

新旧动能转换期，新机制下再平衡

——医药生物行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆新旧动能转换期，“大医保”时代下再平衡

我国医药已进入“大医保”时代，更加强调招采、医保职能的协同，带量采购正重塑价格机制。新机制下利益正在逐步平衡。未来，带量采购、医保目录调整、医保支付标准、DRGs 都将继续推行，但所有的新政都旨在压缩单药生命曲线，加速用药结构升级。唯有创新才有未来。

◆回顾展望：凛冬下仍有常青树，静待春暖花开

带量采购导致医药板块在 18 年 12 月后经历大落大起。但受直接影响的化药板块公司数量在医药上市公司中占比不到 20%。过去半年，医药板块中仍有众多优质的公司录得明显的绝对和相对收益，其中 CRO、消费属性公司等更是板块性上涨。带量采购全面推广为时尚早，耗材集采也难以像药品带量采购一样独家中标，医药板块最悲观时刻已过。更重要的是，医药行业是多元化的，仍有众多领域免疫政策扰动，值得关注。

◆投资建议：寻求新机制下的确定性机会

医药产业正处于新旧动能转换期，新机制下利益正逐步再平衡，虽然可能会有磨合过程，但方向已定，成长才是医药投资的核心主题。坚定看好“创新+升级”带来的确定性机会，包括四个方向：①**创新产业链**：创新药+高端医疗器械+CRO 政策受益明显，推荐**康弘药业、迈瑞医疗、泰格医药**；②**消费属性**：控费免疫且受益消费能力提升，推荐**长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视**；③**边际改善**：政策扰动尘埃落定后，板块边际改善，推荐**益丰药房、大参林、金域医学、华兰生物**；④**优质港股**：相对滞涨，更具性价比，推荐**中国生物制药(H)、石药集团(H)、威高股份(H)**。

◆**风险分析**：药品、耗材降价幅度超预期；带量采购联动进度超预期；药店渠道价格压力超预期；行业黑天鹅事件。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
300760	迈瑞医疗	149.00	3.06	3.78	4.52	49	39	33	买入
300347	泰格医药	59.38	0.94	1.38	1.85	63	43	32	买入
000661	长春高新	292.65	5.92	7.95	10.48	50	37	28	买入
300009	安科生物	15.50	0.25	0.33	0.44	60	47	35	买入
300357	我武生物	28.70	0.44	0.57	0.75	66	51	39	买入
300595	欧普康视	33.85	0.54	0.75	1.00	63	45	34	买入
603939	益丰药房	57.13	1.11	1.53	2.02	52	37	28	买入
603233	大参林	39.35	1.33	1.68	2.08	30	28	23	买入
603882	金域医学	29.77	0.51	0.66	0.85	58	45	35	买入
002007	华兰生物	39.03	1.22	1.53	1.81	32	25	22	买入
1177.HK	中国生物制药	6.09	0.73	0.26	0.29	8	23	21	买入
1093.HK	石药集团	10.16	0.50	0.62	0.76	20	16	13	买入
1066.HK	威高股份	6.04	0.33	0.40	0.47	19	15	13	买入
002773	康弘药业	34.29	1.03	1.34	1.27	43	33	27	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日，汇率取 6 月 6 日 1HKD=0.882RMB

增持（维持）

分析师

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

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

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

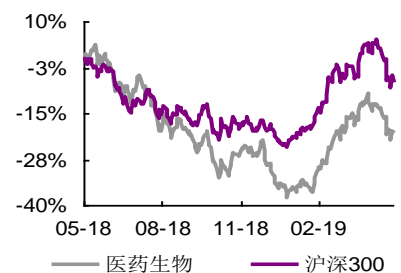
宋硕 (执业证书编号：S0930518060001)
021-52523872
songshuo@ebscn.com

联系人

王明瑞
wangmingrui@ebscn.com

吴佳青
021-52523697
wujiaqing@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

带量采购掀起了“大医保”时代医改的序幕，我国医药产业正进入大破大立时代。新旧动能转换期，旧的模式正走向瓦解，新机制下利益正逐步平衡。未来，带量采购影响将持续扩散，医保目录调整将实现动态化，医保支付标准调整、DRGs 都将推行，但所有的新政都旨在压缩单药生命曲线，加速用药结构升级。药企原先依赖的“抢仿模式”收益率将迅速下降，唯有创新才有未来。新机制下方向已定，医药产业定将迎来光明的未来。

我们区别于市场的观点之处

首先，我们认为不必过分纠结于后续批次带量采购执行的范围、时间进度，实际上带量采购价格已起到“鲶鱼效应”，开始引导全国各地同品种价格变动，未来将引导同适应症各品种的价格变动，药价新机制正逐步形成。

其次，我们前瞻性地详细梳理了全国各地耗材集中采购模式的试点情况，指出耗材集采可能在 2019 年推广试点，并重点强调了“浙江模式”的示范作用，认为耗材集采可以执行，但难以像药品带量采购一样独家中标，不必悲观。

最后，我们提出“成长才是医药投资的核心主题，政策只是中短期干扰因素”。当前医药行业正处于旧模式走向瓦解，新机制下利益再平衡的过程。过程可能有反复，但方向已定：推陈出新才有未来。医药板块结构是多元化的、丰富的，仍有众多领域免疫政策扰动，成长性确定。

投资观点

投资主线：寻求新机制下的确定性机会。医药产业正处于新旧动能转换期，新机制下利益正逐步再平衡，虽然可能会有磨合过程，但方向已定，成长才是医药投资的核心主题。坚定看好“创新+升级”带来的确定性机会，包括四个方向：

1) 创新产业链：我国创新药械产业正迎来收获，创新药+高端医疗器械+CRO 政策受益明显，重点推荐**康弘药业、迈瑞医疗、泰格医药**；

2) 消费属性：医保控费免疫且受益消费能力提升的景气细分行业龙头，重点推荐**长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视**；

3) 边际改善：政策扰动尘埃落定后，板块边际改善，重点推荐**益丰药房、大参林、金域医学、华兰生物**；

4) 优质港股：年初至今，港股医药相对 A 股明显滞涨，更具性价比，重点推荐**中国生物制药 (H)、石药集团 (H)、威高股份 (H)**。

目 录

1、 19H1 回顾：凛冬下仍有常青树	7
1.1、 新机制下再平衡，情绪放大波动	7
1.2、 医药中观数据准确性提升，结构分化成主旋律	9
2、 新老交替，吐旧纳新	12
2.1、 药品：驱动力换挡，创新赢得未来	12
2.2、 医疗器械：耗材集采，不必悲观	16
3、 投资主线：寻求新机制下的确定性机会	20
3.1、 创新产业链：国产创新药械迎收获，助力 CRO 第三次发展浪潮	20
3.2、 消费属性：政策免疫，消费升级	30
3.3、 边际改善：政策扰动尘埃落定，板块边际改善	36
3.1、 港股医药：相对滞涨，更具性价比	43
4、 投资建议	46
5、 重点个股	47
5.1、 康弘药业 (002773) : 全球创新，稳步推进	47
5.2、 迈瑞医疗 (300760) : 器械龙头，强者恒强	47
5.3、 泰格医药 (300347) : 立足国内，放眼全球	48
5.4、 长春高新 (000661) : 生长激素龙头优势不断强化	49
5.5、 安科生物 (300009) : 走出低点，逐季向好	51
5.6、 我武生物 (300357) : 脱敏治疗龙头，畅享新蓝海	52
5.7、 欧普康视 (300595) : 寻找下一个长春高新	54
5.8、 益丰药房 (603939) : 快速扩店储备成长动能，2019 年有望保持高增长	57
5.9、 大参林 (603233) : 次新转盈，并购提速，19 年或迎向上拐点	61
5.10、 金城医学 (603882) : 次新实验室业绩爬坡加速，19 年或迎业绩拐点	64
5.11、 华兰生物 (002007) : 血制品景气度回暖，四价流感疫苗放量提供弹性	68
5.12、 中国生物制药 (1177.HK) : 研发稳步推进，肿瘤板块崛起	71
5.13、 石药集团 (1093.HK) : 创新药增长强劲，盈利结构持续优化	72
5.14、 威高股份 (1066.HK) : 耗材龙头，稳健增长	73
6、 风险分析	74

图表目录

图 1：A 股各板块近半年涨跌幅（2018.12.3-2019.6.6）	7
图 2：医药生物板块近半年相对涨跌情况（2018.12.3-2019.6.6）	7
表 1：各医药子板块近半年来每月涨跌幅情况（2018.12-2019.5）	8
表 2：医药行业各子板块市值、收入、利润对比	8
表 3：医药板块仍有众多优质公司表现优异	9
图 5：米内网三大终端销售规模及其增速变化情况（2011-2018）	11
图 6：米内网六大市场销售规模结构变化情况（2011-2018）	11
图 7：基本医保累计收支及其增长变化情况（2016.01~2018.12）	12
图 8：基本医保累计结余变化（2016.01~2018.12）	12
图 9：基本医保当月结余变化（2016.01~2018.12）	12
表 4：2019 年带量采购相关重要事件	13
表 5：IMS 预测的中日美医药消费市场规模发展趋势（亿美元）	16
表 6：“浙江模式”三个环节淘汰企业情况	17
表 7：“浙江模式”已经完成了十多个品类的细分目录划分、集采	17
表 8：各省耗材集采政策	18
表 9：“浙江模式”指导降幅举例	19
表 10：全球药品销售额 TOP10 中抗体药物数量与销售额逐年增加	20
图 16：国际重磅单抗在国内 PDB 样本医院的销售额（亿元）和市场排名（位）迅速上升	21
表 11：抗体药物进入医保后患者自付费用大幅降低	21
表 12：部分已上市和已申报生产的国产抗体药物情况概览	23
表 13：科创板拟上市医疗器械公司	25
表 14：优秀国产医疗器械遴选情况	25
表 15：医疗器械细分领域关键信息一览	26
图 22：我国 CRO 产业历经三个阶段	27
图 23：18 年我国医药企业 VC/PE 融资额为 826 亿元	28
图 24：19Q1 我国医药企业 VC/PE 融资额同比增长 19%	28
图 25：我国 Biotech 企业开展临床数持续增长（例）	28
图 26：我国 Biotech 企业开展临床数占比逐年提升	28
表 16：粗略估算，一级市场和港股 Biotech 融资对 19 年我国 CRO 行业增厚约 120 亿订单	28
图 27：17 年我国 CRO 规模 559 亿，同比增速超 20%	29
图 28：信立泰在带量采购冲击下，继续加大研发投入	29
图 29：国际多中心临床需求高速增长（例）	29
图 30：外资临床外包需求正量质齐升（例）	29
表 17：我国 CRO 产业呈现分层的竞争格局（上市公司标紫）	30
表 18：2017 年中美英过敏性疾病发病率统计	33
表 19：三种常见脱敏给药方式优缺点比较	33

图 39 : 角膜塑形镜优势	35
图 40 : 中国角膜塑形镜市场规模及增长 (出厂口径)	36
图 41 : 角膜塑形镜国产市占率变化情况	36
图 42 : A 股药店板块营收增速已至历史最高	36
图 43 : A 股药店板块 19Q1 扣非净利润增速明显提升	36
表 20 : A 股药店个股盈利预测和估值情况梳理	37
表 21 : 中美日 ICL 和医学检验行业指标对比分析及潜在空间测算	38
图 44 : 中国体外诊断产业链一览 (2018)	38
表 22 : 中美日独立第三方实验室相关运营数据比较 (2018 年)	39
图 45 : 迪安诊断和金域医学单季度营收及其增速变化	40
图 46 : 迪安诊断和金域医学单季度扣非净利润变化	40
图 47 : A 股血制品行业营收 (百万元) 整体增速 (%) 从 18 年中开始回暖	40
图 48 : 部分 A 股血制品企业的存货周转天数 (天) 呈现下降趋势	40
图 49 : 2018 年 CSL 血制品销售收入结构以免疫球蛋白为主	41
图 50 : 2018 年中国血制品企业销售收入结构以白蛋白为主	41
图 51 : 人凝血因子 VIII 在 PDB 样本医院历年增长情况	41
图 52 : 人纤维蛋白原在 PDB 样本医院历年增长情况	41
表 23 : 静注人免疫球蛋白在美国的适应症范围广于中国	41
表 24 : 国内血制品企业近年收购事件	42
表 25 : A 股血制品企业产品情况对比	42
表 26 : A 股血制品公司主要数据对比 (2018 年)	43
图 53 : 19 年以来 A 股与 H 股生物医药行业涨跌幅比较	43
图 54 : 医疗保健在港股各二级行业中涨幅居中	43
图 55 : 两地估值差扩大 (历史 TTM , 整体法)	44
图 56 : 18 年研发型药企研发费用情况 (百万元)	44
图 57 : 研发型药企 14~18 年费用率情况	44
图 58 : 石药集团创新药占比不断提升	45
图 59 : PDB 样本医院恩必普销售增长情况 (亿元)	45
图 60 : 中国生物制药传统肝病用药占比持续下降 , 抗肿瘤等板块崛起迅速	45
图 61 : 威高股份高毛利产品占比	45
表 27 : 截至 2018 年末安科生物在研重磅品种及进展	51
表 28 : 我武生物重点在研产品	53
表 29 : 我武生物收入拆分预测表	53
表 30 : 可比公司估值	54
表 31 : 各品牌角膜塑形镜产品对比	54
图 66 : 欧普康视收入结构变化情况	55
表 32 : 欧普康视收入拆分预测表	56
表 33 : 欧普康视及可比公司盈利预测和估值 (股价截至 2019 年 6 月 6 日)	56

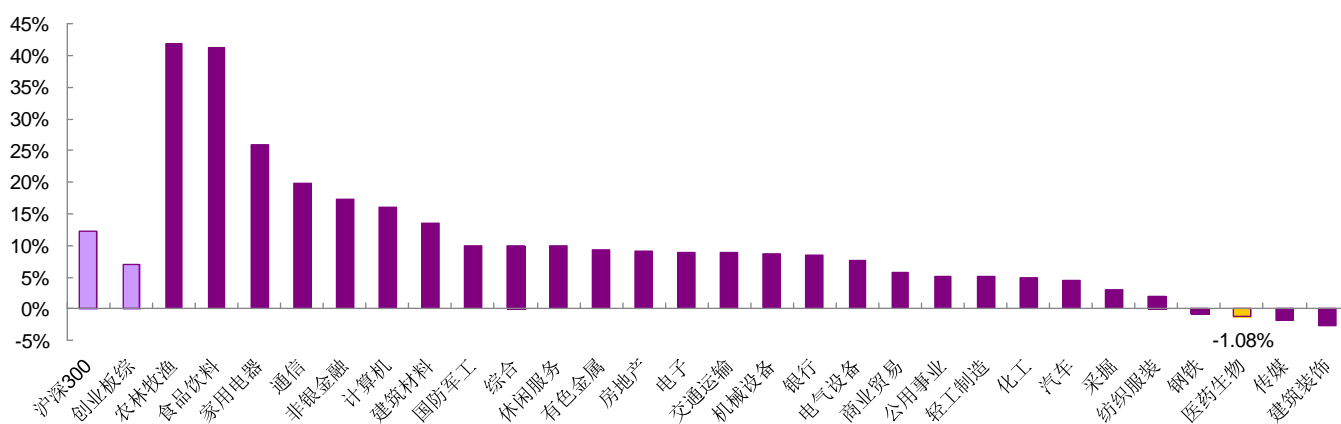
图 67：益丰药房门店扩张情况梳理（截至 19Q1 期末）	57
图 68：益丰药房单季度净增门店数及同比环比增长数据	58
图 69：益丰药房单季度新建、并购和关店比率	58
图 70：益丰药房营收及其增长情况	58
图 71：益丰药房扣非净利润及其增长情况	58
表 34：益丰药房重点省份市场竞争格局梳理	59
表 35：益丰药房河北省市场竞争格局梳理（单位：百万元，含税）	59
图 72：益丰药房各省份市占率呈现持续快速提升态势	60
图 73：大参林门店数增长变化情况	61
图 74：大参林单季度净增门店数及同比环比增长数据	61
图 75：大参林单季度新建、并购和关店比率	61
图 76：大参林营收及其增长情况	62
图 77：大参林扣非净利润及其增长情况	62
图 78：大参林零售收入区域拆分（14A~18A）	63
图 79：大参林广东、广西和河南医药零售市占率情况	63
表 36：大参林重点省份市场竞争格局梳理	63
图 80：金域医学营收、毛利率和净利率变化情况	64
图 81：ICL 行业竞争格局梳理（2018）	64
图 82：金域医学单季度营收及其增速变化	65
图 83：金域医学检验项目数量持续增长	65
图 84：金域医学研发费用及研发费用/收入比重变化	65
图 85：金域医学利润前五实验室利润及其他实验室和总部费用变化情况	66
表 37：金域医学收入拆分预测表	66
表 38：金域医学及可比公司盈利预测和估值（股价截至 2019 年 6 月 6 日）	67
图 86：金域医学历史 PE-Band 走势图	67
图 87：公司的收入和利润增速从 2018 年中开始回暖	68
图 88：公司的经营性净现金流从 2018 年中开始持续大幅改善	68
图 89：公司占据中国 2018 年流感疫苗批签发量的 55%	69
图 90：公司的流感疫苗市占率在 2018 年迅速提升	69
表 39：华兰基因抗体药物产品管线情况（截至 2019.5）	69
表 40：华兰生物营业收入拆分及预测	70
表 41：华兰生物可比公司估值	70

1、19H1 回顾：凛冬下仍有常青树

1.1、新机制下再平衡，情绪放大波动

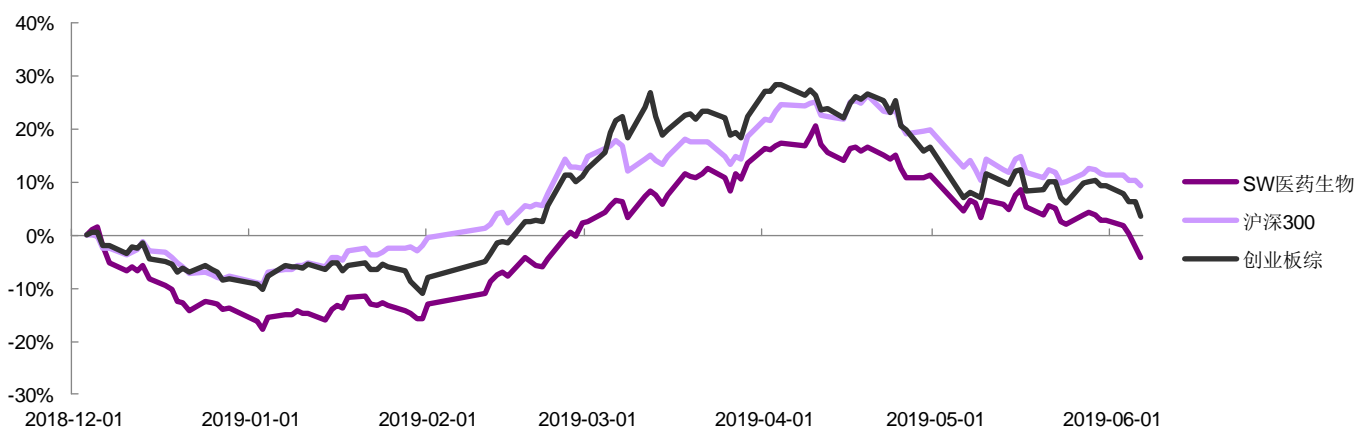
18 年底带量采购一度将医药市场情绪推至悲观。18 年 6 月起，工业端数据回落、医保负增长、疫苗事件、一系列政策和黑天鹅事件引发长达半年的下跌。12 月初的带量采购价格降幅超预期进一步推升市场悲观情绪。带量采购之后，从 2018 年 12 月 3 日至 2019 年 6 月 6 日，医药生物（申万，下同）下跌 1.08%，跑输沪深 300 指数 13.44 pp，跑输创业板综 8.20 pp，在 28 个行业中排名第 26，表现较差。

图 1：A 股各板块近半年涨跌幅（2018.12.3-2019.6.6）



资料来源：Wind、光大证券研究所（备注：行业分类采用申万一级行业）

图 2：医药生物板块近半年相对涨跌情况（2018.12.3-2019.6.6）



资料来源：Wind、光大证券研究所（备注：行业分类采用申万一级行业）

新机制下再平衡，情绪放大波动。我们认为，医药行业正处于新旧动能转换时期：在以带量采购为代表的机制下各方利益将经历再平衡。A 股医药行业中，实际上受带量采购直接影响的只有化学制剂板块，这一板块的公司数量、市值、收入、利润占比都在 20% 以下，但情绪放大了波动，使得医药板块经历了 18 年 12 月和 19 年 1 月的大落、19 年 2 月和 3 月的大起。

分月来看，18年12月可谓泥沙俱下，19年1月市场悲观情绪继续发酵，2月估值修复，此后3-5月份，医药行业市场表现重新进入业绩驱动阶段，具体而言：

- 1) 2018年12月：带量采购结果公布，医药板块泥沙俱下。受到带量采购政策冲击最大的化学制剂跌幅最大；
- 2) 2019年1月：化学制剂板块在经过近一个月的超跌之后有所反弹，此前跌幅较少的板块补跌；
- 3) 2019年2月：医药板块整体反弹，其中表现最强势的是医疗器械、生物制品和医疗服务，主要是由于板块景气度较高，且相对政策免疫；而化学制剂也逐步从带量采购的悲观预期中修复；
- 4) 2019年3月：强势板块为化学原料药，主要是部分原料药涨价预期催动板块上涨，月末生物制品板块强势反弹，主要是财报季业绩较好；
- 5) 2019年4月：化学原料药和中药表现较强，其中化学原料药的拉动因素是涨价预期，中药主要受益于工业大麻概念；
- 6) 2019年5月：受到贸易摩擦影响，各子板块均随大盘下跌，其中医疗器械跌幅最小，主要是行业景气度较高；中药跌幅较大，主要是工业大麻概念发生回调。

表1：各医药子板块近半年来每月涨跌幅情况（2018.12-2019.5）

板块名称	12月	板块名称	1月	板块名称	2月	板块名称	3月	板块名称	4月	板块名称	5月
沪深300	-5.11%	沪深300	6.34%	沪深300	14.61%	沪深300	5.53%	沪深300	1.06%	沪深300	-7.05%
医药生物	-10.91%	医药生物	-2.54%	医药生物	21.50%	医药生物	11.03%	医药生物	-1.91%	医药生物	-6.67%
中药	-6.36%	化学制剂	2.52%	生物制品	23.38%	生物制品	15.90%	原料药	0.78%	医疗器械	-4.23%
原料药	-8.00%	医疗服务	-0.61%	医疗器械	23.21%	医疗服务	13.06%	中药	-0.60%	生物制品	-5.05%
医疗服务	-8.18%	医疗器械	-1.67%	医疗服务	22.02%	化学制剂	12.45%	化学制剂	-0.90%	原料药	-5.17%
医疗器械	-10.45%	医药商业	-2.32%	化学制剂	21.30%	原料药	11.52%	医药商业	-1.40%	医疗服务	-5.60%
医药商业	-12.84%	原料药	-3.00%	中药	21.07%	医药商业	8.27%	医疗器械	-1.45%	化学制剂	-6.15%
生物制品	-14.44%	中药	-5.08%	原料药	20.73%	中药	8.18%	医疗服务	-4.19%	医药商业	-6.28%
化学制剂	-14.72%	生物制品	-6.23%	医药商业	17.50%	医疗器械	7.43%	生物制品	-5.63%	中药	-10.62%

资料来源：Wind、光大证券研究所（备注：行业分类采用申万三级行业）

表2：医药行业各子板块市值、收入、利润对比

代码	板块	公司数量	总市值(亿元)	市值占比	18年总收入(亿元)	收入占比	18年总归母净利(亿元)	归母净利占比
851521.SI	中药	70	7108	21%	3049	21%	307	32%
851512.SI	化学制剂	55	6831	20%	2028	14%	142	15%
851551.SI	医疗器械	51	5522	16%	942	6%	115	12%
851531.SI	生物制品	36	5039	15%	761	5%	112	12%
851561.SI	医疗服务	20	3720	11%	494	3%	35	4%
851511.SI	化学原料药	36	2958	9%	1085	7%	77	8%
851541.SI	医药商业	25	2797	8%	6173	42%	173	18%
	合计	293	33975	100%	14533	100%	960	100%

资料来源：Wind、光大证券研究所（备注：行业分类采用申万三级子行业；市值日期为2019年6月6日）

政策免疫的优质公司股价仍然表现优异。回顾 19 年 1-5 月份 A 股医药板块个股涨幅，众多不受带量采购影响且质地优质的公司涨幅居前，CRO、消费属性公司、药店等更是呈现板块性上涨，录得明显的绝对和相对收益。我们强调，医药行业是多元化的，带量采购只直接影响医药板块 20% 的公司，仍有大量的优质公司确定性政策受益，“成长”仍然是医药的主题。

表 3：医药板块仍有众多优质公司表现优异

序号	公司名称	19 年 1-5 月 股价涨幅	简介	序号	公司名称	19 年 1-5 月 涨幅	简介
1	健友股份	81%	受益于肝素原料药涨价预期	11	大参林	51%	药店优势企业
2	长春高新	81%	生长激素龙头	12	我武生物	50%	脱敏治疗龙头
3	通策医疗	70%	民营口腔医院龙头	13	益丰药房	50%	药店优势企业
4	天宇股份	64%	沙坦原料药龙头	14	山东药玻	47%	药用玻璃龙头
5	欧普康视	64%	角膜塑形镜市场开拓者	15	健帆生物	46%	灌流器市场开拓者
6	一心堂	63%	药店优势企业	16	润达医疗	46%	IVD 渠道整合者
7	普利制药	60%	注射剂优势企业	17	爱尔眼科	46%	民营眼科医院龙头
8	常山药业	59%	受益于肝素原料药涨价预期	18	金域医学	45%	ICL 行业龙头
9	泰格医药	56%	临床 CRO 龙头	19	康弘药业	44%	生物创新药康柏西普持续放量
10	迈克生物	55%	自产 300 速化学发光仪放量	20	恒瑞医药	42%	创新药龙头

资料来源：Wind、光大证券研究所

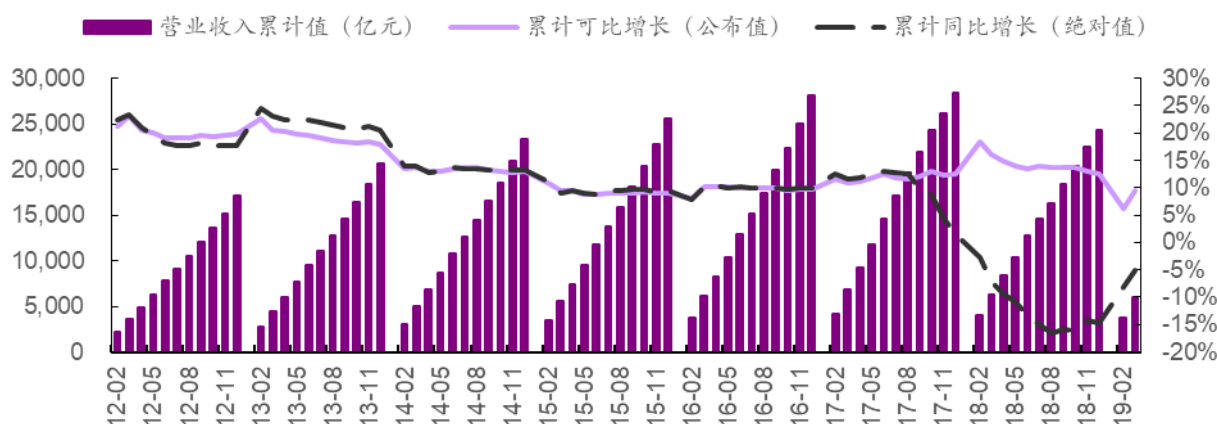
1.2、医药中观数据准确性提升，结构分化成主旋律

18 年医药中观数据受政策扰动存在失真现象，预计 19 年医药中观数据的准确性会更好。医药制造业营收和利润数据自 17 年起就存在持续的失真现象，主要是两票制推行带来的“低开转高开”影响。另外，由于受到“两保合一”的影响，基本医保基金的收支数据自 17 年也出现大幅的增速提档，不能反映医保基金的实际收支情况。进入 19 年，两票制在各地均至少执行满一周年，我们认为其医药制造业数据对行业实际增长的反映会更加准确；而“两保合一”进度也进入尾声，19 年的医保收支数据的分析也会更加具参考性。

1.2.1、工业端：“低开转高开”减弱致增速降档，行业分化加剧

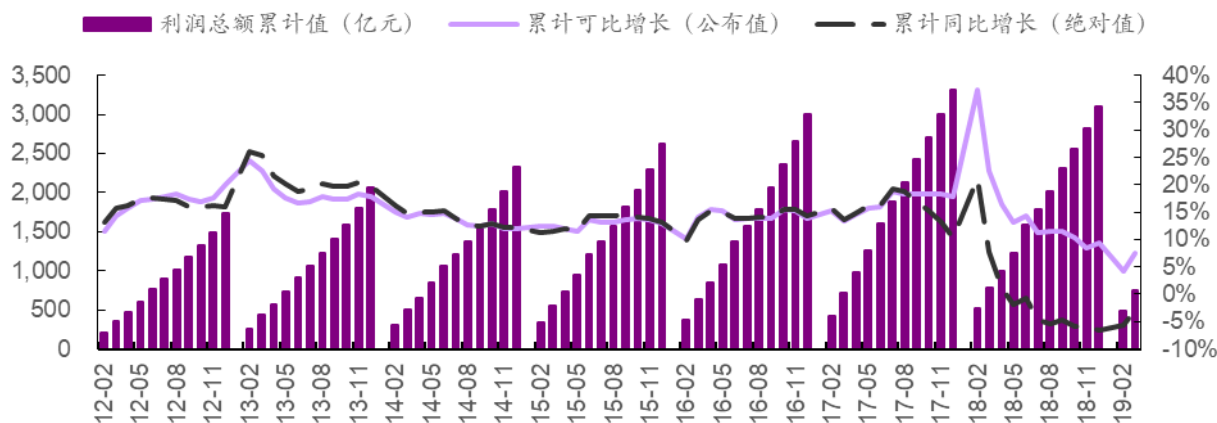
19Q1 医药制造业收入和利润增速均出现降档。据国家统计局数据，19Q1 医药制造业累计营收为 5981 亿元，同比增 9.4%，利润总额为 753 亿元，同比增 7.6%，相比 18Q1 收入和利润总额同比增 16.1% 和 22.5% 以及 18 年全年收入和利润总额同比增 12.6% 和 9.5%，均出现明显降档。我们认为医药制造业增速降档主要原因是 17 年底大范围实施“两票制”后 18 年出现“低开转高开”带来开票收入和费用大幅提升，而 19 年同比效应已明显减弱。19 年 3 月底，“4+7”带量采购进入正式执行周期，预计 19Q2 起将对医药制造业营收增速、毛利率和利润总额产生一定的冲击。

图 3：医药制造业累计收入及增长情况：公布值继续下滑（2012.02~2019.03）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：公布值增长率是指统计局公布的统计口径下的可比增长率，绝对值增长率则由统计局公布的营收和利润总额绝对值直接进行同比增长率计算所得

图 4：医药制造业累计利润总额及增长情况：公布值继续下滑（2012.02~2019.03）



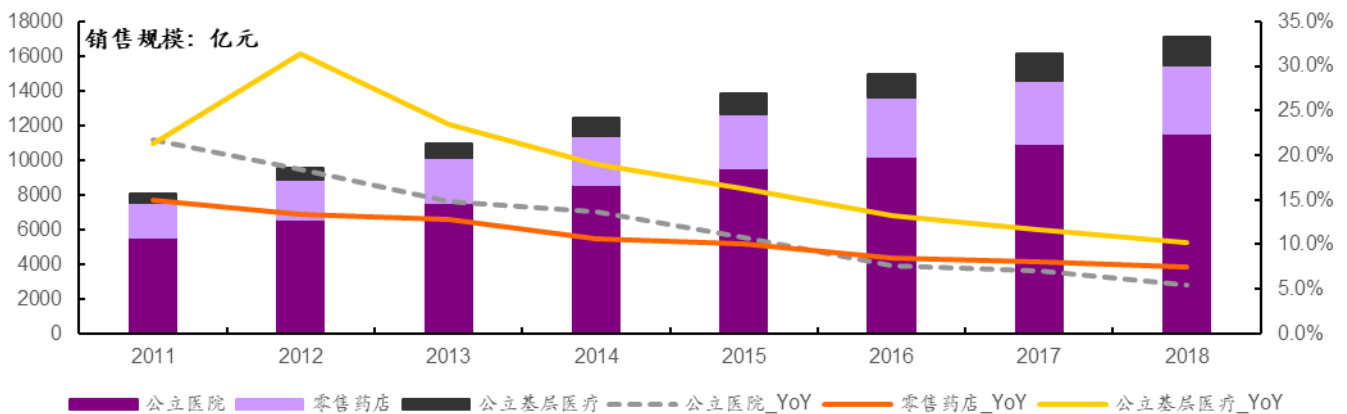
资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：公布值增长率是指统计局公布的统计口径下的可比增长率，绝对值增长率则由统计局公布的营收和利润总额绝对值直接进行同比增长率计算所得

医药制造业行业分化加剧。统计局公布的医药制造端数据中，19Q1 公布的收入可比增长率为 9.4%，但经直接计算得出的绝对值同比增长率为-5.0%。考虑规模以上工业企业纳入范围的变动，可以看到**医药制造业的行业洗牌在加剧，龙头公司的整体增长要明显超过中小企业。**

1.2.2、药品终端：城市医院增速下滑，药店/基层具备相对优势

公立医院端增速下滑，明显低于药店和基层端增速。据米内网数据，2018 年国内药品终端销售规模达到 1.71 万亿元，同比增长 6.3%。其中，公立医院端销售规模达 1.15 万亿，同比增长 5.3%，相比 2017 年同期增速下滑 1.7pp，低于药店和基层端同比增速（分别为 7.5%和 10.2%），估计主要受到严控中药注射剂、医保盗刷严查以及药占比控制等综合政策影响。从分级诊疗、医药分开及带量采购的趋势来看，预计公立医院端的药品销售增速仍将持续下滑，更多的药品销售份额将持续转移至药店、县级医院和基层医疗机构。

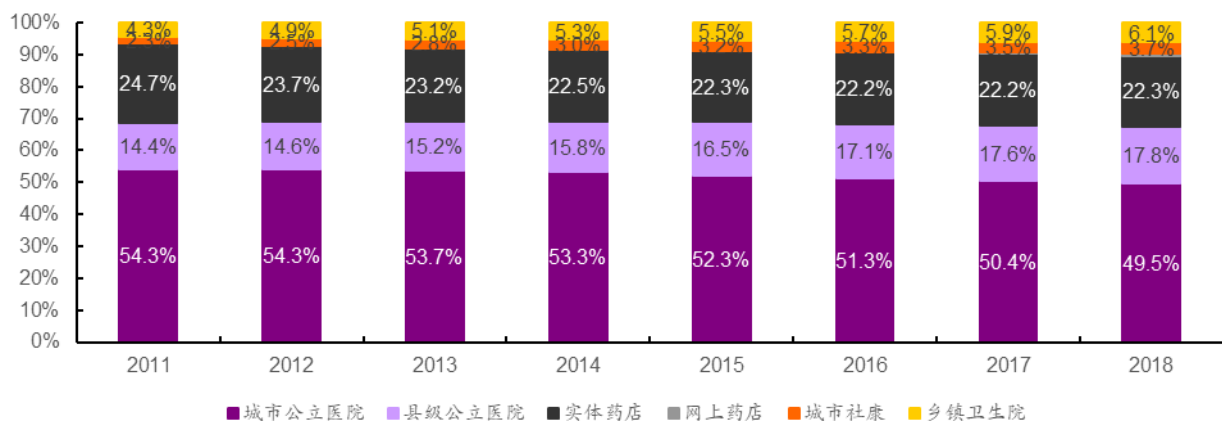
图 5：米内网三大终端销售规模及其增速变化情况（2011-2018）



资料来源：米内网，光大证券研究所

零售药店和基层医疗终端增速存在相对优势。2018 年零售药店终端销售规模达 3919 亿元，同比增长 7.5%。零售药店终端销售增速自 2016 年以来就持续高于公立医院端，可见处方外流持续落地的成效。我们判断，未来“4+7”带量采购、电子处方流转试点扩大会进一步加速处方外流进程，而进口创新药的快速获批上市也将推动院外 DTP 市场扩容，药店端增速的相对优势将继续保持。2018 年基层医疗终端中县级公立医院、城市社康和乡镇卫生院的销售占比分别达到 17.8%、3.7%和 6.1%，均相比 2017 年同期提升 0.2pp，显示出较强的比较优势。我们判断分级诊疗加快落地、基药目录扩容以及基层用药目录放开还将推动基层渠道继续保持快速增长。

图 6：米内网六大市场销售规模结构变化情况（2011-2018）

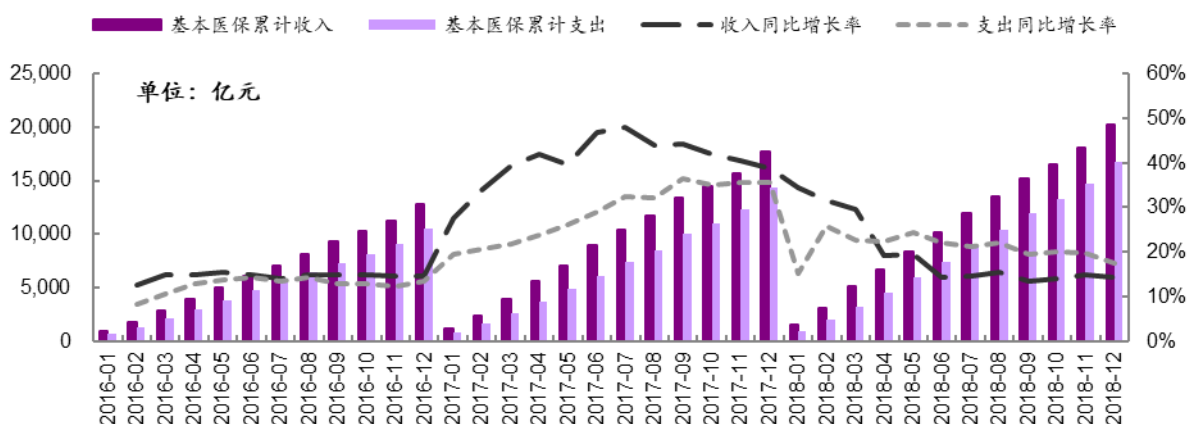


资料来源：米内网，光大证券研究所

1.2.3、医保基金：累计支出增速持续高于收入增速

基本医保基金累计收支增速均呈现稳中有降。从 2018 年月度数据来看，基本医保基金累计的收入增速数据呈现持续下滑的态势，一方面是“两保合一”进度已近尾声，基数效应减弱；另一方面是社保税费调减及医保控费力度加大，特别是 18Q4 起严查医保骗保行为，导致整体医保收入和支出均呈现稳中有降趋势。考虑到 19 年全社会减税降费、新版医保目录推行，我们判断 19 年仍会呈现支出增速快于收入增速的趋势。

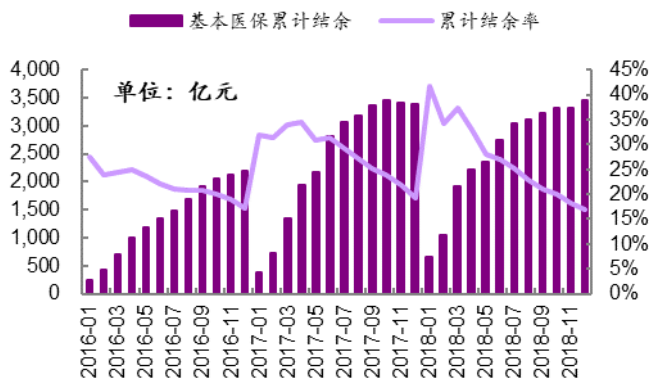
图 7：基本医保累计收支及其增长变化情况（2016.01~2018.12）



资料来源：人社部、医保局、光大证券研究所

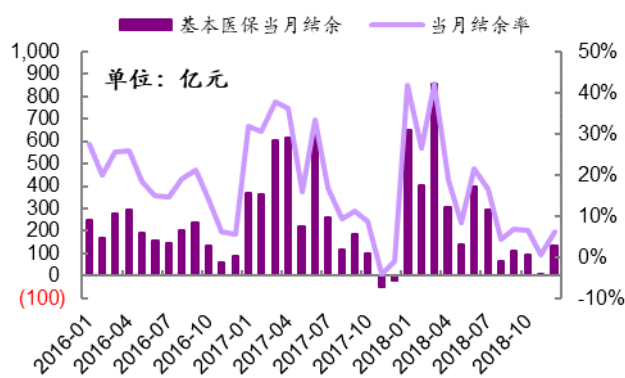
基本医保累计结余率略有下滑，严查骗保堵漏改善结余率水平。2018M1-12 医保累计结余率为 17.0%，相比 17 年同期降低 2.2pp，主要是新纳入基本医疗保险的新农合结余率较低所致，虽然整体趋势是下降的，但医保基金运行依然可控。我们判断 19 年医保基金运行状况仍会保持稳定，主要原因是医保骗保稽查常态化、4+7 带量采购稳定推进、税务改征社保以及社保税费调降同时进行。而医保基金的支付将更多流向体现医务人员价值的医疗服务、具备临床价值的创新药和高质量仿制药等板块，呈现典型的结构化特征。

图 8：基本医保累计结余变化（2016.01~2018.12）



资料来源：人社部、医保局、光大证券研究所

图 9：基本医保当月结余变化（2016.01~2018.12）



资料来源：人社部、医保局、光大证券研究所

2、新老交替，吐旧纳新

2.1、药品：驱动力换挡，创新赢得未来

2.1.1、药品进入“大医保”时代

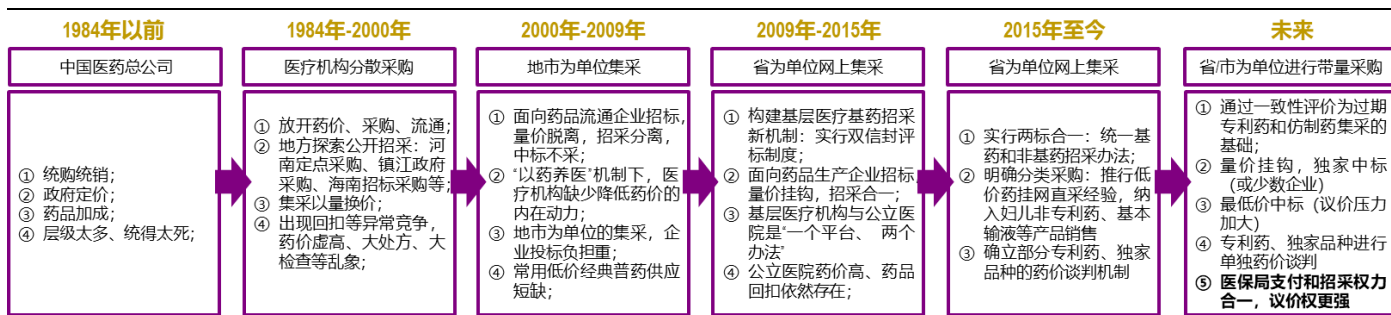
药品进入“大医保”时代，包含两方面含义：

1) 医改开始着眼于招采、医保等相对后端环节，新招采机制重塑药价形成机制。我国自 15 年开始了新一轮医改，几乎重构了药品的全生命周期的监

管政策。2018 年之前落地的政策主要集中于研发、审批、流通等相对早期环节，2018、2019 年落地的政策则侧重于招采、使用、医保等相对后期阶段。

2) 医改进入职能协同阶段。以 2018 年国务院大部制改革为界限：在此之前，医改的政策主要着眼于药品生命周期中某一环节，或者该环节监管职能的归集，例如药审权力归集到国家局，招标权力归集到省级，即纵向的整合；在此之后，以医保局的成立为标志性事件，归集到上层的职能之间开始整合、协同，带量采购应运而生。

图 10：我国药品招采历史



资料来源：国务院、卫健委、医保局官网，光大证券研究所

2.1.2、带量采购：“鲶鱼效应”显现

价格降幅心理冲击最大阶段已过去，首批带量采购正稳步推进。带量采购将重塑药品价格形成体系，原先“高价仿制药反而量大”的情况被“高性价比才能量大”取代。首批 25 个带量采购品种平均降幅达到 52%，效果显著。11 城市带量采购自 2019 年 3 月 20 日起陆续进入执行阶段，截至 2019 年 4 月 14 日，已完成了约定采购总量的 27.31%。

但带量采购的推行是一场“持久战”。带量采购标志着原先医药招采模式将走向终结，但新的模式仍需磨合。带量采购最高行动纲领《国家组织药品集中采购和使用试点方案》要求“在总结评估试点工作的基础上，逐步扩大集中采购的覆盖范围”，表明带量采购在品种范围、未中选品种价格、地区推广三个维度的快速延伸为时尚早。我们看到，在福建等地宣布跟标的同时，14 家医药行业协会也在联合反对当前带量采购模式的快速推广。

表 4：2019 年带量采购相关重要事件

时间	机构	内容
1 月 17 日	国务院	国务院办公厅印发了《国家组织药品集中采购和使用试点方案》(以下简称《方案》)，对国家组织药品集中采购和使用试点工作作出部署，选择 11 个城市开展试点工作。
3 月 20 日到 4 月 1 日	各地医保局	3 月下旬，11 个试点城市带量采购陆续进入执行阶段。
4 月 14 日	国家医保局	副局长陈金甫在介绍药品集中采购最新进展时表示，截至 4 月 1 日，11 个试点城市已经全面启动，截至 4 月 14 日 24 点，25 个中选品种在 11 个试点地区采购总量达到了 4.38 亿片/支，完成了约定采购总量的 27.31%。
5 月 21 日	福建卫健委	发布《关于做好跟进落实国家组织药品集中采购中选药品临床配备使用工作的通知》，正式宣布

		月 1 日起全省跟标 4+7 带量采购的中标结果。
5 月 27 日	14 家医药行业协会	发布《关于审慎推进新一轮药品集采试点工作的建议报告》，建议国家医保局审慎推进新一轮药品集采试点工作。

资料来源：国务院、卫健委、医保局官网，光大证券研究所

“鲶鱼效应”显现，未来可能延伸到同适应症各品种。带量采购的全面推广为时尚早，但集采价格的“鲶鱼效应”显著，带量采购的影响其实已经开始快速扩散。我们看到，以扬子江的右美托咪定为代表的中选品种，以恒瑞的右美托咪定、齐鲁的吉非替尼为代表的非中选品种都主动在 11 城市以外地区主动降价。未来，随着医保支付标准、DRGs 新政的推行，联动降价可能不仅是在集采品种内部，还会延伸到同适应症品种。

2.1.3、推陈出新，才有未来

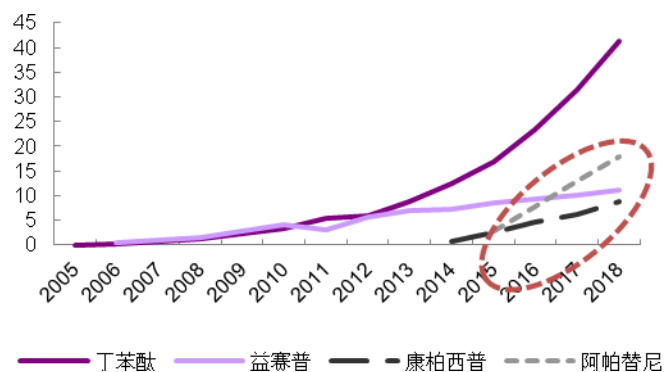
驱动力换挡，单药生命曲线被压缩。在“大医保”时代，带量采购影响将持续扩散，医保目录调整将实现动态化，医保支付标准调整、DRGs 都将推行，但万变不离其宗，所有的新政都旨在加速有临床价值的新药的放量 and 性价比落后的药品的被替代，压缩单药的生命曲线，加速用药结构迭代升级。具体而言：

1) 新品种放量加速：中国此前新药上市后放量周期远长于美国等成熟市场，通常需要 10 年以上才能达峰。在新体系下，参与带量采购的仿制药可以凭借价格优势迅速放量，而无需搭建销售团队去完成进院工作。对于创新药，优先审评、医保谈判机制同样大大加速其放量。参考美国市场，其新药上市后平均约 5-6 年就达到销售峰值。可以预计，国内创新药达峰时间将逐渐向成熟市场靠拢，放量将快速前移。

2) 老品种被加速替代：新药放量的提速也意味着老品种被替代的提速。当前，我国过期专利药仍占据较高的市场份额，而在美国，药品专利过期后销售额则呈现大幅下跌。以氯吡格雷为例，其仿制药于 12Q2 在美国上市，凭借极大价格优势迅速占据市场，16 年销量占比达到 99% 以上。在带量采购下，我国的过期原研药销量占比将大幅降低。同样，国产药品也将受到后续具有价格优势的仿制药和临床价值优势的创新药的冲击，迭代周期被压缩。

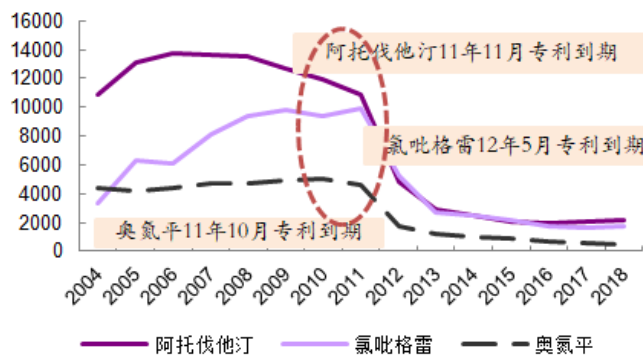
抢仿模式回报率大幅下滑。在美国和日本，随着竞争企业数量的增多，仿制药的价格逐年显著下调。美国市场的仿制药价格甚至不到原研药的 10%。在激烈的价格战下，欧美日市场的仿制药企业毛利率只有 40% 左右，净利率只有 10% 左右，远低于我国市场。可以预见，在我国的新体系下，药品的临床价值成为更加核心的要素，原先审评审批、招采、医保目录调整周期长等行政壁垒带来的不合理红利被迅速压缩，原先大多数药企依赖的抢仿模式回报率将大幅下滑。

图 11: 新机制下, 我国创新药销售额放量提速 (亿元)



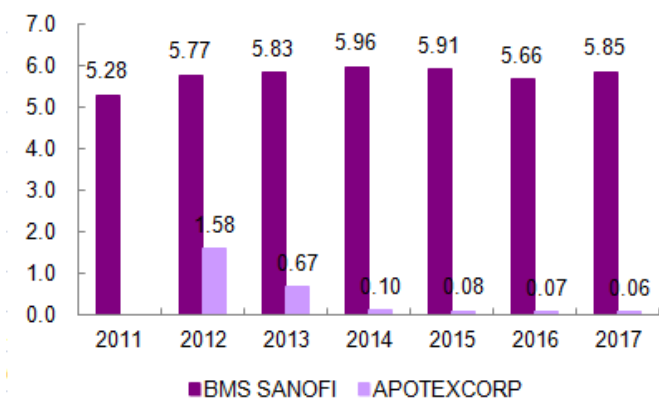
资料来源: 各公司年报、终端数据推算等、光大证券研究所

图 12: 美国创新药销售额专利悬崖现象 (百万美元)



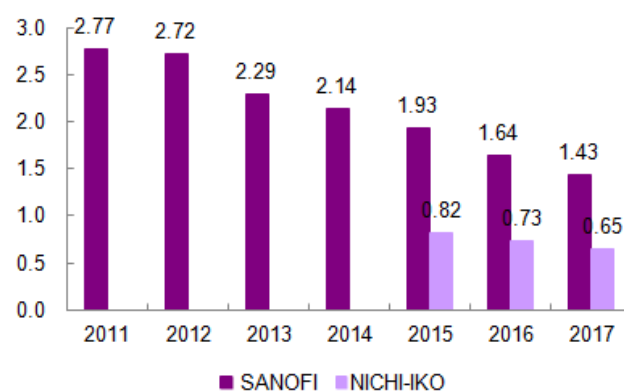
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 13: 美国氯吡格雷 75mg 原研和仿制单价 (美元/片)



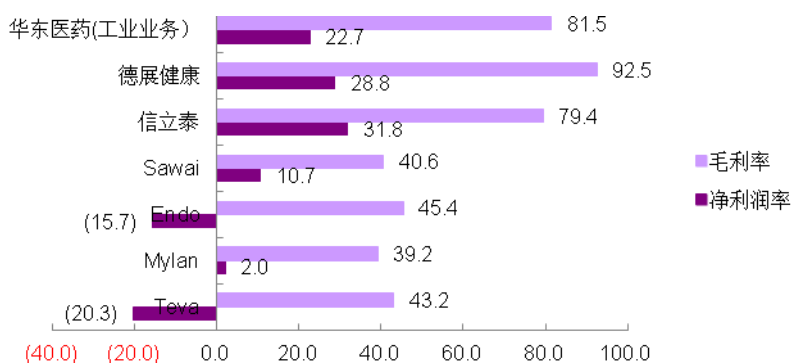
资料来源: IQVIA Analytics Link、光大证券研究所

图 14: 日本氯吡格雷 75mg 原研和仿制单价 (美元/片)



资料来源: IQVIA Analytics Link、光大证券研究所

图 15: 国内仿制药盈利性远高于欧美日市场 (FY2018, %)



资料来源: Bloomberg、Wind、光大证券研究所

注: 华东医药 (工业业务) 毛利率为 17 年数据

推陈出新才有未来。机制的变化, 带来药品生命曲线变化, 继而影响企业经营模式的选择。原先仿制药采用的类似创新药“高定价、高费用、高毛利”的营销模式开始走向终结。我们认为, 未来国内制药产业将向创新药转型。

随着后续 DRGs、医保支付标准等政策的落地，临床价值成为了更加核心的竞争要素，只有真正具有有效价比的药品才能快速放量。未来，企业只有不断推陈出新，持续加大研发投入，不断研发出真正具临床价值的新品才能生存。

表 5：IMS 预测的中日美医药消费市场规模发展趋势（亿美元）

年份	指标	美国	日本	中国
2015	市场规模	4390	790	1150
	创新药市场规模	2941	537	207
	创新药占比	67%	68%	18%
2020	市场规模	5800	840	1650
	创新药市场规模	3850	563	380
	创新药占比	66%	67%	23%
15-20 年创新药市场规模复合增速		5.5%	1%	13%

资料来源：IMS Health (IQIVA 前身)、光大证券研究所整理

2.2、医疗器械：耗材集采，不必悲观

2.2.1、耗材集采？可以做

医疗器械招采改革首先要将招采权归集。相比于药品，医疗器械方面在招采环节相对滞后。与药品招采改革已进入集权后的整合不同，医疗器械的招采模式类似于十年前的药品，招采权仍然在医院。招采权力归集和整合是减少腐败、提高医保支出效率的必然选择，当前医疗器械招采改革的核心在于归集招采权：

1) 耗材招采改革在路上。耗材集采模式其实已经在全国各地探索了多年，浙江省更是从 2012 年就开始实施。19 年 5 月 29 日，习近平总书记主持召开了中央全面深化改革委员会第八次会议，审议通过了《关于治理高值医用耗材的改革方案》。随着各地药品和耗材招采权逐步移交医保局，耗材招采模式的变革正逐步推进。

2) 设备相对免疫政策。不同于耗材，设备的采购由卫健委主管，并且作为医院的固定资产，存在一定的使用周期。相比于已经试点了多年的耗材集采政策，设备相对免疫政策。

“浙江模式”是耗材集采的开拓者，具有重要示范意义。早在 2008 年，卫生部就开展过冠脉支架、周围血管介入、起搏器、电生理四大类高值耗材的集采工作，并确定了招采细分目录，得到了招采价格。但其后并未强制各地执行，价格也仅供参考。此后，浙江省成为了耗材集采模式探索的先锋，于 2012 年开始耗材省级集采，并严格执行。由“浙江模式”衍生出的“宁波模式”在 2016 年底受到了《焦点访谈》的专题报道，备受推崇。可以说，“浙江模式”是耗材集采的开拓者，具有重要示范意义。

“浙江模式”分三个环节，逐批淘汰投标企业。“安徽模式”完成了药品招采权的归集。为了完成耗材招采权归集的“浙江模式”的制度设计也和“安徽模式”十分相似，进口和国产也分为两组，其分为三个环节：

- 1) **客观分评审**: 根据历史销售规模、覆盖率、出口注册、科技奖项等硬性指标打分、排序。假设有 10 家企业投标, 这一环节将淘汰 2 家;
 - 2) **主观分评审**: 从全省大医院抽选专家进行投票, 根据实用性、服务等方面打分、排序。剩下的 8 家企业里面再淘汰 2 家;
 - 3) **综合评审**: 入围企业报价, 最低价直接中标。余下的企业的降幅换算成分数, 结合前两轮得分, 进行排序, 再中标 4 个。这样, 10 家一共中标 5 家。
- “宁波模式”衍生于“浙江模式”, 其主要差别在于第三环节进行多轮报价, 淘汰率更高。

表 6: “浙江模式”三个环节淘汰企业情况

客观分评审		主观分评审		综合评审	
根据历史销售规模、覆盖率、出口注册、科技奖项等硬性指标指标打分、排序		从全省大医院抽选专家进行投票, 根据实用性、服务等方面打分、排序		企业报价, 最低价直接中标。余下企业的降幅换算成分数, 结合前两轮得分, 进行排序	
本环节入围企业数	本环节淘汰数	本环节入围企业数	本环节淘汰数	本环节入围企业数	中选数
1-3	0	1-2	0	1-3	1-3
4-6	1	3-5	1	4	3
7-10	2	6-10	2	5	4
11-20	3	10 以上	3	6	5
20 以上	4			7	5
				8	6
				9	6
				9 以上	7

资料来源: 浙江省药械采购中心、光大证券研究所

耗材集采核心在于目录的划分, “浙江模式”的最大贡献在于完成了十多个品类的细分目录划分。通用名是药品的天然目录, 但耗材没有专门划分统一的招标目录。目录设置是细致还是宽松, 将较大地影响该品类的竞争压力, 进而影响中标结果。一般一轮招标的工作周期要 1-1.5 年, 其中有半年时间在研究目录。浙江省的第一次招标直接采用 08 年卫生部指定的心脏介入类、周围血管介入类细分目录。而“浙江模式”的最大贡献在于完成了此后十多个品类的细分目录划分。

表 7: “浙江模式”已经完成了十多个品类的细分目录划分、集采

时间	文件名	涉及品类	备注
2012 年 1 月 12 日	浙江省药械采购中心关于浙江省医疗机构医用耗材部门集中采购的公告	心脏介入类、周围血管介入类	直接使用 08 年卫生部目录
2013 年 1 月 8 日	关于开展浙江省医疗机构医用耗材部门集中采购的公告	起搏器类、电生理类、镇痛泵类、放射影像类和部分高分子类医用耗材	起搏器类、电生理类使用 08 年卫生部目录, 镇痛泵类、放射影像类和部分高分子类医用耗材自编目录, 但放射影像类没有完成
2014 年 8 月 11 日	关于开展骨科类耗材采购的公告	骨科 (只有部分脊柱和创伤)	自编目录
2015 年 9 月 25 日	关于浙江省医疗机构骨科医用耗材 (第二批) 集中采购的公告	骨科 (其余的脊柱、创伤、关节)	自编目录
2016 年 1 月 29 日	关于浙江省医疗机构骨科医用耗材 (第二批) 集中采购的公告	普外科	自编目录
2016 年 8 月 12 日	关于发布浙江省医疗机构神经外	神经外科耗材、眼科耗材、非血管介	自编目录

科等耗材集中采购的公告 入耗材(内窥镜耗材)、血液净化及体外循环类耗材

资料来源：浙江省药械采购中心、光大证券研究所

其他各省挂网跟进为主。其他各地方政府集采政策文件出台较多，模式多样，但多数没有实际推行。在执行的也多数是直接采集全国最低价（以浙江价格为主）直接挂网。

表 8：各省耗材集采政策

模式	范围	耗材集采特点	时间
全国统采模式	全国	卫生部国际合作与交流中心通过网上竞价开展了四大类高值耗材（冠脉支架、周围血管介入、起搏器、电生理）集中采购工作	2008
	全国	原国家卫计委启动选取 四类 产品（ 支架、骨科髋关节、除颤 ICD、心脏再同步化治疗 CRT ）进行国家谈判试点工作，受大部制改革影响，该项目或将进入暂缓阶段	2017.9
跨区域联合采购	京津冀一体化	统一招标、建立联合采购平台、信息共享、结果共用	2016.6
	耗材十省联盟招标	分开招标，建立统一数据库，资质互认/资源共享	2017.12
	三明联盟	全国性联盟，信息共享，实行两票制，拟将福建省医保办平台与各成员现有采购平台的端口对接，实施跨省药械联合阳光采购	2018.1
	四省一市联盟	由沪、苏、浙、皖、闽五个试点省市组成，四省一市联盟各成员采购模式鲜明，计划由浙江选择用量大、价格高的 1、2 类医用耗材品种，实行联合采购	2017.5
	沪港合作	明确在原国家卫计委药政司指导下，开展沪港合作采购高值医用耗材试点，但目前未有实质进展	2017.4
	粤鄂联盟	在资质互认、信息共享、价格联动、联合采购、用药保障五方面探索联合采购新模式。	2017.11
直接挂网采购	陕西	联合带量议价、价格动态调整、价格区段管理、采购机构下沉，13 类高值执行两票制，推行集中配送的配套改革	2017.1
	四川	“五位一体”、鼓励同行举报、以五色游标价格预警、医院积分考核	2016
	河南	集中挂网、三线控价	2018.3
	上海	医保部门主导，医疗机构自主谈判，自主议价必须公开	2017.12
	福建	即将启动新一轮集中采购（直接挂网），不执行直接挂网模式则纳入黑名单	2017
	天津	现阶段全品种直接挂网采购，逐步推行谈判挂网采购	2017.11
	河北	实行限价采购，同厂同品价格不高于北京、天津的交易价格，医疗机构药品耗材量价双降	2016.7
	内蒙古、宁夏、甘肃、黑龙江、湖南、青海	十省联盟成员，均采用直接挂网模式	...
省级入围+地市委议价模式	安徽	分片区带量采购、价格调整、零差率，十大类高值耗材执行两票制	2017
	辽宁	省级挂网+地市委议价（普耗）、鼓励同城同价（高耗）、引入金融机构保证 30 天回款	2017
地市招标+省级共享模式	江苏	一批高值省级综合评审入围+地市委议价；二批高值采购权下放地市，明确将采购结果汇总至省平台、价格联动、就低调整	2014
药交所模式	重庆	电子挂牌、会员制、三级价格管理、议价入围、带量采购	2012
	广东	带量采购、季度竞价、医疗机构不可直接选择生产企业，未来广东将发展形成“1+N”采购生态，目前处于过渡阶段	2017
		华中药交所，全国首个由第三方企业主导的药交所，提供互联网+医药供应链（B2B）服务，在湖北省的方案中明确提出，第三方平台将成为补充。	2016.11
省市联动模式	湖北	药械系统、省市联动系统并行，与广东组成粤鄂联盟；在耗材省市联动采购管理机制中提出，各地除了应开展以市为单位的联合采购，还可探索由大医院牵头的联合体集中采购、集团采购（GPO）、配送企业打包批量采购等多种形式的带量采购	2017.7

双信封	宁波	资质入围、品牌遴选、价格谈判、多轮报价、逐轮改良淘汰	2012
	浙江	三步评审、分类限价、基础降幅、三流合一平台	2011
	山东	典型的双信封模式，引进代表品和组套评审概念，以最低价认定时对销量有要求	2017
	新疆 广西	尚未启动新一轮集中采购	...
GPO 模式	韶关	采购文件中要求实现医用耗材 CPO 采购	2017
	深圳	拟将启动公立医疗机构医用耗材集中采购改革试点工作，公开采购第三方采购代理（GPO）和技术服务	2017

资料来源：耿鸿武《我国医用耗材集中采购现状及展望》等，光大证券研究所

2.2.1、耗材集采，不必悲观

耗材集采与药品带量采购存在本质上的不同，不必悲观。耗材集采已经在稳步推进，但我们认为其与药品的带量采购政策存在本质上的不同，不必悲观。耗材集采类似药品中的“安徽模式”，即是将招标权归集到省级层面，难以做到药品带量采购中的独家中标：

1) **价格**：在省级层面中标，表明获得挂网资格，并不保证销量。对中标企业而言，其收益来自于抢占落标企业的份额，但仍需要对接医院进行产品营销工作，仍需渠道费用。以“浙江模式”为例，在集采前，浙江省药械采购中心将采集该类耗材的全国最低价，在最低价的基础上，制定 10-20% 的指导降幅，只有满足这一降幅的企业才可以投标。理想状态下，招标周期是一年，但由于每次招标工作量巨大，实际基本都延长到 3 年以上，期间每年对中标品种进行议价，新品种可以参考中标价格进行增补。“浙江模式”一般耗材的招标价格降幅在 15-20%，骨科达到 33%。“宁波模式”相比于“浙江模式”，淘汰率高，更加激进，价格降幅也稍高，但毕竟市场体量较小，出现了大企业为了维护价格而弃标的现象。

表 9：“浙江模式”指导降幅举例

品类	指导降幅	品类	指导降幅	品类	指导降幅
眼科	20%	非血管介入	15%	血液透析	10%
骨科	20%	神经外科	20%		

资料来源：浙江省药械采购中心、光大证券研究所

2) **品种范围**：耗材目录是集采推进的瓶颈，“浙江模式”已经制定了十几类品种，但更多的品种目录仍需探索。另外，“浙江模式”暂时还没有实现对 IVD 耗材的集采。IVD 试剂不同于一般的耗材，部分品类的 IVD 试剂需要和仪器联用，而仪器有一定的更新周期。这就导致了 IVD 试剂集采更加复杂。“浙江模式”曾经尝试过类似的放射影像类耗材集采（其部分胶片需要和仪器联用），但最终没有成行。

综上，我们认为，耗材集采至少对于“浙江模式”的十几个品类的执行并没有太大障碍，但不必悲观。耗材集采难以做到药品带量采购一样的独家中标，仍需渠道推广费用，意味着价格降幅不会太激进。我们预计，全国性的耗材集采可能会在 19 年下半年选定部分品种试点，支架、骨科髋关节、除颤 ICD、

心脏再同步化治疗 CRT 等四类高值耗材概率稍大。(即 17 年 9 月原卫计委遴选的国家谈判试点的四类产品, 但受大部制改革影响, 该项目暂缓)

3、投资主线：寻求新机制下的确定性机会

3.1、创新产业链：国产创新药械迎收获，助力 CRO 第三次发展浪潮

3.1.1、创新药：国内抗体产业进入爆发期，先头企业具先发优势

1) 抗体药是全球药物皇冠明珠，国内市场潜力大、增长快

抗体药是当今诞生全球重磅炸弹级产品最多的药物类别, 在 2018 年全球药品销售 TOP10 中, 有 6 个是单克隆抗体 (阿达木单抗、帕博利珠单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、利妥昔单抗、纳武利尤单抗) 和 2 个抗体融合蛋白 (依那西普、阿柏西普), 其中销售额最高的阿达木单抗 (商品名“修美乐”) 全球销售额甚至高达 199 亿美元, 不断刷新药物销售史, 号称“药王”。

表 10：全球药品销售额 TOP10 中抗体药物数量与销售额逐年增加

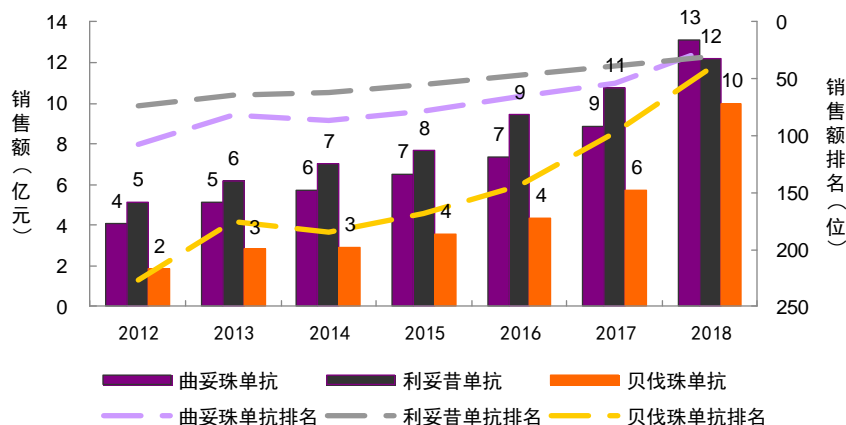
销售排名	2004	2006	2008	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	阿托伐他汀钙	阿托伐他汀钙	阿托伐他汀钙	阿托伐他汀钙	阿达木单抗 (93 亿美元)	阿达木单抗 (107 亿美元)	阿达木单抗 (125 亿美元)	阿达木单抗 (140 亿美元)	阿达木单抗 (161 亿美元)	阿达木单抗 (184 亿美元)	阿达木单抗 (199 亿美元)
2	辛伐他汀	沙美特罗替卡松	氯吡格雷	氯吡格雷	英夫利西单抗 (82 亿美元)	英夫利西单抗 (89 亿美元)	索磷布韦 (103 亿美元)	雷迪帕韦索磷布韦 (139 亿美元)	依那西普 (89 亿美元)	来那度胺 (82 亿美元)	阿哌沙班 (99 亿美元)
3	沙美特罗替卡松	氯吡格雷	沙美特罗替卡松	英夫利西单抗	依那西普 (80 亿美元)	利妥昔单抗 (70 亿欧元)	英夫利西单抗 (92 亿美元)	依那西普 (87 亿美元)	雷迪帕韦索磷布韦 (91 亿美元)	依那西普 (79 亿美元)	来那度胺 (97 亿美元)
4	氯吡格雷	依那西普	依那西普	沙美特罗替卡松	阿立哌唑 (4385 亿日元)	依那西普 (83 亿美元)	依那西普 (85 亿美元)	英夫利西单抗 (84 亿美元)	英夫利西单抗 (82 亿美元)	利妥昔单抗 (74 亿欧元)	帕博利珠单抗 (72 亿美元)
5	奥氮平	英夫利西单抗	英夫利西单抗	依那西普	沙美特罗替卡松 (50 亿英镑)	沙美特罗替卡松 (53 亿英镑)	甘精胰岛素 (63 亿欧元)	利妥昔单抗 (70 亿欧元)	利妥昔单抗 (73 亿欧元)	曲妥珠单抗 (70 亿欧元)	依那西普 (71 亿美元)
6	艾司奥美拉唑镁	奥氮平	缬沙坦	阿立哌唑	利妥昔单抗 (67 亿欧元)	甘精胰岛素 (57 亿欧元)	利妥昔单抗 (69 亿欧元)	甘精胰岛素 (64 亿欧元)	来那度胺 (70 亿美元)	阿哌沙班 (74 亿美元)	曲妥珠单抗 (70 亿欧元)
7	促红素α	缬沙坦	利妥昔单抗	阿达木单抗	瑞舒伐他汀 (63 亿美元)	贝伐珠单抗 (63 亿欧元)	贝伐珠单抗 (64 亿欧元)	贝伐珠单抗 (67 亿欧元)	贝伐珠单抗 (68 亿欧元)	英夫利西单抗 (72 亿美元)	贝伐珠单抗 (68 亿欧元)
8	舍曲林	利司哌酮	艾司奥美拉唑镁	贝伐珠单抗	甘精胰岛素 (50 亿欧元)	曲妥珠单抗 (61 亿欧元)	沙美特罗替卡松 (42 亿英镑)	曲妥珠单抗 (65 亿欧元)	曲妥珠单抗 (68 亿欧元)	贝伐珠单抗 (67 亿欧元)	利妥昔单抗 (68 亿欧元)
9	文拉法辛	达促红素α	阿立哌唑	缬沙坦	曲妥珠单抗 (59 亿欧元)	瑞舒伐他汀 (56 亿美元)	曲妥珠单抗 (63 亿欧元)	肺炎球菌结合疫苗 (62 亿美元)	甘精胰岛素 (57 亿欧元)	阿柏西普 (59 亿美元)	纳武利尤单抗 (67 亿美元)
10	氯吡格雷	利妥昔单抗	贝伐珠单抗	利妥昔单抗	贝伐珠单抗 (58 亿欧元)	阿立哌唑 (5757 亿日元)	瑞舒伐他汀 (55 亿美元)	西格列汀/西格列汀二甲双胍 (60 亿美元)	肺炎球菌结合疫苗 (57 亿美元)	利伐沙班 (58 亿美元)	阿柏西普 (65 亿美元)

资料来源：各公司年报、新康界、光大证券研究所 (注：橙色框为单克隆抗体；浅黄色框为抗体融合蛋白)

中国市场单抗药物起步较晚, 但发展迅速, 尤其是一些抗肿瘤类的重磅单抗, 如曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐珠单抗, 由于优秀的临床疗效, 在国内市场销售额迅速增加。从 PDB 样本医院数据来看, 2018 年上述三种单抗的销售额分别达到 13.1 亿、12.2 亿、10.0 亿元, 增速分别达到 47.76%、13.23%、

74.40%，在 PDB 样本医院全部药物销售额排名分别上升至第 23 位、30 位、41 位，逐年提升，但从销售额和市占率来看仍远低于国际水平。

图 16: 国际重磅单抗在国内 PDB 样本医院的销售额(亿元)和市场排名(位)迅速上升



资料来源: PDB 样本医院、光大证券研究所

2) 国产抗体上市将逐步解除限制国内抗体药放量的桎梏——价格高昂、医保覆盖不充分和医患用药意识不足

我们认为，限制中国抗体药物放量的第一个因素是价格高昂，部分单抗年治疗费用可达数十万元，这超出了大多数患者的承受能力，导致抗体药物始终无法打开中国市场。而国产抗体药物的陆续上市将打破外企的垄断地位，显著降低价格体系，增加可负担患者的数量。

第二个限制因素是医保覆盖不充分。以前单抗价格高且未进入医保，用药可及性大大不足；而随着 2017 年以来的医保谈判机制的推出，且逐渐常态化，抗体药物医保覆盖的速度和范围将逐步扩大，大大减轻了患者负担，单抗药物的可及性大大提高。

第三个限制因素是医患用药意识不足。未来随着中国临床诊疗水平逐步向国际看齐，抗体药物在临床用药中的地位将得到提升；同时随着众多国产抗体药厂商进行大力学术推广、临床医生教育，单抗的渗透率将得到迅速增长。

表 11: 抗体药物进入医保后患者自付费用大幅降低

进医保 发文时间	药品名称	医保适应症	进医保前 费用(万 元/年)	进医保后 费用(万 元/年)	进医保后 自付(万 元/年)	医保 类型	收录途径
2017/2/21	巴利昔单抗	限器官移植的诱导治疗	2	2	0.5	乙类	国家目录
2017/2/21	重组人 II 型 肿瘤坏死因 子受体-抗体 学前期中轴 性脊柱关节 融合蛋白	限诊断明确的类风湿关节炎经传统 DMARDs 治疗 3-6 个月疾病活动度下降低于 50%者；诊断明确的强直性脊柱炎（不含放射子受体-抗体学前期中轴性脊柱关节炎）NSAIDs 充分治疗 3 个月疾病活动度下降低于 50%者；并需风湿病专科医师处方。	7	7	2.0	乙类	国家目录
2017/7/13	雷珠单抗	限 50 岁以上湿性年龄相关性黄斑变性患者，并符合以下条件： 1.需三级综合医院眼科或二级及以上眼科专科医院医师处方；2.病眼基线矫正视力 0.05-0.5；3.事前审查后方可用，初次申请需	3	2	0.5	乙类	谈判品种

	有血管造影及 OCT(全身情况不允许的患者可以提供 OCT 血管成像) 证据; 4. 每眼累计最多支付 9 支, 每个年度最多支付 4 支。				
2017/7/13 利妥昔单抗	限复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤(国际工作分类 B、C 和 D 亚型的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤, CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤; 最多支付 8 个疗程。	17	9	2.6	乙类 谈判品种
2017/7/13 贝伐珠单抗	限晚期转移性结直肠癌或晚期非鳞非小细胞肺癌。	27	10	3.1	乙类 谈判品种
2017/7/13 曲妥珠单抗	限以下情况方可支付: 1.HER2 阳性的乳腺癌手术后患者, 支付不超过 12 个月。2.HER2 阳性的转移性乳腺癌。3.HER2 阳性的晚期转移性胃癌。	23	8	2.3	乙类 谈判品种
2017/7/13 尼妥珠单抗	限与放疗联合治疗表皮生长因子受体(EGFR)表达阳性的 III/IV 期鼻咽癌。	5	3	0.8	乙类 谈判品种
2017/7/13 康柏西普	限 50 岁以上湿性年龄相关性黄斑变性患者, 并符合以下条件: 1.需三级综合医院眼科或二级及以上眼科专科医院医师处方; 2.病眼基线矫正视力 0.05-0.5; 3.事前审查后方可用, 初次申请需有血管造影及 OCT(全身情况不允许的患者可以提供 OCT 血管成像) 证据; 4.每眼累计最多支付 9 支, 每个年度最多支付 4 支。	2	2	0.5	乙类 谈判品种
2018/9/30 西妥昔单抗	限 RAS 基因野生型的转移性结直肠癌。	66	20	5.9	乙类 谈判品种

资料来源: 医保目录、各省招投标网站、光大证券研究所(备注: 根据我们的草根调研发现, 雷珠单抗和康柏西普大部分患者注射 3 针后即可起效后续不再维持用药, 此处我们按照平均每个患者 3 针来测算; 其他药物年用药时间和次数参考说明书的用法用量; 报销次数以医保限定的报销次数为准; 报销比例统一按照 70% 测算)

投资建议: 四要素决胜抗体药千亿级市场, 关注抗 PD-1 第一梯队、单抗类似药第一梯队、抗体融合蛋白第一梯队

目前国内抗体药物研发参与者众多, 肿瘤领域竞争尤为激烈, 各热门靶点和适应症赛道拥挤, 未来的市场竞争已很难靠单一产品或要素支撑胜出。我们认为, 有希望胜出的抗体企业应当具备两个维度、四大要素的竞争优势: 详情可参见我们于 2019 年 4 月发布的单抗深度报告《国产单抗迎来上市潮, 四要素决胜千亿级市场——创新药深度研究系列一》

● 产品维度:

- **疗效优秀**是药物价值核心: 未来国内临床药物使用将越来越重视临床价值, 拥有优秀的疗效是抗体药物能够实现优秀业绩的最重要前提;
- **适应症范围**决定患者基数大小, 扩大适应症范围包含两个维度: ①**适应症数量**。随着疾病机理研究的不断深入, 药物临床试验适应症也越来越精细, 但同时细化适应症带来患者基数缩小, 因此增加适应症数量成为扩大患者人群的关键; ②**治疗地位**。在临床药物治疗中, 同一个适应症的一线用药所面对的患者基数要远大于二、三线用药, 提升临床治疗地位是药物放量的重要因素;

● 企业维度:

- **学术推广能力**加速产品放量: 由于抗体药物相对较为新颖, 需要企业具备学术推广能力进行临床医生教育, 才能实现药物的充分放量, 将临床价值转变为经济价值;

- **生产成本控制提升利润率：**抗体药物生产成本高、量产难度大，能够掌握大规模生产技术、有效控制成本的企业才能够实现良好的利润率，且在未来可能的抗体药物价格战中拥有竞争优势。

国内抗体药产业迎来上市潮，我们认为最有潜力的方向包括：

- **抗 PD-1 第一梯队：**包括已获批的特瑞普利单抗、信迪利单抗、卡瑞利珠单抗，和预计将在今年获批的替雷利珠单抗，**建议关注恒瑞医药、信达生物 (H)、君实生物 (H)、百济神州 (H)；**
- **单抗类似药第一梯队：**包括利妥昔单抗、贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、阿达木单抗的第一批类似药，**建议关注复星医药 (复宏汉霖)、海正药业、信达生物 (H)；**
- **抗体融合蛋白第一梯队：**包括康柏西普、重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白，**推荐康弘药业，建议关注海正药业。**

表 12：部分已上市和已申报生产的国产抗体药物情况概览

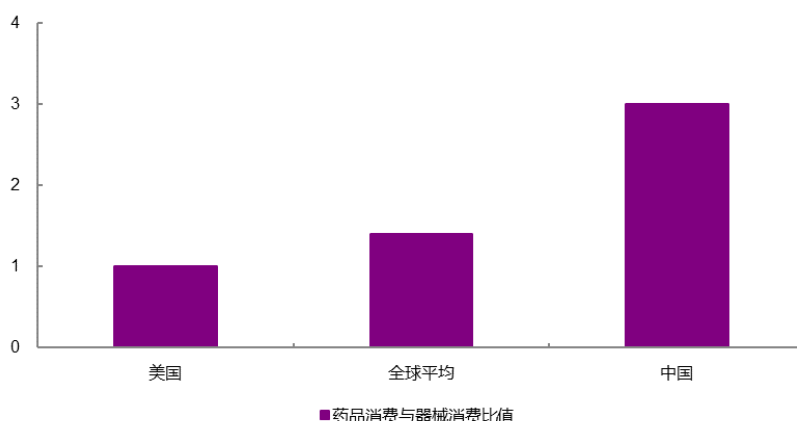
公司	药物类型	靶点	通用名	商品名	NDA 时间	获批时间
三生国健	抗体融合蛋白	TNF- α	重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白	益赛普		2005
百泰生物	单抗	EGFR	尼妥珠单抗	泰欣生		2008
康弘药业	抗体融合蛋白	VEGF	康柏西普	朗沐	2012	2013
海正药业	抗体融合蛋白	TNF- α	重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白	安佰诺	2013	2015
君实生物	单抗	PD-1	特瑞普利单抗	拓益	2018	2018
信达生物	单抗	PD-1	信迪利单抗	达伯舒	2017	2018
复宏汉霖	单抗类似药	CD20	利妥昔单抗	汉利康	2017	2019
恒瑞医药	单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	艾立妥	2018	2019
齐鲁制药	单抗类似药	VEGF	贝伐珠单抗	NA	2018	预计 2019
百奥泰	单抗类似药	TNF- α	阿达木单抗	NA	2018	预计 2019
百济神州	单抗	PD-1	替雷利珠单抗	NA	2018	预计 2019
海正药业	单抗类似药	TNF- α	阿达木单抗	NA	2018	预计 2019
信达生物	单抗类似药	TNF- α	阿达木单抗	NA	2018	预计 2019
信达生物	单抗类似药	VEGF	贝伐珠单抗	NA	2019	预计 2020
复宏汉霖	单抗类似药	TNF- α	阿达木单抗	NA	2019	预计 2020
复宏汉霖	单抗类似药	HER2	曲妥珠单抗	NA	2019	预计 2020

资料来源：CDE、NMPA、光大证券研究所

3.1.2、高端医疗器械：国产企业在众多细分领域崭露头角

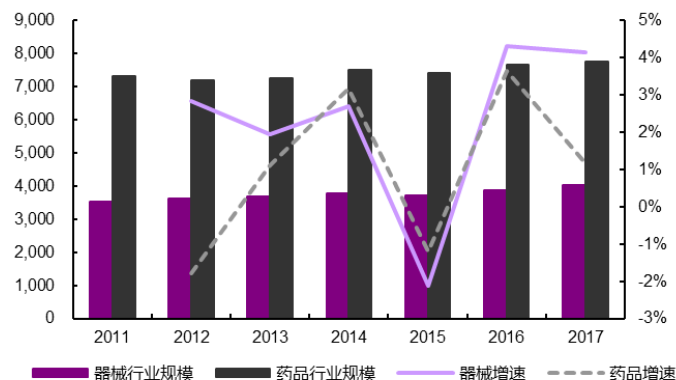
中国药械比远高于全球平均水平，医疗器械消费提升空间大。2015 年中国药品与医疗器械的消费比例为 3:1，远高于 1.4:1 的全球平均水平，更高于发达国家的 1:1 的水平。医疗器械消费仍有提升空间，同时相较于药品市场，医疗器械市场增速较快。全球医疗器械行业整体增速（11-17 年复合增长率 2.3%）为药品行业增速的两倍。中国医疗器械市场 11-17 年复合年增长率达 20.0%，同期药品市场复合年增长率 12.2%。

图 17: 美国、全球与中国药品/医疗器械消费比例 (2015 年)



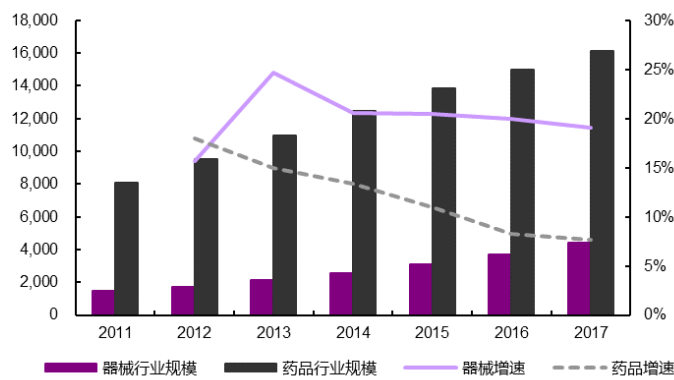
资料来源:《2015-2020 中国医疗器械发展蓝皮书》、光大证券研究所

图 18: 2011-2017 年全球医疗器械和药品市场行业规模及增速 (亿美元)



资料来源: EMWP2018、光大证券研究所

图 19: 2011-2017 年中国医疗器械和药品市场行业规模及增速 (亿元人民币)



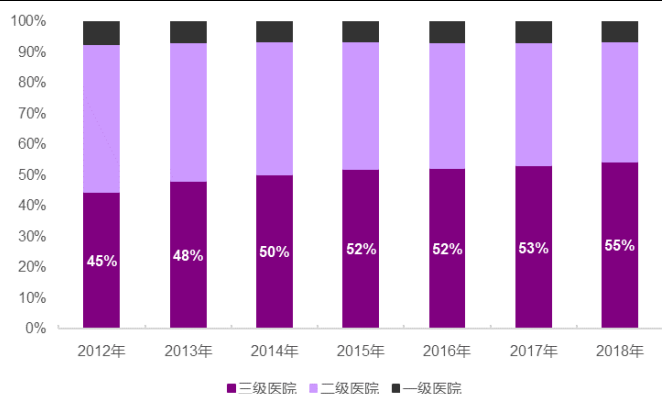
资料来源: 南方所、wind、光大证券研究所

国产医疗器械产品充分受益于分级诊疗、技术突破:

1) 基层医院: 分级诊疗任重道远, 国产高性价比医疗器械先行下沉。 分级诊疗推进进度较慢, 18 年三级医院诊疗量占比 55%, 继续提升。优质医疗器械是诊疗服务能力的基础, 器械的下沉优先于诊疗需求的下沉。国产医疗器械凭借突出的性价比、渠道优势, 以及招标政策向国产器械倾斜, 将更大程度受益于本轮基层医院的配置大潮。2014 年至今, 中国医学装备协会共进行了 4 批次的优秀国产医疗器械遴选, 中选产品成为基层医院配置的首选。

2) 高端医院: 国产医疗器械逐步实现技术突破, 开始进口替代。 高端医院仍然是医疗器械市场的主战场, 其相对更加看重产品的技术水平, 国产企业近年正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破, 随着 15 年创新医疗器械特别审批制度的建立, 国产高端医疗器械陆续获批, 具备了在高端医院进口替代的条件。此外, 目前已有多家医疗器械企业提交科创板上市申请获受理, 融资渠道的拓宽, 也将加速内资高端器械的技术突破。

图 20：三级医院诊疗人次占比仍持续提升



资料来源：卫计委，光大证券研究所

图 21：14-18 年创新医疗器械特别审批情况 (个)



资料来源：火石创造，医疗器械技术审评中心，光大证券研究所

表 13：科创板拟上市医疗器械公司

公司	所属领域	主营业务
安翰科技	医学影像	磁控胶囊胃镜
心脉医疗	介入耗材	主动脉及外周血管支架
赛诺医疗	介入耗材	冠脉支架、球囊扩张导管
佰仁医疗	介入耗材	动物源性瓣膜
热景生物	IVD	体外诊断试剂及仪器
贝斯达	医学影像	彩超、X 射线设备等
南微医学	医学影像	内镜微创诊疗设备等
浩欧博生物	IVD	体外诊断试剂及仪器

资料来源：上交所，光大证券研究所

表 14：优秀国产医疗器械遴选情况

批次	设备
第一批 (2014 年)	数字化 X 线机 (平板 DR)、台式彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪
第二批 (2016 年)	医用磁共振成像设备 (MRI)、X 射线计算机断层摄影设备 (CT)、全自动血细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机 (门诊) 医用直线加速器、伽玛刀 (γ-射线立体定向治疗系统, 头部)、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统等 10 个品目
第三批 (2017 年)	多参数监护仪、彩色多普勒超声波诊断仪 (含便携式)、3.0T 磁共振、数字化 X 线机 (含移动式)、全自动生化分析仪、微生物鉴定和药敏仪、血培养仪、凝血仪、体外冲击波设备、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪
第四批 (2018 年)	眼科光学相干断层扫描仪、医用内窥镜、数字化乳腺 X 线机、PET-MR、PET-CT、全自动尿液分析工作站、全自动组织脱水机、全自动封片机、全自动数字化切片扫描仪、高频手术系统、认知评估与训练系统、四肢联动康复治疗仪、心脏除颤器、输注设备、CT、MRI、呼吸机、麻醉机、血透设备、血细胞分析仪、自动发药机
第五批 (2018 年)	眼科光学相干断层扫描仪、医用内窥镜、数字化乳腺 X 线机、PET-MR、PET-CT、全自动尿液分析工作站、全自动组织脱水机、全自动封片机、全自动数字化切片扫描仪、高频手术系统、认知评估与训练系统、四肢联动康复治疗仪、心脏除颤器、输注设备、CT、MRI、呼吸机、麻醉机、血透设备、血细胞分析仪、自动发药机

资料来源：中国医学装备协会，光大证券研究所

医疗器械领域细分种类繁多，市场集中度低且较为分散，但在细分领域如冠脉支架、骨科、化学发光等细分领域，国产企业已经崭露头角。

表 15：医疗器械细分领域关键信息一览

细分领域	18 年市场空间 (进院价)	同比 增速	外资市占率	出厂价	终端收费方式	终端收费主管部门	招标主管机构	主要国产企业
化学发光	620 亿	超 20%	85%	45 扣	检验服务费	医保局	医保局	迈瑞医疗、安图生物、迈克生物、新产业
灌流器	13 亿	30%	10%	80 扣	耗材费	医保局	医保局	健帆生物、威高股份
支架	150 亿	15%	20%	45 扣	耗材费	医保局	医保局	乐普医疗、微创医疗、蓝帆医疗
骨科	250 亿	15%	50%	30 扣	耗材费	医保局	医保局	大博医疗、威高股份、凯利泰、春立医疗、爱康医疗、微创医疗
超声设备	110 亿	10%	近 80%	50 扣	检验服务费	医保局	卫健委	迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器

资料来源：迈瑞医疗、安图生物、健帆生物、乐普医疗、大博医疗、开立医疗等公司公告、光大证券研究所估算

注：出厂价一列中的“XX 扣”，表明相对于进院价的 XX%。

耗材招采改革在路上。当前我国耗材的招采模式类似于 10 年前的药品，在大部分地区，耗材招采甚至是以医院为单位，权力极为分散。招采权力归集和整合是减少腐败、提高医保支出效率的必然选择。随着各地药品和耗材招采权逐步移交医保局，耗材招采模式的变革大概率将逐步推进。尤其是 17 年，原卫计委曾遴选了四类产品（支架、骨科髋关节、除颤 ICD、心脏再同步化治疗 CRT）进行国家谈判试点工作，但受机构改革影响，该项目暂缓。随着权力的移交到位，该事项值得关注。具体分析，请参见第 2.2 章节。

设备相对免疫政策。不同于耗材，设备的采购由卫健委主管，并且作为医院的固定资产，存在一定的使用周期。相比于已经试点了多年的耗材集采政策，设备相对免疫政策。

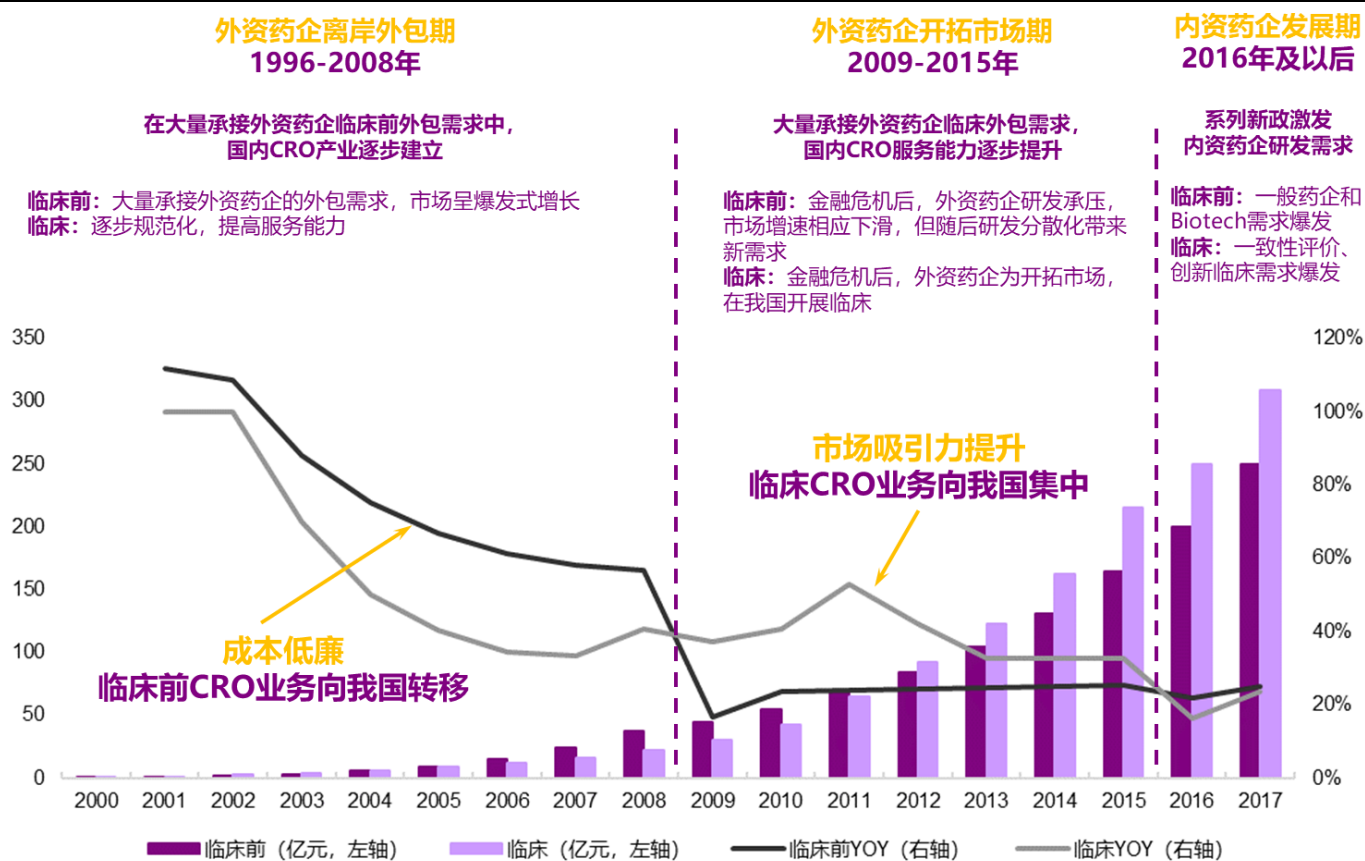
投资建议：我们建议从 3 个维度综合评价器械企业的竞争力：1) 满足医院利润方面的需求，包括新服务项目的开设和已有项目的控费；2) 具备细分领域与外资正面竞争能力的企业才具有持续增长潜力；3) 对可能到来的耗材招标采购政策相对免疫的细分领域。重点关注大市场、高成长、国产企业已崭露头角的器械细分领域，**推荐迈瑞医疗，建议关注安图生物、开立医疗、健帆医疗。**

3.1.3、CRO：我国正处第三次产业发展浪潮

具体请参见我们于 18 年 12 月 25 日外发的行业深度报告《中国制药产业大破大立，开启 CRO 行业黄金发展期——CRO 行业深度报告》。

我国 CRO 产业正处于第三次发展浪潮。我国 CRO 行业 17 年规模约 559 亿元，同比增长超 20%。我国的 CRO 产业在承接外资药企外包需求中建立，目前正处于第三次发展浪潮中，与前两次都是由外资药企需求拉动不同，本次是由内资药企需求拉动。

图 22：我国 CRO 产业历经三个阶段

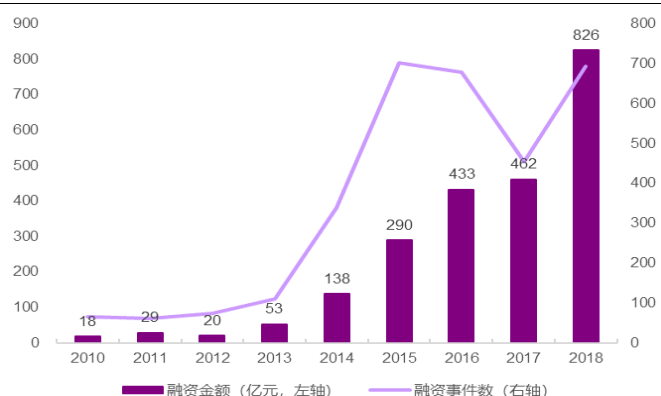


资料来源：商务部、光大证券研究所

时至今日，我们看到 CRO 行业此前三点不确定因素都在向好：

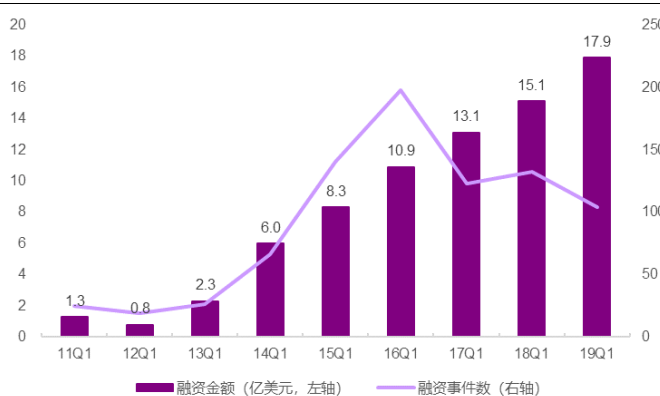
1) **Biotech 一级市场+H 股融资 18 年再创新高**。18 年内资 Biotech 通过一级市场融资额为 826 亿元，同比大幅增长 79%，并且 19Q1 同比继续增长 19%。18 年内资 Biotech 在国内开展的 1-3 期临床试验约 284 例，占内资药企比例为 38%，逐年提升。截至 19 年 5 月底，港股共有 8 家 Biotech 上市，合计募资 224 亿元。另外，共有 24 家医药企业科创板上市申请获受理。Biotech 公司融资后，将大力加大研发投入。例如，百济神州在 18 年完成 62 亿元融资后，当年的研发投入高达 47 亿元。我们粗略测算，一级市场和港股 Biotech 融资浪潮将为 19 年国内 CRO 产业贡献约 120 亿体量订单。

图 23: 18 年我国医药企业 VC/PE 融资额为 826 亿元



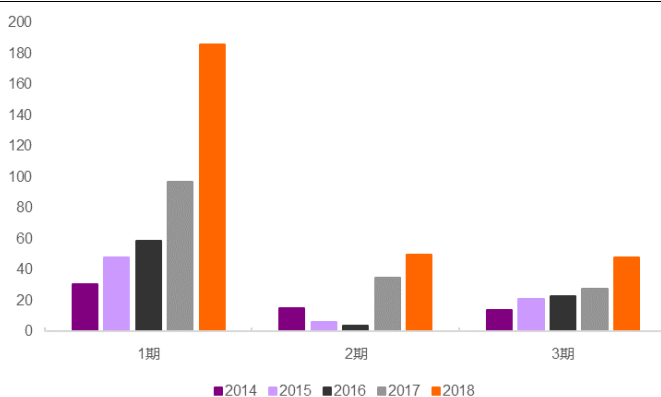
资料来源: 动脉网、光大证券研究所

图 24: 19Q1 我国医药企业 VC/PE 融资额同比增长 19%



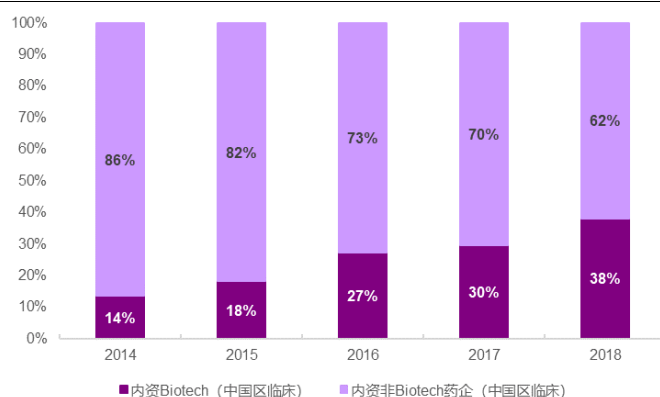
资料来源: 动脉网、光大证券研究所

图 25: 我国 Biotech 企业开展临床数持续增长 (例)



资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台、光大证券研究所

图 26: 我国 Biotech 企业开展临床数占比逐年提升



资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台、光大证券研究所

表 16: 粗略估算, 一级市场和港股 Biotech 融资对 19 年我国 CRO 行业增厚约 120 亿订单

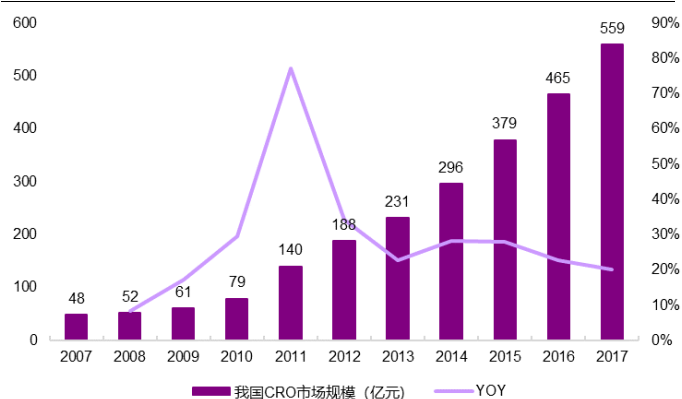
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
一级市场医药融资额 (亿元)	18	29	20	53	138	290	433	462	826	
港股 Biotech 融资额 (亿元)									165	
新药研发投入 (亿元)				7	10	21	48	86	119	205
CRO 业务增量 (亿元)				4	6	13	29	52	71	123

资料来源: 动脉网、光大证券研究所预测

注: 假设融资资金使用周期为 3 年, 即 19 年一级市场和港股 Biotech 研发投入为 16-18 年合计融资额中计划用于研发投入的三分之一; 一级市场募资 30% 用于新药研发; 港股 Biotech 募资 60% 用于新药研发; 外包率为 60%。

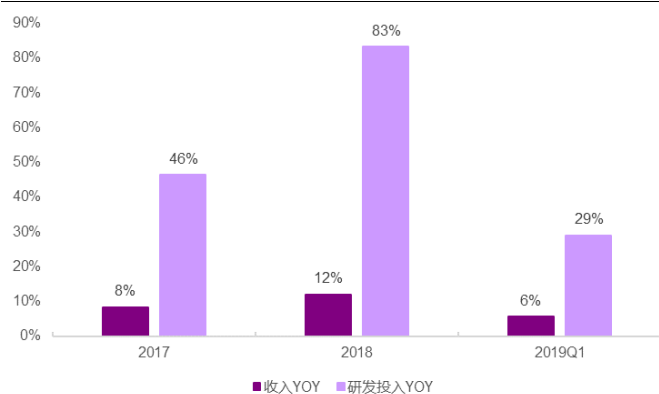
2) 带量采购冲击下, 药企研发投入继续高增长。18 年开始的带量采购政策, 明确了创新是我国制药企业想要生存的唯一选择, 但也将对我国药企的收入和利润端短期带来巨大冲击。我们看到, 在这一冲击下, 药企研发投入继续高增长。例如, 信立泰的核心品种氯吡格雷在带量采购中降价约 60%, 收入和利润都受到了明显冲击, 19Q1 业绩增速下降明显, 但研发投入仍然增长 29%。

图 27: 17 年我国 CRO 规模 559 亿, 同比增速超 20%



资料来源: 南方所、光大证券研究所

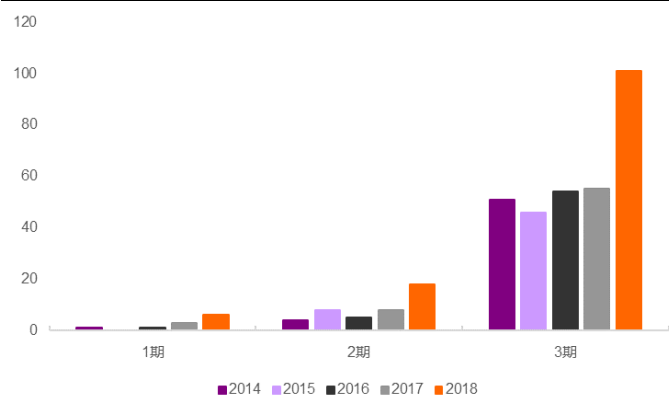
图 28: 信立泰在带量采购冲击下, 继续加大研发投入



资料来源: Wind、光大证券研究所

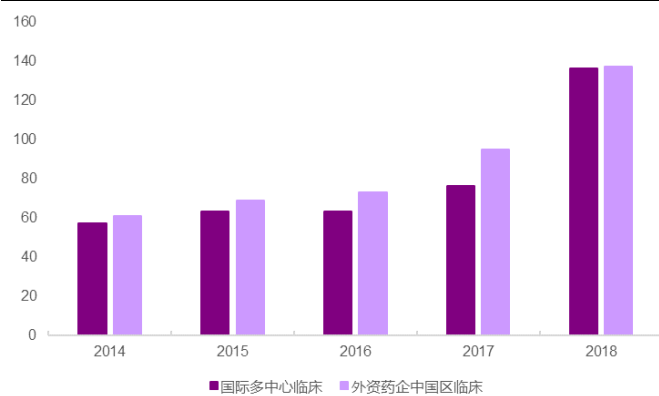
3) 我国接轨 ICH 后, 外资临床外包需求正量质齐升。我国于 17 年 6 月正式加入 ICH (国际人用药品注册技术协调会), 此后我国药品质量管理体系快速和国际接轨。17 年 10 月, NMPA (当时为 CFDA) 放开了对国际多中心临床在国内的限制。18 年 7 月, NMPA 明确了认可海外临床数据的指导原则, 并要求对于药品的有效性、安全性的评价, 需要分析中国亚组与总体人群的一致性。由于绝大多数的海外临床试验当初在设计的时候都没有考虑到这一要求, 外资药企的单独中国区临床开展数在 18 年仍然增长。更重要的是, 国际多中心临床数量在 18 年几乎翻倍。可以说, 外资药企在我国的临床需求正量质齐升。

图 29: 国际多中心临床需求高速增长 (例)



资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台、光大证券研究所

图 30: 外资临床外包需求正量质齐升 (例)



资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台、光大证券研究所

头部 CRO 更加受益于内资需求催生的我国 CRO 产业第三次发展浪潮。由于 CRO 业务规模效应显著 (经验、业务资源积累、业务覆盖面、业务协同效应、收费方式多样化、客户粘性强), 我国 CRO 产业呈现明显的分层竞争的格局。头部 CRO 主要服务于外资创新药的研发, 将是我国力图转型创新药企的合作首选。并且头部 CRO 往往平台化发展, 品牌力强, 更加契合 Biotech 整体外包和融资需求。

CRO 龙头将实现医药外包全流程布局，并有机会在本次发展浪潮中成为研发主导力量，打开成长天花板。

表 17：我国 CRO 产业呈现分层的竞争格局（上市公司标紫）

子行业		17 年规模 (亿元)	17-20 年 CAGR	17 年 毛利率	竞争格局	主要企业
临床前	外资创新药	130	20%	40%	寡头竞争	药明康德、药明生物、康龙化成、量子生物（睿智化学）、昭衍新药、药石科技、亚太药业（新生源）、桑迪亚
	内资创新药	55	19%	35%		
	仿制药	65	13%	30%	极度分散	百花村（华威医药）、太龙药业、博济医药、蓝贝望
临床	国际多中心临床	40	28%	50%	外资垄断	昆泰、科文斯、PPD、精鼎、爱康等外资 CRO
	外资创新药中国区临床	90	10%	45%	外资主导	外资 CRO、泰格医药、诺思格、方恩、润东
	内资创新药	99	24%	40%	一起多强	泰格医药、诺思格、方恩、润东
	仿制药	80	14%	35%	极度分散	泰格医药、诺思格、博济医药、赛德盛、方恩

资料来源：光大证券研究所预测

投资建议：转型迫切、融资火热、市场吸引力提升，CRO 行业景气持续。龙头公司是力图转型创新企业的合作首选，并且将为 Biotech 背书，将充分受益于我国 CRO 产业的第三次发展浪潮，我们继续重点推荐 CRO 板块，推荐泰格医药，建议关注药明康德、药石科技、昭衍新药、康龙化成、药明生物。

3.2、消费属性：政策免疫，消费升级

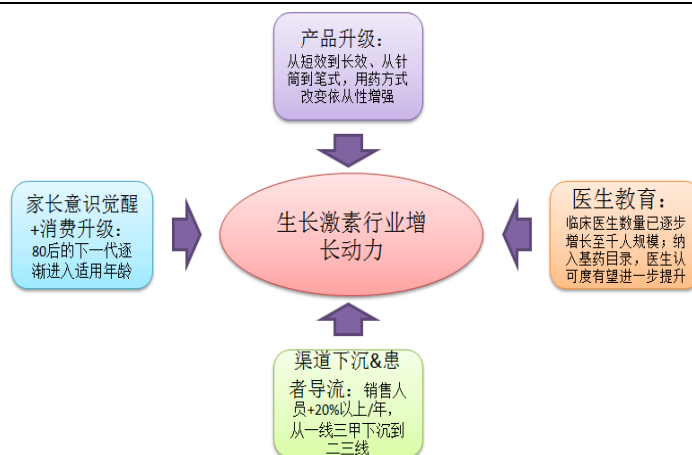
3.2.1、生长激素：仍处快速增长期的医药消费品，政策压力小

生长激素仍是未来 2-3 年增长确定性较高的子行业，下游需求持续旺盛，当前竞争格局稳定，仍处于量价齐升增长快车道，且政策压力小。

首先，需求方面，我们认为以下因素是渗透率提升的主要推动力：

- 1) 家长意识觉醒叠加消费升级；
- 2) 医生教育；
- 3) 渠道下沉及患者导流；
- 4) 产品技术升级。

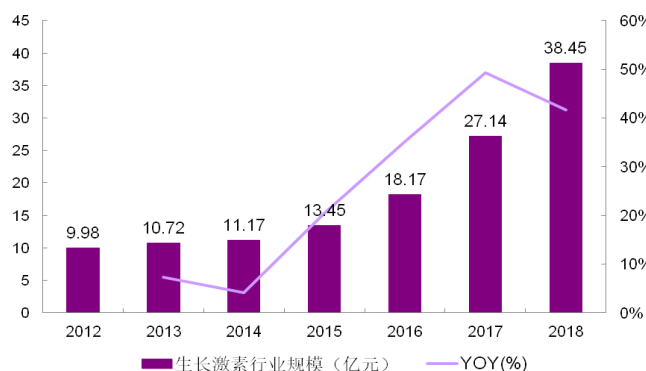
图 31：生长激素行业增长动力示意图



资料来源：光大证券研究所整理

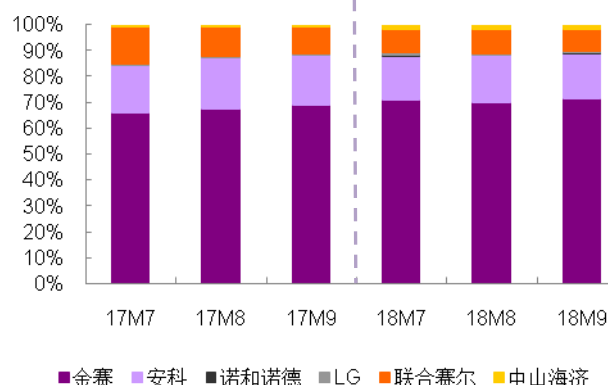
其次，供给方面，国内生长激素基本完成国产化，拥有直销团队的龙头企业优势持续扩大。默克雪兰诺、Lg 生命科学等外资由于成本和销售原因逐步退出中国市场，国内两家企业成本优势突出、拥有直销网络，基本形成寡头垄断格局。根据龙头企业数据及样本医院数据估算，截至 2018 年末行业市场规模约 38 亿（出厂口径），18 年增速依然保持 40% 以上。其中金赛药业近 30 亿（出厂口径），安科生物超 5 亿（出厂口径），两市占率均同比提升。未来预计，不论是进口还是国产，新进入行业较困难。金赛药业、安科生物龙头优势继续稳固，分享行业增长蛋糕。

图 32: 12-18 年生长激素行业增速（根据龙头市占率估算）



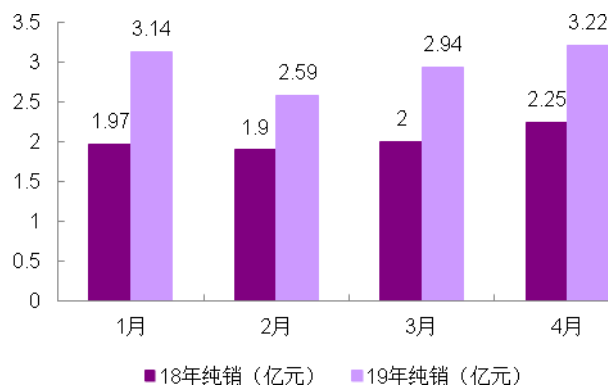
资料来源: PDB, 光大证券研究所

图 33: 16 年后金赛、安科等龙头集中度提升



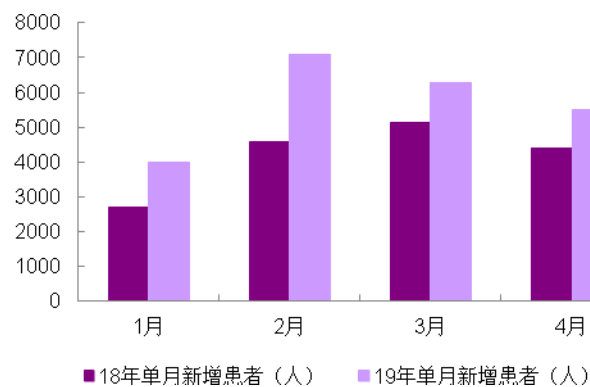
资料来源: IMS, 光大证券研究所

图 34: 19M1-4 vs 18M1-4 金赛生长激素单月纯销增长明显



资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图 35: 19M1-4 vs 18M1-4 金赛生长激素单月新患增长明显

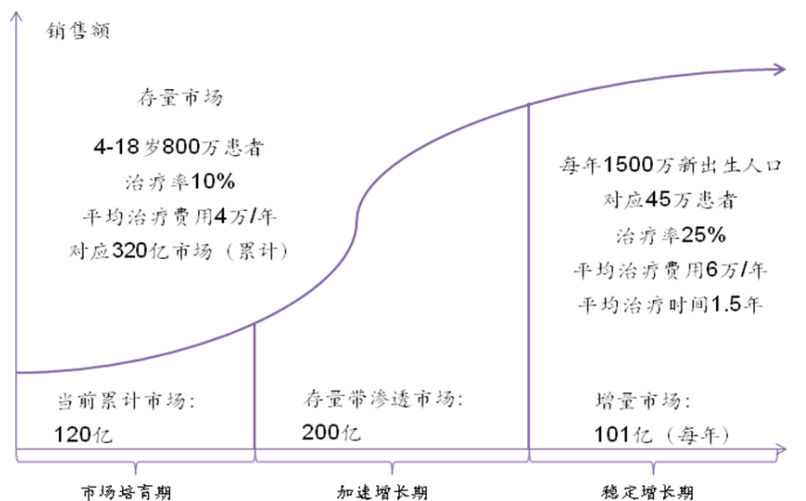


资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

再次，行业天花板高，目前边际增速依然可观，预计未来三年仍是生长激素高速成长期。目前从金赛和安科的边际增速（单月新患与纯销）来看，依然保持强劲增长势头。金赛 19 年 M1-4 纯销保持高速增长；安科在严重缺货情况下，销售额依然有增长。我们预计生长激素行业天花板高。首先，存量市场未被满足的治疗总需求约 320 亿元。由于我国生长激素市场起步较晚，预计未来尚有 200 亿存量空间；其次，长期看新生儿增量市场需求：每年新出生人口 1500 万人，按 3% 的矮小症发病率，对应矮小症患者 45 万人，当前人均治疗费用 4 万/年，随着长效占比提升，远期假设人均 6 万/年费用，

平均治疗周期由 1 年延长至 1.5 年，儿科领域行业天花板预计约为 $45 \times 6 \times 1.5 = 405$ 亿元。假设按 25% 治疗率，预计市场空间过百亿。另外，成人的生长激素缺乏（抗衰老）适应症国内处于临床 II 期阶段，未来市场空间或更巨大。

图 36：生长激素市场空间预测示意图



资料来源：国家统计局，中国儿童生长发育高峰论坛，光大证券研究所预测

投资建议：生长激素作为当前少数不受医药控费影响且有明确治疗效果的具创新属性、消费属性的子领域，未来三年仍处于量价齐升的增长快车道，是较好的投资赛道，推荐长春高新、安科生物。（详细分析请参考我们于 2018 年 5 月 4 日发布的深度报告《生长激素步入快车道，打造中国生物药龙头——长春高新（000661.SZ）投资价值分析报告》、2018 年 12 月 11 日发布的深度报告《生长激素步入高成长期，精准医疗布局前景广阔——安科生物（300009.SZ）投资价值分析报告》）。

3.2.2、脱敏治疗：畅享新蓝海

环境越干净，过敏率越高，中国过敏发病率呈上升趋势。根据流行病学统计，过敏属于“富贵病”，过敏性疾病的发病率，发达国家和地区（如日本、欧洲）高于发展中国家和地区，城市高于乡村。即，环境越干净，免疫系统越容易对正常物质产生不良反应，从而过敏发生率越高。过敏性鼻炎和过敏性哮喘是最高发的两种过敏反应。2017 年全球过敏性鼻炎和过敏性哮喘发病率为 10%、5%，患者数为 5 亿人、3 亿人；根据中华医学会变态反应分会数据，2017 年中国过敏性鼻炎患者高达 1.5 亿人，发病率约为 11.3%，接近发达国家水平，并呈逐年上升趋势。季节性过敏性鼻炎如不经治疗，25%~38%将发展为哮喘。中国过敏性哮喘患者数为 3000 万人，其中 80%-90%为儿童过敏性哮喘。

表 18: 2017 年中美英过敏性疾病发病率统计

过敏类型	美国	英国	中国
过敏性鼻炎	3590 万 (约占人口的 11%)	330 万 (约占人口的 5.5%)	约 1.5 亿 (约占人口的 11.3%)
哮喘	1000 万人患有过敏性哮喘 (约占总人口的 3%)。	570 万 (约 9.4%)	约 3000 万 (约占人口的 2%)
特应性湿疹	约占人口的 9%。从 1960 年到 1990 年, 儿童的患病率从 3% 增加到 10%。	580 万 (约 1% 严重)。	未知
过敏性反应	由于昆虫毒液, 每年至少有 40 人死亡。青霉素过敏引起的死亡人数约为 400 人。每年约有 220 例过敏反应和 3 例死亡是由于乳胶过敏引起的。由于食物过敏, 估计每年有 150 人死于过敏反应。	1999 年至 2006 年期间, 在 5 个月至 85 岁之间的人群中发生了 48 人死亡。	未知
昆虫毒液	大约 15% 的成年人有轻微的局部过敏反应。3% 的成人和不到 1% 的儿童发生全身反应。	未知	未知
药物过敏	对青霉素的过敏反应每年导致 400 人死亡。	未知	约 10 万
食物过敏	大约 6% 的美国 3 岁以下儿童和 3.5-4% 的美国总人口。花生和/或坚果 (例如核桃) 过敏影响约 300 万美国人, 或 1.1% 的人口。	5-7% 的婴儿和 1-2% 的成年人。从 2001 年到 2005 年, 观察到花生过敏增加了 117.3%, 估计英格兰有 25,700 人受到影响。	约 5%

资料来源: 欧洲变态反应学会 (EAAACI)、世界变态反应组织 (WAO)、中华医学会变态反应学分会、光大证券研究所整理

脱敏治疗临床地位得到逐步认可, 国内 2015 年被列为一线疗法。 特异性免疫治疗是世界卫生组织 (WHO) 和世界变态反应组织 (WAO) 推荐对过敏原诱发的呼吸道过敏性疾病的最佳治疗方案之一。2001 年 ARIA 指南建议, 脱敏治疗可作为避免过敏原的补充措施, 最好用于疾病早期, 以减少发生副作用的危险和预防进一步发展为严重疾病。2006 年, 欧洲变态反应与临床免疫学会 (EAACI) 指出, 脱敏治疗是唯一可能改变疾病自然进程的对因疗法。国内指南方面, 在《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015》中, 将脱敏治疗推荐为过敏性鼻炎一线疗法; 2016 年过敏性鼻炎指南中, 将脱敏疗法推荐为过敏性鼻炎的一线疗法。

临床常见脱敏治疗根据给药方式不同有: 注射脱敏、舌下含服脱敏、脱敏贴等。 其中舌下脱敏相比于传统注射脱敏, 给药方式大为简便, 患者耐受度极大提高。FDA 共批准四个舌下脱敏治疗产品, 包括默沙东的三个产品和 Stallergenes 的一个产品, 但均未在中国批准上市。目前在中国上市的脱敏产品仅有丹麦 ALK 公司的屋尘螨变应原制剂、德国 Allergopharma 的螨变应原注射液、我武生物的粉尘螨滴剂三个产品, 其中我武生物的粉尘螨滴剂是中国批准上市的唯一舌下含服制剂, 其余两个均为注射剂。

表 19: 三种常见脱敏给药方式优缺点比较

类型	原理	优缺点
注射脱敏 (SCIT)	用过敏原提取物进行皮内注射。脱敏注射从小剂效果较好, 但出现不良反应的概率也略高, 同量开始, 逐渐增加剂量, 以增加对过敏原的耐受时由于需要在医院进行, 流程更麻烦、耗时更多。	脱敏治疗一般至少需要 2~3 年。

舌下含服脱敏 (SLIT)

使用方便，病人可以在家中自己服用，免去注射带来的痛苦和恐惧感，过敏反应也较轻微，度的脱敏液，用患者能适应的小剂量每日给药(将很少出现严重不良反应，并且可以预防新的过敏原滴剂滴于舌下，使其慢慢吸收，1~3 分钟后咽下)，逐渐增大剂量，达到维持水平后持续足够时间，以提高病人的耐受时间，以提高病人的耐受时间。

但脱敏治疗效果不如皮下注射，且费用也相对略贵。由于 SLIT 在家中自行操作而无直接医疗监督，依从性受到患者家庭情况、自觉免疫治疗效果及自觉症状缓解等因素影响

纳米脱敏贴

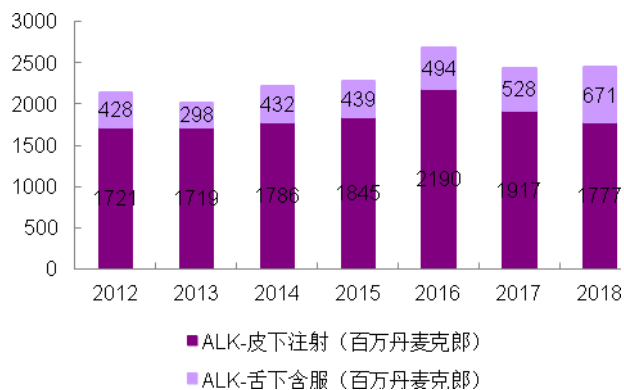
外用贴片在包载的多种过敏原干粉中，并加入 TiO₂ (二氧化钛) 纳米微晶并配以远红外垫圈。TiO₂ (二氧化钛) 纳米微晶在光和远红外线的催化下，能有效分解过敏原干粉中的有机物，产生游离小分子抗原；同时，TiO₂ (二氧化钛) 纳米微晶在光催化下又能分解皮肤角质层蛋白，使上皮组织间隙增大，有利于促进小分子抗原连续不断并最大程度渗透皮肤进入人体。机体在这些抗原的长期连续刺激下逐渐产生免疫耐受，对再接触过敏原不产生反应，达到机体完全脱敏的目的。

改变了传统给药途径，通过皮肤渗透进入体内，但是技术尚不成熟。

资料来源：肖晓雄《屋尘螨脱敏治疗对变应性鼻炎及哮喘患者血清粉尘螨特异性 IgG₄ 抗体的影响》、肖才文《特异性脱敏治疗对变应性鼻炎血中 Th1/Th2 细胞比例调节的影响》等、光大证券研究所整理

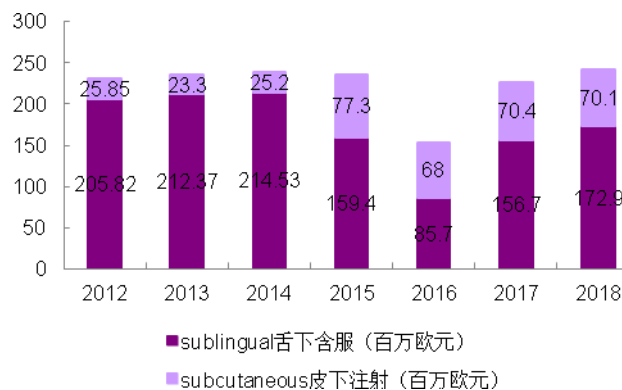
国内脱敏治疗具备广阔市场潜力，我武生物畅享新蓝海。根据南方所数据，2012 年全球脱敏市场规模 8.45 亿欧元，其中丹麦 ALK 公司、德国 Allergopharma、Stallergenes 三家的市占率分别为 30%、11%、28%。另据 IMS 统计，2018 年全球过敏性鼻炎市场 100 亿欧元，其中脱敏治疗市场 10 亿欧元，2012-2018 年复合增速 7.4%。中国市场起步较晚，根据南方所数据，中国尘螨脱敏治疗市场 2008-2012 年从 8500 万元增长至约 3.3 亿元，复合增速 41%。根据中华医学会变态反应分会数据，2017 年中国过敏性鼻炎患者多达 1.5 亿，过敏性哮喘患者数为 3000 万人。过敏性鼻炎+过敏性哮喘患者中需要药物干预的重症过敏患者比例约为 20%。假设人均治疗费用 6000 元，国内脱敏治疗理论市场空间超千亿元。

图 37：2012-2018 丹麦 ALK 公司脱敏药物全球销售额



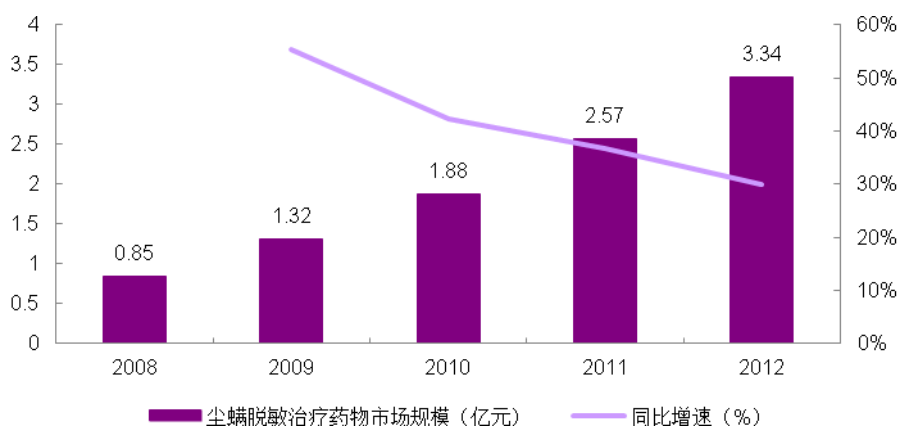
资料来源：ALK 年报、光大证券研究所

图 38：2012-2018 Stallergenes 脱敏药物全球销售额



资料来源：Stallergenes 年报、光大证券研究所

图 39：2008-2012 中国尘螨脱敏治疗药物市场容量及增速



资料来源：CFDA 南方所《中国医药行业及过敏性疾病用药市场研究》、光大证券研究所

投资建议：我们认为，脱敏治疗类似于 2016 年前的生长激素，同样具有医疗消费属性、不受医保控费影响，当前阶段渗透率低、基数小、增速逐年提升。一旦医患教育进入正循环，有望进入“S”型曲线的高速增长阶段。推荐我武生物。

3.2.3、角膜塑形镜：受益近视防控的医疗高端消费品

角膜塑形镜：青少年非手术视力矫正的重要选择。角膜塑形镜是具备角膜塑形功能的一种特殊的角膜接触镜，最大的优点是可以在佩戴过程中临时性矫正佩戴者的视力，达到摘镜时回复正常视力的效果。国内专家共识推荐该产品作为青少年延缓近视加深的重要选择。

图 40：角膜塑形镜优势

可逆性

短期内可有效改善视力，若停止配戴，视力会逐渐复原

减缓近视加深

研究表明，青少年近视后会以每年 75-100 度速度增加至成年，而配戴角膜塑形镜每年只增长 8 度左右

安全性高

镜片透氧值高，利于眼镜呼吸与泪液交换，极大降低眼疾并发症风险。

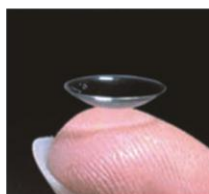
个性化定制

根据客户的眼部特征和近视症状进行个性化定制，更好地满足患者视力矫正需求。

操作简单，使用方便

配戴简单，适应后可在 5 分钟内配戴完毕。夜戴 8 小时，白天摘镜，利于青少年日间活动。

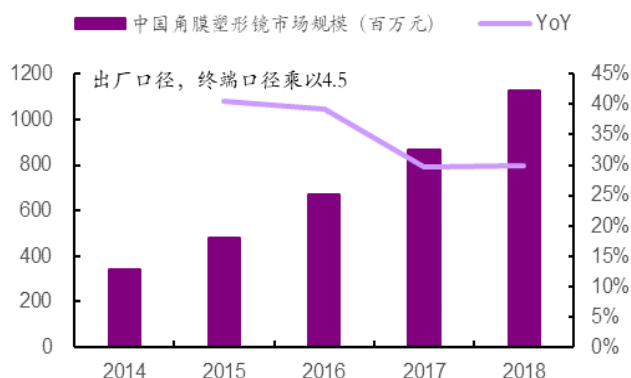
可满足部分特殊职业要求
如运动员、潜水员、飞行员、演员、学生、军人等对远视力的要求。



资料来源：欧普康视招股说明书、光大证券研究所

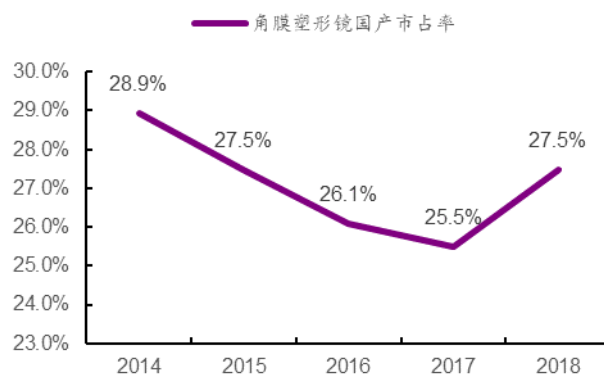
角膜塑形镜市场渗透率低，目前仍是蓝海市场，潜在空间约 190 亿。根据日本 Menicon 调研数据测算，中国角膜塑形镜 18 年终端销售规模为 51 亿元，保持 30% 左右的快速增长。其中欧普康视作为唯一的国产厂家（19 年起又新获批了北京爱博诺德的产品）市占率达到 28%。按青少年人群的近视人数达 1.5 亿计，目前 65 万副的角膜塑形镜配镜量仅对应 0.43% 的渗透率，而日本达到 2.1%。若国内能达到日本的渗透率，客单价达到 6000 元，则角膜塑形镜潜在空间可达 189 亿元。

图 41：中国角膜塑形镜市场规模及增长（出厂口径）



资料来源：日本 Menicon，光大证券研究所
注：汇率取 1 日元=0.062 元人民币

图 42：角膜塑形镜国产市占率变化情况



资料来源：日本 Menicon、欧普康视年报，光大证券研究所

角膜塑形镜行业成长还将受益于国家对近视防控重视程度提升。2018 年 8 月底，教育部等八部委联合发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出到 2023 年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上，近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。同时要求医疗卫生机构从 2019 年起对儿童青少年建立视力健康电子档案。以上方案均有助于角膜塑形镜的推广使用。

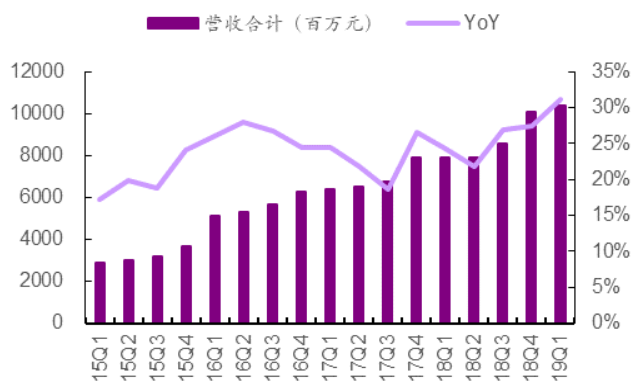
投资建议：欧普康视受益消费升级及国家重视近视防控的机遇，在行业高速增长的基础上，19~21 年还将迎来渠道扩张、产能释放、高端产品爬坡以及周边组合产品营销放量的增量利好，**推荐欧普康视。**

3.3、边际改善：政策扰动尘埃落定，板块边际改善

3.3.1、药店：竞争优化+利税节约推动内生增长提速

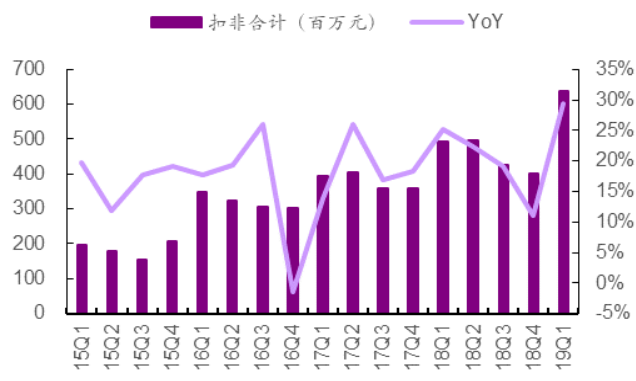
药店板块 19Q1 收入和扣非净利润均明显提速。A 股医药零售板块从 18Q3 起，已经实现连续三个季度收入加速增长，至 19Q1 板块收入增速达到 31%，为 A 股自有连锁药店上市以来营收同比增长的历史最高值。药店板块 19Q1 扣非净利润同比增长达 30%，其增速同样为历史最高，相比 18 年扣非净利润增速逐季下滑的态势呈明显的反转。

图 43：A 股药店板块营收增速已至历史最高



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 44：A 股药店板块 19Q1 扣非净利润增速明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

竞争优化+利税节约，19Q1 内生明显提速。

- **收入方面：1) 医保骗保查处：**18Q4 起，医保局加大骗保查处力度，经营不规范中小连锁和单体店受冲击明显。按全国 48.9 万家药店计，考虑到定点医保药店数量约为所有药店的 60%，定点药店检查覆盖率在 1/3 左右，即检查定点药店数量约为 9.8 万家，则 18 年查处医保违规药店比率高达 33%，可见经营规范的上市药店将明显获益。**2) 一级市场并购热度下降：**中型连锁借促销做大销售以期高价退出的渠道受限，促销竞争态势有所缓和。**3) 税费节约利好和新/次新店爬坡加速贡献为 19Q1 扣非净利润增速反转的核心原因。**
- **利润方面：**我们认为上市公司旗下小型门店的小规模纳税人身份转换带来的税费节约即为净利润增长主因。此外，益丰药房、大参林等前期开店速度较快的公司在加强新员工培训和新店/次新店爬坡业绩考核后，新店/次新店盈利表现转好也较为明显，推动 19Q1 扣非净利润表现超我们和市场预期。

内生提速可持续，并购提速和处方外流仍可期。首先是药店监管规范化和并购估值趋于理性均为长期持续的变化，19Q1 内生增长提速的驱动因素均可持续。其次，药店行业后续还将迎来增值税降税、并购预期升温以及电子处方+带量采购推行带来的处方外流等多重利好。预计 19 年全年药店内生增长的提升仍可持续。

投资建议：内生提速可持续，集中度提升和处方外流双逻辑继续强化。考虑 19Q1 各大药店收入和利润的内生增速均有明显提速，且后续仍会迎来增值税降税、小规模纳税人转换、并购预期增加以及处方外流利好落地，我们继续重点推荐药房板块。从估值上看，药房板块 19 年平均 Wind 一致预期 PE 为 30 倍，个股动态 PE 估值均处于历史平均估值中间偏低位置，参考业绩增速和估值匹配性，推荐益丰药房、大参林，建议关注一心堂、老百姓。详情可参考《从财报透析产业变化，强化集中度提升和处方外流两大逻辑——连锁药店行业深度系列报告二》（2019-05-14）报告内容。

表 20：A 股药店个股盈利预测和估值情况梳理

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2019/6/6	EPS (元) (摊薄)				P/E(x)				PEG 指标	
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	19~21CAGR	19PEG
603939	益丰药房	57.13	1.11	1.50	1.99	2.57	51	38	29	22	32%	1.17
603233	大参林	39.35	1.33	1.24	1.50	1.83	30	32	26	22	11%	2.83
002727	一心堂	26.10	0.92	1.16	1.44	1.74	28	22	18	15	24%	0.94
603883	老百姓	53.40	1.53	1.87	2.29	2.80	35	29	23	19	22%	1.28
	平均值						36	30	24	19	22%	1.56

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 6 月 6 日股价，EPS 均为 Wind 一致预测数据

3.3.2、ICL：龙头全国性布局完成，前期亏损门店转入扭亏和爬坡

独立第三方医学实验室：控费和专业化的产物。第三方医学检验实验室 (Independent Clinical Laboratory, 简称 ICL) 是一类经卫生监管部门许可，具有独立法人资格，独立于医疗机构之外，从事医学检验或病理诊断服务，能独立承担相应医疗责任的机构。ICL 能承接医疗机构检验外包服务的主要原因即为更专业化的检验以及更具成本规模效应的性价比。

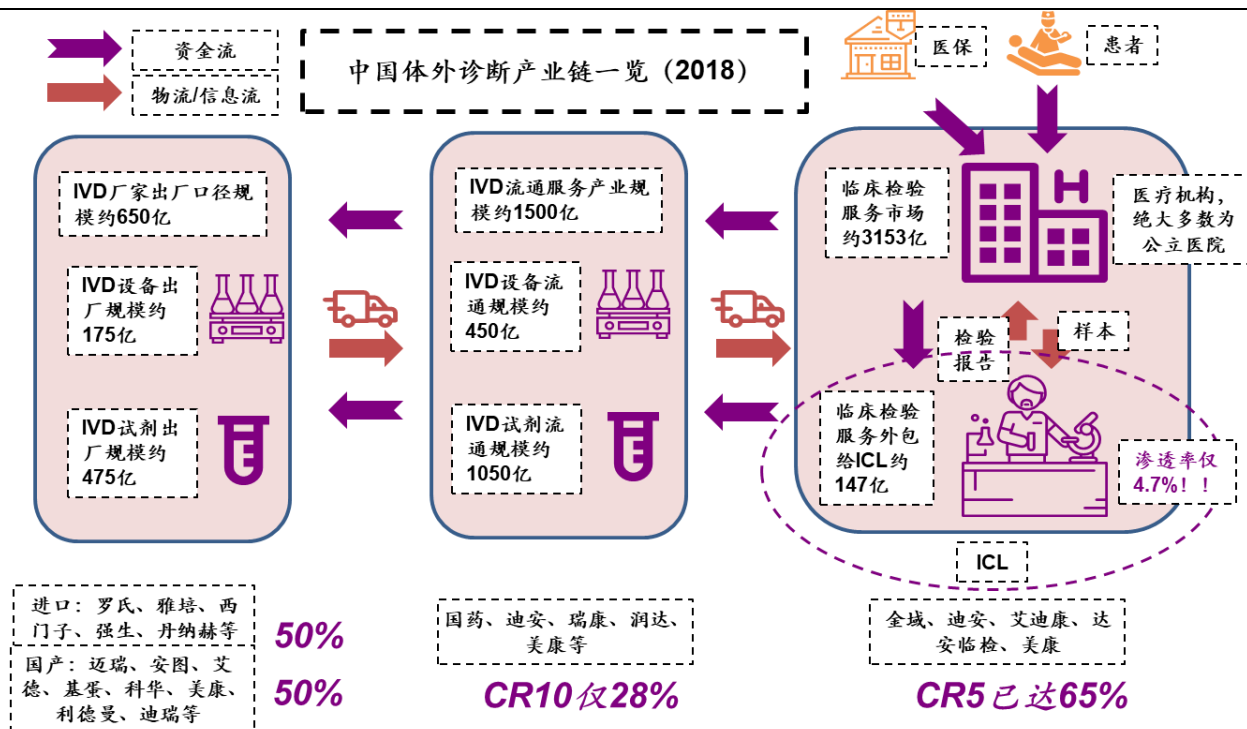
中国 2018 年 ICL 渗透率仅 4.7%，行业空间潜在规模超 1600 亿。2018 年 ICL 行业规模约 147 亿（约合 21 亿美元），在国内 3153 亿临床检查市场中仅有 4.7% 的渗透率。美国和日本 ICL 市场规模分别为 280 亿和 49 亿美元，渗透率分别为 35% 和 67%，人均检查费用分别为 251 美元/年和 58 美元/年，而国内 ICL 行业规模和渗透率仍远低于美国日本，且国内人均检查费用也仅为 33 美元/年，和美日差距均较大。随国内检验项目增加和高端项目占比提升，若国内人均检查费用能赶上日本，渗透率达到 30%（低于美日），则潜在行业规模可达 1673 亿元（约合 242 亿美元），提升空间高达 11 倍。

表 21：中美日 ICL 和医学检验行业指标对比分析及潜在空间测算

	ICL 渗透率	人均检查费用 (美元/年)	ICL 行业规模 (亿美元)	医学检验行业规模 (亿美元)	潜在成长空间 (幅度)
美国	35.0%	251	287	820	
日本	67.0%	58	50	74	
中国	4.7%	33	21	456	
中国 (潜在)	30.0%		242		1135%
	20.0%	58	161	806	757%
	10.0%		81		378%

资料来源：各公司年报，前瞻产业研究院，卫生健康统计年鉴，光大证券研究所

图 45：中国体外诊断产业链一览（2018）



资料来源：卫生健康统计年鉴、各公司年报、前瞻产业研究院，光大证券研究所估算

行业发展驱动力：检验外包率因控费提升，特检兴起推动升级。民营医院由于成本控制的需求更为迫切，选择检验外包的意愿更强。而民营医院诊疗量占比在社会办医的推动下提升明显，这也推动 ICL 外包渗透率持续提升。医联体发展催生区域检验中心兴起，ICL 参与合作共建成主流，这也提升了 ICL 的外包渗透率。另外，持续投入研发推动检验项目增加和业务结构高端化。

在持续控费的大趋势下，常规检验业务还会面临持续的议价压力，未来检验诊断服务的发展重心会持续向更高门槛、更高利润率的高端特检转移。

ICL 龙头成长路径：增加样本、项目和高端检验占比推动实验室规模成长。国内 ICL 实验室平均规模较小，年收入在 750~1500 万美元之间，大约是美国单个中心实验室规模的 1/20，是日本中心实验室的 1/10~1/2，我们认为国内 ICL 实验室规模小主要是渗透率不足、运营时间不够长、样本检验单价低所致。而国内 ICL 龙头的实验室区域布局已基本完成，实验室数量大幅增长可能性不大。金域和迪安的单实验室规模成长主要从增加样本、增加检验项目和增加高端检验占比着手。

表 22：中美日独立第三方实验室相关运营数据比较（2018 年）

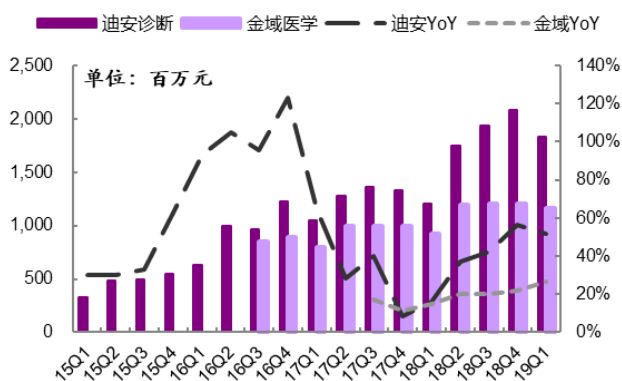
股票代码	中心实验室数量 (个)	分支机构数量 (个)	服务收入 (百 万美元)	年检测样本量 (万份)	单店收入 (百 万美元)	单实验室样本量 (万份)	单样本收入 (美元)	服务项目	覆盖范围
金域医学 603882.SH	37		534	5,000	14	135	10.7	2500+	完成全国所有省份全覆盖
迪安诊断 300244.SZ	38		284	2,800	7	76	9.9	2000+	完成全国所有省份全覆盖
艾迪康 未上市	20		209		11			2000+	覆盖 20 个省市区
达安临检 002030.SZ	8		85		11			1000+	
Quest Diagnostic DGX.N	37	6600	7,531	16,800	204	454	44.8	3500+	覆盖一半的美国医院/医师以及美国人口
LabCorp. LH.N	27	1900	7,031	13,250	260	491	53.1	5000+	覆盖一半的美国医院/医师以及美国人口
BML 4694.T	37	81	1021	7,300	28	197	14.0	4000+	覆盖日本全境
SRL 4544.T	10		1097	6,500	110	650	16.9	4000+	覆盖日本 80% 的大型医院

资料来源：各公司财报、官网，光大证券研究所

ICL 龙头：全国布局完成，前期亏损门店开始进入盈利阶段。金域和迪安诊断目前均已完成实验室的全国布局，实验室的快速扩张期已过，目前已进入业绩兑现释放期。

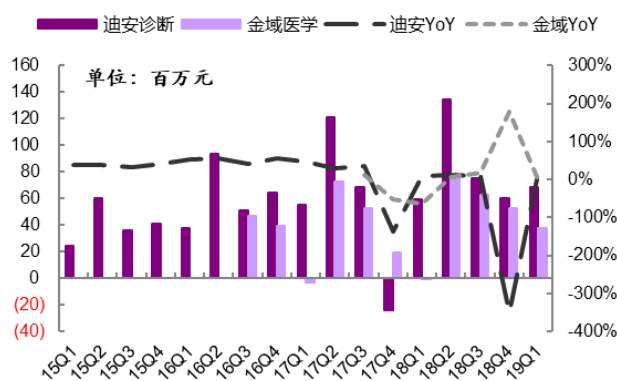
- **金域医学：预计利润释放持续加速。**18Q1~19Q1 营收增速持续提速，主要是业内加速洗牌，ICL 龙头面临的竞争态势有所缓和，各地投建的实验室也开始快速爬坡。此外，公司高端特检业务项目增加和占比提升也在提升公司的营收增速。按季度净利润看，金域医学 18Q4 和 19Q1 均出现同比大幅增长，扭亏和开始业绩爬坡的实验室数量增长，预计公司业绩拐点仍可持续。
- **迪安诊断：业绩持续改善，但受到财务费用等影响。**迪安诊断 2018 年剔除并表后的归母净利润同比增长 54%，相比 2017 年继续明显提速。其中杭州迪安实验室 18 年收入和净利润分别同比增长 29% 和 72%，均呈现快速增长状态，超出市场预期。我们预计随其余超过 20 家实验室逐步扭亏和盈利提速，公司的业绩还将持续改善。19Q1 公司剔除并表后的净利润内生增长为 18%，主要受到财务费用增加和投资收益下降影响。

图 46：迪安诊断和金域医学单季度营收及其增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 47：迪安诊断和金域医学单季度扣非净利润变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

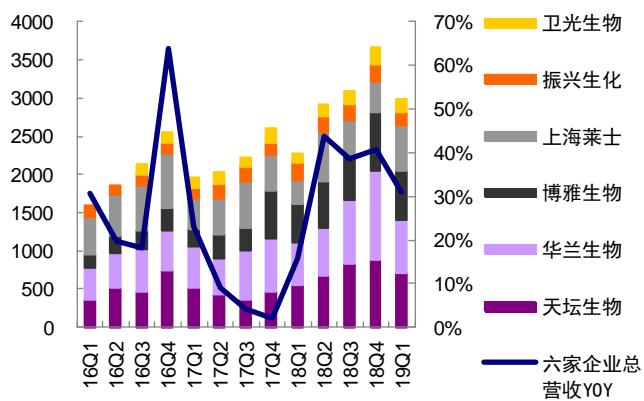
投资建议：推荐金域医学，建议关注迪安诊断。考虑到 ICL 龙头前期投建实验室已进入业绩快速释放状态，未来渗透率提升空间和特检占比提升空间潜力较大，我们重点推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

3.3.3、血制品：渠道出清、结构优化与集中度提升推动稳健增长

1) 渠道出清，行业恢复健康增长

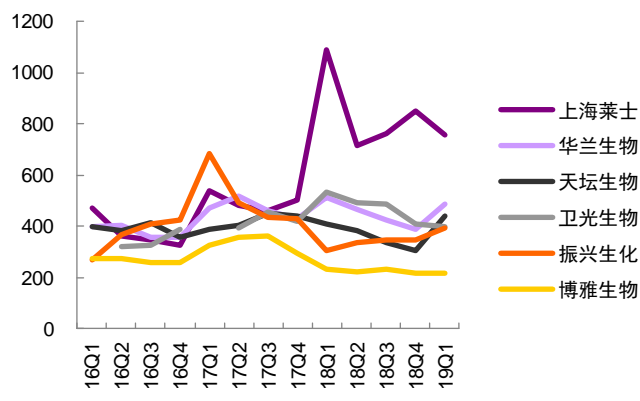
血制品行业在 2017 年-2018 年上半年的增速整体明显放缓，主要是由于渠道库存积压，导致生产端增速受阻。而从 2018 年中开始，渠道库存已逐步出清，白蛋白等主要血制品品种已经恢复正常出货状态，价格趋于稳定，目前行业正逐步恢复到健康增长状态，呈现边际改善态势。

图 48：A 股血制品行业营收（百万元）整体增速（%）从 18 年中开始回暖



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 49：部分 A 股血制品企业的存货周转天数（天）呈现下降趋势



资料来源：Wind、光大证券研究所

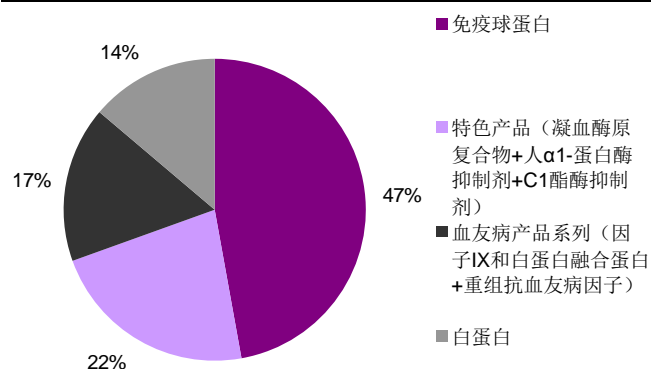
2) 结构优化，静丙和新品种潜力巨大

从血制品行业结构来看，中国市场与国际市场差距巨大。我国目前血制品仍然以人血白蛋白为主，主流血制品企业的营收占比大部分在 40% 左右，而国

际血制品巨头 CSL 的白蛋白营收占比仅有 14%。对比国内外血制品企业的结构，我们认为，国内血制品下一阶段的增长动力在于结构优化：

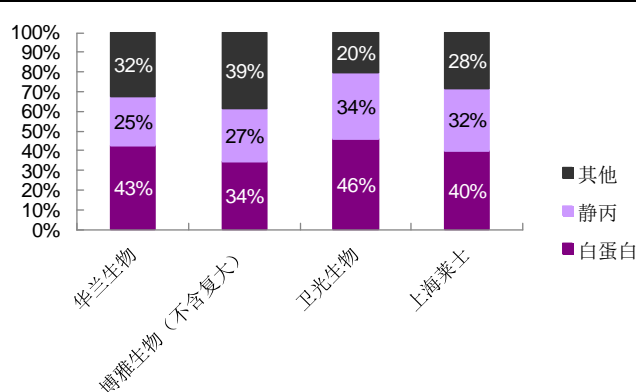
- a、**静丙适应症范围拓展。**国内静丙的适应症范围目前仍小于国外市场，应用场景仍有进一步开发的潜力；
- b、**凝血因子、纤维蛋白原等小品种快速增长。**2018 年，CSL 的特色产品（凝血酶原复合物+人 α 1-蛋白酶抑制剂+C1 酯酶抑制剂）营收占比达到 22%，血友病系列产品（重组抗血友病因子+因子 IX 和白蛋白融合蛋白）占比 17%，而我国血制品企业该产品体量较小但增长迅速（例如人纤维蛋白原 18 年 PDB 样本医院销售额同比增长 37%），仍有很大成长空间。

图 50：2018 年 CSL 血制品销售收入结构以免疫球蛋白为主



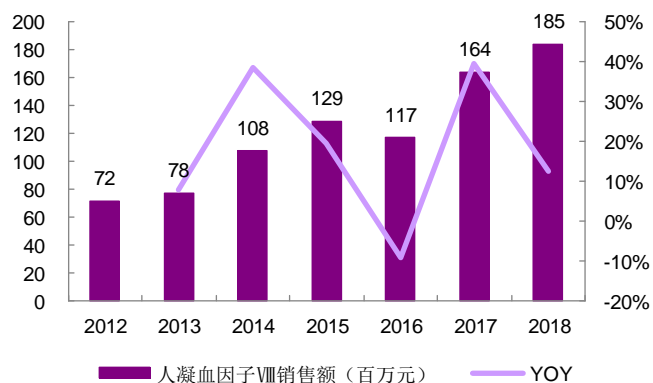
资料来源：CSL 年报、光大证券研究所

图 51：2018 年中国血制品企业销售收入结构以白蛋白为主



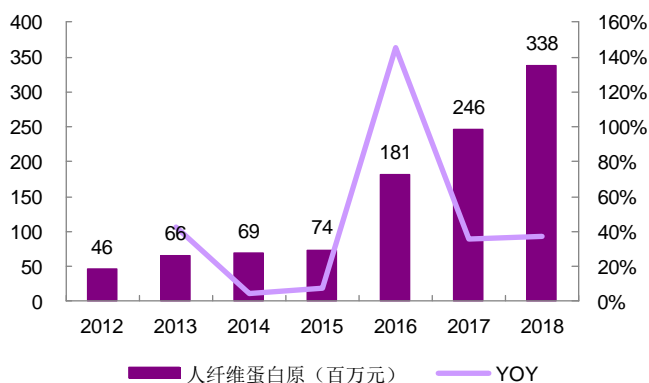
资料来源：各公司年报、光大证券研究所

图 52：人凝血因子 VIII 在 PDB 样本医院历年增长情况



资料来源：PDB 样本医院、光大证券研究所

图 53：人纤维蛋白原在 PDB 样本医院历年增长情况



资料来源：PDB 样本医院、光大证券研究所

表 23：静注人免疫球蛋白在美国的适应症范围广于中国

适应症	FDA 批准	NMPA 批准
原发性免疫球蛋白缺陷	✓	✓
继发性免疫球蛋白缺陷		✓
原发性血小板减少性紫癜	✓	✓

川崎病	✓	✓
B 细胞慢性淋巴细胞白血病	✓	
多灶性运动神经病变	✓	
慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病	✓	

资料来源：FDA、NMPA、光大证券研究所

3) 并购提升集中度，马太效应凸显

由于我国从 2001 年之后就不再批准新的血制品企业，而近年来新浆站的设立又审批从严，因此血制品行业属于存量竞争市场，利好龙头企业强者恒强。

血制品行业的核心稀缺性资源是浆源，因此无论是国际血制品巨头如 CSL、基立福等，还是国内巨头如天坛、上海莱士、博雅生物等，均通过收购实现采浆量的提升，增加生产规模，降低成本。我们认为未来国内血制品市场格局将会向国际水平看齐，逐步演变为少数巨头占据主要份额的高度集中的市场。

表 24：国内血制品企业近年收购事件

时间	收购方	标的	购买股权	交易金额
2008	泰邦生物	大林生物	90%	1.94 亿美元
2008	泰邦生物	西安回天	35%	640 万美元
2009	天坛生物	成都蓉生	90%	5.52 亿元
2013	上海莱士	邦和药业	100%	18 亿元
2014	上海莱士	同路生物	90%	47.6 亿元
2017	天坛生物	上海血制	100%	10.1 亿元
2017	天坛生物	武汉血制	100%	11.3 亿元
2017	天坛生物	兰州血制	100%	5.9 亿元
2017	博雅生物（大股东高特佳）	丹霞血液制品	100%	25 亿元
2018	天坛生物	贵州中泰	80%	3.6 亿元

资料来源：各公司公告、光大证券研究所

投资建议：看好浆站充足、品类丰富、学术推广能力强的公司

浆源是行业的核心稀缺性资源，产品结构优化和渠道库存出清将带来行业景气度提升，看好浆站充足、品类丰富、学术推广能力强的公司，推荐华兰生物，建议关注天坛生物、博雅生物、振兴生化。

表 25：A 股血制品企业产品情况对比

产品	天坛生物	上海莱士	华兰生物	振兴生化	博雅生物	卫光生物
人血白蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓
人免疫球蛋白	✓		✓	✓	✓	✓
静脉注射人免疫球蛋白（pH4）	✓	✓	✓	✓	✓	✓
冻干静注人免疫球蛋白（pH4）	✓				✓	✓
狂犬病人免疫球蛋白	✓		✓	✓	✓	✓
破伤风人免疫球蛋白	✓		✓	✓		✓
乙型肝炎人免疫球蛋白	✓		✓	✓	✓	✓
人纤维蛋白原	✓	✓			✓	✓

冻干人纤维蛋白粘合剂		✓	✓
人凝血因子 VIII	✓	✓	✓
人凝血酶原复合物		✓	✓
人凝血因子 IX			
冻干人凝血酶		✓	✓
组织胺人免疫球蛋白	✓		✓
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH)	✓		

资料来源：NMPA、光大证券研究所

表 26：A 股血制品公司主要数据对比（2018 年）

公司	天坛生物	上海莱士	华兰生物	振兴生化	博雅生物	卫光生物
浆站数量 (个)	57	41	25	13	12	7
采浆量 (吨)	1568	1180	1100 (17 年)	400	350	374
平均单站采浆量 (吨)	28	29	46 (17 年)	31	29	53
销售人员数量 (人)	95	195	220	98	160	27
营收 (百万元)	2931	1804	3217	860	2451	688
营收 YOY	18%	-6%	36%	25%	68%	10%
归母净利润 (百万元)	509	-1518	1140	80	469	157
归母净利润 YOY	-57%	-282%	39%	270%	32%	1%

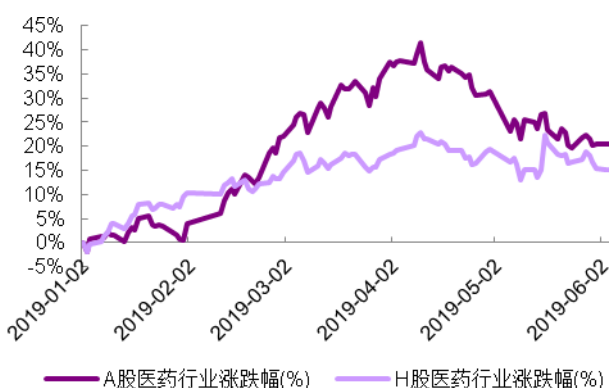
资料来源：各公司年报、光大证券研究所

3.1、港股医药：相对滞涨，更具性价比

1) H 股与 A 股医药走势与估值差在扩大，配置价值凸显

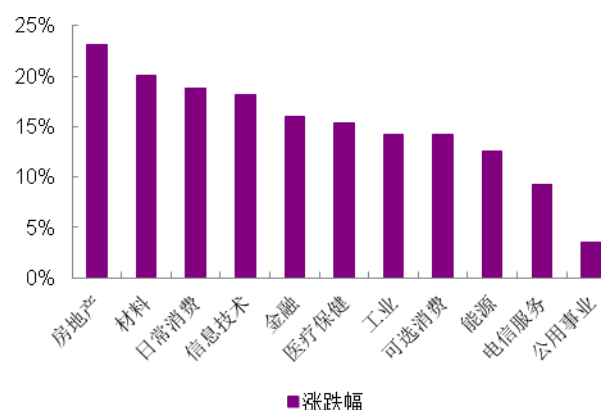
H 股与 A 股医药走势差扩大。2019 年 1 月以来，A 股医药板块整体涨幅 20.4%，而港股医药板块整体涨幅仅 15.1%，两地走势差距于 4 月达到高点后一度缩小，目前仍有差距。在港股各个二级子行业中，医疗保健行业年初以来涨幅处于 11 个行业中的第 6 位。

图 54：19 年以来 A 股与 H 股生物医药行业涨跌幅比较



资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截止 19.6.6）

图 55：医疗保健在港股各二级行业中涨幅居中

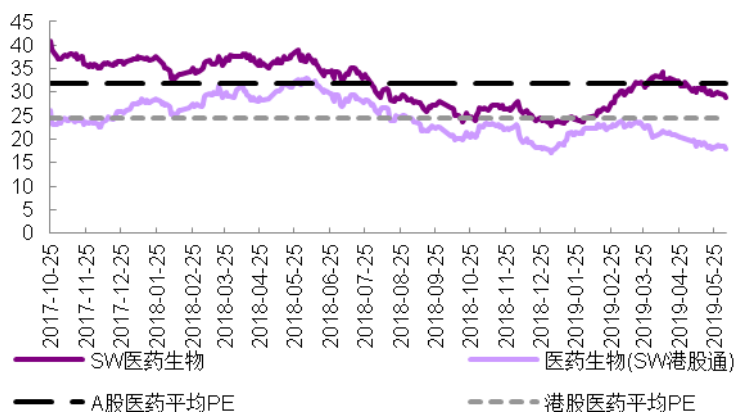


资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截止 19.6.6）

整体来看，A 股医药板块估值明显高于 H 股，且估值差在扩大。医疗保健行业细分子板块众多，估值方法也不尽相同，但 PE 估值为较为常用的估值方

法，且容易比对出 A 股与 H 股的估值水平差异。我们以港股通的 36 家医药公司和 A 股医药公司为全样本，17 年以来 A 股医药平均 PE（历史 TTM，整体法）为 31.9x，而 H 股医药平均 PE 为 24.6x，平均倍数为 1.3 倍。当前 A 股和 H 股医药公司 PE 分别为 29.5x 和 18.4x，A 股估值约为 H 股的 1.6 倍，接近历史高位，且 19 年年初以来估值倍数有扩大的趋势。

图 56：两地估值差扩大（历史 TTM，整体法）

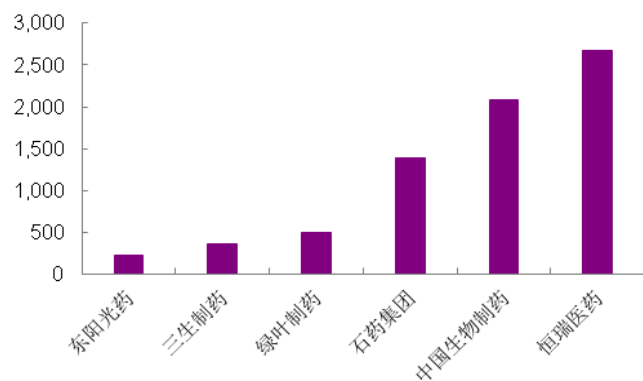


资料来源：Wind，光大证券研究所（股价截止 19.6.6）

2) 积极转型创新，企业研发比重稳中有升

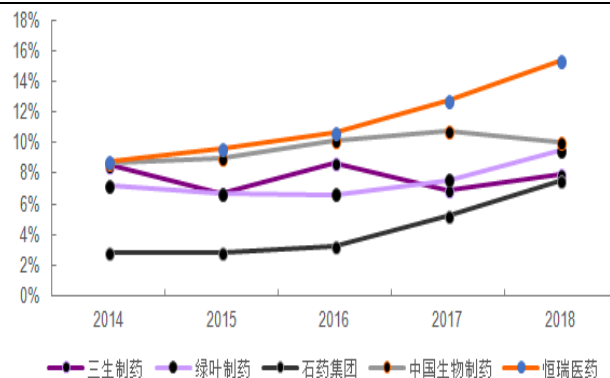
相较于 A 股，港股市场创新研发型企业比重更高，其中如研发投入较大的中国生物制药 18 年研发费用 20.9 亿元，同比增长 31%；石药集团研发费用 13.8 亿元，同比接近翻番。14 年以来主要药企的研发费用率不断提升，对于研发管线尤其是创新药的提前布局有望推动药企在仿制药竞争加剧的市场中形成核心竞争力，增强企业的长期成长性。

图 57：18 年研发型药企研发费用情况（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 58：研发型药企 14~18 年费用率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3) 企业微观盈利结构持续优化，创新型品种快速放量

个股层面来看，H 股两家传统制药龙头已进入创新药收获期，盈利结构持续优化。

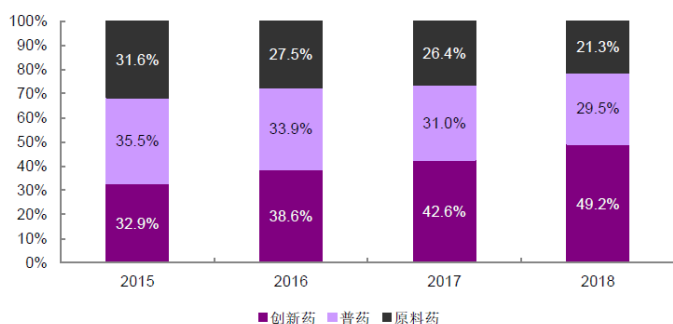
石药集团拥有创新药、普药、原料药三大业务板块，创新药占比不断提升，截至 19Q1 已占收入 53.7%。其中核心品种恩必普受益于终端下沉与学术推广，注射剂与胶囊剂型均保持强劲增长；肿瘤条线快速增长，新产品紫杉醇白蛋白进入放量期，肿瘤板块影响力逐步建立。研发投入处于行业领先水平，小分子与大分子新药梯队完善，内生与外延并重夯实管线。

中国生物制药多年根植于肝病领域，近年来业务拓展至抗肿瘤、镇痛、心脑血管、糖尿病等疾病领域。拉长时间维度看，公司传统肝病用药占比持续下降，受益于新产品安罗替尼、硼替佐米、来那度胺等相继上市放量，抗肿瘤等板块崛起迅速，19Q1 已占收入比重 19.8%。公司采取创仿并重的研发策略，19Q1 研发费用率已达 13.9%，19~21 年每年有望上市近 10 个新产品，有望支撑公司业绩持续增长。

医疗器械板块，威高股份高毛利产品占比不断提升，在品规众多的高附加值耗材品类中占据龙头地位。

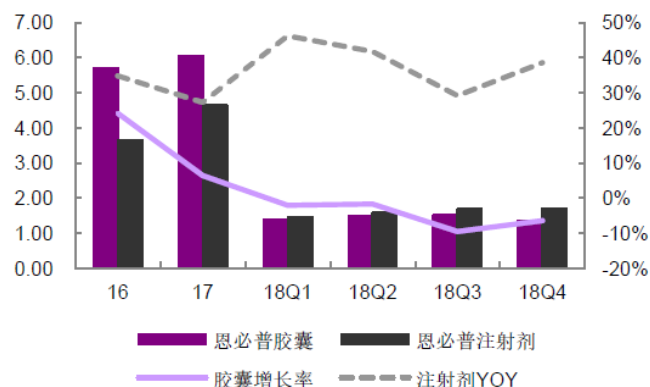
威高股份传统一次性输注耗材业务增长稳健（18 年利润贡献约 60%），能引领品规更新，预计保持稳定增长。此外，公司高附加值产品占比不断提升，具有长期投资价值。外延方面，爱琅新资产有望自 2020 年起带来弹性。

