新三板/医药

关注财务指标变化，优选细分行业龙头

-中泰新三板 2017 年医药中期投资策略

评级：增持（ 维持 ）

分析师：龙贡波

执业证书编号：S0740517050002

电话：010-59013789

Email：longgb@r.qlzq.co .cn

分析师：张帆，CFA，首席分析师

执业证书编号：S0740515020001

电话：021-20315209

Email：zhangfan@r.qlzq.com.cn

分析师：陈康

执业证书编号：S0740515080004

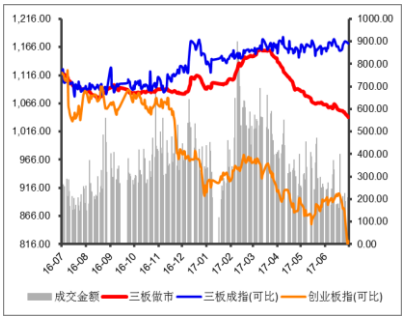
电话：010-59013788

Email：chenkang@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	666
行业股份总量(亿股)	338.04
行业流通股份(亿股)	149.01

行业-市场走势对比



相关报告

1 中泰新三板 2017 年度策略之医疗健康(20170212)：分化中寻找结构性机会

2 中泰新三板医药投资策略报告(20161007)-从成长性和估值两个维度筛选新三板医药市场投资机会

3 中泰新三板 2016 半年度策略之医疗健康(20160619)：大变革时代，产业链角度分析医药投资机会

4 中泰新三板 2016 年度策略之医疗健康(20151120)：关注四大细分领域优质投资标的

重点公司基本状况

简称	股价	EPS				PE				PEG	评级
	(元)	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E		
成大生物	15.98	1.22	1.33	1.38	1.43	13.1	12.05	11.60	11.15	2.19	增持
合全药业	130.00	3.30	4.17	5.15	6.63	39.4	31.20	25.22	19.61	1.19	买入
新眼光	6.76	0.26	0.30	0.36	0.42	26.2	22.53	18.61	16.06	1.27	增持
百傲科技	8.98	0.27	0.35	0.49	0.67	33.2	25.66	18.33	13.40	0.73	增持
达瑞生物	12.45	0.25	0.31	0.46	0.62	50.6	40.21	26.94	20.21	1.12	增持
德源药业	13.40	0.69	0.87	1.02	1.22	19.4	15.40	13.14	10.98	0.74	增持

备注：每股收益取最新全面摊薄每股收益

投资要点

- **步入新常态，供给侧改革加速。**行业收入增速继续维持在 10%左右，2017 年 1-4 月医药制造业毛利率（30.35%）略有提升，期间费用率维持稳定，医保基金支付压力持续存在。从医药产业链角度分析：药品增量端鼓励临床刚需用药，药品存量端优化竞争环境；流通端减少中间环节；医疗服务端解决医疗资源错配和不合理支出；支付端进行结构性控费。

- **净利润增速下滑明显，做市估值为创业板医药估值 49.6%。**2016 年医药整体、做市、创新层板块同比增速分别为 22.01%、20.23%、26.86%，保持平稳增长；归母净利润同比增速分别为 23.24%、-7.78%、13.90%，增速下滑明显；净资产收益率分别为 11.18%、8.74%、12.37%，做市和创新层板块下滑明显；平均经营性现金流净额同比增速分别为 60.40%、-53.76%、-15.30%，**做市与创新层板块负增长，值得投资者关注。医药做市/创新层做市 2016 年估值 25.9/23.8，为创业板医药估值 49.6%/45.6%。**

- **分化中寻找结构性机会，聚焦潜力细分领域。**1）药品领域供给侧改革以创新和临床价值为主线，结合新三板公司业务特点，**建议关注生物药领域的重大潜力品种和 CMO 行业投资机会。**2）医疗器械国产化进程加速，分级诊疗推进为**便携式医疗器械、大中型影像设备和体外诊断产品带来发展机遇，同时建议关注伴随诊断行业机会。**3）两票制推动流通行业规范整合，医药分开加速模式创新，利好商业龙头企业和零售连锁企业，考虑到新三板医药企业以中小型企业为主，**建议关注区域型优势企业以及创新模式型企业。**4）刚需大背景下医疗服务行业景气度持续提升，结合医改政策，我们**建议关注具备规模化运营能力的中高端专科连锁机构、有利于提高运营效率的第三方服务机构和医疗信息化建设平台。**

- **重点公司梳理：合全药业、成大生物、新眼光、德源药业、达瑞生物、百傲科技。**

- **风险提示：**政策不确定性风险；产品质量风险；知识产权风险。

内容目录

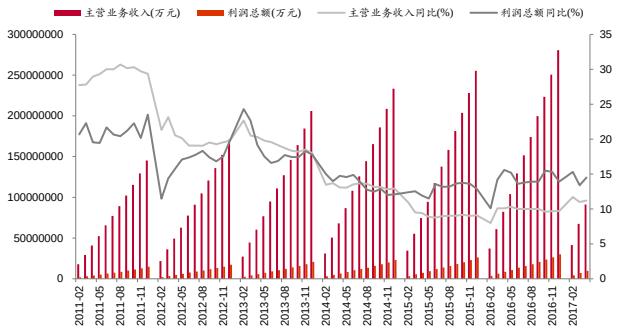
步入新常态，供给侧改革加速 - 3 -
医药制造业收入增速步入10%新常态，医保支付压力持续存在 - 3 -
政策持续落地，供给侧改革加速 - 4 -
净利润增速下滑明显，做市估值为创业板医药估值49.6% - 5 -
成长性：营业收入平稳增长，净利润增速下滑明显 - 5 -
盈利能力：毛利率和费用率维持稳定，净资产收益率下滑 - 8 -
资产质量：资产负债率有所降低，存货周转率稳定，应收账款周转率略微下降 - 10 -
现金流：做市与创新层板块经营性现金流下降，筹资活动现金流普遍下降 - 11 -
估值：医药做市/创新层做市2016年估值25.9/23.8，为创业板医药49.6%/ 45.6% - 17 -
分化中寻找结构性机会，聚焦潜力细分领域 - 19 -
制药—临床价值与创新导向，挖掘生物药领域的“重磅炸弹” - 19 -
器械—进口替代加速 ，基层市场催生新需求 - 24 -
流通—迎接整合趋势，加速模式创新 - 30 -
服务—沿医改方向布局，提升规模化发展能力与运营效率 - 32 -
重点公司梳理 - 35 -
合全药业(832159.OC)—原料药与制剂双轮驱动，CMO龙头加速全产业链布局 - 35 -
成大生物(831550.OC)—国内狂犬病疫苗龙头企业，多品种战略稳步推进 - 36 -
新眼光(430140.OC)—眼科医疗数字化领导者，多元化布局提速 - 37 -
德源药业(832735.OC)—打造糖尿病和高血压产品群 - 38 -
达瑞生物(832705.OC)—二代测序业务高速发展，三维布局肿瘤诊断与个体化用药市场 - 39 -
百傲科技(430353.OC)—专注个体化用药基因诊断 - 40 -
附录 - 40 -
符合创新层标准的医药企业一览 - 41 -
未披露2016年报企业名单 - 41 -
风险提示 - 41 -

步入新常态，供给侧改革加速

医药制造业收入增速步入10%新常态，医保支付压力持续存在

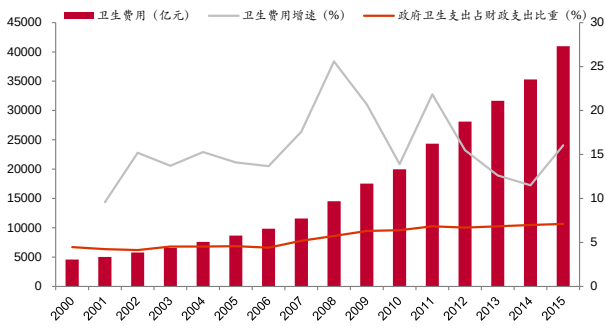
- 2017年1-4月医药制造业营业收入和利润总额分别为9123.8亿和976.0亿，同比增长11.2%和14.5%。从大的政策背景来看，招标降价、医保控费、两票制等趋势不改，预计未来行业收入增速继续维持在10%左右。

图表1：2011-2017年4月医药收入和利润增速



来源：wind，中泰证券研究所

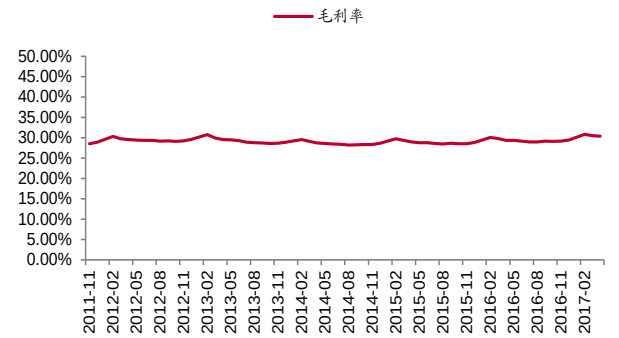
图表2：2000-2015年卫生费用及增速



来源：wind，中泰证券研究所

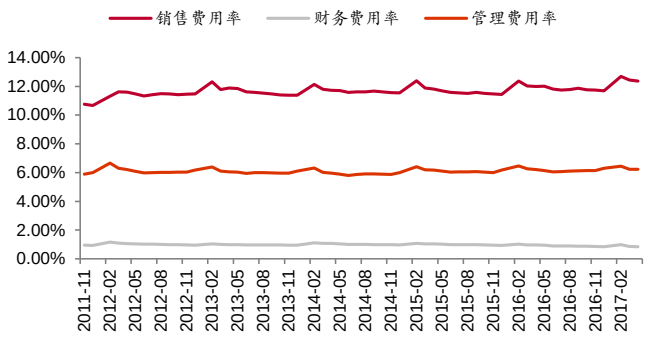
- 从毛利率和费用率角度分析，2017年1-4月医药制造业毛利率略有提升，为30.35%；期间费用率维持稳定，2017年1-4月医药制造业销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.37%、6.22%、0.85%。

图表3：2011-2017年4月医药制造业毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

图表4：2011-2017年4月医药制造业期间费用率

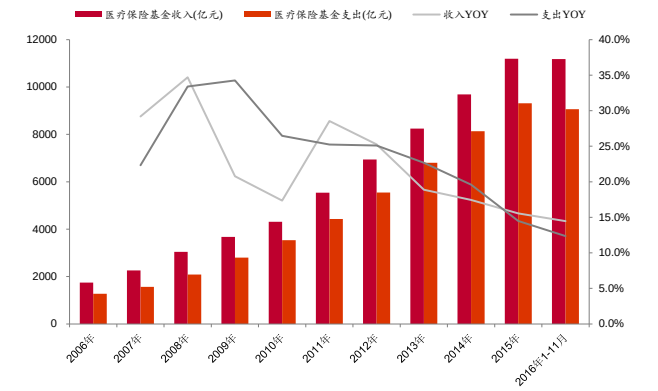


来源：wind，中泰证券研究所

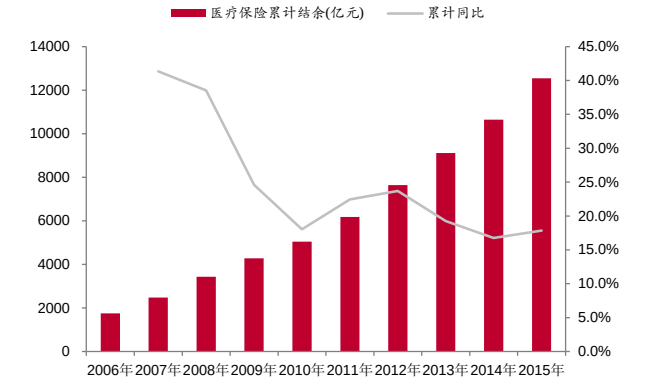
- 医保基金支付端压力持续存在。截至2015年，医疗保险累计结余12542.8亿，同比2015年增长17.83%。从医保收入端分析，医保高速扩容时代已经过去，企业及居民收入增长有所放缓，医保筹资增速会相应放缓。从医保支付端分析，我国人口老年化趋势加快、新药审批提速、医保覆盖项目增多，支付端压力持续存在。

图表5：2006-2016年11月医保基金收入与支出

图表6：2006-2015年医保基金累计结余



来源：国家统计局，中泰证券研究所



来源：国家统计局，中泰证券研究所

政策持续落地，供给侧改革加速

- 近两年来医药行业陆续有重磅政策出台和执行，覆盖药品/器械审批、生产、流通、支付、诊疗各环节，制药、流通、医械、服务等领域都面临着新的机遇与挑战。

图表 7：近两年医药行业主要政策汇总

来源：各政府网站，中泰证券研究所

- 全产业链供给侧改革加速。从医药产业链角度分析：药品增量端通过化药注册分类、优先审评等鼓励临床刚需用药，药品存量端通过新版 GMP、一致性评价等优化竞争环境；流通端通过两票制、营改增、新版 GSP、企业自查等减少中间流通环节；医疗服务端通过分级诊疗、鼓励社会资本办医、限制药占比等解决医疗资源错配和不合理支出；支付端通过 DRGs、临床路径管理、限制辅助用药等进行结构性控费。

图表 8：政策对医药产业链环节主要影响

来源：各政府网站，中泰证券研究所

净利润增速下滑明显，做市估值为创业板医药估值 49.6%

成长性：营业收入平稳增长，净利润增速下滑明显

- 截至 2017 年 6 月 30 日，新三板共挂牌医药企业 648 家，剔除已终止挂牌企业(苑东生物、健耕医药、高新医院、伊美尔、伟思医疗等)及未披露 2016 年年报企业(丰汇医学、辰星药业、弘天生物、大承医疗、艾博健康、枫盛阳等 23 家)后为 617 家并以此为统计口径，其中做市企业 98 家，创新层企业 95 家。

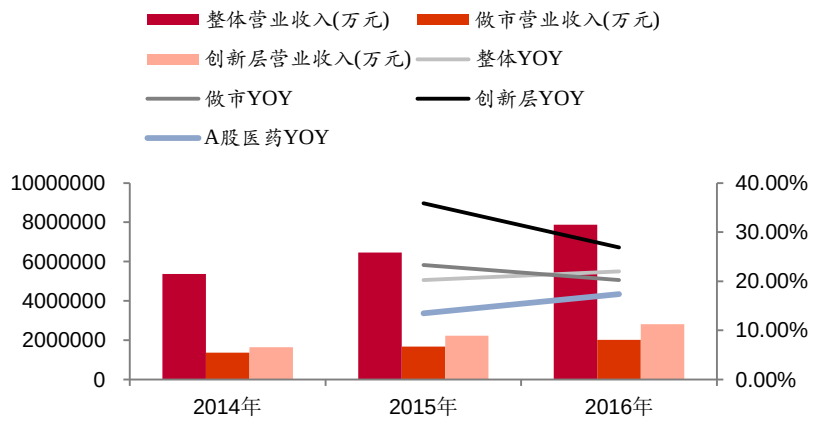
图表 9：新三板医药企业按转让方式与所属分层划分情况

	创新层	基础层	合计
协议转让	48	471	**519**
做市转让	47	51	**98**
总计	**95**	**522**	**617**

来源：wind，中泰证券研究所

- 各板块营业收入保持平稳增长，高于 A 股医药板块增速。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块营业收入总量分别为 787.44 亿、201.87 亿、281.58 亿，同比增速分别为 22.01%、20.23%、26.86%，均高于 A 股医药板块 17.39%的增速。

图表 10：医药整体、做市、创新层营业收入及增速对比



来源：wind，中泰证券研究所

■ 从收入规模分析，2016 年共有 29 家企业收入规模超过 5 亿元，排名靠前的企业分别为达嘉维康、康泽药业、合全药业、柯菲平、源和药业、宏源药业、成大生物等。

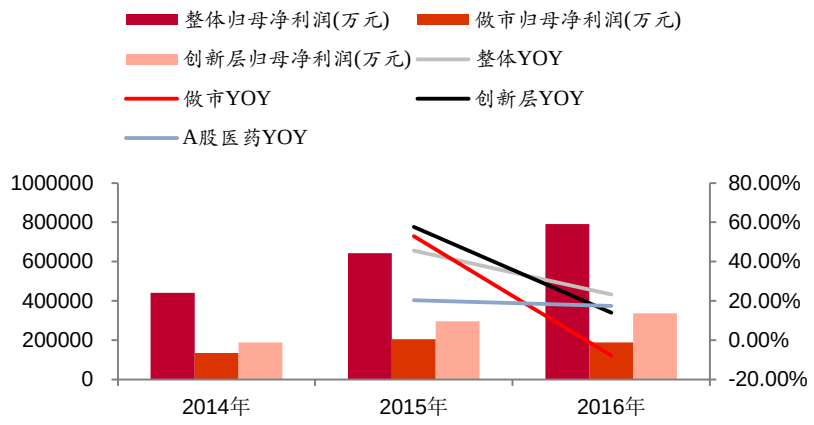
图表 11：29 家医药企业 2016 年营业收入规模超过 5 亿元

证券代码	证券简称	所属分层	转让方式	2016营收（万）	2015营收（万）	2016营收增速(%)	2015营收增速(%)	2016资产总计(百万)	2016归母权益(百万)
832098.OC	达嘉维康	创新层	做市转让	189,920.53	153,678.31	23.58	-3.26	1,318.90	315.54
831397.OC	康泽药业	创新层	协议转让	175,602.58	109,592.87	60.23	139.4	1,051.01	566.29
832159.OC	合全药业	创新层	协议转让	163,834.84	126,932.99	29.07	17.78	3,270.72	2,432.16
870447.OC	柯菲平	创新层	协议转让	125,129.05	131,783.40	-5.05	-15.6	1,073.95	715.2
833379.OC	源和药业	创新层	做市转让	110,279.82	72,764.44	51.56	22.78	1,574.45	761.07
831265.OC	宏源药业	基础层	做市转让	107,544.20	100,312.84	7.21	-0.49	1,249.66	575.11
831550.OC	成大生物	创新层	做市转让	102,967.98	94,341.51	9.14	0.68	2,536.28	2,339.68
834818.OC	蓝海之略	基础层	协议转让	102,498.44	52,602.88	94.85	5.14	1,217.62	697.51
838412.OC	长江医药	创新层	协议转让	96,620.79	74,048.74	30.48	111.87	889.53	612.8
830838.OC	新产业	基础层	协议转让	92,250.48	73,168.22	26.08	34.19	1,605.02	1,419.27
870526.OC	玉星生物	基础层	协议转让	89,144.19	51,413.45	73.39	42.76	748.98	504.78
834753.OC	兰卫检验	创新层	协议转让	80,464.67	60,847.04	32.24	12.46	943.94	578.65
430005.OC	原子高科	创新层	协议转让	75,789.37	70,901.52	6.89	9.75	1,160.42	620.96
831920.OC	车头制药	基础层	做市转让	75,079.53	66,476.72	12.94	5.69	787.66	525.14
833799.OC	嘉禾生物	创新层	协议转让	66,460.93	61,937.80	7.3	21.25	830.46	435.92
834831.OC	盛实百草	基础层	协议转让	65,720.02	44,309.87	48.32	-7.08	1,213.02	312.31
831215.OC	新天药业	基础层	协议转让	63,318.62	52,191.06	21.32	14.93	549.54	279.21
837833.OC	同科股份	创新层	协议转让	62,505.23	40,961.50	52.6	334.15	389.87	214.05
836782.OC	正大龙祥	基础层	协议转让	61,822.68	50,895.87	21.47	-0.81	238.21	116.6
835600.OC	瑞朗医药	基础层	协议转让	59,699.73	51,297.02	16.38	13.88	235.26	113.05
833266.OC	生物谷	创新层	做市转让	58,982.25	53,573.70	10.1	7.22	1,137.13	761.42
834915.OC	津同仁堂	基础层	协议转让	57,669.07	51,530.43	11.96	6.68	765.54	353.36
839959.OC	倍肯科技	创新层	做市转让	55,387.26	49,490.12	11.92	14.21	683.21	472.31
430335.OC	华韩整形	创新层	做市转让	54,253.73	33,826.13	60.39	37.07	313.42	169.07
835356.OC	信力康	基础层	协议转让	52,718.25	51,886.40	1.6	-1.72	153.04	67.84
835265.OC	同禹药包	创新层	做市转让	52,614.28	43,989.28	19.61	-5.64	717.82	529.63
832708.OC	三力制药	创新层	协议转让	51,460.92	35,904.19	43.33	34.53	518.02	430.59
839935.OC	百裕制药	基础层	协议转让	51,126.18	42,002.56	21.72	65.38	853.23	217.52
835637.OC	林华医疗	基础层	协议转让	50,012.77	37,686.98	32.71	19.48	691.25	582.97

