



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

2019年6月医药行业投资策略

行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

西南证券研究发展中心

2019年6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：何治力

执业证号：S1250515090002

电话：023-67898264

邮箱：hzl@swsc.com.cn

分析师：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

邮箱：ctl@swsc.com.cn

核心观点

2019年1-4月规模以上医药工业企业实现营收和利润累计同比增速分别为9.8%或9.7%，考虑到2018年前低后高的基数原因，2019年行业利润同比增速或前低后高。新药申报方面：5月1类化药和生物药申报仍呈欣欣向荣态势，标志性恒瑞医药PD-1单抗正式获得上市批准，国内制药产业加速向创新转型。行业政策方面：中央深改委会议审议通过了《关于治理高值医用耗材的改革方案》，同时CDE发布《化学仿制药参比制剂目录（第二十二批）》，其中注射剂有225品规，标志高值耗材和注射剂格局变化有望提速。

我们认为当前配置医药仍具有相当的性价比，整体思路仍以防守为主，逐渐偏乐观。一方面：6月为二季度最后一月，临近半年报业绩预告，建议关注半年报业绩预期不错，中长期产业趋势明确的板块和个股，即坚持业绩和产业趋势为王；另一方面：科创板首批企业将于6月5日正式上会，预示科创板即将正式推出，叠加三季度第二次国家医保谈判，创新及创新产业链或迎来投资机会。我们6月主要看好方向如下：

- ◆ **业绩持续高增长，且不受医保控费影响的消费板块**，重点推荐长春高新（000661）、片仔癀（600436）、智飞生物（300122）和康泰生物（300601）等；
- ◆ **在国家鼓励创新和科创板6-7月有望正式推出下，战略性持续推荐创新及创新产业链**，重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、药明康德（603259）、泰格医药（300347）和药石科技（300725）等；
- ◆ **受益分级诊疗扩容和产品技术迭代升级，战略配置医疗器械板块**，重点推荐迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、万东医疗（600055）、迈克生物（300463）和理邦仪器（300306）等；
- ◆ **明确受益处方外流和增值税改革，药店产业业绩或提速增长**，重点推荐一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）等。
- ◆ **六月投资组合**：恒瑞医药（600276）、长春高新（000661）、康泰生物（300601）、泰格医药（300347）、科伦药业（002422）、鱼跃医疗（002223）和迈克生物（300463）。

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 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

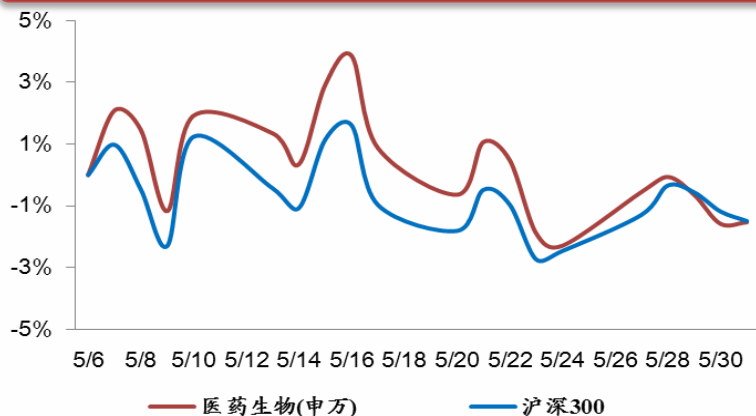
3 PD-1—国内抗肿瘤即将迎来全面免疫治疗时代

4 2019年6月医药行业投资策略及标的

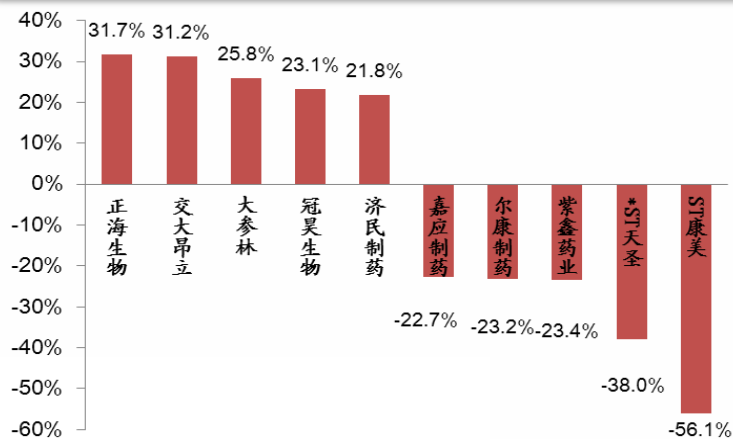
1 医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现

