

紧抓器械与药品创新龙头

2019-11-25

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
联系人：李虹达 lihongda@guosen.com.cn

报告摘要：紧抓器械与药品创新龙头

■ 医保谈判结果发布在即，创新仍是中国医药最大主线

11月11-13日国家医保谈判完毕，合计约150个品种即将公布“大考结果”。市场预期部分重磅品种降价幅度可达70%-90%。由于此前医保目录调整医保地方目录增补权力受限，企业高度重视国家医保纳入对量的成长助力。本次谈判品种数量超出市场预期，更进一步强化了市场对“创新”的追捧。我们认为从产业趋势、催化剂等角度考虑，当前应当重点配置创新属性凸显的细分龙头。另外由于器械市场的碎片化特点，且更容易出现微创新，前期市场关注热度较低，器械领域的创新企业在年底到明年一季度值得重点配置。

■ 行业继续保持稳健，考虑估值，二线创新龙头更具吸引力

从资金流入、行业基本面比较优势来看，医药仍然具有性价比。但是11月22日板块头部高估值及前期上涨较多企业出现较大回调，我们认为：1) 参考外资持续流入中盘股；2) 前三季度行业整体实现10%利润成长，且这是在降税影响不大的情况下实现的，充分表明基本面的韧性；3) 二线器械创新龙头、细分药品领域龙头估值仍然不高。考虑到行业分化大格局不变，但一线龙头估值处于高位，二线创新龙头更具吸引力。

■ 2019年三季报总结：呈现结构性分化，优质企业增长持续性较好

上市公司整体营收增速高于全行业，但利润方面整体延续了大幅分化的状况，由于部分中药注射剂、辅助用药等公司的业绩大幅下滑；利好板块主要包括创新性药、CRO、零售、医疗器械等细分板块。符合此前市场预期。具备创新优势的头部龙头如恒瑞医药业绩持续加速。

■ 近期关注政策：国家医保品种谈判、创新药政变化、国企改革等事件

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：紧抓器械与药品创新龙头

仿制药4+7降价与辅助用药严控打开了创新药的大幅结构性成长空间，而2020年器械领域高值耗材与IVD的降价也将同样打开创新器械的结构性成长空间。我们在此11月策略中重点推荐创新器械领域的乐普医疗、迈瑞医疗、迈克生物、凯普生物、迪安诊断、贝瑞基因；创新药品领域恒瑞医药、复星医药、健康元。港股继续推荐中国生物制药、中国中药及金斯瑞生物科技。

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、乐普医疗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。
- 10月组合收益回顾：受到业绩边际改善影响个股如乐普医疗、凯普生物实现20-30%收益，但迪安诊断、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。	54.38%	39.34%	15.04%
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。	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股稳健组合：恒瑞医药、乐普医疗等 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。	11.2%	20.3%	-9.1%
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	11.1%	20.3%	-9.2%
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	14.4%	3.4%	10.9%
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	1.5%	-6.7%	8.2%
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	-5.1%	-6.7%	1.6%
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	-6.7%	-2.1%	-4.5%
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	1.22%	5.49%	-4.27%
10月策略《我言秋日胜春朝》	A股：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：中国生物制药、金斯瑞生物科技、中国中药	7.86%	1.07%	6.79%
		6.46%	1.60%	4.86%
		1.38%	-0.08%	1.46%
		9.56%	-1.23%	10.79%
		7.18%	2.83%	4.35%

资料来源：国信证券经济研究所整理，截止11月21日

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8-10%之间，但利润增速逐月提升，从3月7.6%、4月9.7%提升至9月10.0%，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：10月份社零消费增速有所下行，为7.2%，其中限额以上企业10月同比增速仅0.9%，属于近期新低，但是其中的中西药品仍然达到单月同比增长5.1%，累计同比增长9.6%，仍然属于较为景气状态。
- 支付端：医保支出端大幅上升为20.1%。

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（1-9月）	工业增加值(1-10月)	/	7.0%
	营业收入	18184.20	8.4%
	利润总额	2390.30	10.0%
社会零售总额（1-10月）	总计	334778.5	8.1%
	限额以上中西药品类	4801.1	9.6%
消费与收入（1-9月）	人均可支配收入	22882元	6.1%
	人均消费支出	15464元	5.7%
	人均医疗保健支出	1414元	10.9%
医保（1-9月）	职工医保支出	8473	20.1%
	居民医保支出	5894	

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

11月策略：紧抓器械与药品创新龙头

- 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。11月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、复星医药、健康元、乐普医疗、迪安诊断、凯普生物、迈克生物、贝瑞基因、健康元；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11月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 191122	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	88.98	3935	0.92	1.22	1.59	2.09	96.8	73.2	56.0	42.6	23.2	2.3	买入
300760	迈瑞医疗	182.69	2221	3.06	3.83	4.73	5.84	59.7	47.7	38.6	31.3	34.2	2.0	买入
600196	复星医药	25.67	629	1.06	1.21	1.45	1.72	23.2	20.3	16.9	14.3	10.2	1.2	买入
600380	健康元	10.17	197	0.36	0.42	0.49	0.60	28.2	24.4	20.8	17.0	8.2	1.3	买入
300639	凯普生物	26.95	59	0.52	0.69	0.89	1.18	51.4	39.3	30.4	22.9	11.8	1.3	买入
300003	乐普医疗	35.17	627	0.68	0.96	1.26	1.69	51.4	36.8	28.0	20.8	19.1	1.0	买入
300244	迪安诊断	23.58	146	0.63	0.79	1.02	1.32	37.6	29.9	23.0	17.9	12.9	1.1	买入
300463	迈克生物	28.64	160	0.80	0.95	1.20	1.51	35.9	30.1	23.8	19.0	17.1	1.3	买入
000710	贝瑞基因	36.68	130	0.76	1.15	1.31	1.56	48.5	31.8	28.0	23.5	15.6	1.2	买入
1177.HK	中国生物制药	11.26	1417	0.23	0.25	0.29	0.34	49.0	45.0	38.8	33.1	31.0	3.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	19.16	357	0.09	0.10	0.12	0.14	212.9	191.6	159.7	136.9	4.4	12.1	买入
0570.HK	中国中药	3.65	184	0.29	0.35	0.44	0.55	12.6	10.4	8.3	6.6	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；

● 医药行业近期动态

回顾：医改时间表细化，放弃幻想，拥抱未来趋势

表：2019年下半年医改重点任务完成时间表

完成时间	工作任务	牵头负责单位
2019年6月底前完成	制定关于实施健康中国行动的意见、健康中国行动(2019—2030年)、健康中国行动组织实施和考核方案。	国家卫生健康委负责
	制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件。	国家卫生健康委、国家发展改革委共同负责
	发布鼓励仿制的药品目录。	国家卫生健康委负责
2019年8月底前完成	制定进一步规范医用耗材使用的政策文件。	国家卫生健康委负责
2019年9月底前完成	制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件。	国务院医改领导小组办公室负责
	制定医疗机构用药管理办法。	国家卫生健康委负责
	制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。	国家医保局负责
	制定深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见。	人力资源社会保障部负责
	制定建立完善老年健康服务体系的指导意见。	国家卫生健康委负责
2019年11月底前完成	制定二级及以下公立医疗机构绩效考核办法。	国家卫生健康委负责
	制定加强医生队伍管理的办法。	国家卫生健康委负责
	制定医疗联合体管理办法。	国家卫生健康委负责
2019年12月底前完成	制定公立医院薪酬制度改革的指导性文件。	人力资源社会保障部负责
	制定改进职工医保个人账户政策文件。	国家医保局负责
	制定医疗保障基金使用监管条例。	国家医保局负责

资料来源：卫计委、国信证券经济研究所整理

国家医保谈判、医改时间表更新是近期最重要政策

- ▶ 11月11-13日，国家新一轮医保谈判完成，估计约160项药物参与谈判，估计2017年谈判品种价格降幅有限，但本轮纳入品种可能出现50-60%降价。11月19日，国家医保局人士向媒体表示，争取在这个月（11月份）公布，最终结果公布需要一定流程。
- ▶ 11月6日，国医改2号文《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》发布，其中披露了此后推广三明经验的全国医改具体时间表。我们在此归纳表格见后页

表：2号文中的2019年各项医改时间节点安排

时间	内容
2019年11月底前	各省份要完成对辖区内三级公立医院绩效考核工作。
2019年12月底前	<ul style="list-style-type: none">▶ 各省份要制定实施健康中国行动的具体落实措施▶ 各省份要制定出台省级重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)并公布。▶ 各省份要全面执行国家组织药品集中采购和使用改革试点25种药品的采购和使用政策。▶ 各省份要结合实际制定推广福建省和三明市医改经验、深化医改的工作方案。

资料来源：卫计委、国信证券经济研究所整理

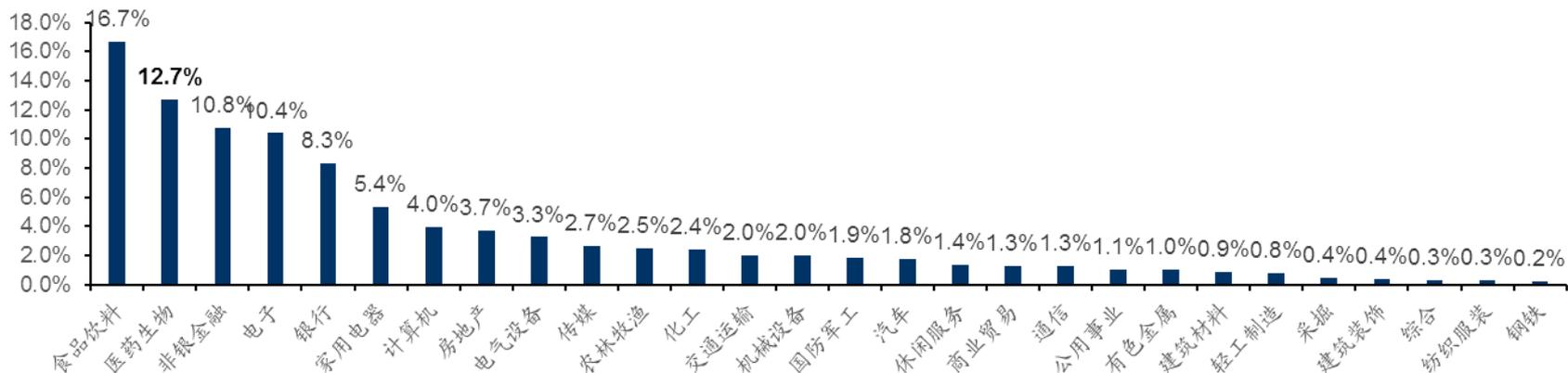
新医改2020年任务一览

表：2号文中的2020年各项医改时间节点安排

时间	内容
2020年	<ul style="list-style-type: none">▶ 按照国家统一部署，扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。综合医改试点省份要率先推进由医保经办机构直接与药品生产或流通企业结算货款，其他省份也要积极探索。▶ 开展二级及以下公立医疗机构绩效考核。▶ 各地要按照国家制定的高值医用耗材重点治理清单和有关工作要求，加大耗材使用治理力度。综合医改试点省份要确保取得阶段性成效。▶ 综合医改试点省份要率先启动改革并取得实质性进展，指导推动各级各类医疗机构及时调整优化用药目录，促进合理用药。▶ 建立医疗服务价格动态调整机制并组织实施，持续优化医疗服务比价关系，体现技术劳务价值。▶ 综合医改试点省份要率先完善慢性病等重点疾病分级分类管理制度并组织实施。▶ 综合医改试点省份要选择2个以上地市率先探索探索对紧密型医疗联合体等纵向合作服务模式实行医保基金总额付费。
2020年2月底前	全面推进公立医院薪酬制度改革，注重改革质量，综合医改试点省份要率先取得实质性进展。
2020年9月底前	综合医改试点省份要率先进行探索，其他省份也要积极探索。按照带量采购、招采合一、质量优先、确保用量、保证回款等要求，对未纳入国家组织集中采购和使用的药品开展带量、带预算采购。
2020年9月底前	综合医改试点省份要率先进行探索针对临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购。
2020年12月底前	全面建立重点药品监控机制。
2020—2022年	各地要每年进行调价评估，达到启动条件的要及时调整医疗服务价格，加大动态调整力度，与“三医”联动改革紧密衔接。
2022年	基本实现县办中医医疗机构全覆盖，力争实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师。

