

# 再起航，医药结构化行情有望延续

——医药生物行业年度策略报告（20190101）



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

## 核心观点

❖ **医药行业整体表现强于大盘。**截至 2018 年 12 月 28 日收盘，2018 年医药生物指数下跌 27.67%，表现强于大盘（万得全 A 指数下跌 28.25%）。医药生物板块整体从 2 月初开始走高，上涨行情持续至 5 月底后震荡下行，并在 10 月下旬触底反弹，并于 12 月初受“4+7”城带量采购政策影响再次下行。复盘今年以来医药指数走势，我们认为今年医药板块表现可划分为 3 个阶段，首先医药行业上市公司 2017 年报及 2018 年一季报表现出色，行业整体迎来上涨，2 月 9 日至 5 月 28 日医药生物指数涨逾 30%，行业 PE（TTM）由 34 倍升至 41 倍；此后行业指数下行，并在疫苗事件、带量采购政策等因素的影响下不断走低，至 10 月下旬见底，医药行业指数下跌 35%，估值降至 26 倍；在 10 月底医药行业呈现部分结构性机会，化学原料药、医疗器械板块配置优势凸显，子行业上涨，并于 12 月初继续探底，行业整体于低位震荡，未见强劲复苏迹象。

❖ **政策端来看，2019 年，医药行业面临新的变局，新医保局的控费压力将使得药品及器械迎来前所未有的机遇和挑战。**近期，“4+7”城市带量采购中标品种和价格公布，共有 25 个品种完成带量采购的招标工作，另有 6 个品种流标，总体品种价格降幅达 54.46%。从降幅上，足见国家控制医保费用的坚定决心，所有由医保支付的药品、器械可能都要面对来自医保控费的压力，但这也并非完全是利空，对于部分子行业而言，国内企业可以抓住机遇实现进口替代。

❖ **我们看好的子行业：**（1）特色原料药。全国带量采购推行，进口替代驱动的需求端边际变化有望快速提升上市公司估值；（2）创新药及创新药的“卖水人”。我国医药行业已由过去缺医少药的仿制药阶段迈向创新阶段，另外，创新药热潮也将继续推动 CRO、CDMO 等领域一众“卖水人”的快速崛起；（3）医疗服务。行业资产证券化比例较低，未来长期仍会保持高速增长，另外由于带量采购的推行，未来公立医院盈利能力及医生待遇或出现下降，利好医疗服务领域优质公司人员引进和技术迭代；（4）医疗器械。高端体外诊断产品、高值耗材及国产医学影像有望迎来高速发展周期，进口替代加速。

❖ **推荐标的：**普洛药业（000739）、泰格医药（300347）、九州通（600998）、爱尔眼科（300015）、富祥股份（300479）。

❖ **风险提示：**医药政策落地不及预期；新药研发不及预期；仿制药一致性评价推进不及预期。

## 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部  
报告类别 | 年度策略  
所属行业 | 医药生物  
行业评级 | 增持评级  
报告时间 | 2019/1/1

## 分析师

周豫

证书编号：S1100518090001  
010-66495613  
zhouyu@cczq.com

## 联系人

张雪

证书编号：S1100118080003  
010-66495936  
zhangxue@cczq.com

## 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、2018年医药行业行情综述	5
1.1 2018年医药行业表现强于大盘	5
1.2 医药整体业绩持续向好，各子版块涨跌互现	6
1.3 2018年医药行业政策回顾	8
1.3.1 医疗——政策利好社会办医，“互联网+医疗健康”协同发展	8
1.3.2 医药——疫苗事件加强药品生产流通监管	10
1.3.3 医保——控费力度加强，带量采购压低仿制药价格	11
二、2018年医药行业各子版块机会展望	12
2.1 特色原料药：需求端边际变化有望快速提升上市公司估值	12
2.1.1 化学原料药板块盈利持续改善	12
2.1.2 行业政策提升原料药质量要求收缩供给	13
2.1.3 环保趋严，部分原料药价格波动上升	14
2.1.4 国家带量采购催生原料药行业景气度	15
2.2 医药外包：创新药服务外包景气度高且业绩确定性强	15
2.2.1 医药外包行业2018年整体盈利实现历史新高	15
2.2.2 受益国内创新药环境，行业渗透率有望持续提升	16
2.3 医疗服务：看好人才加速涌入和激励体制到位的综合性医院	18
2.3.1 板块整体估值溢价较高，头部企业盈利能力强	18
2.3.2 受未来多品种广覆盖带量采购影响，医师资源有望加速涌入	20
2.4 医疗器械：行业景气提升，高端器械获益政策扶植	23
2.4.1 2018年以来医疗器械板块持续走强	23
2.4.2 高端体外诊断产品有望迎来高速发展周期	25
2.4.3 高值耗材领域格局优化，强者恒强	26
2.4.4 大型医疗设备进口替代可期	26
三、重点推荐公司	26
3.1 泰格医药（300347）：行业景气度持续提升，业绩高增长可期	26
3.2 普洛药业（000739）：原料药景气度提升，内部整合释放盈利空间	28
3.3 九州通（600998）：定增资金助力，渠道调整提升盈利能力	29
3.4 爱尔眼科（300015）：屈光业务持续高增长，毛利率再创新高	30

3.5 富祥股份（300497）：抗感染领域优质原料药企，CDMO 业务协同延展 .....	31
四、重点公司盈利预测与估值.....	32
风险提示 .....	33
仿制药一致性评价推行不及预期 .....	33
新药研发不及预期 .....	33
仿制药一致性评价政策推进不及预期 .....	33

## 图表目录

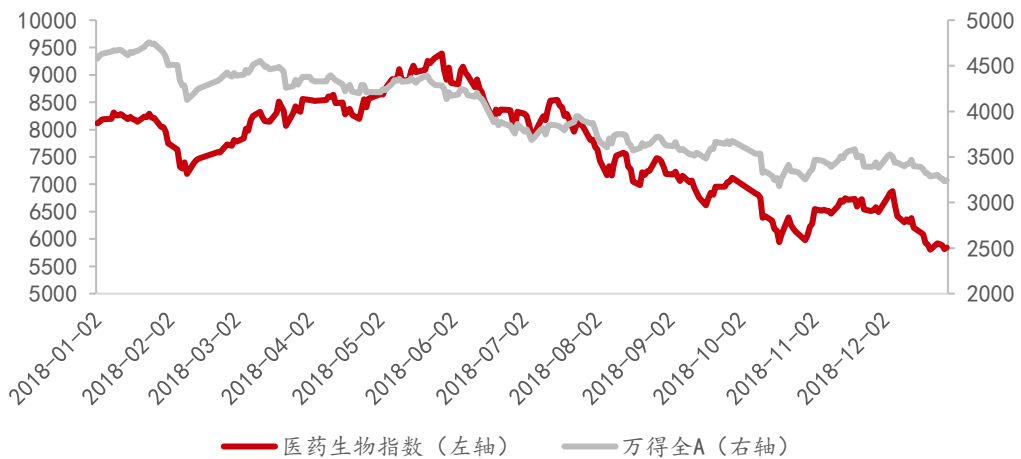
图 1:	2018 年医药生物板块整体表现强于大盘.....	5
图 2:	2018 年医药生物板块涨跌幅居各子行业中第七位.....	6
图 3:	医药生物细分子行业营业收入同比增速 (%).....	6
图 4:	医药生物细分子行业归属母公司净利润同比增速 (%).....	7
图 5:	疫苗上市许可持有人制度.....	10
图 6:	疫苗上市后研究和管理.....	11
图 7:	化学原料药行业总市值相比医药行业整体呈现出更高的波动性.....	12
图 8:	2018 年 10 月底化学原料药 PE 开始反弹.....	13
图 9:	美国零售药店市场销量推测情况 (75MG) (百万盒).....	15
图 10:	CRO 航母药明康德登录 A 股使得板块市值整体大幅扩容.....	16
图 11:	医药外包行业相较医药生物板块整体溢价 76.80%.....	16
图 12:	CRO 行业渗透率提升情况.....	17
图 13:	2018 年医药生物与医疗服务总市值情况.....	18
图 14:	医疗服务相对医药生物整体估值溢价率达 109%.....	19
图 15:	2013-2018 年全国医疗卫生机构总数.....	19
图 16:	2013-2018 年公立医院与民营医院的发展情况.....	20
图 17:	2016-2018 年部分美国仿制药企业销售费用率情况.....	23
图 18:	2018 年 10 月底开始 A 股市场对于医疗器械板块的偏好显著走强.....	24
图 19:	医疗器械板块相对医药生物整体估值溢价率达 40.40%.....	24
表格 1.	2018 年医药生物行业个股涨幅前 20 名 (截止 12 月 28 日).....	7
表格 2.	我国社会办医重要政策汇总.....	8
表格 3.	“互联网+医疗健康”重要政策汇总.....	9
表格 4.	4+7 带量采购政策进程.....	11
表格 5.	仿制药一致性评价政策进程.....	13
表格 6.	关联审评审批政策及主要内容.....	14
表格 7.	医药原料药行业环保政策频出.....	14
表格 8.	医药外包企业分类及简介.....	18
表格 9.	“4+7”城市带量采购中标及降幅情况.....	20
表格 10.	“4+7”城市带量采购品种中美价格对比.....	22
表格 11.	国内医疗器械主要细分领域和代表公司.....	25
表格 12.	重点公司盈利预测与估值.....	32

## 一、2018 年医药行业行情综述

### 1.1 2018 年医药行业表现强于大盘

截至 2018 年 12 月 28 日收盘，2018 年医药生物指数下跌 27.67%，表现强于大盘（万得全 A 指数下跌 28.25%）。医药生物板块整体从 2 月初开始走高，上涨行情持续至 5 月底后震荡下行，并在 10 月下旬触底反弹，并于 12 月初受“4+7”城带量采购政策影响再次下行。复盘今年以来医药指数走势，我们认为今年医药板块表现可划分为 3 个阶段，首先医药行业上市公司 2017 年报及 2018 年一季报表现出色，行业整体迎来上涨，2 月 9 日至 5 月 28 日医药生物指数涨逾 30%，行业 PE (TTM) 由 34 倍升至 41 倍；此后行业指数下行，并在疫苗事件、带量采购政策等因素的影响下不断走低，至 10 月下旬见底，医药行业指数下跌 35%，估值降至 26 倍；在 10 月底医药行业呈现部分结构性机会，化学原料药、医疗器械板块配置优势凸显，子行业上涨，并于 12 月初继续探底，行业整体于低位震荡，未见强劲复苏迹象。

