

投资评级:中性(维持)

医药行业 2019H2 投资策略

深度挖掘优质资产的外延

最近一年行业指数走势



联系信息

张文录

分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

沈瑞

分析师

SAC 证书编号: S0160517040001

021-68592283

shenr@ctsec.com

相关报告

- 1 《中美关系缓和及科创板助力 CRO: 医药生物漫谈第八十五期》 2019-07-03
- 2 《多重利好带来流动性回升, 阶段性 β 收益机会: 医药生物漫谈第八十四期》 2019-06-24
- 3 《创新药及器械公司更适用 DCF 估值模型 (5P): 科创板医药行业估值方法》 2019-06-20

● 深度挖掘优质资产的外延更有可能获得超额回报

大部分优质医药龙头资产的 PEG 估值在 2.2-2.4 区间, 处于 PEG 法估值的上沿, 或许龙头长期高估是经济增速放缓后的必然。但这些公司业绩上如有低于预期或行业上有利空, 估值上的调整要与业绩增速上做个平衡。整体医药生物的 TTM-PE 在 36 倍, 处于过去十年历史中枢; 相对沪深 300 的估值溢价率在 181%, 略低于 195% 的十年历史中枢。深度挖掘优质资产的外延更有可能获得超额回报。

● 新旧动能转换期, 投资喜新不厌旧

未来三到五年是经济新旧动能转化的关键时期。医药表现为医保筹资能力下降, 医保支付方更具有针对性和话语权。顺应历史趋势, 维持基本判断: 一、深化重点工作以药品集采为医改突破口, “4+7” 深入进行, 但唯低价是取和独一中将改变; 耗材集采将进行; 辅以互联网诊疗+医保支付, 促进医药分家, 药店价值上升。二、加速推进创新, 保持创新药医保谈判的节奏, 低价换量, 国内创新药企业受到欧美企业的挑战, 堤防 DCF 估值陷阱。三、仿制药一致性评价市场化, 企业竞争间淘汰落后产能, 原料药企业受益。四、加速出清辅助用药对医保资金的占用。

● 2019H2 投资策略

创新产业链: CXO、创新药和创新器械。创新药和器械是百家争鸣的地方, 这个市场没有绝对龙头, 是永远成长的行业。产业链上 CXO 先行, 创新药先赚估值, 宽松的货币环境更有利于深度挖掘黑马, 一些正在做创新、还没有被市场充分挖掘和认可的中小市值公司有更大可能性。2、消费品逻辑, 不占医保费用, 看消费属性变化: 老龄化和疫苗行业等长期关注。3、药店看政策, 处方外流是长期趋势; 医疗服务看商业模式的可复制性和公立医院的互补性。这两个方向估值已经体现充分。4、供给侧改革: 不厌旧, 原料药企业 4+7 之后的逆袭。5、中药处方药依然是政策偏空之地。6、医药流通和 OTC 等估值弹性较小。重点推荐: 东诚药业、泰格医药、药明康德、贝达药业、鱼跃医疗、华兰生物、欧普康视、通策医药和金城医药等。

● 风险提示: 行业政策不确定性风险、创新药竞争加剧

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (07.05)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
002675	东诚药业	97.15	12.11	0.35	0.49	0.63	34.60	24.71	19.22	买入
002223	鱼跃医疗	245.21	24.46	0.73	0.90	1.12	33.51	27.18	21.84	买入
300558	贝达药业	169.54	42.28	0.42	0.53	0.73	100.67	79.77	57.92	买入
300595	欧普康视	144.99	35.90	0.96	1.38	1.94	37.40	26.01	18.51	买入
300347	泰格医药	396.91	52.94	0.95	1.39	1.99	55.73	38.09	26.60	买入
600763	通策医疗	285.05	88.90	1.04	1.45	1.97	85.48	61.31	45.13	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

医药生物

证券研究报告

行业中期策略

行业研究

财通证券研究所

内容目录

1、 深度挖掘优质资产的外延更有可能获得超额回报	3
1.1 龙头高估值溢价是必然	3
1.2 深度挖掘优质资产的外延将获得超额回报	4
2、 医改方向确定，未来焦距在政策的执行进度上	5
3、 2019H2 投资策略：新旧动能转换期，投资喜新不厌旧	5
4、 重点推荐公司	8
4.1 东诚药业（002675）：核药业务处于全面高速成长期	8
4.2 贝达药业（300558）：2019 公司进入研发管线收获季	11
4.3 泰格医药：数理统计发力，方达上市助推临床前业务	12
4.4 通策医疗：深耕浙江，开枝散叶，内生亦大有可为	13
4.5 金城医药（300233）：头孢抗菌素领域的野蛮人	13
4.6 鱼跃医疗（002223）：消费型家用医疗器械龙头公司	15
4.7 华兰生物（002007）：血制品龙头，流感疫苗带来业绩弹性	16
4.8 药明康德：受益大环境，产能大建设	17
4.9 欧普康视：大蓝海中小确幸	18

图表目录

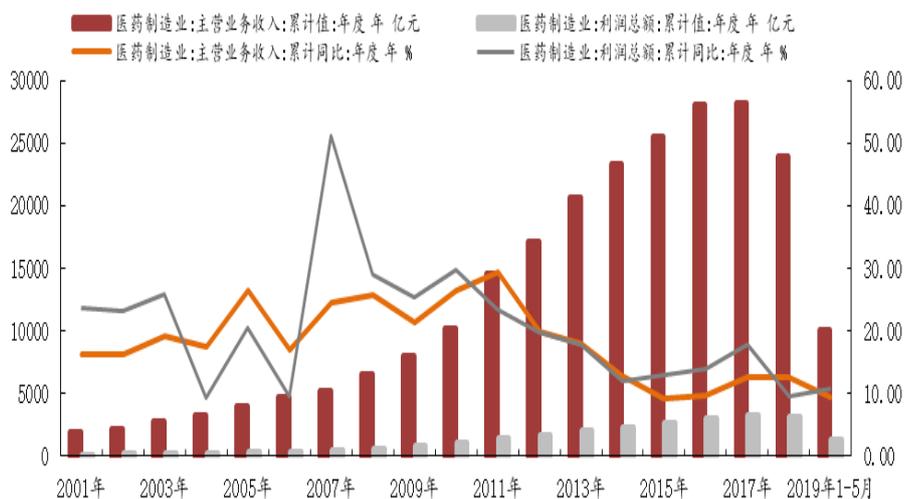
图 1：医药制造业增速已经下滑至 10%以下	3
图 2：过去七年医保收支情况：支出增速不降主要是投入在服务上	3
图 3：医药生物估值处于过去十年的中枢位置	4
图 4：2018 年 65 岁以上人口达到 1.67 亿	6
图 5：65 岁以上人口增速加快	6
图 6：“4+7”带量采购前产业链价值分配	6
图 7：“4+7”带量采购后产业链价值分配	7
图 8：原料药上市公司利润占比医药总利润在持续上升	7
图 9：放射药诊疗一体化原理	10
图 10：中国家用医疗器械行业增速快	15
表 1：主营业务收入预测表	10
表 2：经营活动净利润预测表	11

