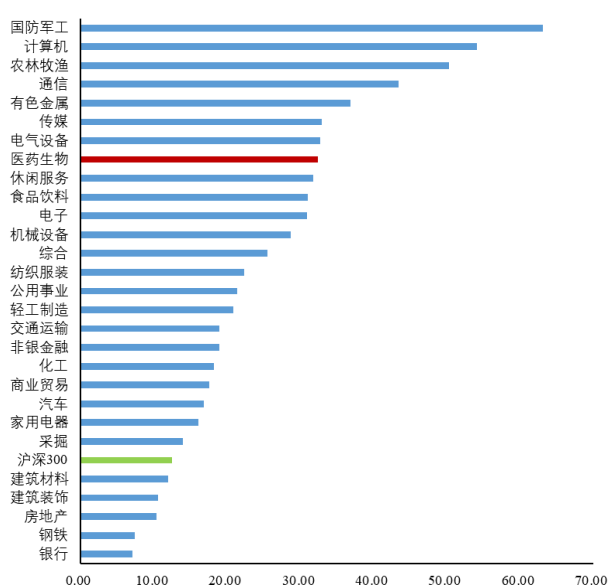


图 5：申万一级行业及沪深 300 估值对比

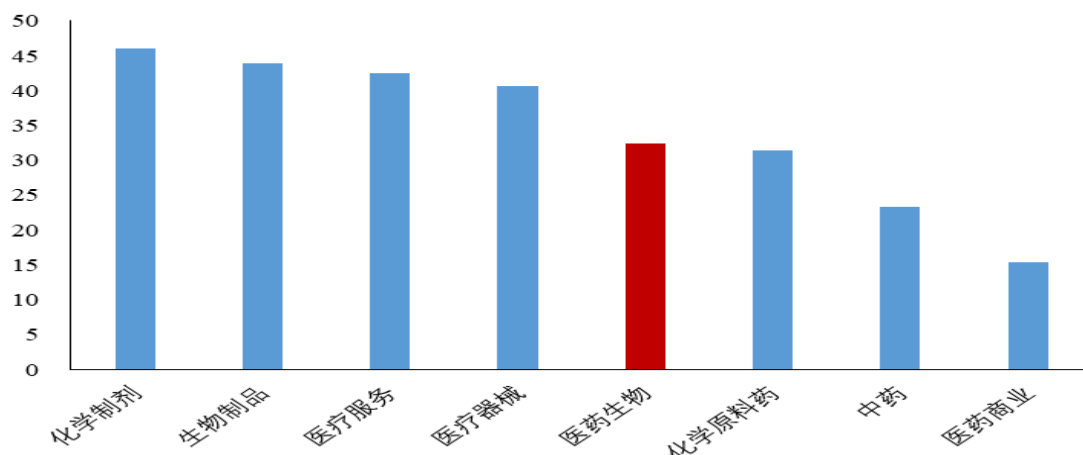


数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

各子板块估值分化明显，截至 2019 年 6 月 23 日，化学制剂估值最高，达到 46.01 倍，中药及医药商业估值较低，分别为 23.25 倍和 15.38 倍。

图 6：医药生物行业各子板块估值情况



数据来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所 注：数据截止 2019 年 6 月 23 日

1.3 工业大麻表现强势，业绩仍是市场重点

受海外工业大麻合法化利好政策及产业爆发推动，国内部分企业跟进消息催化，上半年工业大麻概念横空出世，表现强势，医药生物中相关甚至被添上工业大麻标签的上市公司如龙津药业、昆药集团等一路高歌，领涨行业；业绩仍是市场重点，长春高新等业绩高成长企业持续上涨；此外，另一热点主题“科创板”也深受资金追捧，济民制药等多个企业录得不错涨幅。

表 1 2019 年上半年医药生物行业个股涨幅前二十位（剔除次新股）

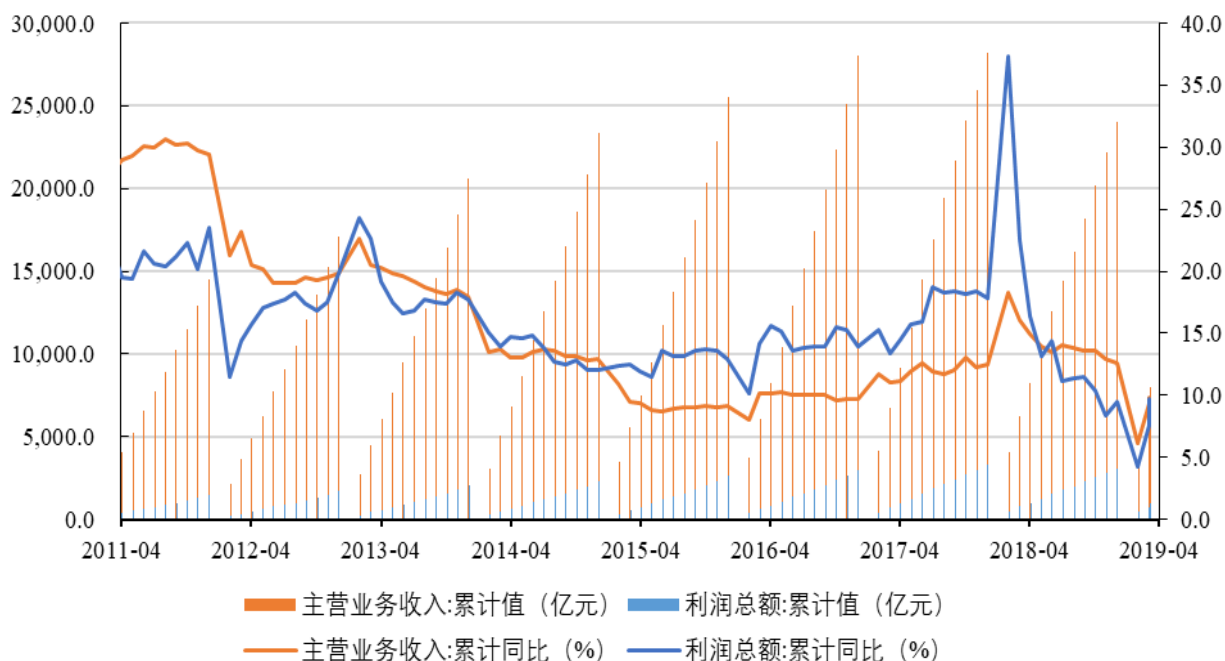
证券简称	上半年涨跌幅 (%)	相关概念	证券简称	上半年涨跌幅 (%)	相关概念
兴齐眼药	249.17	阿托品	普利制药	79.92	业绩高增长
济民制药	198.16	科创板	通策医疗	79.10	业绩高增长
博济医药	162.48	科创板	欧普康视	78.27	业绩高增长
龙津药业	125.18	工业大麻	健友股份	78.26	肝素
昆药集团	116.47	工业大麻	迈克生物	78.08	体外诊断
冠昊生物	107.23	国产创新	紫鑫药业	75.00	工业大麻
维力医疗	96.02	科创板	莱茵生物	65.94	工业大麻
圣达生物	85.97	原料药	海翔药业	65.18	原料药
长春高新	82.55	业绩高增长	方盛制药	63.91	工业大麻
福安药业	81.31	工业大麻	花园生物	63.71	原料药

数据来源：wind，山西证券研究所 注：数据截止 2019 年 6 月 21 日

1.4 医药工业数据持续承压

根据国家统计局数据，2019 年 1-4 月医药制造业主营业务收入与利润总额分别同比增长 9.8%、9.7%，较去年同期分别下降 5.1、6.7 个百分点。19 年带量采购开始实施，叠加 18 年 1 季度的高基数，导致 19 年 1-4 月整个行业业绩增速下滑明显，未来随着集采的持续推进，整个行业仍面临较大压力。

图 7：2011-2019.04 医药制造业主营业务收入及利润总额累计同比



数据来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所

2.政策变革促使存量市场大洗牌，科创板带来增量市场

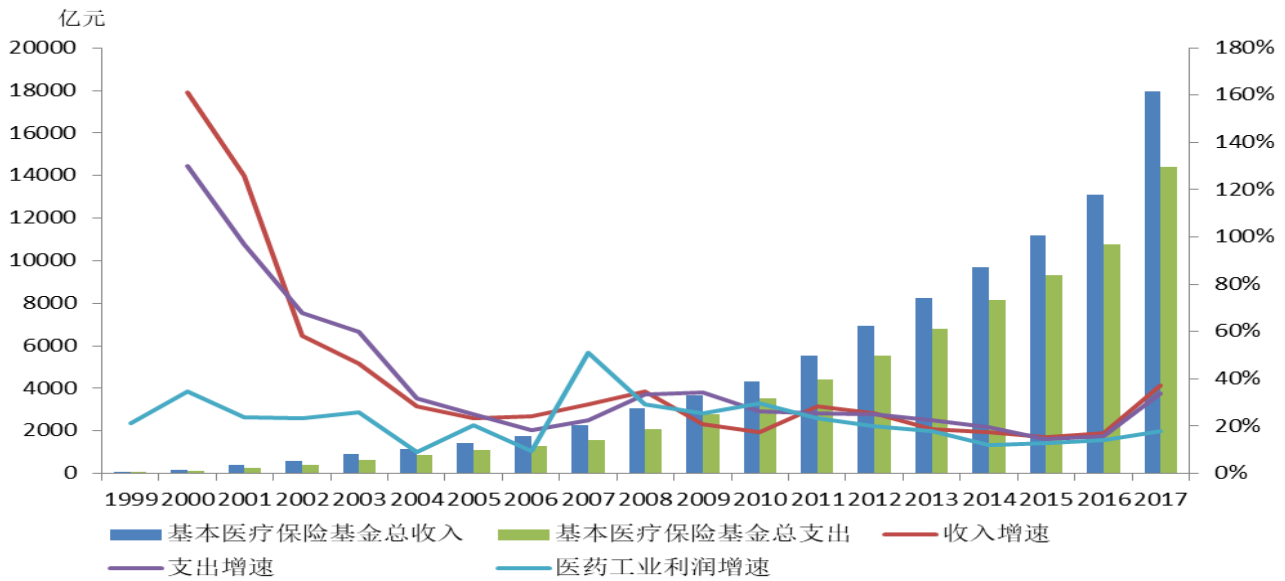
2.1 政策剧烈变革，重塑医药产业格局

随着近两三年医药领域各类政策的密集出台，以长生疫苗为代表的一些事件的爆发，代表着医改进入到深水区。从 16 年的两票制、仿制药一致性评价以及后来一系列鼓励创新的政策出台，特别是到 11 月份国家版采量采购政策的落地，可以说医药行业发生了翻天覆地的变化，这些政策的出台将真正重塑医药行业的产业格局，医药行业开始进入真正的大洗牌阶段。

