

《疫苗管理法》通过促行业整合，关注领军企业

—医药周报 20190701

医药周报

2019年07月01日

报告摘要：

● 二级市场：上周医药板块上涨0.91%，跑赢沪深300指数1.13个百分点

上周医药板块上涨 0.91%，跑赢沪深 300 指数 1.13 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 11 位。2019 年以来，医药板块上涨 22.68%，沪深 300 指数上涨 27.07%，医药板块跑输沪深 300 指数 4.4pct，我们认为在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下，自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域，这些领域也成为板块整体上涨的最主要因素。

● 行业基本面：全国人大常委会表决通过了《疫苗管理法》，以“四个最严”为立法宗旨，为疫苗管理的全链条设定了严格的责任

2019 年 6 月 29 日，全国人大常委会表决通过了《疫苗管理法》，该法将从 2019 年 12 月 1 日起实施。疫苗管理法坚持以最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责的“四个最严”为立法宗旨。我们认为本法有利于行业的净化发展，同时也不可避免导致行业的整合和集中度的提升，技术强、规模大的疫苗企业将获得更大空间。此外，《疫苗管理法》中提出将鼓励急需或创新疫苗的研发，我们认为在新法规的支持下，疫苗管线的价值将进一步凸显。建议关注康泰生物、智飞生物、康希诺生物等。

● 政策影响或逐步显现，关注创新产业链、API等高景气度细分赛道

- 1) 创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、康龙化成、昭衍新药，建议关注药明康德、凯莱英、恒瑞医药等；
- 2) 产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份、九洲药业，建议关普洛药业等；
- 3) 有持续增量品种获批及 API 优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业、华东医药等；
- 4) 商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；
- 5) 政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，推荐济川药业，建议关注片仔癀、我武生物等。

● 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

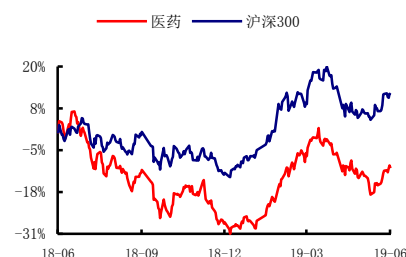
重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2019/6/28	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	77.10	0.94	1.35	1.87	81.67	57.11	41.23	推荐
天宇股份	36.04	0.91	2.37	2.94	39.60	15.21	12.26	推荐
济川药业	30.11	2.08	2.54	3.11	14.48	11.85	9.68	推荐
昭衍新药	48.18	0.94	0.94	1.30	51.26	51.26	37.06	推荐
康龙化成	34.18	0.57	0.69	0.97	59.96	49.54	35.24	谨慎推荐
九洲药业	8.35	0.20	0.34	0.46	41.75	24.56	18.15	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

研究助理：徐默凡

执业证号：S0100119060009

电话：021-60876703

邮箱：xumofan@mszq.com

相关研究

1. 《2019 年医药行业中期投资策略：行业盈利恢复性增长，分化行情下防守为上》20190701
2. 《药审专业化深化，持续推进产业升级——民生医药行业周报 20190624》20190624
3. 《泰格医药限制性激励方案实施，医保政策完善——民生医药行业周报 20190617》20190617

目录

一、投资建议：关注高景气度赛道（外包、API、创新药），自下而上关注领跑企业.....	3
二、重点推荐行业和个股更新	4
1、《2019 年医改重点任务解读：药品集采成医改突破口，产业转型升级无退路》	4
2、《微芯生物顺利过会，科创板渐行渐近——寻找医药科创独角兽系列之科创板事件点评》 ..	错误!未定义书签。
三、行业热点新闻解读	5
1、财政部开展 2019 年度医药行业会计信息质量检查工作	5
2、国家医保局等四部委联合发布《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》 ..	错误!未定义书签。
四、上周行情回顾	6
（一）上周医药行业行情	6
（二）医药子行业行情	错误!未定义书签。
五、风险提示	9
插图目录	10

一、投资建议：板块内持续分化，自下而上布局优质个股

二级市场层面：板块内持续分化，验证我们之前的观点。上周医药板块上涨 0.91%，跑赢沪深 300 指数 1.13 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 11 位。2019 年以来，医药板块上涨 22.68%，沪深 300 指数上涨 27.07%，医药板块跑输沪深 300 指数 4.4pct。我们认为在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下，自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域，这些领域也成为板块整体上涨的最主要因素。

