



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

2019年3月医药行业投资策略

科创板落地有声，重点推荐创新产业链

西南证券研究发展中心

2019年3月

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

邮箱：ctl@swsc.com.cn

分析师：陈进

执业证号：S1250517100002

电话：021-68416017

邮箱：cj@swsc.com.cn

分析师：何治力

执业证号：S1250515090002

电话：023-67898264

邮箱：hzl@swsc.com.cn

核心观点

科创板顶层设计高度前所未有，且推动进度超预期。医药生物为国家战略性行业，产品创新壁垒高，收益大，但同时也面临着研发投入大、周期长等风险。自从2015年以来国家出台了系列政策鼓励创新，不仅传统企业也加大了研发投入，而且创新型生物医药企业也不断涌现。本次科创板设立对医药行业意义重大，不仅加快医药产业升级，创新药械和创新治疗技术等细分领域将加速发展；而且对创新药产业链，尤其创新药标的估值形成较大影响，相关上市标的股权价值重估和A股创新相关标的估值提升。

相对于其它消费板块，当前医药板块在估值上也较具吸引力。虽然仿制药带量采购持续推进，但对市场情绪的影响已经比较有限。在坚持“轻药重医”的方向下，我们认为创新药产业链仍将是长期不衰主题，同时在医疗产业链中，我们重点选择政策相对友好增速有保障的医疗设备、2C器械及医疗服务等领域。重点推荐如下：

◆**科创板相关个股**：具体选择三大方向：a、创新属性明显，或在科创板上市；b、参控股公司或可上科创板的；c、可映射创新药及服务产业链标的。重点推荐北陆药业（300016）、复星医药（600196）、泰格医药（300347）和药明康德（603259）等；

◆**创新产业链**将是长期主题。重点推荐恒瑞医药（600276）、药石科技（300725）、昭衍新药（603127）、艾德生物（300685）和贝瑞基因（000710）等；

◆**偏消费药品**：重点推荐智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、长春高新（000661）和片仔癀（600436）等；

◆**政策相对友好、增长有保障的医疗产业链**：重点推荐迈瑞医疗（300760）、万东医疗（600055）、鱼跃医疗（002223）、健帆生物（300529）和欧普康视（300595）等。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

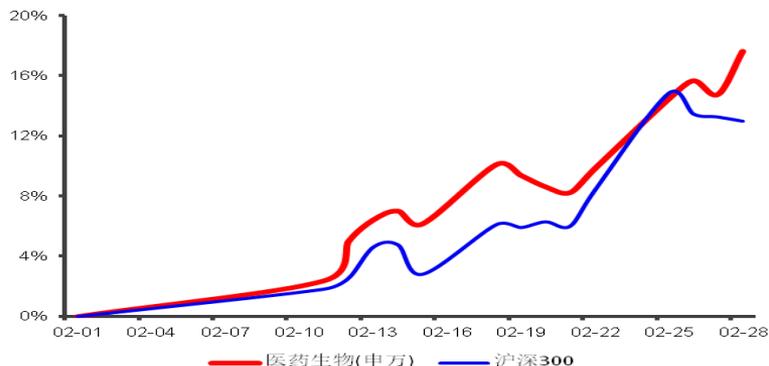
3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

4 2019年2月医药行业投资策略及标的

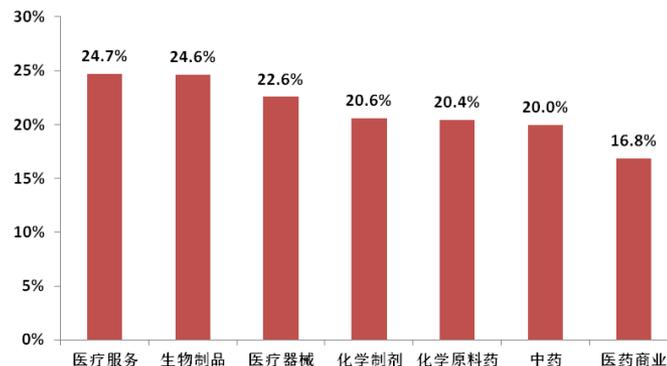
1 医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现

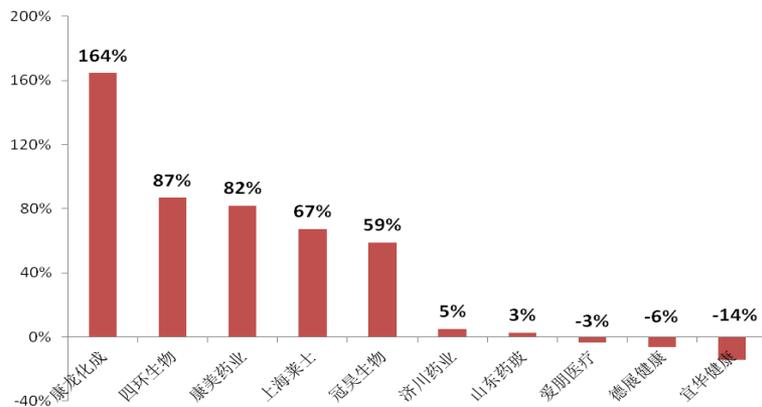
医药指数相对沪深300走势



医药子行业二级市场涨跌幅



医药个股涨跌幅排名



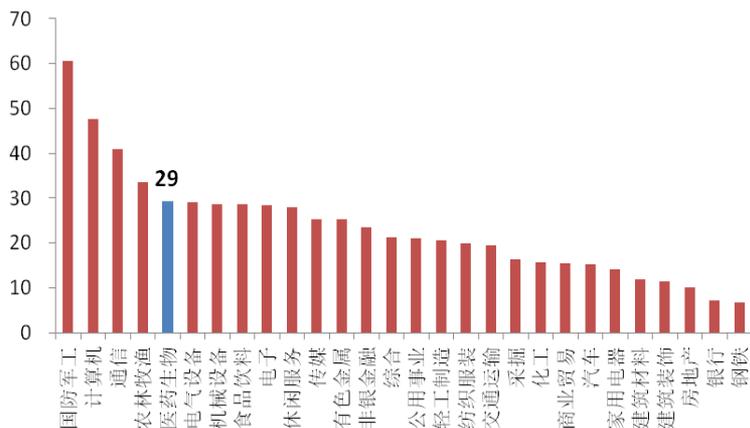
数据来源: Wind, 西南证券整理

- ◆ 2019年2月申万医药指数上涨17.6%，跑赢沪深300指数4.6个百分点。
- ◆ 按流通市值加权计算，2019年2月医药行业子板块均为上涨，其中医疗服务涨幅最大（+24.7%），医药商业涨幅最小（+16.8%）。
- ◆ 2019年2月医药上市公司中涨幅最大的分别为康龙化成（新股，+164%）、四环生物（+87%）、康美药业（+82%），跌幅最大的为宜华健康（-14%）、德展健康（-6.3%）、爱朋医疗（-3.4%）。

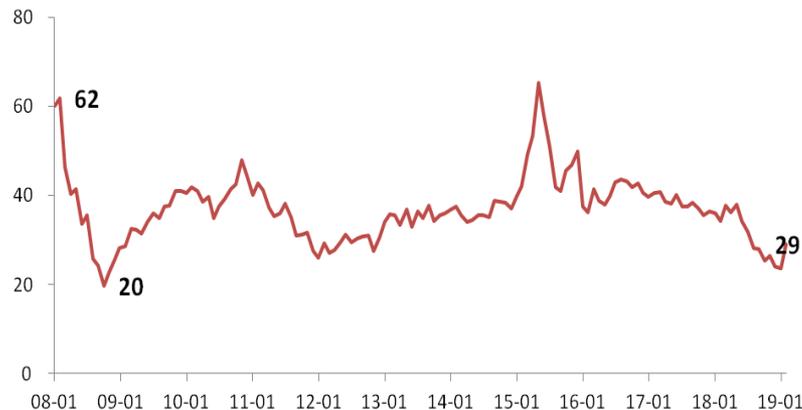
1 医药行业回顾表现

1.2 医药行业市盈率和溢价率出现明显回落，比较具有吸引

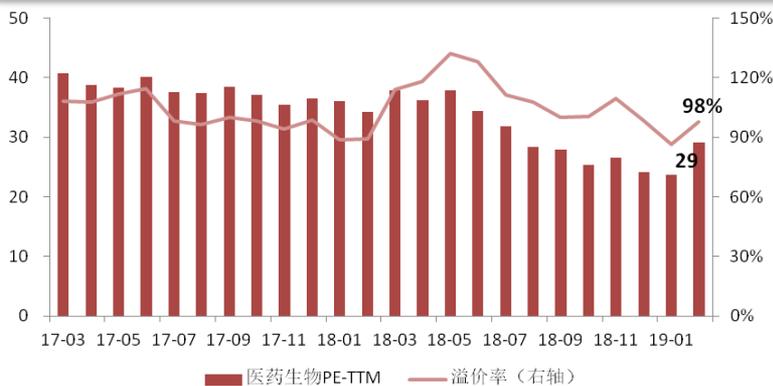
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药历史市盈率变化趋势（TTM整体法）



申万医药市盈率及与A股溢价率



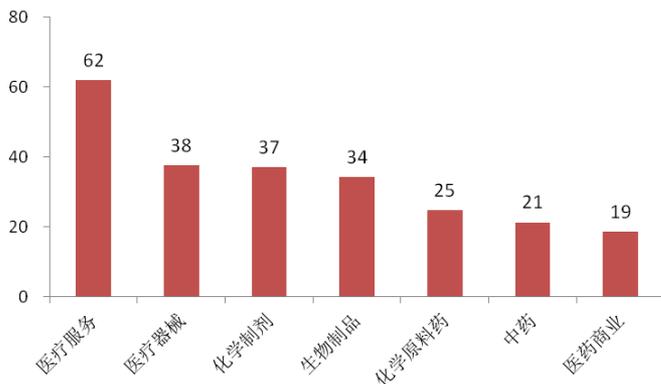
- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为29倍，在申万一级行业中处于中等水平，但较上月排名提升三位。
- ◆ 纵向看：2008年以来医药行业PE(TTM)区间为20-62倍，平均值37倍，目前为29倍，处在历史底部、医药估值偏低。
- ◆ 医药行业相对于全部A股估值溢价率为98%，环比上涨12.7个百分点。

数据来源：Wind，西南证券整理，均为剔除负值
www.swsc.com.cn

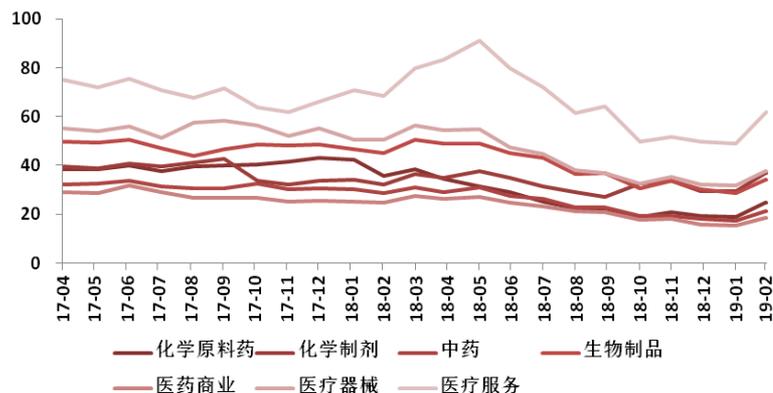
1 医药行业回顾表现

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

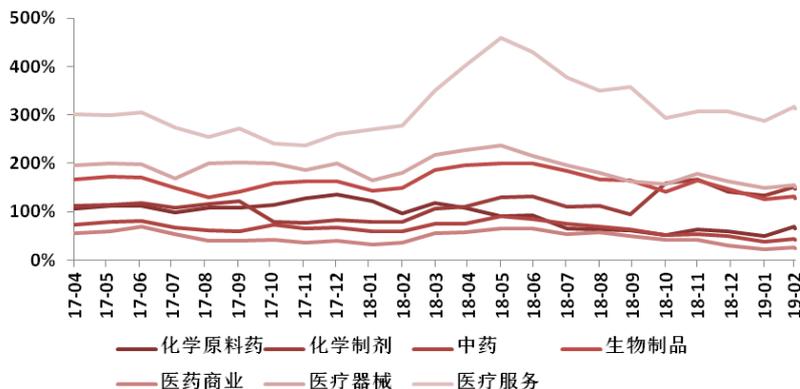
申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



