

证券研究报告——医药生物行业6月投资策略

改革蕴藏机遇，无需过度悲观

2019-06-18

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

证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

证券分析师：张智聪 021-60933151 zhangzhicong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030001

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

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



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

报告摘要：改革蕴藏机遇，无需过度悲观

■ 行业基本面数据继续保持稳健10%增长，估值处于历史较低位置

2019年1-4月医药制造业利润总额增速9.7%，1-4月社零总额中的限上中西药品营收增长11.0%，全行业继续保持10%左右的稳健增长。预期半年报主要龙头企业成长性也将维持稳健。估值方面整个医药板块随宏观市场港股、A股均在报告期下跌6.5%左右，当前板块市净率仅为3.3，已经低于2018年2月医药板块启动前的3.7。且市净率相对整体市场（非金融）的溢价率166%也处于近两年来的低位。因此我们认为板块基本面尚可，估值具备安全边际。

■ 政策密集发布，市场继续抱团相对优势板块和个股

5月中旬至6月中旬政策层面密集发布医改相关信息。主要包括：1) 77家药企会计质量审核；2) 深改组强调高值耗材整治；3) 十部委鼓励社会办医；4) 鼓励诊所政策试点；5) DRGs试点扩大；6) 北京耗材零加成落地；7) 居民医保个人账户取消；8) 2019年下半年医改重点任务时间表公布。9) 拟扩大4+7带量采购和价格联动范围。这些政策多数符合此前预期，对仿制药、耗材降价，鼓励分级诊疗。市场继续抱团相对影响较小的血制品、医药零售、创新产业链、资产性器械等细分板块。

■ 改革孕育机遇，集中度提升、进口替代、渠道压缩三者共同助力龙头企业崛起

政策密集发布，但危中有机，药企会计核查、高值耗材降价等政策将进一步提升集中度，压缩渠道费用，而产品创新性强、学术推广合规性强的头部企业具优势；DRG付费进一步扩大，鼓励社会办医均给优质国产器械进口替代带来机遇，ICL行业也迎来政策春风。

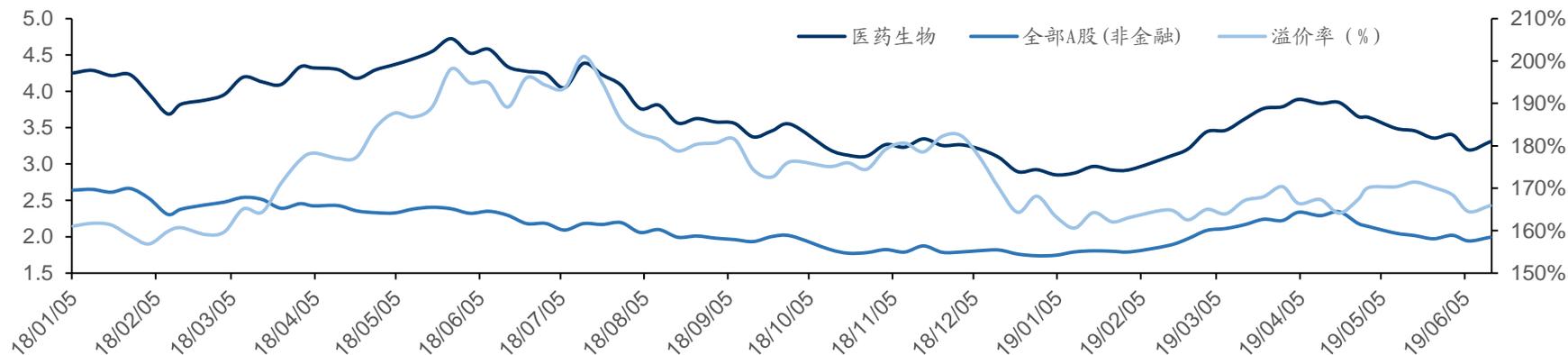
■ 风险提示：药品、耗材降价幅度超预期

■ 投资建议：改革蕴藏机遇，无需过度悲观

政策密集出台但是已经充分反映在估值中，当前估值处于相对低位，且行业基本面预计在半年报时仍旧处于稳定，因此我们认为改革蕴藏机遇，无需过度悲观。6月策略A股推荐买入恒瑞医药、天坛生物、康弘药业、迈克生物、迈瑞医疗、乐普医疗、白云山；港股推荐买入石药集团、中国生物制药、三生制药、金斯瑞生物科技、中国中药。

近期医药板块市场回顾：估值低位，无需过度悲观

图：医药生物与全部A股（非金融）市净率（整体法）与溢价率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 今年一月以来，医药板块随大盘整体上涨，4月中旬之后随着宏观贸易冲突随整体市场有所回调，5月中旬后医药相关政策频发，整体继续回调。今年年后至4月的医药板块PB由2.9上涨至峰值3.9，幅度约30%，回调至今PB为3.3，此前上涨已经大部分回调消化。
- 从估值溢价率角度分析，整个5月由于整体市场热点集中在消费板块，医药具备一定的超额溢价但幅度不大。当前相对全部A股（非金融）的溢价率为166%，仅略高于2018年2月的低位157%，远低于2018年7月医药板块估值溢价率的高位201%。
- 与2018年上半年医药板块的上涨行情比较，当前PB估值明显偏低，今年4月的相对高位（3.9）也仅略高于2018年2月的相对低位（3.7），因此在估值本身已经较低的情况下，板块继续大幅下杀估值的风险较低。

投资组合收益回顾：跑赢指数

- 5月组合收益回顾：近期推荐的天坛生物、迈克生物、康弘药业、迈瑞医疗等个股表现优异，大幅领先指数，均取得正收益；但复星医药、乐普医疗、白云山、迪安诊断逊于行业。
- 表现优异的个股集中在不受带量采购政策风险、估值合理的细分领域中；表现欠佳的个股除受政策冲击影响外（带量采购、高值耗材降价），还有博弈层面如私募清仓、外资受宏观影响流入和流出等原因。
- 由于整体估值仍处于相对低位，半年报财报预期仍然稳健，且大消费领域在宏观不确定性下具有相对比较优势，仍然建议推荐超配受政策冲击低的优势细分板块。

表：国信证券组合收益情况

策略名称	投资组合	策略收益	医药板块	超额收益
2019年投资策略《创新才是硬道理》	A股：恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、乐普医疗、华兰生物、智飞生物、科伦药业、迈瑞医疗、鱼跃医疗、迪安诊断、益丰药房。	22.8%	15.9%	6.9%
	港股：中国生物制药、石药集团、中国中药、三生制药、金斯瑞生物科技、李氏大药厂。	23.0%	3.8%	19.2%
1月投资策略《预期稳定，估值恢复》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物	10.4%	1.8%	8.5%
	港股：石药集团、中国生物制药、中国中药	10.1%	5.6%	4.6%
2月投资策略《期待年报盈喜，关注政策变化》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、博雅生物	9.6%	17.4%	-7.8%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。	3.8%	5.5%	-1.6%
3月投资策略《“4+7”集采落地后，聚焦两会和创新》	A股稳健组合：恒瑞医药、乐普医疗、天坛生物	11.2%	20.3%	-9.1%
	A股弹性组合：泰格医药、贝达药业、博雅生物、安科生物、康弘药业、迪安诊断、迈克生物、国药股份	11.1%	20.3%	-9.2%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。	14.4%	3.4%	10.9%
4月投资策略《回归价值，重视估值优势》	A股稳健组合：恒瑞医药、迈瑞医疗、上海医药、华润三九	1.5%	-6.7%	8.2%
	A股进取组合：迪安诊断、迈克生物、天坛生物、凯普生物、博雅生物、恩华药业、天士力、国药股份	-5.1%	-6.7%	1.6%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药	-6.7%	-2.1%	-4.5%
5月投资策略《增速下行，回调中紧抓龙头和景气板块》	A股：恒瑞医药、复星医药、迈克生物、天坛生物、乐普医疗、上海医药、迪安诊断、白云山、康弘药业，另外维持推荐器械龙头公司	-2.4%	-6.8%	4.4%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药	-7.9%	-6.5%	-1.4%

资料来源：国信证券经济研究所整理，截止6月15日

医药及宏观数据比较：生产端与需求端均继续保持稳健

表：2019年1-4月医药生产端和需求端在国民经济中相对总体较为景气

类别	指标	累计数值	累计同比 (%)
医药制造业 (1-4月)	营收 (亿)	7994.5	9.8%
	成本 (亿)	4581.8	7.3%
	利润总额 (亿)	999.1	9.7%
社会零售总额 (1-4月)	总计 (亿)	128375.8	8.0%
	线上单位中西药品	1930.1	11.0%

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

医药制造业1-4月利润增速由7.6%提高到了9.7%，且消费端社会零售口径医疗保健（中西药品）仍维持了11%的较高增速，医药行业在国民经济中的占比仍处于逐渐提升的相对景气状态。

近期市场热点投资主线一览

表：近期市场医药细分热点主线优势与主要风险点一览

主线	标的	主要优势	主要风险点
血制品	华兰生物、天坛生物、博雅生物	当前景气度高；无法带量；进口冲击小；规模优势明显；重磅品种上市前夕	新兴事件预期将导致行业监管趋严；18年下半年国内采浆量增加、进口批签发恢复正常节奏均加大19年下半年血制品供给
医药零售	益丰药房、一心堂、大参林、老百姓	集中度提升趋势明显；规模优势明显、一级、二级市场估值差大	居民医保个人账户取消启示个人账户监管趋严；18年大量新增门店引起竞争加剧。
CRO/CDMO	泰格医药	临床批件数量、一期临床数量等前置指标好，高增长可持续；工程师红利长逻辑顺	4+7之后BE临床价格回落启示若领先创新药未来定价和收入不达预期，潜在影响后续临床数量；国内市场天花板。
资产性器械	迈瑞医疗、开立医疗	招标不受医保压力；进口替代空间广阔	海外营收潜在受贸易冲突影响；兑汇盈亏对净利润影响大
医保体系外	长春高新、安科生物	不受医保控费影响；当前景气度高	存量市场释放，增量逐渐达到市场天花板；新重磅产品管线弱；销售费用合规性风险
创新药	恒瑞医药、康弘药业	符合政策导向；龙头优势明显	研发进度、医保准入、谈判价格、竞争格局的影响因素众多；受医保总量控制影响；

资料来源：国信证券经济研究所整理

近期部分公司增减持情况汇总

表：近半年部分公司增减持情况汇总

主线	标的	增减持详情
医药零售	一心堂	2018-12月董秘田俊减持24.4万股，均价为22.31元。2019年3月继续减持24.4万股，均价25.70元。5月披露总裁赵飏拟6个月内减持499万股；董秘田俊拟减持18.3万股；董事长前妻刘琼拟减持567万股。5月披露实控人阮鸿献减持公司可转债180.9万张（估计约1.8亿）。
	益丰药房	2018年12月-2019年5月，大股东一致行动人济康、益之丰、益仁堂合计减持1117.4万股（均价50.95元）。
	大参林	2019年5月公告，大股东及一致行动人减持100万张可转债（估计约1亿）。
创新器械	乐普医疗	继2018年12月董秘郭同军为首的5名高管合计增持14.2万股（均价24.37元）后，董秘郭同军时隔半年再次增持4.45万股（均价22.48元）
中药	中国中药	2019年5月21日公告公司控股股东增持500万股（4.08港元），并拟6个月内增持不超过5000万股。
	红日药业	2019年5月控股股东兴城集团增持3011万股（均价3.31元），公司回购3500万股（均价3.35元），2019年1月公司实控人变更为成都国资委旗下兴城集团。
	东阿阿胶	控股股东华润医药2018年11月6日至2019年5月10日累计增持1306万股（均价41.61元）
CRO	泰格医药	2019年6月公告控股股东叶小平拟减持750万股；5月公告监事施笑利女士和副总经理陈文先生拟减持245万股
疫苗	康泰生物	高级管理人员苗向、甘建辉、朱征宇2018年10月-12月累计减持（均价41.73元），公司副董事长郑海发2019年2月减持134万股（均价34.05元）。并4月公告拟于未来6个月继续减持300万股。控股股东杜伟民2018年7月-2019年5月增持127万股（均价47.49元）
	智飞生物	持股5%以上股东吴冠江减持3452万股（均价45.34元）

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

6月策略：改革蕴藏机遇，无需过度悲观

- 当前医药板块估值除少数龙头如恒瑞、迈瑞外，估值并不高，板块市净率（整体法）仅为3.3，远低于2018年医保板块行情启动前的低点3.7；板块市净率相对整体市场的溢价率166%同样也是处于近两年来的低位，因此当前层出不穷的政策压力其实早已在股价中反映了。
- 从行业基本面来看，预计半年整体净利润率估计在10~13%之间，在国民经济中的稳健性优势突出。医药龙头企业同样是中国医药创新赶超欧美的实际执行者，是国家战略的重要组成部分，可以预期改革行业乱象的过程中，助力龙头企业集中度提升、创新品种加速上市、渠道压缩少影响工业企业利润等正面措施同样也将配套。辅以中报的稳健业绩，我们预期医药生物板块仍有望取得超额收益。

