

中國醫藥板塊

集采常態化，看好創新產業鏈和非藥板塊

- ❖ **首批帶量採購影響有限，全國集采方案定稿。**1) 第一批帶量採購規模小，總體來說對仿製藥企影響有限。長期來看醫保收入放緩背景下，仿製藥降價是大勢所趨，而國家醫保局此次試水後，後續採購方案會逐步完善，我們預計下一批集采在 2019 年下半年。2) 帶量採購意義在於減輕醫保壓力，優化支出結構，為新治療方式騰挪空間，帶量採購全國推廣仍需時間；3) 醫保支付標準是帶量採購後期實施的配套政策，醫保支付將從按比例支付變為按通用名等額支付，仿製藥將步入通用名時代。原研藥自付金額與仿製藥差距將增加，加速優質仿製藥的進口替代。
- ❖ **“一致性評價+帶量採購”，重洗仿製藥遊戲規則。**帶量採購對國內仿製藥企影響深遠，仿製藥行業將進行洗牌，小型藥企難以生存，市場份額向龍頭集聚，藥企將著眼於 1) 控制成本，擁有原料藥製劑一體化廠家具備先發優勢。2) 藥廠將加大高端製劑研發投入，進行差異化競爭。3) 轉型創新藥企。在仿製藥降價大趨勢下，預計未來國內仿製藥毛利率將繼續下降。我們做了一個淨利率敏感性測試，假設研發費用率 10% 不變，藥價降低 50% 時，毛利率 80% 的產品，銷售費用率 40% 時，淨利率~10%，若銷售費用率下降至 30%，淨利率可上升至~20%。毛利率 70% 的產品，需將銷售費用率降到 20% 以下，才能維持~10% 的利潤率。利潤率受毛利率和銷售費用降低雙重影響，預計未來低端仿製藥可維持接近~10% 的淨利率，競爭格局較好的仿製藥可以維持~20% 的利潤率。對於國內仿製藥企來說，以仿製藥為基石發展高端製劑，同時逐步擴大創新藥業務比重，是藥企發展突破路徑。
- ❖ **集采常態化，細分板塊有望反彈。**2018 年港股醫藥板塊經歷了大起大落，三季度以來受政策影響整體板塊估值大幅回落，目前估值為 18 財年市盈率 15.8 倍，與過去 3 年平均市盈率 15 倍基本一致。目前不確定政策因素減弱，市場情緒有望恢復。國家帶量採購模式，醫藥行業迎來優勝劣汰的整合，研發能力強、高仿和創新藥儲備雄厚的大型藥企大概率在長期競爭者勝出。2019 年我們看好 1) 看好政策免疫中藥配方顆粒龍頭廠商，**中國中藥 (570 HK, 買入)**，2) 非藥板塊看好創新器械龍頭，**愛康醫療 (1789 HK, 買入)**，3) 看好研發實力雄厚的、仿製藥產品反覆運算快、專注高端仿製藥和創新藥開發的藥企，如**石藥 (1093 HK, 買入)**，4) 行業創新研發投入增加帶動藥物研發生產外包行業增長，看好**藥明生物 (2269, 未評級)**、**藥明康德 (2389 HK, 未評級)**。

估值表

公司	代碼	最新價 (HK\$)	目標價 (HK\$)	評級	市值 (HK\$mm)	財年	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0
石藥集團	1093 HK	12.94	18.8	BUY	80,698	Dec	29.2	22.5	18.4	18.1	19.9	20.6	淨現金
三生製藥	1530 HK	12.22	16.6	BUY	31,084	Dec	31.3	23.4	18.5	12.6	13.6	14.6	26.3
中國中藥	570 HK	5.31	7.4	BUY	26,740	Dec	14.9	12.3	9.8	9.8	11.4	13.0	淨現金
神威藥業	2877 HK	8.54	14.3	BUY	7,063	Dec	13.8	11.4	9.4	7.8	8.9	10.2	淨現金
康臣藥業	1681 HK	5.81	10	BUY	5,085	Dec	9.7	8.4	7.2	22.2	22.0	21.8	淨現金
昊海生物科技	6826 HK	42.75	66.5	BUY	6,842	Dec	13.3	10.8	9.0	12.7	13.9	14.7	淨現金
廣東康華醫療	3689 HK	7.1	13.1	BUY	2,374	Dec	12.2	10.2	8.8	12.4	13.4	14.0	淨現金
醫思醫療	2138 HK	6.21	5.54	BUY	6,114	Mar	21.8	19.1	16.0	34.0	33.6	31.1	31.4
愛康醫療	1789 HK	4.16	6.3	BUY	4,330	Dec	26.1	26.1	19.3	15.8	18.8	21.2	淨現金
平均							19.2	16.0	12.9				

資料來源：招銀國際研究預測

同步大市 (維持)

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

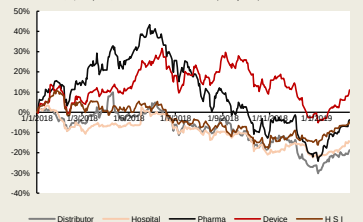
中國醫藥板塊

港股醫藥板塊市盈率



資料來源：彭博，招銀國際

港股醫藥板塊細分行業表現



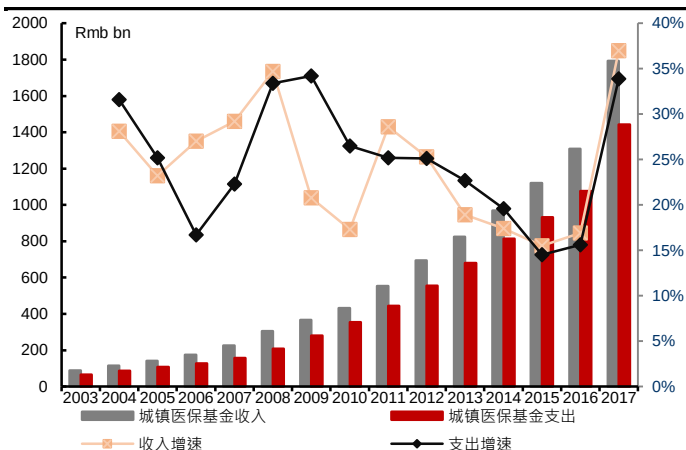
資料來源：彭博，招銀國際

醫保基金吃緊，控支出成為長期目標

2017 年全國醫保收入 1.9 萬億，同比增速 16%，支出 1.5 萬億，同比增速 12%。從社會基本醫療保險歷年的收支來看，自 2015 年起醫保收入增速才稍超支出增速，反映了近年來國家醫改效果逐步顯現，另一方面也是因為新醫保目錄頒佈較遲，尚未形成增量醫保資金支付需求，而隨著 2017 年新醫保目錄全國執行，國家談判品種全面執行，未來收支不匹配狀態有望出現。2017 年收入與增速較往年大幅提高，主要是因為新執行的新農合與城鎮居民醫保兩保合一影響，增速不可比。截至 2017 年底我國基本醫療保險覆蓋 11.7 億人，基本實現全民醫保覆蓋，而我國人口老齡化趨勢明顯，人口結構從過去金字塔型轉變成縮減型，少年兒童比例明顯降低，人口結構改變對醫保資金政策運行產生巨大壓力，主要體現在勞動力縮減收入端增速放緩，而老齡化催生龐大醫療需求，支出端增速加快，**醫保籌資增長放緩與醫療費用支出快速增長矛盾需解決**。因此保證醫保資金健康運作成為國家醫保局當前重任，控支出成為長期目標。

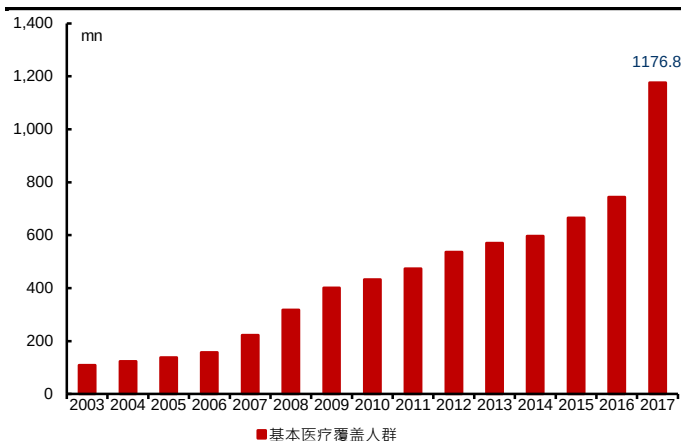
醫藥行業發展往往由醫保支付端驅動，隨著參保人數難以繼續增加，未來收入主要來自人均收入增加與財政補貼，這兩者較難支撐快速增長。人口老齡化將進一步縮小收入來源，同時產生更多的醫療需求，為了解決這個矛盾，可以通過 1) 商業保險介入擴增資金來源，2) 降低費用支出，優化支出結構，3) 降低流通成本。

圖 1：社會基本醫療保險基金收入與支出



資料來源：人社部（2016 至 2017 年收入與支出激增，主要由於部分地區新農合和城鎮居民醫保兩保合一），招銀國際研究

圖 2：2017 年底基本醫療保險接近實現全民覆蓋



資料來源：人社部（2016 至 2017 年人群激增，主要由於部分地區新農合和城鎮居民醫保兩保合一），招銀國際研究

圖 3：歷年醫保基金收支狀況

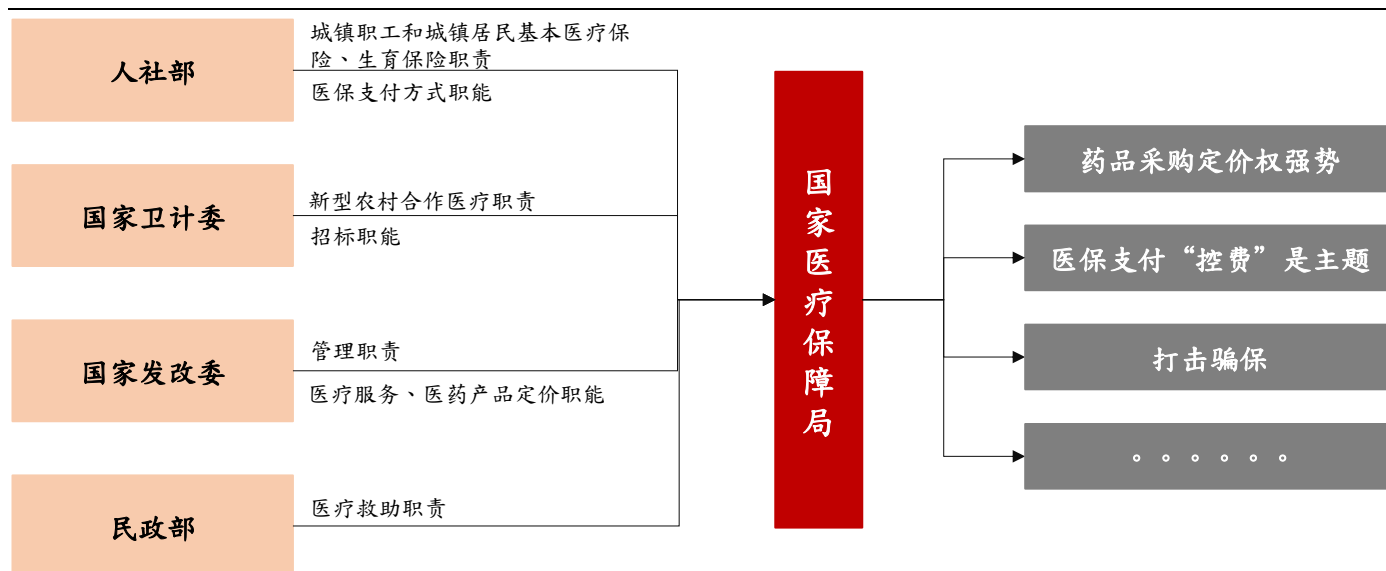
	億元	2013	2014	2015	2016	2017
城鎮職工基本醫療保險基金	收入	6873	7854	8926	10082	12135
	保險費	6530	7464	8497	9670	11224
	財政補貼	N/A	70	75	75	104
	利息					
	支出	5667	6532	7386	8088	9298
	結余	1206	1323	1541	1994	2836
	滾存	7870	9183	10733	12736	15669
居民基本醫療保險基金	收入	3927	4477	5405	6095	6838
	保險費	738	843	1114	1406	1813
	財政補貼	N/A	3562	4212	4612	4919
	利息					
	支出	3688	4243	4785	5472	6121
	結余	238	234	620	623	717
	滾存	1850	2087	2706	3330	4066

資料來源：人社部、招銀國際研究

超級醫保局組建，集支付、定價、採購集於一體

國家超級醫保局組建，支付、定價和採購集於一體。2018 年 5 月 31 日國家醫療保障局掛牌，隸屬國務院直屬機構，主要職責為擬定醫療保險、生育保險、醫療救助等醫療保障制度，監督管理醫保基金，完善異地就醫和費用結算平臺，組織制定和調整藥品、醫療服務價格和收費標準，制定藥品和醫用耗材的招標採購政策並監督實施，監督納入醫保範圍內的醫療機構相關服務和醫療費用，實現“醫保+醫療+醫藥”三醫聯動。國家醫保局整合了人社部城鎮職工和居民基本保險、生育保險職責，國家衛計委新型農村合作醫療職責，國家發改委藥品和醫療服務價格管理職責和民政部醫療救助職責，三大社會醫保合併統一管理“三保合一”，醫保改革阻力減小。在醫保基金籌資增速放緩大背景下，醫保局將肩負重任，優化醫保基金支出結構，保障基金持續運行。

圖 4：“三保合一”；“三醫聯動”



資料來源：NMPA，招銀國際研究

首批帶量採購影響有限，全國集采方案定稿

國家醫保局主導首批試點城市藥品帶量採購

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委員第五次會議審議通過《國家組織藥品集中採購試點方案》，明確了國家組織、聯盟採購、平臺操作的總體思路。11 個試點地區委派代表組成的聯合採購辦公室在 11 月 15 日發佈了《4+7 城市藥品集中採購檔》。

根據採購檔，4+7 城市包括北京、天津、上海、重慶、瀋陽、大連、廈門、廣州、深圳、成都和西安；公佈 31 個採購品種及數量；品種包括原研、過一致性評價仿製藥和化藥新註冊分類仿製藥；方式通過招標、競價和議價，獨家中標；採購週期為 1 年。

12 月 7 日，上海陽光醫藥採購網公佈試點城市招標結果公佈，擬中選品種 25 個，6 個流標品種，成功率 88%；通過一致評價仿製藥 22 個，原研 3 個，替代效應顯現。平均降價 52%，最高降幅達 96%，降價明顯，原研藥吉非替尼降 76%，福辛普利鈉片降價 68%，「專利懸崖」顯現。

國務院辦公廳印發《國家組織藥品集中採購和使用試點方案》

2019 年 1 月 17 日，國務院辦公廳印發《國家組織藥品集中採購和使用試點方案》（簡稱《方案》），將帶量採購政策由醫保局上升至國務院。《方案》從總體要求、集采範圍形式、具體措施、政策銜接、組織形工作六方面作出部署。《方案》明確了國家對集采推進帶量集采的決心，同時成立試點工作小組負責後續集采工作。

《方案》中需要關注的點：

首次提出集采中標價作為醫保支付價，未中標品種可漸進調整支付標準

《方案》指出將以集采中標價作為醫保支付標準，對同一通用名下的原研藥、參比製劑、通過一致性評價的仿製藥實行同一支付標準。高價藥品超出部分患者自付，價差過大品種可在 2—3 年內逐步調整支付標準，**意味著未中標企業將有 2-3 年過渡期。**

未提及獨家中標和最低價。

集中採購方式：入圍藥企 3 家以上採用招標；2 家議價；1 家談判採購，並未提及獨家中標和最低價。採購量為試點地區公立醫療機構年用量 60%-70%。

保證回款，降低交易成本

醫保基金總額預算基礎上，按不低於採購金額 30% 提前預付給醫療機構，醫療機構按合同規定與企業及時結算。

我們的觀點：

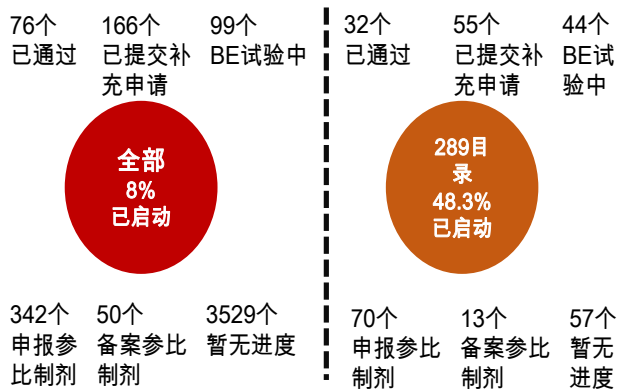
- 1) 第一批帶量採購規模小，總體來說對仿製藥企影響有限。長期來看仿製藥降價是大勢所趨，國家醫保局此次試水後採購方案會更加完善，我們預計下一批集采在 2019 年下半年。
- 2) 帶量採購意義在於減輕醫保壓力，優化結構，為新治療方式騰挪空間。帶量採購全國推廣仍需時間，隨著一致性評價緩慢進展；
- 3) 醫保支付標準是帶量採購後續配套政策，仿製藥將步入通用名時代。醫保支付將從按比例支付變為按通用名等額支付，原研藥自付金額與仿製藥的差距將大大增加，加速優質仿製藥的進口替代；
- 4) 我們應繼續關注 4+7 城市集采後續配套方案，及其他省份集采動態。

“一致性評價+帶量採購”，重洗仿製藥遊戲規則

國家集采方案依然堅持從通過一致性評價的仿製藥對應的通用名藥品中遴選試點品種。2016 年國務院發佈《開展仿製藥品質和療效一致性評價的意見》，要求 289 個基藥口服固體制劑在 2018 年 12 月 31 日前完成評價。截至 2018 年末，通過一致性評價品種達到 76 種，其中 289 基藥目錄有 32 個，非 289 目錄品種達 44 個。12 月 28 日藥監局發佈《關於仿製藥品質和療效一致性評價有關事項的公告》提出，對基藥目錄品種不再設置評價時限，繼續要求化學藥品新註冊分類實施前批准上市的含基本藥物在內的仿製藥，自首家品種通過一致性評價後，其他生產企業的相同品種原則上應在 3 年內完成評價，最多不超過 5 年。雖然評價時限取消，但集采壓力下，我們認為藥廠仍然會加快一致性評價步伐，通過集采搶佔市場份額。

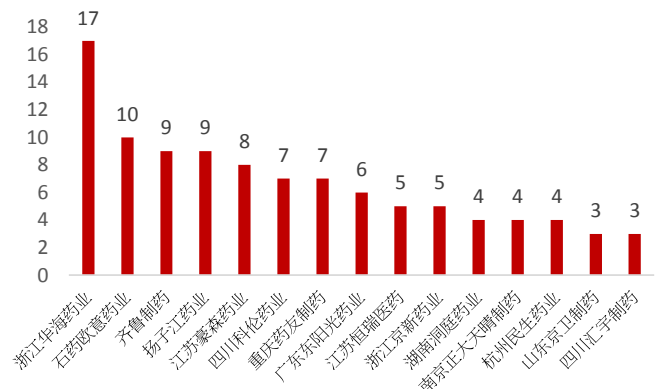
帶量採購對國內仿製藥企影響深遠，仿製藥行業將進行洗牌，小型藥企難以生存，市場份額向龍頭集聚，藥企將著眼於 1) 控制成本，擁有原料藥製劑一體化廠家具備先發優勢。2) 藥廠將加大高端製劑研發投入，進行差異化競爭。3) 轉型創新藥企，研發創新藥。

圖 5：一致性評價品種進度



資料來源：Insight，招銀國際研究（截至 2018 年 12 月 31 日）

圖 6：通過一致性評價藥企批文匯總



資料來源：Insight，招銀國際研究（截至 2018 年 12 月 31 日）

市場擔憂仿製藥企利潤率是否會大幅收窄，2018 年規模以上醫藥製造業企業平均利潤率~12.9%，而醫藥製藥業銷售費用占總收入比例達~40%。帶量採購降低了藥品進院成本，承諾及時還款降低了企業占款和融資成本，以量換價通過規模效應降低藥品單位生產成本，這些因素可以對沖藥品降價影響。

為了測試藥品價格及銷售費用下降對淨利率的影響，我們進行了一項敏感性測試，在單位生產成本不變及研發開支占收入比重 10%及稅率 20%不變的前提假設下，測試初始毛利率為 80%/70%/60%藥品，價格變動和銷售費用率下降對總體利潤率的影響。最終我們發現，初始毛利率 80%的產品降價 50%後，在銷售費用率為 40%/30%/20%情景下，淨利率可分別達 8%/16%/24%；毛利率 70%的產品降價 50%後，在銷售費用率 40%/30%/20%情景下，淨利率可達-8%/0%/8%。總結：毛利率>80%的產品，銷售費用率 40%情況下，仍可保留~10%淨利率，若銷售費用率下降至 30%能保留~20%利潤率。毛利率~70%的產品，需要將銷售費用率降到 20%以下，才能維持~10%的利潤率；毛利率 60%的產品，需要將銷售費用率降到 10%以下，才能保持盈利狀態。我們認為在仿製藥降價長期趨勢下，低端仿製藥利潤率預計維持~10%，高端仿製藥利潤率將接近~20%。

圖 7：初始毛利率 80%產品，淨利率敏感性測試

情景假设:		ASP	1
		COGS	0.2
		GPM	80%
		SG&A	40%
		R&D	10%
		Tax rate	20%
		NPM	24%

		ASP to original									
		100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
SG&A %	40%	24%	22%	20%	17%	13%	8%	0%	-13%	-40%	-120%
	35%	28%	26%	24%	21%	17%	12%	4%	-9%	-36%	-116%
	30%	32%	30%	28%	25%	21%	16%	8%	-5%	-32%	-112%
	25%	36%	34%	32%	29%	25%	20%	12%	-1%	-28%	-108%
	20%	40%	38%	36%	33%	29%	24%	16%	3%	-24%	-104%
	15%	44%	42%	40%	37%	33%	28%	20%	7%	-20%	-100%
	10%	48%	46%	44%	41%	37%	32%	24%	11%	-16%	-96%

資料來源：招銀國際研究

圖 8：初始毛利率 70%產品，淨利率敏感性測試

情景假设:		ASP	1
		COGS	0.3
		GPM	70%
		SG&A	40%
		R&D	10%
		Tax rate	20%
		NPM	16%

		ASP to original									
		100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
SG&A %	40%	16%	13%	10%	6%	0%	-8%	-20%	-40%	-80%	-200%
	35%	20%	17%	14%	10%	4%	-4%	-16%	-36%	-76%	-196%
	30%	24%	21%	18%	14%	8%	0%	-12%	-32%	-72%	-192%
	25%	28%	25%	22%	18%	12%	4%	-8%	-28%	-68%	-188%
	20%	32%	29%	26%	22%	16%	8%	-4%	-24%	-64%	-184%
	15%	36%	33%	30%	26%	20%	12%	0%	-20%	-60%	-180%
	10%	40%	37%	34%	30%	24%	16%	4%	-16%	-56%	-176%

資料來源：招銀國際研究

圖 9：初始毛利率 60%產品，淨利率敏感性測試

情景假设:		ASP	1
		COGS	0.4
		GPM	60%
		SG&A	40%
		R&D	10%
		Tax rate	20%
		NPM	8%

		ASP to original									
		100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
SG&A %	40%	8%	4%	0%	-6%	-13%	-24%	-40%	-67%	-120%	-280%
	35%	12%	8%	4%	-2%	-9%	-20%	-36%	-63%	-116%	-276%
	30%	16%	12%	8%	2%	-5%	-16%	-32%	-59%	-112%	-272%
	25%	20%	16%	12%	6%	-1%	-12%	-28%	-55%	-108%	-268%
	20%	24%	20%	16%	10%	3%	-8%	-24%	-51%	-104%	-264%
	15%	28%	24%	20%	14%	7%	-4%	-20%	-47%	-100%	-260%
	10%	32%	28%	24%	18%	11%	0%	-16%	-43%	-96%	-256%

資料來源：招銀國際研究

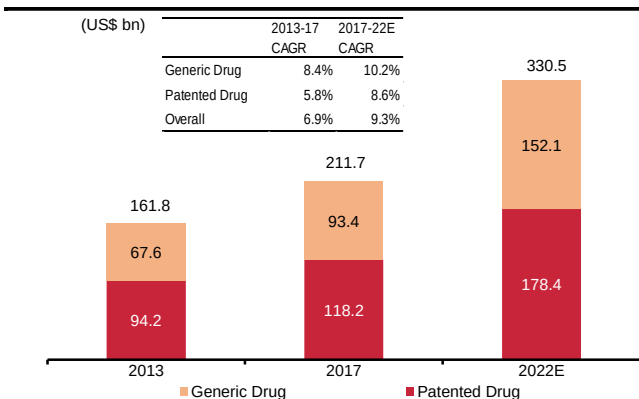
中國仿製藥行業現狀

仿製藥替代率低、占比高。中國是仿製藥大國，仿製藥在整體藥品市場占比較海外市場占比大。2017 年中國仿製藥市場規模達到~6,000 億，占整體製藥市場份額 44%（仿製藥占全球藥品市場~32%）。我國目前仿製藥替代率較低，美國是全球仿製藥替代率最高的國家，從美國仿製藥學會報告看到，2017 年美國仿製藥在處方量中的占比 83%，銷售金額占比 37%。

仿製藥批文多，重複開發嚴重。中國已有批准文號~18.9 萬個，95%以上都是仿製藥。過去由於審評標準寬鬆，獲批的仿製藥品質參差不齊、重複開發嚴重，為淘汰低品質仿製藥，政府從 2016 年開始推進仿製藥一致性評價。

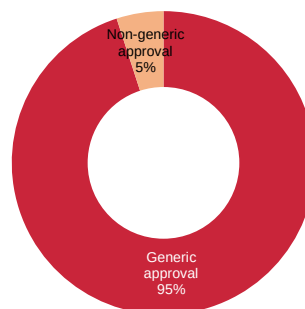
小企業數量多，產業集中度低。中國製藥行業高度分散，製藥廠商超過 4000 家，其中銷售規模 5 億以上的~1000 家，銷售規模小於 1 億~2000 家，按照 2017 年銷售額計算 Top20 藥企僅占中國醫藥市場銷售額 20.5%，製劑生產行業呈現“小、散、亂”、同質化競爭嚴重等特徵。我們預計未來仿製藥行業洗牌，製藥企業數量將進一步精簡。

圖 10：中國仿製藥市場規模及預測



資料來源：F&S，招銀國際研究

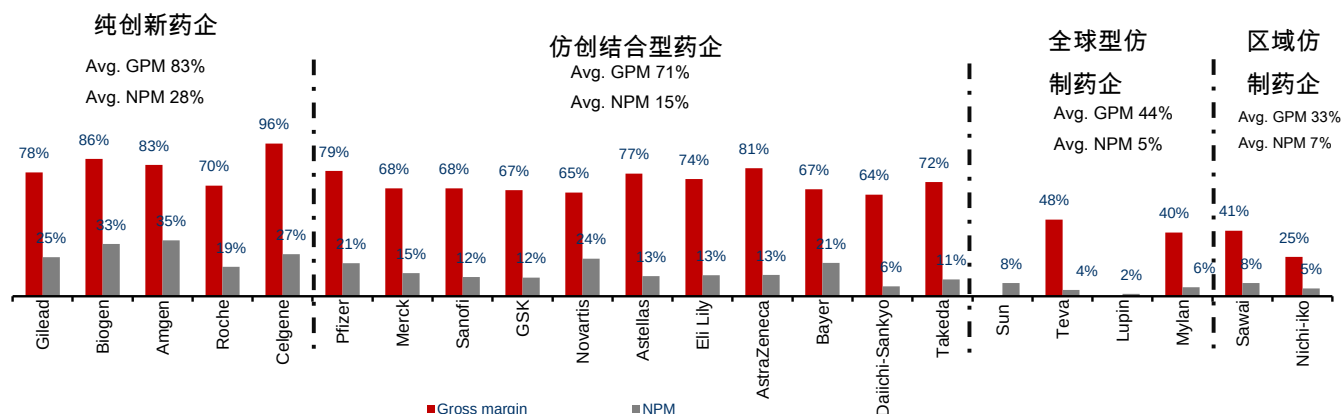
圖 11：仿製藥批文占所以批文達 95%



資料來源：NMPA，CDE，招銀國際研究

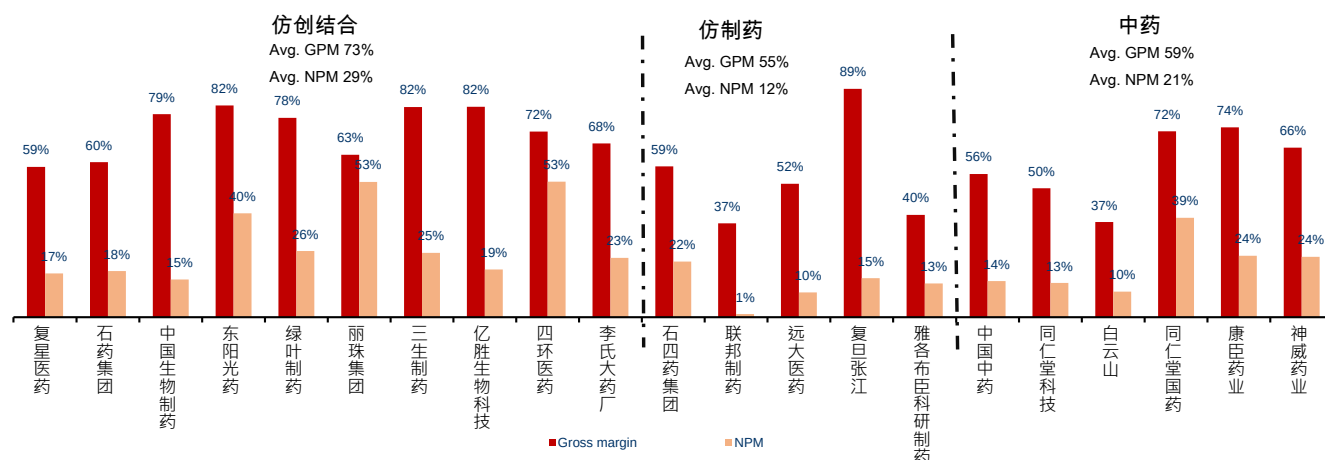
中國仿製藥企 VS. 海外藥企盈利水準對比

圖 12：2017 年全球主要藥企毛利率和淨利率



資料來源：Bloomberg，招銀國際研究

圖 13：2017 年中國藥企毛利率和淨利率



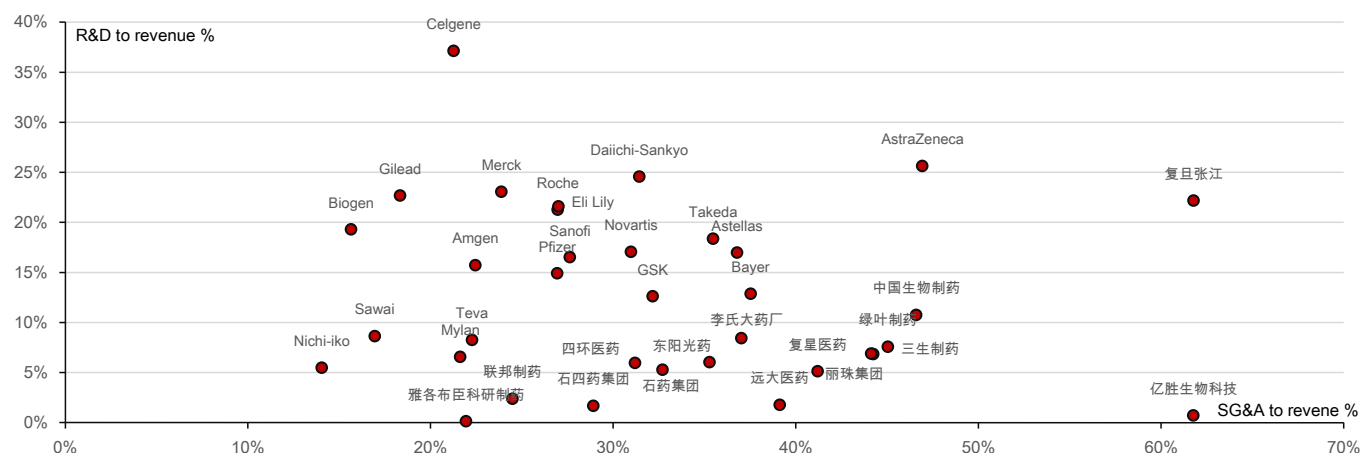
資料來源：Bloomberg，招銀國際研究

港股龍頭仿製藥企利潤率較海外藥企高。從全球龍頭藥企經營資料來看，純創新型藥企盈利能力最強，毛利率/淨利潤率分別達到 83%/28%，仿創結合型藥企毛利率/淨利率分別為 71%/15%。而全球型純仿製藥企平均利潤率只有 5%，梯瓦製藥 4%，太陽藥業 8%。縱觀港股上市藥企，仿創結合藥企平均毛利率~73%，淨利率~29%，純仿製藥企利潤率~12%，較海外平均水準偏高。

銷售費用高企，研發投入不足。圖中海外藥企銷售管理費總收入占比~27%，而國內藥企這一比例達到~37%，未來在帶量採購政策驅動下，行業銷售費用占比有望下降。研發投入方面，海外藥企研發支出收入占比~17%，而港股藥企研發支出平均占比僅~5%，在整體仿製藥降價到逼藥企創新的大環境下，未來研發投入有望持續攀升。

我國藥企盈利存在“中國特色”優勢，低生產成本和高銷售費用形成獨特利率結構，同時研發投入不足。在仿製藥降價大趨勢下，預計未來國內仿製藥企毛利率將繼續下降，淨利率端受毛利率和銷售費用降低雙重影響，預計未來低端仿製藥仍可維持接近~10%的淨利率，競爭格局較好的仿製藥可以維持較高利潤率~20%。對於國內仿製藥企來說，未來以仿製藥為基石，發展高端製劑，同時逐步擴大創新藥業務比重，是藥企發展突破路徑。

圖 14：中國藥企普遍銷售費用高企，研發投入不足



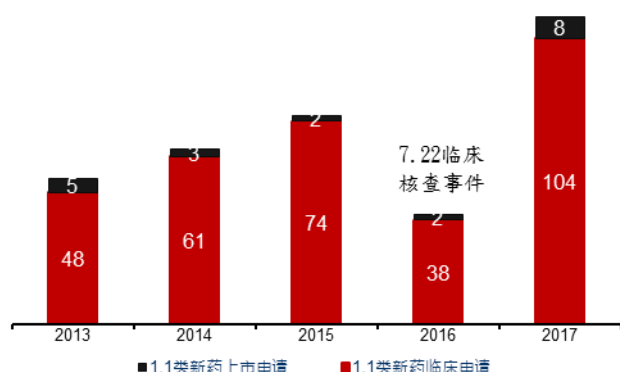
資料來源：Bloomberg，招銀國際研究

“優先審批+談判目錄”，創新藥坐享政策紅利

新藥審評提速，與海外上市時間差縮小。2017年10月，國務院印發《關於深化審評審批制度改革鼓勵藥品醫療器械創新的意見》，鼓勵藥品和器械創新，開通優先審批綠色通道。我們看到，CDE藥品審批速度加快，獲批上市1類化藥用時，從2016年審評681天提速至2017年430天。2017年3月CFDA批准臨床急需創新藥阿斯利康的奧希替尼進口申請，審評用時7個月，距FDA首次批准時間僅相隔15個月。此外，2018年4月九價HPV獲批，審評用時9天。

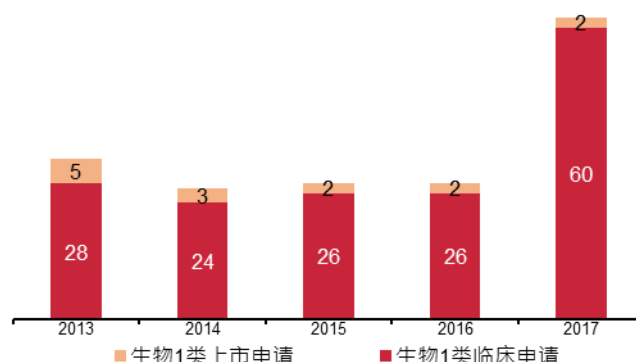
醫保目錄動態調整，新藥支付體系日漸完善。目前國內創新藥價格形成機制和報銷體系還存在顯著缺陷。根據《構建可持續發展的中國醫藥創新生態系統》報告顯示，中國新藥上市5年後，平均年銷售額僅0.5-1.5億，而發達國家一款新藥上市後5年內便可獲得60-100億收入，這個主要區別在於發達國家支付體系健全報銷資質與上市批准基本同步。而過去中國醫保調整週期過長，新藥上市未進醫保較難放量。自2016年起，人社部通過醫保談判納入臨床急需高價藥，目前已有3批藥品累計56款藥物納入國家醫保，2018年9月談判納入的17個藥品中10款藥上市僅1年左右，其中包括2018年6月上市的中生製藥（1177 HK）的安羅替尼。新藥通過價格談判進入醫保，支付端得到保障，實現上市後快速放量，縮短銷售峰值時間。

圖 15：歷年 1.1 類化藥申報匯總



資料來源：CDE，招銀國際研究（截至2018年12月31日）

圖 16：歷年生物 1 類新藥申報數量



資料來源：CDE，招銀國際研究（截至2018年12月31日）

圖 17：支持政策

時間	機構	條例	核心內容
Mar-16	國家藥監局	《關於發布化學藥品註冊分類改革工作方案的公告》	將化藥新藥分為創新和改良型新藥，將原来的“中國新”變成“全球新”，取消首仿藥和進口藥特殊待遇，鼓勵國內醫藥創新接軌全球市場。
May-16	國務院辦公廳	《藥品上市許可持有人制度試點方案的通告》	在北京、天津、河北、上海、江蘇、浙江、福建、山東、廣東、四川開展藥品MAH制度試點，藥品上市許可和生產許可分離，促進藥品創新發展。
Mar-17	國家藥監局	正式加入國際人用藥品註冊技術協調會ICH	中國藥品註冊技術要、上市監管與國際接軌，審批框架國際化
Oct-17	中共中央辦公廳、國務院	《關於深化審評審批制度改革鼓勵藥品器械創新的意見》	改革臨床試驗管理；加快審評速度；鼓勵創新
2017	人社部	人社部承諾，通過談判的藥品按照乙類藥品納入醫保	醫保談判納入常態化，成為高價新藥醫保准入重要途徑
Apr-18	國務院辦公廳	關於降低藥品進口關稅的公告	
May-18	國家藥監局	簡化程序，加快境外創新藥國內上市	倒逼國產廠商加快研發速度

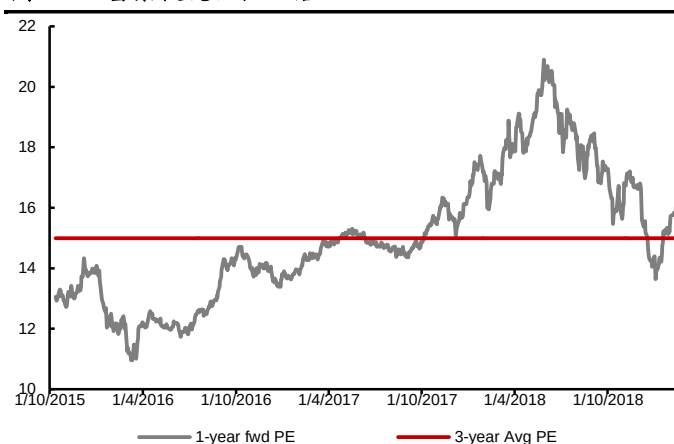
資料來源：NMPA，國務院

受帶量採購影響，醫藥板塊估值回落

2018 年，醫藥製造業主營業務收入達 2.39 萬億，同比增加 12.6%，利潤總額達 3,094 億，同比增長 9.5%。從醫藥製造業資料來看，年初由於受到強流感爆發影響疊加兩票制高開，醫藥製造業主營業務收入增速呈現較高增長態勢，2 月同比增速達到 18.3%，創 5 年新高，而後增速於三季度回落，12 月份降至 12.6%。行業利潤增速隨著年初收入爆發式增長而達到歷史新高，2 月份利潤增速達 37.3%，二季度末回落，全年增速 9.5%略低於收入 12.6%。醫藥製造業利潤率持續攀升，從 2015 年初的 10.1%攀升至 2018 年 12 月份的 12.9%。

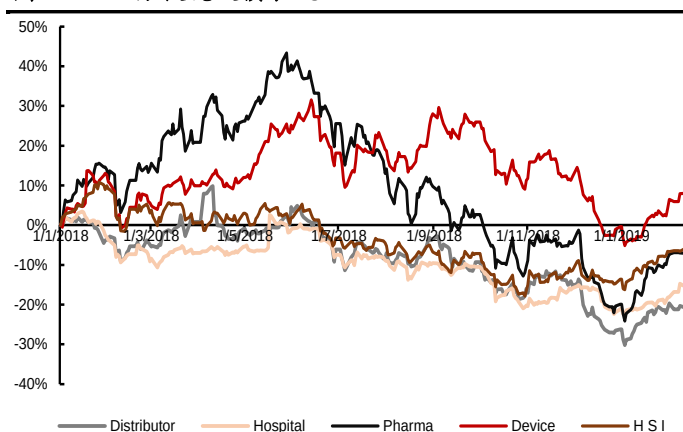
2018 年，對於醫藥板塊來說是不平凡的一年，藥神電影引起全民熱議，超級醫保局誕生、基藥目錄更新、4+7 帶量採購試點、國家集采方案出臺、全國性輔助用藥目錄即將推出。港股醫藥板塊經歷了大起大落，從年初由於醫藥製造業增速創 3 年新高，加之宏觀環境不確定市場資金流入確定性較高的防守型板塊，使得至年中整體醫藥板塊估值創三年新高達 22 倍市盈率。而到了三季度受到一系列政策組合拳影響（仿製藥帶量採購、全國輔助用藥目錄），整體板塊估值大幅回落，目前估值為 18 財年市盈率 15.8 倍，與過去 3 年平均市盈率 15.1 倍基本一致。

圖 18：醫藥板塊估值回落



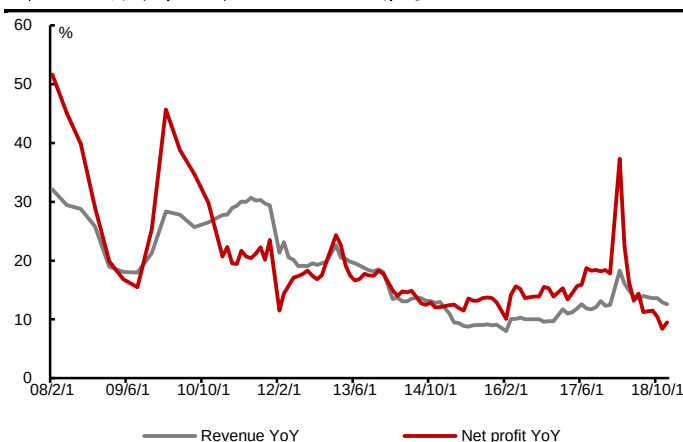
資料來源：彭博，招銀國際研究

圖 19：細分板塊股價表現



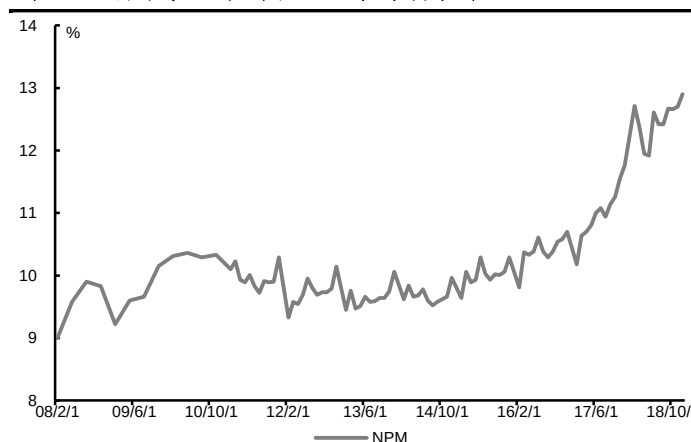
資料來源：彭博，萬得，招銀國際研究

圖 20：醫藥製造業收入和利潤增速回落



資料來源：國家統計局，招銀國際研究

圖 21：醫藥製造業銷售利潤率持續攀升



資料來源：國家統計局，招銀國際研究

集采常態化，細分板塊有望反彈

目前集采進入常態化，不確定政策因素減弱，市場情緒有望恢復。國家帶量採購模式，醫藥行業迎來優勝劣汰的整合，研發能力強、高仿和創新藥產品儲備豐厚的大型藥企大概率在長期競爭者勝出。2019年我們看好1) 看好政策免疫中藥配方顆粒龍頭廠商，**中國中藥（570 HK，買入）**，2) 非藥板塊看好創新器械龍頭，**愛康醫療（1789 HK，買入）**，3) 研發實力雄厚的製劑龍頭企業，看好仿製藥產品反覆運算快、專注高端仿製藥和創新藥開發的藥企，如**石藥（1093 HK，買入）**，4) 創新研發投入帶動藥物研發生產外包行業增長，看好**藥明生物（2269，未評級）**、**藥明康德（2389 HK，未評級）**。

我們的首選

中國中藥（570 HK，買入，目標價：7.40港元）。目前整體中藥板塊受到化藥帶量採購影響，整體估值回檔，我們看好政策免疫的中藥龍頭中國中藥。公司是國內最大的配方顆粒生產商，其配方顆粒業務維持穩健的30% CAGR增長，未來將受益於政策驅動的配方顆粒市場端擴容。公司上半年收入同比增長40%，核心淨利潤同比增長24%，我們預計18/19財年收入增長33.4%/22.9%，利潤增長30.8%/25.4%，目前估值為18/19財年13.7倍/11.3倍預測市盈率，我們的目標價7.4港元，對應18/19財年19/15倍市盈率。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	6,533	8,338	11,120	13,668	16,532
核心淨利潤(百萬人民幣)	974	1,148	1,531	1,919	2,398
核心EPS(人民幣)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
EPS變動(%)	50.5	17.9	21.5	21.6	25.0
市盈率(x)	19.7	16.7	13.7	11.3	9.0
市帳率(x)	1.9	1.7	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	1.9	2.1	2.6	3.1	3.9
權益收益率(%)	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
淨財務杠杆率(%)	5.6	4.5	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

愛康醫療（1789 HK，買入，目標價：6.30港元）。2019年我們看好器械板塊龍頭。目前器械板塊存在集采和兩票制政策風險，但細分板塊仍有機會預計走出估值分化行情。我們看好愛康醫療，作為骨關節植入行業龍頭，其未來3年的增速可預見性較高，1) 醫保控費，細分行業進口替代加速；2) 依靠獨家3D骨關節植入物，進行差異化競爭。我們預計公司18/19年收入同比增長56.8%/29.7%，利潤同比增長42%/33.7%。公司目前估值為19財年19倍市盈率。我們目標價6.30港元，對應19財年28.8倍市盈率。鑒於其在骨科植入物市場的龍頭地位及其前沿3D列印業務，我們相信愛康醫療在行業內擁有絕對優勢。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	271	373	585	758	968
核心淨利潤(百萬人民幣)	77	105	150	200	266
核心EPS(人民幣)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
EPS變動(%)	19.1	34.7	3.8	33.7	33.2
市盈率(x)	35.5	26.4	25.4	19.0	14.3
市帳率(x)	9.3	4.2	4.8	4.0	3.3
股息率(%)	1.1	2.6	1.2	1.6	2.1
權益收益率(%)	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

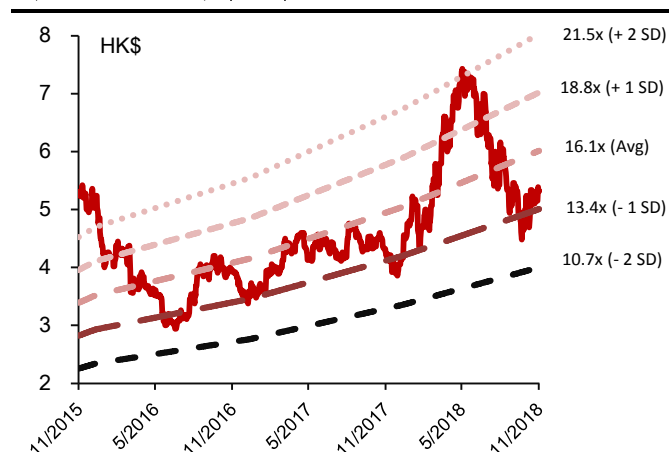
石藥（1093 HK，買入，目標價：18.80港元）。石藥產品未入選首批帶量採購名單，對石藥19年業績影響較小。輔助用藥目錄預計對奧拉西坦銷售施壓。而主要增長仍然依靠創新藥物，預計未來三年仍然可保持20-30%增速。同時，石藥在研管線上擁有30多款小分子新藥和25款大分子新藥，預計未來每年推出1-2款創新藥物。石藥在18/19財年收入同比增長32%/23.9%，核心淨利潤同比增長29%/23.9%。由於受帶量採購影響，石藥目前估值回落至18/19財年市盈率22.5倍/18.4倍，我們目標價18.80港元，對應18/19財年市盈率30倍/26倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	12,369	15,463	20,413	25,295	30,431
核心淨利潤(百萬港元)	2,101	2,787	3,594	4,387	5,299
核心EPS(港元)	0.35	0.45	0.58	0.70	0.85
EPS變動(%)	24.1	26.6	29.1	22.1	20.8
市盈率(x)	36.7	29.0	22.5	18.4	15.2
市帳率(x)	8.0	5.3	4.5	3.8	3.2
股息率(%)	0.9	1.2	1.5	1.8	2.2
權益收益率(%)	20.8	18.1	19.9	20.6	21.1
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

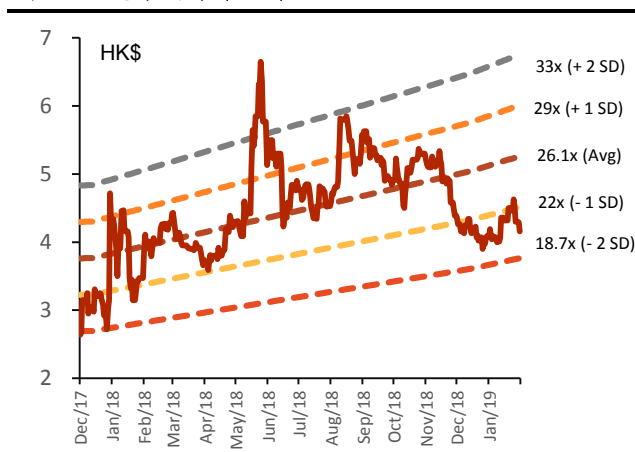
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 22：中國中藥市盈率通道



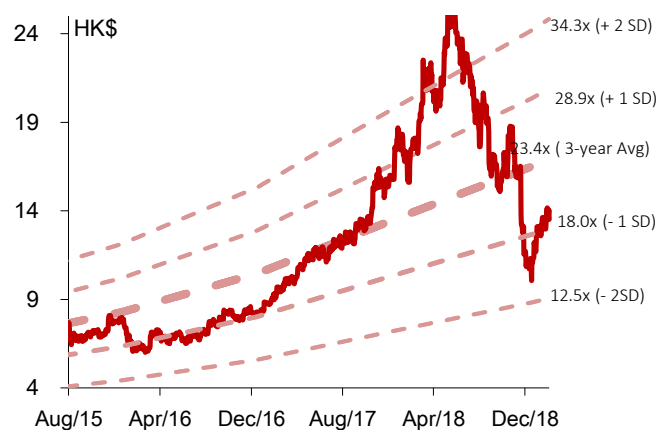
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 23：愛康醫療市盈率通道



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 24：石藥市盈率通道



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 25：招銀國際覆蓋公司估值表

公司	代码	最新价 (HK\$)	目标价 (HK\$)	评级	市值 (HK\$mn)	财年	PE FY0	PE FY1	PE FY2	P/B FY0	P/B FY1	P/B FY2	ROE FY0	ROE FY1	ROE FY2	净现金
石药集团	1093 HK	12.94	18.8	BUY	80,698	Dec	29.2	22.5	18.4	5.3	4.5	3.8	18.1	19.9	20.6	净现金
三生制药	1530 HK	12.22	16.6	BUY	31,084	Dec	31.3	23.4	18.5	4.4	3.8	3.3	12.6	13.6	14.6	26.3
中国中药	570 HK	5.31	7.4	BUY	26,740	Dec	14.9	12.3	9.8	1.5	1.4	1.3	9.8	11.4	13.0	净现金
神威药业	2877 HK	8.54	14.3	BUY	7,063	Dec	13.8	11.4	9.4	1.1	1.0	1.0	7.8	8.9	10.2	净现金
康臣药业	1681 HK	5.81	10	BUY	5,085	Dec	9.7	8.4	7.2	2.2	1.8	1.6	22.2	22.0	21.8	净现金
昊海生物科技	6826 HK	42.75	66.5	BUY	6,842	Dec	13.3	10.8	9.0	1.7	1.5	1.3	12.7	13.9	14.7	净现金
广东康华医疗	3689 HK	7.1	13.1	BUY	2,374	Dec	12.2	10.2	8.8	1.5	1.4	1.2	12.4	13.4	14.0	净现金
医思医疗	2138 HK	6.21	5.54	BUY	6,114	Mar	21.8	19.1	16.0	7.3	6.3	4.9	34.0	33.6	31.1	31.4
爱康医疗	1789 HK	4.16	6.3	BUY	4,330	Dec	26.1	26.1	19.3	4.2	4.8	4.0	15.8	18.8	21.2	净现金
平均							19.2	16.0	12.9	3.2	2.9	2.5				

資料來源：招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。