

# 证券研究报告——医药生物行业8月投资策略

## 重视现金流改善标的，继续乐观

2019-08-23

证券分析师：谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003  
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002  
证券分析师：朱寒青 0755-81981837 zhuhanqing@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

# 报告摘要：中报前瞻稳健，政策明朗将改善预期

## ■ 医药当前分化进入较深阶段，预计未来DRGs和分级诊疗两大抓手将完全改变行业模式

中国2022年之后面临每年500万以上新退休人口与新工作人口的剪刀差，医改的窗口期已经不长。DRGs与医联体为代表的分级诊疗均预计2-3年落地铺开，将药品、检查从利润部门转变为成本部门；将通过增量改革方式透过医联体普及以及诊所方式实现分级诊疗，并逐渐改变渠道分布，将高等级医院占主导逐渐转变为基层占比稳步提升。

## ■ 行业动态数据：医保增速较高，继续维持中高增长

医保支出1-7月增速高达22.73%。医药制造业营收增长8.5%，利润增长9.4%，行业仍然保持稳健，考虑到基本面分化严重，预计头部公司符合预期，医药中报整体值得期待。社会零售数据方面，规模以上中西药品1-7月增速7.4%，相比略有下行，消费数据方面1-6月人均医疗保健支出则增长9.5%。整体行业稳的格局变化不大。

## ■ 医保目录调整，带量采购向器械与高值耗材方向扩展

8月20日医保目录调整，相比以往出现较多剔除出医保目录的重点监控品种、中药注射剂普遍被限制为二级以上医院和具体适应症。且地方增补权力被收回，医保与医药的联动加强。耗材方面，多地启动了高值耗材带量采购的试点，部分品种如心内科、骨科产品招标价格大幅下降；IVD等器械行业也开启了产品标准编码的推广，为未来的标准化统计和采购打下基础。

## ■ 风险提示：药品、器械、耗材降价幅度超预期；医保目录调整利空品种销售下降超预期

## ■ 投资建议：中报前瞻稳健，政策明朗将改善预期

医药整体现金流优秀，受降息获益高于整体市场，但当前分化已经非常明显，除高度确定的头部龙头外，建议关注估值与前期高点相比有差距，细分领域头部优势明显、中报业绩高度确定、医保目录谈判获益品种的公司。8月策略A股推荐买入恒瑞医药、复星医药、丽珠集团、天坛生物、博雅生物、迪安诊断、鱼跃医疗、乐普医疗、迈克生物、白云山；港股推荐买入中国生物制药、中国中药、三生制药。

# 投资组合收益回顾：跑赢医药指数

- 年度策略组合回顾：A股组合、港股组合均持续跑赢医药板块；A股组合中恒瑞医药、迈瑞医疗、益丰药房等白马龙头体现持续超额收益，港股组合中中国生物制药、金斯瑞生物科技等显著跑赢指数。
- 7月组合收益回顾：近期医药板块在震荡行情中体现出超额收益，印证了我们7月策略不悲观的观点；推荐组合中大部分个股取得正收益，其中天坛生物、乐普医疗、中国生物制药等个股显著跑赢医药指数；但康弘药业、中国中药逊于医药指数。
- 根据已发布的业绩预告/业绩快报及我们覆盖公司的业绩前瞻，医药板块业绩增长仍然较为稳健；当前医药板块分化明显，适当关注估值偏低，但预期业绩稳健的二线龙头。

表：国信证券组合收益情况

策略名称	投资组合	策略收益	医药板块	超额收益
2019年投资策略《创新才是硬道理》	A股：恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、乐普医疗、华兰生物、智飞生物、科伦药业、迈瑞医疗、鱼跃医疗、迪安诊断、益丰药房。 港股：中国生物制药、石药集团、中国中药、三生制药、金斯瑞生物科技、李氏大药厂。	40.3%	22.8%	17.5%
1月投资策略《预期稳定，估值恢复》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物 港股：石药集团、中国生物制药、中国中药	10.4%	1.8%	8.5%
2月投资策略《期待年报盈喜，关注政策变化》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、博雅生物 港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。	9.6%	17.4%	-7.8%
3月投资策略《“4+7”集采落地后，聚焦两会和创新》	A股稳健组合：恒瑞医药、乐普医疗、天坛生物 A股弹性组合：泰格医药、贝达药业、博雅生物、安科生物、康弘药业、迪安诊断、迈克生物、国药股份 港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。	11.2%	20.3%	-9.1%
4月投资策略《回归价值，重视估值优势》	A股稳健组合：恒瑞医药、迈瑞医疗、上海医药、华润三九 A股进取组合：迪安诊断、迈克生物、天坛生物、凯普生物、博雅生物、恩华药业、天士力、国药股份 港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药	1.5%	-6.7%	8.2%
5月投资策略《增速下行，回调中紧抓龙头和景气板块》	A股：恒瑞医药、复星医药、迈克生物、天坛生物、乐普医疗、上海医药、迪安诊断、白云山、康弘药业，另外维持推荐器械龙头公司 港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药	-2.4%	-6.8%	4.4%
6月投资策略《改革蕴含机遇，无需过度悲观》	A股：恒瑞医药、天坛生物、康弘药业、迈克生物、迈瑞医疗、乐普医疗、白云山 港股：石药集团、中国生物制药、三生制药、金斯瑞生物科技、中国中药	7.3%	6.5%	0.9%
7月投资策略《中报前瞻稳健，政策明朗改善预期》	A股：恒瑞医药、复星医药、科伦药业、天坛生物、迪安诊断、乐普医疗、白云山 港股：石药集团、中国生物制药、三生制药、金斯瑞生物科技	4.6%	0%	4.6%

资料来源：国信证券经济研究所整理，截止8月9日

# 医药及宏观数据比较：生产需求两端均继续保持稳健

- 生产端：2019年3月以来，医药制造业营业收入增速稳定在9-10%之间，但利润增速逐月提升，从3月7.6%、4月9.7%提升至5月10.9%，体现出生产端盈利能力稳中有所回升，不同于2018年利润增速慢于收入增速的结构。
- 需求端：2019年以来，中西药品社零总额继续保持10%以上较快增长，增速比2018全年9%以上增长略有提高，体现出零售终端需求较为旺盛。
- 支付端：医保支出端大幅上升为22.73%。预计创新药、医保纳入新品种放量获益企业中报有望超预期。新医保

表：2019年1-7月医药生产端和需求端继续保持稳健景气

类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
医药制造业（1-6月）	营业收入	12,227.5	8.5%
	营业成本	6977.9	6.4%
	利润总额	1,608.2	9.4%
社会零售总额（1-7月）	总计	228,283	8.3%
	限额以上中西药品类	3,424	7.9%
消费与收入（1-6月）	人均可支配收入	15294	8.8%
	人均消费支出	10330	7.5%
	人均医疗保健支出	941	9.5%
医保（1-7月）	职工医保支出	6452	
	居民医保支出	4543	22.73%

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

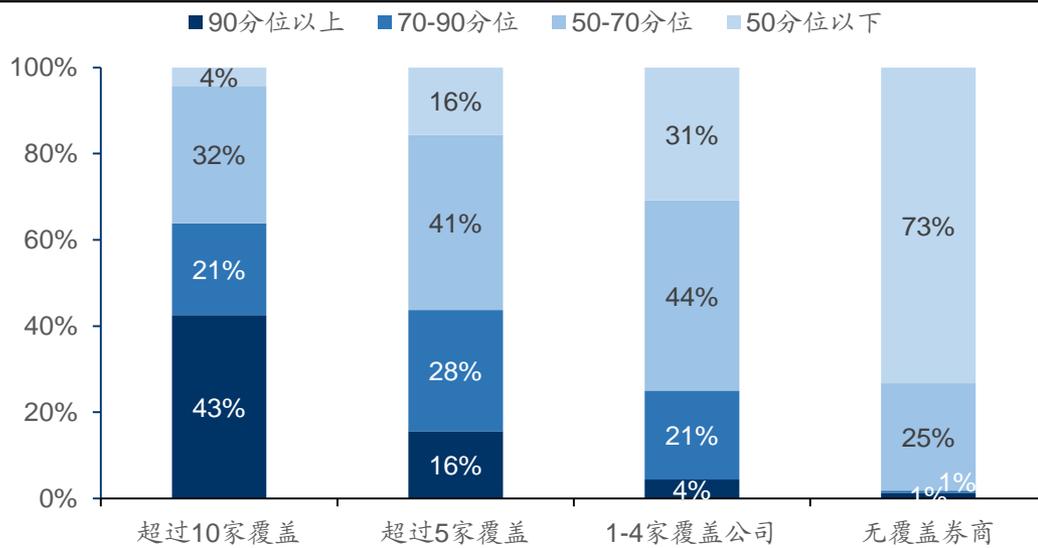
# 行业高度分化，白马及政策避风港企业处于历史高位

表：医药生物板块从市场表现到基本面全面分化

覆盖情况	公司数量	平均市值（亿）	日均换手率	涨跌幅	归母净利润增速(18A)	ROE(18A)	陆股通占自由流通市值比	市盈率（TTM, 中位数）
超过10家覆盖	45	449	1.2%	38%	28%	19%	6.4%	43
超过5家覆盖	30	167	1.6%	42%	31%	15%	2.4%	32
1-4家覆盖公司	66	95	2.0%	2%	-41%	10%	1.0%	29
无覆盖券商	148	50	2.6%	3%	-74%	4%	0.3%	34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

图：医药生物板块白马及政策避风港企业处于历史高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ✓ 我们按照个股卖方覆盖家数（反映市场关注度）为维度，按照2017年以来的复权后当前股价在整个时间区间的分位数来进行聚类分析。高关注度个股中汇集了公认的龙头白马以及政策避风港的个股，其中四成个股已经达到或逼近历史新高
- ✓ 与此同时，ROE、成长性相差不大的次高关注度公司仍有8成左右公司距离历史高位有30%以上空间。从整体策略上，我们在头部公司抱团明显的情况下，建议配置实际业绩成长性优秀，估值仍较低的二线龙头。

# 当前推荐标的三条主线

## ■ 我们当下所推荐的标的遵循三条主线:

- ✓ 1) 头部龙头、政策避风港等高关注个股，在利率下行中有望继续引领行业。包括恒瑞医药、华兰生物、天坛生物、长春高新、康泰生物、益丰药房等。历史分位在90%以上。
- ✓ 2) 政策影响已经反映或影响较小：药品领域的带量采购及高值耗材领域的降价政策落地，悲观情绪逐步消化，估值充分反映预期，相关个股乐普医疗、恩华药业、华东医药、丽珠集团所处平均历史分位为30%，相对较低，存在上升空间；
- ✓ 3) 二线龙头标的：具备优势，机遇大于挑战，相关个股博雅生物、迈克生物、迪安诊断，仍有潜在空间。现金流状态边际改善、中报预期良好：白云山、迪安诊断、柳药股份；历史分位为50%左右。

表：国信医药推荐标的主线一览

推荐主线	相关个股	股价所处2017年以来分位	推荐理由
政策影响已经反映或影响较小	乐普医疗、恩华药业、华东医药、丽珠集团、通化东宝、复星医药	~30%	高值耗材领域降价政策落地，带量采购悲观情绪逐步消化，第二批采购政策面边际向好，估值充分反映预期且目前股价所处分位相对较低的龙头公司
现金流状态边际改善	迪安诊断、国药股份、柳州医药、丽珠集团	~50%	利息下降利好大流通板块
二线龙头标的，所处股价分位相对较低	博雅生物、迈克生物、迪安诊断、鱼跃医疗、白云山	~50%	估值角度来看，当前二线龙头估值并不显著高于小市值公司，考虑行业避险和稳健属性，具备投资潜力
政策避风港及龙头	恒瑞医药、华兰生物、天坛生物、康泰生物、益丰药房	~95%	高关注板块，利息下降现金流良好大消费龙头估值提升

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 8月策略：重视成长，继续乐观

- 医药板块整体估值分化明显，头部白马以及政策避风港公司大多处于两年半以来的股价高位，考虑到宏观利率下行对现金流优越的消费行业整体提升估值，受关注的头部龙头可能还有进一步估值提升和提前估值切换的空间
- 细分领域龙头，二线白马尤其是处方药板块的政策预期较为悲观，已经隐含在股价和估值之中；随着政策预期逐渐明朗，板块整体估值有改善空间，考虑到中报与三季报稳健，建议重视。
- 已经披露的公司业绩来看，医药板块业绩增长仍然较为稳健。进入下半年，多个创新药和仿制药品种获批上市、快速放量，医保目录调整后，新入品种也有望在明年开启放量。

表：国信医药8月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-8-21	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600276	恒瑞医药	71.71	3,172	0.92	1.21	1.56	1.99	78.0	59.2	46.1	36.0	23.2	2.0	买入
600196	复星医药	26.10	638	1.06	1.21	1.45	1.72	23.5	20.6	17.1	14.5	10.2	1.2	买入
000513	丽珠集团	28.48	233	1.16	1.34	1.54	1.78	21.5	18.6	16.2	14.0	10.1	1.2	买入
600161	天坛生物	28.05	293	0.49	0.60	0.73	1.04	57.6	46.7	38.7	26.9	15.9	1.6	买入
300294	博雅生物	36.13	157	0.98	1.17	1.42	1.76	33.4	28.0	23.0	18.6	15.3	1.3	买入
300244	迪安诊断	23.82	148	0.63	0.79	1.02	1.32	38.0	30.2	23.3	18.0	12.9	1.1	买入
002223	鱼跃医疗	22.15	222	0.73	0.89	1.07	1.28	30.5	24.8	20.7	17.3	13.6	1.2	买入
300003	乐普医疗	24.56	438	0.68	0.96	1.26	1.68	35.9	25.5	19.6	14.6	19.1	0.7	买入
600332	白云山	38.36	602	2.12	1.83	2.07	2.29	17.5	20.3	17.9	16.2	17.0	1.1	买入
1177.HK	中国生物制药	10.10	1317	0.23	0.25	0.29	0.34	43.9	40.4	34.8	29.7	31	2.9	买入
1530.HK	三生制药	12.58	329	0.5	0.56	0.68	0.83	25.2	22.5	18.5	15.2	14.8	1.2	买入
0570.HK	中国中药	3.36	168	0.29	0.35	0.44	0.55	11.6	9.6	7.6	6.1	9.3	0.4	买入

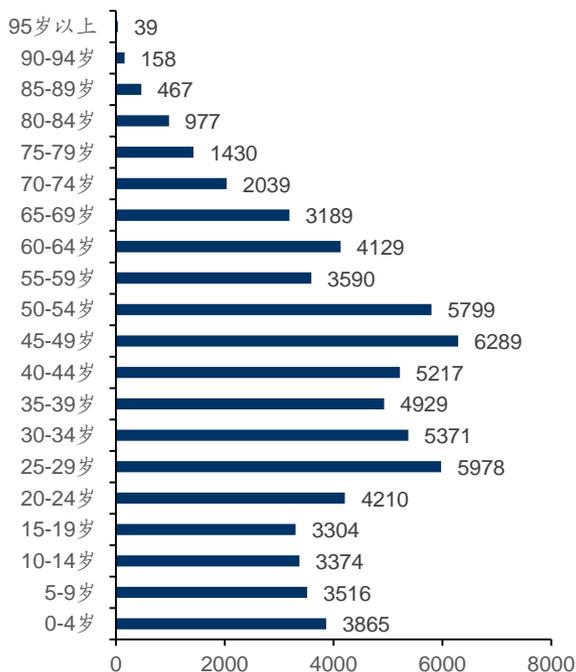
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## ● 近期主要政策及分析

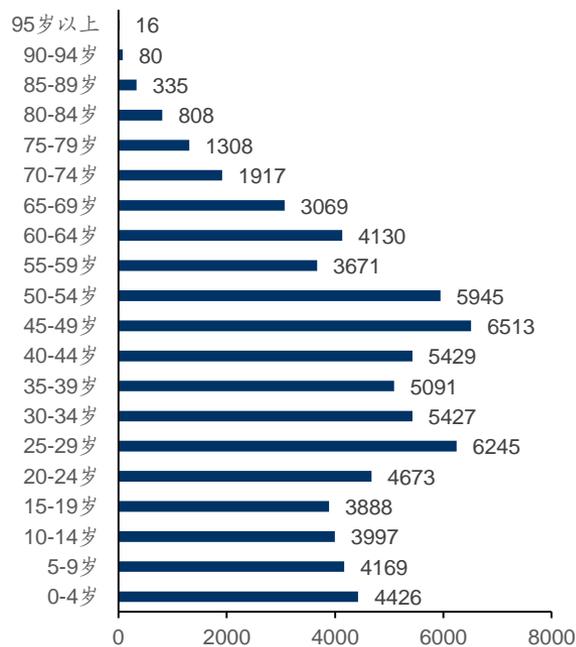
# 医保压力将在2022年开始快速加大

2022年后中国退休人数大幅超出新增工作人数，医保压力将快速加大。我国存量劳动人口存在明显的双峰结构，两个峰值年龄分别是45~49岁和25~29岁。由于我国的退休制度男子一般是60岁退休，而女性一般是50岁退休，因此可以通过分别计算对应的新增工作人口与退休人口的数量差值，估计五年后的医保压力情况。通过我们的计算，在2012-2016年大概每年退休人数比新增工作人数多200万，而2017年之后的5年进一步加速达到每年550万，2022年之后更是达到每年750万，并将持续10年左右。由于医保的大头，职工医保是的来源是职工工资，因此随着这一剪刀差的扩大，2022年之后医保将面临远大于现在的压力。

图：2017年中国女性年龄结构



图：2017年中国男性年龄结构



表：中国退休及工作人数预测

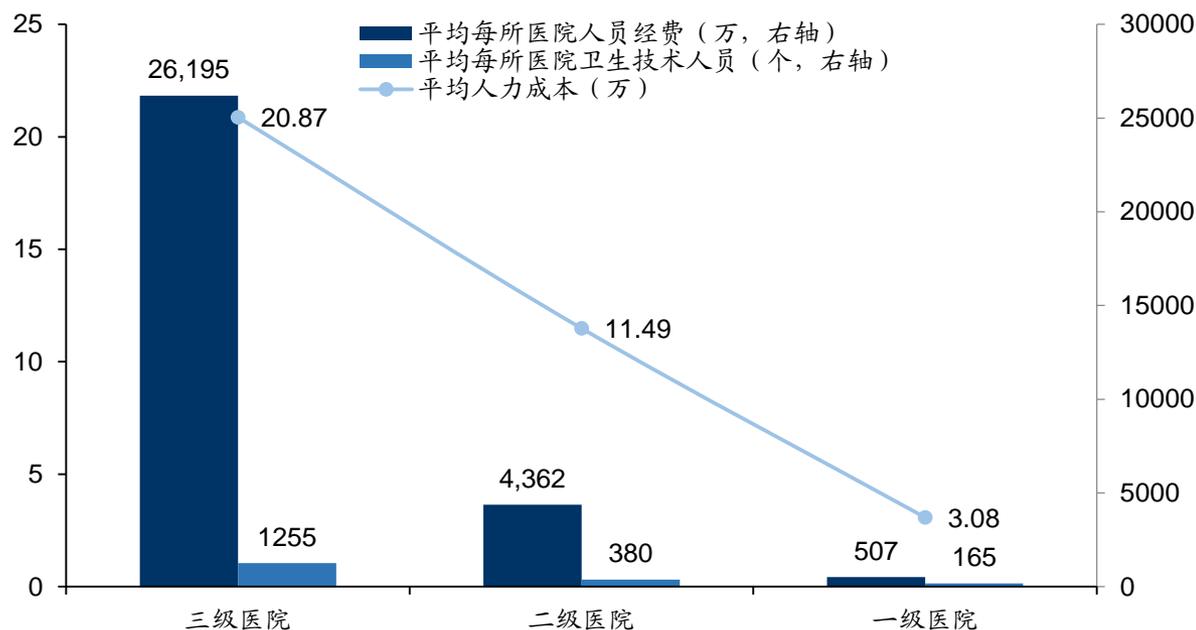
年份	退休人数 (万)		工作人数 (万)		每年退休减工作人数 (万)
	男	女	男	女	
2012	4130	5799	4673	4210	209
2017	3671	6289	3888	3304	554
2022	5945	5217	3997	3374	758
2027	6513	4929	4169	3516	752
2032	5429	5371	4426	3865	502

# 分级诊疗预计将在2年内在全国推行

国内医疗人力成本的不均匀分布是更大的无效率来源。我们通过对三级医院和基层医疗机构的人力成本部分进行分析，三级机构人均人力成本达到了21万，考虑到药品耗材等领域中的以药养医部分，实际上的人力成本可能要达到25万或以上。与之相对比的，在二级医疗机构人力成本仅为三级医疗机构的大概1/2，而一级医院乃至基层医疗服务中心的平均人力成本仅为三级医院的15%左右。考虑到整个医疗成本之中，估计接近一半在人力成本方面，因此分级诊疗才是中国医药改革提高效率所必需的。

分级诊疗预计将在2年内在全国推行。2015年国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，指出到2020年，分级诊疗服务能力全面提升，基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式逐步形成。

图：各级医院人力成本情况

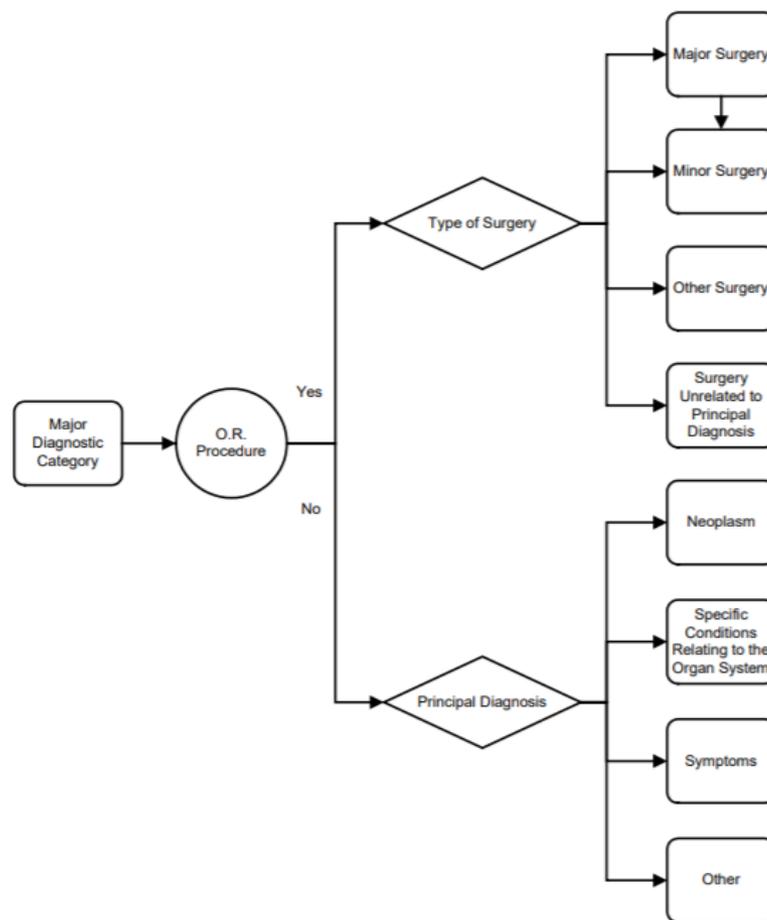


# 按病种付费（DRGs）预计将在两年内推行

**DRG付费试点启动。**2019年6月，国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局发布发布通知，确定北京、天津、上海等30个城市作为DRG付费国家试点城市。早在2015年的《国务院办公厅关于全面实施城乡居民大病保险的意见》就已经明确提出推进按病种付费等支付方式改革。2017年6月，国务院办公厅发布《关于进一步完善基本医疗保险付费方式改革的指导意见》，明确提出要实现以病种付费为主的复合式付费方式，到2020年按项目付费明显减少，同时在深圳和新疆的克拉玛依、福建的三明尝试DRG收付费改革。2018年12月，国家医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，筛选确定试点城市，直至2019年6月公布试点城市名单后在全国推广。DRG是一种按病组打包的定额付费支付方式，病人治疗费用“一口价”打包收费后，大处方、大检查、滥用耗材等行为，都会增加医院的成本，而不是提高利润，因此DRG付费会使医院在保证医疗质量的前提下，尽量减少支出、降低成本，提高效率。

**DRGs预计将在两年内推行。**试点名单通知中提出要确保2020年模拟运行，2021年启动实际付费。

图：美国主要诊断类别的典型DRG流程



# 安徽省第一批高值耗材集采试点完成

■ **事件：**安徽省第一批高值耗材带量采购试点谈判议价结果出炉。

■ **解读：**今年4月安徽启动高值耗材基础数据库和价格库的刷新，随后于6月下旬发布高值耗材集中带量采购谈判实施方案，将骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类耗材作为第一批试点产品。谈判议价结果已于八月初公布：

1) 骨科脊柱类材料国产品类平均降价55.9%，进口品类平均降价40.5%，总体平均降价53.4%，单个组件最大降幅95%；

2) 人工晶体国产品类平均降价18.1%，进口品类平均降价20.9%，总体平均降价20.5%

按网上采购额测算，预计谈判议价后，两类产品年节约资金分别为3.7亿元和0.29亿元。

**表：高值耗材的集采相关政策**

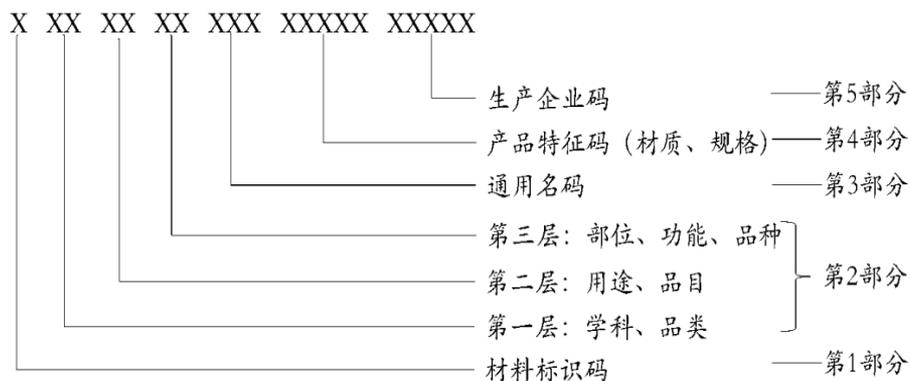
部门	政策	时间	内容
福建省医疗保障管理委员会	《关于开展医疗器械（医用耗材）阳光采购结果全省共享工作的通知》	2018.7	明确将对全省医保定点公立医疗机构使用的高、低值医用耗材和检验试剂，实施分批阳光采购结果全省共享。也即意味着，继四川后，福建低值耗材也要全省集采。
山东省卫生计生委	《山东省高值医用耗材集中采购备案采购管理办法（试行）》	2018.9	明确自2018年10月17日起，将已纳入我省高值医用耗材集中采购范围，在最近一轮采购周期内获得国家行业主管部门新批准上市的高值医用耗材产品，统一纳入备案采购范围。备案程序完成的高值医用耗材产品，医疗卫生机构在采购中可视同中标产品使用。
广西卫健委	《广西壮族自治区高值医用耗材阳光采购实施方案》	2019.1	决定在全区范围内分批实施十三大类高值耗材的挂网采购工作，将此前的招标集中采购方式改为挂网限价采购
山西省医疗保障局	《山西开展医用耗材采购参考价省际联动调整工作》	2019.2	通过将本省医用耗材采购价格与陕西等13省组成的“西部联盟”和“京津冀”联盟采购价格进行对比梳理，取最低价作为采购参考价，原则上采购价不得高于参考价。首批14334个产品平均降价幅度为23%。
江苏省卫健委	《关于进一步加强医疗机构高值医用耗材临床应用管理的意见（苏卫医政〔2019〕24号）》	2019.4	单个“2000元以上”的高值医用耗材，都要被重点监控，不合理使用科室主任撤职。
中央深改委	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	2019.6	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。
安徽省医保局、卫健委、财政厅	《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价（试点）实施方案》	2019.7	安徽省为全国首个高值耗材带量采购省份，已于7月30日完成带量采购谈判议价工作，骨科脊柱类平均降价53.4%，人工晶体平均降价20.5%，两类产品年节约资金约4亿。
湖北省公共资源交易中心	《关于开展湖北省医用耗材集中采购阳光挂网产品价格申报及目录更新的通知》	2019.7	高值耗材基础数据库和价格是挂网阳光采购的基础，湖北此次刷新产品目录及价格，为后续高值耗材全省范围降价做好铺垫

资料来源：各政府部门网站，国信证券经济研究所整理

# IVD推行全国统一编码，逾百家企业试点执行

- **事件：**2019年8月9日，国家药品监督管理局发布《关于开展医疗器械唯一标识系统试点工作培训的通知》，主要是为了确保《医疗器械唯一标识系统试点工作方案》相关工作顺利开展，国家药监局牵头组织开展对医疗器械唯一标识系统试点培训。此次试点工作名单中，罗氏、雅培、贝克曼、BD、西门子、迈瑞医疗、安图生物、迪安诊断等IVD国内外巨头。
- **解读：**在6月27日医保局发布医用耗材统一编码的分类中，并没有明确显示体外诊断产品包含在其中，仅过一个多月，体外诊断行业就已经要试行唯一标识编码了，足以体现管理层对于IVD领域的重视。在没有全国统一编码前，体外诊断试剂“带量采购”的标准衡量是一个复杂的过程，因为每个厂家使用的试剂原料、产品核心部件、成本控制等都是不一样的。而在试行体外诊断产品全国编码时，会按照五级分类编码，逐级递增分别为学科、品类、用途、功能、材质、规格、厂商以及最小包装规格，对不同类别的IVD试剂耗材赋予“唯一”码。实行IVD产品唯一标识系统后，会生成一个产品编码，这个编码将会从IVD生产、流通、使用等各个环节实现全程追溯，并会为后续推动体外诊断试剂“带量采购”的全面落地打下铺垫。

图：医用耗材统一编码原则和编码示例



资料来源：国家医疗保障局，国信证券经济研究所整理

# 医保严查“高压态势”仍将维持

**事件：**自国家医保保障局成立后，在医保基金的合理使用方面出台多项措施，于2018年11月召开打击医疗保障基金专项行动发布会，决定在全国范围内开展专项行动“回头看”，聚焦三个重点领域：

- 1) 对于医疗机构，重点查处诱导参保人员住院、盗刷和冒用医保人员社会保障卡、伪造医疗文书或票据、协助参保人员套取医保基金、虚记或多记医疗服务费用等行为；
- 2) 对于零售药店：重点查处串换药品，刷卡套取基金等行为；
- 3) 对于参保人员：重点查处票据作假骗取基金等行为。

在8月12日国务院办公厅召开的《全国深化“放管服”改革优化营商环境电话会议》中同样提到要开展打击欺诈骗保专项治理活动，实现对全国定点医疗机构和零售药店监督检查全覆盖。表明国家医保基金安全的监管形势已上升到国务院层次，“高压态势”也将持续。

**表：严查欺诈骗保的相关政策及新闻**

部门	政策/新闻	时间	内容
医疗保障局、卫健委、公安部、药监局	《关于开展打击欺诈骗取医疗保障基金专项行动的通知》	2018.9	国际医保局组建以来第一个专项行动，也是医保制度建立以来第一次专门打击欺诈骗保行为的全国性专项行动。
医疗保障局	《关于当前加强医保协议管理确保基金安全有关工作的通知》	2018.11	完善协议内容，对于定点医疗机构及零售药店出现违约行为作出明确界定，健全退出机制。
医疗保障局、财政厅	《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》	2018.12	鼓励社会各界举报欺诈骗取医疗保障基金行为，加大对欺诈骗保行为的打击力度。可按查实欺诈骗保金额的一定比例，对符合条件的举报人予以奖励，最高额度不超过10万元。
医疗保障局	关于8起欺诈骗取医保基金典型案例的通报	2019.1	对内蒙古、安徽省等八地出现的欺诈骗保案件予以通报，涉及金额超过200万。
山东省医疗保障局	全省打击欺诈骗保情况通报会	2019.8	截止今年7月15日，全省共检查定点医疗机构51889家，追回医保基金5421.49万元。
国务院办公厅	《全国深化“放管服”改革优化营商环境电话会议重点任务分工方案的通知》	2019.8	通知中强调，要开展打击欺诈骗保专项治理活动，实现对全国定点医疗机构和零售药店监督检查全覆盖，公开曝光欺诈骗保典型案例。国家医保基金安全的监管形势已上升到国务院层次，“高压态势”也将持续。

资料来源：各政府部门网站，国信证券经济研究所整理

# 新医保品种谈判结果即将出台

按照《2019年国家医保药品目录调整工作方案》工作程序的安排，国家医保目录调整分为准备、评审、发布常规准入目录、谈判、发布谈判准入目录5个阶段。将于今年7月份印发新版国家医保药品目录，公布拟谈判药品名单，8-9月进行谈判，9-10月发布谈判准入目录。

以当下进度来看略有滞后，常规目录应该已经完成，将报给国家相关部门审批，而谈判品种数量众多，预计将给予删减。

1) 什么品种将优先调入？根据《方案》，本次目录调整将优先考虑国家基药目录中的非医保品种、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、高血压和糖尿病等慢性病治疗用药、儿童用药及急救抢救用药等。

2) 什么品种或被调出？根据《方案》的解读，起到滋补作用的药品，含国家濒危野生动植物药材的药品，预防性的疫苗和避孕药品等公共卫生用药，用于减肥、美容、戒烟等的药品。对于OTC药物，原则上不再新增。

3) 政策有什么变化？根据医保局发布的《关于建立医疗保障待遇清单管理制度的意见》中指出，地方医保增补目录将被取消，且原来的增补目录原则上3年内完成清理。因此若未能成功进入国家医保目录的品种将无法指望“省增补”，每年的医保目录动态调整都将成为各大药企的必争之战。

## ● 近期重点个股观点更新

# 国药股份(600511)2019年半年报点评: 业绩稳健增长, 应收、现金流改善

- **业绩稳健增长。**2019H1公司实现营收210.22亿元(+11.99%), 归母净利润7.58亿元(+18.66%), 扣非净利润7.28亿元(+14.64%), 营收与利润增速同时超过两位数。单季度来看, Q2营收109.73亿(+13.82%), 归母净利润4.68亿(+22.85%), 扣非净利润4.43亿元(+16.09%), 较Q1均有明显提升, 业绩符合预期。
- **精麻业务持续拓展, 宜昌人福表现亮眼。**公司麻精特药市场份额稳定在80%, 并且在2019H1引进了多个一类、二类精神药品, 拓宽麻精药领域, 预计全年对整体利润的贡献超过40%。其中, 公司持股20%的宜昌人福2019H1净利润为4.99亿元(+21.68%), 保持良好的增长态势, 对公司净利润的影响占比为13.17%。此外, 零售直销业务直接渠道覆盖超3万家门店, 渠道延伸覆盖超8万家门店, 实现北京地区二三级医院的100%覆盖, 并覆盖超过4500家基层医疗机构, 较2018年底增加1500家左右。
- **优化业务结构应对毛利率下降压力, 费用率管控良好。**公司2019H毛利率为8.5%(-0.65pp), 我们认为一方面由于去年同期两票制的推行, 使得当期毛利率出现提升, 二是今年“4+7”集采品种毛利率较低, 对整体毛利率造成一定影响。不过, 公司当前麻药、工业、器械等高毛利率领域增长较快, 其中工业板块国瑞药业2019H1净利润为0.27亿元(+10.13%), 子公司国控天星在报告期内收购了北京慧鑫清源70%股权, 拓展在器官移植领域的销售路径, 预计全年毛利率同比保持稳定。费用率方面, 2019H1管理费用率为0.93%(-0.13pp), 销售费用率为2.29%(-0.49pp), 由于融资利率下降, 财务费用率为0.3%(-0.19pp), 总体费用率管控良好。
- **应收、现金流状况改善。**2019H1应收账款周转率同比提升4.52%, 反映了医院终端回款周期缩短。2019H1经营性现金流净额为6.91亿元(+34.44%), 其中Q2现金流净额为15.4亿元, 环比Q1的-8.49亿元出现大幅改善, 主要由于Q1北京“4+7”带量采购使得预付款增加。
- **风险提示: 行业政策风险, 药品价格下降风险、业务拓展不达预期**
- **投资建议: 维持“买入”评级。**公司作为北京地区医药商业龙头企业, 区域优势明显, 麻醉药品、一类精神药品批发业务占据绝对优势, 公司供应链管理能力和较强。我们预测公司2019-2021归母净利润为16.84/19.60/22.62亿元, 分别同比增长19.9%/16.4%/15.4%, 当前股价对应PE分别为11.7/10/8.7x, 按照2020年13-15xPE, 潜在股价在33.28~38.4元, 维持“买入”评级。

# 一心堂(002727) 2019年半年报点评： 政策影响业绩增速，现金流状况良好

- **业绩同比增长，环比受政策影响略有下降。**2019H1公司实现营收50.6亿元(+17.90%)，归母净利润3.37亿(+15.31%)，扣非净利润3.34亿元(+15.09%)，但受Q2以来执业药师监管加严的政策影响，公司Q2营收24.72亿元(+17%)，归母净利润1.62亿(+0.48%)，环比分别下滑4.48%，7.43%。
- **门店扩张速度有所放缓，医保门店占比提升。**截至2019H1，一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店6129家，其中新开457家，关闭27家，搬迁59家，扩张速度有所放缓。我们认为一方面一级市场并购价格较高，新店培育周期长风险较大；二是执业药师短缺难以支撑较快的新建和并购。据云南省药监局统计，截至2019年6月底，云南平均每万人口执业药师人数仅为2.07人，低于全国同期的3.6人。但随着下半年公司一批执业药师资格证的考取和云南省远程审方政策的推进，公司门店扩张速度有望加速。医保资质方面，2019H1医保门店总数4923家，较2018年增加330家，占总门店的比例达到80.32%，较2018年底增加0.55pp，保持增长态势。
- **打折促销影响毛利率，管理费用略有提升。**公司2019H毛利率为38.79%(-3.03pp)，主要由于Q2打折促销活动较多及处方药销售占比提升，公司2019H1中西成药营收37.01亿元(+23.75%)，高于整体营收增速。销售费用率为26.63%(-1.28pp)；由于引进或鼓励员工考取执业药师资格带来职工薪酬增加等，管理费用率为3.69%(+0.21pp)；因为利息收入同比增加58.76%，利息支出同比下降62.31%，财务费用为0.16%(-0.4pp)。
- **现金流同比改善，拟发中期票据和短融券支持业务发展。**2019H1公司经营性现金流净额3.01亿元(+570.70%)，同时截至2019H1，公司因IPO、定增及可转债募资的资金共计结余7.96亿元，资金较为充裕。此外，2019年5月28日晚间，公司拟发行中期票据和短期融资券共计募资不超过16亿元用于补充流动资金等，若发行成功，对于未来新建或并购门店，公司有一定的资金准备。
- **风险提示：行业政策变动，远程审方政策不达预期，新开门店速度及并购整合不达预期**
- **投资建议：维持“买入”评级。**受政策监管趋严等影响，公司Q2业绩有所下滑，并购速度也有所放缓，但随着公司执业药师数量增加和云南省利好政策的落实，未来有望恢复增长，同时也存在不确定性。因此我们略下调公司盈利预测，2019-2021归母净利润6.24/7.711/9.38亿元(原预测6.51/8.09/9.94亿元)，增速19.8%/23.5%/21.7%，当前股价对应PE24.3/19.7/16.1x，按照2020年22-24xPE，潜在股价在29.92~32.64元，现金流较好，估值较低，维持“买入”评级。

# 透景生命(300642)2019年半年报点评： 自免产品上市，研发投入大幅提升

- **2019H1营收稳健增长，利润受费用拖累。**2019H1实现营收1.75亿元（+24.35%），归母净利润0.55亿（+6.37%），扣非归母净利润0.45亿（+9.43%）。去年新投放的仪器逐渐贡献试剂收入，收入增速稳健，相较去年同期加快。装机数量增多、研发投入加大以及销售扩充导致净利润增速放缓。
- **自免产品上市，流水线完成签约。**2019H1年安装流式荧光仪器76台，估计全年150台左右。首个自身免疫检测产品十五项自身抗体谱检测试剂盒获批上市，具有通量高（一次检测15个指标）、速度快（每小时1800个检测）、全自动、可定量等优点，预计下半年开始销售，可与公司已布局的高通量荧光仪器协同，有望成为大单品拉动营收和仪器单台产出。日立-透景生化免疫兼容流水线签约3条，预计年内完成安装，明年将贡献试剂收入。肺癌甲基化检测试剂盒已取得广东、海南、湖南三省的物价，并累计完成了6个省份的物价申报工作，已被包括广东呼吸疾病研究所、中山大学附属第一医院等在内的约30家三甲医院作为新项目正式引入开展检测。
- **研发投入加大，销售推广及仪器摊销影响利润率，现金流充裕。**2019H1销售毛利率78.1%（+0.7pp），基本平稳；销售费用率28.3%（+2.5pp），由于加速仪器投放和销售团队扩充所致；管理费用率（含研发）20.2%（+1.1pp）主要是多项产品进入临床注册阶段，研发费用增加及股权激励费用；财务费用率-1.1%（+1.5pp）。三项费用率合计47.5%（+5.1pp）。经营性现金流净额0.4亿，占净利润的比例为76%。2019H1研发投入2466万（+42.1%），占营收比例提升至14.1%（+1.76pp），23个产品完成临床并提交产品注册申请，新增8个医疗器械注册证书，共取得147个注册（备案）证。在研项目达到92个，涉及肿瘤、心血管、自身免疫、感染、优生优育等多个领域。
- **风险提示：新品研发风险，市场推广不及预期，试剂降价风险**
- **投资建议：维持“买入”评级。**公司属于小而美的技术企业，随着投放仪器数量增加，拉动试剂收入增长，新品自免抗体检测产品上市、流水线安装后均提供业绩增长点。考虑研发投入和仪器摊销费用增加，调整模型，预测2019-2021年归母净利润分别为1.60/1.94/2.45亿（原1.69/2.04/2.55亿），增速13%/21%/26%，三年复合增长约20%，当前股价对应PE分别为22.5 /18.5/14.7倍，参考可比公司，按照2020年23-25倍PE，估值空间在49~53元，维持“买入”评级。

# 益丰药房(603939)2019年半年报点评: 门店加速扩张, 现金流状况良好

- **业绩增长稳健, 零售表现亮眼。**2019H1公司实现营收50.48亿元(+68.65%), 归母净利润3.08亿(+36.78%), 扣非净利润3.03亿元(+46.69%)。单季度来看, Q2营收25.79亿(+70.59%), 归母净利润1.61亿(+29.47%), 扣非净利润1.61亿元(+45.57%), 较Q1的47.98%有所降低, 但仍维持高增长。其中零售业务2019H1营收48.30亿元(+70.56%), 批发业务营收0.74亿元(+29.61%)。
- **门店加速扩张, 三大销售区域表现良好。**截至2019H1, 公司连锁门店总数4127家(含加盟256家), 较2018年底净增516家, 其中收购204家, 关闭56家, 医保门店总数2923家, 占比为75.51%(+0.55pp)。公司2019H1共发生6起投资并购业务, 5起完成交割, 较2018年同期的15起并购减少明显, 但并购门店占新增门店总数的比例仍为40%左右, 符合公司“新开+并购”并重的拓展战略。销售区域上, 中南、华东地区营收分别同比增长29.94%, 73.78%, 河北2019H1则实现营收5.74亿元。
- **毛利率有所下降, 现金流状况良好。**公司2019H1主营业务毛利率为37.49%(-1.18pp), 其中批发业务毛利率同比下降1.97pp, 零售业务下降1.26pp。我们认为主要原因是处方药销售占比提升, 其中西成药营收同比增长高达74.26%。三费方面, 由于薪酬增加等, 2019H1管理费用率为4.2%(+0.4pp), 由于借款利息增加, 财务费用率为0.69%(+0.5pp), 销售费用率为24.87%(-1.85pp), 控制较好, 抵消了毛利率下降对于净利率的部分影响。现金流方面, 公司上半年经营性现金流净额为4.33亿元(+146.09%), 净现比达到1.41, 现金流状况良好。同时, 公司拟发行超短期融资券募资不超过人民币10亿元, 用于偿还金融机构借款等, 如发行成功则继续利好公司现金流。
- **推出股权激励方案, 调动积极性。**2019年4月18日晚间, 公司发布2019年限制性股票激励计划(草案)(修订版), 拟对中高级管理人员(2人), 核心管理及核心业务(技术)人员(125人), 共127人授予限制性股票总计271.30万股, 约占公告时总股本的0.72%, 授予价格28.90元/股。有望调动公司核心管理团队和核心业务(技术)骨干的积极性, 促进公司业务发展。
- **风险提示: 行业政策风险, 新开门店速度及并购整合不达预期**
- **投资建议: 维持“增持”评级。**公司作为医药零售企业中精细化管理的优秀代表, 跨省复制能力强, 去年首次进军的华北地区表现不错, 整体现金流状况良好。我们预测公司2019-2021归母净利润5.65/7.51/9.60亿元, 分别同比增长35.6%/33.0%/27.9%, 当前股价对应PE分别为49.6/37.3/29.2x, 按照2020年38-42xPE, 潜在股价在75~83元, 维持“增持”评级。

# 丽珠集团(000513)2019年半年报点评: 艾普拉唑高增长, 业绩符合预期

- **业绩符合预期, 保持稳健增长。**2019年上半年实现营业收入49.39亿元(+8.2%), 归母净利润7.39亿元(+16.7%), 扣非归母净利润6.59亿元(+15.3%)。业绩基本符合预期, 保持稳健增长。上半年经营性现金流净额为9.58亿元(+5374.85%), 主要由于上年汇缴了2017年处置珠海维星实业有限公司股权产生的企业所得税7.90亿元。
- **消化道制剂保持高增长, 承压品种下滑幅度收窄。**2019年上半年消化道板块收入9.45亿元(+51.37%), 超越促性激素板块成为第一大化药制剂板块, 后者收入8.95亿元(+18.62%)。主力品种保持高增长: 艾普拉唑系列产品5.04亿(+76.45%)、雷贝拉唑钠肠溶胶囊1.67亿(+32.14%)、亮丙瑞林微球4.57亿(+27.37%)。承压品种下滑幅度收窄: 参芪扶正注射液4.55亿元(-16.58%), 注射用鼠神经生长因子2.26亿元(-1.28%), 在收入中占比持续降低, 从2017年的占比24.6%下降到2019上半年的13.8%。
- **持续研发投入, 研发进展符合预期。**2019上半年研发投入3.44亿元(+5.12%)。制剂板块: 注射用伏立康唑(0.1g)取得补充申请批件; 注射用丹曲林钠已申报并被纳入优先审评; 注射用醋酸亮丙瑞林微球(3个月缓释)已于2019年3月取得临床批件。生物药板块: 注射用重组人绒促性素报产已进入CDE审评序列; 重组人源化抗IL-6R单抗注射液进入I期临床; HER2单抗与PD-1单抗正在准备II期临床试验; 重组全人源化抗OX40单抗注射液获临床批文。
- **风险提示: 参芪扶正、鼠神经生长因子持续承压; 研发进度不及预期**
- **投资建议: 业绩稳健增长, 转型期过渡顺利, 维持“买入”评级。**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, 承压品种降幅符合预期, 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PE19.4/16.9/14.5X, 维持“买入”评级。

# 凯普生物(300639)2019年半年报点评： 核酸分子诊断龙头，业绩提速

- **核酸分子诊断龙头，业绩提速。**公司是核酸分子诊断龙头，HPV检测国内市占率第一，地贫、耳聋、STD等检测市占率均在前三。近六年来业绩稳健增长，CAGR34%。2019H1实现营收3.17亿元(+27.02%)，归母净利润0.60亿元(+29.34%)。Q1、Q2扣非净利润增速分别为25.49%、43.62%，明显提速。2019H1销售毛利率81.10%(-2.4pp)，主要是实验室业务毛利率低、高增速所致，而HPV检测和其他检测试剂盒毛利率分别提高0.3、1.96pp。销售费用率35.50%(-2.5pp)，管理费用率(含研发)26.65%(-0.9pp)，财务费用率-1.28%。
- **HPV检测龙头地位稳固，“核酸99”战略稳步推进。**国家政策普及两癌筛查、HPV检测技术的更新迭代和消费升级需求共同促进HPV检测行业扩容。公司拥有两大产品开发技术平台—拥有自主知识产权的导流杂交技术平台和PCR荧光技术平台，作为HPV检测龙头，持续开拓市场，维持稳健增长。2019年公司实施“核酸99”战略，进一步提升地贫、耳聋和STD等其他试剂盒的销售占比，优化产品结构。HPV检测试剂2019H1实现营收2.27亿元(+17.01%)，占总营收比例71.36%，比上年同期下降6.11pp；其他检测试剂实现营收4824万元(+39.42%)，占比提升1.45pp；医学检验服务实现营收3479万元(+113.71%)，占比提升4.45pp。预计每年研发支出5000万以上，在研项目近60个，其中3个处于临床阶段的产品，4个处于注册申报阶段的产品，公司独家产品STD十联检预计年内上市。
- **第三方独立实验室业务迅速发展，向产业链下游拓展。**全国已布局20家独立医学检验实验室，未来规划达到25家，专注特检服务，实现产业链拓展和“仪器+试剂+服务”的一体化经营模式，营收高速增长。其中香港分子病理检验中心成为发展标杆，2019H1实现净利润62万，实现扭亏。
- **风险提示：技术研发风险，新产品推广风险、市场竞争风险等**
- **投资建议：核酸分子检测龙头，首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是核酸分子诊断龙头，随着政策推动HPV检测放量、新产品上市、特检服务高速发展，将迎来高速增长期，预测2019-2021年归母净利润1.45/1.86/2.38亿元，增速27%/29%/28%，三年CAGR28%，当前股价对应PE为21.9/17.0/13.3X，按照2019年25-30X，合理估值16.5~19.8元，具有13~36%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

# 柳药股份(603368)2019年半年报点评: 业绩增长稳健, 现金流改善

- **业绩增长稳健。**2019H1公司实现营收71.97亿元(+30.47%), 归母净利润3.56亿(+39.35%), 扣非净利润3.50亿元(+37.22%), 若扣除万通制药的并表影响, 19H1归母净利润同比增速为31%。单季度来看, Q2营收38.10亿(+35.86%), 归母净利润1.96亿(+37.50%), 扣非净利润1.95亿元(+37.74%), Q2收入增速较Q1的24.89%有明显提升。
- **三大业务携手增长, 医院纯销依旧强劲。**营收细分来看, 公司批发业务实现营收61.31亿元(+25.37%), 其中医院纯销业务表现强劲, 截至2019H1合作医院达到68家, 医院销售收入53.82亿元(+28%), 贡献了75%的营收。零售业务实现收入8.68亿元(+52.59%), 药店总数547家(包含所收购药店), 其中医保药店341家, DTP药店达82家, 并推进处方外延平台合作项目建设, 为处方外流做好准备。工业方面, 受万通制药并表和仙莱销量增长带动, 实现营收1.8亿元(+270.48%)。
- **业务结构优化带动毛利率提升, 财务费用率略有增加。**随着毛利较高的零售和器械业务占比提升(2019H1分别占12.09%、4.02%), 特别是零售占比提升2pp, 公司2019H1毛利率较上年同期大幅提高1.89pp, 达到12.12%。净利率提升0.59pp, 达5.47%, 盈利能力提升。销售费用率和管理费用率分别为2.30%、1.98%, 同比变动幅度不大, 由于银行贷款利息支出增加, 财务费用率同比则有所增加, 为0.90%(+0.52pp)。
- **现金流有所改善。**公司2019H1经营性现金流净额为-3.64亿元, 仍为净流出, 但同比2018H1的-5.01亿元明显收窄, 且公司2018全年和2019H1现金流入的同比增速分别为30.94%和32.27%, 均高于同期现金流出增速的26.01%和26.79%。单季度看, 2019Q2现金流为-0.59亿元, 环比Q1的-3.05亿出现大幅改善, 随着Q4下游客户的货款逐步到位, 预计全年现金流将转正。
- **风险提示: 行业政策风险, 药店建设、中药饮片生产及器械流通合作业务不达预期**
- **投资建议: 维持“买入”评级。**公司作为广西流通龙头, 受益于两票制集中度提升, 地位稳固。零售及器械业务高速发展, 且并表增厚业绩, 因此我们略上调盈利预测, 2019-2021归母净利润6.93/8.65/10.98亿元(原预测2019-2020为6.54/8.21亿元), 增速31%/25%/27%。当前股价对应PE分别为12/10/8x, 按照2019年15-17xPE, 合理估值40.2~45.6元, 维持“买入”评级。

# 通化东宝(600867)2019年半年报点评: 现金流改善, 甘精胰岛素期待获批

- **业绩基本持平, 渠道调整基本完成。**通化东宝上半年实现营收14.35亿(-1.96%), 归母净利润5.32亿(-0.85%); 二季度营收7.20亿(-3.2%), 归母净利润2.59亿(-1.7%), 业绩与去年同期基本持平。上半年经营性现金流净额为5.78亿(+27.26%), 现金流的大幅好转表明公司业务的好转, 渠道调整基本完成。考虑到去年三季度去库存导致基数较低, 预计今年业绩增速在15%左右。
- **糖尿病业务保持稳健, 营收占比进一步提升。**2019H1母公司营收13.56亿(+4.6%), 净利润5.10亿(+1.5%)。子公司房地产业务营收0.69亿(-56.1%), 净利润2237万(-42.7%), 同比有大幅下降。我们预计今年公司糖尿病主业会保持高个位数的增长, 在总营收的占比将进一步提升。
- **甘精胰岛素拟上市, 糖尿病药物布局广泛。**公司的甘精胰岛素已经完成生产现场检查和现场抽样工作, 目前所抽样品正处于中检院复核阶段, 预计有望在今年下半年获批。门冬胰岛素、磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片的注册申请获得受理, 有望在2020年获批。公司在胰岛素类似物、激动剂类降糖药和化学口服降糖药三大领域均有广泛布局。
- **风险提示: 甘精胰岛素上市进度不及预期, 二代胰岛素增速下滑**
- **投资建议: 业绩平稳, 静待甘精胰岛素上市, 继续推荐“买入”。**通化东宝是国内胰岛素龙头, 基层销售能力强。二代胰岛素经过渠道调整后, 增长压力得到释放。重磅品种甘精胰岛素预计将在今年上市, 将打开新的市场空间。公司在糖尿病药物布局广泛, 将为公司提供持续的增长动力。预计2019~2021年公司营收29.38/33.94/38.74亿元, 同比增长9.1%/15.5%/14.2%, 净利润9.63/11.64/13.87亿元, 同比增长14.8%/20.9%/19.1%, 对应当前股价PE为33.7/27.8/23.4x, 继续推荐“买入”。

# 长春高新(000661)2019年半年报点评: 疫苗行业冲击, 金赛气势如虹

- **受疫苗板块影响, 业绩增速略有放缓。**2019年上半年长春高新实现营收33.92亿元(+23.36%), 归母净利润7.27亿元(+32.60%), 扣非归母净利润7.18亿元(+39.47%), 受疫苗板块影响, 业绩增速略有放缓。从单季度来看, 2019Q2公司实现营收16.17亿元(-5.9%), 归母净利润3.62亿元(+7.0%)。上半年公司的销售费用率为34.6%(-1.2pct), 管理费用率10.8%(-1.3pct), 均有一定程度的下降。存货周转天数大幅下降, 且经营性现金流净额达8.5亿元(+356%), 大幅改善。
- **长春金赛: 预计全年增速40%~50%。**核心子公司长春金赛上半年营收21.4亿(+41.6%), 净利润8.2亿(+47.8%), 生长激素维持高增速, 预计金赛全年业绩增速在40%~50%之间。生长激素的增长来源于渠道下沉、渗透率的提升、销售团队的扩张以及长效水针的高端替代。长效水针是公司的独家产品, 终端价格较高, 预计公司将配合电子笔的上市, 逐步加大长效水针的推广。金赛有多项生长激素新适应症在研, 获批后有助于拓展生长激素的空间。
- **长春百克: 受行业事件影响较大。**受到行业性事件的影响, 长春百克上半年营收4.07亿(-29.2%), 净利润0.96亿(-30.4%)。从批签发看, 2019H1水痘疫苗批签发213万人份(-42%), 狂犬疫苗批签发4.9万人份(-86%), 四月份开始, 水痘疫苗的批签发明显恢复, 但狂犬疫苗在1月份之后就没有批签发。我们预计水痘疫苗在下半年会继续恢复, 而狂犬疫苗复产的时间周期相对较长。长春百克的鼻喷流感疫苗已启动现场核查准备工作, 预计可在今年底或明年初上市, 2020年开始贡献利润。
- **风险提示: 生长激素销售增速下滑、重组金赛失败的风险**
- **投资建议: 维持“增持”评级。**核心子公司长春金赛业绩高速增长, 长春百克受行业事件影响处于恢复期, 换股草案的公布有助于理顺公司的股权结构。假设换股和增发完成, 则预计2019~2021年归母净利润18.26/23.56/28.11亿元, 可比口径增速为36.2%、29.0%、19.3%, 对应PE为39.3/30.4/25.5x, 维持“增持”评级。

# 迈克生物(300463)2019年半年报点评: I3000陆续装机, 静待业绩释放

- 去年同期并表影响增速, 内生增长依然强劲。2019H1实现营收15.17亿元(+21.73%), 归母净利润2.69亿元(+16.27%)。Q1、Q2营收增速分别为39.2%、9.3%, 归母净利润增速分别为18.0%、14.9%, Q2增速较低主要由于去年同期有山东迈克等并表因素, 剔除后估计内生增长仍有20%。
- 毛利率较去年同期上升, 新产品推广销售费用率大幅提升。2019H1销售毛利率52.00%(+1pp)。销售费用率17.50%(+2pp)主要是加大新产品推广所致, 管理费用率(含研发)9.57%(+0.36pp), 财务费用率2.03%(+0.44pp)。期间费用率合计29.08%(+0.88pp), 销售净利率19.2%(-1.1pp)。
- I3000陆续装机, 配套试剂逐渐获批。I3000高速化学发光仪器(吡啶酯平台)截至2019H1已获批甲功(7项)、艾滋、丙肝、梅毒、心肌(4项)、乙肝(5项)共19个项目配套试剂, 到2019年底预计会有25-30个配套试剂项目获证, 已布局200台左右, 2019年底预计达到500台, 我们估计成熟仪器单台产出可达50万/年, 未来将拉动营收并提升平均单台产出。2019H1研发投入7361万元(+12.46%), 占自产产品收入比重为13.38%。拥有研发人员494人(较年初新增66人)。2019H1已获得396项国内产品注册证书(较年初增加64项), 国际产品注册证516项(较年初增加34项)。本年度百川园区投入使用, 试剂生产能力达到700万盒/年, 较往年提升2.5倍。新增血球、血糖、尿液、分子等新产品生产车间, 以及智能化生产线, 更加专业化和集成化, 持续优化成本。
- 自产和代理业务平稳增长, 自主试剂毛利率稳中有升。代理产品销售收入同比增长22.44%, 自主产品销售收入同比增长20.87%。自产试剂收入5.40亿(+21.41%), 毛利率81.65%, 较18年底微升, 其中自产生化试剂收入同比增长14.37%、自产免疫试剂同比增长29.23%、自产血球试剂同比增长68.83%。代理试剂收入8.64亿(+28.00%), 毛利率36.70%。
- 风险提示: 化学发光新品推广不达预期; 渠道大幅降价等
- 投资建议: 高速仪器装机带来新一轮增长, 维持“买入”评级。调整模型, 下调预测2019-2021年归母净利润5.46/6.96/9.23亿元(原5.68/7.20/9.46亿元), 增速23%/28%/33%, 三年CAGR28%, 当前股价对应PE为25.3/19.9/150X。随着高速化学发光仪器I3000配套检测试剂逐渐补齐, 仪器装机将带来新一轮增长, 按照2019年25-30X, 合理估值24.5~29.4元, 维持“买入”评级。

## ● 细分板块观点

# 药品板块：仿制药政策预期明朗，重点关注创新药龙头

- **仿制药板块估值反映市场悲观情绪，政策预期明朗后存在估值改善空间。**2018年底以来，化药板块持续受到集采政策推广以及第二批启动的心理压力，龙头公司除恒瑞医药外整体估值处于较低水平，且反弹力度弱于医药指数，说明集采政策对仿制药板块的影响已在此前预期内充分消化。我们认为随着仿制药政策预期逐步明朗，市场有望从2018年底以来较为悲观的情绪小幅向上修复，板块估值有改善空间。
- **仿制药后集采时代，关注行业龙头及创新药企业。**我们认为，全国集采模式将与原有的省级招标模式联动，成为仿制药行业的新常态。只有具备仿制药集群化研发注册、生产销售能力的企业，才有可能在后集采时代逆势而上求发展。同时，将仿制药业务利润投入创新药研发的企业，未来才有可能从仿制药竞争中突围，实现业绩持续增长和股东价值提升。进入下半年，多个创新药和仿制药品种获批上市、快速放量，一方面带动公司业绩增长，同时也助力行业集中度提升。我们相对更看好具备仿制药集群化研发注册、生产销售的能力的企业，以及加快向创新药转型的企业。

表：化学药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-8-21	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	3,172	0.92	1.21	1.56	1.99	78.0	59.2	46.1	36.0	23.2	2.0	买入
600196	复星医药	26.10	638	1.06	1.21	1.45	1.72	23.5	20.6	17.1	14.5	10.2	1.2	买入
002422	科伦药业	27.50	396	0.84	1.06	1.32	1.56	32.6	25.8	20.9	17.7	9.9	1.1	买入
000513	丽珠集团	28.48	233	1.16	1.34	1.54	1.78	21.5	18.6	16.2	14.0	10.1	1.2	买入
600521	华海药业	15.19	190	0.09	-	-	-	176.7	-	-	-	2.4	-	增持
000963	华东医药	28.52	499	1.30	1.60	1.94	2.33	22.0	17.8	14.7	12.2	24.7	0.8	增持
002262	恩华药业	12.45	127	0.51	0.64	0.78	0.94	24.2	19.6	16.0	13.2	19.4	0.9	增持

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

# 药品板块：生物药继续推荐血制品及重组基因药物

- 生物药板块重点推荐的天坛生物在7月策略报告期内显著跑赢指数。血制品当前主要面临的风险在于供给端逐渐有所恢复，未来行业短缺现象将有所缓解。但是考虑到白蛋白院外市场开拓、静丙潜在海外渠道消化、高纯度静丙临近上市以及小品种的继续放量，预计血制品龙头华兰生物、天坛生物仍将优于医药指数。
- 重组基因工程药物板块生长激素两大龙头近期均有好消息。长春高新换股协议出台，安科生物水针获批生产、粉针恢复GMP。预计将扭转此前弱势。
- 康弘药业康柏西普正处于非常类似2007年的生长激素市场：进口厂商渠道退让，国内龙头渗透率提升起点，竞争格局相对良好。考虑到公司估值中尚有50~100亿海外市场预期，当前估值合理，继续建议买入。医保目录调整，康柏西普适应症扩容也有望进一步促进放量。
- 深度报告推荐的疫苗公司中，康泰生物长期管线与国际接轨，业绩预期主要在2021年释放，市场对短期业绩预期不高，且资金充沛有外延潜力，百白破一类苗普遍短缺，是疫苗板块内性价比相对最好的标的。

表：生物药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-8-21	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600867	通化东宝	17.00	346	0.41	0.47	0.57	0.68	41.2	35.9	29.7	24.9	18.1	2.0	买入
000661	长春高新	327.01	556	4.83	8.53	10.43	12.24	55.3	31.3	25.6	21.8	20.7	0.9	增持
002007	华兰生物	32.60	457	0.81	1.09	1.26	1.45	40.1	29.9	25.9	22.4	22.4	1.4	买入
300294	博雅生物	36.13	157	0.98	1.17	1.42	1.76	33.4	28.0	23.0	18.6	15.3	1.3	买入
600161	天坛生物	28.05	293	0.49	0.60	0.73	1.04	57.6	46.7	38.7	26.9	15.9	1.6	买入
300601	康泰生物	68.14	440	0.68	0.78	1.01	1.88	100.9	87.6	67.2	36.2	30.0	2.2	增持
300122	智飞生物	47.82	765	0.91	1.58	2.18	2.77	52.7	30.2	21.9	17.3	40.8	0.7	增持
002773	康弘药业	33.55	294	0.79	1.01	1.27	1.59	42.3	33.2	26.5	21.1	18.2	1.3	买入

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

# 药品板块：品牌中药估值较低，规避政策影响品种

- 当前中药板块公司估值普遍较低，华润三九、济川药业、天士力等老牌企业估值仅10倍出头。因此我们认为对中药板块同样无需过度悲观，维持白云山、华润三九、天士力的买入评级。
- 近期北京降低耗材加成的过程中通过上调部分服务费用补偿医院。中医诊断等同样受益。我们认为党中央国务院对于传统中医药产业的关怀是持续稳健的，未来头部龙头预期与医药板块增速趋同。
- 第一批国家重点监控合理用药药品目录发布，其中并未包含中成药品种；医保目录调整中，中药注射剂承压但OTC品种仍有扩容，中药同样仍然受到国家政策扶持，特别是OTC中成药、中药饮片等品类。这预示着实际落地的目录范围可能进一步扩大或调整，需要规避有可能受到相似的管控措施影响的其他类似品种。

表：中药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-8-21	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600332	白云山	38.36	602	2.12	1.83	2.07	2.29	17.5	20.3	17.9	16.2	17.0	1.1	买入
000999	华润三九	29.54	289	1.46	2.28	1.74	1.94	20.2	13.0	17.0	15.2	13.9	1.3	买入
600085	同仁堂	28.09	385	0.83	0.88	0.97	1.08	34.0	31.8	29.0	26.1	12.8	3.5	无评级
600436	片仔癀	97.05	586	1.89	2.45	3.13	3.94	51.2	39.6	31.0	24.6	25.0	1.4	无评级
002603	以岭药业	10.66	129	0.50	0.60	0.69	0.81	21.5	17.9	15.4	13.2	8.2	1.0	无评级
600566	济川药业	27.94	228	2.07	2.52	3.06	3.70	13.5	11.1	9.1	7.6	34.2	0.5	无评级
000538	云南白药	77.36	988	2.59	2.98	3.38	3.75	29.9	25.9	22.9	20.6	17.5	2.0	增持
600535	天士力	16.95	256	1.02	1.17	1.34	1.54	16.6	14.5	12.6	11.0	16.1	1.0	买入
000423	东阿阿胶	31.65	207	3.19	3.08	3.28	3.72	9.9	10.3	9.6	8.5	19.7	2.0	无评级

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

# 器械板块：龙头持续溢价，看好IVD细分龙头

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

表：医疗器械领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-8-21	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
300244	迪安诊断	23.82	148	0.63	0.79	1.02	1.32	38.0	30.2	23.3	18.0	12.9	1.1	买入
300463	迈克生物	23.58	132	0.80	0.98	1.25	1.65	29.6	24.1	18.9	14.3	17.1	0.9	买入
300760	迈瑞医疗	168.49	2,048	3.06	3.73	4.61	5.74	55.1	45.2	36.6	29.4	34.2	1.9	买入
300003	乐普医疗	24.56	438	0.68	0.96	1.26	1.68	35.9	25.5	19.6	14.6	19.1	0.7	买入
300642	透景生命	39.25	36	1.56	1.76	2.14	2.70	25.2	22.3	18.4	14.6	14.8	1.1	买入
002223	鱼跃医疗	22.15	222	0.73	0.89	1.07	1.28	30.5	24.8	20.7	17.3	13.6	1.2	买入
300639	凯普生物	16.89	37	0.52	0.67	0.86	1.10	32.2	25.1	19.6	15.3	11.8	0.9	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测；凯普生物为一致预期

# 服务及商业板块：现金流成核心因素

- **当前服务与商业板块热点集中，中报期关注业绩增速。** 1) 零售连锁药店集中度提升。2) 连锁医疗服务持续发挥规模性优势。3) CRO创新产业链伴随创新药临床大跃进的发展机遇。我们认为连锁医疗与CRO产业链仍将处于高估值与高增长伴生的状态，但需要紧密跟踪业绩增速；中报业绩前瞻中，部分服务、零售相关公司虽然保持较快增长，但增速环比略有放缓。
- **零售药店具备一定涨幅，建议密切观察政策对行业的影响。** 根据米内数据零售药店2019Q1行业营收972亿，增速仅为5.1%，且主要依靠客单价提升9.8%贡献，实际客单量下降4.3%。虽然集中度提升大逻辑未破，但也需要关注股东增减持情况以及4+7等对方外流的真实影响。二季度一心堂不达预期，潜在说明药师配置短期对行业有压力。另外今年12月底前医保局将完成《制定改进职工医保个人账户政策文件》，同样可能面临长逻辑受到挑战的影响。

表：医药商业及医疗服务域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 19-8-21	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002727	一心堂	25.01	142	0.92	1.10	1.36	1.65	27.3	22.8	18.4	15.1	13.5	1.1	买入
600511	国药股份	25.72	197	1.84	2.20	2.56	2.96	14.0	11.7	10.0	8.7	16.1	0.7	买入
603233	大参林	52.55	273	1.02	1.25	1.52	1.85	51.4	42.0	34.5	28.3	18.4	1.9	买入
603939	益丰药房	72.84	276	1.10	1.49	1.98	2.53	66.3	48.9	36.8	28.8	11.5	1.5	增持
603883	老百姓	68.97	198	1.52	1.87	2.29	2.81	45.4	36.9	30.2	24.5	14.6	1.6	买入
000028	国药一致	42.58	172	2.83	3.18	3.62	4.12	14.2	12.6	11.1	9.8	11.5	0.9	无评级
603368	柳药股份	37.11	96	2.04	2.67	3.34	4.24	18.2	13.9	11.1	8.8	14.4	0.5	买入
601607	上海医药	17.92	463	1.37	1.51	1.66	1.82	11.9	10.8	9.8	8.9	10.6	1.1	买入
002044	美年健康	12.46	466	0.22	0.29	0.40	0.54	56.8	42.7	31.3	22.9	12.6	1.2	增持
300015	爱尔眼科	31.77	984	0.33	0.44	0.58	0.76	97.5	72.7	55.1	42.1	18.5	2.2	增持
300347	泰格医药	57.23	429	0.63	0.90	1.22	1.63	90.9	63.8	47.1	35.1	18.3	1.7	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、大参林、老百姓、国药股份、泰格医药为一致预测

# 港股医药：医保目录调整，利好龙头

## ■ 政策预期逐渐明朗，行业龙头仍有估值修复空间：

市场前期在对带量采购和头部公司研发管线逐渐信心增强后，以医保目录调整为契机，头部公司气势如虹。当前时间节点来看，当前港股医药整体估值相较A股仍有优势，且大流通龙头估值仍然仅为10倍以下，极具投资吸引力。

## ■ 各公司主业在大陆地区，香港地区冲突不影响头部公司业务

近期香港地区受到政治冲突影响，本地消费类公司业务受到影响，但是港股医药中仅个别公司香港业务占比较大，因此受此影响不大。

## ■ 香港地区资金成本主要受美元影响，降息周期下港股医药同样利好

港股医药呈现与A股类似的全面分化特点，头部龙头如中国生物制药、三生制药；细分领域龙头如金斯瑞生物科技、中国中药与A股类似龙头基本面比较并不逊色，但港股市场投资者结构、资金成本、对市场紧密跟踪的了解程度有差异，因此呈现出来更明显的头部效应、受海外市场资金流动影响大以及对政策的负面风险厌恶等特点。考虑到海外跟随美国的降息节奏，负面政策预期逐渐明晰化，后市同样持乐观态度。

表：港股医药重点标的估值情况一览

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		19-8-21	亿港元	18A	19E	20	21E	18A	19E	20	21E	18A	19E	
1093.HK	石药集团	14.40	929	0.59	0.73	0.91	1.12	24.4	19.7	15.8	12.9	21.4	0.8	买入
1177.HK	中国生物制药	10.10	1317	0.23	0.25	0.29	0.34	43.9	40.4	34.8	29.7	31	2.9	买入
1530.HK	三生制药	12.58	329	0.5	0.56	0.68	0.83	25.2	22.5	18.5	15.2	14.8	1.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	18.00	338	0.09	0.1	0.12	0.14	200.0	180.0	150.0	128.6	4.4	11.3	买入
0570.HK	中国中药	3.36	168	0.29	0.35	0.44	0.55	11.6	9.6	7.6	6.1	9.3	0.4	买入

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 国信证券医药行业近期研究报告一览

报告日期	标题	报告类型
2019-08-22	2019版医保目录调整快评：挤出辅助用药，利好结构改善	行业快评
2019-08-21	一心堂-002727-2019年半年报点评：政策影响业绩增速，现金流状况良好	财报点评
2019-08-20	透景生命-300642-2019年半年报点评：自免产品上市，研发投入大幅提升	财报点评
2019-08-20	益丰药房-603939-2019年半年报点评：门店加速扩张，现金流状况良好	财报点评
2019-08-19	丽珠集团-000513-2019年半年报点评：艾普拉唑高增长，业绩符合预期	财报点评
2019-08-15	凯普生物-300639-2019年半年报点评：核酸分子诊断龙头，业绩提速	财报点评
2019-08-15	柳药股份-603368-2019年半年报点评：业绩增长稳健，现金流改善	财报点评
2019-08-14	通化东宝-600867-2019年中报点评：现金流改善，甘精胰岛素期待获批	财报点评
2019-08-13	长春高新-000661-2019年中报点评：疫苗行业冲击，金赛气势如虹	财报点评
2019-07-31	迈克生物-300463-2019年半年报点评：I3000陆续装机，静待业绩释放	财报点评
2019-07-16	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	行业投资策略
2019-07-12	迪安诊断-300244-2019年中报业绩预告点评：现金流改善明显，内生提速	财报点评
2019-07-12	天坛生物-600161-重大事件快评：新批浆站与改善效率共同驱动采浆量增长	公司快评
2019-07-12	博雅生物-300294-重大事件快评：丹霞GMP认证获进展，公司长期成长可期	公司快评
2019-07-12	创新药盘点系列报告（11）：进击的疫苗：深度盘点，重磅迭出	行业专题
2019-06-26	博雅生物-300294-重大事件快评：并购罗益生物，不改调浆和丹霞注入预期	公司快评
2019-06-18	医药生物2019年6月投资策略：政策密集发布，无需过度悲观	行业投资策略
2019-06-03	天坛生物-600161-公司分析：经营效益改善，成长确定性高	公司分析
2019-06-03	创新药盘点系列报告（10）-PD-1的天王山之战：泛肿瘤市场最大药	行业深度
2019-05-20	创新药学术前沿信息专题（1）-多家国内企业公布重磅新药关键临床数据-ASCO-2019摘要速递（国内部分）	行业专题
2019-05-14	生物医药5月投资策略暨2018年年报及一季报总结：增速下行，回调中紧抓龙头和景气板块	行业投资策略

# 国信证券医药近期重点推荐报告

## ■ 行业深度报告：《创新药盘点系列报告（11）-进击的疫苗：深度盘点，重磅迭出》

国内疫苗行业正处于转变期，重磅品种不断获批上市且快速放量，应重点关注产品线和在研管线中有大品种的头部门户企业。行业未来的两大推动力在于产品升级和产品渗透率的提升。产品升级包括从单苗到多联苗的升级（百白破-Hib四联苗），从单价苗到多价苗的升级（五价轮状病毒疫苗）以及从多糖苗到结合苗的升级（肺炎球菌结合苗）。国内龙头企业还将受益于行业集中度的提升，并拥有进口替代的机会。推荐买入华兰生物，增持智飞生物、康泰生物、沃森生物。

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

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

## ■ 公司分析报告：《天坛生物-600161：经营效益改善，成长确定性高》

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

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

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

## ■ 公司深度报告：《迈瑞医疗-300760：迈向全球，械中恒“瑞”》

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

## ■ 公司深度报告：《科伦药业-002422：科技创新，无与伦比的美丽》

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

## 国信证券投资评级

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

### 分析师承诺

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

### 风险提示

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

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券经济研究所

GUOSEN

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM