

医药生物

证券研究报告
2019年12月04日

政策扰动下坚守创新系列及医药消费主线，关注低估值存在积极边际变化板块和个股

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

11月行情回顾

11月上证综指下跌1.14%，报2871.98点，中小板指上涨1.65%，报6,096.48点，创业板指上涨2.29%，报1,664.90点。医药生物指数上涨1.90%，报7683.33点，表现强于上证3.04个pp，强于中小板0.25个pp，弱于创业板0.40个pp。截至11月29日，全部A股估值为12.52倍，医药生物估值为34.84倍，相对A股溢价率升至178%。

近期行业政策总结

行业方面，11月15日，国家卫健委体制改革司发布《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》。2020年按照国家统一部署，扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。11月20日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署深化医药卫生体制改革进一步推进药品集中采购和使用。11月21日，上海下发关于“限药店药品全面挂网公开议价”有关事项工作提示，要求平台将限药店药品全面议价信息（第一批）（701个品规）推送至询价议价系统。11月28日，国家医保局正式公布了2019年医保谈判药品准入结果，97个品种谈判成功。本次谈判共涉及150个药品，包括119个新增谈判药品和31个续约谈判药品。119个新增谈判药品谈成70个，价格平均下降60.7%。31个续约药品谈成27个，价格平均下降26.4%。11月29日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》，通知提到全面深化国家组织药品集中采购和使用改革、构建全国药品公共采购市场和多方联动的采购格局，提升药品质量水平、确保药品稳定供应。同日，濮阳市人民政府印发《濮阳市公立医疗机构药品集中带量采购工作实施方案》的通知要求，进行集中带量采购公开招标。12月1日晚，武汉市下发《武汉市药品集中带量采购目录分类办法（征求意见稿）》《武汉市药品集中带量采购质量分层办法（征求意见稿）》《武汉市药品集中带量采购质量评分办法（征求意见稿）》《武汉市2019年第一批药品集中带量采购实施细则》，正式开启市级带量采购。总体来看，卫生体制改革正在不断深入推进，集采品种及对应区域将进一步扩大。

12月投资观点：板块回调不改产业长期趋势，坚守创新系列及医药消费主线，关注低估值存在积极边际变化板块和个股

近期为医药政策的密集发布期，各地集采文件的发布为行业带来了悲观预期，叠加资金行为导致了近期板块出现调整。展望未来，我们依旧看好医药产业长期发展趋势，短期受事件性调整可以更好的布局明年。2018年以来以带量采购为代表的医保改革成为医改主线，深入影响产业发展趋势，推动医药行业各环节趋于专业化分工。我们认为医改带来的产业周期有望延续，以创新为核心竞争力的领域（创新药、创新医疗器械、创新服务商等）及自我保健意识持续提升带来的医药消费将继续成为重点的投资主线，我们认为核心主线出现调整是布局明年的良机。创新系列主线：（1）创新药及其产业链（恒瑞医药、贝达药业、药明康德、泰格医药、康龙化成等）；（2）创新医疗器械（迈瑞医疗、迈克生物、安图生物、艾德生物、健帆生物等）。医药消费主线：血制品领域（华兰生物、博雅生物、天坛生物等）；生长激素（长春高新、安科生物）；中药（片仔癀、云南白药）。此外，我们也建议在当前时点加大对低估值存在积极边际变化的板块和个股的关注，板块建议关注医药商业，区域龙头：柳药股份、国药股份、国药一致等；全国龙头：九州通、上海医药、国药控股等。同时关注存在积极边际变化的个股：乐普医疗、健康元、丽珠集团、通化东宝。

12月金股：迈克生物（300463）

核心逻辑：迈克生物具备优秀的化学发光自产产品，门槛高，同时公司具有健全的渠道网络，筑起一道非常高的门槛，保证了发光产品的蓝海状态。公司其他产品布局稳步推进。我们预计19-21年EPS分别为0.98/1.26/1.64元/股，“买入”评级。

12月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整）

健康元，迈克生物，安图生物，万孚生物，迈瑞医疗，金域医学，恒瑞医药，片仔癀，通化东宝，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，云南白药，长春高新，凯莱英，科伦药业，乐普医疗

风险提示：市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:政策短期影响医药板块，回调不改医药长期发展趋势》
2019-12-01
- 2 《医药生物-行业点评:创新药专题——医保谈判落地开启创新药放量新周期》 2019-11-29
- 3 《医药生物-行业研究周报:医药新周期产业趋势不可阻挡，关注优质资产和低估值标的》
2019-11-24

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

内容目录

1. 政策扰动下坚守创新系列及医药消费主线，关注低估值存在积极边际变化板块和个股	3
1.1. 坚守创新系列核心主线	4
1.1.1. 创新药及其产业链维持高景气度	4
1.1.2. 创新医疗器械处于黄金发展周期	5
1.2. 坚守医药消费主线——血制品、生长激素和中药消费龙头	5
2. 关注低估值存在积极边际变化的板块和个股	6
2.1. 医药商业低估值同时边际改善	6
2.2. 低估值存在积极边际变化的个股	6
3. 行情回顾	7
3.1. 医药生物 11 月上涨，整体强于大盘	7
3.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物跌幅为 2.65 排名全行业第 20 位	7
3.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 10 月降至 178%	8
3.4. 医药各子板块估值中医疗服务涨幅最大	8
3.5. 本月子板块交易量与交易额涨跌不一	8
3.6. 个股月度涨跌幅	9
4. 医药制造业收入与利润	9
5. 风险提示	10
6. 附录	11

图表目录

图 1: 2018Q1-2019Q3 血制品批签发量 (万件)	5
图 2: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较	7
图 3: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较	7
图 4: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率 (历史 TTM, 整体法)	8
图 5: 医药各板块 PE (TTM 整体法, 剔除负值)	8
图 6: 医药各板块交易量及交易金额变化	9
图 7: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速	10
表 1: 个股区间涨幅前十 (截止至 2019 年 11 月 29 日, 剔除 2018 年上市新股)	9
表 2: 个股区间跌幅前十 (截止至 2019 年 11 月 29 日, 剔除 2018 年上市新股)	9
表 3: 2019 医保谈判品种降幅 (西药)	11
表 4: 2019 医保谈判品种降幅 (中药)	14

1. 政策扰动下坚守创新系列及医药消费主线，关注低估值存在积极边际变化板块和个股

11月28日，国家医保局、人力资源社会保障部发布《关于将2019年谈判药品纳入〈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》，正式公布了谈判成功的药品名单。119个新增谈判药品谈成70个，价格平均下降60.7%。三种丙肝治疗用药降幅平均在85%以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在65%左右。31个续约药品谈成27个，价格平均下降26.4%。经过本轮调整，2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。（具体品种降幅及涉及公司详见附录）

我们认为，创新药降价纳入医保后大概率可以实现“以价换量”，而且此次纳入的很多为2018年新上市创新药，由于其价格较高，销量尚小，且疗效确切临床急需，位于需求曲线左上方，因此需求曲线的价格弹性更为明显，降价有望带来明显的终端需求放量。建议关注品种纳入相关企业：恒瑞医药（吡咯替尼、19K入围，阿帕替尼降幅12.6%）、康弘药业（康柏西普降幅25%）、微芯生物（西达本胺降幅10.9%）、中国生物制药（雷替曲塞降幅59%、利多卡因贴膏降幅77.7%）、丽珠集团（艾普拉唑降幅39%）、天士力（注射用益气复脉降幅58.9%、注射用丹参多酚酸降幅78.7%）、西藏药业（重组人脑利钠肽降幅23.93%）等。

11月29日，药监局发布《国家药监局综合司关于做好药物临床试验机构备案工作的通知》，通知中提到《药物临床试验机构管理规定》自2019年12月1日起施行，该项通知提出各省级药品监督管理局要充分认识到药物临床试验机构备案工作重要性，我们认为通知的发出对于临床CRO企业发展形成利好。2019年12月1日至2020年11月30日期间，此前已经国家药品监督管理部门会同国家卫生健康主管部门资格认定的药物临床试验机构应当通过备案系统完成备案，药物临床试验申办者仍可继续选择相应药物临床试验机构开展临床试验。自2020年12月1日起，申办者应当选取已经在备案系统备案的药物临床试验机构开展药物临床试验。在备案系统完成备案的医疗机构、疾控机构方可开展临床试验。

同日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》，通知提到全面深化国家组织药品集中采购和使用改革、构建全国药品公共采购市场和多方联动的采购格局，提升药品质量水平、确保药品稳定供应。

同日，濮阳市人民政府关于印发《濮阳市公立医疗机构药品集中带量采购工作实施方案》的通知要求，进行集中带量采购公开招标。根据全市公立医疗机构上年度药品使用情况，遴选出采购金额高、数量大的200个品种以及基础输液类药品（国家“4+7”集中带量采购25个品种、国家谈判药品56个品种、国家第一批重点监控20个品种以及濮阳市重点监控辅助性营养性用药46个品种除外），招标方式：在全市公立医疗机构报送的采购量基础上，按照全市公立医疗机构上年度药品总用量的70%估算采购总量，进行带量采购，量价挂钩、以量换价，形成药品集中带量采购价格。采购周期内，医疗机构在确保中选药品用量的前提下，剩余用量优先选择中选产品。从药品集中带量采购结果开始执行之日起，以一年为一个采购周期。同种药品在多个质量层次有产品中选的，低质量层次药品价格不得高于高质量层次药品价格。各质量层次采购量的划分，根据医疗机构上年度实际采购情况，进行分配。若仅一个质量层次中选，则再享受另一质量层次本次采购量的50%。文件要求医疗机构作为药款结算第一责任人，从药品交货验收合格到付款的时间不得超过30日，降低企业交易成本。市直和各县（区）医保经办机构按照所辖地区，自药品购销合同签订之日起30日内，向医保定点医疗机构预付药品集中带量采购合同金额的30%预付款项，其余70%款项由每月总额预算的医保基金优先解决。

12月1日晚，武汉市下发《武汉市药品集中带量采购目录分类办法（征求意见稿）》《武汉市药品集中带量采购质量分层办法（征求意见稿）》《武汉市药品集中带量采购质量评分办法（征求意见稿）》《武汉市2019年第一批药品集中带量采购实施细则》4份带量采购细则，正式开启市级带量采购。武汉市创新性提出按照用量大小划分组别，并提出不同的降价幅度，用量超过50%先需在全国最低价基础上降低20%，达到降幅只是入围第一步，不

仅最终最低价中选，还需根据占有量进行梯度降价，且降价梯度不得小于 5%。对于质量分层，武汉市药品集中带量采购质量分层办法（征求意见稿）要求，将分为两个质量层次：第一质量层次为监测（保护）期内国家一类新药；过保护期专利药品；国家保密处方中成药；国家中药一级保护品种。其他通过 GMP 认证药品和其他进口药品则为第二质量层次。价格方面，武汉规定企业报价（含配送费）不得高于全国省级挂网最低价（简称全国最低价，不含福建、广东、重庆等省市的）。武汉首先根据质量分层和 2018 年实际使用量的量价关系制定入围目标降幅：同通用名不同质量层次 2018 年实际用量占比大于 50% 列为 A 组，小于 50% 的列入 B 组。A 组品种入围降幅在全国最低价基础上不低于 20%。B 组品种入围降幅在全国最低价基础上不低于 10%。A 组和 B 组达到目标降幅的为有效报价，未达到目标降幅的为无效报价。入围后，根据企业数量决定具体价格产生方式：同一组中同通用名、同剂型、同规格产品入围企业 2 家及以上的，采取竞争性报价方式产生中选企业；入围企业为 1 家的，采取带量议价方式产生中选企业。最后，进入竞争性报价程序的品种，依次填写全国最低价，确认同意入围降幅、竞价报价、梯度报价。将同意目标降幅的竞价报价按照价格由低到高排序，价格最低者确定为本竞价组中选企业。

总体上看，武汉带量采购方案更加明确完善了量价挂钩，量大者要求降幅大，并创新性的提出梯度降价，只有通过降价才能获得量的增加。不久前，国家医疗保障局局长胡静林在湖北省武汉市调研高血压糖尿病门诊用药保障和药品集中带量采购工作时，对武汉市探索非过评药品集中带量采购给予充分肯定，并指出鼓励各地探索建立常态化的集中带量采购制度，研究将采购范围向高值医用耗材和非过评药品等拓展。预计接下来各地有望加快推进带量采购，药品招采市场或将迎来重构。

