



## 强于大市

# 医药行业 2019 年中期策略

关注政策边际变化、估值分化将成为常态

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
凯莱英	002821.SZ	101.3	买入
昭衍新药	603127.SH	49.8	买入
普洛药业	000739.SZ	10.17	买入
迈瑞医疗	300760.SZ	168.55	增持
开立医疗	300633.SZ	28.73	买入
华兰生物	002007.SZ	31.68	买入
康泰生物	300601.SZ	55.06	买入
振兴生化	000403.SZ	27.19	增持
康弘药业	002773.SZ	33.58	买入
万孚生物	300482.SZ	39.54	买入
健友股份	603707.SH	35.99	增持
美年健康	002044.SZ	12.68	增持
一心堂	002727.SZ	29.1	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 07 月 01 日当地货币收市价为标准

### 相关研究报告

《医药生物行业 2018 年报及 2019 年一季报综述》20190506

《医药生物行业 2019 年一季报前瞻》20190414

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610) 66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

板块系统性机会取决于政策是否出现边际变化。今明两年是政策密集期，重要政策包括：第二批带量采购、医药企业财务核查、医保目录调整、DRGS 试点、高值耗材集中采购等。长期来看，营销驱动的传统模式日渐式微，创新将是重要方向（不得不走的路）。看好 CDMO/CRO（2-3 年内不会出现景气度边际拐点）、原料药制剂一体化、大分子药物、连锁药店、医疗器械、医疗服务等方向。预计 2019 年医药板块收入增速 15%-20%，A 股医药板块估值不贵（30 倍，历史均值），但是估值分化将成为常态。

### 支撑评级的要点

- **短期板块系统性机会取决于政策是否出现边际变化、长期行业集中度提升的趋势更加明显。**今明两年是医药政策密集发布期，重要的政策包括：第二批带量采购、医药企业财务核查、医保目录调整，DRGS 试点、高值耗材集中采购等。其中，第二批带量采购方案的焦点在于是否继续保持独家中标、集采扩大的地区范围等，这些因素是影响处方药板块的关键边际因素。此外，我们倾向于认为：医药企业财务核查让决策部门摸清医药企业的盈利结构和准确数据，客观上为进一步挤压渠道空间创造了便利条件，营销驱动的传统模式日渐式微。而 DRGS 在中国各地（以地级市为主体的医保管理体系）具备相当大的复杂性，从试点到全面推广的时间可能仍将较为漫长，医生的收入补偿机制是长期关键因素。从更长的时间维度上看，行业整体逐步进入优胜劣汰的阶段，龙头企业尽管在某些层面上会出现盈利能力下降的情况（利润率水平等），但换来的是市场份额的持续提升。
  - **创新长期内是重要方向，CRO/CDMO 行业中短期不会出现景气度下行。**对药企而言，研发创新不是不可不可以的问题，而是必须要做的问题（做创新不一定成功，但不做创新就是坐以待毙）。虽然研发成功率很低，但是在全社会投资回报率都在下降的情况下，仍然有一定成功概率的创新药投资会吸引资金持续投入，因此 CRO/CDMO 行业必然长期受益研发创新大发展。从进临床项目数量、一级市场融资额等先导指标来看，CRO/CDMO 行业不存在景气度向下情况。而且从国际视野来看，中国的 CRO/CDMO 公司离全球顶尖企业仍有较大差距，中国企业在技术水平，国际法规与监管理解沟通、服务水平上仍然有很大的提升空间，进而争夺全球市场更大的份额。
  - **看好生物制品、医疗服务、医疗器械等政策免疫行业。**长生生物事件之后，国家对于疫苗和血液制品行业的管制更加严格，行业准入门槛进一步提升。生物制品行业进入强管制时代，将对于目前规范运作的生物制品公司产生利好。医疗服务（高端、民营、专科等）并不受政策打压，将持续受益于消费升级。医疗器械（国产设备类）将持续受益于医疗服务下沉带来的对国产医疗设备需求增长。
  - **估值分化将成为常态、基本面对股价的影响越来越大。**伴随着今年上半年的上涨，A 股医药板块估值恢复到历史均值水平（PE30.20 倍、TTM）。对比美股，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20 倍左右，对于增速较快的成长型中型医药公司的市盈率可以给出 50 倍以上，对于创新型较强的小公司甚至可以给予 100 倍以上。对于 A 股医药板块而言，中大市值医药白马股的市盈率在今年以来水涨船高，普遍超过 30 倍，甚至部分公司达到 40-50 倍；而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值；而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。我们判断随着 A 股壳价值的下降，加上 A 股持续扩大对外开放，A 股投资风格逐步向全球发达资本市场靠拢，估值分化将成为常态，标的的基本面因素对于股价的影响越来越大。
  - **A 股投资组合：**凯莱英、昭衍新药、普洛药业、迈瑞医疗、开立医疗、华兰生物、康泰生物、振兴生化、康弘药业。
- ### 评级面临的主要风险
- 带量采购政策推进的深度、广度、速度等方面高于预期。医疗器械、耗材等跟进降价。贸易摩擦带来部分外向型企业经营成本上升。



## 目录

2019 年医药行业中期投资策略.....	6
政策展望：第二轮集采启动在即，医保结构性调整正在路上.....	8
看好细分产业：CRO-国内创新研发方兴未艾，行业进入发展黄金期... ..	17
国内 CMO 仍处于高速增长期，有望跻身国际一线企业.....	32
血制品板块拐点已现，行业全年 13% 增长可期.....	36
连锁药店迎来政策红利，龙头业绩增速不低于 20%.....	40
医药行业总量分析.....	42
主要风险.....	49
凯莱英.....	50
昭衍新药.....	52
普洛药业.....	54
迈瑞医疗.....	56
开立医疗.....	58
华兰生物.....	60
康泰生物.....	62
振兴生化.....	64
康弘药业.....	66
万孚生物.....	68
健友股份.....	70
美年健康.....	72
一心堂.....	74



## 图表目录

图表 1. 医药板块港股与 A 股代表性股票估值比较 .....	7
图表 2. 首轮国家药品集中采购主要政策文件时间轴 .....	8
图表 3. 年初以来各地区关于集采相关文件及执行细则 .....	9
图表 4. 4+7 全国及部分试点城市执行情况 .....	10
图表 5. 4+7 中选及未中选品种采购情况 (至 4 月末数据) .....	10
图表 6. 非 4+7 地区摸底及试点跟标情况 .....	11
图表 7. 通过一致性评价超过 3 家的药品品种 .....	12
图表 8. 部分有可能进入下一轮带量采购的品种及样本医院销售 .....	13
图表 9. 全国医保收支情况 .....	14
图表 10. 医保价格谈判主要事件 .....	14
图表 11. 试点医院平均每一权重获益 .....	15
图表 12. 试点医院效率有明显提高 .....	15
图表 13. 医保支付改革主要政策文件 .....	16
图表 14. 年初至今, CRO 标的股价涨幅情况 .....	17
图表 15. CRO 标的大幅跑赢指数 .....	17
图表 16. 2018 年化学制剂板块销售净利率明显下降 .....	17
图表 17. CRO 标的 2015 年-2019Q1 年业绩情况 .....	18
图表 18. CRO 服务新药研发的全周期 .....	19
图表 19. 罗氏一组新药研发投入的数据 .....	19
图表 20. 新药研发的成本不断攀升 .....	19
图表 21. CRO 参与缩短研发周期 .....	19
图表 22. 全球 CRO 市场规模及增速 .....	20
图表 23. 服务外包细分行业市场规模 .....	20
图表 24. 服务外包细分行业增速 .....	20
图表 25. 美国 CRO 行业发展历程 .....	21
图表 26. 克林顿执政期间医疗费用增速放缓 .....	21
图表 27. 克林顿改革法案简介 .....	22
图表 28. 1992-1996 年执政时期人均卫生支出明显下降 .....	22
图表 29. 1992-1996 年美国国民卫生总额支出增速放缓 .....	22
图表 30. 1992-1996 年药品价格指数明显下降 .....	22
图表 31. 1992-1996 年 PHRMA 成员销售额增降到最低点 .....	22
图表 32. 1990-2000 年美国医药 top10 盈利能力 .....	23
图表 33. PHRMA 成员研发投入变化趋势 .....	23



图表 34. 1986~2008 期间 FDA 受理 IND 数量 .....	23
图表 35. 1970~2001 期间美国获批小分子药物平均临床阶段和审批阶段时长 .....	23
图表 36. 历年来 FDA 批准各类新药数量.....	24
图表 37. 全球大型 CRO 公司主营业务及收入情况/亿美元.....	24
图表 38. 2015 年 CRO 企业收入市场份额 .....	24
图表 39. 1992-2014 年科文斯业绩情况.....	25
图表 40. 科文斯上市后股价表现 .....	25
图表 41. 科文斯全球业务分布.....	25
图表 42. 国内 CRO 行业市场规模.....	26
图表 43. 服务外包细分行业增长情况.....	26
图表 44. 国内 CRO 发展历程.....	26
图表 45. 历年新成立 CRO 公司数目 .....	26
图表 46. 国内主要 CRO 公司业务范围 .....	27
图表 47. CRO 公司 2014 年-2018 年国内外收入情况 .....	28
图表 48. 规模以上医药工业企业历年研发支出情况 .....	29
图表 49. A 股医药板块研发投入情况.....	29
图表 50. 2018 年 A 股研发 top10 .....	29
图表 51. 规模以上医药工业企业历年研发支出情况 .....	30
图表 52. 2018 年临床试验构成 .....	30
图表 53. 近 5 年来医药 VC/pe 融资金额及增速.....	30
图表 54. 近 5 年来医药 VC/pe 融资金额及增速.....	31
图表 55. CMO 市场规模逐年提升.....	32
图表 56. 中国 CMO 行业市场占有率 .....	32
图表 57. CMO 在新药研发各个领域的渗透率估计 .....	33
图表 58. 国内主要大小分子 CMO 企业收入利润增长情况 .....	34
图表 59. 我国主要 CMO 企业已具有良好客户基础 .....	34
图表 60. 国内 CMO 代表企业合全药业国内外业务增长率 .....	34
图表 61. 国内 CMO 代表企业凯莱英国内外业务增长率.....	34
图表 62. 年度生物药申请数量.....	35
图表 63. 年度化药申请数量.....	35
图表 64. 由于两票制原因导致血制品厂家销售模式发生改变, 更加积极与经销商合作覆盖终端.....	36
图表 65. 2012-2018 年血制品行业规模、销售量以及中标价.....	37
图表 66. 血制品行业各品种市场规模及整体增速.....	37
图表 67. 白蛋白渠道库存、厂家库存以及白蛋白库存与终端销量的比例、新增供给	



与终端销量的比例.....	38
图表 68. 静丙渠道库存、厂家库存以及白蛋白库存与终端销量的比例、新增供给与终端销量的比例.....	39
图表 69. 血制品行业厂家和渠道库存周期走势图.....	39
图表 70. 根据公立医院收入和药占比估算处方外流空间（下划线数字为关键假设）.....	41
图表 71. 通过并购、自建门店及处方外流的拉动上市连锁药店收入端增速将保持在 20% 以上.....	41
图表 72. 年初以来各行业涨跌幅排名（申万一级）.....	42
图表 73. 年初以来医药各细分行业涨跌幅（申万二级）.....	42
图表 74. SW 医药生物板块及市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）.....	43
图表 75. SW 医药生物板块溢价率（历史 TTM，整体法）.....	43
图表 76. 部分医药类美股营收及估值.....	44
图表 77. 2007-2019.6 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）.....	44
图表 78. 2007-2019.6 A 股医药生物板块按市值划分 PE 估值水平比较.....	45
图表 79. 2007-2019.3 A 股医药生物板块涨跌幅及归母净利润同比增速.....	45
图表 80. 2007-2019.6 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较.....	46
图表 81. 2015Q1-2019Q1 医药板块占基金仓位.....	46
图表 82. 沪深港通持股情况.....	47
附录图表 83. 报告中提及上市公司估值表.....	48



## 2019 年医药行业中期投资策略

**短期板块系统性机会取决于政策是否出现边际变化、长期行业集中度提升的趋势更加明显。** 今明两年是医药政策密集发布期，重要的政策包括：第二批带量采购、医药企业财务核查、医保目录调整，DRGs 试点、高值耗材集中采购等。其中，第二批带量采购方案的焦点在于是否继续保持独家中标、集采扩大的地区范围等，这些因素是影响处方药板块的关键边际因素。此外，我们倾向于认为：医药企业财务核查让决策部门摸清医药企业的盈利结构和准确数据，客观上为进一步挤压渠道空间创造了便利条件，营销驱动的传统模式日渐式微。而 DRGs 在中国各地（以地级市为主体的医保管理体系）具备相当大的复杂性，从试点到全面推广的时间可能仍将较为漫长，医生的收入补偿机制是长期关键因素。从更长的时间维度上看，行业整体逐步进入优胜劣汰的阶段，龙头企业尽管在某些层面上会出现盈利能力下降的情况（利润率水平等），但换来的是市场份额的持续提升。

**创新长期内是重要方向，CRO/CDMO 行业中短期不会出现景气度下行。** 对药企而言，研发创新不是可不可以的问题，而是必须要做的问题（做创新不一定成功，但不做创新就是坐以待毙）。虽然研发成功率很低，但是在全社会投资回报率都在下降的情况下，仍然有一定成功概率的创新药投资会吸引资金持续投入，因此 CRO/CDMO 行业必然长期受益研发创新大发展。从进临床数量、一级市场融资额等先导指标来看，CRO/CDMO 行业不存在景气度向下情况。而且从国际视野来看，中国的 CRO/CDMO 公司离全球顶尖企业仍有较大差距，中国企业在技术水平，国际法规与监管理解沟通、服务水平上仍然有很大的提升空间，进而争夺全球市场更大的份额。

**看好生物制品、医疗服务、医疗器械等政策免疫行业。** 长生生物事件之后，国家对于疫苗和血液制品行业的管制更加严格，行业准入门槛进一步提升。生物制品行业进入强管制时代，将对于目前规范运作的生物制品公司产生利好。医疗服务（高端、民营、专科等）并不受政策打压，将持续受益于消费升级。医疗器械（国产设备类）将持续受益于医疗服务下沉带来的对国产医疗设备需求增长。

**但估值分化将成为常态、基本面对股价的影响越来越大。** 伴随着今年上半年的上涨，A 股医药板块估值恢复到历史均值水平（PE30.20 倍、TTM）。对比美股，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20 倍左右，对于增速较快的成长型中型医药公司的市盈率可以给到 50 倍以上，对于创新型较强的小公司甚至可以给予 100 倍以上，美股估值体系能较好的反应风险对价。对于 A 股医药板块而言，中大市值医药白马股的市盈率在今年以来水涨船高，普遍超过 30 倍，甚至部分公司达到 40-50 倍；而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值；而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。我们判断随着 A 股壳价值的下降，估值分化将成为常态，加上 A 股持续扩大对外开放，A 股投资风格逐步向全球发达资本市场靠拢，估值分化将成为常态，标的的基本面因素对于股价的影响越来越大。

**A 股投资组合：**凯莱英、昭衍新药、普洛药业、迈瑞医疗、开立医疗、华兰生物、康泰生物、振兴生化、康弘药业。

另外重点关注：万孚生物、健友股份、美年健康、一心堂。

图表 1. 医药板块港股与 A 股代表性股票估值比较

	代码	简称	2018 PE (TTM)	A 股	代码	简称	2018 PE (TTM)
	<b>白马股</b>						
港股	1093.HK	石药集团	19.71		600276.SH	恒瑞医药	67.81
	1177.HK	中国生物制药	9.28		600867.SH	通化东宝	36.05
	1513.HK	丽珠医药	13.78		000513.SZ	丽珠集团	20.66
	1530.HK	三生制药	23.03		000661.SZ	长春高新	47.58
	2196.HK	复星医药	18.63		600196.SH	复星医药	23.93
	0874.HK	白云山	12.47		600332.SH	白云山	16.62
	0570.HK	中国中药	11.68		603259.SH	药明康德	42.26
	2607.HK	上海医药	9.32	A 股	601607.SH	上海医药	12.99
	1099.HK	国药控股	11.33		600511.SH	国药股份	12.09
	3320.HK	华润医药	13.76		600998.SH	九州通	16.36
	0867.HK	康哲药业	7.86		000028.SZ	国药一致	14.61
	3613.HK	同仁堂国药	21.07		603939.SH	益丰药房	53.19
	1066.HK	威高股份	19.34		300003.SZ	乐普医疗	26.59
	2359.HK	药明康德	29.19		000538.SZ	云南白药	24.77
					002294.SZ	信立泰	17.10
				300015.SZ	爱尔眼科	85.44	
	<b>中小市值成长股</b>						
港股	1061.HK	亿胜生物科技	17.78		300558.SZ	贝达药业	92.74
	2186.HK	绿叶制药	12.86		002773.SZ	康弘药业	43.31
	0950.HK	李氏大药厂	7.81		300009.SZ	安科生物	63.26
	0512.HK	远大医药	21.23	A 股	300199.SZ	翰宇药业	(22.46)
	1558.HK	东阳光药	15.97		002821.SZ	凯莱英	47.07
	1302.HK	先健科技	45.41		300601.SZ	康泰生物	75.97
	2666.HK	环球医疗	6.94		300347.SZ	泰格医药	65.39
	代码	简称	市值 2019.6 (百万港币)		代码	简称	市值 2019.6 (百万港币)
	<b>风险资产</b>						
港股	6185.hk	康希诺	7,503.30		3692.hk	瀚森制药	114,004.27
	6160.hk	百济神州	5,642.20		1801.hk	信达生物	31,110.34
	1877.hk	君实生物	28,338.37	港股	2616.hk	基石药业	12,164.37
	2269.hk	药明生物	85,820.48				

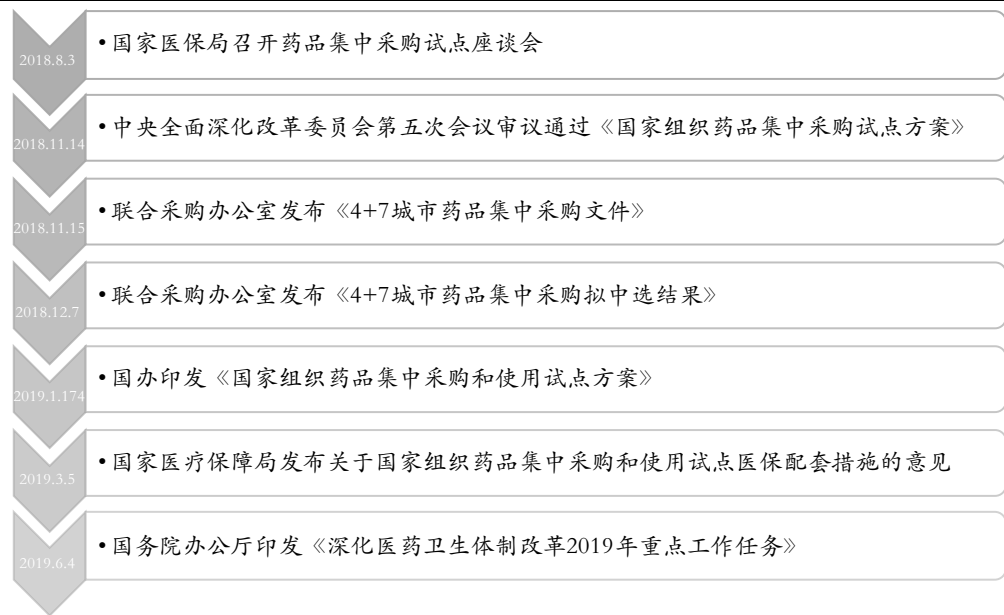
资料来源: 万得, 中银国际证券

## 政策展望：第二轮集采启动在即，医保结构性调整正在路上

### 首轮 4+7 集采顺利推进，关注第二轮集采边际变化

2018 年通过基药目录扩容、第二轮医保谈判药品目录补充、4+7 药品集中采购等一系列举措，我国的药品供应保障制度日益完善。基本药物数量增加到 685 种，实行进口药品零关税，17 种抗癌药也大幅降价并纳入国家医保目录。在去年最受关注的首轮国家药品集中采购中，中选 的 25 个试点药品价格平均降幅达 52%。如今第二轮集采即将开展，在首轮集采药品品种及覆盖区域上必将进一步扩大范围。对于药企来说，机遇与挑战并存，同时将驱动医药产业界优胜劣汰、产业升级，供给侧改革将在需求端、政策端、支付端等多方压力下进一步提速。

图表 2. 首轮国家药品集中采购主要政策文件时间轴



资料来源：医保局、中国政府网，中银国际证券

第一批药品带量采购自 2018 年年中开始提上日程，2019 年初发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案》，在全国 4+7 个直辖市和省会城市中试点推行。各省市地区也陆续发布本地执行细则及配套文件确保集采顺利实施。同时多省发布跟标或联动文件，使得首轮集采的实际覆盖率高于首批 11 个试点城市的数据。



图表 3. 年初以来各地区关于集采相关文件及执行细则

时间	政策/通知文件名称	主要内容
2019 年 1 月 13 日	安徽省出台完善国家基本药物制度实施意见	对价格高用量大的品种实行单品种带量采购，鼓励采购使用中药产品
2019 年 1 月 11 日	大连市发布《贯彻落实国家组织药品集中采购为“4+7”带量采购第一份细则和使用工作方案（征求意见稿）》	
2019 年 1 月 18 日	天津市医疗保障局发布《天津市落实国家组织药品集中采购和使用试点工作实施方案》	组织全市各级公立医疗机构、中选生产企业、中选生产企业确定的经营企业按中选价格签订带量购销合同，合同明确 1 年内完成医疗机构上报中选品种用量以及药款拨付要求和违约责任
2019 年 2 月 3 日	上海下发《关于进一步加强药品、医疗器械采购使用管理有关工作的通知》	要求对通过带量采购、谈判、定点生产等方式形成的采购价格，医院不得另行组织议价
2019 年 2 月 19 日	上海市《关于本市做好国家组织药品集中采购和使用试点有关工作的通知》	价格高于中标价格的未中选药品，患者自负比例提高 10% 或 20%
2019 年 2 月 25 日	辽宁省发布《关于开展 4+7 城市药品集中采购品种未中选药品梯度降价工作的通知》	已在上海完成梯度降价的药品，将执行上海降价结果。未中选药品，须在现行挂网采购价基础上根据价差实现梯度降价后方可继续挂网采购
2019 年 2 月 26 日	上海阳光医药采购网发布《关于本市执行 4+7 城市药品集中采购中选结果的通知》	通知中指出，本次中选药品信息将于 2019 年 3 月 1 日由“上海市医药采购服务与监管信息系统”推送至上海市所有医保定点医疗机构，3 月 20 日生效执行。
2019 年 3 月 5 日	上海阳光医药采购网发布《（2019）16 号关于国家组织药品集中采购本市部分高价协议药品价格调整的通知》	多款“4+7 带量采购”未中标品种企业主动申请降价，纳入上海医保支付药品协议采购价
2019 年 3 月 18 日	辽宁省医保局发布通知	在国家统一实行药品集中采购降价的基础上，辽宁将有 125 个药品在沈阳、大连两地实行梯度降价，平均降幅 24.43%
2019 年 3 月 22 日	深圳市发布《2019 年广东省深圳市关于公示 4+7 城市药品集中采购非中选药品深圳地区调整结果的通知》	暂停采购海正辉瑞、山德士等 11 个非中选品种
2019 年 3 月 26 日	《北京市落实国家药品集中采购和使用试点工作实施方案》公布	25 种国家集中采购中选产品将大幅降价，平均降价幅度 52%
2019 年 4 月 9 日	辽宁省医保局发布《关于做好医药价格和药品供应保障信息监测工作的通知》	建立辽宁省医药价格和药品供应保障监测信息发布制度，做好医药价格和药品供应保障舆情的研判和应对
2019 年 5 月 14 日	陕西省发布《关于通过仿制药一致性评价品种阳光采购药品动态调整公示期申诉问题处理结果的通知》	报价超“4+7”挂网价的暂不挂网
2019 年 5 月 21 日	福建省卫健委印发通知	要求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，全面推进药品 4+7 集采工作，优先使用中选药品
2019 年 5 月 30 日	江苏省无锡市卫健委印发《2019 年全市卫生健康工作要点》	明确表态将与国家药品 4+7 带量采购价格联动，做好降价药品进医院工作

资料来源：各地区医保局，中银国际证券整理

之前大家普遍担忧的带量执行情况总体执行较为顺利，据执行以来的几个月统计数据来看，整体进展超过此前预期。截止 4 月 30 日，全国 4+7 的 11 个试点城市的中选药品采购总数量达 5.99 亿单位(片/粒/支)，采购金额 7.94 亿元，占总约定采购量的 37.32%。值得注意的是，在 4 月 15 日到 4 月末的半个月时间中，全国采购量就增加了 1.61 亿单位，占总采购量的 10%，说明集采推进已进入有序放量的阶段。

其中，厦门地区于3月18日开出首张中选药品处方单，成为全国首个落地执行的试点城市，至5月中旬25个中选品种采购总量达到1267万(片/支)，已完成采购量的59%，这意味着，从中选品种进院开始，在近两个月时间中就完成了近六成的用量。成都地区至5月26日累计发送中标药品订单1997笔，采购总数量达5240.85万(片/粒/支)，采购总金额6557.65万元，占该市总合同量的42.11%；而在4月30日成都采购量完成率仅30.5%，在不到一个月的时间里完成11.5%，同样是进入顺利放量阶段。

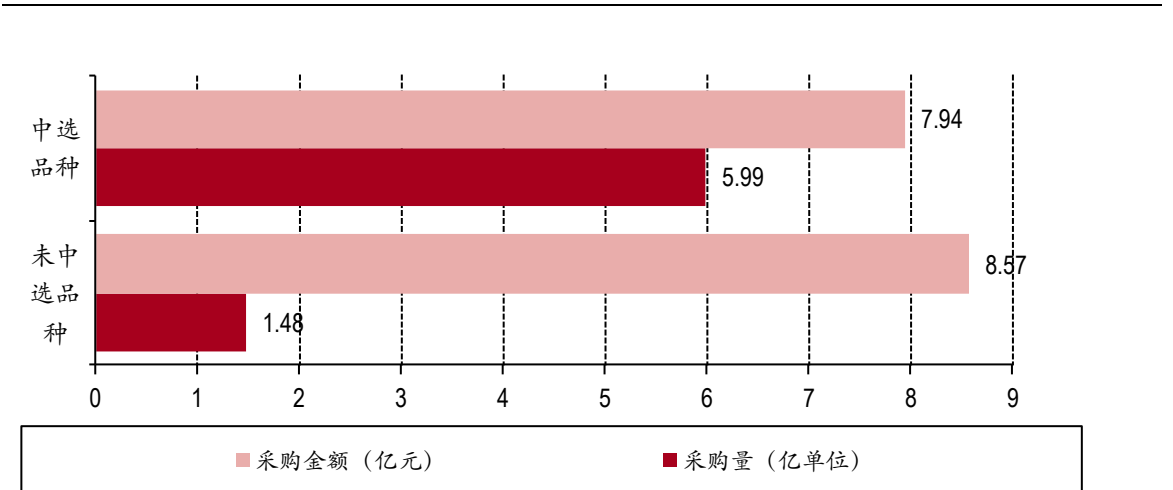
**图表 4.4+7 全国及部分试点城市执行情况**

地区	完成采购量 (亿片、粒、支)	占总采购量比例(%)	采购金额(亿元)	统计截止日期
全国	4.38	27.31		4月14日
	5.99	37.32	7.94	4月30日
成都	0.52	42	0.66	5月26日
厦门	0.13	59		5月15日

资料来源：米内网，中银国际证券

根据统计，试点地区未中选品种的采购总数量达1.48亿(片/粒/支)，仅占同通用名药品采购总数量的不到20%，中选品种的数量占比超过80%，优先性得到了充分的保证。同时，未中选品种的采购总金额8.57亿元，以平均单位单价计算，未中选品种平均单价为中选品种的4.37倍，价格差异明显。

**图表 5.4+7 中选及未中选品种采购情况 (至4月末数据)**



资料来源：米内网，中银国际证券

首轮带量采购对量的充分保证使得后续集采参与厂商的信心更足，在主动报价环节也会根据自身竞争策略报出更有竞争力的价格。当然为确保集采量的完成，各地区在采购量上报时仍较为保守和谨慎，在第一批集采上报采购量期间也出现正式申报量普遍低于首轮摸底申报的情况，因此随着集采稳步推进及医院合理用药的调整，在数量上仍有一定的调整空间。首轮集采的顺利实施对于第二批的品种扩大及价格空间提供了较好的支持。

### 第二轮集采启动在即，改革重点基调已定

2019年6月4日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》，强调了实施健康中国战略和深化医药卫生体制改革的决策部署，坚持保基本、强基层、建机制，深化医疗、医保、医药联动改革，继续推动医改落地见效。同时提到，要扎实推进国家组织药品集中采购和使用试点，认真总结试点经验，及时全面推开。



在研究制定的一系列文件中，涉及健康中国、促进社会办医、鼓励仿制、规范医用耗材使用等 15 个文件，其中包括制定**以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改**的政策文件，即将药品集采作为医改的重要抓手。在推动落实的重点工作中，也重点提及了要扎实推进国家组织药品集中采购和使用试点，加强对中标药品质量、试点地区公立医疗机构优先使用和药款结算、中标药品及原料药生产的监测，做好保证使用、确保质量、稳定供应、及时回款等工作。文件制定预计于今年 9 月底前完成，预期将作为将下一批医疗改革政策的制定和实施所奠定的基础，也体现了国家对于药品集采的重视及完成决心。我们判断在首轮集采的初步探索完成下，这一文件的制定将使得后续集采的覆盖范围及执行力度有更为明晰的指向，也将进一步推动国内药品集采及医疗体系改革的进程及环境进化。对于医药产业而言，转型升级势在必行，同时压缩仿制药品多余利润、实现行业资源优化、通过更为合理的量价体系促使药企在市场化竞争的压力下获得生存空降也将倒逼企业加速转型。

### 新一批带量采购覆盖范围进一步扩大

第一批带量采购考虑到推进的稳定性及政策过渡及产业实际，在品种、采购量、试点城市等方面均较为保守，采购品种最初仅有 31 个，且只有 25 个中选；执行地区也只有 4+7 个试点城市。而对于即将到来的第二批带量采购，鉴于第一批带量采购的顺利实施和相关经验，以及在以集采为医改重要抓手的推进决心下，国家医保局会不断增强对医保经费合理使用的掌控力度，同时由于通过一致性评价药品的数量增多，而此轮带量采购的品种数量、采购总量、覆盖范围都会进一步扩大。

#### 跟标地区及试点省会所在省份有望加入新一轮带量采购

在首批 4+7 中标价公布以后，国家鼓励价格和模式联动，也可认为是为带量采购区域的扩大做试点探索。在首批带量采购后积极参与联动的近十个省份、以及当地财政独立统筹、政府职能配合度较高的城市地区，有望加入新一轮集采。

自首批 11 个城市进入集采实质实施阶段以来，福建、青海已出台以省为单位的跟标方案，河北、无锡、内蒙古等省份在以个别城市进行试点联动后，可能在试行一段时间后进行全省跟标。同时河北、江西、内蒙古、山东等省份已于近期开始采购量申报或全年用量摸底，为后续参与带量采购做好准备，预期有可能在下一批带量采购中以省或部分试点城市加入。

图表 6. 非 4+7 地区摸底及试点跟标情况

地区	进展	主要内容
福建	计划 6 月 1 日起执行 4+7 结果	非独家中标
青海	计划 6 月启动执行 4+7	鼓励跟标
河北	启动报量，唐山市和秦皇岛市率先启动 4+7	用量申报，以 2 个市率先试点
江西	启动报量	用量申报
山东	启动报量，7 月 1 日前完成	用量申报
太原	启动中选药品 2018 年用量摸底	用量申报
江苏	无锡市先进行试点，省份后续全面跟进	以无锡市率先试点
内蒙古	在 4 个城市试点执行 4+7 价格联动，已开始统计实际采购量及计划采购量	以 4 个市率先试点
陕西	限定过评品种挂网价，鼓励药企以 4+7 谈判价挂网	鼓励跟标
辽宁	鼓励该省其他城市在满足采购使用量、医保支付政策和药款结算前提下，以市为单位参与	其他城市参与

资料来源：各地区政府网站，中银国际证券

#### 新增通过一致性评价品种有望进入带量采购

根据 CDE 信息，至 2019 年 6 月末，已有 273 个品规通过或视同通过一致性评价，较首批带量采购名录制定时的通过量大大提高。鉴于通过一致性评价为带量采购的基本标准，第二轮带量采购品种的可选范围同样随之扩大，其中外企市场占比高且有多家仿药企业过评、用药金额较高、基础用量较大的品种有更大概率入选此次集采。

图表 7. 通过一致性评价超过 3 家的药品品种

<p><b>苯磺酸氨氯地平片</b> 北京万生药业有限责任公司 辰欣药业股份有限公司 华润赛科药业有限责任公司 江苏黄河药业股份有限公司 苏州东瑞制药有限公司 亚宝药业集团股份有限公司 扬子江药业集团上海海尼药业有限公司 浙江京新药业股份有限公司</p>	<p><b>盐酸二甲双胍片</b> 北京京丰制药集团有限公司 北京四环制药有限公司 广东华南药业集团有限公司 贵州天安药业股份有限公司</p>	<p><b>聚乙二醇 4000 散</b> 湖南华纳大药厂股份有限公司 重庆华森制药股份有限公司 重庆赛诺生物药业股份有限公司</p>
<p><b>瑞舒伐他汀钙片</b> Lek Pharmaceuticals d.d. 海正辉瑞制药有限公司 鲁南贝特制药有限公司 南京先声东元制药有限公司 南京正大天晴制药有限公司 浙江京新药业股份有限公司</p>	<p><b>恩替卡韦分散片</b> 安徽贝克生物制药有限公司 江西青峰药业有限公司 苏州东瑞制药有限公司 正大天晴药业集团股份有限公司</p>	<p><b>利培酮片</b> 江苏恩华药业股份有限公司 齐鲁制药有限公司 浙江华海药业股份有限公司</p>
<p><b>蒙脱石散</b> 杭州康恩贝制药有限公司 山东宏济堂制药集团股份有限公司 四川维奥制药有限公司 先声药业有限公司 扬子江药业集团有限公司</p>	<p><b>恩替卡韦胶囊</b> 福建广生堂药业股份有限公司 江西青峰药业有限公司 南京正大天晴制药有限公司 四川海思科制药有限公司</p>	<p><b>碳酸氢钠片</b> 福州海王福药制药有限公司 湖南汉森制药股份有限公司 远大医药（中国）有限公司</p>
<p><b>头孢呋辛酯片</b> 成都倍特药业有限公司 广州白云山天心制药股份有限公司 国药集团致君（深圳）制药有限公司 苏州中化药品工业有限公司 珠海联邦制药股份有限公司中山分公司</p>	<p><b>异烟肼片</b> 广东华南药业集团有限公司 华中药业股份有限公司 沈阳红旗制药有限公司 宜昌人福药业有限责任公司</p>	<p><b>头孢氨苄胶囊</b> 湖南科伦制药有限公司 山东罗欣药业集团股份有限公司 上海福达制药有限公司</p>
<p><b>盐酸二甲双胍缓释片</b> 北京万辉双鹤药业有限责任公司 江苏德源药业股份有限公司 上海上药信谊药厂有限公司 悦康药业集团有限公司 上海信谊天平药业</p>	<p><b>草酸艾司西酞普兰片</b> 湖南洞庭药业股份有限公司 山东京卫制药有限公司 四川科伦药业股份有限公司</p>	<p><b>头孢呋辛酯片</b> 成都倍特药业有限公司 广州白云山天心制药股份有限公司 国药集团致君（深圳）制药有限公司 苏州中化药品工业有限公司 珠海联邦制药股份有限公司中山分公司</p>
<p><b>盐酸二甲双胍片</b> 北京京丰制药集团有限公司 北京四环制药有限公司 广东华南药业集团有限公司 贵州天安药业股份有限公司</p>	<p><b>厄贝沙坦片</b> 海正辉瑞制药有限公司 江苏恒瑞医药股份有限公司 浙江华海药业股份有限公司</p>	<p><b>头孢唑辛酯片</b> 成都倍特药业有限公司 广州白云山天心制药股份有限公司 国药集团致君（深圳）制药有限公司 苏州中化药品工业有限公司 珠海联邦制药股份有限公司中山分公司</p>
<p><b>富马酸替诺福韦二吡呋酯片</b> 安徽贝克生物制药有限公司 成都倍特药业有限公司 齐鲁制药有限公司</p>	<p><b>格列美脲片</b> 江苏万邦生化医药集团有限责任公司 山东新华制药股份有限公司 扬子江药业集团广州海瑞药业有限公司 重庆康刻尔制药有限公司</p>	<p><b>盐酸二甲双胍缓释片</b> 北京万辉双鹤药业有限责任公司 江苏德源药业股份有限公司 上海上药信谊药厂有限公司 悦康药业集团有限公司 上海信谊天平药业</p>
<p><b>盐酸克林霉素胶囊</b> 四川科伦药业股份有限公司 宜昌人福药业有限责任公司 重庆药友制药有限责任公司</p>		