申万医药子行业历史市盈率变化趋势



申万医药子行业相对A股的溢价率



- ◆ 横向看：医疗服务（62倍）和医疗器械（38倍）的PE(TTM)最高，中药（21倍）和医药商业（19倍）市盈率最低。
- ◆ 纵向看：各板块估值在2月份均为上升趋势；与此同时，各子板块相对A股溢价率均呈现上升趋势。
- ◆ 西南证券医药观点：本轮估值回升，行业基本面无明显变化，与市场预期趋稳有关。

数据来源：Wind, 西南证券整理

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

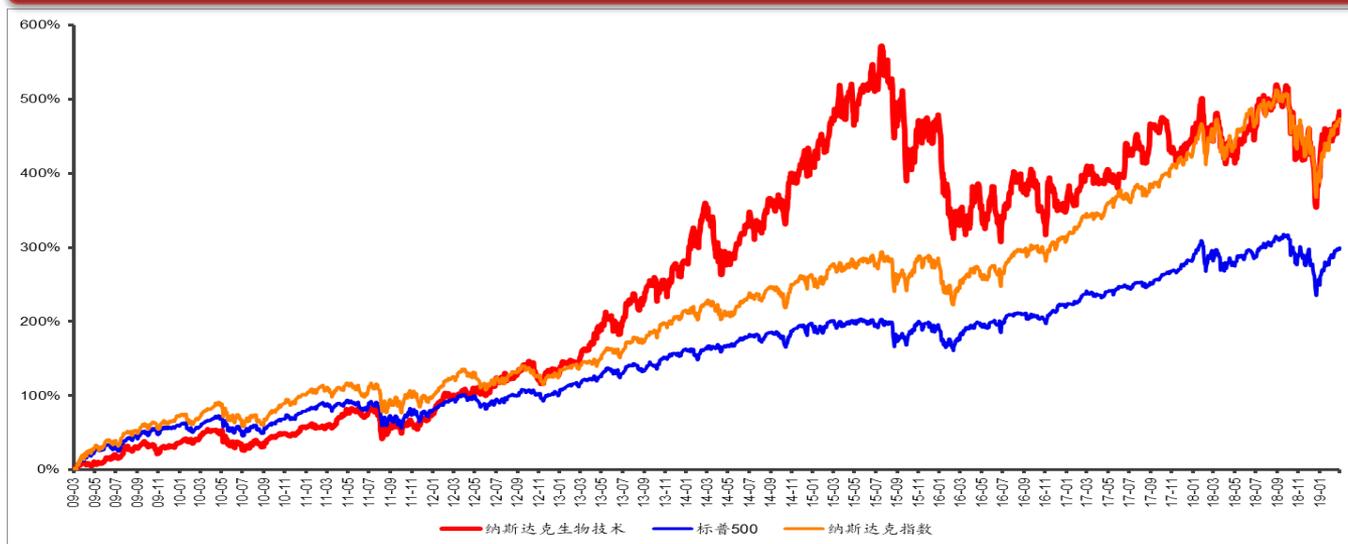
4 2019年2月医药行业投资策略及标的

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.1 科创板设立对医药行业创新发展具有战略性意义

- **科创板上市条件轻盈利重研发，重点提及生物医药类企业**：标准2要求企业近三年研发投入营收占比不低于15%；标准5要求医药企业至少取得一项1类新药二期临床批件。
- **科创板或可对标纳斯达克，医药为纳斯达克第一子行业**：1) 纳斯达克以新兴行业为主，上市企业数量占比前三大行业分别为医疗保健、金融和科技；2) 近10年纳斯达克医药指数与标普500相比受益更高，与纳指相比弹性更高；3) 科创板企业定位科技创新，重研发轻盈利，创新性医药企业或位列科创板子行业前列。

近10年纳斯达克生物技术Vs 标普500和纳斯达克指数



数据来源：wind，西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.1 科创板设立对医药行业创新发展具有战略性意义

医药行业为国家战略性行业，自从2015年以来，国家出台了系列政策鼓励创新。目前国内涌现了一批创新型生物医药企业，同时传统企业也加大了研发投入，向创新转型，国内医药产业正向创新崛起。虽然医药行业创新产品壁垒高，收益大，但同时也具有研发投入大、周期长和风险高等特点，中小型创新型生物医药企业作为中国医药产业的未来，我们认为科创板的设立对医药行业具有战略性意义，主要体现在两方面：

- ◆对产业：为创新型生物医药企业提供投融资平台，可引导一二级市场资源配置，从而加快医药产业升级，助力中国生物医药产业向创新崛起，即以创新药械和创新治疗技术等细分领域将加速发展；
- ◆对市场：生物医药创新估值与国际接轨，A股估值体系有望重塑，即创新药械和创新治疗技术企业的估值将进一步与仿制药和低端医疗器械拉开差距，医药行业或迎新一轮重大投资机会。

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.2 政策密集出台，行业创新发展方向明确

近年来，政府及CFDA不断改进与完善审批制度，关于药物审评审批出台了系列政策，整体监管思路为提高质量，创新导向，向欧美靠齐，上游格局有望巨变。

创新系列政策：

- ❑ 2015年7月：临床试验数据核查：先打假，净化创新环境；
- ❑ 2015年11月：推出MAH（上市许可人持有制度）：为创新松绑；
- ❑ 2016年2月：推出优先审评审批政策：为创新开绿色通道；
- ❑ 2016年3月：化药注册分类改革：以疗效为标准定义创新药；
- ❑ 2017年6月：加入ICH：国内国外新药有望同步上市，打开全球发展空间；
- ❑ 2017医保目录调整和医保目录价格谈判：医保全力支持创新药放量；
- ❑ 2017年10月8日中央办公厅和国务院办公厅发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，**顶层文件指明医药行业发展最大方向，创新药迎来最佳发展环境。**

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.2 政策密集出台，行业创新发展方向明确

- 近年国内研发申报数量快速增长。2014-2017年，经历了2015年“722”事件与2016年的新化药分类改革，国内创新药研发势头已经不可阻挡，2017年CDE受理了国内企业112个创新药的IND，创历史之最，预计2018全年将有110个左右（截止10月底已有85个），与2017年基本持平。
- 生物制品近两年未受分类改革影响，从受理的生物制品IND数量分析，2016-2017年也是处于历史最高水平，2018年全年预计与2017年数量基本持平。

2014-2018E国内化学创新药IND受理数量



2013-2018E国内生物制品IND受理数量



数据来源：药智网，西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.2 政策密集出台，行业创新发展方向明确

- 2016年2月优先审评政策出台：截止2018年10月，共计34批次710个申请纳入优先审评，至2018年10月有80个品种（按照通用名，约200件注册申请）已获得生产批准。
- **优先审批对创新药上市加速效果明显**：1）根据Insight数据统计，优先审评能将NDA上市申请从原来的平均51个月缩短为17个月左右（承办日至 获批历时）。2）若以优先审评公示日期计算，公示日期至获批历时平均用时8.8月，大幅短于17个月。

近两年部分优先审评获批品种信息

| 产品名称 | 生产企业 | 承办时间 | 公示时间 | 获批时间 | 公示至获批历时（日） |
|-----------|--------|------------|------------|------------|------------|
| 卡泊芬净 | 恒瑞医药 | 2012/12/26 | 2016/10/10 | 2017/1/11 | 93 |
| 来那度胺 | 双鹭药业 | 2015/1/19 | 2016/10/10 | 2017/11/21 | 103 |
| 阿法替尼 | 勃林格殷格翰 | 2016/2/29 | 2016/10/10 | 2017/2/21 | 134 |
| 帕立骨化醇 | 恒瑞医药 | 2013/10/16 | 2016/10/10 | 2018/2/2 | 480 |
| 安罗替尼 | 正大天晴 | 2017/3/16 | 2017/4/27 | 2018/5/8 | 376 |
| 吉非替尼 | 齐鲁制药 | 2014/1/26 | 2016/10/10 | 2016/12/23 | 74 |
| 帕瑞昔布钠 | 科伦药业 | 2013/8/7 | 2016/10/10 | 2017/11/21 | 407 |
| 索磷布韦片 | 吉利德 | 2017/3/15 | 2017/3/29 | 2017/9/20 | 175 |
| 枸橼酸托法替布片 | 辉瑞 | 2015/12/31 | 2016/10/10 | 2017/3/10 | 151 |
| 注射用艾普拉唑钠 | 丽珠集团 | 2016/6/29 | 2016/10/28 | 2017/12/28 | 426 |
| 醋酸加尼瑞克注射液 | 正大天晴 | 2015/9/21 | 2016/10/10 | 2018/2/2 | 480 |

数据来源：CFDA、西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.3 国内创新药进展：小分子化药和大分子生物药已初步进入收获阶段

- 经过初期积累，国内药企已进入初步的收获期，以恒瑞为首的创新药2018年有多个创新产品获批。
- 2018年，国内多家药企提交申报创新药上市申请，2019年国内创新药将有集中收获。

2018年获批与申报上市国产创新药信息（截止2018年11月7日）

| 序号 | 已获批产品名称 | 获批时间 | 适应症 | 所属企业 | 2018年销售额预测 |
|----|-----------------|---------|-----|--------|------------|
| 1 | 重组高效抗肿瘤抗病毒蛋白注射液 | 2018.04 | 抗肿瘤 | 杰华生物 | — |
| 2 | 安罗替尼 | 2018.05 | 抗肿瘤 | 正大天晴 | 8-10亿 |
| 3 | 硫培非格司亭 | 2018.05 | 抗肿瘤 | 恒瑞医药 | 约1亿 |
| 4 | 丹诺瑞韦 | 2018.06 | 抗丙肝 | 歌礼药业 | 约2亿 |
| 5 | 吡咯替尼 | 2018.08 | 抗肿瘤 | 恒瑞医药 | 约2亿 |
| 6 | 呋喹替尼 | 2018.09 | 抗肿瘤 | 和记黄埔 | — |
| 序号 | 申报上市产品 | 申报时间 | 适应症 | 所属企业 | 预计获批时间 |
| 1 | 特瑞普利单抗（PD-1） | 2018.03 | 抗肿瘤 | 君实生物 | 2018.12 |
| 2 | 卡瑞利珠单抗（PD-1） | 2018.04 | 抗肿瘤 | 恒瑞医药 | 2018.12 |
| 3 | 信迪利单抗（PD-1） | 2018.04 | 抗肿瘤 | 信达生物 | 2018.12 |
| 4 | 艾维替尼 | 2018.06 | 抗肿瘤 | 浙江埃森药业 | 2019.Q3 |
| 5 | KW-136胶囊 | 2018.06 | 抗丙肝 | 北京凯因科技 | 2019.Q3 |
| 6 | 氟马替尼 | 2018.07 | 抗肿瘤 | 豪森药业 | 2019.Q3 |
| 7 | 盐酸拉维达韦片 | 2018.08 | 抗丙肝 | 歌礼药业 | 2019.Q3 |
| 8 | 赞布替尼 | 2018.09 | 抗肿瘤 | 百济神州 | 2019.Q3 |
| 9 | 替雷利珠单抗（PD-1） | 2018.09 | 抗肿瘤 | 百济神州 | 2019.Q3 |

