

## 医药生物

# 从7大创新药服务商逻辑梳理再论CXO之高景气，继续推荐2+X

**医药周观点。**本周申万医药指数下跌1.41%，涨跌幅位列全行业第2，跑赢沪深300指数及创业板指数，由于市场整体表现欠佳，而医药是刚需消费中的避风港，因此本周表现相对较好。本期周报我们对创新药服务商的激励草案以及各个公司的投资逻辑进行了梳理，持续推荐。随着中期报来临，业绩预报对医药板块影响较大，造成情绪扰动。我们认为，在政策的影响下，业绩确定性是市场关注的重心之一，同时也要兼顾行业未来发展前景。正如我们之前提到的，考虑目前医保资金压力不可逆转，顶层设计已定，一切环环相扣。支付结构优化与主动支付是最终目标（DRGs、创新比例提高、医疗服务提价），药械定价水分是阶段性的目标（为合理的医保支付标准打基础），4+7带量采购是过程手段（寻底），一致性评价是前提，查账和上报成本是匹配手段，未来政策方向变数不大，依然建议规避。

从中短期看，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，可关注以下几个方面（2+X）：

- **医药科技创新：（1）创新疫苗：**“13价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市1-2年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**智飞生物、沃森生物、康泰生物**。（2）**创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好**凯莱英、药石科技、昭衍新药、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。
- **X（其他细分逻辑）：（1）仿制药颠覆者及仿创龙头：科伦药业。**（2）**核医学龙头：东诚药业。**（3）**肝素龙头：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司，建议重点关注**健友股份**。（4）**医药流通高性价比个股：**2019年流通行业将迎来基本面拐点，并且估值处于历史大底部，建议当前时点重点关注估值业绩增速性价比极高的**柳药股份**等。
- **医药扬帆出海：注射剂国际化：ANDA**和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。

**本周行业重点事件概览。**山东省医保局印发《关于加强药品和医用耗材集中采购工作的意见》；陕西省西安市试点工作领导小组办公室发布《关于启动西安地区中选药品增加采购量报送工作的通知》

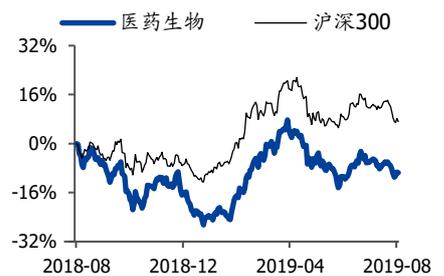
**中长期投资策略（4+X）。**（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、特色专科连锁医疗服务（爱尔眼科、美年健康、通策医疗等）、第三方检验服务商（金域医学、迪安诊断等）。（5）**X（其他特色细分龙头）：**核医药（东诚药业）、医药商业（柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等）。

**行情回顾，市场震荡回调。**截至8月9日，申万医药指数为6857.20点，周环比下跌1.41%。沪深300下跌3.04%，创业板指数下跌3.15%，医药跑赢沪深300指数1.63个百分点，跑赢创业板指数1.74个百分点。2019年初至今申万医药上涨17.40%，沪深300上涨20.69%，创业板指数上涨20.57%，医药跑赢创业板指数及沪深300。子行业方面，本周表现最好的为医疗服务II，上涨0.61%；表现最差的为中药II，下跌3.93%。

**风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

### 相关研究

- 1.《医药生物：智飞生物结核重磅产品价值探讨，2+X主线继续坚定推荐》2019-08-04
- 2.《医药生物：科伦药业近关注点答疑及更新，科创板微芯生物核心看点梳理》2019-07-28
- 3.《医药生物：疫苗事件一周年行业监管趋严，龙头企业发展优势扩大》2019-07-21



## 内容目录

1、医药核心观点.....	4
1.1 周观点.....	4
1.2 投资策略及思考.....	5
1.3 CXO 持续高景气，股权激励密集落地.....	7
1.3.1 凯莱英：CDMO 王者日新月异.....	8
1.3.2 博腾股份：发展新起点，CRO/CDMO 一体化服务战略转型，经营拐点初现.....	10
1.3.3 昭衍新药&药石科技：CXO 产业链前端，β系数最高的两大标的.....	13
1.3.4 药明康德&泰格医药：一线核心资产，具有长期配置价值.....	14
1.3.5 康龙化成：CRO+CMO 全流程覆盖，关注毛利率回归行业平均.....	15
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	17
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	17
3.1 医药行业行情回顾.....	17
3.2 医药行业热度追踪.....	20
3.3 医药板块个股行情回顾.....	21
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新.....	23
5、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 各 CXO 公司股权激励情况.....	7
图表 2: CXO 公司 19 年增速及估值.....	7
图表 3: 募投项目投资回报率预计.....	9
图表 4: 凯莱英业务板块分拆情况.....	9
图表 5: 凯莱英不同板块收入增长情况 (单位: 亿元).....	10
图表 6: 博腾股份、沪深 300 区间涨跌幅 (%).....	10
图表 7: 公司客户占收入占比情况.....	11
图表 8: 博腾股份两个客户订单对应下游药物的销售情况.....	11
图表 9: 公司上市 5 年以来的战略变迁.....	11
图表 10: 公司 2019 上半年收入拆分.....	12
图表 11: 博腾收入拆分及占比.....	12
图表 12: 创新产业链.....	13
图表 13: 昭衍新药预收账款增加情况.....	14
图表 14: 药石科技与传统 CMO\CDMO 的区别.....	14
图表 15: CXO 行业毛利率情况.....	16
图表 16: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	17
图表 17: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%).....	18
图表 18: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %).....	18
图表 19: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %).....	19
图表 20: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	19
图表 21: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%).....	20
图表 22: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	20
图表 23: 2013 年以来申万医药行业成交额以及占市场占比的走势变化.....	21
图表 24: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	21

---

图表 25: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股 .....	22
图表 26: 四大主线重点覆盖上市公司 .....	23

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

本周申万医药指数下跌 1.41%，涨跌幅位列全行业第 2，跑赢沪深 300 指数及创业板指数，由于市场整体表现欠佳，而医药是刚需消费中的避风港，因此本周表现相对较好。本期周报我们对创新药服务商的激励草案以及各个公司的投资逻辑进行了梳理，持续推荐。随着中报期来临，业绩预告对医药板块影响较大，造成情绪扰动。我们认为，在政策的影响下，业绩确定性是市场关注的重心之一，同时也要兼顾行业未来发展前景。正如我们之前提到的，考虑目前医保资金压力不可逆转，顶层设计已定，一切环环相扣。支付结构优化与主动支付是最终目标（DRGs、创新比例提高、医疗服务提价），药械定价水分是阶段性的目标（为合理的医保支付标准打基础），4+7 带量采购是过程手段（寻底），一致性评价是前提，查账和上报成本是匹配手段，未来政策方向变数不大，依然建议规避。

从中短期看，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，可关注 2+X 主线：

- **医药科技创新：（1）创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。（2）创新药服务商：受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好凯莱英、昭衍新药、药石科技、博腾股份、泰格医药、药明康德、康龙化成等创新药服务商标的。
- **医药 X（其他细分逻辑）：**（1）仿制药颠覆者及仿创龙头：科伦药业；（2）核医学龙头：东诚药业。（3）肝素龙头：健友股份。（4）医药流通高性价比个股：柳药股份。
- **医药扬帆出海：注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好健友股份、普利制药。

近期我们已经连续发布 2019 年中策略报告、年报一季报总结、和系列深度报告，欢迎交流讨论：

**【医药行业 2019 中期策略】：**结构优化看百家争鸣，细分真英雄方主沉浮——寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

**【医药行业 2018 年报/2019 一季报总结】：**行业整体承压，板块分化明显，部分细分领域保持高景气状态

**【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之一：【美年健康】**平台价值极高的体检行业龙头

**【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】**迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异

**【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】**小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头

**【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之一：【智飞生物】**疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估

**【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之二：【沃森生物】**创新基因驱动发展，疫苗第二波大浪潮重磅产品处于审批尾声

**【医药健康消费】主线之【品牌中药消费】之一：【云南白药】**混改为新白药注入活力，大健康一直在前进路上

**【医药健康消费】主线之【品牌中药消费之二：【片仔癀】**一核两翼同风起，扶摇直上九万里

**【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之一：【普利制药】**注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期