来源：wind，中泰证券研究所

■ 各板块净利润增速下滑明显，其中做市板块净利润呈现负增长。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块归母净利润总量分别为 79.16 亿、18.89 亿、33.71 亿，同比增速分别为 23.24%、-7.78%、13.90%，做市、创新层板块增速显著低于 A 股医药板块 17.32%的增速，其中做市板块净利润呈现负增长。

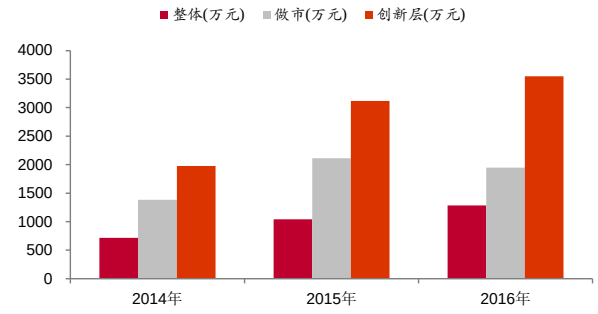
图表 12：医药整体、做市、创新层归母净利润及增速对比



来源：wind，中泰证券研究所

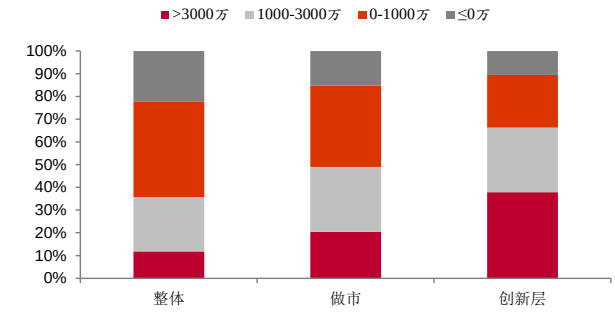
- 创新层板块平均净利润为 3548.28 万，大于 3000 万的公司占比为 37.89%，显著高于医药整体和做市板块。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块归母净利润平均值分别为 1282.93 万、1946.91 万、3548.28 万。从净利润规模分布分析，医药整体、做市、创新层板块归母净利润大于 3000 万的公司占比分别为 11.83%、20.41%、37.89%。

图表 13：医药整体、做市、创新层平均净利润对比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 14：医药整体、做市、创新层净利润结构对比



来源：wind，中泰证券研究所

- 从归母净利润规模分析，2016 年共有 43 家企业收入规模超过 5000 万元，排名靠前的企业分别为成大生物、新产业、合全药业、玉星生物、长江医药、蓝海之略、原子高科等。

图表 15：43 家医药企业 2016 年归母净利润规模超过 5000 万元

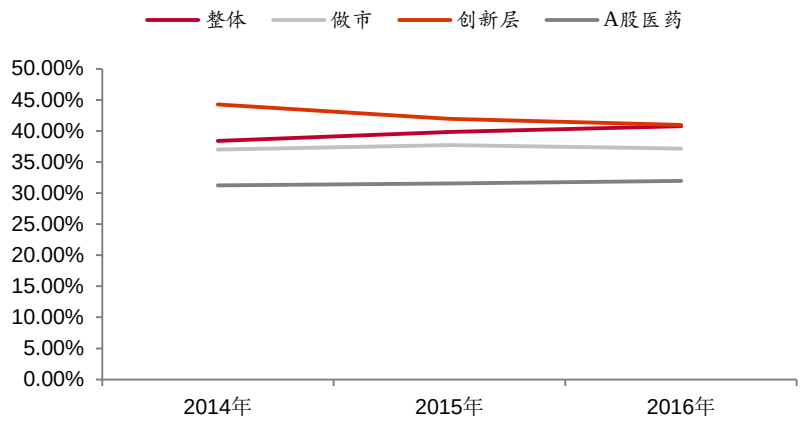
证券代码	证券简称	所属分层	转让方式	2016净利润（万）	2015净利（万）	2016净利润增速	2015净利润增速	2016资产总计(百万)	2016归母权益(百万)
831550.OC	成大生物	创新层	做市转让	45,708.28	45,770.75	-0.14	3.44	2,536.28	2,339.68
830838.OC	新产业	基础层	协议转让	45,169.46	24,911.86	81.32	-1.48	1,605.02	1,419.27
832159.OC	合全药业	创新层	协议转让	43,584.77	33,016.82	32.01	38.27	3,270.72	2,432.16
870526.OC	玉星生物	基础层	协议转让	22,920.33	10,865.53	110.95	598.2	748.98	504.78
838412.OC	长江医药	创新层	协议转让	18,156.39	13,797.82	31.59	109.78	889.53	612.8
834818.OC	蓝海之略	基础层	协议转让	16,829.50	5,068.06	232.07	-0.58	1,217.62	697.51
430005.OC	原子高科	创新层	协议转让	16,814.67	14,705.19	15.66	31.52	1,160.42	620.96
835637.OC	林华医疗	基础层	协议转让	13,223.16	9,743.53	35.71	15.85	691.25	582.97
870447.OC	柯菲平	创新层	协议转让	12,533.51	10,639.33	17.8	9.24	1,073.95	715.2
833379.OC	源和药业	创新层	做市转让	10,137.54	7,965.40	27.27	24.19	1,574.45	761.07
833266.OC	生物谷	创新层	做市转让	9,755.45	6,127.04	59.22	305.69	1,137.13	761.42
833638.OC	贝斯达	基础层	协议转让	9,330.92	8,318.06	12.18	28.98	1,217.08	755.88
831920.OC	车头制药	基础层	做市转让	9,273.37	8,650.78	7.2	515.72	787.66	525.14
835604.OC	康泰医学	基础层	协议转让	9,120.21	7,215.09	26.4	32.48	498.33	375.07
833624.OC	维和药业	创新层	做市转让	9,069.44	7,159.28	26.68	177.64	1,163.68	750.7
838391.OC	菲鹏生物	创新层	协议转让	8,249.57	5,670.90	45.47	69.23	294.78	224.87
835265.OC	同禹药包	创新层	做市转让	8,224.58	8,428.62	-2.42	37.6	717.82	529.63
838223.OC	金维制药	创新层	协议转让	8,186.25	5,041.96	62.36	1,483.30	515.91	377.88
834831.OC	盛实百草	基础层	协议转让	7,722.29	5,443.04	43.22	6.6	1,213.02	312.31
833799.OC	嘉禾生物	创新层	协议转让	7,673.57	4,472.31	71.58	25.29	830.46	435.92
832708.OC	三力制药	创新层	协议转让	7,487.97	5,261.01	42.33	81.45	518.02	430.59
831397.OC	康泽药业	创新层	协议转让	7,258.30	5,209.88	39.32	227.03	1,051.01	566.29
839935.OC	百裕制药	基础层	协议转让	7,078.24	5,641.18	25.47	710.95	853.23	217.52
833405.OC	原妙医学	基础层	协议转让	6,911.69	6,371.74	8.47	41.77	239.66	84.16
831265.OC	宏源药业	基础层	做市转让	6,806.41	6,487.72	4.91	9.2	1,249.66	575.11
833437.OC	亿邦制药	基础层	协议转让	6,541.72	8,680.90	-24.64	4.46	820.32	733.1
832276.OC	翔宇药业	创新层	做市转让	6,234.34	5,672.37	9.91	104.16	971.97	387.31
833274.OC	臣功制药	基础层	协议转让	6,217.14	6,305.48	-1.4	15.02	468.88	341.57
831088.OC	华恒生物	基础层	协议转让	6,179.36	4,280.12	44.37	86.21	386.04	176.26
834915.OC	津同仁堂	基础层	协议转让	6,029.99	4,587.18	39.45	1,392.67	765.54	353.36
430591.OC	明德生物	创新层	协议转让	5,969.20	3,559.65	67.69	65.26	197.15	175.08
834836.OC	一鸣生物	基础层	协议转让	5,958.25	4,140.89	43.89	85.11	214.16	182.24
834753.OC	兰卫检验	创新层	协议转让	5,876.37	8,231.08	-28.61	17.02	943.94	578.65
833695.OC	富士莱	基础层	协议转让	5,858.25	4,860.63	20.52	740.53	505.96	325.05
871194.OC	博大制药	基础层	协议转让	5,827.10	5,547.61	5.04	10.55	213.71	148.9
832098.OC	达嘉维康	创新层	做市转让	5,776.45	4,666.90	23.77	120.75	1,318.90	315.54
831215.OC	新天药业	基础层	协议转让	5,706.95	4,201.05	35.85	26.83	549.54	279.21
870859.OC	隆赋药业	基础层	协议转让	5,615.94	5,014.83	11.99	147.18	170.71	154.66
832933.OC	九典制药	基础层	协议转让	5,452.73	4,464.28	22.14	8.26	397.03	323.43
832705.OC	达瑞生物	创新层	做市转让	5,334.48	2,905.98	83.57	141.29	625.31	490.01
832126.OC	康乐药业	创新层	做市转让	5,270.41	2,833.59	86	162.87	567.15	322.13
870625.OC	民生医药	基础层	协议转让	5,133.46	4,818.07	6.55	13.04	462.7	267.19
839959.OC	倍肯科技	创新层	做市转让	5,127.89	5,899.53	-13.08	5.81	683.21	472.31

来源：wind，中泰证券研究所

盈利能力：毛利率和费用率维持稳定，净资产收益率下滑

- 各板块毛利率维持稳定，优于 A 股医药整体毛利率。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块毛利率分别为 40.79%、37.15%、40.96%，均高于 A 股医药毛利率 31.95%，主要原因为医药商业、原料药等低毛利率板块占比较低。

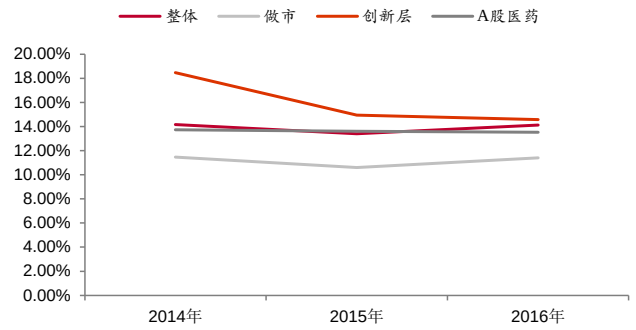
图表 16：医药整体、做市、创新层毛利率对比（整体法）



来源：wind，中泰证券研究所

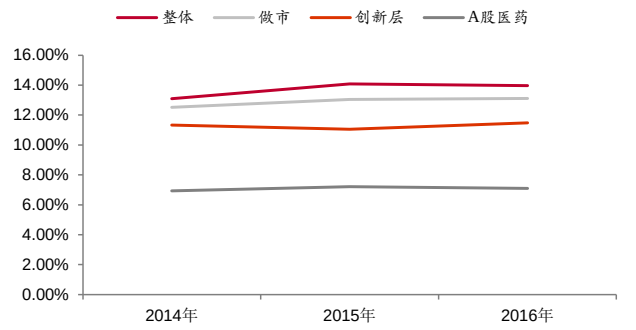
- 各板块三项费用率维持稳定。根据 2016 年年报（整体法计算），医药整体、做市、创新层板块三项费用率总和分别为 29.00%、26.05%、26.83%，均高于 A 股医药三项费用率 21.43%，主要原因为管理费用率较高。

图表 17：医药整体、做市、创新层销售费用率对比



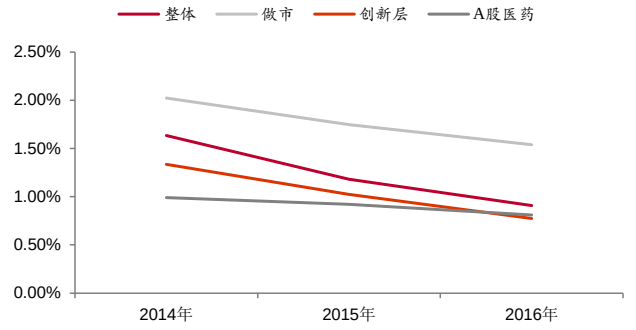
来源：wind，中泰证券研究所

图表 18：医药整体、做市、创新层管理费用率对比



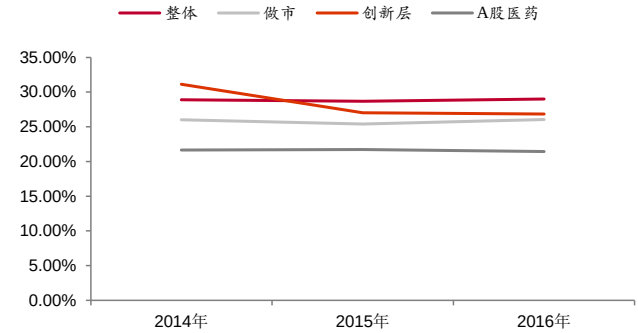
来源：wind，中泰证券研究所

图表 19：医药整体、做市、创新层财务费用率对比



来源：wind，中泰证券研究所

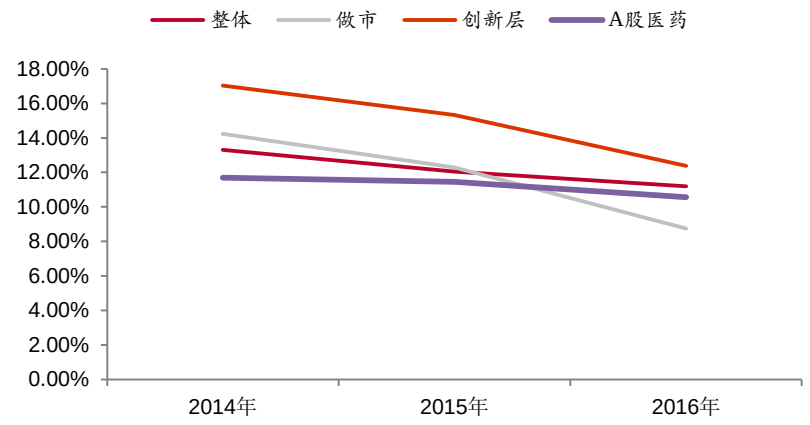
图表 20：医药整体、做市、创新层三项费用率之和



来源：wind，中泰证券研究所

- 各板块净资产收益率下滑。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块净资产收益率分别为 11.18%、8.74%、12.37%，做市和创新层板块下滑明显，A 股医药净资产收益率为 10.57%。

图表 21：医药整体、做市、创新层净资产收益率对比（整体法）

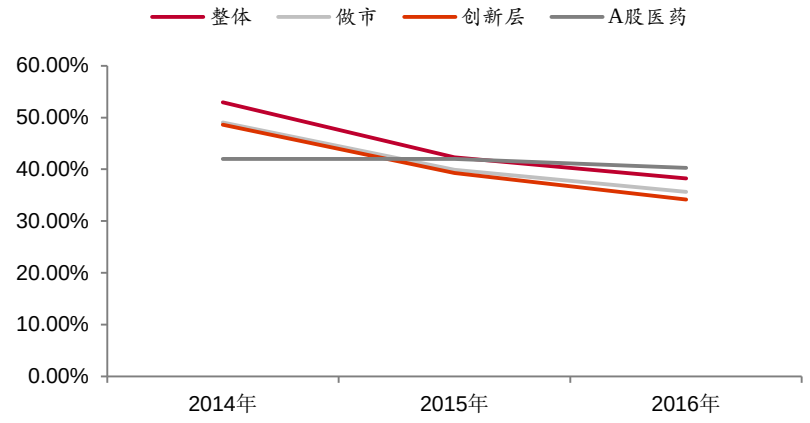


来源：wind，中泰证券研究所

资产质量：资产负债率有所降低，存货周转率稳定，应收账款周转率略微下降

- 受益于新三板市场融资功能，各板块资产负债率有所降低。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块资产负债率分别为 38.21%、35.65%、34.15%，均有所降低。

图表 22：医药整体、做市、创新层资产负债率对比（整体法）



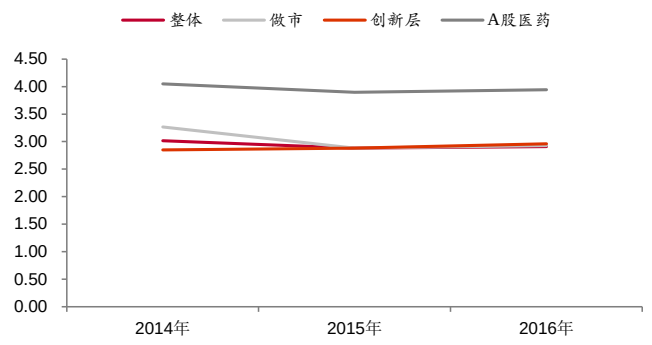
来源：wind，中泰证券研究所

- 各板块存货周转率稳定，应收账款周转率略微下降。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块存货周转率分别为 2.91、2.93、2.96，应收账款周转率分别为 3.82、3.20、3.37，应收账款周转率出现小幅下滑。各板块存货周转率与应收账款周转率均低于 A 股医药水平。