图 59：石药集团创新药占比不断提升



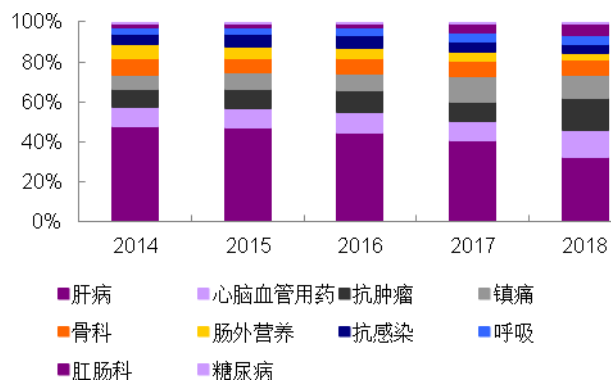
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 60：PDB 样本医院恩必普销售增长情况 (亿元)



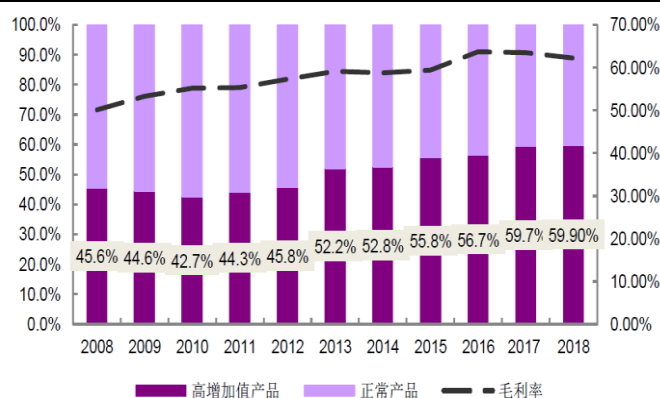
资料来源：PDB，光大证券研究所

图 61：中国生物制药传统肝病用药占比持续下降，抗肿瘤等板块崛起迅速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 62：威高股份高毛利产品占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

投资建议：建议关注研发能力与学术推广能力并重的龙头公司。

年初至今，港股医药相对 A 股明显滞涨，更具性价比，建议关注研发能力与学术推广能力并重的龙头公司。1) 研发能力强劲，助力公司加快转型创新；2) 叠加强劲的学术推广能力助推公司新品种的快速放量，综合来看，这类公司具备持续增长的动力，**推荐中国生物制药 (H)、石药集团 (H)、威高股份 (H)**，**建议关注三生制药 (H)、联邦制药 (H)**。

4、投资建议

新旧动能转换期，“大医保”时代下再平衡。我国医药已进入“大医保”时代，更加强调招采、医保环节职能的协同，带量采购正重塑价格机制。旧模式正在瓦解，新机制下利益正在逐步平衡。未来，带量采购影响将持续扩散，医保目录调整将实现动态化，医保支付标准调整、DRGs 都将推行，但万变不离其宗，所有的新政都旨在压缩单药的生命曲线，加速用药结构迭代升级。药企原先依赖的“抢仿模式”收益率迅速下降，唯有推陈出新才有未来。

回顾展望：凛冬下仍有常青树，静待春暖花开。带量采购导致医药板块在 2018 年 12 月以来的过去半年经历了大落大起。但实际上，直接受影响的化药板块公司数量在医药中占比不到 20%。过去半年，医药板块中仍有众多政策免疫且质地优质的公司具有明显的绝对和相对收益，其中 CRO、消费属性公司、药店等更是呈现板块性上涨。我们认为，带量采购全面推广为时尚早，且后续存在修正可能，耗材集采也难以像药品带量采购一样独家中标，医药板块最悲观时刻已过。更重要的是，医药行业是多元化的，仍有众多领域免疫政策扰动，值得关注。

投资主线：寻求新机制下的确定性机会。医药产业正处于新旧动能转换期，新机制下利益正逐步再平衡，虽然可能会有磨合过程，但方向已定，成长才是医药投资的核心主题。坚定看好“创新+升级”带来的确定性机会，包括四个方向：

- 1) 创新产业链：**我国创新药械产业正迎来收获，创新药+高端医疗器械+CRO 政策受益明显，重点推荐**康弘药业、迈瑞医疗、泰格医药**；
- 2) 消费属性：**医保控费免疫且受益消费能力提升的景气细分行业龙头，重点推荐**长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视**；
- 3) 边际改善：**政策扰动尘埃落定后，板块边际改善，重点推荐**益丰药房、大参林、金城医学、华兰生物**；
- 4) 优质港股：**年初至今，港股医药相对 A 股明显滞涨，更具性价比，重点推荐**中国生物制药 (H)、石药集团 (H)、威高股份 (H)**。

5、重点个股

5.1、康弘药业（002773）：全球创新，稳步推进

◆**康柏西普收入较快增长，利润占比大幅提升。**康柏西普 18 年收入 8.8 亿（同比+42%），推测 19Q1 保持 30% 以上较高增长。主要竞品阿柏西普今年大概率将通过谈判进入医保，但其国内定价已接近全球最低价，拜耳后续也并未有其他重磅眼科品种，大幅降价概率小。且该类品种渗透率仅 2%，提升空间巨大。18 年因诉讼计提约 8000 万管理费用，扣除此因素，康弘生物 18 年实际净利润 2.7 亿（同比+205%），预计生物药板块利润占比大幅提升。

◆**“新适应症+全球布局”稳步推进。**康柏西普的 DME 适应症已获批。后续有望纳入医保。此外，康柏西普 RVO 适应症正进行 3 期临床，国际多中心 3 期临床已在全球多地（包含中国在内）入组患者。2018 年全球 VEGF 眼科用药市场约 100 亿美元，我们预计 2025 年左右康柏西普海外有望抢占 5-10% 份额。

◆**业务结构持续优化，传统药品仍处营销改革镇痛期。**公司 17 年进行了分线营销改革，并加强费用控制，影响显著。传统板块 18 年收入 20.3 亿，净利润 4.89 亿，分别同比-6%、-12%。17 年人员调整导致 18 年传统板块收入下滑，18H2 已经回升，化药板块收入 18H1 和 H2 同比增速为 4%、12%，中成药为-27%、-14%。推测 19Q1 延续 18 年增速，化药 0-5% 增长，中成药 15-20% 下滑，增速较低原因在于 18Q1 基数较高，19Q2 有望提速。

◆**盈利预测与估值：**康柏西普进入医保快速放量期，新适应症和海外市场将逐步拓展，长期前景广阔。我们维持 19-21 年归母净利润预测为 9.0、11.2、13.9 亿元，考虑转增股本，我们下调 19-21 年 EPS 预测为 1.03/1.27/1.58 元，同比增长 30%/24%/24%，现价对应 19-21 年 PE 为 33/27/22 倍，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**诉讼风险；生物药放量不及预期；研发风险；传统药下滑。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,786	2,917	3,294	3,817	4,379
营业收入增长率	9.70%	4.70%	12.92%	15.88%	14.73%
净利润（百万元）	644	695	902	1,115	1,386
净利润增长率	29.68%	7.88%	29.74%	23.64%	24.32%
EPS（元）	0.74	0.79	1.03	1.27	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.18%	17.02%	18.61%	19.59%	20.56%
P/E	47	43	33	27	22
P/B	8.5	7.4	6.2	5.3	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.2、迈瑞医疗（300760）：器械龙头，强者恒强

◆**平台化、高端化、全球化的医疗器械龙头。**迈瑞成立于 1991 年，成立之初就专注于医疗器械的研发、生产和销售。在 28 年的发展历史中，迈瑞持

续进行三个维度的拓展：平台化、高端化、全球化。目前，迈瑞已经布局了生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大类产品，在境外地区的超过 30 个国家设有 39 家子公司。18 年，迈瑞收入和归母净利润分别达到 138 和 37 亿，同比增速分别为 23% 和 44%。其中海外市场贡献了 43% 的收入。19Q1 公司实现收入 39.1 亿、归母净利润 10.1 亿，分别同比增长 21% 和 25%，继续保持稳健增长。

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

◆ **充分受益器械下沉+进口替代。** 14 年以来，中国医学装备协会共组织过 5 批优秀国产医疗器械遴选工作，入选品种在各地基层医院的招采中可享受倾斜。迈瑞的血球分析仪、生化仪、超声、麻醉剂、呼吸机、化学发光仪等主力产品均入选。三级医院仍占据一半以上市场，目前主要由外资占据。公司 18 年研发投入 14.2 亿，同比增长 26%，在内资上市公司中优势明显，正逐步实现技术突破，进口替代正当时，如监护仪 (N 系列)、超声 (昆仑系列)、血液分析 (太行系列)、化学发光等。

◆ **盈利预测与投资评级：**公司作为完成全球化布局的医疗器械龙头，高端化、平台化稳步推进，地位十分稳固，远期空间大。我们维持 19-21 年 EPS 预测为 3.78/4.52/5.47 元，分别同比+23%/20%/21%，对应 19-21 年 PE 为 39/33/27 倍，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**贸易摩擦风险；汇率波动风险；产品放量低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,174	13,753	16,594	19,860	23,611
营业收入增长率	23.72%	23.09%	20.65%	19.68%	18.89%
净利润 (百万元)	2,589	3,719	4,592	5,501	6,651
净利润增长率	61.78%	43.65%	23.47%	19.79%	20.91%
EPS (元)	2.13	3.06	3.78	4.52	5.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.11%	24.54%	24.78%	24.28%	24.05%
P/E	70	49	39	33	27
P/B	27.4	11.9	9.8	8.0	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.3、泰格医药 (300347)：立足国内，放眼全球

◆ **前瞻布局，终成国内临床 CRO 龙头。** 公司成立于 2004 年，在成立初期

就根据 GCP 和 ICH-GCP 的规范要求,建立了全面的临床试验标准操作规程 SOP。公司的高标准要求,使其充分受益于 08 年之后开始的外资药企中国区临床浪潮,逐步成长为国内临床 CRO 龙头。2018 年其收入和归母净利润为 23 亿、4.7 亿,分别同比增长 36%、57%。19Q1 公司实现收入 6.1 亿、归母净利润 1.46 亿,分别同比增长 29%和 52%,继续保持较高高速增长。

◆**订单充足+股权激励考核高要求,业绩有望持续较高增长。**临床 CRO 在国内研发投入大潮下,行业将持续高景气,泰格的订单十分充足。18 年新增合同 33 亿,年底在手合同高达 37 亿,分别同比增长 36%、33%。股权激励考核要求 19 年净利润增长不低于 40%。如果剔除 19 年新增 3300 万股股权激励费用因素,实际 19 年净利润要求增长超 45%,彰显发展信心。

◆**全球化布局+投资业务,打开远期成长空间。**近年来,公司通过海外收购(韩国 DreamCIS、美国 BDM 等)、设立海外子公司(日本、新加坡、加拿大等)等方式,逐步建立了 13 个海外办事处。随着内资创新药企开展全球多中心临床,泰格极有可能携手走向全球。公司通过 CRC 和数据统计业务,已经与众多外资药企建立联系,已经初步具备了承接全球多中心临床试验的能力。另外,公司投资业务储备丰富,已参股投资近 100 家创新医药企业。18 年实现 1.2 亿投资收益,同比增长 128%。19Q1 实现 4300 万投资收益,19 年全年有望达 1.5 亿。全球化布局和投资业务,打开了公司的远期成长空间。

◆**盈利预测与投资评级:**公司作为国内临床 CRO 龙头,充分受益国内创新大潮。我们维持 19-21 年 EPS 预测为 1.38/1.85/2.43 元的预测,分别增长 46%/34%/31%,现价对应 19-21 年 PE 为 43/32/24 倍,维持“买入”评级。

◆**风险提示:**一致性评价进度不及预期;企业研发投入不及预期;竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,687	2,301	2,986	3,873	4,970
营业收入增长率	43.63%	36.37%	29.78%	29.71%	28.34%
净利润(百万元)	301	472	690	925	1,216
净利润增长率	114.01%	56.86%	46.11%	34.01%	31.47%
EPS(元)	0.60	0.94	1.38	1.85	2.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.02%	17.69%	20.20%	22.44%	24.10%
P/E	99	63	43	32	24
P/B	11.9	11.1	8.7	7.2	5.9

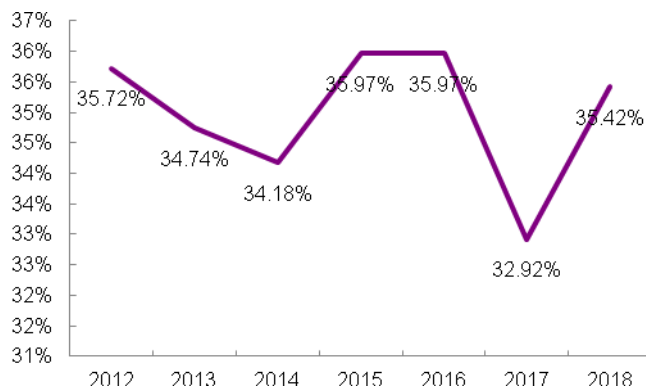
资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.4、长春高新(000661):生长激素龙头优势不断强化

◆**18 年报及 19Q1 业绩连续超预期:**公司 2018 年分别实现收入与净利润 53.75 亿元(+31.03%)、10.06 亿元(+52.05%);19Q1 实现收入与净利润 17.75 亿元(+72.07%)、3.65 亿元(+73.67%)。其中核心子公司金赛药业 2018 年收入 32 亿(+53%),净利润 11.32 亿(+65%);19Q1 在竞争对手缺货的背景下,我们推测金赛收入 11.8 亿(+69%),净利润 4.4 亿(+76%),业绩接连超预期,展现强劲增势。金赛销售净利率重回 35%以

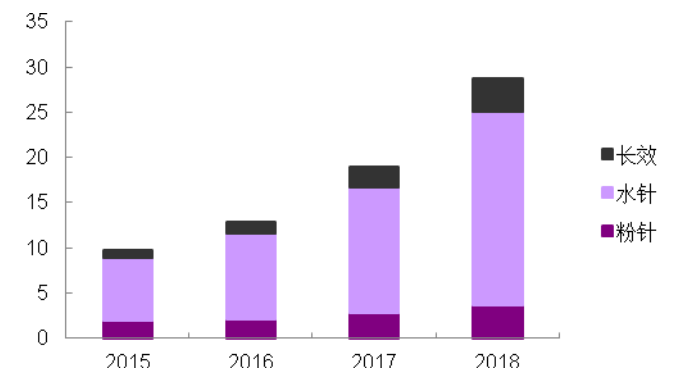
上。另外，百克疫苗 19Q1 由于批签发略受影响，形成拖累，预计下半年有望改善。

图 63：金赛净利润率回归 35%以上



资料来源：公司数据，光大证券研究所

图 64：测算的 15-18 年金赛生长激素剂型构成（亿元）



资料来源：公司数据，光大证券研究所测算

◆**治理结构获突破，业绩与估值有望“双升”**：长期以来公司受治理结构掣肘，存在估值折价。为理顺机制，充分释放管理层活力，公司拟通过换股方式实现金赛药业总经理金磊先生以其持有金赛药业股权全部换成上市公司股权。目前换股方案已落地，金赛药业评估价值 191 亿元，对应 18 年金赛业绩 11.3 亿元静态估值 17 倍。金赛药业拟发行股份 51.87 亿元（2986 万股）、可转债 4.5 亿元，并配套融资不超过 10 亿元。业绩承诺 2019-2021 年同比增速比低于 38%/25%/19%。金赛收购价格相比于长春高新二级市场估值存在明显折价，完成换股后，一方面金赛对上市公司业绩贡献增厚利好上市公司股东，另一方面实现股东和管理层利益一致性，打开长期发展空间，有望实现估值提升。

◆**未来新品种+国际化战略**：市场过去主要担忧的单一大品种和研发管线缺乏问题，换股完成后有望解决，疫苗与单抗领域的创新研发将继续推进。公司 18 年研发继续加码，研发投入 3.96 亿元，同比增长 13.56%。在研产品中进度最快的鼻喷流感疫苗处于报产阶段，有望今年获批；带状疱疹疫苗准备开展 3 期临床；重组人生长激素的特发性矮小适应症即将进入 3 期临床；安沃泰克（冰岛合资公司）的阿达木单抗项目进度超预期，国外已经进入 3 期临床，即将启动国内注册申报；瑞宙生物（高新与百克各持有 40%、10%）的 20 价肺炎结合疫苗和 23 价肺炎多糖疫苗研发进度国内领先；未来 3-5 年公司将重点培育新的利润增长点和加快国际化步伐。

◆**盈利预测与估值**：维持预计 19-21 年净利润（换股前）13.53/17.83/23.36 亿元，EPS 7.95/10.48/13.73 元。估算换股后备考净利润 18.8/25.47/33.21 亿元，根据目前方案，换股后 EPS 9.4/12.7/16.6 元（18 年按年化并表），当前股价对应 19-21 年 PE 为 31/23/18X（换股后）。当前估值具有吸引力，换股完成后有望迎来业绩与估值双升，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：竞争加剧；经济下行影响高端消费

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,102	5,375	7,218	9,316	11,669
营业收入增长率	41.58%	31.03%	34.29%	29.06%	25.26%
净利润 (百万元)	662	1,006	1,353	1,783	2,336
净利润增长率	36.53%	52.05%	33.96%	32.25%	30.99%
EPS (元)	3.89	5.92	7.95	10.48	13.73
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.96%	19.01%	20.78%	22.04%	22.93%
P/E	75	50	37	28	21
P/B	11.3	9.4	7.7	6.2	4.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日 (上述文字表述根据目前披露《报告书 (草案)》测算, 盈利预测表等待换股实施股权交割完毕后作调整。)

5.5、安科生物 (300009) : 走出低点, 逐季向好

◆**产能瓶颈逐步解决, 有望逐季向好。**由于受生长激素 GMP 认证影响, 18Q4 归母净利润 0.32 亿, 同比下滑 63%, 是业绩低点。19Q1 净利润 0.66 亿, 同比+11%, 开始逐步恢复。虽然当前产能接近饱和, 公司正在通过排班调整和技改提高现有产能利用率, 最高可达 50%。老厂改造的新增 5 万吨产能 (原 2.2 万吨) 有望于 19Q4 投产, 彻底解决未来几年高增长的产能瓶颈。

◆**4 月增长良好, 水针即将获批。**19 年 1-3 月生长激素粉针基本持平, 4、5 单月分别同比增长 44%、55%, 推测 H1 生长激素收入增速将达到 20%, 并逐季加快增长, 全年看生长激素有望增长 30% 以上。预计水针有望在 6 月底前获批, 长效有望 19 年下半年报产。水针、长效上市后, 有望增强公司在生长激素领域的竞争力, 同时产品迭代升级进一步提升公司盈利水平。

◆**精准医疗产业链布局有序推进, 即将进入收获期。**Her-2 单抗、VEGF 单抗均处于 3 期临床; CAR-T 有望于 19 年申报两个新靶点; PD-1 即将开展临床研究; 未来公司的创新研发领域将不仅限于生长发育、辅助生殖领域, 逐渐向抗肿瘤 (抗体与免疫治疗)、肝病、心脑血管、骨科领域不断延伸。

◆**盈利预测与估值:** 维持预测 19-21 年 EPS 为 0.33/0.44/0.58 元的预测, 同比增长 33%/31%/32%, 现价对应 19-21 年 PE 为 47/35/27 倍。维持“买入”评级。

◆**风险提示:** 生长激素扩产不达预期; 水针获批不达预期。

表 27: 截至 2018 年末安科生物在研重磅品种及进展

产品名称	公司	适应症	研发进展	预计获批时间
替诺福韦片剂	安科恒益	HBV、HIV 感染	已获生产批件	2018 年底
生长激素水针	安科生物	儿童生长激素缺乏症、重度烧伤	三证合一已完成	2019 年中
长效干扰素	安科生物	慢性乙型、丙型肝炎	已完成 I 期临床研究	2020 年后
长效生长激素	安科生物	儿童生长激素缺乏症、重度烧伤	完成 III 期临床研究, 准备报产	2020 年
生长激素特发性矮小适应症	安科生物	不明原因身材矮小	正在开展临床研究	2020 年
HER-2 单抗	安科生物	HER2 高表达的转移性乳腺癌	即将完成 III 期临床研究	2020 年
VEGF 单抗	安科生物		正在开展 III 期临床研究	2021 年
KGF-2 (1 类新药)	新生源	治疗浅度烧烫伤	正在开展 III 期临床研究	2021 年

CAR-T (CD19、CD-NK)	博生吉安科	血液肿瘤和实体肿瘤	已申报临床获受理, 正在补充材料	2020 年后
CAR-T (CD7、CD20)	博生吉安科	血液肿瘤和实体肿瘤	临床前, 即将申报临床	2020 年后
PD-1	礼进生物	肿瘤	即将开展临床研究	2020 年后
肿瘤靶向基因-病毒	元宋生物	肿瘤	临床前	2020 年后
比伐卢定	安科生物	凝血酶抑制剂	中试	2021 年后
依替巴肽	安科生物	血小板抑制剂	工艺质量研究	2021 年后
特利加压素	安科生物	消化道出血	中试	2021 年后
特立帕肽	安科生物	骨质疏松	工艺质量研究	2021 年后

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

业绩预测和估值指标

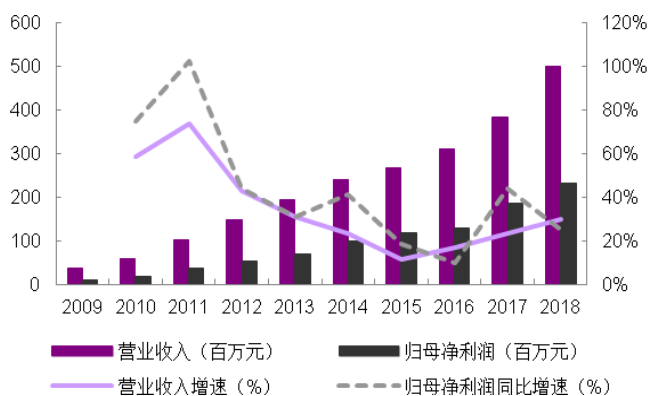
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,096	1,462	2,003	2,501	3,150
营业收入增长率	29.09%	33.32%	37.04%	24.88%	25.94%
净利润 (百万元)	278	263	350	460	607
净利润增长率	40.77%	-5.25%	33.14%	31.26%	32.00%
EPS (元)	0.26	0.25	0.33	0.44	0.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.55%	13.70%	15.99%	18.58%	21.29%
P/E	56	60	47	35	27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.6、我武生物 (300357)：脱敏治疗龙头，畅享新蓝海

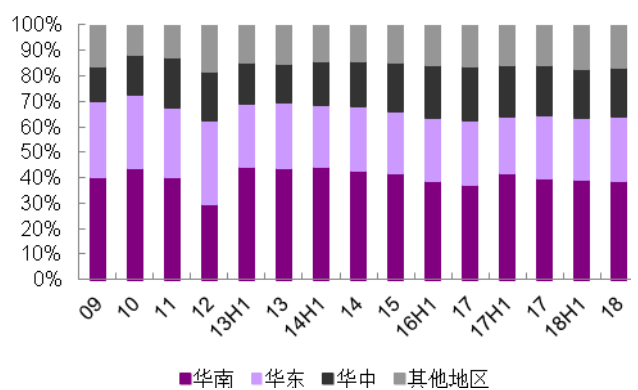
◆公司作为国内脱敏领域的优质稀缺公司。其核心产品粉尘螨滴剂是目前国内唯一获批的舌下含服脱敏药物。国内已上市的丹麦 ALK 公司的屋尘螨变应原制剂、德国 Allergopharma 的螨变应原注射液均为注射药物。脱敏治疗国内竞争格局十分良好，不论是进口注册还是国内申报仿制难度都较大，后续新进入者极为有限。2015-2018 年公司主产品粉尘螨滴剂产品销售增速由 12% 逐年提升至 31%，销售额由 2.6 亿增至 4.9 亿，占营收的 99%；2019Q1 粉尘螨滴剂同样保持了 30% 左右的高增长，业绩略超市场预期。

图 65：2009-2018 我武生物收入净利润增长情况



资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图 66：我武生物目前销售主要集中在南方地区



资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

◆公司当前阶段近似于 2016 年前的长春高新，处在“S”型增长曲线的初期。与生长激素类似，公司同样属于不受医保政策影响得医疗消费属性标的，正

处于产品渗透率低，但增速加快的阶段，类似于 2016 年前的长春高新。发展逻辑类似于生长激素 16 年至今：“受教育”的临床医生队伍的扩大、价格较人均收入降至合理消费水平、适应症拓展和患者依从性提升等。如前文表 18 中数据统计，全国过敏性患者 1 亿多人，目前治疗市场仅几十万人，一旦医患教育进入正循环，有望进入“S”型曲线的高速增长阶段。

◆“十年一剑”黄花蒿粉滴剂即将获批，北方空白市场有望打开。公司正打造脱敏产品集群，巩固脱敏市场龙头地位。其中最具看点的黄花蒿粉滴剂今年 4 月报产获受理，预计 2020 年获批。该产品临床耗时十年，护城河高。因过敏源“南方主尘螨，北方主蒿草”的特点，“黄花蒿粉滴剂”的上市有望打开北方空白市场。国内花粉过敏患者数量与尘螨相当，黄花蒿粉滴剂推广顺利有望再打造一个“我武”的市值。

表 28：我武生物重点在研产品

产品	适应症	类别	阶段	预计上市时间
屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	诊断因户尘螨引起的 1 型变态反应性疾病	诊断产品	获批上市	2019 年中
黄花蒿粉滴剂	蒿草过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘	治疗产品	申报生产获受理	2020 年
粉尘螨滴剂-适应症拓展	尘螨引起的特异性皮炎	治疗产品	3 期临床	2021 年
尘螨合剂	尘螨引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘	治疗产品	2 期临床	2021 年后
黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺相关产品	诊断因黄花蒿引起的 1 型变态反应性疾病	诊断产品	1 期临床	2021 年后

资料来源：公司公告、光大证券研究所

关键假设：

- 1、核心产品粉尘螨滴剂 19-21 年维持 30% 左右高增长；
- 2、黄花蒿粉滴剂 2020 年上市，参照粉尘螨滴剂上市初期放量节奏，2020-2021 年分别实现销售 1500、3500 万元；
- 3、户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒 2019 年上市，参照粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒上市初期放量节奏，2019-2021 年分别实现销售 20、60、100 万元。
- 4、管理费用率（剔除研发）维持在 7% 左右；
- 5、公司干细胞研究院的研发投入逐年上升，基本与收入增速匹配；
- 6、19-21 年新产品上市，销售费用率小幅上升 1-2 个百分点。

表 29：我武生物收入拆分预测表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	385.58	500.74	644.41	844.87	1112.24
YOY	23.55%	29.87%	28.69%	31.11%	31.65%
粉尘螨滴剂	377.98	494.69	638.15	823.21	1070.18
YOY	23%	31%	29%	29%	30%
黄花蒿粉滴剂	0	0	0	15	35
户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	0	0	0.2	0.6	1.0
其他	3.66	6.06	6.06	6.06	6.06

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

◆盈利预测与估值：预测公司 19-20 年 EPS 为 0.57/0.75/0.98 元，同比增长 28%/31%/31%。现价对应 19-21 年 PE 为 51/39/30X，与同样具有医疗消费属性的公司相比，公司当前估值处于合理水平。公司一季度业绩略超市场预期，目前大医院覆盖已接近完成，今年调整营销战略，更强调医院精耕

细作，新患增长有望上一个台阶。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：黄花蒿粉滴剂申报进展不达预期；干细胞研究不达预期。

表 30：可比公司估值

20190606 证券代码	公司名称	收盘价(元) (20190606)	EPS (元)				PE (倍)				PEG	总市值 (亿元)
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019	
300015.SZ	爱尔眼科	28.09	0.43	0.44	0.57	0.76	66	64	49	37	24.66	870
300009.SZ	安科生物	15.50	0.26	0.35	0.47	0.61	60	44	33	26	1.27	163
300595.SZ	欧普康视	33.85	0.98	0.72	0.97	1.31	35	47	35	26	-1.79	137
平均							53	52	39	30	8	
300357.SZ	我武生物	28.70	0.44	0.57	0.75	0.98	66	51	39	30	1.73	150

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（除我武生物外，其余公司 EPS 为 wind 一致预期，股价时间为 2019 年 6 月 6 日）

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	386	501	644	845	1,112
营业收入增长率	23.55%	29.87%	28.69%	31.11%	31.65%
净利润（百万元）	186.10	232.88	299.18	390.07	510.64
净利润增长率	44.04%	25.14%	28.47%	30.38%	30.91%
EPS（元）	0.36	0.44	0.57	0.75	0.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.23%	24.02%	25.02%	26.31%	27.43%
P/E	83	66	51	39	30
P/B	19.2	15.9	12.9	10.3	8.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.7、欧普康视（300595）：寻找下一个长春高新

◆欧普康视经营具备核心竞争力的中国特色医疗消费品——角膜塑形镜

角膜塑形镜行业进入壁垒高，目前仅两家大陆国产，其余品牌均为进口，目前来看三年内有其他国产厂家获批上市的可能性较小。其次，欧普康视也是国内销售渠道能力最强的厂家，特别是公司是唯一一家能在县级等基层渠道铺货推广的厂家。最后，欧普康视视光产品组合齐全，包括角膜塑形镜梦戴维及其升级高端产品 DreamVision；普通 RGP 日戴维及其升级产品 DVGP；多元化的冲洗液和深度清洁液等周边产品。

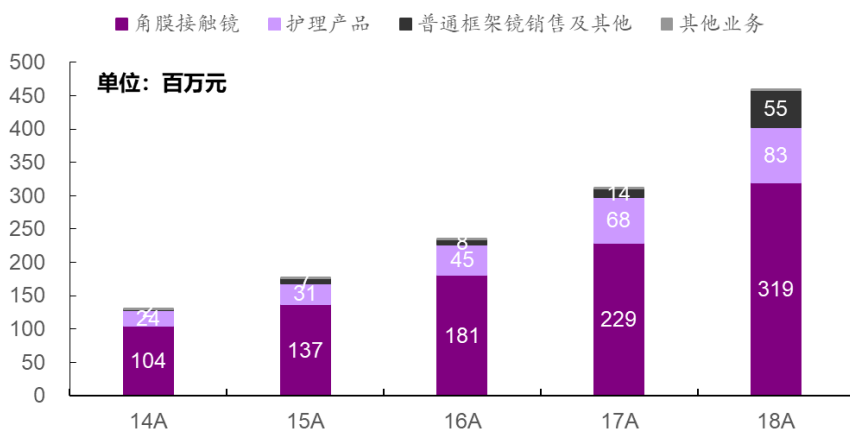
表 31：各品牌角膜塑形镜产品对比

企业	品牌	适用范围	材料	镜片设计	透氧量	透射比	湿润角	有效期限
欧普康视	梦戴维（中国大陆）	近视度数-0.50D~-6.00D，散光度数 1.50D 内	BOSTON XO	VST 设计	100	≥ 88%	49° ± 15%	2016.01.26-2021.01.25
爱博诺德	普诺瞳（中国大陆）	近视度数-1.00D~-4.00D，散光度数 1.75D 内		VST 设计	125			2019.03.25-2024.03.24
亨泰光学	亨泰（中国台湾）	近视度数-4.0D 内，散光度数 1.50D 内	BOSTON EQUALENS II	VST 设计	90	>77%	49° ± 15%	2016.01.26-2021.01.25
EUCLID	欧几里德（美国）	近视度数-5D 内，散光度数 1.5D 内	BOSTON EQUALENS II	VST 设计	>90	>80%	36° ± 15%	2016.01.26-2021.01.25
E&E Optics	易安易（美国）	≤ 500 度夜戴配戴，≥ 525 度日戴配戴	BOSTON XO	VST 设计	100	>89%	49° ± 15%	2009.08.17-2013.08.16
C&E GP	Essence（菁）	近视范围-1.00D~-3.00D，	PARAGON	VST	75	>87%	42°	2016.01.26-

Specialists	视) (美国)	散光范围 0~-1.50D		设计					2021.01.25
Paragon VISION SCIENCES	CRT (美国)	近视度数-4.0D 内、散光度 1.5D 内	PARAGON	CRT 设计	75	>79%	42°		2016.12.23-2021.12.22
LUCID	露晰得 (韩国)	近视度数-5D 内, 散光度数 2D 内	BOSTON XO	VST 设计	>100	>87%	49° ± 15%		2016.01.26-2021.01.25
株式会社アルファコーポレーション	阿途发 (日本)	近视度数-1D~-4D, 散光度数 1.0D 内	BOSTON EM	VST 设计	104	≥ 81%	35° ± 15%		2016.05.04-2021.05.03
Procornea Nederland	Dream Lite (荷兰)	近视度数-0.75D~-4.5D, 散光度数 1.5D 内	BOSTON XO	VST 设计	100	>76.9%	49° ± 15%		2017.07.31-2022.08.01

数据来源: 国家药品监督管理局、光大证券研究所

图 67: 欧普康视收入结构变化情况



资料来源: 欧普康视招股书、年报, 光大证券研究所

◆欧普康视可对标长春高新的成长逻辑

和生长激素一样, 角膜塑形镜也受益于“少子化”下子女教育和健康投资奢侈化的消费升级浪潮; 使用上同样存在青少年的年龄时间窗口, 存在家长受经济波动延迟投资的可能性; 渗透率依然较低, 角膜塑形镜行业本身的增长是最大的成长驱动因素。和长春高新一样, 国内眼科医师和家长的市場教育就是由产品生产商主导的 (特别是行业低迷期时); 欧普康视目前有常规产品 (梦戴维) + 升级产品 (DreamVision) 组合, 同时存在渗透率提高+产品升级换代逻辑。

◆欧普康视成长驱动力: 行业增长+产能提升+渠道扩张+组合营销放量

角膜塑形镜行业增长 30%且可持续 2~3 年; 解除产能瓶颈, 从 22 提升至 47 万片/年; 16~18 年设立和收购 21 个经销渠道子公司, 渠道扩张加速放量; DreamVision 高端产品加快推广放量; 周边产品组合营销放量。

◆盈利预测假设:

- 因近视防控政策推行提升校园筛查率, 同时产能瓶颈释放和经销渠道并表加速放量以及 DreamVision 高端产品放量, 核心产品角膜塑形镜收入增速假设为 35%;
- 日戴维保持稳定增长, 约 18%;
- 护理产品跟随角膜塑形镜放量, 增速提升至 25%;

- 普通框架镜及其他产品销售因渠道并表实现 40~60% 的快速增长；
- 毛利率在渠道并表影响下提升 3pp 左右，但管理费用率和销售费用率也因渠道并表分别提升 1.2pp 和 0.7pp。

表 32：欧普康视收入拆分预测表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收合计	312	458	623	841	1,127
1、角膜塑形镜（梦戴维、DreamVision）	221	310	419	565	763
2、普通角膜接触镜（日戴维）	8	9	11	13	15
3、护理产品	68	83	104	130	163
4、普通框架镜销售及其他	14	55	88	132	185
5、其他主营	0	1	1	1	1
营收同比增长	32.6%	47.1%	35.8%	35.1%	34.0%
1、角膜塑形镜（梦戴维、DreamVision）	26.6%	40.2%	35.0%	35.0%	35.0%
2、普通角膜接触镜（日戴维）	19.8%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
3、护理产品	51.4%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
4、普通框架镜销售及其他	66.4%	296.1%	60.0%	50.0%	40.0%
5、其他主营	10.0%	78.8%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：欧普康视年报和招股书、光大证券研究所预测

◆投资建议：寻找下一个长春高新，首次覆盖，“增持”评级

预测公司 19~21 年 EPS 为 0.75/1.00/1.34 元，现价对应 19~21 年 PE 为 45x/34x/25x。选取同为具备国内消费升级或不受医保控费政策压制的特色医疗器械或制药公司为可比公司，包括健帆生物（血液灌流行业龙头）、我武生物（脱敏剂行业龙头）、正海生物（再生医学领域龙头）和长春高新（生长激素龙头），根据 Wind 一致预测数据，可比公司 19 年平均 PE 为 42 倍，19~21 年平均净利润复合增速为 30%，19 年平均 PEG 为 1.41，由于公司 19~21 年净利润复合增速高达 35%，相比可比公司景气度更高，应给予一定溢价。给予目标 19PEG 为 1.41，对应目标 19PE 为 49 倍，即目标价为 36.75 元。公司受益消费升级及国家重视近视防控的机遇，在行业高增长的基础上，公司 19~21 年还将迎来渠道扩张、产能释放、高端产品爬坡以及周边组合产品营销放量的增量利好。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 33：欧普康视及可比公司盈利预测和估值（股价截至 2019 年 6 月 6 日）

证券代码	公司名称	收盘价(元)		EPS(元)					P/E(x)			19~21EPS CAGR	19PEG
		2019/6/6	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
300529	健帆生物	55.15	0.97	1.30	1.71	2.22	57	42	32	25	32%	1.33	
300357	我武生物	28.70	0.45	0.57	0.75	0.99	64	50	38	29	31%	1.64	
300653	正海生物	53.35	1.07	1.36	1.72	2.13	50	39	31	25	26%	1.53	
000661	长春高新	292.65	5.92	8.05	10.61	13.59	49	36	28	22	32%	1.14	
	平均						55	42	32	25	30%	1.41	
300595	欧普康视	33.85	0.54	0.75	1.00	1.34	63	45	34	25	35%	1.28	

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：除欧普康视外，其他可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期

◆风险提示：角膜塑形镜竞争加剧导致产品降价；配镜处方销售不合规风险；医疗事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	312	458	623	841	1,127
营业收入增长率	32.60%	47.10%	35.82%	35.13%	33.96%
净利润 (百万元)	151	216	302	405	543
净利润增长率	32.29%	43.34%	39.48%	34.12%	34.18%
EPS (元)	0.37	0.54	0.75	1.00	1.34
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.74%	21.12%	23.03%	24.24%	25.25%
P/E	91	63	45	34	25
P/B	17.0	13.4	10.4	8.2	6.4

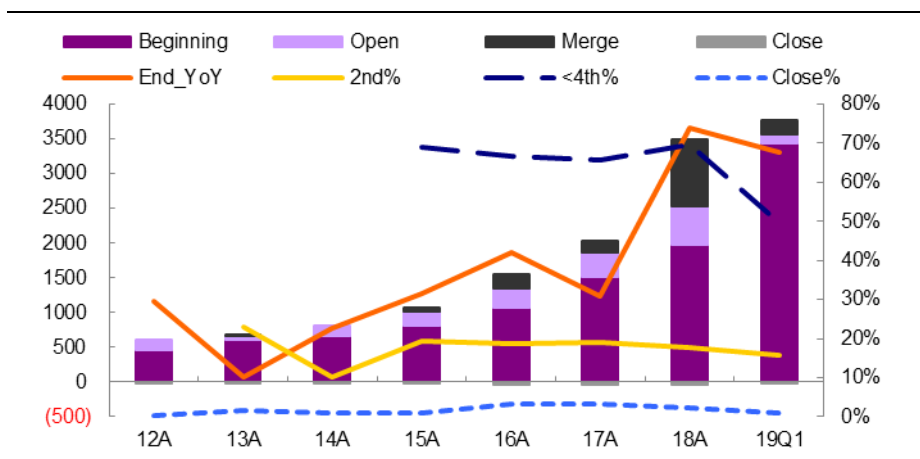
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 06 月 06 日

5.8、益丰药房(603939):快速扩店储备成长动能,2019年有望保持高增长

◆18年为益丰药房历史扩张最快的一年,19年强化整合保持高增长

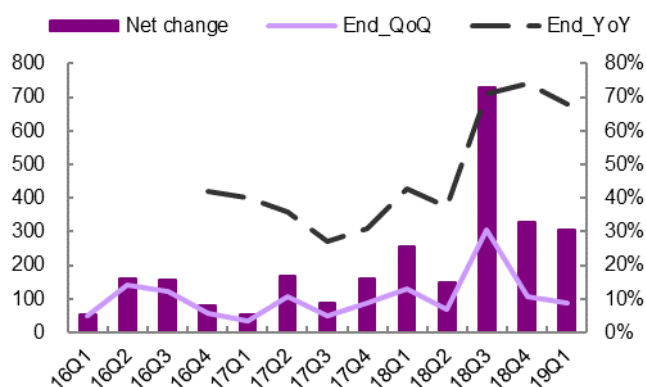
从门店数来看,公司18年净增直营门店1463家,期末门店数同比增长74%,其中新建546家,并购959家,新建/期初比和并购/期初比分别为28%和48%,自建和并购均相比17年明显提速。19Q1公司净增直营门店304家,其中新开131家,并购204家。19Q1并购多为18年签约项目的延续。由于18年公司扩张速度达到历史最高,特别是并购新兴药房切入河北市场为药店行业并购史上最大的一单,对公司经营的精力也存在一定的摊薄。我们判断,公司19年将会投放更多精力在自建扩张以及对18年并购标的的整合上,这也为公司的长期成长打下更好的基础。

图 68: 益丰药房门店扩张情况梳理 (截至 19Q1 期末)



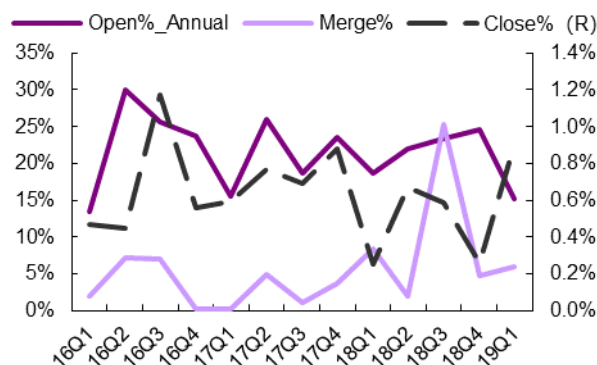
资料来源: 益丰药房财报, 光大证券研究所

图 69: 益丰药房单季度净增门店数及同比环比增长数据



资料来源: 益丰药房财报, 光大证券研究所

图 70: 益丰药房单季度新建、并购和关店比率

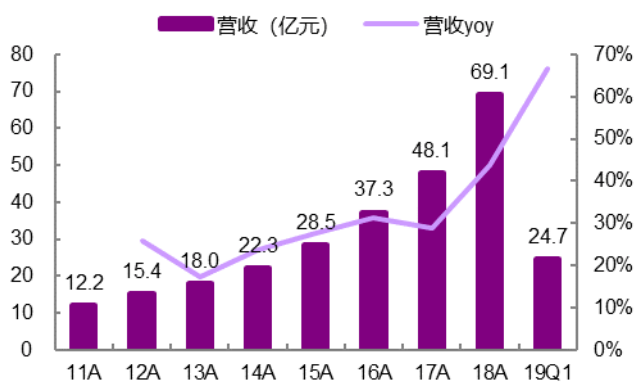


资料来源: 益丰药房财报, 光大证券研究所

◆并表和次新成熟支撑 19 年营收和净利润均高增长

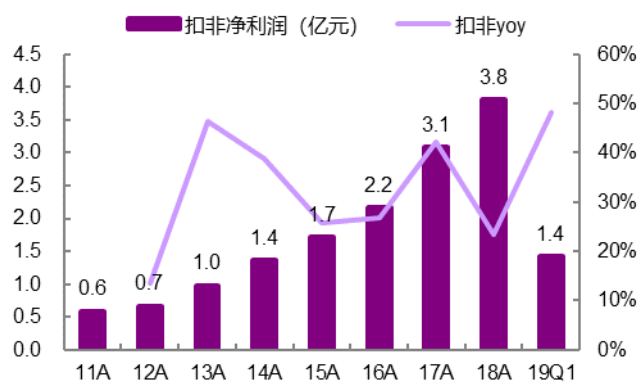
19Q1 公司实现收入 24.7 亿元, 同比增 67%, 估计并购贡献 36pp, 内生贡献 31pp; 归母净利润同比增 46%, 估计并购贡献 19pp (含并购贷款利息影响), 内生贡献 27pp, 内生贡献依然保持较高水平。公司并购贡献较高主要源于 18 年的大量并购, 而内生增长提速则主要来自药店行业竞争格局的优化: ①医保局严查骗保以及清查注册药师挂证压缩中小连锁和单体店生存空间, 利好大连锁; ②一级市场并购行情趋冷, 中小连锁通过快速开店促销做大销售以期高溢价退出的通道收缩, 促销难以为继, 对大型连锁药店的冲击也明显减弱。19 年公司将继续强化新员工专业服务培训, 用客户粘性更强的专业服务代替促销竞争策略, 预期 19 年人效、坪效等指标均会有较好的改善。

图 71: 益丰药房营收及其增长情况



资料来源: 益丰药房财报, 光大证券研究所

图 72: 益丰药房扣非净利润及其增长情况



资料来源: 益丰药房财报, 光大证券研究所

◆区域聚焦继续加强, 议价权有望继续提升

公司一直坚持区域聚焦的扩店策略, 以 12 年为截面看, 公司除了在湖南省占率位列前三, 其他进入的省份市占率均在 5 名开外。到 2018 年底, 公司已在湖南、湖北、江苏做到市占率第一, 上海和河北占率第二, 江西省占率第三, 其成功扩张的策略就是区域聚焦。从 18 年益丰在各地市占率看, 除湖南和上海, 多数省份市场市占率在 10% 以下, 仍有充足的布局空间。此外, 益丰在六大重点市场面临的竞争对手仅老百姓一家为以零售为核心的上市

公司，其余竞争对手均为未上市或不以零售为核心的国有医药公司，其市占率的提升潜力也较大。我们判断，公司 19 年仍会围绕湖南、江苏、湖北、上海、江西和河北等优势省份继续加密布局，获取更大的市占率和更强的渠道控制力。

表 34：益丰药房重点省份市场竞争格局梳理

2018 年益丰重点省份市场竞争格局情况（销售额均以含税销售计，单位：百万元）														
湖南省	销售额	市占率	湖北省	销售额	市占率	江苏省	销售额	市占率	上海市	销售额	市占率	江西省	销售额	市占率
益丰药房	2596	13.4%	益丰药房	1039	5.6%	益丰药房	1741	5.4%	上海医药	3699	34.2%	江西昌盛	1200	11.2%
老百姓	2455	12.6%	襄阳天济	990	5.4%	老百姓	1709	5.3%	益丰药房	1089	10.1%	黄庆仁栈	938	8.8%
株洲千金	880	4.5%	老百姓	552	3.0%	全亿健康	1600	5.0%	第一医药	792	7.3%	益丰药房	691	6.5%
怀化怀仁	786	4.0%	宜草堂	420	2.3%	南京医药	1412	4.4%	国大药房	750	6.9%	洪兴医药	400	3.7%
养天和	603	3.1%	用心人	368	2.0%	先声再康	1410	4.4%	健一网	625	5.8%	汇仁堂	300	2.8%
其他	12109	62.3%	其他	15029	81.7%	其他	24441	75.6%	其他	3851	35.6%	其他	7140	66.9%
合计	19429	100.0%	合计	18398	100.0%	合计	32313	100.0%	合计	10806	100.0%	合计	10669	100.0%
2017 年益丰重点省份市场竞争格局情况（销售额均以含税销售计，单位：百万元）														
湖南省	销售额	市占率	湖北省	销售额	市占率	江苏省	销售额	市占率	上海市	销售额	市占率	江西省	销售额	市占率
益丰药房	2116	11.3%	襄阳天济	861	5.2%	南京医药	1390	4.5%	上海医药	3216	30.9%	江西昌盛	1000	9.8%
老百姓	1974	10.6%	益丰药房	725	4.4%	益丰药房	1320	4.2%	第一医药	777	7.5%	黄庆仁栈	885	8.7%
株洲千金	766	4.1%	老百姓	480	2.9%	老百姓	1200	3.9%	益丰药房	725	7.0%	益丰药房	561	5.5%
怀化怀仁	555	3.0%	宜草堂	400	2.4%	先声再康	910	2.9%	国大药房	650	6.3%	洪兴医药	350	3.4%
养天和	524	2.8%	用心人	350	2.1%	健生源	790	2.5%	健一网	500	4.8%	汇仁堂	250	2.5%
其他	12765	68.3%	其他	13684	82.9%	其他	25490	82.0%	其他	4532	43.6%	其他	7154	70.1%
合计	18700	100.0%	合计	16500	100.0%	合计	31100	100.0%	合计	10400	100.0%	合计	10200	100.0%

资料来源：《中国药店》、商务部、各公司官网和公告，光大证券研究所估算

注 1：销售额优先采用上市公司公告数据，按“含税销售=报表不含税收入*1.17（2017 年），2018 年为*1.165”进行转换，其次采用《中国药店》、商务部等数据；注 2：销售额公司各省区销售额主要为当年并表数据；注 3：由于缺乏公开数据，暂未将高济医药等资本驱动快速并购的连锁药店集团数据考虑在内。

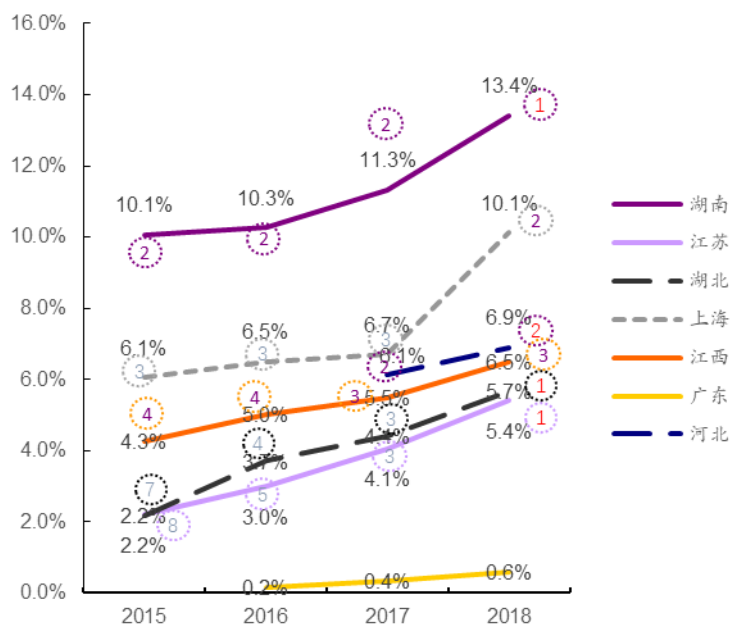
表 35：益丰药房河北省市场竞争格局梳理（单位：百万元，含税）

2018	销售额	市占率	2017	销售额	市占率
河北神威	1612	9.0%	河北神威	1231	7.1%
益丰药房	1227	6.9%	益丰药房	1059	6.1%
河北华佗	1210	6.8%	河北华佗	1000	5.8%
河北唐人	969	5.4%	河北唐人	915	5.3%
诚仁堂	588	3.3%	诚仁堂	588	3.4%
其他	12265	68.6%	其他	12507	72.3%
合计	17871	100.0%	合计	17300	100.0%

资料来源：《中国药店》、商务部、各公司官网和公告，光大证券研究所估算

注 1：销售额优先采用上市公司公告数据，按“含税销售=报表不含税收入*1.17（2017 年），2018 年为*1.165”进行转换，其次采用《中国药店》、商务部等数据；注 2：河北销售额数据采用石家庄新兴药房的全年销售数据

图 73：益丰药房各省份市占率呈现持续快速提升态势



资料来源：新康界，益丰药房财报，光大证券研究所

注：圆圈内数字为益丰在该省份市占率排名，各省份市场规模取新康界统计数据，为含税销售额，公司在各省份的销售规模由报表拆分的不含税销售额*1.17 可得

◆快速扩店储备成长动能，19 年有望保持高增长，维持“买入”评级

维持公司 19~21 年预测 EPS 为 1.53/2.02/2.66 元，现价对应 19~21 年 PE37/28/21 倍。公司 18 年快速扩张储备成长动能，公司收入和利润有望继续高增长，维持“买入”评级。

◆风险提示：并购整合不顺导致商誉减值；新建并购进度不达预期；华东地区医保门店获批进度低于预期；湖南省城乡居民医保个人（家庭）账户取消对门店销售冲击超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,807	6,913	10,377	13,178	16,836
营业收入增长率	28.76%	43.79%	50.11%	27.00%	27.76%
净利润（百万元）	314	416	576	763	1,002
净利润增长率	40.03%	32.83%	38.43%	32.31%	31.43%
EPS（元）	0.83	1.11	1.53	2.02	2.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.90%	10.26%	13.42%	16.25%	18.43%
P/E	69	52	37	28	21
P/B	6.8	5.3	5.0	4.6	4.0

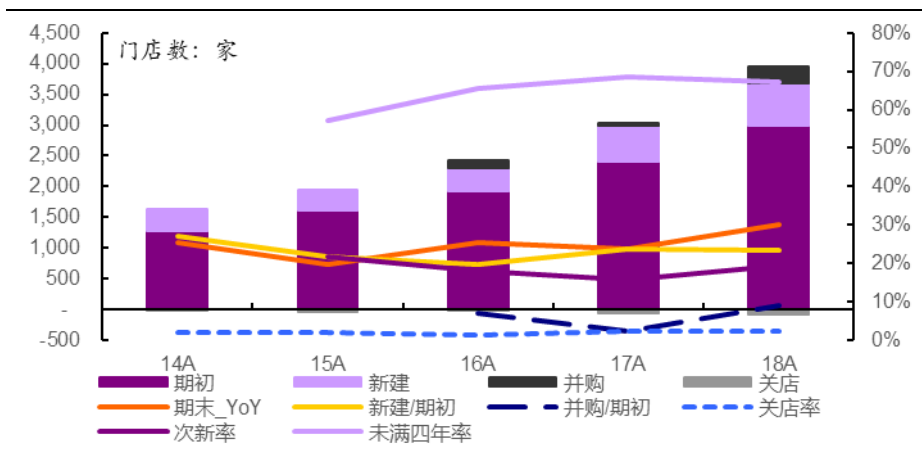
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

5.9、大参林 (603233)：次新转盈，并购提速，19 年或迎向上拐点

◆17~18 年快速开店为 19 年积累成长动力

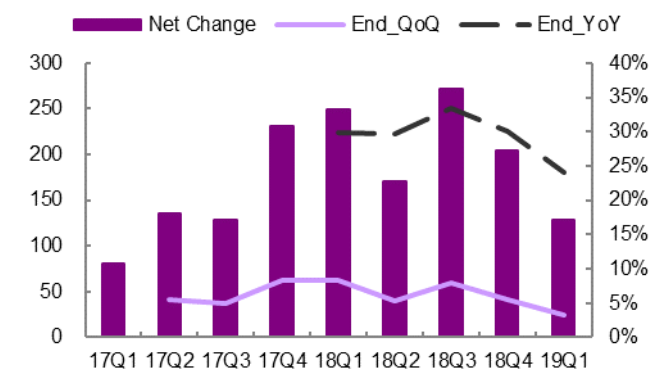
公司 17、18 年分别净增门店 576 和 895 家，到 18 年底期末门店数达 3880 家（仅直营）。从门店扩张角度看，17~18 年公司净增门店 1471 家，占到 18 年底期末门店数的 38%，其中自建门店 1352 家，并购仅 248 家，关店也仅 129 家。在经历培育期后，我们判断 19 年将是公司 17~18 年开设新店的集中转盈年。19Q1 公司净增门店 129 家，其中新建 104 家，并购 51 家，门店扩张速度略有放缓，预期随一级市场并购估值下行，19 年更多门店扩张会来自并购。

图 74：大参林门店数增长变化情况



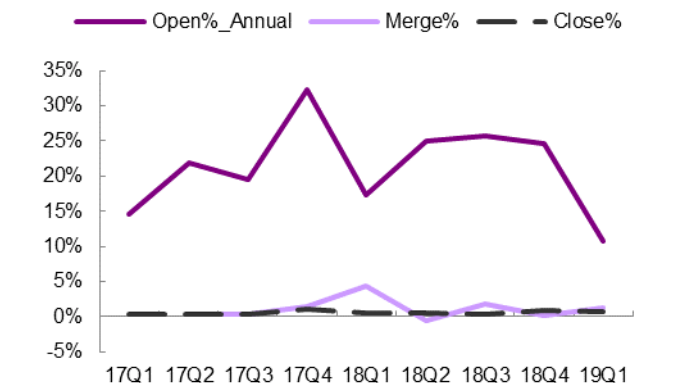
资料来源：大参林年报，光大证券研究所

图 75：大参林单季度净增门店数及同比环比增长数据



资料来源：大参林财报，光大证券研究所

图 76：大参林单季度新建、并购和关店比率



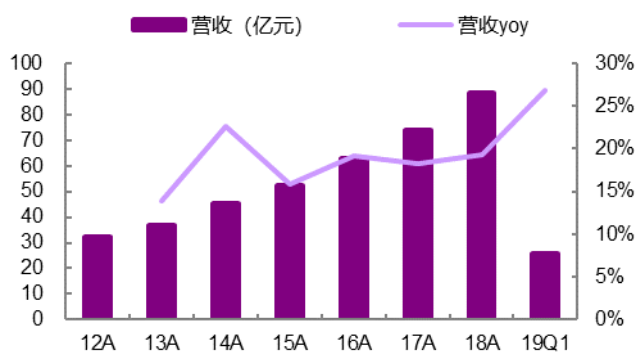
资料来源：大参林财报，光大证券研究所

◆老店增长、新店爬坡均快速改善，19Q1 营收和净利润均超预期

公司 19Q1 分别实现收入和扣非净利润为 25.8 亿元和 1.77 亿元，增速分别为 26.8% 和 27.6%，均超我们和市场预期，主要原因在于：1) 17~18 年新建的门店爬坡改善明显：公司 17~18 年自建门店合计多达 1352 家，由于处方药销售监管趋严等因素影响，18 年公司收入端并未体现出新店和次新

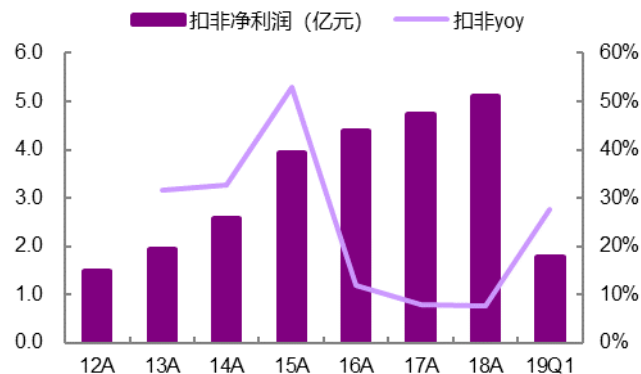
店销售爬坡应有的贡献，公司 18H2 起加大开店业绩考核，新店和次新店爬坡明显加快。**2) 老店增长超预期：**受益于 18Q4 起医保报销严监管以及药师挂证清查，不规范经营的中小连锁和单体店受冲击较为明显，公司 18Q4 以来的老店增长转暖延续至 19Q1。

图 77：大参林营收及其增长情况



资料来源：大参林财报，光大证券研究所

图 78：大参林扣非净利润及其增长情况



资料来源：大参林财报，光大证券研究所

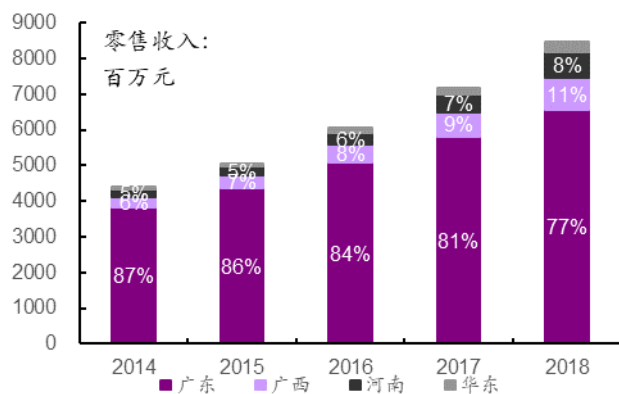
◆19 年已至业绩释放期，处方外流将贡献额外收入增量

2018 年公司虽然继续加快开店节奏，但收入端受到“药店凭电子处方销售”执行的影响，处方药消费顾客有一定的适应期，导致新店爬坡和老店处方药销售均受到短期冲击；公司因在 2018 年提前储备执业药师和加快处方药流转平台信息化系统建设，额外支出了较多的销售费用。我们判断 19 年以上压制收入和净利润的因素都将减少，公司将迎来收入和净利润均明显提速增长的一年。处方药方面，广西梧州模式在广西其他地市加快复制，目前已在全区所有地级市均布局有门店对接电子处方流转平台；广东省电子处方流转平台也日趋成熟，广州等地区将迎来处方药销售快速增长的阶段，预计 19 年处方外流将为公司贡献额外收入增量。

◆稳固广东龙头地位，广西河南快速加密

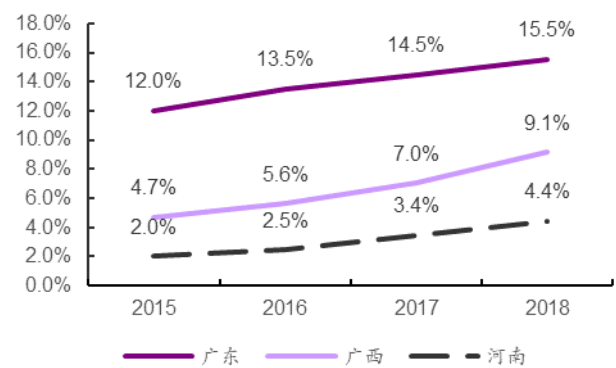
从区域分布来看，广东依然属于大参林的核心区域，18 年广东占零售营收比重高达 77%，但占比同比下滑 4pp，可见公司积极拓展省外业务进展。重点加密拓展的广西和河南市场分别占公司 18 年零售营收比重为 11% 和 8%，分别同比提升 2pp 和 1pp，两地营收分别同比增长 37% 和 37%，是公司省外的主要拓展区域。从广东、广西和河南省占率增长变化情况来看，公司在广东市场稳步拓展，在广西和河南的市占率则是快速提升状态，特别是广西市场，公司已成为仅次于地方龙头桂中大药房（柳药股份零售平台）的第二大药店。

图 79：大参林零售收入区域拆分 (14A~18A)



资料来源：大参林财报&招股书，光大证券研究所

图 80：大参林广东、广西和河南医药零售市占率情况



资料来源：新康界、大参林财报&招股书，光大证券研究所估算

表 36：大参林重点省份市场竞争格局梳理

2018 年大参林重点省份市场竞争格局情况 (销售额均以含税销售计, 单位: 百万元)								
广东	销售额	市占率	广西	销售额	市占率	河南	销售额	市占率
大参林	7624	15.5%	桂中大药房	1529	13.0%	高济医疗	2632	13.9%
康爱多	2502	5.1%	大参林	1081	9.2%	张仲景大药房	2250	11.9%
国药集团	1383	2.8%	老百姓	700	5.9%	大参林	833	4.4%
海王星辰	1320	2.7%	一心堂	669	5.7%	老百姓	400	2.1%
深圳中联	1163	2.4%	一心医药	650	5.5%	佐今明	378	2.0%
其他	35253	71.6%	其他	7171	60.8%	其他	12411	65.7%
合计	49245	100.0%	合计	11800	100.0%	合计	18904	100.0%
2017 年大参林重点省份市场竞争格局情况 (销售额均以含税销售计, 单位: 百万元)								
广东	销售额	市占率	广西	销售额	市占率	河南	销售额	市占率
大参林	6801	14.5%	桂中大药房	1015	9.1%	张仲景大药房	1795	10.1%
康爱多	1602	3.4%	大参林	787	7.0%	隆泰仁	612	3.5%
海王星辰	1200	2.6%	老百姓	650	5.8%	大参林	611	3.4%
国药集团	1111	2.4%	一心堂	603	5.4%	好一生	584	3.3%
深圳中联	1011	2.2%	一心医药	524	4.7%	老百姓	364	2.1%
其他	35176	75.0%	其他	7621	68.0%	其他	13734	77.6%
合计	46900	100.0%	合计	11200	100.0%	合计	17700	100.0%

资料来源：《中国药店》、商务部、各公司官网和公告，光大证券研究所估算

注 1：销售额优先采用上市公司公告数据，按“含税销售=报表不含税收入*1.17 (2017 年)，2018 年为*1.165”进行转换，其次采用《中国药店》、商务部等数据；注 2：销售额公司各省区销售额主要为当年并表数据；注 3：河南地区的隆泰仁、好一生均被高济医疗收购。

◆次新转盈，并购提速，19 年或迎业绩向上拐点，维持“买入”评级

维持预测 19~21 年 EPS 为 1.68/2.08/2.48 元。现价对应 19~21 年 PE 为 28/23/19 倍。次新转盈，并购提速，公司 19 年或迎业绩向上拐点，维持“买入”评级。

◆风险提示：新建并购进度不达预期；广东省处方流转平台的医院接入和实际处方流出进程低于预期；因竞争加剧河南新店销售爬坡低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,421	8,859	10,986	13,404	15,913
营业收入增长率	18.29%	19.38%	24.01%	22.01%	18.72%
净利润（百万元）	475	532	671	833	991
净利润增长率	10.41%	11.93%	26.22%	24.13%	18.96%
EPS（元）	1.19	1.33	1.68	2.08	2.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.25%	17.50%	19.34%	19.99%	19.85%
P/E	33	30	28	23	19
P/B	5.7	5.2	5.4	4.5	3.8

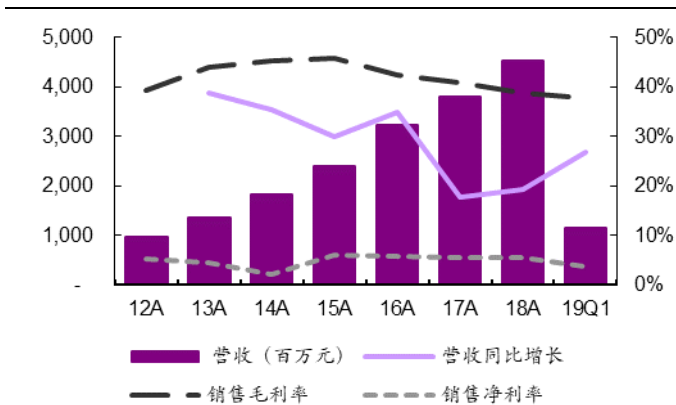
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月06日

5.10、金域医学（603882）：次新实验室业绩爬坡加速，19年或迎业绩拐点

◆金域医学是国内 ICL 行业领导者，市占率高达 30%

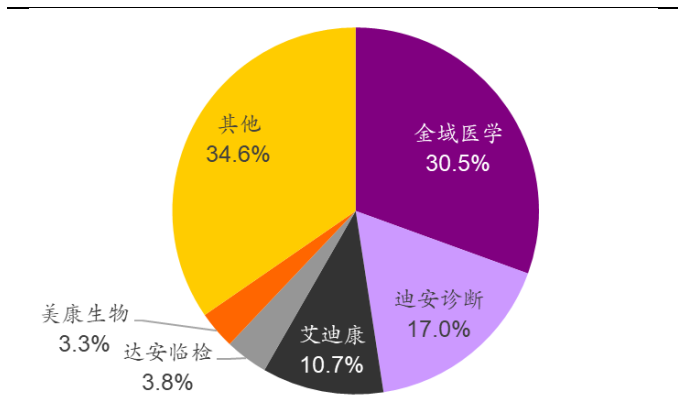
金域医学成立于 2003 年，经过 16 年的发展，目前已成为国内 ICL 行业的领导者。截至 2018 年底，金域医学共计已建立 37 个实验室的服务网络，覆盖全国 32 个省市（含香港），2018 年实现营收约 45 亿元，年检测标本超过 6000 万份，可提供超过 2600 项检验项目，以上指标均处于国内第一的领先地位。按营收计，2018 年金域医学约占 ICL 行业 30% 的市场份额，遥遥领先其他竞争对手。

