

医药 Tenbagger 牛股进化论

——医药生物行业 2020 年度投资策略

行业年度报告

◆ “大医保”时代集采影响趋于钝化，景气细分龙头股价仍表现优异。自去年医保局成立以来，医药板块虽受带量采购政策扰动较大，但高景气细分领域的优质龙头依然表现强势，如 CRO、药店、消费医疗、创新器械等领域的众多个股股价纷纷创出历史新高。医药行业结构是多元化的，带量采购/控费只直接影响板块中的部分公司，仍然有很多景气的细分方向及大量的优质公司受益于政策，“成长”才是医药永恒的主题。

◆ **医药 Tenbagger 牛股进化论。**医药产业正处于新旧动能转换加速阶段，结构优化和局部创新升级是大势所趋，对应的主流行情将是龙头强者恒强的 α 行情。本文以“医药 Tenbagger 牛股进化论”作为选股依据，关注不同属性和不同阶段的医药公司所需的核心竞争力：1) “前期产品型”主要依赖颠覆性创新带来的技术优势构建护城河，创造或满足未被满足的需求；“后期产品型”则更依赖研发体系成熟度、销售渠道优势构建平台壁垒。2) “前期服务型”需要“挖掘消费需求，推广提升渗透率”来借势成长；“后期服务型”则更依赖品牌优势和管理机制优势来提升市场份额。3) 政策壁垒型前期后期均享受政策性保护，牌照资源为王，成长为后期龙头同样需要好的管理和技术质量。4) 而拐点期的潜在龙头须突破产品线断档或快速扩张过程中的内部管理难题才能实现二次成长，升级成为后期平台型龙头。

◆ 我们构建了独创的医药 Tenbagger 牛股进化的“九宫格”框架体系，及基于结构优化/局部创新升级的产业趋势，我们提出“挖掘前期，出奇拐点，守正后期”的投资主线：1) 挖掘前期蓝海标的：推荐康弘药业、长春高新、片仔癀、欧普康视；2) 出奇拐点期潜在龙头：推荐云南白药、康泰生物、安图生物、通化东宝。3) 守正后期平台型龙头：推荐恒瑞医药、中国生物制药(H)、迈瑞医疗、威高生物(H)、药明康德、爱尔眼科、益丰药房。

◆ **风险提示：**药品、耗材降价幅度超预期；药店渠道价格压力超预期；行业“黑天鹅”事件；创新药研发失败风险。

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002773.SZ	康弘药业	40.66	0.79	1.03	1.27	51	39	32	增持
000661.SZ	长春高新	429.8	5.03	9.7	12.79	85	44	34	买入
600436.SH	片仔癀	99.21	1.89	2.31	2.86	52	43	35	买入
300595.SZ	欧普康视	47.79	0.54	0.75	1.06	89	64	45	增持
000538.SZ	云南白药	86.38	2.59	3.11	3.57	33	28	24	买入
300601.SZ	康泰生物	77.44	0.68	0.86	1.16	114	89	66	买入
603658.SH	安图生物	98.8	1.34	1.74	2.27	74	57	44	买入
600867.SH	通化东宝	12.04	0.41	0.48	0.57	29	25	21	增持
600276.SH	恒瑞医药	83.73	0.92	1.20	1.53	91	70	55	增持
1177.HK	中国生物制药	9.05	0.73	0.26	0.29	12	35	31	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	180.35	3.06	3.86	4.68	59	47	39	买入
1066.HK	威高股份	8.35	0.33	0.43	0.51	25	19	16	买入
603259.SH	药明康德	87.88	1.38	1.28	1.55	64	73	61	买入
300015.SZ	爱尔眼科	39.98	0.33	0.44	0.59	123	90	68	买入
603939.SH	益丰药房	74.8	1.10	1.55	2.05	68	48	37	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。股价时间为2019年12月02日，汇率1HKD=0.8995RMB

增持 (维持)

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebcn.com

梁东旭 (执业证书编号：S0930517120003)
0755-23915357
liangdongxu@ebcn.com

经煜甚 (执业证书编号：S0930517050002)
021-52523870
jingys@ebcn.com

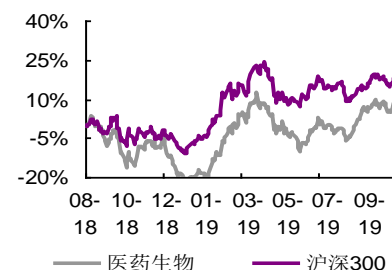
宋硕 (执业证书编号：S0930518060001)
021-52523872
songshuo@ebcn.com

联系人

吴佳青
021-52523697
wujiqing@ebcn.com

王明瑞
wangmingrui@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

缘何好赛道，何以高成长？——连锁药店行业投资框架

.....2019-09-30
 中报总结：集采后的第一份答卷，影响如何，未来在哪？——医药生物行业跨市场周报 (20190901)

.....2019-09-02
 新旧动能转换期，新机制下再平衡——医药生物行业2019年下半年投资策略

.....2019-06-10

投资聚焦

研究背景

我国医药已进入“大医保”时代，带量采购正重塑价格机制，新机制下利益正在逐步平衡。近年来，医药行业虽然受到了政策的较大扰动，但“成长”始终是医药的主题。年初以来，高景气细分领域的优质龙头表现强势，股价纷纷创出历史新高。对这些具有持续成长力公司的研究和挖掘是当前医药投资的重点。我们回顾了A股、H股及全球各地股市中的优质医药龙头的成长轨迹，力图找出这些公司的共性，以指导我们后续的投资。

我们区别于市场的创新之处

首先，我们根据企业共性的生命周期理论，将目标企业归类为“前期”、“拐点期”、“后期”，又根据医药企业的业务属性将其分为“产品型”、“服务型”、“政策壁垒型”。由此我们将医药行业各细分领域龙头归纳成类似“九宫格”的“3×3”二维坐标图，并分析了各类企业应着重关注的核心竞争力以及呈现的股价表现，最终归纳为我们本文的主题“医药 Tenbagger 牛股进化论”。

其次，我们对辉瑞、武田、恒瑞医药、爱尔眼科、药明康德等海内外后期平台型龙头的历史业绩与股价表现进行了复盘，并提出处于不同发展阶段、不同业务属性的公司所依赖的核心竞争优势不同，股价表现也各有千秋。产品型龙头前期靠产品力，后期靠研发、销售和高效管理的综合平台优势。服务型龙头前期靠模式创新快速满足需求，后期靠品牌和管理优势。政策型龙头前期后期都受益于政策壁垒，但后期也依赖研发和管理创新。在投资逻辑上，我们总结为“前期看行业空间，后期看企业平台，拐点期抓双击”。

投资观点

基于我们构建的独创性医药 Tenbagger 牛股进化的“九宫格”框架体系，及基于结构优化/局部创新升级的产业趋势，我们提出 2020 年“挖掘前期，出奇拐点，守正后期”的投资主线：

- **挖掘前期蓝海标的：**寻找行业渗透率不断提升的引领者。其所提供产品或服务所处的行业空间、当前的渗透率以及未来可预期的成长潜力是投资者关注的焦点。重点推荐：**康弘药业、长春高新、片仔癀、欧普康视**；建议关注：**健帆生物、锦欣生殖（H）、我武生物**。
- **出奇拐点期潜力龙头：**把握拐点期企业“戴维斯双击”机遇。拐点阶段的龙头已经历快速成长的前期，正向后期龙头转变，底部向好趋势成立，业绩和估值有望迎来双升机会，随着公司内部管理的改革以及新产品/服务的成功推出，有机会成长为后期龙头。重点推荐：**云南白药、康泰生物、安图生物、通化东宝**；建议关注：**美年健康、金域医学、乐普医疗、东诚药业**。
- **守正后期平台型龙头：**坚守已经进入平台期的龙头企业。其有望利用平台优势持续推出新产品/服务，持续提升盈利能力并保持对竞争对手的优势，持续提升市场份额。重点推荐：**恒瑞医药、中国生物制药（H）、迈瑞医疗、威高生物（H）、药明康德、爱尔眼科、益丰药房**。

目 录

1、 19 年回顾：政策扰动加速产业分化，景气细分龙头享成长溢价	6
1.1、 政策影响钝化，景气细分龙头享成长溢价	6
1.2、 医药中观数据：产业分化和结构优化进入加速期	12
2、 医药 Tenbagger 牛股进化论.....	16
2.1、 医药牛股复盘：不畏政策扰动，强者依然恒强.....	16
2.2、 医药 Tenbagger 牛股进化论：分属性分阶段把握投资重点.....	17
2.3、 前期看行业空间，后期看企业平台，拐点期抓双击.....	21
3、 投资主线：挖掘前期，出奇拐点，守正后期	33
3.1、 挖掘前期蓝海标的.....	33
3.2、 出奇拐点期潜力龙头.....	35
3.3、 守正后期平台型龙头.....	36
4、 投资建议.....	37
5、 重点个股.....	38
5.1、 康弘药业（002773.SZ）：全球创新，稳步推进.....	38
5.2、 长春高新（000661.SZ）：生长激素龙头优势持续强化.....	40
5.3、 片仔癀（600436.SZ）：传统中药龙头壁垒深厚，量价兼具空间.....	42
5.4、 欧普康视（300595.SZ）：畅享近视防控新蓝海.....	44
5.5、 云南白药（000538.SZ）：混改后开启新征程.....	45
5.6、 康泰生物（300601.SZ）：初具雏形的疫苗龙头，重磅品种集中上市.....	45
5.7、 安图生物（603658.SH）：发光龙头，平台初现.....	48
5.8、 通化东宝（600867.SH）：经营实质性好转，三代胰岛素获批将迎第二春.....	49
5.9、 恒瑞医药（600276.SH）：创新大平台价值持续变现.....	51
5.10、 中国生物制药（1177.HK）：抗肿瘤板块研发标杆.....	53
5.11、 迈瑞医疗（300760.SZ）：器械龙头，强者恒强.....	54
5.12、 威高股份（1066.HK）：稳健增长的耗材龙头.....	55
5.13、 药明康德（603259.SH、2359.HK）：赋能平台，助力创新.....	56
5.14、 爱尔眼科（300015.SZ）：平台优势助力二次创业.....	57
5.15、 益丰药房（603939.SH）：稳健成长，蓄力扩张.....	59
6、 风险分析.....	60
A 股重点公司盈利预测、估值与评级.....	61
H 股重点公司盈利预测、估值与评级.....	61

图表目录

图 1：A 股大盘指数和各申万一级行业年初至今涨跌幅情况（%，1.1-12.2）	6
图 2：A 股医药生物板块和子行业年初至今涨跌幅情况（%，1.1-12.2）	6
图 3：19 年以来 H 股医药各子板块涨跌幅比较	8
图 4：港股医药板块估值仍处低位（历史 PE-TTM，整体法）	8
图 5：2015 年以来，医药产业各环节政策几乎重构	9
图 6：三大机构分别有其任务目标，同时互相协作，最终推动我国临床用药结构升级、医药产业升级	9
图 7：医药制造业收入和利润总额累计月度增速变化情况（2012.02-2019.10）	13
图 8：医药制造业毛利率和期间费用率累计月度变化情况（2012.02-2019.10）	13
图 9：药品三大终端销售情况（2011-2019H1）	14
图 10：药品三大终端六大市场销售占比变化（2011-2019H1）	14
图 11：基本医疗保险累计收支及增速变动情况（2016.01-2019.09）	15
图 12：基本医疗保险当月收支及增速变动情况（2016.01-2019.09）	15
图 13：企业生命周期理论示意图	18
图 14：医药 Tenbagger 牛股进化论“九宫格”划分图（仅列示部分案例）	20
图 15：爱尔眼科十年股价、业绩走势复盘（2009.10-2019.11）	23
图 16：药明康德业绩走势复盘（2005-2018）	25
图 17：辉瑞股价（美元）与发展历史复盘（1980.07-2019.11）	27
图 18：武田股价（日元）与发展历史复盘（1990.01-2019.11）	28
图 19：恒瑞医药历史复盘（股价：元，2000.10~2019.11）	29
图 20：恒瑞医药历年来持续加大研发投入（亿元）	30
图 21：恒瑞医药已经建立庞大的研发与销售队伍（人）	30
图 22：样本医院阿帕替尼销售额持续高速增长（百万元）	30
图 23：恒瑞医药 2018 年新获批创新药在样本医院迅速放量（百万元）	30
图 24：中国生物制药发展路径（2004.09-2019.11）	31
图 25：中国生物制药传统肝病用药占比持续下降，抗肿瘤等板块崛起迅速	31
图 26：研发型药企 14~18 年费用率情况	31
图 27：云南白药二十年股价、业绩走势复盘（1999.04-2019.11）	33
图 28：2011 年至今康泰生物累计研发投入情况（亿元）	47
图 29：2017 年之后康泰生物销售费用率呈现降低（%）	47
图 30：爱尔眼科旺季 3Q19 收入增速提速	58
图 31：爱尔眼科旺季 3Q19 毛利率继续提升	58
图 32：爱尔眼科单季度扣非净利润增长逐季提速	58
表 1：年初至今 A 股医药行业涨跌幅 Top20（剔除 2019 年以来上市次新股，01.01-12.02）	7
表 2：各医药子板块 2019 年以来各季度涨跌幅	7

表 3：通过药评企业数量在 3 家及以上的品种（剔除首批 25 个品种，截至 2019 年 11 月底）	10
表 4：高值耗材集采的主要代表性模式.....	11
表 5：国内医院用药市场销售额药品 Top10 变化趋势（2014-2019Q2）	16
表 6：A/H 股部分医药龙头近十年涨跌幅（%）	17
表 7：不同生命周期阶段医药龙头投资看点整理	22
表 8：各细分领域前期潜在龙头明星业务情况（2018 年）	34
表 9：医药行业 2020 年度策略组合盈利预测、估值与评级.....	38
表 10：长春高新疫苗在研管线	41
表 11：金赛药业在研管线.....	41
表 12：长春高新其他合作项目	42
表 13：2018-2019Q3 片仔癀各单季度各板块收入拆分.....	43
表 14：康泰生物主要产品.....	46
表 15：康泰生物产品研发情况	47
表 16：通化东宝生物药研发进展（截至 2019.11）	50
表 17：通化东宝化学药研发进展（截至 2019.11）	51
表 18：恒瑞医药进入临床 III 期之后的创新药研发管线（截至 2019.11）	52

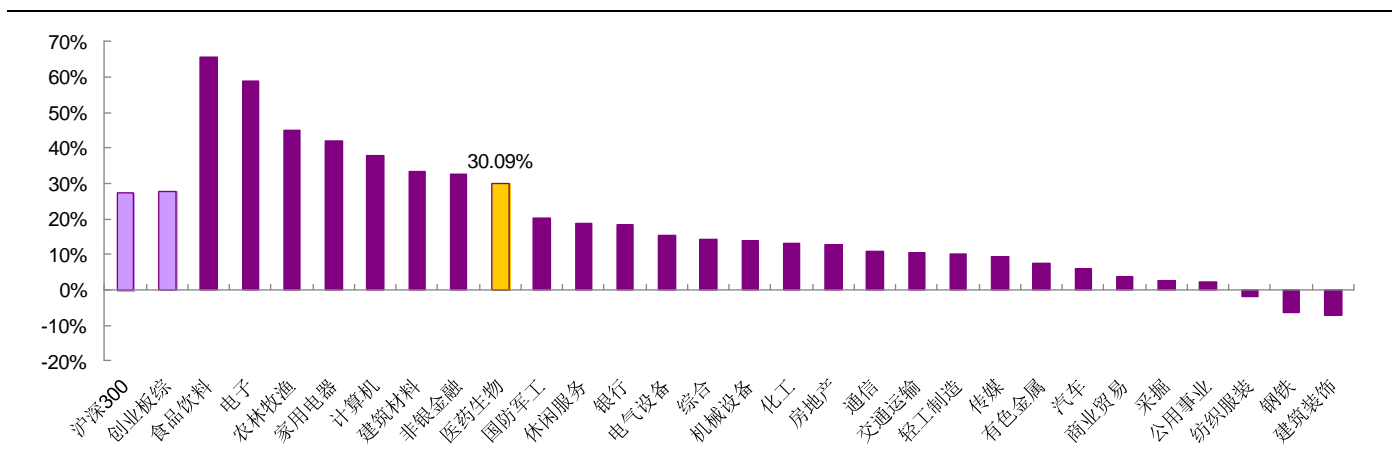
1、19 年回顾：政策扰动加速产业分化，景气细分龙头享成长溢价

1.1、政策影响钝化，景气细分龙头享成长溢价

1.1.1、行情回顾：“成长”仍是医药主题，优质龙头风采依旧

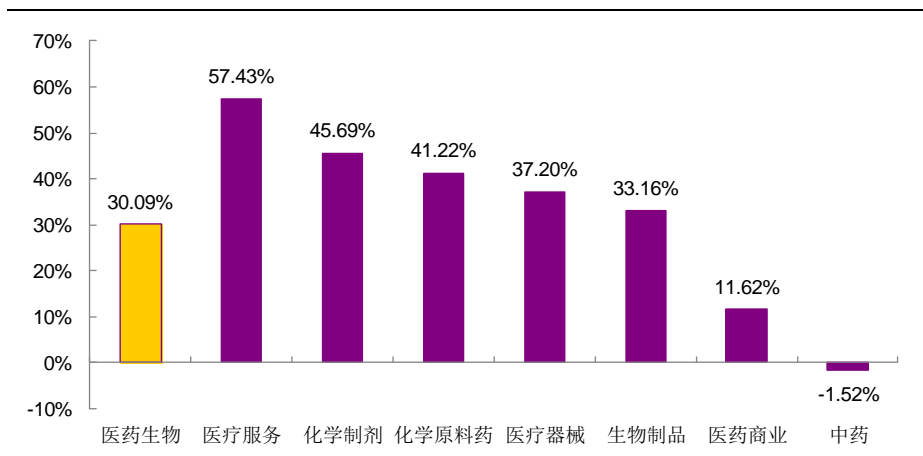
18M12~19M1 医药板块受带量采购冲击下跌明显，年初明显跑输大盘。然而自 19M2 起，医药板块多条主线开始走出强劲行情，特别是此前跌幅较大的疫苗、血制品、化学制剂等板块反弹明显。而后在中报和季报行情中，医药板块继续表现较好，特别是创新产业链相关的 CXO、创新药、创新医疗器械和消费相关的医疗服务涨幅居前。在此后带量采购政策的逐步推进过程中，如 9 月份的 4+7 扩围，带量采购对整体医药板块股价的影响趋于钝化。

图 1：A 股大盘指数和各申万一级行业年初至今涨跌幅情况（%，1.1-12.2）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：指数选取申万一级行业指数

图 2：A 股医药生物板块和子行业年初至今涨跌幅情况（%，1.1-12.2）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：指数选取申万一级及三级行业指数

表 1: 年初至今 A 股医药行业涨跌幅 Top20 (剔除 2019 年以来上市次新股, 01.01-12.02)

排序	涨幅 TOP10	涨幅 (%)	上涨原因	排序	跌幅 TOP10	跌幅 (%)	下跌原因
1	兴齐眼药	392.42	阿托品+环孢素获批预期	1	长生退(退市)	-80.46	强制退市
2	济民制药	249.06	NA	2	亚太药业	-62.30	业绩不佳
3	健友股份	175.27	肝素涨价预期+业绩较好	3	ST 康美	-58.95	财务造假
4	长春高新	146.26	生长激素景气度高+收购金赛少数股权	4	ST 辅仁	-58.58	违规拆借、担保, 控股股东股份被冻结
5	司太立	133.20	特色 API+造影剂景气度高	5	宜华健康	-51.99	涉嫌财务造假、违规提供财务资助、多笔收购失败、业绩下滑
6	天宇股份	132.25	沙坦 API 景气度高	6	*ST 天圣	-44.04	涉嫌销售假药罪等、业绩亏损
7	欧普康视	122.61	角膜塑形镜景气度高	7	翰宇药业	-40.36	业绩亏损
8	我武生物	121.03	脱敏治疗景气度高	8	德展健康	-33.99	阿托伐他汀受到带量采购冲击
9	康泰生物	117.38	疫苗景气度高, 13 价肺炎疫苗获批预期	9	恒康医疗	-33.14	实控人股权遭拍卖、业绩亏损
10	龙津药业	117.32	工业大麻概念	10	济川药业	-30.94	蒲地蓝销售承压
11	金城医学	115.56	ICL 景气度高, 业绩显著拐点	11	福瑞股份	-28.99	业绩不佳
12	圣达生物	115.35	维生素涨价预期	12	广誉远	-27.33	去库存周期业绩不佳
13	通策医疗	115.08	医疗服务景气度高	13	创新医疗	-26.86	业绩亏损、子公司失控
14	泰格医药	113.36	CRO 景气度高	14	同济堂	-26.84	控股股东股权遭冻结
15	普利制药	109.89	注射剂出口景气度高	15	海普瑞	-25.96	非洲猪瘟导致粗品成本上升
16	贝达药业	105.92	恩莎替尼获批预期	16	天目药业	-25.75	业绩不佳、实控人遭调查
17	安图生物	104.59	化学发光景气度高	17	吉药控股	-25.00	信批违规受罚
18	凯普生物	104.25	分子诊断景气度高	18	双鹭药业	-23.47	业绩不佳、胸腺五肽和注射用复合辅酶进入国家重点监控目录
19	大博医疗	101.72	骨科景气度高	19	开立医疗	-23.47	业绩不佳
20	九洲药业	101.24	CMO, 收购苏州诺华和两家美国公司	20	精华制药	-23.29	业绩亏损、股东减持

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 采用申万行业分类)

“成长”仍然是医药的主题, 优质龙头股价风采依旧。今年, CRO、消费属性等众多不受带量采购影响且质地优质的公司录得明显的绝对和相对收益。医药行业结构是多元化的, 带量采购只直接影响医药板块中的部分公司, 仍有大量的优质公司受益于政策, “成长”仍然是医药的主题。

表 2: 各医药子板块 2019 年以来各季度涨跌幅

板块名称	Q1	板块名称	Q2	板块名称	Q3	板块名称	10-11 月
化学制剂	39.84%	化学制剂	-4.29%	医疗服务	18.66%	医疗服务	6.14%
医疗服务	37.13%	化学原料药	-4.67%	化学原料药	8.23%	医疗器械	5.43%
生物制品	34.08%	医疗器械	-4.98%	医疗器械	6.63%	化学原料药	2.72%
化学原料药	30.61%	生物制品	-6.09%	医药商业	6.16%	化学制剂	2.08%
医疗器械	30.16%	医疗服务	-7.78%	生物制品	5.11%	生物制品	1.24%
中药	24.32%	医药商业	-8.90%	化学制剂	4.84%	中药	-2.03%
医药商业	24.27%	中药	-14.10%	中药	-2.47%	医药商业	-6.45%

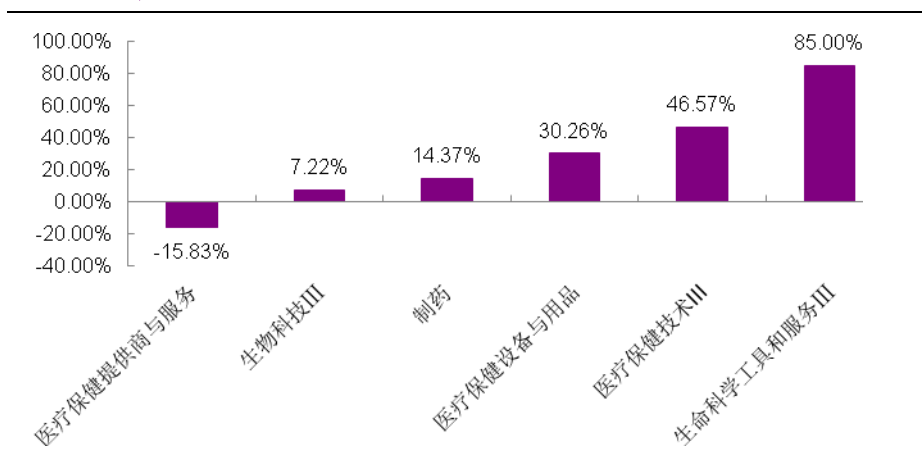
资料来源: wind、光大证券研究所 注: 采用申万三级行业分类

H 股医药各子板块分化明显。2019 年以来 (截至 2019 年 12 月 2 日), 港股医药板块整体涨幅 35%。全年来看, 子板块涨幅最高的是生命科学工具与服务 III, 主要是板块中 CXO 类企业行业景气度高, 涨幅最小的是医疗保健

提供商与服务商。在港股各个二级子行业中，医疗保健行业年初以来涨幅处于 11 个行业中的第 2 位。

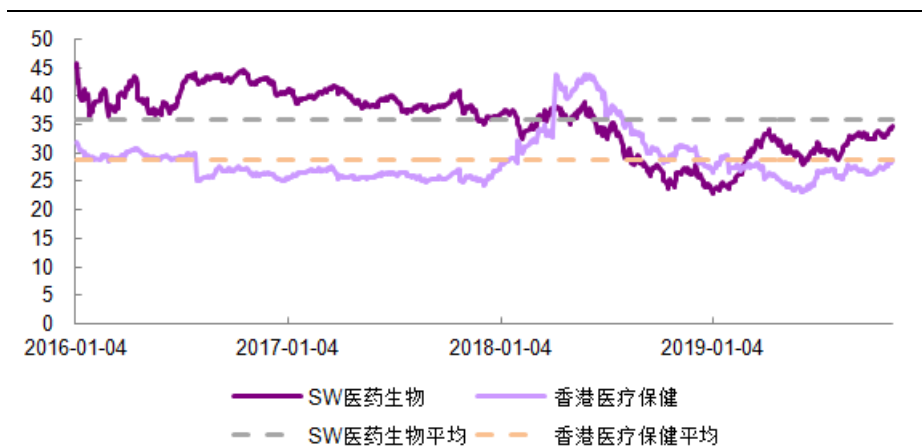
整体来看，港股医药板块估值仍处低位。医疗保健行业细分子板块众多，估值方法也不尽相同，但 PE 估值为较为常用的估值方法，且容易比对出 A 股与 H 股的估值水平差异。我们以港股通的 36 家医药公司和 A 股医药公司为全样本，当前 A 股和 H 股医药公司 PE 分别为 34.7x 和 28.7x，A 股估值约为 H 股的 1.2 倍，港股医药板块估值仍处低位，较有吸引力。

图 3：19 年以来 H 股医药各子板块涨跌幅比较



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截止 2019.12.02）

图 4：港股医药板块估值仍处低位（历史 PE-TTM，整体法）



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截止 2019.12.02）

1.1.2、政策：路线已定，推进进度带来扰动

从宏观角度看：本轮医改步步为营，三医联动，体现顶层设计。尽管 2018 年以来带量采购带来的市场冲击引发了市场对医改的强烈关注，但其实本轮医改始于 2015 年：优先审评、集中审评、注册分类改革、CDE 扩编解决了审评积压问题；临床数据核查、一致性评价将解决存量和增量药品质量标准不一的问题；国务院机构改革赋予了医保局的招采和支付的职能。以上众多变革的基础上，“带量采购”才应运而生。本轮医改可谓步步为营、稳扎稳打、三医联动，充分体现了顶层设计。

图 5：2015 年以来，医药产业各环节政策几乎重构



资料来源：光大证券研究所绘制

从中观角度看：医改旨在推动我国临床用药结构升级、医药产业升级。18 年国务院机构调整后，医药行业主要的监管机构为三家：药监局、医保局、卫健委。我们认为，在本轮医改中，三大机构分别有其任务目标（提高质量、理顺价格、以医养医），同时也将互相协作，最终推动我国临床用药结构升级、医药产业升级。

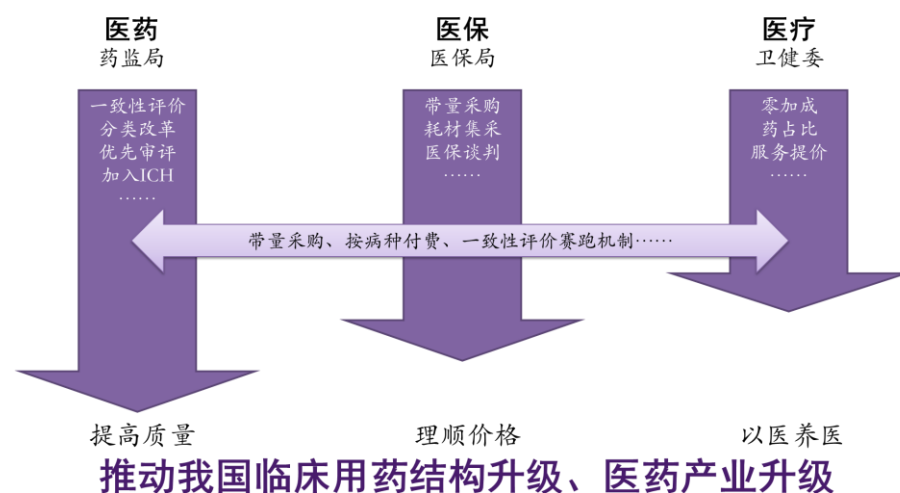
1) **药监局：提高质量。** 掌控着我国医药市场的供给端，改革的目标在于实现我国药审的国际化，提高我国市场医药产品的质量。

2) **医保局：理顺价格。** 掌控着我国医药市场的定价端、支付端，改革的目标在于通过发挥医保基金“战略购买者”作用，在定价和支付端，引导社会资源向真正有临床价值的产品去倾斜，医保控费不是目的，支付调结构才是。

3) **卫健委：以医养医。** 掌控着我国医药市场的使用端，改革的目标在于破除以药养医，在使用端引导社会资源向真正有临床价值的产品去倾斜。

同时，三大机构相互协同，三医联动，衍生出了带量采购、按病种付费、一致性评价赛跑机制等具体实施政策。

图 6：三大机构分别有其任务目标，同时互相协作，最终推动我国临床用药结构升级、医药产业升级



资料来源：光大证券研究所绘制

从微观角度看：当前医改均是着眼于改变药企的竞争要素，弱化销售能力的价值，强化以研发为核心，叠加生产、销售等方面的综合实力的竞争。我们认为，当前医改三大路线已定，但进度不一，主要问题在于政策加速推进的需求和国内医药产业发展不平衡、不充分的矛盾：

1) 药监局：提高质量。药审改革进度最快，审批门槛基本已经实现了和国际水平的对接。准入门槛的提高，显著强化了研发能力的价值。

2) 医保局：理顺价格。医保局自 18 年成立以来，新政密集推进，是当前时点市场关注的焦点。我们看到，在药品和耗材的招采、报销等方面都出现了新的动向：

a、药品带量采购：19 年 9 月 30 日，4+7 扩围结果公布，意味着首批带量采购的 25 个品种实现全国推广。对于通过一致性评价品种的带量采购模式运行已经较为成熟，第二批带量采购品种大概率从已通过药评企业数量在 3 家及以上的品种中选择（如表 3）。目前，一致性评价进度已经成为带量采购的限速步骤，截至 2019 年 11 月底，仅有 414 个品规（以收录进《中国上市药品目录集》计）、137 个品种（以通用名计）通过药评，后续不排除以省级试点等形式探索扩大品种范围。带量采购对竞争要素的重构，已无需赘述。

表 3：通过药评企业数量在 3 家及以上的品种（剔除首批 25 个品种，截至 2019 年 11 月底）

序号药品通用名	过评企业数	18 年样本医院市场规模	样本医院市场规模同比增速	序号药品通用名	过评企业数	18 年样本医院市场规模	样本医院市场规模同比增速
1 盐酸二甲双胍口服常释剂型	13	6.33 亿	11%	24 盐酸曲美他嗪口服常释剂型	3	3.87 亿	1%
2 盐酸西替利嗪口服常释剂型	10	1.04 亿	11%	25 盐酸莫西沙星口服常释剂型	3	16.24 亿	12%
3 盐酸左西替利嗪口服常释剂型	7	8422 万	9%	26 盐酸奥洛他定口服常释剂型	3	7173 万	91%
4 对乙酰氨基酚口服常释剂型	7	1811 万	-4%	27 盐酸氨溴索口服常释剂型	3	8.74 亿	-16%
5 盐酸多奈哌齐口服常释剂型	6	2.80 亿	13%	28 替吉奥口服常释剂型	3	725 万	-37%
6 阿莫西林口服常释剂型	6	4165 万	11%	29 他达拉非口服常释剂型	3	4023 万	10%
7 铝碳酸镁口服常释剂型	5	1.08 亿	-2%	30 碳酸氢钠口服常释剂型	3	7484 万	31%
8 格列美脲口服常释剂型	5	2.98 亿	-1%	31 维格列汀口服常释剂型	3	7291 万	81%
9 聚乙二醇 4000 散剂	5	1978 万	-38%	32 甲硝唑口服常释剂型	3	4458 万	12%
10 替格瑞洛口服常释剂型	5	2.74 亿	71%	33 来那度胺口服常释剂型	3	1.43 亿	549%
11 头孢氨苄口服常释剂型	5	300 万	-19%	34 卡托普利口服常释剂型	3	211 万	-69%
12 异烟肼口服常释剂型	5	4513 万	13%	35 富马酸比索洛尔口服常释剂型	3	2.96 亿	2%
13 盐酸克林霉素口服常释剂型	5	2.38 亿	10%	36 福多司坦口服常释剂型	3	6903 万	53%
14 坎地沙坦酯口服常释剂型	5	1.33 亿	-2%	37 氟康唑口服常释剂型	3	3.50 亿	3%
15 辛伐他汀口服常释剂型	4	1.14 亿	-19%	38 注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	3	21.68 亿	6%
16 替莫唑胺口服常释剂型	4	7.30 亿	11%	39 布洛芬口服缓释剂型	3	6660 万	0%
17 拉米夫定口服常释剂型	4	1.02 亿	-36%	40 安立生坦口服常释剂型	3	9 万	21%
18 利奈唑胺口服常释剂型	4	6.43 亿	25%	41 阿那曲唑口服常释剂型	3	3274 万	22%
19 头孢拉定口服常释剂型	4	1314 万	-8%	42 阿昔洛韦口服常释剂型	3	2423 万	-20%
20 琥珀酸索利那新口服常释剂型	4	2369 万	-6%	43 阿哌沙班口服常释剂型	3	1193 万	54%
21 奥美沙坦酯口服常释剂型	4	1.91 亿	21%	44 阿卡波糖口服常释剂型	3	11.58 亿	6%
22 醋酸阿比特龙口服常释剂型	4	3.25 亿	594%	45 阿德福韦酯口服常释剂型	3	1.22 亿	-45%
23 吡达帕胺口服常释剂型	3	1954 万	0%				

资料来源：CDE、PDB、光大证券研究所

b、医保目录调整：19年8月20日，医保局、人社部发布了医保常规目录。另外，医保谈判目录结果于19年11月28日发布，97个药品谈判成功。经过常规准入和谈判准入后，2019年国家医保药品目录最终收录药品2709个，调入药品218个（覆盖了国家基本药物、慢性病用药、儿童用药和癌症等重大疾病用药等），调出药品154个（约一半是被国家药监部门撤销文号的药品，其余主要是临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品），净增药品64个。这是时隔2017年两年后，医保目录再次大规模调整，并且有出有进，将加速“腾笼换鸟”，在支付环节促进了竞争要素变革。值得注意的是，本次医保谈判通过谈判底价和竞争性谈判，基本挤干了创新药价格临床价值以外、非充分竞争的“水分”。尤其是竞争性谈判，大大增加了“me-too”类创新药的价格压力，压缩了“me-too”类创新药的生命周期。未来带量采购品种的价格“鲶鱼效应”也将蔓延至创新药。竞争性谈判的引入大大提高了创新能力的价值。

c、耗材集采：19年7月31日，国务院办公厅发布了《治理高值医用耗材改革方案》，标志着以医保局为主导的耗材招采变革正式启动。短期内，高值耗材将是耗材招采变革的首选，目前高值耗材集采仍以地方性探索为主，代表性的模式主要有“浙江模式”、“安徽模式”、“江苏模式”等。我们认为，高值耗材原先是以医院为单位进行招采，其实天然的就是一种较低层次的带量采购。以研发平台、生产平台、销售平台为基础的综合实力的竞争已经是行业的主流。换言之，与药品带量采购给药企带来的生存模式革命性的冲击不同，高值耗材集采更多是强化了原有的竞争要素，即高值耗材集采对相关企业的边际冲击要小得多。

表4：高值耗材集采的主要代表性模式

	浙江模式	安徽模式	江苏模式	
时间	2012年起至今	2019年	2019年7月	2019年9月
主导部门	2018年10月之前：浙江省卫计委 2018年10月及以后：浙江省医保局	安徽省医保局	江苏省医保局	江苏省医保局
品类	心脏介入类、周围血管介入类、起搏器类、电生理类、镇痛泵类、放射影像类、骨科类、普外科类、神经外科耗材、眼科耗材、非血管介入耗材(内窥镜耗材)、血液净化及体外循环类耗材、部分高分子类医用耗材	骨科植入(脊柱)类、眼科(人工晶体)类	血管介入类等高值医用耗材品种(雷帕霉素及其衍生物支架、双腔起搏器)	眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类
是否独家	否	否	否	否
是否带量	否	是 脊柱类和人工晶体类采购量分别占2018年度省属公立医疗机构高值医用耗材采购量的70%和90%	是 55家三级公立医院1年(2018年7月1日至2019年6月30日)采购量的70%	是 107家三级公立医院1年(2018年7月1日至2019年6月30日)采购量的70%
采购周期	1年，实际约3年	1年	1年	1年
一般降价幅度	20-30%	脊柱类平均降价53.4% 人工晶体类平均降价20.5%	支架类平均降价51.0% 起搏器类平均降价15.9%	人工晶体类平均降价26.9% 介入球囊类平均降价74.4% 人工髋关节类平均降价47.2%

资料来源：浙江省药械采购中心网站、安徽省医药集中采购平台网站、江苏省医保局网站、光大证券研究所

d、未来：医保支付标准、DRGS 等新政将陆续推进，其本质是通过医保支付环节，来引导医院、患者的需求，弱化仿制药销售能力的优势，进一步推进医药企业竞争要素的变革。

3) 卫健委：以医养医。医疗方面，零加成、药占比等已经落地，一定程度上减少了“以药养医”现象。未来医疗服务收费标准逐步上调，以及医生薪酬制度改革将执行，这些都将在医院使用端，加速资源向优质产品集中，提高产品创新力的价值。

综上，我们认为，医改的方向和路线已定，但由于政策加速推进的需求和国内医药产业发展不平衡、不充分的矛盾。医药产品研发有其客观规律，但政策推进进度带有一定的主观性，可能会对医药产业带来阶段性的扰动。

1.2、医药中观数据：产业分化和结构优化进入加速期

1.2.1、工业端：收入增长放缓但利润增速回暖，结构优化是关键

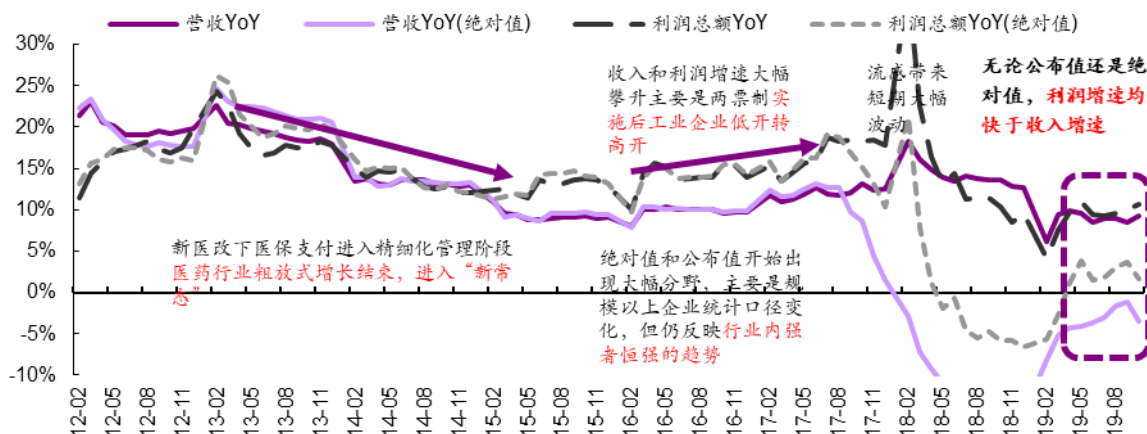
19M1-10 医药制造业收入增速换挡下滑，但利润增速开始回暖。近年来，国家统计局统计的规模以上医药制造业中观数据变化较大，分阶段来看：

1) 医保全覆盖扩容尾期(2012~2015)：医药制造业收入和利润增速从 20%+ 持续放缓换挡到 10%+，主要原因是医保全覆盖扩容时代临近结束，医保控费力度加强，招标降价持续扩散，医药制造业也进入增长的新常态。

2) 新医改——药品改革期(2016~2018)：医药制造业收入和利润增速开始持续提升，特别是到了 18 年提升速度加快，而且出现了利润增速快于收入增速的变化，主要是“两票制”开始进入实施落地阶段，大量药企实施低开转高开的出厂模式，将制造端的收入增速推升至 10%，甚至 15% 以上（18Q1 叠加流感），但终端销售增速仍是持续下滑的，利润增速高于收入增速则是“两票制”营销费用内化且难以体外处理的结果，随后在 18H2 时利润增速开始低于收入增速，这也是低开转高开下营销费用从体外转回体内的结果。

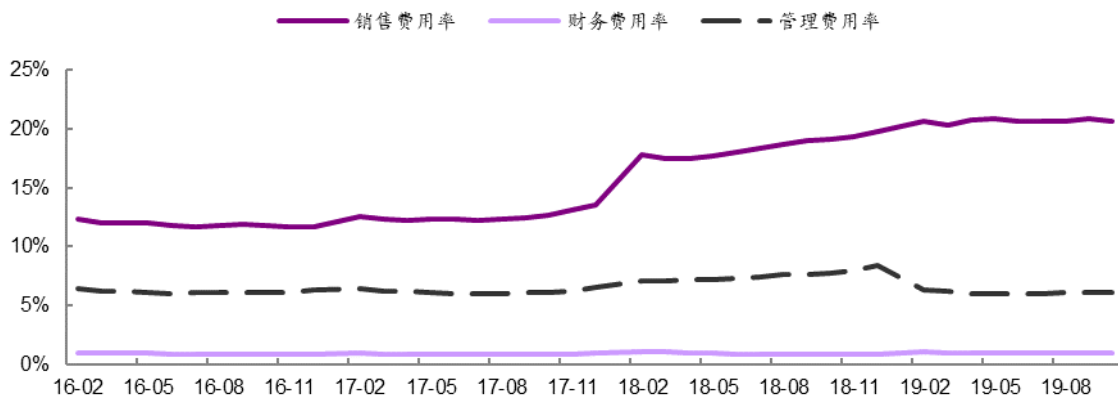
3) 新旧动能转换期(2019 年至今)：该阶段制造端的数据可比性有所增强，数据显示的医药工业收入和利润的增速在 2019 年上半年趋于一致，但从 2019 年下半年起，利润增速和收入增速走势相反，收入增速下滑而利润增速提升，主要原因在于医药工业整体毛利率提升，且销售费用率也提升，且毛利率提升幅度高于销售费用率提升幅度，我们认为收入增速放缓可以理解为受到带量采购执行的冲击，但毛利率和销售费用率提升则应该是企业产品结构逐步高端化的影响，即医药产业进入新旧动能换挡加速期。

图 7：医药制造业收入和利润总额累计月度增速变化情况（2012.02-2019.10）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所 注：公布值指统计局公布的可比同比增长数据，绝对值是统计局公布的绝对额直接和去年同期相比的同比增速；最高利润增速为 18M2 的 37%，最低营收绝对值增速为 18M8 的 -17%，为显示更多细节信息，故仅呈现 -10%~30% 增速的区间

图 8：医药制造业毛利率和期间费用率累计月度变化情况（2012.02-2019.10）



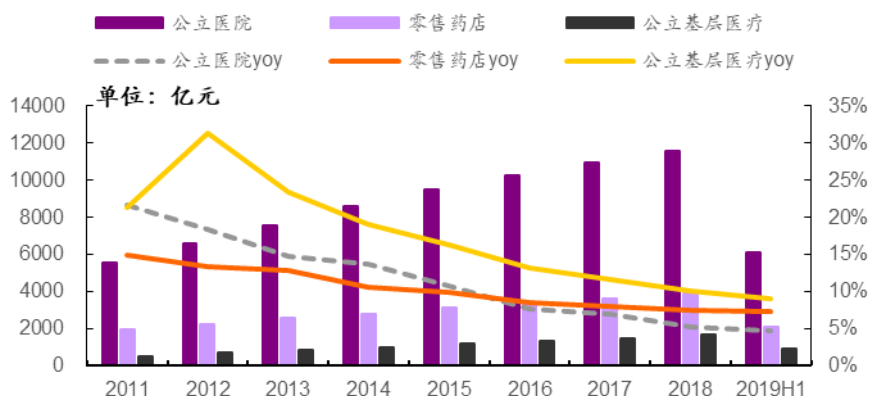
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

1.2.2、药品终端销售：药店/基层渠道继续保持相对优势

药品销售三大终端增速均放缓，零售药店影响相对较小。据米内网终端市场数据，19H1 国内药品销售额实现 9087 亿元，同比增 5.8%，相比 2018 全年 6.3% 的同比增速有所放缓，这也符合国内医保控费环境下的表现。分不同终端来看，19H1 公立医院实现销售额 6090 亿元，同比增 4.8%（2018 年为 5.3%），零售药店实现销售额 2098 亿元，同比增 7.4%（2018 年为 7.5%），公立基层医疗机构实现销售额 898 亿元，同比增 9.0%（2018 年为 10.2%），三大终端同比增速均相对 2018 年全年增速下滑，但受到处方外流支撑的零售药店增速基本保持持平。

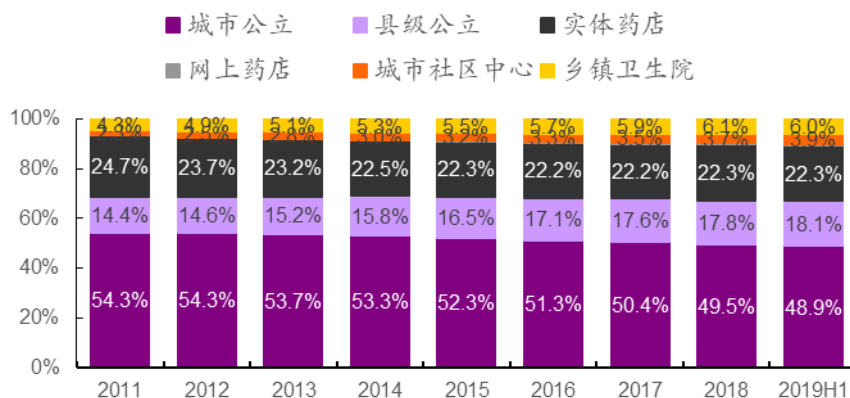
药店端相对优势愈发明显，基层医疗体量尚小。19H1 药店端销售额仍实现了 7.4% 的同比增长，快于药品全终端整体增速，更是远快于公立医院终端，仅次于体量尚小的基层医疗终端。主要原因是药店属于处方外流进程中受益的销售终端，包括 DTP 药品以及各类慢病处方药的外流，均支撑药店终端增长保持在 7% 以上。随个人账户改革等方案落地执行以及相应的处方外流政策推行，预计药店终端增速可能会维持平稳，冲击和利好有所抵消。

图 9：药品三大终端销售情况（2011-2019H1）



资料来源：米内网，光大证券研究所

图 10：药品三大终端六大市场销售占比变化（2011-2019H1）

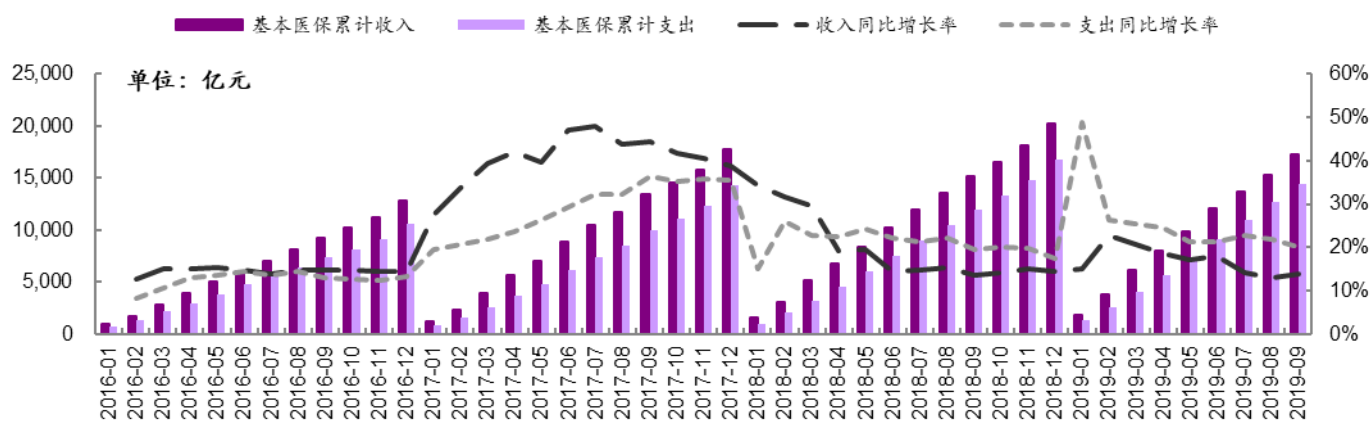


资料来源：米内网，光大证券研究所

1.2.3、医保基金：支出增速持续高于收入，支付端总体保持稳定

2019 年基本医保基金累计支出增速持续高于收入增速。自 2018M5 起，基本医保基金累计支出增速就持续呈现高于收入增速的趋势，其中支出增速整体变化不大，一直在 20% 上下浮动，收入增速快于支出增速是主要原因是收入增速放缓明显：进入 2019 年以来，收入增速从 19M2 的 23% 持续下滑到 19M9 的 13%，预计受企业职工社保缴纳费用率下调影响较大，也和整体经济大环境下的企业职工占比减少有关。

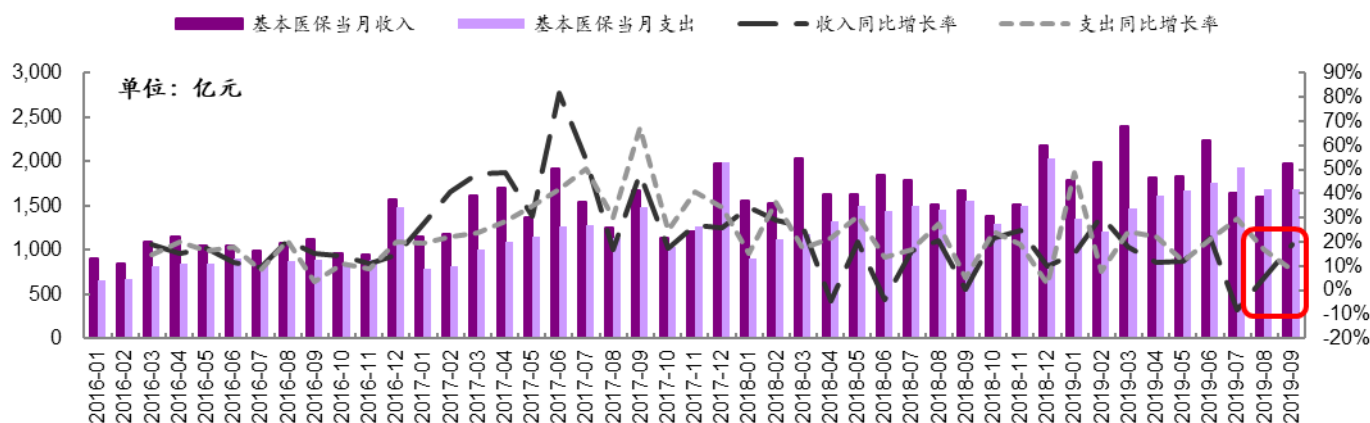
图 11：基本医疗保险累计收支及增速变动情况（2016.01-2019.09）



资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

基本医保累计结余率略有下滑，控费压力不减。2019M1-9 结余率为 16.8%，比去年同期下滑 4.4pp，可见医保控费压力较大，但支出增长较为刚性，支出增速快于收入增速的情况可能会持续一段时间。这也说明医保控费并非目的，真正的目的是提高医保支出效率。事实上，仅节约无效的医保支出就可以为现有的医保基金腾出较大的支付空间，用于支持高性价比药械和高临床价值新药/创新疗法的报销。总体来看，尽管控费压力仍在，但医保总体支出压力不大，特别是对高临床价值药械的报销支持仍有较大的腾挪空间。

图 12：基本医疗保险当月收支及增速变动情况（2016.01-2019.09）



资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

1.2.4、医院用药：新旧动能转化期，结构优化步伐逐步加快

国内医院用药市场中高临床价值的新药正逐步登上舞台中心。据 IQVIA 统计，2Q19 国内医院用药前十药品中，基因泰克的赫赛汀和安维汀杀入榜单，且其销售额同比增速高达 128.4%和 90.5%。此外，国内创新药中力扑素和恩必普也逐步在前十榜单占据重要位置，以往销售额靠前的中药注射剂到 2Q19 仅剩血栓通，其余如倍通、丹参多酚酸盐均因持续多个季度的负增长而退出榜单。仅从前十榜单来看，无论是进口创新药还是国内创新药销售额增长均较快，特别是新进入医保的进口创新药爆发力极强，即使已经进入前

十榜单，依然保持极快的增长。我们认为，随国内和进口创新药审批加速以及医保谈判目录的快速更新，国内药品市场中越来越多的重磅药品将转为创新药（进口+国产），而非原有的“神药”和重磅仿制药。

表 5：国内医院用药市场销售额药品 Top10 变化趋势（2014-2019Q2）

2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2
申捷-齐鲁	申捷-齐鲁	波立维-赛诺菲	立普妥-辉瑞	立普妥-辉瑞	普米克令舒-阿斯利康	地佐辛-扬子江
血栓通-广西梧州	血栓通-广西梧州	立普妥-辉瑞	地佐辛-扬子江	地佐辛-扬子江	立普妥-辉瑞	立普妥-辉瑞
奥德金-锦州奥鸿	波立维-赛诺菲	申捷-齐鲁	波立维-赛诺菲	波立维-赛诺菲	地佐辛-扬子江	普米克令舒-阿斯利康
波立维-赛诺菲	倍通-山东丹红	地佐辛-扬子江	倍通-山东丹红	普米克令舒-阿斯利康	可威-东阳光药	舒普深-辉瑞
立普妥-辉瑞	立普妥-辉瑞	血栓通-广西梧州	血栓通-广西梧州	舒普深-辉瑞	波立维-赛诺菲	波立维-赛诺菲
丹参多酚酸盐-上海绿谷	奥德金-锦州奥鸿	倍通-山东丹红	普米克令舒-阿斯利康	血栓通-广西梧州	舒普深-辉瑞	恩必普-石药集团
倍通-山东丹红	丹参多酚酸盐-上海绿谷	丹参多酚酸盐-上海绿谷	申捷-齐鲁	恩必普-石药集团	赫赛汀-罗氏	赫赛汀-基因泰克
氯化钠-四川科伦	地佐辛-扬子江	欧迪美-吉林四环	舒普深-辉瑞	倍通-山东丹红	恩必普-石药集团	血栓通-广西梧州
喜炎平-江西青峰	喜炎平-江西青峰	奥德金-锦州奥鸿	丹参多酚酸盐-上海绿谷	赫赛汀-基因泰克	血栓通-广西梧州	力扑素-绿叶制药
欧迪美-吉林四环	欧迪美-吉林四环	舒普深-辉瑞	奥德金-锦州奥鸿	丹参多酚酸盐-上海绿谷	倍通-山东丹红	安维汀-基因泰克

资料来源：IQVIA，光大证券研究所

注：浅绿色为中药注射剂、免疫增强剂等国内特色“神药”；浅黄色为过期原研药或国内仿制药；浅红色为进口创新药和国产创新药

2、医药 Tenbagger 牛股进化论

2.1、医药牛股复盘：不畏政策扰动，强者依然恒强

医改政策干扰仍在，但龙头依然持续成长。自 2015 年以来，医药行业政策改革力度明显加大，从药审改革、一致性评价等优化研发流程和质量体系，到带量采购、挂网低价联动重塑企业竞争格局，再到医保局组建、支付规则重塑引发支付改革，种种政策均在引导医药产业向严监管、高效率和高价值的方向转型。总体来看，医药产业在转型过程上的确承受着增速换挡的压力（具体见 1.2 章节分析），但即使政策多有干扰，医药板块在近两年依然不断为市场贡献众多牛股，显示国内医药行业龙头依然有能力在政策偏紧的环境下不断强化竞争力，不断成长。

对 A/H 股近十年涨幅较大的医药牛股进行复盘，我们发现代表性牛股大致可以分为三类：

- **强产品力型牛股**：主要分布在医药制造业，包括药品、器械制造，主要依赖大单品或强产品集群实现持续的高增长，如恒瑞医药、中国生物制药、长春高新等；
- **景气和管理优势型牛股**：主要分布在医疗服务和 CXO 行业，主要依赖服务赛道的高景气度以及管理上的优势支撑单店盈利和连锁扩张来实现持续的高增长，如通策医疗、爱尔眼科、益丰药房等；

- **政策壁垒型牛股**：传统中药、疫苗、血制品、核药等部分行业由于政策强力限制，进入壁垒较高，现有厂商依赖政策护城河，竞争格局优良，其成长主要依赖于供给的稳定成长，如片仔癀、云南白药、康泰生物等。

表 6：A/H 股部分医药龙头近十年涨跌幅（%）

证券代码	证券简称	上市日期	近十年涨幅 (%)	龙头类型	证券代码	证券简称	上市日期	近十年涨幅 (%)	龙头类型
000661.SZ	长春高新	1996/12/18	5816	强产品力型	1177.HK	中国生物制药	2000-09-29	4,968	强产品力型
600763.SH	通策医疗	1996/10/30	4084	景气和管理优势型	1061.HK	亿胜生物科技	2001-06-27	3,079	强产品力型
300601.SZ	康泰生物	2017/2/7	2526	政策壁垒型	0512.HK	远大医药	1995-12-19	2,188	强产品力型
600436.SH	片仔癀	2003/6/16	2359	政策壁垒型	1349.HK	复旦张江	2002-08-13	1,727	强产品力型
600276.SH	恒瑞医药	2000/10/18	1889	强产品力型	2005.HK	石四药集团	2005-12-20	1,560	强产品力型
300015.SZ	爱尔眼科	2009/10/30	1692	景气和管理优势型	0570.HK	中国中药	1993-04-07	951	政策壁垒型
300357.SZ	我武生物	2014/1/21	868	强产品力型	0874.HK	白云山	1997-10-30	917	强产品力型
300595.SZ	欧普康视	2017/1/17	838	强产品力型	0950.HK	李氏大药厂	2002-07-15	901	强产品力型
300725.SZ	药石科技	2017/11/10	711	景气和管理优势型	1093.HK	石药集团	1994-06-21	733	强产品力型
603127.SH	昭衍新药	2017/8/25	541	景气和管理优势型					
002007.SZ	华兰生物	2004/6/25	513	政策壁垒型					
600867.SH	通化东宝	1994/8/24	512	政策壁垒型					
603939.SH	益丰药房	2015/2/17	482	景气和管理优势型					
000538.SZ	云南白药	1993/12/15	461	政策壁垒型					
603882.SH	金城医学	2017/9/8	432	景气和管理优势型					
300529.SZ	健帆生物	2016/8/2	416	强产品力型					
603259.SH	药明康德	2018/5/8	313	景气和管理优势型					
002773.SZ	康弘药业	2015/6/26	252	强产品力型					
002675.SZ	东诚药业	2012/5/25	181	政策壁垒型					
300760.SZ	迈瑞医疗	2018/10/16	162	强产品力型					

资料来源：Wind、光大证券研究所

注：上市不满十年的计算上市以来的涨跌幅，时间截至 2019-12-02；剔除部分借壳上市的企业；该涨幅未计入 IPO 当日涨幅

2.2、医药 Tenbagger 牛股进化论：分属性分阶段把握投资重点

2.2.1、重点关注前期、拐点期和后期

根据企业生命周期理论，一个具有完整生命周期的企业需要经历孕育期、出生期、发展期、成熟期和衰退期五个阶段。身处不同阶段的企业，面临的经营风险不同，管理层追求的短中期目标也不同，进而也展现出不同的经营重心和业绩成长表现。具体而言，不同阶段企业将有如下的表现：

1) 孕育期：从 0 到 1。孕育期的企业主要经营目标是满足市场的需求，重点策略是要推出满足或创造市场需要的产品和服务。该阶段的企业收入规模较小，增速因为基数小可能会很快，也可能波动较大，而且大概率仍处于亏损状态。孕育期企业的主要竞争力源于对市场需求的敏锐把握和产品本身的壁垒（主要是技术壁垒）。在医药行业中，处于孕育期的创新药企甚至可以没有收入，也能做到在公开资本市场融资。

2) 出生期：快速复制，持续渗透。出生期的企业主要经营目标是在满足市场需求的基础上快速提升销量，同时需要关注资金是否可支撑其快速成长。

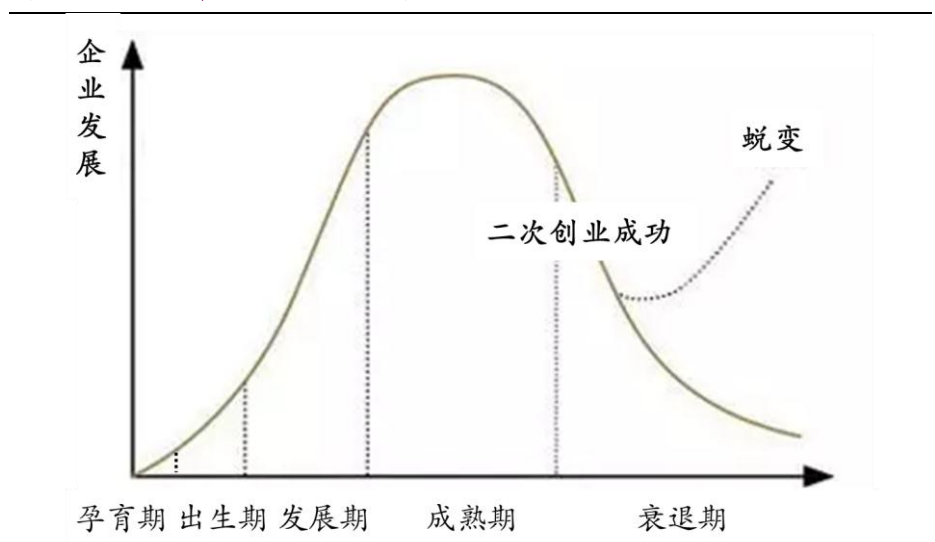
该阶段的企业重点策略是快速推广产品和渠道扩张，快速提升产品/服务在目标人群的渗透率。该阶段企业收入规模往往快速成长，开始扭亏并也进入净利率快速爬坡阶段。出生期企业的主要竞争力依然包括产品力或服务力优势，但更重要的是管理和执行团队要具备对市场快速响应的执行力和快速纠错的决断力以确保自身产品/服务的渗透率可以快速提升。

3) 发展期：大鱼吃小鱼。发展期的企业往往已经处于主营产品/服务被广泛认可，该行业已有稳定增长的有效需求和供给。该阶段企业的主要经营目标是继续快速提升销量，并且要在更多竞争对手存在的情况下争夺更多的市场份额。该阶段企业的规模会继续快速膨胀，但往往会出现管理能力滞后于其规模的情况，此时企业重点策略依然在扩张上，但前提是要先完善公司内部管理/业务运作机制，形成合理而严格的管理制度和流程，这样才能在更激烈的竞争下取得优势。

4) 成熟期：寡头竞争，强者恒强。度过发展期的龙头会进入其鼎盛阶段，该阶段的企业已经建立了完善的企业管理机制，在所处行业拥有较强的话语权和行业地位。该阶段企业的主要经营目标是继续巩固市占率优势，并积极通过创新变革寻求新的增长点。若能成功找到下一个市场空间足够大的增长点并转型成功，该阶段的龙头企业会开启新一轮的成长；若无法转型成功，这类企业将维持稳定期直到进入衰退期。成熟期企业的重点策略是重视创新并合理延伸经营的边界，多数能持续鼎盛的龙头都是有能力二次创业成功的企业。

5) 衰退期：寿终正寝。进入衰退期的龙头企业一般是行业前景本身已进入衰退，该阶段的企业内部管理的矛盾已经越来越多，其主要目标已经从进取转为防御，即保持巩固市占率优势，但其管理体系已经难以支持有效的创新，因而也难以有效拓展现有的经营边界。

图 13：企业生命周期理论示意图



资料来源：杨浩主编《现代企业理论教程》，光大证券研究所

理论和实际不会完全匹配，明确最佳投资价值区间为“前期、拐点期、后期”。需要注意的是，企业生命周期理论仅是对各类企业的不同发展历程的总结，

具体到目标企业应该怎么分类可能难以完全匹配，我们要做的是抓住目标公司的主要特征进行更细化的分析。另外，考虑到目标是寻找具有最佳投资价值（尽量低风险高回报）的医药上市公司，我们把主要的讨论精力放在出生期、发展期、开启二次成长的成熟期以及介于发展期和二次成长期之间的转型期企业中。考虑行文方便，我们将同样具备快速增长特征的出生期和发展期合并为“前期”；重视创新开启二次成长的成熟期企业往往具备较强的平台优势（如销售平台、研发平台、管理体系优势等），我们将其称为“后期”企业；介于“前期”和“后期”企业之间，有较大潜力且积极推进转型的企业，我们称之为“拐点期”企业。即我们主要讨论医药板块的前期、拐点期和后期企业。

2.2.2、不同经营属性的医药企业需要关注的核心竞争力不同

根据不同的经营属性，医药企业可分为产品型、服务型和政策型三类。产品型企业主要是药品和医疗器械工业企业，服务型主要是医疗服务、CXO、医药商业类企业，而单独将政策型归为一类，主要是有部分医药企业是凭借政策管制拥有了一定的垄断优势，并借此发展壮大，如血制品、疫苗、核药和拥有保密配方的品牌中药企业等。

不同经营属性的医药企业依赖的核心竞争力不同。

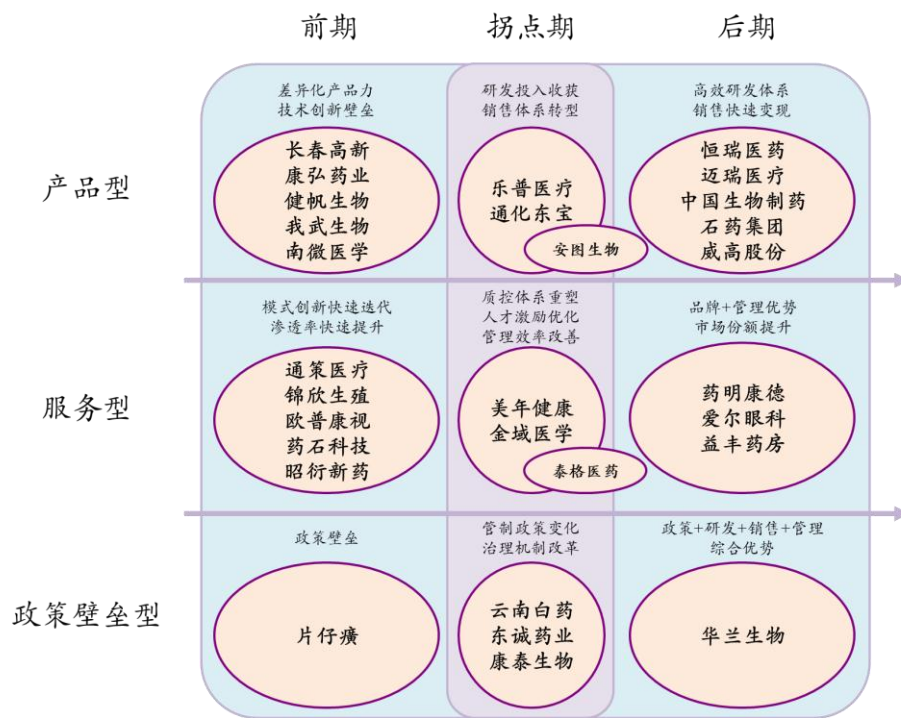
1) **产品型前期靠差异化产品力，后期靠高效的研发和销售综合平台优势。**对于前期产品型医药企业而言，拥有差异化的好产品是最重要的核心竞争力，而差异化可以来自创新药/器械独家上市的专利壁垒优势，也可以是Me-better类新药/器械和剂型改良新药/升级版新器械的临床疗效优势，对于首仿药来说还可以是快速仿制上市带来的限定时间内的性价比优势。由于前期产品型企业更重视产品销量的增长和市占率的提高，足够强的产品力可以弥补前期销售渠道不健全和产品管线不丰富的相对劣势。而后期产品型医药企业已经通过前期的发展积累了足够完善的销售渠道、医生专家资源，也借由拐点期的管理改善形成了高效的管理体系。此时的药企比拼的是研发体系高效的管线产出和销售体系对新上市产品的快速变现，从单品的产品力优势进化为全管线的产品力优势。产品型医药企业往往会因政策/“黑天鹅事件”冲击或原拳头产品进入衰退阶段而进入拐点期，而支撑其突破拐点期进入后期的往往是持续加大研发投入带来管线收获以及销售体系重塑带来的强渠道转型。

2) **服务型前期靠模式创新快速迭代，后期靠品牌和管理优势。**对于前期服务型医药企业而言，其提供的服务一般不存在较高的专利壁垒（临床前CRO或高壁垒CMO这类技术服务除外）。这类企业建立护城河主要靠模式创新以快速满足响应客户的需求，可以是如“平价药房超市”这样颠覆原有药品零售供应链的模式创新，也可以是爱尔眼科、美年健康这样前期靠引进高端设备和提供更优服务态度同公立医院差异化竞争的模式创新，还可以是CXO企业这样依靠提升研发环节效率的方式以更快速满足客户需求的模式创新。总体来说，前期服务型龙头需要比竞争对手更快速灵活地响应市场需求，因此模式创新带来的先发优势是必不可缺的。前期服务型企业主要受益于行业渗透率的提升。后期服务型医药企业一般已经通过业务扩张建立了明显的规模和品牌优势，但旧管理体系和管理规模的矛盾会不断加大，管理体系的进化是决定其能否继续抢占份额并从优秀走向卓越的关键。这个阶段的龙头主要

受益于集中度的提升。比如爱尔眼科首创的“合伙人”机制就是典型的案例。服务型医药企业进入拐点期所面临的经营调整多数是因扩张过快导致管理能力和规模成长的矛盾不断加深，而帮助其突破拐点期进入后期的关键就是管理体系的重塑，可以是对原有服务和质控流程的重塑改造，也可以是人才激励体系的优化升级，还可以是内部管理体系性的效率改善。

3) 政策型龙头全生命周期都受益于政策壁垒，但后期也依赖研发和管理创新。对于政策型医药企业而言，政策壁垒是其能够获取超额利润最关键的因素，而且会贯穿于企业的全生命周期。比如片仔癀和云南白药为“唯二”的国家绝密（后改为机密）品种，竞争对手无法跟进仿制，两者无论是前期、后期或是拐点期均受益于此。再比如血制品、精麻药和核药厂家的生产经营资质由政府批准，目前已多年不再批准新的厂家进入，这也形成了实质的政策市场保护。但对于能成功走向后期的政策型龙头，研发创新和管理优化也同样不可缺少，这种创新带来的优势主要也是体现在同业内部的竞争中胜出。政策型医药企业的拐点期突破往往依赖于管制政策的松紧变化，治理机制的改革突破（国企改革）等。

图 14：医药 Tenbagger 牛股进化论“九宫格”划分图（仅列示部分案例）



资料来源：光大证券研究所绘制 注：安图生物和泰格医药是我们理解的介于拐点期和后期之间的公司，离成为后期公司已经非常接近

2.2.3、总结与展望：分属性分阶段把握重点，龙头加速崛起是趋势

总结：分属性分阶段把握重点。根据上文梳理，我们将讨论聚焦于“前期、拐点期和后期”的理由仍是遵循医药股投资的永恒主题——成长。基于成长属性的分类，我们进一步将医药股细分为“产品型、服务型、政策壁垒型”。借此，我们将医药股分属性分阶段划为九类，每一个类别均讨论了投资应关注的重点内容。总体来说，各类别应关注的重点因素决定了其成长性以及成长的可持续性，对当前环境下的医药股选股的参考意义较高。

展望：新旧动能转换期，医药龙头加速崛起。延续近年来我们对医药行业的判断，我们认为我国医药已进入“大医保”时代，更加强调招采、医保职能的协同，带量采购正重塑价格机制。新机制下利益正在逐步平衡。综合来看，医药行业总量增长受医保基金支付结构变化的约束而明显放缓，而未来的医改新政包括带量采购、医保目录调整、医保支付标准、DRGs等都在压缩单药生命曲线，加速用药结构升级。新的医改时代，腾笼换鸟势头正盛，医药行业绝不是雨露均沾式的全面繁荣，而是强者恒强的残酷斗技场，我们判断医药各领域的龙头将在新的医改环境下更快崛起。

2.3、前期看行业空间，后期看企业平台，拐点期抓双击

不同阶段的医药企业成长性、核心要素不同，投资上关注的核心逻辑也不同。

1) 前期看行业空间：该阶段的龙头往往是行业渗透率不断提升的引领者（之一），也可以在市场需求持续被满足的阶段享受到最好的成长收益。其提供的产品或服务本身的行业空间、当前的渗透率情况以及未来可预期的成长潜力是投资者关注的焦点。因而，前期龙头首先要看行业空间是否足够大。在行业潜力不断被“渗透率提升，业绩成长”兑现的情况下，前期医药龙头的股价也会呈现出较强的爆发力，估值方法上倾向于用 PEG，对高成长性给予较高的溢价。前期代表性的医药龙头有**长春高新、康弘药业、我武生物、欧普康视**等，这些前期龙头均符合“行业空间大、渗透率较低且在持续提升”的特征。

2) 后期看企业平台：该阶段的龙头具有较强的平台型优势，包括高效的研发体系、足够低成本的生产体系、强执行力的销售团队和具有竞争力的激励体系等。这类龙头往往已经成长为投资者眼中优质的白马股，这时市场关注的焦点往往落在后期龙头能否利用其平台优势持续推出新产品/服务，能否利用市场优势地位持续提升盈利能力以及能否持续保持对竞争对手的优势，总的来说，就是后期龙头是否还能在激烈的竞争中持续提升市场份额，推动市场集中度的提升。后期龙头的股价表现往往会呈现出相对竞争对手明显且持续的估值溢价优势，估值上难以用 PEG 去匹配，现金流折现法是常用的估值手段。后期代表性医药龙头有**恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、药明康德**等。

3) 拐点期抓双击：该阶段的龙头已经成功度过快速成长的前期，正在向后期龙头转变的过程中。其可能经历了产品线断档、“黑天鹅”事件或自身管理体系不完善的负面冲击，业绩和股价暂时进入了低迷期。随着公司内部管理的改革以及新产品/服务的成功推出，这类龙头仍有机会步入后期龙头的行列。一般而言，市场关注的焦点在于公司是否开始进入拐点向上的阶段，且会着重跟踪公司重点指标的改善情况，如同店增长、客流增长、盈利能力等。市场关注拐点型龙头的动力在于享受“戴维斯双击”的股价爆发阶段，一旦确认拐点，其 PE 和预期 EPS 均会明显提升，股价涨幅会远远超出业绩的成长幅度，这类公司的估值方法一般是用 PE 估值法。拐点期代表性龙头有**美年健康、金城医学**等。也有拐点型企业发展过程中并未遇到“黑天鹅”等冲击，但断档的产品线或管理扩张的局限性也会限制其继续快速成长。其向后期的升级主要是依赖持续的研发和内功积累，实现从“灰”变“白”的质变，当然其相应的股价弹性也不会有典型的拐点型企业大。

表 7：不同生命周期阶段医药龙头投资看点整理

生命周期阶段	市场关注焦点	估值方法	代表性龙头
前期	行业空间大？渗透率低？渗透率持续提升？	PEG	康弘药业、长春高新、我武生物、欧普康视
后期	平台优势如何？相对竞争对手的优势？	现金流折现	恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、药明康德
拐点期	新产品收获？管理改善？跟踪经营指标改善？	PE	美年健康、金城医学等

资料来源：光大证券研究所整理

2.3.1、服务型龙头成长路径

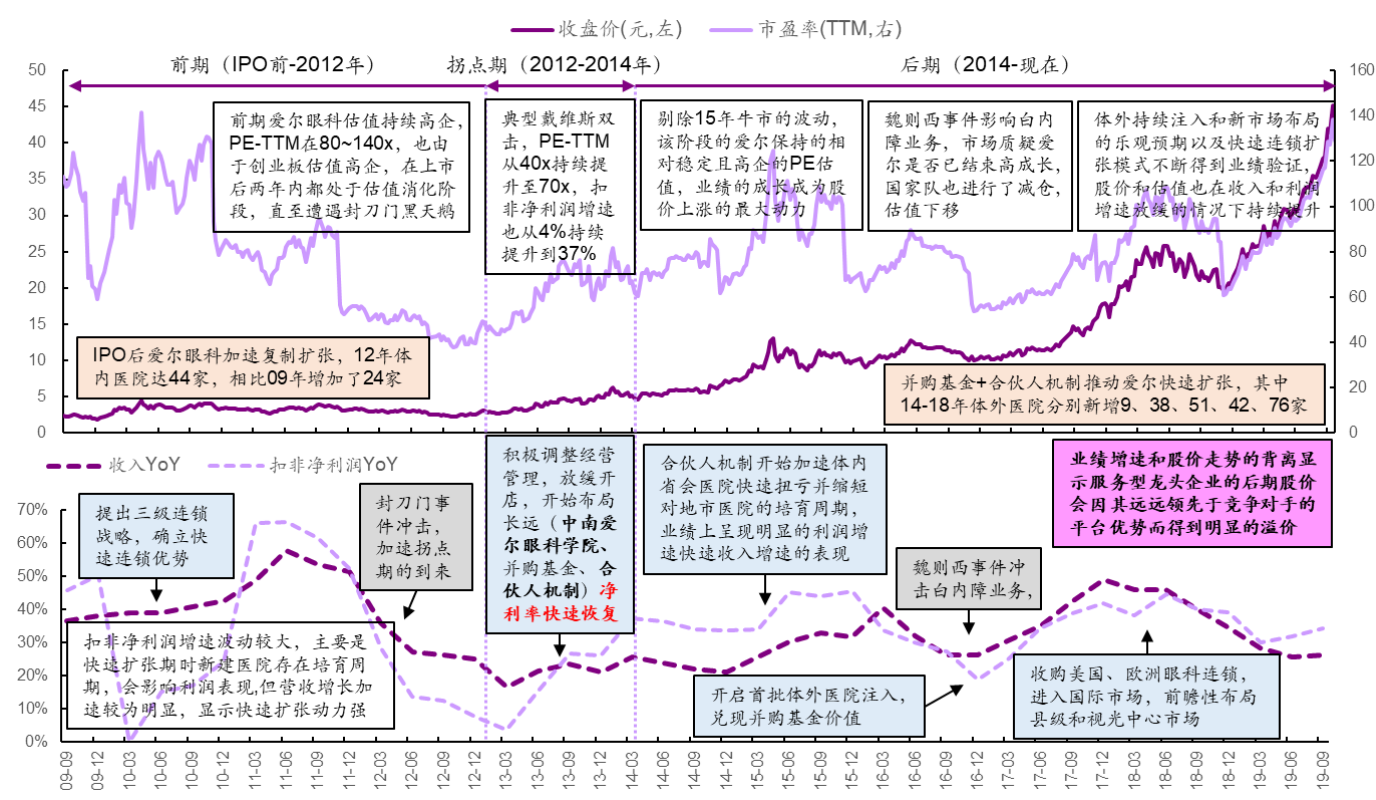
1) 爱尔眼科复盘：前期看空间和模式兑现，拐点期布局长远，后期持续巩固收获

前期（IPO 前-2012 年）：商业模式持续兑现，直到“封刀门”事件冲击。IPO 前的爱尔眼科是眼科医疗行业内唯一一家医院数超过 10 家的连锁民营医院，能成功走到 IPO 至少已经证明其度过企业发展最艰难的孕育期，已进入商业模式走向成功的持续兑现期。在此期间，爱尔眼科提出“中心-省会-地级”三级连锁战略（后增加县级，演变为四级连锁战略），并围绕该战略建立了严格实施的眼科医疗流程标准，医务人才培养、学习和交流体系，加大了对屈光和白内障（均为高标准化、依赖大型设备的）业务的投入，同时还实施了股权激励计划确保管理层和核心专家利益与上市公司高度绑定。在 IPO 募集到充足资金后，爱尔眼科继续加速扩张，2012 年底其医院数达到 44 家，相比 2009 年刚上市时增加了 24 家，3 年医院数量即完成翻番增长。而该阶段爱尔眼科的营收增速也呈现持续加速（从 35%提升到 55%）的特点，只是由于新建医院存在培育期的前期亏损，因此其扣非净利润增长波动较大，但总体仍呈现高速增长的特性。可见在爱尔眼科前期，支撑其业绩成长最核心的因素是对三级连锁商业模式的成功验证和快速复制。从股价和估值来看，爱尔眼科前期仅在 2009.10-2010.06 阶段实现了翻倍的股价增长，而在 2010.06~2013.03 股价几乎没有上涨，出现了近三年的估值消化阶段，一方面是爱尔眼科这类连锁扩张型的企业在快速开店期存在培育期内亏损，因此公司扣非净利润波动较大，影响估值；另一方面是爱尔眼科在创业板上市之初 PE-TTM 就超过 100x，最高时甚至达到 140x，当时也明显透支了爱尔眼科未来成长的预期收益；最后 2012 年出现了“封刀门”事件，在业绩和估值双杀之下，公司的股价持续走弱。综合来看，市场往往根据业绩快速持续增长的预期给予前期服务型龙头较高的估值溢价，但也可能存在过度溢价透支未来成长的情况。

拐点期（2012 年-2014 年）：布局长远，改善治理。由于 12 年“封刀门”事件加速了拐点期的到来，爱尔眼科开始积极放缓扩张节奏，并在长效治理机制的构建上投放了更多的管理精力。爱尔眼科在拐点期积极推进长远布局，包括联合中南大学成立爱尔眼科学院，成立并购基金开始在体外加速布局眼科医院，推进合伙人机制实施。拐点期内，爱尔眼科收入增速虽保持稳定（20%~25%），但由于积极改善医院经营管理，其扣非净利润增速快速从 4%爬升至 37%，基本走出“封刀门”事件影响，成功步入后期阶段。该阶段爱尔眼科的股价呈现典型的“戴维斯双击”特性，EPS 增长加速和 PE 估值提升共同推动股价快速上涨。

后期（2014年至今）：管理平台优势发力，开启持续快速成长。在完成合伙人机制和多级连锁试点后，爱尔眼科开始借助并购基金+合伙人机制推动医院快速布局，公司利润增速重回30%以上的快速增长，尽管中间有“魏则西事件”的行业“黑天鹅”冲击（主要影响白内障筛查），但公司依然通过持续注入并购基金培育的体外医院，继续保持30%以上的收入和利润快速增长。剔除2015年牛市影响，2014~2017年公司PE估值总体来说保持稳定，股价上涨主要是反映了EPS的成长。2018年以来，爱尔眼科EPS增速因基数较大后有所放缓，但公司的股价依然快速上涨，PE-TTM甚至达到了近150x。我们认为，公司估值在EPS增速放缓的情况下依然可以持续提升，主要是爱尔眼科的平台优势相较竞争对手领先较为明显，市场也对爱尔眼科长期持续地创造现金流入的能力较为认可，对其估值也开始转入持续增长的现金流折现估值法。

图 15：爱尔眼科十年股价、业绩走势复盘（2009.10-2019.11）



资料来源：Wind、爱尔眼科公司公告，光大证券研究所

小结：服务型龙头前期看空间，注重验证商业模式兑现，但要警惕快速成长阶段的高估值风险，估值溢价过度可能会让公司进入较长的估值消化阶段。一旦出现行业或个股“黑天鹅”事件可能会加速服务型龙头加速进入拐点期，这时要重点考察公司是否积极改善管理并进行长远布局，这个阶段是公司从前期向后期转化的关键蓄力阶段，对长期核心竞争力的打造是最关键的一环。进入后期阶段的服务型龙头股价随业绩成长而成长，而一旦其平台型优势和持续创造现金流入的能力得到广泛认可，其估值将转入持续增长的现金流折现估值法，这时的估值相对其他竞争对手可能出现明显溢价。

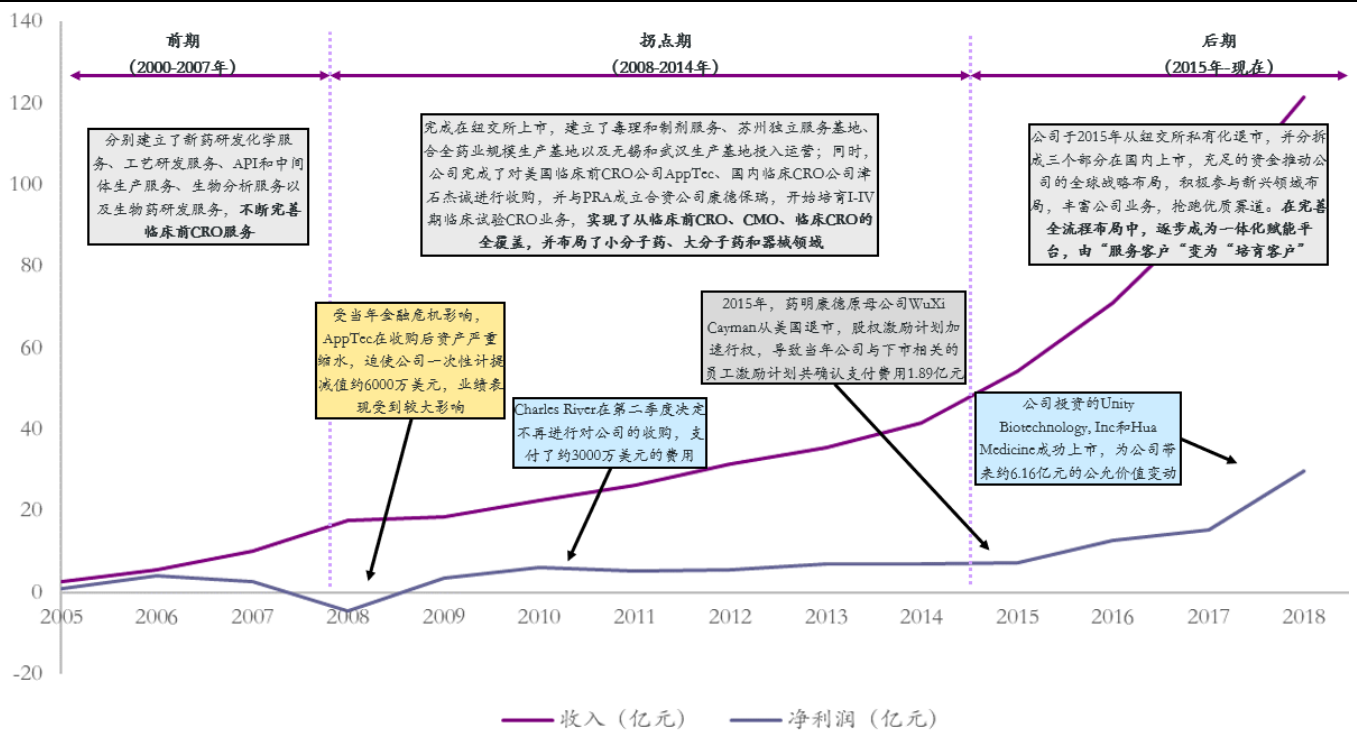
2) 药明康德复盘：前期差异化竞争，拐点期一体化布局，后期赋能平台

前期（2000年-2007年）：立足差异化服务，内生完善临床前CRO产业。药明康德的创始人李革博士毕业于北京大学化学学院，后赴美深造，并凭借他读博期间与哥伦比亚大学导师共同发明的“标记的组合化学技术”创立了生物技术公司 Pharmacoepia，并于1995年在纳斯达克上市。凭借深厚的化学专业背景，以及 Pharmacoepia 创业经历积累的客户资源，创始人决定于2000年创办药明康德，并以药物筛选服务为主业。凭借国内丰富的人才和成本优势，公司吸引了全球范围内大量的新增客户，迅速成为了全球少数具备大型化学实验室服务能力的公司之一，与其他国际CRO龙头企业形成差异化竞争。同时，公司围绕客户的研发需求逐步将业务范围向后端延伸。在这个阶段，公司基本保持每年内生性拓展一个新业务板块，如工艺研发、分析服务等，并拓展进入生物药领域，逐步完成了临床前CRO服务能力的全覆盖。随着公司业务的迅速拓展和客户数的持续增长，公司营收呈现快速成长的态势。

拐点期（2008年-2014年）：资本助力，完善一体化布局。药明于2007年登陆美国纽交所，并募集约1.52亿美元，随后于2008年用1.51亿美元收购了美国生物制药和医疗器械研发CRO公司 AppTec Laboratory Services，拓展了公司的生物药研发和医疗器械开发及测试服务。然而，受当年金融危机影响，AppTec 在收购后资产严重缩水，迫使公司当年一次性计提减值约6000万美元，业绩表现受到较大影响。但从长期效果来看，AppTec 的业务和公司的小分子化药业务形成互补，使公司迅速完善了产业链布局并进一步拓展了美国业务。此外，伴随客户项目的阶段逐渐向后端滚动，为增强客户粘性、提升业务之间的协同作用，公司于2010年建立了合全药业规模化生产基地，并通过收购津石杰诚切入临床CRO业务（SMO），随后于2012年与PRA成立合资公司康德保瑞（后被药明全资收购并更名为康德弘翼），开始培育I-IV期临床CRO业务（监察）。在这个阶段，公司利用外延并购快速完成了从临床前CRO、CMO，到临床CRO的全产业链一体化布局，并覆盖了大分子药研发服务、器械研发服务领域，逐步成长为一体化的医药外包服务平台型企业。

后期（2015年-现在）：一体化赋能平台，从服务客户到培育客户。借助我国的工程师红利和资本市场，药明快速成长为全球临床前CRO的龙头之一，并且初步完成了全流程布局。为谋求下一步的发展，药明于2015年从纽交所退市，并进行了业务重组：剥离生物药CDMO业务成立药明生物，于2017年登陆港股市场；剥离承担小分子药物CDMO业务的合全药业，于2015年登陆新三板（随后于2019年6月终止挂牌）；母公司药明康德则同时登陆A+H股市场。国内资本市场的支持使公司募集到更多资金，进一步驱动其快速成长。在这个阶段，公司通过收购进一步完善了全流程布局。同时，公司积极跟进行业的新兴发展趋势，进而提早布局，抢跑优质赛道，发展了细胞和基因治疗服务业务，以及大数据等新兴领域。更重要的是，公司拓展了股权投资业务，完成了融资服务布局，这是全流程服务的关键一环（该业务在美股市场不受欢迎）。至此，药明成为了全流程、一体化赋能平台，从原先专注于“服务客户”，变成具有“培育客户”能力的公司，例如成立于2014年的国内新药研发部（DDSU）就是公司进行长尾客户培养的重要战略之一。

图 16：药明康德业绩走势复盘（2005-2018）



资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：为尽量保持统一口径，2015-2018年收入和净利润数据为药明康德和药明生物之和，但由于没有剔除关联交易，数据偏大，旨在展示总体趋势

小结：回顾药明康德的发展历程，公司从小分子合成筛选服务起家，在不断加强技术实力和成本优势的基础上，通过内生性增长完善了临床前CRO业务，从而与国际CRO龙头形成了差异化竞争，建立了核心技术壁垒，并在此基础上围绕客户需求不断衍生发展出CMO、临床CRO等服务，成为创新药研发的全产业链服务平台。不同于发达国家中CRO企业仅承担药企辅助研发工作的情况，由于我国创新药研发仍处于起步阶段，目前具备自主创新能力的药企仍然稀缺，多数药企需要依赖药明康德完成新药研发工作，从而使得公司的一体化赋能平台价值在我国市场得到充分展现。通过利用其平台优势和研发技术，公司一方面能够为客户提供全产业链覆盖的一站式研发服务工作，提升其新药研发效率和成功率；另一方面能够通过投资和加大市场关注度的方式助力优质药企成长，改善国内创新研发的生态环境，并自主培养潜在客户对象。鉴于公司在国内创新药研发产业的重要地位，其已区别于其他传统的辅助型CRO公司。凭借其一体化赋能平台优势，公司未来将有望突破传统CRO公司的市值天花板，拥有更多溢价空间。

2.3.2、产品型龙头成长路径——国际巨头

从明星单品到产品立项、研发、生产、销售平台化。一个产品型医药企业发展壮大的过程中必然经历不同的阶段，在不同的阶段都需要突破原有的能力圈，以突破该阶段的天花板，以进入到下一阶段：

- **前期：**在这一时期，产品型医药企业通过技术创新等方式，开发出明星产品，依托明星产品的放量，公司业绩实现较高速增长。

- **拐点期：**明星单品的体量将逐步接近天花板，明星产品将逐步成为现金牛产品，这时需要企业具备产品线延伸能力。依托明显产品建立起的研发、生产、销售平台，持续补充新产品，实现继续增长。
- **后期：**在这一阶段，公司已经是国内医药产业中的大型企业，已经具备了成熟的产品立项、研发、生产、销售体系，业绩稳健增长。

值得注意的是，发展阶段的划分是也需要基于不同的尺度和视角，例如单看国内企业，恒瑞、迈瑞都已经是成熟的平台期公司，但是站在全球视角来看，这类企业仍然处在前期，仍然需要在海外更大的市场有所突破。以下两个海外巨头的复盘分期则是基于全球视角。

1) 辉瑞制药复盘：前期创新崛起，拐点期并购丰富管线，后期双轮驱动

以全球顶尖药企辉瑞为例，其发展同样明显分为三个阶段：

前期：创立-1990s。辉瑞早期通过开发柠檬酸、抗生素等产品给公司带来丰厚的利润；在 60~80 年代，公司开始投入创新药研发，其中 1982 年上市的吡罗昔康成为全球销量最大的消炎药，也是辉瑞的首个销售额超过 10 亿美元的药品，标志着辉瑞正式进入创新药收获期；90 年代，络活喜（氨氯地平）、左洛复（舍曲林）、万艾可（西地那非）等重磅炸弹级创新药陆续上市，推动辉瑞进入创新驱动增长的时代；

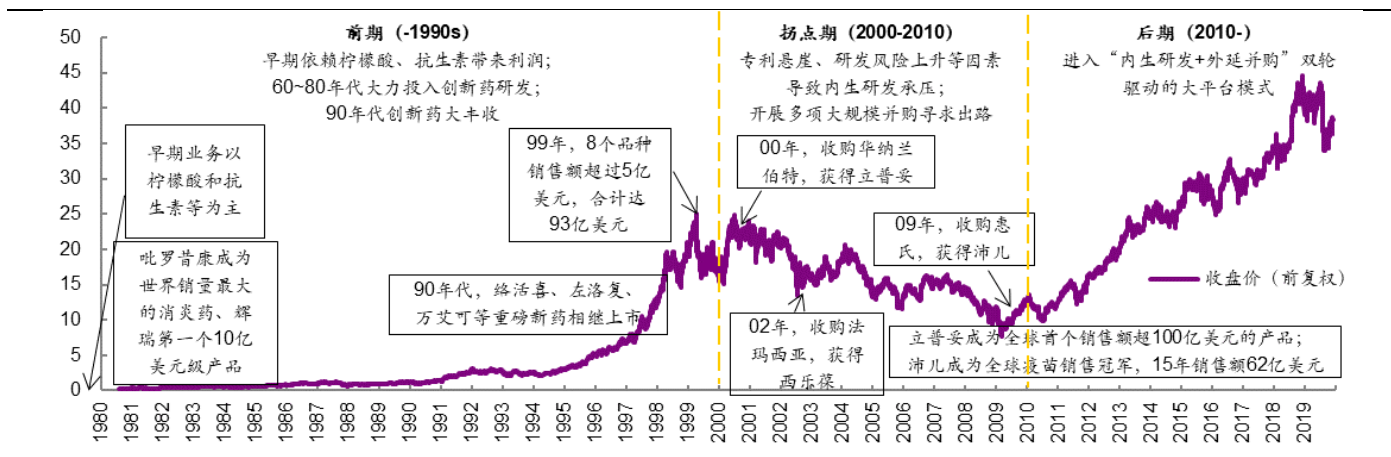
拐点期：2000-2010。在此期间，辉瑞原有的创新药业务陆续面临专利到期的压力，而创新药研发的难度越来越大、风险持续上升，为求破局，公司开展了多起大规模并购以扩充业务版图：

- 2000 年，收购华纳-兰伯特，获得立普妥（阿托伐他汀）等药物，立普妥成为辉瑞收购销售额超过 100 亿美元的药品，2006 年销售峰值达到 129 亿美元；
- 2002 年，收购法玛西亚，获得西乐葆（塞来昔布）等药物；
- 2009 年，收购惠氏，获得沛儿（肺炎球菌多糖结合疫苗）等药物，进军生物药领域，沛儿成为全球疫苗销售冠军，15 年峰值销售额 62 亿美元；

后期：2010 之后。辉瑞的业务模式逐步成熟，进入“内生研发+外延并购”双轮驱动的大平台模式。

小结：辉瑞的发展历史曾经依靠内生创新进入创新药驱动的时代，在拐点期通过并购扩展业务范围对冲研发风险，最终逐步进入“研发+并购”双轮驱动的制药大平台模式。

图 17：辉瑞股价（美元）与发展历史复盘（1980.07-2019.11）



资料来源：辉瑞年报、FDA、光大证券研究所

2) 武田制药复盘：前期创新崛起，拐点期并购风头正盛但股价踌躇不前

日本的医药工业经历过和国内几乎类似的变革，改革后也成就了不少知名药企。以武田制药为例，公司从在日本国内的高速发展到成长为MNC之后寻求和巩固国际化扩张，代表了典型的日本药企谋求转型之路时经历过的困境与突破。

前期：创立-1990。武田制药成立于1781年，是日本国内的“百年老店”，从中草药分销商起家，公司完成了向研发、生产、销售一体化制药企业的转变。随着战后经济复苏，武田通过生产和销售维生素、抗生素等完成了资本和技术的原始积累（与国内药企类似，多数企业在中国国内经历过类似的发展历程）。

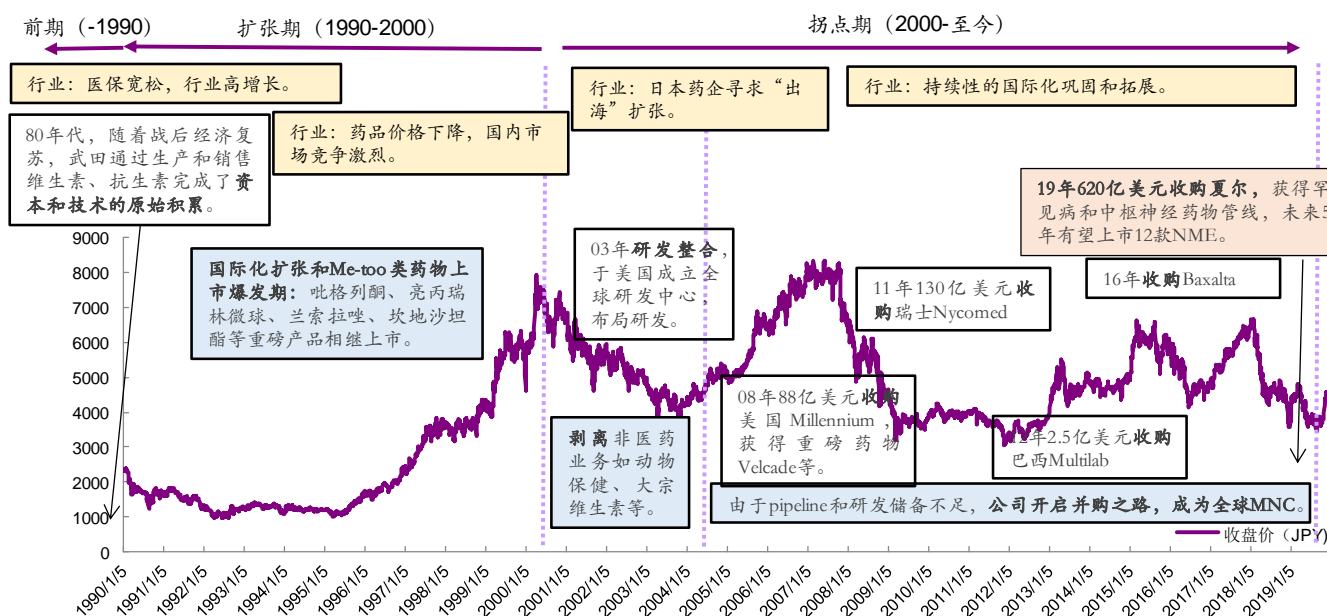
扩张期：1990-2000。上世纪90年代起，日本国内经济增速放缓，老龄化程度加深，从而带来医保费用压力陡增。政府引入两年一次降价制度，药品价格大幅下降导致医药行业增速放缓，此外新药审批制度趋严导致国内新药上市数量也出现大幅下滑。在国内市场持续低迷的大背景下，日本药企开始纷纷寻求国际化突破。1990-2000这十年也是武田制药国际化扩张和me-too类药物上市的爆发期，吡格列酮、亮丙瑞林微球、兰索拉唑、坎地沙坦酯等重磅产品相继上市，推动武田制药进入快速增长的时期并顺利扩张至多个国家。

拐点期：2000-至今。这个阶段是武田制药在全球已有业务的整合期以及新兴市场的拓展期：初期，公司剥离其非医药业务如动物保健、大宗维生素等，后期由于其自身研发管线和储备的不足，公司开启迅速扩张之路，以期整合其现有业务、实现协同管理、巩固国际化地位。公司自2000年以来开展了12项收购，包括2008年88亿美元收购Millennium获得重磅药物Velcade和2011年130亿美元收购瑞士Ncomed等标志性事件。期间公司营收不断增长但利润起伏很大，原因包括并购产生高昂财务费用、多项重磅药物专利到期等。随着2011年晚期肺癌药物Motesanib、2013年糖尿病重磅药物TAK-875相继宣告研发失败后，武田制药陷入了研发困境，股价表现更是踌躇不前。

小结：重磅专利药到期后的仿药冲击、无法突破的研发困境面前，武田制药在选择继续寻求外延并购完善管线布局。公司2017年以52亿美金收购Ariad制药获得重磅血液瘤产品，19年更是以620亿美元“蛇吞象”收购Shire，获得其罕见病和中枢神经系统药物。可以明显看出，武田制药具有明晰的战略方向，希望布局肿瘤、消化道、神经科学、罕见病四大领域的创新型药物，也不懈寻找能够让武田制药能突破困境、大步向前的重磅项目。

武田制药的发展历史对国内药企极具借鉴意义，90年代武田谋求初次转型的阶段和我国当前具有相似性，老龄化程度加深、医保宽松环境发生变化、药品价格下降，而当前国内更为严峻的是集采政策的迅速推进带来了国内药企之间可能更加激烈的竞争。因此国内药企向研发驱动转型的需求更加迫切，考虑到国内经济仍处于稳定增长的阶段、行业改革快速推进，我们认为类似于武田制药寻求变革、不断调整的“消失的近二十年”，国内药企有望实现快速跨越并迎来更好的发展机遇。

图 18：武田股价（日元）与发展历史复盘（1990.01-2019.11）



资料来源：武田年报、FDA、光大证券研究所

2.3.3、产品型龙头成长路径——国内标杆

1) 恒瑞医药复盘：前期仿制打造现金牛，拐点期创新药接连布局，后期创新药密集收获

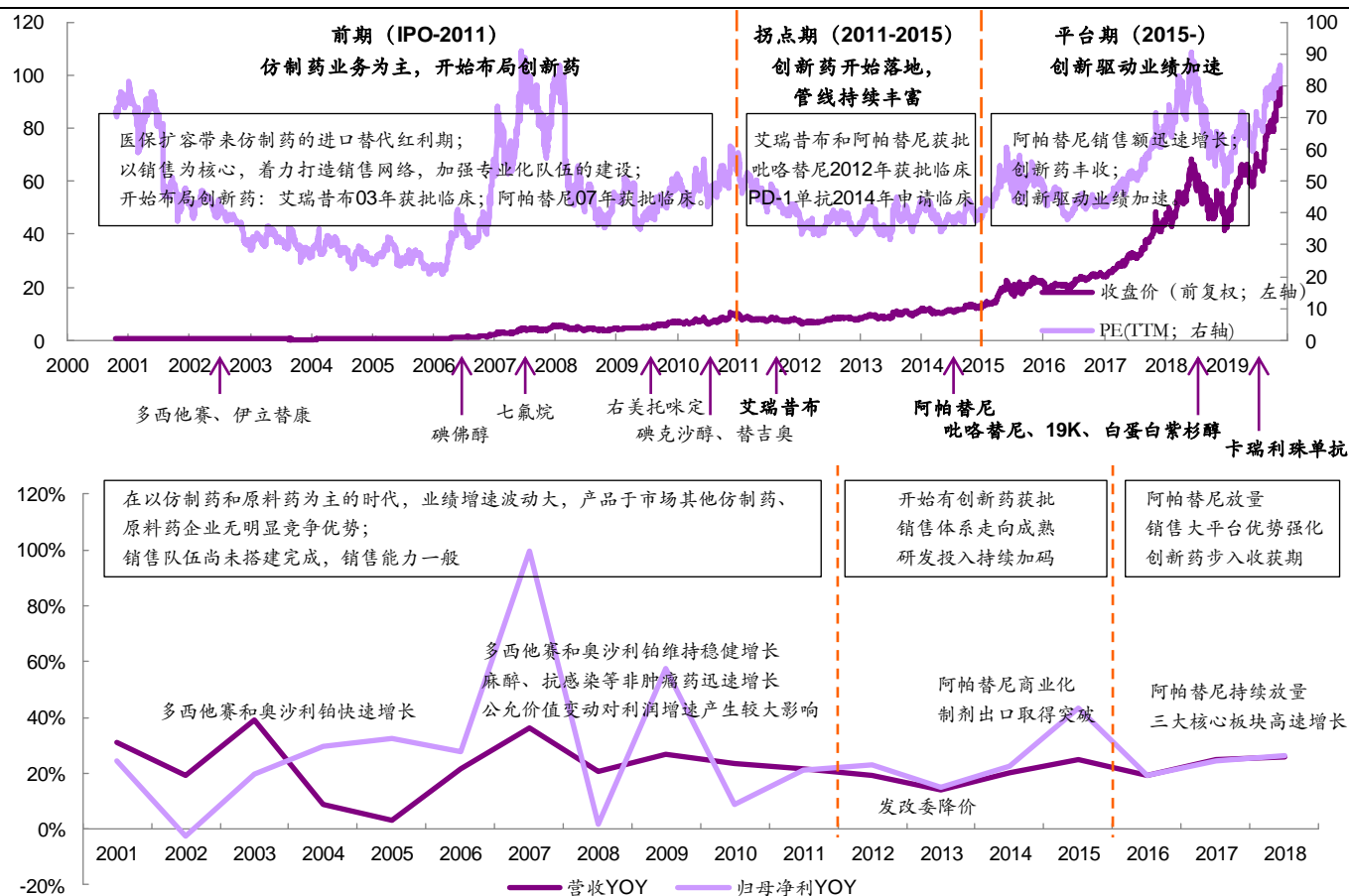
前期：2011年之前，公司以仿制药业务为主，着力强化销售优势，打造专业化的销售网络和队伍，叠加医保护容和国产仿制药进口替代的红利期，打造了多西他赛、伊立替康、碘佛醇、七氟烷、右美托咪定等明星仿制药单品，抗肿瘤、麻醉、造影三大核心优势领域渐具雏形。在打造仿制药现金牛业务的同时，公司开始布局创新药，前两个创新药艾瑞昔布和阿帕替尼分别于2003年和2007年获批临床。

拐点期：2011~2015年，公司的前期创新布局成果落地，艾瑞昔布和阿帕替尼分别在2011年和2014年获批上市；在此期间公司持续加大研发投入力

度，不断丰富创新药管线，吡咯替尼于 2012 年获批临床，抗 PD-1 单抗于 2014 年提交上市申请。

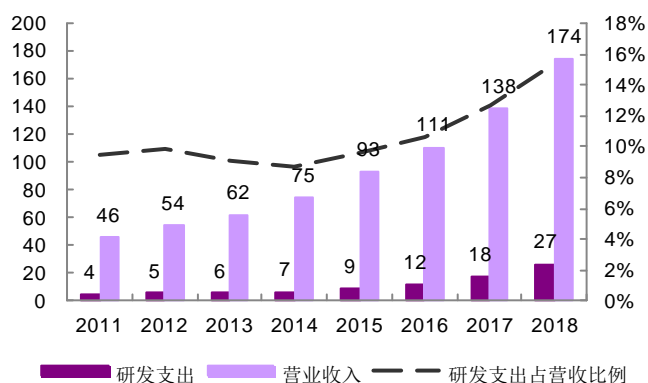
后期：2015 年之后，公司进入创新药密集收获期，吡咯替尼、19K、紫杉醇（白蛋白结合型）于 2018 年获批，卡瑞利珠单抗于 2019 年获批，同时阿帕替尼迅速放量成为创新药重磅品种，数十项创新药临床试验有序推进。目前，公司拥有国内领先的规模化研发平台与销售平台，可实现创新药项目的临床、注册高速推进，并在获批后借助强大的销售团队实现迅速放量，具备完整的研发与销售互相促进的创新大平台。

图 19：恒瑞医药历史复盘（股价：元，2000.10~2019.11）



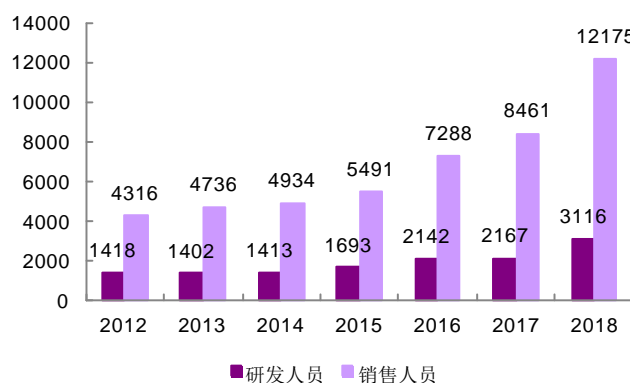
资料来源：Wind、CDE、光大证券研究所（注：加粗的药物是创新药或高端仿制药）

图 20: 恒瑞医药历年来持续加大研发投入 (亿元)



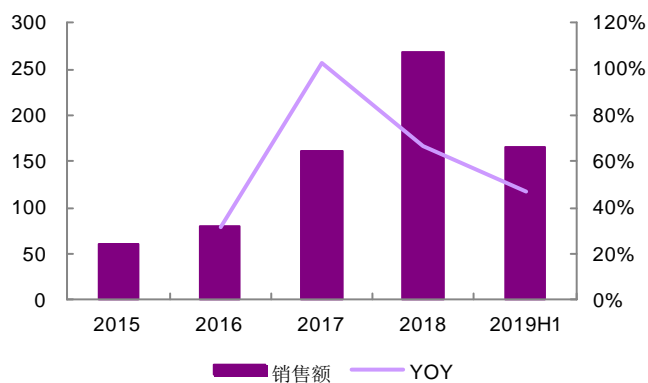
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 21: 恒瑞医药已经建立庞大的研发与销售队伍 (人)



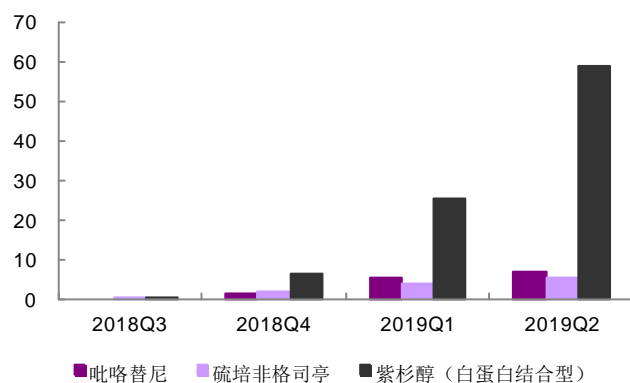
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 22: 样本医院阿帕替尼销售额持续高速增长 (百万元)



资料来源: PDB、光大证券研究所

图 23: 恒瑞医药 2018 年新获批创新药在样本医院迅速放量 (百万元)



资料来源: PDB、光大证券研究所

2) 中国生物制药复盘: 前期抢仿享受红利, 拐点期加码研发投入, 后期创新药将次第上市

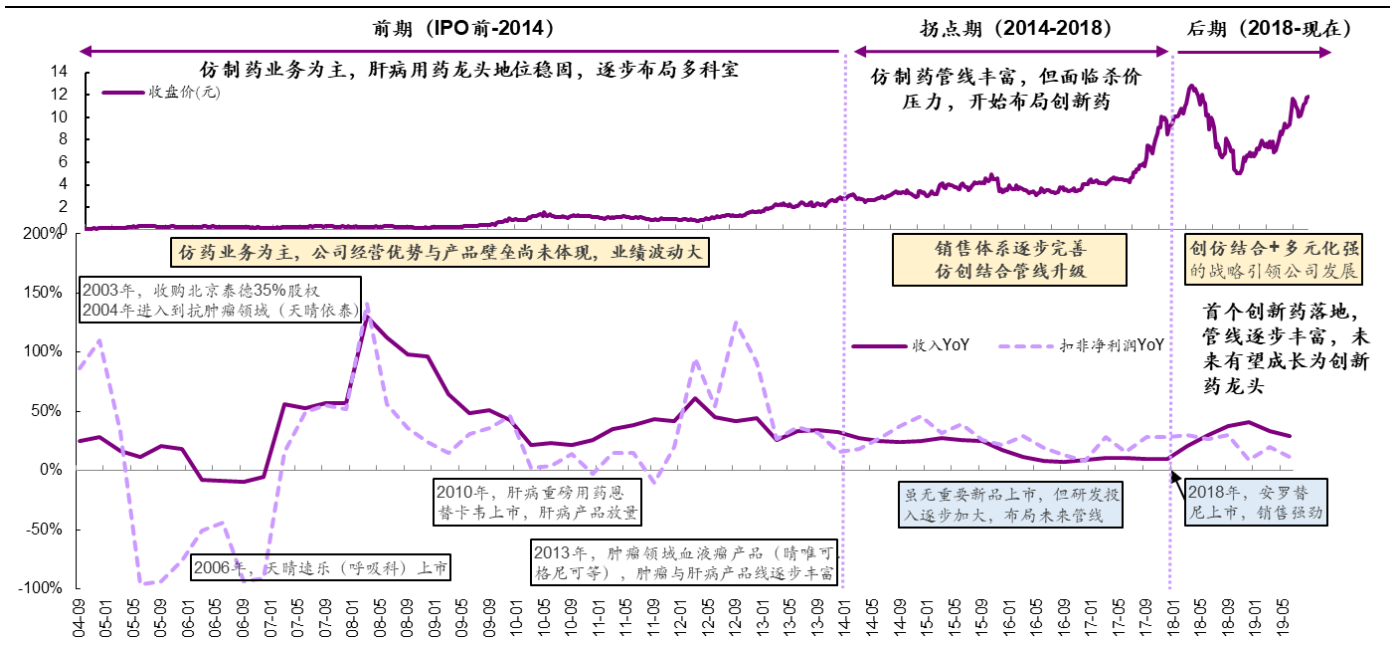
前期: 2014 年之前。公司以抢仿战略逐步打造专业化的销售团队。旗下正大天晴肝病用药龙头地位稳固, 逐步布局抗肿瘤、呼吸、抗感染等多科室。2010 年旗下重磅品种恩替卡韦 (首仿) 上市, 享受仿制药进口替代红利叠加肝病线产品快速放量。公司于 2003 年收购北京泰德 35% 股权, 布局心脑血管、镇痛用药。前期, 公司销售优势与产品壁垒尚未完全体现, 业绩波动较大, 但仍呈现持续成长之势。

拐点期: 2014~2018 年。公司销售体系逐步完善, 仿创结合的战略引领公司业绩稳健增长, 强劲的销售能力得以快速验证。肝病仍为公司强势领域, 占公司收入比重最大, 其次抗肿瘤用药快速崛起, 随着 2018 年公司收购北京泰德 24% 股权, 将心脑血管和镇痛领域用药纳入麾下并成为公司重要业务板块。仿药业务强势增长, 公司加码研发投入, 着力打造旗下各大研发平台, 开始布局创新药研发。

后期: 2018 年之后。公司首个创新药安罗替尼上市并实现快速放量。受带量采购影响, 存量业务如重磅品种恩替卡韦冲击较大, 这也验证了公司之前

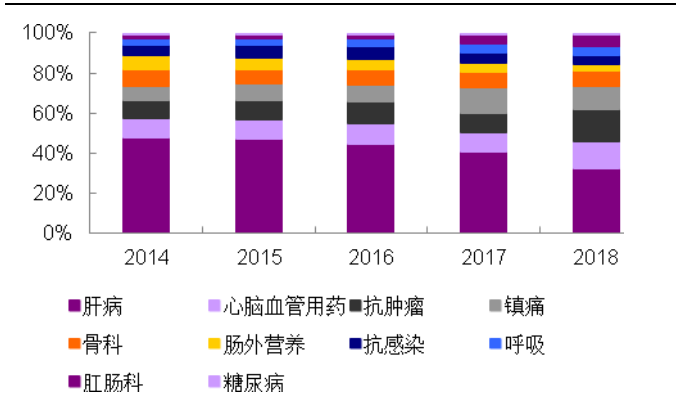
加码研发转型的前瞻性。目前公司有 30 余项创新药处于研发阶段，临床试验稳步推进。对于研发管线尤其是创新药的提前布局有望推动公司在仿制药竞争加剧的市场中形成核心竞争力，我们认为公司有望凭借现有的销售优势和研发布局，在创仿结合+多元化强的战略引领下，逐步成长成为创新药龙头企业。

图 24：中国生物制药发展路径（2004.09-2019.11）



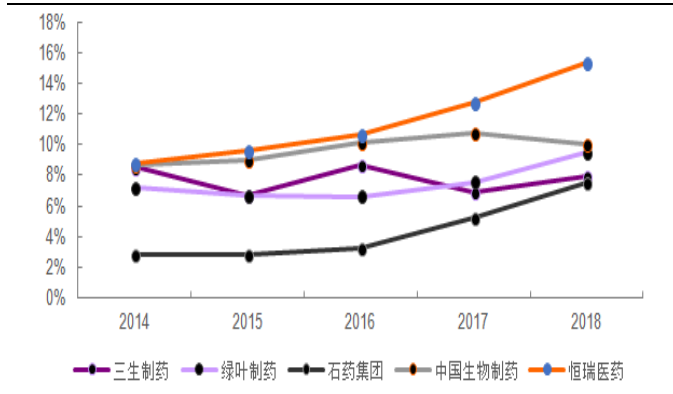
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

图 25：中国生物制药传统肝病用药占比持续下降，抗肿瘤等板块崛起迅速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 26：研发型药企 14~18 年费用率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

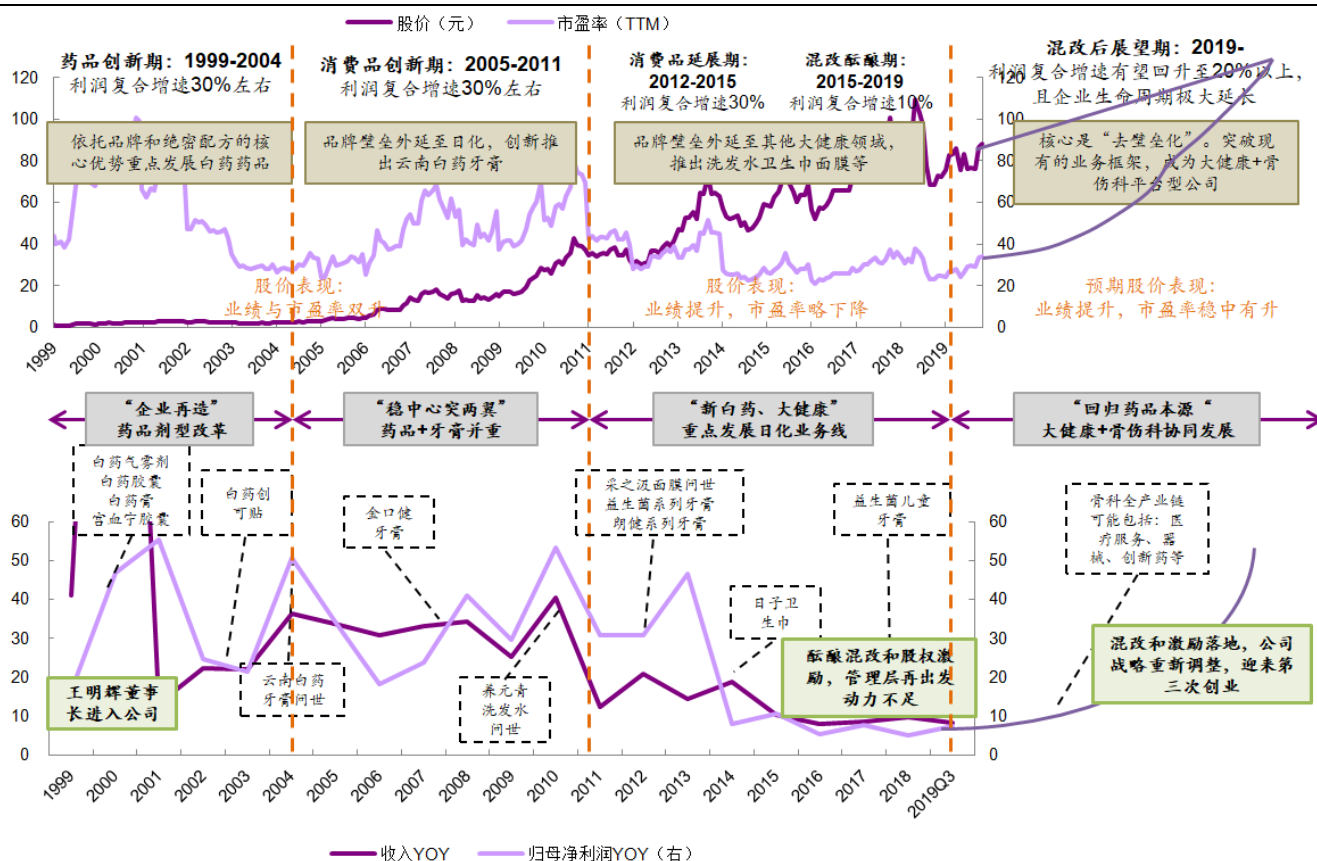
2.3.4、政策壁垒型龙头成长路径

根据熊彼特的“企业进化论”理论，企业的发展演变既依赖“先天基因”——知识遗传和继承，也依赖“后天努力”——主动适应和惯例变异。政策壁垒性企业具有得天独厚的先天优势，在发展前期奠定制胜基础。在发展中后期，则更需要企业自身通过环境适应和习惯变迁，从而突破成长边界。

云南白药复盘：前期发展秘方核心产品，拐点期成功转型牙膏巨头，后期成为大健康+医药平台型龙头必然面临“去壁垒化”的考验。

- **药品创新期：1999-2004。**得益于国家绝密配方保护的政策壁垒，云南白药的产品获得了竞争对手难以企及的历史传承美誉度和知名度。王明辉团队进入公司管理层，为公司带去改革血液，推进产品剂型改革、销售模式改革、管理架构改革等。公司依托品牌和绝密配方的核心壁垒，二次开发云南白药系列核心产品，对原有老化的白药散剂进行贴合时代特点的剂型改革，推出划时代产品“云南白药气雾剂”并协同上市白药胶囊、白药贴膏、白药创可贴等不同剂型的白药系列产品。此阶段业绩复合增速为 35%左右。
- **消费品创新期：2005-2011。**2005 年开始，王明辉先生接任公司董事长，启动了新一轮、更深层次的调整工作。公司将品牌优势进一步外延至日化领域，研发出突破性产品白药牙膏，主打与药品相同的治疗性止血功效，销售大获成功。此期间净利润复合增速达到 34%。
- **消费品延展期：2012-2015 年。**2011 年之后，传统云南白药药品面临严峻的市场环境，公司寻求第二增长点，再次将政策壁垒延展至更广阔的消费品领域，明确大健康的转型方向，初步形成药品、健康、原生药材及商业物流四大业务主体格局。收购日子卫生巾品牌，养元青洗发水、白药牙膏不断推出细分品类。总体上由于新品类与老的白药牙膏共线营销，市场推广效果一般。但此阶段凭借白药牙膏和药品的增长动力，净利润复合增速依然维持在 30%以上。
- **混改酝酿、落地期：2015-2019 年。**公司自 2016 年 10 月开始启动控股股东层面混改，在控股平台引入新华都、鱼跃医疗，而后相继完成了集团整体上市、管理层薪酬改革、董监高换届，以及近期员工激励方案落地。自公司酝酿混改与股权激励以来，管理层释放业绩动力不足。此阶段净利润复合增速下降至 10%左右。
- **混改后展望期：2019 年之后。**“去壁垒化”阶段，公司将突破现有中药+大健康业务框架，在药品领域围绕公司的优势科室骨伤科，拓展以西药为主的全新产品及服务，致力于成为骨科综合解决方案提供商，成为包含服务、器械、创新药的平台型公司。对大健康业务也进行了组织架构和销售模式的调整，牙膏市占率稳步提升，除牙膏以外的新消费品增长有望加速。与此同时，混改与股权激励落地，公司战略重新调整，迎来第三次创业。

图 27：云南白药二十年股价、业绩走势复盘（1999.04-2019.11）



资料来源：Wind、云南白药公司公告，光大证券研究所预测

3、投资主线：挖掘前期，出奇拐点，守正后期

近年来，医药行业虽然受到了政策的较大扰动，但“成长”始终是医药的主题。高景气细分领域的优质龙头风采依旧，今年以来股价表现优异。基于医药牛股的一些共性，我们构建了“医药 Tenbagger 牛股进化论”的九宫格框架体系。当前时点，我们分别筛选出分别具有前期、拐点期潜在龙头和后期平台型龙头特征的医药企业。这些企业有望持续成长，值得投资者关注。

3.1、挖掘前期蓝海标的

1) 长春高新：公司核心产品生长激素，国内矮小症人群（存量）多达 500-600 万人，目前累计使用人次约 50 万人（全行业），目前治疗渗透率 10% 左右，行业天花板高，且特发性矮小、抗衰老、IVF 等新的适应症有待拓展。当前金赛药业生长激素每月边际新患增速仍保持 30% 左右，预计未来 2~3 年内业绩将持续高增长。行业已完成进口替代，公司是行业领导者，且品牌影响力、产品剂型代差等龙头优势有持续扩大的趋势。

2) 片仔癀：公司核心产品为片仔癀锭剂，主治功能有清热解毒、凉血化瘀，消肿止痛，用于热毒血瘀所致急慢性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症。仅就急慢性病毒性肝炎市场而言，2017 年全国慢性乙肝患者 9000 多万人，其中需要治疗患者 2800 万人。2018 年片仔癀锭剂销量 500 多万粒，对应使用人数约为 20 多万人（假设每位患者每年购买 2 盒），该产品在上述适应症中治疗渗透率不足 1%；此外，在解救保肝、清热消炎

等保健应用市场更是尚未打开。目前公司销售额 80% 来自于华东、华南地区，其他地区有巨大开拓空间。

3) 康弘药业：公司明星产品康柏西普，国内理论适用人群超千万，2018 年国内同类药物使用人数仅 20 万，渗透率仅 2%，仍在渗透率快速提高阶段。本次医保谈判后，康柏西普 AMD、DME、CNV 三大适应症实现医保覆盖。目前，每个病人年均注射不到 3 支，远低于当前报销和推荐使用标准，渗透率和单人用量均有巨大提升空间。另外，相比于竞品，康柏西普注射频次最低，在“限 5 支”的报销策略下，优势明显。估计 19Q1-3 康柏西普收入增长 30% 左右，后续有望提速。

4) 健帆生物：公司明星产品血液灌流器，国内尿毒症患者约 150 万，其中仅有约 10 万人常规使用灌流器，且人均仅一月一次，渗透率、使用频率都有巨大提升空间。公司是血液灌流器的龙头，将受益于血液灌流器的推广。

5) 锦欣生殖：公司核心服务为辅助生殖医疗服务，2018 年国内市场约 252 亿元，同比增长约 13%。2018 年国内不孕不育夫妇约有 4780 万对，不孕率达到 16.0%，且每年仍在持续提升。2018 年国内辅助生殖渗透率仅为 7%，未来仍有巨大的提升空间。公司是国内第三大辅助生殖机构，市占率约为 3.9%，而市占率第一的中信湘雅也仅为 6.2%，整体市场仍较分散。预计公司未来仍可通过自身扩建和并购不断扩张，并借由持续的客单价提升保持快速增长。

6) 我武生物：公司核心产品舌下粉尘螨脱敏滴剂，是国内唯一获批用于治疗过敏性疾病的变态反应原产品。我国鼻炎+哮喘过敏性疾病敏患者 1 亿多人，其中重症患者 2000 多万人，公司 2018 年治疗患者 26 万人。鉴于脱敏产品使用周期与有效期大约为 1:2 的关系（例如连续使用 1~2 年，治疗效果维持 4~5 年），目前治疗渗透率约为 2% 左右，行业刚处于起步阶段。由于“南尘螨、北蒿草”的特点，公司单一产品粉尘螨滴剂在北方市场覆盖率较低，伴随明年公司的黄花蒿滴剂上市，北方空白市场将被打开。

7) 欧普康视：公司核心产品为角膜塑形镜（简称 OK 镜），2018 年市场规模约为 51 亿元，行业保持 30% 以上的快速增长。OK 镜目标人群为近视青少年，预计人数可达 1.15 亿人，而 2018 年 OK 镜总体渗透率仅为 0.56%，相较中国香港和中国台湾的使用现状，未来仍有 12~23 倍的潜在成长空间。公司是国内最早获批的国产 OK 镜厂家，也是目前唯二的国产厂家之一，目前除享受行业高增速外，公司也在积极布局自营渠道，强化竞争力。

表 8：各细分领域前期潜在龙头明星业务情况（2018 年）

证券代码	公司名称	明星业务	明星业务行业规模	明星业务行业增速	治疗率	公司市占率
000661.SZ	长春高新	生长激素	50 亿	30%	约 10%	70%
600436.SH	片仔癀	片仔癀锭剂	-	-	约 2%	-
002773.SZ	康弘药业	康柏西普	约 22 亿	超 30%	2%	46%
300529.SZ	健帆生物	血液灌流器	13 亿（进院价）	30%	7%	85%
1951.HK	锦欣生殖	辅助生殖	252 亿	13%	7%	4%
300357.SZ	我武生物	粉尘螨脱敏滴剂	6.5 亿	30%	不足 1%	超 80%
300595.SZ	欧普康视	角膜塑形镜	51 亿（终端价）	超 30%	0.6%	21%

资料来源：光大证券研究所根据相关公司公告、卫生统计年鉴、国内各大治疗指南等公开渠道信息测算

3.2、出奇拐点期潜力龙头

1) 云南白药: 传统中药配方与品牌优势奠定公司前期发展基础, 但医药行业环境变化, 公司传统主业虽增长不错, 药品与健康品终端均良性增长, 但长期发展面临天花板而亟待变化。公司管理层优秀、稳定且持续学习, 本次混改+激励落地, 标志管理层更有动力重新出发, 公司将全面向新业务——骨科生态圈布局。

2) 美年健康: 作为国内健康体检服务龙头企业, 前期通过资本助力和标准化管理体系塑造快速扩张, 并进一步借助价格战和资本优势进行并购整合, 成就如今的体检巨头。公司在 3Q18 时因体检行业风波陷入信任危机, 公司经营和业绩表现也进入了持续的调整阶段。公司随即重塑体检管理体系, 建立了九大规范质控体系来保障体检服务的质量。进入 3Q19, 公司的营收和利润均出现明显拐点, 除自身降本增效外, 我们认为公司管理体系重塑带来的成效和品牌信任度的恢复是关键。

3) 康泰生物: 公司是国内最大的乙肝疫苗生产企业。全球疫苗 CR4 垄断 90% 市场份额; 中国疫苗产业从 2000 之后才进入市场经济时代, 长期的行政垄断导致行业发展滞后, 仍处于“小散乱”状态, 企业数量多、重复生产情况严重、创新研发实力严重不足。16 年“山东疫苗”事件和 18 年“长生”事件是加速产业升级的重要催化剂。随着监管政策趋严, 资源向规范经营的龙头公司倾斜, 行业集中度正在提升。康泰生物过去 10 年累计投入研发 11 亿元, 目前已经成为业内研发储备最为丰富的疫苗企业, 13 价肺炎、人二倍体狂犬疫苗有望于 19-20 年上市, IPV、组分百白破、EV71、HPV 疫苗等后续梯队非常丰富, 已经初步形成了疫苗行业平台型龙头企业的雏形。

4) 泰格医药: 公司明星业务临床 CRO, 在内资药企转型创新的浪潮中, 近年收入持续较高增长。但随着我国加入 ICH, 我国的临床监管环境正逐步和世界接轨, 这对立足于国内临床的泰格提出了新的要求。只有具备承接全球多中心临床能力的公司才能持续成长。我们看到, 在国内业务快速增长的同时, 泰格正加速布局海外, 力图持续突破区域型临床 CRO 的天花板。除中国大陆以外, 泰格已经布局了 11 个地区, 已初步具备承接全球多中心临床试验的能力。

5) 安图生物: 公司明星产品化学发光产品, 估计 2018 年国内进院端市场规模约 600 亿元, 增速超 20%, 公司市占率仅不到 4%, 19Q1-3 该业务收入增长超 45%。未来, 流水线将是 IVD 企业竞争的主战场, 在明星产品快速放量的同时, 公司未雨绸缪, 开始向平台化布局, 组建了首条国产流水线, 目前已经落地约 10 条。

6) 通化东宝: 二代胰岛素在 17 年下半年~18 年上半年累积了较多库存, 目前库存清理工作完毕, 未来二代胰岛素将恢复健康增长, 同时后续降糖药产品布局丰富, 三代甘精胰岛素即将获批。预计未来 2~3 年之后, 通化东宝将具备包括二代胰岛素、三代胰岛素、GLP-1、DPP-4 等多种降糖药的完备产品线。尽管近期产品线都是已经上市的药物, 但是受限于原有厂家的推广能力和基层市场的用药结构, 仍有很大一部分基层患者市场没有得到开发。而公司有着强大的基层糖尿病学术推广能力, 一旦有后续产品获批上市, 可以搭载渠道实现较快放量。

7) 金城医学：公司是国内最早也是最大的检验实验室连锁企业。在上市之前，公司快速在全国各省布局，目前已经在全国建有 37 个实验室，覆盖大陆所有省份和中国香港。由于此前新建的实验室需要 3-5 年的培育期，叠加 ICL 服务端持续降价，公司上市后业绩表现相对平淡。公司 4Q18~3Q19 明显呈现出业绩持续发力成长态势，拐点趋势较为明确，主要原因是特检业务的持续爆发以及前期布局实验室的快速扭亏，截至 3Q19 公司盈利的省级实验室已达 27 家。我们预计未来随公司盈利实验室数量增速，业绩爬坡加速，公司 2020 年仍可保持较快的净利率爬升，进而推动业绩持续高增长。

8) 东诚药业：公司从 2015 年起陆续收购成都云克（放射性药物生产）、上海益泰（放射性药物研发）、上海欣科（核药房）、安迪科（正电子药物生产与销售），成为国内少有的核医药产业链布局完整的企业。2018 年 4 月卫健委发布了《大型医用设备配置与使用管理办法（2018）》，将 PET/CT 配置审批权限下放至省级，SPECT 移出目录不再需要审批，预计全国医院装机量将迅速提升、核医学加速普及，进而带动核药的高增长。同时核药企业需要严格按照《放射性同位素与射线装置放射防护条例》，在有关部门登记，做好防射防护管理，并接受放射防护监督，需要获得的资质包括《放射性药品生产许可证》，《放射性药品经营许可证》，《辐射安全许可证》等，政策壁垒较高，可有效阻隔后来竞争者，利好行业先发者强者恒强。预计在较长一段时间内，中国核医药将保持寡头垄断的格局。

3.3、守正后期平台型龙头

1) 恒瑞医药：公司是国内创新药龙头，拥有强大的研发管线和销售队伍。目前公司已经有艾瑞昔布、阿帕替尼、吡咯替尼、19K、卡瑞利珠单抗 5 个创新药产品获批上市，另有数十项创新药有序推进临床研究和注册工作，处于上市申请阶段的包括卡瑞利珠单抗的肺癌、肝癌、食管癌适应症和瑞马唑仑、氟唑帕利，处于 III 期的有 SHR4640、SHR6390、SHR3680、SHR-1316、贝伐珠单抗类似药、法米替尼、海曲泊帕乙醇胺、瑞格列汀、恒格列净等品种，预计明年有望提交 5 个以上的上市申请（包括新适应症申请），进入创新驱动业绩加速转型的阶段。同时公司持续开展创新药的 license-in 和 license-out，以海外创新成果赋能国内销售平台，将内生研发投入的成功在海外变现，从国内创新走向全球创新。“创新”与“国际化”两大战略稳步推进，公司有望成为世界级的创新药龙头企业。

2) 迈瑞医疗：公司已经是国内产品线最丰富的医疗器械企业，产品线延伸、销售协同等方面已经展示出了平台型公司特点：**1) 供应商依赖：**医疗设备相比于药品，更加依赖上游元器件供应商。换言之，在上游元器件合格的情况下，某类医疗设备的低端产品壁垒不高。对于医疗器械的优势企业可以较容易地推出新产品的低端型号。传统业务提供现金流，再大力研发投入进行有针对性的技术攻关，或者收购，该优势企业就有较大概率在新产品中进入国内第一梯队。**2) 分散集采招标：**医疗器械招标不同于药品，其招采权主要是以医院为单位。具备打包供应能力的医疗器械厂商具有明显的优势。迈瑞目前的产品线集中于医院的手术室、检验科、影像科，协同效应显著。

3) 药明康德：公司已经是全球第二大临床前 CRO 公司，并且依托于 CRO 业务的延伸价值，公司正逐步构建了药物全生命周期的服务能力，目前已布局临床前 CRO、临床 CRO、CMO 等环节。另外，公司也在积极投资创业

期公司，可以理解为融资服务。在研发分散化浪潮下，公司凭借融资服务、CRO、CMO 一站式服务能力，将为有创新需求的药企赋能，助力全球创新浪潮。依托于一体化的赋能平台，公司不仅具备服务客户的能力，同时具备培育客户的能力。

4) 中国生物制药 (H)：公司是研发型标杆企业，研发实力雄厚、销售能力强劲。公司以仿制药起家，作为仿药航母药企深耕肝病、抗肿瘤、心血管、镇痛、呼吸等多个疾病领域。18 年随着首个 1 类重磅新药安罗替尼上市以来，销售实现快速放量，证明了公司强大的学术推广能力。公司当前转型创新坚决、研发投入不断加码，预计 19~21 年每年有望上市超过 10 个新产品，包括高端仿药和重磅新药。强大研发管线为公司业绩中长期发展提供动力，研发龙头有望进入发展后期实现快速发展。

5) 爱尔眼科：公司已是国内营收规模最大、管理医院数最多、完成门诊和手术量最多的眼科医疗连锁集团，同时公司也在欧洲、美国和中国香港等区域进行布局，也是全球最大眼科医疗集团。我们认为，爱尔眼科目前已具备明确的平台优势，主要体现在**治理结构机制优势（合伙人体系、爱尔眼科管理学院、持续多次股权激励）、品牌形象先发优势（眼科医疗具备天然的本地化服务属性）、眼科医师人才资源优势（中南大学爱尔眼科学院，多所院校合作培养视光人才）、高业务量下的规模优势和产业链延伸的平台优势**。我们认为以上优势仍会持续发挥效力，帮助公司继续稳健较快扩张，保持持续较快业绩成长。

6) 威高股份 (H)：公司是高度分散的通用耗材市场中的龙头械企，即临床护理、创伤管理、医学检验、麻醉、药品包装和血液管理等类别下拥有 360 种产品注册证和丰富的在研产品，盈利能力稳健。公司是国内全类别的骨科器械厂商，同时外延并购进入到介入器械领域。公司高度重视产品研发和更新换代，有望凭借丰富的产品组合和广泛的医院渗透不断巩固国产耗材领导地位。

7) 益丰药房：公司是国内前五的连锁药店企业，也是国内前十强连锁药店企业中扩张速度最快的一家。尽管公司并非规模体量最大的连锁药店，但我们认为公司体现出来的管理优势已经具有较强的平台优势，这也是支撑其在快速扩张之下依然保持持续稳健向好的盈利表现的基石。而药店行业未来的竞争也将呈现长期持续的集中度提升，我们认为公司将是最为受益集中度提升的一方。具体而言，我们认为，公司主要的平台优势体现在**持续积累并内化为企业文化的精细化管理体系，以及确保其精细化管理体系能被积极落地执行的激励考核体系**。

4、投资建议

基于我们构建的独创性医药 Tenbagger 牛股进化的“九宫格”框架体系，及结构优化/局部创新升级的产业趋势，我们提出 2020 年“挖掘前期，出奇拐点，守正后期”的投资主线。同时，考虑业绩、估值及推荐逻辑的坚实性，我们在投资主线列举医药股中进一步筛选形成年度策略组合。具体如下：

- **挖掘前期蓝海标的：**寻找行业渗透率不断提升的引领者，其提供的产品或服务本身的行业空间、当前的渗透率情况以及未来可预期的成长潜力

是投资者关注的焦点。重点推荐：康弘药业、长春高新、片仔癀、欧普康视；建议关注：健帆生物、锦欣生殖（H）、我武生物、南微医学。

- **出奇拐点期潜力龙头：**把握拐点期企业“戴维斯双击”机遇。拐点阶段龙头已经历了快速成长的前期，正向后期龙头转变的过程中。其正在从行业“黑天鹅”事件中走出，或明显改善自身管理体系的不完善，走出产品线断档的困境，底部向好趋势确立，业绩和估值有望走出低迷阶段，随着公司内部管理的改革以及新产品/服务的成功推出，有机会成长为后期龙头。重点推荐：云南白药、康泰生物、安图生物、通化东宝；建议关注：美年健康、乐普医疗、金域医学、东诚药业。
- **守正后期真龙头：**坚守已经进入平台期的龙头企业。其有望利用其平台优势持续推出新产品/服务，持续提升盈利能力并保持对竞争对手的优势，持续提升市场份额。重点推荐：恒瑞医药、中国生物制药（H）、迈瑞医疗、威高生物（H）、药明康德、爱尔眼科、益丰药房。

表 9：医药行业 2020 年度策略组合盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
002773	康弘药业	40.66	0.79	1.03	1.27	51	39	32	8.7	7.3	6.3	增持	维持
000661	长春高新	429.80	5.03	9.70	12.79	85	44	34	13.8	10.6	8.6	买入	维持
600436	片仔癀	99.21	1.89	2.31	2.86	52	43	35	13.4	11.1	9.2	买入	维持
300595	欧普康视	47.79	0.54	0.75	1.06	89	64	45	18.8	14.7	11.4	增持	维持
000538	云南白药	86.38	2.59	3.11	3.57	33	28	24	5.6	5.0	4.5	买入	维持
300601	康泰生物	77.44	0.68	0.86	1.16	114	89	66	22.8	17.6	14.1	买入	维持
603658	安图生物	98.80	1.34	1.74	2.27	74	57	44	21.5	17.9	14.3	买入	维持
600867	通化东宝	12.04	0.41	0.48	0.57	29	25	21	5.2	4.6	4.1	增持	维持
600276	恒瑞医药	83.73	0.92	1.20	1.53	91	70	55	18.8	15.2	12.1	增持	维持
1177.HK	中国生物制药	9.05	0.73	0.26	0.29	12	35	31	3.8	3.6	3.4	买入	维持
300760	迈瑞医疗	180.35	3.06	3.86	4.68	59	47	39	14.5	11.8	9.6	买入	维持
1066.HK	威高股份	8.35	0.33	0.43	0.51	25	19	16	2.5	2.2	2.0	买入	维持
603259	药明康德	87.88	1.38	1.28	1.55	64	73	61	8.1	7.1	6.4	买入	维持
300015	爱尔眼科	39.98	0.33	0.44	0.59	123	90	68	21.8	18.8	15.4	买入	维持
603939	益丰药房	74.80	1.10	1.55	2.05	68	48	37	7.0	6.5	5.9	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日，汇率 1HKD=0.8995RMB，港股公司数据均换算为人民币

5、重点个股

5.1、康弘药业（002773.SZ）：全球创新，稳步推进

◆**医保覆盖患者扩至三倍，朗沐提速在即。**康柏西普原先医保仅覆盖 AMD 适应症，国内患者数约 300 万人，本次医保谈判新增 DME、CNV 两个适应症，对应国内约 600 万患者，理论上医保覆盖人数扩至原先 3 倍。该类品种国内渗透率仅 2%，且每个病人年均注射不到 3 支，远低于当前报销和推荐使用标准，渗透率和单人用量均有巨大提升空间。另外，相比于竞品，康柏西普注射频次最低，在“限 5 支”的报销策略下，优势明显。估计 19Q1-3 康柏西普收入增长 30% 左右，后续有望提速。

◆**新适应症+全球化，朗沐天花板达百亿。**康柏西普 RVO 适应症正在国内进行 3 期临床，未来有望完成 4 大适应症全覆盖。假设 2025 年国内四大适应

症对应患者 1500 万人，该类药物渗透率 5%，康柏西普市占率 55%，单人年用药 4.5 支，出厂价 3000 元/支，则康柏西普国内收入 54 亿。另外，国际多中心 3 期临床（AMD）已在全球多地入组患者。截至 2019 年 9 月，估计其海外入组患者数已经过半。DME、RVO 适应症的全球多中心临床也将开展。2018 年全球 VEGF 眼科用药市场超 100 亿美元，预计 2025 年康柏西普海外有望抢占 5% 份额。康柏西普全球销售峰值有望达百亿。值得注意的是，针对转移性结直肠适应症的 KH903 的临床二期试验，正在加速推进，有望成为公司下一款大品种。16.3 亿规模可转债发行已经过会，将大大满足公司临床资金需求。

◆**高基数+研发高投入，导致 19Q3 业绩增速回落。**公司 19Q1-3 实现收入 24.1 亿、扣非净利 5.04 亿，分别同比增长 10.41%、11.25%。其中 19Q1、Q2、Q3 收入同比增长 2%、17%、11%，归母净利润同比增长 2%、24%、8%，业绩提速环比回落，原因在于 18Q3 基数较高，以及 19Q1-3 研发费用达 1.87 亿（同比+24%）综合导致。其中，19Q3 研发费用同比大幅增长 37%。分产品看，预计 19Q1-3 康柏西普收入增长 30% 左右；传统药品收入同比略有增长。值得注意的是，针对转移性结直肠适应症的 KH903 的临床二期试验，正在加速推进，有望成为公司下一款大品种。

◆**传统药品仍处营销改革镇痛期，收入企稳，利润下滑收窄。**公司 17 年进行了分线营销改革，并加强费用控制，影响显著。传统板块 18 年收入 20.3 亿，净利润 4.89 亿，分别同比-6%、-12%。估计 19Q3 收入企稳，实现增长，利润下滑收窄。

◆**盈利预测与估值：**康柏西普降价幅度好于预期，同时新增 DME、CNV 医保覆盖，海外市场正逐步拓展，有望加速放量；KH903 加速二期临床，公司长期前景广阔。我们维持公司 19-21 年 EPS 预测为 1.03/1.27/1.58 元，同比+30%/24%/24%，对应 19-21 年 PE 为 39/32/26 倍，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**诉讼风险；生物药放量不及预期；研发风险；传统药下滑。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,786	2,917	3,294	3,817	4,379
营业收入增长率	9.70%	4.70%	12.92%	15.88%	14.73%
净利润（百万元）	644	695	902	1,115	1,386
净利润增长率	29.68%	7.88%	29.74%	23.64%	24.32%
EPS（元）	0.74	0.79	1.03	1.27	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.18%	17.02%	18.61%	19.59%	20.56%
P/E	55	51	39	32	26
P/B	10.0	8.7	7.3	6.3	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.2、长春高新（000661.SZ）：生长激素龙头优势持续强化

◆**公司三季报超市场预期，金赛高速增长，百克疫苗好转。**2019 年前三季度实现收入 54.44 亿元，同比+31.50%；扣非归母净利润 12.32 亿元，同比增长 50.61%；净经营性现金流 15.76 亿元，同比+423.21%；Q3 单季度公司收入 20.52 亿元，同比+47.59%；扣非净利润 5.13 亿元，同比+69.56%。其中医药主业收入同比+30.99%，净利润+49.58%，**金赛利润超预期，百克疫苗 Q3 批签发大幅好转。**金赛 Q1~3 实现收入约 36 亿，同比+52%，净利润 15 亿，同比+60%；百克疫苗（水痘）前三季度累计批签发 536 万瓶，同比略有增长。考虑到今年前三季度狂犬病疫苗批签发尚未恢复，我们预计百克生物前三季度收入 7.1 亿，同比-18%，Q3 单季度同比+5%。

◆**换股成功，理顺机制开启二次发展：**公司与金赛药业实控人金磊先生换股成功，已完成资产过户，有望年底并表。金赛药业发行股份 51.87 亿元（2986 万股）、可转债 4.5 亿元，并配套融资不超过 10 亿元。业绩承诺 2019-2021 年同比增速不低于 38%/25%/19%。完成换股后，一方面金赛对上市公司业绩贡献增厚利好上市公司股东，另一方面实现股东和管理层利益一致性，打开长期发展空间，有望实现估值提升。

◆**未来新品种+国际化战略：**公司 18 年研发继续加码，研发投入 3.96 亿元，同比+13.56%，19Q3 研发投入同比+14%。在研产品中进度最快的鼻喷流感疫苗处于报产阶段，有望今年底获批；带状疱疹疫苗准备开展 3 期临床；重组人生长激素的特发性矮小适应症即将进入 3 期临床；安沃泰克（冰岛合资公司）的阿达木单抗项目国外已经进入 3 期临床，即将启动国内注册申报；5%利妥卡因透皮贴剂将于明年获得 FDA 审批上市；瑞宙生物（高新与百克各持有 40%、10%）的 20 价肺炎结合疫苗有望明年申请临床；新型百白破、RSV、麻腮风疫苗等多个产品在研，疫苗管线逐渐丰富。公司将打造单抗、化药两个创新研发平台，创新管线有望在未来 1~2 年内极大丰富。

◆公司于 2019 年 11 月 17 日完成“发行股份购买金赛药业少数股权”的资产过户，自 2019 年起对金赛药业持股比例由 70%提升至 99.50%，暂不考虑可转债转股和配套融资部分，本次净增股本 2986 万股。维持预计 19-21 年 EPS 为 9.7/12.79/16.48 元，对应 19-21 年 44/34/26X。当前业绩与估值匹配度高，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**流感疫苗竞争加剧或获批慢于预期；新产品研发低于预期。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,102	5,375	7,196	9,549	11,819
营业收入增长率	41.58%	31.03%	33.89%	32.70%	23.76%
净利润（百万元）	662	1,006	1,939	2,557	3,295
净利润增长率	36.53%	52.05%	92.66%	31.88%	28.84%
EPS（元）	3.31	5.03	9.70	12.79	16.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.96%	19.01%	27.20%	27.19%	26.64%
P/E	130	85	44	34	26

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

表 10: 长春高新疫苗在研管线

在研产品	公司/子公司	进展	新药分类	备注
鼻喷流感减毒活疫苗	百克生物	申报生产, 现场检查	预防用生物制品 6 类	预防流感
带状疱疹减毒活疫苗	百克生物	准备开展 III 期临床研究	预防用生物制品 6 类	预防带状疱疹
冻干人用狂犬疫苗 (Vero 细胞)	迈丰生物	3 期临床完成, 报产	预防用生物制品 6 类	预防狂犬病, 冻干剂型稳定性更高
艾滋病疫苗 (核酸疫苗与重组疫苗联合使用)	百克生物	完成 II 期临床试验第二阶段	预防用生物制品 1 类	预防艾滋病
艾塞那肽注射液	百克生物	终止	化学药品 3 类	用于 2 型糖尿病
流感病毒裂解疫苗 (Vero 细胞)	百克生物	申报临床研究	预防用生物制品 6 类	预防流感
麻腮风疫苗	百克生物	俄罗斯福特国家生物医药公司为百克生物提供在中国境内使用的一种预防麻疹、腮腺炎、风疹的联合活疫苗的独家专有技术许可		
呼吸道合胞病毒 (RSV) 疫苗	百克生物	英国临床试验许可	预防用生物制品 1 类	呼吸道合胞病毒
人用狂犬疫苗 (二倍体)	迈丰生物	临床前	预防用生物制品 6 类	预防狂犬病
二十价肺炎结合疫苗	瑞宙生物	临床前	预防用生物制品	预防肺炎球菌引起的菌血症性肺炎、脑膜炎、败血症和菌血症等
二十三价肺炎多糖疫苗	瑞宙生物	临床前	预防用生物制品	预防肺炎球菌引起的菌血症性肺炎、脑膜炎、败血症和菌血症等

资料来源: 长春高新公告、光大证券研究所整理

表 11: 金赛药业在研管线

项目名称	项目编号	适应症	目前进展
生长激素	生长激素水针剂	儿童特发性矮小	已获得临床批件, 准备开展 III 期临床研究
生长激素	生长激素水针剂 60IU	用于因内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢; 用于因 Noonan 综合征所引起的儿童身材矮小; 用于因 SHOX 基因缺陷所引起的儿童身材矮小或生长障碍; 用于已明确的下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症和经两种不同的生长激素刺激试验确诊的生长激素显著缺乏; 用于重度烧伤治疗。	正在进行临床前制剂安全性试验
生长激素	生长激素长效水针剂 54IU	用于内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢	申报资料审核确认阶段
促卵泡素	008 300L	不排卵[包括多囊卵巢综合征 (PCOS)]且对枸橼酸克罗米酚治疗无反应的妇女	申报资料审核确认阶段
促卵泡素	促卵泡激素水针剂 450IU	不排卵[包括多囊卵巢综合征 (PCOS)]且对枸橼酸克罗米酚治疗无反应的妇女	完成 12 个月稳定性, 申报资料准备阶段
曲普瑞林微球	006	(男性) 前列腺癌, 性早熟	I 期临床研究: 完成数据分析统计报告
重组人促卵泡素	067	用于辅助生育技术 (ART) 前进行卵巢刺激以促进多卵泡发育的妇女临床研究	1、第一阶段: 研究总结报告已定稿 2、第二阶段: 研究总结报告审核中
金妥昔单抗	043	非小细胞肺癌、胃癌 (胃食管连接腺癌), 结肠癌	1、Ia 期: 最后 1 个剂量组入组中 (剩余 2 例待入组) 2、胃癌 Ib/II 期: 完成组长单位首次伦理审核会
金纳单抗	048	全身型幼年特发性关节炎、成人 still 病, 急性痛风性关节炎	2019 年 1 月获得临床批件, 正在进行 I 期临床研究, 获得伦理批件, 开始受试者招募筛选
重组 CHO 细胞表达的复杂糖蛋白	050	辅助生殖	小试工艺开发阶段
PD-1/PD-L1 之后新一	059	肿瘤	药学资料已提交审核组审核

代免疫检查点			
一种 LHRH 拮抗剂,能控制卵巢的刺激作用,预防不成熟的卵泡过早排除,帮助受孕	062	辅助生育技术中,对控制性卵巢刺激的患者,本品可防止提前排卵	已完成中试研究
国内第一个水溶剂型,避免由溶剂型的不良反应	070	在 ART 中不能使用或耐受阴道制剂的不孕症女性提供黄体支持	已完成中试研究

资料来源:长春高新公告、光大证券研究所整理

表 12: 长春高新其他合作项目

项目名称	合作方	合作内容	适应症
6 项单抗	冰島生物制药公司 alvotech	成立合资公司,针对 6 项生物类似药的国内市场开发及商业化	首个项目为阿达木单抗类似药,准备开展国内临床
5%利多卡因透皮贴片	安能泰制药	公司与安能泰制药计划在长春合作兴建水凝胶贴片药品战略合作生产基地及水凝胶贴片药品实验室,长春高新负责购置相关仪器和设备,安能泰制药负责把生产基地提升至符合美国 FDA、欧盟 EMA、中国 NMPA 和全球各地要求的药品 GMP 的认证和生产许可。产品上市后,长春高新负责中国区域销售,安能泰制药负责海外区域销售。	带状疱疹后神经痛以及其他局部神经病理性疼痛
双抗平台	美国 Amesino 公司	共同设立抗体平台合资公司。其中 Amesino 持有 80% 股权,长春高新持有 20% 股权。	先期选择已知靶点进行二次开发,加快产品开发的速度;后期将开发更具创新性的新靶点双功能抗体药物

资料来源:长春高新公告、光大证券研究所整理

5.3、片仔癀 (600436.SZ) : 传统中药龙头壁垒深厚,量价兼具空间

◆**19Q3 核心锭剂收入增速 44%，显著超市场预期。**公司 Q3 单季实现收入 14.47 亿元,同比+22.44%,其中片仔癀系列收入 5.96 亿元,同比增长 44%,超市场预期 (25%-30%),增速显著高于前两个季度。19Q1-3 片仔癀系列累计收入增速 24%,显示终端仍具有较强劲的增长动力。但主业以外,医药流通预计受到带量采购影响,Q3 单季度收入增速略有下滑至 11%;食品板块进行品类调整,由饼干向燕窝茶叶等新品类进行拓展,Q3 单季度收入同比下滑 46%,对公司整体业绩形成一定拖累。日化系列 Q3 收入增速 21%,延续稳定增长。

◆**中国是肝病大国,片仔癀在肝病领域的治疗率有巨大提升空间。**公司核心产品为片仔癀锭剂,主治功能有清热解毒、凉血化瘀,消肿止痛,用于热毒血瘀所致急慢性病毒性肝炎,痈疽疔疮,无名肿毒,跌打损伤及各种炎症。仅就急慢性病毒性肝炎市场而言,全国慢性乙肝患者 9000 多万人,其中需要治疗患者 2800 万人。2018 年片仔癀锭剂销量 500 多万粒,对应使用人数约为 20 多万人(假设每位患者每年购买 2 盒),该产品在上述适应症中治疗渗透率不足 1%;此外,在解救保肝、清热消炎等保健应用市场更是远远没有打开。

◆**稀缺资源+双绝配方,量价兼具空间。**片仔癀工艺和处方被列入国家“双绝密”。近年来片仔癀主要成分麝香、牛黄、三七、蛇胆等资源日益稀缺,2018 年开始麝香价格同比缓慢上升,2019 年牛黄价格同比涨幅较大。片仔癀锭剂价格在 2016 年进入新一轮提价周期,2016、2017 分别提价 8.7%和

6%，但销量依旧保持 30%以上增长，提价并未影响销量。而 2018、2019 连续两年未提价。从产品稀缺性、品牌价值、高端消费属性上看，未来产品依然有提价空间。

◆**片仔癀博物馆将上线，将品牌优势转化为产业规模。**体验馆模式经历过去 4 年的高速发展趋于成熟，并且已经证明对产品渗透率提升成效显著。目前全国体验馆数量接近 200 家，收入贡献接近 30%。公司销售额 80%来自于华东、华南地区，其他地区有巨大开拓空间。博物馆作为体验馆的 2.0 版本，对片仔癀品牌的展示和宣传更加丰富，将有望成为公司下一阶段的重要增长点，目前已经在苏州等地进行试点，将片仔癀品牌优势转化为产业规模。

◆**盈利预测与评级：**维持预计 19-21 年 EPS 至 2.31/2.86/3.55 元，分别同比增长 22%/24%/24%，现价对应 19-21 年 PE 为 43/35/28 倍。片仔癀的国家“双绝”配方、稀缺资源属性、品牌知名度等优势，构成公司天然“护城河”，长期发展空间广阔，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**经济下行对产品推广构成影响；“一核两翼”进展低于预期。

表 13：2018-2019Q3 片仔癀各单季度各板块收入拆分

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
片仔癀系列收入 (亿元)	5.46	4.55	4.15	3.74	6.34	5.22	5.96
单季同比增速 (%)	53.29%	30.00%	7.51%	25.50%	16.12%	15%	44%
累计同比增速 (%)	53.29%	45.95%	32.40%	32.07%	16.12%	15.48%	23.73%
环比增速 (%)	83%	35%	-9%	-10%	70%	-18%	14%
医药工业收入 (亿元)	5.63	4.74	4.37	9.64	6.5	5.42	6.15
单季同比增速 (%)	48.15%	33.15%	6.33%	31.51%	15.45%	14.35%	40.73%
累计同比增速 (%)	48.15%	40.79%	28.49%	29.68%	15.45%	14.95%	22.59%
药品流通收入 (亿元)	5.59	5.76	6.11	6.08	6.66	7.21	6.81
单季同比增速 (%)	33.57%	34.89%	23.68%	7.61%	19.14%	25%	11%
累计同比增速 (%)	33.57%	34.97%	30.79%	23.89%	19.14%	22%	18%
日用品、化妆品收入 (万元)	9395	12214	12231	15925	16183	14123	14,750
单季同比增速 (%)	62.96%	15.90%	50.07%	118.03%	72.25%	16%	21%
累计同比增速 (%)	62.96%	32.54%	38.39%	56.71%	72.25%	40%	33%
食品销售 (万元)	224	727	494	-97	253	198.07	268
单季同比增速 (%)	52.24%	246%	126%	-114%	13%	-73%	-46%
累计同比增速 (%)	52.24%	144%	138%	3.22%	12.95%	-53%	-50%
总收入 (亿元)	12.22	11.82	11.82	11.80	14.84	14.10	14.47
单季同比增速 (%)	42.06%	32.40%	19.17%	21.77%	21.45%	19.33%	22.44%
海外收入 (万元) (测算)	4904	13,440	7,737	5,527	10,818	8,993	8,436
片仔癀国内收入 (万元) (测算)	49,696	32,060	33,763	31,873	52,582	43,207	51,164

资料来源：片仔癀公司公告、光大证券研究所测算

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,714	4,766	5,735	6,944	8,424
营业收入增长率	60.85%	28.33%	20.32%	21.09%	21.31%
净利润 (百万元)	807	1,143	1,396	1,726	2,139
净利润增长率	50.53%	41.62%	22.17%	23.62%	23.92%
EPS (元)	1.34	1.89	2.31	2.86	3.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.51%	22.78%	23.08%	23.61%	24.10%

P/E	74	52	43	35	28
P/B	16.3	13.4	11.1	9.2	7.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.4、欧普康视（300595.SZ）：畅享近视防控新蓝海

◆**营收保持 40%+快速增长，暑假 OK 镜销售超预期。**单季度来看，3Q19 实现 2.23 亿元，同比增 42.3%，保持 40%以上快速增长，显示暑假 OK 镜及并表收入销售超预期，我们认为主要是公司渠道建设开始见效、青少年近视防控政策落地利好以及渠道并表等多重因素影响。总体而言，公司营收保持强劲增长的同时，3Q19 毛利率继续同比提升 1.0pp，预计直营渠道占比仍在提高。

◆**期间费用率提升较快，属直营渠道建设期的正常表现。**3Q19 销售费用率达 15.5%，同比提升 2.5pp，主要是 OK 镜直营占比提高后，销售费用从经销商转入公司内部。3Q19 管理费用率达 7.6%，同比提升 0.5pp，主要是新设渠道前期装修费、办公费以及人员薪酬投入所致。公司研发费用、财务费用基本持平，另有部分理财收益影响，总体来说利润增速低于收入增速是直营占比提升的正常现象，直营渠道成熟后收入和利润增速将进入正常状态。另外公司经营性现金流明显好转，显示公司销售回款表现较好，渠道议价能力提升。

◆**护理液转入自产替代，有望新增净利润。**19H1 公司护理产品毛利率仅 38.6%，营业成本达到 2771 万元，远高于公司自主生产的 OK 镜的成本(1342 万)。若公司配套销售的护理液能全部使用公司自主生产的护理液进行替代，假设毛利率为 80%，仅 19H1 即可节约营业成本 1869 万元。按此前我们预计 19 年公司护理液产品总销售 1.04 亿元计，若可完全自主生产，19 年全年可减少营业成本约 4000 万元，大致税后利润可增加 3000 万元，对 19 年净利润可新增约 10%的贡献。若自产护理液 20/21 年逐步全替代，将贡献 6%左右年化利润增速增量。

◆**盈利预测与评级：**维持 19~21 年 EPS 预测为 0.75/1.06/1.48 元，现价对应 19~21 年 PE 为 64/45/32 倍。公司 OK 镜暑期销售强劲，奠定全年高增长基调。公司继续加快向眼视光终端服务转型，核心竞争力继续强化，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**主营业务单一；竞争加剧致违规推广风险；上游供应商集中。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	312	458	665	899	1,199
营业收入增长率	32.60%	47.10%	44.96%	35.34%	33.28%
净利润（百万元）	151	216	304	428	597
净利润增长率	32.29%	43.34%	40.58%	40.89%	39.38%
EPS（元）	0.37	0.54	0.75	1.06	1.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.74%	21.12%	23.17%	25.27%	26.79%
P/E	128	89	64	45	32
P/B	24.0	18.8	14.7	11.4	8.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.5、云南白药（000538.SZ）：混改后开启新征程

◆**19Q3 收入与净利润呈现显著拐点。**Q3 单季度实现收入 77.48 亿元，同比+13%，扣非净利润 12.01 亿元，同比+17.78%，净经营性现金流同比大幅增长 500%。继中报业绩下滑之后，重拾两位数以上增长，且现金流状况恢复正常。公司 Q1/Q2/Q3 单季度收入增速分别为 10%/1.7%/13.4%；扣非归母净利润增速分别为 8.5%/-47%/18%，Q3 收入与利润呈现显著拐点。伴随重大资产重组、董事会换届以及回购等一系列事项实施完毕，公司有望重整旗鼓，业绩恢复至两位数以上增长。

◆**药品恢复增长最明显，健康品也显著好转。**药品板块 Q3 单季度实现收入 14.58 亿元，同比大幅增长 27%，净利润约 3.43 亿元，同比大幅增长约 22%。我们预计白药中央产品经过较长时间去库存，目前库存已经达到较低水平，Q3 开始恢复正常发货并重新补库存。健康品板块推算 Q3 单季度增幅 30% 左右，大幅改善。按照牙膏市场整体 8% 左右增速看，我们预计随着牙膏分销渠道下沉、市占率提升（目前国内市占率已达第一），以及面膜洗发水等新品类资源投入加大，健康品板块 Q4 或明年有望持续两位数增长。

◆**香港万隆和中国抗体两项投资是完成混改和股权激励后，公司新的成长点和国际化的开端。**公司过去两年相继完成了混改、管理层薪酬改革、董监高换届，以及近期激励基金+员工持股的组合激励方案落地，标志公司将有动力扬帆起航，重新出发。香港万隆和中国抗体两项投资是完成混改和股权激励后，公司新的成长点和国际化的开端。作为传统药企转型创新的代表，未来有望在骨科医院、骨伤科和妇科专利药领域出现更多的外部合作和外延拓展。

◆**盈利预测与评级：**维持 19-21 年 EPS 为 3.11/3.57/4.09 元的预测，对应 19-21 年 PE 为 28/24/21 倍。公司长期战略目标宏伟，员工激励完成后将加速推进外延，未来前景广阔，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**新产品推广进度低于预期，外延并购低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,315	26,708	29,048	32,276	36,562
营业收入增长率	8.50%	9.84%	8.76%	11.11%	13.28%
净利润（百万元）	3,145	3,307	3,974	4,556	5,226
净利润增长率	7.71%	5.14%	20.17%	14.65%	14.71%
EPS（元）	2.46	2.59	3.11	3.57	4.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.44%	16.72%	18.33%	18.79%	19.22%
P/E	35	33	28	24	21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.6、康泰生物（300601.SZ）：初具雏形的疫苗龙头，重磅品种集中上市

◆**疫苗龙头企业之一，国内最大的乙肝疫苗生产企业。**公司成立于 1988 年，是深圳市首批高新技术企业之一，现有默沙东引进的重组乙型肝炎疫苗，已

成为我国最大的乙肝疫苗生产企业。在售产品包括乙肝疫苗、Hib 疫苗、麻风二联苗、百白破-hib 四联苗，另外 23 价肺炎球菌多糖疫苗 2019 年新上市。

◆走出行业风险事件影响，下半年四联苗批签发恢复良好。后“长生”事件后行业监管政策收紧，导致 19 上半年公司四联苗批签发量下降，H1 收入下滑 24%。但季报出现恢复，19Q3 单季度实现收入 5.87 亿元（+35%），扣非净利润 1.7 亿元（+99%）。收入端增长主要得益于核心产品四联苗 Q3 批签发恢复良好，前三季度批签发 215 万支，其中 7~9 月批签发 161 万支，相比去年 Q3 略有增长，预计前三季度实现收入 8~9 亿元。今年在默沙东五联苗、百白破疫苗、三联苗均供应紧张的情况下，公司四联苗销售形势良好，全年有望实现销售 450 万支左右，同比增长约 7%。另外 23 价肺炎疫苗于 8 月获得批签发 89 万支，预计贡献了一定收入增量。

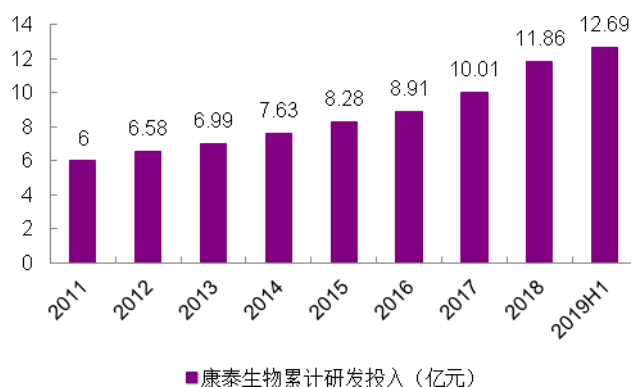
◆公司在疫苗行业深耕多年，过去十年累计投入研发 10 亿元以上，是目前国内研发储备最为丰富的疫苗企业。公司研管线包括人二倍体狂犬疫苗、13 价和 23 价肺炎多糖结合疫苗等近期即将上市的重磅品种。其中，人二倍体狂犬疫苗有望于 2019 年上市，是对目前以 Vero 细胞为主的狂犬疫苗的升级产品；13 价肺炎多糖结合疫苗目前是辉瑞的重磅产品，目前只有沃森和康泰两家结束 3 期临床临近上市，将是国产 13 价肺炎疫苗的第一梯队。此外，在研品种中 EV71 疫苗上市时间较短，且无国外厂商，国内生产厂商分别为中国医科院、武汉所和科兴生物，医科院的 EV71 疫苗上市仅上市一年就卖出 20 亿元以上销售额，该品种市场潜力巨大。60μg 乙肝疫苗及新型佐剂乙肝疫苗皆为治疗性乙肝疫苗，目前国内仅有复旦大学/北京所的乙克和解放军第 458 医院/广药集团的治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗正在开展临床，暂无上市产品，公司有望占据一席之地。另外，公司正在进行 60μg 鼻腔喷雾型乙肝疫苗的临床前研究，此种剂型有助于减轻患者痛苦，增强依从性。

表 14：康泰生物主要产品

产品	用途	主要生产厂商
重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）	10μg	康泰生物、北京北生研、GSK
	20μg	
	60μg	康泰生物
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	用于预防 b 型流感嗜血杆菌引起的儿童感染性疾病，如肺炎、脑膜炎、败血症、蜂窝组织炎、会咽炎、关节炎等疾病	康泰生物、智飞生物、兰州所、成都欧林、成都所、赛诺菲巴斯德
麻疹风疹联合减毒活疫苗	用于同时预防麻疹病毒和风疹病毒感染	康泰生物、北京北生研
无细胞百白破 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	用于 3 月龄以上婴儿同时预防百日咳杆菌、白喉杆菌、破伤风梭状芽孢杆菌和 b 型流感嗜血杆菌引起的多种疾病	康泰生物

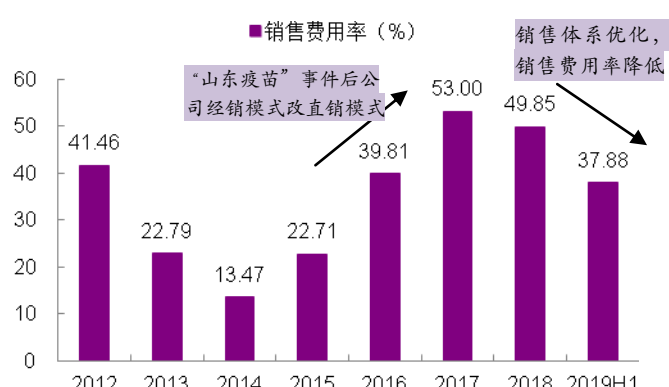
资料来源：康泰生物公司公告，光大证券研究所

图 28: 2011 年至今康泰生物累计研发投入情况 (亿元)



资料来源: 康泰生物公司公告, 光大证券研究所

图 29: 2017 年之后康泰生物销售费用率呈现降低 (%)



资料来源: 康泰生物公司公告, 光大证券研究所

表 15: 康泰生物产品研发情况

药品名称	功能主治	注册阶段	当前进展情况
23 价肺炎球菌多糖疫苗	预防由本疫苗包含的 23 种肺炎球菌血清型引起的肺炎、脑膜炎、中耳炎和菌血症等疾病	已上市	已上市
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	预防 A 群、C 群、Y 群及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	已报产	审评中
吸附无细胞百白破联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风。	已报产	正处于生产现场核查阶段
冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的侵袭性感染 (包括脑膜炎、肺炎、败血症、蜂窝组织炎、关节炎、会厌炎等)	已报产	审评中
MCV4 脑膜炎球菌多糖疫苗	预防 A 群、C 群、Y 群及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
甲型肝炎灭活疫苗	预防甲型肝炎	已完成 III 期临床研究现场工作	已完成 III 期临床研究现场工作
重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)	预防乙型肝炎	正处于临床研究阶段	临床进行中
13 价肺炎球菌结合疫苗	预防由 1、3、4、5、6A、6B、7F、9V、14、18C、19A、19F 和 23F13 个血清型肺炎球菌引起的侵袭性感染	获得 III 期临床研究总结报告	准备申请注册批件
口服重组 B 亚单位双价 O1/O139 霍乱疫苗	预防霍乱弧菌血清型 O1 或 O139 血清型引起的疾病	已获批临床	临床准备中
冻干水痘减毒活疫苗	预防水痘	已获批临床	临床准备中
冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)	预防狂犬病	处于临床研究总结阶段	完成 III 期临床试验数据揭盲工作
吸附无细胞百白破冻干 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风和 b 型流感嗜血杆菌引起的侵袭性疾病	已获批临床	临床准备中
吸附无细胞百 (组分) 白破联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风	已获批临床	临床准备中
重组肠道病毒 71 型疫苗 (汉逊酵母)	预防由 EV71 病毒引起的手足口病	正处于临床研究阶段	临床进行中
重组人乳头瘤病毒疫苗 (HPV)	预防由人乳头瘤病毒引起的宫颈癌	临床前研究阶段	临床前研究
60µg 鼻腔喷雾型乙型肝炎疫苗	预防乙型肝炎	临床前研究阶段	临床前研究
冻干腮腺炎减毒活疫苗	预防流行性腮腺炎	临床前研究阶段	临床前研究
单纯疱疹病毒基因工程疫苗	预防带状疱疹	临床前研究阶段	临床前研究
重组 B 群脑膜炎球菌疫苗	预防由 B 群脑膜炎奈瑟菌引起的流行性脑脊髓膜炎	临床前研究阶段	临床前研究
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质	预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎和 b 型	临床前研究阶段	临床前研究

	炎和 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	流感嗜血杆菌引起的侵入性感染		
合作研发项目	60μg 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）	治疗乙型肝炎	已撤回药品注册批件申请	临床数据自查中
	新型佐剂乙肝疫苗	治疗和预防乙型肝炎	临床前研究阶段	临床前研究
技术许可项目	冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）	预防狂犬病	已获批上市	已上市
	Sabin 林脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）	预防由脊髓灰质炎 I 型、II 型和 III 型病毒感染导致的脊髓灰质炎	正处于临床研究阶段	临床进行中
	麻腮风联合减毒活疫苗	用于预防麻疹、腮腺炎和风疹	临床前研究阶段	临床前研究
	麻腮风水痘联合减毒活疫苗	用于预防麻疹、腮腺炎、风疹和水痘	临床前研究阶段	临床前研究
专利许可项目	五价口服轮状病毒活疫苗	预防 1 型、2 型、3 型、4 型、9 型轮状病毒引起的腹泻	临床前研究阶段	临床前研究

资料来源：康泰生物公司公告，光大证券研究所

◆**盈利预测与估值**：公司是国内研发管线最为丰富的疫苗企业。四联苗稳步增长，19-21 年将有 23 价肺炎疫苗、二倍体狂苗、13 价肺炎疫苗、IPV 疫苗等重磅新品陆续上市。公司销售费用率仍处于行业偏高水平，预计销售结构优化后续费用率有下降空间。维持 19-21 年 EPS 为 0.87/1.17/2.07 元的预测，分别同比增长 27%/35%/76%。现价对应 19-21 年 PE 为 89/66/37 倍。考虑到重磅品种即将陆续上市，未来三年业绩有望逐年提速，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：新品种获批进度或销售低于预期；行业监管政策调整的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,161.18	2,016.90	2,267.79	3,126.15	4,565.31
营业收入增长率	110.38%	73.69%	12.44%	37.85%	46.04%
净利润（百万元）	214.70	435.69	552.37	748.41	1,319.30
净利润增长率	149.04%	102.92%	26.78%	35.49%	76.28%
EPS（元）	0.34	0.68	0.87	1.17	2.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.05%	23.77%	23.29%	25.34%	32.59%
P/E	228	114	89	66	37
P/B	39.0	22.8	17.6	14.1	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.7、安图生物（603658.SH）：发光龙头，平台初现

◆**立足研发，锐意进取，成就化学发光国产龙头**。经过 20 年潜心钻研，公司成为国内唯一有实力在化学发光“正面战场”和外资品牌竞争的企业。同时，在提高化学发光业务综合竞争力的过程中，自然衍生出生化、流水线、渠道等协同业务，“高端化+平台化”战略清晰且长远。

◆**平台效应显现，19Q3 再超预期**。公司 19Q1-3 实现收入 18.94 亿元、扣非净利润 5.20 亿元，分别同比增长 39.22%、31.32%。公司 19H1、Q3 收入分别同比增长 39%、40%，归母净利润分别同比增长 30%、32%，在 19Q3 研发费用同比增长高达 63% 情况下，利润增速仍有提速。具体业务角度来看，推测 19Q1-3 磁微粒试剂保持 45% 以上增长，单机产出继续提升，新增装机超 700 台，其中 40% 在三级医院。同时，IVD 其他产品继续较高增长，生化

试剂收入增长近 40%，生化仪器收入增长约 20%，微生物试剂收入增长超 20%；检验科共建业务贡献收入近 2 亿；代理的九项呼吸道产品收入增长接近 30%；公司流水线装机约 10 条；质谱仪销售约 40 台。

◆**化学发光：唯一有能力和外资全面对抗的国产品牌。**化学发光满足医院检查技术升级等诉求，17 年行业规模约 200 亿，将保持 20% 以上高增长。外资品牌依靠主流项目和流水线占据 80% 以上的份额。公司凭借优质自产生物原材料和一流的流水线，成为唯一有能力和外资全面对抗的国产品牌。我们看好公司该业务受益于分级诊疗和进口替代，持续放量。估计 19Q1-3 公司化学发光试剂收入增长超 45%。

◆**流水线国内首家，抢滩 2500 家核心目标医院，平台价值显著。**公司成功发布国产首款流水线，抢占 IVD 行业制高点，将率先圈地众多试剂采购量不及外资门槛的 2500 家二级医院。我们认为流水线将是 IVD 行业下一阶段各大厂商竞争的核心战场，远期平台价值显著。截至 19 年 9 月，公司流水线已装机约 10 条。

◆**生化借渠道放量，初步验证安图平台价值。**生化仪和生化试剂业务在 17 年整合进公司之后迅速放量，均超额完成高额业绩承诺。我们认为，行业相对成熟的生化业务的高速增长，充分说明了公司依托免疫业务构建的渠道延伸价值，远期通过流水线构建起的检验科平台价值更加值得期待，生化业务借助现有渠道和远期流水线平台，将持续放量。

◆**盈利预测与投资评级：**公司化学发光业务持续高增长，远期空间大。我们维持 19-21 年 EPS 预测为 1.74/2.27/3.01 元，同比+30%/30%/33%，现价对应 19-21 年 PE 为 57/44/33 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**发光仪、流水线铺货低于预期；研发费用超预期；竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,400	1,930	2,690	3,700	4,878
营业收入增长率	42.84%	37.82%	39.43%	37.53%	31.83%
净利润（百万元）	447	563	731	953	1,265
净利润增长率	27.68%	25.98%	29.88%	30.46%	32.68%
EPS（元）	1.06	1.34	1.74	2.27	3.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.78%	29.17%	31.45%	32.92%	34.55%
P/E	93	74	57	44	33
P/B	24.9	21.5	17.9	14.3	11.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.8、通化东宝（600867.SH）：经营实质性好转，三代胰岛素获批将迎第二春

◆**前三季度表现业绩持平，但经营发生实质性好转。**19Q1~3 表现利润增速持平，但经营性净现金流+32.48%，前期销售回款情况良好，收益现金含量继续提升。应收账款回落至 6.0 亿元，净营业周期保持稳定，整体营运状态稳健向上。存货周转天数和净营业周期较 Q2 出现下降，经营已实质性好转。

◆持续聚焦主业，胰岛素恢复稳定增长，慢病平台扭亏为盈。19H1 二代胰岛素收入占比 81.29%，恢复稳健增长；器械板块稳健增长、慢病平台扭亏为盈；房地产业务占比下降，营收结构聚焦糖尿病主业。

◆甘精胰岛素即将上市，糖尿病药物集群规模渐显。甘精胰岛素有望在 2019 年底前获批；门冬胰岛素、磷酸西格列汀片、西格列汀二甲双胍片已提交上市申请；门冬胰岛素 30、门冬胰岛素 50、利拉鲁肽、曲格列汀、瑞格列奈、瑞格列奈二甲双胍陆续开展临床或 BE；地特和赖脯胰岛素系列处于临床筹备阶段；四代胰岛素、度拉糖肽、恩格列净处于临床前阶段。

◆盈利预测、估值与评级：公司胰岛素基层市场龙头地位稳固，二代胰岛素仍能稳健增长，三代即将上市接力发展，并积极引进重磅胰岛素升级产品，糖尿病治疗药物管线持续丰富。公司远期有望成为“慢病管理+血糖监测+药物治疗”三位一体的糖尿病管理大平台企业。维持 2019-2021 年 EPS 为 0.48/0.57/0.69 元的预测，同比增长 15/19/22%，现价对应 19~21 年 PE 为 25/21/17 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：胰岛素厂家增多竞争加剧的风险；新产品研发、申报进度不达预期的风险；口服胰岛素研发成功对注射剂形成竞争的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,545	2,693	2,792	3,186	3,742
营业收入增长率	24.75%	5.80%	3.67%	14.14%	17.44%
净利润（百万元）	837	839	968	1,149	1,403
净利润增长率	30.52%	0.25%	15.38%	18.79%	22.05%
EPS（元）	0.41	0.41	0.48	0.57	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.48%	17.75%	18.31%	19.15%	20.35%
P/E	29	29	25	21	17
P/B	5.4	5.2	4.6	4.1	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

表 16：通化东宝生物药研发进展（截至 2019.11）

阶段	药物分类	名称
上市申请	胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液
		门冬胰岛素注射液
III 期	胰岛素类似物	门冬胰岛素 50 注射液
		门冬胰岛素 30 注射液
	GLP-1	利拉鲁肽注射液
	单抗	阿达木单抗注射液
批准临床	胰岛素类似物	地特胰岛素注射液
		精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）
		精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（50R）
临床前	胰岛素类似物	重组赖脯胰岛素注射液
		超速效型胰岛素类似物（THDB0206）
		胰岛素基础餐时组合（THDB0207）
	GLP-1	度拉糖肽注射液

资料来源：通化东宝公司公告、CDE、光大证券研究所

表 17：通化东宝化学药研发进展（截至 2019.11）

阶段	药物分类	名称
上市申请	DPP-4	磷酸西格列汀片
	DPP-4/二甲双胍复方制剂	西格列汀二甲双胍片
生物等效性试验	格列奈类	瑞格列奈片
批准临床	瑞格列奈/二甲双胍复方制剂	瑞格列奈二甲双胍片
	DPP-4	琥珀酸曲格列汀片
临床前	DPP-4	维格列汀片
	SGLT-2	恩格列净
	GLP-1	口服 GLP-1 类似物

资料来源：通化东宝公司公告、CDE、光大证券研究所

5.9、恒瑞医药（600276.SH）：创新大平台价值持续变现

◆ **创新药放量驱动业绩逐季加速，研发投入大幅加码。**公司 Q1~3 单季实现营收 49.67/50.59/69.19 亿元，同比+28.77%/29.61%/47.27%；归母净利润 11.93/12.20/13.22 亿元，同比+25.61%/27.03%/31.96%。业绩逐季提速明显，预计主要是卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、紫杉醇（白蛋白结合型）等创新药和碘克沙醇等高端仿制药的迅速放量。利润增速低于收入增速主要是公司持续大力投入研发，前三季度累计研发费用 28.99 亿元，研发费用率提升至 17.11%，单季研发投入分别达到 6.62/8.22/14.15 亿元，研发费用率 13.32%/16.26%/20.46%，Q3 研发费用同比增速达到 90.93%。主要是由于公司临床研发管线庞大，推进至后期的项目逐步增多，因此研发投入力度持续加大。公司研发投入占营收的比例已经与国际一流药企看齐，逐渐转型为创新驱动的制药龙头。

◆ **研发投入持续兑现，创新驱动业绩加速。**截至目前，公司已有艾瑞昔布、阿帕替尼、吡咯替尼、19K、卡瑞利珠单抗五个创新药和紫杉醇（白蛋白结合型）等高端仿制药获批上市。预计卡瑞利珠单抗 2019 年有望贡献 8 亿元左右收入，吡咯替尼 10 亿左右、白紫接近 15 亿元，公司整体收入增速有望接近 40%，进入创新驱动业绩加速增长的阶段。

◆ **从国内创新到全球创新，平台价值持续变现。**除内生研发外，公司也逐步拓展全球创新的布局，“引进来”与“走出去”相结合，截至目前已经达成的国际合作包括

- 1) license-in: 公司引进了溶瘤腺病毒 OBP-301、选择性真菌 CYP51 抑制剂 VT-1161、干眼症药物 CycIASol 和 NOV03 的权益，将搭载国内强大的销售队伍实现迅速放量，充分赋能销售平台；
- 2) license-out: 对外授权 JAK1 抑制剂 (SHR0302) 和 BTK 抑制剂 SHR1459、SHR1266（美国代号 TG-1701、TG-1702）的海外权益，实现内生创新成果在海外的价值变现，研发投入的产出最大化。

◆ **盈利预测、投资评级和估值：**公司是中国创新药龙头企业，重磅品种正陆续获批上市、放量，同时创新药在研产品管线丰富，长期空间大。维持 19-21 年 EPS 预测为 1.20/1.53/2.02 元，同比增长 30%/28%/32%，现价对应 19-21 年 PE 为 70/55/42 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,836	17,418	24,081	30,855	38,555
营业收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润（百万元）	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EPS（元）	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
P/E	115	91	70	55	42
P/B	24.1	18.8	15.2	12.1	9.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月02日

