

立足业绩，把握长期发展逻辑

——医药行业 2019 年 4 季度投资策略报告

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019 年 9 月 16 日

证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhqz.com

助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhqz.com

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhqz.com

张山峰

SAC No: S1150119080020

zhangsf@bhqz.com

行业评级

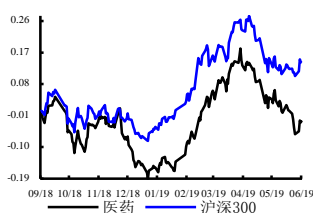
医药

中性

重点品种推荐

恒瑞医药	增持
科伦药业	增持
健友股份	增持
安科生物	增持
开立医疗	增持
凯莱英	增持
泰格医药	增持
乐普医疗	增持
我武生物	增持
安图生物	增持

最近一年行业相对走势



投资要点:

● 年初至今医药板块行情回顾

年初至今（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 9 月 4 日），申万医药生物板块上涨 30.50%，沪深 300 指数上涨 29.08%，医药板块整体跑赢沪深 300 指数 1.42 个百分点，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 8 位。从总体医药指数走势看，1 月份医药指数受集采和辅助性用药等政策的影响下跌 2.54%，同期沪深 300 上涨 6.34%，医药板块涨幅大幅落后其他板块；随后，2 月份至 4 月中旬，全市场快速上涨，2 月 1 日到 4 月 10 日，医药板块上涨 43.35%；4 月 10 日之后，医药指数在区间内上下震荡，至今下跌 4.97%。总体来说，经过了去年中美贸易摩擦等多因素的过度恐慌，A 股今年正逐步回归理性。医药板块受去年带量采购等一系列政策的影响，整个板块不断下行，但是随着市场对政策的逐步消化、中美贸易摩擦不断的反复以及许多龙头公司都交出了漂亮的财报等多因素影响，医药板块逐步开始发力，今年整体走势位于申万 28 个一级行业的第 8 位。

● 医药行业运行情况

从制造端来看，2019 年 1-7 月，我国医药制造业累计实现营业收入 14112.80 亿元，同比增长 8.90%，累计实现利润总额 1822.20 亿元，同比增长 9.30%，具体来看，医药制造业营业收入累计同比增速在 3、4 月份较高，分别达到 9.4%、9.8%，但相比于上年同期增速都稍显落后，利润方面，2 月同比增速较低，3、4 月份逐渐上升，我们认为导致医药制造业业绩变化的原因主要有 4+7 集采效应、两票制影响逐渐回归正常、部分辅助用药及中药注射剂等企业业绩下滑等；从销售端看，2019 年上半年我国三大终端六大市场实现药品销售额 9087 亿元，同比增长 5.8%，其中公立医院终端市场份额最大，实现销售收入 6090 亿元，同比增速为 4.8%，在三大终端市场比重为 67%，近年来比重持续下滑，零售药店终端市场和公立基层医疗终端市场则出现缓慢爬升态势，我们认为主要是近年政府持续推进公立医院改革、加强基层医疗基础设施建设、国内药械企业逐渐走强致使注重性价比的基层医疗市场放量等因素综合所致；从政策端来看，9 月 1 日，上海阳光医药采购网发布《联盟地区药品集中采购文件》，将重塑 25 品种在全国的竞争格局，预计未来几年全国仿制药市场将出现负增长的过渡期，但随着主要品种的集采招标工作落地，市场将会在新的业绩基础上重新起航，保持与需求相符的平稳增速。

● A 股医药生物上市公司 2019 年中报业绩总结

我们对申万医药生物板块共计 293 家上市公司的 2019H1 业绩情况进行了梳理，整体营收为 8417.97 亿元，同比增长 15.80%，扣非归母净利润为 603.84 亿元，同比增长 1.08%，第二单季度营收为 4277.54 亿元，同比增长 15.16%，

扣非归母净利润为 306.85 亿元，同比增长 1.35%；其中，化学原料药板块 2019H1 整体收入增速不高，主要由于原料药周期性的变化，但相比第一季度数据，第二季度出现了明显好转；化学制剂板块 2019H1 营收增速高于医药制造业同期营收增速（8.50%），但利润增速稍逊于同期医药制造业，主要是由于科伦药业、信立泰等利润规模较大却增长乏力；中药板块 2019H1 归母/扣非归母净利润表现糟糕，主要为东阿阿胶和 ST 康美业绩大幅下滑；生物制品板块 2019H1 归母/扣非归母净利润表现较好；医药商业板块 2019H1 归母/扣非归母净利润表现平稳且中规中矩，连锁药店整体表现优于医药配送商；医疗器械板块 2019H1 营收和利润均表现很好，主要由于营收和利润体量较大的迈瑞医疗和乐普医疗持续高增长；医疗服务板块 2019H1 营收和扣非净利润表现一般，主要由于美年健康上半年业绩较差。

● 投资策略

由于医疗卫生投入持续增多、仿制药集采全面推进、创新药研发加速等因素以及医药行业弱周期影响，医药生物板块各细分领域优质龙头企业表现良好，我们建议立足于公司历史业绩及发展前景，推荐以下四条投资主线：1) 创新药服务商领域：5 家重要创新药服务商（药明康德、凯莱英、泰格医药、昭衍新药、药石科技）上半年业绩持续高景气，行业长期增长逻辑稳固，**重点推荐凯莱英（002821）、泰格医药（300347）**；2) 优质专科制药领域：5 家优质专科药生产商（恒瑞医药、科伦药业、健友股份、华东医药、京新药业）2019H1 营收端均实现中高速增长，利润端由于科伦药业税收及中间体价格下降稍有下滑，但长期投资逻辑不变，**重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、健友股份（603707）**；3) 消费类服务或药品供应领域：8 家消费类企业（长春高新、安科生物、智飞生物、康泰生物、我武生物、欧普康视、爱尔眼科、通策医疗）整体上营收和利润均高速增长，部分企业短期或受去年同期高基数以及疫苗行业监管收紧影响，但长期受益于消费升级或渗透率提升仍将持续向上，**重点推荐我武生物（300357）、安科生物（300009）**；4) 优质医疗器械及耗材生产领域：8 家医疗器械及耗材重点企业（安图生物、万孚生物、金城医学、迪安诊断、健帆生物、迈瑞医疗、开立医疗、乐普医疗）整体营收和利润均高速增长，业绩表现优秀，考虑到目前该领域外企占比仍旧较高，长期优质企业将持续受益于进口替代，**重点推荐开立医疗（300633）、安图生物（603658）、乐普医疗（300003）**。

风险提示：药品全国集采降价幅度过大；器械及耗材价格大幅下滑；海外经济下滑而导致药品研发放缓；药品或器械出现质量黑天鹅。

目 录

1.年初至今医药板块行情回顾	6
1.1 医药板块上半年行情	6
1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平	7
1.3 子版块市场表现相差较大，中药板块表现疲软	7
1.4 值得关注的子版块	9
1.4.1 新药研发服务外包行业依然处于顺周期	9
1.4.2 中国疫苗产业初起步，后续发展空间巨大	12
1.4.3 化学发光，进口替代进行时	17
2.医药行业运行情况	21
2.1 制造端：收入与利润增速普遍下行	21
2.2 销售端：整体增速放缓，网上零售快速推进	22
2.3 政策端：全国带量采购正式铺开	24
3.A 股医药生物上市公司 2019 年中报业绩总结	34
3.1 上市公司整体业绩概览	34
3.2 细分龙头持续中高速增长	36
4.投资策略	46
4.1 恒瑞医药：研发管线丰富的国内创新药绝对龙头	46
4.2 科伦药业：大输液龙头，创新药研发管线丰富	46
4.3 健友股份：肝素制剂及原料药龙头，积极布局海外注射剂	47
4.4 安科生物：生长激素水针放量可期，单抗及细胞药品进度较快	48
4.5 开立医疗：技术媲美国际巨头的国产器械企业	49
4.6 凯莱英：CDMO 赛道的一体化领军企业	50
4.7 泰格医药：项目经验丰富、研究能力突出	50
4.8 乐普医疗：围绕心血管各个领域的平台型公司	51
4.9 我武生物：脱敏诊疗龙头，在研品种未来可期	52
4.10 安图生物：化学发光领域小龙头，推出国内首条大型流水线	53

图 目 录

图 1: 年初至今医药生物板块 VS 沪深 300 市场表现	6
图 2: 年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 8.....	6
图 3: 医药板块相对沪深 300 的估值溢价率近 5 年来的低位水平.....	7
图 4: 年初至今 (1 月 1 日至 9 月 4 日) 医药 6 个子板块涨跌幅情况.....	8
图 5: 年初至今 (1 月 1 日至 9 月 4 日) 医药各子板块市场表现.....	8
图 6: 年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况	8
图 7: 医药 6 个子板块市盈率与年初水平对比	9
图 8: 新药研发流程及 CRO 的主要职责.....	10
图 9: 2011 至 2015 年中国 CRO 行业规模.....	11
图 10: 2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模.....	11
图 11: 2011 至 2015 年中国 CMO/CDMO 行业规模.....	11
图 12: 2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模.....	11
图 13: 国际巨头历年疫苗业务销售额 (亿美金)	13
图 14: 国际制药巨头疫苗兼并史	15
图 15: 康泰生物历年研发费用	16
图 16: 免疫诊断在体外诊断中的占比	18
图 17: 化学发光在免疫诊断中的占比	18
图 18: 安图生物流水线	19
图 19: 近年我国医药制药业累计营业收入及同比增速 (亿元)	21
图 20: 近年我国医药制药业累计利润总额及同比增速 (万元)	22
图 21: 2019H1 我国三大终端六大市场药品销售额	22
图 22: 近年我国医药市场三大终端占比情况	23
图 23: 近年我国第二终端两大市场药品销售额及增速	24
图 24: 近年我国第二终端两大市场药品销售额比重	24
图 25: 25 品种 2018 年公立医院市场销量 (万元)	30
图 26: 2018 年样本医院阿托伐他汀市场格局	30
图 27: 2019Q1-Q2 相关企业阿托伐他汀在样本医院销售额状况 (万元)	31
图 28: 2019Q1-Q2 相关企业阿托伐他汀在样本医院销售量状况 (万片)	31
图 29: 2018 年公立医院氯吡格雷竞争格局	32
图 30: 19H1 医药生物行业营收分布情况	35
图 31: 19H1 医药生物行业营收增速分布情况	35
图 32: 19H1 医药生物行业归母净利润分布情况	36
图 33: 19H1 医药生物行业归母净利润增速分布情况	36

表 目 录

表 1: 上市研发外包企业业绩增速和涨幅情况	10
表 2: 国际巨头历年疫苗业务销售额 (亿美金)	13

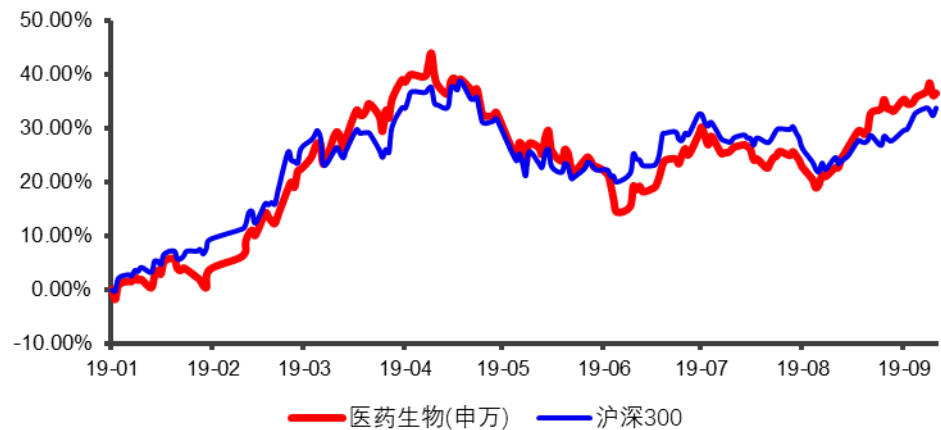
表 3: 上市疫苗企业业绩增速和涨幅情况	14
表 4: 国内 13 家肺炎结合疫苗研究进度	17
表 5: 具体采购品种目录、首年约定采购量计算基数及相应比例采购量 (单位: 万片/万袋/万支)	25
表 6: 4+7 采购推广具体细则	26
表 7: 25 品种符合申报资质以及已报产企业名单 (截止 2019.9.3)	27
表 8: 假设嘉林/乐普药业阿托伐他汀中标后市场份额变化	32
表 9: 医药生物板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	34
表 10: 医药生物板块营收前十及营收增速前十情况	35
表 11: 医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况	35
表 12: 化学原料药板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	37
表 13: 化学原料药板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	37
表 14: 化学制剂板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	38
表 15: 化学原料药板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	38
表 16: 中药板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	39
表 17: 中药药板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	40
表 18: 生物制品板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	40
表 19: 生物制品板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	41
表 20: 医药商业板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	41
表 21: 医药商业板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	42
表 22: 医疗器械板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	43
表 23: 医疗器械板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	43
表 24: 医疗服务板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况	44
表 25: 医疗服务板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况	45

1.年初至今医药板块行情回顾

1.1 医药板块上半年行情

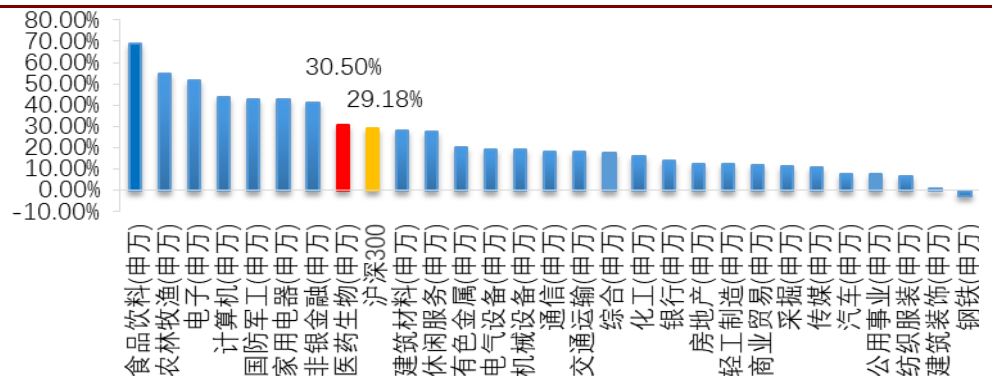
年初至今(2019年1月1日至2019年9月4日),申万医药生物板块上涨30.50%,沪深300指数上涨29.08%,医药板块整体跑赢沪深300指数1.42个百分点,涨跌幅在申万28个一级行业中排名第8位。从总体医药指数走势看,1月份医药指数受集采和辅助性用药等政策的影响下跌2.54%,同期沪深300上涨6.34%,医药板块涨幅大幅落后其他板块;随后,2月份至4月中旬,全市场快速上涨,2月1日到4月10日,医药板块上涨43.35%;4月10日之后,医药指数在区间内上下震荡,至今下跌4.97%。总体来说,经过了去年中美贸易摩擦等多因素的过度恐慌,A股今年正逐步回归理性。医药板块受去年带量采购等一系列政策的影响,整个板块不断下行,但是随着市场对政策的逐步消化、中美贸易摩擦不断的反复以及许多龙头公司都交出了漂亮的财报等多因素影响,医药板块逐步开始发力,整体走势位于申万28个一级行业的第8位。

图 1: 年初至今医药生物板块 VS 沪深 300 市场表现



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 8

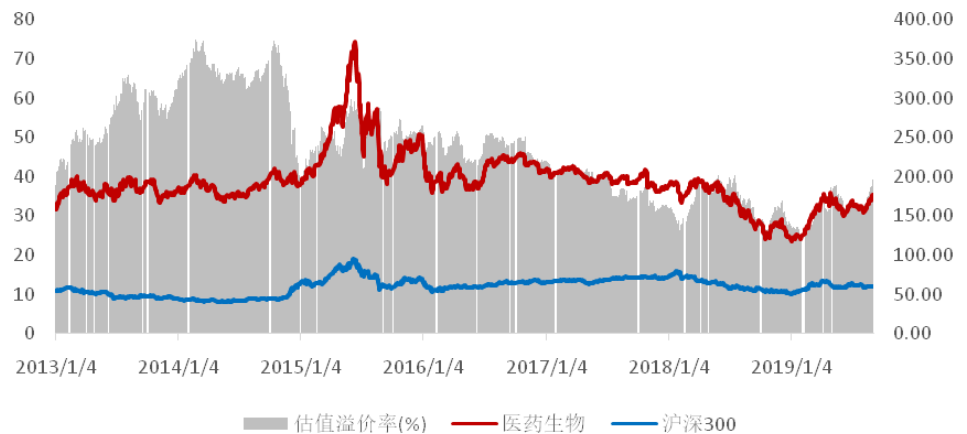


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平

截止到 2019 年 9 月 4 日，医药板块整体 TTM 市盈率剔除负值后为 32.83 倍，全部 A 股 TTM 市盈率为 17.20 倍，医药板块相对全部 A 股的估值溢价率为 90.87%，处于 2013 年来的低位水平。

图 3: 医药板块相对沪深 300 的估值溢价率近 5 年来的低位水平



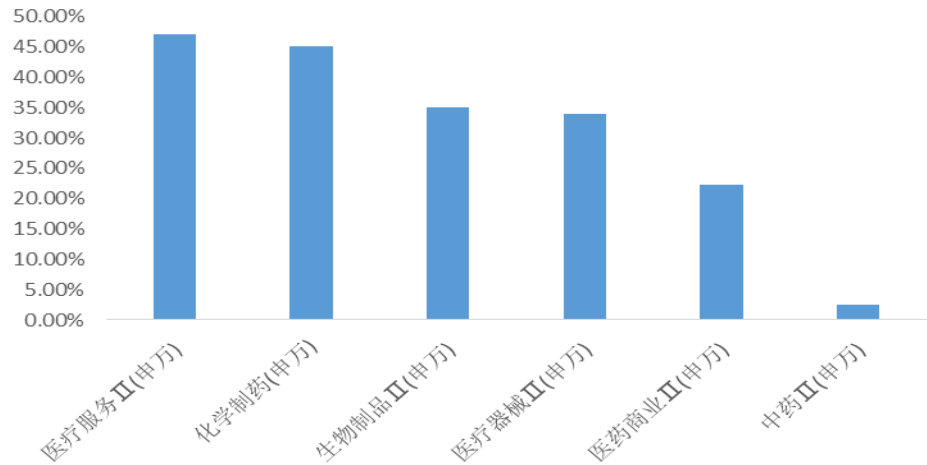
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.3 子版块市场表现相差较大，中药板块表现疲软

年初至今(2019 年 1 月 1 日至 2019 年 9 月 4 日)，医药 6 个子板块均以上涨报收。细分来看，行业逻辑最好的医疗服务和估值修复的化学制药板块涨幅最大，分别上涨 47.03%和 45.11%；而由于限制中药注射剂和辅助性用药，中药板块涨幅最小，仅上涨了 2.45%。在政策影响下，各个板块的逻辑正在发生着改变，投资者应加以关注。

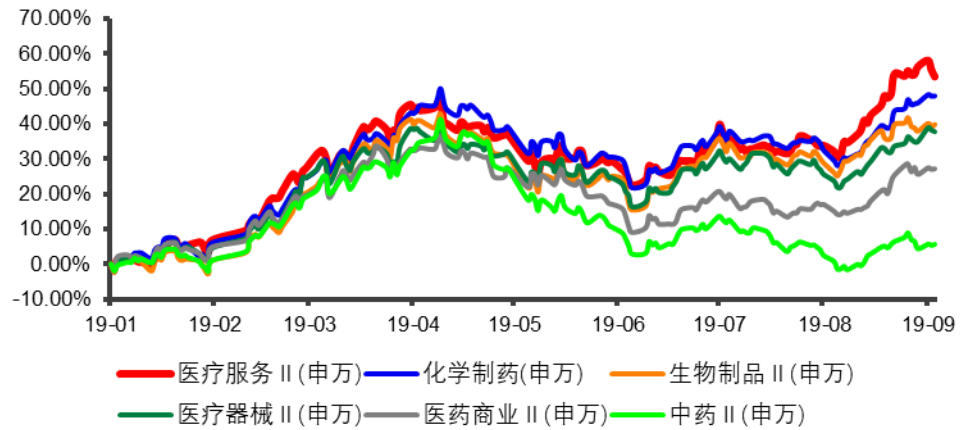
在估值层面，受医药行业政策以及一季报和半年报业绩的影响，年初至今医药各个子板块估值均有所上升，其中估值上涨幅度最大的是医疗服务板块和化学制药板块，分别上涨 51.50%和 41.17%。大盘估值的普遍上涨和外部环境不确定性造成的资金挤压效应是估值上涨的主要原因。

图 4: 年初至今 (1 月 1 日至 9 月 4 日) 医药 6 个子板块涨跌幅情况



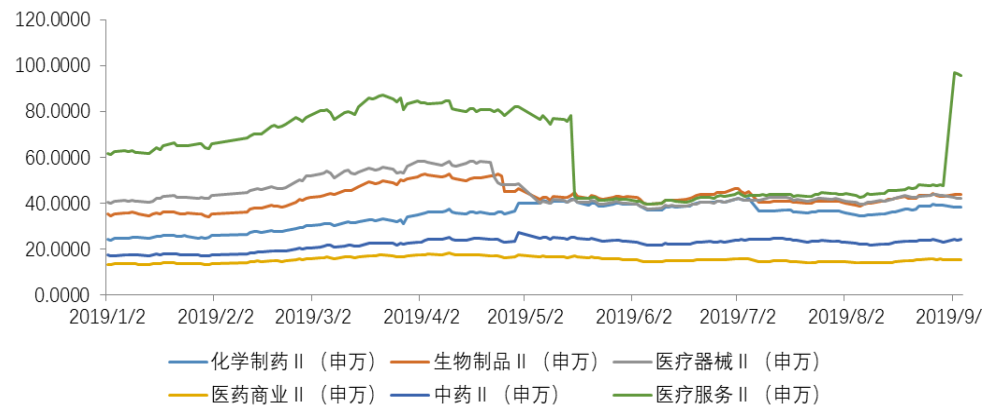
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 年初至今 (1 月 1 日至 9 月 4 日) 医药各子板块市场表现



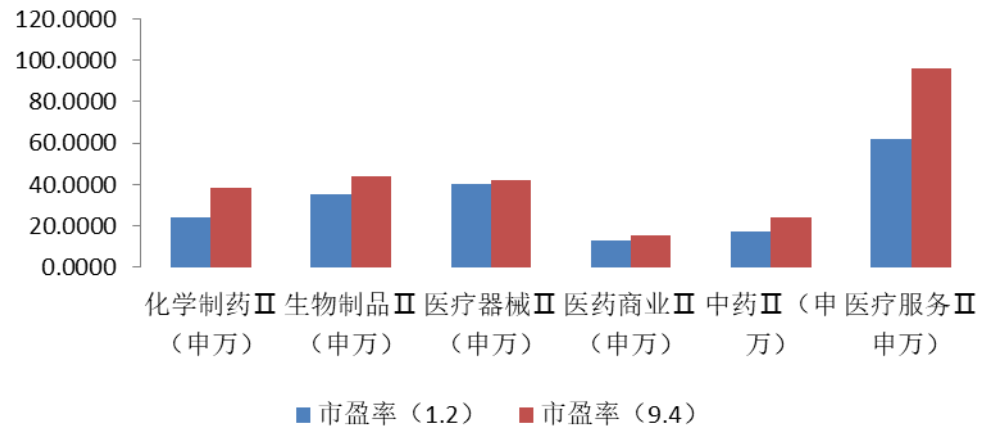
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 医药 6 个子板块市盈率与年初水平对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.4 值得关注的子板块

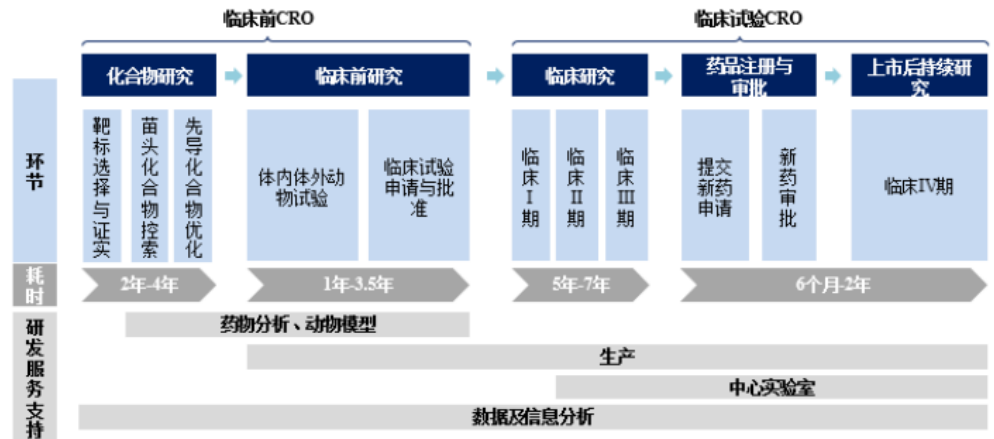
1.4.1 新药研发服务外包行业依然处于顺周期

1.4.1.1 新药研发外包行业概况

新药研发领域有着著名的“双十”定律: 即一款创新药的研发成功需要耗时十年时间, 花费十亿美元。但据最新研究显示, 最新新药研发的成本约为 25.58 亿美元, 已经比之前的十亿美元翻了一倍多。之所以有这么高的研发费用, 主要是因为新药研发周期长、涉及的环节众多。从项目立项开始, 需要经历早期的药物发现阶段 (活性化合物的发现)、临床前研究阶段 (药效学、药动学、药理学、毒理学等)、临床研究阶段 (I、II、III 期临床试验) 和审批上市, 中间需要多个专业的人才相互配合。所以, 药物研发是一项高投入、高风险的业务。

为了提高研发效率, 优化公司资源, 各大药企纷纷将研发流程中的不同阶段外包给专业的公司, 于是新药研发外包行业应运而生。根据新药研发领域中客户服务阶段的不同, 医药研发服务一般分为合同研发服务 (CRO)、合同生产服务/合同生产研发服务 (CMO/CDMO), 分别对应新药研发领域中的临床前研究及临床研究、定制化生产及研发服务等产业链的不同环节。

图 8: 新药研发流程及 CRO 的主要职责



资料来源: 药明康德招股说明书, 渤海证券研究所

1.4.1.2 国内外新药研发火热, 利好研发服务外包行业

2019 年中报已经披露完毕, 我们看到研发外包板块公司业绩继续保持高增长, 并继续超预期。在业绩的强烈支撑下, 整个板块的表现也十分靓丽。剔除新上市的康龙化成, 整个板块估价从 1 月份到 8 月底整体涨幅超过 70%, 其中临床 CRO 公司泰格医药更是上涨 114.86%, 在医药行业甚至整个 A 股都涨幅居前。

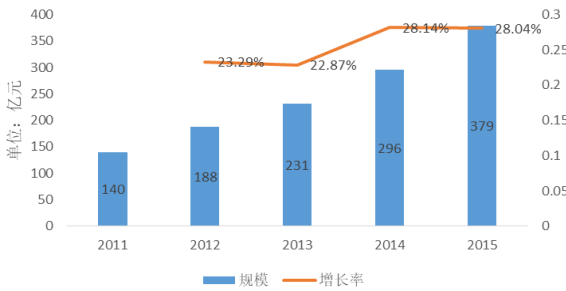
表 1: 上市研发外包企业业绩增速和涨幅情况

公司	指标	营收			扣非净利润			年初至 8 月底股价涨幅	
		17 年	18 年	19 年 H1	17 年	18 年	19 年 H1	涨幅	排序
药明康德	收入 (亿元)	77.7	96.1	58.9	9.8	15.6	10.6	63%	36/308
	YOY	27%	24%	34%	11%	59%	21%		
凯莱英	收入 (亿元)	14.3	18.4	10.9	3.0	3.7	2.0	62%	38/308
	YOY	29%	29%	44%	21%	24%	43%		
康龙化成	收入 (亿元)	22.9	29.1	16.4	2.2	3.4	1.6	356%	2/308
	YOY	40%	27%	29%	18%	49%	34%		
药石科技	收入 (亿元)	2.7	4.8	2.9	0.7	1.2	0.7	70%	32/308
	YOY	45%	75%	38%	39%	80%	35%		
昭衍新药	收入 (亿元)	3	4.1	2	0.7	0.9	0.3	77%	25/308
	YOY	25%	36%	49%	48%	37%	87%		
泰格医药	收入 (亿元)	16.9	23	13.4	2.4	3.62	2.9	115%	11/308
	YOY	44%	36%	29%	146%	49%	52%		

资料来源: wind, 渤海证券研究所

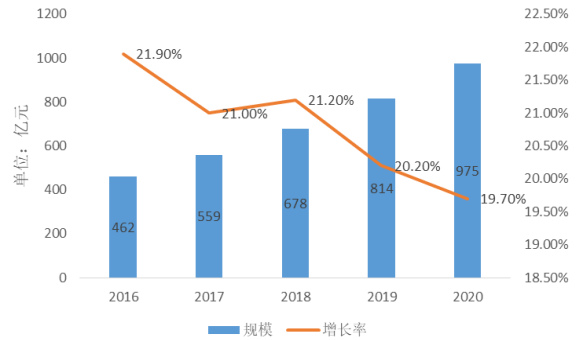
我国研发外包产业总共经历了三次发展浪潮：第一次，1996-2008年，外资药企开始离岸外包，在此阶段主要依靠外资药企的临床前项目，国内研发外包产业初具规模，现在的许多临床前外包公司便是在此阶段应运而生，比如药明康德、凯莱英、康龙化成等；第二次，2009-2015年，在金融危机过后，外资药企的市场增速有所下滑，为了开辟中国市场，越来越多的外资药企选择在我国开展临床试验，相应的催生了临床外包公司的产生，比如泰格医药、博济医药等在此阶段迅速发展；第三次，2015年至今，与前两次不同，这次的拉动力量主要是国内创新药研发的高速发展，2015年《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》的发布，标志着药品医疗器械审评审批改革的大幕正式拉开，国内的创新药研发项目如雨后春笋般开展。

图 9：2011 至 2015 年中国 CRO 行业规模



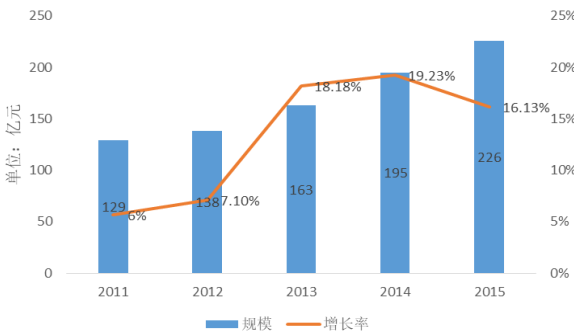
资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券研究所

图 10：2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模



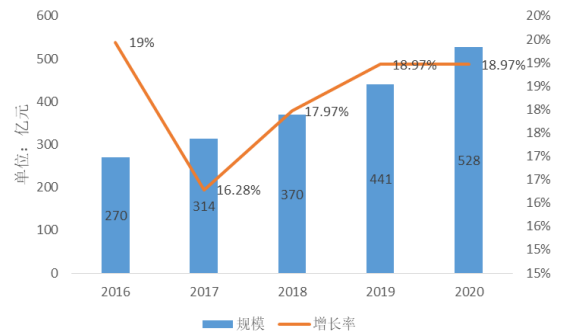
资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券研究所

图 11：2011 至 2015 年中国 CMO/CDMO 行业规模



资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券研究所

图 12：2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模



资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券研究所

1.4.1.3 未来研发外包产业的发展趋势

我们认为医药研发外包行业属于长周期性行业，行业的兴衰主要取决于新药研发的热度，而现在国内正处于新药研发的黄金时期，在多方刺激因素下，国内新药

研发的热度还将持续。

科创板和港交所上市放开限制，有利于 Biotech 公司的融资。众所周知，创新性药械研发时间长，前期几乎没有任何盈利却需要投入巨大的研发费用，这也限制了无现金流 Biotech 公司的发展。今年 3 月 1 日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票上市规则》，科创板对企业的定位明晰，前期将重点聚焦于我国拥有核心技术的“硬科技”产业，而非靠商业模式创新等“软科技”产业，其中指出对于预计市值不低于 40 亿元的医药行业企业，至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，便具有科创板申请上市资格，重研发轻资产的战略定位为我国创新药企，尤其是初创型药企提供了重要的融资渠道。

科创板利好效应外延至创新药产业链中的服务商 CRO 和 CDMO 企业。由于新药研发的壁垒和不确定性，研发外包成为诸多企业（特别是初创型企业）控制研发成本、提高成功几率、提升产品上市速度的重要策略。

带量采购和鼓励创新政策，引导企业重心向研发靠拢。从 2015 年开始，所有的政策均引导企业向创新和临床价值方向转型，国家医保局的成立更是为三医联动的进行提供了强有力的支持。一方面是仿制药的带量采购，另一方面是无论从审批审评还是快速纳入医保都提供便利的鼓励创新，政策这只看得见的手把越来越多的资源向创新方向推进，越来越多的企业认识到只有抓住这一波创新潮才能保证在以后的竞争中不被落下。

整体行业未来呈现纵向一体化的发展趋势。新药研发是一个复杂的系统工程，对应的 CRO 业务也覆盖药物发现阶段、临床前研究、临床研究和新药注册等多个环节。由于不同研究阶段之间最重要的是研究数据的衔接以及实验结果的可信程度，仅提供单一阶段医药研发服务的企业无法满足大型药企在全产业链上的研发需求，这就要求未来行业内的参与者不仅要在各自专精的阶段提供高质量的研发生产服务，还需要围绕客户需求不断拓展产业链上下游领域，为客户提供全方位、一体化的新药研究、开发、生产类服务。

1.4.2 中国疫苗产业初起步，后续发展空间巨大

1.4.2.1 疫苗产业概况

国际上，新型疫苗的研发成本不亚于创新药，也符合“双十定律”，即 10 年、10 亿美金。同时，疫苗的放量也不亚于甚至快于创新药，比如全球销售三甲的疫苗 Prevnar、Gardasil 4&9 和 Pentaxim，在 2018 年的销售额分别达到了 58.02

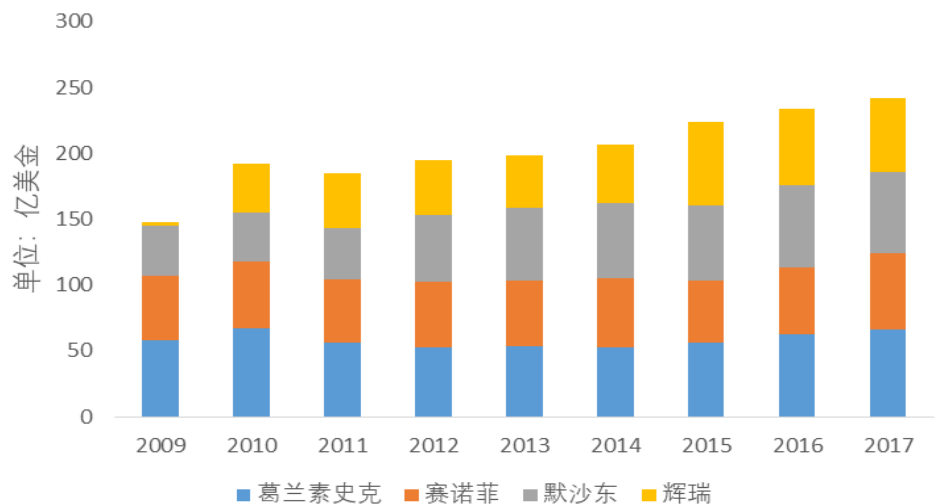
亿美元、31.51 亿美元和 19.64 亿美元。同时在发达国家市场，疫苗具有很强的盈利能力，净利润率能达到 30%以上，与新药相当。在生产方面，疫苗作为生物制品，产业化难度比较高，比如毒株的获取和转化、稳定的生产工艺以及高标准的监管等。但这也奠定了疫苗产业的高门槛，2017 年全球前四大疫苗生产企业，葛兰素史克、赛诺菲、默沙东和辉瑞占总份额的 80%以上，四家疫苗合计销售 241 美金。在销售方面，新型疫苗的放量速度远大于药品，比如辉瑞 2009 年才上市的 13 价肺炎疫苗，在 2010 年一下就达到了 36.7 亿美金的销售额，有利于快速回收公司的研发成本。

表 2: 国际巨头历年疫苗业务销售额 (亿美金)

公司	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GSK	58	66.9	56.1	52.7	53.5	52.6	55.9	62.2	66.5
赛诺菲	48.6	50.5	48.3	50.1	49.4	52.8	47.3	50.7	57.6
默沙东	38.2	37.9	38.9	50.6	55.5	56.8	57.2	62.5	61.6
辉瑞	2.9	36.7	41.5	41.2	39.7	44.6	63.5	58.3	56
合计	147.7	192	184.8	194.6	198.1	206.8	223.9	233.7	241.7

资料来源: 各公司财报、渤海证券研究所

图 13: 国际巨头历年疫苗业务销售额 (亿美金)



资料来源: 各公司财报, 渤海证券研究所

我国的疫苗产业尤其是新型疫苗产业一直处于低水平发展阶段。2018 年, 全球疫苗规模约为 360 亿美金, 其中美国以 119 亿美金的市场规模占据第一, 而中国的疫苗市场规模仅为 270 亿元, 约 40 亿美金, 相对于中国庞大的人口基数, 渗透率明显低于全球水平。随着 16 年的“山东疫苗事件”和 18 年的“长生生物事

件”的发生，加速了产业的升级和去产能之路。2019年6月29日，《中华人民共和国疫苗管理法》正式稿发布，此次《新疫苗法》由部门行业规章上升到法律的高度，监管更加的严格，无论是准入还是生产都是对之前制度的一次升级。我们认为，这将进一步提升准入门槛，对于集中度的提升有积极的作用，利好具有领先研发和生产能力的头部企业。

1.4.2.2 我国疫苗产业正在走升级之路

2019年中报已经披露完毕，我们看到疫苗板块公司业绩增长稳定，符合预期。在业绩和后续研发管线的强烈支撑下，整个板块的表现也十分靓丽，具体表现在整个板块在大盘和医药板块整体向下的大背景下调整很小，至今不断创出新高。年初至今，研发线最广的康泰生物上涨115.54%，在医药行业甚至整个A股都涨幅居前。

表3：上市疫苗企业业绩增速和涨幅情况

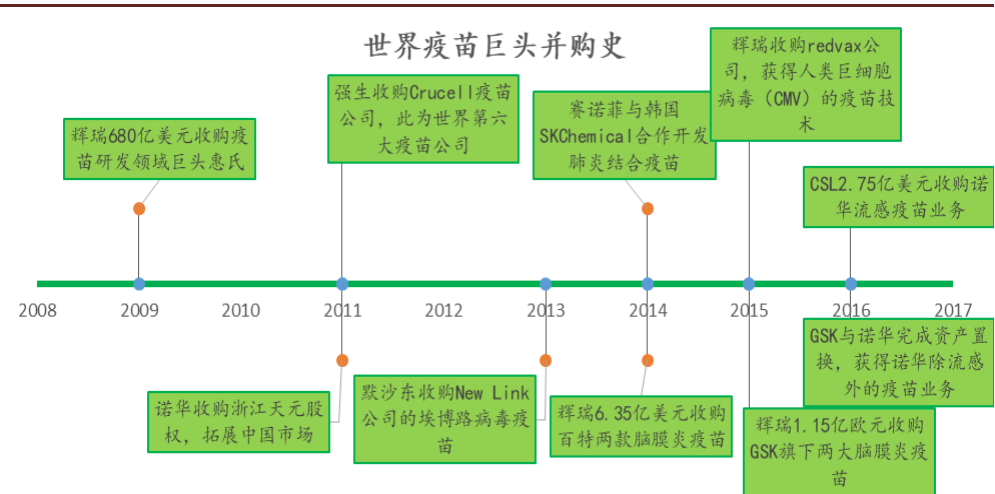
公司	指标	营收			扣非净利润			年初至8月底股价涨幅	
		17年	18年	19年H1	17年	18年	19年H1	涨幅	排序
康泰生物	收入(亿元)	11.6	20.2	8.1	1.8	4.1	2.5	116%	10/306
	YOY	110%	74%	-24%	137%	134%	-10%		
智飞生物	收入(亿元)	13.4	52.3	50.4	4.3	14.6	11.8	23%	117/306
	YOY	201%	289%	143%	1500%	237%	72%		
华兰生物	收入(亿元)	22.4	35.8	16.8	12.2	31.7	14.1	51%	54/306
	YOY	22%	36%	17%	12%	32%	14%		
沃森生物	收入(亿元)	6.7	8.8	5	-2.1	1.2	0.8	42%	70/306
	YOY	13%	32%	34%	-43%	158%	85%		

资料来源：wind，渤海证券研究所

我国疫苗主要分为一类苗和二类苗。一类苗是指政府免费向公民提供，公民应该按照规定接种的疫苗，这对于流行性疾病的防治至关重要，主要包括国家免疫接种计划的疫苗、各省及县政府增加的应急疫苗等。二类苗指的是除一类苗外公民自愿并自费接种的其他疫苗，不受国家财政和医保的限制。从价格和毛利来看，一类苗价格便宜，只有几元到几十元不等，国家统购统销，国企占比70%以上，比如中生集团旗下的7家研究所占多数份额。二类苗由于不受国家财政和医保的限制，定价相对自由，毛利率高，也是重磅品种的摇篮，机制更加灵活的民营企业占比60%以上。

我国虽然是全球最大的疫苗生产国，每年批签发疫苗 5 亿-10 亿瓶，数量全球排名第一。但是国内疫苗品种大多数为一类苗，缺少重磅品种，因此疫苗产值只有 150 亿元左右。看一下国际疫苗巨头的发展路径：在 2000 年之前，由于疫苗产业研发周期长、风险高且不能长期用药，大部分行业巨头不是很热衷此块业务，而是把主要精力放在了治疗性用药和慢性病用药方向，比如立普妥、波立维等药王级药物就是在此时诞生。但是随着创新药研发难度的增加，国际巨头制药公司开始把业务向疫苗方向扩展，各大医药企业通过兼并收购的方式扩张自己的版图，在资本的强有力推动下，疫苗的研发蓬勃发展，并迅速实现了资源的头部聚集，目前前 4 大疫苗生产厂家占据了全世界 80% 以上的市场份额，形成了寡头竞争的格局。

图 14: 国际制药巨头疫苗兼并史



资料来源：公开资料，渤海证券研究所

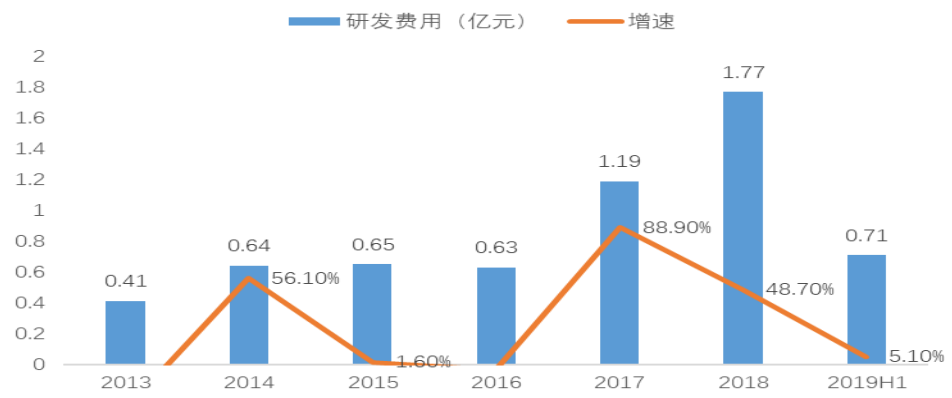
相比于国外的高集中度情况，我国的疫苗产业则呈现“小、散”的状态。目前我国共有疫苗生产企业 40 余家，其中国外生产企业 5 家。国内的疫苗生产企业分散在 14 个省/直辖市，数量多、规模小、市场集中度偏低，同质化竞争严重、部分疫苗产能过剩，存在重复建设，企业规模化程度不高，创新更少。研发与发达国家仍有较大差距，从目前在美国上市的疫苗和中国市场上的疫苗比较可见，中国疫苗传统品种众多，多以单价疫苗、减毒疫苗为主，新品种缺乏，而美国上市的疫苗多以联合、亚单位、结合等疫苗为主。

针对这种情况，我国疫苗产业的发展方向非常明确：第一是淘汰落后产能，优化竞争格局；第二是发展壁垒和价格较高的二类疫苗。据统计，国内二类苗规模由 2013 年的 124 亿元快速增长到 2017 年的 217 亿元，并且还将以较快的速度增

长，预计在 2030 年会达到 1000 亿元，市场规模巨大，比如 HPV 疫苗、13 价肺炎结合疫苗，全国断供、一针难求的情况十分明显。因此，我们认为面对国内巨大的未满足需求，哪家企业能尽早的研发上市二类苗的重磅产品，必将在之后的竞争中拔得头筹，目前已有企业在重磅二类苗上有所建树，为企业未来的发展奠定了坚实的基础。

康泰生物：研发管线最全，重点关注 13 价肺炎苗、三代狂苗、IPV、EV71 公司公司的研发实力领先，拥有国内先进的疫苗研发中心，通过持续进行研发创新，现已形成产品线丰富、产品结构优良且具有良好市场前景的疫苗产品梯队。除 5 种已上市疫苗外，公司目前拥有在研项目 25 项，其中 3 项已申请药品注册批件，12 项已经获得临床批件，10 项处于临床前研究阶段。

图 15: 康泰生物历年研发费用



资料来源：康泰生物年报，渤海证券研究所

13 价肺炎球菌结合疫苗：国内研发进度仅次于沃森生物

据 WHO 统计，肺炎是全球儿童感染性死亡的首因。肺炎球菌不止可以引起肺炎，还会引起脑膜炎、菌血症、鼻窦炎等疾病。从免疫学形态上来看，肺炎球菌的多糖荚膜对于免疫系统尚未发育完全的婴幼儿不易引发体液免疫反应，从而会导致细菌向血液扩散，引发其他疾病。目前的治疗手段多以抗生素输液为主，耐药和治疗时的痛苦是两大主要问题。

目前已知的肺炎病毒有 90 种以上的血清型，但是造成感染的主要是几种亚型。在已上市的产品中，覆盖亚型最多的当属 23 价肺炎多糖疫苗，其原理就是提取细菌上的荚膜多糖制成的，分子比较小，但由于儿童的免疫系统不像成人那样警觉，很难引起细胞免疫应答，不会产生免疫记忆，当细菌感染时不能快速产生大量的抗体来应对。针对这种情况，科学家设计出多糖结合疫苗就是将小分子的多

糖结合在大分子蛋白质上，抗原类型转变为胸腺依赖性抗原，从而使包括 2 岁以下婴幼儿在内的免疫力低下人群有效，产生免疫记忆。因此，针对于 2 岁以下的婴幼儿来说，能预防肺炎的疫苗只有 13 价肺炎结合疫苗，供应商也只有外企辉瑞制药，全国供应十分紧张。

辉瑞 13 价肺炎结合疫苗 2009 年在美国上市，2010 年销售额便迅速放量至 36.7 亿美金，2015 年更是高达 63.5 亿美金。该产品 2016 年国内上市，2017 年、2018 年和 2019 年 H1 批签发量分别为 71.54 万支、384.75 万支和 169.36 万支，且批签发量主要受制于产品供应水平。预计 2025 年国内有 85 亿的市场规模，市场前景广阔。

目前国内共有 7 家企业行进行 13 家肺炎结合疫苗的研发，其中沃森生物进展最快，早在 2018 年 1 月便三期揭盲，并申报生产。康泰生物旗下的北京民海生物已经制证完毕，准备申报上市，预计 2020 年上市，进度仅次于沃森生物。

表 4: 国内 13 家肺炎结合疫苗研究进度

受理号	疫苗名称	在研企业	在办状态	最新进展
CXSS1800003	13 价肺炎结合疫苗	沃森生物	审批审评中	预计 2019 年下半年获批
CXSL0900041	13 价肺炎结合疫苗	民海生物	制证完毕	准备申报上市
CXSL1300023	13 价肺炎结合疫苗	兰州所	制证完毕	二期临床
CXSL1300124	13 价肺炎结合疫苗	智飞生物	制证完毕	一期临床
CXSL1900006	13 价肺炎结合疫苗	康希诺生物	获批临床	一期临床
CXSL1100016	13 价肺炎结合疫苗	科兴生物	制证完毕	获批临床
CXSL1600014	13 价肺炎结合疫苗	安特金生物	制证完毕	获批临床

资料来源：药智网，渤海证券研究所

1.4.3 化学发光，进口替代进行时

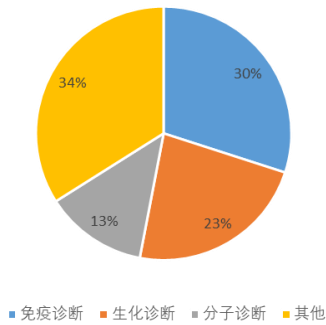
1.4.3.1 化学发光简介

不同于传统的病例诊断方式，体外诊断是指在人体外检测血液、尿液等样本，判断疾病或者功能异常的检测方式。据统计，目前全球约有三分之二的疾病是通过诊断做出诊疗决策，其中体外诊断以其取样方便、简便快捷的优势占据了诊断市场约 80% 的份额。2017 年全球体外诊断的市场达到 615 亿美金，预计 2020 年将达到 710 亿美金，美国、西欧和日本占据着体外诊断市场的主要份额。我国体外诊断处于快速发展时期，2017 年我国体外诊断市场规模将近 500 亿元人民币，并且以每年两位数的速度增长，但是人均体外诊断费用仅 4 美金，远低于全球人均 8 美金的金额。随着人口老龄化和进口替代，国内体外诊断企业的规模

将持续扩大。

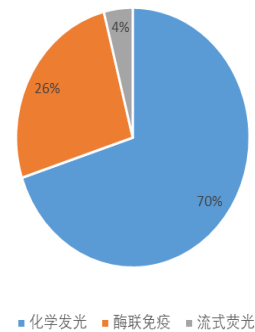
在体外诊断中，免疫诊断已经成为第一大细分领域，约占体外诊断份额的30%，生化和分子诊断分别占23%和13%。在免疫诊断中，化学发光是占比最大且进口替代空间最大的领域，占整个免疫诊断70%的份额，且约80%以上的份额被外企罗氏、雅培等公司占据。化学发光法是利用化学发光测定化学发光反应反应物、催化剂、增敏剂、抑制剂，偶合反应中的反应物、催化剂、增敏剂的方法，相比于传统的免疫分析方法，灵敏度高、特异性好且可以自动化操作。目前广泛用于传染病、肿瘤、内分泌功能、心脑血管疾病、自身免疫疾病、过敏原检测等领域。

图 16: 免疫诊断在体外诊断中的占比



资料来源：中商产业研究院、渤海证券研究所

图 17: 化学发光在免疫诊断中的占比



资料来源：中商产业研究院、渤海证券研究所

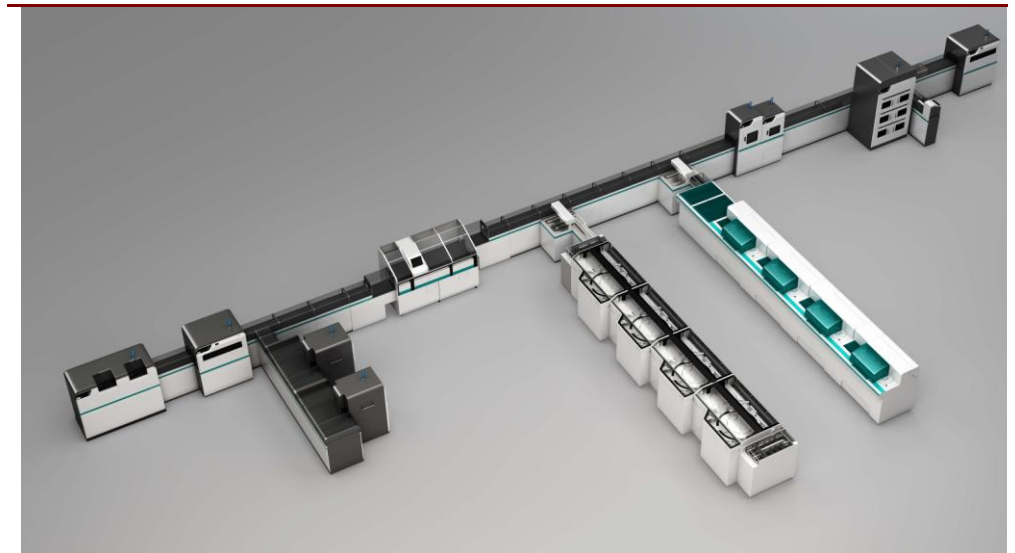
1.4.3.2 国内化学发光领域竞争格局分析

国际跨国公司在我国体外诊断的高端市场中占据绝对垄断地位，利用其产品、技术和服务等各方面的优势，不断加大在华投资力度，尤其在国内三级医院等高端市场中拥有较高的市场份额，价格普遍比国产同类产品高，同时国内企业由于技术水平及整体产品质量相对较低，其用户主要集中在二级医院和基层医院，以及市场空间趋于饱和的临床生化市场。

在化学发光领域，跨国企业占据了80%以上的份额，由于化学发光诊断的闭环性，每个公司的设备和检测试剂不能通用，增加了进口替代的难度。而且随着流水线在我国的不推广，更加加深了跨国企业的护城河，单单只能进行单模块的检测已经远远不能满足临床的需求，因此，只有未来能在流水线上有突破的公司才能在进口替代的速度上快人一步。

流水线（Total laboratory automation, TLA）可以实现包括分拣、传送、处理、分析和存储等样本检验全流程的自动化，而且凭借其良好的扩张性，一条流水线可以完成医院 70%的检测工作，并且由于流水线的自动化程度比较高，可以最大程度的避免人工操作失误和交叉感染的风险。目前流水线均为闭环系统，如果医院安装了某一厂家的流水线，则该医院大部分检测业务被该厂家“垄断”，因此只有拥有自己流水线的体外诊断企业才会在竞争中占据一席之地。从国内的产品状态来看，迈瑞医疗、迪瑞医疗、新产业和九强生物分别发布了自己的模块化流水线产品，但是离全自动流水线（TLA）还是有一定的差距，目前国内仅有安图生物发布安装了自己的第一条全自动流水线 Autolas A-1，随着对该条流水线在实践中的不断调试，安图生物凭借其在免疫诊断领域的产品优势，有能力在全国铺开自己的流水线产品。

图 18: 安图生物流水线



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

1.4.3.3 未来国内化学发光企业将迎来高速发展

行业仍然在增长。从需求端来看，疾病的发病率和就诊率的持续提高成为我国化学发光行业持续成长的保证。特别是像如肿瘤、糖尿病和传染病等疾病的诊断要求越来越高，国内居民收入的增加催生健康意识的增强，都会加速我国化学发光诊断的持续增长。比如目前国内化学发光龙头罗氏诊断，虽然已经有近百亿的收入规模，仍然以每年 20%左右的速度增长。

分级诊疗催生渠道继续下沉。随着国家对分级诊疗支持力度的不断加强，二级以下或者县级医院正成为未来化学发光增量市场的主阵地。目前，化学发光因其成

本高收费贵，主要在二级以上医院开展，二级以下医院主要以免疫诊断为主，我国化学发光企业所产产品的性价比十分高，会在成本敏感型的二级以下医院占据优势。

除了行业和自身的增长，对于化学发光企业而言，最大的发展还是对进口的替代。目前，外企的主阵地主要集中在三级医院，国内企业的主阵地主要集中在二级医院，但是无论对价格的敏感程度还是检测样本的数量，三级医院都远远优于二级医院，进口替代刻不容缓。我们认为未来化学发光的进口替代之路会重复生化诊断替代的过程，目前在生化诊断领域，国内企业已经占到了 70%以上的市场，包括外企十分重视的三级医院市场。

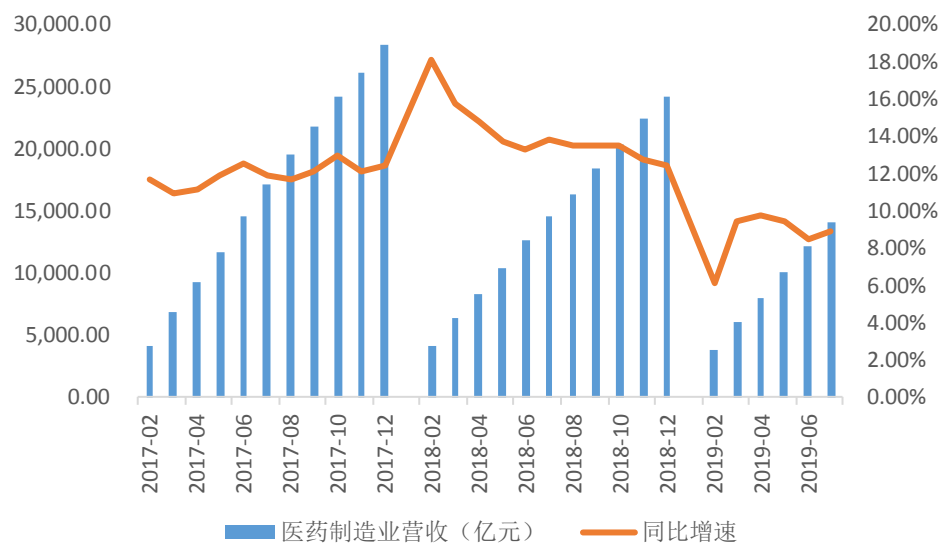
2. 医药行业运行情况

2.1 制造端：收入与利润增速普遍下行

2019年1月-7月，我国医药制造业累计实现营业收入14112.80亿元，同比增长8.90%，增速较上年同期下降了4.90个百分点；累计实现利润总额1822.20亿元，同比增长9.30%，累计利润增速较上年同期下降1.9个百分点。

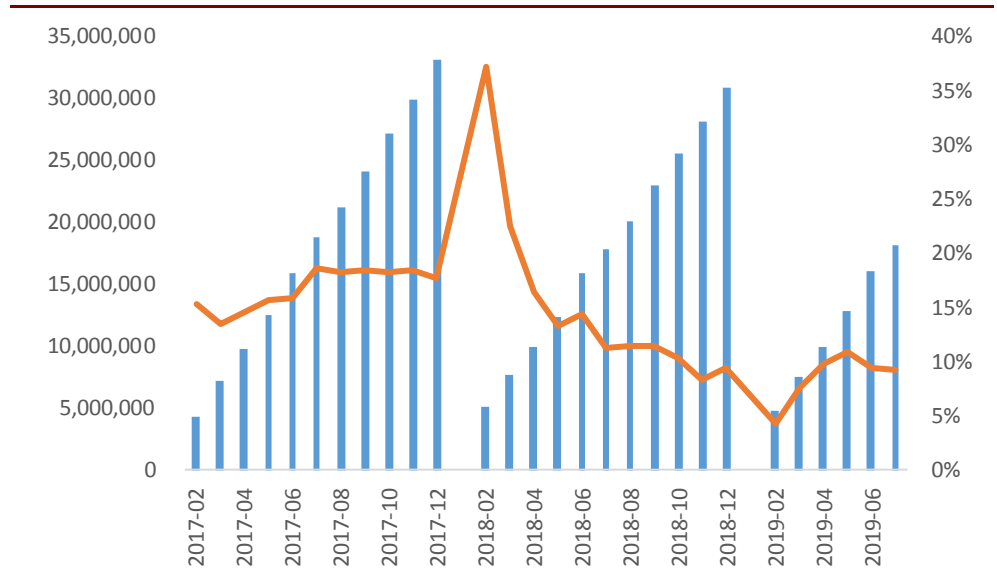
具体来看，医药制造业营业收入累计同比增速在3、4月份较高，分别达到9.4%、9.8%，但相比于上年同期增速都稍显落后，利润方面，2月同比增速较低，3、4月份逐渐上升，我们认为导致医药制造业业绩变化的原因主要有三，一是2018年4+7集采的影响反映在相关公司2019年第二季度的业绩方面，二是2018年由于两票制的因素导致制剂生产企业“低开”转“高开”，今年影响逐渐回归正常，三是部分辅助用药、中药注射剂等生产企业的业绩在近一两年出现了大幅的下滑。

图 19：近年我国医药制造业累计营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 20: 近年我国医药制造业累计利润总额及同比增速 (万元)

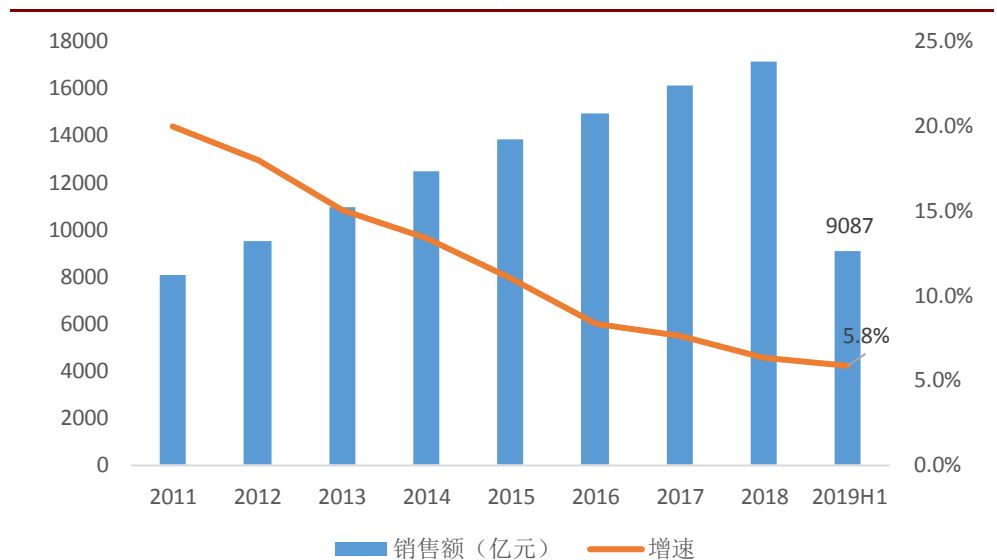


资料来源: wind, 渤海证券研究所

2.2 销售端: 整体增速放缓, 网上零售快速推进

终端销售增速进一步放缓。根据米内网的数据显示, 2019 年上半年我国三大终端六大市场实现药品销售额 9087 亿元, 同比增长 5.8%, 相比于以前年度销售额增速进一步下滑。

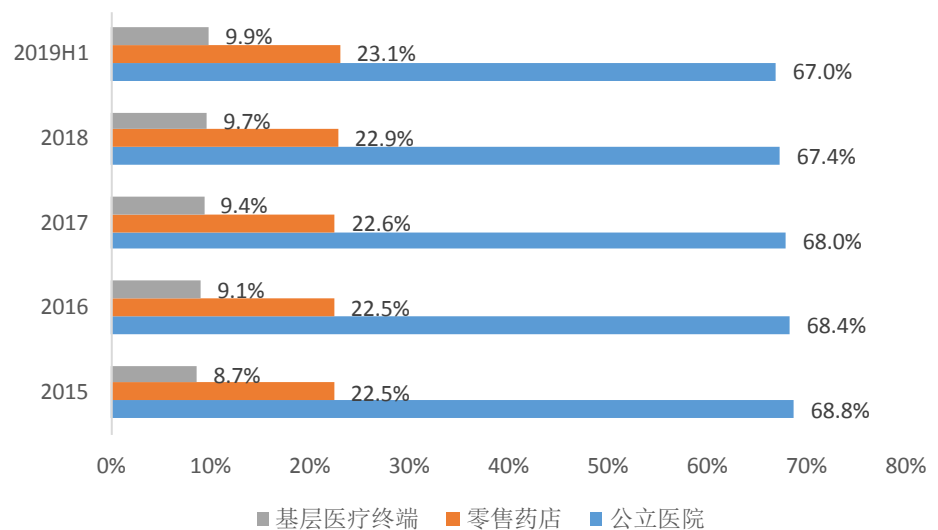
图 21: 2019H1 我国三大终端六大市场药品销售额



资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

2019H1，在三大终端六大市场药品销售中，公立医院终端市场份额最大，实现销售收入 6090 亿元，同比增速为 4.8%，在三大终端市场比重为 67%，近年来比重持续下滑，零售药店终端市场和公立基层医疗终端市场则出现缓慢爬升态势，分别实现销售收入 2098 亿元和 898 亿元，同比增速分别为 7.4%和 9.0%，比重分别为 23.1%和 9.7%，我们认为主要原因是近年政府持续推进公立医院改革，加强基层医疗基础设施建设，同时国内药品器械企业逐渐走强致使注重性价比的基层医疗市场放量，预期随着处方外流、医疗服务下沉等政策的推进，我国零售药店及基层市场药品销售比重会继续保持缓慢上涨状态。

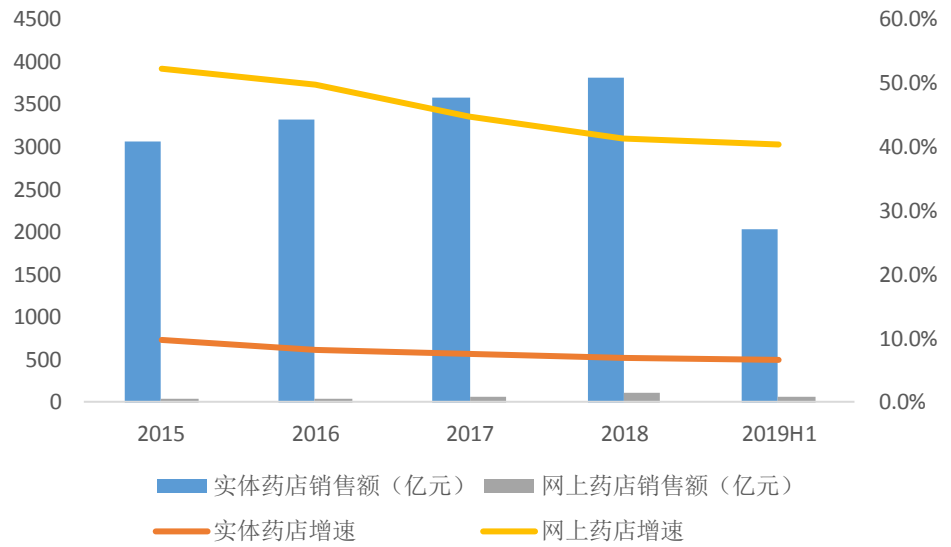
图 22: 近年我国医药市场三大终端占比情况



资料来源：米内网，渤海证券研究所

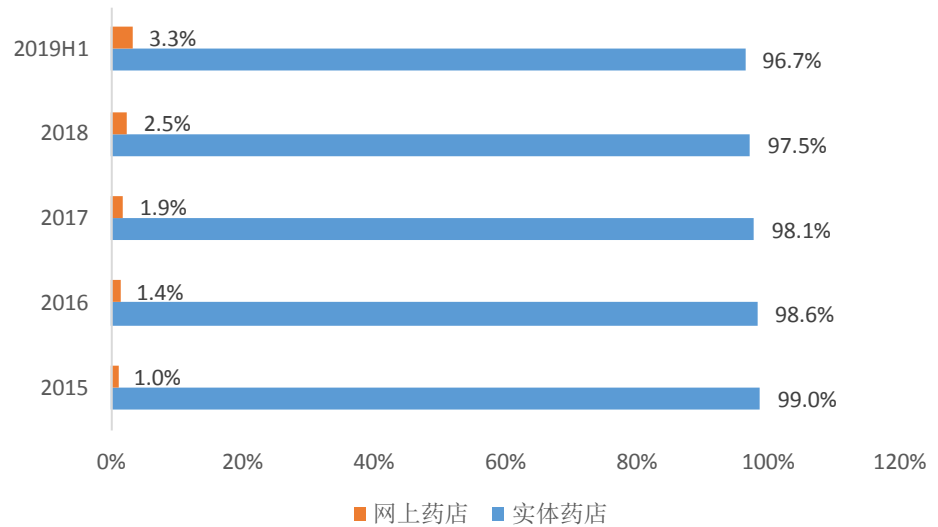
网上药店基数小，但增势快。第二终端零售药店市场包括实体药店和网上药店，目前主要以实体销售为主，2019H1 实现销售收入 2028 亿元，同比增速为 6.5%，比重为 96.7%，相比之下，网上药店仅有 70 亿元的销售体量，比重仅为 3.3%，但得益于互联网购物的普及和相关物流运输体系的不断健全，网上医疗增势迅猛，2015-2018 年复合增速达到 45.71%，预期未来几年仍将保持较快增长，此外，4+7 带量采购的全国普及将使得公立医院终端和零售药店存在价格差价，虽然普及品种销售额比重尚未动及零售连锁企业根本，但按此模式推行，仍对药店行业整体业绩产生一定的影响。

图 23: 近年我国第二终端两大市场药品销售额及增速



资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

图 24: 近年我国第二终端两大市场药品销售额比重



资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

2.3 政策端: 全国带量采购正式铺开

9 月 1 日, 上海阳光医药采购网发布《联盟地区药品集中采购文件》, 文件明确了采购品种、范围、采购量、规格、时间等, 标志着 25 品种带量采购全国扩面正式开始。

表 5: 具体采购品种目录、首年约定采购量计算基数及相应比例采购量 (单位: 万片/万袋/万支)

序号	品种名称	规格	是否主品规	首年约定采购量计算基数	50%采购量汇总值	60%采购量汇总值	70%采购量汇总值
1	阿托伐他汀	10mg	是	53815.61	26907.87	32289.36	37670.96
		20mg	是	65576.97	32788.55	39346.18	45903.88
2	瑞舒伐他汀	10mg	是	38902.73	19451.42	23341.63	27231.92
		5mg		21194.93	10597.54	12716.94	14836.48
3	氯吡格雷	25mg		56046.02	28023.07	33627.61	39232.21
		75mg	是	27424.11	13712.11	16454.48	19196.89
4	厄贝沙坦	75mg	是	29739.96	14870.03	17843.96	20817.97
		150mg	是	43910.02	21955.07	26345.99	30737.01
5	氯氯地平	5mg	是	112442.03	56221.09	67465.21	78709.44
6	恩替卡韦	0.5mg	是	31990.32	15995.23	19194.22	22393.25
		1mg		244.37	122.23	146.64	171.07
		5mg		6078.25	3039.19	3646.94	4254.77
7	艾司西酞普兰	10mg	是	4088.24	2044.18	2452.95	2861.77
		20mg		76.71	38.38	46.02	53.7
8	帕罗西汀	20mg	是	9461	4730.56	5676.59	6622.69
9	奥氮平	10mg	是	4771.24	2385.7	2862.75	3339.89
		5mg		12777.04	6388.58	7666.24	8943.95
10	头孢呋辛	250mg	是	16372.91	8186.53	9823.76	11461.03
11	利培酮	1mg	是	31972.81	15986.46	19183.68	22380.99
		3mg		113.86	56.95	68.33	79.71
12	吉非替尼	250mg	是	819.75	409.95	491.86	573.84
13	福辛普利	10mg	是	3813.49	1906.79	2288.08	2669.44
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪	150mg+	是	26632.13	13316.12	15979.3	18642.5
		12.5mg					
15	赖诺普利	10mg	是	1030.07	515.09	618.04	721.06
		5mg		145.91	73	87.54	102.15
16	替诺福韦二吡啶酯	300mg	是	3915.75	1957.93	2349.45	2741.07
17	氯沙坦	100mg		4737.12	2368.6	2842.27	3316
		50mg	是	12550.85	6275.48	7530.5	8785.59
18	依那普利	10mg	是	23016.91	11508.52	13810.13	16111.83
		5mg		16208.5	8104.3	9725.11	11345.98
19	左乙拉西坦	250mg	是	1778.34	889.24	1066.98	1244.84
20	伊马替尼	100mg	是	1641.62	820.88	984.96	1149.16
21	孟鲁司特	10mg	是	7449.49	3724.82	4469.71	5214.67
22	蒙脱石	3g	是	16634.06	8317.1	9980.42	11643.84
23	培美曲塞	100mg	是	31.53	15.83	18.92	22.09
		500mg	是	19.02	9.57	11.42	13.33
24	氟比洛芬酯	50mg/5ml	是	1651.51	825.83	990.9	1156.05

25	右美托咪定	0.2mg/2ml	是	1019.12	509.6	611.46	713.4
----	-------	-----------	---	---------	-------	--------	-------

资料来源:《联盟地区药品集中采购文件》, 渤海证券研究所

表 6: 4+7 采购推广具体细则

类别	规定
联盟地区	联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含新疆生产建设兵团)
约定采购量规则	实际中选企业为 1 家的, 约定采购量为首年约定采购量计算基数的 50%, 2 家为 60%, 3 家为 70%
申报价格	不高于 4+7 中标价, 且原则上不应高于本企业同品种 2019 年(截至 7 月 31 日)联盟地区省级集中采购最低价
申报资格	原研或过评参比制剂、过评仿制药或按化药新注册分类获批的仿制药或纳入《中国上市药品目录集》的药品
采购周期	中选企业不超过 2 家(含)的品种, 采购周期 1 年, 3 家的原则上为 2 年

资料来源:《联盟地区药品集中采购文件》, 渤海证券研究所

符合申报标准的企业在三家以下的品类, 竞争较为缓和, 截止 9 月 3 日, 据中国上市药品目录集统计, 其中三家及以下企业获得申报资格的品类有 15 种, 其中 7 个品种符合申报的企业为 3 家, 分别是氯吡格雷、奥氮平、吉非替尼、厄贝沙坦氢氯噻嗪、左乙拉西坦、伊马替尼、孟鲁司特, 帕罗西汀、福辛普利、赖诺普利、氯沙坦、依那普利、培美曲塞、氟比洛芬酯、右美托咪定有 2 家企业可以申报。3 家以上企业竞争的品类将会面临较大的竞价压力, 其中氨氯地平、替诺福韦二吡啶酯符合申报资质的企业已达 10 家, 此外, 距离 9 月 24 日申报开始还有半个月, 目前以新注册分类或申请一致性评价报产的企业尚有机会获得入场资格, 且数目庞大, 意味着在采购周期内中标企业将暂时享有较大的市场空间, 1-2 年采购周期结束后 25 品种将面临激烈的市场竞争, 未来具备原料药制剂一体化等成本优势的企业将在该类仿制药市场竞争中占据优势, 中小产能企业逐渐出局。

表 7: 25 品种符合申报资质以及已报产企业名单 (截止 2019.9.3)

品种名称	有申报资质的企业	现已报产	
		仿制药 (新 3/4 类)	申请一致性评价
阿托伐他汀	辉瑞、北京嘉林 (德展健康)、浙江新东港药业 (乐普)、兴安药业、齐鲁药业	天地恒一、湖南千金湘江、海正药业、北京汉典制药、天方药业、杭州民生滨江制药/安比省制药、北京嘉林、北京福元医药、合肥英太制药、湖南迪诺制药、齐鲁制药、兴安药业	百科制药/九瑞健康
瑞舒伐他汀	阿斯利康、正大天晴、京新药业、海正辉瑞 (翰晖)、鲁南贝特、南京先声东元制药、Lek Pharmaceuticals d.d.	常州制药、江苏万高药业、赤峰塞林泰药业、浙江江北药业、兴安药业、青岛黄海制药、东阳光、北京天衡药物研究院/南天衡制药厂、合肥英太制药、石家庄四药、上海上药信谊药厂、合肥合源药业、常州制药、阿斯利康 (中国)/江苏美罗药业、福元医药、白云山、江北药业	海南通用三洋药业、正大天晴、鲁南贝特、Lek Pharmaceuticals d.d. Lek Pharmaceuticals d.d. 上海诺华贸易有限公司、南京先声东元
氯吡格雷	赛诺菲、信立泰、乐普药业	东阳光、成都苑东生物、吉林省博大伟业制药、信立泰、湖南迪诺制药、北京四环制药、联环药业、正大天晴	信立泰、印度瑞迪博士实验室有限公司北京代表处、乐普药业
厄贝沙坦	华海、海正辉瑞、赛诺菲、恒瑞医药	天宇药业、九典制药	修正药业、安徽环球药业、南京长澳制药、扬子江海燕药业、恒瑞医药、南通久和药业、沈阳圣元药业、丽珠集团丽珠制药厂、湖南千金协力药业、康普药业、康博士制药、上海上药中西制药、重庆科瑞制药、西安汉丰药业、琪宝制药、亚邦爱普森药业、康缘药业、康宝生物、益民药业、Lek Pharmaceuticals d.d. Lek Pharmaceuticals d.d. 上海诺华贸易有限公司、鹏鹞药业、华元医药生物技术、江西制药、上海天赐福生物、百草生物药业、海辰药业、宁波大红鹰药业、山东方明药业、宜昌东阳光长江药业、福建省泉州亚泰制药、乐普药业、重庆药友、国药集团容生制药、上海迪赛诺生物医药、北京万生药业、浙江为康制药、辰欣药业、苏州东瑞制药、亚宝药业、京新药业、华润赛科药业
氯氟地平	江苏黄河药业 (复星医药)、辉瑞、扬子江上海海尼、华润赛科 (华润双鹤)、苏州东瑞制药、京新药业、辰欣药业、北京万生药业、亚宝药业、浙江为康制药		
恩替卡韦	江西青峰药业、正大天晴、中美上海施贵宝制药、海思科、苏州东瑞制药、安徽贝克生物、福建广生堂、百奥药业、重庆药友制药 (复星医药)		中和药业、千金协力药业、广生堂、正大天晴、贝克生物、海思科、东瑞制药

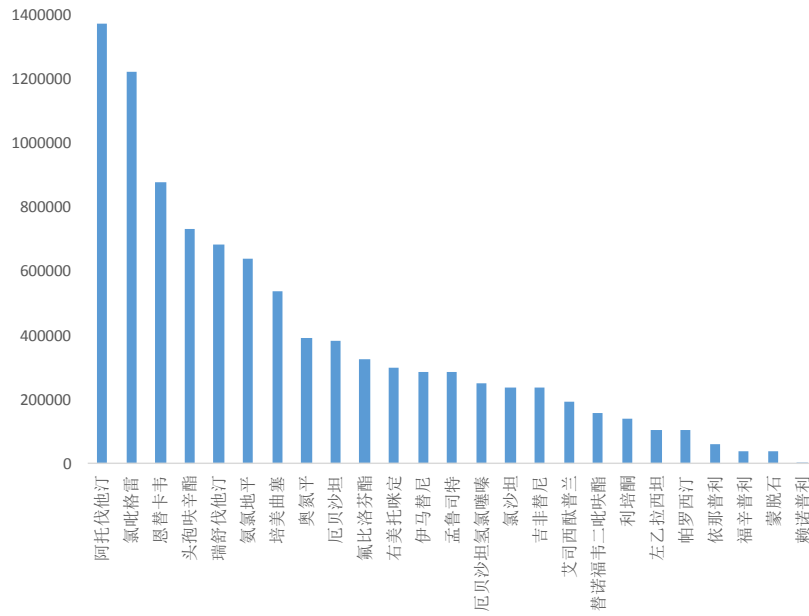
艾司西酞普兰	H. Lundbeck A/S、科伦、湖南洞庭药业（复星医药）、山东京卫制药	花园药业、东阳光、华海药业	西点药业、康恩贝
帕罗西汀	GSK、华海药业	-	尖峰药业、福元医药、中美天津史克制药
奥氮平	Eli Lilly Nederland B.V.、豪森、齐鲁	-	Dr.Reddy's Laboratories Limited Dr.Reddy's Laboratories Limited 印度瑞迪博士实验室有限公司北京代表处
头孢呋辛酯	Glaxo Wellcome UK Limited、国药致君（现代制药）、成都倍特、联邦制药、苏州中化药品工业、白云山天心制药、京新药业	瑞阳制药、信立泰	正大清江制药、石药欧意、立健药业、国药致君、国药汕头金石制药、华北制药河北华民药业、苏州中化药品、京新药业、白云山、联邦制药、国药致君、成都倍特
利培酮	华海药业、西安杨森、齐鲁、恩华	安徽新世纪药业、山东朗诺制药/山东百诺医药	天津药物研究院、恩华药业、北京天衡药物研究院南阳天衡制药厂、齐鲁制药、四药制药、恩华药业
吉非替尼	阿斯利康、齐鲁、正大天晴（新批准暂未销售）	特瑞药业、扬子江、大连珍奥药业、江苏天士力帝益药业、创诺制药、科伦制药、新开元制药、恒瑞医药、连云港润众制药、南京优科制药	-
福辛普利	施贵宝、华海药业	-	-
厄贝沙坦			
氢氯噻嗪口服常释剂型	赛诺菲、华海药业、正大天晴	方盛制药、珠海润都制药、龙海药业、安徽环球药业、瀚晖制药、湖北荆江源制药	浙江爱诺生物药业
赖诺普利	阿斯利康、华海	-	-
替诺福韦二吡呋酯口服常释剂型	成都倍特、Gilead Sciences Inc、正大天晴、齐鲁、葛兰素史克（天津）、福建广生堂、安徽贝克生物制药、杭州和泽医药、石家庄龙泽制药、安徽安科恒益药业（安科生物）	东瑞制药、弘森药业、百奥药业、泰丰制药、双鹭药业、扬子江、罗欣药业、新时代药业、迪赛诺生物医药、神威药业、联邦制药、药友制药、青峰药业、千金湘江药业、上海汇伦江苏药业、海思科、科伦药业、车头制药、苏泊尔南洋药业/和泽医药科技、安科恒益药业、苏泊尔制药、龙泽制药、特瑞药业、贝克生物、奥锐特药业、正大天晴	广生堂、贝克生物
氯沙坦	华海、Merck Sharp &Dohme Limited	-	扬子江海蓉药业、Sandoz GmbH Lek Pharmaceuticals d.d. 上海诺华贸易有限公司
依那普利	Merck Sharp & Dohme (Australia) Pty. Ltd.、扬子江	河南蓝天药业	新亚药业闵行、石药欧意、康缘药业、千金湘江药业、常州制药
左乙拉西	UCB Pharma S.A.、京新	辅仁药业、普利制药、扬子江海陵药业、	京新药业、信立泰

坦	药业、重庆圣华曦药业、	世桥生物制药、浙江凯润药业/百代医药科技、万高药业、宝利化制药、仁合益康药业、健民集团叶开泰国药、华海药业、成都倍特、新赛科药业、华润赛科药业、四环制药、普洛康裕制药、济川药业/南京恒道医药、圣华曦药业	
伊马替尼	Novartis Pharma Schweiz AG、豪森、正大天晴	药友制药、信立泰、创诺制药、齐鲁天和惠世制药、优科制药、齐鲁制药	石药欧意、正大天晴
孟鲁司特	Merck Sharp & Dohme B.V.、上海安必生、长春海悦药业	扬子江海陵药业、福元医药、百洋制药、万高药业、吴淞江制药、正大丰海制药、合肥英太制药、齐鲁制药、石药欧意、杭州民生滨江制药/安必生制药	鲁南贝特
蒙脱石	四川维奥制药、先声药业、博福-益普生(天津)、扬子江、山东宏济堂制药、康恩贝、哈药集团中药二厂、绿叶制药、湖南华纳大药	辽宁大熊制药	卫材(辽宁)制药、湖北江中制药、南京易亨制药、仙河药业、海力制药、万辉双鹤药业、金城泰尔制药、鲁抗医药集团赛特有限、华纳大药厂、千金湘江药业、海力生制药、绿叶制药、韩美药品、哈药集团中药二厂、康恩贝、宏济堂制药
培美曲塞	礼来、汇宇制药	齐鲁制药、费森尤斯卡比(武汉)、创诺制药、汇宇制药	扬子江、齐鲁制药、豪森药业、汇宇制药、
氟比洛芬酯	武汉大安制药、北京泰德制药(正大天晴)	科伦药业、嘉博制药、普德药业、常州四药制药、武汉大安制药、重庆药友	-
右美托咪定	Orion、扬子江	恒瑞医药、正大天晴、食药银湖制药、山西津华晖星制药、美大康华康、国药集团廊坊、扬子江、扬子江海慈生物	国瑞药业、湖南科伦制药、人福药业、恩华药业、恒瑞医药

资料来源：中国上市药品目录集，渤海证券研究所

具体品种方面，以 2018 年公立医院销售数据来看，阿托伐他汀、氯吡格雷、恩替卡韦等品类销售额居前，分别达到 137.24、122.39、87.71 亿元，赖诺普利、蒙脱石、福辛普利销售体量相对较小，分别为 0.29、3.72、3.76 亿元。

图 15: 25 品种 2018 年公立医院市场销量 (万元)

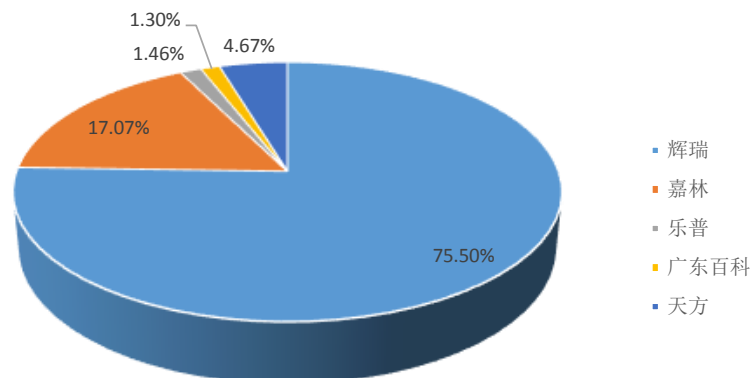


资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

1) 阿托伐他汀

据 wind 医药数据库统计, 2018 年阿托伐他汀在样本医院销售额总计为 23.95 亿元, 主要份额由原研辉瑞占据 (18.08 亿元), 比重约为 75.50%, 其次是嘉林药业 (4.09 亿元)、天方药业 (1.12 亿元)、乐普药业 (0.35 亿元) 以及广东百科 (0.31 亿元)。

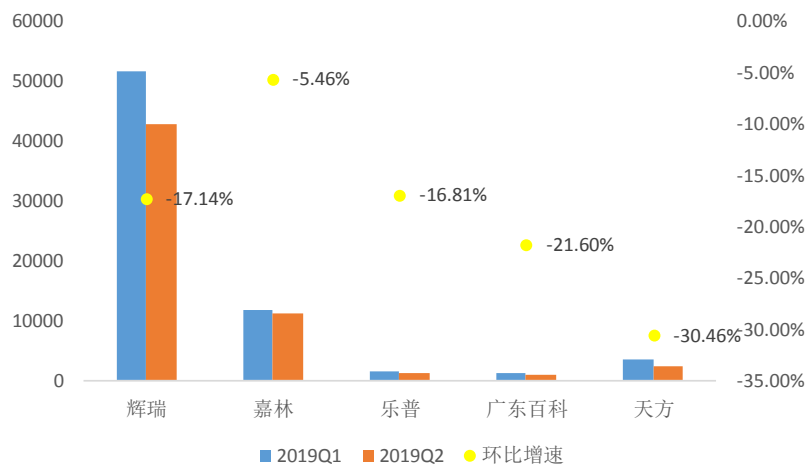
图 26: 2018 年样本医院阿托伐他汀市场格局



资料来源: wind, 渤海证券研究所

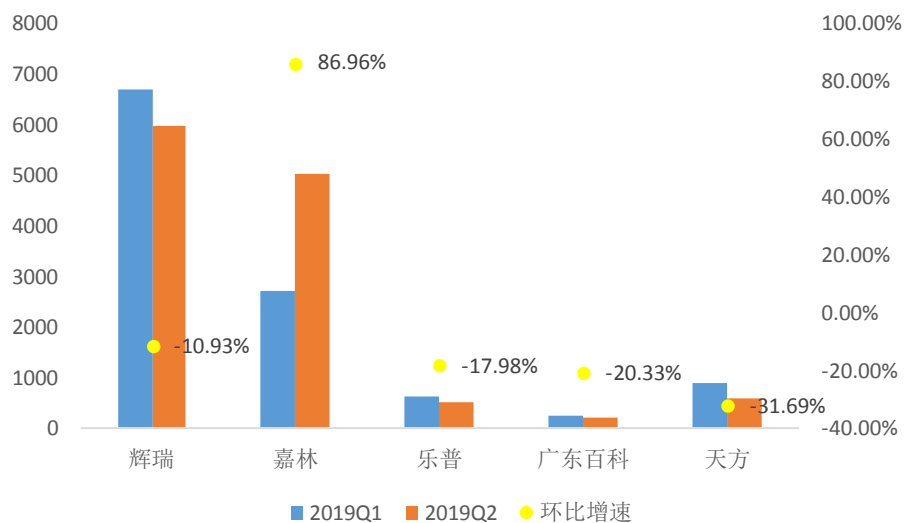
4+7 集采嘉林药业中标后销售状况分析。在 2018 年 4+7 城集采中，嘉林药业以 6.6 元/盒（20mg*7 片）的价格独家中标，据 2019 年 2 季度销售结果表明，中标后嘉林药业阿托伐他汀在样本医院的销售量增势迅猛，由 2019Q1 的 2704.38 万片增长至 2019Q2 的 5056.04 万片）环比增速为 86.96%，其余企业的销售量均呈现走弱态势，由于价格大幅度下降，最终销售额由 2019Q1 的 1.19 亿元下滑至 1.13 亿元，环比降幅为 5.46%，其余企业销售额由于量缩均呈现下滑态势，且环比降幅大于嘉林药业。此次全国扩面后市场份额扩大，对中标企业而言可以享有更大的市场份额，尚未中标企业生存处境艰难。

图 27: 2019Q1-Q2 相关企业阿托伐他汀在样本医院销售额状况（万元）



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 28: 2019Q1-Q2 相关企业阿托伐他汀在样本医院销售量状况（万片）



资料来源: wind, 渤海证券研究所

集采全国扩面影响分析。此次集采的全国普及中有 5 家企业具有申报资格，意味着将有 3 家企业中标，且采购周期为 2 年，我们假定以 4+7 中标价 6.6 元/盒（20mg*7 片）为依据，则 3 家企业可享有的市场份额约为 6.09 亿元（ $37670.96*0.47+45903.88*0.94=60855.00$ 万元），3 家中标企业价格可能不同，但预计相差不大，因此我们预测每家企业所享有市场份额约为 2.03 亿元，剩余 30% 市场假定维持原竞争格局（不排除部分中小企业退出，但无法准确估算）。倘若嘉林药业中标，其阿托伐他汀在 70% 的公立医院市场的份额将上升至 33.33%，量价博弈下预期公司在该类产品业绩表现方面维稳，但倘若无缘此次扩面，将对公司业绩产生较大影响，与此相比，倘若乐普药业（乐普医疗全资子公司）中标，其阿托伐他汀在 70% 的公立医院市场份额将由此前的 1.46%（仅为样本医院份额）大幅扩增至 33.33%，预期对乐普药业业绩产生较大推动作用。

表 8：假设嘉林/乐普药业阿托伐他汀中标后市场份额变化

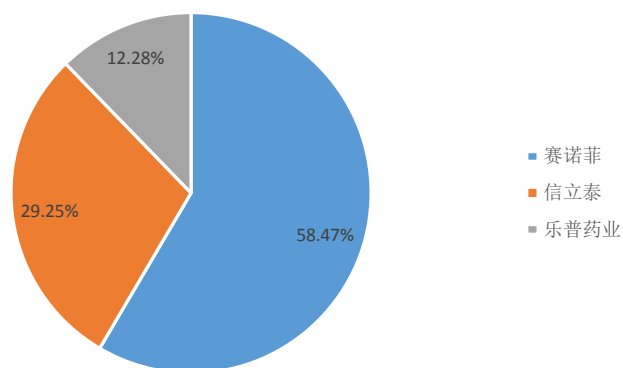
	2018	普及后中标	
		70%份额	30%
嘉林药业	17.07%	33.33%	17.07%
乐普药业	1.46%	33.33%	1.46%

资料来源：渤海证券研究所

2) 氯吡格雷

据米内网统计，2018 年氯吡格雷在公立医院销售额总计 122.39 亿元，主要份额由原研赛诺菲占据（71.6 亿元），比重约为 58.47%，其次是信立泰（35.80 亿元）、乐普药业（15.02 亿元）。

图 29：2018 年公立医院氯吡格雷竞争格局



资料来源：米内网，渤海证券研究所

目前符合氯吡格雷集采扩面申报资质的企业有 3 家，则 3 家企业都将中标（不考虑预期至 9 月 24 日获得申报资质的企业），采购周期为 2 年，我们假定以 4+7 中标价 22.26 元/盒（75mg*7 片）为依据，则扩面后市场空间约为 10.26 亿元（ $39232.21*1.06+19196.89*3.18=102632.25$ 万元），预计每家企业可享有市场 3.42 亿元，在原有竞争格局中信立泰市占率较高，集采全国铺开对公司的放量效应较小，相比之下乐普药业销量将有较大幅度上升。

综上，25 品种集采的全国推广正式拉开了仿制药全国降价的序幕，预计未来几年全国仿制药市场将出现负增长的过渡期，但随着主要品种的集采招标工作落地，市场将会在新的业绩基础上重新起航，保持与需求相符的平稳增速。

3.A 股医药生物上市公司 2019 年中报业绩总结

3.1 上市公司整体业绩概览

本报告医药生物行业中报业绩总结统计的样本为申万医药生物板块中的扣除*ST 长生及部分次新股（昂利康、奥美医疗、爱朋医疗、康龙化成、新诺威、威尔药业、康辰药业、心脉医疗、南微医学、微芯生物），共计 293 家上市公司。

表 9：医药生物板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入（亿元）	7269.40	8417.97	3714.42	4277.54	4140.43
YOY		15.80%		15.16%	16.47%
归母净利润（亿元）	679.36	696.11	369.24	347.96	348.15
YOY		2.47%		-5.76%	12.26%
扣非归母净利润（亿元）	597.40	603.84	302.77	306.85	296.99
YOY		1.08%		1.35%	0.80%

资料来源：wind，渤海证券研究所

2019 上季度医药生物板块整体营收为 8417.97 亿元，同比增长 15.80%，归母净利润为 696.11 亿元，同比增长 2.47%，扣非归母净利润为 603.84 亿元，同比增长 1.08%；医药生物板块 2019 年第二单季度营收为 4277.54 亿元，同比增长 15.16%，归母净利润为 347.96 亿元，同比减少 5.76%，扣非归母净利润为 306.85 亿元，同比增长 1.35%。在制剂企业低开转高开的影响基本消退之后，医药生物板块整体 2019 年上半年的营收增速仍能达到 15.80%，医药生物行业仍然保持着高景气；归母净利润和扣非归母净利润的增速较营收的增速低很多，主要由于国际医学、ST 康美、新和成、东阿阿胶等公司利润较上年同期在绝对和相对数值上下降太大。

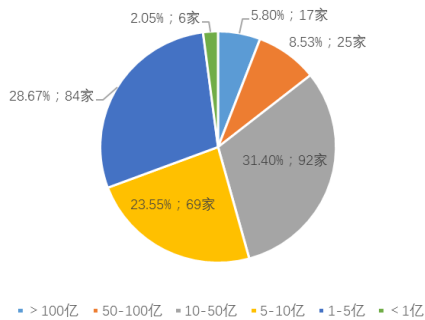
从营收层面来看，2019 年上半年营收排名前十的公司主要为医药商业公司，上半年营收超 100 亿元的公司有 17 家，营收低于 2 亿元的公司有 28 家，营收增速超过 50% 的公司有 18 家，营收增速为负值的公司有 63 家；从归母净利润层面来看，2019 年上半年归母净利润前十的公司主要为各子行业的细分龙头，上半年归母净利润超 10 亿元的公司有 12 家，归母净利润低于 1 千万元（包括亏损的企业）的公司有 27 家，归母净利润增速超过 50% 的公司有 39 家，归母净利润较上年同期减少的企业有 96 家，亏损企业有 14 家。

表 10: 医药生物板块营收前十及营收增速前十情况

营收排名	公司	营收 (亿元)	营收增速	营收增速排名	公司	营收增速	营收(亿元)
1	上海医药	925.75	22.00%	1	奥赛康	919.33%	23.01
2	九州通	484.29	14.09%	2	智飞生物	143.19%	50.39
3	白云山	333.41	124.67%	3	量子生物	136.22%	6.15
4	国药一致	252.28	21.41%	4	白云山	124.67%	333.41
5	国药股份	210.22	11.99%	5	光正集团	116.92%	6.35
6	海王生物	208.51	18.80%	6	康芝药业	90.54%	5.22
7	华东医药	182.49	19.08%	7	蓝帆医疗	74.23%	16.87
8	瑞康医药	179.57	15.80%	8	益丰药房	68.65%	50.48
9	南京医院	179.14	21.31%	9	*ST 生物	67.11%	0.60
10	中国医药	168.60	16.04%	10	美诺华	61.31%	5.61

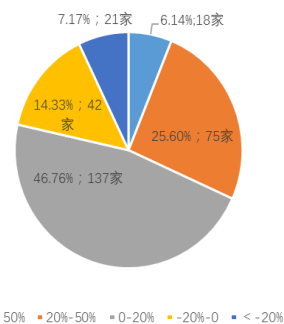
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 30: 19H1 医药生物行业营收分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 31: 19H1 医药生物行业营收增速分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

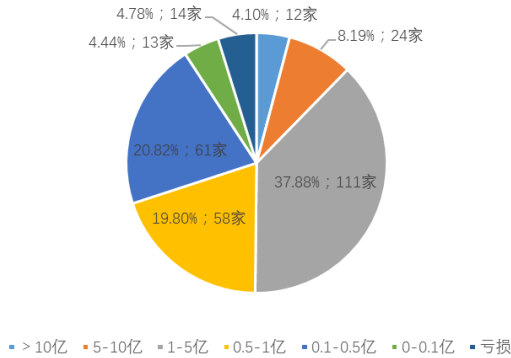
表 11: 医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况

净利排名	公司	净利 (亿元)	归母净利增速	净利增速排名	公司	归母净利增速	净利(亿元)
1	白云山	25.48	-2.73%	1	奥赛康	4908.52%	3.82
2	恒瑞医药	24.12	26.32%	2	大理药业	1274.16%	0.12
3	迈瑞医疗	23.69	26.57%	3	新华医疗	1116.94%	6.93
4	上海医药	22.86	12.45%	4	太龙药业	850.00%	0.26
5	云南白药	22.47	37.59%	5	天宇股份	526.41%	2.54
6	华润三九	17.22	108.39%	6	未名医药	359.03%	0.26
7	华东医药	15.96	23.42%	7	启迪古汉	345.51%	0.15
8	复星医药	15.16	-2.84%	8	泰合健康	287.08%	0.37
9	新和成	11.56	-43.87%	9	海正药业	287.08%	0.53
10	乐普医疗	11.55	42.68%	10	维力医疗	182.33%	0.72

资料来源: wind, 渤海证券研究所

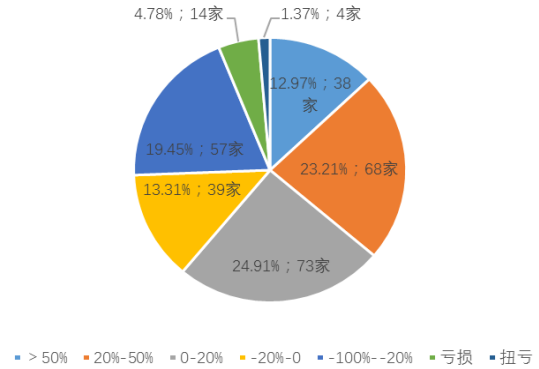
营收增速第一名的奥赛康 2019 年营收增速为 919.33% 主要由于并购重组的原因，归母净利润增速前十的企业除了天宇股份之外，主要由于并购重组或者净利润基数太小。

图 32: 19H1 医药生物行业归母净利润分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 33: 19H1 医药生物行业归母净利润增速分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.2 细分龙头持续中高速增长

申万化学原料药板块的上市公司主要有两部分，一部分为大宗原料药企业，另一部分为特色原料药企业，这两类公司都受国内环保政策影响，另外大宗原料药企业还具有周期特性，这造成了化学原料药板块的整体经营数据呈现较大的波动。2019 年上半年化学原料药板块整体收入为 446.04 亿元，同比增长 7.77%，归母净利润为 57.96 亿元，同比减少 7.90%，扣非归母净利润为 49.35 亿元，同比减少 16.75%。2019 年第二季度化学原料药板块整体收入为 230.39 亿元，同比增长 14.68%，归母净利润为 29.88 亿元，同比增长 25.92%，扣非归母净利润 28.33 亿元，同比增长 31.71%。从上半年来看，化学原料药的整体收入增速不高，主要由于原料药周期性的变化，特别是新和成上半年营收减少 16.85%；归母净利润和扣非归母净利润也出现了不同程度的下降，也是由于原料药的周期性，利润规模较大的新和成归母净利润上半年下降 43.87%，扣非归母净利润减少 47.34%。不过从 2019 年第二季度的数据来看，行业明显比第一季度有了好转，营收和利润增速远远高于第一季度。

10 家重要原料药上市公司 2019 年上半年营收合计 245.11 亿元，同比增长 6.47%，2019 年上半年扣非归母净利润合计 27.12 亿元，同比减少 28.01%。营收和扣非归母净利润表现不如整个化学原料药板块主要受新和成、海普瑞和浙江医药的影响，新和成作为大宗原料药企业，原料药价格出现较大的波动，对公司的营收和

利润均产生了巨大影响；海普瑞由于肝素原料药销售数量下降及采购成本上升，业绩表现也较为糟糕；浙江医药业绩表现较差也是由于大宗原料药的量价齐降。10家重要原料药上市公司2019年第二季度营收合计127.91亿元，同比增长20.22%，扣非归母净利润15.69亿元，同比增长31.41%，营收和扣非归母净利润表现与整个化学原料药板块相差不多，原因是由于重要公司营收和利润规模占整个子行业的比例较高，具体来看海普瑞依旧在第二季度表现欠佳。

表 12：化学原料药板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入（亿元）	413.90	446.04	200.90	230.39	215.65
YOY		7.77%		14.68%	1.24%
归母净利润（亿元）	62.93	57.96	23.73	29.88	28.07
YOY		-7.90%		25.92%	-28.39%
扣非归母净利润（亿元）	59.28	49.35	21.51	28.33	21.02
YOY		-16.75%		31.71%	-44.35%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 13：化学原料药板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
普洛药业	35.49	15.58%	2.92	83.99%	18.74	15.34%	1.83	93.21%
新和成	38.67	-16.85%	10.56	-47.34%	20.31	26.51%	5.75	9.90%
亿帆医药	25.18	8.27%	4.32	-16.66%	13.82	28.83%	2.88	41.40%
海普瑞	21.29	-3.00%	0.66	-63.20%	11.06	-10.50%	0.55	-68.27%
凯莱英	10.93	44.27%	2.02	46.37%	6.17	56.50%	1.22	37.34%
药石科技	2.90	37.80%	0.65	35.28%	1.39	24.22%	0.34	11.92%
浙江医药	35.86	5.69%	2.22	-52.55%	18.67	27.00%	1.48	2915.00%
海正药业	56.66	6.27%	0.05	108.72%	28.68	14.28%	-0.20	64.18%
司太立	6.36	48.54%	0.91	43.03%	3.42	47.86%	0.49	16.71%
健友股份	11.77	38.44%	2.80	30.13%	5.67	36.78%	1.35	35.74%
总计	245.11	6.47%	27.12	-28.01%	127.91	20.22%	15.69	31.41%

资料来源：wind，渤海证券研究所

2019年上半年化学制剂板块整体收入为1592.67亿元，同比增长15.06%，归母净利润为165.79亿元，同比增长8.92%，扣非归母净利润为146.16亿元，同比增长6.48%；板块营收增速高于医药制造业同期营收增速（8.50%），但利润增速稍逊于同期医药制造业，其原因主要是由于科伦药业、信立泰等利润规模较大却增长乏力。2019年二季度化学制剂板块整体收入为800.97亿元，同比增长

14.69%，归母净利润为 82.60 亿元，同比增长 4.50%，扣非归母净利润 46.11 亿元，同比增长 2.88%；2019 年第二季度的营收增速略低于第一季度，但利润增速明显低于第一季度，这方面原因有个别公司由于集采降价大幅降低利润，也有辅助用药被限制的原因，还有一些公司经营出现恶化。

表 14：化学制剂板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入（亿元）	1384.21	1592.67	698.38	800.97	791.71
YOY		15.06%		14.69%	15.44%
归母净利润（亿元）	152.21	165.79	79.04	82.60	83.19
YOY		8.92%		4.50%	13.69%
扣非归母净利润（亿元）	137.27	146.16	70.21	72.23	73.93
YOY		6.48%		2.88%	11.07%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 15：化学原料药板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
丽珠集团	49.39	8.20%	6.59	15.32%	23.32	6.19%	3.30	15.35%
华东医药	182.49	19.08%	14.74	16.16%	85.44	14.09%	6.18	0.87%
京新药业	18.59	31.92%	2.48	29.12%	9.65	26.13%	1.53	35.11%
恩华药业	20.97	12.41%	3.22	23.25%	10.48	11.53%	1.96	22.81%
信立泰	23.56	3.92%	5.83	-23.68%	11.68	2.35%	2.76	-24.52%
科伦药业	89.22	14.50%	6.44	-10.55%	46.34	20.05%	3.26	-17.52%
海思科	18.69	57.00%	1.09	105.46%	10.30	44.58%	0.74	0.73%
东诚药业	13.27	39.60%	1.88	58.46%	7.93	43.90%	1.20	64.11%
康弘药业	15.19	9.79%	3.16	18.07%	8.02	17.33%	1.18	57.43%
贝达药业	7.62	31.08%	0.75	23.41%	3.87	30.48%	0.27	23.84%
普利制药	3.52	40.34%	1.16	69.21%	1.95	24.33%	0.47	22.80%
天宇股份	9.78	51.30%	2.40	574.31%	4.80	38.01%	1.30	491.91%
华润双鹤	48.66	19.03%	6.00	7.14%	22.33	14.50%	2.87	7.16%
人福医药	105.22	19.05%	3.27	28.12%	52.59	19.51%	1.63	71.33%
恒瑞医药	100.26	29.19%	22.89	25.21%	50.59	29.61%	11.34	22.72%
华海药业	26.43	4.50%	2.65	30.21%	14.54	11.86%	1.63	167.39%
总计	732.95	19.27%	84.53	16.96%	363.81	18.54%	41.64	16.12%

资料来源：wind，渤海证券研究所

16 家重要化学制剂上市公司 2019 年上半年营收合计 732.95 亿元，同比增长 19.27%，2019 年上半年扣非净利润合计 84.53 亿元，同比增长 16.96%，营收

增速高于板块整体营收增速，除有中药注射剂、辅助用药影响的丽珠集团，产品线简单的康弘药业、受集采降价影响的信立泰以及出口业务受损的华海药业之外，其他重点公司营收增速都在两位数；扣非净利润信立泰、科伦药业同比上年减少，重点公司的扣非净利润增速表现远远高于板块表现。16家重要化学制剂上市公司2019年第二季度营收合计363.81亿元，同比增长18.54%，扣非归母净利润41.64亿元，同比增长16.12%，营收和扣非归母净利润表现均好于整个化学制剂板块，化学制剂板块已经初步形成了龙头效应，但值得注意的是集采对于化学制剂公司的深远影响，上市公司欲想基业长青必须加大研发拓展产品线，重视原料药制剂一体化。

中药板块2019年上半年整体收入为1607.15亿元，同比增长11.80%，归母净利润为182.85亿元，同比减少7.31%，扣非归母净利润为148.74亿元，同比减少14.33%；2019年上半年中药板块归母净利润和扣非归母净利润表现糟糕的原因主要为东阿阿胶和ST康美业绩大幅下滑。2019年第二季度中药板块整体营收786.07亿元，同比增长7.77%，归母净利润为83.53亿元，同比减少17.94%，扣非归母净利润66.00亿元，同比减少21.06%，归母净利润和扣非归母净利润同比减少的原因还是在于ST康美和东阿阿胶业绩的下滑，另外2019年二季度的经营数据相对于一季度来说下滑明显。

表 16: 中药板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入 (亿元)	1437.48	1607.15	729.37	786.07	821.08
YOY		11.80%		7.77%	15.95%
归母净利润 (亿元)	197.27	182.85	101.79	83.53	99.32
YOY		-7.31%		-17.94%	4.02%
扣非归母净利润 (亿元)	173.62	148.74	83.61	66.00	82.75
YOY		-14.33%		-21.06%	-8.07%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

12家重要中药上市公司2019年上半年营收合计894.89亿元，同比增长33.80%，2019年上半年扣非归母净利润合计88.26亿元，同比增长10.99%；大部分重要上市公司营收保持着中低速增长，同仁堂和广誉远营收出现一定的下滑，白云山由于新并表广州医药有限公司和王老吉营收较上年翻倍；扣非归母净利润方面，大部分公司低速增长甚至出现一定的下滑，白云山、片仔癀、华润三九、康缘药业的增速超过20%。12家重要中药上市公司2019年第二季度营收合计430.65亿元，同比增长26.98%，扣非归母净利润38.90亿元，同比增长2.07%；二季

度部分公司经营数据出现了一定的好转，如以岭药业和济川药业、白云山由于并表的原因营收净利润继续高增长。

表 17: 中药药板块重要公司 2019 年上半年及 2019 第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
云南白药	138.97	7.12%	11.35	-19.95%	69.24	4.34%	3.81	-47.33%
华润三九	71.67	10.73%	9.77	26.37%	36.85	19.17%	5.41	41.84%
以岭药业	29.84	10.51%	4.28	-0.77%	14.34	28.10%	1.49	21.13%
葵花药业	23.87	2.18%	2.71	7.89%	11.74	-5.70%	1.16	-11.36%
同仁堂	71.57	-1.52%	6.55	3.04%	32.46	-9.91%	3.10	-3.44%
中新药业	35.34	13.54%	3.25	6.61%	17.80	18.92%	1.54	12.71%
白云山	333.41	124.67%	22.05	43.10%	152.86	92.74%	8.32	24.50%
片仔癀	28.94	20.40%	7.45	23.10%	14.10	19.33%	3.42	21.40%
天士力	94.17	11.10%	8.36	0.44%	48.46	7.12%	4.40	-7.02%
康缘药业	22.63	22.67%	2.37	22.65%	11.84	24.77%	1.28	25.57%
济川药业	39.07	2.71%	9.11	10.49%	18.28	9.03%	4.39	15.69%
广誉远	5.41	-17.35%	1.00	-29.16%	2.70	-25.29%	0.58	-35.57%
总计	894.89	33.80%	88.26	10.99%	430.65	26.98%	38.90	2.07%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

生物制品板块 2019 年上半年整体收入为 485.35 亿元，同比增长 17.67%，归母净利润为 78.04 亿元，同比增长 35.51%，扣非归母净利润为 70.79 亿元，同比增长 20.53%，2019 年上半年生物制品板块归母净利润和扣非归母净利润表现较好。2019 年第二季度生物制品板块整体营收 262.05 亿元，同比增长 16.70%，归母净利润为 38.74 亿元，同比增长 9.99%，扣非归母净利润 25.12 亿元，同比增长 5.94%，2019 年第二季度生物板块表现一般，营收、利润增速均较第一季度有明显的回落。

表 18: 生物制品板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入(亿元)	412.45	485.35	224.57	262.05	223.30
YOY		17.67%		16.70%	18.85%
归母净利润(亿元)	57.59	78.04	35.22	38.74	39.30
YOY		35.51%		9.99%	75.68%
扣非归母净利润(亿元)	58.73	70.79	33.15	35.12	35.66
YOY		20.53%		5.94%	39.41%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

12 家重要生物制品公司 2019 年上半年营收合计 396.69 亿元,同比增长 19.98%, 2019 年上半年扣非归母净利润合计 58.50 亿元,同比增长 26.57%; 2019 年第二季度营收合计 213.32 亿元,同比增长 18.48%, 2019 年第二季度扣非归母净利润合计 28.57 亿元,同比增长 7.04%。12 家重要生物制品公司无论是 2018 年全年还是 2019 年第二季度,经营数据明显好于生物制品板块,但复星医药由于辅助用药的监管,通化东宝由于竞争加剧以及渠道调整,经营数据明显差于板块平均水平,另外康泰生物、辽宁成大经营数据也不理想,且二季度比一季度还有一定的下滑。

表 19: 生物制品板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
长春高新	33.92	23.36%	7.18	39.47%	16.17	-5.89%	3.60	8.08%
华兰生物	14.03	16.77%	4.62	14.06%	7.07	10.57%	2.22	2.28%
安科生物	7.63	21.71%	1.42	16.69%	4.16	19.73%	0.78	21.15%
智飞生物	50.39	143.19%	11.77	71.85%	27.45	122.54%	6.44	52.61%
沃森生物	5.01	33.63%	0.81	84.85%	3.24	26.25%	0.43	0.78%
博雅生物	13.76	25.95%	2.00	11.67%	7.24	21.09%	1.18	2.87%
我武生物	2.74	25.44%	1.28	28.66%	1.36	21.89%	0.63	24.92%
康泰生物	8.08	-24.07%	2.45	-10.00%	4.66	-29.42%	1.49	-10.86%
天坛生物	15.60	27.87%	2.93	23.41%	8.55	28.18%	1.62	24.93%
复星医药	141.73	19.51%	11.68	-2.75%	74.43	21.22%	6.38	-5.32%
辽宁成大	89.47	-1.92%	7.10	107.72%	51.79	5.93%	1.26	-38.41%
通化东宝	14.63	-1.96%	5.26	1.01%	7.20	-3.18%	2.55	1.64%
总计	396.69	19.98%	58.50	26.57%	213.32	18.48%	28.57	7.04%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 20: 医药商业板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入(亿元)	2911.33	3488.50	1478.29	1772.17	1716.33
YOY		19.82%		19.88%	19.77%
归母净利润(亿元)	82.69	89.96	43.21	47.32	42.64
YOY		8.79%		9.51%	8.00%
扣非归母净利润(亿元)	78.65	84.83	40.53	44.60	40.23
YOY		7.86%		10.04%	5.51%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

医药商业板块 2019 年上半年整体收入为 3488.50 亿元,同比增长 19.82%, 归母

净利润为 89.96 亿元，同比增长 8.79%，扣非归母净利润为 84.83 亿元，同比增长 7.86%；2019 年上半年医药商业板块归母净利润和扣非归母净利润表现平稳且中规中矩，连锁药店整体表现优于医药配送商。2019 年第二季度医药商业板块整体营收 1772.17 亿元，同比增长 19.88%，归母净利润为 47.32 亿元，同比增长 9.51%，扣非归母净利润 44.60 亿元，同比增长 10.04%。整个医药商业板块 2019 年全年上半年表现都比较平稳，但商业配送企业的现金流及财务费用值得密切关注。

表 21：医药商业板块重要公司 2019 年上半年及 2019 第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
国药一致	252.28	21.41%	6.40	2.63%	133.49	26.86%	3.42	1.17%
嘉事堂	102.39	20.17%	2.10	15.29%	54.00	14.12%	1.12	17.13%
瑞康医药	179.57	15.80%	3.74	-35.46%	92.16	10.00%	1.83	-38.94%
一心堂	50.60	17.90%	3.35	15.08%	24.72	17.00%	1.62	2.25%
中国医药	168.60	16.04%	6.64	-13.91%	86.15	8.44%	2.55	-34.76%
国药股份	210.22	11.99%	7.28	14.64%	109.73	13.82%	4.43	16.09%
九州通	484.29	14.09%	6.17	25.91%	237.66	17.43%	3.77	33.55%
上海医药	925.75	22.00%	20.95	10.66%	465.69	17.92%	10.55	17.58%
大参林	52.52	28.65%	3.73	33.93%	26.74	30.51%	1.96	40.26%
柳药股份	71.97	30.47%	3.50	37.22%	38.10	35.86%	1.95	37.75%
老百姓	55.34	24.71%	2.55	19.78%	28.06	26.03%	1.10	25.21%
益丰药房	50.48	68.65%	3.03	46.69%	25.79	70.59%	1.61	45.57%
总计	2604.02	19.58%	69.44	8.18%	1322.29	18.43%	35.91	8.03%

资料来源：wind，渤海证券研究所

12 家重要医药商业公司 2019 年上半年营收合计 2604.02 亿元，同比增长 19.58%，2019 年上半年扣非归母净利润合计 69.44 亿元，同比增长 8.18%；统计样本里面，医药商业（申万）板块共计有 25 家上市公司，12 家重要商业公司的营收占板块总营收 74.65%，行业集中度较高；19 年上半年扣非归母净利润同比增长慢于营收增速，主要原因是由于瑞康医药、中国医药费用率上升毛利率下降，12 家重要医药商业公司的扣非归母净利润增速但快于整个板块的扣非归母净利润增速。12 家重要医药商业公司第二季度营收合计 1322.29 亿元，同比增长 18.43%，2019 年第二季度扣非归母净利润合计 35.91 亿元，同比增长 8.03%，12 家重要医药商业公司相应数据要好于整个医药商业板块，这也体现着龙头效应，具体来看零售药店的经营数据要明显强于药品配送行业，并且呈现着高景气，瑞康医药 19 年二季度表现依然较差，高额的利息侵蚀了不少利润，中国医药二

季度表现较差的原因还有子公司天方药业阿托伐他汀钙片、瑞舒伐他汀钙片均未中标 4+7 集采，另外国药一致的表现也差强人意。

医疗器械板块 2019 年上半年整体收入为 517.18 亿元，同比增长 14.79%，归母净利润为 96.21 亿元，同比增长 28.69%，扣非归母净利润为 81.45 亿元，同比增长 19.89%；2019 年上半年医疗器械板块营收和利润均表现很好，主要由于营收和利润体量较大的迈瑞医疗和乐普医疗持续高增长。2019 年第二季度医疗器械板块整体营收 273.12 亿元，同比增长 11.46%，归母净利润为 50.95 亿元，同比增长 17.59%，扣非归母净利润 46.58 亿元，同比增长 19.16%；2019 年第二季度板块营收和利润均表现稳健，但是二季度的数据相较一季度而言，出现了一定的下滑。

表 22：医疗器械板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入（亿元）	450.56	517.18	245.04	273.12	244.06
YOY		14.79%		11.46%	18.75%
归母净利润（亿元）	74.76	96.21	43.33	50.95	45.26
YOY		28.69%		17.59%	44.00%
扣非归母净利润（亿元）	67.94	81.45	39.09	46.58	34.87
YOY		19.89%		19.16%	20.87%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 23：医疗器械板块重要公司 2019 年上半年及 2019 年第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
鱼跃医疗	25.02	12.53%	5.11	14.42%	13.00	10.06%	2.72	12.77%
大博医疗	5.43	54.27%	1.91	24.91%	3.26	65.24%	1.18	27.73%
乐普医疗	39.21	32.71%	9.20	37.21%	20.43	34.51%	5.03	35.20%
理邦仪器	5.43	11.31%	0.69	76.72%	2.73	7.38%	0.41	25.92%
迪安诊断	39.94	35.17%	2.28	17.52%	21.59	23.65%	1.59	18.47%
迈克生物	15.17	21.73%	2.68	16.73%	7.95	9.25%	1.50	14.30%
万孚生物	9.68	20.89%	1.93	30.10%	5.15	15.54%	1.24	25.14%
健帆生物	6.59	44.40%	2.72	53.62%	3.64	45.63%	1.51	55.23%
欧普康视	2.62	51.08%	0.98	39.42%	1.41	46.54%	0.55	38.00%
开立医疗	5.45	0.74%	0.54	-45.62%	3.15	1.60%	0.53	-36.54%
凯普生物	3.17	27.02%	0.56	38.28%	1.80	26.31%	0.41	43.65%
艾德生物	2.66	31.32%	0.65	8.14%	1.47	29.13%	0.38	-0.75%
迈瑞医疗	82.06	20.52%	23.29	26.43%	43.00	20.37%	13.30	25.02%
山东药玻	14.35	10.40%	2.20	30.08%	7.24	10.42%	1.17	28.33%

基蛋生物	4.41	42.41%	1.29	11.57%	2.34	41.15%	0.63	11.57%
安图生物	11.79	39.03%	3.08	30.62%	6.31	45.92%	1.90	30.91%
总计	272.98	24.60%	59.10	26.01%	144.47	22.33%	34.06	23.94%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

16家重要医疗器械公司2019年上半年营收合计272.98亿元,同比增长24.60%,2019年上半年扣非归母净利润合计59.10亿元,同比增长26.01%;16家重要医疗器械公司第二季度营收合计144.47亿元,同比增长22.33%,2019年第二季度扣非归母净利润合计34.06亿元,同比增长23.94%,16家重要医疗器械公司相应数据明显要好于医疗器械板块以及整体生物医药板块,头部医疗器械依然保持着中高速稳定增长,IVD板块的化学发光、POCT、分子诊断需求强劲,另外在技术进步下有较大的进口替代空间,乐普医疗仍需要关注氯吡格雷、阿托伐他汀在带量采购的情况下对公司业绩的影响。

医疗服务板块2019年上半年整体收入为281.08亿元,同比增长8.33%,归母净利润为25.30亿元,同比减少51.26%,扣非归母净利润为22.52亿元,同比增加2.78%;医疗器械板块样本公司仅21家,数量远少于其他子版块,这也造成了板块整体业绩受个体影响较大;医疗服务板块2019年上半年归母净利润同比下降极大,主要由于国际医学于2018年上半年处置资产确认了29.67亿投资收益;从营收和扣非净利润的角度来看,医疗服务板块表现一般,主要由于美年健康上半年业绩较差。2019年第二季度医疗服务板块整体营收152.76亿元,同比增长10.80%,归母净利润为14.93亿元,同比减少65.21%,扣非归母净利润14.00亿元,同比减少1.27%;二季度经营数据虽然从营收的角度来看较强于一季度,但扣非净利润二季度远远差于一季度,主要是由于体量较大的药明康德和美年健康出现了下滑。

表 24: 医疗服务板块 2019 年上半年及 2019 年第二季度单季表现情况

	2018H1	2019H1	2018Q2	2019Q2	2019Q1
营业收入(亿元)	259.47	281.08	137.87	152.76	128.32
YOY		8.33%		10.80%	5.53%
归母净利润(亿元)	51.91	25.30	42.92	14.93	10.37
YOY		-51.26%		-65.21%	15.35%
扣非归母净利润(亿元)	21.91	22.52	14.18	14.00	8.53
YOY		2.78%		-1.27%	10.35%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

9家重要医疗服务公司2019年上半年营收合计231.22亿元,同比增长23.67%,

2019 年扣非归母净利润合计 20.60 亿元，同比增长 19.32%；9 家重要医疗服务公司第二季度营收合计 127.59 亿元，同比增长 22.00%，2019 年第二季度扣非归母净利润合计 16.22 亿元，同比增长 9.30%，9 家重要医疗服务公司相应数据明显要好于医疗服务板块，头部医疗器械依然保持着中高速稳定增长；但美年健康和量子生物表现差于其他重要公司。

表 25：医疗服务板块重要公司 2019 年上半年及 2019 第二季度业绩表现情况

公司	19H1 营收 (亿元)	19H1 营 收增速	19H1 扣非 净利(亿元)	19H1 扣非 净利增速	2019Q2 营 收(亿元)	2019Q2 营收 增速	2019Q2 扣非 净利(亿元)	2019Q2 扣 非净利增速
美年健康	36.41	4.48%	-1.36	-235.07%	23.62	4.53%	1.34	-32.74%
爱尔眼科	47.49	25.64%	6.95	31.93%	25.04	23.18%	4.23	33.10%
量子生物	6.15	136.22%	0.45	-6.93%	3.18	75.04%	0.21	-46.43%
泰格医药	13.37	29.49%	2.88	51.96%	7.28	30.16%	1.76	46.62%
通策医疗	8.47	23.58%	2.04	53.85%	4.53	20.14%	1.11	56.23%
润达医疗	32.95	17.88%	1.79	24.22%	17.63	17.58%	1.09	27.73%
昭衍新药	2.01	48.65%	0.29	87.12%	1.26	51.44%	0.24	147.63%
药明康德	58.94	33.68%	9.93	20.05%	31.25	37.82%	4.98	-11.57%
金域医学	25.43	20.26%	1.62	114.99%	13.79	15.29%	1.24	62.57%
总计	231.22	23.67%	20.60	19.32%	127.59	22.00%	16.22	9.30%

资料来源：wind，渤海证券研究所

4. 投资策略

4.1 恒瑞医药：研发管线丰富的国内创新药绝对龙头

多产品支撑，专业化营销网络推动公司业绩稳增。公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂供应商，2019年上半年实现营收100.26亿元，同比增长29.19%，实现归母净利润24.12亿元，同比增长26.32%；2019年第二季度实现营收50.59亿元，同比增长29.61%，实现归母净利润12.20亿元，同比增长25.61%；今年上半年及第二季度营收和利润增速继续加快，我们预计公司新药放量继续超预期。肿瘤药业务保持领先地位（73.95亿元，营收占比42.45%），手术麻醉和造影剂同步发展，新成立肿瘤、影像、综合三个销售事业部和战略发展部进行分线销售，专业化的营销网络持续推动公司业绩稳健增长，其中盐酸右美托咪定注射液、甲磺酸阿帕替尼片、碘克沙醇注射液产销量增长较快，分别为32.18%、68.37%、57.36%。

研发强度较高，后续管线丰富。公司持续加大项目研发和创新发展，2019年上半年投入研发资金14.84亿元（+49.15%，全部费用化），研发强度高达14.80%，后续研发管线丰富。公司创新模式正向源头创新迈进，创新布局从小分子药物向大分子药物转变，率先在国内申请国际领先的抗体毒素偶联物ADC药物（生物导弹）。截至目前公司5个创新药艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼和PD-1单抗上市；公司一致性评价申报的品种数量有24个，按新注册分类申报的仿制药数量有26个，通过一致性评价的品种（含视同通过）数量有9个；创新药研发方面，公司目前进入临床阶段（含已获批）的创新药共计有46个，数量上远远超过其他国内企业，另外SHR0302片、INS068注射液、SHR0410注射液、SHR1210等产品也获准在海外开展临床试验；PD-1适应症的扩展，公司已经走在国内前列，目前公司PD-1已获批适应症为至少经过二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤，肝细胞癌适应症报产纳入优先审评，非鳞癌非小细胞肺癌及晚期食管鳞癌的上市申请已经受理。

4.2 科伦药业：大输液龙头，创新药研发管线丰富

新获批制剂快速放量，见证销售能力不一般的科伦。公司近年来陆续获批专科用药、肠外营养制剂，一致性评价获批品种数量也位列前茅；公司以大输液起家，中报披露了新获批制剂的销量证明了公司在专科用药领域的销售能力。在市

场推广方面，今年上半年，注射用帕瑞昔布钠已完成挂网省份 26 个，已递交资料省份 3 个；脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液已完成挂网省份 22 个，已递交资料省份 5 个；丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液已完成挂网省份 14 个，已递交资料省份 7 个。在销量方面，帕瑞昔布钠上半年销售金额达 22401.87 万元，同比增长 692.39%，推算该品种公司的市占率约为 30%；肠外营养多室袋等品种上半年销售金额达 17866.64 万元，同比增长 467.67%；草酸艾司西酞普兰片上半年销售金额达 16885.08 万元，同比增长 95.46%，推算该品种市占率约为 16%。其他新获批的 23 个品种上半年销售金额达 17282.32 万元，公司新获批制剂上半年合计共销售 74435.91 万元。

研发稳步推进，药品申报受理数量国内领先。上半年公司研发支出 6.66 亿元，同比增长 32.51%。公司研究院全面推进研发管线布局，通过科学布局，提升产品数量、速度、难度、成本优势以及国际化等壁垒，提高产品竞争力。今年上半年公司获批 7 个新产品，两项一类新药申请临床，15 项创新药临床研究正在开展。截至目前，一致性评价受理方面，公司累计受理了 38 个品种，数量上与齐鲁和扬子江并列国内第一；一致性评价通过方面（含新注册分类视同通过情况），公司累计通过了 11 个品种，数量上国内排名第四；按新注册分类申报的仿制药，公司累计申报了 36 个品种，数量上国内排名第四。

4.3 健友股份：肝素制剂及原料药龙头，积极布局海外注射剂

肝素龙头，全产业链布局。公司是国内肝素龙头，产业链覆盖始终。公司由于 17 年与肝素制剂龙头 Sanofi 建立合作关系，随着肝素原料药价格景气度提升，预计公司肝素原料出口量价将持续提升；公司是国内唯一同时拥有依诺肝素、那屈肝素、达肝素三种低分子肝素制剂生产批件的企业；根据米内数据，公司 2018 年低分子肝素制剂在城市公立医疗机构销售规模为 3.59 亿元，同比增长 66.18%，2016-2018 年复合增速为 127.84%，预计未来公司国内肝素制剂持续保持中高速增长。在肝素制剂一致性评价方面，目前依诺肝素仅有公司、千红药业及海普瑞递交了一致性评价申请，那屈肝素仅有公司和东诚药业递交了一致性评价申请；达肝素暂未有企业递交一致性评价申请。

海外注射剂布局丰富，未来放量可期。健友股份及健进制药共拥有三条通过美国 FDA 审核的无菌注射剂生产线，是国内少数几家无菌注射剂产品可以在美国

上市的企业之一。公司子公司健进制药首个无菌制剂产品于 2013 年出口美国，是中国第一批无菌注射剂直接销往美国的企业；健进制药研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。目前，公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售。通过现有品种在美国市场的销售，公司建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验，未来随着在申报和在研品种在美国不断上市，美国无菌注射液销售会成为公司业务的重要增长点。国内注射剂公司也在积极布局，目前按新注册分类申报的品种有瑞加德松、磺达肝癸钠、苯磺顺阿曲库铵、度骨化醇、米加农、盐酸苯达莫司汀、吗替麦考酚酯、白消安、左亚叶酸钙、吉西他滨等。

4.4 安科生物：生长激素水针放量可期，单抗及细胞药品进度较快

生长激素水针放量可期，长效年底有望报产。公司 2019 年上半年营收 7.63 亿元，同比增长 21.71%，归母净利润 1.47 亿元，同比增长 13.15%；2019 年第二季度营收 4.16 亿元，同比增长 19.73%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 14.61%，由于 2018 年底公司生长激素产能受到 GMP 认证影响，估计一季度生长激素与上年同期基本持平。随着产能在一季度逐渐恢复，生长激素的销售也出现反弹，保持产销两旺的态势。水针剂型在 6 月份获批，有助于增强公司的竞争力，提升公司市场份额。公司长效生长激素已于 2018 年下半年完成临床试验，目前正在整理临床数据，进行报产准备，预计年底申报生产。生长激素的市场容量较大，目前我国大约有 4 千万左右的矮小人口，4-15 岁的患病儿童约有 700 万左右，预计生长激素仅在矮小症的市场规模可达 200 亿元，目前我国生长激素市场规模不足 40 亿，还有较大增长空间。短效生长激素 2018 年公立医疗机构市场规模约 30.17 亿元，同比增长 38.80%，其中水针市场规模约 22.07 亿元，仅有金赛一家水针获批，公司水针获批之后，有望带动业绩快速增长；长效生长激素 2018 年公立医疗机构市场规模约 4.36 亿元，2018 年同比增长 62.38%，目前仅金赛一家企业具有生产批件。

公司积极布局单抗及细胞药品，进展较快。公司 HER-2 单抗已经在进行 III 期临床试验，预计年底申报生产；VEGF 单抗药物贝伐珠单抗处于临床 III 期阶段，目前正在招募病例入组；PD-1 单抗正在进行 I 期临床，预计年底进入临床 II 期。另

外 CAR-T 细胞药品、溶瘤病毒、HER-2ADC 药品正在有序推进，看好公司逐步成为精准医疗领域的小龙头。

4.5 开立医疗：技术媲美国际巨头的国产器械企业

公司高度重视研发，超声产品跻身国际一流水平。2018 年末公司研发投入 2.33 亿元，研发强度达 19.03%，研发总人数 562 人，其中硕士及以上学历比重达 48.75%，公司及子公司拥有境内外专利共计 361 项。公司依靠自主研发，超声方面，宽频带单晶探头技术、宽频带复合材料探头技术、高频相控阵技术、经食道探头技术、超声内窥镜探头技术、双平面探头技术、4D 探头技术等彩超探头技术处于国内领先水平，超过 60 个型号，临床应用基本覆盖了人体全身各部位器官，为整个系统性能的先进性提供了核心技术保障；内镜方面，公司在高清光学成像模组的小型化设计与装配、高性能电子内窥镜镜体精密机械设计与装配、高速数据远距离传输、高速图像处理等核心技术研发方面积累了丰富的经验，电子内镜产品技术处于国内领先水平。

超声产品线齐全，高端彩超下半年有望放量。超声产品线是公司主要的业绩支撑，2019H1 占公司业务比重为 82.08%，当期实现营收 10.07 亿元，同比下滑 14.29%，主要由于彩超采购周期的波动以及部分订单丢失，但整体来看公司超声产品技术领先，已经实现彩超从中低端向高端的延伸，是国内少数可以与欧美高端超声制造企业媲美的国产制造商，中低端产品响应国家分级诊疗推进的同时高端产品也在凭借性价比优势逐步实现进口替代，公司 2018 年成功推出全新高端彩超 S60 系列产品，2019H1 尚处于学术推广阶段，下半年有望逐渐放量，再度带动业绩增长，此外公司超声率先进入欧美发达国家市场，已成为国内主要超声诊断产品出口的企业，目前海外推广的超声产品线也开始向高端转型，预期需要一定的市场储备和拓展时期，随后逐渐释放业绩。

内窥镜产品线延续高增长态势。2019H1 公司内窥镜业务实现营收 1.07 亿元，同比增长 131.56%，占公司总营收比重已由 2016 年的 5.03% 提升至 12.59%。技术方面，公司具备光电复合染色成像（VIST）、高清实时图像处理技术、光学微小模组封装、高性能镜体制造、内镜用超声探头、软镜镜体制成等多项先进技艺；产品方面，公司已推出高清消化道内窥软镜系统、硬镜系统等产品，全面覆盖软镜高、中、低端市场和硬镜市场，2018 年底推出的 HD-550 系列有望于下半年实现放量；销售方面，公司市场网络已初步建立，公司将借助 HD-550 上市契机，不断扩大增强海外专业内镜代理商渠道，提升开立内镜在海外的品牌认知度。

4.6 凯莱英：CDMO 赛道的一体化领军企业

国内“CRO+CDMO”一体化的优质外包服务企业。公司拥有的尖端技术能够为客户提供定制的解决方案，合成和制造几乎任何小分子药物，包括化学结构或合成过程，公司通过优化研发过程，不断开发和完善产品解决方案，加强质量控制，通过各方面努力来保证客户的满意。除此之外，对客户的需求能迅速反应，有效缩短新药的研发周期，并且在确保质量和服务标准的前提下帮助客户节约生产成本，实现服务承诺。严格恪守承诺赢得了客户持久的信任和合作。公司独特的商业模式和注重实质发展的战略是与其他竞争者显著区分的竞争力，这使公司能够从客户的备选药物中获取成长收益，而不承担新药开发中的固有风险。

公司始终视技术为核心竞争力，2018 年继续保持 8.46%以上的高研发强度，研发团队逾千人，公司自主研发的绿色连续性反应技术和生物转化技术处于国际领先地位，连续性反应技术实现实验室反应类型模块化和自动化以及中试及商业化应用，并成功开发了模块化全连续反应系统，成功将连续膜分离技术应用于临床项目研发及生产，为有机合成提供了新途径和新方法，在绿色制药技术的制高点，打造低能耗、低排放、高效率的绿色经营模式。

2017 年以来，公司的一体化医药服务生态圈日益完善，在政策红利下，逐步打造化合物工艺开发优化、制剂研究、临床研究、注册申报、上市后原料药和 MAH 委托生产的“药物一体化服务生态圈”的构建。2018 年 6 月 5 日，公司分别与昭衍新药、Covance 签署战略合作框架协议，互为战略合作伙伴，共同为双方客户提供新药开发一站式服务，在客户共享基础上探索多种合作模式，全力配合支持合作事项，并与 Covance 实行“打包报价”，实现潜在客户拓展，助推公司一体化模式构建。

4.7 泰格医药：项目经验丰富、研究能力突出

业绩表现优秀，研发人员大幅扩增。公司作为国内领先的 CRO 企业，受益于医药外包行业的迅猛发展，业绩表现优秀，2019H1 公司实现营收 13.37 亿元，同比增长 29.49%。作为 CRO 类企业，人才是公司提供经营服务的关键生产要素也是公司核心竞争力，公司核心管理团队保持稳定并具有丰富的医药专业知识和药物临床研究经验，截止 2018 年末，公司员工人数为 3898 名，同比增长 21.28%，其中研究生及以上学历人数占比 25%，本科及本科以上学历人数占 87%。

项目经验丰富，创新药物研究能力突出。公司在临床研究所涉及的疾病领域项目经验丰富，累计完成 1340 多项临床试验、880 多项国内注册事务、810 多项国际注册事务，7800 多例中心影像服务、1770 多项数据管理与统计分析项目、206 项中心试验室项目。截止 2018 年末，公司已经参与近百个品种、166 个项目的国内创新药临床试验，包括 28 个新生物制品项目和 138 个新化学药物项目，涉及感染科（肝炎、艾滋病）、肿瘤、内分泌、心血管等领域，已完成创新药 9 个，其中 6 个已上市。由公司注册申报的 2 个难治性高血压治疗药物（目作为第一批通过临床试验默示许可项目在 CDE 官网上公示，以罕见病为由纳入 CDE 优先审评的 63 个药物品种中，公司以 5 个品种的申报数量位居前列，助力歌礼生物完成首个 1 类丙肝创新药戈诺卫的 III 期以及部分 II 期试验，速度刷新行业记录，并为首个国产生物类似药—复宏汉霖汉利康（CD20）提供临床研究一站式服务。

质量管理体系完备，产品供应稳定。公司自成立之初就根据 GCP 和 ICH-GCP 规范建立了全面的临床试验标准操作规程 SOP，有效保证了公司技术服务的稳定性和可靠性。2018 年度泰格医药质量保证部门共完成 35 个 SOP 更新工作，实施稽查活动 70 次，接待客户稽查 25 次，6 个项目顺利通过国家局核查，得到了国家局和国内外客户的一致肯定与认可。

4.8 乐普医疗：围绕心血管各个领域的平台型公司

公司是围绕心脑血管疾病的预防、诊断、药物治疗、手术治疗等阶段的全生命周期平台型企业。在此框架下，公司不断发展、整合、优化、提升心血管领域医疗器械、医药、医疗服务和新型医疗业态四大业务板块，业务板块之间相互协调，相互协同，相互支援，相互依靠，使公司既能不忘服务国内心血管疾病患者的初心，又能快速转变为未来年度主要以内涵方式持续促进公司稳定健康发展。

在医疗器械领域，公司是国家科技部授予的国家唯一的国家心脏病植介入诊疗器械及装备工程技术研究中心。在成立之初，公司紧紧抓住了冠状动脉介入手术普及的机遇，打破外资的垄断，引领冠状动脉支架的国产替代过程。如今，国产支架在药物洗脱支架三分之二的市场，其中乐普约占整个市场的 25%。在心脏支架的研发上，乐普始终走在中国甚至世界的前列，经过 10 年的研发，乐普的第二代生物可吸收支架 NeoVas 在 2019 年 2 月经国家药监局批准上市。可吸收支架在临床上具有良好的安全性，并且有效性不劣于药物支架，从趋势来看，可吸收支架是未来冠状动脉支架的长期方向，自上市以来，短短几个月营收达

到 8129 万元，占公司整个支架系统营收的 10.18%，全年有望营收达到 3 亿元左右。此外公司在器械领域不断通过并购扩张实现公司的平台价值，比如首家双腔起搏器，左心耳封堵器等。

在医药领域，公司具备原料药-制剂一体化的竞争优势，对国家药品集采免疫力强。目前公司拥有抗血栓、降血脂、降血压、降血糖和抗心衰等 5 大心脑血管药品的生产和营销平台，有 3 个市场容量巨大的品种：阿托伐他汀、硫酸氯吡格雷和甘精胰岛素等重磅品种，也有市场容量巨大的缬沙坦、阿卡波糖、氯氯地平 and 盐酸倍他司汀片等品种。公司响应国家号召，积极参与一致性评价和国家集采工作，2018 年零售药店销售额度超 10 亿的化学药品中，有 5 个是心血管药品，针对这种情况，公司建立了一支单独的 OTC 营销团队，目前公司在 OTC 渠道的销售人员约 1000 人，医院端仅有 200 人左右。同时公司大力投入研发，积极布局心脑血管药物、降糖药等慢性病用药，未来会给公司带来稳定的营业收入。

4.9 我武生物：脱敏诊疗龙头，在研品种未来可期

公司是一家研发、生产和销售生物医药类产品的高新技术企业，也是国内唯一一家生产标准化舌下脱敏药物的公司。公司主营创新药物，具备国际领先水平的生物制药技术，已经获准上市的产品包括“粉尘螨滴剂”（商品名：畅迪）和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（商品名：畅点）。“粉尘螨滴剂”用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗；“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”用于点刺试验，辅助诊断因粉尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病，为粉尘螨滴剂配套体内诊断产品。

过敏性疾病通常指的是机体受到某些抗原刺激时，出现的生理功能紊乱或者组织细胞损伤的异常免疫反应。早前主要是药物治疗，虽然能够快速控制病症，但是属于“治标不治本”无法从根本上消除机体对过敏原的敏感性，停药后会继续发生过敏反应。脱敏治疗能够显著降低机体对免疫原的敏感程度，防止疾病的进一步进展，而且停药后长期有效，但是治疗时间跨度比较大，需要 3-5 年的时间。

目前的脱敏治疗方法主要为皮下注射和舌下含服两种，皮下注射方法已经有近百年的历史，是公认为的脱敏治疗最高标准，但是近些年兴起的舌下含服方式，其

在有效性上面已经证明与皮下注射一致，且其在安全性和用药依从性上显著优于皮下注射的治疗方式。公司目前国内唯一的舌下脱敏产品生产企业，核心产品粉尘螨滴剂占其营收的95%以上。据WHO测算，目前过敏已经成为全球第六大疾病，患病总人群比例或超过20%，中国的过敏人群数量也在增加，据统计过敏性鼻炎的发病率已接近10%，且有扩大的迹象。因此，无论是全球还是国内的市场空间还非常巨大，公司的营收水平也远未达到其天花板。

同时，公司不断开发新产品，“黄花蒿粉滴剂”申报生产的注册申请在2019年4月被药监局受理，并与2019年8月进入优先审评程序，粉尘合剂、黄花蒿粉点刺液等产品目前正处于不同的临床时期，处于国内领先地位，未来市场空间广阔。公司在未来几年陆续上市的产品，不但能够扩张公司的产品线，也在公司长期的发展奠定了坚实的基础。除了脱敏产品，公司投资设立了上海我武干细胞科技有限公司，新设立的公司集中资源在抗衰老和再生医学领域进行重点开拓。近年来，我国逐步完善了干细胞研发生产法规，颁布的《干细胞制剂质量及临床前研究指导原则（试行）》、《干细胞临床研究管理办法（试行）》、《干细胞通用要求》等法规，有利于推动我国干细胞领域的规范化和标准化发展。同时中央和地方也陆续出台了有利于干细胞产业发展的各项政策，国内干细胞产业市场潜力巨大，前景广阔。

4.10 安图生物：化学发光领域小龙头，推出国内首条大型流水线

公司是国内化学发光领域龙头企业，设立初期以酶联免疫为主，2007年国内首批推出微孔板化学发光仪，2013年取得技术突破出全自动磁微粒化学发光仪，2018年公司免疫诊断收入在10.48亿元，占公司总收入比例超过50%。公司自主研发生产了 Autolumo A2000/A2000 plus 全自动化学发光测定仪检测速度达到200T/h，2017年9月公司推出国内首条大型流水线 Autolas A-1，成为全球第七家流水线推出企业，目前国内三级医院 TLA 渗透率仅约为10%，而日本同级医院渗透率早已超过70%，存在很大的增量空间。2018年5月公司微生物质谱仪 Autof ms1000 获得注册证，打破海外企业在质谱仪器市场的垄断地位。

公司的免疫检测产品、微生物检测产品、生化检测产品分别拥有211、92、139

项注册(备案)证书,取得欧盟 CE 认证 76、42、1 项,形成免疫检测、微生物检测和生化检测产品共同发展格局。免疫检测产品方面,公司覆盖了从传染病到非传染病的诸多方向,是我国业内提供免疫检测产品较多的企业之一,也是国内能够提供全面免疫检测解决方案的企业之一。其中,公司的微孔板免疫检测产品(含酶联免疫产品和微孔板化学发光产品)拥有 97 项注册证书,竞争优势明显,公司推出了基于单个检测管理下达 200 测试/小时的全自动磁微粒化学发光测定仪,现已获得 91 项磁微粒化学发光诊断产品的注册(备案)证书;微生物检测方面,公司是国内产品品种较多、成长较快的企业之一;生化检测方面,公司产品涵盖了肝脏疾病、肾脏疾病、心血管病、糖代谢疾病、免疫性疾病、胰腺类疾病、胃筛查、凝血与纤溶障碍、微量元素及离子、肿瘤等 12 大类别的生化检测,公司丰富的生化检测产品能够满足终端用户的常规需求。

公司高度重视研发储备,2018 年公司研发投入 21,668.47 万元,占当期营业收入的比重为 11.23%,持续的研发高投入使公司源源不断的技术创新得到了保障。截至 2018 年 12 月 31 日,公司拥有研发人员 928 人,占员工总数的 30.34%,本科及以上学历研发技术人员占比为 87.39%,已成为业内研发人员较多,新产品上市活跃的企业之一。公司配备有优秀的营销团队,基本形成了覆盖全国的营销网络,目前公司产品进入二级医院及以上终端用户 4500 多家,其中三级医院 1381 家,占全国三级医院总量的 61.87%,公司产品则有望依托公司领先的技术优势与广阔的营销渠道实现对进口产品的逐步替代。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn