



2018年06月13日

## 医药生物

## 【联讯证券医药行业 2018 年中期策略】：政策导向，聚焦服务、优质医药、商业三条主线

增持(维持)

医药行业研究组

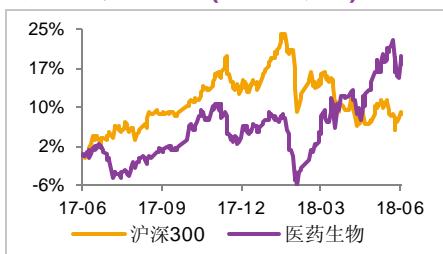
分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235708

邮箱：lizixin@lxsec.com

## 行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

## 相关研究

《医药生物行业报告\_【联讯医药周报】维生素原料药行业整体大幅预增，重申看好维生素全年行情》2018-03-05

《医药生物行业报告\_【联讯医药行业重大事件点评】国务院出台仿制药供保政策，落实优质仿制药倾斜政策》2018-04-04

《医药生物行业报告\_【联讯医药行业 2017 年报及 2018Q1 季报总结】行业整体扣非净利增速下降，业绩明显分化下关注结构性机会》2018-05-04

## 投资要点

## ✧ 回顾：弱市中的一抹亮色，板块业绩与估值齐飞

2018Q1，医药上市公司营收和扣非归母净利润增速分别为 24.9% 和 32.6%，一季度业绩增速超预期。细分行业营收增速方面，疫苗、中药、化药受两票制医药产品出厂价低转高开以及流感疫情影响，表现增速加快；化学原料药受益去年下半年来的涨价因素，一季度普遍大幅增长；医疗服务、医药商业保持稳定增长，血液制品增速下降。

医药生物板块市场表现分化，行业整体表现强于大市，涨幅 10.43%，排名第三；个股分化严重，30% 个股跑赢医药生物指数涨幅，过半数量（约 138 家）个股今年涨跌幅仍为负。板块业绩估值约 39 倍，同比 2 月份明显提升，但相对 A 股整体估值（剔除银行），估值溢价率仍处 4 年中值位置附近。虽然部分个股估值突破牛市高点，但伴随业绩增速提升，继续看好下半年估值提升。

## ✧ 策略：政策导向，聚焦服务、优质医药、商业三条主线

我们认为医药行业是受政策扰动明显的行业。2012 年以前是我国三项基本医疗保险（职工医保、新农合、城镇居民医保）制度建设期，医药行业充分分享政策红利，高速发展；2012-2015 年是新医改、医保控费等政策承压期，行业与企业被动经营调整；2016-2017 年是政策消化期，政策边际效应逐渐减弱，增速触底缓慢回升；进入 2018 年，医药行业迎来复苏期，业绩与估值齐飞。我们看到所有政策都是围绕解决三大矛盾“看病难、看病贵和医疗质量不高”出发，比如支持民营医院发展、医保控费、两票制、零加成、鼓励创新和仿制药一致性评价等。我们下半年的策略是政策导向，选择政策影响小或者受益的行业与公司，主要聚焦服务、优质医药、商业三条主线，兼顾成长与估值选择个股。

## ✧ 三条投资主线：医疗服务、优质医药、医药商业

**主线一服务：**医院看民营专科连锁，医药研发外包多政策受益。**医院医疗服务：**日益增长的医疗保健需求是医院医疗服务发展的动力源泉，全国医疗服务量突破 80 亿人次，叠加老龄化放大医疗支出，服务营收量价齐升；民营医院是我国公立医疗体系的良好补充，尤其是在各细分领域优势明显，首选高成长与稀缺性共存爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）。**CRO：**国际 CRO 产业转移，鼓励创新和仿制药一致性评价双助力行业恢复高增长，推荐泰格医药（300347）。

**主线二优质医药：**品牌中药、化药（创新药、优质仿制药）和疫苗。**品牌中药：**控费降价大环境下，品牌中药具备提价能力，自主消费属性较强，另外部分知名中成药品种价格未反映价值，提价能力充足。推荐估值合理、产品提价促业绩提升明显的中新药业（600329）和品牌价值善待认识的国药精品



广誉远 (600771)。**化药**：是医药供给侧改革主阵地，聚焦创新药和优质仿制药。近年来药企研发投入持续上升，当前是药械创新的美好时代，关注研发管线中产品市场潜力大、临床阶段靠前的品种，标的上聚焦龙头创新药企如恒瑞医药 (600276)、复星医药 (600196) 和产品管线多品种进入 III 期临床试验的亿帆医药 (002019) 等。优质仿制药聚焦目前仿制药一致性评价工作开展靠前的药企，受益于仿制药保供政策，优先采购通过一致性评价的仿制药，标的推荐华海药业 (600521) 和信立泰 (002294)。**疫苗**：朝阳行业，未来几年重磅产品陆续面世。疫苗是投入产出最快的医药子行业，多联化、多价化是行业发展方向，未来两年重磅疫苗产品陆续面世。我们的观点：短期看四价流感疫苗、HPV 疫苗，对应标的分别有长生生物 (002680)、华兰生物 (002007) 和智飞生物 (300122)，中期看 13 价肺炎球菌结合疫苗和带状疱疹疫苗，标的有沃森生物 (300142, 13 价肺炎)、长生生物 (002680, 带状疱疹疫苗)。

**主线三商业**：零售药店继续跑马圈地，看好下半年医药批发的复苏。**零售药店**：全国零售药店数量已趋饱和 (45 万家左右)，上市连锁零售药店继续跑马圈地，门店数量增长远高于行业，上市零售药店四朵金花 (益丰药房、大参林、老百姓和一心堂)，优选估值较优的一心堂 (002727)。**医药批发**：行业百大集中度提升到 70.9%，‘危’‘机’并存；‘3+1+N’市场格局成型，区域商业龙头增长更快；估值处于多年底部，看好下半年医药批发的复苏。首推柳药股份 (603368)、中国医药 (600056) 和九州通 (600998)。

### ◆ 风险提示

系统性风险，医保控费降药价超预期，政策推进不及预期。



# 目 录

一、半年回顾：弱市中的一抹亮色，板块业绩与估值齐飞	6
(一) 业绩：增速超预期	6
(二) 市场表现：行业指数市场表现优异，个股精彩纷呈	9
(三) 估值：2018H2 看好医药生物估值继续提升	10
二、投资策略：政策导向，聚焦服务、优质医药、商业三条主线	12
(一) 医药行业是政策扰动强烈的高内需依存行业	12
(二) 近年来医药各项政策出台都是围绕解决“三大矛盾”出发	13
1、看病难：政策应对——鼓励民营医院和推行分级诊疗	13
2、看病贵：政策应对——招投标、两票制和公立医院零加成	14
3、医疗质量不高：政策应对——存量优化、鼓励创新	15
(三) 各项政策的核心是医药产业链供给侧改革	19
三、投资主线之服务：医院看民营专科连锁，医药研发外包多政策受益	20
(一) 医院医疗服务：日益增长的医疗保健需求是行业发展的动力源泉	20
1、需求端量价齐升：全国医疗服务量持续增加，老龄化放大医疗支出	20
2、供给端矛盾突出：总量不足与冷热不均	21
3、民营专科连锁医院：各细分领域高速增长的稀缺标的	21
(二) 医药研发外包：国际 CRO 产业转移，多政策受益	22
1、国际 CRO 向国内产业转移：低成本、庞大人口和丰富疾病谱	22
2、新药注册审批提速+仿制药一致性评价，双擎助力我国 CRO 发展黄金期	23
四、投资主线之优质医药：品牌中药、化药（创新药、优质仿制药）和疫苗	25
(一) 品牌中药：聚集中医药瑰宝	25
1、控费降价大环境下，品牌中药具备提价能力	25
2、我们的观点：	26
(二) 化药：医药供给侧改革主阵地，聚焦创新药和优质仿制药	26
1、医药研发投入上升：绝对值、研发营收比	26
2、当下是药械创新的美好时代	27
3、关注研发管线中产品市场潜力大、临床阶段靠前的品种	27
4、优质仿制药企业将拨云见日	28
5、我们的观点：	28
(三) 疫苗：朝阳行业，未来几年重磅产品陆续面世	29
1、疫苗是投入产出最快的医药子行业	29
2、疫苗行业的发展方向是多联化、多价化	30
3、创新不停，未来两年重磅疫苗产品陆续面世	30
4、我们的观点：短期看四价流感疫苗、HPV 疫苗，中期看 13 价肺炎球菌结合疫苗和带状疱疹疫苗	31
五、投资主线之商业：零售药店继续跑马圈地，看好下半年医药批发的复苏	33
(一) 零售药店：上市连锁零售药店继续跑马圈地	33
1、全国零售药店数量已趋饱和：45 万家左右	33
2、地区发展不平衡带来的扩张机会：连锁率、均店覆盖人口数	33
3、零售药店的两个存量博弈：药店资源与药品终端市场	34
3、投资标的：零售药店“四朵金花”	36
(二) 医药批发：看好下半年医药批发的复苏	37



1、医药批发：集中度提升，“危”“机”并存 .....	37
2、“3+1+N”市场格局成型，区域商业龙头增长更快 .....	38
3、估值处于多年底部，看好下半年医药批发的复苏.....	39
六、重点推荐公司 .....	40
(一) 爱尔眼科 (300015): 行业绝对龙头确立，内生外延双轮驱动业绩高速增长.....	40
(二) 华兰生物 (002007): 四价流感疫苗获批生逢其时，血液制品业务悲观预期好转.....	41
(三) 济川药业 (600566): 核心品种延续高增长，低估值高增长好标的.....	42
(四) 广誉远 (600771): 国药精品，一遇风云变化龙.....	43
(五) 华东医药 (000963): 工业商业齐头并进，主力产品百令胶囊、阿卡波糖销售创新高.....	44
(六) 亿帆医药 (002019): 创新开创发展新局面，原料药和制剂业务利基稳固 .....	45
七、风险提示 .....	46

## 图表目录

图表 1: 医药制造业逐季累计主营业务收入及增速 .....	6
图表 2: 医药制造业逐季累计利润总额及增速 .....	6
图表 3: 医药制造业利润率持续改善 .....	7
图表 4: 医药生物细分行业历年营收增速情况 .....	8
图表 5: 医药生物指数从年初以来上涨 10.43% (截止至 6 月 12 日) .....	9
图表 6: 今年以来医药个股市场表现 (扣除新股) .....	10
图表 7: 全部 A 股涨幅 CR50/100 医药占比 (扣除新股) .....	10
图表 8: 十年长周期医药板块与沪深 300 涨跌幅比较 .....	10
图表 9: 2014-2018 年中长周期医药板块与全部 A 股 (剔除银行) PE 溢价率 .....	11
图表 10: 部分跟踪医药公司 PE 估值情况一览 .....	11
图表 11: 医药行业二级市场表现受政策影响显著 .....	12
图表 12: 2010 年以来国家密集出台的鼓励民营医院发展政策 .....	13
图表 13: 各经济类型医院数量增长情况 .....	14
图表 14: 各经济类型医院医疗服务量增长情况 .....	14
图表 15: 全方位降低药价 .....	15
图表 16: 历年被收回 GMP 证书的企业数量及证书张数 .....	16
图表 17: 我国仿制药一致性评价历史进程 .....	17
图表 18: 通过仿制药一致性评价的品种 (CDE 更新于 5 月 22 日) .....	17
图表 19: 2017 年国家和相关部委发布鼓励药械创新政策一览 .....	19
图表 20: 各项政策核心是医药产业链供给侧改革 .....	20
图表 21: 历年全国医疗服务量 (亿人次) .....	20
图表 22: 不同年龄段医疗卫生支出 .....	20
图表 23: 主要医院医疗服务公司近三年营收增速 .....	21
图表 24: 主要医院医疗服务公司近三年扣非净利增速 .....	21
图表 25: 国内外临床试验成本比较 (美元) .....	23



图表 26: 泰格医药营业收入地区分布 (百万元) .....	23
图表 27: 近年来 CDE 新药注册申请新接收和完结情况.....	23
图表 28: 泰格医药历年新接合同和在手待执行合同金额.....	24
图表 29: 已 BE 备案的仿制药品种及批件数量.....	24
图表 30: 片仔癀历年出厂价变动 (年化均价) .....	26
图表 31: .....	26
图表 31: 片仔癀历次提价统计.....	26
图表 32: 各医药上市公司研发投入情况.....	27
图表 33: 医药制造业上市公司历年研发投入情况.....	27
图表 34: 政策全方位鼓励药械创新.....	27
图表 35: 进入国内 III 期临床的部分公司重点在研品种 (不完全统计) .....	27
图表 36: EV71 疫苗上市后销售快速放量 .....	29
图表 37: 国家免疫规划疫苗儿童免疫程序表.....	30
图表 38: 上市\在研重磅疫苗产品一览 .....	32
图表 39: 历年全国零售药店总体数量 .....	33
图表 40: 我国药店连锁化率稳步提升 .....	35
图表 41: 上市连锁零售药店“四朵金花”门店增长情况.....	35
图表 42: 2017 年我国三大药品销售终端市场结构.....	35
图表 43: 四家上市连锁零售药店经营数据对比 .....	36
图表 44: 四家零售药店毛利率比较.....	36
图表 45: 四家零售药店销售净利率比较.....	36
图表 46: 四家零售药店三项费用率 (销售、管理、财务) 比较.....	37
图表 47: 四家上市连锁零售药店估值对比 .....	37
图表 48: 医药批发企业集中度不断提升.....	38
图表 49: 我国主要医药批发上市公司经营及估值情况.....	39
图表 50: 主要医药批发上市公司估值处于多年底部 .....	40



## 一、半年回顾：弱市中的一抹亮色，板块业绩与估值齐飞

2012年，人社、财政、卫生联合下发《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》（人社部发〔2012〕70号），明确全面推行付费总额控制，通过合理预算，控制医保费用支出，使之合理增长。《意见》宣告我国医药行业告别以往粗放式发展方式，取而代之的是行业整体增速换挡，以及各子行业之间的分化与结构性调整。

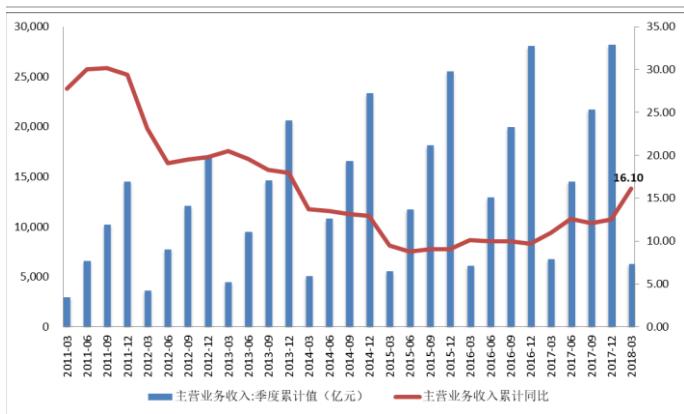
我们认为：2012年以前是我国三项基本医疗保险（职工医保、新农合、城镇居民医保）制度建设期，全民医保，医药行业充分享受政策红利，高速发展；2012-2015年是新医改、医保控费等政策承压期，行业与企业被动经营调整；2016-2017年是政策消化期，政策边际效应逐渐减弱，增速触底缓慢回升；进入2018年，医药行业迎来复苏期，业绩与估值齐飞，主营业务收入和利润总额增速加速上升，市场表现成弱市中的一抹亮色。

### （一）业绩：增速超预期

据国家统计局统计数据，2018年一季度，我国医药制造业主营业务收入6252.1亿元，同比增长16.1%，高于2016年同期的11.0%增速；利润总额774.2亿元，同比增长22.5%，大幅高于2016年同期的13.4%增速；利润率12.38%，同比去年大幅提升1.74个百分点，一季度经营业绩增速超预期。

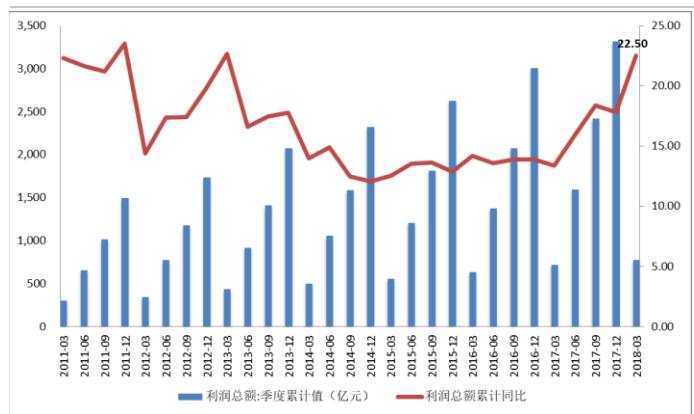
自2011年医药制造业业绩增速见顶后，主营业务增速在2015年触底（年度增速约9.1%），相比最高点增速回落达20个百分点，利润总额增速则在2014年提前见底，2017年利润总额增速快速上升，2018Q1增速重回20%以上，医药工业经营向好发展明显。

图表1：医药制造业逐季累计主营业务收入及增速



资料来源：国家统计局，联讯证券研究院

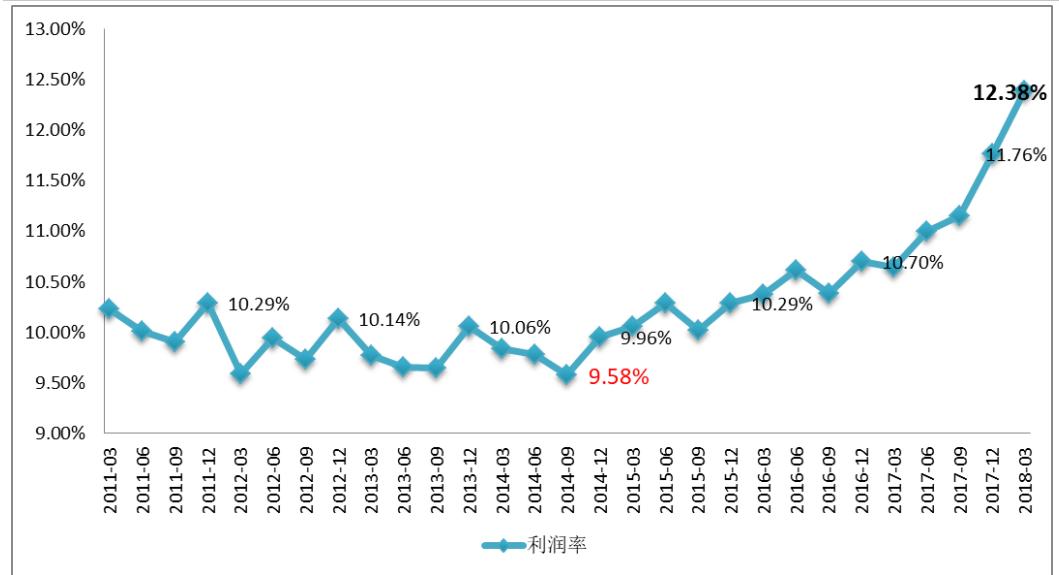
图表2：医药制造业逐季累计利润总额及增速



资料来源：国家统计局，联讯证券研究院



图表3：医药制造业利润率持续改善



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

上市公司是行业的佼佼者，我们对医药生物共 270 多家上市公司（包括医药商业和医疗服务）的全面统计分析（同口径比较），申万行业分类：

**行业整体业绩加速：**2018Q1 医药行业上市公司整体营收加速到 24.9 %的高增速，同比 2017Q1 加快 4.5 个百分点，比 2017 年全年（增速为 19.3%）的营收增速也提升 5.66 个百分点；扣非后的归母净利润增速为 32.6%，大幅提升（2017Q1 为 16.5%）。

#### 细分行业：分化持续，生物制品（疫苗）、中药和医疗服务增速向好

- ✓ **中药：**全部 74 家上市公司，2018Q1 营收增速为 22.0%，扣非归母净利润增速为 22.9%，大幅高于 2017Q1 的 11.9% 和 15.1%，主要受益于去年底到今年一季度的流感疫情、品牌中药产品消费升级以及中药饮片等产品强劲增长。
- ✓ **化药（包含生化药）：**全部 70 家上市公司，2018Q1 营收增速为 30.2%，增速同比大幅提升 11 个百分点（2017Q1 为 18.9%），扣非归母净利润增速为 19.7%，增速低于去年同期。增速上扣非利润明显慢于营收，主要受化药企业近年来持续加大研发投入费用增加影响。
- ✓ **生物制品（疫苗&血液制品）：**全部共 10 家上市公司，疫苗 4 家，血液制品 6 家。2018Q1 营收增速为 54.0%，扣非归母净利润增速为 25.6%，增速都同比 2017Q1 大幅提升。主要受疫苗行业恢复增长影响，2017Q1 山东疫苗事件持续影响基数较低，今年一季度营收和利润爆发增长；血液制品增速回落，前三大血液制品公司（上海莱士、天坛生物和华兰生物）营收增速为个位数甚至负增长。
- ✓ **化学原料药：**全部 31 家上市公司，2018Q1 营收增速为 39.8%，扣非归母净利润增速为 182.0%，增速都快于去年同期，尤其是利润爆发增长，主要受去年下半年以来维生素原料药持续涨价，刺激相关公司利润大幅增长。
- ✓ **医药商业：**全部 24 家上市公司，其中零售药店 4 家，医药批发 20 家。2018Q1 营收增速为 21.9%，增速保持平稳，扣非归母净利润增速为 16.9%，呈持续下滑态势。主要是商业批发企业受两票制政策影响，收缩调拨业务，以及新版医



保目录调整和各地招投标，医药批发企业换标换票影响。零售药店企业营收增速平稳，利润增速上升。

- ✓ **医疗服务：**全部 14 家上市公司，2018Q1 营收增速为 42.4%，扣非归母净利润增速为 35.5%，都保持较快增速。民营专科连锁医疗机构（爱尔眼科、美年健康、通策医疗）内生+外延双轮驱动，医药外包服务（CRO、CMO）受益鼓励药械创新政策影响，增速较快。
- ✓ **医疗器械：**全部 49 家上市公司，2018Q1 营收增速为 21.0%，营收增速同比 2017Q1 有所回落（49.9%），扣非归母净利润增速为 30.0%，与去年同期基本持平。近年来，受药品零加成、医药分离影响，公立医院更新和购置医疗器械能力下降，另外各地推进心内植入等高值耗材纳入两票制，招标降价和检验费用下降等影响，医疗器械行业近年来增速平稳，但利润增速下降明显。

图表4：医药生物细分行业历年营收增速情况

行业名称	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017Q1	2018Q1
医药生物全行业	19.09%	14.55%	13.47%	18.41%	19.24%	20.41%	24.94%
中药	26.63%	13.55%	9.94%	11.58%	14.62%	11.89%	22.00%
化药	14.67%	7.37%	10.96%	17.34%	14.80%	18.85%	30.22%
生物制品	7.17%	21.40%	24.86%	14.86%	22.75%	14.4%	54.0%
其中：血液制品	9.53%	27.41%	15.21%	26.92%	4.66%	23.00%	15.74%
疫苗	1.68%	6.40%	53.71%	-12.14%	81.27%	-6.60%	175.45%
化学原料药	16.32%	11.53%	1.17%	13.95%	32.12%	28.50%	39.80%
医疗服务	22.58%	23.45%	43.87%	45.29%	46.43%	71.50%	42.40%
医药商业	16.70%	16.98%	36.20%	22.92%	19.64%	20.80%	21.90%
其中：医药批发	16.61%	16.66%	35.66%	22.84%	19.43%	20.50%	21.70%
零售药店	18.17%	22.36%	45.41%	24.17%	22.95%	24.50%	24.30%
医疗器械	28.02%	26.91%	18.29%	16.66%	24.46%	22.10%	21.00%

资料来源：Wind, 联讯证券研究院

我们认为今年一季度医药生物业绩增长加速的主要原因有：

**其一：两票制在全国逐步全面落地，药械出厂价低转高开，推升表观业绩增速。**从 2016 年来，各地方省市卫计委、医改办等联合各相关部门，先后出台涉及本省市的两票制具体实施方案，截止目前，除港澳台和部分边疆省份（西藏、新疆）未见专门两票制执行方案公文出台和具体全面执行时间期限外，其余 29 个省市、自治区已经悉数出台相关两票制执行方案公文，其中 25 个省市明确规定最后全面执行具体时间表，2018 年为全面落实期，贵州、青海、甘肃、江西等已出台文件，但最后全面执行时间表不明。

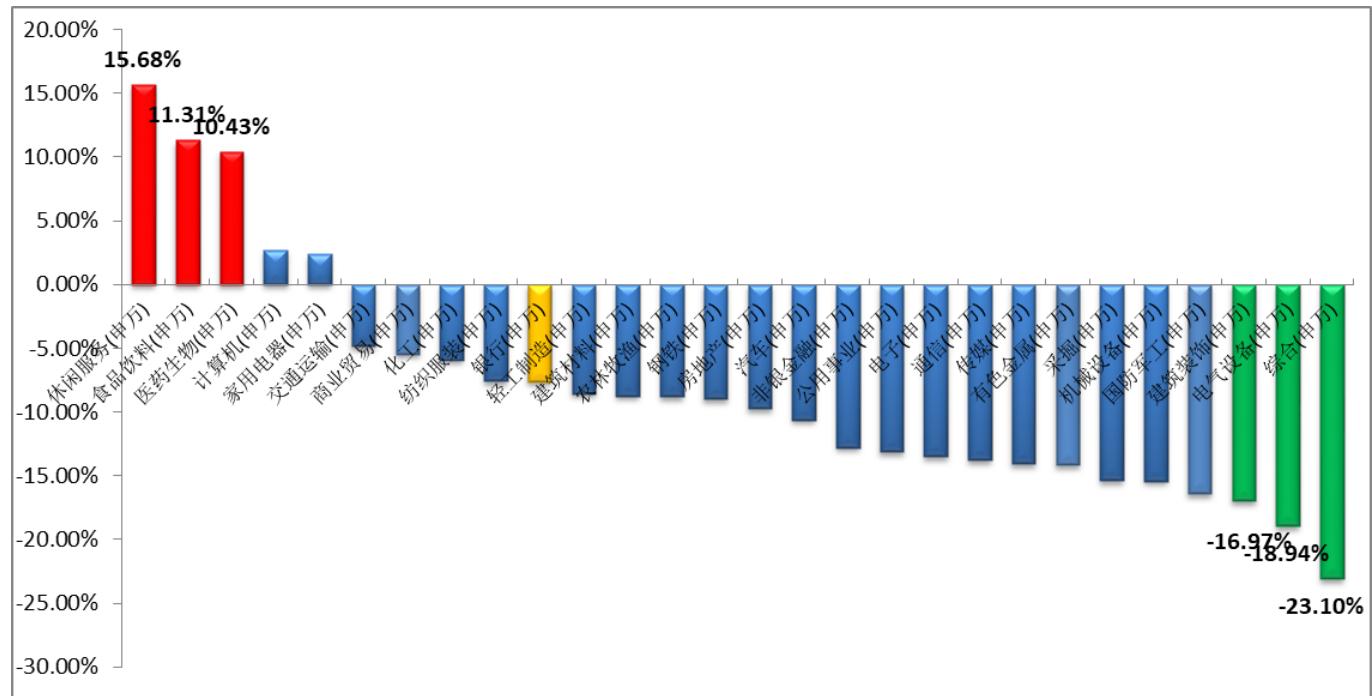
**其二：流感疫情推升部分中药、化药和疫苗 Q1 业绩超预期。**从去年底到今年一季度的流感疫情严峻，直接推升部分医药股一季报业绩超预期，如化药受益股东阳光药（奥司他韦）、中药受益济川药业（蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘颗粒）、白云山（清开灵颗粒、小柴胡颗粒）、以岭药业（连花清瘟胶囊）、丽珠集团（抗病毒颗粒）、葵花药业（小儿肺热咳喘颗粒）等；疫苗虽然没有直接从本轮流感疫情中受益，但是有助于提升民众的健康意识，提高未来疫苗接种渗透率。



## (二) 市场表现：行业指数市场表现优异，个股精彩纷呈

**市场表现优异。**今年以来，医药生物（申万）行业指数表现优异。绝对收益上，截止 6 月 12 日，医药生物（SW）行业指数整体上涨 10.43%，涨幅度排 28 个 SW 一级行业指数第三位，仅次于休闲服务（15.68%）和食品饮料（11.31%），市场风险偏好较低，吃喝玩乐大消费概念受青睐；相对收益上，相对上证综指和沪深 300 的超额收益率分别为 17.81% 和 15.98%。

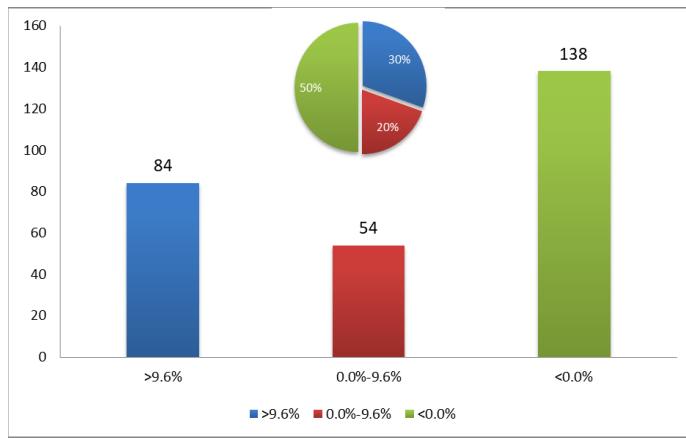
图表5：医药生物指数从年初以来上涨 10.43%（截止至 6 月 12 日）



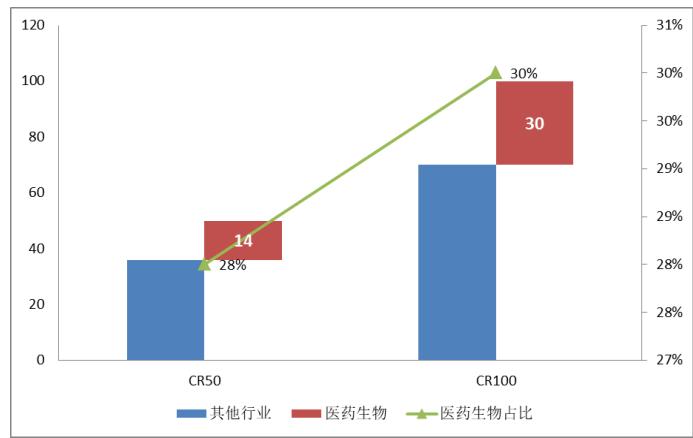
资料来源：Wind, 联讯证券研究院

**内部分化依旧。**医药行业指数表现优异，但内部依然分化不改。扣除今年新上市的公司，医药行业共 276 只股票，今年医药行情火爆之下，涨幅跑赢行业指数（9.60%）的个股仅 84 只（占比 30%），0%-9.60% 的有 54 只（占比约 20%），其余 138 只个股涨幅 <0.0%，占比约 50%，即 70% 个股表现落后医药生物行业整体指数表现，相对行业超额收益为负值。

**个股表现精彩纷呈。**沪深两市 3469 只个股涨幅排名中，医药个股表现两市占优。扣除今年上市的（次）新股，两市涨幅 CR50 的个股中，医药生物占 14 席，占比约 28%；CR100 医药生物占 30 席，占比上升到 30%。

**图表6：今年以来医药个股市场表现（扣除新股）**


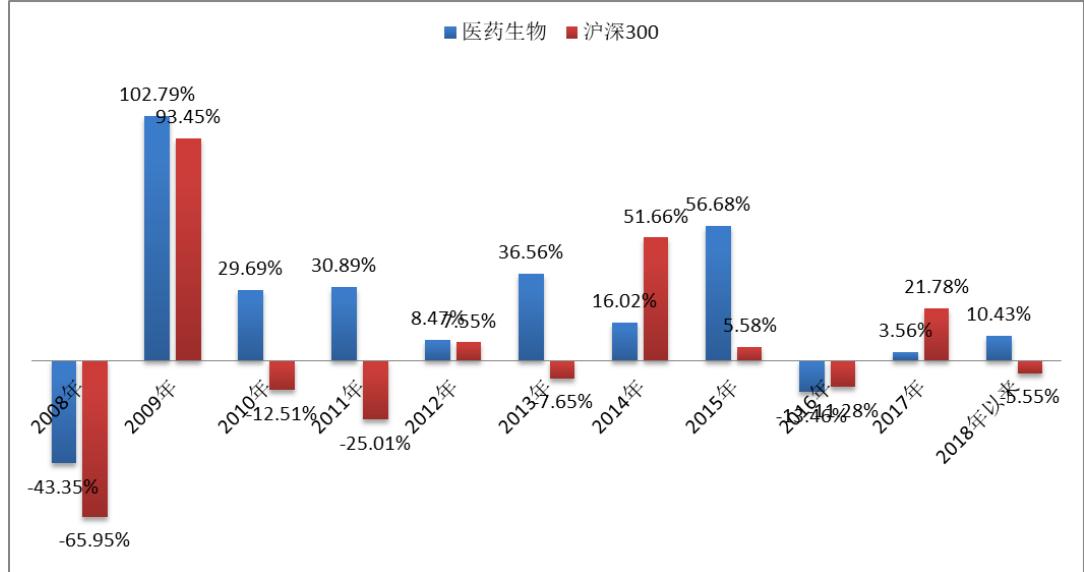
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

**图表7：全部A股涨幅 CR50/100医药占比(扣除新股)**


资料来源: Wind, 联讯证券研究院

### (三) 估值: 2018H2 看好医药生物估值继续提升

医药行业是投资常青树。我们比对近十年(2008年-2018年)来医药板块与沪深300指数的涨跌幅情况, 其中多数年份医药生物走势强于沪深300指数(7次跑赢, 含今年以来), 但近几年来, 医药生物(SW)指数走势明显弱于代表沪深优质蓝筹的沪深300指数, 2014年、2016和2017年连续跑输沪深300指数。这反映2012年后, 医保控费与降低药占比的趋势逐渐清晰, 政策重压下医药行业增速持续下降的基本面, 2018年开年, 医药行业增速底部彷徨后, 业绩加速上升, 奠定行业估值提升基础。

**图表8：十年长周期医药板块与沪深300涨跌幅比较**


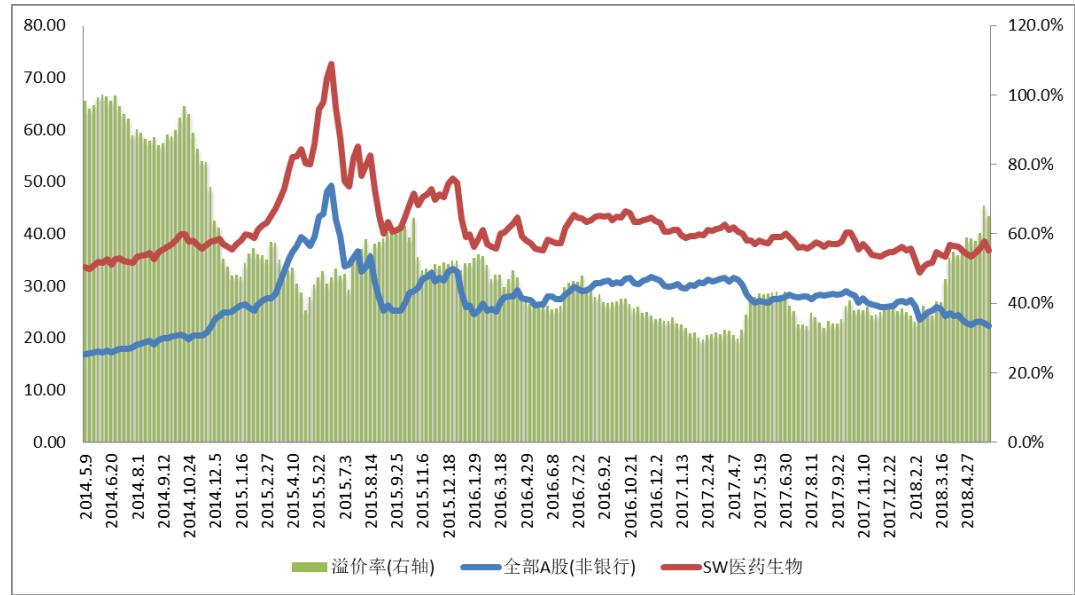
资料来源: Wind, 联讯证券研究院 备注: 截止到2018/6/12

**整体估值水平方面:** 2018年2月, 医药生物行业PE估值一度跌至33倍左右, 创上一轮牛市起点(2014年)以来的新低。从中长周期PE估值来看, 医药生物PE估值区间为30-50倍, 截止6月5日PE为39倍左右, 处于历史中值附近。

今年以来, 医药生物相对于全部A股(剔除银行)PE(整体法, 剔除负值)溢价率提升明显, 从2月份的23.6%提升到65%左右, 处于4年中值偏高位置, 但仍远低于

2014年5月牛市起点时的溢价率（98%左右）。

图表9：2014-2018年中长周期医药板块与全部A股（剔除银行）PE溢价率



资料来源：Wind, 联讯证券研究院 备注：PE（整体法，剔除负值）

**看好2018H2医药生物行业估值提升。**从动态趋势看，自2016年开始医药生物指数与对应PE估值趋势背离，医药生物指数趋势向上，当前指数点位同比2016年初有35%左右的涨幅，但指数对应PE总体趋势缓步向下，这意味着企业自身盈利增长贡献了指数大部分上涨。其中，部分医药白马和龙头股估值提升快马当先，部分突破上轮牛市PE估值顶点，下半年关注业绩增长提速、估值仍处低位的公司估值提升机会。

疫苗、医疗服务、零售药店整体表现抢眼，估值达到或突破3年中长期PE-Band波动区间上沿，传统医药（中药、化药）仍有估值提升空间，医药批发整体估值处于多年低位。

图表10：部分跟踪医药公司PE估值情况一览

公司代码	公司简称	所属申万二级	PE (TTM)	3年PE-Band波动区间	今年以来涨幅	公司代码	公司简称	所属申万二级	PE (TTM)	3年PE-Band波动区间	今年以来涨幅
600329	中新药业	中药II	30.6	22X-40X	32.68%	300015	爱尔眼科	医疗服务II	96.7	55X-80X	55.44%
600771	广誉远	中药II	83.2	60X-80X	44.29%	600763	通策医疗	医疗服务II	64.2	45X-65X	39.79%
600436	片仔癀	中药II	75.9	40X-60X	69.73%	600196	复星医药	生物制品II	36.7	17X-37X	-1.55%
000423	东阿阿胶	中药II	19.3	16X-25X	-0.83%	000661	长春高新	生物制品II	50.4	30X-50X	13.55%
000538	云南白药	中药II	36.2	22X-35X	8.90%	300122	智飞生物	生物制品II	113.0	>100X	51.83%
000650	仁和药业	中药II	19.6	15X-30X	19.77%	002680	长生生物	生物制品II	37.6	22X-50X	66.15%
600085	同仁堂	中药II	52.0	40X-50X	19.14%	002007	华兰生物	生物制品II	43.6	30X-50X	30.43%
600535	天士力	中药II	30.7	25X-37X	11.33%	600161	天坛生物	生物制品II	15.7	-	-6.22%
000999	华润三九	中药II	21.8	17X-25X	6.73%	300294	博雅生物	生物制品II	40.0	35X-75X	10.18%
603858	步长制药	中药II	22.2	20X-35X	1.47%	600867	通化东宝	生物制品II	58.0	40X-60X	28.73%
600332	白云山	中药II	28.1	20X-30X	27.60%	002038	双鹭药业	生物制品II	54.5	25X-50X	46.59%
600518	康美药业	中药II	28.3	20X-30X	12.48%	002727	一心堂	零售药店III	41.0	25X-40X	62.14%
000963	华东医药	医药商业II	38.6	25X-40X	35.67%	603883	老百姓	零售药店III	55.8	35X-55X	19.19%

601607	上海医药	医药商业II	21.3	15X-25X	5.70%	603939	益丰药房	零售药店III	63.1	40X-60X	31.97%
600998	九州通	医药商业II	24.1	24X-50X	-1.90%	603233	大参林	零售药店III	55.0	35X-50X	34.28%
603368	柳州医药	医药商业II	20.9	20X-50X	2.53%	600566	济川药业	化学制药	30.2	22X-30X	38.30%
002589	瑞康医药	医药商业II	20.3	20X-60X	-2.60%	600276	恒瑞医药	化学制药	88.0	40X-60X	42.93%
600511	国药股份	医药商业II	17.9	20X-40X	3.50%	600521	华海药业	化学制药	53.4	40X-60X	7.28%
600056	中国医药	医药商业II	16.5	20X-30X	-13.94%	300558	贝达药业	化学制药	115.6	62X-90X	-0.05%
000028	国药一致	医药商业II	21.1	20X-40X	-14.16%	002773	康弘药业	化学制药	53.2	50X-85X	-12.24%
300529	健帆生物	医疗器械II	60.3	40X-60X	34.72%	002422	科伦药业	化学制药	51.1	25X-50X	29.32%
300003	乐普医疗	医疗器械II	71.4	45X-65X	54.35%	000513	丽珠集团	化学制药	8.3	25X-40X	-1.43%
002223	鱼跃医疗	医疗器械II	37.6	33X-60X	15.05%	002020	京新药业	化学制药	33.2	27X-60X	5.74%
300347	泰格医药	医疗服务II	79.3	60X-90X	51.85%	002019	亿帆医药	化学制药	15.4	20X-50X	-19.24%
002044	美年健康	医疗服务II	119.9	>90X	28.03%	002294	信立泰	化学制药	30.6	20X-30X	-4.30%

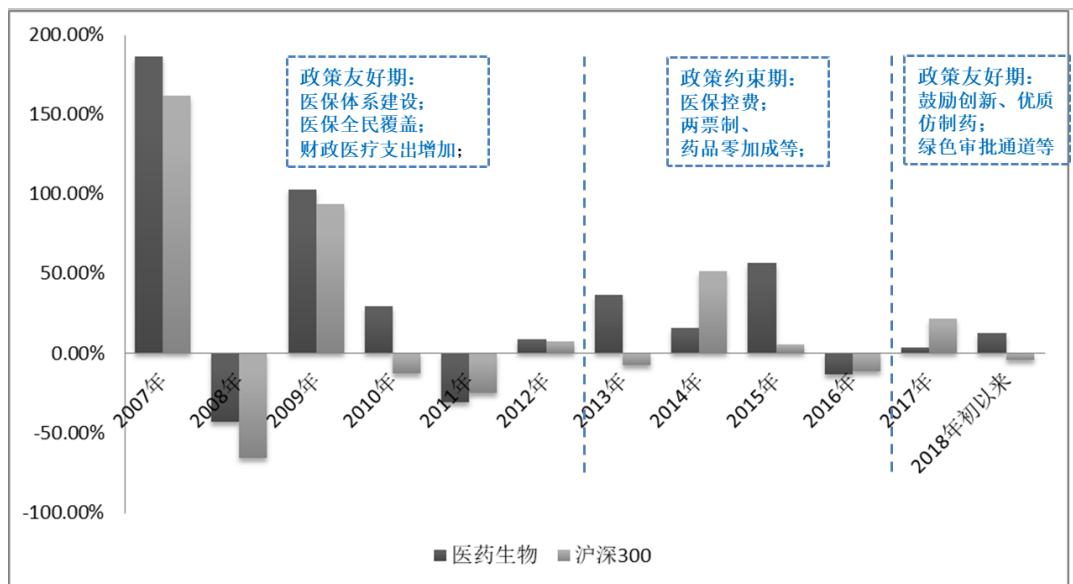
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

## 二、投资策略: 政策导向, 聚焦服务、优质医药、商业三条主线

### (一) 医药行业是政策扰动强烈的高内需依存行业

我们认为医药行业是受政策扰动明显的行业。2007-2012 年间, 伴随我国三项医疗保险体系(职工医保、新农合、城镇居民医保)的逐步建成, 基本实现全民医保, 财政补贴和医保支出持续增加, 医药行业整体保持 25%左右的高速增长, 市场表现连续四年跑赢沪深 300 指数。2012 年, 人社、财政、卫生联合下发《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》(人社部发(2012) 70 号), 明确全面推行付费总额控制, 并且不断探索医保控费方式, 此后两票制、药品零加成新医改重磅政策接连推出, 多方压力下的医药行业增速逐年下滑, 市场表现出较大的波动性, 14 年跑输沪深 300, 15 年再度大幅超越沪深 300, 16 年-17 年连续两年跑输沪深 300 指数。

图表11: 医药行业二级市场表现受政策影响显著



资料来源: 联讯证券研究院整理



## (二) 近年来医药各项政策出台都是围绕解决“三大矛盾”出发

改革是出路。2009年，我国党和政府启动了重大意义的医药卫生体制改革，确定了“到2020年人人享有可负担和公平的基本医疗卫生服务”的目标。近些年来，针对看病难、看病贵和医疗质量不高三大问题，推出一系列医改政策，在医药（医药、流通、医疗）全产业链供给侧改革，着力解决三大矛盾。

### 1、看病难：政策应对——鼓励民营医院和推行分级诊疗

**继续扩大总量供给，主要解决医疗可及。**继续在医疗资源总供给上扩张，鼓励社会办医，发展民营医院。2017年，全国医疗卫生机构总诊疗人次近82亿人次，按我国13.75亿人口计算，平均每人每年就医5.9次，随着我国老龄化进程，医疗卫生需求将进一步放大，发展民营医院，利用社会资金开办医院，是满足日益增长的医疗需求重要途径。

自2010年开始，国家分别在国务院和部委层面密集出台鼓励社会办医的各项政策，相继印发《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（2010年5月）、《关于促进健康服务业发展的若干意见》（2013年）、《关于加快发展社会办医的若干意见》（2014年）、《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》（2015年）、《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》（2016年）等政策，鼓励社会资本不断注入医疗行业，使民间资本开办医院成了一种新趋势。在开办上，留出发展空间；在运营上，**给予民营医院与公立医院医保定点医疗机构资格认定同等待遇**，解决民营医院在开办过程中由于无法医保报销，患者来源不足问题。

**图表12：2010年以来国家密集出台的鼓励民营医院发展政策**

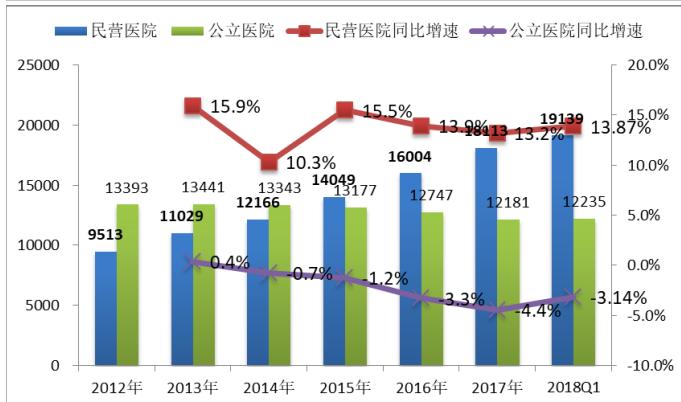
出台年度	政策名称	出台单位	主要内容\关键词
1997年	《中共中央、国务院关于卫生改革发展的决定》	中共中央、国务院	将社会办医定位为医疗卫生服务体系的补充力量
2010年5月	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	国务院	鼓励民间资本参与发展医疗事业，支持民间资本兴办各类医院、社区卫生服务机构、疗养院、门诊部、诊所和卫生所（室）等医疗机构，参与公立医院转制改组
2013年	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	要求加快形成多元办医格局
2014年1月	《关于加快发展社会办医的若干意见》	卫计委	明确提出“为社会办医留出发展空间”
2015年	《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	国务院办公厅	强调“不得限制社会办医疗机构的经营性质、将社会办医纳入相关规划、拓展社会办医的发展空间”
2016年8月	《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》	卫计委	明确提出要“规范引导社会力量举办医疗机构。”

资料来源：公开资料，联讯证券研究院

正是基于国家政策密集型扶持社会办医的大背景，民营医院出现了快速增长的趋势。2015年我国民营医院数量首次超过公立医院，2012-2017年间民营医院开办量年复合增长13.7%，2018Q1民营医院数量达到1.91万家，同比增长13.87%；诊疗量上民营医院更是保持远高于公立医院的增速增长，并且近年来增速在持续加快，2012-2017年复合增速14.7%，而公立医院仅5.8%，2018Q1民营医院诊疗量达到1.22亿人次，同比增长18.5%。

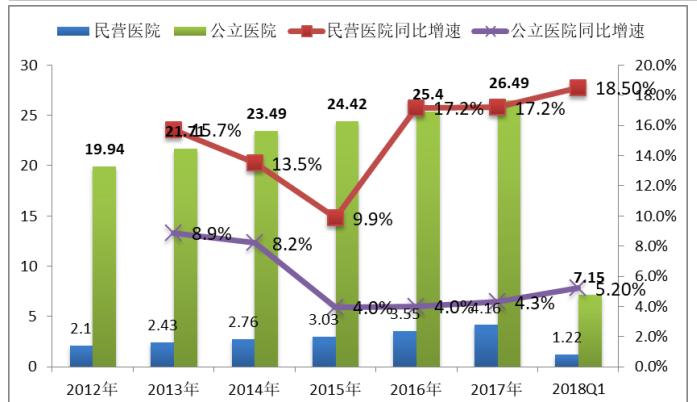


图表13: 各经济类型医院数量增长情况



资料来源: 国家卫健委, 联讯证券研究院

图表14: 各经济类型医院医疗服务量增长情况



资料来源: 国家卫健委, 联讯证券研究院

推行分级诊疗制度, 主要解决医疗效率, 建立基层医院和高等级医院双向转诊制度, 用差异化医保报销比例、医事服务费的分层定价等经济工具, 理顺混乱的就医秩序, 改变大医院人满为患, 基层医院门可罗雀的局面, 让高等级医院回归疑难杂症诊疗定位。

2015 年 9 月, 国务院印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》, 提出分两步走的分级诊疗制度建设目标, 计划在“十三五”期间基本实现, 到 2017 年分级诊疗政策体系逐步完善; 到 2020 年基本建立符合国情的分级诊疗制度; 并明确提出到 2017 年基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例 $\geq 65\%$ 。

分级诊疗辅助各项经济政策, 对纠正过往混乱就医秩序成效显著。以北京市为例, 通过对医事服务费的分层定价和差异化医保报销政策以及医联体建设, 自 2017 年 4 月医改一年来, 北京市三级医院门急诊诊疗人次较上一年减少 11.9%, 二级医院基本持平, 一级医院及基层医疗卫生机构门急诊诊疗人次累计达到近 8000 万人次, 比上一年净增 1200 余万, 增长了 16.1%, 部分社区卫生服务机构诊疗量增加 25%—30%, 分级诊疗成果显著。

**投资策略:** 重点关注民营连锁专科医院: 爱尔眼科(300015, 眼科)、美年健康(002044, 健康体检)、通策医疗(600763, 口腔)。

**投资逻辑:** 可复制性强、政策鼓励、受益分级诊疗。

**风险:** 估值偏高

## 2、看病贵: 政策应对——招投标、两票制和公立医院零加成

我国新医改以降药价为突破口, 医保控费首要就是降药价, 为理顺医疗机构价格体系“腾笼换鸟”。从药企、流通和医疗机构终端全方位降药价。

**招标采购(药企):** 从药械出厂源头降低价格, 目前我国基本建成了以省为单位的政府主导的公益性药械招投标平台, 除部分管制类的药械(如麻醉、精神、放射类等药品)外, 医疗机构药械采购全部实现挂网公开招标采购, 而且招标价格参考全国其他省市投标价格, 避免暗箱操作, 实行阳光采购; 部分省市甚至组建联合采购体, 实行跨区域联合限价采购, 扩大药械采购价格话语权, 如“三明联盟”、京津冀医用耗材联合采购体, 其中三明联盟成员总数已经达到了 21 个地级市和 31 个县, 涵盖全国首批 15 个医改示范城市中的半壁江山。

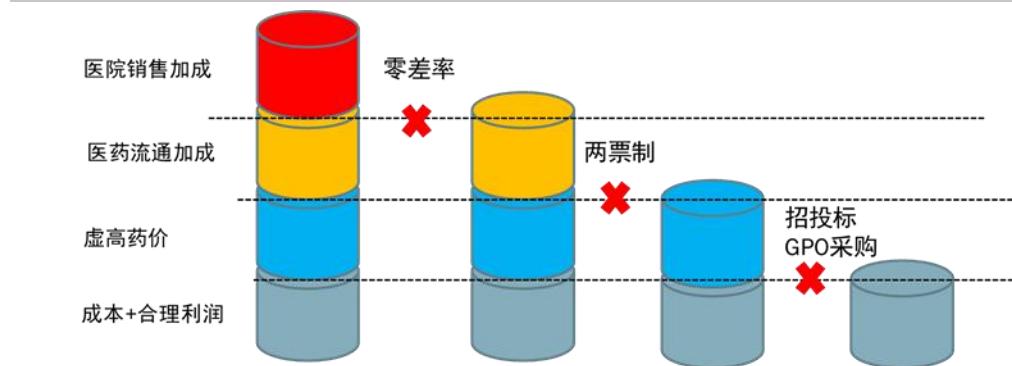
**两票制(流通商):** 即将 2018 年底全国全面落地执行, 从流通层面降低中间环节费



用，取消此前多级代理商层层药价加码的不合理费用；

**药品零加成（医疗机构）：**公立医院药品零加成从终端层面减低零售价，2016年城市公立医院综合改革试点城市扩大到200个，在试点城市公立医院取消药品销售加成，实行医药分离，我们预期未来将全国全面实行公立医院药品零加成，破除“以药养医”机制，让医院真正回归医疗本质。

图表15：全方位降低药价



资料来源：联讯证券研究院

#### 投资策略：

**药品：**重点关注药品降价压力小或产品升级，具有提价能力的品种和相关企业。

如**品牌 OTC 类**，葵花药业(002737)、仁和药业(000650)；**品牌中药类**，中新药业(600329,速效救心丸提价)、白云山(600332)；**优质传统医药类**，如济川药业(600566,优质儿科类，独家)；**生物制品（制药）类**：长春高新(000661,长效生长激素，消费升级)、智飞生物(300122,自产 AC-Hib 疫苗+代理 HPV 疫苗，爆发增长)、长生生物(002680,性价比极高的疫苗标的，四价流感疫苗即将上市)。

**商业：**两票制过程中配送商遴选，流通商强者恒强。估值低、增速较快，重点关注：

如九州通(600998,客户结构以二级以下基层医院、药店为主(80%)，同时受益分级诊疗)；柳州医药(603368,区域性流通龙头，上游工业下游药店产业链拓展，商业药房托管模式成效显著)

**风险：**部分标的估值偏高；药品降价压力超预期；商业调拨业务、换标换票影响

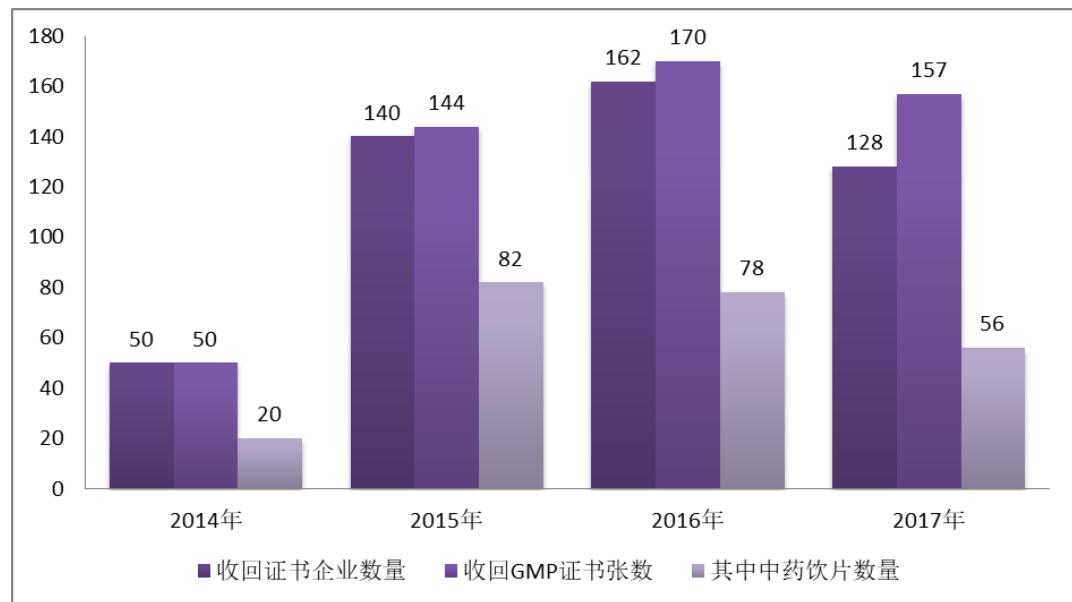
### 3、医疗质量不高：政策应对——存量优化、鼓励创新

医疗质量不高体现在质量和疗效低下的仿制药充斥市场，创新药械严重滞后发展。

**存量优化：**对药企的存量优化——从严 **GMP** 监管。**GMP** 从静态向动态监管过渡，所有药品生产企业都必须通过2010新版**GMP**认证，对通过**GMP**认证的生产企业不定期飞行检查。突击检查不合规的企业要求整改，对严重违规的企业收回**GMP**证书，吊销药品生产资格，改变以往重**GMP**认证结果轻过程监管弊端。2017年，药监系统共收回约128家药企共157份**GMP**证书，其中中药生产企业尤其是中药饮片是收回**GMP**证书的重灾区。



图表16：历年被收回 GMP 证书的企业数量及证书张数

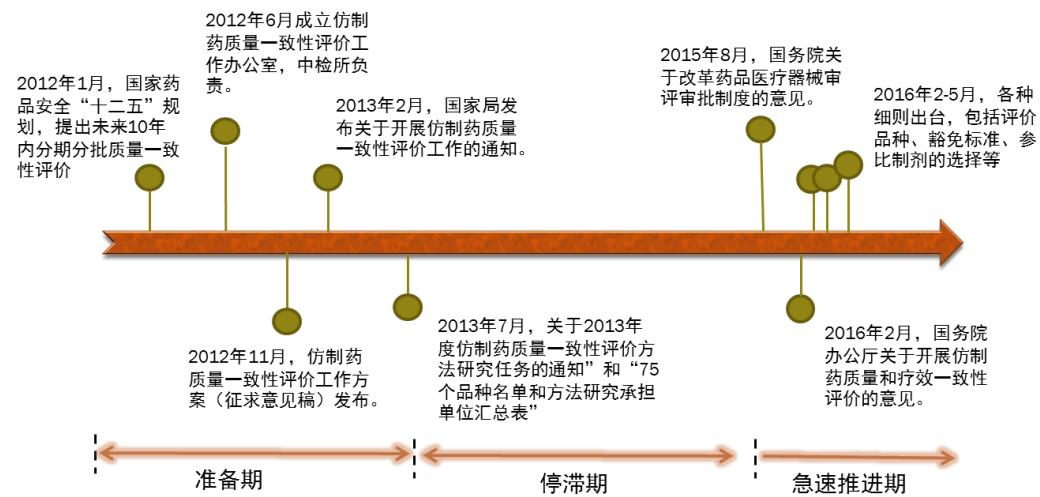


资料来源：CFDA 历年《全国收回药品 GMP 证书情况统计表》，联讯证券研究院

**对药品的存量优化——仿制药一致性评价。**我国药品市场是一个以仿制药为主的市场格局，目前我国批准上市的药品 1.6 万种，药品批准文号 18.7 万个，其中化学药品 0.7 万种，批准文号 12.1 万，仿制药占药品总数 95% 以上。大量仿制药低水平重复申报，而且由于早期批准的仿制药医药学研究基础相对薄弱，再者部分企业随意变更处方、工艺，偷工减料等，造成我国仿制药质量与原研药差距较大，尚不能达到被仿制药的临床疗效，仿制药质量与疗效一致性较差。

从 2012 年开始，我国就提出开展仿制药一致性评价，2016 年 3 月，国务院办公厅正式对外公布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，规定化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价，仿制药一致性评价进入急速推进期。

图表17：我国仿制药一致性评价历史进程



资料来源：联讯证券研究院整理

截止目前，CDE已经公布四批共41个品规通过仿制药一致性评价，来自18家药企，其中华海药业获通过数量最多，共8个品种10个品规，其中29个不属289基药目录产品，反映药企不仅对规定基药目录产品，而且对非基药目录重要产品开展一致性评价的积极性高涨。

图表18：通过仿制药一致性评价的品种（CDE更新于5月22日）

受理号	品种名称	规格	剂型	适应症	生产企业	是否289基药目录
CYHB1740002	左乙拉西坦片	0.25g	片剂	癫痫	京新药业	否
CYHB1704400	依非韦伦片	0.6g	片剂	HIV-1感染	迪赛诺生物	是
CYHB1750012	盐酸曲马多片	50mg	片剂	镇痛	石药欧意	否
CYHB1703361	盐酸帕罗西汀片	20mg	片剂	抑郁症、强迫性神经症	华海药业	是
CYHB1703987	头孢呋辛酯片	250mg	片剂	抗菌	国药致君	是
CYHB1704044	瑞舒伐他汀钙片	10mg	片剂	降血脂	正大天晴	否
CYHB1703082	瑞舒伐他汀钙片	5mg	片剂	降血脂	京新药业	否
CYHB1750006	瑞舒伐他汀钙片	10mg	片剂	降血脂	京新药业	否
CYHB1703359	奈韦拉平片	0.2g	片剂	HIV-1感染	华海药业	是
CYHB1703441	马来酸依那普利片	5mg	片剂	原发性高血压、心力衰竭、心衰	扬子江药业	是
CYHB1703442	马来酸依那普利片	10mg	片剂	原发性高血压、心力衰竭、心衰	扬子江药业	是
CYHB1704621	氯沙坦钾片	50mg	片剂	原发性高血压、慢性心力衰竭	华海药业	否
CYHB1704622	氯沙坦钾片	100mg	片剂	原发性高血压、慢性心力衰竭	华海药业	否
CXHB1700043	硫酸氢氯吡格雷片	75mg	片剂	PCI手术、预防动脉粥样硬化血栓形成	信立泰	是
CYHB1750017	硫酸氢氯吡格雷片	25mg	片剂	PCI手术、预防动脉粥样硬化血栓形成	信立泰	是
CYHB1704624	利培酮片	1mg	片剂	急性和慢性精神分裂症	华海药业	是
CYHB1704618	赖诺普利片	5mg	片剂	高血压、充血性心力衰竭、急性心肌梗死	华海药业	否
CYHB1704619	赖诺普利片	10mg	片剂	高血压、充血性心力衰竭、急性	华海药业	否



				心肌梗死		
CYHB1704856	吉非替尼片	0.25g	片剂	非小细胞肺癌(NSCLC)	齐鲁制药(海南)	否
CYHB1704598	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	0.3g	片剂	HIV-1 感染、慢性乙肝	齐鲁制药	否
CYHB1750001	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg	片剂	HIV-1 感染、慢性乙肝	成都倍特	否
CYHB1703363	福辛普利钠片	10mg	片剂	高血压和心力衰竭	华海药业	否
CYHB1703639	恩替卡韦分散片	0.5mg	分散片	慢性成人乙型肝炎	正大天晴	否
CYHB1750007	恩替卡韦分散片	0.5mg	分散片	慢性成人乙型肝炎	青峰药业	否
CYHB1750018	恩替卡韦分散片	0.5 mg	胶囊	慢性成人乙型肝炎	青峰药业	否
CYHB1703389	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg/12.5mg	片剂	原发性高血压	正大天晴	否
CYHB1704627	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg/12.5mg	片剂	原发性高血压	华海药业	否
CYHB1703366	厄贝沙坦片	75mg	片剂	原发性高血压，合并高血压的2型糖尿病肾病的治疗	华海药业	否
CYHB1704195	厄贝沙坦片	75mg	片剂	原发性高血压，合并高血压的2型糖尿病肾病的治疗	海正辉瑞	否
CYHB1704196	厄贝沙坦片	150mg	片剂	原发性高血压，合并高血压的2型糖尿病肾病的治疗	海正辉瑞	否
CYHB1704197	厄贝沙坦片	300mg	片剂	原发性高血压，合并高血压的2型糖尿病肾病的治疗	海正辉瑞	否
CYHB1704091	草酸艾司西酞普兰片	10mg	片剂	抑郁症、惊恐障碍	科伦药业	否
CYHB1750010	草酸艾司西酞普兰片	10 mg	片剂	抑郁症、惊恐障碍	洞庭药业	否
CYHB1750011	苯磺酸氨氯地平片	5mg	片剂	高血压、冠心病	黄河药业	是
CYHB1750015	奥氮平片	10mg	片剂	精神分裂症	豪森药业	否
CYHB1750016	奥氮平片	5mg	片剂	精神分裂症	豪森药业	否
CYHB1750004	阿托伐他汀钙片	10mg	片剂	<b>高胆固醇血症</b>	嘉林药业	否
CYHB1750005	阿托伐他汀钙片	20mg	片剂	<b>高胆固醇血症</b>	嘉林药业	否
CYHB1750013	阿奇霉素片	0.25 g	片剂	抗菌	石药欧意	是
CYHB1750014	阿奇霉素片	0.5 g	片剂	抗菌	石药欧意	否
CYHB1704834	阿莫西林胶囊	0.25g	胶囊剂	抗菌	联邦制药	是

资料来源：联讯证券研究院整理 备注：排名不分获批时间先后

**鼓励创新：**今年是国家鼓励药械创新政策大年，鼓励创新政策频出。2017年5月，CFDA连发4文《鼓励创新》(征求意见稿)：《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》(征求意见稿)、《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)、《关于鼓励药品医疗器械创新实施药品医疗器械全生命周期管理的相关政策》和《关于鼓励药品医疗器械创新保护创新者权益的相关政策》(征求意见稿)；10月，鼓励创新政策层面再度热烈，10月1日国务院办公厅印发《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》(以下简称《创新意见》)，10月20日，CDE发布《接受境外临床试验数据的技术要求》(征求意见稿)，10月23日，CFDA发布《〈中华人民共和国药品管理法〉修正案(草案征求意见稿)》和相应的《药品注册管理办法(修订稿)》(征求意见稿)，10月27日，CFDA发布《药物临床试验机构管理规定》(征求意见稿)。



图表19：2017年国家和相关部委发布鼓励药械创新政策一览

出台年度	政策名称	出台单位	主要内容\关键词
5月11日	《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》(征求意见稿)	CFDA	明确药品医疗器械全生命周期管理的责任主体,将注册管理与上市后监测、再评价紧密衔接,在合理优化全生命周期中审评、检验、检查的关系,提高审评检查能力方面提出很多新举措
	《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)		
	《关于鼓励药品医疗器械创新实施药品医疗器械全生命周期管理的相关政策》		
5月12日	《关于鼓励药品医疗器械创新保护创新者权益的相关政策》(征求意见稿)	CFDA	
10月1日	《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》	国务院办公厅	提出改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力加强组织实施6部分共36项改革措施
10月20日	《接受境外临床试验数据的技术要求》(征求意见稿)	CDE	多中心临床
10月23日	《(中华人民共和国药品管理法)修正案(草案征求意见稿)》和相应的《药品注册管理办法(修订稿)》(征求意见稿)	CFDA	全面实行上市许可持有人制度,从法律层面明确鼓励创新;取消和简化一些认证审批制度,取消GMP\GSP认证,简化原料药和辅料和药品一并审批。
10月27日	《药物临床试验机构管理规定》(征求意见稿)	CFDA	临床试验医院认证审批改备案制

资料来源：公开资料，联讯证券研究院

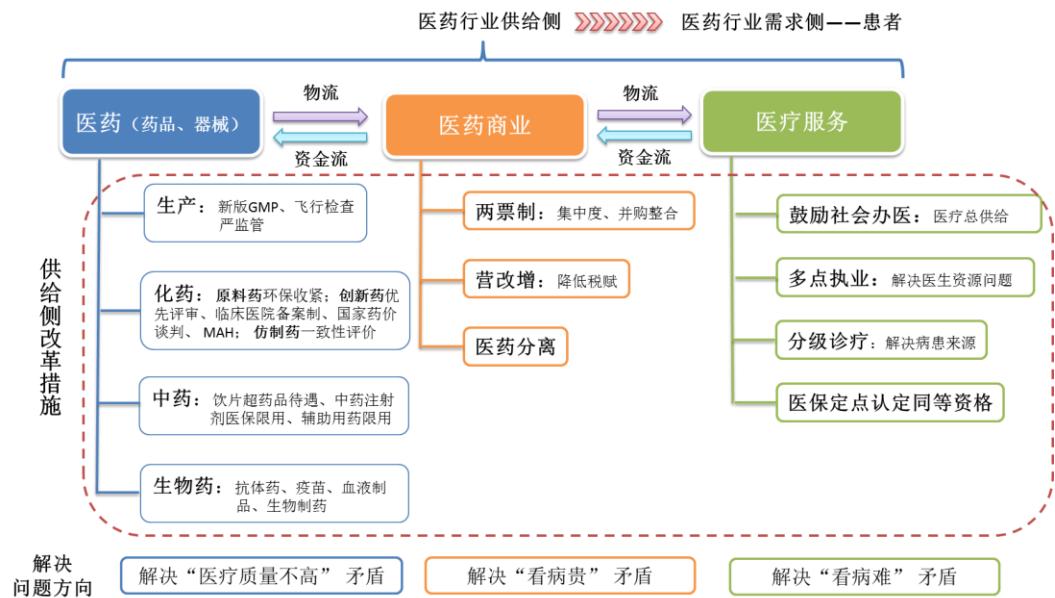
### (三) 各项政策的核心是医药产业链供给侧改革

**2012年是医药行业发展模式的分水岭。**自1998年开始启动城镇职工医疗保险以来,2003年开展新农村合作医疗,2007年开展城镇居民医疗保险,2009年我国推出新医改,增加投入8500亿元,到2010年我国基本建成覆盖全民的基本医疗保险制度,参保率达到95%以上。这阶段主要目标是实现基本医保全覆盖,满足人民群众日益增长的医疗卫生方面的需求,大规模持续投入是手段,较少关注效率和精细化,是医药行业粗放式发展时期。这个时期,规模以上医药工业增加值维持15%-18%的高增长,医药上市公司增长普遍高达20%以上。

随着社会老龄化加剧和经济下行压力的影响,医保基金收入逐步放缓,而支付压力与日俱增,许多统筹地区已出现收不抵支,甚至严重赤字的情况。2012年,人社、财政、卫生联合下发《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》(人社部发(2012)70号),明确全面推行付费总额控制,通过合理预算,控制医保费用支出,使之合理增长,目前重点发展DRGs(疾病诊断相关分组)付费改革以控制医保合理增长和支出。医药行业进入精细化、要效率的发展时期。



图表20：各项政策核心是医药产业链供给侧改革



资料来源: 联讯证券研究院

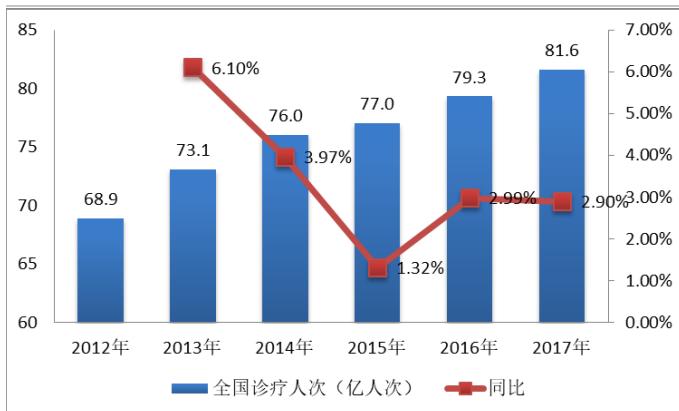
### 三、投资主线之服务: 医院看民营专科连锁, 医药研发外包多政策受益

#### (一) 医院医疗服务: 日益增长的医疗保健需求是行业发展的动力源泉

##### 1、需求端量价齐升: 全国医疗服务量持续增加, 老龄化放大医疗支出

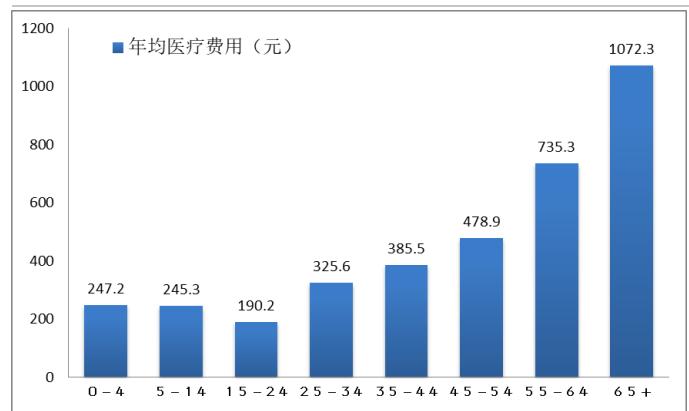
据原卫计委每年公布的《我国卫生与计划生育事业发展统计公报》，全国医疗卫生机构医疗服务量持续增加，从 2012 年的 68.9 亿人次增长到 2016 年 79.3 亿人次；2017 年，全国医疗卫生机构总诊疗人次突破 80 亿，按我国 13.75 亿人口计算，平均每人每年就医 5.9 次。另外，老龄化也提升医疗卫生需求，医疗卫生支出随着年龄增长而增加，65 岁以上的老年人的年均医疗支出是青壮年（25-44 岁）的 3 倍，到 2040 年我国 60 岁以上人口的比例预计将达到 28%，医疗卫生需求将进一步放大。

图表21：历年全国医疗服务量（亿人次）



资料来源: 历年《我国卫生和计划生育事业发展统计公报》，国家卫健委，联讯证券研究院

图表22：不同年龄段医疗卫生支出



资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券研究院



## 2、供给端矛盾突出：总量不足与冷热不均

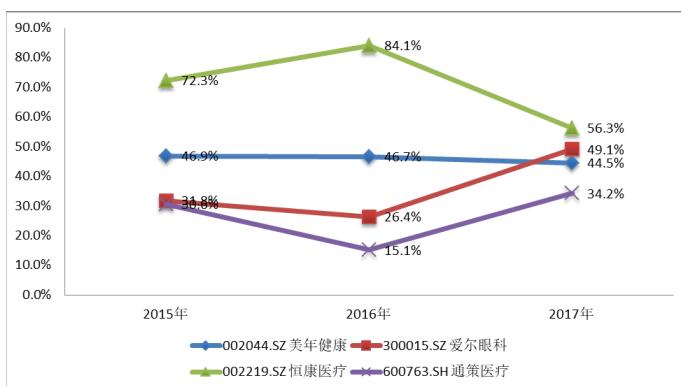
我国医疗卫生供给端矛盾突出。一方面冷热不均，高等级院人满为患，基层医院门口罗雀；另一方面则是总体上供给不足，体现在每千人拥有量上，低于国际水平。

据原卫计委《2016 年我国卫生和计划生育事业发展统计公报》，2016 年末全国卫生人员总数达 1117.3 万人，比上年增加 47.9 万人，增长 4.5%，每千人口执业（助理）医师 2.31 人、注册护士 2.54 人。经合组织（OECD）成员国家千人医师人数 3.3 人（2015 年，下同），美国\加拿大\英国 2.6 人左右，德国、奥地利甚至达到 4.1 人，注册护士人数我国跟欧美发达国家差距更大。

## 3、民营专科连锁医院：各细分领域高速成长的稀缺标的

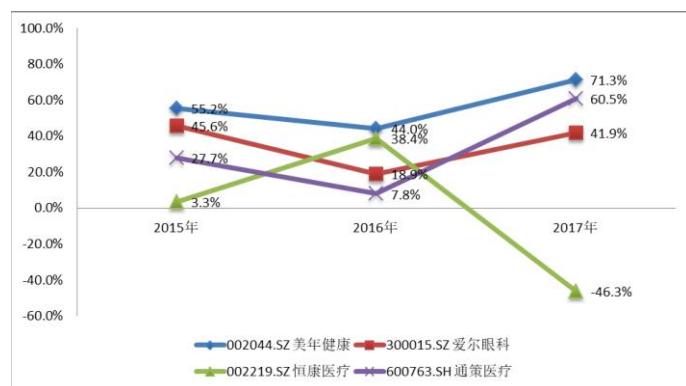
我们把美年健康、爱尔眼科、通策医疗、恒康医疗归为医院医疗服务，这些公司来自医院医疗服务的营收占比较大，业务比较纯粹。近年来，医院医疗服务类上市公司表现出卓越的成长性。2015-2017 年间，年均营收增速保持 30%以上，2017 年营收增幅高达 35%以上，扣非净利润除恒康医疗倒退外，2017 年均有 40%以上的增幅。

图表23：主要医院医疗服务公司近三年营收增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表24：主要医院医疗服务公司近三年扣非净利增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院

民营专科连锁爱尔眼科（300015）行业龙头地位无可撼动。目前全国性连锁医疗机构还没有真正的全国性竞争对手，具有较强竞争实力的公立医院如北京同仁医院、广州中山大学中山眼科中心以及上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院等，囿于体制限制无法复制扩张；在医生资源拥有量上也建立了宽广的护城河，拥有全职眼科医生达 3000 余名，占全国眼科医生数量约 10%；连锁医院方面，国内上市公司体系内外医院约 180 余家，覆盖全国 30 个省市区，2017 年已完成注入首批 9 家体系外眼科医院；国际化进展顺利，并购了香港眼科连锁医疗龙头亚洲医疗集团，对美国高端眼科中心 Wang Vision 的并购交易也已经完成。去年 8 月 10 日，爱尔眼科通过全资子公司爱尔香港设立的子公司爱尔欧洲完成对欧洲最大眼科连锁医疗机构 Clínica Baviera, S.A. 86.8% 的要约收购。我们预测未来三年仍大概率维持净利润年复合 35% 左右速度高速增长。

美年健康（002044）国内健康体检行业唯一标的。旗下健康体检业务已经拥有美年、慈铭两大知名大众健康体检品牌，同时在高端体检领域也通过慈铭奥亚、美兆体检提供优质服务，已经形成涵盖高端、中端的健康服务品牌梯度。渠道布局方面，在巩固一、二线城市优势的同时，加大三、四线市场的深耕布局。公司门店渠道已经覆盖 32 个省（市、自治区）、215 个核心城市，现已布局 400 余家体检中心（其中：美年健康控股 146 家、参股 155 家、在建超过 100 家；慈铭体检控股 60 家、参股 5 家；美兆体检控股 2 家、



参股 3 家；奥亚体检参股 7 家）。全年体检人次超过 2,160 万，预计 2021 年将服务超过 1 亿人次。我们预测未来三年仍大概率维持净利润年复合 40% 以上速度高速增长。

通策医疗（600763）国内唯一一家以口腔医院、辅助生殖医院为主营业务的主板上市公司。公司依托于杭州口腔，现拥有网点 27 家，2017 年通策医疗营收同比增长 34.2%，归母净利润同比增长 59.1%。行业目前集中度仍然很低，公司占比不超过 5%，行业整合空间较大，拜博口腔以 200 余家网点处于领跑位置。

## （二）医药研发外包：国际 CRO 产业转移，多政策受益

### 1、国际 CRO 向国内产业转移：低成本、庞大人口和丰富疾病谱

**低成本、庞大人口和丰富疾病谱，促使国际 CRO 向国内产业转移。**目前，新药研发难度不断提高，高投入、长周期、高淘汰率始终伴随新药研发全过程；另外，药企现有专利药将在未来几年内专利保护集中到期，专利悬崖导致仿制药冲击专利药原有市场，降价和市场被蚕食不可避免。国际药企为降本增效，有动力在持续高投入新药研发的基础上，寻求低成本的各类医药外包服务，国际新药研发 CRO 正在经历向包括中国在内的亚洲低成本地区转移浪潮，主要基于以下几点：

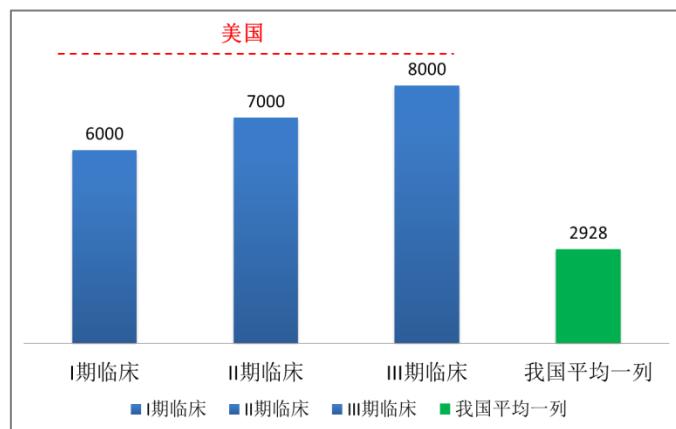
**低成本。**具体体现在高素质低成本的专业人才获取和低成本的临床病例两方面。

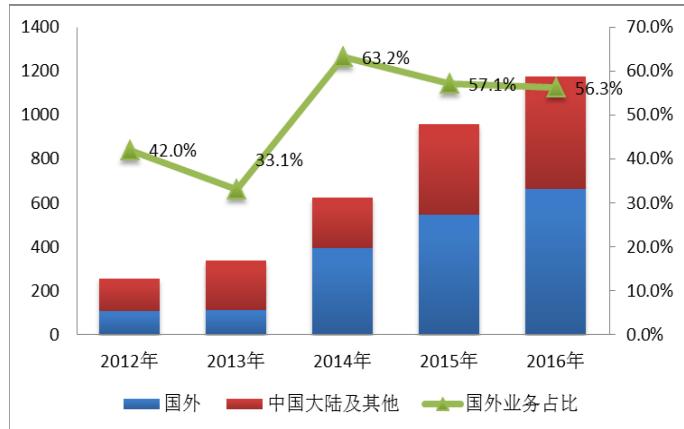
**高素质低成本的专业人才。**每年我国大学高校毕业人数超过 700 万，硕博研究生招生人数超过 60 万，拥有大量后备专业人才储备；另外，海外有丰富从业经验的各类医药外包服务人才回流国内。我国人均收入水平远低于欧美发达国家，高素质低成本的专业人才获取，为人才与技术密集型的我国 CRO 行业带来竞争优势。

**低成本的临床病例。**国外对药物在人体进行试验管理相当严格，药物观察和注册周期都很长，对试药人有严格保护措施；另外，国内外平均收入差距巨大，我国受试人获得的经济补偿只有美国的 1/10。据 Business Insights 发布的研究报告，将各类药物的临床试验数据平均来看，2010 年在美国完成 1 例 I 期临床试验所需的综合成本约为 6000 美元，II 期临床试验为 7000 美元，III 期临床试验为 8000 美元。在中国进行临床试验完成一例合格病例所需的成本通常不超过 20000 元（折合美元 2928 美元，汇率 6.83 计算），大大低于国外的试验成本。国内低廉的研究成本吸引海外订单转移。

**庞大的病患人群和丰富的疾病谱。**我国人口众多，在疾病种类的多样性和病例数量方面拥有其他国家所不具备的条件，足够数量临床试验病例的召集和临床终点的完成，相比欧美发达国家都有优势，尤其是在一些罕见病或需要长时间临床终点的癌症等疾病方面，可入列临床病例数大大提高，提高了临床试验研究的可靠性和统计学意义。

国内 CRO 行业低成本和庞大的病患人群和丰富的疾病谱各类优势，不仅吸引世界巨头昆泰（Quintiles Transnational）、科文斯（Covance）、PPD、查尔斯河实验室（Charles River Labs）和百瑞精鼎（Parexel）纷纷通过直接设置中国分公司或者收购兼并国内 CRO 企业进入中国，而且本土 CRO 企业明显受益国际 CRO 服务的外包或转包订单，从药明康德和尚华医药（退市前）公布的年报数据看，药明康德和尚华医药的营业收入中近 90% 均来自于欧美、日本等境外客户的委托。泰格医药来自国外的营收高于大陆地区，占比从 2012 年的 41% 提高到 2016 年 56%，2017 年继续提升到 57%。

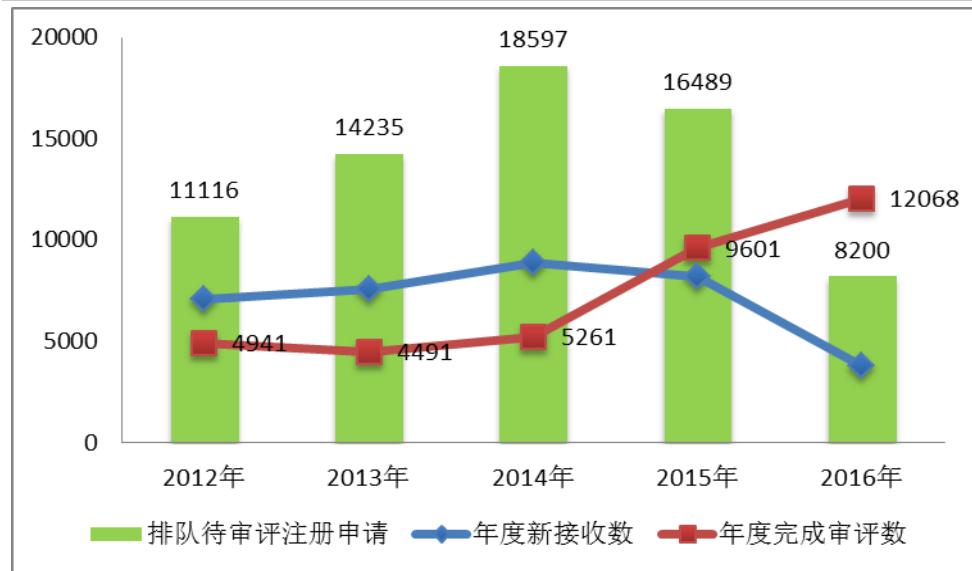
**图表25：国内外临床试验成本比较（美元）**

 资料来源: *Business Insights*, 联讯证券研究院

**图表26：泰格医药营业收入地区分布（百万元）**


资料来源: 公司年报, 联讯证券研究院

## 2、新药注册审批提速+仿制药一致性评价，双擎助力我国 CRO 发展黄金期

**CDE 药审大提速。**另外针对新药审批通道拥堵现象，药监部门通过增加药核人员，优先评审通道，临床数据自查核查等方面多管齐下，疏堵结合，区别对待，全力支持真正创新品种顺利通过新药审评审批。2015 年 CDE（国家药审中心）完成新药审批 9601 件，相比之前年度审评量提升近一倍，并且首次年度完成评审数超过新增注册申请数，2016 年完成评审数达 12068 件，排队待审评注册申请数量下降到 8200 件，相比 2014 年底高峰期 18597 件下降明显，基本解决新药审评审批积压严重问题。

**图表27：近年来 CDE 新药注册申请新接收和完结情况**


资料来源: CDE, 联讯证券研究院

CRO 企业作为医药研发外包的承包方，政策鼓励药械创新以及创新环境优化，药企研发投入的加大，直接带动 CRO 企业未来的接单量和金额的提升。CRO 上市公司在手新接订单金额不断上升，以泰格医药为例，2016 年底累计新接待执行订单总额 19.97 亿元，同比 2015 年大增 80.2%。



图表28：泰格医药历年新接合同和在手待执行合同金额

单位：亿元	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	3.36	6.25	9.57	11.74
新增合同金额	5.47	9.05	12.98	19.27
YOY		65.45%	43.41%	48.47%
累计待执行合同金额	5.65	7.96	11.08	19.98
YOY		40.88%	39.19%	80.33%

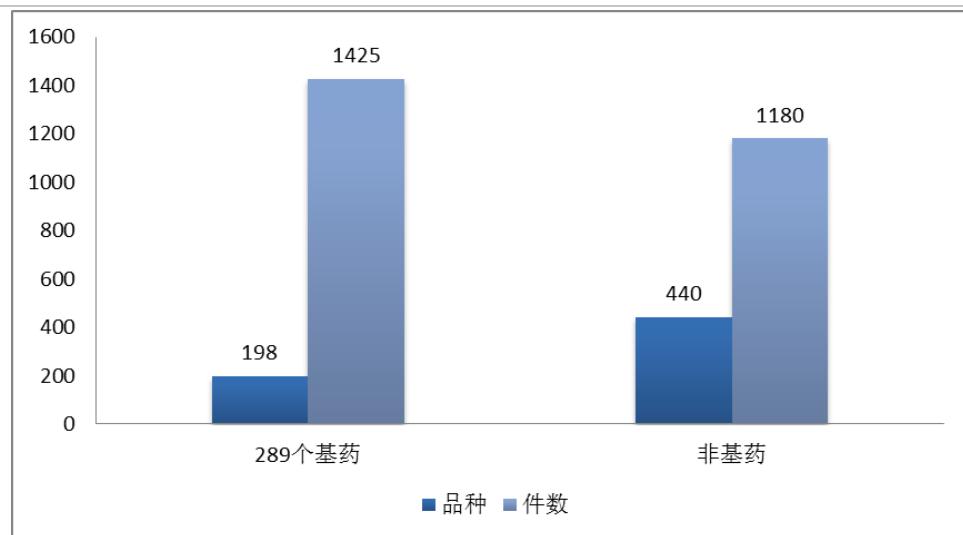
资料来源：公司年报，联讯证券研究院

**仿制药一致性评价，为 CRO 行业带来新增量。**从 2012 年开始，国务院和药监部门就提出开展仿制药一致性评价，2016 年 3 月，国务院办公厅正式对外公布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，规定化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。

仿制药一致性评价包括药学等效（PE）和生物等效（BE）两部分，国家基药目录 289 个品种需要在 2018 年底完成，根据医药魔方估算，一次性成功完成一列一致性评价至少需要 22 个月，业内估算完整的一致性评价需要 24-30 个月，这意味着基药目录产品一致性评价存在时间紧、任务重的工作特点。我国大部分药企不具备资源自行开展一致性评价的能力，大型药企有自行开展能力但是旗下拥有批文众多，时间就是金钱，谁先通过一致性评价，谁将抢占一致性评价后药品市场。

**明确意向订单数量：**目前，根据仿制药质量合理疗效一致性评价工作流程，先由企业向中国食品药品检定研究院进行仿制药 BE 备案，根据中国食品药品检定研究院 2016 年 11 月 29 日发布的 2016 年 5 月 20 日至 9 月 30 日的仿制药一致性备案具体情况发现：合计备案与推荐的通用名品种超过 600 个，超过 2600 条。其中非基药口服化学药品种 440 个，备案与推荐信息 1180 条；289 个基药口服化学药品种有 198 个，1425 条。数据显示，不仅基药目录内的 289 个品种申报踊跃，而且企业积极申报非基药口服化学品种进行一致性评价，抢占评价后产品市场。

图表29：已 BE 备案的仿制药品种及批件数量



资料来源：中国食品药品检定研究院，联讯证券研究院

**潜在订单金额测算：**目前，国内单个品种的一致性评价市场报价已达到 500 万元（药学等效 PE 约 200 万元，生物等效 BE 试验约 300 万元）；参考新药研发医药外包 57.76%



渗透率（数据依据：CFDA 公布的新药临床数据自查核查情况，1049 个需提交自查核查的新药，126 家 CRO 企业共参与承接 606 项临床试验，渗透率 57.76%），我们预计一致性评价外包渗透率将高于这个比例，保守按 60% 渗透率计算。具体测算如下：

A: 已 BE 备案数量：289 个基药范围内：198 个品种共 1425 条；基药范围外：440 个品种 1180 条。

B: 渗透率：CRO 企业参与一致性评价比例 60%，40% 由企业自行开展。

C: 单价：500 万元（不考虑 BE 豁免）。

市场容量测算：289 个基药品种： $1425 \times 500 \times 60\% = 42.75$  亿元。

400 个非基药品种： $1180 \times 500 \times 60\% = 35.40$  亿元。

合计为 CRO 行业带来的订单金额 78.15 亿元。

已 BE 备案，有明确意向开展仿制药一致性评价的品种合计给 CRO 企业带来近 80 亿的新增订单，其中在 2018 年底完成的订单金额 42.75 亿元，CRO 企业近两年将迎来订单爆发增长期。

标的优先推荐药明康德（603259）和泰格医药（300347）。

## 四、投资主线之优质医药：品牌中药、化药（创新药、优质仿制药）和疫苗

### （一）品牌中药：聚焦中医药瑰宝

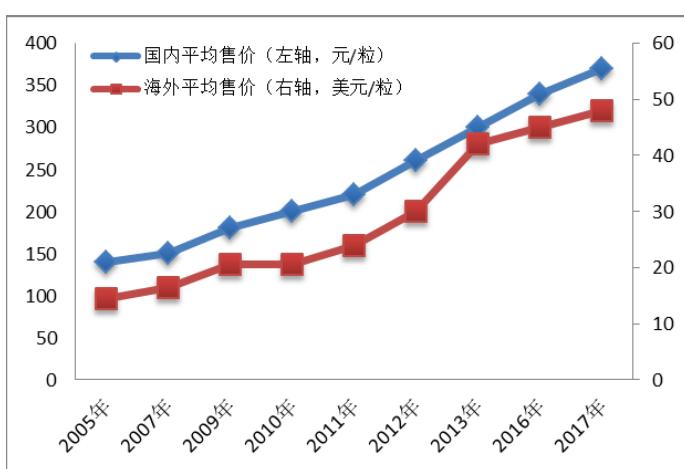
#### 1、控费降价大环境下，品牌中药具备提价能力

以片仔癀、东阿阿胶、安宫牛黄丸为代表的国药瑰宝，受制于天然中药材的供应限制，无法大规模增加生产形成有效供给，另外人民群众对天然成分名贵中成药的需求上升，供需矛盾导致名贵中成药价格长期提价是必然趋势。

如片仔癀使用天然麝香，目前由于各种麝类动物已经成为濒危物种，我国将其升为一级保护动物，对天然麝香实施管控，并实行配额制。在天然麝香长期供不应求的背景下，片仔癀价格不断上调，在 2007-2017 年十年间，片仔癀国内出厂价提价 9 次，国际出口提价 8 次，国内每粒出厂价由 2007 年 150 元上涨至约 370 元（终端零售价 530 元），国际出口价从每粒 14.5 美元提价到 48 美元左右。东阿阿胶原料是驴皮，我国自古有冬令进补阿胶滋阴补血习惯，是具有 3000 多年传承的国药瑰宝，受制于消费升级和驴皮资源紧张，自 2010 年以来，东阿阿胶至今共发布过 11 次针对产品提价的公告；价格从 2006 年每公斤 160 元左右，上升到近 4000 元左右，期间涨幅超过 25 倍。



图表30：片仔癀历年出厂价变动（年化均价）



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表31：片仔癀历次提价统计

调价日	国内出厂提价 (元)	调价日	出口提价 (美元)
2017-05	30 (终端)	2017-06	3 (终端)
2016-06	40 (终端)	2014-01	3.0
2012-11	40	2013-01	6.0
2012-07	20	2012-07	6.0
2011-10	40	2011-10	6.0
2011-01	20	2011-01	3.5
2010-01	20	2008-03	4.0
2007-11	30	2007-02	2.0
2007-03	10	2007年前	出口价 14.5
2007年前	出厂价 140 元		

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

另外，部分知名中成药品种价格未反映价值，还有提价能力，如中新药业独家产品速效救心丸，属于为国家低价药目录品种，提价前日服用金额不足 3 元（国家中成药低价药日服用金额最高 5 元），2014 年开始渠道逐步提价，今年上半年渠道终端供货价格上调完毕，国内最新中标价是 35 元/150 丸，相比之前中标价 25 元提价约 40%，但提价后日服用金额仍低于国家规定。

## 2、我们的观点：

品牌中成药，兼具药物属性和消费属性，自主型消费较强，定位于消费升级，基本不受医保降药价影响，相反近几年由于名贵中药材原料限制，提价明显。长期看好云南白药（000538）、东阿阿胶（000423）、片仔癀（600436）、中新药业（600329）和广誉远（600771）。推荐估值合理、产品提价促业绩提升明显的中新药业（600329）和品牌价值善待认识的国药精品广誉远（600771）。

### （二）化药：医药供给侧改革主阵地，聚焦创新药和优质仿制药，

#### 1、医药研发投入上升：绝对值、研发营收比

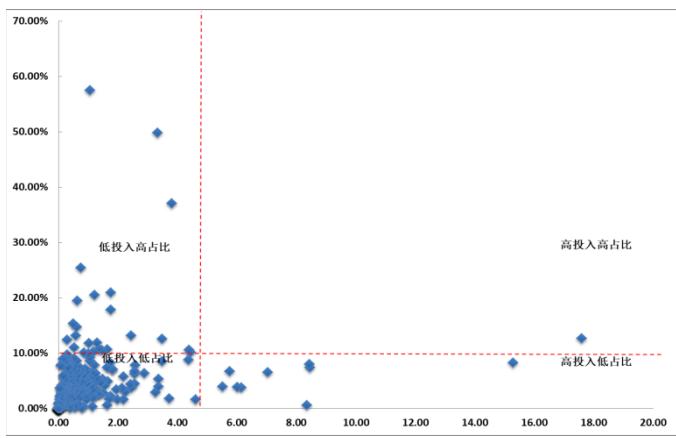
我国制药工业以仿制药为主，创新能力薄弱，但近年来药企研发投入快速增加。

**研发投入绝对值：**全部 275 家医药上市公司，2017 年研发支出（包括费用化+资本化）超过 10 亿元的仅有恒瑞医药（17.59 亿元）和复星医药（15.29 亿元）2 家；5 亿-10 亿元的有 8 家，分别是科伦药业（8.46 亿元）、海正药业（8.44 亿元）、上海医药（8.36 亿元）、健康元（7.05 亿元）、天士力（6.16 亿元）、人福医药（6.03 亿元）、丽珠集团（5.76 亿元）和步长制药（5.53 亿元）；1-5 亿元的有 70 家；其余 195 家企业研发费用不足 1 亿元。研发投入过亿的上市公司数量明显增加，从 59 家上升到 80 家，全部上市公司研发支出也有明显增长，从 2016 年的 239.8 亿元增长到 301.6 亿元，同比增长 25.8%。

**研发投入营收比：**剔除医药商业和医疗服务，医药工业全部上市公司研发支出 279.8 亿元，占营收总额比例上升到 3.94%，创新药龙头恒瑞医药研发营收比为 12.71%，但仍远低于世界药业巨头 20% 左右的研发投入比。



图表32：各医药上市公司研发投入情况



资料来源：各公司年报，联讯证券研究院

图表33：医药制造业上市公司历年研发投入情况

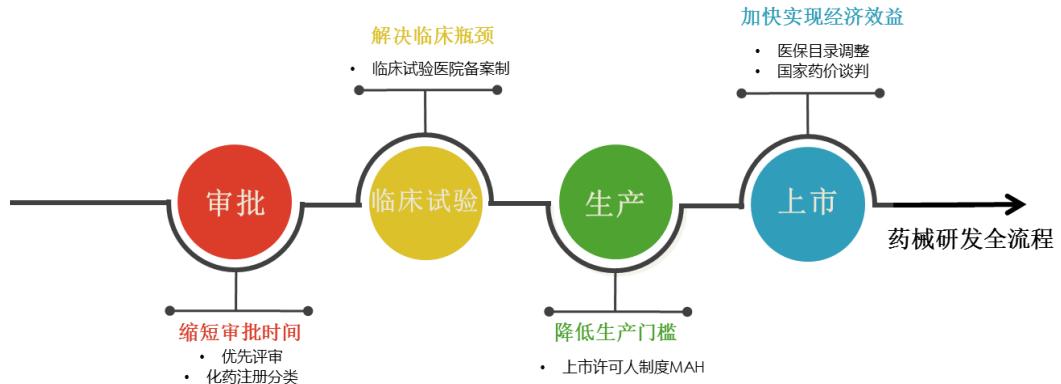


资料来源：各公司年报，联讯证券研究院

## 2、当下是药械创新的美好时代

自 2015 年开始，我国鼓励药械创新政策频出，尤其是今年 5 月份和 10 月，国务院和 CFDA、CDE 等主管部门先后发布鼓励药械创新的一系列政策（见图表 14），在创新药械临床试验审批（优先评审、化药注册分类改革）、临床试验过程（临床试验医院备案制）、生产（药品上市许可人制度 MAH）、上市销售（医保目录调整、国家药价谈判）全流程推出相关政策，鼓励药械创新，逐步打破了国内创新药研发的坚冰。

图表34：政策全方位鼓励药械创新



资料来源：联讯证券研究院

## 3、关注研发管线中产品市场潜力大、临床阶段靠前的品种

产品研发管线上，由于新药研发周期普遍较长（8-10 年），我们更关注进入 III 期临床试验，未来 2-3 年内能看到上市机会，为公司带来利润增厚的品种。部分上市公司进入 III 期临床及以后阶段的重点品种如下：

图表35：进入国内 III 期临床的部分公司重点在研品种（不完全统计）

公司名称	药品名称/代码	作用机理	适应症	市场容量/原研或同类药市场规模
	法米替尼	多靶点酪氨酸酶抑制剂	结直肠癌、鼻咽癌和肾癌等	
	马来酸吡咯替尼	EGFR 和 HER-2 激酶抑制剂	HER2 阳性晚期乳腺癌	
	SHR-1210 注射液	PD-1 抑制剂	晚期食道癌	



恒瑞医药	19K	重组人粒细胞集落刺激因子	中性粒细胞减少症	
	磷酸瑞格列汀	DPP-IV 抑制剂	II 型糖尿病	
	脯氨酸恒格列净	SGLT 抑制剂	II 型糖尿病	
	甲苯磺酸瑞马唑仑	GABA 受体激动剂	镇定、麻醉药	
	海曲泊帕乙醇胺片	促血小板生成素受体(TPOR)激动剂	慢性原发免疫性血小板减少症	
复星医药	HLX01	CD20 单抗	非霍奇金淋巴瘤	利妥昔单抗, 2016 年全球 73 亿美元
	HLX02	HER-2 单抗	乳腺癌	曲妥珠单抗, 2016 年全球 68 亿美元
贝达药业	Ensartibinib (X-396)	ALK 激酶抑制剂	非小细胞肺癌	
	Vorolanib(X-082)	VEGFR、PDGFR 等多靶点激酶抑制剂	眼科 II 期, 肾癌 III 期	
	MIL60	VEGF 单抗	转移性结直肠癌	贝伐单抗, 2016 年 70 亿美元
亿帆医药	伏立诺他	HDAC 抑制剂	皮肤 T 细胞淋巴瘤	
	达沙替尼	Bcr-Abl 激酶抑制剂	慢性骨髓性白血病	
	注射用硼替佐米	Proteasome 抑制剂	多发性骨髓瘤	VELCADE, 2016 年全球 32 亿美元
	F-627 (贝格司亭)	重组人粒细胞集落刺激因子二聚体	嗜中性粒细胞减少症	Neulasta, 2016 年全球 48 亿美元
信立泰	复格列汀	DDP 抑制剂	糖尿病	
	注射用特立帕肽	重组人甲状旁腺素 1-34	骨质疏松治疗药物	原研 Forteo, 2016 年全球 15 亿美元
沃森生物	肺炎 13 价结合疫苗	疫苗	肺炎	原研 Prevnar 13, 2016 年全球 67.3 亿美元
百济神州	BGB-3111	BTK、酪氨酸激酶抑制剂	慢性淋巴细胞白血病	

资料来源: 各公司公告, 联讯证券研究院

#### 4、优质仿制药企业将拨云见日

国际经验表明仿制药一致性评价促行业优胜劣汰。针对我国仿制药质量与疗效一致性较差的问题, 我国从 2012 年开始开展仿制药一致性评价工作。2016 年 3 月, 国务院公布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》, 要求国家基本药物目录(2012 年版)中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂, 应在 2018 年底前完成一致性评价, 对于完成一致性评价的仿制药, 在招标环节予以一定支持。

2018 年 4 月 3 日, 国务院办公厅发布《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》, 《意见》指出要围绕仿制药行业面临的突出问题, 推动医药产业供给侧结构性改革, 提高药品供应保障能力, 降低全社会药品费用负担, 保障广大人民群众用药需求, 加快我国由制药大国向制药强国跨越; 《意见》提出分别从促进仿制药研发, 提升质量疗效, 完善支持政策等三方面鼓励优质仿制药的研发、生产和销售全产业链, 落实优质仿制药倾斜政策。

参照美国和日本的历史经验, 一致性评价将淘汰大量药品种类和批文, 同时仿制药企业集中度极大提升。以日本为例, 其于 1971-1998 年先后三次实施一致性评价工作, 结果是药品批文数从 10 万多个降至 1.9 万个, 制药企业从 1975 年的 1359 家降至 2011 年的 300 家。看好优质仿制药企华海药业(600521)和信立泰(002294)。

#### 5、我们的观点:

创新药研发有研发投入大、周期长、失败风险高的特点。通常从发现新分子到最终



实现上市销售需耗时约 8-10 年时间，平均研发投入约 5-10 亿美元（或 RMB），期间研发失败率较高。我们认为，创新药投资要平衡收益和风险，应从公司的营收规模（研发耗资巨大，小公司风险高），管理和研发团队（是否有创新基因）、产品管线（是否是大品种领域或有潜力成为大品种，目前临床试验阶段）等多方面综合考虑，标的上聚焦龙头创新药企如恒瑞医药、复星医药，还有具有创新基因团队的贝达药业，以及产品管线多品种进入 III 期临床试验的亿帆医药（002019）等。优质仿制药方面，我们看好华海药业（600521）和信立泰（002294）。

### （三）疫苗：朝阳行业，未来几年重磅产品陆续面世

#### 1、疫苗是投入产出最快的医药子行业

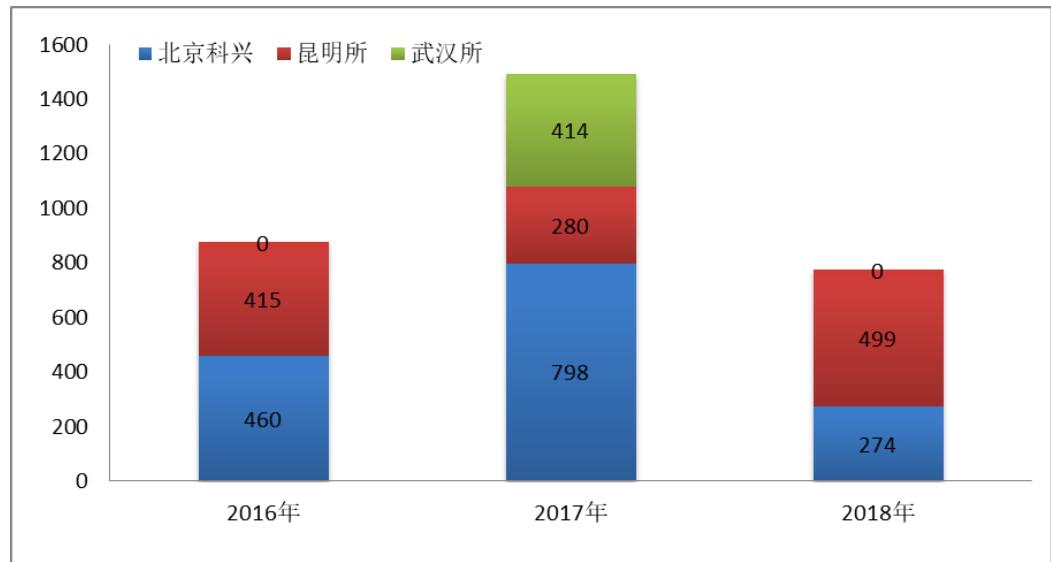
从产品获批上市后销售放量时间来看，我们认为疫苗是投入产出最快的医药子行业。

从预防疾病类型来分，感染后有严重后果（致死致残或对患者有严重病理反应）的疾病预防疫苗要比自限性疾病预防疫苗更容易销售放量，前者如狂犬病疫苗、HPV 疫苗、肺炎疫苗、脑膜炎疫苗、（甲）乙肝疫苗等，后者如流感疫苗、水痘疫苗，另外针对婴幼儿中传播较快的疾病疫苗也能快速销售放量，比如手足口病疫苗，虽然手足口病也属于自限性疾病，以婴幼儿发病为主，多数患儿一周左右自愈，少数患儿有并发症甚至死亡。

从接种便捷性来看，近年来疫苗产品也受益消费升级，多联多价产品由于预防疾病类型（亚种）多、接种剂数少，对前世代产品替代作用强，抢占原有市场，也容易放量，如智飞绿竹的 AC-Hib 三联疫苗，还有康泰生物旗下民海生物的 DTaP-Hib 四联疫苗上市后都实现了快速放量。

以国产 EV71 疫苗（俗称手足口疫苗）为例，北京科兴和中国医学科学院昆明所的手足口疫苗在 2016 年最先获批上市，上市当年虽然面对山东疫苗事件的影响，但是批签量仍然达到 875 万剂，2017 年批签量继续上升到 1500 万剂左右，手足口疫苗普通 168 元/支，批签产值 25.2 亿元，上市后销售迅速放量。

图表36：EV71 疫苗上市后销售快速放量



资料来源：中检院，联讯证券研究院



## 2、疫苗行业的发展方向是多联化、多价化

目前上市疫苗品种已经极大丰富，其中国家免疫规划疫苗（一类疫苗）就包含 14 种疫苗预防 15 种疾病，常见上市二类疫苗有口服轮状病毒疫苗、甲肝疫苗、HIB 疫苗、水痘疫苗、肺炎疫苗、流感疫苗、狂犬病疫苗、手足口病疫苗等。不同疫苗的接种时间、间隔周期、禁忌症等都不一样，特别是有部分疫苗不宜同时打，甚至需要较长间隔时间，否则会引发副作用。国家免疫规划儿童免疫程序表显示，1 岁以内婴幼儿基本每隔半个月接种一剂疫苗，几乎所有月龄空隙都排满（通常不同疫苗接种时间间隔至少 15 天）。

近年来，疫苗消费升级，终端诉求尽可能缩减接种次数的同时，实现疾病免疫保护种类的最大化。多联化和多价化成为疫苗发展方向，前者如目前上市的 AC-Hib 三联苗和 DTaP-Hib 四联苗，后者如 4 价 HPV 疫苗和 9 价 HPV 疫苗，接种次数减少，免疫保护疾病种类或亚型增加。

**图表37：国家免疫规划疫苗儿童免疫程序表**

疫苗种类		接种年(月)龄														
名称	缩写	出生时	1月	2月	3月	4月	5月	6月	8月	9月	18月	2岁	3岁	4岁	5岁	6岁
乙肝疫苗	HepB	1	2						3							
卡介苗	BCG	1														
脊灰灭活疫苗	IPV			1												
脊灰减毒活疫苗	OPV				1	2									3	
百白破疫苗	DTaP				1	2	3				4					
白破疫苗	DT														1	
麻风疫苗	MR								1							
麻腮风疫苗	MMR									1						
乙脑减毒活疫苗 或乙脑灭活疫苗 <sup>1</sup>	JE-L JE-I								1		2					
A 群流脑多糖疫苗	MPSV-A						1		2							
A 群 C 群流脑多糖疫苗	MPSV-AC											1			2	
甲肝减毒活疫苗 或甲肝灭活疫苗 <sup>2</sup>	HepA-L HepA-I									1		1			2	

注：1. 选择乙脑减毒活疫苗接种时，采用两剂次接种程序。选择乙脑灭活疫苗接种时，采用四剂次接种程序；乙脑灭活疫苗第 1、2 剂间隔 7~10 天；  
2. 选择甲肝减毒活疫苗接种时，采用一剂次接种程序。选择甲肝灭活疫苗接种时，采用两剂次接种程序。

资料来源：公开资料，联讯证券研究院

## 3、创新不停，未来两年重磅疫苗产品陆续面世

近年来，我国陆续上市了重磅疫苗产品（创新疫苗、多联多价疫苗），如 2014 年民海生物 DTaP-Hib 四联苗、智飞绿竹 AC-Hib 三联苗分别独家上市，2016 年北京科兴和医科院昆明所上市的 EV71 疫苗，2017 年获批上市的默沙东 4 价和 9 价 HPV 疫苗，2018 年 6 月获批的华兰生物和长生生物的四价流感裂解疫苗都是相关领域重磅产品。

我们梳理相关疫苗在研产品临床情况，目前尚在临床的重磅疫苗产品见图表 52。华兰、长生四价流感裂解疫苗生产获批，下半年正式上市销售。另外，智飞生物代理的默沙东五价轮状减毒活疫苗在今年的 4 月 19 日获得 CFDA 批准进口。沃森生物的 13 价肺炎结合疫苗、康卫生物的口服重组幽门螺杆菌疫苗以及中生兰州所的 3 价轮状减毒活疫苗完成临床试验，正在进行数据揭盲或药审部门审评审批。其余各大疾病系列多联苗、多价苗都有相关企业开展临床，其中以 DTaP 系列、脑膜炎系列、重组 HPV 系列和肺炎系列的多联多价苗研发最热，这些疫苗产品免疫保护范围一般覆盖多种一类苗，如 DTaP 系列、脑膜炎系列，能减少接种次数，减少接种痛苦；另外重组 HPV 系列和肺炎系列是在我国上市品种较少的大品种类，属于创新性疫苗，市场需求较好。



#### 4、我们的观点：短期看四价流感疫苗、HPV 疫苗，中期看 13 价肺炎球菌结合疫苗和带状疱疹疫苗

短期看已经获批上市的四价流感疫苗和 **HPV 疫苗**，前者代表公司有华兰生物和长生生物，后者主要是代理产品的智飞生物。

**四价流感裂解疫苗：华兰生物（002007）和长生生物（002680）** 产品同步获批上市，二者合计产能约 4000 万人份，四价流感疫苗对三价流感疫苗有较强替代性（免疫亚型全覆盖），四价流感疫苗上市后，流感疫苗市场竞争格局有望从之前十几家激烈竞争局面变成 2-3 家企业宽松竞争的市场格局（江苏金迪克也已经完成 III 期临床）。我们按今年全国流感疫苗批签量 2700 万人份计算（基本等同去年批签量，暂不考虑渗透率提升），50%替代率，100 元/针，四价流感疫苗年首年市场容量约 13.5 亿元，市场竞争宽松，预计推广销售费用较低，按 40%销售净利润率算（参考：智飞绿竹销售净利润率 42%，主要产品为 AC-Hib 三联苗），首年净利润约 5.4 亿元。

**HPV 疫苗：**主要看代理产品的智飞生物（300122），全国 4 价和 9 价 HPV 疫苗销售火爆，供不应求，9 价苗海南中标价超预期（1298 元，香港约 1200 元/支），两种苗覆盖年龄部分互相重叠（4 价苗适用 20-45 岁，9 价苗适用 16-26 岁，重叠年龄段 20-26 岁），但有效扩大了适用年龄段（16-45 岁）。

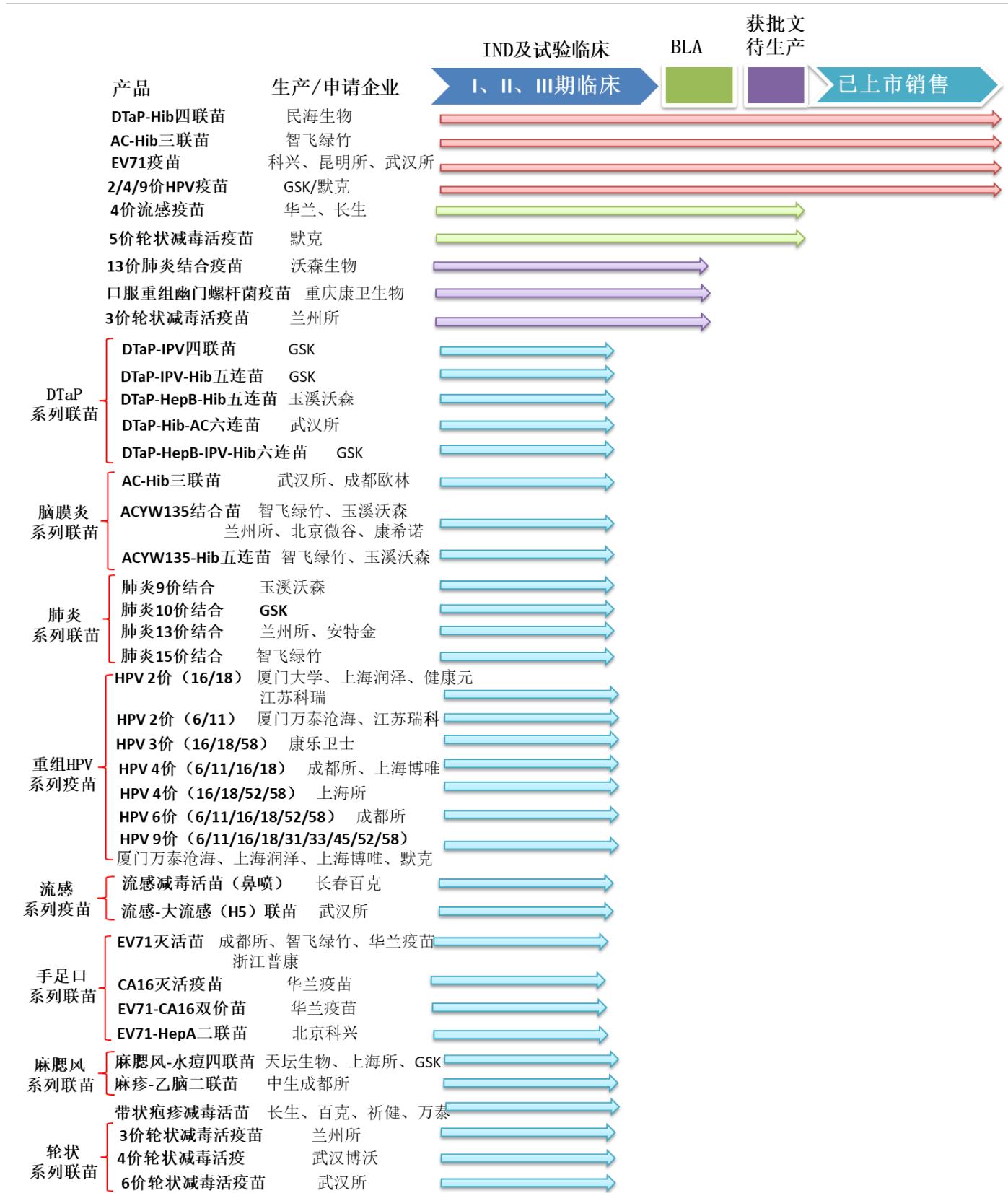
**中期看 13 价肺炎球菌结合疫苗和带状疱疹疫苗**，前者代表公司有沃森生物，后者主要是临床研发进度靠前的长生生物。沃森生物 13 价肺炎疫苗已经完成全部临床试验，正处于数据揭盲阶段，临床进度靠前，目前结合疫苗国内只有惠氏沛儿产品（7 价、13 价）上市。带状疱疹疫苗长生生物、百克生物、长春祈健等都处于临床研发阶段，长生生物处于 III 期临床，进度靠前有优势，目前国内尚无产品上市，2017 年国外带状疱疹病毒疫苗 Zostavax 销售额为 6.68 亿美元。

**疫苗推荐企业：**长生生物（002680）、华兰生物（002007）和智飞生物（300122）。

**风险提示：**部分公司短期股价涨幅过大，技术回调压力。



图表38：上市\在研重磅疫苗产品一览



资料来源：生物制品圈、各公司年报，联讯证券研究院



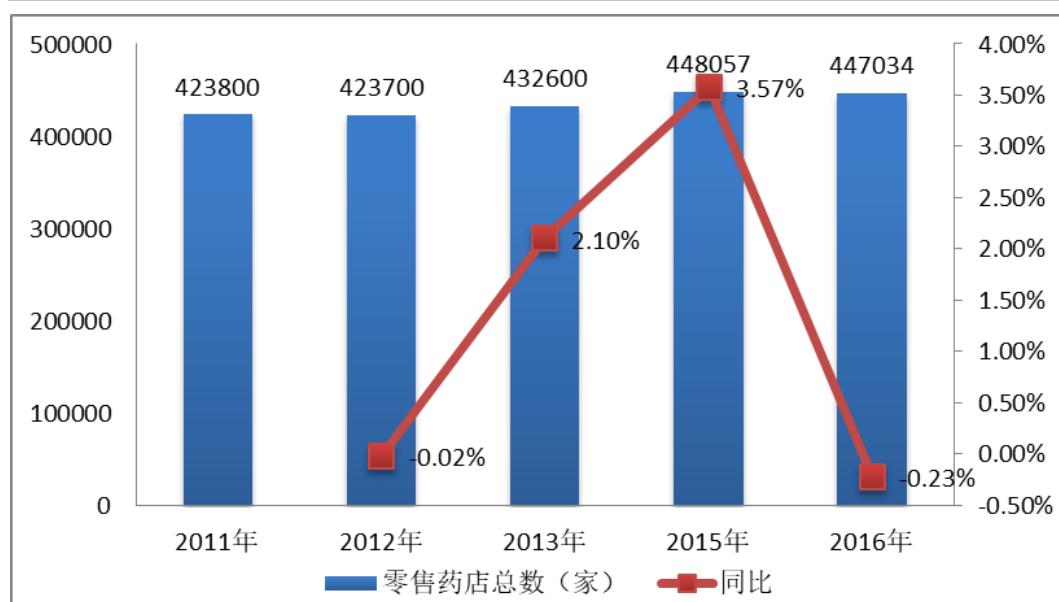
## 五、投资主线之商业：零售药店继续跑马圈地，看好下半年医药批发的复苏

### （一）零售药店：上市连锁零售药店继续跑马圈地

#### 1、全国零售药店数量已趋饱和：45 万家左右

据商务部公布的历年《药品流通行业运行统计分析报告》，我国零售药店（连锁+单体）总数近五年来基本稳定，维持 44 万家左右，从 2011 年的 42.4 万家，缓慢增加到 2016 年的 44.7 万家，年复合增长率仅 1.34%，2016 年药店总数甚至同比 2015 年减少约 1 万家。零售药店总体数量稳定一方面是主管部门加强零售药店行业管理所致，如零售药店要求配备执业药师、新店设立需要符合间隔距离（北京 350 米）、新店配置等；另外一方面是从平均单店服务人口数量来考察，全国平均每家药店服务人口数为 3076 人（13.75 亿人口/44.7 万家零售药店），接近 2500 人/店的饱和标准。

图表39：历年全国零售药店总体数量



资料来源：商务部历年《药品流通行业运行统计分析报告》，联讯证券研究院

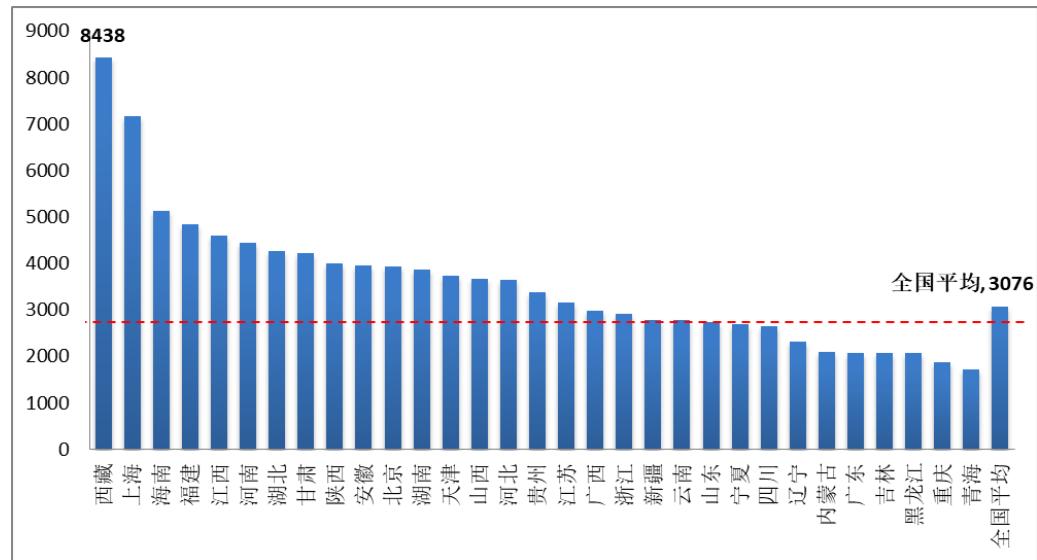
#### 2、地区发展不平衡带来的扩张机会：连锁率、均店覆盖人口数

虽然全国零售药店数量这几年几乎停滞增长，但是我国幅员辽阔，地区发展差异较大，连锁药店分布也呈现出地区不均衡的态势，覆盖率和连锁率都有差异，这种地区发展不平衡为行业优势企业扩张带来机会。

**平均单店服务人口地区差异：**2016 年零售药店平均单店服务人数全国平均水平为 3076 人，其中东北、华东和华南趋于饱和，华北、西北、华中地区药店数目不够饱和。青海、重庆、黑龙江、吉林、广东、内蒙古、辽宁等省份平均每店服务人数低于全国平均水平（3067 人），表明这些区域的药店数量相对饱和；而在西藏、上海、海南、福建、江西、湖北、甘肃、陕西的平均每店服务人数较高，还有很大发展空间。单店服务人数高，药店经营压力小，企业内生能力强（加开新店+老店内生增长），反之，则只能通过并购提升市场占有率。



### 零售药店平均单店服务人口地区差异



资料来源：中国产业信息网，联讯证券研究院

**连锁率地区差异：**全国总体连锁率达到 49.9%，仍有较大提升空间，西南区的连锁率虚高，西北区的连锁率最低，部分省市连锁化率超过欧美等发达国家（75%左右连锁化率），重庆连锁化率高居榜首，据重庆食药监督局统计数据 2016 年底就已经达到 85.5%，居全国首位；上海、四川、青海等连锁化率也达到 80%以上，甘肃、西藏、内蒙等西北地区连锁化率较低。数据上，连锁化率与平均单店覆盖人数呈现负相关性，平均单店覆盖人口越多的，连锁化率越低，反之越高，这一方面是经济性原则决定，单店覆盖人口越多，即使是单体药店经营压力也不大，连锁动力小，另外一方面也是新开店距离政策限制，非同一公司下新设零售药店要符合 350 米间隔，保证了人口覆盖率稳定。连锁药店在采购成本、费用控制、人员配置等方面优于单体药店，参考美国零售药店市场 75%的连锁率，CVS、Walgreens、Rite 三家连锁药店巨头占据了美国药品零售市场 75%以上份额的市场格局，未来我国零售药店连锁率和集中度仍有较大提升空间。连锁化是零售药店发展趋势，低连锁化率的地区，为优势企业外延并购带来机会。

### 3、零售药店的两个存量博弈：药店资源与药品终端市场

零售药店在两个维度上存量博弈：药店终端和药品终端市场。

**药店终端博弈：**全国零售药店总体数量增长虽然已经停滞不前，但是药店连锁率、行业集中度上同比国外发达国家还有巨大提升空间。2011 年 5 月，商务部发布《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》，明确指出到 2015 年药品连锁百强企业销售额要占药品零售行业销售总额的 60%，连锁门店在药店中占比超过三分之二。2016 年，我国零售药店连锁化率为 49.9%，对比美国连锁化率为 62%仍有提升空间；行业集中度上，药店连锁百强企业门店总数 5.4 万家，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%，与《规划纲要》中的目标相差甚远，行业集中度不高。

上市连锁零售药店“四朵金花”老百姓、一心堂、益丰药房和大参林凭借资本优势加速并购整合，近几年来主要以全资并购或者现金+股权等方式，并购其他中小连锁零售药店或单体药店，实现了连锁门店数量的高速增长，四家上市公司门店数量从 2014 年的 6034 家，增加到 2017 年的 1.3 万家左右，年均复合增速 29.5%，全国 44 万家零售



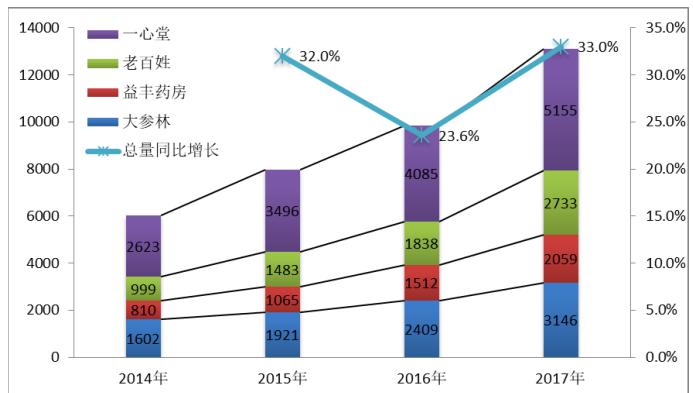
药店中，仅单体药店数量仍高达 22.6 万家（2016 年数据），仍然有充足的并购空间。

图表40：我国药店连锁化率稳步提升



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，联讯证券研究院

图表41：上市连锁零售药店“四朵金花”门店增长情况



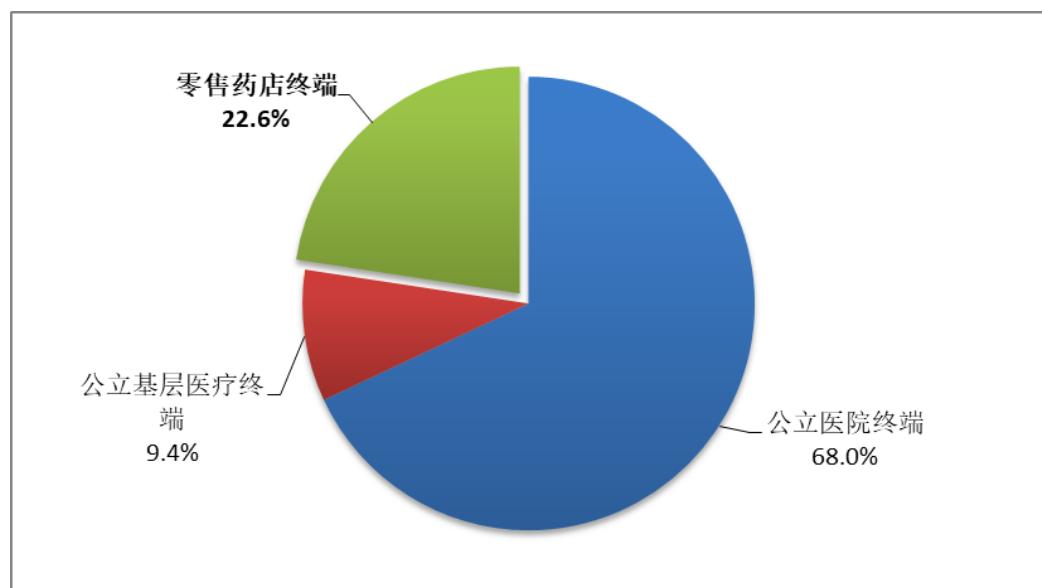
资料来源：公司年报，联讯证券研究院

**药品终端市场博弈：**2017 年，我国三大终端（公立医院、公立基层医疗机构、零售药店）药品市场销售规模达到 1.61 万亿，其中公立医院渠道占比 68.0%，零售药店占比仅为 22.6%，公立基层医疗终端占比 9.4%，整体医疗机构（包括公立医院和公立基层）和零售药店销售占比接近八二开，与美国销售终端市场结构恰好相反（药店 VS 医院=8 VS 2）。

近年来，随着公立医院药品零加成、控制药占比等政策相继出台，“医药分开”改革趋势日益明朗，医院处方外流开始松动，零售药店成为直接受益者。公立医院终端在药品销售总市场中的占比呈缓慢下降趋势，零售药店销售占比小幅上升，药店在药品终端市场博弈中处于有利位置。处方外流反映在处方药（RX）销售（需要医生处方才能销售）上，2016 年国内零售药店处方药销量约 1196 亿元，在零售药店药品销售营收中占比 48.9%，占比逐年提高，在医院终端，仍有大概 1.2 万亿元规模的处方药外流空间。

药品终端销售增速虽然下滑，但是存量市场药店销售占比仍较低，在“医药分开”改革趋势下，存量药品市场结构的再分配，有利于零售药店扩大销售额，提升坪效。

图表42：2017 年我国三大药品销售终端市场结构





资料来源：米内网，联讯证券研究院

### 3、投资标的：零售药店“四朵金花”

A股目前上市连锁药店主要有四家：大参林、益丰药房、老百姓和一心堂，国大药房在国药一致旗下，国药一致还有医药批发业务，财务不具可比性。

**单店平均营收对比：**四家上市连锁零售药店2017年营收除益丰药房是48.1亿元外，其余三家都在75亿元左右，门店数中一心堂最多，达到5155家，益丰药房最少，为2059家，平均单店营收老百姓最高，平均单店营收274.5万元，一心堂最少，为150.4万元，四家公司单店平均营收都呈现逐年下滑趋势，一方面是新设药店需要时间市场培育后才能提升营收，另外外延并购较快，新并入药店整合提升拖累，但是四家上市药店企业单店营收都远超全国平均单店销售额（82万元）。

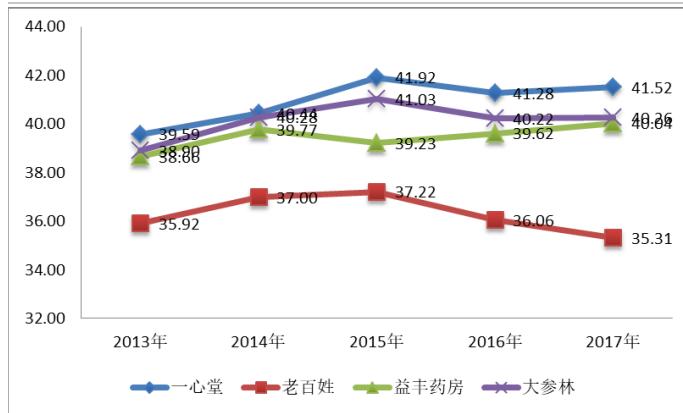
图表43：四家上市连锁零售药店经营数据对比

公司名称	营业收入（亿元）				门店总数（个）				平均单店销售额（万元）			
	2014年	2015年	2016年	2017年	2014年	2015年	2016年	2017年	2014年	2015年	2016年	2017年
大参林	45.5	52.7	62.7	74.2	1602	1921	2409	3146	283.7	274.1	260.4	235.9
益丰药房	22.3	28.5	37.3	48.1	810	1065	1512	2059	275.3	267.2	246.9	233.5
老百姓	39.4	45.7	60.9	75.0	999	1483	1838	2733	394.7	308.1	331.6	274.5
一心堂	44.3	53.2	62.5	77.5	2623	3496	4085	5155	168.8	152.2	153.0	150.4

资料来源：各公司财报，联讯证券研究院

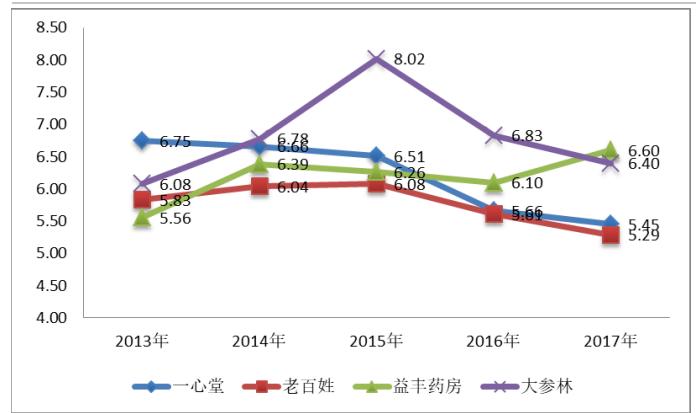
**盈利能力对比：**四家零售药店在2016年之前毛利率都是稳中有升，但在2016年都出现了毛利率和净利率集体下滑的现象，主要是急速并购带来的整体影响。一心堂毛利率最高，但是由于费用率在四家中最高，销售净利率排名靠后，老百姓毛利率和净利润率在四家中都最低。

图表44：四家零售药店毛利率比较



资料来源：各公司年报，联讯证券研究院

图表45：四家零售药店销售净利率比较

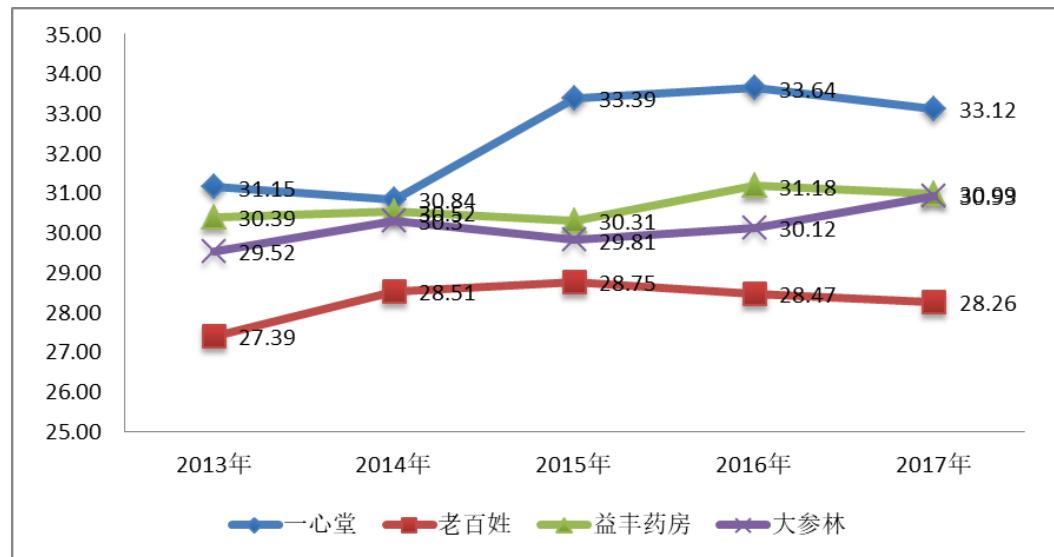


资料来源：各公司年报，联讯证券研究院

**运营能力对比：**近年来，四家零售药店三项费用率都稳中有升，其中一心堂费用上升明显，从2015年费用率33.39，同比2014年大幅提升2.5个百分点，主要当年公司外延并购和新设门店数量较多，门店数量同比大增33.2%。老百姓费用控制最优，常年位居四大上市零售药店最末，但同时也是四家销售毛利率最低的。



图表46：四家零售药店三项费用率（销售、管理、财务）比较



资料来源：各公司年报，联讯证券研究院

**估值：**在多种估值法比对中，一心堂都是估值最低的，益丰药房 PS、PE 估值在四家中最高，但增速较快。我们认为上市零售药店是四朵金花，优选估值较优的一心堂。

图表47：四家上市连锁零售药店估值对比

公司名称	2017年营收	3年营收 CAGR	当前总市值(亿元)	估值指标		
				Ps (市销率)	PE (TTM)	PE\G(3年营收 CAGR)
益丰药房	48.1	29.2%	218.0	4.5	63.1	2.16
大参林	74.2	17.8%	274.0	3.7	54.2	3.05
老百姓	75.0	23.9%	213.0	2.8	54.8	2.29
一心堂	77.5	20.5%	196.0	2.5	42.8	2.09

资料来源：Wind, 联讯证券研究院

备注：总市值、PE 数据截止 6 月 8 日收盘价。

**风险提示：**关注商誉风险，四家上市零售药店除大参林新上市外延并购较少外，其余三家近年来都并购频繁，积累了数额和比例较大的商誉资产。2018Q1，益丰药房商誉 9.45 亿元（总资产中占比 18.51%，下同）、老百姓 16.84 亿元（23.59%）、一心堂 10.57 亿元（14.73%）。

## （二）医药批发：看好下半年医药批发的复苏

2016 年，国务院总理李克强明确指出要把降药价作为深化医疗改革的突破口，城市公立医院综合改革试点城市扩大到 200 个，在试点城市公立医院实现药品销售零加成，实行医药分离，破除“以药养医”机制，并在药品流通领域推行“两票制”，挤压中间流通环节，改变我国过去药品流通环节过多，层层加价的局面，多管齐下降药价。

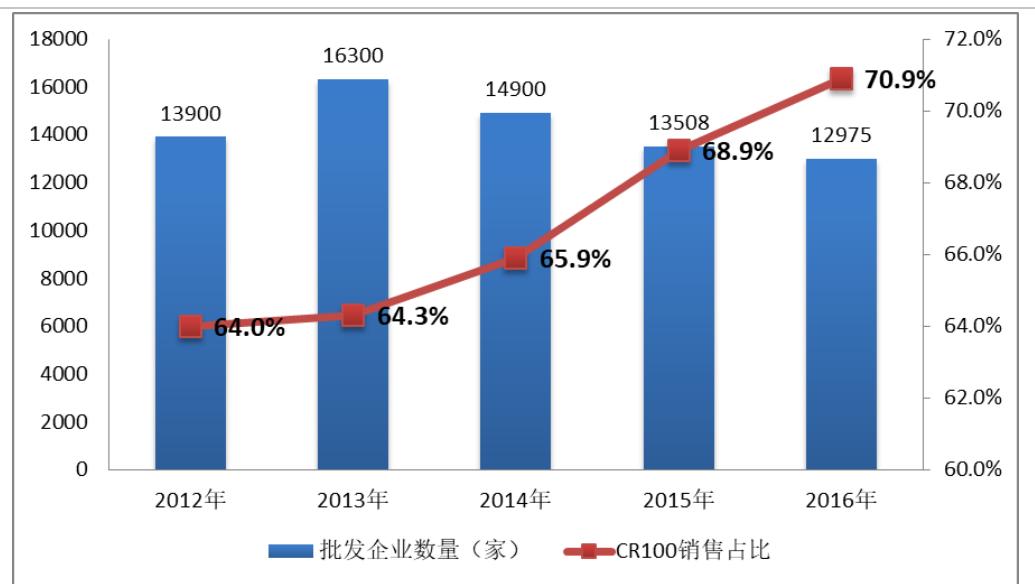
### 1、医药批发：集中度提升，“危”“机”并存

《全国药品流通行业发展“十三五”规划纲要》中要求达到的目标是：形成 1~2 家年销售额过 5000 亿元的跨国超大型药品流通企业，3~4 家年销售额过 1000 亿元的全国性大型药品流通企业；形成 5~8 家年销售额过 100 亿元的全国性或区域性药品零售连锁企业。药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额的 85% 以上。



据商务部发布《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，全国共有药品批发企业 12975 家，企业数量从 2012 年（16300 家）以来持续减少；2016 年我国批发百强市占率提升至 70.9%，最大的医药商业企业国药控股 2016 年销售额 2583.9 亿元（2017 年营收为 2777.2 亿元），距离 85% 批发集中度和打造 5000 亿营收超大型药品流通企业目标还有相当差距。

图表48：医药批发企业集中度不断提升



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，联讯证券研究院

**医药批发行业危机并存。**“危”在行业自身为适应“两票制”精神，调整原有调拨业务，对企业营收增速带来压力；其二在医药控费降价的大环境下，配送费的下降趋势，招标后的换标换票给医药批发带来管理压力；其三，市场实际利率高涨，批发企业开展业务垫资，资金压力较大，财务成本上升。“机”在两票制实行过程中，行业集中度实实在在的提升，优势医药批发企业抢食中小批发企业退出后的市场，或者凭借优势，借配送商遴选的政策便利，大肆收购兼并中小医药商业。

## 2、“3+1+N”市场格局成型，区域商业龙头增长更快

医药批发行业已经形成“3+1+N”市场格局，即 3 家销售过千亿的全国性医药流通企业（上药、国药控股、华润医药）+1 家 500 亿级别全国性企业（九州通）+N 家区域性医药流通龙头（柳州医药、国药一致、南京医药、华东医药、广州医药）。

区域医药商业龙头借助两票制东风，近年来并购持续活跃。瑞康医药立足于山东，自去年以来企业合计并购的公司超过 50 家，尤其对 IVD 试剂耗材为主的器械商业公司并购，已形成对全国医药流通网络的布局；嘉事堂自 2014 年以来，陆续收购广州嘉事百洲、广州嘉事怡、上海嘉事嘉意、浙江嘉事杰博、四川嘉事馨顺和、重庆嘉事臻跃、深圳市贝来达科技等器械商业公司。

受收购兼并企业并表和内生增长，区域医药商业龙头增速明显快于全国性医药商业巨头。据 2017 年年报数据，区域性医药商业企业营收增幅排名靠前，瑞康医药营收增幅 49.14%，嘉事堂为 29.78%，柳州医药为 24.97%，九州通营收增速 20.10%，归母净利润也保持同步快速增长，而同期三大全国性医药流通企业（上药、国药控股、华润医药）营收增长率仅 7-10%。



图表49：我国主要医药批发上市公司经营及估值情况

公司代码	公司简称	2017 年营收 (亿元)	营收同比	2017 年归母 净利 (亿元)	归母净利 同比	当前总市 值 (亿元)	ps (市销率)	PE (TTM)	PEG
01099.HK	国药控股	2777.2	7.48%	45.15	13.50%	998.0	0.36	16.40	1.21
03320.HK	华润医药	1454.1	10.10%	29.03	37.20%	737.8	0.51	21.20	0.57
601607.SH	上海医药	1308.5	8.35%	35.21	10.14%	650.3	0.50	19.99	1.97
<b>600998.SH</b>	<b>九州通</b>	<b>739.4</b>	<b>20.10%</b>	<b>14.45</b>	<b>64.87%</b>	<b>347.0</b>	<b>0.47</b>	<b>23.40</b>	<b>0.36</b>
000028.SZ	国药一致	412.6	0.04%	10.58	-10.85%	209.6	0.51	20.72	—
600511.SH	国药股份	362.8	4.84%	11.41	15.28%	223.9	0.62	17.85	1.17
<b>600056.SH</b>	<b>中国医药</b>	<b>301.0</b>	<b>16.02%</b>	<b>12.99</b>	<b>36.73%</b>	<b>221.8</b>	<b>0.74</b>	<b>15.90</b>	<b>0.43</b>
000963.SZ	华东医药	278.3	9.66%	17.80	23.01%	726.2	2.61	38.33	1.67
600713.SH	南京医药	274.7	2.82%	2.39	32.73%	54.2	0.20	22.05	0.67
000078.SZ	海王生物	249.4	83.30%	6.36	52.10%	139.2	0.56	19.97	0.38
002589.SZ	瑞康医药	232.9	49.14%	10.08	70.66%	201.9	0.87	20.26	0.29
000411.SZ	英特集团	189.1	9.56%	0.83	-3.87%	50.7	0.27	59.45	—
002462.SZ	嘉事堂	142.4	29.78%	2.64	18.17%	51.8	0.36	18.49	1.02
600090.SH	同济堂	98.6	9.55%	5.15	8.92%	105.1	1.07	20.33	2.28
<b>603368.SH</b>	<b>柳州医药</b>	<b>94.5</b>	<b>24.97%</b>	<b>4.01</b>	<b>25.04%</b>	<b>89.2</b>	<b>0.94</b>	<b>20.69</b>	<b>0.83</b>
002788.SZ	鹭燕医药	83.4	19.41%	1.31	13.03%	36.9	0.44	26.37	2.02
600829.SH	人民同泰	80.1	-11.07%	2.54	13.22%	51.6	0.64	20.03	1.51
000705.SZ	浙江震元	25.8	5.65%	0.61	34.91%	23.0	0.89	35.64	1.02
002872.SZ	天圣制药	22.6	8.36%	2.49	10.73%	65.8	2.91	25.42	2.37
600833.SH	第一医药	15.6	2.44%	0.43	-5.56%	26.1	1.68	63.83	—
002758.SZ	华通医药	13.7	8.83%	0.42	4.75%	23.0	1.68	58.18	12.24
600272.SH	开开实业	9.6	6.19%	0.39	81.90%	18.4	1.91	51.83	0.63
603716.SH	塞力斯	9.2	46.74%	0.94	36.17%	40.4	4.39	41.32	1.14

资料来源: Wind, 联讯证券研究院 备注: 总市值、PE 数据采集日期为 6 月 8 日收盘价

### 3、估值处于多年底部，看好下半年医药批发的复苏

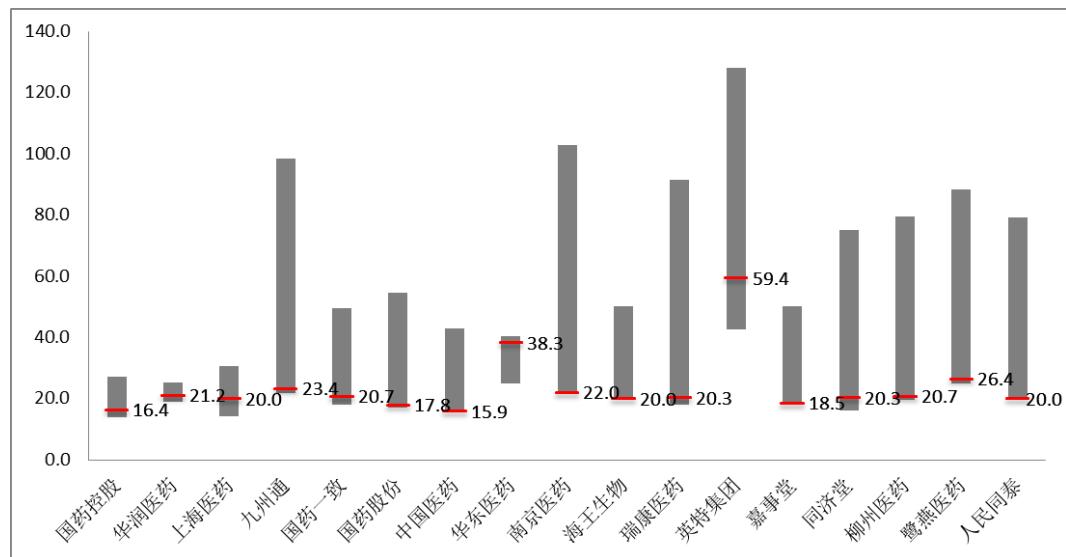
今年以来,医药批发行业上市公司市场表现不佳,估价涨幅明显落后医药生物(SW)指数,除华东医药受自身医药工业分部影响市场表现较好外,其余医药批发企业二级市场估价表现乏善可陈,今年以来跌幅超过10%的有嘉事堂、人民同泰、南京医药、中国医药和国药一致,上涨超过10%的仅有华润医药、英特集团,其余个股涨跌幅在-9.9%~7.0%之间。

我们考察2015年初以来的PE(TTM)估值变化,绝大多数医药批发上市公司当前PE估值几乎处于历史波动区间底部位置,华东医药受医药工业分部影响较大,估值处于顶部位置。

我们认为2018年底两票制即将全国全面落地,医药批发企业业务结构调整压力释放(纯销增加、调拨缩减),“两票制”整合效应显现,2017年新版国家目录公布以来,各地方省市相继调整完本省市的医保目录,招投标换标换票影响落地,结合估值处于历史低位,行业有望下半年开始复苏,标的优选柳州医药、中国医药和九州通。



图表50：主要医药批发上市公司估值处于多年底部



资料来源：Wind, 联讯证券研究院

备注：区间为 2015.1.1-2018.6.8，其中海王生物\瑞康医药\人民同泰区间起始节点为 2016.1.1，同济堂区间起始节点为 2017.1.1，华东医药受医药工业分部影响较大。

## 六、重点推荐公司

### （一）爱尔眼科（300015）：行业绝对龙头确立，内生外延双轮驱动业绩高速增长

#### 业绩延续高增长，门诊量、手术量双创新高

2017 年，公司实现营业收入为 59.63 亿元（+49.06%），归属于母公司所有者的净利润为 7.43 亿元（+33.31%），自 2009 年完成上市以来，营收和归母净利润已双双连续多年保持稳定高速增长，最近五年 CAGR（2013-2017 年）分别为 31.7% 和 35.1% 左右。2017 年公司门诊量和手术量创历史新高，其中年门诊量 507 万人次，同比增长 36.99%，年施行手术量 51.7 万例，同比增长 37.21%。分主要细分项目看，期内高毛利率的准分子手术项目增速较快，同比增长 69.2%，但毛利率有所下降，幅度约 1.5 个百分点，白内障手术和眼后段手术增速都为 44% 左右，视光服务增速 34.4%，眼前段手术增速最低，为 29.7%，公司各项业务高速增长。

#### 行业龙头地位无可撼动，产学研巩固医生资源护城河

制约民营医院发展的两大桎梏分别是医生资源和患者来源，眼科专科对医生依赖性尤其强。爱尔眼科已经在医生资源拥有量上建立了宽广的护城河，目前公司拥有全职医生达 3000 余名，占全国眼科医生数量约 10%，公司在眼科医生人才培养和引进方面形成了正循环，外部引进专家团队、内部集团内交流培养、与医科院校合作共建培养后备人才，越来越多的眼科医生纷纷加盟，为后续全国连锁门店拓展奠定坚实医生资源基础。患者来源上，视光门诊和爱眼 e 站进一步扩大试点，吸引广大基层患者得以就近享受优质眼科医疗服务，依托分级连锁优势，集团内下级医院疑难患者转诊上级医院，获得集团专家会诊，提高诊疗质量和就医好感度；同时各地连锁眼科医院积极参与医保定点机构认定，扩大医保患者来源，2017 年应收账款 5.13 亿元，同比增 81.3%，主要为应收各地医疗保险管理机构的医保款。目前全国性连锁医疗机构还没有真正的全国性竞争对手。



手，具有较强竞争实力的公立医院如北京同仁医院、广州中山大学中山眼科中心以及上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院等，囿于体制限制无法复制扩张，公司行业龙头地位无可撼动。

### 内生+外延双轮驱动，全球化、国际范连锁眼科医院巨头显现

公司连锁专科医院模式可复制性强，除在部分城市采取自建方式外，大部分通过公司参与产业或并购基金预先成立或并购眼科医院，体系外运营成熟后再启动注入上市公司。目前国内上市公司体系内外医院约 180 余家，覆盖全国 30 个省市区，2017 年已完成注入首批 9 家体系外眼科医院。预期后期陆续注入上市公司，未来两年爱尔眼科将迎来并购高潮。国际化方面，爱尔眼科并购了香港眼科连锁医疗龙头亚洲医疗集团，对美国高端眼科中心 Wang Vision 的并购交易也已经完成。去年 8 月 10 日，爱尔眼科通过全资子公司爱尔香港设立的子公司爱尔欧洲完成对欧洲最大眼科连锁医疗机构 Clínica Baviera, S.A. 86.8% 的要约收购。公司从中国本土走向世界，全球化、国际范连锁眼科医院巨头雏形初成。

### 盈利预测与评级：未来三年仍大概率维持净利润年复合 35% 左右的增速，买入评级

我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 82.1/108.9/144.8 亿元，归母净利润分别为 10.1/13.5/18.8 亿元，对应每股 EPS 为 0.64/0.85/1.19 元，今日收盘价对应市盈率分别为 70/52/37 倍。鉴于公司在眼科专科连锁医院绝对龙头地位，以及未来三年仍大概率维持净利润年复合 35% 左右的增速，维持“买入”评级。

### 风险提示：医疗安全事故风险；新医院盈利不及预期；监管风险

## （二）华兰生物（002007）：四价流感疫苗获批生逢其时，血液制品业务悲观预期好转

### 疫苗：四价流感疫苗产品获批生逢其时，国内最宽流感疫苗产品线

公司目前在上市流感疫苗产品有三价流感病毒裂解疫苗和甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗（单价）两种，另外还有正在临床二期的 H7N9 流感疫苗（单价），结合此次获批的四价流感裂解疫苗，形成了国内最宽流感疫苗产品线。目前公司具备年产 1 亿人份单价流感疫苗和 3000 万人份三价流感疫苗的生产能力，四价流感疫苗产能也达 3000 万人份，产能充足。流感疫苗销售季节性较强，第四季度是销售高峰期，此次四价流感疫苗产品获批生逢其时。四价流感疫苗上市后，流感疫苗市场竞争格局有望从之前十几家激烈竞争局面变成 2-3 家企业宽松竞争的市场格局（江苏金迪克也已经完成 III 期临床），提升公司流感疫苗盈利能力，预计四价苗贡献 10 亿元营收，归母净利润约 3.0 亿元（75% 疫苗公司权益）。

### 单抗：曲妥珠单抗和贝伐珠单抗进入 III 期临床

公司单抗业务通过参股公司华兰基因工程有限公司开展（公司持股 40%），目前单抗业务仍在投入期，尚未有相关产品上市。在研单抗产品有曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、利妥昔单抗、阿达木单抗等全球药品销售额排名前十重磅单抗产品，其中前两者临床进展较快，已经进入 III 期临床。

### 血液制品：利基业务稳固，细分品种市占率领先

采浆：2017 年采浆量近 1100 吨，同比 2016 年上升约 8% 左右，采浆量稳步增长；共有单采血浆站 24 家，全部 100% 控股。在浆站资源获取上，公司基本独占重庆地区资源，另外坐拥河南本省地利优势，河南浆站资源获取能力较强。公司浆站采浆能力较强，



单位浆站平均采浆量约为 45 吨，比行业平均 30 吨的单位浆站采浆量高出约 50%。

**产品：**公司血液制品共有 11 个品种 34 个规格，产品品种最全、血浆综合利用率居于行业前列。产品市占率高，人血白蛋白（占国产批签发量的 14%，下同）、静注人免疫球蛋白（14%）、人凝血因子 VIII（38%）、人凝血酶原复合物（66%）、破伤风人免疫球蛋白（29%）、乙型肝炎人免疫球蛋白（29%），均居国内同行业首位。预计血液制品今年利润增长 5-10%，归母净利润约 9.2-9.6 亿元。

**盈利预测与评级：**我们预测公司 2018-2020 年营收分别为 33.89/40.30/47.68 亿元，分别同比增 43.1%/18.9%/18.3%；归母净利润为 12.15/14.45/17.15 亿元，分别同比增 48.1%/18.9%/18.7%。当前股价对应 2018 年盈利预测，公司 PE 估值约 26.6 倍，首次给予“买入”评级。

**风险提示：**四价流感裂解疫苗定价不及预期，替代率不及预期，实际产量不及预期。

### （三）济川药业（600566）：核心品种延续高增长，低估值高增长好标的 业绩持续高增长，内生性增长强劲，主力品种蒲地蓝增速喜人

2017 年，公司实现营业收入为 56.42 亿元（+20.61%），归属于母公司所有者的净利润为 12.23 亿元（+30.97%），自 2013 年完成上市以来，营收和归母净利润已双双连续多年保持高速增长，CAGR（年复合增速）分别为 23.2% 和 32.1% 左右。分季度看，2017Q1-Q4 单季度营收分别为 14.04、14.05、14.03 和 14.28 亿元，归母净利润分别为 2.91、2.91、3.25 和 3.16 亿元，季度业绩非常稳定，公司是业绩可预见性极强的医药白马。2018 年一季度，实现营收 21.27 亿元（+51.45%），归母净利润 4.66 亿元（+60.58%），业绩增速超预期，我们认为一是受年前冬春之际全国流感形势紧张，主力产品蒲地蓝消炎口服液和小儿豉翘清热颗粒获国家主管部门（中医药管理局、中医科学院、国家卫计委）和地方卫计委（河南等）颁布的流感诊疗及防控技术指南推荐用药，受益明显；二是重磅产品蒲地蓝消炎口服液自去年下半年以来新获纳入青海、黑龙江、河南、吉林和山东等多省地方医保目录，今年迎来新纳入医保目录省份销售放量。

#### 三大核心产品销售迭创新高，细分市场市占率领先

公司三个主力产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒三者的合计销售收入占当期主营业务收入的 77.08%，销量上增速分别为 19.86%、15.80% 和 23.05%，我们预计蒲地蓝口服液销售额约 25 亿元左右，雷贝拉唑约 9.5 亿元，小儿豉翘清热颗粒约 8.5 亿元，公司三个主力产品成长为 10 亿级别重量级产品，产品内生性增长强劲。另公司三大主力产品在细分领域市场占有率位居行业前列。根据 CFDA 南方医药经济研究所的临床用药监测报告，蒲地蓝消炎通用名产品在 2016 年全国公立医院清热解毒中成药市场占有率为 8.40%，排名第四，而公司独家剂型蒲地蓝消炎口服液在蒲地蓝消炎通用名产品中市场占有率为 93.39%，排名第一；雷贝拉唑钠肠溶胶囊在 2016 年全国公立医院雷贝拉唑市场占有率为 27.82%，排名第一；小儿豉翘清热颗粒在全国公立医院 2016 年儿科感冒用中成药市场占有率为 39.65%，位列首位。

#### 外延并购东科制药整合初显成效

东科制药经过两年的磨合和重整后，主要产品依托公司的销售网络销售快速增长，营收实现跨越式增长。期内，东科制药实现营收 2.07 亿元（2016 年 1.37 亿元），同比增 51.09%，实现净利润 2177 万元（2016 年 778 万元），同比增长 179.8%。东科制药连续两年营收大幅增长，净利润在 2016 年实现扭亏后持续改善，外延并购后整合效果



显著。东科制药拥有 7 个独家品种，妇炎舒胶囊、甘海胃康胶囊、黄龙咳喘胶囊等产品实现了快速发展。2017 年 1 月 1 日起，黄龙止咳颗粒、甘海胃康胶囊、参归养血片、心欣舒胶囊、秦川通痹片、复方祖司麻止痛膏被纳入整合后的河北地方医保目录；甘海胃康胶囊被纳入整合后的河南地方医保目录。未来，随着东科制药与母公司销售渠道的进一步整合，预期营收将有持续较大幅增长。

**盈利预测与评级：**我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 71.3/89.0/110.0 亿元，归母净利润分别为 16.1/20.0/24.5 亿元，对应每股 EPS 为 1.99/2.47/3.02 元，今日收盘价对应市盈率分别为 24.1/19.4/15.8 倍。

公司 2013-2017 年归母净利润年复合增速 32.1%，现价对应 PE (2018E) 仅 24.1 倍，PEG 显著小于 1，估值偏低，维持“买入”评级。

**风险提示：**药品降价超预期；市场开拓及销售不及预期。

#### （四）广誉远（600771）：国药精品，一遇风云变化龙

##### 清代“四大名店”之一，手握两大国家保密品种

广誉远历史悠久，距今已有 470 多年（早于同仁堂），是中国现存历史最为悠久的中药企业与药品品牌之一，与北京同仁堂、杭州胡庆余堂、广州陈李济并称为“清代四大名店”。公司拥有共 104 种中药古方及独特的炮制工艺，6 个独家品种，2 两个国家保密品种（龟龄集和定坤丹），3 个国家非物质文化遗产品种（龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸）。公司主要营收来自龟龄集和定坤丹，二者贡献公司营业总收入的 2/3。

##### 优秀产品+高效营销，未来业绩延续高增长可期

2017 年，公司实现营业收入为 11.69 亿元 (+24.73%)，归属于母公司所有者的净利润为 2.37 亿元 (+92.82%)。公司业绩持续高增长，一部分归因于有优秀的产品基因，子公司山西广誉远是与北京同仁堂、杭州胡庆余堂、广州陈李济等齐名的“清代四大名店”，核心产品龟龄集、定坤丹均为国家保密品种；二是归功公司卓有成效的营销策略，传统中药以“学术+品牌”双轮驱动的营销战略为指引，营销上强化顶级学术项目合作，全年参加生殖、内分泌、妇科等各类学术会议 318 场，商务活动“春蕾行动”、“秋收行动”，全方位启动“好孕中国”公益项目，另外我们也看到公司充分利用各种机会加强与投资者的品牌沟通，如在“2018 中国资产管理论坛暨中国公募基金 20 周年行业峰会”上的品牌宣传，目标客户为医院、KA、基层医疗、药店；精品中药以社群营销为主线，以高端人群为目标客户，线上“誉远健康俱乐部”，线下广誉远国药堂、国医馆终端布局。优秀品牌基因在强有力营销加持下，公司从 2016 年开始，掀发展新篇，2018Q1 归母净利润 5164.19 万元，同比上升 112.96%，延续翻倍增长，未来业绩高增长可期。

##### 传统中药是公司营收增长源动力，四大单品销售过亿

公司营收结构由传统中药、精品中药、养生酒和少量医药商业构成，其中传统中药贡献 80%以上销售额，2017 年营收 9.5 亿元，同比大增 64.1% (2016 年增速 69.95%)，是公司营收增长的源动力。传统中药四大单品龟龄集、定坤丹水蜜丸、定坤丹大蜜丸和安宫牛黄丸销售均过亿，销售额分别为 3.90 亿元、2.81 亿元、1.14 亿元和 1.30 亿元，销售增速分别为 32.8%、107.6%、40.2% 和 154%，定坤丹大蜜丸生产厂家较多，公司产品已在 25 个省市自治区中标，水蜜丸独占市场，已在 28 个省市自治区中标，近年来增长迅速。四大单品销售单价同比 2016 年都有提升，尤其定坤丹水蜜丸销售单价提升明显，幅度达 21.5%。精品中药营收 1.39 亿元，同比 2016 年有所下滑 (1.78 亿元)，



受制于精品中药的天然名贵中药材供应瓶颈，精品中药树品牌作用更大。

### 渠道拓展显成效，覆盖率为仍有较大提升空间

在渠道拓展方面，渠道商务、医院、KA、基层医疗四线合一。商务方面全年先后组织 932 场分销、推广和宣讲会议，加强与全国及区域龙头如九州通、国药控股等商业的合作；医院客户新增开发医院终端 1953 家，管理终端总计达到 4000 家；KA 方面合作的连锁药店已超过 1,000 家，管理药店近 30,000 家，覆盖近 100,000 家终端门店；另在全国落地 3000 余家好孕专柜，培养了 6000 余名“好孕中国”优生优育咨询师；公司医院、药店终端覆盖率仍有较大提升空间，我国二级以上医院数量 9617 家（2015 年），目前公司传统中药二级以上医院终端覆盖率不到 40%，连锁药店 45 万家，公司传统中药药店覆盖率仅 22%。

**盈利预测与评级：**我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 18.0/26.3/36.3 亿元，分别增长 54.2%/45.9%/37.9%，归母净利润分别为 3.90/5.93/8.46 亿元，分别增长 64.6%/52.2%/42.6%，对应每股 EPS 为 1.10/1.68/2.40 元，今日收盘价对应市盈率分别为 45.9/30.1/21.1 倍。公司未来几年高速增长，维持“买入”评级。

**风险提示：**应收账款风险；贵细原材料供给及价格大幅波动风险；“百家千店”拓展速度低于预期；医院渠道销售低于预期。

### （五）华东医药（000963）：工业商业齐头并进，主力产品百令胶囊、阿卡波糖销售创新高

#### 医药工业表现靓丽，主力产品百令胶囊和阿卡波糖销售双双突破 20 亿

2017 年，医药工业部分实现营业收入 66.4 亿元，整体同比增长约 21.7%，主力产品百令胶囊（独家）和阿卡波糖（卡博平）销售额双双突破 20 亿元大关，预计百令胶囊同比 15%左右增长，阿卡波糖片预计同比 25%-30%增长。年产 1200 吨发酵冬虫夏草菌粉的江东基地一期项目于 2016 年 6 月投产，同时实现自动化，生产倍增人员减半，有效解决了百令胶囊的原材料不足瓶颈。受益于 2017 年新版国家医保目录调整，阿卡波糖由医保乙类更改为甲类，报销比例保障范围扩大，公司阿卡波糖中标价格相比拜耳产品（拜唐苹）低 30%左右，有望进一步在 II 型糖尿病治疗的阿卡波糖细分领域加大进口替代，未来 3 年有望保持 20-30%的增速。公司其他产品免疫移植类（环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯）、消化道类（泮托拉唑）等医药工业部分增速预计分别为 30%和 20%。

#### 医药商业深耕浙江市场，区域配送龙头地位稳固

2016 年，医药商业部分销售额达到 211.9 亿元，同比增长 7.3%。2017 年 11 月，浙江省两票制正式实施，医药商业业务立足杭州，逐步向浙江全省扩张。经营模式上，从传统医药流通企业向综合性健康服务供应商转型，从以产品为中心的推广营销转向以客户为中心的服务营销。全产品（药品、药材、器械）、全客户（医疗、零售、分销）、批零一体化的模式。下属子公司积极探索新的医药商业模式，华东宁波公司代理的玻尿酸产品（伊婉）销售额过 4 亿元，连续 3 年保持 100%增速，成为成功转型代表。“两票制”大环境下，公司作为区域性商业配送龙头，医药商业部分有望继续扩大浙江市场占有率。

#### 持续研发投入，新药研发成果突出



2017 年,公司及控股子公司直、间接研发支出总额约为 4.6 亿元,同比增长 74.8%,占医药工业部分营收约 7.0%。在产品治疗疾病谱上,继续巩固和拓展免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药领域产品的研发和工艺改进,重点开拓抗肿瘤药物领域,加快开发超级抗生素及心血管药物。同时采用委托研发的方式,分别委托集团新药研究院、杭州九源、杭州领业、浙江大学及沈阳药科大学等科研单位开展新药研发、技术服务、工艺提升。期内,取得地西他滨原料及制剂等 4 个生产批件和利奈唑胺片等 13 项临床批件,完成了公司年度报批 10 个新药临床批件的目标。

**盈利预测与评级:** 我们预测 2018-2019 年未来三年营收为 324.2/367.3/417.5 亿元,综合毛利率小幅上升,归母净利润为 22.4/28.0/34.5 亿元,每股 EPS 为 2.30/2.88/3.55 元,现价对应 2017-2019 年 PE 为 32/25/21 倍,“买入评级”。

**风险提示:** 药品招标降价;药品销售不达预期;新药研发进度不及预期

## (六) 亿帆医药 (002019) : 创新开发展新局面, 原料药和制剂业务利基稳固

### 创新药业务: 创新开发展新局面, 研发持续高投入

公司从一家主要以医药销售代理业务为主的公司成功转型集新药研发、生产和销售一体的医药企业,近年来创新药研发成果显著,血液肿瘤和生物创新药等领域在研产品管线丰富,目前公司在研项目 24 个,其中待报产即将上市的 2 个(伏立诺他原料及胶囊、注射用硼替佐米及原料),三期临床的 2 个(复方黄黛片新适应症、F-627)、二期临床 2 个(F-637、F-652),其中, F-627 (Bineuta, 贝格司亭, 长效 G-CSF) 上市后有望成为公司超级重磅产品。公司在研发投入积极,研发人员规模和学历层次不断提升,年研发费用投入不论从绝对值还是研发营收比都排在行业前列,创新开发展新局面。

### 制剂业务: 产品线整合加速, 12 个新进医保目录独家产品销售放量可期

公司通过灵活并购策略快速补充自有产品线短板,聚焦皮肤科、妇科和高端血液肿瘤病领域,主要收购治疗性和市场前景较好的品种,获得如复方黄黛片、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏等多个优秀产品,截止目前拥有妇科、儿科、皮肤科及血液肿瘤类等核心专科领域药品批准文号 300 余个,其中独家产品(含独家剂型或规格)近 40 个,已形成比较丰富的专科领域产品线。2017 年国家医保目录调整,公司 12 个独家产品获纳入新版目录(复方黄黛片是国家药价谈判产品),随着年初各地方省市完成调整医保目录,公司在各省市的中标率从 30% 提升到 70%,未来 12 个新进医保目录独家产品销售放量可期。

### 原料药(泛酸钙)业务: 价格短期下滑, 长期看涨, 利基业务稳固

公司原料药主要是维生素 B5(泛酸钙),下游以饲用为主,添加刚需但由于添加量较小,对产品涨价不敏感;市场寡头垄断明显,公司占 40%市场份额。去年下半年,维生素 B5 国内外市场价格上涨明显,国内市场报价维持在 300 元附近高位时间长达 2 年多,国际出口价格去年底涨幅一倍以上,我们认为环保政策没有放松可能,维生素原料药价格维持高位将是新常态,价格周期性波动减弱;另外,公司产品 70% 以上供出口,国际出口订单一般提前至少一个季度签订,业绩释放相应滞后产品涨价,今年公司原料药利基业务仍较稳固。目前价格虽然短期回落,但是环保会持续高压,价格未来将再次回升。

**盈利预测与评级:** 我们预测公司 2018-2020 年营收分别为 50.2/58.5/66.3 亿元,分别同比增 14.7%/16.6%/13.4%;归母净利润为 15.0/16.8/18.26 亿元,分别同比增



14.8%/12.4%/8.0%。当前股价对应 2018 年盈利预测，公司 PE 估值水平 18 倍，我们认为当前估值仍未反映公司创新药业务，维持目标价 29.5 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**泛酸钙原料药价格大幅波动；新药研发及上市进度不及预期；商誉减值。

## 七、风险提示

系统性风险，医保控费降药价超预期，政策推进不及预期。



## 分析师简介

李志新：2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  
买入：相对大盘涨幅大于10%；  
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)