



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

2019年医药行业中期投资策略

行业加剧分化下坚持创新、消费和器械，关注零售

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：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

邮箱：ctl@swsc.com.cn

核心观点

受行业政策预期影响，2019年上半年医药指数上涨后出现明显回调。当前行业整体TTM估值约为36倍，市场溢价率约为89%，且从历史趋势来看仍处于较低水平。2019年前4月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年前高后低的基数原因，2019年行业利润同比增速或前低后高。且从上市公司数据来看，样本公司2018年整体上收入端呈2位数增长，但在带量采购背景下叠加商誉减值后明显下滑。上市公司整体业绩增速在2019Q1略有回升，预计2019年净利润或呈前低后高态势。我们认为在行业数据企稳并回暖的背景下，2019年下半年行业估值将更加合理，当前配置医药仍具有性价比。

近期化药和生物药申报仍呈欣欣向荣态势，恒瑞医药PD-1单抗正式获得上市批准，且随着科创板开板，国内制药产业加速向创新转型趋势明显。在2019年医改任务清单出台的背景下，药品市场格局变化或将加快。投资策略建议为**行业分化加剧下对细分领域积极乐观**：1) 自上而下：建议规避政策干扰较大的领域，推荐创新、消费、器械、药店等行业；2) 自下而上：建议选择半年报业绩预期不错，成长属性强且中长期产业趋势明确的板块和个股。具体如下：

- ◆ **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；
- ◆ **业绩持续高增长，成长属性强且不受医保控费影响的消费板块**：重点推荐长春高新（000661）、安科生物（300009）、片仔癀（600436）、智飞生物（300122）和康泰生物（300601）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（300206）等；
- ◆ **明确受益处方外流和增值税改革，药店业绩或提速增长**：重点推荐一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）、大参林（603233）等。
- ◆ **下半年重点组合**：恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、长春高新（000661）、康泰生物（300601）、泰格医药（300347）、一心堂（002727）、鱼跃医疗（002223）和迈克生物（300463）。

风险提示：药品降价风险；政策超预期风险。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

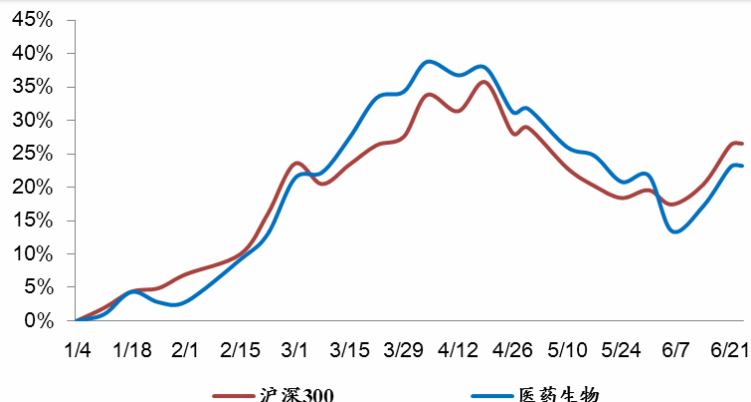
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

8 行业投资策略及标的

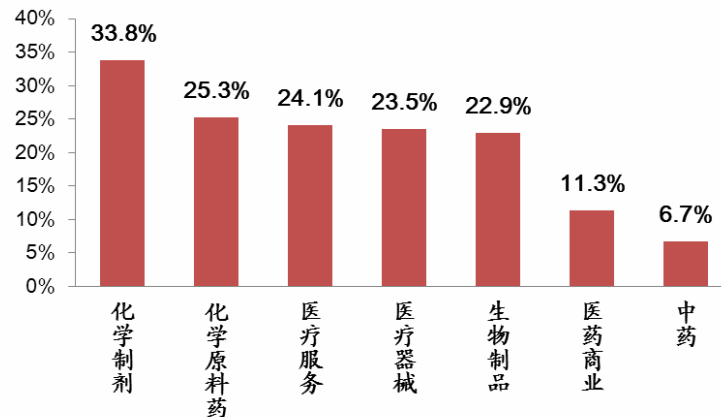
1 医药行业上半年表现回顾

1.1 医药二级市场表现

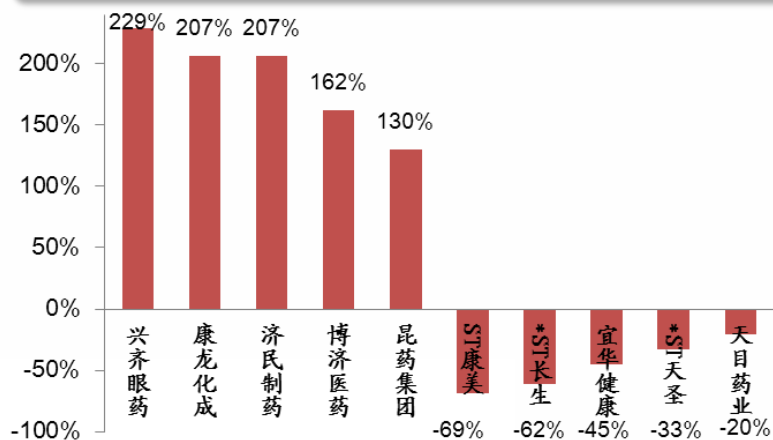
医药指数相对沪深300走势



医药子行业二级市场涨跌幅



医药个股涨跌幅排名



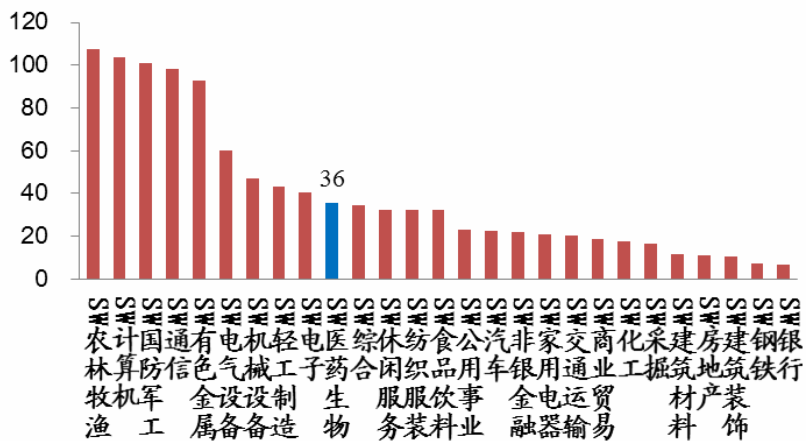
数据来源: Wind, 西南证券整理。*截止2019/6/12

- ◆ 截止2019/6/24, 申万医药指数上涨23.2%, 跑输沪深300指数约3.3个百分点。
- ◆ 期间内医药行业出现普涨但子板块明显分化, 化学制剂板块涨幅最大为33.8%, 其次化学原料药 (+25.3%) 和医疗服务 (+24.1%); 中药板块涨幅最小为6.7%。
- ◆ 期间内医药上市公司中涨幅最大的分别为兴齐眼药 (+229.3%)、康龙化成 (+206.9%)、济民制药 (+206.6%)、博济医药 (+162.3%)、昆药集团 (+130.0%)。

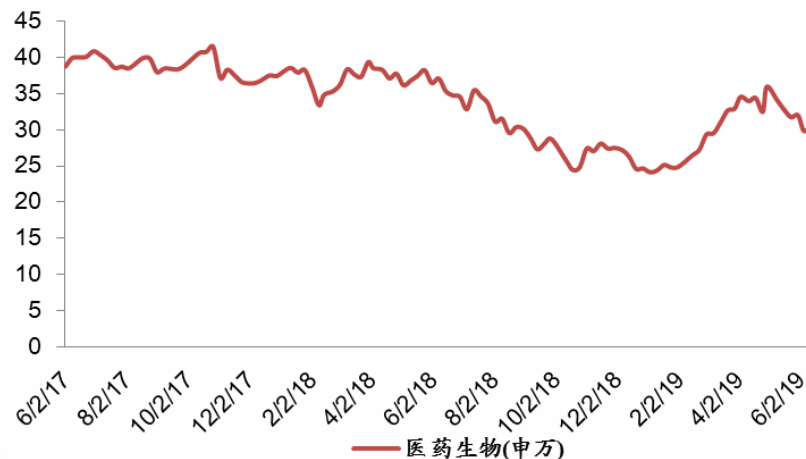
1 医药行业上半年表现回顾

1.2 医药行业市盈率和溢价率

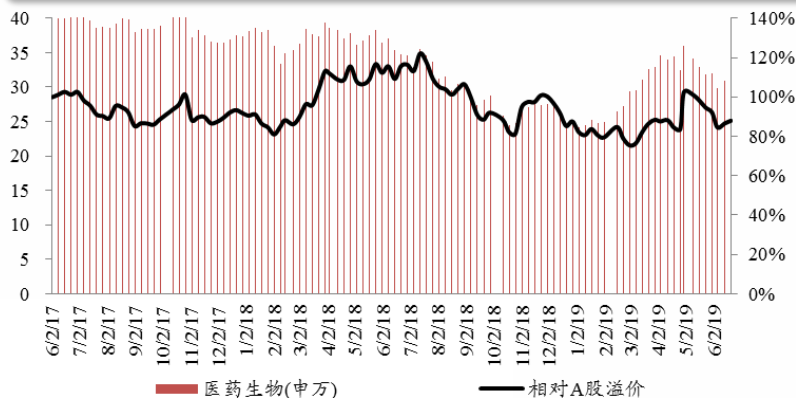
申万一级行业市盈率比较 (TTM整体法)



申万医药历史市盈率变化趋势



申万医药市盈率及与A股溢价率



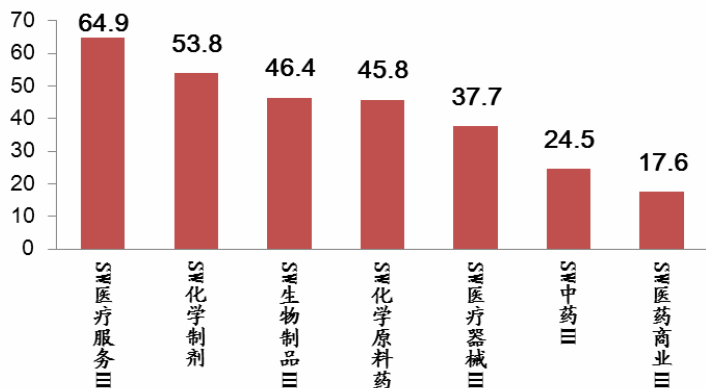
- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为36倍，在申万一级行业中处于中等偏上水平。
- ◆ 纵向看：医药行业PE处在历史平均水平。
- ◆ 溢价率：医药行业相对于全部A股估值溢价率为89%，与4月份相比上升4个百分点。

数据来源: Wind, 西南证券整理

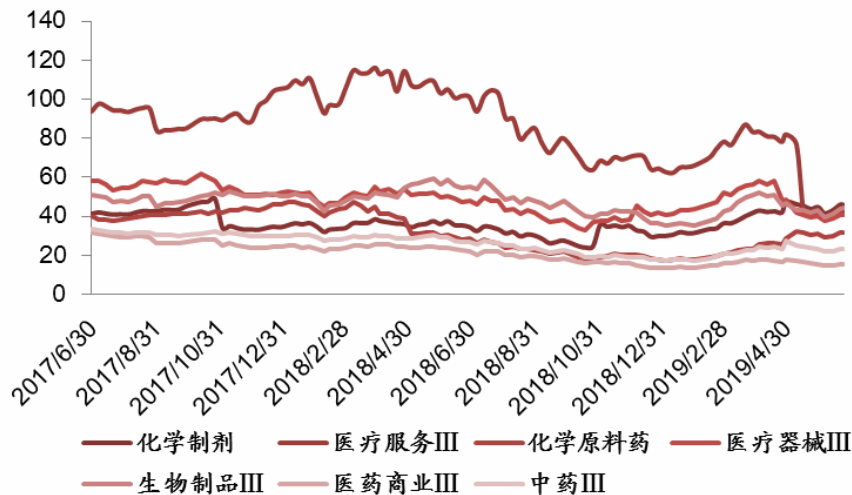
1 医药行业上半年表现回顾

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

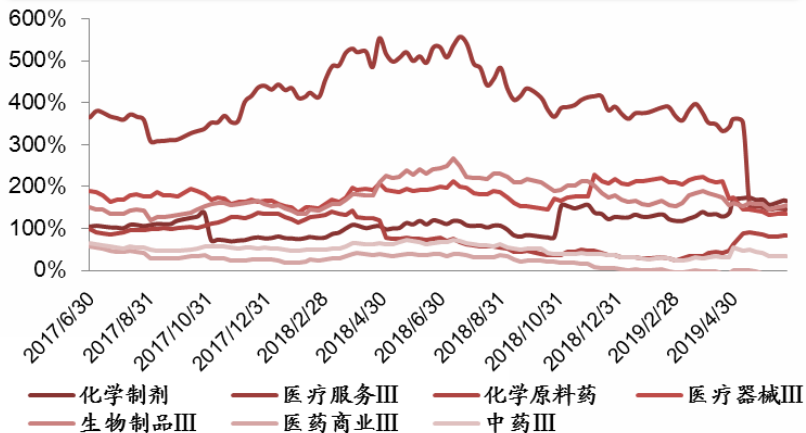
申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



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



数据来源: Wind, 西南证券整理

- ◆ 横向看：医疗服务（65倍）和化学制剂（54倍）的市盈率最高，中药（25倍）和医药商业（18倍）的市盈率最低。
- ◆ 纵向看：除化学原料药以外，医药行业各板块的市盈率均有所升高，相对全部A股的溢价率也有所升高。

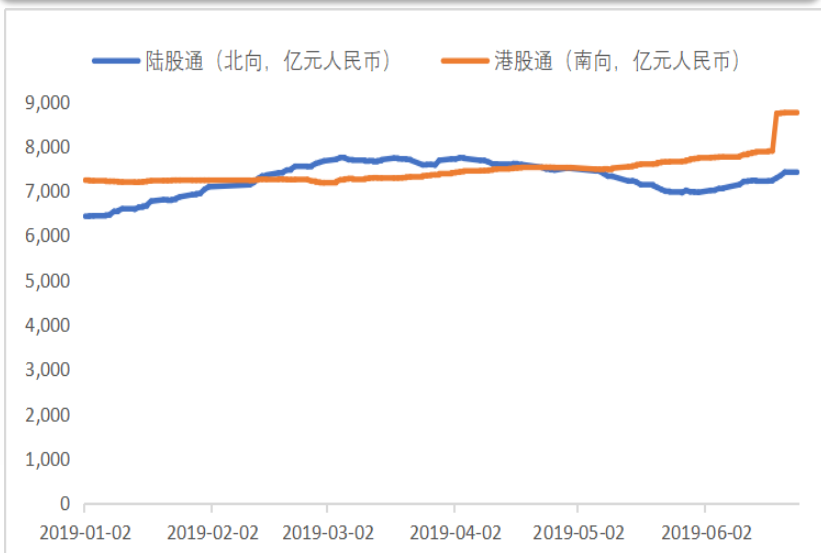
1 医药行业上半年表现回顾

1.4 境外资金对国内医药个股仍较青睐

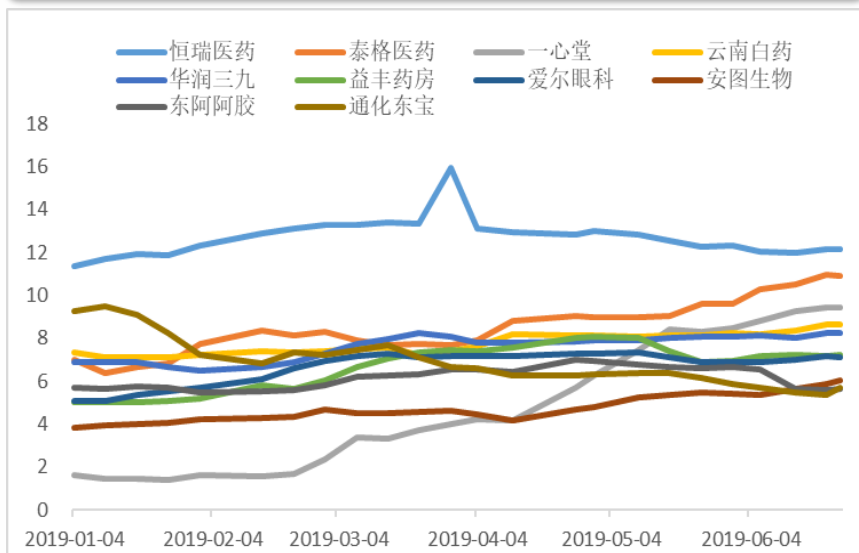
◆ 从2019年1-6月陆股通（北向）与港股通（南向）资金流向来看，北向资金自3月初达到顶点后处于下滑态势，5月底开始略有回升。南向资金自2月末达到最低点后持续得到追加对A股标的的投资金额达到8743亿。

◆ 根据北向资金对A股医药板块前10大持股比例标的的分析，除恒瑞医药（600276）4月份北上资金持股比例有较明显的回调以外（从最高15.9%降到13.1%），其他标的在4月份以来有明显提高，恒瑞医药（600276）依然是北向资金持股比例最高约为12.2%。

2019年1-6月南北向资金流向（累计净买入）



2019年1-6月北向资金所持前10大A股医药标的（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

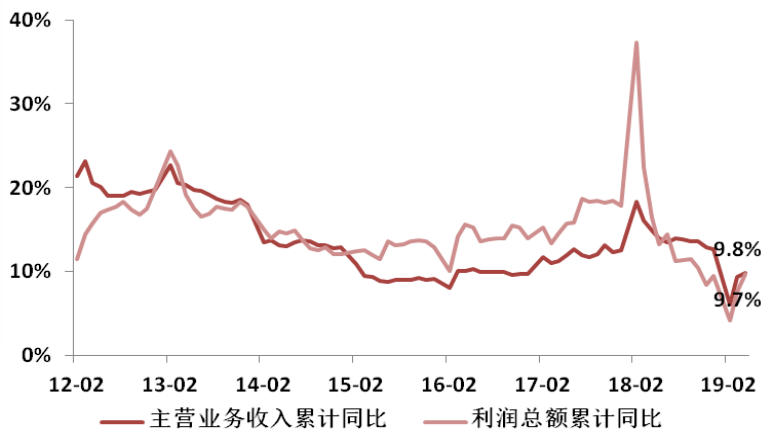
- 1 医药行业上半年表现回顾
- 2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显**
- 3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业
- 4 科创板开板，生物医药为重点支持行业
- 5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段
- 6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断
- 7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长
- 8 行业投资策略及标的

2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显

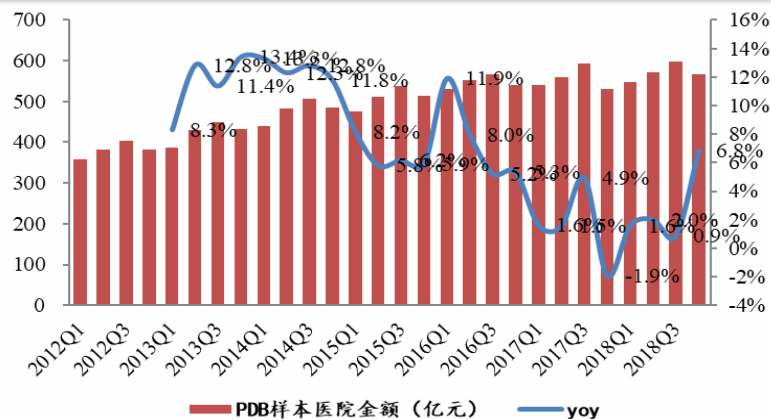
2.1 行业数据逐渐回暖，全年预计增速10%

- ◆ **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）



医药工业收入总额及增速（PDB）



数据来源：国家统计局，西南证券整理
www.swsc.com.cn

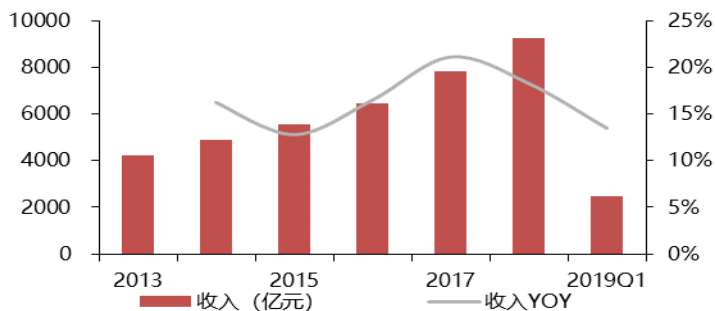
数据来源：PDB，西南证券整理

2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显

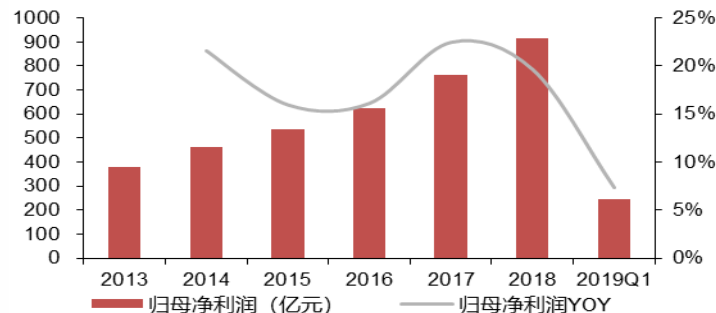
2.2 上市公司业绩或前低后高，行业间分化明显

- ◆ 237家医药上市公司2018年收入总额增速为18.3%、归母净利润总额增速为19.6%。
- ◆ 237家医药上市公司2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为12.1%和13.5%，归母净利润总额增长分别为-7.4%和7.3%。整体上收入端呈2位数增长，但利润端在带量采购和商誉减值后明显下滑，2019Q1略有回升，我们判断2019年行业净利润或成前低后高态势。

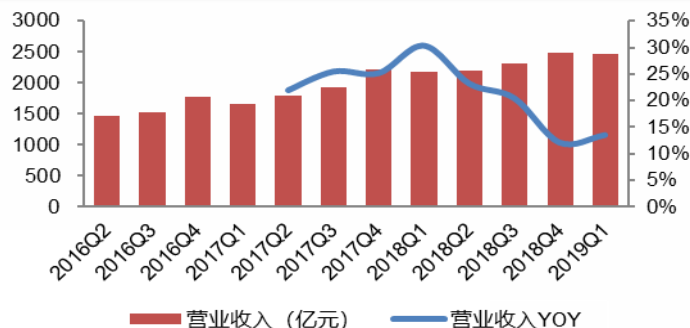
医药行业上市公司收入总额及增速



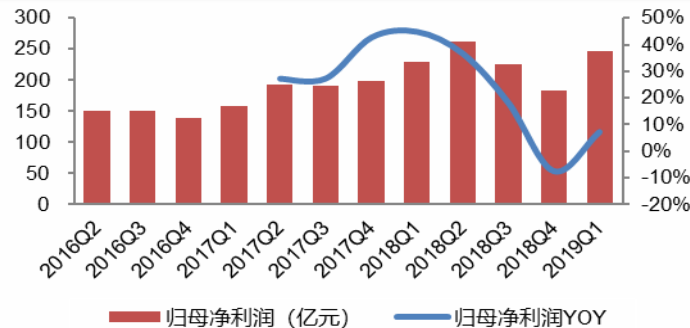
医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业上市公司收入总额及增速（分季度）



医药上市公司归母净利润总额及增速（分季度）



数据来源：Wind，西南证券整理。剔除不可同比公司详见个子行业分析

www.swsc.com.cn

2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显

2.2 上市公司业绩或前低后高，行业间分化明显

◆ 2018年：收入增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、血制品、CRO；利润增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、化药原料药。

◆ 2019Q1季报：收入增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、药店。

2018年半年报及2018Q2医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业	2018A		2019Q1	
	收入 yoy	净利润 yoy	收入 yoy	净利润 yoy
237 家上市公司合计	18.3%	19.6%	13.5%	7.3%
化药制剂	24.0%	6.3%	14.6%	2.0%
化药原料药	24.2%	41.5%	1.6%	-23.4%
中药	9.8%	7.6%	7.8%	0.4%
其中：品牌中药	9.6%	11.4%	5.8%	-1.9%
其中：口服中药	11.1%	10.6%	6.6%	-2.3%
其中：注射中药	6.7%	-7.3%	14.9%	17.2%
生物药	42.8%	27.1%	34.0%	24.1%
其中：血制品	40.5%	36.3%	20.5%	20.2%
其中：疫苗	189.4%	191.7%	112.2%	62.9%
其中：其他生物药	21.6%	-0.5%	16.4%	13.0%
医疗器械	20.1%	8.0%	19.4%	26.1%
其中：IVD	31.6%	19.3%	23.2%	19.8%
其中：其他医疗器械	20.9%	31.4%	18.5%	27.8%
创新药产业链	26.8%	64.6%	28.7%	31.9%
其中：CMO	12.9%	19.0%	7.2%	10.8%
其中：CRO	31.7%	79.2%	35.4%	38.3%
医药流通	15.8%	-6.1%	16.1%	14.8%
药店	25.2%	20.4%	31.1%	30.6%
医疗服务	29.2%	16.2%	21.3%	24.3%

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

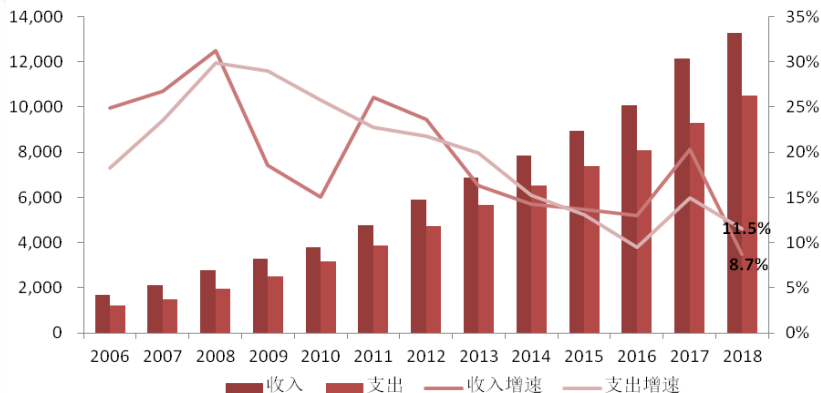
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

8 行业投资策略及标的

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

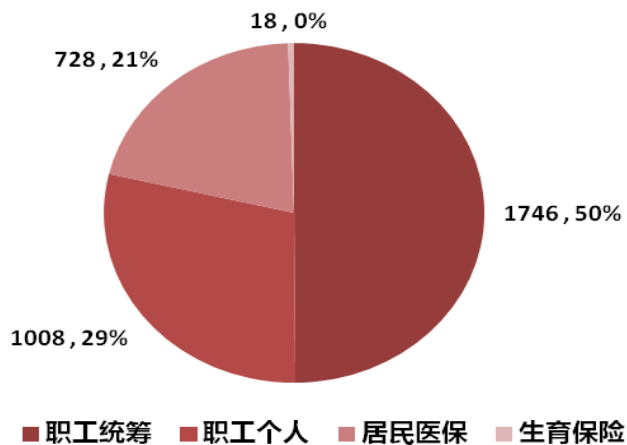
3.1 职工医保收支增速倒挂，医保仍有控费压力

城镇基本医疗保险收入及支出情况

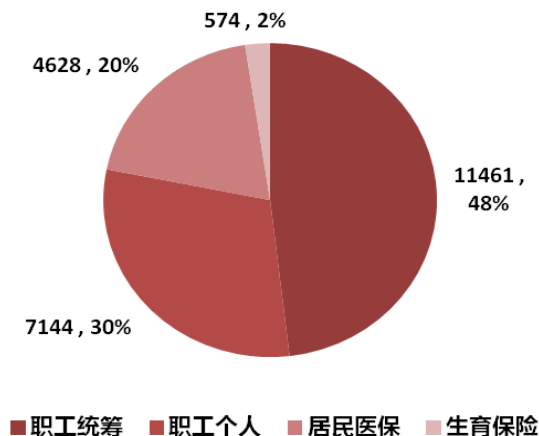


- ◆ 2018年职工基本医保基金收入约为1.3万亿元+8.7%，支出约为1万亿元+11.5%，收支增速出现倒挂，累计结余1.8万亿。城乡居民基本医保基金收入6974亿元+27.1%；支出6285亿元+28.9%，累计结余4333亿元；新农合收入857亿元，支出818亿元，累计结存295亿元。
- ◆ 2018年医保结存中，职工统筹+居民医保占比约为71%，职工个人账户占比30%。

2018年医保基金/当年结存分析



2018年医保基金/累计结存分析



3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.2 2019医改任务清单落地，改革进入深水区

◆国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》。该文件中指出2019年重点工作共36项，其中相关文件研究制定15项，概括如下：1) 推进健康中国，建立老年健康服务体系的指导意见；2) 深化药品集采，同时规范耗材的使用；3) 涉及到医院领域的有合理用药、队伍管理、绩效考核、薪酬管理等；4) 在医保方面，支付及职工个人账户相关文件年内或有新进展。此外，本次还公布了2019年将推动落实的重点工作21项，概括如下：1) 疾病预防和筛查；2) 鼓励药品集采；3) 制定耗材标识规范；4) 推进公立医院薪酬改革；5) 医院建设等。2019医改可以看做是前期医改成果的巩固与推进，但与2018年医改工作重点的区别如下：

◆**药品集采。**2018年为攻坚落实之年，推动了抗癌药降税后的各省集采，以及4+7药品带量采购等并取得较大突破，预期2019年将继续推进药品集采；

◆**耗材降价。**2018年对于医疗耗材要求制定出改革方案和编码规范，2019年则是提到了重点治理高值耗材，预计推进耗材降价的速度加快；

◆**医院薪酬改革。**2018年首次提出两个允许，即“允许医疗卫生机构突破现行事业单位工资调控水平，允许医疗服务收入扣除成本并按规定提取各项基金后主要用于人员奖励”，2019年文件中再次强调；

◆**零售药店。**2018年是要求制定零售药店分类分级管理文件，2019年未直接提与药店相关的规划，但是要求在12月底前制定改进职工医保个人账户政策文件，具体细节还需要持续跟踪。

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3 收费模式决定控费方式，控费方式决定降价压力

- 我们认为2019年医改任务清单没有改变医保控费方向，只是加大了执行力度，预计下半年政策对市场情绪的扰动较大，我们分析医保精细化控费下对不同细分领域的影响：
- 政策环境上：医疗设备（家用 > 中小型 > 大型设备）> 体外诊断 > 普通耗材 > 高值耗材 > 药品

各细分领域属性及医保控费方向

类别	细分领域	购买决定者	收费模式	采购定价方式	控费方向	收费中服务价值	控费传导机制	行业影响
	药品	医生	平价销售	行政化	带量采购	无	直接降价	进口替代/集中度提高
医疗耗材	普通医用耗材	医院管理者	政府定产品价格	市场化	阳光/带量采购	无	间接降价	集中度提高
	高值医用耗材	医生/医院管理者	加价或平价销售	行政化	阳光/带量采购	无	直接降价	进口替代/集中度提高
	IVD（设备+耗材）	医生/医院管理者	政府定检验服务费	市场化	降低患者收费标准	有	间接降价	进口替代/集中度提高
医疗设备	家用医疗设备	患者	市场定产品价格	市场化	无控费压力	无	无	无
	大型医疗设备	医生/医院管理者	政府定检查服务费	市场化	降低患者收费标准	有	间接降价	亟待进口替代
	中小型医疗设备	医生/医院管理者	政府定检查服务费	市场化	降低患者收费标准	有	间接降价	进口替代
	医疗服务价格	医生	政府定价	行政化	无控费压力，鼓励	有	或将提价	利好民营医疗服务发展

数据来源：西南证券整理

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3 收费模式决定控费方式，控费方式决定降价压力

2012年VS2017年：

- ❑ 公立医院总收入：增长0.79倍，CAGR为12.4%；
- ❑ 药品收入：增长0.39倍，占比从40.1%下滑到31.1%，取消药品加成和药占比控制明显；
- ❑ 卫生材料：增长1.71倍，占比从7.7%大幅提升到11.6%，成为医院另一大收入来源；
- ❑ 检查收入：增长0.91倍，占比从10.3%小幅提升到11.0%；
- ❑ 门诊/治疗/手术/护理收入：合计增长0.88倍，占比从16.9%小幅提升到17.8%；
- ❑ 财政补助：低等级医院占比提升；

公立医院收入几结构变化（2012年VS2017年）

2017年占比	公立医院	三级	二级	一级	其中：政府办医院
药品收入	31.1%	31.7%	30.0%	33.1%	30.9%
卫生材料	11.6%	13.7%	7.4%	2.9%	11.7%
治疗收入	11.3%	10.9%	12.0%	12.8%	11.2%
检查收入	11.0%	10.9%	11.4%	8.5%	11.0%
财政补助	9.2%	7.2%	13.0%	17.8%	9.4%
其他住院收入	8.6%	8.3%	9.4%	6.5%	8.6%
其他门诊收入	5.8%	5.8%	5.7%	6.9%	6.4%
手术收入	4.6%	4.9%	4.0%	3.1%	3.9%
其他收入	4.4%	4.2%	4.6%	6.2%	4.3%
护理收入	1.7%	1.5%	2.2%	1.9%	1.7%
科教项目收入	0.5%	0.7%	0.1%	0.1%	0.5%
门诊挂号	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
2012年占比	公立医院	三级	二级	一级	其中：政府办医院
药品收入	40.1%	41.8%	40.2%	39.3%	39.9%
治疗收入	11.1%	11.2%	11.5%	11.6%	11.0%
检查收入	10.3%	10.5%	11.0%	8.3%	10.4%
财政补助	8.2%	7.1%	9.4%	14.5%	8.4%
卫生材料	7.7%	10.2%	4.6%	2.4%	7.9%
其他住院收入	7.4%	7.6%	7.8%	5.1%	7.4%
其他门诊收入	4.6%	4.6%	4.8%	6.0%	4.6%
手术收入	4.4%	4.5%	4.5%	4.2%	4.4%
其他收入	4.3%	0.4%	4.5%	6.7%	4.1%
护理收入	1.1%	1.0%	1.4%	1.3%	1.1%
科教项目收入	0.5%	0.7%	0.1%	0.1%	0.5%
门诊挂号	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%

数据来源：国家卫计委统计年鉴，西南证券整理

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.1 药品带量采购：第二批带量采购预期越来越近，降价趋势不可逆转

- ◆ **事件**：6月初，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》，共涉及研究制定的文件15个，推动落实的重点工作21项，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，是此次《任务》的一大亮点。
- ◆ **时间预期**：方案和品种名单预计Q3/Q4公布，正式落实大概率要到2020年；
- ◆ **具体进展**：药品名单专家团队正在遴选中，预计Q3名单正式出炉；
- ◆ **品种数量**：根据最新的一致性评价进展，新的带量采购药品名单数量约60个，大部分为固体制剂，包含一小部分注射剂；
- ◆ **第二轮采购猜想**：1) 试点范围可能会扩大；2) 降价幅度可能会变的温和；3) 中标方案可能会修改，非独家中标呼声强。

西南证券医药团队观点：第二批带量采购，在品种数量上将进行较多规模的扩容，主要针对临床用量较大，销售额较多的品种；试点范围有可能会拓展，拓展到4+7以外的城市；降价幅度可能会变的温和，对药企的冲击会得到缓冲；非独家中标的改革预期比较强。

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.1 药品带量采购：第二批带量采购预期越来越近，降价趋势不可逆转

第二批可能进入带量采购的药品清单（单位：亿元）

品种名称	医院销售额	过评企业	品种名称	医院销售额	过评企业
阿卡波糖口服	74	华东医药	喹硫平口服	11	洞庭药业
多西他赛注射	48	四川汇宇	阿那曲唑口服	10	扬子江
替吉奥口服	45	恒瑞医药、齐鲁制药	氨溴索口服	10	恒瑞医药、裕欣药业
缬沙坦口服	43	华海药业	氟哌噻吨美利曲辛口服	10	海思科
二甲双胍口服常规	27	贵州天安、华南药业、四环制药、石药	克拉霉素缓释	9	东阳光药
氨基葡萄糖口服	25	海正药业	阿法骨化醇口服	9	重庆药友
瑞格列奈口服	22	翰森制药	单硝酸异山梨口服	8	鲁南贝特
格列美脲口服	20	万邦、扬子江	多奈哌齐口服	7	重庆植恩、华海药业
阿奇霉素注射	19	普利制药	莫西沙星口服	6	东阳光药、四川国为上药、德源药业、悦康药业
阿奇霉素口服	18	石药、苏州二叶	二甲双胍缓释	6	东阳光药
替莫唑胺口服	18	天士力帝益药业	克拉霉素口服	4	石药
伏立康唑口服	17	华海药业	头孢羟氨苄口服	3	齐鲁制药
奥司他韦口服	15	东阳光药	昂丹司琼口服	2	石药、常州制药厂
环孢素口服	15	华东医药	卡托普利口服	2	石药、苏州二叶
阿莫西林口服	14	科伦、康恩贝、联邦、石药	曲马多口服	1	恒瑞医药
左氧氟沙星口服	12	东阳光药业	地氟烷吸入	1	恒瑞
拉米夫定口服	12	龙泽制药	替莫唑胺注射	—	苑东制药
比索洛尔口服	12	苑东制药	布洛芬口服	—	
奈韦拉平口服	—	华海药业			

数据来源：米内网，西南证券整理

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.2 医保目录调整：新药医保谈判已成常态，新特药进医保有利于创新药放量

◆ **历史调整情况。**2017年首次谈判，36个品种降价入选，以创新药、专利药为主；其中国产品种15个，包括阿帕替尼、康柏西普、银杏二萜内脂等国产创新品种；进口品种21个，涵盖肿瘤、糖尿病等多个重大疾病领域。2018年17个品种入选，主要是以抗肿瘤为主，对2017年谈判目录进行有效补充，国产品种2个，分别是恒瑞医药的培门冬酶、正大天晴的安罗替尼；进口品种15个，包含奥希替尼、阿法替尼等刚上市品种。

◆ **2019年调整安排。**早在4月中旬国家医保局已经公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》，调入的西药和中成药应当是2018年12月31日（含）以前经国家药监局注册上市的药品，但同时表示调整的同时推进药品谈判准入，时间以遴选投票日前一日为准。开展2019年国家医保药品目录调整工作，把更多临床价值高、药物经济性好的药品纳入目录，更好地满足广大参保人员合理的临床用药需求，有效降低患者用药负担。同时，开展药品目录的准入谈判，通过以市场换价的方式切实降低药品价格。

◆ **西南证券医药团队观点：**医保谈判是以重大适应症品种为主要对象，以临床优效的品种为主，促使临床用药向最新、最高质方向前进；对药品价格有降价高要求，让患者与医保均能承担能力。医保谈判将大幅调整改善传统社会用药结构，减少诸多无效“神药”的占比，提升偏向临床急需、优效的创新或大品种比例；对企业来讲，医保谈判可以明显加速创新药销量的放量，实现“以价换量”。**我们认为2019年将进行新一轮谈判，未来动态谈判会成为常态，至少保证2年一次动态调整。**对刚上市品种将尤为重要，可以快速拓展市场，明显利好国内创新药企的发展。

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.2 医保目录调整：新药医保谈判已成常态，新特药进医保有利于创新药放量

◆ 首批36个谈判目录已进医保销售1年左右，从样本医院数据看，大部分品种销量实现快速增长，进入医保对放量非常明显；由于降价因素，销售额增幅远低于销量增幅，但大部分品种有明显增长。

2017年医保谈判国产品种与进口品种降价进入医保后样本医院销售数据（部分）

序号	产品名称	所属企业	降价比例	销量增幅		销售额增幅	
				2017年	2018年	2017年	2018年
1	阿帕替尼	恒瑞医药	37%	149%	125%	103%	67%
2	康柏西普	康弘药业	17%	51%	59%	44%	38%
3	重组人脑利钠肽	西藏药业	50%	50%	83%	17%	23%
4	尼妥珠单抗	百泰生物	50%	39%	91%	-1%	41%
5	银杏二萜内脂	康缘药业	49%	213%	653%	152%	440%
6	银杏内脂注射液	成都百裕	39%	14%	150%	-5%	73%
7	重组人血管内皮抑制素注射液	先声药业	35%	34%	45%	16%	18%
8	阿利沙坦酯	信立泰	31%	502%	679%	592%	892%
9	西达本胺	微芯生物	30%	12360%	655%	8950%	595%
10	吗啉硝唑	豪森药业	27%	1834%	1222%	1548%	1139%
11	重组人尿激酶原	天士力	15%	114%	63%	101%	49%
12	曲妥珠单抗	罗氏	65%	78%	259%	20%	48%
13	厄洛替尼	罗氏	58%	14%	73%	-26%	-8%
14	来那度胺	新基	60%	90%	904%	15%	523%
15	利拉鲁肽	诺和诺德	49%	72%	208%	24%	120%

数据来源：PDB，西南证券整理

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.2 医保目录调整：新药医保谈判已成常态，新特药进医保有利于创新药放量

2017年至今获批通过的重磅化药及生物药

药品分类	药品名称	注册分类	企业名称	状态开始	审评结论	抗癌药谈判
化学药	盐酸安罗替尼胶囊	化药 1	正大天晴药业集团股份有限公司	2018-05-17	批准生产	是
	马来酸吡咯替尼片	化药 1	江苏恒瑞医药股份有限公司	2018-08-17	批准生产	否
	罗沙司他胶囊	化药 1	珐博进（中国）	2018-12-21	批准生产	否
	聚乙二醇洛塞那肽注射液	化药 1	江苏豪森药业集团有限公司	2019-05-08	批准生产	否
	呋喹替尼胶囊	化药 1	和记黄埔医药（苏州）有限公司	2018-09-13	批准生产	否
	丹诺瑞韦钠片	化药 1	歌礼药业（浙江）有限公司	2018-06-15	批准生产	否
	苯烯莫德乳膏	化药 1	广东中昊药业有限公司	2019-06-05	批准生产	否
生物药	硫培非格司亭注射液	生物 9	江苏恒瑞医药股份有限公司	2018-05-17	批准生产	否
	利妥昔单抗注射液	生物 2	上海复宏汉霖生物制药有限公司	2019-06-03	批准生产	否
	注射用卡瑞利珠单抗	生物 1	苏州盛迪亚生物医药有限公司	2019-01-03	批准生产	否
	信迪利单抗注射液	生物 1	信达生物制药（苏州）有限公司	2018-12-21	批准生产	否
	特瑞普利单抗注射液	生物 1	苏州众合生物医药科技有限公司	2019-05-20	批准生产	否
	康柏西普眼用注射液	生物 1	成都康弘生物科技有限公司	2017-05-22	批准生产	否
	重组高效抗肿瘤抗病毒蛋白注射液	生物 1	杰华生物技术（青岛）有限公司	2018-04-20	批准生产	否