**【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之二：【健友股份】**注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性

**【医药 X 特色细分龙头】主线之【核医药】之一：【东诚药业】核药龙头腾飞在即，猪瘟加持肝素拐点向上**

**【医药 X 特色细分龙头】主线之【流通】之一：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头**

**【医药 X 特色细分龙头】主线之【仿制药颠覆者】之一：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人**

## 1.2 投资策略及思考

**不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。**

(一)从中短期角度来看，在大医保局时代、行业结构优化和格局重塑期，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，可关注 **2+X**：

### • 医药科技创新主线：

**(A) 创新疫苗：**“13价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**智飞生物、沃森生物、康泰生物**。

**(B) 创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，继续看好**凯莱英、昭衍新药、博腾股份、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。

### • X (其他细分)：(A) 仿制药颠覆者及仿创龙头：科伦药业；(B) 核医学龙头：东诚药业。(C) 肝素龙头：健友股份。(D) 医药流通高性价比个股：柳药股份。

### • 医药扬帆出海主线：注射剂国际化：ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。

(二)从中长期来看，什么样的领域能走出 10 年 10 倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头 (**4+X**)：

### (1) 医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

• **创新服务商：**比较重点的是 CRO/CDMO 板块，创新药受政策鼓励，而创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注**凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成**，其他创新药服务商**艾德生物**等。

• **创新药：**部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注**恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力**（心脑血管创新药领导者）等。

• **创新疫苗：**创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注**智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物**等。

• **创新器械：**推荐重点关注**迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗**等。

### (2) 医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

• **注射剂国际化：**推荐重点关注**健友股份、普利制药、恒瑞医药**等。

• **口服国际化：**重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注**华海药业**。

### (3) 医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

• **品牌中药消费：**推荐重点关注**片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业**等。

• **其他特色消费：**推荐重点关注**生长激素龙头长春高新及安科生物、过敏领域龙头我武生物**等。

### (4) 医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

• **药店：**推荐重点关注**益丰药房、老百姓、大参林、一心堂**等

- **特色专科连锁医疗服务：**推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗等。
- **第三方检验服务商：**推荐重点关注金域医学、迪安诊断。

**(5) X (其他特色细分龙头)：**

- **核医药：**推荐重点关注东诚药业。
- **医药商业：**推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份。

### 1.3 CXO 持续高景气，股权激励密集落地

由于海外产业转移、国内政策鼓励创新、一级市场青睐创新药等多因素影响，CXO 行业近年以及可以预期的未来几年都将保持高景气度（具体产业逻辑可以参照我们6月1日的周观点），也因此创新药服务商一直是今年重点推荐的主线之一，而今年以来（尤其是7月份以来），各个CXO企业开始发布激励计划，也进一步印证了行业高景气的状态。

在当前时点，我们持续重点推荐创新药服务商，重点关注估值性价比高的凯莱英、处于中长期拐点位置的博腾股份、处于产业链前端具备高β的昭衍新药及药石科技、一线核心资产药明康德与泰格医药、以及业务逐步成熟毛利率有望回归行业平均的康龙化成等。

图表1：各CXO公司股权激励情况

公司	激励计划草案发布时间	考核指标原文	对应 2019-2021 年的每年指标
博济医药	2019.1.29	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 20%、40%、60%	2019-2021 收入增速不低于 20%、17%、14%
泰格医药	2019.3.22	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长不低于 40%、75%、105%	2019-2021 净利润增速不低于 40%、25%、17%
凯莱英	2019.3.27	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长不低于 75%、100%、125%	2019-2021 净利润增速不低于 3%、14%、13%
博腾股份	2019.7.13	2019-2021 年公司营业收入不低于 14、17、20.5 亿元	2019-2021 收入增速不低于 18.6%、21.4%、20.6%
药明康德	2019.7.20	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长额不低于 15、30、45 亿元	2019-2021 收入增速不低于 15.6%、13.6%、11.8%
昭衍新药	2019.7.29	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 30%、69%、119.7%	2019-2021 收入增速不低于 30%、30%、30%
康龙化成	2019.7.30	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 15%、30%、45%	2019-2021 收入增速不低于 15%、13%、11.5%

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表2：CXO公司19年增速及估值

业务粗分	公司名称	业务范围	2019 年归母净利润 (亿元)	2019 年净利润增速	2019 年 PE
CMO	凯莱英	CMO	5.72	33.57%	41
	博腾股份	CMO、临床前 CRO	1.59	27.72%	42
	药石科技	CMO	2.03	51.87%	39
	普洛药业	CMO	4.96	33.92%	25
	九洲药业	CMO	2.76	75.80%	25
CRO	泰格医药	临床 CRO	6.72	42.43%	60
	昭衍新药	临床前 CRO	1.55	43.31%	55
	博济医药	临床前 CRO、临床 CRO			
综合	量子生物	临床前 CRO、CMO	2.55	58.04%	26
	药明康德	临床前 CRO、临床 CRO、CMO	23.04	1.92%	46
	康龙化成	临床前 CRO、临床 CRO、CMO	4.60	35.61%	50

资料来源：Wind，国盛证券研究所（业绩预测来源于wind一致预期）

### 1.3.1 凯莱英：CDMO 王者日新月异

我们于2月发布凯莱英深度报告，对凯莱英的投资逻辑进行了深入讨论。开篇解答市场对于凯莱英的主要分歧点与担忧，五问五答阐述我们与市场不同的观点：重点探讨了CDMO的竞争壁垒、如何看待业绩的波动性、一级市场遇冷对CDMO的影响、贸易战的影响以及公司进军大分子领域的可行性。另外我们在报告中对国内外CDMO公司进行对比并复盘龙头成长。

#### 1) 核心推荐逻辑不变：

**中国 CDMO 行业受益于产业转移、政策利好及本土创新研发热潮，进入黄金增长期！**全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，全球 CDMO 行业未来三年 CAGR 10%-15%。我国 CDMO 行业受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长，未来三年 CAGR 15%-20%，国内 CDMO 企业到了快速发展的黄金时期。

**看三年，凯莱英作为国内 CDMO 技术领导者，业绩有望持续高速增长！**国内 CDMO 头部公司中，凯莱英技术能力非常强，订单附加值高，盈利能力强，体现其与客户深度绑定以及帮助客户解决问题的能力。未来三年凯莱英细分龙头的优势将进一步体现，复合业绩增速有望维持在 30%-35%。

- 增长驱动一：大药企客户信任度增高带来的订单数量和质量的提升。
- 增长驱动二：生物技术公司订单增多。
- 增长驱动三：国内客户持续拓展。

**看五年，夯实小分子，进军大分子，国内 CRO+CDMO 一体化发展，方向正确叠加靠谱的管理层和强大的执行力，凯莱英有望跻身全球 CDMO 第一梯队。**

#### 2) 公司近期变化：定增助力长期发展

2019年7月20日，公司公告2019年度非公开发行预案，拟非公开发行不超过2314.1万股股份，募资不超过23亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于“凯莱英生命科学技术（天津）有限公司创新药一站式服务平台扩建项目”、“生物大分子创新药及制剂研发生产平台建设项目”、“创新药 CDMO 生产基地建设项目”、补充流动资金。

**募投项目投资回报率：**公司的三个募投项目整体的投资回报率良好，均具有较好的经济效益。三个项目投产后总计预计年收入31.13亿，预计每年贡献净利润6.3亿。

**我们认为，此次非公开发行对于公司有重要意义：**

- **战略性拓展生物药 CDMO 业务，扩大业务范围。**全球生物药 CDMO 市场规模在 2018 年至 2022 年预计年复合增长率超过 18%，本次募集资金投资项目将扩充公司在生物药、尤其是抗体药物领域的产能，丰富公司研发和生产服务领域，完善公司为客户提供 CDMO 服务的能力。
- **扩大制剂产能、完善公司“API+制剂”一站式服务，提升服务竞争力。**本次募集资金投资项目顺利建成并投产后，公司将进一步提升制剂的研发和生产能力，扩大制剂产能规模，满足客户创新药工艺研发和药品生产的整体性需求。一方面，公司可以显著提高制剂业务收入，丰富业务结构，另一方面，通过提供“API+制剂”一站式服务，解决客户创新药研发中的痛点，既可以提升与现有客户合作的深度，也可以推动公司快速获取更多中小创新药公司客户，提高客户广度。
- **进一步优化公司财务结构，促进业务可持续发展。**本次非公开发行的募集资金将有效地缓解公司快速发展所产生的资金压力，为公司进一步完善产业布局提供有力的资金支持。

