

投资评级:中性(维持)

医药生物漫谈第九十期

医药生物

证券研究报告

行业周报

行业研究

财通证券研究所

浅谈带量采购对高值医疗耗材的影响

最近一年行业指数走势



联系信息

张文录

分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 《估值洼地已填平,长期慢牛下选择未来大方向将获得超额收益:医药生物漫谈第八十九期》 2019-07-29
- 《科创板开市,关注高性价比的南微医学和心脉医疗:医药生物漫谈八十八期》 2019-07-22
- 《介入器械行业深度报告(一):医药科创专题》 2019-07-22

医疗器械分为医疗设备、低值耗材、高值耗材(主要是植入性医疗器械)和体外诊断试剂等。医疗设备不会大规模带量采购,就像是手机,你不能说摄像头一样像素、内存和硬盘一样大小,就要求一个价格销售,无法标准化。低值耗材毛利率低,多数已经是靠规模致胜,至少厂家利润不高,生产厂商降价空间较小。高值医疗耗材和 IVD 毛利率高,中间渠道费用多,产品易于标准化,是带量采购能做到的。如果按照两票制的出厂价格测算,预计国内化药生物药主流企业的研发支出平均在 6-8%。主要费用是在 III 期临床,占到研发投入的约 50%,一般肿瘤、心脑血管和糖尿病等临床人数从大几百人到几千人不等,新药研发费用在 1-5 亿元之间。高值医疗耗材和 IVD 等临床要求低,一般几百例到上千例病人足矣,临床费用也相对较低,所以研发支出相对较低,上市公司主要高值医疗耗材公司的研发支出平均占营业收入的 6%,如果按照 25 扣率出货的话,那么按照终端销售价格测算,研发费用率只有 1.5%左右;IVD 主要上市公司的研发支出平均占营业收入的 12%,如果按照 33 扣率出厂价,研发费用率在 4%左右。所以相对化药和生物药企业,高值耗材和 IVD 显得“暴利”。按照市场的评价,安徽省骨科植入类产品国产平均降价 56%,进口降价 41%;江苏的冠脉支架等主要产品的降价幅度预计在 50%以上。对上市公司的影响路径是这样的,首先降价和零差率的带量采购政策受损的是医生、代理商和医院,灰色利益链被切断,用于生产厂商的出厂价原本较低,即使利润因此受损,用量能够弥补上来,实现以量补价。高值医疗耗材和 IVD 由于很难有核心专利保护,较为容易仿制。领先的厂商只有推出更快的升级换代产品,如乐普医疗的生物可吸收支架 NeoVas,或者通过并购等方式消灭竞争来实现业务稳定增长。高值耗材和 IVD 研发周期短,一般两年。中期来看是拼研发,谁能做出更好的产品,实现对低价产品的更新换代,将维持更好的效益。从未来半年的投资角度来看,高值耗材等公司受利空因素打压,估值难有上升,主要还是看利润增长。

风险提示:行业政策不确定性风险、创新药竞争加剧

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (08.02)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002675	东诚药业	97.63	12.17	0.35	0.49	0.63	34.77	24.84	19.32	买入
002773	康弘药业	295.08	33.70	1.17	1.53	2.00	28.80	22.03	16.85	买入
002223	鱼跃医疗	223.05	22.25	0.73	0.90	1.12	30.48	24.72	19.87	买入
300558	贝达药业	186.47	46.50	0.42	0.53	0.73	110.71	87.74	63.70	买入
300676	华大基因	246.86	61.70	1.11	1.35	1.66	55.59	45.70	37.17	增持
300595	欧普康视	150.93	37.37	0.96	1.38	1.94	38.93	27.08	19.26	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

内容目录

1、 浅谈带量采购对高值医疗耗材的影响	3
2、 本周市场回顾	3
2.1 医药生物行业一周表现	3
2.2 子行业及个股一周表现	4
2.3 行业估值变化	5
3、 重要报告摘要	6
3.1 事件点评：东诚药业(002675) 业绩略超预期，核药持续发力	6
3.2 事件点评：昭衍新药(603127) 股票激励计划推出，高增长可期	6
4、 周新闻资讯	7
5、 风险提示	7

图表目录

图 1：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较	4
图 2：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）	4
图 3：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）	5
图 4：2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）	6

表 1：重点公司投资评级	1
表 2：本周个股涨幅前十	5
表 3：本周个股跌幅前十	5

1、浅谈带量采购对高值医疗耗材的影响

医疗器械分为医疗设备、低值耗材、高值耗材（主要是植入性医疗器械）和体外诊断试剂等。医疗设备不会大规模带量采购，就像是手机，你不能说摄像头一样像素、内存和硬盘一样大小，就要求一个价格销售，无法标准化。低值耗材毛利率低，多数已经是靠规模致胜，至少厂家利润不高，生产厂商降价空间较小。高值医疗耗材和 IVD 毛利率高，中间渠道费用多，产品易于标准化，是带量采购能做到的。如果按照两票制的出厂价格测算，预计国内化药生物药主流企业的研发支出平均在 6-8%。主要费用是在 III 期临床，占到研发投入的约 50%，一般肿瘤、心脑血管和糖尿病等临床人数从大几百人到几千人不等，新药研发费用在 1-5 亿元之间。高值医疗耗材和 IVD 等临床要求低，一般几百例到上千例病人足矣，临床费用也相对较低，所以研发支出相对较低，上市公司主要高值医疗耗材公司的研发支出平均占营业收入的 6%，如果按照 25 扣率出货的话，那么按照终端销售价格测算，研发费用率只有 1.5% 左右；IVD 主要上市公司的研发支出平均占营业收入的 12%，如果按照 33 扣率出厂价，研发费用率在 4% 左右。所以相对化药和生物药企业，高值耗材和 IVD 显得“暴利”。按照市场的评价，安徽省骨科植入类产品国产平均降价 56%，进口降价 41%；江苏的冠脉支架等主要产品的降价幅度预计在 50% 以上。对上市公司的影响路径是这样的，首先降价和零差率的带量采购政策受损的是医生、代理商和医院，灰色利益链被切断，用于生产厂商的出厂价原本较低，即使利润因此受损，用量能够弥补上来，实现以量补价。高值医疗耗材和 IVD 由于很难有核心专利保护，较为容易仿制。领先的厂商只有推出更快的升级换代产品，如乐普医疗的生物可吸收支架 NeoVas，或者通过并购等方式消灭竞争来实现业务稳定增长。高值耗材和 IVD 研发周期短，一般两年。中期来看是拼研发，谁能做出更好的产品，实现对低价产品的更新换代，将维持更好的效益。从未来半年的投资角度来看，高值耗材等公司受利空因素打压，估值难有上升，主要还是看利润增长。

2、本周市场回顾

2.1 医药生物行业一周表现

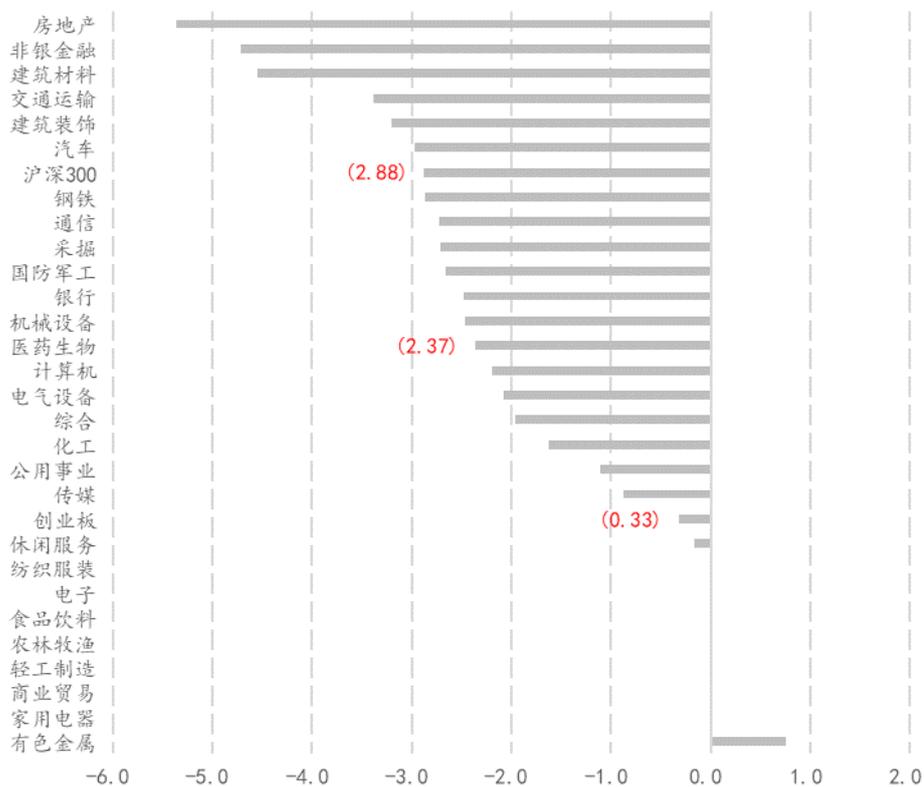
本周沪深 300 指数下降 2.88%、创业板指下降 0.33%。行业板块表现较差，房地产(-5.36%)，非银金融(-4.72%)，建筑材料(-4.55%)下跌较多，有色金属(+0.75%)有所上涨，医药生物(-2.37%)涨跌幅在 28 个子行业中排在第 16 位。

图 1：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较



数据来源：wind, 财通证券研究所

图 2：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）

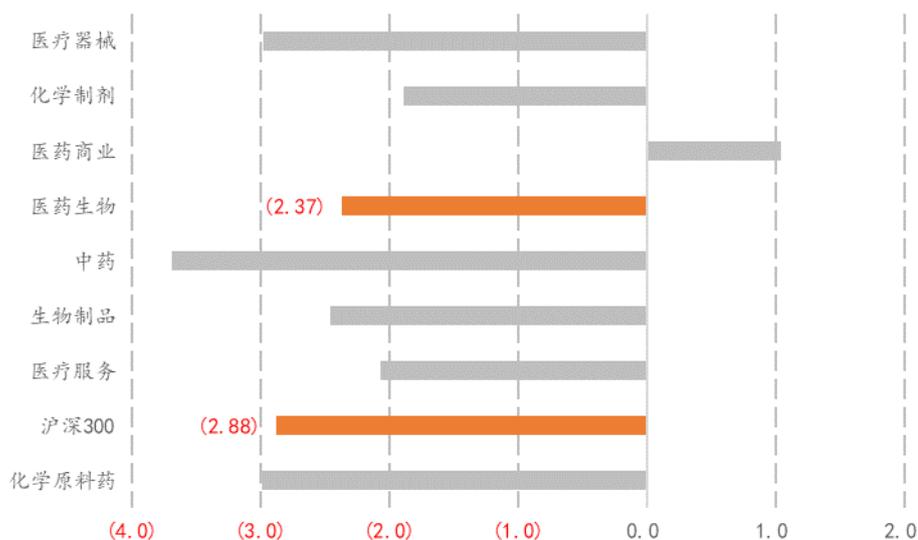


数据来源：wind, 财通证券研究所

2.2 子行业及个股一周表现

医药生物子行业各板块有所分化，医药商业(+1.03%)表现较好，中药(-3.69%)、化学原料药(-2.99%)、医疗器械(-2.98%)、生物制品(-2.46%)、医药生物(-2.37%)、医疗服务(-2.07%)、化学制剂(-1.89%)表现较差。

图 3：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind,财通证券研究所

个股方面，亚太药业（+17.02%）、老百姓（+16.05%）、博腾股份（+14.96%）涨幅居前；花园生物（-30.06%）、吉药控股（-26.49%）、辅仁药业（-26.10%）相对表现不佳。

表 2：本周个股涨幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
002370.SZ	亚太药业	17.02
603883.SH	老百姓	16.05
300363.SZ	博腾股份	14.96
300573.SZ	兴齐眼药	13.00
603233.SH	大参林	12.24
600645.SH	中源协和	10.74
603882.SH	金域医学	9.17
600671.SH	天目药业	8.92
000739.SZ	普洛药业	8.65
603987.SH	康德莱	7.19

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 3：本周个股跌幅前十

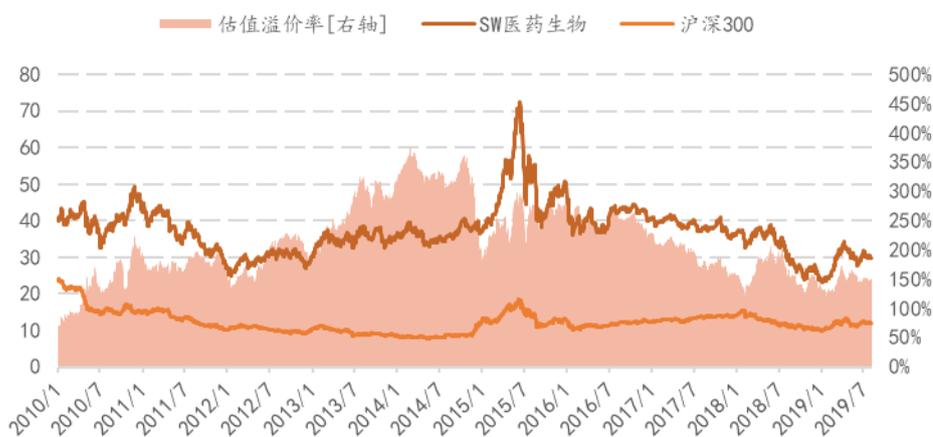
股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
300401.SZ	花园生物	-30.06
300108.SZ	吉药控股	-26.49
600781.SH	辅仁药业	-26.10
600090.SH	同济堂	-9.58
002923.SZ	润都股份	-9.15
002390.SZ	信邦制药	-9.12
002107.SZ	沃华医药	-8.93
002750.SZ	龙津药业	-8.83
600518.SH	ST康美	-8.72
603998.SH	方盛制药	-8.57

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 行业估值变化

上周医药生物板块估值为 29.9735，低于 2010 年至今估值均值 37.29。相对沪深 300 估值溢价率为 150.15%。

图 4：2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

3、重要报告摘要

3.1 事件点评：东诚药业(002675) 业绩略超预期，核药持续发力

● 整体业绩略超预期，核药营收增速高

营业收入 13.27 亿元 (+40%)，归母净利润 1.78 亿元 (+59%)，扣非后 1.88 亿元 (+58%)，经营性净现金流 2.59 亿元 (+48%)，EPS 0.22 元 (+40%)，ROE 4.19% (+0.41%)。其中，核药收入 5.13 亿 (+32%)，毛利率 83.78%，同比基本持平；核药占营收比重 39%。核药中，18F-FDG 为主的安迪科收入 1.67 亿元 (+40%)，净利润 6,013 万元 (+21%)，预计利润增速慢于营收增速的主要原因是新增核药房转固所致，一般盈亏平衡点在半年左右，目前安迪科核药房 GMP 证书由去年的 6 个增加到 11 个，发展迅猛。东诚云克收入 2.24 亿元 (+20%)，净利润 1.03 亿元 (+24%，并表 52%权益)，增速保持的主要原因在于深耕科室，原有的临床应用基础上，不断开展在疼痛科的循证医学研究，以指导和拓展临床用药。以钨标药和碘 125 籽源为主的东诚欣科收入 1.26 亿元 (+11%)，净利润 2546 万元 (+9%)。肝素与硫酸软骨素等原料药收入 5.29 亿 (+28%)，毛利率 27.08% (+5.53%)。那屈肝素钙制剂等收入 2.53 亿 (+79%)，占营收比重 19%，毛利率 83.97% (+5.50%)，增速主要原因是公司产品为粉针独家剂型，质量更稳定，医院终端增速更快。

● 云克注射液和 18F-FDG 将持续保持高速增长

云克与 FDG 将持续高增长。云克增长的动力，一在于类风湿领域比做成五年前的糖尿病，慢病、大病种、低渗透率、受益于医保等因素；二，长期临床用药证明了其安全性和有效性，具有药物经济学原理。这个领域的新药公司未来五年将诞生下一个“通化东宝”。国家对 PET-CT 等大型影像设备的放开，安迪科的 FDG 将迎来爆发式增长，主要得益于对肿瘤良恶性、术前分期进展评估和预后评估，预计静态 7 倍成长空间。核药房模式很难被复制，18F-FDG、钨标药等是仿制药，但需要核药房全国布点，强放射性药品对于工业园区的环保审批等要求非常严格，想大范围拿到全国布局很难；优秀的放射化学人才稀缺，想要做出高质量的核药不简单，复刻一个目前的东诚需要五到十年。

● 投资建议：

预计公司 2019-2020 年净利润 3.91/5.02 亿元，对应估值为 25/19 倍，按照分业务 PEG 估值法，给予 2018 年核药 40 倍 PE、其他 15 倍 PE，2019 市值目标 138 亿，目标价 17.2 元，“买入”评级。

● 风险提示：公司核药业绩低于预期，核药创新进展缓慢。

3.2 事件点评：昭衍新药(603127) 股票激励计划推出，高增长可期

● 公司 2019 年股票期权与限制性股票激励计划

激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，拟授予 124.9 万份股票期权，授予价格 48.11 元；拟授予 45 万股限制性股票，授予价格 24.06 元。本计划的激励对象共计 243 人，包括：董事和高管 5 人；核心技术（业务）骨干 238 人。人均授予股票期权 0.47 万

份, 人均授予限制性股票 0.33 万股, 可以同时获得期权和限制性股票。公司目前 817 人, 覆盖面较广, 达到 30% 左右。行权期 3 年, 三年行权期比例 50%、30%、30%。考核目标为 19、20、21 分别要求收入较 18 年增长 30%、69%、119.7%, 也可理解为每年增长 30%。我们认为公司这两年产能快速释放, 达到此目标压力不大。此次股权激励有利于进一步建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动高管及核心技术(业务)骨干的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起。

预计总摊销费用 1595 万, 19 年起未来四年分别为 371/864/281/78 万, 限制性股票, 预计今年影响净利润增速 3-4 个百分点, 明年影响净利润增速约 5 个百分点, 影响不大。

● 需求端景气度很高, 产能今明两年大幅释放

创新药新政后新药研发进入高速增长期。从公司订单来看, 订单明显大于营业收入。

2018 年中北京+苏州动物房约 18000 平方(不含检疫), 2018 年底苏州新增动物房约 10000 平, 另外检疫动物房 3000 平也会投入使用。预计新动物房两年产能利用率能够用满, 因此产能今明两年将得到大幅释放。未来如有需要产能可以进一步扩充。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.03/1.45/2.07 元, 对应 PE 为 48.5/34.6/24.2, 给予公司“买入”评级。

● 风险提示: 大型 CRO 进入竞争加剧

4、周新闻资讯

8 月 1 日, 国家药监局器审中心发布《免于进行临床试验医疗器械目录(2019 年修订征求意见稿)》, 共 996 种医疗器械和 420 种体外诊断试剂免于进行临床试验。和 2018 版相比, 2019 版《豁免目录(意见稿)》新增 142 种医疗器械和 27 种体外诊断试剂, 还对 19 种医疗器械扩大了豁免范围或对描述进行了修订, 新增的 142 种医疗器械包括 102 种 II 类和 40 种 III 类医疗器械。

7 月 31 日, 湖北省药监局发布了《关于开展冷藏冷冻药品储藏条件专项检查的通知》(以下简称《通知》)。即日起, 全省药店大检查, 为期一个月, 重点是药品流通环节储藏条件不规范的问题。同时, 药品购进和销售渠道、执业药师“挂证”、特殊药品销售管理等都要检查。

7 月 30 日, 国家药监局在其官网上公布了关于宣传贯彻《中华人民共和国疫苗管理法》的通知, 根据该通知, 各级药品监督管理部门要把宣传贯彻《疫苗管理法》列入当前重要工作议事日程, 针对疫苗监管特点, 加强领导, 明确任务, 落实责任, 周密部署, 制定工作实施方案, 建立相应的人员和财政经费投入保障机制。

7 月 30 日, 国家药监局官网发布了《病人、医护人员和器械用手术单、手术衣和洁净服 第 8 部分: 产品专用要求》等 24 项医疗器械行业标准的公告, 对医用防护帽、血管内超声诊断设备试验方法等作出了规定。

5、风险提示

市场剧烈波动风险; 新药上市不确定性风险

信息披露**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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。