

## 大浪淘沙，沉者为金

## ——医药行业 2020 年投资策略报告

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019 年 12 月 5 日

## 证券分析师

徐勇  
010-68104602  
xuyong@bhq.com

## 助理分析师

甘英健  
SAC No: S1150118020008  
ganyingjian@bhq.com  
陈晨  
SAC No: S1150118080007  
chenchen@bhq.com  
张山峰  
SAC No: S11501190800020  
zhangsf@bhq.com

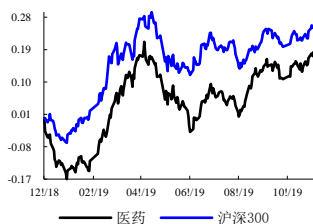
## 行业评级

医药 中性

## 重点品种推荐

恒瑞医药	增持
科伦药业	增持
健友股份	增持
安科生物	增持
开立医疗	增持
凯莱英	增持
泰格医药	增持
乐普医疗	增持
长春高新	增持
安图生物	增持

## 最近一年行业相对走势



## 投资要点:

## ● 年初至今医药板块行情回顾

年初至今（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 26 日），申万医药生物板块上涨 38.57%，沪深 300 指数上涨 31.05%，医药板块整体跑赢沪深 300 指数 7.52 个百分点，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 6。从总体医药指数走势看，1 月份医药指数下跌 2.54%，同期沪深 300 上涨 6.34%，医药板块涨幅大幅落后其他板块；随后 2-4 月初，全市场快速上涨，2 月 1 日至 4 月 10 日，医药板块上涨 43.35%；4 月 10 日之后市场掉头往下，6 月-8 月处于震荡中，8 月中旬，医药板块发力，权重白马股一路昂首向上表现强劲，至 9 月 22 日，医药板块大幅跑赢沪深 300 指数 12.51%，并保持强劲上涨势头至 11 月下旬，随后由于部分投资者收益兑现需求导致前期超涨的白马股出现抱团松动迹象，医药板块出现估值回调，总体而言，年初至今医药生物板块表现较为强劲，整体走势位于申万 28 个一级行业的中上游。

## ● 医药行业运行情况

截止 2019 年 10 月，我国医药制造业累计实现营业收入 19672.60 亿元，同比增长 9.20%，增速较上年同期降低了 3.55 个百分点；累计实现利润总额 2596.80 亿元，同比增长 10.60%，增速较上年同期上涨 1.68 个百分点；截止 2019 年 9 月，医药制造业累计实现投资收益 164.20 亿元，同比增长 23.70%，增速较上年同期上涨 26.70%。具体来看，2019 年 1 月-10 月医药制造业营业收入的累计同比增速处于近年来低位点，在 2、3 月份分别达到 6.10%、9.40% 这样的历史低位，累计利润总额同比增速也在 2、3 月份达到 4.20%、7.60% 这样的奇低数值，主要由于上年同期基数较高的缘故，4 月份后逐步回调，至 10 月份累计利润总额已经高于上年同期；投资收益方面，自 2018 年 6 月医药制造业投资收益累计增速出现负增长以来在波动中不断上涨，10 月份实现累计投资收益 179.10 亿元，累计同比增长 9.30%。我们认为导致医药制造业业绩变化的原因主要有三，一是 2018 年由于两票制的因素导致制剂生产企业“低开”转“高开”，今年逐渐回归正常，二是部分辅助用药、中药注射剂等生产企业的业绩在近一两年出现了大幅的下滑，三是国家及各省市不断推行的集中采购政策对企业业绩的影响逐渐显现，多重因素导致行业整体波动。

## ● A 股医药生物上市公司 2019 年三季度报业绩总结

我们对申万医药生物板块共计 293 家上市公司的 2019 年第三季度业绩表现进行梳理，2019 前三季度医药生物板块整体营收为 12768.81 亿元，同比增长 14.02%，归母净利润为 1002.40 亿元，同比增长 2.29%，扣非归母净利润为 863.91 亿元，同比减少 1.08%；2019 年前三季度营收排名前十的公司

主要为医药商业公司，前三季度营收超 100 亿元的公司有 28 家，营收低于 2 亿元的公司有 11 家，营收增速超过 50% 的公司有 13 家，营收增速为负值的公司有 59 家；从归母净利润层面来看，2019 年前三季度归母净利润前十的公司主要为各子行业的细分龙头，前三季度归母净利润超 10 亿元的公司有 24 家，归母净利润低于 1 千万元（包括亏损的企业）的公司有 28 家，归母净利润增速超过 50% 的公司有 32 家，归母净利润较上年同期减少（不含亏损）的企业有 90 家，亏损企业有 16 家。营收增速第一名的奥赛康 2019 年前三季度营收增速为 965.78% 主要由于并购重组的原因，归母净利润增速前十的企业除了天宇股份之外，主要由于并购重组或者净利润基数太小。

### ● 投资策略与标的推荐

由于医疗卫生投入持续增多、仿制药集采全面推进、创新药研发加速等因素以及医药行业弱周期影响，医药生物板块各细分领域优质龙头企业表现良好，我们建议立足于公司历史业绩及发展前景，推荐以下四条投资主线：1) 创新药服务商持续高景气，5 家重要创新药服务商（药明康德、凯莱英、泰格医药、昭衍新药、药石科技）2019 年前三季度营收端均为 20% 以上的增速（除泰格医药以外均在 30% 以上），利润端第三季度，昭衍新药和药石科技增速有一定的下滑，其余也均为高速增长，创新药服务商子板块呈现高景气状态。**重点推荐凯莱英(002821)、泰格医药(300347)**；2) 专科药生产商内部分化，重点关注研发实力强的标的，5 家优质专科药生产商（恒瑞医药、健友股份、科伦药业、东诚药业、丽珠集团），2019 前三季度营收端科伦药业和丽珠集团增速偏低，其余较高，利润端由于科伦药业川宁基地增值税减免到期及中间体价格下降导致利润下滑，但其非输液制剂销量大幅增长，长期投资逻辑不变。**重点推荐恒瑞医药(600276)、科伦药业(002422)、健友股份(603707)**；3) 消费类医药公司长期受益于消费升级或渗透率提升，8 家消费类企业（长春高新、安科生物、智飞生物、康泰生物、我武生物、欧普康视、爱尔眼科、通策医疗）涉及生长激素、疫苗、脱敏、眼科、口腔科等领域，整体上营收和利润均高速增长，但康泰生物由于去年同期的高基数以及疫苗行业监管收紧而增速不高，但三季度利润增速大幅提升，另外安科生物由于生长激素水针新获批处于放量早期，利润增速偏低。**重点推荐长春高新(000661)、安科生物(300009)**；4) 医疗器械及耗材领域外企占比较高，优质企业受益于进口替代，8 家医疗器械及耗材重点企业（安图生物、万孚生物、金域医学、迪安诊断、健帆生物、迈瑞医疗、开立医疗、乐普医疗）涉及 IVD、ICL、医疗设备、介入耗材等领域，整体上营收和利润均高速增长，但开立医疗由于新产品处于推广期，并且销售费用明显增长，使得公司的营收和利润表现较差，但由于公司技术优势大，性价比高，成长空间大，值得持续关注。持续看好优质医疗器械及耗材企业，**重点推荐开立医疗(300633)、安图生物(603658)、乐普医疗(300003)**。

**风险提示：**政策推进不达预期，企业产品上市慢于预期，企业药物研发失败风险，市场大幅波动风险。

## 目 录

1.年初至今医药板块行情回顾.....	6
1.1 医药板块上半年前涨后跌.....	6
1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平.....	7
1.3 子板块市场表现不一，中药和商业表现较差.....	7
2.医药行业运行情况.....	10
2.1 制造端：收入走低，利润逐渐回升.....	10
2.2 销售端：12 月滚动全年销售额持续走高.....	12
2.3 政策端：扩围品种规模变动大，中选企业量价博弈结果待验证.....	14
3.A 股医药生物上市公司 2019 年三季度报业绩总结.....	23
3.1 上市公司整体业绩概览.....	23
3.2 细分龙头持续中高速增长.....	25
4.投资策略与标的推荐.....	35
4.1 投资策略.....	35
4.2 重点标的推荐.....	35

## 图 目 录

图 1: 年初至今医药生物板块 VS 沪深 300 市场表现.....	6
图 2: 年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 16.....	7
图 3: 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平.....	7
图 4: 年初至今 (1 月 1 日至 11 月 26 日) 医药 6 个子板块涨跌幅情况 (%).....	8
图 5: 年初至今 (1 月 1 日至 11 月 26 日) 医药各子板块市场表现 (%).....	8
图 6: 年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况.....	9
图 7: 医药各子板块市盈率与年初水平对比.....	9
图 8: 近年我国医药制药业累计营业收入及同比增速情况.....	10
图 9: 近年我国医药制药业累计利润总额及同比增速情况.....	11
图 10: 近年我国医药制药业累计投资收益及同比增速情况.....	11
图 11: 2019 年我国医药制药业各月投资收益及同比增速情况.....	11
图 12: 我国医院医药市场单季度销售额及增速.....	12
图 13: 我国医院医药市场向前滚动 12 个月 (MAT) 度销售额及增速.....	12
图 14: 19Q1-Q3 医药生物行业营收分布情况.....	24
图 15: 19Q1-Q3 医药生物行业营收增速分布情况.....	24
图 16: 19Q1-Q3 医药生物行业归母净利润分布情况.....	25
图 17: 19Q1-Q3 医药生物行业归母净利润增速分布情况.....	25

## 表 目 录

表 1: TOP10 医院药品供应商.....	13
表 2: TOP10 治疗领域.....	13
表 3: TOP10 医院用药.....	14
表 4: 联盟地区药品集中采购中选后供应品种及企业概况 (单位: 元/片、粒、支).....	15
表 5: 氯吡格雷集采前后市场测算 (2018 年).....	17
表 6: 扩围后各品种市场规模及净利润区间.....	17
表 7: 乐普医疗氯吡格雷中标后毛利率估算.....	18
表 8: 乐普医疗氯吡格雷中标后净利率测算.....	19
表 9: 扩围后 25 品种市场规模及净利润概况.....	19
表 10: 中标企业扩围前后营收及净利润概况 (万元).....	21
表 11: 乐普医疗两品种分市场划分营收及净利润概况.....	22
表 12: 乐普医疗三种模式下营收及净利润水平 (公立医院).....	22
表 13: 医药生物板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况.....	23
表 14: 医药生物板块营收前十及营收增速前十情况.....	24
表 15: 医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况.....	24
表 16: 化学原料药板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况.....	26
表 17: 化学原料药板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况.....	26
表 18: 化学制剂板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况.....	27

---

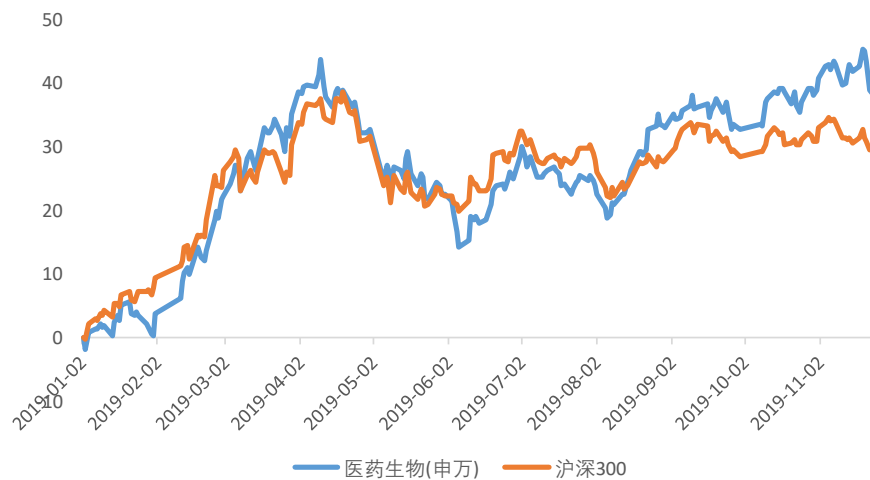
表 19: 化学制剂板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	27
表 20: 中药板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	28
表 21: 中药药板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	29
表 22: 生物制品板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	30
表 23: 生物制品板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	30
表 24: 医药商业板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	31
表 25: 医药商业板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	31
表 26: 医疗器械板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	32
表 27: 医疗器械板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	32
表 28: 医疗服务板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	34
表 29: 医疗服务板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况 .....	34

## 1.年初至今医药板块行情回顾

### 1.1 医药板块上半年前涨后跌

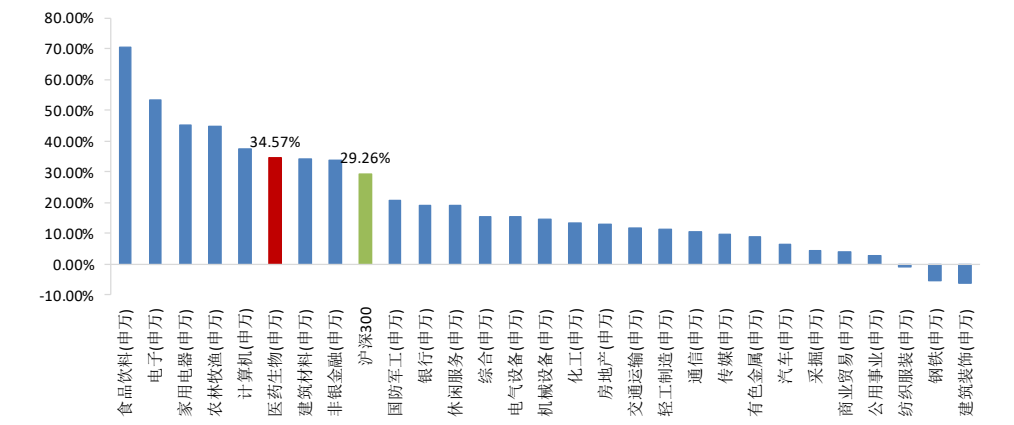
年初至今（2019年1月1日至2019年11月26日），申万医药生物板块上涨38.57%，沪深300指数上涨31.05%，医药板块整体跑赢沪深300指数7.52个百分点，涨跌幅在申万28个一级行业中排名第6。从总体医药指数走势看，1月份医药指数下跌2.54%，同期沪深300上涨6.34%，医药板块涨幅大幅落后其他板块；随后2-4月初，全市场快速上涨，2月1日至4月10日，医药板块上涨43.35%；4月10日之后市场掉头往下，6月-8月处于震荡中，8月中旬，医药板块发力，权重白马股一路昂首向上表现强劲，至9月22日，医药板块大幅跑赢沪深300指数12.51%，并保持强劲增长势头至11月下旬，随后由于部分投资者收益兑现需求导致前期超涨的白马股出现抱团松动迹象，医药板块出现估值回调，总体而言，年初至今医药生物板块表现较为强劲，整体走势位于申万28个一级行业的中上游。