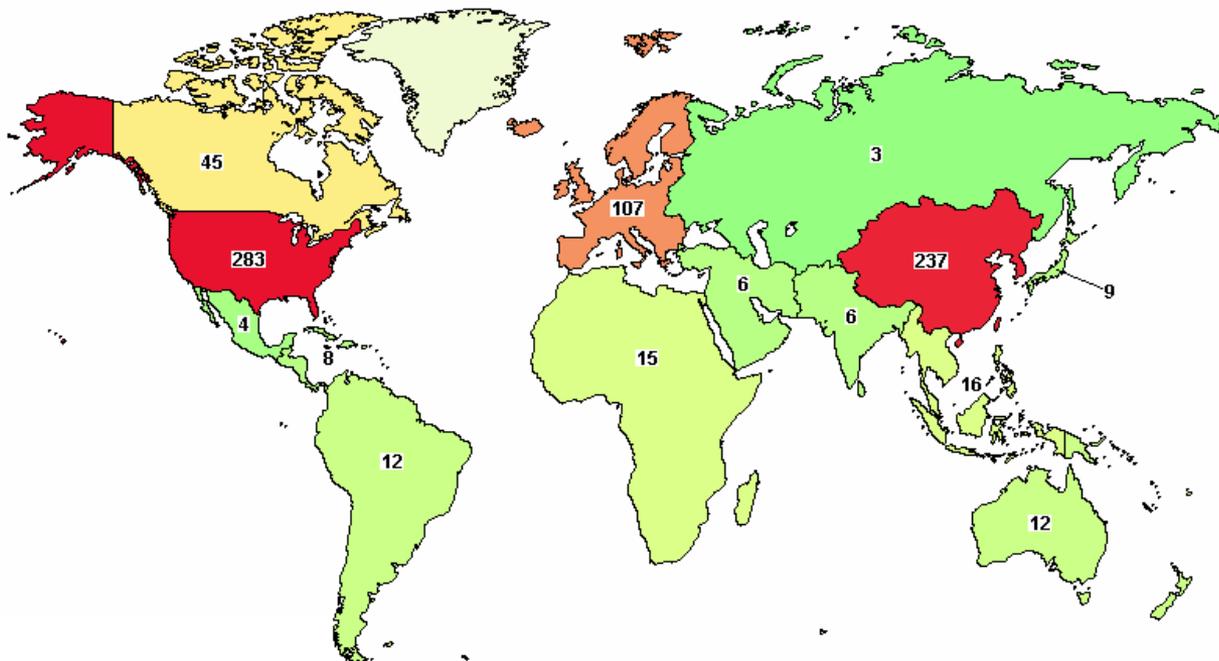
数据来源：药智网，西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.4 国内创新药进展：中国细胞治疗等先进治疗技术已达到国际前列

- CAR-T细胞治疗：目前世界范围内CAR-T细胞治疗在研项目共709项，主要分布在美国、中国以及欧洲，其中中国在研237项，占比33.4%，在研发规模和临床试验方面已经达到国际前列。

世界范围内CAR-T研发分布（截止2019年3月3日）



数据来源: Clinicaltrials, 西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.4 国内创新药进展：中国细胞治疗等先进治疗技术已达到国际前列

□ 国内多家生物公司已按照药品方式申报CAR-T产品

国内按照新报申报的CAR-T细胞产品

| 受理号 | 名称 | 企业名称 | 承办日期 |
|-------------|---------------------------------------|----------|------------|
| CXSL1700201 | LCAR-B38M细胞制剂 | 南京传奇生物 | 2017/12/11 |
| CXSL1700122 | 抗CD19分子嵌合抗原受体修饰的自体T淋巴细胞注射液 | 北京马力喏生物 | 2017/12/21 |
| CXSL1700193 | 抗人CD19 T细胞注射液 | 上海恒润达生生物 | 2017/12/25 |
| CXSL1700203 | 靶向磷脂酰肌醇蛋白多糖-3嵌合抗原受体修饰的自体T细胞 | 科济生物 | 2017/12/28 |
| CXSL1700216 | 靶向CD19自体嵌合抗原受体T细胞输注剂 | 博生吉 | 2018/1/8 |
| CXSL1800002 | JWCAR029 (CD19靶向嵌合抗原受体T细胞) | 上海明聚生物 | 2018/1/12 |
| CXSL1800006 | CD19自体基因编辑T细胞注射液 白介素 6 分泌功能敲减的靶向 | 上海优卡迪生物 | 2018/1/31 |
| CXSL1800005 | CD19 自体基因编辑T细胞注射液 | 上海优卡迪生物 | 2018/1/31 |
| CXSL1800008 | CD19嵌合抗原受体工程化T细胞注射液 | 上海优卡迪生物 | 2018/2/6 |
| CXSL1800009 | CD269嵌合抗原受体工程化T细胞注射液 | 上海优卡迪生物 | 2018/2/26 |
| CXSL1800017 | IM19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液 (IM19CAR-T 细胞注射液) | 北京艺妙医疗科技 | 2018/2/13 |
| CXSL1800021 | pCAR-19B 细胞自体回输试剂 | 重庆精准生物 | 2018/2/6 |

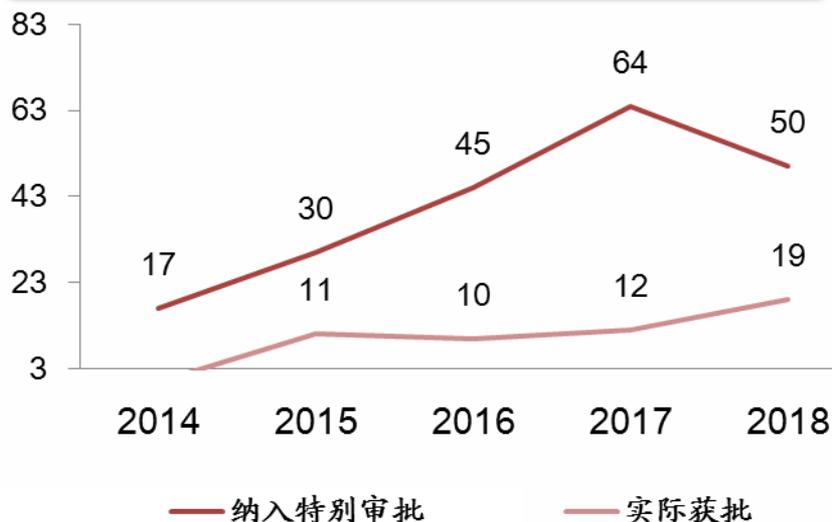
数据来源：药智网，西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.5 国内创新器械进展：特殊及重大审评加速，NGS等细分领域正陆续突破

- 2018年，医疗器械技术审评中心（CMDE）一共公示了15批创新医疗器械特别审批申请审查结果，一共同意将50个申请项目纳入创新医疗器械特别审查程序；
- 相比2017年的64个，同比减少了21.9%。同时，有19个创新医疗器械产品通过该程序获批上市，相比于2017年的12个增加了58.3%；
- 截至2018年底，通过优先审批上市的医疗器械共有5个。

2014-2018国内创新药获批数量



通过医疗器械优先审批程序获批上市的产品

| 产品名称 | 注册证编号 | 获批时间 | 申请人 | 同意理由 |
|---------------|-------------------------|-----------|--------|------------|
| 中空纤维膜血液透析过滤器 | 国械注册 20183450 207 | 2018/5/28 | 成都欧塞医疗 | 列入国家重点研发计划 |
| 风疹病毒IgG抗体检测试剂 | 国械注册 20183400 062 | 2018/2/27 | 广州万孚生物 | 列入国家重点研发计划 |
| 麻疹病毒IgG抗体检测试剂 | 国械注册 20183400 063 | 2018/2/27 | 广州万孚生物 | 列入国家重点研发计划 |

数据来源：健康界，西南证券整理

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

2.5 国内创新器械进展：特殊及重大审评加速，NGS等细分领域正陆续突破

- 2018年下半年，我国肿瘤NGS检测领域喜讯连连。燃石医学、诺禾致源、世和基因以及艾德生物四家诊断公司开发的肿瘤NGS检测试剂盒，先后在不到五个月内获得我国监管部门批准。
- 四家公司的肿瘤NGS检测产品均拿到“创新医疗器械”这一加速条件，这无疑加速了这一类NGS产品的获批速度。

2018国内NGS获批的四大企业



数据来源：测序中国，西南证券整理

产品具体情况

| | 燃石医学 Burning Rock Dx | Novogene 诺禾致源 | GENESEEN 世和基因 | AmoyDx 艾德生物 |
|---------|--|---|--|--|
| 获批日期 | 2018年7月23日 | 2018年8月13日 | 2018年9月30日 | 2018年11月20日 |
| 覆盖基因 | EGFR、ALK、BRAF、KRAS | EGFR、KRAS、BRAF、PIK3CA、ALK、ROS1 | EGFR、ALK、ROS1、BRAF、KRAS | EGFR、ALK、ROS1、RET、KRAS、NRAS、PIK3CA、BRAF、HER2、MET |
| 适用癌种 | 非小细胞肺癌 | 非小细胞肺癌 | 非小细胞肺癌 | 非小细胞肺癌、结直肠癌 |
| 组织类型 | FFPE样本 | FFPE样本 | FFPE样本 | FFPE样本 |
| 核酸类型 | DNA | DNA+RNA | DNA | DNA |
| 探针/引物类型 | RNA探针 | DNA引物 | DNA探针 | DNA探针 |
| 最低检测限 | 50 ng DNA 样本突变频率低至 2% 的EGFR/BRAF/KRAS基因突变； 突变频率低至 10% 的ALK 基因融合突变 | 10 ng DNA 样本突变频率低至 5% 的突变(包括点突变和插入缺失突变)； 30 ng RNA 样本低至 100 个的融合拷贝 | 250ng DNA 样本突变频率低至1% 的EGFR /ROS1 /BRAF /KRAS /HER2基因突变； 突变频率低至 2.5 %的ALK 基因融合突变 | 30ng DNA样本突变频率低至1%的突变(点突变、插入缺失突变、基因重排) |

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

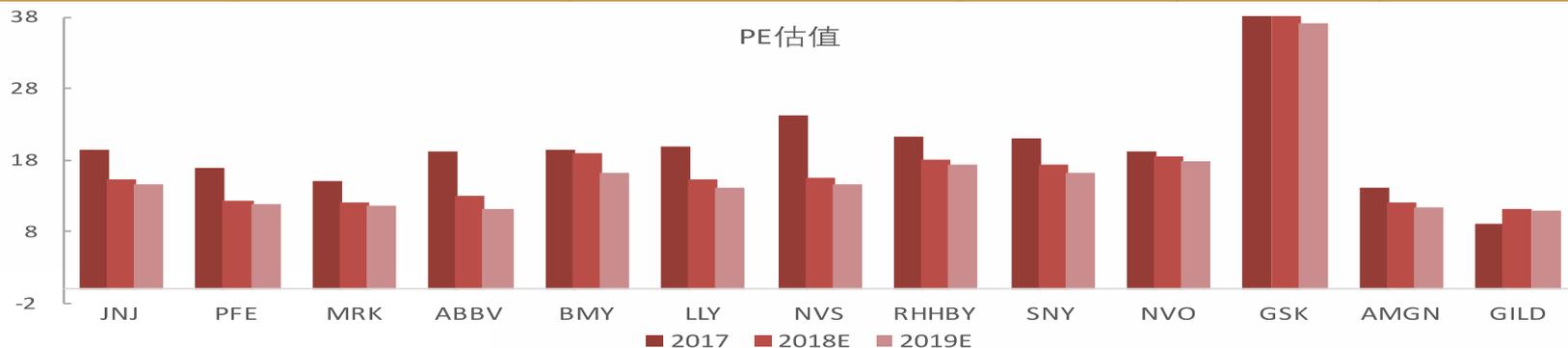
4 2019年2月医药行业投资策略及标的

3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

3.1 海外创新药估值，PE指标失灵：海外大药企平均PE仅为20倍

美国上市的全球医药巨头（13家）平均PE估值

| 序号 | 公司 | 公司名（中文） | 代码 | PE | | |
|----|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2017 | 2018E | 2019E |
| 1 | 强生 | JNJ | 19.45 | 15.42 | 14.62 | |
| 2 | 辉瑞制药 | PFE | 16.98 | 12.26 | 11.86 | |
| 3 | 默克 | MRK | 15.17 | 12.19 | 11.55 | |
| 4 | 艾伯维 | ABBV | 19.13 | 13.03 | 11.19 | |
| 5 | 百时美施贵宝 | BMJ | 19.45 | 18.97 | 16.16 | |
| 6 | 礼来 | LLY | 19.98 | 15.38 | 14.10 | |
| 7 | 诺华 | NVS | 24.23 | 15.64 | 14.58 | |
| 8 | 罗氏 | RHHBY | 21.34 | 17.99 | 17.34 | |
| 9 | 赛诺菲安万特 | SNY | 21.13 | 17.49 | 16.23 | |
| 10 | 诺和诺德 | NVO | 19.19 | 18.60 | 17.93 | |
| 11 | 葛兰素史克 | GSK | 42.03 | 38.46 | 37.06 | |
| 12 | 安进 | AMGN | 14.15 | 12.08 | 11.49 | |
| 13 | 吉利德科学 | GILD | 9.19 | 11.22 | 10.96 | |
| | 平均值 | | 20.11 | 16.82 | 15.77 | |

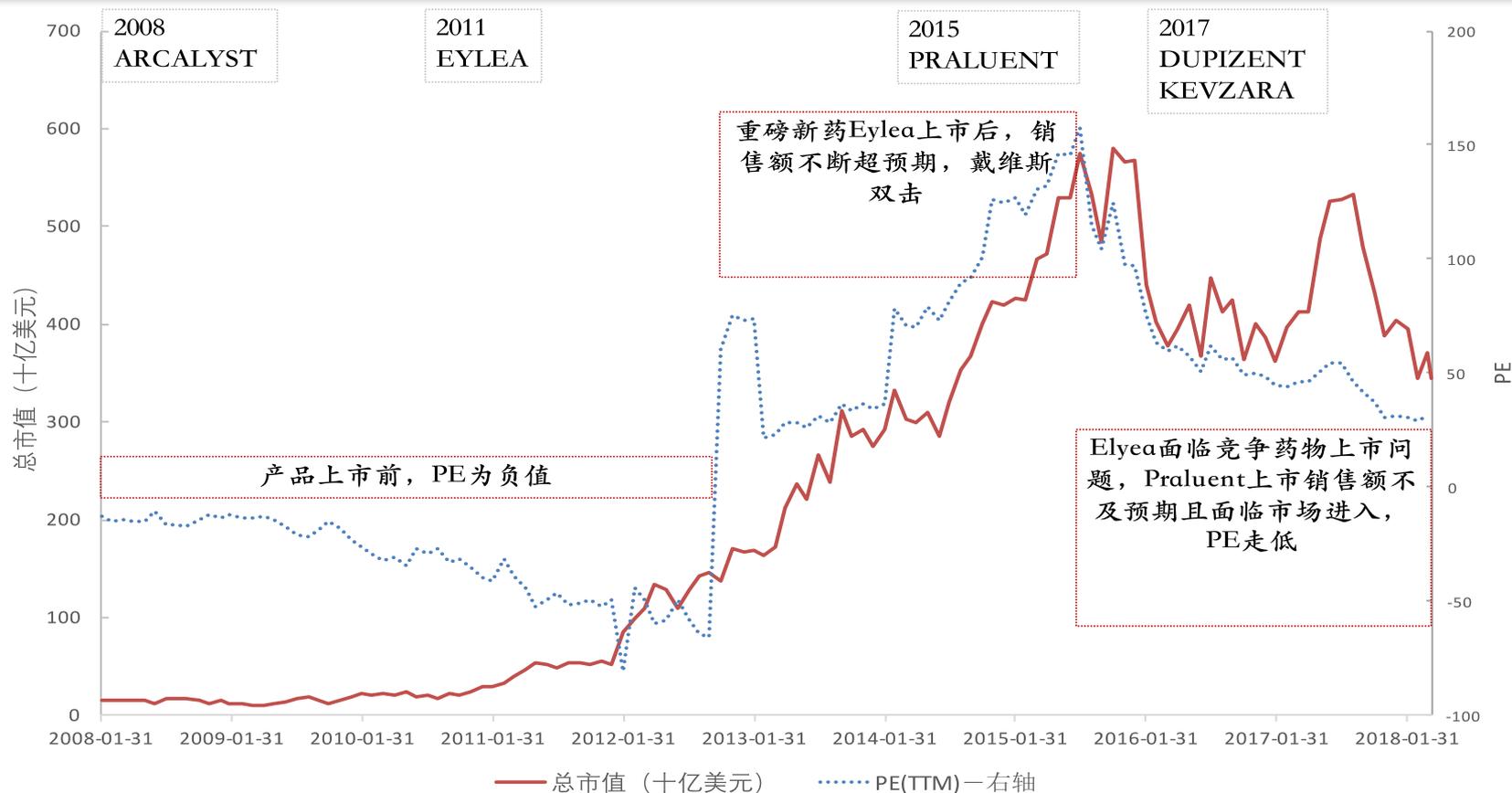


数据来源：wind，西南证券整理

3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

3.1 海外创新药估值，PE指标失灵：创新药企不同时期PE区间差异极大

Regeneron历史股价分析



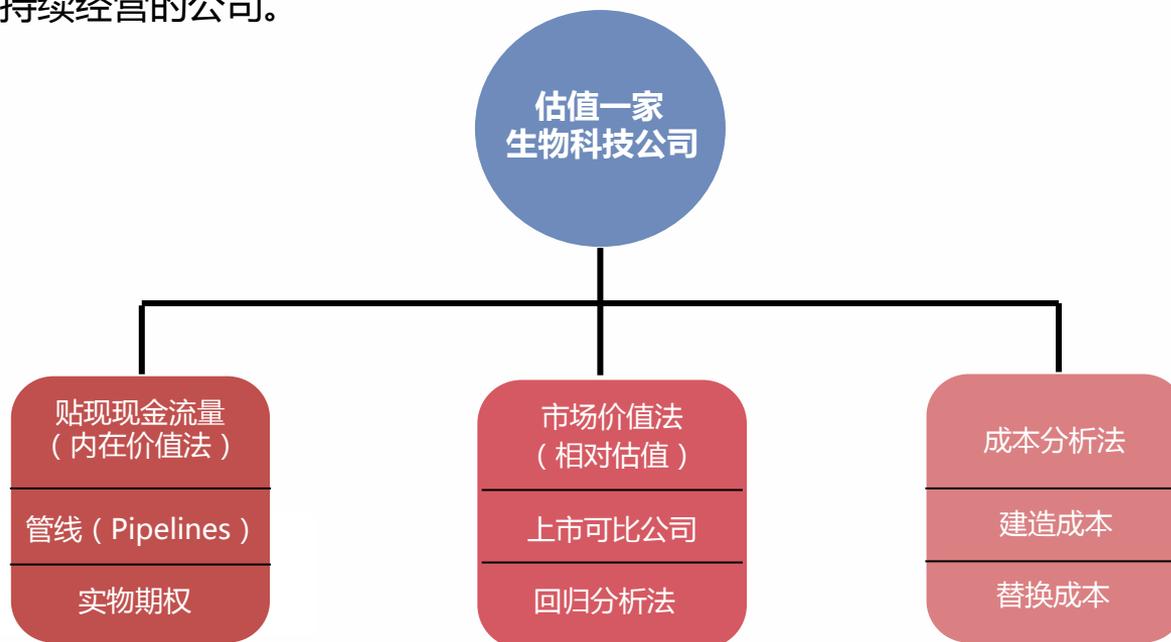
数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

3.2 海外创新药估值体系：底层逻辑核心为DCF

常见估值方法

- 内在估值法：贴现现金流量法（DCF）是内在估值的一种形式，是对估值建模最为详细和彻底的方法。
- 市场价值法：这是一种相对估值方法，在生物科技行业中经常使用。
- 成本分析法：成本分析法关注一项交易或工程的建造成本，财务专业人员不常使用这种方法来评估仍在持续经营的公司。

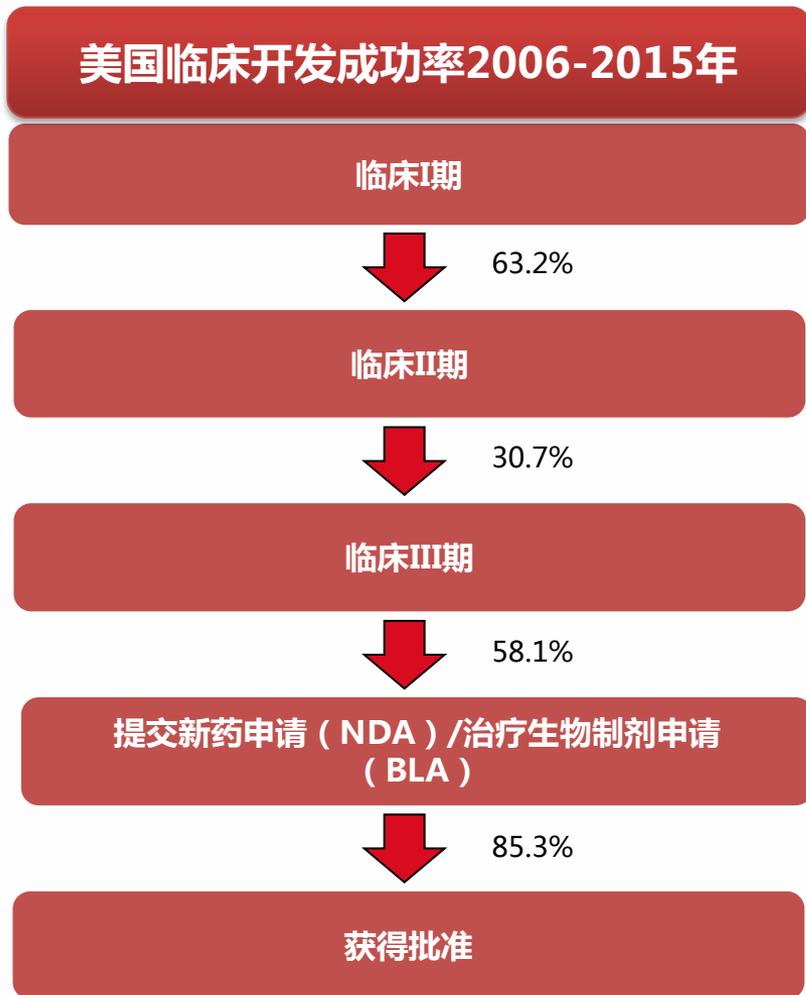


3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.2 海外创新药估值体系：管线估值理论

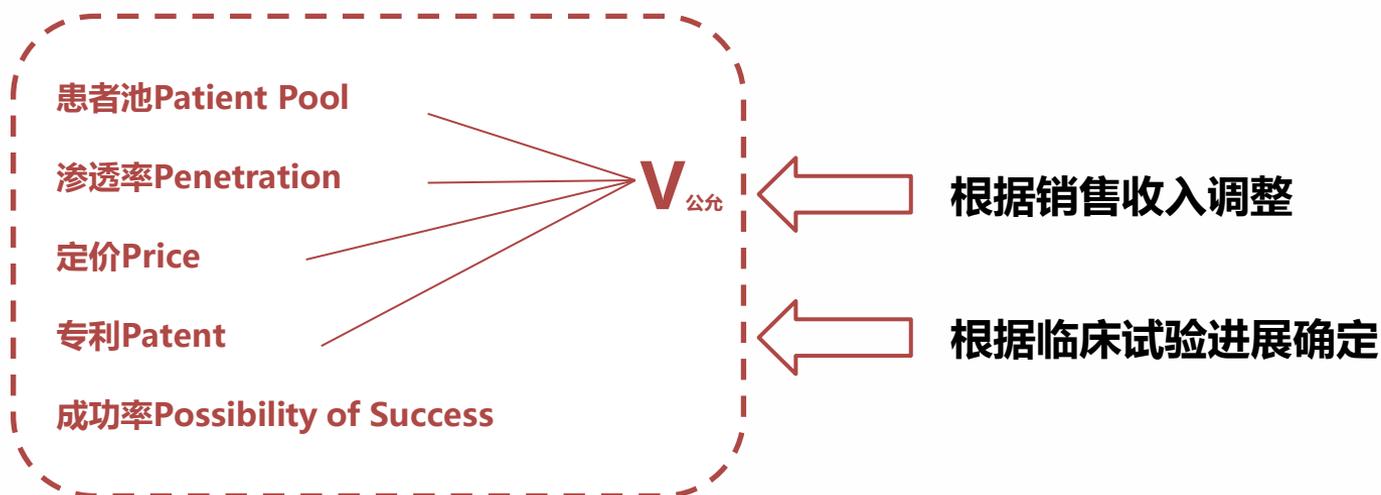
- 管线估值是全球流行的评估生物科技公司的估值方法。管线评估中需要考虑两个关键因素：
 - 公司正在开发的产品数量：成败完全依赖一种产品的公司比开发多种产品的公司具有更高的风险。
 - 产品所处的开发阶段：这将有助于评估师估计产品上市前的时间长短以及产品推向市场的可能性。
- 药物开发和批准过程
 - 海外从I期临床试验到成功获得批准的平均概率仅为9.6%。

