

行业研究/中期策略

2019年05月14日

行业评级:

医药生物 增持(维持)

**代雯** 执业证书编号: S0570516120002  
研究员 021-28972078  
daiwen@htsc.com

**李运** 执业证书编号: S0570518060003  
研究员 021-38476288  
liyun3@htsc.com

**孙昊阳** 执业证书编号: S0570518060001  
研究员 sunhaoyang@htsc.com

**张云逸** 021-38476729  
联系人 zhangyunyi@htsc.com

**沈卢庆** 021-38476125  
联系人 shenluqing@htsc.com

**孔垂岩** 021-38476695  
联系人 kongchuiyan@htsc.com

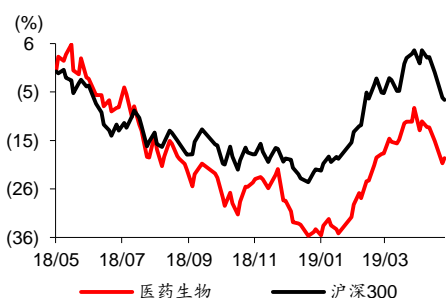
**岳梅梅** 021-38476098  
联系人 yuemeimei@htsc.com

**高鹏** 021-28972068  
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《柳药股份(603368,买入): 业绩超出预期, 现金流持续改善》2019.04
- 2《华东医药(000963,买入): 优质白马, 再超预期》2019.04
- 3《安图生物(603658,买入): 延续高增长态势, 业绩略超预期》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 屈盘侧白马, 劈浪把龙头

## 医药行业 2019 年中期策略

### 坚守龙头白马, 兼顾基本面反转

我们认为, 在宏观及政策风险不确定性较高的大环境下, 医药板块基本面仍处于触底期。细分板块上, 建议关注创新药与非药板块, 包括 CRO/CMO、医疗器械、医疗服务、连锁药店等板块, 个股风格上, 建议坚守各细分板块的龙头白马, 兼顾业绩有拐点、基本面出现显著变化、估值合理的中小市值公司。

### 政策展望: 关注增值税减税、第二轮集采、医保目录调整

医保局成立后的三大动作抗癌药谈判、国家集采、打击骗保完整体现医保的运作思路, 即腾挪辅助/营养用药、高价仿制药的占用资金, 换取创新药的宝贵份额。我们认为整体思路在 2019 年仍将延续, 表现为第二轮集采、医保更新、国家辅助用药目录等: 1) 目前专家组与医保局仍对第一轮集采调研总结, 我们预计第二轮集采有望在 3Q19 开启; 2) 医保目录调整开启, 未来调整形式向发达国家靠齐 (2 年一调整、1 年一谈判), 关注潜在品种; 3) 4 月 1 日起制造业等行业增值税税率下调, 市场预期不高, 医药工业议价能力强, 减税有望内化为净利润, 提示工业板块 2Q19 业绩可能超预期。

### 科创板: 新市场, 新机遇

截止 2019 年 4 月底, 科创板共受理 18 家医药生物企业, 其中 11 家医疗器械、3 家化学制剂/原料药、2 家生物制品、2 家 CRO。我们认为科创板具有重大战略意义: 1) 推荐投行跟投、宽松减持约束等上市要求体现强市场、弱监管思路, 大量优质药企有望上市; 2) 亏损公司 A 股上市将颠覆现有唯 PE 估值生态, 估值体系向发达市场靠齐, 管线重估将成为主流。

### 制药: 聚焦创新, 偏好政策免疫

1) 化学/生物药: 我们建议关注聚焦创新 (现金+管线) 及优质赛道 (龙头垄断), 及集采降价影响偏小, 医保更新受益的品种, 包括恒瑞医药、长春高新、华东医药、丽珠集团。2) 中药: 我们长期看好消费中药, 建议关注片仔癀、云南白药、同仁堂, 同时提示关注业绩拐点明确、增长能见度高、估值偏低的处方药标的, 建议关注康缘药业。

### 器械与服务: 看好器械的进口替代、CRO 的充沛订单与服务的连锁扩张

1) 医疗器械看好市场空间大、技术壁垒高、短期内降价压力较小的细分行业龙头, 建议关注迈瑞医疗、开立医疗、鱼跃医疗、安图生物、乐普医疗; 2) 医疗外包: 我们看好产业链布局完善, 业务间协同效应明显、综合实力强劲的 CRO+CMC 一体化公司, 建议关注药明康德、凯莱英、泰格医药、昭衍新药; 3) 医疗服务: 我们看好轻资产易扩张、可复制性较强、科室壁垒较高的连锁专科龙头, 建议关注爱尔眼科、通策医疗。

### 医药流通偏好抗风险能力更强的龙头, 零售药店长期逻辑看好

1) 医药流通面对未来可能进一步扩大的集中采购, 龙头抗风险性更强, 我们重点看好竞争格局良好、边际改善明显的优质行业龙头, 推荐柳药股份, 建议关注国药一致; 2) 零售药店长期看好, “4+7” 后药企对零售终端重视程度不断提高, 税收优惠、远程审方认可、网售处方药暂停、一级并购价格下行等利好上市公司龙头, 建议关注益丰药房、老百姓、一心堂。

风险提示: 市场持续走弱, 国家集采进度超预期

## 正文目录

坚守龙头白马，兼顾基本面反转 .....	5
1H19 复盘：乱云飞渡 .....	5
2H19 策略：守正出奇 .....	6
行业基础数据更新 .....	7
政策展望：关注减税利好、第二轮集采、医保目录更新 .....	8
增值税减税市场预期不高，利好预计从二季度开始显现 .....	8
第二轮集采可能将于 3Q19 开启 .....	9
医保目录调整，关注新特药的纳入 .....	12
科创板：新市场，新机遇 .....	14
受理企业梳理 .....	14
重研发且允许未盈利企业上市，对医药板块意义重大 .....	16
他山之石：纽交所与纳斯达克的启示录 .....	17
估值之变：从看业绩到看管线 .....	19
化药与生物药：建议关注集采影响小，受益医保调整的品种 .....	21
中药：关注业绩拐点明确、增长度能见度高的处方药 .....	26
医疗器械：看好技术壁垒高、进口替代空间广的细分龙头 .....	28
医药流通：龙头增长恢复，融资成本同比降低 .....	32
医药零售：终端重要性在提高，长期发展逻辑不变 .....	34
医疗外包：看好订单充沛、业绩能见度高的行业领先者 .....	36
医疗服务：看好连锁扩张能力强，市场空间广的优质标的 .....	39
风险提示 .....	41

## 图表目录

图表 1：SW 医药生物估值（PE, ttm）与相对溢价率 .....	5
图表 2：医药板块部分指数跑赢行业（2019 年以来） .....	5
图表 3：2019 年 1-4 月历月个股涨幅 Top 20（百亿市值以上） .....	6
图表 4：细分板块龙头季度涨跌幅（1Q17-1Q19） .....	6
图表 5：医药制药业利润总额（2011-2M19） .....	7
图表 6：医药制造业企业单位数（2011-2M19） .....	7
图表 7：医疗保险基金收入与支出（2005-2018） .....	7
图表 8：医疗保险基金累计结存（2005-2018） .....	7
图表 9：增值税减税对企业的业绩弹性测算（FY2018） .....	8
图表 10：“4+7”集中采购标志性事件 .....	9
图表 11：第一批国家集中采购降价列表 .....	9
图表 12：各地联动迹象 .....	10

图表 13: 第二轮带量采购的潜在品种.....	10
图表 14: 医保目录及调整.....	12
图表 15: 部分创新药在医保谈判降价录入的销售放量.....	12
图表 16: 潜在的 2019 版医保目录品种.....	13
图表 17: 纳入 2018 版基药的非医保品种.....	13
图表 18: 截止 4M19 科创板受理医药生物企业梳理.....	14
图表 19: 截止 4M19 科创板受理医药生物企业: 估值比较.....	14
图表 20: 截止 4M19 科创板受理医药生物企业: 成长能力分析.....	15
图表 21: 截止 4M19 科创板受理医药生物企业: 盈利能力分析.....	15
图表 22: 截止 4M19 科创板受理医药生物企业: 研发能力分析.....	15
图表 23: 科创板与主流市场上市条件对比 (上市市值及财务标准).....	16
图表 24: 纽交所与纳斯达克医疗保健板块上市公司数量对比.....	17
图表 25: 纽交所与纳斯达克主要一级子行业公司数量占比 (2018 年).....	17
图表 26: 纽交所医疗保健板块历年上市与退市公司数量.....	17
图表 27: 纳斯达克医疗保健板块历年上市与退市公司数量.....	17
图表 28: 四大指数累计净值.....	18
图表 29: 四大指数夏普比率比较.....	18
图表 30: 风险校正的现金流折现法.....	19
图表 31: 产品销售额测算流程.....	19
图表 32: 经营自由现金流计算流程.....	19
图表 33: 创新药: 临床试验进展与潜在收益的联系.....	20
图表 34: 国内新药临床申请数量激增 (化药 1.1+1.2, 生物药 1 类).....	21
图表 35: 国内新药临床申报适应症分布 (2018 年).....	21
图表 36: 新药纳入医保目录的速度逐步加快.....	21
图表 37: 恒瑞医药: 收入及归母净利润表现.....	22
图表 38: 恒瑞医药: 公司历史收入拆分.....	22
图表 39: 恒瑞在三大领域始终保持市场龙头地位 (2018).....	22
图表 40: 恒瑞医药: 核心创新品种一览.....	22
图表 41: 长春高新: 收入及归母净利润表现.....	23
图表 42: 生长激素: 国内样本医院销售额及增速.....	23
图表 43: 疫苗市场: 2017 年与 2018 年格局对比.....	23
图表 44: 狂犬市场: 2017 年与 2018 年格局对比.....	23
图表 45: 海思科: 创新药管线概览.....	24
图表 46: 华东医药: 产品线.....	24
图表 47: 华东医药: 研发管线.....	24
图表 48: 丽珠集团: 收入及归母净利润表现.....	25
图表 49: 丽珠集团: 制剂板块化药品种主导, 辅助性用药占比下降.....	25
图表 50: 丽珠集团: 研发管线核心品种进展一览.....	25
图表 51: 康缘药业: 业务结构拆分 (2017-2018).....	26
图表 52: 片仔癀: 销量拆分 (2014-2021E).....	26
图表 53: 云南白药: 归母净利润 (2015-2022E).....	27

图表 54: 同仁堂: 安宫牛黄丸收入体量 .....	27
图表 55: 2011-2017 年我国医疗器械市场规模及增速 .....	28
图表 56: 2017 年我国医疗器械市场规模拆分 .....	28
图表 57: 近年国家及各省推出多项政策大力支持使用国产器械 .....	28
图表 58: 2016 年各国每百万人口影像设备保有量对比 .....	28
图表 59: 2016 年各国 IVD 市场人均年消费额对比 .....	28
图表 60: 迈瑞医疗三大产品线收入及增速 .....	29
图表 61: 迈瑞医疗收入及归母净利润 .....	29
图表 62: 开立医疗彩超收入及增速 .....	29
图表 63: 开立医疗医用内窥镜收入及增速 .....	29
图表 64: 鱼跃医疗家用器械收入及增速 .....	30
图表 65: 鱼跃医疗收入及归母净利润 .....	30
图表 66: 安图生物收入及增速 .....	30
图表 67: 安图生物归母净利润及增速 .....	30
图表 68: 乐普医疗器械板块收入及增速 .....	31
图表 69: 乐普医疗药品板块收入及增速 .....	31
图表 70: 1Q18-1Q19 各季度国药控股和上海医药的收入及其增速 .....	32
图表 71: 1Q18-1Q19 各季度国药控股和上海医药(商业)净利润及其增速 .....	32
图表 72: 2016 年初至今十年期国债发行利率 .....	32
图表 73: 2018 年至今国药控股发行的 270 天 SCP 情况 .....	33
图表 74: 注册执业药师数量(2014-2M19) .....	34
图表 75: 2013-1Q19 年四大上市连锁药店龙头的门店数量 .....	35
图表 76: 2013-1Q19 年四大上市连锁药店龙头的营业收入 .....	35
图表 77: 2013-1Q19 年四大上市连锁药店龙头的归母净利润 .....	35
图表 78: 2012-2021E 年国内 CRO 市场规模及增速 .....	36
图表 79: 2012-2021E 年国内 CMO 市场规模及增速 .....	36
图表 80: 2015 年至今国家鼓励药品创新及 MAH 政策汇总 .....	36
图表 81: 中国医药研发生产具有成本优势 .....	36
图表 82: 恒瑞医药研发管线(截至 2019 年 4 月 4 日) .....	37
图表 83: 凯莱英: CRO/CMO 营业收入 .....	37
图表 84: 凯莱英: 营业收入、归母净利润、商业化阶段业务收入 .....	38
图表 85: 泰格医药: 营业收入、归母净利润、合同金额 .....	38
图表 86: 昭衍新药: 营业收入、归母净利润、预收账款 .....	38
图表 87: 2011-2017 年中国医疗卫生机构总诊疗人次数 .....	39
图表 88: 2016 年各国每千人口医生数 .....	39
图表 89: 2017 年民营及公立医院数占比 .....	39
图表 90: 2017 年民营及公立医院承担诊疗人次数占比 .....	39
图表 91: 主要医疗服务上市公司扩张情况 .....	39
图表 92: 爱尔眼科营业收入与归母净利润 .....	40
图表 93: 通策医疗营业收入与归母净利润 .....	40

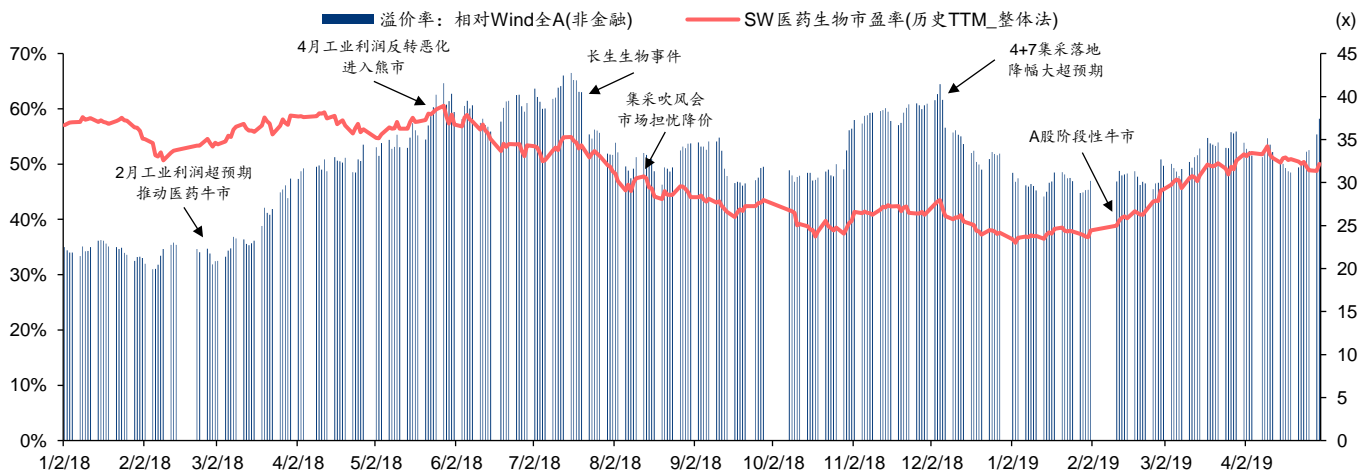
## 坚守龙头白马，兼顾基本面反转

我们认为，在宏观及政策风险不确定性较高的大环境下，医药板块基本面仍处于触底期。细分板块上，建议关注创新药与非药板块，包括 CRO/CMO、医疗器械、医疗服务、连锁药店等板块，个股风格上，建议坚守各细分板块的龙头白马，兼顾业绩有拐点、基本面出现显著变化、估值合理的中小市值公司。

### 1H19 复盘：乱云飞渡

估值与集采政策、业绩表现、大盘情绪相关，相对性价比与避险价值相关。截至 2019 年 4 月底，医药生物 PE ttm 为 32x，经过 19 年初的估值修复，估值恢复至近 2 年平均水平，医药生物相对非金融 Wind 全 A 溢价率为 55%，处于近年 2 年较高水平，溢价率反映板块性价比，高溢价率存在于板块业绩超预期的 2Q18 与市场环境较差的 4Q18。

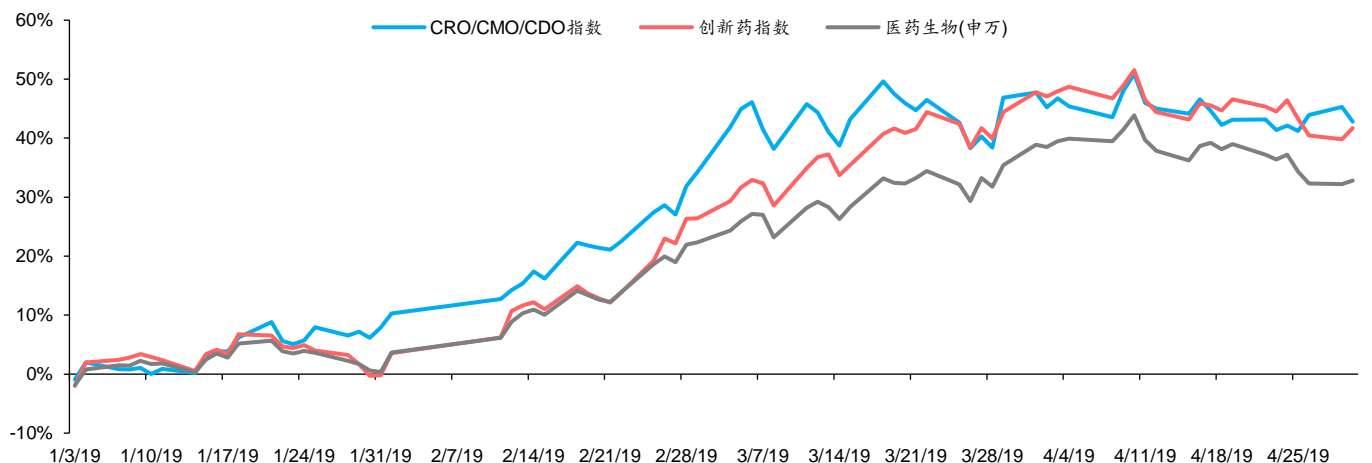
图表1：SW 医药生物估值（PE, ttm）与相对溢价率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**创新产业链引领 1Q19 行情。**限制性政策（仿制药、高值耗材、辅助用药等）长期扰动医药板块估值，目前较为明朗的政策免疫板块包括 1) 创新产业链：创新药医保谈判以价换量大幅受益，CRO/CMO 受益于研发大浪潮；2) 消费性板块：中药消费品、生长激素等品种；3) 医疗器械：迈瑞上市引发细分板块关注度提升，设备相对不受集采影响。

图表2：医药板块部分指数跑赢行业（2019 年以来）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2019年1-4月历月个股涨幅Top 20（百亿市值以上）

证券简称	19年1月	证券简称	19年2月	证券简称	19年3月	证券简称	19年4月
药石科技	21%	康美药业	64%	德展健康	58%	海翔药业	39%
康弘药业	15%	上海莱士	47%	紫鑫药业	47%	仁和药业	32%
恒瑞医药	15%	紫鑫药业	40%	誉衡药业	47%	白云山	16%
安图生物	12%	国新健康	35%	哈药股份	44%	一心堂	15%
通策医疗	12%	康恩贝	34%	尔康制药	42%	金域医学	14%
普利制药	12%	康泰生物	34%	国新健康	40%	尔康制药	14%
一心堂	12%	健友股份	32%	长春高新	36%	紫鑫药业	13%
鱼跃医疗	12%	华大基因	32%	健友股份	35%	亿帆医药	13%
长春高新	11%	贝达药业	31%	康泰生物	33%	迈克生物	12%
丽珠集团	11%	海王生物	31%	康恩贝	28%	步长制药	10%
紫鑫药业	10%	海南海药	30%	健帆生物	28%	山东药玻	10%
我武生物	10%	贝瑞基因	28%	海思科	28%	通策医疗	10%
云南白药	9%	誉衡药业	26%	康弘药业	25%	爱尔眼科	10%
普洛药业	9%	海正药业	26%	普利制药	24%	沃森生物	8%
益丰药房	9%	迈克生物	26%	瑞康医药	24%	贵州百灵	8%
科伦药业	9%	泰格医药	26%	欧普康视	21%	海南海药	7%
恩华药业	8%	开立医疗	25%	普洛药业	21%	华东医药	7%
中新药业	8%	华海药业	24%	药石科技	21%	蓝帆医疗	5%
凯莱英	8%	智飞生物	24%	通策医疗	20%	济川药业	5%
爱尔眼科	7%	药石科技	24%	科伦药业	20%	迈瑞医疗	5%

风格价值 集中在白马  
风格切换为成长 偏好概念股与高估值高成长  
风格混乱 偏好概念股，兼顾四季报高增长  
风格混乱 专注一季报高增长

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2H19 策略：守正出奇

我们认为，在宏观及政策风险不确定性较高的大环境下，医药板块基本面仍在触底，1Q19 机构处于超配，预计 2H19 医药板块整体表现平稳：

1. 细分板块上，建议关注创新药与非药板块，包括 CRO/CMO、医疗器械、医疗服务、连锁药店等板块，边际资金可能涌入；
2. 个股风格上，建议坚守各细分板块的龙头白马，兼顾业绩有拐点、基本面出现显著变化、估值合理的中小市值公司。

图表4：细分板块龙头季度涨跌幅（1Q17-1Q19）

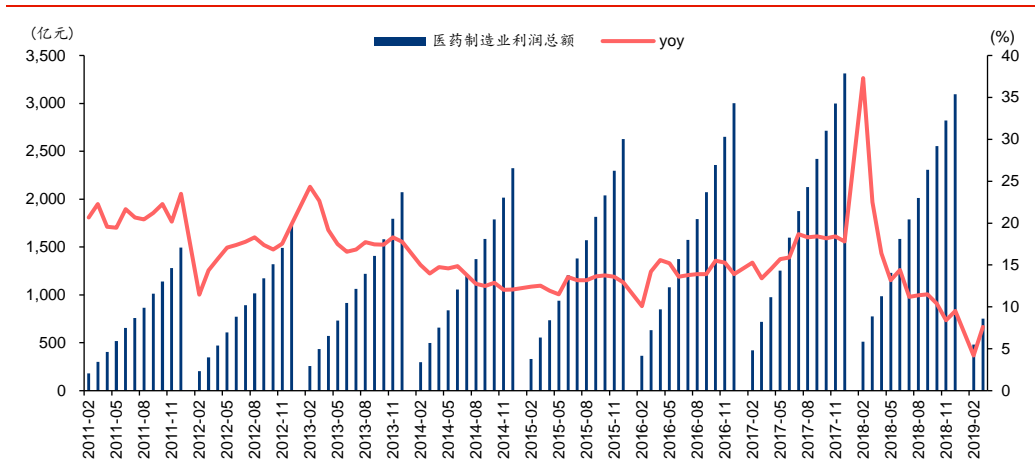
	总市值/亿元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	区间涨跌幅	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
创新药	20190430										
恒瑞医药	2908	19%	12%	18%	15%	27%	13%	-16%	-17%	49%	
复星医药	713	22%	12%	9%	34%	-1%	-7%	-22%	-26%	27%	
康弘药业	336	-22%	18%	-1%	19%	-3%	-13%	-23%	-13%	49%	
丽珠集团	222	-4%	20%	-1%	32%	6%	-21%	-24%	-23%	33%	
化学制剂板块		1%	1%	4%	8%	9%	0%	-17%	-17%	40%	
创新产业链											
药明康德	1029							-3%	-11%	27%	
泰格医药	332	-5%	-1%	20%	21%	53%	15%	-13%	-20%	55%	
凯莱英	210	-9%	14%	-17%	-1%	28%	14%	-17%	-6%	36%	
医疗服务板块		-7%	-7%	3%	22%	13%	1%	-18%	-16%	37%	
仿制药											
科伦药业	413	-1%	4%	10%	37%	28%	1%	-17%	-23%	40%	
华海药业	187	0%	-4%	7%	34%	9%	-2%	-18%	-4%	40%	
普利制药	131		64%	59%	33%	6%	34%	-14%	-30%	71%	
化学制剂板块		1%	1%	4%	8%	9%	0%	-17%	-17%	40%	
生物药											
智飞生物	690	13%	2%	40%	5%	21%	35%	7%	-21%	32%	
长春高新	517	-2%	17%	15%	23%	0%	24%	4%	-26%	81%	
华兰生物	399	0%	2%	-25%	-1%	12%	7%	18%	-13%	38%	
康泰生物	335		-9%	46%	18%	32%	50%	-30%	-17%	59%	
通化东宝	321	-7%	8%	6%	19%	17%	8%	-24%	-24%	25%	
生物制品板块		0%	2%	4%	7%	6%	2%	-9%	-22%	34%	
连锁药店											
益丰药房	226	-2%	15%	6%	28%	29%	2%	-4%	-25%	39%	
大参林	192				31%	11%	20%	-31%	-16%	24%	
老百姓	166	-6%	11%	0%	38%	13%	17%	-25%	-25%	33%	
一心堂	165	0%	-13%	13%	6%	22%	33%	-21%	-31%	42%	
医药商业板块		9%	3%	-7%	-2%	7%	-6%	-14%	-21%	24%	
连锁服务											
爱尔眼科	890	2%	16%	9%	27%	34%	18%	0%	-18%	29%	
美年健康	478	6%	22%	0%	38%	24%	0%	-24%	-13%	24%	
通策医疗	248	-18%	-9%	-6%	37%	28%	18%	10%	-12%	49%	
医疗服务板块		-7%	-7%	3%	22%	13%	1%	-18%	-16%	37%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 行业基础数据更新

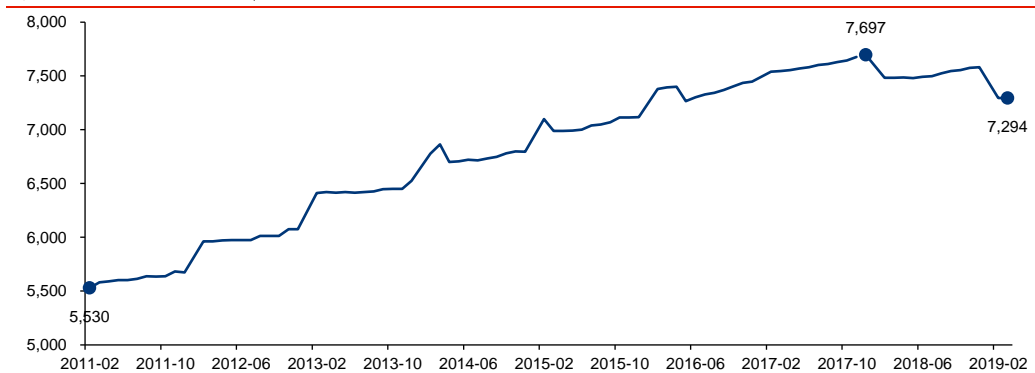
工业利润逐月回暖，药企尾部加速出清。医药工业利润总额 3M19 同比增长 7.6%，近 2 年复合增速在 14.8%。我们预计，2019 年利润增速将逐月回升，全年增速在 10%。药企数量自 2017 年见顶后持续回落，我们预计药企数量将进入长期萎缩状态，行业整合提速。

图表5：医药制造业利润总额（2011-2M19）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

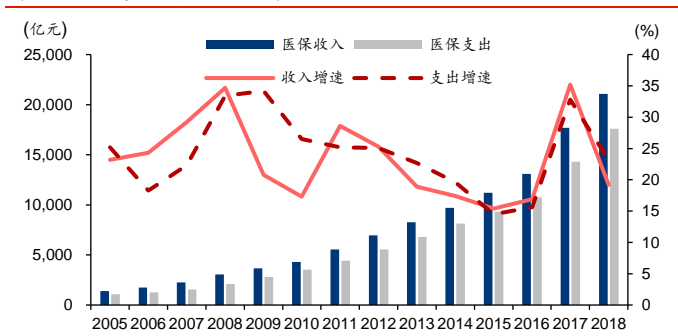
图表6：医药制造业企业单位数（2011-2M19）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

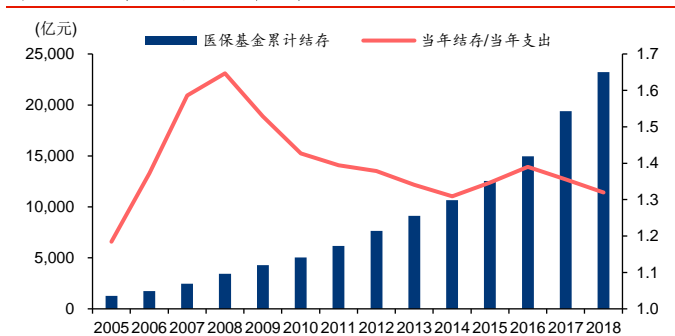
医保企稳，结构优化将为常态。医保收支在 2017 年因三保合一短暂上行后回落至稳态水平，在医保局对新特药的鼓励扶持态度下，我们认为医保的结构优化成为常态，高价仿制药、营养/辅助用药、地方骗保等将长期退化，创新药的腾挪纳入会持续平稳。

图表7：医疗保险基金收入与支出（2005-2018）



资料来源：人社部，医保局，华泰证券研究所

图表8：医疗保险基金累计结余（2005-2018）



资料来源：人社部，医保局，华泰证券研究所

## 政策展望：关注减税利好、第二轮集采、医保目录更新

医保局成立后的三大动作抗癌药谈判、国家集采、打击骗保完整体现医保的运作思路，即腾挪辅助/营养用药、高价仿制药的占用资金，换取创新药的宝贵份额。我们认为整体思路在 2019 年仍将延续，表现为第二轮集采、医保更新、国家辅助用药目录等：1) 目前专家组与医保局仍对第一轮集采调研总结，我们预计第二轮集采有望在 3Q19 开启；2) 医保目录调整开启，未来调整形式向发达国家靠齐(2 年一调整、1 年一谈判)，关注潜在品种；3) 4 月 1 日起制造业等行业增值税税率下调，市场预期不高，医药工业议价能力强，减税有望内化为净利润，提示工业板块 2Q19 业绩可能超预期。

### 增值税减税市场预期不高，利好预计从二季度开始显现

4 月 1 日起，制造业等行业增值税税率从 16% 降至 13%。我们认为市场对增值税减税预期不高，医药工业议价能力强，减税有望内化为净利润，提示二季度工业板块可能超预期。

1. 国务院 2019 年政府工作报告中指出，2019 年将重点降低制造业和小微企业税收负担，深化增值税改革，将制造业等行业 16% 的税率降至 13%，并定于 4 月 1 日起执行。
2. **减税利好毛利率高、净利率低、折旧摊销大的企业。**剔除各板块尾部公司及生物制品板块，我们预计，以 2018 年扣非净利润为基数，减税对化学制剂、医疗器械、中药板块的增厚率中位值分别在 11%、10%、14%。企业层面，相等规模收入下，毛利率越高、净利率越低、折旧摊销比重越大，减税释放的利润相对弹性越高，反之则较低。
3. **企业可能将减税红利投入研发或者销售。**1) 减税为一次性影响，公司可能将其投入长期费用；2) 化学制剂等研发型企业可能将减税红利投入研发，中成药等消费型企业可能将减税红利投入销售。整体来看，即使减税并不直接进入净利润，如投入研发、销售等环节，也可促进加强研发、改善营销等，提升研发/经营质量。

图表9： 增值税减税对企业的业绩弹性测算 (FY2018)

证券简称	扣非净利润变化	总市值/亿元	证券简称	扣非净利润变化	总市值/亿元	证券简称	扣非净利润变化	总市值/亿元
海正药业	118%	112	华大基因	16%	268	华润三九	21%	289
华海药业	86%	187	鱼跃医疗	14%	235	康缘药业	21%	79
华北制药	75%	77	乐普医疗	13%	475	亚宝药业	19%	59
海思科	49%	133	山东药玻	13%	119	羚锐制药	17%	55
现代制药	39%	106	开立医疗	11%	121	康恩贝	17%	217
健康元	30%	170	凯利泰	11%	78	仁和药业	16%	111
仙琚制药	24%	69	三诺生物	11%	71	以岭药业	16%	151
科伦药业	22%	413	万孚生物	11%	117	西藏药业	15%	68
贝达药业	22%	161	迪安诊断	11%	124	葵花药业	15%	94
复星医药	18%	713	蓝帆医疗	10%	153	同仁堂	14%	427
华润双鹤	17%	149	艾德生物	10%	71	中新药业	13%	141
丽珠集团	15%	222	迈克生物	8%	127	寿仙谷	13%	57
上海医药	11%	508	万东医疗	8%	66	白云山	13%	716
一品红	11%	72	基蛋生物	7%	74	天士力	12%	332
东诚药业	11%	92	迈瑞医疗	7%	1712	济川药业	9%	294
恩华药业	11%	120	健帆生物	7%	257	马应龙	9%	75
恒瑞医药	11%	2908	大博医疗	6%	130	广誉远	9%	107
中国医药	10%	160	安图生物	6%	273	东阿阿胶	6%	286
普利制药	8%	131	欧普康视	5%	130	云南白药	6%	922
德展健康	8%	225				片仔癀	4%	696
华东医药	7%	509						
康弘药业	7%	336						
信立泰	7%	252						
亿帆医药	6%	179						
健友股份	4%	185						

测算规则：1) 以上市公司 2018 年财务数据为基础，假定增值税税率由 16% 降至 13%；2) 假设企业含税售价不变，报表收入增加=原营业收入\*「(1+16%)/(1+13%)-1」；3) 假设企业含税成本不变，报表成本增加=原营业成本\*可抵扣比例\*「(1+16%)/(1+13%)-1」，此处我们以企业原材料成本占比代替可抵扣比例，对于未披露原材料成本的企业，以行业均值替代；4) 增值税附加税变化=(现计税基础-原计税基础)\*附加税税率=「(现营业收入-现营业成本\*可抵扣比例)\*13%-(原营业收入-原营业成本\*可抵扣比例)\*16%」\*附加税税率，城市维护建设税率/教育费附加税率/地方教育附加税率为 7%/3%/2%，合计为 12%。

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：业绩弹性基数为 18 年扣非业绩（部分采用归母净利润），工商一体化企业仅针对工业板块测算，市值为 20190430；



## 第二轮集采可能将于3Q19开启

第二批带量采购品种预计3Q19出台。除了既得利益主体，顶层与社会各界对集采整体持鼓励态度。目前专家组与医保局仍在对第一轮集采进行调研总结，我们预计流程最快于2Q19结束，第二轮带量采购有望在3Q19开启。

首批集采完整落地，预计腾挪医保资金超200亿元。带量采购2H18从吹风到落地，最终25个品种中选，平均降幅达52%。IQVIA数据显示，本轮集采品种2018年在全国医院销售额约1060亿元，IQVIA显示4+7地区占总市场的22%，我们估算2018年4+7地区集采品种销售额约250亿元，相比于集采总额20亿元，我们预计腾挪医保资金超200亿元。

图表10: “4+7”集中采购标志性事件

时间	单位	文件/会议	内容
2018-08-03	国家医保局	药品集中采购试点座谈会	拟在重点城市进行试点招采，将以通过一致性评价以及原研产品的最低报价作为医保支付价，初步提出以70%的市场份额鼓励以价换量
2018-11-15	联合采购办公室	《4+7城市药品集中采购文件》	明确31个采购品种及4+7地区各地采购量
2018-12-07	联合采购办公室	《4+7城市药品集中采购拟中选结果》	最终25个品种进入国家集采，降价均幅达到52%
2019-01-17	国务院办公厅	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	定调成文规定，进一步阐明集采范围、集采形式、具体措施、三医联动、组织形式、工作安排
2019-03-05	国家医保局	《国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施》	从医保预付、支付标准、医院激励、医院考核等四个角度明确各方约束，同时细化了医保支付标准

资料来源：国家医保局，联合采购办公室，国务院办公厅，华泰证券研究所

图表11: 第一批国家集中采购降价列表

序号	品种名称	带量(百万片/家/支)	拟中标企业	规格	拟中选价	单价	全国采购均价	降价幅度	4+7最低中标价	降价幅度	未中标企业	
1	阿托伐他汀口服常释剂型	10mg 20mg	87.2 156.7	北京嘉林	7	6.60	0.94	5.80	-84%	5.42	-83%	辉瑞、浙江新东港、北京嘉林
2	瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg 5mg	82.9 60.1	京新药业	28	21.80	0.78	3.69	-79%	3.06	-75%	辉瑞、浙江新东港 IPR、正大天晴、海正药业、先声东元 IPR、正大天晴、京新药业、海正药业、先声东元
3	氨吡格雷口服常释剂型	25mg 75mg	183.2 57.5	信立泰	7	22.26	3.18	7.84	-59%	7.61	-58%	信立泰、乐普药业 赛诺菲、乐普药业
4	厄贝沙坦口服常释剂型	75mg 150mg	44.3 93.1	华海药业	28	5.66	0.20	0.58	-65%	0.62	-67%	海正药业、扬子江 赛诺菲、海正药业、恒瑞医药
5	氯氮地平口服常释剂型	5mg	293.8	京新药业	28	4.16	0.15	0.62	-76%	0.23	-35%	辉瑞、黄河药业、扬子江、华润赛科、东瑞制药
6	恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	41.3	正大天晴	28	17.36	0.62	12.15	-95%	7.62	-92%	BMS、青峰药业、安徽贝克、东瑞制药、海思科(胶囊)
7	艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	10.0	科伦药业	7	30.94	4.42	6.75	-34%	5.47	-19%	灵北、润德药业、山东京卫
8	帕罗西汀口服常释剂型	20mg	18.5	华海药业	20	33.40	1.67	3.82	-56%	3.50	-52%	GSK
9	奥氮平口服常释剂型	10mg 5mg	10.5 17.8	豪森药业	7	67.51	9.64	14.26	-32%	13.23	-27%	礼来
10	头孢呋辛口服常释剂型	250mg	33.5	信特药业	12	6.16	0.51	0.75	-32%	0.58	-11%	GSK、国药致君、联邦制药、
11	利培酮口服常释剂型	1mg	34.0	华海药业	60	10.02	0.17	0.83	-80%	0.47	-64%	众生
12	吉非替尼口服常释剂型	250mg	0.5	阿斯利康	10	547.00	54.70	226.22	-76%	228.00	-76%	齐鲁制药
13	福辛普利口服常释剂型	10mg	23.0	BMS	14	11.80	0.84	2.77	-70%	2.64	-68%	华海药业
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	92.2	华海药业	14	15.26	1.09	3.53	-69%	2.39	-54%	赛诺菲、正大天晴
15	赖诺普利口服常释剂型	10mg 5mg	2.1 0.2	华海药业	28	6.45	0.23	1.19	-81%	1.16	-80%	阿斯利康
16	替诺福韦二吡呋喃口服常释剂型	300mg	6.2	信特药业	30	17.72	0.59	15.06	-96%	13.96	-96%	GSK、齐鲁制药、正大天晴、广生堂(胶囊)
17	氯沙坦口服常释剂型	100mg 50mg	18.8 62.8	华海药业	14	14.70	1.05	3.61	-71%	2.14	-51%	默沙东 默沙东、浙江华海
18	阿莫西林口服常释剂型	250mg	56.1	x								联邦制药、石药集团、康恩贝
19	阿奇霉素口服常释剂型	250mg 500mg	20.4 0.1	x x								辉瑞、石药集团、复星医药 辉瑞、石药集团
20	依那普利口服常释剂型	10mg 5mg	14.2 8.2	扬子江药业	16	8.93	0.56	1.12	-50%	0.97	-42%	默沙东 默沙东、扬子江药业
21	左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	6.5	京新药业	30	72.00	2.40	3.04	-21%	3.04	-21%	UCB
22	曲马多口服常释剂型	50mg	1.9	x								萌蒂、石药集团
23	伊马替尼口服常释剂型	100mg	2.5	豪森药业	60	623.82	10.40	18.22	-43%	14.05	-26%	诺华
24	阿法骨化醇口服常释剂型	0.25ug 0.5ug	32.0 6.9	x x								帝人、重庆药友制药、Teva、Leo 帝人、重庆药友制药
25	孟鲁司特口服常释剂型	10mg	26.3	民生滨江	5	19.38	3.88	na	na	na	na	默沙东
26	蒙脱石口服散剂	3g	17.0	先声药业	15	10.20	0.68	0.90	-24%	0.80	-15%	益普生、维奥制药、扬子江药业、南京易守
27	卡托普利口服常释剂型	25mg	6.0	x								BMS、常州制药、石药集团
28	培美曲塞注射剂	100mg 500mg	0.0 0.0	四川汇宇 四川汇宇	1 1	810.00 2776.97	810.00 2776.97	2800.00 9600.00	-71% -71%	2707.60 9283.20	-70% -70%	礼来 礼来
29	氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	5.2	北京泰德	5	109.75	21.95	63.20	-65%	39.27	-44%	武汉大安制药
30	右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	1.3	扬子江	4	532.00	133.00	na	na	na	na	
31	阿奇霉素注射剂	0.5g	0.4	x								辉瑞、普利制药、大同五洲通
								均值 -63%				
								中值 -69%				

资料来源：PDB，华泰证券研究所；「全国采购均价」为样本医院1-3Q18采购均价，「4+7最低中标价」为18年试点城市最低中标价，「XX」为预中标但最终流标的企业

**4+7 以外地区的联动尚不明朗。**集采落地后，市场担忧价格与模式全国联动。2019 年初甘肃、陕西鼓励企业调价、山东放弃跟随调价，4M19 江西省、河北两市吹风准备进行地区性采购。我们认为，地区性自采采购量较小、议价能力不强、示范性弱，集采的区域扩大大概率仍是自上而下，仍须在第一批集采效果评估后探索。

**图表12： 各地联动迹象**

2019-01-30	福建省	召开国家集采使用工作座谈会：1) 公立医院将全面执行；2) 厦门可能3月1日执行，全省可能4月1日执行。目前厦门已在3月15日执行，全省尚未推开。
2019-04-08	江西省	省医保局、卫健委联合发布《关于填报部分药品计划采购量的通知》，对25个中选药品，开展带量采购。
2019-04-16	河北省	唐山市与秦皇岛市医保局召开会议，将启动两市的4+7联动

资料来源：各地卫计委，各地医保局，华泰证券研究所

**第二批带量采购品种预计3Q19 出台，关注潜在品种。**除了既得利益主体，目前顶层与社会各界对集采整体持鼓励态度。目前专家组与医保局仍在对第一轮集采进行调研总结，我们预计流程最快于2Q19 结束，第二轮带量采购有望在3Q19 开启。第二批集采品种关注一致性评价拥挤品种、首轮流标品种、医院规模较大的可替代品种，包括多西他赛、替吉奥、阿卡波糖、二甲双胍、伏立康唑、白蛋白紫杉醇、多奈哌齐等。

**图表13： 第二轮带量采购的潜在品种**

品种	规格	通过一致性评价企业	18年销售额/百万元	2012-18 CAGR	#1企业	市场份额	#2企业	市场份额	#3企业	市场份额
超过2家企业通过的品种										
二甲双胍缓释片	0.5g	江苏德源/上海信谊天平/悦康/上药信谊	518.4	15%	BMS	80%	重庆康刘尔	5%	青岛黄海	2%
二甲双胍片	0.25g	北京四环制药/广东华南/贵州天安	32.3	2%	北京利岭恒泰	39%	贵州圣济堂	14%	河北天成	7%
聚乙二醇4000散	10g	重庆华森/重庆赛诺生物/湖南华纳	25.4	0%	Ipsen	64%	重庆华森	24%	湖南华纳	4%
碳酸氢钠片	0.5g	远大医药/湖南汉森/福州海王福药	24.4	42%	天津力生	41%	福州海王福药	16%	上海玉瑞	10%
克拉霉素胶囊	150mg/75mg	重庆药友/四川科伦	70.2	7%	广州柏莱罗	98%	新华制药	1%	遂成药业	0%
对乙酰氨基酚片	0.5g	地奥集团/宜昌人福	4.7	-8%	强生	80%	中美史克	8%	广东环球	3%
白蛋白紫杉醇	100mg	恒瑞制药/石药集团	330.8	19%	Abraxis	79%	石药集团	19%	恒瑞医药	2%
依非韦伦片	0.6mg	上海迪赛诺/浙江华海	0.0	-63%	浙江华海	100%				
氨溴索片	30mg	恒瑞医药/山东裕欣	21.5	-18%	Sandoz	42%	常州四药	9%	山西仟源	8%
格列美脲片	2mg	扬子江/江苏万邦生化	294.1	5%	Sanofi	86%	江苏万邦生化	4%	石药集团	3%
多奈哌齐片	5mg	浙江华海/重庆植恩	275.9	17%	Eisai	91%	江苏豪森	5%	罗欣药业	1%
吡达帕胺片	2.5mg	重庆药友/广东安诺	19.0	0%	Servier	81%	天津力生	5%	宁夏康亚	4%
替吉奥胶囊	20mg/25mg	恒瑞医药/齐鲁制药	1158.2	14%	山东新时代	61%	恒瑞医药	19%	Taiho	16%
阿昔洛韦片	0.2g	山东齐鲁/四川科伦	5.0	2%	山东淄博新达	20%	四川科伦	15%	上药信谊药厂	11%
左西替利嗪片	5mg	重庆华邦/湖南九典	42.5	9%	重庆华邦	52%	鲁南贝特	29%	UCB	12%
异烟肼片	0.1g	华中药业/沈阳红旗	26.1	54%	杭州民生	21%	沈阳红旗	19%	成都锦华	18%
首轮流标品种										
阿莫西林胶囊	0.25g	珠海联邦/金华康恩贝/石药集团/湖南科伦	33.8	4%	联邦制药	62%	昆明贝克诺顿	14%	香港澳美	8%
阿奇霉素片/胶囊	0.25g	石药集团/苏州二叶	157.7	4%	Pfizer	56%	华润三九	35%	珠海润都	5%
曲马多片	50mg	石药集团	39.4	3%	Mundi	94%	西南药业	2%	石药集团	1%
阿法骨化醇片	0.25µg/0.5µg	重庆药友	26.1	21%	Teijin	52%	重庆药友	48%		
托卡普利片	25mg	常州制药/石药集团	2.1	-22%	BMS	30%	常州制药	15%	深圳海王	13%
阿奇霉素注射剂	0.5g	普利制药	216.2	-3%	东北制药	61%	Pfizer	27%	峨眉山通惠	10%
医院市场规模较大的品种										
莫西沙星片	400mg	宜昌东阳光/四川国为制药	238.3	2%	Bayer	100%	北京万生	0%		
多西他赛注射液	20mg	四川汇宇	1379.3	2%	恒瑞医药	48%	Sanofi	34%	齐鲁制药	6%
阿卡波糖片	0.5g	华东医药	1112.7	6%	Bayer	69%	华东医药	31%		
伏立康唑片	50mg/200mg	浙江华海	628.3	22%	Pfizer	56%	成都泰合	27%	扬子江	14%

资料来源：PDB，丁香园 Insight，华泰证券研究所

我们认为，集采降价将逐步形成社会稳定预期，深刻影响医药行业：

1. **仿制药市场预期快速寡头化：**1) 通过一致性评价成为必须；2) 药品大幅度降价，预计整体净利润率将降至 10-15% 区间（与美国和欧盟成熟市场全球巨头的净利润率相仿）；3) 仿制药市场加速整合。
2. **创新药不受影响：**创新药不受集采降价的影响，建议关注业绩增长能见度高、估值相对便宜的龙头药企，其领域聚焦：1) 临床急需领域的创新药，如肿瘤药、儿童药和孤儿药；2) 临床需求大的慢性病药（如糖尿病和心脑血管疾病）。
3. **中成药不进入集采，颗粒可能降价采购：**1) 中药独家品种多、差异大，较难实现质量层次的统一，无法归类降价；2) 配方颗粒是中药有潜在降价风险的细分板块（质量将统一、带金销售、利润率高），建议观望；
4. **医疗器械中高值耗材面临集采压力：**1) 大型影像设备（技术升级频次高）、家用器械（偏消费）、化学发光（系统封闭）等细分领域受带量采购影响较小；2) 心脏支架、骨科创伤类同质性高、易标准化的高值耗材，预计未来带量采购降价首当其冲。
5. **医药流通局部承压，龙头抗风险能力稍高：**行业整体存压，仿制药对应的市场规模萎缩，流通企业局部承压，其中龙头风险抵御能力更高，得益于市占率提升、医保先行支付降低资金占用成本、创新和进口药有望弥补仿制药市场容量的萎缩。
6. **零售药店：**短期集采影响在 4+7 地区的双跨品种（但整体影响较小），且价格差变相提高处方外流难度，中长期药企对终端重视程度不断提高，可能形成处方外流通道。

## 医保目录调整，关注新特药的纳入

医保局于3月13日公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》。《征求意见稿》初步明确医保动态调整的调整内容、组织形式、工作程序等工作。

1. 调整内容分为调入与调出，调入的基本要求为2018年12月31日（含）以前注册上市的药品，优先考虑国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药、急救抢救用药等。
2. 调入方式分为常规准入与谈判准入，在满足有效性、安全性等前提下，价格与药品目录内现有品种相当或较低的，可以通过常规方式纳入目录，价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入。
3. 工作程序上，1-3月为准备阶段，4-5月为评审阶段，6月为常规目录发布阶段（印发新版药品目录，公布拟谈判药品名单），6-7月谈判阶段，8月发布谈判准入目录。

**医保目录动态调整意义深远。**本轮医保调整为深化药政改革的产物，是17版国家医保目录发布、17、18年医保谈判后，对医保目录的再次调整与谈判，并由医保局牵头负责，是医保局2019年重点工作之一。

**医保调整向发达国家靠齐，提高药品可及性：**数年一调的医保将成为过去式，医保未来的调整将更为常规化，有望形成两年一调整、一年一谈判的医保形式，与欧美日等发达国家的医保目录调整靠齐，使得药品的可及性更高、覆盖面更广；

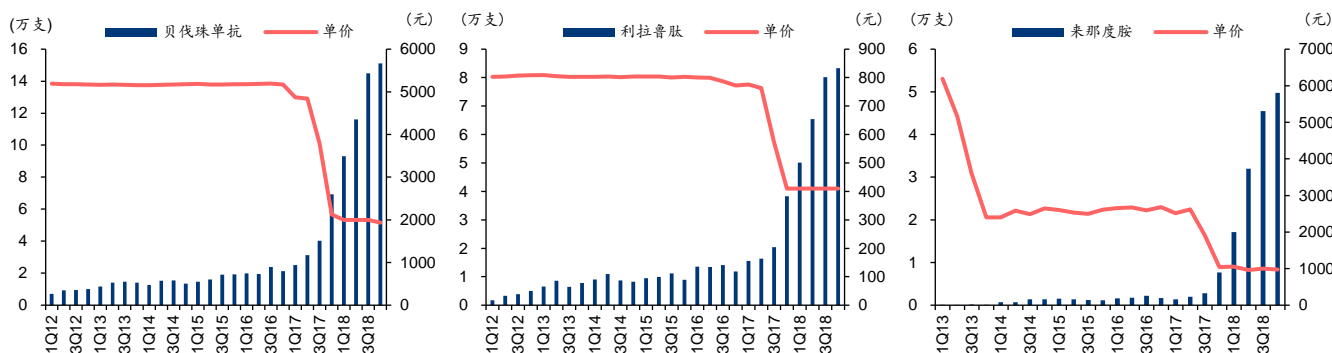
图表14： 医保目录及调整

时间	部门	医保目录	医保谈判
2009	人社部	2009版全国医保目录	
2016	人社部		第一批医保谈判
2017	人社部	2017版全国医保目录	第二批医保谈判（17版）
2018	医保局		第三批医保谈判（抗癌药专项）
2019	医保局	2019版全国医保目录	第四批医保谈判（19版）

资料来源：人社部，医保局，华泰证券研究所

**缩短专利药的达峰时间，对研发形成正反馈：**过去医保调整周期长，新药上市后放量迟缓，而医保目录的动态调整可及时纳入新特药，促进产品在专利期内放量销售，进一步对研发形成正反馈。

图表15： 部分创新药在医保谈判降价录入的销售放量



资料来源：PDB，华泰证券研究所

本次可能纳入的品种包括 18 版基药中医保未覆盖的品种、17-18 年获批的新药：

1. 治疗范围上涉及肿瘤（PD-1、小分子替尼、白蛋白紫杉醇等）、抗病毒用药、糖尿病用药等，其中低价药预计直接进入医保，高价药（PD-1 等）将以价换量进入医保。
2. 涉及上市公司包括恒瑞医药、信达生物、歌礼制药、君实生物、石药集团、三生制药等。进入医保可大幅提高药品的可及性，对公司利润产生正面影响。

图表16：潜在的 2019 版医保目录品种

药品名称	适应症	生产企业	上市公司	上市时间
<b>抗肿瘤-进口</b>				
纳武利尤单抗	非小细胞肺癌	百时美施贵宝		2018
帕博利珠单抗	黑色素瘤	默沙东		2018
普乐沙福	非霍奇金淋巴瘤	赛诺菲		2018
哌柏西利	乳腺癌	辉瑞		2018
奥拉帕利	卵巢癌	阿斯利康		2018
阿来替尼	非小细胞肺癌	罗氏		2018
仑伐替尼	肝癌	卫材		2018
地加瑞克	前列腺癌	辉凌		2018
<b>抗肿瘤-国产</b>				
特瑞普利单抗	黑色素瘤	上海君实	君实生物 (833330.OC)	2018
信迪利单抗	霍奇金瘤	信达生物	信达生物 (1801.HK)	2018
吡咯替尼	复发或转移性乳腺癌	恒瑞医药	恒瑞医药 (600276.SH)	2018
呋喹替尼	转移性结直肠癌	和记黄埔		2018
硫培非格司亭	化疗相关中性粒细胞减少症	恒瑞医药	恒瑞医药 (600276.SH)	2018
白蛋白紫杉醇	乳腺癌	Abraxis、石药集团、恒瑞医药	恒瑞医药、石药集团	2018
<b>慢性病-进口</b>				
德谷胰岛素	II 型糖尿病	诺和诺德		2017
利司那肽	II 型糖尿病	赛诺菲		2017
恩格列净	II 型糖尿病	勃林格殷格翰		2017
卡格列净	II 型糖尿病	强生		2017
沙库巴曲缬沙坦	慢性心力衰竭	诺华		2017
依洛尤单抗	PCSK9 抑制剂	安进		2018
<b>慢性病-国产</b>				
贝那鲁肽	II 型糖尿病	仁会生物	仁会生物 (830931.OC)	2016
重组人甲状旁腺素(1-34)	绝经后妇女骨质疏松	上海联合赛尔生物		2017
罗沙司他	慢性肾脏病引起的贫血	珐博进		2018
丹诺瑞韦钠	丙肝	歌礼药业	歌礼制药 (1672.HK)	2018
艾博卫泰	艾滋病	前沿生物		2018
重组高效抗肿瘤抗病毒蛋白	乙肝	北京杰华生物		2018
聚乙二醇化重组集成干扰素变体	丙肝	北京富瑞天成生物		2018
长效艾塞那肽	糖尿病	阿斯利康/三生制药	三生制药 (1530.HK)	2018

资料来源：丁香园 Insight，华泰证券研究所

图表17：纳入 2018 版基药的非医保品种

品种	适应症	公司	上市公司	上市时间（美国）	上市时间（国内）
索磷布韦维帕他韦	HCV	吉列德		2016	2018
达格列净	II 型糖尿病	阿斯利康		2012（欧洲）、2014（美国）	2017
重组人组织型纤溶酶原激活酶衍生物	心肌梗塞	昂德生物	东阿阿胶 /		2017
波生坦	肺动脉高压	Actelion		2001（欧洲）	2006
阿法骨化醇	骨质疏松症	LEO		1978（欧洲）	1998
金花清感颗粒	清热解毒	聚协昌		/	2016
唐草片	清热解毒	上海百岁行		/	2005
银屑胶囊（颗粒）	银屑病	荣昌制药、陕西东泰等		/	2005
注射用多种维生素（12）	静脉补充维生素用药	Baxter		1999	2013
水飞蓟素	中毒性肝损伤	MEDA		/	2000
枸橼酸咖啡因	早产新生儿原发性呼吸暂停	Chiesi、成都宛东等 5 家企业		1999	2013

资料来源：丁香园 Insight，华泰证券研究所

## 科创板：新市场，新机遇

截止2019年4月底，科创板共受理18家医药生物企业，其中11家为医疗器械、3家为化学制剂/原料药、2家为生物制品、2家为CRO。我们认为科创板具有重大战略意义：

- 1) 推荐投行跟投、宽松减持约束等上市要求体现强市场、弱监管思路，大量优质药企有望上市；
- 2) 亏损公司A股上市将颠覆现有唯PE估值生态，估值体系向发达市场靠齐，管线重估将成为主流。

### 受理企业梳理

截止2019年4月底，科创板共受理18家医药生物企业，其中11家为医疗器械、3家为化学制剂/原料药、2家为生物制品、2家为CRO。拟募集资金在2-30亿元不等，其中最高的三家为华熙生物（31.54亿元）、昊海生科（14.84亿元）、安翰科技（12.00亿元）。

图表18：截止4M19科创板受理医药生物企业梳理

受理时间	证券代码	公司简称	公司全称	所属板块	优势领域	实际控制人	发行前实控人持股比例 (%)	员工人数 (人)		
								2016	2017	2018
2019-03-22	A19002.SH	安翰科技	安翰科技(武汉)股份有限公司	医疗器械	"磁控胶囊胃镜系统"机器人	段晓东, 王新安, 吉朗, 肖国华	42.00%	359	428	540
2019-03-27	A19015.SH	微芯生物	深圳微芯生物科技股份有限公司	化药	小分子专利创新药物研发	XIANPING LU	31.86%	238	302	370
2019-03-27	A19016.SH	特宝生物	厦门特宝生物工程股份有限公司	生物药	重组蛋白与长效修饰生物制品	兰春, 孙黎, 杨奕	38.75%	696	674	694
2019-03-27	A19040.SH	贝斯达	深圳市贝斯达医疗股份有限公司	医疗器械	大型医学影像诊断设备	彭建中	47.78%	305	310	355
2019-03-29	A19043.SH	赛诺医疗	赛诺医疗科学技术股份有限公司	医疗器械	心脏支架和球囊	孙箭华	33.37%	307	372	461
2019-04-03	A17123.SH	南微医学	南京微创医学科技股份有限公司	医疗器械	内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备	0	无	1,004	1,149	1,368
2019-04-03	A19060.SH	苑东生物	成都苑东生物制药股份有限公司	化药	化药及药领域制造	王颖	58.11%	506	593	641
2019-04-03	A17241.SH	美迪西	上海美迪西生物医药股份有限公司	CRO	药物研发外包	CHUN-LIN CHEN, 陈建煌, 陈金章	42.37%	745	711	939
2019-04-04	A19064.SH	热景生物	北京热景生物技术股份有限公司	医疗器械	检测试剂和仪器	林长青	31.41%	327	387	479
2019-04-08	A19075.SH	博瑞医药	博瑞生物医药(苏州)股份有限公司	原料药	特色原料药	袁建赫, 钟伟芳	50.94%	425	471	515
2019-04-10	A19080.SH	华熙生物	华熙生物科技股份有限公司	生物药	透明质酸、生物医用材料	赵燕	65.86%	809	836	1,232
2019-04-11	A19086.SH	心脉医疗	上海微创心脉医疗科技股份有限公司	医疗器械	主动脉及外周血管介入领域	0	无	150	214	284
2019-04-12	A19088.SH	诺康达	北京诺康达医药科技股份有限公司	CRO	药物制剂研究	陈鹏, 陶秀梅	47.18%	96	188	243
2019-04-15	A19104.SH	佰仁医疗	北京佰仁医疗科技股份有限公司	医疗器械	动物源性植入医疗器械研发与生产	金磊, 李凤玲	100.00%	133	152	154
2019-04-16	A19107.SH	普门科技	深圳普门科技股份有限公司	医疗器械	治疗与康复类、体外诊断	刘先成	32.27%	430	557	675
2019-04-18	A19112.SH	昊海生科	上海昊海生物科技股份有限公司	医疗器械	医用透明质酸	蒋伟, 游捷	49.81%	882	1,094	1,226
2019-04-19	A19114.SH	海欧博	江苏海欧博生物医药股份有限公司	医疗器械	过敏原与自免体外诊断	JOHN LI, WEIJUN LI, 陈涛	95.15%	251	262	286
2019-04-22	A19120.SH	硕世生物	江苏硕世生物科技股份有限公司	医疗器械	多重荧光定量PCR检测	房永生, 梁锡林, 王国强	54.93%	284	351	401

资料来源：上交所，Wind，天眼查，华泰证券研究所

图表19：截止4M19科创板受理医药生物企业：估值比较

公司名称	所属行业	拟募集资金 (亿元)	拟发行股份占总股本比例 (%) (不低于)	科创板IPO对应的市值 (亿元, 不高于)	科创板IPO对应的2018年PE估值 (x, 不高于)	上一轮投后估值 (亿元)	上一轮投后对应2018年PE估值 (x)	上一轮领投企业
安翰科技	医疗器械	12.00	10%	120.00	182	59.60	90	北京大中万升
微芯生物	化药	8.04	10%	80.40	257	50-60	160-192	深创投, 招银国际
特宝生物	生物药	6.08	10%	60.80	380	NA	NA	NA
贝斯达	医疗器械	3.38	25%	13.52	13	NA	NA	NA
赛诺医疗	医疗器械	2.67	10%	26.70	30	NA	NA	德诚资本, 济峰资本
南微医学	医疗器械	8.94	25%	35.76	19	12.87	7	Huakang
苑东生物	化药	11.13	25%	44.52	33	18.00	13	中信金石
美迪西	CRO	3.47	25%	13.88	24	12.40	21	上海睿眼投资
热景生物	医疗器械	2.88	25%	11.51	24	10.00	21	云集财富
博瑞医药	原料药	3.60	10%	36.00	47	32.50	43	红杉智盛
华熙生物	生物药	31.54	25%	126.16	30	150.00	35	国寿成达, 华兴资本
心脉医疗	医疗器械	6.51	25%	26.04	29	18.51	20	中金佳成, 华兴资本
诺康达	CRO	4.37	25%	17.48	23	NA	NA	泰然天合
佰仁医疗	医疗器械	4.52	25%	18.08	36	NA	NA	NA
普门科技	医疗器械	6.32	10%	63.20	78	31.60	39	松东资本
昊海生科	医疗器械	14.84	15%	98.93	24	40.21	10	长兴桐昊
海欧博	医疗器械	6.19	25%	24.76	62	10.51	26	金城医学
硕世生物	医疗器械	4.02	25%	16.08	25	NA	NA	NA

资料来源：上交所，Wind，天眼查，华泰证券研究所

目前受理企业2018年净利润普遍在1亿元及以下级别，近年维持较快的增速，其中营收规模最大的为昊海生科（15.58亿元）、华熙生物（12.63亿元）、南微医学（9.22亿元），利润规模最大的为华熙生物（4.24亿元）、昊海生科（4.15亿元）、南微医学（1.93亿元）

图表20：截止4M19科创板受理医药生物企业：成长能力分析

公司名称	所属行业	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			扣非归母净利润(亿元)			营业收入增速(%)			归母净利润增速(%)			扣非归母净利润增速(%)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2017	2018	2016-18 CAGR	2017	2018	2016-18 CAGR	2017	2018	2016-18 CAGR
安翰科技	医疗器械	1.15	1.72	3.22	0.29	(0.10)	0.66	(0.38)	(0.37)	0.25	50%	87%	67%	-136%	-738%	52%	-3%	-169%	NA
微芯生物	化药	0.85	1.11	1.48	0.05	0.26	0.31	0.05	0.11	0.19	29%	34%	32%	380%	21%	141%	125%	68%	94%
特宝生物	生物药	2.80	3.23	4.48	0.29	0.05	0.16	0.27	(0.02)	0.31	15%	39%	26%	-82%	210%	-26%	-109%	-1337%	7%
贝斯达	医疗器械	3.56	4.15	4.71	0.93	1.03	1.08	0.85	0.92	1.00	17%	13%	15%	10%	5%	7%	9%	9%	9%
赛诺医疗	医疗器械	2.66	3.22	3.80	0.29	0.66	0.89	0.28	0.71	0.88	21%	18%	20%	131%	35%	76%	158%	23%	78%
南微医学	医疗器械	4.14	6.41	9.22	(0.36)	1.01	1.93	0.56	1.01	1.75	55%	44%	49%	-378%	90%	NA	81%	73%	77%
苑东生物	化药	3.39	4.76	7.69	0.57	0.64	1.35	0.42	0.49	0.86	41%	61%	51%	12%	110%	53%	16%	75%	43%
美迪西	CRO	2.32	2.48	3.24	0.43	0.40	0.59	0.37	0.32	0.51	7%	31%	18%	-6%	47%	17%	-14%	61%	17%
热景生物	医疗器械	1.22	1.42	1.87	0.29	0.30	0.48	0.27	0.28	0.38	16%	32%	24%	4%	60%	29%	3%	34%	18%
博瑞医药	原料药	2.01	3.17	4.11	0.17	0.46	0.76	0.14	0.44	0.75	58%	30%	43%	169%	66%	111%	208%	72%	130%
华熙生物	生物药	7.33	8.18	12.63	2.69	2.22	4.24	2.31	2.23	4.24	12%	54%	31%	-18%	91%	25%	-4%	90%	35%
心脉医疗	医疗器械	1.25	1.65	2.31	0.41	0.63	0.91	0.39	0.62	0.84	32%	40%	36%	54%	43%	48%	61%	35%	47%
诺康达	CRO	0.22	0.75	1.85	0.06	0.35	0.78	0.06	0.29	0.80	240%	148%	190%	482%	121%	259%	420%	176%	279%
佰仁医疗	医疗器械	0.78	0.92	1.11	0.31	0.42	0.50	0.31	0.42	0.48	18%	20%	19%	35%	18%	26%	36%	13%	24%
微芯生物	化药	1.75	2.51	3.23	0.10	0.56	0.81	0.14	0.37	0.51	44%	29%	36%	443%	44%	180%	158%	41%	90%
昊海生科	医疗器械	8.61	13.54	15.58	3.05	3.72	4.15	2.94	3.49	3.76	57%	15%	35%	22%	11%	17%	19%	8%	13%
浩欧博	医疗器械	1.12	1.46	2.01	0.04	0.21	0.40	0.06	0.21	0.44	31%	38%	34%	393%	88%	204%	228%	109%	162%
硕世生物	医疗器械	1.29	1.87	2.31	0.08	0.43	0.64	0.22	0.33	0.56	45%	23%	34%	410%	50%	176%	53%	68%	60%

资料来源：上交所，Wind，华泰证券研究所

图表21：截止4M19科创板受理医药生物企业：盈利能力分析

公司名称	所属行业	毛利率(%)			净利率(%)			ROE(%)			ROA(%)			销售费用率(%)			管理费用率(%)			财务费用率(%)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
安翰科技	医疗器械	67.3	74.4	76.7	24.9	-6.0	20.4	12.8	-2.3	9.3	7.7	-1.7	7.6	23.1	20.8	16.4	76.1	67.6	48.1	-0.5	-1.5	-4.5
微芯生物	化药	97.5	95.2	96.3	6.3	23.4	21.2	2.7	7.4	6.5	1.6	4.7	4.4	28.6	28.9	34.6	61.8	50.7	48.2	-0.1	3.1	-2.1
特宝生物	生物药	89.0	87.1	87.5	10.5	1.6	3.6	6.1	1.1	3.3	4.6	0.8	2.4	54.6	62.9	59.5	20.2	21.5	21.0	1.8	2.0	1.7
贝斯达	医疗器械	46.6	47.1	46.8	26.2	24.8	22.9	13.5	11.3	9.7	8.4	7.6	7.0	12.6	11.4	11.1	12.0	13.5	15.9	-4.9	-5.4	-3.1
赛诺医疗	医疗器械	85.6	83.8	82.3	10.8	20.5	23.4	14.1	16.3	13.6	10.2	13.3	11.8	27.0	21.8	23.0	42.0	35.2	31.1	0.1	-0.1	-0.4
南微医学	医疗器械	57.2	60.6	63.8	-6.3	17.5	22.1	-11.8	26.3	38.0	-5.2	17.8	24.1	16.6	17.8	20.1	42.7	20.0	19.1	0.1	1.1	0.1
苑东生物	化药	79.3	85.0	88.6	16.9	13.5	17.6	18.1	15.4	26.3	13.8	11.6	19.6	42.9	46.9	53.6	22.8	27.1	21.9	-0.1	-0.2	-0.3
美迪西	CRO	35.9	33.8	36.1	18.9	16.6	18.7	28.9	15.3	18.8	17.5	11.2	14.0	4.9	5.4	5.9	11.2	13.3	12.8	-0.8	0.4	-1.7
热景生物	医疗器械	76.0	74.1	73.7	23.6	21.2	25.8	22.0	20.6	25.9	18.0	17.2	21.1	26.2	27.9	28.9	23.1	23.0	21.1	0.2	0.0	-0.1
博瑞医药	原料药	57.7	58.9	58.8	8.5	14.5	18.5	7.7	13.8	12.5	4.4	10.1	10.9	6.7	4.3	3.2	40.9	36.3	34.0	0.9	1.7	-0.3
华熙生物	生物药	77.4	75.5	79.9	36.8	27.2	33.6	21.4	15.3	25.3	16.0	12.5	21.4	14.6	15.3	22.5	18.3	24.5	17.6	-1.0	1.9	-1.8
心脉医疗	医疗器械	76.3	77.7	78.8	32.8	38.4	39.2	33.3	40.7	44.9	21.8	30.7	36.8	18.3	15.7	17.4	20.4	15.9	18.5	0.4	0.0	0.0
诺康达	CRO	74.6	70.5	71.9	27.3	46.8	41.8	17.6	28.7	30.9	4.5	16.9	24.0	3.0	3.2	1.9	42.2	22.4	21.5	-0.1	-0.7	-0.1
佰仁医疗	医疗器械	88.1	89.1	91.0	39.5	45.0	44.8	33.2	37.0	30.2	25.1	30.8	27.8	15.1	17.8	17.0	25.1	24.7	23.4	0.1	-0.3	-0.4
普门科技	医疗器械	60.3	61.0	59.6	5.9	22.5	25.1	2.8	11.8	12.9	2.1	9.3	10.7	23.7	21.7	21.6	41.7	24.5	24.6	2.4	0.1	-0.1
昊海生科	医疗器械	83.6	78.7	78.5	36.1	29.5	29.2	10.5	12.2	12.2	8.4	10.3	10.7	33.4	30.6	31.8	15.8	19.9	21.5	-7.0	-3.7	-4.0
浩欧博	医疗器械	65.6	69.7	70.6	3.9	14.6	19.9	7.6	31.5	37.9	3.5	15.9	21.7	28.0	24.4	21.0	32.3	21.9	19.6	1.3	1.3	0.7
硕世生物	医疗器械	81.7	82.7	81.7	6.5	22.8	27.7	3.3	16.7	21.8	2.9	14.3	18.1	38.0	39.1	34.5	39.0	21.7	20.8	0.0	0.0	-0.8

资料来源：上交所，Wind，华泰证券研究所；注：科创板招股书均采用最新会计准则，管理费用已剔除研发费用

科技创新能力是科创板的准绳，从研发开支占比看，2018年营收占比超过15%的企业有微芯生物(56%)、赛诺医疗(34%)、安翰科技(24%)、博瑞医药(23%)、心脉医疗(21%)、普门科技(21%)、苑东生物(16%)等。

图表22：截止4M19科创板受理医药生物企业：研发能力分析

公司名称	所属行业	研发支出合计(亿元)			费用化研发支出(亿元)			资本化研发支出(亿元)			费用化研发支出占比(%)			研发总支出营收占比(%)			研发费用营收占比(%)			研发人员	研发人员占比(%)
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018		
安翰科技	医疗器械	0.34	0.49	0.78	0.34	0.49	0.78	0.00	0.00	0.00	100	100	100	29	29	24	29	29	24	113	20.77
微芯生物	化药	0.52	0.69	0.82	0.29	0.35	0.42	0.23	0.33	0.40	56	51	51	61	62	56	34	32	29	104	28.03
特宝生物	生物药	0.93	0.44	0.43	0.09	0.19	0.41	0.84	0.25	0.03	10	43	94	33	14	10	3	6	9	116	16.52
贝斯达	医疗器械	0.21	0.26	0.45	0.21	0.26	0.45	0.00	0.00	0.00	100	100	100	6	6	6	6	6	10	139	39.15
赛诺医疗	医疗器械	0.94	1.02	1.30	0.94	1.02	1.30	0.00	0.00	0.00	100	100	100	35	32	34	35	32	34	56	12.15
南微医学	医疗器械	0.18	0.38	0.49	0.18	0.38	0.49	0.00	0.00	0.00	100	100	100	4	6	5	4	6	5	233	17.03
苑东生物	化药	0.46	0.77	1.24	0.46	0.77	1.24	0.00	0.00	0.00	100	100	100	13	16	16	13	16	16	187	28.90
美迪西	CRO	0.09	0.11	0.17	0.09	0.11	0.17	0.00	0.00	0.00	100	100	100	4	4	5	4	4	5	760	80.94
热景生物	医疗器械	0.13	0.16	0.18	0.13	0.16	0.18	0.00	0.00	0.00	100	100	100	11	11	10	11	11	10	96	18.82
博瑞医药	原料药	0.54	0.81	0.96	0.54	0.81	0.96	0.00	0.00	0.00	100	100	100	27	26	23	27	26	23	207	38.19
华熙生物	生物药	0.44	0.90	1.04	0.44	0.90	1.04	0.00	0.00	0.00	100	100	100	6	11	8	6	11	8	185	14.98
心脉医疗	医疗器械	0.41	0.45	0.48	0.20	0.20	0.29	0.21	0.25	0.19	49	45	61	33	27	21	16	12	13	74	28.06
诺康达	CRO	0.06	0.08	0.18	0.06	0.08	0.18	0.00	0.00	0.00	100	100	100	28	11	9	28	11	9	198	81.48
佰仁医疗	医疗器械	0.11	0.12	0.13	0.11	0.12	0.13	0.00	0.00	0.00	100	100	100	15	13	12	15	13	12	28	17.95
普门科技	医疗器械	0.39	0.50	0.67	0.39	0.50	0.67	0.00	0.00	0.00	100	100	100	23	20	21	23	20	21	235	34.81
昊海生科	医疗器械	0.47	0.76	0.95	0.47	0.76	0.95	0.00	0.00	0.00	100	100	100	5	6	6	5	6	6	202	16.48
浩欧博	医疗器械	0.23	0.20	0.24	0.23	0.20	0.24	0.00	0.00	0.00	100	100	100	21	13	12	21	13	12	41	14.19
硕世生物	医疗器械	0.14	0.21	0.26	0.14	0.21	0.26	0.00	0.00	0.00	100	100	100	11	11	11	11	11	11	70	17.46

资料来源：上交所，Wind，华泰证券研究所

## 重研发且允许未盈利企业上市，对医药板块意义重大

科创板上市条件更加灵活多样。整体而言，科创板借鉴了美国、香港等成熟市场的经验制定了分层次的上市条件，上市市值及财务标准的条件较原A股相比更为多样化，标准高于香港市场及美国市场。科创板同时推出五套上市标准，强调以市值为核心的指标体系和财务指标经营条件，申请者需至少满足其中一项标准。

**重研发轻盈利，对医药板块重点提及。**我们认为，科创板的上市标准对医药板块意义重大，主要体现在：1) 标准五中对医药企业重点提及，要求医药企业需取得至少一类新药二期临床试验批件，但对盈利水平未作要求。我们认为，此项标准为大量的生物科技公司上市提供便利；2) 标准二中对研发投入作重点要求，要求公司最近三年研发投入合计占总营业收入的比例不低于15%，其它市值和财务指标要求相对宽松。我们认为，此项标准为CRO公司、CMO公司、医疗器械类公司的上市提供便利。

**目前大部分企业按标准一上市，预计后续标准二、五上市公司增多。**目前大部分企业为新三板、港股等转板，选择标准一申请上市，我们预计随着投行参与度的提高，生物医药企业可能主要选择以标准二和标准五作为上市标准。

图表23：科创板与主流市场上市条件对比（上市市值及财务标准）

科创板	A股现行板块	香港主板	香港生物科技板	纳斯达克
至少满足下列标准之一： 1) 预计市值≥10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于5000万元，或者预计市值不低于10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元； 2) 预计市值≥15亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于15%； 3) 预计市值≥20亿元，最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元； 4) 预计市值≥30亿元，且最近一年营业收入不低于3亿元； 5) 预计市值≥40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。	主板/中小板标准： 1) 最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据； 2) 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过5000万元或者最近3个会计年度营业收入累计超过3亿元； 3) 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%； 4) 最近一期末不存在未弥补亏损。  创业板标准： 1) 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元； 2) 最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元，最近一期末净资产不少于2000万元，且不存在未弥补亏损。	必须满足以下三个测试中的一个： 1) 盈利测试：前三年利润之总和不少于5000万港元，最近一年的利润不得少于2000万港元； 2) 市值/收入/现金流量测试：上市时市值不低于20亿港元，且上市前最近一年主营业务收入不低于5亿港元，且上市前三年经营现金收入净额不少于1亿港元； 3) 市值收入测试：上市时总市值不低于40亿港元，且上市前最近一年主营业务收入不低于5亿港元。	市值≥15亿港元，申请人有充足营运资金（含IPO所筹集资金）以应付上市文件刊发日起至少12个月所需开支的至少125%。且应满足如下条件： 1) 生物科技公司必须至少有一个核心产品已经通过概念阶段； 2) 必须以研发为主，专注开发核心产品； 3) 上市前最少十二个月一直从事核心产品的研发； 4) 上市集资主要做研发用途，以将核心产品推出市面； 5) 必须拥有与其核心产品有关的长期专利、已注册专利、专利申请及知识产权； 6) 如从事医药（小分子）产品或生物产品研发，须证明其拥有多项潜在产品； 7) 上市6个月前已获至少一名资深投资者提供的相当数额的第三方投资，且至进行首次公开招股时仍未撤回投资。	必须满足以下三个测试中的一个： 1) 税前持续性业务盈利至少100万美元（最近1个财政年度或过往3个财政年度中的2个财政年度），且股东权益至少1500万美元； 2) 股东权益至少达到3000万美元，且至少有2年的运营历史； 3) 总市值至少为7500万美元，或总资产和总收入分别至少为7500万美元。

注：纳斯达克此处列示“全球市场”标准

资料来源：各交易所官网，上海证券交易所科创板股票上市规则（征求意见稿），《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》，华泰证券研究所



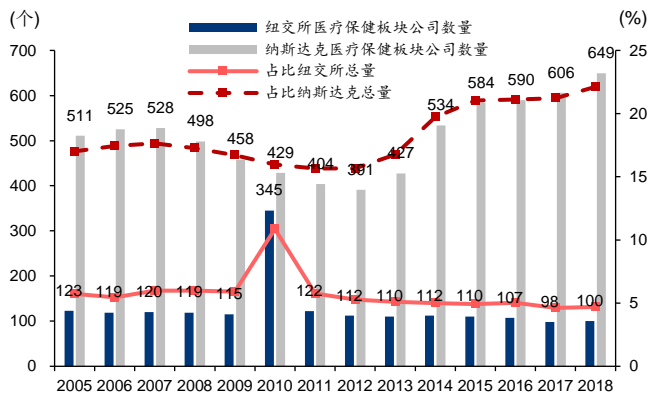
## 他山之石：纽交所与纳斯达克的启示录

相较于纽交所，纳斯达克医药股数量更多（医药股为其数量占比第一大的板块），但公司更替频繁，个股投资风险较大。从长期来看，纳斯达克医疗保健板块市值呈现出强劲的增长，且其表现出牛市相对领涨，熊市相对抗跌的特点。我们认为，无论作为长线投资，还是短期择时，纳斯达克医药板块均为相对优质的投资标的。

我们统计纽交所与纳斯达克医疗保健板块 2005 年以来的上市公司数量，结果显示：

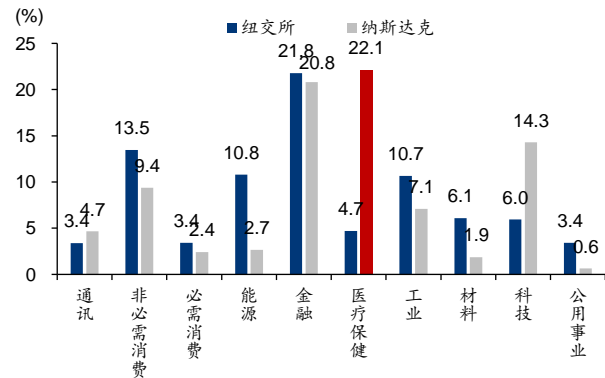
- 1) 纽交所医药股数量维持稳定，纳斯达克医药股数量呈增加趋势。**2005 年以来纽交所医药股数量稳定在 110 个的水平，占比整个交易所约 5%。纳斯达克医药股数量每年约为纽交所的 5-6 倍（2005-2018 年），在纳斯达克整体中的占比逐步提升，2018 年约为 22.1%。
- 2) 医药板块为纳斯达克第一大子行业。**纽交所传统行业为主，数量占比前三大行业分别为金融、非必需消费和能源行业；纳斯达克以新兴行业为主，数量占比前三大行业分别为医疗保健、金融和科技。
- 3) 纳斯达克医药股更替频繁，纽交所相对稳定。**纳斯达克每年新上市与退市医药股数量呈现递增趋势，近 5 年来上市数量中枢约为 50 家，退市数量中枢为 30 家，纽交所每年新上市与退市公司数量多数维持在个位数水平。

图表24： 纽交所与纳斯达克医疗保健板块上市公司数量对比



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

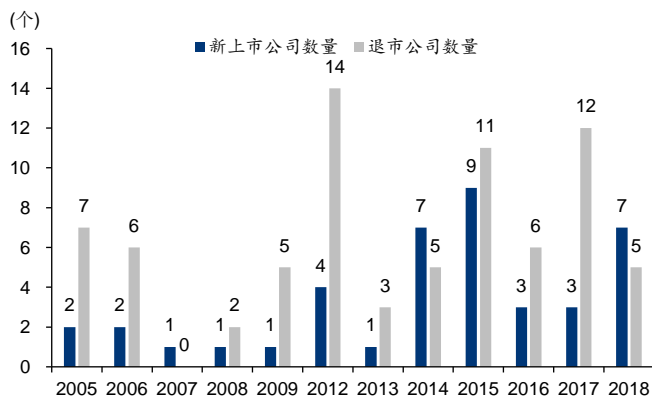
图表25： 纽交所与纳斯达克主要一级子行业公司数量占比（2018年）



注：数据截至 2018 年 12 月 31 日

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

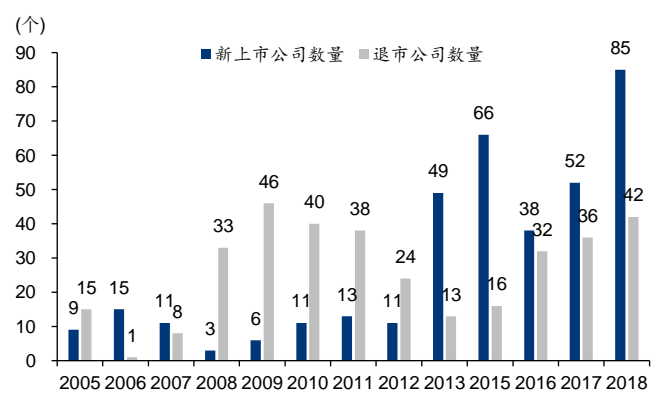
图表26： 纽交所医疗保健板块历年上市与退市公司数量



注：纽交所 2010 与 2011 年板块统计口径发生变化，此处予以剔除

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表27： 纳斯达克医疗保健板块历年上市与退市公司数量



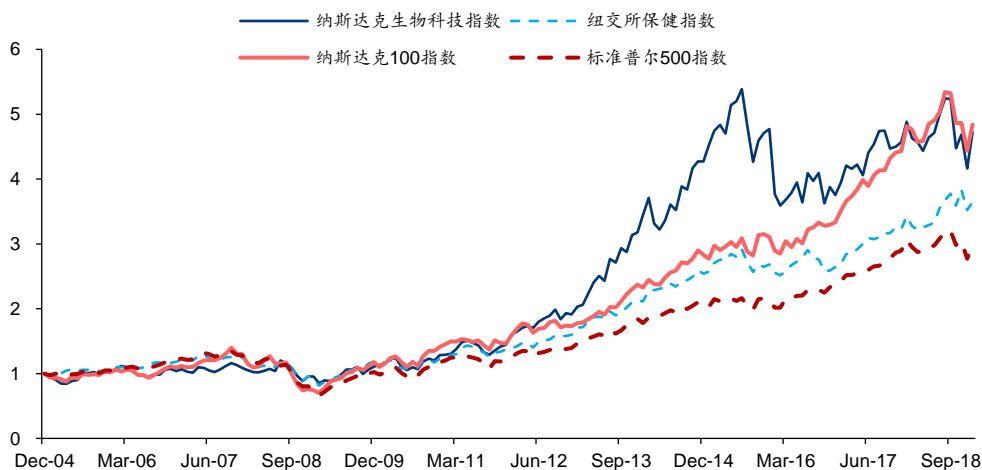
注：纳斯达克 2014 年板块统计口径发生变化，此处予以剔除

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**纳斯达克生物科技指数熊市相对抗跌，牛市相对领涨。**

我们统计纳斯达克生物科技指数与纽交所保健指数 2005 年以来的收益情况，并与纳斯达克 100 与标普 500 对比，结果显示，纳斯达克生物科技指数 2005-2019.1 累计净值达到 4.72，显著高于纽交所保健指数的 3.64，且在 2014.8-2015.12 中，纳斯达克生物科技指数相较于纳斯达克 100 的累计超额收益率超过 100%。

**图表28：四大指数累计净值**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

我们分不同的市场环境来看（选取 2011 年 9 月-2015 年 7 月的牛市样本和 2007 年 11 月-2009 年 2 月的熊市样本），无论在牛市还是熊市，纳斯达克生物科技指数都表现出更高的收益率与更大的波动率。计算四大指数的夏普比率可以看出，在 2011 年 9 月到 2015 年 7 月的牛市中，纳斯达克生物科技指数相对领衔增长，在 2007 年 11 月到 2009 年 2 月的熊市中，纳斯达克生物科技指数相对更为抗跌。

**图表29：四大指数夏普比率比较**

时间	牛市 2011.9-2015.7				熊市 2007.11-2009.2			
	纳斯达克生物科技指数	纳斯达克 100 指数	纽交所保健指数	标准普尔 500 指数	纳斯达克生物科技指数	纳斯达克 100 指数	纽交所保健指数	标准普尔 500 指数
超额收益	3.14	1.71	1.73	1.39	-1.74	-3.95	-2.54	-4.19
波动率	4.92	3.68	2.75	3.15	6.66	7.06	5.24	5.48
夏普比率	<b>2.21</b>	1.61	2.18	1.53	<b>-0.90</b>	-1.93	-1.68	-2.65

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 估值之变：从看业绩到看管线

**从看业绩到看管线。** 生物科技公司一般研发实力较强，但大多产品尚未上市实现盈利。与传统估值不同，其估值核心在于产品管线而非业绩。此处，我们介绍风险校正的现金流折现法对未上市的药品进行估值。

金融学的现金流折现估值同样适用于创新药品的管线估值，但由于前者未考虑研发风险，我们认为，可用如下两种方法进行风险校正：

**1) 方法一：选取合适的折现率。**  $R$  (风险校正的折现率) = 无风险利率 + 风险补偿。风险补偿通常需要根据项目本身 (通常根据可比项目或交易) 的评估，选取合适的风险补偿。

**2) 方法二：评估临床成功率。** 使用公司的资本成本对未来的现金流做贴现，评估单一项目的临床风险 (LOA 临床试验通过率) 为估值做风险校正。在实际应用中，该方法更为常用，因为其参数 LOA 可通过历史数据归理，还可以根据临床的实际情况对 LOA 做修正。

**图表30： 风险校正的现金流折现法**

方法一：

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+R)^1} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \frac{CF_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+R)^n} + RV$$

其中：NPV 即企业的净现值 (估值)

$CF_n$  为该产品在时间  $n$  年时产生的净现金流

$R$  (风险校正的折现率) = 无风险折现率 + 风险补偿

$n$  常取专利期年限

方法二：

$$NPV = LOA \times \left( \frac{CF_1}{(1+R)^1} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \frac{CF_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+R)^n} + RV \right)$$

其中： $R = WACC$  (公司的资本成本)

LOA (likelihood of approval) 为临床实验通过率

资料来源：《Clinical development success rates for investigational drugs》，华泰证券研究所

### 估值变量 I：销售能力、临床水平以及药政关系

$CF_n$  为相关产品在  $n$  年时产生的净现金流，其作为一个预期值，相关性最大变量为销售额。而销售额的主要变量为流行病学、产品周期及产品相关特征。因此，我们简化为公式：

$$\text{销售额} = \text{可治疗病人数} \times \text{渗透率} \times \text{价格} \times \text{使用时间} \times \text{依从性}$$

**图表31： 产品销售额测算流程**

<b>Patient Incidence or Prevalence</b>	当年新增病例或累计病例	
× Diagnosed Patients	就诊病例数	流行病学
× Treatable Patients	使用患者比例	
<b>Product Eligible Patients</b>	适合产品的病例数	
× Market Penetration	市场渗透率	产品周期
<b>Patients Treated</b>	使用产品的病例数	
× Compliance Rate	依从率	
× Price/Treatment	单次治疗价格	产品预计特征
× Treatment Duration	治疗时间	
<b>Revenue</b>	销售额	

资料来源：华泰证券研究所

**图表32： 经营自由现金流计算流程**

<b>Revenue</b>	销售额
- COGS	- 生产成本
- Royalty	- 销售提成
<b>Gross Profits</b>	毛利润
- Sale&Marketing Exps	- 销售与市场推广
- General Administration	- 运营费用
- R&D	- 研发费用
<b>EBITDA</b>	经营利润
- D&A	- 折旧摊销
<b>EBIT</b>	息税前利润
- Cash Taxes	- 税
<b>NOPLAT</b>	息税前税后利润
+ D&A	+ 折旧摊销
<b>Gross Cash Flow</b>	毛现金流
- ΔWorking Capital	- 运营资产变化
- CAPEX	- 固定资产变化
- Net Acquisition&Intangibles	- 净收购
<b>Net Cash Flow</b>	净现金流

资料来源：华泰证券研究所

我们认为影响销售额有如下几个参数：

- 1) **销售能力**：学术营销能力影响市场渗透率，尤其在中国不同公司之间有数倍差距。即使是销售能力较强的公司在不同疾病领域的渗透能力也有较大差别。
- 2) **临床研究水平**：适应症的选择，影响产品的销售峰值；临床方案的设计，影响临床推进的速度；是否具备平行推进多中心、多病种多个临床实验的执行力；
- 3) **药政关系**：我们认为，药政关系强，则审评总时间可能较短，上市更快， $n$ 值越大，现值相对越高；进入医保能大幅提升药品的可及性，从而提升渗透率，与政府事务能力成正比；

**估值变量 II：临床实验成功率**

临床实验所处的阶段大体反映了项目的风险及估值，一期临床阶段的产品估值一般很小（折现时间长及成功率低）；我们认为中国创新药的 LOA 大大高于美国：

- 1) 中国的产品没有 first-in-class，研发风险普遍较小；
- 2) 中国的特效药可及性仍然较低，因此批准的要求低于全球平均水平；

**快速估值方法：**

根据风险校正型的现金流折现模型，假设新药的临床通过率为平均值，我们计算：

- 1) 发达国家市场，处于三期临床的产品  $NPV=1\sim 2 * S^{peak}$ ；
- 2) 在中国市场，我们预计临床 III 期及报批的通过的合计高于海外一倍，经 LOA 校正，处于三期临床的产品  $NPV=2\sim 4 * S^{peak}$ 。我们认为相同靶点，研发进度排名前三的产品获批概率远大于海外同类产品。

**图表33： 创新药：临床试验进展与潜在收益的联系**

		Pre-clinical	Phase I	Phase II	Phase III
Probability of success (%)	成功率 (%)	5	20	30	55
Probability adjust NPV	风险系数校正的净现值				
\$100M product (\$)	1亿美金产品	(8.2)M	(5.7)M	6.0M	66.9M
\$300M product (\$)	3亿美金产品	4.6M	52.9M	107.2M	312.3M
\$500M product (\$)	5亿美金产品	17.3M	111.1M	208.3M	557.7M
\$700M product (\$)	7亿美金产品	30.1M	170.3M	309.5M	803.1M
\$1000M product (\$)	10亿美金产品	49.2M	258.2M	461.3M	1171.2M
Justified upfront payment (\$)	合理首付 (美金)	0-5M	0-10M	0-20M	10-15M
Market rate	市场价格				
Upfront (avg) (\$)	首付 (美金)	10-20M	20M	30-50M	50M
Total (avg) (\$)	总价格 (美金)	100M	230M	240M	200M

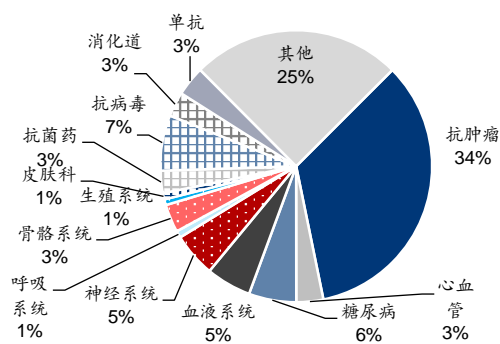
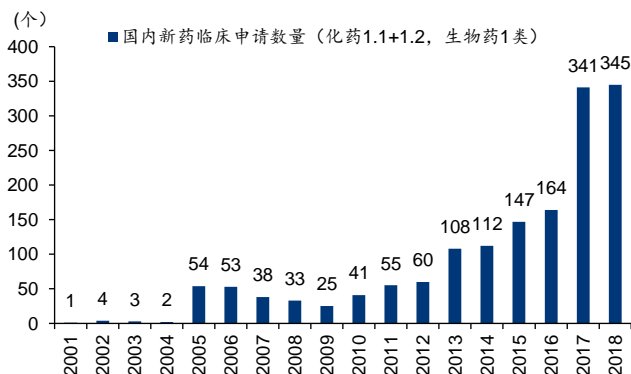
资料来源：IMS，华泰证券研究所

## 化药与生物药：建议关注集采影响小，受益医保调整的品种

**化药/生物药：准入进度与品种质量齐升。**近两年在药政改革加速（优先审评、海外 ANDA 转报、带量采购、科创板等）的推动下，化药/生物药板块倾斜创新、优仿和临床急需主题进一步深化：1) 企业布局创新药步伐加快（2017-2018 年每年有 300 余新药申请 vs 2016 年仅 100 余），me-better 类品种占比提升；2) 仿制药一致性评价加速推进（截至 4 月底已有 107 家企业的 125 个品种通过），配合带量采购推动仿制药市场利润率回归；及 3) 研发聚焦临床急需领域（抗肿瘤、抗病毒和糖尿病等），看好填补国内需求空白。

图表34：国内新药临床申请数量激增（化药 1.1+1.2，生物药 1 类）

图表35：国内新药临床申报适应症分布（2018 年）



资料来源：丁香园 insight，华泰证券研究所

资料来源：CDE，华泰证券研究所

**医保加速调整，明星单品放量在即。**2016-2018 年国家已经出台三批医保谈判目录，其中第三批目录仅针对 17 个抗肿瘤药品种（15 个进口+2 个国产），且其中 10 个品种为近两年上市品种（2017 年 CFDA 批准的 7 个靶向药物全部纳入），纳入速度之快前所未见。通过分析三批医保目录品种的纳入周期，我们预计后续新品进入医保前的空白期有望逐步缩短，看好随着 2019 年新医保目录出台（预计 7 月发布）加速创新和临床急需品种（慢病、儿童用药和急救用药等）基层渗透，部分新纳入品种销售有望实现爆炸式增长。

图表36：新药纳入医保目录的速度逐步加快

药品名称	生产厂家	上市日期	纳入医保日期	上市到进医保		2016 年样本医院销		2018 年样本医院销	
				耗时 (天)	售额 (百万元)	16 年同比增速 (%)	售额 (百万元)	18 年同比增速 (%)	
埃克替尼	贝达	2011/1/1	2016/5/22	1968	243	11	430	45	
阿帕替尼	恒瑞	2014/10/17	2017/7/19	1006	79	31	268	67	
注射用阿扎胞苷	新基	2017/4/27	2018/8/17	477			3		
安罗替尼	正大天晴	2018/5/8	2018/8/17	101			31		

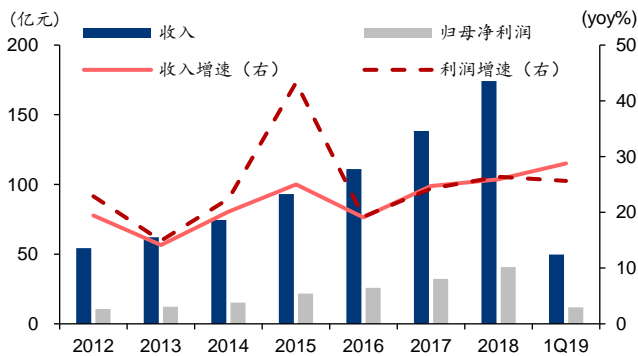
资料来源：PDB，CDE，华泰证券研究所

我们建议关注聚焦创新（现金+管线）及优质赛道（龙头垄断），及集采降价影响偏小，品种存在纳入新医保预期的相关企业。

**恒瑞医药（600276，未评级）**

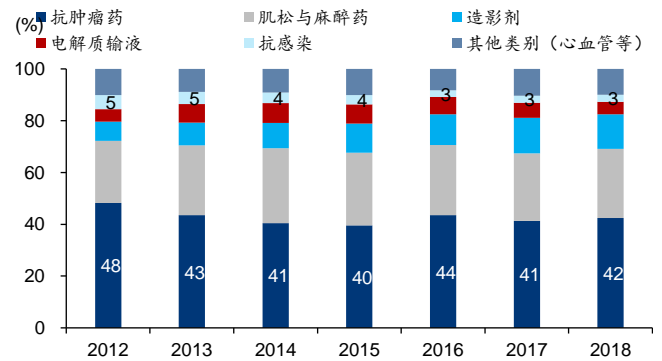
- 1. 创新药：进入收获密集期：**1) 已获批创新药品种贡献可观利润（阿帕替尼、吡咯替尼和 19K 等）；2) 收获期来临，公司管线现存 10 余个重磅品种（包括 PD-1、瑞马唑仑、PD-L1/TFGβ 双抗、吡咯新辅助、PARP 等）。
- 2. 仿制药：中期风险可控，长期战略性放弃。**公司注射剂型主导降价壁垒较高，ANDA 品类丰富：1) 主力产品稳健增长，加速进口替代，潜力品种艾瑞昔布/布托啡诺/非布司他快速放量；2) 重磅新品白蛋白紫杉醇或纳入新一轮医保；3) 制剂出口加速（截至 2018 年共计 12 个品种获批，11 个品种备案）。
- 3. 海外品种：全球创新初露锋芒。**早期储备丰富，创新药品种受益优先审评和海外授权加速。

图表37：恒瑞医药：收入及归母净利润表现



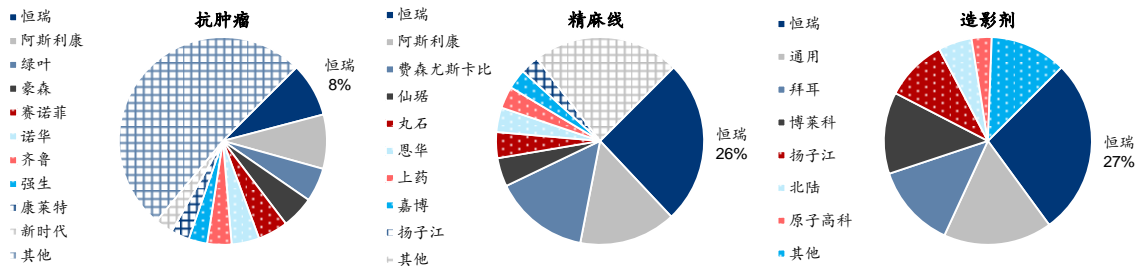
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38：恒瑞医药：公司历史收入拆分



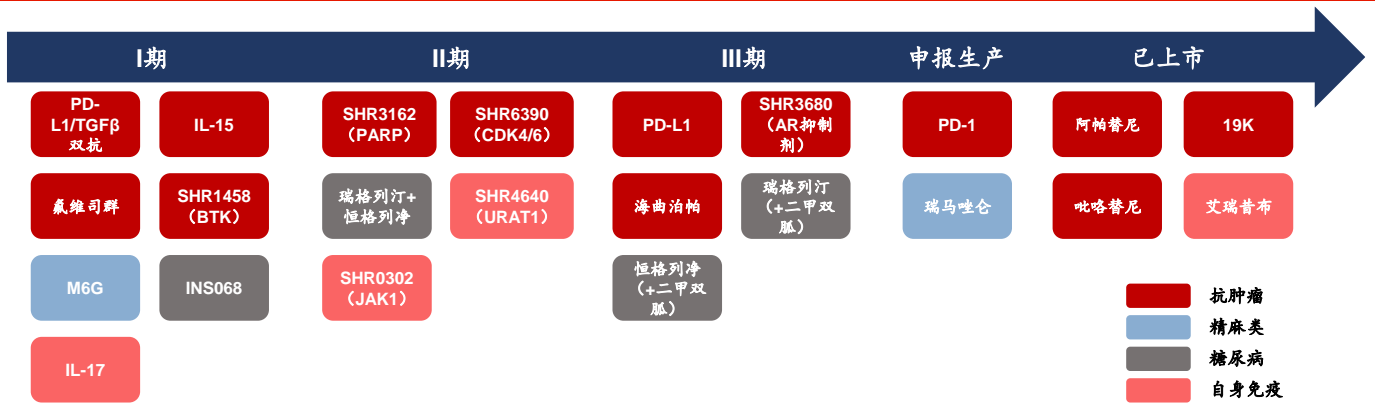
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39：恒瑞在三大领域始终保持市场龙头地位（2018）



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表40：恒瑞医药：核心创新品种一览

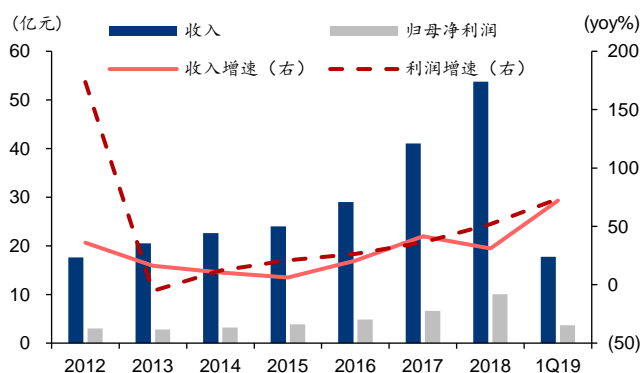


资料来源：丁香园 insight，华泰证券研究所

**长春高新 (000661, 买入)**

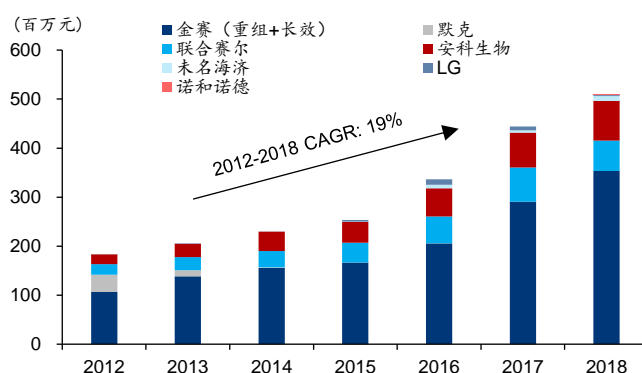
- 1. 金赛：市场教育收获期，生长激素持续发力。**金赛子公司19年全年有望实现50%+的业绩增速，基于：1) 品牌优势和注射便捷性推动公司水针+电子笔广受欢迎；2) 销售队伍增加(当前超1600人)，有望加速渗透2000余名处方医生，提高人均单产；及3) 长效生长激素获得再注册批件，我们预计19年上市卡式瓶后配合电子笔使用推高整体毛利率。
- 2. 百克：受限产能收入放缓，中长期看新品驱动。**预计国内疫苗市场经长生事件后，整体呈现中长期供不应求，我们预计公司19年有望继续贡献30%yoy以上业绩增速，且未来3年受益新品陆续登陆(鼻喷流感疫苗已报产，有望于3Q19投产；新型狂犬疫苗以及新型百白破联合疫苗分别有望于2020/2022年底登陆)。
- 3. 房地产：持续贡献稳定现金流。**项目储备丰富，预计19年全年贡献1亿左右利润。
- 4. 盈利预测：预计19年实现40%以上利润增速，19-21年EPS预测8.28/10.99/13.75元，给予19年PE 42-46倍，目标价348-381元，给予“买入”评级。**

图表41：长春高新：收入及归母净利润表现



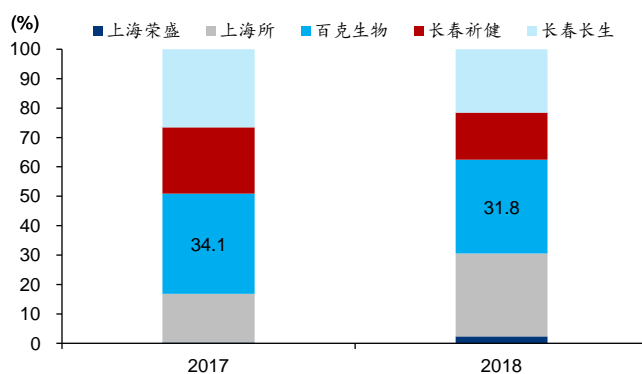
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42：生长激素：国内样本医院销售额及增速



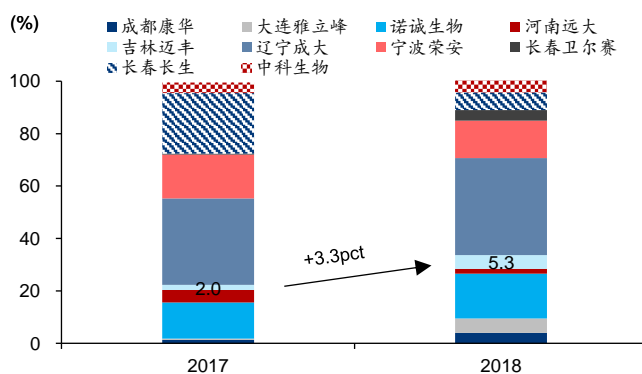
资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表43：疫苗市场：2017年与2018年格局对比



资料来源：中检所，华泰证券研究所

图表44：狂犬市场：2017年与2018年格局对比



资料来源：中检所，华泰证券研究所

**海思科 (002653, 未评级)**

- 老产品止跌，新产品上市，研发管线步入收获期：**1) 公司传统肠外营养品种 18 年基本止跌(去库存完成+增加终端覆盖+新招商政策执行)，产品的毛利率和净利率回升；2) 重磅品种左卡尼汀 2018 年上市(独家+学术驱动+首仿+大适应症)；3) 管线进入收获期，HSK3486(丙泊酚优效，增加 ICU 镇静的适应症)、HC1119(氙代恩杂鲁胺)、HSK7653(长效 DPP4) 等产品逐步上市。
- 仿制药聚焦高壁垒、高毛利特色产品：**公司后续仿制药聚焦高壁垒、好格局、高毛利的专科品种，产品储备丰富，有望成为后仿制药时代的获益者。
- 销售转型精细化管理：**公司由大包商制转型为直营的精细化招商，考核聚焦终端上量，当前销售招商部共计 350 人，市场部 120 人，未来市场部会拓展至 200 人以上。产品新老划断，17 年以后产品(多拉司琼和卡文)重新招商，营销费用空间(新政策为 35~60%)远小于大包商时代。2018 年产品基本完成低开转高开和去库存，公司净利润率与毛利率呈持续提升趋势。

**图表45：海思科：创新药管线概览**

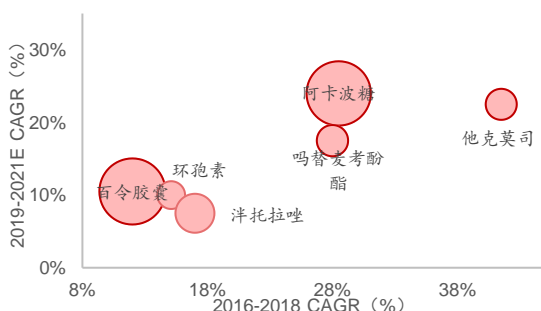
产品名称	适应症	靶点	临床进展	对标产品	全球销售额 (17 年亿美元)
HSK3486	麻醉镇静	GABAA 受体激动剂	临床 3 期	丙泊酚	13
HC1119	前列腺癌	AR 受体激动剂	临床 3 期	恩杂鲁胺	31.8
HSK7653	糖尿病	DPP-4 抑制剂	临床 2 期	曲格列汀	/
HSK16149	神经痛	α2-δ 辅助蛋白	临床 1 期	普瑞巴林	53.04
HSK16682	COPD	LAMA3+LABA2 双靶点	临床前研究	Trelegy Ellipta	2.05
HSK21542	术后镇痛	外周 Kappa 受体抑制剂	临床前研究	舒芬太尼	/

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰证券研究所

**华东医药 (000963, 买入)**

- 工业板块增长强劲：**公司构建起糖尿病+超级抗生素+抗肿瘤+免疫抑制剂的新工业板块，存量业务增长强劲(19E 销售收入：百令胶囊+10%-13%，阿卡波糖+30%，泮托拉唑+20%，免疫抑制剂产品线+30%)，新进医保品种快速放量(吡咯布芬 19E 收入超过 1 亿元，达托霉素 19E 收入 8000 万-1 亿元)，研发管线进入收获期(利拉鲁肽 19 年底结束 III 期临床，2020 年初报产；迈华替尼预计 3Q19 结束 II 期临床；TTP273 预计 2020 年完成 III 期临床)；
- 商业板块恢复增长：**受益于纯销业务开拓与去年同期低基数，商业板块自 4Q18 开始回暖，考虑到 18 年为低基数年，两票制后 19 年为纯销口径对比，业务增长路径明晰，我们预计 19 年商业板块收入增长将反弹至 10% 以上的水平；
- 积极布局千亿医美大蓝海：**公司在伊婉的基础上(大力开拓和引进高毛利长效品种)，收购医美上市公司 Sinclair。Sinclair 1Q19 开局良好(微球已报产)，预计全年收入+60%yoy，考虑管理层激励后报表层面小幅亏损，2020 年有望实现全面盈利。
- 盈利预测：**我们预计公司 19-21 年 EPS 为 1.97/2.47/3.14 元，给予 19 年 PE 25-27x，给予目标价 49.25-53.19 元，维持买入评级。

**图表46：华东医药：产品线**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表47：华东医药：研发管线**

临床前研究	批准临床	临床I期	临床II期	临床III期	申报生产
门冬胰岛素	卡格列汀二甲双胍 (BE准备中)	HD118 (2022E报产)	迈华替尼 (2020E报产)	利拉鲁肽 (2020E报产)	西格列汀二甲双胍
德谷胰岛素	依鲁替尼 (工艺优化)	地特胰岛素	百令酮肝胶囊	曲格列汀 (已完成BE试验)	阿那曲唑
雷珠单抗	波舒替尼 (BE准备中)			卡格列汀 (已完成BE试验)	卡泊芬净
TTP273 (申报临床, 2021E报产)	厄洛替尼 (BE准备中)			利奈唑胺 (已完成BE试验)	米卡芬净 (发补研究)
	索拉菲尼 (BE准备中)				奥美拉唑碳酸氢钠 (发补研究)
	非达霉素 (预BE)				
	达巴万星 (预BE)				
	沃诺拉赞 (预BE)				
			1类小分子新药	生物类似物	
			中药	小分子仿制药	

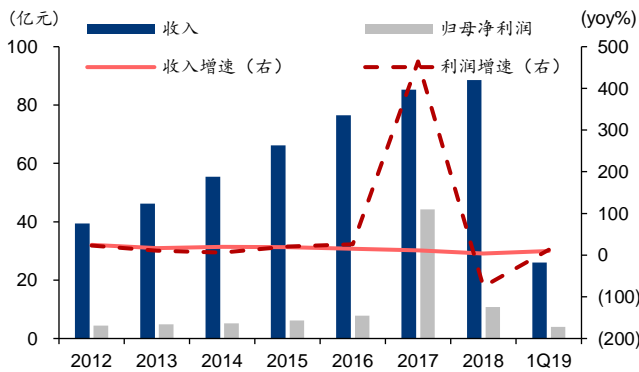
资料来源：公司公告，华泰证券研究所



**丽珠集团 (000513, 买入)**

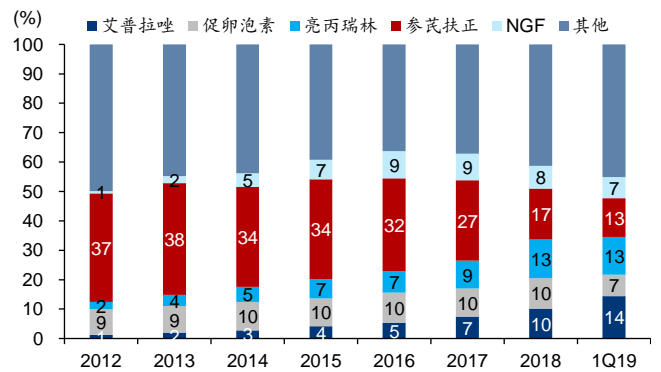
- 西药板块：艾普持续领跑，促性激素受益生殖大年。** 我们看好该板块全年实现 20% 以上销售增速，基于：1) 消化道领域艾普拉唑预计随着新省标和医保拓展 2019 年两剂型有望合计实现 8-10 亿销售额；2) 促性激素产品亮丙瑞林（预计 19 年 20-30% 销售额增速）及促卵泡素预计猪年有望加速放量；及 3) 小品种（雷贝拉唑等）有望持续放量，平均贡献 15-20% 销售额增速。
- 中药板块：参芪下降幅度逐步收窄。** 随着参芪收入占比下降，后续基层渗透叠加软袋新品推出，19 年销售额跌幅或在 15-20%；NGF 新增 4 个省标预计全年销售额与去年持平。
- 原料药和诊断：持续贡献稳健增速。** 原料药看好 19 年受益品种结构调整，实现 15% 左右利润增速；诊断业务 19 年陆续有分子诊断新品上市，后续有望实现快速放量。
- “单抗+微球”研发平台：看好估值提振：** 1) 单抗平台：rhCG 有望 2H19 年拿到生产批文，Perjeta 的 me-too 乳腺癌新辅助治疗即将进入 Ib 阶段，PD-1 已递交 III 期临床方案申请；2) 微球平台：曲普瑞林（1 个月）已开展临床，亮丙瑞林（3 个月）已收到药监局临床试验通知书，后续还有 4-5 个产品在全速推进。
- 盈利预测：**我们预计公司 19-20 维持 15%-20% 业绩增速，19-21 年 EPS1.74/2.04/2.34 元，给予 19 年 22-25 倍估值，目标价 38.3-43.5 元，给予“买入”评级。

图表48：丽珠集团：收入及归母净利润表现



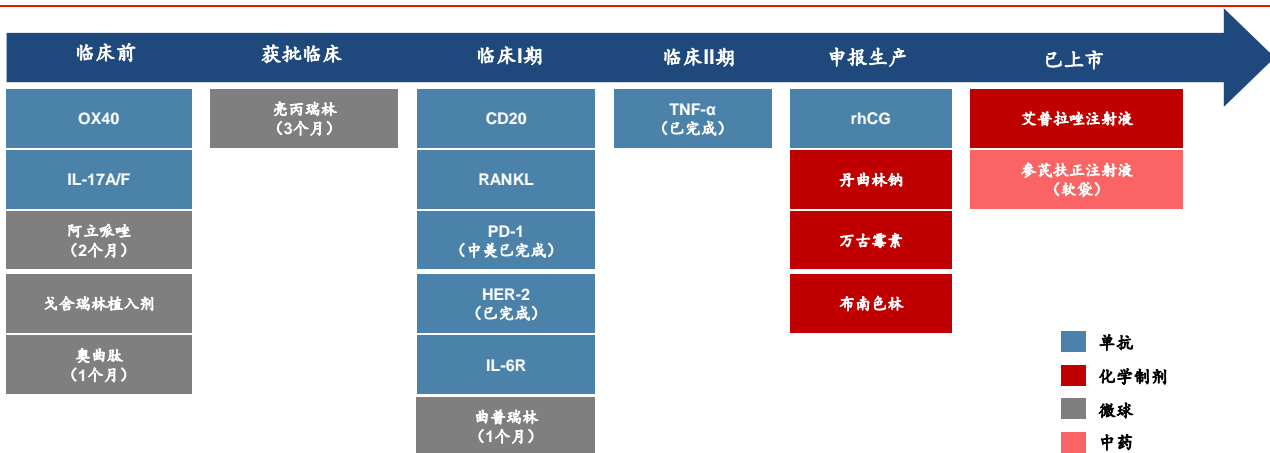
注：2017 年利润确认中包含处置子公司珠海维星股权收益 33 亿元  
资料来源：丁香园 insight, 华泰证券研究所

图表49：丽珠集团：制剂板块化药品种主导，辅助性用药占比下降



资料来源：公司公告, 华泰证券研究所

图表50：丽珠集团：研发管线核心品种进展一览



资料来源：丁香园 insight, 华泰证券研究所

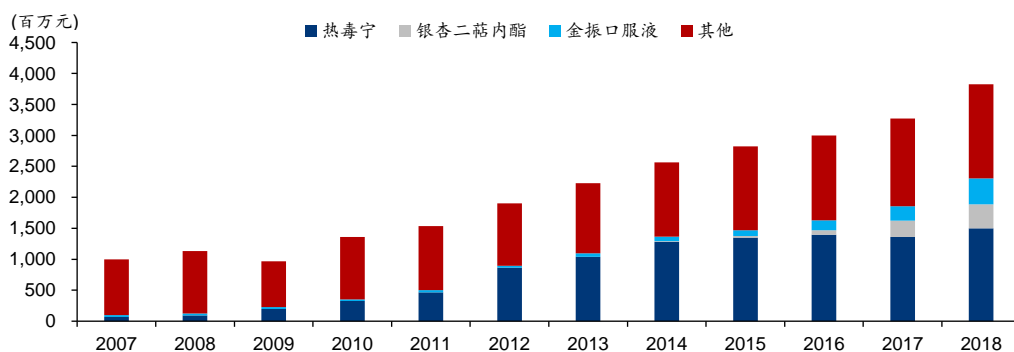
## 中药：关注业绩拐点明确、增长能见度高的处方药

我们长期看好消费中药，基于其不受医保限制且受益于居民消费升级与品牌集中度缓慢提高，尽管部分公司报表短期承压、但我们观察到与其终端有背离，长期值得跟踪，建议关注片仔癀、云南白药、同仁堂，处方药关注业绩拐点明确、增长能见度高、估值偏低的标的，建议关注康缘药业。

### 康缘药业（600557，未评级）

- a) **营销改革释放潜力**：公司近年推行营销改革，包括热毒宁与金振分线、加大基层销售力量、加强销售主管的更替流动，全面释放产品潜力；
- b) **银杏与金振加速增长**：银杏覆盖医院仅 1000 家，脑卒中治疗疗效确切，持续替代舒血宁、达莫等老银杏产品，目前净利率较低；金振对标蒲地蓝，学术论据充分，分线改革后持续放量，成为第二增长引擎；
- c) **热毒宁拖累较小**：热毒宁相对喜炎平、炎琥宁等规模较小，属于儿科用药，且疗效有背书（1Q18 注射剂受控环境下热毒宁仍受益流感销量高速增长），对业绩拖累因素较小。

图表51：康缘药业：业务结构拆分（2017-2018）

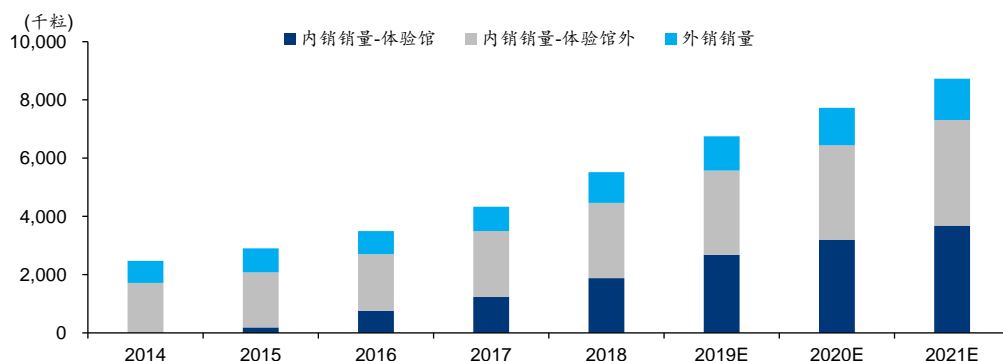


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 片仔癀（600436，买入）

- a) **仍处于全国扩张期**：片仔癀单品处于全国扩张期，凭借空中（品牌推广）+地面（终端服务）的宣传以及渠道的多元化（从单一的经销商渠道到经销商+体验馆），正在从地域性产品拓展为全国产品；
- b) **具备持续提价的能力**：受到原料稀缺、自身具有定价权的影响，产品持续提价，2016 年整顿渠道后重启提价，受原料价格上涨的影响，我们认为未来有持续提价的可能；
- c) **维持“买入”评级**：我们预计 2019-20 年归母净利为 14.9、18.8 亿元，同比增长 31%、26%，给予 19 年 PE 估值 50-55 倍（近 4 年预测 PE 均值 46x），目标价 123.68-136.04 元，维持“买入”评级。

图表52：片仔癀：销量拆分（2014-2021E）

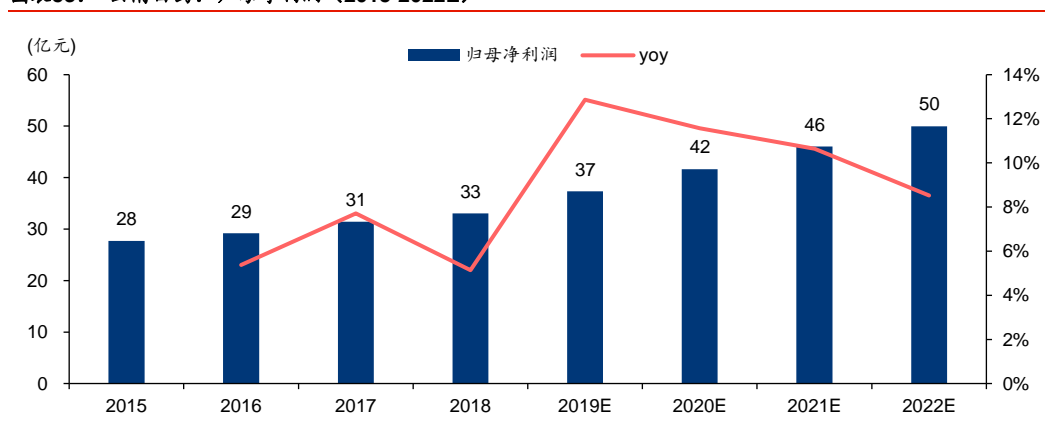


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**云南白药 (600557, 增持)**

- a) **药品内生增长乏力, 关注潜在外延:** 我们认为未来药品板块内生增长平稳: 1) 白药系列提价空间不大, 且近年提价利益均向渠道倾斜; 2) 产品进入成熟期 (2018年气雾剂、创可贴、膏药市占率分别约9成、7成、3成), 短期渠道或有补库存需求, 但长期临近天花板。外延将成为药品部的主要增量, 目前公司对抗肿瘤、心血管、中成药较为谨慎, 可能授权引进骨科专利药。
- b) **牙膏短期将受益于增值税减税, 长期看基层下渗:** 我们对健康品较为乐观: 1) 政府明确4月1日起增值税再次下调3pct, 我们认为减税提升牙膏不含税出厂价, 预计净利率有望提升2pct; 2) 牙膏长期受益于基层下渗与高毛利新品推出; 3) 口腔、洗护、美妆研产销分线后表现仍须跟踪。
- c) **维持“增持”评级:** 我们预计19-20年归母净利润约37.3、41.6亿元, 对应增速13%、12%, 参考可比公司估值 (19年预测PE估值23x) 与历史估值 (近8年PE均值26x), 19年PE估值26-30x, 目标价93.17-107.51元, 维持“增持”评级。

**图表53: 云南白药: 归母净利润 (2015-2022E)**

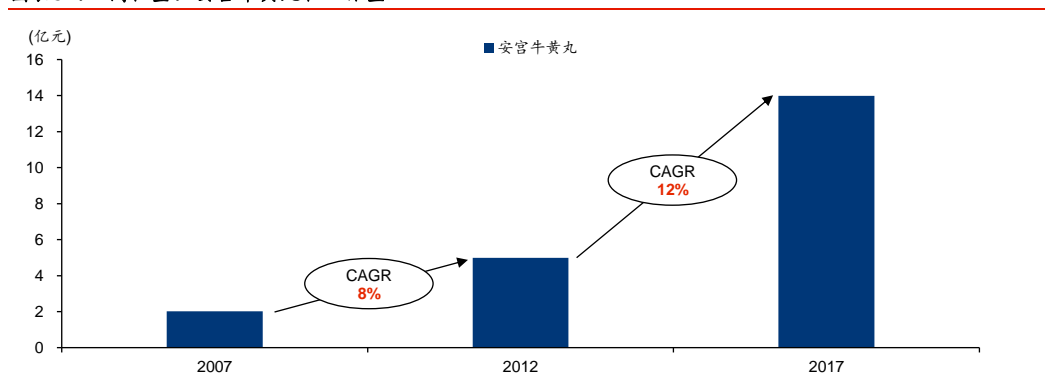


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**同仁堂 (600085, 未评级)**

- a) **安牛面临成本压力:** 旗舰单品安宫牛黄丸内销上一轮提价为2012年 (终端从350元提至560元), 外销为对冲汇率小幅多次提价 (外销终端售价2018年已相较于2012年提价约15%), 而原料中天然牛黄与天然麝香大幅上涨;
- b) **销售与渠道边际改善:** 人员上, 股份公司销售人员平均年龄在55岁以上且均为北京外派, 近几年各地销售更新吸纳; 费用上, 股份公司的销售费用向宣传费用倾斜; 渠道上, 与连锁药店加强顶层联系、并形成产品群加大铺货力度。
- c) **董事会趋于年轻化:** 集团与上市公司管理层大换血, 短期公司仍在调整经营节奏。

**图表54: 同仁堂: 安宫牛黄丸收入体量**

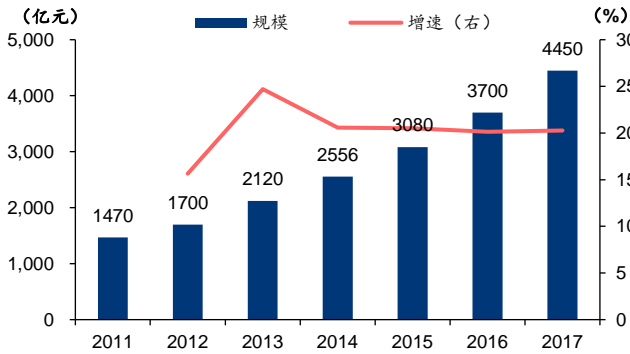


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 医疗器械：看好技术壁垒高、进口替代空间广的细分龙头

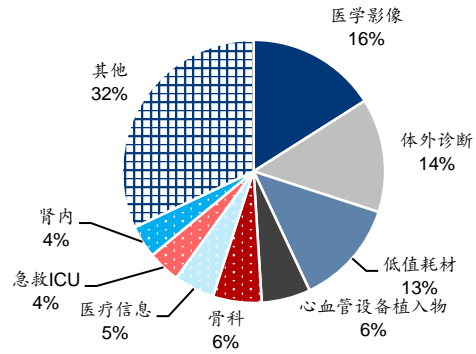
国内医疗器械市场蓬勃发展，医学影像和体外诊断占比领先。我国医疗器械市场2017年规模为4450亿元，同比增长20.3%。其中医学影像和体外诊断为前两大子行业，2017年占比分别为16%和14%。

图表55：2011-2017年我国医疗器械市场规模及增速



资料来源：中国医药物资协会医疗，华泰证券研究所

图表56：2017年我国医疗器械市场规模拆分



资料来源：《中国健康产业蓝皮书》，华泰证券研究所

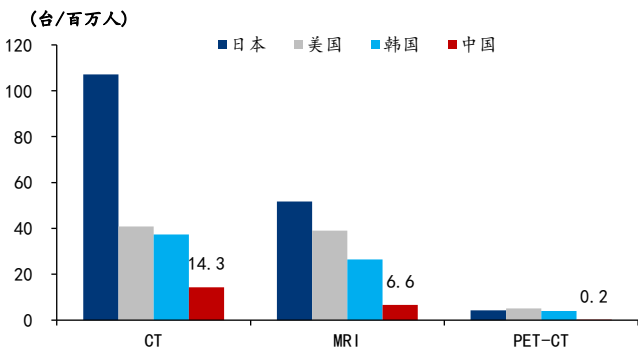
**发展潜力大，分级诊疗+进口替代为中长期驱动力：**1) 分级诊疗改革下，基层诊疗需求逐渐增多，有望带动基层医疗器械市场逐渐扩容；2) 近年国产医疗器械技术不断升级，在部分细分领域已媲美进口产品，凭借出色的性价比以及政策的大力支持，国产品牌有望快速进口替代，实现高于行业的增速；3) 与美国、日本等成熟市场相比，国内医疗设备每百万人口保有量较低，IVD人均年消费额较低，仍有较大提升潜力。

图表57：近年国家及各省推出多项政策大力支持使用国产器械

时间	部门	政策	主要内容
2015.3	国务院办公厅	《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020年)的通知》	引导医疗结构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平
2015.5	国务院办公厅	《国务院关于印发深化医药卫生体制改革2014年工作总结和2015年重点工作任务的通知》	提出公立医院优先配置使用国产医用设备和器械
2015.5	国务院办公厅	《国务院关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	提出公立医院优先配置国产医用设备
2015.10	发改委	《关于申报2015年外国政府贷款备选项目的通知》	购置医疗设备的项目在同等条件下应优先采购国产设备
2017.3	山东省人民政府	《2017年度山东省省级政府集中采购目录》	坚决支持采购国产医疗器械，严格审批进口设备
2017.7	广东省人民政府	《广州地区公立医院综合改革实施方案》	明确50家医院必须购买国产设备，占比30%
2018.4	国家卫健委	《关于发布大型医用设备配置许可管理目录(2018年)的通知》	配置许可目录减少，部分器械取消配置证要求，部分器械许可证由甲类降为乙类，权力下放
2018.8	国务院	《国务院印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务重点推进医疗器械国产化，促进创新产品的应用和推广的通知》	

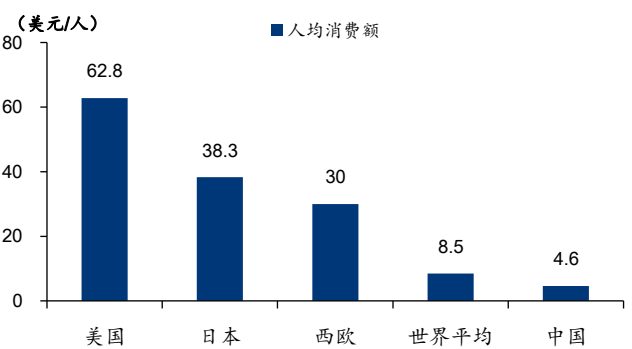
资料来源：各政府官网，华泰证券研究所

图表58：2016年各国每百万人口影像设备保有量对比



资料来源：中国医疗设备行业协会，国家统计局，华泰证券研究所

图表59：2016年各国IVD市场人均年消费额对比

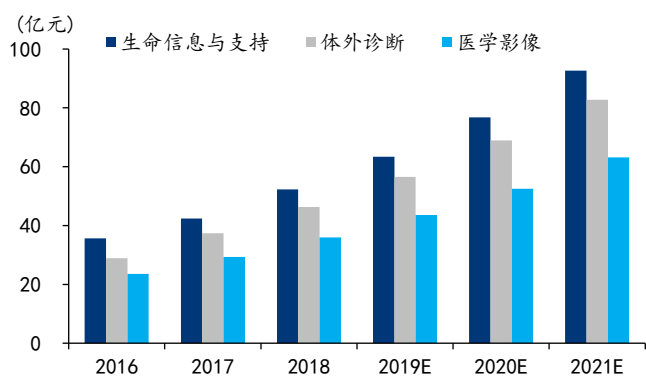


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

医疗器械行业主要包括医学影像、体外诊断、高值耗材、低值耗材等细分领域，自上而下分析，我们看好市场空间大、技术壁垒高、短期内降价压力较小的细分行业龙头，建议重点关注医学影像和体外诊断(尤其是化学发光)领域相关标的。推荐迈瑞医疗(300760.SZ)、开立医疗(300633.SZ)、鱼跃医疗(002223.SZ)、安图生物(603658.SH)、乐普医疗(300003.SZ)。

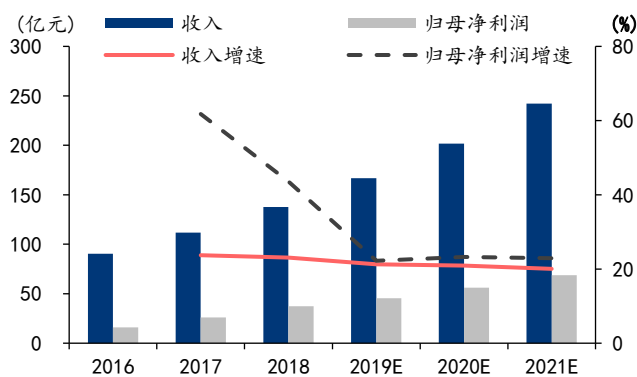
**迈瑞医疗：医疗器械领头羊，三大主业齐头并进：**1) 生命信息与支持：2018年实现收入52.24亿元(+23.33%)，监护仪带动板块快速增长。公司监护仪的品牌力及产品质量已跻身国际一线梯队，且持续加大投入，陆续推出转运监护等高端新产品并积极开拓市场(而主要竞争对手GE、Philips等在监护领域投入相对疲软)。我们预计监护仪收入19年增速约20%，显著高于行业增速；2) 体外诊断：2018年收入为46.26亿元(+23.66%)，我们预计核心品种化学发光试剂收入19年增速在60%-70%；3) 医学影像：2018年收入为35.97亿元(+22.55%)，我们预计彩超收入19年增速约25%。

图表60：迈瑞医疗三大产品线收入及增速



资料来源：迈瑞医疗公司公告，华泰证券研究所

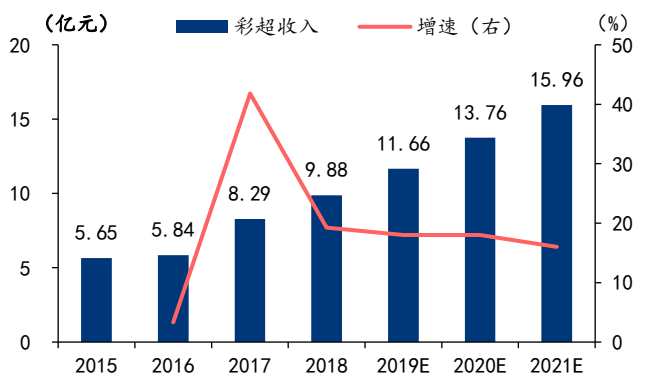
图表61：迈瑞医疗收入及归母净利润



资料来源：迈瑞医疗公司公告，华泰证券研究所

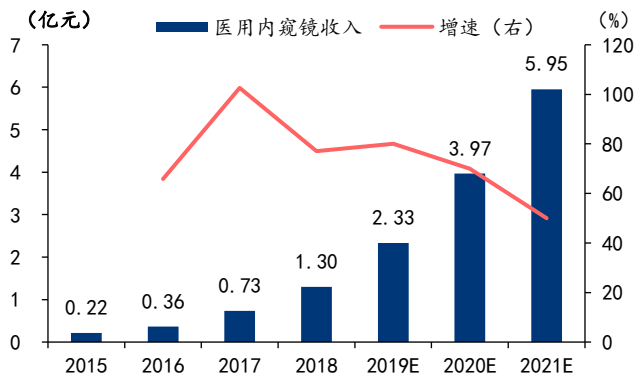
**开立医疗：优质国产超声+内窥镜双主业龙头。**1) 超声：2018年彩超收入为9.88亿元(+19.23%)。我们认为，公司探头技术国际领先，产品性价比高且不断升级，S50和P50占比逐渐提升，且新产品S60全面升级。我们预计彩超收入19年增速约18%-20%；2) 内窥镜：公司内窥镜及镜下治疗器具业务2018年收入为1.54亿元(+110.93%)，其中软镜业务增速约80%。公司产品HD500、HD550等技术国产领先，我们预计软镜业务19年收入增速约80%。新收购的威尔逊于4Q18开始并表，我们预计威尔逊2019年有望实现收入约1亿元；3) 在研产品：我们预计4K高清硬镜、超声内镜有望于2019年底获批，血管内超声有望于2020年底获批。

图表62：开立医疗彩超收入及增速



资料来源：开立医疗公司公告，华泰证券研究所

图表63：开立医疗医用内窥镜收入及增速



资料来源：开立医疗公司公告，华泰证券研究所

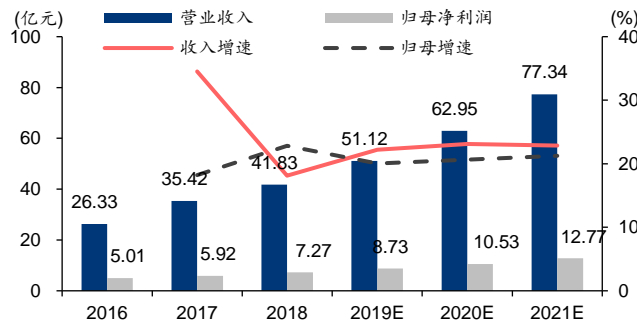
**鱼跃医疗：家用器械平台型企业。**1) 家用医疗：2018年线上销售额同比增长40%以上，线下在经过营销改革调整后同比增速也达到10%以上，我们预计公司2019年线上和线下销售额继续保持35-40%和10-15%增速。随着丹阳二期基地在2019年逐步投产，有望从根本上突破产能瓶颈；2) 临床医疗：中优业绩靓丽，2018年实现收入5.24亿元(+25%)，实现归母净利润1.21亿元(+35%)，完成业绩承诺；上械由于短期生产线技改影响部分产能，2018年实现收入5.67亿元(-3.9%)，实现归母净利润0.70亿元(-0.8%)，我们认为2019年增长有望恢复；中医器械增长稳健，2018年实现收入2.14亿元(+22%)。

图表64：鱼跃医疗家用器械收入及增速



资料来源：鱼跃医疗公司公告，华泰证券研究所

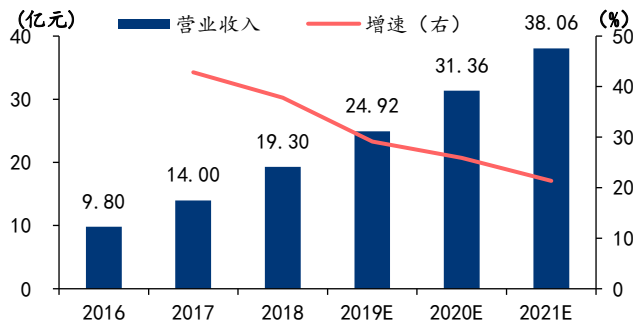
图表65：鱼跃医疗收入及归母净利润



资料来源：鱼跃医疗公司公告，华泰证券研究所

**安图生物：国产 IVD 龙头。**1) 免疫：公司免疫诊断业务2018年实现收入10.48亿元(+34.15%)。我们估算2018年磁微粒化学发光仪器新增装机900台，化学发光试剂整体增速维持在45%以上，预计2019年磁微粒化学发光仪器装机1000台；2) 生化及质谱：公司生化检测业务2018年实现收入6.44亿元，我们预计2019年公司生化免疫流水线或可实现装机20条，逐步追赶国际厂商并拉动生化试剂放量。微生物检测业务2018年实现收入1.67亿元(+18.47%)，增速平稳，我们预计2019年或销售60台微生物质谱。

图表66：安图生物收入及增速



资料来源：安图生物公司公告，华泰证券研究所

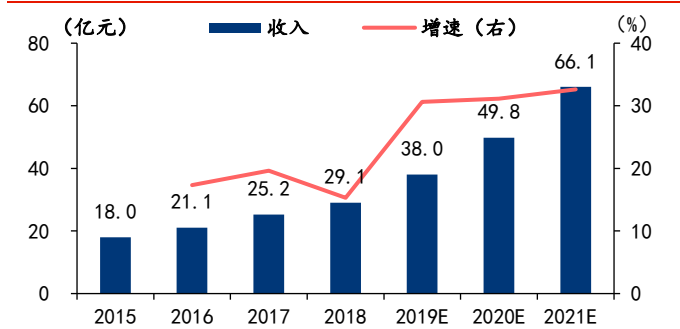
图表67：安图生物归母净利润及增速



资料来源：安图生物公司公告，华泰证券研究所

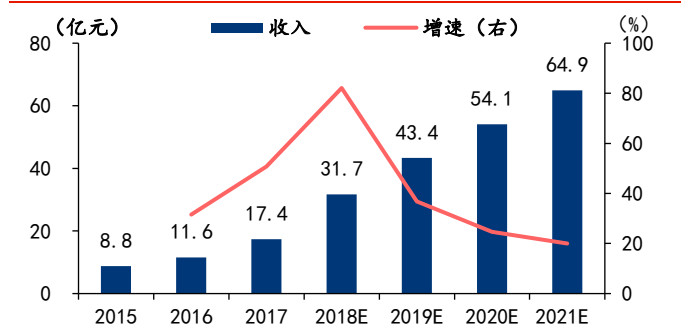
**乐普医疗：创新驱动的平台型企业。**1) 器械：公司的可降解支架已于2019年2月获批，并于3月下旬开始正式销售，其1Q19实现收入2785万元，快速放量；2) 药品：2018年净利润7.35亿元(+36.70%)，在研产品有序推进，我们预计甘精胰岛素1H19报产、阿卡波糖1H19获批；3) 前瞻布局：公司在肿瘤免疫治疗、人工智能等布局逐渐完善。

图表68: 乐普医疗器械板块收入及增速



资料来源: 乐普医疗公司公告, 华泰证券研究所

图表69: 乐普医疗药品板块收入及增速

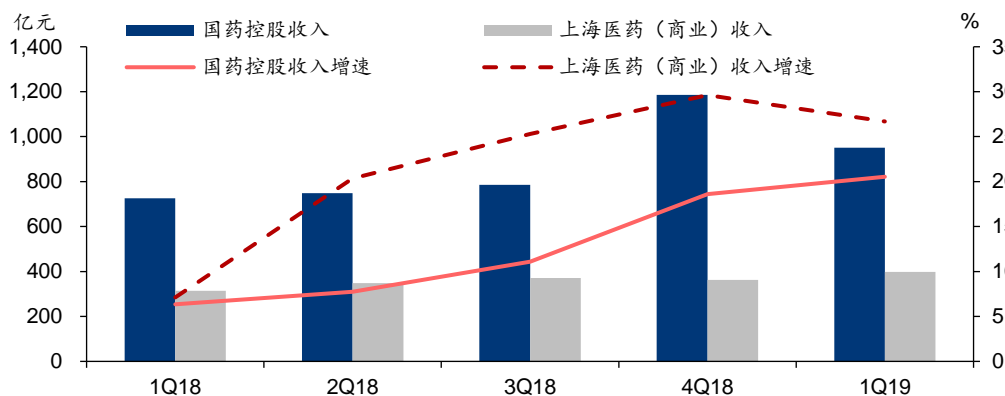


资料来源: 乐普医疗公司公告, 华泰证券研究所

## 医药流通：龙头增长恢复，融资成本同比降低

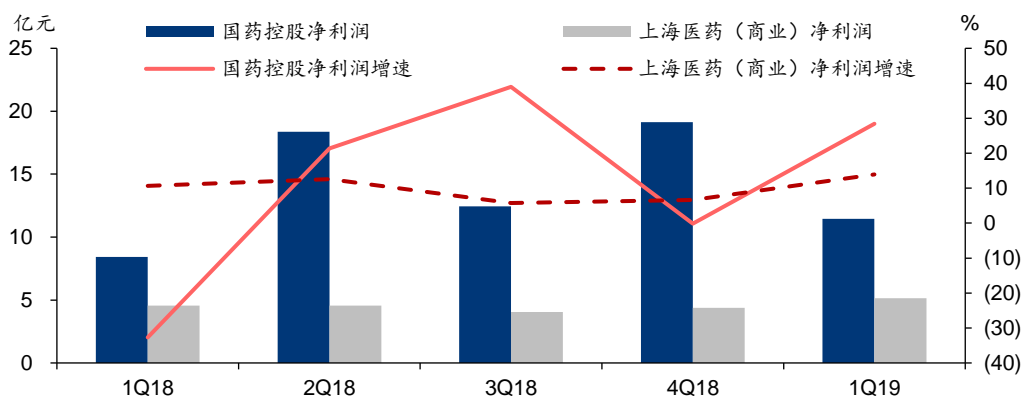
“两票制”影响基本消化，龙头恢复增长。2018年初全国大部分省份全面执行“两票制”后，行业收入与净利润受到影响，但经过一年的调整和转变，“两票制”对于行业头部公司影响基本淡去，1Q19 国药控股、上海医药的商业收入和净利润均呈现较好发展态势。

图表70：1Q18-1Q19 各季度国药控股和上海医药的收入及其增速



注：2018年2月上海医药完成对康德乐收购并表，2018年10月国药控股完成对同一控制下的中科器并表（报表需追溯）  
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

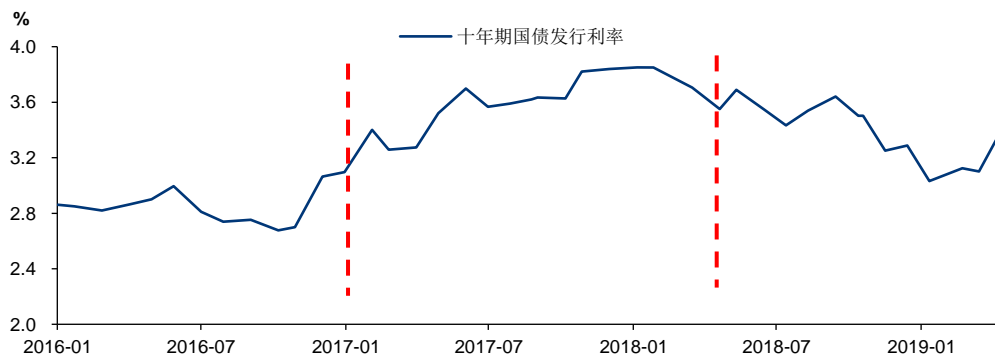
图表71：1Q18-1Q19 各季度国药控股和上海医药（商业）净利润及其增速



注：2018年2月上海医药完成对康德乐收购并表，2018年10月国药控股完成对同一控制下的中科器并表（报表需追溯）  
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

无风险利率同比降低。从2018年二季度开始十年期国债发行利率进入下行通道，虽然最近有所回升，但是整体而言，目前为止十年期国债发行利率低于去年同期。

图表72：2016年初至今十年期国债发行利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所



目前国有医药流通龙头融资成本同比减低，资金优势明显。根据国药控股已发行的 SCP 票面利率看，2019 年一季度票面利率比去年同期低 1.0-1.5pct，这对于行业净利率不足 2%的流通企业有望贡献较大的盈利弹性。

图表73：2018 年至今国药控股发行的 270 天 SCP 情况

名称	发行日期	票面利率	期限/年	融资额度 / 亿元
18 国药控股 SCP001	2018/2/6	4.70%	0.74	20
18 国药控股 SCP004	2018/3/6	4.98%	0.74	40
18 国药控股 SCP005	2018/7/6	4.29%	0.74	30
18 国药控股 SCP007	2018/9/12	3.70%	0.74	30
19 国药控股 SCP001	2019/2/21	3.42%	0.74	30
19 国药控股 SCP002	2019/3/4	3.43%	0.74	40
19 国药控股 SCP003	2019/3/11	3.50%	0.74	30
19 国药控股 SCP005	2019/4/4	3.45%	0.74	30

资料来源：Wind，华泰证券研究所

面对未来可能进一步扩大的集中采购，我们认为医药流通龙头抗风险性强：1) 集采配送过程中有望通过扩大市占率，对冲品种规模缩小的影响；2) 集采先行支付不仅可以改善配送企业现金流，而且能够降低融资成本，减少应收账款坏账计提准备；3) 龙头企业更有希望获得进口创新药和专利药的代理权，调整整体产品业务结构，减少集采采购影响。

我们重点看好竞争格局良好、边际改善明显的优质行业龙头，推荐柳药股份，建议关注国药一致：

- 1) **柳药股份 (603368, 买入)**：流通业务延续强势地位，零售和工业高速发展。我们认为公司 SPD 供应链增值服务继续发挥作用，预计 2019 年公司医药流通业务保持 20% 增长。公司发挥批零一体化优势，成为广西处方外流的显著受益者，我们预计公司 2019 年门店数量超过 600 家，销售额 2019 年实现 40% 的增长。工业方面，中药饮片 2019 年有望继续翻倍增长，万通制药销售 2019 年或可保持 20% 的稳健增速。公司 1Q19 业绩大超预期，同时现金流同比明显改善。目前估值较低，PEG (2019-2021) 仅为 0.50，我们重点推荐。
- 2) **国药一致 (000028, 未评级)**：两广医药分销龙头，全国医药零售领军企业。公司保持两广分销第一位置，公司 2018 年分销业务实现营业收入 327.57 亿元 (+3.92%)，实现净利润 7.16 亿元 (+11.89%)，同比重点发展零售直销、器械耗材、零售诊疗、基层医疗四大业务方向，2018 年分别同比增长 34%/29%/49%/17%。公司控股的国大药房实现营业收入 108.78 亿元 (+8.45%)，实现净利润 3.02 亿元 (+15.10%)，2018 年底，国大药房门店数量达到 4275 家，是国内医药零售行业领头羊。随着 WBA 逐渐参与管理，国大药房有望在经营效率、药学服务、品类管理能力等方面全方位提升。

## 医药零售：终端重要性在提高，长期发展逻辑不变

### 2019年医药零售行业发展向好：

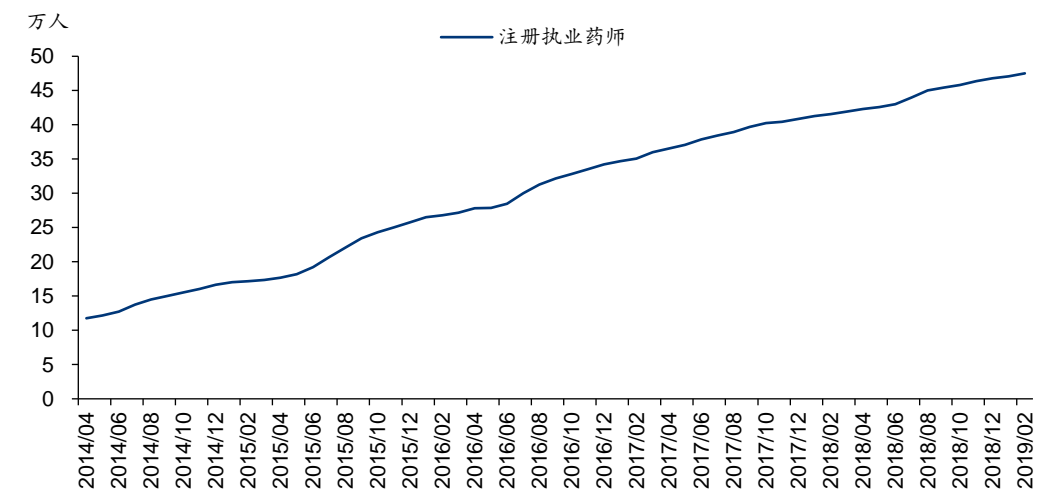
**1) “4+7”后药企对零售终端重视程度在提高。**“4+7”集采模式推广已成为业内公示，在这种模式下药企在院内市场销售承压，众多药企纷纷将目光投向零售渠道，以期分散风险，寻找业绩新的增长点。如恒瑞医药在2019年4月宣布零售战略，未来以慢性用药为突破口开拓零售市场，目标三年建成3000人的销售团队，销售额20亿元。在这个背景下，医药零售龙头和上游药企的合作进一步加深，议价能力提高。

**2) 税收优惠增厚利润，提高上市企业竞争力。**2019年国家加大减税力度，零售企业可通过小微纳税优惠、小额纳税人等税收政策优惠，合法减少税收支出，不仅可以增厚企业盈利，而且能够缩小与单体小药店的不对称竞争劣势（小药店往往偷税漏税），加快市场整合进程。

**3) 远程审方被多省承认，缓解执业药师人力资源短缺。**对于药店监管趋严，要求销售处方药的药店至少配备1名执业药师。但现在执业药师数量47.5万人，而药店保有量44.5万家，考虑到营业时长，基本要求每家药店配备1.5名执业药师，才能全部药店正常营业时间内执业药师在岗，因此执业药师存在缺口，地区严重不平衡。今年以来山西、湖南等多省开始鼓励远程审方，不仅可以有效解决执业药师短缺问题，而且能够降低企业人力成本。

**4) 一级市场并购价格有下行趋势，龙头企业并购成本降低。**从2017年开始由于高瓴等资本力量介入医药零售行业，药店的并购价格不断攀升。这种情况从2019年发生改变，资本并购步伐放缓，聚焦自身整合，因此一级市场的价格开始下行，这无疑将降低行业龙头并购的资金压力。

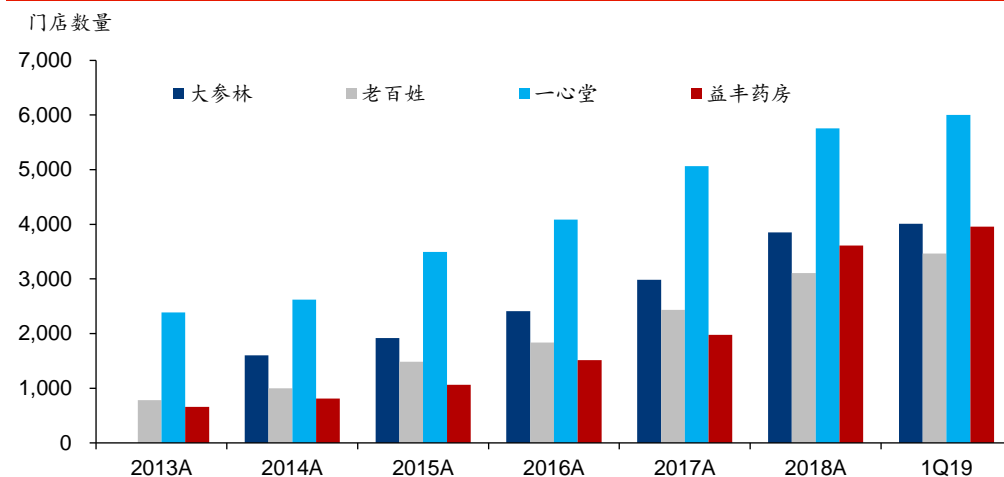
图表74：注册执业药师数量（2014-2M19）



资料来源：国家药品监督管理局，Wind，华泰证券研究所

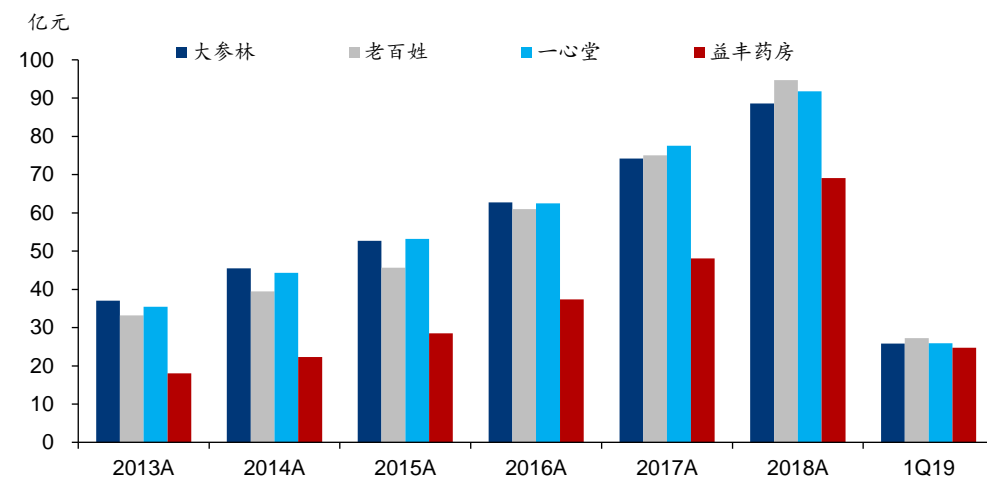
**四大连锁药店继续延续强势地位。**我国医药零售行业高度分散，上市四家连锁药店近年通过自身资本优势和管理经验实现快速扩张。在品种谈判、资金规模、管理经验、信息化建设等诸多方面，头部的四大连锁药店都继续维持优势。虽然同样面临医保趋严的压力，但是我们认为大浪淘沙，行业整合的受益者必是经营相对规范的头部企业，我们推荐一心堂，建议关注老百姓和益丰药房。

**图表75： 2013-1Q19年四大上市连锁药店龙头的门店数量**



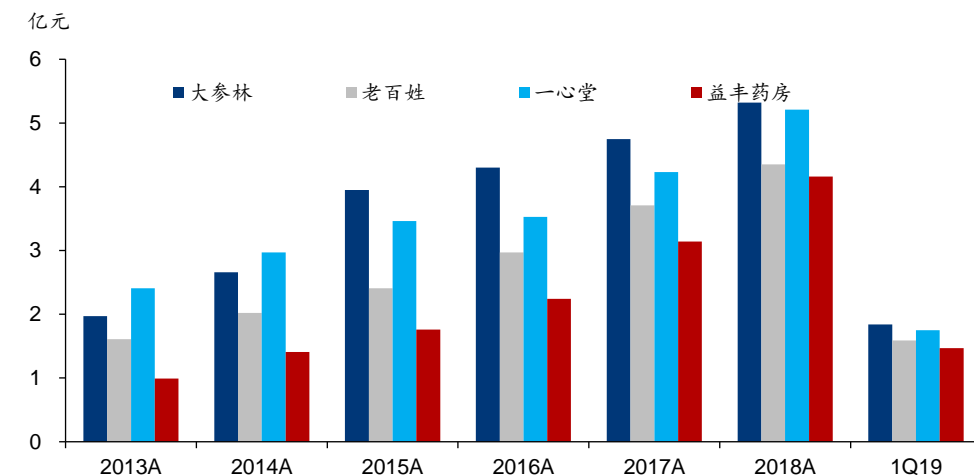
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

**图表76： 2013-1Q19年四大上市连锁药店龙头的营业收入**



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

**图表77： 2013-1Q19年四大上市连锁药店龙头的归母净利润**

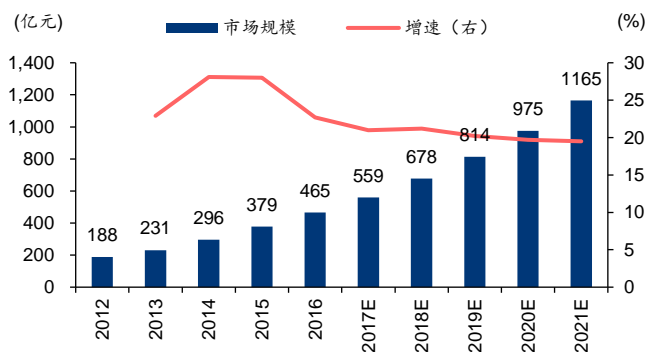


资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

## 医疗外包：看好订单充沛、业绩能见度高的行业领先者

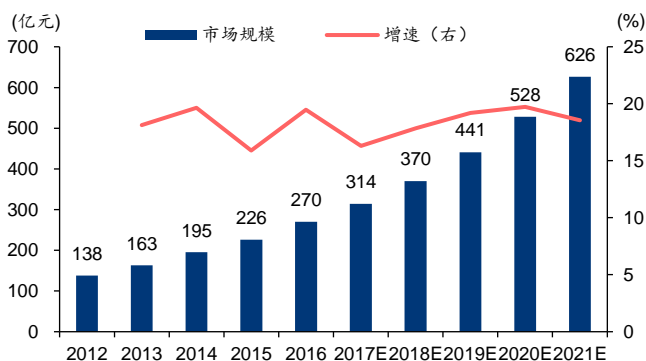
**国内医药外包行业持续高景气：**1) 根据全国医药技术市场协会数据，2017年中国CRO市场规模为559亿元，2013-2017年复合增速为24.4%；2) 根据南方所数据，2017年中国CMO市场规模为314亿元，2013-2017年复合增速为17.9%。

**图表78：2012-2021E年国内CRO市场规模及增速**



资料来源：全国医药技术市场协会，国家统计局，华泰证券研究所

**图表79：2012-2021E年国内CMO市场规模及增速**



资料来源：南方所，欧洲仿制药协会，华泰证券研究所

国内医药外包市场中长期驱动因素如下：

1) **政策利好创新，推动医药外包市场扩容。**国家近年鼓励创新，发布多项文件加速优先审评、药品上市许可持有人制度(MAH)等政策落地，利好医药外包市场扩容。

**图表80：2015年至今国家鼓励药品创新及MAH政策汇总**

时间	部门	政策或事件	主要内容
2015.8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	优化药品审评审批流程，加快药品审评审批速度
2017.6	ICH	中国成为ICH(人用药物注册技术要求国际协调会)成员	CFDA正式与国际标准接轨，参与到全球的药品审批和监管体系，有助于促进中国药物研发的创新，提高药品质量和标准
2017.8	CFDA	《关于推进药品上市许可持有人制度(MAH)试点工作有关事项的通知》	药品的所有者与生产者得以合法分离，持有药品上市许可的企业可以自行生产，也可将产品委托给具备GMP条件的生产商生产
2017.10	国务院	《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》	鼓励支持中国创新药品和器械的发展
2017.12	CFDA	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围、程序和工作要求

资料来源：各政府网站，华泰证券研究所

2) **低成本优势促进订单跨境转移，中国有望优先获益。**上海医药研究临床中心的数据显示，相比西方发达国家，我国医药企业在研发生产上具有明显成本优势(低约30%-60%)，有望促进医药外包订单跨境转移。

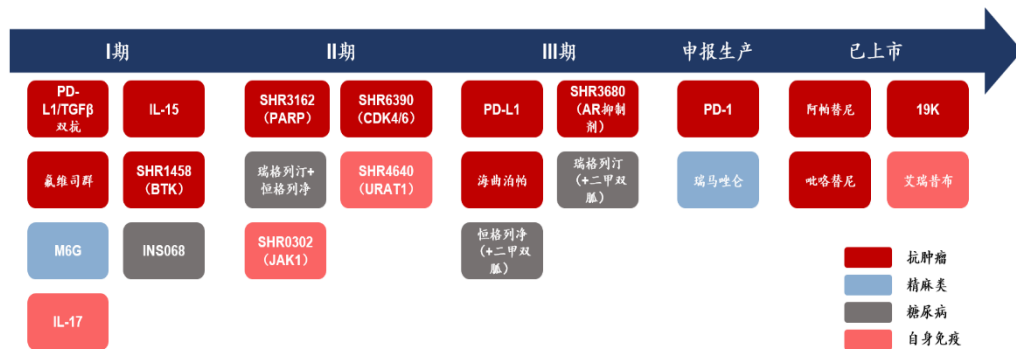
**图表81：中国医药研发生产具有成本优势**

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于西方发达国家比例
临床前试验	化合物筛选	30%-60%
	毒理实验	30%
	药物实验	30%
临床试验	I期临床	30%-60%
	II-III期临床	30%-60%
CMO	研发生产	30%-50%

资料来源：上海医药研究临床中心，Frost & Sullivan，华泰证券研究所

3) **国内创新产业的崛起。**从“me too”到“me better”，再到“best/first in class”，我国的医药创新已经迎来了崭新的时代，恒瑞医药、石药集团、百济神州等公司通过研发构建了强大的研发管线，为国内外包市场带来新增量。

图表82：恒瑞医药研发管线（截至2019年4月4日）

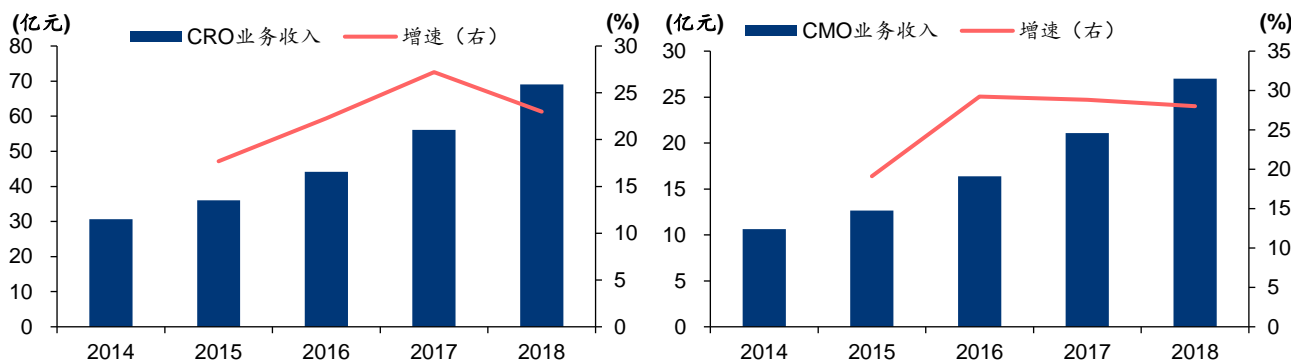


资料来源：恒瑞医药公司官网，恒瑞医药公司公告，华泰证券研究所

我们看好产业链布局完善，业务间协同效应明显、综合实力强劲的 CRO+CMC 一体化公司，建议关注药明康德（603259.SH）和凯莱英（002821.SZ），同时建议关注在手订单充沛、业绩能见度高的细分领域龙头泰格医药（300347.SZ）和昭衍新药（603127.SH）。

**药明康德：布局完善的 CRO 龙头。**1) 打造一站式外包服务模式，平台效应凸显：公司目前业务领域已覆盖临床前 CRO（药物发现+临床前研究）、临床 CRO 以及 CMO 服务等各个环节，各业务间协同效应明显；2) CRO 业务：立足临床前 CRO，逐渐增强临床 CRO 领域竞争力。2018 年，公司 CRO 业务实现收入 69.02 亿元，同比增 23.0%；3) CMO/CDMO 业务：临床早期项目储备丰富，逐渐向商业化订单过度。2018 年，公司 CMO/CDMO 业务实现收入 26.99 亿元，同比增长 28.0%，持续贡献公司业绩。

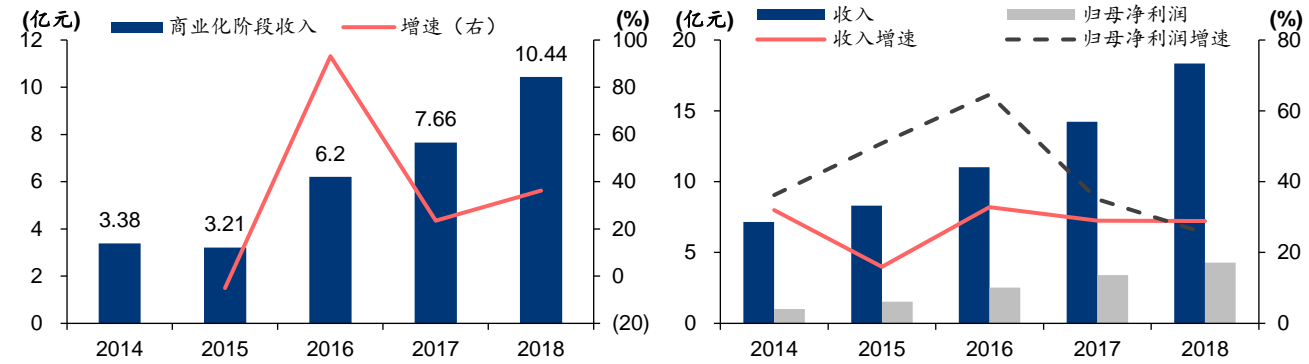
图表83：凯莱英：CRO/CMO 营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**凯莱英：国产 CDMO 龙头，商业化订单引领增长。**1) 随着客户认可度的提高，公司早期临床项目逐渐向后期商业化阶段订单转化。2018 年，公司商业化阶段业务收入为 10.44 亿元（+36.3%），占比已达 57%；2) 国内业务异军突起，已与和记黄埔、再鼎医药等多个创新药企合作，国内首个商业化项目已落地（5 年共 3.5 亿元订单）；3) 战略布局清晰，储备新的业绩增长点。在原有肽、多糖等业务基础上积极布局单抗、CAR-T、疫苗等大分子 CDMO 业务；同时与科文斯、昭衍新药签订战略合作协议，进军 CRO 领域，打造 CRO+CMO 一站式外包服务平台。

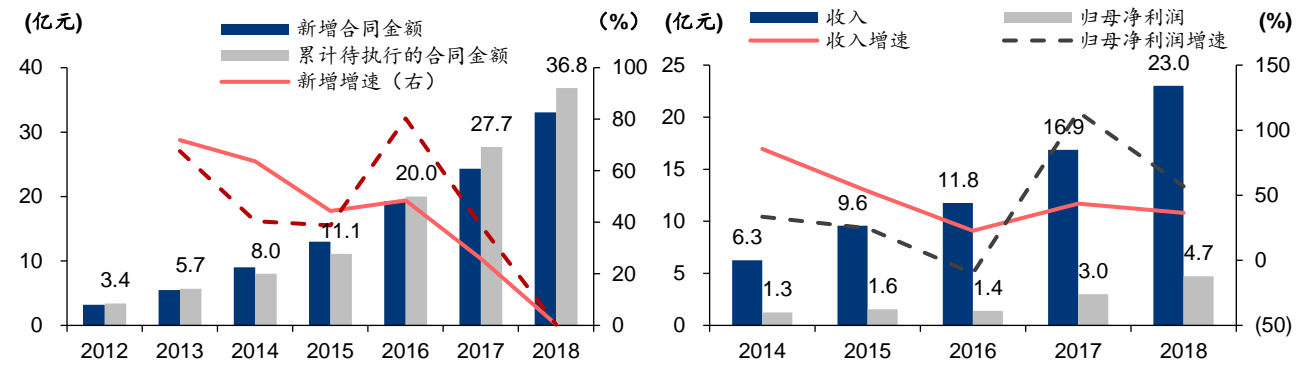
**图表84：凯莱英：营业收入、归母净利润、商业化阶段业务收入**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**泰格医药：临床 CRO 龙头，激励机制完善。** 1) 临床 CRO 布局完善，优势明显：公司业务包括 I-IV 期临床、BE、临床注册申报、临床数据管理和统计分析、CMC、SMO 和医疗器械 CRO 等，几乎涵盖了临床 CRO 所有领域，一站式服务平台优势明显；2) 订单数量充足，业绩能见度高：2018 年，公司新增合同金额为 33.1 亿元 (+36.4%)，累计待执行合同金额为 36.8 亿元 (+32.8%)；3) 激励机制充分：2019 年 3 月，公司公告股权激励方案，有望充分激发员工积极性。方案要求公司 19 年净利润 40% 增长，彰显信心。

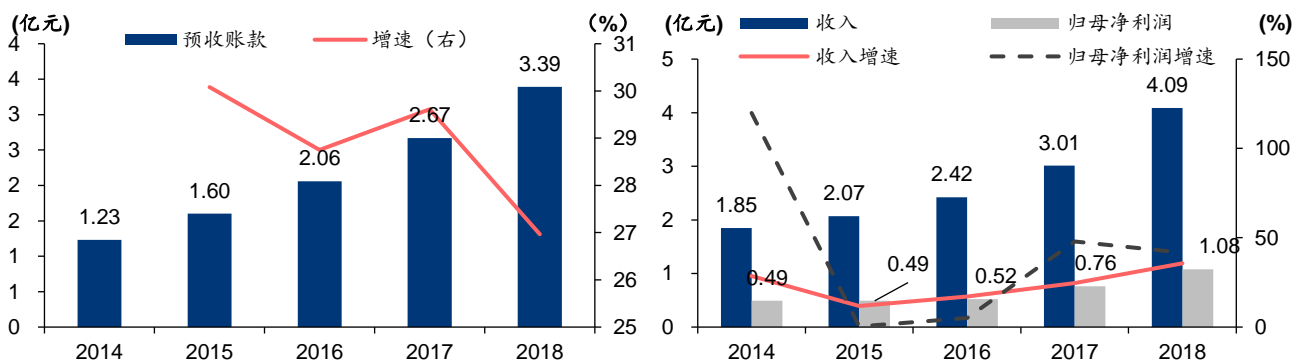
**图表85：泰格医药：营业收入、归母净利润、合同金额**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**昭衍新药：国内安评龙头。** 1) 公司在手订单充足，业绩能见度高：截至 2018 年末，公司在手订单约 8 亿元 (+19.4%)，在产能不足的情况下，预收账款 18 年增长 27%；2) 新产能逐渐投产，解决增长瓶颈：苏州昭衍已完成近 1.4 万平方米的动物房装修，其中 2700 平方米动物检疫楼已在 2018 年 6 月投入使用，公司预计近 1.1 万平方米动物房产能 1H19 投入使用；3) 布局新业务：公司逐渐布局药物警戒和临床 CRO 业务，培育新的增长点。

**图表86：昭衍新药：营业收入、归母净利润、预收账款**

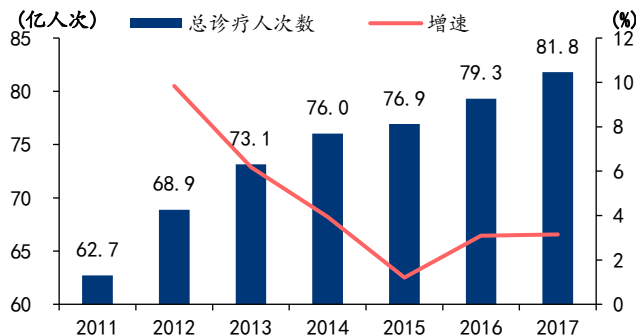


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 医疗服务：看好连锁扩张能力强，市场空间广的优质标的

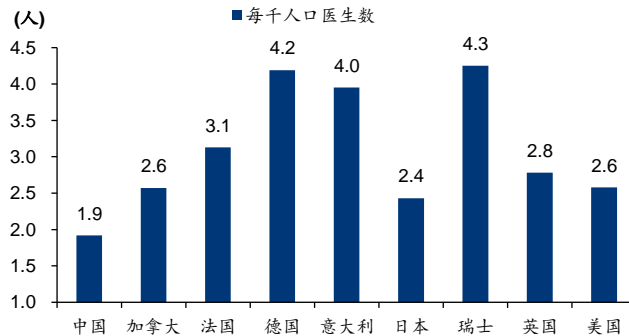
**国内医疗服务市场需求体量庞大但供给不足：**1) 需求旺盛：2017年，我国医疗机构总诊疗人次81.8亿人次，同比增长3.1%，总需求体量庞大；2) 供给不足：根据OECD数据显示，2016年，我国每千人口医生数为1.9，低于美国、德国等发达国家平均水平，整体医生资源相对匮乏。

图表87：2011-2017年中国医疗卫生机构总诊疗人次数



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

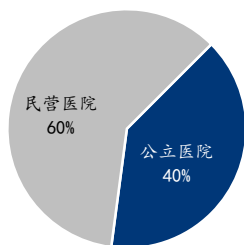
图表88：2016年各国每千人口医生数



资料来源：经济合作与发展组织 (OECD) 官方数据库，华泰证券研究所

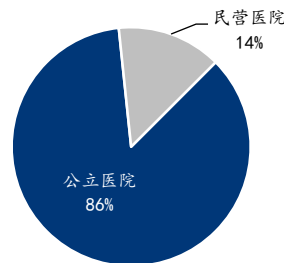
**民营医疗方兴未艾，政策利好加速扩容。**2017年，我国民营医疗机构数量为18759家，占比达60%，但其承担的诊疗人次比例却仅为14%，民营医疗发展潜力仍较大。近年来，多点执业、鼓励社会办医等政策频出，有望加速民营医疗市场扩容。

图表89：2017年民营及公立医院数占比



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

图表90：2017年民营及公立医院承担诊疗人次占比



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

**行业龙头顺势而为，凭借清晰的商业模式实现快速扩张。**在社会办医的浪潮下，龙头公司借势实现快速扩张，壮大模式主要包括三种：1) 自建：以现有成熟门店为模板，依托较低的开店成本和强劲的品牌影响力实现快速扩张；2) 并购：通过并购已相对成熟的门店，降低培育周期，整合后的标的大多可直接贡献公司业绩；3) 通过体外基金孵化门店：待孵化标的逐渐成熟实现盈利后择机注入上市公司体内，提高公司整体业绩的稳定性。

图表91：主要医疗服务上市公司扩张情况

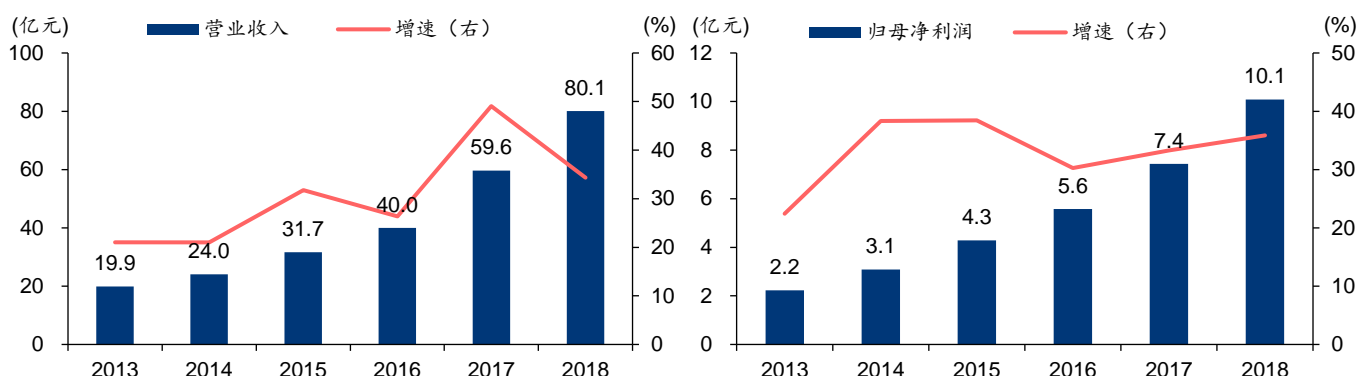
公司名称	股票代码	业务模式	扩张模式	当前门店数 (截止到2018年年报披露)
爱尔眼科	300015.SZ	眼科连锁	自建+并购+体外基金	270余家
美年健康	002044.SZ	体检连锁	自建+并购+体外基金	633家
通策医疗	600763.SH	口腔连锁	自建+并购+体外基金	30家

资料来源：各公司公告，各公司官网，华泰证券研究所

因此，我们看好轻资产易扩张、可复制性较强、科室壁垒较高的连锁专科龙头，建议关注爱尔眼科（300015.SZ）和通策医疗（600763.SH）。

**爱尔眼科：全球领先的眼科连锁龙头。**1) 医生是眼科医疗机构最核心、最关键的资源，爱尔通过充分的激励体系实现对优质医生资源的掌控。公司目前有超 4000 名眼科医生，行业领先；2) 轻资产运营，通过自建+并购+并购基金孵化的多重模式实现快速扩张，目前旗下共有 270 余家眼科医院；3) 独创“四级连锁”的优秀商业模式，提高资源共享效率，规模效应逐渐凸显；4) 扎根眼科沃土，五大业务强势生长。

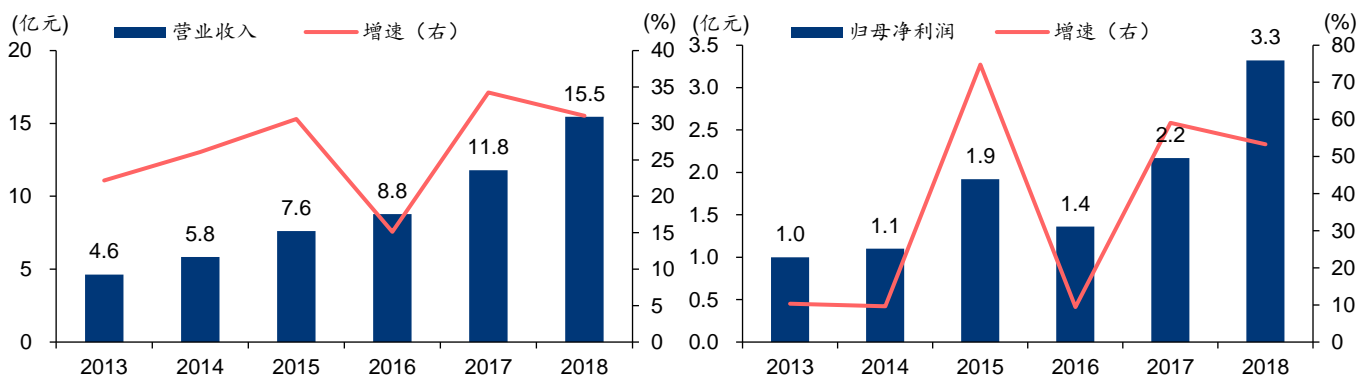
图表92： 爱尔眼科营业收入与归母净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**通策医疗：快速扩张的连锁口腔龙头。**1) 随着消费升级及口腔保护意识的提高，预计国内口腔服务市场逐渐扩容；2) 通过“区域总院+分院”的模式实现快速扩张，目前旗下已有 30 家专科医院或网点；3) 布局辅助生殖、眼科等业务领域，培育新的业绩增长点。

图表93： 通策医疗营业收入与归母净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所



## 风险提示

**市场持续走弱：**市场波动较大，医药板块受整体情绪影响。

**国家集采进度超预期：**第一轮集采效果阶段性公布，企业盈利尚未完全公开，第二轮集采目前预期3Q19开启，进度与程度存在不确定性。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com