

医药商业估值下移，投资性价比提升

2019年11月24日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药生物	2.50	4.74	20.56
沪深300	-0.53	0.76	22.48

王绍玲

执业证书编号: S0530519070003  
wangsl1@cfzq.com

分析师

0731-89955751

相关报告

- 《医药生物: 医药生物行业 2019 年 10 月半月报: 三季报窗口期, 关注业绩较好个股》  
2019-10-22
- 《医药生物: 医药生物行业 2019 年 9 月半月报: 集采药品降价显著, 关注政策免疫领域》  
2019-09-25
- 《医药生物: 医药生物行业 2019 年 8 月半月报: 中报逐步披露, 关注成长及政策免疫领域》  
2019-08-19

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
柳药股份	2.04	16.20	2.81	11.76	3.50	9.44	推荐
九州通	0.71	18.55	0.87	15.14	1.03	12.79	推荐
老百姓	1.52	45.15	1.84	37.19	2.24	30.58	推荐
华兰生物	1.02	34.41	1.27	27.64	1.51	23.25	谨慎推荐
山东药玻	1.09	21.40	1.33	17.54	1.62	14.40	推荐
大参林	1.02	51.41	1.27	41.29	1.56	33.62	推荐
东诚药业	0.35	46.26	0.46	35.20	0.57	28.40	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 行情回顾。**2019 年 11 月 1-20 日, SW 医药生物行业上涨 4.42%, 在 28 个一级行业中排名第 2 位。同期上证 A 股下跌 0.73%, 深证 A 股上涨 1.24%, 沪深 300 指数下跌 0.19%。11 月 1-20 日, SW 医药生物行业涨幅靠前, 大幅跑赢主要指数。从子行业来看, 医疗器械、医疗服务涨幅居前, 中药、医药商业跌幅居前。从估值水平来看, 医药生物板块市盈率 (TTM, 整体法) 为 35.18X (截至 10 月 20 日), 全部 A 股为 14.37X, 估值溢价为 144.83%, 估值溢价较 10 月底提升较多。从子板块来看, 估值最高的依然是医疗服务板块 (81.16X), 其次是医疗器械 (43.74X)、生物制品 (42.29X)、化学制药 (36.90X)、中药 (22.54X) 和医药商业 (17.98X), 医疗服务快板估值提升较多, 医药商业板块估值下跌较多。
- 投资策略。**引起行业内广泛关注的医保谈判目录在 11 月 12 日正式开启, 虽然目前尚未了解正式进入医保的创新药名单, 但可以预见的是, 医保为真正对重大疾病具有治疗作用创新药留足了空间。在医疗改革的大背景下, 研发能力强, 创新能力优异, 产品质量过硬, 成本控制能力较强的个股将最终受益。当前投资策略上, 建议关注政策免疫和成长两条主线, 政策免疫主线下, 关注创新药、生物制品等领域, 建议重点关注: 恒瑞医药、华兰生物、天坛生物; 成长主线下, 关注零售药店、器械、医疗服务等领域, 建议重点关注大参林、益丰药房、山东药玻、九州通、柳药股份等个股。行业方面, 板块在前期快速上涨后, 临近基金调仓时间窗口, 板块获利了结压力较大, 医疗服务、医疗器械等高估值板块回调压力较大, 同时, 医药商业板块在整个板块带动下, 估值进一步下移, 投资价值开始体现。医疗改革大背景下, 行业结构性调整仍将持续, 维持行业“同步大市”评级。
- 风险提示: 商誉减值, 政策变动, 产品降价超预期。**

## 内容目录

1 行情回顾.....	3
2 行业新闻.....	4
2.1 江西下发联采扩围文件，明确将“药店回流”列入预估增长考量 .....	4
2.2 25个药品纳入江苏省级定点采购供应目录.....	5
2.3 国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《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》，映射了国家医疗改革的基本方向.....	5
3 投资策略.....	6
4 风险提示.....	6

## 图表目录

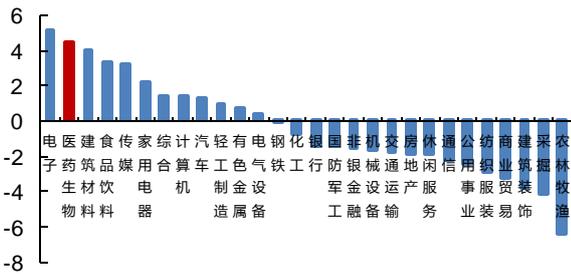
图 1：生物医药行业 11 月 1-20 日涨幅在 SW28 个行业中靠前（总市值加权平均，%）	3
图 2：11 月 1-20 日生物医药子板块涨跌幅（总市值加权平均，%） .....	3
图 3：11 月 1-20 日涨幅居前个股（%） .....	3
图 4：11 月 1-20 日跌幅居前个股（%） .....	3
图 5：医药生物行业当前的估值情况（TTM 市盈率，整体法，剔除负值） .....	4
图 6：医药生物各子板块估值情况（TTM 市盈率，整体法） .....	4

## 1 行情回顾

2019年11月1-20日，SW医药生物行业上涨4.42%，在28个一级行业中排名第2位。同期上证A股下跌0.73%，深证A股上涨1.24%，沪深300指数下跌0.19%。11月1-20日，SW医药生物行业涨幅靠前，大幅跑赢主要指数。从子行业来看，医疗器械、医疗服务涨幅居前，中药、医药商业跌幅居前。个股来看，长生退、正川股份、贝达药业、东诚药业涨幅居前，德展健康、ST生物、ST运盛跌幅居前。

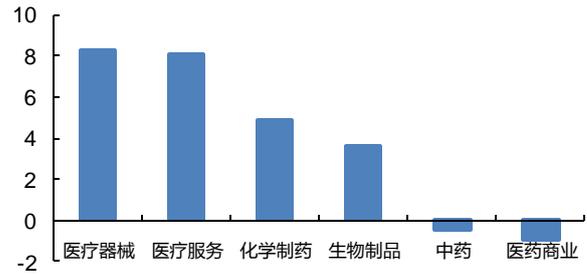
从估值水平来看，医药生物板块市盈率（TTM，整体法）为35.18X（截至10月20日），全部A股为14.37X，估值溢价为144.83%，估值溢价较10月底提升较多。从子板块来看，估值最高的依然是医疗服务板块（81.16X），其次是医疗器械（43.74X）、生物制品（42.29X）、化学制药（36.90X）、中药（22.54X）和医药商业（17.98X），医疗服务快板估值提升较多，医药商业板块估值下跌较多。

图 1：生物医药行业 11 月 1-20 日涨幅在 SW28 个行业中靠前（总市值加权平均，%）



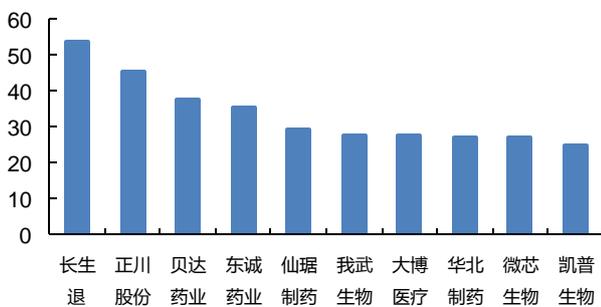
资料来源：wind，财富证券

图 2：11 月 1-20 日生物医药子板块涨跌幅（总市值加权平均，%）



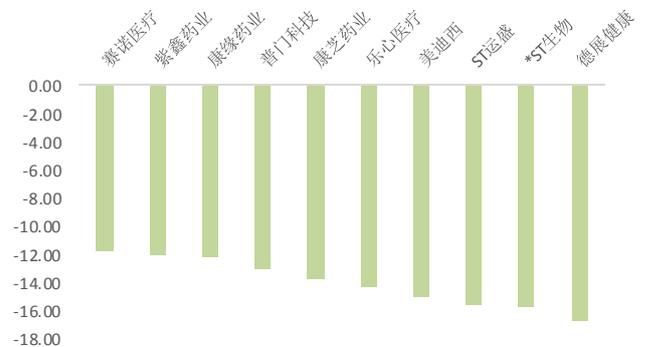
资料来源：wind，财富证券

图 3：11 月 1-20 日涨幅居前个股（%）



资料来源：wind，财富证券

图 4：11 月 1-20 日跌幅居前个股（%）



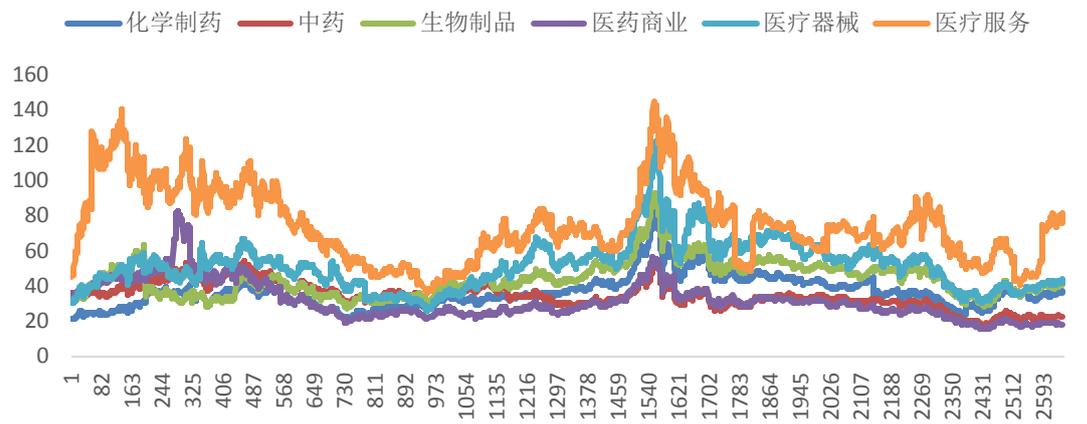
资料来源：wind，财富证券

图 5：医药生物行业当前的估值情况（TTM 市盈率，整体法，剔除负值）



资料来源：wind，财富证券

图 6：医药生物各子板块估值情况（TTM 市盈率，整体法）



资料来源：wind，财富证券

## 2 行业新闻

### 2.1 江西下发联采扩围文件，明确将“药店回流”列入预估增长考量

业内流传一份江西省关于执行全国联采扩围结果的《预通知》，《预通知》要求，全省各地各级医疗卫生机构须在医药采购平台填报 25 种国家组织药品集中采购中选品种对应的实际采购和使用数据，以及下一年度计划采购量。《预通知》要求，11 月 15 日前填报中选品种对应产品 2019 年 1-10 月的每月采购使用量，自 2019 年 12 月起，每月 5 日前（遇节假日顺延）报送上月实际采购使用数据。

值得注意的是，江西这份《预通知》特别强调，要根据 2019 年 1-10 月实际采购量，适当预估业务增长情况，以及药品降价后从药店回流至公立医疗卫生机构的使用量（国家 4+7 试点城市用量一般增加 20% 至 50%），填报 2019 年 12 月至 2020 年 11 月的计划采购量。江西之所以将药店回流纳入相关文件中，是基于前期 4+7 执行的一些考虑。

从企业经营角度来看，有的中标企业往往执行多条腿走路，同通用名某一规格走高举高打攻占医院路线，另一规格则走零售路线。甚至也有同规格不同包装分别在院线和零售并驾齐驱发力销售的现状。

但事实上，随着 4+7 及联采扩围的影响，在零售药店销售的包装往往会受到院线低价的影响。如果药店降价，那么将难以继续“高效+高毛”的“双高”路线，毕竟人工、房租等各项成本需要自己均摊。

（资料来源：医药云端工作室，财富证券）

## 2.2 25 个药品纳入江苏省级定点采购供应目录

江苏省卫健委、财政厅等 6 部门下发《关于对盐酸肾上腺素注射液等 25 种药品实行省级定点储备采购供应的通知（苏卫药政〔2019〕7 号）》（以下简称《通知》），决定对盐酸肾上腺素注射液等 25 种药品实行省级定点储备采购供应。

《通知》显示，列入省级定点储备供应的 25 个品种，分别由江苏省 3 家省级短缺药品承储企业进行定点储备和配送（或委托配送）。定点储备采购供应周期为一年（2019 年 11 月至 2020 年 10 月）。

各级医疗卫生机构根据临床需要采购上述 25 种省级储备药品时，应按照附件所列生产企业及其价格，在省平台上进行采购，实行零差率销售。

这些药品都是临床必需配备的常用药、急抢救药品，需要保障日常供应，并确保质量，将由江苏省医药公司、南京医药公司、国药控股江苏公司承担储藏运输。

（资料来源：医药云端工作室，财富证券）

## 2.3 国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《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》，映射了国家医疗改革的基本方向

2019 年 11 月 15 日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《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》，（国医改发〔2019〕2 号，以下简称《通知》）。

对于医疗改革方面，《通知》中明确了进一步推广福建省三明市医改经验的重点任务，共涉及 7 个方面 24 项任务。一是切实加强医改组织领导。二是加大药品耗材集中采购改革力度。三是严格医疗机构绩效考核和药品耗材使用监管。四是及时动态调整医疗服务价格。五是加大薪酬制度改革创新力度。六是大力推进医保精细化管理。七是构建优质高效的整合型医疗服务体系。从改革的具体细则中，可以看出未来医改将聚焦药品集中采购的扩围、重点药品用药监控、医用耗材集中采购、推进按病种付费等重点领域，且有明确的时间表，表明我国的医改已经进入白热化，更多政策将陆续颁布。

（资料来源：国务院体制改革司，财富证券）

### 3 投资策略

引起行业内广泛关注的医保谈判目录在 11 月 12 日正式开启，虽然目前尚未了解正式进入医保的创新药名单，但可以预见的是，医保为真正对重大疾病具有治疗作用的创新药留足了空间。在医疗改革的大背景下，研发能力强，创新能力优异，产品质量过硬，成本控制能力较强的个股将最终受益。当前投资策略上，建议关注政策免疫和成长两条主线，政策免疫主线下，关注创新药、生物制品等领域，建议重点关注：**恒瑞医药、华兰生物、天坛生物**；成长主线下，关注零售药店、器械、医疗服务等领域，建议重点关注**大参林、益丰药房、山东药玻、九州通、柳药股份**等个股。

行业方面，板块在前期快速上涨后，临近基金调仓时间窗口，板块获利了结压力较大，医疗服务、医疗器械等高估值板块回调压力较大，同时，医药商业板块在整个板块带动下，估值进一步下移，投资价值开始体现。医疗改革大背景下，行业结构性调整仍将持续，维持行业“同步大市”评级。

### 4 风险提示

商誉减值，政策变动，产品降价超预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438