美国临床开发成功率2006-2015年



3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.2 海外创新药估值体系：5P估值模型



$$V_{公允} = \sum_{i=T_0}^{T_n} \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF_c}{(1+r)^{T_n}}$$

Drug Value = P × $V_{公允}$

T_n ：存续时间，也可假设按一定速率永续衰减

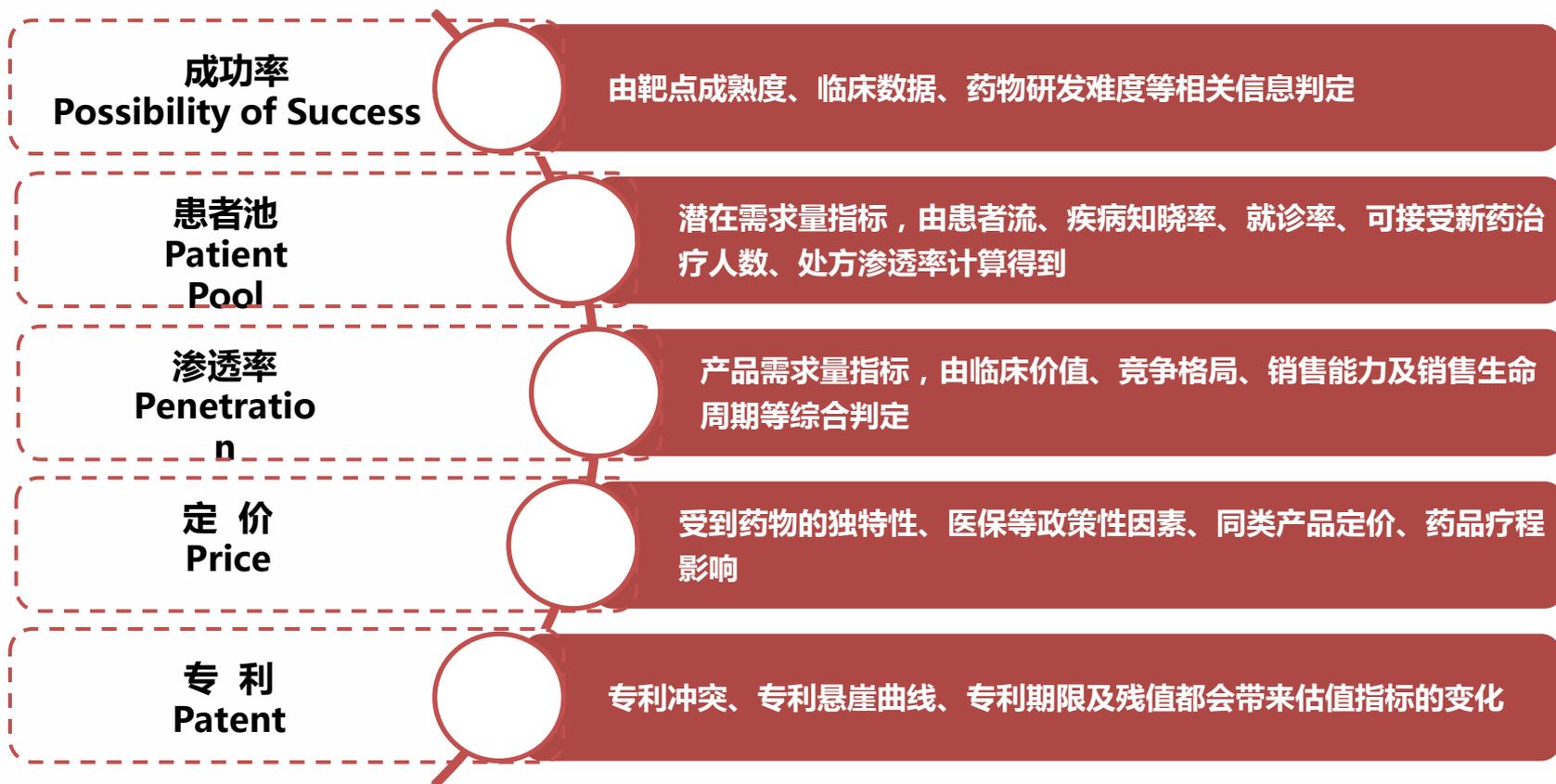
CF_i ：专利到期前自由现金流

CF_c ：专利到期后自由现金流

P：上市概率

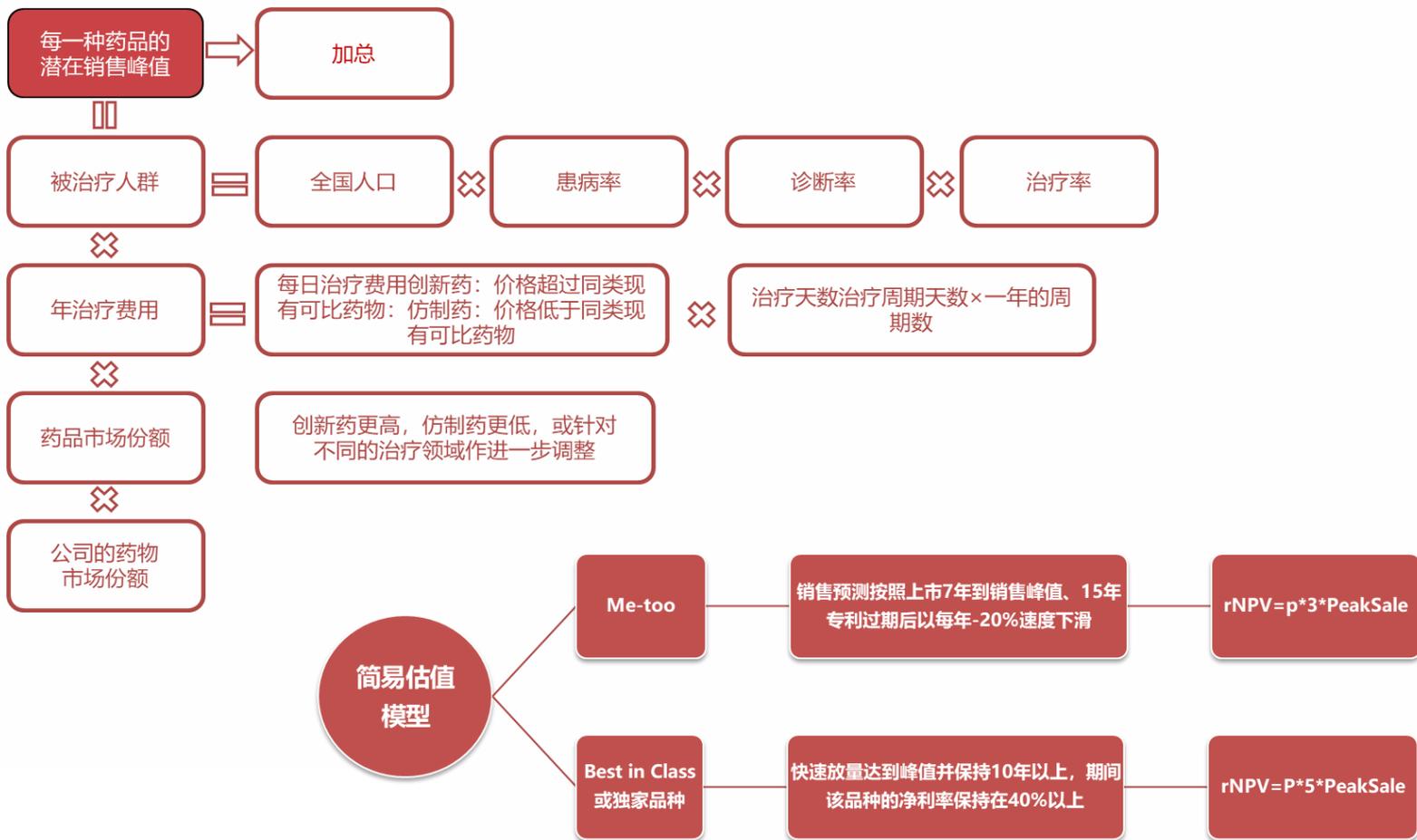
3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.2 海外创新药估值体系：5P估值模型



3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.2 海外创新药估值体系：基于5P估值模型的销售预测及简易模型



3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.2 海外创新药估值体系国内借鉴：恒瑞医药

潜力产品估值参照：海外并购产品案例

| 产品名称 | 收购时间 | 收购/被收购企业 | 收购时状态 | 收购金额/p (亿美元) | 峰值销售额预测/s | p/s |
|---------------------|------|----------------------------|----------|--------------|-----------|-----|
| 已上市 | | | | | | |
| Xtandi | 2016 | 辉瑞/Medivation | 已上市 | 140 | 50 | 2.8 |
| Crisaborole | 2016 | 辉瑞/Anacor | 已上市 | 52 | 20 | 2.6 |
| Benlysta | 2012 | GSK/HGS | 已上市 | 30 | 10 | 3 |
| Abraxane | 2010 | Celgene/Abraxis BioScience | 已上市 | 29 | 12 | 2.4 |
| Lipitor | 2000 | 辉瑞/华纳-兰伯特 | 已上市 | 900 | 130 | 6.9 |
| 已上市平均 (p/s) | | | | | | 3.1 |
| Ozanimod | 2015 | Celgene/Receptos | 临床 III 期 | 72 | 40 | 1.8 |
| Lesinurad | 2013 | 阿斯利康/Ardea | 临床 III 期 | 12.6 | 5.8 | 2.2 |
| Acalabrutinib | 2015 | 阿斯利康/Acerta | 临床 II 期 | 70 | 50 | 1.4 |
| Humira | 2000 | 雅培/诺尔药业 | 临床 II 期 | 69 | 20 | 3.5 |
| Sovaldi | 2011 | 吉利德/Pharmasset | 临床 II 期 | 110 | 30 | 3.7 |
| 临床 II、III 期平均 (p/s) | | | | | | 2.5 |
| X (p/s) | | | | | | 2.9 |

潜力品种空间预测（恒瑞医药为例）

| 序号 | 产品名称 | 上市概率 | 适应症 | 新增/适用患者 数量/人 | 使用成本 | 峰值渗透率/ 使用人次 | 峰值销售额 (亿元) | 相对 估值 |
|----|---------------------|------|----------------------------|-----------------|-----------------------------|----------------|---------------|----------|
| 1 | 注射用 SHR-1210 (PD-1) | 100% | 非小、肝癌、胃癌等多瘤种 | 40 万 | 12.5 万/人 | 10% | 50 | 200.0 |
| 2 | 磷酸格列汀片 | 100% | 2 型糖尿病 | 4000 万 | 10 元/天 | 1% | 14.6 | 58.4 |
| 3 | 精氨酸羟酪素片 | 80% | 2 型糖尿病 | 4000 万 | 7 元/天 | 1% | 10.2 | 32.6 |
| 4 | 注射用甲苯磺酸瑞马唑仑 | 80% | 麻醉药 | 4600 万人次 | 1000 元/人次 | 5% | 23 | 73.6 |
| 5 | 海曲泊帕乙醇胺片 | 80% | ITP | 5.5 万 | 6 万/人 | 30% | 10 | 32.0 |
| 6 | SHR7390 片 | 80% | 黑色素瘤、乳腺癌 | 40 万 | 5 万/人 | 5% | 10 | 32.0 |
| 7 | SHR-1314 注射液 | 80% | IL-17、银屑病等自身免疫疾病 | 650 万 | 10 万/人 | 2 万人 | 20 | 64.0 |
| 8 | SHR6390 片 | 80% | CDK4/6、ER/PR 阳性、Her2 阳性乳腺癌 | 22.5 万 | 6 万/人 | 15% | 20.3 | 65.0 |
| 9 | SHR4640 片 | 80% | 降尿酸、抗痛风药物 | 2000 万 | 15 元/日 | 1% | 11 | 35.2 |
| 10 | SHR3680 片 | 60% | AR (雄激素受体) 抑制剂、前列腺癌 | 6.3 万 | 6 万/人 (恩杂鲁胺约 6 万美 元 1 年) | 55% | 20.8 | 49.9 |
| 11 | SHR0302 片 | 60% | 类风湿性关节炎 | 500 万 | 2.5 万/人 | 6 万人 | 15 | 36.0 |
| 12 | 注射用 SHR-A1403 | 40% | cMet 靶点 ADCs 药物, 多种实体瘤 | 50 万 | 10 万/人 | 1.5 万人 | 15 | 24.0 |
| 13 | SHR9146 片 | 60% | 广谱抗肿瘤免疫治疗 | 160 万 | 6 万 | 3.5 万人 | 21 | 50.4 |
| 14 | SHR7280 片 | 60% | 子宫内膜异位症、痛经 | >1000 万 | 2 万 | 5 万人 | 10 | 24.0 |
| 15 | SHR0532 片 | 40% | ROMK 抑制剂降压药 | >6000 万 | 1500 | 100 万 | 15 | 24.0 |
| 16 | SHR8554 注射液 | 40% | 吗啡类似物, 麻醉镇痛 | 4600 万人次 | 500 元/次 | 6.5% | 15 | 24.0 |
| 17 | SHR-1316 注射液 | 50% | PD-L1 单抗 | >30 万 | 10 万 | 3 万人 | 30 | 60.0 |
| 18 | SHR1459 片 | 40% | BTK 抑制剂 (MCL, CLL) | 约 5 万 | 10 万 | 1 万人 | 10 | 16.0 |
| 19 | 吡格列汀片 | 60% | 2 型糖尿病 | 约 4000 万 | 5 元/天 | 1.5% | 10 | 24.0 |
| 20 | INS068 注射液 | 40% | 1.2 型糖尿病 | >1000 万 | 5000 元/年 | 30 万人 | 15 | 24.0 |
| 21 | SHR9549 片 | 30% | ER 阳性与 HER2 阳性的乳腺癌 | 12 万 | 6 万/年 | 20% | 14.4 | 17.3 |
| 22 | SHR-2042 | 20% | 2 型糖尿病 | 约 4000 万 | 10 元/天 | 2% | 29.2 | 23.4 |

□ 对于国内待批在研产品的估值，我们以海外已上市品种收购案例作为参考，即 $P=ps*S*\eta$ ，（ η 为未来上市概率预测值）。由于国内创新药的稀缺属性，我们认为给予在研品种**3-4倍ps**合理。

□ 2018年初：恒瑞医药22个在研新药989亿市值。

3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.2 海外创新药估值体系国内借鉴：恒瑞医药

□ 以PD-1单抗为例，考虑品种上市时间，竞争格局，上量速度，在假设贴现率和永续增长率折现即可。

潜力产品估值参照：海外并购产品案例

| 单位（百万元） | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 收入 | 0 | 0 | 1000 | 2000 | 3000 | 3600 | 4000 | 4200 | 4500 | 4800 | 4900 | 5000 |
| -成本 | 0 | 0 | 50 | 120 | 180 | 216 | 280 | 294 | 315 | 384 | 392 | 400 |
| 毛利率 | 95% | 95% | 95% | 94% | 94% | 94% | 93% | 93% | 93% | 92% | 92% | 92% |
| -销售、管理费用（不含研发） | 0 | 0 | 550 | 1080 | 1590 | 1872 | 2000 | 2100 | 2250 | 2400 | 2450 | 2500 |
| 销售、管理费用率（不含研发） | 55% | 55% | 55% | 54% | 53% | 52% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% |
| EBIT | (20) | (20) | 400 | 800 | 1230 | 1512 | 1720 | 1806 | 1935 | 2016 | 2058 | 2100 |
| -所得税 | -2.6 | -2.6 | 52 | 104 | 159.9 | 196.56 | 223.6 | 234.78 | 251.55 | 262.08 | 267.54 | 273 |
| 所得税税率 | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| +折旧与摊销 | 0 | 0 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| -营运资金的净变动 | 0 | 400 | 400 | 400 | 240 | -40 | 70 | 105 | -135 | 90 | 30 | 7.5 |
| 营运资金 | 0 | 0 | 400 | 800 | 1200 | 1440 | 1400 | 1470 | 1575 | 1440 | 1470 | 1500 |
| -资本性投资（含研发投入） | 20 | 20 | | | | | | | | | | |
| FCFF | (37) | (437) | (32) | 316 | 850 | 1375 | 1446 | 1486 | 1838 | 1684 | 1780 | 1840 |
| WACC | 7.90% | | | | | | | | | | | |
| 永续增长率 | 0.50% | | | | | | | | | | | |
| PV(FCFF) | (35) | (376) | (25) | 233 | 581 | 872 | 849 | 809 | 927 | 787 | 771 | 739 |
| 预测期净现值 | 6133 | | | | | | | | | | | |
| 永续期价值 | 10032 | | | | | | | | | | | |
| 项目价值 | 16165 | | | | | | | | | | | |
| -净债务价值 | 0 | | | | | | | | | | | |
| 股权价值 | 16165 | | | | | | | | | | | |

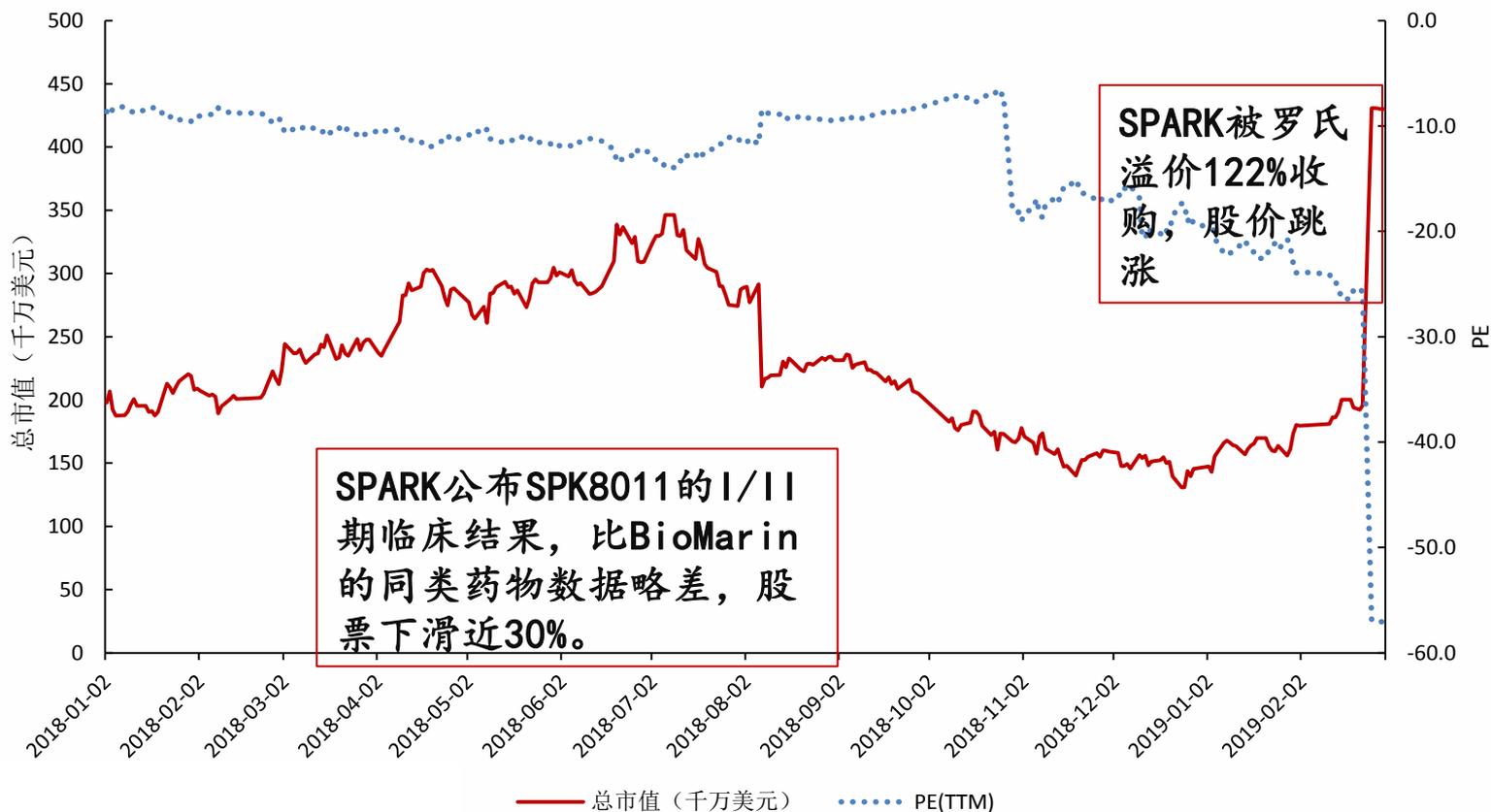
数据来源：wind，西南证券

□ **恒瑞医药分部估值**：2018年初我们对已上市销售品种采用PE估值法：仿制药28亿X30倍估值+创新药11亿X48倍估值=1368亿元；对在研创新品种采用PS估值法：合计989.8亿元；对公司研发平台价值的估值：300亿元；2018年公司总相对估值为2660亿元，公司股价2018年上半年表现极其优异。

3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.3 海外创新药收益与风险并存，深度研究将创造巨大投资价值:

案例1：基因治疗先驱Spark

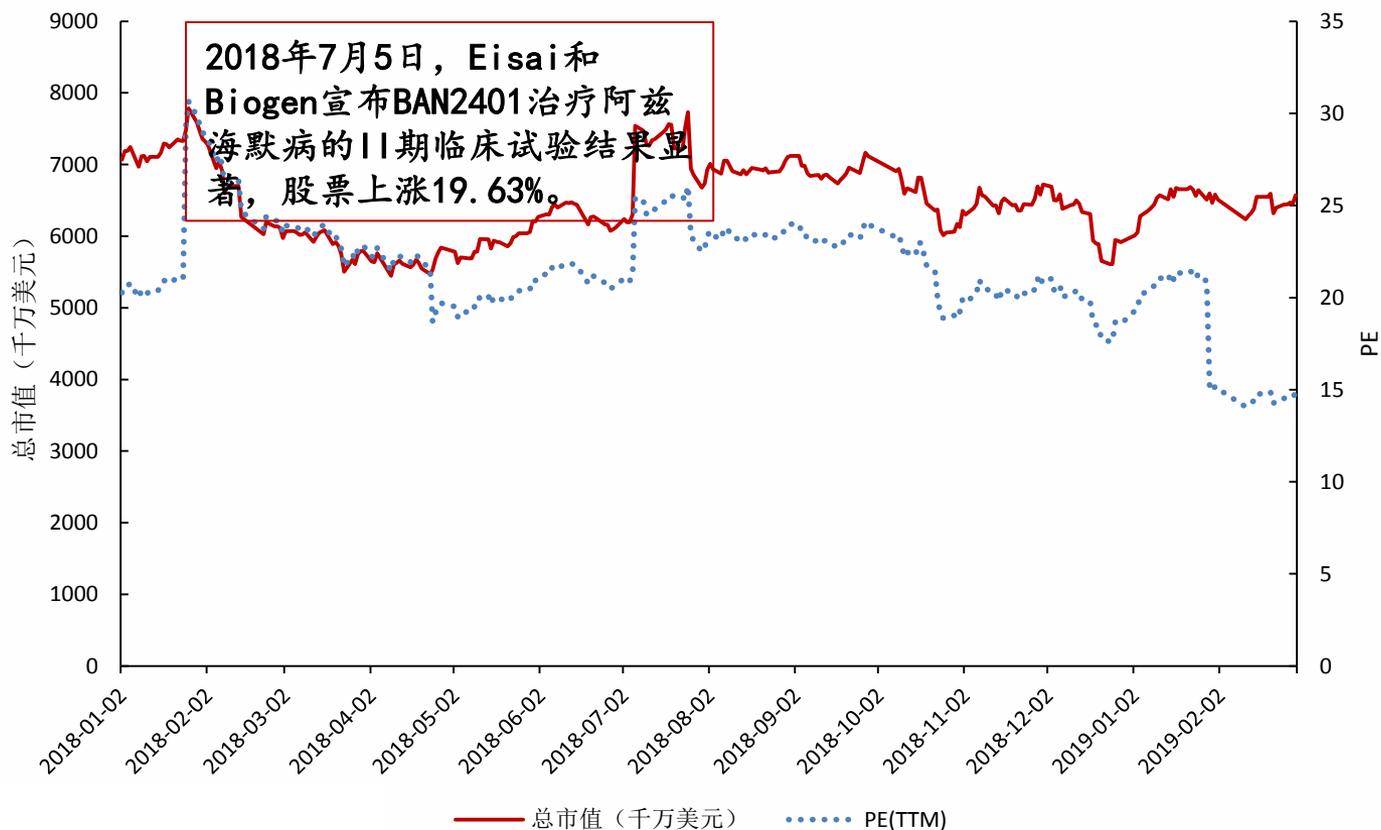


数据来源: Wind、西南证券整理

3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

3.3 海外创新药收益与风险并存，深度研究将创造巨大投资价值

案例2：可能突破阿尔兹海默症治疗“无人区”的Biogen



数据来源：Wind、西南证券整理

3 从看业绩到看管线，科创板或将重塑A股创新估值体系

核心观点：

医药为国家战略性行业，中国在创新药械和治疗技术方面已有显著成果或进展。科创板重研发轻盈利的要求，以及对医药企业重点提及，我们认为科创板设立将对国内医药行业向创新崛起构成重大利好，国内一大批中小型创新型生物医药企业或将陆续登陆科创板。对标纳斯达克看，医药或成科创板上市公司数量第一大子行业，投资机遇明显。

