



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

2019年8月医药行业投资策略

理性看待医保控费，坚守医药创新及消费主线

西南证券研究发展中心

2019年8月

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：刘闯

执业证号：S1250519060002

电话：021-58352031

邮箱：liuch@swsc.com.cn

分析师：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

邮箱：ctl@swsc.com.cn

核心观点

医保控费顶层设计源于解决因病致贫、高端医疗设备及药品对进口依赖致贫，贫因为十九大提出三大攻坚战之一，2020年要全面实现小康、解决贫穷问题，所以医保局对药品、高值耗材集采降价。但7月中旬医保局对仿制药集采政策的“修正”表现出理性控费：仿制药第二批带量采购将修改“独家中标”政策、且最低价中标者获得市场份额略超过1/3。小于等于3家通过一致性评价的产品，降价动力不足享受一致性评价政策红利、将激励更多企业完成一致性评价。7月31日国务院发布《治理高值耗材改革方案》及医保配套政策通知，西南医药团队认为：**1) 对进口价格昂贵的高值耗材影响较大；2) 对国产高值耗材影响，价格方面：由于其经销模式，降价对出厂价影响有限，经销商压力大；销量方面：国产率相对较低的高值耗材很可能享受进口替代。**

具体选股思路：从中长期看，医药股回报超额收益率显著及科创板推出，创新类及消费类仍将是不变的主题。已申报科创板的医药企业共计31家，将会推动医药科技股持续活跃；医疗器械增速更快、科创板中占比更高，优选OTC器械、医疗设备及IVD龙头；8月为中报密集披露期，重点推荐中报加速增长或Q2已经见底标的。

◆**医保结构化控费下，创新为战略性投资方向，重点推荐**：恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、药明康德（603259）、泰格医药（300347）和药石科技（300725）等；

◆**科创板已正式交易，优质标的仍有持续性投资机会，重点推荐**：南微医学（688029）和心脉医疗（688016），建议关注即将上市交易的微芯生物（688321）等；

◆**不受政策影响，且业绩持续高增长的消费和医疗服务板块**：长春高新（000661）、安科生物（300009）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、爱尔眼科（300015）和美年健康（002044）等；

◆**受益分级诊疗扩容和产品技术迭代升级，重点推荐医疗设备和体外诊断板块**：迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、迈克生物（300463）、万孚生物（300482）和九强生物（300406）等。

八月重点推荐组合：恒瑞医药（600276）、长春高新（000661）、科伦药业（002422）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、美年健康（002044）、鱼跃医疗（002223）和九强生物（300406）。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板开闸，创新企业发展迎利好

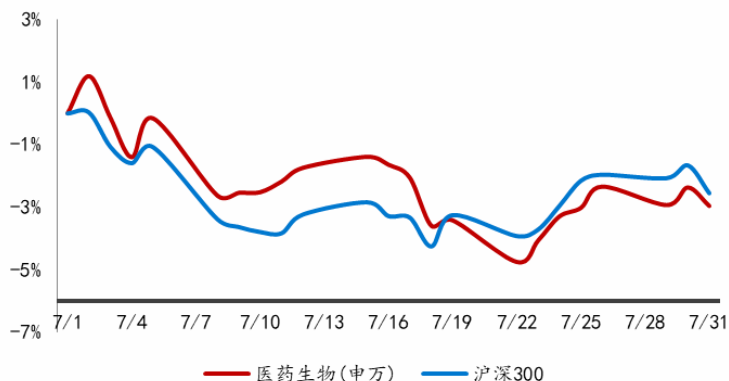
3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

4 2019年8月医药行业投资策略及标的

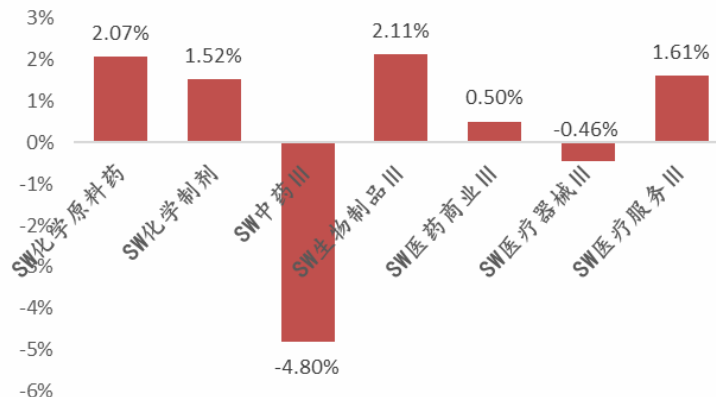
1 医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现

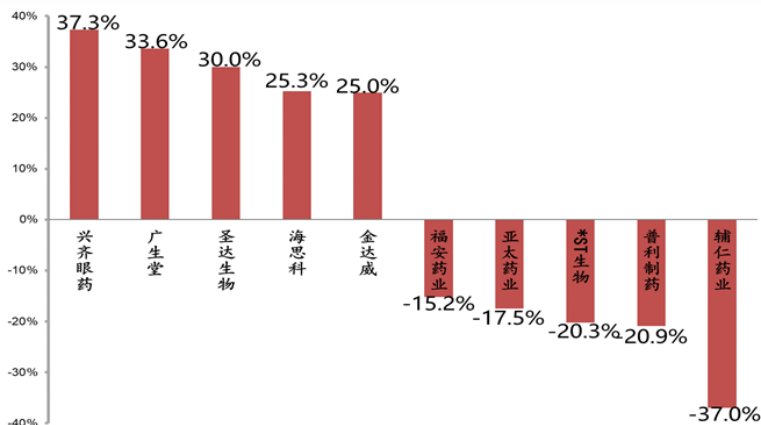
医药指数相对沪深300走势



医药子行业二级市场涨跌幅



医药个股涨跌幅排名



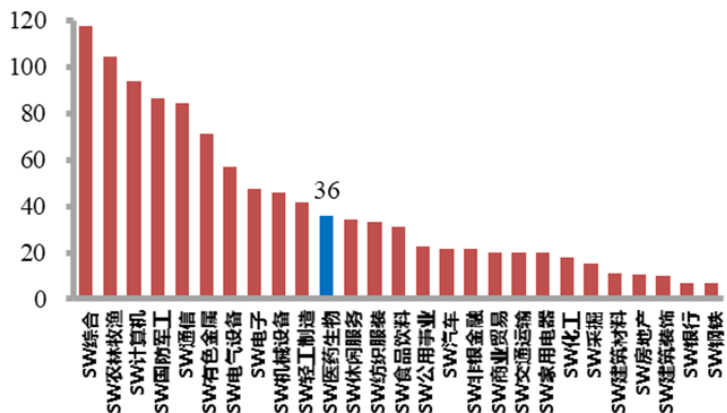
数据来源: Wind, 西南证券整理

- ◆ 2019年7月申万医药指数下跌0.14%，跑输沪深300指数约0.4个百分点。
- ◆ 按流通市值加权计算，2019年7月医药行业子板块有两个板块下跌，其中生物制品涨幅最大（+2%），中药板块跌幅最大（-4.8%）。
- ◆ 2019年7月医药上市公司中涨幅最大的分别为兴起眼药（37%）、广生堂（34%），圣达生物（30%）、海思科（25%）、金达成（25%）。

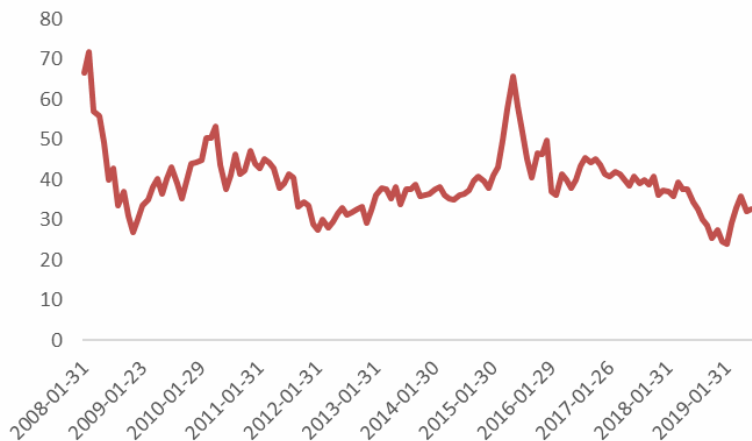
1 医药行业回顾表现

1.2 医药行业市盈率和溢价率回落，比较具有吸引力

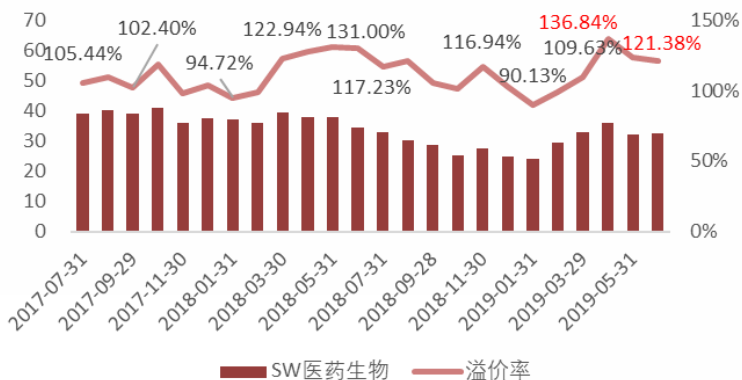
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药历史市盈率变化趋势（TTM整体法）



