

证券研究报告——医药生物行业9月投资策略

我言秋日胜春朝

2019-10-17

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

报告摘要：我言秋日胜春朝

■ 宏观变化下板块业绩预计稳健，防御性优秀下整体仍然乐观

国庆假期后贸易冲突缓和，但预期明确结果仍将需要一段时间；大消费领域消费税后置对地方政府促进消费动力以及行业税负有影响，但医药板块中仅部分药酒相关，影响有限；近期可能落地的创新药国家医保目录谈判同样既存在降价的利空也存在新适应症大幅提高渗透率的利好，整体偏利好。考虑到三季报强者恒强的趋势不变，整体行业在经济下行周期的韧性优势明显，因此我们仍然看好医药板块有望继续延续业绩趋势，走出结构性行情。

■ 2019年三季报展望：呈现结构性分化，优质企业增长持续性较好

截止14日，已经有121家医药企业披露了三季报预告的情况，其中预增下限在20%以上的有54家，主要集中在龙头、CRO、疫苗、血制品、医疗器械等景气领域；45家企业预计下滑，主要包括辅助用药、中药注射液、部分受带量采购影响化药、OTC医疗器械等。国信医药覆盖标的中预计：

- 30%以上增长：华兰生物、智飞生物、乐普医疗、凯普生物、华海药业、贝达药业、华润三九、爱尔眼科、泰格医药、益丰药房、大参林、柳药股份
- 15-30%增长：天坛生物、迈瑞医疗、迪安诊断、迈克生物、恒瑞医药、丽珠集团、华东医药、健康元、老百姓、国药股份
- 0-15%增长：博雅生物、康泰生物、通化东宝、透景生命、鱼跃医疗、云南白药、一心堂、国药一致、上海医药

■ 近期关注政策：创新品种上市、国家医保品种谈判、医疗人员综合考核、职工医保个人账户改革等事件

疫苗重磅品种13价肺炎苗审批进入尾声，预计在监管关注下具备创新品种近期上市的公司将有主题性机遇；国家医保谈判品种近期也即将延续2年前的谈判结果，预计适应症扩充的收益将在企业与医保间分享；医改进入深水区，在供给侧、支付端改革后医疗服务同样也预期将于近期重新制定合理的考核与分配机制，预期将加强分级诊疗并配合DRGs等模式，进一步机制上切断带金销售的空子；职工医保个人账户改革此前有医保局针对两会代表提问的回复，也在医改年底前工作任务范围内。

■ 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，建议关注三季报业绩稳定增长或景气度提升公司，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。10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、迈克生物；港股推荐买入中国生物制药、金斯瑞生物科技、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、华兰生物、迪安诊断等体现持续超额收益，港股组合中中国生物制药、金斯瑞生物科技、石药集团等显著跑赢指数。
- 9月组合收益回顾：受到业绩边际改善影响个股如凯普生物、康泰生物表现突出，但复星医药、迈瑞医疗等跑输板块。

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。	48.08%	30.97%	17.11%
1月策略《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	11.1%	20.3%	-9.2%
6月策略《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	14.4%	3.4%	10.9%
7月策略《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	1.5%	-6.7%	8.2%
8月策略《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	-5.1%	-6.7%	1.6%
9月策略《中报结构分化，聚焦优秀企业》	A股：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：中国生物制药、药明生物、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%
		6.46%	1.60%	4.86%
		1.38%	-0.08%	1.46%

资料来源：国信证券经济研究所整理，截止10月14日

10月策略：自古逢秋悲寂寥，我言秋日胜春朝

- 虽然行业受到带量采购的肃杀“秋风”，但是危与机并存，一方面集中度提升，另一方面创新竞争格局好的品种加速上量，中国医药迎来一个具有优质现金流的头部企业高确定性中高速发展期，在季报行情中有望提前估值切换。
- 医药板块整体呈现明显结构性改变，中药注射剂、辅助用药、部分大单品仿制药企业估值下降已经体现在业绩中；CRO、创新药、进口替代医疗器械、疫苗及血制品、零售等领域继续保持较高增长。
- 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，建议关注三季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。10月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、复星医药、乐普医疗、迪安诊断、凯普生物、迈克生物、白云山；港股推荐买入中国生物制药、金斯瑞生物科技、中国中药。

表：国信医药10月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 191015	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	85.25	3770	0.92	1.21	1.56	1.99	92.7	70.4	54.8	42.8	23.2	2.4	买入
300760	迈瑞医疗	179.85	2186	3.06	3.73	4.61	5.74	58.8	48.3	39.0	31.3	34.2	2.1	买入
600196	复星医药	25.26	615	1.06	1.21	1.45	1.72	22.7	19.9	16.5	14.0	10.2	1.1	买入
300639	凯普生物	23.20	50	0.52	0.67	0.86	1.10	44.2	34.8	27.1	21.1	11.8	1.2	买入
300003	乐普医疗	27.54	491	0.68	0.96	1.26	1.68	40.3	28.6	21.9	16.4	19.1	0.8	买入
300244	迪安诊断	24.86	154	0.63	0.79	1.02	1.32	39.7	31.5	24.3	18.8	12.9	1.1	买入
300463	迈克生物	27.00	151	0.80	0.98	1.25	1.66	33.8	27.6	21.6	16.3	17.1	1.0	买入
1177.HK	中国生物制药	11.32	1425	0.23	0.25	0.29	0.34	49.2	45.3	39.0	33.3	31.0	3.3	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	15.16	282	0.09	0.10	0.12	0.14	168.4	151.6	126.3	108.3	4.4	9.6	买入
0570.HK	中国中药	3.71	187	0.29	0.35	0.44	0.55	12.8	10.6	8.4	6.7	9.3	0.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测；

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21.88%。

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（1-8月）	工业增加值	/	6.9%
	营业收入	16098.0	8.5%
	利润总额	2072.4	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（1-8月）	职工医保支出	7465	21.88%
	居民医保支出	5218	

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

● 近期主要政策及分析

药品集采扩面报价公布，“4+7”基础上进一步降价

事件：2019年9月24日，联盟地区药品集中采购进行报价，较首轮“4+7”集采中标价平均降幅25%，最高降幅78%。

国信医药观点：

- 1) 中标模式有所缓和。联盟地区集中采购品种维持了首轮“4+7”集采的25个品种，采购区域扩大到25省区，中标方式由首轮的首家中标，变为最多三家中标，由中标厂商轮动选择中标省份，新规则下部分品种竞争相对缓和；
- 2) 不同竞争格局下的产品降价幅度大幅分化。产品降价竞争格局较好的品种（1-3家通过一致性评价）降价幅度较低或未降价，这一趋势有望在未来集采招标中继续延续，难仿高壁垒品种有利于维持价格，竞争激烈品种以底价竞争将成为常态；
- 3) 外资联动，从长期看国内产品价格对标海外。原研药和国外仿制药入局值得关注，赛诺菲的氯吡格雷低价中标，在4家报价企业第二低，印度企业Dr.Reddy's实验室生产、深圳泛谷药业总经销的奥氮平片中标，国外仿制药企业与国产总经销联合申报中标可能成为一种新模式；
- 4) 对原料药、医药商业、创新药及其产业链影响各异。对上下游行业影响：价格大幅下降将对药企成本控制提出更高要求，利好上游特色原料药企业；集采降价效应外溢可能导致零售企业从高毛利向低毛利模式转变，受到一定冲击；带量采购扩面将进一步为医保基金节省大量药品采购成本，有利于提高对创新药、生物类似物和高壁垒制剂的支付能力，促进国内医药产业升级。
- 5) 投资建议：短期关注本轮集采中标企业业绩弹性，长期关注竞争格局较好、壁垒较高的仿制药企业及创新药企业。建议买入：恒瑞医药、中国生物制药、乐普医疗。

