

证券研究报告——医药生物行业2020年1月投资策略

集采落地后聚焦高景气板块

2020-01-15

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

报告摘要：集采落地后聚焦高景气度板块

■ 第二批带量集采即将开标，板块不确定性即将消除

第二批国家组织药品集中采购文件已于2019年底发布，预期降幅及其影响已被市场消化，2020年1月17日开标后事件落地、不确定性即将消除。在中国医药产业结构迅速转型升级，优质龙头企业正在迎来逻辑清晰、确定性强的中高速发展阶段，药品领域应当重点配置创新药优质龙头以及CRO/CDMO服务产业链，器械领域的创新龙头以及相对受益于DRGs政策的IVD/ICL板块也值得重点配置。

■ 行业运行保持稳健，聚焦高景气度板块及高增长公司

2019年1-11月医药制造业营业收入累计增速8.9%，利润增速10.0%，略快于收入增速且保持稳定，体现出生产端盈利能力稳中有升。前期医药板块调整中，优质龙头公司依然保持较快增长，部分公司年报业绩预告超预期；未来1-2个月内伴随着年报及一季报业绩期拉开序幕，板块关注度和风险偏好有望提升。我们预计2019全年医药板块整体收入利润都将保持稳定增长，ROE比2018年略有提升；医药板块经过前期调整及估值切换后处于合理区间，建议关注继续保持高景气度的细分子板块，以及预期2020年业绩继续保持高增长的公司。

■ 医保政策顶层设计明朗化，进入常态化轨道

经过几轮试点，中国医保政策顶层设计及路线图逐步明朗化，我们预计可能在两会前后以文件形式发布。我们认为，未来创新药医保准入、仿制药带量集采都将进入常态化轨道，中国药品市场结构也将发生明显切换，越来越像成熟市场。资本市场对医保政策的长期目标有望形成共识，市场关注重点将从短期政策波动分歧回归到行业景气度、企业核心竞争力等中长期主线。

■ 风险提示：药品、器械、耗材降价幅度超预期；医保及重点监控用量限制超预期；研发失败或慢于预期

■ 投资建议：集采落地后聚焦高景气度板块

医药板块经过前期调整及估值切换后整体处于合理区间。建议关注景气度较高的CRO/CDMO板块、DRGs政策相对获益的IVD/ICL板块，估值低于历史中枢且预期边际改善的公司，以及细分行业优质龙头、未来3-6个月管线中有后续研发注册里程碑的公司。2020年1月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、泰格医药、复星医药、凯普生物、乐普医疗、迪安诊断、迈克生物、贝瑞基因；港股推荐买入中国生物制药、金斯瑞生物科技、中国中药

医药及宏观数据比较：生产稳健，需求放缓

- 生产端：2019年3月以来，医药制造业营业收入增速稳定在8-10%之间，前11月累计增速8.9%；利润增速稳中有升，从3月7.6%、4月9.7%提升至11月10.0%。不同于2018年利润增速慢于收入增速的结构，2019年来利润增速略快于收入增速且保持稳定，体现出生产端盈利能力稳中有升。
- 需求端：受双十一等因素影响，11月份社零消费增速比前几个月有所回升，单月增速为8.0%；中西药品单月增速4.9%，延续从8月份开始的增速放缓趋势，前11月累计增速9.1%，为年初以来最低水平。
- 支付端：2019年医保支出端持续保持在20%以上，且比收入增速高4-6个百分点，前11月累计增速达到26.6%（9月起有单月季节性波动）。我们认为主要是由于医保局统筹管理基金后使用效率提升、支付速度加快，医保目录不断纳入新品种、扩大报销范围、提高保障待遇。

表：2019年1-11月医药生产端保持稳健、需求端略有放缓

类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
医药制造业（1-11月）	工业增加值(1-11月)	/	6.8%
	营业收入	21,596.5	8.9%
	利润总额	2,842.8	10.0%
社会零售总额（1-11月）	总计	372,872.3	8.0%
	限额以上中西药品类	5,324.5	9.1%
	人均可支配收入	22,882元	6.1%
消费与收入（前三季度）	人均消费支出	15,464元	5.7%
	人均医疗保健支出	1,414元	10.9%
	职工医保支出	10,382.59	26.6%
医保（1-11月）	居民医保支出	8,290.14	

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2020年1月策略：集采落地后聚焦高景气板块

- 经过市场调整，第二批带量采购预期降幅及其影响已被市场消化，1月17日开标后事件落地、不确定性即将消除；伴随着年报及一季报业绩期拉开序幕，板块关注度和风险偏好有望提升。
- 经过几轮试点，中国医保政策顶层设计和路线图逐步明朗化、医保准入和带量集采都将进入常态化轨道，市场对医保政策的长期目标有望形成共识；在中国医药产业结构迅速转型升级，优质龙头企业正在迎来逻辑清晰、确定性强的中高速发展阶段，市场关注重点将回归到行业景气度、企业核心竞争力等中长期主线。
- 医药板块经过前期调整及估值切换后整体处于合理区间，尤其是优质龙头公司依然保持较快增长，部分公司年报业绩预告超预期。建议关注景气度较高的CRO/CDMO板块、DRGs政策相对获益的IVD/ICL板块，估值低于历史中枢且预期边际改善的公司，以及细分行业优质龙头、未来3-6个月管线中有后续研发注册里程碑的公司。2020年1月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、复星医药、药明康德、泰格医药、凯普生物、乐普医疗、迪安诊断、迈克生物、贝瑞基因；港股推荐买入中国生物制药、金斯瑞生物科技、中国中药。

表：国信医药2020年1月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/1/13	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600276	恒瑞医药	87.84	3,885	0.92	1.22	1.59	2.09	95.56	72.00	55.25	42.03	20.61	2.29	买入
600196	复星医药	27.07	694	1.06	1.21	1.45	1.72	25.62	22.37	18.67	15.74	9.68	1.27	买入
603259	药明康德	93.00	1,536	1.37	1.39	1.77	2.24	67.93	66.91	52.54	41.52	12.78	3.75	买入
300347	泰格医药	69.10	518	0.63	0.92	1.27	1.68	109.69	75.11	54.41	41.13	17.69	1.94	买入
300760	迈瑞医疗	188.30	2,289	3.06	3.83	4.73	5.84	61.55	49.16	39.81	32.24	24.54	2.04	买入
300639	凯普生物	27.90	61	0.52	0.68	0.89	1.18	53.16	41.03	31.35	23.64	11.79	1.32	买入
300003	乐普医疗	35.54	633	0.68	0.96	1.26	1.69	51.96	37.02	28.21	21.03	19.16	1.05	买入
300244	迪安诊断	23.80	148	0.63	0.79	1.02	1.32	38.00	30.13	23.33	18.03	10.57	1.07	买入
300463	迈克生物	30.23	169	0.80	0.95	1.20	1.51	37.89	31.82	25.19	20.02	16.51	1.34	买入
000710	贝瑞基因	39.77	141	0.76	1.15	1.31	1.56	52.60	34.58	30.36	25.49	14.08	1.27	买入
1177.HK	中国生物制药	11.08	1395	0.72	0.27	0.34	0.41	15.4	40.5	32.5	26.8	31.0	-2.4	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	17.50	329	0.01	-0.03	-0.02	0.02	199.6	-84.4	-131.7	120.4	4.4	-4.6	买入
0570.HK	中国中药	3.87	195	0.29	0.34	0.41	0.49	13.5	11.4	9.6	7.9	9.3	0.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测；