申万医药市盈率及与A股溢价率



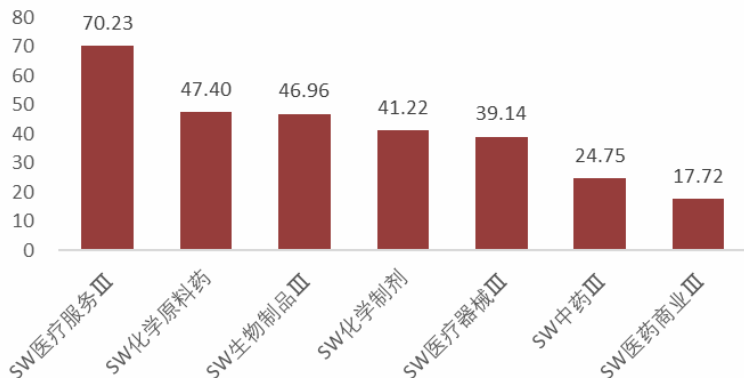
- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为36倍，在申万一级行业中处于中等水平。
- ◆ 纵向看：2008年以来医药行业PE(TTM)区间为20-72倍，平均值40倍，目前为36倍，仍处于历史底部、医药估值较为合理。
- ◆ 医药行业相对于全部A股估值溢价率为121%，环比降低约2.3个百分点。

数据来源：Wind，西南证券整理。均为剔除负值
www.swsc.com.cn

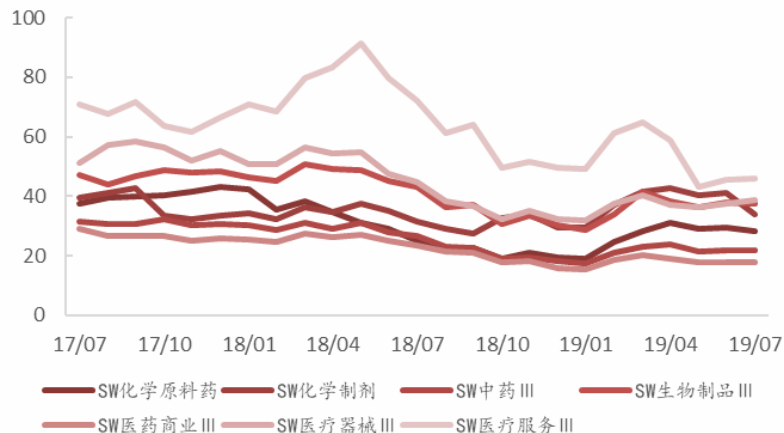
1 医药行业回顾表现

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

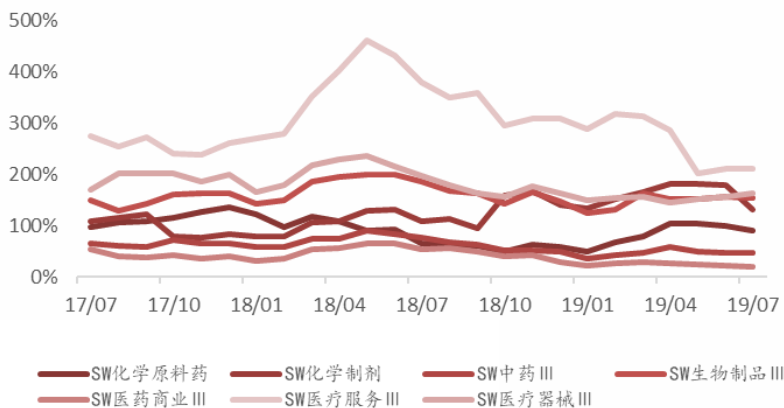
申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



申万医药子行业历史市盈率变化趋势



申万医药子行业相对A股的溢价率



- ◆ 横向看：医疗服务（70倍）和化学原料药（47倍）的PE(TTM)最高，中药（25倍）和医药商业（18倍）市盈率最低。
- ◆ 纵向看：各子行业估值环比均呈下降趋势；与此同时，医疗服务、生物制品和医疗器械板块相对A股溢价率均呈现上升趋势。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板开闸，创新企业发展迎利好

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

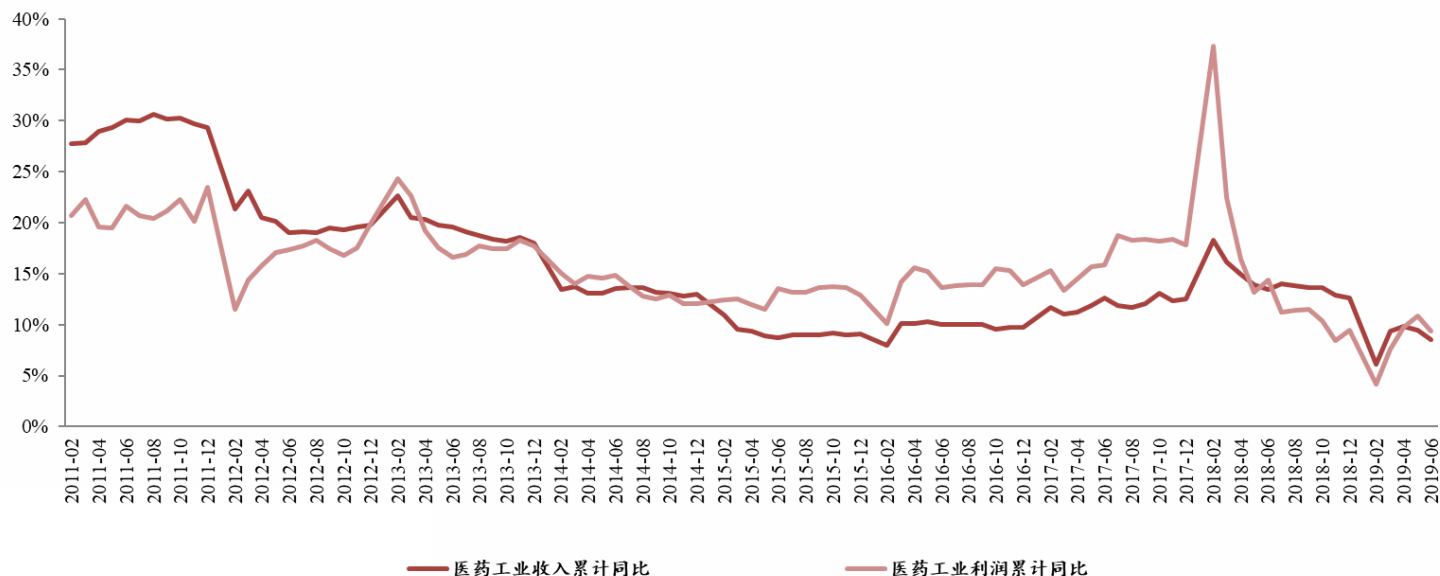
4 2019年8月医药行业投资策略及标的

2 科创板开闸，创新企业进入快速发展期

2019H1医药工业增速表现稳健

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2018年累计收入和净利润同比增速分别为12.6%和9.5%，较2017年略有下降，全年呈现前高后低态势。2019H1实现收入和净利润同比增速分别为8.5%和9.4%，利润端增速延续2018年增长趋势，考虑到2018年前高后低的基数，我们判断2019年净利润或前低后高。
- **我们认为**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。医药工业收入增速约10%，但结构上分化愈加明显，创新药等或成行业主要增长动力。

医药工业收入和利润累计同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2 科创板开闸，创新企业进入快速发展期

新药受理数量持续稳健，创新环境仍较健康

2019年7月新承办的化药1类新药

受理号	药品名称	注册分类	承办日期	NMPA企业名称	序号
CXHL1900225	QF-036-NMG	化药1	2019-07-16	江西青峰药业有限公司	111
CXHL1900223	CX1440胶囊	化药1	2019-07-16	杭州三因泰医药科技有限公司	104
CXHL1900227	QF-036片	化药1	2019-07-16	江西青峰药业有限公司	107
CXHL1900222	CX1440	化药1	2019-07-16	杭州三因泰医药科技有限公司	110
CXHL1900226	QF-036片	化药1	2019-07-16	江西青峰药业有限公司	106
CXHL1900224	CX1440胶囊	化药1	2019-07-16	杭州三因泰医药科技有限公司	105
CXHL1900232	富马酸奥比特嗪	化药1	2019-07-15	深圳市真兴医药技术有限公司	108
CXHL1900233	富马酸奥比特嗪肠溶微丸胶囊	化药1	2019-07-15	深圳市真兴医药技术有限公司	100
CXHL1900219	sbk002	化药1	2019-07-08	成都施贝康生物医药科技有限公司	93
CXHL1900221	sbk002片	化药1	2019-07-08	成都施贝康生物医药科技有限公司	90
CXHL1900214	509	化药1	2019-07-04	武汉恒信源药业有限公司	89
CXHL1900216	509胶囊	化药1	2019-07-04	武汉恒信源药业有限公司	87
CXHL1900215	509胶囊	化药1	2019-07-04	武汉恒信源药业有限公司	86
CXHL1900210	XY03-EA	化药1	2019-07-01	石家庄以岭药业股份有限公司	80
CXHL1900212	XY03-EA片	化药1	2019-07-01	石家庄以岭药业股份有限公司	77
CXHL1900211	XY03-EA片	化药1	2019-07-01	石家庄以岭药业股份有限公司	76

数据来源：药智网，西南证券整理

- ◆ 2019年7月CDE合计受理16个批号共6个一类化药产品；2019年6月CDE受理12个品种的国产化的1类新药，环比数据有所下降，但仍保持良好的发展趋势。

2 科创板开闸，创新企业进入快速发展期

新药受理数量持续稳健，创新环境仍较健康

2019年7月新承办的化药1类新药

受理号	药品名称	注册分类	承办日期	企业名称	序列号
CXSL1900077	重组抗HER3人源化单克隆抗体注射液	治疗用生物制品1	2019-07-29	上海生物制品研究所有限责任公司	45
CXSL1900078	注射用重组人PD-1抗体单纯疱疹病毒	治疗用生物制品1	2019-07-24	浙江养生堂生物科技有限公司	44
CXSL1900076	阴道用乳杆菌二联活菌胶囊	治疗用生物制品8	2019-07-12	广东龙创基药业有限公司	37
CXSL1900075	自体人源脂肪间充质祖细胞注射液	治疗用生物制品1	2019-07-10	西比曼生物科技(上海)有限公司	36
CXSL1900071	重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白注射液	治疗用生物制品7	2019-07-09	山东博安生物技术有限公司	32
CXSL1900073	SHR-1316注射液	治疗用生物制品1	2019-07-09	上海恒瑞医药有限公司	34
CXSL1900067	KL-A293注射液	治疗用生物制品1	2019-07-09	四川科伦博泰生物医药股份有限公司	30
CXSL1900069	注射用培干扰素α1b	治疗用生物制品1	2019-07-09	上海生物制品研究所有限责任公司	31
CXSL1900072	重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白注射液	治疗用生物制品7	2019-07-09	山东博安生物技术有限公司	33
CXSL1900074	德谷胰岛素注射液	治疗用生物制品15	2019-07-09	正大天晴药业集团股份有限公司	35
CXSS1900029	人凝血酶原复合物	治疗用生物制品15	2019-07-05	河北大安制药有限公司	75
CXSS1900031	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液	治疗用生物制品7	2019-07-05	山东新时代药业有限公司	76
CXSL1900064	注射用重组人脑利钠肽	治疗用生物制品10	2019-07-05	山东丹红制药有限公司	29
CXSL1900068	TJ004309注射液	治疗用生物制品1	2019-07-04	天境生物科技(上海)有限公司	27
CXSL1900066	AK111注射液	治疗用生物制品1	2019-07-04	中山康方生物医药有限公司	28
CXSS1900032	人凝血因子Ⅷ	治疗用生物制品15	2019-07-04	南岳生物制药有限公司	74
CXSL1900062	德谷胰岛素注射液	治疗用生物制品10	2019-07-04	珠海联邦制药股份有限公司	25
CXSL1900070	注射用重组溶瘤病毒M1	治疗用生物制品1	2019-07-04	广州威溶特医药科技有限公司	26
CXSS1900028	甘精胰岛素注射液	治疗用生物制品15	2019-07-02	辽宁博鹭生物制药有限公司	71
CXSS1900027	甘精胰岛素	治疗用生物制品15	2019-07-02	辽宁博鹭生物制药有限公司	70
CXSL1900063	注射用卡瑞利珠单抗	治疗用生物制品1	2019-07-01	苏州盛迪亚生物医药有限公司	22
CXSL1900065	STSG-0002注射液	治疗用生物制品1	2019-07-01	北京三诺佳邑生物技术有限责任公司	23
CXSS1900030	利妥昔单抗注射液	治疗用生物制品2	2019-07-01	信达生物制药(苏州)有限公司	69

数据来源：药智网，西南证券整理

- ◆ 2019年5月CDE合计受理国产23个批号21个生物制品新药，2019年6月CDE受理12个品种，从数据来看环比加快明显。

2 科创板开闸，创新企业进入快速发展期

科创板正式开闸，创新企业发展迎利好

■7月22日，首批25家科创板企业正式在上交所敲钟上市，其中，医药领域共有两家企业即南微医学和心脉医疗。从两家企业来看，科创板对创新企业较为支持，南微医学是国内消化介入领域的龙头，止血夹产品创新性高，依靠产品性能快速实现了国产替代；心脉医疗是国内主动脉支架领域的龙头，技术创新能力强，外周介入产品线布局完善，有望率先实现国产替代。

■目前，已申报科创板的医药企业共计31家，其中南微医学和心脉医疗已经上市，微芯生物通过注册申请，昊海生科已提交注册申请。我们预计，科创板注册上市将成常态化趋势，医药行业作为参考版重点鼓励方向，将有更多创新企业登录科创板，有利于提升国内企业的创新意识。

类别	公司	主要业务/产品
已上市	南微医学、心脉医疗	南微医学：消化介入诊疗耗材，具体产品包括止血夹、切割刀、非血管介入支架等。 心脉医疗：主动脉支架、术中支架、外周球囊扩张导管等。
通过注册	微芯生物	专注于小分子药物的创新研发，已上市产品包括西达本胺。
提交注册	昊海生科	人工晶体、视光材料、玻尿酸、玻璃酸钠注射液等。
已过会	热景生物、海尔生物、赛诺医疗	热景生物：心脑血管、感染疾病等快速检测产品。 海尔生物：生物样本、疫苗等低温存储箱。 赛诺医疗：心脏支架、球囊等。
已问询	华熙生物、浩欧博、泽璟生物、博瑞医药、苑东生物等22家	华熙生物（透明质酸）、浩欧博（过敏原检和自免测试剂）、博瑞医药（特色原料药）、泽璟生物（多纳非尼、重组人凝血酶）等。
已受理	百奥泰、成都先导	百奥泰：阿达木单抗、贝伐珠单抗等（在研）。 成都先导：DEL 筛选服务、DEL 库定制服务等。

数据来源：上交所，西南证券整理

2 科创板开闸，创新企业进入快速发展期

2018年药品审评报告发布，国产创新药迎黄金发展期

■7月1日，国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）发布了《2018年度药品审评报告》

■药品整理受理情况：2018年药审中心受理新注册申请共7336件，其中需技术审评的注册申请5574件，直接行政审批的注册申请1762件。相比于2017年，2018年药审中心需技术审评的注册申请任务受理量大幅增长47%，中药、化药和生物制品各类药品注册申请任务受理量分别增长了30%、50%和42%。

■创新药受理情况：2018年药审中心受理1类创新药注册申请共264个品种，较2017年增长了21%。其中，受理1类创新药的新药临床试验（IND）申请239个品种，较2017年增长了15%；受理1类创新药的新药上市申请（NDA）25个品种，较2017年增长了150%。

■创新药受理结构情况：受理1类化药创新药注册申请共157个品种，其中受理1类化药创新药NDA 16个品种，较2017年增长了100%；受理1-6类中药新药注册申请共37个品种，受理中药NDA 8个品种，较2017年增长了7倍；受理1类生物制品创新药注册申请106个品种，较2017年增长了62%，其中受理1类生物制品NDA 9个品种，较2017年增长了4.5倍。

■2018年底，药审中心实现中药、化药、生物制品各类注册申请按时限审评审批率已超过90%，基本完成了44号文件确定2018年实现按规定时限审批的工作目标。2018年底排队等待审评审批的注册申请已由2015年9月高峰时的近22000件降至3440件。

西南医药团队观点：2018年药品注册申请积压问题得以持续改善，药品审评审批程序趋于正常化，将长期促进国内创新药发展。从新药受理情况看，2018年国内创新药发展经过前期的积累，已逐步迈入黄金发展期，持续推荐创新药产业链如恒瑞医药、药明康德、泰格医药等。

2 科创板开闸，创新企业进入快速发展期

高值耗材改革方案出台，中长期利好创新型和头部企业

■7月31日，国务院印发《治理高值医用耗材改革方案》，《方案》指出高值医用耗材要理顺高值医用耗材价格体系，完善全流程监督管理，净化市场环境和医疗服务执业环境，支持具有自主知识产权的国产高值医用耗材提升核心竞争力，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局，促进行业健康有序发展、人民群众医疗费用负担进一步减轻。《方案》提出，要聚焦高值医用耗材价格虚高、过度使用等重点问题推进改革，主要措施包括：

- ◆ **完善价格形成机制，降低高值医用耗材虚高价格。**统一全国医保高值医用耗材分类与编码，建立价格监测和集中采购管理平台；实行医保准入和目录动态调整，逐步实施医保准入价格谈判；鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购；取消医用耗材加成；科学确定医保支付标准并进行动态调整。
- ◆ **规范医疗服务行为，严控高值医用耗材不合理使用。**严格医疗卫生行业管理责任落实，加强相关手术管理，完善医疗机构自我管理，加强医保定点医疗机构服务行为管理，将高值医用耗材使用情况纳入医保服务协议内容，完善智能审核，建立“黑名单”制度。
- ◆ **健全监督管理机制，严肃查处违法违规行为。**完善质量管理，严格上市前注册审批，建立产品信息追溯体系和生产企业产品质量终身负责制；强化流通管理，公立医疗机构要建立配送遴选机制，鼓励各地通过“两票制”等方式减少流通环节；加强公立医疗机构党风廉政建设，严格落实“一岗双责”，强化部门联动加大违纪违法行为查处力度。

西南医药团队观点：规范行业发展、降低耗材虚高价格将是长期趋势，行业发展有望向头部企业集中，具备自主创新能力的企业也将逐步脱颖而出。我们认为，两大类企业中长期有望受益：1) 拥有核心研发能力、不断推出自主知识产权产品的企业；2) 可生产质优价廉产品、具备进一步实现进口替代能力的行业龙头。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板开闸，创新企业发展迎利好

3 消化介入市场方兴未艾，国产内镜+耗材崛起

4 2019年8月医药行业投资策略及标的

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

国务院发布实施健康中国行动的意见，早诊早治地位进一步提升

■7月15日，国务院发布《国务院关于实施健康中国行动的意见》，总体目标：到2022年，健康促进政策体系基本建立，全民健康素养水平稳步提高，健康生活方式加快推广，重大慢性病发病率上升趋势得到遏制，重点传染病、严重精神障碍、地方病、职业病得到有效防控，致残和死亡风险逐步降低，重点人群健康状况显著改善。到2030年，全民健康素养水平大幅提升，健康生活方式基本普及，居民主要健康影响因素得到有效控制，因重大慢性病导致的过早死亡率明显降低，人均健康预期寿命得到较大提高，居民主要健康指标水平进入高收入国家行列，健康公平基本实现。

- 意见明确提出对心脑血管、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病四类重大疾病开展防治行动，将监测、检测、早诊早治、规范化治疗等建议贯彻四类重大慢性疾病的防治运动，战略上从注重“治已病”向“治未病”转变。
- 其中，在实施癌症防治运动方面提出：倡导积极预防癌症，推进早筛查、早诊断、早治疗，降低癌症发病率和死亡率，提高患者生存质量。有序扩大癌症筛查范围。推广应用常见癌症诊疗规范。提升中西部地区及基层癌症诊疗能力。加强癌症防治科技攻关。加快临床急需药物审评审批。到2022年和2030年，总体癌症5年生存率分别不低于43.3%和46.6%。

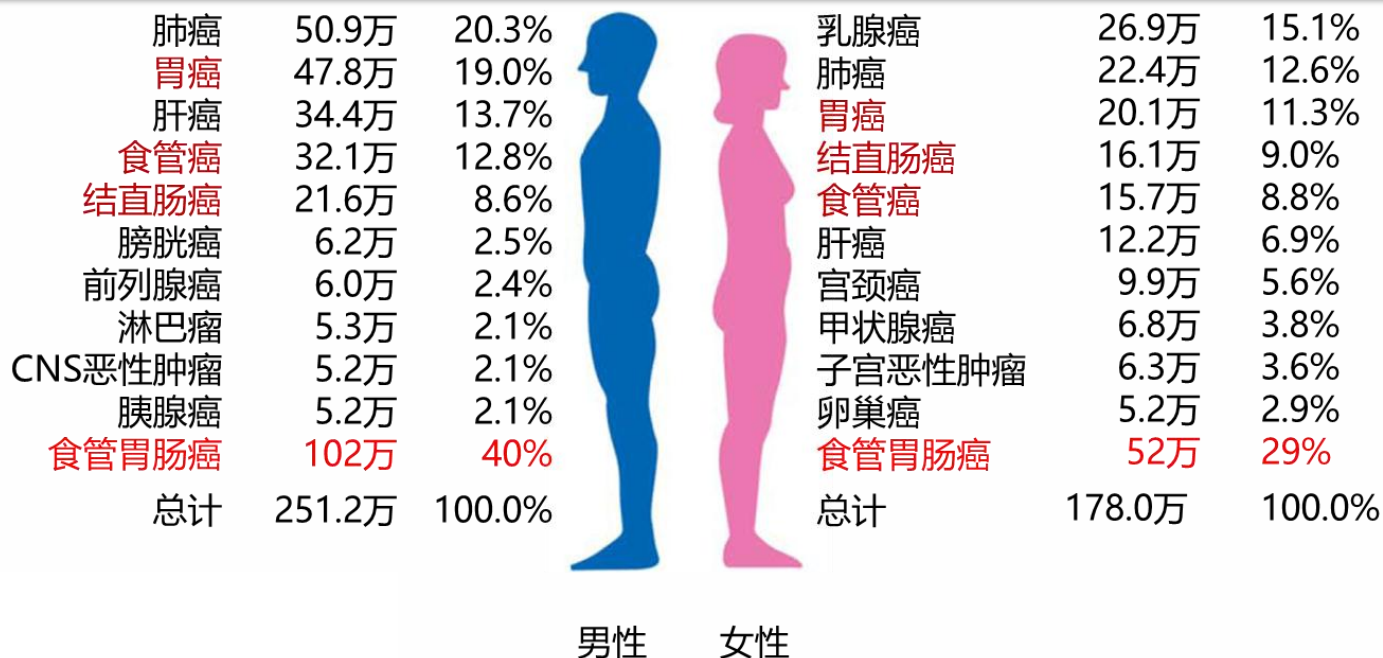
西南医药团队观点：实施健康中国已成为国家层面重点部署的方案，胃癌、食管癌、结直肠癌等消化道癌症作为中国癌症患者的占比最多的癌种，早诊早治的必要性日趋显著，消化介入诊疗行业的发展将迎来快速发展期。

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

中国人群消化系统发病率高，消化道癌症高发

■2015年中国新发癌症患者429.2万例，其中男性251.2万例，女性178.0万例。男性患者中，胃癌、食管癌和结直肠癌新发人数分别为48万、32万和21万例，分别处于第二、四和五位，合计102万例。女性患者中，胃癌、结直肠癌和胃癌新发人数分别为20万、16万和16万例，分别处于第三、四和五位，合计52万例。

2015年中国新发癌症TOP5中包括胃癌、食管癌、结直肠癌



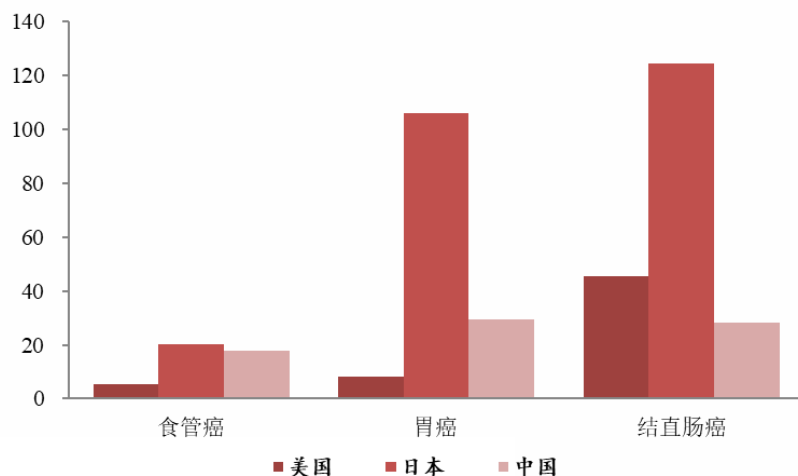
数据来源：《中国2015年癌症统计》、西南证券整理

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

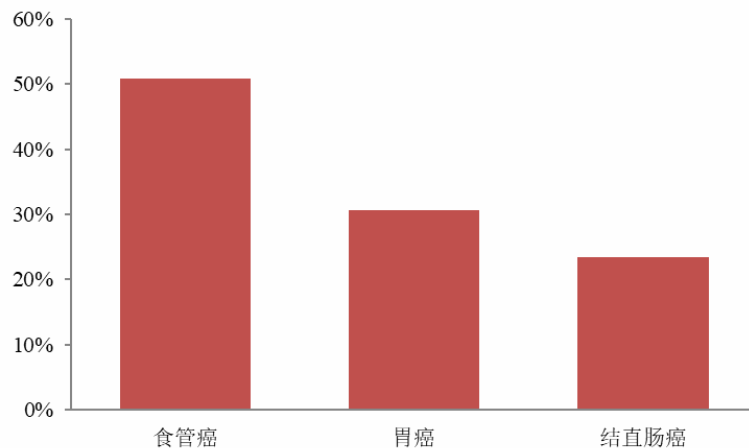
中国人群消化系统发病率高，消化道癌症高发

- 发病率：中国食管癌、胃癌、结直肠癌发病率相对于美国和日本虽然较低（中国每年的诊断率较低，实际发病率更高），但由于中国人群基数大，患者人数远高于美国和日本。
- 发病人数：数据显示，中国2015年新发食管癌、胃癌、结直肠癌占全球新发病例占比分别为51%、31%和24%，均位于全球首位。
- 中国庞大的癌症患者数量对胃肠镜检查和治疗十分旺盛。

消化道癌症发病率对比（每10万人）



中国消化道癌症占全球比例



数据来源：《Global Cancer Statistics 2018》、中国癌症报告、西南证券整理

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

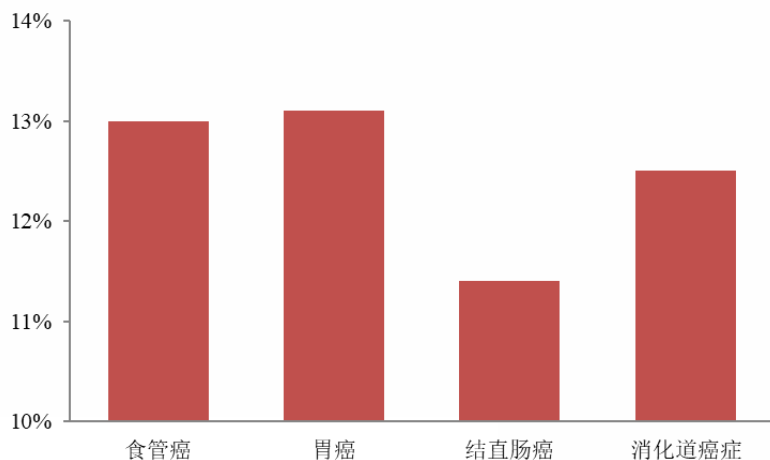
我国当前早癌筛查率低，内镜诊断渗透率提升空间极大

■早在2003年卫生部发布的《中国癌症预防与控制规划纲要（2004-2010）》中就明确指出，癌症的早期发现、早期诊断和早期治疗是降低死亡率和提高生存率的主要策略。

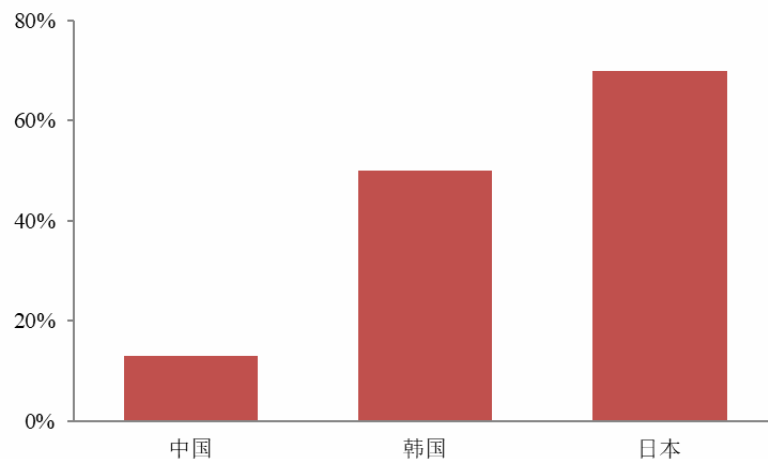
■根据国家卫健委数据，2016年我国消化道早癌整体检出率为12.5%，其中食管癌、胃癌和结直肠癌的早癌检出率分别为13%、13%和11.4%。

■以胃癌为例，我国胃癌早癌检出率不足15%，而日本和韩国早期胃癌的诊治率为70%和50%，提升空间较大。

2016年中国早期消化道癌症检出率



中国、韩国、日本胃癌早癌检出率对比



数据来源：卫计委、中国早期胃癌筛查及内镜诊治共识意见、西南证券整理

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

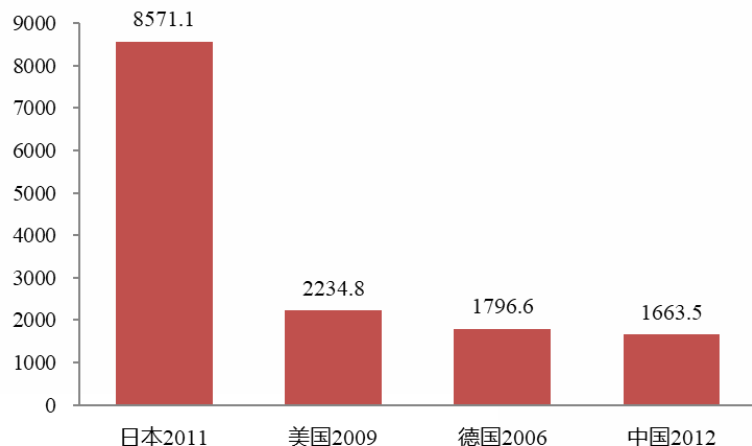
我国当前早癌筛查率低，内镜诊断渗透率提升空间极大

■数据显示，2012年我国开展消化内镜诊疗的机构有6128家，共有消化内镜医师26203名，消化内镜专科护士14532名。2012年全国开展了胃镜诊疗2250万例，肠镜诊疗583万例，ERCP 20万例，EUS20万例，胶囊内镜5万余例。

■虽然我国消化内镜诊疗总量居于世界前列，但每十万人胃肠镜开展率大幅低于美国、日本等发达国家，2012年中国胃镜开展率为每10万人有1663.5万例，仅为日本的1/5，肠镜开展率为每10万人有426万例，是日本的1/7，是美国的1/9。

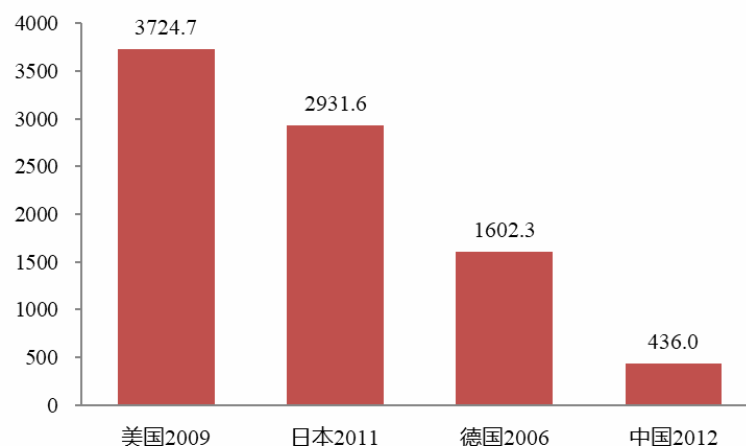
■考虑中国消化道癌症发病人数居世界首位，消化内镜开展率的提升空间巨大。

中国与其他国家胃镜开展率对比（每10万人）



数据来源：中国消化内镜技术发展现状，西南证券整理

中国与其他国家肠镜开展率对比（每10万人）



3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

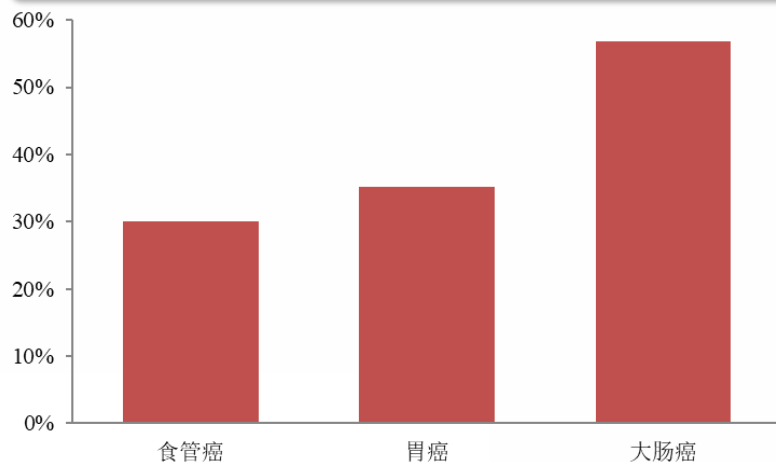
我国癌症生存率低，政策鼓励+健康意识提升将推动消化道癌症的早筛率

■早在2003年卫生部发布的《中国癌症预防与控制规划纲要（2004-2010）》中就明确指出，癌症的早期发现、早期诊断和早期治疗是降低死亡率和提高生存率的主要策略。国际经验也表明，积极预防、早期筛查、规范治疗等措施对于降低癌症的发病率和死亡率具有显著效果。

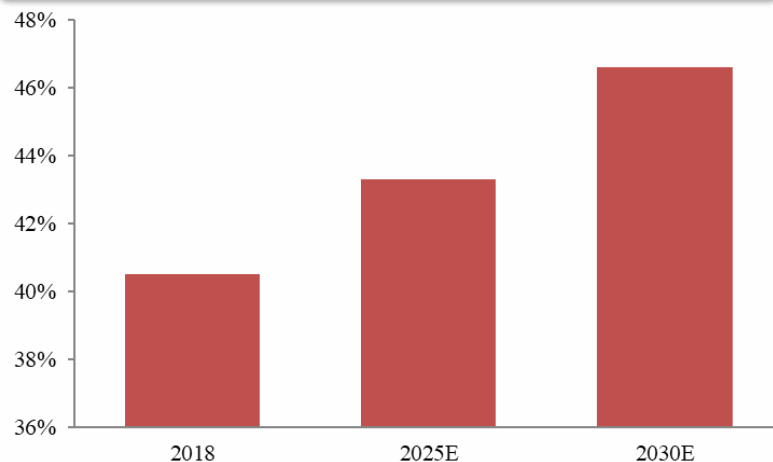
■2019年7月，国务院发布健康中国行动（2019—2030年），目标之一是到2022年和2030年，总体癌症5年生存率分别不低于43.3%和46.6%，相比于目前40.5%的生存率有较大提升空间。其中，食管癌和胃癌的生存率更低，任务更重。

■我们认为，随着居民健康意识的持续提升、国家政策的陆续出台以及消化介入领域资源的提升，消化道癌症的诊断将持续提升。

中国消化道癌症五年生存率



中国整体癌症五年生存率



数据来源：国务院、卫健委、西南证券整理

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

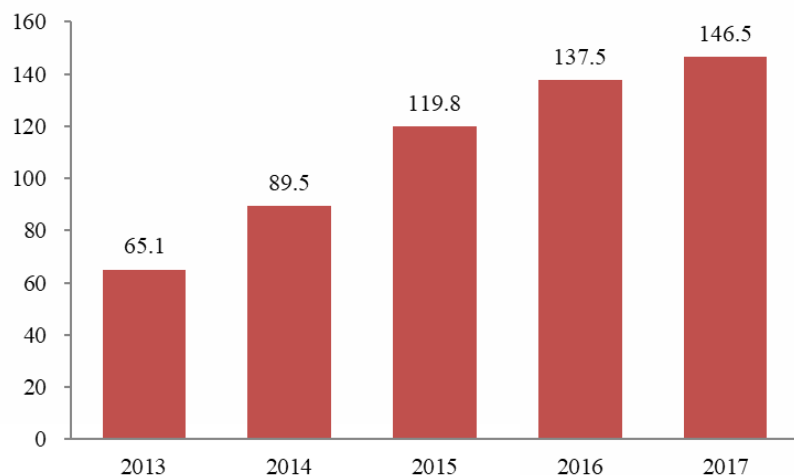
国内胆胰管疾病人数持续增长，ERCP开展率提升空间大

■我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数在一定程度上反应出了我国胆胰管疾病患者的就医情况，2013年至2017年我国胆胰管疾病患者的就医数量持续快速增长。

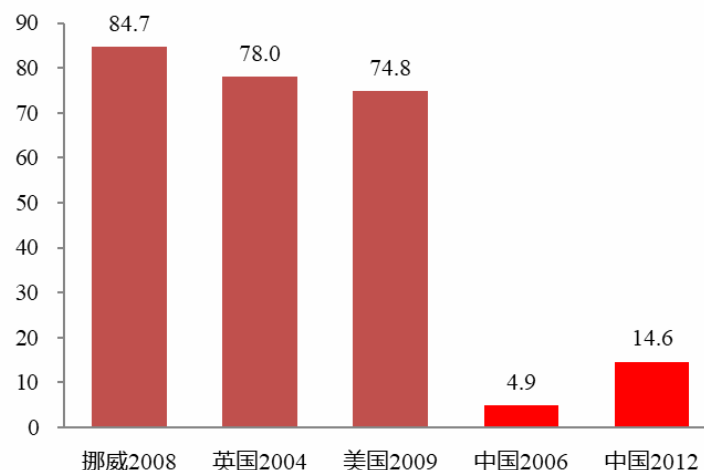
■2012年全国开展了ERCP20万例，每10万人有14.6例ERCP，较2006年显著提升，但相比于欧美等发达国家差距仍然巨大。

■ERCP治疗胆胰管疾病具备多个优势，我们预计，随着可开展ERCP数量的增加（外科医生也可以开展ERCP）、治疗技术的进步等，国内ERCP的诊疗开展率具备巨大的提升空间。

中国胆胰管疾病出院人数（万）



中国与其他国家ERCP开展率对比（每10万人）



数据来源：中国消化内镜技术发展现状，西南证券整理

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

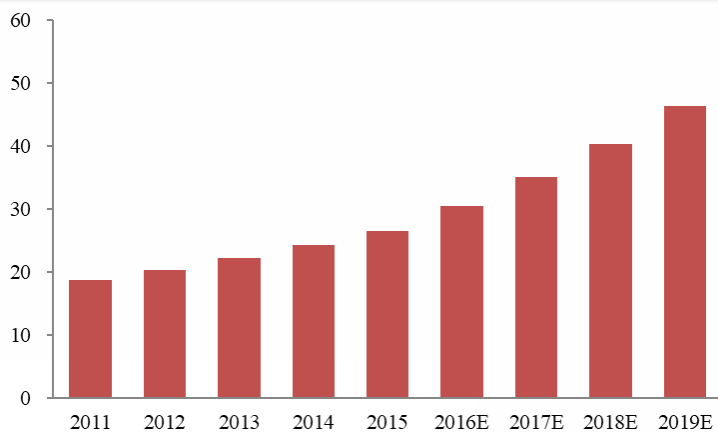
国内消化内镜被外资高度垄断，国产技术突破打开替代空间

■根据中国医疗器械行业协会数据显示，2015年国内软镜市场规模约27亿元，2018年预计达到40亿元。随着国内基层医疗的市场需求提升、高性价比的国产设备出现，我国软镜市场规模有望继续保持较快的增长速度。

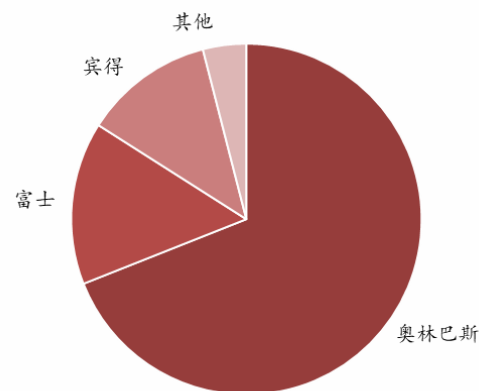
■软性内窥镜领域技术壁垒高，市场集中度很高，奥林巴斯、富士、宾得合计占据国内95%以上的市场份额。

■但是，近年来随着技术的持续进步，以开立医疗为代表的的国产企业开始逐渐实现技术突破，并陆续推出了多款消化内镜，产品性能与外资差距在逐渐缩小，在医院端已获得良好的反馈。我们预计，随着国内企业的持续研发投入，产品技术性能将持续提升，国产替代进程有望加速。

中国软镜市场规模（亿元）



中国软镜市场竞争格局



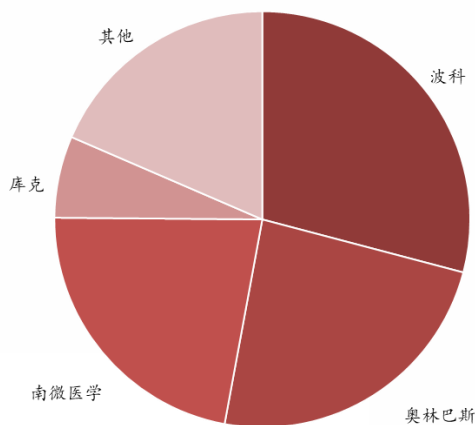
数据来源：中国医疗器械行业协会、西南证券整理

3 健康中国行动意见发布，消化介入市场方兴未艾

国内潜在市场空间超过75亿，国产份额提升空间大

- 根据我们草根调研，国内消化介入诊疗耗材市场上，波士顿科学位列第一，奥林巴斯和南微医学接近，其他厂家相对较小。
- 国内厂家早期主要以为国际企业代工，或者生产活检钳等低技术含量产品，在止血夹、高频电刀、ERCP类具有较高技术含量的领域竞争力不足。但是，随着国内企业的资金和技术累计，近年来已逐渐在技术上接近国际巨头，甚至在某些领域已实现了技术领先。以和谐夹/止血夹为例，南微医学2015年推出的和谐夹，在性能方面大幅超过奥林巴斯等企业，快事实实现了市场抢占。
- 目前，以南微医学为代表的企业在高频电刀、ERCP类等外资占据主导地位的领域持续实现技术创新，有望逐步提升市场份额。

2018年中国内镜耗材市场竞争格局



主要厂家可重复开闭软组织夹对比

软组织夹	南京微创	波士顿科学	库克	奥林巴斯
最大插入直径*工作长度 (mm)	2.6*(1550/1650/1800/1950/2300/2350/2700)	2.6*(1550/2350)	2.4*2300	2.6*(1650/1950/2300/2700)
主要参数对比	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构
	无限次重复开闭	5次重复开闭	无限次重复开闭	不可重复开闭
	可在弯曲状态下实现360度精确旋转	360度旋转	360度旋转	可在弯曲状态下实现360度精确旋转
	残留体内长度10mm	残留体内长度16mm	残留体内长度15mm	残留体内长度10mm

数据来源：南微医学招股说明书、卫计委、西南证券整理（市场规模包括超声内镜耗材及支架类耗材等）

目 录

1 医药行业回顾表现

2 科创板开闸，创新企业发展迎利好

3 消化介入市场方兴未艾，国产内镜+耗材崛起

4 2019年8月医药行业投资策略及标的

核心观点

医保控费顶层设计源于解决因病致贫、高端医疗设备及药品对进口依赖致贫，贫因为十九大提出三大攻坚战之一，2020年要全面实现小康、解决贫穷问题，所以医保局对药品、高值耗材集采降价。但7月中旬医保局对仿制药集采政策的“修正”表现出理性控费：仿制药第二批带量采购将修改“独家中标”政策、且最低价中标者获得市场份额略超过1/3。小于等于3家通过一致性评价的产品，降价动力不足享受一致性评价政策红利、将激励更多企业完成一致性评价。7月31日国务院发布《治理高值耗材改革方案》及医保配套政策通知，西南医药团队认为：**1) 对进口价格昂贵的高值耗材影响较大；2) 对国产高值耗材影响，价格方面：由于其经销模式，降价对出厂价影响有限，经销商压力大；销量方面：国产率相对较低的高值耗材很可能享受进口替代。**

具体选股思路：从中长期看，医药股回报超额收益率显著及科创板推出，创新类及消费类仍将是不变的主题。已申报科创板的医药企业共计31家，将会推动医药科技股持续活跃；医疗器械增速更快、科创板中占比更高，优选OTC器械、医疗设备及IVD龙头；8月为中报密集披露期，重点推荐中报加速增长或Q2已经见底标的。

◆**医保结构化控费下，创新为战略性投资方向，重点推荐**：恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、药明康德（603259）、泰格医药（300347）和药石科技（300725）等；

◆**科创板已正式交易，优质标的仍有持续性投资机会，重点推荐**：南微医学（688029）和心脉医疗（688016），建议关注即将上市交易的微芯生物（688321）等；

◆**不受政策影响，且业绩持续高增长的消费和医疗服务板块**：长春高新（000661）、安科生物（300009）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、爱尔眼科（300015）和美年健康（002044）等；

◆**受益分级诊疗扩容和产品技术迭代升级，重点推荐医疗设备和体外诊断板块**：迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、迈克生物（300463）、万孚生物（300482）和九强生物（300406）等。

八月重点推荐组合：恒瑞医药（600276）、长春高新（000661）、科伦药业（002422）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、美年健康（002044）、鱼跃医疗（002223）和九强生物（300406）。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

长春高新（000661）：业绩符合预期，股价或迎戴维斯双击

投资逻辑

- **金赛业绩超市场预期，生长激素延续高速增长态势。**公司实现归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为52.1%和55.7%，符合前期中值预期。分子公司看：1）金赛药业：全年收入32.0亿元，同比增长53%，净利润11.3亿元，同比增长65%，其中2018Q4金赛药业收入和净利润增速分别为63%和157.7%，结构上业绩超市场预期。考虑到新患持续增长和用药时间延长，判断生长激素未来三年仍将延续复合30%以上增速；2）百克生物：2018年预计2-2.3亿元，同比增长近80%，考虑到疫苗事件后，水痘疫苗和狂犬疫苗格局变化，认为公司有望占据部分空白市场，2019年疫苗业务将显著增长；3）高新地产：预计全年业绩9000万左右，同比基本持平。
- **公司治理结构改善下，股价或迎戴维斯双击。**复盘公司历史股价走势，上行基本为定期报告业绩靓丽或超预期推动，2017-2018年期间大跌波动主要系市场对公司治理结构的担忧，担心金赛药业灵魂人物金磊离开公司。根据重组预案，认为有两大亮点：1）金磊和林殿海将持有上市公司股权以及可转债，即将正式与上市公司深度股权和债券绑定，消除市场疑虑，同时完全并表后，地产占比降低到10%以内，公司估值或将积极修复。2）金磊持有的上市公司股权正式与金赛药业业绩增长挂钩，参考胰岛素行业，未来公司净利润率或将逐步提升，即在收入高增长下，业绩也将高增长，公司股价或迎戴维斯双击。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年归母净利润分别为14亿元/19亿元/25亿元，当前565亿市值对应PE分别为41倍/30倍/23倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险；再次发生类同2013年长沙事件的行业风险；因不可预知因素导致重大资产重组失败的风险。

科伦药业（002422）：三发驱动全面发力，坚定向创新转型

投资逻辑

- **第一发，大输液行业绝对龙头，结构调整和价格回归下，有望维持15%增速**：公司并表石四药后，大输液行业市场份額超过55%，为大输液绝对龙头。经过5年调整，行业产能出清，2017年行业盈利能力开始显著回升。公司拥有最全系列产品梯队和最广生产网络覆盖，在结构调整（包材从低毛利的塑瓶向高毛利非PVC软袋升级）和价値回归（低毛利塑瓶出厂价逐步提价）带动下，公司大输液净利润增速有望维持15%左右。
- **第二发，抗生素全产业链，携环保和成本优势，川宁项目盈利能力逐年加强**：2018年川宁二期工程通过环保验收，实现满产扭亏。在高强度的环保投入下，公司受益环保监管趋严，同时公司核心品种在满产后，单位成本逐年下降，显著低于竞争对手，占据竞争主导地位。2018年实现业绩6.1亿元，2019年有望实现7-8亿元，未来峰值利润或超10亿元，成为公司第二大现金流业务。
- **第三发，研发位居国内第一梯队，创新步入收获期**：公司研发实力位居国内第一梯队，近5年高强度研发投入步入收获期，2018年已获批27个仿制药上市，未来三年还有100多个品种上市，其中近半为首仿的重磅产品。同时公司2020年创新药将开始申请上市，公司创新研发步入收获期，公司有望成为国内坚定并成功向创新转型的标杆性制药企业。

盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年归母净利润分别为15.7亿元/19.5亿元/24亿元，当前452亿市值对应PE分别29倍/23倍/19倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险。

美年健康（002044）：非公体检龙头，静待Q3业绩拐点

投资逻辑

- **千亿市场仍有广阔成长空间，非公机构竞争格局良好。** 2018年我国体检行业市场规模以及体检人次分别为1498亿元以及5.63亿，6年复合增速分别为21.4%以及7.4%。从体检覆盖率来看，我国现已达到40%的水平，但是较日本、美国、德国的73%、74%以及97%仍有相当大的差距，因此我国体检行业还有很大的发展空间。目前国内体检市场中非公机构占比约20%，虽然公立医院仍占有80%的市场份额，但随着非公机构在服务质量、效率以及个性化套餐方面不断提升竞争力、超越公立医院，预计该比例会进一步下降。
- **2019为公司转型升级的重要节点，质控管理提升叠加C端业务开拓。** 截止2018年，美年健康拥有633家体检中心，年服务人次约2780万，占全国非公机构1/4的份额，龙头地位显著，是全球第一大非公体检机构。由于2018年底媒体报道行业负面新闻导致短期内部分团检回流到公立医院。公司借此机会一方面通过引进高科技管理系统等方式大力提升医质标准，另一方面通过推出高端个性化体检套餐以及组建10000人销售队伍重点发展高毛利C端业务，目标用五年时间将个检比从现在的25%提升至50%。因此我们认为上半年公司厚积薄发，第三季度将迎来公司转型升级的初步印证。

盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润分别为10亿元/12.8亿元/16.8亿元，当前444亿市值对应PE分别为44倍/35倍/27倍，“买入”评级。

风险提示

- 门店扩张不及预期的风险；C端业务拓展不及预期的风险；销售及管理费用增加以及内控风险。

康泰生物（300601）：重磅产品储备最丰富的研发向疫苗企业

投资逻辑

- **长生疫苗事件阶段性告一段落，新疫苗管理法下行业剩者为王。**2019年2月2日，中央纪委国家监委发布《原国家食品药品监督管理局党组成员、副局长吴浈严重违纪违法被开除党籍》，同时发布《吉林长春长生公司问题疫苗案件相关责任人被严肃处理》，对长生疫苗事件中相关责任人的行政处罚阶段性重要总结。结合《国家药监局全面排查疫苗生产企业（除长生公司外所有其他疫苗生产企业）未发现影响疫苗质量安全问题》以及《中华人民共和国疫苗管理法（草案）》，疫苗行业仍为国家战略性行业，行业环境越来越好，以质量取胜的企业终将胜出。
- **国内在研疫苗产品最丰富的民营企业，为持续成长性最强疫苗上市公司。**通过自研+对外合作已构建丰富的疫苗产品梯队，公司5-8年峰值净利润或到50-60亿元。1) 百白破-Hib四联苗：已上市，独家，10亿利润量级，正向五联苗、六联苗、七联苗等升级，峰值15-20亿利润量级；2) 13价肺炎结合疫苗：国内进度第二，2019年5月底报生产，100亿市场，占25%-30%份额，即有10-15亿利润量级；3) 冻干人二倍体狂犬：国内进度第一，2019年8月左右报生产，20%替代率，即有10-15亿利润量级；4) 麻腮风-水痘：国内潜力第一，临床前，预计10-15亿净利润量级；5) EV71基因工程疫苗：产能国内第一，目前II期临床中，预计10亿净利润量级。

盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为5.5亿元/7.5亿元/14.2亿元，当前414亿市值对应PE为74倍/55倍/29倍，“买入”评级。

风险提示

- 研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

智飞生物（300122）：代理与自研齐增长，业绩有望继续爆发

投资逻辑

- **代理品种持续爆发，业绩维持高增长。**自2017年底代理的HPV疫苗上市后，代理业务逐渐成为公司主要收入和利润来源。代理业务仍将带动公司业绩高速增长。1) HPV疫苗：全球第二大重磅疫苗，目前国内仅进口上市，目前依旧处于供不应求的状态，我们认为未来3年HPV疫苗仍将呈爆发增长态势。2) 五价轮状病毒疫苗：为全球前十大疫苗之一，目前处于快速放量阶段。
- **自研产品逐步成长，盈利能力逐步提升。**在多联苗替代Hib单苗的趋势下，三联、四联和五联渗透率均有望达到10%-15%，三联苗为公司独家产品，预计可贡献超10亿元净利润。此外，公司还拥有15价肺炎疫苗和狂犬疫苗等多个在研重磅品种。公司现有研发基地2个，研发中心1个，自主在研项目20项，产品梯队储备丰富，自主研发实力不断增强。
- **核心品种批签发方面：**1) 三联苗：水针7月份批签发129万支，1-7月份累计批签发428万支，考虑到冻干粉针下半年报产在即，我们认为2019年三联苗销售不会受到影响；2) HPV疫苗：四价苗1-7月份累计批签发308万支，九价苗1-7月份累计批签发118万支，上半年预计合计销售400万支；3) 微卡：即将获批，国务院发布《国务院关于实施健康中国行动》后，我们认为疾病预防将得到更多重视；4) 五价轮状：1-7月累计批签发累计249万支。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为26/39亿元/51亿元，当前751亿市值对应PE分别为29倍/19倍/15倍，“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争格局加剧、自研疫苗上市速度或低于预期等风险。

华兰生物（002007）：血制品已触底回暖，疫苗仍有较大弹性

投资逻辑

- **血制品行业触底回暖，恢复高增长。** 2017-2018年上半年期间，由于行业推出两票制，渠道端加速去库存，血制品价格受到冲击，2017年国内血制品批签发货值约为289亿元，同比增长3.8%，增速相比于2016年（+21%）明显放缓。从2018下半年开始，行业库存已经基本消化，2018年血制品批签发货值约为311亿元，同比增长7.6%，2018年国内血浆采集量约为8600吨，同比增速接近7%，货值增速与采浆量增速基本接近，表明行业开始恢复，预计2019年血制品行业将恢复高增长。
- **行业去库存顺利，经营效率提升带动公司较快增长。** 血制品行业回暖，带动公司库存明显下降，应收账款增长势头有望得到遏制，同时随着在医院端加强销售推广力度，经营情况得以改善，我们认为国产人血白蛋白市场份额还有较大提升空间，静丙也有望成为行业新增长点。同时，目前国内采浆站的新批趋严，血浆资源的稀缺性日益显著，公司作为国内血制品龙头企业之一，采浆站数量和采浆量处于行业前列。
- **流感疫苗需求旺盛，公司龙头地位不变。** 公司目前还布局了疫苗领域，2018年，公司取得四价流感疫苗批文，同时公司目前也是国内唯一四价流感裂解疫苗供应商，考虑到2018年出现长生生物事件后，行业流感疫苗供应较为紧缺，同时公司的疫苗业务2018年并未完全释放业绩，判断19年下半年开始，季节性因素使得行业对流感疫苗需求大幅增长，公司四价流感裂解疫苗下半年需求将增大，四价流感疫苗的放量有望增厚公司业绩，预计2019年四价流感疫苗可贡献3亿元净利润。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为14/17/20亿元，当前421亿市值对应PE分别为30/25/21倍，“增持”评级。

风险提示

- 血制品行业政策或发生变动的风险；血制品竞争激烈或导致降价的风险；四价流感疫苗销售低于预期的风险。

鱼跃医疗（002223）：家用医疗器械龙头，长期受益于老龄化趋势

投资逻辑

- **符合老龄化市场需要，产品布局赛道好。**2018年我国65岁以上老年人数量已经超过1.7亿，占比达到12%，全国老龄委预计2025年将达到3亿人。且65岁以上老年人慢病患病率达到54%，对血压计、血糖仪、呼吸、供氧等常用家用医疗器械的需求持续增长。与此同时，医保基金持续保持稳定增长、中产以上收入群体占比增加、对于健康等相关话题日益关心等均将推进行业发展。公司产品为家庭康复护理系列，能享受老龄化带来的产业红利。
- **品牌知名度高，导流能力和定价能力强。**公司是国内家用医疗器械龙头企业，是中国前10大医疗器械品牌，品牌影响力吸引消费者主动搜索鱼跃产品，在家用医疗器械品牌里的百度搜索指数排名仅次于欧姆龙。公司从2013年开始启动电商销售，品牌导流能力强，预计2018年电商收入达到13亿，保持约50%的复合增长，高达9个产品品类线上销售排名第一。鱼跃品牌定位中高端市场，区别于主打中低端市场的其他国产品牌，定价能力更强，终端售价高20%以上。
- **产品线丰富且协同作用明显，产能释放后或有新增长。**1) 制氧机占比为行业第一。中国慢阻肺患者超过1亿人，按照10%渗透率测算家用制氧机需求高达1000万台，成长空间巨大，未来有望保持20%左右的稳定增长；2) 呼吸机为潜在的爆款。中国睡眠呼吸暂停患者数量超过1亿，按照5%渗透率测算，呼吸机峰值保有量不低于500万台，瑞思迈为全球呼吸机龙头，公司产品定位与其类似但价格优势明显，后期将逐步实现进口替代，有望保持50%左右高速放量；3) 血糖监测系列及轮椅产能即将解决。电子血压计、血糖仪、轮椅车等常用家庭医疗器械产品渗透率低，市场仍在持续扩容阶段。血糖仪及试纸是唯一一家从医院端向零售端拓展的国产品牌，随着19年产能瓶颈解除有望实现50%左右的高速放量；4) 上械集团和中优医药的产能瓶颈在19年逐步解除，增速有望提升。

盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为8.8亿元/10.8亿元/13.5亿元，当前233亿市值对应PE为27倍/22倍/17倍，“买入”评级。

风险提示

- 产品销量或低于预期的风险、并购整合或低于预期的风险。

九强生物（300406）：生化诊断领域领军地位稳固，外延并购预期强烈

投资逻辑

- 公司是国内生化领域的领军企业，产品线拥有生化检测系统、血凝检测系统、血型检测系统等，产品类型持续丰富。近年来积极与雅培、罗氏、日立、迈瑞等国内外大公司建立战略合作，不断提升自身竞争力，合作雅培更是开创了中国 IVD 企业技术输出的先河，体现了公司在生化试剂领域十足的竞争力。公司与国外企业战略合作，积极拓展海外市场，生化试剂收入增速有望重回快车道。
- 考虑到公司自身的市场地位以及丰富的产业资源，我们预计公司外延布局预期强烈，有望打开公司成长空间。

盈利预测与估值

- 我们预计2019-2021年归母净利润为3.4亿/4亿/4.7亿元，当前79亿市值对应PE为23/20/17倍，“买入”评级。

风险提示

- 战略推进进展或低于预期的风险；核心产品大幅降价的风险；新产品销售上量或低于预期的风险；外延进度或低于预期的风险。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn