

深度报告——2019年医药行业投资策略

格局重塑，精选景气

证券分析师：杜佐远 执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子 执业资格证书编码：S1190518050001

联系人：苑建 执业资格证书编码：S1190117120042

联系人：王斌 执业资格证书编码：S1190118050039

联系人：云天洋 执业资格证书编码：S1190118070036

2018年12月10日



概要

- 格局重塑：仿制药占比下降，创新药&器械&服务占比将持续提升
.....
- 板块估值：绝对估值处于历史低位，相对估值处于历史中值
.....
- 精选景气：看好2019年不受政策影响医药子领域
.....

投资要点

格局重塑：仿制药占比下降，创新药&器械&服务占比将持续提升

维持《“创新”大牛市》判断：回顾太平洋医药2018年度策略，我们全市场首家提出《“创新”大牛市》，与当时市场认为创新只是医药板块结构性机会不同，我们认为创新是5-10年的大机会，是“创新”的大牛市——详细阐明“看好创新大牛市的核心逻辑”，“创新药如何具体估值”，“如何筛选创新投资标的”，“如何投资创新”。并给出了三类药品——普药仿制药、专科药仿制药、创新药中长期发展趋势预判，因此18年不推荐仿制药。

创新药&器械&服务占比将持续提升，生物药&口服中药可能也受益：医保基金收入未来增速10%，推动药品行业增速5-10%，器械、服务增速超过10%，仿制药占比下降后，创新药&器械&服务占比将持续提升，结构性机会仍然显著；同时医生对创新药的处方动力将更足，结合创新药加速进医保，创新药将引来大爆发。国家集采医保结余的资金，用在提高医生待遇，提高医疗服务价格，和其他药品领域（创新药确定性受益、生物药&口服中药可能受益）。

仿制药：继续规避。规避存量大的仿制药，规避产品占比大的仿制药，因为集采会从大品种开始。仿制药占比大，而创新还没起来的公司，很难有投资机会，除非跌幅足够深，反应极度悲观预期。

板块估值：绝对估值处于历史低位，相对估值处于历史中值

板块18PE（整体法、剔除负值）25X，处于历史低位，相对全部A股（非金融）溢价率56.6%，处于历史中值。考虑集采主要影响化学仿制药，其他板块受拖累，反而是买入机会。

精选景气：看好2019年不受政策影响医药子领域

1) 生物药：疫苗（智飞、康泰、华兰）、血制品（博雅、天坛、华兰）、生长激素（高新、安科）；**2) 医疗服务：**美年、爱尔；**3) 零售药店：**益丰、一心堂等；**4) 创新及创新CRO/CMO产业链：**恒瑞、海正、天士力等；药明康德、凯莱英等；**5) 医疗器械：**迈瑞、开立、安图、万孚等；**6) 特殊垄断性行业：**核药的东诚、同辐；麻药的人福；**7) 低估值、有拐点、也有长逻辑的医药商业（瑞康、柳药等）和品牌消费/OTC：**羚锐、中新、仁和、亚宝等。

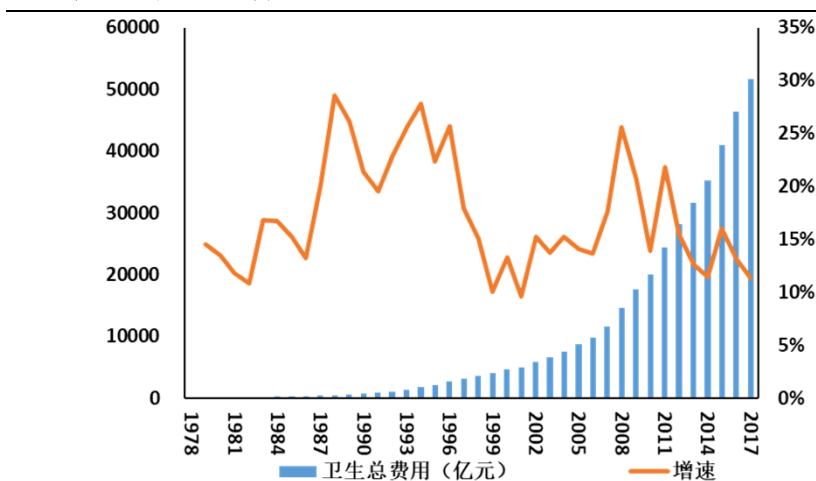
风险提示：超预期的政策出台；板块黑天鹅事件等。

一、格局重塑

卫生总费用——预计未来增速10%

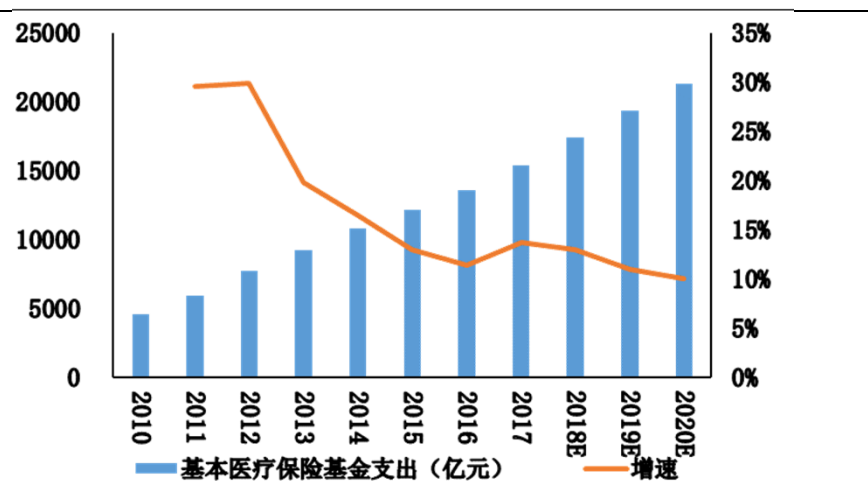
2017 年我国卫生总费用5.16万亿元，增长11.34%，预计未来增速10%。卫生总费用包含：政府卫生支出 1.55万亿元（占 30.1%），社会卫生支出 2.12万亿元（占 41.1%），个人（现金）卫生支出 1.49万亿元（占 28.8%）。社会卫生支出占比持续提升，连续3年超过40%，反映出医保、商业保险对于卫生费用起到主要作用。**2017年我国基本医保支出1.54万亿元，增长14%，预计实际将撬动3万亿元的卫生支出，起到主导作用，考虑未来基本医保支出增速10%，我们判断卫生总费用未来增速10%。**

图：中国历年卫生总费用和增速



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图：中国历年基本医疗保险基金支出和增速



资料来源：财政部，太平洋证券研究院（医保支出为职工医保+居民医保（已包含新农合））

预期药品增速5-10%，器械、服务增速10%以上

按费用支出领域分类：5.16万亿元卫生总费用中，药品销售额21500亿，占比41.7%；医疗器械销售额4450亿元，占比8.6%；医疗服务及其他25649亿元，占比49.7%。我们预计未来药品增速在5%-10%，医疗器械增速15%，医疗服务及其他增速10%-15%。

说明：

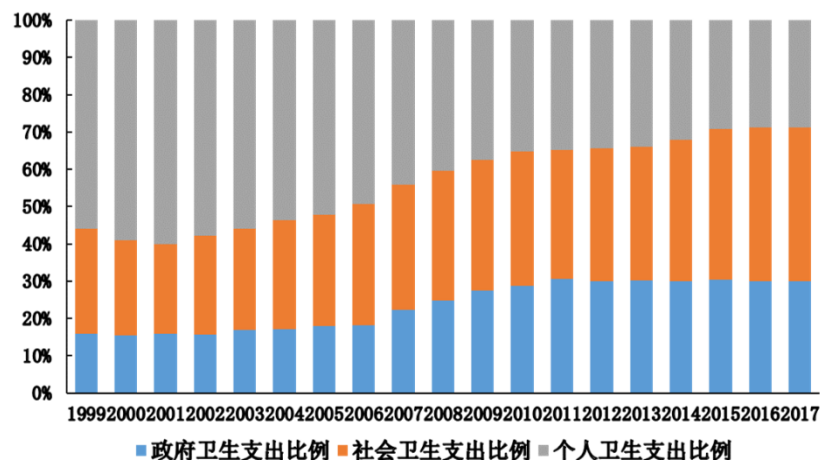
药品销售额：2017年我国三大终端六大市场药品销售额16118亿元，同比增长7.6%。如果加入未统计的“民营医院、私人诊所、村卫生室”等，则中国药品终端总销售额约21500亿元。

政府卫生支出：各级政府用于医疗卫生服务、医疗保障补助、卫生和医疗保障行政管理、人口和计划生育事务性支出等。

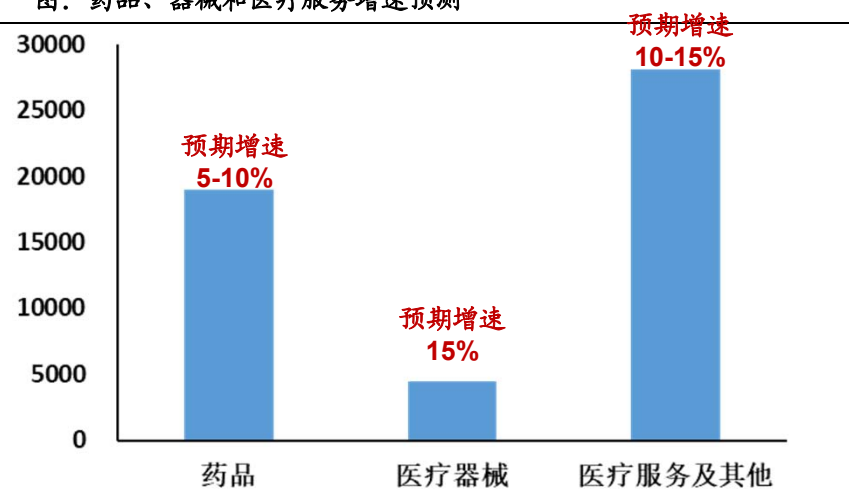
社会卫生支出包括：政府支出外社会各界对卫生事业的资金投入，包括社会医疗保障支出、商业健康保险费、社会办医支出等。

个人（现金）卫生支出：城乡居民在接受各类医疗服务时的现金支付，包括享受各种医疗保险制度的居民就医时自费的部分。可分为城镇居民、农村居民个人现金卫生支出。

图：历年卫生费用支出来源比例构成



图：药品、器械和医疗服务增速预测



资料来源：wind，太平洋证券研究院

药品——持续分化，各细分领域景气度差异大

2017年我国公立医院、基层医疗机构和零售药店三大终端药品销售额16118亿元，增速7.63%。如果加入未统计的“民营医院、私人诊所、村卫生室”等，则中国药品终端总销售额约21500亿元，其中化学药10500亿元，中成药约7000亿元、中药饮片2200亿元、生物药约1800亿元。各品种景气度差异大，应坚持自下而上思路，优选高景气度领域。

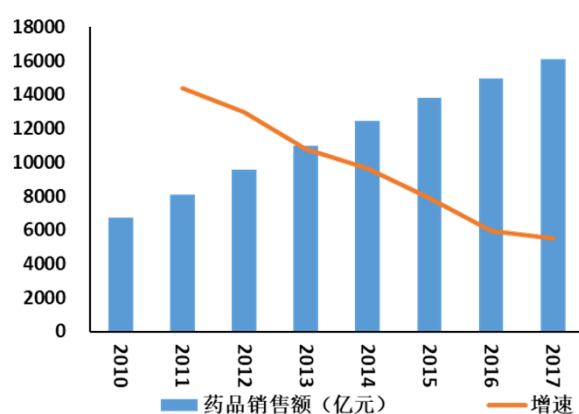
1) 化学药：预计增速8-10%。行业内部各品种将呈现出分化态势，辅助用药在医保控费的背景下将持续承压；药审改革后审评提速，仿制药供给增加，国家集采大幅降价，未来随着纳入品种增加、实施地域扩大和价格联动，多数存量仿制药将面临压力；创新药受益于加速纳入医保、不占药占比、定价高更符合医生利益等因素，预计将加速放量。

2) 中成药：预计增速5-8%。老字号品牌中药、OTC属性产品受益于消费升级、品牌OTC集中度提升等有利因素持续稳健增长，其余口服制剂受政策利空影响较小。中药注射液受到医保报销范围受限、公立医院严格考核药占比、辅助用药监控等不利政策因素影响，持续负增长。

3) 中药饮片：预计增速15%。保留药品加成，不计入药占比更能满足医院的利益诉求。

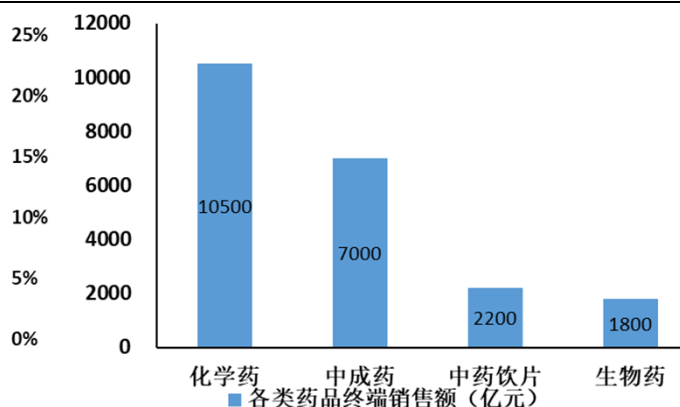
4) 生物药：预计增速15-20%。疫苗、血制品、单抗和生长激素等品种景气度较高，部分存量规模较大且被列入辅助用药的老品种持续承压。

图：三大终端药品销售额及增速



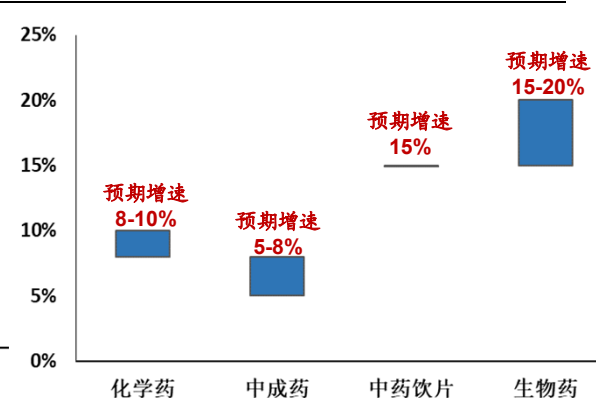
资料来源：米内网，太平洋证券研究院

图：2017年各类药品销售额/亿元



资料来源：米内网，新康界，发改委，太平洋证券研究院

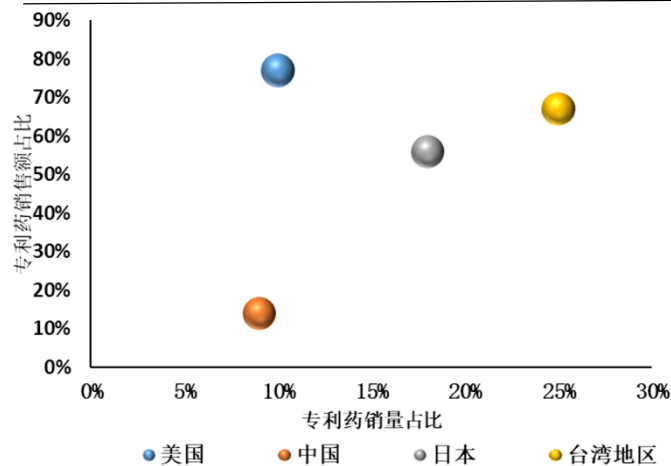
图：各类药品增速区间预测



资料来源：太平洋证券研究院

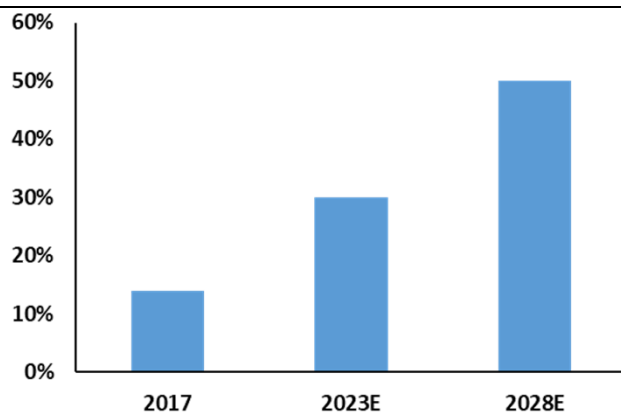
创新药——对比国际市场，有巨大提升空间

图：中美日三国、台湾地区专利药销量/销售额占比



资料来源：公开资料整理，AAM，JPMA，太平洋证券研究院

图：中国专利药销售额占比预测



资料来源：太平洋证券研究院

我国化药和生物药中，专利药销量占比为9%，销售额占比为14%，专利药销量、销售额占比均低于美国、日本、台湾。2017年美国专利药销量占比仅为10%，但销售额占比却高达77%。2015年日本专利药（未包括过专利期药品）销量占比为18%，销售额占比为56%。我国台湾地区专利药（包括过专利期药品）销量占比约为25%，但销售额占比高达75%。根据麦肯锡和中国药学会发布的数据，10-12年在中国上市的24个创新药物，13-16年复合增速为27%，16年在医院渠道销售收入44亿元，预计国内专利药销售额很大一部分是由过专利期原研药贡献，实际的创新药销售额占比预计更小。

国内专利药销售额占比低原因如下：1）国内企业创新能力不足，上市品种很少；2）IND/NDA审评速度慢，国外创新药无法在欧美获批后快速进入中国市场；3）医保目录更新较慢，影响放量速度。而这些因素都在发生根本变化，未来国内专利药（创新药）有巨大成长空间。

随着海外高端人才回流，以恒瑞医药等传统大型药企和以百济神州等新兴生物医药企业的崛起，中国医药创新能力近年来大幅增强。政策环境上：临床试验默示许可、接受境外临床数据和优先审评等制度的建立大大加快了药品IND/NDA速度，国内外创新药上市有望提速。国家药品谈判将创新药及时纳入医保，提高了药品可及性，同治仿制药受压，医生对创新药处方动力更强，创新药放量进程加快。

目前中国创新药（包括过专利的原研药）占比15%，预计到2023年，中国专利药销售额占比有望达到30%，到2028年，有望达到50%。

仿制药——集采袭来，抛弃幻想，回归现实

中国仿制药整体价格，相比国外，是高的（见下图），集采的初衷之一是挤出虚高的药价水分。而国内实际上同品种药品，价格差异很大，低价药因为各种原因，实际中消失了。

进入国家集采的品种，宣告回归制造业的普通利润。“最低价+唯一一家中标+一年一招”的规则，价格最终会跌到什么位置——接近成本线！而多少的价格降幅才算接近企业的成本线，我们测算大部分品种降幅要在80%，所以低于这个数的品种明年、后年大概率还得继续降价。所以关注每个品种这轮价格降幅多少没什么意义，因为有些品种目前竞争还不充分，随着一年一招，进集采的品种价格迟早要回归到接近成本线。而国际仿制药巨头的盈利水平如何：毛利率40%-50%，净利率10%，这几年还在降。

以本次中标的某一药品为例，本次降幅约60%，该品种之前毛利率90%，为便于计算，假设之前价格100，90%毛利率对应生产成本10，净利润35元（考虑研发投入5-10元，实际净利润40元）。本次降幅60%后，价格变成40，毛利润还有30以上（因为销量扩大，单位成本不到10了），即毛利率还有75%以上，仍有降价空间。我们假设最终降幅在80%，价格变成20，毛利润10以上，毛利率50%以上，扣除研发投入5元，再扣除一点管理+销售费用，净利润3-5元，净利率15%~25%。即单位产品净利润由当初的35元变成最终的3~5元。

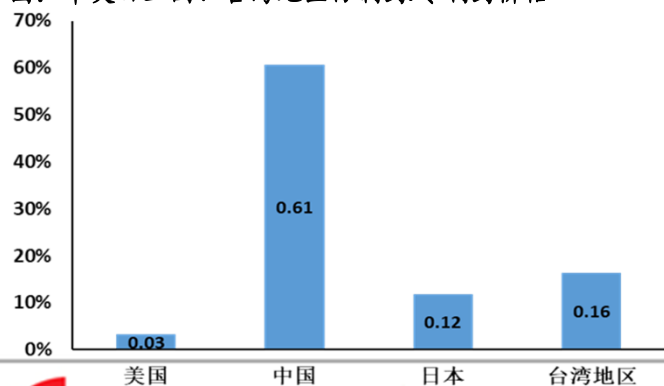
关注哪些厂家这轮中标也没什么意义。一年一招，风水轮流转，今年没中，明年继续来。除非把价格一下打到接近成本线，让其他企业望而却步，但自己也只能挣取微利。

维持前期结论：国家通过扩大品种数量和试点区域来控制集采进度：规则很严苛，考虑到国内药品存量仍是仿制药为主，集采进度太快、太猛了药企也受不了，结合一致性评价进度（口服预估3年及以上，注射剂预估5-10年做完），我们初步判断5-10年实现仿制药专利到期后，全国价格大幅下降，类似于美国。

图：各类药品中长期发展趋势预判

药品分类	中长期发展趋势判断
普药仿制药	经过一致性评价以后，类似于供给侧改革，竞争格局有望从之前的十几家、甚至几十家变成10家乃至以下，但考虑价低者得，竞争仍将激烈，净利率维持个位数，合理估值10-15倍（集采全部推开之后的净利润）；对应大多数为国企。
专科药仿制药	专利过期后，普通专科仿制药维持暴利的时代过去，类似于美国，挣1-2年首仿的利润。中长期由过去螺旋式下降预期，向断崖式下降预期转变，专利过期后，价格大幅、快速下降，中间环节消失，销售费用大幅减少，净利率下降到10%，合理估值15-20倍（集采全部推开之后的净利润）；对应国内大部分企业。个别研发难度大的专科仿制药情况会好于普遍的情况。
创新药	处于“天时地利人和”阶段，净利率30%甚至50%以上，合理估值40-50倍甚至以上。对应少部分早年开始研发投入的企业。

图：中美日三国、台湾地区仿制药/专利药价格



仿制药——“4+7”集采细节问题

- 1、价格是否全国联动：大概率会。各省有动力推广，作为政绩工程。
- 2、品种数量扩大：即第二批、第三批品种...，时间不确定，会扩大。
- 3、区域扩大：时间不确定，会扩大。
- 4、中标产品能有多少量：“4+7”有规定中标产品基础采购量（有监控），可能占比试点城市不到50%，但在实际执行过程中，医生医院不敢开非中标产品，因为有价格更低的中标产品，容易被问询，而且中标产品价格更低医保报销方面也有优势。上海出台补充文件中标产品使用量不低于50%。
- 5、医保结余资金：提高医生待遇，提高医疗服务价格，用在其他药品领域（创新药确定性受益、生物药&口服中药可能受益）。

4+7集采最终结果：25个品种中标，平均降幅52%，最高降幅96%，最低降幅5%。6个品种流标，分别为重庆药友的阿法骨化醇片、石药集团的盐酸曲马多片、阿奇霉素胶囊和阿莫西林胶囊、普利制药的注射用阿奇霉素、常州制药的卡托普利片。

仿制药——“4+7”集采结果

序号	品种	最小规格	竞争情况	拟中选厂家	最终中标厂家	4+7城市 最低中标价（最小规格）	拟中选企业/中标 市场份额	产家报价 (12月6日, 单位: 元)	中标价 (12月7日, 单元: 元)	规格包装	转换比	最小包装规格报价 (12月6日)	最小包装规格中标价 (12月7日公布)	中标/预中选价 格降幅
1	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg	≥3家	成都倍特	成都倍特	14.69	4%	17.72	17.72	300mg*30片	30	0.59	0.59	-96%
2	恩替卡韦分散片	0.5mg	≥3家	正大天晴	正大天晴	9.60	44%	17.36	17.36	0.5mg*28片	28	0.62	0.62	-94%
3	阿托伐他汀钙片	20mg	≥3家	北京嘉林	北京嘉林	5.5	17%	6.60	6.60	20mg*7片	7	0.94	0.94	-83%
4	赖诺普利片	10mg	2家	浙江华海	浙江华海	1.16	36%	19.88	6.45	10mg*28片	28	0.71	0.23	-80%
5	氟比洛芬酯注射液	50mg/5ml	2家	北京泰德制药	北京泰德制药	62.16	90%	109.75	109.75	5ml:50mg*5支	1	109.75	109.75	77%
6	吉非替尼片	250mg	2家	阿斯利康	阿斯利康	228.00	89%	547.00	547.00	250mg*10片	10	54.70	54.70	-76%
7	瑞舒伐他汀钙片	10mg	≥3家	浙江京新	浙江京新	3.06	7%	21.80	21.80	10mg*28片	28	0.78	0.78	-75%
8	注射用培美曲塞二钠	500mg	2家	四川汇宇	四川汇宇	9283.20	0%	5111.00	2776.97	500mg/支	1	5111.00	2776.97	-70%
9	注射用培美曲塞二钠	100mg	2家	四川汇宇	四川汇宇	499.00	0%	—	810.00	100mg/支	1	—	810.00	62%
10	福辛普利钠片	10mg	2家	施贵宝	施贵宝	2.64	83%	11.80	11.80	10mg*14片	14	0.84	0.84	-68%
11	厄贝沙坦片	75mg	2家	浙江华海	浙江华海	0.53	1%	5.66	5.66	75mg*28片	28	0.20	0.20	-62%
12	硫酸氢氯吡格雷片	75mg	≥3家	深圳信立泰	深圳信立泰	7.61	30%	22.26	22.26	75mg*7片	7	3.18	3.18	-58%
13	头孢呋辛酯片	250mg	≥3家	成都倍特	成都倍特	0.60	0%	3.08	6.16	0.25g*12片	12	0.26	0.51	-14%
14	利培酮片	1mg	2家	浙江华海	浙江华海	0.39	6%	10.02	10.02	1mg*60片	60	0.17	0.17	-57%
15	氯沙坦钾片	50mg	2家	浙江华海	浙江华海	2.14	7%	14.70	14.70	50mg*14片	14	1.05	1.05	-51%
16	苯磺酸氨氯地平片	5mg	≥3家	浙江京新	浙江京新	0.29	0%	4.16	4.16	5mg*28片	28	0.15	0.15	-49%
17	盐酸帕罗西汀片	20mg	2家	浙江华海	浙江华海	3.19	41%	33.40	33.40	20mg*20片	20	1.67	1.67	-48%
18	马来酸依那普利片	10mg	2家	扬子江	扬子江	0.97	77%	10.88	8.93	10mg*16片	16	0.68	0.56	-42%
19	孟鲁司特钠片	10mg	2家	杭州民生滨江	杭州民生滨江	6.36	0%	19.38	19.38	10mg*5片	5	3.88	3.88	-39%
20	草酸艾司西酞普兰片	10mg	≥3家	四川科伦	四川科伦	6.40	14%	30.94	30.94	10mg*7片	7	4.42	4.42	-31%
21	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg+12.5mg	≥3家	浙江华海	浙江华海	1.51	5%	15.26	15.26	(150mg+12.5mg)*14片	14	1.09	1.09	-28%
22	奥氮平片	10mg	2家	江苏豪森	江苏豪森	13.25	60%	83.38	67.51	10mg*7片	7	11.91	9.64	-27%
23	甲磺酸伊马替尼片	100mg	2家	江苏豪森	江苏豪森	14.05	12%	834.30	623.82	100mg*60片	60	13.91	10.40	-26%
24	蒙脱石散	3g	≥3家	先声药业	先声药业	0.88	4%	10.20	10.20	3g*15袋	15	0.68	0.68	-23%
25	左乙拉西坦片	250mg	2家	浙江京新	浙江京新	3.04	0%	72.00	72.00	250mg*30片	30	2.40	2.40	-21%
26	盐酸右美托咪定注射液	0.2mg/2ml	2家	扬子江	扬子江	140.5	0%	540.00	532.00	2ml:0.2mg*4支	4	135.00	133.00	-5%
27	阿法骨化醇片	0.25μg	2家	重庆药友	—	1.30	7%	46.23	—	—	20	2.31	流标	78%
28	盐酸曲马多片	50mg	2家	石药欧意	—	1.10	1%	19.87	—	—	10	1.99	流标	81%
29	阿奇霉素片	500mg	2家	石药欧意	—	1.97	0%	21.42	—	—	4	5.36	流标	172%
30	注射用阿奇霉素	0.5g	2家	海南普利	—	4.64	0%	53.67	—	—	1	53.67	流标	1057%
31	卡托普利片	25mg	≥3家	常州制药	—	0.10	4%	8.08	—	—	100	0.08	流标	-21%
32	阿莫西林胶囊	250mg	≥3家	石药中诺	—	0.14	1%	5.62	—	—	30	0.19	流标	34%

资料来源：上海阳光药品采购网，医药魔方，太平洋证券研究院（注：1.市场份额为17年PDB数据，统计该品种所有规格）

仿制药——集采对医药各子板块影响分析

国家集采的前提是医保品种，而且是过了一致性评价或者说是标准化的产品，符合这个标准的主要是化学药，后续可能是部分高值耗材。

医保基金收入未来增速10%，推动药品行业增速会在5-10%，器械、服务增速超过10%，仿制药占比下降后，创新药&器械&服务占比将持续提升，结构性机会仍然显著；同时提高医务人员薪酬（收入逐步阳光化）、降低医保起付线等；同时医生对创新药的处方动力将更足，结合创新药加速进医保，创新药将引来大爆发。

药店：影响小。1、主要看总量的增速，即药品市场规模还有5~10%增长，产品结构调整不影响。2、从国外历史看，药品降价的过程中，药店不受影响，走出来了。3、处方药企未来会加大布局零售市场。4、药店收入结构中，处方药占比约1/3。5、药品品类丰富，可以替换低价药。6、药店价格虽然也会跟随医院降低，但仍会比医院高，患者选择药店主要是出于便利角度，去医院要几十元的挂号费、排队等等。

商业配送：影响小。主要看总量的增速，即药品市场规模还有5~10%增长，产品结构调整不影响，仿制药下去了，新的仿制药和创新药上去。

品牌消费：影响小。包括品牌中药（基本属于自费消费，消费升级）、品牌OTC（患者自我诊疗、便利诊疗）。

医疗服务：没有影响，每年继续提价。

生物药：只能叫生物类似物，没有影响，反而可能受益。疫苗和生长激素（自费、偏消费品）、血制品（采浆量就那么多，无法集采）等没有影响。

器械耗材：器械和低值耗材没有影响。高值耗材在国家规划之内，明后年可能部分高值耗材受影响。

中药：没有仿制药的概念，没有影响，反而可能受益。

创新药：大幅受益。药企研发创新药更积极，医生对创新药的处方动力将更足，结合创新药加速进医保，创新药将引来大爆发。

CRO/CMO：仿制药CRO/CMO受损，创新药CRO/CMO受益。

原料药：维生素不受影响，下游是饲料，出口为主；其他原料药长期来看受影响：仿制药制剂企业向自产原料药转变，制剂价格下跌，转导至外供原料药量价齐跌或者被制剂企业收购。

外资：原研药（过专利）大幅受损，专利药加快上市和放量。

医疗器械——政策利好将助推行业持续15%增长

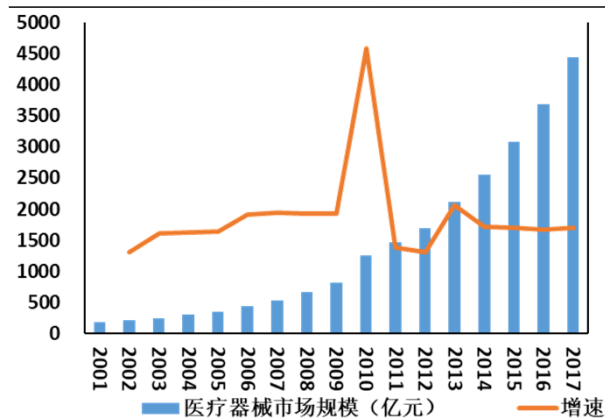
2017年，我国医疗器械整体市场规模为4450亿元，同比增长超20%。细分领域中，医学影像、体外诊断和低值耗材市场占比位居前三，分别为16%、14%和13%，其中医学影像设备、体外诊断、心血管设备植入物和骨科增速较快。医疗器械在政策层面（国产替代、分级诊疗、鼓励创新）迎来诸多利好，预计增速将保持在15%左右。

供给端：2014年CFDA发布《创新医疗器械特别审批程序（试行）》，针对具有我国发明专利、技术上具有国内首创、国际领先水平，并且具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道。以NGS诊断试剂盒为例，今年已有世和基因、诺禾致源、燃石医学和艾德生物4家企业产品获批上市，特别审批制度的设立有效加快了优质器械上市进程。

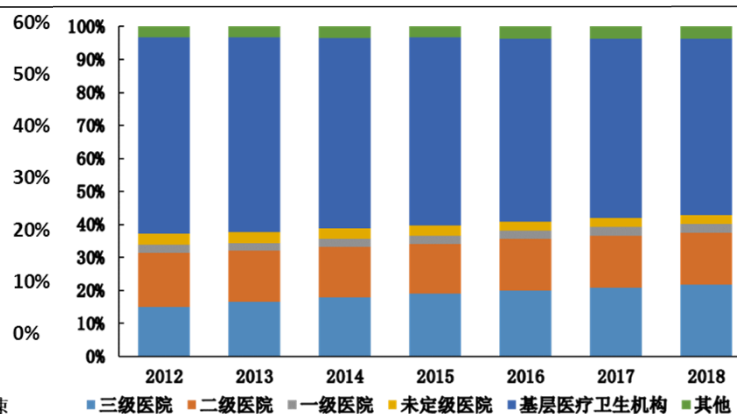
需求端：国内企业在体外诊断、心脏支架、监护仪器、低值耗材等领域已大部分实现进口替代，但是在人工关节、高端影像、分子诊断、化学发光、POCT等领域，国内企业与国际巨头相比仍有相当差距，未来国产替代空间最大。国务院、卫健委、发改委等部门多项文件也明确鼓励采购国产设备采购，进口替代将加速推进。

目前我国三级医院年诊疗人次占比在20%以上且仍在不断增加，而数量仅占全部医院的7.66%，占全部医疗机构0.25%（2018年9月数据），分级诊疗仍然是未来医改的重点方向。通过强化二级、一级医院以及基层医疗机构的诊疗服务能力，进而带动就医人数提升，设备配置、耗材使用量预计将增加，随着政策的不断实施，基层需求将不断释放，国产厂家凭借性价比优势受益明显。

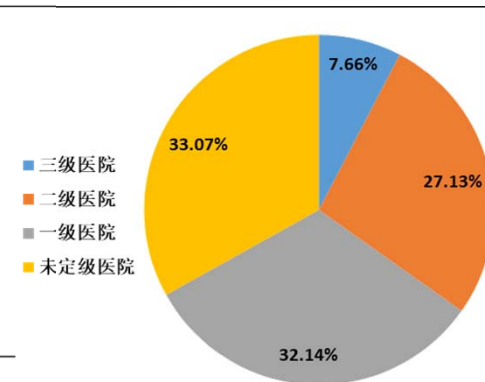
图：我国医疗器械行业市场空间及增速



图：历年各类医疗机构诊疗人次占比



图：各级医院数量占比（截至2018年9月）



资料来源：中国医药物资协会，《中国医疗器械行业发展状况》，太平洋证券研究院

资料来源：wind，太平洋证券研究院（2018年为1-9月数据）

医疗器械——重点关注快速增长的细分领域

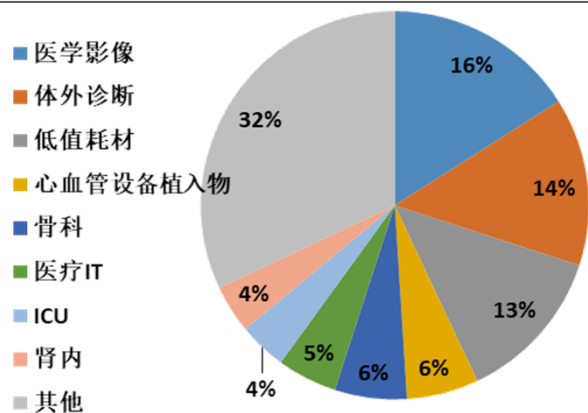
医学影像设备包括CT、MRI、超声和PET等，2017年市场规模约700亿元，随着联影、东软、迈瑞等国产厂家崛起，受益于分级诊疗推广要求强化基层医疗能力和鼓励采购国产设备，预计将保持10-15%增长，其中国产设备预计增速15-20%。

体外诊断产品包括免疫、生化、分子和POCT等多个细分领域，2017年市场规模约600亿元，预计整体保持15-20%增速。其中POCT受益于分级诊疗推进、临床科室检验需求增加等积极因素，预计保持20-25%增速。化学发光技术由于具有自动化程度高、快捷灵敏等优势，逐步替代传统免疫诊断技术，预计将带动免疫诊断增速达到20-25%，进口替代和分级诊疗推进将使得国内企业增速更快。分子诊断受益于NIPT、肿瘤基因检测等渗透率提升，预计保持20-25%增速。生化由于临床应用已经较为成熟，预计个位数增长。

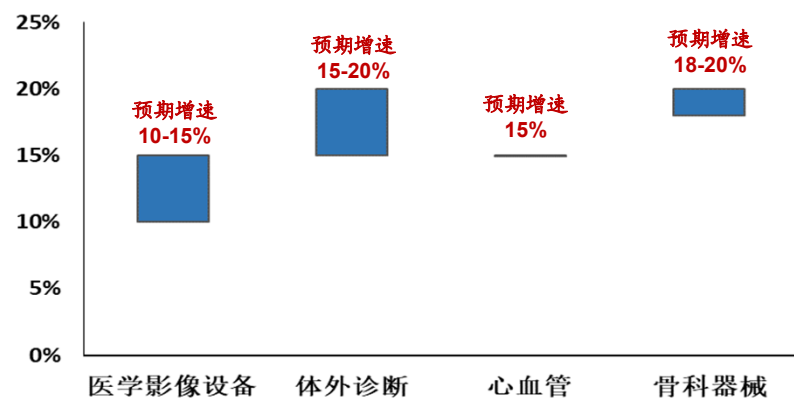
心血管设备、植入物品种众多，包括心脏支架、起搏器等多个品种，2017年合计市场规模约270亿元。目前我国心血管疾病患者约2.9亿，其中冠心病1100万、心衰450万，患者数量仍持续增加。预计心血管设备、植入物品种将保持15%增长。

骨科器械市场规模约270亿元，其中骨科植入类医用耗材市场规模约225亿元，近年来增速在20%左右。随着老龄化进展带来的骨科疾病的患病人数增加，预计行业仍将保持18-20%增长。国产耗材报销比例高于进口植入物也利好行业市场扩容和进口替代，国内企业增速将超过行业平均水平。

图：2017年我国医疗器械行业各细分领域市场空间（亿元）



图：医疗器械重点领域增速区间预测



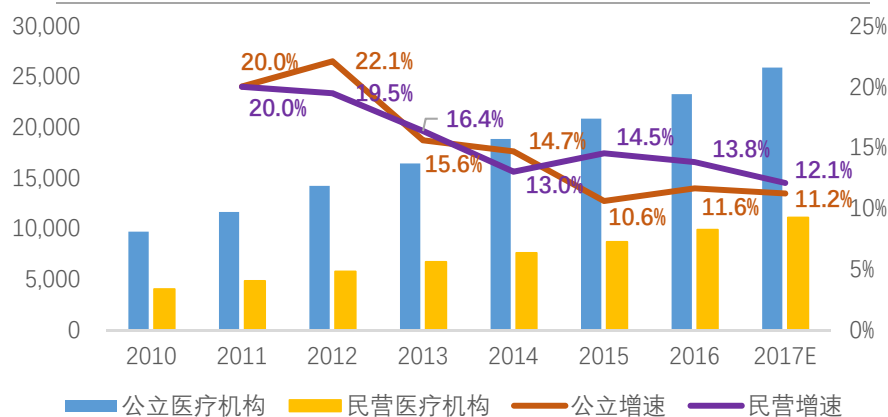
资料来源：中国医药工业信息中心，公开资料整理，太平洋证券研究院

资料来源：相关行业上市公司公告，太平洋证券研究院

医疗服务：确定性最强的细分板块

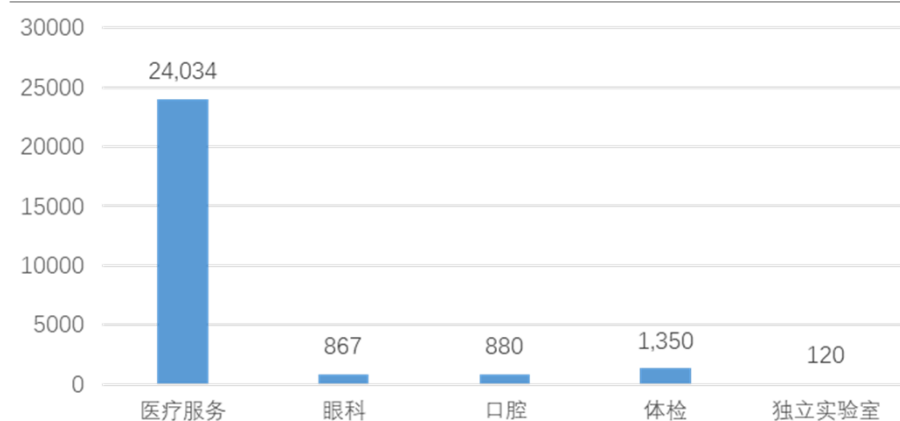
- 根据统计局数据，2017年我国医疗卫生机构总收入36975亿元，其中公立医疗机构仍占主导地位（约70%），但增速依然不及非公立医疗机构。事实上，自2011年医保控费和降低药占比成为政策主旋律后，公立医疗机构收入增速快速下降，2015年，民营收入增长率超过公立并继续保持。粗略按照35%的药占比来算，医疗服务规模约2.4万亿。
- 自医疗服务行业逐步向社会资本放开以来，产业资本几乎涉水到各个细分领域，如医院、诊所、第三方服务，但已经形成成熟盈利模式、走出完整投资周期的较少，目前眼科、体检、口腔、第三方检验等领域已经形成优质龙头，关键要素在于它们形成了品牌影响力与竞争壁垒，证明了自身复制性强，未来成长最具确定性。细分领域的龙头机构通过自建加并购、合伙人共建、体外基金培育的方式有序扩张，布局上下游产业链抵御单一业务的风险。
- 医疗服务行业近年来保持了15%左右的增长（高于行业平均），核心驱动力在于医疗资源的不均匀与供需不均衡，因此政策及资金向之倾斜，未来在行业规范化、消费升级推动下，加上民营医疗机构灵活的竞争机制，有望维持10-15%的增速，确定性强。

图：我国公立与民营医院收入与增长率（亿元）



资料来源：卫生统计年鉴，太平洋证券研究院；注：假设2017年公立医疗卫生机构收入占比仍保持70%不变

图：2017年我国医疗服务及部分分类市场规模（亿元）

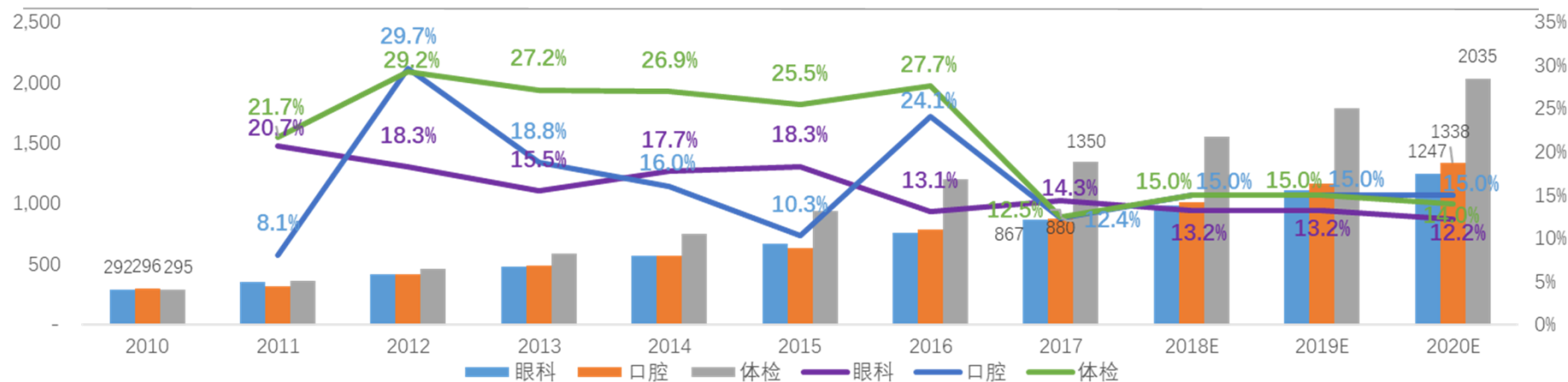


资料来源：国家统计局，前瞻产业信息，太平洋证券研究院

医疗服务：眼科、体检、口腔走出优质龙头

- **眼科行业：预计未来5年复合增速13-15%。**我国眼科市场规模自2010年的292亿元增长至2017年的867亿元，行业复合增长率达到17%。未来5年，眼科市场规模有望持续13%-15%左右的复合增速，预计到2020年眼科市场规模将达到1247亿元。行业维持高增长的原因在于：眼病发病率提升、患者自我诊疗意识提升、消费升级、高端技术更新换代等。此外，目前我国眼科医生地域分布非常不均，基层医生数量少，且高端设备匮乏，因此未来基层地区市场放量也将贡献增量。
- **口腔行业：预计未来5年复合增速15%。**近年来，口腔行业规模从10年的296亿增长至17年的880亿，区间复合增速达17%，经历12-16年前后20%以上的高速增长后，目前处于10%-15%的平稳增速水平。假设保持15%的市场规模增长率，预计到2020年口腔行业市场规模将达到1338亿元。行业进入政策红利密集区，资本不断进入，同时结合口腔疾病高患病率的特点，行业正处于快速发展期；由于开诊所前期手续繁琐，加上民营口腔诊所的投入和运营成本较高，民营口腔专科医院及连锁加速发展，从而获取了较强议价能力和核心医生资源——口腔行业复制性强、复制成本低的特点加快了口腔行业的扩张和集中度提升。
- **体检行业：预计未来5年复合增速15%。**2017年“健康中国”国家战略进一步深化实施，促使健康体检行业的市场需求旺盛，呈现井喷发展的趋势。我国居民健康检查渗透率（检查人次/全国总人口，假设每人体检频次为一年一次）在近几年提升明显，然而近年体检行业规模及体检人次增长有放缓的趋势，我们认为历史数据反映的基本是城市居民的体检状况，随着基数的扩大将进入瓶颈期，因此体检人次提升空间在基层市场。目前眼科行业规模已达到1350亿，历史增速超过20%，假设未来5年的行业复合增长率15%，预计到2020年市场规模将达到2035亿元。

图：眼科、口腔、体检行业市场规模（亿元）与增长率对比



资料来源：卫生统计年鉴，太平洋证券研究院

二、精选景气

1. 新型疫苗：需求未满足，消费升级

- **“新型疫苗”时代，医药板块最高景气。** 18年医药板块受行业黑天鹅以及大盘影响，年初至18年12月4日，SW医药指数下跌15.31%，而疫苗板块作为我们首推/重推的板块，逆势而上，智飞、康泰、华兰涨幅分别为58.6%、32.6%、48.9%。其核心逻辑“需求未满足，消费升级”下，中国进入“新型疫苗”时代，重磅品种尽显新型疫苗暴利美学——预计18年EV71收入45亿/利润20亿以上、HPV收入36亿/代理利润9亿-10亿、四联苗收入11亿/4亿+净利润。7月中旬“狂苗事件”短期影响终端接种积极性，但恢复迅速，草根调研结果18Q4终端销售基本恢复，但“狂苗事件后”，疫苗板块出现较大幅度波动，主要原因是市场情绪波动，包括担心疫苗降价、集中采购、审批进程减缓等等。11月11日《疫苗管理法（征求意见稿）》的发布打消了市场疑虑，其核心“加强监管+提高企业违法成本”，行业壁垒进一步提高，龙头企业强者恒强。
- **“需求未满足，消费升级”，已上市新型疫苗中长期放量逻辑不变。** 智飞三联苗、康泰四联苗受益消费升级，逐步替代单苗，中长期仍处放量阶段；智飞代理HPV（四价+九价）等品种需求未满足，目前处于快速放量阶段，供不应求。三联苗18年预期销量450万支，峰值销量约1000万支，四联苗18年预期销量410万支，加上未来获批的五联苗，预期峰值销量1000万支，四价HPV疫苗18年预期销量400-450万支，19年四价/九价HPV合计900万支（300万支九价+600万支四价），HPV峰值销量预期1400万支。此外，从批签发数据上看（截止12月3日），三代狂苗 141万支、13价肺炎 311万支、EV71 2648万支，较17全年批签发均有大幅增加。
- **在研新型疫苗品种进入密集获批阶段。** 国家政策鼓励创新下，疫苗企业经过多年研发积累，研发产品进入获批阶段。以预防用微卡、13价肺炎、三代狂犬等为代表的新型疫苗有望自19年初开始陆续获批上市，参考手足口病疫苗放量速度和力度，新品种上市3-5年时间有望为相关企业带来10亿级别净利润，贡献巨大业绩弹性。
- **监管趋严，壁垒增高，行业集中度有望大幅提升。** 《疫苗管理法（征求意见稿）》加强了疫苗监管和提高了企业违法成本，行业壁垒进一步提高。目前国内40多家疫苗企业，和国外相比行业集中度较低，且大多小企业品种单一，研发水平较低，而龙头企业具有明显的生产、研发、销售先发优势，未来有望逐步抢占市场份额，甚至兼并小企业，而且壁垒提升导致很难再有新进入者，行业集中度有望大幅提升。

1. 新型疫苗——市场疑虑

18年疫苗板收获较高的绝对收益和相对收益，其中智飞、康泰、华兰涨幅分别为58.6%、32.6%、48.9%，受带量采购影响，当前医药板块整体估值下行的环境下，市场对已启动一轮上涨后的疫苗板块存在几点疑惑：

- **疑虑1：全球疫苗市场300多亿美元，国内疫苗市场空间不大。**我们认为疫苗市场增长动力源于重磅疫苗新品的获批上市，新疫苗获批后在欧美日很快纳入免疫规划、政府/保险买单（美国疫苗采购价格一般是市场价格的7折，中国新型疫苗价格相当于美国疫苗政府采购价格，低于美国疫苗市场价格，显示中国新型疫苗价格不存在高估），所以放量速度很快，一般2-3年达到峰值，目前市场已经成熟，全球市场增长动力主要来自新兴市场。而新型疫苗研发周期一般10年以上，疫苗更新换代时间很长，所以发达国家疫苗市场增速缓慢。而国内疫苗市场使用仍然以传统疫苗为主，而且人口数量大，新型疫苗国内获批后，存在巨大存量市场，保守估计需要3-5年时间消化。另外，国内新获批疫苗很难短期纳入免疫规划，因此价格采用市场机制定价。我们测算了国内市场成熟后，即仅考虑新生儿带来的增量市场，假设新生儿到成人“主动接种”的疫苗全部选免疫规划外品种，大概费用1万元/人（三联/四联/五联、HPV、13价肺炎、EV71、五价轮状、流感、麻腮风水痘），按照新生儿1700万，渗透率50%计算，市场规模近900亿元。若考虑狂苗、预防用微卡等“被动接种”疫苗，国内疫苗市场规模超1000亿。
- **疑虑2：国外没有纯粹的疫苗大企业，国内疫苗企业做不大。**1）疫苗，特别是儿童成长疫苗为国家“战略品种”，具备实力的国家会选择以国产疫苗构建免疫体系，我国每年1700万新生儿，儿童成长疫苗市场潜力近千亿，而且存量疫苗市场巨大（HPV疫苗存量市场千亿），中国市场具备培育出收入过百亿、利润数十亿疫苗企业的土壤；2）国外纯疫苗大公司均已被收购，所以才导致没有纯粹的疫苗大企业，从全球四大疫苗寡头（巴斯德、GSK、默沙东、辉瑞）成长路径看，长期看国内疫苗龙头企业会向疫苗外的生物医药领域拓展，智飞体外智睿投资已储备有生物药。

1. 新型疫苗——市场疑虑

- **疑虑3：“疫苗事件”影响终端接种意愿。**我们认为“疫苗事件”对终端销售影响有限：一类苗和“需求未满足型”二类苗不受影响，“消费升级型”二类苗接种意愿下降20%-30%，维持一个季度左右，18Q4市场终端已基本恢复。
- **疑虑4：二类苗降价压力。**二类苗属于自费苗，价格由市场竞争决定，国家行政难以干预。而且对比美国，我国疫苗价格不存在高估：新疫苗获批后在欧美日很快纳入免疫规划、政府/保险买单（美国疫苗政府采购价格一般是市场价格的7折，中国新型疫苗价格相当于美国疫苗政府采购价格，低于美国疫苗市场价格，显示中国新型疫苗价格合理）。
- **疑虑5：采购价格会不会变？合同到期后是否会续签？**国家政策规定，外资所有的疫苗产品要么自己销售，要么给国内一家代理商，如果换更换代理商，该企业所有的疫苗产品都得更换，政策决定了代理协议是长期稳固的关系，而且疫苗的政策在收紧，放开的可能性低。合同期内采购价不会变化，预计未来价格变化不大，除非未来竞争激烈，终端市场价下降后，默沙东也会降价给智飞，智飞的单支利润不会变化很大。据我们草根调研，目前双方比较满意合作模式，除非智飞也卖其他家的HPV疫苗等大的不可协调的矛盾，智飞还会继续代理默沙东疫苗。合约到期后，HPV销售可能已过供不应求阶段，需要加大学术推广，默沙东没有必要更换代理商或者自己卖（重新建立销售队伍是一个很难很漫长的过程），而且智飞渠道国内做的最好，我们判断合同到期后决定权在智飞手里。

1. 新型疫苗——重点公司智飞生物分析

智飞生物：业绩高成长确定性最强，在研管线预期差巨大。自研三联苗&代理4/9价HPV、五价轮状等凭借最强销售渠道，驱动业绩爆发式增长，与默沙东新签HPV采购协议，9价HPV供货瓶颈破除，预计18年净利润约15亿、19年将有望突破30亿元，业绩翻倍增长确定性强；微卡、EC诊断陆续纳入优先审评，预计19年初获批，未来业绩贡献有望超代理业务。我们预计公司中期疫苗业务80亿净利润，疫苗业务合理市值1500-2000亿。体外布局生物药，成熟产品将陆续装入体内，公司将成长为疫苗、生物药龙头企业，打开长期发展空间。预计公司18-20年净利润分别为15.1/30/42.6亿元，同比增速249%/99%/42%，对应PE44/22/16倍，维持“买入”评级。风险提示：销售低于预期、新品未能如期获批、行业黑天鹅事件等。

图表：HPV疫苗、五价轮状疫苗基础采购额对智飞生物业绩贡献测算

单位：亿元	2019	2020	2021H1
HPV疫苗综合基础采购金额	55	83	42
45%毛利率（参考中报代理业务（几乎全是四价HPV）数据）计算对应含税出厂收入（疫苗一票制）	100	151	76
1、假设全部为四价HPV，对应销量（万支）；即含税收入/价格798元/支	1255	1898	949
200元/支净利润（参考中报测算净利润超200元/支）计算，贡献智飞净利润	25.1	38.0	19.0
2、假设全部为九价HPV，对应销量（万支）；即含税收入/价格1298元/支	771	1167	583
300元/支净利润计算，贡献净利润	23.1	35.0	17.5

注：HPV疫苗上市销售前需中检所批签发，因此实际销售略滞后基础采购额，即实际收入/利润将略小于我们测算的收入/利润

单位：亿元	2018	2019	2020	2021
五价轮状疫苗基础采购额（亿元）	2.47	6.5	9.49	13
50%毛利率（参考中报代理业务数据）	4.94	13	18.98	26
计算对应含税出厂收入（疫苗一票制）				
中标价280元/剂次计算，对应采购量（万剂次）	176	464	678	929
20%净利率计算，单支净利润54.4元/剂次，对应利润（亿元）	0.96	2.6	3.8	5.2

注：五价轮状销售前需中检所批签发，因此实际销售略滞后基础采购额，即实际收入/利润将略小于测算的收入/利润

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1. 新型疫苗——重点公司智飞生物分析

市场对智飞强大销售能力已有认知，但对公司强大在研管线仍有巨大预期差。19年上半年有望获批的微卡和EC诊断目前市场无任何预期，我们预计未来自研业务利润贡献有望超过代理业务。

图表：智飞生物研发管线（截止2018年12月）

序号	在研药品名称	功能主治	临床前	申报临床	临床阶段	申报生产	上市
1	治疗用微卡	双向免疫调节剂，可作为联合用药，用于结核病的辅助治疗					2007
2	AC多糖结合	A群和C群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎					2008
3	ACWY135多糖	预防A、C、Y、W135群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎					2008
4	Hob	预防由b型流感嗜血杆菌引起的侵袭性感染					2012
5	AC-Hib三联苗	预防A、C群脑膜炎球菌及b型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病					2014
6	23价肺炎	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病				√	
7	EC诊断试剂	用于卡介苗接种与结核杆菌杆菌鉴别、结核病的临床辅助诊断				√	
8	预防用微卡	用于结核菌潜伏感染人群结核病的预防				√	
9	三价流感裂解疫苗	预防流行性感冒			√		
10	冻干Hib	预防b型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病			√		
11	冻干AC-Hib	用于预防A群、C群脑膜炎奈瑟氏球菌及b型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病			√		
12	四价流感疫苗	用于预防季节性流感			√		
13	ACYW135结合	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病			√		
14	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防志贺氏菌引起的传染性疾病			√		
15	冻干重组结核疫苗	用于结核杆菌潜伏感染高危人群结核病的预防			√		
16	15价肺炎球菌结合疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病			√		
17	冻干人用狂犬疫苗（MRC-5细胞）	用于预防狂犬病			√		
18	冻干人用狂犬疫苗（Vero细胞）	用于预防狂犬病			√		
19	皮内注射用卡介苗	新生儿初免用疫苗，还拟用于结核菌素阴性成人预防结核病			√		
20	EV71疫苗	预防EV71感染引起的手足口病		√			
21	卡介苗纯蛋白衍生物	用于结核病的临床诊断、卡介苗接种对象的选择及卡介苗接种后机体免疫反应的监测		√			
22	组分百白破疫苗	预防百日咳、白喉和破伤风三种疾病		√			
23	灭活轮状病毒	用于预防轮状病毒引起的腹泻	√				
24	重组诺如病毒多价疫苗	预防非细菌性急性胃肠炎	√				
25	双价手足口疫苗	预防手足口疾病	√				
26	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	预防乙肝疾病	√				
27	寨卡疫苗	预防寨卡病毒感染引起的疾病	√				
28	HPV治疗性疫苗	预防HPV感染引发的癌前病变和异常增生	√				
29	冻干人用狂犬病BC01佐剂		√				

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1. 新型疫苗——重点公司康泰生物分析

康泰生物：市值弹性最大的疫苗股。四联苗终端恢复迅速，18年预计销量420万支左右，19年有望维持稳健增长，13价肺炎18年底/19年初揭盲，19年报产，20年有望获批，二倍体狂苗19年年中报产，20年有望获批；现有品种放量+新品种获批，业绩持续高增长；在研管线极为丰富，中期四联苗&五联苗+三代狂苗+13价肺炎+EV71+IPV，将演绎“50亿净利润是如何炼成的”，疫苗业务合理市值1000亿。预计公司18-20年净利润分别为4.5/7.2/11.5亿元，同比增速107%/59%/60%，对应PE59/37/23倍，维持“买入”评级。风险提示：销售低于预期、新品未能如期获批、行业黑天鹅事件等。

图表：康泰生物中期疫苗业务利润贡献50亿

产品	目前进展	上市时间预测	适应症和年龄	市场空间	竞争格局	其他在研企业	预计康泰收入（按中标价计算）、净利润
百白破—Hib四联苗	上市	/	预防百白破、Hib4种细菌引起的疾病；适用于3-5月龄婴幼儿。	中标价在275-298元/支之间，平均283元/支；每年新生儿1700万左右，因为Hib相关疫苗的接种率目前为35%左右，假设四联苗/在研五联苗占据30%，则销量约720万支，市场空间20亿。	康泰独家，2017年全年销量150万支，预计18年销量420万支左右。	以智飞生物三联苗(预计18年500万支)、康泰生物四联苗(预计18年420万支)和巴斯德五联苗(18年恢复批签发)为代表的联苗正逐步取代Hib单苗。	独家，收入20亿+，净利润10亿+。
三代狂苗	已经完成临床，19年中报产，巴斯德引进技术基础上，公司自己研发和改进的三代狂苗。	2020年	狂犬病	目前国内狂犬苗以Vero细胞（二代）为主，250元/人份，批签发1300-1800万人份每年，规模在30亿以上。康华人二倍体细胞狂苗（三代）价格是二代的5倍，1250元，规模1500万人份*1250元=187亿。假设未来康泰占比20%，峰值收入约35-40亿，7%销售分成给巴斯德，按照40%净利率计算，15亿净利润。	仅成都康华有生产，由于技术问题，2017年批签发约100万支2年以上。	三代狂苗3家在做临床，晚于公司2年以上。	若泰康替换20%二代狂苗，则为35-40亿收入，15亿净利润（考虑收入提成给巴斯德）。
13价肺炎球菌结合苗	已经完成3期临床，19年报产，自主研发。	2020年	肺炎球菌感染性疾病（71月龄以内）	辉瑞的13价在698元，每人4针，假设国产500元。行业空间：新生儿1700万*2000（元/人份）/10000=340亿，若渗透率20%，市场规模68亿。康泰市场份额25%，收入17亿。	2017年3月辉瑞的13价在国内上市（17年批签发17万人份，3.4亿收入），沃森、康泰、智飞、科兴、兰州所和成都安特金有临床批件，其中沃森的进度最快，目前报产优先审评中，康泰在国内厂家中仅晚于沃森。	沃森（报产在审评）、兰州所（2期）、智飞（1期）。	假设康泰的13价上市后市占率为25%，则收入为17亿，净利润10亿。
IPV	3期临床（技术来自荷兰）	2020年	脊髓灰质炎	2016年5月1日起，1剂次IPV+3剂次的OPV纳入国家免疫计划，WHO要求2018年OPV全面退出市场，sIPV将全面替代OPV，假设到2020年国家全面推行IPV接种，新生儿按照1700万计算，则需求在6800万支，按35元/支价格计算，市场空间24亿。	国内IPV市场赛诺菲、昆明所、北生研三家企业占据。	康泰生物IPV临床3期，预计19年中报生产，2020年有望获批；此外天坛生物、武汉所、科兴生物也处在3期临床。	假设康泰生物市占率25%，则收入6亿，按30%的净利率计算，则净利润2亿。
EV71	1/2期临床中	2021年	手足口病（6月龄-3岁）	6个月至3岁EV71易感染者；基础免疫程序为2剂次，间隔1个月；16年上市以来急速放量，16-17年的批签发量分别为875万支和1513万支。按照2支/人份计算，17年批签发量约760万人份，17年销售额25-30亿元。按照每年新生儿1700万人计算，假设EV71接种率60%，约1000万人份，按照168-188元/支计算（三家企业中标价168-188元/支），市场空间35亿元。	昆明所、武汉所和北京科兴市场份额分别为50.5%、33.5%和16.0%。	康泰1/2期临床快做完了，19-20年做3期临床。四价的手足口在做临床前。	假设康泰市占率30%，则收入10亿，按照50%净利率计算，净利润5亿。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1. 新型疫苗——重点公司康泰生物分析

图表：康泰生物研发管线最新进展（截至18年12月）

在研药品名称	注册阶段分类	当前进展	研发方式
23价肺炎球菌多糖疫苗	获得药品注册批件	准备生产车间GMP认证	自主研发
ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	已申请药品注册批件	审批中	自主研发
吸附无细胞百白破联合疫苗		生产现场工艺核查	自主研发
冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗		审评中	自主研发
13价肺炎结合疫苗		临床研究总结	自主研发
ACYW135群脑膜炎球菌结合疫苗	自主研发		
甲型肝炎灭活疫苗	自主研发		
60μg 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）	已撤回药品注册批件申请，目前处于临床数据自查阶段	临床数据自查中	合作研发
重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	已取得临床研究批件，正处于临床研究阶段	临床进行中	自主研发
冻干人用狂犬疫苗（人二倍体细胞）		临床进行中	技术引进&自主改良
口服重组B亚单位双价O1/O139霍乱疫苗	已取得临床研究批件	临床准备中	自主研发
冻干水痘减毒活疫苗		临床准备中	自主研发
冻干人用狂犬疫苗（人二倍体细胞）		临床进行中	技术引进&自主改良
吸附无细胞百白破冻干b型流感嗜血杆菌联合疫苗		临床准备中	自主研发
Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）		临床准备中	技术许可
重组肠道病毒71型疫苗（汉逊酵母）		临床准备中	自主研发
吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗		已经申请临床研究	2017年7月获得药品注册申请受理通知书
重组人乳头瘤病毒疫苗（HPV）	临床前研究阶段	临床前研究	自主研发
60μg 鼻腔喷雾型乙型肝炎疫苗		临床前研究	自主研发
冻干腮腺炎减毒活疫苗		临床前研究	自主研发
单纯疱疹病毒基因工程疫苗		临床前研究	自主研发
重组B群脑膜炎球菌疫苗		临床前研究	自主研发
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和b型流感嗜血杆菌联合疫苗（五联苗）		临床前研究	自主研发
新型佐剂乙肝疫苗		临床前研究	合作研发
五价口服轮状病毒活疫苗		临床前研究	专利许可

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1. 新型疫苗——重点公司**华兰生物**分析

华兰生物：血制品业务迎来向上小拐点，公司为国内流感疫苗龙头，四价流感疫苗18/19年上半年独享国内市场，预计18年四价流感销量520万支左右。血制品、疫苗、生物药大布局稳步推进，未来生物药若取得突破，中期市值有望突破500亿元。预计公司18-20年净利润分别为11.4/14.5/14.8亿元，同比增速39%/27%/2%，对应PE31/24/24倍。风险提示：销售低于预期、新品未能如期获批、行业黑天鹅事件等

■ 流感疫苗

- 需求端—空间大：国内流感疫苗市场过去每年销售约2500-3000万人份（500万儿童苗，2000多万成人苗）。此外，我国流感疫苗渗透率仅为2%左右，相比发达国家30%以上接种率，仍有很大提升空间。
- 供给端—先发优势明显，强者恒强：四价流感在研企业16家，但大多处于早期阶段，只有武汉所（18年4月报生产，无流感疫苗生产和销售经验）、科兴生物、上海所已开展临床，预计19-20年获批生产，18/19年上半年华兰将独享四价流感市场。华兰生物四价流感疫苗产能约3000万人份，且公司的流感疫苗通过世界卫生组织预认证后，顺利出口到乌克兰、科特迪瓦、柬埔寨等多个国家，产品品质获国际认可；国内有三价流感疫苗批签发的生产企业13家，华兰凭借产品质量优势，市场份额25%左右，牢牢占据市场首位，为行业龙头。未来即使在研的其他企业四价流感疫苗获批，公司凭借先发优势和品质优势，将牢牢占据市场首位。

1. 新型疫苗——重点公司华兰生物分析

■ 血制品

► **结构调整+渠道建设，血制品业务小拐点向上。**2017年两票制、药占比政策影响下，血制品销售渠道收缩，导致血制品市场总体表现从紧缺向平衡转变。公司积极调整销售策略，加大学术推广，加强销售队伍建设，加强对二、三线城市和三甲医院的销售布局，目前公司本部、渠道库存合理，血制品业务处于小拐点。预计未来血制品业务收入增速10%+，渠道建设增加费用投入，预计利润端增速10%。

■ 大生物布局

► **单抗、疫苗在研项目顺利推进，实现大生物产业布局。**公司通过设立华兰生物疫苗和华兰基因工程布局疫苗和单抗业务，实现血制品、疫苗、生物药大生物布局，为公司培育新的利润增长点。**1) 单抗项目：**曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、利妥昔单抗、阿达木单抗已获批临床，其中曲妥珠、贝伐珠处于临床3期，预计20年获批上市；德尼单抗、帕尼单抗报临床获受理；伊匹单抗临床前研究。**2) 疫苗项目：**除18年陆续获批的AC群多糖、四价流感疫苗外，吸附破伤风疫苗、10μg（小儿剂型）重组乙肝疫苗、20μg重组乙肝疫苗、冻干二代狂苗报生产在审评审批中，预计18-19年有望获批上市，AC群多糖结合疫苗临床3期、H7N9流感疫苗2期临床。

表：新型疫苗板块重点公司盈利预测及估值

股票代码 公司简称	股价/元	总市值	EPS（元）				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth
	2018/12/8	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20
300122 智飞生物	41.96	671	0.27	0.94	1.88	2.70	155	45	22	16	21	121	15%	0.64	70%
300601 康泰生物	41.40	264	0.34	0.71	1.13	1.81	123	59	37	23	20	88	20%	0.98	60%
002007 华兰生物	37.78	351	0.88	1.22	1.56	1.59	43	31	24	24	7	33	18%	2.21	14%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

2. 血制品：小拐点，行业供需平衡下，优选采浆量增长空间大的企业

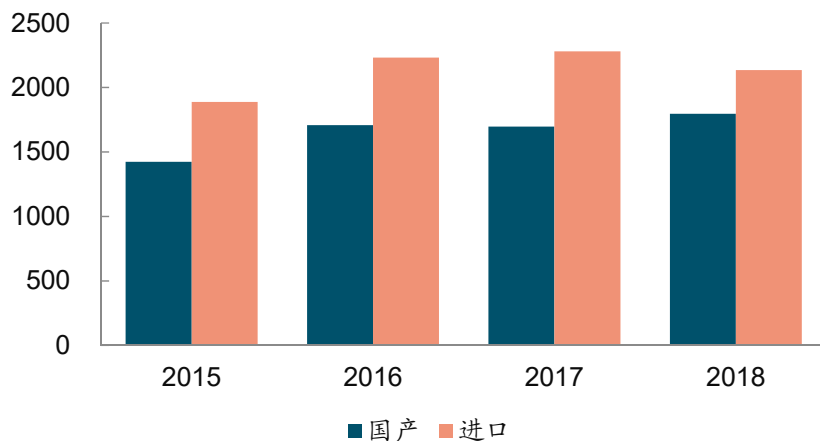
供需改善&价格体系稳定，血制品行业迎向上小拐点。血制品17年之前因供不应求，“量价齐升”，经销商渠道库存高涨，17年供需拐点后，叠加两票制，经销商开始库存清理、渠道改革；生产企业开始终端学术推广；18Q3开始血制品行业供需重新恢复，价格体系稳定，行业迎来向上小拐点：

- 需求端10%增长，其中：白蛋白低于10%增长，考虑基层市场空间仍大，加上进口替代，未来仍有50%以上空间；静丙随着新适应症开发和医生教育，未来空间仍大；其他血制品空间大，整体增速有望超过10%；
- 供给端近10%增长，因近2年新批浆站少，供需平衡下，价格将保持平稳；
- 血制品企业渠道改革，自建销售团队后收入端明显提速，扣非净利润也实现较快增长；两票制后，血制品企业加大学术推广力度，部分企业采用类似化药学术推广模式，加强临床医生教育，经过2-3年终端市场培育，血制品行业增长有望加速。

2. 血制品：国产白蛋白自17Q4占比持续提升

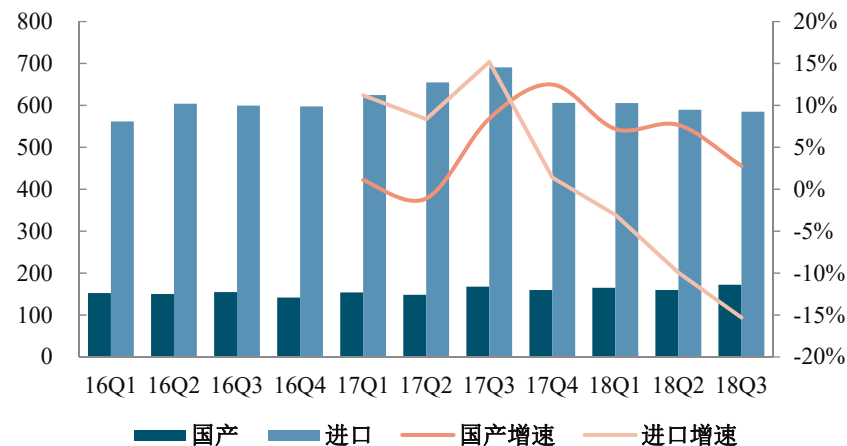
- PDB样本医院数据显示，进口白蛋白增速自17Q4开始下滑，18Q1-Q3持续负增长，17Q4-18Q3增速分别为1.4%、-3.1%、-9.9%、-15.5%；而国产白蛋白持续稳健增长，17Q4-18Q2分别为12.5%、7.2%、7.7%、2.8%，国产白蛋白占比持续提升；从批签发数据看，截止18年11月底，国产白蛋白批签发占比45.7%（17年42.7%），进口占比53.4%（17年57.3%），国产占比提高3个百分点。
- 血制品行业整体供需平衡下，优选采浆量增长空间大的企业。

图表：2015-2018年白蛋白批签发数据（万支）



资料来源：药智网，太平洋证券研究院（备注：截至18年11月底）

表：16Q1-18Q3白蛋白PDB样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

2. 血制品——重点公司分析

博雅生物：丹霞19年上半年有望实现血浆调拨、19年下半年开启注入，公司浆站将达37个，未来采浆量将达1300吨，有望实现从几百吨到千吨以上采浆的跨越式发展，成长为国内血制品龙头之一。未来三年公司业绩有望维持高增长，中期血制品业务估值300亿。预计公司18-20年净利润分别为4.5/6/7.7亿元，同比增速34%/27%/22%，对应PE29/22/17倍。风险提示：调拨进度低预期，销售不及预期、新品未能如期获批、产品降价等。

天坛生物：血浆调拨获批，成都蓉生将调拨血浆给武汉血制和兰州血制，解决成都蓉生产能紧张局面，提高血浆利用率和产能利用率；成都蓉生在建的永安基地规划投浆量1200吨，预计20年建成，计划建设的云南基地投浆量超1200吨，中期公司投浆能力可到4000-5000吨，投浆规模将达到国际一线血制品企业。预计公司18-20年净利润分别为5.4/6.6/8.2亿元，同比增速-54%/23%/23%，对应PE37/30/24倍。风险提示：内部整合低预期，产品销售低于预期、价格下降风险等。

华兰生物：血制品业务迎来向上小拐点，公司为国内流感疫苗龙头，四价流感疫苗18/19年上半年独享国内市场。血制品、疫苗、生物药大布局稳步推进，未来生物药若取得突破，中期市值有望突破500亿元。预计公司18-20年净利润分别为11.4/14.5/14.8亿元，同比增速39%/27%/2%，对应PE31/24/24倍。风险提示：销售低于预期、新品未能如期获批、行业黑天鹅事件等。

表：血制品重点公司盈利预测及估值表

股票代码 公司简称	股价/元	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth
	2018/12/8		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20
300294 博雅生物	30.27	131	0.82	1.04	1.39	1.76	37	29	22	17	5	28	15%	0.97	30%
600161 天坛生物	22.78	198	1.35	0.61	0.75	0.91	17	37	30	25	6	13	39%	1.70	22%
002007 华兰生物	37.78	351	0.88	1.22	1.56	1.59	43	31	24	24	7	33	18%	2.21	14%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

3. 生长激素：仍处高速增长期，空间仍大

生长激素空间大、增速快，未来三年维持高景气度。生长激素是治疗儿童矮小症的唯一药物，我国儿童矮小症发病率3%左右，我国矮小症人口约4000万人，其中4-15岁儿童约有700万患者，其中病理性患儿约占1/3，约230万左右患者儿童可使用生长激素治疗。当前我国的诊断率和治疗率低下，目前30万就诊，规范治疗不足3万人，相比国外28%左右治疗率，国内有巨大提升空间。假设存量患者治疗率15%，增量渗透率30%，仅考虑病理性患儿，治疗费用4万元/年，人均治疗周期1年计算，存量市场140亿，增量市场20亿元。

存量市场规模140亿=230万人*15%*4万元；增量市场20亿元=1700万*3%*1/3*30%*4万元

适用症拓展&渠道下沉，行业有望持续高增长。

相比国外十种以上适应症，目前国内仅获批4种适应症，未来随着新增适应症获批，生长激素市场持续扩容；此外，目前一线城市治疗比例显著高于二、三线城市，未来终端学术推广加强，二三线城市将发力，驱动行业持续高速增长。

3. 生长激素——重点公司分析

长春高新：生长激素粉针、水针和长效，产品布局齐全，市场份额最高的龙头企业。18年新患者增速40%左右，确保19年业绩持续高增长，未来三年预计维持30%以上增速；受益渠道下沉&适应症拓展，中期生长激素收入有望突破100亿元；金赛管理层稳定，预计金磊博士未来离开公司概率极低。百克生物满产，疫苗业务18年预计贡献超2亿净利润；此外公司布局生物药，未来若有突破，将打开长期成长空间。预计公司18-20年净利润分别为10.0/13.4/17.3亿元，同比增速51%/34%/30%，对应PE33/25/19倍。风险提示：生长激素销售不及预期，生长激素竞争格局恶化，疫苗行业黑天鹅，产品研发不及预期等。

安科生物：生长激素持续高增长，水针预计19年初获批，业绩增长有望提速，预计未来三年生长激素维持40%以上增速，长效预计19年上半年报产，20年有望上市销售，实现生长激素粉针、水针和长效全品种布局；CAR-T研发处于国内第一梯队，有望18年底或19年初获批临床，市场前景广阔；生物药研发顺利推进，Her2预计19年完成临床报产，20年获批，VEGF单抗、PD1单抗研发进展顺利。预计公司18-20年净利润分别为3.7/5.1/7.0亿元，同比增速35%/35%/38%，对应PE40/30/22倍。风险提示：产品上市进度不及预期，生长激素销售不及预期、新药研发进展不及预期等。

表：生长激素重点公司盈利预测及估值表

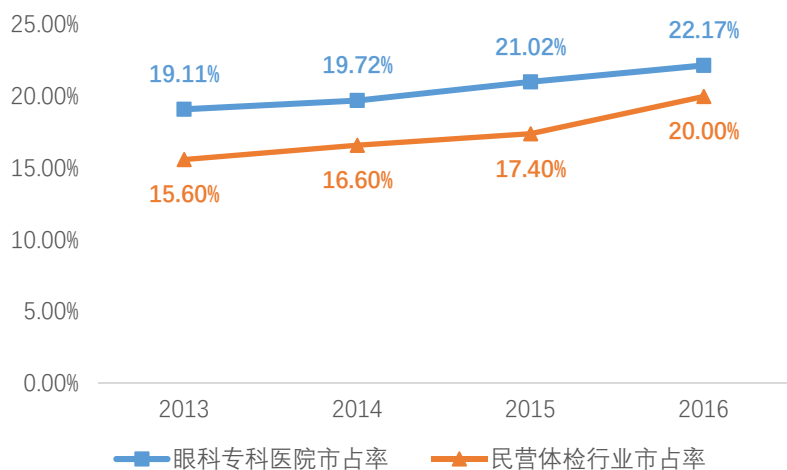
股票代码 公司简称	股价/元 2018/12/8	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE 17A	PEG 18PE/19~20G	Growth 19~20
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E					
000661 长春高新	194.00	330	3.89	5.85	7.88	10.0	50	33	25	19	7	27	15%	1.06	31%
300009 安科生物	15.15	151	0.28	0.37	0.51	0.70	54	40	30	22	9	39	17%	1.10	37%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

4. 医疗服务：看好已走出成熟模式的专科诊所

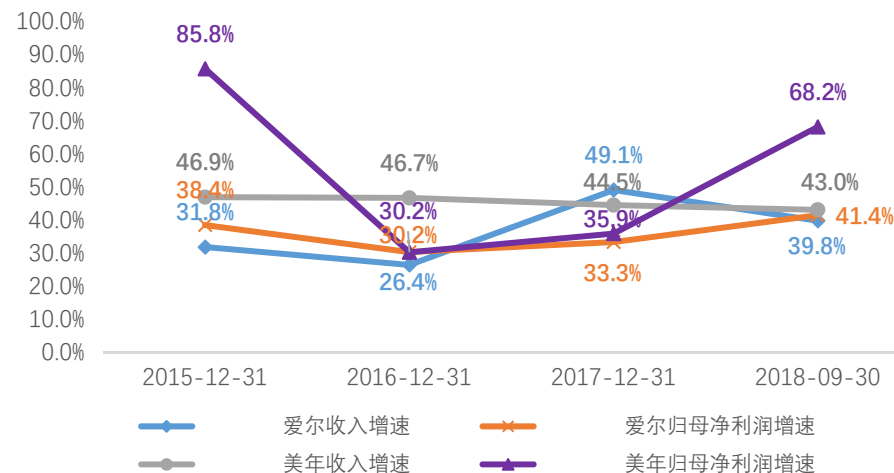
- 医疗服务行业中，我们优先看好专科诊所板块：需求缺口大、政策红利期（尤其是不受招标、带量采购影响）、多点执业放开、标准化复制、规模效应明显、激励充分吸引人才、重视服务获取医院客流、集中度提升。公立医疗机构的客流正在流向专业民营医疗机构（如下图）。
- 目前在此领域形成成熟盈利模式、走出完整投资周期、诞生了龙头企业的有眼科、体检、口腔。龙头企业规模扩张已到了中期，核心竞争力显现。多渠道融资渠道和杠杆的合理应用只是辅助工具，**成熟的管理架构和人才队伍才是支撑企业稳健运营和抢占、深耕市场的核心**，既能对整体医疗质量有严格的把控，又能保证每年的新增目标不低于预期。
- 未来专科连锁龙头企业继续保持领先优势，主要有三个要素：1）规范化运营提升质量，抵御风险能力强，有能力引领民营行业技术和服务革新，如爱尔的技术和美年的新产品；2）盈利模式立体化，由单一产业向全产业链延伸，人工智能、远程诊断、大数据等加速应用，服务内涵不断丰富提升粘性和客单价；3）牢牢掌握核心医生资源，有完善的培养体系和激励机制。

图：眼科专科医院和民营体检各自市占率逐年提升



资料来源：卫生统计年鉴，太平洋证券研究院

图：爱尔眼科和美年健康近年业绩高增长



资料来源：wind，太平洋证券研究院

4. 医疗服务：筛选优质标的须具备的要素分析

要素一：龙头企业云更规范，抵御风险能力强，有能力引领民营行业技术和服务革新

➤ 从历史来看，相比小企业，龙头企业受到“黑天鹅”影响首当其冲，但事后都是靠着建立严格的风控机制和质量管理机制，锻造了企业的“黄金甲”，增速更稳健。**品牌形象好、医疗规范度高、客户利益至上、质量严格把关、需求刚性**是优质企业能够从危机事件中恢复元气的根本原因（参考爱尔12和16年经历两次行业事件，业绩均在次年就恢复正常）。

表：爱尔和美年“黑天鹅”事件的应对措施

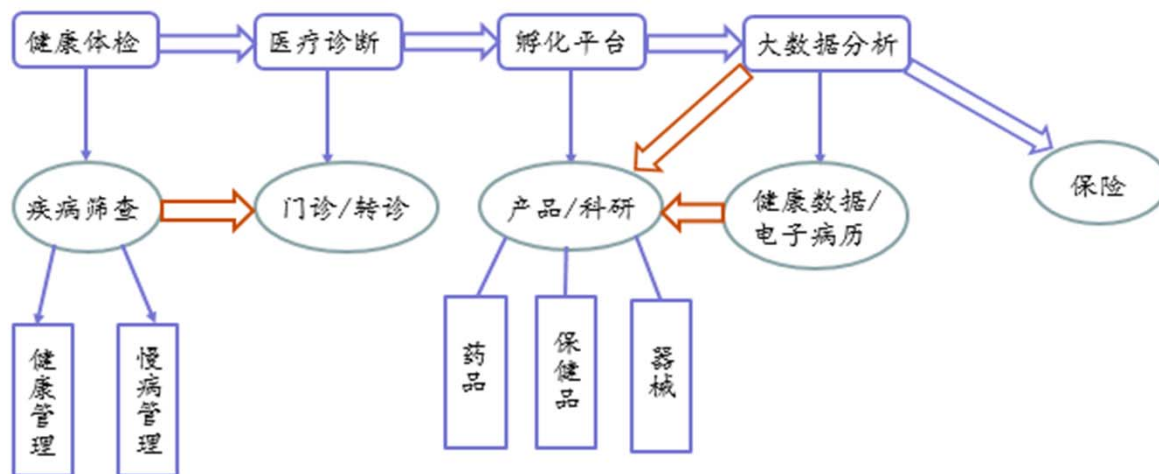
	爱尔12“封刀门事件”应对措施	爱尔16“魏则西事件”应对措施	美年18“广州富海”事件
影响机制	公众质疑准分子激光手术安全性，公司手术量下降	民营医疗机构公信力下降；公司暂停部分地区白内障社区推广活动，白内障手术量下降	数例漏检误检事件，使得公众质疑美年医生资质和体检质量，品牌受损，部分客户流失
澄清	公司迅速公告澄清，并通过媒体、学术界科普眼激光手术安全性，后准分子手术的安全性得到了各方专家、中华眼科学会、眼科医师协会、卫生部等的认可	16年三季报业绩低于预期，券商报告及公司公开口径均有说明原因：白内障业务开展受影响	公司迅速发布澄清公告，并通过主流媒体消除“假医生”误解
产品端	加大促销力度	恢复社区推广	推出新产品美年好医生，真正形成健康管理闭环
内部管理	对现有管理和业务流程进行梳理和优化，强化公司总部的统筹规划、监督指导功能	继续在完善	加大合规运营、医质规范方面的力度和管理权重，并将加强信息化管理的投资和医疗专业人才储备建设，进一步提升完善内控体系，持续提高服务品质和医疗质量等级；核心制度执行高于行业标准
风控	制定和修订了一系列应急预案、手术培训、管理等规范性文件，加强媒体危机公关预警预防机制建设，落实较好	继续在完善	不断强化美年特有的医疗质量四级质控体系，从集团、省级公司到分公司、分院进行抽查、巡查、督查和互查；在定增预案中提到要对系统安全进行升级；美年好医生能够分散经营风险
医疗质量	针对 ICL 植入术，公司对医院管理、设备设施、手术室、人员资质等设置了严格的准入条件，明确了手术适应症、禁忌症、手术效果随访追踪的要求；针对准分子激光手术严格推行术前十八项安全检查，严把适应症关	白内障人才引进及学术交流正常进行，并成为了中国首批承接国际援助项目的非公医疗机构，为老挝、越南、缅甸3个国家的贫困白内障患者免费实施复明手术，医疗质量获认可	多渠道缓解医生短缺瓶颈，与艾迪康战略合作提升检验质量
维护股价	爱尔的股价在12年12月初跌至最低点，较年初几乎腰斩，大股东爱尔投资迅速自12月6日起增持约0.1%的股份；同时13年初实施股权激励，共258核心员工，占总股本1.46%，发行价相当于当时股价最低点的60%。之后股价迅速回升	爱尔的股价在16年8月开始缓跌，年底公司发布17-19年股东回报规划，即每年持续分红；加上12月的定增预案，募集17亿主要用于医院建设和收购，股价止跌回升	近期，公司计划在6个月内以不超过17元/股的价格回购3-5亿元，全部用于员工持股计划或股权激励计划；股价止跌回升明显

4. 医疗服务：筛选优质标的须具备的要素分析

要素二：盈利模式立体化，由单一产业向全产业链延伸，服务内涵不断丰富提升粘性和客单价

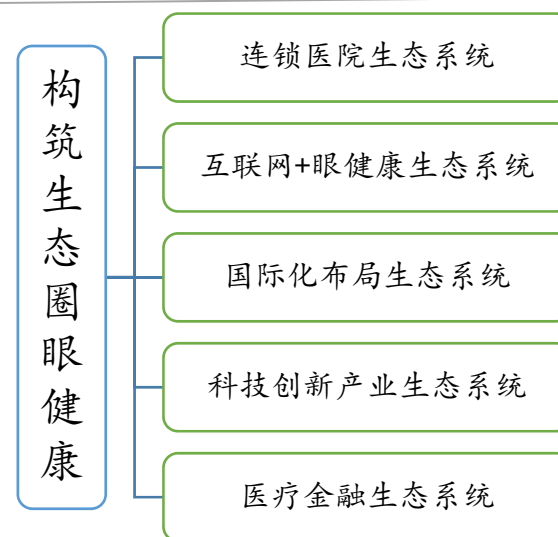
- 单纯依靠规模增长带来的量价齐升会到达瓶颈期，也容易遇到新进者的分流和价格战，提升客户粘性和客单价的中长期因素在于产业链延伸，提升服务内涵，这正是优质企业着手在布局 and 落地的。以美年健康与爱尔眼科为例，前者在专业检查中加入精准评估、健康管理、智能判断、专科诊疗、远程医疗等健康增值服务，能够为公司长期发展奠定基础；后者持续培育眼健康服务生态圈，通过全球科技创新孵化基金投资眼科及前沿领域的创新项目，与国际顶尖医疗机构的深度合作，进一步完善公司在眼科相关产业的储备和布局。

图：美年健康产业链延伸设想



资料来源：太平洋证券研究院整理

图：爱尔眼健康生态圈



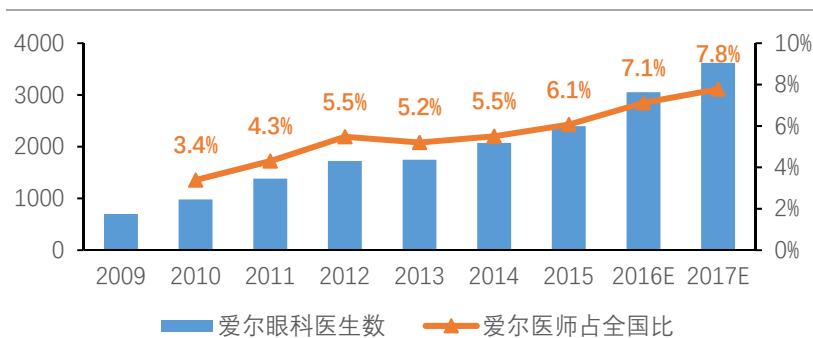
资料来源：太平洋证券研究院整理

4. 医疗服务：筛选优质标的须具备的要素分析

要素三：牢牢掌握核心医生资源，有完善的培养体系和激励机制

- **爱尔：**医师资源是眼科医疗机构最为稀缺的核心竞争资源，爱尔采取**多层次股权激励+合伙人制度+打造一流医科教平台**，将核心医疗人员与公司连接为长期利益共同体——目前，爱尔眼科医生超过4000人，为医院扩张及下沉奠定基础。公司的激励计划也逐步进入了收获期，2011年实施的分6期行权的股票期权计划于2018年5月全部完成行权，合伙人计划已经覆盖了129家医院超过1000名医生，第一批合伙人的年均收入较加入爱尔前超过3倍以上。
- **美年：**多渠道缓解医生（尤其是超声医生）瓶颈：1）给与有竞争力的薪酬待遇；2）跟国内外顶尖机构开发人工智能辅助超声系统，未来对医生依赖可以降低50%；3）自建超声医学院，未来自己培养超声人才；4）国际主流超声厂商配套人才协助。**员工激励覆盖面广，激励充分：**16-17年连续实施员工持股，覆盖了核心管理层、主要区域总经理、数千骨干员工，对团队稳定起到了关键作用；18年，公司的回购股份计划已于12月通过股东大会审核，在6个月内具备可行性，回购总金额3-5亿元，回购股份将用于员工持股计划或股权激励计划。
- **通策：**公司与中国科学院大学、浙江大学、同济大学和杭州医学院、益阳医学高等专科学校、湖南医药学院等大专院校达成**产学研深度合作**，且与英国波恩生殖中心和德国夏里特达成战略合作关系，为公司持续输送优质人才；同时，对于当地优秀的医生合伙人团队，公司会为其提供品牌、管理、人才、技术、资金等支持（**蒲公英计划**）。

图：爱尔眼科医生数与其占全国眼科医生比例



资料来源：公司公告，雪球网，太平洋证券研究院；注：假设爱尔医生数量占医务人员的40%，16年与17年全国眼科医生人数按13-15年的复合增长率8.5%计算得出

表：爱尔眼科医生梯队建设模式梳理

	方式	项目
内部培养	高校合作	中南大学+爱尔眼科学院 湖北科技学院+爱尔眼视光学院
	毕业生招聘	-
	内部培训	医疗技能培养
		管理能力培养 自我学习平台
外部引进	人才引进	专家引进
		“千人计划” 科研平台建设

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

4. 医疗服务：推荐——美年健康、爱尔眼科

➤ **美年健康：**1) 从前三季度的客单价增速、人次增速来看，公司依然保持了稳健增长，虽然单三季度的收入增速不高，是因为门店检查等因素影响，部分订单推迟至Q4，全年看体检人次预期暂不下调。2) 美年目前的医质管理能力提升较大，检验科所有的采集、运送、检验都符合了国家卫生部的标准，加上跟艾迪康合作，检验水平做到了更高标准，经营更加稳定。3) 美年量价齐升仍具备长期稳定的支撑，不仅来源于渠道下沉，还有新技术新产品的加入，这是未来美年核心竞争力的核心之一，公司的规模效应、强议价能力、不断加入顶尖技术资源已经形成良性循环。4) 美年好医生的推出，涵盖“检”“存”“管”“医”“保”5大服务，跨越式实现检前、检中、检后的健康管理全程保障，大幅度降低公司运营风险。

盈利预测：据十年空间测算，未来公司（归母）净利润在百亿元级别，市值空间几千亿。预计18-19年归母净利润8.5、12亿，同比增长46%（追溯17年口径）/41%，对应PE60/42倍，维持“买入”评级。**风险提示：**健康体检有一定漏检误检概率；体检中心扩张速度及盈利能力不及预期；体检中心快速扩张过程中的管理风险。

➤ **爱尔眼科：**1) 爱尔运营效率高、具备快速复制的能力，2017年医院数已超过200家，其中体内80家左右，覆盖了全国30个省市。在扩张方式上，公司和产业并购基金持续通过新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，深入探索同城分级诊疗体系建设，纵向推进省域内分级连锁体系建设，横向拓展眼视光中心（诊所）以及社区眼健康服务模式，进一步下沉医疗渠道，扩大核心医院的辐射半径。2) 手术量快速增长，视光配镜量持续上升；同时全飞秒、ICL等高端手术、高端晶体占比提高，视光技术和新产品不断创新升级，推动业绩高增长。3) 长期持续的研发投入和学术研究使得公司的专家团队在业内的权威性和话语权不断增强，公司行业学术地位稳步攀升。

盈利预测：考虑到去年下半年并表因素基数较高，仍给与18全年30%-35%的增速预期，预计18-20年净利润分别为9.78、12.82、16.79亿，对应PE分别为72/55/42倍，维持“买入”评级。**风险提示：**医院业绩增长不及预期；行业“黑天鹅”事件。

表：医疗服务重点公司盈利预测及估值表

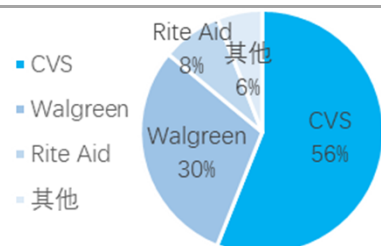
股票代码 公司简称	股价/元	总市值	EPS（元）				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth
	2018/12/8	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20
002044 美年健康	16.24	507	0.20	0.27	0.38	0.54	83	60	42	30	8	39	9%	1.47	41%
300015 爱尔眼科	29.40	701	0.31	0.41	0.54	0.70	94	72	55	42	13	53	14%	2.31	31%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

5. 零售药店：处方外流带来零售格局转变，龙头药店对上游议价能力提升

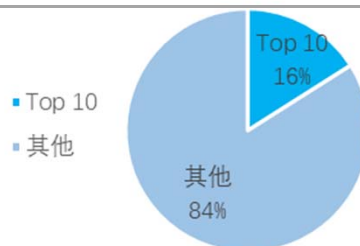
- **处方外流趋势明显：**目前处方药的销售终端主要在医院，但零售药店占比2016年已达到10%，预计近两年处方药院外交易市场容量约3500亿元，院边店及达到3A评级的药店优先享受处方外流的红利，目前各大药店都在进行院边店布局，且提升了自建店的标准，积极对接医院处方共享平台，收入结构中处方药占比也呈现增长态势，如一心堂17年处方药销售占比35%，18年预计达到37%。
- **国家集采背景下，药企更加重视零售渠道，上市药房议价能力提升：**药店受带量采购影响小，药店可以通过品类结构调整，替换低价药，同时在控费降价背景下，药企更加注重零售渠道布局。以处方药企业为例，近两年，包括阿斯利康、默沙东、赛诺菲等在内的多家领带头医药厂商都组建了零售团队，负责零售渠道的维护。再如，截止17年底，拜耳与一心堂在7省的子公司达成业务合作，合作的连锁门店约2500家。带量采购进一步推动了医药分家，因为从医院渠道转向零售渠道的药品，只要还在医保目录仍可以医保支付，慢性病只需首诊处方，且目前特慢病试点药房可以刷统筹账户。上市药房凭借规模和集采优势，向药企及经销商要利润，加上对产品结构的调整，来弥补定点药店与医保定点医院执行统一支付价后出现的药店价格倒挂损失，维持毛利率稳定。
- **长逻辑：零售药店正在从高毛利导向向以客户需求为导向转变，**借助各种新零售技术与互联网技术、人工智能技术，赋能员工，提高其专业服务能力与水准、提高其经营管理水平、提高其运营效率，最终提高其整体效率。
- **未来格局演变，零售药店的五个梯队：**1) 高瓴资本高举高打，规模飞速过百亿，未来稳定期规模预计500-1000亿级别。2) 四大上市药房及全亿健康，目前在40-70亿之间，国大药房已过百亿，未来稳定期规模预计几百亿-1000亿级别。3) 省级区域连锁药店龙头。4) 省会级大城市的大连锁。5) 其他单体药店。参考美国前三大药店占94%的份额，日本药妆店TOP10占67%的份额，以及它们药店发展历程，我们认为中国药店目前处于美国20世纪的规范期，处于日本的推进医药分业初期（见下页补充），具备有效整合与高效运营能力的企业将脱颖而出，不受流通行业增速放缓影响，享受估值溢价。

图：2017年美国药店市场份额



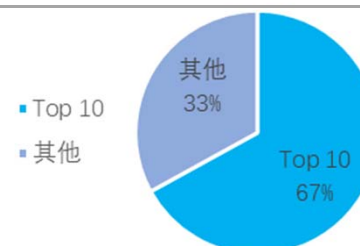
资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院；注：2017年各企业零售药店收入由2016年数据与历史年复合增长率估计得出

图：2017年日本调剂药局市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

图：2017年日本药妆店市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

5. 零售药店：处方外流带来零售格局转变，龙头药店对上游议价能力提升

表：美国药店市场发展历程

阶段	特点	内容
18 世纪末 -19 世纪末	多元发展，监管空白	18 世纪末，药剂师作为医师与药材零售商，对其每个药品的配方都享有独家专利，药房买药主要遵循“利益至上”的原则。到 19 世纪末，随着《医师法》、《药师法》等政策的提出，促使医药分开，医师与药师职责分离，药师专门负责配制药剂，零售药店成为了药品的主要销售渠道，医药零售行业向多元化的格局转变。
20 世纪初 -20 世纪下半叶	连锁热潮，立法规范	20 世纪初，随着物流体系的完善与规模经济效应，零售药店多元化的格局逐步加深，美国零售药店涌现一股连锁热潮。同时，人们安全意识的提升推动对药品高安全性和有效性需求，美国零售药店开始转变销售策略，逐步注重药品的安全与有效性。
20 世纪末至今	服务转型，行业整合	20 世纪末以来，美国形成零售药店寡头竞争格局，前三大零售连锁药店市占率超过 90%。同时，在 PBM 兴起、互联网发展、医疗控费需求等背景的推动下，美国零售药店逐步开始服务转型，零售诊所、医药电商等成为美国医药零售未来的新增长点。同时，在美国医药零售行业增长缓慢的背景下，行业两极分化严重且竞争激烈，“重磅炸弹”级药品的入市与行业内激烈竞争造成的利润压力，进一步促使行业内部整合并购不断出现。其中，CVS、Walgreens 作为零售连锁药店的龙头企业，不断兼并收购其他企业，促使行业集中度迅速提升，目前美国 Top 3 零售药店市场份额已达到 84% 左右。

资料来源：太平洋证券研究院整理

表：日本药店市场发展历程

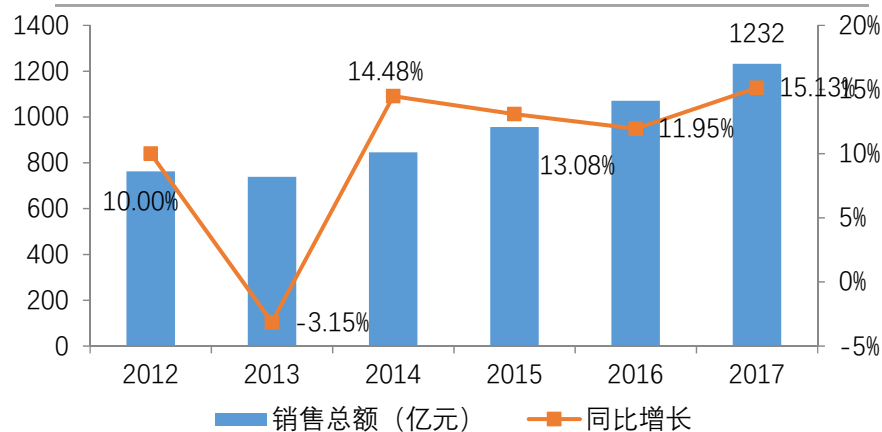
阶段	核心	内容
1961-1973 年	提出全民医保制度	1961 年，日本执行全民医保制度。个人只要缴纳相应的保险（收入的 10% 左右），之后产生的医疗费用就可以根据年龄阶段的不同予以报销，报销比例不少于 70%。在日本经济高速成长的背景下，医药零售业开始迅速发展。然而，较高的报销比例，给医保基金的运行带来不小压力。于此，日本政府开始进行多元的控费方式，促使随后“医药分开”的推进。
1974-2008 年	推进医药分业	1974 年，日本完成医药分业的制度设计，开始推进医药分开。为缓解医保基金的压力，一方面，通过减少医疗机构与医生的药品收入占比，同时设立处方调剂费，使医生有动力让处方外配。另一方面，则是以医保支付端为侧重点，限制药品的出厂价格。在医药流通方面，虽然在药品流通价格上日本政府没有作出限制，但是在向流通企业采购时药店支付的采购价通常低于基准价格，从而利用市场限制流通环节的加价。
2009 年至今	《修正药事法》颁布	2009 年日本政府颁布《修正药事法》，促使原有的药品销售监管体系简化，药品被划分为处方药、非处方药制剂和一般用药品。调剂药房和药妆店也向不同的方向深入发展，调剂药局更侧重与处方药与医疗服务产业，并进而演化出轻医疗服务，提高专业能力，而药妆店则往大健康产品和快消品的发展方向。

资料来源：太平洋证券研究院整理

5. 零售药店：集中度持续提升，并购重组将趋于合理

- **集中度提升逻辑未变：**17年药品零售市场总额达到4003亿（含税），扣除不可比因素同比增长9%，跟去年比增速略有放缓，但前100位药品连锁企业增速提升明显，17年达到1232亿元（占比31%），增长15%，比去年提升3个点。17年药店连锁率达到50.5%，大型连锁药店市占率增速高于中小型市占率增速，表明收入逐渐向大型连锁企业集中的趋势。
- **近两年并购价格居高不下：**药店行业在政策驱动（包括分级分类）、资本介入、市场规范、飞行检查等因素影响下，兼并整合速度加快。从上市公司来看，2017到18H1，四大上市药房共并购药店61起，涉及203家药店，总额38.15亿元。从产业资本看，截止18年10月，高济医疗已经收购了全国范围内近1.2万家药店，覆盖了21个省市；截止17年底，全亿健康已整合超2000家药店。并购的加剧带来收购PS的上升（竞争激烈和优质标的稀缺），目前门店过百家的连锁报价ps超过1，例如益丰拟收购的上海上红，ps1.21；老百姓收购的江苏普泽，ps1.22。
- **未来并购将趋于合理，价格逐步回归本质：**虽然产业资本没有业绩压力且资金雄厚，但也面临着整合的难题，包括同一品牌、营销、集采、信息管理等；上市药房在收购价格偏高、采购成本上升、人员租金成本上升的压力下，也将重点放开自开店与精细化管理上，未来2-3年内，药店并购会更加趋于理性。

图：2012-2017年百强连锁的销售额（亿元）及增长



资料来源：中国医药商业协会，太平洋证券研究院

表：2017-18H1上市药房并购统计

企业	并购起数	并购门店数量	并购总额 (亿元)
益丰	19	928	23.33
一心堂	16	407	4.46
老百姓	16	587	7.26
大参林	10	181	3.10
总计	61	2103	28.15

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

5. 零售药店：分级管理实施或将影响上市公司对区域龙头的并购速度

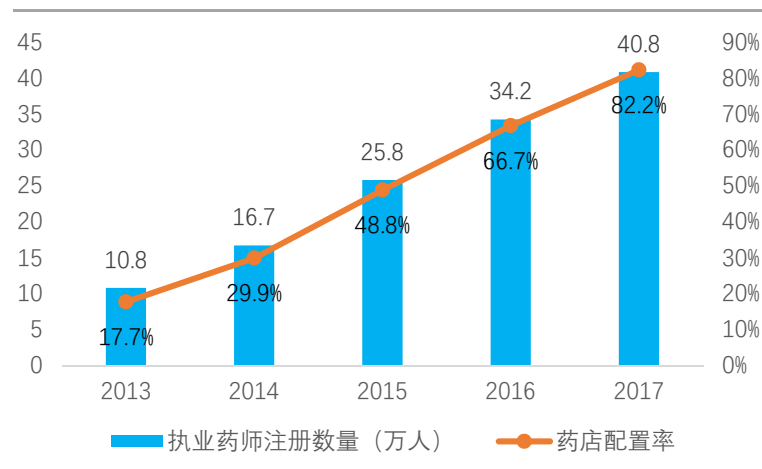
- 药店分级分类管理已在北京、广东、云南等部分地区试点，今年11月《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》出台，依据经营面积、软硬件设施、执业药师配置人数、仓储条件等核定药店类别，并赋予相应经营权限，级别越高的药店可以卖的药品种类越多。
- 分类分级管理对龙头药房的利好主要体现在：1）倒逼店内改造升级，中小单体药店挤出效应明显，被并购意愿增强，上市药房市占率提升；2）拉高整体门槛，间接阻止其他行业的跨界行为。
- 但是，分级管理实施或将影响上市公司对区域龙头的并购速度，地方龙头药店的收购价格可能不降反升，因此，可能影响倾向于收购龙头药店的企业明年的收购步伐。
- 执业药师缺口大但对上市药房影响有限：仅从药店执业药师需求来看，2017年药店执业药师配置率82.2%，按照1:1（大型门店配置比例通常为1:2）的比例进行配置，我国执业药师数量仍存在较大缺口。但意见稿规定，三类药店中实行网上集中审方的门店可视为配有一名执业药师，使得上市公司在门店集中的地区，人工成本不会大幅上升。

图：全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）重点内容

类别	主要内容
分类经营范围	一类门店 乙类非处方药
	二类门店 非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类）、中药饮片
	三类门店 非处方药、处方药（不包括禁止类）、中药饮片
分类人员配置要求	一类门店 配备至少1名药师及以上职称的药学技术人员
	二类门店 配备至少1名执业药师（经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少1名执业中药师）和1名药师及以上职称的药学技术人员
	三类门店 配备至少2名执业药师（经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少1名执业中药师）和2名药师及以上职称的药学技术人员，实行网上集中审方的药品零售连锁企业门店，可视为配有1名执业药师
分级要求	A 近1年内未发生严重失信行为，具备正常经营时间不间断服务能力
	AA 近2年内未发生严重失信行为，具备24小时经营时间不间断服务能力
	AAA 近3年内未发生严重失信行为，具备24小时经营时间不间断服务能力

资料来源：中国医药商业协会，太平洋证券研究院

图：2013-2017年我国执业药师注册数量及配置率情况



资料来源：国家统计局，前瞻产业信息，太平洋证券研究院

5. 零售药店——重点公司分析

➤ **益丰药房：内生外延齐发力，多因素保证业绩增长高速稳健。**今年二季度以来各地严格了对零售药店医保刷卡监管，部分地区出现非药品暂时下架的情况，对药店营收造成一定影响；但随着行业规范，非药品逐步恢复上架，对益丰Q3业绩影响有限，Q3利润增速放缓主要是收购新兴药房等产生费用较多等短期因素。同时，益丰所在的江苏、上海、江西南昌等省市药店的距离限制和区域医保店数量限制在放开。前三季度，公司净增门店1183家，其中新开404家，收购813家，关店34家，新增门店并表及新增的门店和医保门店带来增量，维持全年35%的利润增速预期。

盈利预测：考虑新兴药房9月并表，预计2018-2020年净利润分别为4.25、5.72、7.53亿元，对应PE分别为44/33/25倍。公司聚焦区域战略，精细化管理+区域集中度提升带来业绩30%以上的稳定增长，维持“买入”评级。**风险提示：**门店并购后业绩不及预期。

➤ **一心堂：新开店速度显著提升，公司进入持续盈利、净利润提升期，业绩改善空间最大。**三季度收入提速，表明成熟门店在稳定贡献业绩；净利润增速略有放缓的原因主要与Q3开店速度加快，产生较多费用有关，另外还有Q3是上游返利淡季的因素。截止9月30日，公司门店数达到5471家，较上半年的5264家净增207家，对比Q2净增门店数109家，及Q1净增门店数89家，可以看到公司门店拓展速度明显在加快，前三季度新建门店数631家，关闭116家，搬迁110家，合计净增405家。截止10月18日，公司门店数提升至5507家，一个半月时间净增36家，且正在筹备门店有174家，预计全年新开门店在1000家左右。公司直营网络覆盖10个省份及直辖市，进驻260多个县级以上城市，已形成在省级、地市级、县级、乡镇四个类型的市场均超过1000家门店的立体化经营格局，上半年零售业务行业第一。

盈利预测：公司高密度少区域的布局战略和自建为主的扩张模式价值将在业绩改善中得以体现，预计18-20年净利润分别为5.2亿、6.6亿、8.2亿，对应PE25/20/16倍，维持“买入”评级。**风险提示：**门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

➤ **老百姓：门店维持较快扩张速度，培育期过后业绩释放有望加快。**前三季度，公司净增门店676家，其中自建门店421家，收购303家，关店48家，总门店数达到3110家，门店数量较同期大幅增长，集中开店也使得公司期间费用增长较快，拖累净利润，利润增速暂时低于收入增速，预计19年随着前期门店逐步盈利，老店将更有能力支撑新店扩张。从上半年的坪效看，公司因为加快了中小门店的扩张，整体坪效略有下降，但旗舰店和大店坪效保持稳定，整体运营能力仍是高效的。从前三季度的费用率看，前三季度的管理费用率及销售费用率均较同期略有下降，显示公司规模效应下较好的控费能力及较强的门店整合能力。**风险提示：**处方外流进度低于预期，药店整合效果低于预期。

5. 零售药店——重点公司分析

- **大参林：**华南继续深耕布局带动业绩增长。前三季度公司门店数达到3676家，净增门店691家，其中自建551家，并购181家，关闭门店41家，自建速度符合全年自建700家的目标，收购门店速度略慢，主要与目前整体收购价格较高有关。公司的战略定位是“聚焦两广，全国扩张”，50%以上新增门店都在华南地区。但在华北、华东乃至华南地区的药店并购热潮下，公司省外扩张加速，今年前三季度收购福建国晟51家门店和江西会好康药房。总的来说，广东地区高坪效及公司的龙头地位将带来业绩20%左右的增长，而高效率的省外扩张则带来公司业绩超预期的可能。**风险提示：**处方外流进度低于预期，药店整合效果低于预期。
- **国药一致：**业绩逐季提速，工商业均有改善，国大药房战略优化成效明显。1) 公司的分销业务居两广区域规模第一，在31个地级以上城市的医院直销市场竞争排名前3甲。在国内药品批发行业增速不断放缓的背景下，公司净利润仍能平稳增长，主要依靠分销网络进一步扩展（区域做“深”）及积极发展创新业务，终端覆盖面的提升持续带来上游品种的丰富和议价能力的提升。2) 在零售板块，公司采取优势区域布点下沉，强化区域管理的战略，在医保店、院边店加大布局力度，提升精细化管理能力。3) 沃博联参股国大药40%股权，已经完成交割，合资后的国大药房新一届董事会对未来3-5年的战略规划达成了共识，并形成具体战略举措，在线下门店扩张与管理、线上新零售业务方面布局有望加速。

盈利预测：如果考虑并表口径调整，则预计18-20年净利润分别为11.81亿、12.86亿、14.79亿，对应PE分别为16、15、13倍，在药店板块中估值最低，但未来提升空间较大，维持“买入”评级。**风险提示：**处方外流推进速度低于预期，门店整合效果低于预期。

表：零售药店重点公司盈利预测及估值表

股票代码 公司简称	股价/元	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth
	2018/12/8	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20
603939 益丰药房	49.70	187	0.83	1.13	1.52	2.00	60	44	33	25	6	35	10%	1.33	33%
002727 一心堂	22.77	129	0.74	0.92	1.16	1.44	31	25	20	16	3	17	11%	0.97	26%
000028 国药一致	44.00	188	2.47	2.76	3.00	3.45	18	16	15	13	2	7	11%	1.34	12%
603883 老百姓	57.56	164	1.30	1.61	2.01	2.47	44	36	29	23	5	24	13%	1.51	24%
603233 大参林	45.00	180	1.19	1.38	1.71	2.09	38	33	26	21	6	21	17%	1.40	23%

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测

6. 创新及创新CRO/CMO产业链

可参考去年我们发布的医药年度策略《“创新”大牛市》

持续看好“创新”核心逻辑。中国药品市场相继经历“药品短缺”、“普药过剩”、“专科药首仿”、“中药独家品种”，现在已进入“创新药”时代。“企业多年研发投入修炼内功逐步爆发”+“政策鼓励、营造创新体制”+“全球创新蓬勃发展，中国与其差距快速缩小”，内因外因共振，创新药必将引领医药进入新时代，尤其在某些生物前沿技术领域，中国与全球最领先的差距也已不到5年。

未来中国创新药占比将大幅提升。美国市场鼓励创新、同时鼓励专利到期后的仿制，创新药以70-80%的收入占比占据90%以上的利润，获取巨额利润，而仿制药竞争激烈。反观中国，创新药仅占10-20%收入，且以外资为主。我们判断：未来中国创新药占比将大幅提升，国内研发创新企业将快速崛起，将会出现一批10亿美金甚至以上的重磅产品，而仿制药企业将逐步回归到一个合理的利润率水平。预计2019年开始国产1类创新药每年上市超10个，超市场预期的5-10个，2022年超20个；而美国近10年平均每年批准创新药29.3个。

创新药放量速度将进一步加速。1) 能否进入国家医保是新药实现放量的前提，当前医保目录动态调整，创新药/新药获批后可通过谈判方式进入医保，推动医药实现快速放量；2) 仿制药政策压力下，倒逼企业加速研发创新药，而医疗终端/医生更有动力去使用创新药/新药（仿制药国家集采下，无须再向终端/医生推广）。

预计未来5-10年，将是国内药企开始参与全球竞争的新时代，将是创新叠出的新时代，更是缩小与跨国药企市值的新时代。彼时看医药A股市值，将以美金衡量，将会出现500-1000亿美金的恒瑞，一批200亿美金的二线白马，缩小与跨国药企目前超千亿美金及2千亿美金市值的差距。

国内政策鼓励创新，国家/企业/医生等各方均有动力促进创新药产业发展，创新及相关产业链——CRO/CMO行业将持续高景气。

6. 创新及创新CRO/CMO产业链

如何筛选“创新”标的？

- 1) 早期开始投创新研发，已步入收获期，在研创新药成梯队，临床进度领先，化学仿制药占比不高&以注射剂为主短期集采影响小：恒瑞医药、海正药业、天士力、贝达药业、亿帆医药、丽珠集团。
- 2) 创新CRO/CMO产业链：药明康德、凯莱英。

如何投资“创新”？

- 单一创新药能否上市始终有概率问题，即使概率很接近于1。因此为避免承担过大的风险，建议：优选有产品梯队的公司，或者做一个“创新”公司组合。
- 创新是长期的大趋势，无论是从医药产业、还是从股价角度。但因为估值的因素，每一次股价上涨多了以后，调整也是难免的，而在调整的过程中买入并中长线持有，将获得丰厚的回报，也将极大概率跑赢医药指数。

6. 创新药——重点公司分析

恒瑞医药：创新药龙头，创新药加速进入扩张期。公司为国内医药创新企业标杆企业，一方面企业转型医药创新最早，最坚定，为后来者转型医药创新提供宝贵经验；另一方面，恒瑞医药创新成果国内领先，创新驱动业绩增长愈发明显，仿制药对业绩增长影响越来越小。中长期看，19K、吡咯替尼、PD-1等陆续贡献巨大业绩弹性，公司发展将进入新一轮创新驱动的增长周期。风险提示：产品降价风险，研发进展低预期等。

海正药业：“管理+业务”历史拐点，国家集采大杀器。1、管理拐点：新董事长未来将从几个大方面努力改进：第一治理结构，体系建设方面，进一步优化，要建立符合公司发展的治理结构、激励机制。第二优化研发，包括准入和退出，梳理产品线。第三优化资产质量，发挥最大效益、资产瘦身。2、业务拐点：1）瀚晖制药自高瓴资本进来后改善明显，且作为国内稀缺的药品CSO平台，优势开始显现，预计18年净利润7亿，40%增长。2）生物药已步入收获期（18年开始减亏，预计20年开始盈利），18年陆续解决安佰诺产能问题并开始放量（预计18年收入1亿及以上）、阿达木单抗报生产。3）原料药板块2017年重新通过美国FDA认证、欧盟已经经过检查等待正式批文，18年微利到未来逐步恢复到过去正常水平的3亿以上净利润。4）国家集采政策给了海正自身化学药消化固定资产的历史大机遇——海正自身化药BE申报/获批多，全是增量，此时固定资产反而突出产能优势，是为数不多的受益国家集采的医药股。风险提示：产品降价风险，研发进展低预期等。

天士力：现代中药龙头+创新生物药，估值低廉！公司是现代中药标杆企业，研发销售优秀，主业以中药独家口服为主，保持稳定增长，不受带量采购政策影响，生物创新药拥有普佑克等超过15个品种，已步入收获期，随着普佑克逐步放量，预计生物药今年有望实现盈亏平衡。给予公司主业18年20倍市盈率，对应估值310亿元，天士力生物估值120亿元，合理估值430亿，向上空间40%，维持“买入”评级。风险提示：销售、研发进展低于预期等。

贝达药业：国内稀缺的“创新药全产业链”平台型公司。公司业绩18H1触底后三季度开始反弹，在研品种年底开始陆续报产，研发进入收获期。作为中国稀缺的“创新药全产业链”平台型公司，兼具研发管线厚度和进度，创新药“临床开发”和“上市后商业化销售”能力优异，先发优势明显，公司立足中国，创新全球！值得长线坚守，分享“未来创新龙头”成长。预计公司18-20年净利润分别为2.18/2.59/3.29亿元，同比增速-15.3%/18.7%/27.1%，对应PE70/60/46倍。风险提示：产品降价风险，销售不及预期，研发进展低预期等。

6. 创新药——重点公司分析

亿帆医药：“创新+国际化”稀缺标的！攻守兼备，长线坚守，分享“未来千亿市值龙头”成长。公司已步入“飞跃期”，“创新+国际化”梦想即将实现，制剂持续高增长，泛酸钙提价预期强烈，19年全年价格有望维持在300元左右（对外报价），贡献约10亿利润，提供充足现金流。展望19年制剂净利润5亿元以上，持续25%以上增长，中期制剂净利润20亿以上；首个创新药F-627预计20年上市，中性预期，F-627峰值收入5亿美金；F-652临床2期a，有望获批孤儿药后以2期临床数据直接申报上市，4个适应症，合计市场规模3亿美金以上。19年公司合理估值215-255亿元，2年翻倍以上空间，目前市值未包含任何创新药预期，攻守兼备，维持中长期“买入”评级。风险提示：产品降价风险，制剂销售不及预期，研发进展低预期等。

丽珠集团：大专科，大生物。公司现有业务收入结构持续改善，参芪扶正、鼠神经因子下滑幅度收窄，未来下滑幅度可控；亮丙瑞林微球、艾普拉唑等二线重点品种持续高增长，艾普拉唑注射剂上市销售，未来口服+注射有望成为30亿规模重磅品种；“大专科+大生物”稳步推进：1）**大专科：**重点打造促性激素、消化道、肿瘤、神经、自身免疫疾病等5大优势专科领域，同时深度布局以微球为核心的高端制剂平台；2）**大生物：**抗体药物、液体活检、体外诊断和检测服务稳步推进，打造“检测+药品+服务”精准医疗全产业链。预计公司18-20年净利润分别为11.53/12.71/14.67亿元，同比增速10%/16%/16%，对应PE18/16/14倍。风险提示：产品降价风险，产品放量不及预期；研发进展不及预期等。

表：医药创新重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价/元 2018/12/8	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE 17A	PEG 18PE/19~20G	Growth 19~20
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E					
600276	恒瑞医药	58.38	2150	0.87	1.07	1.39	1.73	67	55	42	34	13	53	21%	1.99	27%
600267	海正药业	10.98	106	0.01	0.08	0.32	0.56	781	129	34	20	2	15	0%	0.83	156%
600535	天士力	20.14	305	0.91	1.09	1.24	1.43	22	18	16	14	3	15	16%	1.27	14%
300558	贝达药业	37.54	151	0.64	0.54	0.63	0.81	58	70	60	46	7	43	13%	3.09	22%
002019	亿帆医药	12.08	146	1.08	0.80	0.88	1.21	11	15	14	10	2	9	20%	0.66	23%
000513	丽珠集团	28.38	204	6.16	1.60	1.73	2.00	5	18	16	14	2	2	41%	1.50	12%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

6. 创新CRO/CMO产业链——重点公司分析

药明康德：全球极具竞争力的CRO龙头，畅享国内外创新红利。 公司为全球超过3000家客户提供高品质的药物研发服务，小分子药物研发为公司核心业务，全球竞争力极强，近10年收入端期间复合增速达24.6%，利润端达19%，未来受益国内新药研发投入高速增长和临床前CRO业务渗透率持续提升，临床前CRO业务维持稳健增长。高技术附加值的工艺研究可帮助药企优化生产工艺、提高生产效率，节约生产成本，公司凭借平台优势，CMO/CDMO订单增长迅速。临床CRO业务布局晚，增速快，17年临床CRO收入3.56亿元，增速72.6%，受益新药研发投入增加，临床CRO业务市场空间巨大。风险提示：订单增速不及预期，行业竞争加剧订单流失风险，汇率波动风险、贸易战风险等。

凯莱英：CMO/CDMO龙头，积极拓展产业链。 公司为国内CMO/CDMO龙头企业，受益海外和国内市场需求增加，公司业绩处于快速成长期，临床阶段、商业化收入占比提升，除了国际业务稳步增长外，国内客户数量显著增加；此外公司不断完善产业链，积极承接国内创新药CMC服务，MAH业务，制剂研发，一致性评价，临床试验服务等新业务，为业绩增长注入新动力。风险提示：订单增速不及预期、国内市场拓展低预期，贸易战风险，汇率波动风险等。

表：CRO/CMO重点公司盈利预测及估值表

股票代码 公司简称	股价/元 2018/12/8	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE 17A	PEG 18PE/19~20G	Growth 19~20
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E					
603259 药明康德	80.10	840	1.17	1.93	2.17	2.67	68	42	37	30	13	41	19%	2.34	18%
002821 凯莱英	71.91	166	1.48	1.95	2.61	3.43	49	37	28	21	8	33	17%	1.13	33%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

7. 医疗器械：国产替代+分级诊疗+鼓励创新

医疗器械除了部分高值耗材外，其他子领域短期不受集采政策影响，引发资金配置需求，加上利好政策（国产替代、分级诊疗、鼓励创新）频发，市场关注度快速提升：

1、国家鼓励国产设备采购，进口替代加速推进：

在我国医疗器械各细分领域中，医学影像、体外诊断、低值耗材、心血管器械和骨科器材销售规模靠前，销售总和占比达50%以上；国内企业在体外诊断、心脏支架、监护仪器、低值耗材等领域已大部分实现进口替代，但是在人工关节、高端影像、分子诊断、化学发光、POCT等领域，国内企业与国际巨头相比仍有相当差距，未来国产替代空间最大。

近些年，国家政策对国产优质设备/耗材的支持和鼓励力度不断加大，2015年10月《中国制造2025》明确提出了2020年县级医院国产中高端医疗器械占有率达到50%。2018年10月，《2018—2020年大型医用设备配置规划》中要求大型医疗设备配置要实施阶梯配置，严格控制公立医院超常装备，因此医院对优质的中高端国产设备和耗材的倾向性也将会更加明显，从而有力地推动优质国产器械在大型公立医院对进口品牌的替代。

在此背景下，各地区积极响应，浙江、四川、广东等多个省区采取限制进口/规定国产设备采购比例等方式支持国产设备的采购。

7. 医疗器械：国产替代相关政策

时间	文件名称	颁布机构	主要内容
2015年3月	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》	国务院	明确提出要逐步提高国产医用设备配置水平
2015年5月	《深化医疗卫生体制改革2014年工作总结和2015年重点工作任务的通知》	国务院	强化了医疗器械国产化科技投入，研究促进医疗器械国产化的政策措施。
2015年5月	公布了第一批优秀国产医疗设备产品遴选结果	卫健委	选择了具有市场竞争力且符合基层需要的台式彩色多普勒超声诊断仪、数字化光机和全自动生化分析仪等3种适宜设备。
2015年7月	第二批优秀国产医疗设备产品遴选工作正式启动	卫健委	对国产MRI、CT、全自动血细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉机和自动分药机进行遴选。
2015年10月	《中国制造2025》重点领域技术路线图	工信部	要求到2020年县级医院国产中高端医疗器械占有率达到50%；2025 年达到 70%；2030 年达到 95%。
2016年9月	推进国产医疗设备发展应用领导小组工作会议	卫健委/工信部	明确提出卫计委和工信部等部门密切协作，采用多种手段推动国产医疗设备发展应用。
2016年10月	“健康中国2030”规划纲要	国务院	到2030年，具有自主知识产权新药和诊疗装备国际市场份额大幅提高，高端医疗设备市场国产化率大幅提高。
2017年3月	开展第三批优秀国产医疗设备产品遴选	卫健委	第三批遴选 10 个品目：包括医用直线加速器、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、心脏血管支架、骨科内固定耗材等。
2017年11月	开展第四批优秀国产医疗设备产品遴选	卫健委	第四批遴选品目（13 个）包括：多参数监护仪、便携式彩色多普勒超声波诊断仪、3.0T磁共振、腔镜切割吻合器、人工关节、骨科脊柱类材料等。动态调整品目（3 个包括：数字化 X 线机、台式彩色多普勒超声波诊断仪、全自动生化分析仪。
2017年12月	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	发改委	围绕健康中国建设要求和医疗器械技术发展方向，聚焦使用量大、应用面广、技术含量高的高端医疗器械。。。发挥大型企业的引领带动作用，培育国产知名品牌。
2018年1月	卫健委关于政协十二届全国委员会第五次会议第0692号（医疗体育类079号）提案答复的函	卫健委	在政府采购中优先采购自主创新医疗器械的问题，要求积极支持国产医疗器械采购；严格限制进口设备的审批；医保目录制定限价支付，促进医院优先使用国产。
2018年10月	《2018—2020年大型医用设备配置规划》	财务司	明确到2020年底，全国规划配置大型医用设备22548台，其中新增10097台，分3年实施。并且明确提到大型医用设备配置要实施阶梯配置，严格控制公立医院超常装备。
2018年11月	关于第五批优秀国产医疗设备、第二批品目动态调整遴选标准公示的函	卫健委	第五批优秀国产医疗设备遴选、第二批动态调整品目：包括眼前节光学相干断层扫描仪、医用内窥镜、PET-MR、PET-CT、心脏除颤器、输注设备等；第二批品目动态调整：CT、MRI、呼吸机、麻醉机、血透设备、血细胞分析仪、自动发药机）的遴选标准已完成。

资料来源：国务院、卫健委、发改委等、太平洋证券整理

7. 医疗器械： 分级诊疗及相关政策

1、分级诊疗释放基层需求：分级诊疗相关政策有利于释放基层医疗机构对设备和耗材的需求（包括“补充不足”和“设备更新换代”），随着政策的不断实施，国产厂家在基层受益明显。

时间	文件名称	颁布机构	主要内容
2015年1月	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	卫健委	通过放宽条件、优化政策环境等，鼓励医师到基层、边远地区、医疗资源稀缺地区和其他有需求的医疗机构多点执业。
2015年3月-9月	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》、《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》、《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》、《关于推进分级诊疗制度建设》	国务院	从优化县域医疗资源配置等九个方面推行县级公立医院综合改革，实现大病不出县，努力让群众就地就医；强化公立医院与基层医疗卫生机构分工协作，构建起布局合理、分工协作的医疗服务体系和分级诊疗就医格局；要求到2020年，分级诊疗服务能力全面提升，基本建立符合国情的分级诊疗制度。
2016年6月	县医院医疗服务能力推荐标准	卫健委	明确了县医院的服务能力推荐标准，包括科室组成和配备相应的医疗服务等。
2017年4月	《关于印发深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	国务院	着力推进分级诊疗等5项制度建设，分级诊疗试点和家庭医生签约服务扩大到85%以上的地市。
2017年5月	《关于做实做好2017年家庭医生签约服务工作的通知》	卫健委/国务院	鼓励各地大力发展区域影像、心电、检验、病理、消毒供应等共享中心，提升基层辅助诊断能力。
2018年8月	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	卫健委/中医药管理局	以区域医疗中心建设为重点推进分级诊疗区域分开；以县医院能力建设为重点推进分级诊疗城乡分开；以重大疾病单病种管理为重点推进分级诊疗上下分开；以三级医院日间服务为重点推进分级诊疗急慢分开。
2018年9月	《国家卫生健康委员会、国家中医药局关于开展“优质服务基层行”活动的通知》&《乡镇卫生院服务能力标准》	卫健委&中医药局	1) 省级卫生健康行政部门要对照活动要求和能力标准，对制约基层医疗服务能力发展的政策措施进行梳理完善，如床位设置、设施设备、药物目录等，加大对基层的支持和倾斜力度，形成协同效应。2) 《乡镇卫生院服务能力标准》要求全国至少有95%的乡镇卫生院必须完成达标建设。
2018年11月	《全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020年）》	卫健委	力争实现县域内就诊率达到90%左右，推动构建分级诊疗制度。

资料来源：国务院、卫健委、发改委等、太平洋证券整理

7. 医疗器械：鼓励创新相关政策

3、创新器械受政策优待：我国医疗器械整体创新水平仍然非常不够，在一些关键领域如人工关节、化学发光设备、高端影像等，国产厂家的实力和创新水平仍远不如国际巨头。

2014年，CFDA便发布《创新医疗器械特别审批程序（试行）》，针对具有我国发明专利、技术上具有国内首创、国际领先水平，并且具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道，2014-2018H1年，分别有17、29、45、64和28个器械产品进入创新器械特别审批程序，涉及企业包括微创医疗、乐普医疗、先健科技、艾德生物等等。

同时，国务院、国家市场监督管理总局、发改委等多个部委均发布了相关文件，要求提高国产医疗器械研发创新能力，促进国产优质医疗器械快速发展。

时间	文件名称	颁布机构	主要内容
2014年2月	《创新医疗器械特别审批程序（试行）》	CFDA	针对具有我国发明专利、技术上具有国内首创、国际领先水平，并且具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道。
2015年5月	《中国制造2025》	国务院	提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材等医疗产品。
2015年8月	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	鼓励医疗器械研发创新，将拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械注册申请，列入特别审评审批范围，予以优先办理。
2016年6月	“十三五”医疗器械科技创新专项规划	科技部	加速医疗器械产业整体向创新驱动发展的转型，完善医疗器械研发创新链条。推出一批基于国产创新医疗器械产品的应用解决方案。。扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率。
2016年10月	《医疗器械优先审批程序》	市场监督管理局	对列入国家科技重大专项或国家重点研发计划的医疗器械和临床急需的医疗器械可获得优先审批。
2016年12月	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	推动企业提高创新和研发能力。。。实现药品医疗器械质量达到或接近国际先进水平。
2017年5月	《关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策》（征求意见稿）	药监局	加快临床急需药品医疗器械审评审批、支持罕见病治疗药物和医疗器械研发、完善药品医疗器械审评制度。
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国务院	文件从改革临床管理、加快审评审批等六个方面提出指导意见，以促进药品医疗器械产业结构调整和科技创新。
2017年11月	《接受医疗器械境外临床试验数据技术指导原则》	药监局	加强医疗器械产品注册工作的管理，进一步提高注册审查质量，鼓励医疗器械研发创新。
2017年11月	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	发改委	加快高端医疗器械产业化及应用，重点支持PET-MRI、超声内窥镜、手术机器人、全实验室自动化检验分析流水线（TLA）等创新医疗器械产业化。
2018年4月	《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》	发改委等8大部委	共有32类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，在后续公立医院招标采购中能够得到配套政策支持。
2018年8月	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	国务院	明确提出推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
2018年11月	《创新医疗器械特别审查程序》	药监局	明确了关于创新医疗器械特别审查程序中有关专利方面的要求、审查结果告知方式和内容、企业沟通交流的方式等等。

资料来源：国务院、卫健委、发改委等、太平洋证券整理

7. 医疗器械——重点公司分析

国家明确支持国产医疗器械采购、支持器械创新，以及分级诊疗的不断推进实施，利好于国产优秀医疗设备厂商，包括**迈瑞医疗**（监护仪、彩超、麻醉机等）、**安图生物**（化学发光龙头）、**开立医疗**（彩超、内窥镜）、乐普医疗（支架、起搏器、封堵器等）、大博医疗（骨科）、**万孚生物**（POCT龙头）、**东诚药业**（18F-FDG（用于PET/CT、PET/MR检查））。其中部分高值耗材19-20年可能会受国家集采影响。

迈瑞医疗：稳健增长的国产器械龙头。国内医疗器械龙头，竞争优势明显，三大核心业务——生命信息与支持类、影像、IVD均是细分领域龙头，其中彩超、化学发光市场空间大，国产化率低，有望引领公司未来20%增长。**业绩情况：**预计18年和19年净利润达36.6亿和45亿，对应PE分别为38倍和31倍。

安图生物：化学发光进口替代产生大机会，流水线系统打开新空间。化学发光进口替代产生大机会：化学发光行业未来3年仍能保持20%以上的增速，而公司是化学发光行业领先企业。公司磁微粒化学发光检测试剂高速增长，已成为主要收入来源之一，一季度流感带动微生物检测试剂等快速增长；**自动化流水线打开新空间：**通过收购等补齐生化产品线，完全自动化的流水线系统Aotolas A-1国内第一，打破外企垄断，有望2018年开始放量。**业绩情况：**未来3年可保持复合30%增速，预计2018年和2019年净利润达5.8亿和7.6亿，对应PE分别为39倍和30倍。

开立医疗：彩超和内窥镜逐步高端化，进口替代提速。政策利好：分级诊疗+政府采购优先国产政策，推动彩超和内窥镜的国产进口替代加速；公司彩超高端产品S50系列快速渗透市场，增速快盈利强，高清内镜增速快且打破外资长期垄断（国内唯一可生产高清内窥镜的企业）。**业绩情况：**未来3年可保持35%+的增速，预计2018年和2019年净利润达2.74亿和3.76亿，对应PE分别为47倍和33倍。

万孚生物：POCT龙头，产品线齐全。POCT行业保持20%+高增长，目前占IVD比例在10%左右，相比国外不到30%的比例仍有空间（不包含血糖），国产化率30-40%，公司是POCT行业龙头，产品线齐全，研发突出，最为受益。**业绩情况：**预计2018年和2019年净利润达3.1亿和4.3亿，对应PE分别为34倍和24倍。

表：医疗器械重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价/元	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG		Growth
		2018/12/8	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20	
300760	迈瑞医疗	114.14	1388	2.13	3.02	3.72	4.60	54	38	31	25	19	41	39%	1.61	23%	
603658	安图生物	54.53	229	1.06	1.38	1.80	2.32	51	39	30	24	13	36	27%	1.34	29%	
300633	开立医疗	31.32	125	0.48	0.67	0.95	1.25	66	47	33	25	12	56	18%	1.28	37%	
300482	万孚生物	30.60	105	0.61	0.90	1.26	1.63	50	34	24	19	10	32	20%	0.98	35%	

资料来源：wind，太平洋证券研究院

8. 特殊垄断性行业——核医药优势和特点

高壁垒:

从事核医药生产、销售和使用需要通过GMP认证之外, 还需要获得国家或省级环保部门颁发的辐射安全许可证。获得辐射安全许可证需要经过技术审评、现场核查、专家审查等环节, 对企业的生产运营和内部管理要求较高。此外还需要取得药监部门颁发的放射性药品生产许可证和经营许可证。

市场空间大:

铟 $[^{99m}\text{Tc}]$ 标记药物、氟 $[^{18}\text{F}]$ 脱氧葡萄糖注射液等多个核心品种均具有数倍成长空间。

高成长:

核医学发展方兴未艾, 我国目前核医学专业科室仅有927个, 仅为三级医院数量的38%, 普及率仍有提升空间。

根据MED raysintell的数据, 2015年美国有12500台SPECT和2300台PET, PETCT和SPECT每百万人保有量分别为7.12台和38.69台, 同年我国为0.17台和0.48台, 远低于美国的水平; 我国PETCT和SPECT每百万人保有量仅为世界平均水平的25%和13%。未来我国PET和SPECT的保有量还有巨大提升空间。

核医药行业发展优势和特点

盈利能力强:

毛利率高, 销售费用率不太高, 净利率较高。尿素 $[^{13}\text{C}]$ / $[^{14}\text{C}]$ 净利率20%以上, ^{18}F -FDG可达40%以上。核医药竞争格局良好, 不会出现价格竞争。有望长期保持较强盈利能力。

政策利好:

PET/CT配置审批权限下放、SPECT配置取消审批将加快医疗设备配置速度, 装机量提升会带动相关配套示踪试剂销量增加。

龙头企业先发优势明显:

短半衰期核素药物需要就近生产供医疗机构使用, 因此需要建设核药房。拥有全国性核药房覆盖网络的企业将具有渠道先发优势。

核医药迎来多项政策性利好

1、大型医疗设备国产化率提升有效降低了医院购置设备的经济负担，提升了医疗机构配置设备的意愿。国内PETCT市场此前主要被GE、西门子和飞利浦3家占据，竞争不充分，设备价格高昂（2000万元以上）。锐视康、上海联影和东软医疗等国内企业已经实现了PETCT的国产化，打破了国外企业垄断，联影生产的PETCT价格约在1200-2000万之间，为进口产品价格70-90%；深圳贝斯特、北京滨松光子也推出了国产SPECT。

2、审批流程的简化有助于装机量的提升。PETCT自2004年起被纳入甲类大型医疗器械进行管理，进行配置购买需逐级上报，由国务院卫生行政部门审批，流程繁琐冗长，限制了保有量的增长。配置SPECT也需要省级卫生行政部门审批。2018年4月卫健委发布了《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》，PETCT被纳入乙类大型医用设备，配置审批权限下放至省级卫生计生委；SPECT在本次调整中被移出乙类目录，进行配置将不需要审批。

3、《大型医用设备配置规划》发布，PET/CT规划配置未来3年年均增长29%，大超预期。之前PET-CT年均增长14%，相应的诊断核药18F-FDG每年增长20%，18年10月30日国家PET/CT规划配置未来3年年均增长29%，叠加18年4月PET-CT配置权限由国家卫计委下放到省级卫计委，将大大促进18F-FDG放量增长，预计增速30%及以上。

4、民营资本如平安好医等也开始进入医学影像诊断行业，带来新增设备配置需求。

图：PETCT和SPECT配置审批流程变化

2004年

发改委、财政部发布《大型医用设备配置与使用管理办法》，PET-CT被纳入甲类，由国务院卫生行政部门管理。SPECT被纳入乙类，由省级卫生行政部门管理。

2011年

原卫生部、发改委发布《2011-2015年全国正电子发射断层扫描仪配置规划》，到2015年底，全国总体规划配置PETCT270台，2011-2015年全国规划新增配置160台。

2018年

卫健委发布《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》，将PETCT纳入乙类，由省级卫生计生委负责配置管理。SPECT移出乙类目录，配置不需要审批。

2008年

原卫生部、发改委发布《2008-2010年全国正电子发射断层扫描仪配置规划》，本周期规划配置PETCT 38台，至2010年底全国总体控制在96台以内。

2018年

国务院取消浦东新区社会办医疗机构乙类大型医用设备配置许可证核发等审批。

2018年

卫健委发布《大型医用设备配置规划》，PET-CT配置规划未来3年年均增长29%。

资料来源：相关政府部门网站，太平洋证券研究院

中国主要上市的8个核药——空间大，20%增长

表：中国已上市8个核药品种市场分析

分类	药品	适应症	纳入医保情况	17年出厂价收入	5-10年空间	17年竞争格局（出厂价收入）	未来增速预期
治疗性用药	锝 ^[99Tc] 亚甲基二膦酸盐注射液（云克注射液）	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、甲亢突眼、肿瘤骨转移等免疫性疾病和骨性疾病。	核医学科以医疗技术报销；部分地方医保增补。	约3亿元	10亿以上	东诚药业独家产品	15-25%
	碘 ^[125I] 密封籽源	对射线低至中性敏感的肿瘤永久性植入治疗；也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤。	全国医保乙类	约6亿元	20亿	东诚药业1.3亿元、中国同辐2.01亿元（其中代理上海欣科产品收入9000万元）、北京智博高科1.59亿元、宁波君安、天津赛德、深圳拉尔文合计约2.11亿元。	20-25%
	碘 ^[131I] 口服液	甲亢、甲状腺癌及转移癌以及其他甲状腺相关疾病诊断和治疗。	全国医保乙类	约3亿元	5亿以上	中国同辐（原子高科、成都中核高通）2.75亿元。东诚（上海欣科）代理同辐碘 ^[I-131] 口服液，约3000万元。	5-10%
	氯化锶 ^[89Sr]	治疗癌症骨转移疼痛	全国医保乙类	8676万元	3亿以上	中国同辐（中核高通、原子科兴）8520万元；宁波君安约296万元，18年1月GE产品由东诚（安迪科）独家代理。	5%
诊断性用药	氟 ^[18F] 脱氧葡萄糖注射液	用于PET-CT检查中肿瘤显像，可为肿瘤早期诊断、肿瘤分期、肿瘤治疗评价等提供精准诊断依据。	未进入医保	约4.5亿元	20亿以上	安迪科1.3亿，公司1.7亿。根据18年核医学现状普查结果，在使用正电子药物的346所单位中有63%的单位为外购药品，预计医院自制药品收入为1.6亿元，市场合计4.6亿元。	30%以上
	锝 ^[99mTc] 标记注射液	用于SPE-CT检查中用于骨显像、泌尿系统、心肌显像等。。	全国医保乙类	约1.36亿元	10亿以上	公司1.06亿元，东诚药业（上海欣科、广州希埃）3000万元。在使用单光子药物的643所单位中有62%的单位为外购药品，预计医院自制药品收入为0.84亿元，市场合计2.2亿元。	20-30%
	尿素[C-14]胶囊	幽门螺旋杆菌感染检测。	未进入医保	8.2亿元	25-30亿	中国同辐（中核海德威）8.2亿元，东诚（上海欣科）代工生产胶囊约7000万元收入。	20-30%
	尿素[C-13]胶囊	幽门螺旋杆菌感染检测。	未进入医保	5.4亿元	5亿以上	中国同辐（中核海德威）2.74亿元；其余厂家：北京勃然制药；北京海德润医药集团；协和药业等，北京华巨安邦科技负责销售，预计收入为2.70亿元。	10-20%
合计				30亿	100亿		~20%

资料来源：中国同辐招股书，东诚药业公告，公司网站，核医学普查公告，PDB，CFDA，公司调研，太平洋证券研究院（部分出厂价数据由PDB数据，中国同辐招股书推算，可能由误差）。

核医药行业展望

核医药行业对企业的生产运营和内部管理要求较高，具有较高的壁垒。短半衰期核药需要利用核药房就近生产供医疗机构使用，拥有全国性核药房生产配送网络的企业将具有渠道先发优势，龙头企业优势明显，预计未来中国核医药行业长期将保持东诚药业/中国同辐双寡头垄断态势，不会出现价格竞争，两家企业均有望长期保持较强的盈利能力。

2017年中国核医药市场规模约30亿（出厂价收入），可分为治疗性用药和诊断性用药两大类。治疗性用药主要包括PET/CT显像剂 ^{18}F -FDG、SPECT显像剂锝 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记注射液等。设备配置审评程序调整后，压制行业增长的政策性因素已经解除；设备国产化率提高，民营资本的进入也同样有助于装机量提升。卫健委发布的《2018—2020年大型医用设备配置规划的通知》提出到2020年，PET/CT规划配置710台以内，新增377台，年复合增速29%，PET/CT装机量进入加速提升期。07-17年PET/CT年均增长14%，相应的诊断核药 ^{18}F -FDG每年增长20%以上，本次PET/CT规划配置未来3年年均增长29%，将大大促进 ^{18}F -FDG放量增长，预计 ^{18}F -FDG增速将提升至30%。锝 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记注射液等增速也有望超过20%。

国内已上市治疗性用药主要包括云克注射液、碘 ^{131}I 口服液和碘 ^{125}I 密封籽源等，品种较少。近年来Xofigo（氯化镭 ^{223}Ra ）、Lutathera (lutetium Lu-177 dotatate)等重磅治疗性创新核药的上市将打开全球市场天花板。未来国外其他短半衰期诊断性&治疗性核药如果想进入国内市场销售，必须借助国内现有的核医药生产和销售网络，重磅品种陆续在国内上市将加速核药市场特别是治疗性核药市场扩容，国内核药企业有望持续受益。

核医药——重点公司分析

东诚药业：核医药板块中，云克注射液18年已重回高增长，预计未来3年复合增速20%。安迪科受益于PET/CT装机量提升，¹⁸F-FDG增长加速，预计19年增长30%。GMS保持15%左右平稳增长。公司与国投聚力成立产业基金从事核药中心建设与收购，加速推进全国性核药房布局，新开工核药中心7个，新立项核药中心4个，今年以来已有广东、西安等地核药房陆续获得GMP认证，核药房全国性布局的逐步完善有利于现有品种逐步放量&后续产品引进。普通制剂业务：那曲肝素钙快速放量，达肝素钠、依诺肝素上市后确保持续增长。原料药：硫酸软骨素凭借低成本优势，18年盈利能力大幅增强；肝素原料药受粗品价格上涨等因素影响毛利略有下降，长期原料药业务盈利将保持稳定。预计18/19/20年归母净利润2.70亿/3.79亿/4.75亿，增速56%/41%/25%，其中核药占比18年起超80%，逐年提升。19年PE18X，维持“买入”评级。风险提示：原料药业绩波动；汇兑损益，非经常性损益影响业绩；核药增长不及预期。

中国同辐：公司为中国核工业集团同位素和辐照技术应用行业平台，技术优势明显，核药为公司支柱性业务，收入和毛利占比均在80%以上。其中¹⁸F-FDG、钼铯发生器和铟[^{99m}Tc]标记注射液受益于PET/CT和SPECT装机量增加带来的诊疗需求提升，有望加速增长。尿素[¹³C]/[¹⁴C]呼气试验药盒受益于体检需求增加，有望继续保持中高速增长。公司现有8个核医药中心，分布在北京、天津、上海、广州等地区，覆盖了东部医药消费大省。公司现有8个核医药中心，分布在北京、天津、上海、广州等地区，覆盖了东部医药消费大省。目前还有16个核医药中心在建，另有3个在选址，此外还有2个药物生产基地在建，正在向全国性布局迈进。其他业务中，放射源产品业务受益于出口增长，呈现回暖态势。辐照业务预计未来基本稳定。独立医学实验室服务开启异地扩张，预计收入稳步提升。预计18/19/20年归母净利润3.14亿/3.79亿/4.55亿，增速16%/21%/20%。19年PE11X，维持“买入”评级。风险提示：核药房建设进度低于预期；核药增长不及预期。

表：核医药重点公司盈利预测及估值表

股票代码 公司简称	股价/元	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG		Growth
	2018/12/8		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E				17A	18PE/19~20G	19~20
002675 东诚药业	8.40	67	0.22	0.34	0.47	0.59	39	25	18	14	2	18	6%	0.76		33%
1763.HK 中国同辐	13.42	43	0.85	0.98	1.18	1.42	16	14	11	9	2	5	15%	0.67		20%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

8. 特殊垄断性行业——麻药

“政策准入极高壁垒”导致行业寡头垄断格局。麻醉用药分为全身麻醉剂、局部麻醉剂、麻醉镇痛药和肌松药等。其中麻醉镇痛药被国家严格严管：1）其原料药（主要品种原料药1-2家）和制剂（主要品种单方制剂1-3家，含主要品种复方制剂1-7家）为定点生产且限制生产企业数量；2）流通环节，一级流通商限定国药股份、上海医药、重庆医药，各省二级经销商由各省指定；3）销售环节，麻醉药专业性强，需要投入大量的学术营销，教育、培养医生会用、敢用、合理使用麻醉药，消除医生对麻醉药的恐惧，销售先入为主性更强，市场格局一旦形成，短期内难以改变。

无痛分娩+术外镇痛，麻醉镇痛市场仍有巨大成长空间。近日国家卫健委发布《分娩镇痛试点方案（2018-2020年）》，在具备产科和麻醉科诊疗科目的二级及以上综合医院、妇幼保健院或妇产专科医院试点无痛分娩，以点带面并逐步在全国推广。目前我国自然分娩中无痛分娩比例不足10%，而欧美发达国家基本全部实现无痛分娩，国内无痛分娩麻醉镇痛药市场空间巨大：我国自然分娩占比60%，假设未来全部实现无痛分娩，按照每年1700万新生儿计算，假设每次麻醉镇痛用药100-200元，无痛分娩市场10-20亿元。麻醉镇痛药除了应用于手术镇痛外，还广泛应用于癌痛、慢性非癌痛等手术之外的镇痛。国内医生和患者过度担心麻醉药的成瘾性问题，这大大限制了其临床应用。然而国外循证医学的证据证明，慢性重度疼痛的患者，凡是正确使用麻醉药品，即使用量大、时间长，也很少成瘾（成瘾性的概率低于万分之四）。而且疼痛学专家指出，疼痛本身就是对成瘾的抑制因素。随着政府的不断引导规范、医学认识的不断发展，国内麻醉药用药观念正在逐步转变，在癌痛和慢性非癌痛领域都取得了长足发展，但相比发达国家甚至世界平均水平还有相当大的差距。

价格体系相对稳定，无带量采购大幅降价影响。麻醉镇痛药品价格从最初的三管（即政府制定出厂价、批发价、最高零售价）逐步过渡到目前的政府制定最高出厂（口岸）价和最高零售价，批发价规定最高流通差价率。目前公司的麻醉药价格是2000年左右申请的价格，这十年来物价、人工等成本上升很多，目前降价可能性较小。

人福医药：麻药王者，历史拐点！麻药提速+归核化，18年是业绩低点，19年业绩有望开始反转。未来三年麻药提速至25%-30%增长（预计18-20年麻药权益净利润5.47/8.8亿元），预计18年开始大幅剥离非医药主业+亏损资产，1-2年大幅回笼超30亿元现金降低财务费用，麻药核心业务价值体现！不考虑出售子公司带来的投资收益&可能的epic计提减值（减值预期已反应在股价），预计18-20年净利润6亿/8.54亿/11.46亿，对应PE27/19/14倍，19年起业绩明显提速。通过分部估值法，18-20年合理估值222亿元，277亿元，327亿元，相比目前市值，2年一倍空间，建议中线投资者积极买入。

风险提示：归核化力度和进展不及预期；归核化中途放弃转向继续投资并购；新品上市不及预期；产品销售不及预期等。

9. 医药商业：处在集中度提升期

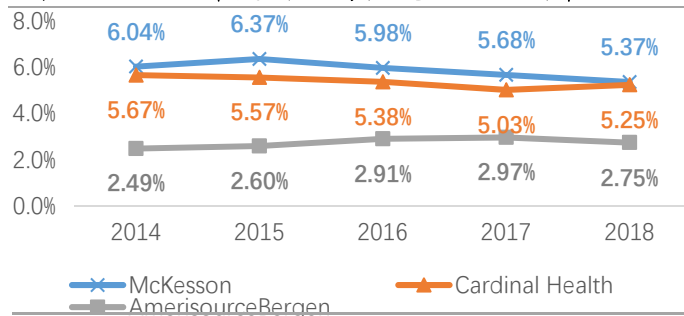
- 参考美国医药批发行业发展，不难发现，中国目前正在经历的集中度提升期，与80年代的美国高度相似。1) 当时美国行业高度分散，政府通过加强药品供应链监管，例如“最小订单起订量”与“授权批发企业制度”来促进流通企业间并购整合，行业集中度迅速提升，类似于国内通过两票制促进集中度提升。2) 美国医药流通企业整体毛利率与净利率在这一阶段持续降低，进入微利阶段，但没有影响龙头企业的收入和利润高增长，主要因为企业业务管理高效，账期短（美国top3应收账款周转20-30天，国内平均90天以上），增值服务项目较多。3) 考虑中国的国情，中国医药商业将形成全国性商业龙头和区域性商业龙头。
- 随着国内流通企业资金成本的降低和账期的稳定至缩短，企业盈利质量将提升，推荐关注器械占款时间长，将显著受益欠款催收的区域龙头瑞康医药；以及区域市占率高，受政府重点支持的柳药股份。

表：美国医药商业发展历程

时间	核心	内容
19世纪末	医药分业	19世纪末，随着《医师法》与《药师法》的颁布，美国医药行业逐渐开始医药分业。
20世纪70年代	萌芽期	20世纪70年代，《标准州药房法》的提出，规范了美国药品流通行业。当时，美国药品分销市场高度分散，仅两家全国性的批发企业，其他区域性批发企业相互独立且规模较小。同时，药品批发企业的业务内容单一，仅集中在药品供应、运输服务和仓储服务三大类。处方药房是美国药品批发企业的主要终端客户。
20世纪80年代	行业整合	20世纪80年代，“重磅炸弹”级药品的出现，促使资本雄厚的批发企业获得巨额回报，而小型企业则不足以支撑庞大的资金压力；“最小订单起订量”的提出，使药店通过批发企业采购药品，增大批发企业的营业收入的同时进一步扩大批发企业的资金压力。同时，1987年《处方药销售法案》提出后，政府对供应链安全的监管要求提升，大多数小型批发企业未通过验收而成为“未授权批发企业”，导致其成为药品生产企业分销商的几率降低。在“重磅炸弹”、“最小订单起订量”与“授权批发企业制度”的压力下，小型批发企业逐渐被收购并购，行业集中度迅速提升。
21世纪	服务创新	21世纪以来，随着PBM的兴起与互联网技术的普及，零售药店规模不断扩大，逐步开始转型为服务型企业，对服务和系统升级的需求加大。面对巨大需求，批发企业通过增加创新服务业务，如库存管理系统、物流体系的升级等，进而转型成为零售连锁企业的技术供应商。

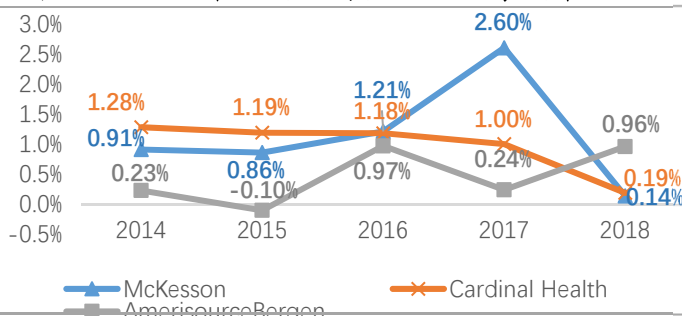
资料来源：太平洋证券研究院整理

图：2014-18年美国医药批发企业毛利率



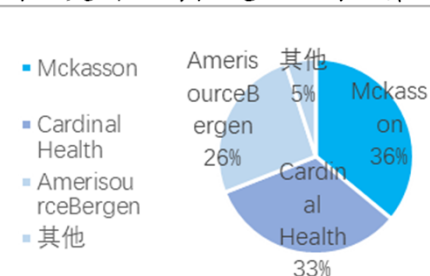
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：2014-18年美国医药批发企业净利率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：美国医药批发企业行业集中度



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院

9. 医药商业：现金流改善、有逻辑、有估值

➤ 利好政策纷至沓来，企业现金流将持续改善：

• 1) 政府及金融机构相继出台实质性政策降低民企融资成本，医药流通企业受益

11月1日，民营企业座谈会召开，国家领导人提出要为民营经济营造更好发展环境，包括减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题等举措，定下政策基调。之后，银行等金融机构积极响应，提出具体措施。地方政府也相继出手增援民营企业，为上市公司尤其是民营企业提供流动性支持。

• 2) 医药流通企业上下游欠款将有效缓解

国务院办公厅在部署2018年下半年医改重点任务时不止一处提到要“落实财政保障政策”，解决公立医院及时回款，保障大批民营医疗器械企业权益。11月9日，国务院总理主持召开国务院常务会议，提到要解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款的问题，抓紧开展专项清欠行动，对欠款“限时清零”，清欠情况明年春节前向国务院报告。

• 3) 流通企业“自救”最重要

纾困基金、欠款清零等政策落地还需要考虑不同地区政府的财力等客观因素，但导向已经明确，优质医药流通企业将优先受益。此外，对流通企业自身来说来说，重点还是要加强库存及资金周转，提高资金的使用效率，突破困境。

➤ **短期逻辑：**1) 利率水平从18Q3起企稳、有望逐步下降；2) 零加成、两票制的负面影响18Q3起逐步减弱，现金流压力有望逐步改善，而两票制对纯销的正面影响更加显现。从流通企业各季度现金流来看，医药商业18Q2开始业绩增速有所回暖&现金流大幅改善，18Q3趋势延续，现金流环比&同比均改善明显。3) 随着两票制的落地，上市企业市占率提升，在催收上下游占款时话语权变高，企业整合增效也将带来内部周转率提速。4) 受带量采购影响小，主要看总量的增速，即药品市场规模还有5~10%增长，产品结构调整不影响，仿制药下去了，新的仿制药和创新药上去。

➤ **中长期逻辑：**1) 行业政策进一步推动小企业被收购兼并/逐步退出，龙头公司份额长期提升。2) 政府的加强支付和降税减费下，企业将更多精力放在业务创新、上下游延伸上，长期看将带来毛利率、净利率的提升，也带来业绩超预期的可能。目前A股流通板块主要上市公司18年估值处于10-20倍区间，均值14倍，19年12倍，估值足够低。

9. 医药商业——重点公司分析

- **柳药股份：**广西政策利好提升集中度，医院终端覆盖面大，利于批发、零售、工业等实现协同。配送方面，公司通过供应链延伸服务和市场的拓展，保持医院销售业务的稳健增长；零售方面，公司零售药店规模持续扩大，DTP药店业务持续发力，推动零售业务继续保持较快增长；在品种方面，公司医疗器械和中药饮片的销售规模增长较快，品种结构优化；在工业板块，公司中药饮片生产业务的产能和产值大幅提升，全年收入预计突破1亿。公司拟收购广西中药知名企业万通制药，预计收购完成后，公司将持有万通60%的股份，万通原有核心管理和技术团队继续保留，协同效应明显：1）改善公司产品结构；缓解公司现金流压力；万通将借助公司强大的渠道和终端资源提升市占率，互利共赢。

盈利预测：公司终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速，预计18-20年归母净利润分别为5.16、6.46、7.84亿元，对应PE分别为14、11和9倍，具备业绩和估值吸引力，维持“买入”评级。**风险提示：**医院供应链延伸服务项目推进低于预期；两票制执行进度不及预期。

- **瑞康医药：**器械整合先行者，资金管理多元化，业务创新是其跨越式发展的核心因素。瑞康医药的基本面趋势与流通板块短中长期逻辑相匹配：瑞康医药是山东医药流通龙头，在省内对规模以上公立医院和基础医疗机构的覆盖率分别超过98%和96%，15年开始省外扩张，目前终端网络覆盖31个省市，终端覆盖能力强，高毛利业务快速增长。公司积极探索新型业务，目前已将业务模式由传统药械配送拓展至医疗器械供应链服务、医疗后勤服务、移动医疗信息化服务、第三方物流、中医药板块、研发生产板块、供应链金融服务等，业务模式增加不仅增加了新的利润增长点，也产生出巨大协同效应，能够综合、全面地服务好各级医疗机构。公司在运营方面采用数字化信息服务系统，通过精细化大数据提升效率，同时采用传统融资和金融供应链相结合的方式有效缓解现金流压力，是商业板块被低估的优质成长股。18年是公司并购收官之年，之后将是整合优化结构提升盈利能力的阶段，预计整体业绩将保持30%以上快速增长。

盈利预测：预计2018-2020年EPS分别为0.79、0.95、1.15元/股，对应PE分别为10、8、7倍。器械占比和省外占比的提升带来业绩提速及盈利水平的大幅提升，议价能力提升及金融工具的运用将带来现金流的持续改善，维持“买入”评级。**风险提示：**省外并购标的业绩不及预期，器械两票制政策推进低于预期。

表：医药商业重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价/元	总市值	EPS（元）				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth
		2018/12/8	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20
603368	柳药股份	28.29	73	1.55	1.99	2.49	3.03	18	14	11	9	2	15	11%	0.61	23%
002589	瑞康医药	8.07	121	0.67	0.79	0.95	1.15	12	10	8	7	1	8	13%	0.49	21%

资料来源：wind，太平洋证券研究院

10. 品牌消费/OTC：具备中长期逻辑

品牌消费/OTC在消费升级、政策以及企业销售改革的推动下，发生了中长期的变化。

1、品牌OTC“周期减弱，成长增强” & “量价齐升”+“集中度提升”。 行业逻辑1、行业政策变革，渠道净化：16/17年流通行业政策巨变（94号文、营改增、两票制等），净化了OTC渠道库存，相关企业轻松上阵，同时促使OTC营销模式改革（从渠道拉动到终端消费驱动），OTC企业周期属性弱化，成长属性增强。另一方面，小型OTC企业各种成本上升，也逐步退出，供给侧改革大幕拉起，品牌OTC集中度逐步提升。16/17年渠道净化完成后，给未来增长奠定基础。行业逻辑2、提价、综合服务等深度绑定连锁药店，满足药店对高毛利、品牌化的追求；行业逻辑3：消费者品牌偏好提升。

2、消费升级带动品牌消费：居民收入和生活水平的提升，带动了有消费属性的品牌消费药械需求提升，有稀缺性（原材料稀缺性、处方稀缺性、品牌稀缺性等）和较强品牌力的产品受益明显，而原材料价格上涨为品牌药械提价提供了充分的依据。2017-2018Q3，以片仔癀、东阿阿胶、佛慈制药等为代表的品牌产品，均有不同程度的提价，其中片仔癀提价并未影响销量。

3、“两票制+营改增”对渠道库存影响逐步消除，企业营销由“渠道”推动向“终端”需求推动转变：2016-2017年“两票制+营改增”政策在各省逐步落地，对流通环节影响巨大，使得生产企业主动/被动进行营销改革和渠道调整，部分公司渠道库存较大（如亚宝、康恩贝等），短时间影响了生产企业的业绩。18年前三季度品牌OTC企业（葵花、亚宝、羚锐）收入、扣非后利润增速20%-40%，品牌OTC向上拐点已至，且成长性有望持续。

4、企业和渠道的营销改革带动终端销售：产品提价扩大了产业链盈利空间，企业通过增加销售投入（如片仔癀加快设立体验馆）、部分让利给终端促进其产品推广（如亚宝、康恩贝）等方式扩大其产品销售。

5、品牌OTC上市公司目前主管销售的高管绝大部分是实际控制人亲属，对渠道压货等传统营销模式动力不足，眼光更长远。

因此我们认为，在政策、消费升级、企业营销模式改革、盈利改善等多因素推动下，品牌消费持续向好。

10. 品牌消费/OTC——重点公司分析

羚锐制药：估值较低，经营稳健。贴膏剂18年Q1-Q3增速5.83%，增速与中报相比有所放缓，预计与厂家控货有关。第一大单品通络祛痛膏因医院渠道代理商2016年前备货较多导致医院渠道2017年基本不增长，但OTC端持续较快增长，同时贴膏剂OTC渠道返利取消能增厚毛利。**其他产品：**胶囊剂由于“低开转高开”收入快速增长，软膏剂快速放量。近2年公司上市多个新产品，中期发展有保障。**业绩情况：**预计18/19净利润增长18%、25%，对应PE分别为18倍和15倍。**风险提示：**贴膏剂等核心品种销量不及预期：医院端销量下滑。

中新药业：速效救心丸量价齐升，扣非业绩延续高增长。公司在管理和经营层面均迎来拐点。速效救心丸出厂价提升、二线品种发力将显著增厚业绩。新一任管理层履新&纳入“双百计划”“后国改进程提速也将促使公司业绩释放。预计18/19/20年归母净利润分别为 5.68 亿元/7.09 亿元/8.48亿元，增速为19%/25%/20%，18年扣非增长30%以上。对应PE分别为19X/15X/13X。**风险提示：**速效救心丸销量出现波动：二线品种增长不及预期：中美史克业绩波动。

仁和药业：控销龙头，公司进入快速增长阶段。公司拥有两万多人的终端推广团队，覆盖全国20多万家终端药店，丰富产品群与销售队伍相互促进增强药店粘性；18年公司发展进入新的增长阶段，前三季度扣非净利润增速分别为15.6%、53.1%和59.9%，主要是自产品种收入增速提升导致整体毛利率提升5个百分点。黄金单品战略成果突出，18年前三季度黄金单品预计收入增速50%左右，未来凭借强大终端覆盖能力，有望维持较高增长。**风险提示：**产品销售不及预期，产品质量监管风险等。

10. 品牌消费/OTC——重点公司分析

亚宝药业：公司拐点已至，未来3年有望维持较高增长。从公司层面看：1）销售模式从“渠道驱动型”转变为“终端驱动型”，业绩成长周期性减弱，持续成长性增强；2）公司研发投入在品牌OTC企业中居前列，17/18年费用化研发投入超1.7亿元（苏州研发基地8000万左右，北京研发基地1亿左右），主要用于创新药、仿制药研发以及一致性评价等项目，受益18年一致性评价项目完成（3000-4000万研发费用）以及19年起苏州研发投入大幅缩减（预计从8000万缩减到6000万以内），我们预计19年研发费用减少5000-6000万；3）新品种&一致性评价品种陆续获批，有望贡献业绩弹性，公司已开展10个一致性评价项目，其中苯磺酸氨氯地平、马来酸依那普利已经申报，预计18年获批，恩替卡韦片、甲钴胺片、莫沙必利片预计18年完成BE试验申报，仿制药苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件，预计19年有望获批上市。风险提示：产品销售不及预期，研发进展不及预期等。

表：品牌消费/OTC重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价/元	总市值 亿元	EPS（元）				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG		Growth
		2018/12/8		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20	
600285	羚锐制药	7.94	47	0.37	0.44	0.55	0.67	21	18	15	12	2	13	10%	0.77	23%	
600329	中新药业	13.95	107	0.62	0.74	0.92	1.11	23	19	15	13	2	19	11%	0.84	22%	
000650	仁和药业	6.44	80	0.31	0.43	0.57	0.72	21	15	11	9	2	10	13%	0.52	29%	
600351	亚宝药业	6.14	48	0.25	0.36	0.47	0.59	24	17	13	10	2	12	7%	0.61	28%	

资料来源：wind，太平洋证券研究院

三、板块估值

绝对估值：处于历史低位

医药板块绝对估值（当年PE）波动较大。15年医药PE达到峰值57X后进入下行通道，16年整体在35-40倍区间波动，17年下移至30-35倍区间，18年在25-35倍区间波动，主要原因今年医药黑天鹅事件频发以及带量采购导致板块估值整体受影响，近期“4+7”集采结果公布，市场悲观情绪得到进一步释放，目前18PE25X，处在历史低位，考虑集采主要影响化学仿制药，其他板块受拖累，反而是买入机会。

表：医药板块绝对估值（当年PE-整体法，剔除负值）

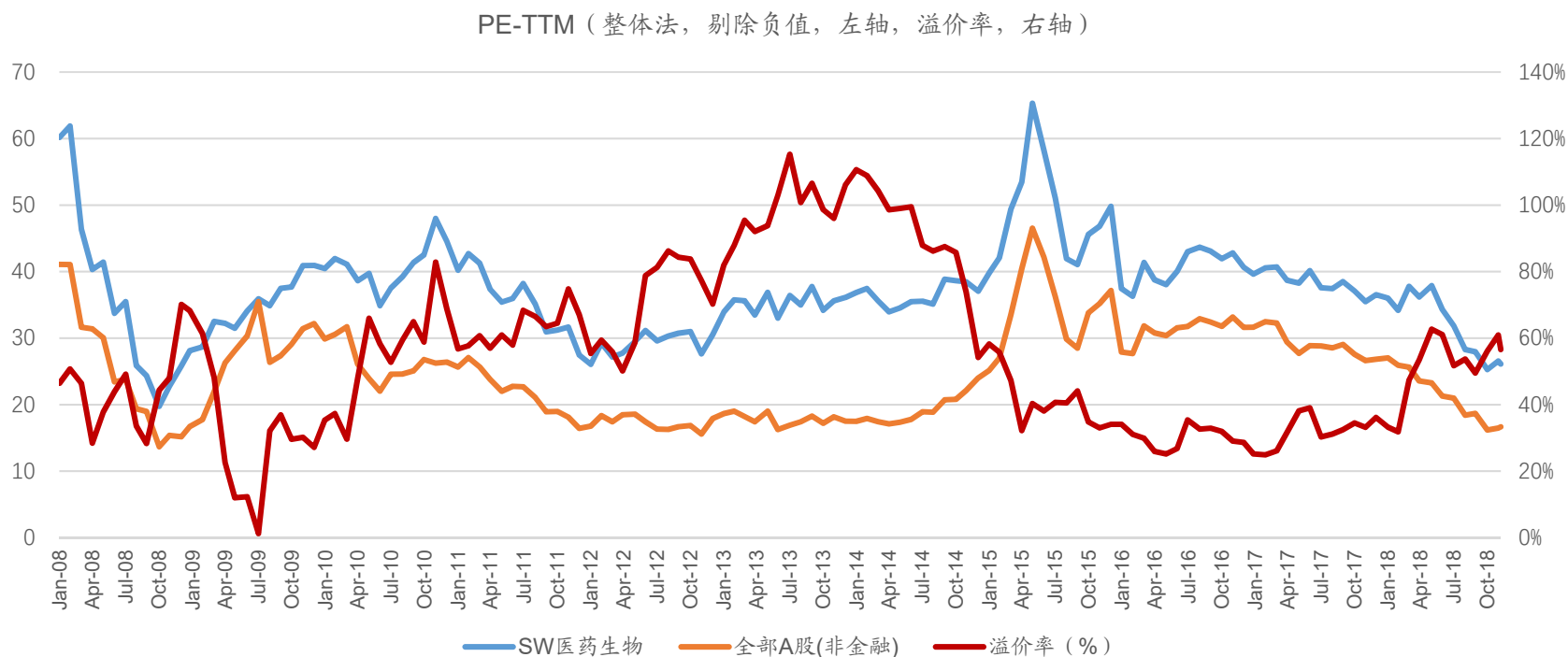


资料来源：wind，太平洋证券研究院（18年为预测PE）

相对估值：处于历史中值

相对估值方面，近10年以来医药板块相对A股（非金融）估值溢价率波动较大，16年来医药相对全部A股（非金融）溢价率处于较低位置，稳定在25%-35%之间，17年下半年至18年中，医药指数强势上涨，溢价率突破60%，今年下半年医药指数大幅下调，溢价率有所下降，当前医药相对全部A股（非金融）溢价率为56.6%，处于历史中值。

图表：医药相对于全部A股（非金融）溢价率



资料来源：wind，太平洋证券研究院

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋医药行业首席分析师，8年以上医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗等板块，研究深入扎实。

王斌：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药等板块，研究深入扎实。

云天洋：太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。