2.1.1 老龄化背景下，医保控费成主旋律

人口老龄化给国内医药行业带来持续稳定的需求，但由于医药行业本身的特殊性，支付方很大一部分源自政府的医保支出，医保作为医药行业的最大支付方，一直以来是压制行业的重要因素。根据人社部公布的医保基金运行数据，13 年医保基金的支出增速开始大于收入增速，随着政府医保控费力度的加强到 16 年这一趋势开始扭转。可以看出近些年医药行业的业绩增速和医保基金的支出增速都比较吻合。

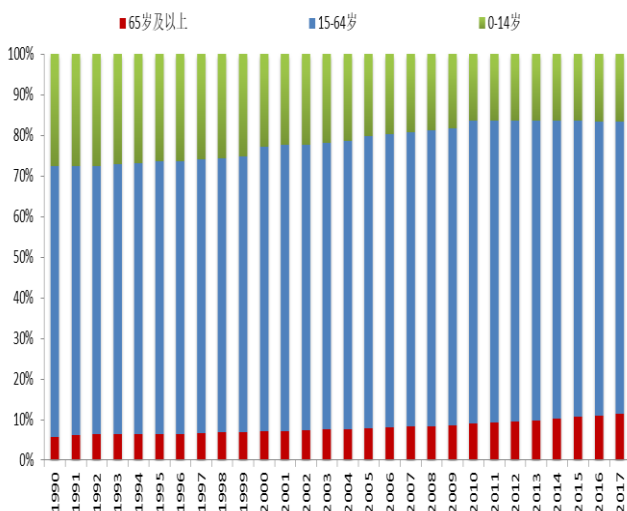
图 8: 基本医疗保险基金收支情况



数据来源：人社部，wind，山西证券研究所

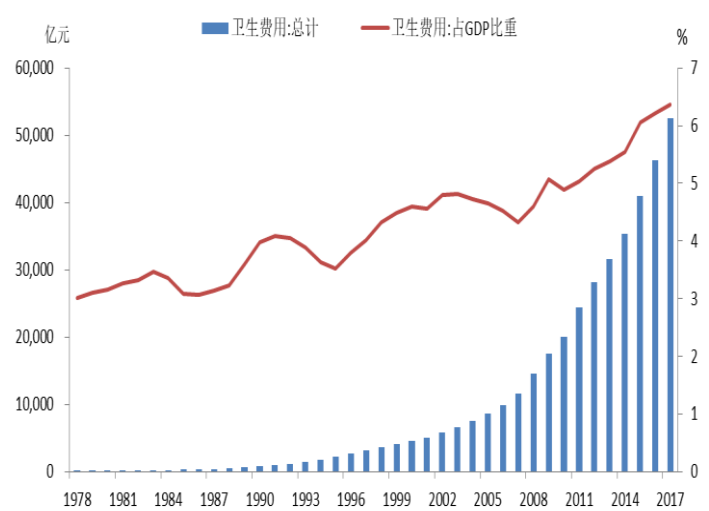
随着中国未来老龄化程度的加深，国内医疗服务需求将快速释放，然而由于年轻人口比例下降趋势导致医保缴纳比例降低等原因医保基金收入将很难快速提升，医保基金在未来将面临越来越大的压力。按照联合国标准，一个地区 65 岁老人占总人口超过 7%，即该地区视为进入老龄化社会。根据统计局公布数据，中国自 2000 年开始就进入老龄化社会，17 年 65 岁以上老年人占总人口比重达 11.40%，处于上升趋势。相应的国内卫生费用也在快速上升，卫生费用占 GDP 比重已经从 2000 年的 4.60% 增长到 17 年的 6.36%。未来随着老龄化速度的加快，卫生费用支出仍将快速上升

图 9: 中国历年人口结构变化



数据来源：统计局，山西证券研究所

图 10: 国内历年卫生费用及占 GDP 比重



数据来源：卫计委，山西证券研究所

因此当下医药行业的主要矛盾主要是快速释放的医疗服务需求与增长乏力的医保基金之间的矛盾，在此背景下医保控费已成为行业主旋律。

2.1.2 医保局成立，三医联动步入实质阶段

2018年5月31日，国家医疗保障局正式挂牌成立，作为国务院的直属机构，整合了人社部、卫计委、民政部、发改委的相关职能，三医联动进入到实质阶段。从16年的一致性评价、两票制到18年的集采，可以看出政府的一系列“组合拳”指向非常明确，首先通过一致性评价解决一直以来国产仿制药的质量问题，促进国产仿制药与原研药的竞争，从而倒逼原研药及价格虚高仿制药的降价，最后通过国家带量采购降低原研药及虚高仿制药价格，从18年国家层面第一次集采的结果我们能够看到政府对于降低药价的态度还是非常坚决，其中个别药品降价超90%，大部分药品降价超50%。政府的目的是希望通过促进竞争，推动国产仿制药的进口替代，促进医药企业转型升级，同时深化公立医院改革，通过挤掉药品销售费用，改变“带金销售”模式，最终既提高了医保资金使用效率提升老百姓的保障水平。

图 71：医改进入深水区，政策频出重塑行业格局



数据来源：山西证券研究所

表 2 4+7 城市药品集中采购中选品种表

序号	品种名称	规格	生产企业	中标价（元）	降幅
1	阿托伐他汀钙片	20mg*7 片	嘉林药业	6.60	-83%
2	瑞舒伐他汀钙片	10mg*28 片	京新药业	21.80	-75%

3	硫酸氢氯吡格雷片	75mg*7片	信立泰	22.26	-58%
4	厄贝沙坦片	75mg*7片/板*4板	华海药业	5.66	-62%
5	苯磺酸氨氯地平片	5mg*28片	京新药业	4.16	-45%
6	恩替卡韦分散片	0.5mg*14片/板*2板	正大天晴	17.36	-94%
7	草酸艾司西酞普兰片	10mg*7片	科伦药业	30.94	-18%
8	盐酸帕罗西汀片	20mg*10片/板*2板	华海药业	33.40	-48%
9	奥氮平片	10mg*7片	豪森药业	67.51	-27%
10	头孢呋辛酯片	250mg*6片/板*2板	成都倍特	6.16	-14%
11	利培酮片	1mg*10片/板*6板	华海药业	10.02	-57%
12	吉非替尼片	250mg*10片	阿斯利康	547.00	-76%
13	福辛普利钠片	10mg*14片	施贵宝	11.80	-69%
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	(150mg/12.5mg)*7片/板*2板	华海药业	15.26	-28%
15	赖诺普利片	10mg*28片	华海药业	6.45	-80%
16	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg*10片/板*3板	成都倍特	17.72	-96%
17	氯沙坦钾片	50mg*7片/板*2板	华海药业	14.70	-51%
18	马来酸依那普利片	10mg*16片	扬子江药业	8.93	-42%
19	左乙拉西坦片	250mg*30片	京新药业	72.00	-21%
20	甲磺酸伊马替尼片	100mg*12片/板*1板/袋*5袋	豪森药业	623.82	-26%
21	孟鲁司特钠片	10mg*5片	上海安必生制药	19.38	
22	蒙脱石散	3g*15袋	先声药业	10.20	-15%
23	注射用培美曲塞二钠	100mg/支	四川汇宇	810.00	-70%
	注射用培美曲塞二钠	500mg/支	四川汇宇	2776.97	-70%
24	氟比洛芬酯注射剂	5ml: 50mg*5支	泰德制药	109.75	
25	盐酸右美托咪定注射液	2ml: 0.2mg*4支	扬子江药业	532.00	

资料来源：上海阳光采购网，山西证券研究所

2.1.3 医保基金腾笼换鸟大势所趋

《我不是药神》的热映，治疗慢性白血病的甲磺酸伊马替尼片（格列卫）进入公众视野，该药于 17 年医保目录调整中进入国家医保目录；为了进一步加大高价值药品的覆盖，政府开展医保目录谈判，将替诺福韦酯、埃克替尼、康柏西普等临床价值较高的新药纳入国家医保报销；2018 年 10 月 10 日，国家医保局发布《关于将 17 种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》，将 17 种抗癌药纳入医保报销目录，等等随着这些临床急需用药逐渐纳入医保，患者的用药负担大大减轻。但是与此同时，在医保纳入这么多高价值新药后，本就紧张的医保将承担更大的压力，在此背景下医保控费将更加严苛。在此背景下，

一方面，国家不断将高价值的创新药纳入医保目录，通过国家局谈判以量换价降低这些药品的价格，近期通过国家医保谈判的 17 个抗癌药，平均降幅达 56.7%，大部分进口药品谈判后的支付标准低于周边国家或地区市场价格 36%；

另一方面，以中药注射剂为代表的一系列辅助用药过往乘医保东风经历了一段黄金时期，今后这些疗效不明确且占用大量医保资金的药品将逐步被那些疗效明确且临床急需的药品所替代；

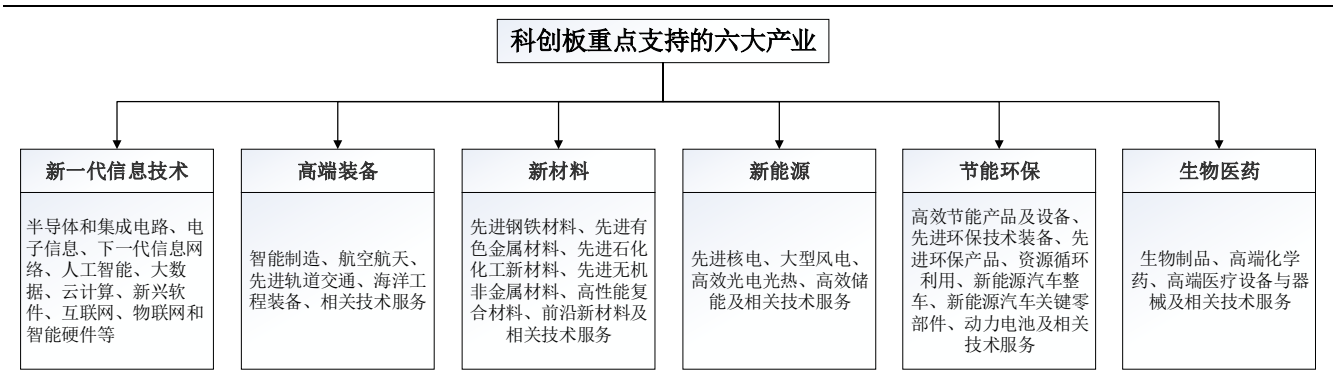
最后，国内的仿制药领域，据专家统计仿制药大约占据国内 70% 以上的用药金额，而对比美国仿制药只占据 15% 的比例，过往由于带金销售等原因部分仿制药价格居高不下，随着一致性评价及带量采购等政策的实施，部分仿制药价格的虚高将难以为继。

2.2 科创板助力资本市场产业结构转型升级

2019 年 1 月 30 日，证监会发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，形成了交易所层面设立科创板并试点注册制改革中的业务规则体系，明确了科创板股票发行、上市、交易、信息披露、退市和投资者保护等各个环节的主要制度安排，确立了交易所试点注册制下发行上市审核的基本理念、标准、机制和程序。

2019 年 3 月 3 日，上海证券交易所发布了《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》。根据《指引》，科创板重点支持的行业包括新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。

图82 科创板重点支持的六大行业及细分行业



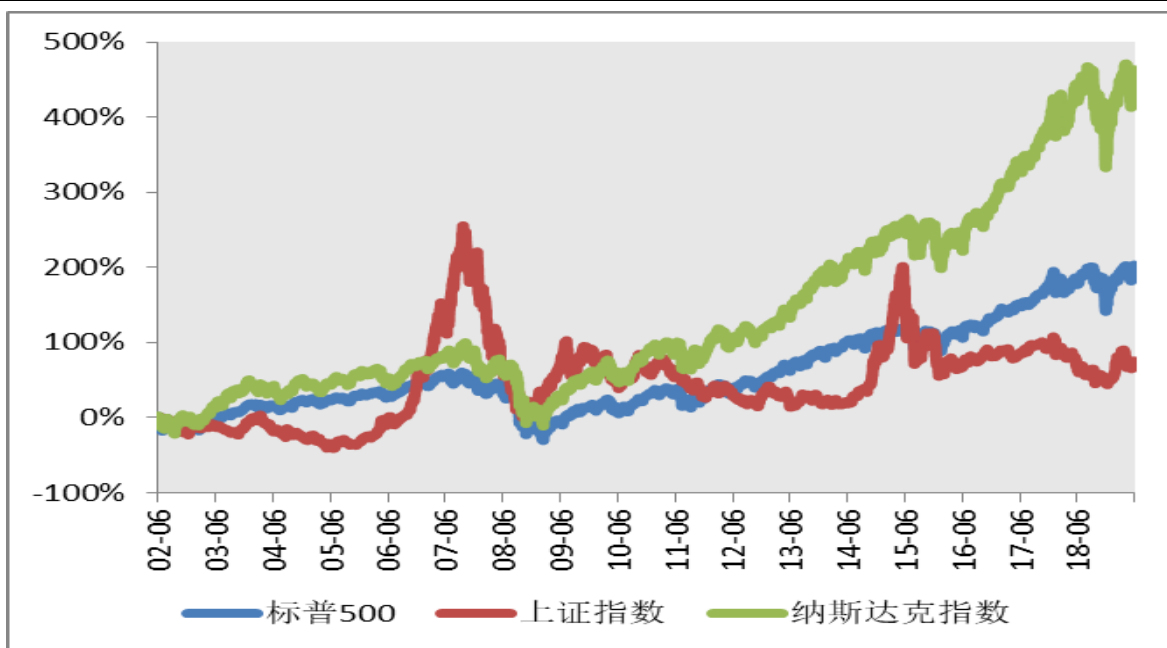
来源：《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》、山西证券研究所

设立科创板并试点注册制，是资本市场重大的制度创新，科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板，是资本市场的增量改革，它对于完善资本市场基础性制度建设、深化金融改革开放、推动科技创新都具有重大意义。

2.2.1 中美产业结构差异造成资本市场巨大反差

回顾中美股市过去 20 年的走势，可以看出 A 股有着明显暴涨暴跌的特性，特别是在近十年的轮回，A 股几乎是原地踏步，而反观美股则长期处于慢牛走势。我们在这从市场的产业结构来试图找出造成这一巨大差异的原因。

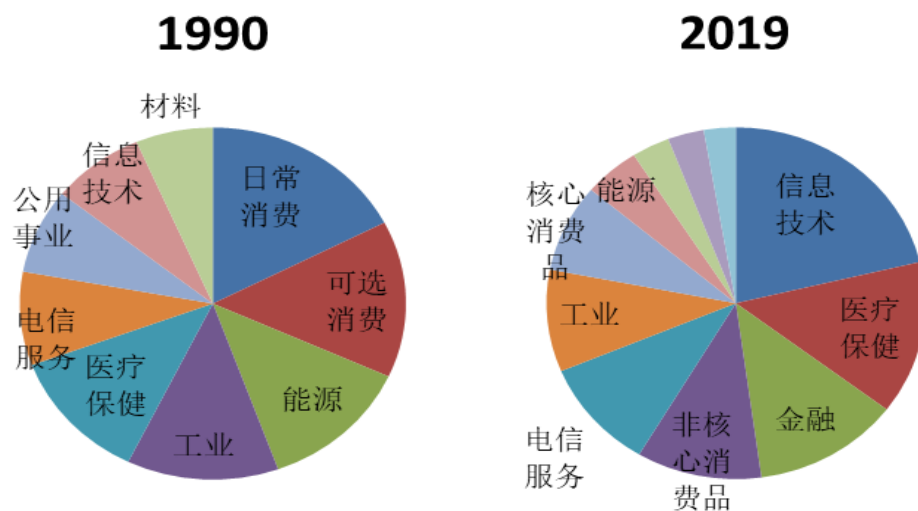
图 93：近 20 年来中美股市走势



数据来源：wind，山西证券研究所

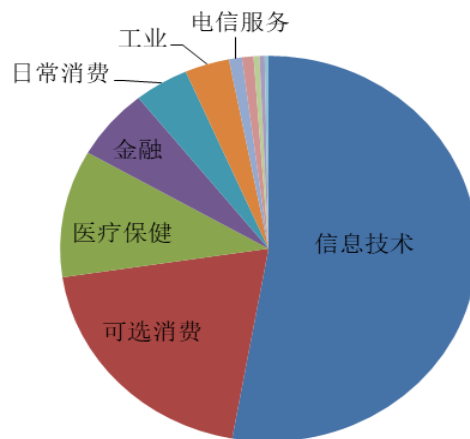
资本市场作为最有效率的市场，它的产业结构变化代表着整个国内经济的产业变迁史，分析美股近 30 年的产业变迁，可以说美股这一轮大牛市的背后是以 30 年前的工业能源为代表的传统产业向高科技产业的转型升级，以信息技术为代表的高科技产业目前已经成为美国资本市场的中坚力量，而这也是美国经济特别是资本市场如此欣欣向荣的重要基础。纳斯达克中信息技术产业已占据半壁江山，其指数表现也是最为亮眼。