图1：年初至今医药生物板块 VS 沪深300 市场表现



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 16

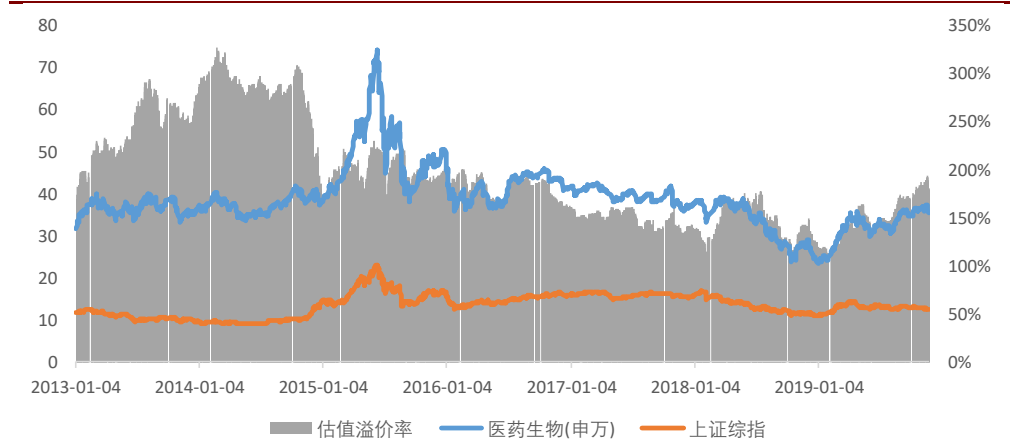


资料来源：Wind，渤海证券研究所

## 1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平

截至 2019 年 11 月 26 日，医药板块整体 TTM 市盈率为 35.67 倍，全部 A 股 TTM 市盈率为 12.66 倍，医药板块相对全部 A 股的估值溢价率为 181.65%，处于 2013 年来的较低水平。

图 3：医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平



资料来源：Wind，渤海证券研究所

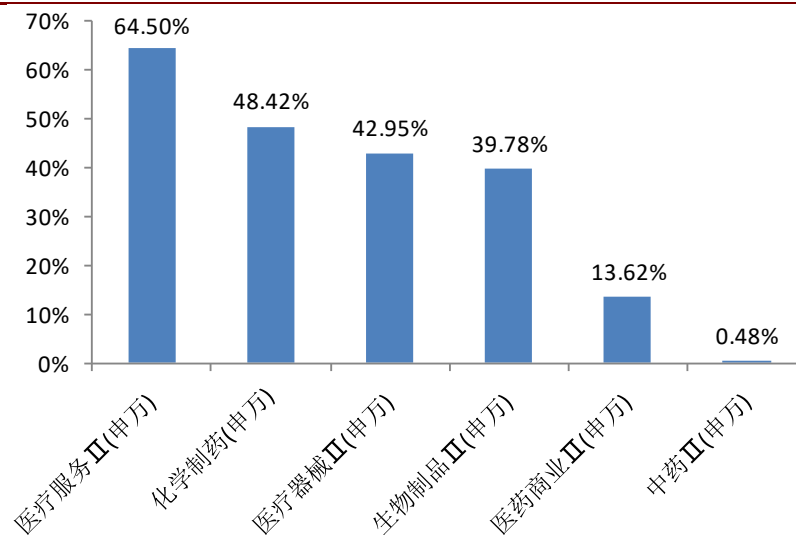
## 1.3 子板块市场表现不一，中药和商业表现较差

年初至今（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 26 日），医药 6 个子板块均以上涨  
请务必阅读正文之后的免责声明

报收。具体来看，医疗服务板块和化学制药板块涨幅居前，分别上涨 64.50%和 48.42%；中药和医药商业板块涨幅较小，分别上涨 0.48%和 13.62%，各子板块分化较为明显。

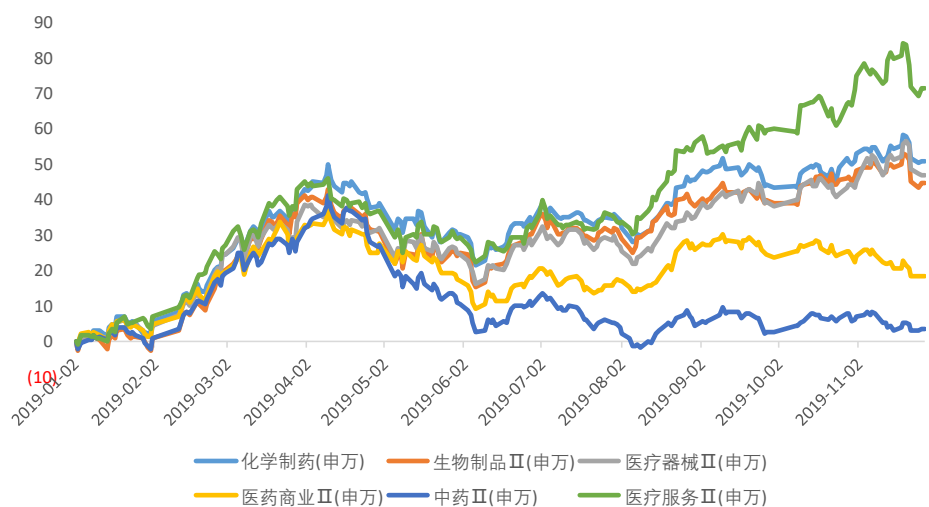
在估值层面，受各板块涨跌幅的程度及各板块 19 年各季度业绩的影响，年初至今医药各子版块估值变化有所不同。细分来看，仅医疗服务板块的估值出现下降，下降幅度为 7.04%，其他五个板块的估值均出现上升，其中估值上涨幅度最大的化学制药和生物制品板块，分别上涨 86.17%和 59.12%。医疗服务板块的估值出现下降主要原因是由于次新股药明康德的上市、国际医学出售资产大幅增厚了医疗服务板块的净利润。

图 4：年初至今（1 月 1 日至 11 月 26 日）医药 6 个子板块涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

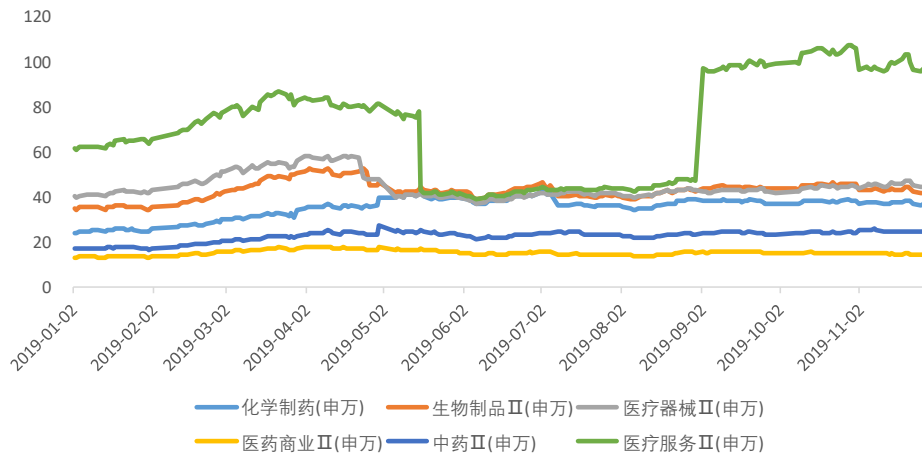
图 5：年初至今（1 月 1 日至 11 月 26 日）医药各子板块市场表现（%）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

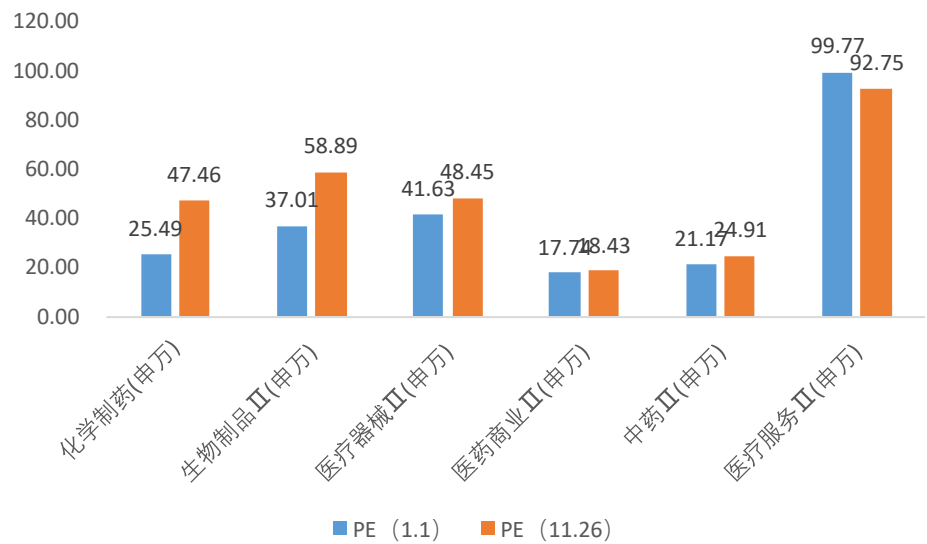


图 6：年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：医药各子板块市盈率与年初水平对比



资料来源：Wind，渤海证券研究所

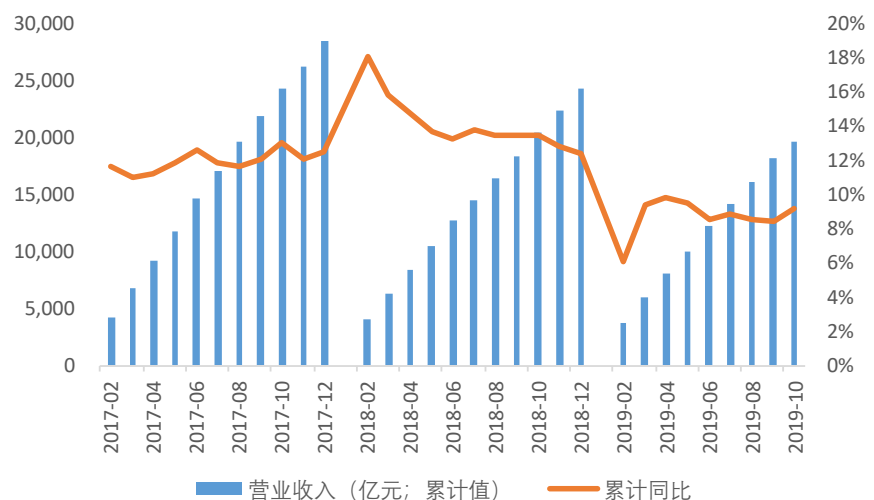
## 2. 医药行业运行情况

### 2.1 制造端：收入走低，利润逐渐回升

截止 2019 年 10 月，我国医药制造业累计实现营业收入 19672.60 亿元，同比增长 9.20%，增速较上年同期降低了 3.55 个百分点；累计实现利润总额 2596.80 亿元，同比增长 10.60%，增速较上年同期上涨 1.68 个百分点；截止 2019 年 9 月，医药制造业累计实现投资收益 164.20 亿元，同比增长 23.70%，增速较上年同期上涨 26.70%。

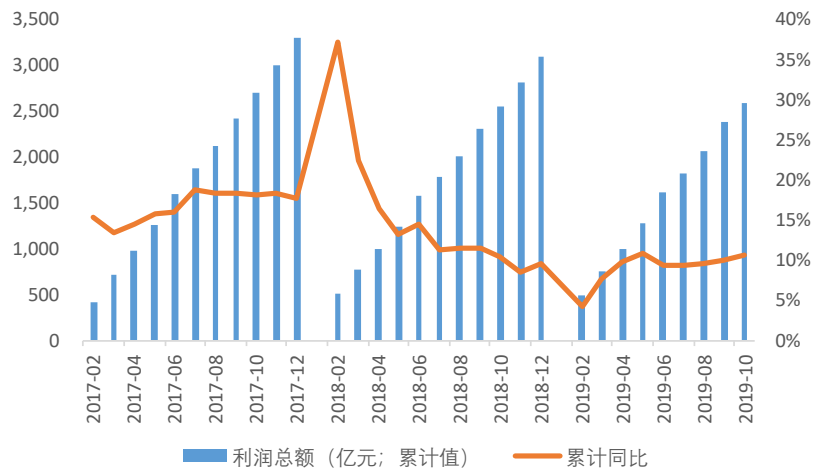
具体来看，2019 年 1 月-10 月医药制造业营业收入的累计同比增速处于近年来低位点，在 2、3 月份分别达到 6.10%、9.40% 这样的历史低位，累计利润总额同比增速也在 2、3 月份达到 4.20%、7.60% 这样的奇低数值，主要由于上年同期基数较高的缘故，4 月份后逐步回调，至 10 月份累计利润总额已经高于上年同期；投资收益方面，自 2018 年 6 月医药制造业投资收益累计增速出现负增长以来在波动中不断上涨，10 月份实现累计投资收益 179.10 亿元，累计同比增长 9.30%。我们认为导致医药制造业业绩变化的原因主要有三，一是 2018 年由于两票制的因素导致制剂生产企业“低开”转“高开”，今年逐渐回归正常，二是部分辅助用药、中药注射剂等生产企业的业绩在近一两年出现了大幅的下滑，三是国家及各省市不断推行的集中采购政策对企业业绩的影响逐渐显现，多重因素导致行业整体波动。

图 8：近年我国医药制造业累计营业收入及同比增速情况



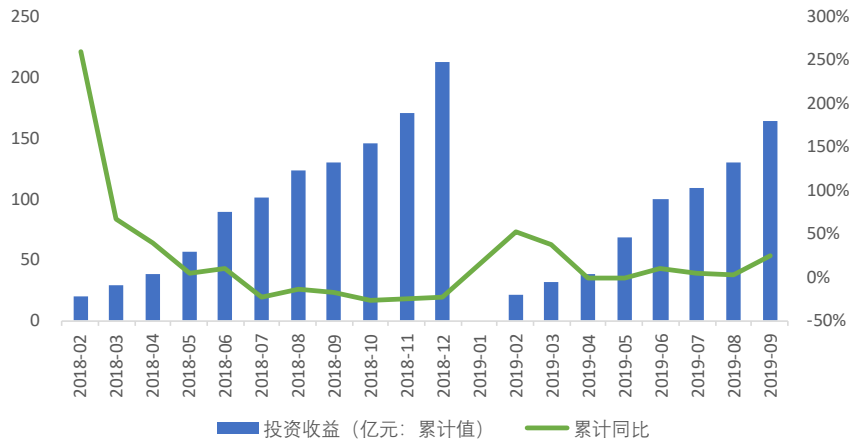
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 9：近年我国医药制造业累计利润总额及同比增速情况



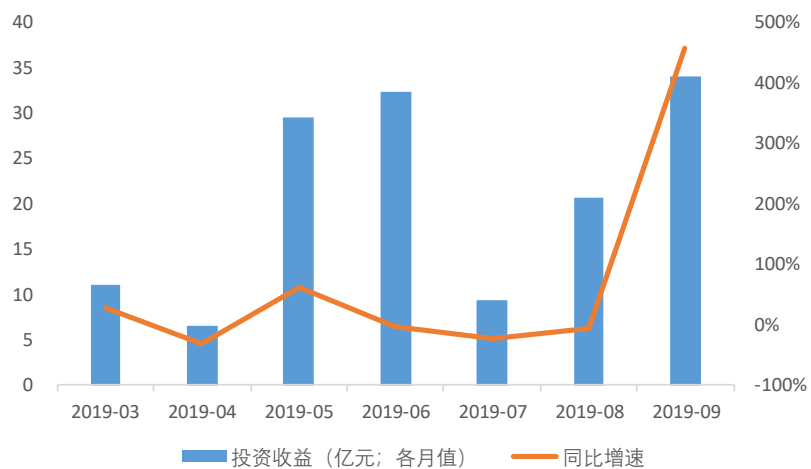
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 10：近年我国医药制造业累计投资收益及同比增速情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 11：2019 年我国医药制造业各月投资收益及同比增速情况

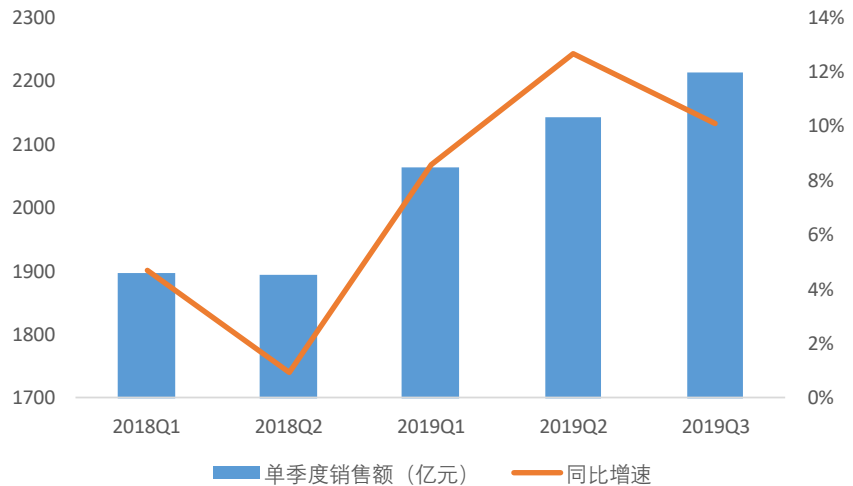


资料来源：wind，渤海证券研究所

## 2.2 销售端：12 月滚动全年销售额持续走高

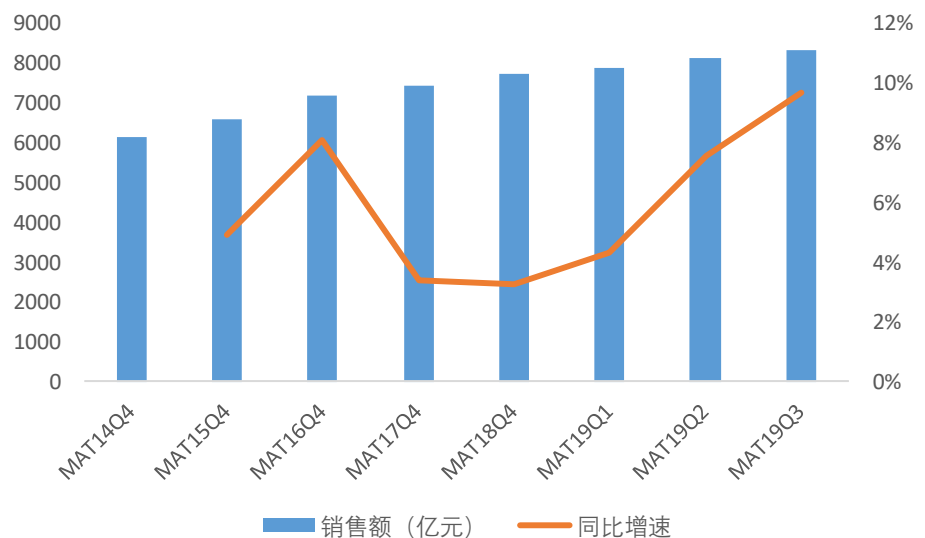
IQVIA 统计，2019 年第三季度我国医院医药市场总销售额约为 2213 亿人民币，同比增长 10.1%，稍有回落。基于 12 个月的滚动销售额中，2019Q3 总销售额约 8362 亿人民币，同比增长 9.7%，增长率继 2018 年第三季度后持续走高。

图 12：我国医院医药市场单季度销售额及增速



资料来源：IQVIA，渤海证券研究所

图 13：我国医院医药市场向前滚动 12 个月 (MAT) 度销售额及增速



资料来源：IQVIA，渤海证券研究所

从企业排名来看，2019Q3 跨国企业销售额为 636 亿元，同比增速为 17.0%，MAT

年销售额近 2330 亿，增长率达 15.9%，增长率自 2017Q1 以来持续攀升；本土企业 2019Q3 销售额约为 1577 亿元，增长率为 7.5%，MAT 年销售额为 6033 亿元，同比增速为 7.4%，自 2018Q4 以来触底反弹，上升明显。以 MAT 年销售额排名，相比于 2018 年，TOP4 依旧为辉瑞、阿斯利康、扬子江以及恒瑞医药，罗氏 MAT 增长率高达 39.8%，排名位列第。

表 1: TOP10 医院药品供应商

排名	2018		2019Q3	
	公司	MAT 同比增速	公司	MAT 同比增速
1	辉瑞	14.70%	辉瑞	14.90%
2	阿斯利康	19.00%	阿斯利康	23.40%
3	扬子江	14.10%	扬子江	16.70%
4	恒瑞医药	23.00%	恒瑞医药	19.60%
5	赛诺菲	13.90%	罗氏	39.80%
6	拜耳	15.50%	赛诺菲	10.70%
7	齐鲁	-7.40%	拜耳	23.60%
8	正大天晴	6.30%	正大天晴	18.20%
9	罗氏	24.80%	石药集团	31.20%
10	复星药业	-1.10%	复星药业	4.70%

资料来源: IQVIA, 渤海证券研究所

从治疗领域来看，2019Q3 中成药以 326 亿元居于首位，同比增长 1.7%，相比于 2018 年，MAT2019Q3 销售额近 1284 亿，依旧位列首位，同比增速为 2.2%，由负转正，TOP10 领域中，抗肿瘤和免疫调节剂以 22.2% 的高增速超越心血管系统用药，增速位列所有品类第一。此外，呼吸系统、血液和血液形成器官、骨骼肌肉系统用药均呈两位数增长。

表 2: TOP10 治疗领域

排名	2018		2019Q3	
	领域	MAT 同比增速	领域	MAT 同比增速
1	其他（主要为中成药）	-4.90%	其他（主要为中成药）	2.20%
2	全身性抗感染药	3.10%	全身性抗感染药	6.80%
3	消化道和新陈代谢	1.70%	消化道和新陈代谢	9.70%
4	心血管系统	3.70%	抗肿瘤和免疫调节剂	22.20%
5	抗肿瘤及免疫调节剂	12%	心血管系统	7.20%
6	神经系统	4.40%	神经系统	9.20%
7	医用溶液	-1.50%	医用溶液	7.60%
8	血液和造血器官	13.10%	血液和造血器官	14.50%
9	呼吸系统	8.30%	呼吸系统	14.50%

10	骨骼肌肉系统	1.30%	骨骼肌肉系统	10.90%
----	--------	-------	--------	--------

资料来源: IQVIA, 渤海证券研究所

从产品的季度销售额来看, 相比于 2018 年, 扬子江药业的加罗宁由第二位上升至首位, 辉瑞的两大明星产品立普妥和舒普深分列二、三位。罗氏赫赛汀的 MAT 同比增速最高, 为 97.9%, 安维汀为 77.5%。

表 3: TOP10 医院用药

排名	2018			2019Q3		
	产品	制造商	MAT 同比增速	产品	制造商	MAT 同比增速
1	立普妥	辉瑞	15.70%	加罗宁	扬子江	18.10%
2	加罗宁	扬子江	14.50%	立普妥	辉瑞	8.90%
3	波立维	赛诺菲	7.10%	舒普深	辉瑞	19.60%
4	普米克令舒	阿斯利康	14.10%	恩必普	石药集团	35%
5	舒普深	辉瑞	18.20%	赫赛汀	罗氏	97.90%
6	注射用血栓通 (注射剂)	梧州制药	-6.80%	波立维	赛诺菲	0.80%
7	恩必普	石药集团	21.60%	普米克令舒	阿斯利康	16.60%
8	倍通	山东丹红	-21.40%	注射用血栓通 (注射剂)	梧州制药	0.60%
9	赫赛汀	罗氏	59.30%	安维汀	罗氏	77.50%
10	注射用丹参多酚酸盐	绿谷制药	-13.60%	力扑素	绿叶制药	13.40%

资料来源: IQVIA, 渤海证券研究所

## 2.3 政策端: 扩围品种规模变动大, 中选企业量价博弈结果待验证

9月1日, 上海阳光医药采购网发布《联盟地区药品采购集中文件》, 拟对 4+7 集采涉及的 25 品种进行全国范围内的带量采购, 9月24日, 参加扩围的省份及新疆生产建设兵团在上海开展联合招采, 共有 77 家企业参与本次联盟采购, 产生 45 家拟中选企业, 拟中选产品 60 个, 与联盟地区 2018 年最低采购价相比, 拟中选价平均降幅 59%, 与“4+7”试点中选价格水平相比, 平均降幅 25%, 9月30日, 最终集中采购中选品种及中选后供应品种清单公布。

表 4：联盟地区药品集中采购中选后供应品种及企业概况（单位：元/片、粒、支）

品种	适应症	规格	4+7 中标企业	4+7 中标价	此次拟中标企业	扩围中标价格	相比于 4+7 降幅
阿托伐他汀	心血管疾病	10mg	嘉林药业	0.55	齐鲁制药	0.12	78.18%
					兴安药业	0.13	76.62%
		20mg		0.94	乐普医疗	0.32	42.73%
					齐鲁制药	0.2	78.27%
瑞舒伐他汀	心血管疾病	10mg	京新新药	0.78	海正药业	0.2	74.36%
					山德士	0.23	70.77%
		5mg		0.46	正大天晴	0.3	61.72%
					海正药业	0.12	74.46%
氯吡格雷	心血管疾病	75mg	信立泰	3.18	石药集团	2.37/2.44	24.53%
					赛诺菲	2.54	19.99%
		25mg			乐普医疗	2.98	6.33%
					乐普医疗	1.24	
厄贝沙坦	降压药	75mg	华海药业	0.2	海正药业	0.19	4.17%
					华海药业	0.20/0.19	5.00%
		150mg			恒瑞医药	0.35	
					海正药业	0.33	
氨氯地平	降压药	5mg	京新药业	0.15	苏州东瑞	0.06	62.22%
					国药容生	0.06	60.00%
					重庆药业	0.07	53.33%
恩替卡韦	乙肝	0.5mg	正大天晴	0.62	苏州东瑞	0.18	70.58%
					北京百奥	0.2	68.32%
					广生堂	0.27	
艾司西酞普兰	抗抑郁	10mg	科伦药业	4.42	洞庭药业	3.98/4/4.27	11.31%
					山东京卫	4	9.50%
					科伦药业	4.27/4.22/4.26	3.85%
帕罗西汀	抗抑郁	20mg	华海药业	1.67	华海药业	1.58/1.54/1.56	6.59%
					北京福元	1.64/1.62	2.40%
奥氮平	精神分裂症	10mg	豪森药业	9.64	齐鲁制药	2.48	74.27%
					印度瑞迪博士实验室	6.19	35.79%
					豪森药业	3.57	35.37%
		5mg		5.53	印度瑞迪博士实验室	3.64	34.16%
					齐鲁制药	1.46	73.62%
					豪森药业	6.23	35.44%
头孢呋辛酯	抗感染	250mg	倍特药业	0.51	国药致君	0.35/0.36/0.37	29.41%

					倍特药业	0.48	5.15%
					京新药业	0.48	5.39%
利培酮	精神分裂症	1mg	华海药业	0.17	齐鲁制药	0.05	71.18%
					常州药业	0.12	29.41%
		3mg			华海药业	0.12	29.41%
					齐鲁制药	0.12	
吉非替尼	NSCLC	250mg	阿斯利康	54.7	齐鲁制药	25.7	53.02%
					正大天晴	45	17.73%
					阿斯利康	54.7	0.00%
福辛普利	降压药、心力衰竭	10mg	施贵宝	0.84	华海药业	0.82/0.83/0.84	1.19%
					施贵宝	0.83	1.36%
厄贝沙坦氢氯噻嗪	降压药	150mg + 12.5mg	华海药业	1.09	正大天晴	1.02	6.42%
					华海药业	1.02/1.05	5.50%
					赛诺菲	1.09	0.00%
赖诺普利	降压药、心力衰竭	10mg	华海药业	0.23	华海药业	0.23	0.00%
替诺福韦二吡啶酯	治疗至 HIV	300mg	倍特药业	0.59	齐鲁制药	0.29	50.85%
					浙江南洋	0.38	35.76%
					倍特药业	0.47/0.49	18.64%
氯沙坦	降压药	100mg	华海药业	1.05	华海药业	1.83/1.79	
		50mg				1.02/1.05	1.90%
依那普利	降压药	10mg	扬子江	0.33	扬子江	0.56	0.33%
		5mg				0.33	0.57%
左乙拉西坦	抗癫痫	250mg	京新药业	2.4	普洛康裕	2.40/2.35	0.83%
					京新药业	2.39	0.29%
伊马替尼	慢性髓细胞白血病(CML)	100mg	豪森药业	10.4	正大天晴	9.77	6.03%
					豪森药业	10.38/11.01	
孟鲁司特	哮喘	10mg	安必生制药	3.88	安必生制药	3.79	
					默沙东	3.63/3.88	4.64%
蒙脱石散	腹泻、食道、胃、十二指肠疼痛	10mg	先声药业	0.68	湖南华纳	0.28	59.22%
					浙江海力生	0.33	51.59%
					绿叶制药	0.3	55.88%
培美曲塞	抗肿瘤	100mg	汇宇制药	810	汇宇制药	798	1.48%
					礼来	809	0.12%
		500mg		礼来	2773.54	0.12%	
				汇宇制药	2735.83	1.48%	
氟比洛芬酯	镇静剂	50mg/5ml	泰德制药	21.95	泰德制药	21.88	0.32%
					武汉大安	21.95	0.00%
右美托咪定	镇静剂	0.2mg/2ml	扬子江	133	扬子江	133	0.00%

