

投资评级:中性(维持)

# 2019年医药生物投资策略

## 选择高景气细分领域械创生服零

### 最近一年行业指数走势



### 联系信息

**张文录** 分析师  
SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

**刘闯** 分析师  
SAC 证书编号: S0160518090001  
liuc@ctsec.com

**沈瑞** 分析师  
SAC 证书编号: S0160517040001  
shenr@ctsec.com 021-68592283

### 相关报告

- 《历史性的 4+7 后, 医药行业的未来如何演绎: 医药生物行业周报》 2018-12-10
- 《外部环境大底浮现, 开放改革续深化: 医药生物行业周报》 2018-12-04
- 《处方药外流政策逐步完善, 慢病是突破口: 昆明慢病医保落地定点药店事件》 2018-12-03

### “4+7”后行业未来发展的推理演化

各地后续招标将跟进 4+7 带量采购品种, 价格形成全国联动, 建立新的医保支付标准。三到五年时间主要的口服和注射剂品种完成一致性评价。化学仿制药产品价格坍塌、业绩可预测性不强, 导致估值下滑到 10-15x。优质化学原料药公司将摆脱对下游制剂厂商的依赖, 向下游延伸到制剂, API 价值上升。高壁垒仿制药与生物药等公司受到的影响较小。由于企业认清现实, 将加速新药研发, 创新药依然长期处于高景气度, DCF 成为主流估值方式。中药走处方药路径, 但需要更加严格、高标准的质控和循证医学等路径; 抗感冒、妇儿等将逐渐摆脱对医院医生和医保的依赖, 做为消费品发展。医疗设备由于配置政策等放开长期利好, 高值医疗耗材和 IVD 由于医保支付标准国产与进口逐渐统一, 有利于进口替代。由于渠道的利润比厂家高很多, 所以耗材长期降价的因素依然存在, 在降价与量的平衡上, 短期倾向于企业盈利能力稳定提升, 中长期来看会受到带量采购影响。低值耗材受到影响较小。医疗服务中, CRO 长期受益, 民营医院偏空。民营医院由于之前的利润大部分来自于采购低价药品后药商中间的渠道费用转化为医院的利润, 仿制药价格回归后这部分利润在变少。仿制药价格的下降使得全行业增速下降, 对于医药商业有一定程度的影响; 零售药店由于仿制药价格的下降可能影响 30% 的高毛利品种, 也有一定程度的影响, 但从长期来看更多高毛利品种将从医院走向药店, 支撑药店长期发展, 实际影响较小。

### 自上而下选择医疗器械、生物药与创新药、医疗服务和零售

医疗器械行业增速平稳高速: 医疗设备推荐迈瑞医疗、开立医疗和理邦仪器等, 高值医疗耗材推荐欧普康视和凯利泰等; 家庭医疗器械推荐鱼跃医疗等; IVD 选择安图生物。生物药整增速快、受带量采购影响小, 推荐长春高新、康弘药业、通化东宝与血制品板块等。化学药品选择不受带量采购影响的高景气行业, 肿瘤和类风湿领域高景气的东诚药业、技术积累有望多个产品报产获批的贝达药业等, 儿童用药的济川药业等。医疗服务选择小而精、行业景气度高的昭衍新药和药石科技等。

### 风险提示: 带量采购政策对行业影响超出预期

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (12.12)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
300760	迈瑞医疗	1,385.04	113.93	2.13	3.06	3.70	53.49	37.23	30.79	买入
300595	欧普康视	88.65	39.51	0.67	0.98	1.39	58.97	40.32	28.42	买入
002223	鱼跃医疗	197.29	19.68	0.59	0.72	0.88	33.36	27.33	22.36	买入
002675	东诚药业	65.06	8.11	0.22	0.35	0.49	36.86	23.17	16.55	买入
002773	康弘药业	244.74	36.30	0.96	1.17	1.53	37.81	31.03	23.73	买入
300558	贝达药业	139.15	34.70	0.64	0.57	0.76	54.22	60.88	45.66	买入
600566	济川药业	280.79	34.46	1.50	2.05	2.59	22.97	16.81	13.31	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

## 内容目录

1、“4+7”带量采购影响医药行业中长期估值.....	4
1.1 “4+7”政策的出台背景：历史必然选择，但这剂药下的有点猛.....	4
1.2 医保支出压力在加大：超级医疗保障局应运而生.....	4
1.3 “4+7”带量采购执行层面需解决的问题.....	5
1.4 “4+7”后行业未来发展的推理演化.....	5
1.5 2019年医药生物行业投资思路.....	6
2、他山之石：日本仿制药再评价的启示.....	6
2.1 日本仿制药再评价工作及成果.....	7
2.2 日本仿制药市场份额的变化.....	7
3、医疗器械行业高景气，或具板块性机会.....	8
3.1 技术进步引领行业发展.....	8
3.2 高景气度、低估值带来投资机遇.....	9
4、投资标的.....	10
4.1 医疗器械.....	10
4.1.1 迈瑞医疗(300760)：多产线齐头并进，稳定高速增长.....	10
4.1.2 鱼跃医疗(002223)：家用医疗器械龙头公司.....	11
4.1.3 理邦仪器(300206)：高研发投入已进入收获期.....	12
4.1.4 开立医疗(300633)：高端彩超与内镜引领新一轮增长.....	13
4.2 高值医疗耗材.....	14
4.2.1 凯利泰(300326)，骨科器械龙头公司之一.....	14
4.2.2 欧普康视(300595)：预期差显著，发力渠道服务.....	15
4.3 体外诊断(IVD)：安图生物(603658)，化学发光龙头在成长的路上.....	17
4.4 创新药、生物药.....	18
4.4.1 长春高新(000661)：生长激素应具持续中高速增长潜力.....	18
4.4.2 康弘药业(002773)：康柏西普受益医保放量成为拉动增长主力.....	18
4.4.3 贝达药业(300558)：最初的创新者，研发管线收获在2019... ..	19
4.4.4 通化东宝(600867)：三代胰岛素上市带领新一轮增长.....	20
4.5 不受带量采购政策影响的化药、中药.....	21
4.5.1 东诚药业(002675)：肿瘤与类风湿用药正处于一轮高速增长周期中.....	21
4.5.2 济川药业(600566)：儿童用药龙头企业.....	22
4.6 医疗服务.....	23
4.6.1 昭衍新药(603127)：产能释放，步入爆发期.....	23
4.6.2 药石科技(300725)：占据技术高点，订单快速放大.....	23

## 图表目录

图 1：2018 年前十个月医保基金支出增速高出收入增速 5.84 个百分点.....	4
图 2：日本老龄化程度及其严重.....	6
图 3：日本卫生支出平稳增长.....	6
图 4：相比“4+7”，日本渐进式降价为主.....	7
图 5：日本仿制药处方药市场份额目标.....	7
图 6：日本仿制药市场份额的变化.....	8
图 7：国内医疗器械市场增长高速平稳.....	9
图 8：家用医疗器械领域有望产生消费大品牌.....	9
图 9：医疗器械行业相对医药生物的估值溢价率处于较低位置.....	9

图 10: 迈瑞医疗营收持续增长 (亿元)	10
图 11: 迈瑞医疗净利润持续增长 (亿元)	10
图 12: 鱼跃医疗营收持续增长 (百万元)	11
图 13: 鱼跃医疗净利润持续增长 (百万元)	11
图 2: 理邦仪器营收持续增长 (百万元)	12
图 3: 理邦仪器净利润持续增长 (百万元)	12
图 18: 开立医疗营收持续增长 (百万元)	14
图 19: 开立医疗净利润持续增长 (百万元)	14
图 16: 凯利泰营收持续增长 (百万元)	15
图 17: 凯利泰净利润持续增长 (百万元)	15
图 20: 安图生物营收持续增长 (百万元)	17
图 21: 安图生物净利润持续增长 (百万元)	17
图 22: 通化东宝营收持续增长 (百万元)	20
图 23: 通化东宝净利润持续增长 (百万元)	20
表 1: 日本仿制药再评价的 3 个阶段	7
表 2: 国内企业在多个中高端领域取得突破	8

## 1、“4+7”带量采购影响医药行业中长期估值

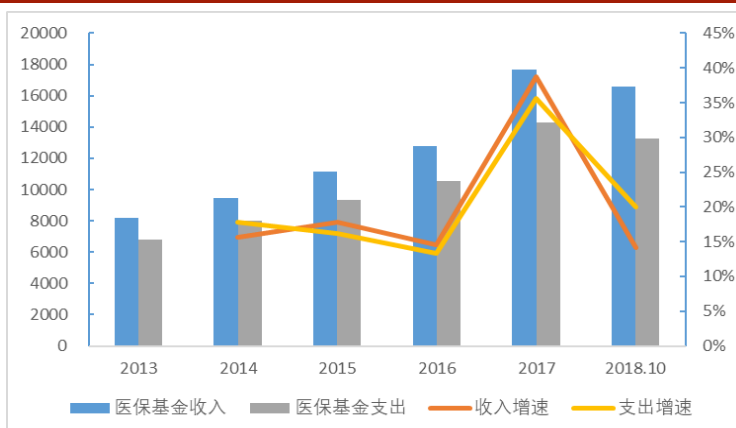
### 1.1 “4+7”政策的出台背景：历史必然选择，但这剂药下的有点猛

医改十年，为什么这个时候出台如此强硬不可逆转的措施。医改的初衷是什么？促进医药分家，合理用药，医生医院业绩收入与不合理处方分离；降低虚高药价，节约医保开支，提高民众对高性价比药品的可及率，改善民众健康生活水平。但过去十年，中国经济的快速发展、筹资水平的提高，使得顶层卫生部门没有动力做颠覆的改革。此前十年卫生部门等数十次的降价，但效果不好，主要原因还是医保支付者不是自己，药品换个包装、换个规格就能应付降价。2012年开始试点北京模式，对五家公立医院取消药品加成、提高医疗服务价格，结果医生收入上去了，药品处方行为虽有部分规范，但为此付出的代价太大，地方财政补贴不起医疗服务费用了，方案基本流产。近两年，取消药品加成、强制医院药占比，结果新特药房、院外医保药店火起来，民众负担没有下降，真实自费比重更高了。两票制，打击商业过票，提高药品价格透明度，然而并没见到企业因高开票而有多大的利益损失，不过倒是打击了商业过票公司，踢出了中小商业公司，提高了流通行业集中度。

### 1.2 医保支出压力在加大：超级医疗保障局应运而生

现在医保支出压力越来越大，超级医保局应运而生，所以大幅降低仿制药价格是必然，今年不出台明年一样要出台。2014-2018年前十个月医保基金收入增速与支出增速差距在-2.18%、1.69%、1.14%、3.18%与-5.84%，也就是从2018年起缴纳的基金增速大幅低于支出的基金数额，支出增速高于收入增速5.84个百分点，医保基金不堪重负。

图 1：2018 年前十个月医保基金支出增速高出收入增速 5.84 个百分点



数据来源：人社部、财通证券研究所

新的国家医疗保障局成立后，直击利害部位，经历大量周密的全球调研，摸清仿制药的成本后，以上海模式为中心进行了试点。市场认为，上海带量采购药品价格降低这么多，医生怎么有动力开？这是老的惯性思维。国家医保已经没钱了，容不得医生要怎样就怎样，体制内要服从国家意志。以院长负责制为中心，对带量采购药品的采购量、使用情况列入院长最为重要的考核之一，事关前途。医院层面，如果使用带量采购的药品节约医保费用，医院可以留下。科室层面，对科主任考核，带量采购用药与科室建设及资质评定等挂钩；医生层面，严控处方，违者约谈。目前来看效果不错，所以将这种模式推广到 4+7 重点大城市。从他国经验上来看，模式可行，医保局最为最大出资方就应该有权利决定钱怎么花，谁花钱谁说的算。

### 1.3 “4+7”带量采购执行层面需解决的问题

从执行层面上，两个最大的问题亟需解决。第一，医生收入补偿机制。近 30 年的以药养医后，国家对医生的收入分配中基本默认了灰色收入，但如果这部分没有，如何提高医生收入，不要杀鸡取卵。目前为什么医学院的入取分数是如此低，做医生的性价比太低，长期来看及其不利于医疗水平提升，典型的是俄罗斯的公立医疗体系。第二，让药企怎么做仿制药？最低价者中标+50-60%的采购量+一年一次，如此，对于生产厂商的原料药和制剂产能如何设计，这不是市场化的选择。如此，还不如指定定点生产单位罢了。长期来看，应是设计动态医保支付标准，高于此标准的报销比例大幅降低，让产品的价格贴近医保支付标准，优秀的企业由于成本控制和规模效应而长期获得行业平均利润率以上的回报，其他企业则反之。独家中标的结果，将让行业发生恶性竞争降价，损害行业长期发展。

### 1.4 “4+7”后行业未来发展的推理演化

各地后续招标将跟进 4+7 带量采购品种，价格形成全国联动，建立新的医保支付标准。三到五年时间主要的口服和注射剂品种完成一致性评价。化学仿制药产品价格坍塌、业绩中长期可预测性不强，导致估值水平大幅下滑到 10-15x。优质化学原料药公司将摆脱对原下游制剂厂商的依赖，因为仿制药不需要再“营销”，变成“制造业”，所以原料药厂商可以向下游延伸到制剂，原料药厂商价值上升，得原料药者得天下。高壁垒仿制药与生物药等公司，由于较高的技术壁垒，受到的影响较小。由于企业认清现实，将加速新药研发与申报，国家医保谈判等常态存在，创新药公司依然长期处于高景气度，股票市场投资人也开始逐渐接受 DCF 为主流估值方式。中药行业继续在目前的趋势下分化，肿瘤、心血管等处方药公司继续受到医保支付不友好等政策打压，盈利能力变弱；当然也有依然走处方药路径，但需要更加严格、高标准的质控和循证医学等路径。抗感冒、妇儿等中药消费品将逐渐摆脱对医院医生和医保的依赖，做为消费品发展，从医院处方为主变成 OTC 类消费品。医疗器械分为医疗设备、高值医疗耗材、低值医疗耗材和 IVD 等，医疗设备由于配置政策等放开长期利好，高值医疗耗材和 IVD 由于医保

支付标准国产与进口逐渐统一，有利于进口替代。由于渠道的利润比厂家高很多，所以耗材长期降价的因素依然存在，在降价与量的平衡上，短期倾向于企业盈利能力稳定提升，中长期来看会受到带量采购影响；低值耗材受到影响较小。医疗服务中，CRO 长期受益，民营医院偏空。CRO 是创新产业链上，不用赘述；民营医院由于之前的利润大部分来自于采购低价药品后药商中间的渠道费用转化为医院的利润，仿制药价格回归后这部分利润在变少，需要医疗服务价格上升来消化药品收益的减少。仿制药价格的下降使得全行业增速下降，对于医药商业有一定程度的影响，主要看全行业增速变化情况；零售药店由于仿制药价格的下降可能影响 30% 的高毛利品种，也有一定程度的影响，但从长期来看更多高毛利品种将从医院走向药店，支撑药店长期发展。短期来看影响将扁平化，实际影响较小。

### 1.5 2019 年医药生物行业投资思路

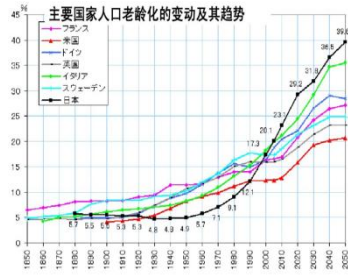
从 2019 年开始，医药公司增长的线性思维将打破，表现为仿制药公司的估值大幅下滑、长期扁平化、波动变小；未来三到五年投医药公司看的更多是技术积累带来的估值变化，仿制药企业盈利的不确定性在加大。2019H1，从行业大的逻辑上看，自上而下选择医疗器械、生物药与创新药、医疗服务和医药零售系列。医疗器械中，大型医学影像设备突破核心技术后，不仅是进口替代而且在全球竞争中也具性价比优势，如彩超等，推荐迈瑞医疗、开立医疗和理邦仪器等。高值医疗耗材由于渠道利润高，出厂价并不过多受到招标降价影响，而三级及以下医院等治疗技术的普及，渠道下沉而放量，如欧普康视和凯利泰等。家庭医疗器械，品牌影响力的鱼跃医疗等。生物药整增速快、受到带量采购影响小，推荐长春高新、康弘药业与血制品板块等。化学药品选择不受带量采购影响的高景气行业，肿瘤和类风湿领域高景气的东诚药业、技术积累有望多个产品报产获批的贝达药业等，儿童用药的济川药业等。医疗服务选择小而精、行业景气度高的昭衍新药和药石科技等。其他，具有头孢抗菌素全产业链优势、生物发酵平台型公司的金城医药；王老吉利润持续上升的白云山等。

## 2、他山之石：日本仿制药再评价的启示

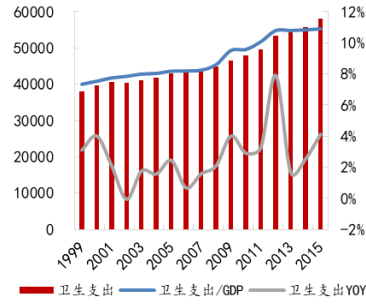
日本是世界老龄化最为严重的国家，在 2000 年后就成为全球老龄化最高的国家。2000 年达到 17.3% 的水平，2010 年为 23.1%，预计 2020 年、2030 年、2050 年分别达到 29.2%、31.8% 和 39.6% 的水平。尽管老龄化率在 2000-2015 年提升超过 7 个百分点，但日本总体卫生支出并没有出现井喷，卫生支出总费用长期增长率都在 8% 以下，所占 GDP 比重呈现缓步提升，2011-2015 年稳定在 10.9% 的水平。其中很大的一个原因就是日本的药物市场中仿制药降价，仿制药市场份额的提升、仿制药的降价为日本节省了大量的医疗费用。

图 2：日本老龄化程度及其严重

图 3：日本卫生支出平稳增长



数据来源：日本国立保障局、财通证券研究所



数据来源：日本劳动厚生省、财通证券研究所

## 2.1 日本仿制药再评价工作及成果

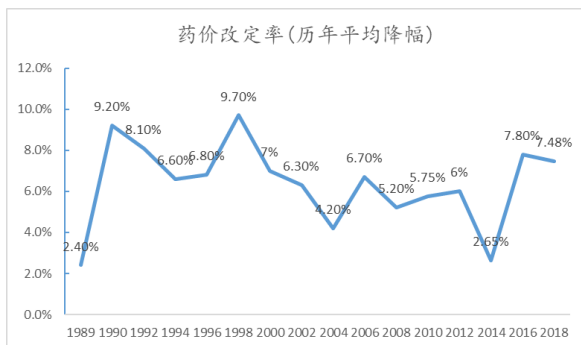
日本仿制药再评价工程于1998年正式推行，但其第1次大规模的药品再评价工作始于1971年，当时是对1967年9月之前批准上市的药品进行有效性再评价。第2次评价工作始于1984年，对1967年10月至1980年3月期间批准上市的药品进行质量一致性再评价。第3次即是1998年开展的日本药品品质再评价工程，对口服固体制剂仿制药进行质量一致性和有效性再评价。1989年以来，日本的药品平均价格均有不同的降幅。

表1：日本仿制药再评价的3个阶段

开始时间	对象
1971	1967年9月之前批准上市的药品进行有效性再评价
1984	1967年10月至1980年3月期间批准上市的药品进行质量一致性再评价
1998	口服固体制剂仿制药进行质量一致性和有效性再评价

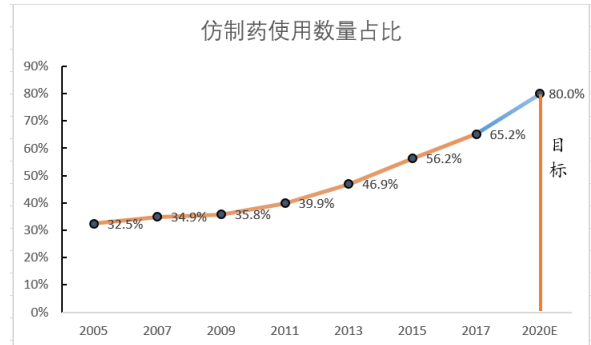
数据来源：财通证券研究所

图4：相比“4+7”，日本渐进式降价为主



数据来源：劳动厚生省、财通证券研究所

图5：日本仿制药处方药市场份额目标



数据来源：劳动厚生省、财通证券研究所

## 2.2 日本仿制药市场份额的变化

日本的仿制药品进入药价目录后，首仿药按照原研药价格的 70% 制定，其他仿制药品按照已有仿制药的最低价格制定。当原研药和仿制药数量在 20 个以上时，继续进入目录的仿制药品按照最低价格的 90% 制定。这种由于仿制药批文的增多，而渐进式的降价使得制药企业对仿制药生产供应与否的决策显得更为容易，也避免大量重复的产能设计。根据日本厚生劳动省的数据，日本 2005 年以来每年的药价平均降幅在 5% 左右。2017 年日本仿制药数量占比 40.2%，销售额占比 15%，与美国 80% 的仿制药占据 20% 的药费相当。

**图 6：日本仿制药市场份额的变化**

			2005	2007	2009	2011	2013	2015	2017
数量	原研	有仿制药	21.40%	21.60%	18.90%	19.10%	18.20%	18%	16.90%
		无仿制药	34.90%	34.90%	36.30%	34.30%	31.20%	26.10%	21.50%
	仿制药	其他	16.80%	18.70%	20.20%	22.80%	27.60%	33.50%	40.20%
		其他	27%	24.80%	24.60%	23.90%	23%	22%	21.40%
			100.10%	100.00%	100.00%	100.10%	100.00%	100.00%	100.00%
销售额	原研	有仿制药	47.60%	49%	47.80%	47.90%	49.30%	55.90%	55.80%
		无仿制药	35.40%	35.10%	35.90%	35.20%	31.70%	24.90%	22.50%
	仿制药	其他	5.90%	6.60%	7.60%	8.80%	11.10%	12.40%	15%
		其他	11.20%	9.30%	8.70%	8.10%	8.00%	6.80%	6.70%
			100.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.10%	100.00%	100.00%

数据来源：劳动厚生省、财通证券研究所

### 3、医疗器械行业高景气，或具板块性机会

#### 3.1 技术进步引领行业发展

以联影、东软为代表的企业在 PET-CT、PET-MR、CT、MR 等高端影像设备领域取得技术突破；以迈瑞、开立和理邦为代表的企业在中高端彩超领域取得技术突破；以迈瑞、安图、新产业为代表的企业在化学发光领域取得突破；以微创和乐普为代表的企业在心脏起搏器、可降解支架领域取得技术突破；以开立和迈瑞为代表的企业在内窥镜领域取得巨大技术成果。特别是影像领域，不仅可以实现进口替代，在全球市场上凭借高性价比优势、特别是在非欧美市场将高速增长。

**表 2：国内企业在多个中高端领域取得突破**

	代表企业	技术成果
医学影像类	联影医疗	2011 年成立以来，陆续实现 PET-CT、PET-MR、高端 CT，高端 MR 等高端医疗设备的技术突破
	迈瑞医疗	2015 年推出高端彩色超声系统 Resona 7，实现国产高端彩超的突破
	开立医疗	2015 年推出中高端彩超 S50，2018 年推出高端彩超 S60



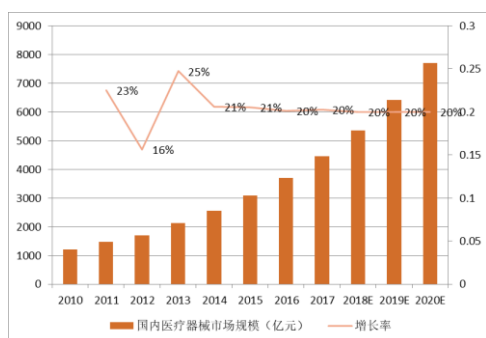
体外诊断类	迈瑞医疗	实现高端生化仪、高端血细胞仪、化学发光分析仪等产品的技术突破
	安图生物	2013年推出管式化学发光分析仪，2018年推出实验室全自动化流水线系统和微生物质谱分析仪
	理邦仪器	2013年推出血气生化分析仪，2015年推出磁敏免疫分析仪
心血管类	乐普医疗	2016年双腔心脏起搏器获批，可降解支架处于创新审批通道
	先建科技	2017年左心耳封堵器获批上市
	微创医疗	2017年推出高端心脏起搏器，性能达到国际先进水平
内镜类	开立医疗	2016年实现电子胃肠镜技术突破，推出高清电子内镜HD-500
	迈瑞医疗	2016年推出三晶片CMOS全高清腹腔镜系统

数据来源：财通证券研究所

### 3.2 高景气度、低估值带来投资机遇

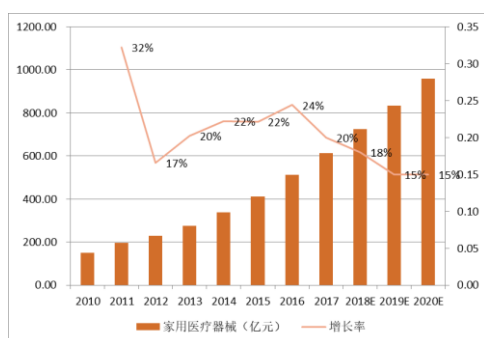
医疗器械领域品类繁多，受到医院产业投资高景气度、诊疗水平上升的需求和国内高端装备制造支持、进口替代等诸多有利因素影响，过去五年复合增速依然超过 20%，高速平稳。

图 7：国内医疗器械市场增长高速平稳



数据来源：财通证券研究所

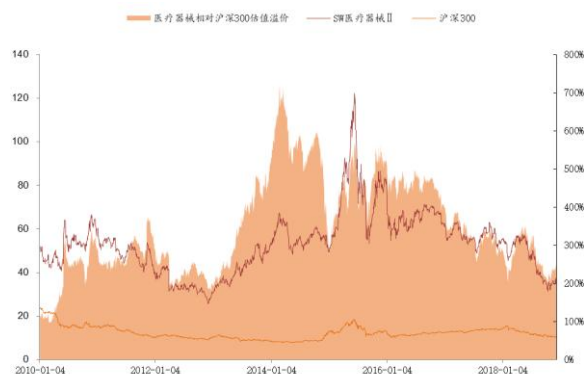
图 8：家用医疗器械领域有望产生消费大品牌



数据来源：财通证券研究所

医疗器械行业一直保持较高的估值溢价水平，2010 年至今相对医药生物的估值溢价率在平均在 39.6%。2018 年由于市场系统性风险医疗器械的估值溢价率走低，目前 TTM-PE 34 倍，相对医药生物的估值溢价率在 32.7%，与相对稳定的 20% 的行业增速来看，医药器械行业具体带来不错的投资机会。

图 9：医疗器械行业相对医药生物的估值溢价率处于较低位置



数据来源: Wind、财通证券研究所

## 4、投资标的

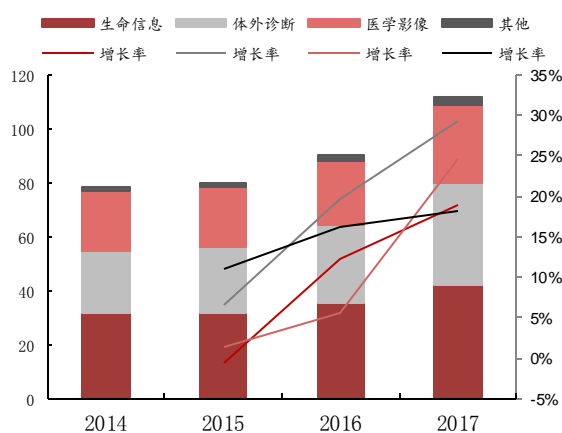
### 4.1 医疗器械

#### 4.1.1 迈瑞医疗 (300760): 多产品线齐头并进, 稳定高速增长

市场认知: 市场认为公司体量很大, 尤其是监护仪类产品相对市场份额高, 增长乏力。我们认为, 国内市场, 公司监护仪等业务将持续受益于基层医疗需求释放, 可继续保持稳定增长, 彩超、化学发光等市场仍有外资主导, 国产替代空间广阔; 国外市场, 公司监护等产品销售规模仍然较小, 进一步提升空间较大, 彩超和体外诊断等产品份额较国际巨头差距较大, 随着公司产品性能的持续提升以及海外市场的进一步深耕细作, 海外增长有望继续快速增长。

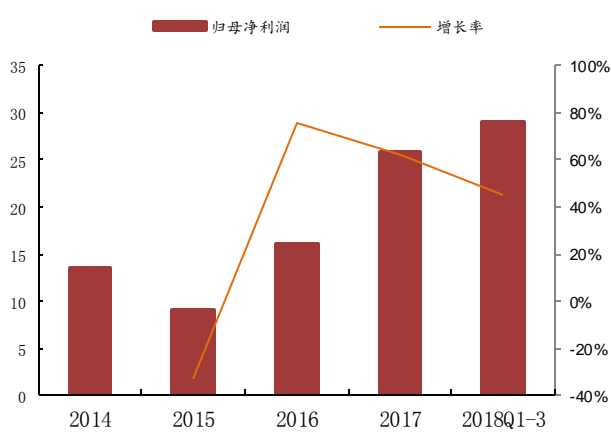
迈瑞作为全球前 50 大的医疗器械公司, 销售网络覆盖全球 190 多个国家, 产品广泛应用于欧美等发达国家的顶尖医疗机构。公司产品主要覆盖生命信息与支持类、体外诊断和医学影像三大领域, 2017 年三大产品线收入分别为 42.36 亿、37.41 亿、29.35 亿元, 增长率分别为 18.93%、29.26%、24.67%, 均保持较为强劲的增长势头。

图10: 迈瑞医疗营收持续增长 (亿元)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图11: 迈瑞医疗净利润持续增长 (亿元)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

公司高度重视研发能力建设, 坚定自主掌握核心技术之路, 研发费用占比长期保

持 10%左右，与国际主流医疗器械企业研发投入占比水平接近，显著高于国内多数同行。2014 年至 2017 年，公司累计研发投入近 40 亿元，占期间累计营收的 11%。受益于长期的高研发投入，公司产品线持续走向高端化，大幅提升了市场竞争力，市场空间不断得以拓展。

我们预计，随着监护市场的持续深耕以及呼吸机、自动除颤仪等产品的放量，生命信息与支持类产品线将保持稳定增长；化学发光等产品的快速放量将推动体外诊断产品加速增长；彩超产品的持续高端化将进一步拉动医学影像产品线的快速增长。预测 2018-2020 年公司归母净利润为 37.16/44.97/54.53 亿元，EPS 分别为 3.06/3.70/4.49 元，对应 PE 为 38/31/26 倍，维持“买入”的投资评级。

**风险提示：产品竞争格局恶化；新产品推出低于预期。**

#### 4.1.2 鱼跃医疗 (002223)：家用医疗器械龙头公司

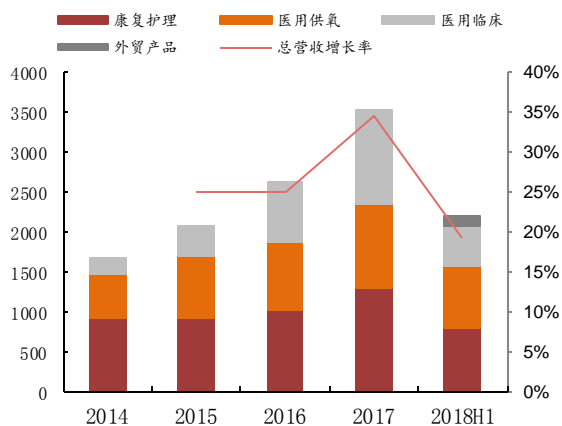
市场认知：市场认为公司家用医疗产品竞争壁垒较低，市场空间有限，增长速度缓慢，临床业务整合能力不足。我们认为，公司家用产品与老年人口相关性高，市场空间将持续扩容，同时鱼跃作为平台型企业，凭借产品+销售+品牌可构建强有力的竞争力，随着电商占比提升以及线下销售改革，预计产品销售增长有望提速；同时，我们认为公司具备突出的经营整合能力（苏州医用厂和万东医疗已证明），上械自身问题较为突出，整合难度较高，目前内部整合进展顺利，预计 2019 年上械盈利能力将逐步释放。

鱼跃医疗作为家用医疗器械平台型企业，产品覆盖心血管系统、内分泌系统、呼吸系统等多个慢性病领域，产品线十分丰富。2015 年公司收购上械集团，强势进入医用临床领域，2017 年收购中优医药，进一步加大院内市场布局。公司目前已实现家用产品+临床产品协同发展的战略布局。

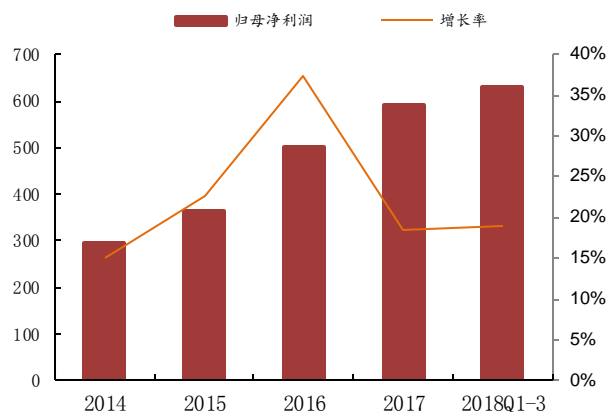
2017 年公司实现收入 35 亿元，同比增长 34.14%，归母净利润为 5.92 亿元，同比增长 18.45%，其中临床领域实现收入近 12 亿元，家用产品收入 23 亿元。2018 年前三季度，公司业绩增长稳健，实现收入 32 亿，同比增长 18.12%，归母净利润 6.28 亿元，同比增长 19.06%。

**图12：鱼跃医疗营收持续增长（百万元）**

**图13：鱼跃医疗净利润持续增长（百万元）**



数据来源：公司公告，财通证券研究所



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**家用产品：**公司家用医疗产品多与老龄化人群有关（高血压、高血糖、呼吸疾病等），受益于中国人口老龄化的持续加剧，以及家庭健康护理意识的提升，产品所在行业的市场空间将持续扩容，鱼跃作为国内家用医疗产品的领先企业，产品线十分丰富，成长潜力突出。随着电商销售占比的提升以及线下增速的恢复，我们预计公司家用产品有望进入新一轮快速增长期。**临床领域：**公司先后收购的上械集团和中优医药，均是所在领域的佼佼者。随着上械内部体制的优化以及技术的升级改造，盈利能力有望于2019年开始逐步释放，中优医药将在明年解决产能问题后实现快速增长。预计2018-2020年公司归母净利润为7.17/8.83/11.10亿元，EPS分别为0.72/0.88/1.11元，对应PE为27/22/18倍，维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**制氧机等产品增长不及预期；上械集团整合不及预期。

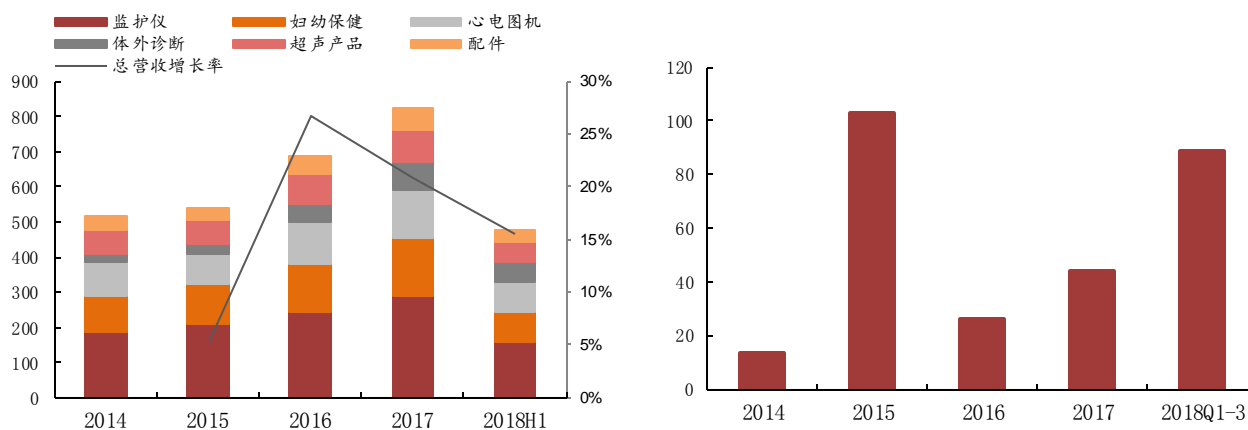
#### 4.1.3 理邦仪器(300206):高研发投入已进入收获期

**市场认知：**公司彩超、POCT产品放量缓慢，市场质疑公司产品前景，无法预期利润释放时间。我们认为，医疗器械产品的研发产出需要较长时间，公司高研发投入的成果将会在未来几年逐步释放，血气分析仪、彩超、磁敏分析仪、血细胞分析仪等产品已逐步进入放量，同时研发费用率将逐步下滑，业绩拐点于2018年开始出现，利润将进入释放期。

2017年，公司实现收入8.43亿元，同比增长20.81%，其中监护仪、妇幼保健和心电图机和超声收入分别为2.89亿、1.66亿、1.35亿和0.94亿元，均保持较为稳健的增速，体外诊断产品收入0.8亿元，增速高达56.86%。2018年前三季度实现收入7.29亿元，同比增长15.54%，继续保持稳健增长，实现归母净利润为8881万元，利润释放趋于正常化。

图14：理邦仪器营收持续增长（百万元）

图15：理邦仪器净利润持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司妇幼保健、心电图机和监护仪等老产品线持续推出新品，销售增长较为稳健，国内市场加速增长，彩超和体外诊断业务作为公司两个新的业务增长点，产品逐步进入放量期。公司在体外诊断领域先后推出血气分析仪 i15、磁敏分析仪 m16 和细胞分析仪 H30、H50，性能达到国际先进水平，其中 i15 处于快速放量期，m16 和 H30/50 市场培育逐步成熟，即将进入放量期，2018 年上半年体外诊断业务收入 5847 万元，同比增长 50%，收入占比提升至 12%。2015 年公司推出 Acclarix 系列彩超产品，现已拥有 LX8、AX8、LX4、AX4 等多款产品，预计随着产品款型的持续增加，彩超业务将成为公司业绩增长的强劲支撑点。

公司长期的高研发投入已逐步进入收获期，产品销售规模持续提升，研发投入放缓，费用率呈下降趋势，公司业绩将逐步释放，利润端的增长速度将大幅高于收入端。2018 年年初，公司实施了员工持股计划，彰显了为公司对未来业绩增长的信心，同时为公司发展增添动力。预计 2018-2020 年公司归母净利润为 1.17/1.75/2.25 亿元，EPS 分别为 0.20/0.30/0.39 元，对应 PE 为 31/20/16 倍，给予“买入”的投资评级。

**风险提示：POCT 产品放量低于预期；彩超产品放量低于预期。**

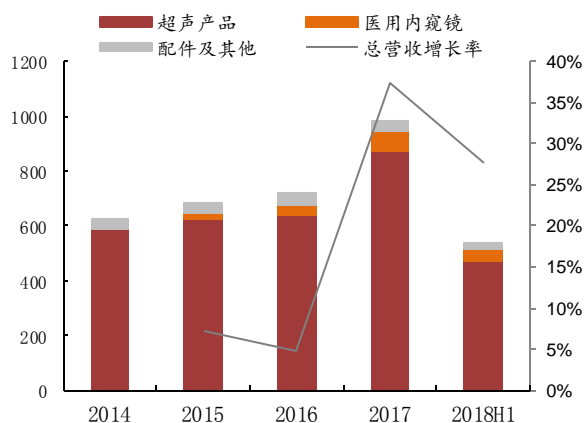
#### 4.1.4 开立医疗 (300633)：高端彩超与内镜引领新一轮增长

市场认知：市场认为公司彩超增速下滑，质疑公司内窥镜业务前景。我们认为，随着公司在中高端领域技术的突破，彩超业务开启了新一轮成长期，S50 系列产品快速放量带动彩超收入快速增长，随着 S60 等新产品的陆续上市，彩超业务有望继续保持稳健增长；公司在内窥镜领域实现了技术突破，高清内镜 HD-500 快速放量，市场口碑反馈良好，随着内窥镜技术的不断优化以及市场的持续培育，内镜业务将成为公司中长期发展主要的增长点。

2017 年公司实现收入近 10 亿元，同比增长 37.49%，其中彩超业务收入 8.72 亿元，同比增长 36.41%，主要得益于新一代彩超放量，内窥镜业务收入 7324 万元，

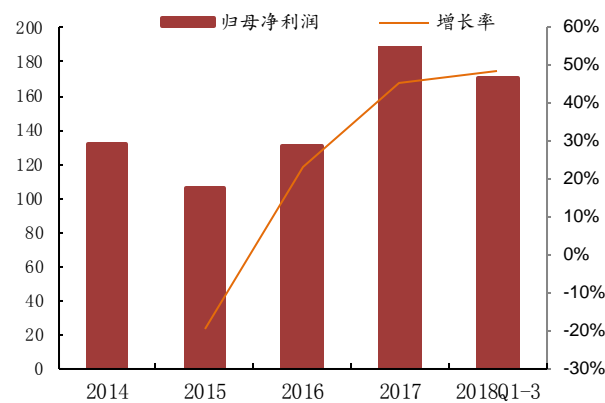
实现翻倍增长，增长十分迅速。2018 年上半年，彩超业务保持快速增长，内窥镜收入继续保持翻倍式增长，收入占比提升至 8%以上。内窥镜业务作为公司培育的新增长点，全年销售占比预计可达到 10%，对公司整体收入增速的流动作用将进一步提升。

图16：开立医疗营收持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图17：开立医疗净利润持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司深耕超声领域十余年，技术研发能力雄厚，彩超产品性能持续提升，2016 年推出中高端彩超 S50 系列，产品迅速放量，销售占比快速提升，对业绩拉动作用显著。预计随着 S50 系列产品占比的进一步提升，同时新款彩超 S60 的上市，公司彩超业务将保持稳健增长。公司作为内窥镜领域的一颗新星，2014 年成功完成电子胃镜及电子肠镜产业化项目，并于 2016 年推出自主研发的高清消化道内镜系统 HD-500，市场口碑反馈良好，成功进入外资垄断的软式高清内窥镜市场，为打破外资垄断奠定基础。2018 年上半年内窥镜产品收入 4619 万元，同比增长 78%，销售规模快速增长。随着 HD550 等新产品线的持续推出，预计内窥镜业务将继续保持高速增长，奠定公司中长期业绩增长动力。预计 2018-2020 年公司归母净利润为 2.56/3.37/4.39 亿元，EPS 分别为 0.64/0.84/1.10 元，对应 PE 为 49/38/29 倍，给予“增持”的投资评级。

风险提示：彩超销售下滑；内窥镜市场推广低于预期。

## 4.2 高值医疗耗材

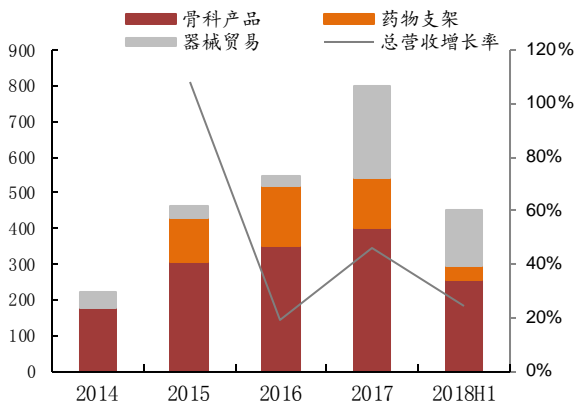
### 4.2.1 凯利泰（300326），骨科器械龙头公司之一

市场认知：市场担心高值耗材降价以及 Elliquence 产品的整合前景。我们认为，高值耗材降价是长期趋势，但骨科类高值耗材规格较多，医生手术时需要较多的辅助，降价幅度不会过于激烈。Elliquence 的产品与公司 PKP 产品在科室、渠道等多方面重合度高，市场推广难度较小，市场潜在空间广阔。

2017 年公司实现收入 8.02 亿元，同比增长 45.71%，其中骨科类产品收入 4 亿元，

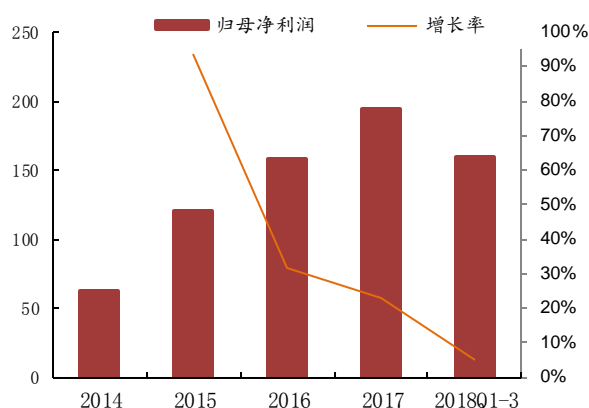
同比增长 14.34%，药物支架收入 1.39 亿元，同比有所下滑，器械贸易收入 2.60 亿元，同比大幅增长，主要系外延并购所致，实现归母净利润 1.95 亿元，同比增长 22.75%。2018 年上半年，骨科产品和器械贸易继续保持快速增长，药物支架受业务剥离影响，收入持续下滑，净利润受支架业务影响，利润增速缓慢，扣除易生科技影响，前三季度公司归母净利润增速高达 41.94%。

图18：凯利泰营收持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图19：凯利泰净利润持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司深耕脊柱微创治疗领域十余年，椎体成形术产品（PVP/PKP）市场率高居第一。经过多年的学术推广和医生培训，公司 PKP 业务有加速增长的趋势，2017 年收入增长 30%以上，2018 年上半年增速高达 70%，预计全年增速 50%以上。随着 PKP 手术的覆盖医院的增加以及患者支付能力的提升，预计 PKP 业务将在未来几年继续保持高速增长。

公司目前已经完成 Elliquance 的收购，其主要产品为能量平台高值耗材，主要用于治疗椎间盘突出症和疼痛性椎间盘撕裂，同时可适用于骨科、脊柱、神经外科、整形外科和疼痛管理等领域。Elliquance 产品和公司 PKP 产品在科室和医生以及渠道方面高度重合，将借助凯利泰的平台获得广阔的发展空间。

公司年初引入战略投资者涌金系，优化了股权结构，实现了管理层核心的经营结构，将为公司的微创高值耗材平台战略布局奠定坚实的基础。2018 年预计将完成剥离易生科技（心血管业务），进一步聚焦主营业务，同时可改善公司现金流状况。预计 2018-2020 年公司归母净利润为 3.15/3.35/4.50 亿元，EPS 分别为 0.44/0.47/0.63 元，对应 PE 为 21/20/15 倍，给予“买入”的投资评级。

**风险提示：核心产品大幅降价；Elliquance 整合不及预期。**

#### 4.2.2 欧普康视(300595)：预期差显著，发力渠道服务

与市场预期不同之处：第一，公司产品的安全性优秀，一方面二十年前的安全事件（欧普产品 2008 年 CFDA 批产）主要是由于管理不规范、验配不规范、售后检

查跟不上等原因。经过国家政策强力纠偏，生产、验配、销售都有严格规定。规范的验配流程需要眼科医生和验配师的充分合作，要排除多种不适合的人群，遇到问题可以及时处理，风险很低且程度可控。第二，公司产品在青少年减缓近视度数发展方面作用显著。中国青少年近视率提升很快，而这块竞争很少，框架镜、手术不适用青少年，低浓度阿托品国内还没有销售。第三，公司主打产品与进口产品品质整体持平，细节各有优势。角膜镜性能主要包括材料工艺设计，材料设计差异不大，工艺略有不同。根据我们草根调研经营进口品牌的验配点也认为国产质量与进口持平。第四，公司合规风险很低。一方面公司对于规范合规非常重视，不做广告宣传，依靠口碑宣传和公益广告，另一方面各地对于验配政策不太一样，部分地方认为验配和销售密不可分，公司长期对经销商验配点进行验配培训支持，具有很强的验配技术储备。第五，美国卖的不火但中国很好。美国卖的不火主要原因美国 2004 年 FDA 才批准，目前处于高增速。其次是美国近视发生率较低，发病年龄晚。另外西方人眼睑特征使得使用效果略差，西方人文化不同，国内爱美女生觉得戴框架镜不好看。技术是源于西方的，且兄弟产品硬镜西方畅销。

**三大动力助推业绩上新台阶：**前三季度营业收入 3.3 亿 (+48.47%)，归母净利润 1.65 亿 (+46.73%)，扣非净利润 1.44 亿 (+39.9%)。收入增速较上半年增加 3 个百分点，上半年收入端有显著的低基数效应，本次收入端低基数效应应该明显减弱，仍有三个点增速提高反映了收入上了新台阶。原因有三，第一是销售量的增加，公司成本端增长 32%，由于采购量加大，原材料单价下。第二是价格的提高，主要是新产品 dreamvision 价格较高的替代升级，目前大约三分之一验配点已经开始推广 dreamvision。第三是价值链的延伸。增长提升主要来自公司不断并购销售渠道公司，2018 年中报相对 2017 年中报，控股子公司从 12 个增加到 38 个。

**政策风暴的世外桃源，风景这边独好：**首先带量采购政策对医药行业产生了巨大而深远的影响，化学制剂药首当其冲，而且下一步也许会扩散到高值耗材，部分有化药竞争产品的生物药也受到冲击。非医保品种则不受冲击，角膜镜大部分也无需医院招标。其次，对外最大的政策中美贸易战对公司影响中性偏正面，虽然原材料价格因征税上涨，但三家美国厂家的进口产品成品也面临增加税收，且成品征税价格显然高很多。第三是国家近视防控政策的出台，层级最高，对地方政府加强考核，全面加强青少年、家庭、社会的教育宣传，严格监管准入，加快眼科医生视光师的培养，加强其他近视防控产品推广，对行业和公司长远发展有很大促进。

**渠道服务是主战场：**目前品牌服务渠道是角膜塑形镜竞争的主战场，前端产品力本身差距不大，验配和售后服务对于安全性、有效性、客户体验都是非常重要的。第一，经销是主要的。公司目前经销约占七成，主要是依靠经销商及其眼视光中心。第二、业态模式是先进的。预计眼视光中心是未来眼视光服务的主要业态，



符合国际潮流。公司非常看好眼视光行业的发展，不光是卖角膜塑形镜。第三、目前来看公司在眼视光终端的销量增长快于医院端的直销，终端增速每年超 100 个，终端比例越来越大。第四，公司投资一些经营较好的渠道公司，这些公司拿到投资后可以加快建设眼视光中心。公司本身也在产品价值链方面大大延伸，终端掌握在公司手里，经营更加稳定可靠。

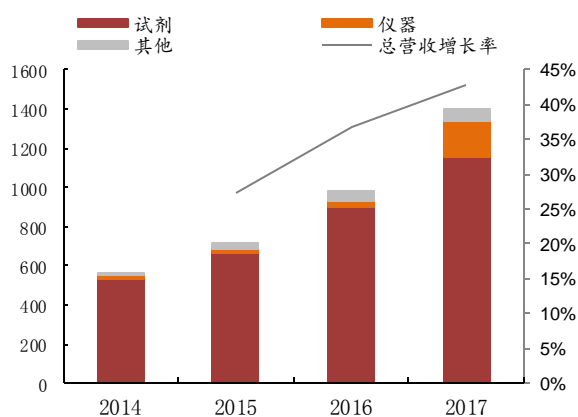
预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.98/1.39/1.94 元，对应 PE 分别为 39/28/20 倍，维持公司“买入”评级。给予目标价 49.0 元。

#### 4.3 体外诊断(IVD)：安图生物(603658)，化学发光龙头在成长的路上

2014 年至 2017 年，公司收入保持快速增长，期间复合增长率为 35.46%，主要系内生增长强劲所致。2018 年前三季度实现收入 13.60 亿元，同比增长 38.39%，实现归母净利润 4.11 亿元，同比增长 27.01%，继续保持快速增长趋势。

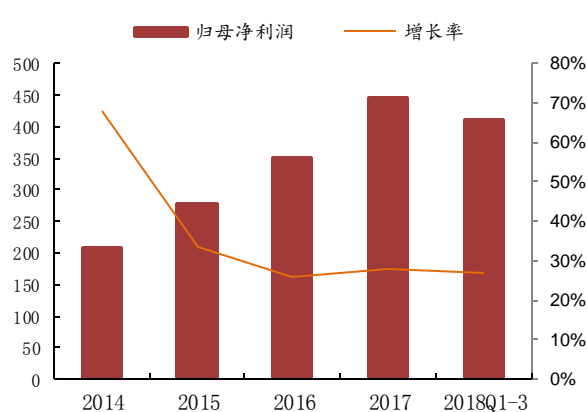
管式发光业务作为公司核心增长点，自产品 2013 年上市以来持续高增长，试剂销售规模快速增长至 2017 年的 6 亿元，预计 2018 年继续保持近 50% 增长速度，2018 年底仪器累计装机量将超过 3000 台，预计 2019 年累计装机量可到 4000 台。随着装机量的持续增长，试剂的单产的提升将为中长期业绩增长奠定基础。

图20：安图生物营收持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图21：安图生物净利润持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司 2016 年底收购盛世君晖获得东芝生化仪，2017 年收购百奥泰康获得生化试剂，生化产品线迅速补齐。2018 年公司借助东芝生化仪+自有发光产品强势推出国内首款实验室全自动流水线系统，进一步增强了公司在体外诊断领域的地位，将带动生化和免疫产品的持续稳健增长，预计今年可实现医院装机使用。此外，2018 年公司推出微生物质谱仪，进一步增强公司在微生物领域的竞争力，有望推动微生物业务在 2019 年开始加速增长。预计 2018-2020 年公司归母净利润为 5.74/7.49/9.72 亿元，EPS 分别为 1.37/1.78/2.31 元，对应 PE 为 41/31/24 倍，

维持“买入”的投资评级。

**风险提示：磁微粒发光试剂增速下滑严重；流水线 and 质谱推广不及预期。**

#### 4.4 创新药、生物药

##### 4.4.1 长春高新 (000661)：生长激素应具持续中高速增长潜力

与市场认知不同之处：市场认为主要的经营者和所有者之间利益不统一，不利于释放业绩。我们认为，上市公司对金赛具有较强的控制能力，在经营管理上规范，业绩将持续中高速增长。生长激素在研发上已经到了一个很高的层次，目前大家共同的利益就是把生长激素销售继续做上去一个台阶，共同分享成长的果实。共赢的办法是将经营者的部分利益变成流通股，同时大股东不失去控制能力。

生长激素仍有较大的成长空间：2018 年国内销售规模超过 40 亿元，据此测算市场渗透率仅为 2.5%，生长激素适用人群超过 500 万人。对比欧美发达市场 15-20% 的渗透率，我们认为国内 10% 的渗透率较为合理，国内生长激素市场规模 150 亿元，未来将有近 4 倍成长空间。

合作研发补充中长期产品线：百克新型流感、带状疱疹疫苗、新一代冻干 Vero 狂犬疫苗等近两年将陆续上市。公司是较为务实与保守的研发和投资策略，投入精准，成功率高，金赛药业后续注射用曲普瑞林微球、奥曲肽微球和金妥昔单抗等研发进展顺利。公司与冰岛 Alvotech 成立合资公司引进包括阿达木单抗等 6 个生物类似物，Alvotech 有极强的产业化能力，长春高新在生物类似物上的研发和学术推广能+Alvotech 的产业化能力有望将产品迅速引入国内产业化。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 5.71/7.46/9.81 元，对应 PE 为 34/26/20 倍，维持“买入”的投资评级。

**风险提示：金赛药业业绩不达预期的风险**

##### 4.4.2 康弘药业 (002773)：康柏西普受益医保放量成为拉动增长主力

业绩调整阵痛期将结束，康柏西普受益医保放量，成为增长主力：2018H1 非生物药（中药与化药）贡献将近 70% 的收入和净利润，为了顺应行业发展趋势和释放各产品线活力，公司对业绩占比高的两大板块进行营销调整，非生物药板块收入下滑明显。生物药子公司康弘生物核心产品康柏西普 2018 年全年销售收入预计近 10 亿元，预计同比增长超过 50% 以上，对净利润的贡献率逐步提升，预计 2019 年利润贡献率接近 50%，后续有望成为贡献公司净利润的主要生力军。考虑到康柏西普 2017 年纳入医保后降价 17.5%，进入医保后放量超预期，利润增速显著快于收入增速，预计全年净利率有望提升至 25% 以上。根据生物创新药的销

量规律，康柏西普净利润率未来有望逐步提高至 30-40%，将进一步提高生物药康柏西普对总利润的贡献比率。

康柏西普将力压阿柏西普和雷珠单抗，有望成为国内眼科创新药的市场明星：公司自主创新研发的眼科重磅品种康柏西普于 2014 年上市，填补了国产眼科疾病生物创新药的空白，2018 年预计全年销售额近 10 亿元，已经超过雷珠单抗在国内市场销售份额。目前雷珠单抗国内仅获批 wAMD 1 个适应症，且面临着被康柏西普全面反超的竞争压力。康柏西普与国际市场最畅销的眼科创新药阿柏西普同为 VEGF 类融合蛋白，但在给药间隔时长、治疗费用上更具优势。目前康柏西普在国内获批成人糖尿病性黄斑水肿（DME）1 个适应症（2018 年 2 月），国内市场份额相对较小。目前康柏西普已获批 wAMD 与 pmCNV 两个适应症，DME 适应症已经进入优先审评，有望在明年上半年获批，RVO 适应症正处在 III 期临床，有望 2020 年获批。我们预计 19 年康柏西普在国内眼科创新药市场占据绝对领先优势，有望成为国内眼科创新药的市场销售明星。

创新药标杆企业，康柏西普进军国际市场支撑未来五年的成长：公司是中国的国际创新药标杆企业，康柏西普是中国第一个国际市场地位的创新药，市场潜力巨大。2016 年 10 月康柏西普直接获得美国 FDA 临床 III 期试验批件，目前在美国的 III 期临床试验获得 FDA 临床试验特别方案评审（SPA），处在患者入组阶段，海外临床进展稳步推进。我们认为具备疗效和价格优势的康柏西普有望进一步抢占百亿美元国际眼底病市场，可与阿柏西普直接展开竞争，快速分享海外市场份额，支撑未来五年的增长。

预计公司 2018-2020 年营收分别为 30.65/36.78/45.98 亿元；净利润 7.88/10.29/13.50 亿元；EPS 为 1.17/1.53/2.00 元，对应 PE 为 32/25/19 倍，维持公司“买入”投资评级。

**风险提示：医保放量、适应症获批进度与美国 FDA III 期临床进展不及预期**

#### 4.4.3 贝达药业(300558)：最初的创新者，研发管线收获在 2019

自主研发+并购引进，研发管线在 2019 年进入收获季

通过自主研发、产品引进、并购等多种方式，贝达研发管线储备了 30 多个创新药，其中恩沙替尼、帕妥木单抗预计近期报产，有望 2019 年上市；氟法拉滨、贝伐单抗生物类似药、vorolanib 预计 2019 年报产。恩沙替尼是贝达与其控股的美国 Xcovery 公司共同开发，作为第二代 ALK 抑制剂，将进一步强化公司在非小细胞肺癌领域的竞争优势；国内市场目前仅有克唑替尼一个 ALK 抑制剂，恩沙替尼作为二代克服了一代的耐药问题临床效果更佳，预计 10 亿以上级销售额。帕妥木单抗是从安进引入并由两家合资子公司在国内推广，作为转移性结直肠癌的一线药物，2017 年其全球销售额约 8 亿美金。氟法拉滨是贝达的 3.1 类新药，

用于治疗急性淋巴细胞白血病，预计销售峰值将达5亿。Vorolanib是贝达收购卡南吉的产品，肾癌二线用药预计2019年报产，与君实PD-1联用有利于其临床推广。

“基药+医保”双目录，埃克替尼或迎来二次放量

2017年国内EGFR-TKIs药物销售总额约35亿元，埃克替尼约占30%的市场份额。一代EGFR-TKIs埃克替尼、吉非替尼、厄洛替尼均在2017年被纳入医保目录，原研日均价格均处于200元/天的范围，齐鲁吉非替尼仿制药价格差别也不是很大；且埃克替尼、吉非替尼2018年纳入基药目录。在刚刚公布的4+7集采结果中，阿斯利康的吉非替尼降价到55元/天的日均价格。虽然价格上埃克替尼与吉非替尼比处于劣势，但在实际临床推广中，医院或将更青睐对其自身更有经济效益的埃克替尼。在临床效果类似、副作用低的情况下，埃克替尼纳入医保、基药目录后有望迎来二次放量。

抗肿瘤平台成型，国际化的创新药企业

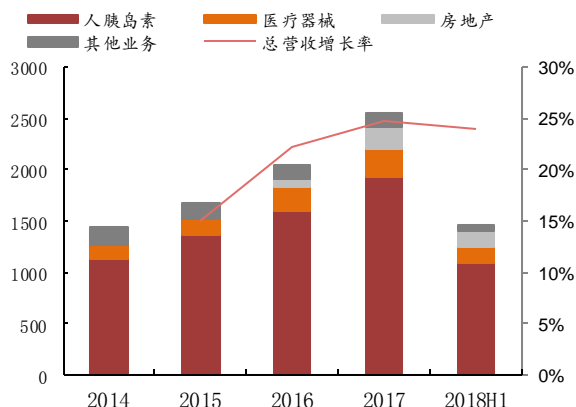
贝达作为国内稀缺的创新药标的，从小分子靶向到大分子生物药全面发展，研发管线储备丰富；销售团队市场推广能力强大。从自主研发到并购引进，国际化的抗肿瘤平台成型。预计2018-2020年归母净利润2.22/3.18/4.09亿元，EPS为0.55/0.79/1.02元，对应PE为68/47/37倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示:新药研发进度不及预期、埃克替尼销售不及预期

#### 4.4.4 通化东宝(600867):三代胰岛素上市带领新一轮增长

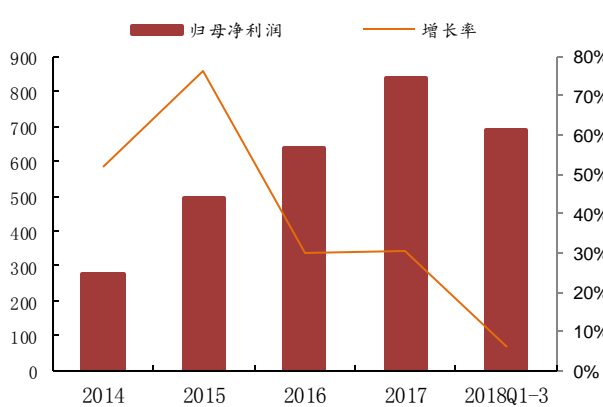
2014年至2017年，公司收入持续稳健增长，期间复合增长率为20.59%，主要系核心业务人胰岛素增长所致。2018年上半年，人胰岛素继续保持19%的增速，三季度由于去库存因素影响，公司整体销售规模和净利润下滑明显，预计四季度将恢复正常增速。

图22: 通化东宝营收持续增长(百万元)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图23: 通化东宝净利润持续增长(百万元)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

基层糖尿病患者数量庞大，但诊断率和治疗率较城市有较大差距，基层胰岛素市场增速大幅快于城市。鉴于基层患者经济水平有限以及二三代胰岛素医保支付差异，预计二代胰岛素短期仍将占据重要的市场地位。公司去年以来继续加大销售队伍建设，进一步深耕基层市场（尤其是乡镇医院和社区医院），同时鉴于外资销售重点向三代胰岛素转移，东宝深耕糖尿病基层市场十余年，竞争优势显著，将获得大部分新增二代胰岛素使用患者，预计未来两年公司二代胰岛素增速将有望保持 15% 左右。

公司三代胰岛素产品线中，甘精胰岛素目前已进入生产现场检查阶段，预计最快明年一季度可获批生产。公司拥有十分成熟的胰岛素销售网络，甘精上市后有望借助现有渠道实现快速放量，带动公司进入新一轮成长期。公司胰岛素产品线储备丰富，门冬胰岛素目前正在整理临床材料，门冬 30 预计明年完成临床入组，赖脯胰岛素和利拉鲁肽 10 月获批临床，上半年获得超速效型胰岛素类似物和基础餐时组合胰岛素，丰富了胰岛素种类，长期竞争力进一步得以夯实。

预计 2018-2020 年公司归母净利润为 9.65/12.28/15.68 亿元，EPS 分别为 0.47/0.60/0.76 元，对应 PE33/26/20 倍，给予“增持”的投资评级。

**风险提示：二代胰岛素下滑；甘精胰岛素获批进度低于预期。**

#### 4.5 不受带量采购政策影响的化药、中药

##### 4.5.1 东诚药业 (002675)：肿瘤与类风湿用药正处于一轮高速增长周期中

与市场理解不同之处：

首先我们认为 18F-FDG 将成为一个 10 亿以上级别诊断用药，之所以中国的肿瘤患者生存期短，除了治疗药物与欧美的差距巨大，术前与术后诊断水平也存在很大差距，精确的肿瘤影像学数据匮乏，治疗方案难以完美。美国拥有近 2000 台 PET，18F-FDG 6 亿美金以上的销售、250 万剂以上的 PET 用药，而中国目前 400 余台 PET-CT，销售约 70 万剂 18F-FDG，与欧美差距巨大。大型医疗设备配置证政策放开后，是一个先有鸡后有蛋的事情，18F-FDG 用药将快速上升，东诚在二线城市布点将加速，5-10 倍的市场空间。由于核药房的特殊性，GMP、环保、放射性管理等后来者难以进入，长期将保持双寡头格局。未来三年安迪科复合 40% 以上增长可期。同时，外资企业在中国布局放射性诊断用药，也必须与安迪科、同辐这一类拥有核药房的公司合作，核药房是一个高速公司。

市场认为云克注射液是辅助用药，我们认为理解不当。云克注射液是钨[99Tc]经氯化亚锡还原后与亚甲基二膦酸形成的络合物，本身二膦酸盐就是治疗骨病的经典药物，云克可以理解为一个升级品。但由于原料来源的特殊性，国外未见有企业仿制云克。云克按患者数依然是目前国内应用最广的类风湿用药，起效快、

价格低廉是优势。类风湿是不死癌症，长期用药，国内患病人群稳定在 450 万以上，目前治疗率不足 15%，医保政策的友好使得类风湿治疗率上升较快，这个领域的投资类似于五到十年前的糖尿病领域。未来三到五年云克保持复合 20% 增速可期。

预计 2018-2020 年净利 2.68/3.79/4.85 亿元，EPS 为 0.35/0.49/0.63 元，对应 PE 为 23/16/13 倍，维持“买入”的投资评级。

**风险提示：核药公司业绩增速低于预期。**

#### 4.5.2 济川药业 (600566)：儿童用药龙头企业

内生增长+外部刺激，蒲地蓝等核心品种保持儿童抗感染类中药品牌优势

蒲地蓝说明书修订不影响终端患者人群数量，有望保持高速增长：此次蒲地蓝制剂说明书修订，体现了国家对于中成药合理使用、科学使用的推进。另外，公司蒲地蓝消炎口服液属于处方药，本次说明书修订涉及注意事项中增加了孕妇慎用，并未涉及像蒲地蓝消炎片（胶囊）非处方药中提到的儿童、哺乳期妇女等使用注意事项，因此，本次说明书修订事件并不会对其终端患者人群，特别是儿童患者人群造成实质性影响，后续对蒲地蓝 OTC 端销售也不会产生实质性影响。总体来说，此次事件对公司品种的益处大于坏处，其适应症及其说明书明确性更强，让更多医生和患者更大胆与放心使用，同时也证实了蒲地蓝消炎口服液对儿童人群来说是安全有效的；公司后续只需根据要求对说明书做一下替换，对医生与患者进行相应的引导与教育，不会增加相关临床等试验等。我们预计，随着四季度流感季节来临，蒲地蓝将会继续保持高速增长的趋势。

公司利润率存较大提升空间：医院端+OTC 零售端齐头并进：由于公司销售渠道的调整（长远来看，从医院端逐步转移到 OTC 零售端，带来利润率的不断提升），核心品种蒲地蓝等 OTC 零售渠道销售占比 25%，但增速在 25-30%，医院渠道（销售占比 75%），增速 15%，OTC 零售端销售增速明显快于医院端，同时销售成本明显低于医院渠道，且回款速度快（公司较好的经营现金流状况可以看出来），经营效率不断得到提升，公司积极推进 OTC 零售渠道建设，使得公司销售费用率逐步降低，整体利润空间将持续提升。公司实行强有力的核心大品种营销策略：公司拥有超过 3,000 人的营销团队，产品覆盖超过 20 万家药店，已覆盖 13 个省医保。

预计公司 2018-2020 年归母净利润 16.72/21.11/26.11 亿元，EPS 分别为 2.05/2.59/3.20 元，对应 PE 为 18/14/11 倍，维持“买入”投资评级。

**风险提示：OTC 市场开发低于预期；产品降价超出预期。**

## 4.6 医疗服务

### 4.6.1 昭衍新药(603127):产能释放,步入爆发期

与市场预期不同的之处:第一,昭衍新药主要市场在国内。大部分 CRO 行业主要市场在国外,而国外行业增速较国内慢约 20 个百分点。大部分 CRO 行业国外业务的增长较国内快很多,且龙头一般快于行业平均增速。公司在解除产能瓶颈后,增速会大幅提升。第二,昭衍新药的动物房是年底增加一万平,苏州七角楼目前还有一栋空置。并不意味着三年后产能增长就有瓶颈,苏州空地还挺多,还有些楼目前有其他用处,建动物房速度也挺快。

未来两年高速增长较为确定:从产能来看,今年年底苏州新投入一万平的动物房,使得整体动物房从 1.8 万平方增加到 2.8 万平方(不含检疫动物房)。之前产能处于饱和或者超饱和状态,产能得到快速释放。且 19 年新增动物房利用率预计在 50-60%左右,2020 年产能增加空间也很大。

从订单来看,订单占营业收入的比重大约为 2 倍,由于产能等因素限制,订单需要延后项目才能开展。从今年三季度相对去年三季度的订单金额来看,增长 50%。

竞争优势明显:首先是昭衍本身的优势,GLP 证书齐全,做了 20 多年,质量管理体系非常成熟,团队配合非常流畅,累计评价药物数量很多,经验丰富。利润率高于行业平均水平。其次是新进入者需要 5 年时间才能成熟,包括建设周期,拿地一两年时间;搭建团队、质量管理体系,模拟运行一年时间;大约一共三年才可以认证;CDE 判定,之后具备接单能力,药企还有检验期,成熟要五年之后。即使个别新进入者实力较强也不影响。第三是不少竞争者是科研院所或具有事业单位的氛围,这些机构缺乏灵活的市场机制和大规模接单的能力,利润率也较低。第四是海外竞争者在国内水土不服,经营相对一般。

主要服务创新药受益政策大环境:自从去年两办创新药纲领性文件出台以来,公司订单显著增加。带量采购主要影响仿制药企业,公司订单主要是来自创新药,受冲击很小。

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.90/1.39/2.02 元,对应 PE 分别为 56/36/25 倍,给予公司“买入”的投资评级。

**风险提示:订单增速不达预期;**

### 4.6.2 药石科技(300725):占据技术高点,订单快速放大

与市场预期不同之处:占据技术高点,订单随着研发进展和合成进展而放大。公司处于研发的最前端和合成的最初端,在最上游分子砌块的技术优势将通过两条渠道转化为盈利放大,一条渠道是由于最前端小项目上万个,会有一定比例的候选药物逐渐被筛选出来走向研发后期商业化,从研发探索到临床前到临床到商业

化阶段，从而业绩爆发；一条渠道是从原材料到关键起始物料到原料药到制剂。

公司模式独特：公司模式独特，不能看做 CRO 公司，因为分子砌块是产品不是服务，可以同时卖给多个厂家。公司技术实力强，主要立足于分子砌块的合成优势，合成的下游是 CDMO，跟 CDMO 企业也有明显区别。

技术实力强大：目前国际上系统做分子砌块的很少，而分子砌块是研发中价值量约占 30%。分子砌块没有专利保护，但公司客户粘性很高，能够高效、低成本的供应所需分子砌块，主要是由于公司强大的技术实力。公司产品面广，四元环五元环覆盖了绝大部分客户可能的需求。

产能瓶颈逐渐解决：公司南京本部产能紧张，山东谛爱反应釜产能也很快饱和，最近参股浙江博腾，加快推进 GMP 认证。

订单高速增长推动业绩：公司业务收入约七成来自国外，三成来自国内，预计国内增速 90%，国际增速 60%左右。最近受益于大单的放量，预计尽管可能受大单影响有所波动但整体不改高速增长。

预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.07/1.63/2.52 元，对应 PE 为 50.7/33.2/21.5 倍，维持“买入”的投资评级。

**风险提示：订单增速不达预期；**



## 信息披露

### 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立/客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性/完整性。本报告所载的资料/工具/意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料/意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格/价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料/意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行/财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的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。在任何情况下，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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版/复制/发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。