

医药生物

证券研究报告
2019年10月10日

三季度报即将披露，关注医药三大主线和望迎边际变化领域或个股

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

9月行情回顾

2019年9月上证综指同比上涨0.66%，报2,905.19点，中小板指上涨1.95%，报5,997.80点，创业板指上涨1.03%，报1,627.55点。医药生物指数下跌0.13%，报7,540.34点，表现弱于上证0.78个pp，弱于中小板2.08个pp，弱于创业板1.16个pp。截至9月30日，全部A股估值为12.82倍，医药生物估值为34.71倍，相对A股溢价率升至171%。

9月行业总结

本月大盘呈现上涨趋势，医药板块走势弱于大盘，弱于中小板和创业板，相对全部A股估值溢价率上升至171%。行业方面，9月1日，上海阳光医药采购网发布《联盟地区药品集中采购文件》，在国家组织药品集中采购和使用试点城市（4+7城市）及已跟进落实省份执行集中采购结果的基础上，国家组织相关地区形成联盟，依法依规开展跨区域联盟药品集中带量采购。9月11日，国家医保局对十三届全国人大二次会议第6633号建议关于完善公立医院药品集中招标采购等问题作出答复。在集中采购试点方面提出国家将尽快启动扩大试点实施范围工作，优化完善药品招标采购制度。其次将逐步建立符合我国实际的医保支付标准政策。9月24日，国家医保局发布《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第二次会议第3243号（医疗体育类359号）提案答复的函》。国家医保局表示：带量采购对我国医药产业发展具有正面影响，我们将按照党中央国务院部署，坚定不移地推进改革工作。总体上看，高值医用耗材价格虚高问题也较为严重，将“4+7”试点的经验从药品向高值医用耗材推广已成为趋势。

10月投资观点

在宏观环境充满不确定性背景下，我们建议投资者可守住相对安全的医药板块。结合政策和中报业绩表现，我们认为三季度“强者恒强”的逻辑有望延续，首先建议投资者坚守医药核心主线，包括：创新药及其产业链（恒瑞医药、泰格医药、凯莱英等），医疗器械（迈瑞医疗、迈克生物、健帆生物、金域医学等），医药大消费（连锁药店：益丰药房、一心堂、大参林、老百姓等；医疗服务：爱尔眼科、美年健康；长春高新、安科生物、我武生物）

结合当前时点，我们建议投资者把握可能存在边际变化的细分领域或个股，如：医药商业（柳药股份、国药股份、国药一致、九州通、上海医药、国药控股）以及血制品领域（华兰生物、博雅生物、天坛生物），同时关注有望迎业绩边际改善的个股，如艾德生物、片仔癀、通化东宝、迈克生物、安科生物等。

此外，建议关注虽然当前业绩未见得有显著改善，但是具有增量变化预期的标的，如：通化东宝（甘精胰岛素获批预期）、沃森生物（13价肺炎疫苗获批预期）、智飞生物（母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）获批预期）、贝达药业（恩莎替尼获批预期）、健康元（吸入制剂获批预期）等。

10月金股：片仔癀(600436.SH)

核心逻辑：1.公司三季度业绩有望加速，目前渠道库存优良；2.公司的稀缺性（品种双绝密，原料资源属性）与独特内涵赋予估值长支撑，在医保控费下相对优势明显；3.日化业务持续兑现高增长，体现出公司“一核两翼”战略取得良好突破。我们预计19-21年公司EPS分别为2.39、3.02、3.79元，看好公司持续的发展，维持“增持评级”。

10月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整，推荐逻辑见表1）

健康元，迈克生物，安图生物，万孚生物，迈瑞医疗，金域医学，恒瑞医药，片仔癀，通化东宝，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，云南白药，长春高新，凯莱英，科伦药业

风险提示：市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:三季度报即将披露，建议关注高景气赛道和业绩边际改善标的》
2019-10-08
- 2 《医药生物-行业研究周报:集中采购试点扩围拟中选公布，关注三季度预期》
2019-09-29
- 3 《医药生物-行业点评:试点扩围集中采购拟中选公布，医药结构性行情有望持续演绎》
2019-09-26