1、深度挖掘优质资产的外延更有可能获得超额回报

1.1 龙头高估值溢价是必然

大部分优质医药龙头资产的 PEG 估值在 2.2-2.4 区间，处于 PEG 法估值的上沿，或许龙头长期高估值是经济增速放缓后和全球经贸环境不确定性增大后避险的必然情绪。对于医药行业，远超历史估值中枢的龙头估值溢价也是必然。体现在：
一、国家经济增速放缓后，导致医保筹资能力的下降，增速放缓后市场不再是共同成长，而是此消彼长。例如，化学仿制药是成熟的行业，弱肉强食，而不是成长期的二线增速快于一线龙头的情况，所以估值分化。

图 1：医药制造业增速已经下滑至 10% 以下



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 2：过去七年医保收支情况：支出增速不降主要是投入在服务上



数据来源：人社部、财通证券研究所

虽然医保基金支出增速相对 2016 年之前没有下降，但主要增速的维持是在医疗服务的价格，药品医保支出增速预计在 10% 左右。

1.2 深度挖掘优质资产的外延将获得超额回报

但投资要找估值的方向，龙头中期原地消化估值或估值调整是大概率事件，没有一个策略可以完全战胜市场。消费龙头经历三年的高成长后，短暂歇息消化估值也属正常现象。资本市场流动性吃紧使得过去三年龙头估值溢价率上升，2019 年或是中国乃至全球流动性的中长期拐点。高估值龙头抱团现象或有所消减，龙头公司业绩上如有低于预期或行业上有利空，估值上的调整要与业绩增速上做个平衡。整体医药生物的 TTM-PE 在 36 倍，处于过去十年历史中枢；相对沪深 300 的估值溢价率在 181%，略低于 195% 的十年历史中枢。处理合理估值水平的医药行业，流动性预期上升的市场，深度挖掘优质资产的外延更有可能获得超额回报。

图 3：医药生物估值处于过去十年的中枢位置



数据来源：Wind、财通证券研究所

如上半年大麻题材的深度挖掘，低估值的昆明制药和康恩贝等成为黑马；科创板题材的挖掘，低市值的复旦复华和北陆药业等成为黑马；CRO 行业高景气度的成长行业，高景气度下大小公司都有机会，低市值的博济医药得到了市场的充分挖掘。再如，低市值的兴齐眼药，因硫酸阿托品滴眼液 2.4 类新药申报儿童近视防治，在高景气度的眼科领域得到挖掘。康缘药业，市场看到的是中药注射剂使用受限，我们看到的是公司银杏二萜内酯受益于医保放量持续高成长带来的估值修复。我们认为，上半年医药这么多黑马的诞生或许不是偶然，伴随利率环境的持续下行，货币政策的宽松，股票市场相应的投资机会会更大。创新是短期最不容易证伪的关键词，值得深度挖掘。

2、医改方向确定，未来焦距在政策的执行进度上

医保筹资能力的下降、保险资金的滥用，医改推进的过程顺应历史诞生了超级医保局。医保局作为医疗最大的支付方，最重要关注的是采购产品与服务的性价比。超级医保局接力了卫健委对药品定价的话语权，打开了医药分家的关键环节，谁买单谁来定价。超级医保局促使了行业的进化，辅助类药物将很快成为历史，或许当时赚的一大桶金能使其进化为创新或者医药消费类公司。体量小的仿制药企业、诊断等公司，由于规模优势、研发资源的匮乏，马太效应，市场逐渐被大玩家吃掉。

医保支付方更具有针对性和话语权。顺应历史趋势，维持几个基本判断：一、深化重点工作以药品集采为医改突破口，“4+7”深入进行，但唯低价是取和独一无二中标将改变；耗材集采将进行；辅以互联网诊疗+医保支付，促进医药分家，药店价值上升。二、加速推进创新，保持创新药谈判的节奏，低价换量，国内创新药企业受到欧美大企业的挑战，提防 DCF 估值陷阱。三、仿制药一致性评价市场化，企业竞争之间淘汰落后产能，原料药企业受益。四、加速出清辅助用药对医保资金的占用。

3、2019H2 投资策略：新旧动能转换期，投资喜新不厌旧

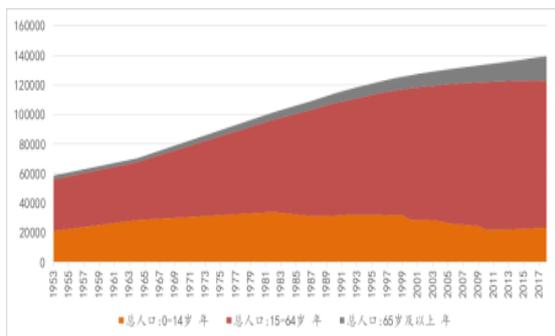
未来三到五年是经济新旧动能转化的关键时期，表现为新生力量未必大量赚钱但赚市值、旧动能赚钱但很难赚估值弹性。投资方向：

