

证券研究报告——医药生物行业9月投资策略

中报结构分化，聚焦优质企业

2019-09-18

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



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

报告摘要：中报结构分化，聚焦优质企业

■ 外资“南水”涌入推高龙头估值，重视二线标的轮动

医药板块抗周期属性体现充分，社零数据1-8月中西药品保持10.6%较高增长，医保支出持续高增长且结构性改善，政策冲击预期逐渐明晰化并脱敏，因此我们认为作为板块整体仍将保持超配。近期外资指数如富时罗素、MSCI等持续提高A股指数权重，扩容带来增量资金，结合头部企业产业竞争优势体现，一线龙头估值提前切换并纷纷创出新高。部分优秀二线龙头如中国中药、乐普医疗、迈克生物等近一个月涨幅已经开始体现出超越板块的趋势，我们认为继续持有头部公司的情况下，可以适当重视二线标的轮动效应。

■ 2019年中报呈现结构性分化，优质企业增长持续性较好

2019年中报，A股医药板块呈现结构性分化特征。其中化药制剂板块（14%、2%）、中药板块（11%、-6%）、医药商业板块（19%、9%）归母利润增速慢于收入增速；而生物制品板块（17%、26%）、医疗器械板块（15%、29%）归母利润增速快于收入增速，明显好于化药及中药板块。化药制剂板块中也有明显分化趋势，其中优质企业（大市值龙头及5家以上机构覆盖、市场关注度较高的公司）仍然保持较快的利润增速，而其他公司利润增速、ROE均相对较低。

■ 仿制药：带量采购扩面至25省区，政策边际改善、渗透率有望进一步提升

9月1日发布联盟地区药品集中采购文件，取消最低价独家中标、规则边际改善、与此前市场预期相近。我们认为，各品种的预期价格降幅取决于竞争格局：如过评厂商仅1-3家，预期竞争程度较为温和、价格降幅较小；如过评厂商超过3家，仍需要进一步降价。本次联盟集采扩面带量，参与厂商有充分保障；且随着价格下降、医保覆盖提升，仿制药用量和渗透率有望进一步提升；我们看好具有批量化注册、集群化销售能力的仿制药厂商。

■ 创新药：重磅临床试验结果亮相全球学术会议

9月7-10日世界肺癌大会（WCLC）在西班牙巴塞罗那举行。恒瑞医药、君实生物、信达生物、中国生物制药、瀚森制药、贝达药业等公司的多个大分子、小分子创新药发布多项重磅临床试验结果，表明中国本土创新药登上国际舞台，整体研发实力和水平、临床试验质量和成果不断追赶国外领先者。我们看好在PD-1、EGFR等重要靶点布局领先、临床实验获得成功的创新药企业，相应品种及适应症有望获得批准并进入医保，贡献显著的增量收入利润。

■ 风险提示：药品、器械、耗材降价幅度超预期；医保及重点监控用量限制超预期；研发失败或慢于预期。

■ 投资建议：政策逐步落地，聚焦优质企业

医药板块整体表现较为稳定，但内部分化趋势明显。除优质龙头公司之外，建议关注中报业绩稳定增长或景气度提升、估值与前期高点相比有差距或预期边际改善的公司，以及细分行业龙头、具有政策获益或后续研发注册里程碑品种的公司。9月策略A股推荐买入恒瑞医药、复星医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、凯普生物、康泰生物、白云山、博雅生物；港股推荐买入中国生物制药、药明生物、中国中药。

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。
- 8月组合收益回顾：近期医药板块与大盘同步震荡上行，没有明显的板块风格特征；推荐组合恒瑞医药、乐普医疗等显著跑赢板块，但博雅生物、白云山等跑输板块。

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。 | 46.7% | 32.8% | 13.9% |
| 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、博雅生物等 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。 A股稳健组合：恒瑞医药、乐普医疗等 | 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。 | 3.8% | 5.5% | -1.6% |
| 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、凯普生物、博雅生物、恩华药业、天士力、国药股份等 港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药 | 11.2% | 20.3% | -9.1% |
| 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、乐普医疗、上海医药、迪安诊断、白云山、康弘药业等 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 | 14.4% | 3.4% | 10.9% |
| 6月投资策略《改革蕴含机遇，无需过度悲观》 | A股：恒瑞医药、康弘药业、迈克生物、迈瑞医疗、乐普医疗、白云山等 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 | 1.5% | -6.7% | 8.2% |
| 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、迪安诊断、乐普医疗、白云山等 港股：石药集团、中国生物制药、三生制药、金斯瑞生物科技 | -5.1% | -6.7% | 1.6% |
| 8月投资策略《重视现金流改善标的，继续乐观》 | A股：恒瑞医药、复星医药、丽珠集团、博雅生物、迪安诊断、鱼跃医疗、乐普医疗、白云山等 港股：中国生物制药、三生制药、中国中药 | -6.7% | -2.1% | -4.5% |
| | | -2.4% | -6.8% | 4.4% |
| | | 7.3% | 6.5% | 0.9% |
| | | 6.1% | 4.0% | 2.1% |
| | | 4.6% | 0% | 4.6% |
| | | -2.5% | -1.7% | -0.8% |
| | | 1.22% | 5.49% | -4.27% |
| | | 7.86% | 1.07% | 6.79% |

资料来源：国信证券经济研究所整理，截止9月16日

9月策略：政策逐步落地，聚焦优质企业

- 医药板块整体估值处于中性偏低水平，板块市净率相对整体市场的溢价率处于近两年来的相对低位；尤其是处方药板块的政策预期较为悲观，但已经隐含在股价和估值之中。随着重点监控用药目录出台、DRGs付费试点启动、医疗器械唯一标识系统试点启动、高值耗材集采试点完成、新版医保目录公布、仿制药联盟集采等政策逐渐落地明朗化，板块整体估值有改善空间。
- 医药板块整体表现较为稳定，但内部分化趋势明显。除优质龙头公司之外，建议关注中报业绩稳定增长或景气度提升、估值与前期高点相比有差距或预期边际改善的公司，以及细分行业龙头、具有政策获益或后续研发注册里程碑品种的公司。9月策略A股推荐买入恒瑞医药、复星医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、凯普生物、康泰生物、白云山、博雅生物；港股推荐买入中国生物制药、药明生物、中国中药。

表：国信医药9月策略公司盈利预测及估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 19-9-16 | 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 | 79.76 | 3,528 | 0.92 | 1.21 | 1.56 | 1.99 | 86.8 | 65.9 | 51.3 | 40.1 | 23.2 | 2.0 | 买入 |
| 600196 | 复星医药 | 27.51 | 670 | 1.06 | 1.21 | 1.45 | 1.72 | 26.0 | 22.8 | 18.9 | 16.0 | 10.2 | 0.8 | 买入 |
| 300760 | 迈瑞医疗 | 181.90 | 2,211 | 3.06 | 3.73 | 4.61 | 5.74 | 59.5 | 48.8 | 39.5 | 31.7 | 34.2 | 2.1 | 买入 |
| 300003 | 乐普医疗 | 28.06 | 500 | 0.68 | 0.96 | 1.26 | 1.68 | 41.0 | 29.2 | 22.3 | 16.7 | 19.1 | 0.7 | 买入 |
| 300244 | 迪安诊断 | 23.20 | 144 | 0.63 | 0.79 | 1.02 | 1.32 | 37.0 | 29.4 | 22.7 | 17.6 | 12.9 | 0.8 | 买入 |
| 300639 | 凯普生物 | 18.77 | 41 | 0.52 | 0.67 | 0.86 | 1.10 | 35.8 | 27.9 | 21.7 | 17.1 | 11.8 | 0.8 | 买入 |
| 300601 | 康泰生物 | 71.05 | 458 | 0.68 | 0.59 | 0.75 | 0.93 | 105.2 | 121.0 | 95.3 | 76.0 | 30.0 | 9.0 | 增持 |
| 600332 | 白云山 | 37.14 | 580 | 2.12 | 1.83 | 2.07 | 2.29 | 17.5 | 20.3 | 17.9 | 16.2 | 17 | 1 | 买入 |
| 300294 | 博雅生物 | 30.83 | 134 | 1.08 | 1.26 | 1.56 | 1.73 | 28.5 | 23.4 | 18.9 | 13.7 | 0.145 | 0.8 | 买入 |
| 1177.HK | 中国生物制药 | 10.78 | 1357 | 0.23 | 0.25 | 0.29 | 0.34 | 46.9 | 43.1 | 37.2 | 31.7 | 31 | 3.1 | 买入 |
| 2269.HK | 药明生物 | 79.35 | 987 | 0.48 | 0.77 | 1.18 | 1.73 | 165.2 | 102.7 | 67.5 | 45.9 | 7.9 | 2.0 | 买入 |
| 0570.HK | 中国中药 | 3.92 | 197 | 0.29 | 0.35 | 0.44 | 0.55 | 13.5 | 11.2 | 8.9 | 7.1 | 9.3 | 0.5 | 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

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%。

表：2019年1-8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（1-7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（1-8月） | 总计 | 262179 | 8.2% |
| | 限额以上中西药品类 | 3811 | 10.6% |
| 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 | 22.73% |
| | 居民医保支出 | 4543 | |

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

●2019年中报各板块分析总结

化学制剂板块：财务指标变化

- 化学制剂子行业：政策影响板块整体增速放缓，行业分化趋势明显，龙头效应显著
- 2019年上半年化药制剂子行业收入同比增长14.0%。2018年主要受到两票制影响，导致部分公司收入口径变化，对上年基数有一定影响。受两票制政策影响，2018与2019H1销售费用率大幅提升，管理费用率（含研发费用）基本保持稳定。
- 利润端利润端整体仅有小幅增长，行业分化趋势显著。受带量采购政策影响，部分公司承受较大压力。辅助用药监管力度加大，部分公司面临产品结构调整。2019H1化学制剂板块归母净利润同比增长2.1%，扣非归母净利润同比增长仅有1.3%。
- 随着新一轮集采范围的扩大，仿制药行业整体可能仍将进一步面临压力，行业分化趋势将更加明显，龙头企业优势凸显。

表：A股化药制剂子行业2016-2019H1主要财务指标

| 项目（亿元） | 2016A | 2017A | 2018A | 2019H1 |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,632 | 1,832 | 2,237 | 1,226 |
| YOY | 17.1% | 12.3% | 22.1% | 14.0% |
| 营业成本 | 734 | 905 | 1,195 | 663 |
| 毛利率 | 45.0% | 49.4% | 53.4% | 54.1% |
| 销售费用 | 315 | 436 | 650 | 361 |
| 费用率 | 19.3% | 23.8% | 29.0% | 29.5% |
| 管理费用 | 174 | 201 | 249 | 131 |
| 费用率 | 10.7% | 11.0% | 11.1% | 10.7% |
| 研发费用 | 60 | 77 | 101 | 54 |
| 费用率 | 3.7% | 4.2% | 4.5% | 4.4% |
| 净利润 | 181 | 244 | 174 | 130 |
| 净利率 | 11.1% | 13.3% | 7.8% | 10.6% |
| 归母净利润 | 164 | 207 | 153 | 117 |
| YOY | 20.1% | 26.4% | -26.2% | 2.1% |
| 扣非归母净利润 | 142 | 154 | 124 | 104 |
| YOY | 15.2% | 8.4% | -19.4% | 1.3% |
| 经营性净现金流 | 229 | 207 | 252 | 112 |
| ROE(TTM) | 9.2% | 8.1% | 5.9% | 5.8% |
| 总资产周转率 | 0.63 | 0.58 | 0.64 | 0.65 |
| 资产负债率 | 39.6% | 40.4% | 41.1% | 41.1% |

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

化学制剂板块：分化趋势明显

- 化学制剂板块分化趋势明显，尽管化学制剂板块归母净利润仅有小幅增长，但龙头企业仍保持了较高业绩增速。
- 按照制剂板块内市场关注程度划分
 - ✓ 市场关注度最高的7家公司（超10家机构覆盖）年初以来的涨幅均超过30%，涨幅中位数接近50%。净利润保持了较高的增速，同时具有ROE较高、陆股通持股比例较高等特点。
 - ✓ 市场关注度较高的5家公司（5-10家机构覆盖）同样表现优秀，年初以来涨幅中位数亦接近50%，具有较高的净利润增速和ROE水平。
 - ✓ 市场关注度较低的公司涨幅相对较低，净利润增速中位数为负值，ROE水平相对较低。
- 政策大变革的趋势下，研发能力较强的创新型企业、治疗性药品生产企业优势将进一步凸显，行业分化将进一步加剧。

表：A股化药制剂子行业分化趋势明显

| 覆盖情况 | 公司数量 | 平均市值（亿） | 年初以来日均换手率 | 年初以来涨跌幅（中位数） | 归母净利润增速（19H,中位数） | ROE(19H,TM,中位数) | 陆股通占自由流通市值比（中位数） | 市盈率（TTM,中位数） |
|-----------|------|---------|-----------|--------------|------------------|-----------------|------------------|--------------|
| 超过10家机构覆盖 | 7 | 771.94 | 1.18% | 49.71% | 22.87% | 17.10% | 3.65% | 36.73 |
| 5-10家机构覆盖 | 5 | 113.87 | 1.39% | 49.94% | 40.88% | 12.92% | 0.67% | 26.60 |
| 1-4家机构覆盖 | 16 | 110.77 | 1.57% | 30.45% | -7.53% | 8.79% | 0.06% | 26.76 |
| 无机构覆盖 | 27 | 54.41 | 2.06% | 25.92% | -8.94% | 4.15% | 0.00% | 39.83 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

化学制剂板块：重点公司分析

● 化药制剂重点公司

化药制剂板块重点关注研发能力较强、产品管线丰富、以治疗性药物为主要品种的公司。政策变革趋势下，行业分化趋势加剧，有望实现强者恒强。

- ✓ **恒瑞医药**：2019年上半年业绩保持较快增长，创新药迎来收获期，预计收入增速有望上台阶。卡瑞利珠单抗自7月份起上市销售，定价及患者援助方案符合中国国情，预计商业化销售放量速度将非常快，并带动化疗、阿帕替尼等联合用药方案的收入增长。
- ✓ **华东医药**：2019年上半年医药工业保持高增长，商业增速企稳回升。研发投入力度加大，在研管线进展符合预期。预计2019年全年研发支出将超过10亿元，同比增长将超过40%。
- ✓ **丽珠集团**：2019年上半年保持稳健增长，主要受以艾普拉唑为主的消化道制剂带动，参芪扶正、鼠神经生长因子等承压品种下滑幅度收窄，收入占比进一步下降，收入结构持续改善。
- ✓ **科伦药业**：2019年上半年收入增速放缓，利润有所回落，主要由于2018Q1流感爆发导致的较高基数。研发费用持续提升，管线进一步扩充，非输液制剂的收入贡献将提升公司业绩弹性。

表：A股化药制剂子行业重点公司财务指标及盈利预测（亿元）

| 代码 | 公司简称 | 营业收入（亿元） | | | 归母净利润（亿元） | | | 归母净利润YOY | | | 总市值 190910 | 国信证券 评级 |
|--------|------|----------|--------|--------|-----------|--------|-------|----------|--------|--------|---------------|------------|
| | | 2018A | 2019H1 | 2019E | 2018A | 2019H1 | 2019E | 2018A | 2019H1 | 2019E | | |
| 600276 | 恒瑞医药 | 174.18 | 100.26 | 224.07 | 40.66 | 24.12 | 53.54 | 26.4% | 26.3% | 31.69% | 3563.46 | 买入 |
| 600196 | 复星医药 | 249.18 | 141.73 | 298.52 | 27.08 | 15.16 | 30.95 | -13.3% | -2.8% | 14.29% | 729.14 | 买入 |
| 000963 | 华东医药 | 306.63 | 182.49 | 347.56 | 22.67 | 15.96 | 27.79 | 27.4% | 23.4% | 22.57% | 507.79 | 买入 |
| 002422 | 科伦药业 | 163.52 | 89.22 | 188.42 | 12.13 | 7.28 | 12.49 | 62.0% | -5.9% | 2.97% | 417.25 | 买入 |
| 000513 | 丽珠集团 | 88.61 | 49.39 | 97.32 | 10.82 | 7.39 | 12.52 | -75.6% | 16.7% | 15.69% | 273.23 | 买入 |
| 600521 | 华海药业 | 50.95 | 26.53 | | 1.08 | 3.35 | | -83.2% | 46.0% | | 221.77 | 增持 |
| 002262 | 恩华药业 | 38.58 | 20.97 | 43.86 | 5.25 | 3.22 | 6.49 | 33.0% | 22.9% | 23.71% | 136.90 | 增持 |

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

中药板块：财务指标变化

- 中药板块子行业：板块整体承压，业绩继续下滑。
- 2019年上半年中药子行业收入同比增长11.2%，受行业政策变化、2018Q1流感导致的高基数、市场消费需求等因素影响，收入增速有所放缓。受辅助用药监控等政策影响，中药注射剂销售预计仍将持续承压。龙头企业品牌中药消费属性强，上半年受到消费行业整体景气度影响。
- 利润端仍然保持下降趋势，主要受到行业毛利率继续下行及2018Q1流感导致的基数较大影响，期间费用率同比小幅下降。
- 预计全年中药注射剂将持续保持下行趋势，保持对OTC、消费属性品牌中药细分领域的关注。部分龙头企业逐步寻求转型，加大研发投入，优化产品结构，具体效果仍有待检验

表：A股中药子行业2016-2019H1主要财务指标

| 项目 (亿元) | 2016A | 2017A | 2018A | 2019H1 |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 2,324 | 2,662 | 3,049 | 1,665 |
| YOY | 11.3% | 14.6% | 14.5% | 11.2% |
| 营业成本 | 1,104 | 1,319 | 1,484 | 774 |
| 毛利率 | 47.5% | 49.5% | 48.7% | 46.5% |
| 销售费用 | 556 | 681 | 813 | 414 |
| 费用率 | 23.9% | 25.6% | 26.7% | 24.9% |
| 管理费用 | 181 | 201 | 231 | 117 |
| 费用率 | 7.8% | 7.6% | 7.6% | 7.1% |
| 研发费用 | 47 | 57 | 63 | 31 |
| 费用率 | 2.0% | 2.1% | 2.1% | 1.9% |
| 净利润 | 315 | 354 | 319 | 205 |
| 净利率 | 13.5% | 13.3% | 10.5% | 12.3% |
| 归母净利润 | 306 | 339 | 307 | 196 |
| YOY | 2.3% | 10.9% | -9.5% | -6.1% |
| 扣非归母净利润 | 264 | 304 | 256 | 161 |
| YOY | 4.7% | 15.2% | -15.8% | -12.8% |
| 经营性净现金流 | 261 | 223 | 279 | 139 |
| ROE(TTM) | 10.9% | 10.6% | 8.2% | 7.0% |
| 总资产周转率 | 0.63 | 0.61 | 0.61 | 0.60 |
| 资产负债率 | 33.5% | 35.7% | 39.5% | 38.2% |

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

中药板块：重点公司分析

● 中药板块重点公司

受政策影响中药板块短期仍将承压，龙头企业加大研发投入，寻求产品转型，目前效果仍有待检验。当前华润三九、天士力等龙头企业估值已在处于低位，不必过度悲观。

- ✓ **华润三九**：2019年上半年业绩略超预期，主要受益于品牌OTC、中药配方颗粒高增长，自我诊疗业务加强品牌建设，处方药业务主动转型。2019年上半年公司研发投入1.89亿元，推动产品力提升。
- ✓ **白云山**：2019年上半年受并表影响业绩增速较高，内生增速保持稳健。王老吉大健康公司实施控费维价措施，利润增长较快。各项业务持续整合，未来有望进一步发挥板块协同优势。

表：A股中药子行业重点公司财务指标及盈利预测（亿元）

| 代码 | 公司简称 | 营业收入（亿元） | | | 归母净利润（亿元） | | | 归母净利润YOY | | | 总市值 190910 | 国信证券 评级 |
|--------|------|----------|--------|--------|-----------|--------|-------|----------|--------|---------|---------------|------------|
| | | 2018A | 2019H1 | 2019E | 2018A | 2019H1 | 2019E | 2018A | 2019H1 | 2019E | | |
| 000538 | 云南白药 | 267.08 | 138.97 | 294.20 | 33.07 | 22.47 | 37.91 | 5.1% | 8.6% | 14.66% | 996.37 | 无评级 |
| 600436 | 片仔癀 | 47.66 | 28.94 | 59.20 | 11.43 | 7.47 | 14.49 | 41.6% | 20.9% | 26.82% | 615.38 | 无评级 |
| 600332 | 白云山 | 422.34 | 333.41 | 640.75 | 34.41 | 25.48 | 29.70 | 66.9% | -2.7% | -13.69% | 610.48 | 买入 |
| 600085 | 同仁堂 | 142.09 | 71.57 | 153.14 | 11.34 | 6.61 | 12.04 | 11.5% | 3.3% | 6.13% | 391.01 | 无评级 |
| 000999 | 华润三九 | 134.28 | 71.67 | 150.66 | 14.32 | 17.22 | 22.37 | 10.0% | 108.4% | 56.21% | 311.39 | 买入 |
| 600535 | 天士力 | 179.90 | 94.17 | 202.12 | 15.45 | 8.99 | 17.04 | 12.3% | -2.9% | 10.31% | 273.34 | 买入 |
| 600566 | 济川药业 | 72.08 | 39.07 | 83.53 | 16.88 | 9.64 | 20.13 | 38.0% | 14.4% | 19.27% | 250.59 | 无评级 |
| 002603 | 以岭药业 | 48.15 | 29.84 | 54.77 | 5.99 | 4.55 | 6.96 | 10.8% | 1.5% | 16.15% | 137.16 | 无评级 |

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

生物制品板块：血制品稳健，生长激素高增长

A股生物制品板块上半年营收增速17.0%，扣非净利润增速20.8%，表现较为稳健。各项费用率与去年同期基本持平，资产负债率下降，扣非后的ROE小幅上升。

血制品板块增长稳健。上半年血制品主要公司增速在15%左右，预计下半年供需关系将从较为紧缺重回平衡。全行业采浆增速上半年受到压制，预计之后逐渐恢复至10%左右的水平。

疫苗管理法出台。疫苗管理法出台后，疫苗成为严监管行业，企业拥有牌照优势。行业整合预期明确，龙头企业将会受益。下半年行业的批签发和销售将有所改善，智飞的HPV持续放量。

生长激素保持景气。生长激素市场的增长来源于渠道下沉及渗透率的提升，外加长效水针的高端替代。

康柏西普增长强劲。终端需求旺盛，且有新批适应症，康柏西普将持续放量。

表：A股生物制品板块2016~2019H1主要财务指标（亿元）

| 年份 | 2016A | 2017A | 2018A | 2018H1 | 2019H1 |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 518 | 674 | 897 | 420 | 491 |
| YoY | | 30.2% | 33.1% | | 17.0% |
| 毛利率 | 55.0% | 54.6% | 53.3% | 53.5% | 53.7% |
| 销售费用 | 108 | 161 | 230 | 101 | 119 |
| 销售费用率 | 20.9% | 23.9% | 25.7% | 24.0% | 24.3% |
| 管理费用 | 74 | 54 | 63 | 28 | 31 |
| 管理费用率 | 14.3% | 8.0% | 7.0% | 6.6% | 6.4% |
| 研发费用 | | 29 | 38 | 17 | 20 |
| 研发费用率 | | 4.3% | 4.2% | 4.0% | 4.2% |
| 归母净利润 | 106 | 129 | 107 | 59 | 80 |
| YoY | | 22.1% | -17.5% | | 34.8% |
| 归母净利率 | 20.4% | 19.2% | 11.9% | 14.1% | 16.2% |
| 扣非净利润 | 85 | 102 | 97 | 60 | 72 |
| YoY | | 19.2% | -4.0% | | 20.8% |
| 扣非净利率 | 16.5% | 15.1% | 10.9% | 14.2% | 14.7% |
| 经营性净现金流 | 78 | 74 | 111 | 36 | 54 |
| 经营性净现金流/净利润 | 73.3% | 57.3% | 104.0% | 61.2% | 68.4% |
| 总资产 | 1648 | 1983 | 2178 | 2071 | 2264 |
| 净资产 | 1102 | 1275 | 1398 | 1305 | 1458 |
| 资产负债率 | 33.1% | 35.7% | 35.8% | 37.0% | 35.6% |
| ROE (扣非、平均) | | 8.5% | 7.3% | 4.6% | 5.1% |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理。资产负债率、ROE用整体法计算。

生物制品板块：重点公司分析

表：生物制品重点公司分析

| | 2018 | | 2019H1 | | 2019H1 | | 归母净利润增速预测 | | | 投资要点 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|--------|-------|-------------------------|
| | 营收增速 | 净利润增速 | 营收(亿) | 营收增速 | 净利润(亿) | 净利润增速 | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 血制品 | | | | | | | | | | |
| 华兰生物 | 35.8% | 38.8% | 14.03 | 16.8% | 5.07 | 11.9% | 31.4% | 17.7% | 15.6% | 转型血制品、疫苗双主业，业绩弹性主要在疫苗。 |
| 博雅生物 | 67.8% | 31.6% | 13.76 | 25.9% | 2.13 | 11.6% | 21.5% | 23.7% | 38.3% | 维持血浆调拨与丹霞注入预期，整合后有千吨潜力。 |
| 疫苗 | | | | | | | | | | |
| 康泰生物 | 73.7% | 102.9% | 8.08 | -24.1% | 2.58 | -9.8% | 15.2% | 30.3% | 85.6% | 研发管线优秀，长期看好肺炎和多联苗布局。 |
| 智飞生物 | 289.4% | 235.8% | 50.39 | 143.2% | 11.47 | 68.1% | 87.1% | 26.8% | 14.2% | HPV疫苗放量带来业绩爆发，未来增速可能放缓。 |
| 沃森生物 | 31.5% | 294.8% | 5.01 | 33.6% | 0.85 | 16.1% | -79.9% | 201.4% | 68.3% | 肺炎结合苗预计年内获批。 |
| 基因重组制药 | | | | | | | | | | |
| 长春高新 | 31.0% | 52.1% | 33.92 | 23.4% | 7.27 | 32.6% | 81.4% | 29.0% | 19.3% | 生长激素龙头，整合金赛理顺股权结构。 |
| 安科生物 | 33.3% | -5.2% | 7.63 | 21.7% | 1.47 | 13.1% | 31.5% | 30.4% | 21.0% | 生长激素水针上市增强竞争力。 |
| 通化东宝 | 5.8% | 0.2% | 14.35 | -2.0% | 5.32 | -0.8% | 14.0% | 17.5% | 17.2% | 胰岛素龙头，预计甘精胰岛素下半年上市。 |
| 康弘药业 | 4.7% | 7.9% | 15.19 | 9.8% | 3.40 | 9.7% | 16.2% | 26.0% | 31.0% | 康柏西普需求旺盛，新增适应症打开市场空间。 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

医药商业板块：批发行业元气恢复，零售注重内生增长

表：医药商业板块重点公司分析

| | 2017 | | 2018 | | 2019H1 | | 预测净利润增速 | | | 投资要点 |
|------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|----------------------------|
| | 营收增速 | 净利增速 | 营收增速 | 净利增速 | 营收增速 | 净利增速 | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 国药股份 | 4.8% | 15.3% | 6.8% | 23.0% | 12.0% | 18.7% | 19.9% | 16.4% | 15.4% | 北京地区医药商业龙头，麻醉药品批发业务占绝对优势。 |
| 上海医药 | 8.3% | 10.1% | 21.6% | 10.2% | 22.0% | 12.5% | 11.9% | 13.0% | 11.6% | 工业内生提速，商业持续增长，进口代理业务亮眼 |
| 中国医药 | 16.0% | 36.7% | 2.1% | 17.6% | 16.0% | -18.0% | -9.2% | 9.0% | 12.1% | 无评级 |
| 柳药股份 | 25.0% | 25.0% | 24.0% | 31.6% | 30.5% | 39.4% | 31.3% | 24.7% | 27.0% | 广西流通龙头，受益于两票制集中度提高，地位稳固 |
| 益丰药房 | 28.8% | 40.0% | 43.8% | 32.8% | 68.7% | 36.8% | 35.6% | 33.0% | 27.9% | 医药零售企业中精细化管理的优秀代表，跨省复制能力强 |
| 老百姓 | 23.1% | 24.9% | 26.3% | 17.3% | 24.7% | 22.1% | 22.9% | 23.6% | 24.1% | 全国零售公司，各地扩张 |
| 大参林 | 18.3% | 10.4% | 19.4% | 11.9% | 28.7% | 32.2% | 24.4% | 22.4% | 22.8% | 广东连锁零售药店龙头，积极推进全国扩张 |
| 国药一致 | 0.0% | -10.9% | 4.5% | 14.5% | 21.4% | 1.4% | 12.9% | 11.4% | 11.8% | 国大药房具有批零一体优势，院边店和DTP药房增长快 |
| 一心堂 | 24.0% | 19.6% | 18.4% | 23.3% | 17.9% | 15.3% | 19.8% | 23.5% | 21.7% | 期待执业药师增加和远程审方政策落实，连锁药店估值最低 |

数据来源：wind 国信证券经济研究所整理预测

注：中国医药、老百姓19-21年净利润增速来源于wind一致预测，以上公司仅作列示，不做推荐

医疗器械板块：部分细分领域增速较快

- **医疗器械行业：**2019H1营收增速15%，较2018全年有所下滑，毛利率49.9%，有所提升。扣非后利润增速28.7%，有所提升。国产替代和基层扩容促进医疗器械行业稳定增长。三项费用率中管理费用率下降0.5pp，体现规模效应，销售和研发费用率基本稳定。IVD领域中的化学发光、POCT、分子诊断的公司均保持高增速，国产替代进行时。

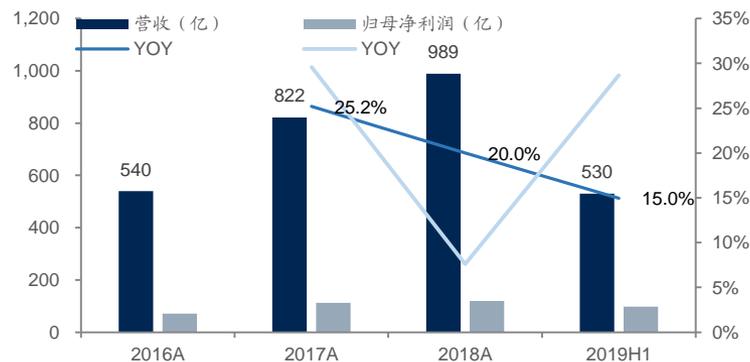
表：A股医药板块医疗器械子行业2016-2019H1主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019H1 |
|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 540 | 822 | 989 | 530 |
| YOY | | 25.2% | 20% | 15% |
| 毛利率 | 43.5% | 46.5% | 47.9% | 49.9% |
| 销售费用 | 72 | 125 | 162 | 87 |
| 费用率 | | 15.2% | 16.4% | 16.4% |
| 管理费用 | 69 | 61 | 73 | 36 |
| 费用率 | 12.7% | 7.5% | 7.3% | 6.8% |
| 研发费用 | | 45 | 58 | 32 |
| 费用率 | | 5.5% | 5.9% | 6.0% |
| 归母净利润 | 71 | 112 | 120 | 98 |
| YOY | | 29.6% | 7.6% | 28.7% |

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：2017A收入、利润、扣非利润YOY均剔除新上市公司影响，2019H1剔除科创板上市公司影响

图：2016-2019H1年A股医疗器械营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械：体外诊断子行业高增速

- 体外诊断行业：统计17家公司数据，2019H1营收增速19.3%，高于医疗器械板块整体增速，毛利率62.8%，有所提升。扣非后利润增速20.9%。IVD行业是国产替代主战场。管理费用率、销售费用率均下降0.5%。具体公司来看，万孚生物（38%）、安图生物（31%）、凯普生物（30%）、迪瑞医疗（26%）、迈瑞医疗（26%）等扣非后增速较高，在25%以上。

表：A股医药板块医疗器械IVD子行业2016-2019H1主要财务指标
(单位：亿元)

| 项目 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019H1 |
|---------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 88 | 162 | 322 | 232 |
| YOY | 51.5% | 33.6% | 25.8% | 19.3% |
| 毛利率 | 61.8% | 64.0% | 62.0% | 62.8% |
| 销售费用 | 49 | 62 | 75 | 40 |
| 费用率 | | 18.8% | 18.1% | 17.2% |
| 管理费用 | 41 | 47 | 29 | 15 |
| 费用率 | | 14.2% | 7.1% | 6.5% |
| 研发费用 | | | | 16 |
| 费用率 | | | | 6.9% |
| 扣非归母净利润 | 42 | 57 | 73 | 45 |
| YOY | 27.2% | 35.0% | 28.6% | 20.9% |

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：2017A收入、利润、扣非利润YOY均剔除新上市公司影响

POCT、化学发光、分子诊断等细分领域增速较高

■ 器械板块增速分化较大。IVD的细分子领域如POCT、化学发光、分子诊断等领域，国内部分企业具有自身技术特色，伴随分级诊疗、进口替代等趋势，呈现高增长态势。建议选择细分行业增速快的，以及公司估值相对较低有望底部反转的公司进行配置，标的推荐：迪安诊断、迈克生物、凯普生物、鱼跃医疗、乐普医疗。

表：医疗器械板块重点公司分析

| | 2017 | | 2018 | | 2019H1 | | 预测净利润增速 | | | 投资要点 |
|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|-------|-------|---------------------------|
| | 营收增速 | 净利增速 | 营收增速 | 净利增速 | 营收增速 | 净利增速 | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 迈瑞医疗 | 23.7% | 61.8% | 23.1% | 43.6% | 20.5% | 26.6% | 21.8% | 23.7% | 24.6% | 器械龙头，海外增速提升 |
| 乐普医疗 | 30.9% | 32.4% | 40.1% | 35.5% | 32.7% | 42.7% | 40.6% | 31.0% | 33.1% | 可降解支架获批，估值较低 |
| 迈克生物 | 32.3% | 19.9% | 36.3% | 18.9% | 21.7% | 16.3% | 22.8% | 27.5% | 32.6% | I3000高速化学发光平台开启新一轮成长期 |
| 迪安诊断 | 30.9% | 33.0% | 39.2% | 11.2% | 35.2% | 21.5% | 26.2% | 29.4% | 29.0% | 政策促使行业长逻辑恢复，实验室迈向成熟盈利能力提升 |
| 鱼跃医疗 | 34.1% | 18.4% | 18.1% | 22.8% | 12.5% | 13.5% | 20.6% | 18.2% | 19.6% | 增速稳健，医疗器械恢复增长 |
| 透景生命 | 31.0% | 29.7% | 20.5% | 11.7% | 24.4% | 6.4% | 12.8% | 21.2% | 26.3% | 仪器铺设带来收入增长，研发、销售费用率拖累业绩 |
| 凯普生物 | 20.3% | 22.5% | 21.1% | 22.4% | 27.0% | 29.3% | 26.7% | 28.7% | 27.7% | 核酸分子诊断小龙头，增速提升中 |
| 安图生物 | 42.8% | 27.7% | 37.8% | 26.0% | 39.0% | 29.8% | 29.4% | 29.4% | 28.2% | 无评级 |
| 金城医学 | 17.7% | 10.9% | 19.3% | 23.8% | 20.3% | 78.9% | 41.1% | 28.2% | 27.6% | 无评级 |
| 贝瑞基因 | 27.1% | 54.1% | 22.9% | 15.2% | 16.9% | 72.0% | 58.4% | 11.2% | 18.9% | 无评级 |
| 万孚生物 | 109.3% | 45.3% | 44.0% | 46.1% | 20.9% | 27.4% | 33.5% | 31.5% | 29.8% | 无评级 |
| 蓝帆医疗 | 22.3% | 10.9% | 68.4% | 72.6% | 74.2% | 58.8% | 61.7% | 33.5% | 20.3% | 无评级 |

数据来源：wind 国信证券经济研究所预测 注：蓝帆医疗、安图生物、金城医学、贝瑞基因、万孚生物19-21年净利润增速来源于wind一致预测，以上公司仅作列示，不做推荐

● 近期主要政策及分析

集采扩面文件出炉，25品种25省区联盟带量采购

- **联盟地区药品集中采购文件正式发布。**9月1日联合采购办公室发布GY-YD2019-1采购文件。产品范围为2018年4+7城市集采首批中选并已执行的25个品种，区域范围为全国其他省区（除4+7城市及河北、福建，共25省区含兵团），厂商范围为通过仿制药质量和疗效一致性评价（简称过评）的仿制药品、参比制剂及按新分类批准的仿制药品厂商。根据采购文件要求，将于9月24日现场开标并确认供应区域。
- **采购规则与此前市场预期相近，取消最低价独家中标、规则边际改善。**本次25省区联盟采购采用荷兰式招标（不要求最低价跟标），选择最低3家厂商拟中选；因此，不同厂商的最终中标价格可以不同，不同区域的供应价格可能不同。如1家企业中选，采购周期原则为1年，约定采购量为各省区报量基数（或首年实际采购量，下同）的50%；如2家企业中选，采购周期原则为1年，约定采购量为各省区报量基数的60%、2家厂商交替选择区域；如3家企业中选，采购周期原则为2年，约定采购量为各省区报量基数的70%，3家厂商交替选择区域。
- **竞争格局决定预期价格降幅，部分品种仍有降价压力。**采购文件设置了价格天花板，各厂商申报价格不高于4+7中选价格、不高于当前省级集采最低价，各厂商需在4+7中选价格基础上进一步降价。根据博弈论分析可知，各品种的预期价格降幅取决于竞争格局：如过评厂商仅1-3家，则各家厂商均可中标，而且降价幅度更大并不会获得更高比例的市场份额（荷式招标、交替选择下份额接近），预期竞争程度较为温和、价格降幅较小；如过评厂商超过3家，各家厂商需要进一步降价以获得3家拟中选资格，预期价格降幅可能较大。截止9月15日，25个品种名单中最多的有12家厂商过评（氨氯地平）、最少的仅有1家厂商过评（右美托咪定），因此不同品种（相对4+7中选价格）的预期价格降幅可能存在较大差异。
- **厂商参与动力较强，将进一步影响全国价格体系和市场份额。**由于25省区联盟允许3家中标，相比4+7城市独家中标有所放宽，其他厂商获得重新参与机会，也给了中选厂商瓜分全国各省区报量基数50-70%份额的机会。我们预计原有市场份额较大的国内仿制药厂商、新近过评但份额较小的国内仿制药厂商、新近获批尚未实现全国市场准入的后续仿制药厂商，都有较强的参与动力；此外，上一轮4+7集采中报价较为积极的部分原研药厂商，也有继续参与的动力。因此，本轮联盟集采扩面的厂商参与度将较上一轮更高，预计所有品种都有厂商中标。未过评、未参与的厂商，预计全国市场份额将会受到损失。
- **相对利好批量化、集群化仿制药厂商。**我们看好具有批量化注册、集群化销售能力的仿制药厂商，如中国生物制药（7个）、华海药业（6个）、京新药业（4个）、复星医药（3个）在25个品种目录中均有可能中标。

报量基数分析：区域差异较大，渗透率有望进一步提升

- **25省区用药结构存在明显差异。**根据2018年常住人口标准化后可以看到，部分省区（东北、西部）部分品种用量相对较低，反映出人口流动、相关疾病发病率、诊疗率、治疗规范率或用药习惯存在区域性差异。
- **仿制药渗透率仍有大幅提升空间。**以标准化比例排名最高的浙江省为例，常见慢性疾病的规范治疗率仍然较低；在25个品种目录内统计，按DDD（确定日剂量）折算，高血压（156万人年/2.72%）、高血脂（54万人年/0.94%）、乙肝（14.8万人年/0.26%）仅相当于流行病学调查发病率的10%左右（考虑同治疗领域其他竞品，渗透率约为20-30%），双抗血小板治疗（16.24万人年/0.28%）仅占PCI手术量（2017年33.77万例）的48%。随着价格下降、医保覆盖提升，仿制药用量和渗透率有望进一步提升。

图：25品种25省区报量基数相对常住人口的标准化比例

| 序号 | 通用名 | 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 |
|----|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | 阿托伐他汀 | 152% | 55% | 88% | 56% | 32% | 86% | 271% | 132% | 93% | 92% | 148% | 95% | 77% | 53% | 115% | 101% | 62% | 74% | 34% | 37% | 92% | 60% | 48% | 169% | 191% |
| 2 | 瑞舒伐他汀 | 84% | 109% | 93% | 86% | 22% | 198% | 272% | 73% | 86% | 181% | 131% | 89% | 31% | 35% | 80% | 179% | 38% | 19% | 34% | 15% | 86% | 65% | 30% | 187% | 113% |
| 3 | 氯吡格雷 | 93% | 74% | 77% | 89% | 34% | 126% | 251% | 138% | 99% | 86% | 105% | 88% | 97% | 100% | 118% | 136% | 53% | 51% | 43% | 17% | 60% | 47% | 23% | 206% | 185% |
| 4 | 厄贝沙坦 | 18% | 54% | 45% | 27% | 14% | 225% | 485% | 58% | 132% | 27% | 34% | 85% | 31% | 159% | 112% | 50% | 85% | 58% | 86% | 64% | 61% | 32% | 67% | 32% | 143% |
| 5 | 氨氯地平 | 37% | 60% | 85% | 45% | 27% | 259% | 420% | 84% | 89% | 48% | 57% | 74% | 87% | 107% | 73% | 64% | 51% | 32% | 103% | 30% | 19% | 35% | 21% | 97% | 166% |
| 6 | 恩替卡韦 | 43% | 58% | 77% | 61% | 35% | 141% | 296% | 136% | 217% | 90% | 89% | 89% | 138% | 44% | 106% | 87% | 78% | 32% | 9% | 44% | 85% | 77% | 74% | 227% | 44% |
| 7 | 艾司西酞普兰 | 51% | 249% | 65% | 140% | 30% | 207% | 234% | 40% | 58% | 133% | 112% | 145% | 78% | 44% | 41% | 127% | 70% | 20% | 44% | 7% | 116% | 44% | 42% | 181% | 124% |
| 8 | 帕罗西汀 | 60% | 138% | 59% | 39% | 28% | 187% | 298% | 154% | 73% | 145% | 69% | 65% | 65% | 77% | 38% | 83% | 121% | 18% | 37% | 14% | 66% | 103% | 66% | 78% | 88% |
| 9 | 奥氮平 | 47% | 147% | 67% | 107% | 45% | 158% | 249% | 57% | 122% | 132% | 65% | 102% | 149% | 110% | 88% | 195% | 65% | 19% | 30% | 7% | 43% | 52% | 31% | 93% | 97% |
| 10 | 头孢呋辛 | 25% | 16% | 46% | 21% | 16% | 142% | 516% | 78% | 110% | 65% | 63% | 60% | 74% | 45% | 207% | 106% | 156% | 45% | 6% | 9% | 46% | 62% | 44% | 218% | 149% |
| 11 | 利培酮 | 62% | 136% | 85% | 118% | 15% | 55% | 86% | 139% | 172% | 140% | 119% | 85% | 175% | 44% | 138% | 128% | 175% | 31% | 59% | 6% | 55% | 22% | 4% | 12% | 62% |
| 12 | 吉非替尼 | 45% | 101% | 76% | 106% | 90% | 63% | 121% | 151% | 85% | 126% | 313% | 57% | 35% | 30% | 9% | 103% | 113% | 52% | 56% | 11% | 18% | 37% | 299% | 154% | 191% |
| 13 | 福辛普利 | 64% | 129% | 209% | 100% | 1% | 30% | 130% | 45% | 76% | 24% | 38% | 123% | 56% | 162% | 192% | 409% | 19% | 87% | 5% | 26% | 97% | 18% | 6% | 736% | 967% |
| 14 | 厄贝沙坦/氢氯噻嗪 | 27% | 65% | 45% | 22% | 23% | 308% | 666% | 118% | 68% | 53% | 29% | 52% | 20% | 33% | 93% | 75% | 20% | 8% | 70% | 69% | 44% | 33% | 58% | 57% | 170% |
| 15 | 赖诺普利 | 81% | 99% | 286% | 78% | 15% | 18% | 136% | 228% | 90% | 182% | 111% | 78% | 10% | 35% | 60% | 263% | 35% | 332% | 16% | 36% | 159% | 195% | 0% | 0% | 8% |
| 16 | 替诺福韦 | 37% | 60% | 110% | 121% | 34% | 142% | 267% | 175% | 76% | 88% | 101% | 146% | 92% | 58% | 63% | 103% | 60% | 25% | 12% | 80% | 83% | 140% | 95% | 45% | 192% |
| 17 | 氯沙坦 | 66% | 27% | 55% | 30% | 3% | 313% | 702% | 65% | 103% | 26% | 14% | 41% | 20% | 111% | 14% | 36% | 33% | 19% | 12% | 26% | 42% | 17% | 3% | 208% | 283% |
| 18 | 依那普利 | 238% | 65% | 118% | 55% | 18% | 121% | 67% | 106% | 116% | 109% | 139% | 37% | 148% | 22% | 143% | 17% | 102% | 185% | 76% | 20% | 86% | 114% | 35% | 38% | 50% |
| 19 | 左乙拉西坦 | 2% | 39% | 20% | 28% | 7% | 167% | 110% | 14% | 45% | 237% | 59% | 285% | 92% | 28% | 103% | 249% | 36% | 75% | 93% | 28% | 63% | 283% | 74% | 567% | 28% |
| 20 | 伊马替尼 | 49% | 172% | 66% | 22% | 42% | 61% | 53% | 243% | 15% | 128% | 137% | 180% | 185% | 31% | 58% | 80% | 158% | 76% | 31% | 24% | 69% | 92% | 15% | 82% | 85% |
| 21 | 孟鲁司特 | 29% | 144% | 30% | 42% | 23% | 93% | 495% | 69% | 74% | 87% | 71% | 54% | 37% | 107% | 74% | 77% | 172% | 21% | 48% | 63% | 88% | 81% | 77% | 105% | 205% |
| 22 | 蒙脱石 | 19% | 32% | 18% | 47% | 9% | 177% | 158% | 77% | 69% | 92% | 72% | 85% | 201% | 54% | 101% | 146% | 111% | 231% | 58% | 125% | 110% | 112% | 46% | 121% | 189% |
| 23 | 培美曲塞 | 61% | 91% | 67% | 22% | 44% | 163% | 38% | 104% | 108% | 97% | 235% | 210% | 103% | 16% | 262% | 48% | 27% | 19% | 27% | 171% | 11% | 84% | 142% | 27% | 72% |
| 24 | 氟比洛芬 | 119% | 68% | 36% | 113% | 152% | 207% | 318% | 108% | 102% | 97% | 71% | 133% | 125% | 45% | 44% | 103% | 18% | 49% | 13% | 30% | 92% | 36% | 9% | 6% | 85% |
| 25 | 右美托咪定 | 62% | 82% | 73% | 135% | 4% | 214% | 207% | 60% | 65% | 153% | 115% | 247% | 115% | 31% | 81% | 113% | 33% | 8% | 35% | 9% | 75% | 38% | 81% | 64% | 38% |
| | 所有产品 | 75% | 72% | 76% | 58% | 24% | 177% | 338% | 101% | 106% | 85% | 88% | 81% | 84% | 77% | 100% | 96% | 72% | 55% | 56% | 35% | 63% | 54% | 39% | 129% | 152% |

资料来源：上海阳光采购网、国家统计局、各省区市统计局；国信证券经济研究所整理
注：某个品种的标准化比例=某省区报量基数占全国比例/某省区2018年常住人口占全国比例（剔除4+7城市）；蓝色代表高于全国平均水平，灰色代表低于全国平均水平。

竞争格局分析：多家中标规则下，部分品种较为温和

■ 不同品种竞争格局有明显差异。按过评厂商数量排序，竞争格局较好的品种有右美托咪定（1家），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（2家），氯吡格雷、吉非替尼、厄贝沙坦氢氯噻嗪、伊马替尼、孟鲁司特（3家）。因允许3家中标，预计这些品种的竞争程度较为温和，过评厂商在上一轮4+7中选价格基础上小幅降价（部分品种部分厂商此前已跟随降价），都可获得本轮联盟集采的拟中选资格。竞争最为激烈的氨氯地平（12家）上一轮4+7中选价格已较低，本轮联盟集采不排除出现进一步降价。

表：25省区联盟集采25个品种竞争格局分析及预测

| 序号 | 通用名 | 中选均价上限 (元/单位) | 联盟报量基数 (万单位) | 联盟参考金额 (百万元) | 已过评厂商 (首家为4+7中选厂商) | 已过评 | 预计中 | 预计 | 竞争 |
|--------|----------|------------------|-----------------|-----------------|---------------------------------------|-------|------|-----|----|
| | | | | | | 厂商数 | 标厂商 | 比例 | 程度 |
| 1 | 阿托伐他汀 | 0.96 | 92,484.78 | 885.35 | 德展, 辉瑞、乐普、齐鲁、兴安 | 5 | 3 | 70% | C |
| 2 | 瑞舒伐他汀 | 0.79 | 49,500.20 | 389.74 | 京新, AZ, 天晴、先声、海正、贝特、莱柯 | 7 | 3 | 70% | D |
| 3 | 氯吡格雷 | 3.29 | 46,106.12 | 1,516.49 | 信立泰, 赛诺菲、乐普 | 3 | 3 | 70% | B |
| 4 | 厄贝沙坦 | 0.40 | 58,780.00 | 237.64 | 华海, 赛诺菲、恒瑞、海正、天晴 | 5 | 3 | 70% | C |
| 5 | 氨氯地平 | 0.15 | 112,442.03 | 167.06 | 京新, 辉瑞、双鹤、扬子江、东瑞、复星、亚宝、黄河、辰欣、万生、现代、为康 | 12 | 3 | 70% | D |
| 6 | 恩替卡韦 | 0.63 | 32,112.51 | 201.22 | 天晴, BMS、青峰、东瑞、海思科、贝克、广生堂、信泰、复星、百奥 | 10 | 3 | 70% | D |
| 7 | 艾司西酞普兰 | 4.51 | 7,280.79 | 328.54 | 科伦, 灵北、京卫、复星 | 4 | 3 | 70% | C |
| 8 | 帕罗西汀 | 1.67 | 9,461.00 | 158.00 | 华海, GSK | 2 | 1 | 50% | A |
| 9 | 奥氮平 | 9.93 | 11,159.76 | 1,108.71 | 豪森, 礼来、齐鲁、瑞迪 | 4 | 3 | 70% | C |
| 10 | 头孢呋辛 | 0.51 | 16,372.91 | 84.05 | 倍特, GSK、现代、联邦、京新、中化、白云山 | 7 | 3 | 70% | D |
| 11 | 利培酮 | 0.17 | 32,314.39 | 53.92 | 华海, 杨森、恩华、齐鲁 | 4 | 3 | 70% | C |
| 12 | 吉非替尼 | 54.70 | 452.25 | 247.38 | AZ, 齐鲁、天晴 | 3 | 3 | 70% | B |
| 13 | 福辛普利 | 0.84 | 3,813.49 | 32.14 | BMS, 华海 | 2 | 2 | 60% | A |
| 14 | 厄贝沙坦氢氯噻嗪 | 1.09 | 26,632.13 | 290.29 | 华海, 赛诺菲、天晴 | 3 | 3 | 70% | B |
| 15 | 赖诺普利 | 0.23 | 1,103.03 | 2.55 | 华海, AZ | 2 | 1 | 50% | A |
| 16 | 替诺福韦 | 0.59 | 3,915.75 | 23.13 | 倍特, GSK、齐鲁、天晴、广生堂、安科、苏泊尔、海思科、龙泽、特瑞 | 10 | 3 | 70% | D |
| 17 | 氯沙坦 | 1.03 | 22,025.09 | 226.29 | 华海, MSD | 2 | 1 | 50% | A |
| 18 | 依那普利 | 0.57 | 31,121.16 | 176.08 | 扬子江, MSD | 2 | 1 | 50% | A |
| 19 | 左乙拉西坦 | 2.40 | 1,778.34 | 42.68 | 京新, UCB、圣华曦、信立泰 | 4 | 3 | 70% | C |
| 20 | 伊马替尼 | 10.40 | 1,641.62 | 170.68 | 豪森, 诺华、天晴 | 3 | 2 | 60% | B |
| 21 | 孟鲁司特 | 3.88 | 7,449.49 | 288.74 | 民生, MSD、海悦 | 3 | 3 | 70% | B |
| 22 | 蒙脱石 | 0.68 | 16,634.06 | 113.11 | 先声, 益普生、扬子江、维奥、绿叶、康恩贝、华纳、宏济堂、哈药 | 9 | 3 | 70% | D |
| 23 | 培美曲塞 | 3,215.26 | 18.32 | 588.91 | 汇宇, 礼来 | 1 | 1 | 50% | A |
| 24 | 氟比洛芬 | 21.95 | 1,651.51 | 362.51 | 泰德, 大安 | 2 | 2 | 60% | A |
| 25 | 右美托咪定 | 133.00 | 1,019.12 | 1,355.43 | 扬子江 | 1 | 1 | 50% | A |
| 所有产品合计 | | | 587,644.33 | 9,050.62 | | 1-12家 | 1-3家 | | |

资料来源：上海阳光采购网、NMPA、CDE、医药魔方；国信证券经济研究所整理及预测
注：按上轮4+7中选价格测算本轮中选价格上限；报量基数、均价已按差比价折算为主品规；金额仅供参考；竞争程度A=1-2家，B=3家，C=4-5家，D=6家及以上。

采购规模分析：扩面带量有保障，少数品种规模较大

- **按采购量看：**扩面后中标厂商的采购量均有保障。上一轮4+7城市集采，独家中标厂商大约可获得全国销量份额的10-15%；本轮联盟集采扩面到25省区，1-3家中标厂商合计大约可获得全国销量份额的40-60%。按报量基数结合预计中标厂商数量、采购比例估算，除个别品种外，预计每家中标厂商均可获得与4+7城市相近或更多的约定采购量；扩面带量对参与厂商而言有充分保障。
- **按采购额看：**采购规模集中于少数品种。因仿制药竞争格局、价格水平差异较大，按采购金额看，前六大品种（氯吡格雷、右美托咪定、奥氮平、阿托伐他汀、培美曲塞、瑞舒伐他汀）参考金额均在5亿元以上，合计（58.4亿元）占25个品种总额（90.5亿元）的64%，应当予以重点关注。

表：25省区联盟集采25个品种的参考金额及预计放大倍数

| 序号 | 通用名 | 4+7中选均价 (元/单位) | 4+7约定采购量 (万单位) | 4+7约定采购金额 (百万元) | 中选均价上限 (元/单位) | 联盟报量基数 (万单位) | 联盟参考金额 (百万元) | 预计中标 厂商数量 | 预计联盟 采购比例 | 预计联盟采购额 (百万元) | 预计总 量倍数 | 平均每 家倍数 |
|--------|----------|-------------------|-------------------|--------------------|------------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|
| 1 | 阿托伐他汀 | 0.95 | 20,034.36 | 191.06 | 0.96 | 92,484.78 | 885.35 | 3 | 70% | 619.75 | 3.23 | 1.08 |
| 2 | 瑞舒伐他汀 | 0.79 | 11,289.19 | 89.13 | 0.79 | 49,500.20 | 389.74 | 3 | 70% | 272.82 | 3.07 | 1.02 |
| 3 | 氯吡格雷 | 3.32 | 11,853.44 | 393.39 | 3.29 | 46,106.12 | 1,516.49 | 3 | 70% | 1,061.54 | 2.72 | 0.91 |
| 4 | 厄贝沙坦 | 0.40 | 11,527.72 | 46.60 | 0.40 | 58,780.00 | 237.64 | 3 | 70% | 166.35 | 3.57 | 1.19 |
| 5 | 氨氯地平 | 0.15 | 29,382.02 | 43.65 | 0.15 | 112,442.03 | 167.06 | 3 | 70% | 116.94 | 2.68 | 0.89 |
| 6 | 恩替卡韦 | 0.62 | 4,133.51 | 25.63 | 0.63 | 32,112.51 | 201.22 | 3 | 70% | 140.85 | 5.44 | 1.81 |
| 7 | 艾司西酞普兰 | 4.42 | 1,003.44 | 44.35 | 4.51 | 7,280.79 | 328.54 | 3 | 70% | 229.98 | 5.08 | 1.69 |
| 8 | 帕罗西汀 | 1.67 | 1,851.66 | 30.92 | 1.67 | 9,461.00 | 158.00 | 1 | 50% | 79.00 | 2.55 | 2.55 |
| 9 | 奥氮平 | 9.88 | 1,939.10 | 191.54 | 9.93 | 11,159.76 | 1,108.71 | 3 | 70% | 665.22 | 3.45 | 1.15 |
| 10 | 头孢呋辛 | 0.51 | 3,351.59 | 17.20 | 0.51 | 16,372.91 | 84.05 | 3 | 70% | 58.83 | 3.42 | 1.14 |
| 11 | 利培酮 | 0.17 | 3,401.05 | 5.68 | 0.17 | 32,314.39 | 53.92 | 3 | 70% | 37.74 | 6.65 | 2.22 |
| 12 | 吉非替尼 | 54.70 | 49.15 | 26.89 | 54.70 | 452.25 | 247.38 | 3 | 70% | 173.17 | 6.44 | 2.15 |
| 13 | 福辛普利 | 0.84 | 2,304.47 | 19.42 | 0.84 | 3,813.49 | 32.14 | 2 | 60% | 19.29 | 0.99 | 0.50 |
| 14 | 厄贝沙坦氢氯噻嗪 | 1.09 | 9,215.60 | 100.45 | 1.09 | 26,632.13 | 290.29 | 3 | 70% | 203.20 | 2.02 | 0.67 |
| 15 | 赖诺普利 | 0.23 | 220.02 | 0.51 | 0.23 | 1,103.03 | 2.55 | 1 | 50% | 1.27 | 2.51 | 2.51 |
| 16 | 替诺福韦 | 0.59 | 621.82 | 3.67 | 0.59 | 3,915.75 | 23.13 | 3 | 70% | 16.19 | 4.41 | 1.47 |
| 17 | 氯沙坦 | 1.03 | 10,049.53 | 103.54 | 1.03 | 22,025.09 | 226.29 | 1 | 50% | 113.14 | 1.10 | 1.10 |
| 18 | 依那普利 | 0.43 | 1,829.64 | 7.92 | 0.57 | 31,121.16 | 176.08 | 1 | 50% | 88.04 | 8.50 | 8.50 |
| 19 | 左乙拉西坦 | 2.40 | 647.76 | 15.55 | 2.40 | 1,778.34 | 42.68 | 3 | 70% | 29.88 | 1.92 | 0.64 |
| 20 | 伊马替尼 | 10.40 | 253.66 | 26.37 | 10.40 | 1,641.62 | 170.68 | 2 | 60% | 102.41 | 3.88 | 1.94 |
| 21 | 孟鲁司特 | 3.88 | 2,632.23 | 102.03 | 3.88 | 7,449.49 | 288.74 | 3 | 70% | 202.12 | 1.98 | 0.66 |
| 22 | 蒙脱石 | 0.68 | 1,699.32 | 11.56 | 0.68 | 16,634.06 | 113.11 | 3 | 70% | 79.18 | 6.85 | 2.28 |
| 23 | 培美曲塞 | 3,101.03 | 3.07 | 95.26 | 3,215.26 | 18.32 | 588.91 | 1 | 50% | 294.45 | 2.98 | 2.98 |
| 24 | 氟比洛芬 | 21.95 | 516.41 | 113.35 | 21.95 | 1,651.51 | 362.51 | 2 | 60% | 217.50 | 1.92 | 0.96 |
| 25 | 右美托咪定 | 133.00 | 134.23 | 178.53 | 133.00 | 1,019.12 | 1,355.43 | 1 | 50% | 677.71 | 3.80 | 3.80 |
| 所有产品合计 | | | 129,943.99 | 1,884.20 | | 587,644.33 | 9,050.62 | 1-3家 | 63% | 5,666.58 | 2.83 | |

资料来源：上海阳光采购网、NMPA、CDE、医药魔方；国信证券经济研究所整理及预测
注：按上轮4+7中选价格测算本轮中选价格上限；报量基数、均价已按差比价折算为主品规，均价差异源于不同规格占比不同；金额仅供参考。

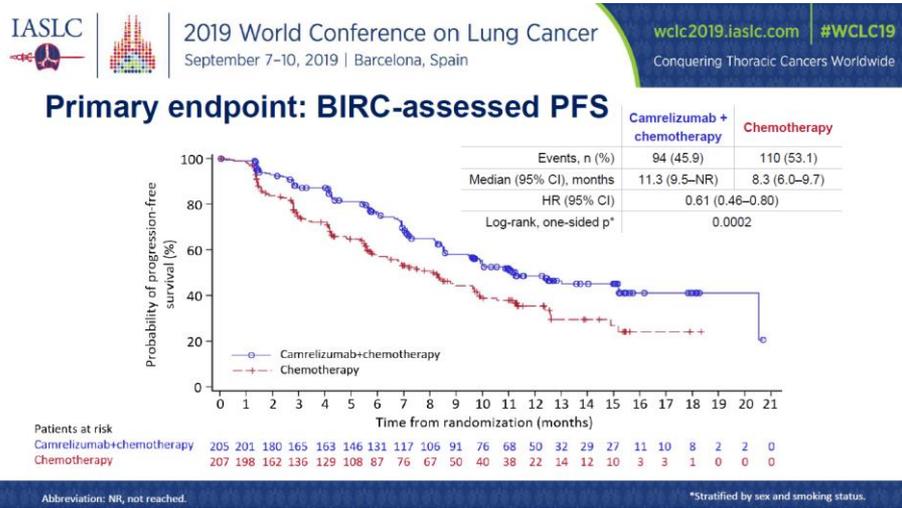
●学术前沿信息速递

WCLC 2019速递：恒瑞医药PD-1单抗

■ 恒瑞医药：卡瑞利珠单抗（抗PD-1单抗）的两项临床试验数据

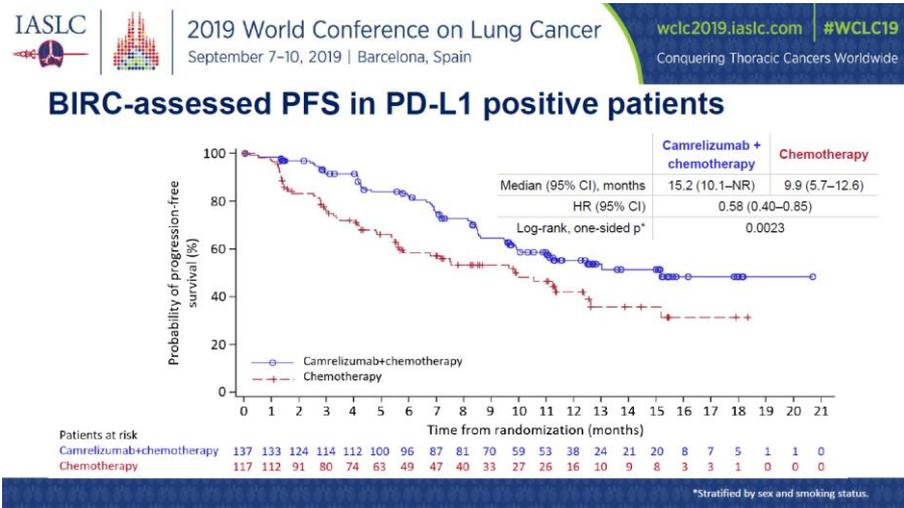
- 周彩存报告303注册临床试验：EGFR/ALK阴性的非鳞非小细胞肺癌初治患者，接受卡瑞利珠单抗200mg iv q3w联合化疗（培美曲塞+卡铂）一线治疗，主要终点为IRC评估的PFS；入组n=412，mPFS=11.3 vs 8.3个月（HR=0.61，p=0.0002）、PD-L1阳性人群mPFS=15.2 vs 9.9个月（HR=0.58，p=0.0023），达到方案预设的期中分析优效判定标准；OS数据尚未成熟，mOS=NR vs 20.9个月（HR=0.72，p=0.0272）。公司已向CDE提交该适应症国内注册申请（CXSS1900035）。

图：nsNSCLC 1L联合治疗的全人群PFS



资料来源：WCLC 2019等；国信证券经济研究所整理

图：nsNSCLC 1L联合治疗的PD-L1阳性人群PFS



资料来源：WCLC 2019等；国信证券经济研究所整理

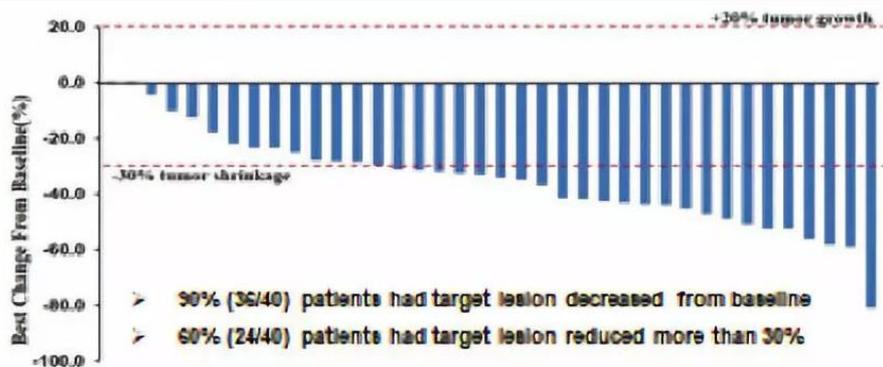
- 吴一龙报告201探索性临床试验：标准治疗失败的非小细胞肺癌患者，根据PD-L1表达水平分组接受卡瑞利珠单抗200mg iv q2w单药二线治疗，主要终点为ORR；PD-L1<1%人群中ORR=12.2%，1-25%人群中ORR=19.4%，25-50%人群中ORR=45.5%，≥50%且EGFR突变阴性人群中ORR=28.0%。

WCLC 2019速递：君实生物PD-1单抗

■ 君实生物：特瑞普利单抗（抗PD-1单抗）的一项临床试验数据

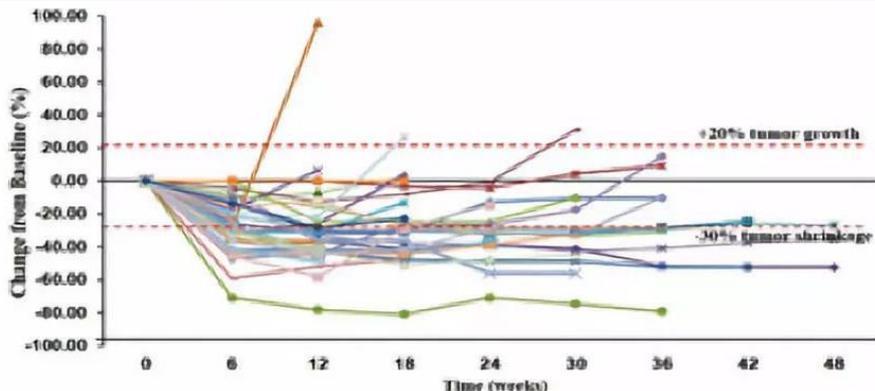
- 张洁报告ph2探索性临床试验：经EGFR TKI治疗失败、非T790M突变的非小细胞肺癌患者，接受特瑞普利单抗240mg iv q3w联合化疗（培美曲塞+卡铂）二线治疗，主要终点为ORR；入组n=40，经确认的ORR=50.0%，DCR=87.5%，mDOR=7.0个月，mPFS=7.0个月。公司已开展该适应症的ph3注册临床试验（JUPITER-07）。

图：EGFR TKI后线联合治疗的瀑布图



资料来源：WCLC 2019等；国信证券经济研究所整理

图：EGFR TKI后线联合治疗的蛛网图



资料来源：WCLC 2019等；国信证券经济研究所整理

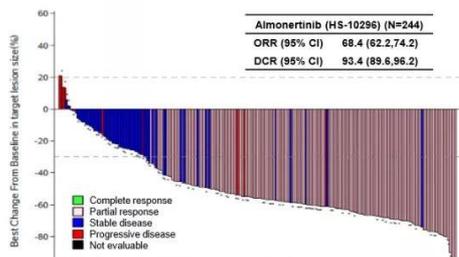
WCLC 2019速递：瀚森制药3G EGFR TKI

- 瀚森制药：奥美替尼（HS-10296，EGFR T790M抑制剂）的一项注册临床试验数据
 - 陆舜报告ph1/2注册临床试验APOLLO：经EGFR TKI治疗失败、有T790M突变的非小细胞肺癌患者，接受奥美替尼110mg po qd单药治疗，主要终点为IRC评估的ORR；入组n=244，ORR=68.4%、DCR=93.4%，基线脑转移患者ORR=61.5%、基线无脑转移患者ORR=72.6%。公司已向CDE提交该适应症国内注册申请（CXHS1900010/11）。

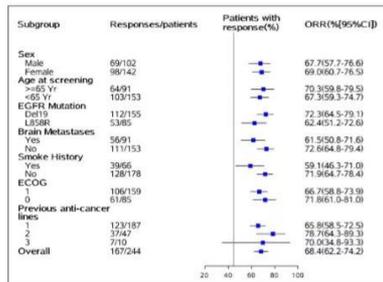
图：EGFR T790M突变后线患者的瀑布图及森林图



Primary Endpoint: ORR (ICR)



| Amonertinib (HS-10296) (N=244) | |
|--------------------------------|------------------|
| ORR (95% CI) | 68.4 (62.2,74.2) |
| DCR (95% CI) | 93.4 (89.6,96.2) |



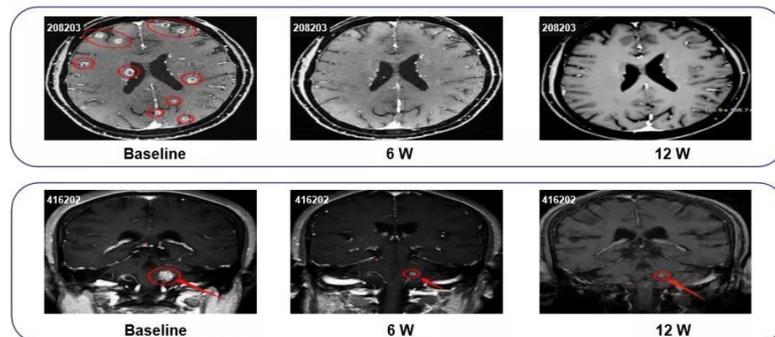
*, indicating patients with CNS metastases at baseline.
 • Analysis of ORR by ICR was consistent with the investigator-based analysis.
 • At the time of data cut-off (May 25, 2019), the median duration of treatment was 9.5 months (95% CI: 8.3-9.6).

资料来源：WCLC 2019等；国信证券经济研究所整理

图：EGFR T790M突变后线脑转移患者的颅内疗效



Efficacy with CNS Metastases



资料来源：WCLC 2019等；国信证券经济研究所整理

CSCO 2019预告：多个国产PD-1/PD-L1结果即将公布

- 恒瑞医药：卡瑞利珠单抗（抗PD-1单抗）
 - 301注册临床试验：标准治疗失败的食管鳞癌患者，接受卡瑞利珠单抗200mg iv q2w单药对比化疗（多西他赛或伊立替康）单药二线治疗，主要终点为OS；入组n=448，OS达到预设的主要研究终点。公司已向CDE提交该适应症国内注册申请（CXSS1900034），将于CSCO 2019/ESMO 2019同步公布详细结果。
- 君实生物：特瑞普利单抗（抗PD-1单抗）
 - POLARIS-03注册临床试验：标准治疗失败的尿路上皮癌患者，接受特瑞普利单抗3mg/kg q2w单药二线治疗，主要终点为ORR。
- 百济神州：替雷利珠单抗（抗PD-1单抗）
 - ph1探索性临床试验：NSCLC/NPC队列；UC/RCC队列；EC/GC/HCC/MSI-H/dMMR队列；食管癌一线联合化疗队列；非小细胞肺癌一线联合化疗队列。
- 基石药业：
 - CS1001（抗PD-L1单抗）ph1探索性临床试验：MSI-H/dMMR队列单药治疗的初步结果；CS1001联合化疗（顺铂+氟尿嘧啶）一线治疗食管鳞癌队列的初步结果。
 - CS1001 GEMSTONE-301注册临床试验介绍：局部晚期不可手术的非小细胞肺癌患者，同步/序贯放化疗后未进展的接受CS1001巩固治疗，主要终点为PFS。
 - CS1001 GEMSTONE-302注册临床试验介绍：非小细胞肺癌初治患者，CS1001联合含铂双药化疗一线治疗，主要终点为PFS。
 - CS1003（抗PD-1单抗）ph1探索性临床试验初步结果。
- 复宏汉霖：HLX10（抗PD-1单抗）台湾ph1探索性临床试验结果，并支持HLX10+HLX04联合治疗。
- 誉衡生物：GLS-010（抗PD-1单抗）中国ph1b探索性临床试验结果，单药治疗实体瘤。
- 康宁杰瑞：KN046（抗PD-L1/CTLA-4双抗）中国ph1探索性临床试验总结，单药治疗实体瘤。
- 康方生物：AK104（抗PD-1/CTLA-4双抗）中国ph1/2探索性临床试验结果，单药治疗实体瘤及联合含铂双药化疗（奥沙利铂+卡培他滨）一线治疗胃癌。

●2019年中报点评回顾

乐普医疗深度报告：创新为乐，普济天下

● 心血管行业全产业链布局，平台型企业放大竞争优势

公司在心血管器械领域深耕多年，技术储备丰富，产业链布局全面。制剂与原料药领域均有丰富的管线积累，是国内心血管领域产品线布局最为全面的平台型企业，具有强大的销售能力与品牌影响力。医疗服务及新型业态板块布局庞大，轮廓已初步呈现。未来有望依托平台型企业协同效应，实现强者恒强。

● 可降解支架首家获批，创新产品线引领介入无植入时代

NeoVas成为首个获批的国产可降解冠脉支架产品，与金属药物洗脱支架具有相似的安全性与有效性；植入3年后，NeoVas具有良好的供血、内膜覆盖效果，在血管舒张弹性恢复上优效于金属药物支架。技术上领先国内同类产品3年以上，有望凭借公司在心血管领域的渠道优势快速放量，利润弹性巨大。尽管高值耗材集采临近落地，但主要对渠道利润构成压力，公司独占性的创新产品有助于维护价格体系。

● 药品板块不宜过度悲观，OTC渠道大有可为

氯吡格雷与阿托伐他汀在4+7带量采购中未能中标，导致市场对公司仿制药板块业绩过度悲观。短期来看乐普在4+7区域药品收入占比不高，且新一轮集采扩大范围，公司若中标可结合原料制剂一体化优势寻求院内市场新机遇；中期来看OTC渠道将成为处方药销售重要战场，公司在OTC渠道布局较早，未来有望凭借丰富的管线储备持续导入新品种；长期来看治疗性药物渗透率将提升，行业增长长逻辑无忧。

● **风险提示：**可降解支架替代进程不及预期，或高值耗材集采降价幅度大幅超过预期；后续带量采购进程公司仍未能中标，或OTC渠道竞争压力加剧；在研产品进度不及预期。

● 投资建议：可降解支架及OTC渠道驱动增长，维持“买入”评级

我们认为前期市场对于4+7带量采购对公司的影响过度悲观，而2019年半年度的业绩证明了公司具有较强的抗压能力。可降解支架销售已经初见成绩，对业绩支撑作用较强。预计19~21年归母净利润达到17.14/22.45/29.89亿，对应EPS达到0.96/1.26/1.68元，对应当前股价PE为28.8/22.0/16.5X。我们认为公司作为高增长慢病平台，合理估值560~650亿，对应股价为31.42~36.47元，相对当前股价差距13%~32%，继续推荐“买入”。

恒瑞医药：迎来收获期，收入增速将上台阶

● 2019H1收入利润保持较快增长，符合预期

2019上半年营收100.26亿元（+29.19%），归母净利润24.12亿元（+26.32%），扣非归母净利润22.89亿元（+25.21%）。其中二季度单季度营收50.59亿元（+29.61%），归母净利润12.20亿元（+27.03%），延续一季度的增长势头。

● 销售管理费用率稳定，研发费用率维持较高水平

2019H1毛利率86.69%，销售费用率36.42%，管理费用率8.70%，比去年同期基本持平。研发费用金额14.84亿元、同比增长+49.13%，研发费用率14.80%，比去年同期提高1.98pp；研发投入强度继续保持较高水平，导致利润增速慢于收入增速，销售净利率24.07%（-0.98pp）。

● 创新药迎来收获期，预计收入增速有望上台阶

卡瑞利珠单抗自7月份起上市销售，定价及患者援助方案符合中国国情，我们预计商业化销售放量速度将非常快，并带动化疗、阿帕替尼等联合用药方案的收入增长。2019下半年如果吡咯替尼、硫培非格司亭能够顺利完成医保目录谈判准入，2020年起将享受到2-3年医保红利期带来的快速增长。多个创新药商业化销售放量曲线叠加带来业绩景气周期，我们预计从2019下半年起公司收入增速将上一个台阶。

● 后续研发管线不断收获临床及注册里程碑进展

展望2020年，卡瑞利珠单抗后续适应症（HCC 2L、EC 2L、nsNSCLC 1L等）将陆续发布试验结果、提交注册申请、批准上市。吡咯替尼在乳腺癌中从晚期二线向晚期一线、早期新辅助延伸布局；瑞马唑仑插管镇静、全身麻醉两个适应症将陆续批准上市；糖尿病管线中瑞格列汀、恒格列净都将陆续完成随访、提交注册申请；海曲泊帕、SHR-1316也有希望在2020年内提交注册申请。

● 风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；仿制药降价幅度超预期。

● 投资建议：暂不调整盈利预测，重申“买入”评级

预计2019-2021年营收224/283/357亿元，同比增速29/26/26%；归母净利润54/69/88亿元，同比增速32/28/28%；摊薄EPS=1.21/1.55/1.99元，当前股价对应PE=64/49/39x。创新药上市驱动业绩增长上台阶，里程碑进展提升研发管线估值，创新药国际化战略打开长期市值空间，重申“买入”评级。

复星医药：收入稳定增长，生物类似药步入收获期

● 上半年收入稳定增长，归母净利润小幅下滑

2019上半年营收141.73亿元（+19.51%），符合预期；归母净利润15.16亿元（-2.84%），扣非归母净利润11.68亿元（-2.75%），略低于预期。其中二季度单季度营收74.43亿元（+21.22%），增速环比一季度有所提升；归母净利润8.04亿元（-5.95%），扣非归母净利润6.38亿元（-5.32%）。

● 医药制造板块稳定增长，服务、器械试剂阶段性下滑

2019上半年医药制造板块收入108.95亿元（+21.65%），分部净利润12.32亿元（+22.59%），贡献了主要盈利增长。医疗服务板块收入14.60亿元（+21.56%、可比口径+16.68%），器械诊断板块收入17.97亿元（+6.45%，可比口径+10.09%），但两块分部净利润均有所下滑。其中和睦家及其他新建、新开业医院处于拓展期，面临阶段性亏损；直观复星代理业务稳定增长，但新一轮装机高峰尚未开始，而新产品处于研发阶段。此外，国药控股（通过国药产投）贡献投资收益7.47亿元（+4.63%），保持稳定增长。

● 生物类似药步入收获期，创新药研发投入力度加大

2019上半年公司研发支出13.51亿元（+13.69%），其中费用化进入研发费用8.49亿元（+19.80%），资本化进入开发支出5.02亿元（+4.56%）；约90%用于医药制造板块，包括生物创新药、生物类似药、小分子创新药、仿制药一致性评价等方面。复宏汉霖前四个生物类似药预计将陆续获批上市，研发重心转向生物创新药，尤其是PD-1单抗HLX10陆续启动多个大适应症晚期一线的三期注册临床试验，投入力度不断加大且将全部费用化。但生物类似药产品陆续上市、贡献增量收入，以及复宏汉霖港股上市融资，综合而言预计对复星医药的利润表、现金流量表的影响较为有限。

● **风险提示：**医保目录调整后辅助用药限制超预期；创新药研发进度慢于预期。

● **投资建议：**维持“买入”评级

预计2019-2021年归母净利润31/37/44亿元，同比增速14.3/20.4/18.3%；摊薄EPS=1.21/1.45/1.72元，当前股价对应PE=24/20/17x。医药制药板块重回增长轨道，单抗、CAR-T、小分子研发管线价值不断显化；一年期合理估值水平34.9-37.8元，较当前股价有23-33%的估值空间，维持“买入”评级。

华东医药：加大研发投入，商业企稳回升

● 第二季度业绩增速放缓，上半年业绩总体符合预期

2019上半年公司营业收入182.49亿元（+19.08%），实现归母净利润15.96亿元（+23.42%），扣除非经常性损益的归母净利润14.74亿元（+16.16%），上半年业绩基本符合预期。第二季度单季度业绩增长有所放缓，单季度营收85.44亿元（+14.1%），单季度扣非归母净利润6.18亿元（+0.9%），主要受到费用端销售费用及研发投入大幅提升影响。

● 工业持续高增长，商业增速企稳回升

2019上半年公司医药制造业板块收入56.96亿元（+28.85%），维持了较高增速，毛利率86.03%（-0.58pp）基本保持稳定，核心子公司中美华东上半年收入57.02亿元（+29.29%），实现净利润13.13亿元（+24.07%）。医药商业板块收入122.87亿元（+12.69%），经历了“两票制”实施初期调拨业务流失的消极影响后逐步企稳回升，17、18两年商业板块同比增速分别为7.45%和5.53%，商业板块上半年毛利率为8.08%（+0.58pp）基本稳定。国际医美板块上半年实现收入2.65亿元，毛利率72.25%。

● 研发投入力度加大，在研管线进展符合预期

2019上半年公司研发支出总额4.62亿元，同比增长75.17%，预计2019年全年研发支出将超过10亿元，同比涨幅将超过40%。重点研发项目进展上：迈华替尼正在开展一线II期临床试验；用于一/二线罕见基因突变的II期单臂临床试验已启动；治疗2型糖尿病的DPP-4抑制剂HD118已经完成I期临床试验；口服GLP-1创新药TTP273已于2019年5月获准开展临床。此外在仿制药板块公司还有奥美拉唑碳酸氢钠胶囊、西格列汀二甲双胍片等多个项目有望在19或20年上半年获得生产批文。

● 风险提示：百令胶囊、阿卡波糖承压；在研产品进度不及预期

● 投资建议：工业增长稳健，研发进展可期，商业企稳回升，维持“买入”评级

公司上半年业绩总体符合预期，工业加大研发投入积累可持续动能，商业经历阵痛期增速已触底反弹。预计2019~2020年公司净利润为27.79/33.36/40.75亿，对应当前PE为18.6/15.5/12.7x，继续维持“买入”评级。

丽珠集团：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：注射用重组人绒毛膜促性腺激素报产已进入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Ib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。

华润三九：品牌中药龙头，业绩略超预期

● 品牌OTC、中药配方颗粒高增长，业绩略超预期

2019年上半年营收71.67亿元（+10.73%），归母净利润17.22亿元（+108.39%），扣非归母净利润9.77亿元（+26.37%）。前三季度预计实现归母净利润18.35~20.58亿元（+64.95%~85.00%）。公司上半年业绩略超预期，主要原因在于品牌OTC、中药配方颗粒等高速增长，部分业务费用投放进度相对较慢，亦受益于今年4月1日开始执行的减税降费政策。非经常性损益主要来自公司2019Q1出售了深圳市三九医院有限公司82.89%股权，交易对价9.26亿元，带来的（税后）资产处置收益约6.8亿元。

● 自我诊疗业务加强品牌建设，处方药业务主动转型

自我诊疗业务（CHC）收入67.97亿元（+10.60%），感冒、胃肠品类增长较快，皮肤品类表现平稳，“易善复”在医院和零售均保持良好的增长态势。公司积极进行产品升级与新产品开发，上市了精氨酸布洛芬颗粒，氯雷他定糖浆，蒲地蓝消炎片，银菊清咽颗粒，铝碳酸镁片等多个产品。处方药业务收入31.02（9.01%），公司主动寻求业务转型，中药配方颗粒业务快速增长，中药注射剂止跌，实现小幅增长，其占营业收入比重已降至约6%。

● 持续研发投入，推动产品力提升

2019上半年公司研发投入1.89亿元，在研新产品32项，其中创新药3项，已开展近10个仿制药一致性评价，阿奇霉素片已通过一致性评价现场核查。上半年公司共获得生产批件2项，其中铝碳酸镁咀嚼片于2019年2月获批生产，视同通过一致性评价，为该品种首家通过企业。

● 风险提示：处方药降价风险；原材料价格波动风险

● 投资建议：OTC增长稳健，处方药转型顺利，维持“买入”评级。

公司自我诊疗业务增长稳健，积极加强品牌建设，处方药业务转型顺利，中药注射剂占比已降至6%，公司积极加强新产品研发和一致性评价工作，推动产品力提升。预计2019~2020年公司净利润为22.37/19.60/23.24亿，对应当前PE为12.9/14.8/12.5x，继续维持“买入”评级。

长春高新：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月份之后就没了批签发。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：管线储备深厚，看好长期布局，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。

通化东宝：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 and 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”。

沃森生物：业绩高增长，肺炎结合苗上市在即

● 扣非净利润大幅增长

沃森生物上半年营收5.01亿元（+33.63%），归母净利润0.85亿元（+16.09%），增速较低因18H1有转让江苏沃森股权产生的投资收益1945万元；扣非后的归母净利润为0.81亿元（+84.86%），有大幅增长。经营性现金流净额-0.58亿元，上年同期为-0.79亿元，略有好转。

● 研发有序推进，肺炎结合苗上市在即

重磅品种13价肺炎结合苗申报生产的技术审评工作结束，目前已进入生产现场检查阶段。二价HPV疫苗已进入3期临床研究的关键时期，处于收集病例及分析的最后阶段。9价HPV疫苗正在开展1期临床试验，重组EV71疫苗已进入临床研究阶段。

● 批签发稳步增长

受行业性影响，今年上半年疫苗的批签发普遍出现萎缩，但公司的主要产品批签发均有较大幅度的增长。其中Hib疫苗180万剂（+18.4%），AC结合苗53万剂（+94.2%），AC多糖苗878万剂（+17.2%），四价流脑多糖苗137万剂（+30.9%），百白破疫苗387万剂（+144%），肺炎多糖苗138万剂（+16.1%）。

● 股权激励费用致管理费用大增

上半年管理费用0.69亿元（+109%），管理费用率13.8%（+5.0pct），主要因为新增2798万元股权激励费用，剔除后管理费用率为8.2%（-0.6pct）。研发费用为2937万元（-60.2%），研发费用率5.9%（-13.8pct），研发费用大幅减少因嘉和生物出表。

● 风险提示：13价肺炎结合苗上市进度不及预期

● 投资建议：维持“增持”评级

沃森生物是国内13价肺炎结合苗研发进度最快的企业，现已进入生产现场检查阶段，预计可在今年下半年获批，明年初上市，享受肺炎结合苗的存量市场。公司现有产品的销售稳定增长，2020~2021年随着肺炎结合苗的上市将迎来业绩的爆发。我们预计公司2019~2021年的净利润为2.10/6.33/10.65亿元，对应当前股价PE为207.2/68.8/40.8x，维持“增持”评级。

康弘药业：康柏西普增长强劲，传统板块企稳

● 康柏西普高增长，传统板块企稳

康弘药业上半年实现营收15.19亿元（+9.79%），归母净利润3.40亿元（+9.67%），扣非净利润3.16亿元（+18.07%），经营性现金流净额2.39亿元（+71.14%），大幅增长。单季度营收8.02亿元（+17.3%），净利润1.29亿元（+24.0%）。生物制药板块（康柏西普）营收5.60亿元（+26.8%），净利润1.73亿元（+62.7%），保持快速增长；净利率30.9%（+6.8pct），随着营收的增长，规模效应显现，盈利能力大幅增强。化学药板块营收5.60亿元（+1.8%），中成药板块营收3.97亿元（+1.5%），传统板块营收企稳。

● 康柏西普新适应症获批，预计后续谈判进入医保

今年5月康柏西普获批第三个适应症DME，对应患者人数约400万人左右；另有RVO适应症处于3期临床，加上已获批的湿性AMD和pmCNV，四大适应症合计患者人数超1000万人。我们预计新批适应症将通过新一轮的医保谈判进入医保，推动康柏西普进一步放量。

● 康柏西普终端需求增长强劲

根据样本医院数据，2019Q1康柏西普销售0.82亿元（+32.5%），用量1.48万支（+32.6%），需求增速在30%以上，且医保降价影响已经消除。从滚动全年的数据看，一季度康柏西普销售增速为38.0%，用量增速高达51.1%。随着原有适应症渗透率的提升以及新适应症的获批，预计康柏西普的增速还有进一步加快的潜力。

● 风险提示：康柏西普医保谈判降价幅度超预期，海外临床进度不及预期

● 投资建议：维持“增持”评级

公司的核心产品康柏西普终端需求增长强劲，业绩保持快速增长。康柏西普新批适应症打开增长空间，预计进入医保谈判可提供新的增长动力，未来三年可保持60%的复合增速。化学药和中成药板块业绩企稳，且预计有低速的恢复性增长。暂不考虑发行可转债的影响，我们预计公司2019~2020年净利润为8.08/10.18/13.34亿元，同比增速为16.2%/26.0%/31.0%，对应当前股价估值为38.1/30.2/23.0x，维持“增持”评级。

博雅生物：中报低于预期，不改全年成长目标

● 血制品增速不及预期，销售费用率大幅上升

博雅生物上半年实现营收13.76亿元（+25.95%），归母净利润2.13亿元（+11.63%），经营性现金流净额-1.01亿元（-236%），大幅减少主要因为丹霞血浆调拨的预付款增加所致。血制品业务营收4.72亿元（+20.72%），净利润1.50亿元（+12.76%），业绩增速不及预期。血制品销售费用率大幅上升至18.2%（+7.1pct），净利率下降至31.7%（-2.2pct）。

● 销售与批签发不匹配，预计部分库存于下半年形成销售

我们对2018~2019H1博雅的静丙累计批签发和销售，估计约0.84亿元的静丙未形成销售。我们估计静丙的销售与批签发不匹配是上半年血制品业绩不及预期和销售费用率大幅上升的主要原因，预计这部分静丙的销售将在下半年释放，带来血制品业绩增速的回升以及销售费用率下降至合理水平。

● 纤原开始消化库存

上半年纤原批签发19.6万瓶（-0.3%），销售额1.55亿元（+9.9%），以700元/瓶的出厂价估计，上半年销售纤原约22万瓶，开始逐步消化库存。我们预计上半年较大的销售费用的投入将会促进纤原销售增速在下半年开始回升，而随着库存的消化，纤原的批签发增速也将回升。

● MAH制度全面落实利好丹霞血浆调拨的获批

新版《药品管理法》明确了MAH制度的全面推广，虽然疫苗和血制品无法委托生产，但生物制品MAH有法可依，仍利好血浆调拨的获批。加之丹霞的GMP已经恢复，我们预计调浆大概率将于下半年获批。

● 风险提示：纤原销售不及预期、血浆调拨获批进度不及预期

● 投资建议：维持“买入”评级

我们认为博雅上半年血制品业绩不及预期主要是由于库存产品形成销售的时间点推迟导致，预计下半年业绩增速将会回升，维持全年20%左右的增速预期不变。我们预计调浆可在今年下半年获批，明年贡献利润，丹霞可在2021年前完成注入。预计公司2019~2021年净利润为5.70/7.05/9.75亿元，对应当前股价估值为27.2/22.8/20.6x，中性假设下公司的合理估值在167~199亿，对应当前股价有8%~28%的估值空间，维持“买入”评级。

华兰生物：业绩略逊预期，期待下半年疫苗发力

● 业绩略低于预期

华兰生物上半年实现营收14.03亿元(+16.77%)，净利润5.07亿元(+11.94%)，扣非净利润4.62亿元(+14.06%)，业绩略低于预期，主要因为疫苗公司和基因公司的亏损。经营性净现金流5.40亿元(+41.47%)，大幅增长。公司二季度实现营收7.07亿元(+10.6%)，净利润2.47亿元(+0.8%)。

● 血制品业务稳健增长

上半年血制品营收13.83亿元(+20.76%)，估计血制品的净利润(总归母净利润减去疫苗公司和基因公司的归母净利润)为5.47亿元(+16.5%)，实现稳健增长。分产品看，白蛋白5.10亿元(+7.94%)，静丙4.72亿元(+73.67%)，其他血制品4.00亿元(-0.06%)，我们估计静丙大幅增长是因为去年基数较低、公司调整丙球蛋白的产品结构及今年上半年景气度高。

● 期待下半年疫苗发力

华兰生物上半年疫苗板块的销售、利润不及预期，但主要产品流感疫苗的销售集中在下半年。公司的四价流感病毒裂解疫苗1#线于6月27日获得GMP证书，成功赶上下半年的疫苗接种季，我们维持今年1100万支四价苗和300万支三价苗的预测不变。流感疫苗需求旺盛且渗透率低，根据健康中国计划的指导，有很强的扩容预期，四价苗将享受流感疫苗渗透率上升以及对三价苗替代率上升的双重增长。以华兰的产能估计，2020~2021年四价流感疫苗有望达到每年1500万支。公司的狂犬疫苗预计明年上市销售，为疫苗板块带来新的利润增量。

● 风险提示：血制品销售不及预期，四价流感疫苗销售不及预期

● 投资建议：维持“买入”评级

华兰生物正从单一血制品的龙头公司过渡成为血制品、疫苗两大板块的生物制品公司。血制品业务将维持每年15%~20%的内生增速。疫苗板块随着四价流感疫苗的放量迅速成为公司业绩的另一大支柱，单抗业务随着3期临床的开展也将贡献部分估值。我们维持盈利预测，预计公司2019~2021年的净利润分别为14.97/17.62/20.37亿元，对应当前股价PE为30.6/26.0/22.5x，给予一年期合理估值为490~540亿，有7%~18%的估值空间，继续推荐“买入”。

安科生物：粉针恢复增长，水针上市未来可期

● 业绩基本符合预期

安科生物上半年营收7.63亿元（+21.71%），归母净利润1.47亿元（+13.15%），扣非归母净利润为1.42亿元（+16.69%），业绩基本符合预期。经营性现金流净额0.67亿元（-42.34%）。二季度营收4.16亿元（+19.7%），归母净利润0.81亿元（+14.6%）。上半年生物制品营收4.00亿元（+16.25%），子公司余良卿营收2.37亿元（+32.4%），苏豪逸明营收3449万元（+32.4%），中德美联营收2950万元（+11.0%）。

● 生长激素粉针恢复增长，水针上市增强竞争力

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。

● 销售费用率下降，研发费用率大幅上升

上半年公司的销售费用率下降至42.1%（-1.5pct），研发费用大幅上升至7.1%（+2.4pct）。毛利率为79.7%（-0.8pct），净利率19.3%（-1.5pct），均有小幅的下降。

● 布局肿瘤免疫治疗，研发进入关键时刻

公司的HER2单抗正在进行3期临床，进度处于国内第一梯队，预计可在2020年报产。抗VEGF人源化单抗已经完成1期临床，目前正在积极推进3期临床。PD-1单抗正在进行1期临床。博生吉安科的CAR-T临床申报正在进行补充材料。公司在肿瘤免疫治疗领域布局广泛，单抗生物类似药已经进入研发关键期，即将迎来收获期。

● 风险提示：生长激素销售不及预期，中药、干扰素等业务承压

● 投资建议：维持“增持”评级

公司是生长激素龙头，生长激素粉针剂产能恢复后销售也将增长，水针剂上市后大大增强公司的竞争力。由于一季度生长激素的销售受到一定影响，我们下调盈利预测，预计公司2019~2021年的净利润为3.46/4.51/5.46亿（前值为3.79/4.81/6.03亿），对应当前股价PE为47.3/36.2/29.9x，维持“增持”评级。

上海医药：工商齐发力，业绩稳健增长

● 业绩稳健增长，现金流改善

上半年公司营收 925.75 亿元 (+22%)，归母净利润 22.86 亿元 (+12.45%)，扣非净利润 20.95 亿元 (+10.66%)。单季度来看，Q2 营收 465.69 亿元 (+17.92%)，归母净利润 11.6 亿元 (+14.48%)，较 Q1 保持稳健增长。上半年综合毛利率 14.05% (-0.05pp)，其中工业上升 0.1pp，商业分销下降 0.19pp，主要由于带量采购等因素影响。上半年管理费用和销售费用分别同比增加 0.07pp 和 0.08pp，较为稳定。现金流方面，经营性现金流净额为 20.23 亿元 (+87.20%)，主要由于回款加快，特别是医药工业板块。此外公司上半年对 16.1 亿元应收账款进行了无追索权的保理业务。

● 医药工业：收入持续增长，研发加速推进

2019H1 公司工业板块营收 119.42 亿元 (+24.05%)，60 个重点品种销售收入 67.73 亿 (+31.03%)。广东天普两款核心产品上半年医院终端销售完成率为 102.5%，其中天普洛安销售收入 3.9 亿元，凯力康销售收入 1.8 亿元。研发投入方面，上半年研发费用 5.64 亿元 (+17.84%)，占工业板块收入的 4.72%，预计 3 年后占比达到 10%。目前公司 8 个产品 9 个品规完成 BE 申报至国家药监局，包括替米沙坦片及注射用兰索拉唑等。此外，报告期内公司与俄罗斯生物医药公司 BIOCAD 正式签署协议成立了合资生物医药公司，预计年底前向 CFDA 申报合作的产品。

● 医药商业：业绩增速提升，进口代理表现亮眼

分销业务上半年实现销售收入 801.94 亿元 (+21.04%)，零售业务实现销售收入 38.37 亿元 (+22.43%)，保持较高增长态势。一方面因为纯销比例提高，实现上海及辽宁等地区医疗机构全覆盖，两票制对于调拨业务的影响基本消化，另外进口代理业务持续推进。公司上半年与辉瑞合作获得思福妥与多泽润的全国代理权；为爱可泰隆司来帕格片（优拓比）提供进口分销业务；去年上市的两大 PD-1 产品欧狄沃与可瑞达同样表现强劲。

● 风险提示：行业政策变动；市场拓展不达预期；一致性评价不达预期

● 投资建议：维持“买入”评级

公司作为工商一体化龙头企业，具有独特的产业链优势，我们预测公司 2019~2021 年归母净利润为 43.43/49.08/54.77 亿元，分别同比增长 11.9%/13%/11.6%，当前股价对应 PE 分别为 12.5/11.0/9.9x，按照 2020 年 13-15xPE，合理估值在 22.49~25.95 元，维持“买入”评级。

国药股份：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，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%。零售直销业务延伸覆盖超 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)，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。费用率方面总体管控良好。

● 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 Q2 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。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，维持“买入”评级。

益丰药房：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 2019H 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。

柳药股份：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 下游客户的贷款逐步到位，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。

大参林：业绩稳步增长，现金流状况良好

● 业绩稳步增长

2019H1 公司实现营收 52.52 亿元 (+28.65%)，归母净利润 3.81 亿 (+32.21%)，扣非净利润 3.73 亿元 (+33.93%)。单季度来看，Q2 营收 26.74 亿 (+30.51%)，归母净利润 1.97 亿 (+39.52%)，扣非净利润 1.96 亿元 (+40.26%)，较 Q1 的均有明显提升，业绩实现高速增长。

● 门店有序扩张，华北地区并购落地

截至 2019H1，公司拥有门店总数 4153 家（含加盟店 39 家），较 2018 年底净增 273 家，其中自建 156 家，收购 118 家，关店 40 家。分地区来看，华南地区净增 212 家，华东地区净增 2 家，华中地区净增 19 家，华北地区净增 40 家，其中华北地区为新开辟的省外市场，即 2019H1 公司有 2 起并购，涉及 84 家门店，其中 2019 年 4 月完成收购保定盛世华兴 46% 股权，涉及 39 家门店。

● 处方药收入提升，医保门店占比维持较高水平

公司上半年公司处方药销售收入 15 亿元左右 (+31.65%)，贡献了 28.6% 的营收，筹建完成了 35 家 DTP 药房。目前，公司正与广东省药监局申请远程审方试点，如申请成功，公司承接处方的能力将进一步提高。此外，医保门店的增加也有利于拉动营收，2019H1 公司医保门店数为 3151 家，较 2018 年底增加 133 家，占比为 76.59%，(-1.19pp)，仍维持在 75% 以上，随着新开门店后续纳入医保，占比有望进一步提升。

● 费用率得到有效控制，现金流状况良好

上半年公司销售费率 25.38% (-1.72pp)，管理费用率 4.06% (-0.31pp)，通过连锁规模提升和营运管理的优化控制了费用率增长，有效应对了毛利率同比下降 1.68pp 对净利润的影响。现金流方面，公司上半年经营性现金流净额为 5.75 亿元，较 2018 年同期的 1.63 亿元有较高提升，维持良好水平，且公司发行的 10 亿元可转债已于 2019 年 4 月 24 日上市流通，有利于提升持续盈利能力。

● 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“买入”评级

公司是广东连锁零售药店龙头，经营效率高，积极推进全国扩张。我们预测公司 2019~2021 年归母净利润为 6.61/8.09/9.94 亿元，分别同比增长 24.4%/22.4%/22.8%，当前股价对应 PE 分别为 42.5/34.7/28.3x，按照 2020 年 36~38xPE，合理估值 56.16~59.28 元，维持“买入”评级。

一心堂：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 6.24/7.71/9.38 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。

国药一致：应收账款保理，大幅改善现金流

● 毛利下降、财务费用增加影响业绩增速

2019 上半年，公司实现营收 252.28 亿元 (+21.42%)，归母净利润 6.51 亿 (+1.42%)，扣非净利润 6.4 亿元 (+2.63%)。Q2 单季度归母净利润 3.51 亿 (+0.48%)，扣非净利润 3.42 亿元 (+1.17%)，增速较 Q1 均有所下降。主要在于公司 2019H1 毛利为 11.15% (-0.46pp)，由于处方药占比增加、DTP 药房销售同比增加 60% 等，零售业务毛利率同比下降 0.56pp。同时，因上半年对 27 亿应收账款进行保理，以及执行新租赁准则，利息支出大量增加，公司 2019H1 财务费用同比增加 81%，财务费用率为 0.41% (+0.13pp)。管理费用率 1.50% (-0.19pp)，销售费用率 5.88% (-0.25%)。预计随着产品销售结构优化，集采比例提高，公司盈利能力有望改善。

● 分销业务高增长，零售业务稳健发展

2019H1 公司分销业务实现营收 194.77 亿元 (+22.66%)，归母净利润 3.82 亿元 (+15.41%)，客户网络不断拓展，截至上半年，一级以上医疗机构 1804 家，基层医疗客户 (不含一级医院 836 家) 3783 家，零售终端客户 1587 家。国大药房上半年实现营收 61.08 亿元 (+18.75%)，归母净利润 1.50 亿元 (+7.81%)，保持稳健增长。截至 2019H1 药房数为 4593 家，较 2018 年底增加 318 家，院边药房共计 29 家，销售同比增长 122%，DTP 药房 25 家，销售同比增长 60%。

● 大额应收账款保理，现金流状况改善

公司上半年经营性现金流净额为 11.64 亿元 (+416.40%)，净现比达到 1.79，现金流状况同比大幅改善。其中 Q2 经营性现金流净额高达 19.23 亿元，环比 Q1 的 -7.59 亿元大幅提升。我们认为一方面由于对大额应收账款进行保理业务处理，Q2 深圳、广州“4+7”带量采购使得预付款增加，另外公司也加强存货管理，2019H1 存货周转率为 4.84 次，较 2018 年同期的 4.58 次有所提高。

● 风险提示：政策变动风险；药店管理优化不达预期；分销业务增长不达预期

● 投资建议：维持“增持”评级

公司批发业务分销网络不断扩大，保持着较快增长态势，国大药房具有批零一体优势，院边店和 DTP 药店增长快，且经营效率改善。我们预测公司 2019-2021 归母净利润 13.67/15.22/17.01 亿元，分别同比增长 12.9%/11.4%/11.7%，当前股价对应 PE 分别为 14.4/12.9/11.6x，按照 2020 年 14-16xPE，合理估值在 49.84~56.96 元，维持“增持”评级。

迈瑞医疗：立足全球，增速稳健

● 业绩符合预期，增速稳健

2019Q1实现营收82.06亿元。（+20.52%），归母净利润23.69亿元（+26.57%），扣非归母净利润23.29亿元（+26.43%），美元汇率波动对业绩亦有正面贡献。

● 海内外均衡发展，免疫发光高速增长

分业务线来看，生命信息与支持实现营收32.27亿元（+24.44%）；体外诊断营收28.45亿元（+22.48%），在免疫发光高速增长带动下，全年可保持20%以上增速，在三级医院市占率持续提升；医学影像业务营收19.74亿元（+12.51%），在整体市场低迷情况下仍保持双位数增长，估计下半年市场会有所回暖。分区域来看，国内国际增长均超过20%，国内市场受益进口替代和基层扩容，海外市场拉美增长强劲，欧洲也保持快速增长，且产品成功进驻多家高端医疗机构。

● 期间费用率降低，现金流质量佳

2019H1销售毛利率65.23%（-2.42pp），销售费用率20.79%（-1.55pp），管理费用率5.02%（-0.19pp），持续改善管理，降本增效。财务费用率-1.72%（-1.52pp）。经营性现金流净额20.99亿元（+39.45%），占净利润比值89%。

● 研发创新不断突破，产品推陈出新

公司持续保持10%左右研发投入，筑造强大的专利护城河，在研产品线丰富，不断推陈出新。2019H1推出了HYPERVISOR X亚重症中央站、腹腔镜气腹机、光学硬管腹腔镜、中高端台式彩超DC-80 X-Insight版、新低端便携彩超Z50/Z60及新黑白超DP50专家版、低端台式彩超DC-30 V2.0版、BS-2000M全自动生化分析仪(M2)、CL-6000i M2全自动化学发光免疫分析仪、生化免疫试剂产品等具备成本优势的产品和升级版本。

● 风险提示：基层扩容低于预期，研发风险，汇率波动、贸易摩擦等。

● 投资建议：械中恒“瑞”，维持“买入”评级

维持盈利预测，预计2019-2021年归母净利润分别为45.3/56.0/69.8亿，增速22%/24%/25%，当前股价对应PE分别为48.8/39.5/31.7x。公司作为器械领域的“恒瑞”，龙头优势显著，维持两年期合理估值160~182元，对应2021PE为28-32X，维持“买入”评级。

迪安诊断：现金流改善明显，内生强劲

● 2019H1业绩符合预期

2019H1实现营收39.94亿元（+35.17%），归母净利润2.48亿（+21.51%），扣非归母净利润2.28亿（+17.52%），业绩符合预期，剔除并表后内生增速在20%左右。2019H1销售毛利率32.9%（-0.6pp）。销售费用率8.4%（+0.4pp），管理费用率（含研发）10.5%（-0.5pp），财务费用率2.6%（+0.02pp），期间费用率基本稳定。

● 代理业务超预期，ICL业务利润率提升，现金流改善

代理业务方面，诊断产品收入26.22亿（+43.98%），高增速主要受到青岛智颖等公司并表影响，剔除青岛智颖（去年5月起并表）的影响，同比增速在23%左右，考虑到并表的还有杭州恒冠和厦门迪安福医，但影响很小，全部剔除后内生增速估计在20%左右，超出我们此前预期，毛利率29.28%，同比提高0.28pp。诊断服务收入13.18亿（+21.05%），毛利率40.95%（-0.73pp）。外包检测部分，杭州迪安业务收入13.42亿（+19.66%），净利润9400万（+12.31%），净利润率7.01%，较2018年底6.20%明显提升，考虑到公司2015-2017年布局的实验室将在2019-2020年逐渐扭亏，实验室利润将持续改善。公司从2018年起加大应收账款管控，子公司设立月度回款目标、预警客户进行周追踪等等，全面强化各项业务回款工作，现金流从2018H2开始大幅改善，2019H1现金流净额-0.48亿，相较2018H1的-1.45亿大幅好转。

● 聚焦精准诊断，提升特检服务，参与县域医共体建设

深化“服务+产品”一体化战略，产品线不断完善，基于一代测序平台已完成9项临床特检项目开发 and 转化。肿瘤伴随诊断FMI项目进展顺利，与包括天津肿瘤医院在内的多家知名医疗机构签订合同。新增3家精准诊断中心，在省内外开展10余家精准诊断中心建设。质谱方面，迪赛思已完成3个二类试剂盒的注册检验，备案产品5个，杭州凯莱谱和迪谱诊断均进展顺利。顺应国家政策，参与中国县域医共体建设资源共享平台建设。

● 风险提示：IVD耗材集采降价、新产品开发推广不及预期，商誉减值风险。

● 投资建议：维持“买入”评级

维持盈利预测2019-2021年归母净利润为4.90/6.35/8.19亿元，三年CAGR28%，当前股价对应PE29/22/17X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业，对标海外Labcorp，产品代理、外包检测服务和合作共建三种业务模式共同发展，现金流改善明显，随着实验室逐渐步入成熟期，业绩将持续改善。目前估值具有安全边际，业绩拐点可见，按照2020年28-32xPE，维持合理估值28.56~32.64元，维持“买入”评级。

中国中药：业务扎实推进，价值被低估

● 收入稳健增长，利润略逊预期

2019年上半年营收69.37亿元(+27.0%)，毛利41.87亿元(+42.9%)，归母净利润8.59亿元(+13.0%)。公司上半年中药配方颗粒与中成药业务保持稳健增长，受销售费用率大幅提升、新业务持续整合影响，净利润增长略逊于预期。

● 中药配方颗粒强劲增长，收入占比和盈利能力进一步提升

2019上半年，中药配方颗粒板块收入45.70亿元(+31.1%)，占总收入的比重达到66%。实现毛利30.25亿元(+48.1%)，贡献毛利占比达到72%，毛利率提升到66.2%(+7.6pp)。毛利率提升主要是由于：价格提升与成本降低。实现净利润7.87亿元(+23.1%)，净利率17.2%(-1.1pp)，净利率小幅降低的原因在于：(1)销售费用率同比提高7.8pp；(2)加大研发投入；(3)销售回款主要集中在下半年，应收账款余额增加。

● 中成药继续推行大品种战略，临床品种及OTC品种稳健增长

2019上半年中成药业务收入16.98亿元(+30.0%)，占总收入比重24%。上半年核心临床品种收入8.33亿元(+17.6%)；核心OTC品种收入4.19亿元(+25.9%)。实现毛利10.39亿元(+32.0%)，毛利率为61.1%(+0.9pp)，基本保持稳定。实现净利润1.48亿元(-13.8%)，净利率为8.7%(-4.4pp)。净利率下滑的主要受2018年收购中联药业影响，对其产品的整合仍在进行中。

● 中药饮片优化业务结构，大健康业务持续布局

2019上半年中药饮片业务收入6.05亿元(-5.4%)，实现毛利1.09亿元(+15.9%)，毛利率为17.9%(+3.3pp)，实现净利润3.09亿元(-17.3%)，主要原因是优化业务结构，提高特色品种及高毛利品种销售。中药大健康业务收入3,570万元(+41.3%)，在运营国医馆数量增加到8个。

● 风险提示：政策不确定性风险，中药配方颗粒增长不及预期。

● 投资建议：中药配方颗粒产业龙头公司，价值被低估，建议买入

4预计2019~2020年公司净利润为17.10/20.40/24.74亿元，PE为9.9/8.3/6.9x，PB仅1x，PS不足2x。继续维持“买入”投资评级，预期未来2年合理估值为7.07-8.16港元，与当前市值差异较大。

中国生物制药：密集收获新品，后续成长无忧

● 业绩保持高增速，略超预期

2019年上半年中国生物制药实现营收125.27亿元（+28.8%），归母净利润14.44亿元（+5.8%），调整后归母净利润16.74亿元（+20.5%），略超预期。肝病用药表现好于预期，新上市产品的销售放量是业绩增长的重要因素。

● 肿瘤板块快速崛起，创新药强劲增长

上半年肿瘤用药销售25.66亿元（+145.5%），营收占比快速上升至20.5%。安罗替尼上市后迅速放量高增长，独家创新药降价压力小，将是业绩持续增长强大动力。来那度胺、硼替佐米等仿制药新品的上市，雷替曲塞的不断放量为肿瘤用药板块提供增量。部分新品受益新医保目录调入，将加速实现进口替代。

● 上半年研发投入高达16.26亿元，推动进入新产品上市密集收获期

今年1-8月公司获得15个药品批件，其中不乏来那度胺、阿哌沙班、利伐沙班、他达拉非、替格瑞洛等重磅品种，安罗替尼也收获了第二个适应症：软组织肉瘤。目前共有在研品种241个，其中创新药占比达25%。预计未来3~5年每年都有10~15个新产品上市，其中创新药比例将不断提升。

● 集采扩面：是压力，也是机会

新一轮的代量采购将实施范围从“4+7”扩展到全国，对于原先中标的恩替卡韦和氟比洛芬酯回是压力，但公司有望通过恩替卡韦胶囊的中标扩大市占率。对于第一次未中标的吉非替尼、伊马替尼、瑞舒伐他汀等产品，也将是迅速扩大市占率的机会。公司将在新旧产品加速迭代过程中实现结构升级、盈利持续。

● 风险提示：带量采购降价超预期、研发进度不及预期

● 投资建议：成长清晰，强者恒强，上调预测，维持“买入”评级

考虑新产品上市加速，上调盈利预测，预计2019~2021年营收约256/316/378亿元，归母净利润约34/43/52亿元，同比增长约21/25/22%（原预测12/15/17%）。公司研发投入行业领先，管线储备深厚，进入新产品密集收获期，提供长期成长的动力。在医药龙头强者恒强大趋势下，公司的成长确定性和竞争优势越来越清晰，有望享有估值溢价。将一年期合理估值由9.5-10.1港元提至13.3~15.7港元（对应21PE 28~33x），较当前股价11.12港元具有20%~40%的估值空间，维持“买入”投资评级。

药明生物：生物制剂CDMO龙头，业绩高速增长

● 生物制剂CDMO龙头，业绩保持高速增长

公司是中国市占率第一的生物制剂研发服务提供商，在全球收入排名第三，随着生物制剂研发外包需求的增长，公司2014-2018归母净利润CAGR高达96.87%。2019H1实现营业收入16.07亿元（+52.4%）、归母净利润4.50亿元（+80.3%）、经调整后归母净利润5.22亿元（+76.0%）。收入65%来自海外，中国地区增速53%，北美42%，欧洲和其他地区超过110%。

● 随着生物药研发生产进程推进，收入快速增长

公司业务覆盖药物发现、生物药研发到商业生产，提供一体化解决方案，生物大分子研发技术壁垒高、耗时长、费用高，客户在开发过程中很难随意更换服务商，客户黏性强，公司的收益会随着生物制剂开发过程的推进并最终商业化生产而呈几何级数增加。截止2019H1，综合项目数224个，其中临床前项目106个，临床早期项目102个，临床后期项目15个，商业化生产项目1个，项目涵盖单抗、双抗、融合蛋白、ADC等各类生物药，其中有58个项目属于First-in-Class。未完成订单已达46亿美元，市场份额不断扩大。本年度获得疫苗服务外包项目，为全球首例，有望成为未来新的增长点。

● 具有技术平台优势，产能全球布局

公司拥有WuXiBody双抗平台、WuXia细胞系平台、WuXiUP连续生产平台等技术，具有通用性，可快速、高效表达蛋白，缩短药品研发周期，利用公司的技术，除了根据项目所需成本和时间收取服务费，还可以获得里程碑收入和产品商业化之后的销售分成，截止2019年中报，WuXiBody已授权15个项目。2019年拥有产能5.2万升，2022年预计扩张到28万升，海外新增爱尔兰生产基地，执行全球双厂策略，更容易实现技术转移。

● 风险提示：生物药市场需求不及预期；产能利用率下降；行业竞争激烈等。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计2019-2021年归母净利润9.61/14.62/21.52亿元，同比增速53/52/47%；摊薄EPS为0.77/1.18/1.13元，当前股价对应PE为94/62/42x。公司作为生物制剂CDMO龙头企业，未来三年业绩维持CAGR51%的高速增长，首次覆盖，按照2021年PE48-52x，合理估值94.6~102.5港元，给予“买入”评级。

● 细分板块观点

药品板块：创新药重磅临床结果亮相，仿制药集采扩面

- **多家创新药重磅临床试验结果亮相全球学术会议。**9月7-10日世界肺癌大会（WCLC）在西班牙巴塞罗那举行。恒瑞医药、君实生物、信达生物、中国生物制药、瀚森制药、贝达药业等公司的多个大分子、小分子创新药发布多项重磅临床试验结果，表明中国本土创新药登上国际舞台，整体研发实力和水平、临床试验质量和成果不断追赶国外领先者。自从8月底WCLC摘要出炉以来，恒瑞医药凭借PD-1单抗联合化疗一线治疗非鳞非小细胞肺癌的临床试验取得成功，市值突破3000亿元、站上3500亿元台阶；而瀚森制药凭借三代EGFR TKI奥美替尼治疗一代EGFR TKI耐药T790M突变非小细胞肺癌的出色数据，市值从1100亿港元向上突破1500亿港元。
- **9月下旬，中国临床肿瘤学会年会（CSCO）、欧洲肿瘤内科学会学会（ESMO）将相继在中国厦门、西班牙巴塞罗那举行**，届时将有更多的中国本土创新药研究结果发布。我们看好在PD-1、EGFR等重要靶点布局领先、临床实验获得成功的创新药企业，相应品种及适应症有望获得批准并进入医保，贡献显著的增量收入利润。
- **仿制药带量采购扩面至25省区，政策边际改善、渗透率有望进一步提升。**9月1日发布联盟地区药品集中采购文件，取消最低价独家中标、规则边际改善、与此前市场预期相近。我们认为，各品种的预期价格降幅取决于竞争格局：如过评厂商仅1-3家，预期竞争程度较为温和、价格降幅较小；如过评厂商超过3家，仍需要进一步降价。本次联盟集采扩面带量，参与厂商有充分保障；且随着价格下降、医保覆盖提升，仿制药用量和渗透率有望进一步提升；我们看好具有批量化注册、集群化销售能力的仿制药厂商。

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 19-9-16 | 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 | 79.76 | 3,528 | 0.92 | 1.21 | 1.56 | 1.99 | 86.8 | 65.9 | 51.3 | 40.1 | 23.2 | 2.0 | 买入 |
| 600196 | 复星医药 | 27.51 | 670 | 1.06 | 1.21 | 1.45 | 1.72 | 26.0 | 22.8 | 18.9 | 16.0 | 10.2 | 0.8 | 买入 |
| 002422 | 科伦药业 | 28.08 | 404 | 0.84 | 0.87 | 1.09 | 1.37 | 33.3 | 32.4 | 25.7 | 20.5 | 9.9 | 1.5 | 买入 |
| 000513 | 丽珠集团 | 27.80 | 231 | 1.16 | 1.34 | 1.54 | 1.78 | 24.0 | 20.8 | 18.1 | 15.6 | 10.1 | 1.0 | 买入 |
| 600521 | 华海药业 | 15.34 | 203 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 188.7 | - | - | - | 2.4 | - | 增持 |
| 000963 | 华东医药 | 28.50 | 499 | 1.30 | 1.60 | 1.93 | 2.33 | 22.0 | 17.9 | 14.7 | 12.2 | 24.7 | 0.8 | 买入 |
| 002262 | 恩华药业 | 13.03 | 133 | 0.51 | 0.64 | 0.78 | 0.95 | 25.3 | 20.5 | 16.7 | 13.8 | 19.4 | 0.8 | 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：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。
- 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。
- 2019年版医保药品目录发布，继续提出限制西医的中药处方权；但跟踪河北、山东等地政策落实情况看，总体上采取了积极培训、稳妥推进、分类管理的思路，并没有对西医的中药处方权一刀切。通过学习培训实践，有助于中医药获得稳定的市场认可度。

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 19-9-16 | 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 | 37.14 | 580 | 2.12 | 1.83 | 2.07 | 2.29 | 17.5 | 20.3 | 17.9 | 16.2 | 17.0 | 1.0 | 买入 |
| 000999 | 华润三九 | 30.96 | 303 | 1.46 | 2.29 | 2.00 | 2.37 | 21.2 | 13.5 | 15.5 | 13.1 | 13.9 | 0.6 | 买入 |
| 600085 | 同仁堂 | 28.00 | 384 | 0.83 | 0.88 | 0.97 | 1.08 | 33.9 | 31.9 | 29.0 | 26.0 | 12.8 | 2.3 | 无评级 |
| 600436 | 片仔癀 | 100.20 | 605 | 1.89 | 2.40 | 3.03 | 3.82 | 52.9 | 41.7 | 33.1 | 26.2 | 25.0 | 1.5 | 无评级 |
| 002603 | 以岭药业 | 11.60 | 140 | 0.50 | 0.58 | 0.67 | 0.79 | 23.4 | 20.1 | 17.4 | 14.6 | 8.2 | 1.1 | 无评级 |
| 600566 | 济川药业 | 30.39 | 248 | 2.07 | 2.47 | 2.96 | 3.52 | 14.7 | 12.3 | 10.3 | 8.6 | 34.2 | 0.6 | 无评级 |
| 000538 | 云南白药 | 77.44 | 989 | 2.59 | 2.97 | 3.33 | 3.74 | 29.9 | 26.1 | 23.2 | 20.7 | 17.5 | 1.5 | 无评级 |
| 600535 | 天士力 | 17.37 | 263 | 1.02 | 1.13 | 1.26 | 1.44 | 17.0 | 15.4 | 13.8 | 12.0 | 16.1 | 1.3 | 买入 |
| 000423 | 东阿阿胶 | 32.24 | 211 | 3.19 | 2.16 | 2.57 | 3.25 | 10.1 | 14.9 | 12.6 | 9.9 | 19.7 | 4.3 | 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

血制品：主要公司增速在15%左右

主要产品供不应求，采浆增长缓慢。上半年血制品供给端增速低于需求端，且进口白蛋白减少，全行业白蛋白、静丙等主要产品供不应求，白蛋白价格小幅上涨。行业增速中枢在15%左右。上半年因受到新兴事件影响，行业监管趋紧，行业采浆增速估计在7%左右。

华兰生物：血制品业务增速16.5%。2019H1血制品净利润5.47亿（+16.5%），因疫苗、基因公司的亏损，总体业绩略低于预期。预计未来2~3年血制品业务增速在15%~20%左右。华兰下半年业绩弹性来自于疫苗板块，全年业绩增速估计在30%左右。

博雅生物：业绩不及预期。血制品业务增速（+13%）不及预期，主要因为部分静丙收入确认时间推迟。预计下半年业绩增速回归，销售费用率回落。广东丹霞已复产，维持调浆+丹霞注入的预期不变。

表：A股血制品公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 19/9/16 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资 评级 |
|--------|------|---------------|-----------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|-------|----------|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | (18A) | (19E) | |
| 002007 | 华兰生物 | 33.06 | 464 | 0.81 | 1.07 | 1.26 | 1.45 | 40.7 | 31.0 | 26.3 | 22.8 | 19.7% | 1.5 | 买入 |
| 300294 | 博雅生物 | 30.83 | 134 | 1.08 | 1.26 | 1.56 | 1.73 | 28.5 | 23.4 | 18.9 | 13.7 | 14.5% | 0.8 | 买入 |
| 002252 | 上海莱士 | 8.83 | 439 | -0.31 | - | - | - | -28.9 | - | - | - | 1.3% | - | 无评级 |
| 000403 | 振兴生化 | 30.92 | 84 | 0.29 | 0.72 | 0.99 | 1.35 | 105.4 | 43.1 | 31.3 | 23.0 | 11.6% | 0.7 | 无评级 |
| 002880 | 卫光生物 | 49.68 | 54 | 1.45 | - | - | - | 34.3 | - | - | - | 11.8% | - | 无评级 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理。振兴生化的盈利预测为万得一致预期。

疫苗：疫苗管理法出台，批签发逐步恢复

疫苗管理法出台，批签发逐步恢复。疫苗管理法出台后，疫苗成为严监管行业，企业拥有牌照优势。行业整合预期明确，龙头企业将会受益。批签发经历的Q1的大幅减少之后，在Q2逐步恢复，4/9价HPV疫苗、肺炎结合苗等重磅创新疫苗表现良好。

康泰生物：二季度环比改善，看好长期布局。康泰生物上半年净利润2.58亿（-9.8%），二季度环比改善明显。四联苗批签发大幅减少，但预计下半年将恢复且全年销售有小幅增长。康泰生物的13价肺炎结合苗和人二倍体狂苗预计在2021年上市，带动公司业绩大幅增长；公司在多联苗上的布局提供长期增长动力。

智飞生物：HPV大幅放量。上半年净利润增速达到70%左右，核心产品HPV疫苗大幅放量，预计全年业绩高速增长，但应注意HPV疫苗存量市场消化后销售可能下滑的风险。

沃森生物：肺炎结合苗上市在即。沃森生物的13价肺炎结合苗目前处于生产现场检查阶段，预计将在年内获批，2020年初上市，成为肺炎结合苗首个国产产品，带动公司业绩的跃升。

表：A股疫苗公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 19/9/16 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资 评级 |
|--------|------|---------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|----------|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | (18A) | (19E) | |
| 300142 | 沃森生物 | 27.95 | 430 | 0.68 | 0.14 | 0.41 | 0.69 | 41.1 | 204.7 | 67.9 | 40.3 | 3.2% | / | 增持 |
| 300601 | 康泰生物 | 71.56 | 462 | 0.68 | 0.78 | 1.01 | 1.88 | 106.0 | 92.0 | 70.6 | 38.0 | 28.5% | 2.3 | 增持 |
| 300122 | 智飞生物 | 51.63 | 826 | 0.91 | 1.70 | 2.15 | 2.46 | 56.9 | 30.4 | 24.0 | 21.0 | 41.0% | 0.8 | 增持 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基因重组制药：生长激素保持景气，康柏西普增长强劲

生长激素保持景气。长春高新核心子公司长春金赛上半年业绩增速接近50%，预计全年增速在40%~50%之间。生长激素市场的增长来源于渠道下沉及渗透率的提升，外加长效水针的高端替代。安科生物水针获批上市丰富了高端剂型，增强了安科的竞争力。

通化东宝业绩基本持平。通化东宝的二代胰岛素渠道调整基本完成，上半年业绩基本持平。甘精胰岛素已经完成生产现场检查和现场抽样工作，有望在今年下半年获批，打开新的市场空间。

康柏西普增长强劲。康柏西普上半年营收5.6亿（+26.8%），净利润1.7亿（+62.7%），增长强劲。今年获批第3个适应症新增患者人群约400万人，并且预计会进入新一轮的医保谈判。康柏西普终端量的需求迅速增长，预计未来三年可保持60%的复合增速，价格预计有所下调。康弘药业传统板块企稳。

表：A股基因重组制药公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 19/9/16 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资 评级 |
|--------|------|---------------|-----------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|-------|----------|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | (18A) | (19E) | |
| 000661 | 长春高新 | 365.47 | 622 | 5.92 | 8.78 | 11.33 | 13.51 | 61.8 | 34.1 | 26.4 | 22.1 | 20.6% | 0.8 | 增持 |
| 600867 | 通化东宝 | 18.51 | 376 | 0.41 | 0.47 | 0.55 | 0.65 | 44.9 | 39.4 | 33.5 | 28.6 | 17.6% | 2.4 | 买入 |
| 300009 | 安科生物 | 15.77 | 166 | 0.25 | 0.33 | 0.43 | 0.52 | 62.9 | 47.9 | 36.7 | 30.3 | 15.0% | 1.7 | 增持 |
| 002773 | 康弘药业 | 34.62 | 303 | 0.79 | 0.92 | 1.16 | 1.52 | 43.6 | 37.5 | 29.8 | 22.7 | 16.5% | 1.5 | 增持 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械板块：龙头持续溢价，看好IVD细分龙头

- **器械领域近期多项政策相继落地，市场预期逐步明朗化。** 1) 北京地区6月15日起试点耗材零加成，2) DRGs付费试点启动，3) 医疗器械唯一标识系统试点启动，4) 安徽省高值耗材集采试点完成。
- **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，因此头部龙头仍有希望获得红利。迈瑞医疗中报业绩继续保持稳健增长。
- **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 19-9-16 | 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 | 23.20 | 144 | 0.63 | 0.79 | 1.02 | 1.32 | 37.0 | 29.4 | 22.7 | 17.6 | 12.9 | 0.8 | 买入 |
| 300463 | 迈克生物 | 26.01 | 145 | 0.80 | 0.98 | 1.25 | 1.65 | 32.6 | 26.6 | 20.8 | 15.7 | 17.1 | 0.9 | 买入 |
| 300760 | 迈瑞医疗 | 181.90 | 2,211 | 3.06 | 3.73 | 4.61 | 5.74 | 59.5 | 48.8 | 39.5 | 31.7 | 34.2 | 2.1 | 买入 |
| 300003 | 乐普医疗 | 28.06 | 500 | 0.68 | 0.96 | 1.26 | 1.68 | 41.0 | 29.2 | 22.3 | 16.7 | 19.1 | 0.7 | 买入 |
| 300642 | 透景生命 | 41.81 | 38 | 1.56 | 1.76 | 2.13 | 2.69 | 26.8 | 23.8 | 19.6 | 15.5 | 14.8 | 0.9 | 买入 |
| 002223 | 鱼跃医疗 | 22.68 | 227 | 0.73 | 0.87 | 1.03 | 1.24 | 31.3 | 26.1 | 22.0 | 18.3 | 13.6 | 1.1 | 买入 |
| 300639 | 凯普生物 | 18.77 | 41 | 0.52 | 0.67 | 0.86 | 1.10 | 35.8 | 27.9 | 21.7 | 17.1 | 11.8 | 0.8 | 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

医药商业板块：批发行业元气恢复，零售注重内生增长

- 批发行业增速恢复明显，现金流有所改善。**随着两票制影响接近出尽，龙头公司如国药股份、上海医药等营收、归母净利润增速同比和环比2019Q1都出现明显好转，如国药股份2019Q2 营收 109.73 亿（+13.82%），归母净利润 4.68 亿（+22.85%）。政策影响方面，“4+7”对批发板块毛利造成一定影响的同时，也带来了应收账款改善的预期，叠加不少公司展开了应收账款供应链金融业务，使得2019H1现金流普遍出现大幅改善。整体批发行业边际效益改善，预计下半年将继续回升，标的推荐：上海医药、柳州医药、国药一致。
- 零售行业外延并购有所放缓，内生增长支撑业绩。**受执业药师新规和一级市场估值偏高的影响，上半年医药零售行业并购有所放缓，不过由于内生增速和医保门店持续提升，零售药企营收增长稳健。益丰药房营收（+68.65%），大参林营收（+28.65%），一心堂营收（+17.9%），老百姓营收（+24.71%），益丰和一心堂分别由于处方药占比提升和打折促销影响净利润，增速低于营收。整体来看，随着执业药师数量增加，以及远程审方在云南、广东等地的推进，将有利于龙头公司，预计集中度进一步提高。考虑到行业集中度提升的确定性，行业具备一定吸引力，建议配置。

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 19-9-16 | 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 | 24.49 | 139 | 0.92 | 1.10 | 1.36 | 1.65 | 26.7 | 22.3 | 18.0 | 14.8 | 13.5 | 1.0 | 买入 |
| 600511 | 国药股份 | 28.69 | 219 | 1.84 | 2.02 | 2.29 | 2.58 | 15.6 | 14.2 | 12.5 | 11.1 | 16.1 | 1.2 | 买入 |
| 603233 | 大参林 | 55.58 | 289 | 1.02 | 1.32 | 1.64 | 2.00 | 54.4 | 42.2 | 33.8 | 27.7 | 18.4 | 1.6 | 买入 |
| 603939 | 益丰药房 | 75.60 | 286 | 1.10 | 1.51 | 2.00 | 2.59 | 68.8 | 50.1 | 37.8 | 29.2 | 11.5 | 1.4 | 增持 |
| 603883 | 老百姓 | 69.55 | 199 | 1.52 | 1.87 | 2.31 | 2.86 | 45.8 | 37.3 | 30.2 | 24.3 | 14.6 | 1.5 | 买入 |
| 000028 | 国药一致 | 45.84 | 185 | 2.83 | 3.13 | 3.62 | 4.15 | 16.2 | 14.6 | 12.7 | 11.0 | 11.5 | 1.0 | 无评级 |
| 603368 | 柳药股份 | 37.54 | 97 | 2.04 | 2.68 | 3.37 | 4.16 | 18.4 | 14.0 | 11.2 | 9.0 | 14.4 | 0.5 | 买入 |
| 601607 | 上海医药 | 19.25 | 495 | 1.37 | 1.52 | 1.70 | 1.89 | 14.1 | 12.7 | 11.3 | 10.2 | 10.6 | 1.1 | 买入 |
| 002044 | 美年健康 | 12.85 | 481 | 0.22 | 0.28 | 0.37 | 0.49 | 58.6 | 46.1 | 34.9 | 26.1 | 12.6 | 1.5 | 增持 |
| 300015 | 爱尔眼科 | 34.17 | 1,059 | 0.33 | 0.44 | 0.58 | 0.76 | 104.9 | 78.1 | 59.1 | 45.0 | 18.5 | 2.4 | 增持 |
| 300347 | 泰格医药 | 60.04 | 450 | 0.63 | 0.91 | 1.24 | 1.66 | 95.3 | 65.7 | 48.3 | 36.2 | 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

■ 仿制药政策逐渐明朗，行业龙头仍有估值修复空间：

市场前期对研发管线信心逐渐增强后，以医保目录调整为契机，头部公司气势如虹，取得了显著的超额收益。联盟地区药品集中采购文件出炉后，因对潜在降价和存量仿制药业务增长有所担忧，近期股价有所调整。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，具有投资吸引力。

■ 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，龙头企业如中国生物制药、药明生物，细分领域龙头如金斯瑞生物科技、中国中药，与A股类似公司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 |
|---------|---------|---------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | | 19-9-16 | 亿港元 | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | |
| 1093.HK | 石药集团 | 15.50 | 967 | 0.59 | 0.73 | 0.91 | 1.12 | 26.3 | 21.2 | 17.0 | 13.8 | 21.4 | 0.9 | 买入 |
| 1177.HK | 中国生物制药 | 10.78 | 1357 | 0.23 | 0.25 | 0.29 | 0.34 | 46.9 | 43.1 | 37.2 | 31.7 | 31 | 3.1 | 买入 |
| 1530.HK | 三生制药 | 12.88 | 327 | 0.50 | 0.56 | 0.68 | 0.83 | 25.8 | 23.0 | 18.9 | 15.5 | 14.8 | 1.2 | 买入 |
| 2269.HK | 药明生物 | 79.35 | 987 | 0.48 | 0.77 | 1.18 | 1.73 | 165.2 | 102.7 | 67.5 | 45.9 | 7.9 | 2.0 | 买入 |
| 1548.HK | 金斯瑞生物科技 | 17.22 | 321 | 0.09 | 0.1 | 0.12 | 0.14 | 191.3 | 172.2 | 143.5 | 123.0 | 4.4 | 10.9 | 买入 |
| 0570.HK | 中国中药 | 3.92 | 197 | 0.29 | 0.35 | 0.44 | 0.55 | 13.5 | 11.2 | 8.9 | 7.1 | 9.3 | 0.5 | 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 |
|------------|---|--------|
| 2019-09-04 | 国信证券-乐普医疗-300003-深度报告-创新为乐，普济天下 | 公司深度 |
| 2019-09-02 | 药明生物-02269.HK-2019年中报点评：生物制剂CDMO龙头，业绩高速增长 | 财报点评 |
| 2019-08-30 | 华东医药-000963-2019年中报点评：加大研发投入，商业企稳回升 | 财报点评 |
| 2019-08-30 | 上海医药-601607-2019年中报点评：工商齐发力，业绩稳健增长 | 财报点评 |
| 2019-08-30 | 恒瑞医药-600276-2019年中报点评：迎来收获期，收入增速将上台阶 | 财报点评 |
| 2019-08-30 | 安科生物-300009-2019年半年报点评：粉针恢复增长，水针上市未来可期 | 财报点评 |
| 2019-08-30 | 中国生物制药-01177.HK-2019年半年报点评：密集收获新品，后续成长无忧 | 财报点评 |
| 2019-08-30 | 华兰生物-002007-2019年半年报点评：业绩略逊预期，期待下半年疫苗发力 | 财报点评 |
| 2019-08-29 | 迈瑞医疗-300760-2019年半年报点评：立足全球，增速稳健 | 财报点评 |
| 2019-08-28 | 鱼跃医疗-002223-2019年半年报点评：增速稳健，临床产品技改初显成效 | 财报点评 |
| 2019-08-28 | 博雅生物-300294-2019年中报点评：中报低于预期，不改全年成长目标 | 财报点评 |
| 2019-08-28 | 大参林-603233-2019年半年报点评：业绩超预期，现金流状况良好 | 财报点评 |
| 2019-08-28 | 科伦药业-002422-2019年半年报点评：研发投入增加，原料药价格影响业绩 | 财报点评 |
| 2019-08-27 | 复星医药-600196-2019年中报点评：收入稳定增长，生物类似药步入收获期 | 财报点评 |
| 2019-08-27 | 迪安诊断-300244-2019年中报业绩预告点评：现金流改善明显，内生强劲 | 财报点评 |
| 2019-08-27 | 国药一致-000028-2019年半年报点评：应收账款保理，大幅改善现金流 | 财报点评 |
| 2019-08-26 | 中国中药-00570.HK-2019年中报点评：业务扎实推进，价值被低估 | 财报点评 |
| 2019-08-26 | 康弘药业-002773-2019年中报点评：康柏西普增长强劲，传统板块企稳 | 财报点评 |
| 2019-08-26 | 沃森生物-300142-2019年中报点评：业绩高增长，肺炎结合苗上市在即 | 财报点评 |
| 2019-08-26 | 华润三九-000999-2019年中报点评：品牌中药龙头，业绩略超预期 | 财报点评 |
| 2019-08-23 | 医药生物2019年8月投资策略：重视现金流改善标的，继续乐观 | 财报点评 |
| 2019-08-23 | 爱尔眼科-300015-2019年半年报点评：内生强劲，并购提速 | 财报点评 |
| 2019-08-22 | 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 | 财报点评 |
| 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 |
| 2019-07-16 | 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 | 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 |
| 2019-06-03 | 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 |

国信证券医药近期重点推荐报告

■ 公司深度报告：《乐普医疗-300003：创新为乐，普济天下》

公司在心血管器械领域深耕多年，技术储备丰富，产业链布局全面；未来有望依托平台型企业协同效应，实现强者恒强。NeoVas成为首个获批的国产可降解冠脉支架产品，技术上领先国内同类产品3年以上，有望凭借公司在心血管领域的渠道优势快速放量，利润弹性巨大。我们认为前期市场对于4+7带量采购对公司的影响过度悲观，而2019年半年度的业绩证明了公司具有较强的抗压能力。我们认为公司作为高增长慢病平台，合理估值560~650亿，对应股价为31.42~36.47元，继续推荐“买入”。

■ 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的企业。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，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、信达生物、百济神州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，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。

■ 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