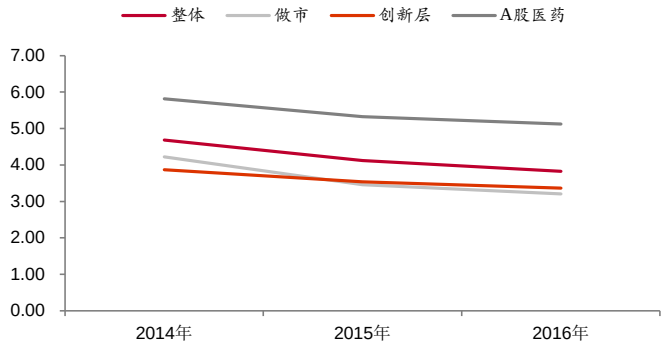
图表 23：医药整体、做市、创新层存货周转率对比

图表 24：医药整体、做市、创新层应收周转率对比

请务必阅读正文之后的重要声明部分



来源：wind，中泰证券研究所　整体法计算，部分企业 2013 年数据无法获得，为增加可比性，存货均采用当年期末数据

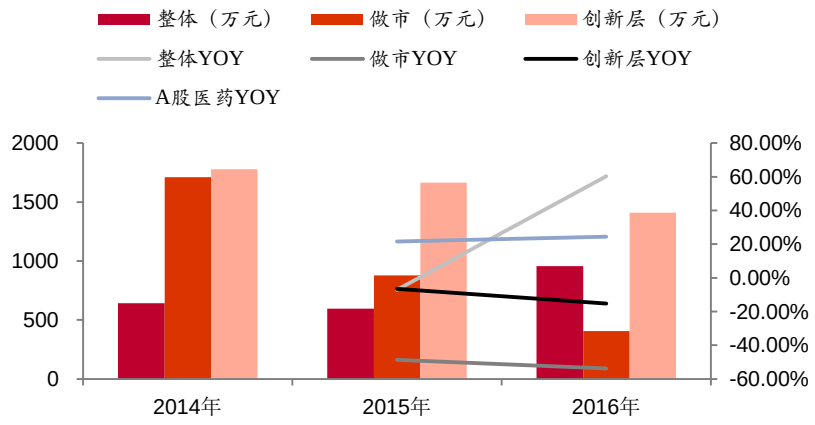


来源：wind，中泰证券研究所　整体法计算，部分企业 2013 年数据无法获得，为增加可比性，应收账款均采用当年期末数据

现金流：做市与创新层板块经营性现金流下降，筹资活动现金流普遍下降

- 做市与创新层板块经营性现金流净额均值下降。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块平均经营性现金流净额分别为 957.20 万、406.33 万、1409.63 万，同比增速分别为 60.40%、-53.76%、-15.30%，做市与创新层板块经营性现金流水平下降，值得投资者关注。

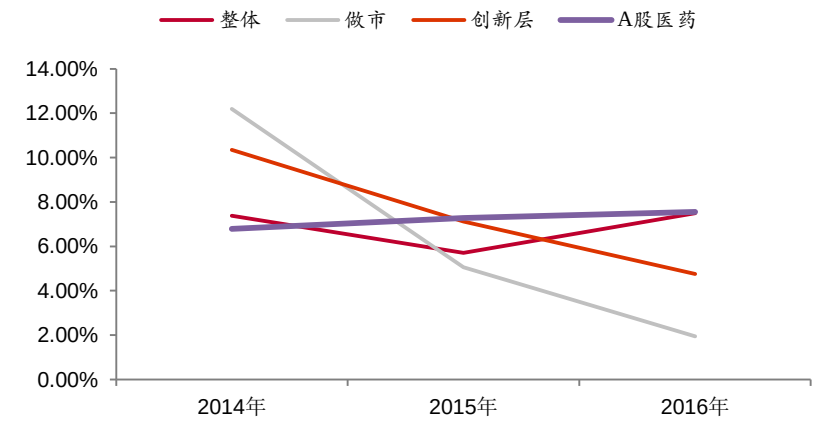
图表 25：医药整体、做市、创新层经营现金流净额分析(算术平均)



来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年（整体法计算）医药整体、做市、创新层板块经营活动现金流净额占营业收入的比例分别为 7.50%、1.94%、4.76%，做市板块恶化比较严重。A 股医药 2016 年经营活动现金流净额占营业收入的比例为 7.55%。

图表 26：医药整体、做市、创新层经营现金流净额占营业收入比重



来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年医药整体经营活动现金流净额占营业收入(由于营收较小对易产生异常值，排除营收小于 2000 万的公司）比重靠前的为永和阳光、美中嘉和、全宇制药等，做市板块经营活动现金流净额占营业收入(≥2000 万）比重靠前的为天晴股份、成大生物、爱源股份等，创新层板块经营活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的为全宇制药、施美药业、成大生物等。

图表 27：医药整体、做市、创新层经营活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重前 15

整体前15（营业收入>2000万）			做市前15（营业收入>2000万）			创新层前15（营业收入>2000万）		
870853.OC	永和阳光	173.44%	832035.OC	天晴股份	52.83%	832205.OC	全宇制药	81.51%
835660.OC	美中嘉和	123.18%	831550.OC	成大生物	50.94%	836706.OC	施美药业	57.95%
832205.OC	全宇制药	81.51%	832628.OC	爱源股份	41.58%	831550.OC	成大生物	50.94%
870859.OC	隆赋药业	63.47%	831187.OC	创尔生物	35.23%	836433.OC	大唐药业	41.89%
836656.OC	奇隆生物	59.09%	430588.OC	天松医疗	34.92%	430591.OC	明德生物	41.75%
833929.OC	康大医疗	58.31%	430496.OC	大正医疗	33.15%	838223.OC	金维制药	40.11%
836706.OC	施美药业	57.95%	832796.OC	逸舒制药	26.37%	838391.OC	菲鹏生物	39.91%
871397.OC	美泰科技	57.45%	430685.OC	新芝生物	26.14%	831187.OC	创尔生物	35.23%
871321.OC	新骄阳	56.22%	831920.OC	车头制药	25.98%	430588.OC	天松医疗	34.92%
832035.OC	天晴股份	52.83%	831672.OC	莲池医院	24.83%	836140.OC	天晟药业	31.96%
830838.OC	新产业	52.77%	833624.OC	维和药业	24.64%	839705.OC	优德医疗	29.51%
833518.OC	人福药辅	51.44%	834478.OC	东星医疗	18.79%	832982.OC	锦波生物	28.95%
831550.OC	成大生物	50.94%	831186.OC	金鸿药业	18.26%	832159.OC	合全药业	28.72%
836776.OC	三联星海	47.43%	832735.OC	德源药业	17.23%	832796.OC	逸舒制药	26.37%
832649.OC	医模科技	43.86%	831508.OC	拓新股份	17.08%	836412.OC	海泰新光	26.25%

来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年医药整体经营活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为宁远科技、国龙医疗、天智航等，做市板块经营活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为国龙医疗、同济医药、宝藤生物等，创新层板块经营活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为宁远科技、旷博生物、微点生物等。

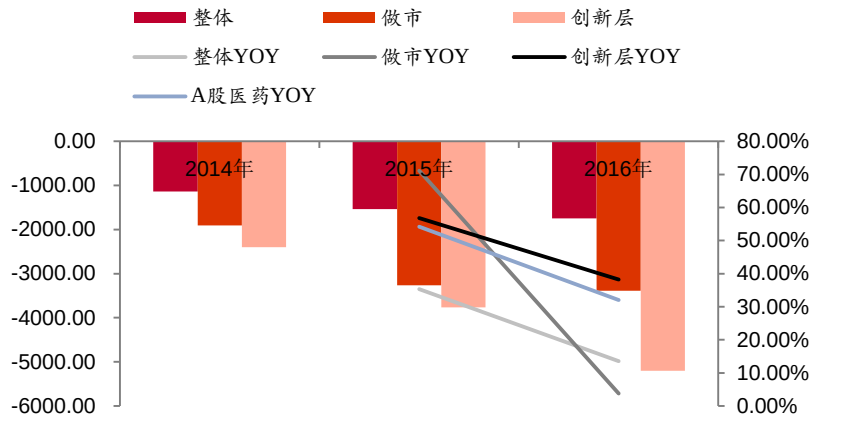
图表 28：医药整体、做市、创新层经营活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重后 15

整体后15（营业收入>2000万）			做市后15（营业收入>2000万）			创新层后15（营业收入>2000万）		
834750.OC	宁远科技	-142.75%	831366.OC	国龙医疗	-132.43%	834750.OC	宁远科技	-142.75%
831366.OC	国龙医疗	-132.43%	430359.OC	同济医药	-53.44%	835093.OC	旷博生物	-69.58%
834360.OC	天智航	-129.88%	835720.OC	宝藤生物	-43.57%	835054.OC	微点生物	-47.21%
835373.OC	虹博基因	-91.91%	830938.OC	可恩口腔	-41.19%	835720.OC	宝藤生物	-43.57%
835093.OC	旷博生物	-69.58%	430222.OC	璟泓科技	-23.33%	830938.OC	可恩口腔	-41.19%
838600.OC	佰美基因	-66.35%	831056.OC	千叶药包	-21.66%	834222.OC	迈动医疗	-23.55%
839185.OC	默乐生物	-65.74%	833390.OC	国德医疗	-21.26%	430222.OC	璟泓科技	-23.33%
837794.OC	友芝医疗	-59.89%	832586.OC	圣兆药物	-20.50%	836219.OC	鼎晶生物	-21.17%
430359.OC	同济医药	-53.44%	430668.OC	笃诚科技	-17.66%	832316.OC	添正医药	-15.75%
834447.OC	格林生物	-49.41%	832316.OC	添正医药	-15.75%	839959.OC	倍肯科技	-15.35%
870445.OC	德威兰	-47.39%	839959.OC	倍肯科技	-15.35%	839074.OC	一特股份	-13.83%
834819.OC	玛诺生物	-47.31%	832705.OC	达瑞生物	-10.17%	832705.OC	达瑞生物	-10.17%
835054.OC	微点生物	-47.21%	835259.OC	瀚翔生物	-9.90%	835259.OC	瀚翔生物	-9.90%
831257.OC	赛德盛	-44.34%	836534.OC	百诺医药	-9.56%	833409.OC	泉源堂	-9.40%
835720.OC	宝藤生物	-43.57%	833409.OC	泉源堂	-9.40%	834887.OC	健佰氏	-8.46%

来源：wind，中泰证券研究所

- 各板块投资性现金流净额增速普遍下滑。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块投资性现金流净额均值分别为-1746.07 万、-3386.12 万、-5204.79 万，同比增速分别为 13.53%、3.79%、38.23%。

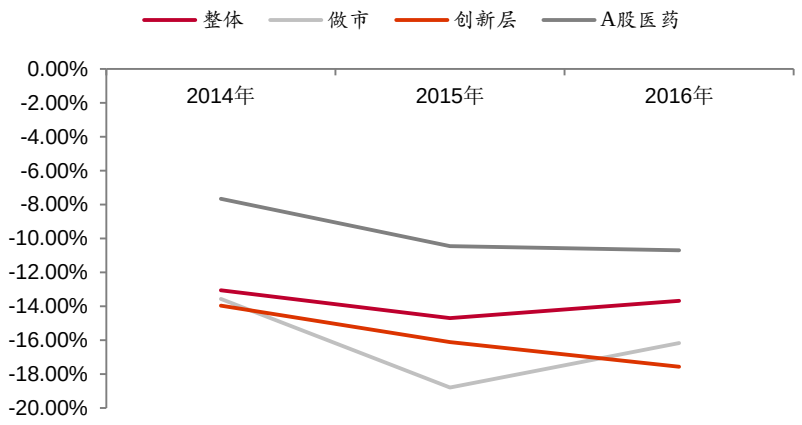
图表 29：医药整体、做市、创新层投资现金流净额分析(算术平均)



来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年（整体法计算）医药整体、做市、创新层板块投资活动现金流净额占营业收入的比例分别为-13.68%、-16.17%、-17.56%。A 股医药 2016 年投资活动现金流净额占营业收入的比例为-10.70%。

图表 30：医药整体、做市、创新层投资现金净额占营业收入比重



来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年医药整体投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的为格林生物、新芝生物、汉氏联合等，做市板块投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的为新芝生物、汉氏联合、圣兆药物等，创新层板块投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的为汉氏联合、倍肯科技、菲鹏生物等。

图表 31：医药整体、做市、创新层投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重前 15

整体前15（营业收入>2000万）			做市前15（营业收入>2000万）			创新层前15（营业收入>2000万）		
834447.OC	格林生物	123.24%	430685.OC	新芝生物	108.68%	834909.OC	汉氏联合	66.33%
430685.OC	新芝生物	108.68%	834909.OC	汉氏联合	66.33%	839959.OC	倍肯科技	4.82%
834909.OC	汉氏联合	66.33%	832586.OC	圣兆药物	38.17%	838391.OC	菲鹏生物	2.53%
834915.OC	津同仁堂	51.44%	839959.OC	倍肯科技	4.82%	833409.OC	泉源堂	-0.08%
831425.OC	致善生物	45.23%	833390.OC	国德医疗	0.01%	832098.OC	达嘉维康	-0.19%
835186.OC	诺诚股份	44.54%	832955.OC	七丹药业	-0.06%	430730.OC	先大药业	-0.19%
832586.OC	圣兆药物	38.17%	833409.OC	泉源堂	-0.08%	837270.OC	爱立康	-0.85%
838460.OC	汇博医疗	33.90%	832098.OC	达嘉维康	-0.19%	832278.OC	鹿得医疗	-0.97%
833437.OC	亿邦制药	31.78%	430730.OC	先大药业	-0.19%	835300.OC	人为峰	-1.01%
835373.OC	虹博基因	23.63%	430306.OC	永铭医学	-0.32%	837833.OC	同科股份	-1.06%
833327.OC	泰林生物	21.31%	835996.OC	亿源药业	-0.47%	430005.OC	原子高科	-1.16%
836959.OC	阳生生物	14.62%	832278.OC	鹿得医疗	-0.97%	834887.OC	健佰氏	-1.30%
871195.OC	皇封参	11.74%	832265.OC	芍花堂	-1.94%	838412.OC	长江医药	-1.52%
837090.OC	泛谷药业	10.01%	831488.OC	华宏医药	-2.17%	839074.OC	一特股份	-1.88%
836193.OC	瑞一科技	7.43%	836800.OC	海钰生物	-2.33%	832265.OC	芍花堂	-1.94%
833505.OC	美的连	6.40%	831983.OC	春盛中药	-2.38%	836800.OC	海钰生物	-2.33%

来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年医药整体投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为中康国际、永和阳光、老来寿等，做市板块投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为老来寿、宝藤生物、天晴股份等，创新层板块投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为老来寿、施美药业、宝藤生物等。

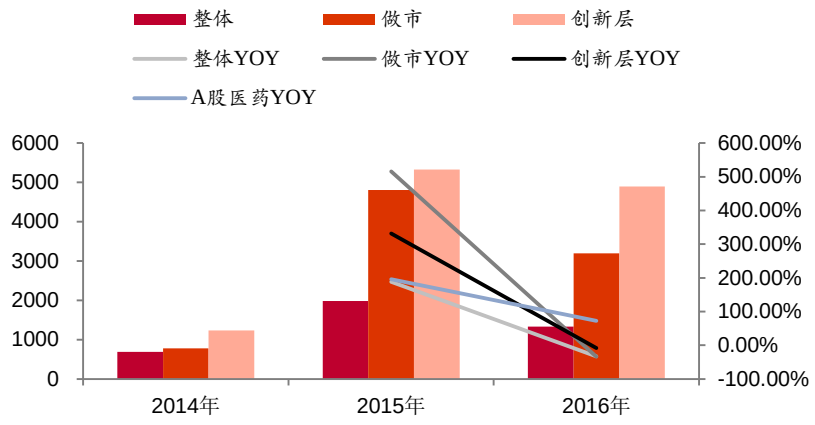
图表 32：医药整体、做市、创新层投资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重后 15

整体后15（营业收入>2000万）			做市后15（营业收入>2000万）			创新层后15（营业收入>2000万）		
832113.OC	中康国际	-247.26%	430492.OC	老来寿	-174.23%	430492.OC	老来寿	-174.23%
870853.OC	永和阳光	-178.76%	835720.OC	宝藤生物	-108.47%	836706.OC	施美药业	-108.58%
430492.OC	老来寿	-174.23%	832035.OC	天晴股份	-96.75%	835720.OC	宝藤生物	-108.47%
839702.OC	和元上海	-138.78%	831049.OC	赛莱拉	-84.72%	839705.OC	优德医疗	-100.46%
834402.OC	海昌药业	-110.56%	833190.OC	华生基因	-77.79%	832982.OC	锦波生物	-96.88%
836706.OC	施美药业	-108.58%	830938.OC	可恩口腔	-76.23%	831049.OC	赛莱拉	-84.72%
835720.OC	宝藤生物	-108.47%	836534.OC	百诺医药	-72.37%	830938.OC	可恩口腔	-76.23%
834731.OC	童康健康	-106.52%	834478.OC	东星医疗	-69.30%	832205.OC	全宇制药	-65.80%
839705.OC	优德医疗	-100.46%	430359.OC	同济医药	-53.00%	836433.OC	大唐药业	-65.23%
838851.OC	先通医药	-97.49%	831672.OC	莲池医院	-51.16%	832159.OC	合全药业	-54.59%
832982.OC	锦波生物	-96.88%	834673.OC	泰宝医疗	-50.35%	834673.OC	泰宝医疗	-50.35%
832035.OC	天晴股份	-96.75%	430353.OC	百傲科技	-46.48%	430353.OC	百傲科技	-46.48%
831049.OC	赛莱拉	-84.72%	430323.OC	天阶生物	-40.99%	430591.OC	明德生物	-45.92%
834839.OC	之江生物	-82.14%	832376.OC	天原药业	-31.54%	430323.OC	天阶生物	-40.99%
871474.OC	联川生物	-82.00%	430300.OC	辰光医疗	-27.01%	834496.OC	赛乐奇	-36.86%
839941.OC	睿健医疗	-81.94%	832796.OC	逸舒制药	-25.06%	830946.OC	森萱医药	-31.82%

来源：wind，中泰证券研究所

- 受 2016 年整体市场政策出台低于预期，市场景气度不足，定增资金不到位等影响，各板块筹资性现金流净额均值普遍下降。根据 2016 年年报，医药整体、做市、创新层板块平均筹资性现金流净额分别为 1333.80 万、3194.45 万、4896.94 万，同比增速分别为-32.74%、-33.57%、-8.03%。

