

## 期待年报盈喜，关注政策变化

2019-02-14

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 zhuhanqing@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

# 投资摘要：期待年报盈喜，关注政策变化

## ■ 预计医药板块2018年报整体业绩增速逊于2017年，但仍保持稳健增长

统计局高频数据表明2018年医药制造业工业增加值、利润总额增速分别为8.8%和9.5%，均略逊于2018年前三季度，但明显好于1-11月累计同比成长。2017年同期两指标成长分别为12.4%和17.8%，整体行业增速继续向下，但是仍比GDP增速高，基本保持稳健。考虑行业集中度进一步提升，我们判断医药上市公司年报也将保持增速略有下降但总体稳健增长。

## ■ 业绩确定性成长的医药上市公司有望继续引领2月份春季行情

虽然板块总体的成长性有所降低，但是：1) 中国医药行业的全球比较成长性仍然良好，吸引陆股通资金持续流入；2) 前期对带量采购等负面政策预期逐渐趋稳，从极度悲观中恢复为理性看待；3) 龙头公司受益于产业集中度提升和创新产品上市，在研发、渠道等方面的综合比较优势进一步凸显。

展望2018年医药上市公司年报业绩，从可比归母净利润角度看：

- 预计增速>40%：智飞生物、乐普医疗、迈瑞医疗、长春高新、美年健康
- 预计增速>30%：华兰生物、博雅生物、益丰药房、爱尔眼科
- 预计增速20-30%：康弘药业、华东医药、恒瑞医药、迈克生物、蓝帆医疗、大参林、老百姓、柳药股份、一心堂
- 预计增速0-20%：通化东宝、丽珠集团、迪安诊断、鱼跃医疗、透景生命、上海医药、国药一致、嘉事堂
- 预计下滑：华海药业

## ■ 关注两会立法、血制品、医药创新、MSCI扩容等潜在政策和事件影响

近期重大事件主要包括即将召开的两会，预计与医药相关的四部法律将制定或修订，分别是新设《基本医疗卫生与健康促进法》、《疫苗管理法》；修订《药品管理法》、《专利法》；另外血制品方面除广州GPO与全国辅助用药目录有望风险证伪以外，上海新兴的艾滋病抗体阳性事件预计也将迅速调查清楚；重磅创新产品如恒瑞PD-1单抗、乐普可降解支架等虽然上市时间有所拖延但仍预期近期可能上市；MSCI的A股纳入因子最终市场咨询结果将在3月1日前公布。

## ■ 风险提示：年报业绩不达预期、血制品行业后续监管明显提高影响供需、两会政策解读负面

## ■ 投资建议：春季行情有望延续，继续推荐前期超跌但业绩支撑强的龙头公司与存在预期差的血制品行业公司

从基本面角度来看医药行业虽然整体增速有所下行但仍大体稳健，且结构性改善和集中度提升进一步利好龙头。考虑到前期龙头公司普遍出现深度调整，近期海外资金积极配置，继续推荐业绩稳健超跌龙头以及短期可能预期改善的血制品行业。2月国信医药A股组合为：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、博雅生物；港股组合为：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。

# 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。

## ■ 19年1月组合A股取得较大超额收益，港股组合小幅低于行业

A股组合取得超额收益主要在于血制品企业反弹大幅超出行业，前期超跌的华东、恒瑞也有正收益，仅乐普因市场担心商誉减值长期影响走势基本持平。港股组合中国中药取得6.3%涨幅，但前期龙头中国生物制药和石药集团已经率先反弹，走势略逊。

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
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。	8.8%	-0.8%	9.6%
	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。	22.7%	7.7%	15%
1月投资策略《预期稳定，估值恢复》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物、	3.4%	-3.8%	7.2%
	港股：石药集团、中国生物制药、中国中药	2.5%	3.8%	-1.3%

资料来源：国信证券经济研究所整理

# 2019年2月国信医药投资组合

- 鉴于近期春季行情更多是对于前期过度悲观的情绪的拨乱反正，以及海外资金流入已经且预计将继续扩大市场总体，并且龙头公司年报、一季报均相当稳健，因此第一个投资主线是对前期超跌龙头的估值修复。
- 血制品行业去年底以来先后遭遇广州GPO采购、辅助用药全国目录、上海新兴艾滋病抗体阳性事件等多个负面因素影响，但是行业的短、中、长期前景均光明且清晰。重点推荐当前仍滞涨的博雅生物，华兰生物受益与流感病情，也推荐买入。
- 港股方面虽然一月以来多个龙头个股已经出现了30%的涨幅，但是港股依然具备低估值优势，且依照历史春季行情一般表现也比A股更明显，因此也建议继续加大配置力度。

表2: 国信医药2月投资组合

代码	公司简称	股价 19-2-12	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 17A	PEG 18E	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
<b>A股组合</b>														
600276	恒瑞医药	63.5	2341	0.87	1.08	1.33	1.63	72.8	59.0	47.6	38.9	22.1	2.5	买入
300003	乐普医疗	22.88	408	0.50	0.73	0.98	1.29	45.3	31.3	23.3	17.7	14.1	0.9	买入
000963	华东医药	30.82	449	1.22	1.51	1.87	2.31	25.3	20.4	16.5	13.4	21.8	0.9	买入
002007	华兰生物	36.1	336	0.88	1.21	1.50	1.80	40.9	29.8	24.0	20.0	16.7	1.1	买入
300294	博雅生物	27.99	121	0.82	1.08	1.44	1.84	34.0	25.9	19.4	15.2	14.7	0.8	买入
<b>港股组合</b>														
00570	中国中药	5.4	272	0.26	0.29	0.36	0.45	20.8	18.6	15.0	12.0	9.0	0.9	买入
01177	中国生物制药	7.05	887	0.17	0.24	0.30	0.37	41.5	29.4	23.5	19.1	24.5	1.0	买入
01093	石药集团	13.92	868	0.44	0.57	0.73	0.93	31.3	24.5	19.1	14.9	21.9	0.9	买入
01548	金斯瑞生物科技	12.96	238	0.11	0.13	0.16	0.19	117.8	99.7	81.0	68.2	10.5	5.0	买入
01302	先健科技	1.75	76	0.04	0.03	0.05	0.07	46.3	55.4	35.4	25.8	16.1	2.6	买入

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，虽然在召开发布会后有所拖延，但是我们维持此前预计，认为近期有望获批上市。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。18~20年当前股价对应EPS为1.08/1.33/1.63元，表现PE为59.0/47.6/38.9x，维持“买入”评级。

# 乐普医疗-18年业绩预告点评： 业绩持续高增长，降糖产品快速推进

## ■ 业绩符合预期，持续高增长

公司预计2018年度实现归母净利润11.69~13.49亿（+30%~50%），预计全年非经常性损益约1.70亿元，预计商誉和长期股权投资共发生减值损失合计约1.23亿元，预计经营性净现金流同比增长50%以上。假设取预告业绩增速区间中值（+40%），2018Q4实现归母净利润2.38亿（+47.31%），业绩保持高增长，基本符合预期。

## ■ “器械+药品”双轮驱动，商誉减值测算审慎

预计公司医疗器械板块保持20%左右平稳增长，公司自主研发的心电图人工智能自动分析诊断系统“AI-ECG Platform”已获美国FDA批准，可降解支架在国内获批是大概率事件。氯吡格雷和阿托伐他汀钙片顺利通过一致性评价，有望加速进口替代，继续推动药品板块保持高速增长。基于现阶段的审慎评估，预计商誉和长期股权投资共发生减值损失合计约1.23亿元，其中投资海南明盛达、北京永正制药商誉减值约4500万，参股北京雅联百得计提减值约7800万元。公司商誉主要产生于2015年之前，乐普药业、新东港、宁波秉坤等几家大型企业运营正常，无计提减值风险，整体可控。

## ■ 糖尿病管线快速扩充，在研产品申报顺利推进

辽宁博鳌的甘精胰岛素已完成3期临床，处于注册准备阶段，预计上半年申报生产。门冬胰岛素注射液30和精蛋白锌重组人胰岛素预混注射液30获得临床批件，公司已拥有速效、中效、长效三款胰岛素产品。阿卡波糖片（苏州信泰）和利拉鲁肽注射液（成都圣诺）按新4类申报生产已获受理，进一步充实公司在糖尿病治疗领域的产品布局。

## ■ 风险提示：产品招标降价超预期；在研产品进展低于预期；商誉减值风险。

## ■ 投资建议：维持“买入”评级

预测公司2018-2020年EPS分别为0.73/0.98/1.29元，对应PE分别为31.3/23.3/17.7x。公司是国内心血管领域龙头，“器械+药品”进口替代趋势明显，推动业绩高增长，公司业务向糖尿病、肿瘤免疫治疗和人工智能方向延伸，可降解支架、三代胰岛素等新产品有望陆续获批，股份回购和高管团队增持提高安全边际，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

# 华东医药：预计业绩稳健增长，静待估值修复

## ■ 预计业绩稳健增长，研发费用大幅增加

我们预计公司2018年归母净利润保持20%~25%的稳健增长，其中杭州中美华东保持业绩高增长，商业板块2018Q4增速同比改善，带动商业板块全年增速有所回升。随着公司加快创新药布局和一致性评价费用增长，预计2018年研发费用超过6亿元。公司未来将进一步扩充创新药产品管线，预计研发费用将维持大幅增长。

## ■ 工业板块高增长，进入新品种申报收获期

阿卡波糖在基层市场快速放量，预计全年基层市场贡献收入接近40%。阿卡波糖原料药生产壁垒极高，中美华东联合丽珠新北江锁定国内70%原料药产能，保障国内制剂供应格局稳定。阿卡波糖首家通过一致性评价，进口替代加速。百令胶囊进入国家基药目录，加速渠道下沉，有望维持10%以上平稳增长。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%。利拉鲁肽即将进入3期临床，预计年内申报生产。同时公司布局的DPP-4、SGLT-2、超抗等诸多新品种将在年内陆续申报生产，为公司长期发展提供动力。

## ■ 商业板块增速四季度有所回升，海外并购引进高端医美产品

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。公司纯销和代理业务均保持稳定增长，2019年商业板块有望恢复10%以上增速。公司已正式完成并购英国Sinclair公司的交割工作，引入高端医美产品，同时加强全球化布局。

## ■ 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：静待估值修复，维持“买入”评级

我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.53/1.927/2.39元，对应PE分别为20.1/16.1/12.9x，我们看好公司糖尿病、免疫抑制剂等多科室慢病管理平台 and 区域性医药商业龙头地位，公司前期受到带量采购政策悲观预期影响出现大幅调整，当前已处于历史估值底部，但公司产品竞争格局良好，有望在未来竞争中受益，静待估值修复，推荐“买入”评级。

# 华兰生物：疫苗加班加点生产，一季度仍有望贡献业绩

## ■ 全年预计维持此前预测，达到盈利预测上限

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%。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，且一季度加班加点生产，有望继续贡献一季度业绩

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。过去年期间华兰疫苗为满足市场在流感疫情肆虐下的压力，仍坚持生产，预计一季度继续贡献相当业绩。

## ■ 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29.8/24.0/20.0x，继续推荐“买入”。



# 博雅生物-19年报快报： 符合预期，行业库存进一步好转

## ■ 业绩符合预期，血制品继续高增长

业绩快报披露：公司2018年度归母净利润4.68亿，同比增长30%。剔除复大、天安、新百后估计血制品业务增速略超30%。Q4单季度业绩持续高增速。2018Q4单季度估计净利润1.77亿（+33.2%），扣非净利润1.61亿（+22.3%），在17Q4高基数的基础上维持了较高增速。

## ■ 主要产品批签发高增长，行业库存进一步好转

18年白蛋白、静丙、纤原、狂免批签发增速分别为23.7%、40.4%、94.0%和199.9%，与血制品业务相对应地有高增长。18Q3样本医院纤原用量和金额均维持30%以上增速，公司是纤原龙头，随着浆量增长，预计公司会继续保持纤原市场领先地位。18年以来企业存货占比逐渐减小，大品种去库存状况良好，预示行业有望持续好转；且18年全国采浆增速仅为7%，19年在供需平衡不会有太大压力。

## ■ 风险提示：血浆调拨获批进度不及预期，VIII因子上市进度不及预期，丹霞复产不及预期。

## ■ 投资建议：行业回调之后估值更具吸引力，推荐买入成长性高、确定性强的博雅生物。

近期血制品行业受到广州GPO采购白蛋白及凝血因子及市场担心白蛋白进入辅助用药目录等影响出现了较大幅度的回调，但我们认为这些风险点实际影响有限，公司未来成长性高、确定性强。根据丹霞整合进度我们调整盈利预测，预计18-20年净利润4.68/6.26/7.99亿，对应EPS为1.08/1.45/1.84元，对应当前股价PE为25.9/19.4/15.2x，维持“买入”评级。

# 中国生物制药 (1177.HK)

## 新产品陆续上市，期待由双杀到双击

### ■ 2018全年收入有望突破200亿元，归母净利润有望超过30亿元

泰德制药从2018年3月开始并表，考虑并表后预计2018年全年收入超过200亿元，归母净利润超过30亿元。2018年前3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。

### ■ 带量采购的悲观预期造成超跌，有望从双杀到双击

公司在前五年和前十年累计研发投入最高，2018年进入新产品密集上市的收获期。18年至今上市新产品超过10种，其中不乏安罗替尼、利多卡因贴剂、硼替佐米、来那度胺等重磅产品。随着未来一年凝血VIII因子、布地奈德、沙美特罗等产品的获批，新产品不仅将有效弥补恩替卡韦、氟比洛芬酯等产品因大幅降价而造成的收入下滑，更有望推动公司业绩增长，持续优化公司产品结构。2020年起，公司的生物类似药(利妥昔单抗、阿达木单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗等)也将陆续获批上市。尽管重点产品恩替卡韦和氟比洛芬酯在集采中大幅降价，公司依然没有降低研发费用预算。持续的研发投入，迅速的推陈出新能力将持续推动公司的增长。公司股价前期因带量采购超跌严重，随着预期修复有望从双杀到双击。

### ■ 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 29.4/23.5/19.1x。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。公司股价前期因带量采购超跌严重，随着预期修复有望从双杀到双击。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（0570.HK）： 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

2018年2月24日，公司公告管理层进行变更。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团”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18.6/15.0/12.0x。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 (1093.HK)

## 管线不断夯实，未来成长可期

### ■ 预计2018年收入有望超过200亿港元，毋庸过度担心增速放缓

公司核心产品维持高速增长，预计2018年收入有望超过200亿港元，归母净利润有望超过35亿港元。公司2018年前三季度实现营业收入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。

### ■ 带量采购对公司近两年业绩增长影响甚微，预期有望逐渐修复

公司重点产品白蛋白紫杉醇因不在国家医保而未进入试点带量采购目录。普药产品阿奇霉素、曲马多、阿莫西林胶囊在集采中流标。该三种产品对公司目前收入和利润贡献甚微，流标后不影响其他各省市采购，对公司未来2-3年业绩基本没有影响。受带量采购悲观预期影响，公司股价超跌明显，随着预期的逐渐修复股价仍具备上升空间。

### ■ 通过合作和收购不断夯实管线，未来成长可期

2019年1月4日，公司公告子公司石药欧意与杭州英创签订协议，获得杭州英创5个创新抗肿瘤小分子化合物在中国（包括港澳台）及美国的独家开发及商业化权力，石药欧意负责临床前及临床试验、产品批准申请、生产及商业化，杭州英创提供必要的技术支持。2019年1月7日，公司公告子公司佳曦以2.53亿元收购永顺全部已发行股份。永顺主要从事新型单抗研发，拥有3个新药临床批件（人源化EGFR单抗、全人源RANKL单抗）。公司通过合作或者收购不断夯实创新型大分子及小分子的产品管线，产品梯队合理，未来持续的稳健成长可期。

### ■ 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：预期有望逐渐修复，维持“买入”评级

预计2018-2020年营收约206/266/326亿港元，增速35/28/23%，净利润约35.7/45.8/58.1亿港元，增速29/28/27%，EPS0.57/0.73/0.93港元，当前股价对应PE 24.5/19.1/14.9x。前期因带量采购和辅助用药目录影响公司股价超跌严重，随着预期逐渐修复股价具备较大向上空间。维持26.14-28.00港元目标价和“买入”评级。

# 先健科技 (1302.HK)

## 心血管介入医疗器械领军企业，创新制胜逐鹿全球

### ■ 坚持研发创新，竞争舞台不断升级

公司是国内心血管介入医疗器械领域的领军企业之一，坚持研发创新，在记忆金属材料、纳米表面涂层和可吸收铁基合金材料等方面有大量的技术积累。目前已实现治疗领域从小到大、市场从国内到新兴国家到欧美、产品从低端仿制到高端创新的突破。公司已有7个产品获批创新医疗器械，国内领先。

### ■ 里程碑式重磅产品陆续获批，带来未来3-5年的高速增长

重磅产品左心耳封堵器已于2016年、2017年分别获得欧洲和中国上市许可，心脏起搏器也于2017年12月获批在中国上市销售。这两个产品将引领公司未来3-5年的高速增长。左心耳封堵器在疗效、可操作性和安全性上领先竞争对手，有望加速开拓国内市场，并在欧洲市场对外资形成替代。公司凭借国内企业罕见的自主研发创新能力吸引美敦力战略合作，心脏起搏器有望借助美敦力的品牌和渠道快速实现进口替代，做大国内起搏器市场，打造国产第一品牌。

### ■ 完全自主创新的可吸收铁基支架具备引领可吸收材料支架的潜力

公司从零开始研发可吸收铁基支架，可以在保持和金属支架同样力学特性的前提下以合适的时间降解，是未来极具潜力的可吸收支架创新产品。目前国内的FIM试验入组已经完成，该产品若在降解基础上解决生物安全性问题，将帮助全球介入器械行业实现可吸收材料的重大突破，未来潜力巨大，将为公司带来更广阔的盈利空间和估值空间。公司研发投入占比远高国内平均水平，研发管线推进顺利，有望持续为结构性心脏病和外周血管领域贡献新品维持增长。

### ■ 风险提示：研发开支超预期；研发进度不达预期；招标降价超预期

### ■ 投资建议：迎来业绩收获期和估值提升期，维持“买入”评级

预计公司2018-2020年收入分别为5.23/6.81/8.83亿元，增速分别为27.9%/30.2%/29.7%，归母净利润分别为1.35/2.06/2.96亿元，增速分别为-17.5%/52.6%/43.9%，EPS分别为0.031/0.048/0.068元，当前股价对应PE分别为55.4/35.4/25.8x。考虑左心耳封堵器、心脏起搏器等重磅产品陆续获批带来未来3-5年的高业绩增长，且在研的创新铁基支架将带来更大的市场空间和估值空间，给予2020年PE26-28x，未来一年合理估值2.06-2.22港元，维持“买入”投资评级。

# 金斯瑞生物科技（1548.HK）： 美国临床首笔里程碑收到，中美临床稳步推进

## ■ 全球基因合成领域的龙头企业，发展空间广阔

金斯瑞是广受认同的生命科学研究应用服务及产品的提供商，全球基因合成领域领导者。相比于基因测序，基因合成进入门槛更高。随着基因合成的成本不断降低以及市场需求持续增长，公司凭借长期的全球客户耕耘和技术升级，龙头地位稳固，未来发展前景仍然广阔，并带来持续稳定增长的经营现金流。

## ■ 生物药研发外包业务和工业酶业务：更大的市场和新增长点

金斯瑞在基因改造与分子生物学领域的深厚技术与人才储备，奠定了其在生命科学研究服务、生物药CRO/CDMO、细胞治疗以及工业酶菌种改造等多业务方面的竞争潜力和优势。受益于全球尤其是中国生物制药市场的蓬勃发展，生物药研发外包服务将是未来5年持续高景气行业。中国高端工业酶市场目前主要被外资企业所占据，属于一片蓝海。生物药研发外包和工业酶业务的高速成长将成为公司未来3-5年新的业绩驱动力。

## ■ 创新的价值——CAR-T细胞治疗进展令全球瞩目

2017年被称为全球“细胞治疗元年”，CAR-T疗法成为人类战胜癌症的新希望，全球制药巨头纷纷通过巨额并购等方式寻求进入该领域。金斯瑞子公司南京传奇针对多发性骨髓BCMA靶点的CAR-T细胞疗法LCAR-B38M凭借在国内较大样本临床研究实践中的优异疗效和独特技术优势，跻身全球领先行列，并与美国强生达成共同推进全球商业化的合作，本次合作创中国药企对海外巨头技术授权与合作最高首付款金额（3.5亿美元）和后续合作最优条件。2018年12月的ASH会议上全球多家制药公司均发布了针对多发性骨髓瘤的疗效数据，金斯瑞生物科技的BCMA靶点的CAR-T产品在临床疗效指标上明显优于全球其它公司，且安全可控，处于行业领先地位。金斯瑞传奇的首款细胞免疫疗法最终获批全球上市的确定性进一步提升，弯道超车值得期待。2018年12月，公司已经收到来自杨森的有关美国临床试验的第一个里程碑付款，预计2019年随着中美临床的同步推进，公司有望陆续收到多笔里程碑付款。

## ■ 风险提示：创新的代价，即国内外临床进展不达预期的风险。

## ■ 看好金斯瑞细胞治疗创新平台发展前景，维持“买入”投资评级

预计2018-2020年营收2.17/2.55/3.17亿美元，归母净利润2954/3776/4345万美元，EPS约0.13/0.16/0.19港元。估算原有业务及LCAR-B38M细胞疗法推进至二线治疗的价值合计约28.38-29.49港元。考虑公司原有业务稳健发展，传奇的其它细胞治疗在研产品线价值未来也将逐步体现，安全边际高，市值向上弹性大，2019年有望陆续收到多笔里程碑付款，维持“买入”投资评级。

## ●行业重大事件观点

# 带量采购：顶层设计出台，悲观预期见底

## ■ 顶层设计政策落地，稳定市场预期

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》（国办发2号文）有望成为未来2-3年内国家药品采购政策的顶层设计。“4+7”试点中选结果公布后，引起医药行业巨大震动和医药板块的大幅回调，一方面带量采购增加了国内制药企业未来业绩的不确定性，反映在公司估值被大幅下杀，另一方面由于市场对于政策的过度演绎，造成“医保支付”相关的子板块均出现大幅回调。国家药品集采试点方案政策落地，稳定了市场对于医药行业未来发展趋势的预期。

下一阶段的工作重点在于保证带量采购的执行和落实。从短期来看，“4+7”试点中标结果的执行可能在2019年3月，而非试点省份在不能保证用量的前提下，单纯要求最低价联动的情况很可能不会出现。带量采购的机制化和全国推广可能在本轮试点完成总结和评估工作之后。

## ■ 首次明确“医保支付标准”，加速进口替代

对于集中采购的药品，在医保目录范围内的以集中采购价格作为医保支付标准，原则上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，医保基金按相同的支付标准进行结算。带量采购的目的不是单纯砍价，而是通过市场化竞争形成医保支付标准的手段。在“医药养医”和药品审批审评缓慢的背景下，部分国产仿制药产品的高毛利率主要来自抢仿的时间优势和对于销售能力的溢价，同时造成了专利过期进口仿制药在国内的“超国民待遇”，给医保支付造成巨大压力。医保支付标准出台后，医保药品将从按比例报销转变为按定额报销模式，对于进口原研药、未降价的国产仿制药，患者自付费用大幅提升。短期内推动市场份额向中选药品快速集中，强化国内制药企业参与带量采购积极性，同时加速进口替代，实现专利悬崖。

## ■ 首次提出“两个允许”，提高医院和医生参与医改的积极性

公立医院系统是我国医药市场的最大主体，而长期以来“以药养医”的行业惯性没有彻底扭转，因此公立医院体系和医生群体缺乏参与医改和公立医院体制改革的动力。通过带量采购和限制辅助用药压缩公立医院用药成本、调整用药结构，为公立医院改革腾挪空间。公立医疗机构医疗服务收支形成结余的，可按照“两个允许”（允许医疗卫生机构突破现行事业单位工资调控水平，允许医疗服务收入扣除成本并按规定提取各项基金后主要用于人员奖励）的要求，统筹用于人员薪酬支出。通过提高医生群体的收入水平和提升医疗服务价值，增强公立医院体系和医生群体参与医改的积极性，短期来看可以促进带量采购工作的顺利进行，长期来看有望撬动国内药业市场价值链的重新分配。

## ■ 看好国内制药企业的创新转型

未来2-3年国内仿制药企业将逐步回归制造业机制本源，业绩增长从原来的销售能力驱动为主逐步转换为产品创新能力驱动为主。未来2-3年也将是国内制药企业转型的关键窗口期，创新、出口和并购是未来转型的3个主要方向。创新依然是医药企业发展的第一驱动力，国内化学制药龙头企业早已通过加大研发投入，积极转型创新药、生物仿制药和高端制剂产品，即将进入收获期。仿制药降价节省的医保资金为国产创新药上市释放空间，因此我们看好国内化学制药企业的创新转型。从过去5年研发费用和产品管线布局情况来看，未来有能力向创新方向转型的医药企业也与当下医药龙头白马企业高度重合。



# 陆股通继续大幅增持前期超跌龙头

表3: 陆股通资金流入超过5千万个股名单

公司名称	收盘价		持仓 (百万股)		资金流动 (百万)
	2月12日	1月20日	2月12日	1月20日	
恒瑞医药	63.5	59.17	461	438	1423
泰格医药	46.5	42.81	40	33	304
爱尔眼科	29.22	27	137	129	230
云南白药	85.15	78.48	76	74	171
华东医药	30.82	27.5	59	55	121
益丰药房	45.13	43.74	21	18	116
国药一致	42.42	40.26	7	5	102
江中药业	17.46	16.79	11	7	65
天士力	19.57	18.67	73	69	61
华润双鹤	11.86	12.05	30	25	60
乐普医疗	22.88	21	27	24	59
恩华药业	10.38	9.65	27	21	59
中国医药	13.37	12.95	7	2	58
鱼跃医疗	22.02	21.1	10	8	54
白云山	35.46	36.71	11	10	51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表4: 陆股通资金流出超过2千万个股名单

公司名称	收盘价		持仓 (百万股)		资金流动 (百万)
	2月12日	1月20日	2月12日	1月20日	
南京新百	9.3	9.1	6	9	-23
润达医疗	7.54	7.07	5	8	-23
长春高新	206.85	193.35	1	2	-25
信立泰	21.9	21.2	13	15	-26
华海药业	11.5	11.69	19	22	-29
仁和药业	5.92	5.7	31	36	-29
康美药业	7.36	7.35	93	99	-48
华兰生物	36.1	32.81	16	18	-62
东阿阿胶	43.71	40.76	36	38	-68
华润三九	23.07	23.27	64	67	-69
科华生物	9.41	9.76	1	9	-79
通化东宝	12.74	13.36	139	176	-470

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

若剔除陆股通大幅减持的通化东宝, 则陆股通整体估计资金流入在32亿左右。且前期超跌个股如华东医药、益丰药房、乐普医疗等均有陆股通增持。

# 2018年行业整体成长性继续向下，但仍保持基本稳健

表5: 统计局医药制造业月度高频数据成长性稳健

月份	18-12	18-11	18-10	18-9	18-8	18-7	18-6	18-5	18-4	18-3	18-2
增加值同比增长(%)	8.8	6.6	7	9.7	8.3	8.1	10.2	10.9	9.7	9.8	
营业收入累计值(亿元)	24264.7	22457	20397.3	18393.8	16353.3	14542.4	12700.1	10434	8351.9	6308.1	4062.5
营业收入上年同期累计值(亿元)	21588.8	19906.1	17968.3	16212.8	14405.2	12779.8	11207.6	9174.6	7277.7	5445.5	3441.1
营业收入累计增长(%)	12.4	12.8	13.5	13.5	13.5	13.8	13.3	13.7	14.8	15.8	18.1
利润总额累计值(亿元)	3094.2	2822	2553.9	2305.9	2011.5	1789.3	1585.7	1231.7	987.9	774.2	512
利润总额上年同期累计值(亿元)	2826.1	2602.5	2312.8	2067.3	1805	1609.2	1386.2	1088.2	849	632	372.9
利润总额累计增长(%)	9.5	8.4	10.4	11.5	11.4	11.2	14.4	13.2	16.4	22.5	37.3

资料来源: 统计局、国信证券经济研究所整理

- 从工业端高频数据表明，2018年全年工业增加值增速虽然逊于一季报、半年报和三季度，但是比11月高频数据要好。全年增长相当于GDP增长的150%左右，仍有相当成长性溢价。
- 从服务端口口径计算。2018年1-11月全国门诊服务人次数量达到73.0亿次(+3.2%)，住院服务人次数量达到2.1亿次(+5.9%)，而人均费用方面，三级医院次均门诊费用为319.2元(+4.9%)，二级公立医院次均门诊费用为203.9元(+3.1%)，三级公立医院人均住院费用为13378.2元(+1.9%)，二级公立医院人均住院费用为6057.1元(+3.4%)。以此估计，我们判断全国医院服务端口行业收入成长性在8%左右。

# 医药领域相关立法工作

2018年末，多部与医药行业相关的法律修订草案或立法草案出台，如《药品管理法》修正草案、《疫苗管理法》（征求意见稿）等，并完成公众意见征求、常委会审议等环节，根据立法流程，预计多部与医药相关的重要法律将在今年获批，对行业及公司产生深刻的影响。

表6：2019年可能在两会上新设立法或法条修订的医药相关内容

法律名称	修订情况	目前状态	修订意义及影响
《药品管理法》	法条修订	2018年10月26日，第十三届全国人大常委会第六次会议分组审议了药品管理法修正草案，但并未获得通过。	完善药品全过程监管制度、明晰药品监管职责、加大对违法行为处罚力度、实施药品上市许可持有人制度、改革药品审批制度
《专利法》	法条修订	第四次修改草案于2018年12月24日正式提交人大常委会审议，2019年1月4日进入通过人大面向公众征求意见环节。	显著提高侵犯专利权的损害赔偿数额和假冒专利的行政处罚数额；规定被控侵权人在诉讼过程中要承担提供有关信息和有关证据的举证责任
《疫苗管理法》	新设立法	2018年12月23日首次提请十三届全国人大常委会第七次会议审议，这是国内首次就疫苗管理立法。	对疫苗实行最严格的管理制度；落实疫苗管理体制改革的举措；汲取问题疫苗案件教训，强化全过程、全链条监管
《基本医疗卫生与健康促进法》	新设立法	2018年10月22日，十三届全国人大常委会第六次会议审议了《基本医疗卫生与健康促进法（草案二次审议稿）》。	突出了基本医疗卫生服务，突出了强化基层、筑牢网底，充分体现“三医联动”机制，充实医保、医药方面的内容，增加和完善疫苗药品管理相关规定等。

资料来源：中国人大网、国信证券经济研究所整理

# 《药品管理法》和《专利法》修订

表7: 药品管理法和专利法修订的潜在细则

法律名称	修订重点	具体内容
《药品管理法》修正案	强化全过程监管	草案明确了药品质量安全追溯要求, 药品上市许可持有人、生产经营企业、医疗机构应当建立、实施严格的追溯制度, 保证全过程数据真实、准确、完整和可追溯。 补充规定了药品召回制度, 药品存在质量问题或其他安全隐晦的, 应当立即停止生产、经营、使用并召回。
	单独列出条款, 强化对疫苗等特殊药品的监管	在疫苗的研制、生产、流通、预防接种过程中应当采用信息化手段采集、留存追溯信息。疫苗的上市许可持有人应当按照国家有关规定投保。
	明细药品监管职责、新增监管举措	建立药品安全信用管理制度、增设责任约谈制度、建立药品职业化检察员队伍, 药品监督管理部门应当对疫苗等生物制品实施重点监督检查。 明确由县级以上地方政府统一领导、组织本行政区域的药品监管工作。不再保留单独的药品生产质量管理规范(GMP)和经营质量管理规范(GSP)认证, 有关要求分别纳入药品生产和经营许可条件。
	全面加大处罚力度	对未经许可生产经营药品的, 罚款的幅度从货值金额的两倍至五倍提高到五倍至三十倍; 对生产销售假药等违法行为增设停产停业等处罚; 明确对生产销售属于假药、劣药的疫苗等6类违法行为, 在法定幅度内从重处罚
《专利法》修订草案	实施药品上市许可持有人制度(MAH)	全面实施药品上市许可持有人制度, 明确上市许可持有人对药品的安全、有效负责, 对药品的研制、生产、经营、使用全过程依法承担责任。 外观设计专利保护期从10年延长至15年
	延长专利权保护期限	针对创新药增设了发明专利保护期延长的例外性规定: 为补偿创新药品上市审评审批时间, 对在中国境内与境外同步申请上市的创新药品发明专利, 国务院可以决定延长专利权期限, 延长期限不超过五年, 创新药上市后总有效专利权期限不超过十四年。
	加大对侵犯专利权的赔偿力度	对故意侵犯专利权, 情节严重的, 可以再按照权利人受到的损失、侵权人获得的利益或者专利许可使用费倍数计算的数额一到五倍内确定赔偿数额。在难以计算的情况下, 法院可以酌情确定的赔偿额从现行专利法规定的一万元到一百万元提高为十万元到五百万元。

# 《疫苗管理法》和《基本医疗卫生与健康促进法》

表8: 《疫苗管理法》和《基本医疗卫生与健康促进法》相关修订细节

法律名称	立法重点	具体内容	与先前监管法规的不同
《疫苗管理法》 (征求意见稿)	明确疫苗配送渠道	针对“疫苗供应和配送”做了规定: 疫苗上市许可持有人应当按照采购合同的规定, 向省级疾病预防控制机构供应疫苗, 不得向其他单位或者个人供应疫苗, 省级疾病预防控制机构负责将疫苗配送至接种单位。	将改变二类疫苗的现状, 目前二类疫苗的采购由省级疾控负责, 配送由企业配送。
	上市后研究和管理	疫苗上市许可持有人应当建立健全疫苗质量管理体系, 制定并实施疫苗上市后风险管理计划, 主动开展疫苗上市后研究, 对疫苗的安全性进一步确证。必要时, 国务院药品监督管理部门可以责令疫苗上市许可持有人开展上市后评价或者直接组织开展上市后评价。	弥补了现在很多一类苗都没有上市后持续研究的缺陷
	增加报告制度、强制保险、企业信息公示制度	草案规定, 批签发检验机构应当及时公布上市疫苗批签发结果, 供公众查询。疫苗上市许可持有人应当按照规定投保。因疫苗质量问题造成受种者损害的, 保险公司在承保的责任限额内予以赔付。	此三个条款均为首次出现, 此前的监管法规均未涉及
《基本医疗卫生与健康促进法》 (草案二次审议稿)》	突出疫苗战略性和公益性	草案在立法目的中明确维护公共安全, 在总则中提出国家坚持疫苗的战略性和公益性。国家支持疫苗基础研究和应用研究, 将预防重大疾病疫苗的研制、生产和储备纳入国家战略。  草案明确规定, 国家对疫苗生产企业实行严于一般药品生产企业的准入制度。从事疫苗生产活动, 除应当具备一般药品生产的条件外, 还应当符合疫苗产业发展规划、具备适度规模和足够的产能储备、具有保证生物安全的制度和设施, 并符合国家疾病预防控制需要。	疫苗生产准入制度将严于一般药品
	明确落实进一步推进医疗资源下沉、加强医疗服务能力建设, 强化基层、筑牢网底的有关规定	增加规定, 国家加强以县级医院为中心、乡镇卫生院、村卫生室为基础的农村医疗卫生服务网络和以社区卫生服务中心为主体的城市社区卫生服务网络的建设。执业医师晋升为副高级技术职称的, 应当有累计一年以上在县级以上医疗卫生机构提供卫生服务的经历	明确国家采取多种措施, 优先支持基层医疗卫生机构发展, 提高基层服务能力。
	新增有关“三医联动”, 充实医保、医药方面的规定	二审稿规定, 国家推进基本医疗服务实行分级诊疗制度; 国家推进基层医疗卫生机构实行家庭医生签约服务模式。完善基本药物制度, 明确国家遴选适当数量的基本药物品种, 满足疾病防治基本用药需求; 鼓励药品创新, 加强药品价格监管, 完善医保资金保障, 加强医保监管	强调“三医联动”

●板块观点：关注重磅创新品种上市

# 三代胰岛素：生物类似物替代势不可挡

## ■ 三代胰岛素专利相继过期，生物类似药时代来临

2018年全球糖尿病市场规模455亿美元，同比增速仅1.5%，主要原因是三代胰岛素专利相继过期，生物类似药竞争加剧导致销售额下滑。由于胰岛素的治疗窗口较窄（易产生低血糖不良反应），为更好的模拟人体内胰岛素分泌的生理状态，从二代胰岛素到三代胰岛素仍有较大的优化空间，新化合物专利延长了胰岛素类产品的生命周期。但由于口服胰岛素开发难度巨大，随着三代胰岛素专利相继到期，胰岛素的生物类似物时代来临。

## ■ 国内胰岛素治疗渗透率较低，潜力巨大

我国有二型糖尿病患者1.14亿，治疗率仅32.2%，超过6000万的糖尿病患者仍未接受治疗。随着病程推进和患者胰岛功能逐步丧失，胰岛素代偿治疗是糖尿病患者的最终解决方案。我们估算国内目前仅有约1000万患者采用胰岛素治疗方式，渗透率较低，与欧美地区28%的平均水平还有很大提升空间。三代胰岛素进入国家基药目录，为基层市场的快速放量铺平道路。

## ■ 国产三代胰岛素陆续获批，基层市场将迎来快速增长

目前国内仅有甘李药业、珠海联邦两家的国产三代胰岛素上市，市场份额仅10.3%，随着其他国产三代胰岛素陆续获批，对于价格敏感度较高的基层市场有望迎来快速增长。通化东宝的甘精胰岛素已完成临床核查，准备接受生产现场核查，预计2019年上半年获批上市，门冬胰岛素已完成3期临床试验，正在准备申报生产。乐普医疗的甘精胰岛素已完成3期临床试验，处在临床报告审核阶段，预计2019年上半年申报生产。

# 血制品：政策确定性有望改善、库存消化，继续推荐超配

■ **事件：**上海新兴医药股份有限公司（以下简称“上海新兴”）生产的一批次静注人免疫球蛋白（批号：20180610Z）艾滋病病毒抗体检测为阳性

国信医药观点：1）核酸检测阴性，涉事静丙传播艾滋病病毒风险低。2）未披露上海方面抗体阳性数据，存在假阳性潜在可能。3）静丙和其他血液制品临床应用刚性，但仍存在短期负面影响。4）我国血液制品检验检疫制度严格，大幅更改可能性较低。5）上海新兴采浆量较低，对行业供需影响有限。6）风险提示：涉事静丙确实为艾滋病毒污染且造成后续行业严厉规管措施，对行业供给和需求同步压缩。7）**投资建议：**这一事件尚处于调查之中，仍需静待最终官方结果，维持此前行业超配建议，**建议买入华兰生物、博雅生物**。从中长期角度来看，血制品高监管、采浆量、产品批文、静丙适应症等多重壁垒明显，格局确定且产品使用光谱升级空间明确，若出现情绪冲击下的回调，对生产质控严格的龙头企业来说是较为合适的买入时点。维持此前行业超配建议，建议买入华兰生物、博雅生物。

■ **事件：**食品药品监督管理局发布《关于修订静注人免疫球蛋白和冻干静注人免疫球蛋白说明书的公告（2019年第1号）》，对静丙说明书进行修订，并对【不良反应】、【注意事项】、【老年用药】等进行修订。

国信医药观点：1）静丙说明书修订是食药总局一系列修订和统一各厂商药品说明书，科学化用药的尝试。除静丙外，此前人血白蛋白也曾经修订，针对的是各个厂商说明书描述不统一、副反应提示不完善并潜在在临床应用中形成产品差异的问题，这并非针对血制品而是对众多药品的一致政策导向。2）静丙本质上是异质产品，未来随着质量标准和生产工艺区分的细化，副反应与适应症说明书描述可能出现差异。静丙本质上是抗体的集合，其成分受到献浆员外部环境、献浆员身体状况、纯化工艺等多种因素影响，成分在不同品牌间存在较大不同。参考海外静丙各品牌间存在富集组分比例、适应症、副反应等差异的情况，未来国内在统一说明书之后仍可能继续分化。3）对临床应用与竞争格局变化影响估计有限。由于新增不良反应等描述均科学客观，主要为提示海外临床中观察到的副反应，国内临床尚未有明确发生率，且当前静丙已经受到药占比控制和国内学术推广欠佳影响，其应用是被压制而非扩大化的，因此我们估计对竞争格局变化影响有限。4）**两大风险点驱动前期行业回调较大，实际风险估计较小**。血制品行业此前受到白蛋白和凝血因子在广州GPO采购目录、白蛋白潜在可能纳入辅助用药目录双重因素影响出现较大回调，但根据草根调研情况我们发现经销商白蛋白、静丙等品种终端供需稳健向好，参考深圳GPO白蛋白价格潜在降价风险较低，辅助用药各地医院上报白蛋白的情况少见，我们预计这两大风险实际有限。5）风险提示：静丙临床应用仍受限制、厂家学术推广进度不良、GPO采购进口白蛋白降价幅度超预期、白蛋白进入辅助用药目录。6）**投资建议：**血制品当前受不确定性影响出现较大回调，实际风险我们估计较小，作为原材料受控、对标海外用量上升空间较大的细分子行业，不受化药带量采购逻辑冲击，推荐买入行业龙头华兰生物、博雅生物。



# 网售处方药不改龙头优势，小微企业减税进一步利好药店

1. 2019年1月15日，国家市场监管总局初拟的《药品网络销售监督管理办法(送审稿)》(下称“送审稿”)在网络上流出。文件中允许三方平台向个人消费者售药；允许通过网络向个人消费者销售处方药；允许单体药店通过网络销售药品；允许向个人消费者售药网站发布处方药信息。

我们认为：

首先，此前网售处方药被禁主要是由于网络售药监管难度较大，目前这一点并没有改善。中国药店零售行业的监管水平是参差不齐的，大型连锁零售药店的监管水平和规范程度比较高，但小型连锁和单体店的监管规范性比较低，如何实现全面有力监管很有挑战。

其次，网售处方药需要建立统一的电子处方外流平台以及解决医保支付问题。统一的平台建设目前各省还在探索中，全面建设完成还需要时间，而医保支付端口问题也是待解决的。一旦处方外流平台建设完成，线下零售药店也是受益的。各大连锁零售药店在几年前就已经在O2O、B2C、会员管理等方面进行了投入建设，做好了准备，网售处方药放开后很有可能是促进线上线下的融合，对于零售药房也是一个机遇，毕竟零售药店的实体网点布局在医院边、社区，具有便利性。

此外，目前的送审稿，通常还要经过报批阶段，最终结果可能还会有调整。

2. 财政部、税务总局在2019年1月17日发布了财税〔2019〕13号文件《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》。对月销售额10万元以下(含本数)的增值税小规模纳税人，免征增值税。对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分，减按50%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。增值税小规模纳税人可以在50%的税额幅度内减征资源税、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花稅(不含证券交易印花稅)、耕地占用稅和教育费附加、地方教育附加。

我们认为，增值税的减免政策将显著利好根植于基层，门店规模较小的一心堂。从2017年行业平均数据来看，一心堂平均单店收入最低，为153万，其中年销售额120万以下的门店占比较达30%，在营业额方面贡献20%，此次税率将从3.5%下降为0%；小规模纳税人500万以下，120-500万以内的门店占比及营业额贡献约50%，附加稅0.5%左右，减免50%，税率从3.5%下降至3.25%。余下为500万以上的门店，税率不变。我们粗略估算，按照此前预测2019年收入117亿，则增值税减少 $117 \times 20\% \times (3.5\% - 0\%) + 117 \times 50\% \times (3.5\% - 3.25\%) = 9652$ 万，根据2017年所得稅負22.70%，则将增厚净利润7460万，占2019年原预测利润6.9亿的10.8%。

总结：大型连锁药店管理经营能力强，线上业务建设已有储备，即使网售处方药放开，龙头零售药店仍将获益，增值税的减税政策也将增厚公司业绩，缩短与单体药店的稅負成本差距，建议关注一心堂、益丰药房、大参林、老百姓。

# 医药商业：处方外流趋显，零售龙头公司受益

零售药店行业长期趋势不改，龙头优势显著。全国范围的零售药店分级管理制度进一步明晰，整体利于行业整合，龙头优势凸显，网售处方药的报送稿虽然有所流传，但整体来看，药店行业长期集中度提升逻辑不改，龙头公司的管理优势明显，此外随着一级市场并购的热情减淡，二级市场估值已经回落到合理区间。我们仍然重点推荐精益化管理最优的**益丰药房**，以及性价比高，目前以自建为主的一心堂，此外建议关注老百姓、大参林。

商业批发两票制调整接近尾声，业绩好转，估值低，伴随利率变化，有望迎来弹性。批发行业从半年报和季报均可看到经营层面改善，两票制调整接近尾声，调拨业务大幅下降，纯销业务占比逐渐提升，受益于集中度的提升以及代理品种的增加，医药批发企业的毛利率基本都比去年有所提升，也可以观察到经营现金流的改善，而目前主要批发公司估值均在10-15倍区间，PEG均远低于1。我们重点推荐增长较为稳健的**上海医药**（工商协同龙头，整合康德乐具有进口代理品种优势）、**柳州医药**（增速25%，19PE估值12X）。后续利率如果下行，将有较大的弹性。

表9：重点公司盈利预测估值表

代码	公司简称	股价 2019/2/11	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (19E)	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
601607	上海医药	16.87	456	1.24	1.40	1.60	1.84	13.6	12.1	10.5	9.2	8.7	0.7	买入
002727	一心堂	20.18	115	0.74	0.97	1.22	1.51	27.1	20.7	16.5	13.4	12.4	0.6	买入
603233	大参林	41.38	166	1.19	1.39	1.71	2.08	34.9	29.7	24.3	19.9	23.3	1.2	增持
603883	老百姓	48.17	137	1.30	1.60	1.99	2.46	37.0	30.1	24.2	19.6	14.2	1.0	买入
603368	柳药股份	27.38	71	1.55	2.00	2.52	3.17	17.7	13.7	10.8	8.6	12.0	0.4	买入
603939	益丰药房	45.50	171	0.83	1.13	1.55	2.03	54.7	40.3	29.4	22.4	10.0	0.8	增持
000028	国药一致	42.34	171	2.47	2.76	3.11	3.46	17.1	15.3	13.6	12.2	11.5	1.1	增持
002462	嘉事堂	14.40	36	1.05	1.31	1.65	2.08	13.7	11.0	8.7	6.9	12.5	0.3	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 医疗器械：集中采购避风港，估值低廉建议布局

医疗器械中大型设备属于政府采购领域，不受集采影响，而高值耗材、IVD存在降价风险，但同时利好外包服务类公司。药品集采之后，骨科、高值耗材领域是下一具有降价风险的领域。根据国家发布的公立医院深化医改工作文件的要求，2020年是各省落地高值耗材“两票制”的最后期限，目前已有23省出台高值耗材两票制，压缩中间环节造成的价格水分。阳光采购、试剂耗材两票制等使检验业务面临价格下降压力。中长期来看，ICL有明显的性价比，具有竞争优势，检验价格下降之后医院面临成本压力，更有外包的动力，将给集采打包、ICL行业带来扩容。此外，目前国内ICL行业渗透率较美日欧市场差距仍很大，渗透率有提升空间。我们认为，降价将利好IVD渠道服务类公司。

**投资建议：**关注创新和平台型企业、家用医疗器械龙头。医疗器械整体集中度极其分散，未来集中度提升是最重要的投资主线。医疗器械板块重点推荐1) 一线白马龙头股：**迈瑞医疗**（中国器械龙头，监护仪+超声+IVD三大业务市占率高、增速稳健），**乐普医疗**（可降解支架获批预期强烈+平台型公司药品器械双轮驱动业绩高增长+带量采购因素悲观预期已经充分反映）；2) 消费属性强，品牌价值突出个股：**鱼跃医疗**（持续受益消费升级+负面因素出清+市场预期差大）；3) 服务领域的**迪安诊断**（ICL长期业态逻辑成立，行业空间大，双寡头之一，现金流好转）。此外，建议关注万孚生物（POCT龙头企业，产品线齐全，高速增长）、迈克生物（渠道+产品，300速化学发光仪器配套试剂2019年将陆续获批，迎来新一轮成长期）等。

**风险提示：**高值耗材、IVD降价、市场竞争加剧等。

表10：重点公司盈利预测估值表

代码	公司简称	股价 2019/2/11	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (19E)	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
300244	迪安诊断	15.35	95	0.56	0.68	0.84	1.04	27.2	22.6	18.3	14.8	7.4	0.8	买入
300463	迈克生物	15.45	86	0.67	0.80	1.01	1.28	23.0	19.2	15.4	12.1	15.3	0.6	买入
002382	蓝帆医疗	14.30	138	0.21	0.46	0.82	0.92	68.6	30.9	17.5	15.5	14.6	0.9	增持
300003	乐普医疗	21.70	387	0.50	0.73	0.98	1.29	43.0	29.7	22.1	16.8	14.1	0.6	买入
002223	鱼跃医疗	22.23	223	0.59	0.71	0.87	1.05	37.6	31.5	25.5	21.2	9.8	1.2	买入
300642	透景生命	56.30	51	1.40	1.86	2.48	3.29	40.3	30.3	22.7	17.1	19.6	0.9	买入
300760	迈瑞医疗	112.00	1362	2.13	2.90	3.74	4.70	52.6	38.6	29.9	23.8	48.1	1.0	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 医疗服务：量价齐升，但需警惕商誉风险

医疗服务板块个股估值普遍不便宜，龙头公司有一定溢价。从绝对估值来看，医疗服务板块个股当前估值都不算便宜：2018年预测PE中位值为58X。爱尔眼科、美年健康全年均有30%以上较高的业绩指引，目前市场更多是从未来行业空间来看估值的合理性，给予充分溢价，未来随着业绩成长逐渐消化估值。

医疗服务属于政策利好范围，增长快估值高，需要关注内生成长性。鼓励社会办医政策、第三方医疗服务政策等等均利于行业保持高景气。目前处于好公司高增长、高估值状态。CRO企业连锁企业均值得关注。但需要资金不断进行外延并购的企业可能面临资金成本高而增速下调的风险，此外，医药各子行业中，医疗服务行业由于大量并购也积累极高商誉，如果商誉改为摊销将极大影响报表利润，建议重点考察企业内生成长性，警惕商誉减值风险。本板块建议关注CRO类企业。

表11：重点公司盈利预测估值表

代码	公司简称	股价 2019/2/1 1	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (19E)	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
002044	美年健康	16.48	514	0.20	0.27	0.39	0.57	83.8	60.3	41.7	29.1	11.4	1.0	买入
300015	爱尔眼科	29.05	692	0.31	0.43	0.57	0.76	93.2	67.4	50.7	38.4	20.0	1.5	增持
300347	泰格医药	66.91	335	0.60	0.88	1.17	1.62	111.2	76.2	57.1	41.3	11.1	1.9	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测、泰格医药为wind一致预测

# “春季躁动” 港股医药板块涨幅超过A股，积极拥抱二月机会

## ■ 年初至今港股医药板块涨幅大超A股医药板块，超跌龙头反弹显著：

2019年年初至今，A股SW生物医药板块涨幅2.66%（总市值加权平均），而港股医疗保健板块涨幅7.25%，医药港股通标的的涨幅高达15.96%。其中前期超跌的部分龙头公司反弹明显：药明生物（+37.59%），中国生物制药（+30.04%），三生制药（+29.48%）。

## ■ 同时港股依然具备低估值优势：

当前A股SW医药生物PE（TTM，整体法，剔除负值）为24.43x，医药生物（SW港股通）PE（TTM，整体法，剔除负值）为22.15x。其中，A股化学制药26.16x，港股化学制药20.27x。考虑到A股均披露三季报，港股多数公司未披露三季报，实际的医药生物（SW港股通）PE与A股SW医药生物PE差距更大。港股医药公司仍具备较大的估值修复空间。

**积极拥抱二月机会：** 港股医药龙头仍具备估值修复空间，从历史来看，“春季躁动”现象中港股消费类公司表现好于A股消费板块，建议积极把握港股医药二月机会。

表12：港股医药重点标的业绩预测一览

代码	公司简称	股价 2-11	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 17A	PEG 18E	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
1093.HK	石药集团	13.20	823	18.1%	0.44	0.57	0.73	0.93	25.9	23.2	18.1	14.1	0.8	买入
1177.HK	中国生物制药	6.71	845	23.6%	0.17	0.24	0.30	0.37	34.0	24.1	19.6	15.7	0.8	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	12.38	227	12.0%	0.11	0.13	0.16	0.19	110.8	97.9	76.6	66.6	5.3	买入
0570.HK	中国中药	5.26	265	9.4%	0.26	0.29	0.36	0.45	17.4	15.8	12.7	10.3	0.8	买入
1302.HK	先健科技	1.74	75	15.5%	0.04	0.03	0.05	0.07	40.1	48.7	31.9	22.2	2.2	买入

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理、预测

● 年报业绩前瞻：继续保持稳健成长

# 重点公司2018年年报前瞻汇总，部分公司出现下调，整体维持稳健

## 预计2018年年报可比归母净利润：

- ▶ 预计增速>40%：智飞生物、乐普医疗、迈瑞医疗、长春高新、美年健康
- ▶ 预计增速>30%：华兰生物、博雅生物、益丰药房、爱尔眼科
- ▶ 预计增速20-30%：康弘药业、华东医药、恒瑞医药、迈克生物、蓝帆医疗、大参林、老百姓、柳药股份、一心堂
- ▶ 预计增速0-20%：通化东宝、丽珠集团、迪安诊断、鱼跃医疗、透景生命、上海医药、国药一致、嘉事堂
- ▶ 预计下滑：华海药业、

这其中业绩略微下调的主要在医药商业和医疗服务板块，而生物制品、化学制剂、医疗器械板块主要情况均为维持业绩预测。

# 年报业绩前瞻：生物制品板块

表13: 生物制品板块重点公司年报业绩前瞻

净利润: 百万元		17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18E(亿元)	要点
华兰生物 002007	净利润 增长率	821 5%	207 -19%	453 5%	760 23%	1,127 37%	336 1) 血制品大品种渠道去化良好。2) 四价流感疫苗超500万人份销售火爆。
买入	EPS	0.88	0.22	0.49	0.82	1.21	
博雅生物 300294	净利润 增长率	357 31%	73 8%	191 21%	286 28%	468 31%	
买入	EPS	0.89	0.18	0.46	0.68	1.08	
长春高新 000661	净利润 增长率	662 37%	210 46%	548 93%	839 72%	945 43%	352 1) 金赛: 生长激素维持高增速, 促卵泡素中标稳步推进; 2) 百克: 疫苗放量利润大增, 全年可能受益行业格局变化;
买入	EPS	3.89	1.24	3.22	4.93	5.10	
安科生物 300009	净利润 增长率	278 41%	60 26%	130 12%	232 20%	294 6%	
增持	EPS	0.39	0.08	0.13	0.23	0.29	
康弘药业 002773	净利润 增长率	644 30%	206 36%	310 33%	506 22%	790 23%	281 1) 生物制品与传统板块两极分化; 2) 康柏西普进入医保放量, 预计全年60%增速; 3) 以康柏西普为核心, 研发有序推进
增持	EPS	0.96	0.31	0.46	0.75	1.17	
智飞生物 300122	净利润 增长率	432 1229%	260 330%	682 297%	1,087 281%	1,460 243%	
增持	EPS	0.27	0.16	0.43	0.68	0.96	
通化东宝 600867	净利润 增长率	837 31%	274 30%	537 31%	688 6%	938 12%	259 国内二代胰岛素龙头, 生产技术、品牌、渠道优势明显, 三代胰岛素即将获批
买入	EPS	0.49	0.16	0.26	0.33	0.46	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测



# 年报业绩前瞻：化学制剂与医疗服务板块

表14：化学制剂重点公司年报业绩前瞻

净利润： 百万元		17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18E	(亿元)要点
<b>化学制剂</b>							
乐普医疗 300003	净利润	899	303	810	1,143	1,302	408 心血管器械板块增长稳健，药品板块快速增长，向糖尿病、肿瘤免疫治疗和人工智能等方向延伸
	增长率	32%	31%	63%	55%	45%	
买入	EPS	0.51	0.17	0.45	0.64	0.73	
华东医药 000963	净利润	1,780	659	1,293	1,809	2,201	449 1) 慢病平台潜力巨大、流通龙头迎来机遇；2) 医药工业：国内慢病管理龙头，内生增长提速；3) 医药商业：增速拐点已至，2018Q4 增速触底回升
	增长率	23%	21%	24%	21%	24%	
增持	EPS	1.83	0.68	0.89	1.24	1.51	
恒瑞医药 600276	净利润	3,217	949	1,910	2,912	3,970	2,341 1) 创新药+重磅仿制药进入收获期；2) 激励费用影响扣非净利润增速，叠加三大事业部改革为放量做准备；3) 国际化稳步推进
	增长率	24%	17%	21%	25%	23%	
买入	EPS	1.14	0.33	0.52	0.79	1.04	
丽珠集团 000513	净利润	4,429	347	633	940	1,123	195 产品增速分化，艾普拉唑、亮丙瑞林等创新产品快速崛起，参芪扶正等承压品种收入占比快速降低，“单抗+微球”研发平台独具特色。净利润可比口径+15~20%
	增长率	434%	26%	26%	-78%	-75%	
买入	EPS	8.09	0.63	0.88	1.31	1.56	
华海药业 600521	净利润	639	162	229	255	119	144 受缙沙坦原料药中检出基因毒性杂质NDMA事件及FDA进口禁令的影响，直接或间接影响了公司2018年度的经营业绩
	增长率	28%	16%	-22%	-47%	-80%	
买入	EPS	0.62	0.16	0.18	0.20	0.50	
<b>医疗服务</b>							
美年健康 002044	净利润	614	-98	170	414	822	524 1) 推出新产品，提升个检比例，体检业务继续量价齐升；2) 加强管控，提升质量，降低风险；3) 完善生态圈建设，协同体检业务，发掘大数据价值
	增长率	36%	31%	1015%	68%	42%	
买入	EPS	0.24	-0.04	0.05	0.13	0.27	
爱尔眼科 300015	净利润	743	217	509	895	1,002	696 1) 屈光业务引领高增长，量价齐升；2) 内生增长依旧强劲，海外并购完善布局
	增长率	33%	39%	41%	41%	35%	
增持	EPS	0.50	0.14	0.22	0.38	0.43	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

# 年报业绩前瞻：医疗器械板块

表15：医疗器械板块重点公司业绩前瞻一览

净利润： 百万元	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18E	(亿元)	要点
迪安诊断 300244	净利润 350	63	204	292	419	96	1) 营收利润增速均提升，内生增长较快；2) 经营性现金流有所好转，定增完成缓解资金压力；3) 打造质谱与基因检测平台，布局精准诊断领域
买入	EPS	0.64	0.11	0.37	0.53	0.68	
迈克生物 300463	净利润 374	100	232	355	458	88	1) 业绩稳健增长；2) I3000配套试剂始获批，奠定进入高端市场基础；3) 费用率上升加大市场拓展和研发投入
买入	EPS	0.67	0.18	0.42	0.64	0.82	
蓝帆医疗 002382	净利润 201	58	148	261	360	142	1) 柏盛国际顺利完成并表；2) 布局丁腈手套，二期建设完成，主业稳健增长；3) 开启心血管支架业务新增长点
增持	EPS	0.41	0.12	0.27	0.39	0.46	
鱼跃医疗 002223	净利润 592	214	470	628	721	221	1) 业绩增速有所回升；2) 内生外延两端发力，并表增厚业绩；3) 线上维持高速增长，线下调整初显成效；4) 毛利率、费用率下降现金流改善明显
买入	EPS	0.59	0.21	0.47	0.63	0.71	
透景生命 300642	净利润 127	13	51	91	146	34	1) 业绩增速有所回升；2) 内生外延两端发力，并表增厚业绩；3) 线上维持高速增长，线下调整初显成效；4) 毛利率、费用率下降现金流改善明显
买入	EPS	2.31	0.21	0.57	1.00	1.61	
迈瑞医疗 300760	净利润 2,589	807	1,872	2,897	3,702	1,384	1) 中国器械龙头，业绩增速稳健；2) 监护仪+超声+IVD三大业务市占率高；3) 研发持续高投入，并购丰富产品管线，服务和质量并重
买入	EPS	2.37	0.74	0.00	2.65	2.90	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

# 年报业绩前瞻：医药商业板块

表16: 医疗器械板块重点公司业绩前瞻一览

净利润: 百万元		17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18E	市值 (亿元)	要点
上海医药 601607	净利润 增长率	3,521 10%	1,020 2%	2,033 6%	3,372 25%	3,983 13%	477	1) 业绩稳健增长, 盈利能力持续提升; 2) 医药工业收入高速增长, 注重研发与并购, 完善产品线; 3) 医药商业业绩增速提升, 深耕渠道布局, 进口代理进入收获期
买入	EPS	1.31	0.37	0.72	1.19	1.40		
一心堂 002727	净利润 增长率	423 20%	131 35%	292 35%	419 32%	528 25%	112	1) 收入增长稳健; 2) 加快扩张门店, 新店以自建为主; 3) 费用率控制良好, 盈利能力提升; 4) 深耕县级市场, 小规模纳税人增值税减免受益最大标的
买入	EPS	0.81	0.23	0.52	0.74	0.97		
大参林 603233	净利润 增长率	475 10%	147 25%	288 16%	414 13%	557 17%	166	1) 深耕两广, 全国扩张, 加强河南广西覆盖; 2) 地域优势明显, 盈利能力强; 3) 政策利好, 助力发展
买入	EPS	1.26	0.37	0.72	1.03	1.46		
老百姓 603883	净利润 增长率	371 25%	131 15%	221 16%	325 18%	455 23%	136	1) 业绩高速增长; 2) 新建并购加快, 加强华北华东地区覆盖; 3) 医保门店比例提升, 推进院边店建设; 坪效及ROE继续提升; 4) 增发完成, 并购资金充裕
买入	EPS	1.38	0.46	0.78	1.14	1.68		
柳药股份 603368	净利润 增长率	401 25%	113 35%	256 33%	391 35%	519 29%	72	1) 公司现金流改善; 2) 广西流通龙头, 药品配送业务增速稳健; 3) 零售业务高速增长, DTP药房迅速推进; 4) 器械配送业务高速发展, 提高盈利能力; 5) 中药全产业链布局, 收购万通制药增强工业端
买入	EPS	2.17	0.61	0.99	1.51	2.00		
益丰药房 603939	净利润 增长率	314 40%	101 46%	225 45%	309 40%	426 36%	170	1) 业绩高速增长; 2) 门店加速扩张, 新兴药房重磅收购落地; 3) 毛利率基本稳定, 费用率受整合等因素影响有所增加
增持	EPS	0.86	0.28	0.62	0.85	1.13		
国药一致 000028	净利润 增长率	1,058 -11%	293 7%	642 15%	927 15%	1,183 12%	171	1) 零售业务优化管理, 国大药房利润率持续提升; 2) 分销业务迎来拐点, 转型创新
增持	EPS	2.47	0.68	1.50	2.17	2.76		
嘉事堂 002462	净利润 增长率	264 18%	88 24%	185 30%	260 30%	303 15%	37	1) 器械药品高速增长, 加强品牌深度合作; 2) 毛利率略下降, 费用率有所改善; 3) 加强应收账款管理, 现金流/净利润同比有所改善
买入	EPS	1.05	0.35	0.74	1.04	1.31		

# 2019年2月国信医药投资组合

- 鉴于近期春季行情更多是对于前期过度悲观的情绪的拨乱反正，以及海外资金流入已经且预计将继续扩大市场总体，并且头部龙头公司年报、一季报均相当稳健，因此第一个投资主线是对前期超跌龙头的估值修复。
- 血制品行业去年底以来先后遭遇广州GPO采购、辅助用药全国目录、上海新兴艾滋病抗体阳性事件等多个负面因素影响，但是行业的短、中、长期前景均光明且清晰。重点推荐当前仍滞涨的博雅生物，华兰生物受益与流感病情，也推荐买入。
- 港股方面虽然一月以来多个龙头个股已经出现了30%的涨幅，但是港股依然具备低估值优势，且依照历史春季行情一般表现也比A股更明显，因此也建议继续加大配置力度。

表17: 国信医药2月投资组合

代码	公司简称	股价 19-2-12	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 17A	PEG 18E	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
<b>A股组合</b>														
600276	恒瑞医药	63.5	2341	0.87	1.08	1.33	1.63	72.8	59.0	47.6	38.9	22.1	2.5	买入
300003	乐普医疗	22.88	408	0.50	0.73	0.98	1.29	45.3	31.3	23.3	17.7	14.1	0.9	买入
000963	华东医药	30.82	449	1.22	1.51	1.87	2.31	25.3	20.4	16.5	13.4	21.8	0.9	买入
002007	华兰生物	36.1	336	0.88	1.21	1.50	1.80	40.9	29.8	24.0	20.0	16.7	1.1	买入
300294	博雅生物	27.99	121	0.82	1.08	1.44	1.84	34.0	25.9	19.4	15.2	14.7	0.8	买入
<b>港股组合</b>														
00570	中国中药	5.4	272	0.26	0.29	0.36	0.45	20.8	18.6	15.0	12.0	9.0	0.9	买入
01177	中国生物制药	7.05	887	0.17	0.24	0.30	0.37	41.5	29.4	23.5	19.1	24.5	1.0	买入
01093	石药集团	13.92	868	0.44	0.57	0.73	0.93	31.3	24.5	19.1	14.9	21.9	0.9	买入
01548	金斯瑞生物科技	12.96	238	0.11	0.13	0.16	0.19	117.8	99.7	81.0	68.2	10.5	5.0	买入
01302	先健科技	1.75	76	0.04	0.03	0.05	0.07	46.3	55.4	35.4	25.8	16.1	2.6	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

# 国信证券医药行业近期研究报告一览

报告日期	标题	报告类型
2019-02-11	静丙艾滋抗体阳性时间尚需静待最终调查结果	行业快评
2019-02-05	安科生物-300009-2018年报预告点评: GMP认证中期影响有限,	财报点评
2019-02-01	博雅生物-300294-2019年报预告点评: 符合预期, 行业库存进一步好转	财报点评
2019-02-01	乐普医疗-300003-2018年业绩预告点评: 业绩持续高增长, 降糖产品快速推进	财报点评
2019-01-29	先健科技-1302.HK-深度报告: 创新制胜	公司深度
2019-01-22	国信证券-医药生物2019年1月投资策略: 预期稳定, 估值恢复	行业投资策略
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	行业快评
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	行业快评
2019-01-17	血制品行业海外专题: 慢病驱动, 强者恒强	行业专题
2019-01-07	医药生物2019年投资策略: 创新才是硬道理	行业投资策略
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	公司快评
2019-01-02	迪安诊断-300244-重大事件快评: 增发完成迎来源头活水	公司快评
2019-12-05	丽珠集团-000513-深度报告: 绚丽明珠, 转型升级	公司深度
2019-10-31	金斯瑞生物科技-1548.HK-深度报告: 创新无价	公司深度
2019-08-27	华东医药-000963-深度报告: 慢病常青树, 根深在华东	公司深度

# 国信医药近期重点推荐报告

## ■ 公司深度报告——《华东医药-000963-深度报告：慢病常青树，根在华东》

- 慢病平台潜力巨大、流通龙头迎来机遇。医药工业：国内慢病管理龙头，内生增长提速。医药商业：增速拐点已至，2018H2增速触底回升。杭州中美华东是国内特色专科制剂龙头，受益于行业政策变革，内生增长提速，医药商业板块正处于业绩增速拐点，下半年触底回升。公司业绩增长稳健，边际持续向上，采用分部估值方法，参照可比公司，给予2019年医药工业30-32倍PE，医药商业13-15倍PE。**投资建议：**维持“买入”评级，一年期合理估值51.1~55.3元。

## ■ 公司深度报告——《金斯瑞生物科技-1548.HK-深度报告：创新无价》

- 全球基因合成领域的龙头企业，发展空间广阔。生物药研发外包业务和工业酶业务：更大的市场和新增长点。创新的价值——CAR-T细胞治疗进展令全球瞩目。估算原有业务及LCAR-B38M细胞疗法推进至二线治疗的价值合计约28.38-29.49港元。**投资建议：**考虑公司原有业务稳健发展，传奇的其它细胞治疗在研产品线价值未来也将逐步体现，安全边际高，市值向上弹性大，维持“买入”投资评级。

## ■ 公司深度报告——《丽珠集团-000513-深度报告：绚丽明珠，转型升级》

- 国内专科制剂龙头，转型期业绩有底。产品收入结构优化，基本面快速改善。看好“微球+单抗”两大研发平台，液体活检前景广阔。公司是国内专科制剂龙头企业，辅助生殖管线和消化道管线优势明显，公司转型期业绩有底，收入结构快速改善。公司正经历转型阵痛期，已进入历史估值低位，我们看好公司高壁垒产品管线、“微球+单抗”两大研发平台有望再次打造重磅品种，凭借公司优质销售渠道快速放量，公司精准医疗布局国内领先，转型期资金储备充足，具有外延并购预期。**投资建议：**通过分部估值法公司合理价值在38.9-41.7元，上调为“买入”评级。

## ■ 行业专题——《国信证券-血制品行业海外专题：慢病驱动，强者恒强》

- 缘起：中国血制品行业进入转折时刻，对标海外投资价值凸显。他山之石：全球血制品格局：CSL、Baxalta、Grifols三足鼎立。启示1：规模优势明显，依靠并购做大做强。启示2：发展路径多样，静丙在中国市场潜力巨大。**投资建议：**对标海外国内血制品估值具备吸引力，推荐买入华兰生物、天坛生物、博雅生物。

## ■ 公司深度报告——《先健科技-1302.HK-深度报告：创新制胜》

- 心血管微创介入医疗器械领军企业，研发创新促竞争舞台不断升级。里程碑式重磅产品陆续获批，带来未来3-5年的高速增长。完全自主创新的可吸收铁基支架具备引领可吸收材料支架的潜力。随着左心耳封堵器、心脏起搏器等重磅产品销售放量将带来3-5年的高业绩增长，若创新铁基支架未来获批将带来更大的市场规模和估值空间。**投资建议：**未来一年合理估值2.06-2.22港元，给予“买入”投资评级。

## 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

