

医药保健

2019 版医保目录调整快评
超配

(维持评级)

2019 年 08 月 22 日

挤出辅助用药，利好结构改善

证券分析师：谢长雁 0755-22940793 xiecy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002
证券分析师：朱寒青 0755-81981837 zhuhanqing@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

事项：

2019 年 8 月 20 日国家医保局人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，明确了：1) 按照通过一致性评价的仿制药价格水平对原研药和通过一致性评价仿制药制定统一的支付标准。2) 具备相应资质的医师开具的中成药和中药饮片基金方可按规定支付。3) 各个地区不得自行增减目录或限定支付范围，原省级目录乙类中的药品三年内逐步消化。4) 中药饮片允许地方新增地方品种，但不得与禁止名单冲突。5) 拟谈判品种另行发布。

国信医药观点：1) **辅助用药与中药注射剂大幅承压，预计加速退出市场。**20 种重点监控目录里的品种直接不予报销，中药注射剂大多加以二级以上医院和适应症限制。2) **糖尿病、心血管、皮肤病、神经类药物等多个品种纳入医保目录。**德谷胰岛素，多个 DPP4 二甲双胍、沙坦+氨氯地平复方、他扎罗汀、托珠单抗、戈利木单抗等等均纳入乙类目录，利好对应企业。3) **中成药继续保持适当比例，但监管趋严。**华蟾素胶囊、乌灵胶囊、银花泌炎灵片等品种乙类转甲类。血塞通分散片、滴丸、定坤丸等新纳入医保乙类。OTC 适当放宽，处方医师适当性受规管。4) **地方政府增补目录权限被收回，医保目录影响扩大。**5) **风险提示：**医保目录调整，地方支付能力不达预期；部分退出医保目录品种降幅超预期。5) **投资建议：**政策避风港效应加强，血制品、疫苗、创新药、OTC 等板块龙头公司受青睐。推荐买入：恒瑞医药、天坛生物、丽珠集团；推荐增持：康泰生物；港股推荐买入：中国生物制药、中国中药。

评论：

■ 新版医保目录综述：优化结构，腾笼换鸟

新版医保目录：数量增幅小，结构调整大。本次医保目录发布的常规准入部分共 2643 个药品（比 2017 年版本增加 108 个，增幅仅 4.3%），包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个）；中药饮片采用准入法管理，共纳入 892 个。从调出的品种看，共调出 150 个品种，其中约一半是被国家药监部门撤销文号的药品，其余主要是临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品。从常规准入的品种看，调整前后药品数量变化不大，但通过动态调整、有进有出，药品结构发生了较大变化。

严格支付管理。对有通过一致性评价仿制药的目录新准入药品，以及有仿制药的协议到期谈判药品，医疗保障部门原则上按照通过一致性评价的仿制药价格水平对原研药和通过一致性评价仿制药制定统一的支付标准。对于中成药和中药饮片，由具有相应资质的医师开具的中成药处方和中药饮片处方，基金方可按规定支付。各统筹地区要建立医保协议医师制度，加强对医师开具处方资格的核定管理。

明确地方权限。各地应严格执行《药品目录》，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围。对于原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在 3 年内逐步消化。消化过程中，各省应优先将纳入国家重点监控范围的药品调整出支付范围。《药品目录》中的中药饮片是从有国家标准的中药饮片中经专家评审产生的。对于其他有国家或地方标准的中药饮片，可由各省级医疗保障部门牵头，会同人力资源社会保障部门根据当地

的基金负担能力及用药需求，经相应的专家评审程序纳入本省（区、市）基金支付范围，但不得增加目录中规定的不予支付的饮片。

确定了 128 个拟谈判药品。《药品目录》确定了 128 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品。对比前三次谈判进入医保的 56 个品种，此次拟谈判药品数量较多，主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等。通过谈判进入医保的药物将有望以量换价，实现快速的增长。

国家重点监控品种全部调出。国家医保局在吹风会上指出，参考 6 月份国家卫健委发布的第一批国家重点监控合理用药的药品目录，经专家论证决定将国家医保目录中的重点监控药品全部调出。国家卫健委发布的第一批目录共有 20 个化药及生物制品，其中 6 个品种通用名在 2017 年医保目录内，全部调出；其余品种、剂型多为地方医保增补品种。

■ 调入品种：新增糖尿病、专科药物等，多个谈判品种转常规目录

二甲双胍复方制剂获得常规准入。2019 年目录中，共有 7 个品种、13 个通用名的口服复方降糖药获得常规准入，均为二甲双胍与其他口服降糖药（OADs）组成的复方制剂。格列酮、格列奈、格列汀类单方制剂日均治疗费用在 2-8 元不等，且均已列入 2017 年目录；这些品种与二甲双胍组成的复方制剂，日均治疗费用与目录内品种处于相似水平。根据国家医保局 4 月 17 日发布的《调整工作方案》精神，在满足有效性、安全性等前提下，价格（费用）与药品目录内现有品种相当或较低的，可以通过常规方式纳入目录。

表 1：2019 年国家医保目录调入的糖尿病用药

目录编号	药品名称	剂型	代表规格	起始日均用量 (说明书推荐)	生产厂商	中标/挂网 价(元)	日均治疗费用 (元/日)
141	吡格列酮	口服常释剂型	15mg	15 或 30mg	中美华东	1.93	1.93-3.86
131	吡格列酮二甲双胍	口服常释剂型	15mg/500mg	每日 1-2 次	中美华东	2.85	2.85-5.90
127	格列吡嗪	口服常释剂型	5mg	5mg	辉瑞	2.17	2.17
132	二甲双胍格列吡嗪	口服常释剂型	250mg/2.5mg	250mg/2.5mg	扬子江	2.56	2.56
149	瑞格列奈	口服常释剂型	1mg	4mg	豪森药业	0.86	3.44
133	瑞格列奈二甲双胍	口服常释剂型	1mg/500mg	4mg/2g	豪森药业	1.49	5.97
146	维格列汀	口服常释剂型	50mg	100mg	诺华	4.25	8.5
134	二甲双胍维格列汀	口服常释剂型	850mg/50mg	每日 2 次	诺华	5.6	11.2
144	利格列汀	口服常释剂型	5mg	5mg	勃林格殷格翰	8.2	8.2
135	利格列汀二甲双胍	口服常释剂型	2.5mg/850mg	每日 2 次	勃林格殷格翰	6.22	12.44
147	西格列汀	口服常释剂型	100mg	100mg	默沙东	7.57	7.57
136	西格列汀二甲双胍	口服常释剂型	50mg/500mg	每日 2 次	默沙东	4.88	9.76
144	沙格列汀	口服常释剂型	5mg	5mg	阿斯利康	8.03	8.03
137	沙格列汀二甲双胍	缓释控释剂型	5mg/1000mg	每日 1 次	阿斯利康	9.71	9.71
123	甘精胰岛素	注射剂	3ml 300U	10U	赛诺菲	184.62	6.15
124	德谷胰岛素	注射剂	3ml 300U	10U	诺和诺德	193.04	6.43

资料来源：国家医保局、药智网、药物说明书、国信证券经济研究所整理

德谷胰岛素获得常规准入。德谷胰岛素是新近获批上市的长效基础胰岛素，依从性优于甘精胰岛素，且日均治疗费用也处于相似水平。新增的德谷胰岛素适应症限制在中长效胰岛素难以控制的 2 型糖尿病，对胰岛素的格局影响不大。通化东宝的二代胰岛素在渠道库存调整后预计恢复增长，甘精胰岛素有望于近期获批，德谷胰岛素此次进入医保目录对通化东宝影响较小。

专科领域新品种积极准入。除慢病、肿瘤、免疫领域之外，常规准入的其他品种主要集中在血液、泌尿生殖、精神神经、眼耳鼻喉等专科治疗领域，包括艾曲波帕、雷沙吉兰、恩他卡朋双多巴、罂粟乙碘油等近 2 年内获批的创新药或独家品种。这充分说明对于疗效具有明显优势的专科用药新品种，国家医保局也具有较为开放、积极接纳的态度。

表 2：2019 年国家医保目录调入的部分专科用药

分类代码	治疗领域	目录编号	药品名称	剂型	备注	生产厂商
XB02	抗出血药	235	艾曲波帕乙醇胺	口服常释剂型	限既往对糖皮质激素、免疫球蛋白治疗无效的特发性血小板减少症	诺华
		455	卡泊三醇倍他米松	软膏剂 凝胶剂		Leo Leo
XD02	治疗银屑病药	456	他扎罗汀	软膏剂 凝胶剂		华邦健康 华邦健康
		457	他卡西醇	软膏剂		帝人 Teijin
		144	他扎罗汀倍他米松	软膏剂		华邦健康
		520	阿托西班	注射剂	限妊娠 24 周到 33 周，且有明确早产指征者的二线用药	辉凌、海南中和、成都圣诺
XG02	其他妇科药	538	地诺孕素	口服常释剂型		拜耳
XG03	性激素和调节剂	540	雌二醇/雌二醇地屈孕酮	口服常释剂型		雅培 Abbott
		541	戊酸雌二醇/雌二醇环丙孕酮	口服常释剂型		拜耳
XG04	泌尿系统药	556	索利那新	口服常释剂型		四川国为、齐鲁制药、海正药业
XN04	抗帕金森氏病药	999	雷沙吉兰	口服常释剂型	限二线用药	Teva
		1001	恩他卡朋双多巴	口服常释剂型	限二线用药	诺华/卫材
XN07	其他神经系统药物	1077	纳曲酮	口服常释剂型		北京华素
XR01	鼻部制剂	1115	色甘萘甲那敏	鼻用喷雾剂		山东天顺
XS01	眼科用药	1179	加替沙星	滴眼剂 眼用凝胶剂	限二线用药	多家 兴齐眼药
		1200	奥布卡因	滴眼剂		博士伦
XV08	造影剂	1259	巯粟乙碘油	注射剂		恒瑞医药

资料来源:国家医保局、国信证券经济研究所整理

自身免疫疾病创新药获得常规准入。对于传统抗风湿药物 (csDMARDs) 治疗效果不佳的患者，需要生物抗风湿药物 (bDMARDs) 进一步改善疾病症状、控制疾病进展，主要包括 TNF- α 抑制剂、白介素抑制剂等生物制品。2017 年版目录中只有重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白 1 个通用名药物列入；2019 年版目录新加入了戈利木单抗、托珠单抗两个创新药，首先是其疗效、依从性优于传统药物、也优于目录内已有产品，其次是原研厂商定价较为合理，或主动降价后与目录内品种处于相似水平。

表 3：2019 年国家医保目录调入的自身免疫疾病药物

目录编号	药品名称	剂型	代表规格	用法用量 (说明书推荐)	生产厂商	商品名	终端价 (元/支)	年治疗费用 (万元/年)
857	重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白	注射剂	25mg	25mg iv biw	三生国健	益赛普	800-900 元	8.3-9.4 万元
					上海赛金	强克	600 元	6.2 万元
					海正药业	安百诺	520 元	5.4 万元
858	戈利木单抗	注射剂	50mg 0.5ml	50mg sc q4w	杨森	欣普尼	4,900 元	5.9 万元
859	托珠单抗	注射剂	80mg 4ml	8mg/kg iv q4w	罗氏	雅美罗	1,925 元	11.6 万元
							降至 830 元	降至 5.0 万元

资料来源:国家医保局、药智网、国信证券经济研究所整理。注：雅美罗在 2019 年 4 月为进入医保目录主动降价；剂量按照 50kg 体重计算需要用 5 支。

谈判品种转常规目录，国产仿制药迎来机会。人社部 2017 年谈判准入 36 个品种、医保局 2018 年谈判准入 17 个品种，对比 2019 年谈判药品目录，其中 5 个品种转入常规目录，且备注中大多增加适应症或放宽支付条件。这主要是因为国产仿制药或生物类似药在近 2 年内陆续获批，竞争格局从独家垄断转变为多家竞争，药物可及性、可负担性得到了显著提升。原谈判品种转入常规目录后，无需定期重新谈判，可以在全国各省市直接完成市场准入，新近获批的仿制药、生物类似药依靠较低的价格迅速放量，进一步扩大患者人群并实现较大份额的进口替代。中国生物制药拥有上述 5 个品种中的 4 个仿制药 (替格瑞洛、硼替佐米、阿比特龙和来那度胺)，将会受益于此次调整。

表 4: 谈判目录转常规医保产品

药品名称	剂型	备注	变化	主要厂商	PDB 销售 (亿元)
替格瑞洛	口服常释剂型	限急性冠脉综合症患者, 支付不超过 12 个月。非急性期限二线用药。	新增非急性期限二线用药适应症	阿斯利康、信立泰、石药集团、中国生物制药	2.74
利妥昔单抗	注射剂	限复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤(国际工作分类 B、C 和 D 亚型的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤, CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤; 支付不超过 8 个疗程。	/	罗氏、复宏汉霖	12.18
硼替佐米	注射剂	限多发性骨髓瘤、复发或难治性套细胞淋巴瘤患者, 并满足以下条件: 1、每 2 个疗程需提供治疗有效的证据后方可继续支付; 2、由三级医院血液专科或血液专科医院医师处方。	删除“与来那度胺联合使用不予支付”	强生、翰森制药、齐鲁制药、中国生物制药、先声制药	4.57
阿比特龙	口服常释剂型	限转移性去势抵抗性前列腺癌、新诊断的高危转移性内分泌治疗敏感性前列腺癌。	新增新诊断的高危转移性内分泌治疗敏感性前列腺癌适应症	强生、恒瑞医药、中国生物制药	3.25
来那度胺	口服常释剂型	限曾接受过至少一种疗法的多发性骨髓瘤的成年患者, 并满足以下条件: 1、每 2 个疗程需提供治疗有效的证据后方可继续支付; 2、由三级医院血液专科或血液专科医院医师处方。	删除“与硼替佐米联合使用不予支付”	新基/百济神州, 双鹭药业、中国生物制药、齐鲁制药	1.43

资料来源:国家医保局、国信证券经济研究所整理

口服质子泵抑制剂取消门诊用药限制。在新版医保目录中, 口服质子泵抑制剂(埃索美拉唑、兰索拉唑、雷贝拉唑、泮托拉唑)均取消了门诊使用和定点药店购药的限制。这表明了国内质子泵抑制剂的用药模式向海外靠拢的趋势(主要以口服为主), 有利于口服剂型的放量。丽珠集团的艾普拉唑口服剂型处于正处于快速放量期, 此次并未受到进一步的限制, 预计将维持快速增长。另外, 艾普拉唑注射剂预计将进入此次医保谈判目录, 未来可提供新的增量。

表 5: 质子泵抑制剂医保调整情况

医保类型	药品名称	剂型	备注	变化
甲	奥美拉唑	口服常释剂型		
乙	埃索美拉唑(艾司奥美拉唑)	口服常释剂型		取消△
乙	埃索美拉唑(艾司奥美拉唑)	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	
乙	艾普拉唑	口服常释剂型	限有十二指肠溃疡、反流性食管炎诊断患者的二线用药	
乙	奥美拉唑	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	
乙	兰索拉唑	口服常释剂型		取消△
乙	兰索拉唑	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	
乙	雷贝拉唑	口服常释剂型		取消△
乙	泮托拉唑	口服常释剂型		取消△
乙	泮托拉唑	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	

资料来源:国家医保局、国信证券经济研究所整理。△仅限参保人员门诊使用和定点药店购药时医保基金方予支付。

■ 调出品种: 辅助用药与中药注射剂大幅承压

第一批国家重点监控品种全部调出目录。国家医保局在吹风会上指出, 参考 6 月份国家卫健委发布的第一批国家重点监控合理用药的药品目录, 经专家论证决定将国家医保目录中的重点监控药品全部调出。国家卫健委发布的第一批目录共有 20 个化药及生物制品, 其中 6 个品种通用名在 2017 年医保目录内, 全部调出; 其余品种、剂型多为地方医保增补品种。根据医保局通知精神, 原省级药品增补乙类药品应在 3 年内逐步消化。我们认为, 对于收入规模较大、已上市产品组合较为丰富的企业而言, 个别品种调出医保目录对其负面影响较为有限; 企业可以通过转变产品结构、积极投入研发等方式弥补个别品种下滑带来的拖累。

表 6：2019 年国家医保目录调出的重点监控品种

分类代码	治疗领域	药品名称	剂型	2017 年版备注	生产厂商
XC01	心脏治疗药	前列地尔	注射剂	限有四肢溃疡体征或静息性疼痛症状的慢性动脉闭塞症	北京泰德、四环医药、复星医药等多家
XC04	周围血管扩张药	桂哌齐特	注射剂	限雷诺氏病	四环医药等多家
XN07	其他神经系统药物	鼠神经生长因子	注射剂	限外伤性视神经损伤或正己烷中毒	舒泰神、海特生物、未名医药、丽珠集团
		依达拉奉	注射剂	限急性脑梗死患者在发作 24 小时内开始使用并持续不超过 14 天	先声药业等多家
XS01	眼科用药	小牛血清去蛋白	眼用凝胶		复星医药
		小牛血去蛋白提取物	眼用凝胶		合肥兆科、兴齐眼药

资料来源:国家医保局、卫健委、国信证券经济研究所整理

羟乙基淀粉一品规调出目录，利好人血白蛋白。羟乙基淀粉（20、40）氯化钠在新版本目录中被删除。羟乙基淀粉有一定安全性隐患，在欧洲地区已被退市；国内的羟乙基淀粉说明书的修改也添加了安全性警示。我们认为，从安全性角度考虑，羟乙基淀粉的使用应受到限制，此次医保目录调出羟乙基淀粉的一个品规表明了这一趋势。作为人血白蛋白的廉价替代物，羟乙基淀粉用量的减少将有利于人血白蛋白空间的扩大。

注射剂管控持续收紧。2019 年版目录没有中药注射剂调入，同时调出三个中药注射剂（清热解毒注射液、银黄注射液、祖师麻注射液）。目前目录内保留了 51 个中药注射剂品种，备注中几乎都有支付限制；对比 2017 年版目录，有众多品种在备注中调整或增加了支付限制，说明医保部门对超适应症使用管控持续收紧。

表 7：2019 年国家医保目录调整备注的中药注射剂

目录编号	药品名称	备注（变动用粗斜体表示）	变动内容	生产厂商
★（89）	清开灵注射液	限二级及以上医疗机构并有急性中风偏瘫患者和上呼吸道感染、肺炎导致的高热患者	增加患者人群	多家
★（124）	肿节风注射液	限二级及以上医疗机构	限制医院等级	多家
★（152）	茵栀黄注射液	限二级及以上医疗机构	限制医院等级	多家
279	喘可治注射液	限二级及以上医疗机构 支气管哮喘急性发作的患者	限制适应症	广州万正药业
★（294）	止喘灵注射液	限二级及以上医疗机构	限制医院等级	江苏苏中药业
★（324）	刺五加注射液	限二级及以上医疗机构	限制医院等级	多家
554	血塞通注射液	限二级及以上医疗机构的 中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限制适应症	多家
★（554）	注射用血塞通(冻干)	限二级及以上医疗机构的 中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限制适应症	昆药集团、珍宝岛
555	血栓通注射液	限二级及以上医疗机构的 中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限制适应症	多家
★（555）	注射用血栓通(冻干)	限二级及以上医疗机构的 中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限制适应症	中恒集团
568	疏血通注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者	限制程度	九芝堂
★（325）	黄芪注射液	限恶性肿瘤化疗血常规指标低下及免疫功能低下 限二级及以上医疗机构病毒性心肌炎患者	修改适应症	多家
921	艾迪注射液	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限制医院等级	益佰制药
927	复方苦参注射液	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限制医院等级	振东制药
★（932）	康莱特注射液	限二级及以上医疗机构中晚期肺癌或中晚期肝癌	限制医院等级	浙江康莱特
935	通关藤注射液(消癌平注射液)	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限制医院等级	通化金马、南京圣和
936	鸦胆子油乳注射液	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限制医院等级	多家
942	参芪扶正注射液	限二级及以上医疗机构；与肺癌、胃癌化疗同步使用 并有血常规指标低下及免疫功能低下证据的患者	限制医院等级 限制程度	丽珠集团
947	康艾注射液	限二级及以上医疗机构说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗	限制医院等级	长白山制药

资料来源：国家医保局；国信证券经济研究所整理 注：同一品种只编一个号,重复出现时标注“★”

■ 投资建议：推荐买入产品线及管线丰富的龙头，以及避风港属性的细分行业龙头

恒瑞医药：国内创新龙头，研发管线丰富，继续推荐“买入”。此次医保目录调整对公司的产品影响不大，预计硫培非格司亭、阿帕替尼、吡咯替尼等产品将进入谈判目录。在所有本土药企中，恒瑞医药是创新药研发管线最为丰富、已获批新分子实体（创新药）数量最多的公司。研发类别包括小分子及大分子，涵盖肿瘤、麻醉、免疫、慢病等多个治疗领域；临床前研究与临床开发能力较为均衡。分线及事业部改革后，专业化营销体系初步成型，成为创新药研发成果向市场转化的重要保障。预计 2019-2021 年营收 224/283/357 亿元，同比增速 29/26/26%；归母净利润 54/69/88 亿元，同比增速 32/28/28%；按最新总股本计算，摊薄 EPS=1.21/1.55/1.99 元，当前股价对应 PE=58.7/46.0/36.0x。公司多个重磅创新药上市销售驱动业绩快速增长，临床及注册进展确认和提升研发管线估值，创新药国际化战略打开长期市值空间，维持“买入”评级。

天坛生物：采浆稳定增长，期待高纯静丙上市，继续推荐“买入”。血制品行业受医保调整和辅助用药目录影响较小，原料格局稳定且成长确定性高。公司管理团队的执行力、研发布局的眼光得到不断验证。预计未来2~3年血制品价格企稳，公司采浆量保持每年200吨的增量。公司2019~2020年的业绩由采浆量增长和经营杠杆的放大推动；采浆效益、产能利用率、血浆利用率逐步提升，带来经营效益确定性的改善。2021年由于高纯静丙、小品种的上市叠加永安血制的投产，公司业绩迎来跃升。随着公司浆量的稳步提升、效益的改善以及新产品的上市，有望实现国内龙头地位的切换，最终对标国际血制品龙头企业。我们维持盈利预期，预计2019~2021年净利润6.28/7.58/10.91亿，对应当前股价估值为46.7/38.7/26.9x，维持“买入”评级。

丽珠集团：业绩稳健增长，转型期过渡顺利，维持“买入”评级。在此次新版医保目录中，丽珠集团的鼠神经生长因子被调出，参芪扶正加大限制，两个品种继续承压。另一方面，艾普拉唑口服剂型处于正处于快速放量期，此次并未受到进一步的限制，预计将维持快速增长。另外，艾普拉唑注射剂预计将进入此次医保谈判目录，未来可提供新的增量。公司消化道制剂保持高增长，艾普拉唑系列产品快速放量支撑转型期顺利过渡。产品结构快速改善，承压品种未来在收入中占比持续降低。预计2019-2021年EPS分别为1.34/1.54/1.79元，当前股价对应PE 21.3/18.5/16.0X，维持“买入”评级。

康泰生物：管线储备深厚，看好长期布局，维持“增持”评级。疫苗行业在医保体系之外，是政策高压下的避风港。疫苗管理法出台后政策导向也已明确。公司是研发能力领先的国内疫苗龙头，19/20年的业绩主要依靠现有产品的内生增长及新产品上市带来的增量。重磅品种13价肺炎结合苗和和人二倍体狂苗预计将于2021年上市，推动业绩大幅增长。长期来看，公司在多联苗的产品和研发布局上拥有巨大优势，五联苗、麻腮风水痘四联苗等大品种将会保障公司长期的成长。定增募资后公司具有并购整合能力。预计公司2019~2021年的净利润为5.02/6.54/12.14亿，对应当前股价的PE为87.6/67.2/36.2x，维持“增持”评级。

中国生物制药：处于产品密集收获期的仿创龙头，继续推荐“买入”。前列地尔被列入重点监控目录后又被移出新版医保目录，预计销售额会快速下滑。独家重磅品种安罗替尼新增软组织肉瘤适应症，剑指30亿大单品。预计雷替曲塞将进入谈判目录加速放量。来那度胺、硼替佐米、替格瑞洛和阿比特龙从谈判目录进入医保常规目录，利好公司仿制药的放量。公司正处于产品密集收获期，丰富的产品线和管线将为公司提供长期成长的动力，新品种的上市和放量完全可以对冲承压品种销售的下滑。我们预计公司2019~2021年营收为256/314/378亿元，同比增长22.3%/23.1%/20.1%，归母净利润34.9/43.2/51.4亿元，可比口径增速为22.9%/23.8%/19.1%，对应PE为34.0/27.5/23.1，维持“买入”评级。

中国中药：中药饮片配方颗粒龙头，继续推荐“买入”。公司此前受到市场对中药饮片配方颗粒长期前景以及重资产投入获得业绩增长模式双重质疑，虽然业绩增速一直稳健，但估值持续降低，当前估值仅不到10x，极具投资吸引力。我们认为中药配方颗粒归属中药饮片，本次医保再次明确了监管针对中药注射剂和中药饮片完全不同的态度：饮片医保纳入各省仍有自主权力，长期前景无忧。我们维持此前盈利预测，2019~2021年EPS为0.35/0.44/0.55元，对应PE为8.5/6.8/5.4x，继续推荐“买入”。

表 8：重点公司估值表

代码	公司简称	股价 19-08-21	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600276	恒瑞医药	71.71	3172	1.10	1.22	1.56	1.99	64.9	58.7	46.0	36.0	21.7%	3.0	买入
600161	天坛生物	28.05	293	0.58	0.60	0.73	1.04	48.0	46.7	38.7	26.9	15.8%	2.3	买入
000513	丽珠集团	28.48	233	1.51	1.34	1.54	1.78	18.9	21.3	18.5	16.0	8.8%	3.2	买入
300601	康泰生物	68.14	440	0.68	0.78	1.01	1.88	99.9	87.6	67.2	36.2	28.5%	2.5	增持
1177.hk	中国生物 制药	9.42	1186	0.72	0.28	0.34	0.41	13.1	34.0	27.5	23.1	11.6%	/	买入
0570.hk	中国中药	3.01	152	0.29	0.35	0.44	0.55	10.5	8.5	6.8	5.4	8.9%	0.4	买入

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测。中国生物制药、中国中药数值转化成人民币。

相关研究报告:

- 《国信证券-医药生物 2019 年 7 月投资策略：中报前瞻稳健，政策明朗将改善预期》 ——2019-07-16
- 《创新药盘点系列报告（11）：进击的疫苗：深度盘点，重磅迭出》 ——2019-07-04
- 《医药生物 2019 年 6 月投资策略：政策密集发布，无需过度悲观-190617》 ——2019-06-18
- 《国信证券-创新药盘点系列报告（10）-PD-1 的天王山之战：泛肿瘤市场最大药》 ——2019-06-03
- 《国信证券-创新药学术前沿信息专题（1）-多家国内企业公布重磅新药关键临床数据-ASCO？2019 摘要速递（国内部分）》 ——2019-05-20

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032