图 81：金域医学营收、毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 82：ICL 行业竞争格局梳理（2018）

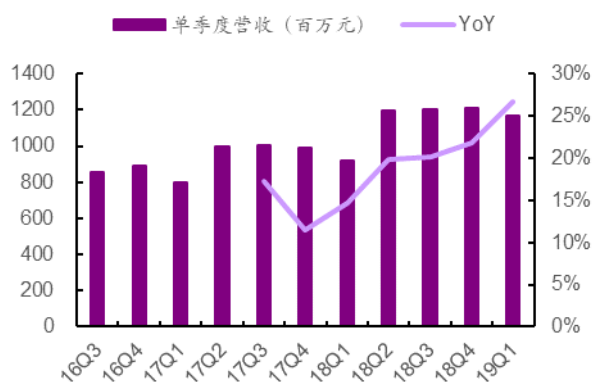


资料来源：卫健委统计年鉴、各公司公告/官网，光大证券研究所

◆营收增长逐季提速，主要是检验样本量和高端项目占比提升所致

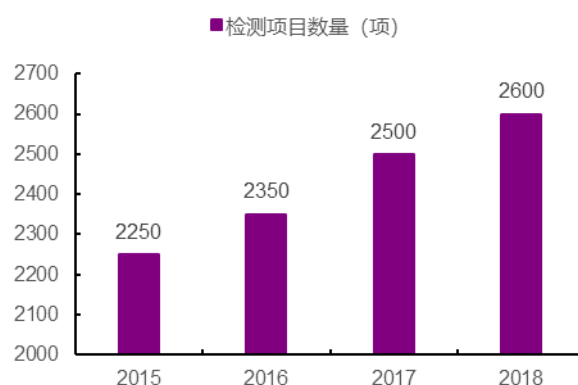
自 18Q1 起，公司单季度营收增速呈现逐季提速态势，到 19Q1 公司营收增速已提升至 25% 以上。公司营收增速逐季提升主要得益于行业持续洗牌下市场向龙头集中带来的检验量提升，以及公司持续引入高端检验项目带来的营收结构升级。

图 83：金城医学单季度营收及其增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 84：金城医学检验项目数量持续增长

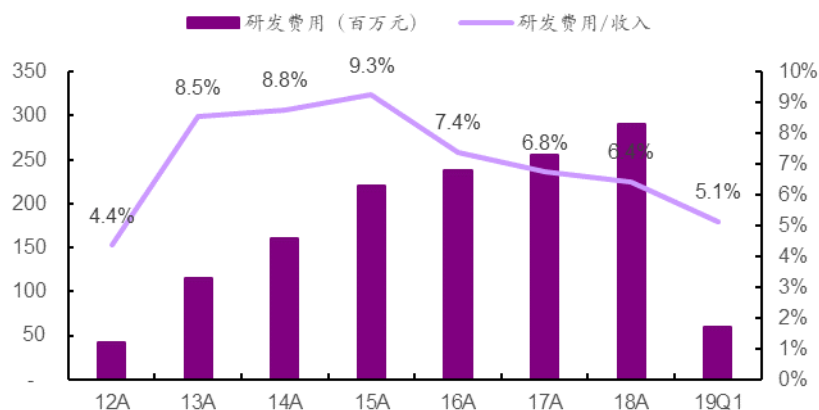


资料来源：金城医学招股书、年报，光大证券研究所

◆研发高投入强化特检优势，病理、质谱、临床基因组有望持续发力

公司作为国内 ICL 行业领头羊，研发收入占比常年保持在 5% 以上。目前公司已在病理诊断、临床质谱建立了较强的领先优势，比如公司已成立国内最大的病理医生集团，拥有近 600 名国内外病理医师，18 年病理标本总量超过 1000 万例，其中组织活检 200 万例；公司 18 年临床质谱检测标本量达 300 余万例，新开发检验项目 15 项，和国际巨头 Quest 和赛默飞世尔密切合作，引入高分辨率质谱检测平台，拓展蛋白质组学临床转化应用研究。公司未来还将持续深耕基因诊断领域，目前公司已有 29 家实验室取得临床基因检测技术资质，并且已经和 NIPT 之父卢煜明和国际基因检测巨头 Illumina 在 NIPT 和 NGS 上开展合作，未来有望增加更多相关的基因检测项目。

图 85：金城医学研发费用及研发费用/收入比重变化

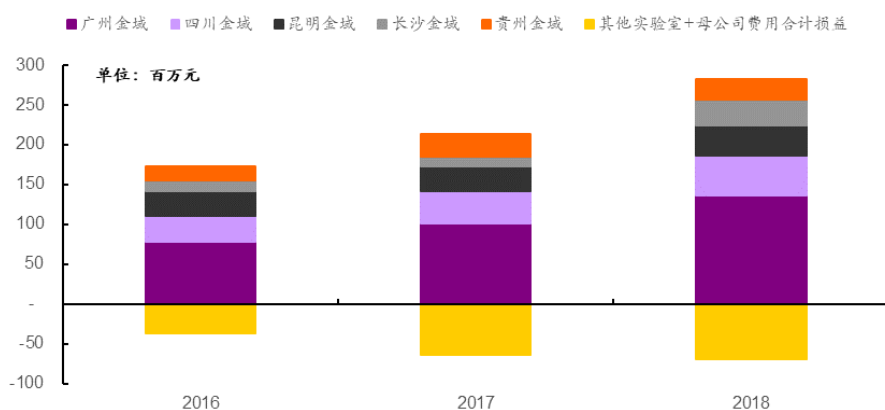


资料来源：Wind，光大证券研究所

◆强化精益管理，实验室进入扭亏业绩爬坡期，公司业绩迎来拐点

公司 18 年披露的净利润前五实验室（广州、四川、昆明、长沙和贵州）归母净利润合计为 2.61 亿元，同比增长 32%，和公司 18 年扣非净利润增速相当。而公司 18 年前五之外的实验室损益以及总部经常性成本费用合计亏损为 7000 万元，虽相比 17 年亏损 6400 万有所扩大，但亏损增幅明显较低，说明公司其他实验室已接近度过培育期（约 3-5 年），即将进入扭亏和业绩快速爬坡期。19Q1 公司实现扣非净利润 3778 万元，同比增长 3537%，继续兑现实验室扭亏下的业绩拐点。

图 86：金域医学利润前五实验室利润及其他实验室和总部费用变化情况



资料来源：金域医学招股书、年报，光大证券研究所

◆盈利预测假设：

- 预计基因组学检验因特检项目将增加，相关业务拓展也将加快。《第一批罕见病》目录已于 2018 年 5 月发布；2019 年 2 月，国家卫生健康委宣布建立全国罕见病诊疗协作网；为保障罕见病患者用药，从 2019 年 3 月 1 日起，对首批 21 个罕见病药品和 4 个原料药，参照抗癌药对进口环节减按 3% 征收增值税，国内环节可选择按 3% 简易办法计征增值税。罕见病相关筛查和诊断的基因检测服务需求将有所提升，而金域医学具备临床基因检测技术资质实验室达 29 家，为全国第一。由此假设，金域医学的基因组学检验业务 2019-2021 年间收入增速将提升至 33%；
- 病理诊断、理化/质谱检验因新实验室相应资质增加和业务拓展加快，收入增速分别提速至 18% 和 16~17%；
- 其他常规检验因竞争缓和以及控费压力而增长提速；
- 毛利率在降价和规模效应释放下基本保持稳定，但因高端特检业务占比提升，综合毛利率提升；
- 管理费用率和销售费用率因精细化管理和次新实验室成熟而稳中有降。

表 37：金域医学收入拆分预测表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收合计	3,792	4,525	5,556	6,835	8,466
1、基因组学检验	904	1,175	1,563	2,079	2,765
2、生化发光检验	830	930	1,078	1,251	1,439
3、病理诊断	431	496	585	690	814
4、免疫学检验	390	445	516	603	724
5、理化、质谱检验	259	290	336	390	457
6、综合检验	775	899	1,079	1,295	1,553
7、IVD 销售	49	80	113	129	149
8、健康体检	43	76	121	194	310
9、冷链物流	10	18	28	45	72
10、其他主营业务	100	116	137	159	183
营收同比增长	17.7%	19.3%	22.8%	23.0%	23.8%
1、基因组学检验	27.8%	30.0%	33.0%	33.0%	33.0%
2、生化发光检验	11.4%	12.0%	16.0%	16.0%	15.0%

3、病理诊断	13.2%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
4、免疫学检验	16.4%	14.0%	16.0%	17.0%	20.0%
5、理化、质谱检验	10.8%	12.0%	16.0%	16.0%	17.0%
6、综合检验	18.7%	16.0%	20.0%	20.0%	20.0%
7、IVD 销售	-10.5%	63.1%	40.0%	15.0%	15.0%
8、健康体检	53.5%	74.7%	60.0%	60.0%	60.0%
9、冷链物流	483.6%	76.1%	60.0%	60.0%	60.0%
10、其他主营业务	22.0%	16.6%	18.0%	16.0%	15.0%

资料来源：金城医学年报和招股书、光大证券研究所预测

◆次新实验室业绩爬坡加速，19 年或为业绩拐点年，首次覆盖，“买入”评级

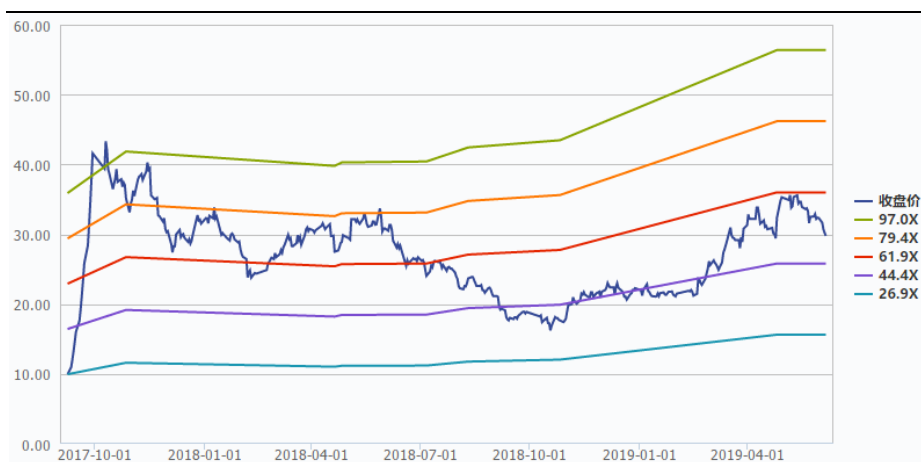
我们预测公司 19~21 年 EPS 分别为 0.66/0.85/1.08 元，现价对应 19~21 年 PE 分别为 45x/35x/27x。而参考可比公司迪安诊断（全国第二大 ICL 连锁+IVD 经销）、美年健康（体检服务连锁龙头）、华大基因（基因检测服务龙头）和贝瑞基因（基因检测服务龙头），其 Wind 一致预测下 19 年平均 PE 为 33 倍。由于公司研发投入高于可比公司，其高端特检业务壁垒持续强化，且迪安诊断因存在 IVD 流通业务估值偏低，整体应给予金城医学更高估值溢价。参考公司历史 PE 估值中枢为 62x，考虑次新股估值较高影响，给予 19 年目标估值 52 倍，给予目标价为 34.32 元。公司迎来业绩拐点，经营效益持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 38：金城医学及可比公司盈利预测和估值（股价截至 2019 年 6 月 6 日）

证券代码	公司名称	收盘价(元)		EPS(元)					P/E(x)				19~21EPS CAGR	19PEG
		2019/6/6	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E				
300244	迪安诊断	15.96	0.71	0.80	1.01	1.28	22	20	16	12	22%	0.92		
002044	美年健康	12.85	0.26	0.37	0.51	0.70	49	35	25	18	39%	0.90		
300676	华大基因	54.80	0.97	1.08	1.26	1.49	56	51	43	37	15%	3.28		
000710	贝瑞基因	32.86	0.76	1.19	1.32	1.58	43	28	25	21	28%	1.00		
	平均						43	33	27	22	26%	1.53		
603882	金城医学	29.77	0.51	0.66	0.85	1.08	58	45	35	27	28%	1.59		

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：除金城医学外，其他可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期

图 87：金城医学历史 PE-Band 走势图



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆风险提示：次新实验室销售和盈利爬坡不及预期；检查服务降价超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,792	4,525	5,556	6,835	8,466
营业收入增长率	17.70%	19.35%	22.78%	23.02%	23.85%
净利润 (百万元)	189	233	300	387	496
净利润增长率	10.86%	23.77%	28.68%	28.93%	28.17%
EPS (元)	0.41	0.51	0.66	0.85	1.08
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.07%	12.25%	10.53%	12.00%	12.44%
P/E	72	58	45	35	27
P/B	8.0	7.2	4.8	4.2	3.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 06 月 06 日

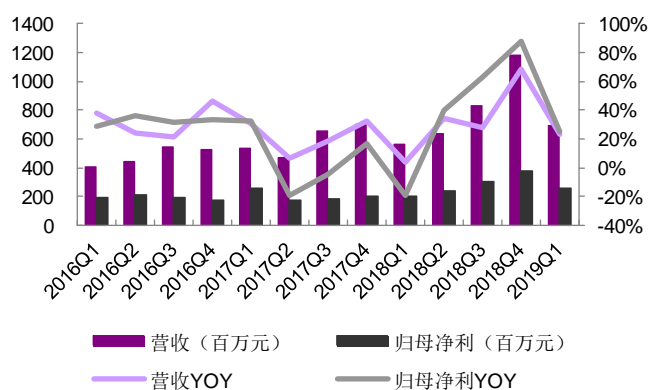
5.11、华兰生物 (002007) : 血制品景气度回暖, 四价流感疫苗放量提供弹性

血制品行业景气度回升, 渠道库存出清, 销售向好。公司 2019Q1 实现营收 6.96 亿元 (以血制品为主, 由于流感疫情的季节性特点, 流感疫苗通常在下半年放量), 同比+24%, 归母净利 2.60 亿元, 同比+25%, 经营性净现金流 1.88 亿元, 同比+366%。实现稳健增长、现金流改善的原因是血制品库存出清, 需求开始回暖, 边际出现改善。预计人血白蛋白、静丙等主要品种未来将维持相对稳定、健康的成长。

疫苗独家品种四价流感疫苗将大幅贡献业绩。2018 年底由于“长生事件”导致流感疫苗供应不足, 公司作为四价流感裂解疫苗的独家供应商受益于供需关系变化, 18 年实现疫苗营收 7.98 亿元, 大幅增长 183.9%, 毛利率达到 83.7% (比 2017 年增加 14.2 pp)。公司积极备货, 四价流感疫苗 2018 年批签发量为 512 万支, 2019 年批签发已有 10.5 万支, 我们预计全年生产量有望达到 700-800 万支。预计下半年四价流感疫苗将大幅贡献业绩。

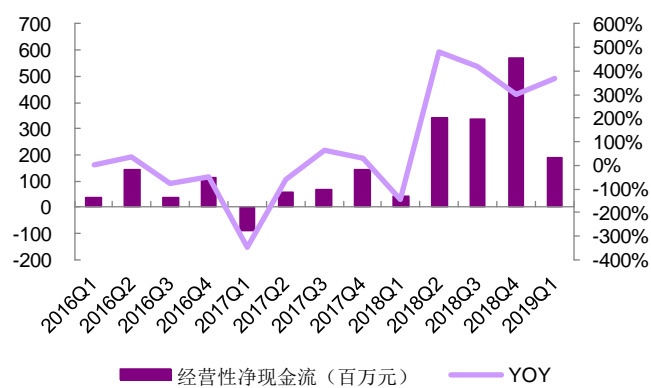
抗体药物紧跟第一梯队, 布局兼具速度和差异化。子公司华兰基因的贝伐珠单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗的类似药均已推进至 III 期临床, 有望紧跟第一梯队于明后年获批上市, 享受三大单抗类似药的红利期。同时公司布局了国内企业相对较少布局的抗 EGFR 的帕尼单抗、抗 CTLA-4 单抗和抗 RANKL 单抗, 有利于在抗体药物行业长期竞争中实现差异化。

图 88: 公司的收入和利润增速从 2018 年中开始回暖



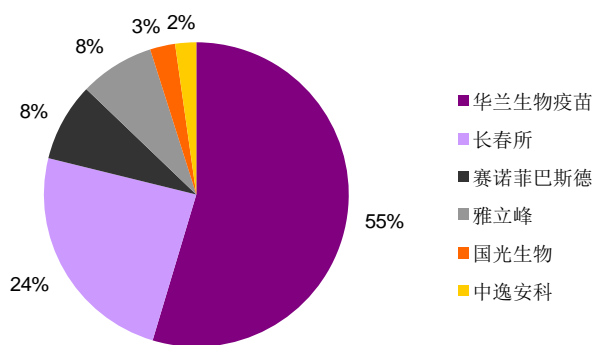
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 89: 公司的经营性净现金流从 2018 年中开始持续大幅改善



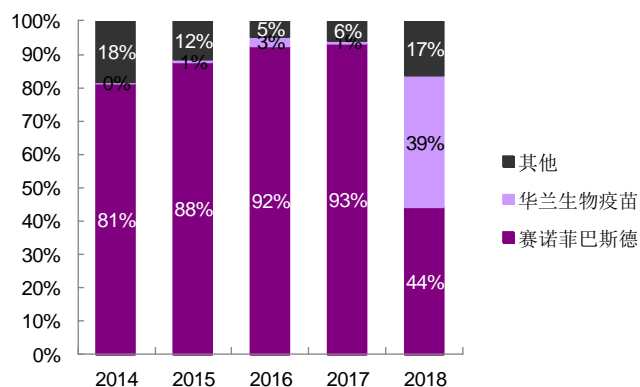
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 90: 公司占据中国 2018 年流感疫苗批签发量的 55%



资料来源: 各大检验检疫所、光大证券研究所 (备注: 包含流感病毒亚单位疫苗、流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗; 规格统一换算为 0.5ml/支)

图 91: 公司的流感疫苗市占率在 2018 年迅速提升



资料来源: PDB 样本医院、光大证券研究所

表 39: 华兰基因抗体药物产品管线情况 (截至 2019.5)

治疗领域	阶段	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位
肿瘤	III 期	VEGF	贝伐珠单抗	紫杉醇/卡铂	晚期或复发性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线
		CD20	利妥昔单抗	NA	CD20 阳性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	1 线
		HER2	曲妥珠单抗	NA	转移性乳腺癌、转移性胃癌	1 线
	批准临床	EGFR	帕尼单抗	NA	未公布	NA
CTLA-4		重组抗 CTLA-4 全人源单抗	NA	未公布	NA	
自身免疫	I 期	TNF- α	阿达木单抗	NA	强直性脊柱炎、类风湿性关节炎、银屑病	NA
骨骼系统	批准临床	RANKL	重组抗 RANKL 全人源单抗	NA	未公布	NA

资料来源: CDE、光大证券研究所

关键假设:

- 1) 血制品渠道库存和公司库存均已出清, 价格有望恢复, 未来保持稳健增长, 其中:
 - a) 静丙: 18 年基数较低导致 19 年增速高, 假设达到 30%, 20-21 年稳定健康增长, 增速为 18%/16%;
 - b) 人血白蛋白: 维持稳健增长, 未来三年增速为 15%/12%/11%;
 - c) 其他血制品: 凝血因子等小品种增速较快, 未来三年增速为 31%/20%/16%;
- 2) 疫苗板块预计增速较快, 其中:
 - a) 四价流感疫苗: 目前公司的独家品种, 市场需求旺盛, 19 年有望实现较快放量, 增速预计为 46%, 20-21 年稳健增长, 增速为 25%/20%;
 - b) 其他疫苗: 市场较为成熟, 预计保持相对稳定, 未来三年增速为 3%/2%/1%。

表 40：华兰生物营业收入拆分及预测

品种	2017	2018	2019E	2020E	2021E
静丙营业收入 (百万元)	677	604	785	927	1075
YOY	-7.4%	-10.8%	30.0%	18.0%	16.0%
人血白蛋白营业收入 (百万元)	920	1025	1179	1321	1466
YOY	35.0%	11.4%	15.0%	12.0%	11.0%
其他血制品营业收入 (百万元)	481	779	1019	1221	1411
YOY	19.6%	61.9%	30.8%	19.8%	15.6%
血制品营业收入 (百万元)	2078	2408	2984	3468	3952
YOY	14.5%	15.9%	23.9%	16.2%	14.0%
毛利	1279	1417	1804	2125	2448
毛利率	61.5%	58.8%	60.5%	61.3%	61.9%
四价流感疫苗营业收入 (百万元)		604	882	1102	1322
YOY			46.0%	25.0%	20.0%
其他疫苗营业收入 (百万元)	281	194	200	204	206
YOY	157.9%	-31.0%	3.0%	2.0%	1.0%
疫苗营业收入	281	798	1081	1306	1528
YOY	157.9%	183.9%	35.5%	20.8%	17.0%
毛利	195	667	908	1110	1314
毛利率	69.5%	83.7%	84.0%	85.0%	86.0%

资料来源：公司年报、光大证券研究所预测

表 41：华兰生物可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元) 20190606	EPS (元)				PE (倍)				CAGR 19-21	总市值(亿元)
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
600161.SH	天坛生物	25.44	0.58	0.71	0.86	1.07	43	36	30	24	22%	222
300294.SZ	博雅生物	24.43	1.11	1.34	1.66	2.04	23	18	15	12	24%	106
000403.SZ	振兴生化	25.00	0.29	0.79	1.12	1.47	85	31	22	17	71%	68
	平均						50	29	22	18	39%	
002007.SZ	华兰生物	39.03	1.23	1.53	1.81	2.09	32	25	22	19	20%	365

资料来源：Wind、光大证券研究所预测（备注：天坛生物、博雅生物、振兴生化采用 Wind 一致预期，华兰生物的 EPS 为光大证券研究所预测）

盈利预测与投资评级：公司是中国血制品龙头企业，产品线布局丰富，浆站充足，血制品行业景气度触底回升将带动公司血制品业务稳健增长；独家品种四价流感疫苗放量有望大幅增厚业绩；抗体药物布局兼具速度和差异化。我们预测 19-21 年 EPS 为 1.53/1.81/2.09 元，同比增长 26%/18%/15%，现价对应 19-21 年 PE 为 25/22/19 倍，考虑到公司血制品业务回暖同时四价流感疫苗有望带来业绩弹性，我们给予公司 19 年 30 倍 PE，对应目标价 45.90 元。结合可比国内血制品企业平均 PE 水平，我们认为公司估值具有吸引力，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：血制品和疫苗批签发量低于预期；血制品价格波动；抗体药物研发审批进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,368	3,217	4,075	4,784	5,490
营业收入增长率	22.41%	35.84%	26.68%	17.39%	14.77%
净利润（百万元）	821	1,140	1,435	1,696	1,951
净利润增长率	5.19%	38.83%	25.97%	18.13%	15.06%
EPS（元）	0.88	1.22	1.53	1.81	2.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.59%	20.62%	21.44%	21.71%	21.50%
P/E	44	32	25	22	19
P/B	7.8	6.6	5.5	4.7	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月6日

5.12、中国生物制药（1177.HK）：研发稳步推进，肿瘤板块崛起

◆**受益新产品放量，抗肿瘤线持续高速增长。**抗肿瘤产品 19Q1 收入 12.3 亿元，同比大幅+177.0%，占收入 19.8%。估测安罗替尼 1~3 月贡献约 6 亿元收入，安罗替尼已成为公司抗肿瘤条线重磅品种，软组织肉瘤（已获得优先审评资格）与小细胞肺癌等适应症有望于 19 年获批，助力重磅品种强劲增长。其他产品布局全面，雷替曲塞、伊马替尼、达沙替尼收入同比+49%、+13%、61%。新产品中硼替佐米和来那度胺分别于 18Q3 和 19Q1 获批，有望推动肿瘤线产品持续快速增长。

◆**肝病产品增长疲软、心脑血管产品稳健增长。**带量采购对公司产品收入初显，不确定性仍然存在。公司肝病产品 19Q1 实现收入 17.4 亿元，同比减少 2.2%，目前占公司收入 28.1%，增长乏力。核心产品恩替卡韦系列产品中润众减少 4.9%至 8.9 亿元。公司心脑血管产品 19Q1 实现收入 7.8 亿元，占收入 12.6%，厄贝沙坦/氢氯噻嗪片、瑞舒伐他汀钙量增价减，同比分别增长 10.3%和 7.5%。

◆**创仿并重，研发渐入收获期。**公司是港股医药板块研发标杆，拥有八大研发平台：抗肿瘤、抗病毒、镇痛、呼吸感染、生物药、心血管、微循环和现代透皮贴剂平台，在研产品 501 件。19Q1 研发投入 8.6 亿元，占总收入 13.9%且全部费用化。重磅产品吉非替尼、安立生坦片已经于 19 年 5 月获批，布地奈德、卡泊芬净、重组人凝血因子 VIII、PD-L1 单抗等分别有望于 19~21 年陆续获批。整体来看，公司研发实力强劲，潜力品种众多，创新药和仿制药并重，预计 19~21 年每年有望上市近 10 个新产品。

◆**维持“买入”评级：**公司新产品上市放量可期，维持公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.26/0.29/0.33 元，同比增长-63.6%/10.1%/13.4%，当前股价对应 19~21 年 P/E 分别为 23/21/19x。公司质地优秀，研发渐进收获期，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**药品带量采购风险，招标价格压力，审批政策风险。

业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	14,819	20,889	23,887	26,576	29,759
营业收入增长率	9.4%	41.0%	14.4%	11.3%	12.0%
净利润 (百万)	2,171	9,046	3,296	3,630	4,117
净利润增长率	32.6%	316.7%	-63.6%	10.1%	13.4%
EPS (元)	0.29	0.73	0.26	0.29	0.33
P/E	21	8	23	21	19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

注: 2018 年扣除因收购北京泰德 24% 权益而产生的一次性影响, 调整后的净利润为 28.41 亿元

5.13、石药集团 (1093.HK) : 创新药增长强劲, 盈利结构持续优化

◆ **盈利结构持续优化, 创新药 19Q1 占比提升至 53.7%**。创新药产品线表现靓丽, 19Q1 营收达到 29.5 亿元 (+54.4%), 已占 Q1 总收入 53.7%。其中 1) 核心产品恩必普持续市场下沉, 截止 19Q1 销售队伍已达 1700 人, 收入强劲增长 32.1% 至 12.3 亿元, 预计注射剂仍保持高速增长, 软胶囊剂型增速超过 20%, 考虑到终端下沉与学术推广齐发力, 预计 19 全年仍有望保持 30% 以上增长。2) 肿瘤线产品强劲增长 208% 至约 10 亿元。3) 其他产品合计增长近 10% 至 7.2 亿元。

◆ **抗肿瘤产品线成公司新增长引擎**。抗肿瘤产品强势增长 208% 至约 10 亿元, 超预期, 其中多美素、津优力维持高速增长; 克艾力 (紫杉醇白蛋白) Q1 收入贡献超过 2.5 亿元, 表现亮眼。抗肿瘤板块高增长主要是: 1) 重点品种医院覆盖率增长; 2) 肿瘤线销售团队扩充至 2300 人, 并加大学术推广力度; 3) 新产品进入快速放量期。随着公司在抗肿瘤领域影响力的逐步建立, 预计该板块未来几年有望维持强劲增长, 成为公司新的增长引擎。

◆ **研发投入强劲, 内生与外延协同**。公司研发投入不断加大, 19Q1 研发开支 4.6 亿元 (+77.1%), 研发投入处行业领先水平。目前公司在 5 大新药研究领域拥有约 300 个在研品种, 其中小分子 1 类新药 42 个, 大分子新药 30 个, 梯队完善。创新药 CD20 单抗、PI3K 抑制剂有望于 20~21 年获批。此外, 公司还积极通过并购获得小分子肿瘤药、单抗药的开发与商业化权利以不断夯实管线。

◆ **盈利预测与投资评级**: 公司作为医药行业龙头企业, 业绩持续较快增长, 盈利结构持续优化, 同时在研产品管线丰富、梯队完善, 我们维持 19-21 年 EPS 预测分别为 0.73/0.89/1.04 港元 (折合 0.62/0.76/0.89 元人民币, 汇率取 2019 年 6 月 6 日 1HKD=0.882RMB), 同比增长 25%/21%/17%, 当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 16/13/11x, 维持“买入”评级。

◆ **风险提示**: 原料药价格波动, 产品销售不及预期, 研发不及预期。

业绩预测和估值指标

指标 (港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	15,463	21,029	26,139	30,920	35,854
营业收入增长率	25.01%	36.00%	24.30%	18.29%	15.96%
净利润 (百万)	2,771	3,655	4,562	5,534	6,481

净利润增长率	31.88%	31.92%	24.83%	21.31%	17.11%
EPS (港元)	0.45	0.59	0.73	0.89	1.04
P/E	25	20	16	13	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.14、威高股份 (1066.HK) : 耗材龙头, 稳健增长

◆通用耗材增长稳健, 高附加值产品占比提升。公司 18 年对产品战略重新规划, 高附加值产品占比已达 59.9%。1) 医疗器械业务 18 年收入 48.3 亿元 (+14.9%), 分部利润 9.6 亿元。其中临床护理业务增长稳健, 实现收入 38.9 亿元 (+8.7%), 创伤管理、医学检验业务快速增长。2) 药品包装业务 18 年收入 9.6 亿元 (+32.9%), 分部利润 3.3 亿元。3) 血液管理业务 18 年收入 4 亿元 (+14.1%), 分部利润 0.5 亿元。公司凭借丰富的产品组合和广泛的医院渗透成为耗材高度分散市场中的领军者。预计医疗器械业务有望保持 10~15% 较快增长, 药品包装和血液管理业务有望维持快速增长。高附加值产品占比不断提升将拉动公司盈利水平不断改善。

◆受益行业高景气度, 骨科业务快速增长。骨科业务 18 年实现收入 11.8 亿元 (+35.6%), 除去高开因素, 预计骨科产品增长仍然接近 30%, 分部利润 3.5 亿元。公司骨科产品细分为创伤类、脊柱类、和关节类植入物及其配套产品, 是国内骨科产品全类别厂家。受益进口替代、老龄化加速、政策利好, 考虑到公司加快关节产品推出速度和推广力度, 预计 19-20 年增速有望超过 15%, 分部利润率维持稳定。

◆外延并购顺利推进, 介入耗材有望打开中国市场: 介入耗材 18 年实现收入 14.4 亿元, 分部利润亏损 1 亿元。18 年 1 月收购爱琅后, 公司已拥有血管介入、肿瘤介入、影像介入三大类产品。公司成立爱琅中国加快介入类器材进入中国市场, 整体有望于 19 年扭亏。我们预计爱琅中国的产品销售加快将推动介入类耗材增长, 实现盈利后有望带来弹性。

◆维持“买入”评级。公司是国内医疗器械龙头, 产品组合丰富、发展坚实, 产品结构持续优化, 维持 2019-2021 年的 EPS 预测为 0.40/0.47/0.55 元, 同比增长 15.4%/16.6%/17.2%, 对应 PE15/13/11x, 维持“买入”评级。

◆风险提示。高值耗材降价压力、低值耗材增长乏力、海外业务经营风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,293	8,809	10,156	11,756	13,703
营业收入增长率	-6.50%	39.99%	15.29%	15.75%	16.57%
净利润 (百万元)	1,729	1,473	1,830	2,134	2,502
调整净利润 (百万元)	1,338	1,586	1,830	2,134	2,502
调整净利润增长率	20.94%	18.60%	15.35%	16.62%	17.23%
EPS (元)	0.38	0.33	0.40	0.47	0.55
调整 EPS (元)	0.28	0.35	0.40	0.47	0.55
P/E	22	19	15	13	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日(调整净利润为公司持续经营业务净利润, 不包含终止经营业务)

6、风险分析

1) 药品、耗材降价幅度超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施，存在降价幅度继续超出预期的风险。

2) 带量采购联动进度超预期

目前药品联合集采仅有 25 个中标品种并仅在“4+7”地区执行，福建已经明确表明了跟标意向，若推广至全国其他地区和其他品种速度超预期，医药板块整体业绩压力会加剧。

3) 药店渠道价格压力超预期

医院端药品逐步趋向带量采购价格，将对院外药店的价格产生压力。

4) 行业黑天鹅事件

可能出现类似疫苗事件、等行业黑天鹅事件的风险。

A 股重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
300009	安科生物	15.50	0.25	0.33	0.44	60	47	35	8.1	7.1	6.3	买入	维持
000661	长春高新	292.65	5.92	7.95	10.48	50	37	28	9.4	7.7	6.2	买入	维持
002007	华兰生物	39.03	1.22	1.53	1.81	32	25	22	6.6	5.5	4.7	买入	首次
300760	迈瑞医疗	149.00	3.06	3.78	4.52	49	39	33	11.9	9.8	8.0	买入	维持
300357	我武生物	28.70	0.44	0.57	0.75	66	51	39	15.9	12.9	10.3	买入	首次
002773	康弘药业	34.29	0.79	1.03	1.27	43	33	27	7.4	6.2	5.3	增持	维持
300347	泰格医药	59.38	0.94	1.38	1.85	63	43	32	11.1	8.7	7.2	买入	维持
603939	益丰药房	57.13	1.11	1.53	2.02	52	37	28	5.3	5.0	4.6	买入	维持
300595	欧普康视	33.85	0.54	0.75	1.00	63	45	34	13.4	10.4	8.2	买入	首次
603233	大参林	39.35	1.33	1.68	2.08	30	28	23	5.2	5.4	4.5	买入	维持
603882	金域医学	29.77	0.51	0.66	0.85	58	45	35	7.2	4.8	4.2	买入	首次

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

H 股重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
1177.HK	中国生物制药	6.09	0.73	0.26	0.29	8	23	21	2.6	2.4	2.3	买入	维持
1093.HK	石药集团	10.16	0.50	0.62	0.76	20	16	13	3.7	3.1	2.6	买入	维持
1066.HK	威高股份	6.04	0.33	0.40	0.47	19	15	13	1.8	1.6	1.5	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日, 汇率 1HKD=0.882RMB

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

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