资料来源：上海阳光医药采购网，渤海证券研究所



为探索扩围品种对相关企业业绩影响，我们通过估算药品在公立医院市场的销售规模和企业销售该类药品所处毛利率/净利率区间，推算未来一年乃至稳态后，该类药品将为企业贡献的营业收入及净利润水平。

### (一) 扩围品种市场规模变动测算

由于集采层叠推进导致价格波动不一，我们以更具规律性的产品销售量为指标，测算各品规药品主要供应商 2018 年在公立医院市场的销售额以及相应的中标价格计算出销售量（中标价格为 2018 年各品规全国中标均价或具有代表性的中标价格），结合此次扩围各品规药品中标均价，测算除预期 2020 年各类产品在公立医院市场的销售规模（暂不考虑未来产品销售量变动）。

以氯吡格雷为例，2018 年在公立医院市场规模约为 122.39 亿元，此次集采扩围后对应的最新中标价的市场空间骤缩为 31.29 亿元，降幅为 74.43%。

表 5：氯吡格雷集采前后市场测算（2018 年）

	25mg		75mg		
公立医院销售额（亿元）	43		79		
主要供应厂商	乐普医疗	信立泰	信立泰	赛诺菲	乐普医疗
扩围前中标价格（元/片；上海）	2.8	3.26	8.62	15.47	6.5
数量（亿片）	3.6	10.11	0.33	4.63	0.76
合计（亿片）	13.47		5.72		
扩围中标均价（元/片）	1.24		2.55		
扩围后销售总额（亿元）	16.7		14.59		
总计（亿元）	31.29				

资料来源：渤海证券研究所

以此类推，我们测算出其余品种市场规模变动情况如下表：

表 6：扩围后各品种市场规模及净利润区间

品种	2018 年销售额(亿元)	扩围后市场规模(亿元)	市场规模降幅
阿托伐他汀	137.24	5.21	96.20%
瑞舒伐他汀	68.54	3.05	95.55%
氯吡格雷	122.39	31.29	74.43%
厄贝沙坦	38.16	5.01	87.50%
氨氯地平	63.75	1.16	98.18%
恩替卡韦	87.71	1.04	98.81%
艾司西酞普兰	19.43	8.76	54.92%

帕罗西汀	10.27	3.83	62.71%
奥氮平	39.26	17.27	56.01%
头孢呋辛	21.21	2.96	86.04%
利培酮	14.09	0.72	94.89%
吉非替尼	23.64	5.2	78.00%
福辛普利	3.76	1.36	63.83%
厄贝沙坦氢氯噻嗪	25.16	8.42	66.53%
赖诺普利	2897.84 (万)	468.56 (万)	83.83%
替诺福韦二吡呋酯	15.84	0.35	97.79%
氯沙坦	23.95	6.59	72.48%
依那普利	5.9	2.82	52.20%
左乙拉西坦	10.39	5.74	44.75%
伊马替尼	28.74	6.23	78.32%
孟鲁司特	28.41	17.09	39.85%
蒙脱石	3.72	0.98	73.66%
培美曲塞	53.82	45.7	15.09%
氟比洛芬酯	23.4	8.68	62.91%
右美托咪定	30.13	29.54	1.96%

资料来源：渤海证券研究所

## (二) 扩围品种对企业贡献的净利润测算

为进一步测算相应品规中选企业对应业绩及利润变动状况，同时考虑数据披露问题，我们以氯吡格雷和阿托伐他汀为样本，由上市公司（乐普医疗）财报披露数据推算单片成本，扣除所得税、增值税以及相关运输费用影响，推算出最终企业净利率区间，得出扩围后企业该品类最终净利率区间为 40%-50%。

表 7：乐普医疗氯吡格雷中标后毛利率估算

	25mg	75mg
营业收入 (亿元)	11.8	
营业成本 (亿元)	1.36	
公立医院销量 (亿片)	3.6	0.76
单片成本比重	1	2
单片成本 (元/片)	0.262	0.531
扩围中标价 (元/片)	1.236	2.979
扣除销售费用及增值税影响后的单片价格 (元/片)	0.989	2.39
毛利率	73.51%	77.78%

资料来源：渤海证券研究所

**表 8：乐普医疗氯吡格雷中标后净利率测算**

规格	75mg	
供应地区	青海、江苏、湖北、广西、云南、新疆（含兵团）、陕西、甘肃	
数量（万片）	5048.23	
中标价（元/片）	2.98	
营业收入（万元）	15036.51	
毛利率	77.78%	
毛利（万元）	11695.4	
预计四费比率	20%	25%
预计四费（万元）	3007.3	3759.13
税前利润（万元）	8688.1	7936.27
税后利润（万元）	7384.88	6745.83
净利率	49%	45%

资料来源：渤海证券研究所

### （三）扩围品种对企业营收及净利润影响估算

假设 25 品种的市场均衡态为中标企业所得，我们将扩围后市场进行划分，与各中标企业 2018 年对应产品的销售收入进行比对（由于米内网数据与企业财报最终数据存在所得税等项目差异，我们数据给予调整），进而测算出企业中选企业的收入及净利润增量（假设扩围前企业对应至药品的净利率为 20%，扩围后净利率去中间值为 45%）。

**表 9：扩围后 25 品种市场规模及净利润概况**

	扩围中标企业	2018 年公立医院销售额（米内网）	调整后 2018 年销售额（万元）	扩围后预期销售额（按 1/3, 1/2, 1/1 划分）	销售量增量	净利润增量（45%；20%）
阿托伐他汀	乐普药业	58755	46139	25589	-20551	2287
	齐鲁制药			9443	9443	4250
	兴安药业			4948	4948	2227
瑞舒伐他汀	正大天晴	73466	57691	10156	-47536	-6968
	海正药业	13257	10411	9068	-1343	1998
	山德士			2489	2489	1120
氯吡格雷	赛诺菲	715683	562015	48429	-513586	-90610
	乐普药业	150246	117986	112495	-5491	27025
	石药集团			45760	45760	20592
厄贝沙坦	恒瑞医药	47089	36978	14071	-22908	-1064
	华海药业	10140	7963	3047	-4916	-222

	海正药业			16235	16235	7306
氯氯地平	苏州东瑞制药	10000	7853	3851	-4002	162
	重庆药友(复星医药)			4492	4492	2022
	国药容生			3851	3851	1733
恩替卡韦	苏州东瑞制药	30928	24287	3106	-21181	-3460
	广生堂	24229	19026	4658	-14368	-1709
	北京百奥			3451	3451	1553
艾司西酞普兰	山东京卫制药	65965	51801	16275	-35526	-3036
	科伦药业	31382	24643	17089	-7554	2761
	洞庭药业(复星医药)	3620	2843	16275	13433	6755
帕罗西汀	华海药业	45305	35577	17513	-18065	765
	北京福元			18298	18298	8234
奥氮平	江苏豪森(翰森制药)	251379	197405	89619	-107786	847
	印度瑞迪博士实验室	58495	45935	69299	23364	21998
	齐鲁制药			27784	27784	12503
头孢呋辛	国药致君(现代制药)	64277	50475	3396	-47079	-8567
	成都倍特	7386	5800	4528	-1272	878
	京新药业			4528	4528	2038
利培酮	齐鲁制药	31361	24627	1237	-23391	-4369
	华海药业	18333	14397	2948	-11448	-1553
	常州药业			2948	2948	1327
吉非替尼	阿斯利康	186744	146647	21078	-125569	-19844
	齐鲁制药	49676	39010	9903	-29107	-3346
	正大天晴			17340	17340	7803
福辛普利	施贵宝	25427	19967	6783	-13184	-941
	华海	12173	9560	6783	-2777	1140
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	赛诺菲	89913	70607	25076	-45531	-2837
	正大天晴	80489	63207	23465	-39742	-2082
	华海	29511	23174	23695	521	6028
赖诺普利	华海	945	742	284	-458	-21
替诺福韦二吡啶酯	成都倍特	23657	18578	1460	-17118	-3058
	齐鲁制药	3258	2559	882	-1676	-115
	浙江南洋			1156	1156	520
氯沙坦	华海	31391	24651	65925	41274	24736
依那普利	扬子江江苏	24423	19179	27777	8598	8664
左乙拉西坦内服制剂	京新药业	2464	1935	4133	2199	1473
	普洛康裕			4116	4116	1852
伊马替尼	豪森	51361	40333	36165	-4168	8208
	正大天晴	31023	24362	32716	8354	9850
孟鲁司特	默沙东	188257	147836	38097	-109739	-12424
	安必生制药			39023	39023	17561
蒙脱石	华纳大药厂	3554	2791	2479	-312	557
	绿叶制药	1515	1190	2656	1466	957

	海力生	813	638	2921	2283	1187
培美曲塞	礼来	65055	51087	66605	15518	19755
	汇宇制药			65700	65700	29565
氟比洛芬酯注射剂	北京泰德制药（正大天晴）	236568	185774	43421	-142353	-17615
	武汉大安制药	1403	1102	43560	42458	19382
右美托咪定	扬子江	651	511	269938	269427	121370

资料来源：渤海证券研究所

按以上模式，我们测算相关上市公司扩围前后营业及净利润变化状况，可以看出，对于乐普医疗、华海药业以及广生堂而言，此次扩围集采品种占公司营业收入比重较大，分别为 25.82%、22.78%和 47.28%，按此模式推算，扩围后企业该品类市场销售额为扩围前销售额的 44%是企业的利润平衡点。

表 10：中标企业扩围前后营收及净利润概况（万元）

		乐普医疗	海正药业	华海药业	恒瑞医药	广生堂	科伦药业	京新药业	绿叶制药
营业收入	2018 年公司营业收入	635630	1018744	509460	1741790	40240	1635179	294380	517339
	扩围前中标品种销售额（米内网，调整后）	164125	10411	116064	36978	19026	24643	1935	1190
	比重	<b>25.82%</b>	1.02%	<b>22.78%</b>	2.12%	<b>47.28%</b>	1.51%	0.66%	0.23%
	扩围后中选品种预期销售额（按 1/3, 1/2, 1/1 划分）	138083	25303	120195	14071	4658	17089	8661	2656
	比重	21.72%	2.48%	23.59%	0.81%	11.58%	1.05%	2.94%	0.51%
净利润	2018 年净利润	125487	-23697	13490	406118	1674	126748	37149	130600
	2018 年净利率	19.74%	-2.33%	2.65%	23.32%	4.16%	7.75%	12.62%	25.20%
	扩围前中选品种净利润（20%）	32825	2082	23213	7396	3805	4929	387	238
	扩围后预期净利润（45%）	62138	11386	54088	6332	2096	7690	3898	1195
	净利率增量	29313	9304	30875	-1064	-1709	2761	3511	957
扩围后市场规模占扩围前比重		84%	243%	104%	38%	24%	69%	448%	223%

资料来源：渤海证券研究所

由于以上模式是以 25 品种在整个公立医院的市场规模进行划分，但实际对于采购量外的市场而言依旧存在竞争，我们以乐普医疗为例，假设余量市场依旧以 2018 年的竞争格局进行分配（事实上当企业对相应地区医院集采约定的采购量供应完毕后，只要企业产能满足，医院方更换供应商的意愿并不高），由此测算公立医院的阿托伐他汀和氟吡格雷将为企业带来营业收入分别我 1.68、7.01 亿元，贡献净利润 6463、22841 万元。

**表 11: 乐普医疗两品种分市场划分营收及净利润概况**

扩围集采规格	阿托伐他汀		氯吡格雷	
	10mg	20mg	25mg	75mg
扩围约定采购量基数 (万)	53815.61	65576.97	56046.02	27424.11
2018 年公立医院对应规格销售量 (万)	114182.69	73141.6	134700	57200
70%采购量比重	33.00%	62.80%	29.10%	33.60%
乐普医疗扩围中标价格 (元/片)	0.32	0.55	1.24	2.98
2018 年乐普医疗所占市场份额	17.65%	0.03%	23.44%	6.22%
采购量范围内营业收入 (万元)	4019.2	8421.0	16201.7	19091.1
采购量内净利润 (万元; 以 45%计算)	1808.7	3789.5	7290.8	8591.0
余量市场营收 (按原竞争格局计算)	4321.0	4.1	27757.2	7041.2
余量市场净利润 (万元; 以 20%计算)	864.2	0.8	5551.4	1408.2
总营收 (万元)	16765		70091	
总净利润 (万元)	6463		22841	

资料来源: 渤海证券研究所

2018 年, 乐普医疗在公立医院销售阿托伐他汀和氯吡格雷所得的营收和净利润分别约为 20.9 亿元和 4.18 亿元, 通过以上两种模式测算的营业收入在 8.69-13.81 亿元之间, 净利润在 2.93-6.21 亿元之间, 可见营业收入大幅缩水, 但由于销售费用的下降以及市场份额的变动, 企业净利润存在量价博弈的空间。

**表 12: 乐普医疗三种模式下营收及净利润水平 (公立医院)**

	扩围前	扩围后全市场划分	扩围后分市场划分
营业收入 (万元)	209000	138083	86857
净利润 (万元)	41800	62138	29305

资料来源: 渤海证券研究所

综上, 集采扩围后 25 品种的市场规模将大幅缩水, 但部分企业存有量价博弈的可能, 扩围前市占率较小、有原料药优势的企业或可获益。

## 3.A 股医药生物上市公司 2019 年三季度报业绩总结

### 3.1 上市公司整体业绩概览

本报告医药生物行业中报业绩总结统计的样本为申万医药生物板块中的扣除长生退及部分次新股（昂利康、奥美医疗、爱朋医疗、康龙化成、新诺威、威尔药业、康辰药业、心脉医疗、南微医学、热景生物、赛诺医疗、海尔生物、微芯生物、昊海生科等），共计 293 家上市公司。