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

表 1: 月度金股与稳健组合核心逻辑

推荐公司	核心逻辑	股价催化剂	风险因素	联系人
健康元 (600380.SH)	公司持续加大研发投入, 2018 年研发费用达到 7.08 亿元, 同比增长 34.13%。除了丽珠单抗方面稳步推进研发管线外, 公司的吸入制剂产品值得重点期待。呼吸系统疾病已成为国内仅次于心脑血管的第二大疾病, 其中慢性疾病主要包括哮喘和慢阻肺, 患者人群大, 吸入制剂是主流的用药。公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队, 在吸入制剂技术方面积累丰富。在管线方面, 复方异丙托溴铵吸入溶液获批, 成为公司首个呼吸制剂产品, 迈出了关键第一步, 公司在吸入制剂的布局处于领先地位, 未来有望成为行业的领军企业。除了重点布局的吸入制剂平台外, 公司还力争打造国内领先全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台, 为长期发展奠定了坚实的基础。我们看好公司吸入制剂发展潜力, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.46、0.55 及 0.64 元, 对应估值分别为 19、16 及 14 倍, 维持“买入”评级。	研发进度加快	呼吸制剂研发进展及销售低于预期, 艾普拉唑等化学制剂增长低于预期, 单抗等创新研发管线进度低于预期, 中药业务下滑超预期	潘海洋
迈克生物 (300463.SZ)	1、产品线齐全丰富, 目前已经有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品, 抗风险能力高; 2、化学发光产品线 (A 股只有 2 家有规模企业), 预计未来 3 年保持 50%复合增速, 发光试剂毛利水平约为 80-90%, 高毛利产品的高增长带来利润增厚。2018 年预计 300 速发光仪和 800 速生化仪推入市场销售, 加大其在生化和发光的竞争优势, 发光增长提速; 3、传统产品增长高于行业增长, 打包效应初现, 目前已经有超过 300 家集采医院, 包括一些大三甲。一季报预告显示公司 2019 年开头业绩增长势头强, 我们预计 19-21 年 EPS 分别为 0.98/1.26/1.64 元/股, 维持买入评级。	产品持续放量, 高毛利产品增长	竞争风险, 产品销售不及预期	郑薇
安图生物 (603658.SH)	1、2017 年中国化学发光市场 240 亿, 占整个 IVD 行业 30%以上的份额, 排首位, 预计未来 3-5 年还将保持 20-25%高增长, 行业景气度高; 2、公司 A2000 和 A2000Plus 为 200 速仪器, 定位县级以上医院, 满足大样本量的检测需求, 根据 2017 年报, A1000plus 和 A6 (2017 年新立项) 等系列仪器正在逐步开发, 这系列仪器为 100 速仪器, 适合基层医院小样本量使用, 有望在 2018 年底或 2019 年初上市销售; 3、安图生物通过收购盛世君晖, 获得东芝生化仪中国区独家代理权, 收购百奥泰康 75% 股权, 取得生化检测产品线, 闭合生化产业链, 为流水线做铺垫。根据 2017 年报, 全自动联检系统中的 Autowomo 及配套试剂已完成注册并上市, 其余仪器及配套试剂均正在逐步开发。我们预计 19-21 年公司净利润分别为 7.17 亿元、9.04 亿元、11.27 亿元, 对应 EPS 分别为 1.71 元/股、2.15 元/股、2.68 元/股, 我们认为随着中国市场逐步规范化, 化学发光行业具有更大的发展空间, 而优质细分龙头会在医改效率提升中快速受益。	化学发光行业高增长	产品销售不达预期的风险、研发进展不达预期、政策不确定性	郑薇
万孚生物 (30482.SZ)	1、公司自成立以来专注于 POCT 领域, 目前已经具备了较为丰富的产品线, 取得 68 项二类产品注册证书、43 项三类产品注册证书, 横向涵盖了妊娠检测、传染病检测、毒品检测、慢性病检测等应用领域, 纵向涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、OTC 药房以及疾病预防控制中心、公安、军队等特殊渠道, 形成了对 POCT 市场全面纵深的覆盖; 2、国内外业务齐发力, 在国内	需求增加, 试剂放量, 新产品放量	市场竞争加剧, 产品销售不及预期	郑薇

	<p>市场，公司以华南地区为中心，占比维持在 25%左右，而西南和西北地区在崛起。2017 年华南、西南、西北地区收入同比增长分别为 212.0%、228.5%、409.9%；在国外市场中公司主要业务在美洲，2017 年收入为 2.1 亿元，同比增长 67.8%，主要是由于美国子公司利用现有渠道，加强与现有客户的粘性，帮助客户共同开发下游市场，提升和增进市场服务能力。我们预计 19-21 年公司净利润 4.21/5.63/7.36 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.64/2.15 元/股，维持“买入”评级。</p>			
迈瑞医疗 (300760.SZ)	<p>1.医疗器械受益于分级诊疗+进口替代，中国 4,583 亿超大市场亟待挖掘，行业增速 24%，迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内 TOP3，国产 TOP1；2.迈瑞多年来一直将销售收入 10%投入研发，自主创新的路途上从未停止，同时通过产品、渠道、技术的收购，推动行业整合；3.迈瑞医疗立足全球视角，2017 年收入中 46%来源大陆以外地区，全球化品牌已经深入人心。我们预计 19-21 年公司 EPS 为 3.83/4.73/5.72 元，给予“买入”评级。</p>	<p>分级诊疗+进口替代,技术的更迭周期缩短</p>	<p>基层扩容不达预期,产品价格下降风险,拓展新产品线不达预期等</p>	<p>郑薇</p>
金城医学 (603882.SH)	<p>1.行业竞争加剧，小型化实验室不具备成本优势，大浪淘沙下优胜劣汰，行业有望迎来拐点；2.公司市场份额、客户数量均为行业领先，规模经济效应显著；3.亏损实验室逐步扭亏为盈。我们预计 19-21 年公司净利润为 2.87/3.61/4.58 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.79/1.00 元/股，维持“买入”评级</p>	<p>行业拐点出现</p>	<p>竞争加剧、医学检验及病理诊断服务执业风险、检验样本控制风险</p>	<p>郑薇/ 李扬</p>
恒瑞医药 (600276.SH)	<p>公司作为国内医药龙头企业，自主研发的创新药开始步入收获期，2018 年包括硫培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品 PD-1 已经获批。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 51.5 亿元、65.6 亿元、83.7 亿元，看好公司从国内龙头迈向国际一流药企，维持买入评级。</p>	<p>创新药研发新进展，创新药快速放量</p>	<p>创新药研发的不确定性；药品招标政策和市场风险；系统性风险</p>	<p>郑薇</p>
片仔癀 (600436.SH)	<p>1.核心的片仔癀系列收入增速预计在 32%，销量增长在 28%左右。2.片仔癀存在持续提价预期。3.稀缺性价值品种，步入快速发展通道。展望公司全年发展，片仔癀销量有望延续高增长，带动公司整体业绩继续优异表现。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.39、3.02 及 3.79 元，片仔癀是少有的中药稀缺价值品种，看好片仔癀持续增长以及公司“一核两翼”战略前景，维持“增持评级”。</p>	<p>品牌影响力提升</p>	<p>片仔癀营销推进进展低于预期，牙膏推广进展低于预期</p>	<p>潘海洋</p>
通化东宝 (600867.SH)	<p>根据公司 2018 年年报：公司甘精胰岛素目前已经报产，已完成临床数据的核查，等待现场检查，有望三季度获批，打开公司新成长空间，公司的门冬胰岛素申报生产已获受理，门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液等目前正处于临床入组阶段；利拉鲁肽注射液现已开始 III 期临床试验，此外，重组赖脯胰岛素获批临床、西格列汀二甲双胍片（II）药品注册申请获得受理，公司药品管线持续推进，打开公司新成长空间；此外公司还与法国 Adocia 公司合作，布局有四代胰岛素产品等，公司的研发成果有望逐步落地，迎来产品的收获期。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.60、0.75 元（对应 PE 分别为 30、24、19 倍），我们看好糖尿病赛道和公司卡位以及甘精胰</p>	<p>甘精胰岛素上市进程加快</p>	<p>甘精胰岛素上市进程及后续销售低于预期，二代胰岛素增速下滑超预期，研发及产品评审进展低于预期</p>	<p>潘海洋</p>

胰岛素后续进程，研发管线持续推进有望逐步迎来产品收获期，维持“买入”评级。

爱尔眼科 (300015.SZ)	作为国内连锁眼科医疗服务龙头，品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；眼科医院/中心数量不断提升，品牌效应不断增强；坚持自我培养+引进的人才战略，成熟医院持续贡献业绩，新医院不断进行补位，综合实力与影响力不断提升。我们预计2019-2021年EPS分别为0.43、0.57、0.75元（对应PE分别为76、58、44倍），维持“买入”评级。	眼科医疗服务高景气度	医疗质量管控风险，市场竞争风险等	郑薇
美年健康 (002044.SZ)	1、预防医学需求市场大，行业具备长期的成长空间；2、公司作为非公体检龙头，门店网络逐步拓展至全国，同时随着体检中心的不断下沉，公司的品牌价值与健康数据流量价值得到进一步的释放；3、随着慈铭奥亚、美兆体检的逐步发展，以及公司个检项目更加丰富，数量的不断上升，“量价”其实的长期发展逻辑持续被验证。随着公司体检产品的升级与体检中心布局的逐步扩大与下沉,未来尚存在较大成长空间,预计19-21年公司实现净利润9.96/13.11/17.30亿元,对应EPS 0.27/0.35/0.46元/股,维持“买入”评级。	量价齐升推动业绩发展,平台效应进一步显现	并购整合风险,多点执业政策执行挑战风险,医疗质量风险	郑薇
泰格医药 (300347.SZ)	受益于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长等因素,预计国内CRO行业未来有望继续保持高速增长态势,公司凭借在临床CRO的核心竞争优势亦有望保持高速增长。公司作为国内临床CRO领域的龙头企业,在国内拥有稳定优质的客户资源,为公司提供持续稳定高质量的订单提供了雄厚的支持和保障。同时,公司是为数不多能承担国际多中心临床试验的本土CRO企业,有能力参与到全球医药研发产业链中。考虑到公司股票激励解锁条件为业绩起到一定保障作用,我们预计公司2019-2021年归母净利润为7.00/9.56/12.64亿元,对应EPS为0.93/1.27/1.69元/股,看好公司作为国内临床CRO龙头业绩高速增长可期,维持“买入”评级。	创新浪潮下的临床试验技术服务高速增长	质量控制风险;对大客户的依赖风险;药企研发投入不及预期	潘海洋
药明康德 (603259.SH)	当前CRO市场正处于较高景气度阶段,全球CRO行业销售额及成长性逐年增加,中国CRO行业发展迅速,未来3年仍将保持20%以上增长。公司业务涵盖CRO行业及CMO/CDMO行业,与行业竞争者相比,拥有全面的业务覆盖领域。受益于国内创新药产业蓬勃发展等因素,预计国内CRO行业将继续保持高速增长态势,公司凭借核心竞争优势亦有望保持高速增长。考虑到公司业绩超我们预期,我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为23.83亿元、29.96亿元、37.31亿元,维持“买入”评级。	创新浪潮下的CRO服务高增长	汇率波动风险;境外经营及国际政策变动风险;行业监管政策风险;长周期合同的执行风险	潘海洋
云南白药 (000538.SZ)	2018年是公司发展新的阶段,公司实现了混改,实施新的薪酬方案,有望进一步激活公司内部活力,看好公司打造中国一流大健康企业持续的发展。公司吸收合并母公司开启战略发展新阶段,看好公司未来发展前景,预计2019-2021年EPS分别为2.96、3.33、3.69元,维持“买入”评级。	混改有望进一步激活公司内部活力	大健康产品推广进度低于预期,经营效率提升效果低于预期	潘海洋
长春高新 (000661.SZ)	1. 公司业绩高速增长(2018年归母净利润+52.05%;2019Q1归母净利润预增60-80%),其中:生长激素系列增长强劲,市场份额进一步扩大,带动核心子公司金赛药业2018年归母净利润+65.08%,潜力品种重组人促卵泡素等也值得期待;疫苗子公司	业绩高增长	营销拓展低于预期,生长激素行业竞争加剧	潘海洋

百克生物 2018 年归母净利润+62.97%，水痘疫苗市占率 36%，居全国首位；地产业务亦于 2019Q1 确认收入贡献业绩。2. 公司拟购买金赛药业 30%股权，有望进一步提升自主研发能力，不断强化核心竞争力，同时将增厚归母净利，进一步加强对金赛的管理和控制力，有助于加强对金赛药业的支持，并提升上市公司的盈利能力。3. 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 7.94、10.47、13.46 元，公司业绩持续快速增长，后续收购金赛药业剩余股权也有望提升公司的核心竞争力和盈利能力，看好公司作为生物工程制药龙头持续快速的发展。

凯莱英 (002821.SZ)	1.全球 CMO 行业持续高景气度，2011-2017CAGR 达到 12%，国内审评审批改革持续推进释放红利；2.公司以技术为驱动，持续高研发投入，研发投入 2013-2017 年复合增长率达到 22%，公司在绿色制药技术方面积累了丰富的经验，特别是在连续性反应技术和生物转化等多项绿色制药关键技术领域取得了重大进展，处于国际领先水平。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 2.44、3.19 及 4.16 元，给予“买入”评级	受益于药政改革、创新药产业链持续发展	国内创新药产业发展进度低于预期，MAH 等制度推进进度低于预期等	潘海洋
科伦药业 (002422.SZ)	1. 公司实施“三发驱动、创新增长”的发展战略。通过持续的产业升级和品种结构调整，保持科伦在输液领域的龙头地位；2. 近年来供给侧改革持续深入推进，环保态势持续趋严，原料药及中间体的行业进入壁垒进一步提升，公司积极构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；3. 公司持续发力研发，不断提升核心竞争力。稳定的盈利能力和现金流为公司高研发投入创造了良好条件。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.11、1.40 及 1.71 元，给予“买入评级”。	研发进度加快	产品销售不达预期的风险、研发进展不达预期、政策不确定性	潘海洋

资料来源：公司公告，天风证券研究所

内容目录

1. 10 月份坚守强者恒强医药主线，关注具有边际变化的细分领域或个股	7
1.1. 创新药及其产业链处于高景气度	7
1.2. 医疗器械板块持续稳健增长	8
1.3. 医药大消费不受医保控费影响	8
1.3.1. 连锁药店-益丰药房、一心堂、大参林、老百姓等	8
1.3.2. 医疗服务-爱尔眼科、美年健康	8
2. 关注有望迎来边际变化的细分领域或个股	9
2.1. 医药商业-柳药股份、国药股份、国药一致、九州通、上海医药、国药控股	9
2.2. 血制品-华兰生物、博雅生物、天坛生物	9
2.3. 有望迎来业绩边际改善的个股	9
3. 关注具有增量变化预期的标的	10
4. 行情回顾	10
4.1. 医药生物 9 月下跌，整体弱于大盘	10
4.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物下跌 0.13% 排名全行业第 17 位	11
4.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 8 月升至 171%	11
4.4. 各板块估值涨跌不一	12
4.5. 本月子板块交易量与交易额涨跌不一	12
4.6. 个股月度涨跌幅	13
5. 医药制造业收入与利润	13
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较	11
图 2：医药板块与其他板块月涨跌幅比较	11
图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）	12
图 4：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）	12
图 5：医药各板块交易量及交易金额变化	13
图 6：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速	14
表 1：月度金股与稳健组合核心逻辑	2
表 2：创新药产业链重点公司业绩	7
表 3：个股区间涨幅前十（截止至 2019 年 9 月 30 日，剔除 2018 年上市新股）	13
表 4：个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 9 月 30 日，剔除 2018 年上市新股）	13

1. 10 月份坚守强者恒强医药主线，关注具有边际变化的细分领域或个股

在宏观环境充满不确定性背景下，我们建议投资者可守住相对安全的医药板块。结合政策和中报业绩表现，我们认为三季报“强者恒强”的逻辑有望延续，首先建议投资者坚守医药核心主线，包括：创新药及其产业链（恒瑞医药、泰格医药、凯莱英等），医疗器械（迈瑞医疗、迈克生物、健帆生物、金域医学等），医药大消费（连锁药店：益丰药房、一心堂、大参林、老百姓等；医疗服务：爱尔眼科、美年健康；长春高新、安科生物、我武生物）

结合当前时点，我们建议投资者把握可能存在边际变化的细分领域或个股，如：医药商业（柳药股份、国药股份、国药一致、九州通、上海医药、国药控股）以及血制品领域（华兰生物、博雅生物、天坛生物），同时关注有望迎来业绩边际改善的个股，如艾德生物、片仔癀、通化东宝、迈克生物、安科生物等。

此外，建议关注虽然当前业绩未见得有显著改善，但是具有增量变化预期的标的，如：通化东宝（甘精胰岛素获批预期）、沃森生物（13 价肺炎疫苗获批预期）、智飞生物（母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）获批预期）、贝达药业（恩沙替尼获批预期）、健康元（吸入制剂获批预期）等。

1.1. 创新药及其产业链处于高景气度

随着国内药政改革的落地，新药审评审批的提速，创新药的供给明显增加；而医保支付端的优化使得创新药上市后的放量速度较过去明显加快，随着第一批国家重点监控合理用药药品目录的公布，将更加利好高临床价值药物，创新药领域未来有望受益。

从业绩角度，国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，未来业绩有望持续跑赢行业整体。以龙头恒瑞医药为例，公司 2018 年包括硫培非格司亭（19K）、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品 PD-1 已经获批上市。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长，建议投资者长期持续关注。

预计三季报外包型行业业绩总体有望继续保持高速增长，在行业政策+科创板影响下，外包行业有望显著受益，相关 CRO、CMO/CDMO 企业值得重点关注。政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，产业加大研发创新的投入，为外包型行业带来了良好的发展机遇；“4+7”带量采购政策后促使医药回归各自分工，专业化的外包型企业凭借其成本优势有望承接更多外包订单；国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有望助推 CMO/CDMO 行业的发展。科创板的推出将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而生物科技型企业由于资本实力及分散风险的考虑，研发及固定资产投资更多的倾向于外包，有助于推动 CRO 业务的订单及投资收益，我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。

表 2：创新药产业链重点公司业绩

公司	2019 中报				2019 三季报	
	营收（亿元）	营收增速	归母净利润（亿元）	归母净利润增速	归母净利润	归母净利润增速
CRO						
昭衍新药	2.01	48.65%	0.04	78.86%		
康龙化成	16.37	28.80%	1.61	38.51%		
泰格医药	13.37	29.49%	3.52	61.04%		
药石科技	2.90	37.80%	0.69	30.31%		
CDMO/CMO						

凯莱英	10.93	44.27%	2.02	42.75%	3.52~3.78 亿元	35~45%
博腾股份	6.25	22.46%	0.65	69.56%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为外包型行业作为医药细分领域景气度最高的细分领域之一，迎来产业、资本、政策的共振，迎来了黄金的发展机遇，三季度有望延续良好增长态势，建议重点关注：**泰格医药**（CRO 高景气度，公司为国内临床 CRO 龙头）、**凯莱英**（CRO 高景气度，公司关键技术领域达到国际领先水平）、**药明康德**（CRO 高景气度，公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头），持续关注：**康龙化成**、**昭衍新药**、**药石科技**。

1.2. 医疗器械板块持续稳健增长

三季度临近，建议关注中报业绩表现较好的医疗器械标的，医疗器械标的业绩增长较为稳健，成长性高，受政策压力较小，业绩有望延续半年报势头。经过我们梳理，我们认为有两种类型公司值得重点关注：

1. 所属新兴高景气度行业，具备良好的市场前景，竞争格局良好，具有溢价能力的细分龙头型企业，中报的业绩高增长进一步验证公司逻辑，例如**健帆生物**、**欧普康视**、**金域医学**等；
2. 所属存量巨大市场，以进口替代和分级诊疗拉动的基层需求释放为核心逻辑，且具备产业升级能力的优质企业，例如**迈瑞医疗**、**迈克生物**、**安图生物**等。

1.3. 医药大消费不受医保控费影响

1.3.1. 连锁药店-益丰药房、一心堂、大参林、老百姓等

连锁药店：业绩持续向上，行业维持高景气度，持续推荐益丰药房、一心堂、大参林、老百姓等。

行业高景气度发展：根据《2018 年度药品监督统计年报》，2018 年全国零售药店数量为 48.9 万家，其中连锁药店门店数量 25.5 万家，单体药店 23.4 万家，连锁化率达 52.15%，行业集中度持续提升。未来随着行业规范程度不断提升，将有利于净化行业竞争环境，推动上市连锁药店提高市场份额；同时随着共享处方信息平台建设等的政策不断探索，未来处方外流速度有望持续提速，行业规模有望进一步扩容。

业绩持续向上，全年有望保持快速增长：今年为连锁药店业绩大年，整体中报表现优秀；同时叠加税收优惠（小规模纳税人、增值税降税等）带来的实质性利好，2019 年连锁药店依旧具有较高的业绩弹性。预计 2019 年三季度，连锁药店依旧能录得较好成绩。

行业并购趋向理性，连锁化企业优势凸显：一级市场并购热度逐步回归理性，前期一些中小连锁药或者单体药店快速开店，仅仅谋求收入提升以抬高收入价格的连锁药店（一级市场按照 ps 进行收购），较难具备持续经营能力，生存压力较大。19 年并购市场回归理性后，行业的竞争足部趋向理性，规模效应与优秀的管理能力为企业的发展带来的优势将会更加明显。

零售终端价值渐显：随着“4+7”带量采购的进行，工业企业在医院端的渠道或受阻或承压，而院外市场拥有更加市场的运行与竞争，且直接是 2C 端消费者，我们认为其未来与工业企业的合作将会进一步加强，在品类丰富度以及利润空间方面都将会会有较大的改善，未来终端渠道价值将进一步凸显。同时医保鼓励药店纳入集采，将更加有利于连锁药店在处方药的采购，并降低与医院药价的倒挂的幅度，稳定客流量的同时，为处方外流提供更好条件。

我们看好连锁药店未来的长期发展，持续重点关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂等。

1.3.2. 医疗服务-爱尔眼科、美年健康

需求端：随着居民健康意识的提升，以及人口老龄化的加快，我国医疗保健支出不断攀升，医疗服务需求不断增加；**供应端**：公立医院卫生体制改革持续进行，在政策上，国家对社

会办医资格的申请进一步肯定，民营专科医疗机构在资本积累、人才招聘、医疗资源建设等方面综合能力不断提升，竞争力也不断增加。尤其是连锁专科医疗服务机构，随着医疗服务网络不断的扩张与巩固，建立起了良好的社会口碑与品牌效应，综合医疗服务竞争力不断增强，市场占有率不断提升，连锁专科医疗服务机构的发展进一步获得认可。建议关注爱尔眼科、美年健康。

爱尔眼科：公司是全国连锁眼科服务龙头，随着公司经营规模与市场占有率的不断提升，公司品牌影响力亦不断增强。作为国内连锁眼科医疗服务龙头，公司品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；眼科医院/中心数量不断提升，品牌效应不断增强；坚持自我培养+引进人才的战略，成熟医院持续贡献业绩，新医院不断进行补位，综合实力与影响力不断提升。

美年健康：因 2018 年“黑天鹅”事件影响，2019 年公司处于业绩恢复期。从中报情况来看，公司二季度单季度环比改善明显；三、四季度随着团检的逐步上量，公司业绩有望逐步恢复，三季度环比情况有望持续改善。2019 年公司将高标准的医疗质量管理放在推动公司持续发展的第一要素位置，为全国非公体检龙头。同时公司推出“美年好医生”系列产品，联合了中国人保、平安好医生等，推动体检行业进入拥有“检、管、存、医、保”五大保障的体检 3.0 时代。“美年好医生”作为公司主推产品，结合保险，颇具卖点，有望助力公司个检量、客单价的提升。

此外，我们建议关注具有消费属性的药品，其具备穿越政策周期的能力，一些不受医保控费影响的相关企业，其三季度业绩有望延续高增长，建议关注：**长春高新、安科生物、我武生物。**

2. 关注有望迎来边际变化的细分领域或个股

2.1. 医药商业-柳药股份、国药股份、国药一致、九州通、上海医药、国药控股

从中报情况看，商业板块企业表现相对优秀，业绩逐步企稳回升，现金流情况也逐步得到企稳好转。2019 年企业融资环境进一步改善，财务费用有望逐步下降；同时随着“两票制”的推行效果逐步显现，以及“4+7”带量采购的全面推行，行业集中度逐步提升，龙头企业的渠道价值将更加凸显；在合规、规范程度逐步提升的态势下，行业龙头的优势将更加明显。

我们认为医药流通行业的龙头效应将越加明显，2019 年三季度整体的业绩预计都将有不错的表现，收入规模有望进一步提升，现金流逐步好转，从而带来一定的投资机会。另一方面，医药流通企业估值相对较低，19 年大约在 13-14 倍，处于相对底部，未来随着行业集中的进一步提升，行业龙头企业配置价值将稳步提升。

建议关注区域龙头：柳药股份、国药股份、国药一致等；全国龙头：有九州通、上海医药、国药控股等。

2.2. 血制品-华兰生物、博雅生物、天坛生物

血制品行业具有强监管的特点，2019 年初上海新兴静丙事件引起全国对于血制品安全的关注，我们预期监管可能持续加强，行业具有更高的壁垒。根据上市企业库存和应收账款和营收票据周转天数的边际好转，我们预计血制品行业库存出清接近尾声，行业景气度有望提升。批签发数据表明批签发逐渐向头部企业集中，强监管下头部企业有望受益。

建议关注产品丰富、渠道布局优秀和学术推广能力强的头部企业：天坛生物、华兰生物、博雅生物、振兴生化等。

2.3. 有望迎来业绩边际改善的个股

三季度报即将披露，建议把握可能存在业绩边际改善变化的标的：

艾德生物：靶向用药伴随诊断核心标的，受益于靶向药的使用，伴随诊断渗透率有望提升，艾德丰富的临床解决方案构建核心竞争力，为医院提供整体性解决方案，同时下半年 BRCA 产品有望成为业绩新增量。

片仔癀：上半年报表增长质量优秀，估计公司核心产品片仔癀系列折算锭剂销量增长在 15% 左右，实现了稳健的增长，分拆看二季度国内销量增速提升。考虑到去年三季度乃至下半年的相对低基数，基于公司目前的动销，预计公司片仔癀销售有望加速带动公司业绩加速增长。

通化东宝：公司的甘精胰岛素完成 3 合 1 审评，有望在 10 月获批。考虑到公司去年下半年胰岛素去库存，基数相对低，预计公司今年下半年销售有望加速，带动公司业绩加速。

迈克生物：2019 年自主研发的 i3000 全自动化学发光仪的推出，新的高速发光放量进展顺利，产品品质有了极大的提升，预计 2020 年将拉动公司利润增长。

安科生物：核心产品生长激素 GMP 再认证于一季度完成，二季度已恢复供货。2019Q2 业绩明显改善，预计下半年业绩有望大幅提升。其次，公司水针已获得生产批件，目前已完成上市前的准备工作，下半年有望对公司业绩增长带来积极影响。

3. 关注具有增量变化预期的标的

存量一定的情况下，增量显得尤其可贵，建议把握可能存在产品增量变化的标的，如：通化东宝（甘精胰岛素获批预期）、沃森生物（13 价肺炎疫苗获批预期）、智飞生物（母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）获批预期）、贝达药业（恩沙替尼获批预期）、健康元（异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂已报产，左旋沙丁胺醇有望年内获批）等。

通化东宝：公司的甘精胰岛素完成 3 合 1 审评，有望在 9 月底或 10 月获批。考虑到公司去年下半年胰岛素去库存，基数相对低，预计公司今年下半年销售有望加速，带动公司业绩加速。

沃森生物：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。

智飞生物：公司母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）作为是目前为止世界上唯一完成 III 期人体临床试验的此类结核病疫苗，已经报产，纳入特殊审批程序和优先审评，公司的研发管线及产品储备日益丰富，为长远发展奠定了坚实的基础。

贝达药业：公司核心产品埃克替尼高增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望年内获批，帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量。

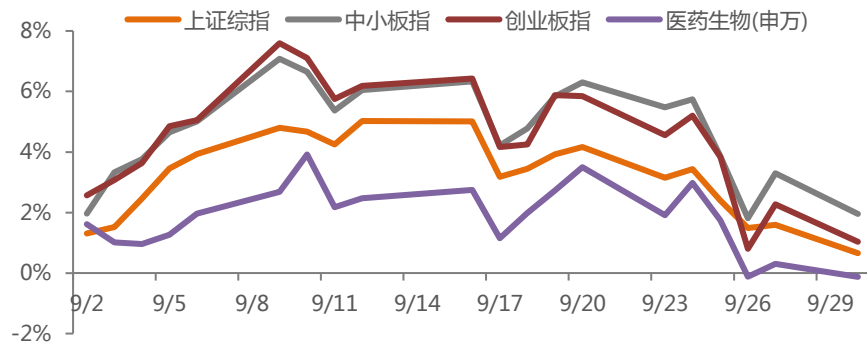
健康元：公司异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂已申报生产，左旋沙丁胺醇吸入溶液已获批，为业绩贡献增量。

4. 行情回顾

4.1. 医药生物 9 月下跌，整体弱于大盘

2019 年 9 月上证综指同比上涨 0.66%，报 2,905.19 点，中小板指上涨 1.95%，报 5,997.80 点，创业板指上涨 1.03%，报 1,627.55 点。医药生物指数下跌 0.13%，报 7,540.34 点，表现弱于上证 0.78 个 pp，弱于中小板 2.08 个 pp，弱于创业板 1.16 个 pp。

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

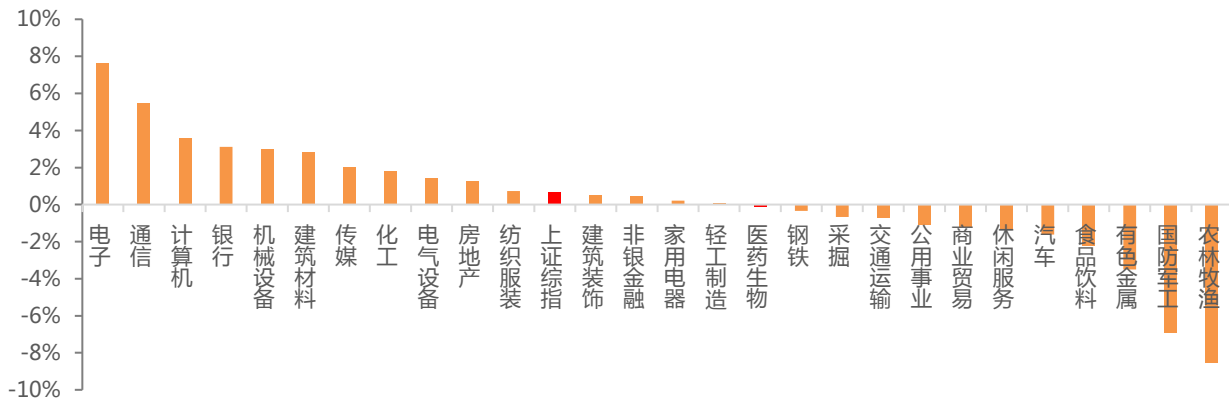


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物下跌 0.13%排名全行业第 17 位

9 月申万 28 个子行业涨跌不一，电子板块涨幅最高，上涨 7.63%，农林牧渔跌幅最大，下跌 8.53%。9 月医药生物板下跌 0.13%，表现弱于大盘 0.78 个 PP，排在申万一级行业第 17 位。

图 2：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

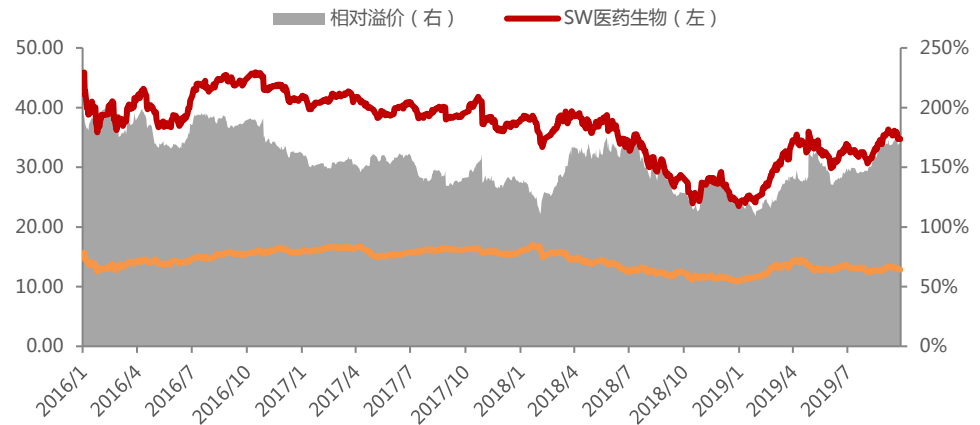


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 8 月升至 171%

截至 9 月 30 日，全部 A 股估值为 12.82 倍，医药生物估值为 34.71 倍，相对 A 股溢价率升至 171%。进入 9 月以来，医药生物估值由 8 月末的 33.87 倍升至 34.71 倍，全部 A 股估值水平从 8 月末的 12.65 倍，升至 9 月末的 12.82 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所升高。

图 3: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率 (历史 TTM, 整体法)

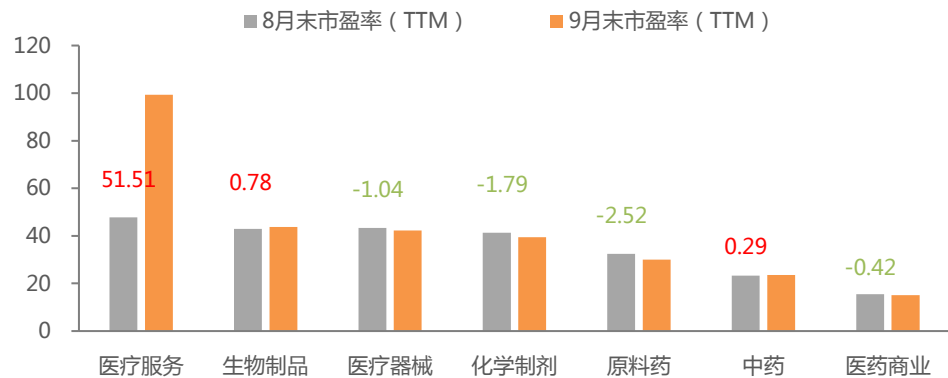


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.4. 各板块估值涨跌不一

医药生物整体估值为 34.71 倍。分子板块看, 医疗服务 99.27 倍, 医疗器械 42.30 倍, 生物制品 43.73 倍, 化学制剂 39.48 倍, 原料药 29.98 倍, 中药 23.56 倍, 医药商业 15.03 倍。各子板块估值涨跌不一, 其中医疗服务板块涨幅最大, 上涨 51.51 倍。

图 4: 医药各板块 PE (TTM 整体法, 剔除负值)

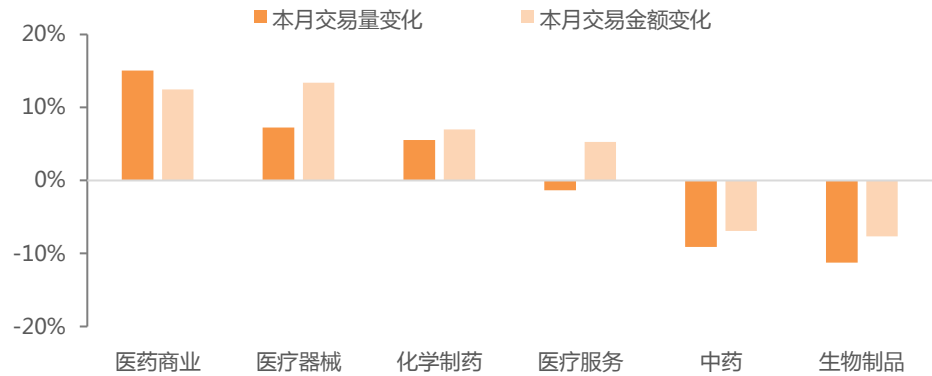


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.5. 本月子板块交易量与交易额涨跌不一

9 月交易时间为 20 天, 比 8 月少 2 天。9 月医药其各子板块交易量与交易金额涨跌不一。其中医药商业板块交易量上涨幅度最大, 较上月增长 15.05%, 交易额增长 12.49%; 生物制品板块交易量减少 11.26%, 交易额减少 7.66%。

图 5：医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.6. 个股月度涨跌幅

表 3：个股区间涨幅前十（截止至 2019 年 9 月 30 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
300326.SZ	凯利泰	-0.87	37.80	31.95	15.05	7.43	88.02
603520.SH	司太立	2.08	32.55	56.10	35.44	15.73	86.76
002901.SZ	大博医疗	-1.48	24.03	38.29	49.17	26.51	75.84
300685.SZ	艾德生物	0.61	23.24	21.22	67.50	36.58	64.95
300298.SZ	三诺生物	-0.15	20.25	0.96	14.24	9.64	30.94
300639.SZ	凯普生物	-3.16	20.24	16.63	21.45	11.08	61.56
300653.SZ	正海生物	3.92	18.47	52.36	84.46	43.02	79.80
300357.SZ	我武生物	6.94	18.45	58.84	41.76	18.07	112.24
300463.SZ	迈克生物	-0.89	18.20	20.78	27.00	13.81	81.22
300595.SZ	欧普康视	2.98	17.11	46.52	50.67	20.01	138.48

资料来源：Wind 天风证券研究所

表 4：个股区间跌幅前十（截止至 2019 年 9 月 30 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
600781.SH	辅仁药业	-2.19	-30.75	-64.99	17.67	5.27	-57.29
002020.SZ	京新药业	-2.65	-18.98	-6.40	14.12	7.82	26.26
603309.SH	维力医疗	0.07	-18.94	-7.25	21.88	9.46	48.49
300238.SZ	冠昊生物	-1.51	-18.31	18.91	34.69	8.76	110.50
300404.SZ	博济医药	-10.02	-17.66	44.79	24.85	7.97	96.17
300158.SZ	振东制药	-2.01	-17.29	-3.94	6.89	3.59	22.61
002294.SZ	信立泰	-3.51	-15.27	-28.96	28.34	18.58	-3.81
600216.SH	浙江医药	0.00	-13.26	5.22	14.03	8.13	38.46
002262.SZ	恩华药业	-0.82	-13.12	-16.52	14.10	8.21	30.62
002370.SZ	亚太药业	-2.28	-12.83	-57.46	22.07	8.36	-47.56

资料来源：Wind，天风证券研究所

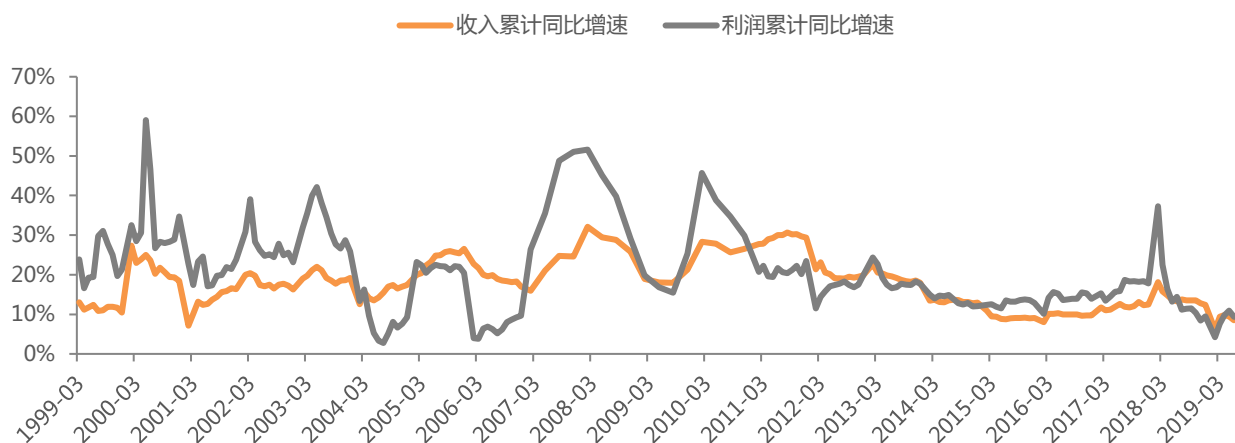
5. 医药制造业收入与利润

2018 年 1-12 月医药制造业累计收入同比增长 12.40% (2017 年 1-12 月同比增速为 12.50%)，利润总额累计同比增长 9.5% (2017 年 1-12 月同比增速为 17.80%)。2018 年医药制造业收

入与利润总额的增速呈现前高后低的状态，我们判断主要系 2018 年上半年原料药提价、流感因素以及“两票制”等因素导致“低开转高开”2018 年下半年费用端提升所致。

2019 年 1-8 月医药制造业利润总额累计同比增长 9.5% (2018 年 1-8 月同比增长 11.40%)，2019 年 1-8 月医药制造业利润总额累计同比增速出现回落，我们认为主要有两点原因：1、2018 年 1-8 月医药制造业利润总额基数较大（原因同上）；2、2019 年 1-8 月受到药品降价等政策影响，医药制造业经营调整等导致利润端受到压缩。

图 6：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com