数据来源：药智网，西南证券整理

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.3 体外诊断：属性类同医疗服务，其耗材采购为其成本项，间接降价

◆ 2019年以来，关于取消耗材加成、高值耗材降价等相关政策频出，市场对耗材类产品降价压力的忧虑凸显。但是我们认为，耗材类产品分类较多，不同类型的耗材面临的降价压力也不尽相同，主要取决于其收费模式。整体来看，耗材降价压力排序是：高值耗材>普通耗材>体外诊断试剂。

耗材细分领域属性和医保控费方向

细分领域	收费模式	医保控费方向	收费中服务价值	控费传导	行业影响
普通耗材	政府定价	阳光/带量采购	无	间接降价	行业集中度提升
高值耗材	加成或平价	阳光/带量采购	无	直接降价	进口替代/集中度提升
体外诊断试剂	政府定价	降低收费标准	有	间接降价	进口替代/集中度提升

◆ 一方面，体外诊断检验终端收费包括了耗材的成本+检验人员的服务费用等，检验试剂的降价并不能直接降低医保压力，相比于高值耗材降价可直接受益于患者有较大区别，检验试剂的降价压力显著低于高值耗材。

◆ 另一方面，体外诊断试剂市场化竞争较为充分，降价趋势一直存在，且体外诊断试剂的类别较多，带量采购难度较大，一次性大幅降价的可能性较低。

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.3 体外诊断：属性类同医疗服务，其耗材采购为其成本项，间接降价

- ◆ 6月21日北京市对检验收费改革，取消国产进口试剂收费差别，同时也取消了同项目不同方法学的收费差异。例如糖化血红蛋白(HbA1c)测定收费在调整前，国产试剂收费20元，进口试剂收费70元，调整后收费为70元，将显著有利于国产IVD企业。
- ◆ **西南医药团队观点**：浙江很早即实行不区分国产和进口，不区分方法学收费模式，北京跟进后，我们认为全国范围内均有望逐步跟进，同时随着DRGs在全国范围内的推行，成本控制的作用将进一步体现，**进口替代或将加速，性价比高的国产试剂将显著受益。**

2019年北京检验费用调整前后对比（元/次）

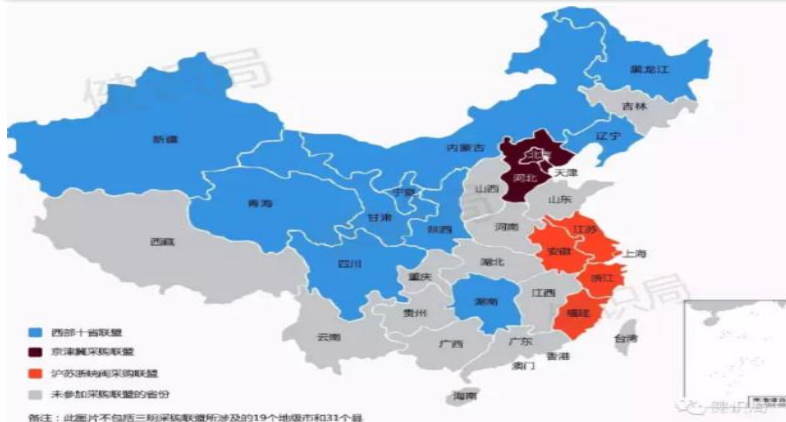
检验项目	检验类型	调整前		调整后
		国产	进口	
β2 微球蛋白(β2-MG)测定	化学检验	20	50	45
糖化血红蛋白(HbA1c)测定	化学检验	20	70	70
乙型肝炎表面抗原定量(HBsAg)测定	免疫检验	20	35	35
乙型肝炎 e 抗体(HBeAb)测定	免疫检验	7	40	40
乙型肝炎核心抗体(抗 HBc)测定	免疫检验	7	55	40

数据来源：北京医保局，西南证券整理

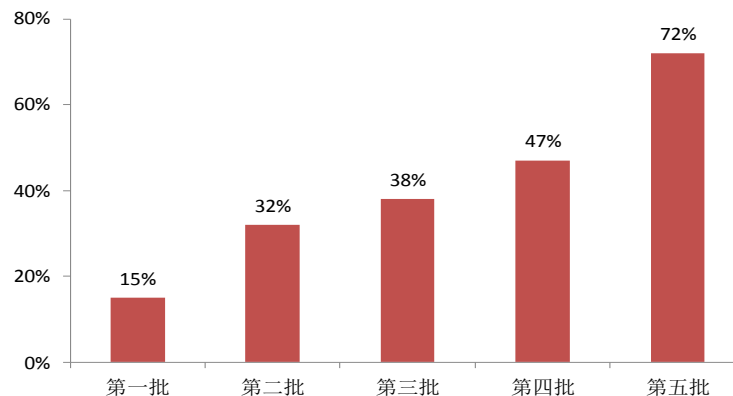
3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.4 高值耗材：属性类同药品，多部门高度重视，箭在弦上即将落地

国内医用耗材采购联盟（部分）



宁波耗材的降价幅度（2016年）



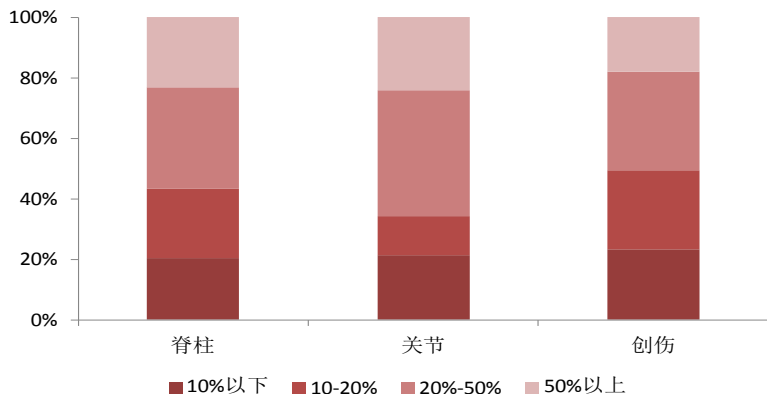
数据来源：浙江省医保局，西南证券整理

- ◆ 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。西部联盟以陕西省为主导，包括西部10省区；京津冀采购联盟以北京市为主；沪苏浙皖西闽以上海为主导，推广浙江省、宁波市医用耗材带量采购的成功经验；最后是以三明为首的采购联盟。
- ◆ 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。其中宁波市在2016年进行耗材降价后，第五批（脊柱耗材）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。

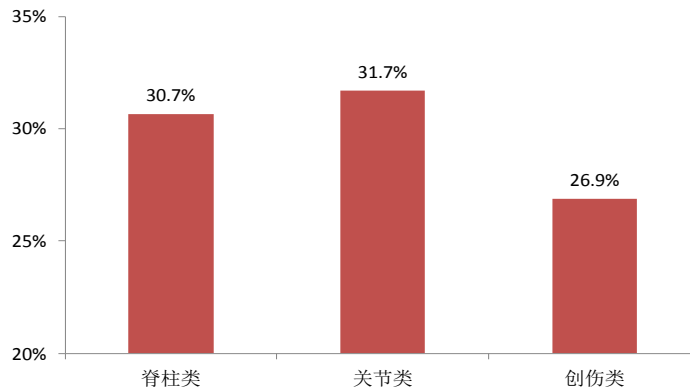
3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.4 高值耗材：属性类同药品，多部门高度重视，箭在弦上即将落地

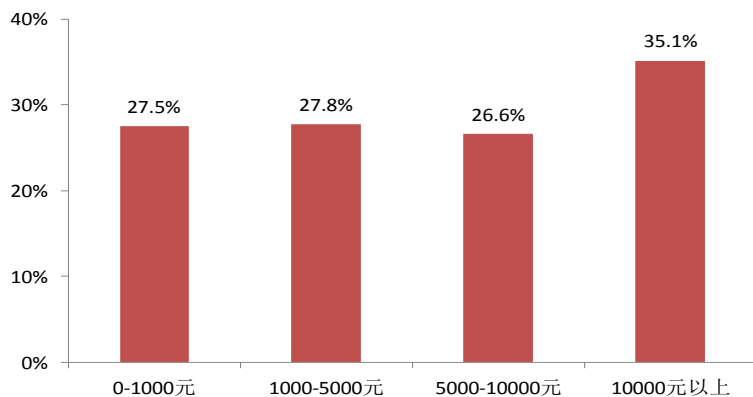
西部联盟耗材降价幅度占比统计



创伤、脊柱、关节类器械平均降价幅度



按照耗材单价划分的降价幅度



数据来源：陕西省医保局，西南证券整理

◆ 陕西省在进行骨科耗材采购时，在对最低价的选择上则采用与全国各省份中标（挂网）价进行比较。整个目录中，只有约20%的采购产品降价幅度在10%以内，而降价幅度超过50%以上的占比约为20%。具体来看，关节类平均降价幅度最大约为32%，而价格在10000元以上的骨科植入耗材降价幅度约为35%。

3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业

3.3.4 高值耗材：属性类同药品，多部门高度重视，箭在弦上即将落地

■《关于治理高值医用耗材的改革方案》获中央全面深化改革委员会审议通过，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。

■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。

目 录

- 1 医药行业上半年表现回顾
- 2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显
- 3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业
- 4 科创板开板，生物医药为重点支持行业**
- 5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段
- 6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断
- 7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长
- 8 行业投资策略及标的

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

4.1 科创板推出背景分析及行业概况

党的十九大报告提出，“要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”

2019年1月30日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，上交所已完成设立科创板并试点注册制的方案草案，召开会员座谈会征求市场意见

2019年03月11日，上交所举办设立科创板并试点注册制全所员工培训，2019年4月11日，上交所聘任第一届科创板股票上市委员会、科技创新咨询委员会、公开发行自律委员会

2019年6月13日，**科创板正式开板**，标志着党中央国务院关于设立科创板并试点注册制这一重大改革任务的落地实施

2017.10

2018.11

2019.01

2019.03

2019.04

2019.05

2019.06

2018年11月5日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会上提出“将在上海证券交易所设立**科创板并试点注册制**”

2019年3月1日-7日，证监会、上交所发布与科创板相关的规则制度，包括此前向社会公开征求意见的**8项科创板制度规则、信息披露要求等**

2019-04-30上交所修改《上海证券交易所科创板股票上市规则》，2019-05-27**科创板上市委审议工作正式启动**

生物医药是科创板重点支持产业，申报已达27家

细分领域	公司
生物医学工程产业	南微医学、安翰科技、贝斯达、赛诺医疗、海尔生物、心脉医疗、佰仁医疗、祥生医疗
生物医药产业	美迪西、微芯生物(过)、苑东生物、科前生物(止)、特宝生物、申联生物、热景生物、博瑞医药、泰坦科技、诺康达、硕世生物、浩欧博、昊海生科、赛伦生物、东方基因、复旦张江
其他生物业	华熙生物、嘉必优
生物质能产业	卓越新能

科创板以科技研发为核心，生物医药属重点支持行业



生物制品



高端化学药



高端医疗设备与器械



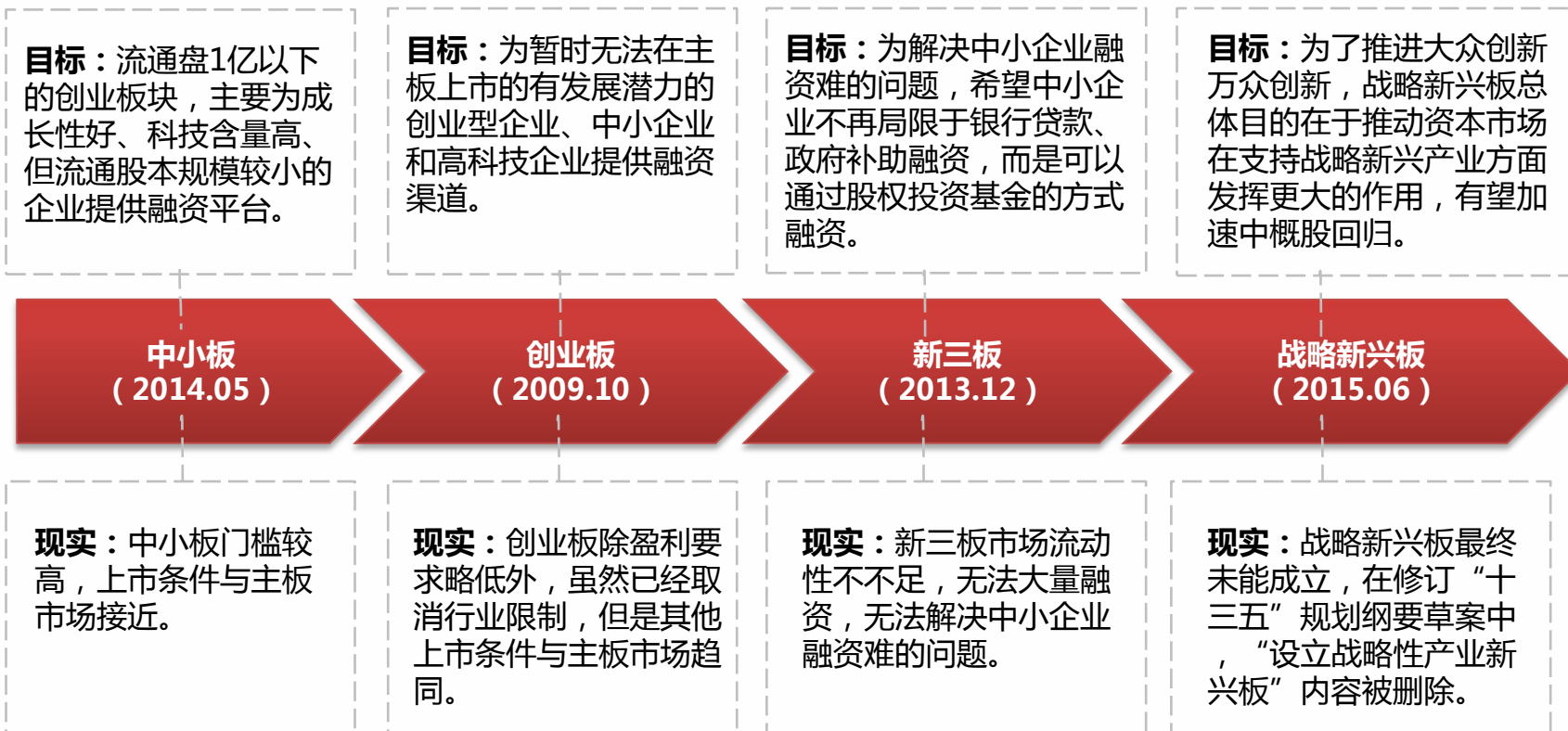
技术服务

数据来源：Wind分类，西南证券整理（截止到2019年6月13日）

www.swsc.com.cn

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

4.1 科创板推出背景分析及行业概况



中国资本市场面临的困境

- ◆ 对于拥有技术优势且顺应产业升级需求的科技创新企业，缺失能够充分实现企业价值的融资平台。
- ◆ 大批科技创新型企业赴海外上市，国内资本市场竞争力不足。

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

18年香港新上市政策助推生物技术公司发展+价值重估

◆ 主管机关监管的核心产品

- 主管机关包括美国食品和药物管理局，中国食品药品监督管理总局，以及欧洲药品管理局。
- 香港交易所可在个别情况下承认另外一个国家或跨国机关为主管机关。

◆ 至少拥有一个以上的核心产品不处于概念阶段

- 核心产品至少在人体上完成了一次临床试验。
- 相关主管机关批准此核心产品开始二期（或后续）临床试验以证明生物等效性。

◆ 成熟投资者开展的金额重大的投资

- 申请者在至少上市六个月之前拥有来自至少一个第三方有经验的投资者金额重大的投资。

初始 市值

- 至少15亿港币

报告 期

- 上市之前当前业务线运营了至少两财年
- 在报告期内由大体同样的管理层运营
- 有足够的营运资本（包括IPO筹集的资金）在IPO后的12个月内至少支付其资本需求的125%

基石 投资

- 任何分配给基石投资者的股份，以及在上市时由申请人现有股东认购的股份都不得视为公众持股

风险 管理

- 任何主营业务上的重大改交都需要港交所的事先同意
- 不满足足够持续维持运营或资产要求的生物科技公司，可被给予12个月的时间，以重新达到规则要求
- 上市生物科技公司必须在公司名称末尾注有股票标记“B”

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

香港新上市政策，类似JOBS法案为成长公司注入活力

乔布斯法案前后5年的生物科技公司上市情况

	2007-2012	2012-2017
生物科技公司IPO数量	55	212
早期*生物科技IPO数量	3	48
再融资能力	生物科技公司的IPO市盈率低，再融资能力差。	生物科技公司通过IPO总共筹集170亿美元，并在之后的再融资中共筹集160亿美元。
在疑难杂症领域公司的融资能力	疑难杂症领域的生物科技公司融资难度大。	专注肿瘤研究的生物科技公司占总IPO的25%，专注于糖尿病和阿尔兹海默症研究的公司融资有很大的改善。
市场情况	在金融危机之后，生物科技行业整体衰退。	在乔布斯法案下IPO的生物科技公司现雇用员工人数达到27,000人，创造了1.11千亿美元的市场价值。
*早期：临床前期或一期临床试验		

数据来源：Wind，西南证券整理

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

香港新上市政策，类似JOBS法案为成长公司注入活力

- ◆ 随着联交所修订生物科技类企业的上市规则，未来会有更多研发创新型企业登上港股市场，港股医药资产越来越不可忽视。

近期港交所上市的Biotech 企业

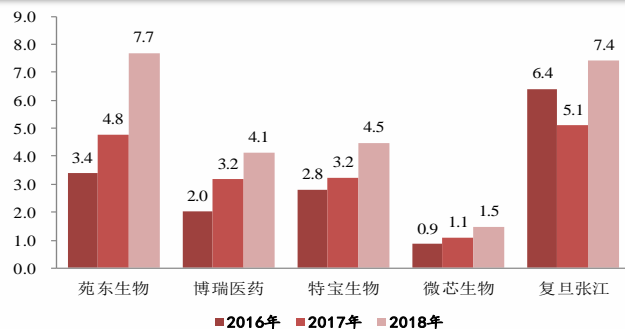
公司名称	代码	市值	上市时间	2018年收入	2018年扣非归母净利润(亿元)	研发费用(亿元)			核心产品	疾病领域
		(亿元)		(亿元)		2016年	2017年	2018年		
百济神州-B	06160.HK	573	2018/8/8	13.7	-46.2	6.8	17.6	46.6	抗肿瘤创新药，如Zanubrutinib(BGB-3111)、tislelizumab(BGB-A317)等	肿瘤
信达生物-B	01801.HK	299	2018/10/31	9.5	-14.5	3.8	6.1	12.2	生物大分子药物，如信迪利单抗(IBI-308)、抗CD20单抗等	肿瘤
君实生物-B	01877.HK	226	2018/12/24	0.0	-7.0	1.2	2.7	5.4	抗肿瘤创新药，如特瑞普利单抗注射液	肿瘤
歌礼制药-B	01672.HK	74	2018/8/1	1.7	-0.7	0.6	1.1	1.4	肝病用药，如丙肝用药派罗欣	抗病毒、癌症及脂肪肝
华领医药-B	02552.HK	74	2018/9/14	0.0	-3.1	0.8	1.3	2.7	糖尿病创新药，如Dorzagliatin(葡萄糖激酶激活剂)	糖尿病
康希诺生物-B	06185.HK	70	2019/3/28	0.0	-1.3	0.5	0.7	1.1	新型疫苗，如埃博拉疫苗(Ad5-EBOV)、MCV4及MCV2疫苗	疫苗研发
基石药业-B	02616.HK	127	2018/9/14	0	-8.6	2.5	2.1	8.5	抗肿瘤创新药，如PD-L1	肿瘤
迈博药业-B	02181.HK	57	2019/3/28	0.1	-1.1		0.2	0.9	单抗药物，如奥马珠单抗	肿瘤、自身免疫