表 13：医药生物板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18Q3	19Q3	19Q2
营业收入（亿元）	11198.98	12768.81	3910.09	4350.84	4277.54
YOY		14.02%		11.27%	15.16%
归母净利润（亿元）	979.97	1002.40	297.04	306.30	347.96
YOY		2.29%		3.12%	-5.76%
扣非归母净利润（亿元）	869.50	863.91	272.20	260.07	306.85
YOY		-0.64%		-4.46%	1.35%

资料来源：wind，渤海证券研究所

2019 前三季度医药生物板块整体营收为 12768.81 亿元，同比增长 14.02%，归母净利润为 1002.40 亿元，同比增长 2.29%，扣非归母净利润为 863.91 亿元，同比减少 1.08%；医药生物板块 2019 年第三单季度营收为 4350.84 亿元，同比增长 11.27%，归母净利润为 306.30 亿元，同比增长 3.12%，扣非归母净利润为 260.07 亿元，同比减少 4.46%。在制剂企业低开转高开的影响基本消退之后，医药生物板块整体 2019 年前三季度的营收增速仍能达到 14.02%，医药生物行业仍然保持着高景气，但值得关注的是 2019 年第三季度营收的增速环比是下降的；归母净利润的增速较营收的增速低很多，甚至扣非归母净利润还出现了负增长，主要由于信立泰、德展健康、ST 康美、新和成、东阿阿胶、圣济堂等公司利润较上年同期在绝对和相对数值上下下降太大。

从营收层面来看，2019 年前三季度营收排名前十的公司主要为医药商业公司，前三季度营收超 100 亿元的公司有 28 家，营收低于 2 亿元的公司有 11 家，营收增速超过 50% 的公司有 13 家，营收增速为负值的公司有 59 家；从归母净利润层面来看，2019 年前三季度归母净利润前十的公司主要为各子行业的细分龙头，前三

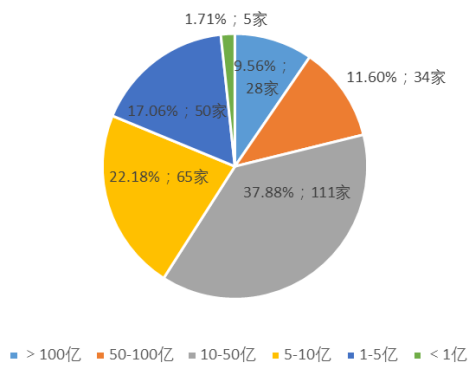
季度归母净利润超 10 亿元的公司有 24 家，归母净利润低于 1 千万元（包括亏损的企业）的公司有 28 家，归母净利润增速超过 50% 的公司有 32 家，归母净利润较上年同期减少（不含亏损）的企业有 90 家，亏损企业有 16 家。

表 14：医药生物板块营收前十及营收增速前十情况

营收排名	公司	营收 (亿元)	营收增速	营收增速排名	公司	营收增速	营收 (亿元)
1	上海医药	1406.17	19.57%	1	奥赛康	965.78%	35.36
2	九州通	733.79	15.11%	2	智飞生物	119.35%	76.66
3	白云山	500.62	67.57%	3	白云山	67.57%	500.62
4	国药一致	388.76	22.38%	4	启迪古汉	66.30%	2.14
5	国药股份	327.10	13.67%	5	*ST 生物	61.78%	0.90
6	海王生物	307.02	10.35%	6	大博医疗	59.56%	8.70
7	南京医药	276.92	22.55%	7	益丰药房	58.36%	73.89
8	华东医药	276.38	19.06%	8	天宇股份	57.71%	15.83
9	瑞康医药	269.44	9.73%	9	司太立	55.43%	9.86
10	中国医药	260.26	17.25%	10	量子生物	53.72%	9.54

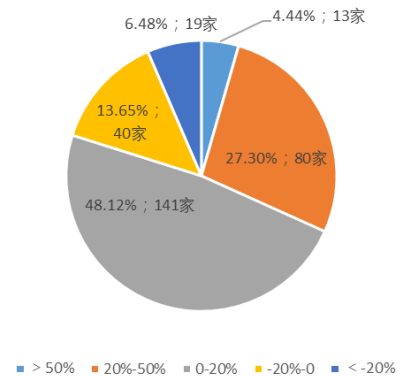
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 14：19Q1-Q3 医药生物行业营收分布情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 15：19Q1-Q3 医药生物行业营收增速分布情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

表 15：医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况

净利排名	公司	净利 (亿元)	归母净利增速	净利增速排名	公司	归母净利增速	净利 (亿元)
1	恒瑞医药	37.35	28.26%	1	海正药业	17551.05%	12.55
2	迈瑞医疗	36.71	26.74%	2	奥赛康	5857.01%	5.86
3	云南白药	35.42	29.64%	3	太龙药业	482.48%	0.33

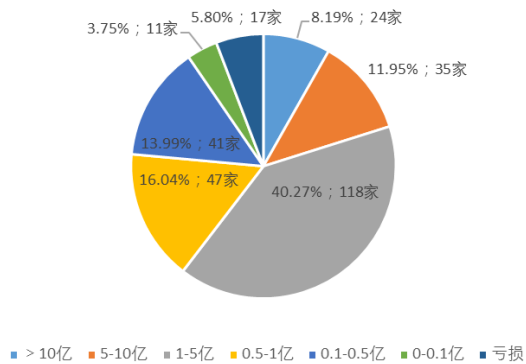


4	上海医药	33.99	0.80%	4	天宇股份	463.44%	4.44
5	白云山	31.60	-8.13%	5	新华医疗	422.10%	8.02
6	华东医药	22.13	22.33%	6	未名医药	291.74%	0.49
7	复星医药	20.64	-1.45%	7	泰合健康	234.74%	0.53
8	华润三九	19.69	77.03%	8	大理药业	172.09%	0.15
9	药明康德	17.65	-8.46%	9	维力医疗	146.82%	1.04
10	智飞生物	17.63	62.25%	10	马应龙	142.99%	2.93

资料来源: wind, 渤海证券研究所

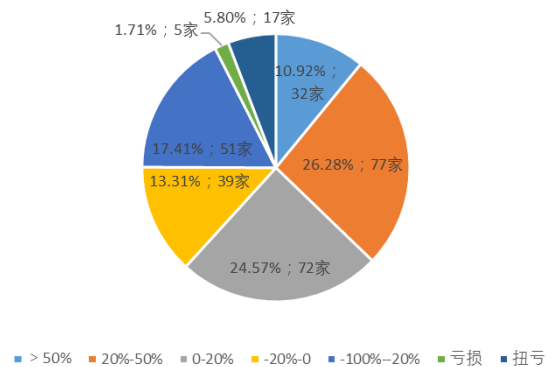
营收增速第一名的奥赛康 2019 年前三季度营收增速为 965.78% 主要由于并购重组的原因, 归母净利润增速前十的企业除了天宇股份之外, 主要由于并购重组或者净利润基数太小。

图 16: 19Q1-Q3 医药生物行业归母净利润分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 17: 19Q1-Q3 医药生物行业归母净利润增速分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

### 3.2 细分龙头持续中高速增长

申万化学原料药板块的上市公司主要有两部分, 一部分为大宗原料药企业, 另一部分为特色原料药企业, 这两类公司都受国内环保政策影响, 另外大宗原料药企业还具有周期特性, 这造成了化学原料药板块的整体经营数据呈现较大的波动。2019 年前三季度化学原料药板块整体收入为 673.30 亿元, 同比增长 8.32%, 归母净利润为 98.31 亿元, 同比增长 16.45%, 扣非归母净利润为 69.76 亿元, 同比减少 11.65%。2019 年第三季度化学原料药板块整体收入为 227.26 亿元, 同比增长 10.52%, 归母净利润为 40.86 亿元, 同比增长 87.86%, 扣非归母净利润 20.41 亿元, 同比增长 3.24%。从前三季度来看, 化学原料药的整体收入增速不高, 主要由于原料药周期性的变化, 特别是新和成前三季度营收减少 8.22%; 利润增速方面, Q2 和 Q3 季度相较 Q1 出现了一定的反转, 但 Q3 季度营收和扣非归母净利润出

现了环比出现了下降。前三季度归母净利润和扣非归母净利润同比相差较大主要由于海正药业出售子公司控制权从而形成较大金额的非经常性损益。

10家重要原料药上市公司2019年前三季度营收合计345.95亿元,同比增长7.75%,2019年前三季度扣非归母净利润合计37.83亿元,同比减少18.56%。营收和扣非归母净利润表现不如整个化学原料药板块主要受新和成、亿帆医药、浙江医药和海正药业的影响,新和成作为大宗原料药企业,原料药价格出现较大的波动,对公司的营收和利润均产生了巨大影响;浙江医药、亿帆医药业绩表现较差也是由于大宗原料药的量价齐降;海正药业由于子公司出售控制权而引发资本化转化为费用化等原因,扣非归母净利润出现大额负值。10家重要原料药上市公司2019年第三季度营收合计116.21亿元,同比增长11.03%,扣非归母净利润10.31亿元,同比增长7.51%,营收和扣非归母净利润表现略好于整个化学原料药板块,原因是由于重要公司营收和利润规模占整个子行业的比例较高,具体来看海正药业三季度扣非归母净利出现大额负值。

表 16: 化学原料药板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入 (亿元)	621.56	673.30	205.62	227.26	230.39
YOY		8.32%		10.52%	14.68%
归母净利润 (亿元)	84.85	98.81	21.75	40.86	29.88
YOY		16.45%		87.86%	25.92%
扣非归母净利润 (亿元)	78.96	69.76	19.77	20.41	28.33
YOY		-11.65%		3.24%	31.71%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 17: 化学原料药板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

公司	19Q1-Q3 营收 (亿元)	19Q1-Q3 营收 增速	19Q1-Q3 扣非净利 (亿元)	19Q1-Q3 扣非净利 增速	2019Q3 营收 (亿元)	2019Q3 营收 增速	2019Q3 扣非净利 (亿元)	2019Q3 扣非净利 增速
普洛药业	54.15	15.99%	4.27	77.00%	18.66	16.76%	1.36	63.64%
新和成	57.66	-14.20%	15.99	-34.02%	18.98	-8.22%	5.43	29.98%
亿帆医药	37.96	10.56%	6.43	-5.41%	12.78	15.36%	2.11	30.76%
凯莱英	17.42	44.61%	3.38	38.97%	6.49	45.18%	1.35	33.67%
富祥股份	9.67	8.36%	2.09	22.48%	3.75	38.49%	1.03	150.44%
药石科技	4.64	36.88%	1.11	28.88%	1.74	35.38%	0.45	20.66%
浙江医药	53.19	4.21%	2.89	-43.18%	17.34	1.26%	0.67	66.13%
海正药业	83.12	6.50%	-4.04	271.45%	26.46	6.99%	-4.09	787.71%
司太立	9.86	55.43%	1.34	59.01%	3.50	69.74%	0.43	107.55%
健友股份	18.28	40.14%	4.37	37.85%	6.51	43.31%	1.57	54.14%

总计	345.95	7.75%	37.83	-18.56%	116.21	11.03%	10.31	7.51%
----	--------	-------	-------	---------	--------	--------	-------	-------

资料来源: wind, 渤海证券研究所

2019 年前三季度化学制剂板块整体收入为 2407.38 亿元, 同比增长 13.00%, 归母净利润为 220.31 亿元, 同比减少 1.32%, 扣非归母净利润为 190.93 亿元, 同比减少 5.28%; 板块营收增速高于医药制造业同期营收增速 (8.40%), 但利润增速逊于同期医药制造业, 其原因主要是由于圣济堂、翰宇药业业绩出现大幅下滑, 同时科伦药业、信立泰等企业利润规模较大却增长乏力。2019 年三季度化学制剂板块整体收入为 814.71 亿元, 同比增长 11.39%, 归母净利润为 54.52 亿元, 同比减少 19.82%, 扣非归母净利润 44.78 亿元, 同比减少 30.37%; 2019 年第三季度的营收增速略低于第一季度, 但利润端情况明显差于第二季度, 这方面原因主要为圣济堂计提固定资产减值达 16.49 亿, 另外有个别公司由于集采降价大幅降低利润, 也有辅助用药被限制的原因, 还有一些公司经营出现恶化。

表 18: 化学制剂板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入 (亿元)	2130.34	2407.38	731.40	814.71	800.97
YOY		13.00%		11.39%	14.69%
归母净利润 (亿元)	223.26	220.31	68.00	54.52	82.60
YOY		-1.32%		-19.82%	4.50%
扣非归母净利润 (亿元)	201.57	190.93	64.31	44.78	72.23
YOY		-5.28%		-30.37%	2.88%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 19: 化学制剂板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

公司	19Q1-Q3 营收 (亿元)	19Q1-Q3 营收增速	19Q1-Q3 扣非净利 (亿元)	19Q1-Q3 扣非净利增速	2019Q3 营收 (亿元)	2019Q3 营收增速	2019Q3 扣非净利 (亿元)	2019Q3 扣非净利增速
丽珠集团	72.95	6.63%	9.57	20.34%	23.56	3.47%	2.99	33.10%
华东医药	276.28	19.06%	20.80	16.59%	93.79	19.03%	6.06	17.65%
京新药业	27.96	25.22%	3.74	28.97%	9.37	13.77%	1.26	28.67%
恩华药业	31.98	10.68%	5.21	24.73%	11.00	7.52%	1.99	27.21%
信立泰	35.64	0.82%	6.62	-40.28%	12.08	-4.72%	0.79	-76.99%
科伦药业	129.58	5.94%	8.10	-14.67%	40.36	-9.09%	1.66	-27.59%
海思科	29.86	43.31%	2.42	92.04%	11.18	25.07%	1.33	82.28%
东诚药业	21.75	33.38%	2.93	44.56%	8.48	24.70%	1.04	24.80%
康弘药业	24.10	10.41%	5.04	11.26%	8.91	11.48%	1.88	1.42%
贝达药业	12.43	34.05%	1.81	42.88%	4.81	39.05%	1.06	60.89%

普利制药	6.09	51.30%	1.99	69.30%	2.57	69.46%	0.83	69.47%
天宇股份	15.83	57.71%	4.36	346.60%	6.05	69.31%	1.97	216.33%
华润双鹤	74.07	17.39%	8.70	7.40%	25.41	14.37%	2.70	7.98%
人福医药	161.04	18.95%	5.07	26.76%	55.82	18.77%	1.81	24.36%
恒瑞医药	169.45	36.01%	35.36	27.25%	69.19	47.27%	12.47	31.15%
华海药业	40.12	4.39%	3.73	37.20%	13.59	4.18%	1.08	58.00%
总计	1,129.11	18.46%	125.45	16.93%	396.16	16.99%	40.92	16.85%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