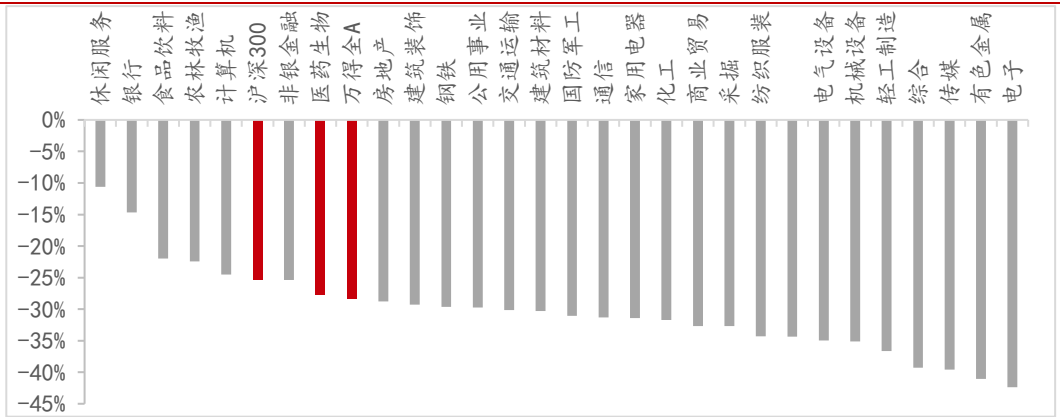
图 1：2018 年医药生物板块整体表现强于大盘



资料来源：Wind，川财证券研究所

从各细分子行业涨跌幅来看，2018 年以来医药行业下跌 28%，表现优于万得全 A 指数，相比沪深 300 指数降幅较大。

图 2： 2018 年医药生物板块涨跌幅居各子行业中第七位

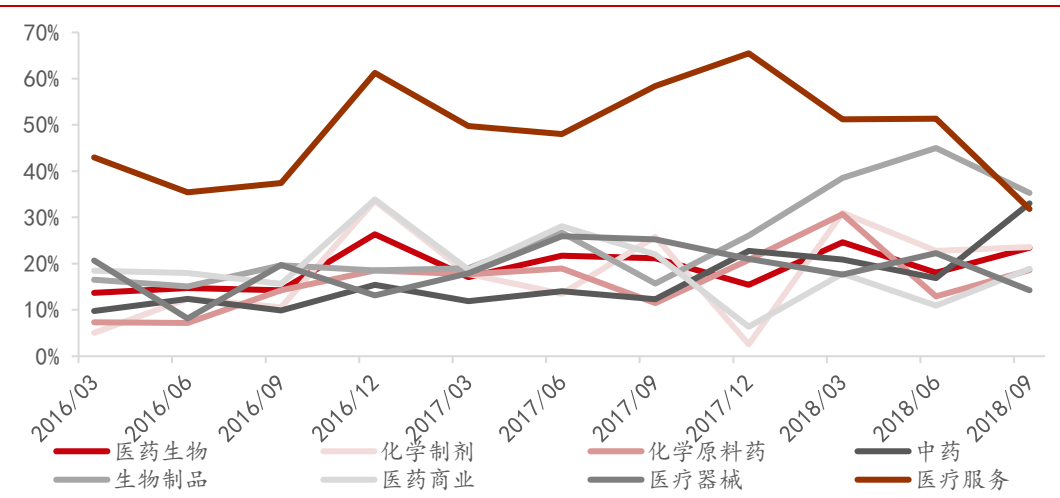


资料来源：Wind，川财证券研究所

### 1.2 医药整体业绩持续向好，各子版块涨跌互现

2018 年前三季度医药行业营业收入同比增长 27%，业绩同比增长 21%，业绩增速略低于营业收入的增长。从细分行业来看，收入方面，医疗服务、生物制品及化学制剂板块营业收入同比增幅较高；业绩方面，2018 年医药生物板块前三季度整体业绩同比增长 21.25%，从个细分领域来看，医疗服务、化学原料药以及医疗器械板块业绩同比增幅较高。具体到个股行情，2018 年涨幅前 20 的个股中数量最多的是医疗服务板块（含医药外包企业），包括：药明康德（603259）、通策医疗（600763）、爱尔眼科（300015）、泰格医药（300347）以及昭衍新药（603127），其中药明康德为 2018 年上市新股；其次是医疗器械板块，包括：迈瑞医疗（300760）、明德生物（002932）、欧普康视（300595）以及健帆生物（300529），其中迈瑞医疗与明德生物为 2018 年上市新股。个股涨幅居前的企业里，非药领域头部企业表现亮眼。

图 3： 医药生物细分子行业营业收入同比增速 (%)

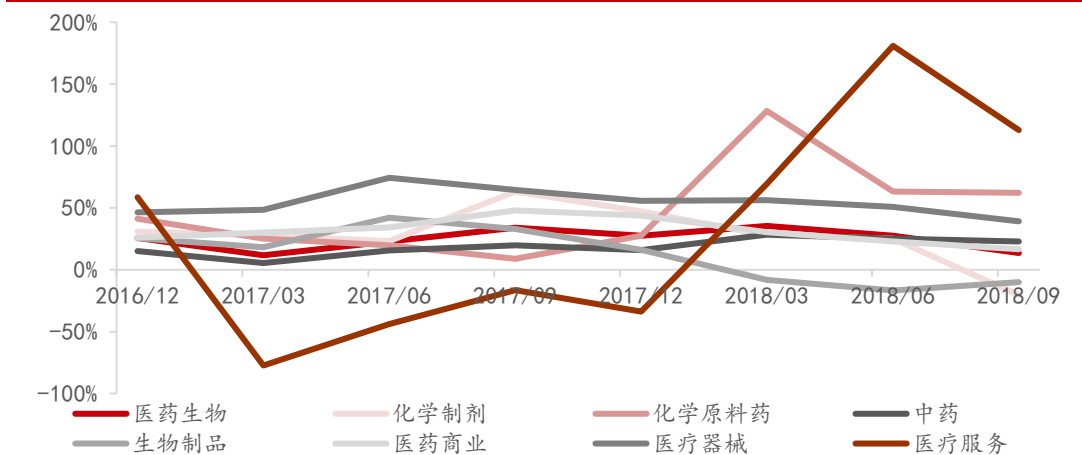


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



图 4： 医药生物细分子行业归属母公司净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 1. 2018 年医药生物行业个股涨幅前 20 名（截止 12 月 28 日）

序号	证券代码	证券简称	涨幅 (%)	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	所属行业
1	603259.SH	药明康德	140.71%	871.93	41.67	医药外包
2	300760.SZ	迈瑞医疗	55.43%	1,327.78	38.03	医疗器械
3	002399.SZ	海普瑞	51.12%	287.48	54.28	化学原料药
4	002932.SZ	明德生物	50.84%	29.38	43.91	医疗器械
5	600763.SH	通策医疗	46.97%	152.21	49.10	医疗服务
6	300122.SZ	智飞生物	38.46%	620.16	50.27	疫苗
7	300595.SZ	欧普康视	38.07%	86.92	42.70	医疗器械
8	600436.SH	片仔癀	37.63%	522.77	49.68	中药
9	300357.SZ	我武生物	36.19%	107.60	47.41	生物制品
10	300653.SZ	正海生物	33.98%	37.02	41.98	生物制品
11	300529.SZ	健帆生物	31.20%	173.17	44.76	医疗器械
12	300015.SZ	爱尔眼科	28.88%	626.83	62.39	医疗服务
13	002007.SZ	华兰生物	23.17%	305.07	31.73	血制品
14	300347.SZ	泰格医药	21.97%	213.83	51.08	医药外包
15	600529.SH	山东药玻	21.45%	80.75	24.80	医疗器械
16	603127.SH	昭衍新药	20.45%	54.74	55.29	医药外包
17	002923.SZ	润都股份	17.54%	28.22	27.42	化学制剂
18	002370.SZ	亚太药业	16.35%	89.11	40.84	化学制剂
19	000739.SZ	普洛药业	16.09%	87.68	23.90	化学原料药
20	002821.SZ	凯莱英	13.86%	156.63	39.02	医药外包

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 1.3 2018 年医药行业政策回顾

### 1.3.1 医疗——政策利好社会办医，“互联网+医疗健康”协同发展

近年来国务院不断出台社会办医相关政策，从 2010 年 11 月的《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》到 2017 年 5 月国办印发的《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，都在不同程度上逐步放宽医疗领域准入门槛、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化发展环境。这些政策支持不仅为整个医疗领域的发展带来了推动力，而且也对社会资本拥有较大吸引力的专科医院发展起到了助推作用。

2018 年出台的相关政策利好社会办医，放宽准入审批，推行“两证合一”，大型医用设备配置规划为社会办医配置预留合理空间，营利性医疗机构可以自主决定床位数，多方面破除社会力量进入医疗领域的不合理限制，进一步为社会办医松绑。2018 年 3 月国家医疗保障局成立，统一基本医保行政管理职能。在“供方医院-需方患者-医保第三方”的医疗市场中，医疗保障局将成为医疗服务的主要购买者，调整医保药品支付标准影响药品价格形成，加之医保局牵头城市带量采购，随着一致性评价的推进，医药降价现象仍会持续，尤其是仿制药的降价加速，利好具有核心创新产品的优质医药企业。

表格 2. 我国社会办医重要政策汇总

时间	部门	政策名称	主要内容
2010 年 11 月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境，促进非公立医疗机构持续健康发展。
2013 年 12 月	卫计委、中医药管理局	《关于加快发展社会办医的若干意见》	加强规划引导，加大发展社会办医的支持力度，支持非公立医疗机构提升服务能力，加强对非公立医疗机构监管。
2015 年 6 月	国务院	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	放宽医疗领域准入门槛，拓宽投融资渠道，促进资源流动和共享，优化发展环境。
2016 年 12 月	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。
2017 年 5 月	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	对社会力量办医给予更多支持，简化优化审批服务，积极推进一站受理、推广网上审批。
2018 年 6 月	卫健委、中医药管理局	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	完善二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”，逐步实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。
2018 年 10 月	卫健委	《关于发布 2018 -	合理规划配置数量，为社会办医配置预留合

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



时间	部门	政策名称	主要内容
		2020 年大型医用设备配置规划的通知》	理空间。支持非公立机构发展，不以医疗机构等级、床位规模等业务量因素作为非公立医疗机构的主要配置标准。
2018 年 11 月	卫健委、中医药管理局	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	简化医疗机构审批申请材料；二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”。

资料来源：国务院，卫健委，川财证券研究所

近年来国务院连续发布了互联网+医疗服务鼓励性的政策文件，从 2015 年 7 月的《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》到 2018 年 4 月的《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，明确了互联网医疗服务市场准入准则和监管准则，推进了“互联网+医疗健康”发展进程，为互联网医疗服务机构带来机遇和政策红利。2018 年 9 月，卫健委和国家中医药管理局组织制定了《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》和《远程医疗服务管理规范（试行）》，进一步规范互联网诊疗行为。