投资策略：

我们认为科创板对医药行业的投资机会主要体现为上市标的股权价值重估和A股创新相关标的估值提升，具体有三大方向：

- **创新属性明显，或可在科创板上市的标的**：君实生物（1877.HK）、中国抗体、康宁杰瑞、思路迪生物、中国抗体、百奥泰、神舟细胞、泽璟生物、微芯生物、先导药业、明码生物等；
- **参股公司或可上科创板的A股标的**：持有复宏汉霖71%股权的复星医药（600196）、持有世和基因20%股权和友芝友医疗25%股权的北陆药业（300016）、可出售金融资产多为非上市医药创新企业股权投资的药明康德（603259）和泰格医药（300347）；
- **科创板可映射创新药械及服务产业链的A股标的**：A股创新药龙头恒瑞医药（603107）、化药创新药分子砌块龙头药石科技（300725）、创新药临床前CRO昭衍新药（603127）、靶向药物伴随诊断龙头艾德生物（300685）和基因测序龙头贝瑞基因（000710）。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

3 科创板或将重塑A股创新估值体系：从看业绩到看管线

4 2019年2月医药行业投资策略及标的

核心观点

科创板顶层设计高度前所未有，且推动进度超预期。医药生物为国家战略性行业，产品创新壁垒高，收益大，但同时也面临着研发投入大、周期长等风险。自从2015年以来国家出台了系列政策鼓励创新，不仅传统企业也加大了研发投入，而且创新型生物医药企业也不断涌现。本次科创板设立对医药行业意义重大，不仅加快医药产业升级，创新药械和创新治疗技术等细分领域将加速发展；而且对创新药产业链，尤其创新药标的估值形成较大影响，相关上市标的股权价值重估和A股创新相关标的估值提升。

相对于其它消费板块，当前医药板块在估值上也较具吸引力。虽然仿制药带量采购持续推进，但对市场情绪的影响已经比较有限。在坚持“轻药重医”的方向下，我们认为创新药产业链仍将是长期不衰主题，同时在医疗产业链中，我们重点选择政策相对友好增速有保障的医疗设备、2C器械及医疗服务等领域。重点推荐如下：

◆**科创板相关个股**：具体选择三大方向：a、创新属性明显，或在科创板上市；b、参控股公司或可上科创板的；c、可映射创新药及服务产业链标的。重点推荐北陆药业（300016）、复星医药（600196）、泰格医药（300347）和药明康德（603259）等；

◆**创新产业链**将是长期主题。重点推荐恒瑞医药（600276）、药石科技（300725）、昭衍新药（603127）、艾德生物（300685）和贝瑞基因（000710）等；

◆**偏消费药品**：重点推荐智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、长春高新（000661）和片仔癀（600436）等；

◆**政策相对友好、增长有保障的医疗产业链**：重点推荐迈瑞医疗（300760）、万东医疗（600055）、鱼跃医疗（002223）、健帆生物（300529）和欧普康视（300595）等。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

恒瑞医药（600276）：创新获重大突破，进入新的快速发展周期

投资逻辑

- **国内创新药绝对龙头企业，创新正踢动公司加速成长。**公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，是受仿制药降价趋势影响最小的标的，随着19K、吡咯替尼、PD-1等重磅创新产品获批，我们认为从2018年开始创新将强势推动公司进入新的增长周期。
- **研发投入再创新高，创新药2018年喜获丰收。**2018年，公司研发投入26.7亿元，同比增长51.8%，占收入比例15.3%，创公司历史新高。2018年是公司创新药研发重要年份，19K与吡咯替尼两个重磅创新药获批上市；其中，吡咯替尼凭借优异的乳腺癌临床数据成为公司首个以II期临床数据获批的创新药品种，未来有望获批HER2阳性乳腺癌的全阶段治疗适应症。2018H1，PD-1单抗也以霍奇金淋巴瘤的II期临床数据申报生产上市，目前已完成所有技术审评工作，有望于2019Q1获批，成为国内首批获批的第三家国产PD-1。此外，重磅仿制药紫杉醇（白蛋白结合型）成功获批，瑞马唑仑进入申报上市阶段；PD-L1、贝伐珠单抗、CDK4/6抑制剂等多重磅品种临床已进入III期；2018年新申报8个1类创新药品种，获批创新药临床批件16个，两者数量国内均遥遥领先。
- **创新转型加速，积极防御仿制药带量采购影响。**首批“4+7”城市已试点带量采购政策，入选品种报价降幅明显，未来仿制药低价趋势不可逆，唯有创新才是出路。公司核心仿制药品种均为注射剂，在一致性评价进程中要晚于固体口服制剂；认为，仿制药带量采购对公司影响比其他企业延迟1-2年，而未来2年公司创新药即将从数量和销售额上快速崛起，快速实现仿制向创新的战略转型，将有效抵御仿制药降价带量采购对公司收入和业绩造成的负面影响。2017-2018年公司累计申报21个创新药品种，在研创新品种总数达到30个左右，未来每年仍将申报多个创新品种，这些品种也将加速推动公司的创新转型。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年归母净利润分别为54.1/71/89.6亿元，对应PE分别为49/38/30倍，“买入”评级。

风险提示

- 新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。

泰格医药 (300347) : 受益鼓励创新和科创板的创新药指数标的

投资逻辑

- **国内创新大潮兴起，公司主营临床CRO业务具备极高的景气度。**中国创新药企业崛起的背景下，能够保证药物临床试验高效进行并确保质量的“高信任度”CRO公司势必将在快速发展的市场中拥抱更多机遇。公司新增订单与在手订单充足，2017年新增订单24.2亿，预计2018年同比增长30%以上；配套人员快速增加，2017年底员工3200人左右，2018年底预计4500人；业绩高增长确定性强。
- **受益中国加入ICH，布局全球多中心临床战略下，或打开公司国际成长空间。**2017年CFDA加入ICH后，国外新药加快了国内上市步伐，国内创新药中美双报等案例频出，公司作为国内最优秀的临床CRO企业正通过海外收购、设立海外子公司等方式，已逐步建立了13个海外办事处。一方面公司除了过去的CRC和数据统计业务，还可参与承接外企的国际众多新临床试验业务，另一方面，随着内资创新药企开展全球多中心临床，泰格极有可能携手走向全球。
- **科创板蓄势待发下，公司创新药投资价值有望凸显。**公司在给创新药研发提供服务之外，通过把握创新服务的端口优势与专业优势，开展创新药等项目的股权投资，持续获得丰厚收益。公司股权投资项目充足，18Q3可供出售金融资产为11.5亿，同比增长66%。考虑到科创板对为盈利的创新性生物药医药行业企业放宽口子，要求需要取得至少一项一类新药二期临床试验批件，我们认为公司创新药投资可带来稳定持续受益的同时有望迎来价值重估机会。

盈利预测与投资建议

- 预计2018-2020年归母净利润分别为4.5/6/7.7亿元，对应PE分别为67/50/39倍，“买入”评级。

风险提示

- 大临床项目进度恢复或不及预期、并购子公司业绩不达预期或造成商誉减值风险等。

药明康德（603259）：创新药产业高速发展，助力CRO/CDMO龙头启航

投资逻辑

- **全球领先CRO/CDMO服务龙头，享受行业高速发展红利。**药明康德医药外包业务实现了全产业链覆盖，其中临床前CRO及CDMO业务在国内排名第一、全球排名靠前，各项业务实力和规模占据龙头地位。随着医药研发周期拉长、成本加大、成功率降低等原因，药企将研发和生产部分外包给专业的CRO及CDMO公司、产能向中国等低成本地区转移是医药行业的大趋势，目前国内创新药研发持续火热，国内研发需求强劲，我国医药外包产业将实现跨越式发展，药明康德作为行业龙头将优先承接行业的利好。
- **创新能力及商业模式为持续发展保驾护航。**良好的制度及环境带来的正反馈不断吸引新进高端人才，使得药明康德在硕博人员数量、比例和人均单产都位居国内前列。首创“风险共担”模式有利于提升毛利水平吸引更多客户合作，公司核心客户为强生、辉瑞、诺华等全球排名前20名的跨国制药巨头，多年的CRO服务为公司积累了大量的创新药研发经验，为药明康德的持续发展奠定坚实基础。
- **投资收益持续增长，一体化平台优势凸显。**公司已投资约50家优质的初创期创新药企，截至2018年上半年，累计投资约2.39亿美元，并在出售的7家总计投入2,800万美元的初创公司中共实现了收益6,160万美元，这些企业在成长过程中将实现公允价值的不断增值，公司也将实现持续性的投资收益回报。同时，建立的“资本、研发、生产的一体化平台”，拥有优秀的创新孵化能力，使得药明康德整合全球医疗健康资源的能力，明显优于国内的竞争对手，带来的丰富的产业资源和平台优势，也为业务发展提供了充足保证，提高了产业资本的认同度及协同效应。

盈利预测与投资建议

- 预计2018-2020年归母净利润分别为17.2/22/28亿元，对应PE为59/44/35倍，“买入”评级。

风险提示

- 投资收益波动风险，汇率波动风险，行业竞争加剧的风险，行业增速或不及预期。

复星医药（600196）：研发高投入的医疗航母，首个生物类似物上市在即

投资逻辑

- **单抗研发实力强劲，实现国内生物类似药零的突破。** 汉利康为公司自主研发的单克隆抗体药物，主要适用于非霍奇金淋巴瘤、类风湿关节炎的治疗。目前，在中国上市的利妥昔单抗注射液仅为上海罗氏制药有限公司的美罗华®（用于非霍奇金淋巴瘤适应症）。根据IQVIA最新数据，2017年度，利妥昔单抗注射液于中国境内销售额约为人民币17.3亿元。基于药品的疗效、适应症发病人群、渗透率、定价及竞品上市时间等多方面的预测，我们预计汉利康销售峰值为10亿元以上。另外，公司在研品种曲妥珠单抗、阿达木单抗和贝伐珠单抗生物类似药进入临床III期，抗VEGFR2单抗、抗EGFR单抗、抗PD-1单抗等生物创新药进入临床阶段，公司已建成极具深度的研发管线。
- **公司并购能力强，为独特护城河。** 在欧美医药技术的革新经常发生在初创型医药公司，大型药企通过并购小药企实现了技术上弯道超车的案例并不少。在我国，复星为拥有外延发展投资能力的行业标杆。即使复星将要释放复宏汉霖的部分股权，但它的并购能力使其能在未来继续并购如复宏汉霖这样的医药公司，这是公司独特的护城河。
- **短期业绩下滑，现阶段有望迎拐点。** 受研发费用高速增长、国家限制辅助用药、利息费用增加等因素影响，目前公司业绩处于低谷期，预计接下来会随着公司单抗等新产品上市不断落地，公司业绩或改观。