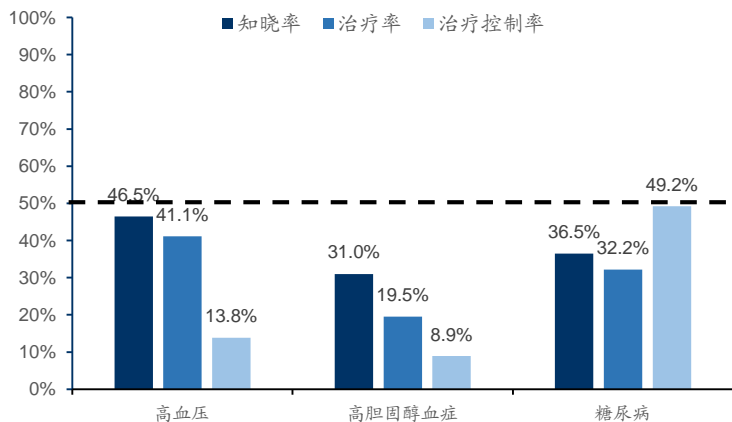
江苏省三级医院第二轮医用耗材集采

- **【事项】** 9月29日，江苏省107家三级医院组团参加第二轮高值耗材带量采购谈判，参与医院数量较第一轮**的55家**有大幅增长。采购品种涉及眼科人工晶体、血管介入球囊、骨科人工髋关节等**3大类300多个型号**，年采购金额约**10亿元**。谈判结果耗材降价幅度明显：
 - ✓ 血管介入球囊类平均降幅为**74.37%**，最大降幅为**81.05%**；
 - ✓ 骨科人工髋关节类平均降幅为**47.20%**，最大降幅为**76.70%**；
 - ✓ 眼科人工晶体类平均降幅为**26.89%**，最大降幅**38%**。
- **【回顾】** 在7月31日进行的江苏省首轮公立医院耗材组团集中采购谈判中，涉及**冠状动脉支架（雷帕霉素及其衍生物支架）及双腔起搏器**两个品种，同样出现了较为明显的降价：
 - ✓ 支架中选品种平均降幅**51.01%**，最高降幅**66.07%**；
 - ✓ 起搏器中选企业涉及品种平均降幅**15.86%**，最高降幅**38.13%**。
- **集采主要压缩渠道商利润，对出厂价影响有限。**集采降价虽然可能幅度较大，但主要是压缩渠道部分利润。以赛诺医疗生产的BuMA冠脉支架为例，2018年起出厂均价为**1917元**，而最低中标价为**7600元**，渠道利润环节占终端价格比重达到**75%**。在集采框架下，渠道利润将大幅压缩，尽管部分产品相对原中标价降幅高达**70-80%**，但实际对出厂价影响较为有限，耗材生产企业受到的影响相对较小。
- **进口垄断产品降价幅度有限。**从江苏省两轮高值耗材集采来看，拟中选产品主要或全部为进口的人工晶体类（**16个品种全部为进口**）与双腔起搏器类（**25个品种中仅有一个为国产**）降幅有限。而拟中选产品中国产替代程度已经较高的冠脉支架、血管介入球囊等降价幅度较大。
- **未来进口替代空间较大。**目前部分高值耗材市场主要由进口品牌垄断，例如国内起搏器市场中**美敦力、圣犹达、波士顿科学**三家市场份额接近**90%**，预计随着未来医用耗材集采的大范围开展，部分进口产品将面临较大的降价压力，进口替代空间将进一步打开。**建议关注国产心血管器械龙头乐普医疗、微创医疗**

城乡居民医保高血压糖尿病门诊用药报销政策出台

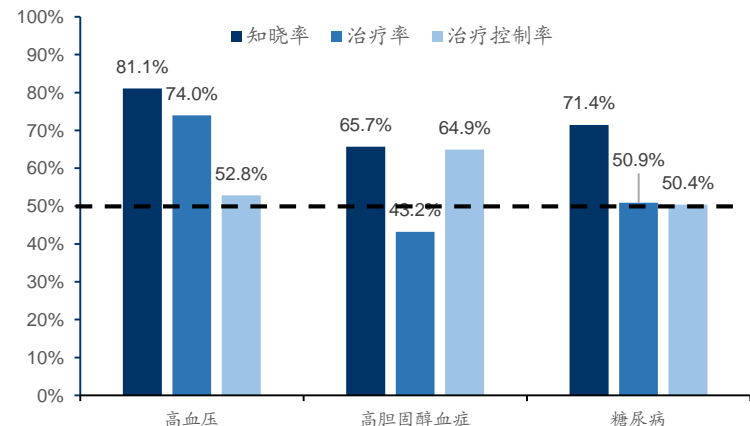
- **【事项】**2019年9月11日，李克强总理主持召开国务院常务会议，决定出台城乡居民医保高血压糖尿病门诊用药报销政策，将高血压糖尿病门诊用药纳入居民医保，报销比例至少50%。有条件的地方可不设起付线，封顶线由各地自行设定。
- 我国高血压、糖尿病患者众多，本次报销政策调整预计将使**3亿多人**受益。我国高血压成人患病率为27.9%，患者人数超2.7亿人，成人糖尿病标化患病率为10.9%，患病人数超过1.1亿人，半数以上糖尿病患者合并高血压。
- 本次报销政策调整有利于提高患者的支付能力，改善慢病用药的基层渗透率。目前我国慢性病患者对病情的知晓率、治疗率和控制率均处于较低水平，对标发达国家渗透率仍有1-2倍的提升空间。
- 早预防、早治疗、早控制，符合卫生经济学效益。在门诊阶段早期预防和治疗高血压、糖尿病等慢性疾病，有助于有效控制疾病发展进程，相应减少病情恶化转化为住院患者的比例，从医保控费的角度来看符合卫生经济学效益。**建议关注心血管治疗性药物龙头乐普医疗，糖尿病用药龙头通化东宝。**