表格 3. “互联网+医疗健康”重要政策汇总

时间	部门	政策名称	主要内容
2015 年 7 月	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	发展基于互联网的医疗卫生服务，积极利用移动互联网提供就医便捷服务，探索互联网延伸医嘱、电子处方等网络医疗健康服务应用。鼓励有资质的医学检验机构、医疗服务机构联合互联网企业。
2016 年 12 月	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	发展基于互联网的健康服务，鼓励发展健康体检、咨询等健康服务，促进个性化健康管理服务发展。
2017 年 4 月	卫计委	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）和关于推进互联网医疗服务发展的意见》（征求意见稿）	从互联网诊疗活动的概念界定、准入、执业规则、监管及法律责任明细方面提出了具体的要求。提出利用互联网技术提高医疗服务可及性，提高医院信息化水平。
2018 年 4 月	国务院	《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	医疗机构可以在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务。支持医疗卫生机构、符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台，开展远程医疗、健康咨询、健康管理服务。
2018 年 9 月	卫健委、中医药管理局	《关于印发互联网诊疗管理办法（试行）等 3	互联网诊疗活动应当由取得《医疗机构执业许可证》的医疗机构提供；医疗机构开展互

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

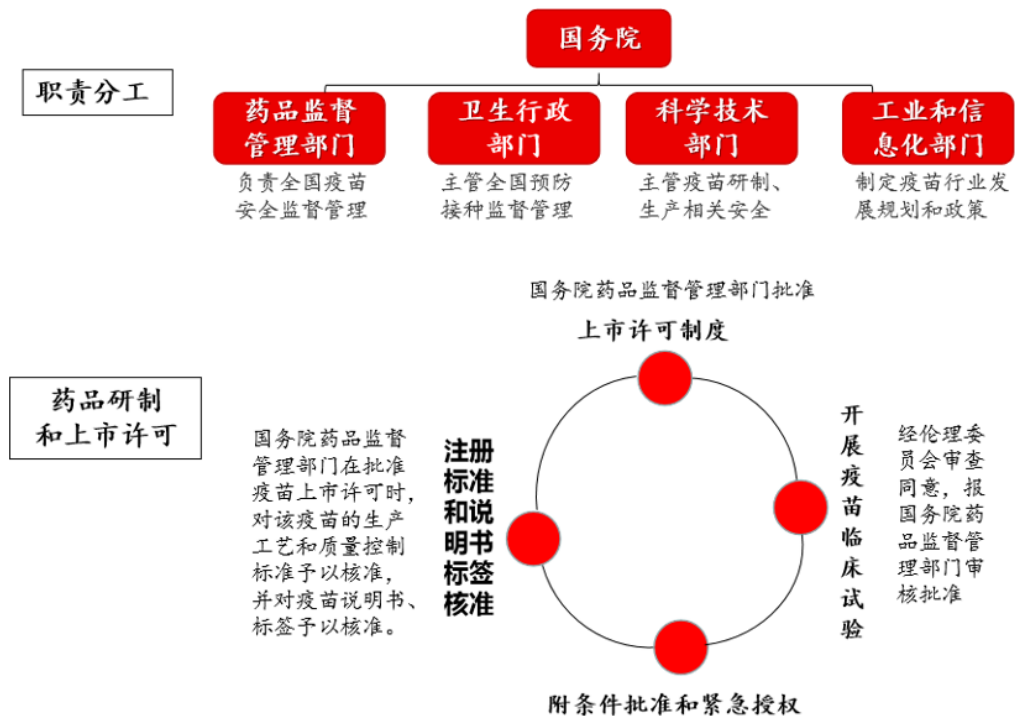
时间	部门	政策名称	主要内容
		个文件的通知》	联网诊疗活动应当符合医疗管理要求；互联网医院包括作为实体医疗机构第二名称的互联网医院，以及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院。

资料来源：国务院，卫健委，川财证券研究所

### 1.3.2 医药——疫苗事件加强药品生产流通监管

2018年医药市场黑天鹅事件频发，药监体系面临较大变动。2018年7月长生生物违法违规生产疫苗事件曝光，12月11日，长生生物相关责任人被终身市场禁入，企业被深交所强制退市。疫苗案件导致药监系统人事巨大变动，案件追究问责涉及到7名省部级干部、35名非中管干部的严肃处理。长生生物事件暴露了我国疫苗管理的制度缺陷和药品监管体制的漏洞，事件发生后，药品监管部门进一步加强对疫苗的监管和法律约束，11月11日至15日，国家市场监督管理总局发布《疫苗管理法（征求意见稿）》，将疫苗与国家安全联系起来，从疫苗研制及上市许可、生产和批签发、上市后研究与管理、疫苗流通、预防接种、异常反应监测与补偿、保障措施、法律责任等方面做出具体规定，加强对产品全生命周期的监管，尤其是疫苗上市后的研究管理，让疫苗管理步入法治化轨道。

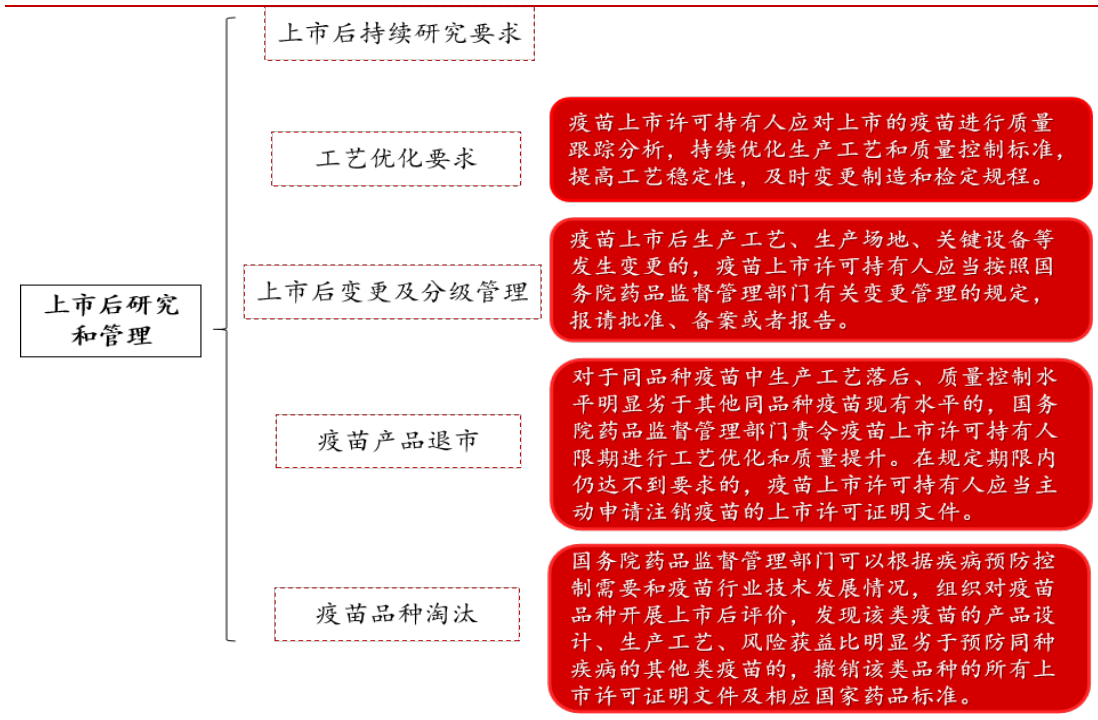
图 5：疫苗上市许可持有人制度



资料来源：NMPA 官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 6： 疫苗上市后研究和管理



资料来源：NMPA 官网，川财证券研究所

### 1.3.3 医保——控费力度加强，带量采购压低仿制药价格

2018 年 5 月国家医疗保障局挂牌，负责制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等工作。2018 年医保局主导了抗癌药降价以及“4+7”城带量采购政策。12 月 6 日，4+7 带量采购预中标结果公布，中标仿制药品种大幅降价，我们认为未来仿制药企业估值或将受到价格大幅下降的影响走弱。

表格 4. 4+7 带量采购政策进程

时间	部门	文件	主要内容
2018 年 6 月	上海市医药集中招标采购事务管理所	《上海市医疗机构第三批集中带量招标采购拟中标结果公示》	上海市第三批带量采购中标品种及中标价格公布，仅山德士一家外企中标。
2018 年 11 月	中央全面深化改革委员会	《国家组织药品集中采购试点方案》	国家组织开展药品集中采购试点，探索药价形成机制和药品集中采购机制，规范药品流通秩序，降低群众药费负担，保障群众用药安全。
2018 年 11 月	联合采购办公室	《“4+7”城市药品集中采购文件》	试点范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市。试点地区委派代表组成联合采购办公室作为工作机构，日常工作和具体实施由上海市医

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

时间	部门	文件	主要内容
			药集中招标采购事务管理所承担。文件确定了31个采购品种及约定采购量。
2018年12月	联合采购办公室	《“4+7”城市药品集中采购拟中选结果公示》	31个试点通用名药品中拟中选25个，其中22个为通过一致性评价的仿制药。

资料来源：中国政府网，CFDA，川财证券研究所

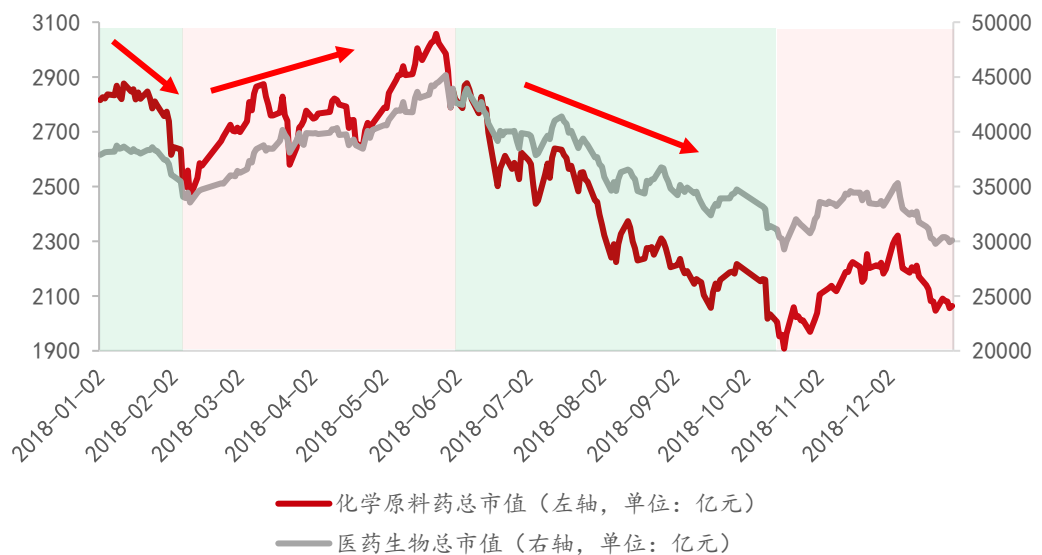
## 二、2018年医药行业各子版块机会展望

### 2.1 特色原料药：需求端边际变化有望快速提升上市公司估值

#### 2.1.1 化学原料药板块盈利持续改善

2018年2月底估值切换原料药市值见底，并随医药板块市值的提升开始反弹。一季度盈利好转驱动化学原料药行业估值持续走低，行业配置优势凸显。首先，3-5月化学原料药板块市值冲高，但估值持续走低，显示出行业盈利整体大幅度改善；6-10月行业市值与估值双杀，10月底随着三季报相继披露，行业盈利环比改善带来的市值的提升也推升了板块估值，凸显市场偏好的倾斜，12月初随着带量采购政策落地，板块震荡下行，我们认为，2019年化学原料药行业盈利情况或将持续改善，板块整体估值变化仍待观察。

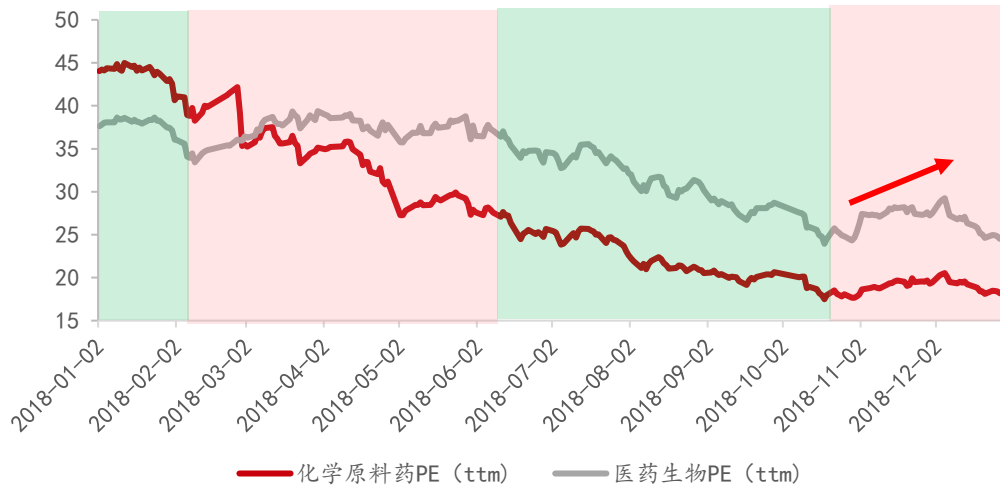
图7：化学原料药行业总市值相比医药行业整体呈现出更高的波动性



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

图 8： 2018 年 10 月底化学原料药 PE 开始反弹



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 2.1.2 行业政策提升原料药质量要求收缩供给

仿制药一致性评价政策提升对原料药质量要求。2012 年国家食药监总局提出仿制药一致性评价政策，要求仿制药与原研药品在质量和药效上一致，导致下游制剂厂商对原料药品质的要求也相应提升，从而大多符合制剂一致性评价标准要求的厂商处于供货紧张状态，不合格原料药产品面临市场需求的萎缩，原料药行业步入结构性调整阶段。

表格 5. 仿制药一致性评价政策进程

时间	政策及主要内容
2012 年	CFDA 启动 15 个试点品种的质量一致性评价工作
2013 年	发布《仿制药质量一致性评价工作方案》
2015 年	国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》
2016 年	国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》
2017 年	14 个品种首批通过一致性评价

资料来源: 中国政府网, CFDA, 川财证券研究所

原料药+制剂关联审批收缩原料药行业供给。2018 年 7 月 24 日，为落实中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》(厅字〔2017〕42 号)，CFDA 公布《关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告(征求意见稿)》，提出原料药与制剂关联审评。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



表格 6. 关联审评审批政策及主要内容

文件名称	出台时间	主要内容
总局关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告（2016 年第 134 号）	2016 年 8 月	国家食品药品监督管理总局制定公布实行关联审评审批的药包材、药用辅料范围，并根据工作需要进行调整和完善。药包材、药用辅料应按程序与药品注册申请关联申报和审评审批。
《关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告（征求意见稿）》	2018 年 7 月	提出原料药与制剂关联评审，强调原料药质量，规范原料药行业产品质量

资料来源：中国政府网，川财证券研究所

### 2.1.3 环保趋严，部分原料药价格波动上升

我国是化学原料药生产大国，原料药产量位居世界前列，而原料药生产过程中产生的“三废”量较大，废物成分复杂，污染危害严重，近两年来环保监管趋严，原料药企业面临的环保标准不断提升，导致不断有原料药制造企业因为环保不达标被限产或停产。

2016 年 12 月，环境保护税法出台，将环保费改为环保税，并对原料药企业征税；同时，在国家“十三五”规划中也明确提出健全清洁生产评价指标体系，实施医药化工园区挥发性有机物的综合整治，原料药制造业推进行业达标排放改造。在环保监管政策与标准的制定与实施过程中，行业的生产得以规范，重污染及落后产能不断整改及关停，原料药行业整体供给有所收缩，部分原料药价格呈波动性上升趋势。

表格 7. 医药原料药行业环保政策频出

时间	政策	主要内容
2016 年 7 月	第一批中央环境保护督察工作启动	对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省（自治区）开展环保督察工作
2016 年 12 月	中华人民共和国环境保护税法	将环保费改为环保税，开始对原料药生产企业等排污企业征税
2016 年 12 月	“十三五”生态环境保护规划	健全清洁生产评价体系，实施医药化工园区挥发性有机物综合整治，原料药制造业推进行业达标排放改造
2017 年 6 月	水污染防治法	严格控制工业污染
2017 年 6 月	土壤污染防治法	确立土壤污染责任人、土地使用权人和政府顺序承担仿制责任的制度框架
2017 年 12 月	2017 年防治大气污染工作方案	医药企业实施错峰生产、限产停产
2018 年 5 月	第一批中央环境保护督察“回头看”以及启动第二轮督察	督察整改方案总体落实情况，进一步加强污染治理，提升环境保护效率

资料来源：中国政府网，环保部，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



### 2.1.4 国家带量采购催生原料药行业景气度

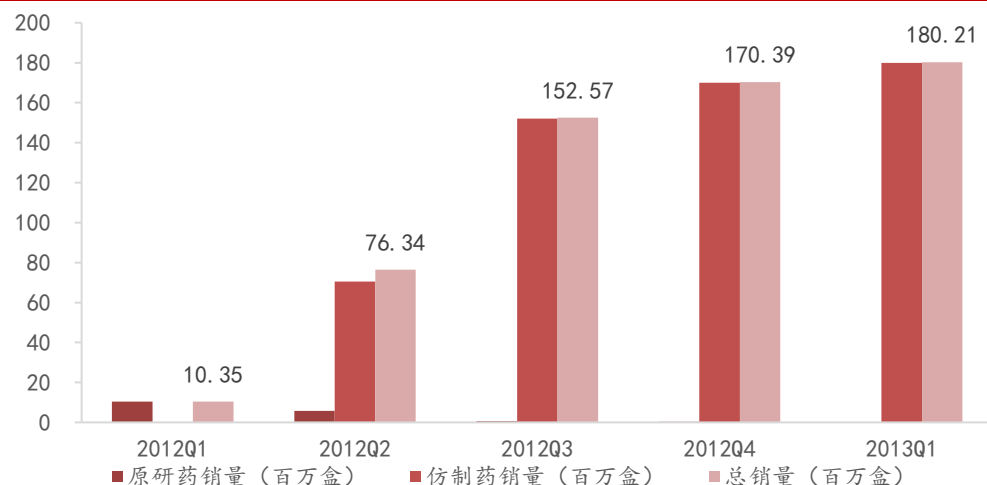
2018年6月，上海带量采购第三批带量采购中标品种公布，中标药品仅一家外资药企，呈现出国产通过一致性评价的药品对国外原研药品的替代趋势。我们认为，未来国家带量采购政策顺利推行后将实现国产仿制药的替代以及产量的大幅增长，从而提升中标制剂企业对国产原料药的需求，催生行业景气度。

存量来看，国产替代加速进行，原研药的原料药大多是海外制药企业自己从海外采购或自产，而国产替代快速通过带量采购形式完成后，将使得这部分原料药的购买由海外转为国内，势必会催化国内一批高质量的原料药企业市占率的快速提升。

增量来看，下游制剂品种的价格将在带量采购背景下出现明显下降，一般从供需角度来看，大范围多品种的药品价格下降将会使得需求上升，销售量增加显著。

从估值角度及未来现金流稳定性来看，原料药比远比制剂企业未来的现金流更为稳定，制剂企业来看带量采购是赢者全拿的政策，而原料药领域则不存在采购和中标的风险，即使一家制剂企业也确实会跟少数几家上游原料药企业合作，总体看虽粘度较强但部分高壁垒品种市场毕竟具有寡头垄断性质，这就决定了未来可能会出现无论谁中标都会采购同家的原料药的情况，对于企业，带量采购政策本身对原料药的需求是稳定的，大幅波动是不存在的，因此原料药行业景气度势必获得提升。

图 9： 美国零售药店市场销量推测情况（75mg）（百万盒）



资料来源：彭博终端，川财证券研究所

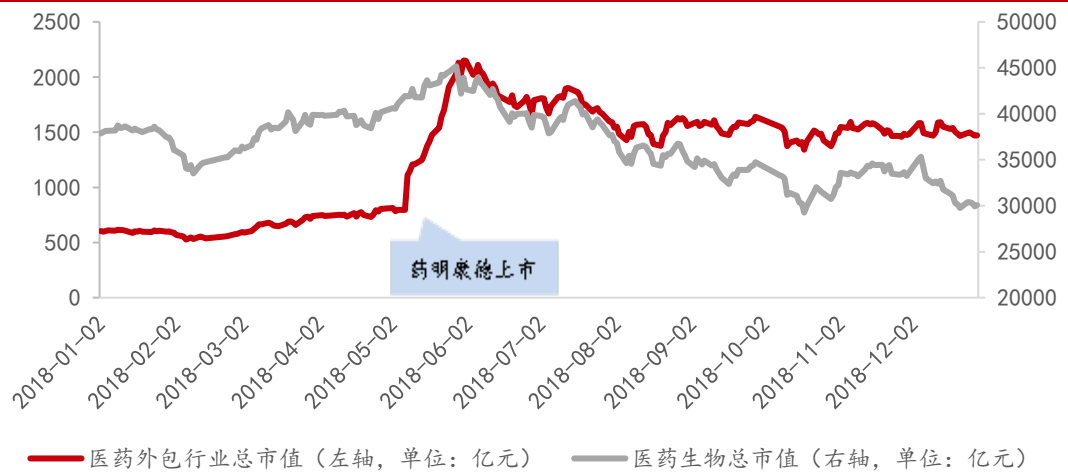
## 2.2 医药外包：创新药服务外包景气度高且业绩确定性强

### 2.2.1 医药外包行业 2018 年整体盈利实现历史新高

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

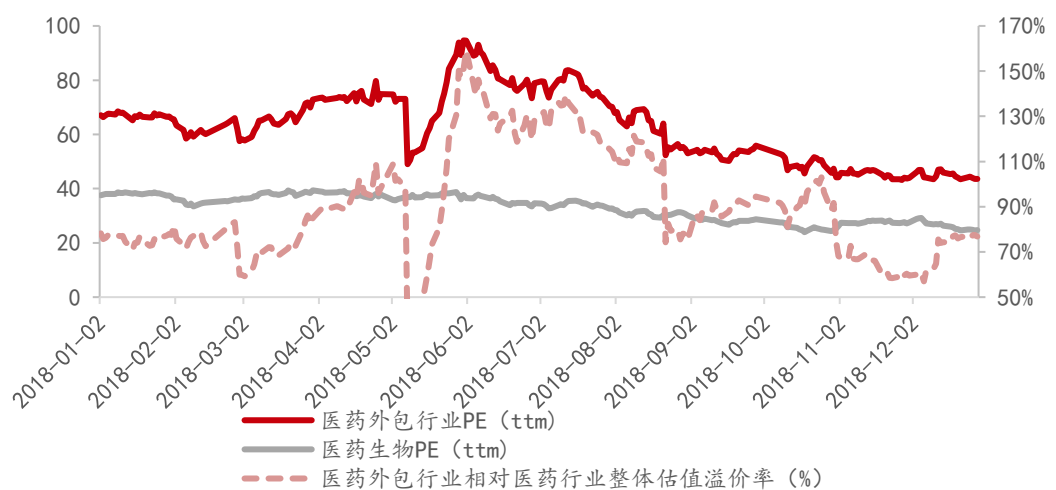
截至 2018 年 12 月 28 日，医药外包板块整体市值约 1471 亿元，其中药明康德登录 A 股使得板块市值整体大幅扩容。从医药外包行业估值上看，医药外包行业 PE (TTM, 整体法) 为 44 倍，相较医药生物板块整体溢价 76.80%。我们认为，医药外包行业作为医药研发及生产过程中的卖水人，成熟的 CRO 或 CDMO 企业形成自己的规模优势与进入壁垒，订单驱动的盈利模式受单个企业经营变动的的影响较小，拥有更为确定的增长属性。

图 10：CRO 航母药明康德登录 A 股使得板块市值整体大幅扩容



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 11：医药外包行业相较医药生物板块整体溢价 76.80%



资料来源：wind, 川财证券研究所

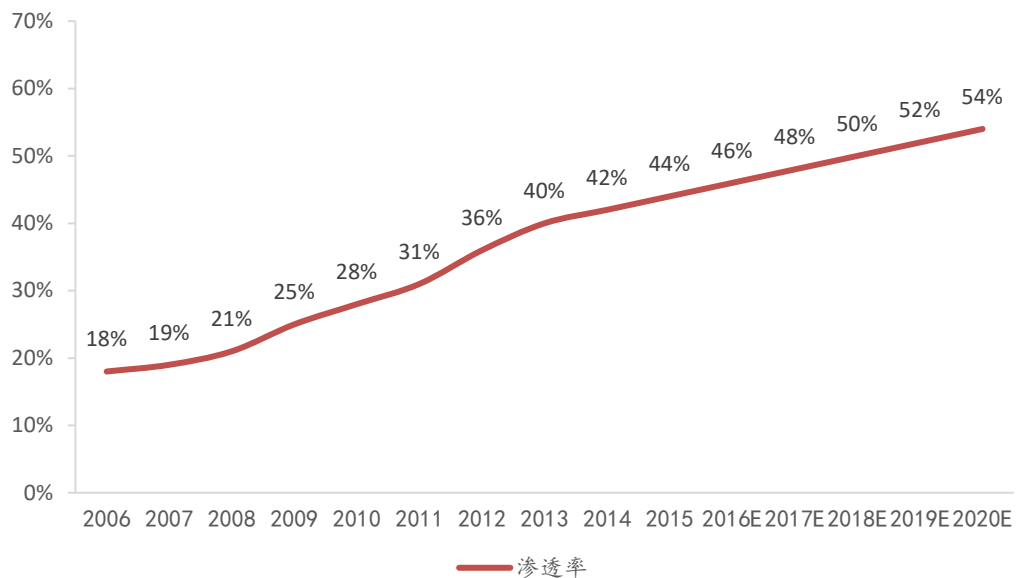
### 2.2.2 受益国内创新药环境，行业渗透率有望持续提升

按照新药研发及生产的不同阶段，医药外包行业可以分为 CRO、CMO(CDMO)、

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

CSO 三类，近年来国内医药外包行业快速发展，首先新药研发企业处于研发成本及时间的考虑，业务外包需求上升。Tufts 药物开发研究中心数据表明，一种新药的研发成本已经从 20 世纪 70 年代的 1.8 亿美元提升到 26 亿美元，研发成本巨大，特别是临床试验的程度大幅提高；另一方面，制药企业面临专利悬崖，药企渴望缩短研发周期，CRO 企业可以帮助制药企业实现在有限专利期内的进度加速，使新药尽快上市销售实现回报。CDMO 企业主要承接过期专利药的工艺改进及生产订单，目前国内 CDMO 企业订单仍以国外订单为主，随着国内 MAH 制度的试点及推进，国内生产外包需求有望进一步提升。

图 12：CRO 行业渗透率提升情况



资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

我国自 2016 年多项鼓励创新药的政策发布以来，国内创新药进入爆发阶段：国内公司申请 I-III 期临床试验数量，除了 2016 年有所下降，其余年份均增加，其中 2017 年增速显著提升；根据 GBI 数据，2018 年前 8 个月新药受理号达到 2017 年全年的 80%，继续呈高速增长；与此同时，BE 试验申报数量自 2017 年 3 月以来明显增加，我们预计随着带量采购等相关政策落地，将进一步促使企业加快一致性评价工作，相关的临床 CRO、分析检测环节有望持续受益。同时，歌礼制药、百济神州、华领医药、信达生物、基石药业等国内领先的创新药企业在港交所上市，继续带动创新药热潮，国内创新药行业有望长期维持高景气度。

表格 8. 医药外包企业分类及简介

序号	类型	公司	简介
1	综合类	药明康德	全球前十 CRO 企业，中国行业龙头，以非临床服务为主，有 GLP；有临床服务，体量较小
2	综合类	康龙化成	以非临床服务为主，无 GLP；临床服务起步阶段，体量非常小
3	综合类	美迪西	以非临床服务为主，有 GLP；无临床服务业务
4	综合类	睿智化学	以非临床服务为主，无 GLP；无临床服务业务
5	综合类	华威医药	以非临床服务为主，无 GLP；有临床服务，体量小
6	临床前	昭衍新药	以临床前安全性评价为主，有 GLP
7	临床前	中美冠科	以临床前药效评价为主，无 GLP
8	临床	泰格医药	临床服务为主，非临床服务有一定体量
9	临床	博济医药	临床服务略多于非临床服务
10	生产	凯莱英	CDMO 企业，覆盖原料药到制剂全产业链生产
11	生产	博腾股份	CDMO 企业，可进行 API 外包生产服务

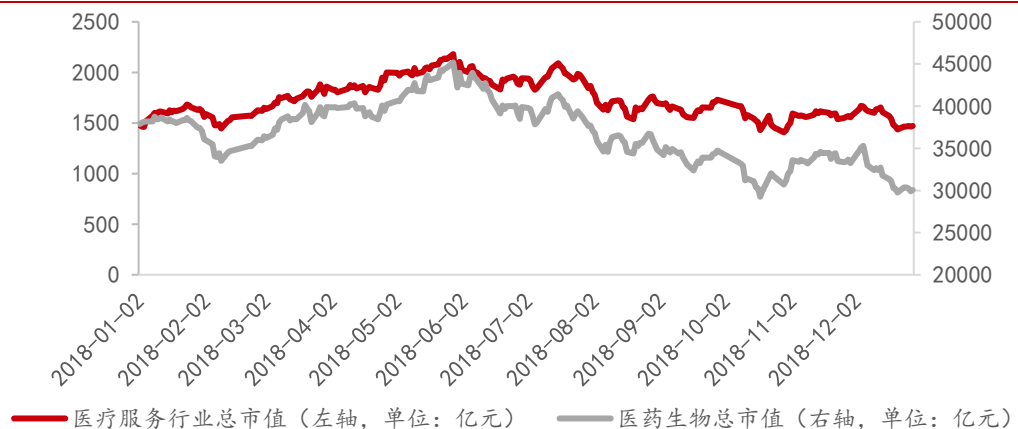
资料来源：医药魔方，川财证券研究所

## 2.3 医疗服务：看好人才加速涌入和激励体制到位的综合性医院

### 2.3.1 板块整体估值溢价较高，头部企业盈利能力强

2018 年医疗服务整体版块表现相对强势，其中更不乏爱尔眼科和通策医疗等获得较好收益的个股。这一方面由于民营医院仍旧保持较高发展增速，另一方面，受整个民营医院资产证券化率较低等因素影响。同时，也使得整个医疗服务版块的估值溢价仍旧保持高位，截至 2018 年 12 月 28 日，医疗服务板块市值 1472.12 亿元，PE (TTM, 整体法) 为 52 倍，医疗服务板块相对医药生物行业整体估值溢价率达 109%。

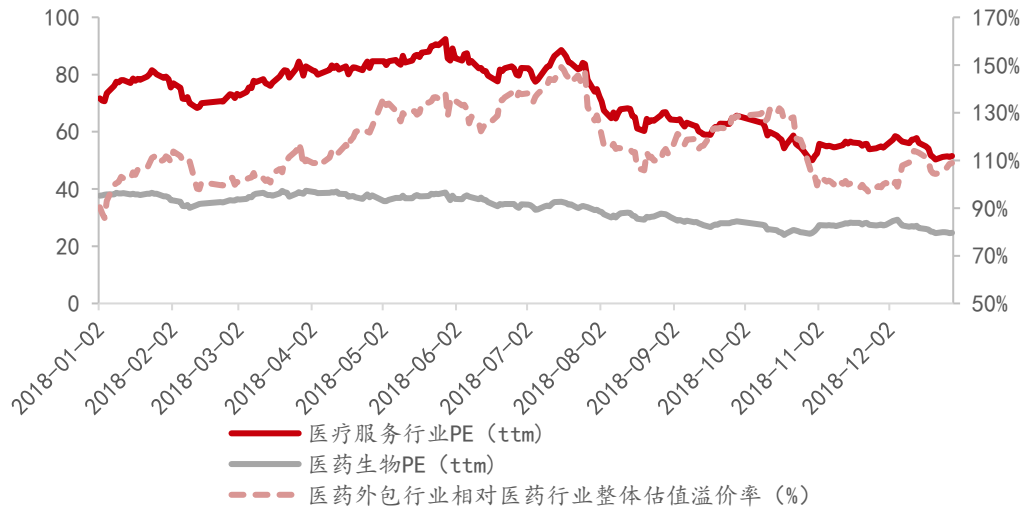
图 13： 2018 年医药生物与医疗服务总市值情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

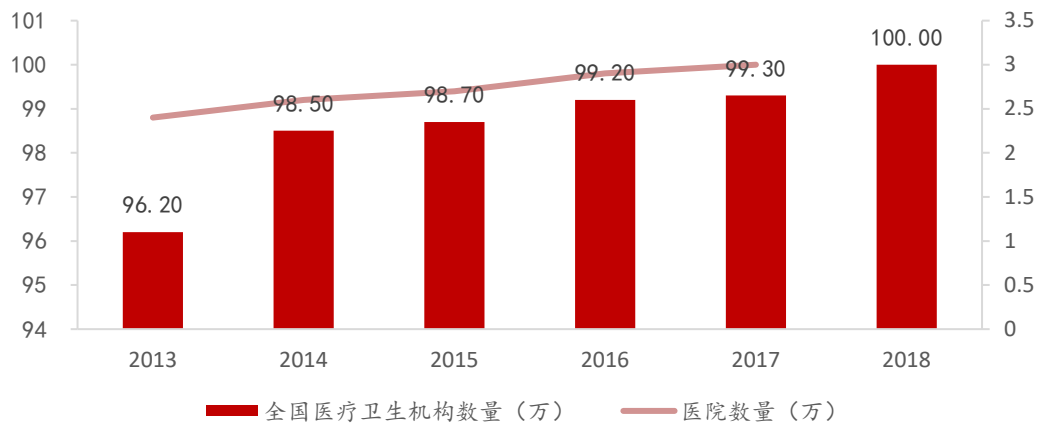
图 14： 医疗服务相对医药生物整体估值溢价率达 109%



资料来源：Wind，川财证券研究所

国务院 1985 年发布《关于卫生工作改革的若干规定的报告》，首提社会资本进入医疗服务领域，但受限于制度及时代背景等原因，民营医院的发展一直较慢。直至 2010 年卫生部、发改委等多个部门共同发文《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》(58 号文)，大力倡导社会资本进入医疗领域，并陆续出台了鼓励社会办医的各项政策，民间资本进入医疗服务领域才开始提速，我国民营医院数量由 2017 年 9 月底的 17650 家快速增至 2018 年 9 月底的 20011 家，增加 2361 家，同比增长 13.38%，而公立医院则从 2017 年 9 月底的 12267 家降至 12109 家，减少 158 家，同比减少 1.29%。

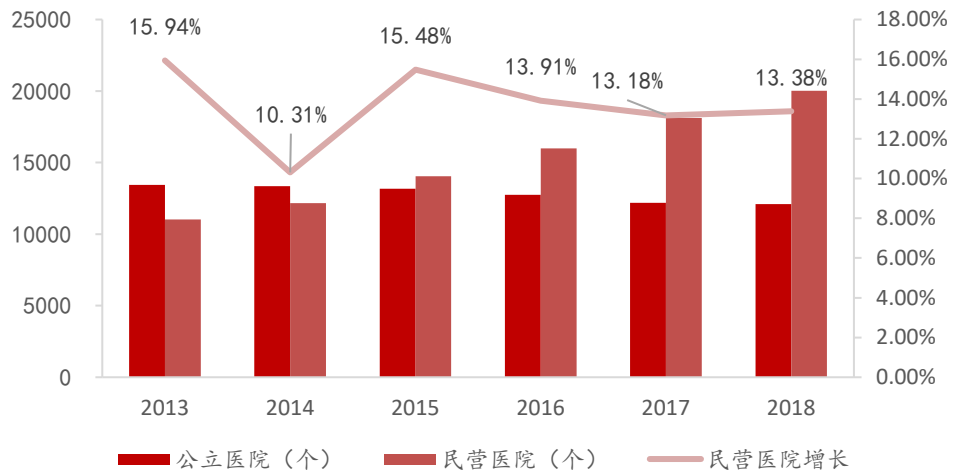
图 15： 2013-2018 年全国医疗卫生机构总数



资料来源：卫计委，川财证券研究所

备注：各年数据均截至至当年 11 月底，2018 年数据截至至 2018 年 9 月底。

图 16：2013-2018 年公立医院与民营医院的发展情况



33

资料来源：卫计委，川财证券研究所

备注：各年数据均截至至当年 11 月底，2018 年数据截至至 2018 年 9 月底。

### 2.3.2 受未来多品种广覆盖带量采购影响，医师资源有望加速涌入

12 月 6 日，“4+7”城市带量采购中标品种及价格公布，此次共有 25 个品种完成带量采购的招标工作，另有 6 个品种流标。总体品种价格降幅达 54.46%，超市场预期。对于中标企业来讲，25 个中标品种中仅有两家外资企业中标，其余均是内资企业，鉴于目前外资企业在这些品种上仍旧具有较高市场份额，可以预见的是，未来进口替代将显著加速。

表格 9. “4+7”城市带量采购中标及降幅情况

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



序号	产品及中标企业	中标价 (元)	剂型 (mg)	带量采购前 最低中标价	价格降幅 (%)	竞争 厂家数
1	阿托伐他汀口服: 北京嘉林	0.94	20	5.64	83.33%	3
2	瑞舒伐他汀口服: 浙江京新	0.78	10	3.65	78.63%	5
3	氯吡格雷口服: 深圳信立泰	3.18	75	8.6	63.02%	3
4	氨氯地平口服: 浙江京新	0.15	5	0.24	37.50%	7
5	艾司西酞普兰口服: 四川科伦	4.42	10	6.07	27.18%	4
6	帕罗西汀口服: 浙江华海	1.67	20	3.5	52.29%	2
7	奥氮平口服: 江苏豪森	9.64	10	13.67	29.48%	2
8	赖诺普利口服: 浙江华海	0.23	10	1.14	79.82%	2
9	右美托咪定注射剂: 扬子江药业集团	133	0.2	94	-41.49%	1
10	孟鲁司特口服: 杭州民生	3.88	10	6.36	39.02%	2
11	氟比洛芬酯注射剂: 北京泰德	21.95	50	62.16	64.69%	2
12	依那普利口服: 扬子江集团江苏制药	0.56	10	1.24	54.97%	2
13	左乙拉西坦口服: 浙江京新	2.4	250	3	20.00%	2
14	福辛普利口服: 中美上海施贵宝	0.84	10	2.7	68.92%	2
15	氯沙坦口服: 浙江华海	1.05	50	2.14	50.93%	2
16	厄贝沙坦口服: 浙江华海	0.2	75	0.53	62.26%	3
17	替诺福韦二吡啶酯口服: 成都倍特	0.59	300	14.93	96.05%	5
18	恩替卡韦口服: 正大天晴	0.62	0.5	10	93.80%	6
19	头孢呋辛酯(头孢呋辛)口服: 成都倍特	0.51	250	0.86	40.64%	4
20	利培酮口服: 浙江华海	0.17	1	0.47	64.47%	2
21	吉非替尼口服: 阿斯利康	54.7	250	228	76.01%	2
22	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服: 浙江华海	1.09	150	3	63.67%	3
23	伊马替尼口服: 江苏豪森	10.4	100	18.7	44.39%	2
24	蒙脱石口服: 海南先声	0.68	3000	0.92	26.33%	5
25	培美曲塞注射剂: 四川汇宇	810	100	2707	70.08%	2

资料来源: 上海医药阳光采购网, 医药魔方, 川财证券研究所

此次完成降价的品种及相对应的企业, 已完成了超额利润的挤压, 我们根据以往上海试点带量采购的经验及中美价格对比情况来看, 未来再大规模降价的几率已不大, 并不会出现价格螺旋式快速下降的情况, 据此来看, 已完成带量采

本报告由川财证券有限责任公司编制, 请参见尾页的重要声明

购品种的大部分销售利润已经被拿掉。

**表格 10. “4+7” 城市带量采购品种中美价格对比**

序号	产品及预计中标企业	中标价(元)	美国同品种价格(元)	美国同品种价格(美元)	剂型(mg)	序号
1	阿托伐他汀口服: 北京嘉林	0.94	0.21	0.03	20	1
2	瑞舒伐他汀口服: 浙江京新	0.78	0.76	0.11	10	2
3	氟吡格雷口服: 深圳信立泰	3.18	0.28	0.04	75	3
4	氯氮地平口服: 浙江京新	0.15	0.14	0.02	5	4
5	艾司西酞普兰口服: 四川科伦	4.42	0.62	0.09	10	5
6	帕罗西汀口服: 浙江华海	1.67	0.41	0.06	20	6
7	奥氮平口服: 江苏豪森	9.64	0.76	0.11	10	7
8	赖诺普利口服: 浙江华海	0.23	0.07	0.01	10	8
9	右美托咪定注射剂: 扬子江药业集团	133	40.78	5.93	0.2	9
10	孟鲁司特口服: 杭州民生	3.88	0.41	0.06	10	10
11	氟比洛芬酯注射剂: 北京泰德	21.95	0.89	0.13	50	11
12	依那普利口服: 扬子江集团江苏制药	0.56	0.21	0.03	10	12
13	左乙拉西坦口服: 浙江京新	2.4	0.34	0.05	250	13
14	福辛普利口服: 中美上海施贵宝	0.84	0.69	0.1	10	14
15	氯沙坦口服: 浙江华海	1.05	0.34	0.05	50	15
16	厄贝沙坦口服: 浙江华海	0.2	0.62	0.09	75	16
17	替诺福韦二吡啶酯口服: 成都倍特	0.59	13.2	1.92	300	17
18	恩替卡韦口服: 正大天晴	0.62	11.62	1.69	0.5	18
19	头孢唑肟酯(头孢唑肟)口服: 成都倍特	0.51	1.86	0.27	250	19
20	利培酮口服: 浙江华海	0.17	0.89	0.13	1	20
21	吉非替尼口服: 阿斯利康	54.7	1767.57	257.06	250	21
22	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服: 浙江华海	1.09	2.27	0.33	150	22
23	伊马替尼口服: 江苏豪森	10.4	23.45	3.41	100	23

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

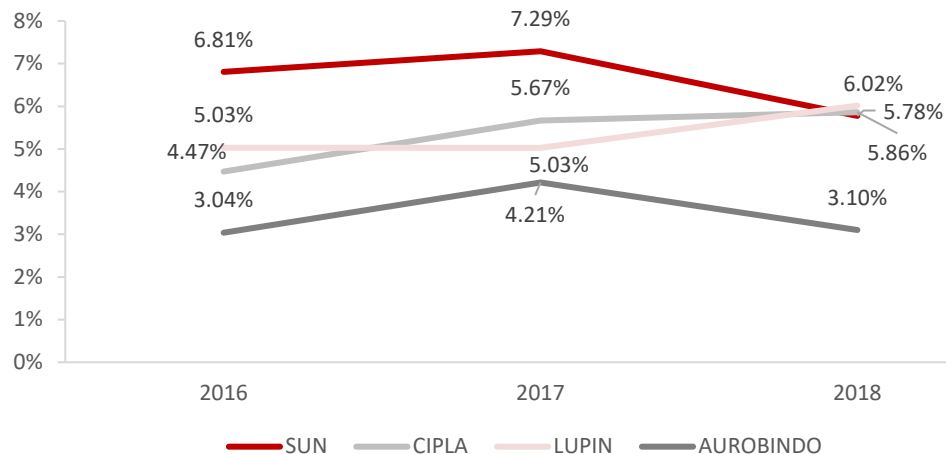
序号	产品及预计中标企业	中标价(元)	美国同品种价格(元)	美国同品种价格(美元)	剂型(mg)	序号
24	蒙脱石口服: 海南先声	0.68	N/A	N/A	3000	24
25	培美曲塞注射剂: 四川汇宇	810	4651.82	676.52	100	25

资料来源: 上海医药阳光采购网, 医药魔方, 彭博, 川财证券研究所

虽然此次试点的 25 个品种在整个医药市场中所占比例并不是很大, 但未来不仅 11 个试点城市是要扩展至全国, 25 个品种更要扩展至全部通过一致性评价品种上来, 这其中不仅仅是 289 个基药目录口服固体制剂, 更会包含非 289 品种中的非基药口服固体制剂和注射剂, 所以未来全国带量采购会具有广覆盖及多品种的特性。

根据海外仿制药企业的销售费用率情况, 我们预计未来纳入全国带量采购的品种也将实现“去销售化”, 销售费用将受到较大冲击, 同时自去年起 15% 的药品加成已全面取消, 受以上多方面因素影响公立医院的医生待遇或显著下降, 私立医院有望迎来一波高年资医生涌如潮, 而随着人才的涌入和资本的介入, 未来民营性质且具有较好激励体制的综合性医院有望优先受益。相关标的: 国际医学 (000516)。

图 17: 2016-2018 年部分美国仿制药企业销售费用率情况



资料来源: 彭博, 川财证券研究所

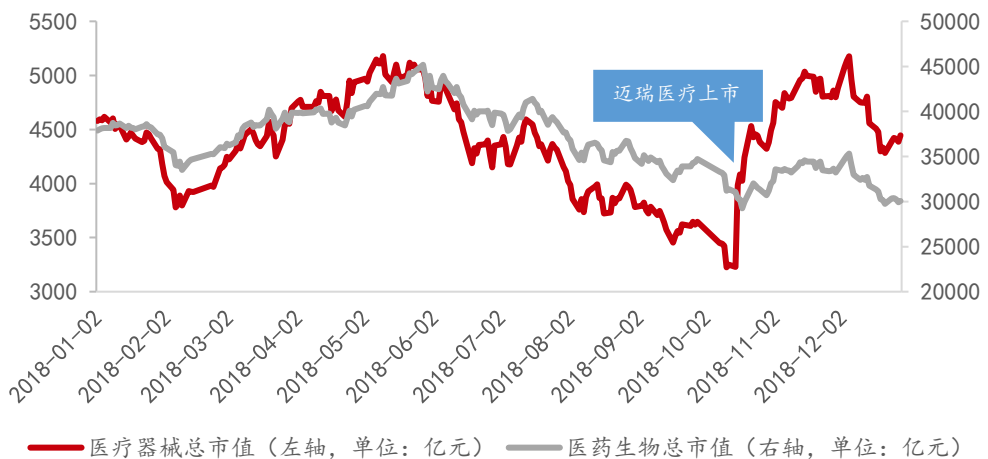
## 2.4 医疗器械: 行业景气提升, 高端器械获益政策扶植

### 2.4.1 2018 年以来医疗器械板块持续走强

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

“政策利好+进口替代”支撑行业景气度。医疗器械板块相对于药品板块存在更高的进口替代空间，另一方面国家政策也支持国产器械的采购和对进口器械产品的替代。当前公立医疗机构对医疗器械的采购以进口为主，国产医疗器械起步晚、增速快，2018年8月，国务院办公厅在发布《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》，鼓励医疗器械国产化，促进创新产品应用推广，随着医疗机构对国产器械采购量的提升，国产医疗器械行业有望加速对进口器械的替代。在政策利好不断释放的催化作用下，医疗器械板块整体呈现出较高的景气度，自10月迈瑞医疗上市以来持续走强，截至12月28日，医疗器械上市公司整体市值4444.61亿元，PE（TTM，整体法）为40倍，板块整体相对医药生物板块溢价40.40%。我们认为在2019年有望延续行业景气，实现业绩与估值的同步提升。

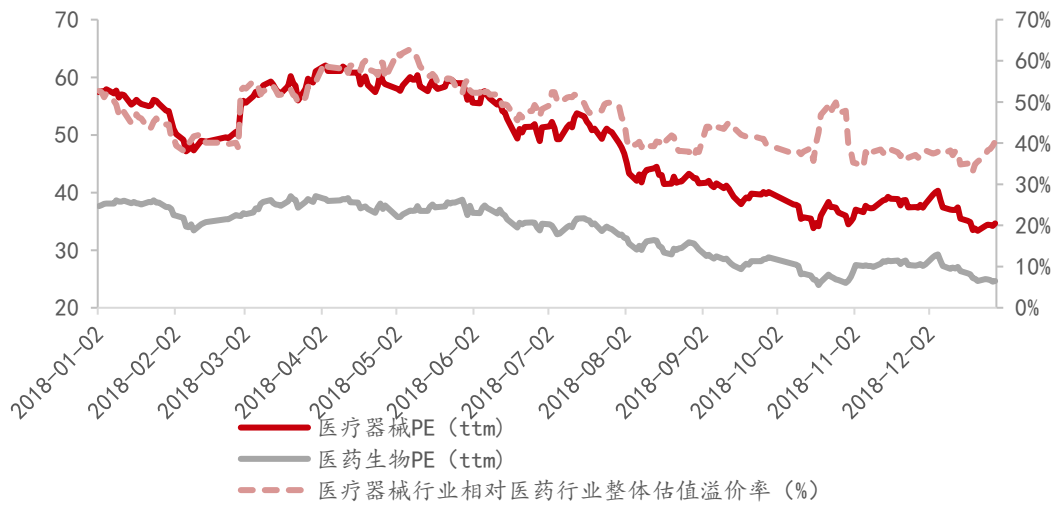
图 18： 2018 年 10 月底开始 A 股市场对医疗器械板块的偏好显著走强



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 医疗器械板块相对医药生物整体估值溢价率达 40.40%

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 2.4.2 高端体外诊断产品有望迎来高速发展周期

体外诊断是我国医疗器械行业的最大细分领域,其市场规模长期保持高速增长,年复合增速达到 19%。为了满足临床对有效、精准治疗的要求,体外诊断产品的发展和升级将成为必然趋势。按照检测方法或检测原理,体外诊断可分为生化诊断、免疫诊断、基因诊断等诊断方法,其中生化、免疫诊断是目前国内体外诊断的主流方法,占整个体外诊断市场 60%以上的份额,而基因诊断、POCT 等新兴诊断领域近年来发展迅速,相关标的:万孚生物(300482)、安图生物(603658)。

表格 11. 国内医疗器械主要细分领域和代表公司

医疗器械细分领域		代表性企业
IVD	生化	美康生物、九强生物、利德曼、迪瑞医疗、科华生物
	免疫	迈克生物、安图生物、透景生命
	基因	达安基因、凯普生物
	POCT	万孚生物、基蛋生物、明德生物
	服务	金域医学、迪安诊断、华大基因、贝瑞基因
	流通	润达医疗、塞力斯
	大型医疗设备	大型影像、治疗设备 监护仪、彩超等
器械耗材	--	鱼跃医疗、戴维医疗、健帆生物
植入医疗器械	心血管	乐普生物、蓝帆医疗
	骨科	大博医疗、凯利泰、威高股份
	神经外科	冠昊生物

本报告由川财证券有限责任公司编制,谨请参阅尾页的重要声明

口腔科	正海生物
眼科	欧普康视

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.4.3 高值耗材领域格局优化，强者恒强

高值耗材包括器械耗材以及植入性医疗器械，其中植入性医疗器械按照应用部位的不同，可用于心血管、骨科、神经外科、口腔科以及眼科等领域。由于人口老龄化进程加速等因素，我国高值耗材市场近年保持高速扩张，年复合增速达到约 20%。过去我国使用的高值耗材市场基本由外资垄断占领，因此整体价格较高，近年为实现医保控费，政府开始要求记录高值耗材的招标数据，推动国产替代，为我国国产耗材打开市场缺口，相关标的：大博医疗（002901）、凯利泰（300326）。

### 2.4.4 大型医疗设备进口替代可期

大型医疗设备作为承接医疗服务的必需品，随着人口老龄化的加剧以及医疗机构诊疗量的提升，行业整体需求保持快速增长。目前公立医疗机构设备仍以罗氏、美敦力、强生等国外巨头为主，我国医疗设备公司众多但规模都普遍较小，且集中在中低端市场，高端市场仍然空白，被国外巨头垄断，随着公立医疗服务机构器械采购国产化不断推行，未来我国进口替代市场潜力巨大，相关标的：迈瑞医疗（300760）、开立医疗（300633）。

## 三、重点推荐公司

### 3.1 泰格医药（300347）：行业景气度持续提升，业绩高增长可期

**CRO 行业景气度持续提升。**1) 国家鼓励创新政策加速推进；2) 仿制药一致性评价政策推动；3) 医药研发领域海归人才呈现逐年上升的趋势，临床试验外包占比高；4) CRO 行业渗透率持续提升。

**一致性评价政策持续推进，大临床订单质量提升。**深化审评审批制度改革政策的落地，审批流程将进一步简化，同时公司不断扩展临床资源，加速消化订单能力。大临床方面，2018 年公司新签订单增长相对趋缓，以订单质量为考核标准，订单毛利率水平有望持续提升。

**子公司业务不断整合，业绩向好显著。**1) 捷通泰瑞完善医疗器械产业链，打造“一站式”服务。现有主营业务主要集中于临床试验、评估和产品注册等方

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



面，未来在改革不断深化的背景下有望强化行业龙头地位。2) 韩国子公司 DreamCIS 2018 年有望实现盈利。3) 方达医药上半年净利率在美国业务高增长、BE 业务比重加大和实验室业务剥离等影响下实现快速提升。

**布局国际多中心,国内创新药投资进入收获期。**与日本 CRO 公司战略合作后,公司在亚太地区的布局已经基本完成,已为承接高毛利率的国际多中心临床项目做好准备。公司从上市时起就陆续通过直投和成立基金的方式投资国内创新药项目,未来几年将逐渐进入收获期。

**盈利预测与投资建议:**考虑到一致性评价政策推行加快、大临床订单质量提升、子公司业务不断整合及国内创新药投资进入收获期都对公司形成了直接利好,预计公司 2018-2020 年分别实现归属母公司股东净利润 4.69/6.36/8.40 亿元,对应 EPS 分别为 0.94/1.27/1.68 元,截至 12 月 28 日收盘,对应 PE 分别为 45/34/25 倍。考虑到公司在 A 股中具有一定的稀缺性,同时 2018 年业绩高速增长有望持续也会带来一定的估值溢价,给予“增持”评级。

**风险提示:**一致性评价政策推进低于预期;公司整合不及预期;临床试验资源限制。

### 3.2 普洛药业（000739）：原料药景气度提升，内部整合释放盈利空间

原料药行业逻辑改变。带量采购需求拉动下，特色原料药有望进入量价齐升阶段。一致性评价政策导致制剂企业提升原料药标准，同时“原料药+制剂”关联审批政策收缩原料药行业供给，原料药行业步入结构性调整阶段，环保政策趋严使得部分原料药价格波动上升。国家带量采购催生原料药行业景气度。