行业基本面：全国人大常委会表决通过了《疫苗管理法》，以“四个最严”为立法宗旨，为疫苗管理的全链条设定了严格的责任。2019 年 6 月 29 日，全国人大常委会表决通过了《疫苗管理法》，该法将从 2019 年 12 月 1 日起实施。疫苗管理法坚持以最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责的“四个最严”为立法宗旨。我们认为本法有利于行业的净化发展，同时也不可避免导致行业的整合和集中度的提升。技术强、规模大的疫苗企业将获得更大空间。此外，《疫苗管理法》中提出将鼓励急需或创新疫苗的研发，我们认为在新法规的支持下，疫苗管线的价值将进一步凸显。建议关注康泰生物、智飞生物、康希诺生物等。

投资建议：中长期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，即业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

——创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、康龙化成、昭衍新药，建议关注药明康德、凯莱英、恒瑞医药等；

——产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份、九洲药业，建议关普洛药业等；

——有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业、华东医药等；

——商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店等企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

——政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，推荐济川药业，建议关注片仔癀、我武生物等。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将

发生重大变化。

二、重点推荐行业和个股更新

1、3 家企业顺利过会，企业研发占比处行业偏上——科创板生物医药公司系列研究第 9 期

事件：截止 2019 年 6 月 23 日，29 家科创板医药公司披露招股书，医疗器械公司占比 55%

我们认为国内医药产业处于供给侧改革的关键期，而科技创新型企业作为医药企业未来转型升级的方向，随着科创板的推出，我们认为有必要对这些公司的业务发展、研发进度、产品技术等信息进行梳理，以期对未来的科创板投资有更多的指导意义。为此，我们特别推出科创板的梳理性报告，截止 2019 年 6 月 23 日，共披露了 29 家医药科创板公司，其中有 16 家医疗器械/耗材，占比 55%。本次无新增企业。

微芯生物、南微医学和心脉医疗均已过会，完成 3 轮回复企业占比 45%

本周完成第 3 轮回复的企业达到 13 家，占比 45%。洁特生物和泽璟制药还未进入问询程序，南微医学和心脉医疗分别于 6 月 17 日和 6 月 19 日成功过会，目前过会企业增加至 3 家，占比 10%。

本周无新科创基金产品获批，24 号 6 家科创基金将开启认购

6 月 24 日，大成、中欧、中金、博时、银华和财通的 3 年封闭科创基金将开启认购。

科创板生物医药类 IPO 企业研发投入占比处于行业均值偏上的水平

从研发投入金额占营收比例来看，28 家企业（剔除未盈利企业泽璟制药）区间为 3.24%-55.85%，中值为 9.82%，最低和最高分别为泰坦科技和微芯生物。WIND 制药、生物科技和生命科学研发投入占营收比例均值为 6.03%，WIND 医疗保健设备与用品研发投入占营收比例均值为 6.85%，从科创板 IPO 生物医药企业的研发投入占比来看，处于行业均值偏上的水平。若这些企业顺利上市将较大的改善企业的运营环境和资金面，科创板将为这些企业竞争力进一步提升提供肥沃的土壤。

投资建议：科创板是反映国内医药板块增量的关键变量。在当前政策环境下，建议关注受益产业转型升级方向的公司，包括创新研发、服务外包、API、优质器械等领域的领军企业，并着重关注研发投入的力度。建议关注研发投入金额和占比较高的公司，包括微芯生物、博瑞医药、泽璟医药，同时关注南微医学、华熙生物、美迪西和苑东生物等有望第一批登陆科创板的生物医药企业。

风险提示：公司上市进度不及预期，临床失败风险，政策风险。

2、泰格医药（300347）：临床业务高景气，驱动公司业绩高增长

事件：公司发布 2019H1 业绩预告，归母净利润同比增速 50%-70%

2019 年 6 月 25 日，泰格医药发布 2019H1 业绩预告，归母净利润 3.28-3.72 亿元，同比增

长 50%-70%，其中非经常性损益 5800-6800 万元，去年同期 2931 万元。

主业延续高增长，多业务协同逐步体现，短中期看好公司服务能力提升的背景下，最大程度分享中国市场红利的逻辑

2019Q2 归母净利润同比增速预计在 66% 左右，扣非归母净利润同比增速预计在 46% 左右——2019Q2 归母净利润预计在 1.82-2.26 亿元，同比增长 49%-84%，取中间值为 66%。假设非经常性损益取估计的中间值 6300 万元，则 2019Q2 扣非归母净利润为 1.53-1.97 亿元，同比增长 28%-64%，取中间值为 46%。