资料来源：CDE，中银国际证券

从市场格局考虑，原研占比高且有国产通过一致性评价替代品种的非短缺药会成为带量采购的新增首选品种，而通过企业家数较多的品种有可能形成更大竞争、导致更大的降价幅度。从治疗领域考虑，结合首批带量采购品种，心脑血管、抗感染、抗肿瘤及神经系统药物由于治疗刚需及用量，有更大概率在其中挑选集采品种。部分有希望进入下批集采的品种及市场情况如下表所示：



图表 8. 部分有可能进入下一轮带量采购的品种及样本医院销售

品种名称	过评企业	2018 年样本医院销售			治疗类别
		销售额(亿元)	TOP1 企业	市场份额 (%)	
阿卡波糖	杭州中美华东	11.71	拜耳	69.61	消化系统及代谢药
多西他赛注射剂	四川汇宇	14.48	恒瑞医药	51.20	抗肿瘤和免疫调节剂
替吉奥	齐鲁制药, 恒瑞医药	12.95	新时代	51.70	抗肿瘤和免疫调节剂
缬沙坦	华海药业	4.58	诺华	78.10	心血管系统
二甲双胍	贵州天安, 华南药业, 四环制药, 石药欧意	5.62	施贵宝	66.33	消化系统及代谢药
氨基葡萄糖	海正药业	0.65	浙江海正	39.68	肌肉-骨骼系统
瑞格列奈	豪森药业	2.49	BI	49.83	消化系统及代谢药
格列美脲	江苏万邦, 扬子江广州海瑞	2.92	赛诺菲	50.42	消化系统及代谢药
阿奇霉素注射液	海南普利制药	1.53	苏州长征-欣凯制药	66.62	全身用抗感染
阿奇霉素	石药欧意, 苏州二叶制药	0.66	辉瑞	90.82	全身用抗感染
替莫唑胺	天士力帝益药业	6.97	天士力帝益药业	49.56	抗肿瘤和免疫调节剂
伏立康唑	华海药业	5.43	辉瑞	72.91	全身用抗感染
曲美他嗪	齐鲁制药	2.93	LES LABORATOIRES SERVIER	45.27	心血管系统
奥司他韦	东阳光长江药业	2.77	东阳光长江	62.27	全身用抗感染
环孢素	中美华东制药	4.75	中美华东制药	50.32	抗肿瘤和免疫调节剂
坦索罗辛口服缓控释剂型	恒瑞医药	1.01	阿斯泰来	49.24	生殖泌尿系统和性激素类
阿莫西林	科伦制药、金华康恩贝、珠海联邦、石药中诺药业	0.33	石药中诺	50.35	全身用抗感染
左氧氟沙星	东阳光药业	0.71	第一三共	75.81	全身用抗感染
拉米夫定	龙泽制药	1.51	葛兰素史克	63.01	全身用抗感染、
比索洛尔	成都苑东	3.23	默克雪兰诺	72.42	心血管系统
噻疏平	洞庭药业	2.42	阿斯利康	38.74	神经系统
阿那曲唑	扬子江药业	3.69	阿斯利康	49.15	抗肿瘤和免疫调节剂
氨溴索	裕欣药业、恒瑞医药	0.16	恒瑞医药	30.94	呼吸系统用药
氟哌噻吨美利曲辛	四川海思科				神经系统
舍曲林	京新药业	2.31	辉瑞	88.28	神经系统
克拉霉素口服缓控释剂型	东阳光药业	1.43	恒瑞医药	38.39	全身用抗感染、
阿法骨化醇	重庆药友	0.26	昆明贝克诺顿	97.92	消化系统及代谢药
克林霉素	科伦药业、重庆药友		一品红		全身用抗感染
单硝酸异山梨酯	鲁南贝特		鲁南贝特		心血管系统
多奈哌齐口服缓控释剂型	重庆值恩、华海药业		卫材		神经系统
二甲双胍口服缓控释剂型	上药信谊药厂、德源药业、		重庆康刻尔制药		消化系统及代谢药
莫西沙星	东阳光药业、四川国为	2.43	拜耳	99.86	全身用抗感染
克拉霉素	东阳光药业	1.43	雅培	41.32	全身用抗感染、
左西替利嗪	九典制药、齐鲁制药、华邦	0.27	华邦制药	63.81	呼吸系统用药
头孢羟氨苄	石药欧意药业	0.1	清远华能制药	93.80	全身用抗感染
昂丹司琼	齐鲁制药	0.57	齐鲁制药	67.75	消化系统及代谢药
卡托普利	石药欧意药业、常州制药厂	0.04	施贵宝	76.42	全身用抗感染
地氟烷吸入剂型	恒瑞医药	0.39	百特	79.18	神经系统
曲马多	石药欧意药业	0.01	石药欧意药业	53.85	神经系统
奈韦拉平	华海药业				全身用抗感染
替莫唑胺注射液	恒瑞医药	6.97	天士力帝益药业	49.56	抗肿瘤和免疫调节剂
布洛芬注射剂	成都苑东制药	0.01	上药信谊	27.35	肌肉-骨骼系统

资料来源: 万得, 米内网, 中银国际证券

而在药品集中采购进一步推进、医保体系不断完善的背景下，药品的价格将更趋向于整体调控下的个别分化，受市场化因素的影响将更加加强，产品本身的效果、质量以及企业的生产体系、成本控制、销售推广能力的优势将更将凸显。在产业结构变化的时期中，拥有丰富产品管线、具有确切疗效及患者需求的产品组合、配合自身在上下游体系深耕细作的龙头企业将具有更大发展空间。

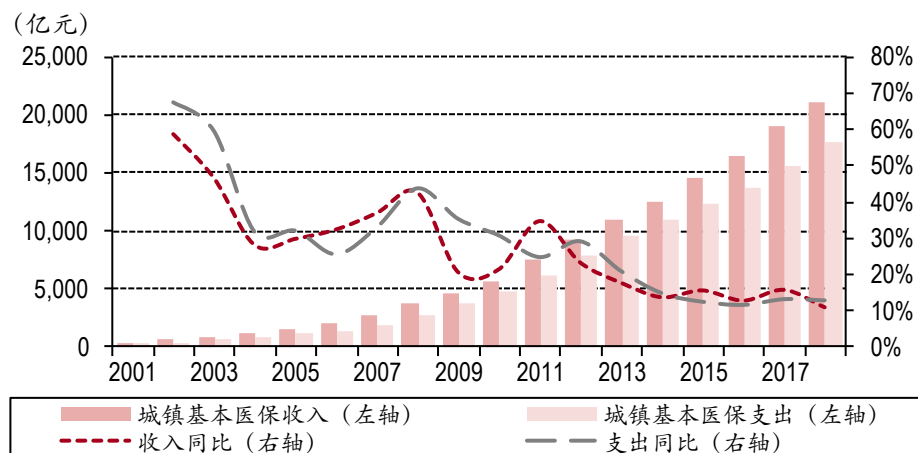
### 医保控费压力持续，DRGs 将扛医保支付改革大旗

根据医保局统计数据，2018 年全国医保收入合计 2.11 万亿元，同比增速 11.16% 创历史新低。其中城镇职工医保收入 13259 亿元（占医保总量 63%），同比增长 9%（同为历史新低水平）；城乡居民医保收入 6974 亿元，同比增长 15%。

而全年全国医保合计支出 1.76 万亿元，同比增长 13%，亦处于历史较低水平。其中城镇职工医保支出 10505 亿元（占比 60%），同比增长 11%；城乡居民医保支出 7103 亿元，同比增长 16%。

18 年全国医保累计结余 2.32 万亿元，同比增长 20%，主要原因是受两保合一的影响。其中城镇职工统筹账户累计结存 11461 亿元（占比 49%），个人账户累计结余 7144 亿元（占比 31%），城乡居民滚存结余 4628 亿元（占比 20%）。

图表 9. 全国医保收支情况



资料来源：医保局，中银国际证券

2018 年经历了集采、医保控费、医疗体系费用结构调整等一系列改革性举措，全国医保收入及支出均达到了较低的水平，但全年支出增速高于收入增速形成倒挂，医保控费压力仍在。按疾病分组付费也成为医保支付改革的主要方向，并逐步迈向正轨。

图表 10. 医保价格谈判主要事件



资料来源：医保局官网，中银国际证券

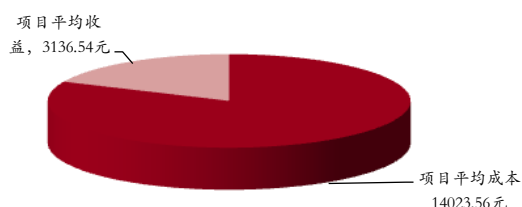
按诊断相关分类 (DRGs) 是一种打包付费制度,也是国际公认的较为科学合理的医疗费用支付方式,根据患者年龄、疾病诊断、合并症并发症、治疗方式、病症严重程度以及疗效等多种因素,将诊断相近、治疗手段相近、医疗费用相近的住院患者,分入若干病组予以定额付费。美国等发达国家经验已证明,DRGs 可以有效控制医疗费用的快速上涨,同时可以提高医院医疗资源的利用效率,也便于对于医院医生进行医疗质量及院间评估。自 1983 年实施 DRGs 以来,美国医疗费用的增长率由 1983 年前的 16% 至 18% 降到 7% 至 8%,短期住院率一年中下降了 12%,治疗的病人也减少了 1%,说明 DRGs 在控费方面确实有明显成效。

中国关于 DRGs 的探索和研究从 1988 年就开始了,而北京市是最早开始试水 DRGs 的地区。2008 年,北京版 DRGs 研制出了 654 个病种的分组,涵盖了临床路径中 2 万种诊断、2000 种手术方案。2011 年 7 月,北京大学第三医院、北京大学人民医院、友谊医院、朝阳医院、宣武医院、天坛医院等 6 家医保定点医院成为首批 DRGs 试点医院。这六家医院从已经建立的 654 个病种分组方案中,选取医疗费用比较接近、病例数量相对集中的 108 个病组作为试点范围,按照上一年度医保定点三级医院诊治同一病种分组医保患者实际发生的、符合本市基本医疗保险报销范围的次均费用,确定该病种分组的定额支付标准。

实施第二年,参与试点的北京大学第三医院统计数据显示,该医院 2012 年按 DRGs 结算的 8181 人次中,单个项目平均费用为 14023.56 元,单位结算费用 17160.10 元,平均每一权重项目医院可以获益 3136.54 元(占结算费用的 18.28%)。其中,反映效率的指标平均住院日逐渐下降,由 2008 年的 8.75 天明显下降至 2012 年的 6.62 天。

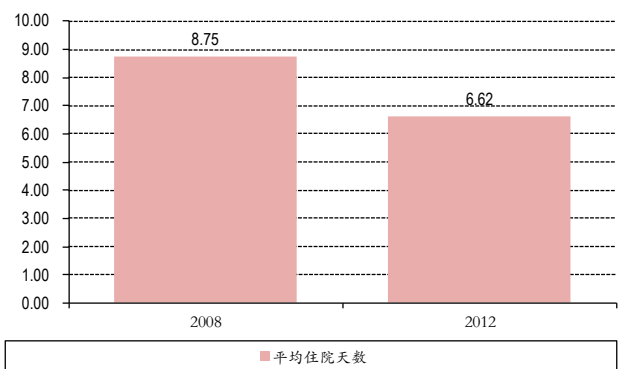
而在 2014 至 2016 年三年间对 6 家试点医院的效果评价总结显示,3 年差额盈余率为 9.95%,3 年盈余率超过 50% 的 DRGs 有 6 组,3 年亏损率超过 10% 的有 7 组。试点医院在医疗费用增长率控制方面,以及医疗效率和治疗效果方面均好于对照医院。

图表 11. 试点医院平均每一权重获益



资料来源:《中国医疗保险》、中银国际证券

图表 12. 试点医院效率有明显提高



资料来源:《中国医疗保险》、中银国际证券

但这一版 DRGs 具有一个根本矛盾,就是按疾病付费和现有医疗成本结构和定价模式产生了冲突。DRGs 的关键在于鼓励医疗机制自主调整诊疗结构,通过减少非人力成本开支、提高人力报酬来重建薪酬结构。但是在当时,非人力成本中占比最高的药品和耗材是由政府集中采购、统一定价,无法达到医院主动调节的情况,因此在非人力成本无法自主定价的情况下,按病种付费固定了收费标准,反而使医院的议价权缩小了,并压缩了医疗机构的合理利润空间。

2015年，国家卫计委的医政医管局，成立了国家DRGs质控中心，在北京版DRGs的基础上发布了CN (Chinese) -DRGs模式，并在全国15个试点城市推行。2017年，国家卫计委下属的卫生发展研究中心，又推出了以“收付费改革”为中心的“C (China) -DRGs”模式。通过卫计委和财务司在31个省市设立的全国医疗服务价格与成本监测与研究平台，采集了大量的各地上报数据，作为价格与成本的研究依据，试点范围包含三明、深圳、克拉玛依等三个城市的公立医院。但同样，这两版的DRGs主要侧重供方角度的医院绩效管理，并未推进到支付环节，因此仅限于小范围的单向推动。从医保支付制度改革入手重构供方的激励机制，才能使双方合力，也才能使DRGs真正起到降本提效的作用。2017年6月，国务院办公厅发布《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，首次强调了医保支付改革在医改中的重要杠杆作用，而DRGs成了医保支付改革中唯一具体的路径。

图表 13. 医保支付改革主要政策文件



资料来源：医保局官网，中银国际证券

而且和国外相比，DRGs需要充分本地化，而国内各地区间财政和执行的差异巨大、之前权责牵涉复杂、各地机制设计不尽相同，使得DRGs改革难以下手。而去年，国家医保局的成立使得DRGs的制定主体更明确，也使得DRGs的实施更加具有可行性。去年底医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，将中国式DRGs向具体实施再推进一步。集采价格的制定，也将成为推动按病种付费的落地保障之一。

2019年6月5日，医保局、财政部、卫健委、国家中医药局联合发布关于印发《按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单》的通知，确定了30个城市作为DRGs付费国家试点城市，确保2020年模拟运行，2021年启动实际付费。由于DRGs自身系统进化的特性，在中国全面推广按病种付费还需要因地制宜和综合统一的协调，根据当地实际，制定地方DRG分组体系和费率权重测算等技术标准，实现医保支付使用的DRGs分组框架下的全国基本统一。而在开展DRGs试点的同时，要进一步完善医保总额预算管理制度，对不能采用DRGs结算的病例，将进一步推进依据大数据的按病种付费、按床日付费和按人头付费工作，建立多元复合医保支付体系。对于药企而言，带量采购将为DRGs的实施提供前行的必要手段，在全国大面积推广DRGs后保证自身产品的更低成本、更好效用才能获得医院市场的一席之地，医保支付对于疗效和成本的平衡取舍将反过来推动药企进行供给侧改革。同时对于医院而言，也将改变传统医院管理模式。在降费用的同时也将催生价值更高的精准治疗等医疗解决方案。医药健康产业有希望在挤压中诞生新的方向和空间。

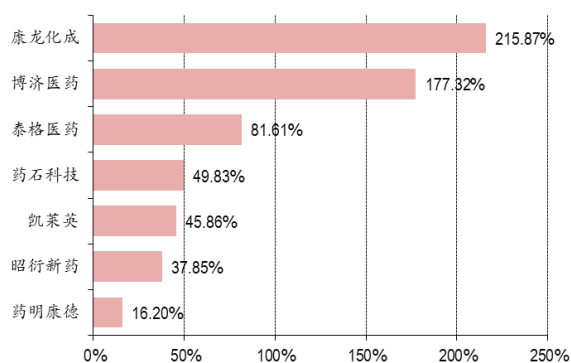


## 看好细分产业：CRO-国内创新研发方兴未艾，行业进入发展黄金期

### A股CRO板块涨幅居前，行业景气度还能维持多久？

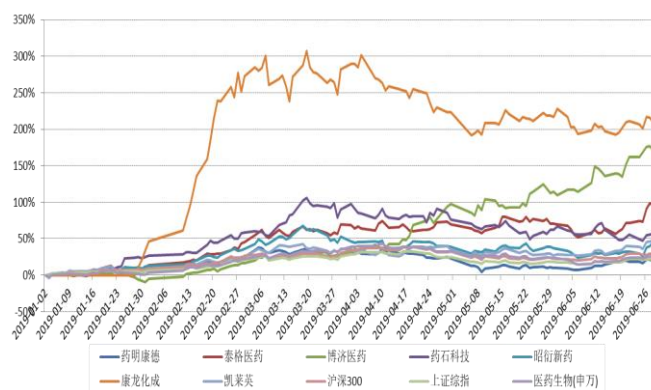
截止2019年6月28日收盘，CRO板块（剔除新股康龙化成215.87%涨幅）标的股价平均涨幅约57%，其中，最高涨幅是博济医药177.32%，最低涨幅是药明康德16.20%（受解禁减持和中美贸易摩擦影响），整体大幅跑赢SW医药（20.6%涨幅）、上证综指（20.11%涨幅）、沪深300（271.4%涨幅），是医药板块表现最突出的板块。

图表 14. 年初至今，CRO 标的股价涨幅情况



资料来源：万得、中银国际证券

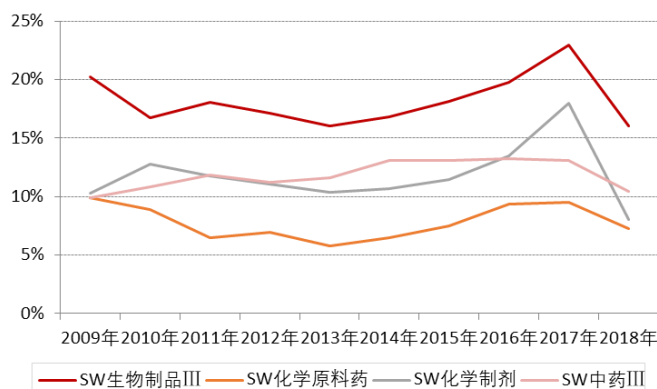
图表 15. CRO 标的大幅跑赢指数



资料来源：万得、中银国际证券

市场看好CRO的逻辑有共性，在医保控费趋严常态化的背景下，仿制药的“创新药”式销售模式不复存在，仿制药价格下降是必然趋势，药企为了保证持续发展和稳定的盈利能力，主动或被动转型创新研发；同时，政策也从研发、生产和医保支付等多个环节鼓励、支持创新研发。我国医药行业正处于“仿制药”向“创新药”战略转型期。CRO能够服务药物研发的全周期，在缩短新药研发周期、提升研发效率发挥重要作用，药企和CRO的战略合作已成为新药研发的重要方式。CRO行业将高确定性受益于国内创新浪潮，业绩高增长的持续性和确定性强，例如，自2015年起，CRO公司业绩保持高增长态势，2016年-2018年泰格医药收入和净利润复合增速33.86%和44.57%，昭衍新药收入和净利润复合增速分别为25.34%和30.12%，康龙化成收入和利润复合增速分别为36.86%和66.23%。CRO板块业绩高增长确定性强，同时顺应行业发展趋势，属于医改政策“免疫”板块，因此催生CRO整体行情。

图表 16. 2018 年化学制剂板块销售净利率明显下降



资料来源：万得、中银国际证券

图表 17.CRO 标的 2015 年-2019Q1 年业绩情况

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
药明康德	收入	48.83	61.16	77.65	96.14	27.69
	YOY(%)	17.96	25.24	26.96	23.80	29.31
	净利润	3.49	9.75	12.27	22.61	3.86
	YOY(%)	(24.40)	179.40	25.90	84.20	16.40
康龙化成	收入	11.28	16.34	22.94	29.08	7.63
	YOY(%)	42.71	44.87	40.38	26.76	31.12
	净利润	0.74	1.77	2.31	3.39	0.54
	YOY(%)	251.70	139.60	30.50	46.90	33.24
泰格医药	收入	9.57	11.75	16.87	23.01	6.09
	YOY(%)	53.23	22.73	43.63	36.37	28.69
	净利润	1.56	1.41	3.01	4.72	1.46
	YOY(%)	24.50	(10.00)	114.00	56.90	51.72
昭衍新药	收入	2.07	2.42	3.01	4.09	0.74
	YOY(%)	11.79	17.04	24.60	35.69	44.13
	净利润	0.49	0.52	0.76	1.08	0.12
	YOY(%)	0.40	5.10	47.90	41.70	37.27
凯莱英	收入	8.31	11.03	14.23	18.35	4.76
	YOY(%)	16.00	32.80	29.00	28.90	31.00
	净利润	1.54	2.53	3.41	4.28	0.92
	YOY(%)	50.80	64.60	35.00	25.50	45.00
药石科技	收入	1.36	1.88	2.73	4.78	1.52
	YOY(%)	77.60	38.40	45.10	75.00	53.10
	净利润	0.20	0.36	0.67	1.33	0.34
	YOY(%)	(11.30)	81.20	86.00	98.50	66.88
博济医药	收入	1.27	0.72	1.31	1.72	0.36
	YOY(%)	(12.00)	(43.00)	81.20	31.60	14.70
	净利润	0.26	0.02	(0.24)	0.07	0.01
	YOY(%)	(32.40)	(91.90)	(1,273.30)	130.23	(72.78)

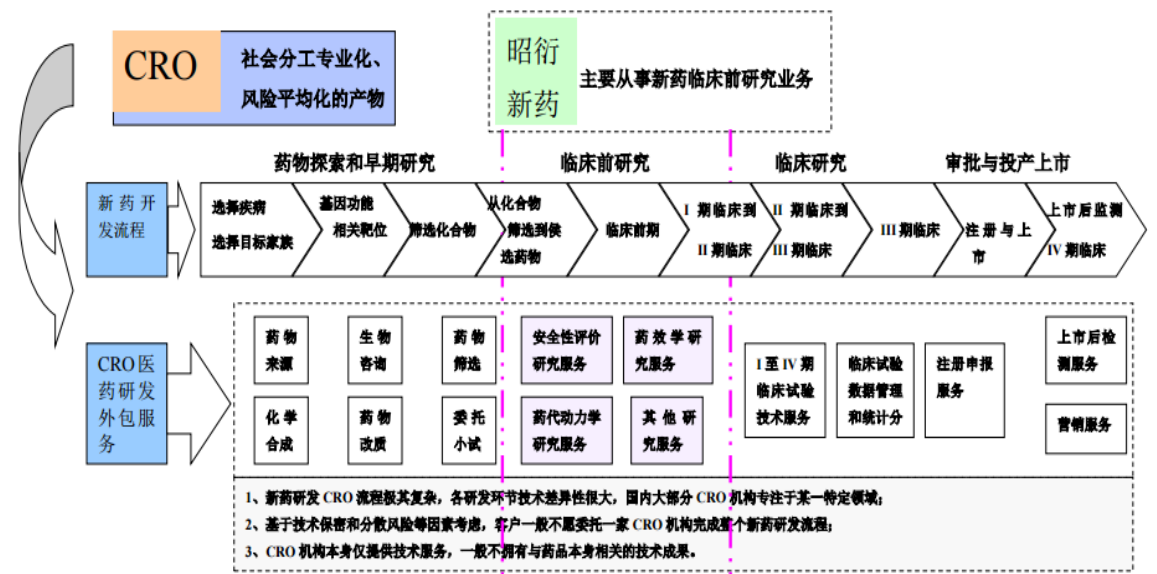
资料来源：万得，中银国际证券

截止 6 月 27 日收盘，CRO 板块 PE (TTM) ) 约 60 倍 (剔除博济医药 PE(TTM) 1143.68, 包含凯莱英 49.89), 明显高于 SW 医药行业 30.39 倍估值, 不可否认的是 CRO 的高估值包含业绩确定性的溢价, 在当下时点, 市场关注的焦点问题在于: 1) CRO 行业的高景气度能维持多久? 2) 公司的业绩高速增长是否能够持续。CRO 行业的发展主要依赖于医药企业的研发投入尤其是创新药物研发投入的增加, 以及医药研发企业将研发工作外包的意愿, 本章节我们聚焦于研发行为参与的主体外资药企、传统药企、biotech 的研发投入推演国内 CRO 行业的发展趋势, 通过对比国内外 CRO 行业的发展历程, 我们认为, 外资药企离岸外包催生了国内 CRO 萌芽和第一次高速发展, 目前国内 CRO 再次腾飞的重要驱动力来源于国内传统药企转型需求和 BIOTECH 的兴起, 国内医药行业创新研发才刚刚开始, 未来行业发展的驱动力来源于创新研发, 药企持续投入研发, 追求研发效率提升的过程中, CRO 行业进入发展的黄金期。

### 我国 CRO 目前所处阶段类似美国 CRO 行业爆发的前夕

CRO 服务药物研发的全周期, 临床前 CRO 主要是在实验室条件下, 为药企提供先导化合物的合成和筛选、药效学研究、毒理学研究等, 相对而言, 临床 CRO 是对药物各期临床试验环节的外包服务, 为药企提供 I-IV 期的临床试验以及 BE 试验等提供临床试验技术服务、现场管理、数据管理和统计分析等, 同时也包括提供注册及申报服务等。

图表 18. CRO 服务新药研发的全周期



资料来源: 昭衍新药招股说明书, 中银国际证券

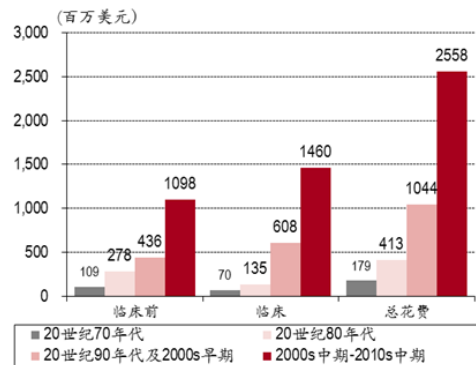
根据罗氏一组新药研发数据, 一种药物从最初的实验室研究到最终摆放到药柜销售平均要花费 12 年时间, 需要投入 66.145 亿元人民币、7000874 个小时、6587 个实验、423 个研究者, 最后得到 1 种药物。20 世纪 70 年代至今, 单个新药研发费用不断攀升, 为降低药物研发成本和缩短研发周期, 新药研发势必将进行进一步的专业化分工合作, 越来越多的大型药企将选择 CRO 公司进行医药研发生产外包。

图表 19. 罗氏一组新药研发投入的数据



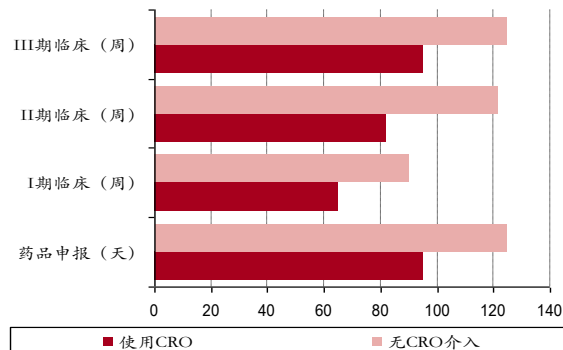
资料来源: 罗氏官网, 中银国际证券

图表 20. 新药研发的成本不断攀升



资料来源: Tufts center for the study of drug development, 中银国际证券

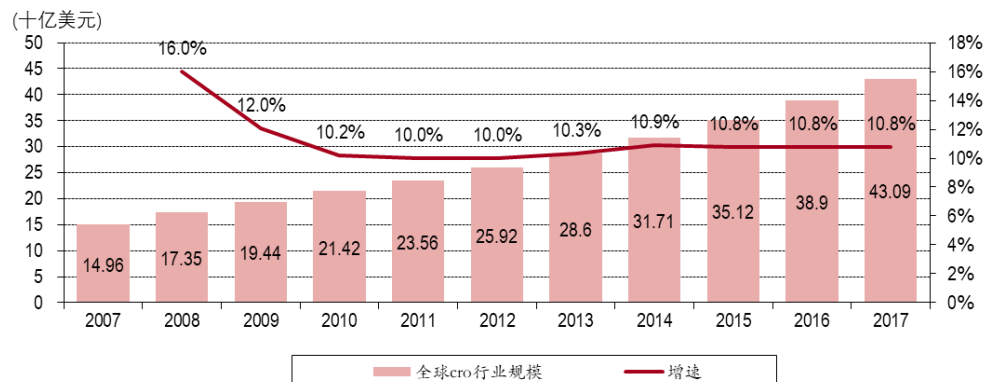
图表 21. CRO 参与缩短研发周期



资料来源: 昭衍新药招股说明书, 中银国际证券

根据 frost&sullivan 数据统计，全球 CRO 行业的渗透率稳步提高，由 2006 年 18% 提高到 2015 年 44%，预计 2020 年将达到 54%。在药企研发投入不断增加和外包意愿不断提高背景下，全球 CRO 市场规模持续增长：2007 年-2017 年 CRO 市场规模从 150 亿美元增长到 430 亿美元。

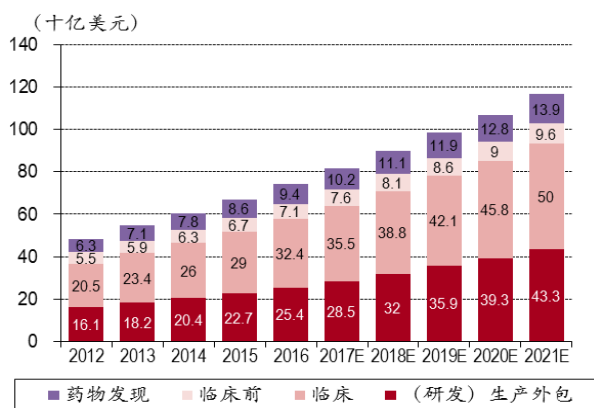
图表 22. 全球 CRO 市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中银国际证券

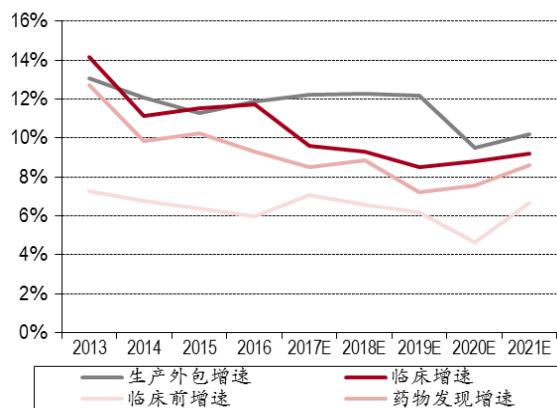
细分行业规模占比上来看，临床业务市场规模最大，在 2016 年占到全球 CRO 市场规模的 66.26%，预计 2021 年将达到 68%，2016 年药物发现业务和临床前业务市场规模占比是 19.22% 和 14.51%。从增速来看，临床 CRO 业务的增速最快，在 2012~2016 年，临床 CRO 业务、临床前 CRO 业务、药物发现 CRO 业务的年均复合增速分别为 9.58%、5.24% 和 8.33%，根据 frost&sullivan 预测，在 2017~2021 年三项业务将分别保持 7.09%、4.78% 和 6.39% 的复合增速发展。生产外包业务从 2012 年的 161 亿美元增长到 2016 年的 324 亿美元，复合增速达到 9.55%，根据预测，生产外包业务将继续以 8.72% 的复合增速增长，增速超过 CRO 行业的三项业务。

图表 23. 服务外包细分行业市场规模



资料来源: Frost&Sullivan, 中银国际证券

图表 24. 服务外包细分行业增速

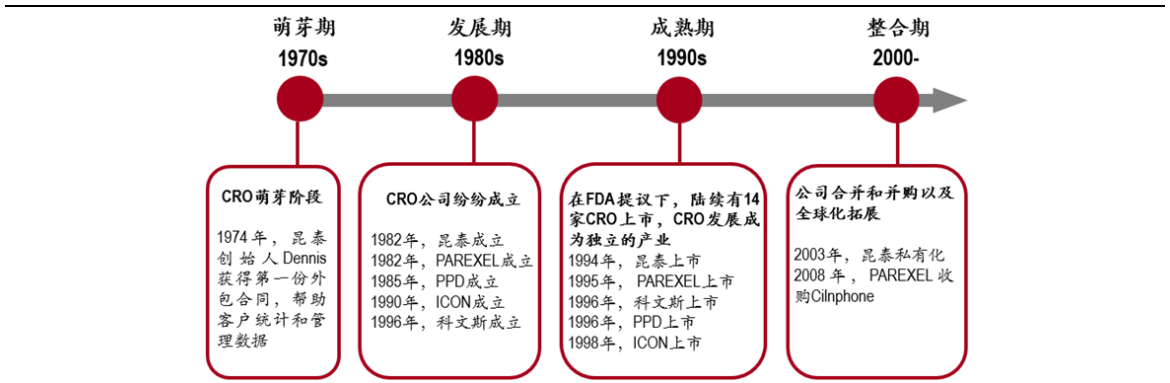


资料来源: Frost&Sullivan, 中银国际证券

**仿制药降价压力客观上也逼迫了美国药企加大研发投入，催生美国 CRO 行业的黄金十年**

美国 CRO 最早出现在上个世纪 70 年代，早期的 CRO 公司主要制药和生物技术行业提供独立的产品开发服务，例如临床前的毒理和临床数据统计等工作。为了更有效地管理药物开发过程、降低成本和最大化利润，大型制药公司和生物技术公司开始将产品开发外包给 CRO 组织，外包需求催生了更多的 CRO 企业成立，并且其服务能力不断拓展，80 年代中后期开始拓展到临床试验管理等。90 年起在仿制药巨大降价压力下，美国药企竞争加剧，纷纷加大创新研发投入，同时寻求更具成本效益的新药研发外包，CRO 行业进入爆发期，头部 CRO 企业相继上市，利用资本的力量进行产业链上下游并购和全球商业布局，业绩也迎来新的增长。

**图表 25. 美国 CRO 行业发展历程**

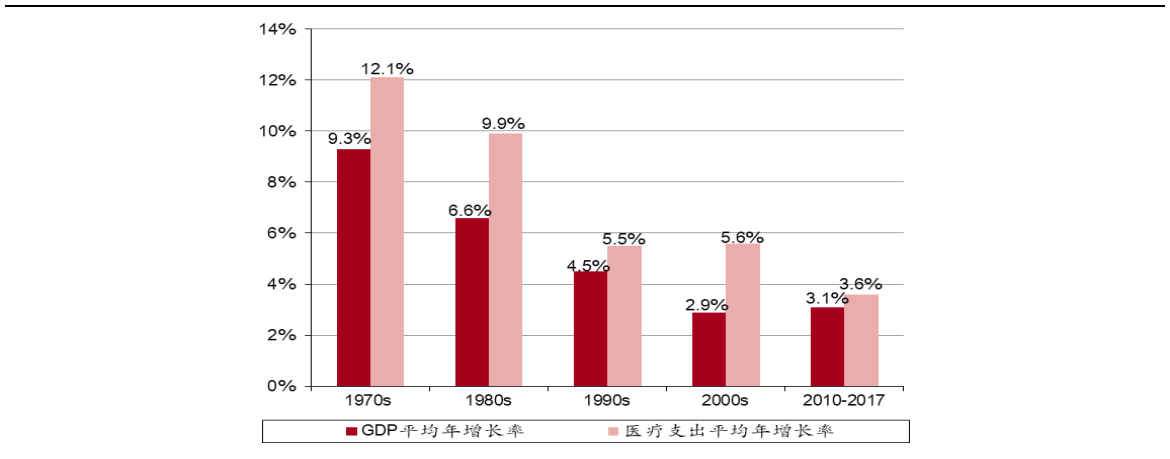


资料来源：相关公司官网，中银国际证券

**(一) 克林顿政府医改实行财政约束政策，仿制药面临巨大降价压力**

自 20 世纪 70 年代以来，面对日益高涨的医疗费用和难以为继的信托基金偿付问题，美国医改的重心从扩大医疗覆盖面转移到控制医疗费用上来。1973 年尼克松政府颁布《健康维持组织规章》、1984 年里根政府通过 Hatch-Waxman，其目的都是控制医疗支出快速增长、增加患者获取廉价药物渠道。但数据显示这些费用控制政策收效甚微，1970 年到 1979 年医疗费用支出复合增速达到 11.50%，1980 年到 1989 年医疗费用支出增速达到 9.71%，均远远高于当时的美国经济平均年增长率（70s 为 9.3%，80s 为 6.6%）。医疗费用占 GDP 比重也从 1970 年的 6.9% 增长到 1990 年的 12.1%，增长了 5.2 个百分点。针对当时美国巨大的财政赤字和联邦债务，克林顿政府提出增税和削减开支并举的财政政策，在克林顿时期（1993~2001），美国医疗费用的复合增速为 5.88%，降到了低点。

**图表 26. 克林顿执政期间医疗费用增速放缓**



资料来源：Peterson-Kaiser，中银国际证券

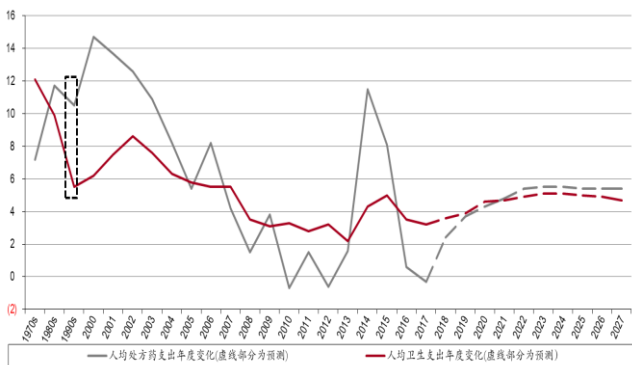
**图表 27. 克林顿改革法案简介**

年份	法案名称	主要内容
1993 年	《健康保障法	控制费用上涨，实现全民医保，主张实行全国统一的医疗保险制度，虽然在 1994 年未 被国会通过，但该法案鼓舞起各州政府针对医疗费用控制进行改革尝试。
1997 年	克林顿政府的 预算平衡法 (BBA)	在 1997~2002 年内削减 1150 亿美元，在 10 年内削减 3934 亿美元的医疗照顾开支，对医 疗照顾制度进行改革，降低医疗照顾制度信托基金的赤字。该法案通过改变医疗服务 提供者的支付方式，终止费用报销，降低了支出，大大延长了信托基金的使用期。

资料来源:《健康保障法案》，克林顿政府的预算平衡法,中银国际证券

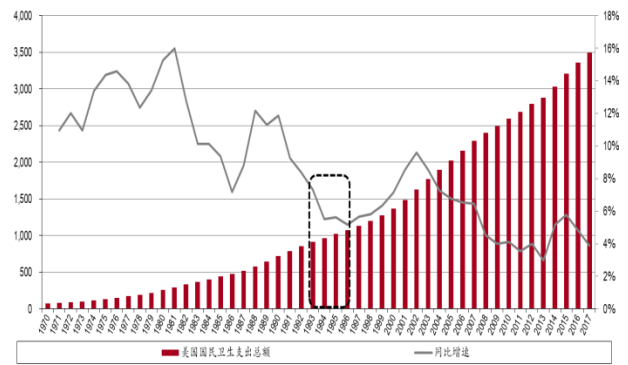
在财政约束政策影响下，在克林顿首个执政期（1992-1996）人均处方药支出和人均卫生支出增速都实现了放缓，人均处方药支出增速从 80 年代的 11.7% 降到最低 10.5%，人均卫生支出增速 9.9% 降到 5.5%。美国国民卫生支出总额的增速也得到进一步控制，年增长率出现大幅下降，在 1996 年降到最低点。

**图表 28. 1992-1996 年执政时期人均卫生支出明显下降**



资料来源: Peterson-Kaiser; 中银国际证券

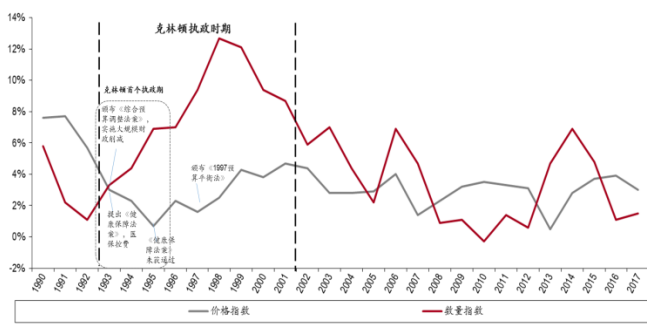
**图表 29. 1992-1996 年美国国民卫生总额支出增速放缓**



资料来源: Peterson-Kaiser、中银国际证券

在整体控制医疗费用的背景下，尤其是仿制药面临着史上最大的降价压力，药企主动或被动的实行降价增加销量以减少销售收入的大幅下滑，在此期间，美国药品价格指数出现了大幅下降，并在 1995 年降到低点，药品数量指数呈现上升趋势。根据 PRMA 数据，在降价压力下，美国 Phrma 成员公司在 1993 年销售额增速降到最低点，仅为 1.6% 左右，是前后十年最低增速，top10 药企的平均销售净利率从 1991 年 25.1% 下滑到 1993 年 18.9%。

**图表 30. 1992-1996 年药品价格指数明显下降**



资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

**图表 31. 1992-1996 年 PHRMA 成员销售额增速降到最低点**

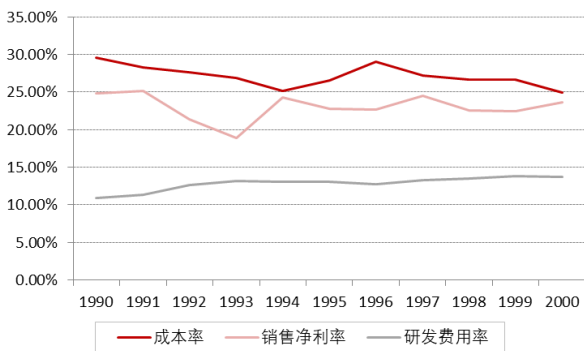


资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

**(二) 药企加大创新药研发投入寻求未来新的增长点，美国 CRO 行业迎来发展黄金十年**

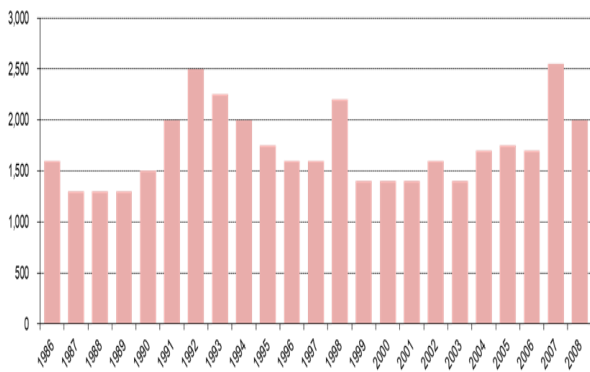
美国药企通过降低成本来应对仿制药降价压力，PHRMA 数据显示，1990-1994 年期间，美国 top10 的医药公司平均成本率从 29.6% 降低到 25.1%。虽然盈利压力承压，但是为了保证未来新的增长点，药企研发投入反而增加（目前中国医药企业在“4+7”之后被迫加大研发的逻辑类似美国克林顿时期），1990-1994 年期间，top10 的研发投入从 10.9% 提升至 13.1%，此后，phrma 成员公司研发投入呈小幅上涨趋势。在降价压力最大的 1992 年-1993 年，反而是前后 10 年来接受新药申请数据最多的年份。同时，美国国会也相继出台一系列政策来加快新药的审批速度，例如 1992 年的《处方药申请付费法》（1994 年生效），其目的在于通过将药品申报费用交纳对象从纳税人变更为药品申报者，从而增加 FDA 财政收入，以增加 FDA 审批人员来提高药品评审速度。在 1994 年《处方药申请付费法案》生效后，小分子新药审批周期明显减短，临床周期趋于稳定。由于前期的研发投入增加和审批周期的缩短，1994 年起新药获批数量逐渐增多，1996 年新药获批数目达到峰值。

**图表 32. 1990-2000 年美国医药 top10 盈利能力**



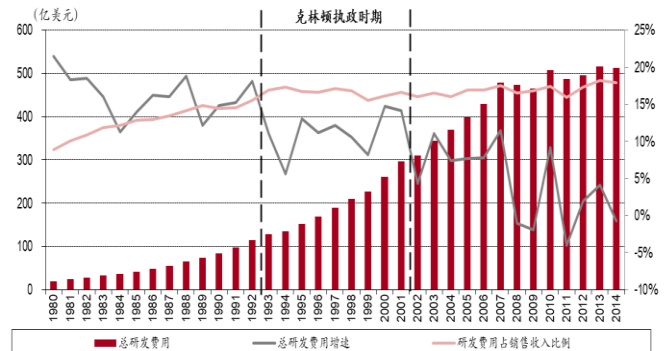
资料来源: PHRAMA, 中银国际证券

**图表 34. 1986-2008 期间 FDA 受理 IND 数量**



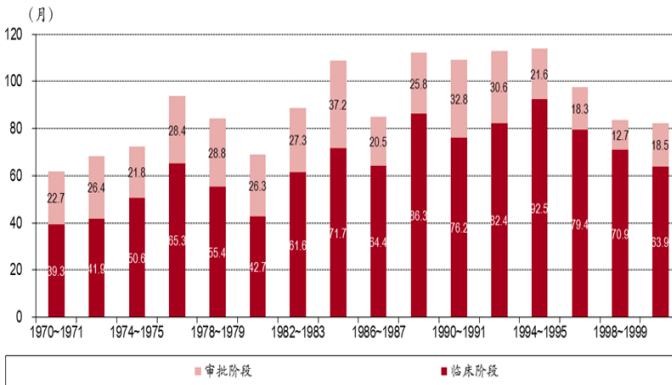
资料来源: FDA, 中银国际证券

**图表 33. PHRMA 成员研发投入变化趋势**



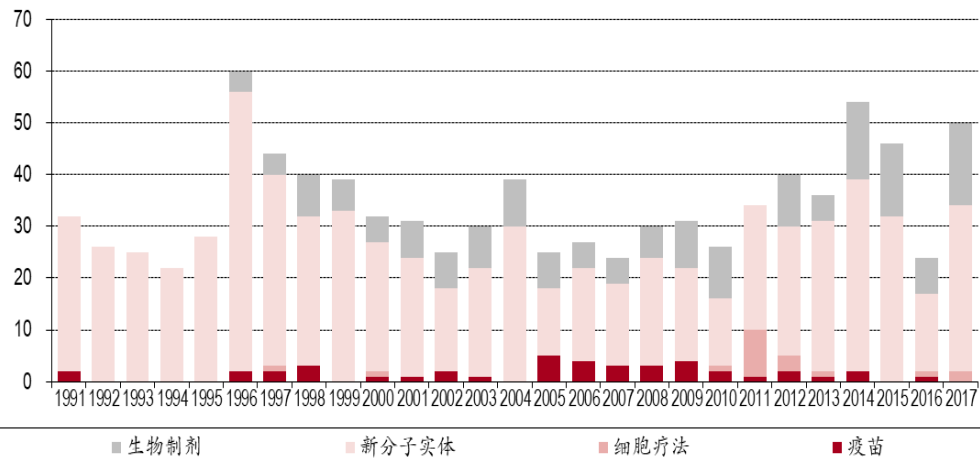
资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

**图表 35. 1970~2001 期间美国获批小分子药物平均临床阶段和审批阶段时长**



资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

图表 36. 历年来 FDA 批准各类新药数量



资料来源: Laura defrancesco nature biotech 2018, 中银国际证券

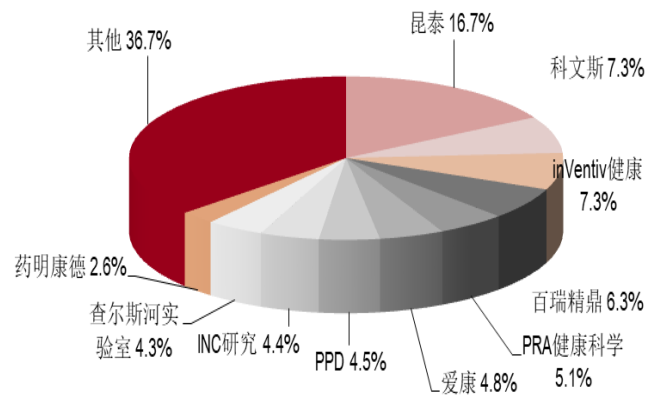
仿制药巨大降价压力下增加研发投入, 药企对研发的成本和效率更加看重, 越来越多的药企选择和 CRO 合作, 上个世纪 90 年代起正是美国 CRO 的快速发展期。根据 Frost&Sullivan 数据, 1993 年全球 CRO 的行业规模约 17 亿美元, 增速约 25%, 远超同时期美国药企 1.7% 的收入增速。昆泰、科文斯、PPD、Paraxel、ICON 先后在 1995-1998 年上市, 成为全球领先的 CRO 公司。

图表 37. 全球大型 CRO 公司主营业务及收入情况/亿美元

CRO 企业	2014	2015	2016	主要业务
Quintiles	54.6	57.38	68.78	临床解决方案及服务、商业咨询、综合医疗管理业务
CharlesRiver	12.98	13.63	16.81	实验模型与研究服务, 临床前研究服务
PAREXEL	23.3	-	-	临床试验管理, 健康经济学/结果研究, 医学交流, 临川药理学, 药品上市后监测
ICON	15.03	15.75	16.66	策略研发, 项目分析管理, 支持各阶段临床研发流程, 化合物选择, 临床研究

资料来源: 各公司年报, 中银国际证券

图表 38. 2015 年 CRO 企业收入市场份额

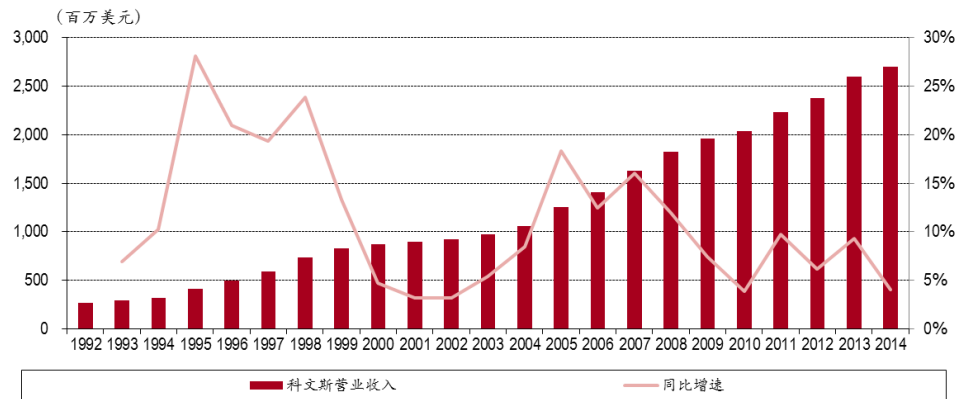


资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

以全球 CRO 龙头科文斯为例, 1990-1996 年是其业务快速拓展期, 从临床前毒理测试延伸至临床 I-IV 期服务, 其收入规模自 1994 年呈现快速增长, 1994-1998 年收入复合增速 23%, 1998 年 Covance 已为大约 290 家生物制药公司提供服务, 在 17 个国家设有办事处, 当时在美国本土业务的收入占比为 68%, 英国达到 16%, 其他国家占剩余的 16%。公司在 1997 年上市后加快了在新兴市场的布局, 尤其是在亚太地区, 相继在新加坡和中国建设中心实验室, 同时也加大临床开发业务的拓展。伴随着业绩的高增长, 其股价也表现出众, 科文斯在上市后 20 年间期间最高涨幅超过 10 倍。

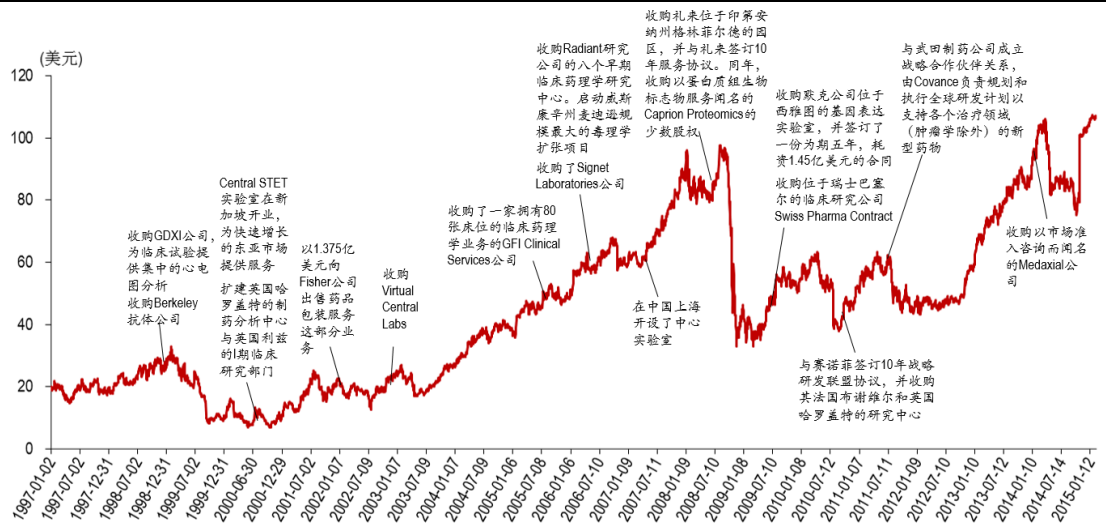


图表 39. 1992-2014 年科文斯业绩情况



资料来源：彭博，中银国际证券

图表 40. 科文斯上市后股价表现



资料来源：彭博，中银国际证券

图表 41. 科文斯全球业务分布



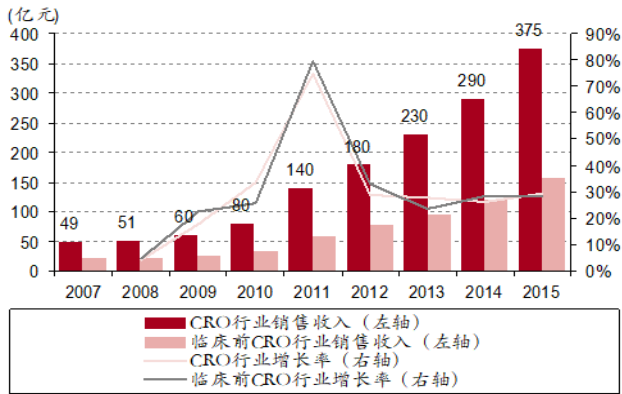
资料来源：科文斯官网，中银国际证券

国内 CRO 行业目前处于阶段类似美国 CRO 爆发式增长前夕

CRO 行业是我国近二十年来发展起来的新兴行业，根据 frost&sullivan 数据统计，2012 年-2016 年 CRO 市场规模从 12.3 亿美元增长到 28.1 亿美元，复合增速达到 17.97%，远高于全球 CRO 市场增速，预计未来 5 年将继续保持 21.76% 复合增速的高增长，预计 2021 年中国 CRO 市场规模达到 100.1 亿美元。

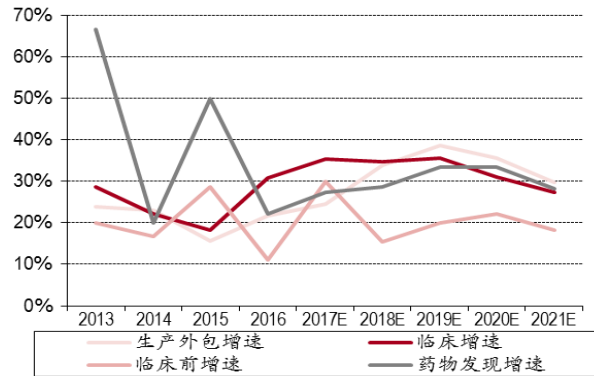
从具体细分业务来看，临床业务在 CRO 市场中规模最大，在 2016 年占到中国 CRO 市场规模的 60.5%，预计 2021 年将达到 69.9%，2016 年药物发现业务和临床前业务市场规模占比是 3.9%和 35.59%。从增速来看，临床 CRO 业务的增速最快，在 2012~2016 年，临床 CRO 业务、临床前 CRO 业务、药物发现 CRO 业务的年均复合增速分别为 19.4%、14.9%和 29.7%，根据 frost&sullivan 预测，在 2017~2021 年三项业务将分别保持 24.9%、14.9%和 24%的复合增速发展。生产外包业务在国内市场规模 CRO 市场规模，从 2012 年的 21 亿美元增长到 2016 年的 45 亿美元，复合增速达到 16.5%，根据预测，生产外包业务将继续以 26.7%的复合增速增长，发展迅猛。

图表 42. 国内 CRO 行业市场规模



资料来源: frost&sullivan, 中银国际证券

图表 43. 服务外包细分行业增长情况



资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

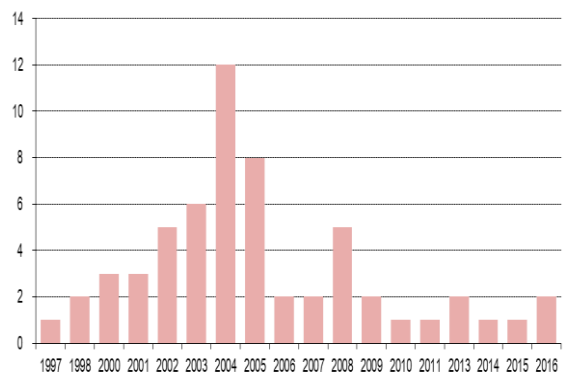
我国的 CRO 萌芽期在外企离岸外包的需求下萌发，在 1996 年，MDS Pharma Services 在华投资设立了中国第一真正意义上的 CRO 公司，主要为企业提供新药的临床研发服务。1997 年，全球最大的 CRO 企业昆泰进入中国市场，科文斯、肯达尔等跨国 CRO 企业也相继在中国成立分支机构。凭借国内成本优势，外企的临床前 CRO 业务开始向国内转移。2000，药明康德成立，是国内 CRO 开始里程碑式标志。1996-2003 年，国内 CRO 的萌芽期，药明康德、尚华医学、博济医学、量子高科相继成立，主要承接临床前 CRO 业务。2003 年经国家食品药品监督管理局局务会审议通过，《药物临床试验质量管理规范》（以下简称《规范》）于 6 月正式发布。根据《规范》规定，临床试验申办者可委托合同研究组织执行临床试验中的某些工作和任务，这在法规上肯定了 CRO 公司在新药研发中的作用和地位。该《规范》于同年 9 月正式施行，为我国 CRO 行业发展提供了基石。康龙化成、睿智化学、美迪西、润东医药、博腾股份等一众领先企业便是在这一时期兴起。我国的 CRO 行业也正式从蛮荒进入了快速发展期。2000 年后，随着药明康德等一众代表性企业的成立、《规范》法规的颁布，中国 CRO 行业开始从无到有茁壮正长，进入了快速发展时期。早年我国因为成本优势，技术创新实力不足，国内制药工业以仿制药为主，研发投入相对较少，外资药企离岸外包的需求催生我国 CRO 行业的萌芽，并且主导了第一轮的高速成长。

图表 44. 国内 CRO 发展历程



资料来源: 相关公司官网, 国家药监局, 中银国际证券

图表 45. 历年新成立 CRO 公司数目



资料来源: Peterson-Kaiser, 中银国际证券

图表 46.国内主要 CRO 公司业务范围

	化合物研究					临床前研究							
	早期研究	靶点筛选和验证	先导化合物研究	早期安全测试	先导化合物优化	安全性评价		制药技术					
						实验室研究	药物毒理研究	合成工艺	提取方法	剂型选择	处方筛选	制备工艺	检验方法
康龙化成													
昭衍新药													
药石科技													
百花村													
药明康德													
睿智化学													
美迪西													
泰格医药													
博济医药													

资料来源：各公司公告，中银国际证券

自 2015 年后的新一轮药审改革，旨在全面提升药品质量，鼓励创新药研发，从临床实验、审评审批、上市生产、专利保护、全生命周期管理、招标支付等各个环节给予了极大优惠政策，创新上升为国家战略。同时针对我们仿制药行业低水平仿制和低价竞争的问题，推出了仿制药一致性评价，利于提高仿制药行业集中度；2018 年底推行的仿制药带量采购政策对药企短期的收入和利润带来巨大冲击，未来仿制药带量采购常态化将重构我国医药行业的运行模式，由前期的“销售”驱动型逐渐转变为“研发”驱动。仿制药的价格下降是必然趋势，对企业而言，仿制药的利润空间不断被压缩，风险收益差距逐渐拉大。此时所处的阶段类似美国在 90 年代药企面临巨大降价压力时期，只有重心向创新药转移才能支撑药企的长足发展、维持或超过原有增长，因此，有远见卓识的药企会因控费、降价以及愈演愈烈的竞争压力逐步踏入仿创或创新的领域。我们预计，我国医药行业的研发投入将持续增加，药企为了保证研发效率和缩短周期，研发模式将从内部包揽一切转向通过外包合作等形式与外部共同研发，CRO 行业迎来发展的黄金时期。

**内资药企研发投入增加，将带动 CRO 再次腾飞**

通过分析 CRO 公司近年来的经营数据，我们发现国内业务收入占比明显提高，并且增速加快。药明康德国内业务收入自 2014 年 7.94 亿元增长至 2018 年 24.45 亿元，复合增速 32.47%，占比从 19.2% 提升至 25.4%；康龙化成国内业务收入自 2015 年 0.47 亿元增长至 2018 年 2.98 亿元，复合增速 85.09%，占比从 4.1% 提升至 10.2%；昭衍新药的客户结构中国内容客户占比超过 96%，而且其主业以安评为主（仿制药不做安评试验），2014 年-2018 年收入复合增速 23%，更能反映出国内药企研发创新的景气度。

图表 47. CRO 公司 2014 年-2018 年国内外收入情况

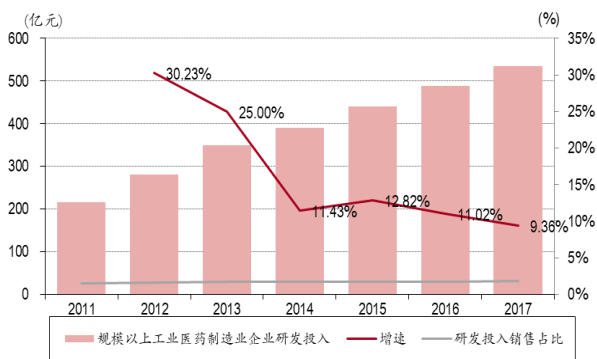
		(亿元)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
药明康德	国内	收入	7.94	8.38	10.91	15.27	24.45
		增速(%)		5.51	30.15	39.99	60.11
		占比(%)	19.20	17.20	17.80	19.70	25.40
	国外	收入	33.46	40.45	50.25	62.38	71.69
		增速(%)		20.92	24.23	24.14	14.92
		占比(%)	80.80	82.80	82.20	80.30	74.60
康龙化成	国内	收入		0.47	1.22	1.97	2.98
		增速(%)			161.31	61.96	50.73
		占比(%)		4.10	7.50	8.60	10.20
	国外	收入		10.81	15.12	20.97	26.10
		增速(%)			39.85	38.64	24.51
		占比(%)		95.90	92.50	91.40	89.80
泰格医药	国内	收入	2.16	3.66	5.01	6.81	12.32
		增速(%)	(1.70)	69.20	36.90	35.90	80.90
		占比(%)	34.60	38.20	42.60	40.40	53.50
	国外	收入	4.08	5.91	6.74	10.06	10.69
		增速(%)	250.46	44.77	13.96	49.35	6.24
		占比(%)	65.40	61.80	57.40	59.60	46.50
药石科技	国内	收入	0.19	0.39	0.48	0.79	1.13
		增速(%)	20.40	100.60	22.80	63.60	44.40
		占比(%)	57.60	28.50	39.00	34.10	38.70
	国外	收入	0.57	0.97	1.40	1.95	3.65
		增速(%)	34.92	69.81	44.57	38.79	87.36
		占比(%)	42.40	71.50	61.00	65.90	61.30
博济医药	国内	收入	1.43	1.25	0.70	1.29	1.69
		增速(%)	5.70	(12.30)	(43.90)	84.10	30.90
		占比(%)	99.40	98.90	97.40	98.90	98.40
	国外	收入	0.01	0.01	0.02	0.01	0.03
		增速(%)	(21.64)	42.96	42.75	(26.45)	97.33
		占比(%)	0.60	1.10	2.60	1.10	1.60
昭衍新药	国内	收入	1.73	1.87	2.27	2.90	3.96
		增速(%)	32.60	7.70	21.30	27.90	36.60
		占比(%)	93.80	90.40	93.70	96.10	96.80
	国外	收入	0.11	0.20	0.15	0.12	0.13
		增速(%)	(12.10)	73.30	(23.30)	(23.70)	13.90
		占比(%)	6.20	9.60	6.30	3.90	3.20
凯莱英	国内	收入	0.40	0.83	0.24	1.15	1.73
		增速(%)	1.00	108.30	(71.20)	382.60	49.60
		占比(%)	5.60	10.00	2.20	8.10	9.40
	国外	收入	6.76	7.48	10.79	13.08	16.62
		增速(%)	34.40	10.50	44.30	21.20	27.10
		占比(%)	94.40	90.00	97.80	91.90	90.60

资料来源：万得，中银国际证券

### 仿制药面临持续的降价压力，预计药企研发投入增加

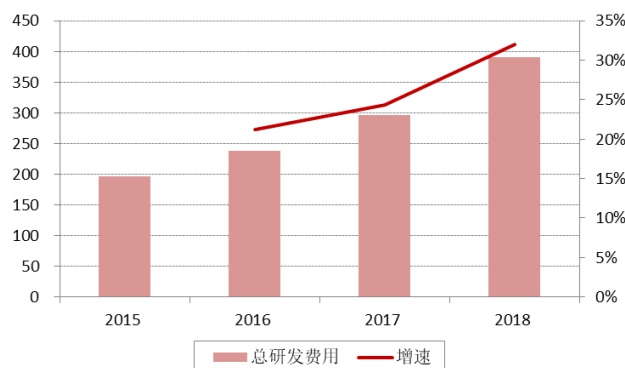
根据国家统计局数据，我国规模以上医药工业研发费用自 2011 年 215 亿元增长至 2018 年 534 亿元，复合增速 13.87%，占收入比例 1.46% 提升至 1.80%。A 股医药行业（sw 化学制剂、sw 中药、sw 生物制品、sw 医疗器械）2018 年研发费用共计 390 亿元，同比增长 32%，占收入的比例为 3.76%。2018 年 A 股医药研发 top10 研发费用共计 130.53 亿元，占研发总体费用比例 30%，呈现明显的头部集中，其中恒瑞 2018 年研发费用 26.7 亿元，2019 年 Q1 在高基数之上实现 57% 增长。研发费用的增加是 CRO 行业繁荣的基础。

图表 48. 规模以上医药工业企业历年研发支出情况



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 49. A 股医药板块研发投入情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 50. 2018 年 A 股研发 top10

排名	公司名称	研发支出 (亿元)	排名	公司名称	研发支出 (亿元)
1	恒瑞医药	26.70	6	海正药业	10.34
2	复星医药	25.07	7	健康元	8.54
3	迈瑞医疗	14.20	8	信立泰	8.04
4	天士力	12.02	9	人福医药	7.60
5	科伦药业	11.14	10	丽珠集团	6.87

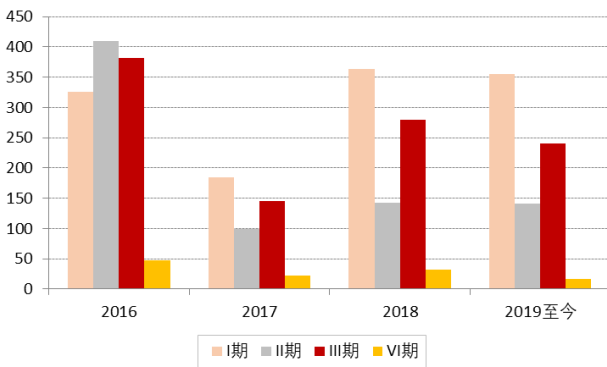
资料来源: 万得, 中银国际证券

在医保控费和药品降价的背景下, 医药行业的运行模式在逐渐发生变化, 不同类型的药企处于不同需求进行研发行为, 具体而言: 1) 以恒瑞为创新药代表的企业, 为了保证其在行业的领头地位和竞争能力, 创新研发是必然选择, 例如, 2018 年研发费用 27.6 亿, 同比增长 51.7%, 近 3 年来研发总体投入 56 亿元。其在研管线众多, 大量的研发投入保证其管线顺利推进, 其内部研发流程完善, 但为了保证研发效率和降低成本, 一般会分拆不同环节的研发流程给 CRO, 追求研发效率的最大化。2) 以天士力为代表的中药龙头公司为例, 中成药尤其是中药注射剂面临着降价或纳入辅助用药的风险, 为了保证企业的长久持续发展, 必须在主业范围之外寻找新的利润增长点, 天士力的战略定位从现代中药标杆转变为现代中药-化药-生物药协同发展, 在新领域拓展研发经验尚不丰富, 大概率会借助 CRO 等专业机构进行辅助, 因此, 新领域的研发外包渗透率较高; 3) 传统的仿制药公司, 这类公司产品线以仿制药为主, 受到带量采购冲击较为猛烈, 创新转型的动机较为充分, 但由于创新研发管线较少, 在研发的早期阶段可能存在研发经验不足, 对 CRO 的依赖性较强。4) 中小型仿制药公司同样会受到一致性评价、带量采购等政策冲击, 但由于其资金、人才实力不足, 其研发意愿一般, 可能会逐渐退出市场竞争。

药企的研发投入持续增加推动临床试验进展, 根据药物临床信息登记与公示平台数据统计, 2018 年正在进行的 I-VI 临床试验项目数 818, 较 2017 年同比增长 81.78%, 其中临床 I 期项目数量增长最快, 为 97.28%, 其次是临床三期试验, 增速为 93.10%。在 2018 年所有的临床试验项目中, 化药项目占比 56.96%、生物药占比 37.76%、中药项目占比 5.26%, 生物药临床试验数目增长是最快的, 增速 122.3%, 我们推测生物药项目高增长的原因可能和投融资转暖背景下, biotech 创业潮相关。

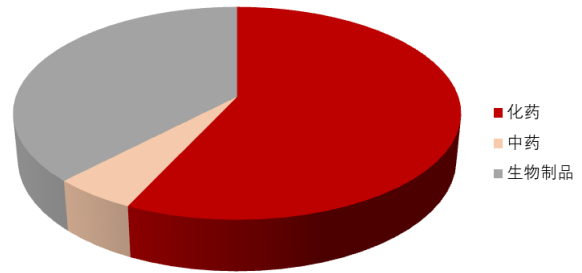
药企研发投入增加的背景下, 预计未来同一领域的新药研发竞争也愈加激烈, 为了追求高效率的研发回报, 预计有更多的环节和项目进行外包, 国内 CRO 行业发展进入黄金时期。

图表 51. 规模以上医药工业企业历年研发支出情况



资料来源: 药物临床信息登记与公示平台、中银国际证券

图表 52. 2018 年临床试验构成

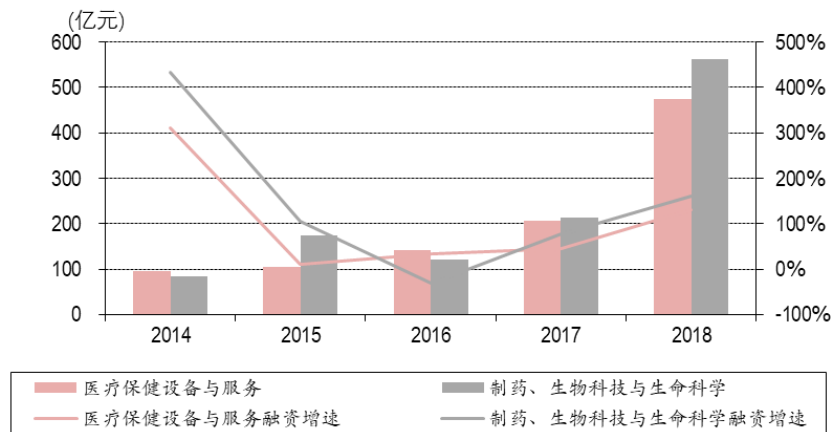


资料来源: 药物临床信息登记与公示平台、中银国际证券

**一级市场融资回暖+融资渠道拓宽, biotech 繁荣将为 CRO 带来明显增量**

Biotech 一般起步于某个或少数的研发项目, 多数 biotech 公司没有上市的产品进行销售, 研发投入主要依靠融资进行, 因此融资额可以作为预判 biotech 繁荣度的先导指标。根据万得的 VCPE 库统计数据, 2018 年国内医疗健康行业融资额 1034 亿元, 同比增加 145.6%, 其中制药、生命科学融资 562.18 亿元, 同比增长 162%。医疗健康成为投资增长最快行业, 并且投资整体成熟度在提升, 投资方式已经从之前广撒网变成集中资源, 投资优势项目, 更加倾向于技术驱动型领域投资, 例如生物领域、医疗器械领域交易次数占总融资事件的 30%以上。此外, 港交所放开限制以及科创板的设立, 相对宽松的上市条件使得 biotech 公司融资渠道拓宽, 2018 年至今, 港股共有 8 家 biotech 上市, 合计募集 210 亿元; 24 家医药公司科创板上市申请获得受理。资本的青睐, 将吸引更多掌握先进技术的团体或个人创业, 在资本的支持下能够更好的进行技术创新, 促进行业的发展。

图表 53. 近 5 年来医药 VC/pe 融资金额及增速



资料来源: 万得 vcpe 数据库、中银国际证券

由于 biotech 公司的研发管线较少, 整体资金实力、人才储备远不比大型药企, 其往往专注于研发的某个关键环节, 其他环节对 CRO 的依赖程度较高, 因此外包渗透率较高。Biotech 融资环境回暖, 能获得更多资金进行研发投入, 对 CRO 发展有重要作用。假设港股融资的 biotech 融资金额的 60%用于研发, 外包渗透率 50-70%, 2019 年为 CRO 行业贡献 63-88 订单金额; 2018 年医疗健康行业中制药行业融资金额 562.18 亿元, 约 30%用于研发, 外包渗透率 60-70%, 预计未来三年为 CRO 行业带来的订单增量约为 101-118 亿。

图表 54. 近 5 年来医药 VC/pe 融资金额及增速

公司名称	上市日期	融资金额	融资用途
药明生物	2017-06-13	39.75 亿港元	在无锡建造支持蛋白质及 mAb cGMP 原料药生产的新设施；在上海进行基地新设施的建造，用于蛋白质，单克隆抗体及 ADC cGMP 原料药临床生产；偿还未清偿银行融资；净额结存作短期活期存款或货币市场工具。
基石药业-B	2019-02-26	20.85 亿港元	为正在进行的及计划的临床试验提供资金、编制登记备案及有计划的 CS1001 (PD-L1 抗体)、管线中其他临床及 IND 阶段候选药物商业发布会；研发管线中其余候选药物以及研发寻求新候选药物的许可提供资金；用作营运资金及其他一般公司用途
百济神州-B	2018-08-08	70.85 亿港元	对 BGB3111、BGB283，启动的注册试验，计划的单一疗法和联合治疗试验，以及正在推进的临床试验的增大剂量阶段；对 BGB290、BGBA317 的联合研究；支持研发的基础设施、对临床试验者的早期研究；偿还银行借款；营运资金、资本投入及其他一般公司用途
康希诺生物-B	2019-03-28	12.59 亿港元	在研 MCV4 及在研 MCV2 的研发，筹备提交新药申请；筹备商业化，60%用于在研 MCV4，40%用于在研 MCV2；用于未来三到五年在研 DTcP 的研发；用于非主要产品的持续研发；用于寻求新在研疫苗的合作及许可；用作营运资金及其他一般公司用途
迈博药业-B	2019-05-09	11.8 亿港元	核心产品的研发活动、有关扩大生产的开支、在泰州兴建新生产设施；用于其他候选产品的研发活动；用作营运资金及其他一般公司用途
君实生物-B	2018-12-21	29.44 亿港元	在研药品研发及商业化；投资及收购制药行业公司；用作营运资金及其他一般公司用途
信达生物-B	2018-10-18	32 亿港元	用于投资及正在进行及计划中的信达利单抗及其他管线候选药物的临床试验、注册备案的准备事宜；用作营运资金及其他一般公司用途
华领医药-B	2018-09-23	9.82 亿港元	24%用于完成 Dorzagliatin 进行单药治疗及与二甲双胍联合用药的 III 期实验，14%用于新一步研发及分化试验；30%用于在中国推出及商业化，包括营销销售及生产；10%用于进一步研究涉及固定剂量组合及个人糖尿病研究以及 Mglur5；12%用于开拓直接与糖尿病或未满足的新治疗领域有关的其他特许及合作商机；10%用于营运资金及其他一般公司用途
歌礼制药-B	2018-07-30	31.38 亿港元	用于核心产品线的持续研发；用于戈诺卫及拉维达韦商业化；寻求新在研药物的引进许可；用于启动及进行临床试验进行 ASC21 的研发；用于支持研发基础设施及 HBV 及 NASH 发现阶段两个内部药物计划的早期开发；用于营运资金及其他一般公司用途

资料来源：万得 vcpe 数据库、中银国际证券

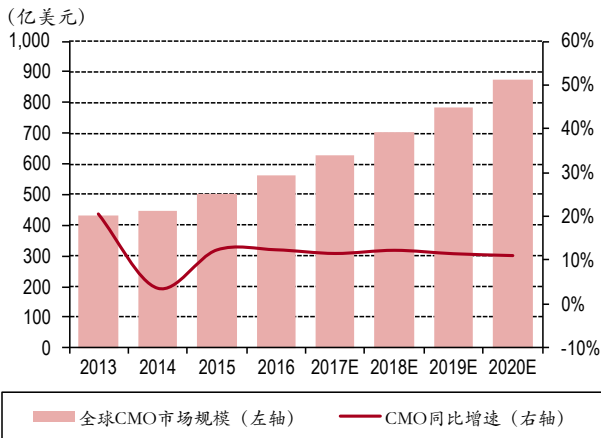
综上所述我们认为，在医保控费趋严和精细化的背景下，鼓励创新、带量采购等行业政策重构我国医药行业运行的模式，将从之前“销售”驱动逐渐转型为“研发”驱动，创新研发推动行业发展。我国仿制药行业面临的降价压力不亚于上个世纪 90 年代的美国仿制药行业，对于药企而言，在仿制药价格下降必然趋势下，为了保证持续发展和稳定的盈利能力，只有转型创新研发，寻找新的利润增长点。研发投入持续增加为 CRO 的繁荣发展奠定基础。同时，在盈利空间被压缩的情况下，研发投入更加注重成本和效率，越来越多的药企和专业的 CRO 机构合作，CRO 的行业的渗透率不断提升。外资药企的离岸外包需求催生了我国 CRO 的萌芽，并带动了第一次快速发展，目前国内创新研发方兴未艾，从进临床数量、一级市场融资额等先导指标来看，CRO/CDMO 行业不存在景气度向下情况，内资药企的研发投入快速增加，将带动 CRO 行业再次腾飞。

## 国内 CMO 仍处于高速增长期，有望跻身国际一线企业

### 中国 CMO 市场及渗透率仍在持续提升

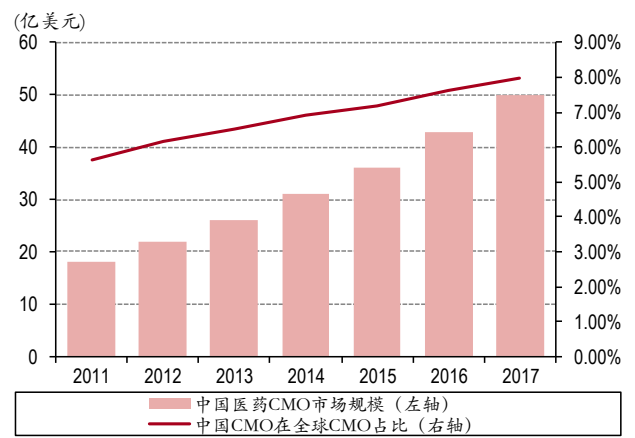
在过去几年中，我国 CMO 行业受益于全球产能转移及国内创新市场的需求剧增，保持快速增长。全球 CRO/CMO 行业的兴起，一方面源于跨国制药公司传统的垂直一体化研发结构受到冲击，加大了控制成本的需求；另一方面则是由于早期小分子新药结构较为简单、投入的人力和资源对企业压力较为有限，而随着已申报分子数量越来越多且结构越来越复杂，对于专业化的能力要求也越来越高，因此外包比例也在不断扩大。

图表 55. CMO 市场规模逐年提升



资料来源: Business Insight, 中银国际证券

图表 56. 中国 CMO 行业市场占有率



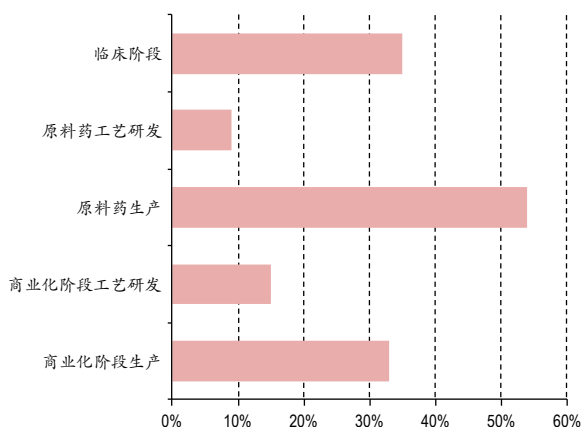
资料来源: Business Insight, 中银国际证券

根据 frost&sullivan 数据统计，2017 年全球药品研发投入大约为 1000 亿美金，未来五年内预计仍将保持正增长。在全球新药研发支出当中，绝大部分被投向了创新药领域，这主要是由于创新药相比仿制药的研发跨度更长，资金投入更多，预期收益回报也更大。根据 Pharmaprojects 数据，2017 年全球在研新药数量为 1.48 亿个，与 2007 年相比增长近一倍，五年的复合增长率达到了 7.31%，呈现加速增长的趋势，高于同期的新药研发费用增速。在研发支出增长平缓，而在研创新药数量加速增长的背后，反映出创新药研发领域日趋激烈的竞争。医药外包作为一种充分利用相对优势，降低药企的研发固定成本，分散研发风险的形式，将在创新药研发的各个领域、各个阶段发挥更大的作用。

在研发成本逐年攀升、回报率逐年下降的情况下，药企难以维持传统的垂直一体化研发生产体系，更加重视对自身研发和制造成本以及风险的控制，把一部分非核心业务外包，将有限的资金投入最具优势的领域，追求更高的使用效率。因此 CRO/CMO 的渗透率也在不断提升。据 IMS 估计，目前 CMO 在各个领域中的渗透率略有不同，临床阶段的渗透率约为 35%，商业化阶段生产的渗透率约为 33%。预计 2020 年全球 CMO 渗透率可达到约 40%，CRO 渗透率超过 50%。



图表 57. CMO 在新药研发各个领域的渗透率估计



资料来源: IMS Health, 中银国际证券

### 虽然出口为主，但贸易战对 CMO 影响仍有限

从全球医药产业来看，包括中国在内的亚太地区是欧美主要跨国药企的上游供应商，属于自上而下的技术流。贸易战对医药以及 CMO 产业影响相对有限：

- 1、中国绝大部分出口以 API 与中间体为主，制剂出口占比很小。而 API 和中间体在整体医药产业链上占比不重，尤其是在新药中，而一线 CMO 企业以创新药的配套外包生产服务为主，总体金额仍相对较小，相比于其他大宗贸易并不会成为首要考虑方向。
- 2、对于外购新药原料药的跨国药企而言，在进入 cGMP 供应环节后尤其是 IIb 后的原料药更换 CMO 供应商需要极高的时间及资金成本，因此黏性较高，若无必要理由不会轻易更换。
- 3、从动机上看，中国原料药生产商在价值链上属于低端输出，并不涉及类似芯片的核心技术外流，中国通过更低的成本、更高的效率以及环保压力转嫁等使得美国本地药企的投入回报率更高，降低其自身成本支出。换言之，中国更低的成本转移一定程度上有利于美国本土药企的研发开展，也变相提高了其经营效率及投资回报率，剔除中国供应商会提高美国药企运营成本，因此利益权衡下进行打压并不划算。
- 4、从技术操作层面，整体关税加征对公司也会造成一定影响，但大多公司报价为离岸价，加征税收将由对方客户负担，短期波动不影响报表，长期变动将由各环节共同承担；对于大部分并非直供美国本土而是其他地区生产基地的订单也可避免直接影响；且对于少数进入加税名单的产品公司仍有申请复议权，因此暂时影响仍有限。

### 中国 CMO 企业地位不断提升

CMO 整体市场目前主要集中于欧美国家，受制于高人工成本和环境成本，欧美地区的化学 CMO 增长速度变得缓慢，市场开始向以中国、印度为代表的亚太地区转移。

我国由于拥有科学家红利、技术水平接近国际先进水平，且拥有成本优势和上下游产业链优势，在全球医药外包领域中的地位不断提高。市场份额也在稳定提升，去年我国的 CMO 行业全球占比已经超过印度，仅次于美国和欧洲。我国主要的 CMO 企业营收也呈现快速上涨趋势，并有潜力占据更大市场，拥有更高的行业地位。

图表 58. 国内主要大小分子 CMO 企业收入利润增长情况

公司名称	报告期	2018	YoY(%)	2017	YoY(%)	2016	YoY(%)	2015	YoY(%)	2014	YoY(%)	2013
凯莱英	收入	18.35	28.94	14.23	28.99	11.03	32.82	8.31	15.97	7.16	31.96	5.43
	净利润	4.06	12.89	3.60	30.64	2.76	62.39	1.70	49.26	1.14	34.14	0.85
合全药业	收入	27.06	23.71	21.87	33.50	16.38	29.07	12.69	17.78	10.78	22.43	8.80
	净利润	5.98	20.74	4.95	13.56	4.36	32.01	3.30	38.27	2.39	35.44	1.76
药石科技	收入	4.78	75.02	2.73	45.05	1.88	38.38	1.36	77.63	0.77	30.90	0.59
	净利润	1.34	98.41	0.68	93.44	0.35	76.48	0.20	(11.58)	0.22	23.07	0.18
博腾股份	收入	11.85	0.07	11.84	(10.74)	13.27	29.91	10.21	3.44	9.87	34.44	7.34
	净利润	1.11	17.93	0.94	(41.83)	1.62	53.78	1.06	(13.82)	1.23	21.63	1.01
九洲药业	收入	18.62	8.43	17.17	3.89	16.53	14.45	14.45	12.31	12.86	(1.79)	13.10
	净利润	1.56	6.22	1.47	31.79	1.11	(44.23)	2.00	45.65	1.37	(17.68)	1.67
普洛药业	收入	63.76	14.85	55.52	16.34	47.72	10.01	43.38	2.48	42.33	9.79	38.55
	净利润	3.71	44.42	2.57	(2.40)	2.63	26.25	2.08	(36.27)	3.27	102.95	1.61
富祥股份	收入	11.63	21.42	9.58	25.46	7.64	31.73	5.80	13.51	5.11	15.33	4.43
	净利润	1.92	10.25	1.74	1.13	1.73	84.31	0.94	75.15	0.53	18.57	0.45
药明生物	收入	25.37	56.51	16.21	63.44	9.92	77.52	5.59	68.03	3.32	#DIV/0!	0.00
	净利润	6.30	149.56	2.53	79.05	1.41	217.01	0.45	6.03	0.42	#DIV/0!	0.00
金斯瑞	收入	15.86	58.95	9.98	25.27	7.97	41.47	5.63	31.46	4.28	16.69	3.67
	净利润	1.46	(14.69)	1.71	(5.98)	1.82	59.72	1.14	200.82	0.38	3.29	0.37

资料来源：万得，中银国际证券

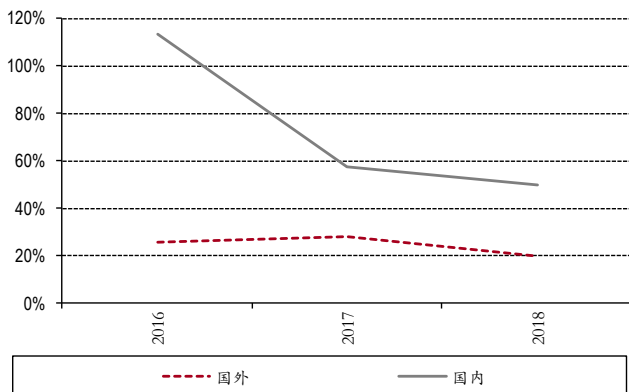
图表 59. 我国主要 CMO 企业已具有良好客户基础

公司	商业化阶段代表项	客户	开始合作时间	上市时间
博腾股份	Invokana	强生	2010 或更早	2013
博腾股份	Sovaldi	吉利德	2010 或更早	2013 (美), 2017 (中)
凯莱英	Zepatier	默沙东	2013 或更早	2016
合全药业	Imbruvica	Pharmacyclics	2013	2017
九洲药业	Entresto	诺华	2014, 在其它方面已有 10 年以上合作	2015 (美), 2017 (中)

资料来源：各公司公告，中银国际证券

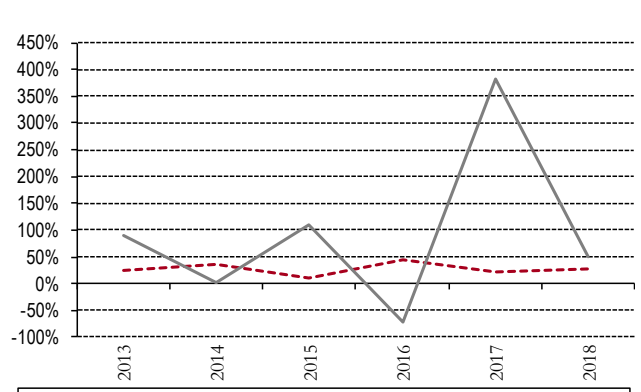
近些年，国内崛起的新药研发产业更是为 CRO/CMO 增添了更大增长空间。国内业务增长有明显加快趋势，部分 CRO/CMO 龙头公司的国内增速已表现出明显高于国外业务，相信国内医药市场由仿转创的转型期将为医药外包服务行业提供新的市场、打开更大空间。

图表 60. 国内 CMO 代表企业合全药业国内外业务增长率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 61. 国内 CMO 代表企业凯莱英国内外业务增长率



资料来源：公司公告，中银国际证券

而近几年药企对于大分子的热情投入也催生了大分子 CRO/CMO 的外包需求，大分子药物的在研及申

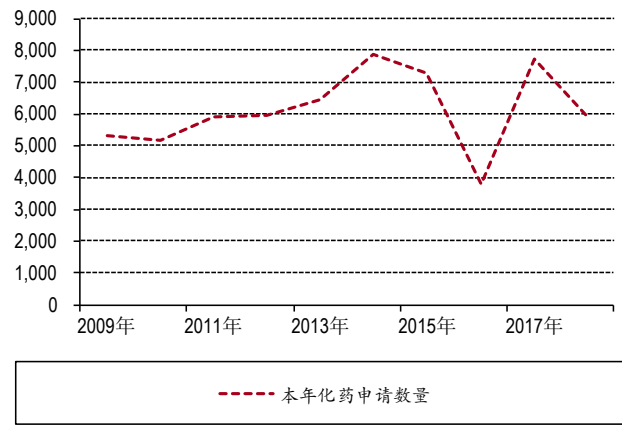
请数量明显增加。包括原来传统小分子 CMO 企业也在逐步向大分子及上下游全产业链延伸，形成一站式服务的综合研发外包服务体系，这也将是将来的主流发展趋势，即立足于传统优势点发掘业务面，形成黏度更高、空间更大的发展体系，从而加快从二线 CMO 企业向国际一线企业冲击的进程。

图表 62. 年度生物药申请数量



资料来源: CDE, 中银国际证券

图表 63. 年度化药申请数量



资料来源: CDE, 中银国际证券

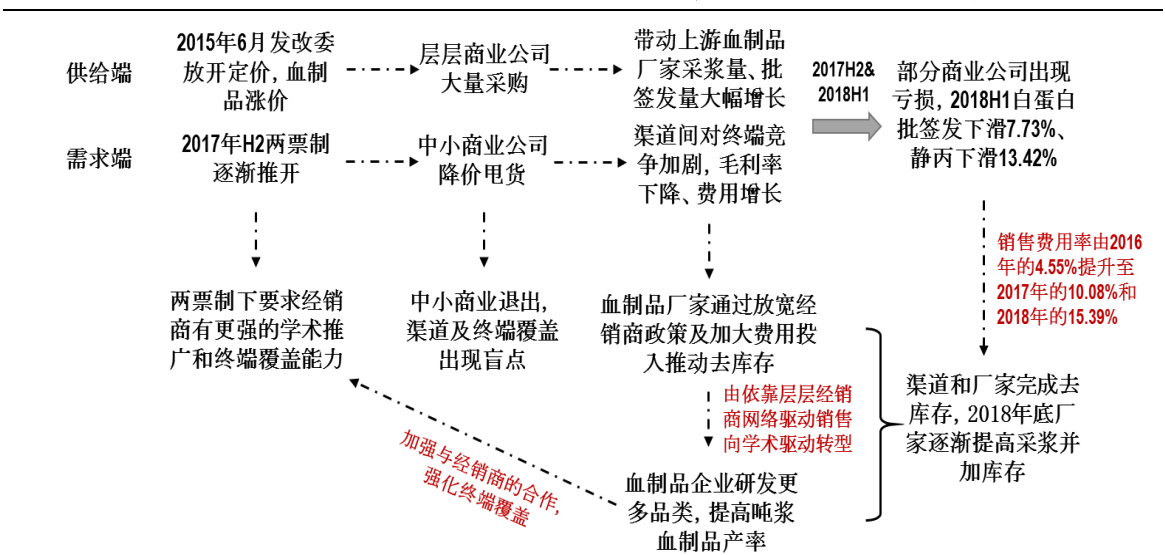
全球来看，在同等技术水平下中国和印度具有明显成本和产能优势，但由于印度市场缺乏对药品知识产权的保护体系，一定程度上制约了其在创新药外包服务上的发展。去年我国 CMO 市场占有率已经超过印度。因此，我们看好国内 CRO/CMO 市场的崛起，在未来 3-5 年都将享受高确定性高成长，并且看好中国 CRO/CMO 行业发挥地域和人才优势，在全球市场占据领先地位。

## 血制品板块拐点已现，行业全年13%增长可期

行业投资逻辑：我们从 2018 年中即开始持续看好血制品板块，认为白蛋白行业拐点在 2018Q3 即可达到，静丙行业拐点在 2019 年中即可达到（目前看静丙拐点提前来临），同时 2019 年行业可以保持稳健的中等增速（即 13%-14%的增速）。在目前药品板块 4+7 集采、医保控费和辅助用药目录出台的背景下，血制品板块配置价值凸显。市场认为血制品行业增速较低，缺乏爆发式的高速增长，但实际上这个行业复苏和增长的逻辑为：两票制导致行业销售模式变化，渠道去库存完毕后，厂家和经销商形成利益共同体不断拓展已有渠道并逐步实现渠道下沉，最终带动终端需求恢复持续增长。虽然血制品行业不可能出现 2015-2016 年量价齐升的逻辑，目前和未来几年仅是渠道去库存完毕后，费用投入及学术推广拉动终端需求稳健增长上量的逻辑。预计 2019 年血制品行业整体增速为： $10%*59%$ （白蛋白） $+15%*26%$ （静丙） $+25%*15%$ （特免及其他凝血因子类） $=13.55%$ ，其中前值为对应品种的增速，后值为该品种的市场占比。行业保持 10%-13%基础增速的前提下，上市龙头企业的收入端增速在 18%-20%左右，净利增速有望达到 20%以上。

我们认为 2017 年两票制加速了血制品行业进入库存积压、去库存、补库存和库存持续下降的新周期，但两票制对于血制品行业更重要的意义在于改变了原有资源品属性的销售模式。以往血制品厂家只要将产品销售给下游经销商即完成了销售动作，下游经销商再逐层向下批发；而两票制后层层批发分销的渠道通路消失（部分小的经销商演变成 CSO 组织），只有具备资金和规模优势的大型一级经销商承担着厂家到终端的流通功能，这迫使厂家加大费用投入与大型经销商合作覆盖终端、强化学术推广。因此我们认为，终端实际需求并未消失，只是渠道通路发生了改变（更加扁平化），短期内厂家的血制品无法快速到达医院终端的现象，随着渠道和厂家去库存的完成已经有所好转。厂家加大费用投入是表象，更积极的改变是血制品的销售渠道逐渐扁平化、厂家与经销商的密切合作及学术推广，这将成为推动终端需求持续增长的驱动力。

图表 64. 由于两票制原因导致血制品厂家销售模式发生改变，更加积极与经销商合作覆盖终端



资料来源：PDB，中银国际证券

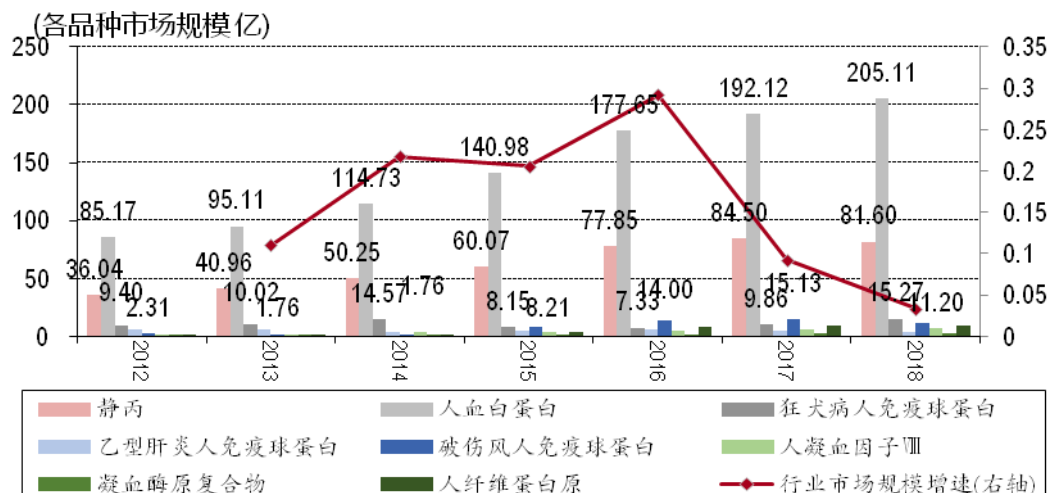
根据测算，2018 年血制品行业整体规模为 335.69 亿元，6 年 CAGR 为 15.53%，如剔除价格因素，仅考虑量的增长 6 年 CAGR 为 12.30%。各品种的销量来讲，近 6 年增速最快的是人凝血因子Ⅷ CAGR 为 28.63%，其次为凝血酶原复合物和人纤维蛋白原 CAGR 分别为 20.95%和 16.90%，白蛋白和静丙的 6 年 CAGR 为 11.40%和 13.73%，破免和狂免的 6 年 CAGR 为 3.71%和 14.49%。目前规模前几的品种为人血白蛋白 205.11 亿、静丙 81.60 亿、破免 11.20 亿、狂免 15.27 亿、人纤维蛋白原 9.09 亿。

图表 65. 2012-2018 年血制品行业规模、销售量以及中标价

血制品规模 (亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
静丙	36.04	40.96	50.25	60.07	77.85	84.50	81.60
人血白蛋白	85.17	95.11	114.73	140.98	177.65	192.12	205.11
狂犬病人免疫球蛋白	9.40	10.02	14.57	8.15	7.33	9.86	15.27
乙型肝炎人免疫球蛋白	5.58	5.39	3.82	4.47	5.65	5.26	3.91
破伤风人免疫球蛋白	2.31	1.76	1.76	8.21	14.00	15.13	11.20
人凝血因子Ⅷ	1.03	1.77	3.35	3.38	4.84	6.04	7.38
凝血酶原复合物	0.56	0.79	1.17	1.40	1.72	2.27	2.13
人纤维蛋白原	1.08	0.99	1.26	3.53	8.39	9.69	9.09
<b>血制品行业市场规模</b>	<b>141.16</b>	<b>156.79</b>	<b>190.90</b>	<b>230.18</b>	<b>297.42</b>	<b>324.87</b>	<b>335.69</b>
<b>行业市场规模增速</b>		<b>11.07%</b>	<b>21.76%</b>	<b>20.57%</b>	<b>29.21%</b>	<b>9.23%</b>	<b>3.33%</b>
血制品销量 (万瓶, 折标)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
静丙 (2.5g)	688.73	757.29	895.70	1042.25	1200.17	1312.88	1316.07
人血白蛋白 (10g)	2369.87	2605.96	3209.67	3593.77	4167.08	4538.93	5127.77
狂犬病人免疫球蛋白 (200IU)	410.97	516.58	780.78	459.60	375.90	556.70	925.73
乙型肝炎人免疫球蛋白 (200IU)	274.18	266.44	156.24	173.51	198.38	187.92	216.99
破伤风人免疫球蛋白 (250IU)	315.88	233.14	219.50	305.99	432.69	481.15	393.04
人凝血因子Ⅷ (200IU)	41.17	52.22	88.00	87.47	120.36	148.12	186.46
凝血酶原复合物 (200IU)	35.02	44.06	64.88	72.22	86.19	109.93	109.63
人纤维蛋白原 (0.5g)	38.74	29.20	38.18	55.98	106.69	104.59	98.85
<b>血制品行业销售量</b>	<b>4174.55</b>	<b>4504.90</b>	<b>5452.95</b>	<b>5790.80</b>	<b>6687.46</b>	<b>7440.21</b>	<b>8374.54</b>
<b>行业销量增速</b>		<b>7.91%</b>	<b>21.04%</b>	<b>6.20%</b>	<b>15.48%</b>	<b>11.26%</b>	<b>12.56%</b>
血制品中标价 (元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
静丙	523	541	561	576	649	644	620
人血白蛋白	359	365	357	392	426	423	400
狂犬病人免疫球蛋白	229	194	187	177	195	177	165
乙型肝炎人免疫球蛋白	204	202	244	258	285	280	180
破伤风人免疫球蛋白	73	76	80	268	324	314	285
人凝血因子Ⅷ	250	339	381	386	402	408	396
凝血酶原复合物	160.25	180	180	194.145	199.1053	206.8	194
人纤维蛋白原	280	338	330	630	786	927	920

资料来源: PDB, 医药魔方, 中银国际证券

图表 66. 血制品行业各品种市场规模及整体增速

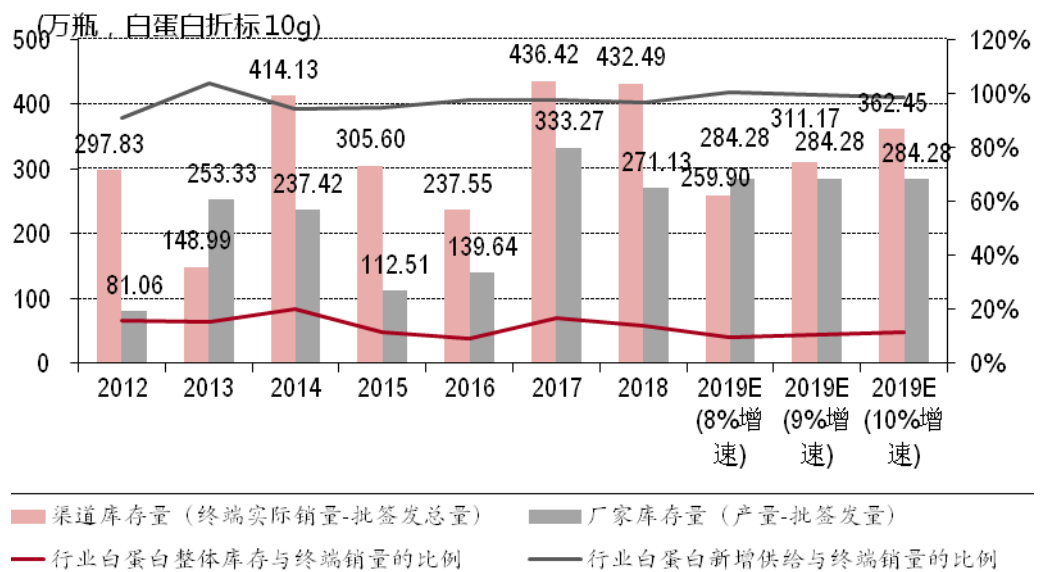


资料来源: PDB, 中银国际证券

根据去年的测算，2018 年为白蛋白行业的库存拐点已经实现，由于静丙在临床使用广泛性及适应症的开不如白蛋白，拐点复苏时点较白蛋白晚，静丙的特点是在行业差的时候提前于白蛋白反映，行业去库存好转的时候滞后于白蛋白反转。2019 年初由于上海新兴事件，导致行业批签发流程更加严格、速度变慢、行业供给减少，同时随着去年行业费用和学术推广的增加，静丙的行业拐点在 2019 年一季度已经到来，从各上市公司的一季报体现明显。

由于 2016 年上游采浆量大幅增长（增速 21.45%），而 2017、2018 年行业终端需求增速较低，所以导致这两年渠道和厂家的库存均有上升。但可以看到 2018 年白蛋白整体的库存与终端销量的比例有所下降，渠道库存量也有所下降，但没有厂家库存下降的明显。原因是 2018 年底经销商加大了白蛋白进货力度，厂家的库存迅速下降，为防止来年白蛋白供应紧张，厂家也于 2018 年 10 月加大了采浆力度。我们预计 2019 年白蛋白的行业增速在 10% 左右，而且渠道和厂家库存会继续下降。

图表 67. 白蛋白渠道库存、厂家库存以及白蛋白库存与终端销量的比例、新增供给与终端销量的比例

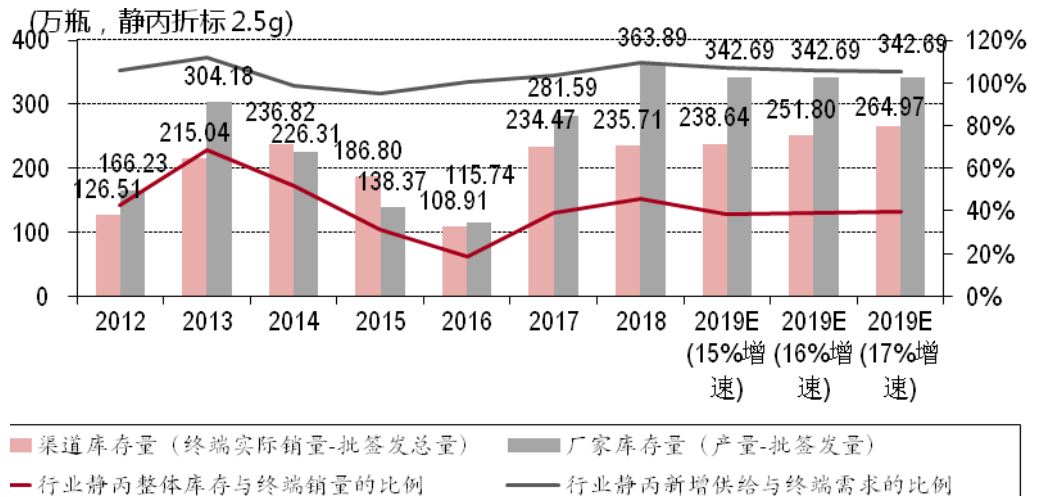


注：横轴增速为白蛋白终端需求增速的假设值

资料来源：PDB，中银国际证券

2018 年静丙整体的库存与终端销量的比例持续上升，渠道库存量下降不明显，厂家库存大幅上升，静丙的终端销售增速仅 0.3%，远低于以往 9%-15% 的增速。但从 2019 年上市公司一季报及产业调研情况看，静丙不论渠道还是厂家库存均大幅消化，我们认为主要原因为销售费用的持续投入以及学术推广的作用。另一方面，行业批签发变慢，白蛋白处于供需紧平衡的状态下，静丙将成为血制品推广的重要品种，因此上年库存较多的厂家反而可以保证经销商的进货需求。因此 2019 年静丙的增速将超过我们去年的预期，达到 15% 以上，对应将会给上市公司贡献较大的业绩弹性。

图表 68. 静丙渠道库存、厂家库存以及白蛋白库存与终端销量的比例、新增供给与终端销量的比例



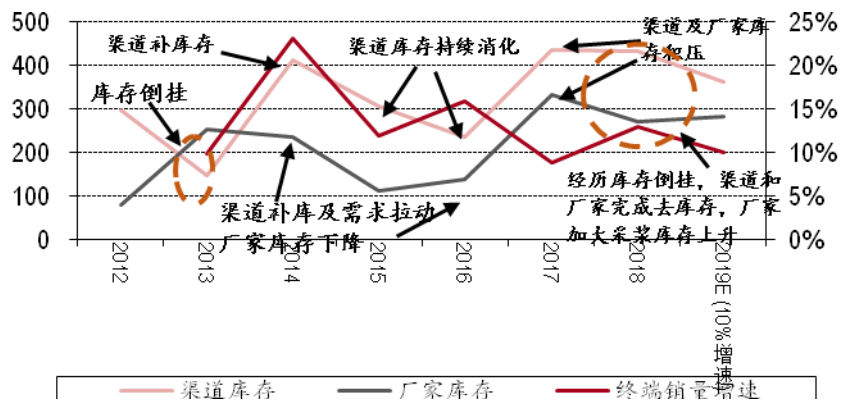
注：横轴增速为静丙终端需求增速的假设值

资料来源：PDB，中银国际证券

对于行业的整体供需和周期性，我们以行业供给=厂家库存+本年批签发量，来测算行业供给是否过剩，从历史数据来看白蛋白的供给与终端销量的比值最高为 104%，2017、2018 年分别为 97.73%和 96.85%。我们认为当这一比值超过 100%，会出现厂家库存与渠道库存“倒挂”（即厂家库存超过渠道库存，当 2018 年白蛋白终端增速 $\leq$ 9.4%即会出现倒挂），是渠道已经完成去库存即将积极补库的信号，随着去库存完成渠道补库，这一比例也会逐渐下降。2018 年白蛋白的增长经历了前低后高的走势，全年销售量的最终增速达到了 12.97%，意味着行业经历了库存积压、库存消化、库存倒挂、渠道补库的整个过程，所以最终出现厂家库存大幅下降的状态。从 2017 年起行业正在经历：渠道和厂家库存积压——渠道去库存——厂家加库存、渠道减库存形成库存“倒挂”——渠道积极补库拉动厂家减库存——厂家及渠道库存持续消化，这样一个完整的血制品周期。

如 2012 年起终端需求的高增长拉动了渠道向厂家采购，厂家会提高采浆量使得厂家库存增加，随着终端需求对渠道库存的消耗，此时会出现渠道库存小于厂家库存的“倒挂”状态。在终端持续增长的刺激下，渠道会进行补库存，此时“倒挂”状态消失，进入终端需求持续消化厂家和渠道库存的过程。当终端需求增速出现大幅下滑时，渠道和厂家的库存都会积压，随着终端需求增速见底，渠道库存率先下降并完成去库存出现“库存倒挂”，只要后续终端需求保持稳健增速，渠道将补库带动厂家库存下降。我们认为渠道和厂家去库存已经完成，厂家开始加大采浆力度、库存逐渐上升，只要 2019 年及以后终端需求保持 10%以上的稳健增速，白蛋白和静丙将进入整体库存持续下降的良性发展阶段。

图表 69. 血制品行业厂家和渠道库存周期走势图



资料来源：PDB，中银国际证券



## 连锁药店迎来政策红利，龙头业绩增速不低于 20%

### 零售药店规模化发展和分级管理是未来医药分开的硬件基础

我国从 2014 年逐渐开始医药分开的体制改革，药品零加成、降低药占比、医保控费、4+7 集采等政策使得院内药房成为成本中心，城市及社区医疗机构药房面临剥离趋势，一定程度上推动了处方外流。在医药分开的大趋势下，定点医保药店资质的放开、慢病及大病定点药房、电子处方和留方制度、药店分类管理，药店加速规模化发展，为未来彻底实现医药分开提供了硬件条件。从政策角度看，零售药店在处方药销售的行业地位显著提高：

- **留方制度和电子处方解决了零售药店无法主动从医院获取处方的瓶颈**，留方制度解决了慢病长处方的来源问题，电子处方使得药店具备了主动获取处方的能力。目前电子处方来源是处方共享平台、互联网医院和第三方轻问诊终端。处方共享平台如广西梧州的百姓大药房与梧州市红十字会医院合作的处方信息共享平台直接连接院内 HIS 系统，医生开方经审核后直接上传共享平台，患者凭取药码短信即可到药店取药缴费；互联网医院如广东第二医院的网络医院或乌镇互联网医院开具的电子处方；第三方移动终端如富顿科技的“微问诊”在陕西、成都和厦门等地搭建的电子处方平台。
- **药店被纳入国家慢病、大病管理体系（医保统筹基金报销）的可能正逐渐实现**，如浙江、黑龙江、福建等省慢病定点药店享受和在定点医疗机构购药同等的医保报销政策（可以实现长处方）；湖南、辽宁、山东等省患者可以在特药协议药店取药报销。慢病等处方药是低毛利率的重要品类，通过处方药引流、吸收会员，可以带动并发症用药、关联中成药、中药饮片、保健品、医疗器械等其他品类的消费。
- **2020 年后高等级药店将逐渐承接门诊药房功能，逐步实现医药体系分离**。2018 年 11 月，商务部起草了《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，预计正式稿将于 2019 年公布。除了规定零售药店将会根据药品安全风险程度、经营条件状况、药品供应能力和药学技术人员配置等因素而分为二类三级；最新版征求意见稿还提出到 2020 年，在全国范围内总结推广试点地区成功经验，建立健全统一的分类分级管理标准；鼓励高评级药店承接门诊药房服务功能，支持高评级药店规范提供医保结算服务；地方食品药品监管部门、商务主管部门分别负责零售药店分类和分级管理。在分级制度下，单体药店的竞争力持续削弱，零售药店的行业集中度在未来 3 年内将大幅提升，连锁药店龙头的医保店占比将进一步提升，同时有望对接医保统筹账户。

### 处方外流趋势下，网售处方药政策并不会对连锁药店造成实质性冲击

目前网售处方药放开的概率较小，医药电商的推进实际上受到医保对接的限制，单纯的网售处方药存在监管较难的弊端。参照美国行业情况，单纯依靠线上渠道销售处方药占比很小，即使 McKesson 存在大量邮购的业务模式，也更类似于我国的 O2O 模式。从商业角度，线下药店处方药的毛利率本身较低（不到 20%），尤其以低毛利的慢病用药为主，即使网售处方药放开，单纯的电商模式对于上游处方药工业企业的议价能力不如线下连锁药店，目前该品类在线上实现持续盈利非常困难。因此我们认为对线下连锁药店的冲击不大。

2018 年 4 月，国务院办公厅发布了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，允许依托医疗机构发展互联网医院，在线开展部分常见病、慢性病复诊，在医师掌握患者病历资料后，可在线开具处方，并经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。实名医生平台医联与叮当快药（九州通旗下批零一体化的电商 O2O 平台）的合作通过互联网医院线上诊疗、电子处方的形式推动“医+诊+药”的闭环落地，提供从医生服务、诊疗服务、药品直供、配送到家等服务。

我们仍然认为连锁药店的行业逻辑并未发生改变：连锁药店收入端增长的中短期驱动因素包括：处方外流带来的导流消费（带动其他品类的消费），定点医保药店的数量增多，并购及自建带来的新店、次新店的增长。长期驱动因素是医药分开带来的处方药消费场景和模式的变迁。贯穿连锁药店发展的主线仍是扩张和精益化管理。



在 4+7 集采政策加速推动下，零售药店处方药市场增速达到 25% 以上：根据卫计委城市公立医院总收入进行测算，2018 年达到 30% 的药占比则 2017-2018 年处方药外流 1181 亿。若零售药店和基层医疗机构承接的处方药比例为 3:4，零售药店将承接 506 亿元的市场，假设处方药市场自然增速 6.00%，则零售药店的处方药市场年复合增速为 25.18%。由于处方药具有引流作用，可以带动中药及保健品的消费，假设拉动效应为 1:0.5，则对零售药店收入增速的拉动作用为 33.75%。在处方外流的大趋势下，到 2022 年若药店渠道能够达到处方药市场的 20%-25%，零售药店处方药市场规模为 3595-4493 亿，6 年的复合增速为 21.09%-25.68%。

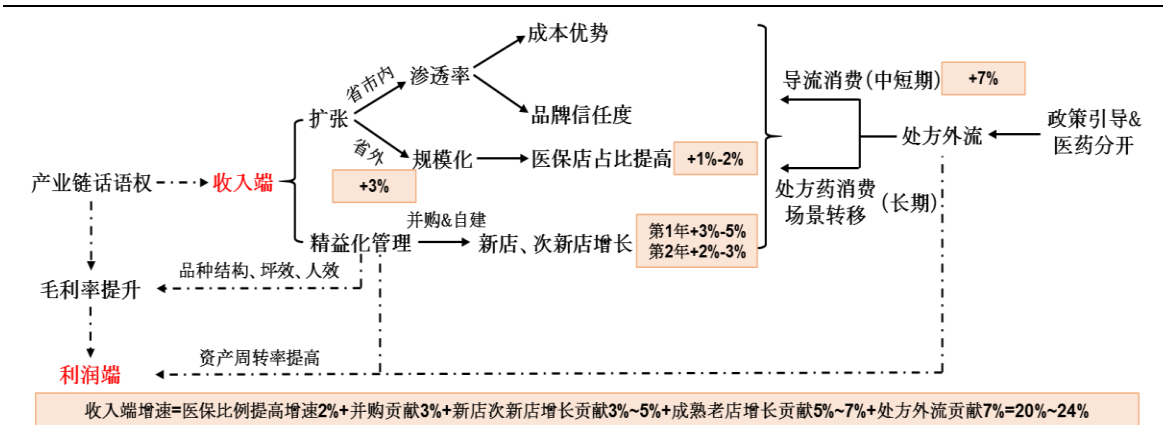
图表 70. 根据公立医院收入和药占比估算处方外流空间（下划线数字为关键假设）

(亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
城市公立医院总收入	13,515	15,707	18,112	20,222	22,652	24,917	27,409
总收入增长率(%)	2,2.96	16.22	15.31	11.65	12.02	<u>10.00</u>	<u>10.00</u>
城市公立医院药品总收入	5,437	6,126	6,899	7,327	7,772	8,086	8,384
药占比(%)	40.23	39.00	38.09	36.23	34.31	<u>32.45</u>	<u>30.59</u>
处方药自然增速(%)		12.10	12.10	5.40	6.50	<u>6.00</u>	<u>6.00</u>
2017-2018 年外流处方规模	27409* (34.31%-30.00%) =1181						
药店市场处方药年复合增长率	=[ (12670*9%) * (1+6%) ^2+506]/(12670*9%)^ (1/2) -1=25.18%						
1:0.5 带动关联消费的复合增速	=[ (12670*9%) * (1+6%) ^2+506*1.5]/(12670*9%)^ (1/2) -1=33.75%						
2022 年零售药店处方药市场	=[12670* (1+6%) ^6]*25%=4493						

资料来源：中国卫生统计年鉴，万得，中银国际证券

根据零售行业上市公司的估值对标，如好市多净利增速在 1%-15% 左右，估值在 30 倍 PE 左右；永辉超市增速在 25% 以上，估值在 40 倍 PE 以上；CVS 增速在 1%-20%，估值在 15-25 倍 PE。在考虑处方外流对零售渠道处方药增速的拉动作用下，行业龙头的收入增速至少可以保持在 20% 以上，同时有良好的精益化管理下若对费用控制有方，利润端将超过收入增速达到 25%-30%。因此我们认为以 PEG 估值，国内连锁药店龙头在 EPS 和估值提升的戴维斯双击逻辑下，合理估值在 40 倍 PE 左右。

图表 71. 通过并购、自建门店及处方外流的拉动上市连锁药店收入端增速将保持在 20% 以上



- PS: 1. 以益丰为例，单店申请到医保资质当年收入增加 57-60 万左右，从 2019-2020 年假设每年有 70-100 家店获得医保资质，每年对整体收入增速的贡献在 1%-2%（不具有持续性，仅有 2-3 年时间提高医保店占比）；
2. 根据后续并购部分的分析，并购 250-300 家门店（平均单店收入 150-200 万左右），第一年对整体收入的提高幅度在 3%-5%，第二年在 1%-1.5%（随着并购进行具备持续性）；
3. 自建的新店、次新店，根据所在省份经济发展水平、医保政策和精益化管理水平，当年收入在 60 万左右，同店增速第 2 年在 14%-30%（对整体收入贡献 3%-5%），第 3 年在 10%-20%（对整体收入贡献 2%-3%），第 4 年进入成熟期增速 7%-9%（并购产生的门店及 2-4 年增速相仿）；
4. 根据处方外流部分的测算，每年约 506 亿处方药流向零售渠道，使零售处方药市场增速提高 20% 左右，中西成药占药店销售额的 70% 左右，一般处方药占比 50%，则处方外流对零售药店收入总体的拉动作用为 7%。

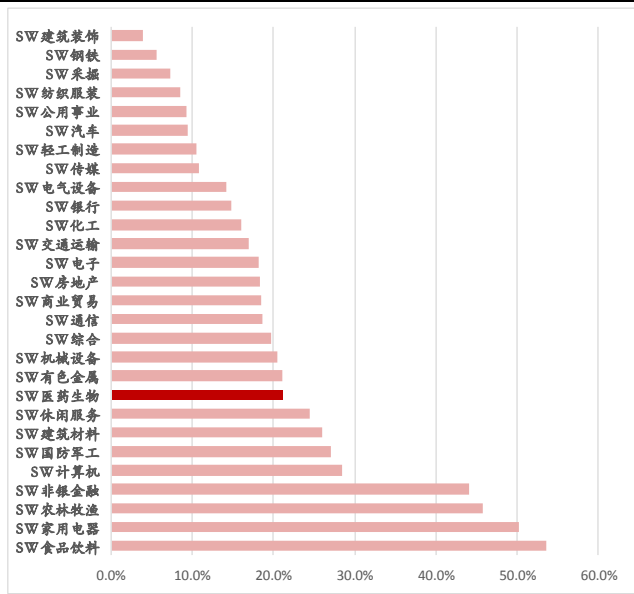
资料来源：万得，中银国际证券

## 医药行业总量分析

### A股医药板块行情回顾

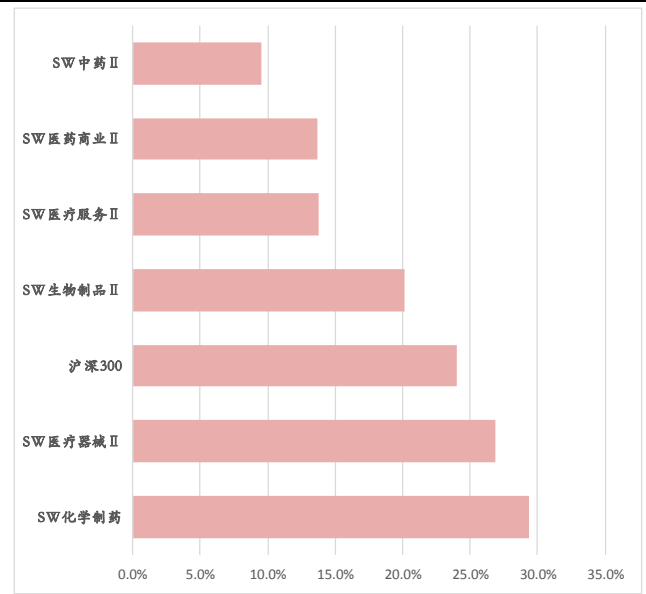
今年上半年医药板块随大盘反弹，上涨幅度在所有行业中位列第9，同期大盘上涨20.62%，沪深300上涨27.59%，医药板块上涨18.14%。今年整体大盘呈现强反弹，医药板块略微弱于大盘涨幅，从细分子行业来看，反弹幅度从高到低依次为：化学制剂、医疗器械、生物制品、医疗服务、医药商业、中药。

图表 72. 年初以来各行业涨跌幅排名 (申万一级)



资料来源：万得，中银国际证券

图表 73. 年初以来医药各细分行业涨跌幅 (申万二级)

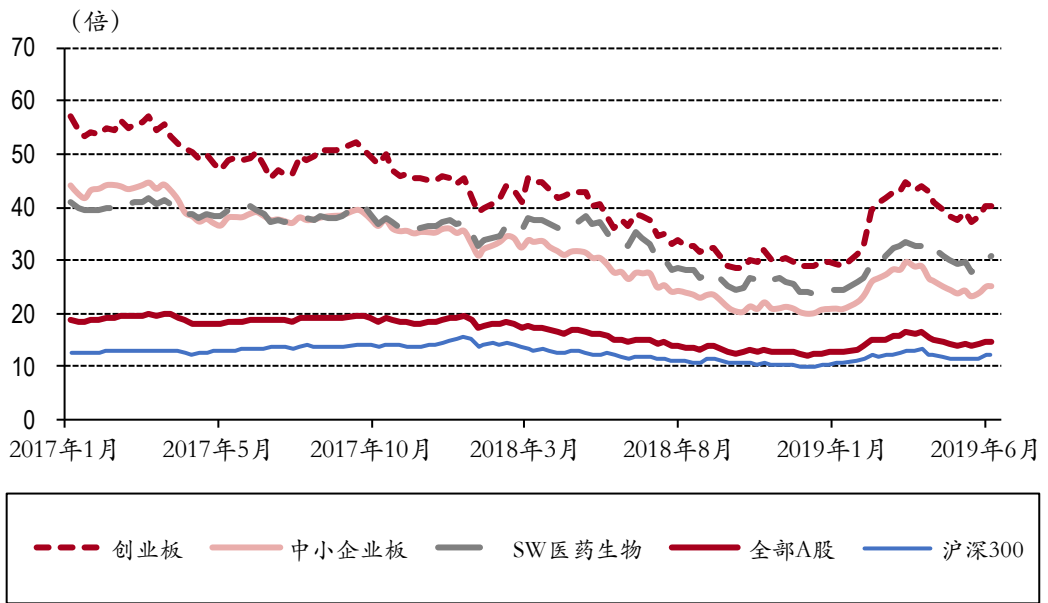


资料来源：万得，中银国际证券

### 估值比较

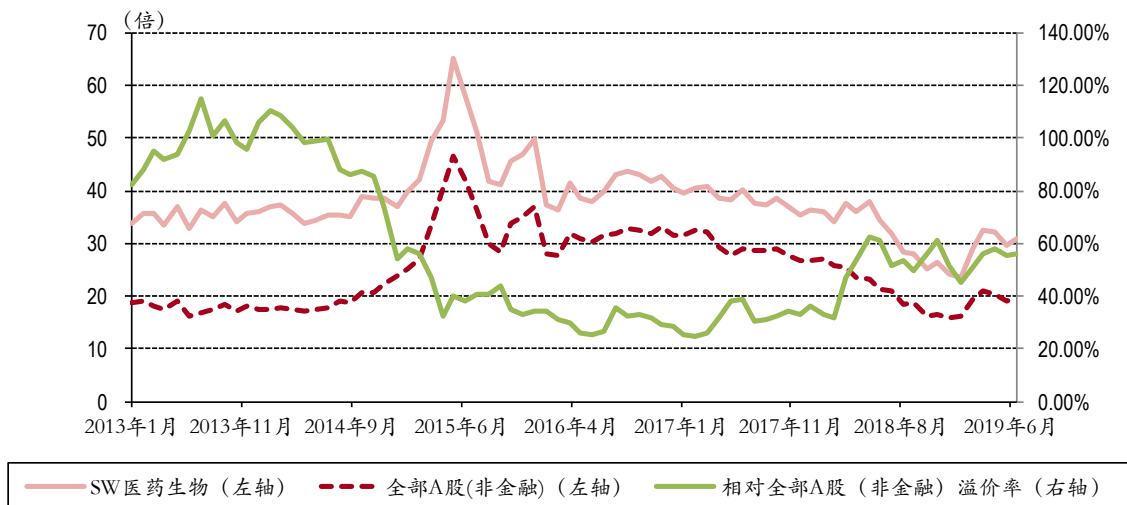
纵向来看：2018年年底医药板块PE为24.16倍，逼近历史最低水平；经过2019年上半年的上涨，医药板块市盈率PE(TTM)达到30.20倍，恢复到历史平均水平。而医药板块相比全部A股(剔除金融)溢价率为55.34%，相比去2018年年底的51.87%略有上升，仍然处于近10年历史平均水平以下。

图表 74. SW 医药生物板块及市场市盈率变化 (历史 TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 75. SW 医药生物板块溢价率 (历史 TTM, 整体法)



资料来源: 万得, 中银国际证券

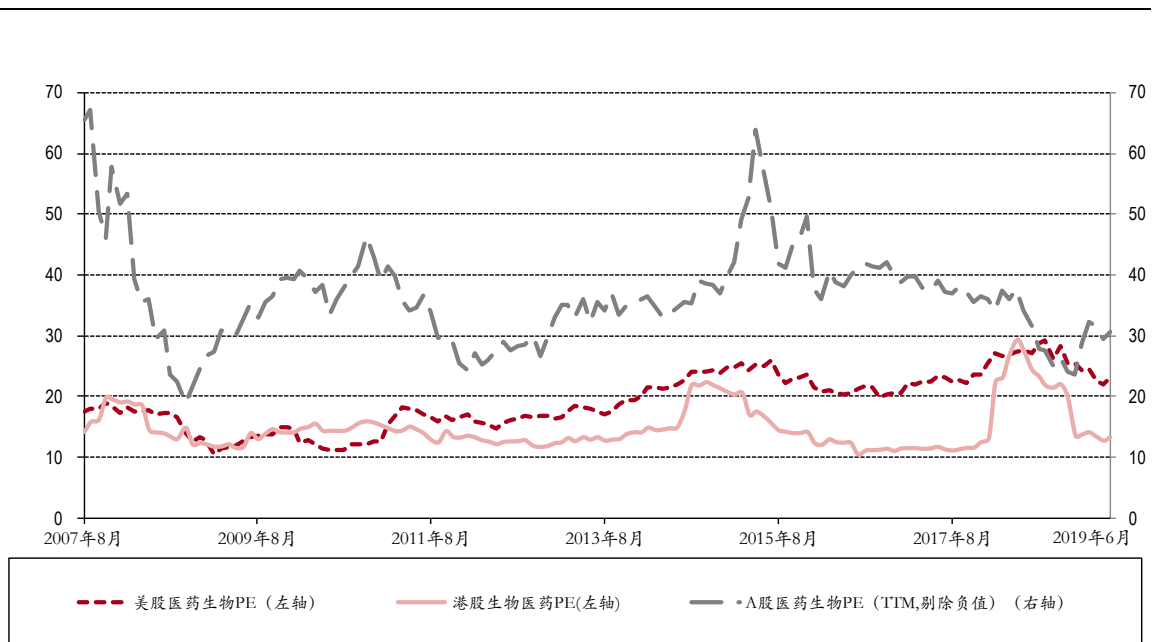
横向来看: A 股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 30.20 倍、美股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 22.07 倍、港股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 12.68 倍。进一步细分来看, 美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20 倍左右, 对于增速较快的成长型中型医药公司的市盈率可以给到 50 倍以上, 对于创新型较强的小公司甚至可以给予 100 倍以上, 美股估值体系能较好的反应风险对价。而在港股市场, 作为离岸金融市场, 估值中枢会较低一些, 港股对于中大市值医药白马股的市盈率大约在 20 倍左右, 与美股相仿, 低于 A 股; 但是港股对于小市值公司是有明显的折价效应, 估值普遍低于 20 倍; 不过对于部分中小市值股票 (有时候是基本面成长性确实强, 有时候是题材炒作热度特别高, 有时候是科技股属性比较强的股票) 港股市场仍然能够给予 50 倍甚至超过 100 倍的 PE 估值。而对于 A 股医药板块而言, 中大市值医药白马股的市盈率在今年以来水涨船高, 普遍超过 30 倍, 甚至部分公司达到 40-50 倍; 而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值; 而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。我们判断随着 A 股壳价值的下降, 估值分化将成为常态, 基本面对于股价的影响越来越大。

图表 76.部分医药类美股营收及估值

序号	股票代码	公司名称	2018 年营收 (亿美元)	营收同比增速 (%)	2018 年研发投入 (亿美元)	市值 (亿美元)	最新日 PE (TTM)
1	JNJ.N	强生公司	815.81	6.71	107.75	3798.32	25.88
2	PFE.N	辉瑞制药	536.47	2.10	80.06	2433.03	21.20
3	MRK.N	默克集团	422.94	5.41	97.52	2201.58	26.21
4	NOVN.SIX	诺华	531.66	6.05	90.74	2108.02	17.22
5	ABT.N	雅培制药	305.78	11.64	23.00	1494.44	57.00
6	ABBV.N	艾伯维	327.53	16.08	103.29	1159.68	21.76
7	AMGN.O	安进	237.47	3.93	37.37	1127.34	13.96
8	LLY.N	礼来公司	245.56	7.36	53.07	1122.57	17.94
9	GILD.O	吉利德科学	221.27	(15.25)	50.18	875.34	14.86

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 77. 2007-2019.6 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较 (TTM, 整体法)

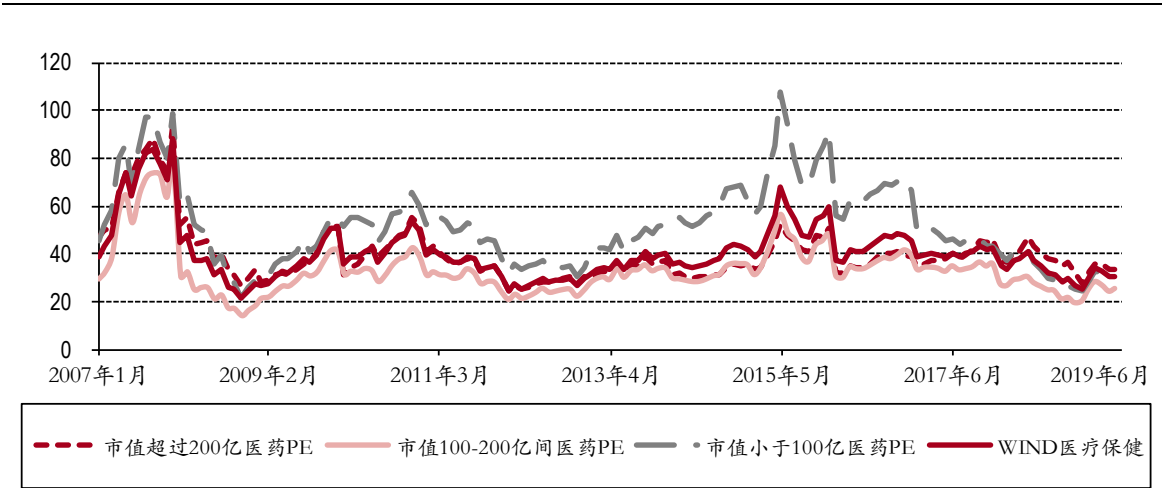


资料来源: 万得, 中银国际证券

**中大市值白马股估值提升明显, 部分中小市值细分领域优质公司也能给予较高估值**

从 A 股医药板块市值结构来看, 截至 2018 年 11 月 30 日, 市值大于 200 亿的公司整体的估值水平为 33.63 倍、市值在 100-200 亿的公司估值水平为 24.29 倍、市值在 100 亿以下的公司估值水平为 29.54 倍、万得医疗保健整体估值为 30.39 倍。中大市值白马股估值提升明显, 已经明显高于中小市值股票, 其中部分大市值白马股估值甚至可以达到 40-50 倍, 虽然中小市值股票估值平均水平较低, 但是部分细分领域优质公司的估值也可以给到 50 倍左右的估值, 如 CRO、CDMO、创新药、消费类公司等。

图表 78. 2007-2019.6 A 股医药生物板块按市值划分 PE 估值水平比较

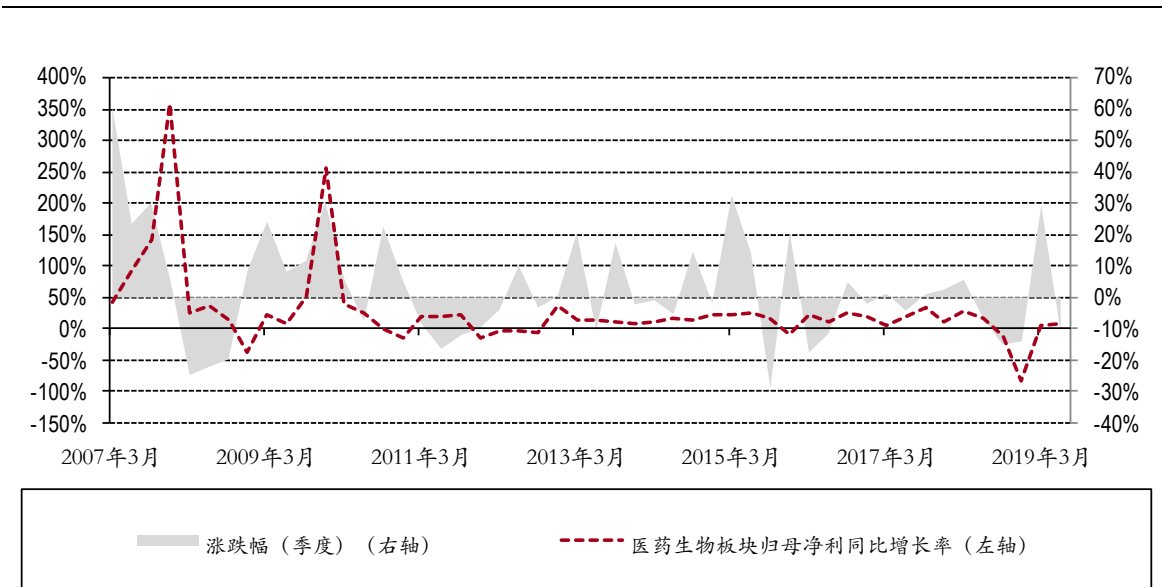


资料来源：万得，中银国际证券

**医药板块估值与成长性相匹配，估值具备长线吸引力。**

2008-2010 年，随着医药行业增速触底回升，行情随之延续了 6 个季度；2013 年随着行业净利增速见底回升，行情持续了近 3 个月。从 2017 年下半年，行业整体归母净利增速超过了 20%，同时伴随板块持续调整，PEG 也持续下降到 1-1.5 之间。2018 年由于较多公司进行资产减值（主要是商誉减值），行业整体表现利润增速为负，扣非利润增速在 15%-20% 之间，整体 PEG 小于 1.5。进入 2019 年之后，随着资产减值之后企业轻装上阵，我们判断行业业绩增速将逐渐平稳，作为一个成长性板块，目前的估值水平具备较强的吸引力。

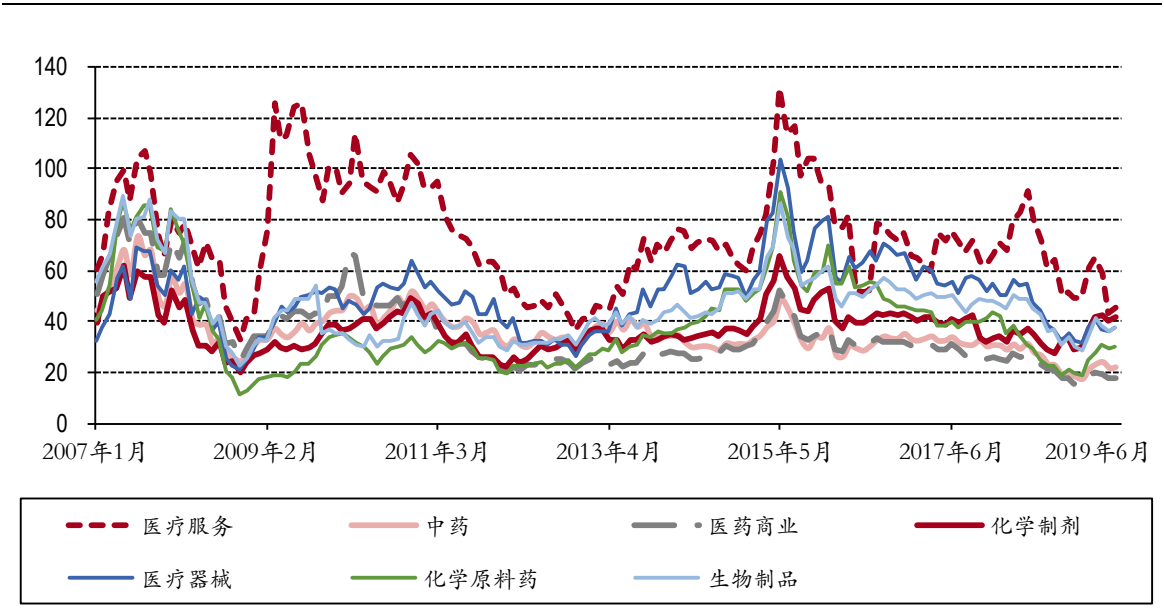
图表 79. 2007-2019.3 A 股医药生物板块涨跌幅及归母净利同比增速



资料来源：万得，中银国际证券（相关数据截至 2019 年一季度）

从医药板块细分子行业来看，2019 年上半年涨跌幅分别为：原料药 23.96%、医药商业 11.02%，中药 6.27%、医疗器械 22.22%、化学制剂 32.72%、生物制品 23.37%、医疗服务 22.59%，截至 6 月 26 日对应的 PE 分别为：46.04 倍、17.81 倍、24.53 倍、37.83 倍、53.94 倍、46.99 倍、66.49 倍。

图表 80. 2007-2019.6 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较

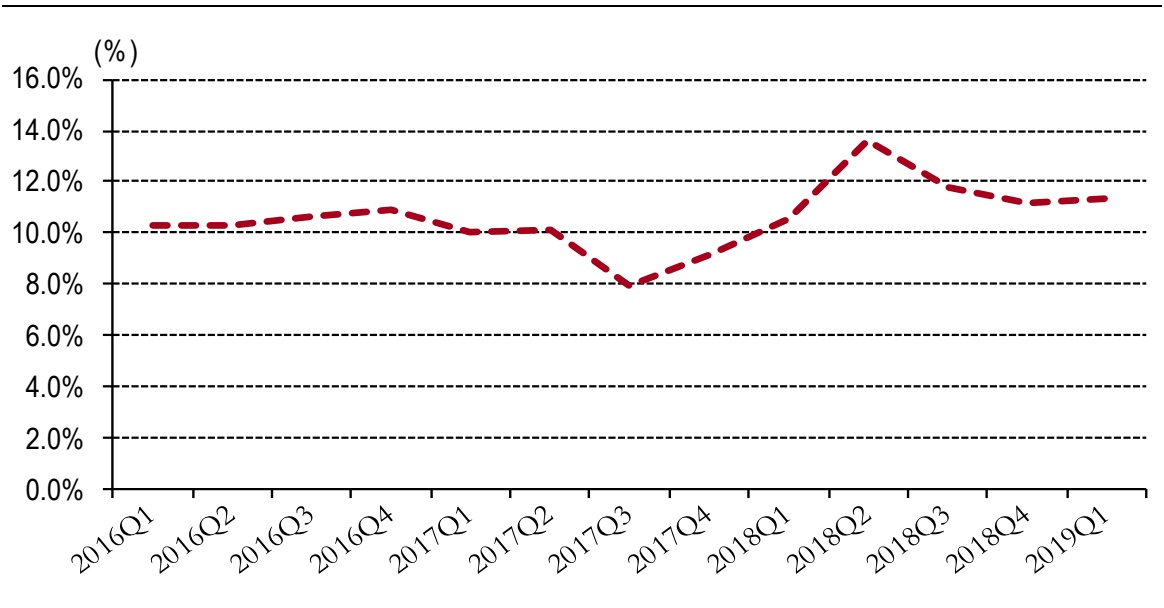


资料来源：万得，中银国际证券

**基金持仓：医药板块持仓比例逐渐提升，北上资金成为重要影响因素**

近三年以来公募基金对医药板块持仓比例逐步提升，从 2015 年 Q1 的 10.27% 提升到 2019 年 Q1 的 11.34%。其中，医药基金成为一股不可忽视的力量，截止 2019 年 Q1 医药基金的总规模达到 590 亿元。此外沪港通、深港通开通之后，外资进入 A 股的渠道更加通畅，外资成为近两年来重要的边际力量。从沪深港通的持股情况来看，外资偏向买入基本面较好，市值较大的白马股。未来随着中国资本市场的进一步扩大开放，A 股在 MSCI 指数的权重加大，外资进入 A 股是一个长期持续的过程，A 股的投资风格也将持续的向全球发达资本市场靠拢。

图表 81. 2015Q1-2019Q1 医药板块占基金仓位



资料来源：万得，中银国际证券



图表 82. 沪深港通持股情况

深沪港通持股市 值前十	股票代码	公司名称	持股市值 (亿元)	所属市场
1	600276.SH	恒瑞医药	357.11	沪港通
2	000538.SZ	云南白药	73.90	深港通
3	300015.SZ	爱尔眼科	68.19	深港通
4	300347.SZ	泰格医药	41.25	深港通
5	000999.SZ	华润三九	23.55	深港通
6	300122.SZ	智飞生物	19.73	沪港通
7	300760.SZ	迈瑞医疗	18.50	沪港通
8	603939.SH	益丰药房	18.14	深港通
9	603259.SH	药明康德	18.07	深港通
10	600867.SH	通化东宝	17.60	深港通

深沪港通占比前 十	股票代码	公司名称	所占比例 (%)	所属市场
1	600276.SH	恒瑞医药	12.19	沪港通
2	300347.SZ	泰格医药	11.01	深港通
3	002727.SZ	一心堂	9.52	深港通
4	000538.SZ	云南白药	8.75	深港通
5	000999.SZ	华润三九	8.20	深港通
6	603939.SH	益丰药房	7.19	沪港通
7	300015.SZ	爱尔眼科	7.09	深港通
8	603658.SH	安图生物	6.08	深港通
9	600867.SH	通化东宝	5.85	沪港通
10	300149.SZ	量子生物	5.69	沪港通

资料来源：万得，中银国际证券

**观点总结：估值分化成为常态。**

横向来看：A 股医药板块经过今年的上涨之后逐步恢复到历史平均水平，但是估值分化严重。优质公司，包括大市值白马股和中小市值细分领域优质公司估值能够保持在较高的水平，但是大部分股票估值较低，甚至出现流动性极差的情况。我们判断随着 A 股壳价值的下降，估值分化将成为常态，加上 A 股持续扩大对外开放，外资进入 A 股的渠道日益通畅，外资对 A 股的话语权逐步增大，A 股投资风格逐步向全球发达资本市场靠拢，估值分化将成为常态，标的的基本面因素对于股价的影响越来越大。



附录图表 83. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002821.SZ	凯莱英	买入	101.30	234.42	1.85	2.47	54.73	41.01	10.98
603127.SH	昭衍新药	买入	49.80	80.34	0.67	0.97	74.16	51.13	3.75
000739.SZ	普洛药业	买入	10.17	119.86	0.31	0.44	32.34	23.38	2.82
300760.SZ	迈瑞医疗	增持	168.55	2,049.05	3.06	3.71	55.09	45.43	12.29
300633.SZ	开立医疗	买入	28.73	114.92	0.63	0.81	45.49	35.60	3.23
002007.SZ	华兰生物	买入	31.68	444.49	0.81	1.09	39.01	29.14	3.93
300601.SZ	康泰生物	买入	55.06	355.26	0.68	0.85	81.54	64.78	2.78
000403.SZ	振兴生化	增持	27.19	74.11	0.29	0.80	92.66	34.16	2.43
002773.SZ	康弘药业	买入	33.58	294.03	0.79	1.23	42.31	27.30	4.69
300482.SZ	万孚生物	买入	39.54	135.57	0.90	1.20	44.05	32.92	5.64
603707.SH	健友股份	增持	35.99	198.91	0.77	1.05	46.85	34.21	4.67
002044.SZ	美年健康	增持	12.68	395.81	0.26	0.37	48.23	34.46	2.06
002727.SZ	一心堂	买入	29.10	165.22	0.92	1.19	31.71	24.41	6.83

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止7月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期





## 主要风险

- 1、带量采购政策推进的深度、广度、速度等方面高于预期。
- 2、医疗器械、耗材（包括骨科、心内科等高值耗材以及部分 IVD 产品）等跟进推进集中采购。
- 3、贸易摩擦带来部分出口型企业（原料药、医疗器械等）运营成本上升。



002821.SZ

买入

市场价格：人民币 101.30

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	50.8	17.1	11.1	16.7
相对深证成指	17.5	10.3	18.3	15.1

发行股数(百万)	231
流通股(%)	53
总市值(人民币 百万)	23,442
3个月日均交易额(人民币 百万)	161
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	42

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruitong.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

# 凯莱英

## 国内 CMO 巨头崛起，订单增量保证持续高增长

公司是 CMO 行业领军企业，今年由于重磅商业化订单供货加速增长，一季度归母净利润增长 45%，半年度预计归母净利润 2.12-2.43 亿元（同比增速 35%~55%）。全年由于国内市场及新增商业化项目逐步放量可带来巨大空间和更高弹性。预期随商业化订单放量，全年更佳表现可期。维持买入评级，继续重点推荐。

### 支撑评级的要点

- 业绩加速增长：公司 2019Q1 收入 4.76 亿元（+31.03%），归母净利润 0.92 亿元（+45.00%），扣非归母净利润 0.80 亿元（+51.87%），利润端远超年均增速。Q2 单季度增长区间在 28.2%~61.8%（中值 45%），保持高速增长。考虑到一季度汇兑相关的正向影响较大（18Q1 汇兑损失 4 千余万；19Q1 约 1 千万，且有 1260 万远期结售汇投资收益），因此第二季度的实际内生增长更高。公司海外重磅产品和国内商业化订单都开始逐步放量供货，预计在下半年贡献更明显，全年可期更佳表现。
- 2019 年初在手订单金额同比增长 40%，高于上一年度全年增速，今年业绩有望更加亮眼。同时国内外重磅产品陆续供货，将带来更大业绩弹性和长期增长动力。
- 毛利率受多因素影响有所降低但后期有望回升：1) 商业化订单部分原材料海外进口，毛利率低于自供品种。2) 业务结构变化：国内业务如临床、CRO 等业务仍处于发展前期，人力及资本等投入较大，拉低毛利率。3) 产能改造及新产能的利用率尚未完全释放，正在逐步提升。随着公司原料供应体系逐渐完善，产能逐步释放、技改降低成本，以及增量业务的逐渐成长，毛利水平将稳步回升。

### 估值

- 公司作为 CDMO 国内领军企业，受益国内鼓励科技创新和海外产能转移保持高增长，技术优势明显，新进商业化阶段的项目逐步放量推动业绩加速增长。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.70/7.39/9.48 亿元，EPS 分别为 2.47/3.20/4.11 元。维持买入评级，继续重点推荐。

### 评级面临的主要风险

- 下游客户销售或供货需求低于预期的风险；原材料成本上升风险；汇率波动的风险；国内市场开拓慢于预期的风险。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,423	1,835	2,402	3,182	4,228
变动(%)	29	29	31	32	33
净利润(人民币 百万)	341	428	570	739	948
全面摊薄每股收益(人民币)	1.479	1.856	2.471	3.203	4.109
变动(%)	35.0	25.5	33.1	29.6	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	68.5	54.6	41.0	31.6	24.7
价格/每股现金流量(倍)	119.0	56.3	34.8	42.0	25.4
每股现金流量(人民币)	0.85	1.80	2.91	2.41	3.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.6	46.0	32.4	24.4	18.2
每股股息(人民币)	0.349	0.349	0.494	0.673	0.904
股息率(%)	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,423	1,835	2,402	3,182	4,228
销售成本	(703)	(1,001)	(1,279)	(1,693)	(2,266)
经营费用	(225)	(338)	(437)	(589)	(791)
息税折旧前利润	495	496	686	900	1,170
折旧及摊销	(75)	(103)	(112)	(122)	(132)
经营利润 (息税前利润)	420	392	574	778	1,038
净利息收入/(费用)	(52)	(3)	9	13	18
其他收益/(损失)	54	72	58	65	65
税前利润	422	461	641	856	1,121
所得税	(62)	(54)	(71)	(94)	(123)
少数股东权益	(19)	22	(0)	(23)	(50)
净利润	341	428	570	739	948
核心净利润	342	428	571	739	948
每股收益 (人民币)	1.479	1.856	2.471	3.203	4.109
核心每股收益 (人民币)	1.481	1.856	2.473	3.204	4.109
每股股息 (人民币)	0.349	0.349	0.494	0.673	0.904
收入增长(%)	29	29	31	32	33
息税前利润增长(%)	43	(7)	46	35	33
息税折旧前利润增长(%)	39	0	38	31	30
每股收益增长(%)	35	25	33	30	28
核心每股收益增长(%)	34	25	33	30	28

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	422	461	641	856	1,121
折旧与摊销	75	103	112	122	132
净利息费用	52	3	(9)	(13)	(18)
运营资本变动	(265)	50	(14)	(28)	(2)
税金	(43)	(76)	(71)	(94)	(123)
其他经营现金流	(44)	(126)	12	(285)	(190)
经营活动产生的现金流	196	415	672	557	920
购买固定资产净值	2	51	155	75	65
投资减少/增加	(0)	7	2	3	4
其他投资现金流	(302)	(641)	(296)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(300)	(584)	(139)	(72)	(61)
净增权益	(81)	(81)	(114)	(155)	(209)
净增债务	(186)	0	0	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	201	11	68	(90)	(203)
融资活动产生的现金流	(65)	(43)	7	(142)	(190)
现金变动	(169)	(211)	539	342	669
期初现金	1,084	839	630	1,169	1,512
公司自由现金流	(104)	(169)	532	485	859
权益自由现金流	(238)	(166)	523	471	840

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	870	703	1,213	1,558	2,233
应收帐款	468	537	784	984	1,412
库存	260	424	467	731	910
其他流动资产	17	30	27	45	56
流动资产总计	1,615	1,694	2,491	3,318	4,610
固定资产	866	1,214	1,256	1,208	1,140
无形资产	67	118	119	119	120
其他长期资产	88	154	92	111	119
长期资产总计	1,022	1,485	1,467	1,439	1,379
总资产	2,637	3,185	3,962	4,761	5,992
应付帐款	153	276	253	429	472
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	221	264	514	527	922
流动负债总计	374	540	767	956	1,394
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	135	117	120	124
股本	230	231	231	231	231
储备	1,978	2,391	2,847	3,431	4,171
股东权益	2,208	2,622	3,078	3,662	4,401
少数股东权益	97	0	0	23	73
总负债及权益	2,637	3,185	3,962	4,761	5,992
每股帐面价值 (人民币)	9.57	11.36	13.34	15.87	19.08
每股有形资产 (人民币)	9.31	10.86	12.83	15.35	18.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.65)	(2.73)	(5.07)	(6.55)	(9.45)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	34.8	27.0	28.6	28.3	27.7
息税前利润率(%)	29.5	21.4	23.9	24.4	24.6
税前利润率(%)	29.7	25.1	26.7	26.9	26.5
净利率(%)	24.0	23.3	23.7	23.2	22.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.3	3.1	3.2	3.5	3.3
利息覆盖率(倍)	8.1	127.9	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.6	2.4	2.6	2.7	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	68.5	54.6	41.0	31.6	24.7
核心业务市盈率(倍)	68.4	54.6	41.0	31.6	24.7
市净率(倍)	10.6	8.9	7.6	6.4	5.3
价格/现金流(倍)	119.0	56.3	34.8	42.0	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.6	46.0	32.4	24.4	18.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	124.4	124.7	127.1	129.1	132.1
应收帐款周转天数	98.4	100.0	100.4	101.4	103.4
应付帐款周转天数	37.4	42.7	40.2	39.1	38.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	23.6	18.8	20.0	21.0	22.0
净资产收益率(%)	17.2	17.7	20.0	21.9	23.5
资产收益率(%)	14.1	11.9	14.3	15.9	17.2
已运用资本收益率(%)	4.0	4.3	5.0	5.5	5.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



603127.SH

买入

市场价格：人民币 49.80

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	48.8	9.3	1.7	32.4
相对上证指数	25.3	4.3	5.6	25.5

发行股数(百万)	161
流通股(%)	49
总市值(人民币 百万)	8,034
3个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	28

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇  
075582560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚  
weiya.zhang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

# 昭衍新药

## 业绩持续高增长，新业务有序推进

公司是稀缺的临床前 CRO 标的，在药物安全评价先发优势和规模优势明显。其所处的临床前 CRO 行业受益于国内创新药蓬勃发展，迎来发展黄金期；公司是国内唯一具有两个 GLP 认证的临床前研究机构，规模化优势明显，其设备规模、人才队伍、客户资源均、项目经验处于行业前列；公司估值处于同行业可比标的的估值较低水平，相对合理。公司正处于快速成长期，订单应接不暇，随着募投项目顺利推进，产能紧张局面会得到极大缓解，保障业绩能够持续高增长，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **行业景气度向上，公司业绩持续高增长。**我国医药行业创新研发方兴未艾，cro 行业高确定性受益于国内创新浪潮，公司作为临床前 CRO 安评细分领域龙头，业绩自 2014 年起保持快速增长。2018 年营收 4.09 亿元(+35.69%)；归母净利润 1.08 亿元(+41.72%)；扣非归母净利润 9029.42 万元(+36.92%)；经营性净现金流 1.76 亿元(+43.25%)；2018 年新签合同金额较 2017 年增长 22%，截至 2019 年 Q1，预计在手订单超过 9 亿。新签合同稳定增长及丰富的在手订单保证了公司后续业绩持续高增长。
- **“增量业务”有序推进，培养新的利润增长点。**我们认为公司从“存量增长”和“增量突破”两方面来保证业绩持续高增长和打破成长天花板。“存量业务”即安评业务受益行业高景气度和公司的龙头地位保持快速增长。“增量”业务分两方面，一方面是海外市场的订单增加，2018 年海外市场获得突破，新签约重大合同，未来持续增加对海外市场的开发力度；另一方面是产业链上下游新业务的拓展，公司成立子公司昭衍鸣讯、昭衍医药，分别进入药物警戒服务领域、药物临床试验领域，昭衍医药在 2018 年签约多家市级以上临床医院，与多家 GCP 临床试验中心签署战略合作协议，拓展临床资源；昭衍鸣讯自主研发了药物警戒管理平台 iPVMAP，与多家企业、监管部门、科研机构等建立合作关系；广西梧州新药中心计划新增非人灵长类繁殖基地 565 亩，2018 年已初步完成场地规划设计。新拓展业务还包括非药物评价领域（7 月份通过 CNAS 认证检查）等。公司在产业链上下游布局有序推进，培养新的利润增长点。

### 估值

- 预计 2019-2020 年实现净利润 1.57 亿、2.16 亿、2.83 亿，维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 募投项目进度慢于预期；新投资项目盈利不达预期。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	301	409	601	876	1,234
变动(%)	25	36	47	46	41
净利润(人民币 百万)	76	108	157	216	283
全面摊薄每股收益(人民币)	0.935	0.942	0.974	1.345	1.758
变动(%)	10.8	0.8	3.4	38.0	30.8
全面摊薄市盈率(倍)	53.3	52.9	51.1	37.0	28.3
价格/每股现金流量(倍)	33.9	32.5	15.3	27.0	14.9
每股现金流量(人民币)	1.47	1.53	3.26	1.84	3.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.8	50.1	39.7	26.9	18.4
每股股息(人民币)	0.301	0.300	0.208	0.383	0.479
股息率(%)	0.6	0.6	0.4	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	301	409	601	876	1,234
销售成本	(135)	(195)	(284)	(407)	(577)
经营费用	(59)	(56)	(130)	(199)	(287)
息税折旧前利润	108	157	187	269	370
折旧及摊销	(26)	(29)	(31)	(36)	(42)
经营利润 (息税前利润)	82	128	156	233	328
净利息收入/(费用)	1	3	3	3	3
其他收益/(损失)	2	11	25	18	7
税前利润	84	142	184	255	339
所得税	(17)	(20)	(28)	(38)	(51)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	0	5
净利润	76	108	157	216	283
核心净利润	67	123	157	217	283
每股收益 (人民币)	0.935	0.942	0.974	1.345	1.758
核心每股收益 (人民币)	0.819	1.070	0.976	1.346	1.760
每股股息 (人民币)	0.301	0.300	0.208	0.383	0.479
收入增长(%)	25	36	47	46	41
息税前利润增长(%)	55	57	21	50	41
息税折旧前利润增长(%)	35	46	19	44	37
每股收益增长(%)	11	1	3	38	31
核心每股收益增长(%)	(5)	31	(9)	38	31

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	84	142	184	255	339
折旧与摊销	26	29	31	36	42
净利息费用	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
运营资本变动	53	76	237	148	344
税金	(8)	(34)	(28)	(38)	(51)
其他经营现金流	(35)	(33)	103	(101)	(133)
经营活动产生的现金流	120	176	524	296	538
购买固定资产净值	1	5	40	40	40
投资减少/增加	2	9	3	5	6
其他投资现金流	(226)	(283)	(120)	(104)	(80)
投资活动产生的现金流	(224)	(270)	(77)	(59)	(34)
净增权益	(25)	(34)	(33)	(62)	(77)
净增债务	0	0	50	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	252	(8)	5	(100)	(218)
融资活动产生的现金流	227	(15)	74	(58)	(74)
现金变动	123	(109)	521	179	429
期初现金	133	405	149	670	849
公司自由现金流	(104)	(93)	447	237	503
权益自由现金流	(105)	(97)	494	234	500

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	470	521	910	1,134	1,592
应收帐款	30	46	54	94	114
库存	92	115	186	258	358
其他流动资产	5	9	16	18	29
流动资产总计	597	690	1,166	1,504	2,093
固定资产	285	370	380	386	386
无形资产	43	48	46	44	42
其他长期资产	13	31	17	20	23
长期资产总计	342	449	443	451	451
总资产	941	1,141	1,611	1,956	2,545
应付帐款	13	20	42	43	71
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	298	389	611	802	1,150
流动负债总计	311	409	703	895	1,272
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	81	79	77	79
股本	82	115	161	161	161
储备	476	545	668	823	1,029
股东权益	558	660	829	984	1,190
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	5
总负债及权益	941	1,141	1,611	1,956	2,545
每股帐面价值 (人民币)	6.82	5.74	5.15	6.11	7.39
每股有形资产 (人民币)	6.30	5.32	4.86	5.84	7.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.95)	(1.29)	(3.85)	(4.96)	(7.63)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	35.8	38.5	31.1	30.7	30.0
息税前利润率(%)	27.1	31.4	25.9	26.6	26.6
税前利润率(%)	27.9	34.8	30.7	29.1	27.5
净利率(%)	25.4	26.5	26.1	24.7	22.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	53.3	52.9	51.1	37.0	28.3
核心业务市盈率(倍)	60.8	46.5	51.0	37.0	28.3
市净率(倍)	7.3	8.7	9.7	8.2	6.7
价格/现金流(倍)	33.9	32.5	15.3	27.0	14.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.8	50.1	39.7	26.9	18.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	211.8	193.3	193.0	199.0	195.1
应收帐款周转天数	30.2	33.9	30.2	30.7	30.8
应付帐款周转天数	19.6	14.8	18.8	17.7	16.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	32.2	31.8	21.4	28.5	27.2
净资产收益率(%)	18.7	17.8	21.1	23.9	26.0
资产收益率(%)	8.5	10.6	9.6	11.1	12.4
已运用资本收益率(%)	4.7	4.4	5.1	5.7	6.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



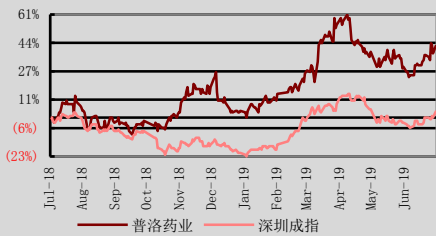
000739.SZ

买入

市场价格：人民币 10.17

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	38.8	9.9	(9.2)	43.6
相对深证成指	5.5	3.1	(2.1)	42.0

发行股数(百万)	1,179
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	11,986
3个月日均交易额(人民币 百万)	97
净负债比率(%) (2019E)	6
主要股东(%)	
横店集团控股有限公司	28

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(0755)82560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514  
ruitng.gao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

# 普洛药业

## 行业景气度维持，业绩保持高增长

公司今年以来保持去年高增长趋势，行业景气度提升和内部整合增效持续提升盈利能力，2019-2020年有望保持高速增长。公司作为国内原料药制剂一体化公司，综合竞争实力不断提升。维持买入评级，继续重点推荐。

### 支撑评级的要点

- **内部整合收效明显，利润率逐季提升：**公司自管理层换届后对三大板块全面整合，生产及经营效率均有明显改善。19Q1毛利率31.66%，同比提升0.95个百分点；净利率6.60%，同比提高1.95个百分点，环比亦提高0.91个百分点，盈利能力有明显的逐季改善。
- **行业供给可能进一步收紧：**近期江苏系列事件使得中间体原料药行业准入门槛继续抬高，可能导致新一轮产能清退，集中度再提升。公司主要产品均处于供给偏紧状态，普遍有不同幅度提价。今年随部分扩增产能释放及价格利好有望实现量价双升。同时1年以上长单价格传导延迟也使今年表端体现部分去年涨价影响。
- **增量空间：**公司不断加大CDMO客户开拓力度，今年新订单将使CDMO重回快速增长轨道，前几年丙肝药下滑影响至去年已彻底消除。同时公司加大研发投入和制剂销售推广力度，目前16个一致性评价品种已有2个完成申报，一类脑卒中新药索法地尔已完成II期临床，并将陆续有ANDA提交。未来有望借助自身原料药优势实现一体化发展。

### 估值

- 公司受益于外部环境优化和内部效率提升，从去年开始换挡提速，进入全新快速发展期。经营效率逐季改善，内外双驱动力推动公司成长。原料药板块行业景气度有望维持高位，CDMO和制剂板块打开放量空间。公司在逐步向国内原料药制剂一体化一线企业迈进。我们预计2019-2021年净利润5.13/6.55/8.54亿元，EPS 0.44/0.56/0.73元，当前股价对应PE 23.4/18.3/14.0倍。维持买入评级，继续重点推荐。

### 评级面临的主要风险

- 原材料价格波动的风险；环保风险；CMO订单增长低于预期的风险；制剂产品研发失败及进度慢于预期的风险。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,552	6,376	7,637	9,067	10,794
变动(%)	16	15	20	19	19
净利润(人民币 百万)	257	371	513	655	854
全面摊薄每股收益(人民币)	0.218	0.314	0.435	0.555	0.725
变动(%)	(2.4)	44.4	38.4	27.7	30.4
全面摊薄市盈率(倍)	46.7	32.3	23.4	18.3	14.0
价格/每股现金流量(倍)	57.1	14.4	(180.6)	9.2	59.2
每股现金流量(人民币)	0.18	0.71	(0.06)	1.10	0.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	16.1	13.1	10.1	8.3
每股股息(人民币)	0.065	0.110	0.131	0.167	0.217
股息率(%)	0.6	1.1	1.3	1.6	2.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,552	6,376	7,637	9,067	10,794
销售成本	(3,893)	(4,387)	(5,161)	(6,101)	(7,222)
经营费用	(954)	(1,247)	(1,541)	(1,848)	(2,198)
息税折旧前利润	705	742	934	1,119	1,374
折旧及摊销	(332)	(329)	(351)	(366)	(377)
经营利润(息税前利润)	373	413	584	753	997
净利息收入/(费用)	(95)	(2)	(27)	(19)	(16)
其他收益/(损失)	62	52	84	85	86
税前利润	340	462	641	818	1,067
所得税	(83)	(92)	(128)	(164)	(213)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	257	371	513	655	854
核心净利润	258	365	512	653	851
每股收益(人民币)	0.218	0.314	0.435	0.555	0.725
核心每股收益(人民币)	0.219	0.310	0.434	0.554	0.722
每股股息(人民币)	0.065	0.110	0.131	0.167	0.217
收入增长(%)	16	15	20	19	19
息税前利润增长(%)	41	11	41	29	33
息税折旧前利润增长(%)	24	5	26	20	23
每股收益增长(%)	(2)	44	38	28	30
核心每股收益增长(%)	(7)	42	40	28	30

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	340	462	641	818	1,067
折旧与摊销	332	329	351	366	377
净利息费用	95	2	27	19	16
运营资本变动	(435)	237	(881)	501	(913)
税金	(83)	(92)	(128)	(164)	(213)
其他经营现金流	(39)	(106)	(76)	(244)	(131)
经营活动产生的现金流	210	833	(66)	1,297	203
购买固定资产净值	(41)	(38)	80	115	85
投资减少/增加	(3)	(51)	10	8	11
其他投资现金流	(35)	(90)	(160)	(230)	(170)
投资活动产生的现金流	(79)	(179)	(70)	(107)	(74)
净增权益	(77)	(130)	(154)	(196)	(256)
净增债务	(208)	(474)	436	(832)	316
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	192	(17)	(79)	(122)	(237)
融资活动产生的现金流	(93)	(594)	256	(1,047)	44
现金变动	38	60	120	143	173
期初现金	553	547	644	764	907
公司自由现金流	130	654	(136)	1,190	128
权益自由现金流	17	182	327	378	460

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	655	806	944	1,107	1,299
应收帐款	1,387	1,243	2,151	1,929	2,988
库存	727	901	968	1,208	1,327
其他流动资产	102	125	144	191	225
流动资产总计	2,870	3,075	4,207	4,434	5,841
固定资产	2,287	2,123	1,859	1,615	1,330
无形资产	401	363	357	350	343
其他长期资产	99	153	146	143	141
长期资产总计	2,787	2,640	2,362	2,108	1,814
总资产	5,691	5,751	6,604	6,576	7,687
应付帐款	934	1,113	1,123	1,387	1,465
短期债务	1,041	614	874	187	486
其他流动负债	463	476	565	620	718
流动负债总计	2,437	2,204	2,563	2,194	2,670
长期借款	0	0	128	0	22
其他长期负债	204	203	210	220	236
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
储备	1,872	2,166	2,525	2,983	3,581
股东权益	3,050	3,344	3,703	4,162	4,759
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,691	5,751	6,604	6,576	7,687
每股帐面价值(人民币)	2.59	2.84	3.14	3.53	4.04
每股有形资产(人民币)	2.25	2.53	2.84	3.23	3.75
每股净负债/(现金)(人民币)	0.42	(0.03)	0.20	(0.61)	(0.48)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.7	11.6	12.2	12.3	12.7
息税前利润率(%)	6.7	6.5	7.6	8.3	9.2
税前利润率(%)	6.1	7.2	8.4	9.0	9.9
净利率(%)	4.6	5.8	6.7	7.2	7.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.4	1.6	2.0	2.2
利息覆盖率(倍)	3.9	169.2	21.9	38.9	63.1
净权益负债率(%)	16.2	净现金	6.4	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.3	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	46.7	32.3	23.4	18.3	14.0
核心业务市盈率(倍)	46.5	32.8	23.4	18.4	14.1
市净率(倍)	3.9	3.6	3.2	2.9	2.5
价格/现金流(倍)	57.1	14.4	(180.6)	9.2	59.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	16.1	13.1	10.1	8.3
周转率					
存货周转天数	66.6	67.7	66.1	65.1	64.1
应收帐款周转天数	85.1	75.3	81.1	82.1	83.1
应付帐款周转天数	68.6	58.6	53.5	50.5	48.2
回报率					
股息支付率(%)	29.9	35.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.1	11.6	14.5	16.6	19.1
资产收益率(%)	5.0	5.8	7.6	9.1	11.2
已运用资本收益率(%)	1.6	2.3	3.0	3.6	4.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



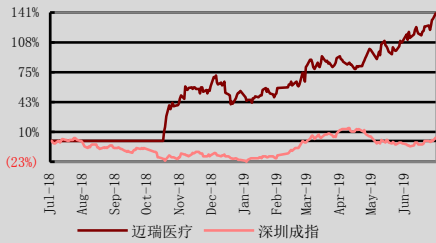
300760.SZ

**增持**

市场价格：人民币 168.55

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	62.4	14.3	24.4	0.0
相对深证成指	29.1	7.5	31.6	(1.6)

发行股数(百万)	1,216
流通股(%)	10
总市值(人民币 百万)	204,905
3个月日均交易额(人民币 百万)	351
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
Smartco Development Limited	27

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

## 迈瑞医疗

### 医疗器械龙头地位稳固，政策助力更上一层楼

公司目前是国内业务规模最大、拥有同行业最全产品线、国内外领先的医疗器械及解决方案供应商，产品主要覆盖生命信息支持、体外诊断、医学影像三大领域。公司坚持自主创新，通过内生外延拓展，力求国际化战略。公司多个产品在国内市占率前三，国内外享有很高声誉。我们认为，国内器械行业迎来发展的黄金十年，公司作为器械行业的绝对龙头，有望率先受益，维持增持评级。

#### 支撑评级的要点

■ **创新研发、外延并购、国际化战略成就国内最大的医疗器械服务商。**公司自成立起深耕医疗器械行业，通过内生和外延拓展公司产品线，坚持研发和销售并重，力求国际化的发展战略。公司研发费用占营收比例常年保持10%以上，建立了遍布全球的8大研发中心，创新研发助力公司产品从中低端到高端的产业升级，实现民族品牌从跟跑到领跑的跨越式发展。公司立足自身优势业务，并购高端技术及市场，实现产品线的横向多样化和销售渠道的快速覆盖。公司自2000年开始国际化战略，经过近20年的国际业务发展，公司产品远销全球190多个国家和地区，进入大量全球顶尖医院与研究机构的核心科室。

■ **生命信息支持、体外诊断、医学影像三大基石业务鼎足发展。**三大主业均保持稳健发展，2015-2018年复合增速分别为18.16%、24.07%、17.2%。生命信息板块是公司的传统优势业务，在国内市场已经享有较高的品牌声誉，国外市场已经进入欧美众多知名综合大型医院和教学医院，随着高端产品陆续投入市场放量，该板块盈利能力增强；体外诊断是增长最快的子版块，其中化学发光领域公司后来者居上，试剂检测布局全面，仪器覆盖低中高端，满足不同医疗机构需求，仪器投放速度业内领先；医学影像领域公司超声产品实现了中低端到高端市场的全覆盖，国内独家拥有区域成像技术和剪切波弹性成像技术，高端台式彩超Resona-7已投入市场，放量将拉动彩超业务高速增长。

■ **国内器械市场发展迎来黄金十年，龙头公司率先受益。**根据中国医药物资协会数据，中国医疗器械市场近10年整体复合增长率达到20.5%，远超世界整体6.5%的复合增长水平。中国市场存在极大的产品普及需求，拥有较大的增量空间，未来很长一段时间将维持高速扩容态势。分级诊疗政策使得基层市场扩容，医疗需求大幅增加；同时鼓励采购国产器械装备，利于加快进口替代的进程；政策鼓励创新研发，优先审评等政策鼓励企业加大创新研发。国产医疗器械相比进口产品具有明显的价格优势，国内龙头企业的品牌、产品质量等更有保障，在国内企业的竞争中更有优势。受益于分级诊疗、鼓励研发创新、进口替代等政策，我国器械行业迎来发展的黄金十年，我们认为，公司作为器械行业的绝对龙头，凭借着强大的研发、销售、品牌能力，在竞争中具有明显优势，有望率先受益，市场份额进一步提升。

#### 估值

■ 我们预计2019-2021年实现净利润分别为45.10亿元、54.70亿元、66.47亿元，维持增持评级。

#### 评级面临的主要风险

■ 耗材集采降价、汇率波动、新品市场拓展低于预期、新技术研发失败等。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,174	13,753	16,895	20,609	24,873
变动(%)	24	23	23	22	21
净利润(人民币 百万)	2,589	3,719	4,510	5,470	6,647
全面摊薄每股收益(人民币)	2.366	3.059	3.710	4.500	5.468
变动(%)	61.8	29.3	21.3	21.3	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	71.2	55.1	45.4	37.5	30.8
价格/每股现金流量(倍)	55.9	50.8	39.5	42.0	25.6
每股现金流量(人民币)	3.02	3.32	4.27	4.02	6.59
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.5	36.3	37.3	29.0	22.6
每股股息(人民币)	0.000	1.000	1.113	1.350	1.640
股息率(%)	n.a.	0.6	0.7	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测



### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,174	13,753	16,895	20,609	24,873
销售成本	(3,832)	(4,790)	(5,857)	(7,093)	(8,527)
经营费用	(4,120)	(3,637)	(5,952)	(7,086)	(8,357)
息税折旧前利润	3,222	5,327	5,086	6,431	7,989
折旧及摊销	(304)	(331)	(361)	(382)	(402)
经营利润 (息税前利润)	2,918	4,995	4,726	6,049	7,587
净利息收入/(费用)	(267)	156	100	100	100
其他收益/(损失)	(50)	(40)	279	32	(38)
税前利润	2,600	5,111	5,105	6,181	7,649
所得税	(330)	(513)	(587)	(711)	(880)
少数股东权益	12	7	8	0	122
净利润	2,589	3,719	4,510	5,470	6,647
核心净利润	2,289	4,588	4,522	5,475	6,651
每股收益 (人民币)	2.366	3.059	3.710	4.500	5.468
核心每股收益 (人民币)	2.092	3.774	3.720	4.504	5.471
每股股息 (人民币)	0.000	1.000	1.113	1.350	1.640
收入增长(%)	24	23	23	22	21
息税前利润增长(%)	105	71	(5)	28	25
息税折旧前利润增长(%)	89	65	(5)	26	24
每股收益增长(%)	62	29	21	21	22
核心每股收益增长(%)	37	80	(1)	21	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,600	5,111	5,105	6,181	7,649
折旧与摊销	304	331	361	382	402
净利息费用	267	(156)	(100)	(100)	(100)
运营资本变动	791	402	1,428	(756)	1,330
税金	13	(1,379)	(587)	(711)	(880)
其他经营现金流	(675)	(275)	(1,022)	(113)	(391)
经营活动产生的现金流	3,300	4,035	5,185	4,883	8,010
购买固定资产净值	22	78	40	40	40
投资减少/增加	78	(168)	3	(33)	(47)
其他投资现金流	(87)	(602)	(328)	(103)	(80)
投资活动产生的现金流	13	(693)	(285)	(96)	(87)
净增权益	0	(1,216)	(1,353)	(1,641)	(1,994)
净增债务	(1,699)	(1,844)	64	5	(8)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(754)	5,925	96	(47)	(114)
融资活动产生的现金流	(2,453)	2,892	(1,140)	(1,581)	(1,895)
现金变动	861	6,234	3,760	3,206	6,028
期初现金	4,467	5,270	11,544	15,304	18,510
公司自由现金流	3,313	3,342	4,900	4,787	7,922
权益自由现金流	1,882	1,342	4,865	4,692	7,815

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,348	11,619	15,670	18,768	24,820
应收帐款	1,569	1,753	2,486	2,549	3,559
库存	1,567	1,699	2,147	2,620	3,092
其他流动资产	107	122	177	180	244
流动资产总计	8,591	15,192	20,479	24,117	31,715
固定资产	3,105	3,409	3,201	2,971	2,722
无形资产	958	1,036	924	811	699
其他长期资产	443	591	454	494	513
长期资产总计	4,507	5,036	4,579	4,277	3,933
总资产	14,438	21,627	26,452	29,782	37,030
应付帐款	999	940	1,483	1,488	2,028
短期债务	1,801	0	50	50	50
其他流动负债	3,436	3,652	5,086	4,452	6,355
流动负债总计	6,236	4,592	6,619	5,990	8,433
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,548	1,857	1,508	1,638	1,668
股本	1,094	1,216	1,216	1,216	1,216
储备	5,519	13,925	17,082	20,911	25,564
股东权益	6,613	15,140	18,297	22,127	26,780
少数股东权益	34	20	28	28	150
总负债及权益	14,438	21,627	26,452	29,782	37,030
每股帐面价值 (人民币)	6.04	12.45	15.05	18.20	22.03
每股有形资产 (人民币)	5.17	11.60	14.29	17.53	21.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.17)	(9.50)	(12.55)	(15.18)	(20.14)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	28.8	38.7	30.1	31.2	32.1
息税前利润率(%)	26.1	36.3	28.0	29.4	30.5
税前利润率(%)	23.3	37.2	30.2	30.0	30.8
净利率(%)	23.2	27.0	26.7	26.5	26.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	3.3	3.1	4.0	3.8
利息覆盖率(倍)	10.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	2.9	2.8	3.6	3.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	71.2	55.1	45.4	37.5	30.8
核心业务市盈率(倍)	80.6	44.7	45.3	37.4	30.8
市净率(倍)	27.9	13.5	11.2	9.3	7.7
价格/现金流(倍)	55.9	50.8	39.5	42.0	25.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.5	36.3	37.3	29.0	22.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	123.8	124.5	119.8	122.7	122.3
应收帐款周转天数	43.9	44.1	45.8	44.6	44.8
应付帐款周转天数	27.4	25.7	26.2	26.3	25.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	32.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	46.8	34.2	27.0	27.1	27.2
资产收益率(%)	18.6	24.9	17.4	19.0	20.1
已运用资本收益率(%)	7.8	7.9	6.7	6.7	6.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



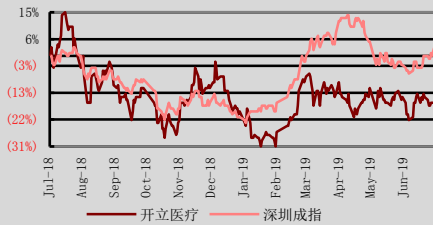
300633.SZ

买入

市场价格：人民币 28.73

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.9	(2.7)	(7.1)	(15.5)
相对深证成指	(24.4)	(9.5)	0.0	(17.1)

发行股数(百万)	400
流通股(%)	49
总市值(人民币 百万)	11,492
3个月日均交易额(人民币 百万)	63
净负债比率(%) (2019E)	3
主要股东(%)	
陈志强	25

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博

(0755)82560525  
bo.chai@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

## 开立医疗

向中高端领域进军，彩超、内镜进入高速增长期

开立医疗主要产品包括超声诊断设备以及医用内窥镜、体外诊断设备等，目前已经形成了丰富的产品型号体系。公司业绩连年保持较高增速，自2016年公司推出S50彩超进入百万级高端市场，其单晶探头和彩超成像技术处于国内领先水平；内窥镜领域公司掌握了图像采集和后处理技术，国内没有同级别的竞争对手，随着国产品牌逐渐完成影像设备的技术积累，在进口替代的同时拓展基层医院市场。预计2019-2021年归母净利润为：3.23亿/4.22亿/5.51亿，同比增速27.8%/30.7%/30.6%，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 国内超声诊断设备市场规模超过90亿元，近三年增速约4%-6%。国内医院彩超的拥有量约14.6万台，每年的更新量为1.87万台、每年新增需求量为0.84万台。预计国内企业每年面临的存量市场为21亿左右；随着进口替代率的提高，未来5年平均每年增量市场规模在12亿左右。国产彩超在超声领域完成90%的技术积累，中高端拳头产品S50/60的图像处理与探头技术处于国内领先地位，预计未来3年彩超产品线增速20%-25%。
- 内窥镜市场发展较快，国内软性内窥镜市场规模约为33-35亿，近三年行业增速在15%-20%。国内市场主要被奥林巴斯等垄断，外企凭借良好的品质获得医生的认可并形成了牢固的利益链条，国产品牌在这一市场面临一定的挑战。2016年开立推出第一台国产高清1080P电子内镜HD-500，打破了日企垄断。在国产高清内窥镜领域，没有同级别的竞争对手，所以开立的高端内窥镜处于冲击奥林巴斯三级医院的市场和占据二级医院中端市场的良好机遇期。预计未来3年内窥镜产品线增速40%-50%。

### 估值

- 预计2019-2021年收入为15.43、19.28、24.04亿，同比增长26%、25%、25%，归母净利润为：3.23亿/4.22亿/5.51亿，同比增长27.8%、30.7%、30.6%，对应PE 36、27、21倍，根据A股医疗器械行业7家代表性公司的平均估值水平，我们认为公司合理PE 43-45倍，维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 新品研发风险，销售费用上升导致业绩不达预期，竞争加剧带来的风险。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	989	1,227	1,543	1,928	2,404
变动(%)	37	24	26	25	25
净利润(人民币 百万)	190	253	323	422	551
全面摊薄每股收益(人民币)	0.475	0.632	0.807	1.055	1.378
变动(%)	31.1	32.9	27.8	30.7	30.6
全面摊薄市盈率(倍)	60.5	45.5	35.6	27.2	20.8
价格/每股现金流量(倍)	84.4	49.2	99.6	36.6	44.6
每股现金流量(人民币)	0.34	0.58	0.29	0.78	0.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.4	27.3	32.3	24.1	18.2
每股股息(人民币)	0.050	0.065	0.085	0.106	0.131
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	989	1,227	1,543	1,928	2,404
销售成本	(328)	(384)	(481)	(598)	(739)
经营费用	(504)	(420)	(705)	(858)	(1,047)
息税折旧前利润	158	423	357	471	618
折旧及摊销	(15)	(19)	(27)	(37)	(47)
经营利润 (息税前利润)	143	404	330	434	571
净利息收入/(费用)	(6)	3	7	8	8
其他收益/(损失)	9	18	9	12	13
税前利润	145	425	347	454	592
所得税	(18)	(19)	(24)	(31)	(41)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	190	253	323	422	551
核心净利润	128	406	323	422	551
每股收益 (人民币)	0.475	0.632	0.807	1.055	1.378
核心每股收益 (人民币)	0.319	1.015	0.807	1.055	1.378
每股股息 (人民币)	0.050	0.065	0.085	0.106	0.131
收入增长(%)	37	24	26	25	25
息税前利润增长(%)	98	182	(18)	31	31
息税折旧前利润增长(%)	79	167	(16)	32	31
每股收益增长(%)	31	33	28	31	31
核心每股收益增长(%)	(15)	218	(20)	31	31

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	145	425	347	454	592
折旧与摊销	15	19	27	37	47
净利息费用	6	(3)	(7)	(8)	(8)
运营资本变动	(44)	(8)	(120)	(60)	(182)
税金	45	(172)	(24)	(31)	(41)
其他经营现金流	(31)	(27)	(107)	(78)	(150)
经营活动产生的现金流	136	234	115	314	257
购买固定资产净值	(4)	4	93	95	94
投资减少/增加	18	(324)	10	13	14
其他投资现金流	(357)	14	(186)	(191)	(188)
投资活动产生的现金流	(343)	(305)	(83)	(83)	(80)
净增权益	(20)	(26)	(34)	(42)	(52)
净增债务	(43)	146	(87)	(62)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	172	(30)	(64)	(96)	(213)
融资活动产生的现金流	109	117	(133)	(97)	(44)
现金变动	(98)	45	(100)	135	133
期初现金	217	71	131	31	165
公司自由现金流	(207)	(71)	33	231	177
权益自由现金流	(243)	71	(62)	162	169

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	532	478	378	512	645
应收帐款	318	401	531	668	872
库存	213	247	345	413	551
其他流动资产	25	13	36	27	53
流动资产总计	1,088	1,138	1,289	1,621	2,120
固定资产	65	159	232	295	348
无形资产	67	71	65	60	54
其他长期资产	29	29	29	29	29
长期资产总计	161	259	325	384	431
总资产	1,335	1,836	2,051	2,437	2,983
应付帐款	65	111	116	175	196
短期债务	23	169	82	20	20
其他流动负债	130	180	207	217	243
流动负债总计	219	461	405	412	459
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	64	64	64	64
股本	400	400	400	400	400
储备	651	892	1,181	1,561	2,060
股东权益	1,051	2,905	1,581	1,961	2,460
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,335	1,836	2,051	2,437	2,983
每股帐面价值 (人民币)	2.63	7.26	3.95	4.90	6.15
每股有形资产 (人民币)	2.46	7.08	3.79	4.75	6.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	0.10	0.13	(0.36)	(0.70)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.0	34.5	23.1	24.4	25.7
息税前利润率(%)	14.5	32.9	21.4	22.5	23.7
税前利润率(%)	14.7	34.6	22.5	23.5	24.6
净利率(%)	19.2	20.6	20.9	21.9	22.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	5.0	2.5	3.2	3.9	4.6
利息覆盖率(倍)	22.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	1.3	3.2	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.0	1.9	2.3	2.9	3.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	60.5	45.5	35.6	27.2	20.8
核心业务市盈率(倍)	90.0	28.3	35.6	27.2	20.8
市净率(倍)	10.9	4.0	7.3	5.9	4.7
价格/现金流(倍)	84.4	49.2	99.6	36.6	44.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.4	27.3	32.3	24.1	18.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	213.4	218.1	224.6	231.3	238.2
应收帐款周转天数	110.8	107.0	110.2	113.5	116.9
应付帐款周转天数	26.4	26.3	26.9	27.6	28.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	10.5	10.3	10.5	10.0	9.5
净资产收益率(%)	21.7	12.8	14.4	23.8	24.9
资产收益率(%)	10.7	24.3	15.8	18.0	19.6
已运用资本收益率(%)	5.3	3.0	3.4	5.8	6.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002007.SZ

买入

市场价格：人民币 31.68

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.5	13.8	5.7	49.2
相对深证成指	27.2	7.0	12.9	47.6

发行股数(百万)	1,403
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	44,449
3个月日均交易额(人民币 百万)	336
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
安康	18

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇  
075582560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博  
(0755)82560525  
bo.chai@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

# 华兰生物

## 血制品行业显著好转，流感疫苗持续高增长

预计19-21年净利润15.25亿、19.27亿、23.56亿，对应估值28X、22X、18X。公司作为血制品和流感疫苗龙头，业绩持续高增长，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2018年由于疫苗审批流程严格，同时供给端包括长生和巴斯德供给下降，因此行业整体的供给量是去年的一半。2018年华兰生物四价流感疫苗产量500万人份，三价流感疫苗批签发量超350万人份，市场份额居行业首位，疫苗总销售量为850万支。2019年华兰的四价苗仍独家（武汉所正处于申报阶段无法赶上2019年上半年的生产季），预计流感疫苗总销量为1200万支（净利4.75亿）。虽然2020年四价流感疫苗的格局会发生变化，但是华兰的流感疫苗经过了2年的市场检验，其安全性有效性更值得医护人员和家长的信赖，因此我们认为即使未来有其他家企业的四价流感疫苗上市也不会对华兰的龙头地位产生影响，市占率可以持续保持在50%-60%。且对于华兰的疫苗业务2017年最差的时候已经过去，在供需平衡情况下预计1500-1700万支销量可以持续。另外公司的狂犬病疫苗以及四价苗儿童型也将于明年获批生产。2019年疫苗业务归母净利润预计至少为3.6亿。
- 血制品业务2018年同比增长16%左右，营收24.08亿，其中增长主要来自白蛋白、特免和因子类产品，其中白蛋白增速11.5%，特免和因子同比增速62%。17年血制品销售费用8700万，同比增长290%，2018年血制品销售费用2.1亿左右，同比增长141%。但公司的销售费用率相比同行业其他公司仍较低（17年血制品销售费用率为4.2%，2018年血制品销售费用率预计为8.8%）。2018年血制品业务净利润8.0亿元（净利率33.2%左右），2019年血制品业务收入增速至少为20%，除了白蛋白和特免、因子类产品的增长，增长弹性来自静丙去库存完成，静丙增速预计17%。销售费用率保持在7.5%左右，血制品净利润10.6亿、净利率36%左右。

### 估值

- 我们预计2019-2021年净利润15.25亿、19.27亿、23.56亿，对应估值29、23、19倍。公司作为血制品和流感疫苗龙头，业绩持续高增长，维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 疫苗销售不达预期，静丙恢复增长不达预期。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,368	3,217	4,166	5,160	6,142
变动(%)	22	36	29	24	19
净利润(人民币 百万)	821	1,140	1,525	1,927	2,356
全面摊薄每股收益(人民币)	0.585	0.812	1.087	1.374	1.679
变动(%)	(30.3)	38.8	(11.3)	26.4	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	54.1	39.0	29.2	23.1	18.9
价格/每股现金流量(倍)	250.5	34.4	230.6	19.8	46.7
每股现金流量(人民币)	0.13	0.92	0.14	1.60	0.68
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.3	33.1	23.4	17.8	14.4
每股股息(人民币)	0.199	0.267	0.217	0.275	0.336
股息率(%)	0.6	0.8	0.7	0.9	1.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,368	3,217	4,166	5,160	6,142
销售成本	(915)	(1,155)	(1,325)	(1,593)	(1,868)
经营费用	(476)	(734)	(979)	(1,233)	(1,442)
息税折旧前利润	977	1,328	1,862	2,335	2,831
折旧及摊销	(146)	(139)	(138)	(140)	(142)
经营利润(息税前利润)	830	1,189	1,724	2,195	2,690
净利息收入/(费用)	7	(1)	6	14	30
其他收益/(损失)	77	113	129	142	154
税前利润	915	1,302	1,859	2,350	2,874
所得税	(120)	(180)	(241)	(305)	(373)
少数股东权益	(17)	70	94	118	145
净利润	821	1,140	1,525	1,927	2,356
核心净利润	779	1,051	1,525	1,927	2,356
每股收益(人民币)	0.585	0.812	1.087	1.374	1.679
核心每股收益(人民币)	0.555	0.749	1.087	1.374	1.679
每股股息(人民币)	0.199	0.267	0.217	0.275	0.336
收入增长(%)	22	36	29	24	19
息税前利润增长(%)	7	43	45	27	23
息税折旧前利润增长(%)	6	36	40	25	21
每股收益增长(%)	(30)	39	34	26	22
核心每股收益增长(%)	(33)	35	45	26	22

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	915	1,302	1,859	2,350	2,874
折旧与摊销	146	139	138	140	142
净利息费用	(7)	1	(6)	(14)	(30)
运营资本变动	(428)	29	(827)	282	(845)
税金	(128)	(22)	(241)	(305)	(373)
其他经营现金流	(320)	(156)	(730)	(212)	(817)
经营活动产生的现金流	177	1,293	193	2,241	951
购买固定资产净值	(1)	7	3	5	4
投资减少/增加	21	90	126	139	153
其他投资现金流	(76)	(941)	(6)	(10)	(8)
投资活动产生的现金流	(56)	(844)	123	134	149
净增权益	(279)	(374)	(305)	(385)	(471)
净增债务	0	0	10	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(118)	126	426	(89)	(191)
融资活动产生的现金流	(397)	(221)	184	(372)	(441)
现金变动	(276)	227	500	2,004	658
期初现金	486	206	428	928	2,932
公司自由现金流	122	448	316	2,375	1,100
权益自由现金流	114	449	320	2,362	1,070

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,486	2,462	2,962	4,966	5,624
应收帐款	948	1,091	1,761	1,878	2,583
库存	1,211	1,204	1,825	1,891	2,550
其他流动资产	24	25	38	38	48
流动资产总计	3,669	4,782	6,586	8,773	10,805
固定资产	1,153	1,249	1,118	985	850
无形资产	210	217	213	212	209
其他长期资产	186	243	209	221	224
长期资产总计	1,549	1,709	1,541	1,417	1,283
总资产	5,219	6,493	8,128	10,190	12,088
应付帐款	68	65	102	99	137
短期债务	0	0	10	10	10
其他流动负债	309	655	457	862	693
流动负债总计	377	720	569	971	839
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,403	1,403	1,403	1,403	1,403
储备	3,737	4,597	5,817	7,358	9,243
股东权益	5,140	2,905	7,220	8,761	10,646
少数股东权益	175	245	339	457	602
总负债及权益	5,219	6,493	8,128	10,190	12,088
每股帐面价值(人民币)	3.66	2.07	5.15	6.24	7.59
每股有形资产(人民币)	3.51	1.92	4.99	6.09	7.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.15)	(0.30)	(0.65)	(2.08)	(2.55)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	41.2	41.3	44.7	45.2	46.1
息税前利润率(%)	35.1	37.0	41.4	42.5	43.8
税前利润率(%)	38.6	40.5	44.6	45.6	46.8
净利率(%)	34.7	35.4	36.6	37.3	38.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	9.7	6.6	11.6	9.0	12.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	2,141.4	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.5	5.0	8.4	7.1	9.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	54.1	39.0	29.2	23.1	18.9
核心业务市盈率(倍)	57.1	42.3	29.1	23.1	18.9
市净率(倍)	8.7	15.3	6.2	5.1	4.2
价格/现金流(倍)	250.5	34.4	230.6	19.8	46.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.3	33.1	23.4	17.8	14.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	425.1	381.6	417.2	425.8	433.7
应收帐款周转天数	107.5	115.7	125.0	128.7	132.6
应付帐款周转天数	10.1	7.6	7.3	7.1	7.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	34.0	32.8	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	17.5	28.3	30.1	24.1	24.3
资产收益率(%)	14.6	17.5	20.5	20.9	21.0
已运用资本收益率(%)	4.2	6.7	7.1	5.7	5.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



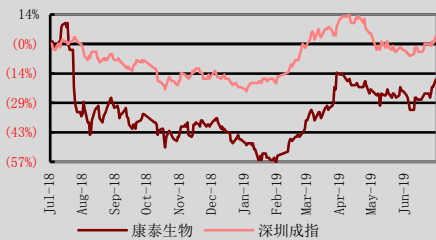
300601.SZ

买入

市场价格：人民币 55.06

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.1	8.2	(2.6)	(11.3)
相对深证成指	26.8	1.4	4.5	(12.9)

发行股数(百万)	645
流通股(%)	40
总市值(人民币 百万)	35,526
3个月日均交易额(人民币 百万)	243
净负债比率(%) (2019E)	13
主要股东(%)	
杜伟民	54

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

# 康泰生物

## 13价肺炎结合疫苗可期，在研管线丰富持续高速增长可期

公司目前已上市的疫苗品种有重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（10μg、20μg、60μg 三种规格）、b型流感嗜血杆菌结合疫苗、麻疹风疹联合减毒活疫苗、无细胞百白破 b型流感嗜血杆菌联合疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗（已获得 GMP 证书，目前正在生产），未来 2 年有望上市的品种包括狂犬病人二倍体疫苗、手足口 EV71 疫苗。预计 2019-2021 年净利润为 5.48、7.72、13.09 亿，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- 13价肺炎疫苗临床总结报告完成，明年下半年可期获批。公司 13价肺炎疫苗是目前国产进度最快的两家之一，2016 年开始临床三期与辉瑞 13 价肺炎疫苗进行头对头试验。目前小年龄组和大年龄组数据均已经揭盲，整体临床效果非劣效于辉瑞原研疫苗。目前公司的 13 价肺炎疫苗产能为 1500 万剂，预计明年产能还会扩大达到 3000 万剂以上。
- 2019 年 5 月公布定增方案用以扩充新型疫苗产能。此次募集资金主要用于扩大各品种未来产能，13 价肺炎结合疫苗产能预计新增 2500 万剂，五联疫苗新增 2000 万剂产能，麻腮风新增 2000 万剂产能，水痘疫苗新增 1000 万剂产能，麻腮风水痘联合疫苗新增 500 万剂产能。预计新增产能充分释放后可贡献近百亿的营收规模。
- 公司是目前在研疫苗管线最丰富的民企之一，团队激励充分有助进一步释放产品潜力。2018 年公司四联苗收益于进口五联苗断货而实现快速增长，全年收入达到 11.60 亿，yoy182.3%；Hib 疫苗实现收入 3.00 亿，yoy7.2%；乙肝疫苗收入 5.20 亿，yoy21.04%。在研管线方面，除了肺炎 13 价疫苗外，公司其他重磅品种还有狂犬病人二倍体疫苗，预计今年年底可以报产；手足口 EV71 疫苗，预计明年年底报产。2019 年完成的股票期权激励计划覆盖 548 名员工，共授予 3206.6 万份，行权价为 45.09 元/股（摊销费用总计 2.76 亿），该激励计划将公司长期发展与员工利益深度绑定，有助后续新疫苗上市的放量增长。

### 估值

- 预计 2019-2021 年净利润为 5.48、7.72、13.09 亿，同比增长 24.5%、41.0%、69.4%，对应市盈率 65、46、27 倍，由于后续上市的重磅产品较多，未来三年业绩高速增长确定性高，首次覆盖给予买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 公司在研产品上市进度低于预期，疫苗上市后出现不良反应。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,161	2,017	2,246	2,978	4,601
变动(%)	110	74	11	33	54
净利润(人民币 百万)	215	436	548	772	1,309
全面摊薄每股收益(人民币)	0.510	0.682	0.850	1.198	2.029
变动(%)	118.2	33.8	24.5	41.0	69.4
全面摊薄市盈率(倍)	108.0	80.7	64.8	46.0	27.1
价格/每股现金流量(倍)	150.6	104.5	27.8	25.8	14.8
每股现金流量(人民币)	0.37	0.53	1.98	2.13	3.73
企业价值/息税折旧前利润(倍)	137.2	49.2	39.4	27.7	16.6
每股股息(人民币)	0.120	0.253	0.315	0.443	0.751
股息率(%)	0.2	0.5	0.6	0.8	1.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,161	2,017	2,246	2,978	4,601
销售成本	(143)	(190)	(181)	(233)	(356)
经营费用	(758)	(1,112)	(1,185)	(1,514)	(2,275)
息税折旧前利润	260	714	880	1,231	1,970
折旧及摊销	(58)	(58)	(175)	(247)	(313)
经营利润(息税前利润)	202	656	706	983	1,657
净利息收入/(费用)	(2)	(18)	(14)	(11)	(5)
其他收益/(损失)	(2)	15	16	24	37
税前利润	197	653	707	997	1,689
所得税	(23)	(53)	(77)	(109)	(184)
少数股东权益	0	0	82	115	196
净利润	215	436	548	772	1,309
核心净利润	174	600	548	772	1,309
每股收益(人民币)	0.510	0.682	0.850	1.198	2.029
核心每股收益(人民币)	0.412	0.939	0.849	1.197	2.029
每股股息(人民币)	0.120	0.253	0.315	0.443	0.751
收入增长(%)	110	74	11	33	54
息税前利润增长(%)	133	225	8	39	68
息税折旧前利润增长(%)	96	175	23	40	60
每股收益增长(%)	118	34	25	41	69
核心每股收益增长(%)	73	128	(10)	41	69

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	197	653	707	997	1,689
折旧与摊销	58	58	175	247	313
净利息费用	2	18	14	11	5
运营资本变动	(55)	(143)	295	260	640
税金	17	(217)	(77)	(109)	(184)
其他经营现金流	(65)	(33)	162	(30)	(58)
经营活动产生的现金流	154	336	1,276	1,376	2,405
购买固定资产净值	25	(12)	578	577	572
投资减少/增加	2	7	17	25	38
其他投资现金流	(287)	(231)	(1,157)	(1,155)	(1,144)
投资活动产生的现金流	(261)	(236)	(562)	(552)	(534)
净增权益	(51)	(161)	(203)	(286)	(485)
净增债务	(56)	11	(5)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	253	455	(81)	(102)	(213)
融资活动产生的现金流	147	332	(236)	(285)	(476)
现金变动	40	432	479	539	1,395
期初现金	111	160	635	1,113	1,652
公司自由现金流	(107)	100	714	824	1,871
权益自由现金流	(161)	130	724	836	1,876

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	260	635	1,114	1,653	3,048
应收帐款	545	899	452	982	792
库存	181	196	7	1	10
其他流动资产	5	10	7	13	19
流动资产总计	990	1,740	1,580	2,648	3,868
固定资产	853	1,166	1,574	1,918	2,185
无形资产	216	204	200	187	178
其他长期资产	136	196	196	196	196
长期资产总计	1,205	1,566	1,970	2,300	2,559
总资产	2,211	3,336	3,590	5,000	6,489
应付帐款	61	98	64	151	194
短期债务	20	0	0	0	0
其他流动负债	696	876	756	1,464	1,877
流动负债总计	776	974	819	1,615	2,071
长期借款	227	413	303	320	343
其他长期负债	136	117	117	117	117
股本	421	639	645	645	645
储备	790	1,284	1,629	2,115	2,939
股东权益	1,211	2,905	2,274	2,760	3,584
少数股东权益	0	0	78	187	373
总负债及权益	2,211	3,336	3,590	5,000	6,489
每股帐面价值(人民币)	2.88	4.55	3.53	4.28	5.56
每股有形资产(人民币)	2.36	4.23	3.22	3.99	5.28
每股净负债/(现金)(人民币)	0.21	(0.59)	(1.34)	(2.17)	(4.34)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	35.4	39.2	41.3	42.8
息税前利润率(%)	17.4	32.5	31.4	33.0	36.0
税前利润率(%)	17.0	32.4	31.5	33.5	36.7
净利率(%)	18.5	21.6	24.4	25.9	28.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.8	1.9	1.6	1.9
利息覆盖率(倍)	99.7	35.7	48.7	87.9	313.3
净权益负债率(%)	7.2	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.6	1.9	1.6	1.9
估值					
市盈率(倍)	108.0	80.7	64.8	46.0	27.1
核心业务市盈率(倍)	133.5	58.6	64.8	46.0	27.1
市净率(倍)	19.1	12.1	15.6	12.9	9.9
价格/现金流(倍)	150.6	104.5	27.8	25.8	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	137.2	49.2	39.4	27.7	16.6
周转率					
存货周转天数	409.9	361.5	205.3	6.1	5.7
应收帐款周转天数	131.0	130.6	109.8	87.9	70.4
应付帐款周转天数	15.2	14.4	13.2	13.2	13.7
回报率					
股息支付率(%)	23.5	37.0	37.0	37.0	37.0
净资产收益率(%)	22.1	21.2	21.2	30.7	41.3
资产收益率(%)	9.3	21.7	18.1	20.4	25.7
已运用资本收益率(%)	4.3	4.6	4.6	6.5	8.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



000403.SZ

**增持**

市场价格：人民币 27.19

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.4	4.0	(6.6)	(9.3)
相对深证成指	(21.9)	(2.8)	0.6	(10.9)

发行股数(百万)	273
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	7,411
3个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业(有限合伙)	27

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

## 振兴生化

### 管理改善值得重点关注，经营拐点隐现

2018年年报和2019年Q1的业绩较差的原因在于去年4季度以来加大学术推广带来的销售费用的上升、管理费用的一次性计提、以及仍然较高的利息支出。但从收入端来看已经呈现持续的稳步增长的态势。着眼2019年，随着市场推广的效益逐步体现，内部管控效益体现，业绩有望呈现前低后高的局面，拐点隐现。长期来看，公司内生加外延持续打开空间，维持增持评级，持续重点跟踪。

#### 支撑评级的要点

- **基础核心资产依然优质，且护城河日益加深。**2018年公司采浆量为400吨，公司目前拥有的13个浆站中尚有2个还未采浆，在已经采浆的浆站中，仅4个成熟浆站贡献的采浆量就超过300吨，另外有6个为近三年新开浆站，采浆量还在持续爬坡中，并且公司还在持续洽谈增设新浆站。我们判断仅靠内生增长，未来采浆量便能突破800吨，同时公司并不排除外延的方式来扩张浆站资源。
- **最差的情况已经过去，经营拐点隐现。**2018Q4-2019Q1由于市场推广的增加以及历史遗留问题带来的管理费用一次性计提，利润承压。但大趋势向上的局面逐步出现，从收入端来看，2018Q4单季收入达到2.26亿元，已经达到近5年以来的最高值。从利润端来看：2018年双林生物净利润为1.15亿元，吨浆利润约为32万元，低于行业平均水平（约50万元/吨）。随着老产品生产得率持续提升，新产品逐步获批上市（凝血因子VIII、纤维蛋白原），经营中加强管控带来的跑冒滴漏的减少，将带动吨浆利润水平稳步提升。目前子公司湖南唯康药业已经申请破产（2018年亏损1188万），未来将不再对合并报表带来拖累。2019年的业绩将呈现前低后高的局面，经营拐点有望在年中出现。
- **管理改善值得期待，内生加外延打开空间。**管理层充分认识到：国内血制品企业在长期供不应求市场环境中，一直安于现状，在工艺水平、产品种类及临床推广能力方面和海外巨头相去甚远，从而导致了中国血制品产品消费结构性的落后。尤其是静丙、凝血因子类、纤原等产品在人均消费量远低于发达国家。公司将抓住契机，打通到终端医院的直销渠道、加强学术推广，推动行业从资源型向科技型转变。新的管理层逐步稳定，未来不排除进一步通过外延并购做大做强血液制品业务，管理改善值得期待。

#### 估值

- 预计2019-2021年净利润预测至2.17亿、3.05亿、4.02亿，同比+171.1%、40.5%、32.0%。对应市盈率34倍、24倍、18倍，维持**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 公司管理改善的进度、深度、持续性低于预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	685	860	1,053	1,300	1,604
变动(%)	21	25	23	23	23
净利润(人民币 百万)	22	80	217	305	402
全面摊薄每股收益(人民币)	0.079	0.293	0.796	1.118	1.476
变动(%)	(59.9)	270.3	171.1	40.5	32.0
全面摊薄市盈率(倍)	343.2	92.7	34.2	24.3	18.4
价格/每股现金流量(倍)	(206.4)	63.5	28.3	35.9	15.9
每股现金流量(人民币)	(0.13)	0.43	0.96	0.76	1.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.3	39.0	21.3	16.3	12.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司公告，中银国际证券预测



### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	685	860	1,053	1,300	1,604
销售成本	(301)	(408)	(463)	(545)	(656)
经营费用	(230)	(261)	(253)	(322)	(408)
息税折旧前利润	155	191	338	433	540
折旧及摊销	(48)	(49)	(53)	(54)	(57)
经营利润 (息税前利润)	106	142	285	378	483
净利息收入/(费用)	(28)	(26)	(30)	(20)	(10)
其他收益/(损失)	(39)	6	0	0	0
税前利润	39	122	255	358	473
所得税	(29)	(23)	(38)	(54)	(71)
少数股东权益	(6)	(5)	0	0	0
净利润	22	80	217	305	402
核心净利润	(26)	105	217	305	402
每股收益 (人民币)	0.079	0.293	0.796	1.118	1.476
核心每股收益 (人民币)	(0.095)	0.386	0.796	1.118	1.476
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	21	25	23	23	23
息税前利润增长(%)	28	33	101	33	28
息税折旧前利润增长(%)	17	23	77	28	25
每股收益增长(%)	(60)	270	171	40	32
核心每股收益增长(%)	(165)	(506)	106	40	32

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	39	122	255	358	473
折旧与摊销	48	49	53	54	57
净利息费用	28	26	30	20	10
运营资本变动	(90)	(39)	227	(271)	250
税金	(13)	(52)	(38)	(54)	(71)
其他经营现金流	(48)	11	(265)	99	(253)
经营活动产生的现金流	(36)	117	262	206	465
购买固定资产净值	(2)	(0)	14	14	14
投资减少/增加	0	2	0	0	0
其他投资现金流	(34)	(12)	(30)	(27)	(28)
投资活动产生的现金流	(36)	(10)	(16)	(13)	(14)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(23)	(44)	(104)	(2)	(4)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	8	(50)	(83)	(123)	(231)
融资活动产生的现金流	(15)	(67)	(134)	(22)	(14)
现金变动	(87)	39	111	171	437
期初现金	203	146	155	266	437
公司自由现金流	(72)	106	246	194	451
权益自由现金流	(67)	88	171	211	457

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	163	158	275	447	882
应收帐款	138	200	116	294	233
库存	379	390	614	542	806
其他流动资产	8	5	34	17	22
流动资产总计	689	753	1,039	1,300	1,943
固定资产	486	457	422	384	344
无形资产	70	70	66	64	61
其他长期资产	52	13	39	35	29
长期资产总计	608	540	527	483	434
总资产	1,321	1,318	1,581	1,788	2,378
应付帐款	39	43	83	53	105
短期债务	200	180	50	50	50
其他流动负债	461	444	554	482	626
流动负债总计	700	668	686	585	781
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	78	30	49	52	44
股本	273	273	273	273	273
储备	283	365	582	887	1,289
股东权益	555	2,905	855	1,159	1,561
少数股东权益	(13)	(18)	(18)	(18)	(18)
总负债及权益	1,321	1,318	1,581	1,788	2,378
每股帐面价值 (人民币)	2.04	10.66	3.14	4.25	5.73
每股有形资产 (人民币)	1.78	10.40	2.89	4.02	5.51
每股净负债/(现金)(人民币)	0.20	0.09	(0.76)	(1.38)	(2.99)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.6	22.2	32.1	33.3	33.7
息税前利润率(%)	15.5	16.5	27.1	29.1	30.1
税前利润率(%)	5.7	14.2	24.2	27.6	29.5
净利率(%)	3.2	9.3	20.6	23.4	25.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.5	2.2	2.5
利息覆盖率(倍)	3.8	5.5	9.5	18.9	48.3
净权益负债率(%)	10.0	0.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.6	1.3	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	343.2	92.7	34.2	24.3	18.4
核心业务市盈率(倍)	(286.6)	70.5	34.2	24.3	18.4
市净率(倍)	13.3	2.6	8.7	6.4	4.7
价格/现金流(倍)	(206.4)	63.5	28.3	35.9	15.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.3	39.0	21.3	16.3	12.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	423.9	343.9	395.7	387.4	375.1
应收帐款周转天数	50.5	71.9	54.9	57.6	60.0
应付帐款周转天数	21.8	17.5	21.8	19.0	17.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	3.9	4.6	11.5	30.3	29.6
资产收益率(%)	2.1	8.7	16.7	19.1	19.7
已运用资本收益率(%)	0.7	1.0	2.7	7.3	7.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



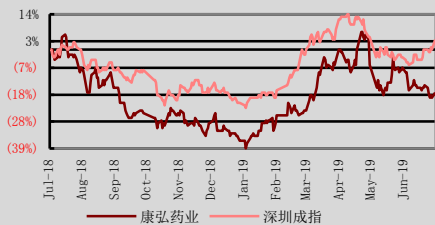
002773.SZ

买入

市场价格：人民币 33.58

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30.0	(10.7)	(17.5)	(15.6)
相对深证成指	(3.3)	(17.5)	(10.3)	(17.2)

发行股数(百万)	876
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	29,403
3个月日均交易额(人民币 百万)	100
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
成都康弘科技实业(集团)有限公司	33

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇  
075582560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚  
weiyi.zhang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

## 康弘药业

### 朗沐销售额快速增长，传统业务有望止跌企稳

公司的核心品种朗沐销售额保持快速增长，盈利能力明显提升，糖尿病黄斑水肿新适应症获批，新适应症获批有助于进一步打开市场空间。公司传统中药化药今年有望止跌企稳，自Q2季度开始恢复性增长。公司是国内生物药创新的标杆企业，朗沐对应的眼底新生血管疾病市场空间巨大，销售潜力过百亿，维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 朗沐保持快速增长，盈利能力明显提升。2018年朗沐实现销售收入8.82亿元，同比增长42.79%，占整体收入比例从上年同期22.17%提升至30.24%，成为公司收入第二大业务，毛利率94.7%，较上年同期提升5.72pct，康弘生物贡献净利润2.05亿元，较上年同期增长130.34%，净利率23.24%，较上年同期提升8.84pct。朗沐自2017年Q4正式执行医保谈判价格后，销售规模逐步提升，盈利能力明显提升。
- 根据PDB样本医院数据，康柏西普2018年样本医院销售收入30553.39万元，同比增长34.65%，竞争对手雷珠单抗2018年样本医院销售收入32045.38万元，同比减少0.53%，康柏西普样本医院市场份额提升至48.8%，终端市场销售保持快速增长。另一竞品阿柏西普因去年下半年开始在国内市场销售，根据草根调研结果，因医保等限制，覆盖医院数量有限。康柏西普新增适应症糖尿病黄斑水肿(DME)已经获批。由于康柏西普医保谈判价格有效期至2019年年底，新增适应症DME有望纳入新一轮的医保谈判，DME患病人数数量是四个适应症中最大(保守估算将近400万人)，新适应症纳入医保将助力康柏西普继续保持快速增长。
- 传统业务预计Q2起止跌企稳，开始恢复性增长。康柏西普的传统业务中药、化药因去年的销售调整，尤其是中药收入大幅下滑拖累业绩。经过持续5个季度的调整，预计今年将止跌企稳，实现恢复性增长，考虑到去年一季度传统业务销售收入基数较高，预计恢复性增长将从二季度逐渐体现。此外，公司研发相关，康柏西普海外三期积极推进，目前处于患者入组阶段；在研品种治疗结直肠癌的KH903处于临床二期、治疗眼表新生血管KH906处于临床一期阶段。

#### 估值

- 我们预计2019年-2021年实现净利润分别为8.27亿元、9.77亿元、12.12亿元，维持买入评级。

#### 评级面临的主要风险

- 传统业务恢复增长不达预期；核心品种康柏西普再次医保谈判大幅降价；销售不达预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,786	2,917	3,576	4,433	5,491
变动(%)	10	5	23	24	24
净利润(人民币 百万)	644	695	827	977	1,212
全面摊薄每股收益(人民币)	0.955	1.032	1.228	1.450	1.799
变动(%)	29.8	8.0	19.0	18.1	24.1
全面摊薄市盈率(倍)	35.1	32.5	27.3	23.2	18.7
价格/每股现金流量(倍)	29.5	64.5	11.8	77.5	14.1
每股现金流量(人民币)	1.14	0.52	2.84	0.43	2.39
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.2	37.2	25.2	21.6	16.8
每股股息(人民币)	0.280	0.280	0.314	0.397	0.480
股息率(%)	0.8	0.8	0.9	1.2	1.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,786	2,917	3,576	4,433	5,491
销售成本	(317)	(272)	(306)	(369)	(441)
经营费用	(1,722)	(1,922)	(2,274)	(2,907)	(3,651)
息税折旧前利润	748	723	996	1,157	1,399
折旧及摊销	(65)	(74)	(126)	(112)	(87)
经营利润 (息税前利润)	683	649	871	1,045	1,312
净利息收入/(费用)	30	46	30	30	30
其他收益/(损失)	6	32	50	48	51
税前利润	719	726	951	1,123	1,393
所得税	(119)	(105)	(124)	(146)	(181)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	644	695	827	977	1,212
核心净利润	596	622	830	979	1,214
每股收益 (人民币)	0.955	1.032	1.228	1.450	1.799
核心每股收益 (人民币)	0.883	0.924	1.232	1.454	1.803
每股股息 (人民币)	0.280	0.000	0.314	0.397	0.480
收入增长(%)	10	5	23	24	24
息税前利润增长(%)	32	(5)	34	20	26
息税折旧前利润增长(%)	29	(3)	38	16	21
每股收益增长(%)	30	8	19	18	24
核心每股收益增长(%)	18	5	33	18	24

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	719	726	951	1,123	1,393
折旧与摊销	65	74	126	112	87
净利息费用	(30)	(46)	(30)	(30)	(30)
运营资本变动	14	(295)	705	(654)	470
税金	(74)	(31)	(124)	(146)	(181)
其他经营现金流	74	(77)	285	(113)	(129)
经营活动产生的现金流	767	351	1,914	292	1,609
购买固定资产净值	157	215	19	(35)	(163)
投资减少/增加	30	(196)	30	30	30
其他投资现金流	(111)	(774)	(37)	69	325
投资活动产生的现金流	76	(756)	11	65	193
净增权益	(189)	0	(212)	(267)	(324)
净增债务	0	0	60	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	66	(232)	28	(73)	(191)
融资活动产生的现金流	(123)	(205)	(71)	(237)	(294)
现金变动	720	(610)	1,854	119	1,508
期初现金	2,386	3,102	2,493	4,347	4,466
公司自由现金流	843	(405)	1,925	356	1,802
权益自由现金流	812	(451)	1,955	326	1,772

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,103	2,717	4,509	4,595	6,146
应收帐款	173	415	313	466	541
库存	174	254	218	349	322
其他流动资产	14	27	3	34	16
流动资产总计	3,464	3,413	5,043	5,444	7,025
固定资产	665	0	(265)	(577)	(977)
无形资产	378	593	750	915	1,066
其他长期资产	72	970	395	492	631
长期资产总计	1,115	1,563	880	831	720
总资产	4,586	5,195	6,133	6,480	7,946
应付帐款	127	0	148	42	169
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	453	620	770	465	920
流动负债总计	579	620	968	557	1,138
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	463	491	405	453	450
股本	674	674	674	674	674
储备	2,979	3,461	4,076	4,786	5,674
股东权益	2,905	3,544	4,750	5,459	6,347
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,586	5,195	6,133	6,480	7,946
每股帐面价值 (人民币)	4.31	5.26	7.05	8.11	9.42
每股有形资产 (人民币)	3.75	4.38	5.94	6.75	7.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.60)	(3.70)	(6.36)	(6.54)	(8.78)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.8	24.8	27.9	26.1	25.5
息税前利润率(%)	24.5	22.2	24.3	23.6	23.9
税前利润率(%)	25.8	24.9	26.6	25.3	25.4
净利率(%)	23.1	23.8	23.1	22.0	22.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	6.0	5.5	5.2	9.8	6.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.7	5.1	5.0	9.1	5.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	35.1	32.5	27.3	23.2	18.7
核心业务市盈率(倍)	38.0	36.3	27.3	23.1	18.6
市净率(倍)	7.8	6.4	4.8	4.1	3.6
价格/现金流(倍)	29.5	64.5	11.8	77.5	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.2	37.2	25.2	21.6	16.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	184.8	286.6	281.8	280.2	277.8
应收帐款周转天数	16.3	36.8	37.2	32.0	33.5
应付帐款周转天数	13.1	7.9	7.5	7.8	7.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.3	0.0	25.6	27.4	26.7
净资产收益率(%)	21.5	21.6	19.9	19.1	20.5
资产收益率(%)	13.7	11.4	13.4	14.4	15.8
已运用资本收益率(%)	5.4	5.4	4.9	4.7	5.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



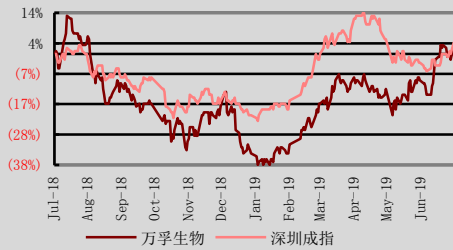
300482.SZ

买入

市场价格：人民币 39.54

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	58.5	13.5	12.3	3.1
相对深证成指	25.2	6.7	19.5	1.5

发行股数(百万)	343
流通股(%)	70
总市值(人民币 百万)	13,557
3个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
李文美	23

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇  
075582560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷  
(8621)20328514  
ruting.gao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

# 万孚生物

## 国内 POCT 龙头，产品和平台全面布局打开广阔市场

公司多年来深耕 POCT 行业，覆盖的技术平台和产品数量最多，是国内首屈一指的 POCT 企业。行业受益于分级诊疗下的基层医疗市场扩容以及医院费用支出结构变化而快速增长，市场空间不断扩大。同时公司也利用 POCT 的便捷性不断发掘新增应用场景，加强渠道推广和销售放量。公司在心脑血管、炎症、肿瘤、传染病、毒检、优生优育等领域全面布局，2018 年和 2019Q1 扣非增速分别达 49.6% 和 40.17%。看好公司长期增长动力，龙头份额进一步提升。给予买入评级，重点推荐。

### 支撑评级的要点

- **全面开花业绩快速增长**：慢病领域 18 年收入同比大幅增长 81.59%，其中心标检测收入 3 亿元，同比增速 64%。近两年流感疫情的爆发使得公司流感检测业务快速增长，今年在去年高基数下仍保持高增长，Q1 单季贡献近 5500 万超过 18 年全年。毒检及妊娠亦保持稳健增速。全产品线布局帮助公司多元发展，向行业龙头迈进。
- **前瞻布局技术平台**：公司在原有胶体金和免疫荧光平台基础上新增化学发光、电化学、干式生化平台并布局分子诊断，去年一年就有 54 个新产品获证，18 年研发支出 1.51 元，同比增加 42.64%，研发驱动保障公司长期竞争力。
- **行业具有巨大发展空间，政策利好 POCT 发展**：分级诊疗推动医疗资源下沉，POCT 天然契合基层卫生服务机构需求，渗透率不断提高。同时急危重症的胸痛中心、卒中中心等建设扩大需求，同时打开 POCT 进入三甲医院通道，利于后续渠道开拓，带来更大空间。

### 估值

- 公司是国内 POCT 龙头企业，全面布局慢病、炎症传染病等多个领域，同时不断进行技术平台和产品开发，在销售渠道上具有领先优势。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.12、5.43、7.17 亿元，对应 EPS1.20、1.58、2.09 元，当前股价对应市盈率分别为 32.9/25.0/18.9 倍，给予买入评级，重点推荐。

### 评级面临的主要风险

- 新产品推广不及预期的风险；行业竞争加剧拉低利润率的风险；产品价格大幅下降的风险。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,145	1,650	2,173	2,815	3,642
变动(%)	109	44	32	30	29
净利润(人民币 百万)	211	308	412	543	717
全面摊薄每股收益(人民币)	0.614	0.897	1.201	1.583	2.091
变动(%)	45.3	46.1	33.9	31.8	32.1
全面摊薄市盈率(倍)	64.4	44.1	32.9	25.0	18.9
价格/每股现金流量(倍)	80.3	54.8	27.9	28.5	16.7
每股现金流量(人民币)	0.49	0.72	1.42	1.39	2.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.7	29.4	21.8	15.8	11.2
每股股息(人民币)	0.278	0.220	0.300	0.396	0.523
股息率(%)	0.7	0.6	0.8	1.0	1.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,145	1,650	2,173	2,815	3,642
销售成本	(450)	(653)	(836)	(1,041)	(1,279)
经营费用	(399)	(572)	(784)	(1,028)	(1,367)
息税折旧前利润	296	425	553	746	996
折旧及摊销	(49)	(72)	(72)	(90)	(102)
经营利润 (息税前利润)	247	354	481	657	894
净利息收入/(费用)	(21)	6	12	16	21
其他收益/(损失)	41	50	60	60	55
税前利润	267	409	553	733	970
所得税	(42)	(63)	(84)	(113)	(149)
少数股东权益	(14)	(39)	(57)	(77)	(103)
净利润	211	308	412	543	717
核心净利润	212	307	413	544	718
每股收益 (人民币)	0.614	0.897	1.201	1.583	2.091
核心每股收益 (人民币)	0.617	0.896	1.205	1.587	2.092
每股股息 (人民币)	0.278	0.220	0.300	0.396	0.523
收入增长(%)	109	44	32	30	29
息税前利润增长(%)	80	43	36	36	36
息税折旧前利润增长(%)	80	44	30	35	33
每股收益增长(%)	45	46	34	32	32
核心每股收益增长(%)	43	45	34	32	32

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	267	409	553	733	970
折旧与摊销	49	72	72	90	102
净利息费用	21	(6)	(12)	(16)	(21)
运营资本变动	(61)	(141)	33	(142)	(4)
税金	(27)	(24)	(84)	(113)	(149)
其他经营现金流	(79)	(62)	(76)	(76)	(86)
经营活动产生的现金流	169	248	486	475	812
购买固定资产净值	99	4	80	115	85
投资减少/增加	(145)	(4)	20	21	21
其他投资现金流	(393)	(211)	(186)	(255)	(190)
投资活动产生的现金流	(439)	(210)	(86)	(119)	(84)
净增权益	(95)	(75)	(103)	(136)	(179)
净增债务	127	(35)	(14)	20	22
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	141	715	45	(62)	(181)
融资活动产生的现金流	172	632	(18)	(75)	(117)
现金变动	(98)	669	382	281	611
期初现金	577	473	1,090	1,472	1,754
公司自由现金流	(270)	37	400	356	727
权益自由现金流	(123)	(4)	375	360	729

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	515	1,173	1,592	1,904	2,554
应收帐款	282	409	560	789	1,079
库存	131	166	196	242	282
其他流动资产	30	27	51	51	82
流动资产总计	957	1,773	2,400	2,987	3,998
固定资产	254	397	409	441	431
无形资产	120	125	120	114	107
其他长期资产	76	65	71	77	84
长期资产总计	451	587	600	631	622
总资产	1,695	2,691	3,353	3,990	5,007
应付帐款	140	150	229	229	341
短期债务	20	31	0	0	0
其他流动负债	220	343	501	627	868
流动负债总计	380	524	730	856	1,208
长期借款	114	0	0	0	0
其他长期负债	10	16	18	21	24
股本	178	343	343	343	343
储备	913	1,652	1,987	2,419	2,977
股东权益	1,091	1,995	2,330	2,762	3,320
少数股东权益	161	217	274	351	454
总负债及权益	1,695	2,691	3,353	3,990	5,007
每股帐面价值 (人民币)	3.18	5.82	6.79	8.05	9.68
每股有形资产 (人民币)	5.45	5.45	6.44	7.72	9.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	(3.09)	(4.29)	(5.11)	(6.89)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	25.8	25.8	25.5	26.5	27.3
息税前利润率(%)	21.6	21.4	22.1	23.3	24.5
税前利润率(%)	23.3	24.8	25.5	26.0	26.6
净利率(%)	18.4	18.7	19.0	19.3	19.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.5	3.4	3.3	3.5	3.3
利息覆盖率(倍)	11.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.2	3.1	3.0	3.2	3.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	64.4	44.1	32.9	25.0	18.9
核心业务市盈率(倍)	64.1	44.1	32.8	24.9	18.9
市净率(倍)	12.4	6.8	5.8	4.9	4.1
价格/现金流(倍)	80.3	54.8	27.9	28.5	16.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.7	29.4	21.8	15.8	11.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	85.1	82.8	79.0	76.9	74.9
应收帐款周转天数	55.1	76.3	81.4	87.5	93.6
应付帐款周转天数	30.5	32.1	31.8	29.7	28.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	45.2	24.5	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	21.8	19.9	19.0	21.3	23.6
资产收益率(%)	15.4	13.7	13.5	15.1	16.8
已运用资本收益率(%)	4.7	4.2	4.2	4.7	5.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



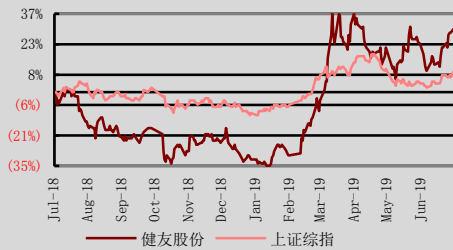
603707.SH

增持

市场价格：人民币 35.99

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	91.4	5.8	(4.8)	32.7
相对上证指数	67.9	0.8	(0.9)	25.7

发行股数(百万)	553
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	19,891
3个月日均交易额(人民币 百万)	108
净负债比率(%) (2019E)	7
主要股东(%)	
谢菊华	28

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruitng.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

# 健友股份

## 肝素原料药下半年继续向好，注射剂出口进入收获期

公司是国内肝素原料药主要供应厂商及国内注射剂国际化先锋企业，2019年国内肝素市场延续高景气度，受猪瘟及上游供给收缩影响行业供求格局持续偏紧，肝素价格有望继续提升。同时公司很早开始布局注射剂出口业务，目前已获批11个注射剂ANDA，逐步打造肝素+高端注射剂的出口产品线，近期公司肝素钠注射剂已在美国获批，依诺肝素也已在欧洲获批，注射剂出口业务开始进入放量期，打开更大发展空间。看好公司长期成长潜力，给予增持评级，重点推荐。

### 支撑评级的要点

- **注射剂出口进入收获期，产品线逐步完善：**公司是国内较早开始布局注射剂国际化的企业之一，拥有三条FDA审核的无菌注射剂生产线，目前已有11个注射剂ANDA产品获批，卡铂、阿曲库铵等产品已在美销售，同时有近30个在研和在申报品种，预计每年可新增获批约10个，形成覆盖肝素、抗癌、心脑血管、麻醉等领域的全科产品线。目前已有肝素钠注射剂在美上市，且重磅产品依诺肝素在欧洲获批，19年上市销售将带来业绩爆发式增长，后续报批产品将贡献源源不断的动力，有望成为国内注射剂出口领军企业。
- **肝素原料制剂一体化持续向好：**肝素原料供给持续偏紧，中国作为增量市场受猪瘟影响存栏量达历史低点，供需缺口持续扩大，景气度高企。公司拥有赛诺菲、辉瑞、Sandoz、Sagent等下游肝素制剂大客户，且前期储备了较多粗品库存，有望享受低成本库存带来的利润空间，并在供给紧缩时凭借自身供应能力获得更大市场份额。

### 估值

- 公司享受肝素景气度上升利好，同时注射剂国际化开始逐步放量，预期将带来较大业绩弹性。预计2019-2021年公司实现净利润分别为5.81、8.37、11.37亿元，对应EPS分别为1.05、1.52、2.01元。给予增持评级，推荐重点关注。

### 评级面临的主要风险

- 肝素行业景气度下降的风险；制剂产品销售不达预期的风险。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,113	1,700	2,406	3,511	4,607
变动(%)	91	53	42	46	31
净利润(人民币 百万)	314	425	581	837	1,137
全面摊薄每股收益(人民币)	0.742	0.769	1.052	1.516	2.058
变动(%)	3.8	3.6	36.9	44.1	35.8
全面摊薄市盈率(倍)	48.5	46.8	34.2	23.7	17.5
价格/每股现金流量(倍)	(65.0)	318.8	(118.1)	(824.5)	22.4
每股现金流量(人民币)	(0.55)	0.11	(0.30)	(0.04)	1.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.7	40.3	28.7	20.2	14.7
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.210	0.303	0.412
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.8	1.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,113	1,700	2,406	3,511	4,607
销售成本	(600)	(863)	(1,198)	(1,759)	(2,291)
经营费用	(130)	(346)	(508)	(743)	(972)
息税折旧前利润	382	491	701	1,008	1,344
折旧及摊销	(41)	(40)	(47)	(51)	(55)
经营利润 (息税前利润)	341	451	654	958	1,289
净利息收入/(费用)	4	0	(31)	(42)	(37)
其他收益/(损失)	11	16	30	25	25
税前利润	356	468	653	941	1,277
所得税	(42)	(43)	(72)	(103)	(141)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	314	425	581	837	1,137
核心净利润	315	425	583	839	1,139
每股收益 (人民币)	0.742	0.769	1.052	1.516	2.058
核心每股收益 (人民币)	0.743	0.770	1.056	1.518	2.061
每股股息 (人民币)	0.150	0.150	0.210	0.303	0.412
收入增长(%)	91	53	42	46	31
息税前利润增长(%)	137	32	45	46	35
息税折旧前利润增长(%)	111	29	43	44	33
每股收益增长(%)	4	4	37	44	36
核心每股收益增长(%)	1	4	37	44	36

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	356	468	653	941	1,277
折旧与摊销	41	40	47	51	55
净利息费用	(4)	(0)	31	42	37
运营资本变动	42	255	37	765	312
税金	(42)	(43)	(72)	(103)	(141)
其他经营现金流	(627)	(657)	(865)	(1,719)	(653)
经营活动产生的现金流	(235)	62	(168)	(24)	887
购买固定资产净值	(1)	29	40	45	45
投资减少/增加	6	8	10	10	10
其他投资现金流	(599)	167	(80)	(90)	(90)
投资活动产生的现金流	(593)	204	(30)	(35)	(35)
净增权益	(64)	(83)	(116)	(167)	(227)
净增债务	203	(3)	183	401	(457)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	484	3	(67)	(145)	(258)
融资活动产生的现金流	624	(56)	52	192	(721)
现金变动	(204)	211	(146)	133	132
期初现金	266	73	435	289	421
公司自由现金流	(828)	267	(198)	(59)	852
权益自由现金流	(629)	263	16	384	432

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	639	581	533	740	789
应收帐款	246	255	461	601	822
库存	1,294	1,952	2,685	4,323	5,054
其他流动资产	13	51	16	84	58
流动资产总计	2,192	2,838	3,695	5,748	6,723
固定资产	403	471	457	443	426
无形资产	45	74	82	89	97
其他长期资产	53	17	32	34	28
长期资产总计	501	562	570	567	551
总资产	2,695	3,402	4,267	6,317	7,274
应付帐款	210	512	746	1,639	2,163
短期债务	323	320	477	782	447
其他流动负债	74	115	80	167	148
流动负债总计	607	947	1,303	2,587	2,758
长期借款	0	0	26	122	0
其他长期负债	36	34	35	35	35
股本	424	552	552	552	552
储备	1,628	1,885	2,350	3,020	3,929
股东权益	2,052	2,438	2,903	3,572	4,482
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,695	3,402	4,267	6,317	7,274
每股帐面价值 (人民币)	4.84	4.41	5.25	6.47	8.11
每股有形资产 (人民币)	4.74	4.28	5.11	6.31	7.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.59	(0.21)	0.39	0.87	(0.19)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	34.4	28.9	29.1	28.7	29.2
息税前利润率(%)	30.7	26.5	27.2	27.3	28.0
税前利润率(%)	32.0	27.5	27.1	26.8	27.7
净利率(%)	28.2	25.0	24.2	23.8	24.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.6	3.0	2.8	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	21.0	22.9	35.2
净权益负债率(%)	12.2	净现金	7.4	13.5	净现金
速动比率(倍)	1.5	0.9	0.8	0.6	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	48.5	46.8	34.2	23.7	17.5
核心业务市盈率(倍)	48.4	46.7	34.1	23.7	17.5
市净率(倍)	7.4	8.2	6.9	5.6	4.4
价格/现金流(倍)	(65.0)	318.8	(118.1)	(824.5)	22.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.7	40.3	28.7	20.2	14.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	597.5	686.1	706.6	726.9	747.1
应收帐款周转天数	53.9	53.8	54.3	55.2	56.3
应付帐款周转天数	36.7	77.5	95.5	124.0	150.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.2	19.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	18.7	18.9	21.8	25.9	28.2
资产收益率(%)	14.3	13.4	15.2	16.1	16.9
已运用资本收益率(%)	4.1	4.1	4.7	5.3	6.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



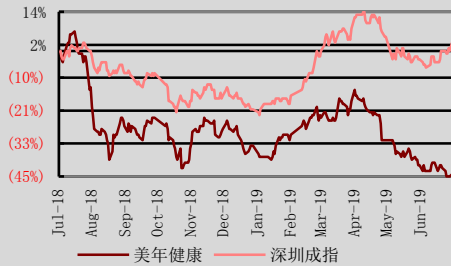
002044.SZ

**增持**

市场价格：人民币 12.68

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.2)	(5.1)	(34.4)	(43.9)
相对深证成指	(44.5)	(11.9)	(27.2)	(45.5)

发行股数(百万)	3,122
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	39,581
3个月日均交易额(人民币 百万)	236
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
上海天亿资产管理有限公司	9

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇  
075582560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博  
(0755)82560525  
bo.chai@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

# 美年健康

## 行业龙头地位稳固，收入利润维持30%~35%增速

预计2019-2021年净利润为11.44亿/15.68亿/21.99亿，对应估值35X、25X、18X。公司作为第三方体检的行业龙头，业绩将逐渐恢复增长，维持增持评级。

支撑评级的要点

- 截止2018年底，公司体内外合计有633家体检门店，在营548家，美年健康体系在营门店431家，慈铭85家门店，美兆+奥亚合计32家，正在筹建85家（美年59家、慈铭8家、美兆+奥亚18家）。2018年体检人次2778万人次，同比增长28.57%。预计到2020年体内外门店数量达到1000家，体检人次5000-6000万左右，每年门店的增速为26%、体检人次增速34%。一般单店的初始投资在1500万元以上，目前盈亏平衡期为1年，而且在三四线城市的获利能力更强，净利率可达到20%-40%，远高于二线城市15%左右的净利率，2018年底3-5线城市的体检门店数占比达到48.4%。
- 2018年底团检占比75%、个检占比25%，团检的客单价为409元（提高了5.4%）、个检客单价为588元（提高了10%）。随着个检占比的提高及心脏冠脉核磁、基因检测、胶囊胃镜、AD早期检测等新体检手段的丰富，客单价每年可以提高10%左右，根据我们的测算在体检人次、费用率不变的前提下客单价每提高10%，净利润也相应增长22%左右。
- 2017年10月11日慈铭完成过户纳入公司合并范围，2016、2017、2018年慈铭收入为12.80、16.09亿、19.49亿，净利为1.3、1.63、2.09亿（2016年并表3600万、2017年并表8000万、2018年全年并表）；美年收入30.82、46.24、61.58亿，净利3.03、4.52、5.90亿。美因基因2018年并表2200万净利（上年亏损0.31亿），收入2.03亿（+158%）。

估值

- 预计2019-2021年归母净利润为：11.44亿/15.68亿/21.99亿（同比+39%/37%/40%），EPS 0.37/0.50/0.70元，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 医疗事件风险，行业竞争加剧。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	6,233	8,458	10,713	13,843	17,872
变动(%)	102	36	27	29	29
净利润(人民币 百万)	614	821	1,144	1,568	2,199
全面摊薄每股收益(人民币)	0.236	0.263	0.366	0.502	0.704
变动(%)	68.6	11.4	39.4	37.1	40.3
全面摊薄市盈率(倍)	53.7	48.2	34.6	25.3	18.0
价格/每股现金流量(倍)	22.8	25.7	12.2	16.5	9.7
每股现金流量(人民币)	0.56	0.49	1.04	0.77	1.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	24.1	19.7	14.9	10.7
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.073	0.100	0.141
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.8	1.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测



**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	6,233	8,458	10,713	13,843	17,872
销售成本	(3,314)	(4,448)	(5,627)	(7,261)	(9,364)
经营费用	(1,756)	(2,313)	(3,119)	(4,114)	(5,414)
息税折旧前利润	1,163	1,697	1,968	2,467	3,093
折旧及摊销	(213)	(317)	(371)	(432)	(493)
经营利润(息税前利润)	950	1,380	1,597	2,035	2,600
净利息收入/(费用)	(111)	(246)	(337)	(377)	(351)
其他收益/(损失)	58	182	474	719	1,085
税前利润	897	1,317	1,734	2,377	3,334
所得税	(207)	(311)	(420)	(575)	(807)
少数股东权益	81	152	171	234	329
净利润	614	821	1,144	1,568	2,199
核心净利润	770	851	1,140	1,564	2,195
每股收益(人民币)	0.197	0.263	0.366	0.502	0.704
核心每股收益(人民币)	0.247	0.272	0.365	0.501	0.703
每股股息(人民币)	0.042	0.000	0.073	0.100	0.141
收入增长(%)	102	36	27	29	29
息税前利润增长(%)	90	45	16	27	28
息税折旧前利润增长(%)	90	46	16	25	25
每股收益增长(%)	40	34	39	37	40
核心每股收益增长(%)	43	11	34	37	40

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	897	1,317	1,734	2,377	3,334
折旧与摊销	213	317	371	432	493
净利息费用	111	246	337	377	351
运营资本变动	295	(91)	1,584	355	1,531
税金	(122)	(192)	(420)	(575)	(807)
其他经营现金流	50	(58)	(348)	(560)	(828)
经营活动产生的现金流	1,445	1,539	3,258	2,405	4,074
购买固定资产净值	112	28	642	629	629
投资减少/增加	(2,246)	(527)	489	733	1,099
其他投资现金流	120	(2,281)	(1,284)	(1,257)	(1,258)
投资活动产生的现金流	(2,014)	(2,781)	(153)	104	470
净增权益	(130)	0	(229)	(314)	(440)
净增债务	925	2,438	1,784	(252)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	764	(1,224)	(780)	(348)	(529)
融资活动产生的现金流	1,559	1,242	828	(810)	(747)
现金变动	989	(1)	3,934	1,699	3,797
期初现金	1,101	2,366	2,494	6,428	8,127
公司自由现金流	(569)	(1,242)	3,105	2,509	4,544
权益自由现金流	466	1,442	5,226	2,634	4,895

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,712	3,114	7,048	8,747	12,544
应收帐款	1,676	2,364	1,935	2,509	2,081
库存	83	127	107	154	157
其他流动资产	118	202	160	334	286
流动资产总计	4,590	5,806	9,250	11,745	15,068
固定资产	1,895	2,631	2,843	3,005	3,098
无形资产	138	165	224	259	302
其他长期资产	578	1,109	608	372	4
长期资产总计	2,611	3,905	3,675	3,636	3,404
总资产	12,479	16,355	19,948	22,420	25,605
应付帐款	591	804	1,048	1,444	1,920
短期债务	1,144	2,414	3,867	2,800	2,800
其他流动负债	2,730	3,437	4,306	5,013	5,591
流动负债总计	4,465	6,654	9,221	9,257	10,311
长期借款	1,000	2,250	2,116	3,074	3,134
其他长期负债	112	155	155	155	155
股本	3,122	3,122	3,122	3,122	3,122
储备	3,895	3,528	4,443	5,697	7,456
股东权益	7,017	2,905	7,565	8,819	10,578
少数股东权益	406	730	892	1,114	1,426
总负债及权益	12,479	16,355	19,948	22,420	25,605
每股帐面价值(人民币)	2.25	0.93	2.42	2.82	3.39
每股有形资产(人民币)	2.20	0.88	2.35	2.74	3.29
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.20)	0.41	(0.28)	(0.91)	(2.12)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.7	20.1	18.4	17.8	17.3
息税前利润率(%)	15.2	16.3	14.9	14.7	14.5
税前利润率(%)	14.4	15.6	16.2	17.2	18.7
净利率(%)	9.8	9.7	10.7	11.3	12.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	8.5	5.6	4.7	5.4	7.4
净权益负债率(%)	净现金	59.7	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	64.5	48.2	34.6	25.3	18.0
核心业务市盈率(倍)	51.4	46.5	34.7	25.3	18.0
市净率(倍)	5.6	13.6	5.2	4.5	3.7
价格/现金流(倍)	27.4	25.7	12.2	16.5	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	24.1	19.7	14.9	10.7
周转率					
存货周转天数	7.1	8.6	7.6	6.6	6.1
应收帐款周转天数	79.1	87.2	73.2	58.6	46.9
应付帐款周转天数	25.3	30.1	31.5	32.9	34.4
回报率					
股息支付率(%)	21.2	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.9	16.5	21.8	19.1	22.7
资产收益率(%)	7.9	7.3	6.7	7.3	8.2
已运用资本收益率(%)	2.2	2.3	2.5	2.6	3.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



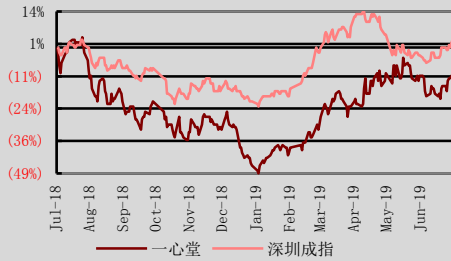
002727.SZ

买入

市场价格：人民币 29.10

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	74.7	1.4	13.4	(9.3)
相对深证成指	41.4	(5.4)	20.6	(10.9)

发行股数(百万)	568
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	16,522
3个月日均交易额(人民币 百万)	164
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
阮鸿献	32

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

## 一心堂

### “快速扩张+精细化管理”并举

经过前几年的扩张期之后，公司进入“快速扩张+精细化管理”并举的阶段，业绩增速和经营质量边际改善点出现。目前公司是连锁药店里面估值最便宜的标的（2019年PE24倍），维持“买入”评级。

#### 支撑评级的要点

- 截止2019年Q1各区域门店数：云南3703、四川712、广西570、山西333、海南238、贵州215、重庆204，截止2019Q1末公司门店数超过5975家。2018年收入端分区域看：云南+20%达到67亿，四川+96%达到11亿，重庆+20%达到3.5亿，广西+22%达到6.1亿，海南+25%达到4.5亿，贵州+15%达到1.84亿，山西+20%达到3.84亿，收入合计：97-98亿，yoy+25%，若按5.5%~5.8%的净利率计算则归母净利5.3-5.6亿，yoy+26%-33%。
- 川渝可以保持高增长的逻辑：2017年7月川渝公司装入所有收购标的（当时毛利率仅24%），随着半年多对6000万存货的促销让利，2018年5月初前台毛利率达到35%。截至2018年末川渝地区平均门店年收入超过180万元/年（公司总体平均为159万元/年），老店增速达到15%（一般老店增速8%-10%），2019年收入预计16.25亿。
- “快速扩张+精细化管理”并举，公司经过前几年高速扩张期逐步进入发展速度和经营质量并举的时期，经营质量边际改善点已经体现。预计2019年并购放缓，预计并购300-500家门店，新增自建门店1000-1300家，保障2019-2021年的内生高增长。预计2019年省外开店数量会超过云南省内，说明公司在其他省的战略布局已经进入成熟期，未来各省外市场的持续增长可期。

#### 估值

- 由于处方药销量占比增加，部门地区毛利率略有下降，因此略微调低了2019-2020年盈利预测。预计2019-2021年净利润6.77、8.59、11.28亿元（同比+30%/27%/31%），对应每股收益分别为1.19、1.51、1.99元，对应PE24/19/14，维持买入评级。

#### 评级面临的主要风险

- 并购整合的管理风险；扩张速度低于预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	7,751	9,176	11,450	13,805	16,459
变动(%)	24	18	25	21	19
净利润(人民币 百万)	423	521	677	859	1,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.745	0.918	1.192	1.513	1.987
变动(%)	9.7	23.3	29.9	26.9	31.3
市场预期每股收益(人民币)			1.140	1.456	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.236	1.557	
调整幅度(%)			(3.6)	(2.8)	
全面摊薄市盈率(倍)	39.1	31.7	24.4	19.2	14.6
价格/每股现金流量(倍)	42.2	26.0	15.0	19.8	29.1
每股现金流量(人民币)	0.69	1.12	1.94	1.47	1.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	19.6	15.7	11.9	9.2
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.407	0.540	0.679
股息率(%)	1.0	1.0	1.4	1.9	2.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,751	9,176	11,450	13,805	16,459
销售成本	(4,595)	(5,528)	(6,804)	(8,206)	(9,775)
经营费用	(2,519)	(2,873)	(3,697)	(4,395)	(5,150)
息税折旧前利润	637	775	949	1,204	1,534
折旧及摊销	(73)	(74)	(79)	(80)	(81)
经营利润 (息税前利润)	564	701	870	1,124	1,453
净利息收入/(费用)	(56)	(41)	(56)	(52)	(32)
其他收益/(损失)	41	31	34	36	34
税前利润	550	691	848	1,108	1,454
所得税	(124)	(172)	(173)	(251)	(329)
少数股东权益	0	(1)	(2)	(2)	(3)
净利润	423	521	677	859	1,128
核心净利润	435	522	682	864	1,132
每股收益 (人民币)	0.745	0.918	1.192	1.513	1.987
核心每股收益 (人民币)	0.765	0.919	1.201	1.522	1.994
每股股息 (人民币)	0.300	0.300	0.407	0.540	0.679
收入增长(%)	24	18	25	21	19
息税前利润增长(%)	34	24	24	29	29
息税折旧前利润增长(%)	30	22	22	27	27
每股收益增长(%)	10	23	30	27	31
核心每股收益增长(%)	12	20	31	27	31

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	550	691	848	1,108	1,454
折旧与摊销	73	74	79	80	81
净利息费用	56	41	56	52	32
运营资本变动	73	165	352	228	328
税金	(127)	(172)	(173)	(251)	(329)
其他经营现金流	(233)	(163)	(60)	(384)	(999)
经营活动产生的现金流	391	636	1,102	833	567
购买固定资产净值	(5)	2	18	0	(1)
投资减少/增加	(272)	(64)	10	12	15
其他投资现金流	(8)	(832)	(37)	(0)	2
投资活动产生的现金流	(286)	(894)	(9)	12	16
净增权益	(170)	(170)	(231)	(307)	(386)
净增债务	99	699	706	(550)	327
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	514	(1,276)	(110)	(155)	(254)
融资活动产生的现金流	443	(720)	418	(908)	(91)
现金变动	548	(979)	1,511	(64)	493
期初现金	1,595	2,196	1,352	2,863	2,799
公司自由现金流	106	(258)	1,093	845	583
权益自由现金流	260	482	1,855	347	943

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,209	1,999	3,191	3,129	3,727
应收帐款	788	788	1,272	1,288	1,855
库存	1,626	1,866	2,520	2,872	3,873
其他流动资产	373	404	552	601	773
流动资产总计	4,996	5,057	7,535	7,890	10,228
固定资产	509	536	485	414	341
无形资产	83	85	75	66	57
其他长期资产	67	120	173	225	270
长期资产总计	659	740	733	705	669
总资产	7,147	7,356	9,792	9,993	12,174
应付帐款	1,700	2,032	2,792	3,198	4,026
短期债务	100	0	1,030	600	809
其他流动负债	843	1,257	1,255	1,138	1,541
流动负债总计	2,643	3,289	5,077	4,935	6,376
长期借款	796	0	209	0	0
其他长期负债	14	17	14	15	15
股本	568	568	568	568	568
储备	3,126	3,477	3,923	4,475	5,217
股东权益	3,694	2,905	4,490	5,042	5,785
少数股东权益	0	4	2	0	(3)
总负债及权益	7,147	7,356	9,792	9,993	12,174
每股帐面价值 (人民币)	6.51	5.12	7.91	8.88	10.19
每股有形资产 (人民币)	6.36	4.97	7.78	8.76	10.09
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.69)	(2.38)	(2.86)	(3.87)	(4.37)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.2	8.4	8.3	8.7	9.3
息税前利润率(%)	7.3	7.6	7.6	8.1	8.8
税前利润率(%)	7.1	7.5	7.4	8.0	8.8
净利率(%)	5.5	5.7	5.9	6.2	6.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.5	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	10.1	17.0	15.5	21.7	44.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.1	31.7	24.4	19.2	14.6
核心业务市盈率(倍)	38.0	31.7	24.2	19.1	14.6
市净率(倍)	4.5	5.7	3.7	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	42.2	26.0	15.0	19.8	29.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	19.6	15.7	11.9	9.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	119.1	115.3	117.6	119.9	125.9
应收帐款周转天数	32.9	31.3	32.8	33.8	34.8
应付帐款周转天数	75.7	74.2	76.9	79.2	80.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	40.3	32.7	34.1	35.7	34.2
净资产收益率(%)	13.7	15.8	18.3	18.0	20.8
资产收益率(%)	6.6	7.3	8.1	8.8	10.1
已运用资本收益率(%)	2.7	3.5	3.9	3.8	4.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371