期间费用率持续改善。公司管理费用率下降，内部整合增效，销售费用率提升，业务拓展加速。近年来，公司秉承“做精原料药、做强 CDMO、做优制剂”的战略发展规划，进行资产的整合与人员的精简，实现公司经营的提质增效。研发投入不断加大，1.1 类新药索法地尔临床 II 期试验顺利进行，在研品种成长潜力大。

产品结构有望优化。公司是中国医药行业 40 强，原料药出口位列全国第二，其中在销原料药品种共 73 个，过亿品种达 11 个，下游需求放量有望带来原料药毛利率快速提升，业绩快速放量。

安全边际高，控股股东及一致行动人持续增持。公司控股股东及一致行动人自 2017 年起先后 4 次增持，持股比例从 46.26% 增至 50.99%。

盈利预测与投资建议：我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 63.22/74.14/87.36 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.58/4.95/5.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.30/0.42/0.49 元/股，截至 12 月 28 日收盘，对应 PE 分别为 25/18/15 倍。公司是化学原料药行业的领导者，未来业绩进入快速兑现期，给予“增持”评级。

风险提示：原料药价格下降的风险，制剂销售不及预期，环保监管处罚的风险，汇兑损失风险。

### 3.3 九州通 (600998): 定增资金助力, 渠道调整提升盈利能力

医药流通领域市场化终端龙头标的, 受益于行业“规模+集中度”双升。公司为国内最大的民营医药流通企业, 是市场化终端龙头标的; 受“两票制”、“营改增”、“分级诊疗”等政策影响, 行业“规模+集中度”双升, 龙头或显著受益; 从流通行业和 TOP100 企业规模增速看, 2013-2016 年 TOP100 大型药品批发企业规模增速均高于行业平均增速, 幅度在 3-5%。

**定增资金助力, 渠道调整提升盈利能力。**此次用于补充公司流动资金的 36 亿元定增资金已全部到位, 如果按 68% 的平均资产负债率及 1.7 倍资产周转率计算, 有望为公司带来年超百亿元人民币的主营业务收入; 公司批发业务三大渠道持续调整, 分销业务 (毛利率 4-5%) 占比下降的同时, 市场化终端业务 (毛利率 9-10%) 和公立医院及基层医疗机构业务 (毛利率 9-10%) 占比逐渐上升, 公司平均毛利率水平或再提升。

**盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 872.53/1038.1/1246.0 亿元, 归属母公司股东净利润为 13.90/17.96/22.76 亿元, 对应 EPS 为 0.74/0.96/1.21 元, 截至 12 月 28 日收盘, 对应 PE 为 20/15/12 倍。公司作为医药商业市场化终端龙头企业, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 业务拓展不及预期; 渠道调整进度不及预期; 资金借贷成本提升过快。

### 3.4 爱尔眼科 (300015): 屈光业务持续高增长, 毛利率再创新高

前三季度业绩继续保持高增长, 符合预期。公司前三季度实现营业收入 61.24 亿元(+40%)和归母净利润 8.95 亿元(+41%), 扣非净利润为 9.20 亿元(+40%)。其中 Q3 公司实现营业收入 23.44 亿元(+31%)和净利润 3.86 亿元(+43%), 收入增速较 H1 略有下滑, 但考虑到 Clínica Baviera, S.A 于去年 9 月 1 日正式并表, 带来的并表红利于本报告期开始消退, 所以我们认为公司业绩表现符合预期。假设 Clínica Baviera, S.A 等海外医院 Q3 增速与 H1 相仿, 在剔除海外医院并表影响后, 我们预计前三季度公司收入增速在 27%左右, 而归母净利润增速在 30%左右, 证明公司品牌和规模效应日益凸显, 加之消费升级带动“量价齐升”, 公司内生增长依旧强劲。

**主要财务数据变动不大, 并购基金再下一城。**公司前三季度主要财务数据变动不大, 其中毛利率为 47.83%基本持平, 销售费用率略有下降到 10.84%, 管理费用率为 14.04%保持平稳, 但其中研发费用上升较快, 而财务费用率则继续维持在 1%以下水平。此外, 公司全资子公司与招证资管等合伙人共同成立湖南亮视长星医疗产业基金, 拟募集资金 10 亿元投向眼科医院和眼视光门诊部等领域, 公司在并购眼科产业链上的布局得到进一步完善。

**业绩预测与投资建议:** 公司作为全球眼科连锁龙头, 在高基数、高增长的基础上实现了强劲增长, 符合预期。我们继续看好行业的发展前景和公司龙头地位带来的发展优势, 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.43/0.56/0.73 元, 截至 12 月 28 日收盘, 对应 PE 为 61/47/36 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 医疗突发事件的风险; 规模扩大不及预期的风险。

### 3.5 富祥股份 (300497): 抗感染领域优质原料药企, CDMO 业务协同延展

公司是酶抑制剂原料药及中间体的专业化提供商。富祥股份 2002 年成立于江西省景德镇, 主要生产  $\beta$ -内酰胺酶抑制剂与碳青霉烯类抗菌原料药及中间体, 包括舒巴坦系列、他唑巴坦系列以及培南系列。2018 年 Q3 营业收入 8.92 亿元, 同比增长 26.83%, 归属母公司股东净利润 1.73 亿元, 同比增长 23.84%。

**$\beta$ -内酰胺酶抑制剂是抗生素复方领域的长跑健将。**  $\beta$ -内酰胺酶抑制剂主要品种有克拉维酸、舒巴坦、他唑巴坦等, 常与  $\beta$ -内酰胺类抗生素做成复方使用, 产品生命周期长, 首个复方制剂阿莫西林克拉维酸钾自 1984 年上市至今仍被广泛使用, 行业整体需求稳定, 供给趋紧。

**做全优势产业链品种, 掌握产品议价能力。** 公司是全球  $\beta$ -内酰胺酶抑制剂以及相关产品的主要供应商, 近年来业务快速增长, 2011-2017 年 CAGR 达 22%。公司为舒巴坦全球独家供应商以及他唑巴坦的国内主要供应商, 拥有较强的议价能力, 2018 年舒巴坦经过 4 次提价, 出厂价格累计上涨幅度约 100%; 他唑巴坦和培南系列产品价格亦有所上涨。

**依托酶抑制剂领域优势发力 CDMO 业务, 收购整合完善产品梯队。** 公司深化酶抑制剂领域的业务拓展, 与 Allecra Therapeutics 合作为在研新药 AAI101 独家进行原料药的供货, 布局新型酶抑制剂阿维巴坦、F1801、F1802 等品种, 致力于成为抗生素细菌耐药性问题的专业提供商。

**业绩预测与投资建议:** 公司是抗感染领域优质原料药企, 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 12.12/15.01/18.31 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 2.25/2.90/3.77 亿元, 对应 EPS 分别为 1.00/1.29/1.68 元, 截至 12 月 28 日收盘, 对应 PE 为 18/14/11 倍, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 原料药价格下降的风险, 环保监管处罚的风险, 汇兑损失风险。

## 四、重点公司盈利预测与估值

表格 12. 重点公司盈利预测与估值

代码	公司	现价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				市盈率 (倍)				行业分类
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
000739.SZ	普洛药业	7.44	87.68	2.57	3.72	4.86	6.05	34	24	18	15	化学原料药
300497.SZ	富祥股份	18.16	40.79	1.78	2.30	2.89	3.60	23	18	14	11	化学原料药
300558.SZ	贝达药业	31.97	128.20	2.58	2.16	2.62	3.40	50	59	49	38	化学制剂
600276.SH	恒瑞医药	52.75	1,942.30	32.17	39.49	50.21	63.50	60	49	39	31	化学制剂
000963.SZ	华东医药	26.46	385.83	17.80	22.01	27.23	33.64	22	18	14	11	化学制剂
000513.SZ	丽珠集团	25.15	180.84	44.29	11.48	13.30	15.56	4	16	14	12	化学制剂
300436.SZ	广生堂	24.25	34.24	0.34	0.32	0.43	0.50	102	108	79	69	化学制剂
002422.SZ	科伦药业	20.65	297.33	7.49	12.47	16.10	20.32	40	24	18	15	化学制剂
600196.SH	复星医药	23.27	596.42	31.24	29.85	36.13	43.94	19	20	17	14	生物制品
000661.SZ	长春高新	175.00	297.70	6.62	9.98	13.35	17.32	45	30	22	17	生物制品
300298.SZ	三诺生物	10.60	59.92	2.58	3.41	4.12	4.99	23	18	15	12	医疗器械
002901.SZ	大博医疗	29.59	118.93	2.96	3.75	4.81	6.05	40	32	25	20	医疗器械
300003.SZ	乐普医疗	20.81	370.76	8.99	13.41	17.33	22.85	41	28	21	16	医疗器械
300760.SZ	迈瑞医疗	109.22	1,327.78	25.89	36.57	45.06	55.46	51	36	29	24	医疗器械
002589.SZ	瑞康医药	6.97	104.88	10.08	12.36	15.43	19.35	10	8	7	5	医药商业
600511.SH	国药股份	23.25	177.72	11.41	13.00	14.77	16.59	16	14	12	11	医药商业
600998.SH	九州通	14.60	274.14	14.46	13.75	17.09	21.35	19	20	16	13	医药商业
601607.SH	上海医药	17.00	483.16	35.21	41.82	45.69	51.78	14	12	11	9	医药商业
300015.SZ	爱尔眼科	26.30	626.83	7.43	10.35	13.90	18.16	84	61	45	35	医疗服务
603259.SH	药明康德	74.86	871.93	12.27	19.79	22.80	28.08	71	44	38	31	医药外包
300347.SZ	泰格医药	42.75	213.83	3.01	4.56	6.22	8.22	71	47	34	26	医药外包
603127.SH	昭衍新药	47.60	54.74	0.76	1.07	1.51	2.12	72	51	36	26	医药外包
002821.SZ	凯莱英	67.85	156.63	3.41	4.52	6.01	7.88	46	35	26	20	医药外包

资料来源: Wind, 股价为 2018/12/28 收盘价, 上市公司数据来自万得一致预期, 川财证券研究所



## 风险提示

### 仿制药一致性评价推行不及预期

仿制药一致性评价政策推行不及预期对 CRO 行业订单数量及优质仿制药企业进口替代的进度都会产生较大负面影响，进而拉低 CRO 企业和优质仿制药企业的收入水平。

### 新药研发不及预期

新药研发工作不及预期将有可能使新药推迟上市，失去市场的先发优势，或者研发效果不及预期的话，新药研发也有夭折的可能，进而对相关公司未来的营收和利润产生较大影响。

### 仿制药一致性评价政策推进不及预期

仿制药政策推进进度受到多方面因素影响，在落实层面或有变动。

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅本页的重要声明 C0003