

板块震荡，持续推荐“泛创新”板块投资机会

—医药周报 20191125

医药周报

2019年11月25日

报告摘要：

● 二级市场：板块震荡，持续推荐“泛创新”板块投资机会

上周医药板块下跌 2.05%，跑输沪深 300 指数 1.36 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名倒数第 2 位。2019 年以来，医药板块上涨 36.49%，沪深 300 指数上涨 27.88%，医药板块跑赢沪深 300 指数 8.61pct。

我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在 2020 年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

● 本周研究成果：持续推进在医疗器械、创新药以及CXO板块的深入研究

1) 发布《大浪淘沙——供需结合，搭建医疗器械研究框架》，从供需角度出发初步搭建医疗器械研究框架，为投资精选标的；2) 发布《PD-1 医保谈判，最终谁将入局》，详细推演 3 种较有可能出现的 PD-1 医保谈判结果；3) 发布《康龙化成：读 H 股招股书，2020-21 年盈利能力或再提升》，我们认为 2020 年对于产能利用率提升、新技术平台的拓展，可以进一步乐观一些。

● 短期继续关注高景气度板块和公司，中期看好产业升级过程中龙头企业

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、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英，建议关注恒瑞医药、海思科等；

2) 政策相对免疫、具备高壁垒和强消费属性板块和个股。推荐济川药业，推荐血制品华兰生物和天坛生物及疫苗板块的康泰生物；推荐关注其他消费属性的个股片仔癀、我武生物等。

3) 产业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，建议关注天宇股份、九洲药业、普洛药业等；仿制药关注有增量品种以及有原料药优势的企业，推荐京新药业，关注科伦药业和华东医药。

4) 商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业，推荐迈瑞医疗、凯普生物、金域医学，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

● 风险提示

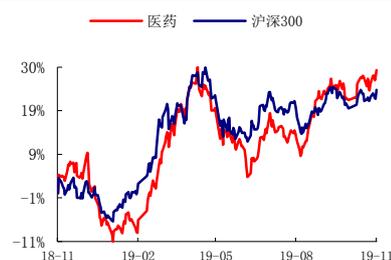
行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

| 重点公司 | 现价 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | 2019/11/22 | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 泰格医药 | 63.0 | 0.94 | 0.92 | 1.26 | 67 | 68 | 50 | 推荐 |
| 凯莱英 | 132.1 | 1.86 | 2.46 | 3.24 | 71 | 54 | 41 | 推荐 |
| 药明康德 | 91.2 | 1.94 | 1.38 | 1.76 | 47 | 66 | 52 | 推荐 |
| 华兰生物 | 35.1 | 1.23 | 1.02 | 1.21 | 29 | 34 | 29 | 推荐 |
| 康泰生物 | 82.5 | 0.68 | 0.87 | 1.21 | 121 | 95 | 68 | 谨慎推荐 |
| 天宇股份 | 41.3 | 0.90 | 3.16 | 3.18 | 46 | 13 | 13 | 推荐 |
| 康缘药业 | 14.9 | 0.70 | 0.88 | 1.09 | 21 | 17 | 14 | 推荐 |
| 迈瑞医疗 | 182.7 | 3.06 | 3.80 | 4.66 | 60 | 48 | 39 | 谨慎推荐 |
| 金域医学 | 52.8 | 0.51 | 0.87 | 1.12 | 104 | 61 | 47 | 谨慎推荐 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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：谭紫媚

执业证号：S0100119060028

电话：021-60876703

邮箱：tanzimei@mszq.com

相关研究

1. 行业动态报告:PD-1 医保谈判，最终谁将入局？

2. 大浪淘沙——供需结合，搭建医疗器械研究框架

目录

| | |
|--|----|
| 一、投资建议：板块震荡，持续推荐“泛创新”板块投资机会..... | 3 |
| 二、重点推荐行业和个股更新 | 4 |
| 1、大浪淘沙——供需结合，搭建医疗器械研究框架..... | 4 |
| 2、PD-1 医保谈判，最终谁将入局? | 5 |
| 3、康龙化成：读 H 股招股书，2020-21 年盈利能力或再提升..... | 6 |
| 三、行业热点新闻解读 | 7 |
| 1、美施贵宝并购案落定：相关协议获得新基公司许可 | 7 |
| 四、上周行情回顾 | 8 |
| 1、医药行业行情：板块短期受资金面影响，长期仍然建议关注“泛创新”板块..... | 8 |
| 2、医药子行业行情：板块震荡，静待医保谈判结果..... | 11 |
| 五、风险提示 | 12 |
| 插图目录 | 13 |

一、投资建议：板块震荡，持续推荐“泛创新”板块投资机会

二级市场层面：板块震荡，持续推荐“泛创新”板块投资机会。上周医药板块下跌 2.05%，跑输沪深 300 指数 1.36 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名倒数第 2 位。2019 年以来，医药板块上涨 36.49%，沪深 300 指数上涨 27.88%，医药板块跑赢沪深 300 指数 8.61pct。我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在 2020 年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.18-11.22）中药略有涨幅为 0.21%，其他板块均有不同程度的下跌，其中医药服务板块下跌最多为 5.58%。中药板块主要是天士力涨幅最大为 3.42%（股价触底反弹），医药服务板块的药明康德、泰格医药、康龙化成和医疗服务板块的爱尔眼科、通策医疗均有 6% 以上的下跌幅度，主要是因为短期股价震荡。我们认为在三季报披露后，景气度板块估值明显高企的背景下，非药板块、低估值成为资金选择的新方向，而即将公布的医保谈判结果也将对国内创新药及相关产业链带来影响，积极关注医保谈判结果带来的不同预期。

行业基本面：11 月 21 日，百时美施贵宝（BMS）宣布，已获得收购新基公司（Celgene）所需的所有政府监管机构的审批许可，且已于 2019 年 4 月 12 日获得双方股东的批准。至此，BMS 完成了以现金和股票作价合计 740 亿美元收购新基。

本周研究成果：1) 发布《大浪淘沙——供需结合，搭建医疗器械研究框架》，从供需角度出发初步搭建医疗器械研究框架，为投资精选标的；2) 发布《PD-1 医保谈判，最终谁将入局》，详细推演 3 种较有可能出现的 PD-1 医保谈判结果；3) 发布《康龙化成：读 H 股招股书，2020-21 年盈利能力或再提升》，我们强调持续看好公司能力边界持续突破的逻辑，认为在生物科学、CMC 等业务产能利用率持续提升的同时，2020 年对于产能利用率提升、新技术平台的拓展，可以进一步乐观一些。

投资建议：中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），推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英；从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于新能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

——政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，推荐济川药业、康泰生物、华兰生物、片仔癀、我武生物等。血制品行业渠道存货出清完毕处于历史正常偏低库存，批签发数据决定供给情况，1-9月份白蛋白批签发同比下降，供需存在缺口，出厂价有望上升或销售费用减少，景气度持续改善，关注华兰生物和天坛生物。康泰生物有望继续受益于三联苗供给短缺。

——商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业，推荐迈瑞医疗、凯普生物、金域医学，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

——创新药企业，建议关注恒瑞医药、复星医药、海思科等；

——产业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，建议关注天宇股份、九洲药业和普洛药业等；

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

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性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、大浪淘沙——供需结合，搭建医疗器械研究框架

医改背景下医疗器械不改快速发展趋势。带量集采启动、仿制药估值体系重构，即使有降价趋势蔓延的预期，基于器械产品非标准化、国产品牌仍未成熟的现状，医疗器械受影响程度还较小。分级诊疗打开基层空间、鼓励社会办医开辟民营医疗机构市场，共同刺激医疗器械需求，市场规模年均复合增速高达 22%，高于药品市场 14%。

进口替代仍为当前发展主要逻辑。我国器械企业自主创新意识不足，主要盘踞在中低端市场，高端器械领域仍是外资品牌的主场。药监局实施创新医疗器械特别审批，部分市县出台硬性指标鼓励使用国产器械，引导企业向高壁垒方向突破、逐步实现进口替代，为产业趋势指明方向。

供需结合探究细分市场研究价值。从行业增速看需求，从进口替代的空间和可能性看供给，结合政策影响与创新性分析各细分领域，建议关注高端设备、化学发光和分子诊断、以及具备技术特色的高值耗材领域。

本篇报告初步搭建医疗器械的研究框架，为投资精选标的。通过梳理上市公司代表性财务指标，初步判断其研发创新能力、经营情况、盈利能力，结合所处细分领域发展情况，建议

关注如下标的：

医用设备：迈瑞医疗、开立医疗研发创新实力凸显，彩超产品推陈出新、跻身高端领域，有望在进口替代浪潮下快速发展。

体外诊断：安图生物在化学发光领域的地位举足轻重，同时开辟流水线、微生物质谱新领域，持续高速增长可期；凯普生物深耕 HPV 领域、妇幼新品值得期待；艾德生物伴随诊断技术优势突出，有望不断创新、伫立技术尖端；万孚生物受益“基层+临床+胸痛中心”市场需求放量，增速维持在较高水平。

高值耗材：乐普医疗可降解支架获批、起搏器持续推广，看点颇多；健帆生物血液灌流器自成一派快速发展；欧普康视的角膜接触镜市场增速高、国产化率低，规模小空间大，可持续关注。

风险提示：行业政策变动风险；产品价格下降风险；研发进度、市场推广不及预期风险；商誉减值风险；产品质量风险。

2、PD-1 医保谈判，最终谁将入局？

我们根据医保局 3 种可能出现的立场，推演以下 3 种较有可能出现的 PD-1 医保谈判结果。

1) 4 种 PD-1 单抗均进入医保：这种情况的出现是以医保局对 PD-1 单抗纳入医保态度较为宽松为前提的。在参考了上一轮的降幅情况以及 PD-1 药物赠药方案后年治疗费用情况下，我们猜测这种情况下帕博利珠单抗、纳武利尤单抗、信迪利单抗和特瑞普利单抗最终谈判价格合理降幅在 54%-61%、60%-66%、47%-55% 和 52%-57%。

2) 1-2 种国产（特瑞普利+信迪利单抗）+1 种进口 PD-1 药物（帕博利珠单抗）进医保：这种情况以医保局对纳入 PD-1 药物进医保态度较为中性为前提。在此情形下，有较大概率会出现帕博利珠单抗和特瑞普利单抗（+信迪利单抗）进入医保的情况发生，帕博利珠单抗的降幅预计在 65%-75% 区间（对应 15-21w 年治疗费用），超出以上第一次报价预期。我们预计信迪利单抗降价幅度可能会略超我们前述第一次报价预期，特瑞普利单抗本身赠药后费用已经为最低，我们预计降价幅度在我们以上第一次报价预期区间。

3) 仅一种 PD-1 产品（信迪利单抗）进入医保：这种情形的出现是以医保局对纳入高价 PD-1 单抗药物态度较为谨慎为前提，PD-1 产品会面临第二次报价时大杀价。①我们预计帕博利珠不会出现极端杀价行为，主要考虑到伴随着后续新适应症陆续国内上市，若此次大降价其后续医保谈判续约仍面临降价压力。②特瑞普利单抗 2L 黑色素瘤有帕博利珠单抗竞争，且预计市场空间提升与大幅降价不一定成正比，大幅降价后对销售额影响也有限，因此我们并不认为特瑞普利单抗有更大的降价意愿。③我们认为面临肿瘤管线销售能力强的恒瑞医药及赠药方案后年治疗费用更低的卡瑞利珠单抗竞争，以及即将上市的临床效果更好的替雷利珠单抗竞争，信迪利单抗有可能会以大幅降价的姿态抢占进入医保的名额，谈判年治疗费用预计为 8-10 万（对应降幅 62%-70%）。

此次 PD-1 谈判结果对于医药投资的影响推演。我们总体的观点如下：①若 PD-1 单抗进入医保的降幅超出我们以上预期，可能会引起投资者对创新药尤其是赛道极其拥挤的 PD-1 产

品未来盈利能力的怀疑，从而不利于已入局者以及研发投入较大的 PD-1 厂商的未来发展；②若降幅低于我们预期甚至进入医保数量仅有一个，对 PD-1 厂商影响不大，因为从目前的四个已上市产品销量数据及 PD-1 领域未得到满足的临床需求状况来看，药企盈利能力是可以保证的。

投资建议：建议关注持续创新能力的头部公司 Biotech 及受益创新环境改善下的“卖水人”CXO，建议关注恒瑞医药、康弘药业、复星医药、信达生物、君实生物、泰格医药、药明康德等。

风险提示：创新药研发进程的不确定性风险、药品后续定价及医保政策不确定性的风险、竞争风险。

3、康龙化成：读 H 股招股书，2020-21 年盈利能力或再提升

一、H 股上市，能力边界突破的逻辑有望加速兑现

2019 年 11 月 14 日，公司发布 H 股招股书，招股价 34.5-39.5 港币，融资不超过 46.03 亿港元（未行使超配权）。这也是 A 股医药外包公司的第 3 家跨 A+H 布局（药明康德：A+H，泰格医药：控股子公司方达控股 H 股上市），我们认为这体现了在 A 股相对优势的估值比较下、国际化拓展必要性持续性提升的背景下，医药外包公司拓展融资渠道、加速国际化拓展、提升全球品牌地位的重要举措；而对于康龙化成，作为快速成长的全球临床前医药外包头部公司之一，公司 2015 年以来持续加速新业务平台、产能拓展，H 股上市更是彰显了这种加速布局的另一种融资尝试，我们强调持续看好公司能力边界持续突破的逻辑，我们认为在生物学、CMC 等业务产能利用率持续提升的同时，2020 年对于产能利用率提升、新技术平台的拓展，可以进一步乐观一些。

二、分析与判断

募集资金用于产能拓展和新技术平台收购或搭建，加速布局体现了对产业景气度和自身业务拓展能力的信心。此次港股上市募集资金约 40.65 亿港元（按招股书发行价中位数计算），主要用途包括：扩张中国实验室及生产设施的产能（30%）、支持美国及英国业务的进一步扩张（10%）、生物制剂医药研发服务平台（20%）、扩展临床开发服务实力及能力（15%）、收购潜在的美欧日中的医药 CRO 公司特别是临床开发及 CMC 服务（15%）、补充流动资金（10%）。结合公司业务的历史拓展进程，我们发现公司服务业务重横向拓展、轻纵向拓展，2015 年开始纵向拓展（DMPK、CMC、临床开发服务）加速，而 2018 年上市后在临床开发、CMC 产能拓展、大分子业务的拓展的计划及落地的举措进一步增加，同时我们也发现 2018 年年报及中报中也反复强调“协同”性，我们认为这体现了公司客户积累、业务一体化逐步进入质变的阶段，从放大自身优势、提升规模性等角度，公司有必要进一步提升一体化服务能力，同时把握大分子和小分子 CDMO 业务景气度窗口期实现跨越式发展，我们也乐于看到这种进程稳健推进过程中公司基本面的持续改善。

客户留存率 100%，80%的 CMC 服务来自自身药物发现客户，稳定的导流奠定业务拓展和规模性体现的基础。公司招股书显示，目前公司客户的留存率达到 100%，高于一般的医药外包公司水平，同时提到公司 80%的 CMC 业务来自“药物发现”客户，我们特别提示关注

CMC 业务主要是因为我们认为这是规模性业务和向 CMO 业务拓展的基础。2016-2019Q3 公司 CMC 业务的收入占比从 20.1% 提高到 23.1%，快速提升。最新的数据显示，2019Q1-Q3 CMC 业务的收入同比增速达到 50.9%，呈现明显加速的趋势，同时公司毛利率端的改善（由 2018 年的 32.3% 提高到 33.5%）也提示了增量业务（CMC、安评、临床开发）规模性逐步体现的进程。通过公司 FFS 模式占比提升的趋势（2019H1 占比达到 60%），也验证了增量业务的快速成长性，我们认为随着这种有规模性业务（效率提升带来毛利率改善空间）的快速增长，公司盈利能力有进一步提升的空间，考虑此次募集资金固定资产的建设周期和折旧节奏（主要集中在 2021 年之后），我们预计 2020-2021 年公司盈利能力仍然有提升空间。

服务产业链纵向拓展加速，我们认为有望提升投资者对于公司业务天花板认知。

我们认为上市以来公司重点在做的就是存量业务产能拓展和服务链的纵向拓展，这也为公司长期业务天花板的提升及协同效应的进一步增加奠定基础。①存量业务产能持续拓展。公司前三季度在宁波杭州湾三期生命科技园二期及天津三期工程持续投入，导致在建工程 1.33 亿元，同比增长 281%，我们认为这也体现了公司短中期在产能方面拓展的持续性（存量业务及 CDMO 业务）。②产业链纵向拓展力度加强。2019 年前三季度在资本开支方面除了在建工程外，就是在临床业务方面的股权拓展，相继投入 2.4 亿元，合并南京思睿（临床 CRO）、持股北京联斯达（SMO），我们认为这种服务产业链的纵深布局，体现了公司提升中长期业务天花板的战略意图，我们也将给予持续的跟踪关注。

三、投资建议：我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.74、1.04、1.44 元，按 2019 年 11 月 18 日收盘价对应 2019 年 74 倍 PE（2020 年 53 倍），参考可比公司估值，同时考虑公司增量业务对净利率拉动效应的兑现，我们维持“推荐”评级。

四、风险提示：业务布局加速带来的管理风险，订单短期波动，临床业务布局带来的管理挑战。

三、行业热点新闻解读

1、美施贵宝并购案落地：相关协议获得新基公司许可

事件

11 月 21 日，百时美施贵宝（BMS）宣布，已获得收购新基公司（Celgene）所需的所有政府监管机构的审批许可，且已于 2019 年 4 月 12 日获得双方股东的批准。至此，BMS 完成了以现金和股票作价合计 740 亿美元收购新基。

根据并购协议，完成收购新基成为 BMS 的全资子公司。并购条款规定，新基的股东根据已持有的股份，每 1.00 股将相应获得百时美施贵宝的 1.00 股普通股，以及 50.00 美元的无息现金，外加一份可交易的或有价值权（CVR）；或有价值权让新基股票持有者在收购计划顺利到达设定的注册里程碑时，可以获得 9.00 美元现金。新基的普通股已停止交易，新发行的百时美施贵宝股份，及或有价值权（证交所代号：BMYRT）将于 2019 年 11 月 21 日在纽约证券交易所开始交易。

点评

面对竞争日益激烈的生物制药市场，BMS 需要快速且优质地扩充产品线。其中 2009 年收购 Medarex 获得了两条重要产品线，发展至今成为 BMS 的重磅产品 Opdivo（抗 PD-1 单抗）和 Yervoy（抗 CTLA-4 单抗）。

此次收购新基，双方可进一步加强产品管线，但两家企业面临的局面仍然充满挑战：1) 对于 BMS 而言，Opdivo 和 Eliquis 在仍为支柱品种，但增长出现放缓。2) 新基最畅销的抗癌药来那度胺将在 2022 年后迎来“专利悬崖”，而多发性硬化药物 Ozanimod 在代谢产物未严格鉴定的情况下向 FDA 申请上市被拒，目前尚未有能填补来那度胺专利到期后巨大空缺的新产品。

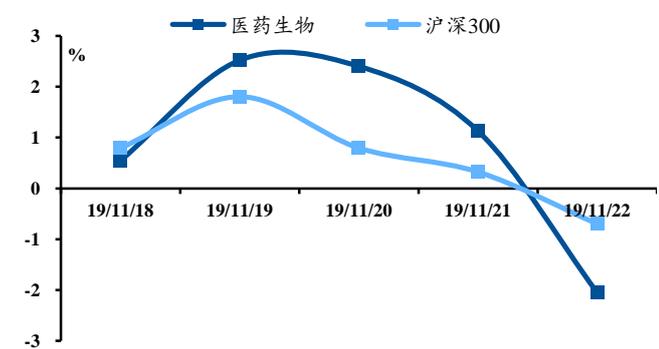
四、上周行情回顾

1、医药行业行情：板块短期受资金面影响，长期仍然建议关注“泛创新”板块

上周医药板块下跌 2.05%，跑输沪深 300 指数 1.36 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名倒数第 2 位。2019 年以来，医药板块上涨 36.49%，沪深 300 指数上涨 27.88%，医药板块跑赢沪深 300 指数 8.61pct。

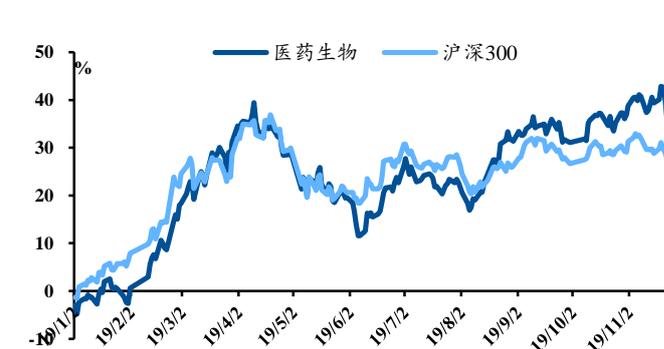
从年初以来的板块表现看，医药板块整体涨幅在食品饮料、电子、农林牧渔、家电、计算机等板块之后。结合板块内公司分化表现，我们认为这也显示了在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下，医药板块的防御性属性降低，但自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域。我们认为对于受政策影响比较大的板块估值基本压制在低位、但是景气度较高的细分领域以及小市值公司的短期因素（比如医保目录调整、带量采购扩面以及医保谈判可能受益企业等）成为短期板块表现最主要的驱动因素，我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在 2020 年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



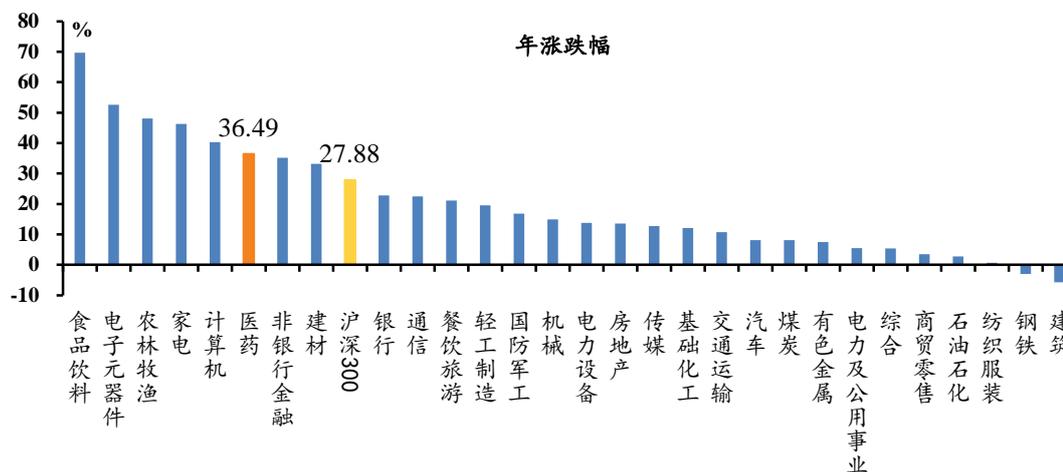
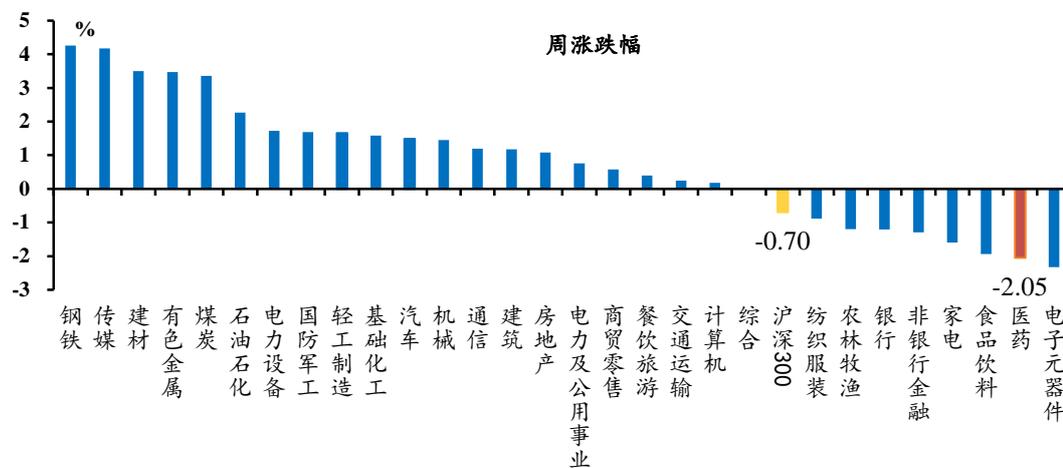
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

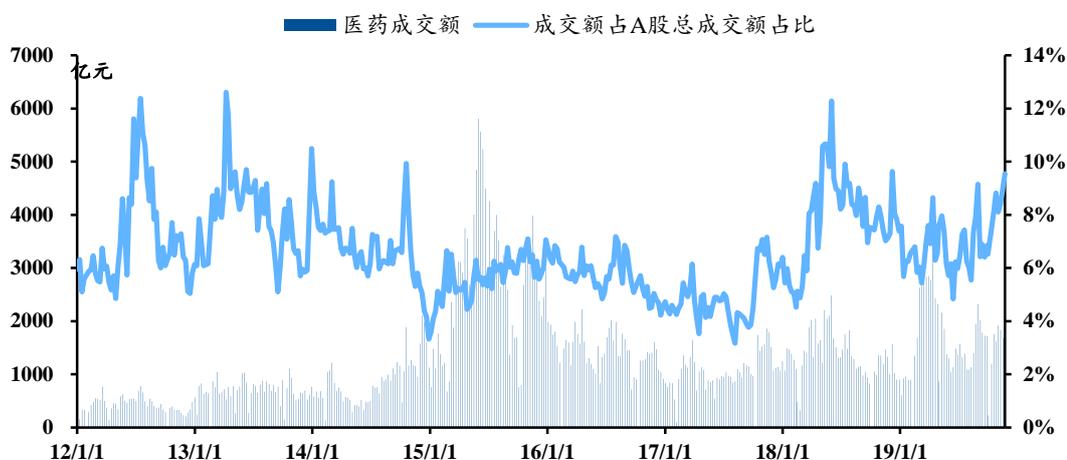
图 3：上周各大行业涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药行业成交额为 1921 亿元，成交额占市场总成交额的 9.54%，比上周显著提升。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偏上的位置，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 4：2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

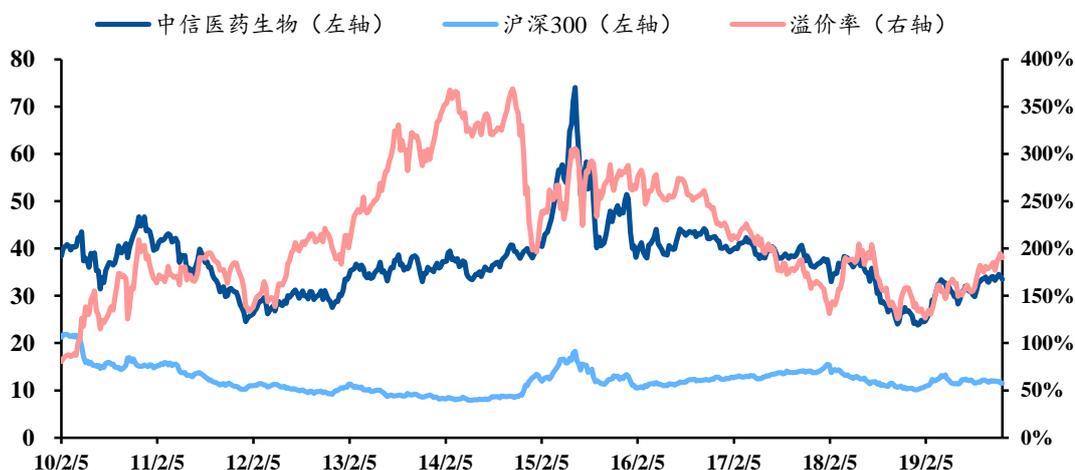


资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块相对沪深 300 溢价率较上周有所回落。截止 2019.11.22，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33 倍，比上周显著下降，基本处于 2010 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 190%，比上周降 5 个百分点，接近 2018 年 5 月份的水平，显示医药板块的关注度仍较高，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 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析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，是可以理解的，我们更关注这个阶段新动能在左侧的配置价值。再次强调我们之前深度报告中提到的市场化、全球化的选股思路，建议关注创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域商业模式的创新。

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



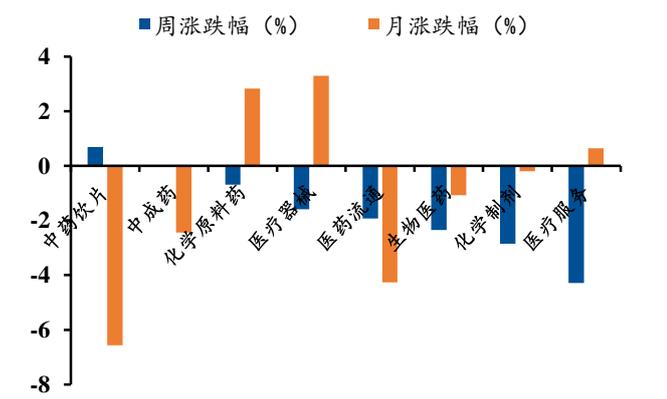
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、医药子行业行情：板块震荡，静待医保谈判结果

根据 wind 中信医药分类看，上周**中药饮片**板块涨幅最大为 0.69%，其次是**中成药**板块，涨幅 0.03%，其他子版块均出现不同程度下跌，其中**医疗服务**跌幅最大为 4.29%。根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.18-11.22）**中药**略有涨幅为 0.21%，其他板块均有不同程度的下跌，其中**医药服务**板块下跌最多为 5.58%。**中药**板块主要是**天士力**涨幅最大为 3.42%（股价触底反弹），**医药服务**板块的**药明康德**、**泰格医药**、**康龙化成**和**医疗服务**板块的**爱尔眼科**、**通策医疗**均有 6% 以上的下跌幅度，主要是因为前期股价上涨较快、短期回调。

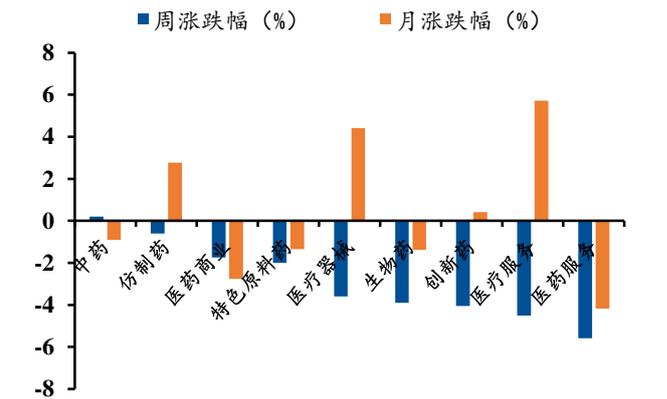
我们认为在三季报披露后，景气度板块估值明显高企的背景下，非药板块、低估值成为资金选择的新方向，而即将公布的**医保谈判**结果也将对国内**创新药**及相关产业链带来影响，积极关注**医保谈判**结果带来的不同预期。我们持续推荐具有长期成长性的**创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药**及**非药领域具有商业模式创新的企业**。

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

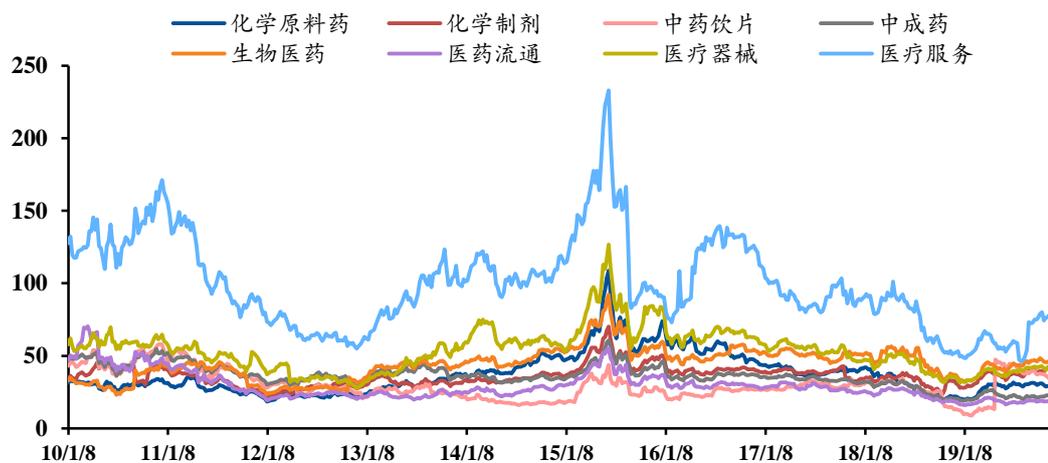
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

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 75 倍、44 倍、41 倍，**化学制剂** 40.5 倍，**中药饮片** 34 倍，**化学原料药** 29 倍，**中成药** 22 倍，**医药流通** 18 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，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市下，估值波动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，顺延产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 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 | 8 |
| 图 2: 2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 | 8 |
| 图 3: 上周各大行业涨跌幅 | 9 |
| 图 4: 2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 | 10 |
| 图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 | 10 |
| 图 6: 上周医药子板块涨跌幅（中信） | 11 |
| 图 7: 上周医药子板块涨跌幅（民生医药） | 11 |
| 图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况 | 11 |

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。

谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

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。