1、创新产业链：CXO、创新药和创新器械。创新是百家争鸣的地方，这个市场没有绝对龙头，是永远成长的行业。产业链上 CXO 先行，创新药先赚估值，宽松的货币环境更有利于深度挖掘黑马，一些正在做创新、还没有被市场充分挖掘和认可的中小市值公司有更大可能性。创新的逻辑我们不在仔细阐述，这个公认的大方向。

2、消费品逻辑，不占医保费用，看消费属性变化：老龄化、妇儿和疫苗行业等长期关注。医疗消费品公司的增速一是老龄化数人头，这个是医疗消费品确定性最高的逻辑，过去十年中国 65 岁以上老年人口占比从 2009 年的 8.50% 上升到 2018 年的 11.90%，平均每年增速达到 0.34 个百分点，预计到 2030 年 65 岁以上老龄人口将超过 14%；二是真正中产阶级的消费群体消费能力，或者说个人实际可支配收入的上升幅度，减税降费等积极的财政政策对此影响较大。

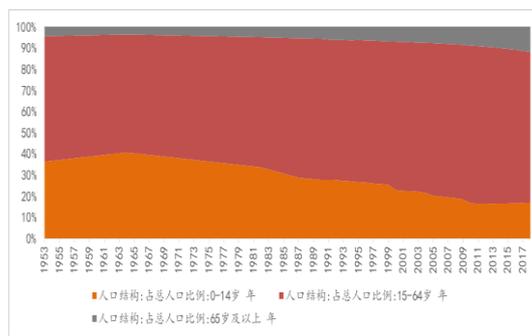
3、药店看政策，随着医改集采的深入，互联网医疗政策的推进，医院门诊药房去化，处方外流是长期趋势；医疗服务看商业模式的复制性和公立医院的互补性。这两个方向估值已经体现充分。

图 4：2018 年 65 岁以上人口达到 1.67 亿



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 5：65 岁以上人口增速加快



数据来源：Wind、财通证券研究所

4、供给侧改革：不厌旧，原料药企业 4+7 之后的逆袭。“4+7”带量采购是行业质变的转折点，仿制药领域价值重构。医保局直接介入药品带量采购，销售型中间商不必要的处方药“营销”活动和医生灰色收入将被挤出，关系营销时代一去不复返。唯有完善的中间体—原料药和高品质的制剂一体化的企业，能够生存下来，通过严格的质量控制和规模优势取胜。因此，原先具有医用化工和原料药集群优势的企业，将被市场重新定位，这些企业将通过打通上下游产业链获得价值提升。如下图，一个简单的模型说明产业链利益如何重新划分。以公立医院药品销售为例，零加成后：医院终端 100 元的药品，批发企业 92 元的成本，获利产业链上 1-2 元的利润；原料药企业向原下游制剂企业销售原料药价格 15 元，20% 的净利润率，获利 3 元；制剂厂家通过医保招标和医院终端促销，获得产业链上的 17 元的利润。假设带量采购后，不需要医保、招标和临床促销等各种费用，原料药企业通过向下游扩张进入制剂领域，药品价格下降 50%至 50 元，生产成本由于规模效应扩产到制剂后，整体成本下降 2 元至 20 元，人员工资 10 元，增值税和所得税等 6 元，利润为 10 元。具有先发优势的中间体和原料药企业率先抢占市场后，利润增长 2 倍以上。

图 6：“4+7”带量采购前产业链价值分配



数据来源：财通证券研究所

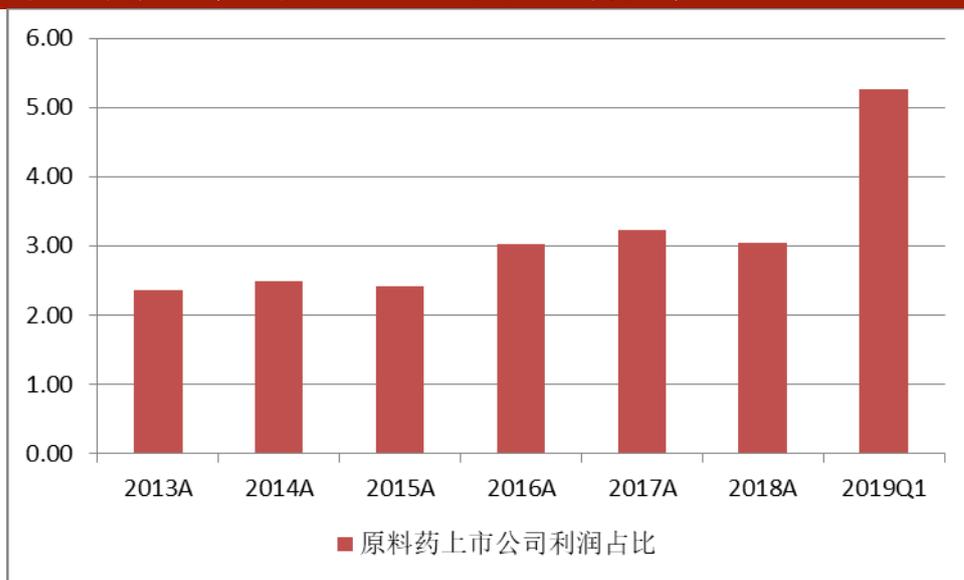
图 7：“4+7”带量采购后产业链价值分配



数据来源：财通证券研究所

同时，供给侧改革对环保要求严格，使得原料药等医用化工企业扩产的难度大增，对生存下来的原料药企业有大益处。A股原料药上市公司的利润从供给侧改革的2016年起占比医药企业利润稳步上升，从2015年的2.42%上升至今年一季度的5.25%。从金城医药、科伦药业和普洛药业等做头孢抗生物等成熟行业的中间体和原料药、维生素的企业利润可以明显感受到，受益企业盈利能力的上升。

图 8：原料药上市公司利润占比医药总利润在持续上升



数据来源：Wind、财通证券研究所

5、中药处方药依然是政策偏空之地，从近期出台的《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》（以下简称《目录》）可以明显感受到。“加强目录外药品的处方管理：对未纳入目录的化药、生物制品，医师要严格落实《处方管理办法》等有关规定，按照药品说明书规定的适应证、疾病诊疗规范指南和相应处方权限，合理选择药品品种、给药途径和给药剂量并开具处方。对于中药，中医类别医师应当按照《中成药临床应用指导原则》《医院中药饮片管理规范》

等，遵照中医临床基本的辨证施治原则开具中药处方。其他类别的医师，经过不少于 1 年系统学习中医药专业知识并考核合格后，遵照中医临床基本的辨证施治原则，可以开具中成药处方；取得省级以上教育行政部门认可的中医、中西医结合、民族医医学专业学历或学位的，或者参加省级中医药主管部门认可的 2 年以上西医学习中医培训班（总学时数不少于 850 学时）并取得相应证书的，或者按照《传统医学师承和确有专长人员医师资格考核考试办法》有关规定跟师学习中医满 3 年并取得《传统医学师承出师证书》的，既可以开具中成药处方，也可以开具中药饮片处方。”这个规定大大减少了能够处方中药的医生人数，如严格执行，中药行业将断崖式下滑。

6、医药流通和 OTC 等因行业增速放缓，估值弹性较小，超额收益较难，多是贝塔收益。

重点推荐：受益于肿瘤和类风湿高成长细分领域的东诚药业；创新产业链的先行指标泰格医药、药明康德和肿瘤创新药的贝达药业；医药消费品的鱼跃医疗、华兰生物、欧普康视、通策医药和广誉远；受益于药品集采的金城医药等。

4、重点推荐公司

4.1 东诚药业（002675）：核药业务处于全面高速成长期

东诚药业是 2019 年我们最为推荐的标的之一。

市场对东诚的认知：我们通过五年以上对放射医学和核医学领域的研究，我们理解市场对东诚药业的认知存在三个阶段。认知的第一阶段，收购云克药业进入核医学领域。市场的理解云克注射液是一个独特的类风湿用药，但由于原股东核动力院占比股权比重大，同样认为云克注射液在类风湿等免疫疾病领域有单抗、融合蛋白类大分子的竞争，这些因素制约云克成为大品种，对东诚的持续成长能力存疑。现在的情况是：云克乃至核医学板块的系统整合基本完成，云克今年上半年预期 30%左右的增速可见一斑；显示出云克持续的增长能力。并且我们认为，用药指南上应当有云克注射液一席之地，长期临床用药证明了其安全性和有效性优势。同时，我们把类风湿领域比做成五年前的糖尿病领域，慢病、大病种、低渗透率、受益于医保政策等因素是行业快速成长的推动力，这个领域的新药公司未来五年将诞生下一个“通化东宝”。认知的第二阶段，东诚相继整合了 GMS（现东诚欣科）和安迪科，市场对高溢价收购的不认可。认为 18F-FDG、锆标药等是普药，东诚能做其他企业也能做，很难有大的成长。我们认为，产品固然非常重要，但团队更重要。18F-FDG 是短半衰期放射药，要做这一系列产品，第一是要有产品批文，凑成一个批文容易、凑成一系列梯队难，并且过去几年还没有任何厂家拿到 FDG 相关批文。退一步说，即使拿到批文，需要核药房全国布点，强放射性药品对于工业园区的环保审批等要求非常严格，审批难度要高于普通的化工

园区，想大范围拿到全国布局难上加难。铟标药是一个很好的例子，未见东诚和同辐之外的企业大量布局。退两步说，团队、人才最重要，优秀的放射化学人才稀缺，想要做出高质量的放射药不简单，复刻一个目前的东诚需要五到十年，从而错过了放射药第一波爆发期。认知的第三阶段，国家对 PET 等大型影像设备的放开，安迪科的 18F-FDG 将迎来爆发式增长，主要得益于对肿瘤良恶性、术前分期进展评估和预后评估，预计静态 7 倍成长空间。市场开始对东诚关注度高起来也在于此，认为 18F-FDG 将快速成长，带动公司业绩成长，赚利润增长的钱。我们也认为云克和 18F-FDG 是东诚未来三到五年业绩快速成长的原因。但市场对于全球核医药的创新研发了解甚少，核医药发展趋势未来的不只是精准诊断，更是诊疗一体化。

东诚药业投资逻辑和估值：

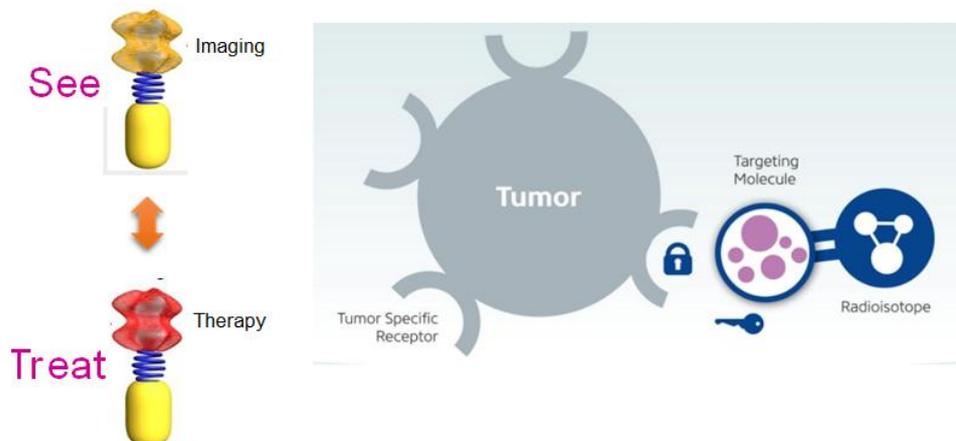
云克注射液和 18F-FDG 将持续保持高速增长：

国内核药市场基本整合完毕。未来三年，云克注射液与 FDG 将高速增长。云克注射液持续增长的动力，第一在于类风湿领域比做成五年前的糖尿病领域，慢病、大病种、低渗透率、受益于医保政策等因素是行业快速成长的推动力；第二，长期临床用药证明了其安全性和有效性，具有药物经济学原理，我们认为中华医学会用药指南上应当有云克注射液一席之地。这个领域的新药公司未来五年将诞生下一个“通化东宝”。国家对 PET-CT 等大型影像设备的放开，安迪科的 FDG 将迎来爆发式增长，主要得益于对肿瘤良恶性、术前分期进展评估和预后评估，预计静态 7 倍成长空间。核药房模式很难被复制，18F-FDG、铟标药等是仿制药，但需要核药房全国布点，强放射性药品对于工业园区的环保审批等要求非常严格，审批难度要高于普通的化工园区，想大范围拿到全国布局很难；团队、人才最重要，优秀的放射化学人才稀缺，想要做出高质量的核药不简单，复刻一个目前的东诚需要五到十年，从而错过了放射药第一波爆发期。

核药的创新未来或在诊疗一体化上：SEE&TREAT

伴随诊断用药就像一双眼睛可以全方位看清病患的程度，有利于设计最佳治疗方案；治疗用药将核药弹头带入肿瘤细胞内，破坏肿瘤细胞 DNA，从而杀伤肿瘤的繁殖能力。诊疗一体化我们认为在核素创新药上最可能突破，68Ga 和 177Lu 这一对放药诊断和治疗组合或将开创核药治疗新时代，SEE&TREAT。之前为什么不能，没有 177Lu 之前，核药需要一个有效的核弹头，131I 除了证明在甲状腺疾病上明显受益，在其他肿瘤上并没有显示出更令人满意的结果，其他元素亦如此。另外，十年前也没有好的靶向药载体作为制导系统，自然造不出好的核药大杀器。东诚目前已经开始全球化的布局，项目合作等各种方式获得新药，这是未来估值弹性的空间，行业催化剂或许是诺华的治疗神经内分泌瘤的 Lutathera 的大卖，变成重磅炸弹，这个过程可能只需要两年。

图 9：放射药诊疗一体化原理



数据来源：财通证券研究所

投资建议：预计公司 2019-2020 年净利润 3.91/5.02 亿元，对应估值为 23/18 倍，按照分业务 PEG 估值法，给予 2018 年核药 41 倍 PE、其他 15 倍 PE，2019 市值目标 138 亿，目标价 17.2 元，“买入”评级。

风险提示：公司核药业绩低于预期，核药创新进展缓慢

表 1：主营业务收入预测表

主营业务收入	2018A	2019E	2020E	2021E
东诚云克（云克注射液为主）	3.93	4.91	6.14	7.68
增速	18%	25%	25%	25%
东诚欣科（铈标药、尿素碳[14]和碘[125]密封籽源为主等）	2.56	2.94	3.39	3.89
增速	12%	15%	15%	15%
东诚安迪科（18F-FDG）为主	2.98	4.17	6.05	8.77
增速	35%	40%	45%	45%
原料药（肝素与硫酸软骨素为主）	9.28	10.21	11.02	11.80
增速	21%	10%	8%	7%
制剂（注射用那屈肝素钙为主）	4.51	6.31	7.07	7.78
增速	96%	40%	12%	10%
其他	0.07	0.07	0.07	0.07
总收入（亿元人民币）	23.33	28.62	33.74	39.99
增速		22.68%	17.89%	18.51%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

表 2：经营活动净利润预测表

净利润	2018A	2019E	2020E	2021
东诚云克(控股 52.11%)	1.66	2.08	2.59	3.24
增速	18%	25%	25%	25%
东诚欣科(钨标药、尿素碳[14]和碘[125]密封籽源为主等)	0.35	0.40	0.46	0.53
增速	13%	15%	15%	15%
安迪科	1.09	1.53	2.21	3.21
增速	36%	40%	45%	45%
母公司、制剂与原料药	1.26	1.60	1.70	1.75
营业利润	3.56	4.61	5.72	7.18
财务费用等	0.68	0.70	0.70	0.70
归母净利润	2.88	3.91	5.02	6.48
股本	8.02	8.02	8.02	8.02
EPS	0.36	0.49	0.63	0.81
净利润增速		36%	29%	29%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

4.2 贝达药业 (300558)：2019 公司进入研发管线收获季

自主研发、产品引进等，公司将进入管线收获季

通过自主研发、产品引进、并购等多种方式，贝达研发管线储备了 30 多个创新药，其中恩莎替尼、帕妥木单抗有望 2019 年上市，贝伐单抗生物类似药、vorolanib 预计 2019 年报产。恩莎替尼预计年内获批，首个同类国产创新药：2018 年 12 月恩莎替尼 NDA 获受理，2019 年 2 月纳入优先审评程序，预计其将于 2019 年内获批上市。恩莎替尼是贝达与其控股的美国 Xcovery 公司共同开发，作为第二代 ALK 抑制剂，将进一步强化公司在非小细胞肺癌领域的竞争优势。根据目前已经公布的临床试验结果来看，Ensertinib 头对头的临床效果显著好于克唑替尼（克唑替尼耐药的 ALK 阳性肺癌患者有效率也高达 69%，PFS 疗效指标上优于克唑替尼的概率为 80%）。恩莎替尼作为二代克服了一代的耐药问题临床效果更佳，20 亿销售额可期。帕妥木单抗是安进的原研产品，目前帕妥木单抗在中国申报工作已经重启，作为化疗无效的野生型 KRAS 转移性结直肠癌的一线药物，2017 年其全球销售额约 8 亿美金。Vorolanib 是贝达收购卡南吉的产品，肾癌二线用药预计 2019 年报产，与君实 PD-1 联用在恶黑色素瘤预计 1 期做完直接上 3 期大临床，其在眼科适应症领域 2 期临床进行中，用药方案尚在摸索。

“基药+医保”双目录，埃克替尼或迎来二次放量

2017 年国内 EGFR-TKIs 药物销售总额约 35 亿元，埃克替尼约占 30% 的市场份额。

一代 EGFR-TKIs 埃克替尼、吉非替尼、厄洛替尼均在 2017 年被纳入医保目录，且埃克替尼、吉非替尼 2018 年纳入基药目录，易瑞沙降价前，原研日均价格均处于 200 元/天的范围。4+7 集采阿斯利康的吉非替尼降价到 55 元/天的日均价格，虽然总费用上埃克替尼与吉非替尼相差较大，但在实际临床使用中患者自费仅需 20%左右的金额，患者自费额相差较小。由于药物医保报销全面落地存在一定的滞后性，埃克替尼医保谈判降价后尚未实现“量价挂钩”和销售收入的大幅增长，2018 年上半年“以价换量”效果初显，随着埃克替尼进入国家基本药物目录，公司加大基层医院的覆盖，2019 年一季度，公司产品埃克替尼销售继续放量，销量同比增长 34.63%。埃克替尼将迎来二次放量。

抗肿瘤平台成型，国际化的创新药企业

贝达作为国内稀缺的创新药标的，从小分子靶向到大分子生物药全面发展，研发管线储备丰富；销售团队市场推广能力强大。从自主研发到并购引进，国际化的抗肿瘤平台成型。预计 2019-2021 年归母净利润 2.14/2.91/4.33 亿元，EPS 为 0.53/0.73/1.08 元，对应 PE 为 81/60/40 倍，给予“增持”的投资评级

风险提示:研发进展不及预期；医保支付趋严的风险

4.3 泰格医药：数理统计发力，方达上市助推临床前业务

数理统计业务发力

今年中报预告归母净利润增长中位数 60%，扣非增长中位数 51%，增速提升主要是数理统计业务发力，从之前预计的 20%提升到 50%，主要是国内订单的增加。数理统计是泰格利润的重要贡献者，充分体现了中国工程师红利的竞争优势，主要订单在国际上。近期并购 BDM 股权，有利于国际订单的导流，将进一步促进公司数据统计资源的整合。

方达上市助推临床前业务

方达主要从事临床前的 CMC、生物分析、以及国内的 BE 业务。方达的上市，有利于公司进一步推动内部业务结构的明晰化，有利于方达管理层的激励，加快推进药学研究、生物分析和 BE 业务的联动，助推临床前业务。上市后方达将会进一步充实临床前的布局，比如收购康科德布局安评业务。BE 价格的波动目前对公司订单影响不大，BE 业务预计发展平稳。

各项业务均维持高速增长

预计公司大临床业务继续保持 30%以上的增长，SMO 保持 50%以上的高速增长。投资收益预计维持 50%左右的增长。今年整体预计保持 50%左右的高速增长。

盈利预测与投资评级

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.92 元、1.34 元、1.83 元，对应 PE 分别为 57.3 倍、39.5 倍、29.0 倍。给予公司“买入”评级。

风险提示：国内创新药审批速度、BE 业务增长不及预期

4.4 通策医疗：深耕浙江，开枝散叶，内生亦大有可为

深耕浙江，开枝散叶

公司利用杭口品牌在浙江省的影响力，大力开设分院，专家资源下沉，降低了浙江省内分院的获客成本。通过医生参股分院提升积极性，吸引当地有名望的医师加入。深耕浙江动力充足，无论从省内省外增速和毛利率来看（2018 年增速省内省外 32%、23%，毛利率省内省外分别为 46%、16%），浙江均显著好于省外。分院一般两年可以达到盈亏平衡，分院目前增速约为总院两倍，空间巨大。未来 3-5 年公司最重要的任务就是深耕浙江，通过蒲公英计划布局 100 家分院，为公司带来新的持续增长点。

内生亦大有可为

从单张牙椅产出来看，目前 100 万元每张，未来可能到 200-300 万元。韩国单张牙椅产出近千万。牙椅数量三年后翻倍。从种植牙来看，目前公司主要是顶尖牙医负责，主要做高端高价位种植牙。未来将进一步发挥其他牙医的产能，向中低端种植牙推进。预计种植牙数量最近几年将翻倍式增长。

未来各项业务保持高速增长

预计未来三年种植保持 40%以上增长；正畸针对青少年，受消费升级拉动，隐形正畸渗透率低，保持 40%左右增长；儿科服务保持 35%左右增长；综合业务增速维持在 30%左右增长。整体收入端增速 35%左右，利润端受到规模效应的影响，保持近 40%增长。

盈利预测与投资评级

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.45 元、1.97 元、2.65 元，对应 PE 分别为 61.3 倍、45.1 倍、33.5 倍。给予公司“买入”评级。

风险提示：新院拓展不及预期

4.5 金城医药（300233）：头孢抗菌素领域的野蛮人

“4+7”重构医用中间体和原料药企业价值

“4+7”带量采购是行业质变的转折点，仿制药领域价值将重构。医保局直接介入药品带量采购，销售型中间商不必要的处方药“营销”和医生灰色收入将被挤

出，关系营销时代一去不复返。唯有完善的中间体—原料药和高品质制剂一体化企业能够生存下来，通过严格的质量控制和规模优势取胜。因此，原本具有中间体和原料药优势的企业将被市场重新定位，它们将通过打通上下游产业链获得价值提升。

金城头孢侧链中间体—原料药—高品质头孢制剂全产业链扩张

金城医药的头孢中间体竞争格局稳定后，开始着手向下游头孢菌素制剂布局，打开成长的天花板。公司收购中山道勃法，这是一个历史转折时刻，公司真正意义上踏上了头孢制剂领域，引进了头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶等头孢菌素针剂品种。2016年6月与下游多年合作客户意大利 ACS DOBFAR 公司签订合作，引进原研品质的头孢唑林钠和头孢西丁钠等针剂原料药，国内生产成头孢注射剂并销售。同样，与下游印度、欧洲等客户合作复制 ACS DOBFAR 的合作模式，实现国内中间体—欧洲与印度等原料药进口（或自建原料药）—国内制剂一致性评价的全产业链布局（开发新适应症，建立高行业准入壁垒），参与近千亿头孢制剂市场的洗牌。公司通过中间体、原料药等优势具有很强的产业整合能力。

普利制药是通过欧美获批注射剂转报国内追逐国内百亿注射剂市场规模，预期利润爆发式增长，目前普利是向上游扩产原料药，以保证产品稳定供应。注射剂欧美等规范市场转报与新四类化学药视同通过一致性评价，由于欧美头孢针剂市场较小，想要更快的通过一致性评价，国内新四类申报更为可靠快速，这其中欧盟等原本金城下游的合作伙伴为金城医药提供原料药保障，进口原料药进行本地化申报，对快速通过一致性评价更为有保证。头孢注射剂是所有仿制药领域最大的类别，市场达到 750 亿元，更加具有诞生大仿制药公司的机遇