盈利预测与投资建议

- 预计2018-2020年归母净利润分别为31.5/37.5/43.3亿元，对应PE分别为22/18/16倍，“买入”评级。

风险提示

- 药品研发进度或低于预期的风险、外延并购整合或低于预期的风险、联合营公司业绩或持续下滑的风险。

北陆药业（300016）：二代接班后经营改善，精准医疗价值有望重估

投资逻辑

- **业绩超市场预期，二代接班后经营逐季改善。**公司2018年实现营收和归母净利润同比增速分别为16.4%和24.4%，且2019年一季报预告收入和归母净利润增速范围20%-50%，中值35%超市场预期。现任总经理为实际控制人儿子，2011年9月在公司从基层开始干起，到2017年12月正式接任公司总经理职位，经过近一年的调整布局，在新任总经理带领下，公司发展正开启新篇章，正积极变化，业绩呈加速增长态势：2018Q1-Q4营收同比增速分别为5.2%、13.7%、12.5%和38.1%，归母净利润增速分别为8.9%、22.8%、31.9%和40.2%。
- **战略布局精准医疗，股权价值有望重估：**1) 世和基因：公司持股20%，为国内基因测序龙头企业之一，其国内首批肺癌靶点全覆盖NGS试剂盒已经获批，有望带动收入高速增长，2018年净利润近3000万元，最近一轮融资估值超过30亿元；2) 友芝友医疗：公司持股25%，主要为CTC诊断和个性化用药检测，2018年-2019年业绩承诺1500万和2000万，试剂扣非净利润1535万元，超业绩承诺。在科创板计划设立背景下，上市公司持有的股权价值有望重估。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2020年归母净利润分别为1.9/2.5亿元，PE为22/18倍，“买入”评级。

风险提示

- 基因测序及液体活检行业政策出现重大不利变化的风险，新产品放量或低于预期的风险，公司核心产品降价幅度或超预期的风险。

药石科技（300725）：业绩高速增长的小分子砌块龙头

投资逻辑

- **小分子砌块龙头，独特业务模式，有别于传统CRO/CMO模式。**公司业务与传统CRO/CMO企业相比，在业务模式、产业链所处位置、研发能力等多方面有所不同。1) 公司主动设计、生产和销售产品，传统CRO/CMO企业被动接受药企订单的模式，即前者为产品模式、后者为服务模式；2) 分子砌块业务处于创新药先导化合物到候选化合物最早期，下游客户既包含传统创新药企，也包含下游CRO/CMO药企；3) 分子砌块模式对研发能力要求更高，研发投入占收入比例约8%，60%以上毛利率为最好佐证。
- **与全球砌块龙头相比，具有明显成长空间。**Sigma-Aldrich公司是全球最大的化合物与生物试剂供应商，是该领域的全球龙头，产品库拥有25万个产品；与Sigma相比，药石科技小分子砌块产品库规模仍然有很大的发展空间；公司当前砌块库规模仅有4万余个，未来仍将处于一个快速的增长周期，现有砌块业务空间仍然巨大，未来砌块产品库规模有望达到25万，甚至更大的规模。
- **公司以分子砌块为基础，协同拓展新发展模式。**公司多年砌块研发积累了丰富的药物设计与合成能力。1) 公司处于产业链最前端，有利于从分子砌块业务扩大到下游更大市场空间的CMO业务，2021年国内CMO市场有望超过600亿元；公司收购上虞新产能为现有充裕订单以及后续拓展做好CMO产能准备；2) 公司研发能力强、利用公开信息研发分子砌块，与客户利益不冲突，与原有砌块研发业务协同作用明显。若国内5000家药企中的10%未来选择创新转型，每个企业每年购买2个创新药分子，按照每个分子2000-3000万的价格计算，国内创新药研发市场需求有望每年达到200-300亿。

盈利预测与投资建议

- 预计2018-2020年归母净利润分别1.3/1.9/2.7亿元，PE分别为70/48/34倍，“买入”评级。

风险提示

- 汇兑损益风险、高环保要求风险、砌块产品研发低于预期风险。

昭衍新药（603127）：临床前评价服务龙头，持续高速发展

投资逻辑

- **乘CRO行业东风，做国内临床前评价服务龙头。**全球CRO行业市场规模约430亿美元，在整个CRO产业链中，公司可以参与药物筛选（部分）、药物评价、临床研究（部分）、其业务占整个CRO外包市场容量的20%-30%，约85-130亿美元（国内约100亿元）。通过多年的发展，公司成为国内唯一拥有两个GLP机构的专业化临床前CRO企业，其中苏州昭衍是国内规模最大的药物安全性评价机构之一，为公司业务开展提供了支撑。公司北京与苏州实验室合计建设面积约75000平方米，投入使用设施总面积约52600平方米，满足短期快速发展需求。
- **专业服务20多年，积累丰富的药物临床前研究经验。**2015年至2018年上半年共完成了对近1500种新分子的临床前研究、评价试验，建立了系统的毒理学、代谢和生物分析以及常见疾病药理学的研究和评价技术，并建立了一系列的创新服务能力，包括眼科药物的评价技术、心血管药理和安全药理评价技术、生物安全试验等。公司在承担新药临床前评价项目数量和承担生物类新药临床前评价项目数量上均处于国内领先地位。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.5/2.2/2.9亿元，对应PE分别为48/34/26倍，“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争格局加剧、创新药产业发展低于预期等风险。

艾德生物（300685）：国内肿瘤精准诊断龙头

投资逻辑

- **受益于国内肿瘤靶向药市场整体规模不断快速增长，肿瘤伴随诊断市场确定性高速增长。**公司作为国内分子诊断领域的领先企业，有望凭借其雄厚的研发实力和全面的产品布局，成为肿瘤精准医疗检测这一细分市场的领头羊。
- **技术优势明显，广泛布局国内外市场。**公司拥有完全自主研发并具备国际领先水平的ADx-ARMS®、Super-ARMS®、ddCapture®基因检测技术，产品目前已覆盖国内超过300家大中型医疗机构，并出口超过50个海外国家，近年来营收和利润均保持较高速度增长。无论从产品研发实力还是市场开拓速度方面，公司在业内均处于领先地位。
- **研发实力强大，产品线不断拓展。**，公司多个重磅产品集中获批，其中EGFR突变基因检测试剂盒为国内首个通过创新医疗器械特别审批通道获批上市的ctDNA液体活检试剂盒，先发优势明显；5种突变基因检测试剂盒（荧光PCR法）可检测包括EGFR、ALK、ROS1、KRAS、BRAF在内的多个肺癌核心驱动基因。2018年11月最新获批的人类10基因突变联合检测试剂盒基于二代测序（NGS）技术，覆盖了肺癌、结直肠癌目前已上市及拟上市的靶向药物所需要检测的所有基因变异，是公司产品布局的重要补充与升级。

盈利预测与投资建议

- 我们预计2018-2020年归母净利润分别为1.3亿/1.7亿/2.2亿元，PE分别为57倍/43倍/32倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品获批不达预期，产品销售不达预期风险。

贝瑞基因（000710）：基因测序空间千亿量级，公司成长性显著

投资逻辑

- **精准医疗市场在千亿量级，基因测序为精准医疗基石，公司为行业龙头之一。**精准医疗已被多国列入国家战略规划，为医药发展最有潜力的领域，预计市场规模在千亿量级。基因测序是实现精准医疗的基础，目前公司在国内生育健康基因测序领域市场占比约1/3，为国内龙头企业之一。
- **渗透率提升+产品升级，公司生育健康业务仍有4倍以上增长空间。**生育健康筛查为公司主要收入和利润来源，认为仍有4倍以上增长空间主要系：1) 渗透率提升：NIPT业务：行业2017年近400万人份，二胎高龄产妇约300万人人都需要做该业务，另外头胎渗透率50%，合计至少1000万人。保守估计按1000元/人份计算，约100亿市场规模，4倍空间2) 产品升级：从贝比安向贝比安Plus升级，检测水平从染色体非整倍体提升至染色体微缺失微重复，检测更多，价格提升20%以上。该业务公司技术沉淀深厚、市场领导者，峰值很可能做到30-40亿元以上，目前不到10亿元。
- **肝癌早诊市场空间超千亿，贝瑞在全国处在领先地位。**公司已联合全国多家医院和研究机构启动肝癌早期检测临床研究，代表我国最成熟最先进的肝癌早期基因检测技术及数据分析水平。整个项目将纳入1-1.5万例高危人群，开展为期3年的前瞻性队列试验。我国有接近1000万肝硬化患者，属于肝癌高危人群，按照每人1个季度检测1次，每次检测费用5000元测算，肝癌早诊市场空间就高达2000亿。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2018-2020年归母净利润分别为3.4/4.5/6.2亿元，对应PE为39/29/21倍；“买入”评级。

风险提示

- NIPT 业务收费大幅降价的风险、国内对新产品审批进展低于预期、新业务推广或不及预期的风险。

重点覆盖标的

| | 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 净利润(亿元) | | | PE | | |
|--------|-----------|------|------------|---------|---------|-------|-------|---------|-------|
| | | | | 2017A | 2018A/E | 2019E | 2017A | 2018A/E | 2019E |
| 创新药产业链 | 600276.SH | 恒瑞医药 | 2664 | 32.17 | 40.65 | 54.08 | 83 | 66 | 49 |
| | 603259.SH | 药明康德 | 1107 | 12.27 | 17.23 | 21.89 | 90 | 64 | 51 |
| | 300347.SZ | 泰格医药 | 303 | 3.01 | 4.5 | 6.01 | 101 | 67 | 50 |
| | 000661.SZ | 长春高新 | 385 | 6.62 | 9.93 | 13.48 | 58 | 39 | 29 |
| | 300009.SZ | 安科生物 | 154 | 2.78 | 3.75 | 5.18 | 55 | 41 | 30 |
| | 300725.SZ | 药石科技 | 91 | 0.67 | 1.3 | 1.9 | 136 | 70 | 48 |
| 医疗器械 | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 1611 | 25.89 | 36.57 | 44.45 | 62 | 44 | 36 |
| | 002223.SZ | 鱼跃医疗 | 238 | 5.92 | 7.14 | 8.93 | 40 | 33 | 27 |
| | 600055.SH | 万东医疗 | 71 | 1.09 | 1.47 | 2.03 | 65 | 48 | 35 |
| | 300595.SZ | 欧普康视 | 111 | 1.51 | 2.21 | 2.99 | 73 | 50 | 37 |
| | 300633.SZ | 开立医疗 | 128 | 1.9 | 2.72 | 3.68 | 68 | 47 | 35 |
| | 002901.SZ | 大博医疗 | 136 | 2.96 | 3.79 | 4.71 | 46 | 36 | 29 |
| | 300003.SZ | 乐普医疗 | 467 | 8.99 | 13.81 | 18.29 | 52 | 34 | 26 |
| 疫苗 | 300601.SZ | 康泰生物 | 284 | 2.15 | 4.94 | 7.04 | 132 | 57 | 40 |
| | 300122.SZ | 智飞生物 | 736 | 4.32 | 14.88 | 27.48 | 170 | 49 | 27 |
| 医疗服务 | 002044.SZ | 美年健康 | 548 | 6.13 | 8.55 | 12.17 | 89 | 64 | 45 |
| | 300015.SZ | 爱尔眼科 | 790 | 7.42 | 10.46 | 13.92 | 106 | 76 | 57 |
| 品牌中药 | 600436.SH | 片仔癀 | 645 | 8.07 | 11.42 | 15.42 | 80 | 57 | 42 |
| | 600771.SH | 广誉远 | 103 | 2.37 | 4.49 | 6.56 | 44 | 23 | 16 |
| | 000538.SZ | 云南白药 | 927 | 31.44 | 33.04 | 37.54 | 29 | 28 | 25 |
| | 600085.SH | 同仁堂 | 406 | 10.17 | 11.41 | 13.02 | 40 | 36 | 31 |
| 药店 | 603883.SH | 老百姓 | 165 | 3.7 | 4.6 | 5.7 | 45 | 36 | 29 |
| | 603939.SH | 益丰药房 | 206 | 3.13 | 4.53 | 6.06 | 66 | 45 | 34 |
| | 002727.SZ | 一心堂 | 143 | 4.22 | 5.44 | 7.21 | 34 | 26 | 20 |

西南证券投资评级说明

| | |
|------|-------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上 |
| | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下 |

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 高级销售经理 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 15558686883 | 15558686883 | ybz@swsc.com.cn |
| | 丁可莎 | 销售经理 | 021-68416017 | 13122661803 | dks@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 孙瑶瑶 | 销售经理 | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |