

中国医药板块

集采常态化，看好创新产业链和非药板块

- ❖ **首批带量采购影响有限，全国集采方案定稿。**1) 第一批带量采购规模小，总体来说对仿制药企影响有限。长期来看医保收入放缓背景下，仿制药降价是大势所趋，而国家医保局此次试水后，后续采购方案会逐步完善，我们预计下一批集采在2019年下半年。2) 带量采购意义在于减轻医保压力，优化支出结构，为新治疗方式腾挪空间，带量采购全国推广仍需时间；3) 医保支付标准是带量采购后期实施的配套政策，医保支付将从按比例支付变为按通用名等额支付，仿制药将步入通用名时代。原研药自付金额与仿制药差距将增加，加速优质仿制药的进口替代。
- ❖ **“一致性评价+带量采购”，重洗仿制药游戏规则。**带量采购对国内仿制药企影响深远，仿制药行业将进行洗牌，小型药企难以生存，市场份额向龙头集聚，药企将着眼于1) 控制成本，拥有原料药制剂一体化厂家具备先发优势。2) 药厂将加大高端制剂研发投入，进行差异化竞争。3) 转型创新药企。在仿制药降价大趋势下，预计未来国内仿制药毛利率将继续下降。我们做了一个净利率敏感性测试，假设研发费用率10%不变，药价降低50%时，毛利率80%的产品，销售费用率40%时，净利率~10%，若销售费用率下降至30%，净利率可上升至~20%。毛利率70%的产品，需将销售费用率降到20%以下，才能维持~10%的利润率。利润率受毛利率和销售费用降低双重影响，预计未来低端仿制药可维持接近~10%的净利率，竞争格局较好的仿制药可以维持~20%的利润率。对于国内仿制药企来说，以仿制药为基石发展高端制剂，同时逐步扩大创新药业务比重，是药企发展突破路径。
- ❖ **集采常态化，细分板块有望反弹。**2018年港股医药板块经历了大起大落，三季度以来受政策影响整体板块估值大幅回落，目前估值为18财年市盈率15.8倍，与过去3年平均市盈率15倍基本一致。目前不确定政策因素减弱，市场情绪有望恢复。国家带量采购模式，医药行业迎来优胜劣汰的整合，研发能力强、高仿和创新药储备丰厚的大型药企大概率在长期竞争者胜出。2019年我们看好1) 看好政策免疫中药配方颗粒龙头厂商，**中国中药(570 HK, 买入)**，2) 非药板块看好创新器械龙头，**爱康医疗(1789 HK, 买入)**，3) 看好研发实力雄厚的、仿制药产品迭代快、专注高端仿制药和创新药开发的药企，如**石药(1093 HK, 买入)**，4) 行业创新研发投入增加带动药物研发生产外包行业增长，看好**药明生物(2269, 未评级)**、**药明康德(2389 HK, 未评级)**。

估值表

公司	代码	最新价 (HK\$)	目标价 (HK\$)	评级	市值 (HK\$mm)	财年	PE			ROE			
							FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	
石药集团	1093 HK	12.94	18.8	BUY	80,698	Dec	29.2	22.5	18.4	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	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	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	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	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	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	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	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	15.8	18.8	21.2	净现金
平均							19.2	16.0	12.9				

资料来源：招银国际研究预测

同步大市 (维持)

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

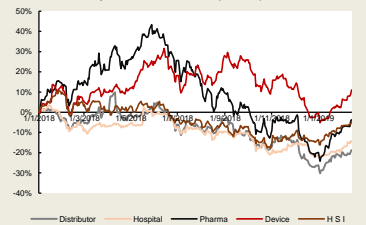
中国医药板块

港股医药板块市盈率



资料来源：彭博，招银国际

港股医药板块细分行业表现



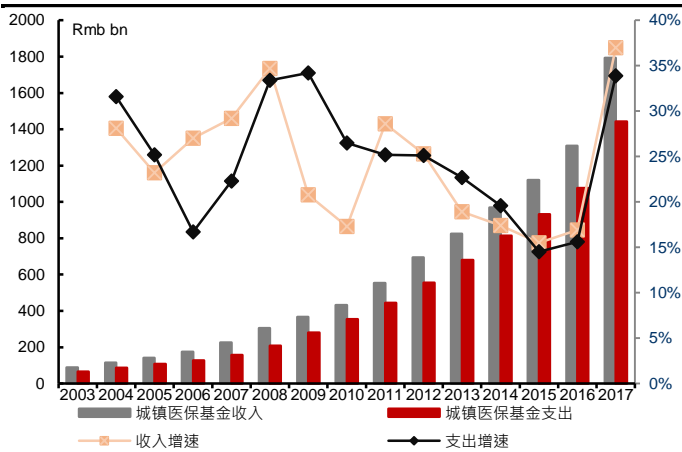
资料来源：彭博，招银国际

医保基金吃紧，控支出成为长期目标

2017年全国医保收入1.9万亿，同比增速16%，支出1.5万亿，同比增速12%。从社会基本医疗保险历年的收支来看，自2015年起医保收入增速才稍超支出增速，反映了近年来国家医改效果逐步显现，另一方面也是因为新医保目录颁布较迟，尚未形成增量医保资金支付需求，而随着2017年新医保目录全国执行，国家谈判品种全面执行，未来收支不匹配状态有望出现。2017年收入与增速较往年大幅提高，主要是因为新执行的新农合与城镇居民医保两保合一影响，增速不可比。截至2017年底我国基本医疗保险覆盖11.7亿人，基本实现全民医保覆盖，而我国人口老龄化趋势明显，人口结构从过去金字塔型转变成缩减型，少年儿童比例明显降低，人口结构改变对医保资金政策运行产生巨大压力，主要体现在劳动力缩减收入端增速放缓，而老龄化催生庞大医疗需求，支出端增速加快，**医保筹资增长放缓与医疗费用支出快速增长矛盾需解决**。因此保证医保资金健康运作成为国家医保局当前重任，控支出成为长期目标。

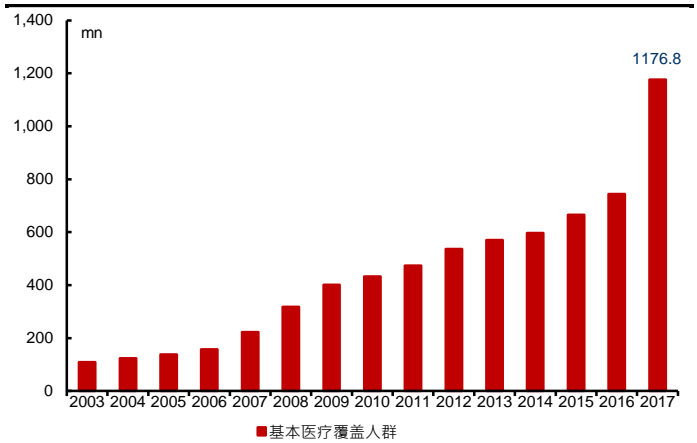
医药行业发展往往由医保支付端驱动，随着参保人数难以继续增加，未来收入主要来自人均收入增加与财政补贴，这两者较难支撑快速增长。人口老龄化将进一步缩小收入来源，同时产生更多的医疗需求，为了解决这个矛盾，可以通过1) 商业保险介入扩增资金来源，2) 降低费用支出，优化支出结构，3) 降低流通成本。

图1：社会基本医疗保险基金收入与支出



资料来源：人社部（2016至2017年收入与支出激增，主要由于部分地区新农合和城镇居民医保两保合一），招银国际研究

图2：2017年底基本医疗保险接近实现全民覆盖



资料来源：人社部（2016至2017年人群激增，主要由于部分地区新农合和城镇居民医保两保合一），招银国际研究

图3：历年医保基金收支状况

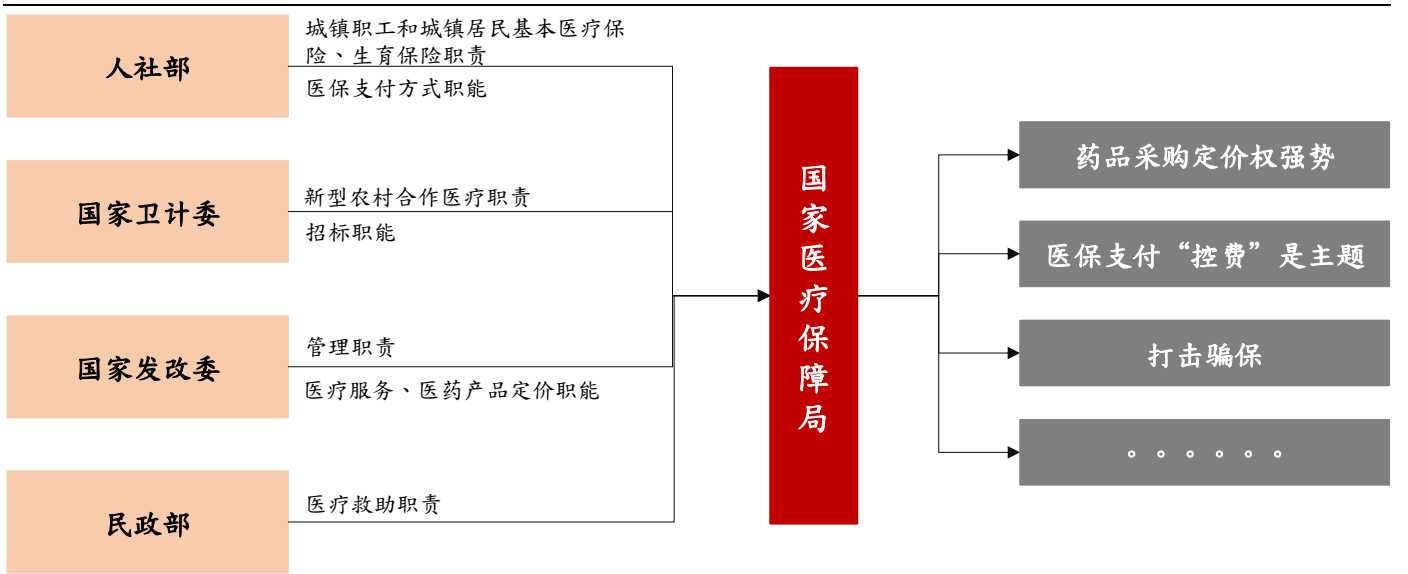
	亿元	2013	2014	2015	2016	2017
城镇职工基本医疗保险基金	收入	6873	7854	8926	10082	12135
	保险费	6530	7464	8497	9670	11224
	财政补贴	N/A	70	75	75	104
	利息					
	支出	5667	6532	7386	8088	9298
	结余	1206	1323	1541	1994	2836
	滚存	7870	9183	10733	12736	15669
居民基本医疗保险基金	收入	3927	4477	5405	6095	6838
	保险费	738	843	1114	1406	1813
	财政补贴	N/A	3562	4212	4612	4919
	利息					
	支出	3688	4243	4785	5472	6121
	结余	238	234	620	623	717
	滚存	1850	2087	2706	3330	4066

资料来源：人社部、招银国际研究

超级医保局组建，集支付、定价、采购于一体

国家超级医保局组建，支付、定价和采购集于一体。2018年5月31日国家医疗保障局挂牌，隶属国务院直属机构，主要职责为拟定医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度，监督管理医保基金，完善异地就医和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督纳入医保范围内的医疗机构相关服务和医疗费用，实现“医保+医疗+医药”三医联动。国家医保局整合了人社部城镇职工和居民基本保险、生育保险职责，国家卫计委新型农村合作医疗职责，国家发改委药品和医疗服务价格管理职责和民政部医疗救助职责，三大社会医保合并统一管理“三保合一”，医保改革阻力减小。在医保基金筹资增速放缓大背景下，医保局将肩负重任，优化医保基金支出结构，保障基金持续运行。

图4：“三保合一”；“三医联动”



资料来源：NMPA，招银国际研究

首批带量采购影响有限，全国集采方案定稿

国家医保局主导首批试点城市药品带量采购

2018年11月14日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路。11个试点地区委派代表组成的联合采购办公室在11月15日发布了《4+7城市药品集中采购文件》。

根据采购文件，4+7城市包括北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都和西安；公布31个采购品种及数量；品种包括原研、过一致性评价仿制药和化药新注册分类仿制药；方式通过招标、竞价和议价，独家中标；采购周期为1年。

12月7日，上海阳光医药采购网公布试点城市招标结果公布，拟中选品种25个，6个流标品种，成功率88%；通过一致性评价仿制药22个，原研3个，替代效应显现。平均降价52%，最高降幅达96%，降价明显，原研药吉非替尼降76%，福辛普利钠片降价68%，“专利悬崖”显现。

国务院办公厅印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》

2019年1月17日，国务院办公厅印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》（简称《方案》），将带量采购政策由医保局上升至国务院。《方案》从总体要求、集采范围形式、具体措施、政策衔接、组织形工作安排六方面作出部署。《方案》明确了国家对集采推进带量集采的决心，同时成立试点工作小组负责后续集采工作。

《方案》中需要关注的点：

首次提出集采中标价作为医保支付价，未中标品种可渐进调整支付标准

《方案》指出将以集采中标价作为医保支付标准，对同一通用名下的原研药、参比制剂、通过一致性评价的仿制药实行同一支付标准。高价药品超出部分患者自付，价差过大品种可在2-3年内逐步调整支付标准，**意味着未中标企业将有2-3年过渡期。**

未提及独家中标和最低价。

集中采购方式：入围药企3家以上采用招标；2家议价；1家谈判采购，并未提及独家中标和最低价。采购量为试点地区公立医疗机构年用量60%-70%。

保证回款，降低交易成本

医保基金总额预算基础上，按不低于采购金额30%提前预付给医疗机构，医疗机构按合同规定与企业及时结算。

我们的观点：

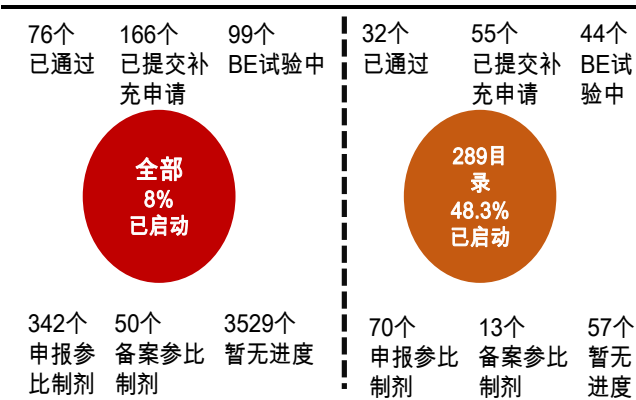
- 1) 第一批带量采购规模小，总体来说对仿制药企影响有限。长期来看仿制药降价是大势所趋，国家医保局此次试水后采购方案会更加完善，我们预计下一批集采在2019年下半年。
- 2) 带量采购意义在于减轻医保压力，优化结构，为新治疗方式腾挪空间。带量采购全国推广仍需时间，随着一致性评价缓慢进展；
- 3) 医保支付标准是带量采购后续配套政策，仿制药将步入通用名时代。医保支付将从按比例支付变为按通用名等额支付，原研药自付金额与仿制药的差距将大大增加，加速优质仿制药的进口替代；
- 4) 我们应继续关注4+7城市集采后续配套方案，及其他省份集采动态。

“一致性评价+带量采购”，重洗仿制药游戏规则

国家集采方案依然坚持从通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种。2016年国务院发布《开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，要求289个基药口服固体制剂在2018年12月31日前完成评价。截至2018年末，通过一致性评价品种达到76种，其中289基药目录有32个，非289目录品种达44个。12月28日药监局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出，对基药目录品种不再设置评价时限，继续要求化学药品新注册分类实施前批准上市的含基本药物在内的仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他生产企业的相同品种原则上应在3年内完成评价，最多不超过5年。虽然评价时限取消，但集采压力下，我们认为药厂仍然会加快一致性评价步伐，通过集采抢占市场份额。

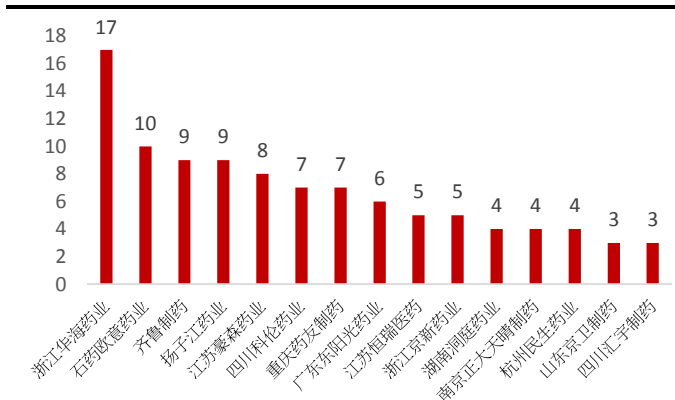
带量采购对国内仿制药企影响深远，仿制药行业将进行洗牌，小型药企难以生存，市场份额向龙头集聚，药企将着眼于1) 控制成本，拥有原料药制剂一体化厂家具备先发优势。2) 药厂将加大高端制剂研发投入，进行差异化竞争。3) 转型创新药企，研发创新药。

图 5：一致性评价品种进度



资料来源：Insight，招银国际研究（截至2018年12月31日）

图 6：通过一致性评价药企批文汇总



资料来源：Insight，招银国际研究（截至2018年12月31日）

市场担忧仿制药企利润率是否会大幅收窄，2018年规模以上医药制造业企业平均利润率~12.9%，而医药制药业销售费用占总收入比例达~40%。带量采购降低了药品进院成本，承诺及时还款降低了企业占款和融资成本，以量换价通过规模效应降低药品单位生产成本，这些因素可以对冲药品降价影响。

为了测试药品价格及销售费用下降对净利率的影响，我们进行了一项敏感性测试，在单位生产成本不变及研发开支占收入比重10%及税率20%不变的前提假设下，测试初始毛利率为80%/70%/60%药品，价格变动和销售费用率下降对总体利润率的影响。最终我们发现，初始毛利率80%的产品降价50%后，在销售费用率为40%/30%/20%情景下，净利率可分别达8%/16%/24%；毛利率70%的产品降价50%后，在销售费用率40%/30%/20%情景下，净利率可达-8%/0%/8%。总结：毛利率>80%的产品，销售费用率40%情况下，仍可保留~10%净利率，若销售费用率下降至30%能保留~20%利润率。毛利率~70%的产品，需要将销售费用率降到20%以下，才能维持~10%的利润率；毛利率60%的产品，需要将销售费用率降到10%以下，才能保持盈利状态。我们认为在仿制药降价长期趋势下，低端仿制药利润率预计维持~10%，高端仿制药利润率将接近~20%。

图7：初始毛利率80%产品，净利率敏感性测试

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%

资料来源：招银国际研究

图8：初始毛利率70%产品，净利率敏感性测试

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%

资料来源：招银国际研究

图9：初始毛利率60%产品，净利率敏感性测试

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%

资料来源：招银国际研究

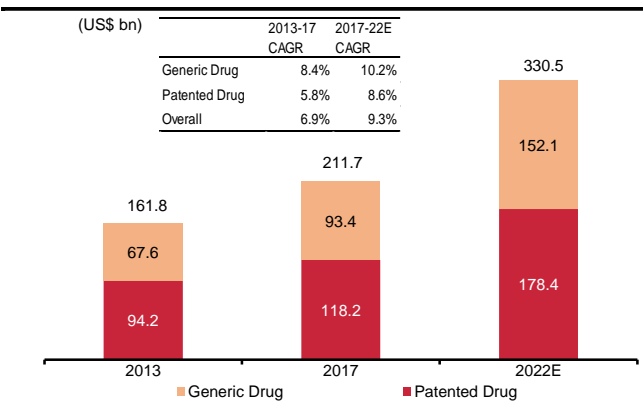
中国仿制药行业现状

仿制药替代率低、占比高。中国是仿制药大国，仿制药在整体药品市场占比较海外市场占比大。2017年中国仿制药市场规模达到~6,000亿，占整体制药市场份额44%（仿制药占全球药品市场~32%）。我国目前仿制药替代率较低，美国是全球仿制药替代率最高的国家，从美国仿制药学会报告看到，2017年美国仿制药在处方量中的占比83%，销售金额占比37%。

仿制药批文多，重复开发严重。中国已有批准文号~18.9万个，95%以上都是仿制药。过去由于审评标准宽松，获批的仿制药质量参差不齐、重复开发严重，为淘汰低质量仿制药，政府从2016年开始推进仿制药一致性评价。

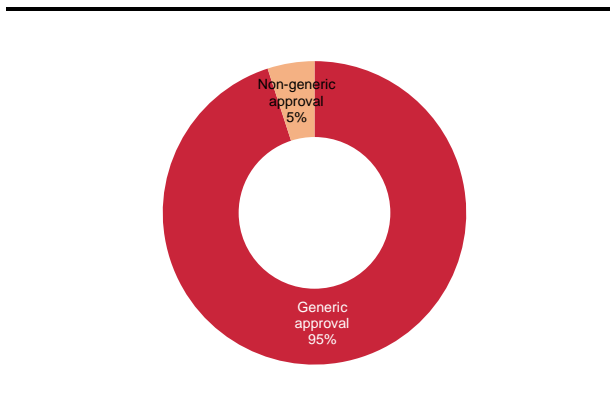
小企业数量多，产业集中度低。中国制药行业高度分散，制药厂商超过4000家，其中销售规模5亿以上的~1000家，销售规模小于1亿~2000家，按照2017年销售额计算Top20药企仅占中国医药市场销售额20.5%，制剂生产行业呈现“小、散、乱”、同质化竞争严重等特征。我们预计未来仿制药行业洗牌，制药企业数量将进一步精简。

图 10：中国仿制药市场规模及预测



资料来源：F&S，招银国际研究

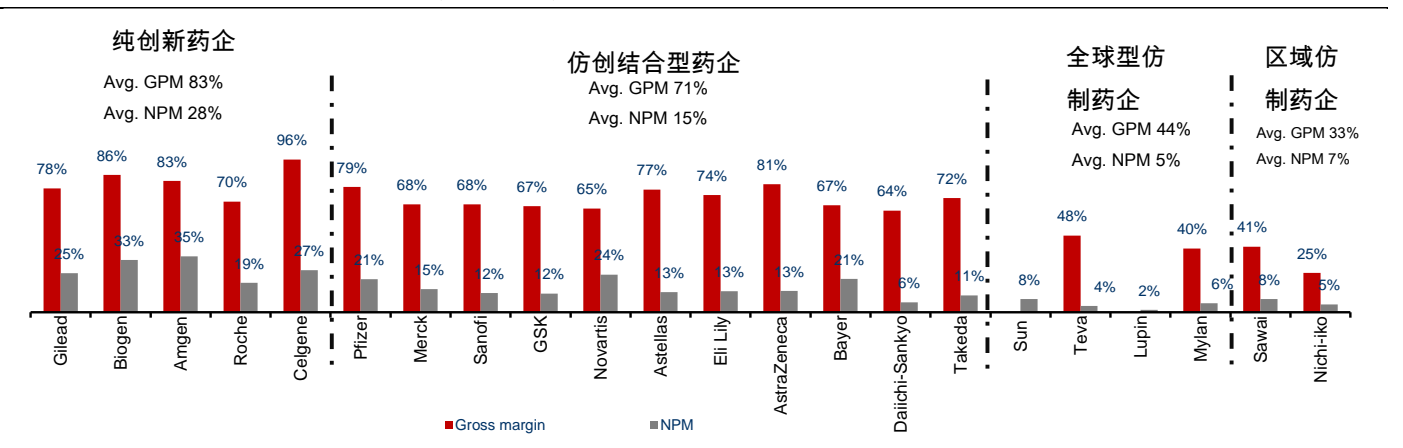
图 11：仿制药批文占所以批文达 95%



资料来源：NMPA，CDE，招银国际研究

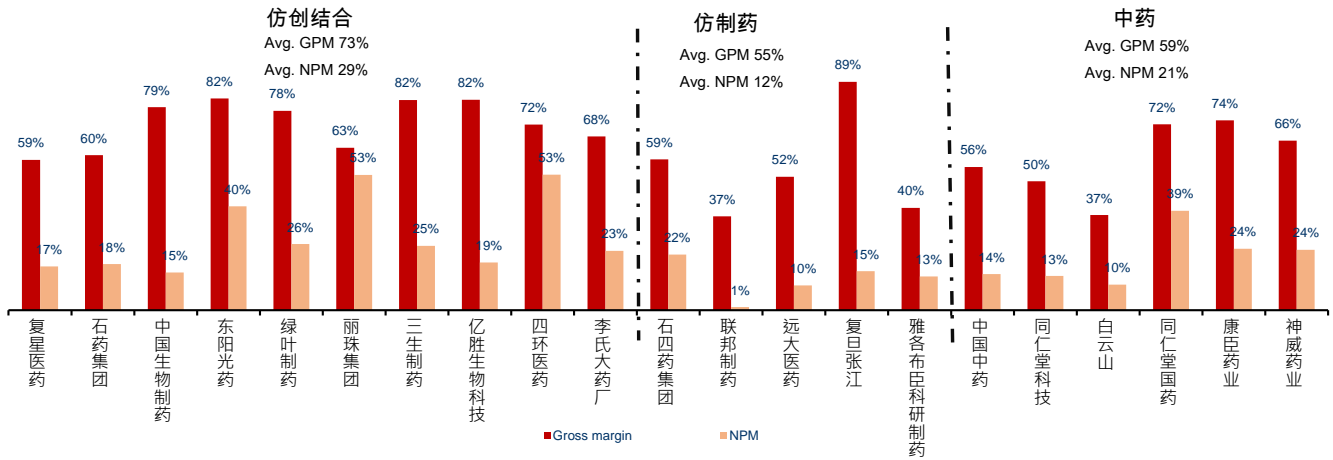
中国仿制药企 VS. 海外药企盈利水平对比

图 12：2017 年全球主要药企毛利率和净利率



资料来源：Bloomberg，招银国际研究

图 13：2017 年中国药企毛利率和净利率



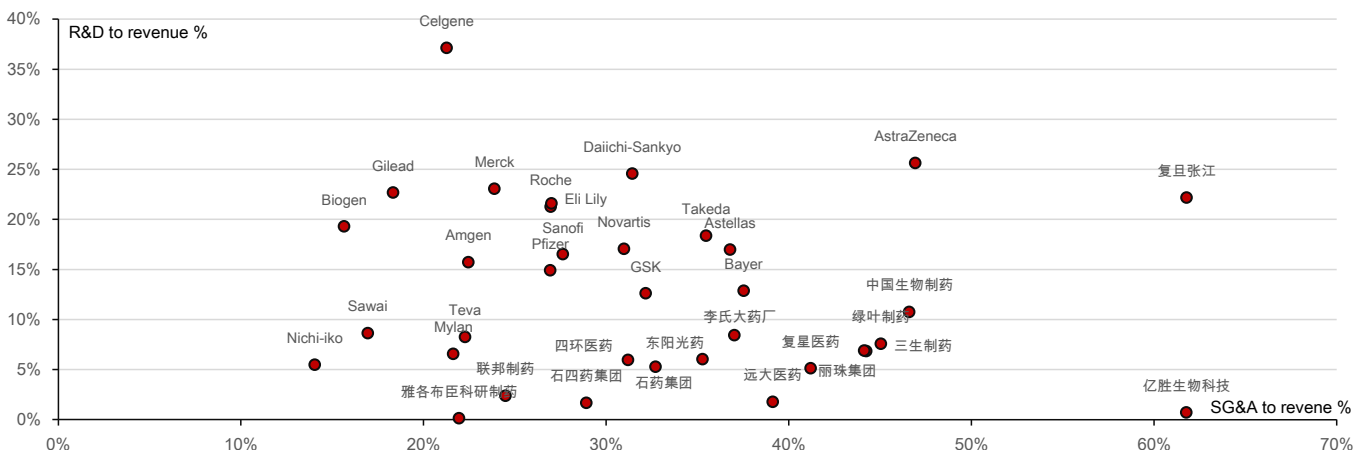
资料来源：Bloomberg，招银国际研究

港股龙头仿制药企利润率较海外药企高。从全球龙头药企经营数据来看，纯创新型药企盈利能力最强，毛利率/净利率率分别达到 83%/28%，仿创结合型药企毛利率/净利率率分别为 71%/15%。而全球型纯仿制药企平均利润率只有 5%，梯瓦制药 4%，太阳药业 8%。纵观港股上市药企，仿创结合药企平均毛利率~73%，净利率~29%，纯仿制药企利润率~12%，较海外平均水平偏高。

销售费用高企，研发投入不足。图中海外药企销售管理费总收入占比~27%，而国内药企这一比例达到~37%，未来在带量采购政策驱动下，行业销售费用占比有望下降。研发投入方面，海外药企研发支出收入占比~17%，而港股药企研发支出平均占比仅~5%，在整体仿制药降价到逼药企创新的大环境下，未来研发投入有望持续攀升。

我国药企盈利存在“中国特色”优势，低生产成本和高销售费用形成独特利率结构，同时研发投入不足。在仿制药降价大趋势下，预计未来国内仿制药企毛利率将继续下降，净利率端受毛利率和销售费用降低双重影响，预计未来低端仿制药仍可维持接近~10%的净利率，竞争格局较好的仿制药可以维持较高利润率~20%。对于国内仿制药企来说，未来以仿制药为基石，发展高端制剂，同时逐步扩大创新药业务比重，是药企发展突破路径。

图 14：中国药企普遍销售费用高企，研发投入不足



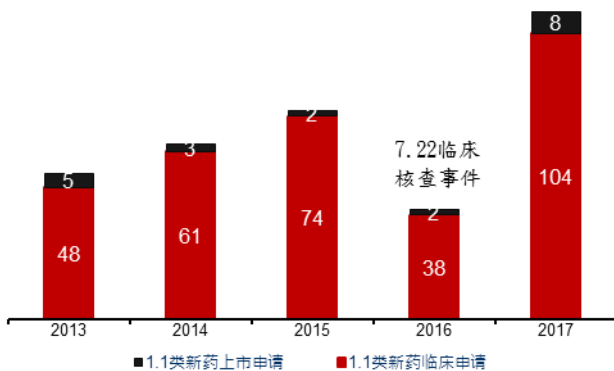
资料来源：Bloomberg，招银国际研究

“优先审批+谈判目录”，创新药坐享政策红利

新药审评提速，与海外上市时间差缩小。2017年10月，国务院印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，鼓励药品和器械创新，开通优先审批绿色通道。我们看到，CDE药品审批速度加快，获批上市1类化药用时，从2016年审评681天提速至2017年430天。2017年3月CFDA批准临床急需创新药阿斯利康的奥希替尼进口申请，审评用时7个月，距FDA首次批准时间仅相隔15个月。此外，2018年4月九价HPV获批，审评用时9天。

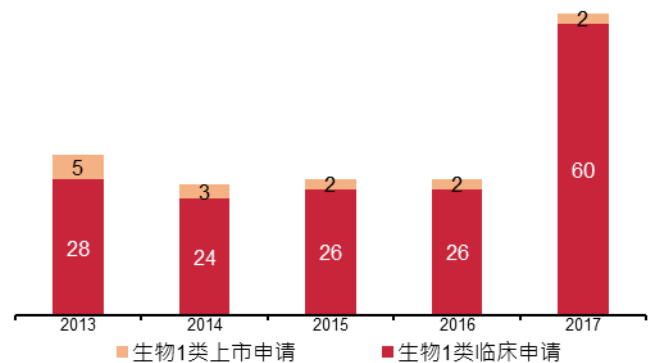
医保目录动态调整，新药支付体系日渐完善。目前国内创新药价格形成机制和报销体系还存在显著缺陷。根据《构建可持续发展的中国医药创新生态系统》报告显示，中国新药上市5年后，平均年销售额仅0.5-1.5亿，而发达国家一款新药上市后5年内便可获得60-100亿收入，这个主要区别在于发达国家支付体系健全报销资质与上市批准基本同步。而过去中国医保调整周期过长，新药上市未进医保较难放量。自2016年起，人社部通过医保谈判纳入临床急需高价药，目前已有3批药品累计56款药物纳入国家医保，2018年9月谈判纳入的17个药品中10款药上市仅1年左右，其中包括2018年6月上市的中生制药（1177 HK）的安罗替尼。新药通过价格谈判进入医保，支付端得到保障，实现上市后快速放量，缩短销售峰值时间。

图 15：历年 1.1 类化药申报汇总



资料来源：CDE，招银国际研究（截至2018年12月31日）

图 16：历年生物 1 类新药申报数量



资料来源：CDE，招银国际研究（截至2018年12月31日）

图 17：支持政策

时间	机构	条例	核心内容
Mar-16	国家药监局	《关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告》	将化药新药分为创新和改良型新药，将原来的“中国新”变成“全球新”，取消首仿药和进口药特殊待遇，鼓励国内医药创新接轨全球市场。
May-16	国务院办公厅	《药品上市许可持有人制度试点方案的通知》	在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川开展药品MAH制度试点，药品上市许可和生产许可分离，促进药品创新发展。
Mar-17	国家药监局	正式加入国际人用药品注册技术协调会 ICH	中国药品注册技术要、上市监管与国际接轨，审批框架国际化
Oct-17	中共中央办公厅、国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品器械创新的意见》	改革临床试验管理；加快审评速度；鼓励创新
2017	人社部	人社部承诺，通过谈判的药品按照乙类药品纳入医保	医保谈判纳入常态化，成为高价新药医保准入重要途径
Apr-18	国务院办公厅	关于降低药品进口关税的公告	
May-18	国家药监局	简化程序，加快境外创新药国内上市	倒逼国产厂商加快研发速度

资料来源：NMPA，国务院

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%。從醫藥製造業數據來看，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%。行業利潤增速隨着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%。

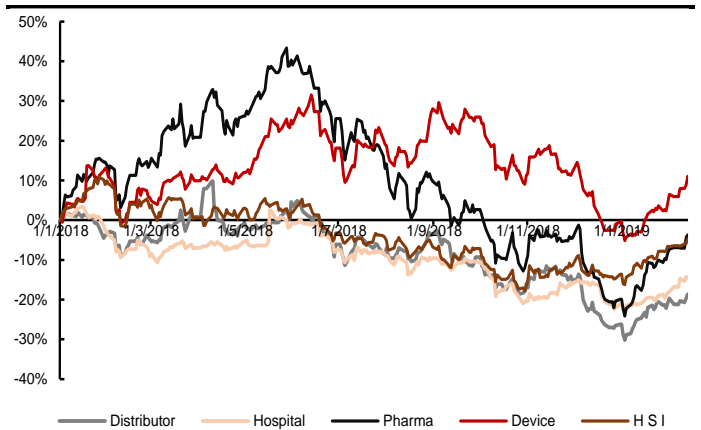
2018年，對於醫藥板塊來說是不平凡的一年，藥神電影引起全民熱議，超級醫保局誕生、基藥目錄更新、4+7帶量採購試點、國家集采方案出台、全國性輔助用藥目錄即將推出。港股醫藥板塊經歷了大起大落，從年初由於醫藥製造業增速創3年新高，加之宏觀環境不確定市場資金流入確定性較高的防守型板塊，使得至年中整體醫藥板塊估值創三年新高達22倍市盈率。而到了三季度受到一系列政策組合拳影響（仿製藥帶量採購、全國輔助用藥目錄），整體板塊估值大幅回落，目前估值為18財年市盈率15.8倍，與過去3年平均市盈率15.1倍基本一致。

圖 18：醫藥板塊估值回落



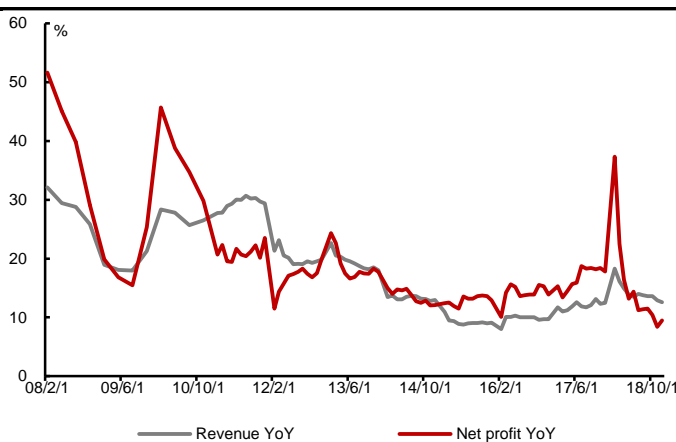
資料來源：彭博，招銀國際研究

圖 19：細分板塊股價表現



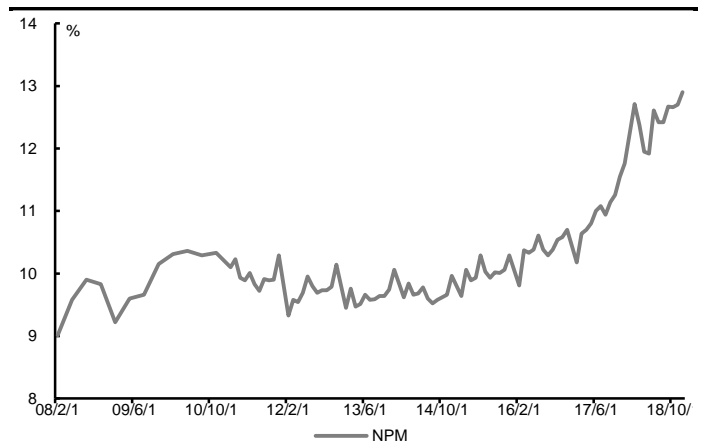
資料來源：彭博，萬得，招銀國際研究

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

集采常态化，细分板块有望反弹

目前集采进入常态化，不确定政策因素减弱，市场情绪有望恢复。国家带量采购模式，医药行业迎来优胜劣汰的整合，研发能力强、高仿和创新药产品储备丰厚的大型药企大概率在长期竞争者胜出。2019年我们看好1) 看好政策免疫中药配方颗粒龙头厂商，**中国中药（570 HK，买入）**，2) 非药板块看好创新器械龙头，**爱康医疗（1789 HK，买入）**，3) 研发实力雄厚的制剂龙头企业，看好仿制药产品迭代快、专注高端仿制药和创新药开发的药企，如**石药（1093 HK，买入）**，4) 创新研发投入带动药物研发生产外包行业增长，看好**药明生物（2269，未评级）**、**药明康德（2389 HK，未评级）**。

我们的首选

中国中药（570 HK，买入，目标价：7.40港元）。目前整体中药板块受到化药带量采购影响，整体估值回调，我们看好政策免疫的中药龙头中国中药。公司是国内最大的配方颗粒生产商，其配方颗粒业务维持稳健的30% CAGR增长，未来将受益于政策驱动的配方颗粒市场端扩容。公司上半年收入同比增长40%，核心净利润同比增长24%，我们预计18/19财年收入增长33.4%/22.9%，利润增长30.8%/25.4%，目前估值为18/19财年13.7倍/11.3倍预测市盈率，我们的目标价7.4港元，对应18/19财年19/15倍市盈率。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	6,533	8,338	11,120	13,668	16,532
核心净利润(百万人民币)	974	1,148	1,531	1,919	2,398
核心EPS(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
EPS变动(%)	50.5	17.9	21.5	21.6	25.0
市盈率(x)	19.7	16.7	13.7	11.3	9.0
市帐率(x)	1.9	1.7	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	1.9	2.1	2.6	3.1	3.9
权益收益率(%)	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
净财务杠杆率(%)	5.6	4.5	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

爱康医疗（1789 HK，买入，目标价：6.30港元）。2019年我们看好器械板块龙头。目前器械板块存在集采和两票制政策风险，但细分板块仍有机会预计走出估值分化行情。我们看好爱康医疗，作为骨关节植入行业龙头，其未来3年的增速可预见性较高，1) 医保控费，细分行业进口替代加速；2) 依靠独家3D骨关节植入物，进行差异化竞争。我们预计公司18/19年收入同比增长56.8%/29.7%，利润同比增长42%/33.7%。公司目前估值为19财年19倍市盈率。我们目标价6.30港元，对应19财年28.8倍市盈率。鉴于其在骨科植入物市场的龙头地位及其前沿3D打印业务，我们相信爱康医疗在行业内拥有绝对优势。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	271	373	585	758	968
核心净利润(百万人民币)	77	105	150	200	266
核心EPS(人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
EPS变动(%)	19.1	34.7	3.8	33.7	33.2
市盈率(x)	35.5	26.4	25.4	19.0	14.3
市帐率(x)	9.3	4.2	4.8	4.0	3.3
股息率(%)	1.1	2.6	1.2	1.6	2.1
权益收益率(%)	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

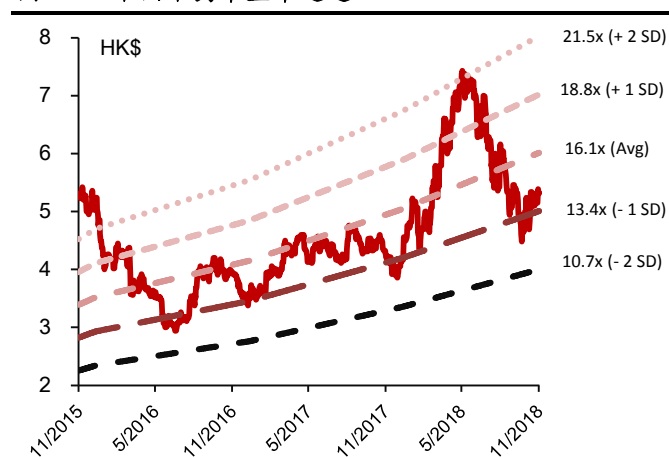
石药（1093 HK，买入，目标价：18.80港元）。石药产品未入选首批带量采购名单，对石药19年业绩影响较小。辅助用药目录预计对奥拉西坦销售施压。而主要增长仍然依靠创新药物，预计未来三年仍然可保持20-30%增速。同时，石药在研管线上拥有30多款小分子新药和25款大分子新药，预计未来每年推出1-2款创新药物。石药在18/19财年收入同比增长32%/23.9%，核心净利润同比增长29%/23.9%。由于受带量采购影响，石药目前估值回落至18/19财年市盈率22.5倍/18.4倍，我们目标价18.80港元，对应18/19财年市盈率30倍/26倍。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,369	15,463	20,413	25,295	30,431
核心净利润(百万港元)	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变动(%)	24.1	26.6	29.1	22.1	20.8
市盈率(x)	36.7	29.0	22.5	18.4	15.2
市帐率(x)	8.0	5.3	4.5	3.8	3.2
股息率(%)	0.9	1.2	1.5	1.8	2.2
权益收益率(%)	20.8	18.1	19.9	20.6	21.1
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

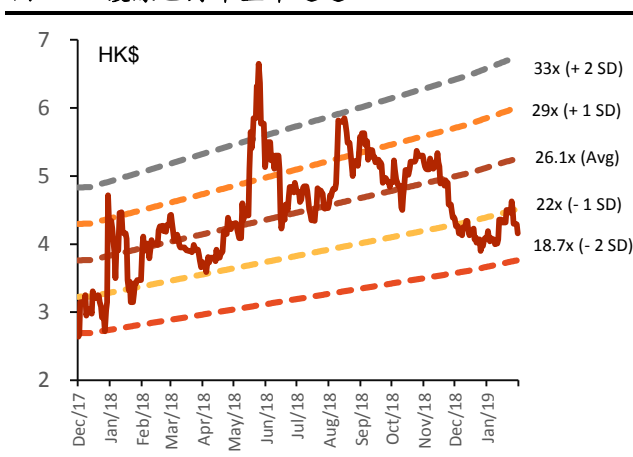
资料来源：公司及招银国际预测

图 22：中国中药市盈率通道



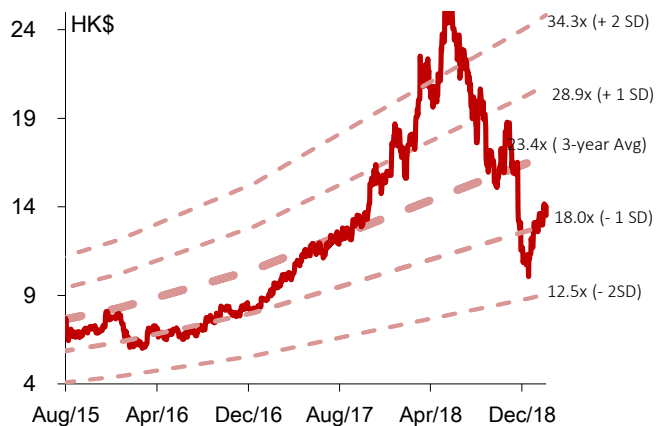
资料来源：公司，招银国际研究

图 23：爱康医疗市盈率通道



资料来源：公司，招银国际研究

图 24：石药市盈率通道



资料来源：公司，招银国际研究

图 25：招银国际覆盖公司估值表

公司	代码	最新价 (HK\$)	目标价 (HK\$)	评级	市值 (HK\$mn)	财年	PE			P/B			ROE				
							FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2		FY0
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					

资料来源：招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。