图表 3: 募投项目投资回报率预计

实施主体	项目名称	总投资额	投入募集资金	投产后预计年收入	投产后预计净利润	税后静态投资回收期(含建设期)	税后内部收益率
凯莱英生命科学技术(天津)有限公司	凯莱英生命科学技术(天津)有限公司创新药一站式服务平台扩建项目	6.8 亿, 建设投资 6.51 亿, 铺底流动资金 0.29 亿	3.5 亿	9.44 亿	1.90 亿	5.88 年	23.75%
上海凯莱英生物技术有限公司	生物大分子创新药及制剂研发生产平台建设项目	6.2 亿, 建设投资 6.0 亿, 铺底流动资金 0.2 亿	3 亿	5.74 亿	1.16 亿	6.87 年	16.18%
吉林凯莱英制药有限公司	创新药 CDMO 生产基地建设项目	16 亿, 建设投资 15.6 亿, 铺底流动资金 0.36 亿	10 亿	15.95 亿	3.24 亿	7.02 年	17.14%
总计				31.13 亿	6.3 亿		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司以深耕领域为核心扩大产能, 打造“药物研发与生产服务一体化生态圈”。本次非公开发行是公司现有战略的良好延伸。我们认为本次非公开发行完成、募集资金投资项目顺利建成并投产后, 可以丰富公司产品结构, 提升公司在 CDMO 领域服务客户的能力, 提高公司整体的盈利水平。

图表 4: 凯莱英业务板块分拆情况

	2016	2017	2018	2017H1	2018H1	2019H1
临床阶段项目数量	104	113	166	46	<b>61</b>	<b>117</b>
临床阶段项目收入(万元)	42402.76	52767.78	58604	16844.22	<b>20234.96</b>	<b>35351.85</b>
平均每单价格(万元)	407.72	466.97	353.04	366.18	331.72	302.15
占比营收	<b>38.44%</b>	<b>37.08%</b>	<b>31.94%</b>	<b>32.34%</b>	<b>26.71%</b>	<b>30.58%</b>
商业化阶段项目数量	23	26	27	13	18	18
商业化阶段项目收入(万元)	61950.25	76645.54	104447	32, 753.02	50378.18	67150.84
平均每单价格(万元)	2693.49	2947.91	3868.41	2519.46	2798.79	3730.60
占比营收	<b>56.16%</b>	<b>53.86%</b>	<b>56.92%</b>	<b>61.43%</b>	<b>66.49%</b>	<b>59.46%</b>
技术开发服务数量	172	189	271	66	108	177
技术开发服务项目收入(万元)	5966.37	12829.49	20218	5483.16	5150.36	6804.38
平均每单价格(万元)	34.69	67.88	74.61	83.08	47.69	38.44
占比营收	<b>5.41%</b>	<b>9.02%</b>	<b>11.02%</b>	<b>6.23%</b>	<b>6.80%</b>	<b>9.95%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 凯莱英不同板块收入增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3.2 博腾股份: 发展新起点, CRO/CDMO 一体化服务战略转型, 经营拐点初现

1) 先说结论: 公司近期的变化值得关注。对标凯莱英 (235 亿市值), 公司目前市值 66 亿, 转型成功后随着业绩释放, 参考凯莱英当前 235 亿的市值, 空间巨大。

图表 6: 博腾股份、沪深 300 区间涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2) 当年为什么走错了? 主要是战略选择的问题。从公司的年报描述来看, 以前一直践行的是大客户战略, 通过自己顶尖的基础设施和商业化生产水平去深度绑定和服务大客户, 跳过临床阶段的积累直接去承接商业化大订单。

公司成立之初就是和强生深度合作。从战略合作伙伴上升到战略联盟。05 年开始就有强生的专家持续性指导公司, 并伴随着公司一路成长。2014 年开始有了第二大客户吉列德。公司是高度聚焦于客户, 聚焦于服务的。

图表7: 公司客户占收入占比情况

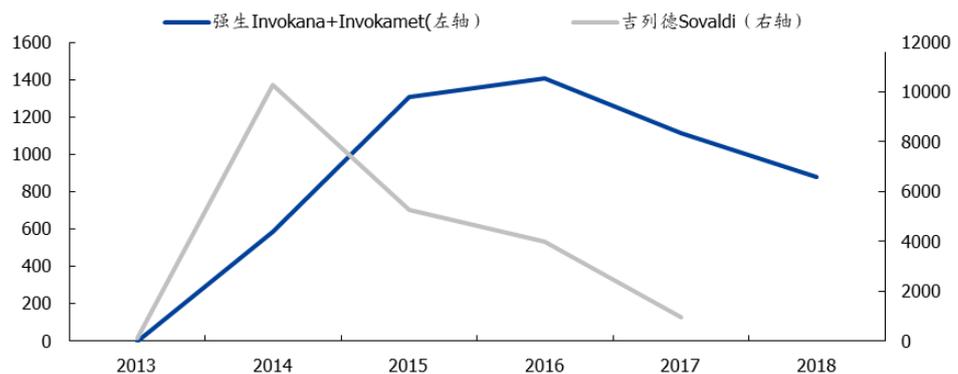
	2015	2016	2017	2018H1	2018
前五客户收入占比	76%	71%	68%		50%
前两客户收入占比	51%	56%	50%	35%	34%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**大客户战略优点和缺点都很明显。**优点就是大客户大商业化订单对于公司业绩的拉动是非常显著的, 同时基本上也可以追踪, 对资本市场来说是比较好理解的, 跟踪几个核心大订单下游药品放量的情况, 基本就能推测公司的业绩。但缺陷就是极大的波动性, 一旦大订单出现下滑, 对公司业绩的影响是巨大的。2016年公司前两客户的订单(强生糖尿病系列、吉列德丙肝系列)收入占比达到56%。在这种情况下遭遇终端药品的下滑, 势必伴随着订单的下降, 对公司的影响是巨大的。但是随着2017年开始公司进行战略调整, 前两大客户和前五大客户的收入占比逐年下降, 到2019年中, 强生收入占比降到26%左右, 跟凯莱英第一大客户占比接近, 已经是合理水平。

**CDMO行业的稳妥发展路径是先积累早期订单, 然后逐步进入商业化。**临床阶段的订单是未来商业化订单爆发的基础。

图表8: 博腾股份两个客户订单对应下游药物的销售情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表9: 公司上市5年以来的战略变迁

年份	年报经营战略描述
2013年	仅与强生形成了长期战略合作伙伴关系
2014年	公司在稳固作为强生 HIV、HCV 系列产品第一供应商的基础上, 积极支持糖尿病的药物中间体二代工艺的开发和商业化 通过与吉利德建立高层战略对话和互访, 打造立体式的深入对接, 持续提高生产效率和保持稳定的产品质量, 不断提升客户服务体验, 巩固了成为客户供应链核心成员的地位
2015年	重点实施“大客户+”策略, 公司同强生和吉利德两家世界级优秀的制药巨头建立起了长期的战略合作伙伴关系。
2016年	“大客户+”战略有效落地, 潜力客户拓展包括辉瑞、诺华、GSK
2017年	2017年是公司积极把握机遇同时理智面对困难, 主动反思和调整, 确立新的发展战略并坚决实施变革的一年。开始强调早期客户和订单的拓展。
2018年	以破釜沉舟之势坚决且全面地启动战略转型
2019H1	原有核心客户及核心产品需求波动带给公司业绩的不确定性因素已经基本消除

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**3) 近期变化:** 公司近两年做战略转型, 从 2019 年上半年整体的情况看转型初显成效。从客户结构、产品结构、技术能力都有了很大的改善。订单数量、研发人员都在增加。博腾的商业化产能是得到国际大客户认可的优质产能, 未来随着产能利用率提升, 毛利率提升, 全部车间投产后可支撑 40-50 亿收入规模, 5 亿以上利润。