图 104：标普 500 产业变迁（1990-2019）



数据来源：bloomberg，山西证券研究所

图 115：纳斯达克指数产业构成（2019）

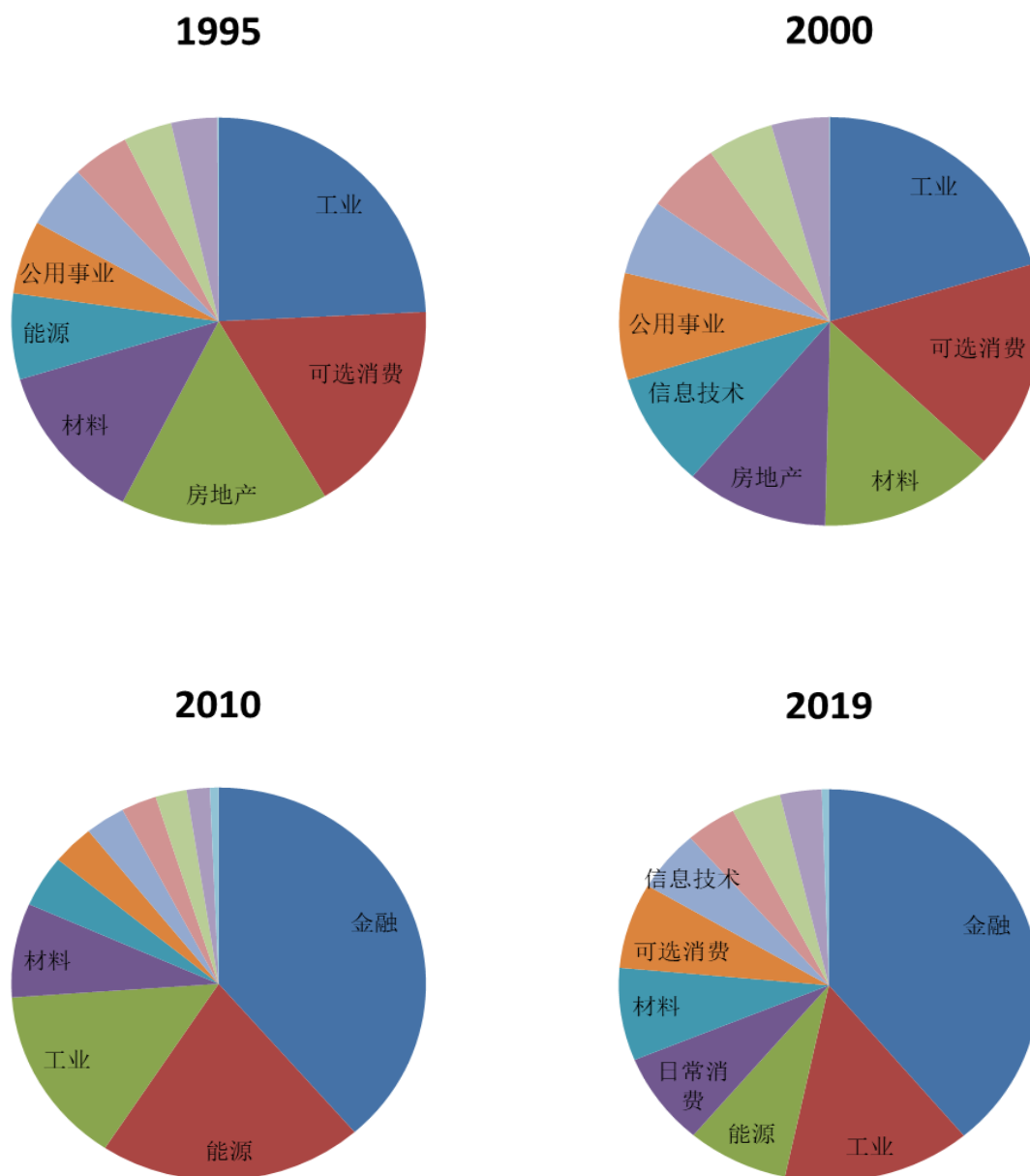


数据来源：wind，山西证券研究所

反观 A 股近 20 多年的行业变化，可以看出 A 股在 2000 年以前仍然以工业为主导，而整个产业结构也比较均衡，信息技术产业处于良好的发展势头，之后的产业变迁也有望复制美国的趋势，但到了 2010 年我们发现，A 股的核心资产几乎都集中于金融、能源等传统行业，特别是金融资产几乎占据半壁江山，而目

前仍然在不断扩大份额，A 股的产业结构已明显失衡。

图 16: 上证综指产业变迁 (1995-2019)



数据来源：wind，山西证券研究所

造成 A 股这种局面的原因十分复杂，在此我们从 A 股制度设计的角度出发：例如上市门槛较高，审批流程较长：致使以腾讯、阿里为代表的国内最优质的企业都没有在 A 股上市，从而国内投资者享受不到这些优秀企业的发展成果；市场监管及退出机制待完善：没有完善的退市制度，导致大部分垃圾股无法退市，资金爆炒这些垃圾股导致股票出现暴涨暴跌。一个完善的资本市场是有进有出，进出有序，而在 A 股一些优质的公司无法上市，而垃圾股又很难退市，这就使得 A 股很容易成为某些人圈钱的工具，而无法发挥它

真正的资源配置的作用，这也是 A 股近 10 年来原地踏步的重要原因，而反过来低效的资本市场也未能有效承担反哺实体经济的重要任务，如此造成一个恶性循环。

随着未来科创板及注册制的推出，我国的资本市场有望逐步走上正轨，例如允许未盈利的优质企业快速在国内上市，有效发挥股市的融资功能，从而使我国资本市场与实体经济形成良性循环，实现市场的优胜劣汰。特别是在华为中兴事件后，我们发现为了不受制于人，中国现在必须自主研发自己的核心科技，扶植自己的高科技产业，而设立科创板就是给这些高科技企业创造良好的发展环境。我们相信未来科创板推出后随着 A 股高科技企业比重的上升，A 股也有望迎来一轮真正的牛市。

2.2.2 医药行业显著受益于科创板的推出

作为 A 股医药一哥的恒瑞医药在 18 年年中的时候成功站上 3000 亿市值，而由于长生疫苗等黑天鹅事件以及带量采购等政策影响，之后这只医药大白马一路下行最多跌掉 40% 的市值，而如今恒瑞又触及去年的 3000 亿市值，在和去年股价同样的位置，对于恒瑞或者说对于医药行业我们却可以作出不同的解读，特别是今年科创板推出，我们相信这一历史性的制度创新对于医药行业将有着重大的意义。

国内药企相比国外差距明显

恒瑞医药作为 A 股医药行业龙头，3000 亿的市值已经代表着目前国内医药行业的最高水平。美国作为全球不论医药产业及资本市场均最为领先的国家，其市值最大的医药公司已超 2 万亿市值，遑论美股接近 1000 家医药上市公司，我们可以看出中美资本市场里医药产业的差距之大。医药作为研发驱动型的行业，研发投入的力度与企业发展紧密相关，而我们发现国内药企研发投入的水平与美国也是有着巨大的鸿沟。

对比美股和 A 股药企的研发投入水平，可以看出不论从研发投入还是研发占营收比重，中国药企与国外药企都存在着巨大差距，而且国内生物药目前大多是仿制药或 Me-too 类药物，并不是传统意义上真正的创新药，因此对于创新药这一研发驱动型行业，国内确实还有很长的路要走。

表3 2018年美股药企研发投入TOP10 (亿美元)

公司	收入	研发投入	研发占比
艾伯维	327.53	103.29	31.54%
默克集团	422.94	97.52	23.06%
诺华制药	519.00	90.74	17.48%
辉瑞制药	536.47	80.06	14.92%
百时美施贵宝	225.61	63.45	28.12%
阿斯利康	220.90	59.32	26.85%
新基医药	152.81	56.73	37.12%
礼来公司	245.56	53.07	21.61%
吉利德科学	221.27	50.18	22.68%

表4 2018年A股药企研发投入TOP10 (亿元)

公司	收入	研发投入	研发占比
恒瑞医药	174.18	26.70	15.33%
复星医药	249.18	25.07	10.06%
迈瑞医疗	137.53	14.20	10.33%
上海医药	1,590.84	13.89	0.87%
天士力	179.90	12.02	6.68%
科伦药业	163.52	11.14	6.81%
海正药业	101.87	10.34	10.15%
健康元	112.04	8.54	7.62%
信立泰	46.52	8.04	17.28%

葛兰素史克	308.21	38.93	12.63%	人福医药	186.34	7.61	4.08%
合计	3,180.30	693.29	21.80%	合计	2,941.92	137.55	4.68%

数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

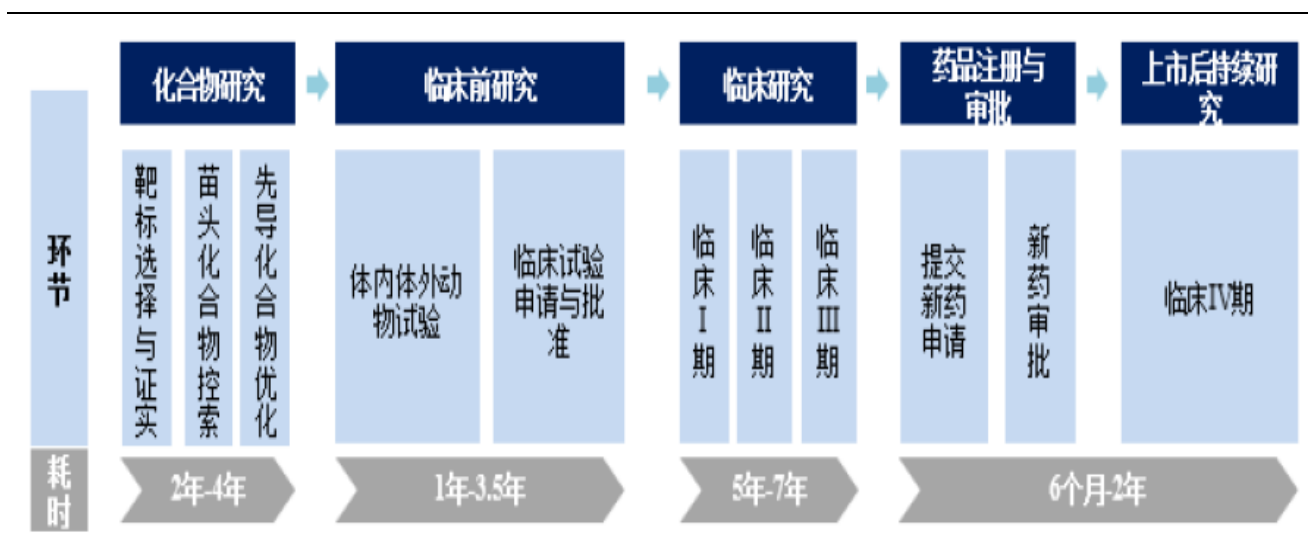
国内外研发投入能有如此大的差距，一方面是由于之前的制度环境导致国内药企普遍“重销售轻研发”，但也有很大一部分原因是由于国内融资渠道受限，特别是之前未盈利企业不得上市等原因，导致一些优秀的药企只能去境外上市，反观有着巨大的研发支出国外药企，背后则有一个高度发达的资本市场。

创新药高风险高回报，科创板营造良好发展环境

从标普 500 19 年的行业构成来看，医疗保健已成为仅次于信息技术的第二大板块，对于中国来说，由于人口老龄化带来的巨大市场需求，未来国内医药行业仍面临巨大的发展空间，特别是科创板的推出将加速国内医药行业的发展，而科创板重点支持的生物医药产业将显著受益。

生物医药产业是指以现代生命科学理论为基础，将基因工程、细胞工程、发酵工程、酶工程、生物芯片技术、药物材料，基因测序技术、组织工程技术、生物信息技术等研究成果应用于制药行业，利用生物体及其细胞的、亚细胞的和分子的组成部分开展研究及制造产品，或改造动物、植物、微生物等，并使其具有所期望的品质、特性，进而为社会提供商品和服务手段的综合性技术体系。细分行业具体包括大分子药物、小分子药物、体外诊断、基因检测及细胞治疗等。这些细分行业可以说是医药行业中的高科技产业，科技创新属性较强，这类企业的一个主要特征就是前期要承受较长时间的亏损，但如果进入收获期将带来巨大回报。在这以创新药为例：