我们认为带量采购后续会成为一种常态，在新常态下要求企业有一个比较好的价格策略，而长期来看需要关注企业的产品核心竞争力，包括产品的竞争格局将成为重要的议价能力，此外，企业需要用产品管线和产品梯队去对冲单个品种可能的大幅降价的风险，以应对未来新常态下可能出现的药品持续降价压力。

近期为医药政策的密集发布期，各地集采文件的发布为行业带来了悲观预期，叠加资金行为导致了近期板块出现调整。展望未来，我们依旧看好医药产业长期发展趋势，短期受事件性调整可以更好的布局明年。2018 年以来以带量采购为代表的医保改革成为医改主线，深入影响产业发展趋势，推动医药行业各环节趋于专业化分工。我们认为医改带来的产业周期有望延续，以创新为核心竞争力的领域（创新药、创新医疗器械、创新服务商等）及自我保健意识持续提升带来的医药消费将继续成为重点的投资主线，我们认为核心主线出现调整是布局明年的良机。

创新系列主线：（1）创新药及其产业链（恒瑞医药、贝达药业、药明康德、泰格医药、康龙化成等）；（2）创新医疗器械（迈瑞医疗、迈克生物、安图生物、艾德生物、健帆生物等）。医药消费主线：血制品领域（华兰生物、博雅生物、天坛生物等）；生长激素（长春高新、安科生物）；中药（片仔癀、云南白药）。

此外，我们也建议在当前时点加大对低估值存在积极边际变化的板块和个股的关注，板块建议关注医药商业，区域龙头：柳药股份、国药股份、国药一致等；全国龙头：有九州通、上海医药、国药控股等。同时关注存在积极边际变化的个股：乐普医疗、健康元、丽珠集团、通化东宝。

1.1. 坚守创新系列核心主线

1.1.1. 创新药及其产业链维持高景气度

11 月 28 日，国家医保局、人力资源社会保障部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入〈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》，正式公布了谈判成功的药品名单。119 个新增谈判药品谈成 70 个，价格平均下降 60.7%。三种丙肝治疗用药降幅平均在 85% 以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在 65% 左右。31 个续约药品谈成 27 个，价格平均下降 26.4%。经过本轮调整，2019 年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品 2709 个，与 2017 年版相比，调入药品 218 个，调出药品 154

个，净增 64 个。（具体品种降幅及涉及公司详见附件）

我们认为，创新药降价纳入医保后大概率可以实现“以价换量”，而且此次纳入的很多为 2018 年新上市创新药，由于其价格较高，销量尚小，且疗效确切临床急需，位于需求曲线左上方，因此需求曲线的价格弹性更为明显，降价有望带来明显的终端需求放量。建议关注品种纳入相关企业：恒瑞医药（吡咯替尼、19K 入围，阿帕替尼降幅 12.6%）、康弘药业（康柏西普降幅 25%）、微芯生物（西达本胺降幅 10.9%）、中国生物制药（雷替曲塞降幅 59%，利多卡因贴膏降幅 77.7%）、丽珠集团（艾普拉唑降幅 39%）、天士力（注射用益气复脉降幅 58.9%，注射用丹参多酚酸降幅 78.7%）、西藏药业（重组人脑利钠肽降幅 23.93%）等。

从业绩角度，国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，未来业绩有望持续跑赢行业整体。以龙头恒瑞医药为例，公司 2018 年包括硫培非格司亭（19K）、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品 PD-1 已经获批上市。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长，建议投资者长期持续关注。此外，建议投资者关注贝达药业，公司核心产品埃克替尼高增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望年底左右获批，帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量。

在行业政策+科创板影响下，外包行业有望显著受益，相关 CRO、CMO/CDMO 企业值得重点关注。政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，产业加大研发创新的投入，为外包型行业带来了良好的发展机遇；“4+7”带量采购政策后促使医药回归各自分工，专业化的外包型企业凭借其成本优势有望承接更多外包订单；国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有望助推 CMO/CDMO 行业的发展。科创板的推出将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而生物科技型公司由于资本实力及分散风险的考虑，研发及固定资产投入更多的倾向于外包，有助于推动 CRO 业务的订单及投资收益，我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。

1.1.2. 创新医疗器械处于黄金发展周期

根据器械企业的三季报业绩，建议关注创新医疗器械标的，医疗器械标的业绩增长较为稳健，成长性高，受政策压力较小。经过梳理，我们认为有两种类型公司值得重点关注：

- 1、所属存量巨大市场，以进口替代和分级诊疗拉动的基层需求释放为核心逻辑，且具备产业升级能力的优质企业，例如迈瑞医疗、迈克生物、安图生物等。
- 2、所属新兴高景气度行业，具备良好的市场前景，竞争格局良好，具有溢价能力的细分龙头型企业，中报的业绩高增长进一步验证公司逻辑，例如艾德生物、健帆生物、欧普康视、金域医学等。

1.2. 坚守医药消费主线——血制品、生长激素和中药消费龙头

血制品行业具有强监管的特点，2019 年初上海新兴静丙事件引起全国对于血制品安全的关注，我们预期监管可能持续加强，行业具有更高的壁垒。年度批签发数据表明批签发逐渐向头部企业集中，强监管下头部企业有望受益。

从 2019Q3 批签发量上来看，血制品批签发整体明显好转，行业景气度有望回升。具体品种中：白蛋白：在 2019Q1 批签发见底后快速提升至 Q3 的近 1500 万件；免疫球蛋白：大品种：狂免批签发季度间提升明显，静丙批签发一二季度持平，三季度大幅提升；其他品种：破免 Q3 批签发大幅提升，乙免波动较大；冻静注乙免、静注乙免批签发季度间呈上升趋势。因子类：三大品种（凝血酶原复合物、因子 VIII、纤原）Q3 批签发均明显改善。

图 1：2018Q1-2019Q3 血制品批签发量（万件）

产品	标准规格	2018				2019		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
冻干静注人免疫球蛋白(pH4)	2.5g	6.2	7.2	14.4	4.8	3.4	4.4	9.7
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)	2500IU				1.5	0	0.9	1.7
静注人免疫球蛋白(pH4)	2.5g	214	270	305.2	266.9	233.6	230.4	393.8
静注乙型肝炎人免疫球蛋白(pH4)	2000IU	0.4	1.7	0.9	0.9	0.4	0.7	0.7
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	103.9	386.7	237	412.5	205.9	275.2	434.1
破伤风人免疫球蛋白	250IU	89.8	59.1	136	71.4	126	124.2	203.7
人免疫球蛋白	300mg	5	15.9	3	40.2	24.3		30.4
人凝血酶原复合物	200IU	20.3	33.7	19.7	25	13.3	25	36.7
人凝血因子VII	200IU	30	52.1	40.4	45.4	36.8	32.6	46.7
人纤维蛋白原	0.5g	19.6	13.9	29.3	26.1	30	15.4	22.5
人血白蛋白	10g	988.4	1187.9	1332.9	1236.8	921.4	1391.2	1493.1
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	38.1	31.5	49.9	39.5	6.6	41.5	9.1

资料来源：中检院及各所，天风证券研究所整理

根据三季度批签发数据在同比和环比上的明显回升，以及上市公司半年报应收账款周转天数等的变化，我们判断行业的库存消化已接近完成，行业景气度持续回升，未来企业要继续进行渠道建设、营销和学术推广，进而拉动终端纯销需求的增长。头部企业 Q3 批签发环比大幅提升，建议关注产品齐全、学术推广强、渠道能力优秀的血制品企业，建议关注天坛生物、华兰生物、博雅生物、振兴生化。

此外，我们建议关注具有消费属性的药品，其具备穿越政策周期的能力，一些不受医保控费影响的相关企业，其三季度业绩同样延续较高增长，建议关注：长春高新、安科生物。

为了指导和规范已上市中药药理学变更研究和管理，CDE 依据新版《药品管理法》，参考国内已有相关指导原则和国外先进药品监管机构的相关指导原则，结合国内研发与生产现状，起草了《已上市中药药理学变更研究技术指导原则》（征求意见稿），标准的提高将有助于产业健康发展。实际上在 10 月 27 日，中国政府网已发布《国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》，提出健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用等六大意见。根据国务院新闻办发布的《中国的中医药》白皮书，至 2020 年，我国中医药大健康产业将突破 3 万亿，年均复合增长率将保持在 20%，未来我国中药行业具有较大的潜在发展空间。建议投资者关注中药消费龙头片仔癀、云南白药、同仁堂。

2. 关注低估值存在积极边际变化的板块和个股

2.1. 医药商业低估值同时边际改善

从三季报情况看，商业板块企业表现相对优秀，业绩逐步企稳回升，现金流情况也逐步得到企稳好转。2019 年企业融资环境进一步改善，财务费用有望逐步下降；同时随着“两票制”的推行效果逐步显现，以及“4+7”带量采购的全面推行，行业集中度逐步提升，龙头企业的渠道价值将更加凸显；在合规、规范程度逐步提升的态势下，行业龙头的优势将更加明显。

我们认为医药流通行业的龙头效应将越加明显，收入规模有望进一步提升，现金流逐步好转，从而带来一定的投资机会。另一方面，医药流通企业估值相对较低，19 年大约在 13-14 倍，处于相对底部，未来随着行业集中的进一步提升，行业龙头企业配置价值将稳步提升。

建议关注区域龙头：柳药股份、国药股份、国药一致等；全国龙头：九州通、上海医药、国药控股等。

2.2. 低估值存在积极边际变化的个股

三季报已经披露，建议投资者关注低估值同时存在积极边际变化的个股：

乐普医疗：高值耗材集采政策放缓，明年局部试点，全国集采将进一步延后，同时乐普两个重磅药物（氯吡格雷、阿托伐他汀）中选全国集采，明年有望带来销量增长。边际改善叠加创新型器械（可降解支架）保持高速增长，建议关注。

健康元：公司异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂已申报生产，左旋沙丁胺醇吸入溶液已

获批，为业绩贡献增量。

丽珠集团：公司前三季度营收 72.95 亿元，同比增长 6.63%，实现归母净利润 10.4 亿元，同比增长 10.61%，扣非后归母净利润 9.57 亿元，同比增长 20.33%。公司具有一定估值安全边际，同时一致性评价及生物药研发稳步推进，看好公司长期发展。

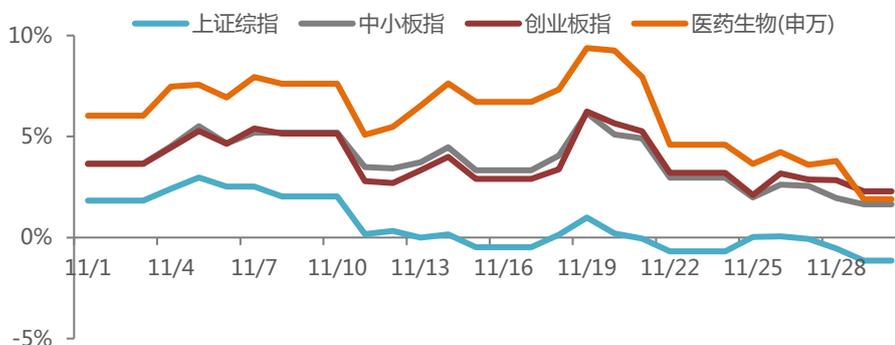
通化东宝：公司的甘精胰岛素完成 3 合 1 审评，有望不久获批。考虑到公司去年下半年胰岛素去库存，基数相对低，预计公司今年下半年销售有望加速，带动公司业绩加速。

3. 行情回顾

3.1. 医药生物 11 月上涨，整体强于大盘

2019 年 11 月上证综指跌幅达 1.14%，报 2871.98 点，中小板指上涨 1.65%，报 6,096.48 点，创业板指上涨 2.29%，报 1,664.90 点。医药生物指数上涨 1.90%，报 7683.33 点，表现强于上证 3.04 个 pp，强于中小板 0.25 个 pp，弱于创业板 0.40 个 pp。

图 2：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

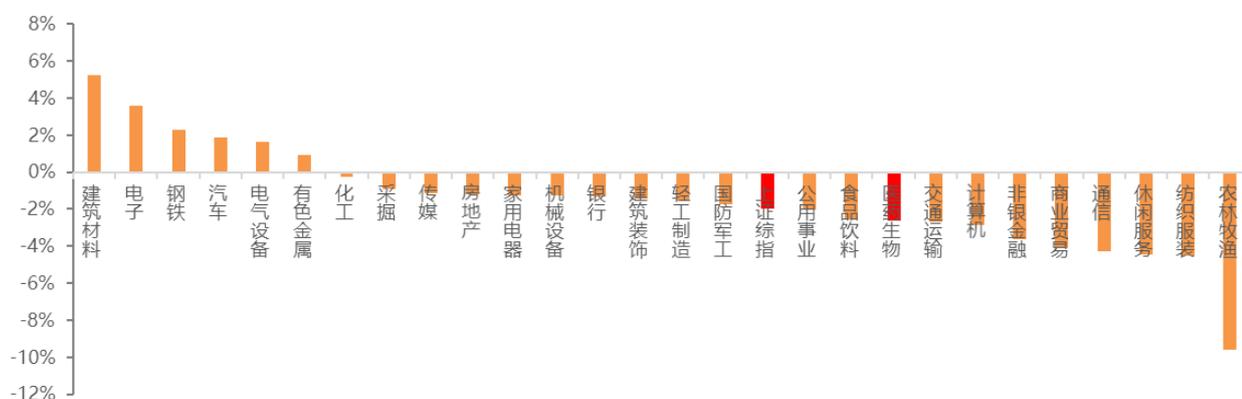


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物跌幅为 2.65 排名全行业第 20 位

11 月申万 27 个子行业涨跌不一，建筑材料板块涨幅最高，上涨 5.26%，农林牧渔跌幅最大，跌幅达 9.57%。11 月医药生物板跌幅为 2.65%，排在申万一级行业第 20 位。

图 3：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

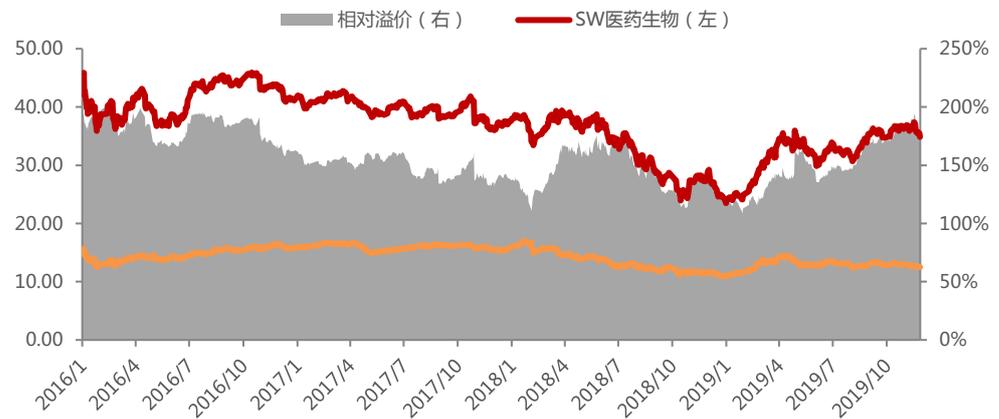


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 10 月降至 178%

截至 11 月 29 日，全部 A 股估值为 12.52 倍，医药生物估值为 34.84 倍，相对 A 股溢价率升至 178%。进入 11 月以来，医药生物估值由 10 月末的 36.60 倍降至 34.84 倍，全部 A 股估值水平从 10 月末的 12.76 倍，降至 11 月末的 12.52 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所下降。

图 4：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

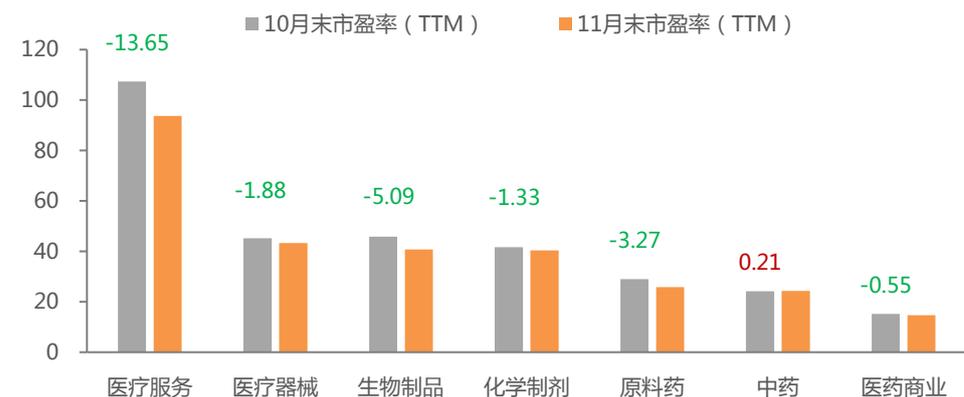


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 医药各子板块估值中医疗服务涨幅最大

医药生物整体估值为 34.84 倍。分子板块看，医疗服务 93.68 倍，医疗器械 43.27 倍，化学制剂 40.35 倍，生物制品 40.70 倍，原料药 25.77 倍，中药 24.36 倍，医药商业 14.64 倍。各子板块估值涨跌不一，其中中药板块涨幅最大，上涨 0.21 倍。

图 5：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）



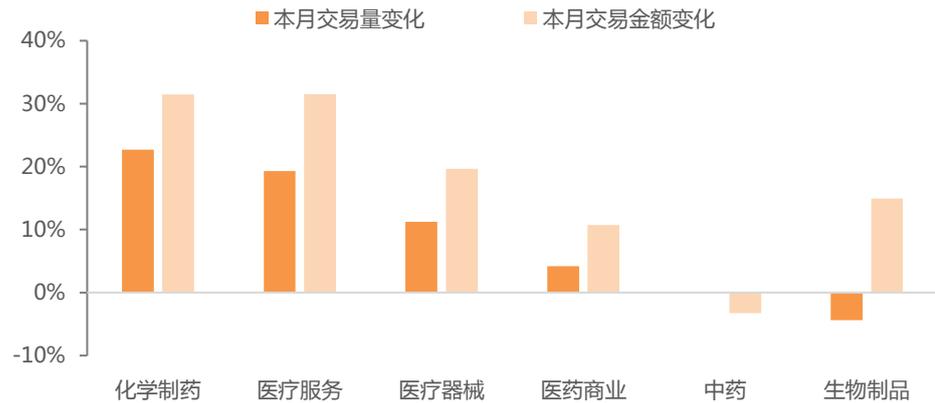
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：标注值为两个月末市盈率差值

3.5. 本月子板块交易量与交易额涨跌不一

11 月交易时间为 21 天，比 10 月多 3 天。11 月医药其各子板块交易量与交易金额涨跌不一。其中化学制药板块交易量上涨幅度最大，较上月增长 22.71%，交易额上涨 31.47%；生物制品板块交易量下跌幅度最大，较上月减少 4.38%，交易额增加 14.96%。

图 6：医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.6. 个股月度涨跌幅

表 1：个股区间涨幅前十（截止至 2019 年 11 月 29 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价 (元)	年初至今 (%)
002680.SZ	ST 长生	0.00	79.07	-49.01	3.94	0.39	-80.46
603229.SH	奥翔药业	10.00	37.13	56.30	20.13	10.52	77.59
002332.SZ	仙琚制药	-5.38	28.85	56.04	11.65	5.69	81.77
002773.SZ	康弘药业	7.92	25.49	5.82	44.58	24.62	53.96
300558.SZ	贝达药业	-9.99	24.45	68.76	75.69	26.95	120.70
300702.SZ	天宇股份	1.43	21.12	41.04	51.28	19.42	139.46
002675.SZ	东诚药业	-2.84	17.80	32.58	18.10	7.68	102.30
600812.SH	华北制药	3.47	14.04	64.40	10.37	3.92	79.57
000710.SZ	贝瑞基因	-1.99	13.09	-1.10	47.26	28.50	14.20
300601.SZ	康泰生物	5.93	16.70	67.66	88.95	27.73	149.75

资料来源：Wind 天风证券研究所

表 2：个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 11 月 29 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价 (元)	年初至今 (%)
000813.SZ	德展健康	-0.33	-26.69	-24.50	15.50	6.03	-34.02
600557.SH	康缘药业	-2.27	-19.52	-1.15	18.66	9.04	51.36
300562.SZ	乐心医疗	-2.01	-18.90	15.78	19.20	9.41	33.81
000766.SZ	通化金马	-4.30	-17.39	-11.63	12.56	5.55	-7.85
600867.SH	通化东宝	-9.97	-17.01	-11.06	19.83	10.79	-2.26
300723.SZ	一品红	-1.00	-16.42	-31.04	49.57	24.93	19.86
300086.SZ	康芝药业	-0.66	-14.23	-27.45	8.25	4.43	-22.34
002424.SZ	贵州百灵	0.97	-14.09	-22.44	14.09	8.01	-4.10
300725.SZ	药石科技	-1.70	-13.75	-3.73	85.19	38.38	60.33
002118.SZ	紫鑫药业	0.73	-13.57	-33.33	16.56	4.20	30.97

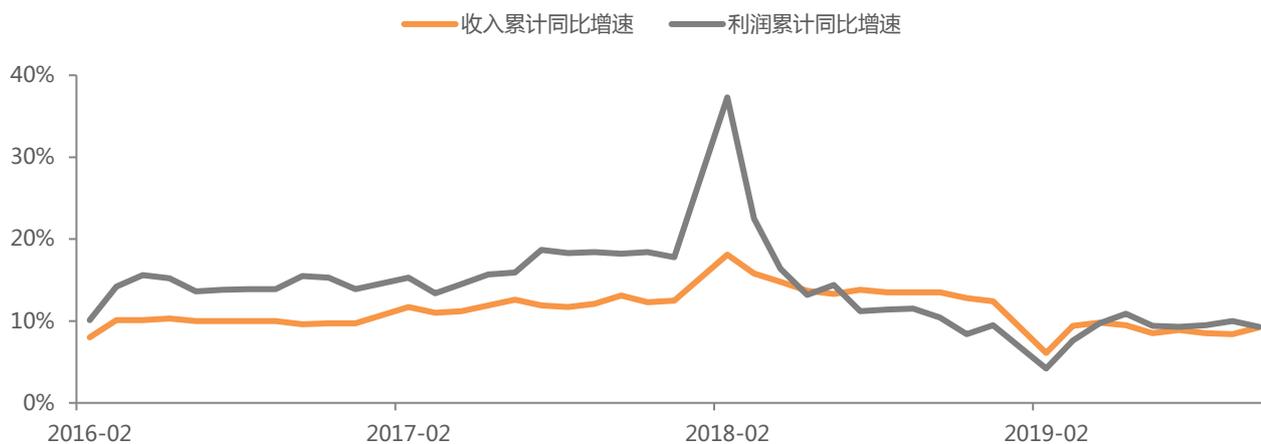
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 医药制造业收入与利润