● 医药行业近期动态

展望医保政策的顶层设计，关注常态化路线图

- **事项：**2020年1月10日，全国医疗保障工作会议在北京召开，2020年重点工作包括推进国家组织药品集采改革、建立医保药品目录动态调整机制、做好谈判药品及两病门诊用药保障、推进异地就医门诊直接结算等方面，以及医保电子凭证、医保信息平台、医保编码标准等事项。
- **国信医药观点：**
- **医保部门政策将成为国内医药行业、医药板块最重要的外生变量。**对医药制造业影响最大的无疑是仿制药带量集中采购、创新药医保目录准入，而对医药行业整体具有全局性、重要性影响的基础设施包括医保信息平台、医保编码标准、医保电子凭证，具有潜在深远意义的改革措施包括DRG国家试点、专病门诊统筹、个人账户改革。我们预计这一系列医保政策有可能在两会前后以中办/国办《深化医疗保障制度改革意见》文件的形式发布，这将成为中国医保历史上规格最高、重要性最强的顶层设计文件，有望涵盖医疗保障制度未来十年的发展方向。我们认为随着第二批集采开标、《改革意见》出台，资本市场对医保政策的长期目标有望形成共识，市场关注重点将从短期政策波动分歧回归到行业景气度、企业核心竞争力等中长期主线。
- **全国带量集采常态化，仿制药生命周期缩短。**我们认为，医保局将以带量集采常态化运作作为推动“三医联动”改革的突破口；这意味着在医院市场销售排名前列的西药通用名品种，大多难以避免被集采的命运；无论是医保或自费（如白蛋白紫杉醇）、无论是口服或注射（如胰岛素）、无论是早期品种或新近获批（如阿比特龙），满3家通过一致性评价的由国家医保局统一组织（预计2-3年、每年1-2次、每次20-30个品种），未通过或不适用一致性评价的由地方自行组织。这意味着仿制药生命周期大幅缩短，而采购销售模式、盈利模式也将大幅变化；资本市场过往分析判断仿制药销售潜力和仿制药企业竞争力的要素变量可能不再适用于未来；未来中国药品市场结构将发生明显切换，越来越像美国等成熟市场，排名前列的将大多是专利药品种。
- **医保目录调整常态化，创新药放量速度加快。**随着仿制药对医保基金占用的释放，以及医保基金统筹层次的提升，医保基金具有更强大的兜底能力，可以纳入更多具有临床价值的创新药乃至罕见病用药。我们预计《改革意见》发布后有望出台《医保用药管理办法》，将实现医保药品目录的常态化调整（预计每年1-2次）。专利创新药在获批后较短时间（1年内）内即有望获得全国市场医保准入机会，借助政策红利实现全国市场快速放量，达到与海外创新药相似的放量曲线（5-7年达到巅峰销售额）。

新一轮国家药品集采文件公布，将于1月17日开标

- **事项：**2019年12月29日，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2019-2）》，开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作。
- **国信医药观点：**
 - **1）新增33个品种，二甲双胍未纳入。**继“4+7”集采与联盟地区集采后，药品集采所涉品种范围首次扩大，新增33个品种；
 - **2）中标模式有所调整，竞争格局预计相对缓和。**中标模式根据实际申报企业数阶梯调整，最多入围6家，相比于“4+7”集采的独家中标与首轮联盟集采的最多3家中标模式，本轮竞争格局相对缓和，但竞争格局决定降价幅度的规律仍将显著体现；
 - **3）首次设定最高有效申报价，原研若要入局将面对较大降幅。**最高有效申报价暂未公布明确的制定原则，但基本不高于当前市场最低中标价，在中标企业数量增加的背景下有助于避免较高的无效报价，部分原研品种若要中标可能将面临是否大幅降价的抉择；
 - **4）新增拟中选资格规则，进一步优化竞争机制。**入围企业申报价不高于最低申报价的1.8倍，或降幅达到50%，或单位可比价 ≤ 0.10 元，入围企业申报价至少满足三者其一方可获得拟中选资格，对企业报价策略提出更高要求；
 - **5）集采进入常态化，市场已有充分预期。**经历“4+7”集采及联盟地区集采后，药企及资本市场对于政策导向已经有充分认知，本轮集采所涉品种也基本符合此前市场预期，本轮集采对二级市场的影响有限；
- **投资建议：**带量采购趋于常态化，仿制药降价将成为长期趋势，未来预计将继续扩大品种和地区范围。行业集中度持续提升，发展方向加速向创新药转型，建议关注研发能力较强的国产创新药、创新器械企业及CRO/CDMO企业，建议买入：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、乐普医疗、药明康德、泰格医药。

医保谈判结果公布，利好创新药行业发展

- **事项：**2019年11月28日，国家医保局、人力资源社会保障部印发《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》（医保发〔2019〕65号），正式公布了谈判药品准入结果。本次谈判共涉及150个药品，包括119个新增谈判药品和31个续约谈判药品。119个新增谈判药品谈成70个，价格平均下降60.7%。三种丙肝治疗用药降幅平均在85%以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在65%左右。31个续约药品谈成27个，价格平均下降26.4%。
- **国信医药观点：**
 - **1）本轮医保谈判成效显著，降价幅度符合预期。**新增品种平均降价60.7%，续约品种平均降价26.4%，降价幅度基本符合市场预期，充分发挥了医保以量换价的优势；
 - **2）覆盖范围广泛，纳入多个重磅创新药品种。**谈判规模史上最大，新纳入品种70个，其中包括药王阿达木单抗、PD-1抑制剂信迪利单抗等重磅品种，有利于提高药物可及性，使居民能够以较低价格享受到创新药的益处；
 - **3）进口品种仍为谈判目录主流，国产创新品种开始崛起。**近年来国内创新药研发能力持续提升，国产品种陆续获批，尽管谈判目录仍以进口品种为主，但国产品种崛起趋势已然形成，逐步与进口创新药分庭抗礼；
 - **4）PD-1单抗仅信迪利单抗一个品种入围，与市场预期略有出入。**4个PD-1单抗中仅有1个最终谈判成功，对于本次不具有谈判资格的恒瑞与百济神州等国产厂商来说，客观上减缓了竞争压力；
 - **5）多种新型降糖药纳入医保，糖尿病药物格局可能发生改变。**SGLT-2抑制剂能够降低糖尿病并发症风险，过去两年未能被医保覆盖是限制其放量的主要因素，此次价格已降至全球最低价，预计将大幅放量；
 - **6）医保基金腾笼换鸟效果逐步体现，支付能力大幅提升，长期利好创新药品种。**本次医保谈判覆盖范围大幅提高，应受益于带量采购等政策下仿制药利润空间被大幅压缩，更多资金可用于支付创新品种，长期来看创新药行业有望持续受益；
 - **风险提示：**地方支付能力不达预期；部分未谈判成功的品种销量可能受到影响；8）投资建议：通过谈判纳入医保的创新药品种有望大幅放量，长期利好创新药行业发展。推荐买入：恒瑞医药、丽珠集团、中国生物制药；推荐增持：康弘药业。

●近期重点报告回顾

CRO/CDMO行业专题报告：

药物研发史波澜壮阔，外包服务业立于潮头

■ 时代之星：新药研发高景气度持续，外包服务行业高增长确定性强

新药研发生产的产业链不断复杂化、精细化，导致成本提升和研发难度加大，CRO/CDMO等外包服务行业应运而生。2018年全球CRO行业规模达到578亿美元（+10.1%），全球CMO/CDMO行业规模达到268亿美元（+12.6%），预计到2023年CAGR分别达到10.47%和14.13%。2018年国内CRO市场规模接近58亿美元（+34.5%），CMO/CDMO行业规模24亿美元（20.0%），预计到2023年CAGR分别达到29.6%和28.9%。

■ 浪潮之巅：生物制剂研发大潮将至，CRO/CDMO行业立于潮头

我们当前正处于小分子化合物研发高潮的后半段，单抗等大分子生物药研发的爆发期，以及细胞治疗、基因治疗等个性化疗法的萌芽期。小分子化学药在20世纪下半叶出现爆发式成长，重磅炸弹药物迭出，进入21世纪后以单抗为代表的生物药开始迅猛发展，2017年以来CAR-T崭露头角，相伴医药研发而生的外包服务行业，也将随着时代浪潮进入生物制剂时代。

■ 他山之石：全球CRO/CDMO龙头发展史是一部并购史

全球CRO/CDMO行业龙头抓住了化学药爆发的历史机遇，通过一系列并购整合实现快速发展，一方面沿产业链不断纵向延伸，扩大业务覆盖范围，并通过“风险共担，利益共享”等创新合作模式分享新药上市的高额回报；另一方面在全球各地不断横向扩张，充分开发欧美市场需求和亚太地区人力资源优势。

■ 动力之源：全球外包订单向亚太地区转移，国内研发外包需求爆发

全球医药研发投入持续较高景气度，大型药企外包渗透率保持提升趋势，Biotech企业迅速成长，推动CRO/CDMO行业需求。工程师红利带来成本优势，全球外包订单向亚太地区转移，国内行业龙头有望持续受益。国内医药行业政策推动行业向创新药方向转型，研发投入增加利好外包需求爆发。

■ 风险提示：医药研发投入大幅下滑；行业政策变化；市场竞争加剧；人力成本大幅提升。

■ 投资建议：新药研发热度持续，推动CRO/CDMO发展，推荐超配

全球药物研发投入保持高景气度，外包渗透率持续提升；国内工程师红利带来成本优势，全球医药外包订单向亚太地区转移态势仍将持续；国内生物药投资加码，CRO/CDMO行业有望持续受益。推荐全球CRO/CDMO龙头药明康德、高成长性临床CRO龙头泰格医药、国内生物制剂CDMO稀缺标的药明生物、全球细胞治疗领跑者金斯瑞生物科技、A+H股上市的优质CRO康龙化成、CMO行业领先企业凯莱英。

医药商业行业专题报告： 批发苦尽等甘来，零售坚守见云开

● 行业增速稳健，政策扰动明显

目前，医药商业行业整体处于稳中有变阶段。从上市公司2019Q3财务数据来看，企业营收和利润状况整体报喜，但由于政策频繁扰动，市场担忧情绪显著。

● 医药批发：生死不离现金流，成长看好产业链

与市场观点不同，我们认为批发企业近期现金流改善的主因在于应收账款金融工具的运用，使得账面上的经营性现金流入增加，而下游医院的回款并未明显加快，医药批发企业现金流压力仍然较大。不过，随着带量采购的持续推进，未来可关注医保基金预付款的落地情况。此外，在两票制、处方外流、带量采购等一系列政策改革下，我们看到了高毛业务占比提升、批零一体化、工商一体化这些确定性的行业增长机遇。

● 医药零售：政策扰动明显，未来需强化服务属性以构建渠道壁垒

2019年以来，受益于健康需求提升、医保门店增加、集中度提升、税改等因素，A股四大零售药店的营收和净利润同比增速均超过15%。不过，药品集采降价的外溢效应使得市场对零售药店低频高毛的商业模式和未来的增长有所担忧。我们认为短期内受益于集中度提升，布局尚未完整的上市连锁零售药店仍有一定的增长空间，长期则可参考美国医保控费后的药店发展路径，而日本的保健品及药妆模式难以复制，零售的本质是“商品+服务”，未来零售药店的竞争必然是健康服务能力的竞争，这也是企业构建渠道壁垒的关键。

● 风险提示

批发：行业政策变动风险，如器械零差率，对医药批发公司盈利能力造成影响；带量采购回款不及时、企业融资成本上升，恶化现金流状况。

零售：执业药师监管进一步趋严、职工个人医保账户调整的政策风险；处方外流不达预期、新开门店速度及并购整合不达预期等。

● 投资建议：医药批发推荐国药股份、上海医药；医药零售推荐大参林、益丰药房

批发板块整体调整后经营性现金流仍然承压，相对看好北京地区批发和全国精麻龙头国药股份和承接大量进口创新药批发、工商一体化龙头上海医药。零售板块短期受到政策不确定性压力，推荐买入店龄结构新、外延潜力大的大参林，增持精益管理标杆的益丰药房。

博雅生物(300294)点评: 并购罗益生物, 血制品加疫苗双战略正式启动

- **事项:** 博雅生物拟以发行股份和可转债及支付现金的方式, 作价7.78亿元收购罗益生物48.87%股权, 加上以现金1.75亿元收购罗益生物11.68%股权, 共作价9.53亿元收购罗益生物60.55%股权。
- **国信医药观点:**
 - **1) 罗益生物估值合理。** 罗益生物是一家体量较小的疫苗企业, 盈利能力较强, 主力品种AC结合苗市占率领先; 重磅产品AC-Hib三联苗处于3期临床, 进度领先。根据罗益生物60.55%股权总对价9.53亿元, 罗益生物整体估值为15.74亿元, 对应2019年预计净利润0.71亿元的动态PE为22.18倍。参照罗益生物未来三年25%的预期业绩复合增速, 估值较为合理。
 - **2) 博雅本部血制品业绩增速约10%。** 2019年行业整体采浆低增长, 博雅本部今年没有新增浆站, 预计2019~2020年采浆增速约10%。纤原市场竞争加剧, 公司销售承受一定压力, 预计今年纤原销售比去年小幅增长。受限于采浆增速, 博雅生物本部血制品业务实现10%左右的业绩增长。
 - **3) 血浆调拨有序推进, 丹霞注入时间点有所调整。** 丹霞生物已经复产, 但受限于仅有白蛋白和肌丙批文, 利润端无法改善。我们预计丹霞与博雅的血浆调拨将于明年获批; 新的血制品管理条例预计在明年颁布实施, 可能会利好集团内部的血浆调拨。由于罗益的注入, 丹霞注入时间点可能相应后移, 我们预计丹霞将在血浆调拨获批后启动注入, 2021年完成注入。
 - **4) 风险提示:** 罗益生物注入进度不及预期、血浆调拨审批进度不及预期、采浆量增长不及预期、纤原销售不及预期。
 - **5) 投资建议:** 并购罗益生物, 血制品加疫苗双战略正式启动, 继续推荐“买入”。由于罗益生物的注入, 丹霞生物注入的时间点将会随之调整。预计博雅生物未来2~3年采浆量增速在10%左右, 2019年业绩增长主要依靠内生, 2020年调浆获批叠加罗益注入带来净利润增量, 2021年丹霞复产并且注入使利润大增。由于行业采浆增速不及预期, 我们下调公司的盈利预测, 预计2019~2021年归母净利润5.25/6.43/8.24亿(前值为5.70/7.05/9.75亿), 考虑到股权稀释的影响(假设可转债全部转股), 对应EPS为1.21/1.43/1.47元, 对应当前股价PE为25.8/21.8/21.4x, 继续推荐“买入”。

长春高新(000661)点评：业绩超预期，金赛高增长

- **长春高新业绩预告：**预计2019年全年归母净利润16.10~18.11亿元，同比增长60%~80%。业绩增长的主要原因包括：1) 控股骨干制药企业收入增长；2) 房地产开发项目结算收入同比上升；3) 2019年11月起按持股比例99.5%合并金赛药业的财务报表
- **国信医药观点：**
- **1) 业绩超预期主要来源于金赛药业高增长：**按照业绩预告的中值即17.11亿估计，金赛药业全年业绩超19亿，同比增速约70%。剔除金赛并表因素，长春高新全年业绩的同比口径增速约50%~70%。估计长春百克和华康药业业绩小幅增长，房地产业务稳健增长。
- **2) 金赛药业：生长激素动力十足。**金赛药业全年业绩增速超预期，我们估计是因为新入组患者保持快速增长的同时，叠加患者平均用药时间的延长。金赛的生长激素在品牌、剂型、销售上有全方位的优势，在保持新患增速的同时，长效水针的高端替代将为金赛带来进一步的增长。从长期看，生长激素成人适应症的获批将为金赛打开增长的天花板。
- **3) 重组金赛完成，理顺股权结构。**上市公司完成对核心子公司金赛药业的重组之后，金赛管理层与上市公司股权深度绑定，公司治理结构得到改善。
- **4) 百克生物：水痘疫苗恢复，鼻喷流感疫苗即将上市。**在经历了行业性事件之后，百克生物的水痘疫苗在2019年下半年快速恢复，预计全年销售较去年小幅增长。鼻喷流感疫苗预计将在2020年初获批。目前国内流感疫苗需求旺盛，鼻喷疫苗具有显著的剂型优势，将显著增厚百克生物的业绩。
- **5) 风险提示：生长激素增速下滑的风险、生长激素降价的风险。**
- **6) 投资建议：**公司的生长激素增长强劲，带动业绩增速超预期，并且有望继续保持高增速。我们上调盈利预测，预计2019-2021年归母净利润17.07/31.30/42.05亿（前值为18.26/23.56/28.11亿元），业绩可比口径增速为59.9%/42.3%/33.5%，对应当前股价PE为52.4/28.6/21.3x，维持“增持”评级。

丽珠集团(000513)点评：制剂增长提速，业绩略超预期

■ 全年业绩预计增长15~25%，略超市场预期

公司发布2019年业绩预告：实现归母净利润12.45~13.53亿元（+15~25%），扣非归母净利润11.37~12.31亿元（+20~30%），略超此前预期。我们此前预期2019年实现归母净利润12.52亿元（+15.7%），略高于业绩预告的下限。

■ 艾普拉唑等带动制剂板块高增长，原料药盈利能力提升

业绩高增长主要受益于公司不断深化营销体制改革，实行精细化管理，艾普拉唑、亮丙瑞林微球等核心品种，以及氟伏沙明与哌罗匹隆等潜力品种带动化学制剂业务板块实现高速增长。艾普拉唑注射剂通过医保谈判纳入目录，降幅较为温和（约40%），未来有望实现快速放量。公司原料药产品结构调整，阿卡波糖等高端特色原料药占比持续提升，带动原料药业务毛利率提高，盈利能力大幅增强。

■ 加强临床管理，理顺激励机制

研发方面：公司2019年对加强了对在研产品的临床管理，理顺了重点研发管线，重点推进3大临床项目：重组抗IL-6R人源化单抗（III期临床）、重组人源化抗HER2单抗（Ib期临床）、重组人源化抗PD-1单抗（Ib期临床）。组织架构方面：新设立了医学总部，补充了相关治疗领域的医学专家，同时整合设立了临床运营总部，推进销售与研发团队的合作。激励机制方面：近期出台了中长期事业合伙人持股计划及三年股东回报规划，有望激发员工的积极性，同时也显示出公司对未来增长的强大信心与回报股东的意愿。

■ 风险提示：参芪扶正、鼠神经生长因子持续承压；研发进度不及预期

■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司核心品种持续放量，支撑业绩高速增长，加强临床管理后预计研发进展将提速，理顺激励机制后有望激发员工积极性。上调盈利预测，预计2019-2021年归母净利润13.07/15.14/17.64亿元，同比增速20.8%/15.8%/16.5%，EPS为1.40/1.62/1.89元，当前股价对应PE为25.0/21.6/18.5X。维持“买入”评级。

● 医药细分板块投资观点

药品板块：关注新一轮全国集采

- **政策导向持续利好创新药企业，创新品种稀缺属性凸显。** 医保谈判节奏常态化，覆盖范围大幅提高，带量采购等政策控费下腾笼换鸟效应开始显现，创新品种加快进入医保步伐，有利于创新品种快速放量。恒瑞医药瑞马唑仑获批上市，该药物是一种短效GABA_A受体激动剂，获批适应症为常规胃镜检查的镇静，成为恒瑞在麻醉药物管线上第一个获批的创新品种。国产创新药龙头进入收获期，创新品种陆续花开结果，其稀缺属性将持续为创新药企业带来较高市场热度，同时贡献新的边际业绩增量。**建议关注：恒瑞医药、复星医药、贝达药业。**
- **仿制药行业将持续受到医保控费影响，带量采购将趋于常态化。** 12月29日新一轮全国集采文件公布，33个新品种纳入带量采购目录，未来通过一致性评价的仿制药品种均可能陆续纳入集采，而用量较大的治疗性品种预计优先级较高。正如我们此前的判断，仿制药行业受降价影响显著，大单品逻辑已经不可持续，行业将逐渐转变为高量低价、低ROE模式，具备原料药产能的龙头企业将维持10%左右ROE的稳定现金牛模式，各品类将形成寡头格局。丽珠集团发布业绩预告，预计2019年实现归母净利润12.45~13.53亿元（+15~25%），略超预期，作为仿制药行业中坚定转型的企业之一，丽珠集团已经基本摆脱了传统承压品种对业绩的影响，依托艾普拉唑等重磅品种维持了稳健增长，同时理顺激励机制与研发方向，稳步推进单抗品种的研发。**建议关注转型创新方向较顺利的仿制药企业：丽珠集团、华东医药。**

表：化学药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/1/13	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600276	恒瑞医药	87.84	3885	0.92	1.22	1.59	2.09	95.6	72.0	55.2	42.0	20.6	2.3	买入
600196	复星医药	27.07	694	1.06	1.21	1.45	1.72	25.6	22.4	18.7	15.7	9.7	1.3	买入
002422	科伦药业	24.23	349	0.84	0.87	1.09	1.37	28.8	27.9	22.2	17.7	9.5	1.6	买入
000513	丽珠集团	38.68	362	1.16	1.40	1.62	1.89	33.4	27.6	23.9	20.5	10.2	1.6	买入
600521	华海药业	18.03	238	0.08	0.59	0.70	0.81	221.8	30.4	25.9	22.3	2.6	0.3	无评级
000963	华东医药	25.09	439	1.30	1.59	1.91	2.33	19.4	15.8	13.1	10.8	22.8	0.7	买入
300558	贝达药业	70.22	282	0.42	0.56	0.72	0.99	168.8	125.7	98.1	70.7	7.6	3.7	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测、华海、贝达为一致预期

生物制品重点公司业绩： 血制品增速不及预期，疫苗、生长激素高景气

- **血制品全行业采浆增长不及预期。**由于行业监管加强，新增浆站不及预期，2019年全行业采浆以个位数增长，预计2020年维持较低速的增长。受到采浆不及预期的影响，血制品企业的业绩增速不及预期：华兰生物预告全年业绩预增10%~20%，估计血制品业务增速约10%。
- **事件影响逐渐退散，疫苗业绩表现亮眼。**随着疫苗事件影响的逐渐退散，疫苗公司2019年的业绩高速增长：康泰生物全年预增26%~35%，智飞生物全年预增55%~75%，华兰生物疫苗全年预增42%。沃森生物的13价肺炎结合苗获批上市，成为国家首家。随着疫苗管理法的出台，以及大品种的不断放量，国产疫苗龙头进入黄金时期。
- **长春高新业绩超预期。**长春高新预告全年业绩预增60%~80%，估计长春金赛增速在70%左右，新入组患者保持快速增长的同时，叠加患者平均用药时间的延长使生长激素的增速超预期，预计未来长效水针的占比会逐渐提升，生长激素仍将保持高增长。

表：A股生物制品板块重点公司2019年业绩表现

代码	公司	2019年业绩（亿元）				业绩增速（%）				业绩预告	发布当天涨跌幅
		Q1	H1	Q1~3	FY（预告）	Q1	H1	Q1~3	FY（预告）		
600161	天坛生物	1.31	2.94	4.67		19.4%	22.2%	17.7%		N	
002007	华兰生物	2.60	5.07	9.64	12.5~13.7	25.2%	11.9%	26.9%	10~20%	Y	-7.98%
300294	博雅生物	0.89	2.13	3.18		23.0%	11.6%	11.2%		N	
300601	康泰生物	1.00	2.58	4.31	5.5~5.9	-9.2%	-9.8%	14.5%	26%~35%	Y	5.76%
300122	智飞生物	5.02	11.47	17.63	22.5~25.4	93.4%	68.1%	62.2%	55%~75%	Y	7.83%
300142	沃森生物	0.40	0.85	1.20		68.8%	16.1%	32.1%		N	
000661	长春高新	3.65	7.27	12.41	16.1~18.1	73.7%	32.6%	47.9%	60%~80%	Y	6.69%
002773	康弘药业	2.11	3.40	5.52		2.4%	9.7%	9.0%		N	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

白蛋白、静丙10%增长，凝血因子基本持平

表：2016~2019年血制品批签发（千瓶）

	2016A	2017A	2018A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019A
白蛋白	39,086	41,074	46,866	8,816	13,936	15,684	13,561	51,997
YoY	18.7%	5.1%	14.1%	-9.7%	18.6%	20.5%	9.89%	10.9%
静丙	10,934	10,893	10,773	2,320	2,417	4,383	2,653	11,772
YoY	24.3%	-0.4%	-1.1%	4.8%	-14.2%	45.8%	-3.0%	9.3%
乙免	1,785	1,789	2,195	105	652	365	540	1,662
YoY	17.3%	0.2%	22.7%	-74.7%	27.1%	-37.7%	-20.6%	-24.3%
狂免	3,383	5,010	8,491	1,835	2,827	4,476	3,180	12,318
YoY	-18.2%	48.1%	69.5%	63.1%	-11.1%	96.7%	66.6%	45.1%
破免	3,950	4,248	3,492	1,260	1,353	2,156	1,510	6,279
YoY	49.1%	7.6%	-17.8%	40.4%	159.9%	58.5%	111.4%	79.8%
肌免	3,122	1,855	1,280	342	0	658	1,383	2,383
YoY	142.5%	-40.6%	-31.0%	242.4%	-100.0%	1006.7%	72.1%	86.2%
VIII因子	1,085	1,347	1,696	368	326	473	537	1,704
YoY	35.9%	24.1%	25.9%	22.8%	-40.9%	17.2%	21.9%	0.5%
PCC	775	989	960	133	250	378	223	984
YoY	19.5%	27.6%	-2.9%	-34.4%	-27.5%	91.8%	3.4%	2.4%
纤原	966	941	871	300	154	225	192	871
YoY	91.9%	-2.5%	-7.5%	52.8%	9.1%	-23.3%	-20.0%	0.0%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

疫苗重磅品种放量，流感批签发大增

表：2016~2019年疫苗主要品种批签发（千人份）

	2016A	2017A	2018A	2019A	增速	2017A	2018A	19Q1~3
13价肺炎结合苗		178.9	961.9	1,188.6			437.8%	23.6%
23价肺炎多糖苗	3,690.3	5,257.4	7,047.3	9,469.6		42.5%	34.0%	34.4%
9价HPV			405.0	1,106.9				173.3%
4价HPV		116.0	1,266.6	1,616.3			992.0%	27.6%
2价HPV		369.0	703.9	669.1			90.8%	-4.9%
AC-Hib三联苗	111.0	2,352.0	3,218.4	2,140.3		2018.5%	36.8%	-33.5%
EV71疫苗	4,377.3	10,010.6	16,546.8	9,425.3		128.7%	65.3%	-43.0%
百白破-IPV-Hib五联苗	698.6	530.2	507.5	1,148.9		-24.1%	-4.3%	126.4%
百白破-Hib四联苗	330.3	356.6	1,287.9	1,064.0		8.0%	261.2%	-17.4%
Hib疫苗	5,255.3	3,852.9	3,628.6	2,355.4		-26.7%	-5.8%	-35.1%
狂犬疫苗	12,796.1	17,377.0	13,791.8	13,015.5		35.8%	-20.6%	-5.6%
三价流感疫苗	24,146.7	29,176.8	11,001.4	21,073.7		20.8%	-62.3%	91.6%
水痘疫苗	13,428.9	14,329.3	20,438.3	21,024.9		6.7%	42.6%	2.9%
四价流感疫苗			5,122.5	9,710.5				89.6%
五价轮状病毒疫苗			263.9	1,538.2				482.9%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

生物制品板块： 血制品增速不及预期，疫苗、生长激素高景气

- **血制品采浆增长不及预期。**我们预计血制品行业随采浆增长维持个位数增长。天坛生物仍保持稳健，长期来看第一龙头的相对优势将随着采浆量优势扩大进一步加强。华兰生物血制品业务预计以接近10%的速度增长，疫苗业务弹性较大。
- **疫苗表现亮眼，关注管线中的大品种。**康泰生物长期管线最为完整，且大品种与国际对标。全年业绩预增26%~35%。公司四联苗销售稳健增长，费用端改善明显，2021年13价肺炎和人二倍体狂犬苗两大重磅品种上市值得期待。
- **生长激素预计维持高增速。**长春高新业绩超预期，生长激素新患入组仍处于40%高增长，另有高端剂型替代带来的增速。鼻喷流感疫苗上市带来疫苗板块高弹性，预计2020年业绩仍保持高增长。
- **康柏西普降幅温和，期待新适应症放量。**康柏西普降价25%完成医保谈判续约，降价幅度较为温和，并增加了两大适应症，市场空间大幅拓展。康柏西普海外临床完成入组，有望在2020年获得主要临床终点数据，海外上市之路稳步推进。

表：生物制品板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		20/1/13	亿元	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	(18A)	(19E)	
600161	天坛生物	28.19	295	0.49	0.58	0.69	0.99	57.8	48.6	40.9	28.5	15.1	1.8	买入
002007	华兰生物	34.30	481	0.81	0.94	1.13	1.30	42.2	36.5	30.4	26.4	20.6	2.1	买入
300294	博雅生物	31.10	135	1.08	1.21	1.43	1.47	28.7	25.7	21.7	21.2	12.7	2.4	买入
300601	康泰生物	88.51	571	0.68	0.78	1.01	1.88	131.1	113.5	87.6	47.1	23.8	2.8	增持
300122	智飞生物	58.47	936	0.91	1.50	1.78	2.25	64.5	39.0	32.8	26.0	34.7	1.1	增持
000661	长春高新	493.86	999	4.97	8.44	15.47	20.78	99.3	58.5	31.9	23.8	19.0	1.0	增持
002773	康弘药业	39.28	344	0.79	0.92	1.16	1.52	49.5	42.7	33.9	25.8	17.0	1.8	增持

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、测算

医疗器械板块：医保控费、国产替代和技术创新

建议关注医疗器械板块的三条投资主线：

- **DRGs政策推动行业发展，第三方检验符合医保控费趋势。**2020年1月1日全国30个城市开始试点DRGs按病种付费，2021年全国推行。1月2日，国家卫健委印发《有关病种临床路径（2019年版）》，形成了19个学科的224个病种临床路径。国内IVD领域ICL业态长期面临一旦培育成熟，医院有动力自身经营检验科获利的问题，按病种打包付费后，检验科将成为医院的成本端而非利润端，医院有动力将检验业务外包给第三方。迪安诊断、金域医学这类服务龙头已经全国布局完成，行业寡头格局确立，长期格局清晰，我们重点推荐迪安诊断，实验室迈向成熟期，拐点临近，公司从单一服务商向上游生产延伸，质谱及肿瘤检测发展迅速，特检比例提升中，并且现金流好转，估值低；关注金域医学。
- **降价大趋势下的国产替代机会。**体外诊断的化学发光、高值耗材领域。随着IVD阳光采购、耗材零加成等政策，体外诊断试剂价格逐年下降，利好国产品牌，同理还有国产可降解支架。推荐：迈瑞医疗、迈克生物、乐普医疗，关注安图生物。
- **较少受到降价影响且具有技术创新属性的分子诊断领域：**分子诊断作为体外诊断最晚发展的领域，中国和海外差异较小，国内市场基本为蓝海，分子诊断的基因测序、核酸分子诊断等具有创新医疗器械属性，本质是从方法上对一些传统方法学的替代，有巨大的市场空间，并且大部分项目不在医保控费范围内，不受降价冲击。推荐标的：贝瑞基因、凯普生物，关注艾德生物。

表：医疗器械领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/1/13	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
300760	迈瑞医疗	188.30	2289	3.06	3.83	4.73	5.84	61.5	49.2	39.8	32.2	24.5	2.0	买入
300003	乐普医疗	35.54	633	0.68	0.96	1.26	1.69	52.0	37.0	28.2	21.0	19.2	1.1	买入
300244	迪安诊断	23.80	148	0.63	0.79	1.02	1.32	38.0	30.1	23.3	18.0	10.6	1.1	买入
300463	迈克生物	30.23	169	0.80	0.95	1.20	1.51	37.9	31.8	25.2	20.0	16.5	1.3	买入
300642	透景生命	44.20	40	1.56	1.76	2.13	2.69	28.3	25.1	20.8	16.4	13.8	1.3	买入
002223	鱼跃医疗	20.76	208	0.73	0.87	1.03	1.24	28.6	23.9	20.2	16.7	13.3	1.2	买入
300639	凯普生物	27.90	61	0.52	0.68	0.89	1.18	53.2	41.0	31.3	23.6	11.8	1.3	买入
000710	贝瑞基因	39.77	141	0.76	1.15	1.31	1.56	52.6	34.6	30.4	25.5	14.1	1.3	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医药商业板块：继续关注集采扩面的外溢效应

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

表：医药商业领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/1/13	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600511	国药股份	29.70	224	1.86	2.20	2.56	2.96	16.0	13.5	11.6	10.0	15.2	0.8	买入
601607	上海医药	18.53	527	1.37	1.53	1.73	1.93	13.6	12.1	10.7	9.6	9.9	1.0	买入
603233	大参林	52.16	281	0.99	1.27	1.56	1.91	52.9	41.1	33.4	27.3	17.5	1.7	买入
603939	益丰药房	75.20	285	1.10	1.50	1.99	2.55	68.4	50.1	37.8	29.5	10.3	1.5	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

医疗服务：CRO维持高景气度，连锁服务持续扩张

- **CRO/CDMO行业景气度较高，龙头公司业绩有望普遍维持高速增长。**某临床前CRO公司发布业绩预告，预计2019年实现归母净利润1.52~1.73亿元（+40~60%）；泰格医药发布业绩预告2019年实现归母净利润7.95~9.02亿元（+68.45%~91.13%），均超出市场预期。医药行业向创新药方向转型趋势明确，龙头公司均保持了较好的订单持续性，2019年业绩有望普遍维持高速增长。CRO/CDMO企业短期内作为创新药产业链上明确受益的一环，有望继续受到市场高度关注，龙头公司在市场需求旺盛情况下，将拥有更高的议价能力，订单质量与盈利能力有望持续提升。**建议关注：药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英。**
- **连锁服务龙头加快并购扩张。**爱尔眼科1月9日发布公告，拟发行股份及支付现金购买天津中视信100%股权、奥理德视光100%股权、宣城眼科医院80%股权、万州爱瑞90%股权、开州爱瑞90%股权，合计交易金额18.7亿元。爱尔眼科作为眼科龙头，近年来保持了稳定的增长，本次定增并大举收购有利于进一步完善了公司在全国范围内的医院布局，提高公司市占率。眼科、体检、口腔、辅助生殖等医疗服务领域有望持续受益于居民健康意识的提升与消费升级，龙头公司地位稳固，有望实现强者恒强。**建议关注：爱尔眼科、美年健康、通策医疗。**

表：医药商业领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/1/13	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002044	美年健康	14.97	587	0.21	0.35	0.48	0.66	71.5	42.8	31.2	22.7	12.5	0.9	增持
300015	爱尔眼科	41.53	1287	0.33	0.44	0.59	0.78	127.5	94.4	70.4	53.2	17.7	2.8	增持
300347	泰格医药	69.10	518	0.63	0.92	1.27	1.68	109.7	75.1	54.4	41.1	17.7	1.9	买入
603259	药明康德	93.00	1536	1.37	1.39	1.77	2.24	67.9	66.9	52.5	41.5	12.8	3.8	买入
300759	康龙化成	51.00	405	0.43	0.61	0.84	1.12	119.4	84.1	60.7	45.6	14.6	2.2	买入
002821	凯莱英	145.28	336	1.85	2.46	3.28	4.29	78.5	59.1	44.3	33.9	17.1	1.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

港股：关注资本市场改革机制、创新药研发里程碑

■ 中国证监会11月15日公告将全面推开H股全流通改革，目前符合全流通的约有160家，医药板块中主要是创新技术类公司；君实生物、复宏汉霖、康希诺生物、复旦张江、春立医疗、康宁医院等H股架构上市企业具有内资股部分，有望潜在受益。此外，越来越多的公司采用A+H两地上市架构，并通过陆港通机制实现跨境互联互通。A股公司中继药明康德后，康龙化成已完成H股挂牌，泰格医药公告拟发行H股，A+H机制有望助力CRO/CDMO优质企业实现投资者结构和业务布局的双重全球化；H股公司中昊海生科已完成科创板挂牌，君实生物公告拟申报科创板IPO，未来研发型生物科技企业也可以通过A+H两地融资渠道助力创新产品研发及商业化。A+H机制以及H股全流通改革、即将实施的《证券法》A股全面注册制改革，将在公司治理、交易机制等方面对资本市场产生深远影响，有利于港股中低估值优质公司的估值接轨和估值提升。

■ 2019年底的ASH会议已经落下帷幕，BCMA成为亮点，CAR-T等免疫细胞治疗领域中美差距较小；金斯瑞核心子公司南京传奇美国一期临床数据与此前国内临床数据大致可比，具体请参看我们的点评报告《中国传奇，走向世界》。此外，部分企业还取得了研发、注册、商业化里程碑，如PD-1产品谈判进入医保、部分研发管线三期临床试验取得成功、提交注册申请或批准上市，这些都会成为投资的重要催化剂。

表：医药港股重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/1/13	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
1093.HK	石药集团	18.00	1123	0.59	0.72	0.88	1.07	27.2	22.3	18.0	14.9	21.4	1.0	买入
1177.HK	中国生物制药	11.08	1395	0.72	0.27	0.34	0.41	13.6	35.9	28.8	23.7	31.0	-2.1	买入
2269.HK	药明生物	99.00	1282	0.49	0.77	1.18	1.73	179.9	113.1	74.4	50.5	7.9	2.1	买入
1530.HK	三生制药	11.40	290	0.50	0.52	0.68	0.80	20.1	19.5	14.8	12.6	14.8	1.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	17.50	329	0.01	-0.03	-0.02	0.02	199.6	-84.4	-131.7	120.4	4.4	-4.6	买入
0570.HK	中国中药	3.87	195	0.29	0.34	0.41	0.49	12.0	10.1	8.5	7.0	9.3	0.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

国信证券医药行业近期研究报告一览

报告日期	标题	报告类型
2020-01-10	丽珠集团-000513-业绩预告快评：制剂增长提速，业绩略超预期	公司快评
2020-01-03	长春高新-000661-重大事件快评：业绩超预期，金赛高增长	公司快评
2019-12-30	行业重大事件快评：新一轮国家药品集采文件公布，涉及33个新品种	行业快评
2019-12-24	CRO/CDMO行业专题：药物研发史波澜壮阔，外包服务业立于潮头	行业专题
2019-12-24	博雅生物-300294-重大事件快评：并购罗益生物，血制品加疫苗双战略正式启动	公司快评
2019-12-02	医药商业行业专题：批发苦尽等甘来，零售坚守见云开	行业专题
2019-11-29	行业重大事件快评：医保谈判结果公布，利好创新药行业发展	行业快评
2019-11-26	国信证券-医药生物2019年11月投资策略：紧抓器械与药品创新龙头	行业月报
2019-11-21	贝瑞基因-000710-2019年三季报点评：基因测序龙头，肿瘤早筛潜力巨大	财报点评
2019-11-14	金斯瑞生物科技-01548.HK-动态报告：中国传奇，走向世界	公司快评
2019-11-05	药明康德-603259-2019年三季报点评：全球CRO/CDMO龙头，业绩稳健增长	财报点评
2019-11-04	泰格医药-300347-2019年三季报点评：高成长性CRO龙头，业绩持续高增长	财报点评
2019-10-31	康泰生物-300601-2019年三季报点评：业绩持续回暖，四价苗恢复增长	财报点评
2019-10-31	柳药股份-603368-2019年三季报点评：业绩高速增长，现金流压力明显	财报点评
2019-10-30	迈克生物-300463-2019年三季报点评：业绩稳健，期待明年I3000放量	财报点评
2019-10-30	迈瑞医疗-300760-2019年三季报点评：利润逐季提速，高端产品高速增长	财报点评
2019-10-28	乐普医疗-300003-2019年三季报点评：器械增长提速，业绩符合预期	财报点评
2019-10-25	迪安诊断-300244-2019年三季报点评：业绩符合预期，架构调整，进入新阶段	财报点评
2019-10-25	凯普生物-300639-2019年三季报点评：业绩超出预期，期待新品上市	财报点评
2019-10-25	恒瑞医药-600276-2019年三季报点评：收入增速、研发投入共创新高	财报点评
2019-10-25	天坛生物-600161-2019年三季报点评：业绩符合预期，预计全年稳健增长	财报点评
2019-10-23	丽珠集团-000513-2019年三季报点评：核心品种高速增长，产品结构持续改善	财报点评
2019-10-21	天坛生物-600161-深度报告：老坛酿新酒：血制品龙头的稳健与进取	深度报告
2019-10-21	国信证券-创新药盘点系列报告（12）：呼吸科吸入制剂：高仿“无人区”的异军突起	行业专题
2019-10-17	国信证券-医药生物2019年10月投资策略：我言秋日胜春朝	行业月报
2019-10-08	行业重大事件快评：诺奖新宠HIF：贫血、肿瘤治疗潜在靶点	行业快评
2019-09-26	行业重大事件快评：药品集采扩面报价结果公布，”4+7“基础上进一步降价	行业快评
2019-09-19	凯普生物-300639-深度报告：高速增长的核酸分子诊断龙头	深度报告

国信证券医药近期重点推荐报告

■ CRO/CDMO行业专题：药物研发史波澜壮阔，外包服务业立于潮头

新药研发生产的产业链不断复杂化、精细化，CRO/CDMO等外包服务行业应运而生，并随着时代浪潮进入生物制剂时代。全球行业龙头在全球各地不断横向扩张，并沿着产业链不断纵向延伸、扩大业务覆盖范围，通过“风险共担，利益共享”等创新合作模式分享新药上市的高额回报。全球药物研发投入保持较高景气度，研发生产外包渗透率逐步提升，国内工程师红利带来成本优势，全球医药外包订单向亚太地区转移态势仍将持续；国内医药行业政策推动行业向创新药方向转型，国内生物药投资和研发投入加码，CRO/CDMO行业有望持续受益。投资建议：推荐药明康德、泰格医药、药明生物、康龙化成、凯莱英。

■ 医药商业行业专题：批发苦尽等甘来，零售坚守见云开

医药商业行业整体处于稳中有变阶段。批发：带量采购预付款制度是批发企业现金流改善的重要机遇；投资建议：看好北京地区批发龙头国药股份和工商一体化龙头上海医药。零售：零售药店在毛利下降、网售药品的压力下，从单纯零售商转型为健康综合服务商才能凸显专业优势，构建渠道壁垒；投资建议：维持推荐店龄结构新的大参林，增持精益管理标杆的益丰药房。

■ 天坛生物-600161-深度报告：老坛酿新酒：血制品龙头的稳健与进取

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

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

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

■ 公司深度报告：《凯普生物-300639：高速增长的核酸分子诊断龙头》

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

■ 公司深度报告：《乐普医疗-300003：创新为乐，普济天下》

公司在心血管器械领域深耕多年，技术储备丰富，产业链布局全面；未来有望依托平台型企业协同效应，实现强者恒强。NeoVas成为首个获批的国产可降解冠脉支架产品，技术上领先国内同类产品3年以上，有望凭借公司在心血管领域的渠道优势快速放量，利润弹性巨大。我们认为前期市场对于4+7带量采购对公司的影响过度悲观，而2019年半年度的业绩证明了公司具有较强的抗压能力。我们认为公司作为高增长慢病平台，合理估值560~650亿，对应股价为31.42~36.47元，继续推荐“买入”。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。