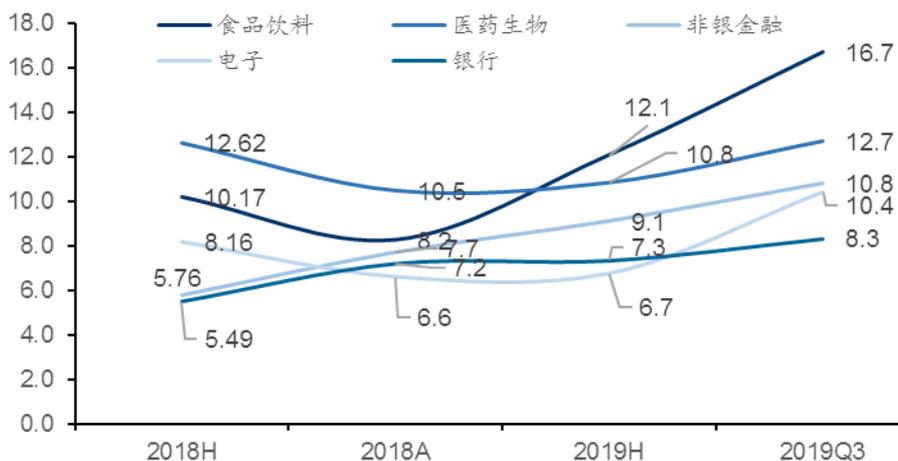
医药与大消费继续受到市场追捧

图：2019Q3全市场公募基金各细分行业持仓占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2019Q3全市场公募基金各细分行业持仓占比



➤ 医药生物板块公募基金持仓在三季度仍有所上升，但增长比率低于食品饮料和电子行业，当前在全市场各行业中持仓达到12.7%，仅次于食品饮料回到2018年半年报医药牛市时的持仓水平。

➤ 我们认为这一投资倾向说明市场认为宏观经济下行尚未完全体现，对大消费板块的韧性、结构性机会高度看好。这一风格我们认为有望持续到明年一季度，医药未来除了继续持有核心资产，更多的看点在挖掘前期滞涨的边际改善、具有一定行业地位的细分龙头上。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

外资流入逐渐呈现标的扩散化

表：2019年6与28日至今陆股通估计资金流入流出情况

排序	09-30至11-18日		06-28至09-30日		09-30至11-18日		06-28至09-30日	
	证券简称	资金流入(亿)	证券简称	资金流入(亿)	证券简称	资金流出(亿)	证券简称	资金流出(亿)
1	云南白药	11.1	药明康德	17.8	恒瑞医药	-6.9	恒瑞医药	-19.7
2	迈瑞医疗	9.1	迈瑞医疗	17.3	通化东宝	-2.8	云南白药	-7.1
3	益丰药房	6.8	泰格医药	8.1	智飞生物	-2.2	东阿阿胶	-3.6
4	凯莱英	5.2	智飞生物	6.7	华东医药	-1.6	贝瑞基因	-3.1
5	沃森生物	4.0	乐普医疗	6.6	爱尔眼科	-1.2	天士力	-1.8
6	华兰生物	3.9	爱尔眼科	5.0	天士力	-1.2	国新健康	-1.5
7	乐普医疗	3.6	华润三九	4.9	仙琚制药	-1.1	紫鑫药业	-1.1
8	迪安诊断	3.3	凯莱英	4.6	贝达药业	-1.1	华海药业	-0.8
9	药明康德	2.7	片仔癀	3.9	艾德生物	-0.9	沃森生物	-0.7
10	东阿阿胶	2.7	通策医疗	3.5	众生药业	-0.7	药石科技	-0.6
11	大参林	2.7	益丰药房	3.3	普洛药业	-0.6	信邦制药	-0.6
12	老百姓	2.0	华东医药	3.3	江中药业	-0.6	亿帆医药	-0.6
13	欧普康视	1.9	康缘药业	3.3	开立医疗	-0.4	人福医药	-0.5
14	步长制药	1.8	美年健康	3.1	哈药股份	-0.3	哈药股份	-0.4
15	金城医学	1.7	上海医药	3.1	健康元	-0.2	海翔药业	-0.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 从陆股通的流入流出情况来看，与上半年资金流入非常集中在头部和特定热点细分行业少数公司情况不同，下半年以来，资金呈现分散化的趋势，逐渐转向中盘股、其他股估值还处于低位的个股。例如乐普医疗、云南白药等。
- 11月26日MSCI将迎来针对中国市场的第五次扩容，大盘股占比由15%提升至20%，中盘股直接至20%，这也将利好二线龙头(市值大多处于中盘股范围内)。

高值耗材及IVD集采降价风口来临

■ 事件：江苏高值耗材第二轮集中采购谈判结果出炉；辽宁省医保局发布IVD试剂全省范围“带量采购”。

■ 解读：（1）江苏进行的第二轮集采包括眼科人工晶体类、血管介入球囊类以及骨科人工髋关节类在内的三类高值医用耗材。血管介入球囊类平均降幅74.37%，最大降幅81.05%；骨科人工髋关节类平均降幅47.20%，最大降幅76.70%；眼科人工晶体类平均降幅26.89%，最大降幅38%。降价后，预计全年可节约资金4亿多元。

（2）辽宁省此次集采已经不局限于高值耗材，普通耗材和检验试剂都要同步推进带量采购，以量换价。探索医用耗材、检验检测试剂带量采购与医疗服务价格动态调整、医保支付标准制定的有效协同和联动，进一步降低医用耗材的价格和医疗机构运行成本。

表：高值耗材及诊断试剂的集采相关政策

类别	部门	政策	时间	内容
高值耗材	山西省医疗保障局	《山西开展医用耗材采购参考价省际联动调整工作》	2019.2	通过将本省医用耗材采购价格与陕西等13省组成的“西部联盟”和“京津冀”联盟采购价格进行对比梳理，取最低价作为采购参考价，原则上采购价不得高于参考价。首批14334个产品平均降价幅度为23%。
	江苏省卫健委	《关于进一步加强医疗机构高值医用耗材临床应用管理的意见（苏卫医政〔2019〕24号）》	2019.4	单个“2000元以上”的高值医用耗材，都要被重点监控，不合理使用科室主任撤职。
	中央深改委	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	2019.6	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。
	安徽省医保局、卫健委、财政厅	《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中采购谈判议价（试点）实施方案》	2019.7	安徽省为全国首个高值耗材带量采购省份，已于7月30日完成带量采购谈判议价工作，骨科脊柱类平均降价53.4%，人工晶体平均降价20.5%，两类产品年节约资金约4亿。
	湖北省公共资源交易中心	《关于开展湖北省医用耗材集中采购阳光挂网产品价格申报及目录更新的通知》	2019.7	高值耗材基础数据库和价格是挂网阳光采购的基础，湖北此次刷新产品目录及价格，为后续高值耗材全省范围降价做好铺垫
	江苏省医保局	《江苏省第二轮公立医疗机构部分高值医用耗材组团联盟集中采购方案》	2019.9	此次谈判涉及眼科人工晶体、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。降价后，预计全年可节约资金4亿多元。
IVD	内蒙古自治区卫健委	《关于公示内蒙古自治区体外诊断试剂阳光挂网采购产品规范结果（第四批）》	2019.5	公示产品参考价格均为企业自主填报，不得高于自治区医疗机构现执行采购最低价格和四川省采购最低价格。
	国家药监局	《关于开展医疗器械唯一标识系统试点工作培训的通知》	2019.8	实行IVD产品唯一标识系统后，会生成一个产品编码，这个编码将会从IVD生产、流通、使用等各个环节实现全程追溯，并会为后续推动体外诊断试剂“带量采购”的全面落地打下铺垫。
	辽宁省医保局	《关于开展以市为单位医用耗材和检验检测试剂联合议价和带量采购工作的通知》	2019.10	实行以市为单位的医用耗材联合议价，做到同城同价；推进医用耗材和检验检测试剂带量采购，做到以量换价、量价挂钩。

资料来源：各政府部门网站，国信证券经济研究所整理

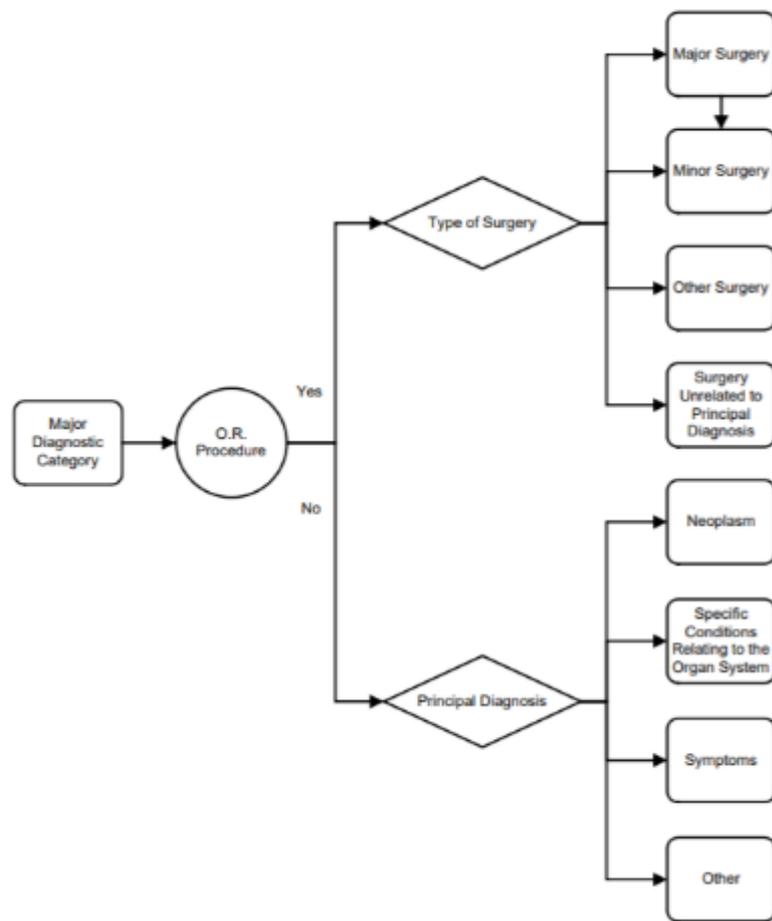
国家医保局发布DRGs试点规范和分组方案

■ 事件：10月24日，国家医保局发布《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知》，随后召开了“疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案解读会”。

■ 解读：

1. **DRG**试点工作分三年有序推进，目前正加速完成顶层设计。今年5月，国家医保局召开DRG付费国家试点工作启动视频会议，会议公布了DRG付费国家30个试点城市名单，明确试点工作按照“顶层设计、模拟运行、实际付费”分三年有序推进。而本次发布技术规范 and 分组方案是制定标准中最核心的工作。
2. 国家层面制定的核心DRG分为376组，各试点城市可因地制宜。《分组方案》是由国内应用范围最广、权威性最高的BJ-DRG、CN-DRG、CR-DRG、C-DRG等4个DRG版本的核心专家亲自操刀，实现了对各大版本的融合。各试点城市将根据本地实际数据，在确保国家版ADRG统一的基础上，按照统一的技术路径对分组作进一步细化。
3. **DRG**付费将降低医疗成本，提高效率。DRG付费将改变以往按项目付费的模式，转向按病组付费，将药品、耗材转变为成本。压缩检查治疗中的水分，有效减少“大处方”、“大检查”，减少老百姓不必要的医疗支出。

图：美国主要诊断类别的典型DRG流程



江苏省发布三级公立医院考核标准

■ **事件：**江苏省人民政府正式出台《江苏省三级公立医院绩效考核工作实施方案》，适用于江苏省全部三级公立医院（包括国家部委、行业所属或管理、大学附属三级公立医院）。

■ **解读：**

1. 《方案》中明确，考核的内容包括医疗质量、运营效率、持续发展以及满意度评价。医疗质量上，通过医疗质量控制、合理用药、检查检验同质化等指标，考核医院医疗质量和医疗安全。运营效率上，通过人力资源配比和人员负荷指标考核医疗资源利用效率。通过经济管理指标考核医院经济运行管理情况。
2. 全省三级公立医院绩效考核工作按照年度实施，考核数据时间节点为上一年度1月至12月；包括医院自查自评、数据抽样核查以及考核分析公布。考核结果将作为三级公立医院人事任免、财政投入、发展规划、项目立项、经费核拨、绩效工资总量核定、医保政策调整的重要参考，并作为医院评审评价、国家医学中心和区域医疗中心建设以及各项评优评先工作的重要依据。

表：江苏省三级公立医院部分绩效考核指标

二级指标	三级指标	指标性质	指标说明
收支结构	医疗服务收入（不含药品、耗材、检查检验收入）占医疗收入比例	定量	计算方法：（医疗服务收入/医疗收入）×100%。医疗服务收入包括挂号收入、床位收入、诊察收入、治疗收入、手术收入、药事服务收入、护理收入。指标来源：财务年报表。
	辅助用药收入占比	定量	计算方法：（辅助用药收入/药品总收入）×100%。指标来源：医院填报。
费用控制	门诊次均药品费用增幅	定量	计算方法：〔（本年度门诊患者次均药品费用-上一年度门诊患者次均药品费用）/上一年度门诊患者次均药品费用〕×100%。门诊患者次均药品费用=门诊药品收入/门诊入次数。指标来源：财务年报表。
患者满意度	门诊患者满意度	定量	计算方法：门诊患者满意度调查得分。指标来源：国家卫生健康委。

资料来源：江苏省人民政府办公厅，国信证券经济研究所整理

多地药店有望纳入集采，促进处方外流

- **多地零售药店有望纳入集采。**近日山东省印发了《落实国家组织药品集中采购和使用试点扩围工作实施方案》，提出鼓励医疗保险协议定点民营医疗机构、零售药店积极参与集中采购。我们统计发现，目前已有共计11个省份公布了落实带量采的购实施方案或征求意见稿，其中山东、湖北、江苏和江西4个省份在文件中明确表示鼓励零售药店参与集采。此外，广东、浙江和上海对药店的医保药品通过挂网公开议价纳入医保系统的集中采购。
- **利好承接处方外流。**此前市场担忧如果药店被排除在集采机构范围外，与医院的药价差异会导致部分处方回流到医院，对经营产生不利影响。而当前已有省份尝试鼓励零售药店参与集采，或利于零售药店在药品降价大背景下稳定客流量并受益于处方外流。

表：目前各地关于落实带量采购的文件情况

省份	文件	实施机构范围	集采实施时间
山东*	《山东省落实国家组织药品集中采购和使用试点扩围工作实施方案》	全省所有公立医疗机构全部参加试点扩围工作，鼓励驻鲁军队医疗机构和医疗保险协议定点民营医疗机构、零售药店积极参与。	未写明
广东	《关于全省推进落实国家组织药品集中采购和使用试点扩围工作实施方案（征求意见稿）》	除广州、深圳市以外全省所有公立医疗机构，自愿参与的军队医疗机构及医保定点社会办医疗机构。	2020年1月
海南	《海南省全面落实国家组织药品集中采购和使用试点扩围工作实施方案（征求意见稿）》	全省所有公立医疗机构（鼓励军队医院和民营医院自愿参与）作为药品集中采购主体	2020年1月
湖北*	《湖北省全面落实国家组织药品集中带量采购和使用试点扩围工作实施方案（征求意见稿）》	全省各级各类公立医疗机构、军队医疗机构和医保定点非公立医疗机构，鼓励医保定点社会办医疗机构和医保定点零售药店自愿参与试点扩围工作。	2019年12月
云南	《云南省落实国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围工作实施方案（征求意见稿）》	公立医疗卫生机构（含基层医疗卫生机构），军队医院、社会办医疗机构自愿参与。	未写明
江苏*	《江苏省推进落实国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围工作实施方案（征求意见稿）》	省内所有公立医疗机构、参加试点扩围的军队医疗机构和自愿参加试点扩围的医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店。	2019年12月31日前
甘肃	《甘肃省落实国家组织药品集中带量采购和使用工作实施方案》	全省所有公立医疗机构是国家组织药品集中带量采购和使用中选药品的采购主体，鼓励部队和驻甘武警医院及其他社会办医疗机构积极参与。	未写明
浙江	《浙江省落实国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围工作实施方案（征求意见稿）》	全省所有公立医疗机构、军队医疗机构。鼓励其他医疗机构自愿参加。	未写明
江西*	《江西省落实国家组织药品集中采购和使用试点工作实施方案》	全省所有公立医疗机构纳入国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围，鼓励医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店自愿参与。	未写明
贵州	《贵州省落实国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围工作的实施方案》（征求意见稿）	全省所有公立医疗机构、联勤保障部队第九二五医院和武警贵州省总队医院作为药品集中采购主体，应严格按照要求参加国家组织药品集中采购和使用扩围工作，完成承诺采购数量。鼓励其他医疗机构积极参与。	2020年1月1日
吉林	《吉林省关于做好国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见（代拟稿）》	全省所有公立医疗机构、参加试点扩大区域范围的军队医疗机构和医保定点非公立医疗机构。鼓励其他医疗机构积极参与。	2019年12月

资料来源：各地相关政府网站、国信证券经济研究所整理

注：标*为鼓励零售药店参与集采的省份

● 医药各细分板块三季报总结

全行业：税务红利显现，基本面继续分化

表：A股生物医药行业2016-2019Q3主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1-3
营业收入	11,229	13,213	15,834	13,326
YOY		17.7%	20%	15%
营业成本	7,830	8,873	10,411	8,856
毛利率	30.3%	32.8%	34.2%	33.5%
销售费用	1,440	1,933	2,595	2,115
费用率		14.6%	16.4%	15.9%
管理费用	767	651	773	618
费用率	5185.8%	3742.5%	4358.1%	3987.5%
研发费用		269	354	295
费用率		1545.7%	1998.1%	1906.0%
净利润	967	1,234	1,174	1,133
净利率	8.6%	9.3%	7.4%	8.5%
税金及附加	85.76	107.55	121.64	85.32
所得税	203.30	273.01	266.00	240.49
归母净利润	904	1,134	1,080	1,041
YOY		25.5%	-4.8%	6.0%
扣非归母净利润	804	950	913	900
YOY		18.2%	-3.9%	0.5%
经营性净现金流	827	763	1,155	868
ROE	6.4%	6.6%	5.3%	4.6%
总资产周转率	79.9%	76.5%	77.5%	58.3%
资产负债率	44.3%	46.0%	48.3%	48.3%

➤ 2019Q3生物医药板块上市公司整体营收增速高于全行业，但利润方面整体延续了大幅分化的状况，由于部分中药注射剂、辅助用药等公司的业绩大幅下滑的影响，无论是归母净利润还是扣非归母净利润增速均处于较低水平。

➤ 营改增叠加减税利好在部分板块如零售中体现较为明显，在全行业角度来看，总体影响中等。税金及附加与所得税合计占2016-2019Q1的净利润比例分别为：30.0%、30.9%、33.1%、28.8%。在连续三年上升后下降了4.3%。

➤ 全行业承压线下的利好板块主要包括创新性药、CRO、零售、医疗器械等细分板块。符合此前市场预期。

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

化药制剂子行业分析：政策影响显著，行业逻辑转变

■ 化学制剂子行业：政策影响显著，行业逻辑转变

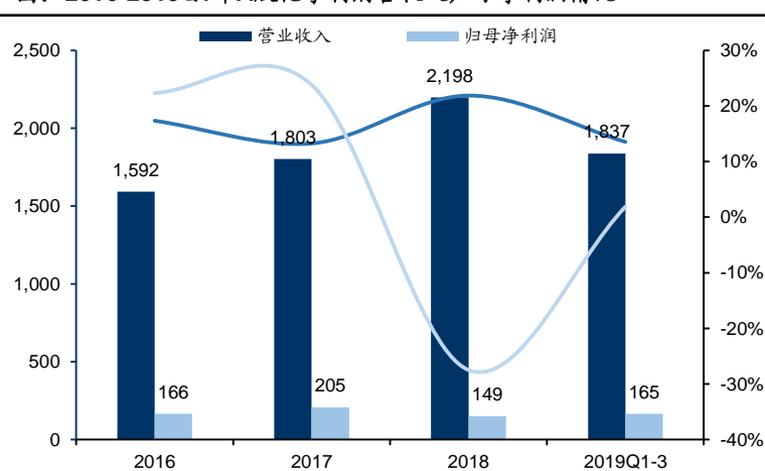
2019年前三季度化药制剂板块收入增长13.6%，归母及扣非归母净利润同比仅有个位数增长。仿制药行业受降价影响显著，大单品逻辑已经不可持续，行业将逐渐转变为高量低价、低ROE模式

表：A股化药制剂子行业2016-2019Q3主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1-3
营业收入	1,592	1,803	2,198	1,837
YOY	17.4%	13.3%	21.9%	13.6%
营业成本	724	896	1,181	1,001
毛利率	45.5%	49.7%	53.7%	54.5%
销售费用	312	434	647	552
费用率	19.6%	24.1%	29.4%	30.1%
管理费用	169	197	244	206
费用率	10.6%	10.9%	11.1%	11.2%
研发费用	59	76	100	91
费用率	3.7%	4.2%	4.5%	5.0%
净利润	183	243	170	183
净利率	11.5%	13.5%	7.7%	10.0%
归母净利润	166	205	149	165
YOY	22.3%	23.8%	-27.5%	1.9%
扣非归母净利润	145	153	120	146
YOY	16.6%	5.4%	-21.7%	0.9%
经营性净现金流	226	206	246	186
ROE	9.7%	8.4%	5.9%	5.6%
总资产周转率	0.64	0.59	0.64	0.67
资产负债率	39.6%	40.6%	41.3%	41.1%

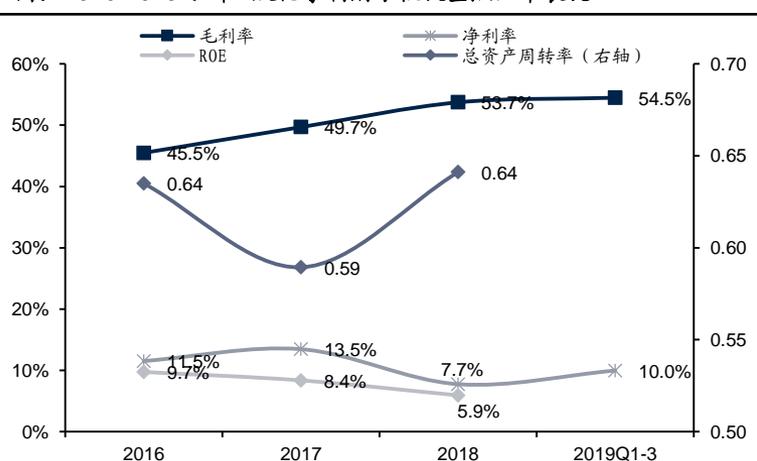
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股化学制剂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

图：2016-2019Q1年A股化学制剂子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

化药制剂子行业重点公司：龙头公司保持稳健增长

■ 化药制剂重点公司

化学制剂板块增长逻辑变化已经开始显现，板块内部分化明显。从三季报可以看出仿制药企业普遍承压，具有创新能力和丰富管线储备的龙头企业恒瑞医药、贝达药业等增长提速，未来将持续受益于行业结构调整。

- **恒瑞医药**：前三季度收入超预期、增速创新高，利润符合预期；卡瑞利珠单抗自7月下旬起上市，短短2个多月预计销售超过4亿元，符合此前预判；白蛋白紫杉醇、碘克沙醇解决产能瓶颈，带动仿制药板块回暖、增长提速；吡咯替尼第二个三期试验成功，后续管线多适应症多线布局。
- **复星医药**：单三季度扣非业绩高增长，受益于非布司他、匹伐他汀、达托霉素等高速增长，达芬奇机器人销售提速；研发投入大幅增长，预计明年阿达木单抗、曲妥珠单抗等有望陆续上市，创新药将进入收获期
- **贝达药业**：前三季度保持较高增长，埃克替尼销售增长33.15%，产品已经建立了较强的差异化优势，随着纳入国家医保及渠道下沉，渗透率有较大提升空间；管线储备丰富，恩沙替尼等后续创新品种有望陆续获批。
- **丽珠集团**：前三季度业绩继续保持稳健增长，基本符合预期；艾普拉唑带动消化道板块保持高增长，促性激素板块增长稳健，参芪扶正等承压品种预计仍将下滑，但在收入中占比已经较低；潜力品种哌罗匹隆被新纳入医保目录，有望持续放量。

表：A股化药制剂子行业重点公司财务指标及盈利预测

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 (11-06)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1-3	2019E	2018A	2019Q1-3	2019E	2018A	2019Q1-3	2019E		
600276	恒瑞医药	174.18	169.45	240.69	40.66	37.35	53.79	26.4%	28.3%	32.30%	4033.16	买入
600196	复星医药	249.18	212.28	298.52	27.08	20.64	30.95	-13.3%	-1.5%	14.29%	652.77	买入
000963	华东医药	306.63	276.28	347.56	22.67	22.13	27.79	27.4%	22.3%	22.57%	454.43	买入
002422	科伦药业	163.52	129.58	188.42	12.13	9.14	12.49	62.0%	-10.7%	2.97%	346.84	买入
000513	丽珠集团	88.61	72.95	97.32	10.82	10.40	12.52	-75.6%	10.6%	15.69%	293.80	买入
600521	华海药业	50.95	40.12		1.08	5.12		-83.2%	100.4%		244.37	增持
300558	贝达药业	12.24	12.43	15.65	1.67	1.99	2.18	-35.3%	34.4%	30.89%	237.51	

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：贝达药业、华海药业2019E为Wind一致预期，其余为国信预测

原料药子行业分析：景气度仍低，扣非利润负增长

■ 化学原料药子行业：Q3行业景气度仍然较低

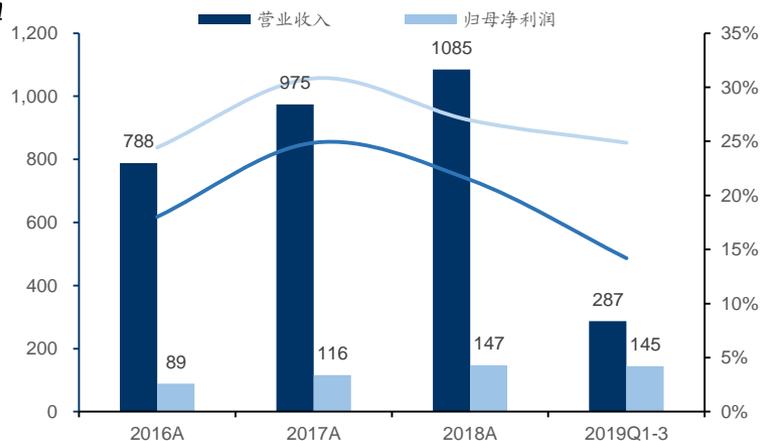
从单季增速及毛利率看，继2018Q4、2019Q1连续两个季度收入、归母净利润呈现负增长后，2019Q3收入略有恢复，利润仍然负增长。

表：A股化学原料药子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1-3
营业收入	536	706	860	690
YOY	14.7%	31.6%	21.8%	8.3%
营业成本	190	237	306	243
毛利率	35.4%	33.5%	35.6%	35.2%
销售费用	36	50	81	68
费用率	6.7%	7.0%	9.4%	9.9%
管理费用	65	72	73	42
费用率	12.2%	10.2%	8.4%	6.0%
研发费用	11	14	20	17
费用率	2.1%	2.0%	2.3%	2.4%
净利润	59	66	53	71
净利率	11.0%	9.4%	6.1%	10.3%
归母净利润	59	67	54	71
YOY	45.2%	13.3%	-19.1%	-2.1%
扣非归母净利润	56	61	79	60
YOY	57.0%	10.2%	29.0%	-12.0%
经营性净现金流	62	62	104	54
ROE	11.3%	10.2%	11.6%	9.7%
总资产周转率	0.72	0.80	0.86	0.84
资产负债率	34.5%	29.8%	33.8%	34.8%

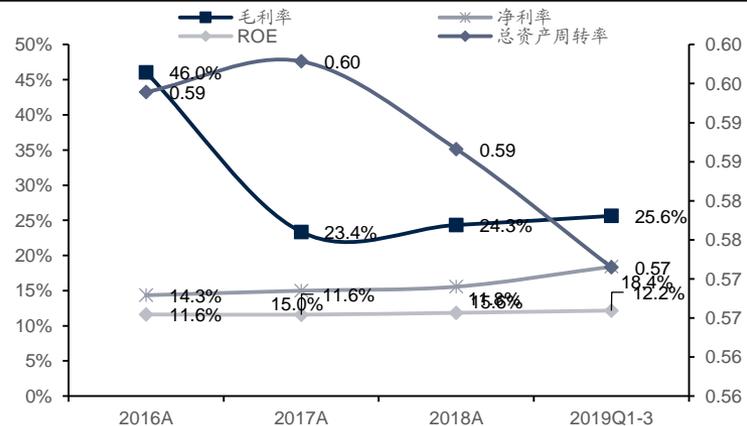
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1-3年A股化学原料药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

图：2016-2019Q1-3年A股化学原料药子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

原料药子行业重点公司：制剂一体化和CMO成为亮点

■ 化学原料药重点公司

原料药板块中，原料药与制剂一体化模式的企业2018年保持较快增长，个别公司因自身原因导致利润大幅下滑；维生素板块2019年价格持续下行；6APA、硫红、7ACA价格由于产能增加，供给增大，价格均下行。因业务模式对价格波动影响较小，CMO板块保持较快增长。

■ 华海药业：2018年受到沙坦类原料药基因毒性杂质事件的影响，出现年度大幅亏损；2019恢复盈利。

■ 凯莱英：2019Q1-3收入、利润均保持快速增长，得益于前期产能扩张带来的规模效应提升，CMO业务模式受价格和毛利率波动影响较小，主要驱动力来自于客户、项目及生产规模的持续增长。

表：A股化学原料药子行业重点公司财务指标及盈利预测

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 (11-8)	国信证券 评级
		2018A	2019Q3	2019E	2018A	2019Q3	2019E	2018A	2019Q3	2019E		
002001	新和成	86.83	57.66	85.84	30.79	17.06	24.79	80.6%	-32.8%	-19.49%	408	无评级
002019	亿帆医药	46.32	37.96	55.59	7.37	7.42	10.42	-43.5%	4.4%	41.31%	160	无评级
002821	凯莱英	18.35	17.42	24.88	4.28	3.67	5.70	25.5%	40.5%	33.17%	204	无评级
600267	海正药业	101.87	83.12	115.03	-4.92	12.55	5.57	-3730.1%	17542.0%	-213.09%	105	无评级
600521	华海药业	50.95	40.12	57.43	1.08	5.12	8.47	-83.2%	100.4%	687.80%	179	无评级
603707	健友股份	17.00	18.28	24.57	4.25	4.49	5.94	35.1%	34.1%	39.96%	172	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