表：国信医药6月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-6-15	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600276	恒瑞医药	61.28	2,710	0.92	1.21	1.56	1.99	66.7	50.6	39.4	30.8	23.2	1.6	买入
600161	天坛生物	23.00	240	0.49	0.72	0.87	1.25	47.2	31.9	26.4	18.4	15.9	1.1	买入
002773	康弘药业	34.53	302	0.79	1.02	1.28	1.61	43.5	34.0	26.9	21.5	18.2	1.1	买入
300463	迈克生物	23.55	131	0.80	1.02	1.29	1.70	29.5	23.1	18.3	13.9	17.1	0.8	买入
300760	迈瑞医疗	152.00	1,848	3.06	3.73	4.61	5.74	49.7	40.8	33.0	26.5	34.2	1.7	买入
300003	乐普医疗	21.45	382	0.68	0.96	1.26	1.68	31.4	22.3	17.0	12.8	19.1	0.5	买入
600332	白云山	38.20	601	2.12	1.83	2.07	2.29	18.0	20.9	18.5	16.7	17.0	1.0	买入
1093.HK	石药集团	11.44	713	0.59	0.73	0.91	1.12	19.4	15.7	12.6	10.2	21.4	0.7	买入
1177.HK	中国生物制药	7.10	894	0.23	0.25	0.29	0.34	30.9	28.4	24.5	20.9	31	2.0	买入
1530.HK	三生制药	12.48	316	0.5	0.56	0.68	0.83	25.0	22.3	18.4	15.0	14.8	1.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	18.88	351	0.09	0.1	0.12	0.14	209.8	188.8	157.3	134.9	4.4	11.9	买入
0570.HK	中国中药	3.77	190	0.29	0.35	0.44	0.55	13.0	10.8	8.6	6.9	9.3	0.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

● 近期重大事件及其影响

深度核查医药企业、鼓励社会办医

■ 医保局、财政部联合深度核查医药企业会计信息

事件：财政部6月4日公告，将联合医保局联合开展2019年医药行业会计信息质量检测工作。其中国家局核查，地方局核查62家企业，国家局核查15家，合计77家企业。

国信医药观点：

- 1) 本次核查覆盖面广、企业代表性强、核查穿透性强，是对全行业销售费用、成本拆分、盈利水平的摸底。
- 2) 核查结果预计将分化，具备创新基因和学术推广的企业风险较低。
- 3) 医药行业销售费用中有部分转变为医生灰色收入，部分销售费用占比远大于行业平均水平的企业风险较高。
- 4) 本次核查与医保局联动，估计对于后续的带量采购品种范围扩大、医保目录调整谈判等提供摸底情况。
- 5) 风险提示：核查会计风险超出预期，大部分企业被问责。
- 6) 投资建议：本次核查中牵涉的企业中已经转型创新学术推广合规性强；或原本销售费用低、同类企业风险性低的公司具备相对优势。推荐买入：创新龙头恒瑞医药、血制品天坛生物、华兰生物。

■ 十部委鼓励社会办医

事件：6月12日国家卫生健康委、国家发展改革委、科技部、财政部、人力资源社会保障部、自然资源部、住房城乡建设部 市场监管总局、国家医保局、中国银保监会等十部委联合发文《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》，加大政府支持社会办医力度、推进“放管服”，简化准入审批服务、完善医疗保险支持政策等鼓励措施。

国信医药观点：

- 1) 社会办医鼓励部分主要集中在补充公立医疗体系的科室（医技等）和领域。规范和引导社会力量举办康复医疗中心、护理中心、健康体检中心、眼科医院、妇儿医院等医疗机构和连锁化、集团化经营的医学检验实验室、病理诊断中心、医学影像中心、血液透析中心等独立设置医疗机构。康复、护理、体检等在公立医院中属于单产较低的冷门科室，检验、病理、透析、影像等中心属于医技科室，与临床部分有所区隔。
- 2) 鼓励社会办医是推行分级诊疗的宏观大战略的一部分。根据十三五规划，尚有较大距离，考虑到老龄化、财政与医保压力，分级诊疗提高医疗体系效率需要限制医疗资源分配不公。民营资本此前投资回报不高，人力、财力无法从公立体系中流出，鼓励社会办医有望助力分级诊疗的实现。
- 4) 风险提示：推进不达预期，第三方民营机构获支持不达预期；医生多点执业等配套政策不达预期。
- 3) 投资建议：推荐买入ICL龙头迪安诊断、增持体检连锁龙头美年健康。

DRGs试点扩大，促进诊所发展试点

■ DRGs试点进一步放宽，未来更需重视性价比

事件：6月05日国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局联合印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单。

国信医药观点：

- 1) DRGs是海外成熟的医疗服务保险结算体系，是控费压力大背景下的必然选择。
- 2) DRGs需要大数据支持，扩大试点有助于加快
- 3) 潜在可能减少性价比不高、但较新较方便的检验与疗法。
- 4) 风险提示：具辅助治疗色彩治疗方式；部分检验检测方法学可能出现退步。
- 5) 投资建议：治疗性强、需求刚性强、药物经济学性价比高、非医保体系内、资产性器械产品公司具备优势。例如创新药龙头恒瑞医药、监护及超声龙头迈瑞医疗、医保体系外长春高新、安科生物等。

■ 促进诊所发展试点启动

事件：卫计委、发改委、财政部、人社部、医保局6月6日联合发布《关于开展促进诊所发展试点的意见》。2019—2020年，在北京、上海、沈阳、南京、杭州、武汉、广州、深圳、成都、西安等10个城市开展促进诊所发展试点工作。将诊所设置审批改为备案制管理；职称评定定向评审，外语成绩不作为申报条件，对论文、科研等不作硬性规定；从重点审核设备设施等硬件调整为注重对医师资质和能力的审核等一系列扶持措施。

国信医药观点：

- 1) 促进诊所发展与扶持社会办医等政策形成协同，都是为分级诊疗做准备。我国医疗资源的主要矛盾是分布不均，在财政医保承压条件下，如何通过分级诊疗实现资源合理分配是重中之重。
- 2) 诊所发展的核心问题是如何吸引体制内医生。本次试点对诊所的要求改为主要考核医生资质，这与海外是匹配的。
- 3) 风险提示：分级诊疗如果通过诊所体系建立完成，那么将对零售药店处方外流形成竞争关系，且常规体检可能演变为海外的家庭医生建议下的定向检验模式，对体检连锁形成冲击。
- 4) 投资建议：鉴于诊所业态并无A股市场标的，对工业、商业企业的影响也较为间接，在此密切关注以诊所为代表的分级诊疗体系对零售等业态的影响。