我们认为公司核心主业的增长仍然处在高景气阶段，数统、方达、SMO、临床均延续较高的增速——考虑数统业务对公司整体业绩的贡献，我们预计受国内创新药临床试验项目的推进，数统业务仍然延续了 40-50% 左右的高增长的趋势，其他业务方面；SMO 业务处于产能快速释放阶段、方达医药部分子公司处于盈利恢复期、韩国公司的整合推进、临床业务的盈利能力提升均在主业的增长方面贡献明显的弹性。

维持我们之前的关于医药外包核心逻辑：中国市场红利——我们在之前的外包行业报告及泰格医药的报告中一直强调，中国市场红利是目前国内医药外包公司的核心逻辑，在这个逻辑之下，各公司弹性不一样，而泰格医药作为持续受益于国内创新药研发加强背景的核心标的，业绩处于明显弹性期，我们维持持续推荐。

投资建议：基于半年度业绩预告增速超我们之前全年预期范围，以及在国内创新药研发高景气度持续下，公司的数统、方达、SMO、大临床业务增长均有较好的持续性，因此我们上调 2019-2021 年公司 EPS 分别至 1.37、1.91、2.57 元（之前我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 1.35、1.87、2.53 元），按 2019 年 6 月 25 日收盘价对应 2019 年 50 倍 PE，参考可比公司估值及公司行业领先地位，给予其 2019 年 45-50 倍 PE，维持“推荐”评级。

风险提示：临床试验资源限制；传统业务恢复进度慢；竞争恶化。

三、行业热点新闻解读

1、全国人大常委会表决通过《疫苗管理法》

事件：2019 年 6 月 29 日，全国人大常委会表决通过了《疫苗管理法》，该法将从 2019 年 12 月 1 日起实施。疫苗管理法坚持以最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责的“四个最严”为立法宗旨，为疫苗管理的全链条设定了严格的责任，并对疫苗的生产提出更严格的准入制度和更严格的生产条件。

解读：“史上最严”《疫苗管理法》的出台明确了疫苗企业的主体责任，并提出了上市管理的制度（包括预防接种异常反应补偿、疫苗责任强制保险等）。近两年我国疫苗行业发展两极分化，一方面 HPV 疫苗、带状疱疹疫苗等重磅疫苗品种获批上市，另一方面山东和长生疫苗事件先后爆发显示产业管理仍有改进余地。本《疫苗管理法》强化疫苗企业的主体责任，明确疫苗救济方式，有利于行业的净化发展，同时也不可避免导致行业的整合和集中度的提升。这一点和《疫苗管理法》中招标采购的条款契合，未来疫苗均需招标，一类疫苗由国家统一招

标或价格谈判, 只能有 3 家企业中标; 二类疫苗由各省市负责招标, 有 3 个疫苗产品在生产的企业才有投标资格。因此, 技术强、规模大的疫苗企业将获得更大空间。此外, 《疫苗管理法》中提出将鼓励疫苗上市许可持有人加大研制和创新资金投入, 优化生产工艺, 提升质量控制水平, 推动疫苗技术进步, 支持多联多价等新型疫苗的研发, 对疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗予以优先审评。HPV 疫苗和 13 价肺炎结合疫苗的热卖已显示了创新疫苗受欢迎的程度, 我们认为在新法规的支持下, 疫苗管线的价值将进一步凸显。建议关注康泰生物、智飞生物、康希诺生物等。

关键词: 最严《疫苗管理法》。

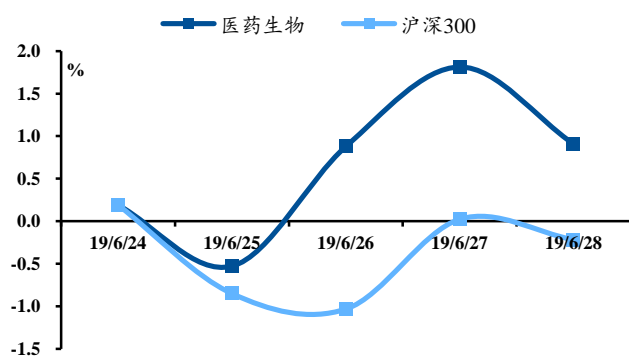
四、上周行情回顾

(一) 上周医药行业行情

上周医药板块上涨 0.91%, 跑赢沪深 300 指数 1.13 个百分点, 在所有行业中涨跌幅排名第 11 位。2019 年以来, 医药板块上涨 22.68%, 沪深 300 指数上涨 27.07%, 医药板块跑输沪深 300 指数 4.4pct。

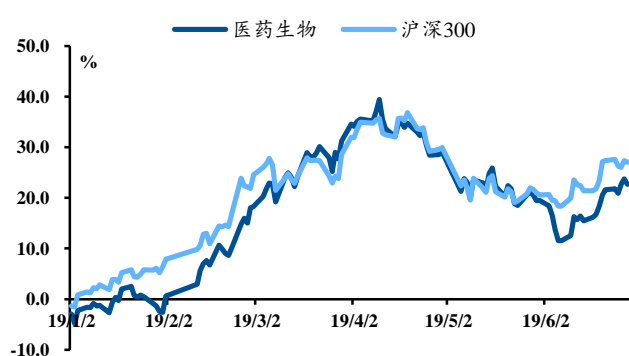
从年初以来的板块表现看, 医药板块涨幅在非银、农业、食品饮料、家电、计算机、建材、通信等板块之后。结合板块内公司分化表现, 我们认为这也是显示了在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下, 医药板块的防御性属性降低, 但自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域, 这些领域也成为板块整体上涨的最主要因素。

图 1: 上周医药板块(中信分类)和沪深 300 走势



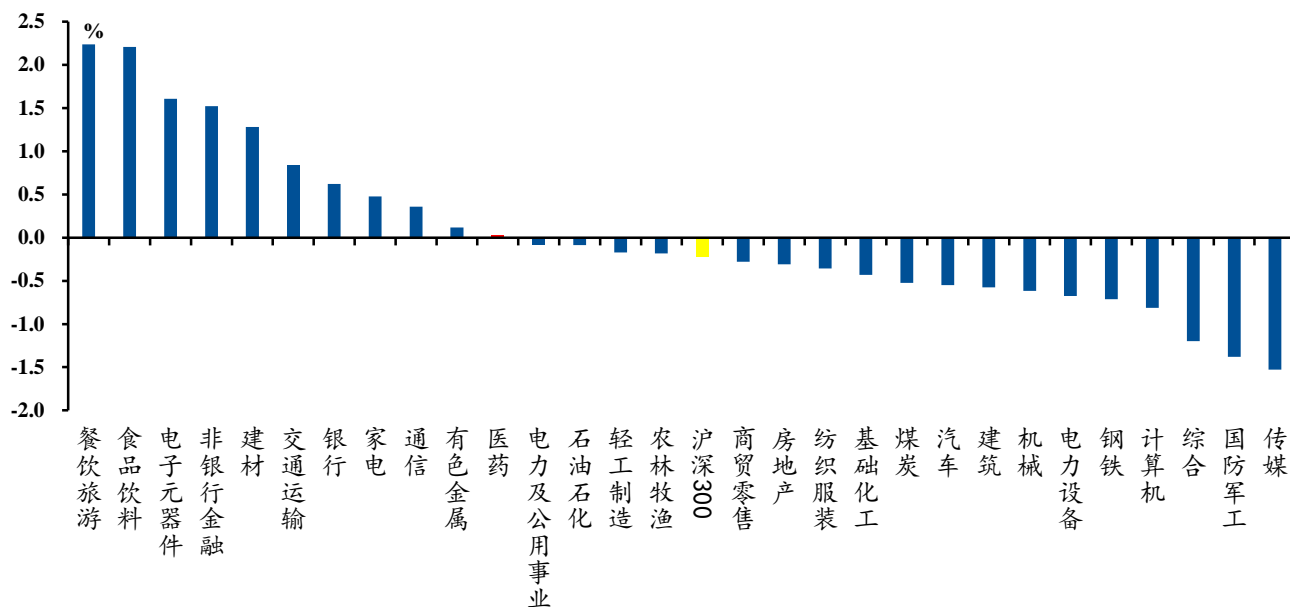
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 2019 年以来医药板块(中信分类)和沪深 300 走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3：上周各大行业涨跌幅

