

# 医改政策引导行业变革，创新药迎来发展机遇

## 医药行业 2020 年投资策略

分析日期 2019年11月15日

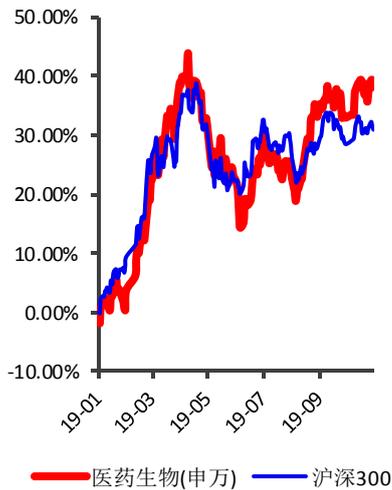
**行业评级： 标配(40)**
**证券分析师： 胡斯佳**

执业证书编号：S0630518010001

电话：20333449

邮箱：husj@longone.com.cn

### 行业走势图



### 相关研究报告

### ◎ 投资要点：

◆ **医药板块跑赢大盘。**截至10月31日，沪深300指数上涨29.10%。医药板块经历2019年上半年的调整后，医药板块上涨34.32%，小幅跑赢大盘5.22个百分点，位居28个一级行业涨幅第七位。

◆ **医药生物板块业绩增速放缓。**根据医药生物（申万）个股三季度数据显示，2019年三季度，医药板块实现主营业务收入同比增长14.81%，增速较上年同期减少了7.07个百分点；净利润同比增长4.93%，增速较上年同期减少了4.66个百分点。结合近五年的数据来看，医药生物板块业绩增速明显放缓。

◆ **创新药迎来机遇。**中国医药市场在全世界占第二位，但是创新药的数目只有全球的6%，与发达国家差距在10倍以上。需求端医保政策倾斜及终端支付能力不断提高，供给端政策、人才等将推动国产创新药进入黄金收获期，产业上下游水平同提升，我国医药创新迎来机遇期。根据有关数据显示，从2007年到2019上半年，申报创新药临床试验或生产的国内企业达700家，创新药品种数百个。与此同时，国产创新药市场容量也在不断扩大。近6年，创新药复合增长率高达27%。2018年，创新药国内销售总额超过110亿元。

◆ **医改政策引导行业变革，助推创新药发展。**国家实行了一系列医改政策，旨在达到惠民医疗、降价控费等目的，这些政策也助推了创新药的发展。这些政策为药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价、“4+7”带量采购。

◆ **投资策略：**医改是医药行业重要的影响因素，国家实行了一系列的政策促进行业变革达到医改目的，无论是药品优先审评政策，还是医保目录准入谈判降价和“4+7”带量采购都是为了惠民医疗和降价控费。我们认为随着医改政策的实施，仿制药的市场空间将会不断被压缩，处在市场份额较小的创新药将迎来更多的市场机遇，国家对于创新药的扶持越来越多，创新药发展趋势越发明确。我们建议关注以创新药为主导的龙头企业，龙头企业抗风险性较强，有着较强的市场优势，推荐关注恒瑞医药、复星医药。

◆ **风险因素：**外围市场扰动风险；政策推进不及预期；业绩不达预期等。

## 正文目录

<b>1. 医药板块市场表现回顾</b>	<b>4</b>
1.1. 医药板块跑赢大盘	4
1.2. 医疗服务和化学制药板块领涨	4
1.3. 医药涨跌前十个股	6
1.4. 估值情况	6
1.5. 医药生物（申万）板块业绩分析	7
1.6. 医药子板块业绩分析	8
<b>2. 行业分析</b>	<b>9</b>
2.1. 生物医药行业情况	9
2.2. 创新药迎来发展机遇	11
2.3. 医改政策引导行业变革	15
2.3.1. 药品优先审评政策	15
2.3.2. 医保目录准入谈判降价	17
2.3.3. “4+7”带量采购	18
<b>3. 投资策略</b>	<b>19</b>
3.1. 标的介绍	19
3.1.1. 恒瑞医药【600276.SH】	19
3.1.2. 复星医药【600196.SH】	19
<b>4. 风险因素</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1 2019 年一级行业涨跌幅排名	4
图 2 2019 年医药各子板块市场表现	4
图 3 化学药板块指数走势（%，百万元）	5
图 4 生物药板块指数走势（%，百万元）	5
图 5 医疗器械板块指数走势（%，百万元）	5
图 6 医疗服务板块指数走势（%，百万元）	5
图 7 中药板块指数走势（%，百万元）	5
图 8 医药商业板块指数走势（%，百万元）	5
图 9 2019 年一级行业估值水平排名	6
图 10 过去十年间医药板块估值溢价情况	7
图 11 2019 年医药各子板块估值（截至 10 月 31 日）	7
图 12 近年来医药行业营收及利润变化情况	8
图 13 医药各子行业 2019 年三季度净利润增速（%）情况	8
图 14 2013-2018 中国生物医药企业个数	9
图 15 2012-2018 中国生物医药市场规模（亿元）	9
图 16 2016 年生物医药细分领域占比分析（单位：%）	10
图 17 60 岁以上人口数量（亿）	10
图 18 健康产业规模（万亿）	11
图 19 2016-2018 年中国创新药获批情况	11
图 20 2014-2018 年国产 1 类创新药申报情况（按品种计）	12
图 21 不同年代创新药不同研发阶段投入（百万美元）	12
图 22 不同年代新药研发成功率	13
图 23 2015-2018 国内原研药、外企原研药和仿制药研发增速	13
图 24 世界年平均首创新药获批数量	14

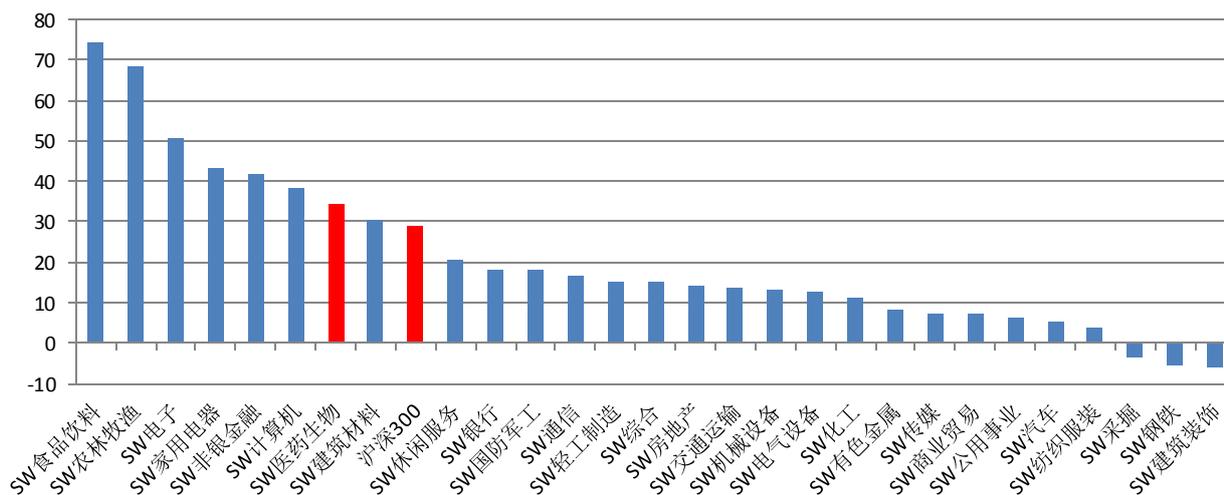
图 25 临床试验中位数时长（年） .....	14
图 26 各疾病领域新药研发成功率 .....	15
图 27 2016-2019 年 H1 新纳入药品优先审评数量（个） .....	16
图 28 2016—2019 年 H1 不同药品类型申请数量分布 .....	16
图 29 国家医保目录创新药占比（%） .....	17
表 1 2019 年医药板块涨跌前十个股 .....	6

## 1. 医药板块市场表现回顾

### 1.1. 医药板块跑赢大盘

截至10月31日，沪深300指数上涨29.10%。医药板块经历2019年上半年的调整后，医药板块上涨34.32%，小幅跑赢大盘5.22个百分点，位居28个一级行业涨幅第七位。

图1 2019年一级行业涨跌幅排名

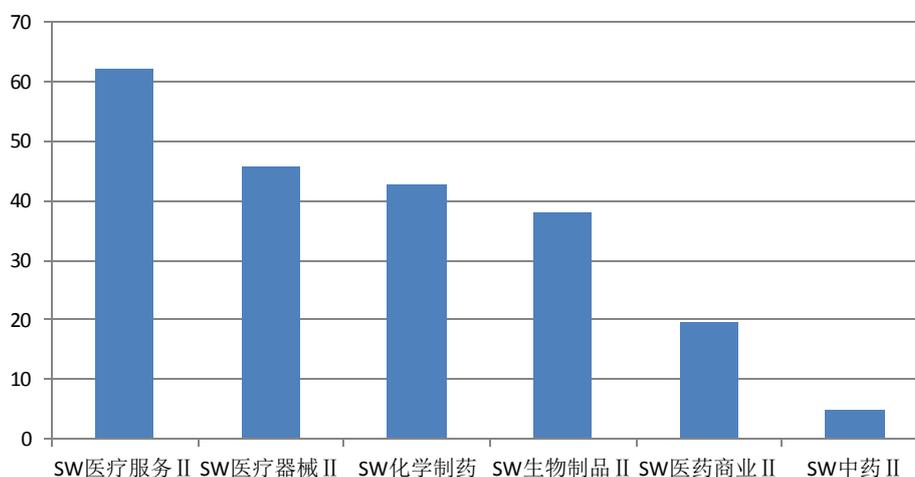


资料来源：Wind，东海证券研究所 注：截至2019年10月31日数据

### 1.2. 医疗服务和化学制药板块领涨

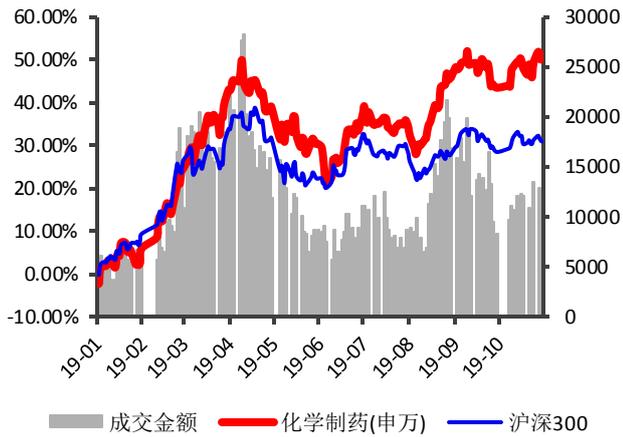
截至10月31日，在六大子板块普涨行情下，医疗服务和医药器械板块领涨，涨幅分别为62.20%和45.83%；化学制药、生物制品和医药商业板块涨幅居中，分别上涨42.64%、38.12%和19.70%。相对而言，中药板块表现弱势，涨幅为4.75%。

图2 2019年医药各子板块市场表现



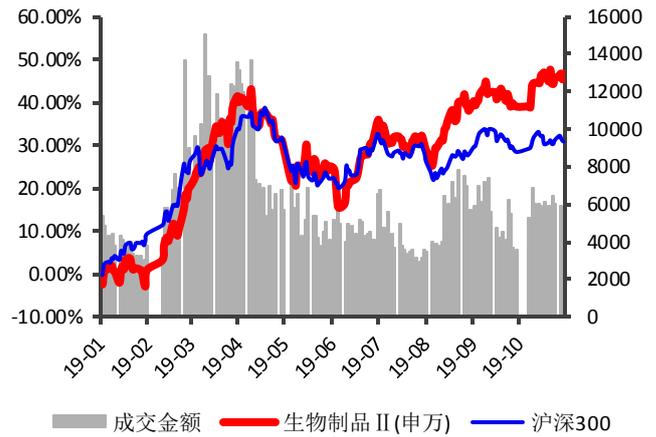
资料来源：Wind，东海证券研究所 注：截至2019年10月31日数据

图3 化学药板块指数走势(%, 百万元)



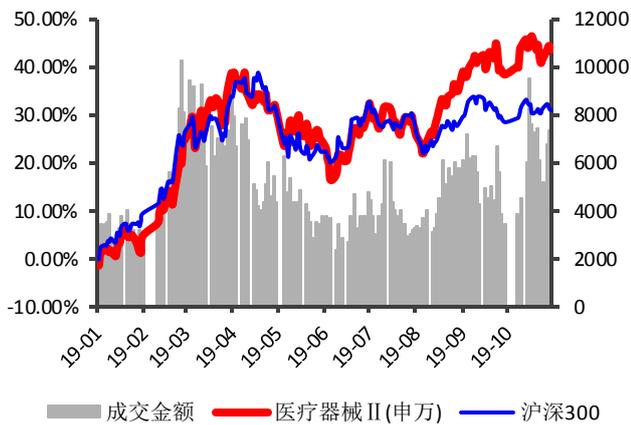
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 生物药板块指数走势(%, 百万元)



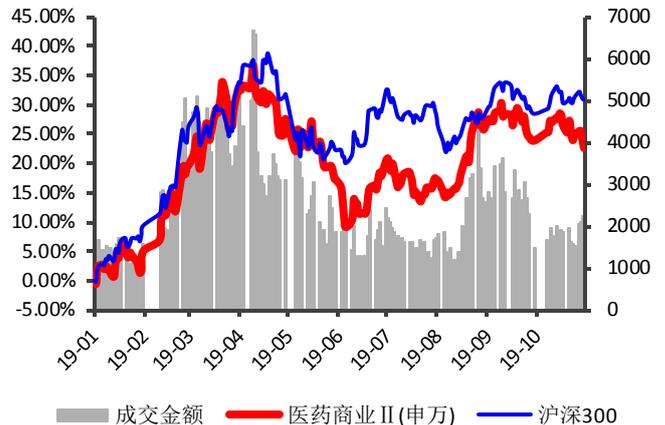
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 医疗器械板块指数走势(%, 百万元)



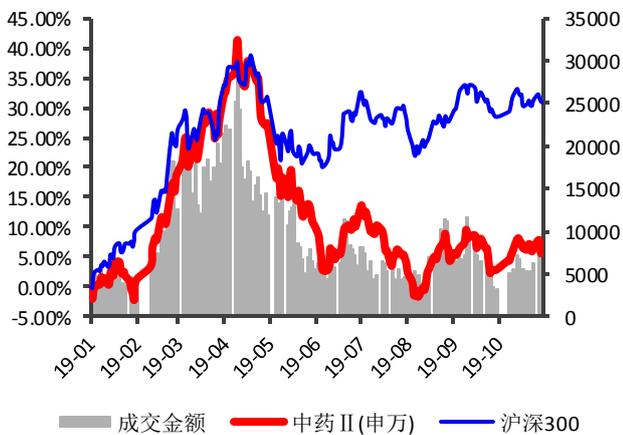
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 医疗服务板块指数走势(%, 百万元)



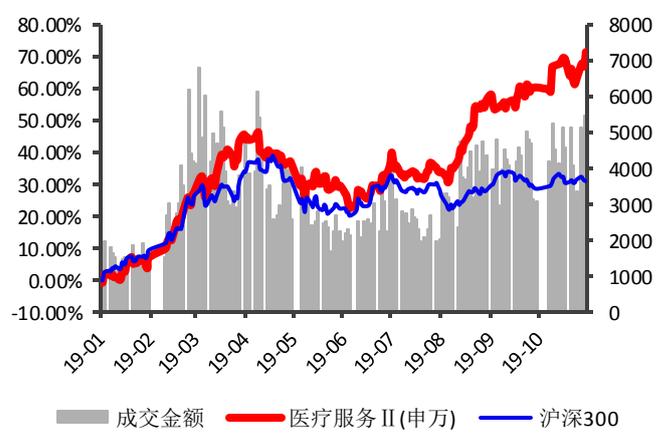
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 中药板块指数走势(%, 百万元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 医药商业板块指数走势(%, 百万元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 1.3.医药涨跌前十个股

年初至今，涨幅榜中，兴齐眼药、康龙化成、济民制药、健友股份和长春高新，分别大幅上涨 417.65%、409.42%、274.11%、189.95%和 160.82%。跌幅榜前五个股分别是长生退 (-89.09%)、ST 康美 (-59.27%)、亚太药业 (-58.74%)、ST 辅仁 (-56.68%) 和宜华健康 (-52.75%)，主要受业绩大幅下滑所致以及“黑天鹅”事件的冲击。

表 1 2019 年医药板块涨跌前十个股

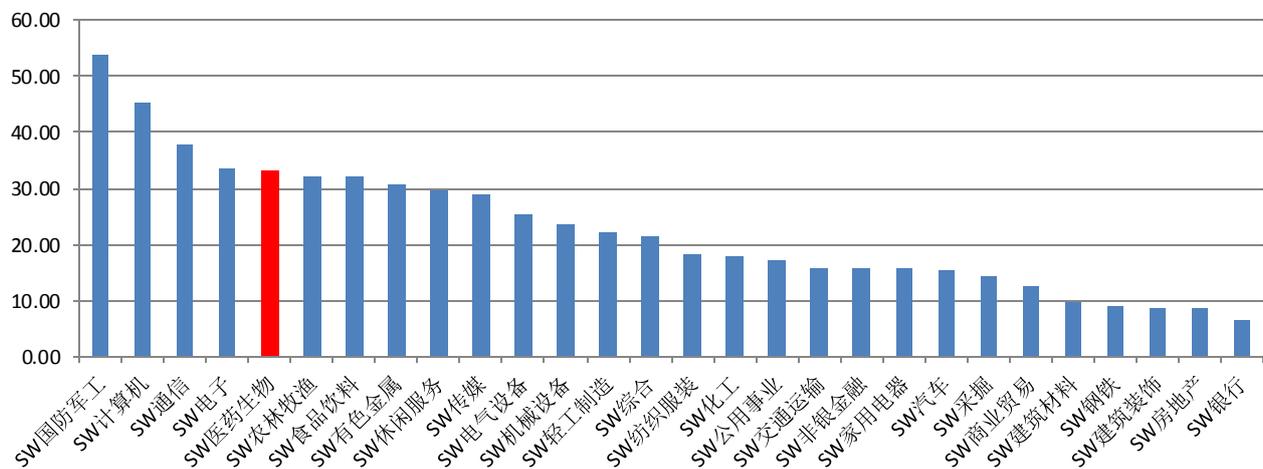
涨幅居前十个股				跌幅居前十个股			
排名	证券代码	证券简称	区间涨幅 (%)	排名	证券代码	证券简称	区间跌幅 (%)
1	300573.SZ	兴齐眼药	417.65	1	002680.SZ	长生退	-89.09
2	300759.SZ	康龙化成	409.42	2	600518.SH	ST 康美	-59.27
3	603222.SH	济民制药	274.11	3	002370.SZ	亚太药业	-58.74
4	603707.SH	健友股份	189.95	4	600781.SH	ST 辅仁	-56.68
5	000661.SZ	长春高新	160.82	5	000150.SZ	宜华健康	-52.75
6	300601.SZ	康泰生物	143.20	6	688321.SH	微芯生物	-46.75
7	603520.SH	司太立	140.86	7	002872.SZ	*ST 天圣	-44.04
8	300347.SZ	泰格医药	140.59	8	300199.SZ	翰宇药业	-36.72
9	603882.SH	金域医学	139.60	9	688068.SH	热景生物	-29.96
10	002750.SZ	龙津药业	138.93	10	002219.SZ	恒康医疗	-27.33

资料来源：Wind，东海证券研究所 注：截至 2019 年 10 月 31 日数据

### 1.4.估值情况

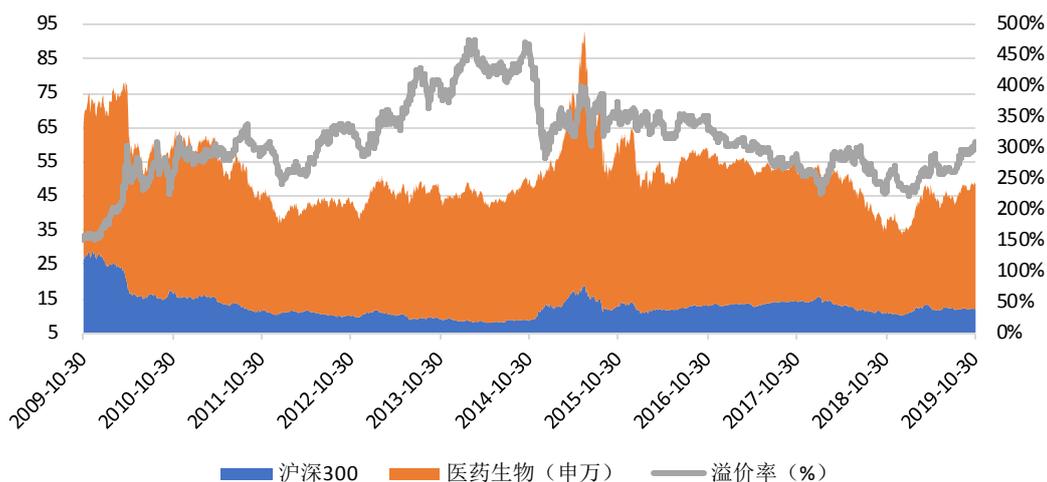
截至 10 月 31 日，医药板块整体估值 (TTM 整体法，剔除负值) 为 33.30 倍，在 28 个一级行业中处于中等偏上的水平。溢价率方面，医药板块相对于沪深 300 指数的估值溢价率回升至 309%。年初以来，医药板块顺势上涨致使其估值溢价率呈现震荡上行走势，逼近十年间 312%的历史均值，目前估值仍处于历史中下水平。

图 9 2019 年一级行业估值水平排名



资料来源：Wind，东海证券研究所 注：截至 2019 年 10 月 31 日数据

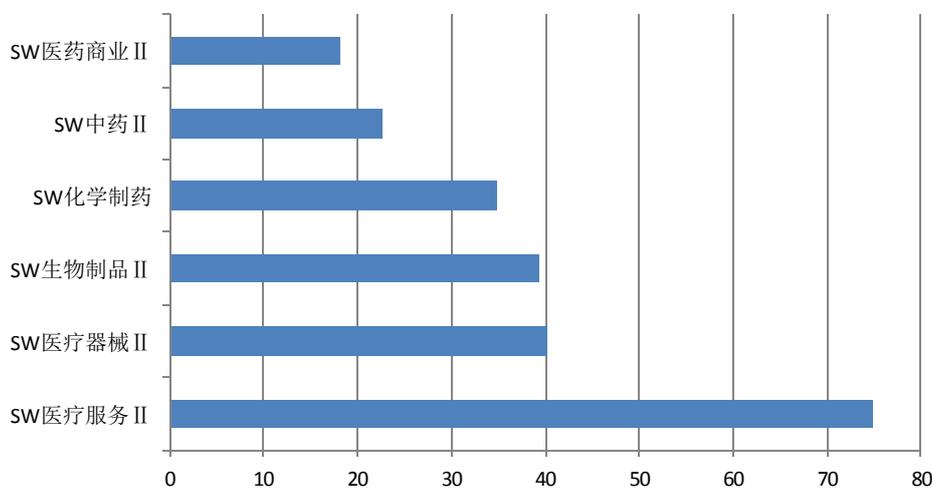
图 10 过去十年间医药板块估值溢价情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

子板块方面，医药商业、中药以及化学制药板块估值较低，PE 分别为 18.19 和 22.55、34.91 倍。生物制品、医疗器械和医疗服务板块估值较高，PE 分别为 39.24、40.26、74.82 倍。

图 11 2019 年医药各子板块估值（截至 10 月 31 日）

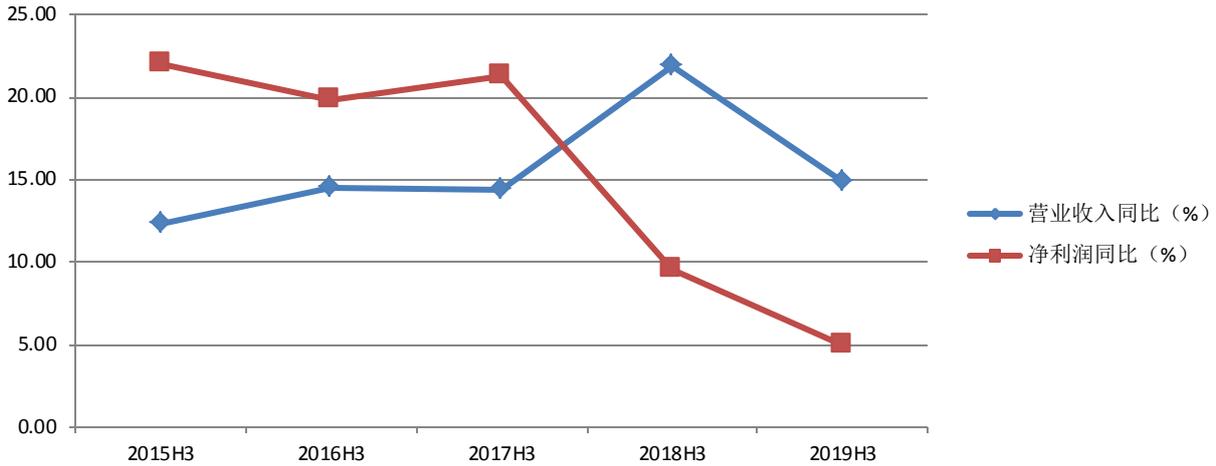


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.5. 医药生物（申万）板块业绩分析

根据医药生物（申万）个股三季报数据显示，2019 年三季度，医药板块实现主营业务收入同比增长 14.81%，增速较上年同期减少了 7.07 个百分点；净利润同比增长 4.93%，增速较上年同期减少了 4.66 个百分点。结合近五年的数据来看，医药生物板块业绩增速明显放缓。

图 12 近年来医药行业营收及利润变化情况

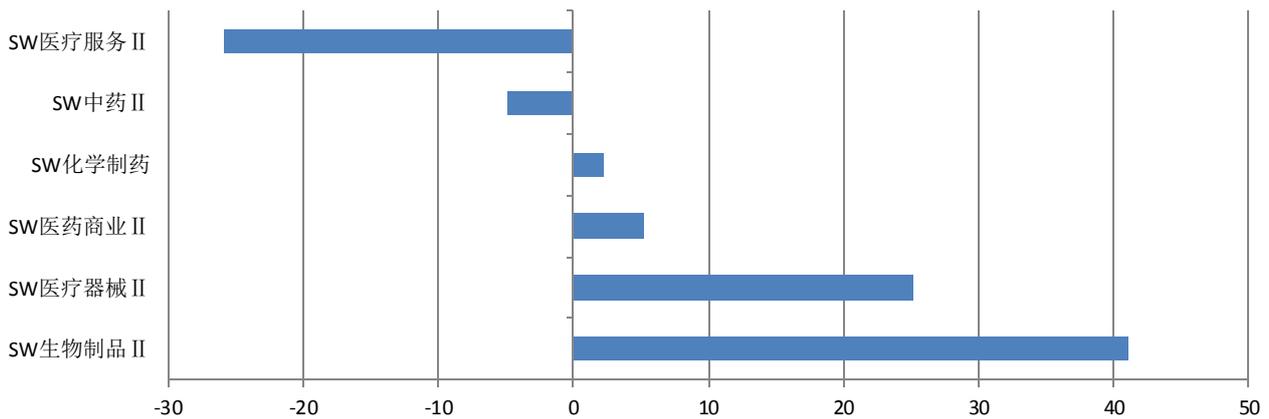


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.6. 医药子板块业绩分析

分子行业来看，随着国家鼓励大力发展高端医疗器械，促使国产器械不断升级，部分产品媲美进口产品，进口替代逐渐落实，更多企业通过自主研发、外延并购等方式从而降低成本提升自身综合竞争力，医疗器械行业有望持续景气，2019年三季度医疗器械板块净利润增速上涨至25.13%。自2017年以来疫苗行业持续景气，生物制品板块业绩实现大幅增长，2019年第三季度净利润增速达41.16%。受到两票制、控费、辅助用药控制等行业政策的负面影响，医疗商业和化学制药板块仅保持平稳增长，2019年三季度净利润增速分别为5.19%和2.21%。医疗服务和中医净利润出现明显下滑，2019年三季度净利润增速分别下降25.83%、4.93%。

图 13 医药各子行业 2019 年三季度净利润增速 (%) 情况



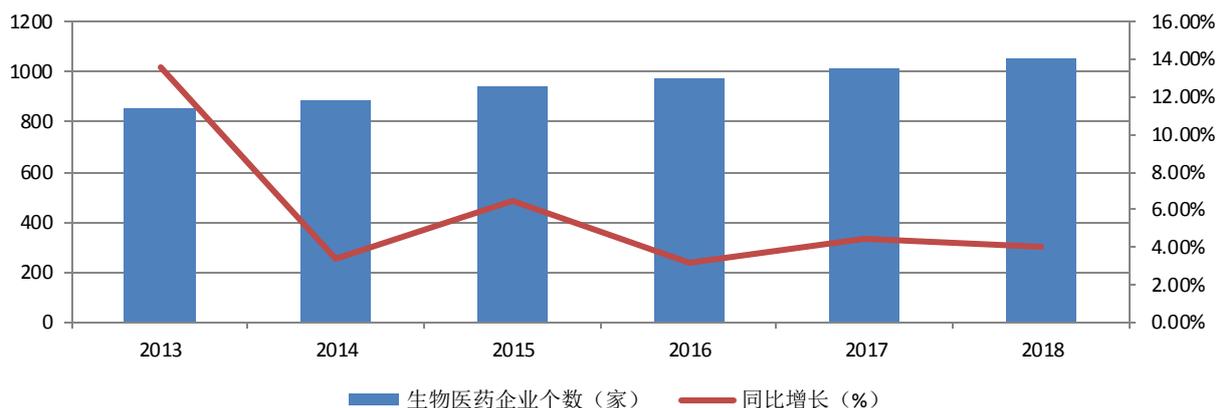
资料来源：Wind，东海证券研究所 注：截至2019年10月31日数据

## 2. 行业分析

### 2.1. 生物医药行业情况

根据国家统计局的数据，2012-2018年，我国生物医药行业企业个数处于不断上升的趋势，增速自2014年呈平稳波动态势。2018年，中国生物医药行业企业个数达到1055家，较上年同比增加4.01%。

图 14 2013-2018 中国生物医药企业个数



资料来源：永赢新三板，国家统计局，东海证券研究所

根据国家统计局的数据，2012-2018年我国生物医药行业市场规模呈不断上涨趋势，增速有缓慢下降的趋势。其中，2018年生物医药行业市场规模为3554亿元，同比增长4%。

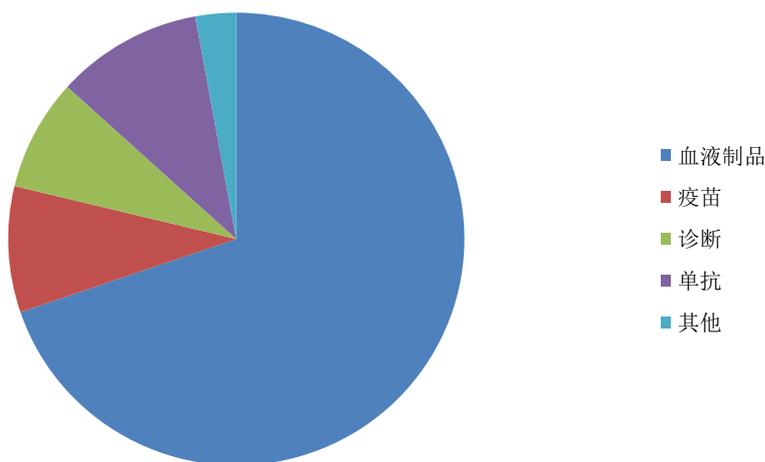
图 15 2012-2018 中国生物医药市场规模 (亿元)



资料来源：永赢新三板，国家统计局，东海证券研究所

生物医药主要包含血液制品、疫苗、诊断、单抗等医药业的发展。据智研咨询统计2016年，我国血液制品行业销售收入为296.93亿元，占比9%，而诊断和疫苗的占比规模分别为10.39%和7.97%。

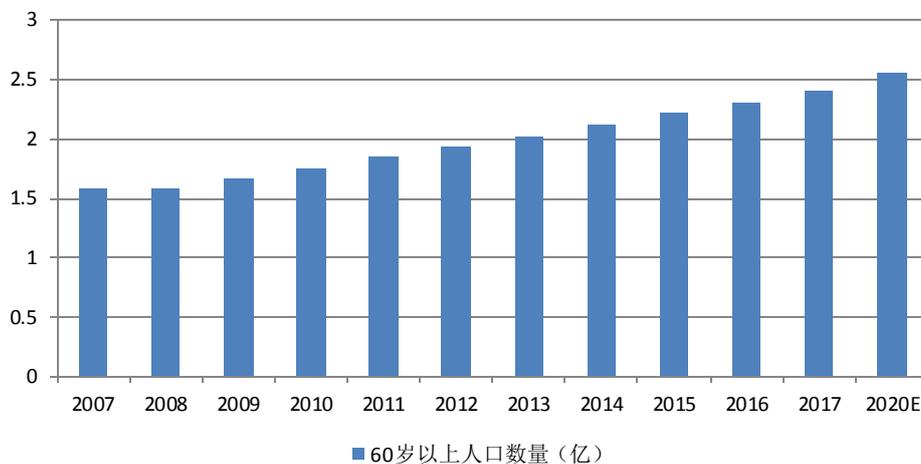
图 16 2016 年生物医药细分领域占比分析 (单位: %)



资料来源: 智研咨询, 东海证券研究所

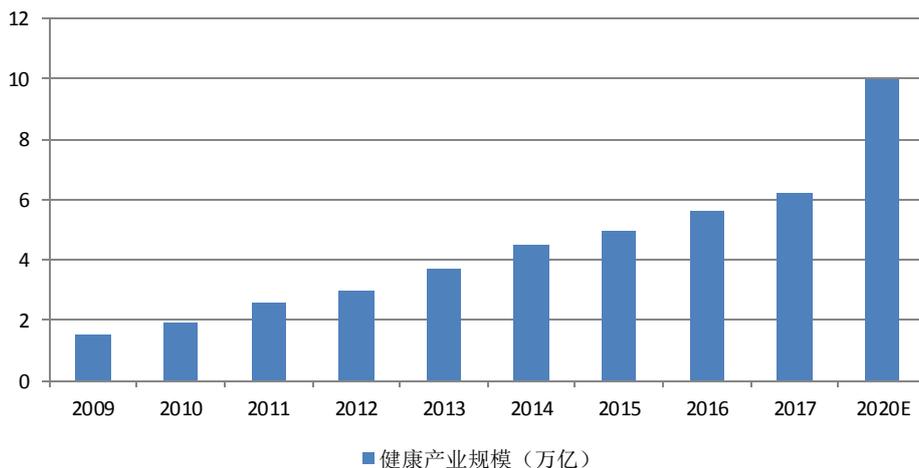
国内老龄化逐年递增, 据智研咨询统计 2017 年 60 岁以上人口数量为 2.4 亿人, 预计 2020 年将达到 2.55 亿人。国内老龄化程度加深, 助推了国内大健康产业的发展。2017 年国内大健康产业的产值规模约为 6.2 万亿元, 预计到 2020 年, 国内大健康产业规模将达到 10 万亿元, 复合增长率为 20%。生物医药行业将因此受益, 市场潜力大。

图 17 60 岁以上人口数量 (亿)



资料来源: 会会药咖, 漫投简史, 智研咨询, 东海证券研究所

图 18 健康产业规模 (万亿)



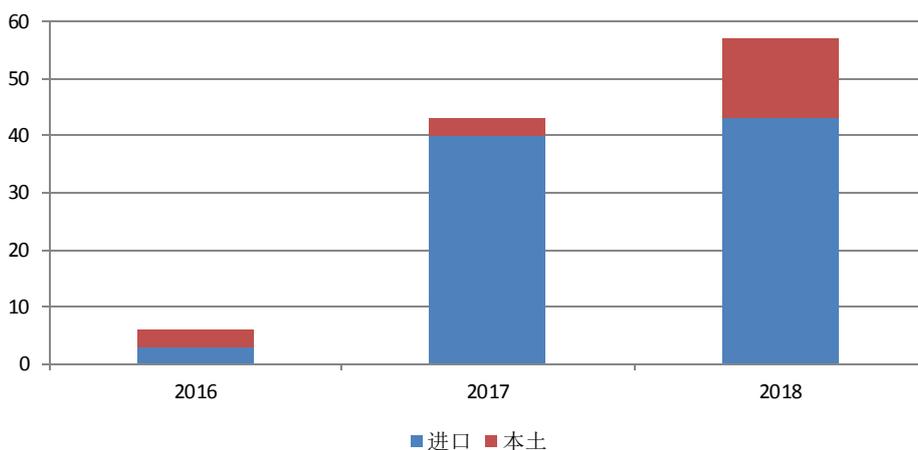
资料来源：会会药咖，漫投简史，智研咨询，东海证券研究所

## 2.2. 创新药迎来发展机遇

2012 年至 2018 年，中国本土企业的新药临床申请 (IND) 数量大幅攀升。2018 年，国产 IND 数量实现同比增长 71%。麦肯锡报告显示，中国对全球医药研发的贡献率于 2018 年上升至 4%—8%，已跨入第二梯队。

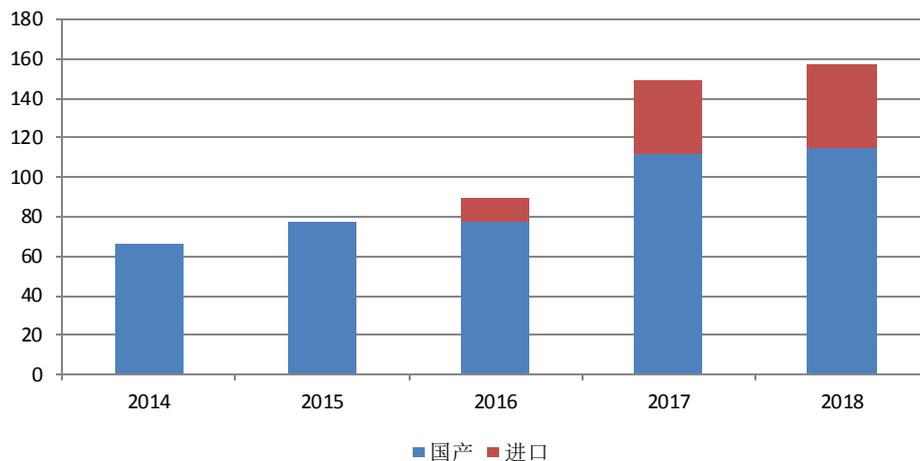
2018 年化学创新药注册申请 (IND+NDA) 数量为 157 个，为 2014 年的 2.4 倍。2018 年受理 1 类生物制品创新药注册申请 (IND+NDA) 106 个，比 2017 年增加 62%。创新药获批加速，2018 年 NMPA 共批准 58 个创新药，其中进口品种 43 个，国产品种 14 个，新药获批数量持续保持在高位。自 2018 年 7 月起临床默示许可制度开始执行至今，已经有 1178 项注册申请获准开展临床试验，其中 80% 以上为新药。

图 19 2016-2018 年中国创新药获批情况



资料来源：NMPA，东海证券研究所

图 20 2014-2018 年国产 1 类创新药申报情况（按品种计）

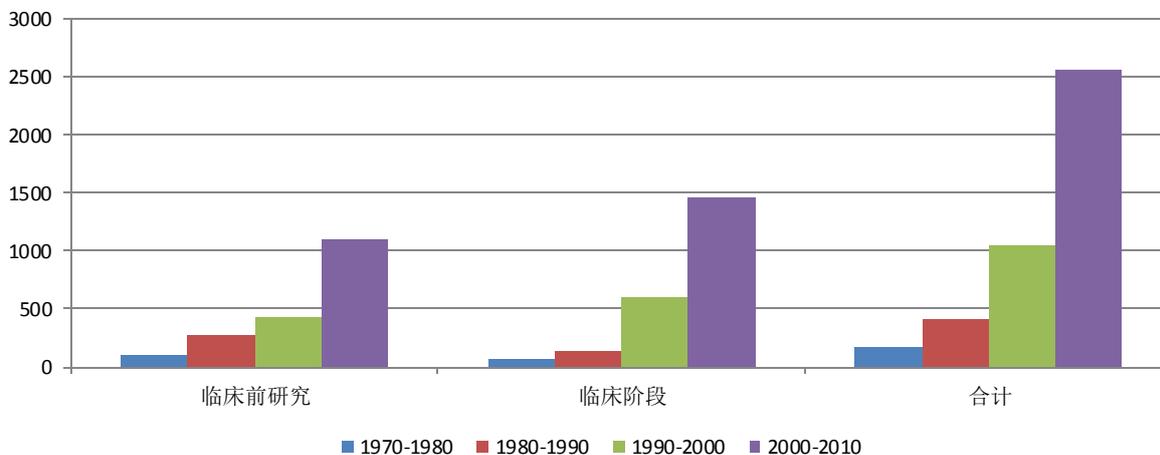


资料来源：CDE，东海证券研究所

根据塔夫茨（Tufts）大学药物开发研究中心在 2014 年进行的测算平均每个新药实际研发费用为 13.95 亿美元，其中临床前研究费用为 4.3 亿美元，临床阶段研究费用为 9.65 亿美元。将研发成本资本化后，2000-2010 年间每个新药的研发成本大约是 26 亿美元，且研发成本处于持续增长之中。

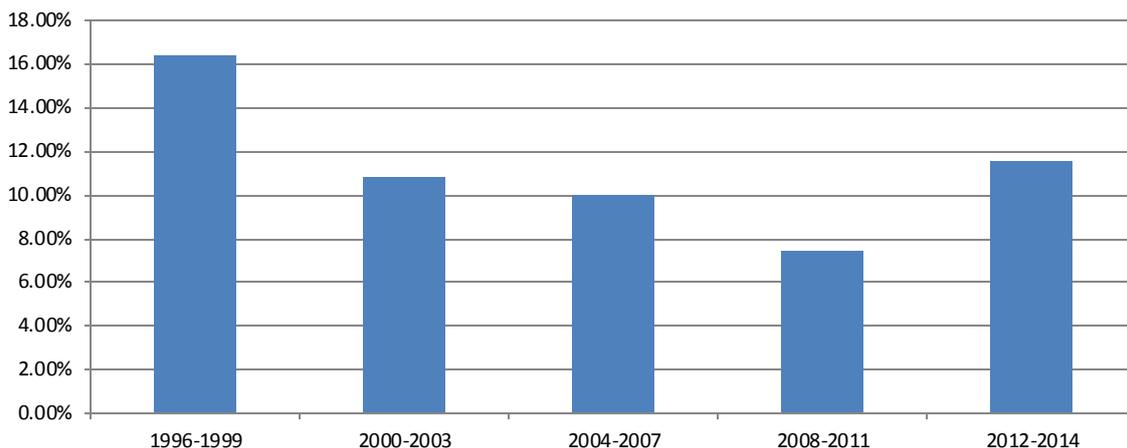
根据米内网的统计，2018 年国产原研药研发增速已经超过 20%且增速不断提升。国产原研药研发增速超过仿制药和外企原研药，行业景气度高。

图 21 不同年代创新药不同研发阶段投入（百万美元）



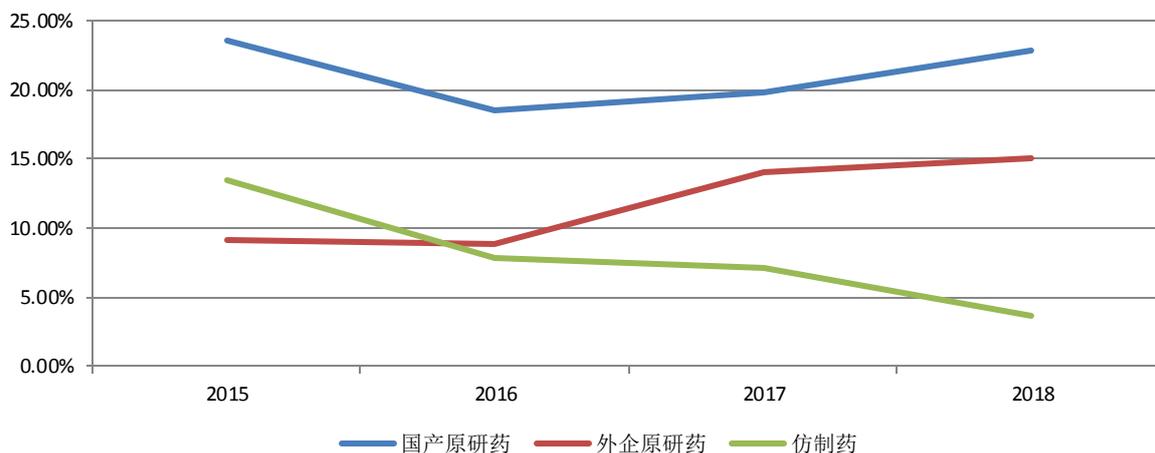
资料来源：Tufts, Nat. Rev. Drug. Discov, 公司公告，米内网，东海证券研究所

图 22 不同年代新药研发成功率



资料来源: Tufts, Nat. Rev. Drug. Discov, 公司公告, 米内网, 东海证券研究所

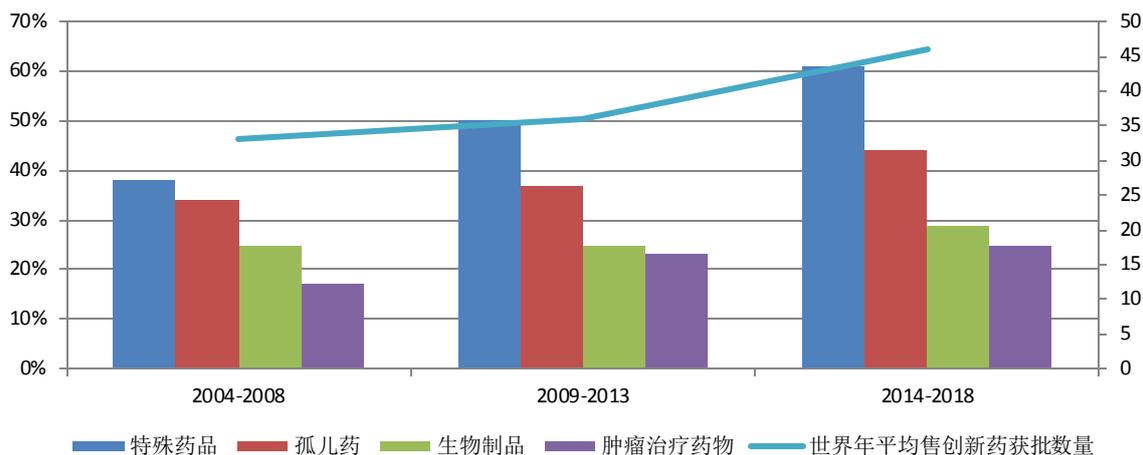
图 23 2015-2018 国内原研药、外企原研药和仿制药研发增速



资料来源: Tufts, Nat. Rev. Drug. Discov, 公司公告, 米内网, 东海证券研究所

在首创新药的具体品种方面, 随着首创新药产品上市数量的增加, 药品类型持续倾向于特殊药品、孤儿药、生物制品及肿瘤治疗药物。德勤咨询报告预计, 未来 5 年特殊药品将占新推出药品的近三分之二, 肿瘤治疗药物约占 30%, 孤儿药可占新发布首创新药数量的 45%。

图 24 世界年平均首创新药获批数量

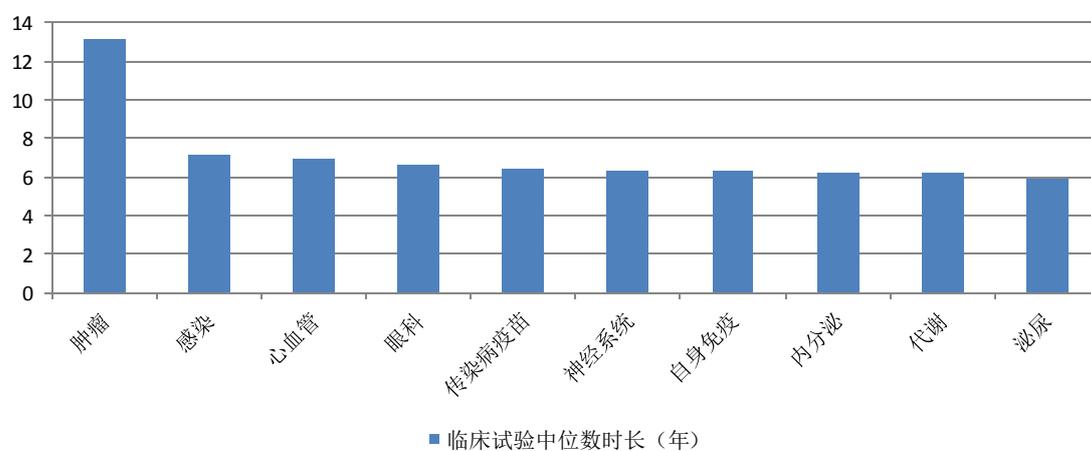


资料来源：IQVIA 2019，德勤咨询，贝壳社，东海证券研究所

从疾病领域来看，研发成功率最高的依次是血液疾病、感染、眼科，而肿瘤药的成功率最低。获得孤儿药认证的产品成功概率最高。

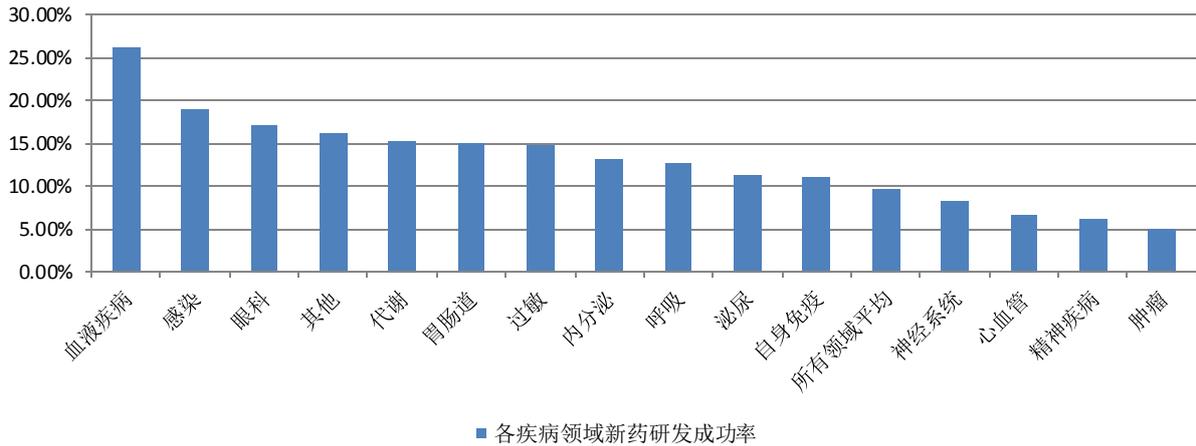
新药研发成功率与其创新程度成反比；我国多采用针对成熟靶点的 me-too、me-better、fast-follow 的药物研发策略，成功率高于针对全新靶点的药物研发。

图 25 临床试验中位数时长（年）



资料来源：会会药咖，漫投简史，Nature Reviews Drug Discovery 2016，Biostatistics 2018，东海证券研究所

图 26 各疾病领域新药研发成功率



资料来源：会会药咖，漫投简史，Nature Reviews Drug Discovery 2016，Biostatistics 2018，东海证券研究所

目前我国创新药研发整体水平较为落后，虽然中国医药市场在全世界占第二位，但是创新药的数目只有全球的 6%，与发达国家差距在 10 倍以上。我国平均每年产生创新药 3 个，而同期美国平均达 43 个且囊括了全球主要的原始创新药，与美国等发达国家差距明显。2018 年中国创新药（以化药、生物药为主）销售额占所有药物比例约为 2.5%，占非中药比例为 4.17%，远低于美国和日本的水平。

随着需求端医保政策倾斜及终端支付能力不断提高，供给端政策、人才等将推动国产创新药进入黄金收获期，产业上下游水平同提升，我国医药创新迎来机遇期。根据有关数据显示，从 2007 年到 2019 上半年，申报创新药临床试验或生产的国内企业达 700 家，创新药品种数百个。与此同时，国产创新药市场容量也在不断扩大。近 6 年，创新药复合增长率高达 27%。2018 年，创新药国内销售总额超过 110 亿元。

## 2.3. 医改政策引导行业变革

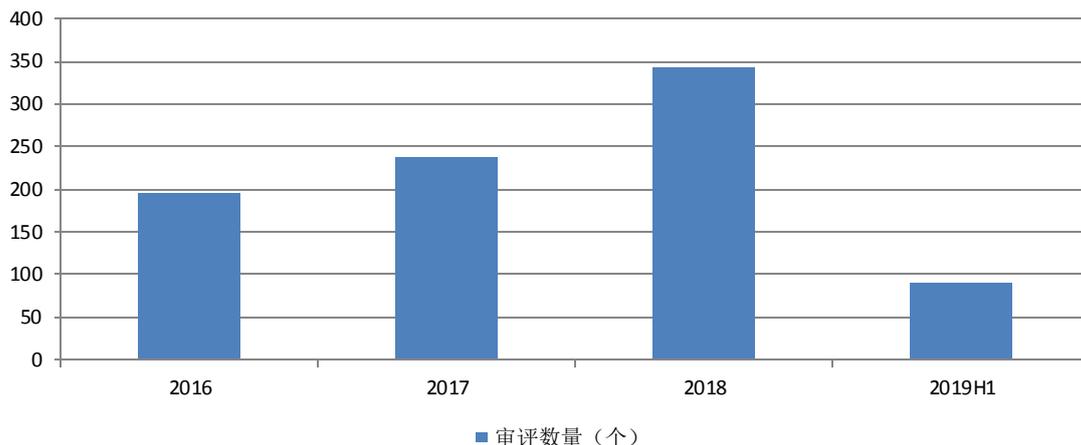
国家实行了一系列医改政策，旨在达到惠民医疗、降价控费等目的，这些政策也助推了创新药的发展。这些政策为药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价、“4+7”带量采购。

### 2.3.1. 药品优先审评政策

2019 年 8 月 26 日上午，新修订的药品管理法经十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过，将于 12 月 1 日起施行。本法修订后，将重点支持以临床价值为导向，对人体疾病具有明确疗效的药物创新。鼓励具有新的治疗机理，治疗严重危及生命的疾病、罕见病的新药和儿童用药的研制；对临床急需的短缺药、防治重大传染病和罕见病等疾病的新药、儿童用药开设绿色通道，优先审评审批。

从历年纳入优先审评的药品申请数量上来看，优先审评实施的前三年，每年被纳入优先审评的药品申请数量加快上升，但 2019 年上半年的数量则明显减少。2019 年 1—6 月共有 91 个受理号的药品被纳入优先审评，较去年同期（167 个）下降 45.5%。

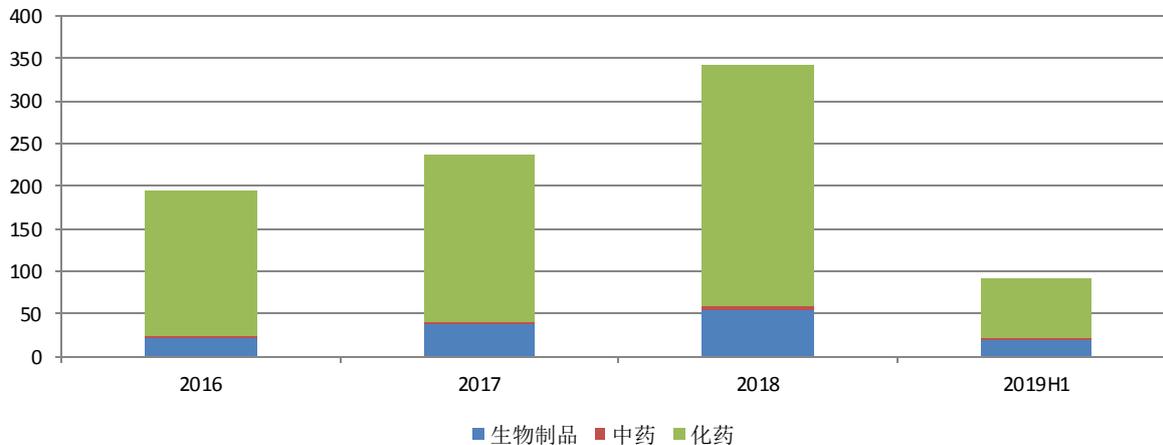
图 27 2016-2019 年 H1 新纳入药品优先审评数量 (个)



资料来源：火石创造，东海证券研究所

从药品类型来看，2019 年 91 个药品申请中新药申请 50 个，包括化药 28 个、生物制品 21 个和中药 1 个；仿制药申请均为化药，有 41 个，占比高达 75.8%，依然占据明显优势。随着生物制品申请的逐年增加，化药比例正逐渐下降，可以看出当前医药市场上生物药发展规模不断扩大。

图 28 2016—2019 年 H1 不同药品类型申请数量分布



资料来源：火石创造，东海证券研究所

药品优先审评政策对于药品创新提供优先条件，基于创新药大多都为临床价值为导向的药品，相比仿制药，创新药更符合治疗严重危及生命的疾病、罕见病的新药和儿童用药的研制这些优先审评的条件，对于未来临床治疗更有优势。国家药监局的统计数据显示，2018 年，受理 1 类创新药注册申请 264 个品种，较 2017 年增长了 21%，审评审批平均用时缩短了近一半。

### 2.3.2. 医保目录准入谈判降价

国家医疗保障局此前发布的《2018 年全国基本医疗保险事业发展统计公报》显示，2018 年参加全国基本医疗保险 134459 万人，参保率稳定在 95%以上，基本实现人员全覆盖。医保基金方面，2018 年，全国基本医保基金总收入 21384 亿元，比上年增长 19.3%；全国基本医保基金总支出 17822 亿元，比上年增长 23.6%，支出增速较收入增速高出 4.3 个百分点。

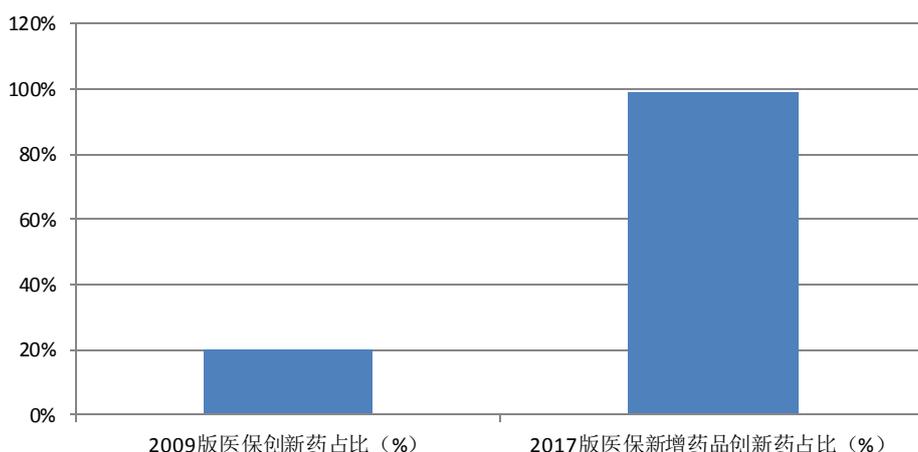
2016 年以来，经由三轮国家谈判，至少有 56 个药品实现大幅降价并纳入医保目录。2019 年 11 月 11 日起，新版医保目录谈判药品部分已进入实质谈判阶段，此次谈判成功的药品，将纳入国家医保乙类目录，且地方医保目录无权调出，也不能更改支付标准或限定支付、统筹地区确定支付比例。

谈判确定的支付标准有效期 2 年（2020-2021 年），此次国家医保谈判品种，主要是针对独家或专利期保护的价高品种。国家医疗保障局医药管理司司长熊先军此前介绍，我国即将于 2020 年 1 月 1 日执行的新版医保目录共新增 148 个品种，其中，西药 47 个，中成药 101 个。新增药品覆盖了要优先考虑的国家基本药物、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。

经过专家评审，确定了 128 个品种列入拟谈判名单，这些均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等。许多产品都是近几年国家药监局批准的新药，亦包括国内重大创新药品。此次谈判多个药品降价 50%至 60%。

据统计，2017 版的国家医保目录纳入了绝大部分 2011 年以来获批的国产一类创新药品，纳入比例接近 100%，相比之前的 20%大幅增加。同时列入谈判范围的阿帕替尼、康柏西普、西达本胺等国家重大新药创制专项药品全部谈判成功，迅速进入医保并销售。随着政策推进，预计 2020 年医保目录中创新药比例将进一步增加。

图 29 国家医保目录创新药占比 (%)



资料来源：中国药房，东海证券研究所

### 2.3.3. “4+7”带量采购

2019年3月底，“4+7”带量采购在全国十一个试点城市全面落地实施后，第二批紧随其后。随着集采扩围，波及的范围越来越广。

截至10月31日，已有13省带量采购扩围，8省时间定了，试点范围也由原来的公立医疗机构扩展到医保定点民营医疗机构及零售药店。其中山东省、江西省、江苏省明确鼓励医保定点民营医疗机构、零售药店积极参与。

**江苏：**2019年10月28日，江苏医保局发布推进国家集采征求意见稿中确定机构范围：省内所有公立医疗机构、参加试点扩围的军队医疗机构和自愿参加试点扩围的医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店。

**山东：**2019年11月底前，山东有关部门要制定发布医保支付政策、中选药品临床配备使用、药品监管等配套文件，确保试点扩围工作顺利开展。

**吉林：**2019年12月就开始实施。10月18日，吉林省医保局公布《吉林省关于做好国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见（代拟稿）》吉林省带量采购扩围实施阶段为2019年12月至2020年12月。

**河南：**2019年12月31日全面启动。近日，河南省医保局发布《河南省落实国家组织药品集中采购和使用试点扩围工作实施方案（征求意见稿）》，文件显示2019年12月-2020年12月为实施阶段，将在2019年12月31日全面启动实施试点扩围工作。

**湖北：**2019年12月启动。10月10日，湖北医保局表示将在2019年12月至2020年12月按实施方案和相关配套政策落实中选药品采购、供应、使用和医保基金预付、货款及时支付等工作。

**安徽：**2019年12月启动。安徽省医保局召开“安徽省医疗保障惠民成果”发布会。安徽医保局确保在今年12月份落地实施带量采购扩围结果。

**浙江：**2020年1月1日启动。同期，《联盟地区（浙江）药品集中采购座谈会纪要》流出，浙江或2020年1月1日启动，执行国家政策，预付30%的货款。

**贵州：**2020年1月启动。近日《贵州省做好国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围工作时间和责任分工》显示，贵州省将于2020年1月启动4+7扩围。

**广东：**2020年1月开始实施。10月13日，广东省医保局发布《关于全省推进落实国家组织药品集中采购和使用试点扩围工作实施方案（征求意见稿）》，带量采购扩围的实施阶段为2020年1月—12月，即明年1月开始实施。

根据此前4+7城市试点经验，业界分析，中选药品的市场空间很可能会超过80%。这也意味着，与中选60个品规对应的至少9000个竞品，面临遭替代的命运。剩余市场的厮杀将异常激烈。在市场空间萎缩，医保支付倒逼梯度降价的共同作用下，过专利期原研药价格将持续走低，而未过评仿制药的淘汰也将加快来临。

我国90%以上的药品为仿制药。据中国医药工业信息中心测算，我国仿制药市场规模在2016年就已经接近万亿元，行业预计到2020年有望达到1.4万亿元。而受“4+7”带量采购范围持续扩大影响，越来越多的仿制药销售额将会大幅下降。

针对可以预见的行业变革，很多制药企业调整了战略，裁撤了销售团队，转而布局创新药、生物药、高端仿制药等成了较为集中的方向。石药集团、恒瑞医药、正大天晴、百济神州、复星医药等，都已明确将转向创新药、生物药、高端仿制药等的研发。

### 3. 投资策略

医改是医药行业重要的影响因素，国家实行了一系列的政策促进行业变革达到医改目的，无论是药品优先审评政策，还是医保目录准入谈判降价和“4+7”带量采购都是为了惠民医疗和降价控费。我们认为随着医改政策的实施，仿制药的市场空间将会不断被压缩，处在市场份额较小的创新药将迎来更多的市场机遇，国家对于创新药的扶持越来越多，创新药发展趋势越发明确。我们建议关注以创新药为主导的龙头企业，龙头企业抗风险性较强，有着较强的市场优势，推荐关注恒瑞医药、复星医药。

#### 3.1. 标的介绍

##### 3.1.1. 恒瑞医药【600276.SH】

**研发投入大：**公司坚持每年投入销售额 10% 以上的研发资金，2019 年上半年公司累计投入研发资金 14.84 亿元，比上年同期增长 49.13%，研发投入占销售收入的比重达到 14.80%，有力地支持了公司的项目研发和创新发展。

**研发实力强：**2018 年以来公司获生产批件 35 个，临床批件 32 个，其中 1.1 类新药临床批件 22 个。创新药艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼和卡瑞利珠单抗已获批上市。在创新药开发上，公司形成了每年都有创新药申请临床，每 2-3 年都有创新药上市的态势。

**业绩向好：**公司 2019 年三季度营业收入实现 169.45 亿元，同比增长 36.01%；归属母公司净利润实现 37.35 亿元，同比增长 28.26%。2016-2018 年营收同比增速持续增长，分别为 19.08%、24.72%、25.89%。2016-2018 年归属母公司净利润同比增速稳健增长，分别为 19.22%、24.25%、26.39%。

##### 3.1.2. 复星医药【600196.SH】

**强大的研发能力：**截至 2019 年上半年复星医药在研新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目 233 项。其中小分子创新药 16 项、生物创新药 12 项、生物类似药 20 项、国际标准的仿制药 129 项、仿制药一致性评价项目 54 项、中药 2 项；此外，引进项目 23 项，其中进口创新药 8 项，进口仿制药 15 项。

**研发力度加大：**2019 年上半年公司研发投入为 13.51 亿元，同比增长 13.69%，其中制药业务的研发投入为 12.05 亿元，同比增长 13.23%。复星医药已有 9 个小分子创新药产品（包括 1 个改良型新药）、9 个适应症于中国境内获临床试验批准；已有 1 个单克隆抗体产品于中国境内上市，2 个单克隆抗体产品于中国境内获得新药上市申请受理并均已纳入优先审评程序、13 个单克隆抗体产品、3 个联合治疗方案在全球范围内开展 20 多项临床试验。

**业绩稳健：**公司 2019 年三季度营业收入实现 212.28 亿元，同比增长 17.01%；归属母公司净利润实现 20.64 亿元，同比下降 1.45%。2016-2018 年营收同比增速持续增长，分别为 16.02%、26.69%、34.45%。2016-2018 年归属母公司净利润同比增速放缓，分别为 14.05%、11.36%、-13.33%。

## 4. 风险因素

外围市场扰动风险；政策推进不及预期；业绩不达预期等。

## 分析师简介:

胡斯佳, 北安普顿大学硕士, 具有两年以上行业研究经验。

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

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,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

## 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089