注：上述公司2019E为Wind一致预期

生物制品子行业分析：血制品增速回落，疫苗高增长

表：A股生物制品子行业2016~2019Q3主要财务数据（亿元）

	2016A	2017A	2018A	2018Q1~3	2019Q1~3
营业收入	550.3	710.1	939.0	678.4	793.9
YoY		29.0%	32.2%		17.0%
毛利	313.1	399.5	514.9	372.6	442.7
YoY		27.6%	28.9%		18.8%
毛利率	56.9%	56.3%	54.8%	54.9%	55.8%
销售费用	122.8	174.9	246.9	170.5	200.9
销售费用率	22.3%	24.6%	26.3%	25.1%	25.3%
管理费用	79.0	58.6	68.6	46.8	52.7
管理费用率	14.4%	8.3%	7.3%	6.9%	6.6%
研发费用		30.9	40.6	28.0	34.1
研发费用率		4.4%	4.3%	4.1%	4.3%
归母净利润	113.4	137.8	117.7	93.3	129.7
YoY		21.5%	-14.6%		39.1%
扣非净利润	92.4	110.0	107.9	96.5	120.3
YoY		19.1%	-1.9%		24.7%
扣非净利率	16.8%	15.5%	11.5%	14.2%	15.2%
经营性现金流净额	88.4	85.1	118.7	70.1	105.4
YoY		-3.7%	39.4%		50.4%
净资产	1063.5	1217.7	1326.7	1319.3	1449.2
总资产	1685.4	2028.5	2229.5	2183.6	2423.2
资产负债率	36.9%	40.0%	40.5%	39.6%	40.2%
ROE（扣非/摊薄）	8.7%	9.0%	8.1%	7.3%	8.3%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ **生物制品：利润增速大幅回升**
2019Q1~3板块营收增速17.0%，有所回落，扣非净利润增速24.7%，大幅回升，主要是由于毛利率提升带来的扣非净利率的提升。整体费用率保持稳定，经营性现金流净额同比增长50.4%，提升显著。

■ **血制品：受限原料，增速回落**
血制品行业2018~2019H1采浆增速较低导致2019年企业业绩增速出现回落，龙头公司血制品业务业绩增速在15%左右。预计行业采浆维持高个位数增长。

■ **疫苗：业绩高速增长**
疫苗板块进入业绩放量黄金期，行业集中度提升。智飞生物受益HPV放量，业绩大幅增长，康泰生物、沃森生物业绩逐季改善。重磅品种13价肺炎结合苗上市在即，预计快速放量。

血制品批签发:

白蛋白、静丙增速回升，特免分化，凝血因子滞涨

表：2016~2019Q3血制品批签发（千瓶）

	2016A	2017A	2018A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1~3
白蛋白	39,086	41,074	46,866	8,816	13,936	15,684	38,436
YoY	18.7%	5.1%	14.1%	-9.7%	18.6%	20.5%	11.3%
静丙	10,934	10,893	10,773	2,320	2,417	4,383	9,119
YoY	24.3%	-0.4%	-1.1%	4.8%	-14.2%	45.8%	13.5%
乙免	1,785	1,789	2,195	105	652	365	1,123
YoY	17.3%	0.2%	22.7%	-74.7%	27.1%	-37.7%	-25.9%
狂免	3,383	5,010	8,491	1,835	2,827	4,476	9,139
YoY	-18.2%	48.1%	69.5%	63.1%	-11.1%	96.7%	38.8%
破免	3,950	4,248	3,492	1,260	1,353	2,156	4,769
YoY	49.1%	7.6%	-17.8%	40.4%	159.9%	58.5%	71.7%
肌免	3,122	1,855	1,280	342	0	658	1,000
YoY	142.5%	-40.6%	-31.0%	242.4%	-100.0%	1006.7%	109.9%
VIII因子	1,085	1,347	1,696	368	326	473	1,167
YoY	35.9%	24.1%	25.9%	22.8%	-40.9%	17.2%	-7.0%
PCC	775	989	960	133	250	378	761
YoY	19.5%	27.6%	-2.9%	-34.4%	-27.5%	91.8%	2.1%
纤原	966	941	871	300	154	225	679
YoY	91.9%	-2.5%	-7.5%	52.8%	9.1%	-23.3%	7.6%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

疫苗批签发：总量萎缩，大品种放量

表：2016~2019Q3主要疫苗品种批签发（千人份）

	2016A	2017A	2018A	19Q1~3	增速	2017A	2018A	19Q1~3
13价肺炎结合苗		178.9	961.9	721.1			437.8%	8.4%
23价肺炎多糖苗	3,690.3	5,257.4	7,047.3	6,709.9		42.5%	34.0%	18.8%
9价HPV			405.0	624.9				515.3%
4价HPV		116.0	1,266.6	1,322.6			992.0%	4.4%
2价HPV		369.0	703.9	565.4			90.8%	-19.7%
AC-Hib三联苗	111.0	2,352.0	3,218.4	2,140.3		2018.5%	36.8%	-10.9%
EV71疫苗	4,377.3	10,010.6	16,546.8	7,313.7		128.7%	65.3%	-42.2%
百白破-IPV-Hib五联苗	698.6	530.2	507.5	993.1		-24.1%	-4.3%	162.1%
百白破-Hib四联苗	330.3	356.6	1,287.9	630.9		8.0%	261.2%	-36.1%
Hib疫苗	5,255.3	3,852.9	3,628.6	2,206.1		-26.7%	-5.8%	-11.3%
狂犬疫苗	12,796.1	17,377.0	13,791.8	9,582.3		35.8%	-20.6%	-22.0%
三价流感疫苗	24,146.7	29,176.8	11,001.4	12,916.0		20.8%	-62.3%	77.2%
水痘疫苗	13,428.9	14,329.3	20,438.3	13,789.1		6.7%	42.6%	-25.4%
四价流感疫苗			5,122.5	4,620.6				263.9%
五价轮状病毒疫苗			263.9	1,025.0				3561.2%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

生物制品子行业重点公司：看好天坛生物、康泰生物

■ 生物制品重点公司：

血制品供不应求的趋势预计将逐渐缓解，未来2~3年估计维持供需平衡。行业采浆缓慢增长，结合采浆量潜力、成长确定性及新品种上市等因素重点推荐天坛生物。生长激素继续维持高景气，长春高新注入金赛少数股权，理顺股权结构和管理机制，预计仍将维持板块内龙头地位。疫苗板块进入业绩增长黄金期，13价肺炎结合苗上市在即，重点推荐康泰生物：管线深厚，肺炎+多联苗的长期成长性优秀。

■ **天坛生物**：预计未来三年采浆量每年增长150~200吨，2021年永安工厂投产后迎来吨浆营收利润跳升增长，高纯静丙进度国内领先，短中长期成长性优秀。

■ **华兰生物**：血制品行业10%~15%稳健增长，四价流感疫苗放量，单抗业务临床持续推进。

■ **康泰生物**：2019~2020年依靠内生增长、小品种上市及费用的改善支持增长，2021年13价肺炎和人二倍体狂犬上市业绩跃升，多联苗的研发布局支持长期成长。

■ **长春高新**：确定性强、医保体系外优势凸显，金赛药业2019年有望继续维持40%高增长，产品管线值得期待。

表：A股生物制品子行业重点公司财务指标及盈利预测

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 (11-7)	投资 评级
		2018A	19Q1~3	2019E	2018A	19Q1~3	2019E	2018A	19Q1~3	2019E		
002007	华兰生物	32.17	26.38	38.58	11.40	9.64	13.31	38.8%	26.9%	16.8%	510	买入
600161	天坛生物	29.31	25.19	33.67	5.09	4.67	6.06	-56.6%	17.7%	19.0%	285	买入
300294	博雅生物	24.51	21.02	27.71	4.69	3.18	5.29	31.6%	11.2%	12.7%	152	买入
300601	康泰生物	20.17	13.94	22.08	4.36	4.31	5.02	102.9%	14.5%	15.2%	554	增持
300122	智飞生物	52.28	76.66	98.48	14.51	17.63	27.16	235.8%	62.2%	87.1%	776	增持
300142	沃森生物	8.79	7.97	10.37	10.46	1.20	2.10	294.8%	32.1%	-79.9%	476	增持
000661	长春高新	53.75	54.44	71.40	10.06	12.41	13.54	52.1%	47.9%	34.5%	814	增持
600867	通化东宝	26.93	20.57	29.38	8.39	6.88	9.63	0.2%	0.1%	14.8%	323	买入
300009	安科生物	14.62	11.63	17.12	2.63	2.57	3.46	-5.2%	10.9%	31.5%	169	增持
002773	康弘药业	29.17	24.10	31.44	6.95	5.52	8.08	7.9%	9.0%	16.3%	271	增持

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械子行业分析：部分细分领域增速较快

- 医疗器械子行业：2019Q1-3营收增速14%，扣非后利润增速19%，均低于上一年，细分领域差异较大，骨科耗材、化学发光公司表现亮眼，POCT较上一年高增速有所下降。医疗器械领域作为集采政策避风港，国产替代和基层扩容促进行业稳定增长。Q1-Q3期间费用率稳定，毛利率提升，因此净利润率有所提升。

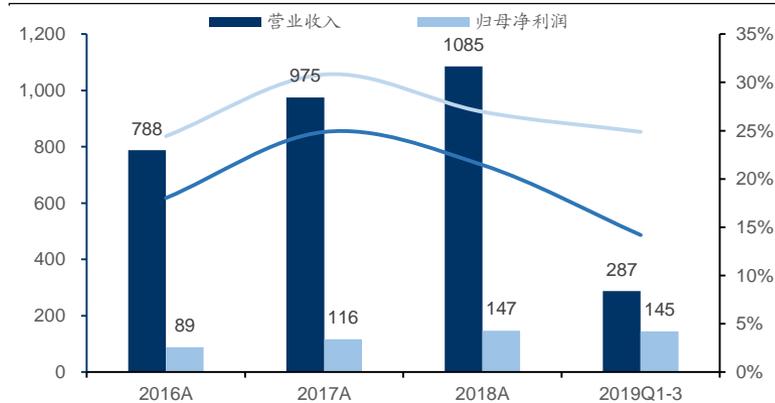
表：A股医疗器械子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1-3
营业收入	649	810	984	811
YOY	18.0%	24.9%	21.4%	14.2%
营业成本	299	189	239	208
毛利率	46.0%	23.4%	24.3%	25.6%
销售费用	99	128	165	136
费用率	15.3%	15.7%	16.8%	16.8%
管理费用	88	103	129	105
费用率	13.6%	12.8%	13.1%	13.0%
研发费用	37	45	59	49
费用率	5.8%	5.6%	6.0%	6.1%
净利润	93	121	153	149
净利率	14.3%	15.0%	15.6%	18.4%
归母净利润	89	116	147	145
YOY	24.4%	30.8%	27.0%	24.9%
扣非归母净利润	82	100	127	126
YOY	18.3%	22.3%	27.0%	19.0%
经营性净现金流	99	108	147	109
ROE	11.6%	11.6%	11.8%	12.2%
总资产周转率	0.59	0.60	0.59	0.57
资产负债率	36.3%	36.4%	35.9%	34.8%

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2019新上市公司影响

图：2016-2019Q1-3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

图：2016-2019Q1-3年A股医疗器械子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械子行业重点公司：行业龙头符合预期