图：中国心血管疾病知晓率、治疗率及控制率



资料来源：《中国心血管病报告2017》、国信证券经济研究所整理

图：美国心血管疾病知晓率、治疗率及控制率

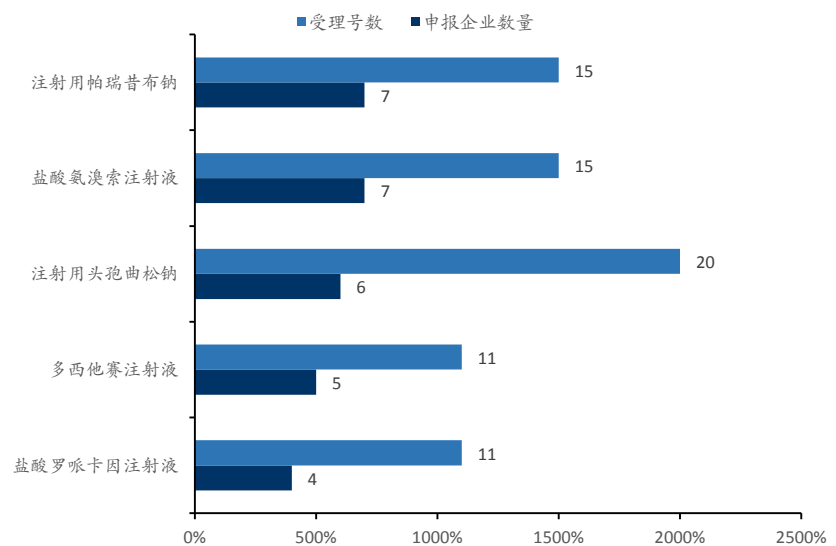


资料来源：The Journals of Gerontology、国信证券经济研究所整理

注射剂一致性评价进展

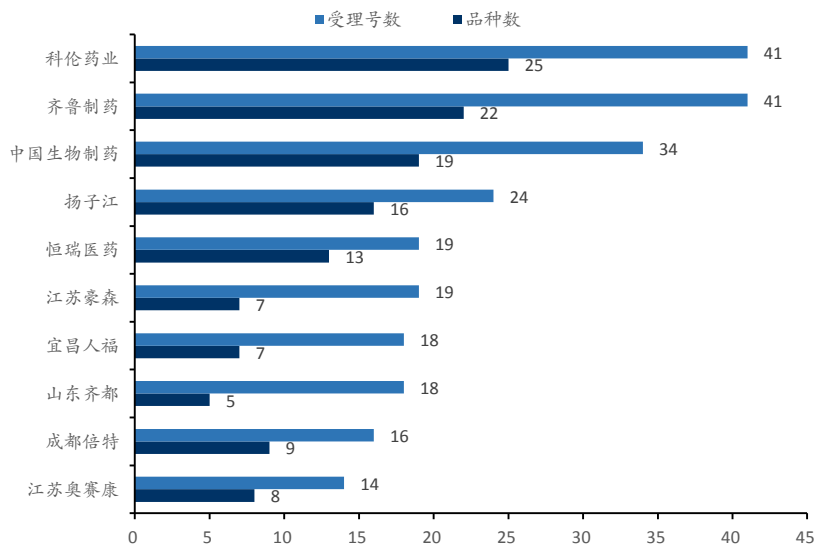
- **【事项】注射剂一致性评价审评提速，参比试剂密集公布。** CDE公布的1-20批参比试剂中均无注射剂品种，自3月28日第21批至最新的第24批目录，共有686个注射剂品规密集公布。
- **120个品种已获受理，共434个受理号。** 截止9月27日，注射剂一致性评价申报获受理的受理号共计有434个（120个品种），其中竞争较为激烈的品种包括：注射用头孢曲松钠（6家企业，20个受理号获受理），盐酸氨溴索注射液（7家企业，15个受理号），注射用帕瑞昔布钠（7家企业，15个受理号）。
- **大输液龙头科伦药业领跑注射剂一致性评价申报。** 从申报企业来看，获得受理号较多的企业包括：科伦药业（25个品种，41个受理号），齐鲁制药（22个品种，41个受理号），中国生物制药（19个品种，34个受理号），扬子江（16个品种，24个受理号），恒瑞医药（13个品种，19个受理号）。

图：注射剂一致性评价申报企业较多品种



资料来源：药智网、国信证券经济研究所整理

图：注射剂一致性评价申报受理号数较多企业



资料来源：药智网、国信证券经济研究所整理

注射剂一致性评价进展

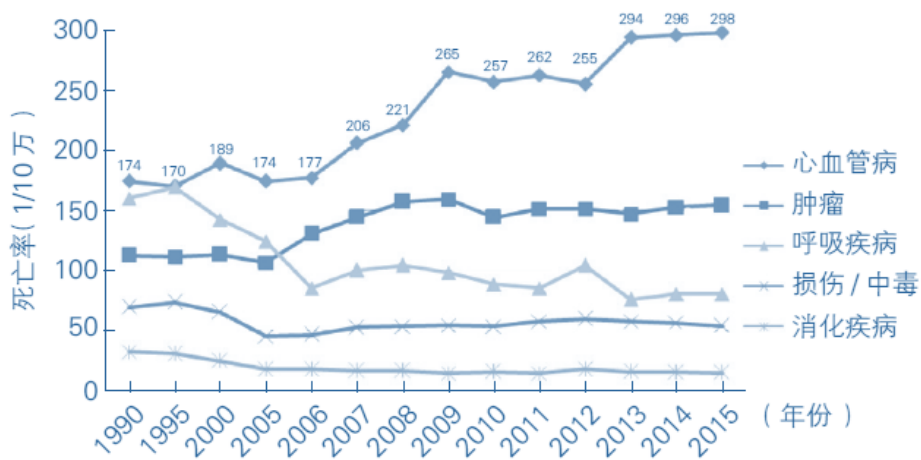
- 通过一致性评价的注射剂品种仍然较少，目前多以批准生产视同通过一致性评价方式获批。截止9月27日，共有10个注射剂品种通过或视同通过一致性评价。除海南普利制药申报的注射用阿奇霉素按照补充申请通过一致性评价，其余注射剂过评品种均是以化药新注册分类获批生产，视同通过一致性评价。

药品名称	规格	通过企业数量	企业名称	通过时间	化学分类	审评结论
注射用阿奇霉素	0.5g	1	海南普利	2018/05/24	化药	批准补充
注射用培美曲塞二钠	500mg 100mg	1 1	四川汇宇 四川汇宇	2017/10/07 2017/10/07	化药4 化药4	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
氟比洛芬酯注射液	5ml:50mg	2	北京泰德 武汉大安	2019/02/01 2018/03/20	化药3 化药3	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
注射用紫杉醇（白蛋白结合性）	100mg	2	石药集团欧意药业 恒瑞医药	2018/02/23 2018/09/03	化药4 化药6	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
注射用头孢唑林钠/氯化钠注射液	粉体室：按头孢唑林计1.0g	1	Otsuka	2017/08/01	化药5.2	批准生产（视同通过）
盐酸右美托咪定注射液	1ml:0.1mg（按右美托咪定计） 2ml:0.2mg（按右美托咪定计）	1 1	扬子江 扬子江	2018/06/28 2018/06/28	化药3 化药3	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
布洛芬注射液	8ml:0.8g 4ml:0.4g	1 1	成都苑东生物 成都苑东生物	2018/08/07 2018/08/07	化药3 化药3	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
多西他赛注射液	4ml:80mg 1ml:20mg	1 1	四川汇宇 四川汇宇	2018/03/19 2018/03/19	化药4 化药4	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
酮铬酸氨丁三醇注射液	1ml:15mg 1ml:30mg	1 1	成都倍特 成都倍特	2019/05/27 2019/05/27	化药3 化药3	批准生产（视同通过） 批准生产（视同通过）
注射用替莫唑胺	0.1g	1	恒瑞医药	2019/01/03	化药3	批准生产（视同通过）

