医药| 行业点评

药械板块短期受政策影响，CXO 板块相对稳健

高端耗材国家集采扩围与医保谈判的预期将影响医药行业短期投资情绪

国家医保局日前发布《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格检测的通知》，第二批医用耗材清单主要包括：人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器六大品类，国家医保局开始进行高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测。中国有 6,000 多万骨关节炎患者，我们看好优质国产骨关节生产商的长期前景，但是目前来看股价短期内将受政策压制。另外，如我们早前报告所述，我们认为制药板块短期将受医保谈判的影响。新进医保的品种谈判结果有望于年底前出台，而医保目录内原有品种的谈判时间可能还会略晚，预计政策明朗化前制药板块的投资情绪仍然会受影响。

预计制药板块业绩基本面将继续复苏

从近期制药企业发布的业绩来看，港股主要制药企业三季度业绩在回暖，我们预计这种情况将持续。石药集团(1093 HK)三季度单季收入同比增长 18.7%至约 66.3 亿人民币，而股东净利润则同比增长 28.7%至约 12 亿人民币。中成药板块中，由于中药配方颗粒销售的回暖，神威药业(2877 HK)第三季度收入同比已经止跌，而据我们了解，中国中药(0570 HK)第三季度业绩也有改观。考虑到业绩基本面在回暖，我们建议在谈判细节落地后继续关注行业龙头。

CXO 板块近期有过虑迹象，建议继续关注行业龙头

药明生物（2963 HK）、药明康德（2359 HK）、泰格医药（3347 HK）、康龙化成（3759 HK）等医药研发外包服务（CXO）行业龙头股价近期也随医药行业整体回调，我们认为这与公司基本面及政策面关系不大。国内自媒体日前爆料 CXO 企业有侵犯药品上市许可持有人（MAH）权益的问题，但是实际上 CXO 行业的头部企业药明康德与药明生物近年来中小型客户显著增加。 药明康德“长尾战略”非常成功，2020 年 1-3 季度新获得 900 多个客户，而来自“长尾”客户与中国客户的收入同比增长 28.4%至约 79.4 亿人民币，而药明生物的客户总数也持续迅速增加，表明这些企业在中小企中的市场认可度在不断提升，我们认为市场有误解与过虑的迹象，近期下跌与公司基本面无关。

我们维持观点，药明康德的中国实验室业务与合同研发生产服务（CDMO）二季度起全面复苏，未来将引领公司业绩快速增长，我们重申”增持”评级与 135.6 港元目标价。

公司下半年获得大量新增订单，10 月底在手订单总额从 6 月底的约 94.64 亿美元增加到约 102.7 亿美元，与 2019 年年底相比更是已经翻倍，其中将于 3 年内完成的订单总额也从约 6 月底的 9.25 亿美元提升到 10 月底的 14.4 亿美元，这将支撑未来 3 年业绩的强劲增长。我们维持早前盈利预测，公司股份一拆三计划于 11 月 16 日起生效，我们因此相应将目标价从 256.6 港元调整至 85.55 港元，重申”增持”评级。

风险提示：

1）医保降价幅度大于预期；2）新药研发时间长于预期；3）药品上市后推广效果不达预期

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852-23591854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1： 同业估值表

	股票代码	收市价（当地货币）	市值百万港元）	年结	市盈率（倍）			市净率（倍）			股息率（%）			净负债率（%）
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0
西药														
中国生物制药	1177 HK	7.64	144,102	12/2019	45.1	37.3	30.6	3.9	3.5	3.0	0.7	0.8	0.9	净现金
翰森制药	3692 HK	34.55	204,501	12/2019	62.4	60.5	46.0	13.0	11.6	9.6	0.0	0.4	0.5	净现金
石药集团	1093 HK	7.76	92,916	12/2019	11.6	11.7	16.5	2.2	3.6	3.1	2.6	2.6	1.8	净现金
三生制药	1530 HK	7.25	18,441	12/2019	16.2	11.1	9.5	1.5	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0	2.7
复星医药	2196 HK	33.35	144,330	12/2019	21.8	21.1	17.0	2.2	2.1	2.0	1.4	1.4	1.7	30.6
石四药集团	2005 HK	4.81	14,671	12/2019	12.8	16.3	11.4	3.0	2.6	2.2	2.3	2.2	2.7	17.0
绿叶制药	2186 HK	4.47	14,523	12/2019	8.3	8.4	7.7	1.6	1.2	1.0	3.0	1.8	1.8	30.7
丽珠集团	1513 HK	30.15	41,536	12/2019	18.4	14.7	12.7	2.1	2.0	1.8	4.5	4.3	4.3	净现金
东阳光药	1558 HK	9.83	8,650	12/2019	3.9	5.5	4.5	1.5	1.3	1.2	7.8	3.8	4.8	5.5
远大医药	512 HK	6.1	21,652	12/2019	17.4	15.3	12.4	2.4	2.2	1.9	1.6	1.8	2.1	16.6
四环医药	460 HK	0.9	8,519	12/2019	N/A	12.7	12.7	0.8	0.8	0.8	2.2	6.5	3.9	净现金
联邦制药	3933 HK	6.12	11,263	12/2019	13.3	10.6	9.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.4	1.3	47.8
复旦张江	1349 HK	4.13	18,946	12/2019	14.0	N/A	N/A	2.0	N/A	N/A	2.0	N/A	N/A	净现金
李氏大药厂	950 HK	4.4	2,588	12/2019	20.7	11.1	10.4	1.2	1.1	1.0	1.6	0.7	0.7	净现金
亿胜生物科技	1061 HK	4.1	2,370	12/2019	7.8	N/A	N/A	2.0	N/A	N/A	2.1	N/A	N/A	净现金
平均					**19.5**	**18.2**	**15.4**	**2.7**	**2.7**	**2.3**	**2.2**	**2.1**	**2.0**	
未盈利生物科技														
金斯瑞生物科技	1548 HK	10.54	20,315	12/2019	N/A	N/A	N/A	2.8	3.4	4.8	0.0	0.3	N/A	净现金
百济神州	6160 HK	151.5	178,825	12/2019	N/A	N/A	N/A	5.4	1.3	2.2	0.0	0.0	0.0	净现金
信达生物	1801 HK	50.85	71,231	12/2019	不适用	不适用	不适用	11.4	7.6	8.8	0.0	0.0	0.0	净现金
基石药业	2616 HK	9.69	11,350	12/2019	N/A	N/A	N/A	3.4	3.1	6.9	0.0	0.0	0.0	净现金
君实生物	1877 HK	41.65	64,419	12/2019	N/A	N/A	133.4	11.6	6.7	6.1	N/A	0.0	0.0	净现金
复宏汉霖	2696 HK	39.5	21,468	12/2019	N/A	N/A	N/A	4.6	5.2	5.2	N/A	0.0	0.0	净现金
康希诺	6185 HK	158.1	76,751	12/2019	N/A	N/A	43.2	21.7	7.5	6.7	N/A	N/A	N/A	净现金
华领医药	2552 HK	4.96	5,232	12/2019	N/A	N/A	N/A	4.8	7.3	14.5	0.0	N/A	N/A	净现金
歌礼制药	1672 HK	2.77	3,049	12/2019	N/A	117.6	N/A	0.8	0.8	0.8	0.0	0.0	0.0	净现金
迈博药业	2181 HK	1.16	4,784	12/2019	N/A	N/A	N/A	3.1	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	净现金
东曜药业	1875 HK	4.14	2,360	12/2019	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	净现金
中国抗体	3681 HK	2.95	2,968	12/2019	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	净现金
康宁杰瑞生物制药	9966 HK	14.74	13,781	12/2019	N/A	N/A	N/A	2.7	6.4	10.6	0.0	0.0	0.0	净现金
平均						**117.6**	**88.3**	**6.0**	**4.9**	**6.7**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	
医药研发生产外包服务（CXO）														
药明生物	2963 HK	75.1	306,571	12/2019	77.8	69.4	116.4	6.1	16.9	14.5	0.0	0.0	0.0	净现金
药明康德	2359 HK	113.8	292,007	12/2019	84.8	60.0	60.7	8.7	12.8	11.2	0.4	0.4	0.5	净现金
康龙化成	3759 HK	95.85	87,589	12/2019	98.2	64.2	49.0	8.3	7.2	6.3	0.2	0.2	0.3	净现金
方达控股	1521 HK	3.53	7,178	12/2019	44.7	45.5	32.5	3.5	3.0	2.8	N/A	N/A	N/A	净现金
维亚生物	1873 HK	6.78	12,967	12/2019	30.3	50.9	20.9	5.1	3.4	2.7	0.3	0.0	0.7	净现金