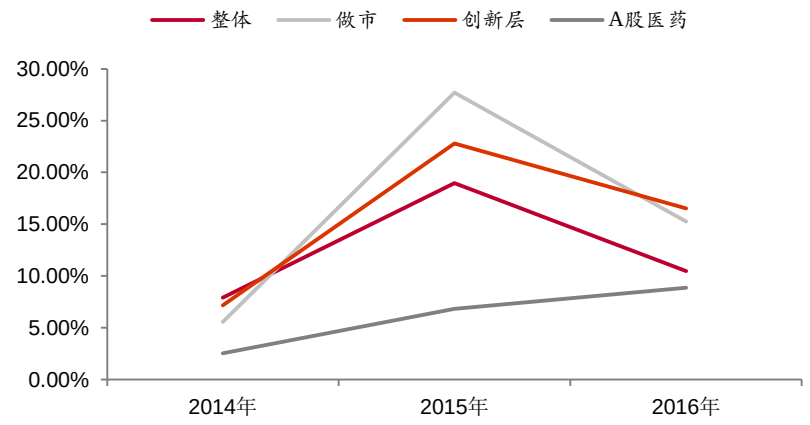
图表 33：医药整体、做市、创新层筹资现金流净额分析(算术平均)



来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年（整体法计算）医药整体、做市、创新层板块筹资活动现金流净额占营业收入的比例分别为 10.45%、15.26%、16.52%，做市和创新层板块比例较高。A 股医药 2016 年筹资活动现金流净额占营业收入的比例为 8.87%。

图表 34：医药整体、做市、创新层筹资现金净额占营业收入比重



来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年医药整体筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的为友芝医疗、青蒿药业、益善生物等，做市板块筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的为益善生物、可恩口腔、国龙医疗等，创新层板块筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠前的益善生物、锦波生物、可恩口腔等。

图表 35：医药整体、做市、创新层筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重前 15

整体前15（营业收入>2000万）			做市前15（营业收入>2000万）			创新层前15（营业收入>2000万）		
837794.OC	友芝医疗	262.58%	430620.OC	益善生物	235.28%	430620.OC	益善生物	235.28%
870644.OC	青蒿药业	247.39%	830938.OC	可恩口腔	200.36%	832982.OC	锦波生物	209.21%
430620.OC	益善生物	235.28%	831366.OC	国龙医疗	155.78%	830938.OC	可恩口腔	200.36%
832982.OC	锦波生物	209.21%	430353.OC	百傲科技	154.59%	430353.OC	百傲科技	154.59%
839702.OC	和元上海	207.34%	834909.OC	汉氏联合	124.02%	835093.OC	旷博生物	126.06%
830938.OC	可恩口腔	200.36%	835716.OC	赛伦生物	86.50%	834909.OC	汉氏联合	124.02%
834258.OC	天纵生物	184.75%	430492.OC	老来寿	80.75%	839705.OC	优德医疗	102.28%
831366.OC	国龙医疗	155.78%	834673.OC	泰宝医疗	63.59%	834750.OC	宁远科技	96.33%
430353.OC	百傲科技	154.59%	832035.OC	天晴股份	60.52%	835716.OC	赛伦生物	86.50%
832113.OC	中康国际	138.84%	430359.OC	同济医药	58.90%	835387.OC	荣恩医疗	81.47%
838851.OC	先通医药	128.18%	834478.OC	东星医疗	55.53%	430492.OC	老来寿	80.75%
835093.OC	旷博生物	126.06%	430175.OC	科新生物	45.20%	835054.OC	微点生物	73.19%
834909.OC	汉氏联合	124.02%	831049.OC	赛莱拉	37.80%	834673.OC	泰宝医疗	63.59%
835940.OC	瑞济生物	118.02%	832316.OC	添正医药	35.19%	834222.OC	迈动医疗	54.45%
839941.OC	睿健医疗	111.76%	831942.OC	天一生物	34.90%	836219.OC	鼎晶生物	40.09%
839705.OC	优德医疗	102.28%	835033.OC	精晶药业	34.75%	831049.OC	赛莱拉	37.80%

来源：wind，中泰证券研究所

- 2016 年医药整体筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为美中嘉和、美泰科技、津同仁堂等，做市板块筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的为新芝生物、维和药业、天松医疗等，创新层板块筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重靠后的维和药业、天松医疗、全宇制药等。

图表 36：医药整体、做市、创新层筹资活动现金流净额占营业收入（≥2000 万）比重后 15

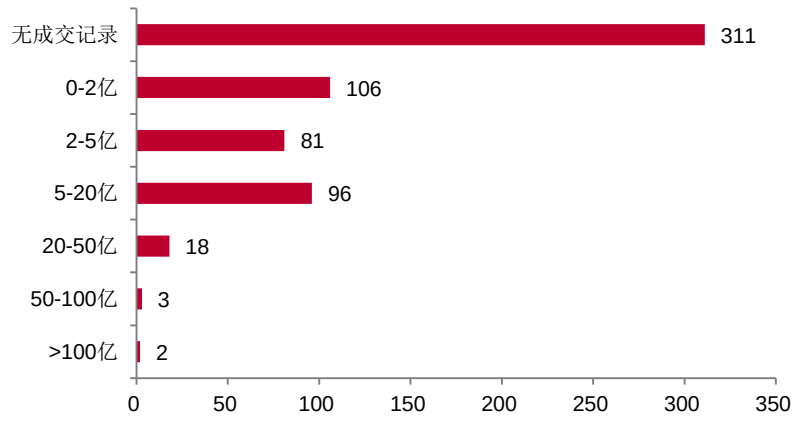
整体后15（营业收入>2000万）			做市后15（营业收入>2000万）			创新层后15（营业收入>2000万）		
835660.OC	美中嘉和	-122.86%	430685.OC	新芝生物	-54.12%	833624.OC	维和药业	-37.03%
871397.OC	美泰科技	-74.44%	833624.OC	维和药业	-37.03%	430588.OC	天松医疗	-35.19%
834915.OC	津同仁堂	-67.62%	430588.OC	天松医疗	-35.19%	832205.OC	全宇制药	-24.83%
430685.OC	新芝生物	-54.12%	832628.OC	爱源股份	-28.01%	836706.OC	施美药业	-23.17%
833518.OC	人福药辅	-46.97%	430601.OC	吉玛基因	-22.16%	831187.OC	创尔生物	-19.59%
836656.OC	奇隆生物	-37.96%	831187.OC	创尔生物	-19.59%	839816.OC	永成医美	-18.57%
833624.OC	维和药业	-37.03%	832126.OC	康乐药业	-16.56%	832126.OC	康乐药业	-16.56%
430588.OC	天松医疗	-35.19%	831920.OC	车头制药	-14.64%	836140.OC	天晟药业	-14.26%
837527.OC	和田维药	-35.05%	831193.OC	新健康成	-14.64%	430369.OC	威门药业	-13.34%
836516.OC	冰科医疗	-32.01%	430369.OC	威门药业	-13.34%	838057.OC	山外山	-11.72%
839444.OC	泰华股份	-30.42%	831508.OC	拓新股份	-12.57%	430323.OC	天阶生物	-10.80%
831332.OC	申高制药	-29.07%	831859.OC	祁药股份	-11.31%	430005.OC	原子高科	-10.80%
832628.OC	爱源股份	-28.01%	832955.OC	七丹药业	-11.21%	838391.OC	菲鹏生物	-7.01%
835704.OC	罗特药业	-26.73%	430323.OC	天阶生物	-10.80%	831186.OC	金鸿药业	-5.64%
833866.OC	紫翔生物	-26.17%	430496.OC	大正医疗	-8.63%	831173.OC	泰恩康	-5.48%
834672.OC	瑞邦药业	-26.08%	831186.OC	金鸿药业	-5.64%	832566.OC	梓橦宫	-5.11%

来源：wind，中泰证券研究所

估值：医药做市/创新层做市 2016 年估值 25.9/23.8，为创业板医药 49.6%/ 45.6%

- 根据 7 月 18 日交易数据统计，市值超过 100 亿的有 2 家企业（新产业、合全药业），市值在 50-100 亿的有 3 家企业（格林生物、君实生物、成大生物等），市值在 20-50 亿的有 18 家企业（仁会生物、之江生物、三力制药等），市值在 5-20 亿的有 96 家企业（垠艺生物、同禹药包、生物谷等），市值在 2-5 亿的有 81 家企业，市值在 0-2 亿的有 106 家企业，没有成交记录的企业有 311 家企业。

图表 37：新三板医药企业市值分布



来源：wind，中泰证券研究所　　市值数据日期为 2017 年 7 月 18 日

- 有 23 家医药企业市值超过 20 亿，排名靠前的为新产业、合全药业、格林生物、君实生物、成大生物、仁会生物、之江生物、三力制药、蓝海之略、喜喜母婴、兰卫检验等。

图表 38：23 家医药企业市值超过 20 亿

证券代码	证券简称	所属分层	转让方式	2016营收（万元）	2016净利润（万元）	总市值(亿)	2016资产总计(百万元)	2016归母权益(百万元)
830838.OC	新产业	基础层	协议转让	92,250.48	45,169.46	182.79	1,605.02	1,419.27
832159.OC	合全药业	创新层	协议转让	163,834.84	43,584.77	171.95	3,270.72	2,432.16
834447.OC	格林生物	基础层	协议转让	6,646.28	1,035.15	97.29	241.13	230.46
833330.OC	君实生物	创新层	做市转让	593.91	-13,723.99	93.5	1,143.25	1,121.78
831550.OC	成大生物	创新层	做市转让	102,967.98	45,708.28	59.89	2,536.28	2,339.68
830931.OC	仁会生物	创新层	做市转让	50.04	-5,272.13	45.16	637.29	523.43
834839.OC	之江生物	基础层	协议转让	15,664.15	4,873.77	39.78	526.57	483.76
832708.OC	三力制药	创新层	协议转让	51,460.92	7,487.97	38.49	518.02	430.59
834818.OC	蓝海之略	基础层	协议转让	102,498.44	16,829.50	36.05	1,217.62	697.51
836015.OC	喜喜母婴	基础层	协议转让	5,571.45	-1,199.73	33.72	34.87	17.3
834753.OC	兰卫检验	创新层	协议转让	80,464.67	5,876.37	33.13	943.94	578.65
870447.OC	柯菲平	创新层	协议转让	125,129.05	12,533.51	28.89	1,073.95	715.2
831265.OC	宏源药业	基础层	做市转让	107,544.20	6,806.41	28.61	1,249.66	575.11
833638.OC	贝斯达	基础层	协议转让	35,621.54	9,330.92	28.57	1,217.08	755.88
838412.OC	长江医药	创新层	协议转让	96,620.79	18,156.39	28.34	889.53	612.8
833101.OC	禾元生物	基础层	协议转让	281.82	-2,601.37	27.4	124.11	100.09
832705.OC	达瑞生物	创新层	做市转让	41,470.51	5,334.48	27.01	625.31	490.01
835604.OC	康泰医学	基础层	协议转让	40,296.70	9,120.21	26.84	498.33	375.07
838260.OC	海尔思	基础层	协议转让	7,132.73	2,213.28	25.2	184.18	105.55
836706.OC	施美药业	创新层	协议转让	6,667.21	3,836.68	24.15	221.69	186.29
430005.OC	原子高科	创新层	协议转让	75,789.37	16,814.67	24.07	1,160.42	620.96
839959.OC	倍肯科技	创新层	做市转让	55,387.26	5,127.89	23.37	683.21	472.31
835720.OC	宝藤生物	创新层	做市转让	12,794.22	722.56	20.33	479.33	373.61

来源：wind，中泰证券研究所　　市值数据日期为 2017 年 7 月 18 日

■ 为筛选出具有一定规模且估值较低的做市企业，我们设置以下筛选条件：1）市值≥6 亿；2）0≤市盈率≤30（整体法，对应 2016 年 PE）。筛选结果包括维和药业、成大生物、源和药业、达嘉维康、精晶药业等 18 家企业，其中维和药业、成大生物、源和药业市盈率低于 15 倍。

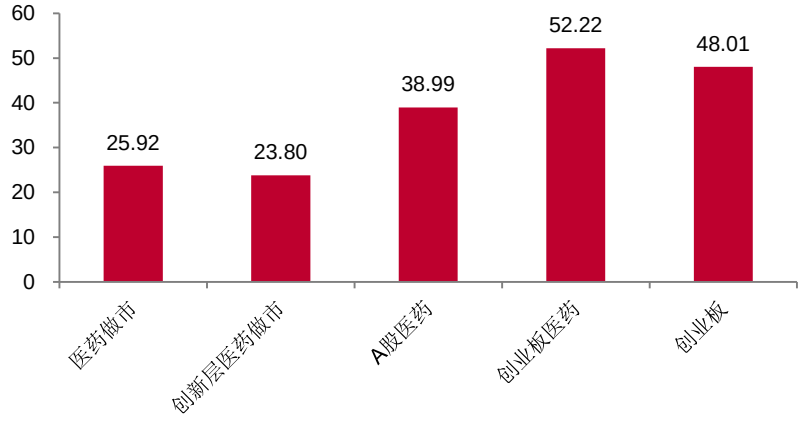
图表 39：市值大于 6 亿且估值较低的做市企业筛选结果

证券代码	证券简称	所属分层	2016营收（万元）	2016净利润（万元）	总市值(亿)	2016资产总计(百万元)	2016归母权益(百万元)	PE（2016年整体法）
833624.OC	维和药业	创新层	33279.51	9069.44	10.38	1163.68	750.70	11.45
831550.OC	成大生物	创新层	102967.98	45708.28	59.89	2536.28	2339.68	13.10
833379.OC	源和药业	创新层	110279.82	10137.54	14.17	1574.45	761.07	13.98
832098.OC	达嘉维康	创新层	189920.53	5776.45	9.19	1318.90	315.54	15.90
835033.OC	精晶药业	创新层	22871.21	4554.36	8.15	522.04	348.67	17.89
831920.OC	车头制药	基础层	75079.53	9273.37	17.04	787.66	525.14	18.38
833266.OC	生物谷	创新层	58982.25	9755.45	18.81	1137.13	761.42	19.29
832796.OC	逸舒制药	创新层	14542.58	2967.80	6.23	232.76	166.24	20.98
832265.OC	芍花堂	创新层	48441.22	4396.81	9.45	367.92	295.98	21.49
831187.OC	创尔生物	创新层	7914.58	3223.15	6.69	147.62	129.52	20.75
430588.OC	天松医疗	创新层	9168.97	2777.50	6.11	183.72	151.00	22.00
834068.OC	蓝氧科技	创新层	6813.90	2799.50	6.26	238.17	192.77	22.37
835265.OC	同禹药包	创新层	52614.28	8224.58	19.21	717.82	529.63	23.36
832276.OC	翔宇药业	创新层	44386.40	6234.34	14.83	971.97	387.31	23.78
430222.OC	璟泓科技	创新层	15066.56	3044.34	7.56	503.97	381.16	24.83
838641.OC	合佳医药	创新层	46390.51	3507.46	8.80	582.81	220.17	25.09
430140.OC	新眼光	创新层	19195.81	4207.72	11.07	287.19	258.33	26.32
430369.OC	威门药业	创新层	35158.61	4457.81	12.20	705.50	462.28	27.37

来源：wind，中泰证券研究所　　市值数据日期为 2017 年 7 月 18 日

- 剔除亏损企业后，对应 2016 年年报整体法估值计算，新三板医药做市企业整体估值 25.92，创新层医药做市企业估值略低于做市企业，为 23.80。新三板医药做市企业与创业板医药企业的估值仍有较大差距，创业板医药企业估值（对应 2016 年年报整体法）达到 52.36，整体 A 股医药对应 2016 年整体估值为 38.99。

图表 40：医药做市/创新层做市 2016 年整体法估值 25.92/23.80



来源：中泰证券研究所　　剔除亏损企业，且做市企业市值>3.6 亿

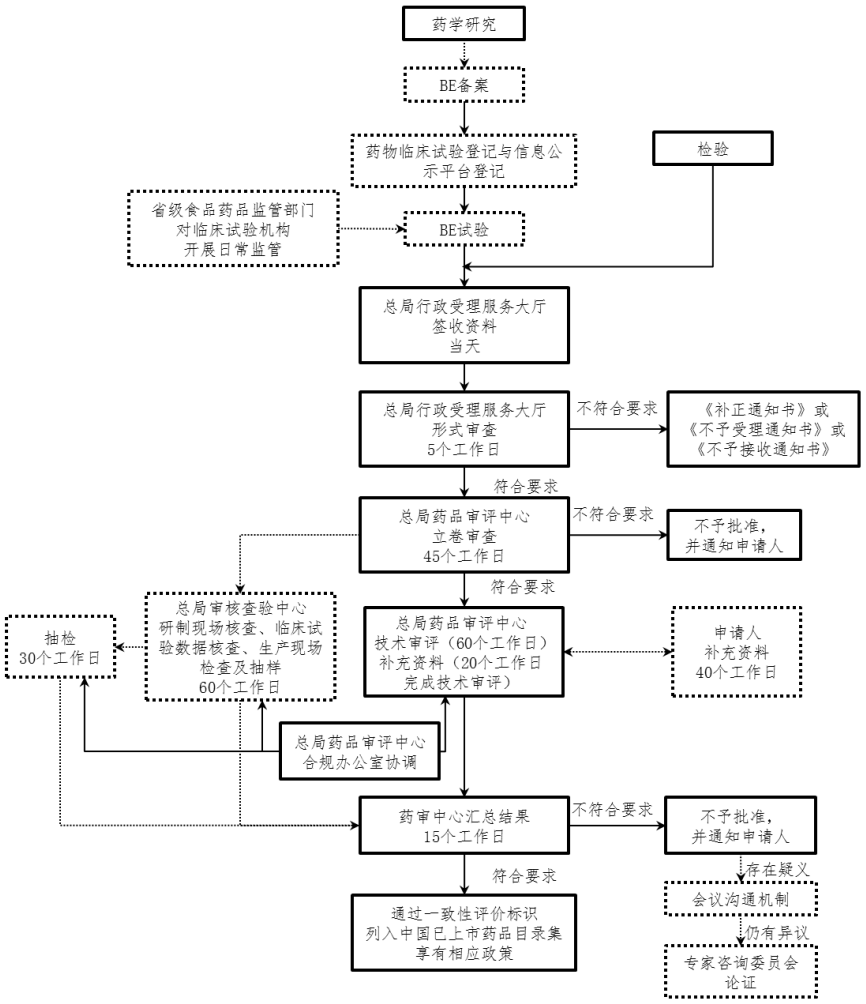
分化中寻找结构性机会，聚焦潜力细分领域

制药—临床价值与创新导向，挖掘生物药领域的“重磅炸弹”