以前大客户大产品主要看客户进展和大产品进展。新战略下主要看到了变化

- **产品管线:** 高增长和高毛利。看产品数量 (决定增长如何) 和质量 (决定毛利率情况)。上半年实现了高增长, 活跃的产品数 **417 个, +48%**, 去年相较前年翻一翻。上半年实现 173 个, 增长 30%。从产品质量, 从中间体往 API 发展, 产品技术含量提高。上半年 CRO 客单价从 17 增加到 18 万美元。CMO 新项目是 68 万美金, +42%。
- **大客户深度关系:** 以前强生、吉列德、GSK 继续持续深入保持联系。新的五个潜在大客户辉瑞、罗氏、诺华、BI、艾尔建持续深化。
- **宽度覆盖:** 上半年活跃客户数 300 个。核心重要增长来自于美国中小客户。经过 2 年的努力, 整个市场的营销团队开拓打下了基础, 尤其是 J STAR。收购的时候 J STAR50 多个人, 今年现在扩展到 90 人, 已经是美国市场比较大的工业化学 CRO 团队。中国初创公司是公司另一个重要增长引擎, 未来 MAH 覆盖全国之后, 中国地区增长速度是会加快的。

图表 10: 公司 2019 上半年收入拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 博腾收入拆分及占比

分类	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2019H1 (亿元)
<b>CRO 收入</b>	<b>0.59</b>	<b>1.39</b>	<b>1.68</b>
增速		<b>136%</b>	21%
收入占比	10%	27%	28%
<b>CMO 业务</b>	<b>4.85</b>	<b>3.52</b>	<b>4.39</b>
增速		-27%	25%
收入占比	82%	69%	72%
<b>总收入</b>	<b>5.93</b>	<b>5.10</b>	<b>6.07</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**4) 博腾的特点:** 在自身优质商业化产能和 CMO 基因的基础上发展一体化 CDMO 服务 M 端商业化产能非常优秀 (1100 立方)。产能是决定 CDMO 企业业务发展规模的重要因素。公司 2 个生产基地涵盖 20L 到 10000L 不等规模的生产能力, 可以满足客户从药物

开发早期阶段所需的小规模生产到上市后所需的大规模生产的需求。公司目前产能利用率过去两年仅在 40%左右，今年有望进一步快速提升。产能利用率提升的过程将伴随着收入提升、毛利率提升、利润成长。

- 长寿生产基地：GMP & API 基地，通过 FDA/PDMA 现场检查，645 立方，10 个车间。
- 江西宜春基地：496 立方，ISO 基地，4 个车间，承接中试&商业化项目。

D 端+CRO 持续发展：国内三大研发中心+美国 J-STAR

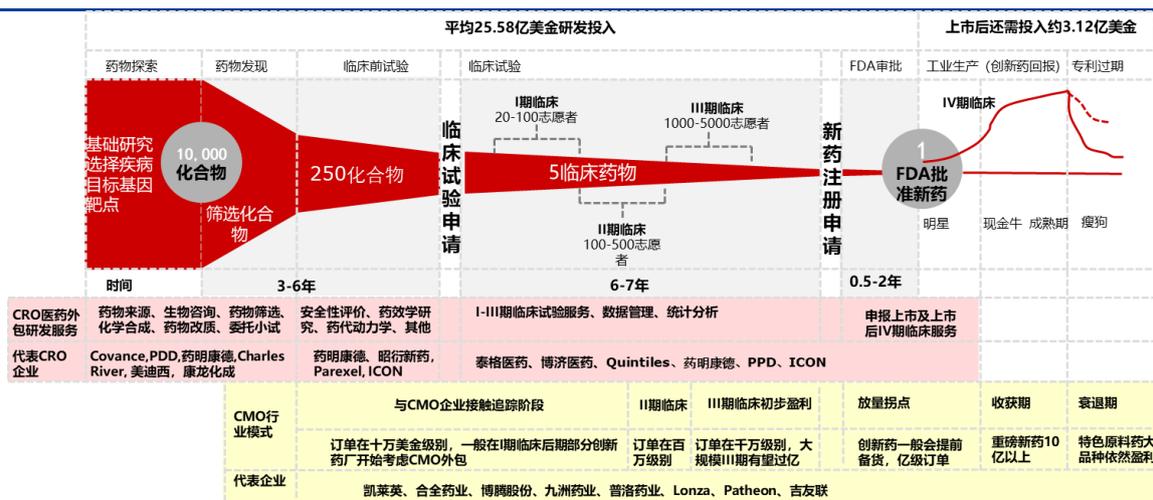
### 5) 未来增长点：现有客户、订单、产品、API 的拓展。

- **CRO 业务：**第一个是来自于美国欧洲亚太八大市场的新客户新产品带来的增长。CRO 是增长引擎，CRO 为 CMO 带来产品管线。2019H1 收入 1.68 亿元，收入占比 27%，涵盖工艺路线开发及优化、技术转移、分析方法开发、确认和验证，工艺安全测试、FTE 服务等，公司重视团队和研发，增加客户黏性并向 CMO 导流。
- **API 业务：**未来另一个引擎是 API，现在收入贡献 8-9%，但是管线中 API 数量在增长，上半年活跃 API 34 个。2016 年只有 2-3 个。预计从 2021 年开始，贡献会越来越大。2019H1 API 收入 4302 万元，2017 年同期仅为 665 万元。2018 年 3 月公司成功中标中国药研创新药 NIP16-002 原料药。公司持续开展杨森地瑞拉韦 API 的注册和技术转移工作。未来中国市场及北美 biotech 公司需求主要以 API 为主。

### 1.3.3 昭衍新药&药石科技：CXO 产业链前端，β 系数最高的两大标的

我们一直在强调创新药服务商的推荐逻辑，在创新药研发热潮下，创新药服务商前置于创新药受益，而昭衍新药、药石科技在产业链中的位置则是创新药服务商中最先受益的、弹性最大的。可以把创新药的研发视为一个“漏斗型”过程，在创新药研发的热潮时期，早期的项目会增多，而漏斗的敞口会变得越大，昭衍新药的安全性评价业务以及药石科技的药物分子砌块业务就处于整个创新药研发的前端，其β系数更高（自身业务景气度 vs 创新药产业链景气度）。

图表 12：创新产业链



资料来源：国盛证券研究所

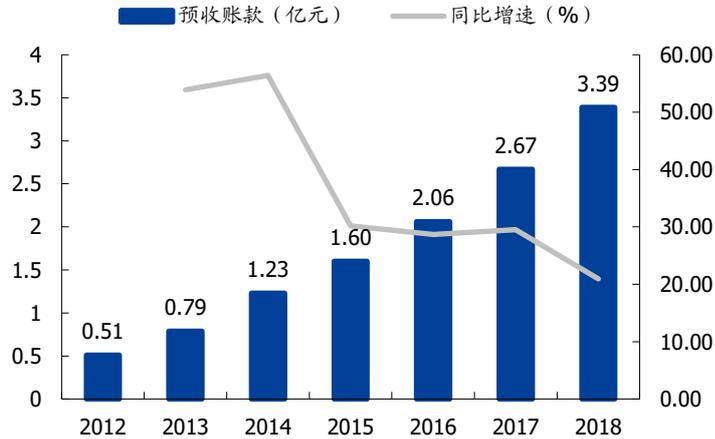
### 1) 昭衍新药：新产能释放保证业绩高增长

从存量业务来看：公司 2018 年底有 8 亿的在手订单（在手订单可参考公司预收账款情况），受制于产能瓶颈无法释放。而公司新增产能将在 2019 年释放，支撑公司主营业

务临床前研究爆发式增长:

- **苏州昭衍:** 苏州昭衍已完成近 1.4 万平米的动物房装修, 其中 2700 平米动物检疫楼已在 2018 年 6 月投入使用, 其余 1.08 万平米动物房产能在 2019 年 4 月已投入使用。
- **北京昭衍:** 北京昭衍已完成 2 号楼一层小动物房的翻新, 增加屏障设施面积 750 平米, 2019 年 5 月已投入使用。

图表 13: 昭衍新药预收账款增加情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

从增量业务来看, 海外业务与产业链延伸有望成为公司未来利润增长点。公司收购 Biomere 是公司迈出国际化的重要一步, 在美国东部将拥有 GLP 实验室, 未来全球化拓展值得期待; 同时, 公司已经通过子公司昭衍鸣讯、昭衍医药进入药物警戒、药物临床试验领域, 进行产业链延伸, 未来有望成为公司新的利润增长点。

值得注意的是, 公司一季报扣非后归母净利润增速略低于预期是受到淡季低基数、新业务投入期等影响, 后续有望逐季改善, 甚至有超市场预期可能性, 建议关注。

2) 药石科技: 深耕分子砌块, 逐步向产业链后端延伸

公司的主营业务是分子砌块业务, 与传统的 CMO 企业相比较, 公司处于 CMO 的上游, 业务具备明显的高技术壁垒特征, 是创新药研发提效的重要一环。

图表 14: 药石科技与传统 CMO\CDMO 的区别

	药石科技	传统 CMO\CDMO
销售模式	主动型销售	被动型销售
产品	标准化产品	定制化产品
知识产权	自有	部分自有, 部分属于客户
下游客户	药企、CMO\CDMO	药企

资料来源: 国盛证券研究所

公司已经逐步形成了“分子砌块-CMO-制剂”的产业布局, 有望将前端流量引导向后端, 建议持续关注公司中长期的转型变化。18 年 10 月, 公司参股晖石药业 37.4%, 完成对 CMO 产能的布局, 而公司全资子公司山东谛爱将逐步聚焦于制剂的生产, CMO 与制剂的布局已经逐步形成。

1.3.4 药明康德&泰格医药: 一线核心资产, 具有长期配置价值

药明康德与泰格医药无疑是创新药服务商中的一线核心资产, 尽管当前估值相对较高,

但确实已构建了持续增长的能力与抗风险的能力，具有长期的配置价值。

### 1) 药明康德：一体化医药研发平台，全球领先的 CRO 龙头

药明康德是全球领先的 CRO 龙头，具备一体化的医药平台优势，能够满足不同层次客户在研发不同阶段的需求：

- **临床前 CRO (中国区实验室，核心业务，稳定增长)：**2016-2018 年药明康德临床前 CRO 复合增速为 25% 左右，未来外包渗透率以及药明市占率有望双重提升，叠加药物发现业务中的新药研发服务业务与分析测试的新产能释放，临床前 CRO 有望保持 20%-30% 的稳定高速增长。
- **小分子 CMO/CDMO (合全药业)：**凭借临床前 CRO 的协同效应，公司具备较强的临床早期 CMO 项目的获客能力，业绩增长具备持续性，有望保持 30% 左右的高速增长。
- **临床 CRO 业务 (有望持续高增长)：**公司不断推进全球范围的网点布局和临床中心建设，截止 2018 年底：成都 I 期临床试验中心已通过 GCP 认证，拥有 117 张床位；CDS 团队超过 750 人，覆盖全球 60 个主要城市；SMO 拥有 1800 临床协调员，覆盖全国 110 余家城市、760 余家医院；公司先后收购美国临床 CRO 公司 RPG 与数统公司 Pharmapace，从创新药中美双报切入全球化布局。
- **细胞基因治疗 (美国区实验室，潜在业务爆发点)：**细胞基因治疗业务当前仍处于产业发展的早期，随着产业逐渐成熟，公司美国区实验室业务未来 3-5 年后有望成为新的利润爆发点。

### 2) 泰格医药：国内临床 CRO 龙头，逐步实现国际化打开成长天花板

公司是国内临床 CRO 龙头，凭借医院资源、客户口碑、管理团队以及配套服务能力拥有极强护城河，在创新药热潮下将强者恒强。临床业务是公司的主营业务，在国内创新药临床实验需求快速提升、带量采购倒逼一致性评价加快进度的大环境下，公司拥有极强的议价能力，有望实现主营业务的快速增长。同时公司有望借助平台优势以及行业经验持续进行创新药投资，在科创板、港股 Biotech 板增加创新药融资渠道与资本退出渠道的环境下，实现投资收益的高速增长。

公司正在逐步向国际化 CRO 发展，打开长期天花板。公司当前的国际化战略目标是帮助国内药企“走出去”以及外资药企的“引进来”。在“走出去”方面，目前公司已经基本完成亚太地区的布局，包括韩国、香港、澳大利亚、新加坡、马来西亚等地，同时新增东欧子公司加快在欧洲的布局。而在“引进来”方面，公司近期与阿斯利康签署战略合作协议，合作内容包括提供注册申请、临床监查、数据管理与统计、临床试验研究中心协调、医学事务、药物警戒、质量控制、人员培训、医学影像、PK 样品检测、中心实验室检测、试验测试样品以及试验药品物流等服务。

### 1.3.5 康龙化成：CRO+CMO 全流程覆盖，关注毛利率回归行业平均

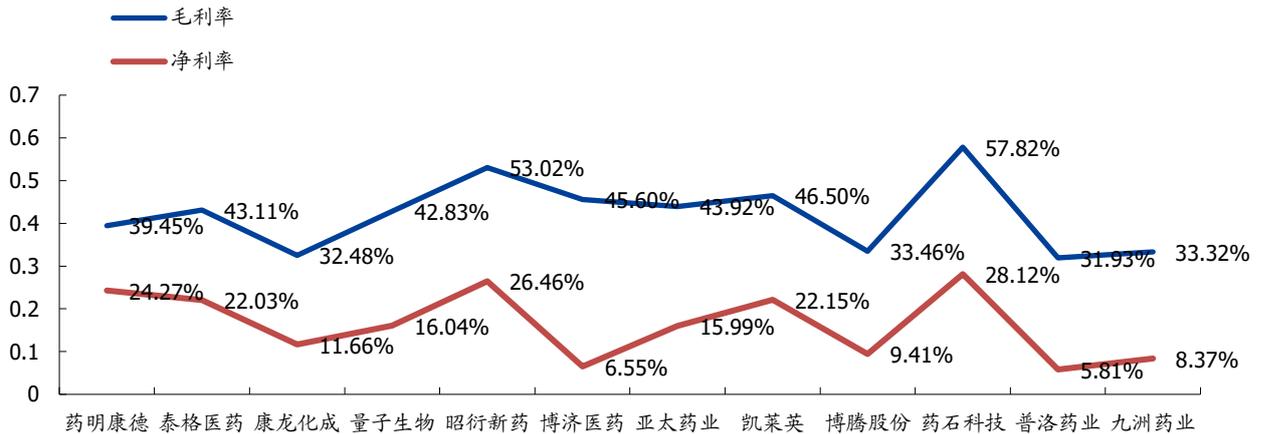
康龙化成以实验室化学业务起家，逐步拓展到小分子药物研发全流程，目前已经基本形成了 CRO+CMO 一体化的布局。公司当前具备三大核心业务：

- **临床前 CRO (实验室服务，18 年收入占比约 65%)：**公司的主营业务，核心业务药物开发 2018 年全球市占率为 1.6%，位列全球第三，在国内仅次于药明康德。
- **CMC 业务 (18 年占比 22%)：**目前公司 CMC 业务已经能满足临床 I 期、II 期、III 期药物开发阶段的工艺研发与生产需求，后续有望向商业化生产延伸。
- **临床 CRO (18 年占比 12%)：**通过不断的海外收购与国内布局，公司不断向临床

CRO 进行业务拓展，过去的收购包括康龙（美国）临床服务、康龙（美国）分析技术、康龙（英国）以及参股南京思睿生物等。

公司由于部分业务还在拓展期，整体毛利率低于行业平均，未来随着业务逐渐成熟有望逐步提升。公司 2018 年整体毛利率为 32.48%，明显低于行业整体毛利率。业务拆分来看，实验室服务毛利率为 40.05%，符合行业水平，但 CMC 业务、临床研究服务的毛利率仅为 23.59%与 15.34%，均显著低于可参照的业务较为成熟的凯莱英、泰格医药，其主要原因是业务处于早期阶段、摊销成本较多，未来有望随着业务逐渐成熟，实现收入与毛利率的快速提升。

图表 15: CXO 行业毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】山东省医保局印发《关于加强药品和医用耗材集中采购工作的意见》

<https://dwz.cn/ZFzkg4yi>

近日，山东省医保局印发关于加强药品和医用耗材集中采购工作的意见，明确了药品和高值医用耗材的采购方式，以及各类品种的挂网价，并将每年开展一次省级价格联动。其中，采购模式为：省级集中带量采购+医联体带量采购+带量议价采购；挂网价格为：药品挂网价联动在国家开展新一轮药品集采以来产生的全国省级最低中标或挂网价，高值医用耗材挂网价联动全国现行省级挂网最低价。不接受最低价的，予以撤网，两年内不得重新挂网。

【点评】此次发布的采购文件，山东省明确了按全国省级最低价来进行联动。我们认为，医保基金不断挤压药品及耗材中的价格水分是大势所趋，过程中或许方式方法有所变化，但整体的趋势已经确定，投资上建议规避受政策负面扰动较大的标的。

### 【事件二】陕西省西安市试点工作领导小组办公室发布《关于启动西安地区中选药品增加采购量报送工作的通知》

<https://dwz.cn/whydJnwn>

8月6日，陕西省西安市落实国家组织药品集中采购和使用试点工作领导小组办公室发布《关于启动西安地区中选药品增加采购量报送工作的通知》，《通知》提到，西安地区于3月25日启动4+7试点工作，目前国家约定采购量和西安地区准备采购量完成情况已超过预期。经研究，西安决定启动中选药品增加采购量报送工作，报送时间截止至8月14日。

【点评】作为4+7试点“成员”之一，西安是截至目前第一个发文增加中选品种采购量的城市。除了西安以外，目前也有其他试点地区的采购量基本超过预期。采购量超预期有利于中标药品的以价换量，利好相关药企，同时也利于带量采购政策的持续推进。

## 3、行情回顾与医药热度跟踪

### 3.1 医药行业行情回顾

截至8月9日，申万医药指数为6857.20点，周环比下跌1.41%。沪深300下跌3.04%，创业板指数下跌3.15%，医药跑赢沪深300指数1.63个百分点，跑赢创业板指数1.74个百分点。2019年初至今申万医药上涨17.40%，沪深300上涨20.69%，创业板指数上涨20.57%，医药跑输创业板指数及沪深300。

图表 16: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深 300	3, 633.53	3, 747.44	-3.04	-5.26	20.69
创业板指数	1, 507.71	1, 556.74	-3.15	-3.99	20.57
生物医药 (申万)	6, 857.20	6, 955.51	-1.41	-3.14	17.40

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

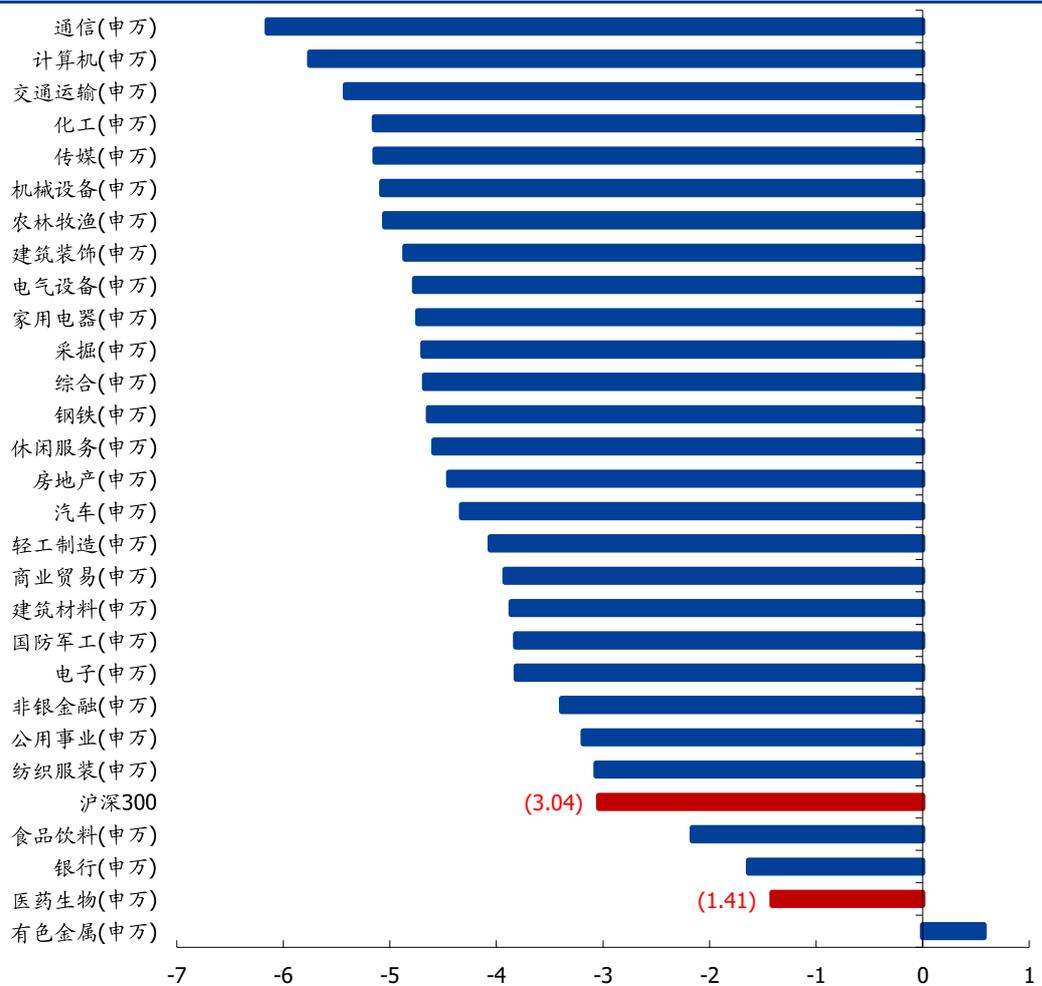
图表 17: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

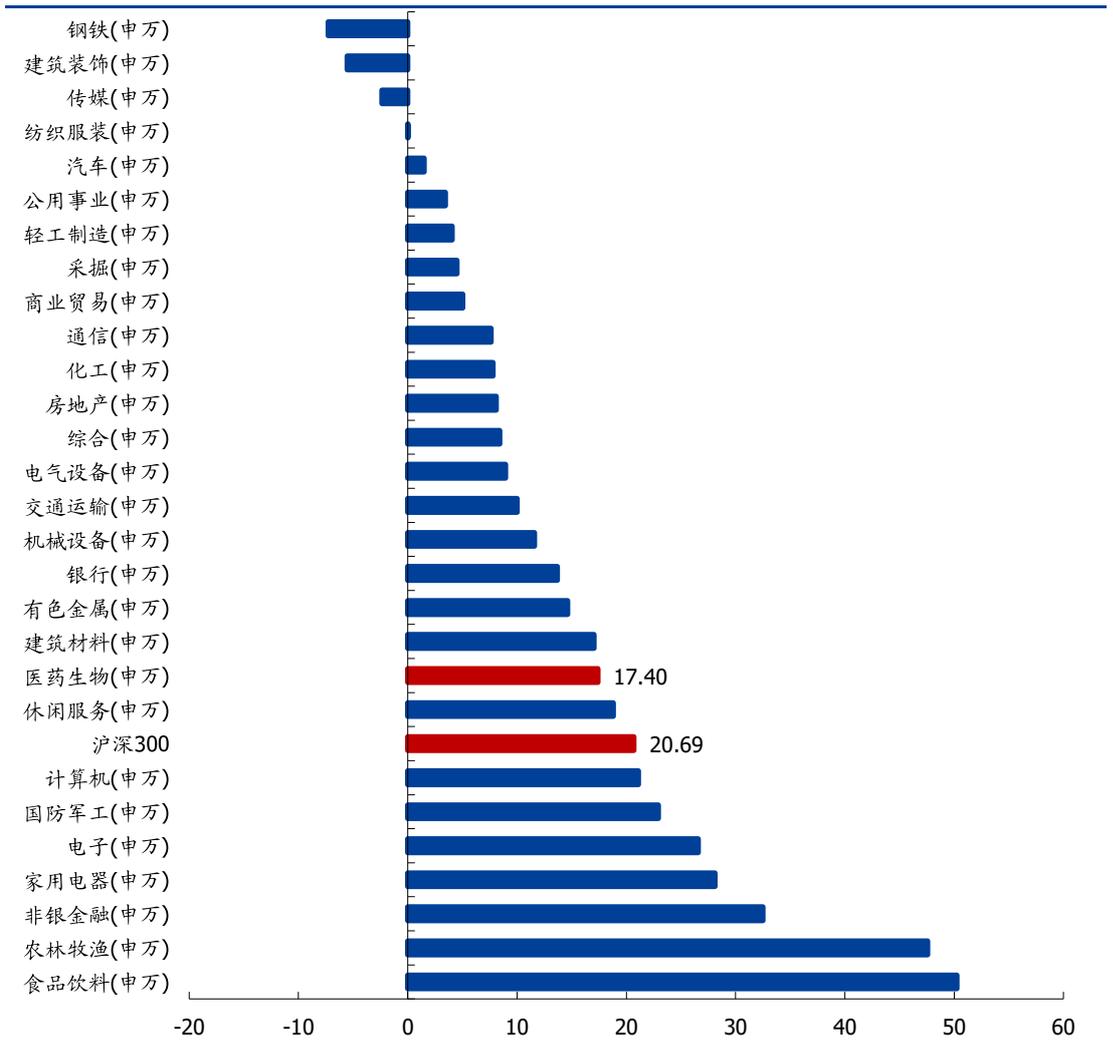
在所有行业中, 本周医药涨跌幅排在第 2 位。2019 年初至今, 医药涨跌幅排在第 9 位。

图表 18: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比(周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)

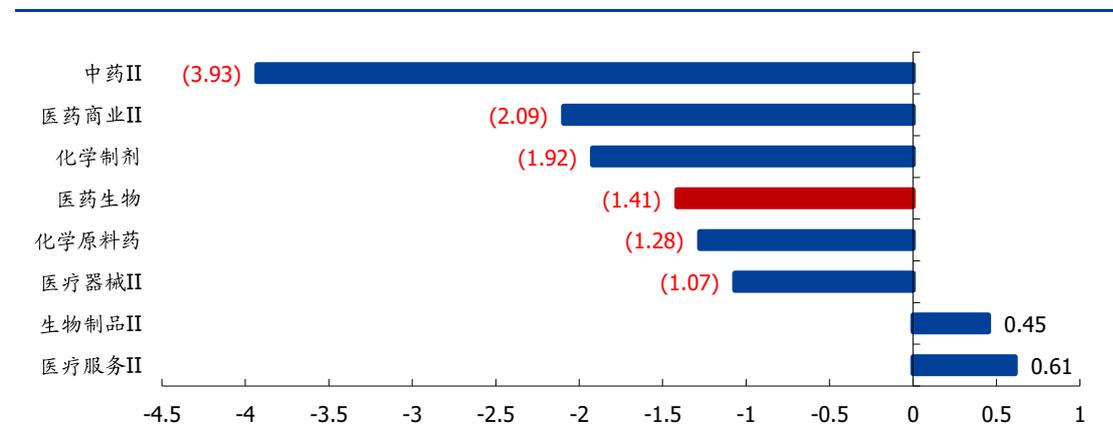


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

业

子行业方面, 本周表现最好的为医疗服务 II, 上涨 0.61%; 表现最差的为中药 II, 下跌 3.93%。

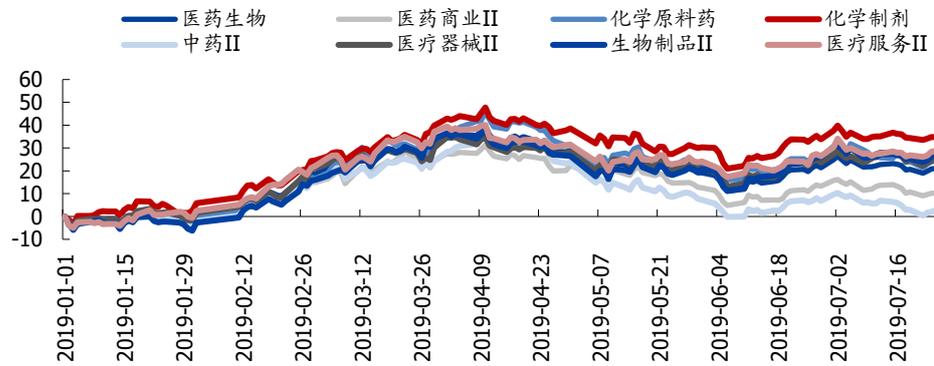
图表 20: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年初至今表现最好的子行业为化学制剂，上涨29.94%；表现最差的子行业为中药II，下跌4.60%。其他子行业中，生物制品II上涨24.88%，医药商业II上涨10.14%，化学原料药上涨20.74%，医疗器械II上涨20.78%，医疗服务II上涨29.07%。

图表 21: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



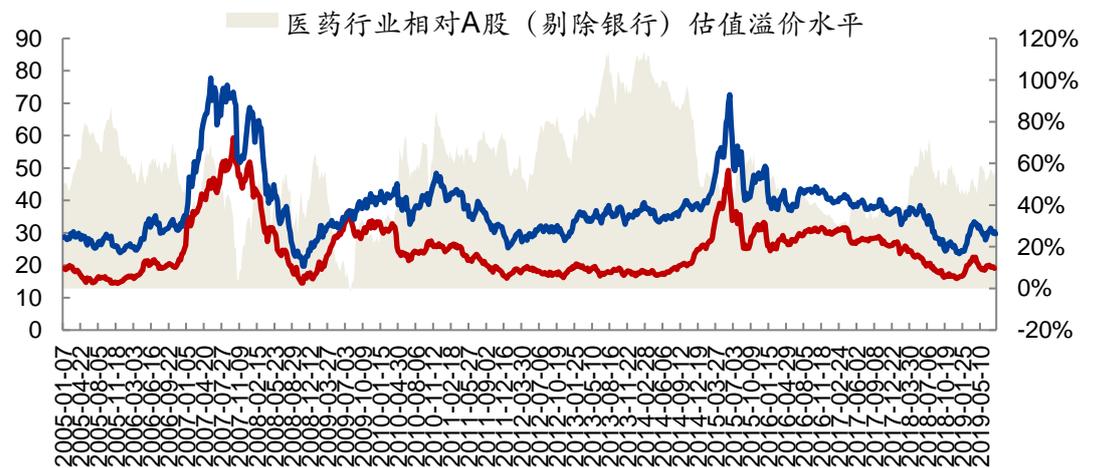
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 29.30X，较上周相比下跌了 0.38 个单位，比 2005 年以来均值（37.79X）低 8.49 个单位，上周医药行业整体略微回落。

本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 59.59%，较上周上涨 3.91 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（56.44%）高 3.15 个百分点，处于均值偏上水平。

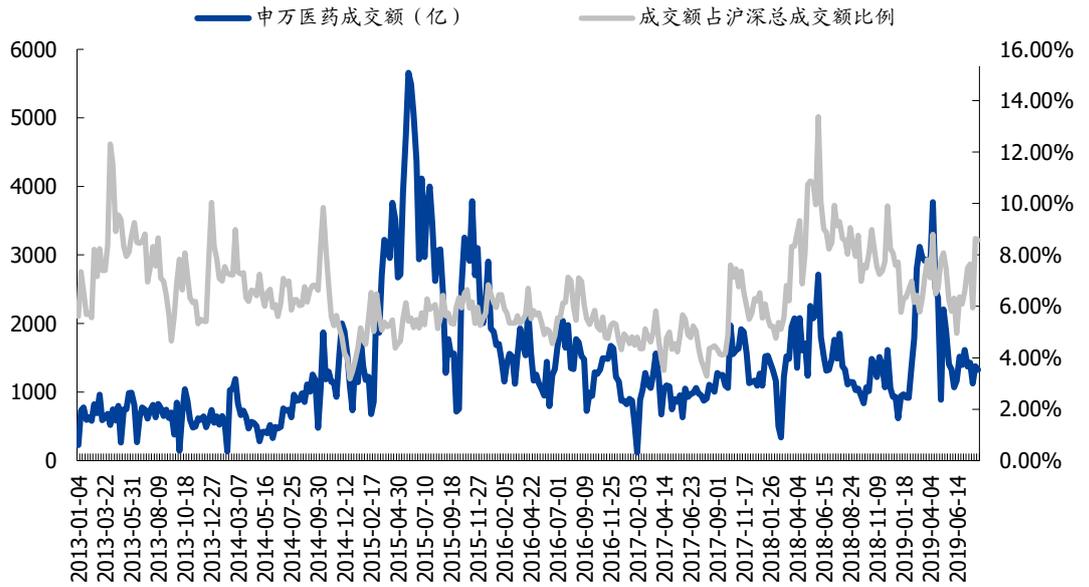
图表 22: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 1327.14 亿元，沪深总成交额为 15483.60 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.57%（2013 年以来成交额均值为 6.43%），本周医药行业热度较上周略微下降。

图表 23: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为博腾股份、金域医学、迪安诊断、安图生物、健友股份。后 5 的为正川股份、吉药控股、润达医疗、通化金马、汉森制药。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为博腾股份、迪安诊断、金域医学、海辰药业、ST 运盛。后 5 的为辅仁药业、花园生物、普利制药、吉药控股、宜华健康。

图表 24: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
博腾股份	14.61	中报业绩超预期	正川股份	-14.38	无特殊原因
金域医学	13.83	中报业绩超预期	吉药控股	-13.13	涉嫌信披违法违规遭调查
迪安诊断	13.15	金域医学业绩超预期带动	润达医疗	-11.47	无特殊原因
安图生物	12.49	中报业绩超预期	通化金马	-10.77	控股股东巨额债务逾期
健友股份	11.75	猪瘟疫情推动	汉森制药	-10.69	无特殊原因
国药股份	8.10	无特殊原因	九强生物	-10.65	无特殊原因
泰格医药	7.93	无特殊原因	双鹭药业	-10.10	无特殊原因
济民制药	7.45	无特殊原因	启迪古汉	-9.77	无特殊原因
昭衍新药	7.23	无特殊原因	陇神戎发	-9.21	中报业绩下滑
溢多利	6.90	无特殊原因	金石东方	-9.19	限售股解禁

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
博腾股份	32.04	中报业绩超预期	辅仁药业	-47.31	涉嫌违法违规遭调查
迪安诊断	30.73	无特殊原因	花园生物	-29.06	无特殊原因
金域医学	23.64	中报业绩超预期	普利制药	-26.08	中报业绩不达预期
海辰药业	19.45	业绩高增长, 引进海外创新药	吉药控股	-25.40	涉嫌信息披露违法违规遭调查
ST 运盛	19.19	无特殊原因	宜华健康	-24.23	实控人增持违规
博雅生物	18.59	丹霞获 GMP 认证&并购罗益生物	广誉远	-23.88	无特殊原因
济民制药	16.70	无特殊原因	永安药业	-23.52	中报预告业绩大幅下滑
老百姓	14.17	二股东减持明朗化	*ST 海投	-22.86	业绩亏损
海思科	12.91	中报业绩超预期	莱美药业	-22.36	控股股东股权被司法冻结
圣达生物	12.21	无特殊原因	福安药业	-21.78	股东减持&业绩预减

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新

图表 26: 四大主线重点覆盖上市公司

四大方向	细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	净利润增速 2019E (%)	2019PE	
医药科技创新	创新服务商	凯莱英	233.26	4.28	5.69	32.92%	40.97	
		药明康德	1062.14	22.61	23.00	1.73%	46.19	
		泰格医药	406.36	4.72	6.72	42.41%	60.43	
		昭衍新药	86.15	1.08	1.55	43.31%	55.49	
		康龙化成	228.92	3.39	4.59	35.24%	49.90	
		量子生物	67.12	1.61	2.55	58.04%	26.37	
		药石科技	79.15	1.33	2.03	51.87%	39.08	
		艾德生物	70.82	1.27	1.48	16.38%	48.01	
	创新药	恒瑞医药	2957.98	40.66	53.15	30.73%	55.66	
		丽珠集团	202.40	10.82	12.41	14.70%	16.31	
		贝达药业	184.22	1.67	2.08	24.93%	88.40	
		康弘药业	280.28	6.95	8.86	27.46%	31.64	
		科伦药业	460.73	12.13	15.85	30.70%	29.06	
		复星医药	607.55	27.08	32.68	20.69%	18.59	
		天士力	234.61	15.45	17.69	14.47%	13.26	
		创新疫苗	智飞生物	751.36	14.51	25.32	74.48%	29.67
			沃森生物	417.88	10.46	3.17	-69.70%	132.82
			康泰生物	425.27	4.36	5.51	26.56%	77.13
	华兰生物		432.42	11.40	14.30	25.51%	30.23	
	创新器械	迈瑞医疗	1949.60	37.19	45.69	22.86%	42.67	
		乐普医疗	427.95	12.19	17.00	39.52%	25.17	
		安图生物	316.55	5.63	7.27	29.27%	43.53	
		开立医疗	107.16	2.53	3.26	29.13%	32.85	
	医药扬帆出海	注射剂国际化	健友股份	217.91	4.25	5.93	39.77%	36.72
			普利制药	117.60	1.81	3.43	89.20%	36.26
		口服国际化	华海药业	178.87	1.08	1.08	0.00%	166.37
	医药健康消费	品牌中药消费	东阿阿胶	207.00	20.85	20.13	-3.44%	10.28
片仔癀			571.94	11.43	14.80	29.47%	38.65	
云南白药			949.11	33.07	38.12	15.28%	24.90	
同仁堂			375.23	11.34	12.10	6.68%	31.01	
华润三九			272.43	14.32	21.75	51.91%	12.52	
其他特色消费		我武生物	179.38	2.33	3.00	28.83%	59.79	
		欧普康视	152.87	2.16	2.93	35.56%	52.15	
		健帆生物	258.44	4.02	5.47	36.00%	47.27	
		长春高新	585.44	10.06	14.40	43.10%	40.65	
		安科生物	155.34	2.63	3.65	38.58%	42.60	
医药品牌连锁	药店	益丰药房	269.87	4.16	5.68	36.48%	47.48	
		老百姓	196.52	4.35	5.35	22.93%	36.75	

	一心堂	132.57	5.21	6.59	26.42%	20.13
	大参林	271.08	5.32	6.50	22.25%	41.71
	国药一致	165.92	12.11	13.64	12.62%	12.17
	爱尔眼科	956.78	10.09	13.54	34.16%	70.68
	美年健康	420.31	8.21	10.99	33.90%	38.25
特色专科连锁	通策医疗	294.70	3.32	4.67	40.74%	63.05
	迪安诊断	140.41	3.89	4.94	27.19%	28.41
	金域医学	212.92	2.33	3.26	39.65%	65.35
	上海医药	445.04	38.81	42.88	10.47%	10.38
流通	九州通	233.02	13.41	16.71	24.67%	13.94
	柳药股份	86.06	5.28	6.79	28.60%	12.67
	国药股份	194.85	14.04	14.80	5.43%	13.16
	华东医药	457.75	22.67	27.99	23.45%	16.35
	恩华药业	116.03	5.25	6.49	23.65%	17.88
	信立泰	218.62	14.58	14.08	-3.44%	15.53
其他特色领域	华润双鹤	128.53	9.69	11.67	20.51%	11.01
	济川药业	223.29	16.88	20.56	21.83%	10.86
	通化东宝	291.88	8.39	9.89	17.88%	29.53
	健康元	156.59	6.99	8.32	18.94%	18.82
	东诚药业	97.07	2.80	3.90	39.22%	24.86
	山河药辅	20.09	0.70	0.87	24.48%	23.02
辅料包材	山东药玻	136.60	3.58	4.69	31.07%	29.10

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (数据为 wind 一致预期)

## 5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com