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

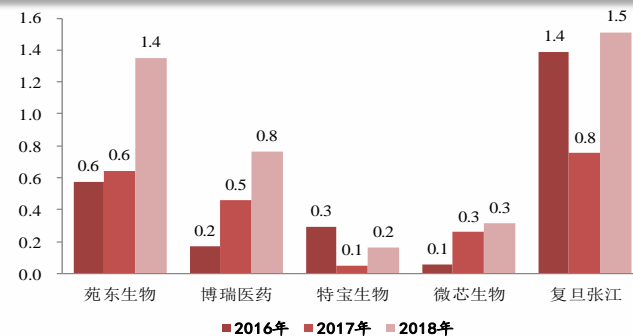
拟登录科创板药品企业—研发投入水平较高

各公司营业收入比较（亿元）



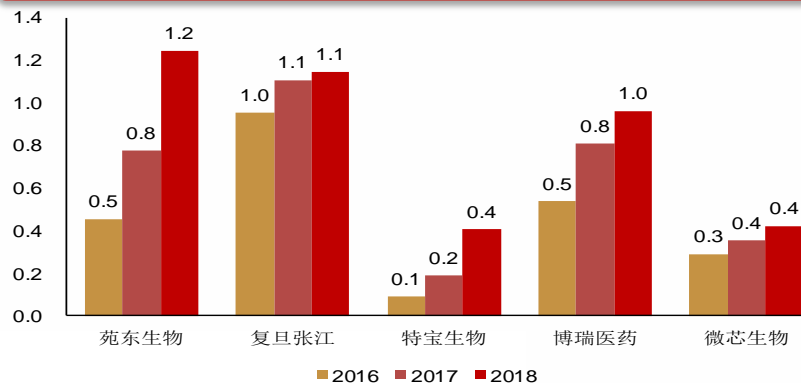
数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

各公司净利润比较（亿元）



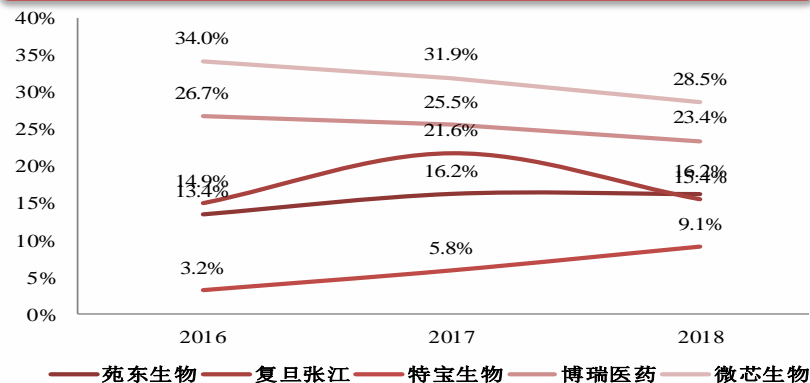
数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

各公司研发投入情况比较（亿元）



数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

各公司研发费用率比较



数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

拟登录科创板药品企业—产品管线较深厚

	苑东生物	博瑞医药	特宝生物	微芯生物	复旦张江
抗肿瘤	1项新药 药学研究 1项仿制药 药学研究 1项仿制药申报上市 2项仿制药 已上市	3项新药 临床前阶段 1项新药 申报IND 6项仿制药 中试阶段	1项新药 临床前研究 3项原国家2类新药已上市	2项新药 临床前研究 1项新药 临床阶段 1项新药 已上市	5项 临床前研究 1项仿制药 美国注册 1项首仿药 已上市
抗病毒		1项新药 临床前阶段 3项仿制药 中试阶段 1项仿制药 韩国获批	1项新药 已上市		
抗真菌		1项仿制药 稳定性研究 3项仿制药 中试阶段 3项仿制药 海外获批			
心血管疾病	2项仿制药 药学研究 2项新药 临床研究 2项仿制药 临床研究 2项仿制药 已上市				
糖尿病	3项仿制药 药学研究 1项新药 临床 I 期 1项仿制药 申报上市			1项新药 申报上市	
免疫性疾病		1项仿制药 中试阶段	1项新药 临床前阶段	1项新药 临床前研究	1项新药 临床前研究
麻醉镇痛/中枢神经	4项新药/5项仿制药 药学研究 1项新药/2项仿制药 临床试验 5项仿制药 申报上市 5项仿制药 已上市				
儿童药	3项仿制药 药学研究 1项仿制药 申报上市				
其他领域	1项仿制药 临床试验 1项仿制药 申报上市 7项仿制药 已上市	9项仿制药 中试阶段 25项产品海外报产/ 9项产品国内申报注册 /2项中间体海外获批	1项新药 临床 III 期 1项新药 临床 I 期 1项新药 临床 II/III 期	2项新药 临床前研究	2项 临床阶段 1项仿制药 注册中 2项新药 已上市

临床前研究阶段
仿制药中试阶段

临床研究阶段
仿制药稳定性研究

申报上市
/注册

获批/已上市

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

拟登录科创板器械公司—有望明显受科创板助力

- ◆ 我国医疗器械行业近年来虽然增长强劲，行业增速大幅超过全球平均水平，但高端医疗器械领域整体竞争力仍然不足，医学影像、体外诊断、高值耗材等领域仍由进口厂商占据主导地位；
- ◆ 国家陆续出台多项医疗器械发展的政策，既有相关产业的鼓励政策，也明确提出重点器械突破方向，其中国家“十三五”关于医疗器械的规划为国内企业提出了重点研发方向；
- ◆ 科创板的推出将进一步改善国内企业的融资渠道，为具备持续研发能力的企业提供资金支持，进一步推动国内企业在重点医疗器械领域持续研发创新。

“十三五”医疗器械科技创新专项规划方向

研发方向	产品类型	拟科创板相关公司
医学影像类	新型数字X射线成像系统、新型超声系统、计算机断层成像系统（CT）、新型超导磁共振成像系统、核医学成像系统、超分辨显微成像系统、复合内窥镜成像系统等	安翰科技（内镜领域）、贝斯达（磁共振等）、南微医学（内镜领域）、祥生医疗（超声设备）
体外诊断类	新型分子诊断系统、医用多模态流式细胞仪、新型医用质谱仪、全自动微生物分析系统、快速病理诊断系统等	东方基因、浩欧博、热景生物、硕世生物、普门科技
先进治疗类	智能感知交互手术机器人、复合引导放射治疗系统、植入式有源治疗装置、血液净化与透析机及耗材等	贝斯达（产品在研）
生物医用材料类	骨科修复与植入材料及器械、口腔种植修复材料与系统、新型心脑血管植介入器械、中枢神经修复与再生材料等	佰仁医疗（生物瓣膜）、赛诺医疗（心脏支架）、心脉医疗（主动脉支架）、昊海生物（人工晶体）
健康器械类	健康感知产品、康复护理产品、中医医疗器械等	普门科技

数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

拟登录科创板器械公司—部分公司创新性强，具备一定稀缺性

16家拟科创板的器械企业中，公司产品所处领域较为分散，对比当前A股和H股已经上市医疗器械公司，部分企业具备较大的稀缺性，并且多个产品具有较高的创新性。

- ◆ **安翰科技**：磁控胃镜胶囊是全球首个获得CFDA批准的产品，开启了胃镜检查及胃病早筛的新时代。
- ◆ **南微医学**：软组织夹等性能已达到全球领先，EOCT系统更是全球第二家获得FDA批准产品。
- ◆ **心脉医疗**：成功研发出第一个国产腹主动脉覆膜支架，国内大支架领域为数不多可与外资竞争的企业。
- ◆ **佰仁医疗**：首个拥有人工生物心脏瓣膜、瓣膜成形环等产品的国内企业。
- ◆ **浩欧博**：过敏原检测试剂技术打破国外企业的市场垄断。

医药行业科创板企业对标

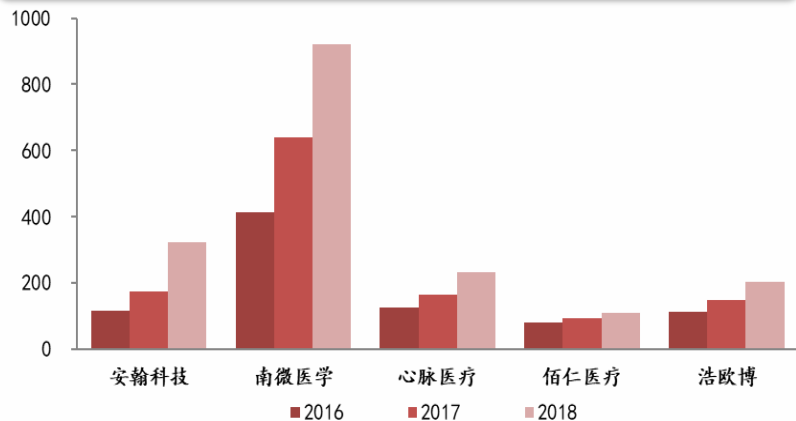
公司名称	主要产品	A股和H股可对比公司
安翰科技	磁控胶囊胃镜系统	无
南微医学	内镜诊疗耗材、肿瘤消融设备及耗材	开立医疗（威尔逊）
贝斯达	磁共振、X射线设备等	万东医疗、新华医疗等
祥生医疗	超声设备等	迈瑞医疗、开立医疗等
迈得医疗	安全输注类和血液净化类智能装备	千山药机、楚天科技等
海尔生物	低温保存箱、生物安全柜、血液冷藏箱等	澳柯玛等
东方基因	毒品检测、传染病检测、优生优育检测等POCT产品	万孚生物、基蛋生物等
热景生物	心脑血管、炎症感染及肝炎肝癌检测产品	万孚生物、基蛋生物等
硕世生物	呼吸道病原体、疹类、HPV类、干化学诊断产品等	达安基因、凯普生物等
浩欧博	过敏原和自免检测产品	无
普门科技	光子治疗仪、特定蛋白分析产品等	光子治疗仪领域无可比A股公司
赛诺医疗	药物支架、球囊导管等	乐普医疗、蓝帆医疗等
心脉医疗	主动脉支架、术中支架及外周血管支架等	先健科技等
佰仁医疗	生物瓣膜、瓣膜成形环、心胸外科生物补片等	乐普医疗、冠昊生物、正海生物等
华熙生物	透明质酸原料及相关医用成品等	昊海生物等
昊海生物	人工晶体、眼科粘弹剂、玻璃酸钠注射液等	冠昊生物、景峰制药等

数据来源：各公司招股说明书，Wind，西南证券整理

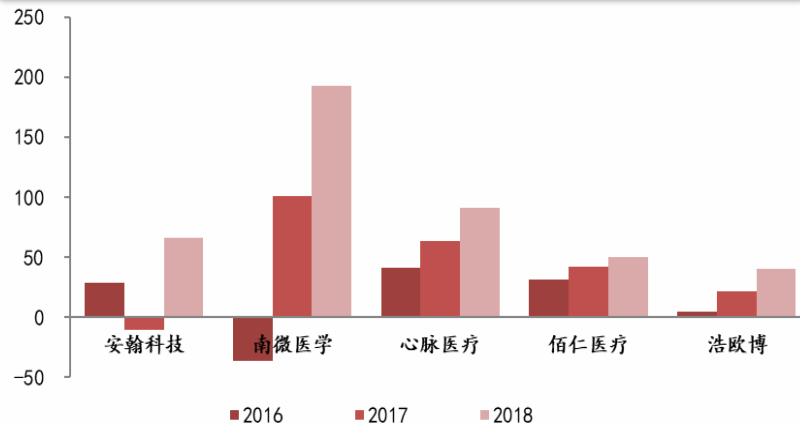
4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

16家拟科创板器械公司均实现了收入和盈利

医疗器械科创板企业营业收入对比（百万元）

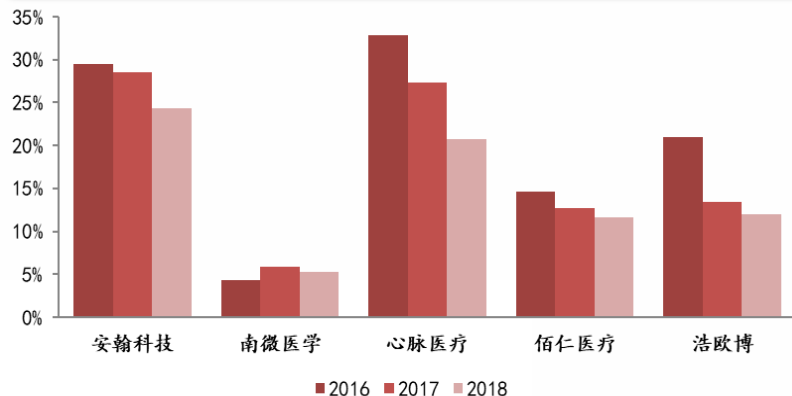


医疗器械科创板企业净利润对比（百万元）



数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

医疗器械科创板企业研发利润率对比

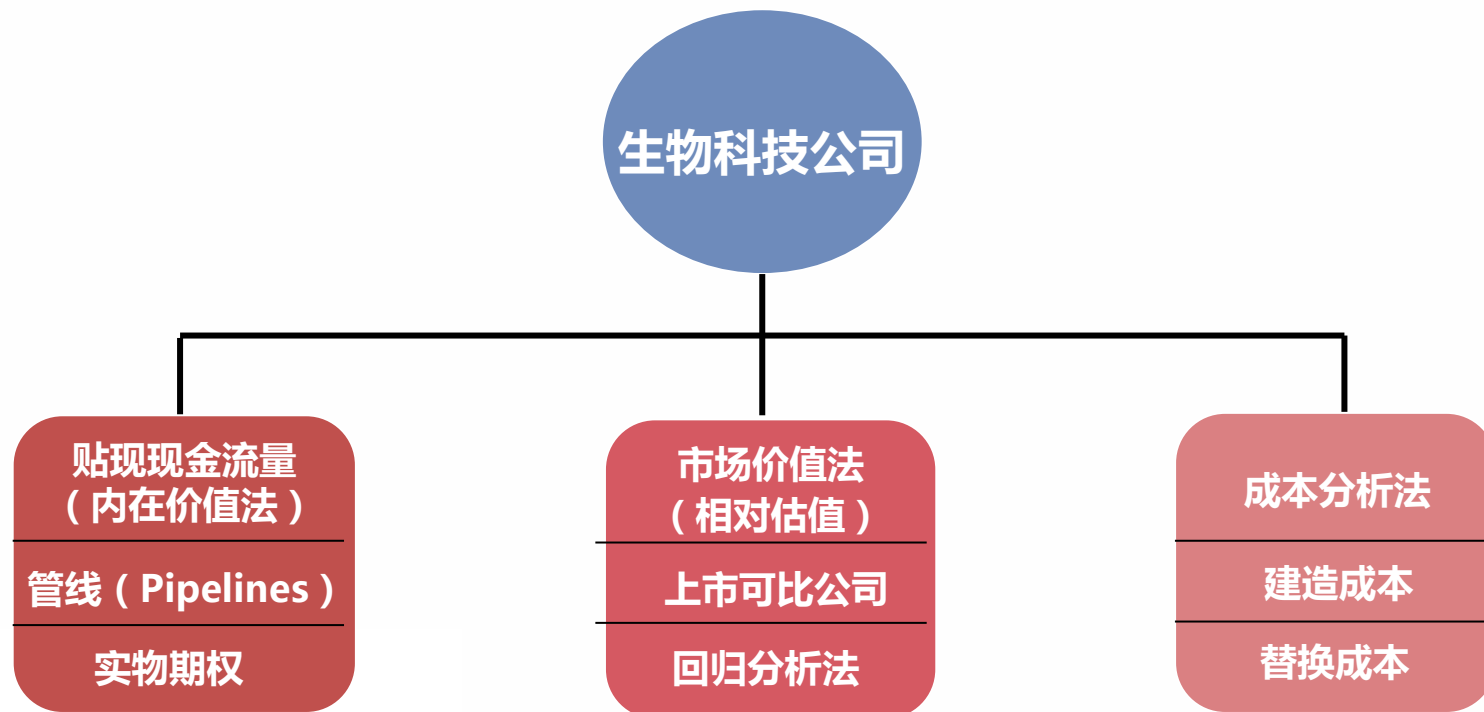


◆研发费用力度：我们选取的五家拟科创板企业有四家企业2016-2018年平均研发占比达到10%以上，其中安翰科技三年研发投入平均占比高达26.5%，心脉医疗平均研发占比25.7%，佰仁医疗和浩欧博平均研发占比分别为12.8%和14.6%，一定程度上体现了拟科创板企业具备较高的研发创新意识。

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

4.2 科创板公司估值方法—借鉴海外无利润biotech估值方法，DCF

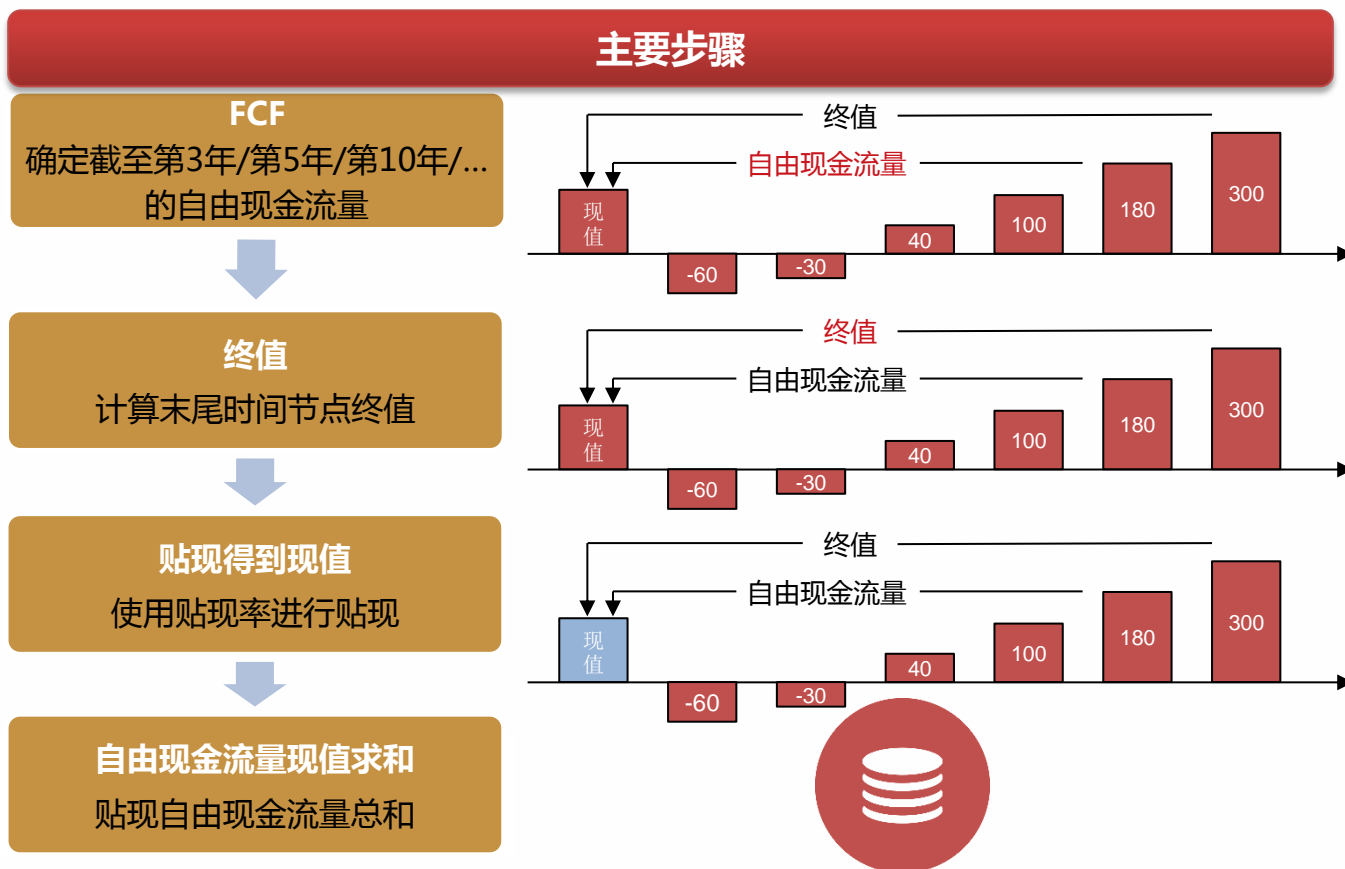
- ◆ 内在估值法：贴现现金流量法（DCF）是内在估值的一种形式，是对估值建模最为详细和彻底的方法。
- ◆ 市场价值法：这是一种相对估值方法，在无利润生物科技公司使用不合适。
- ◆ 成本分析法：成本分析法关注一项交易或工程的成本。



4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

海外Biotech估值：DCF为海外Biotech估值底层逻辑

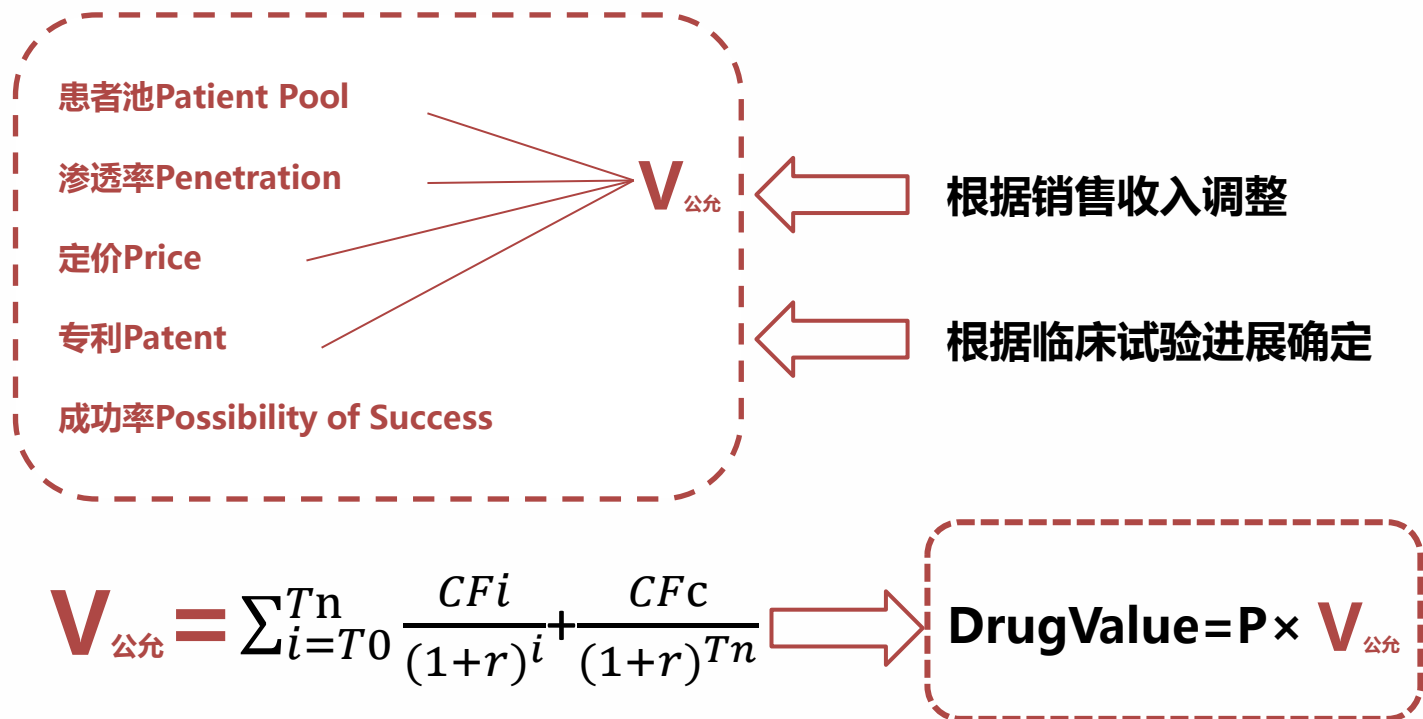
- ◆ 贴现现金流量（DCF）分析是一种内在价值评估方法，分析师预测该业务未来的无杠杆自由现金流量，并以公司的加权平均成本（WACC）将其折算成为今天的价值。搭建DCF模型比较困难，需要很多假设，但通常也会给出最准确的估值。



- ◆ 对于大型企业，通常运用分类加总估值法，即对不同的业务单元进行单独DCF建模并加总。

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

海外Biotech估值：DCF的具体化——5P估值模型



Tn：存续时间，也可假设按一定速率永续衰减

CFi：专利到期前自由现金流

CFc：专利到期后自由现金流

4 科创板开板，生物医药为重点支持行业

4.3 对于科创板的核心观点

科创板坚持市场机制主导，强化信息披露监管，标志着我国资本市场改革迈出了坚实一步，利于让资本市场更好得发掘有核心技术的创新医药公司

- ◆ 市场导向：在股票发行定价与配售机制、退市、股份坚持、并购重组、股权激励等重点制度设计中，坚持以市场为导向，发挥市场机制作用；
- ◆ 信息披露：注册制的核心是信息披露，建立与完善以信息披露的股票发行制度，让投资者能够在信息充分的情况下作出决策，强化各方义务与责任；
- ◆ 截至目前多数申报企业具备研发投入较大，并且多个产品具有较高的创新性的特征。

生物医药行业的估值—DCF估值方法日趋重要

- ◆ 创新医药公司的行业独特性使得国内常用的 PE 估值方法在估值适配度上不够高
- ◆ 创新医药公司具有研发管线相对独立、研发流程严格清晰、客户群体具有刚性需求的特点，通过历史研发计算的统计数据能保证较高的有效性，再结合专利保护期、产品市场空间，可以建立以研发管线为核心、 DCF 估值法为框架的适合创新医药公司特点的估值方法。

关注标的

- ◆ 创新药：微芯生物、泽璟制药和博瑞医药
- ◆ 创新器械：南微医学、华熙生物、心脉医疗和浩欧博

风险提示

行业政策变动风险、科创板落地进度不及预期的风险、创新药械研发进展不及预期的风险。

目 录

- 1 医药行业上半年表现回顾
- 2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显
- 3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业
- 4 科创板开板，生物医药为重点支持行业
- 5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段**
- 6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断
- 7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长
- 8 行业投资策略及标的

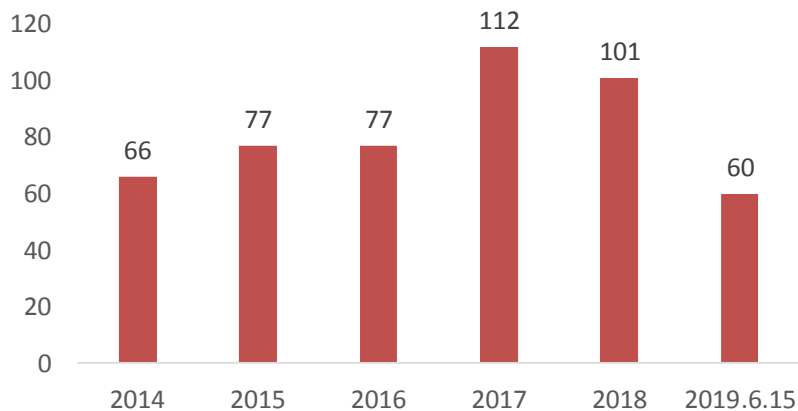
5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

药品供给侧：近年国内创新药研发数量快速增长

◆ 2014-2018年，经历了2015年“722”事件与2016年的新化药分类改革，国内创新药研发势头已经不可阻挡，2017年CDE受理了国内企业112个创新药的IND，创历史之最，2018全年有所回落有101。截止2019年6月15日，国内药企申报的化药创新药IND数量已经达到60个，预计全年能达到120个，可能创新的记录。

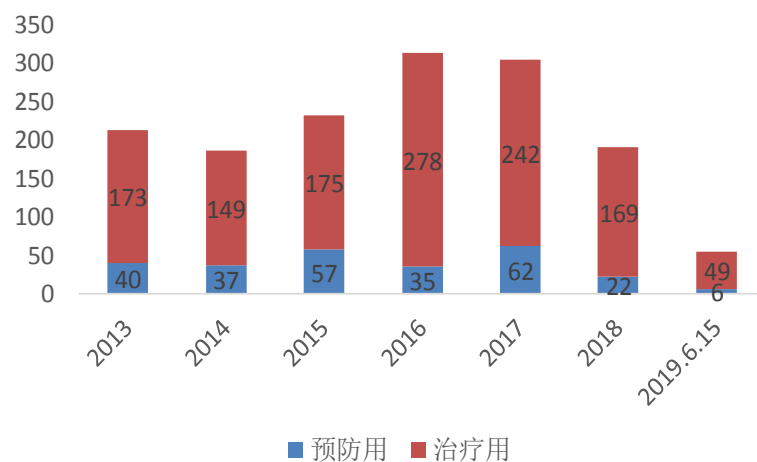
◆ 生物制品近两年未受分类改革影响，从受理的生物制品IND数量分析，2016-2017年也是处于历史最高水平，2018年申报数量大幅回落，预计未来生物制品将以提升质量为主，数量相对减少。

2014至今国内化学创新药IND受理数量



国内化学创新药IND申报数量

2013至今国内生物制品IND受理数量



■ 预防用 ■ 治疗用

数据来源：药智网，西南证券整理

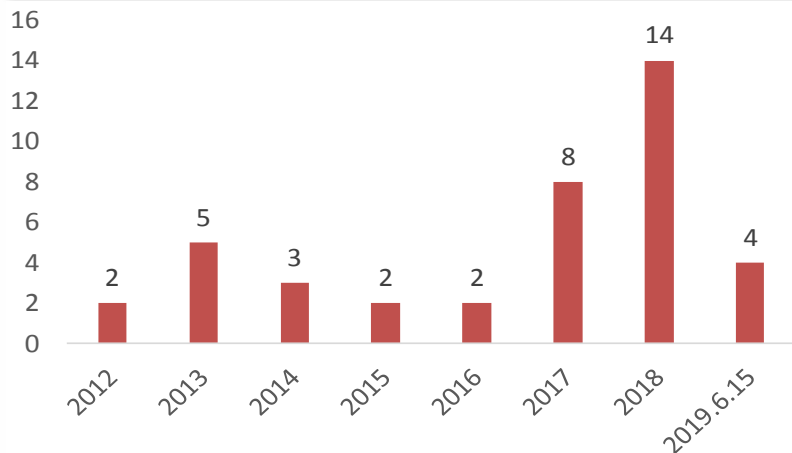
5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

药品供给侧：近年国内创新药上市申请数量快速增长

◆ 2012-至今，与国内创新药IND申请数量趋势相同是创新药上市申请数量也在快速增长。2017年以前每年化学新药申报上市数量均未小个位数，至2017年开始，每年新申报上市的化学创新药数量超过5个，2018年更是达到14个，创历年之最。

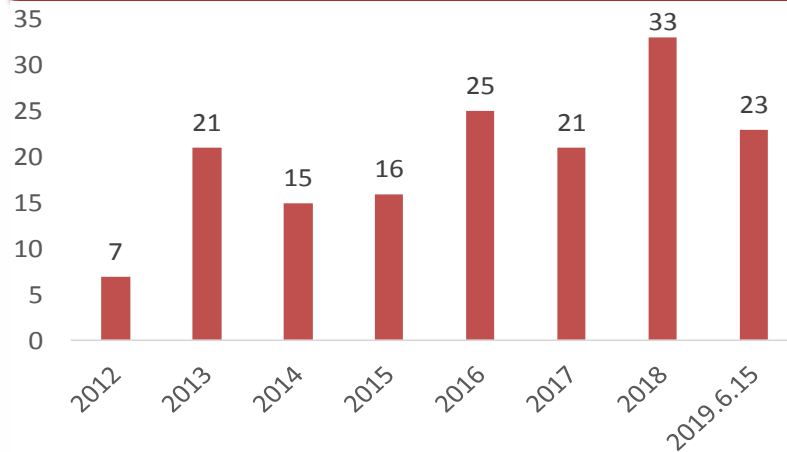
◆ 生物制品申报上市数量也在明显增长，从受理的生物制品NDA数量分析，2013-2017年申报数量比较均匀，2018年数量大幅提高，2019年也有大幅增长的趋势。

2012至今国内化学创新药上市申报数量



国产1类/1.1类化药新药上市申请数量

2012至今国内生物制品新药上市申报数量



国产生物制品上市申请数量

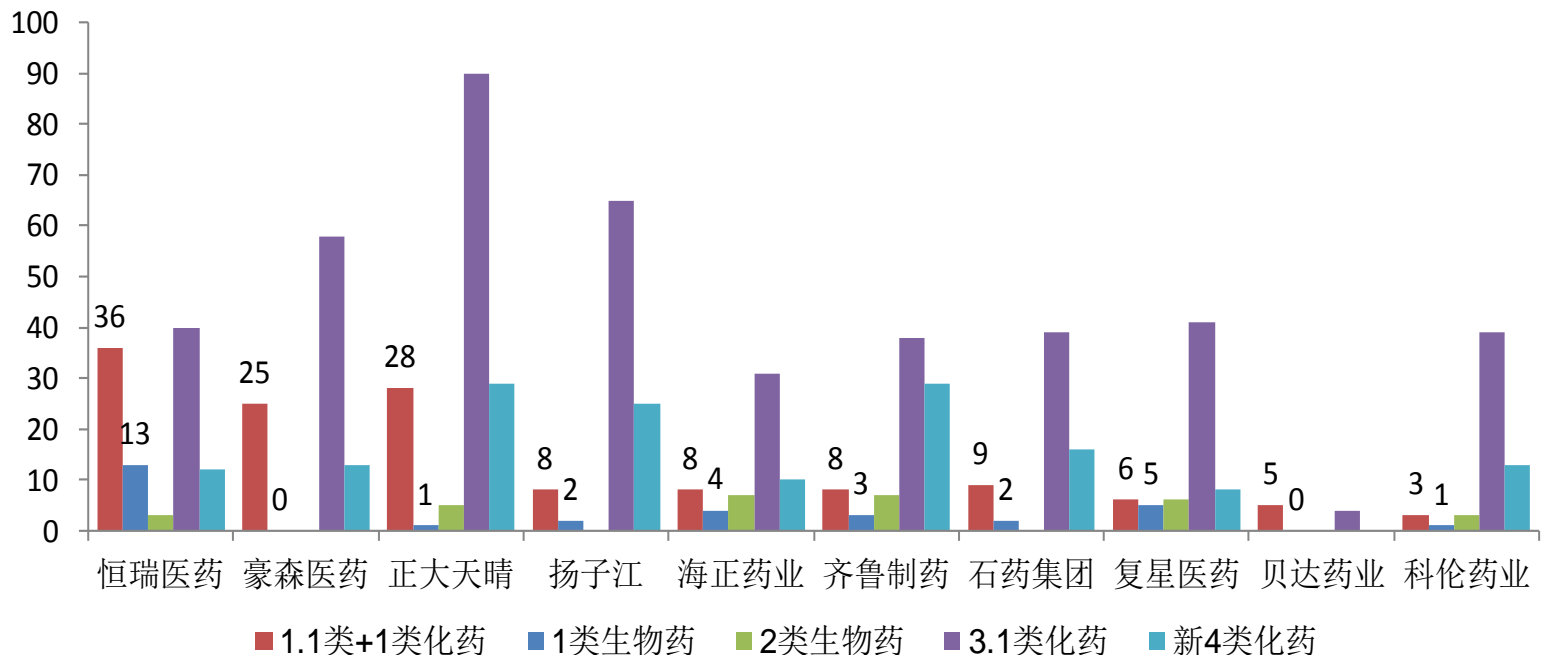
数据来源：药智网，西南证券整理

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

国内创新药现状：国内创新药研发格局以恒瑞为首的研发型公司将成为市场赢家

◆ 国内药企研发实力对比主要参考其1类新药（化药+生物药）以及3.1类仿制药品种数量，尤其是1类新药数量代表一个企业的原创研发实力。

国内主流药企申报创新药与仿制药数量（截止2019年6月15日）

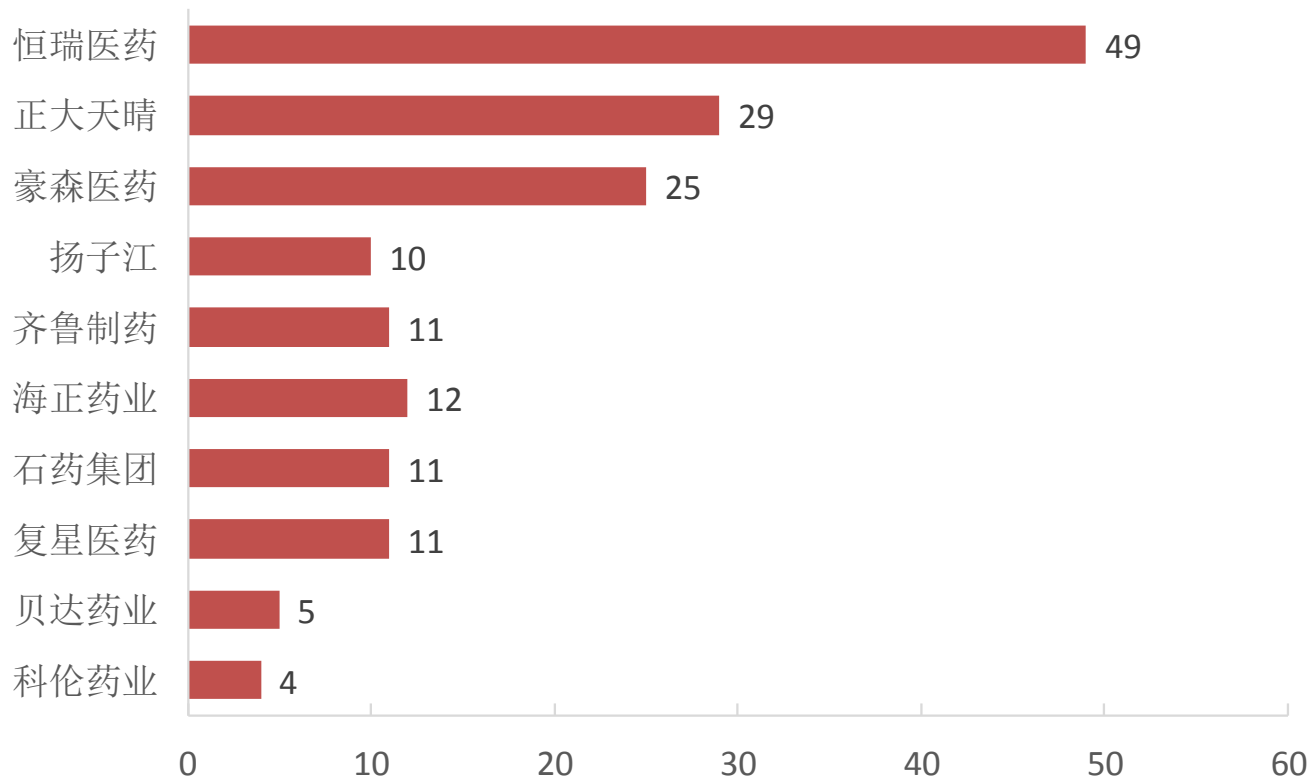


数据来源：药智网，西南证券整理

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

国内创新药现状：国内创新药研发领域格局正逐步形成，头部化已经很明显

国内主流药企申报创新药数量统计（截止2019年6月15日）



数据来源：药智网，西南证券整理

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

药品供给侧：国产创新药已初步进入收获阶段

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

2018年获批与申报上市国产创新药信息更新

序号	已获批产品名称	获批时间	适应症	所属企业	2018年销售额预测
1	重组细胞因子基因衍生蛋白注射液	2018.04	抗肿瘤	杰华生物	—
2	安罗替尼	2018.05	抗肿瘤	正大天晴	11-13亿
3	硫培非格司亭	2018.05	抗肿瘤	恒瑞医药	约1亿
4	丹诺瑞韦	2018.06	抗丙肝	歌礼药业	约2亿
5	吡咯替尼	2018.08	抗肿瘤	恒瑞医药	约2亿
6	呋喹替尼	2018.09	抗肿瘤	和记黄埔	—
7	注射用艾博卫泰	2018.09	疫苗	前沿生物	—
8	罗沙司他胶囊	2018.09	贫血	珐博进	—
序号	申报上市产品	申报时间	适应症	所属企业	获批时间
1	特瑞普利单抗 (PD-1)	2018.03	抗肿瘤	君实生物	2018.12
2	卡瑞利珠单抗 (PD-1)	2018.04	抗肿瘤	恒瑞生物	2019.05
3	信迪利单抗 (PD-1)	2018.04	抗肿瘤	信达生物	2018.12
4	艾维替尼	2018.06	抗肿瘤	浙江埃森药业	2019.Q3
5	KW-136胶囊	2018.06	抗丙肝	北京凯因科技	2019.Q3
6	氟马替尼	2018.07	抗肿瘤	豪森药业	2019.Q3
7	盐酸拉维达韦片	2018.08	抗丙肝	歌礼药业	2019.Q3
8	赞布替尼	2018.09	抗肿瘤	百济神州	2019.Q3
9	替雷利珠单抗 (PD-1)	2018.09	抗肿瘤	百济神州	2019.Q3

数据来源：药智网，西南证券整理

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

国产创新药代表：超级单品PD-1单抗三家国产药企已获批

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	——

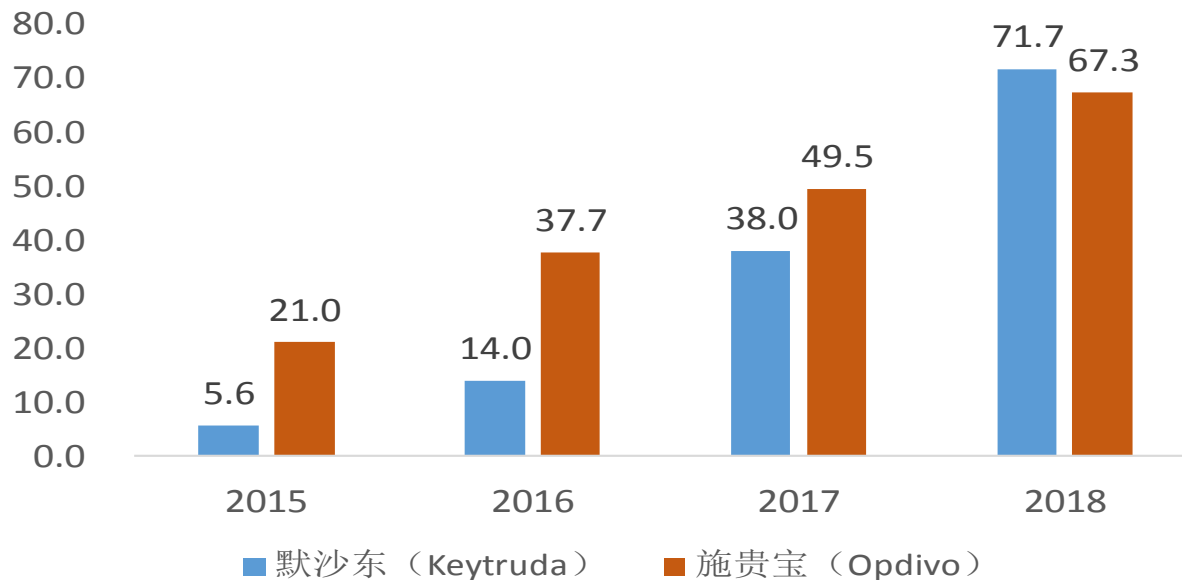
数据来源：药智网，西南证券整理

◆ 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。

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

国产创新药代表：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。

5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段

国内创新药产业总结

◆ 国产创新药已经初步完成早期的原始积累，已经进入一个较快速的发展阶段，这个阶段会不断有国产创新药获批上市，以恒瑞医药为首的创新药企也将借助创新药领域的突破实现新的快速增长。

