

板块迎来估值切换，关注四季度业绩优异个股



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——医药生物行业 2019 年第四季度投资策略（20190925）

核心观点

❖ 2019 年以来医药行业上涨 31.51%，表现优于沪深 300 指数与万得全 A 指数。

截至 2019 年 9 月 25 日收盘，2019 年医药生物指数上涨 35.43%，跑赢沪深 300 指数 5.07 个百分点。医药生物板块整体从年初开始强劲上涨，行情持续至 4 月 15 日后下行，6 月初板块轮动中触底反弹，并于 8 月受中报业绩表现优秀等因素助推持续上涨。从各细分子行业涨跌幅来看，2019 年以来医药行业上涨 31.51%，表现优于沪深 300 指数与万得全 A 指数。

❖ 四季度医药行业各子版块机会展望，建议关注特色原料药、医药外包、医疗器械三大细分领域的投资机会。

(1) 特色原料药：需求边际变化有望持续提升板块整体估值。我们认为，随着国家仿制药带量采购扩面政策落地，国产仿制药市场和产量均有望实现大幅增长，从而提升中标制剂企业对国产原料药的需求，催生上游高品质特色原料药景气度。

(2) 医药外包服务领域的优质公司。现阶段我国医药行业已由过去缺医少药的仿制药阶段迈向创新阶段，同时创新药热潮也将继续推动 CRO、CDMO 等领域一众“卖水人”的快速崛起，成熟的 CRO 或 CDMO 企业形成自己的规模优势与进入壁垒，订单驱动的盈利模式受单个企业经营变动的影 响较小，拥有更为确定的增长属性，可以给予更高的；

(3) 医疗器械：集中度提升+进口替代支撑行业景气度。行业整体上看，我国药械比仍然偏低，医疗器械行业整体仍然保持 14%左右的增速成长，景气度持续。细分领域方面，我们认为骨科植入物市场预期差仍存，一方面老龄化及渗透率提升等因素助行业维持较高增速，同时《关于治理高值医用耗材的改革方案》等政策促进行业规范化发展，推动进口替代与集中度提升。

❖ 相关标的：1、特色原料药领域，推荐关注通过产业一体化发展的综合性企业以及在细分赛道拥有强竞争力的企业，相关标的：普洛药业（000739）、富祥股份（300479）；2、医药外包领域，我们继续看好优质 CRO 头部公司，相关标的：泰格医药（300347）；3、医疗器械领域，我们看好骨科植入物领域的优质头部企业，相关标的：大博医疗（002901）。

❖ 风险提示：医药政策落地不及预期汇率波动的风险、产品销售不及预期。

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 医药生物
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2019/9/25

分析师

周豫

证书编号：S1100518090001
010-66495613
zhouyu@cczq.com

联系人

张雪

证书编号：S1100118080003
010-66495936
zhangxue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2019年以来医药行业行情综述.....	4
1.年初至今医药行业表现强于大盘.....	4
2.医药整体业绩持续向好，各子版块涨跌互现.....	5
二、四季度医药行业各子版块机会展望.....	7
1.特色原料药：需求边际变化有望持续提升板块整体估值.....	7
1.1 化学原料药板块盈利持续改善.....	7
1.2 国家带量采购催生原料药行业景气度.....	7
2.医药外包：行业高景气度持续，渗透率有望进一步提升.....	8
2.1 医药外包板块整体估值创历史新高.....	8
2.2 行业政策红利释放，MAH 制度打开广阔空间.....	9
3.医疗器械：集中度提升+进口替代支撑行业景气度.....	9
3.1 医疗器械行业蓬勃发展，行业整体增速在 14%左右.....	9
3.2 高值耗材领域改革推进，助推进口替代.....	10
三、重点推荐公司.....	13
1.泰格医药（300347）：咨询业务毛利率大幅提升，期间费用率持续改善.....	13
2.普洛药业（000739）：行业景气支撑业绩高增，管理提效红利不断兑现.....	14
3.富祥股份（300497）：三季度业绩超预期，拐点确定.....	15
4.大博医疗（002901）：优质骨科植入物企业迎行业拐点.....	16
5.健康元（600380）：吸入制剂蓄势待发，迎发展新机遇.....	17
四、重点公司盈利预测与估值.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图 1:	2019 年医药生物板块整体跑赢大盘.....	4
图 2:	2019 年医药生物板块涨跌幅居各子行业中第八位.....	4
图 3:	医药生物细分子行业营业收入同比增速 (%).....	5
图 4:	医药生物细分子行业归属母公司净利润同比增速 (%).....	6
图 5:	特色原料药估值有望持续兑现.....	7
图 6:	医药外包行业相较医药生物板块整体溢价 98.46% (截至 9 月 25 日).....	8
图 7:	医疗器械板块相对医药生物整体估值溢价率达 22.58%.....	10
表格 1.	2019 年医药生物行业个股涨幅前 20 名 (截止 9 月 25 日).....	6
表格 2.	国内 MAH 制度发展.....	9
表格 3.	2019 年医用高值耗材行业事件梳理.....	11
表格 4.	重点公司盈利预测与估值.....	18

一、2019 年以来医药行业行情综述

1. 年初至今医药行业表现强于大盘

截至 2019 年 9 月 25 日收盘，2019 年医药生物指数上涨 35.43%，跑赢沪深 300 指数 5.07 个百分点。医药生物板块整体从年初开始强劲上涨，行情持续至 4 月 15 日后后下行，6 月初板块轮动中触底反弹，并于 8 月受中报业绩表现优秀等因素助推持续上涨。

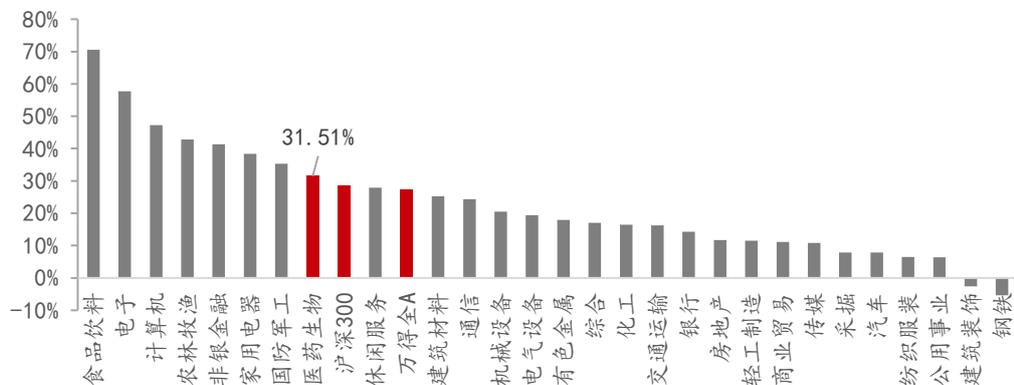
图 1：2019 年医药生物板块整体跑赢大盘



资料来源：Wind，川财证券研究所

从各细分子行业涨跌幅来看，2019 年以来医药行业上涨 31.51%，表现优于沪深 300 指数与万得全 A 指数。

图 2：2019 年医药生物板块涨跌幅居各子行业中第八位



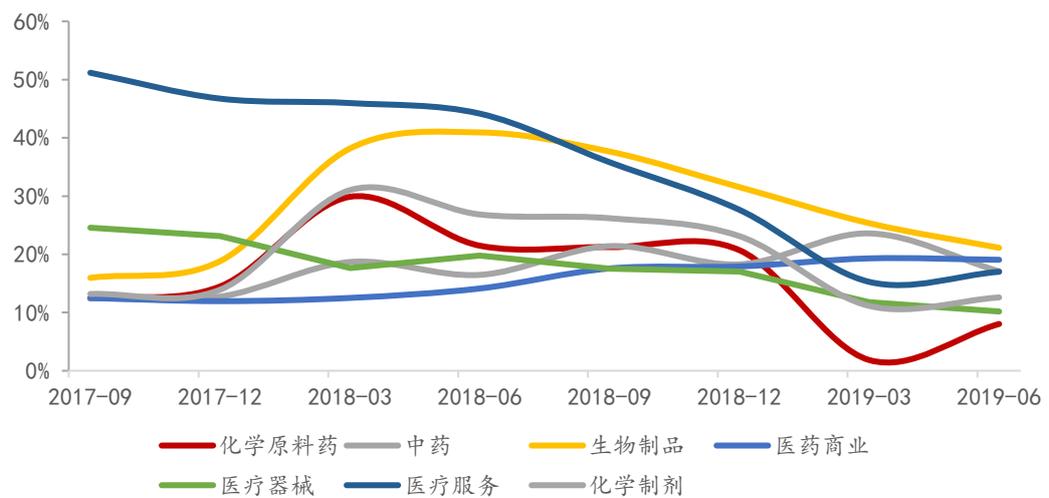
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

2. 医药整体业绩持续向好，各子版块涨跌互现

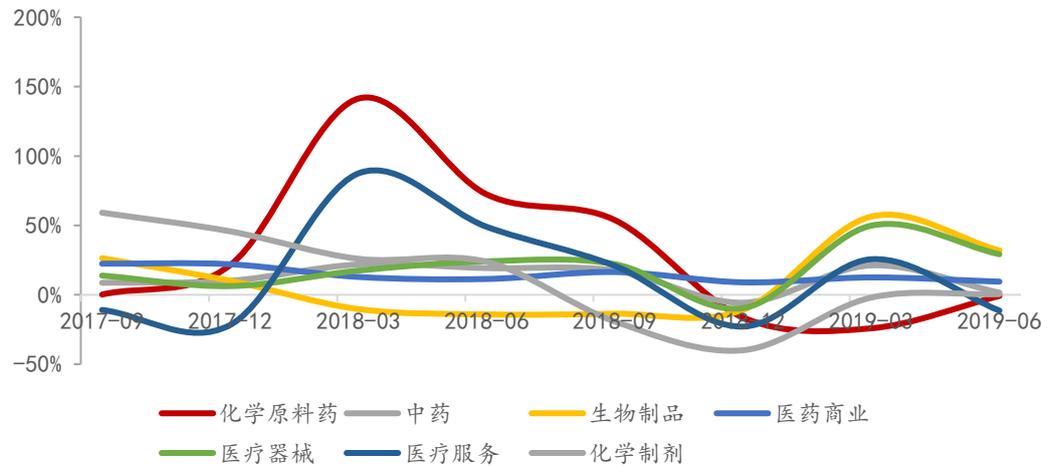
从细分行业来看，收入方面，上半年生物制品、医药商业以及医疗服务板块营业收入同比增幅较高；业绩方面，上半年生物制品、医疗器械以及医药商业板块业绩同比增幅较高。具体到个股行情，截至9月25日收盘，涨幅前20的个股中数量最多的是医疗服务板块（含医药外包企业），包括：康龙化成（+328.85%）、博济医药（+170.13%）、金域医学（153.19%）、泰格医药（+126.50%）、通策医疗（115.82%）、九洲药业（+109.62%）以及昭衍新药（+101.13%），其中康龙化成为2019年上市新股；其次是化学制剂板块，涨幅居前的个股包括：兴齐眼药（+354.39%）、济民制药（+232.12%）、华北制药（+106.95%）、天宇股份（+90.88%）以及恒瑞医药（+89.00%）；医疗器械板块涨幅居前的个股包括：冠昊生物（+142.98%）、万孚生物（+96.03%）、安图生物（+93.61%）。今年以来，非药领域头部企业表现亮眼。

图 3： 医药生物细分子行业营业收入同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 医药生物细分子行业归属母公司净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 1. 2019 年医药生物行业个股涨幅前 20 名（截止 9 月 25 日）

序号	证券代码	证券简称	涨幅 (%)	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	所属行业
1	300573.SZ	兴齐眼药	354.39%	62.65	294.58	化学制剂
2	300759.SZ	康龙化成	328.85%	309.51	81.80	医药外包
3	603222.SH	济民制药	232.12%	144.26	513.35	化学制剂
4	300404.SZ	博济医药	170.13%	41.03	891.00	医药外包
5	603882.SH	金城医学	153.19%	257.56	83.33	医疗服务
6	603707.SH	健友股份	149.12%	257.36	52.88	化学原料药
7	002750.SZ	龙津药业	147.14%	55.43	1,292.74	中药
8	300238.SZ	冠昊生物	142.98%	61.46	127.39	医疗器械
9	300347.SZ	泰格医药	126.50%	482.01	79.59	医药外包
10	000661.SZ	长春高新	126.03%	671.09	56.63	生物制品
11	300595.SZ	欧普康视	121.96%	192.45	77.16	医疗器械
12	600763.SH	通策医疗	115.82%	328.50	81.11	医疗服务
13	603456.SH	九洲药业	109.62%	104.85	61.34	医药外包
14	600812.SH	华北制药	106.95%	134.05	79.66	化学制剂
15	603127.SH	昭衍新药	101.13%	109.84	87.15	医药外包
16	300482.SZ	万孚生物	96.03%	169.65	48.17	医疗器械
17	603658.SH	安图生物	93.61%	392.70	61.73	医疗器械
18	300702.SZ	天宇股份	90.88%	75.68	20.07	化学制剂
19	300725.SZ	药石科技	89.30%	111.84	74.82	医药外包
20	600276.SH	恒瑞医药	89.00%	3,663.42	80.19	化学制剂

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

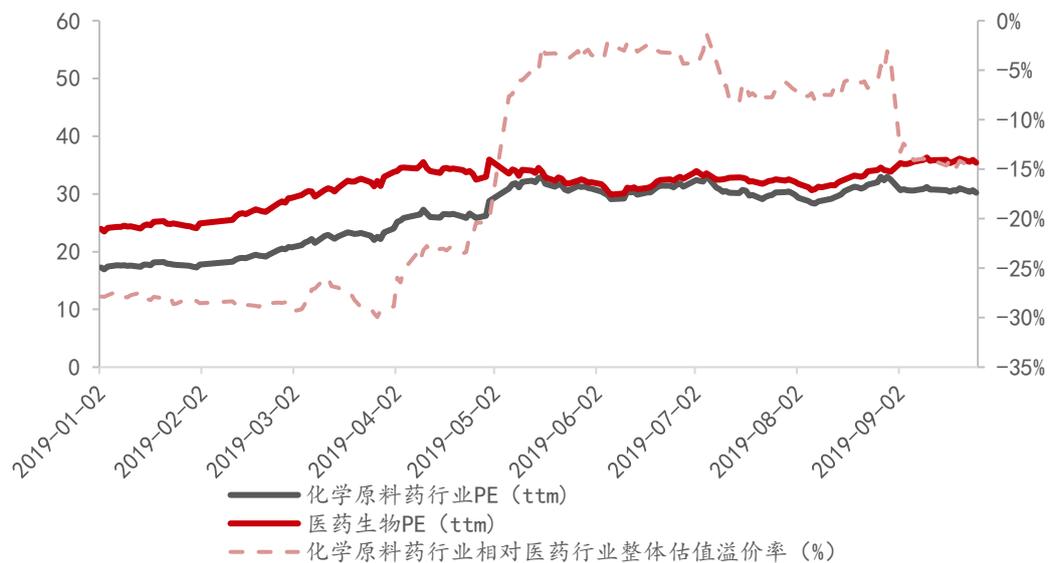
二、四季度医药行业各子版块机会展望

1. 特色原料药：需求边际变化有望持续提升板块整体估值

1.1 化学原料药板块盈利持续改善

截至9月25日，化学原料药板块整体PE（TTM，整体法）为30倍，相对生物医药板块整体折价14.6%，我们看好在细分赛道竞争格局较好、下游需求旺盛的特色原料药企业，预计在四季度，业绩优异的特色原料药个股有望实现估值的进一步兑现。

图5：特色原料药估值有望持续兑现



资料来源：wind，川财证券研究所

1.2 国家带量采购催生原料药行业景气度

2019年9月，带量采购扩面结果公布。我们认为，未来国家带量采购政策顺利推行后将实现国产仿制药的替代以及产量的大幅增长，从而提升中标制剂企业对国产原料药的需求，催生行业景气度。

存量来看，国产替代加速进行，原研药的原料药大多是海外制药企业自己从海外采购或自产，而国产替代快速通过带量采购形式完成后，将使得这部分原料药的购买由海外转为国内，势必会催化国内一批高质量的原料药企业市占率的快速提升。

增量来看，下游制剂品种的价格将在带量采购背景下出现明显下降，一般从供

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

需角度来看，大范围多品种的药品价格下降将会使得需求上升，销售量增加显著。

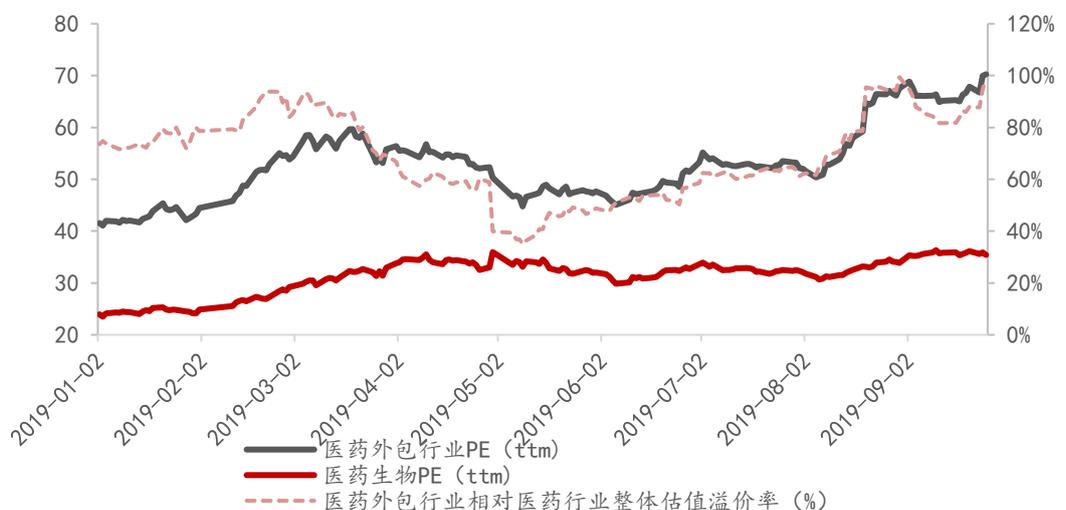
从估值角度及未来现金流稳定性来看，原料药比远比制剂企业未来的现金流更为稳定，制剂企业来看带量采购是赢者全拿的政策，而原料药领域则不存在采购和中标的风险，即使一家制剂企业也确实会跟少数几家上游原料药企业合作，总体看虽粘度较强但部分高壁垒品种市场毕竟具有寡头垄断性质，这就决定了未来可能会出现无论谁中标都会采购同家的原料药的情况，对于企业，带量采购政策本身对原料药的需求是稳定的，大幅波动是不存在的，因此原料药行业景气度势必获得提升。

2. 医药外包：行业高景气度持续，渗透率有望进一步提升

2.1 医药外包板块整体估值创历史新高

医药外包板块市值快速提升，截至 9 月 25 日，医药外包板块整体市值约 2856 亿元，相比年初市值翻番（康龙化成年初上市使得板块进一步扩容），个股估值也大幅提升。从医药外包行业估值上看，医药外包行业 PE (TTM, 整体法) 为 70 倍，相较医药生物板块整体溢价 98.46%。我们认为，医药外包行业作为医药研发及生产过程中的卖水人，成熟的 CRO 或 CDMO 企业形成自己的规模优势与进入壁垒，订单驱动的盈利模式受单个企业经营变动的影响较小，拥有更为确定的增长属性。

图 6：医药外包行业相较医药生物板块整体溢价 98.46%（截至 9 月 25 日）



资料来源：wind，川财证券研究所，数据截至 9 月 25 日

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

2.2 行业政策红利释放，MAH 制度打开广阔空间

药品上市许可持有人（Marketing authorization holder, MAH）制度，通常指拥有药品技术的研发机构等主体可以提出药品上市许可并获得批件，并对药品质量承担主要责任的制度，在该制度下，MAH 持有人可以将产品进行委托生产，该制度有利于新药研发企业实现研发和商业化生产的分离，减轻生产负担。

MAH 制度自 2016 年开始在试点，CDMO 企业直接受益制度红利。2018 年 6 月歌礼制药旗下的首个抗丙肝 1 类创新药戈诺卫®（达诺瑞韦，ASC08）获得国家药品监督管理局批准上市，合全药业承接了该药品的制剂生产工作，也是国内 MAH 试点开展以来首家获批创新药的受托企业。

2019 年 8 月 26 日，十三届全国人大常委会第十二次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国药品管理法》，新法案将于 2019 年 12 月 1 日执行。新《药品管理法》将执行药品上市许可持有人制度，由上市许可持有人对药品的研制、生产、经营、使用全过程的药品安全性、有效性、质量可控性负责。随着 MAH 制度由试点扩大到全面放开，CDMO 企业将有机会承接更多创新药制剂订单，成长空间广阔。

表格 2. 国内 MAH 制度发展

时间	事件
2016 年 5 月	《药品上市许可持有人制度试点方案》出台，国家开始在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等 10 个省（市）开展 MAH 制度试点。
2018 年 10 月	全国人大常委会发布了 MAH 试点工作延长一年的决定，以满足立法制度的严谨性，更好总结实践经验。
2019 年 4 月	《药品管理法（修订草案）》发布，将“国家对药品管理实行药品上市许可持有人制度”写在总则里
2019 年 8 月	《中华人民共和国药品管理法》通过，新法案将于 2019 年 12 月 1 日执行。新《药品管理法》将执行药品上市许可持有人制度，由上市许可持有人对药品的研制、生产、经营、使用全过程的药品安全性、有效性、质量可控性负责。

资料来源：公司公告，中国政府网，川财证券研究所

3. 医疗器械：集中度提升+进口替代支撑行业景气度

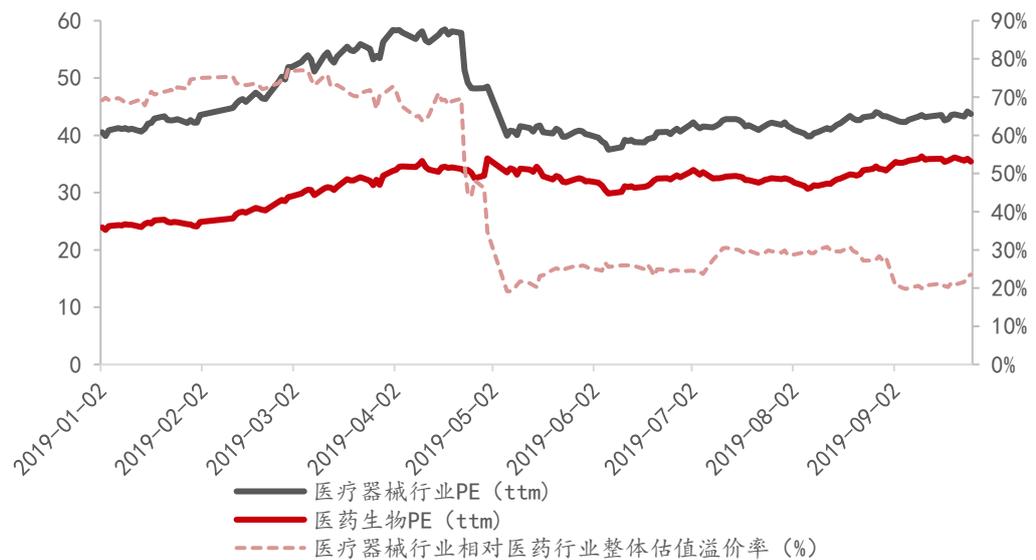
3.1 医疗器械行业蓬勃发展，行业整体增速在 14%左右

医疗器械是指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料以及其他类似或者相关的物品，包括所需要的计算机软件，其效用

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

主要通过物理等方式获得，不是通过药理学、免疫学或者代谢的方式获得，或者虽然有这些方式参与但是只起辅助作用。根据《中国医疗器械行业发展报告》测算，2017年我国医疗器械市场整体营业收入约为5670亿元，行业整体增速在14.45%左右。医疗器械产品主要分为医疗设备、高值耗材、低值耗材以及体外诊断产品四大类，其中医疗设备占比最高。截至9月25日，医疗器械板块PE（TTM，整体法）为44倍，相较医药生物板块整体溢价23.06%。

图7：医疗器械板块相对医药生物整体估值溢价率达22.58%



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 高值耗材领域改革推进，助推进口替代

高值耗材包括器械耗材以及植入性医疗器械，其中植入性医疗器械按照应用部位的不同，可用于心血管、骨科、神经外科、口腔科以及眼科等领域。由于人口老龄化进程加速等因素，我国高值耗材市场近年保持高速扩张，年复合增速达到约20%。过去我国使用的高值耗材市场基本由外资垄断占领，因此整体价格较高，近年为实现医保控费，政府开始要求记录高值耗材的招标数据，推动国产替代，为我国国产耗材打开市场缺口。

5月29日，《关于治理高值医用耗材的改革方案》经中央深改委第八次会议审议通过，高值耗材领域改革提速。安徽、江苏等省份率先试点部分品种和医疗机构的带量采购工作。从安徽省高值医用耗材带量谈判中标结果来看，如果考虑到权重，可以显著看到国产产品对进口的替代加速，我们认为医疗器械方面市场预期差仍存，行业看，骨科植入市场有望维持较高增速，同时国家严控耗

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

占比等控费政策持续推动进口替代，另一方面，省级或更大范围和量级的采购有望利好国产产品进入三级医院使用。相关标的：大博医疗（002901）、凯利泰（300326）、爱康医疗（1789.HK）、威高股份（1066.HK）。

表格 3. 2019 年医用高值耗材行业事件梳理

时间	事件
5 月 29 日	中央深改委第八次会议审议通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》等文件。会议指出，高值医用耗材治理关系减轻人民群众医疗负担。要坚持问题导向，通过优化制度、完善政策、创新方式，理顺高值医用耗材价格体系，完善全流程监督管理，净化市场环境和医疗服务执业环境，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局，促进行业健康有序发展。
6 月 18 日	国家卫健委印发《医疗机构医用耗材管理办法》，《办法》不仅对医用耗材进行了明确定义，还指出该办法适用于二级以上医院医用耗材管理，其他医疗机构可参照执行，自 2019 年 9 月 1 日起施行。
6 月 21 日	《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价（试点）实施方案》发布，确定了骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类高值耗材带量采购，采购量不低于 2018 年度该产品使用量的 80%，且必须零差价销售。
7 月 24 日	江苏省医保局下发了《江苏省公立医疗机构部分高值医用耗材组团联盟集中采购方案》，明确对血管介入类等高值医用耗材品种年度总采购量的 70%，采取“联盟采购，以量换价”的形式，且可以预付 30% 货款。
7 月 30 日	安徽省带量谈判议价工作成功完成，骨科脊柱类材料国产品类平均降价 55.9%，进口品类平均降价 40.5%，总体平均降价 53.4%，单个组件最大降幅 95%；人工晶体国产品类平均降价 18.1%，进口品类平均降价 20.9%，总体平均降价 20.5%。按 2019 年上半年全省骨科脊柱类和人工晶体类产品网上采购额测算，预计谈判议价后，两类产品年节约资金分别为 3.7 亿元和 0.29 亿元。
7 月 31 日	国务院办公厅印发《治理高值医用耗材改革方案》，明确 2019 年年底前要取消高值医用耗材在医院的销售加成，并从下半年起鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，从完善价格形成机制、规范医疗服务行为和健全监督管理机制等方面进行部署。
8 月 9 日	陕西省药械集中采购平台公布《关于对骨科植入类医用耗材动态调整部分调整结果公示的通知》，此次采购共 2306 个品种中标，产品中标价格平均降幅在 8.4%，大博医疗等骨科植入物上市公司平均降价幅度不高，除威高股份外，其他公司产品降幅均在 10% 左右。
8 月 12 日	国家医保局发布《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第 6395 号建议的答复》，称国家卫健委将积极配合相关管理部门建立耗材一致性评价机构，加强相关方面研究，完善评价机制，间接促进对一次性非植入高值耗材等费用增长的合理控制。
8 月 21 日	南通市医疗保障局发布《关于落实南通市医用耗材集中带量采购价格谈判结果的通知》，全市止血材料、髓内钉类别医用耗材集中带量采购价格谈判工作已顺利完成，谈判结果于 2019 年 9 月 1 日起执行。约定采购量分别按各公立医疗机构申报的上一年度髓内钉总采购量的 60%、止血材料总采购量的 70% 计算得出。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

时间	事件
9月17日	国家药监局发布《关于做好第一批实施医疗器械唯一标识有关事项的通告（征求意见稿）》，并发布了第一批实施医疗器械唯一标识的产品目录。按照风险程度和监管需要，确定部分有源植入类、无源植入类等高风险第三类医疗器械作为第一批医疗器械唯一标识实施品种，对列入第一批实施产品目录的医疗器械，注册人应当按照时限要求有序开展唯一标识赋码、唯一标识注册系统提交、唯一标识数据库提交工作。
9月20日	江苏省公立医疗机构药品（医用耗材）阳光采购联盟办公室发布《江苏省第二轮公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购公告》，此次参加集中采购的品种为眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类高值医用耗材品种，由省阳光采购联盟组织107家成员单位，以上年度（2018年7月1日至2019年6月30日）总采购量的70%估算本次组团联盟采购总量，采购周期为1年，2020年1月执行采购结果。

资料来源：中国政府网，各省招采平台，川财证券研究所

三、重点推荐公司

1. 泰格医药 (300347): 咨询业务毛利率大幅提升, 期间费用率持续改善

咨询业务毛利率大幅增长, 提升公司综合毛利率。上半年公司综合毛利率为 47.55%, 比去年同期提升 1.72%, 拆分来看, 临床试验技术服务提升 0.17%, 临床研究相关咨询服务提升 3.20%, 咨询业务毛利率大幅提升主要受行业景气度持续提升以及剥离了毛利率相对较低的物流业务等因素影响。

运营及管理效率提升, 期间费用率持续改善。上半年公司运营及管理效率提升显著, 期间费用率大幅下降, 分别比去年年中的 21.60% 和全年的 20.18% 下降 2.01pct、0.59pct。管理效率持续提升一方面来自于上半年方达上市费用的快速下降, 另外一方面来自于公司内部事业部制建立等带来的管理结构优化。

方达产能释放, 业绩持续改善, 北美临床业务拓展值得期待。今年公司控股子公司方达医药在香港上市, 国内及海外产能或持续释放, 业绩也有望出现持续改善。同时, 公司国际化进程加快, 北美临床业务已初具承接能力, 这将有助于公司业务持续扩展, 提升天花板, 另一方面, 也更好的服务于走出去的国际多中心临床, 将分享中国创新药外溢红利。

盈利预测: 预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 31.01 亿、41.20 亿、54.38 亿, 归属母公司股东净利润为 7.00 亿、9.78 亿、13.45 亿, 对应 EPS 分别为 0.93/1.30/1.79 元, 对应 PE 分别为 69/49/36 倍。考虑到公司业绩持续高增长, 国际化业务可期, 有利于天花板的提升, 继续维持“增持”评级。

风险提示: 药政改革不及预期; 公司整合不及预期; 汇率风险等。

盈利预测与估值				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2301	3101	4120	5438
+/-%	36%	35%	33%	32%
归属母公司股东的净利润(百万元)	472	700	978	1345
+/-%	57%	48%	40%	37%
EPS(元)	0.63	0.93	1.30	1.79
PE(X)	102	69	49	36

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所预测

2. 普洛药业 (000739): 行业景气支撑业绩高增, 管理提效红利不断兑现

上半年公司经营持续改善, 研发投入加码进一步提升整体竞争力。公司二季度毛利率 31.66%, 同比上升 2.57PCTs, 净利率 9.09%, 同比上升 1.75PCTs。公司经营管理效率红利不断兑现, 上半年人员精简工作基本完成, 公司新设创新推进管理部门, 后续在研发创新、技术提升、设备改进等方面带来的能效提升依然可期, 报告期内研发投入 1.53 亿元, 同比增长 14.94%。

原料药及中间体品种销售景气度持续, 一体化布局体现成本优势。报告期内公司原料药及中间体销售收入 29.35 亿元, 同比增长 18.42%, 毛利率 21.78%, 同比上升 2.76PCTs, 公司依托一体化优势实现上游原材料成本的可控。CDMO 业务持续发力, 未来有望保持高速增长。兽药品种上半年销售好转, 预计下半年会进一步恢复。安徽普洛进一步减亏, 产能利用率有所提升。

制剂销售稳定增长, 在研储备项目有序推进。现有品种销售方面, 公司继续推进品种结构优化, 剔除低毛利制剂品种, 主要品种百士欣乌苯美司胶囊、头孢地尼等销售实现快速增长; 制剂研发方面, 公司 2 个品种已申报一致性评价, 另有 1 个缓释片已提交海外 ANDA 申请。

盈利预测: 我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 75.26/89.61/107.76 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 5.46/7.20/9.45 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46/0.61/0.80 元/股, 对应 PE 分别为 26/20/15 倍, 继续给予“增持”评级。

风险提示: 原料药价格下降风险, 制剂研发销售不及预期, 汇兑损失风险。

盈利预测与估值					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5552	6376	7526	8961	10776
+/-%	16%	15%	18%	19%	20%
归属母公司股东的净利润(百万元)	257	371	546	720	945
+/-%	-2%	44%	47%	32%	31%
EPS(元)	0.22	0.31	0.46	0.61	0.80
PE(X)	54	39	26	20	15

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所预测

3. 富祥股份 (300497): 三季度业绩超预期, 拐点确定

上半年产能制约因素解除, 下半年生产企稳, 产能有望持续释放。上半年公司中期设备检修工作已完成, 下半年产能释放, 产量预计同比提升 30% 以上, 再叠加部分产品价格同比显著提升, 产销两旺业绩红利兑现。第三季度业绩预告中位数 9970.25 万元, 同比增长 145.00%, 三季度业绩拐点明显。

核心品种价格维持高位, 全年业绩高增确定性强。二季度以来舒巴坦系列产品价格维持高位, 预计舒巴坦酸下半年价格同比有望提升 40%; 他唑巴坦原料药规范市场销售规模扩大, 新获批韩国 MFDS 注册证助推销售; “培南”系列产品受二季度行业爆炸事件导致的停产因素影响, 价格维持上行, 截至 2019 年 8 月, 上游中间体 4-AA 市场价格达 1800 元/公斤, 同比 2018 年均价接近翻倍, 公司拥有培南系列中间体 4-AA、培南母核及侧链, 受益系列产品提价。

募投产能顺利建设, 产业链协同延展打开广阔成长空间。公司依托在他唑巴坦产品优势, 拓展至无菌化生产领域, 哌拉西林他唑巴坦混粉 450 吨可转债项目顺利建设, 有望明年年初投产, 在提升他唑巴坦原料药市占率的同时带动哌拉西林系列产品的销售。

盈利预测:我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 14.02/18.91/24.92 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 3.14/4.20/5.47 亿元, EPS 分别为 1.16/1.56/2.03 元, 对应 PE 分别为 15/11/8 倍, 维持“增持”评级。

风险提示:原料药价格下降风险, 环保监管处罚的风险, 汇兑损失风险。

盈利预测与估值					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	958	1163	1421	1891	2492
+/-%	25%	21%	22%	33%	32%
归属母公司股东的净利润(百万元)	178	195	314	420	547
+/-%	2%	10%	61%	34%	30%
EPS(元)	0.66	0.72	1.16	1.56	2.03
PE(X)	26	24	15	11	8

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所预测

4. 大博医疗 (002901): 优质骨科植入物企业迎行业拐点

营业收入稳定增长, 各项业务有序推进。上半年公司产品销售稳健增长, 其中创伤类产品营业收入 3.46 亿元, 同比增长 57%, 脊柱类产品销售收入 1.13 亿元, 同比增长 58%, 剔除“两票制”高开因素收入增速仍在 30% 左右, 其他业务中, 微创外科业务依然保持快速增长, 上半年实现收入 3944.51 万元, 同比增长 104.09%; 业绩方面, 剔除股权激励支付费用影响, 扣非后归母净利润同比增长约 29%, 略超预期。

营销网络逐步完善, 产能投建支撑成长。受行业政策推行因素影响, 销售费用提升较多, 同时公司积极扩充销售团队, 销售人员职工薪酬同比增长 60%。资产方面, 公司存货中在产品、库存商品及计提的库存商品跌价准备金额较期初均有所增加; 固定资产较年初增长 32.38%, 随着募投项目推进创伤类及脊柱类产能将得到释放, 关节类产品结构将更为丰富, 研发实力也将提升。

器械一致性评价建立, 利好优质高值耗材企业, 公司有望受益实现集中度的大幅提升。上半年高值耗材改革方案发布, 行业看, 骨科植入市场未来符合增速有望维持 15%, 终端售价下降所带来的影响或被市场集中度上升所消除公司作为创伤类骨科植入物头部企业, 有望受益进口替代, 提升市场份额。

盈利预测:我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 10.79/13.53/16.79 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 4.66/5.85/7.34 亿元, 对应 EPS 分别为 1.16/1.45/1.81 元/股, 对应 PE 分别为 41/33/26 倍, 继续给予“增持”评级。

风险提示: 产品研发进度不及预期、产能释放不及预期、产品价格下降等。

盈利预测与估值					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	594	772	1079	1353	1679
+/-%	28%	30%	40%	25%	24%
归属母公司股东的净利润(百万元)	296	371	466	585	734
+/-%	35%	26%	26%	26%	25%
EPS(元)	0.74	0.92	1.16	1.45	1.81
PE(X)	63	51	41	33	26

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所预测

5. 健康元（600380）：吸入制剂蓄势待发，迎发展新机遇

成立之初为驰名保健品品牌企业，近年来多领域布局。公司是国内大型的综合医药集团，产品涵盖医药中间体、原料药、化药制剂、中成药、诊断试剂和保健品的研发、生产和销售。2019年上半年公司实现营业收入62.85亿元，同比增长9.34%，归属上市公司股东的净利润5.46亿元，同比增长28.32%

慢性呼吸系统疾病需求高，进口替代正兴。国内哮喘患者达4570万人，低诊断率与控制率警示亟待加强疾病诊疗。国内COPD患病人数高达1亿人，构成重大疾病负担，且死亡率远高于世界平均水平。吸入制剂用量少、起效快、副作用低，成为主要的给药方式。由于药物颗粒以及给药装置的特殊性等因素，吸入制剂研发壁垒高企，国内吸入制剂市场严重依赖进口，公司战略布局布地奈德系列产品和异丙托溴铵系列产品，其中复方异丙托溴铵吸入溶液已于5月获GMP批件，布地奈德气雾剂及异丙托溴铵气雾剂生产获批在望。

环保趋严，原料药中间体业务企稳。公司中间体及原料药业务以抗生素系列品种为主，同时不乏美罗培南、阿卡波糖、他汀系列等特色原料药品种。原料药及中间体品种数量多，规模大。在原料药行业环保趋严的趋势下，中间体及原料药生产要求进一步提升，为行业整体价格提供一定支撑，公司在保障现有品种的销售下不断开拓国内海外市场。

并购整合助力业务转型，研发生产布局成长。公司依托三大技术平台开展研发突破，包括：抗体技术平台、微球缓释技术平台及呼吸给药技术平台等，目前公司形成了以化药制剂、原料药业务为主体的现有业务线，未来有望向新型制剂、特色原料药等方向倾斜延伸。

盈利预测：预计2019-2021年公司营业收入分别为125.87/143.89/166.91亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为8.79/11.12/13.86亿元，对应EPS为0.45/0.57/0.72元/股，对应PE为23/18/14倍，继续给予“增持”评级。

风险提示：原料药及中间体价格下降的风险，制剂销售不及预期等。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	112.04	125.87	143.89	166.91
+/-%	4%	12%	14%	16%
归属母公司净利润(亿元)	6.99	8.79	11.12	13.86
+/-%	-67%	26%	26%	25%
EPS(元)	0.36	0.45	0.57	0.72
PE(X)	28	23	18	14

资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

四、重点公司盈利预测与估值

表格 4. 重点公司盈利预测与估值

代码	公司	现价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				市盈率 (倍)				行业分类
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
300347.SZ	泰格医药	64.30	482.01	472	700	978	1345	102	69	49	36	医药外包
000739.SZ	普洛药业	12.25	144.37	371	546	720	945	39	26	20	15	化学原料药
300497.SZ	富祥股份	17.11	45.92	195	314	420	547	24	15	11	8	化学原料药
002901.SZ	大博医疗	47.52	191.00	371	466	585	734	51	41	33	26	医疗器械
600380.SH	健康元	10.27	199.04	699	879	1112	1386	28	23	18	14	化学制剂

资料来源: Wind, 股价为 2019/9/25 收盘价, 川财证券研究所预测

风险提示

仿制药一致性评价推行不及预期

仿制药一致性评价政策推行不及预期对 CRO 行业订单数量及优质仿制药企业进口替代的进度都会产生较大负面影响，进而拉低 CRO 企业和优质仿制药企业的收入水平。

汇率波动的风险

部分医药企业出口业务占比较大，若汇率波动大，或将对公司业绩造成一定影响。

产品销售不及预期

医药政策的对药品销售的监管存在不确定性，若产品销售下滑将对业绩造成一定影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004