10部委制定《健康中国行动——癌症防治实施方案（2019—2022年）》

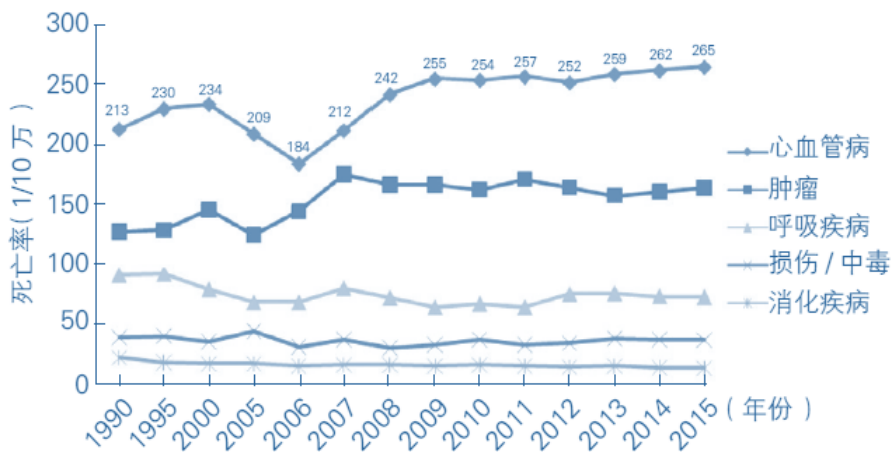
- **【事项】**9月23日，国家卫生健康委等10部门联合制定了《健康中国行动——癌症防治实施方案（2019—2022年）》，提出“到2022年，总体癌症5年生存率比2015年提高3个百分点，患者疾病负担得到有效控制”的总体目标。并针对癌症风险控制、防治能力提升、登记制度建设、筛查机制推广等提出了量化目标。
- 恶性肿瘤发病率与死亡率呈上升趋势，已经成为城乡居民仅次于心血管病的主要死亡原因。目前我国年新发癌症病例约380万，死亡约229万。自2015年《中国癌症防治三年行动计划（2015—2017年）》出台以来，卫计委等部门多次出台相关政策加强肿瘤防治体系建设，肿瘤防治工作已成为卫生部门的关注的重中之重。
- 本方案实施有利于提高肿瘤筛查覆盖面积，提高肿瘤药物的可及性，结合正式出台的第一批鼓励仿制药目录，部分抗癌药物的仿制进度有望加快。建议关注肿瘤创新药龙头恒瑞医药、中国生物制药，HPV筛查龙头凯普生物，及国产HPV疫苗研发企业。

图：1990-2015年农村居民主要疾病死亡率变化



资料来源：中国心血管病报告2017、国信证券经济研究所整理

图：1990-2015年城市居民主要疾病死亡率变化



资料来源：中国心血管病报告2017、国信证券经济研究所整理

卫健委印发第一批鼓励仿制药品目录

- 【事项】10月9日，国家卫健委印发第一批鼓励仿制药品目录，要求各部门在临床试验、关键共性技术研究、优先审评审批等方面予以支持。
- 目录纳入的药物包括多种抗癌药、罕见病治疗药物、短缺药物。如乳腺癌用药伊沙匹隆、氟维司群，抗艾滋药物阿巴卡韦，抗疟药物阿托伐醌，治疗罕见病遗传性酪氨酸血症的尼替西农，以及治疗白血病的巯嘌呤、治疗类风湿关节炎的甲氨蝶呤片等廉价短缺药物。相比于6月“建议清单”版本，仅HIV治疗药物利匹韦林被剔除。
- 建立鼓励仿制药品目录，有利于提高重大疾病治疗性药物的可及性，降低医疗支出，同时有助于提升我国医药工业研发能力，加快医药制造业结构调整。建议关注创新药研发龙头：恒瑞医药、中国生物制药

编号	药品通用名	剂型	规格	编号	药品通用名	剂型	规格
1	尼替西农	胶囊	20mg	19	左甲状腺素钠	片剂	50µg
2	富马酸福莫特罗	吸入溶液剂	0.02mg/2ml	20	依来曲普坦	片剂	20mg、40mg
3	泊沙康唑	注射液	300mg/16.7ml (18mg/ml)	21	溴吡斯的明	缓释片	60mg 180mg
4	氨苯砞	肠溶片	100mg	22	多巴丝肼	片剂	0.25g (0.2g:0.05g) (左旋多巴:苄丝肼)
5	缬更昔洛韦	口服溶液剂	50mg/ml	23	布瓦西坦/布立西坦	片剂	10mg、25mg、50mg、75mg、100mg
6	阿巴卡韦	片剂	450mg	24	福沙吡坦二甲葡胺	注射用无菌粉末	150mg
7	厄他培南	口服溶液剂	20mg/ml	25	曲前列尼尔	注射液	1mg/ml、2.5mg/ml、5mg/ml、10mg/ml
8	阿托伐醌	片剂	300mg	26	波生坦	片剂	62.5mg、125mg
9	伊沙匹隆	注射用无菌粉末	1.0g	27	盐酸考来维仑	片剂	625mg
10	氟维司群	注射液	750mg/5ml	28	多非利特	胶囊	0.125mg、0.25mg、0.5mg
11	巯嘌呤	片剂	15mg、45mg	29	艾替班特	注射液	30mg/3ml (10mg/ml)
12	甲氨蝶呤	片剂	5ml: 0.25g	30	地拉罗司	分散片	0.125g、0.25g、0.5g
13	环磷酰胺	片剂	2.5mg	31	阿卡他定	滴眼剂	0.25%
14	维A酸	片剂	50mg	32	他氟前列素	滴眼剂	0.00%
15	非索罗定	缓释片	10mg	33	氨己烯酸	片剂	500mg
16	格拉替雷	注射液	4mg、8mg				
17	硫唑嘌呤	注射液	20mg/ml、40mg/ml				
18	雷洛昔芬	片剂	20mg/ml、100mg				
		片剂	60mg				

诺奖新宠HIF：贫血、肿瘤治疗潜在靶点

事件：10月7日，2019年诺贝尔生理学或医学奖被授予William G. Kaelin, Jr.、Sir Peter J. Ratcliffe和Gregg L. Semenza，以表彰他们在细胞如何感知和适应氧浓度变化方面的发现。

国信医药观点：1) HIF是感应氧浓度变化的关键分子。细胞对氧浓度变化的感知和适应依赖于低氧诱导因子（HIF）。HIF在低氧条件下会在细胞中积聚，并激活下游多个基因的表达。

2) HIF是贫血、肿瘤等多种疾病的潜在靶点。HIF调控的下游基因包括促红细胞生成素（EPO）和血管内皮生长因子（VEGF）。上调HIF的表达可增加EPO的分泌从而刺激新的红细胞的生成，可用于贫血的治疗。抑制HIF的作用则可能抗血管生成，从而起到抗肿瘤的作用。

3) HIF-PHD抑制剂用于治疗肾性贫血已获批上市。HIF脯氨酰羟化酶（HIF-PHD）在HIF的降解中起关键作用，全球首款HIF-PHD抑制剂罗沙司他于2018年12月在我国首发上市，适应症为慢性肾病引起的贫血。HIF-PHD抑制剂为口服制剂，在依从性上对现有的EPO药物具备巨大优势，预计会对EPO市场造成较大冲击。包括恒瑞医药、三生制药、东阳光药在内的多个国内厂家在HIF-PHD抑制剂的研发上均有布局。

4) HIF抑制剂肿瘤适应症的临床正在开展。HIF具有的促进血管生成和细胞增殖的作用使其成为潜在的抗肿瘤治疗靶点。目前，针对HIF-1 α 和HIF-2 α 的特异性抑制剂正在进行肿瘤适应症的早期临床。

5) 投资建议：继续推荐买入恒瑞医药、三生制药，增持康弘药业。恒瑞医药作为国内创新药龙头，是最早布局HIF-PHD抑制剂的企业之一。预计PD-1单抗上市后销售迅速放量，并带动化疗、阿帕替尼等联合用药方案的收入增长。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，继续推荐“买入”。三生制药在HIF-PHD抑制剂的研发上也有布局，核心产品特比澳、益赛普高速增长。公司盈利能力、成长性和创新能力名列前茅，长期成长性确定，且估值处于低位，继续推荐“买入”。康弘药业拥有核心产品康柏西普，并在拓展肿瘤适应症。康柏西普新批眼科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，维持“增持”评级。

风险提示：新药研发进度不及预期，医保谈判降价超预期。

●2019年Q3季报业绩展望

三季报业绩前瞻-生物制品板块

表：生物制品板块重点公司三季报业绩前瞻

净利润 (百万元)		18Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3E	市值 (亿元)
002007	净利润	760	1,140	260	507		
华兰生物	增长率	22.7%	38.8%	25.2%	11.9%	利润+28%~33%	510
买入	EPS	0.82	1.23	0.28	0.36		
600161	净利润	397	509	131	294		
天坛生物	增长率	-60.4%	-56.6%	19.4%	22.2%	利润+15%~20%	312
买入	EPS	0.46	0.58	0.15	0.28		
300294	净利润	286	469	89	213		
博雅生物	增长率	28.1%	31.6%	23.0%	11.6%	利润+5%~15%	135
买入	EPS	0.68	1.11	0.21	0.50		
300601	净利润	376	436	100	258		
康泰生物	增长率	140.6%	102.9%	-9.2%	-9.8%	利润+10%~17%	541
增持	EPS	0.60	0.70	0.16	0.41		
300122	净利润	1,087	1,451	502	1,147		
智飞生物	增长率	280.9%	235.8%	93.4%	68.1%	利润+52%~72%	800
增持	EPS	0.68	0.91	0.31	0.72		
000661	净利润	839	1,006	365	727		
长春高新	增长率	72.2%	52.1%	73.7%	32.6%	利润+30%~35%	682
增持	EPS	4.93	5.92	2.15	4.27		
002773	净利润	507	694	212	342		
康弘药业	增长率	21.8%	7.9%	2.4%	9.7%	利润+10%~15%	302
增持	EPS	0.75	1.03	0.31	0.39		
600867	净利润	688	840	274	532		
通化东宝	增长率	6.0%	0.2%	-0.1%	-0.8%	利润+3%~8%	353
买入	EPS	0.32	0.41	0.13	0.26		

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

三季报业绩前瞻-医疗器械板块

表：医疗器械板块重点公司三季报业绩前瞻

净利润 (百万元)		18Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3E	市值 (亿元)
300760	净利润	2,897	3,719	1,006	2,369		
迈瑞医疗	YoY	45.3%	43.6%	24.6%	26.6%	+22%~27%	2,188
买入	EPS	2.38	3.06	0.83	1.95		
300003	净利润	1,143	1,219	583	1,155		
乐普医疗	YoY	54.9%	35.5%	92.2%	42.7%	+39%~42%	485
买入	EPS	0.64	0.68	0.33	0.65		
300244	净利润	292	389	73	248		
迪安诊断	YoY	16.8%	11.2%	15.6%	21.5%	+18%~24%	154
买入	EPS	0.47	0.63	0.12	0.40		
300639	净利润	79	114	17	60		
凯普生物	YoY	20.5%	22.4%	38.8%	29.3%	+35%~42%	52
买入	EPS	0.36	0.52	0.08	0.28		
300463	净利润	355	445	118	269		
迈克生物	YoY	19.2%	18.9%	18.0%	16.3%	+15%~20%	151
买入	EPS	0.64	0.80	0.21	0.48		
300642	净利润	91	142	16	55		
透景生命	YoY	17.6%	11.7%	21.7%	6.4%	+5%~15%	39
买入	EPS	1.00	1.56	0.17	0.60		
300633	净利润	170	253	12	72		
开立医疗	YoY	48.4%	32.9%	-42.3%	-38.6%	-63%~55%	98
无评级	EPS	0.42	0.62	0.03	0.18		
002223	净利润	628	727	247	533		
鱼跃医疗	YoY	19.1%	22.8%	15.4%	13.5%	+10%~15%	220
买入	EPS	0.63	0.73	0.25	0.53		

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

三季度业绩前瞻-化学制剂板块

表：化学制剂板块重点公司三季度业绩前瞻

净利润（百万元）		18Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3E	市值（亿元）
600276	净利润	2,912	4,066	1,193	2,412		
恒瑞医药	YoY	25.1%	26.4%	25.6%	26.3%	利润+25%~30%	3,770
买入	EPS	0.66	0.92	0.27	0.55		
600196	净利润	2,094	2,708	712	1,516		
复星医药	YoY	-13.4%	-13.3%	0.9%	-2.8%	利润-5%—+5	615
买入	EPS	0.82	1.06	0.28	0.59		
002422	净利润	1,023	1,213	336	728		
科伦药业	YoY	164.8%	62.0%	-12.4%	-5.9%	利润-17%—5%	371
买入	EPS	0.71	0.84	0.23	0.51		
000513	净利润	940	1,082	393	739		
丽珠集团	YoY	-77.9%	-75.6%	13.1%	16.7%	利润+15%~20%	235
买入	EPS	1.01	1.16	0.42	0.79		
600521	净利润	255	108	136	335		
华海药业	YoY	-47.4%	-83.2%	-16.2%	46.0%	利润+96%~115%	205
无评级	EPS	0.19	0.08	0.10	0.25		
000963	净利润	1,809	2,267	907	1,596		
华东医药	YoY	21.5%	27.4%	37.6%	23.4%	利润+22%~28%	455
买入	EPS	1.03	1.30	0.52	0.91		
600380	净利润	641	699	305	546		
健康元	YoY	-68.3%	-67.2%	35.3%	28.3%	利润+25%~30%	189
无评级	EPS	0.33	0.36	0.16	0.28		
300558	净利润	148	167	52	87		
贝达药业	YoY	-27.4%	-35.3%	20.8%	31.0%	利润+32%~40%	203
无评级	EPS	0.37	0.42	0.13	0.22		

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

三季报业绩前瞻-中药板块与服务板块

表：中药板块与服务板块重点公司三季报业绩前瞻

净利润 (百万元)		18Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3E	市值 (亿元)
600332	净利润	3,439	3,441	1,407	2,548		
白云山	YoY	131.5%	66.9%	55.4%	-2.7%	利润-10%-0%	558
买入	EPS	2.12	2.12	0.87	1.57		
000999	净利润	1,112	1,432	1,167	1,722		
华润三九	YoY	16.0%	10.0%	175.9%	108.4%	利润+60%-65%	310
买入	EPS	1.14	1.46	1.19	1.76		
000423	净利润	1,225	2,085	393	193		
东阿阿胶	YoY	-1.7%	2.0%	-35.5%	-77.6%	利润-84%— ~79%	213
无评级	EPS	1.87	3.19	0.60	0.30		
000538	净利润	2,732	3,307	846	2,247		
云南白药	YoY	4.9%	5.1%	5.0%	8.6%	利润+0%~5%	1,081
无评级	EPS	2.14	2.59	0.66	1.76		
600535	净利润	1,369	1,545	448	899		
天士力	YoY	20.2%	12.3%	20.6%	-2.9%	利润-5%~0%	241
买入	EPS	0.91	1.02	0.30	0.59		
300015	净利润	895	1,009	299	695		
爱尔眼科	YoY	41.4%	35.9%	37.8%	36.5%	利润+32%~37%	1,152
增持	EPS	0.29	0.33	0.10	0.22		
002044	净利润	414	821	-118	17		
美年健康	YoY	68.2%	40.5%	-6.5%	-89.4%	利润-30%~-10%	503
增持	EPS	0.11	0.22	-0.03	0.00		
300347	净利润	318	472	146	352		
泰格医药	YoY	58.7%	56.9%	51.7%	61.0%	利润+63%~70%	500
无评级	EPS	0.42	0.63	0.19	0.47		
603259	净利润	1,928	2,261	386	1,057		
药明康德	YoY	81.4%	84.2%	33.0%	-16.9%	扣非利润 +18%~23%	1,427
无评级	EPS	1.18	1.38	0.24	0.65		

三季报业绩前瞻-医药商业板块

表：商业板块重点公司三季报业绩前瞻

净利润(百万元)		18Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3E	市值(亿元)
603939	净利润	309	416	147	308		
益丰药房	YoY	40.2%	32.8%	45.8%	36.8%		321
增持	EPS	0.81	1.10	0.39	0.81	利润+35%~40%	
002727	净利润	419	521	175	337		
一心堂	YoY	32.5%	23.3%	33.5%	15.3%		135
买入	EPS	0.74	0.92	0.31	0.59	利润+13%-18%	
603233	净利润	414	532	184	381		
大参林	YoY	12.9%	11.9%	25.2%	32.2%		311
买入	EPS	0.80	1.02	0.35	0.73	利润+30%~35%	
603883	净利润	325	435	159	270		
老百姓	YoY	18.3%	17.3%	22.1%	22.1%		216
增持	EPS	1.13	1.52	0.56	0.94	利润+20%~25%	
000028	净利润	927	1,211	300	651		
国药一致	YoY	15.4%	14.5%	2.5%	1.4%		179
增持	EPS	2.17	2.83	0.70	1.52	利润+0%~5%	
601607	净利润	3,372	3,881	1,126	2,286		
上海医药	YoY	25.4%	10.2%	10.4%	12.4%		478
买入	EPS	1.19	1.37	0.40	0.80	利润+10%~15%	
600511	净利润	950	1,404	286	755		
国药股份	YoY	13.7%	23.0%	12.4%	18.7%		214
买入	EPS	1.26	1.86	0.38	1.00	利润+15%~20%	
603368	净利润	391	528	160	356		
柳药股份	YoY	34.9%	31.6%	41.7%	39.4%		96
买入	EPS	1.51	2.04	0.62	1.37	利润+38%~43%	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

● 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

- **仿制药带量采购扩面至25省区，价格较4+7地区平均降幅25%，最高降幅78%**。9月24日发布联盟地区药品集中采购报价，中标模式由独家改为最多三家中标，在本次报价中，部分原有4+7地区中标厂商丢标，且出现了外资原研以及印度仿制药企业降价参与现象。仿制药行业整体利润总额下降虽然尚未完全体现，但市场已经形成共识看空大单品化学仿制药。未来化学制剂企业将更关注创新药、产品集群、成本控制能力（原料药）等方面综合实力。根据医保局相关领导公开讲话，4月开启的4+7带量采购，5个月采购量已经达到了目标采购量的近8成，对中标企业而言价跌量增仍有合理利润。
- **恒瑞医药、贝达药业等创新药企业上月上漲6%，其余化学制剂板块个股大多下跌6-8%**。创新药企业的上涨除了25省区集采扩面市场预期腾挪出的医保资金利好外，还有预期各自的创新药国家医保目录谈判即将开展，以及创新药销售超出预期，季报预期良好有关。其余化学制剂企业下跌原因各有差异。科伦药业受到原料药价格下降以及研发投入加大，业绩预期下调影响。华海药业虽然受益于集采，但是工厂再次在FDA飞检中受关注，潜在影响海外销售。华东医药市场继续担心两大产品百令胶囊和阿卡波糖未来承压。丽珠集团辅助用药占比逐渐下降，且艾普拉唑当前处于50%以上高增长，因此整体表现持平。
- **展望后市：继续把握核心创新龙头以及具备平台产品能力公司**。化学制剂板块内部逻辑已经发生根本转变，原有的单一大单品仿制药模式已经不可持续，未来有实力的头部企业透过仿创结合到尝试全球创新，关注恒瑞医药、复星医药、科伦药业；具备全科室平台优势以及成本控制能力的头部企业则把握集中度提升机会，并逐渐向创新企业转化，关注科伦药业、华海药业、丽珠集团、华东医药。