投资策略

◆ 我们看好研发实力强、产品管线集中于治疗性用药、市场转化能力强的上市公司。

重点标的

◆ 综合实力强劲的公司，重点推荐：恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）；关注港股创新龙头中国生物制药（1177.HK）、翰森制药（3692.HK）。

			净利润（亿元）			PE		
代码	公司	市值（亿元）	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600276.SH	恒瑞医药	2710	40.7	54.1	70.9	67	50	38
002422.SZ	科伦药业	382	12.1	15.7	19.5	32	24	20

数据来源：各公司公告，西南证券

目 录

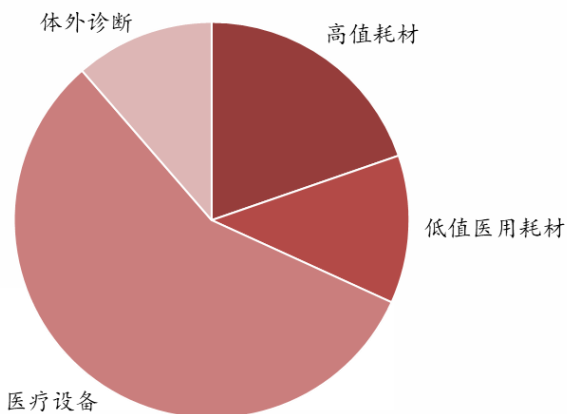
- 1 医药行业上半年表现回顾
- 2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显
- 3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业
- 4 科创板开板，生物医药为重点支持行业
- 5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段
- 6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断**
- 7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长
- 8 行业投资策略及标的

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

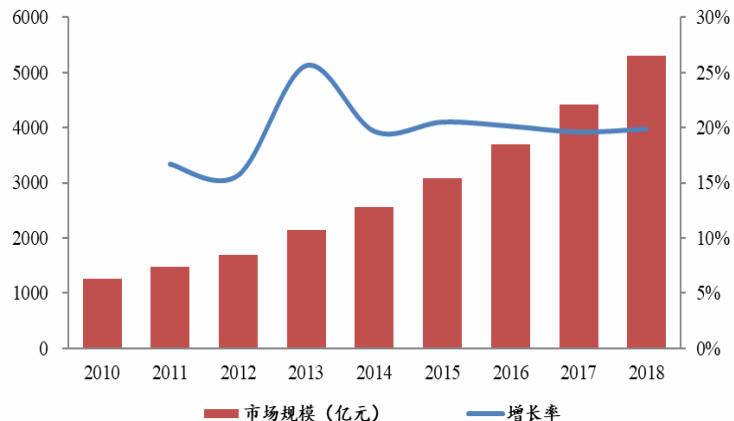
中国医疗器械市场仍然保持快速增长

- ◆ 2018年中国医疗器械市场规模达到5304亿元，同比增长19.9%，连续多年保持近20%增速。
- ◆ 从细分领域分布看，2018年医疗设备市场规模为3013亿元，占比最高，高值耗材（骨科植入、血管介入、神经外科等）市场规模为1046亿元，低值医用耗材市场规模为641亿元，体外诊断市场规模为604亿元。
- ◆ 从细分领域增速，2018年高值耗材增长20.4%，其中血管介入、口腔科、血液净化等均保持近20%的增长，低值耗材、医疗设备、体外诊断增速分别为19.8%、20.0%、18.4%。

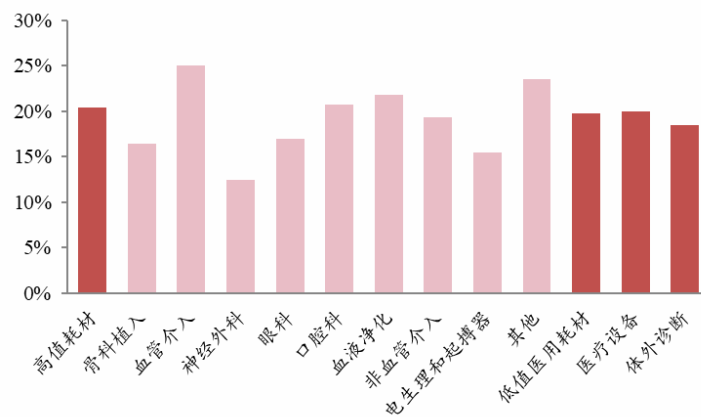
中国医疗器械细分领域市场占比



中国医疗器械市场规模及增速



中国医疗器械细分领域市场增速



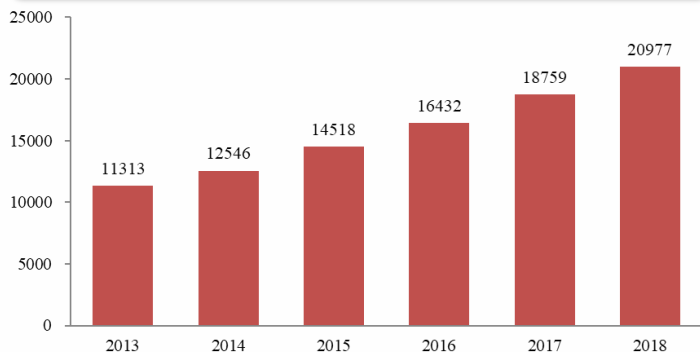
数据来源：中国医疗器械蓝皮书，西南证券整理

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

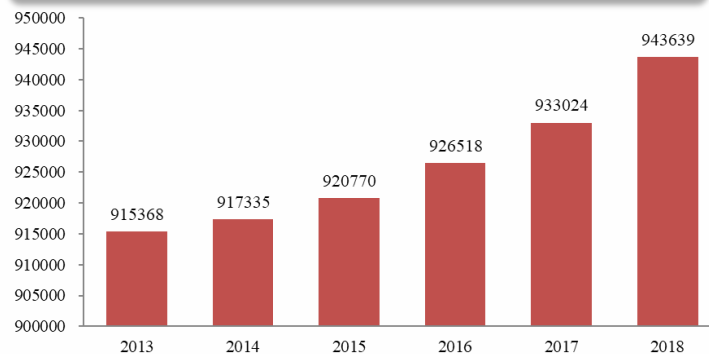
国内医疗器械消费需求旺盛，市场潜力空间大

- ◆ 老龄化进程加快、政府卫生支出持续增长、分级诊疗带动基层医疗基础设施建设、大型医疗器械配置证放开、国家鼓励社会办医，众多因素将持续推动中国医疗器械市场快速扩容。

中国基层医疗机构数量

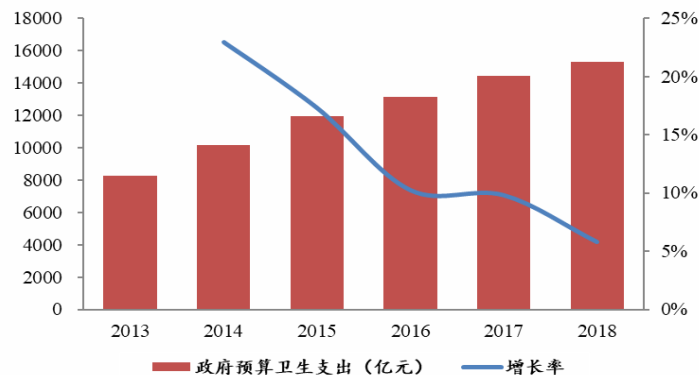


中国民营医院数量



- ◆ 中国基层医疗卫生机构基数庞大且持续增长，2018年机构数量达到94.4万家，另外随着国家对社会办医的大力支持，中国民办医院的数量也在持续增长，2013年-2018年民营医院数量累计实现85.4%增长，庞大的基层医疗机构数量以及快速增长的民营医院数量将持续利好对性价比高的医疗器械。
- ◆ 我国财政预算安排医疗卫生支出持续增长，2018年医疗卫生支出高达15291亿元，占全国财政支出的7.3%，同比增加840亿元，增幅显著高于全国财政支出2.5个百分点。

全国财政预算医疗卫生支出



数据来源：统计局，西南证券整理

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

中高端市场仍是由外企主导，国产替代空间较大

- ◆ 国产企业尽管在低值耗材、生化诊断、骨科创伤类、冠脉支架等少数领域占据了主要的市场份额，但在多数中高端细分领域仍有进口品牌占据主导地位。
- ◆ 体外诊断领域的最大的化学发光细分市场国产化比例仅为20%左右，CT、磁共振、超声等医学影像设备由外资占据70%左右的市场份额，内窥镜领域国产化更是低至10%左右，骨科脊柱类和关节类国产化比例较关节类仍有较大提升空间。

中国医疗器械部分细分领域国产化比例

类别	细分领域	市场规模	国产比例	主要国产企业
体外诊断	生化诊断	120亿 (+10%)	70%	迈瑞医疗、九强生物、迈克生物
	化学发光	300亿 (+20%)	20%	迈瑞医疗、安图生物、新产业
影像诊断	DR	80亿 (+10%)	80%	万东医疗、安健科技、联影医疗
	CT	100亿 (+10%)	20%	联影医疗、东软医疗、明峰医疗
	磁共振	100亿 (+10%)	20%	联影医疗、奥泰医疗、朗润医疗
	超声	80亿 (+10%)	30%	迈瑞医疗、开立医疗、汕头超声
	内窥镜	200亿 (+20%)	10%	开立医疗、上海澳华、沈阳沈大
心血管	冠脉支架	50亿 (+15%)	80%	乐普医疗、微创医疗、蓝帆医疗
	起搏器	30亿 (+20%)	20%	乐普医疗、先建科技、微创医疗
骨科	创伤类	100亿 (+15%)	60%	威高骨科、大博医疗、天津正天
	脊柱类	80亿 (+18%)	40%	威高骨科、天津正天、大博医疗
	关节类	80亿 (+20%)	40%	爱康医疗、春立医疗、天津正天
血液净化	透析器	100亿 (+10%)	30%	山东威高、常州朗生、佩尼医疗
	灌流器	10亿 (+35%)	90%	健帆生物、廊坊爱尔、淄博康贝

数据来源：产业信息网，各公司公告，西南证券整理

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

政策持续向好，国产品牌受益显著

- ◆ 国家持续加大对基层医疗的扶持力度，2015年国务院发布关于推进分级诊疗制度的建设的知道意见，提出要大力提高基层医疗服务能力，全面提升县级公立医院综合能力，卫健委也先后发布多项鼓励县级医院服务能力建设的政策。
- ◆ 随着基层医疗服务能力的要求提升，医疗器械的需求持续释放，其中性价比高的国产医疗器械显著受益于国家政策扶持。2018年，国务院在《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》文件中明确提出要推进医疗器械国产化，多地政府出台了相关的国产采购鼓励政策，明确优先采购国产品牌。在多省已完成的器械采购方案中，均大幅体现了对国产器械的支持力度。

国内医疗器械行业扩容利好政策

时间	部门	政策	主要内容
2018.10	卫健委	《关于发布2018-2020年大型医疗设备配置规划的通知》	到2020年底，全国规划配置大型医用设备22548台，其中新增10097台。
2018.11	卫健委	《全面提升县级医院综合服务能力工作方案（2018-2020年）》	到2020年，500家县医院和县中医医院分别达到“三级医院”和“三级中医医院”服务能力要求，力争使90%的县医院、县中医院分别达到县医院、县中医院医疗服务能力基本标准要求。
2019.5	卫健委	《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》	进一步完善县域医疗卫生服务体系，提高县域医疗卫生资源配置和使用效率，加快提升基层医疗卫生服务能力，推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序

医疗器械国产化鼓励政策

时间	部门	政策	主要内容
2018.8	国务院	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	明确提出要“推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广”。
2018.3	海南财政厅	《海南省省级2018-2019年政府集中采购目录及标准》	政府采购原则上要求购买国内产品。
2018.5	四川卫健委	《四川省推进大型医院高质量发展实施意见》	合理配置适宜医学装备，与医院功能定位、临床服务需求相适应，优先选择国产医用设备耗材。
2018.7	浙江财政厅	《2018-2019年度全省政府采购进口产品统一认证清单（医疗设备类）的通知》	共计232种医用设备经论证后允许进口，其余医疗设备采购均要求国产，确需采购进口的，需要经过提交申请，通过严格审批和进一步论证。

数据来源：政府官网，西南证券整理

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

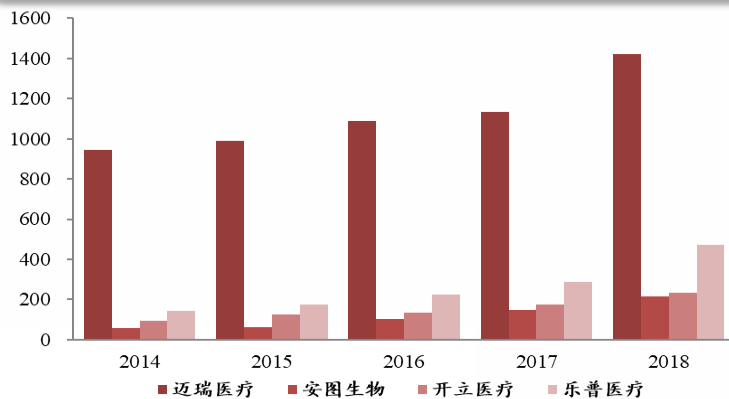
研发创新氛围持续向好，国内企业迎黄金发展机遇

- ◆ 近年来，国家持续加大对医疗器械领域创新鼓励制度，2017发布的“十三五”医疗器械创新专项规划中，明确提出了重点鼓励方向和目标，同时多项财政、审批等相关鼓励配套政策也陆续推出，国内医疗器械研发创新氛围持续浓厚。
- ◆ 从国内医疗器械公司方面看，我们选取A股几家主要的医疗器械公司作参考，迈瑞医疗、安图生物、开立医疗、乐普医疗等公司持续加大研发投入，并实现了多个技术领域的突破，如迈瑞的高端彩超、安图的化学发光分析仪、开立医疗的内窥镜、乐普医疗的可降解支架等。

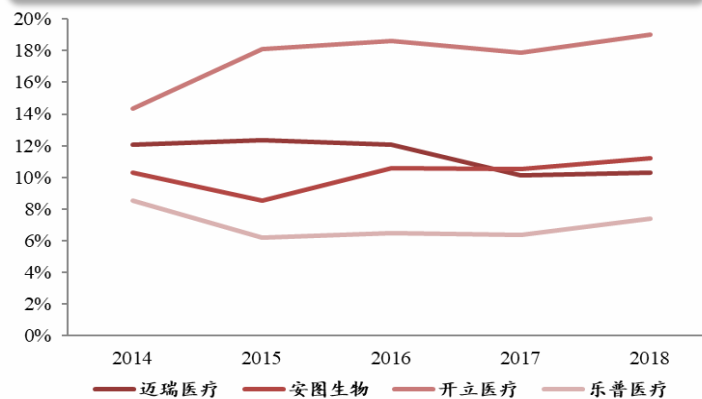
国内医疗器械领域部分相关鼓励政策

时间	部门	政策	主要内容
2017.6	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	加速医疗器械产业整体向创新驱动发展的转型，突破一批前沿、共性关键技术和核心部件、培育若干年产值超百亿元的领军企业和一批具备较强创新活力的创新型企业。
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》	鼓励医疗器械企业增加研发投入，使用财政拨款开展器械研发，给予优先审评审批。
2018.11	药监局	《创新医疗器械特别审查程序》	程序设置更为科学有效，有利于提升创新医疗器械审查效率。

A股部分器械公司研发支出（百万元）



A股部分器械公司研发支出占收入比



数据来源：wind，西南证券整理

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

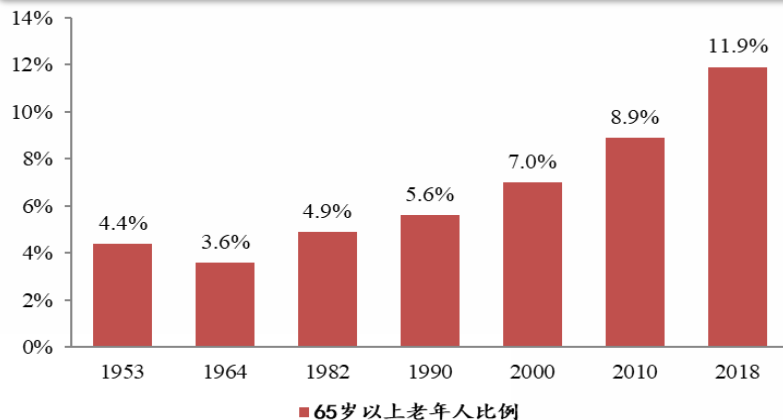
老龄化+消费能力提升，家用医疗市场前景广阔

- ◆ 中国老龄化趋势日趋显著，2018年65岁以上老年人占全国人口的11.9%，研究表明，慢性病多数与年龄呈正相关。
- ◆ 中国高血压、糖尿病、慢肺阻等慢性病人群众基数庞大，其中高血压和糖尿病患者高达2.7亿和1.1亿人，且人数在持续增长。
- ◆ 随着居民健康意识改善，家用医疗的消费意愿持续提升，如健康体检人数的快速增长。另一方面，城镇和农村居民人均可支配收入持续增加，医疗消费能力将大幅提升，家用医疗器械市场将持续快速增长，市场前景广阔。

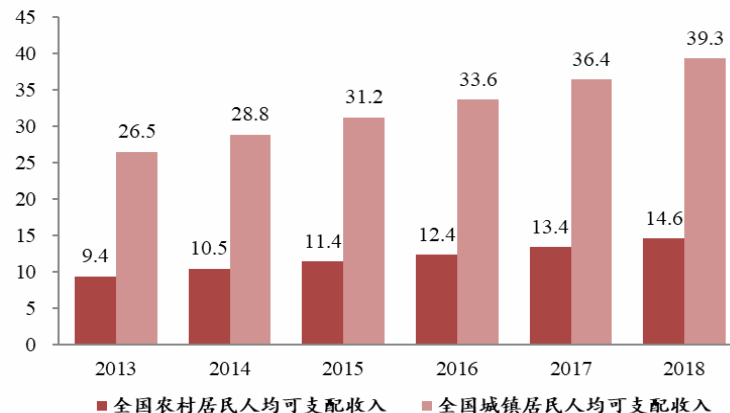
中国慢病人群数量基数庞大

疾病类型	患病人数	相关家用医疗产品
糖尿病	1.1亿人	血糖仪
高血压	2.7亿人	血压计
慢肺阻	1亿人	制氧机
睡眠呼吸暂停综合征	0.6亿人	睡眠呼吸机
肢体残疾	0.25亿人	轮椅(手动+电动)

中国老龄化趋势



全国居民人均可支配收入(千元)



数据来源：统计局，西南证券整理

6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断

医疗器械投资总结

- ◆ 国内医疗器械行业持续保持近20%增长，基层医疗服务能力提升是大势所趋，医疗器械作为必要的医疗硬件将持续受益，尤其是性价比高的国产器械将显著受益。

投资策略

- ◆ 我们看好具备研发创新能力的医用医疗器械企业，以及产品线齐全的家用医疗器械企业。
- ◆ IVD行业政策友好，行业增速较快，估值较低，配置性价比较高，看好低估值高成长企业。

重点标的

- ◆ 重点推荐：迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、万孚生物（300482）、迈克生物（300463）、关注万东医疗（600055）和乐普医疗（300003）。

			净利润（亿元）			PE		
代码	公司	市值（亿元）	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300760.SZ	迈瑞医疗	1848	37.2	45.7	55.3	50	38	31
002223.SZ	鱼跃医疗	227	7.3	9.0	11.2	31	26	21
300482.SZ	万孚生物	132	3.1	4.2	5.5	42	32	24
300463.SZ	迈克生物	139	4.4	5.4	6.8	32	26	20

数据来源：各公司公告，西南证券

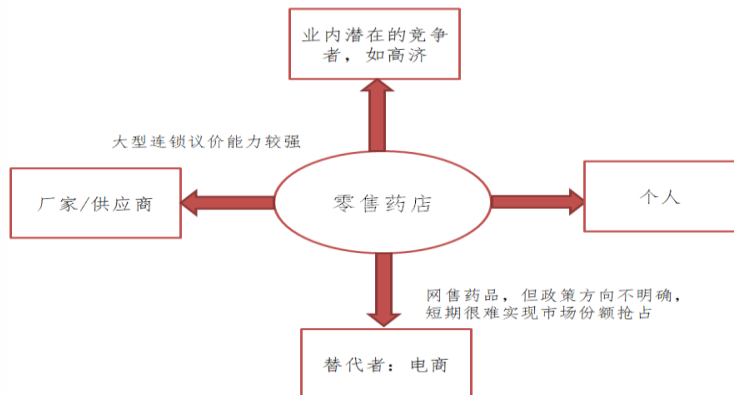
目 录

- 1 医药行业上半年表现回顾
- 2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显
- 3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业
- 4 科创板开板，生物医药为重点支持行业
- 5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段
- 6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断
- 7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长**
- 8 行业投资策略及标的

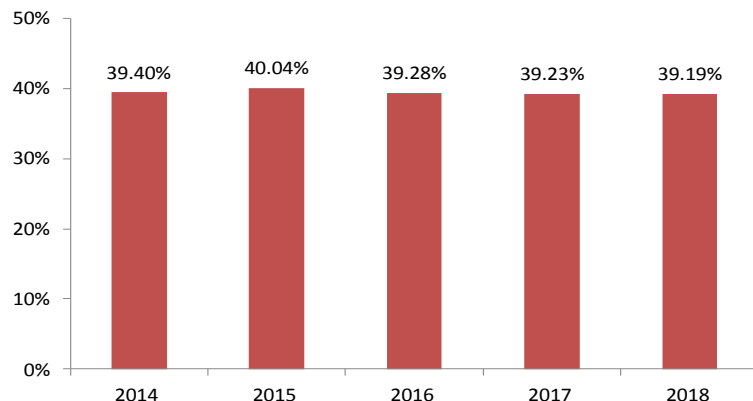
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.1 药店产业链位置好，市场份额逐年增加

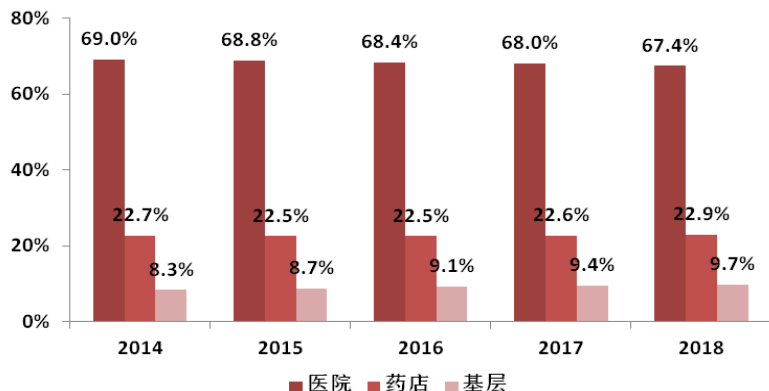
药店行业竞争格局分析



上市药店行业毛利率变化情况



药品销售渠道收入占比情况



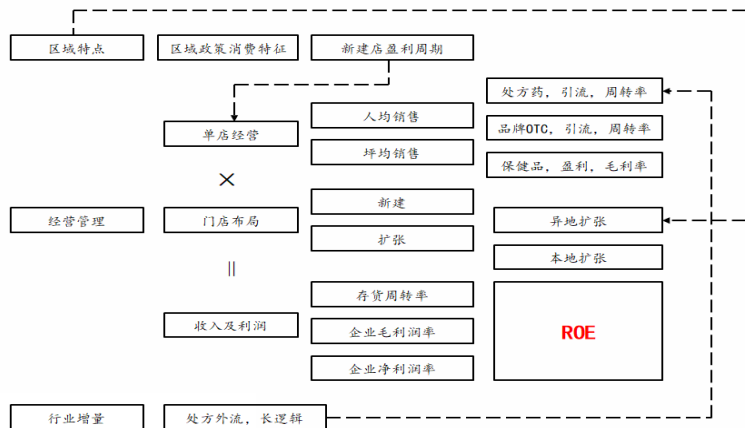
◆零售药店是指以销售药品及医疗相关产品为主的商店。其上游是经销商或生产厂家，而下游是直接面对消费者。药店产业位置决定了其具有较强的议价能力即毛利率稳定，资金回款优势等。

◆2018年我国药品销售额约为1.7万亿，其中医院终端占比约为67%，药店终端约为23%，其中医院终端药品销售市场占比逐渐下降，而药店市场占比逐渐提升。

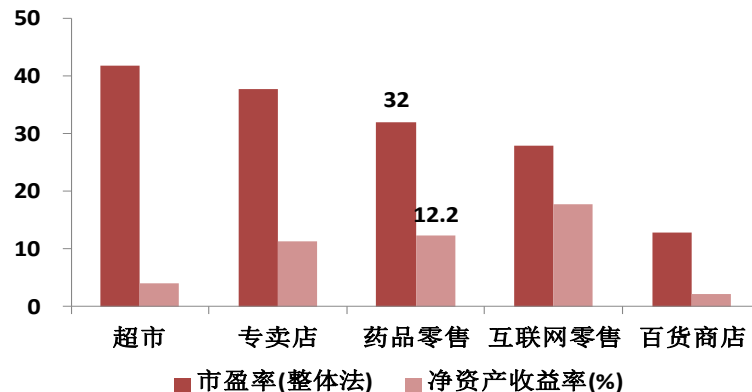
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.1 药店产业链位置好，市场份额逐年增加

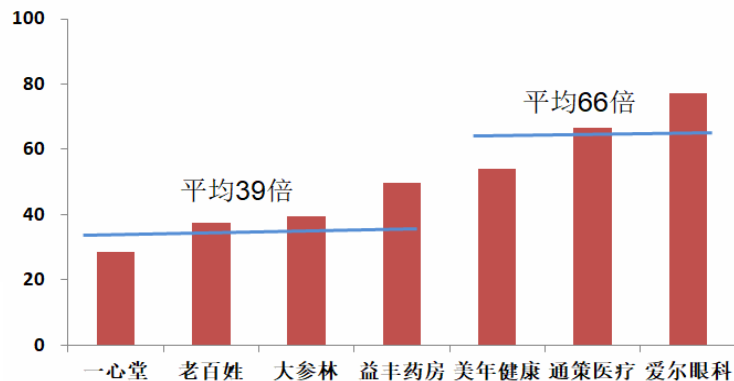
药店行业分析框架



与超市、百货等国内业态的估值比较 (WIND分类)



与医疗服务行业公司动态估值比较



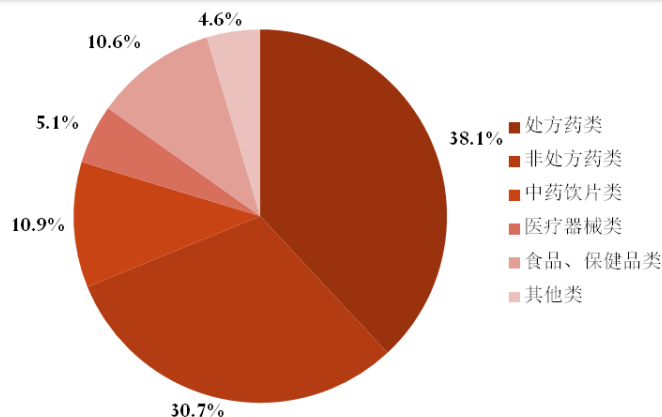
◆与传统百货超市相比，药店的设立不仅受到工商及药监部门的双重监管，需要配置执业药师，且其产品销售过程中需要更加专业的服务。

◆由于药店具有强监管、2C属性等，短期由于服务能力的差异，患者更愿意到医院就诊。但长期来看，我们认为在行业划分及对标上，药店从人员构成、药品种类、医保报销、产业位置及采购优势等角度看应该属于靠近医疗服务的领域。

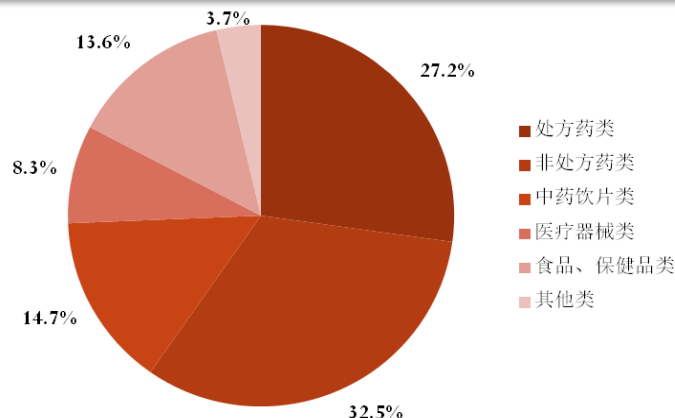
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.1 药店产业链位置好，市场份额逐年增加

国内药店处方药销售收入贡献占比



国内药店处方药销售利润贡献占比



处方药销售收入贡献占比

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
销售额 (1)	4000	4240	4494	4764	5050	5353	5674	6015	6375	6758
复合增速		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
销售额 (2)	4000	4380	4796	5252	5751	6297	6895	7550	8267	9053
复合增速		9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%

数据来源：西南证券*销售额 (2) 指包含处方外流

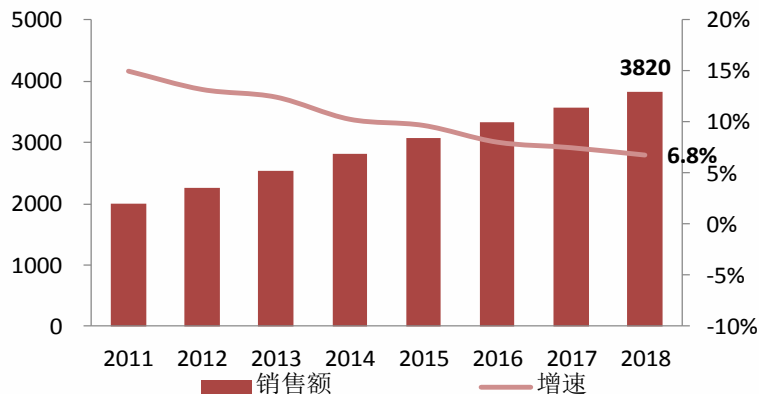
◆ 处方药的功能定位为吸引客流，非处方药和中药饮片利润率高於处方药；

◆ 按照处方外流规模10年维度估算，行业的收入复合增速提升约3个百分点。

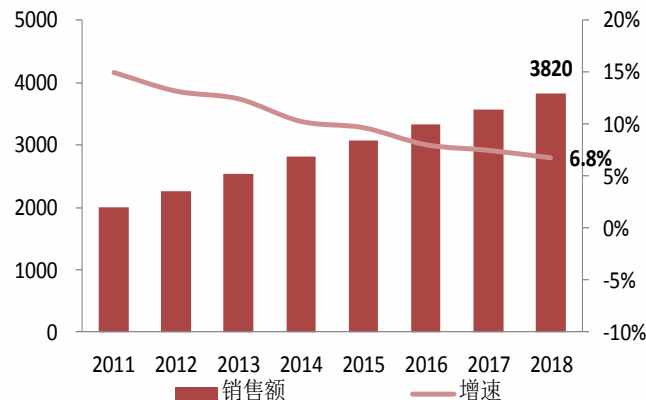
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.2 龙头公司受益于整合加快，增速保持高速增长

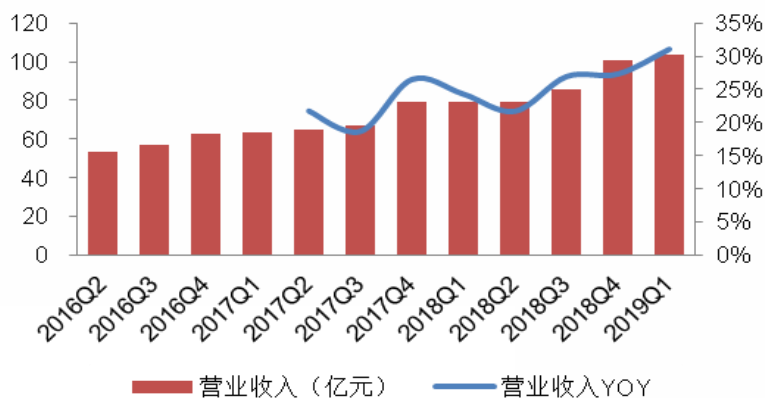
零售药品销售额及增长率（2011-2018）



线下实体终端历年销售额及增长率（2011-2018）



药店行业上市公司收入总额及增速（单季度）



◆2018年零售终端药品规模约为3919亿元，同比增长约为7.5%，从历史趋势来看有放缓迹象，估计药店内生增长在8%左右。按照实体药店和网上药店两大市场划分，2018年规模分别为3820亿元、99亿元，同比增速分别约为6.8%、41.3%。

◆从上市公司角度来看，4家药店行业上市公司2018年收入总额增速为25.2%、归母净利润总额增速为20.4%；行业2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为27.4%和31.1%，净利润总额增速分别约为8.3%和30.6%，整体环比呈加速增长，主要原因为行业并购整合加快。

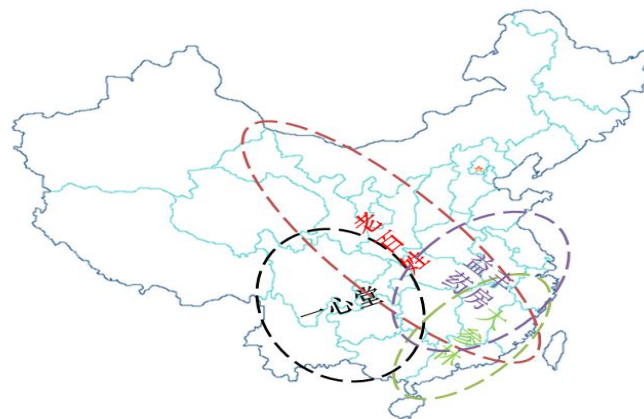
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.2 龙头公司受益于整合加快，增速保持高速增长

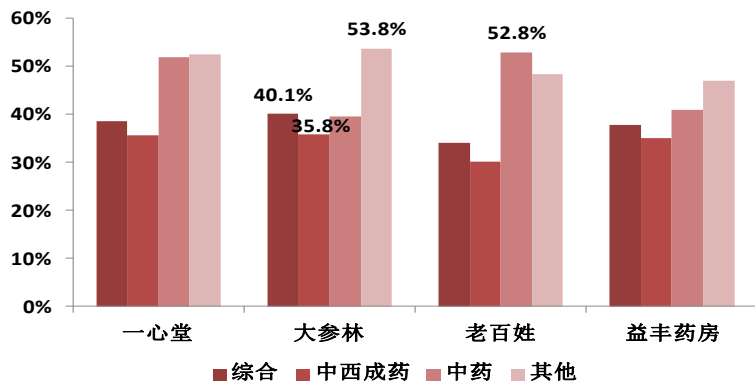
药店估值差异原因分析



四大药店上市企业布局区域



药店上市公司产品毛利率比较 (2018)



◆ **积极的外延并购。** 业内对于药店发展已经形成了共识，即内生+外延。但是在当前行业集中度较低背景下，具体那种模式能脱颖而出还无定论。从公司的估值情况来看，市场主要是投票给外延积极且整合能力较强的企业；

◆ **较高的毛利率和区域布局。** 从整体毛利率来看，受益于生产并表大参林约为40%最高，其次为一心堂、益丰药房与老百姓。从区域布局来看，益丰药房布局为店均收入较高的华东，而老百姓则布局单位面积内药店最少的西北地区。

7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.2 龙头公司受益于整合加快，增速保持高速增长

行业收购估值逐年提升

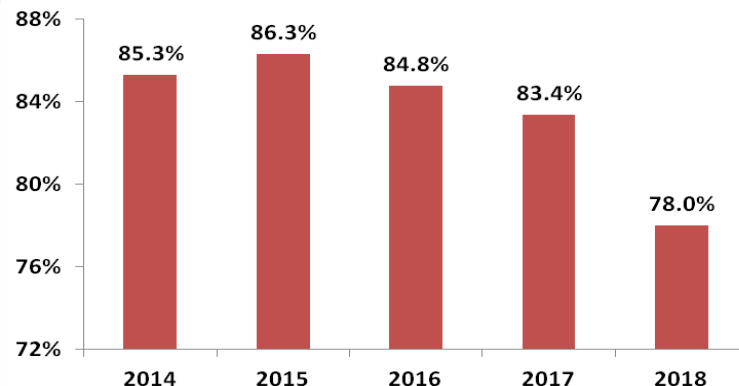
年份	标的	收购方	PE 估值	PS 估值
2015	兰州惠仁	老百姓	22.3	1.1
2016	郴州公司	老百姓	21.4	2.1
2017	通过泽强	老百姓	21.3	1.3
2018	新兴药房	益丰	24.6	3.8

上市公司拓展策略倾向于观望

公司名称	2016		2017		2018	
	新建	收购	新建	收购	新建	收购
一心堂	370	219	662	448	349	0
益丰	310	193	349	167	153	604
老百姓	193	295	339	318	421	303
大参林			217	231	291	64
合计	873	707	1567	1164	1214	971

数据来源：wind、西南证券整理

行业一年期内新开门店数量占比



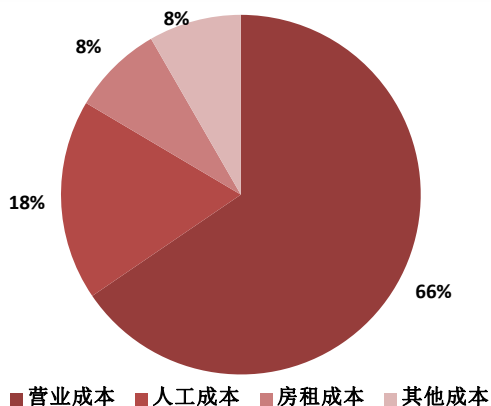
◆行业并购成本增加，益丰药房收购河北新兴PS近4倍。且行业新增竞争者，高瓴资本旗下的高济医药成立于2017年目前全国布局万余家药店，陕西、四川、广东、两湖、华北、安徽等地为核心；

◆四大上市公司目前策略趋于保守，如大参林、一心堂在2018年在并购方向上处于观望状态，老百姓与益丰也将进入对前期收购标的整合阶段，预期2019年行业并购估值或下降。

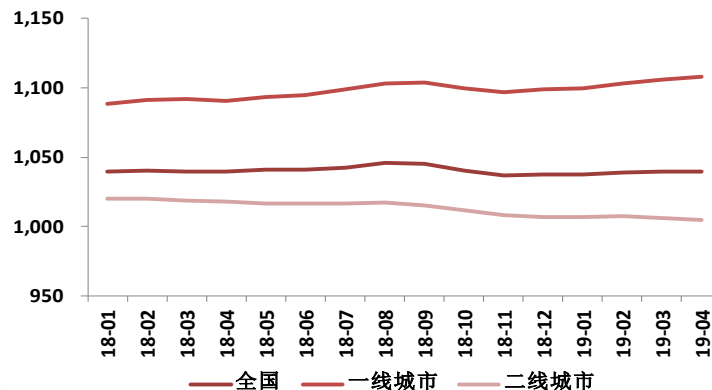
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.3 从成本角度看上市公司连锁率提升的必要性

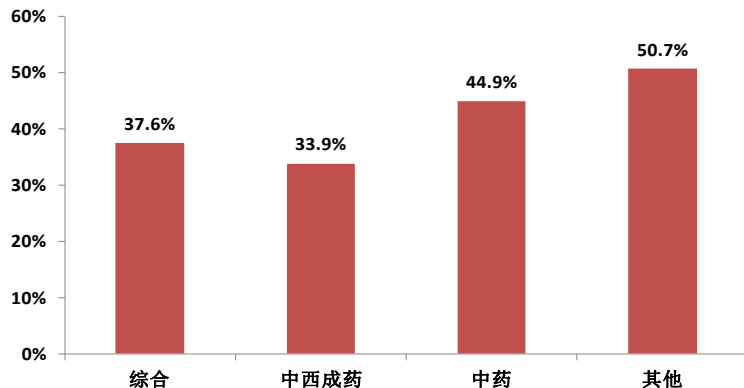
药店上市公司成本构成情况（2018）



城市住房租赁价格指数



药店产品毛利率比较（2018）



◆ 药店内在经营压力主要来自于成本增加，其中营业成本（以采购为主）占比约为66%，其余依次为人工成本和房租成本，三者合计占比超过90%。由于房租和人工均为刚性且有上涨趋势，药店能控制的主要是采购成本。

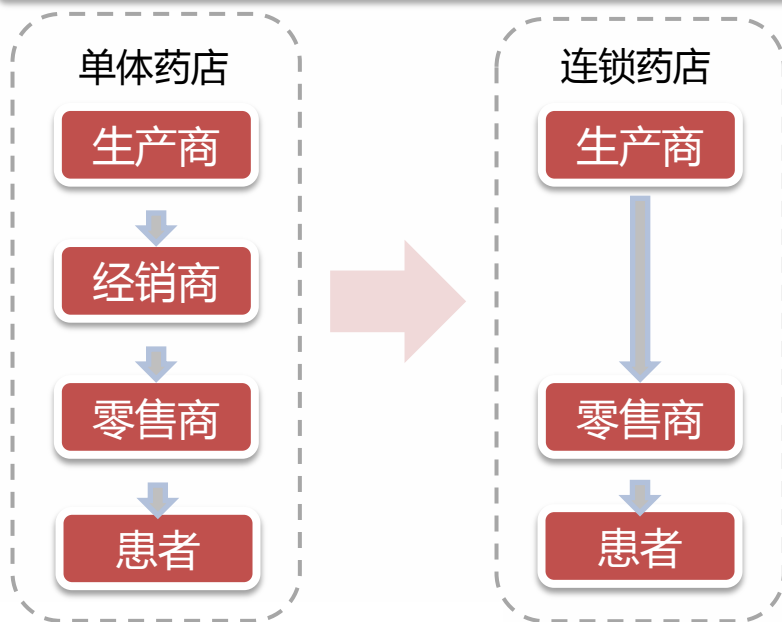
◆ 国内城市住房租赁指数显示一线城市上涨为主要因素。对于房租成本的控制，药店的处理方式是尽量签约长期合同，提升客单价。员工薪酬相比房屋租金整体涨幅较温和。由于房租和薪酬上涨为刚性，故对营业成本控制的意义重大。

7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.3 从成本角度看上市公司连锁率提升的必要性

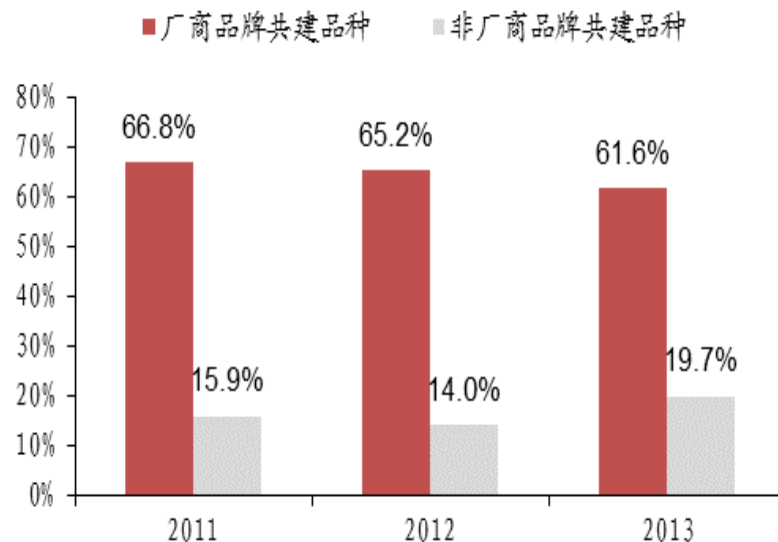
- ◆ 随着连锁药店规模扩大，终端集中度提升，零售药店在药品销售渠道上的重要性凸显；
- ◆ 行业集中度提升给零售药店带来的影响：与上游的议价能力增强，“厂商直销品种”替代“渠道品种”，毛利率得以提升。

连锁药店VS单体药店



数据来源：西南证券

毛利率:厂商共建品种Vs非厂商共建品种

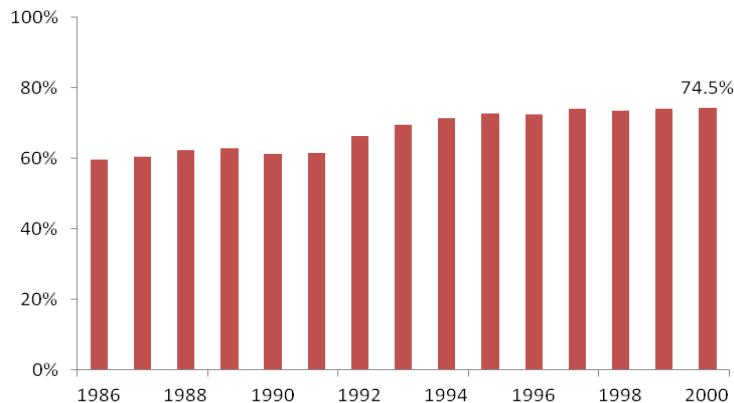


数据来源：一心堂招股书，西南证券整理

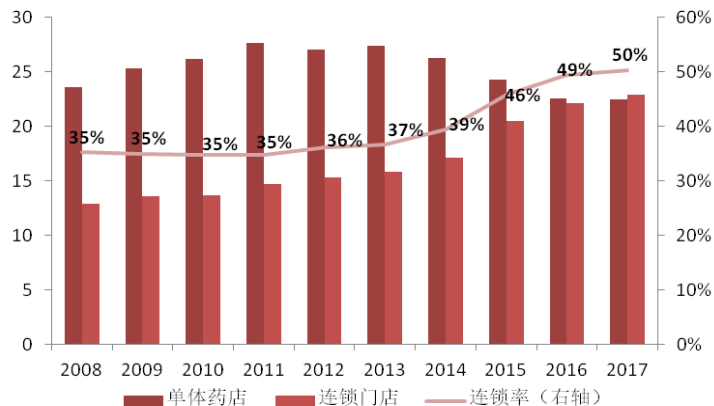
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.3 从成本角度看上市公司连锁率提升的必要性

美国药店连锁率变化情况（1986-2000）



国内药店行业连锁率变化情况（单位：万家）



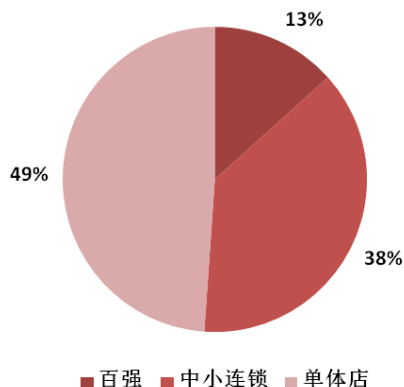
2017年美国零售药品市场规模为4526亿美元，同比增长1.4%，早在2000年美国药店连锁率已经超过70%。2017年国内药店连锁率已经首次超过50%，预计2018年约为51%。连锁率提升手段为并购及连锁药企新开店，其优势如下：

- ◆成本优势（向上游议价，或谈判直供商品），可降低产品的采购成本；
- ◆配送网络优势，降低单产品的物流成本、销售成本等；
- ◆品种优势。

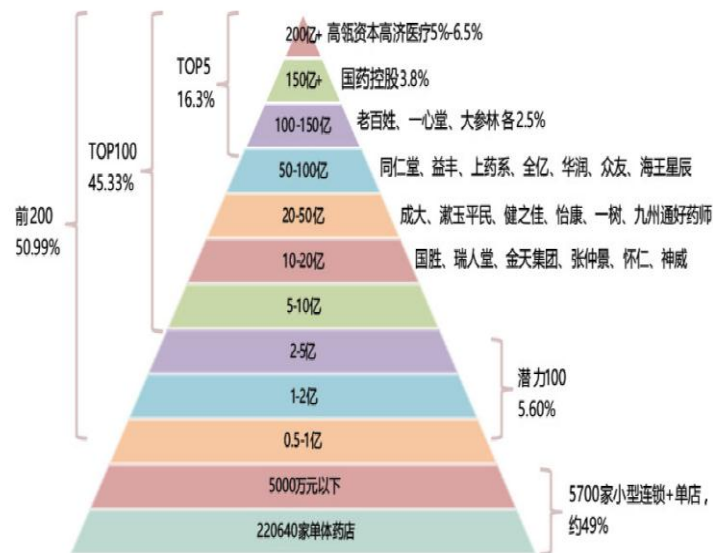
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.4 政策推动集中度提升，但速度慢于连锁整合

百强连锁/中小连锁/单体店数量对比



全国药店格局 (2018)



重庆区域药店竞争格局



依托重庆医药商业配送，医院协同，品种齐全，DTP受益



太极集团子公司，中药销售本地知名，直营和加盟超过万家店



高济医药参股，大力投入店面，吸引客流



本地药店，品牌药降价促销策略+送鸡蛋，以保健品销售为目的



竞争优势弱于前四大药店，目前仍未盈利

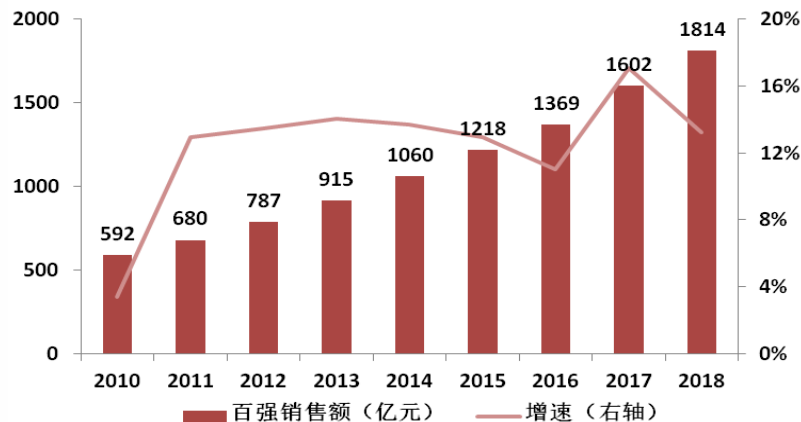
数据来源：中国药店、西南证券整理

◆根据数据显示，截至2018年末全国药品零售门店总数约为46万家，其中连锁门店24万家，社会零售单体药店约22万家。从药店数量分布来看，百强连锁、中小连锁和单体店分别为7万家、17万家和22万家。在当前政策背景下，龙头企业+中小连锁+小连锁+单体店趋势仍将继续。

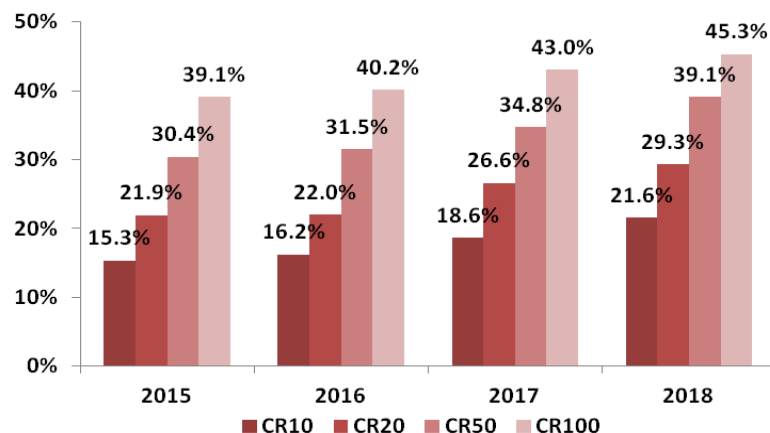
7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.4 政策推动集中度提升，但速度慢于连锁整合

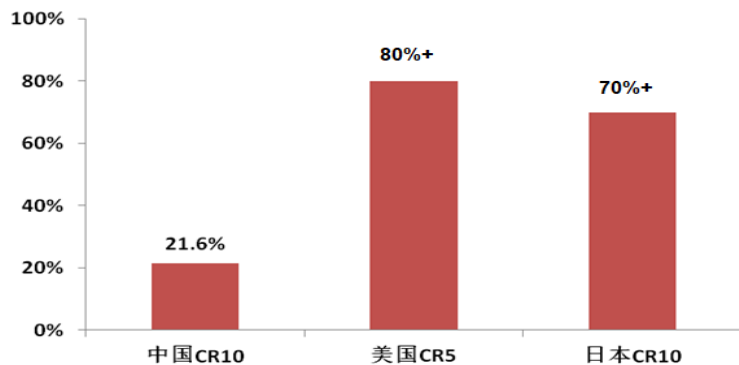
百强连锁收入增长情况



国内药店收入集中度情况



国内外药店集中度比较



◆ 2018年连锁药店中百强连锁的药品收入市场占比约为45%，同比提升约2.3个百分点，增速约为13.2%，有提速迹象。

◆ 国内药店集中度较低，前五家集中度约为11%。但近年来集中度有提升趋势，前5家集中度约提升1个百分点，前100家集中度提升约0.8个百分点。美国药店主要集中在前4家，集中度超过80%，较中国高约5倍。其中仅CVS占比就高达38%。与日本相比，CR10仍相差约4倍。

7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.4 政策推动集中度提升，但速度慢于连锁整合

政策一：流通两票制+税务规范化

- ◆ 两票制简化药品流通环节，大量不规范的小流通商被淘汰/规范。这些小流通商往往正是单体药店的上游，两票制后单体药店将对接规范性的大流通商，即要承担由行业规范带来的税收成本；
- ◆ 单体药店缺乏上游议价能力，本身净利率较低（一般在0-2%），增值税成本/销售额一般为3-4%，若单体药店此前运营中存在税务不规范，则两票制后的税收规范成本带来的压力堪忧；
- ◆ 我们认为：随着两票制和税收规范，药店行业龙头公司迎来整合机遇。

单体药店（达到起征点）增值税测算

纳税方式	销售额(a)	仅考虑采购成本 的毛利率(b)	税率(c)	营业收入 $d=a/(1+c)$	增值税(e)	增值税/销售额 $f=e/d$
小规模纳税人	1	20%	3%	1.03	$0.03(d*c)$	3.1%
一般纳税人	1	20%	17%	1.17	$0.04(b*d*c)$	4%

数据来源：西南证券

7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.4 政策推动集中度提升，但速度慢于连锁整合

政策二：加强执业药师配置

◆今年315后，执业药师挂靠问题受到市场关注。药监局决定开展6个月的整治，4月底前完成自查，5月开始检查。查出问题则取消药店资格，且后期加强飞检查。截至2018年底，全国通过执业药师资格考试的总人数累计达到103万人，全国执业药师注册人数为47万余人，注册于零售药店的执业药师约43万人，占注册总数的92.2%。

执业药师补贴及费用测算

公司名称	门店数	销售人员平均工资 万元/年	药师补贴 万元/月	药师工资万元/ 年	空缺执业药师新增费用（亿元）			18年净利 润（亿元）
					10%	5%	3%	
一心堂	5470	5.9	0.15	7.7	0.42	0.21	0.13	5.08
老百姓	3110	5.9	0.15	7.7	0.24	0.12	0.07	4.13
大参林	3112	6.3	0.15	8.1	0.25	0.13	0.08	5.33
益丰药房	3676	6.0	0.15	7.8	0.29	0.14	0.09	4.46

增值税变化的利好（单位：亿元）

公司名称	营业收入	营业成本	增值税优惠	毛利弹性
一心堂	91.8	54.6	3%	1.1
老百姓	94.7	61.4	3%	1.0
大参林	88.6	51.7	3%	1.1
益丰药房	69.1	41.7	3%	0.8

◆我们认为上市公司的执业药师配比或超过市场水平，保守按照10%空缺测算，对营业利润影响在千万级别，影响有限；其次，1) 增值税比例下降的增幅完全可以覆盖这部分成本；2) 不考虑增值税利好，短期虽然是新增人员成本，但长期可以通过人员结构调整来完成新店布局，费用增幅或放缓。

7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.4 政策推动集中度提升，但速度慢于连锁整合

政策三：加强医保使用监管

- ◆《河北省医保定点零售药店经营管理规范》，禁止摆放和经营食品、日用百货、健身器材、化妆品、小家电等商品；
- ◆《河北省欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励工作实施细则（试行）》，进一步规范医保定点零售药店药事服务行为，石家庄市医疗保障局制定石家庄市医保定点零售药店药事服务行为八个“严禁”，如果发现药店有违规行为，可向石家庄市医疗保障局举报；
- ◆《上海市关于进一步加强定点零售药店管理，规范参保人员配购药的通知》，月配购医保药品费用超过1200元的，将暂停刷卡结算功能次月15日恢复；单次刷卡配购医保非处方药品不超过200元；
- ◆《云南省人力资源和社会保障厅关于进一步规范医疗保险个人账户管理的通知》，凡申请医疗保险定点零售药店资格的，一律禁止摆放和销售医疗保险个人账户支付范围外的商品，如日用品、化妆品等；对于已经纳入定点的零售药店，如果店内已摆放或销售医保卡支付范围外的，必须在规定时间内对此类商品进行清理。
- ◆国家医保局将在2019年12月底前“制定改进职工医保个人账户政策文件和医疗保障基金使用监管条例”。



7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长

7.5 零售药店行业观点总结

◆国内外集中度差异大，政策推动存量整合。美国药店连锁率已经超过70%，且前三家连锁药店收入占比已经超过70%。国内连锁率约为50%，前三家连锁药店收入占比约为7%，与美国相比市场整合空间大。通过税务规范、药店分级对人员配置高要求、医保管理力度提升等，淘汰冗余药店，加速行业整合，预期并购仍将是行业的主旋律；

◆区域下沉及内部挖潜，提升盈利能力。短期行业并购成本增加，并购策略趋于保守；但随着药店店龄增加，持续的向上游议价及品种结构调整，将使得单店客流量和盈利能力将提升；

◆处方外流趋势明显，零售市场空间提升。随着控制药占比、分级诊疗的推进，以及带量采购背景下，处方外流已成行业趋势，我们预计将带来超过2000亿元市场增量，按照10年估算或将行业增速提升至年复合增长9%以上。

◆投资建议：从集中度对比来看，行业整合还处于前期，四大上市药店企业差距不明显，建议整体配置。但从个股弹性角度，重点推荐加速新店扩张且业绩提速的一心堂（002727）、以及精细化管理标杆企业益丰药房（603939）。

			净利润（亿元）			PE		
代码	公司	市值（亿元）	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002727.SZ	一心堂	151	5.2	6.8	8.5	29	22	18
603939.SZ	益丰药房	230	4.2	5.6	7.6	54	41	30

目 录

- 1 医药行业上半年表现回顾
- 2 行业数据有回暖迹象，细分领域分化较为明显
- 3 医改任务清单落地，精选政策利好子行业
- 4 科创板开板，生物医药为重点支持行业
- 5 创新药：国内创新药进入新的发展阶段
- 6 医疗器械：国产崛起大势所趋，重点关注医疗设备+体外诊断
- 7 零售药店：政策推动整合，龙头加速成长
- 8 行业投资策略及标的**

8 行业投资策略及标的

受行业政策预期影响，2019年上半年医药指数上涨后出现明显回调。当前行业整体TTM估值约为36倍，市场溢价率约为89%，且从历史趋势来看仍处于较低水平。2019年前4月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年前高后低的基数原因，2019年行业利润同比增速或前低后高。且从上市公司数据来看，样本公司2018年整体上收入端呈2位数增长，但在带量采购背景下叠加商誉减值后明显下滑。上市公司整体业绩增速在2019Q1略有回升，预计2019年净利润或成前低后高态势。我们认为在行业数据企稳并回暖的背景下，2019年下半年行业估值将更加合理，当前配置医药仍具有性价比。

近期化药和生物药申报仍呈欣欣向荣态势，恒瑞医药PD-1单抗正式获得上市批准，且随着科创板开板，国内制药产业加速向创新转型趋势明显。在2019年医改任务清单出台的背景下，药品市场格局变化或将加快。投资策略建议为**行业分化加剧下对细分领域积极乐观**：1) 自上而下：建议规避政策干扰较大的领域，推荐创新、消费、器械、药店等行业；2) 自下而上：建议选择半年报业绩预期不错，成长属性强且中长期产业趋势明确的板块和个股。具体如下：

◆**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；

◆**业绩持续高增长，成长属性强且不受医保控费影响的消费板块**：重点推荐长春高新（000661）、安科生物（300009）、片仔癀（600436）、智飞生物（300122）和康泰生物（300601）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（300206）等；

◆**明确受益处方外流和增值税改革，药店业绩或提速增长**：重点推荐一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）、大参林（603233）等。

◆**下半年重点组合**：恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、长春高新（000661）、康泰生物（300601）、泰格医药（300347）、一心堂（002727）、鱼跃医疗（002223）和迈克生物（300463）。

风险提示：药品降价风险；政策超预期风险。

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。PD-1单抗获批的第三家国产PD-1，即将放两销售。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54/41/33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年净利润分别为13.8亿元/18.6亿元/25亿元，对应PE分别为40倍/33倍/22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）和价格回归（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26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58倍/43倍/23倍，“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年净利润分别为6.7亿元、8.9亿元、11.6亿元 , 对应当前股价PE分别为51倍、38倍和29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27倍/22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26/20/16倍，“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。

一心堂 (002727) : 门店扩张有序进行, 规模效应值得期待

投资逻辑

- 新建门店继续增长。截至2019年3月31日, 公司共拥有直营连锁门店6005家, 其中云南省以外区域门店数量占比约为38%。公司在2019年计划开店1200家, 其中云南省内550家, 省外650家, 2019Q1已经兑现247家, 门店布局明显加快;
- 盈利和扩张兼顾, 有序推进。目前川渝市场盈利有好转; 云南市场已全面进入县域及以下市场, 持续下沉渠道。同时还将深度服务会员, 挖掘市场。如参考公司在云南省内的发展路径, 认为随着整合有序推进, 上游议价能力增强, 规模效应与品牌效应将逐步凸显, 业绩高增长值得期待;
- 立体化的店群经营模式, 巩固盈利增长点。城镇化推动三四线城市和县域市场发展, 公司在省会/地市/县市/乡镇级的市场门店均超过1000家, 其中地市/县市收入占比约为58%, 盈利能力高于平均水平, 竞争优势明显。

盈利预测与估值

- 我们预计2019-2021年业绩为6.8亿/8.5亿/10.5亿元, 对应当前150亿市值PE为23/18/15倍, “买入”评级。

风险提示

- 新开店开设速度或低于预期, 新店盈利进度或低于预期, 其他风险。

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告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