与傅苗青、周白水团队股权绑定，为制剂经营开路

傅周团队等股权注入上市公司，不是一个简单的收购增厚几千万业绩的事。金城在 2015 年开始准备往下游制剂转型时，与傅周团队等洽谈合作。金城只投资了数千万元，三年多时间合伙人傅周团队给金城带来了什么？四十余个头孢制剂批文、稳定的中间体—国外原料药—国内制剂（自产和代工）销售，金城金素发展三年时间，2018 年营收近 5 亿元，净利润超过 3700 万元，发展迅猛；轻资产运行，ROE 80%。在一致性评价方面，十余个头孢品种进行中。六月份，第一个头孢注射剂品种注射用头孢唑林钠一致性评价受理，开启了 20 亿以上市场的争夺战。这只是一个开端，2019 年底陆续进入收获期。此前金城在 2014 年初股价低位的时候对化工事业部和生物事业部进行了激励，也应当在目前股价处于相对低位的时候解决制剂经营者长期动力的问题。金城对傅周团队的信任，成立了制剂事业部，除金城金素外，对朗依制药（现金城泰尔）和上海金城的所有制剂经营管理交予傅周团队，相信这两个公司接下来也会有新一轮发展。

减值利空出清，轻装上阵，长期向上拐点确立

公司 2018 年归母净利润 3.86 亿元 (+34.67%)，由于金城泰尔最后一年对赌业绩未达预期，商誉减值 1.22 亿元而降低 2018 年业绩，对赌未完成部分将获得原股东 1.5 倍现金补偿。暂不考虑重组影响，预计公司 2018-2020 年净利润为 2.64/6.04/（业绩补偿款 1.61 亿元）5.81 亿元；EPS 为 0.67/1.54/1.48 元，对应 PE 为 26.7/11.7/12.2 倍。预计公司 2019 年扣非后 4.4 亿元利润，扣非 EPS 1.13 元，25 倍 PE，目标价 28.3 元，维持“买入”评级。

盈利预测：预计公司 2019-2021 年净利润为 6.04/5.81/7.30 亿元，2019 年扣非后 4.4 亿元利润，扣非 EPS 1.13 元，25 倍 PE，2020 年 13 倍 PE，维持“买入”评级。

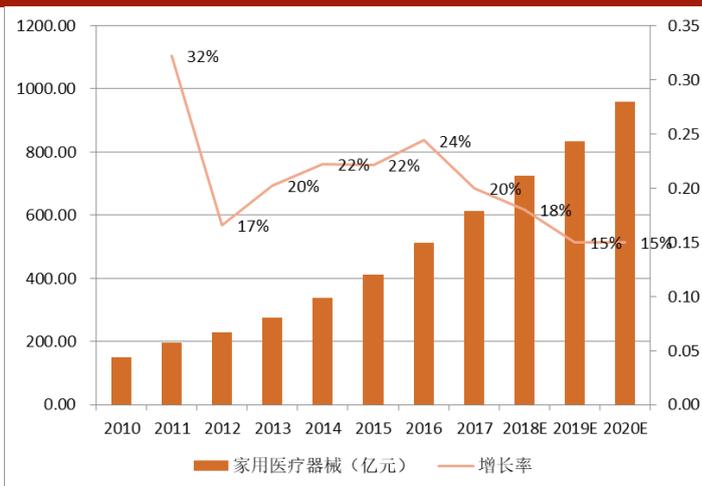
风险提示：金城泰尔商誉减值风险；一致性评价进度不及预期

4.6 鱼跃医疗 (002223)：消费型家用医疗器械龙头公司

专注于家用医疗，长期受益老龄化+慢性病

鱼跃医疗是典型受益于老龄化的医疗消费品公司，家用医疗器械受益于老龄化未来三到五年将保持 15%左右的增速。公司的主要产品血压计、血糖仪、制氧机、睡眠呼吸机和轮椅等均是充分竞争生存下来的产品，建立了强大的鱼跃 (YUWELL) 品牌力，精准的线上线下渠道营销定位使得主要产品处于行业领导或者领先地位，并且与其他品牌的差距在拉大。鱼跃医疗深耕家用医疗近二十年，作为国内家用医疗领域的龙头企业，将持续受益老龄化+慢性病带来的市场红利，公司长期发展空间广阔。

图 10：中国家用医疗器械行业增速快



数据来源：财通证券研究所

“产品+品牌+渠道”平台优势显著，临床业务整合进入兑现期

公司家用产品线丰富，拥有高血压、糖尿病、呼吸疾病和家庭康复等领域的多个大品种。公司构建的“产品+品牌+渠道”平台，竞争优势显著，相比于同行业公司，盈利能力更加稳健，市场竞争力更为突出。临床业务目前正处于资源整合期，上械受限于技术改造和产能不足等因素，盈利能力表现较差，中优受限于产能不足，业绩增速受到压制。我们认为，公司临床资源较为优质，细分产品处于行业领先地位，盈利能力提升空间较大，预计随着 2019 年整合措施持续落地，业绩有望加速释放。

业绩有望迎来新一轮增长，估值处于相对安全边际

经过前期外延并购带来的高增长后，公司发展进入了相对平稳期。但是经过近两年多时间的调整，公司家用医疗业务在保持电商业务高速增长的前提下，线下增速开始恢复，板块整体收入有望继续保持稳健增长。同时，临床板块经过前期整合，业绩释放业务加速，公司整体将迎来新一轮成长期。另一方面，公司估值经过前期的持续消化，目前已处于历史低位，相比于同行业公司估值优势显现，预计 2019-2021 年净利润为 9.02/11.23/13.91 亿元，对应 PE 估值分别为 28/22/18 倍，给予“买入”的投资评级

风险提示：制氧机等老产品增速下滑；睡眠呼吸机等新品放量不及预期；临床业务整合低于预期。

4.7 华兰生物 (002007)：血制品龙头，流感疫苗带来业绩弹性**四价流感疫苗贡献 2019 年利润弹性**

目前国内四价流感疫苗预计 2019 年仅有公司和金迪克的产品可以销售。审批中，武汉所的四价流感疫苗获批进度不及预期，而且适应人群在 3-60 岁，不是流感接种主要群体。华兰生物 2018 年由于产能等原因公司批签发仅有 512 万支；又由于长生生物事件影响，行业总体批签发仅为 1615 万人份，远低于过去三年平均超过 3000 万人份的量。我们预计 2019 年流感疫苗批签发量在 3000 万人份以上，其中四价在 2000 万人份左右，公司四价流感病毒裂解疫苗 1#线完成 GMP 认证后产能释放，预计 2019-2020 年流感季批签发量四价批签发量在 1000 万支左右，加之三价流感疫苗，预计贡献收入 15 亿元左右，带来利润弹性。

血制品资源品属性依旧，长期保持稳定快速增长

公司是国内血制品行业龙头公司，从 2018 年下半年开始血制品行业开始回暖。2019Q1 公司营收 6.96 亿元，同比增长 24%；归母净利润 2.6 亿，经营性净现金流 1.88 亿，经营活动现金流状况从 2018 年中报开始持续改善。应收项目从 2018 年中报开始维持在 10 亿元左右没有继续扩大，销售与管理费用率稳定。预计血

制品利润端增速将略高于收入端增速，如行业保持 15%左右增速，公司收入端将保持 18%以上增速、利润端 20%左右增速。

盈利预测：预计公司 2019–2021 年净利润分别为 14.46/17.50/19.85 亿元，EPS 分别为 1.03/1.25/1.41 亿元，PE 分别为 31/25/22 倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示：血制品和疫苗竞争加剧的风险。

4.8 药明康德：受益大环境，产能大建设

中美关系缓和影响正面

日本 G20 会议后，中美关系大大缓和，符合我们的预期，缓解了中美科技脱钩的担忧。中美医药研发技术和人员交流对于药明康德这种中美双跨的国际化 CRO 巨头意义重大，中国留学生在中美双报、国外报国内和国内报国外发挥桥梁和纽带作用。

中美关系缓和有利于公司国际化并购的推进。国际化是优秀 CRO 企业的共同战略，包括开拓国外市场，并购国外标的。药明康德在美国并购了数理统计和临床 CRO 的公司，加快推进全流程发展，业务多才能加强客户粘性。

科创板助力创新融资

从近年来的 PE/VC 投资情况来看，18 年及 19 年至今仍然保持非常高速增长，这些往往是研发费用的先导性指标。随着科创板的快速推进，将有力促进创新企业的融资及发展，推动一级市场、早期的投融资的活跃。

国内的 biotech 小公司由于自身实力不够或者覆盖不全，往往更需要药明康德全流程的 CRO 服务的支持，因此国内创新的投融资热潮会大大增加药明的长尾客户的推进。

业绩增长快速稳健，未来投资大幅增加

公司各板块业务历年增长快速稳健，中国区实验室维持 25%增长，美国区实验室业务预计今年增速明显回升，临床业务继续保持 60%高速增长，长期来看中电药明和云鹤医对临床业务推进有协同效应，cmo 业务保持 30%高速增长。分地区来看，中国区业务保持 55%左右增长，美国区业务保持 20%左右增长，均明显高于行业平均水平。18 年资本开支达到 22.5 亿，较 17 年增长 67%。在天津、启东、圣地亚哥建设小分子研发基地，苏州建设安评基地，美国费城和无锡建设细胞治疗基地，常州建设原料药生产基地，预计 2020 年公司产能有 40%以上的大幅提升。

盈利预测与投资评级

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.54 元、2.02 元、2.53 元，对应 PE 分别为 42.9 倍、32.7 倍、26.0 倍。给予公司“买入”评级。

风险提示：中美科技脱钩、国内创新药审批速度等

4.9 欧普康视：大蓝海中小确幸

眼视光领域空间大，竞品压力小

随着信息时代的到来，眼睛承载的信息量越来越高，眼视光领域是发病率最高的病种之一，眼视光领域客户需求粘性大，需求服务周期长。眼视光领域消费属性强，受医保、招标影响较小。眼视光领域医疗服务适合独立工作，资本回报率高，因此终端服务机构较多。因此眼视光产品提价能力强。

目前控制近视发展的主要有阿托品、角膜塑形镜和户外活动。近期 0.01%阿托品用于扩瞳的申报未获批准，用于防控近视的产品正进行临床试验，长期运用阿托品防控近视可能有一定风险。即使若干年后获批，由于市场空间巨大，多种产品可能协作性大于竞争性，仍保持收入和利润端地高速增长。

内生高增长为主，产品升级及销量提速双轮驱动

18 年收入端增长 47%，外延贡献仅 6 个点。对经销商的并购带来的增长不是主要的，为经销商注资加快了销售发展。高端产品升级较快，一方面梦戴维 AP 占比快速提高，已经成为主要品类；一方面 dream vision 验配方便，大大减轻了视光师的工作量，推广迅速。18 年销量增速约 20%，可能受到价格上升的影响，如价格持平预计销量增速会有所提升。

政策风暴的世外桃源，风景这边独好

首先带量采购政策对医药行业产生了巨大而深远的影响，化学制剂药首当其冲，高值耗材预计也会受到影响。今年新政密集出台，包括北京耗材零加成、深改委高值耗材的整治、DRGS 的推进、带量采购的扩大、药企会计质量和销售费用的核查等等。预计未来医保品种降价压力进一步加大。

国家近视防控政策的出台后逐步贯彻落实，对地方政府加强考核，全面加强青少年、家庭、社会的教育宣传，严格监管准入，加快眼科医生视光师的培养，加强其他近视防控产品推广，对行业和公司长远发展有很大促进。

投资评级与盈利预测

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.77 元、1.08 元、1.52 元，对应 PE 分别为 44.1 倍、31.4 倍、22.3 倍。维持公司“买入”评级。给予目标价 38.5 元。

风险提示：竞争加剧或替代产品发展过快

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。