16 家重要化学制剂上市公司 2019 年前三季度营收合计 1129.11 亿元, 同比增长 18.46%, 2019 年前三季度扣非净利润合计 125.45 亿元, 同比增长 16.93%, 营收增速高于板块整体营收增速, 除有中药注射剂、辅助用药影响的丽珠集团, 受集采降价影响的信立泰、出口业务受损的华海药业之外以及抗生素中间体业务承压的科伦药业, 其他重点公司营收增速都在两位数; 扣非净利润信立泰、科伦药业同比上年减少, 重点公司的扣非净利润增速表现远远高于板块表现。16 家重要化学制剂上市公司 2019 年第三季度营收合计 396.16 亿元, 同比增长 16.99%, 扣非归母净利润 40.92 亿元, 同比增长 16.85%, 营收和扣非归母净利润表现均好于整个化学制剂板块, 化学制剂板块已经初步形成了龙头效应, 但值得注意的是集采对于化学制剂公司的深远影响, 上市公司欲想基业长青必须加大研发拓展产品线, 重视原料药制剂一体化。

中药板块 2019 年前三季度整体收入为 2381.15 亿元, 同比增长 6.72%, 归母净利润为 245.14 亿元, 同比减少 13.62%, 扣非归母净利润为 205.33 亿元, 同比减少 18.55%; 2019 年前三季度中药板块归母净利润和扣非归母净利润表现糟糕的原因主要为东阿阿胶和 ST 康美业绩大幅下滑。2019 年第三季度中药板块整体营收 774 亿元, 同比减少 2.49%, 归母净利润为 62.29 亿元, 同比减少 28.01%, 扣非归母净利润 56.69 亿元, 同比减少 27.88%, 归母净利润和扣非归母净利润同比减少的原因还是在于 ST 康美和东阿阿胶业绩的下滑, 另外三季度营收和利润相较二季度出现了明显的环比下降, 利润端的下滑还出现了环比加速的情况。

表 20: 中药板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入 (亿元)	2231.22	2381.15	793.74	774.00	786.07
YOY		6.72%		-2.49%	7.77%
归母净利润 (亿元)	283.80	245.14	86.53	62.29	83.53
YOY		-13.62%		-28.01%	-17.94%
扣非归母净利润 (亿元)	252.09	205.33	78.47	56.59	66.00

YOY

-18.55%

-27.88%

-21.06%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

12 家重要中药上市公司 2019 年前三季度营收合计 1325.70 亿元, 同比增长 23.78%, 2019 年前三季度扣非归母净利润合计 123.06 亿元, 同比增长 5.91%; 大部分重要上市公司营收保持着中低速增长, 同仁堂、济川药业和广誉远营收出现一定的下滑, 白云山由于新并表广州医药有限公司和王老吉营收较上年大幅增长; 扣非归母净利润方面, 大部分公司低速增长甚至出现一定的下滑, 仅华润三九、白云山、片仔癀、康缘药业的增速超过 15%。12 家重要中药上市公司 2019 年第三季度营收合计 430.81 亿元, 同比增长 7.12%, 扣非归母净利润 34.80 亿元, 同比减少 5.09%; 从三季度单季度利润数据来看, 大部分公司出现了负增长和低速增长, 仅云南白药和片仔癀的单季度扣非令人增速超过 15%。

表 21: 中药药板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

公司	19Q1-Q3 营收(亿 元)	19Q1- Q3 营收 增速	19Q1-Q3 扣非净利 (亿元)	19Q1-Q3 扣非净利 增速	2019Q3 营 收(亿 元)	2019Q3 营 收增速	2019Q3 扣 非净利(亿 元)	2019Q3 扣 非净利增速
云南白药	216.46	9.75%	23.36	-4.17%	77.49	14.80%	12.01	17.78%
华润三九	101.87	7.87%	11.76	15.06%	30.21	1.63%	1.99	-20.05%
以岭药业	43.47	13.62%	5.40	0.09%	13.63	21.06%	1.11	3.54%
葵花药业	31.51	0.52%	3.22	5.12%	7.64	-4.33%	0.51	-7.41%
同仁堂	99.59	-4.94%	8.42	0.55%	28.02	-12.71%	1.87	-7.26%
中新药业	51.77	10.42%	4.16	6.80%	16.44	4.26%	0.91	7.45%
白云山	500.62	67.57%	27.46	25.86%	167.22	11.21%	5.41	-15.59%
片仔癀	43.42	21.07%	11.03	21.88%	14.47	22.44%	3.58	19.41%
天士力	140.92	8.20%	10.70	-14.38%	46.75	2.78%	2.33	-44.01%
康缘药业	33.66	22.21%	3.59	17.89%	11.03	21.29%	1.23	9.70%
济川药业	53.86	-2.85%	12.39	1.49%	14.79	-15.01%	3.28	-17.26%
广誉远	8.54	-16.39%	1.56	-30.37%	3.13	-14.68%	0.56	-32.44%
总计	1,325.70	23.78%	123.06	5.91%	430.81	7.12%	34.80	-5.09%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

生物制品板块 2019 年前三季度整体收入为 749.31 亿元, 同比增长 16.91%, 归母净利润为 118.00 亿元, 同比增长 41.37%, 扣非归母净利润为 109.40 亿元, 同比增长 25.11%, 2019 年前三季度生物制品板块归母净利润和扣非归母净利润表现较好。2019 年第三季度生物制品板块整体营收 263.97 亿元, 同比增长 16.66%, 归母净利润为 39.96 亿元, 同比增长 56.89%, 扣非归母净利润 38.61 亿元, 同比

增长 34.44%，2019 年第三季度生物板块表现亮眼，利润增速较第二季度有明显的提升，主要由于疫苗、生长激素、血制品公司经营稳健，另外上海莱士的业绩负面影响消除，对板块业绩有较大的提振。

表 22：生物制品板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入（亿元）	640.93	749.31	226.28	263.97	262.05
YOY		16.91%		16.66%	16.70%
归母净利润（亿元）	83.47	118.00	25.47	39.96	38.74
YOY		41.37%		56.89%	9.99%
扣非归母净利润（亿元）	87.44	109.40	28.72	38.61	35.12
YOY		25.11%		34.44%	5.94%

资料来源：wind，渤海证券研究所

12 家重要生物制品公司 2019 年前三季度营收合计 612.98 亿元，同比增长 19.69%，2019 年前三季度扣非归母净利润合计 90.89 亿元，同比增长 31.10%；2019 年第三季度营收合计 216.29 亿元，同比增长 19.18%，2019 年第三季度扣非归母净利润合计 32.39 亿元，同比增长 40.16%。12 家重要生物制品公司无论是 2019 年前三季度还是 2019 年第三季度，经营数据明显好于生物制品板块，但复星医药由于辅助用药的监管，通化东宝由于竞争加剧以及渠道调整，经营数据明显差于板块平均水平，另外博雅生物、辽宁成大经营数据也不理想。

表 23：生物制品板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

公司	19Q1-Q3 营收（亿元）	19Q1-Q3 营收增速	19Q1-Q3 扣非净利（亿元）	19Q1-Q3 扣非净利增速	2019Q3 营收（亿元）	2019Q3 营收增速	2019Q3 扣非净利（亿元）	2019Q3 扣非净利增速
长春高新	54.44	31.50%	12.32	50.61%	20.52	47.59%	5.13	69.56%
华兰生物	26.38	29.60%	8.92	31.11%	12.36	48.05%	4.30	56.22%
安科生物	11.63	14.24%	2.48	11.83%	4.00	2.28%	1.05	5.87%
智飞生物	76.66	119.35%	17.98	64.17%	26.27	84.64%	6.21	51.36%
沃森生物	7.97	39.09%	1.14	90.02%	2.97	49.38%	0.33	103.88%
博雅生物	21.02	24.64%	3.01	8.86%	7.27	22.25%	1.01	3.67%
我武生物	5.00	29.64%	2.42	32.65%	2.26	35.14%	1.14	37.39%
康泰生物	13.94	-7.05%	4.16	16.07%	5.87	34.46%	1.71	99.00%
天坛生物	25.19	22.50%	4.66	18.26%	9.59	14.68%	1.73	10.46%
复星医药	212.28	17.01%	17.22	8.21%	70.55	12.28%	5.55	41.88%
辽宁成大	137.88	-2.69%	9.72	64.40%	48.42	-4.09%	2.62	4.97%
通化东宝	20.57	2.41%	6.88	3.40%	6.23	14.14%	1.62	12.00%
总计	612.98	19.69%	90.89	31.10%	216.29	19.18%	32.39	40.16%

资料来源：wind，渤海证券研究所

**表 24: 医药商业板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况**

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入 (亿元)	4480.06	5320.44	1568.73	1831.94	1772.17
YOY		18.76%		16.78%	19.88%
归母净利润 (亿元)	124.60	131.08	41.86	41.12	47.32
YOY		5.20%		-1.77%	9.51%
扣非归母净利润 (亿元)	112.13	123.06	33.47	38.23	44.60
YOY		9.82%		14.22%	10.04%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

医药商业板块 2019 年前三季度整体收入为 5320.44 亿元, 同比增长 18.76%, 归母净利润为 131.08 亿元, 同比增长 5.20%, 扣非归母净利润为 123.06 亿元, 同比增长 9.82%; 2019 年前三季度医药商业板块归母净利润和扣非归母净利润表现平稳且中规中矩, 连锁药店整体表现优于医药配送商。2019 年第三季度医药商业板块整体营收 1831.94 亿元, 同比增长 16.78%, 归母净利润为 41.12 亿元, 同比减少 1.77%, 扣非归母净利润 38.23 亿元, 同比增长 14.22%。整个医药商业板块 2019 年前三季度表现都比较平稳, 但商业配送企业的现金流及财务费用值得密切关注。

**表 25: 医药商业板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况**

公司	19Q1-Q3 营收 (亿元)	19Q1-Q3 营收 增速	19Q1-Q3 扣非净利 (亿元)	19Q1-Q3 扣非净利 增速	2019Q3 营收 (亿元)	2019Q3 营收 增速	2019Q3 扣非净利 (亿元)	2019Q3 扣非净利 增速
国药一致	388.76	22.38%	9.43	4.14%	136.48	24.21%	3.03	7.46%
嘉事堂	158.05	20.06%	2.94	14.54%	55.66	19.86%	0.84	12.72%
瑞康医药	269.44	9.73%	5.85	-29.47%	89.87	-0.68%	2.12	-15.64%
一心堂	76.61	15.75%	4.78	15.22%	26.01	11.77%	1.44	15.53%
中国医药	260.26	17.25%	9.33	-14.52%	91.65	19.53%	2.69	-16.00%
国药股份	327.10	13.67%	10.38	10.39%	116.88	16.81%	3.09	1.53%
九州通	733.79	15.11%	8.62	26.14%	249.50	17.15%	2.45	26.71%
上海医药	1,406.17	19.57%	30.70	19.62%	480.42	15.14%	9.75	44.82%
大参林	80.41	27.65%	5.37	33.23%	27.88	25.82%	1.64	31.68%
柳药股份	111.08	27.53%	5.41	38.62%	39.11	22.46%	1.91	41.27%
老百姓	83.70	23.59%	3.73	20.62%	28.36	21.48%	1.17	22.49%
益丰药房	73.89	58.36%	4.12	42.75%	23.40	39.95%	1.09	32.82%
总计	3,969.25	18.53%	100.67	10.87%	1,365.23	16.57%	31.23	17.33%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

12 家重要医药商业公司 2019 年前三季度营收合计 3969.25 亿元，同比增长 18.53%，2019 年前三季度扣非归母净利润合计 100.67 亿元，同比增长 10.87%；统计样本里面，医药商业（申万）板块共计有 25 家上市公司，12 家重要商业公司的营收占板块总营收 74.60%，行业集中度较高；19 年前三季度扣非归母净利润同比增长慢于营收增速，主要原因是由于瑞康医药、中国医药费用率上升毛利率下降，12 家重要医药商业公司的扣非归母净利润增速但快于整个板块的扣非归母净利润增速。12 家重要医药商业公司第三季度营收合计 1365.23 亿元，同比增长 16.57%，2019 年第三季度扣非归母净利润合计 31.23 亿元，同比增长 17.33%，12 家重要医药商业公司相应数据要好于整个医药商业板块，这也体现着龙头效应，具体来看零售药店的经营数据要明显强于药品配送行业，并且呈现着高景气，瑞康医药 19 年三季度表现依然较差，高额的利息侵蚀了不少利润，中国医药三季度表现较差的原因还有子公司天方药业阿托伐他汀钙片、瑞舒伐他汀钙片均未中标 4+7 集采。

医疗器械板块 2019 年前三季度整体收入为 790.96 亿元，同比增长 14.06%，归母净利润为 141.64 亿元，同比增长 24.39%，扣非归母净利润为 123.06 亿元，同比增长 17.98%；2019 年前三季度医疗器械板块营收和利润均表现很好，主要由于营收和利润体量较大的迈瑞医疗和乐普医疗持续高增长。2019 年第三季度药疗器械板块整体营收 273.78 亿元，同比增长 12.71%，归母净利润为 45.44 亿元，同比增长 16.19%，扣非归母净利润 41.61 亿元，同比增长 14.41%；2019 年第三季度板块营收和利润均表现稳健，但是三季度的数据相较二季度而言，出现了一定的下滑。

表 26：医疗器械板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入（亿元）	693.46	790.96	242.90	273.78	273.12
YOY		14.06%		12.71%	11.46%
归母净利润（亿元）	113.87	141.64	39.11	45.44	50.95
YOY		24.39%		16.19%	17.59%
扣非归母净利润（亿元）	104.31	123.06	36.37	41.61	46.58
YOY		17.98%		14.41%	19.16%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 27：医疗器械板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况

公司	19Q1-Q3 营收（亿元）	19Q1-Q3 营收增速	19Q1-Q3 扣非净利（亿元）	19Q1-Q3 扣非净利增速	2019Q3 营收（亿元）	2019Q3 营收增速	2019Q3 扣非净利（亿元）	2019Q3 扣非净利增速
鱼跃医疗	35.56	11.82%	6.85	14.67%	10.55	10.18%	1.74	15.40%
大博医疗	8.70	59.56%	3.15	27.17%	3.27	69.20%	1.24	30.83%



乐普医疗	58.80	28.25%	13.29	35.56%	19.59	20.17%	4.09	31.99%
迪安诊断	62.10	27.10%	3.18	17.95%	22.16	14.76%	0.90	19.09%
凯利泰	8.60	25.12%	2.10	47.76%	2.92	26.38%	0.64	42.29%
迈克生物	23.48	20.11%	4.10	17.42%	8.31	17.26%	1.41	18.76%
万孚生物	14.24	23.51%	2.81	36.66%	4.56	29.45%	0.88	53.70%
健帆生物	9.71	39.13%	3.81	44.21%	3.12	29.20%	1.09	25.04%
欧普康视	4.85	46.90%	2.02	39.36%	2.23	42.25%	1.04	39.30%
开立医疗	7.90	-0.38%	0.37	-74.52%	2.45	-2.79%	-0.17	-137.18%
凯普生物	5.18	27.88%	0.99	38.43%	2.01	29.27%	0.43	38.64%
艾德生物	4.12	32.84%	0.92	11.38%	1.47	35.71%	0.28	19.75%
迈瑞医疗	123.79	20.42%	36.23	27.34%	41.74	20.24%	12.95	29.00%
万东医疗	6.37	2.79%	0.83	1.99%	2.59	8.19%	0.44	-2.62%
山东药玻	21.57	12.29%	3.33	27.82%	7.22	16.27%	1.13	23.65%
安图生物	18.94	39.22%	5.20	31.32%	7.14	39.53%	2.12	32.36%
总计	413.91	22.79%	89.17	25.91%	141.30	20.16%	30.21	25.13%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

16家重要医疗器械公司2019年前三季度营收合计413.91亿元,同比增长22.79%,2019年前三季度扣非归母净利润合计89.17亿元,同比增长25.91%;16家重要医疗器械公司第三季度营收合计141.30亿元,同比增长20.16%,2019年第三季度扣非归母净利润合计30.21亿元,同比增长25.13%,16家重要医疗器械公司相应数据明显要好于医疗器械板块以及整体医药生物板块,头部医疗器械依然保持着中高速稳定增长,IVD板块的化学发光、POCT、分子诊断需求强劲,另外在技术进步下有较大的进口替代空间,乐普医疗仍需要关注氯吡格雷、阿托伐他汀在带量采购的情况下对公司业绩的影响。

医疗服务板块2019年前三季度整体收入为446.26亿元,同比增长11.17%,归母净利润为47.41亿元,同比减少28.29%,扣非归母净利润为42.37亿元,同比增加28.39%;医疗器械板块样本公司仅21家,数量远少于其他子版块,这也造成了板块整体业绩受个体影响较大;医疗服务板块2019年前三季度归母净利润同比下降极大,主要由于国际医学于2018年处置资产确认了29.67亿投资收益;从营收和扣非净利润的角度来看,营收表现一般,扣非净利表现可嘉,主要由于CRO和连锁医疗机构表现亮眼。2019年第三季度医疗服务板块整体营收165.18亿元,同比增长16.80%,归母净利润为22.12亿元,同比增长54.47%,扣非归母净利润19.85亿元,同比增长78.99%;三季度经营数据表现远远好于二季度,主要由于美年健康、爱尔眼科、药明康德等企业体量较大并实现高增长,另外恒康医疗同比也减亏明显。

**表 28：医疗服务板块 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况**

	18Q1-Q3	19Q1-Q3	2018Q3	2019Q3	2019Q2
营业收入 (亿元)	401.41	446.26	141.42	165.18	152.76
YOY		11.17%		16.80%	10.80%
归母净利润 (亿元)	66.11	47.41	14.32	22.12	14.93
YOY		-28.29%		54.47%	-65.21%
扣非归母净利润 (亿元)	33.00	42.37	11.09	19.85	14.00
YOY		28.39%		78.99%	-1.27%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

8 家重要医疗服务公司 2019 年前三季度营收合计 362.01 亿元, 同比增长 22.63%, 2019 年前三季度扣非归母净利润合计 46.34 亿元, 同比增长 33.48%; 8 家重要医疗服务公司第三季度营收合计 136.94 亿元, 同比增长 24.15%, 2019 年第三季度扣非归母净利润合计 22.21 亿元, 同比增长 52.10%, 8 家重要医疗服务公司相应数据明显要好于医疗服务板块, 头部医疗器械依然保持着中高速稳定增长; 另外美年健康在第三季度, 利润端出现了反转。

**表 29：医疗服务板块重要公司 2019 年前三季度及 2019 年第三季度单季表现情况**

公司	19Q1-Q3 营收 (亿元)	19Q1-Q3 营收 增速	19Q1-Q3 扣非净利 (亿元)	19Q1-Q3 扣非净利 增速	2019Q3 营收 (亿元)	2019Q3 营收 增速	2019Q3 扣非净利 (亿元)	2019Q3 扣非净利 增速
美年健康	62.78	7.89%	2.41	-29.78%	26.36	15.58%	3.77	55.80%
爱尔眼科	77.32	26.25%	12.35	34.24%	29.83	27.24%	5.40	37.34%
泰格医药	20.31	27.38%	4.38	65.78%	6.94	23.50%	1.50	100.68%
通策医疗	14.21	22.11%	3.93	45.00%	5.74	20.01%	1.89	36.53%
润达医疗	51.93	19.75%	2.93	22.20%	18.98	23.13%	1.14	19.15%
昭衍新药	3.48	42.95%	0.60	38.95%	1.48	35.85%	0.32	12.76%
药明康德	92.79	34.06%	17.14	36.88%	33.84	34.72%	7.21	69.63%
金域医学	39.20	18.17%	2.59	88.24%	13.77	14.49%	0.97	55.87%
总计	362.01	22.63%	46.34	33.48%	136.94	24.15%	22.21	52.10%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 4. 投资策略与标的推荐

### 4.1 投资策略

由于医疗卫生投入持续增多、仿制药集采全面推进、创新药研发加速等因素以及医药行业弱周期影响，医药生物板块各细分领域优质龙头企业表现良好，我们建议立足于公司历史业绩及发展前景，推荐以下四条投资主线：1) 创新药服务商持续高景气，5家重要创新药服务商（药明康德、凯莱英、泰格医药、昭衍新药、药石科技）2019年前三季度营收端均为20%以上的增速（除泰格医药以外均在30%以上），利润端第三季度，昭衍新药和药石科技增速有一定的下滑，其余也均为高增长，创新药服务商子板块呈现高景气状态。**重点推荐凯莱英（002821）、泰格医药（300347）**；2) 专科药生产商内部分化，重点关注研发实力强的标的，5家优质专科药生产商（恒瑞医药、健友股份、科伦药业、东诚药业、丽珠集团），2019年前三季度营收端科伦药业和丽珠集团增速偏低，其余较高，利润端由于科伦药业川宁基地增值税减免到期及中间体价格下降导致利润下滑，但其非输液制剂销量大幅增长，长期投资逻辑不变。**重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、健友股份（603707）**；3) 消费类医药公司长期受益于消费升级或渗透率提升，8家消费类企业（长春高新、安科生物、智飞生物、康泰生物、我武生物、欧普康视、爱尔眼科、通策医疗）涉及生长激素、疫苗、脱敏、眼科、口腔科等领域，整体上营收和利润均高速增长，但康泰生物由于去年同期的高基数以及疫苗行业监管收紧而增速不高，但三季度利润增速大幅提升，另外安科生物由于生长激素水针新获批处于放量早期，利润增速偏低。**重点推荐长春高新（000661）、安科生物（300009）**；4) 医疗器械及耗材领域外企占比较高，优质企业受益于进口替代，8家医疗器械及耗材重点企业（安图生物、万孚生物、金域医学、迪安诊断、健帆生物、迈瑞医疗、开立医疗、乐普医疗）涉及IVD、ICL、医疗设备、介入耗材等领域，整体上营收和利润均高速增长，但开立医疗由于新产品处于推广期，并且销售费用明显增长，使得公司的营收和利润表现较差，但由于公司技术优势大，性价比高，成长空间大，值得持续关注。持续看好优质医疗器械及耗材企业，**重点推荐开立医疗（300633）、安图生物（603658）、乐普医疗（300003）**。

### 4.2 重点标的推荐

#### 4.2.1 恒瑞医药：研发管线丰富的国内创新药绝对龙头

多产品支撑，专业化营销网络推动公司业绩稳增。公司是国内知名的抗肿瘤药、

手术用药和造影剂供应商，2019 年前三季度实现营收 169.45 亿元，同比增长 36.01%，实现归母净利润 37.35 亿元，同比增长 28.26%；2019 年第三季度实现营收 69.19 亿元，同比增长 47.27%，实现归母净利润 13.22 亿元，同比增长 31.96%；今年前三季度及第三季度营收和利润增速继续加快，我们预计公司新药放量继续超预期。肿瘤药业务保持领先地位，手术麻醉和造影剂同步发展，新成立肿瘤、影像、综合三个销售事业部和战略发展部进行分线销售，专业化的营销网络持续推动公司业绩稳健增长，其中盐酸右美托咪定注射液、甲磺酸阿帕替尼片、碘克沙醇注射液产销量增长较快，分别为 32.18%、68.37%、57.36%（2019 年上半年数据）。

**研发强度较高，后续管线丰富。**公司持续加大项目研发和创新发展，2019 年上半年投入研发资金 14.84 亿元（+49.15%，全部费用化），研发强度高达 14.80%，后续研发管线丰富。公司创新模式正向源头创新迈进，创新布局从小分子药物向大分子药物转变，率先在国内申请国际领先的抗体毒素偶联物 ADC 药物（生物导弹）。截至目前公司 5 个创新药艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼和 PD-1 单抗上市；公司一致性评价申报的品种数量有 28 个，按新注册分类申报的仿制药数量有 29 个，通过一致性评价的品种（含视同通过）数量有 10 个；创新药研发方面，公司目前进入临床阶段（含已获批）的创新药共计有 46 个，数量上远远超过其他国内企业，另外 SHR0302 片、INS068 注射液、SHR0410 注射液、SHR1210 等产品也获准在海外开展临床试验；PD-1 适应症的扩展，公司已经走在国内前列，目前公司 PD-1 已获批适应症为至少经过二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤，肝细胞癌、非鳞癌非小细胞肺癌及晚期食管鳞癌适应症的报产均已纳入优先审评。

#### 4.2.2 科伦药业：大输液龙头，创新药研发管线丰富

**新获批制剂快速放量，见证销售能力不一般的科伦。**公司近年来陆续获批专科用药、肠外营养制剂，一致性评价获批品种数量也位列前茅；公司以大输液起家，中报披露了新获批制剂的销量证明了公司在专科用药领域的销售能力。在市场推广方面，今年上半年，注射用帕瑞昔布钠已完成挂网省份 26 个，已递交资料省份 3 个；脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液已完成挂网省份 22 个，已递交资料省份 5 个；丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液已完成挂网省份 14 个，已递交资料省份 7 个。在销量方面，上半年帕瑞昔布钠上半年销售金额达 22401.87 万元，同比增长 692.39%，推算该品种公司的市占率约为 30%；肠外营养多室袋等品种上半年销售金额达 17866.64 万元，同比增长 467.67%；草酸艾司西酞普兰片上半年销售金额达 16885.08 万元，同比增长 95.46%，推算该品种市占率约为

16%。其他新获批的 23 个品种上半年销售金额达 17282.32 万元，公司新获批制剂上半年合计共销售 74435.91 万元。

**研发稳步推进，药品申报受理数量国内领先。**前三季度公司研发支出 7.82 亿元，同比增长 25.93%。公司研究院全面推进研发管线布局，通过科学布局，提升产品数量、速度、难度、成本优势以及国际化等壁垒，提高产品竞争力。今年前三季度公司获批 9 个新产品，三项一类新药申请临床，15 项创新药临床研究正在开展。截至目前，一致性评价受理方面，公司累计受理了 41 个品种，数量上国内排名第三；一致性评价通过方面(含新注册分类视同通过情况)，公司累计通过了 13 个品种，数量上国内排名第四；按新注册分类申报的仿制药，公司累计申报了 38 个品种，数量上国内排名第四。

#### 4.2.3 健友股份：肝素制剂及原料药龙头，积极布局海外注射剂

**肝素龙头，全产业链布局。**公司是国内肝素龙头，产业链覆盖始终。公司由于 17 年与肝素制剂龙头 Sanofi 建立合作关系，随着肝素原料药价格景气度提升，预计公司肝素原料出口量价将持续提升；公司是国内唯一同时拥有依诺肝素、那屈肝素、达肝素三种低分子肝素制剂生产批件的企业；根据米内数据，公司 2018 年低分子肝素制剂在城市公立医疗机构销售规模为 3.59 亿元，同比增长 66.18%，2016-2018 年复合增速为 127.84%，预计未来公司国内肝素制剂持续保持中高速增长。在肝素制剂一致性评价方面，目前依诺肝素仅有公司、千红药业及海普瑞递交了一致性评价申请，那屈肝素仅有公司和东诚药业递交了一致性评价申请；达肝素暂未有企业递交一致性评价申请。

**海外注射剂布局丰富，未来放量可期。**健友股份及健进制药共拥有三条通过美国 FDA 审核的无菌注射剂生产线，是国内少数几家无菌注射剂产品可以在美国上市的企业之一。公司子公司健进制药首个无菌制剂产品于 2013 年出口美国，是中国第一批无菌注射剂直接销往美国的企业；健进制药研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。目前，公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售，大品种依诺肝素那注射液近期拿到美国 ANDA。通过现有品种在美国市场的销售，公司建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验，未来随着在申报和在研品种在美国不断上市，美国无菌注射液销售会成为公司业务的重要增长点。国内注射剂公司也在积极布局，目前按新注册分类申报的品种有瑞加德松、磺达肝癸钠、苯磺顺阿曲库铵、度骨化醇、米加农、盐酸苯达莫司汀、吗替麦考酚酯、白消安、左亚叶酸钙、吉西他滨、维生素 B1 注射液等。

#### 4.2.4 安科生物：生长激素水针放量可期，单抗及细胞药品进度较快

生长激素水针放量可期，长效报产在即。公司2019年前三季度营收11.63亿元，同比增长14.24%，归母净利润2.57亿元，同比增长10.95%；2019年第三季度营收4.00亿元，同比增长2.27%，归母净利润1.10亿元，同比增长8.12%，由于2018年底公司生长激素产能受到GMP认证影响，估计一季度生长激素与上年同期基本持平。随着产能在一季度逐渐恢复，生长激素的销售也出现反弹，保持产销两旺的态势。水针剂型在6月份获批，有助于增强公司的竞争力，提升公司市场份额。公司长效生长激素已于2018年下半年完成临床试验，目前正在整理临床数据，进行报产准备。生长激素的市场容量较大，目前我国大约有4千万左右的矮小人口，4-15岁的患病儿童约有700万左右，预计生长激素仅在矮小症的市场规模可达200亿元，目前我国生长激素市场规模不足40亿，还有较大增长空间。短效生长激素2018年公立医疗机构市场规模约30.17亿元，同比增长38.80%，其中水针市场规模约22.07亿元，仅有金赛一家水针获批，公司水针获批之后，有望带动业绩快速增长；长效生长激素2018年公立医疗机构市场规模约4.36亿元，2018年同比增长62.38%，目前仅金赛一家企业具有生产批件。

公司积极布局单抗及细胞药品，进展较快。公司HER-2单抗已经在进行III期临床试验，预计年底申报生产；VEGF单抗药物贝伐珠单抗处于临床III期阶段，目前正在招募病例入组；PD-1单抗正在进行I期临床，预计年底进入临床II期。另外CAR-T细胞药品、溶瘤病毒、HER-2ADC药品正在有序推进，看好公司逐步成为精准医疗领域的小龙头。

#### 4.2.5 长春高新：生长激素水针放量可期，单抗及细胞药品进度较快

生长激素龙头，剂型丰富，业绩持续高增长。公司2019年前三季度营收54.44亿元，同比增长31.50%，归母净利润12.41亿元，同比增长47.93%；2019年第三季度营收20.52亿元，同比增长47.59%，归母净利润5.13亿元，同比增长69.56%。生长激素的市场容量较大，目前我国大约有4千万左右的矮小人口，4-15岁的患病儿童约有700万左右，预计生长激素仅在矮小症的市场规模可达200亿元，目前我国生长激素市场规模不足40亿，还有较大增长空间。公司第三季度营收和净利润增速均出现大幅提速，我们认为主要来源于生长激素在第三季度的销售超预期。公司顶住了外部竞争和医药市场政策调整的压力，坚持差异化的市场策略不动摇，18年组织了一万多场市场促销活动以及近150场省内以上大型会议，不断提高客服满意度，实现了销售的持续快速增长，巩固了生长激素的市场领先地位。儿科新患大幅增加，全国市场份额提升了3个百分点，另外长效生长

激素完成IV期临床试验，提前7个月获批再注册批件。

**疫苗业务逐步恢复，房地产业务贡献稳定的现金流。**由于2018年长生生物事件的影响，疫苗行业整体批签发收紧，且上半年厂房搬迁也造成了产能的受限，我们认为在第三季度，公司疫苗业务出现恢复性增长势头。另外，鼻喷流感疫苗有望近期获批，为中长期业务增长提供保障。房地产业务继续为公司提供稳定的现金流，华康药业2019年业绩预计不再出现下滑。

#### 4.2.6 凯莱英：CDMO赛道的一体化领军企业

**国内“CRO+CDMO”一体化的优质外包服务企业。**公司拥有的尖端技术能够为客户提供定制的解决方案，合成和制造几乎任何小分子药物，包括化学结构或合成过程，公司通过优化研发过程，不断开发和完善产品解决方案，加强质量控制，通过各方面努力来保证客户的满意。除此之外，对客户的需求能迅速反应，有效缩短新药的研发周期，并且在确保质量和服务标准的前提下帮助客户节约生产成本，实现服务承诺。严格恪守承诺赢得了客户持久的信任和合作。公司独特的商业模式和注重实质发展的战略是与其他竞争者显著区分的竞争力，这使公司能够从客户的备选药物中获取成长收益，而不承担新药开发中的固有风险。

公司始终视技术为核心竞争力，2018年继续保持8.46%以上的高研发强度，研发团队逾千人，公司自主研发的**绿色连续性反应技术和生物转化技术处于国际领先地位**，连续性反应技术实现实验室反应类型模块化和自动化以及中试及商业化应用，并成功开发了模块化全连续反应系统，成功将连续膜分离技术应用于临床项目研发及生产，为有机合成提供了新途径和新方法，在绿色制药技术的制高点，打造低能耗、低排放、高效率的绿色经营模式。

2017年以来，公司的一体化医药服务生态圈日益完善，在政策红利下，逐步打造化合物工艺开发优化、制剂研究、临床研究、注册申报、上市后原料药和MAH委托生产的“药物一体化服务生态圈”的构建。2018年6月5日，公司分别与昭衍新药、Covance签署战略合作框架协议，互为战略合作伙伴，共同为双方客户提供新药开发一站式服务，在客户共享基础上探索多种合作模式，全力配合支持合作事项，并与Covance实行“打包报价”，实现潜在客户拓展，助推公司一体化模式构建。

#### 4.2.7 泰格医药：项目经验丰富、研究能力突出

**业绩表现优秀，研发人员大幅扩增。**公司作为国内领先的CRO企业，受益于医药

外包行业的迅猛发展，业绩表现优秀，2019Q3 公司实现营收 20.31 亿元，同比增长 27.38%。作为 CRO 类企业，人才是公司提供经营服务的关键生产要素也是公司核心竞争力，公司核心管理团队保持稳定并具有丰富的医药专业知识和药物临床研究经验，截止 2018 年末，公司员工人数为 3898 名，同比增长 21.28%，其中研究生及以上学历人数占比 25%，本科及本科以上学历人数占 87%。

**项目经验丰富，创新药物研究能力突出。**公司在临床研究所涉及的疾病领域项目经验丰富，累计完成 1340 多项临床试验、880 多项国内注册事务、810 多项国际注册事务，7800 多例中心影像服务、1770 多项数据管理与统计分析项目、206 项中心试验室项目。截止 2018 年末，公司已经参与近百个品种、166 个项目的国内创新药临床试验，包括 28 个新生物制品项目和 138 个新化学药物项目，涉及感染科（肝炎、艾滋病）、肿瘤、内分泌、心血管等领域，已完成创新药 9 个，其中 6 个已上市。由公司注册申报的 2 个难治性高血压治疗药物（目作为第一批通过临床试验默示许可项目在 CDE 官网上公示，以罕见病为由纳入 CDE 优先审评的 63 个药物品种中，公司以 5 个品种的申报数量位居前列，助力歌礼生物完成首个 1 类丙肝创新药戈诺卫的 III 期以及部分 II 期试验，速度刷新行业记录，并为首个国产生物类似药—复宏汉霖汉利康（CD20）提供临床研究一站式服务。

**质量管理体系完备，产品供应稳定。**公司自成立之初就根据 GCP 和 ICH-GCP 规范建立了全面的临床试验标准操作规程 SOP，有效保证了公司技术服务的稳定性和可靠性。2018 年度泰格医药质量保证部门共完成 35 个 SOP 更新工作，实施稽查活动 70 次，接待客户稽查 25 次，6 个项目顺利通过国家局核查，得到了国家局和国内外客户的一致肯定与认可。

#### 4.2.8 安图生物：化学发光领域小龙头

公司是国内化学发光领域龙头企业，设立初期以酶联免疫为主，2007 年国内首批推出微孔板化学发光仪，2013 年取得技术突破出全自动磁微粒化学发光仪，2018 年公司免疫诊断收入在 10.48 亿元，占公司总收入比例超过 50%。公司自主研发生产了 Autolumo A2000/A2000 plus 全自动化学发光测定仪检测速度达到 200T/h，2017 年 9 月公司推出国内首条大型流水线 Autolas A-1，成为全球第七家流水线推出企业，目前国内三级医院 TLA 渗透率仅约为 10%，而日本同级医院渗透率早已超过 70%，存在很大的增量空间。2018 年 5 月公司微生物质谱仪 Autof ms1000 获得注册证，打破海外企业在质谱仪器市场的垄断地位。

公司的免疫检测产品、微生物检测产品、生化检测产品分别拥有 211、92、139 项注册（备案）证书，取得欧盟 CE 认证 76、42、1 项，形成免疫检测、微生物



检测和生化检测产品共同发展格局。免疫检测产品方面，公司覆盖了从传染病到非传染病的诸多方向，是我国业内提供免疫检测产品较多的企业之一，也是国内能够提供全面免疫检测解决方案的企业之一。其中，公司的微孔板免疫检测产品（含酶联免疫产品和微孔板化学发光产品）拥有 97 项注册证书，竞争优势明显，公司推出了基于单个检测管理下达 200 测试/小时的全自动磁微粒化学发光测定仪，现已获得 91 项磁微粒化学发光诊断产品的注册（备案）证书；微生物检测方面，公司是国内产品品种较多、成长较快的企业之一；生化检测方面，公司产品涵盖了肝脏疾病、肾脏疾病、心血管病、糖代谢疾病、免疫性疾病、胰腺类疾病、胃筛查、凝血与纤溶障碍、微量元素及离子、肿瘤等 12 大类别的生化检测，公司丰富的生化检测产品能够满足终端用户的常规需求。

公司高度重视研发储备，2019Q3 研发投入 2.26 亿元，占当期营业收入的比重为 11.93%，持续的研发高投入使公司源源不断的技术创新得到了保障，此外公司配备有优秀的营销团队，基本形成了覆盖全国的营销网络，目前公司产品进入二级医院及以上终端用户 4500 多家，其中三级医院 1381 家，占全国三级医院总量的 61.87%，公司产品则有望依托公司领先的技术优势与广阔的营销渠道实现对进口产品的逐步替代。

#### 4.2.9 开立医疗：技术媲美国际巨头的国产器械企业

公司高度重视研发，超声产品跻身国际一流水平。2019Q3 公司研发投入 1.73 亿元，研发强度达 21.90%。公司依靠自主研发，超声方面，宽频带单晶探头技术、宽频带复合材料探头技术、高频相控阵技术、经食道探头技术、超声内窥镜探头技术、双平面探头技术、4D 探头技术等彩超探头技术处于国内领先水平，超过 60 个型号，临床应用基本覆盖了人体全身各部位器官，为整个系统性能的先进性提供了核心技术保障；内镜方面，公司在高清光学成像模组的小型化设计与装配、高性能电子内窥镜镜体精密机械设计与装配、高速数据远距离传输、高速图像处理等核心技术研发方面积累了丰富的经验，电子内镜产品技术处于国内领先水平。

**超声产品线齐全，高端彩超下半年有望放量。**超声产品线是公司主要的业绩支撑，但 2019 年由于彩超采购周期的波动以及部分订单丢失，但整体来看公司超声产品技术领先，已经实现彩超从中低端向高端的延伸，是国内少数可以与欧美高端超声制造企业媲美的国产制造商，中低端产品响应国家分级诊疗推进的同时高端产品也在凭借性价比优势逐步实现进口替代，公司 2018 年成功推出全新高端彩超 S60 系列产品，目前尚处于学术推广阶段，放量不明显，2020 年有望为公司带来强劲增长动力，此外公司超声率先进入欧美发达国家市场，已成为国内主要超声诊断产

品出口的企业，目前海外推广的超声产品线也开始向高端转型，预期需要一定的市场储备和拓展时期，随后逐渐释放业绩。

**内窥镜产品线延续高增长态势。**2019 上半年公司内窥镜业务实现营收 1.07 亿元，同比增长 131.56%，占公司总营收比重已由 2016 年的 5.03% 提升至 12.59%。技术方面，公司具备光电复合染色成像（VIST）、高清实时图像处理技术、光学微小模组封装、高性能镜体制造、内镜用超声探头、软镜镜体制成等多项先进技艺；产品方面，公司已推出高清消化道内窥镜系统、硬镜系统等产品，全面覆盖软镜高、中、低端市场和硬镜市场，2018 年底推出的 HD-550 系列有望于下半年实现放量；销售方面，公司市场网络已初步建立，公司将借助 HD-550 上市契机，不断扩大增强海外专业内镜代理商渠道，提升开立内镜在海外的品牌认知度。

#### 4.2.10 乐普医疗：围绕心血管各个领域的平台型公司

**重磅创新产品获批，短期独享市场红利。**2019 年 2 月 27 日，公司自主研发的重磅产品生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统（NeoVas）获批，NeoVas 是国内首款获准上市的生物可吸收支架，标志我国在该领域的研发制造能力已达到国际领先水平，将引领 PCI 技术进入“可降解时代”，自上市以来，短短几个月营收达到 8129 万元，占公司整个支架系统营收的 10.18%，全年有望营收达到 3 亿元左右，公司将以此为契机进一步调整优化 NeoVas、Nano、GuReater 和 Partner 产品销售结构及营销策略，继续扩大国内市场份额，并开展国际全降解支架的临床研究。目前，公司已经建设成为围绕心脑血管疾病的预防、诊断、药物治疗、手术治疗等阶段的全生命周期平台型企业，医疗器械、医药、医疗服务和新型医疗业态四大业务板块相互协同，快速促进公司运营实力转化。

**公司具备原料药-制剂一体化的竞争优势，对国家药品集采免疫力强。**目前公司拥有抗血栓、降血脂、降血压、降血糖和抗心衰等 5 大心脑血管药品的生产和营销平台，有 3 个市场容量巨大的品种：阿托伐他汀、硫酸氯吡格雷和甘精胰岛素等重磅品种，也有市场容量巨大的缬沙坦、阿卡波糖、氨氯地平和盐酸倍他司汀片等品种。公司响应国家号召，积极参与一致性评价和国家集采工作，2018 年零售药店销售额超 10 亿的化学药品中，有 5 个是心血管药品，针对这种情况，公司建立了一支单独的 OTC 营销团队，目前公司在 OTC 渠道的销售人员约 1000 人，医院端仅有 200 人左右。同时公司大力投入研发，积极布局心脑血管药物、降糖药等慢性病用药，未来会给公司带来稳定的营业收入。

## 投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究  
张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理  
崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组  
王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组  
郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究  
杨旭  
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究  
刘瑀  
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组  
徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究  
张冬明  
+86 22 2845 1857  
滕飞  
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究  
张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

通信行业研究小组  
徐勇  
+86 10 6810 4602

机械行业研究  
张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究  
姚磊  
+86 22 2383 9065

中小盘行业研究  
徐中华  
+86 10 6810 4898

固定收益研究  
崔健  
+86 22 2845 1618  
朱林宁  
+86 22 2387 3123  
张婧怡  
+86 22 2383 9130

固定收益研究  
崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
马丽娜  
+86 22 2386 9129

金融工程研究  
宋旻  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究  
祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理  
周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究  
宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究  
宋亦威  
+86 22 2386 1608

博士后工作站  
张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理  
齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问  
朱艳君  
+86 22 2845 1995

合规管理&部门经理  
任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员  
张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：[www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)