

预期趋稳，估值逐步修复

2019-01-23

证券分析师：谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

证券分析师：陈益凌 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

联系人：朱寒青 0755-81981837 zhuhanning@guosen.com.cn

联系人：马步云 0755-81981847 mabuyun@guosen.com.cn

联系人：张智聪 021-60933151 zhangzhicong@guosen.com.cn



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

报告摘要：政策预期趋稳，估值有望逐步修复

■ “4+7”带量采购政策和推行速度预期渐趋合理化，前期超跌个股估值有望逐步修复

国务院办公厅发布《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》，在试点工作的总结和评估基础上，研究试点扩大的可行性和完善政策，稳定市场预期。前期行业龙头如华东医药、乐普医疗、丽珠集团普遍出现较大幅度回调，预期趋稳将给以国内仿制药龙头向创新药龙头转型升级的过渡期，随着年报业绩释放也将进一步夯实估值。

■ 重磅产品上市，创新龙头个股引领板块反弹

我们在本月初外发的年度策略《创新才是硬道理》中将未来中国医药投资的主线确定为创新管线。叠加严控辅助用药以及仿制药带量采购。近期PD-1国内厂商集中上市，乐普医疗可降解支架也有望近期获批，重点推荐一线创新药龙头恒瑞医药和创新器械龙头乐普医疗。

■ 血制品板块确定性强，两大风险点短期可能证伪

两大风险点分别是白蛋白广州GPO采购以及潜在进入辅助用药目录。一方面从深圳GPO经验参考以及海外白蛋白经销商采购价的预期来看白蛋白价格大幅下降风险低。另外从部分医院上报情况来看白蛋白被纳入前20大辅助用药情况稀少。我们预计这两大担忧有望在2月底内获得验证。且根据海外经验，血制品企业具备采浆量、品种数量、静丙适应症数量等多重壁垒，长期估值在20-40x之间，与之比较国内华兰生物、天坛生物、博雅生物当前估值具备吸引力。

■ 风险提示：4+7带量采购全国联动超预期；器械控费措施升级；血制品价格下降；医保收入增长不达预期。

■ 投资建议：政策影响逐步消化，板块超跌反弹存在空间

去年12月带量采购价格下降超预期以来，医药板块整体出现大幅回调。我们认为对2019年全年业绩影响有限，近期细则公布后市场预期有所好转，预计超跌龙头有望出现估值恢复。A股组合重点推荐：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物。港股组合重点推荐：中国生物制药、中国中药、石药集团。

前期组合收益回顾：血制品及仿制药龙头超跌严重

■ 年度策略组合近期获得超额收益

我们在19年1月7日外发年度策略《创新才是硬道理》，A股及港股组合策略收益均超出行业。这主要是我们在组合中的仿制药龙头个股如华东医药、丽珠集团等此前超跌，在近期率先反弹所致。

■ 18年12月组合迄今收益仍低于板块，重点关注血制品，反弹仍有空间

若以18年12月初外发的策略报告组合来计算，A股及港股策略分别落后行业12.1%及5.0%。主要超跌个股包括乐普医疗、华东医药、中国生物制药、石药集团等仿制药龙头以及血制品三家公司（平均下跌接近15%）。当前血制品反弹幅度仍落后板块，且其担忧点短期可能证伪，重点关注。组合中三生制药表现优异，主要原因除前期超跌外，HER2单抗进入优先审评，也超出市场预期。

表1：国信证券组合收益情况

策略名称	投资组合	策略收益	医药板块	超额收益	时间区间
2019年投资策略 《创新才是硬道理》	A股：恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、乐普医疗、华兰生物、智飞生物、科伦药业、迈瑞医疗、鱼跃医疗、迪安诊断、益丰药房。	7.2%	3.0%	4.2%	19-1-7至19-01-21
	港股：中国生物制药、石药集团、中国中药、三生制药、金斯瑞生物科技、李氏大药厂。	19.2%	3.7%	15.5%	
12月投资策略《静待估值修复，布局创新行情》	A股：华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物、上海医药、一心堂。	-20.0%	-7.9%	-12.1%	18-12-4至19-1-21
	港股：石药集团、中国生物制药、三生制药、金斯瑞生物科技、中国中药	-9.7%	-4.7%	-5.0%	

资料来源：国信证券经济研究所整理

国信医药1月投资组合一览： 关注前期超跌龙头估值恢复

■ A股组合核心推荐理由：

恒瑞医药：业绩稳健，多个重磅创新品种19年期待放量，PD-1单抗近期获批。

乐普医疗：仿制药龙头前期受到带量采购、高值耗材降价等担忧严重超跌，实际业绩安全有底，创新可降解支架估计将于近期获批改善估值体系。

华兰生物、天坛生物、博雅生物：市场担心的GPO白蛋白大幅降价以及进入辅助用药目录预计2月底前可望得到验证，结合国际龙头横向比较当前估值具备比较优势。

■ 港股组合核心推荐理由：

中国中药：无需担心配方颗粒放开，公司龙头地位通过渠道、技术规范等方式不断加强；在控费大环境下配方颗粒具有避险高成长属性。

中国生物制药、石药集团：仿创结合龙头前期超跌，带量采购政策预期稳定后当前估值仍有填补空间。

表2：国信医药1月投资组合一览

代码	公司简称	股价 市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		19-1-20	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	(17A)	(18E)	
A股组合														
600276	恒瑞医药	59.17	2179	0.87	1.04	1.33	1.64	67.7	56.7	44.3	36.2	22.1	2.4	买入
300003	乐普医疗	21	374	0.50	0.73	0.98	1.29	41.6	28.7	21.4	16.3	14.1	0.8	买入
000963	华东医药	27.5	401	1.22	1.51	1.87	2.31	22.5	18.2	14.7	11.9	21.8	0.8	买入
002007	华兰生物	32.81	305	0.88	1.21	1.50	1.80	37.2	27.1	21.8	18.2	16.7	1.0	买入
600161	天坛生物	19.1	166	1.35	0.57	0.75	0.91	14.1	33.4	25.4	21.1	14.5	-	买入
300294	博雅生物	26.55	115	0.82	1.05	1.34	1.91	32.3	25.4	19.8	13.9	14.7	0.8	买入
港股组合														
00570	中国中药	4.94	249	0.26	0.29	0.36	0.45	19.0	17.0	13.7	11.0	9.0	0.8	买入
01177	中国生物制药	6.46	813	0.17	0.24	0.30	0.37	38.0	26.9	21.5	17.5	24.5	0.9	买入
01093	石药集团	13.1	817	0.44	0.57	0.73	0.93	29.5	23.0	18.0	14.0	21.9	0.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

4+7带量采购政策预期从极度悲观转为相对稳定

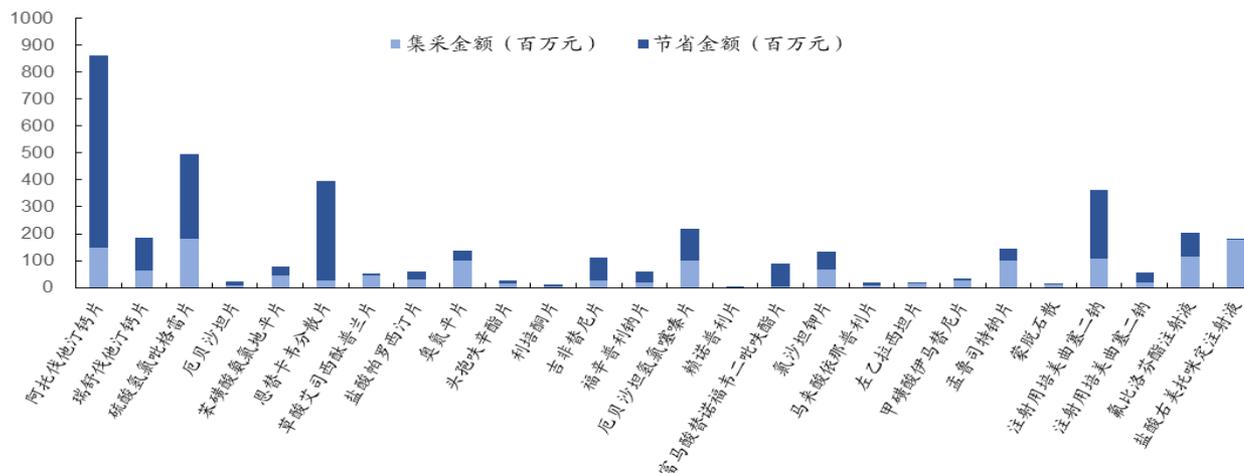
■ 4+7带量采购降价幅度超预期引起行业龙头大幅下挫

12月7日，国务院召开国家组织药品集中采购和使用试点启动部署会；同日，联合集采办公室对外公布拟中选结果，并进行为期一周的公示，这标志着此项工作进入实施阶段。“4+7”城市带量采购试点的31个通用名药品有25个拟中选，成功率81%，平均降价幅度52%，最大降幅96%。主要超预期元素包括：存在外资企业降价中标；国内龙头企业最大降幅超预期；部分前期市场看好较低价格企业未中标。行业龙头如乐普医疗、华东医药、丽珠集团等

■ 试点方案公布，最悲观预期得到管理，助力龙头反弹

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》，对国家组织药品集中采购和使用试点工作作出部署，选择“4+7”城市开展试点工作。国家集采试点将进入落地执行阶段。本次试点方案：1) 首次明确将带量采购中标价作为医保支付标准；2) 在试点工作的总结和评估基础上，研究试点扩大的可行性和完善政策，稳定市场预期。

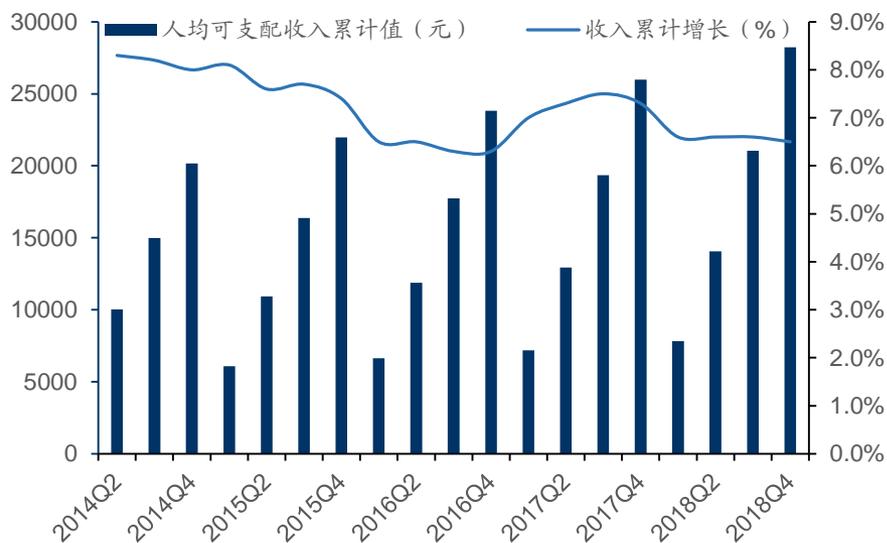
图 1：“4+7”城市集中带量采购试点的25个拟中选产品的采购金额和节省金额



资料来源: 4+7城市药品集中采购拟中选结果公示表, 国信证券经济研究所整理

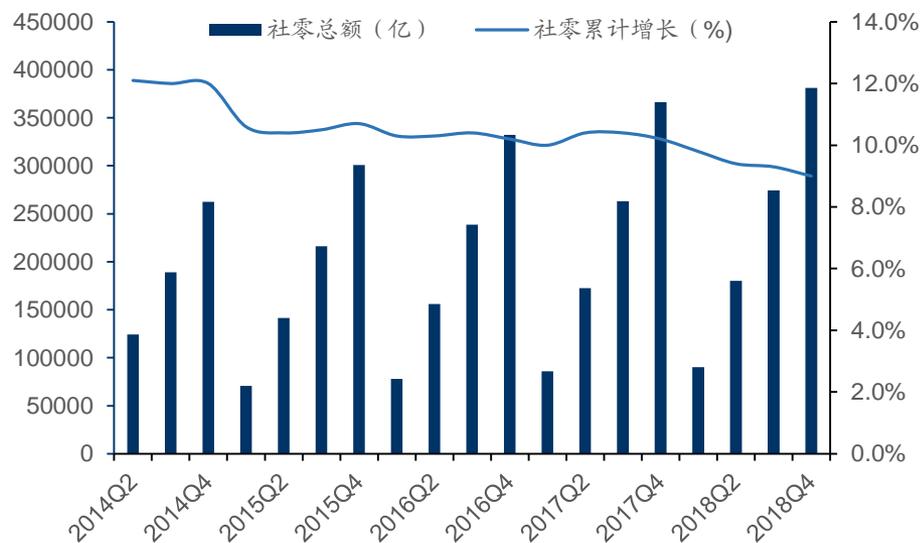
消费增速低迷，人均可支配收入与社零总额逐步走低

图2：人均可支配收入累计及同比增速（2014Q2至2018Q4）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

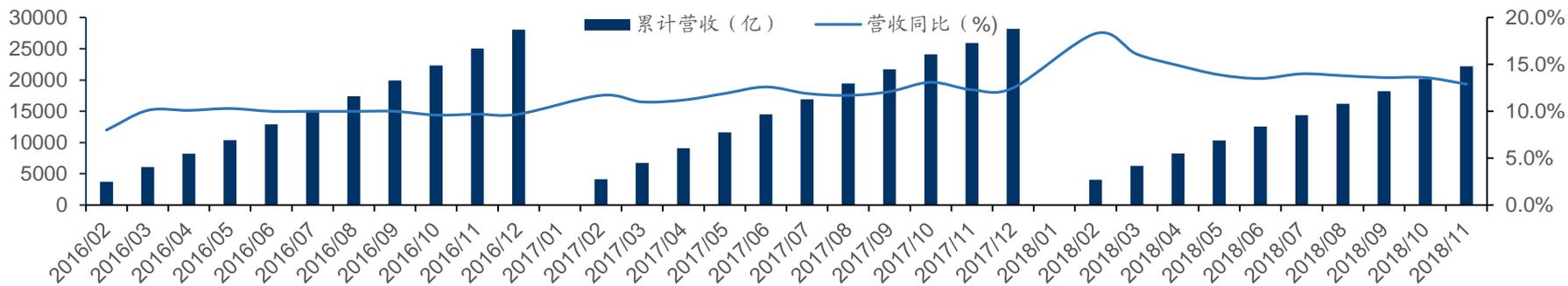
图3：社会零售总额累计及累计同比增速（2014Q2至2018Q3）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

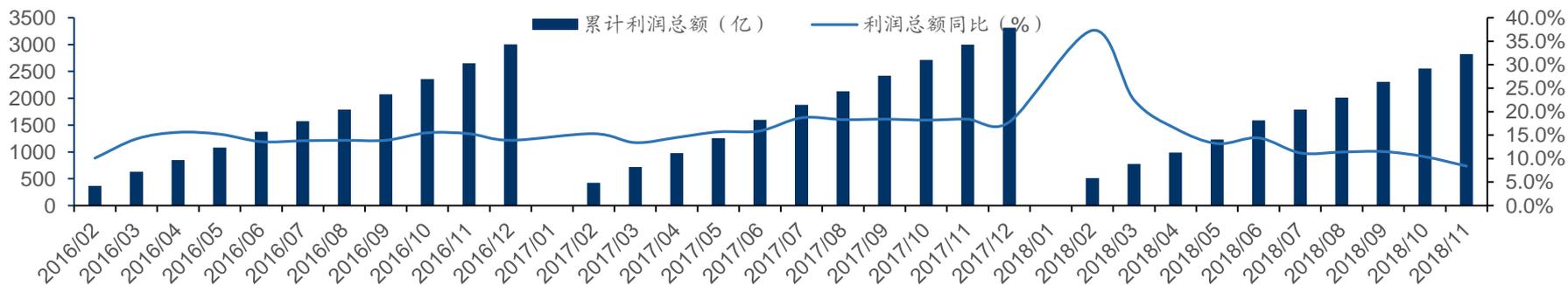
医药制造业营收利润增速逐月下行，但仍高于GDP增长

图4：医药制造业累计营收与同比累计增速（2016-02至2018-11）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

图5：医药制造业累计利润总额与同比累计增速（2016-02至2018-11）



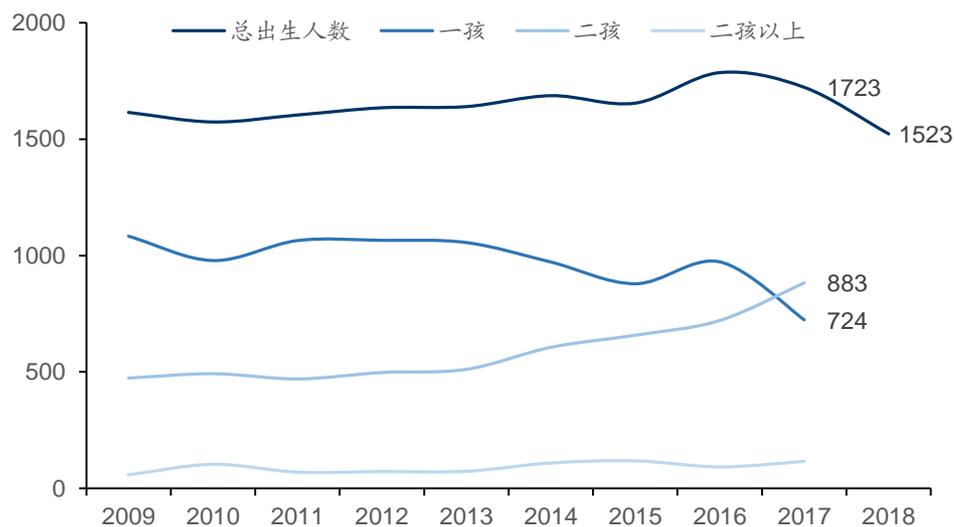
资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

新生人口创新低

2018年新生人口1523万，相比2017年大幅下降200万。并且根据此前各地样本，估计二胎仍占一半左右，则一胎数量估计在700万或以下。

根据海外经验，一胎生育率与总和生育率在没有生育政策影响下一般呈现高度关联性。以此推断，我国在2014年以来的单独和全面二胎政策放宽带来的二胎生育高峰之前，那么在十四五阶段，可能面临每年仅1400万新生人口的情况。

图6：中国各年度出生人数及孩次拆分情况（09至18）



资料来源：统计局、卫健委、国信证券经济研究所整理

陆股通北上资金此前流失尚未回补

我们以2018年12月4日至2019年1月21日收盘披露的陆股通股份数量变化判断资金流动方向，以两个收盘价的均价估计平均交易成本，则在这1个半月期间，陆股通整体流出12亿。这其中主要以龙头企业恒瑞医药、东阿阿胶、云南白药为代表。另外受到仿制药冲击的乐普医疗、信立泰也被陆股通减持。华东医药、复星医药等前期已经大幅下挫的龙头则获得较大幅度的增持。总体来看，陆股通情绪有所好转，但是前期流出资金尚未回补。

表3：陆股通北上资金流入前7名医药个股

代码	名称	资金流动 (百万)	占比	占比 变化
600518.SH	康美药业	457.5	2.3%	1.1%
000963.SZ	华东医药	338.6	3.8%	0.7%
601607.SH	上海医药	226.4	2.2%	0.6%
300347.SZ	泰格医药	199.7	6.7%	0.8%
600196.SH	复星医药	137.0	1.8%	0.3%
600566.SH	济川药业	117.2	1.3%	0.4%
300298.SZ	三诺生物	105.2	2.0%	1.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表4：陆股通北上资金流出前8名医药个股

代码	名称	资金流动 (百万)	占比	占比 变化
600276.SH	恒瑞医药	-1,290.7	12.0%	-0.6%
000423.SZ	东阿阿胶	-419.3	5.7%	-1.5%
000538.SZ	云南白药	-400.4	7.1%	-0.5%
300003.SZ	乐普医疗	-313.1	1.4%	-0.6%
002294.SZ	信立泰	-305.0	1.4%	-1.2%
600436.SH	片仔癀	-139.8	1.1%	-0.3%
002821.SZ	凯莱英	-131.9	0.9%	-0.8%
002422.SZ	科伦药业	-104.9	2.4%	-0.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

恒瑞医药：重磅PD-1即将上市，全球创新力初步成型

■ 重磅品种PD-1单抗近期有望获批上市

公司在研产品管线中的重磅品种卡瑞利珠单抗（SHR-1210）首个适应症（复发难治经典霍奇金淋巴瘤，r/r cHL）的注册申请目前已进入最后审评审批阶段，我们预计近期有望获批上市。叠加前期获批的阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼等重磅品种，创新药产品组合得到显著增厚，有望在2019年迎来商业化销售的快速增长。

■ 临床布局较为全面，未来有望进军大适应症市场

公司积极推进PD-1/PD-L1联合用药策略，目前已陆续启动PD-1+化疗一线治疗晚期非小细胞肺癌、PD-1单药二线治疗晚期食管癌、PD-1+化疗一线治疗晚期食管癌、PD-1单药二线治疗晚期肝细胞癌、PD-1+阿帕替尼一线治疗晚期肝细胞癌、PD-L1+化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌等多个注册性临床试验；部分临床试验已经完成，有望在ASCO、CSCO等学术会议上陆续公布结果。如果都能获得阳性结果，未来有望进军PD-1大适应症市场，在肺癌、胃癌、肝癌、食管癌等一二线方案上获得监管批准和医保报销，在激烈的PD-1商业化竞争中形成较高的准入壁垒、获得较大的市场份额。

■ 不断丰富研发管线、缩短时间差距，目标全球竞争力

公司已积累了涵盖肿瘤药和非肿瘤药、小分子和大分子的创新药研发管线，并且开始启动全球三期注册临床试验。在热门的免疫肿瘤学（I/O）新靶点方面快速跟进创新，在研发进度上逐渐逼近全球首创新药，部分前沿领域的时间差距只有1-2年。如果在早期临床试验中获得概念验证，部分I/O靶点新分子具备全球商业化机会，潜在价值可达十亿美元级别，初步具备了参与全球创新药研发竞争的能力。

■ 风险提示：研发进度不达预期；PD-1销售放量不达预期；存量品种竞品上市降价风险。

■ 投资建议：本土创新药龙头企业，维持“买入”评级。

受行业政策影响，预计仿制药板块将保持稳定的利润、现金流贡献和业务估值；创新药板块2019年将迎来多个重磅品种的商业化销售，全球研发的投入力度也将进一步加大。预计2018-2020年营收170.87/211.11/261.35亿元，增速23.5/23.6/23.8%，归母净利润39.34/49.14/60.22亿元，增速22.3/24.9/22.6%。当前股价对应EPS为1.04/1.33/1.64元，表观PE为56.7/44.3/36.2x，维持“买入”评级。

乐普医疗18Q3点评： 业绩持续高增长，期待可降解支架获批

■ 公司业绩持续高增长

公司前三季度实现营业收入45.84亿（+39.33%），归母净利润11.43亿（+54.89%），扣非后归母净利润9.80亿（+40.50%），经营性现金流净额9.47亿（+53.06%）。公司整体经营状况良好，业绩持续高增长。

■ 器械板块：支架系统稳健增长，可降解支架有望年内获批

支架产品保持20%左右的稳健增长，推动器械板块保持15%~20%增长。自产起搏器、封堵器市场份额不断扩大，血栓弹力图、腔镜吻合器、无针注射器等高端产品保持较快增长。NeoVas可降解支架三年随访临床已全部完成，有望年内获批上市，拉动公司业绩新一轮高增长。

■ 两大核心品种发力，市场渗透率提升空间充足

阿托伐他汀钙片保持爆发式增长，全年业绩翻倍；氯吡格雷即将通过一致性评价，估计前三季度增速在70%以上。公司后续产品储备充足，甘精胰岛素3期临床基本完成，有望在年内申报生产。药品板块高速增长带动公司销售毛利率73.34%（+7.07pct）快速提升，随着公司药品对新医院、零售终端的覆盖率快速提升，销售费用率25.94%（+4.38pct）有所提升。同时由于一致性评价产品增加和甘精胰岛素临床费用增加，研发费用2.64亿（+71.86%）大幅增长。

■ 人工智能、肿瘤免疫治疗两大创新平台稳步推进

心电图人工智能分析和诊断系统AI-ECG Platform有望年内完成FDA注册，同时推进国内和欧盟认证工作。免疫治疗平台乐普生物由董事长蒲忠杰先生领投，PD-1单抗进入临床2期（推进3个适应症），PD-L1单抗进入临床1期，ADC、溶瘤病毒等也已获得临床批件，生产线建设也在快速推进。

■ 风险提示：产品招标降价风险；在研产品研发进展不达预期

■ 投资建议：超跌严重，可降解支架期待上市，推荐“买入”

公司是国内心血管领域龙头企业，业绩高速增长，可降解支架、三代胰岛素等重磅产品将陆续获批，高管增持、员工持股计划带来安全边际。我们预计2018-2020年公司EPS分别为0.73/0.98/1.29元，对应PE分别为28.7/21.4/16.3x倍，维持“买入”评级。

华东医药18Q3点评：业板块高增长，研发投入加大

■ 业绩基本符合预期，研发费用大幅增长

2018年前三季度公司实现营业收入232.04亿（+8.17%），归母净利润18.09亿（+21.48%），经营性现金流净额14.11亿，销售毛利率29.51%（+3.35pct）和销售净利率8.23%（+0.94pct）稳步提升，整体经营稳健，业绩基本符合预期。其中，第三季度归母净利润5.16亿（+15.18%），主要由于1）研发费用4.66亿（+68.96%）大幅增加，2）商业板块业绩低增长，造成单季度利润增速不及预期。我们认为，在工业板块高增长的带动下，全年仍然有望实现25%利润增长。

■ 工业板块高增长，进入仿制药申报收获期

前三季度公司工业板块收入增速预计在24%左右，利润增速接近30%。百令胶囊进入新版基药目录，为拓展基层市场铺平道路，前三季度增速估计在12%左右。阿卡波糖在基层市场快速放量，增速在30%以上，阿卡波糖原料生产壁垒极高，保障国内制剂供应格局稳定。免疫抑制剂管线受益于医保适应症限制取消，预计增速接近30%。利拉鲁肽已完成1期临床，预计将在四季度进入3期临床，有望在明年底申报生产。同时公司布局的DPP-4、SGLT-2、超抗等诸多仿制药品种将在明年内陆续申报生产，为公司长期发展提供动力。

■ 静待商业板块回暖，海外并购Sinclair有望在年内落地

受去年四季度浙江省执行两票制影响，公司超过10亿规模的调拨业务流失。今年前三季度，预计公司商业板块收入增速在5%以内，若四季度与前三季度环比持平，仍有望实现全年6%-8%增长。公司要约收购英国Sinclair公司的议案已获法院会议和股东大会表决通过，有望年内完成交割，丰富公司医美产品管线。

■ 风险提示：百令胶囊招标降价；阿卡波糖原料不足风险；在研产品研发进度不达预期等。

■ 投资建议：公司合理估值在42.8~46.6元，维持“买入”评级

我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.51/1.87/2.31元，对应PE分别为18.2/14.7/11.9倍。我们看好公司糖尿病、免疫抑制剂等多科室慢病管理平台和区域性医药商业龙头地位，近期公司受到带量采购政策冲击调整幅度巨大，且阿卡波糖已经首家通过一致性评价，加速进口替代过程，推荐“买入”。

华兰生物18Q3点评：疫苗全年计划略有调整

■ 三季度利润、经营性现金流大增

2018Q1-3营收20.36亿（+22.19%），净利润7.60亿（+22.69%），扣非净利6.80亿（+19.32%），经营性净现金流7.20亿（+2017%）；其中Q3营收8.35亿（+27.77%），净利润3.07亿（+63.15%），扣非净利润2.75亿（+55.51%），经营性净现金流3.39亿（+418%）。三季度净利润、经营性现金流大增。全年业绩预增0-35%。

■ 全年公司业绩预测范围低于市场预期，但基本面向好我们预计实际在范围上限

四价流感生产计划由700万支调整为500~600万支，因此全年盈利增长上限适度调整至11亿。我们估计由于三季度血制品行业改善明显，且疫苗受益于格局改善，供不应求，实际业绩增长可能接近或超过预测上限。

■ 血制品销售费用温和增长，库存、销售压力减轻

血制品业务估计Q3营收、净利润增速均在30%左右，利润增速大幅提升；预计全年营收增速20%，净利润增速10%左右。18Q3血制品业务销售费用率上涨至6.1%，预计销售费用将会继续温和上涨，全年血制品销售费用率估计约为7%。血制品业务2018Q3的存货占总资产（母公司）比例为13.2%，与期初相比减少0.5pp，保持持续下降，表明公司的库存压力正在减轻。于此同时应收账款和应收票据占比分别为9.5%和2.2%，同样保持下降。

■ 四价流感苗顺利批签发，预计全年销售500-600万支

公司的四价流感疫苗今年6月率先获批，全年批签发510万支，主要在四季度形成销售。前三季疫苗业务营收约2亿，其中Q3营收1.5亿，四价+三价流感疫苗带动疫苗板块扭亏。以出厂价平均120元计，可带来6-7亿营收，估计疫苗业务18年归母净利润近2亿。

■ 风险提示：学术推广不及预期、疫苗行业安全性事件。

■ 投资建议：血制品稳中有升，疫苗带来高弹性，继续推荐“买入”

在行业整体回暖，公司加强销售投入的双重驱动下，血制品营收、利润双双回归高增速，预计销售费用继续温和上涨，库存压力减小。四价流感疫苗形成销售带动疫苗板块增厚业绩，已经在三季度财报中初步得到体现，疫苗板块全年贡献2亿归母净利润。我们预计18年业绩增速在预告的上限35%左右，18-20年净利润11.27/13.99/16.76亿，对应PE为27.1/21.8/18.2x，继续推荐“买入”。

天坛生物：从量变到质变的血制品国家队

■ 血制品行业正处于从资源品向药品转化的关键反转期

16~18年血制品行业经过渠道加库存、去库存到现在渠道基本稳定的稳健增长阶段后，正处于逐渐从资源品属性向药品属性转变的过程。纤维蛋白原已经成功转型，未来静丙、凝血酶原复合物的学术推广和放量是行业成长的最大动力。白蛋白预计未来价格稳中有降，逐渐实现进口替代。吨浆收入和利润短期随着小品种的放量，将对冲大品种的降价压力，有望维持。在2019年H2之前，血浆供过于求风险较低。

■ 天坛生物当前成长依靠效率改善，2021年开启产品结构升级

我们认为天坛生物当前成长动力主要为：1) 每年200吨血浆采浆增长。2) 四大血制产率提升，有望提高产率和净利润率6~7%。3) 成都蓉生已经满产，随着调拨血浆四大血制产能利用率提升。预计2020年逐渐实现吨浆收入205万，吨浆利润65万的水平。2021年成都永安血制1200吨分离产能工厂投产后，有望新增VIII因子等小品种并实现吨浆收入和利润的上升。

■ 横向比较：血浆资源与渠道优势明显，未来中国血液制品一哥

天坛生物5大工厂分布广泛，与多地政府利益绑定；新设立云南工厂计划绑定中国单浆站效率最高省份，未来血浆站获批潜力大，一哥地位稳固且潜在提升空间巨大。虽然与行业内其他企业一样主要依靠经销，但仍有约30%渠道由国药兄弟商业公司经销，500家三级医院，5000家二级及以下医院覆盖渠道优势明显。

■ 风险提示：静丙学术推广不达预期，经营效率改善不达预期

■ 投资建议：从量变到质变的血制品国家队，推荐“买入”

表观估值虽然天坛生物较高，但是在2021年将有一轮产品升级带来的迅速吨浆利润向上弹性，潜在最大改善上限在50%左右，叠加正常的投浆量提升速度，可以给以一定的估值溢价。预计2018~2020年净利润4.98/6.55/7.90亿，对应当前PE为33.4/25.4/21.1x倍，推荐“买入”。

博雅生物18Q3点评：血制品三季度超出预期

■ 2018Q3业绩维持中报稳健态势

2018Q1-3营收16.87亿（+100.86%），归母净利润2.86亿（+28.10%），扣非归母净利润2.76亿（+34.46%）。营收高增长主要来源与并表复大以及血制品业务维持较高增速。2018Q3单季度营收5.94亿（+98.59%），归母净利润0.95亿（+44.94%），扣非归母净利润0.97亿（+39.33%）。整体而言继续维持了中报较为稳健的增速。

■ 血制品业务单季度营收利润增长超出预期

广东复大2017年10月30日并表，2018年1月增资后博雅占股75%。2018年承诺净利润3000万，半年报已经完成1561万，对应营收2.79亿。我们估计广东复大贡献净利润2200万左右，考虑少数股东权益并剔除复大贡献后，博雅工业端扣非利润增长估计在26%。血制品部分主要是母公司报表。母公司营收Q1-3为6.08亿（38.85%），净利润为2.67亿（+42.98%），Q3单季度达到营收2.17亿（+61.22%），净利润0.80亿（+65.83）。这与血制品部分批签发高增长相互印证，单季度血制品业务相当亮眼。

■ 风险提示：血制品降价；丹霞调拨血浆获批不达预期；丹霞注入进程不达预期

■ 投资建议：血制品行业整体具备避险属性，且公司业绩经营稳健，估值合理偏低，建议“买入”

血制品行业具有原材料限制属性，不受带量采购影响，博雅生物在血液制品公司中当前估值偏低。公司血液制品销售能力独树一帜，三季度销售情况超出预期，我们暂时维持此前盈利预测，2018~2020年净利润4.53/5.82/8.29亿，对应EPS为1.05/1.34/1.91元，对应当前PE为25.4/19.8/13.9X，继续维持“买入”评级。

中国生物制药18Q3点评：机遇大于挑战

■ 收入增长37.4%，归母净利润增长22%，收入增长略超预期

2018年前2季度公司实现营收157.3亿元（+37.4%）；毛利润126.43亿元，（+39.7%）；归母净利润22.01亿元（+22.0%）。不考虑北京泰德并表，第三季度收入约50亿元（+26.2%），净利润（不含股票公允价值亏损）约7.76亿元，同比增长18.7%，净利润（含股票公允价值亏损）约7.55亿元，同比增长7.1%。毛利率略微提升至80.4%（+1.3pct），整体来看略超预期。

■ 肿瘤板块增长强劲，产品结构不断优化

肿瘤板块在安罗替尼的推动下同比增长85.0%，占比提升至14.6%，超过心脑血管，为公司第二大业务领域。公司新上市产品、肿瘤产品、受益医保目录调整的产品和通过一致性评价的产品增长强劲，即使部分老化品种有所下滑，收入增长仍然提速。公司产品结构不断优化，创新产品占比将不断提高，未来强者恒强趋势明显。

■ 客观看待带量采购，是挑战更是机遇

公司有5个品种在此次带量采购试点中，预计对公司2019年业绩影响不到3%。公司大力布局一致性评价，通过品种和申报品种位居国内药企前列。目前医保带量采购尚处于试点阶段，未来政策将不断优化。可以预期，带量采购政策首先将迫使进口药价格大幅度下降，对国内企业则意味着巨大的机会（扩大市场份额）和挑战（取决于是否具备品种质量和规模成本优势）。相信通过洗牌，产业集中度将更高，有利于像公司这样品种丰富，优势显著的国内龙头药企发展壮大，抓住仿制药进口替代机遇，同时在创新药领域实现快速发展。

■ 风险提示：核心产品销量不达预期，研发进展不达预期

■ 投资建议：长期成长性确定，维持“买入”评级

预计公司2018-2020年营收为207.6/251.6/300.8亿元，增速40.1/21.2/19.5%，归母净利润30.78/38.0/47.5亿元，增速41.8/23.4/25.0%，EPS0.24/0.30/0.38元，当前股价对应PE 26.9/21.5/17.5x。考虑公司作为成功转型创新药企的大市值龙头公司，以创新支撑高成长，将充分分享中国医药行业政策改革红利，继续壮大，强者恒强，有望持续享有对于优质龙头创新药企的估值溢价。维持未来一年合理估值12.82-14.10港元（对应2020PE30-33x）和“买入”评级。

中国中药：战略地位提升，投资价值凸显

■ 管理层及董事会变更，战略地位提升，协同效应增强

本次管理层调整后，原管理层继续留任公司重要职位，来自控股股东层面的人将对原有团队进行有效的补充和加强，显示中国中药在央企国药集团的战略地位显著增强，有利于增强公司与大股东的协同效应，更精准的获取国药集团全方位大力支持。

■ 中药配方颗粒大发展可期

本次变更子公司一方制药总经理程学仁先生获委任为公司副总裁，显示集团对中药配方颗粒业务当前发展的认可和未来发展的期许。中药配方颗粒业务作为公司最重点的业务，未来大发展可期。

■ 未来成长性不变，全产业链价值将逐步显现

2018年为公司“全面打造行业领先的中药大健康产业集群”这一五年规划的首年。本次管理层变更后，公司五年规划目标不改：坚持以配方颗粒追溯至中药饮片，同步向上游布局药材种植、产业加工、药材仓储、交易平台建设，向下延伸至智能配送中心对接B端、国医馆对接C端开展服务，全面布局完整的中药饮片和配方颗粒全产业链。随着产业链的建成，价值将逐渐体现。预计2022年公司总收入规模有望达到300亿元，其中中药配方颗粒收入规模200亿元，中药饮片收入规模50亿元。

■ 风险提示：政策的不确定性风险；中药配方颗粒增长不达预期

■ 投资建议：当前估值极具吸引力，维持“买入”评级

预计18-20年营收108.5/135/164亿元，增速为30.2/24.3/21.3%，归母净利润14.6/18/22.5亿元，增速为25/24/23.7%，EPS为0.29/0.36/0.45元，当前股价对应18-20年PE仅17.0/13.7/11.0x。2015年，中国中药通过增发收购天江药业87.3%股权时，国药集团等股东认购价为4.68港元，管理层换股价为4.212港元，当时股价为6.6港元。2014年天江药业收入约31.29亿元，净利润约6.5亿元（收购时估值约为2014年净利润的15倍）。经过3年多的整合，预计2018年天江药业收入将超过70亿元，净利润超过12亿元，收入和利润几乎均实现翻倍增长。2018年3月，平安人寿以每股4.43港元价格认购6.04亿股（占公司扩大后总股本的12%）。2018年10月，公司执行董事兼总经理王晓春先生以每股均价4.8港元增持公司股份326.6万股，持股比例上升至7.55%。公司当前股价4.56港元极具吸引力。考虑公司是配方颗粒领域绝对龙头，成长性确定，维持未来一年8.16-8.98港元的目标估值（对应2019年PE18-20x）和“买入”评级。

石药集团18Q3点评：创新药增长强劲，未来成长可期

■ 归母净利润增长33.8%，业绩符合预期

公司2018年前三季度实现营收158.49亿港元（+41.4%），毛利103.25亿港元（+57.6%），归母净利润27.34亿港元（+33.8%），整体业绩符合预期。毛利率提升至65.1%（+6.6pct），主要由于高毛利率的创新药高增长，占比提升。

■ 创新药占比进一步提升，核心品种高增长有望维持

创新药业务实现收入75.43亿港元（+62.1%），收入占比进一步提升至47.6%（+6.1pct）。核心品种恩必普和肿瘤药物仍具备广大的空白市场，公司持续加强专线销售队伍建设，扩充销售人员，加强终端下沉和学术推广，强劲的增长有望维持。白蛋白紫杉醇的上市进一步助力肿瘤板块实现连续两年翻倍增长。

■ 研发和销售费用投入为长期发展奠定坚实基础

当前公司净利润增速不及收入增速，主要由于研发和销售费用支出的大幅上升。2018年前三季度，公司研发支出11亿港元（+128.5%），销售费用54.2亿港元（+80.2%）。研发费用多用于小分子和大分子创新药管线的扩充和推进，而丰富的创新管线及快速推进临床的能力也是公司价值所在，并将为公司未来持续的高速发展奠定坚实的基础。

■ 带量采购对公司近两年业绩增长影响甚微

公司白蛋白紫杉醇因不在国家医保而未进入此次试点带量采购目录。当前公司通过一致性评价的品种市占率极低、且售价远低于原研在国内的价格和美国市场同品类的药品价格，在招标中降价压力小，中标后贡献业绩增量，有望受益。即使将来降价幅度超预期，当前试点中涉及到公司的招标品种采购总额较小，对公司2019-2020年业绩影响甚微，现有核心品种将持续推动公司高增长。

■ 风险提示：核心产品销售增速放缓，研发进展不达预期

■ 投资建议：长期成长性确定，维持“买入”评级

预计2018-2020年营收约203/256/317亿港元，增速31/26/24%，净利润约35.5/45.4/58.3亿港元，增速28/28/28%，EPS0.57/0.73/0.93港元，当前股价对应PE34.9/27.3/21.3x。考虑未来三年石药有望维持25-30%的业绩增速，且作为转型成功的大市值龙头公司，以创新支撑高增长，有望持续享有龙头公司估值溢价，维持26.14-28.00港元目标价和“买入”评级。

近期报告一览

表5: 近期国信医药A股及港股报告一览

报告日期	报告标题
2019-01-21	行业重大事件快评: 药品集采试点即将落地执行, 医保支付标准首次明确
2019-01-17	行业重大事件快评: 静丙说明书修订对行业影响预计有限
2019-01-17	国信证券-血制品行业海外专题: 慢病驱动, 强者恒强
2019-01-07	医药生物2019年投资策略: 创新才是硬道理
2019-01-02	迪安诊断-300244-重大事件快评: 增发完成迎来源头活水
2019-01-02	中国中药-0570.HK-重大事件快评: 战略地位提升, 投资价值凸显
2018-12-20	医药行业重大事件快评: 外延成本下降, 超跌构成机遇
2018-12-17	行业重大事件快评: 卫健委拟制订全国辅助用药目录, 对血制品影响有限
2018-12-12	国信医药-行业重大事件快评: 带量采购力度超预期, 凛冬将至春已不远
2018-12-05	丽珠集团-000513-深度报告: 绚丽明珠, 转型升级
2018-12-04	国信证券-医药生物12月策略: 静待估值修复, 布局创新行情
2018-12-03	李氏大药厂-0950.HK-动态报告: 收入增长提速, 研发捷报频传

资料来源: 国信证券经济研究所整理

总结：预期稳定，估值恢复

■ 4+7带量采购推行速度预期合理化，前期超跌个股估值有望恢复

国务院办公厅发布《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》，在试点工作的总结和评估基础上，研究试点扩大的可行性和完善政策，稳定市场预期。前期行业龙头如华东医药、乐普医疗、丽珠集团普遍出现较大回调，预期稳定给以国内仿制药龙头向创新药龙头转型升级的过度期，近期年报释放也将进一步夯实估值。

■ 重磅产品上市，创新龙头个股引领板块反弹

我们在本月初外发的年度策略《创新才是硬道理》中将未来中国医药投资的主线确定为创新管线。叠加严控辅助用药以及仿制药带量采购。近期PD-1国内厂商集中上市，乐普医疗可降解支架也有望近期获批，重点推荐一线创新药龙头恒瑞医药和创新器械龙头乐普医疗。

■ 血制品板块确定性强，两大风险点短期可能证伪

两大风险点分别是白蛋白广州GPO采购以及潜在进入辅助用药目录。一方面从深圳GPO经验参考以及海外白蛋白经销商采购价的预期来看白蛋白价格大幅下降风险低。另外从部分医院上报情况来看白蛋白被纳入前20大辅助用药情况稀少。我们预计这两大担忧有望在2月底内获得验证。且根据海外经验，血制品企业具备采浆量、品种数量、静丙适应症数量等多重壁垒，长期估值在20-40x之间，与之比较国内华兰生物、天坛生物、博雅生物当前估值具备吸引力。

■ 风险提示：4+7带量采购全国联动超预期；器械控费措施升级；血制品价格下降；医保收入增长不达预期。

■ 投资建议：4+7带量采购预期归于平稳，板块超跌反弹存在空间

去年12月带量采购价格下降超预期以来，医药板块整体出现大幅回调。我们认为对2019年全年业绩影响有限，近期细则公布后市场预期有所好转，预计超跌龙头有望出现估值恢复。A股组合重点推荐：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物。港股组合重点推荐：中国生物制药、中国中药、石药集团。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