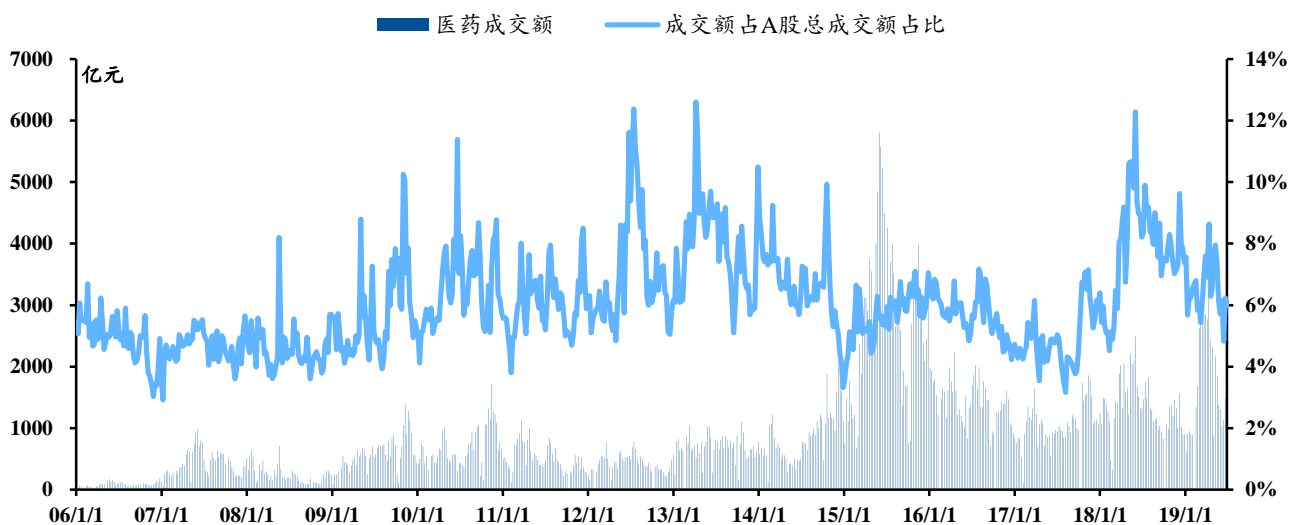


资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药行业成交额为 1366 亿元，A 股市场成交总额为 22839 亿元。上周医药成交额占市场总成交额的 5.98%，较前一周下降 0.25pct。

从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，医药板块的关注度处于历史关注度的中枢位置，我们认为目前医药板块依然是市场非常关注的板块，医药行业的长期成长性属性依然被资金所认可。

图 4：2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



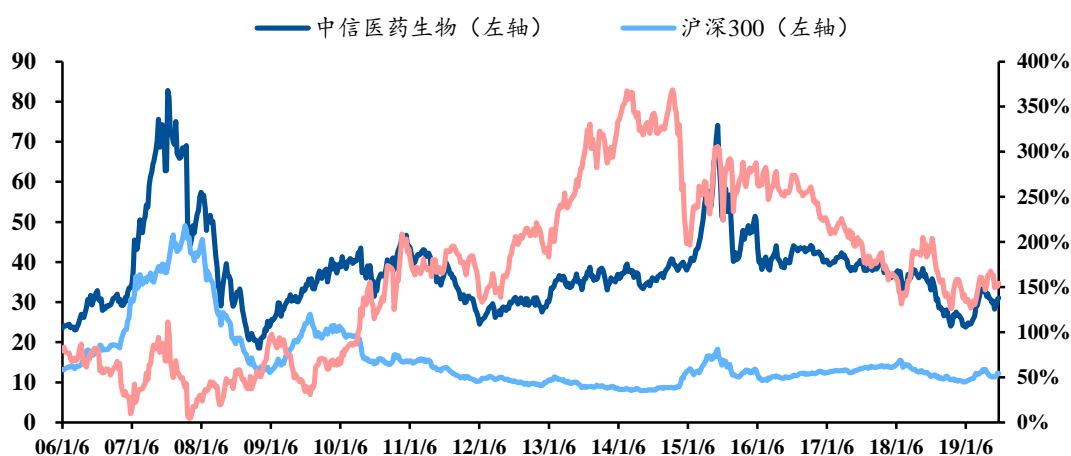
资料来源：Wind，民生证券研究院

截止 2019.6.28，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 31 倍，较前一

周提升 0.32，基本处于 2006 年以来的历史估值的中枢区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 154%，较前一周提升 3.52pct，显示在市场行情表现尚可的情况下，医药板块的关注度依然非常高，从历史情况看，处于 2011 年以来估值溢价率的较低位置。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策的力度较强，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响力不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段，短期估值溢价率处于相对较低的位置，是可以理解，我们更关注这个阶段新动能在左侧的配置价值。

图 5：2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况

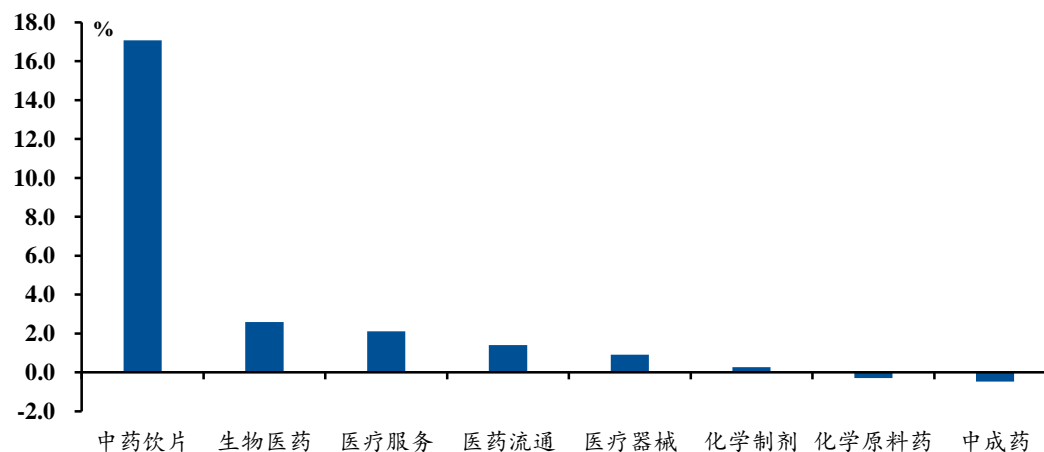


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情

分子板块看，上周医药各子板块涨跌分化，其中中药饮片涨幅最大，涨幅为 17.07%（康美药业），其他板块中生物医药和医疗服务分别上涨 2.59%、2.11%，其余板块均有增长。

图 6：上周医药子板块涨跌幅

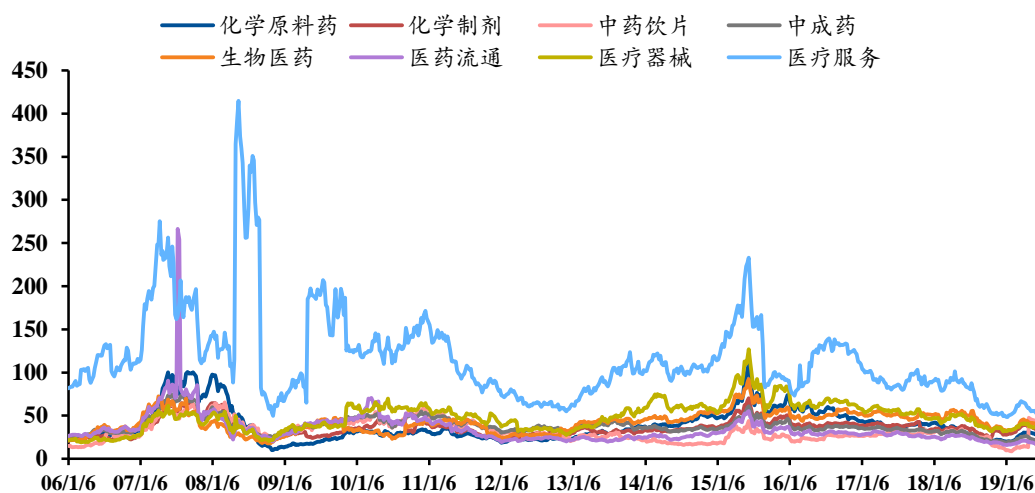


资料来源：Wind，民生证券研究院

市盈率方面，医疗服务、生物医药和医药器械板块居于前三位，分别为 58 倍、43 倍、39 倍，化学原料药 30 倍，化学制剂 37 倍，医药流通 18 倍，中成药 22 倍，中药饮片 45 倍（主要标的康美药业前期业绩调整导致估值较此前大幅提升）。

我们认为这也显示了当下集采逐步启动背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，在目前资金驱动的行情下，估值的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置。

图 7：2006 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1: 上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	错误!未定义书签。
图 2: 2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	错误!未定义书签。
图 3: 上周各大行业涨跌幅	错误!未定义书签。
图 4: 2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	错误!未定义书签。
图 5: 2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	错误!未定义书签。
图 6: 上周医药子板块涨跌幅	错误!未定义书签。
图 7: 2006 年以来医药子行业估值变化情况	错误!未定义书签。

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

徐默凡，

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。