表 18：恒瑞医药进入临床 III 期之后的创新药研发管线（截至 2019.11）

阶段	治疗领域	药物类型	通用名	联用	适应症	治疗地位	靶点	地区
上市	镇痛消炎	COX2 抑制剂	艾瑞昔布	NA	缓解骨关节炎的疼痛	NA	COX2	中国
	肿瘤	EGFR/ERBB2 抑制剂	吡咯替尼	卡培他滨	HER2 阳性乳腺癌	2 线	HER2	中国
		VEGFR 抑制剂	阿帕替尼	NA	晚期胃或胃食管结合部腺癌	3 线	VEGFR	中国
			单抗	卡瑞利珠单抗	NA	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 (cHL)	3 线	PD-1
NDA	麻醉镇静	GABA 受体激动剂	甲苯磺酸瑞马唑仑	NA	择期手术中的全身麻醉	NA	GABAa 受体	中国
		PARP 抑制剂	氟唑帕利	NA	复发性卵巢癌	3 线	PARP	中国
	肿瘤	单抗	卡瑞利珠单抗	NA	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	PD-1	中国
			卡瑞利珠单抗	NA	晚期或转移性食管鳞癌	2 线	PD-1	中国
			培美曲塞+卡铂	EGFR-/ALK-晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	PD-1	中国	
代谢疾病	DPP4 抑制剂	瑞格列汀	NA	饮食和运动后血糖控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	1 线	DPP4	中国	
			二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	2 线	DPP4	中国	
	SGLT-2 抑制剂	恒格列净	NA	单纯饮食运动控制不佳的 2 型糖尿病	1 线	SGLT-2	中国	
			二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病	2 线	SGLT-2	中国	
III 期	麻醉镇静	GABA 受体激动剂	瑞马唑仑	NA	胃镜诊疗镇静	NA	GABAa 受体	中国
				NA	结肠镜诊疗镇静	NA	GABAa 受体	中国
	心血管	小分子 TPO	海曲泊帕乙醇胺	NA	原发性免疫性血小板减少症 (ITP)	2 线	TPO	中国
				标准免疫抑制治疗	重型再生障碍性贫血	NA	TPO	中国
				NA	恶性肿瘤化疗所致血小板减少症	NA	TPO	中国
	肿瘤	CDK 抑制剂	SHR6390	氟维司群	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	2 线	CDK4/6	中国
				芳香化酶抑制剂	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	1 线	CDK4/6	中国
EGFR/ERBB2 抑				吡咯替尼	曲妥珠单抗+	HER2 阳性早期或局部晚期乳	新辅助治	HER2

制剂		多西他赛	腺癌	疗			
		曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性复发/转移性乳腺癌	1 线	HER2	中国	
		NA	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	延长辅助治疗	HER2	中国	
VEGFR 抑制剂	阿帕替	NA	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	VEGFR	中国	
		NA	晚期 EGFR 野生型非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	3 线	VEGFR	中国	
		NA	晚期肝内胆管细胞癌	2 线	VEGFR	中国	
		伊立替康	复发性小细胞肺癌 (SCLC)	2 线	VEGFR	中国	
		依托泊苷	复发性卵巢癌	2 线及以上	VEGFR	中国	
雌激素受体抑制剂	SHR3680	NA	激素敏感性前列腺癌 (HSPC)	2 线	雌激素受体	中国	
单抗	卡瑞利珠单抗	卡铂+紫杉醇	IV 期鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	PD-1	中国	
		吉西他滨+顺铂	局部晚期复发或转移鼻咽癌	1 线	PD-1	中国	
		紫杉醇+顺铂	不可切除的局部晚期/复发或远处转移的食管鳞癌	1 线	PD-1	中国	
		FOLFOX4	晚期肝细胞癌 (HCC)	1 线	PD-1	中国	
		阿帕替尼	晚期肝细胞癌 (HCC)	1 线	PD-1	国际多中心	
	SHR-1316	卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌	1 线	PD-L1	中国	
单抗类似药	贝伐珠单抗 (BP102)	NA	非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	VEGF	中国	
多靶点络氨酸激酶抑制剂	苹果酸法米替尼	NA	晚期结直肠腺癌	3 线	PDGFR、VEGFR、FGF、c-Src、Flt3、c-Kit、KDR、Flt1、Ret 激酶受体	中国	
自身免疫疾病	URATI 抑制剂	SHR4640	NA	原发性痛风伴高尿酸血症	NA	URATI	中国

资料来源：CDE、光大证券研究所

5.10、中国生物制药 (1177.HK)：抗肿瘤板块研发标杆

◆**新产品推动抗肿瘤线快速增长。**抗肿瘤产品收入快速增长、占比逐季提升，前三季度已达 42 亿元 (+83.3%)，占收入 21.8%。安罗替尼全年收入有望接近 30 亿元，随着谈判进入医保乙类目录、更多适应症获批，将成为公司抗肿瘤条线最重磅品种及最大单品。其他产品布局全面，雷替曲塞、达沙替尼、卡培他滨收入同比+39.9%、+47.6%、+29.8%。新产品中硼替佐米与来那度胺开始放量并有望受益于 19 年新医保目录调整，推动肿瘤线产品持续快速增长。

◆**肝病与镇痛产品增长疲软、心脑血管产品稳健增长。**前三季度肝病产品实现收入 49.7 亿元 (-0.7%)，占收入 25.7%，增长乏力；其中恩替卡韦系列产品中润众收入 23 亿元 (-9.2%，Q3 单季同比-12.1%)。镇痛产品实现收入 16.5 亿元(+0.8%)；其中氟比洛芬酯注射液凯纷收入 9.2 亿元(-33.3%，Q3 单季同比-33.1%)。心脑血管产品实现收入 25.0 亿元，占收入 13.5%，厄贝沙坦/氢氯噻嗪片、瑞舒伐他汀钙量增价减，同比分别增长 20.8%和

23.6%。肝病与心脑血管线上述产品受带量采购扩面的影响仍在，但收入占比已随新产品上市大幅下降。

◆**研发标杆，进入新一轮收获期。**公司是国内医药行业研发标杆，前三季度研发投入就达到 20.5 亿元（+20.4%），占总收入 10.6%。在研产品 471 件（约有 40 个处于报产阶段，PD-1 单抗、阿达木单抗、重组凝血八因子、布地奈德等重磅大品种有望于 19~20 年上市）。公司创仿并重的战略成效显著，潜力品种众多，预计 19~21 年每年有望上市超 10 个新产品。

◆**盈利预测与评级：**近年来新获批品种有望受益医保目录调整快速放量，后续新产品上市梯队有序，维持公司 19-21 年预测 EPS 为 0.26/0.29/0.33 元，同比增长-64.1%/12.7%/13.8%，现价对应 19~21 年 PE 为 35/31/27 倍。公司质地优秀，是国内医药行业研发标杆，研发进入新一轮收获期，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**药品带量采购风险，招标价格压力，审批政策风险。

业绩预测和估值指标

指标（人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	14,819	20,889	24,299	27,496	30,884
营业收入增长率	9.4%	41.0%	16.3%	13.2%	12.3%
净利润（百万）	2,171	9,046	3,248	3,661	4,165
净利润增长率	32.6%	316.7%	-64.1%	12.7%	13.8%
EPS（元）	0.29	0.73	0.26	0.29	0.33
P/E	31	12	35	31	27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.11、迈瑞医疗（300760.SZ）：器械龙头，强者恒强

◆**平台化、高端化、全球化的医疗器械龙头。**迈瑞成立于 1991 年，成立之初就专注于医疗器械的研发、生产和销售。在 28 年的发展历史中，迈瑞持续进行三个维度的拓展：平台化、高端化、全球化。目前，迈瑞已经布局了生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大类产品，在境外地区的超过 30 个国家设有 39 家子公司。18 年，迈瑞收入和归母净利润分别达到 138 和 37 亿，同比增速分别为 23%和 44%。其中海外市场贡献了 43%的收入。19Q1-3 公司实现收入 123.79 亿、归母净利润 36.23 亿，分别同比增长 20%和 27%，继续保持稳健增长。

◆**医疗器械强者恒强，迈瑞龙头地位稳固。**医疗器械行业的强者恒强趋势明显，主要在于两方面原因：**1) 供应商依赖：**医疗设备相比于药品，更加依赖上游元器件供应商。换言之，在上游元器件合格的情况下，某类医疗设备的低端产品壁垒不高。对于医疗器械的优势企业可以较容易地推出新产品的低端型号。传统业务提供现金流，再大力研发投入进行有针对性的技术攻关，或者收购，该优势企业就有较大概率在新产品中进入国内第一梯队。**2) 分散集采招标：**医疗器械招标不同于药品，其招采权主要是以医院为单位。具备打包供应能力的医疗器械厂商具有明显的优势。迈瑞目前的产品线集中于医院的手术室、检验科、影像科，协同效应显著。

◆**充分受益器械下沉+进口替代。**2014 年以来，中国医学装备协会共组织过 5 批优秀国产医疗器械遴选工作，入选品种在各地基层医院的招采中可享受倾斜。迈瑞的血球分析仪、生化仪、超声、麻醉剂、呼吸机、化学发光仪等

主力产品均入选。三级医院仍占据一半以上市场，目前主要由外资占据。公司 19Q1-3 年研发费用 10.84 亿，同比增长 12%，在内资上市公司中优势明显，正逐步实现技术突破，进口替代正当时，如监护仪（N 系列）、超声（昆仑系列）、血液分析（太行系列）、化学发光、检验流水线等。

◆**盈利预测与投资评级：**公司作为完成全球化布局的医疗器械龙头，高端化、平台化稳步推进，地位十分稳固，远期空间大。我们维持 19-21 年 EPS 预测为 3.86/4.68/5.77 元，分别同比+26%/21%/23%，对应 19-21 年 PE 为 47/39/31 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**贸易摩擦风险；汇率波动风险；产品放量低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,174	13,753	16,576	20,107	24,556
营业收入增长率	23.72%	23.09%	20.52%	21.31%	22.12%
净利润（百万元）	2,589	3,719	4,688	5,686	7,010
净利润增长率	61.78%	43.65%	26.05%	21.28%	23.29%
EPS（元）	2.13	3.06	3.86	4.68	5.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	39.11%	24.54%	25.16%	24.82%	24.85%
P/E	85	59	47	39	31
P/B	33.1	14.5	11.8	9.6	7.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.12、威高股份（1066.HK）：稳健增长的耗材龙头

◆**通用耗材增长稳健，高附加值产品占比提升。**公司耗材业务增长稳健，上半年 1) 医疗器械业务收入 27 亿元 (+14.2%)，其中临床护理业务增长稳健，实现收入 20.7 亿元 (+10.5%)，创伤管理、医学检验业务快速增长。2) 药品包装业务收入 6.3 亿元 (+32.3%)，细分品类如预充式注射器与冲管注射器保持高速增长势头。3) 血液管理业务收入 2 亿元 (+17.3%)，公司凭借丰富的产品组合和广泛的医院渗透成为耗材高度分散市场中的领军者。预计医疗器械业务全年有望保持约 15% 较快增长，药品包装和血液管理业务有望维持快速增长。高附加值产品占比不断提升将拉动公司盈利水平不断改善。

◆**受益行业高景气度，骨科业务快速增长。**骨科业务上半年实现收 6.9 亿元 (+30.2%)，利润增长快于收入增速主要是由于骨科整体毛利率与销售费用率同比明显降低。公司是国内骨科产品全类别厂家。受益进口替代、老龄化加速、政策利好，骨科行业景气度较高，公司脊柱与创伤产品增长超过 20%，关节业务收入 1.3 亿元，同比增长超过 70%，实现快速发展。预计骨科 19 年全年仍有望维持快速增长。

◆**介入耗材成功扭亏，有望打开中国市场。**介入耗材上半年实现收入 7.1 亿元 (+18.7%)，成功实现扭亏。爱琅中国市场将成为未来主要增长领域之一，国内产品形成销售后将有力推动介入类耗材增长，有望带来盈利弹性。此外，爱琅的债务置换工作已接近尾声，预计首年有望节约财务费用达 1400 万美元，助推爱琅盈利快速释放。

◆**盈利预测与评级**：公司是国内医疗器械龙头，产品组合丰富、发展坚实，产品结构持续优化，维持 2019-2021 年的 EPS 至 0.43/0.51/0.60 元，同比增长 22.6%/18.1%/17.97%，对应 PE16/14/12x，维持目标价 9.67 港元，维持“买入”评级。

◆**风险提示**。高值耗材降价压力、低值耗材增长乏力、海外业务经营风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,293	8,809	10,331	12,039	14,035
营业收入增长率	-6.50%	39.99%	17.28%	16.54%	16.58%
调整净利润（百万元）	1,338	1,586	1,945	2,297	2,710
调整净利润增长率	20.94%	18.60%	22.61%	18.10%	17.97%
调整 EPS（元）	0.28	0.33	0.43	0.51	0.60
P/E	30	26	19	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.13、药明康德（603259.SH、2359.HK）：赋能平台，助力创新

◆**公司是国内医药产业中唯一在全球范围内竞争中走出来的第二大临床前 CRO 公司**。公司成立于 2000 年，凭借着国内成本和人力资源优势，公司大量承接外资药企的创新研发外包需求，在与全球临床前 CRO 公司的竞争中脱颖而出，逐步成长为全球第 8 大 CRO 公司，临床前业务规模为全球第二。目前，公司拥有遍布全球的 26 个研发基地/分支机构。公司 2018 年实现收入 96 亿、归母净利润 22.6 亿，分别同比增长 24%、84%。19Q1-3 收入 92.79 亿、归母净利润 17.65 亿，分别同比增长 34%和-8%，收入提速，归母净利润增速较低原因在于 2018 年公允价值变动收益较多。

◆**把握创新前沿，公司是内资药企转型创新的合作首选**。公司客户几乎涵盖了全球各大药企。大客户优势使得公司有机会较早接触到全球药品研发的前沿。国内医药产业正迎来大破大立，短期内，内资药企的创新药研发仍是以“me-too”类创新药为主，这使得公司成为内资药企转型创新的合作首选。国内客户占比逐年提升，从 2017 年的 20%提升到 2018 年的 25%。

◆**平台化布局协同效果显著，公司助力全球创新浪潮**。依托于 CRO 业务的延伸价值，公司正逐步构建了药物全生命周期的服务能力，目前已布局临床前 CRO、临床 CRO、CMO 等环节。具体来看，估计 19Q1-3 临床前 CRO 收入同比保持接近 25%增长；CMO 收入同比增长超 40%，预计药明提高合全的持股比例后，协同效应将强化，高增长将持续；临床 CRO 收入同比增长超 60%。另外，公司也在积极投资创业期公司，可以理解为融资服务。在研发分散化浪潮下，公司凭借融资服务、CRO、CMO 一站式服务能力，将为有创新需求的药企赋能，助力全球创新浪潮。

◆**盈利预测与投资评级**：作为医药外包平台型龙头，公司充分受益全球创新浪潮。我们维持公司 19-21 年 EPS 预测为 1.28/1.55/1.99 元，分别同比 -7%/+20%/+29%。A 股现价对应 19-21 年 PE 为 73/61/47 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 19-21 年 PE 为 65/54/42 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：企业研发投入不及预期；竞争加剧；新产能利用率不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,765	9,614	12,775	16,544	20,920
营业收入增长率	26.96%	23.80%	32.89%	29.50%	26.45%
净利润 (百万元)	1,227	2,261	2,101	2,531	3,265
净利润增长率	25.86%	84.22%	-7.07%	20.49%	28.99%
EPS (元)	0.75	1.38	1.28	1.55	1.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.35%	12.78%	10.83%	11.90%	13.75%
P/E (A股)	117	64	73	61	47
P/E (H股)	111	60	65	54	42

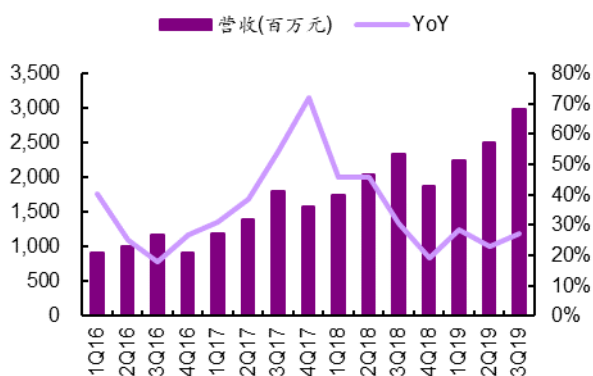
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 02 日, 汇率取“1 港币=0.8995 人民币”

5.14、爱尔眼科 (300015.SZ)：平台优势助力二次创业

◆单季度收入和利润增长均呈现加速态势，内在增长继续强劲。单季度来看，3Q19 公司实现营收 29.8 亿元，同比增 27.2%，扣非净利润 5.4 亿元，同比增 37.3%，均相比 2Q19 同比增速有所提速，考虑到公司历年来 Q3 均为旺季，收入和利润是最大的一个季度，我们认为 3Q19 业绩加速增长的含金量更高。从业务结构上看，由于 Q3 存在暑假的影响，视光业务和屈光业务均为旺季，且其毛利率也更高，因此我们判断 3Q19 收入和利润增长提速的主要原因是视光和屈光业务表现突出，特别是视光业务增长较快，推动公司整体盈利加速增长。另外，白内障业务虽收到医保报销政策调整影响，但公司积极推动术式升级，因此白内障盈利水平仍处于提升态势。从内生外延结构来看，公司 19Q1-3 及 18Q3-4 收购标的预计约贡献并表收入增速 5pp，即公司 19Q1-3 收入内生增速贡献约为 21pp，若剔除海外成熟市场影响，预计国内医院内生增速贡献在 25pp 以上。由于并表医院中仍有部分处于亏损状态，我们判断并表利润贡献低于收入贡献 (5pp)，则公司国内医院内生利润增速贡献明显超过 30pp，内生增长依然强劲，显示公司成熟医院强者恒强，次新医院在合伙人体系的激励下继续加速爬坡。

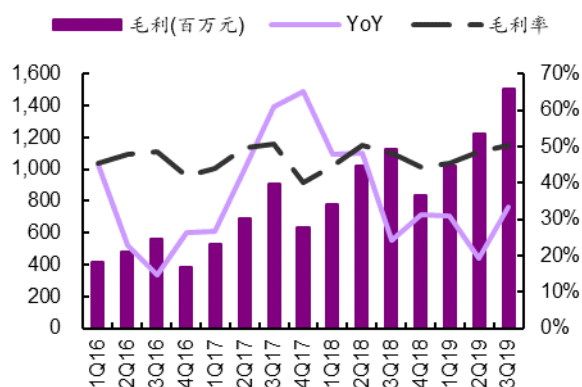
◆盈利能力持续提升，业务边界不断外延。3Q19 公司毛利率为 50.4%，同比提升 2.3pp，提升幅度较大，主要是公司视光业务快速增长、白内障/屈光业务高端化发展以及海外业务占比下降所致，另外公司规模不断扩大之下，无论是采购议价能力还是品牌溢价能力均持续提升，这样带来整体毛利率的提升。从期间费用率看，公司 3Q19 销售费用率为 11.1%，同比提升 2.5pp，主要是新推广的高端术式（如白内障“焕晶”）以及视光业务等占比提升有关。3Q19 管理费用率为 12.1%，同比下降 0.3pp，主要是公司继续强化内部管理以及并购相关的财务顾问支出减少有关。此外，公司业务边界也在不断外延，一方面是地域继续扩张，比如 19H1 已成功收购 11 家眼科医院，并已公告计划新注入并收购 28 家眼科医院，加强地级市布局，且公司拟要约收购 ISEC Healthcare Ltd.，计划进军东南亚市场；另一方面是不断强化视光中心布局，并与众生药业、莱美药业等眼科制药企业展开合作，引入优质的创新眼科药物，将公司眼科产业链强势地位进一步变现。

图 30: 爱尔眼科旺季 3Q19 收入增速提速



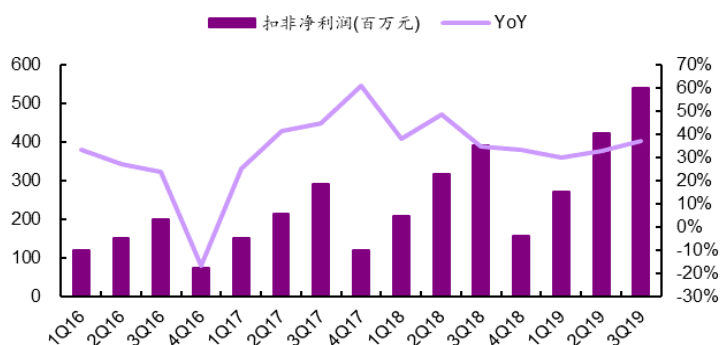
资料来源: 爱尔眼科财报, 光大证券研究所

图 31: 爱尔眼科旺季 3Q19 毛利率继续提升



资料来源: 爱尔眼科财报, 光大证券研究所

图 32: 爱尔眼科单季度扣非净利润增长逐季提速



资料来源: 爱尔眼科财报, 光大证券研究所

◆**加速眼科医院注入, 保持持续增长潜力。**19M10 公司公告将收购 28 家眼科医院, 其中隶属爱尔眼科产业基金 (爱尔中钰、爱尔安星、亮视交银) 的有 26 家, 多为地市级医院, 先由磐信投资、磐茂投资 (均为中信产业基金控股) 全资持有的天津中视信收购, 然后再由爱尔眼科对磐信投资、磐茂投资发行股份收购天津中视信, 既完成体外基金医院注入, 又顺利引入中信产业基金为战略投资者。本次公告收购的另外两家医院均为众生药业旗下资产, 主要由公司发行股份并支付现金的方式进行收购。以上具体收购对价及发行股份情况暂未披露。总体而言, 本次收购是公司自 2016 年底首次启动体外基金医院注入以来最大规模的一次资产注入, 目的也是确保将处于高速增长期和扭亏期前后的资产注入上市公司体内, 继续保持公司的持续快速增长潜力。

◆**业绩加速成长, 边界不断外延, 维持“买入”评级。**维持 19~21 年 EPS 预测为 0.44/0.59/0.78 元, 现价对应 19~21 年 PE 为 90/68/51 倍。公司业绩加速成长, 业务能力边界不断外延, 我们依然看好公司作为最佳复制性医疗股的成长价值, 维持公司“买入”评级。

◆**风险提示:** 并购项目整合不达预期; 白内障筛查政策继续收紧的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,963	8,009	10,031	12,890	16,438
营业收入增长率	49.06%	34.31%	25.25%	28.51%	27.52%
净利润 (百万元)	743	1,009	1,376	1,826	2,405
净利润增长率	33.19%	35.88%	36.39%	32.69%	31.74%
EPS (元)	0.24	0.33	0.44	0.59	0.78
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.24%	17.72%	20.87%	22.70%	24.82%
P/E	167	123	90	68	51
P/B	23.7	21.8	18.8	15.4	12.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 02 日

5.15、益丰药房 (603939.SH) : 稳健成长, 蓄力扩张

◆自建扩张保持稳定, 并购估值有所下调。3Q19 公司新建直营门店 132 家, 并购 103 家, 新增加盟店 79 家, 关闭门店 25 家。总体而言, 公司 3Q19 扩店节奏保持稳定, 重心仍在对 18 年并购标的的整合中。另外, 公司 3Q19 新增收购门店主要是基于高性价比的店面收购, 预计当年 PS 估值约为 0.5~0.6, 已经相比 18 年火热的并购估值呈现大幅下降。

◆收入增速有所放缓, 主要受上海医保及带量采购影响。3Q19 公司营收达 23.4 亿元, 同比增 40.0%, 相比 2Q19 和 1Q19 同比增 70.1%/66.7% 有所下滑, 一方面是上海医保政策收紧较多, 比如纳入限制性医保目录的部分偏消费属性的药品报销要求变严格; 另一方面是上海执行带量采购降价, 上海益丰的院边店因为价格倒挂出现了患者回流医院购药情况。总体来说, 以上影响均在积极应对调整中, 对营收的冲击依然可控。

◆期间费用率略有提高, 主要是为后续扩张蓄力。3Q19 公司毛利率为 40.8%, 同比提升 0.5pp, 主要是规模效应以及部分低毛利处方药销售放缓影响。3Q19 销售费用率为 27.4% (-1.5pp), 管理费用率为 5.1% (+1.6pp), 财务费用率 0.8% (+0.3pp), 总体期间费用率有所提升主要是新增股权激励费用、升级数字化管理系统、提前储备管理人员以及中介机构咨询费用增长带来的管理费用率提升。总体而言, 费用率提升主要是为后续加速扩张开店蓄力, 加上公司拟发行 15.8 亿元的可转债有助于补充运营和扩张资金, 未来成长仍可期。

◆业绩稳健成长, 蓄力未来扩张, 维持“买入”评级。维持 19~21 年 EPS 预测为 1.55/2.05/2.68 元, 现价对应 19~21 年 PE 为 48/37/29 倍。公司业绩继续保持稳健成长, 正蓄力以期未来加快扩张, 我们依然看好公司长期成长逻辑, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 新建和并购进度不达预期风险; 商誉减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,807	6,913	10,735	13,797	17,557
营业收入增长率	28.76%	43.79%	55.30%	28.52%	27.25%
净利润 (百万元)	314	416	586	776	1,016
净利润增长率	40.03%	32.83%	40.63%	32.50%	30.91%
EPS (元)	0.83	1.10	1.55	2.05	2.68

ROE (归属母公司) (摊薄)	9.90%	10.26%	13.36%	16.08%	18.20%
P/E	90	68	48	37	28
P/B	8.9	7.0	6.5	5.9	5.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 02 日

6、风险分析

1) 药品、耗材降价幅度超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施, 存在执行的范围、降价幅度继续超出预期的风险。

2) 药店渠道价格压力超预期

医院端药品逐步趋向带量采购价格, 将对院外药店的价格产生压力。

3) 行业“黑天鹅”事件

可能出现类似疫苗事件等行业“黑天鹅”事件的风险。

4) 创新药研发失败风险

尽管众多药企拟转型创新药, 但创新药研发属于高风险经营行为, 一旦寄予厚望的管线研发失败, 可能对已投入大量资源研发的上市药企有较大的股价冲击。

A 股重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
002773	康弘药业	40.66	0.79	1.03	1.27	51	39	32	8.7	7.4	6.2	增持	维持
000661	长春高新	429.80	5.92	9.70	12.79	73	44	34	13.8	10.6	8.6	买入	维持
600436	片仔癀	99.21	1.89	2.31	2.86	52	43	35	11.9	9.4	7.7	买入	维持
300595	欧普康视	47.79	0.54	0.75	1.06	89	64	45	18.8	13.9	10.9	增持	维持
000538	云南白药	86.38	2.59	3.11	3.57	33	28	24	5.6	5.0	4.5	买入	维持
300601	康泰生物	77.44	0.68	0.86	1.16	115	90	67	27.3	20.8	16.7	买入	维持
603658	安图生物	98.80	1.34	1.74	2.27	74	57	44	21.5	16.5	13.5	买入	维持
600867	通化东宝	12.04	0.41	0.48	0.57	29	25	21	5.2	4.5	4.0	增持	维持
600276	恒瑞医药	83.73	0.92	1.20	1.53	91	70	55	18.8	14.6	11.6	增持	维持
300760	迈瑞医疗	180.35	3.06	3.86	4.68	59	47	39	14.5	11.4	9.3	买入	维持
603259	药明康德	87.88	1.38	1.28	1.55	64	69	57	8.1	7.1	6.4	买入	维持
300015	爱尔眼科	39.98	0.33	0.44	0.59	123	91	68	21.8	18.8	16.9	买入	维持
603939	益丰药房	74.80	1.10	1.55	2.05	68	48	36	7.0	6.4	5.8	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 02 日

H 股重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
1177.HK	中国生物制药	9.05	0.73	0.26	0.29	12	35	31	3.8	3.6	3.4	买入	维持
1066.HK	威高股份	8.35	0.33	0.43	0.51	25	19	16	2.5	2.2	2.0	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 02 日, 汇率 1HKD=0.8995RMB

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