- 药品领域的供给侧改革以创新和临床价值为主线：从 2015 年开始的临床数据核查到一致性评价、生产工艺核查、优先审评等，都显示出国家在药品的研发生产供给端开始加码监管，针对临床试验、生产工艺中的

弄虚作假及违规行为予以严惩，调整进口创新药审批政策，允许境外未上市新药在境外开展临床试验的同时，可以在我国同步开展临床试验；鼓励国内医疗机构参与国际多中心临床试验，对进口创新药通过技术转移到我国进行生产的，简化审批手续等。

图表 41：仿制药质量和疗效一致性评价工作流程图



来源：CFDA，中泰证券研究所

- 生物药产业“四高一长”特征决定其是医药界重磅炸弹和长期投资机会的摇篮。生物药产业具有高技术、高投入、高风险、高收益、长周期的特点。2016 年全球药物销售排名前十位中有 8 个为生物药，分别是阿达木单抗、依那西普、英利昔单抗、利妥昔单抗、贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、甘精胰岛素和肺炎球菌疫苗。

图表 42：2016 年全球药品销售额排名前 20

排名	药品	公司	适应症	2016销售额(亿美元)	类别
1	Humira(阿达木单抗)	AbbVie	自身免疫疾病	160.78	单抗
2	Harvoni（索非布韦+ledipasvir）	Gilead	丙肝	90.81	化学药
3	Enbrel(依那西普)	Amgen/辉瑞	自身免疫疾病	88.74	重组蛋白
4	Remicade（英夫利昔单抗）	强生/默沙东	自身免疫疾病	82.34	单抗
5	MabThera/Rituxan(利妥昔单抗)	罗氏	CLL，NHL，RA	72.27	单抗
6	Revlimid（来那度胺）	Celgene	多发性骨髓瘤	69.74	化学药
7	Avastin(贝伐珠单抗)	罗氏	肺癌、结直肠癌、卵巢癌、胶质母细胞瘤	67.15	单抗
8	Herceptin(曲妥珠单抗)	罗氏	HER2+乳腺癌、胃癌	67.14	单抗
9	Lantus (甘精胰岛素)	赛诺菲	糖尿病	60.54	重组蛋白
10	Prevnar(肺炎球菌疫苗)	Pfizer	肺炎	57.18	疫苗
11	Xarelto（利伐沙班）	拜耳/强生	抗凝血	53.92	化学药
12	Eylea(阿柏西普)	拜耳/再生元	湿性AMD	50.46	单抗
13	Lyrica(普瑞巴林)	Pfizer	镇痛	49.66	化学药
14	Seretide/Advair (氟替卡松/沙美特罗)	GSK	哮喘、COPD	47.4	化学药
15	Neulasta(pegfilgrastim)	Amgen	中性粒细胞减少症	46.48	重组蛋白
16	Copaxone(格拉替雷)	Teva	多发性硬化症	42.23	化学药
17	Sovaldi（索非布韦）	Gilead	丙肝	40.01	化学药
18	Tecfidera(富马酸二甲酯)	Biogen	多发性硬化症	39.68	化学药
19	Januvia(西格列汀)	默沙东	2型糖尿病	39.08	化学药
20	Opdivo(nivolumab)	BMS	NSCLC，黑色素瘤、头颈癌等	37.74	单抗

来源：医药魔方，中泰证券研究所　　不包括非上市公司如 BI 以及财报披露数据范围非 2016 年的日本企业

■ 《医药工业发展规划指南》明确生物药重点发展领域。2016 年 11 月 7 日，工信部、发改委、卫计委、食药监总局等部门联合发布《医药工业发展规划指南》，明确生物药重点发展领域首要提及的方向，涉及抗体、重组蛋白、疫苗、核酸和细胞治疗等产品。

图表 43：《医药工业发展规划指南》明确生物药重点发展领域

抗体药物	重组蛋白质药物	疫苗	核酸药物和细胞治疗
• 开发针对肿瘤、免疫系统疾病、心血管疾病和感染性疾病的抗体药物 • 加快抗体偶联药物、双功能抗体、抗体融合蛋白等新型抗体的研发 • 推动临床需求量大的生物类似药大品种产业化	• 开发免疫原性低、稳定性好、靶向性强、长效、生物利用度高的新产品 • 提升长效、预混胰岛素产业化水平，加快开发胰高血糖素样肽-1类似物等新品种 • 推动重大需求的重组人白蛋白、基因重组凝血因子等产品产业化	• 开发针对高致病性流感、疟疾、登革热、结核、艾滋病、等重大传染病的疫苗 • 加快十三价肺炎结合疫苗、宫颈癌疫苗等临床急需产品的开发及产业化 • 发展多联多价疫苗、基因工程疫苗、病毒载体疫苗、核酸疫苗等新型疫苗	• 发展 RNA 干扰药物、基因治疗药物以及干细胞和免疫细胞等细胞治疗产品，包括CAR-T 等细胞治疗产品

来源：《医药工业发展规划指南》，中泰证券研究所

■ 从细分行业分析，新三板生物药企业覆盖重组蛋白、单抗、细胞免疫、基因治疗、疫苗等领域。

❖ 重组蛋白药物进入长效化时代。2000 年以前以短效重组蛋白药物为主，药效维持依靠频繁的皮下或静脉注射；2000 年以后进入长效重

组蛋白时代，可选择通过肺吸入等方式吸收药物，药物使用也更为简便、安全，且药效更长。国内重组蛋白药物中高端市场以进口重组蛋白药物为主，随着国内企业技术不断升级，预计部分重组蛋白产品逐步实现进口替代。新三板涉及重组蛋白业务的公司主要有仁会生物、泽生科技、天阶生物、中美福源、诺思兰德等。

- ❖ 单抗成为靶向治疗主流用药。2005-2013 年我国单抗市场 CAGR 47.3%，是生物药增速最快的细分行业，未来驱动来自国产化替代和未满足的刚性需求拉动。我们预判随着生物类似药法规的执行，单抗药物审批效率提升，用于单抗药物开发的靶点逐渐增多。新三板涉及单抗业务的公司主要为君实生物、复宏汉霖（拟挂牌）。
- ❖ 细胞免疫治疗应用前景广阔。国内肿瘤免疫治疗整体处于研发初期阶段，在研发和渠道储备方面有待进一步深化。新三板涉及肿瘤免疫治疗主要包括合一康、弘天生物、康爱瑞浩、安集协康等。干细胞产业已初步形成从上游存储到下游临床应用的完整产业链雏形。新三板涉及干细胞业务的公司主要包括弘天生物、汉氏联合、赛莱拉、天晴股份和顺昊生物。
- ❖ 基因治疗产业化时机逐步成熟。随着基因治疗在转移效率、安全性等方面的难题逐渐被攻克，基因测序和修饰的成本在不断降低，基因治疗产业发展的条件逐步成熟。新三板涉及基因治疗业务的公司主要包括吉玛基因和诺思兰德。
- ❖ 疫苗企业核心竞争力：营销网络与创新能力。新版疫苗管理条例取消商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业只能将产品销售给县级疾病预防控制中心，同时要求生产企业做到产品的全程冷链配送和全程可追溯，营销网络价值凸显。同时，国内传统疫苗竞争激烈，而对 HPV 疫苗、结核病疫苗、轮状病毒疫苗等新型疫苗开发能力不足，我们认为创新能力强的疫苗企业未来有望脱颖而出。新三板疫苗企业包括成大生物、欧林生物、康乐卫士等。

- ■ 新三板市场为研发型企业提供融资和交易功能。新三板是为创新型中小企业提供融资功能并促进其成长的有效平台，对于大部分还在研发期的生物制药企业，尚未有稳定的现金流支持，且需要持续进行研发投入，新三板对于挂牌企业不设财务门槛，且提供了股权交易及融资的各项功能，成为生物制药研发企业的一片沃土。
- ■ **外包服务贯穿整个药品生命周期，国内需求快速上升。**医药外包指制药企业将新药发现及临床前研究、临床阶段新药开发和已上市药物的商业化生产运营等各环节进行专业化外包，分为 CRO（医药研发外包）、CMO（医药生产外包）、CSO（医药销售外包）三种。结合新三板公司业务特点，我们建议关注 CMO 行业投资机会。

图表 44：医药外包服务行业分类及特点

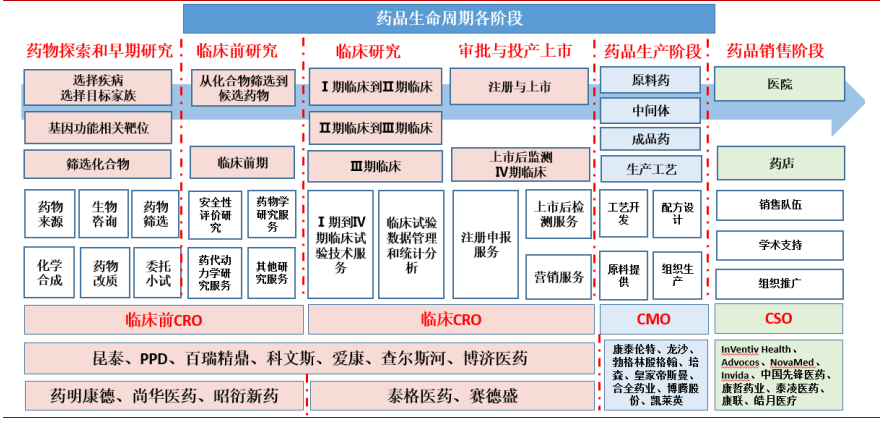
	工作内容	业务性质	能力要求	驱动特征
CRO	药物发现、药理毒理、临床试验	研究	创新能力	人才、技术
CMO	药学研究、药品生产工作	研究+生产	产业化能力	人才、技术、资金
CSO	市场营销工作	营销	营销能力	人才

来源：中泰证券研究所

- ❖ CRO 主要为制药企业提供药物发现、临床前研究、临床试验和审批与投产上市服务等合同研究服务，分为临床前 CRO 和临床 CRO，

对创新能力要求较高，具有人才密集、技术密集的特征。CMO 主要为制药企业提供从临床前研究、临床试验到商业化销售阶段的医药中间体、原料药和制剂的定制研发生产服务，主要分为小分子化学药 CMO 和生物药 CMO，对产业化能力要求较高，具有人才密集、技术密集、资金密集的特征。CSO 主要为制药企业提供品牌塑造、市场推广、病人教育、公共关系、销售管理等合同营销服务，属于市场营销工作，具有人才密集的特征。

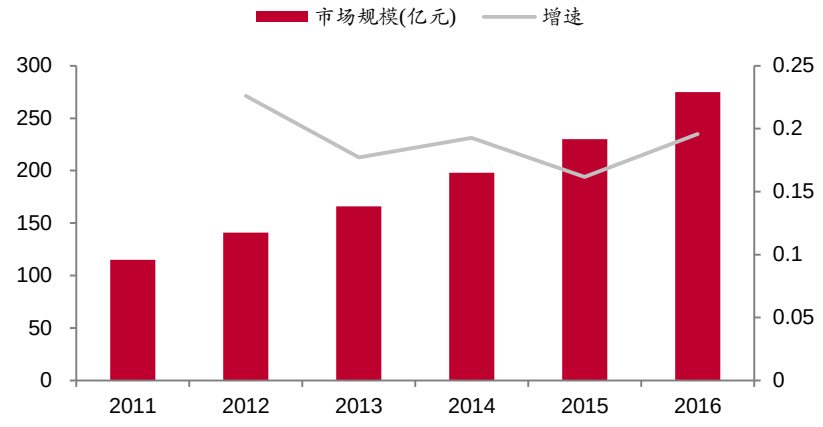
图表 45：医药外包服务贯穿整个药品生命周期



来源：中泰证券研究所

- 结合新三板公司业务特点，我们建议关注 CMO 行业投资机会。我国 CMO 行业快速发展。2011 年我国 CMO 行业市场规模为 115 亿元，约占全球 CMO 行业市场 5.46%的份额，2015 年我国 CMO 行业市场规模为 230 亿元，约占全球 CMO 行业市场 7.19%，我国 CMO 行业在全球 CRO 行业中市场份额不断提升，2011-2015 年我国 CMO 行业市场规模复合增速为 18.92%，预计 2016 年市场规模达到 275 亿元。

图表 46：2011-2016 年我国 CMO 行业规模及增速

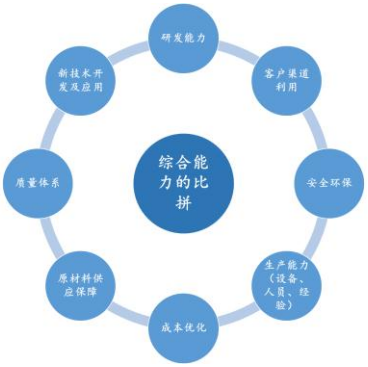


来源：Business Insights，中泰证券研究所

- 医药 CMO 未来发展趋势主要体现在三方面：(1) CMO 行业市场供给逐渐向新兴市场转移。(2)医药 CMO 向医药定制研发生产 CDMO 模式转变。(3) 小分子化学药 CMO 是主流，生物药 CMO 快速发展。
- CMO 行业的核心竞争优势主要集中在研发能力、新技术开发及应用、生产能力（设备、人员、经验）等方面。CMO 企业要想成为

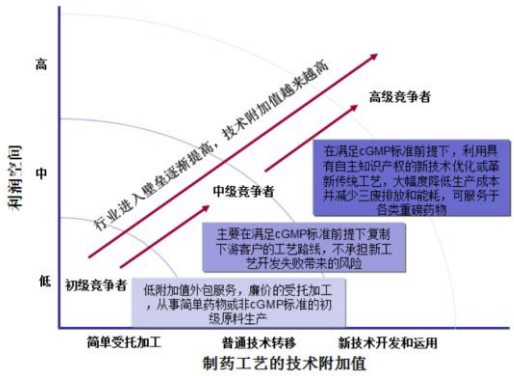
高级竞争者，获取广阔的利润空间，就必须抢占国际制药技术制高点，同时通过对制药工艺的持续创新与优化，建立高效的绿色经营和可持续发展模式。新三板涉及 CMO 业务的公司主要有合全药业、泓博医药、乐威医药等。

图表 47：CMO 行业核心竞争要素



来源：凯莱英招股说明书，中泰证券研究所

图表 48：行业竞争者分为初、中、高级竞争者

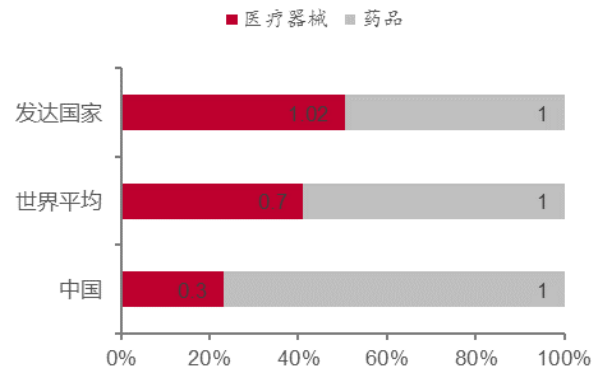


来源：凯莱英招股说明书，中泰证券研究所

器械一进口替代加速 ，基层市场催生新需求

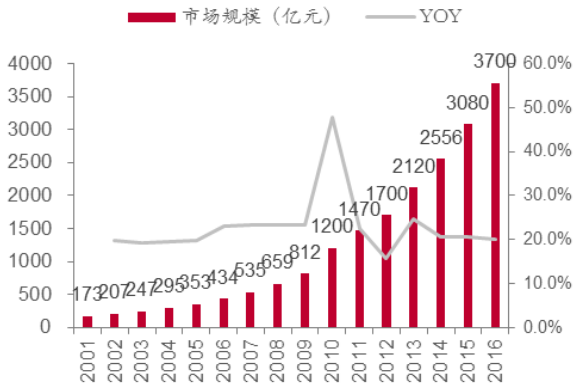
- 我国医疗器械行业整体呈现出规模小、空间大的特点。长期受制于“以药养医”的医疗模式，我国医疗器械消费占比远低于发达国家（1:1.02）和世界平均（1:0.7）水平，未来发展潜力巨大。我国医疗器械市场由 2001 年 179 亿增长至 2016 年 3700 亿元，年均复合增长率高达 22.7%。在政策趋严、行业规范性加强、进入门槛不断提升的背景下，行业并购整合趋势加强，未来行业集中度有望逐步提升。

图表 49：医疗器械和药品消费比例



来源：中国医疗器械行业发展蓝皮书，中泰证券研究所

图表 50：国内医疗器械市场规模及增速



来源：中国医疗器械行业发展蓝皮书，中泰证券研究所

- 政策助力国产化进程加速。近年来，国家陆续推出政策支持国产医疗器械发展，包括《创新医疗器械特别审批程序（试行）》、新版《医疗器械监督管理条例》、《关于医疗器械优先审批程序的公告》、优秀国产医疗设备产品遴选等。

图表 51：部分鼓励国产医疗器械发展的政策

来源：各政府网站，中泰证券研究所

- 分级诊疗推升医疗器械需求。分级诊疗是十三五医改核心政策之一，分级诊疗的核心内容是提升基层医疗机构服务能力（以常见病、多发病、慢性病分级诊疗为突破口），以及在此基础上实现双向转诊、上下联动（组建医联体，实现区域医疗资源共享和流动）。我们认为，分级诊疗的推进将为三大类医疗器械带来发展机遇。
  - ❖ 血压计、血糖仪等便携医疗器械。分级诊疗制度建设意见提出基层医疗水平提高以多发病、慢性病的分级诊疗为突破口，试点地区城市高血压、糖尿病患者规范化诊疗和管理率达到 40%以上。随着人口老龄化态势的加剧，慢性病的发病率呈现上升趋势，慢性病的分级诊疗将带来基层社区血压计和血糖仪等医疗器械的需求。
  - ❖ 大中型影像设备及体外诊断产品。分级诊疗试点工作考核评价标准中提到“基层医疗卫生机构建设达标率≥95%，基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例≥65%，县域内就诊率提高到 90%左右，基本实现大病不出县”，考核达标的前提是基层医疗服务能力的提升，与之相对应的则是基本医疗设备配置的逐步完善。在分级诊疗的推动下，下级医院和基层医疗机构增强基础硬件设备的需求不断释放，同时政策鼓励建立区域独立的医学影像机构和医学检验机构（独立实验室），带动影像设备及体外诊断相关产品的放量增长。
- 《医药工业发展规划指南》明确重点发展方向：在 2016 年 11 月出台的《医药工业发展规划指南》中，关于医疗器械的重点发展领域指出医学影像设备、体外诊断产品、治疗设备、植入介入产品和医用材料、移动医疗产品 5 个方向，可重点关注 PET-CT、分子诊断、手术机器人、心脏介入治疗器械、组织再生和修复材料、养老康复智能设备等具备高技术壁垒和较大市场需求的领域。

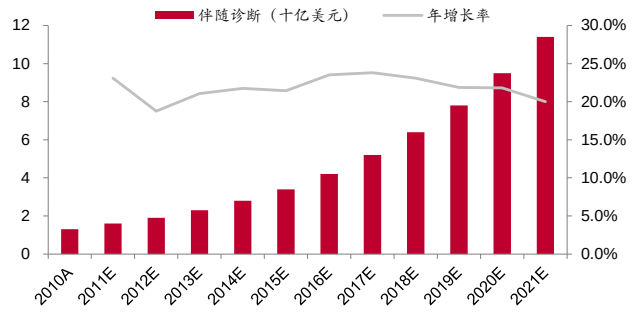
图表 52：《医药工业发展规划指南》医疗器械重点发展领域

医学影像设备	•重点发展高场强超导磁共振和专科超导磁共振成像系统，高端CT设备，多模态融合分子影像设备PET-CT 和PET-MRI，高端彩色多普勒超声和血管内超声，血管数字减影X射线机（DSA），高清电子内窥镜等。提高核心部件生产水平，重点包括CT球管，磁共振超导磁体和射频线圈，PET晶体探测器，超声单晶探头、二维面阵探头等新型探头，X线平板探测器，内窥镜三晶片摄像系统等。
体外诊断产品	•重点发展高通量生化分析仪、免疫分析仪、血液细胞分析仪、全实验室自动化检验分析流水线（TLA）及相关试剂，单分子基因测序仪及其他分子诊断仪器，新型即时检测设备（POCT）。加强体外诊断设备、检测试剂、信息化管理软件和数据分析系统的整合创新，加快检测试剂标准建立、溯源用标准物质研制和新试剂开发。
治疗设备	•重点发展高能直线加速器及影像引导放射治疗装置，骨科和腹腔镜手术机器人，血液透析设备及耗材，人工肝血液净化设备及耗材，眼科激光治疗系统，高端治疗呼吸机，移动ICU急救系统，除颤仪，中医治疗设备等。
植入介入产品和医用材料	•重点发展全降解冠脉支架，心脏瓣膜，可降解封堵器，可重复使用介入治疗用器械导管，人工关节和脊柱，3D打印骨科植入物，组织器官诱导再生和修复材料，心脏起搏器，植入式左心室辅助装置，脑起搏器，人工耳蜗，牙种植体，眼科人工晶体，功能性敷料，可降解快速止血材料和医用粘接剂等。
移动医疗产品	•开发应用健康医疗大数据，重点发展远程医疗系统，可穿戴生理信息监测设备，具备云服务和人工智能功能的家用、养老、康复设备，可提供健康咨询、网上预约分诊、病例随访、检验结果查询等应用的健康管理信息系统。开发可穿戴医疗器械使用的新型电生理传感器、柔性显示器件、高性能电池等核心通用部件。

来源：《医药工业发展规划指南》，中泰证券研究所

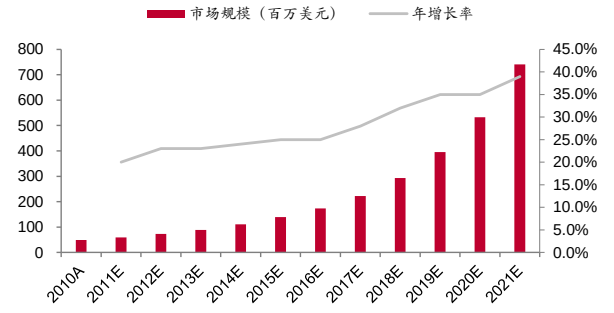
- 结合新三板公司业务特点，我们同时建议关注伴随诊断行业投资机会。
- 作为体外诊断市场发展最快的细分领域之一，伴随诊断在体外诊断市场的占比持续提高。据 Visiongain 数据，全球 2010 年伴随诊断市场规模为 13 亿美元，预计在 2011 年到 2021 年以 20%以上的年复合增长率（CAGR）增长，伴随诊断占体外诊断市场份额由 2010 年的 2.9%增长至 2021 年的 14.0%。国内 2010 年伴随诊断市场规模为 0.49 亿美元，预计 2010-2021 年的复合年增长率为 28.0%，增速高于全球水平。

图表 53：预计全球伴随诊断市场 CAGR 为 20%



来源：Visiongain，中泰证券研究所

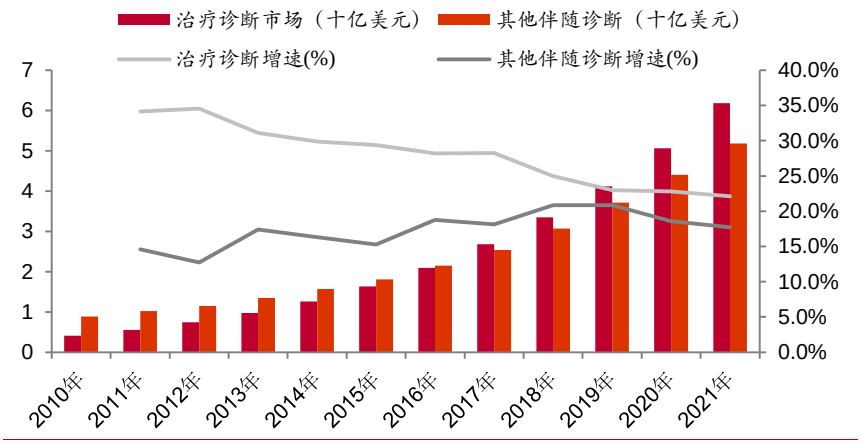
图表 54：预计国内伴随诊断市场 CAGR 为 28%



来源：Visiongain，中泰证券研究所

- 疾病敏感性、药物敏感性和治疗选择性三类伴随诊断中，治疗诊断增长较快。2010 年，全球治疗诊断市场（包含治疗诊断试验器材及诊断试验服务收入）约 4.1 亿美元，占伴随诊断市场份额的 31.5%。2015 年治疗诊断市场增至 16.3 亿美元，2021 年将增至 61.8 亿美元，占伴随诊断市场份额增至 54.4%。治疗诊断市场 2010-2011 年复合增速达 28.0%，高于总体伴随诊断市场增速。

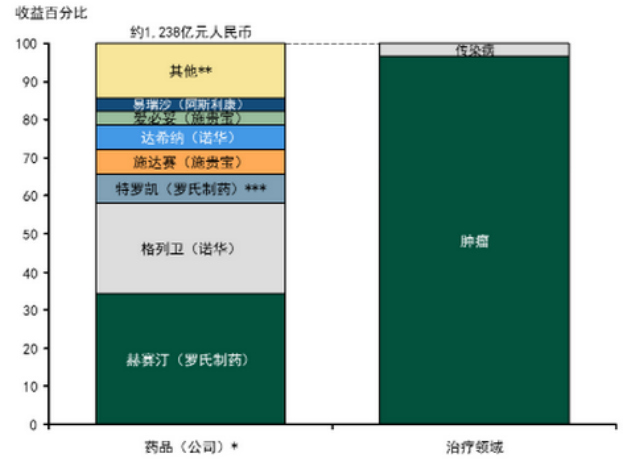
图表 55：治疗诊断市场增速高于总体伴随诊断市场增速



来源：Visiongain，中泰证券研究所

■ 从应用领域分析，肿瘤为生物标记发现和应用的最大治疗领域。考虑到肿瘤的异质性及组织活检的危害性，生物标记发现和特性化无创方法在肿瘤领域的使用日益增加，肿瘤成为伴随诊断的主要开发领域。随着个体化用药的拓宽，未来伴随诊断在抗感染、心血管、自身免疫、中枢神经系统、呼吸系统等其他疾病领域应用会逐步增加。

图表 56：2013 年全球配套伴随诊断测试药品收益



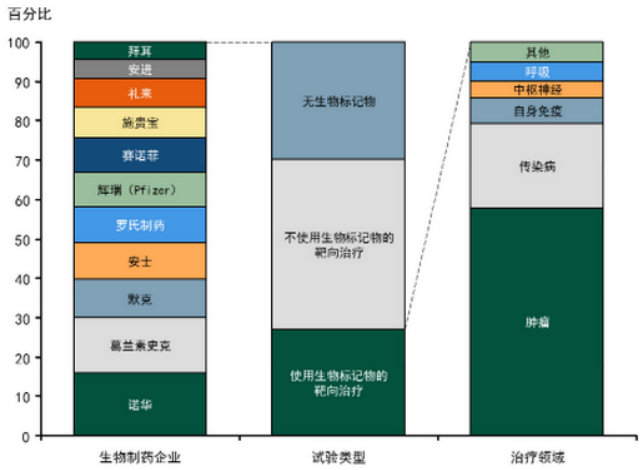
* 药品产品适应症均含需要或推荐对药物潜在使用者进行伴随诊断测试

** 其他药品包括曲美替尼、伯舒替尼、帕尼单抗、帕妥珠单抗等

*** 包含所有特罗凯的收益

来源：生物谷，艾意凯咨询，Evaluatepharma，中泰证券研究所

图表 57：570 项后期临床试验类型和治疗领域



备注：2014 年 3 月，570 项后期临床试验（II 期临床之后）中，154 项试验包含使用生物标记物的靶向治疗

来源：生物谷，艾意凯咨询，各公司网站，中泰证券研究所

■ 生物标记物和靶向治疗驱动伴随诊断市场快速发展。

❖ 高通量测序、蛋白质组学、液体活检等新检测技术应用有望带动新生物标记物的发现，进而转化为伴随诊断产品开发。在肿瘤免疫治疗等快速发展的领域，制药企业利用高通量测序、蛋白质组学、液体活检等新检测技术研究分析细胞或单细胞小型亚群、DNA/RNA 拷贝数变化、基因表达变化、核酸或蛋白质修饰、多组学生物标记物等，有望带动新生物标记物的发现，进而转化为伴随诊断产品开发。

图表 58：生物制药企业与诊断企业的创新技术合作案例

个体化医疗趋势		生物制药企业	合作企业	描述
肿瘤领域外的个体化治疗		武田	奎斯特	阿尔茨海默症相关的载脂蛋白E状态和TOMM40基因多态性检测
		默克	路明克斯	轻度认知功能障碍症中淀粉样肽42和Tau蛋白的免疫测定
肿瘤领域竞争日益激烈	更有效地招募临床试验患者	安进、基因泰克、辉瑞等	基础医学	美国肺鳞状细胞癌主要协议（Lung Cancer Master Protect）合作
		阿斯利康	凯杰	
	改善样本获取	拜耳	希森美康	在取样受限的环境下使用液体活检术
		德国默克		
	改善伴随诊断预测能力	安进	Illumina	针对KRA和NRAS基因的高通量测序技术
		葛兰素史克	生物梅里埃	针对V600E和V600K基因的聚合酶链式反应技术
由肿瘤治疗选择转向治疗监控		Amo Therapeutics	Veridex（强生子公司）	实现疾病治疗监控
		诺华		
探索癌症生物学		礼来	凯杰	探索DNA和RNA类肿瘤生物标记物
		施贵宝	IncellDX	细胞蛋白和基因表达分析的多模态技术

来源：生物谷，艾意凯咨询，Genomeweb，中泰证券研究所

❖ 我们认为伴随诊断和靶向药物的绑定开发会日渐深入，大量靶向药物的应用将驱动伴随诊断市场快速发展。FDA 已批准近 30 款靶向药物的伴随诊断检测，包括曲妥珠单抗、帕妥珠单抗、西妥昔单抗、帕尼单抗和伊马替尼等明星产品与伴随诊断的联合开发，近两年上市的 PD-1 单抗 keytruda、突破性白血病新药 Venclexta、非小细胞肺癌新药 osimertinib、膀胱癌突破性新药 Tecentriq 等药物也都有相应的伴随产品获批。

图表 59：FDA 2010-2014 年批准的伴随诊断产品

Date	Therapeutic	Companion diagnostics	Therapeutic indication‡
2010-October	Herceptin† (trastuzumab)	Dako HercepTest and HER2 FISH pharmDx Kits†	– HER2-overexpressing metastatic gastric or gastroesophageal junction adenocarcinoma (Under Warnings and Precautions: HER2 Testing should be performed using FDA-approved tests by laboratories with demonstrated proficiency)
2011-August	Zelboraf (vemurafenib)	Roche cobas® 4800 BRAF V600 Mutation Test	– Unresectable or metastatic melanoma with BRAF V600E mutation as detected by an FDA-approved test
2011-August	Xalkori (crizotinib)	Vysis ALK Break Apart FISH Probe Kit	– Locally advanced or metastatic NSCLC that is ALK-positive as detected by an FDA-approved test
2012-July	Erbitux (cetuximab)	QIAGEN therascreen® KRAS RGQ PCR Kit	– K-Ras mutation-negative (wild-type), EGFR-expressing, metastatic colorectal cancer as determined by FDA-approved tests
2013-February	Kadcyla (ado-trastuzumab emtansine)§	Dako HercepTest and HER2 FISH pharmDx Kits	– HER2-positive metastatic breast cancer (Under Warnings and Precautions: Her2 Testing: Perform using FDA-approved tests by laboratories with demonstrated proficiency)
2013-May	Tafinlar (dabrafenib)	bioMérieux ThxID BRAF Assay	– Unresectable or metastatic melanoma with BRAF V600E mutation as detected by an FDA-approved test
2013-May	Mekinist (trametinib)	bioMérieux ThxID BRAF Assay	– Unresectable or metastatic melanoma with BRAF V600E or V600K mutations as detected by an FDA-approved test
2013-May	Tarceva® (erlotinib)	Roche cobas EGFR Mutation Test	– Locally advanced or metastatic NSCLC with EGFR mutation as determined by FDA-approved tests
2013-July	Gilotrif® (afatinib)	QIAGEN therascreen EGFR RGQ PCR Kit	– Locally advanced or metastatic NSCLC with EGFR mutation as determined by FDA-approved tests
2013-September	Perjeta (pertuzumab)§	Dako HercepTest and HER2 FISH pharmDx Kits	– Treatment of patients with HER2-positive metastatic breast cancer (Under Warnings and Precautions: Her2 Testing: Perform using FDA-approved tests by laboratories with demonstrated proficiency)
2014-May	Vectibix (panitumumab)	QIAGEN therascreen KRAS RGQ PCR Kit	– K-Ras mutation-negative (wild-type), EGFR-expressing, metastatic colorectal cancer as determined by FDA-approved tests
2014-December	Lynparza (olaparib)	Myriad BRACAnalysis CDx	– Patients with deleterious or suspected deleterious germline BRCA mutated (as detected by an FDA-approved test) advanced ovarian cancer

†Co-approval for new indication.
‡Only a portion of the therapeutic indication is presented as it relates to the test. For complete information about the therapeutic indication refer to Drugs@FDA available at [42].
§Same day approvals of drug-device combinations for which the device was already approved for the target population in conjunction with herceptin.
ALK: Anaplastic lymphoma kinase; NSCLC: Non-small-cell lung cancer.

来源：Expert Rev. Mol. Diagn，中泰证券研究所

图表 60：处于 FDA 审批阶段的伴随诊断产品（2015 年 3 月数据）

ClinitalTrails.gov identifier	Sponsor	Drugs	Companion diagnostics	Phase	Indication
NCT00382200	Memorial Sloan Kettering	Dacogen® (decitabine) and Vesanoid® (tretinoin)	Gene expression changes as measured by Affymetrix gene profiling studies	I/II	Myelodysplastic syndromes
NCT01189903	National University Hospital (Singapore)	Stivarga® (regorafenib)	Evaluation of a novel biomarker technology (Prometheus COPIA® platform)	IIA	Colorectal cancer
NCT00466687	Vanderbilt–Ingram Cancer Center	Tarceva® (erlotinib) and Avastin® (bevacizumab)	Analyze EGFR by monoclonal antibody H11 or fluorescence in situ hybridization 7p12-specific probe	II	Melanoma
NCT01816048	Millenium (Takeda)	Orteronel (TAK-700)	Document change in the number of circulating tumor cells using the Cell Search System (Veridex, LLC)	II	Prostate cancer
NCT00261547	Roche/Genentech	Rituxan® (rituximab)	Negative donor-specific antibodies by Luminex beads or ELISA	II	Kidney insufficiency after transplant
NCT01278134	Roche	Mericitabine (RG-7128)	Sustained virological response, defined as undetectable hepatitis C virus ribonucleic acid, measured by Roche COBAS® TaqMan® hepatitis C virus test	II	Hepatitis C
NCT00936702	North Central Cancer Treatment Group	Paraplatin® (carboplatin), Afinitor® (everolimus), Taxol® (paclitaxel)	Patients' tumor tissue samples from the most recent biopsy are analyzed for correlative studies, including gene expression profiling, by Origin-FFPE test (Pathworks Diagnostics)	II	Cancer of unknown primary origin
NCT00518180	Novartis Vaccines	MenACWY vaccine	Measure geometric mean titers of antihuman papillomavirus by competitive Luminex immunoassay	III	Meningococcal vaccine
NCT01742117	Mayo Clinic	Plavix® (clopidogrel) and Brilinta® (ticagrelor)	Use ABI TaqMan® assay of three variants in the *CYP2C10* gene: *2, *3, and *17 and Spartan Bioscience in vitro diagnostics assay for analysis of three variants in the *CYP2C19* gene: *2, *3, and *17	IV	Coronary artery disease and acute coronary syndrome stenosis

来源：Pharmacogenomics and Personalized Medicine，中泰证券研究所

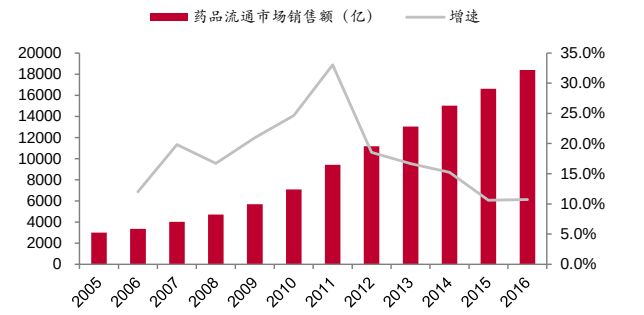
- 新三板伴随诊断企业建议关注百傲科技（430353.OC）、益善生物（430620.OC）、乐普基因（836092.OC）、芝友医疗（837794.OC）等。

流通一迎接整合趋势，加速模式创新

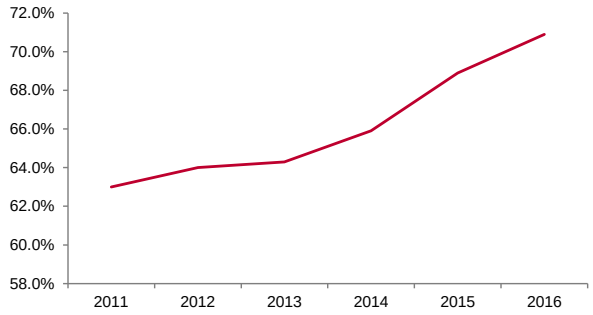
- 集中度提升，两票制利好商业龙头企业。“两票制”（两票制要求生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票）推行压缩了流通环节的代理商和“过票”企业，提升流通效率，小而弱的商业企业逐步被淘汰，推动行业规范整合，信誉度高、规范性强、终端覆盖广、销售能力强的大型药品流通企业市场占有率逐步提升。2016 年，医药流通企业前 100 位营业收入市场规模占比为 70.9%，同比上升 2.0 个百分点。

图表 61：2005-2016 年医药流通市场规模及增速

图表 62：医药流通前 100 名营业收入市场规模占比



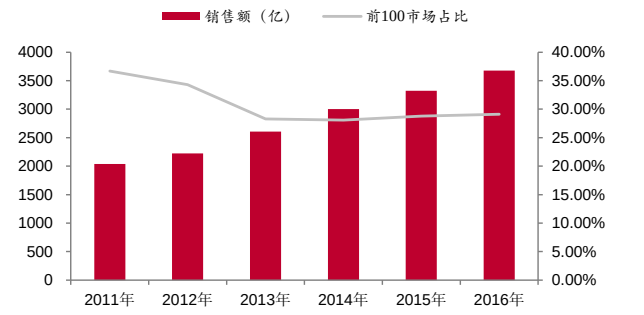
来源：商务部，中泰证券研究所



来源：商务部，中泰证券研究所

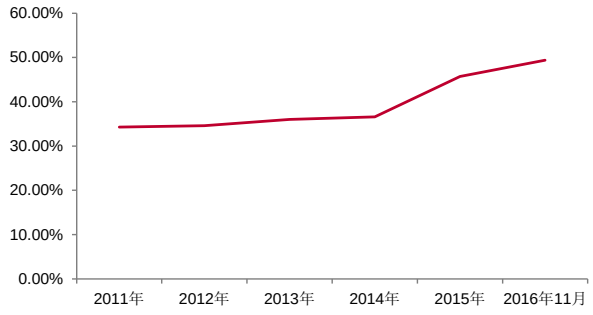
- 医药分开加速模式创新。在医药分开的大趋势下，医院药房由利润项转变为成本项，给药房托管、供应链管理等创新业务提供了客观条件，医药商业企业可以此为契机积极探索创新的供应链延伸服务，推进包括集中采购（GPO）、院内物流管理、医疗器械配送等新增价值服务，逐步由粗放型经营向集约化、质量效益创新型经营转变。
- 药品零售连锁率持续提升。截至 2016 年 11 月，零售连锁率已达到 49.4%。销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 54391 家，占全国零售药店门店总数的 12.2%；销售总额 1070 亿元，占零售市场总额的 29.1%。

图表 63：药品零售市场规模及 Top100 市场占比



来源：商务部，中泰证券研究所

图表 64：2011-2016 年药品零售连锁率



来源：商务部，中泰证券研究所

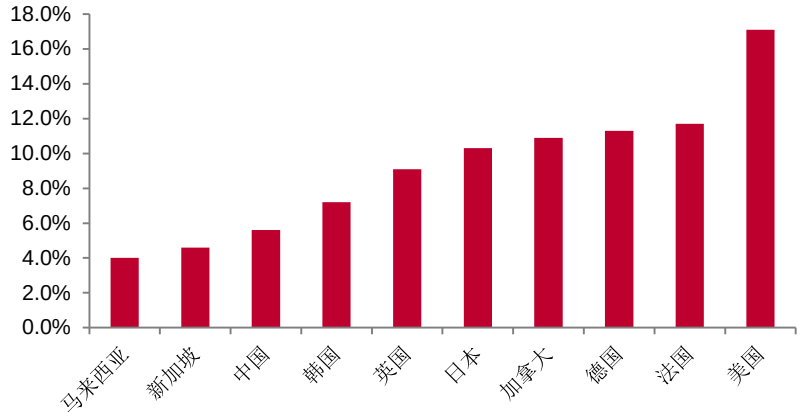
- 药店医保资格审批下放。2015 年 10 月中旬，国务院印发《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》。其中，被取消的项目中包括取消基本医疗保险定点零售药店和基本医疗保险定点医疗机构的资格审查。2015 年 12 月，人社部印发《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》，明确各地要全面取消社会保险行政部门实施的两定资格审查项目。零售连锁企业可通过提高医保药店比例增加终端销售。
- 处方外流引增量，药品零售行业步入机会年。《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》强调采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药，同时完成制定健全药品供应保障机制的政策措施，其内容围绕实行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点，推动医药分开。取消药品加成有助于降低“以药养医”的模式对处方外流的阻碍，为零售药店终端带来一定增量，零售药店承接医疗机构外配处方工作即将拉开序幕，以消费者体验为中心的健康咨询、用药指导、数据检测、辅助诊断等专业药事服务也将催生更多“新零售”模式。

- 考虑到流通行业强者恒强的趋势，而新三板医药企业以中小型企业为主，在资金和规模方面离龙头企业尚有较大差距，我们建议关注区域型优势企业以及创新模式型企业。新三板医药批发及连锁企业主要包括柯菲平、康泽药业、达嘉维康、美福润、泰恩康、唐人医药等。

服务一沿医改方向布局，提升规模化发展能力与运营效率

- 刚需大背景下医疗服务行业景气度持续提升。我国 2015 年卫生消费总额为 4.1 万亿元，是 2004 年的 4.7 倍，年复合增长率 16.8%。虽然卫生消费增长迅速，在 2013 年 GDP 总额中的占比仍仅为 5.6%，低于高收入和中高等收入国家水平，如果该占比能在 2020 年达到卫计委在《“健康中国 2020”战略研究报告》中所提出的 6.5%-7%的目标，我国卫生消费市场将达到 6.1 - 6.6 万亿元规模（假设 GDP 增速保持在 6.7%）。

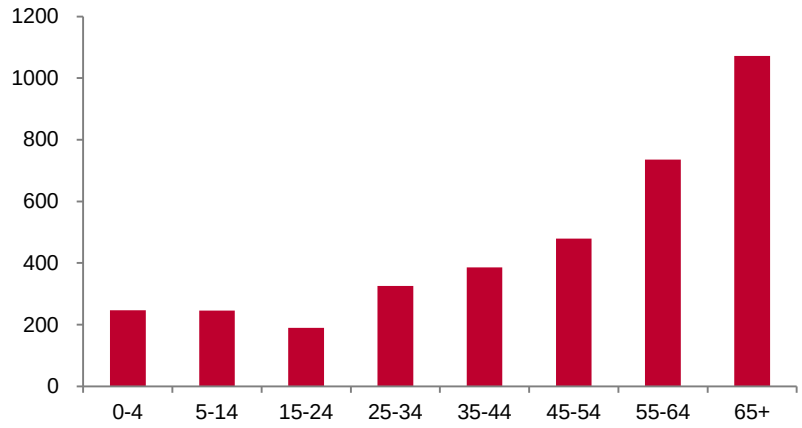
图表 65：2013 年我国卫生消费占 GDP 比重仅为 5.6%



来源：世界银行，中泰证券研究所

- 从需求端分析，人口老龄化、基本医疗保障及商业保险的推进以及消费需求的多元化等驱动医疗服务市场快速扩容。
  - ❖ 人口老龄化。我国人口规模大且老龄化速度加快。根据统计年鉴数据，我国老龄人口占总人口的比率逐年提高，从 2004 年的 7.6%上升到 2015 年 10.5%，已达到 1.4 亿人。老年人发病率高，疾病医治疗程长且常伴有并发病，同时老年人也多患有慢性疾病需要长期护理和用药，为医疗服务高消费人群。人口老龄化势必伴随着更高的医疗服务需求。

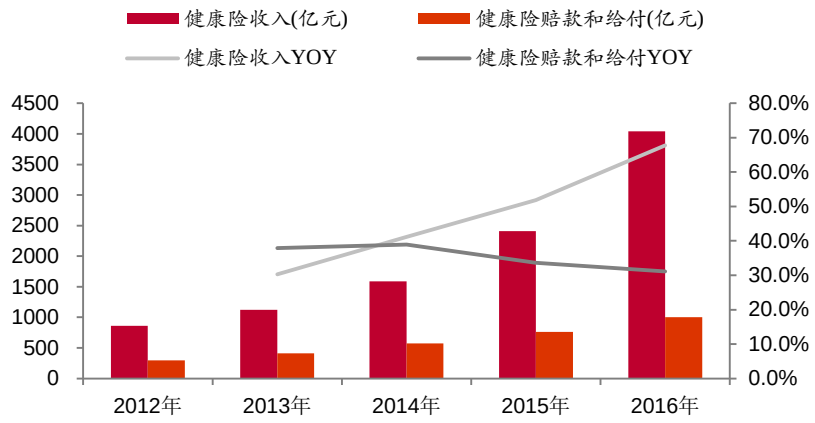
图表 66：各年龄组年均医疗费用（元）



来源：德勤咨询，中泰证券研究所

❖ 基本医疗保障及商业保险的推进拉动医疗服务需求。我国城镇职工医保、城镇居民医保和新农合医保三项基本医保参保率稳定在 95%以上，在广覆盖、保基本的基础上，财政补助标准和个人缴费标准稳步提升，同时积极推动大病保险。另一方面，商业保险从 2012 年的 863 亿上升至 2016 年的 4042 亿，复合增速达 47%，未来将成为支付方强有力的补充。

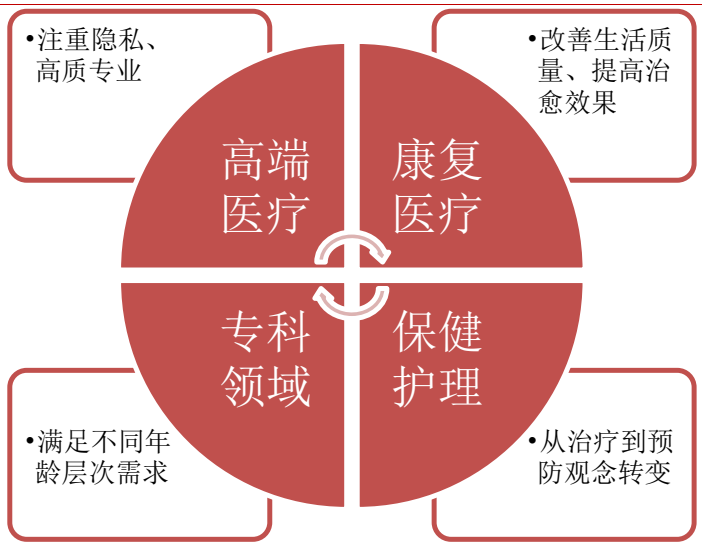
图表 67：2012-2016 年商业健康险收入规模及增速



来源：保监会，中泰证券研究所

❖ 医疗消费需求呈现多层次、多元化。民众收入水平的提高、财富的积累以及健康观念的转变持续推动医疗消费需求向多元化、多层次方向发展。高端医疗、康复医疗、专科领域、保健护理等多样化医疗消费需求驱动整个医疗服务产业向纵深发展。

图表 68：医疗消费需求呈现多样化发展



来源：中泰证券研究所

- 从医改政策方向挖掘医疗服务细分领域。《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》重点强调公立医院取消药品加成、推进公立医院药品采购“两票制”、推进分级诊疗、鼓励社会化办医等，基本延续了前期改革的路径和方向，并在医疗服务价格改革、药品流通、社会化办医、医疗信息化等几个重点领域作进一步细化和强调。

图表 69：进一步深化医改经验的核心要点

来源：《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》，中泰证券研究所

- 我们认为具备规模化运营能力的中高端专科连锁机构、有利于提高运营效率的第三方服务机构和医疗信息化建设平台符合当前医改发展方向。
  - **专科连锁医疗机构：**从大的方向来看，政策引入社会资本旨在激活市场竞争，倒逼公立医院提高运营效率和服务质量，因而民营医院最终的发展趋势必将是规模化的经营，以高质高效的医疗和服务与根基已深的公立医院竞争。从目前我国民营医院的现状来看，专科连锁是相对进入壁垒较低，且较易形成规模化效应的切入模式，也因此成为社会资本扩张最迅速的领域。我们认为，专科连锁虽有门槛低、同质化竞争加剧的劣势，但仍将是未来 3-5 年社会资本进入医疗领域的主要途径，而其中需要解决的关键问题有二：一是形成与公立医院的差异化定位，如中高端的服务和医疗环境；二是具备

一定服务性的复制能力，即连锁化规范管理能力，形成规模化经营。因此具备规模化发展能力的中高端专科连锁机构有望脱颖而出。随着国家医疗体制改革的进一步推进，特别是当医疗人才可以自由流动之后，民营医院技术和综合实力相应提高，社会资本将有能力进入壁垒更高的专科领域如骨科、儿科等。

- **第三方医疗服务机构：**第三方医疗服务机构如独立医学实验室、影像中心、血透中心等在新医改的政策推进下有望获得长足发展。国内医疗服务的部分业务向外包的“中心化”方向发展的趋势逐渐显现。1）医疗服务价格改革中提到“价格调整要重点提高体现医务人员技术劳务价值的诊疗、手术、护理、康复和中医等医疗项目价格，降低大型医用设备检查治疗和检验等价格，并做好与医保支付、分级诊疗、费用控制等政策的相互衔接”，体外诊断产品和影像设备是医院常规诊断检查的高频项目，在医保控费、医疗价格改革的大背景下，医院有意向将高频检查项目外包以节省成本支出，优化收入结构，利于节省医院日常开支和提高运营效率的第三方服务机构将逐步发展壮大。2）分级诊疗试点的推进为第三方服务机构带来的增量。从基层医疗机构的角度考虑，第三方服务机构（如独立医学实验室、医学影像中心、消毒外包中心等）是医疗服务能力严重不足的基层医疗卫生机构的重要支撑。
- **医疗信息化建设平台：**在分级诊疗的框架下，基层医疗信息化建设、转诊、远程医疗、区域医疗信息化平台以及医保控费等都需要信息化作为基础工具满足日常需求，包括就医流程以及慢病管理等数据的统筹管理和分析；医改强调“加强健康信息基础设施建设，打通各类医疗卫生机构数据资源共享通道，健全基于互联网、大数据技术的分级诊疗信息系统，优化诊疗流程，改善就医环境，统筹安排预约、检查、诊疗、转诊、支付结算等环节，推进互联网预约分诊、移动支付、诊间结算、结果查询等应用。充分利用信息化手段，提供远程医疗服务，优先开通 834 个贫困县的远程医疗系统”等内容。我们认为未来医疗信息化的增量主要来自基层医疗信息化建设的不断完善以及升级换代、慢病管理的大数据分析以及远程医疗的信息化构建。

重点公司梳理

合全药业(832159.OC)—原料药与制剂双轮驱动，CMO 龙头加速全产业链布局

- **CMO 行业龙头，经营业绩快速增长。**公司成立于 2003 年，专注于全球制药工艺的技术创新及商业化应用，提供创新药研发生产外包服务，为国内唯一通过 FDA 创新药原料药（API）认证企业。公司经营业绩快速增长 2012-2016 年营业收入 CAGR 为 24.47%，2012-2016 年净利润 CAGR 为 47.95%，2016 年实现营业收入和净利润分别 16.38 亿、4.36 亿。
- **CMO 行业迎来发展良机，国内年复合增速为 17.8%。**全球在研新药数量增长、大量药物专利到期、制药企业的生产成本控制给 CMO 行业发展带来机遇，同时 CMO 行业集中度低，尤其是新兴市场成长空间广阔，国内 CMO 行业年复合增速为 17.8%，预计 2017 年市场规模将达到 50

亿美元。同时 MAH 制度为国内 CMO 行业发展注入新动力。

- **世界一流的研发中心与合作客户，常州基地解决产能瓶颈。**公司拥有全球最大的工艺研发团队，由 30 多位尖端人才率领 800 多名化学家组成。公司在全球范围内拥有众多的创新药物合作伙伴，总数量已经超过 100 家，其中 90%均为欧美发达地区的制药企业。公司拥有世界一流的生产设备设施，总反应体积超过 800 立方米，随着常州生产基地车间陆续投入运营，未来产能将进一步扩大。
- **CDMO 模式实现一体化服务，临床后期业务进入快速发展期。**公司凭借强大研发实力开创性地运用 CDMO 模式,以附加值较高的技术输出取代单纯的产能输出，实现与药企在研发、采购、生产等整个供应链的深度合作。随着后期（含商业化）项目订单数量增加以及临床前期项目发展进入临床后期，临床后期（含商业化）项目收入加速增长，2016 年临床后期项目收入占比为 38.53%，未来有望进一步提升。
- **收购 PDS 部门，制剂业务成为潜在爆发点，产业链协同升级。**通过收购 PDS 部门,公司拟整合原有原料药研发生产服务及新增制剂开发服务两块领域，对外可向国际大型药企及科研机构提供从制剂的生产工艺研发及改进的全流程服务，为客户提供 CMO/CDMO 领域从研发到原料药及制剂商业化生产的一体化解决方案；对内可提高内部工作流程的衔接及配合效率，同时降低采购成本、提高管理效率，发挥产业链上下游协同效应。
- **盈利预测。**暂不考虑 PDS 部门整合，我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 20.23 亿、25.46 亿、32.65 亿，同比增速分别为 23.48%、25.83%、28.25%；2017-2019 年净利润分别为 5.51 亿、6.82 亿、8.77 亿，同比增速分别为 26.45%、23.71%、28.62%；2017-2019 年对应 EPS 分别为 4.17 元、5.15 元、6.63 元。
- **风险提示。**核心技术人员流失风险、知识产权风险、产品质量风险、业务整合风险。

成大生物(831550.OC)－国内狂犬病疫苗龙头企业，多品种战略稳步推进

- **2016 年营业收入同比增长 9.14%，归母净利润同比下降 0.14%，符合预期。**报告期内，公司实现营业收入 10.30 亿，同比增长 9.14%；实现归属于母公司净利润 4.57 亿，同比下降 0.14%。归母净利润小于营业收入增幅的原因系 2016 年度计提流动资产减值准备 4204.6 万元。我们认为公司业绩符合预期，收入增长主要由狂犬病疫苗贡献。
- **顺应新条例要求，积极构建疫苗配送体系。**新版《疫苗流通和预防接种管理条例》取消了商业公司参与疫苗经营的资格，规定疫苗生产企业需将产品销售给区县级疾控中心，同时要求全程冷链配送。公司快速进行营销模式调整，利用自营销售团队优势，积极开发区县各户，同时调研了 100 多家医药冷运企业，探索出了符合新条例要求的“干线运输+区域仓储+区域配送”的疫苗冷链配送模式。2016 年下半年开始，经营走向正轨。我们认为随着疫苗流通环节监管力度的加大，整个疫苗流通环节的透明度和集中度会提升，公司以自营团队为主导的强大营销体系价值凸显。
- **人用狂犬病疫苗国内市场占有率稳居第一。**公司人用狂犬病疫苗具有高

效保护、高安全性、使用经验丰富等特点，采用国内唯一批准使用的 2-1-1 免疫程序，近年来市场份额基本稳定在 50%左右，稳居第一。2016 年公司狂犬病疫苗实现营收 9.80 亿，同比增长 18.83%。我们认为公司狂犬病疫苗龙头地位稳固，年销售量基本稳定，新条例下规定疫苗生产企业需将产品销售给区县级疾控中心，一定程度上增加销售成本，对应终端招标价有所提升。

- **期待乙脑疫苗恢复增长。**国内乙脑灭活疫苗为二类疫苗，主要由成大生物和天坛生物生产，乙脑疫苗销售受山东疫苗事件影响较大。2016 年公司乙脑疫苗销售额为 4966 万，同比下降 55.66%。我们认为山东疫苗事件的影响在逐步消除，疫苗行业整体信心得到有效恢复，同时，从西方发达国家的乙脑疫苗防疫现状来看，国内灭活乙脑疫苗销售占比还有较大的提升空间。我们预期公司乙脑疫苗将恢复高增长，公司收入结构会逐步改善。
- **积极推进疫苗研发项目。**公司 2016 年共申报专利 35 项，获得专利授权 24 项。公司自主研发的双价肾综合征出血热疫苗生产车间处于调试运行阶段，筹备申报生产文号；甲型肝炎灭活疫苗获得临床试验批件；四价鸡胚流感疫苗、流脑 A+C 结合疫苗、二倍体狂犬疫苗完成临床前研究并申报临床批件，HIB 疫苗完成临床前研究，水痘疫苗、肺炎疫苗正在进行工艺研究、优化等工作。我们认为公司病毒疫苗研发水平处于国内领先地位，细菌疫苗研发中心投入使用以来，公司积极推进多项细菌疫苗研发进度，体现了清晰的研发战略布局。
- **盈利预测。**新版疫苗管理条例强化疫苗流通环节监管，短期内对疫苗市场会造成一定冲击，但长期有利于净化市场，为企业提供公平的竞争环境，对规范运营的疫苗企业长期利好。我们认为公司经营已走向正轨，狂犬病疫苗销售继续维持稳定，乙脑疫苗将恢复高增长，多品种战略稳步推进。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 13.06 亿、13.61 亿、14.16 亿，同比增速分别为 26.84%、4.21%、4.04%；2017-2019 年归母净利润分别为 4.97 亿、5.16 亿、5.37 亿，同比增速分别为 8.73%、3.82%、4.07%；2017-2019 年 EPS 分别为 1.33 元、1.38 元、1.43 元。
- **风险提示。**产品安全性风险；产品结构单一风险；政策风险。

新眼光(430140.OC)—眼科医疗数字化领导者，多元化布局提速

- **首家眼科新三板挂牌企业，成长性突出。**公司主营业务为向眼科医疗机构提供眼科医疗设备数字化产品、数字化系统集成服务及医疗信息化解决方案，为首家眼科新三板挂牌企业。公司成长性突出，2011-2016 年公司营业收入和净利润 CAGR 分别为 79.5%和 104.0%。2016 年公司营业收入和净利润分别达到 1.92 亿和 4207 万。
- **外资企业主导眼科器械高端市场，基层和民营市场为潜在增长点。**2015 年我国眼科器械市场规模达到 122.2 亿元，5 年复合增速达到 17.4%。进口眼科医疗器械占比约为 20%，主导我国眼科高端市场。国内眼科器械企业超过 230 家，小、散、乱特征明显。我们认为眼科医院数量和收入的大幅增加将直接带动眼科仪器设备的采购，基层医院和民营医院成为眼科器械采购潜在增长点。
- **轻资产运营模式，研发初见成效。**公司采用轻资产运营模式，准确抓住

流程中附加值最高的研发和销售环节，降低固定资产和人员投入，加快资产周转率。公司研发投入迅速上升，2010-2016 年 CAGR 为 75.7%，2016 年公司研发投入达 1455 万元，营业收入占比为 7.8%，先后成功自主研发 I-Station 无线高清手术影像工作站、NES-600 型眼底照相机等数字化设备。

- **公司产品错位竞争，性价比突出，基层市场大有可为。**公司主营产品定位于眼科医疗设备数字化改造和中低端市场，和外资厂商错位竞争。公司产品分为高端、中端和低端品三大类别，分别对应不同客户群体，有效覆盖全市场。公司产品在价格方面相对外资品牌具有明显优势，适合国内众多预算有限、需求巨大的基层医疗机构。我们认为公司产品性价比突出，未来在基层市场大有可为。
- **直营+经销双轮驱动，积极拓展其他应用科室。**公司依靠直销模式起家，拥有上海、北京、西安、广州、成都五个办事处。2012 年以后，公司借助经销模式拓展中小医院的渠道网络。公司在保持眼科医疗数字化领域领先地位的同时，依靠现有的技术积淀和渠道积累，将产品线从眼科逐渐向神经外科等应用科室扩展，有望复制眼科的成长模式。
- **盈利预测。**我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 2.37 亿、2.91 亿、3.54 亿，同比增速分别为 23.49%、22.57%、21.69%；2017-2019 年归母净利润分别为 4891 万、5907 万、6896 万，同比增速分别为 16.23%、20.77%、16.75%；2017-2019 年对应 EPS 分别为 0.57 元、0.69 元、0.80 元。
- **风险提示。**其他应用科室推广风险；中低端市场推广风险；技术替代风险。

德源药业(832735.OC)—打造糖尿病和高血压产品群

- **业绩符合预期，产品结构优化。**公司 2016 年实现销售收入 2.15 亿，同比增长 8.19%，其中糖尿病类产品同比增长 7.39%，高血压类产品同比增长 84.78%；实现净利润 3025.83 万，同比增长 11.29%；扣非净利润 2562.94 万，同比增长 18.87%。公司主导产品为瑞彤（盐酸吡格列酮片）2014-2016 年收入占总营业收入比重分别为 76%、71%和 65%，占比持续下降，新产品推广初见成效，二甲双胍缓释片、复瑞彤、波开清等品种销售快速增长，产品结构优化。
- **建立以瑞彤和复瑞彤为核心的糖尿病产品群。**瑞彤在国内吡格列酮市场份额最大，约 25%。复瑞彤为盐酸吡格列酮和盐酸二甲双胍复方制剂，是瑞彤的升级产品，处于市场开发阶段，国内只有两家企业生产，竞争格局向好。唐瑞具备“快开-快闭”特点，进口替代空间巨大。公司同时布局盐酸二甲双胍缓释片和甲钴胺胶囊市场。我们预期公司以瑞彤和复瑞彤为核心的糖尿病产品群销售未来维持稳定增长。
- **建立以波开清为核心的高血压产品群。**波开清为由坎地沙坦酯及氢氯噻嗪组成的复方制剂，治疗高血压的总有效率为 86.6%，达标率为 79.85%，具有强效降压、安全平稳、高选择性等优点，国内独家产品，为公司未来重要销售品种之一。我们预期公司加大高血压产品群开发和推广力度，以波开清为核心的高血压产品群销售进入快速增长期。
- **稳步推进在售产品一致性评价和新产品研发工作。**2016 年公司投入技术

开发费 2374.18 万，占收入比例为 20.37%，六个在售产品的一致性评价工作按计划稳步推进。新产品研究方面，安立生坦及片、阿格列汀及片、索利那新及片、米拉贝隆及缓释片、依帕司他及片均获得 BE 批件，吡格列酮格列美脲片临床试验按计划有序进行。报告期内新购置研发试验设备近 50 台套，专门用于药品一致性评价及新品研发。

- **盈利预测。**我们预测公司：2017-2019 年营业收入分别为 2.56 亿、3.04 亿、3.57 亿，同比增速分别为 19.22%、18.74%、17.60%；2017-2019 年归母净利润分别为 3793 万、4451 万、5343 万，同比增速分别为 25.36%、17.34%、20.04%；2017-2019 年 EPS 分别为 0.87 元、1.02 元、1.22 元。
- **风险提示。**产品研发失败风险，产品结构单一风险，市场竞争加剧风险。

达瑞生物(832705.OC)—二代测序业务高速发展，三维布局肿瘤诊断与个体化用药市场

- **营业收入同比增长 106.59%，归母净利润同比增长 83.57%，略超预期。**2016 年公司实现营业收入 4.15 亿，同比增长 106.59%。主要原因系加强销售渠道及产品线的建设，其中二代测序业务收入 2.39 亿，同比增长 148.44%。公司毛利率为 29.67%，同比下降 8.96%，主要原因系低毛利仪器设备销售增加及二代测序价格下降。公司实现归母净利润 5334 万，同比增长 83.57%，主要原因系收入增长、投资收益（转让持有广东腾飞基因科技有限公司 3.50%股权）及政府补助。我们认为公司业绩略超预期，二代测序业务有望维持高速增长。
- **二代测序业务维持高增长，全产业链布局优势明显。**基因测序在无创产前检测（市场空间百亿级别）应用最成熟，检出率>99.9%，未来应用将拓宽至遗传病诊断、胚胎植入前遗传学诊断、肿瘤诊断与治疗等领域。2016 年实现二代测序业务收入 2.39 亿，同比增长 148.44%，营收占比为 57.67%。公司借助母公司达安基因的高通量测序仪器、试剂和临床试点资质，既可以进行仪器、试剂的销售，也可以为医疗机构进行测序服务，形成了横跨二代测序产业链的格局。我们认为公司二代测序业务拥有全产业链布局和相应资质，未来将受益 NIPT 市场以及其他二代测序应用市场扩容而维持高速增长。
- **持续加大研发投入，优化产品线。**公司继续加大技术创新力度，进一步丰富并优化产品线。2016 年公司研发投入金额为 3876 万元，同比增长 20.04%，占营业收入比例为 9.35%，新增医疗器械注册证书 5 项，新增行业主管部门备案产品证书 4 项，新增软件著作权 2 项，新增注册商标 18 个，执行政府立项课题 14 项。我们认为公司拥有高通量测序平台、化学发光平台、时间分辨平台、CD-DST 技术平台等 8 个跨组学检测平台以及丰富的产品线，可以为客户提供全方位立体服务，在遗传病和肿瘤诊断领域的影响力持续扩大。
- **综合服务能力强，成长性突出。**公司建立了覆盖全国主要省市的经销网络和技术支持网络，经销商数量近 300 家，终端客户超过 600 家。公司拥有八大技术平台，81 项已获证产品，可为客户提供一对一的一揽子解决方案。我们认为公司凭借自主创新能力、终端渠道拓展能力以及综合服务能力，在产前检测、遗传病诊断、肿瘤个体化诊断与用药等领域优势明显，成长性突出。

- **盈利预测。**我们预测公司：2017-2019 年营业收入分别为 6.41 亿、9.49 亿、13.10 亿，同比增速分别为 54.49%、48.12%、38.09%；2017-2019 年归母净利润分别为 0.67 亿、1.00 亿、1.34 亿，同比增速分别为 25.92%、49.25%、33.29%；2017-2019 年 EPS 分别为 0.46 元、0.69 元、0.92 元。
- **风险提示。**技术替代风险；新品研发失败的风险；市场竞争加剧风险

百傲科技(430353.OC)—专注个体化用药基因诊断

- **营业收入同比增长 32.19%，净利润同比增长 30.19%，低于预期。**2016 年公司实现营业收入 9239.11 万元，同比增长 32.19%；实现净利润 1711.53 万元，同比增长 30.19%；营业收入 99.84%来自诊断试剂产品，总体毛利率为 88.53%，与 2015 年基本持平。公司业绩低于预期，主要原因为销售整改和生产基地搬迁。我们认为销售整改需要一段时间才能显现正向效果，新生产基地顺利投产运行，利好公司长期发展。
- **定增提供资金支持，研发与生产稳步推进。**公司于 2016 年上半年向红土创新等 27 名合格投资者定向发行 1235 万股，募集资金总额 1.482 亿元，为公司快速成长提供了充足的资金支持。研发方面，公司有 6 个新开发的基因诊断试剂盒产品进入报批阶段并完成三批试生产，BE-3.0 生物芯片识读仪获得 II 类注册证，自主设计开发的自动化基片生产线通过验收。生产方面，公司上海松江年产 200 万人份新生产基地获得生产许可证并正式投产，产能大幅提升。
- **开拓产品新适用边际。**公司积极探索产品的延伸应用，其中 CYP2C19 试剂盒和 CYP2C9 试剂盒有望在质子泵抑制剂、抗抑郁药、抗癫痫药、抗肿瘤药、降血糖药、镇静催眠药等方面提供个体化用药指导，ALDH2 也可作为高血压、帕金森、糖尿病、骨质疏松等多种疾病的易感基因，MTHFR 基因型与孕期叶酸补充方案密切相关。我们认为随着优生优育理念的推广和二胎政策放开，MTHFR 试剂盒在优生领域或大有可为，同时客户与数据积累优势将成为公司拓展业务和寻求合作的着力点，有望为公司带来新的业绩增长点。
- **形成芯片产品闭环，综合优势明显。**公司基于显色型生物芯片技术形成了产品闭环，产品原料 99%实现国产化，并大力推进自动化改造项目，其中由公司自主研发生产的 IR 型生物芯片点样仪和基片自动清洗机的投入，提高了生产效率并保证了关键原料的供应。松江年产 200 万人份新生产基地已投入使用，产能提升明显。公司开拓了近 300 家三甲医院客户，已经积累了 100 多万人份数据，综合优势明显。
- **盈利预测。**我们预测公司：2017-2019 年营业收入分别为 1.25 亿、1.74 亿、2.38 亿，同比增速分别为 35.34%、39.24%、36.80%；2017-2019 年归母净利润分别为 2204 万、3087 万、4224 万，同比增速分别为 28.78%、40.08%、36.82%；2017-2019 年 EPS 分别为 0.35 元、0.49 元、0.67 元。
- **风险提示。**市场竞争风险；技术升级风险；经销商管理风险；控制人丧失控制权风险。

附录

符合创新层标准的医药企业一览

图表 70：符合创新层标准的医药企业

	证券代码	证券简称		证券代码	证券简称		证券代码	证券简称		证券代码	证券简称
1	430005.OC	原子高科	25	832126.OC	康乐药业	49	834496.OC	赛乐奇	73	836219.OC	鼎晶生物
2	430140.OC	新眼光	26	832159.OC	合全药业	50	834611.OC	老肯医疗	74	836262.OC	科源制药
3	430222.OC	璟泓科技	27	832205.OC	全宇制药	51	834631.OC	海药股份	75	836412.OC	海泰新光
4	430300.OC	辰光医疗	28	832265.OC	芍花堂	52	834673.OC	泰宝医疗	76	836433.OC	大唐药业
5	430323.OC	天阶生物	29	832276.OC	翔宇药业	53	834750.OC	宁远科技	77	836504.OC	博迅医疗
6	430335.OC	华韩整形	30	832278.OC	鹿得医疗	54	834753.OC	兰卫检验	78	836706.OC	施美药业
7	430353.OC	百傲科技	31	832316.OC	添正医药	55	834804.OC	正济药业	79	836800.OC	海钰生物
8	430369.OC	威门药业	32	832353.OC	益泰药业	56	834887.OC	健佰氏	80	837270.OC	爱立康
9	430492.OC	老来寿	33	832566.OC	梓橦宫	57	834909.OC	汉氏联合	81	837626.OC	华博军卫
10	430588.OC	天松医疗	34	832705.OC	达瑞生物	58	835033.OC	精晶药业	82	837833.OC	同科股份
11	430591.OC	明德生物	35	832708.OC	三力制药	59	835054.OC	微点生物	83	838057.OC	山外山
12	430620.OC	益善生物	36	832735.OC	德源药业	60	835093.OC	旷博生物	84	838223.OC	金维制药
13	430730.OC	先大药业	37	832796.OC	逸舒制药	61	835259.OC	瀚翔生物	85	838233.OC	爱诺药业
14	830931.OC	仁会生物	38	832941.OC	信鸿医疗	62	835265.OC	同禹药包	86	838265.OC	瑞澜医美
15	830938.OC	可恩口腔	39	832982.OC	锦波生物	63	835300.OC	人为峰	87	838391.OC	菲鹏生物
16	830946.OC	森萱医药	40	833266.OC	生物谷	64	835369.OC	卓诚惠生	88	838412.OC	长江医药
17	831049.OC	赛莱拉	41	833330.OC	君实生物	65	835387.OC	荣恩医疗	89	838641.OC	合佳医药
18	831057.OC	多普泰	42	833379.OC	源和药业	66	835553.OC	瑞兴医药	90	839056.OC	轶德医疗
19	831173.OC	泰恩康	43	833409.OC	泉源堂	67	835572.OC	诺泰生物	91	839074.OC	一特股份
20	831186.OC	金鸿药业	44	833528.OC	宁波中药	68	835670.OC	数字人	92	839705.OC	优德医疗
21	831187.OC	创尔生物	45	833624.OC	维和药业	69	835716.OC	赛伦生物	93	839816.OC	永成医美
22	831397.OC	康泽药业	46	833799.OC	嘉禾生物	70	835720.OC	宝藤生物	94	839959.OC	倍肯科技
23	831550.OC	成大生物	47	834068.OC	蓝氧科技	71	835852.OC	伊普诺康	95	870447.OC	柯菲平
24	832098.OC	达嘉维康	48	834222.OC	迈动医疗	72	836140.OC	天晟药业			

来源：中泰证券研究所

未披露 2016 年报企业名单

图表 71：23 家医药企业未披露 2016 年报

丰汇医学	大承医疗	朗科生物	荣邦医疗	美诺瓦	林格贝	宏济堂	富丽华德
辰星药业	俏佳人	枫盛阳	家鸿口腔	云涛生物	墨药股份	和藤医药	风和医疗
弘天生物	艾博健康	苏达汇诚	奥美达	正阳生物	浙皖中药	御心堂	

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **政策不确定性风险。**医药行业受政策影响大，建议密切关注医保、医药、医疗等方面的政策变动。
- **产品质量风险。**药品质量与用药人群身体健康和生命安全密切相关，且药品质量风险存在于药品研发、生产、流通、使用的各个环节，须保持高度警惕。
- **知识产权风险。**医药行业是创新密集型行业，对知识产权依赖性高，对创新成果的保护非常重要。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

本报告涉及的成大生物(831550.OC)、新眼光(430140.OC)、百傲科技(430353.OC)为中泰证券股份有限公司(以下简称“本公司”）做市企业。本报告系本公司研究员根据相关企业公开信息所做的独立判断。

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。