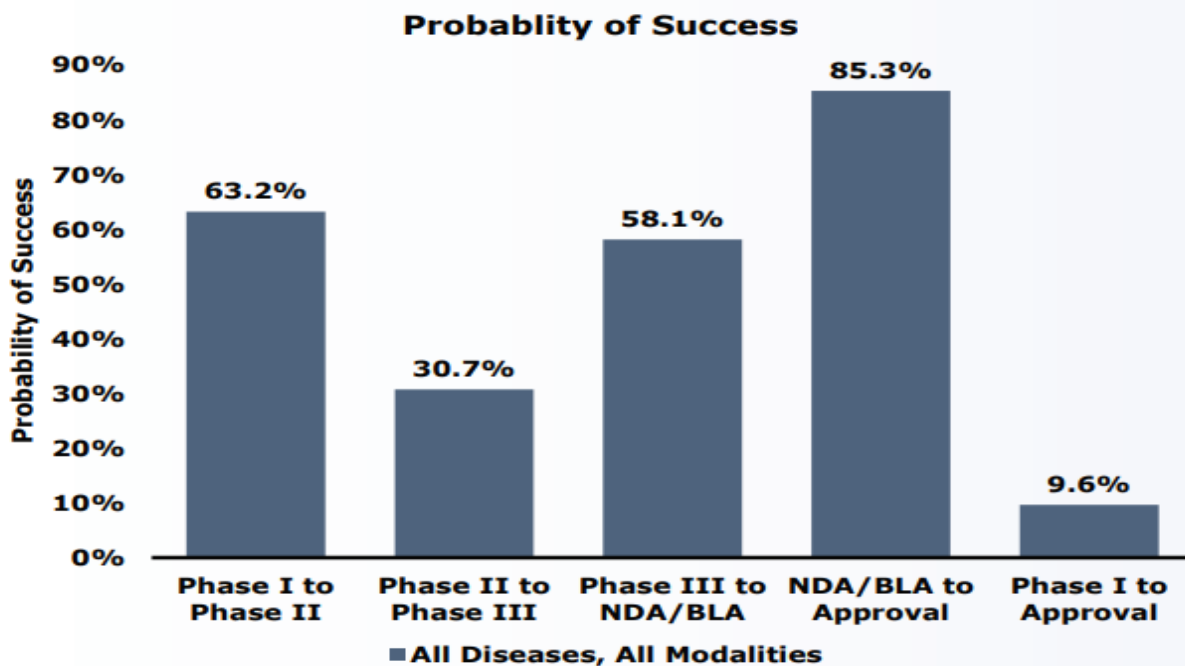
图 127：新药研发流程



数据来源：药明康德招股书，山西证券研究所

创新药具有高技术含量、高投入、高风险、高回报、研发周期长等特点。从新药研发流程来看，一款新药的上市往往要经历 10 年左右的时间，同时需要持续不断的研发投入，在这么长的时间内都不会产生收入，而且还要承担中途研发失败的风险，但如果药物最终被批准上市，将会带来巨大的回报。

图 138：临床研究各阶段成功率



数据来源：Clinical Development Success Rates 2006-2015 - BIO, Biomedtracker, Amplion 2016, 山西证券研究所

对于一些上市的 biotech 公司来说，由于尚无产品上市销售，因此会出现药企上市但仍然亏损的情况，对于这类公司来说，针对传统药企常用的 PE、PS 估值方法都不再适用。目前科创板上市企业的市值及财务指标，其中一项就是针对医药行业中的未盈利企业：预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。科创板的推出，一定程度上解决了这些高科技企业融资难的问题，同时也把好企业真正能留在国内，让国内投资者分享到这些优秀企业的发展成果。

科创板医药行业最新动态

截止 2019 年 6 月 23 日，科创板共受理企业 125 家，拟募集资金合计 1171.85 亿元，其中已问询企业 88 家，通过 10 家（中国通号、虹软科技、中微公司、西部超导、方邦电子、心脉医疗、安恒信息、乐鑫科技、容百科技、光峰科技），提交注册 8 家（南微医学、交控科技、杭可科技、天宜上佳、澜起科技、福光

股份、安集科技、微芯生物），注册生效 3 家（天准科技、华兴源创、睿创微纳），中止审核企业 1 家（九号智能）。

图 19 不同科创主题受理公司占比

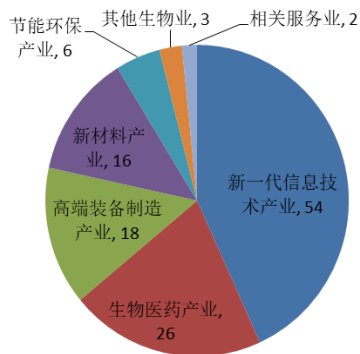
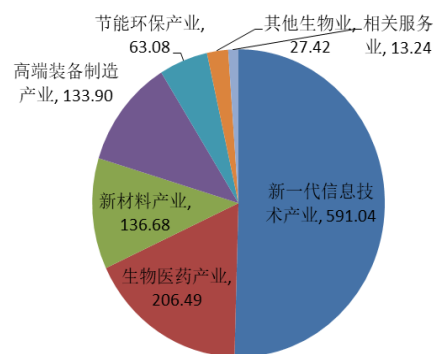


图 20 不同科创主题拟募集资金占比



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

依据科创主题分类，从受理家数来看，新一代信息产业技术及生物医药产业受理公司最多，分别受理 54 家及 26 家，占比科创所有受理公司的 43% 及 21%；从拟募集资金来看，新一代信息产业技术及生物医药产业分别募资 591.04 亿元及 206.49 亿元，占比科创全部拟募集资金的 50.43% 及 17.62%。

截至 2019 年 6 月 23 日，科创板生物医药行业已有微芯生物、南微医学 2 家企业成功过会并提交科创板注册申请。目前生物医药行业共受理公司 26 家，拟募集资金合计 206.49 亿元，其中已受理 2 家，已问询 21 家，通过 1 家（心脉医疗），提交注册 2 家（微芯生物、南微医学）。可以看出生物医药是科创板除新一代信息技术产业外的主力板块，而以美股为代表的成熟市场，生物医药同样是市场当中的明星板块。

表 5 科创板医药生物行业项目动态

公司	审核状态	拟募集资金(亿元)	细分行业	18年收入(百万元)	18年净利润(百万元)	行业地位	参股或间接持股上市公司
微芯生物	提交注册	8.04	小分子创新药	147.69	31.28	领军企业	
南微医学	提交注册	8.94	微创(内镜诊疗、肿瘤消融)	922.11	203.39	行业龙头	
心脉医疗	已问询	6.51	主动脉介入	231.13	90.65	行业龙头	
华熙生物	已问询	31.54	透明质酸	1,263.15	423.86	全球领军企业	
特宝生物	已问询	6.08	重组及长效修饰蛋白	448.28	16.00	国内长效干扰素龙头, 创新型企业	通化东宝

海尔生物	已问询	10.00	低温存储	841.67	114.70	领军企业	青岛海尔、美凯龙
美迪西	已问询	3.47	CRO	323.64	60.56	国内领先临床前 CRO 企业	
热景生物	已问询	2.88	IVD (全场景 POCT 免疫诊断)	187.12	48.19	有国内首个、国际第二个具有完全自主知识产权的“肝癌早诊三联检产品”；多个国内独家产品	通策医疗、创业惠康
佰仁医疗	已问询	4.52	动物源性植介入	110.65	49.59	领先企业	
昊海生科	已问询	14.84	耗材(生物医用材料)	1,558.45	455.08	生物医用材料领军企业	
苑东生物	已问询	11.13	高端化药	768.76	135.02	发展迅猛	中信证券
安翰科技	已问询	12.00	磁控胶囊胃镜	322.48	65.94	全球首家获得 CFDA 核发的“磁控胶囊胃镜系统”三类医疗器械注册证的公司，也是世界上第一个可精准查胃的“胶囊胃镜”	
贝斯达	已问询	3.38	影像诊断设备	471.18	107.70	国产磁共振龙头	
赛诺医疗	已问询	2.67	心血管介入	380.42	89.19	冠脉支架领军企业, Neuro RX 产品是首款国家药监局批准上市的采用快速交换技术的颅内球囊导管	
诺康达	已问询	4.37	CRO	185.37	77.58	专注于药制剂研发的 CRO	片仔癀、辉丰股份
普门科技	已问询	6.32	IVD、治疗与康复	323.43	81.14	创面治疗技术全球领先	
博瑞医药	已问询	3.60	创新/仿制药	411.27	76.24	仿创结合的新型药企	南京高科、广发证券
浩欧博	已问询	6.19	IVD	201.45	40.15	“过敏+自免”细分技术领先	
硕世生物	已问询	4.03	IVD	230.70	63.82	领先企业	南京高科、成大

							生物
祥生医疗	已问询	9.53	超声医学影像	326.97	95.06	外销为主	
东方基因	已问询	5.62	IVD (POCT)	285.89	63.96	远销海外	森马服饰
赛伦生物	已问询	4.00	抗血清	151.30	50.97	领先企业, 多产品为国内独家	方正证券
迈得医疗	已问询	3.39	医疗器械	214.89	55.65	过你医用制品装配自动化行业领先者	
复旦张江	已问询	6.50	创新药	741.84	129.77	光动力治疗及抗肿瘤特色创新药企	上海医药
洁特生物	已受理	3.10	耗材	207.48	52.79	国内生物实验室耗材细分行业龙头	
泽璟制药	已受理	23.84	创新药(小分子与重组蛋白)	1.31	-441.88	肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病等多领域领军企业	南天信息

数据来源：上交所、wind、山西证券研究所

2019年6月10日泽璟制药正式申报科创板，预计募集资金23.84亿元。泽璟制药是**目前科创板第一个选用第5套上市标准的企业**（预计市值不低于人民币40亿元，未盈利的生物医药企业）。截至报告期末最近一次投资后的估值约为47.5亿元。

泽璟制药成立于2009年，是一家专注于肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病等多个治疗领域的创新驱动型化学及生物新药研发企业。公司成功建立了两个新药创制核心技术平台，即精准小分子药物研发及产业化平台和复杂重组蛋白生物新药研发及产业化平台。目前公司的产品管线拥有11个在研药品的23项在研项目，其中3个在研药品处于II/III期临床试验阶段、2个处于I期临床试验阶段、2个处于IND阶段、4个处于临床前研发阶段。公司的产品管线主要围绕肿瘤（包括实体肿瘤及血液肿瘤）、出血及血液疾病、肝胆疾病等疾病领域开展。

图 21：泽璟制药研发管线

疾病种类	在研药品名称	技术来源	药物作用靶点	适应症	目前阶段					下一个重要里程碑事件及时间
					临床前研发	IND 申请	临床试验			
							I 期	II 期	III 期	
肿瘤	多纳非尼	自主研发	Raf、MEK、ERK； VEGFR、PDGFR	肝细胞癌	→			2019 年申请 NDA		
				结直肠癌	→			2020 年申请 NDA		
				甲状腺癌	→			2021 年申请 NDA		
				鼻咽癌 ^{注 1}	→			2020 年完成 Ib 期临床试验		
	多纳非尼与抗 PD-1 单抗 JS001 联合治疗肿瘤	合作研发	Raf、MEK、ERK； VEGFR、PDGFR、PD-1	肝细胞癌	→			2019 年启动 I/II 期临床试验		
	多纳非尼与抗 PD-L1 单抗 CS1001 联合治疗肿瘤	合作研发	Raf、MEK、ERK； VEGFR、PDGFR、PD-L1	子宫内膜癌、肝胆肿瘤、头颈部肿瘤等	→			2019 年申请 IND，获得临床批件		
多纳非尼与其他抗 PD-1 单抗联合治疗肿瘤	合作研发	Raf、MEK、ERK； VEGFR、PDGFR、PD-1	实体瘤	→			2019 年申请 IND，获得临床批件			
出血	外用重组人凝血酶	自主研发	Thrombin	外科手术渗血	→			2021 年申请 NDA		
肿瘤、免疫疾病	盐酸杰克替尼片	自主研发	JAK1/2/3	骨髓纤维化	→			2020 年开展 III 期临床试验		
				移植物抗宿主病	→			2019 年申请 IND，获得临床批件		
				重症斑秃	→			2019 年申请 IND，获得临床批件		
				特发性肺纤维化	→			2019 年申请 IND，获得临床批件		
疾病种类	免疫疾病	自主研发	JAK1/2/3	轻中度斑秃	→			2019 年申请 IND，获得临床批件		
				轻中度特应性皮炎	→			2019 年申请 IND，获得临床批件		
	肿瘤	注射用重组人促甲状腺激素	自主研发	TSH	甲状腺癌的辅助诊断与辅助治疗	→			2020 年完成 I/II 期临床试验	
	肿瘤	奥卡替尼	自主研发	ALK、ROS1	ALK/ROS1 突变的非小细胞肺癌	→			2019 年 II 期临床试验患者入组	
	肿瘤	ZG005	自主研发	免疫双靶点	肿瘤	→			2020 年申请 IND，获得临床批件	
	肿瘤	ZG006	自主研发	免疫双靶点	肿瘤	→			2020 年申请 IND，获得临床批件	
	慢性肝病	ZG5266	自主研发	FXR	原发性胆汁淤积性肝炎/肝硬化	→			2019 年申请 IND，获得临床批件	
					非酒精性脂肪性肝炎	→			2019 年申请 IND，获得临床批件	
					原发性胆汁淤积性肝炎/肝硬化 ^{注 2}	→			2020 年完成向 FDA 的 IND 申请	
	慢性肝病	ZG0588	自主研发	PPAR	非酒精性脂肪性肝炎	→			2020 年申请 IND，获得临床批件	
	慢性肝病、肿瘤	ZG170607	自主研发	TLR8	乙型肝炎、肿瘤等	→			2021 年申请 IND，获得临床批件	

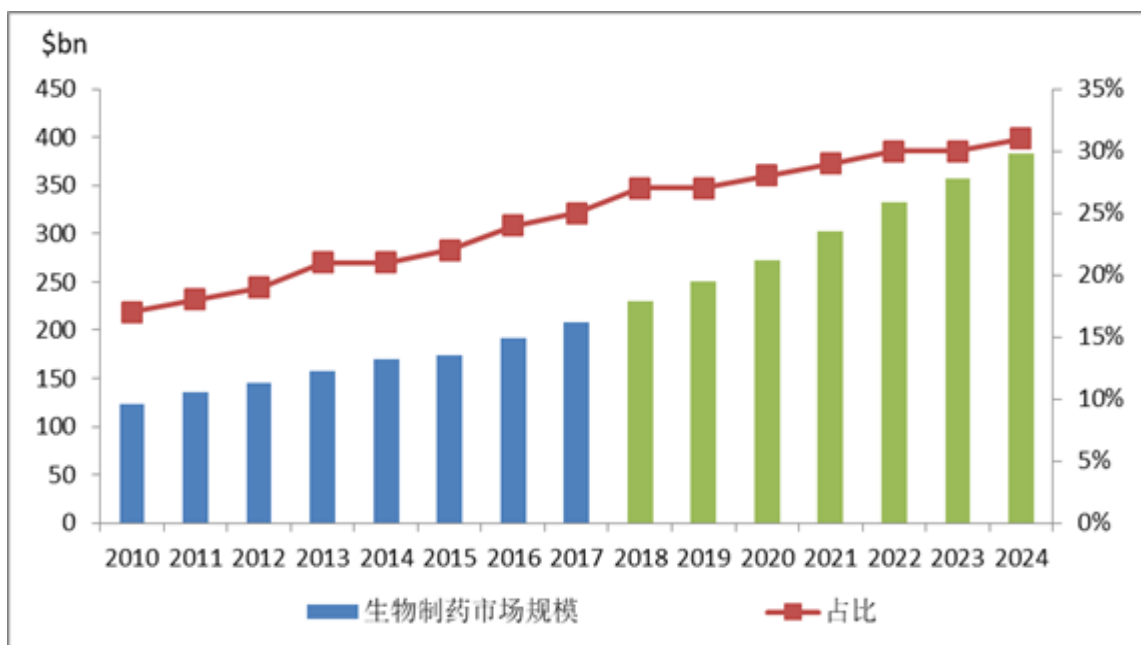
数据来源：泽璟制药招股书，山西证券研究所

3.穿越政策迷雾，聚焦细分赛道

3.1 科创板抬升创新药估值中枢，生物医药显著受益

生物药毒副作用小且具有突出显著的疗效，生物制药产业是目前医药产业中发展最快、活力最强、技术壁垒最高的领域之一。根据 EvaluatePharma 数据，全球生物制药市场规模 17 年达到 2080 亿美元，份额占全球制药行业比重达到 25%，同时报告预测 2024 年全球生物制药规模将达 3830 亿美元，占比达到 31%，生物制药行业近几年的复合增速也远高于全球制药行业的增速。

图 22：生物医药市场规模及占全球制药行业比重



数据来源：EvaluatePharma，山西证券研究所

2018 年全球生物制药发展势头良好，从销售额 TOP10 药品来看，生物药就占到 8 个，包括 6 个单抗和 2 个融合蛋白。PD-1 抑制剂帕博利珠单抗（Pembrolizumab, Keytruda）和纳武单抗（Nivolumab, Opdivo）自 14 年在国外上市以来短短 3 年已经分别成为年销售 71.71 亿和 75.72 亿美元的大品种。从 EvaluatePharma 发布的全球价值较高的在研药物排名也可以看出，排名靠前的药物基本都被生物药所占据，可以看出生物创新药将是未来新药研发的主要方向。以单抗为代表的生物药已成为目前最可能出现重磅产品的领域，反观国内生物药特别是抗体领域将迎来巨大的发展机遇。

表6 2018年全球十大抗肿瘤药物

排名	药物名称	药物类型	公司	销售额 (亿美元)	适应症
1	修美乐/阿达木单抗	单抗	艾伯维	199.36	自身免疫疾病
2	艾乐妥/阿哌沙班	小分子	百时美施贵宝&辉瑞	98.72	抗凝血
2	来那度胺	小分子	新基	96.85	多发性骨髓瘤等
4	欧狄沃/纳武利尤单抗	单抗	百时美施贵宝&小野	75.72	非小细胞肺癌
5	可瑞达/帕博利珠单抗	单抗	默沙东	71.71	黑色素瘤
6	赫赛汀/曲妥珠单抗	单抗	罗氏	71.38	乳腺癌等多重癌症
7	恩利/依那西普	融合蛋白	先声/辉瑞/武田	71.26	自身免疫疾病
8	安维汀/贝伐珠单抗	单抗	罗氏	70.02	结肠癌等多种癌症
9	美罗华/利妥昔单抗	单抗	罗氏	67.52	白血病等
10	艾力维/阿柏西普	融合蛋白	拜耳/再生元	67.46	年龄相关黄斑变性

资料来源：药渡网，山西证券研究所

图23 目前全球价值较高的在研药物排名

Rank	Product	Company	Phase (current)	Pharmacological Class	WW Product Sales (\$m) 2024	Today's NPV (\$m)
1.	VX-659 + Tezacaftor + Ivacaftor	Vertex Pharmaceuticals	Phase III	Cystic fibrosis transmembrane regulator (CFTR) potentiator & corrector	3,485	New Entry 13,070
2.	Upadacitinib	AbbVie	Phase III	Janus kinase (JAK) 1 inhibitor	2,570	9,878
3.	Aducanumab	Biogen	Phase III	Anti-beta-amyloid (Abeta) MAb	2,245	8,414
4.	Brolucizumab	Novartis	Phase III	Anti-vascular endothelial growth factor (VEGF) antibody fragment (Fab)	1,800	New Entry 8,123
5.	GSK2857916	GlaxoSmithKline	Phase II	Anti-B-cell maturation antigen (BCMA) antibody-drug conjugate	1,367	New Entry 7,498
6.	Lanadelumab	Shire	Filed	Anti-plasma kallikrein MAb	1,569	7,476
7.	ARGX-113	argenx	Phase II	Anti-neonatal Fc receptor (FcRn) MAb	1,941	New Entry 6,496
8.	Semaglutide Oral	Novo Nordisk	Phase III	Glucagon-like peptide (GLP) 1 agonist	1,994	New Entry 6,452
9.	JCAR017	Celgene	Phase II	Anti-CD19 chimeric antigen receptor (CAR) T cell therapy	1,154	New Entry 6,258
10.	BAF312	Novartis	Phase III	Sphingosine-1-phosphate (S1P) 1 & 5 modulator	1,541	New Entry 5,814

来源：EvaluatePharma、山西证券研究所

近几年，国内生物制药研发异常火爆，2018年诸多国产重磅生物药已逐步开启上市之路。目前根据 cFDA 公开数据，国产 PD-1 抗体君实生物的特瑞普利单抗注射液、信达生物的信迪利单抗以及恒瑞医药的卡瑞利珠单抗都已获批上市。国内生物医药产业虽然与国外仍有巨大差距，但从 PD-1 等热门靶点的研发进度来看，特别是在某些细分领域，国内的生物医药产业与国外的差距正在迅速缩小。未来在科创板的加持下，再叠加国内政策方面的支持，国内生物医药将迎来前所未有的黄金发展期。建议投资者关注那些拥有较大市场

空间、竞争格局良好的品种及后续研发储备丰富的公司，例如恒瑞医药、复星医药等等。

表 7 近期上市或可能上市重磅生物制品情况

药物名称	药物类型/靶点	公司	进度	适应症
卡瑞利珠单抗	单抗/PD-1	恒瑞医药	获批上市	霍奇金淋巴瘤
信迪利单抗	单抗/PD-1	信达生物	获批上市	霍奇金淋巴瘤
特瑞普利单抗	单抗/PD-1	君实生物	获批上市	黑色素瘤
替雷利珠单抗	单抗/PD-1	百济神州	申请上市	经典霍奇金淋巴瘤
阿达木单抗	单抗/TNF- α	百奥泰	申请上市	强直性脊柱炎、类风湿性关节炎和斑块状银屑病
阿达木单抗	单抗/TNF- α	海正药业	申请上市 (优先审评)	强直性脊柱炎、类风湿性关节炎和斑块状银屑病
阿达木单抗	单抗/TNF- α	信达生物	申请上市 (优先审评)	强直性脊柱炎
阿达木单抗	单抗/TNF- α	复星医药	申请上市 (优先审评)	斑块状银屑病、类风湿性关节炎适应症
曲妥珠单抗	单抗/HER2	三生制药	申请上市	乳腺癌
曲妥珠单抗	单抗/HER2	复星医药	申请上市	乳腺癌、胃癌
利妥昔单抗	单抗/CD20	复星医药	获批上市	非霍奇金淋巴瘤
贝伐珠单抗	单抗/VEGF	信达生物	申请上市 (优先审评)	非小细胞肺癌
洛塞那肽	受体激动剂/GLP-1	翰森制药	获批上市	2 型糖尿病
硫酸非格司亭	聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子	恒瑞医药	获批上市	肿瘤辅助治疗
重组结核杆菌融合蛋白(ETC)	诊断试剂	智飞生物	申请上市 (优先审评)	结核杆菌感染筛查
母牛分枝杆菌疫苗	疫苗	智飞生物	申请上市	结核潜伏感染人群预防用疫苗

13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	疫苗	沃森生物、康泰生物	申请上市 (优先审评)	预防肺炎链球菌引起的侵袭性疾病
重组人绒毛膜促性腺激素	激素	丽珠集团	申请上市	促排卵
重组 VIII 凝血因子	凝血因子	中国生物制药	III 期临床完成	血友病
艾博卫泰	人类免疫缺陷病毒 (HIV-1) 融合抑制剂	前沿生物	获批上市	长效艾滋病

资料来源：公司公告、CDE、Insight 数据库、山西证券研究所

3.2 零售药店渠道价值有望提升

零售药店连锁率和集中度进一步提升。根据《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》统计，截至 2017 年 11 月底，全国共有零售药店门店 453738 家，药品零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，单体药店占比进一步萎缩的同时绝对数量也是呈现大幅下降趋势。与之对应国内零售药店连锁化率呈现稳步上升趋势。

图 24：国内零售药店历年连锁化率变化趋势

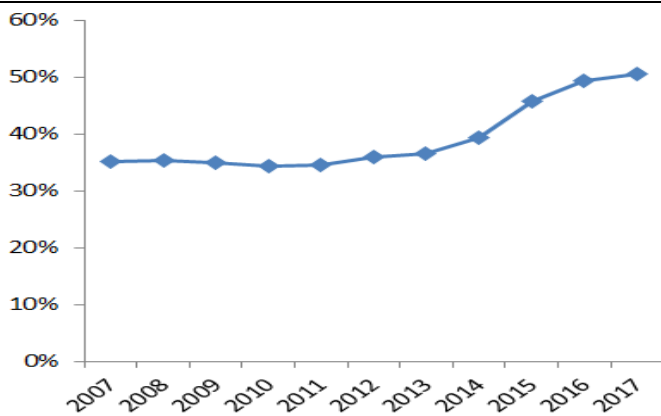
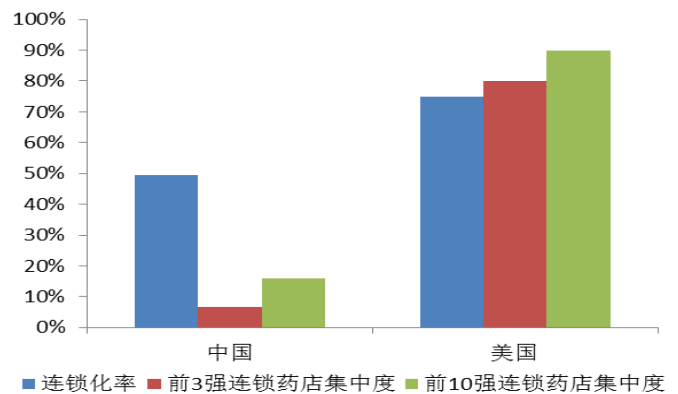


图 25：中美零售企业连锁化率及集中度



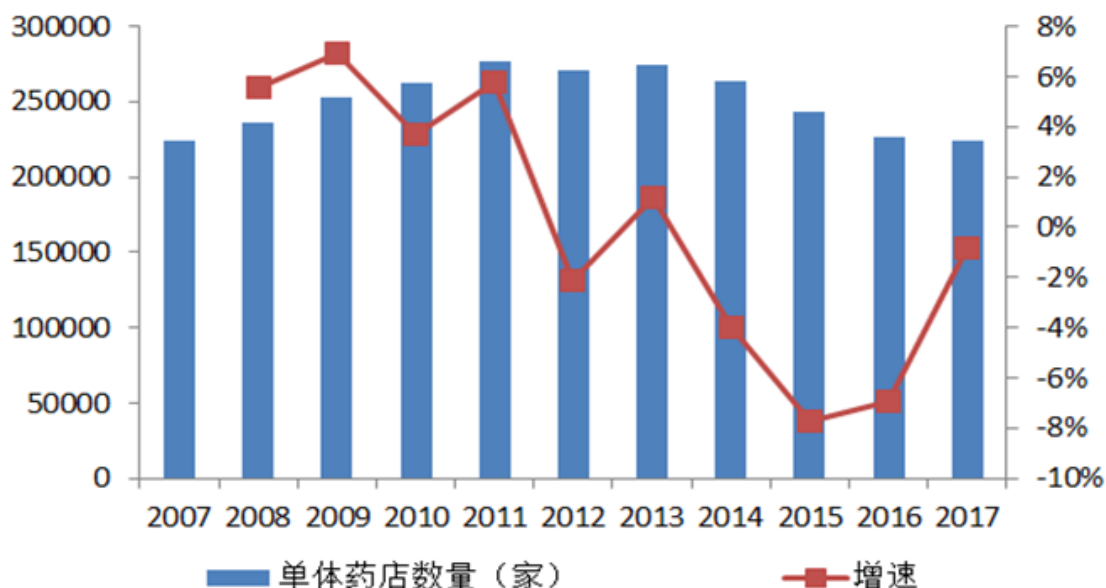
数据来源：商务部，山西证券研究所

数据来源：NACDS，商务部，山西证券研究所

根据国内《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》统计，截至 2017 年 11 月，药品零售连锁率达到 50.5%，同比提高 1.1 个百分点。17 年销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 58355 家，占全国零售药店门店总数的 12.9%；销售总额 1232 亿元，占零售市场总额的 30.8%；销售额前 6 位的药品零售企业市场份额占比达到 12.7%，同比上升 0.9 个百分点。根据美国药店业协会数据，美国零售药店连锁化率达到 75%，排名前 3 的零售药店市场份额占比达到 80%。对比美国，我国医药零售行业集中度及连锁化率仍处于较低

水平。

图 26：国内单体药店数量及变动趋势



数据来源：商务部，山西证券研究所

随着新版 GSP 的落地以及药店分级管理等政策的出台，零售药店面临更加严格的监管环境，特别是很多单体药店，在硬件和执业药师等方面都不达标，同时在药店分级分类管理后，部分单体药店的经营范围将受限，而大型连锁药店一般都注重合规经营，同时由于规模大在采购方面也有很大优势，营销能力也都普遍较强，在药店分级后也将抢占小药店的市场份额。2013 年 6 月开始实行新版 GSP 认证，从图中可以看出从 13 年开始单体药店进入了快速下降趋势。对于单体药店来说，加盟连锁药店可能是比较好的出路，国内零售药店的连锁化以及集中度将进一步提升。

处方外流带来千亿市场。目前医改已经进入攻坚阶段，“医药分开”是其中的重点内容，其主要目的就是打破以往以药养医的公立医院补偿机制，把药品收入从医疗机构的收入当中剔除出去，切断医药招投标、医疗机构、医护人员与药企和医药经销商之间直接的利益关联，建立诊疗和用药分开运行的体制机制。从发达国家的行业发展趋势来看，“医药分离”是长期发展趋势。欧洲 90% 以上患者通过零售药房获得药品，美国 80% 以上的药品通过零售药房出售，日本这一比例也达到了 50% 以上。但目前我国医药市场的终端仍以医院为主，医疗机构终端销售额占到 71%，而零售终端占比不到 30%。

根据 IMS 公布的 2015 年全国处方药市场规模约 9900 亿元，假设仅仅流出十分之一，那也有将近 1000 亿的市场，市场上规模较大的连锁药房或将因此而出现业绩井喷。

表8 处方外流相关政策

时间	相关主要内容
2015年5月	国务院发布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，力争2017年试点城市公立医院药占比总体降到30%左右。
2016年4月	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》提出，采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。
2017年2月	《电子病历应用管理规范（试行）》提出，医疗机构应当为申请人提供电子病历的复制服务。医疗机构可以提供电子版或打印版病历。
2017年5月	《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》明确指出，2017年9月底，全国所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外），同时2017年前四批200个试点城市公立医院药占比总体降到30%左右。

资料来源：卫生部，国务院，山西证券研究所

在公立医院没有建立合适的补偿机制之前，医院本身并没有动力降低药品的收入份额。但是随着新医改政策的进一步推进，医药分开的政策会逐步落到实处，以带量采购为例，有可能将会加速处方外流的趋势，相信不久的将来医药零售市场将真正能够承接千亿的外流处方市场。

随着一心堂、老百姓、益丰药房和大参林的相继上市，医药零售行业作为医药行业A股的一个细分板块逐渐发展壮大。社会资本也在快速布局零售药店，以高瓴资本为代表，旗下高济医疗从2017年下半年到2018年底，快速整合了国内1万多家药店，已经成为中国连锁药店整体年销售额最大的连锁，同样包括全亿、阿里都在积极布局零售药店，可以看出资本对于药店终端未来前景的看好。

短期来看带量采购对药店业绩的影响有限，而长期来看药店随着处方外流的加速，其渠道价值将得到重新认识，不仅仅是流过来的处方增量，其作为线下入口的流量价值将更加凸显。

未来药店龙头将受益于医药零售行业的集中度提升，同时医药零售的扩张需要商业模式的标准化，这就要求公司有强大的精细化管理能力，建议投资者关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林等医药零售标的。

4.推荐公司

4.1 爱尔眼科

公司 18 年各项指标堪称优秀，白内障业务受医保拖累增速有所放缓。18 年公司门诊量 5,735,650 人次，同比增长 13.00%；手术量 564,542 例，同比增长 9.07%，剔除白内障手术量，同比增长 18.26%。分产品来看，公司屈光项目收入 28.12 亿，同比增长 45.59%，主要系公司高端手术占比提升及海外业务并表的原因，白内障项目收入 15.45 亿，同比增长 9.01%，主要受医保相关政策影响增速有所放缓。公司 18 年度毛利率达 47%，比上年提升 0.72pct，净利率 13.31%，比上年提升 0.02pct，销售费用率 10.31%，比上年下降 2.67pct，管理费用率 14.60%，去上年提升 0.41pct，公司各项财务指标堪称优秀。

核心医院内生依然稳健，地级市医院逐渐发力。以武汉、长沙为代表的核心医院表现依然稳健，武汉爱尔作为公司第一大医院 18 年实现收入 4.66 亿，增速达 17%，长沙爱尔实现收入 3.42 亿，增速达 22%，公司核心医院大多都实现了较为稳健的增长，而深圳爱尔和东莞爱尔表现亮眼，18 年收入分别实现 51% 和 46% 的高增长。可以看出以武汉为代表的省会医院依然未达到当地市场天花板，而以东莞为代表的地级市医院已开始逐渐发力，公司地级市医院规划布局 200 家，目前地级市收入破亿的医院已超过 4 家。欧洲地区实现收入 8.55 亿，同比增 200.26%，主要由于 Clínica Baviera, S.A. 于 17 年 9 月并表所致，剔除并表 CB 影响，公司 18 年实现收入 71.54 亿，同比增长 26%。

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.44\0.58\0.78，对应当前收盘价 30.20 元，19-21 年 PE 分别为 68.64\52.07\38.72，维持“增持”评级。

风险提示：政策风险、医疗事故风险，新建医院盈利不达预期的风险。

4.2 一心堂

公司继续稳健经营，各项财务指标处于合理区间。截至 2018 年 12 月 31 日，一心堂拥有直营连锁门店 5,758 家。报告期内公司实现毛利率 40.53%，同比上年下降 0.99pct，主要由于公司拓展省外市场加大促销力度，净利率 5.66%，同比上年提升 0.21pct，可以看出公司继续维持较好的费用控制能力，其中销售费用率 26.75%，同比下降 1.08pct，管理费用率 4.35%，同比下降 0.23pct，财务费用率 0.45%，同比下降 0.27pct。

云南地区继续深耕，川渝地区将是未来重要增长点。云南作为公司大本营，当地门店数量占总门店数已超 61%，18 年云南地区营收增长 19.41%，同时公司仍在下层渠道深入县乡市场，不断扩大当地的市占率。根据公司战略，公司计划 2019 年新建门店 1200 家，其中云南省内新建门店 550 家，省外新建门店 650 家。

省外川渝地区将是公司未来除云南以外的第二大战场，公司逐渐加大在川渝地区的拓展力度，18年四川地区营收增长达27.71%，川渝地区人口数量是云南地区的两倍有余，未来还有非常大的增长空间。

处方外流趋势逐渐显现，药店终端价值显著提升。随着新医改政策的进一步推进，医药分开的政策会逐步落到实处，以带量采购为例，有望加速处方外流的趋势。根据一心堂年报披露，18年处方药销售占比37.18%，同比增长1.55%，可以看出处方外流趋势初现端倪，而长期来看药店随着处方外流的加速，其渠道价值将得到重新的认识，不仅仅是流过来的处方增量，其作为线下入口的流量价值将更加凸显。

采取“农村包围城市”战略，形成立体化的店群结构。一心堂的门店数量接近均匀分布在省会、地市、县市及乡镇区域，其中公司在乡镇级别布局超过1000家门店。地市、县乡市场呈现优质、长尾、偏刚需的市场特点，公司在这类市场的盈利能力最强。公司致力于在县乡市场迅速击溃中小竞争对手，采取“农村包围城市”的打法，逐步积累竞争优势，最终在核心城市超越主要省级区域竞争对手。

预计公司19-21年EPS分别为1.15\1.44\1.76，对应当前收盘价27.39元，19-21年PE分别为23.82\19.02\15.56，维持“买入”评级。

风险提示：处方外流低于预期；新店盈利能力不及预期。

4.3 益丰药房

新增门店短期压制公司盈利能力，未来将成新的增长点。18年第四季度公司实现营业收入22.47亿，同比增长61.89%，归母净利润1.08亿，同比增长16.13%，四季度公司净利增速有所放缓。报告期公司实现毛利率39.73%，同比上年下降0.31pct，净利率6.39%，同比上年下降0.21pct，其中销售费用率27.43%，同比上升0.51pct，管理费用率3.87%，同比下降0.34pct，财务费用率0.19%，同比上升0.27pct。公司利润率下降及销售费用率上升主要系公司新增大量门店尚处于整合期，短期对公司盈利能力造成一定压力，未来随着门店整合完毕，这些新店将逐步释放业绩。18年公司净增加门店1,552家，其中，新增直营门店546家，加盟店89家，收购门店959家，关闭门店42家。

收购新兴药房进军河北，自建+并购双轮驱动。公司实行区域聚焦发展战略，公司门店之前集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东七省市，随着公司收购石家庄新兴药房，公司版图扩张至华北地区。石家庄新兴药房为河北区域内第二大连锁药房企业，公司持有91%的股权，于18年9月份并表，18年新兴药房实现收入10.53亿，同比增长16.35%，净利润6277.55万元，同比增长38.97%，19年将显著增厚公司业绩。2019年，公司计划通过“自建+收购”，新增门店1,000家。2019年1-3月，公司净增门店347家，其中，新开门店131家，收购门店204家，加盟店43家，关闭门店31家，截止至2019年3月31日，公司拥有门店3,958家。

精细化运营管理能力保证业绩高增长。公司坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针，始终注重精细化、标准化、系统化和智能化的运营和管理。在公司外延不断扩张的同时，业绩还能保持可观的增速，公司各项核心经营指标都稳定增长，可见公司的精细化运营管理成效显著。在医药零售行业，公司要想脱颖而出一方面看扩张能力，但同时更重要的是公司的运营能力和盈利能力。

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.50\2.01\2.58，对应当前收盘价 63.40 元，19-21 年 PE 分别为 42.27\31.54\24.57，维持“增持”评级。

风险提示：处方外流低于预期；新店盈利能力不及预期。

4.4 华兰生物

国内血制品龙头，业务持续改善。公司是国内血制品龙头，血浆综合利用率、生产规模、品种规格、市场覆盖和主导产品产销量均居国内同行业前列，2018 年人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物、人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白分别占国内批签发量的 41.5%、46.2%、37.3%、26.8%、18.9%，均居国内同行业首位；狂犬病人免疫球蛋白占国内批签发量的 17.6%，居于国内同行业第二位。行业自 2017 年触底已逐步回暖，营销改革效果显著，2018 年公司业绩增长逐季恢复，血制品业务持续改善，全年实现收入 24.08 亿元，同比增长 15.89%，维持稳步增长。

四价流感疫苗快速放量，提振公司业绩。受益于四价流感疫苗国内独家上市，2018 年公司疫苗实现净利润 2.7 亿元，比上年同期增长 451.38%。2018 年，公司流感疫苗共批签发 852.26 万支/瓶，占全国流感疫苗批签发总量的 52.85%。我国流感持续高发，疫苗接种率较低，未来成长空间巨大，四价流感疫苗将持续放量，提振公司业绩。

此外，公司单抗研发项目储备丰富，阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐珠单抗处于三期临床试验阶段，我国单抗已进入黄金收获期，公司丰富的单抗产品也将为公司培育新的利润增长点。

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.02\1.19\1.41 元，对应当前收盘价 28.80 元，19-21 年 PE 分别为 28.23\24.20\20.43 倍，维持“增持”评级。

4.5 安科生物

水针最终获批，将为公司带来业绩新增量。国内生长激素适用人群庞大，但渗透率较低，行业正处于快速增长期。水针相对粉针蛋白活、安全性更高，使用更加方便，目前约占国内市场的一半份额，价格约

为粉针的二倍。公司水针最终获批，成为继金赛药业之后国产第二家上市，预计未来将为公司带来较大业绩增量。

粉针供货恢复，业绩有望恢复高增长。粉针受 2018 年四季度 GMP 再认证影响，公司 2018 年及 2019 年一季度业绩增长低于预期，GMP 再认证工作已于一季度完成，二季度供货恢复，业绩有望逐步回归高速增长。其他业务方面，干扰素儿科领域积极拓展新适应症，余良卿独家的无糖型蛇胆川贝液快速放量；苏豪逸明、中德美联、安科恒益经营持续向好。

研发方面，公司的长效剂型已完成 III 期临床，有望于今年下半年报产；曲妥珠单抗和贝伐珠单抗均处于临床 III 期，曲妥珠单抗有望今年报产；CAR-T 细胞治疗有望今年获批临床。

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.35\0.47\0.62 元，对应当前收盘价 16.55 元，19-21 年 PE 分别为 47.29\35.21\26.69 倍，维持“增持”评级。

5.风险提示

行业政策风险、药品安全风险、研发风险、业绩不达预期风险、医疗事故风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。