医药指数相对沪深300走势

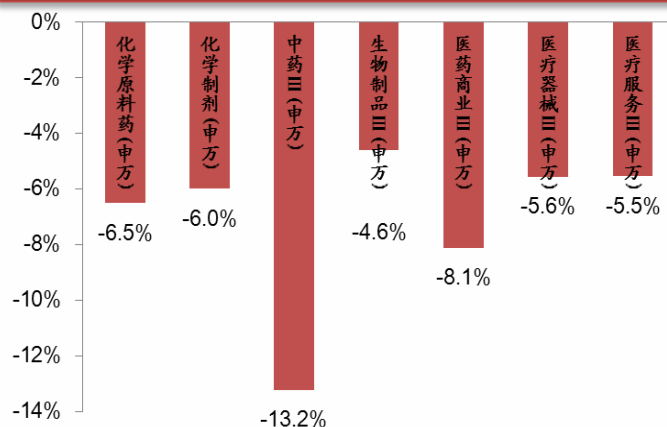


医药个股涨跌幅排名



数据来源: Wind, 西南证券整理

医药子行业二级市场涨跌幅

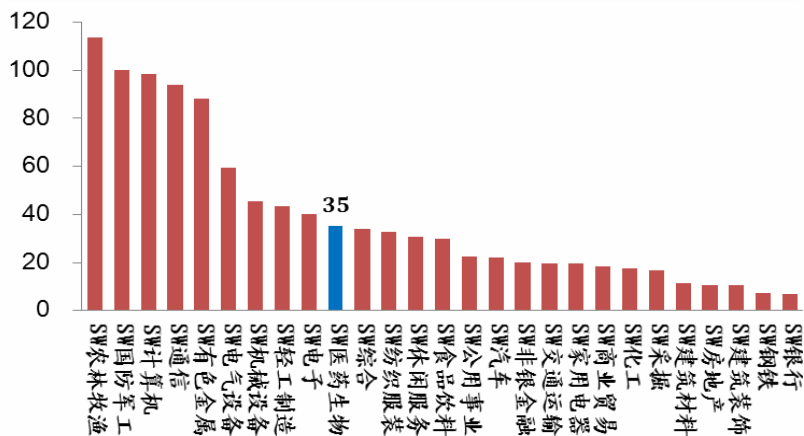


- ◆ 2019年5月申万医药指数下跌7.6%，跑输沪深300指数约0.4个百分点。
- ◆ 按流通市值加权计算，2019年5月医药行业子板块均为下跌，其中中药板块跌幅最大（-13.2%），生物制品跌幅最小（-4.6%）。
- ◆ 2019年5月医药上市公司中涨幅最大的分别为正海生物（+32%）、交大昂立（+31%）、大参林（26%）、冠昊生物（23%）、济民制药（22%）。

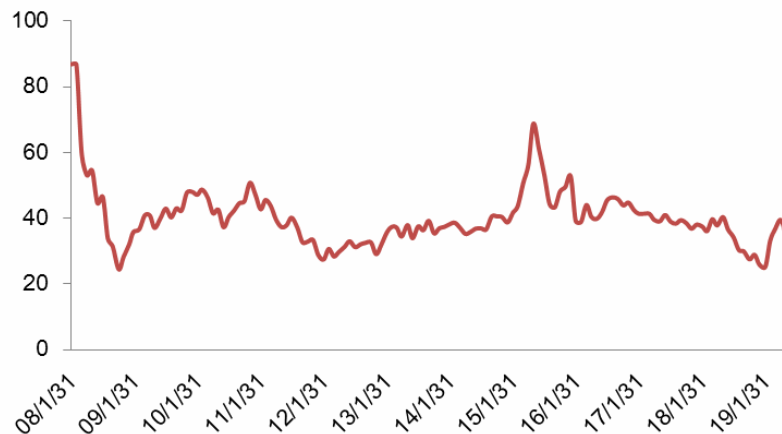
1 医药行业回顾表现

1.2 医药行业市盈率和溢价率出现明显回落，比较具有吸引力

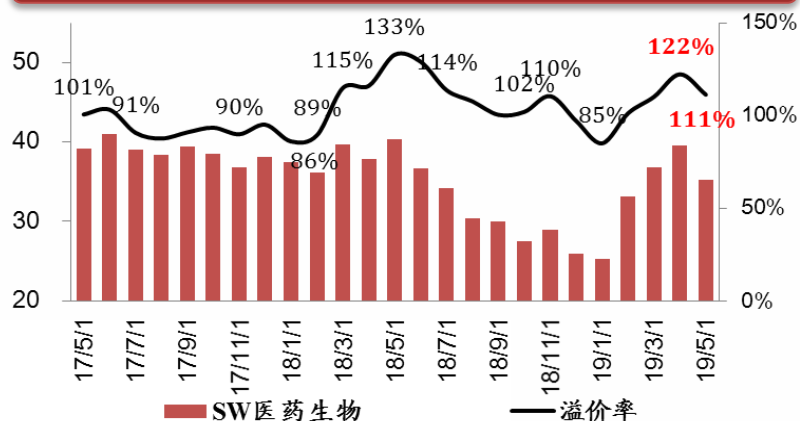
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



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



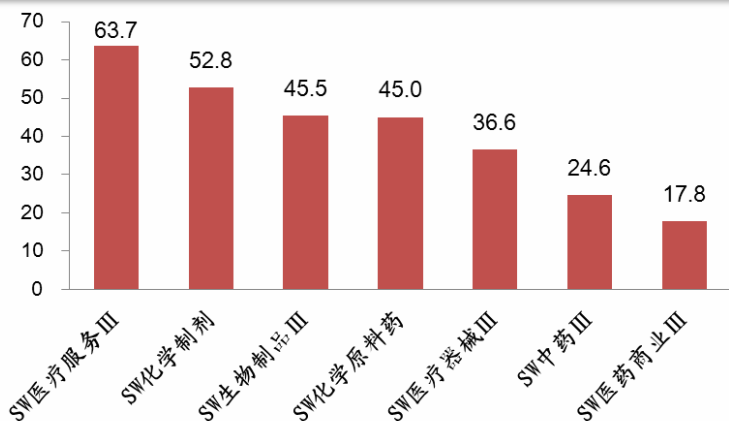
- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为35倍，在申万一级行业中处于中等水平。
- ◆ 纵向看：2008年以来医药行业PE(TTM)区间为20-62倍，平均值40倍，目前为35倍，仍处于历史底部、医药估值较为合理。
- ◆ 医药行业相对于全部A股估值溢价率为111%，环比降低约11个百分点。

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

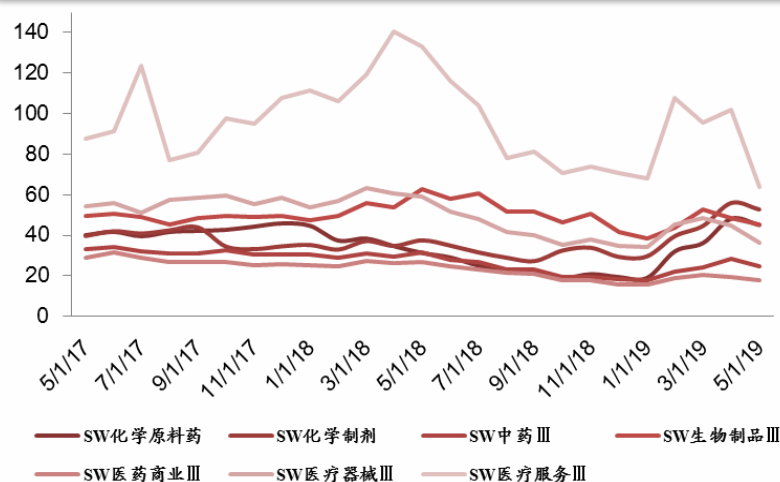
1 医药行业回顾表现

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

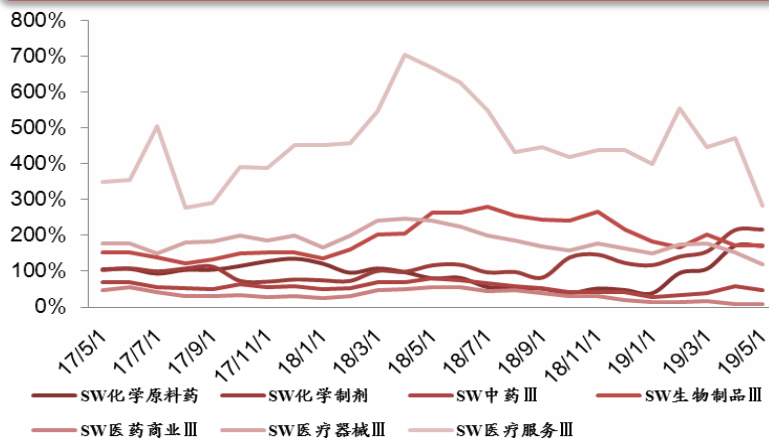
申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



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（64倍）和化学制剂（53倍）的PE(TTM)最高，中药（25倍）和医药商业（18倍）市盈率最低。
- ◆ 纵向看：各子行业估值环比均呈下降趋势；与此同时，化学制剂、生物制品板块相对A股溢价率均呈现上升趋势。

数据来源: Wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

1 医药行业回顾表现

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

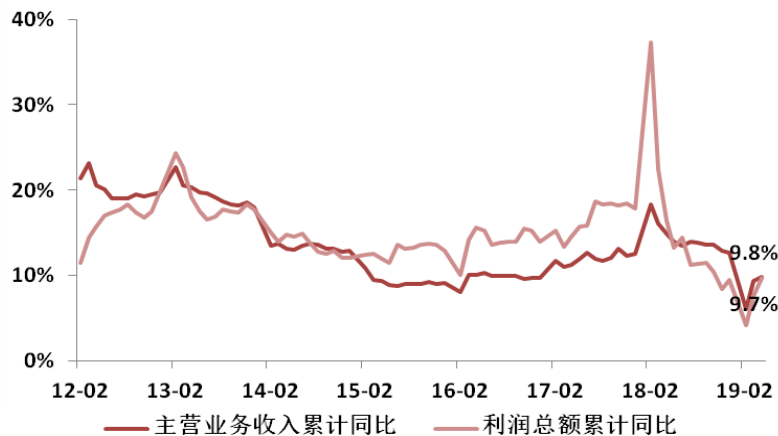
3 PD-1—国内抗肿瘤即将迎来全面免疫治疗时代

4 2019年6月医药行业投资策略及标的

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

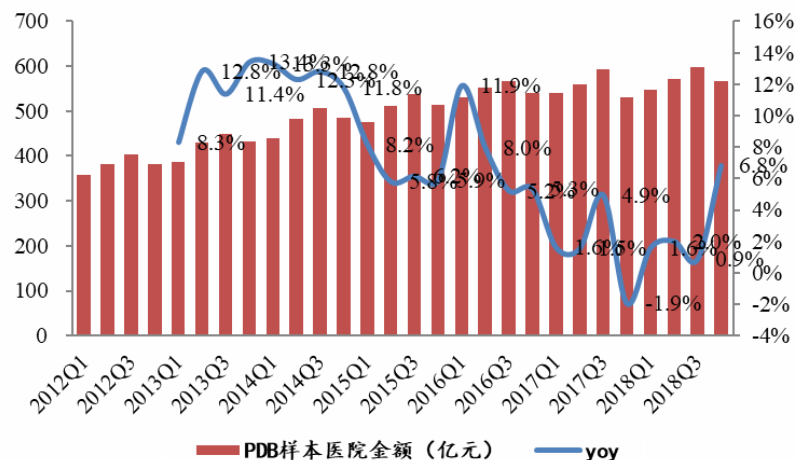
- 国家统计局规模以上医药制造业数据**：2019年1-4月累计收入和净利润同比增速分别为9.8%和9.7%，较2018年同比分别下降5.1PP和6.7pp，但环比改善趋势明显，考虑到2018年前高后低的基数，我们判断2019年净利润或前低后高。
- PDB样本医院药品数据**：2018年PDB样本医院药品收入增速2.7%，与2017年的1.6%相比，提升了1.1个百分点。从单季度看，2018Q1-Q4增速分别为1.6%、2.0%、0.9%和6.8%，第四季度增速略有回升，或受流感影响。由于样本医院主要统计大中城市的等级医院，对OTC和第三终端反应不充分，该增速较医药工业统计数据较低。
- 西南医药观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。医药工业收入增速约10%，但结构上分化愈加明显，创新药等或成行业主要增长动力。

医药工业收入总额及增速（统计局）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

医药工业收入总额及增速（PDB）



数据来源：PDB，西南证券整理

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

全国医改工作电视电话会议召开，集采降价仍是主题

■深入实施健康中国战略，广泛开展健康促进活动，进一步加强癌症等重大疾病预防筛查、早诊早治，做好常见慢性病防治；

■推动药品采购使用、医保支付、分级诊疗等改革取得新突破，巩固基本医疗保险对近14亿人口的基本保障作用，积极发展多种形式的补充医疗保险，进一步提高大病保险报销比例，在区域医疗中心建设、“互联网+医疗健康”等方面取得新进展，积极促进社会办医持续健康规范发展，发挥好中医药防病治病独特优势，更有效推动解决看病难看病贵问题；

◆要把预防为主摆在更加突出的位置，推进健康中国行动，开展癌症、慢性病等疾病的预防筛查、早诊早治，优化基本公共卫生服务，发挥中医药在防病治病中的优势和作用，努力使广大群众不得病少得病；

◆及时完善和全面推开国家组织药品集中采购制度，推动降低药品和高值医用耗材虚高价格，做好基本药物、急（抢）救药等供应保障，同步推进医疗价格、医保支付、薪酬制度等综合改革，切实减轻群众看病负担。

◆加快推进区域医疗中心建设，完善医联体管理，发展“互联网+医疗健康”和社会办医，优化资源布局，促进分级诊疗。

◆加强药品疫苗、医疗服务质量监管，守好健康安全防线。

西南医药团队观点：从本次会议信息来看，深化医药改革仍是主题。全年将继续推动降低药价和高值医用耗材价格，带量采购仍将是医改的工作重点。将疫苗安全作为重点提示，显示药品监管的地位。在该背景下，我们建议关注与集采相关度较低的医药创新、消费等领域。

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

《关于治理高值医用耗材的改革方案》获审议通过，降价进入倒计时

■会议指出：高值医用耗材治理关系减轻人民群众医疗负担。要坚持问题导向，通过优化制度、完善政策、创新方式，理顺高值医用耗材价格体系，完善全流程监督管理，净化市场环境和医疗服务执业环境，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局，促进行业健康有序发展。

■高值医用耗材主要包括心脏介入类、外周血管介入类、神经内科介入类、电生理类、心外科类、骨科材料及器械类、人工器官、消化材料类、眼科材料类（人工晶体等）、神经外科类（硬脑膜、钛网等）、胃肠外科类（吻合器等）等。耗材集中采购及降价也是行业趋势。

■目前国内医用耗材领域已集聚规模的采购联盟有四大：“西部联盟”、“京津冀采购联盟”、“沪苏浙皖闽”联盟和三明采购联盟。从四大采购联盟分布情况来看，目前已经基本上具备全国比价及价格联动基础。宁波市在2016年进行耗材降价后，第五批（骨科耗材）平均价格下降约72%，目前已经形成当时的全国最低中标价，将对2016年以后各省招标将形成参考。各省在根据情况，与企业进行再次议价，进而形成新的采购价格。2018年12月，甘肃发布《关于公布甘肃省高值医用耗材阳光采购平台挂网产品信息变更挂网结果的通知》，除个别产品外，其整体价格基本上参考陕西省联盟参考价，降价趋势基本上缓和。早在宁波推进高值耗材集采时，国内企业的产品采购占比已经超过50%，就骨科耗材而言，已经高于外企市场占比。如推进耗材降价集采，将推动进口替代。

西南医药团队观点：耗材降价将利好国产龙头，国内龙头企业最近两年增速超过行业增速；耗材降价最后可能的情况是出厂价不降低，通过前期两票制的执行，高值耗材将减少中间环节，渠道利润分成比例或下降。预计进口企业和小企业盈利受损，经销商和渠道分成或减少。建议在市场情绪稳定后布局龙头企业。

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

国家卫健委推进紧密型县域医疗卫生共同体建设

■5月28日，国家卫生健康委发布《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》和《关于开展紧密型县域医疗卫生共同体建设试点的指导方案》，拟在全国遴选一批工作基础好、改革创新意识强的县开展紧密型县域医共体试点，以进一步提升基层服务能力，提高县域医疗卫生服务整体绩效，更好的推动分级诊疗制度建设。

■要求到2020年底，在500个县初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体。力争到2020年底，县域就诊率达到90%，县域内基层就诊率达到65%左右，基层医疗卫生机构有能力开展的技术、项目不断增加；

■每个县根据地理位置、服务人口、现有医疗卫生机构设置和布局等情况，组建若干个（一般为1-3个）以县级医疗机构为龙头、其他若干家县级医疗机构及乡镇卫生院、社区卫生服务中心为成员单位的紧密型医共体。医共体牵头机构原则上为二级甲等以上医疗机构。医疗服务能力达到二级医院水平的基层医疗卫生机构可牵头组建医共体。鼓励社会力量办医疗机构和康复院、护理院加入医共体；

■医共体实行药品耗材统一管理，统一用药目录、统一采购配送、统一支付货款。有条件的地区，要打破县域内不同医共体之间的区别，探索县域内药品耗材的统一管理和采购配送等。

西南医药团队观点：虽然早在2017年已经明确要在县域组建医疗共同体，提升基层服务能力，但目前县域医共体建设还处于起步阶段。目前提升县域医疗水平是短期重点，要求“服务人口较多、规模较大的基层医疗卫生机构逐步达到乡镇卫生院或社区卫生服务中心标准；其他基层医疗卫生机构要逐步达到乡镇卫生院或社区卫生服务中心服务能力标准”。我们认为在标准提升的过程中医院建设及设备或有投资机会，且形成采购统一后也将加快新药的放量销售。

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

新药受理数量环比提升，创新环境仍较健康

2019年5月新承办的化药1类新药

受理号	药品名称	注册分类	承办日期	企业名称	序列号
CXHL1900178	TERN-201 胶囊	化药 1	2019-05-30	上海拓臻生物科技有限公司	108
CXHL1900177	TERN-201 胶囊	化药 1	2019-05-30		107
CXHL1900176	TERN-201 胶囊	化药 1	2019-05-30		106
CXHL1900175	TERN-201	化药 1	2019-05-30	苏州福略生物科技有限公司	111
CXHL1900174	TL118 胶囊	化药 1	2019-05-24		97
CXHL1900173	TL118 胶囊	化药 1	2019-05-24		96
CXHL1900172	TL118	化药 1	2019-05-24	石药集团中奇制药技术(石家庄)有限公司	102
CXHL1900171	SYHA1807 胶囊	化药 1	2019-05-24		100
CXHL1900170	SYHA1807 胶囊	化药 1	2019-05-24		99
CXHL1900169	SYHA1807	化药 1	2019-05-24	广州必贝特医药技术有限公司	101
CXHL1900168	BEBT-109 胶囊	化药 1	2019-05-22		94
CXHL1900167	BEBT-109 胶囊	化药 1	2019-05-22		93
CXHL1900166	BEBT-109	化药 1	2019-05-22	正大天晴药业集团股份有限公司	95
CXHL1900163	TQC3564 片	化药 1	2019-05-20		86
CXHL1900162	TQC3564 片	化药 1	2019-05-20		85
CXHL1900161	TQC3564	化药 1	2019-05-20	苏州亚盛药业有限公司	91
CXHL1900165	APG-115 胶囊	化药 1	2019-05-17		81
CXHL1900164	APG-115 胶囊	化药 1	2019-05-17		80
CXHL1900053	ASC18 片	化药 1	2019-05-17	歌礼药业(浙江)有限公司	82
CXHL1900160	SAL092 片	化药 1	2019-05-13		75
CXHL1900159	SAL092 片	化药 1	2019-05-13		深圳信立泰药业股份有限公司
CXHL1900158	SAL092 片	化药 1	2019-05-13	73	
CXHL1900152	注射用 FL058	化药 1	2019-05-13	齐鲁制药有限公司	
CXHL1900151	注射用 FL058	化药 1	2019-05-13		71
CXHL1900150	FL058	化药 1	2019-05-13		77
CXHL1900054	SAL092	化药 1	2019-05-13	深圳信立泰药业股份有限公司	76
CXHL1900032	ACT001 胶囊	化药 1	2019-05-13		69
CXHL1900157	KL060332 胶囊	化药 1	2019-05-09		四川科伦博泰生物医药股份有限公司
CXHL1900156	KL060332 胶囊	化药 1	2019-05-09	67	
CXHL1900155	KL060332 胶囊	化药 1	2019-05-09	66	
CXHL1900154	KL060332 胶囊	化药 1	2019-05-09	65	
CXHL1900153	KL060332	化药 1	2019-05-09	70	

数据来源：国家统计局，西南证券整理

- ◆ 2019年5月CDE合计受理32个批号共13个产品，12家公司的化药1类申报（含临床）；2019年4月CDE受理化药国产1类新药共计14个受理号，涉及6个品种5家企业，从数据来看环比加快明显。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

3 PD-1—国内抗肿瘤即将迎来全面免疫治疗时代

4 2019年6月医药行业投资策略及标的

3 PD-1迎来最重磅企业

国内PD-1已形成“2+3”获批格局

截止2019年5月国内获批的PD-1品种

公司	商品名	通用名	获批时间	2018年全球销售额
施贵宝	欧狄沃	纳武利尤单抗	2018.6.15	67亿美元
默沙东	可瑞达	帕博利珠单抗	2018.7.20	72亿美元
君实生物	拓益	特瑞普利单抗	2018.12.17	——
信达生物	达伯舒	信迪利单抗	2018.12.24	——
恒瑞医药	艾立妥	卡瑞利珠单抗	2019.5.31	——

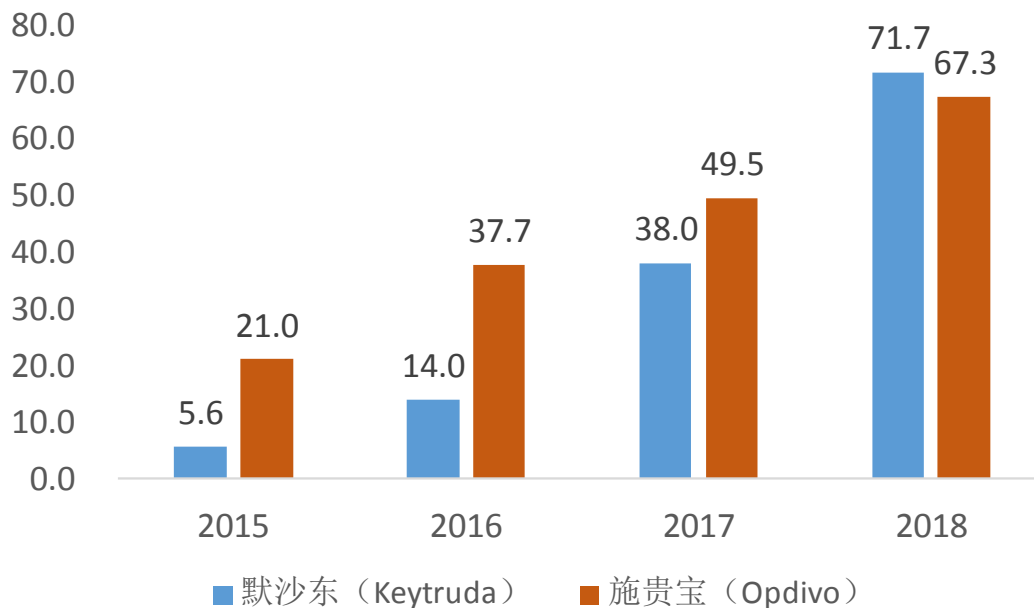
数据来源：药智网，西南证券整理

- ◆ 除国内已获批的5个PD-1品种以外，百济神州PD-1单抗（替雷利珠单抗）也处于申请上市状态，预计2019年Q3获批上市。

3 PD-1—国内抗肿瘤即将迎来全面免疫治疗时代

全新抗肿瘤方式，市场迅速放量，国内市场空间超200亿元

2015-2018年PD-1全球销售额



数据来源：药智网，西南证券整理

- ◆ 作为抗肿瘤全新的方式，免疫治疗药物PD-1上市以来新的适应症不断获得突破，两款药物市场销售额快速增长，K药也凭借在肺癌领域的优势在2018年实现了对O药的超越。
- ◆ 国内每年新增430万肿瘤患者，约有100万患者对PD-1有效，若按照10万/年价格计算，国内拥有1000亿元理论空间，若按照25%渗透率，国内PD-1市场空间为250亿元。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 行业数据逐渐回暖，政策推动结构分化

3 PD-1—国内抗肿瘤即将迎来全面免疫治疗时代

4 2019年6月医药行业投资策略及标的

核心观点

2019年1-4月规模以上医药工业企业实现营收和利润累计同比增速分别为9.8%或9.7%，考虑到2018年前低后高的基数原因，2019年行业利润同比增速或前低后高。新药申报方面：5月1类化药和生物药申报仍呈欣欣向荣态势，标志性恒瑞医药PD-1单抗正式获得上市批准，国内制药产业加速向创新转型。行业政策方面：中央深改委会议审议通过了《关于治理高值医用耗材的改革方案》，同时CDE发布《化学仿制药参比制剂目录（第二十二批）》，其中注射剂有225品规，标志高值耗材和注射剂格局变化有望提速。

我们认为当前配置医药仍具有相当的性价比，整体思路仍以防守为主，逐渐偏乐观。一方面：6月为二季度最后一月，临近半年报业绩预告，建议关注半年报业绩预期不错，中长期产业趋势明确的板块和个股，即坚持业绩和产业趋势为王；另一方面：科创板首批企业将于6月5日正式上会，预示科创板即将正式推出，叠加三季度第二次国家医保谈判，创新及创新产业链或迎来投资机会。我们6月主要看好方向如下：

- ◆**业绩持续高增长，且不受医保控费影响的消费板块**，重点推荐长春高新（000661）、片仔癀（600436）、智飞生物（300122）和康泰生物（300601）等；
- ◆**在国家鼓励创新和科创板6-7月有望正式推出下，战略性持续推荐创新及创新产业链**，重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、药明康德（603259）、泰格医药（300347）和药石科技（300725）等；
- ◆**受益分级诊疗扩容和产品技术迭代升级，战略配置医疗器械板块**，重点推荐迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、万东医疗（600055）、迈克生物（300463）和理邦仪器（300306）等；
- ◆**明确受益处方外流和增值税改革，药店产业业绩或提速增长**，重点推荐一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）等。
- ◆**六月投资组合**：恒瑞医药（600276）、长春高新（000661）、康泰生物（300601）、泰格医药（300347）、科伦药业（002422）、鱼跃医疗（002223）和迈克生物（300463）。

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54.1亿元/71亿元/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。

