

# 告别药占比考核，关注药品重构中的小趋势

—医药周报 20191223

医药周报

2019年12月23日

## 报告摘要：

### ● 二级市场：中成药板块表现亮眼，前期涨幅较大的生物药企业略有回调

上周医药板块上涨 0.09%，跑输沪深 300 指数 1.14 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 3 位。2019 年以来，医药板块上涨 35.17%，沪深 300 指数上涨 33.43%，医药板块跑赢沪深 300 指数 1.74pct。根据 wind 中信医药分类看，上周中成药、医药流通、中药饮片板块涨幅较大，生物医药行业跌幅较大；根据民生医药分类情况来看，上周（2019.12.16-12.20）仿制药、中药和医药商业涨幅最好，分别为 2.7%、1.3% 和 1.1%，特色原料药板块也略有上涨。仿制药板块主要是科伦药业、华东医药、恩华药业涨幅较大，中药板块主要是康缘药业和济川药业等涨幅明显，医药商业板块主要是国药股份、瑞康医药表现较好；生物药板块跌幅最大为 3.2%，主要是我武生物、康泰生物和长春高新由于前期涨幅较大而略有调整。

### ● 政策基本面：告别“药占比”考核，药品结构调整新的“小趋势”出现

本周医保局、卫健委相继发布《关于做好 2019 年国家医保谈判药品落地工作的通知》，同时卫健委发布《关于做好医疗机构合理用药考核工作的通知》，特别是卫健委的政策，我们发现 2018 年以前投资者普遍关注的“药占比”考核已经成过去时，此次的合理用药考核明确考核周期（3 年）、重点考核二级以上医院逐步提升基本医院考核覆盖、重在落实管制类药品、抗肿瘤、抗生素、重点监控药物、基药、集采中选品种、医保谈判准入品种的配备使用；医保局的文件也对医保谈判品种的市场准入提供的积极的配套政策，综合以上分析，我们认为集采推进、医保支付落地的过渡期，基药、医保谈判（面向未来的扩容、支付标准确定）成为受益于改革的细分品种，建议投资关注竞争格局较好、独家医保支持的品种未来放量预期，我们对此也将给予积极的关注，这些品种或许成为过渡期最受益的细分领域。

### ● 本周研究成果：发布特色原料药行业报告、复星医药深度报告

本周发布以下重磅报告：1) 行业报告《特色原料药行业：从前向一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口》，我们认为基于“前向一体化”和“洼地红利”，产业中长期持续有投资价值；产品、产能是公司的重要跟踪指标。2) 深度报告《复星医药：整合能力提升+创新增量催化，业绩迎来兑现期》，我们认为公司内生板块利润提速明显，基本面即将进入拐点性阶段。3) 点评报告《泰格医药：临床前服务平台布局再加速》，我们判断子公司 H 股上市后，将加速国内外服务平台产能、服务能力提升的布局。

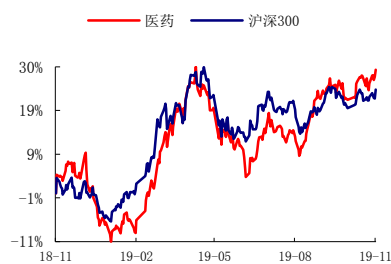
### ● 行业洗牌，围绕核心壁垒优选赛道

2020-2022 年是以集采为突破口的医改政策加速推进的三年，期间供给端价格变量（药品、医疗服务）成为最主要的变化，由此再次确立了我们年初强调的“第一次市场化改革”的观点，在该前提下，持续推荐医药外包（特别是 CDMO）、特色原料药、创新药械等的投资机会，同时推荐持续稳定、估值合理的血制品板块。

### ● 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。

## 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. 行业周（月）报：研发投入长期趋势不变，外包板块确定性凸显
2. 特色原料药行业：从前向一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口

**盈利预测与财务指标**

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2019/12/20	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	61.9	0.94	0.92	1.28	66	67	48	推荐
凯莱英	129.4	1.88	2.44	3.16	69	53	41	推荐
药明康德	92.5	2.23	1.39	1.70	41	67	54	推荐
华兰生物	33.2	1.23	1.02	1.21	27	33	27	推荐
康泰生物	84.5	0.70	0.87	1.21	121	97	70	谨慎推荐
复星医药	26.3	1.07	1.23	1.46	25	21	18	推荐
天宇股份	52.7	0.91	3.16	3.18	58	17	17	推荐
康缘药业	14.8	0.73	0.88	1.09	20	17	14	推荐
迈瑞医疗	176.1	3.34	3.85	4.65	53	46	38	谨慎推荐
金城医学	50.5	0.51	0.77	1.03	99	66	49	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

一、投资建议：关注产业重构中的小趋势，受益药品、API 价值.....	4
二、重点推荐行业和个股更新 .....	5
(一) 特色原料药行业：从前向一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口 .....	5
(二) 复星医药深度报告：整合能力提升+创新增量催化，业绩迎来兑现期 .....	6
(三) 泰格医药点评：临床前服务平台布局再加速 .....	7
三、行业热点新闻解读 .....	9
(一) 国家医保局、国家卫健委发布《关于做好 2019 年国家医保谈判药品落地工作的通知》 .....	9
(二) 国家卫健委发布《关于做好医疗机构合理用药考核工作的通知》 .....	9
四、上周行情回顾 .....	10
(一) 医药行业行情：估值略有下滑，稳妥加仓优势赛道 .....	10
(二) 医药子行业行情：中成药板块表现亮眼，前期涨幅较大的生物药略有回调.....	13
五、风险提示 .....	14
插图目录 .....	15

## 一、投资建议：关注产业重构中的小趋势，受益药品、API 价值

**二级市场层面：中成药板块表现亮眼，前期涨幅较大的生物药企业略有回调。**上周医药板块上涨 0.09%，跑输沪深 300 指数 1.14 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 3 位。2019 年以来，医药板块上涨 35.17%，沪深 300 指数上涨 33.43%，医药板块跑赢沪深 300 指数 1.74pct。根据 wind 中信医药分类看，上周中成药、医药流通、中药饮片板块涨幅较大，生物医药行业跌幅较大；根据民生医药分类情况来看，上周（2019.12.16-12.20）仿制药、中药和医药商业涨幅最好，分别为 2.7%、1.3% 和 1.1%，特色原料药板块也略有上涨。仿制药板块主要是科伦药业、华东医药、恩华药业涨幅较大，中药板块主要是康缘药业和济川药业等涨幅明显，医药商业板块主要是国药股份、瑞康医药表现较好；生物药板块跌幅最大为 3.2%，主要是我武生物、康泰生物和长春高新由于前期涨幅较大而略有调整。**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。**

**行业基本面：2019 年 12 月 18 日，国家医疗保障局、国家卫生健康委员会印发《关于做好 2019 年国家医保谈判药品落地工作的通知》，**要求各省级医保部门要在规定期限内，按时将 97 个医保谈判药品在省级药品集中采购平台上直接挂网，确保新版医保目录及时落地。通知明确，不得以医保总额控制、医疗机构用药目录数量限制、药占比等为由影响谈判药品配备、使用。我们认为，这是为了保证药品谈判能切实落地，在医院准入政策方面更加积极。同时，卫健委发布《关于做好医疗机构合理用药考核工作的通知》，我们发现 2018 年以前投资者普遍关注的“药占比”考核已经成过去时，此次的合理用药考核明确考核周期（3 年）、重点考核二级以上医院逐步提升基本医院考核覆盖、重在落实管制类药品、抗肿瘤、抗生素、重点监控药物、基药、集采中选品种、医保谈判准入品种的配备使用；医保局的文件也对医保谈判品种的市场准入提供的积极的配套政策，综合以上分析，我们认为集采推进、医保支付落地的过渡期，基药、医保谈判（面向未来的扩容、支付标准确定）成为受益于改革的细分品种，建议投资关注竞争格局较好、独家医保支持的品种未来放量预期，我们对此也将给予积极的关注，这些品种或许成为过渡期最受益的细分领域。

**本周研究成果：**1) 发布行业报告《特色原料药行业：从前向一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口》，我们认为基于“前向一体化”和“洼地红利”，产业中长期持续有投资价值；产品、产能是公司的重要跟踪指标。2) 发布深度报告《复星医药：整合能力提升+创新增量催化，业绩迎来兑现期》，我们认为公司内生板块利润提速明显，基本面即将进入拐点性阶段。3) 发布点评报告《泰格医药：临床前服务平台布局再加速》，我们判断子公司 H 股上市后，将加速国内外服务平台产能、服务能力提升的布局。

**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、并处于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、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，推荐金域医学和迈瑞医疗，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，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

### （一）特色原料药行业：从前向一体化和洼地红利角度看 API 投资窗口

**国内原料药进出口正在发生微妙变化：进口加速增长，竞争环境变化？**我国出口大宗原料药（维生素、氨基酸、氨基糖苷、解热镇痛类）产能过剩的问题日渐突出，同时，我们发现进口增速持续保持强劲，特别是 2019 年前三季度原料药进口增速达到 22.25%，我们估计 2019 年全年原料药进口规模有望首次达到 100 亿美元。而背后的核心驱动包括了：①政策的放宽：抗癌药原料药零关税、DMF 制度建立；②国内市场需求开始明显增加：带量采购、环保、质量要求日趋严厉下，进口仿制药企业（品种）、国内公司关注全球化的供应链体系，进而带动

原料药进口加速，这是 2019 年开始的新趋势，值得特别重视。

**行业逻辑：“前向一体化”和“洼地红利”，产业中长期持续有投资价值。**2019 年开始，国内制剂市场进入法规市场，仿制药企业进入洗牌阶段，最大的变化是集中度提升，这也为上游原料药产业提供了极佳的前向一体化窗口期，我们认为这是一个中期的逻辑，伴随下游集中度的提升，逐步兑现，远期逻辑是中国规模性造就的价格洼地红利（国内外可能同步推进），提升国内原料药产业的全球竞争力。

**公司逻辑：产品、产能是公司的重要跟踪指标。**我们发现目前国内原料药公司除了利基市场的司太立、仙琚制药及早期制剂出口的公司华海药业外，大部分公司前向一体化的制剂拓展目前仍处于布局期，制剂产品快速立项，制剂产能或合作、或自建、或国内、或国外在布局拓展中。我们认为这个产业进程一定是产品、产能先行，进而抓住先机实现产品快速放量，因此，产品、产能的拓展进度就成为我们重要的跟踪指标。

**投资注意：基本面兑现节奏各异，利基市场或大吨位原料药公司率先突破前向一体化。**利基市场或大吨位原料药的头部公司因为原料药规模性优势，率先在前向一体化方面实现突破。弹性最大的技术壁垒型、大吨位原料药型公司等仍以海外市场为主，海外收入保持稳定的毛利率水平（35%左右，高壁垒的可以达到 60%+），以及相对稳定的同比增速；而其国内收入占比相对较小，且因为品种布局进度、国内集采推进节奏的影响等原因，国内的收入弹性暂时还没有体现，我们认为这是未来重要弹性点。

**投资建议：**我们认为国内特色原料药产业或不会重复印度原料药产业的发展路径，国内制剂市场的法规化，为我们创造了更大的消费市场，国内特色原料药产业的前向一体化策略落地大概率是在中国市场突破，而不是海外制剂出口（尽管这个会同步推进），但是基于国内特色原料药公司聚焦产品、发展阶段的不同，我们建议关注华海药业（规模性原料药+国内制剂放量，暂未评级）、司太立（利基市场，前向一体化突破中，暂未评级）、仙琚制药（前向一体化落地，弹性逐步体现中，暂未评级）、普洛药业（规模性逐步体现，CDMO 贡献弹性，暂未评级）、天宇股份、九洲药业等。

**风险提示：**产品注册节奏不顺利，安全、环保等短期事件性影响，核心产能成本提升的风险。。

## （二）复星医药深度报告：整合能力提升+创新增量催化，业绩迎来兑现期

**内生板块利润提速明显，我们认为公司的基本面即将进入拐点性阶段。**2012-18 年公司核心利润板块营业利润 CAGR 为：15.15%，扣除并购因素的影响（2017 年并购 Gland），营业利润 CAGR 12.87%。不考虑 Gland 并购影响，核心利润板块 2017-19H1 营业利润同比增速分别为 4.85%、7.11%和 23.80%。不考虑 Gland 并购和利润持续下滑的奥鸿药业影响，核心利润板块 2017-19H1 营业利润同比增速分别为 9.77%、15.02%和 20.35%。对比以上数据，我们认为拖累公司核心利润的主要变量是奥鸿药业和对联营和合营企业投资收益。可以看到奥鸿药业将引进具有成长潜力的新品种长托宁，2019 年公司也开始处理非主业亏损资产 HHH，我们认

为公司内生增长可能已经逐步进入平稳甚至拐点的阶段。基于以上公司战略上的变化以及目前核心利润板块经营上的可持续性，我们认为未来3年这种内生增长的持续性比较好，公司基本面即将进入一个持续向好的阶段。

**核心子公司/业务板块的经营状况是公司未来业绩的重要变量。**我们判断：1) 未来3年国药产投业绩有望保持稳定发展，受益处置 HHH 等亏损资产及 CAR-T 上市后复星凯特扭亏，投资收益逐步增厚业绩；2) 江苏万邦-存量非布司他片+匹伐他汀片未来3年仍有望保持快速增长，新增量三代胰岛素最快预计2020年上市，糖尿病板块有望崛起；3) 重庆药友-依托2018年新并入湖南洞庭以及谷胱甘肽、注射用头孢美唑钠系列等主打品种，我们预计重庆药友未来3年在消化前列地尔影响的同时仍有望保持较为稳定增长；4) Gland Pharma-硬件条件好，丰富品种（4个仿制药获FDA批准上市，多个品种国内转报上市）助力未来发展，分拆至印度上市提升复星医药国际影响力；5) 奥鸿药业-通过收购长托宁等潜力品种实现协同发展，未来3年业绩有望反转。

**除了内生增长，复宏汉霖大分子创新药进入利润贡献期，成为公司未来业绩上扬的持续催化因素。**1) 公司生物类似药进展处于国内前列，上市后将提升盈利水平；2) 生物创新药储备丰富，布局逐步成型；3) 复宏汉霖有望通过单抗+单抗肿瘤免疫联用实现PD-1布局反超，看好公司肿瘤免疫联合疗法发展潜力；4) 复宏汉霖研发投入在大分子 biotech 中位于前列，期待未来品种发力。预计2020-2024年每年都会有新产品或者新的适应症获批上市，为公司提供持续增量。

**从子公司 ROE 和净利率水平持续改善来看，公司整合能力持续得到兑现中。**Gland 和江苏万邦 ROE 提升明显，公司整合能力持续兑现。从2011到2018年江苏万邦和重庆药友一直处于 ROE 稳步提升中，江苏万邦 ROE 从13%提升至22%，重庆药友从23%提升到28%。禅城医院 ROE 水平波动不大，后续伴随着覆盖范围和影响力提升，有望实现更稳定盈利，从而带动 ROE 提升。2017年新并购企业 Gland Pharma ROE 水平提升较快，从1%升至2018年6%，后续有望继续提升。目前禅城医院 ROE 基本平稳，未来3年，伴随着公司持续提升禅城医院医疗服务的辐射范围和区域影响力并强化集团医疗服务产业在华南地区的布局，禅城医院 ROE 水平相对平稳，未来有望持续向好。

**盈利预测与投资建议：**基于核心业务板块以及复宏汉霖产品管线的分析，以及公司2019年下半年处置 Healthy Harmony Holdings 资产，公司可能在2019年会确认较大的资产处置收益，因此我们在之前的盈利预测基础上对2019年归母净利润进行了上调。我们预计2019-2021年 EPS 分别为1.23、1.46、1.78元，2019年12月17日收盘价对应 PE 为21倍。参考可比公司恒瑞医药、康弘药业、京新药业、华东医药、乐普医疗2019年平均估值36倍 PE，我们给予“推荐”评级。

**风险提示：**临床失败风险、带量采购和医保谈判等政策风险、产品销售不及预期风险。

### （三）泰格医药点评：临床前服务平台布局再加速

#### 一、事件概述：

2019年12月16日，公司控股公司方达控股（1521.HK）再次公告收购事宜（将存量业务拓展到美国西海岸），同时公告完成EPS相关股权转让手续（持股3.06%），我们发现近期方达控股相继公告多项收购及举措，加速临床前新技术平台及产能的建设，我们注意到这个情况，特别梳理如下，给投资者了解泰格医药的布局以指导。

**①美国：收购药物代谢分析新平台。**2019年11月4日，方达控股公告收购RMI Laboratories, LLC，交易对价不超过555万美金，实际交易金额根据RMI未来三年的表现及购买协议中规定的公式确定。同时，披露RMI是美国宾州的CRO机构，提供定量及定性药物代谢服务，包括早期发现柔点分析、晚期发现跨物种比较及临床前动物放射性标记质量平衡研究。公司成立超过10年，收购后，或有扩张人员、产能的计划，同时，相关科学家留任，协助方达控股在中国建立自RMI收购的服务。

**②中国：重新控股CMC平台。**2019年10月25日，上海方达与朱建国签署股份转让协议，以1443.38万元收购方达医药（苏州）25.96%股权，收购完成后，方达医药（苏州）的股权结构为方达上海占75%、九洲药业占25%，同时披露，公司有计划及时扩张CMC服务。从利润贡献看，2018年方达苏州税后利润605.8万元，YOY34.03%。

**③美国：扩充产能，提升服务能力。**2019年10月8日，方达控股官网披露，扩建其位于美国Exton,PA的生物分析实验室，包括扩建1万平方英尺的实验室空间，增强公司在生物药开发、生物标志物、细胞和基因治疗方面的服务能力。

（官网链接：<https://www.frontagelab.com.cn/Index/show/catid/33/id/140.html>）

**④美国：收购获得安评服务能力。**2018年4月1日432万美元收购美国俄亥俄州安评（大动物）CRO公司Concord，使公司首次可提供安评及毒理学服务，2018年并表利润294万美元。

**⑤美国：扩充产能、提升服务能力。**2019年12月13日，方达控股通过Frontage Lab的全资加拿大附属公司11736655Canada LTD与J&J Corporate Services, Inc签订购买协议，以加币420万元（美金319.27万美元）购买其持有的BRI全部流通在外股份，公司主要从事药物发现及IND、NDA研究，业务据点扩张至加拿大及北美西岸，进一步扩充研究的动物模型、及微生物组代谢和生物标记物分析研究市场。

## 二、分析与判断：

**子公司H股上市后，加速国内外服务平台产能、服务能力提升的布局。**方达控股作为公司临床前业务及仿制药业务的重要平台，2015年前继数统业务外公司最重要的利润贡献主体，2015年以来因一致性评价业务的快速进展而被市场关注，2019年5月，方达控股在港交所上市，成为公司重要的临床前服务拓展平台，特别是基于美国成熟的方法学经验和客户资源，上市后，我们发现公司在美国新技术平台和中国业务拓展均呈现加速推进的节奏，这个趋势值得特别关注，从药明康德、康龙化成海外客户收入加速以及中国市场红利（早期研发需求持续增加）的背景下，我们认为方达控股作为国内稀缺的跨中美运营的CRO公司，有望搭建公司国际化拓展的桥梁，在把握中国研发需求景气度的同时，逐步打造公司在国内医药CRO比较中



的壁垒，有利于公司短中期的业绩稳定性及长期天花板的提升。

**本土临床 CRO 的  $\alpha$  体现，或许不同于我们熟悉的海外路径。** 尽管临床 CRO 本身作为全球化产业分工的一环，有其共性的指标评估公司的竞争力，但是，我们认为基于国内临床 CRO 产生的政策环境的特殊性（本身是在不断供给侧改革中提升服务能力）及业务布局基础的差异，在全球竞争力的提升过程中，或许有不同的发展路径，无论近期参股日本 EPS、方达控股加速拓展技术平台和产能、韩国公司证券化推进……，这些路径的推进中，我们或许对公司的发展路径看得逐步清晰，当然这是个渐进的过程，我们认为短期暂时不适合用静态业务成长性来评估公司的发展空间，我们乐于看到公司新技术平台不断搭建及国际化拓展过程中不断提升自身业务天花板的努力，近期公司发布 H 股上市的筹备启动公告，也验证了前期我们这种判断，我们认为 H 股的上市启动表明公司正逐步走向全球化运营管理，在这个过程中从各子公司、模块做大做强成为公司管理方面的重要挑战（韩国、方达的单独上市，是一种探索），而母公司 A+H 的上市，我们认为也是对公司管理半径拓展的重要探索，整体我们相对看好这种探索带来的融资、并购、激励的便利性，这也是在行业  $\beta$  红利的同时提升自身  $\alpha$  的重要举措。

**三、投资建议：**我们维持之前的盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS0.94、1.28、1.71 元，最新收盘价对应 2019 年 69 倍 PE（对应 2020 年 50 倍 PE），参考可比公司估值情况及公司所处行业持续的景气度，我们维持“推荐”评级。

**四、风险提示：**创新药投融资恶化的风险，临床试验政策波动风险，新业务整合不及预期风险。

### 三、行业热点新闻解读

#### （一）国家医保局、国家卫健委发布《关于做好 2019 年国家医保谈判药品落地工作的通知》

##### 事件

2019 年 12 月 18 日，国家医疗保障局、国家卫生健康委员会印发《关于做好 2019 年国家医保谈判药品落地工作的通知》（以下简称“通知”），要求各省级医保部门要在规定期限内，按时将 97 个医保谈判药品在省级药品集中采购平台上直接挂网，确保新版医保目录及时落地。

##### 点评

通知明确，不得以医保总额控制、医疗机构用药目录数量限制、药占比等为由影响谈判药品配备、使用。我们认为，这是为了保证药品谈判能切实落地，在医院准入政策方面更加积极。建议关注受益于药物研发推进的医药研发/生产服务外包、具备较强技术壁垒和规模性的特色原料药产业以及创新药细分领域。

#### （二）国家卫健委发布《关于做好医疗机构合理用药考核工作的通知》

##### 事件

2019年12月20日，国家卫生健康委员会印发《关于做好医疗机构合理用药考核工作的通知》（以下简称“通知”），提出要提高对合理用药考核工作重要性的认识、明确合理用药考核范围和内容、做好合理用药考核工作的组织实施以及加强考核结果运用。

#### 点评

我们发现2018年以前投资者普遍关注的“药占比”考核已经成过去时，此次的合理用药考核明确考核周期（3年）、重点考核二级以上医院逐步提升基本医院考核覆盖、重在落实管制类药品、抗肿瘤、抗生素、重点监控药物、基药、集采中选品种、医保谈判准入品种的配备使用，12月18日医保局的文件也对医保谈判品种的市场准入提供的积极的配套政策。综合以上分析，我们认为集采推进、医保支付落地的过渡期，基药、医保谈判（面向未来的扩容、支付标准确定）成为受益于改革的细分品种，建议投资关注竞争格局较好、独家医保支持的品种未来放量预期，我们对此也将给予积极的关注，这些品种或许成为过渡期最受益的细分领域。

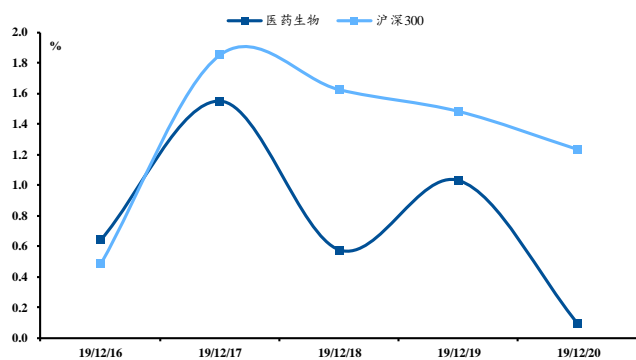
## 四、上周行情回顾

### （一）医药行业行情：估值略有下滑，稳妥加仓优势赛道

上周医药板块上涨0.09%，跑输沪深300指数1.14个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第3位。2019年以来，医药板块上涨35.17%，沪深300指数上涨33.43%，医药板块跑赢沪深300指数1.74pct。

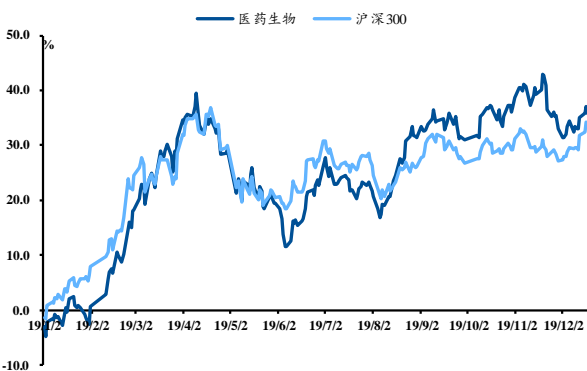
从年初以来的板块表现看，医药板块整体涨幅在电子、食品饮料、家电、计算机、农林牧渔、非银、建材等板块之后。结合板块内公司分化表现，我们认为这也显示了在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下，医药板块的防御性属性降低，但自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域。我们认为对于受政策影响比较大的板块估值基本压制在低位、但是景气度较高的细分领域以及小市值公司的短期因素（比如医保目录调整、带量采购全国扩面以及医保谈判受益企业等）成为短期板块表现最主要的驱动因素，我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在2020年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非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



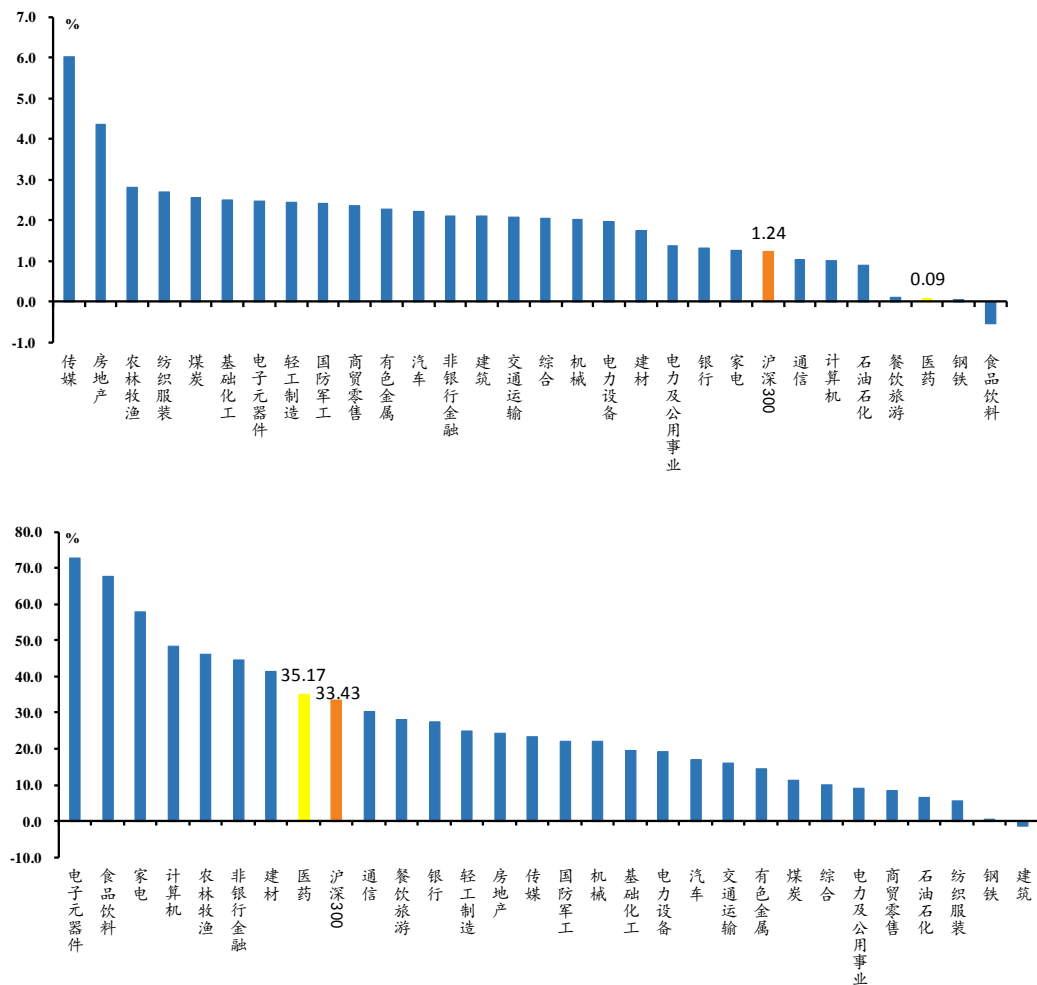
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

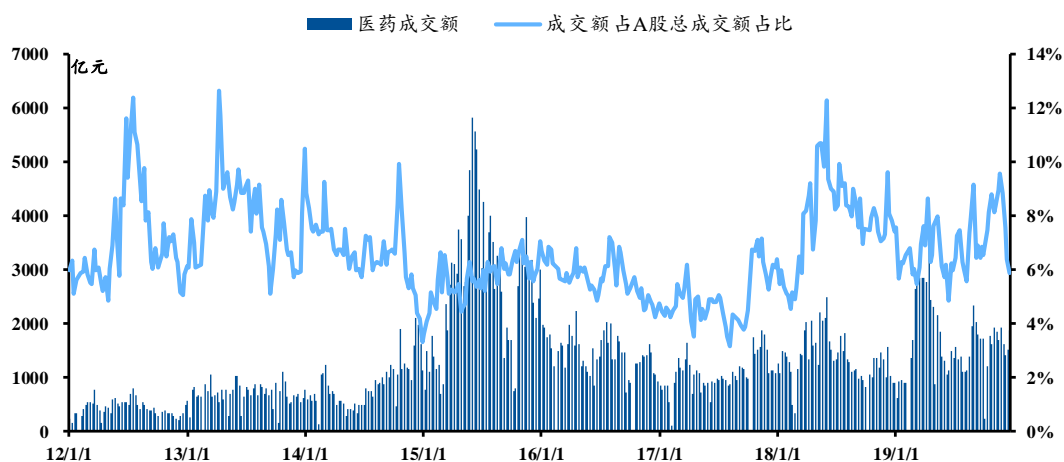
图 3：上周各大行业涨跌幅（上：周涨幅；下：年涨幅）



资料来源：Wind，民生证券研究院

**医药板块成交额略有回落，成交额占比也在持续下降。**上周医药行业成交额为 1868 亿元，成交额占市场总成交额的 5.89%，比上周下降 0.46 个百分点。从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，已经连续 4 周出现下降，但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 4：2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

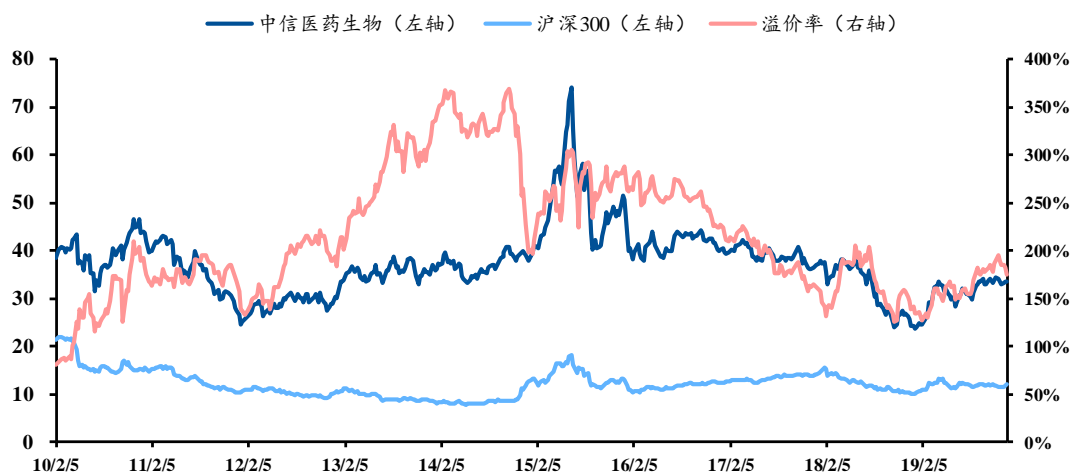


资料来源：Wind，民生证券研究院

**医药板块相对沪深 300 溢价率近四周持续调整。**截止 2019.12.20，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33.46 倍，比上周下降 0.07，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 175%，比上周下降 7.24 个百分点，溢价率在 2019 年 11 月中旬达到年内高点后，近五周略有调整，但从历史情况看，处于 2010 年以来估值溢价率的中部位置。

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

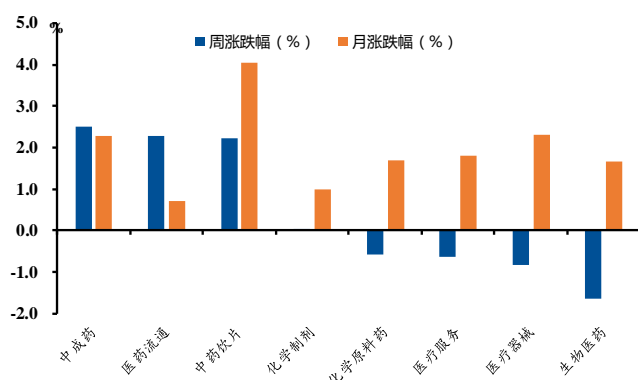


资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）医药子行业行情：中成药板块表现亮眼，前期涨幅较大的生物药略有回调

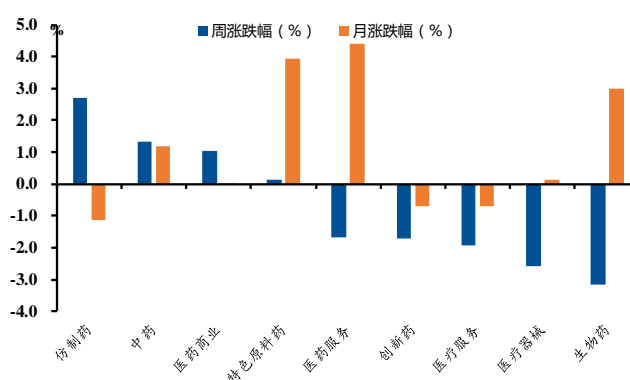
根据 wind 中信医药分类看，上周中成药、医药流通、中药饮片板块涨幅较大，生物医药行业跌幅较大；考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2019.12.16-12.20）仿制药、中药和医药商业涨幅最好，分别为 2.7%、1.3%和 1.1%，特色原料药板块也略有上涨。仿制药板块主要是科伦药业、华东医药、恩华药业涨幅较大，中药板块主要是康缘药业和济川药业等涨幅明显，医药商业板块主要是国药股份、瑞康医药表现较好；生物药板块跌幅最大为 3.2%，主要是我武生物、康泰生物和长春高新由于前期涨幅较大而略有调整。我们持续推荐具有长期成长性的创新药产业链（医药外包、创新药械）、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

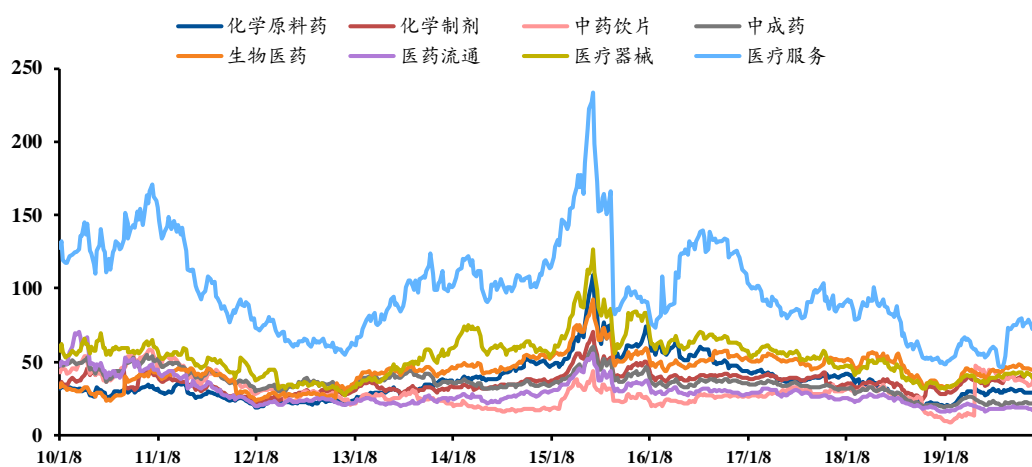
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



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 74 倍、46 倍、40 倍，中药饮片 41 倍，化学制剂 40 倍，化学原料药 29 倍，中成药 22 倍，医药流通 17 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，沿产业趋势优选标的，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 .....	10
图 2: 2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 .....	10
图 3: 上周各大行业涨跌幅（上：周涨幅；下：年涨幅） .....	11
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 .....	12
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 .....	12
图 6: 上周医药子板块涨跌幅（中信） .....	13
图 7: 上周医药子板块涨跌幅（民生医药） .....	13
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况 .....	14

## 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。