居民医保个人账户取消，高值耗材整治

居民医保个人账户取消短期影响有限，长期转化为门诊统筹。

事件：医保局5月13日公告《关于做好2019年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，其中表明取消城乡居民医保个人（家庭）账户，并后续发布对此的官方解读。

国信医药观点：

- 1) 作为医保主体的职工医保个人账户暂时不受影响，短期影响有限。我国医保分为城乡职工、城乡居民医保两大体系。本次取消的仅为居民医保的个人账户部分，居民医保个人账户主要继承自新农合的个人账户部分，此前新农合整合城乡医保过程中大部分地区早已取消，因此本次政策变动对医保体系短期影响有限。
- 2) 政策方向导向未来职工医保个人账户向门诊统筹转化。虽然本次实际影响有限，但是取消居民医保个人账户的三个理由：保障能力有限、共济能力差、易诱发滥用，对于职工医保同样适用。预计长期政策引导方向仍将是门诊统筹。
- 3) 个人账户和统筹账户性质不同，直接简单转化几率不大。在各地医保实践中，个人医保账户更多被视为受限制使用的个人资产，而统筹账户才被视为共济资金池，因此我们预计短期不会发生直接强制取消。
- 4) 风险提示：零售药店、保健品等产业依赖个人医保账户，需要主动提前应对长期趋势。
- 5) 投资建议：短期零售药店的核心成长逻辑仍然是龙头集中度提升，受到影响有限。维持对相关标的投资评级。

高值耗材整治及北京医联体耗材零加成

事件：1) 5月30日深改组第八次会议审议通过了《关于治理高值医用耗材的改革方案》，从最高层面关注高值耗材改革。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。2) 6月15日起，北京市启动医耗联动综合改革，取消医用耗材加成，并同步调整部分服务费用。

国信医药观点：

- 1) 继药品领域改革降价后，总金额占比较小但销售费用潜在更高的高值耗材、IVD耗材的改革逐渐落地，符合市场预期。
- 2) 由于高值耗材和IVD耗材普遍采用经销商销售模式，相当于药品领域的低开，降价预计大部分由渠道端承受，生产企业集中度提升、进口替代红利和降价压力并存。
- 3) 预期心内科领域由于相对标准化，可能是最早改革的领域。
- 4) 耗材零加成、DRGs都将引导检验科成为成本中心，ICL成长历史机遇到来。
- 5) 风险提示：高值耗材降价超预期、外资同样降价进口替代不达预期，器械渠道类公司此前并购商誉减值。
- 6) 投资建议：耗材整治靴子落地，此前部分公司估值降低已经有所体现，预计实际对业绩影响有限，考虑估值水平，建议买入乐普医疗、迈克生物、ICL龙头迪安诊断。

医改时间表细化，放弃幻想，拥抱未来趋势

表：2019年下半年医改重点任务完成时间表

完成时间	工作任务	牵头负责单位
2019年6月底前完成	制定关于实施健康中国行动的意见、健康中国行动(2019—2030年)、健康中国行动组织实施和考核方案。	国家卫生健康委负责
	制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件。	国家卫生健康委、国家发展改革委共同负责
	发布鼓励仿制的药品目录。	国家卫生健康委负责
2019年8月底前完成	制定进一步规范医用耗材使用的政策文件。	国家卫生健康委负责
2019年9月底前完成	制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件。	国务院医改领导小组办公室负责
	制定医疗机构用药管理办法。	国家卫生健康委负责
	制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。	国家医保局负责
	制定深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见。	人力资源社会保障部负责
	制定建立完善老年健康服务体系的指导意见。	国家卫生健康委负责
2019年11月底前完成	制定二级及以下公立医疗机构绩效考核办法。	国家卫生健康委负责
	制定加强医生队伍管理的办法。	国家卫生健康委负责
	制定医疗联合体管理办法。	国家卫生健康委负责
2019年12月底前完成	制定公立医院薪酬制度改革的指导性文件。	人力资源社会保障部负责
	制定改进职工医保个人账户政策文件。	国家医保局负责
	制定医疗保障基金使用监管条例。	国家医保局负责

资料来源：卫计委、国信证券经济研究所整理

● 近期重点个股观点更新

长春高新：换股草案公布，期待未来管线

■ 换股草案公布，金赛药业估值191亿

6月6日公司公告拟发行股份2986万股（占比92.02%，估值51.9亿，每股173.69元）及可转换债券259万股（占比7.98%，估值4.5亿元，同为173.69元）购买其持有的金赛药业29.50%股权。考虑当前股价远高于可转债股价，转化概率较高，合计估计等效增发3245万股。交易中金赛药业估值191亿，按照2018年实现净利润11.28亿计算，估值约为16.9X。另外公司拟非公开发行股份募集10亿资金，价格不高于每股173.69元。假设完成募集，则新增股份576万股。合计增发对公司原有股本17011万股稀释18%。

■ 业绩承诺三年合计净利润58.26亿，复合增速为27%

金磊、林殿海2019~2021年承诺金赛药业实现净利润15.58、19.48、23.20亿，获得股份分三年解锁，每年33%，最后一年计算合并总净利润，若少于业绩承诺总额，则需要补偿出售股份的所占差额。以业绩承诺计算，未来三年CAGR为27.17%（2019~2021年分别增速为38%、25%、19%）。

■ 管理层合计增持2.1万股，总金额614.7万元

6月14日公司公告董事长为首的8名董监高增持公司股份合计2.1万股，合计金额614.7万元，平均每股价格为292.17元。我们估计这是之前披露过的公司高管奖金发放办法惯例。

■ 风险提示：生长激素全球市场进入衰退期，国际龙头进入国内竞争加剧；生长激素国内处于存量释放阶段，若达到天花板潜在下降风险提升；长春高新换股尚需国资委审批，若失败利益机制整合受挫。

■ 投资建议：草案披露完毕，期待未来管线，下调评级为“增持”

考虑换股价格和金赛药业业绩承诺，我们调整长春高新盈利预测和每股EPS。我们假设换股和增发完成，股本新增至2083万股，则预计2019至2021年归母净利润为17.77/21.72/25.49亿元（2018年可比口径为13.44亿），对应EPS为8.53/10.43/12.24元，对应当前股价PE为29.7/24.3/20.7X，考虑到竞争对手水针获批，且研发管线有待丰富，下调评级为“增持”。

安科生物：水针获批助力提高竞争力

■ 生长激素水针获批，安科生物迎来发展新机遇

6月14日公司公告生长激素水针生产线GMP获得通过，且已获得生产批件，公司长期以来关注度很高的重磅品种终于获批。此前由于粉针价格仅为竞争对手水针的1/2左右，公司患者覆盖人数差距不大的情况下营收差距较大，水针获批有望提升公司产品的单人营收。2018年估计生长激素销售额在5.5亿左右。

■ 生长激素粉针GMP恢复，四季度影响消除

18Q4单季度归母净利润1842~8842万（-78%~4%），扣非净利润0.38~1.08亿（-51%~39%），利润低于预期，主要原因在于：1）母公司所有生产车间准备五年一次的GMP再认证工作影响供货，2）将一栋旧厂房推倒重建，造成资产处置损失2500万元左右。3月1日公司公告粉针GMP重新恢复。2019Q1归母净利润0.66亿（+11.4%），扣非归母净利润0.65亿（+11.7%）已重新实现增长。

■ 风险提示：生长激素全球市场进入衰退期，国际龙头进入国内竞争加剧；生长激素国内处于存量释放阶段，若达到天花板潜在下降风险提升；中药、干扰素等业务继续承压

■ 投资建议：重磅产品获批，继续维持“增持”评级

公司重磅品种生长激素水针获批，且预期下半年可能长效生长激素也可能获批，公司竞争力大幅加强，调整盈利预测，预计2019~2021年归母净利润为3.79/4.81/6.03亿，对应当前PE为44.3/34.9/27.9X，继续维持“增持”评级。

博雅生物：拟注入无锡罗益

■ 公司股价近期表现较弱，估计与市场担心血制品行业严格监管后丹霞调拨潜在受阻有关

公司4月15日公告修正此前与丹霞签订的血浆调拨框架协议，改为不超过500吨原料血浆。自此之后由30.67元下跌至6月11日收盘价25.99元，表现逊于血制品板块内其他公司。我们估计血浆调拨协议的更改主要与血浆保质期有关，2017年所采部分血浆估计已经接近效期，并不意味着血浆调拨审批工作受阻。

■ 拟注入无锡罗益，有望增厚2020年业绩

无锡罗益当前主打AC脑炎结合苗，根据批签发和疫苗企业一般净利润率水平，我们估计18年罗益净利润水平在0.5~1.0亿之间，假设以15倍市盈率注入，考虑到重大资产重组的审批时间，有望增厚2020年业绩。2018年公司采浆量增长在13%左右，考虑纤维蛋白原库存消化，预计2019年全年血制品仍有望实现20~25%增长。2020年罗益注入则有望带来10%~20%的利润增长。

■ 丹霞注入或血浆调拨预期仍将有序进行，预计2020年启动则增厚2021年业绩

由于无锡罗益的注入计划，同一时间段无法进行两项重大资产重组，因此估计丹霞注入时间将有所推迟，由于丹霞血浆调拨计划有所修改，考虑到监管审批时间，则有望与无锡罗益注入事项完成时重新启动注入，假设2020年启动，增厚2021年

■ 风险提示：罗益注入进度不达预期；血制行业监管趋严，丹霞注入进度不达预期；无锡罗益AC-Hib等新品种研发进度不达预期

■ 投资建议：修改此前丹霞注入时间点、新增考虑无锡罗益注入时点影响，调整盈利预测，继续推荐“买入”

由于罗益的具体注入计划尚未披露，其价格、盈利情况尚不清楚，但是这一注入计划确定性的将影响丹霞注入的时间点，因此我们在这里初步调整盈利预测，假设2019年业绩增长主要依靠内生，2020年依靠无锡罗益注入贡献0.75亿净利润，2021年丹霞GMP恢复并实现注入，此前存量血浆投产，母公司每年血浆保持40吨增长，罗益注入带来股本增厚10%。则2019~2021年预计归母净利润为5.6/6.8/8.4亿，对应当前股价PE为22.0/18.1/14.6亿。公司当前估值显著低于血制品行业，继续推荐“买入”。

天坛生物：经营效益改善，成长确定性高

■ 进口白蛋白大幅降价冲击国内市场的概率不大

市场担心进口白蛋白可能大幅降价，从而对国内市场形成较大冲击。我们认为，进口和国产白蛋白的商业模式并不相同，进口白蛋白“以价换量”的逻辑不成立。白蛋白的价格将由总需求和总供给的关系决定。

■ 白蛋白总需求尚有增长空间，未来有望实现进口替代

白蛋白中约占70%的科学性用药有对羟乙基淀粉的替代空间，约占30%的营养性用药的向上空间取决于渠道推广力度，总体看白蛋白需求端约有20%~25%的增长空间。随着行业采浆量的增长，预计国产白蛋白有望逐渐实现进口替代。

■ 吨浆效益低由单厂投浆量低导致，过去两年经营效率改善明显

天坛生物吨浆收入、利润不及同体量的国内民营龙头，这并非国企体制限制，而更多是由于单厂投浆量较低导致。2013年前成都蓉生投浆量仅为200~300吨，不具备研发小品种的经济效益。浆量提升后天坛的研发投入眼光和执行力优秀。过去两年天坛生物单站采浆量迅速提升、业绩稳健向好、产品收率提升，经营效率明显改善。

■ 未来成长确定性高

天坛生物过去两年利润的成长主要依靠营收扩大带来的经营性杠杆的放大。假设未来两年人工成本约以5%的速度增长，则采浆量增长带来营收12%~14%的增速对应7%~8%的吨浆净利润率的增速，二者叠加可带来利润端20%左右的增速。公司永安血制的建设顺利推进，2021年将会有产能释放叠加层析法高纯静丙、凝血因子类产品上市带来的业绩跳升。

■ 风险提示：产品研发进度不及预期、新工厂投产进度不及预期。

■ 投资建议：经营效益改善，成长确定性高，维持“买入”评级

预计未来2~3年行业采浆量增速在10%左右，白蛋白、静丙价格企稳，总需求仍有向上空间。天坛生物经营效率明显改善，成长确定性高，采浆量增速高于行业平均，2021年永安血制投产带来业绩跳升。公司已是国内领先的龙头，长期来看，随着采浆量和产能的不断提升、产品线的持续丰富，公司的发展目标应是国际血制品龙头公司。预计2019~2021年净利润6.28/7.58/10.91亿，对应当前股价估值为38.2/31.7/22.0x。给予2021年利润25~30x估值，合理估值在270~330亿，对应股价为31.0~37.9元，维持“买入”评级。

● 细分板块观点

药品板块：化药仍然承压，重点关注创新药龙头

- 估值充分反映对存量品种降价的担心，但未反映未来新品种和一致性评价的集中度提升机遇。化药板块仍然受到第二批带量采购可能加速推广的心理压力，龙头公司除恒瑞医药外普遍2020年估值在15~20X左右，而代表成长性的PEG也在0.6~0.9之间，这与2018年时估值在20~25倍相比，已经大幅折价，充分考虑了部分品种降价可能带来的压力，但是对仿制药一致性评价带来的龙头集中度提升以及新品种的正面影响普遍预期不足。
- 潜在正面政策扶持龙头及创新企业。考虑到近期行业会计信息核查、新一轮带量采购、医保谈判的偏负面政策纷繁多，我们认为医药核心公司还是国内医药自主创新、赶超欧美的主体；打击行业不正之风和顽疾与扶持企业尽快实现赶超都是国家战略；且前期4+7模式独家中标确实存在单独供应商的质量和供应能力风险，未来潜在可能部分放宽中标企业数量。不管未来是通过什么样的政策扶持龙头做大做强，当前估值已经充分反映了对未来的悲观预期，无需进一步过度悲观。

表：化学药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-6-15	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600276	恒瑞医药	61.28	2,710	0.92	1.21	1.56	1.99	66.7	50.6	39.4	30.8	23.2	1.6	买入
600196	复星医药	23.28	574	1.06	1.21	1.45	1.72	22.0	19.3	16.0	13.5	10.2	0.7	买入
002422	科伦药业	26.55	382	0.84	1.06	1.32	1.56	31.5	24.9	20.2	17.1	9.9	0.9	买入
000513	丽珠集团	29.71	192	1.51	1.74	2.05	2.36	19.7	17.1	14.5	12.6	10.1	0.8	买入
600521	华海药业	13.05	163	0.09	0.00	0.00	0.00	151.8	-	-	-	2.4	-	增持
000963	华东医药	28.50	416	1.55	1.92	2.32	2.80	18.3	14.8	12.3	10.2	24.7	0.7	增持
002262	恩华药业	9.83	100	0.51	0.64	0.78	0.95	19.1	15.4	12.6	10.4	19.4	0.6	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、华海、华东、恩华为一致预期

药品板块：生物药继续推荐血制品及重组基因药物

- 生物药板块重点推荐的天坛生物、康弘药业在5月策略报告期内均大幅跑赢指数。血制品当前主要面临的风险在于供给端逐渐有所恢复，未来行业短缺现象将有所缓解。但是考虑到高纯度静丙临近上市以及小品种的继续放量，预计血制品龙头华兰生物、天坛生物仍将优于医药指数。
- 重组基因工程药物板块生长激素两大龙头近期均有好消息。长春高新换股协议出台，安科生物水针获批生产、粉针恢复GMP。预计将扭转此前弱势。
- 康弘药业康柏西普正处于非常类似2007年的生长激素市场：进口厂商渠道退让，国内龙头渗透率提升起点，竞争格局相对良好。考虑到公司估值中尚有50~100亿海外市场预期，当前估值合理，继续建议买入。

表：生物药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-6-15	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600867	通化东宝	13.25	270	0.41	0.51	0.61	0.71	32.1	26.0	21.7	18.7	18.1	1.2	买入
000661	长春高新	303.95	517	4.83	8.53	10.43	12.24	52.4	29.7	24.3	20.7	20.7	1.2	增持
002007	华兰生物	41.80	391	0.81	1.64	1.88	2.18	51.5	25.5	22.2	19.2	22.4	1.0	买入
300294	博雅生物	25.99	113	1.08	1.17	1.42	1.76	26.2	22.0	18.1	14.6	15.3	0.9	买入
600161	天坛生物	23.00	240	0.49	0.72	0.87	1.25	47.2	31.9	26.4	18.4	15.9	1.1	买入
300122	智飞生物	37.80	605	0.91	1.59	2.17	2.67	41.7	23.8	17.5	14.2	40.8	0.6	增持
002773	康弘药业	34.53	302	0.79	1.02	1.28	1.61	43.5	34.0	26.9	21.5	18.2	1.1	买入
300009	安科生物	16.00	168	0.25	0.36	0.46	0.57	63.9	44.3	34.9	27.9	14.6	1.4	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、智飞、康弘、安科为一致预期

药品板块：中药回调后估值吸引，推荐龙头

- 近期白云山跌幅较大，我们认为这与此前海外投资者占比高，随宏观因素流动有关。但是当前医药板块公司估值已经很低，华润三九、济川药业、天士力、东阿阿胶灯光老牌企业估值仅10倍出头。且东阿阿胶已经开始出现控股东增持超4亿的现象，因此我们认为对中药板块同样无需过度悲观，维持白云山、华润三九、天士力的买入评级。
- 近期北京降低耗材加成的过程中通过上调部分服务费用补偿医院。中医诊断等同样收益。我们认为党中央国务院对于传统中医药产业的关怀是持续稳健的，未来头部龙头预期与医药板块增速趋同。

表：生物药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-6-15	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600332	白云山	38.20	601	2.12	1.83	2.07	2.29	18.0	20.9	18.5	16.7	17.0	1.0	买入
000999	华润三九	26.54	260	1.46	2.28	1.74	1.94	18.1	11.6	15.3	13.7	13.9	0.8	买入
600085	同仁堂	28.41	390	0.83	0.88	0.97	1.08	34.4	32.2	29.3	26.4	12.8	2.3	无评级
600436	片仔癀	106.71	644	1.89	2.49	3.22	4.13	56.3	42.9	33.1	25.8	25.0	1.4	无评级
002603	以岭药业	11.60	140	0.50	0.60	0.70	0.82	23.4	19.4	16.5	14.2	8.2	1.0	无评级
600566	济川药业	29.04	237	2.07	2.52	3.06	3.70	14.0	11.5	9.5	7.9	34.2	0.5	无评级
000538	云南白药	77.57	808	3.18	3.61	4.09	4.52	24.4	21.5	19.0	17.1	17.5	1.2	无评级
600535	天士力	16.30	247	1.02	1.17	1.34	1.54	16.0	13.9	12.2	10.6	16.1	0.9	买入
000423	东阿阿胶	38.67	253	3.19	3.22	3.39	3.72	12.1	12.0	11.4	10.4	19.7	1.5	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、除白云山与华润三九外，均为一致预期

器械板块：资产性器械龙头有望持续获得溢价

- **器械领域近期部分政策终于靴子落地。** 1) 高值耗材降价。由于高值耗材整治已经提高到了深改组的高度，且《制定进一步规范医用耗材使用的政策文件》要求卫健委8月底前准备好，因此可以预期将有集中整治。2) 北京地区6月15日起试点耗材零加成，未来预期两票制+零加成+DRGs政策组合拳是大概率的事。
- **危中有机，耗材领域进口替代和渠道压缩同样有机会。** 耗材领域无论是IVD还是高值耗材，都存在进口高价、存在替代潜力以及渠道链条长，企业实际低开的问题。若采用DRGs等创新支付方式，具有真实终端学术推广能力的企业进口替代、集中度提升、低开转高开压缩掉渠道费用都潜在反而促进国产龙头做大做强。
- **资产性器械龙头有望持续获得溢价。** 资产性设备如监护仪、超声由于采用招标体制，且同样存在进口替代潜力，因此头部龙头仍有望获得红利。
- **若检验科成为成本中心，ICL业态有望获得春天。** 国内IVD领域ICL业态长期面临一旦培育成熟，医院有动力自身经营检验科获利的问题，若检验科由于零加成和DRGs而最终成为成本中心，迪安诊断这类服务龙头已经全国布局完成，有望获得春天。大力推进的诊所与民营医疗机构灯光分级诊疗配套政策同样潜在利好ICL。

表：医疗器械领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-6-9	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
300244	迪安诊断	16.50	102	0.63	0.79	1.02	1.32	26.3	20.9	16.2	12.5	12.9	0.6	买入
300463	迈克生物	23.55	131	0.80	1.02	1.29	1.70	29.5	23.1	18.3	13.9	17.1	0.8	买入
300760	迈瑞医疗	152.00	1,848	3.06	3.73	4.61	5.74	49.7	40.8	33.0	26.5	34.2	1.7	买入
300003	乐普医疗	21.45	382	0.68	0.96	1.26	1.68	31.4	22.3	17.0	12.8	19.1	0.5	买入
300642	透景生命	39.98	36	1.56	1.86	2.25	2.81	25.6	21.5	17.8	14.2	14.8	0.8	买入
002223	鱼跃医疗	22.70	228	0.73	0.89	1.07	1.28	31.3	25.5	21.2	17.7	13.6	1.0	买入
300639	凯普生物	13.44	29	0.52	0.66	0.84	1.06	25.6	20.3	16.0	12.7	11.8	0.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、凯普一致预期

服务及商业板块：零售逻辑未破，关注股东增减持情况

当前服务与商业板块热点集中。1) 零售连锁药店集中度提升。2) 连锁医疗服务持续发挥规模性优势。3) CRO创新产业链伴随创新药临床大跃进的发展机遇。我们认为连锁医疗与CRO产业链仍将处于高估值与高增长伴生的状态，需要关注的可能是股东的资金链、高管与大股东的增减持情况。

零售药店具备一定涨幅，建议密切观察政策对行业的影响。根据米内数据零售药店2019Q1行业营收972亿，增速仅为5.1%，且主要依靠客单价提升9.8%贡献，实际客单量下降4.3%。虽然集中度提升大逻辑未破，但也需要关注股东增减持情况以及4+7等对方外流的真实影响。另外今年12月底前医保局将完成《制定改进职工医保个人账户政策文件》，同样可能面临长逻辑受到挑战的影响。

表：医药商业及医疗服务域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-6-15	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002727	一心堂	26.60	151	0.92	1.15	1.43	1.75	29.0	23.1	18.6	15.2	13.5	1.0	买入
603233	大参林	40.12	209	1.02	1.25	1.51	1.85	39.2	32.2	26.5	21.6	18.4	1.4	增持
603939	益丰药房	58.76	221	1.11	1.50	1.99	2.57	53.2	39.1	29.6	22.8	11.5	1.1	增持
603883	老百姓	53.03	152	1.52	1.87	2.28	2.81	34.9	28.4	23.3	18.8	14.6	1.2	买入
000028	国药一致	40.24	163	2.83	3.19	3.62	4.14	14.2	12.6	11.1	9.7	11.5	0.9	买入
603368	柳药股份	31.79	82	2.04	2.61	3.24	4.03	15.6	12.2	9.8	7.9	14.4	0.5	买入
601607	上海医药	17.70	466	1.37	1.51	1.66	1.82	13.0	11.7	10.6	9.7	10.6	1.2	买入
600511	国药股份	22.18	170	1.84	1.94	2.18	2.45	12.1	11.5	10.2	9.1	16.1	1.1	买入
002044	美年健康	13.63	425	0.26	0.37	0.51	0.70	51.8	37.3	26.8	19.5	12.6	1.0	增持
300015	爱尔眼科	28.50	883	0.33	0.44	0.57	0.76	87.5	65.4	49.7	37.7	18.5	2.0	增持
300347	泰格医药	64.20	321	0.94	1.34	1.82	2.44	68.0	47.9	35.3	26.3	18.3	1.3	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、大参林、老百姓、国药股份为wind一致预测

港股医药：龙头公司一季报符合预期

■ 5月港股医药板块相对A股医药板块表现相当：

个股上看，金斯瑞生物科技受来自美国FDA孤儿药认证和欧洲EMA优先审评认证等一系列利好影响，股价一枝独秀上涨35%。受贸易战悲观预期影响以及后续医药板块政策层出不穷，5月中下旬至6月上旬港股医药出现较大幅度的调整。部分业绩稳健，当前政策影响较小的公司（中国中药、东阳光药等）2019年估值已调整至10x，安全边际高，投资价值显著。

■ 关注超跌龙头在预期修复下的反弹潜力：

从2018年年报来看，石药集团、三生制药、中国中药、绿叶制药等重点公司维持靓丽业绩。石药集团和中国生物制药等龙头公司2019年一季报大致均符合预期，当前港股医药整体估值相较A股仍有优势，建议关注超跌的中国中药、估值很低的龙头公司石药集团、中国生物制药、以及具备弹性的金斯瑞生物科技。

表：港股医药重点标的估值情况一览

代码	公司简称	股价 19-6-15	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	120	21E	18A	19E	120	21E			
1093.HK	石药集团	11.44	713	0.59	0.73	0.91	1.12	19.4	15.7	12.6	10.2	21.4	0.7	买入
1177.HK	中国生物制药	7.1	894	0.23	0.25	0.29	0.34	30.9	28.4	24.5	20.9	31	2.0	买入
1530.HK	三生制药	12.48	316	0.5	0.56	0.68	0.83	25.0	22.3	18.4	15.0	14.8	1.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	18.88	351	0.09	0.1	0.12	0.14	209.8	188.8	157.3	134.9	4.4	11.9	买入
0570.HK	中国中药	3.77	190	0.29	0.35	0.44	0.55	13.0	10.8	8.6	6.9	9.3	0.5	买入

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

国信证券医药行业近期研究报告一览

报告日期	标题	报告类型
2019-06-03	天坛生物-600161-公司分析: 经营效益改善, 成长确定性高	公司分析
2019-06-03	创新药盘点系列报告(10)-PD-1的天王山之战: 泛肿瘤市场最大药	行业深度
2019-05-20	创新药学术前沿信息专题(1)-多家国内企业公布重磅新药关键临床数据-ASCO-2019摘要速递(国内部分)	行业专题
2019-05-14	生物医药5月投资策略暨2018年年报及一季报总结: 增速下行, 回调中紧抓龙头和景气板块	行业投资策略
2019-05-08	白云山-600332-2019年一季报点评: 春季发货助力利润高增长	财报点评
2019-04-30	迈克生物-300463-2018年年报暨2019年一季报点评: 高速发光仪器蓄势待发	财报点评
2019-04-29	迈瑞医疗-300760-2019年一季报点评: 业绩稳健, 符合预期	财报点评
2019-04-28	天坛生物-600161-2018年年报点评: 采浆与产能利用率稳步提升	财报点评
2019-04-28	爱尔眼科-300015-2018年年报暨2019年一季报点评: 业绩高速增长, 内生强劲	财报点评
2019-04-28	迪安诊断-300244-2019年一季报点评: 营收高增长, 内生强劲	财报点评
2019-04-26	美年健康-002044-2018年年报暨2019年一季报点评: 增速放缓, 完善生态圈布局	财报点评
2019-04-26	博雅生物-300294-2018年年报暨2019年一季报点评: 符合预期, 期待调浆获批	财报点评
2019-04-25	透景生命-300642-2018年年报暨2019年一季报点评-仪器投放加快, 期待新品上市	财报点评
2019-04-24	迈瑞医疗-300760-2018年年报点评: 产品不断升级, 创新引领增长	财报点评
2019-04-22	通化东宝-600867-2018年年报点评: 库存调整完成, 研发稳步推进	财报点评
2019-04-22	科伦药业-002422-2019年一季报点评: 业绩基本符合预期, 研发投入加大	财报点评
2019-04-19	鱼跃医疗-002223-2018年年报点评: 线上维持高增长, 线下调整显成效	财报点评
2019-04-18	恒瑞医药-600276-2019年一季报点评: 增长符合预期, 研发管线推进	财报点评
2019-04-12	医药生物2019年4月投资策略: 回归价值, 重视估值优势	行业投资策略
2019-04-08	金斯瑞生物科技-1548.HK-重大事件快评: EMA授予优先审批认定, 走向欧美的原创创新药	重大事件快评
2019-04-02	中国生物制药-1177.HK-2018年年报点评: 肿瘤用药强劲, 创新和成长可期	财报点评
2019-04-01	华兰生物-002007-2018年年报点评: 业绩靓丽, 稳健前行	财报点评
2019-04-01	迪安诊断-300244-2018年年报点评: 检测业务超预期, 内生增长强劲	财报点评

国信证券医药近期重点推荐报告

■ 行业深度报告：《创新药盘点系列报告（10）-PD-1的天王山之战：泛肿瘤市场最大药》

重点关注领先厂商和加速追赶的后续厂商。国内领先厂商应动态调整巅峰销售额预期和产品估值，A股市场建议买入恒瑞医药（600276），在免疫肿瘤学领域靶点通路布局最多、适应症布局最广泛、整体临床开发进度最高；港股市场建议关注君实生物（1877.HK）、信达生物（1801.HK）、百济神州（6160.HK）三家已实现商业化的生物科技企业。国内后续厂商的产品研发进展决定价值显化过程，建议买入复星医药（600196），子公司复宏汉霖通过联合治疗布局多个适应症，有望加速追赶临床开发进度。

■ 公司分析报告：《天坛生物-600161：经营效益改善，成长确定性高》

预计未来2~3年行业采浆量增速在10%左右，白蛋白、静丙价格企稳，总需求仍有向上空间。天坛生物经营效率明显改善，成长确定性高，采浆量增速高于行业平均，2021年永安血制投产带来业绩跳升。公司已是国内领先的龙头，长期来看，随着采浆量和产能的不断提升、产品线的持续丰富，公司的发展目标应是国际血制品龙头公司。预计2019~2021年净利润6.28/7.58/10.91亿，给予2021年利润25~30x估值，合理估值在270~330亿，对应股价为31.0~37.9元，维持“买入”评级。

■ 行业专题：《创新药学术前沿信息专题（1）-多家国内企业公布重磅新药关键临床数据-ASCO 2019摘要速递（国内部分）》

对国内企业在2019年ASCO会议中的重磅新药的关键临床数据摘要进行了详细的汇总，维持恒瑞医药、中国生物制药的买入建议。关注君实生物、信达生物、百济神州等公司。

■ 公司深度报告：《迈瑞医疗-300760：迈向全球，械中恒“瑞”》

迈瑞医疗深耕行业二十余年，是国内医疗器械营收、利润、专利数量等排名第一的优质龙头，已经构筑全球研发、制造、销售一体化平台，在部分细分领域成功进入欧美高端市场。公司持续投入研发，不断引领技术创新，注重产品质量，开拓全球市场。随着分级诊疗继续推动基层医疗器械配置需求提升和产品升级，公司的生命信息与支持、体外诊断、医学影像三条业务线将保持20%以上快速发展，而规模效益使得公司毛利率进一步提升，管理费用率和销售费用率下降，盈利能力进一步增强。堪比械中恒“瑞”，给予“买入”评级。

■ 公司深度报告：《科伦药业-002422：科技创新，无与伦比的美丽》

公司以大输液起家，经过二十年发展成为国内市占率第一的厂商。上市后提出“三发驱动”战略，输液领域保持绝对领先地位，完善抗生素全产业链布局，同时大力投入仿制药和创新药的研发，研发投入雄踞行业前列。抗生素川宁项目投产，具有成本和环保优势，带来持续收益；大输液行业回暖，非输液制剂捷报频传，创新药物重磅可期。现金牛构筑安全垫、制剂形成增量，给予“买入”评级。

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