2019 年 1-10 月医药制造业收入总额累计同比增长 9.20% (2018 年同期为 13.50%)，增速出

现回落；利润总额累计同比增长 9.30%（2018 年同期为 11.50%），增速同样出现回落。

图 7：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等。

6. 附录

表 3：2019 医保谈判品种降幅（西药）

序号	公司名称	药品名称	剂型	规格	最低中标价 格	医保支付 标准（元）	降幅
1	丽珠医药	艾普拉唑	注射剂	10mg	256	156	39.06%
2	弘和制药	甘草酸单铵半 胱氨酸氯化钠	注射剂	100ml	114.8	40	65.16%
				250ml	340	81.16	76.13%
3	海思科	精氨酸谷氨酸	注射剂	200ml:20g	354	54	84.75%
4	华东医药	阿卡波糖	咀嚼片	50mg	2.69	未公布	
				5ug	1420.00		
5	阿斯利康	艾塞那肽	注射剂	10ug	1715.70	未公布	
				2mg（冻干）	1488.00		
6	诺和诺德	利拉鲁肽	注射剂	3ml:18mg/支，预填 充注射笔	410	未公布	
7	赛诺菲	利司那肽	注射剂	10ug(0.2ml)	357.96	未公布	
				20ug(0.2ml)	376.00		
8	阿斯利康	达格列净	口服常释剂型	5mg		2.56	
				10mg	15.96	4.36	72.68%
9	勃林格殷格翰	恩格列净	口服常释剂型	10mg	17.81	未公布	
10	西安杨森	卡格列净	口服常释剂型	100mg	15.96	未公布	
11	西安杨森	麦格司他	口服常释剂型	100mg	142.86	未公布	
12	爱可泰隆	司来帕格	口服常释剂型			未公布	
13	华润昂德	重组人组织型 纤溶酶原激酶 衍生物	注射剂	18mg/10ml	1815	1399	22.92%
14	天士力	重组人尿激酶 原	注射剂	5mg	1020	508	50.20%
15	诺和诺德	重组人凝血因 子VIIa	注射剂	1mg	5780.00	未公布	
				1.2mg	6540.07		
				2mg	6611.10		
				5mg	4221.55		
16	阿斯利康/珐博 进	罗沙司他	口服常释剂型	50mg	166	未公布	
				20mg	82.67		
17	费森尤斯卡比	羟乙基淀粉电 解质	注射剂			未公布	
18	费森尤斯卡比	多种油脂肪乳 (C6~24)	注射剂	100ml	198.00	未公布	
				250ml	346.00		
19	湖北一半天	复方氨基酸 (18AA V -SF)	注射剂	100ml/瓶		30	
				250ml/瓶		70.08	
				500ml/瓶		133.16	
20	西藏药业	重组人脑利钠 肽	注射剂	0.5mg	585	445	23.93%
21	爱可泰隆	波生坦	口服常释剂型	125mg	70.02	未公布	
				1mg	61.43		
22	拜耳	利奥西呱	口服常释剂型	2mg	36.19	未公布	
				2.5mg	95.00		

23	爱可泰隆	马昔腾坦	口服常释剂型	10mg	33.31	未公布	
24	信立泰	阿利沙坦酯	口服常释剂型	80mg	3.04	2.62	13.82%
				240mg	7.05	6.08	13.76%
25	诺华	沙库巴曲缬沙坦	口服常释剂型	100mg(49mg+51mg)	17.33	未公布	
26	诺华	沙库巴曲缬沙坦	口服常释剂型			未公布	
27	诺华	奥曲肽	微球注射剂	20mg/瓶	5800	5800	0.00%
				30mg/瓶	7911	7911	0.00%
28	浙江医药	奈诺沙星	口服常释剂型	250mg/粒	30	16.2	46.00%
29	豪森药业	吗啉硝唑氯化钠	注射剂	0.5g: 100ml/瓶	106	97	8.49%
30	MSD	泊沙康唑	口服液体剂			未公布	
31	强生	贝达喹啉	口服常释剂型			未公布	
32	Otsuka	德拉马尼	口服常释剂型			未公布	
33	吉利德	丙酚替诺福韦	口服常释剂型	25mg/片	39.33	17.98	54.28%
34	MSD	艾尔巴韦格拉瑞韦	口服常释剂型			未公布	
35	吉利德	来迪派韦索磷布韦	口服常释剂型			未公布	
36	吉利德	索磷布韦维帕他韦	口服常释剂型			未公布	
37	吉利德	艾考恩丙替	口服常释剂型	每片含 150mg 艾维雷韦, 150mg 考比司他, 200mg 恩曲他滨, 10mg 丙酚替诺福韦	99.33	43	56.71%
38	杰华生物	重组细胞因子基因衍生蛋白	注射剂	10 μg/瓶	575	325	43.48%
39	正大天晴	雷替曲塞	注射剂	2mg/支	1487	669	55.01%
40	Baxter Oncology GmbH, 汇宇制药、正大天晴	阿扎胞苷	注射剂	100mg/支	1055	1055	0.00%
41	Merk	西妥昔单抗	注射剂	100mg, 20ml/瓶	1295	1295	0.00%
42	罗氏	贝伐珠单抗	注射剂			未公布	
43	百泰生物	尼妥珠单抗	注射剂			未公布	
44	罗氏	曲妥珠单抗	注射剂			未公布	
45	罗氏	帕妥珠单抗	注射剂			未公布	
46	信达制药	信迪利单抗	注射剂	10ml:100mg/瓶	7838	2843	63.73%
47	GSK	拉帕替尼	口服常释剂型	250mg/片	66.7	66.7	0.00%
48	罗氏	厄洛替尼	口服常释剂型			未公布	
49	勃林格殷格翰	阿法替尼	口服常释剂型	30mg/片	160.5	160.5	0.00%
				40mg/片	200	200	0.00%
50	阿斯利康	奥希替尼	口服常释剂型	40mg/片	300	300	0.00%
				80mg/片	510	510	0.00%
51	正大天晴	安罗替尼	口服常释剂型	8mg/粒	357	357	0.00%

				10mg/粒	423.6	423.6	0.00%
				12mg/粒	487	487	0.00%
52	辉瑞	克唑替尼	口服常释剂型	200mg/粒	219.2	219.2	0.00%
				250mg/粒	260	260	0.00%
53	诺华、山德士	塞瑞替尼	口服常释剂型	150mg/粒	198	198	0.00%
54	罗氏	阿来替尼	口服常释剂型			未公布	
55	GSK、诺华	培唑帕尼	口服常释剂型	200mg/片	160	160	0.00%
				400mg/片	272	272	0.00%
56	辉瑞	阿昔替尼	口服常释剂型	1mg/片	60.4	60.4	0.00%
				5mg/片	207	207	0.00%
57	拜耳	索拉非尼	口服常释剂型			未公布	
58	拜耳	瑞戈非尼	口服常释剂型	40mg/片	196	196	0.00%
				12.5mg/粒	155	155	0.00%
				25mg/粒	263.5	263.5	0.00%
59	辉瑞	舒尼替尼	口服常释剂型	37.5mg/粒	359.4	359.4	0.00%
				50mg/粒	448	448	0.00%
				250mg/片	131.6	115	12.61%
60	恒瑞医药	阿帕替尼	口服常释剂型	375mg/片	179.5	156.86	12.61%
				425mg/片	197.49	172.63	12.59%
				1mg/粒	293.0219048	94.5	67.75%
61	和记黄埔	呋喹替尼	口服常释剂型	5mg/粒	1045.714286	378	63.85%
62	恒瑞医药	吡咯替尼	口服常释剂型			未公布	
				150mg/粒	76	76	0.00%
63	诺华	尼洛替尼	口服常释剂型	200mg/粒	94.7	94.7	0.00%
64	Catalent LLC	CTS 伊布替尼	口服常释剂型	140mg/粒	189	189	0.00%
65	罗氏	维莫非尼	口服常释剂型	240mg/片	112	112	0.00%
66	诺华	芦可替尼	口服常释剂型			未公布	
				2.3mg/粒	3229.4	3229.4	0.00%
67	武田制药	伊沙佐米	口服常释剂型	3mg/粒	3957.9	3957.9	0.00%
				4mg/粒	4933	4933	0.00%
				2ml:1500IU/支	1477.7	1477.7	0.00%
68	恒瑞医药	培门冬酶	注射剂	5ml:3750IU/支	2980	2980	0.00%
69	阿斯利康	奥拉帕利	口服常释剂型			未公布	
70	先声药业	重组人血管内皮抑制素	注射剂	15mg/3ml/支	630	490	22.22%
71	微芯生物	西达本胺	口服常释剂型	5mg/片	385	343	10.91%
72	阿斯利康	氟维司群	注射剂	5ml: 0.25g/支	2306	2306	0.00%
73	恒瑞医药	硫培非格司亭	注射剂			未公布	
74	勃林格殷格翰	重组人干扰素β-1b	注射剂	0.3mg/支	590	590	0.00%
75	辉瑞	托法替布	口服常释剂型			未公布	
76	赛诺菲	特立氟胺	口服常释剂型			未公布	
77	诺华	依维莫司	口服常释剂型			未公布	
78	艾伯维	阿达木单抗	注射剂	40mg/0.4ml 预填充式注射笔,	3160	1290	59.18%

79	强生	英夫利西单抗	注射剂			未公布	
80	泰德制药	利多卡因	凝胶贴膏	700mg/片	85	19	77.65%
81	阿斯利康	喹硫平	缓释控释剂型			未公布	
82	GSK	帕罗西汀	肠溶缓释片	12.5mg/片	4.59	2.07	54.90%
				25mg/片	7.8	3.52	54.87%
83	天普生化医药	尤瑞克林	注射剂			未公布	
84	GSK	乌美溴铵维兰特罗	吸入粉雾剂	乌美溴铵 62.5 μg, 维兰特罗 25 μg*30 吸	640	219	65.78%
85	诺华	茚达特罗格隆溴铵	吸入粉雾剂用胶囊			未公布	
86	诺华	奥马珠单抗	注射剂			未公布	
87	日本参天	他氟前列素	滴眼剂	2.5ml; 37.5 μg/支	198	74.8	62.22%
88	艾尔建	地塞米松	玻璃体内植入剂	0.7mg/支	15120	4000	73.54%
89	康弘药业	康柏西普	眼用注射液	0.2ml/支	5550	4160	25.05%
90	拜耳	阿柏西普	眼内注射溶液			未公布	
91	诺华	雷珠单抗	注射剂			未公布	
92	诺华	地拉罗司	口服常释剂型			未公布	
93	赛诺菲	司维拉姆	口服常释剂型			未公布	
94	武田制药	碳酸镧	咀嚼片			未公布	
95	Bracco Imaging	钆特醇	注射剂	10ml/支	426	106.89	74.91%
				15ml/支	580	145.8	74.86%
				20ml/支	723	181.72	74.87%

资料来源：医保局，药智网，天风证券研究所

表 4：2019 医保谈判品种降幅（中药）

序号	企业	药品名称	标准规格	中标价（元）	医保支付标准（元）	降幅
1	神威药业	芪黄通秘软胶囊	0.5g/粒	4.75	2.1	55.8%
2	河南百年康鑫	冬凌草滴丸	40mg/丸	0.4058	0.19	53.2%
3	上海凯宝	痰热清胶囊	0.4g/粒	15.94	4.3	73.0%
4	聚协昌	金花清感颗粒	5g/袋	13.3	9.26	30.4%
5	亿帆医药； 安徽天康	麻苈消咳颗粒	8g/袋	4.3	4.79	-11.4%
6	海南中盛合美生物	射麻口服液	10ml	12.46	未公布	
7	康缘药业	参乌益肾片	0.4g/片	4.1	1.44	64.9%
8	药都制药	芪黄颗粒	5g/袋	13.33	7.5	43.7%
9	天士力	注射用益气复脉(冻干)	0.65g/瓶	40.16	16.5	58.9%
10	华森制药	八味芪龙颗粒	6g/袋	6.94	2.93	57.8%
11	吉林敖东	杜蛭丸	5g/25 粒	25.75	6.49	74.8%
12	吉林意达	脑心安胶囊	0.3g/粒	2.2308	1.38	38.1%
13	河北中唐医药	芪丹通络颗粒	8g/袋	17.39	4.16	76.1%
14	吉林万通； 郑州复升	芪苈通络胶囊	0.5g/粒	4.7825	0.69	85.6%

15	瑞阳制药	西红花总苷片	12mg/片	82.5	16.5	80.0%
16	天士力	注射用丹参多酚酸	0.13g/支	274.03	58.5	78.7%
17	天津红日	血必净注射液	10ml/支	41.3	22.08	46.5%
18	成都百裕	银杏内酯注射液	2ml/支	79	19.68	75.1%
19	康缘药业	银杏二萜内酯葡胺注射液	5ml/支	316	93.7	70.3%
20	亿帆医药	复方黄黛片	0.27g/片	10.5	10.19	3.0%
21	陕西欧珂	食道平散	10g/瓶	669	163	75.6%
22	吉林亚泰	参一胶囊	每粒含人参皂苷 Rg3 10mg	6.625	6.18	6.7%
23	天津赛诺	注射用黄芪多糖	250mg/支	278	200	28.1%

资料来源：医保局，药智网，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com