医疗器械重点公司

- **迈瑞医疗**：业绩超预期，化学发光几乎翻倍增长，高端监护和超声均高速增长。海外市场增速超预期。
- **乐普医疗**：符合预期，医疗器械板块增速27%主要受益于重磅创新产品NeoVas生物可吸收支架放量。受带量采购影响，药品板块增速回落，但氯吡格雷及阿托伐他汀钙片两大品种均在9月联盟地区集采中标，份额有望提升。
- **迪安诊断**：符合预期，现金流改善，代理业务超过预期，实验室逐渐迈入成熟期，商誉减值可控，拐点临近。
- **凯普生物**：业绩超出预期，STD、耳聋、地贫等试剂快速增长，STD十联检即将获批上市，有望成为大单品。
- **鱼跃医疗**：渠道库存清理导致低于预期，临床产品线随着技改完成、产能扩充有所好转。
- **迈克生物**：业绩低于预期，I3000估计年内装机400台以上，期待I3000明年贡献业绩。

表：A股医疗器械子行业重点公司财务指标及盈利预测

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 (11-08)	国信证券评级
		2018A	2019Q3	2019E	2018A	2019Q3	2019E	2018A	2019Q3	2019E		
300760	迈瑞医疗	137.53	123.79	166.28	37.19	36.71	46.55	43.6%	26.7%	25.16%	2364	买入
300003	乐普医疗	63.56	58.80	83.77	12.19	16.12	17.04	35.5%	41.0%	39.82%	570	买入
300463	迈克生物	26.85	23.48	32.34	4.45	4.14	5.30	18.9%	16.5%	19.12%	162	买入
300244	迪安诊断	69.67	62.10	90.20	3.89	3.52	4.90	11.2%	20.5%	26.09%	140	买入
002223	鱼跃医疗	41.83	35.56	49.41	7.27	7.13	8.77	22.8%	13.5%	20.61%	223	买入
300642	透景生命	3.65	2.91	4.55	1.42	0.98	1.60	11.7%	7.8%	12.92%	40	买入
300639	凯普生物	5.80	5.18	7.38	1.14	1.05	1.49	22.4%	33.7%	30.61%	55	买入
002382	蓝帆医疗	26.53	25.99	46.65	3.47	3.75	7.90	72.6%	44.0%	127.85%	135	增持
300633	开立医疗	12.27	7.90	14.26	2.53	0.64	2.64	32.9%	-62.7%	4.44%	90	无评级
603658	安图生物	19.30	18.94	26.32	5.63	5.38	7.34	26.0%	30.9%	30.56%	451	无评级
603882	金域医学	45.25	39.20	54.33	2.33	3.19	4.00	23.8%	94.2%	71.43%	247	无评级
000710	贝瑞基因	14.40	11.74	18.16	2.68	3.13	3.93	15.2%	31.1%	46.43%	123	无评级
300482	万孚生物	16.50	14.24	21.08	3.08	2.90	4.11	46.1%	30.4%	33.43%	170	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

注：开立医疗、安图生物、金域医学、贝瑞基因、万孚生物2019E Wind一致预期，其余为国信预测

医疗服务子行业分析：保持稳健增长

■ 医疗服务子行业：保持稳健增长

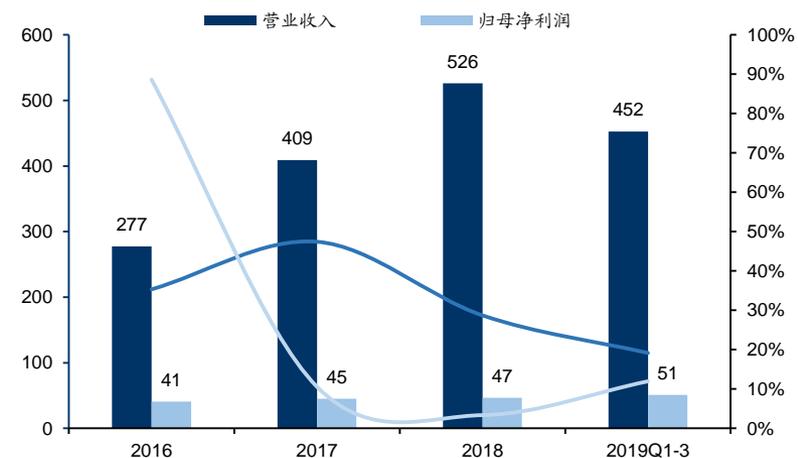
2019年前三季度医疗服务板块收入、归母、扣非归母净利润同比增长19%、12%、31%，保持稳健增长。

表：A股医疗服务子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	277	409	526	452
YOY	35.3%	47.4%	28.7%	19.1%
营业成本	110	163	204	174
毛利率	39.8%	39.9%	38.7%	38.5%
销售费用	25	39	48	39
费用率	9.1%	9.5%	9.1%	8.7%
管理费用	40	54	70	59
费用率	14.6%	13.3%	13.3%	13.0%
研发费用	6	8	12	11
费用率	2.2%	1.8%	2.2%	2.4%
净利润	43	49	53	56
净利率	15.5%	11.9%	10.0%	12.3%
归母净利润	41	45	47	51
YOY	88.6%	10.6%	3.4%	11.9%
扣非归母净利润	37	37	37	48
YOY	112.9%	1.1%	-1.0%	31.2%
经营性净现金流	31	62	89	54
ROE	11.8%	9.1%	7.0%	8.4%
总资产周转率	0.56	0.58	0.57	0.57
资产负债率	38.0%	45.3%	42.0%	45.2%

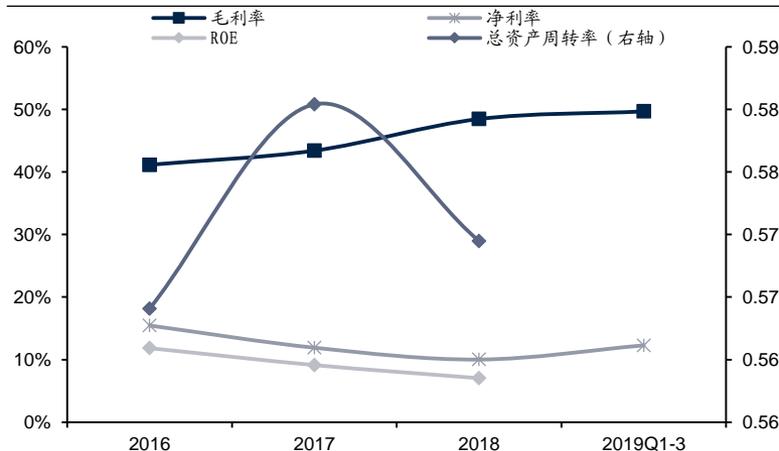
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1-3年A股医疗服务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

图：2016-2019Q1-3年A股医疗服务子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗服务子行业重点公司：CRO龙头保持较快增长

■ 医疗服务重点公司

医疗服务各细分领域重点公司前三季度保持稳健增长，CRO龙头公司受益行业持续景气，保持了较高增速。

- **爱尔眼科**：前三季度业绩保持较高增长，暑期旺季视光、屈光业务提速；品牌与规模效应凸显，量价齐升、期间费用率下降，盈利能力持续提升；作为全球最大的眼科连锁医院，龙头地位稳固。
- **美年健康**：三季度业绩好转，扭转了上半年下滑态势，预计业绩今年见底，明年出现好转；期间费用率下降，加强内部管理初见成效，未来公司经营将更加规范；阿里系48.6亿金额入股10.82%，一方面有利于降低公司资产负债率，缓解资金压力，另一方面体检行业格局发生变化，两家龙头企业均有阿里参与，竞争可能趋于缓和
- **药明康德**：前三季度营收实现了较快增长，过去三年的单季收入均保持了环比增长；净利润受公允价值变动损失同比下降，扣非业绩仍保持高速增长；产业链布局完整，龙头地位稳固，有望持续受益于行业的高景气度
- **泰格医药**：前三季度收入端增速略显放缓，利润端保持了较高增长；临床试验技术服务及临床研究相关咨询业务均保持较快增长；剥离了盈利较差的上海晟通，对收入端增速有一定影响，但有利于利润率的提升；收购日本CRO龙头EPS3.06%股权，进一步巩固了在亚太地区的竞争优势和战略地位

表：A股医疗服务子行业重点公司财务指标及盈利预测

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 11-06	国信证券 评级
		2018A	2019Q1-3	2019E	2018A	2019Q1-3	2019E	2018A	2019Q1-3	2019E		
300015	爱尔眼科	80.09	77.32	103.29	10.09	12.31	13.67	35.9%	37.6%	35.49%	1264	增持
002044	美年健康	84.58	62.78	113.68	8.21	3.91	10.89	40.5%	-5.5%	32.70%	612	增持
600763	通策医疗	15.46	14.21	19.67	3.32	4.00	4.74	53.3%	45.1%	42.63%	344	
603882	金域医学	45.25	39.20	54.33	2.33	3.19	4.00	23.8%	94.2%	71.43%	250	
603259	药明康德	96.14	92.79	124.87	22.61	17.65	22.69	84.2%	-8.5%	0.37%	1552	买入
300347	泰格医药	23.01	20.31	30.23	4.72	5.28	6.88	56.9%	66.1%	45.71%	521	买入

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：通策医疗、金域医学2019E为Wind一致预期，其余为国信预测

医药商业子行业分析：零售并购再起，批发现金流压力仍存

表：A股医药商业子行业2016-2019Q3主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q3
营业收入	4,583	5,245	6,181	5351
YOY		14.4%	18%	18%
营业成本	4,006	4,532	5,269	4,569
毛利率	12.6%	13.6%	14.8%	14.6%
销售费用	246	314	427	368
费用率		6.0%	6.9%	6.9%
管理费用	115	121	151	126
费用率	2.5%	2.3%	2.5%	2.4%
研发费用		16	21	18
费用率		0.3%	0.3%	0.3%
净利润	150	182	201	173
净利率	3.3%	3.5%	3.3%	3.2%
归母净利润	131	159	174	147
YOY		22.1%	8.9%	6.1%
扣非归母净利润	117	143	143	138
YOY		21.8%	0.0%	9.6%
经营性净现金流	60	31	99	47
ROE	4.8%	4.6%	4.0%	2.9%
总资产周转率	167.3%	152.7%	144.0%	107.3%
资产负债率	62.2%	63.8%	67.8%	68.4%
流动比率	1.44	1.38	1.38	1.38
商誉减值	0.2	0.8	17.4	0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

■ 医药商业：行业增速稳健，零售表现更佳

2019Q1-Q3，A股医药商业板块实现了实现营收5351亿元（+18%），归母净利润147亿元（+6.1%）。零售作为2C板块则表现较好，前三季度营收同比增长29%，归母净利润同比增长26.4%，分别高于批发的17%和3.7%，主要受益于居民健康需求增加和行业集中度提升。

■ 零售并购再起，批发现金流压力仍存

11月6日，大参林公告拟以1.27亿元收购南通市江海大药房51%的股权，涉及123家连锁药店，使得寂静已久的并购市场泛起波澜。我们认为随着执业药师监管趋严和药品降价，中小药店生存压力进一步加大，利好集中度提升，推荐关注并购管理能力优秀的标的。批发方面，除少数依靠医药工业或金融工具改善现金流的企业，整体现金流仍然为负，四季度下游回款增多后才会有所改善。

医药商业子行业分析：零售vs批发领域财务比较

表：A股医药零售领域2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	224	275	344	315
YOY		23.0%	25%	29%
营业成本	136	167	209	195
毛利率	39.3%	39.2%	39.2%	37.9%
销售费用	57	70	90	79
费用率	25.7%	25.6%	26.1%	25.0%
管理费用	11	13	15	13
费用率	4.7%	4.7%	4.5%	4.2%
研发费用		0	0	0
费用率		0.0%	0.0%	0.0%
净利润	14	16	20	20
净利率	6.0%	5.9%	5.8%	6.3%
归母净利润	13	16	19	19
YOY		21.3%	20.4%	26.4%
扣非归母净利润	13	15	18	18
YOY		18.7%	19.6%	27.1%
经营性净现金流	11	19	29	30
ROE	8.9%	7.3%	7.0%	5.8%
总资产周转率	153.3%	127.3%	125.9%	98.4%
资产负债率	53.9%	48.7%	53.1%	53.2%
流动比率	1.66	1.21	1.21	1.42
商誉减值	0.1	0.1	0.2	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表：A股医药批发领域2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	4,360	4,970	5,837	5,037
YOY		14.0%	17%	17%
营业成本	3,871	4,365	5,059	4,374
毛利率	11.2%	12.2%	13.3%	13.2%
销售费用	189	244	337	289
费用率		4.9%	5.8%	5.7%
管理费用	105	108	136	113
费用率	2.4%	2.2%	2.3%	2.2%
研发费用	4	16	21	18
费用率	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
净利润	136	166	181	154
净利率	3.1%	3.3%	3.1%	3.1%
归母净利润	117	143	155	128
YOY		22.2%	7.7%	3.7%
扣非归母净利润	104	128	125	120
YOY		22.1%	-2.4%	7.4%
经营性净现金流	48	13	70	16
ROE	4.5%	4.5%	3.8%	2.7%
总资产周转率	168.1%	154.4%	145.2%	107.9%
资产负债率	62.8%	64.8%	68.7%	69.5%
流动比率	1.43	1.39	1.39	1.38
商誉减值	0.1	0.8	17.2	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

医药商业子行业重点公司：批发关注现金流，零售关注服务属性

■ 医药商业重点公司

批发方面，整体现金流压力仍然较大，而随着集采扩面，具有较高行业地位和具备品规配送权优势的企业具有相对吸引力。零售方面短期将继续受益于集中度提升，长期看好综合健康服务能力强的企业。

- **国药股份：**北京地区医药商业龙头企业，麻醉药品、一类精神药品批发业务占据绝对优势。工业端宜昌人福每年稳定贡献利润；在北京地区拥有品规配送优势，2019上半年北京地区总计40个品规，公司以35个品规配送授权位居第一，推荐买入。
- **上海医药：**工商业龙头，商业端进口代理优势明显，拥有大量外资肿瘤等创新药国内配送和渠道，工业端保持稳健，当前估值极低，推荐买入。
- **大参林：**逐步推进全国扩张，且经营效率高，管理能力较好。目前积极打造综合健康服务属性，通过专业服务能力提升及信息化应用引领顾客消费体验升级，提升了顾客粘性，维持买入评级。

表：A股医药商业子行业重点公司财务指标及盈利预测

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 (11-07)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
603939	益丰药房	69.13	73.89	106.46	4.16	4.18	5.65	43.8%	58.4%	35.7%	337	增持
603883	老百姓	94.71	83.70	120.24	4.35	3.94	6.20	26.3%	23.6%	42.5%	205	无评级
002727	一心堂	91.76	76.61	110.08	5.21	4.84	6.24	18.4%	15.7%	19.8%	142	买入
603233	大参林	88.59	80.41	108.76	5.32	5.56	6.61	19.4%	27.6%	24.3%	289	买入
000028	国药一致	431.22	388.76	489.78	12.11	9.62	13.67	4.5%	22.4%	12.9%	185	增持
601607	上海医药	1,590.84	1,406.17	1,955.34	38.81	33.99	43.43	21.6%	19.6%	11.9%	488	买入
600511	国药股份	387.40	327.10	436.71	14.04	10.71	16.84	6.8%	13.7%	19.9%	192	买入
603368	柳药股份	117.15	111.08	151.38	5.28	5.48	6.93	24.0%	27.5%	31.2%	95	增持
002462	嘉事堂	179.60	158.05	224.02	3.28	2.96	4.39	26.1%	20.1%	34.0%	50	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

注：老百姓、嘉事堂2019E为Wind一致预期，其余为国信预测

● 医药细分板块投资观点

药品板块：创新药高歌猛进，仿制药逻辑变化

- **创新药企业三季报继续保持较高增长，创新品种超预期放量。**恒瑞医药、贝达药业前三季度业绩均保持了30%左右的增长，卡瑞利珠单抗与埃克替尼均实现了强劲增长。与此相对应的，龙头公司在10月收益率大幅超越行业，恒瑞与贝达涨幅分别达到12.64%和16.41%。随着年内带量采购、辅助用药监控等政策持续深入落实，创新药企业价值凸显，显著收益。在仿制药大幅降价的趋势下，高附加值的创新属性品种超预期放量，这一趋势预计未来仍将持续。
- **仿制药行业逻辑变化，创新能力将成为突围之路。**前三季度板块整体业绩仍旧保持低位增速，信立泰、德展健康等依托大单品重磅仿制药的企业业绩已经出现下滑，具有新品种放量支撑的丽珠集团等公司仍能保持稳健增长。政策大环境下仿制药降价将成为行业常态，在联盟集采进行地理扩围后，预计很快将会开始品种扩围，降压药、降糖药、抗生素等较大体量品种均有可能受到影响，仿制药行业内没有企业能够独善其身。板块的逻辑已经发生根本变化，原有的单一大单品仿制药模式已经不可持续，行业将转变为低价高量、低ROE模式。唯有具有管线布局和创新能力的龙头企业有望率先突围。

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 191122	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	88.98	3,935	0.92	1.22	1.59	2.09	96.8	73.2	56.0	42.6	23.2	2.3	买入
600196	复星医药	25.67	629	1.06	1.21	1.45	1.72	23.2	20.3	16.9	14.3	10.2	1.2	买入
002422	科伦药业	24.25	349	0.84	0.87	1.09	1.37	28.8	28.0	22.2	17.7	9.9	1.6	买入
000513	丽珠集团	31.85	263	1.16	1.34	1.54	1.78	24.3	21.0	18.3	15.8	10.1	1.4	买入
600521	华海药业	18.09	239	0.08	0.64	0.73	0.80	222.5	-	-	-	2.4	-	无评级
000963	华东医药	24.83	434	1.30	1.59	1.91	2.33	19.2	15.6	13.0	10.7	24.7	0.7	买入
300558	贝达药业	67.35	270	0.42	0.55	0.70	0.95	161.9	122.7	96.5	70.8	7.9	3.9	无评级

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

健康元：呼吸制剂的稀缺国产破局者

- **健康元涉及六大业务，不考虑呼吸管线的情况下，现有业务合理估值在189-201亿左右。**健康元持有丽珠集团44.81%股份，其消化道制剂艾普拉措今年保持高增长，参芪扶正等承压品种下滑幅度收窄，根据我们此前报告，丽珠集团合理估值280-300亿，因此健康元持有的丽珠部分为125-134亿；丽珠单抗按照上一轮融资估值5.5亿美元（对应39.1亿元），健康元持股60.45%，对应在23.6亿；海滨制药估计2亿左右利润，按照15X估值，则对应30亿市值；原料药（焦作健康元）估计贡献利润1.5亿+，按照10-12X估值，则对应10-18亿市值；保健品版块估计在0.5亿利润，增速略有下滑，按照10X估值，对应5亿。以上合计在189-201亿。目前公司市值186亿，**即不考虑呼吸管线产品的情况下，现有业务已经提供了安全边际。**
- **呼吸管线布局丰富，2个产品首仿获批，后续还有重磅品种，有望抢占市场，提供100-150亿估值弹性。**公司呼吸制剂产品丰富，管线进度靠前，竞争格局好。复方异丙托溴铵溶液、左旋沙丁胺醇吸入溶液均作为首仿获批，异丙托溴铵和沙丁胺醇2018国内销售额估计分别为4.5亿、3.4亿，潜在空间估计均在10亿级别，健康元作为首仿若占据30%市场份额，则峰值销售均可达3亿。公司后续的布地奈德、沙美特罗氟替卡松均为大品种，根据前文测算，布地奈德潜在空间超百亿，仅有健康元和正大天晴两家企业申请上市，健康元若占据20%份额，销售峰值可达20亿。沙美特罗氟替卡松潜在空间80亿，目前有三家申请上市，健康元紧随其后，如果占据10%份额，销售峰值可达8亿。以上品种峰值销售合计在34亿左右。如果按照七年实现销售峰值，根据DCF折现模型约为53亿，即可提供50亿左右的市值弹性。
- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”投资评级。**预计2019-2021年营收124/141/163亿元，同比增速11/14/16%；归母净利润8.2/9.5/12.6亿元，同比增速15/18/22%；按最新总股本计算，摊薄EPS=0.42/0.49/0.60元，当前股价对应PE=23/19/16x，目前估值极具安全边际，呼吸管线提供市值弹性，具有20%以上空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表28：健康元盈利预测和财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10779	11204	12,380	14,062	16,339
(+/-%)	10.9	3.9	10.5%	13.6%	16.2%
净利润(百万元)	2133	699	807	948	1158
(+/-%)	372.5	-67.2	15.4%	17.5%	22.1%
摊薄每股收益(元)	1.36	0.36	0.42	0.49	0.60
市盈率(PE)	7.1	26.7	23.1	19.7	16.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

药品板块：血制品增速回落，疫苗、生长激素高增长

- **血制品预计全年增速回落。**我们预计血制品行业随采浆增长维持10%左右的稳健增长，龙头公司增速中枢在15%左右。华兰生物预计全年销售820万支四价苗，疫苗板块增速超60%。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14.5%增长超预期，十月份股价上涨17%。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 191122	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	14.68	299	0.41	0.47	0.57	0.68	35.6	31.0	25.7	21.5	18.1	1.7	买入
000661	长春高新	453.88	772	4.83	8.53	10.43	12.24	76.7	43.4	35.5	30.3	20.7	1.2	增持
002007	华兰生物	35.10	492	0.81	1.07	1.26	1.45	43.2	32.9	27.9	24.2	22.4	1.5	买入
300294	博雅生物	30.98	134	0.98	1.17	1.42	1.76	28.6	24.0	19.7	16.0	15.3	1.1	买入
600161	天坛生物	27.08	283	0.49	0.58	0.69	0.99	55.6	46.7	39.1	27.4	15.9	1.8	买入
300601	康泰生物	82.45	532	0.68	0.78	1.01	1.88	122.1	106.0	81.3	43.8	30.0	2.6	增持
300122	智飞生物	45.40	726	0.91	1.54	2.13	2.70	50.0	29.5	21.3	16.8	40.8	0.7	增持
002773	康弘药业	34.80	305	0.79	0.92	1.16	1.52	43.8	37.7	29.9	22.9	18.2	1.6	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) 医保局公布DRG付费国家试点技术规范 and 分组方案，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（按病种付费）而最终成为成本中心，迪安诊断、金域医学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等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 191122	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	23.58	146	0.63	0.79	1.02	1.32	37.6	29.9	23.0	17.9	12.9	1.1	买入
300463	迈克生物	28.64	160	0.80	0.95	1.20	1.51	35.9	30.1	23.8	19.0	17.1	1.3	买入
300760	迈瑞医疗	182.69	2,221	3.06	3.83	4.73	5.84	59.7	47.7	38.6	31.3	34.2	2.0	买入
300003	乐普医疗	35.17	627	0.68	0.96	1.26	1.69	51.4	36.8	28.0	20.8	19.1	1.0	买入
300642	透景生命	43.21	39	1.56	1.76	2.14	2.70	27.7	24.5	20.2	16.0	14.8	1.2	买入
002223	鱼跃医疗	20.55	206	0.73	0.87	1.03	1.24	28.3	23.5	19.9	16.6	13.6	1.2	买入
300639	凯普生物	26.95	59	0.52	0.69	0.89	1.18	51.4	39.3	30.4	22.9	11.8	1.3	买入
000710	贝瑞基因	36.68	130	0.76	1.15	1.31	1.56	48.5	31.8	28.0	23.5	15.6	1.2	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医疗服务：CRO景气度持续，连锁服务稳健增长

- **CRO行业维持较高景气度，龙头企业均取得较快增长。**CRO行业持续受益海内外需求增长，国内创新药持续较高景气度，海外临床外包需求向亚太区转移逻辑不变。国内CRO企业在工程师红利的成本优势下，规模迅速扩大，并且不断扩大海外布局。前三季度龙头企业药明康德与泰格医药，扣非业绩均取得了较快增长。
- **连锁服务板块保持稳健。**连锁服务龙头爱尔眼科、通策医疗前三季度业绩均保持了较高增长，行业龙头规模与品牌优势显著。美年健康在经历了上半年的下滑后业绩逐步企稳，随着年底体检旺季到来，业绩预计见底回升，同时公司引入了优质战略投资者阿里系股东，在阿里系参股两家体检龙头企业后，体检行业格局预计将发生改变，行业竞争可能趋于缓和，利好龙头公司盈利能力提升。

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	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	15.57	610	0.21	0.28	0.38	0.52	74.4	56.0	41.1	29.8	12.6	1.6	增持
300015	爱尔眼科	41.99	1,301	0.33	0.44	0.59	0.78	128.9	95.2	71.3	53.6	18.5	2.8	增持
300347	泰格医药	62.98	472	0.63	0.93	1.26	1.68	100.0	68.0	49.9	37.5	18.3	1.8	无评级
603259	药明康德	91.17	1,486	1.38	1.37	1.74	2.20	65.7	66.2	52.1	41.2	18.8	3.9	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

医药商业板块：继续关注集采扩面的外溢效应

- **集采落地实施在即，批发企业改善现金流的机遇期。**根据目前11个省份公布的集采实施方案或征求意见稿，回款机制得到了有效重视，如山东表示，医保基金在总额预算的基础上，按不低于中选药品合同约定采购金额的50%预付给医疗机构，医疗机构不得拖欠企业药款。集采扩面具体实施时间则主要集中于今年12月和明年1月，彼时或成为批发企业加快回款管理的重要机遇期，看好行业地未较高且拥有品规配送权的优势企业，如国药股份、上海医药。
- **零售持续看好处方外流。**对于带量采购的外溢效应，市场担忧价格倒挂会导致部分处方回流医院，对零售药店造成不利影响。目前，部分省份已明确鼓励零售药店参与当地的集中采购，这有利于降低处方回流的风险，稳定零售药店客流量。当然，短期内公立医疗机构仍然是参与采量采购的主体，但我们认为处方外流的趋势不变。据中国卫生健康统计年鉴（2019）数据，公立医院药品总收入同比增速下降明显，从2011年的16%下降至了2018年的1.44%，公立医院药占比也从2010年的41.80%降低至了2018年的28.68%，下降了13.1个百分点。在承接处方外流机遇中，看好有能力提供处方审核、疾病咨询、预防、诊疗和跟踪管理的综合健康服务型零售药店，如大参林、益丰药房。

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 191122	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	23.16	131	0.92	1.10	1.36	1.65	25.2	21.1	17.1	14.0	13.5	1.0	买入
600511	国药股份	25.10	189	1.86	2.23	2.60	3.00	13.5	11.2	9.7	8.4	16.1	0.7	买入
603233	大参林	52.44	273	1.02	1.27	1.56	1.91	51.3	41.3	33.7	27.4	18.4	1.8	买入
603939	益丰药房	79.48	301	1.10	1.49	1.98	2.53	72.3	53.3	40.1	31.4	11.5	1.7	增持
603883	老百姓	69.66	200	1.52	1.86	2.30	2.85	45.9	37.4	30.2	24.4	14.6	1.6	买入
000028	国药一致	43.70	177	2.83	3.12	3.61	4.15	14.6	13.3	11.5	10.0	11.5	1.0	无评级
603368	柳药股份	33.04	86	2.04	2.67	3.34	4.24	16.2	12.4	9.9	7.8	14.4	0.4	增持
601607	上海医药	17.52	454	1.37	1.53	1.73	1.93	11.7	10.5	9.3	8.3	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

港股：关注H股全流通、中药配方颗粒、ASH会议等重要催化剂

- ▶ 中国证监会11月15日公告将全面推开H股全流通改革，目前符合全流通的约有160家，其中医药领域内君实生物、复宏汉霖、康希诺生物、复旦张江、春立医疗、康宁医院等H股架构上市企业具有内资股部分，潜在受益。H股全流通主要利好在于解决大股东内资股无法交易衍生出来的与中小股东利益不一致的缺陷，主要集中在金融、能源等板块，医药影响较少，相关公司主要是创新技术类公司。
- ▶ 中药配方颗粒160个标准公布核心最为利好中国中药，虽然全国中医药大会及后续国务院的《关于促进中医药传承创新发展的意见》中提出研究取消中药饮片的加成，对短期中药板块有潜在冲击，但配方颗粒标准公布后，有望实现从二级以上中医院扩容至基层，且龙头地位加强，考虑到公司当前估值极低，继续推荐买入中国中药。
- ▶ ASH会议已经公布了摘要，预计12月初将有进一步的演讲信息，本次ASH会议BCMA成为亮点，金斯瑞核心子公司南京传奇美国一期临床数据与此前国内临床数据大致可比，细胞治疗作为中美差异较小的创新药领域，迎来主题投资机遇，具体请参看我们的点评报告《中国传奇，走向世界》

表：医药港股重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 191122	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
1093.HK	石药集团	20.00	1247	0.59	0.73	0.91	1.12	33.9	27.4	22.0	17.9	21.4	1.2	买入
1177.HK	中国生物制药	11.26	1417	0.23	0.25	0.29	0.34	49.0	45.0	38.8	33.1	31	3.2	买入
1530.HK	三生制药	12.18	309	0.5	0.56	0.68	0.83	24.4	21.8	17.9	14.7	14.8	1.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	19.16	357	0.09	0.1	0.12	0.14	212.9	191.6	159.7	136.9	4.4	12.1	买入
0570.HK	中国中药	3.65	184	0.29	0.35	0.44	0.55	12.6	10.4	8.3	6.6	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

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
2019-11-21	贝瑞基因-000710-2019年三季报点评: 基因测序龙头, 肿瘤早筛潜力巨大	财报点评
2019-11-14	金斯瑞生物科技-01548.HK-动态报告: 中国传奇, 走向世界	公司快评
2019-11-05	药明康德-603259-2019年三季报点评: 全球CRO/CDMO龙头, 业绩稳健增长	财报点评
2019-11-04	泰格医药-300347-2019年三季报点评: 高成长性CRO龙头, 业绩持续高增长	财报点评
2019-10-31	康泰生物-300601-2019年三季报点评: 业绩持续回暖, 四价苗恢复增长	财报点评
2019-10-31	柳药股份-603368-2019年三季报点评: 业绩高速增长, 现金流压力明显	财报点评
2019-10-30	迈克生物-300463-2019年三季报点评: 业绩稳健, 期待明年I3000放量	财报点评
2019-10-30	迈瑞医疗-300760-2019年三季报点评: 利润逐季提速, 高端产品高速增长	财报点评
2019-10-28	乐普医疗-300003-2019年三季报点评: 器械增长提速, 业绩符合预期	财报点评
2019-10-25	迪安诊断-300244-2019年三季报点评: 业绩符合预期, 架构调整, 进入新阶段	财报点评
2019-10-25	凯普生物-300639-2019年三季报点评: 业绩超出预期, 期待新品上市	财报点评
2019-10-25	恒瑞医药-600276-2019年三季报点评: 收入增速、研发投入共创新高	财报点评
2019-10-25	天坛生物-600161-2019年三季报点评: 业绩符合预期, 预计全年稳健增长	财报点评
2019-10-23	丽珠集团-000513-2019年三季报点评: 核心品种高速增长, 产品结构持续改善	财报点评
2019-10-21	天坛生物-600161-深度报告: 老坛酿新酒: 血制品龙头的稳健与进取	深度报告
2019-10-21	国信证券-创新药盘点系列报告(12): 呼吸科吸入制剂: 高仿“无人区”的异军突起	行业专题
2019-10-17	国信证券-医药生物2019年10月投资策略: 我言秋日胜春朝	行业投资策略
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
2019-09-26	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	深度报告
2019-09-18	国信证券-医药生物2019年9月投资策略: 中报结构分化, 聚焦优质企业	行业月报
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

国信证券医药近期重点推荐报告

■ 天坛生物-600161-深度报告：老坛酿新酒：血制品龙头的稳健与进取

公司是老牌血制品国家队，采浆量行业领先；血制品行业：规模优势是关键，产品研发及学术推广愈发重要；稳健增长：短期依靠采浆量增长及经营杠杆放大；开拓进取：中长期积极扩张产能及研发新品种；公司业绩增长确定性强，长期成长动力十足，对标行业内优秀龙头，应享有长期估值溢价。我们上调公司的合理估值区间至31.71~38.28元/股，对应当前股价有8%~31%的增长空间，维持“买入”评级。

■ 国信证券-创新药盘点系列报告（12）：呼吸科吸入制剂：高仿“无人区”的异军突起

全球呼吸制剂市场进入稳健平台期，制剂技术成熟，国际市场规模稳定，仿制药逐渐开始出现。中国哮喘和COPD治疗药物结构落后海外，呼吸制剂渗透率低，有较大提升空间。吸入制剂药械合一，存在技术壁垒、审批壁垒、临床壁垒，仿制难度大，原研雄踞市场。国产企业纷纷布局呼吸制剂领域，进口替代风口将临。投资建议：建议买入健康元、中国生物制药、恒瑞医药，关注长风药业等。

■ 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。

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