长春高新（000661）：业绩符合预期，股价或迎戴维斯双击

投资逻辑

- **金赛业绩超市场预期，生长激素延续高速增长态势。**公司实现归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为52.1%和55.7%，符合前期中值预期。分子公司看：1）金赛药业：全年收入32.0亿元，同比增长53%，净利润11.3亿元，同比增长65%，其中2018Q4金赛药业收入和净利润增速分别为63%和157.7%，结构上业绩超市场预期。考虑到新患持续增长和用药时间延长，判断生长激素未来三年仍将延续复合30%以上增速；2）百克生物：2018年预计2-2.3亿元，同比增长近80%，考虑到疫苗事件后，水痘疫苗和狂犬疫苗格局变化，认为公司有望占据部分空白市场，2019年疫苗业务将显著增长；3）高新地产：预计全年业绩9000万左右，同比基本持平。
- **公司治理结构改善下，股价或迎戴维斯双击。**复盘公司历史股价走势，上行基本为定期报告业绩靓丽或超预期推动，2017-2018年期间大跌波动主要系市场对公司治理结构的担忧，担心金赛药业灵魂人物金磊离开公司。根据重组预案，认为有两大亮点：1）金磊和林殿海将持有上市公司股权以及可转债，即将正式与上市公司深度股权和债券绑定，消除市场疑虑，同时完全并表后，地产占比降低到10%以内，公司估值或将积极修复。2）金磊持有的上市公司股权正式与金赛药业业绩增长挂钩，参考胰岛素行业，未来公司净利润率或将逐步提升，即在收入高增长下，业绩也将高增长，公司股价或迎戴维斯双击。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年EPS分别为8.09元/10.87元/14.65元，对应PE分别为37倍/28倍/21倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险；再次发生类同2013年长沙事件的行业风险；因不可预知因素导致重大资产重组失败的风险。

科伦药业（002422）：三发驱动全面发力，坚定向创新转型

投资逻辑

- **第一发，大输液行业绝对龙头，结构调整和价格回归下，有望维持15%增速**：公司并表石四药后，大输液行业市场份額超过55%，为大输液绝对龙头。经过5年调整，行业产能出清，2017年行业盈利能力开始显著回升。公司拥有最全系列产品梯队和最广生产网络覆盖，在结构调整（包材从低毛利的塑瓶向高毛利非PVC软袋升级）和价値回归（低毛利塑瓶出厂价逐步提价）带动下，公司大输液净利润增速有望维持15%左右。
- **第二发，抗生素全产业链，携环保和成本优势，川宁项目盈利能力逐年加强**：2018年川宁二期工程通过环保验收，实现满产扭亏。在高强度的环保投入下，公司受益环保监管趋严，同时公司核心品种在满产后，单位成本逐年下降，显著低于竞争对手，占据竞争主导地位。2018年实现业绩6.1亿元，2019年有望实现7-8亿元，未来峰值利润或超10亿元，成为公司第二大现金流业务。
- **第三发，研发位居国内第一梯队，创新步入收获期**：公司研发实力位居国内第一梯队，近5年高强度研发投入步入收获期，2018年已获批27个仿制药上市，未来三年还有100多个品种上市，其中近半为首仿的重磅产品。同时公司2020年创新药将开始申请上市，公司创新研发步入收获期，公司有望成为国内坚定并成功向创新转型的标杆性制药企业。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年归母净利润分别为16亿元/21亿元/25亿元，对应PE分别为27倍/20倍/17倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险；

康泰生物（300601）：重磅产品储备最丰富的研发向疫苗企业

投资逻辑

- **长生疫苗事件阶段性告一段落，新疫苗管理法下行业剩者为王。**2019年2月2日，中央纪委国家监委发布《原国家食品药品监督管理总局党组成员、副局长吴浈严重违纪违法被开除党籍》，同时发布《吉林长春长生公司问题疫苗案件相关责任人被严肃处理》，对长生疫苗事件中相关责任人的行政处罚阶段性重要总结。结合《国家药监局全面排查疫苗生产企业（除长生公司外所有其他疫苗生产企业）未发现影响疫苗质量安全问题》以及《中华人民共和国疫苗管理法（草案）》，疫苗行业仍为国家战略性行业，行业环境越来越好，以质量取胜的企业终将胜出。
- **国内在研疫苗产品最丰富的民营企业，为持续成长性最强疫苗上市公司。**通过自研+对外合作已构建丰富的疫苗产品梯队，公司5-8年峰值净利润或到50-60亿元。1) 百白破-Hib四联苗：已上市，独家，10亿利润量级，正向五联苗、六联苗、七联苗等升级，峰值15-20亿利润量级；2) 13价肺炎结合疫苗：国内进度第二，2019年5月底报生产，100亿市场，占25%-30%份额，即有10-15亿利润量级；3) 冻干人二倍体狂犬：国内进度第一，2019年8月左右报生产，20%替代率，即有10-15亿利润量级；4) 麻腮风-水痘：国内潜力第一，临床前，预计10-15亿净利润量级；5) EV71基因工程疫苗：产能国内第一，目前II期临床中，预计10亿净利润量级。

盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为5.6亿元/7.6亿元/14.3亿元，对应PE为59倍/43倍/23倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

泰格医药 (300347) : 受益创新药浪潮 , 临床CRO龙头处高增长长期

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 , 2018年新增订单33.1亿元 , 同比+36.4% ; 配套人员快速增加 , 2018年底达3898人 , 同比+21.3% ; 先行指标高速增长 , 业绩高增长确定性强。
- **外延并购 , 打开远期空间。**公司通过海外收购、设立海外子公司等方式 , 逐步建立了海外办事处。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。公司过去通过CRC和数据统计业务 , 与众多外资药企建立联系 , 已经初步具备了承接全球多中心临床试验的能力。
- **投资具端口优势 , 公司同时具备创新药平台属性。**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 , 2018年实现投资收益1.2亿元 (同比+122.8% , 利润总额占比19.6%) ; 19年Q1公司可供出售金融资产12.7亿元 , 实现投资收益4285万元 , 同比激增123.23% , 利润总额占比23.3% , 表现出较强的可持续性。未来投资收益稳定增长可持续性较强 , 直接增厚公司业绩的同时 , 能够协同主营CRO业务发展加强客户合作粘性。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年EPS分别为1.36元、1.77元、2.31元 , 对应当前股价PE分别为48倍、37倍和28倍。考虑到国内药品政策明确利好CRO行业 , 行业趋势确定向上且处于爆发初期 , 公司为国内优质临床CRO龙头企业 , 可以享受高估值溢价 , 给予 “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、可供出售金融资产价格波动的风险等。

鱼跃医疗（002223）：产业布局景气度高，品牌力带动流量变现

投资逻辑

- **符合老龄化市场需要，产品布局赛道好。**2018年我国65岁以上老年人数量已经超过1.7亿，占比达到12%，全国老龄委预计2025年将达到3亿人。且65岁以上老年人慢病患病率达到54%，对血压计、血糖仪、呼吸、供氧等常用家用医疗器械的需求持续增长。与此同时，医保基金持续保持稳定增长、中产以上收入群体占比增加、对于健康等相关话题日益关心等均将推进行业发展。公司产品为家庭康复护理系列，能享受老龄化带来的产业红利。
- **品牌知名度高，导流能力和定价能力强。**公司是国内家用医疗器械龙头企业，是中国前10大医疗器械品牌，品牌影响力吸引消费者主动搜索鱼跃产品，在家用医疗器械品牌里的百度搜索指数排名仅次于欧姆龙。公司从2013年开始启动电商销售，品牌导流能力强，预计2018年电商收入达到13亿，保持约50%的复合增长，高达9个产品品类线上销售排名第一。鱼跃品牌定位中高端市场，区别于主打中低端市场的其他国产品牌，定价能力更强，终端售价高20%以上。
- **产品线丰富且协同作用明显，产能释放后或有新增长。**1) 制氧机占比为行业第一。中国慢阻肺患者超过1亿人，按照10%渗透率测算家用制氧机需求高达1000万台，成长空间巨大，未来有望保持20%左右的稳定增长；2) 呼吸机为潜在的爆款。中国睡眠呼吸暂停患者数量超过1亿，按照5%渗透率测算，呼吸机峰值保有量不低于500万台，瑞思迈为全球呼吸机龙头，公司产品定位与其类似但价格优势明显，后期将逐步实现进口替代，有望保持50%左右高速放量；3) 血糖监测系列及轮椅产能即将解决。电子血压计、血糖仪、轮椅车等常用家庭医疗器械产品渗透率低，市场仍在持续扩容阶段。血糖仪及试纸是唯一一家从医院端向零售端拓展的国产品牌，随着19年产能瓶颈解除有望实现50%左右的高速放量；4) 上械集团和中优医药的产能瓶颈在19年逐步解除，增速有望提升。

盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为9亿元/11.2亿元/13.8亿元，对应PE为26倍/21倍/17倍，“买入”评级。

风险提示

- 产品销量或低于预期的风险、并购整合或低于预期的风险。

迈克生物（300463）：布局齐全，后劲十足的优质IVD企业

投资逻辑

- **齐全产品线和强大营销渠道赋予公司IVD龙头企业潜质。**参考罗氏等国际IVD龙头企业发展经验，齐全的产品线和强大的营销渠道是成功的必备素质。公司通过代理+自产能提供30+仪器和1500+试剂，能够满足客户的不同需求，短期抓住化学发光进口替代的机遇，中长期瞄准分子诊断和POCT的广阔市场。公司渠道正从西南逐步走向全国，同时还将通过德国HUMAN公司进入更加广阔的国际市场。从产品线和营销渠道看，公司已具备成为IVD龙头企业的潜质。
- **化学发光为IVD企业必争之地，高速I3000仪器投放或为公司带来业绩拐点。**化学发光是IVD行业发展最快的细分领域之一。2018年市场规模出厂口径约240亿元，行业增速20%-25%。由于化学发光仪器试剂封闭化，研发难度大，市场进入壁垒高，但国内市场维持高速增长，且目前国产占比15%-20%，市场空间巨大，为国内IVD企业必争之地。公司是国内首批推出化学发光仪器的企业之一，但由于仪器速度及稳定性问题，近2-3年被安图生物和迈瑞医疗先后超越。公司2018年底开始正式推广新一代I3000高速化学发光检测仪，2019年将大面积铺货，若市场反馈良好，则有望从2019年底开始带动公司业绩增速进一步提速，从20%到25%-30%。

盈利预测与估值

- 我们预计2019-2021年业绩为5.5亿/6.9亿/8.7亿元，对应当前130亿市值PE为24/19/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 新公司设立进展或业绩低于预期、化学发光放量或低于预期、控制权变动风险、并购项目业绩或低于预期。

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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

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：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

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
	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	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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