泰格医药	3347 HK	114	99,641	12/2019	85.6	58.4	53.7	5.3	10.1	8.3	0.3	0.4	0.4	净现金
平均					**70.2**	**58.1**	**55.5**	**6.1**	**8.9**	**7.6**	**0.2**	**0.2**	**0.4**	
医疗服务														
华润医疗	1515 HK	5.8	7,521	12/2019	15.9	18.0	14.2	1.1	1.0	1.0	2.0	1.6	2.1	净现金
平安好医生	1833 HK	90.55	103,887	12/2019	N/A	N/A	N/A	8.6	8.3	8.4	N/A	0.0	0.0	净现金
阿里健康	241 HK	19.7	265,032	03/2020	N/A	796.3	388.9	15.5	25.7	24.1	0.0	0.0	0.0	净现金
环球医疗	2666 HK	5.9	10,126	12/2019	5.4	4.9	4.1	0.7	N/A	N/A	5.8	6.4	7.4	257.4
锦欣生殖	1951 HK	12.62	30,660	12/2019	56.4	62.3	43.7	3.5	3.4	3.3	0.0	0.4	0.5	净现金
希玛眼科	3309 HK	5.68	6,507	12/2019	143.4	N/A	N/A	5.3	N/A	N/A	0.4	N/A	N/A	净现金
德视佳	1846 HK	5.34	1,758	12/2019	N/A	28.9	19.3	1.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	净现金
新世纪医疗	1518 HK	1.59	779	12/2019	N/A	N/A	N/A	0.7	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	0.6
香港医思医疗集团	2138 HK	5.64	5,868	03/2020	19.4	25.1	12.7	5.5	4.3	3.0	4.1	3.2	6.9	7.5
平均					**48.1**	**155.9**	**80.5**	**4.7**	**8.5**	**7.9**	**1.8**	**1.9**	**2.8**	**88.5**
医疗器械														
微创医疗	853 HK	31.4	56,769	12/2019	138.7	N/A	368.3	10.9	11.5	11.0	1.3	0.0	0.1	26.9
爱康医疗	1789 HK	12.52	13,955	12/2019	40.9	33.4	25.1	6.2	6.7	5.5	0.6	0.9	1.2	净现金
威高股份	1066 HK	15.82	71,543	12/2019	32.8	29.1	23.4	3.5	3.4	3.0	0.9	1.0	1.2	5.0
北京市春立正达医疗器械股份有	1858 HK	19.76	6,834	12/2019	24.5	16.8	12.4	6.4	5.3	3.8	0.4	0.4	0.7	净现金
先健科技	1302 HK	2.97	12,862	12/2019	81.3	56.0	42.7	8.6	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	4.7
康德莱医械	1501 HK	40.35	6,698	12/2019	43.4	52.3	40.5	4.7	N/A	N/A	0.5	N/A	N/A	净现金
启明医疗	2500 HK	65.25	27,599	12/2019	N/A	N/A	125.6	7.4	7.0	6.6	0.0	N/A	0.2	净现金
巨星医疗控股	2393 HK	1.26	2,969	12/2019	12.6	14.3	8.2	4.3	2.4	35.7	0.0	6.8	N/A	103.0
威高股份	1066 HK	15.82	71,543	12/2019	32.8	29.1	23.4	3.5	3.4	3.0	0.9	1.0	1.2	5.0
平均					**50.9**	**33.0**	**74.4**	**6.2**	**5.7**	**9.8**	**0.5**	**1.7**	**0.7**	**28.9**
医药分销														
国药控股	1099 HK	19.74	61,602	12/2019	7.9	7.6	6.9	1.0	1.0	0.8	3.6	4.0	4.4	20.7
上海医药	2607 HK	13.3	58,555	12/2019	7.8	7.2	6.3	0.7	0.7	0.7	3.9	4.2	4.8	48.5
华润医药	3320 HK	4.17	26,198	12/2019	8.0	7.4	6.7	0.6	0.6	0.5	2.6	2.6	2.9	52.0
康哲药业	867 HK	8.12	20,063	12/2019	8.7	7.0	6.6	1.6	1.5	1.3	4.6	4.4	4.7	净现金
华检医疗	1931 HK	2.22	2,937	12/2019	7.8	N/A	N/A	0.9	N/A	N/A	2.6	N/A	N/A	净现金
平均					**8.1**	**7.3**	**6.6**	**1.0**	**1.0**	**0.8**	**3.5**	**3.8**	**4.2**	**40.4**
中成药														
中国中药	570 HK	3.3	16,618	12/2019	8.9	8.4	7.1	0.8	0.8	0.7	3.7	3.7	4.3	0.5
白云山	874 HK	19.64	55,798	12/2019	8.5	9.3	8.0	1.0	1.0	1.0	3.5	3.0	3.4	净现金
康臣药业	1681 HK	3.1	2,590	12/2019	28.0	5.0	4.2	1.1	0.7	0.6	3.8	6.0	7.2	净现金
神威药业	2877 HK	5.39	4,458	12/2019	7.1	7.3	6.5	0.6	0.6	0.6	4.7	3.9	4.4	净现金
平均					**13.1**	**7.5**	**6.5**	**0.9**	**0.8**	**0.7**	**3.9**	**4.1**	**4.8**	**0.5**

资料来源：彭博，中泰国际研究部预测ˆ石药集团（1093 HK）、药明生物（2963 HK）、药明康德（2359 HK），信达生物（1801 HK）为中泰国际预测

公司及行业评级 29 定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布尔日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告中除复宏汉霖（2696 HK）以外的其他公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979-2886

传真：(852) 3979-2805