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 191014	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	83.56	3,696	0.92	1.21	1.56	1.99	90.9	69.0	53.7	42.0	23.2	2.4	买入
600196	复星医药	25.52	621	1.06	1.21	1.45	1.72	22.9	20.1	16.7	14.1	10.2	1.1	买入
002422	科伦药业	26.17	377	0.84	0.87	1.09	1.37	31.1	30.2	23.9	19.1	9.9	1.7	买入
000513	丽珠集团	28.33	235	1.16	1.34	1.54	1.78	21.7	18.8	16.4	14.1	10.1	1.2	买入
600521	华海药业	15.54	205	0.08	0.00	0.00	0.00	191.1	-	-	-	2.4	-	
000963	华东医药	26.30	460	1.30	1.59	1.91	2.33	20.3	16.6	13.8	11.3	24.7	0.8	买入
300558	贝达药业	50.60	203	0.42	0.53	0.68	0.93	121.6	96.2	74.9	54.3	7.9	3.1	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、华海、贝达为一致预期

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、白云山、天士力等老牌企业估值约12-15X附近，但ROE水平大部分在14~20%之间，利润增速除阿胶因渠道影响大幅下降外，其余企业仍维持个位数至小双位数增长。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。
- 阿胶终端动销情况仍然较为稳健，半年报营收出现40%的下降，三季度预告80%的净利润下滑，我们认为这与2017年血制品终端动销稳健，但是前期工业端高增长透支了渠道库存高增长，而渠道去库存周期中对工业端形成冲击的情况类似。考虑到营收端大幅下滑，库存周期可能加速出清。东阿阿胶20%左右的ROE，占净资产比近一半的现金资产，当前具有回购和增持等行为，一旦库存周期出清，将具备戴维斯双击的潜力，我们保持密切关注。

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 191015	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	35.96	560	2.12	1.83	2.07	2.29	16.3	18.8	16.7	15.0	17.0	1.0	买入
000999	华润三九	31.24	306	1.46	2.29	2.00	2.37	21.4	13.7	15.6	13.2	13.9	0.8	买入
000423	东阿阿胶	31.12	204	3.19	1.51	1.91	2.42	9.8	20.6	16.3	12.9	19.7	-2.3	无评级
000538	云南白药	83.68	1,069	2.59	2.96	3.36	3.78	32.3	28.3	24.9	22.1	17.5	2.1	无评级
600535	天士力	16.13	244	1.02	1.13	1.27	1.46	15.8	14.3	12.7	11.1	16.1	1.1	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

药品板块：生物制品整体维持较高景气

- **血制品预计下半年供不应求缓解。** 华兰生物、天坛生物等龙头继续在上个月表现良好，分别上涨10%和7%。我们预期随着去年下半年行业采浆增速恢复至10%，预计今年三季度至四季度供给端将有所回升，且上半年因新兴事件行业供给整体下调下半年也将恢复，全行业大体保持稳健。华兰生物9月30日前批签发460万支四价流感疫苗，预计将大幅贡献三季报业绩，实现30%左右利润高增长。博雅生物静丙估计仍有部分批签发未形成销售。纤维蛋白原市场竞争加剧，预计费用有所提升。天坛生物仍保持稳健，长期来看第一龙头的相对优势将随着采浆量优势扩大进一步加强。
- **疫苗景气度高，更关注长期管线。** 疫苗板块康泰生物长期管线最为完整，且大品种与国际对标。三季报预告10-17%增长超出市场预期，在上月上涨16%，预计行业内国产十三价肺炎结合苗有望近期获批，仍将有利好催化剂，且百白破疫苗缺货情况仍然明显，公司四联苗预计销售乐观。
- **生长激素仍然维持存量市场渗透率提升高增长。** 生长激素新患入组仍处于40%高增长，因此我们认为长春高新仍有随业绩估值切换的潜力。考虑到公司正在不断扩展产品管线，外延并购及研发投入逐渐加大，继续维持增持评级。
- **医保品种谈判后关注康柏西普新适应症放量。** 眼科作为一个随老龄化发展而快速扩张的细分专科领域，公司康柏西普相对雷珠单抗的产品优势在诺华渠道调整过程中进一步加强。康弘药业中药板块此前调整影响逐渐缓解。医保谈判后新适应症扩展与产品降价综合影响预计仍将利好康柏西普总体销售额。

表：生物制品领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 191014	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600867	通化东宝	17.36	353	0.41	0.47	0.57	0.68	42.1	36.7	30.3	25.5	18.1	2.0	买入
000661	长春高新	395.05	672	4.83	8.53	10.43	12.24	66.8	37.8	30.9	26.4	20.7	1.0	增持
002007	华兰生物	36.39	511	0.81	1.07	1.26	1.45	44.8	34.1	29.0	25.1	22.4	1.6	买入
300294	博雅生物	30.72	133	0.98	1.17	1.42	1.76	28.4	23.8	19.6	15.8	15.3	1.1	买入
600161	天坛生物	29.56	309	0.49	0.60	0.73	1.04	60.7	49.2	40.8	28.3	15.9	1.7	买入
300601	康泰生物	83.30	537	0.68	0.78	1.01	1.88	123.4	107.1	82.2	44.3	30.0	2.6	增持
300122	智飞生物	49.94	799	0.91	1.56	2.18	2.77	55.1	32.0	22.9	18.0	40.8	0.7	增持
002773	康弘药业	34.55	303	0.79	0.92	1.16	1.52	43.5	37.4	29.7	22.7	18.2	1.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、智飞生物为一致预期。

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，5) 江苏耗材集采落地。
- **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。
- **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。
- **展望后市：2020年PE估值普遍在20-25X，仍有估值切换空间，继续看好全板块。** 医疗器械虽然近期同样面临集采的压力，但是由于统一编码、与设备绑定、非标准等特点，我们预期推进速度将慢于药品。且进口替代空间明显，这也与仿制药大多已经实现替代完全不同。考虑到产品在医院销售中总金额一般并不大，受医保控费关注度较低，**医保板块内相对优势明显，看好四季度估值切换机遇。**

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 191015	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	24.86	154	0.63	0.79	1.02	1.32	39.7	31.5	24.3	18.8	12.9	1.1	买入
300463	迈克生物	27.00	151	0.80	0.98	1.25	1.66	33.9	27.6	21.7	16.3	17.1	1.0	买入
300760	迈瑞医疗	179.85	2,188	3.06	3.73	4.61	5.74	58.8	48.3	39.1	31.4	34.2	2.1	买入
300003	乐普医疗	27.54	485	0.68	0.96	1.26	1.68	39.8	28.3	21.6	16.2	19.1	0.8	买入
300642	透景生命	43.60	39	1.56	1.76	2.14	2.70	27.6	24.5	20.2	16.0	14.8	1.2	买入
002223	鱼跃医疗	22.14	220	0.73	0.87	1.03	1.24	30.2	25.1	21.2	17.8	13.6	1.3	买入
300639	凯普生物	23.20	52	0.52	0.67	0.86	1.10	45.4	35.7	27.8	21.6	11.8	1.3	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医药商业板块：零售关注集采扩面影响

- **预计调整后现金流指标无大幅改善，关注集采回款和集中度提升趋势。**受医保控费影响和纯销比例扩大，短期内预计批发企业应收账款改善空间不大，剔除保理和ABS等融资影响，我们预计三季度批发企业现金流情况整体保持稳定。建议关注：**1) 带量采购回款政策落地**，利好批发企业应收账款周转提速；**2) 行业集中度提升**。药品降价大背景下，对于批发企业的配送代理能力与产品结构资源提出更高要求，拥有较少上游企业资源和产品配送结构单一的企业业绩承压，面临出局风险。此外，《药品经营监督管理办法（征求意见稿）》对于批发企业的物流和仓库能力也提出了更高要求，具备丰富产品资源和工商协同能力的龙头企业将受益于集中度提升。推荐关注国药股份、国药一致、上海医药。
- **集采扩面冲击零售行业高毛模式，长期关注处方外流。**短期来看，带量采购降价品种有限、未中标厂家可能转战零售市场，行业短期增长仍然稳健，以及传闻产业资本再次入局，表明行业关注度较高。长期来看，如果降价品种持续扩大，将对零售行业带来压力：**1) 药品降价显著对零售药店高毛特征造成冲击**；**2) 低频模式本身难以大幅改善**，且促销打折等活动易受毛利下降限制。我们认为，长期可关注改善机遇：**1) 药学服务能力提升**，从单纯的零售转型为为患者专业用药指导、咨询服务的服务商；**2) 产品结构优化**，缓解药品降价冲击；**3) 院边店、DTP药房承接处方外流**，根据中国卫生健康统计年鉴（2018），公立医院药占比从2010年的41.80%下降至了2017年的31.14%，预计继续下降，建议关注千亿处方外流市场带来的增量。推荐关注益丰药房、国药一致。

表：医药商业领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 191015	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	23.70	134	0.92	1.10	1.36	1.65	25.8	21.5	17.4	14.3	13.5	1.0	买入
600511	国药股份	28.42	213	1.86	2.23	2.60	3.00	15.1	12.6	10.8	9.4	16.1	0.7	买入
603233	大参林	59.80	309	1.02	1.27	1.56	1.91	58.1	46.7	38.1	31.0	18.4	2.0	买入
603939	益丰药房	84.84	319	1.10	1.49	1.98	2.53	76.5	56.4	42.4	33.2	11.5	1.8	增持
603883	老百姓	75.26	218	1.52	1.87	2.31	2.86	50.1	40.8	33.0	26.6	14.6	1.7	买入
000028	国药一致	44.20	180	2.83	3.13	3.62	4.15	14.9	13.4	11.6	10.1	11.5	1.0	无评级
603368	柳药股份	36.93	94	2.04	2.67	3.34	4.24	17.8	13.6	10.9	8.6	14.4	0.5	买入
601607	上海医药	18.60	478	1.37	1.53	1.73	1.93	12.3	11.0	9.7	8.7	10.6	0.9	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测，老百姓为一致预测

医疗服务：CRO创新药产业链高景气

- **CRO创新产业链继续维持高增长。**CRO作为今年表现最为突出的细分子领域，充分受益于全行业核心动力由销售向创新转移的卖水人的红利。泰格医药预告三季报增长64-70%，且前置指标例如临床批件数量等仍处于高位。预计仍有估值切换潜力。
- **连锁服务冰火两重天。**眼科连锁爱尔眼科三季报预告增长30-40%，与半年报基本持平。上月上涨10%，虽半年报营收增速略有下行，但公司整体发展阶段没有变化，仍保持稳健。美年健康预告三季报下滑约0-30%，估计与上半年部分公司负面新闻报道有关。考虑到下半年是体检的旺季，预计未来可能收窄。

表：医药商业领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 191015	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
002044	美年健康	13.45	506	0.22	0.29	0.40	0.55	61.7	46.5	34.1	24.7	12.6	1.3	增持
300015	爱尔眼科	37.20	1,134	0.33	0.44	0.59	0.78	112.4	82.9	62.2	46.8	18.5	2.4	增持
300347	泰格医药	66.70	496	0.63	0.91	1.24	1.66	105.0	72.3	53.1	39.9	18.3	1.9	无评级
603259	药明康德	88.00	1,431	1.38	1.38	1.74	2.20	63.3	63.2	50.1	39.6	18.8	3.7	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、泰格医药、药明康德为一致预测

港股医药：25省带量采购地域扩张，继续看多创新

■ 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：港股医药重点标的估值情况一览

代码	公司简称	股价 191015	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	120	21E	18A	19E	120	21E			
1093.HK	石药集团	16.74	1044	0.59	0.73	0.91	1.12	28.4	22.9	18.4	14.9	21.4	1.0	买入
1177.HK	中国生物制药	11.32	1425	0.23	0.25	0.29	0.34	49.2	45.3	39.0	33.3	31	3.3	买入
1530.HK	三生制药	13.90	352	0.5	0.56	0.68	0.83	27.8	24.8	20.4	16.7	14.8	1.3	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	15.16	282	0.09	0.1	0.12	0.14	168.4	151.6	126.3	108.3	4.4	9.6	买入
0570.HK	中国中药	3.71	187	0.29	0.35	0.44	0.55	12.8	10.6	8.4	6.7	9.3	0.4	买入
1093.HK	石药集团	16.74	1044	0.59	0.73	0.91	1.12	28.4	22.9	18.4	14.9	21.4	1.0	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
2019-10-08	行业重大事件快评: 诺奖新宠HIF: 贫血、肿瘤治疗潜在靶点	行业快评
2019-09-25	行业重大事件快评: 药品集采扩面报价结果公布, ”4+7“基础上进一步降价	行业快评
2019-09-19	凯普生物-300639-深度报告: 高速增长的核酸分子诊断龙头	公司深度
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：《凯普生物-300639：高速增长的核酸分子诊断龙头》

公司是核酸分子诊断龙头，具有独特技术优势；政策驱动+技术更新+消费升级促进HPV检测行业增长；“核酸99”战略与特检服务相得益彰，打造细分领域龙头；随着政策推动HPV检测放量、STD检测试剂盒等新产品上市，业绩将迎来高速增长期，维持预测2019-2021年归母净利润三年CAGR28%，一年期合理估值至22.1~25.5元，维持“买入”评级。

■ 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门户企业。行业未来的两大推动力在于产品升级和产品渗透率的提升。产品升级包括从单苗到多联苗的升级（百白破-Hib四联苗），从单价苗到多价苗的升级（五价轮状病毒疫苗）以及从多糖苗到结合苗的升级（肺炎球菌结合苗）。国内龙头企业还将受益于行业集中度的提升，并拥有进口替代的机会。推荐买入华兰生物，增持智飞生物、康泰生物、沃森生物。

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

重点关注领先厂商和加速追赶的后续厂商。国内领先厂商应动态调整巅峰销售额预期和产品估值，A股市场建议买入恒瑞医药，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。

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