

2018-7-15

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

医疗保健行业

医药行业 2018 年中期投资策略：把握产业升级脉络，分享龙头成长红利

报告要点

■ 行业强者恒强逻辑凸显，优质龙头未来增长确定性良好

经过 2015 年以来新医改向深水区的不断探索，医药行业正在迎来新的竞争规则和发展机遇。随着鼓励创新、优先审评、一致性评价等系列政策开始起效，企业间的竞争正越来越回归产品和服务的本质。在新的运行秩序下，我们认为行业内部分化将是必然，强者恒强的逻辑有望凸显。

时至今日，我国的医药产业仍处于较为分散的状态，这也为优质企业提供了良好的成长空间。未来几年，我们认为，行业 10-15% 稳定增长叠加龙头市占率提升，板块优质企业的业绩快速增长拥有良好的确定性。

■ 药品篇：从制药大国，迈向制药强国

在药品领域，我们认为，国内制药工业由大变强将是主要政策导向。质量和疗效将成为越来越重要的竞争要素，企业间也将因此发生分化。我们重点看好优质专科药市场的集中度提升和国产创新药的快速兴起两大发展主线。此外，传统中药领域部分具备量价齐升前景的品牌 OTC 亦值得关注。

■ 服务篇：看好药店、专科医疗等高景气领域，关注低估值流通

在泛医疗服务领域，我们认为，药店和专科医疗服务领域的高景气才刚刚开始。相关龙头企业有望在未来较长周期中保持高速增长，建议重点配置。同时，器械领域，部分具备进口替代潜力的优质国产供应商也具有较好投资价值。此外，建议开始关注估值已跌至历史底部的流通板块。

■ 2018 年医药行业中期投资策略，及重点推荐公司

展望 2018 年下半年及未来几年的医药板块投资，我们认为，板块优质企业尤其是一二线龙头仍然是投资的重点。对应目前板块优质企业估值水平的提升，我们认为主要来源其增长确定性的溢价。在目前估值水平下，我们认为优质企业仍能够不断将业绩增长转化为股价收益，投资价值依然良好。

沿着产业升级脉络，我们重点看好：1) 创新药及配套产业链领域，重点推荐贝达药业，关注恒瑞医药、凯莱英等；2) 优质专科药企业，重点推荐普利制药、通化东宝、恩华药业、仙琚制药等；3) 药店及医疗服务领域的龙头企业，关注老百姓、益丰药房等；4) 中药 OTC、器械等领域，推荐云南白药，关注安图生物等；5) 此外，建议关注低估值流通，如上海医药、嘉事堂等。

风险提示：

1. 一致性评价等政策执行进度不及预期；
2. 创新药研发上市进度不及预期。

分析师 **高岳**

☎ (8621) 61118729

✉ gaoyue@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517040001

联系人 **郑辰**

☎ (8621) 61118729

✉ zhengchen1@cjsc.com.cn

分析师 **刘浩**

☎ (8621) 61118729

✉ liuhao5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060002

联系人 **李婵娟**

☎ (8621) 61118729

✉ licj2@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
300630	普利制药	买入
600521	华海药业	买入
300558	贝达药业	买入
600867	通化东宝	买入
002332	仙琚制药	买入
002262	恩华药业	买入
000538	云南白药	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

目录

医药板块核心观点——把握产业升级脉络，分享龙头成长红利	5
系列药政改革全面落地，奠定未来结构性牛市基础	5
清晰可见的空间——中国与欧美医药市场结构对比	8
药品篇：从制药大国，迈向制药强国	10
创新药：自主创新的大时代已渐行渐近	10
优质专科药：刚需强劲，一致性评价加速进口替代和集中度提升	17
疫苗：重磅品种催生行业高景气	22
中药：受益消费升级，部分品牌 OTC 有望量价齐升	24
服务篇：着重看好药店、专科医疗等高景气领域	25
零售药店：整合加速+处方外流不断提升龙头空间	25
医疗服务：看好可复制性强的民营连锁专科医院	29
医疗器械：关注进口替代机遇	30
医药流通：估值洼地，业绩拐点或将在下半年出现	32
2018 年医药行业中期投资策略及重点推荐公司	33
增长确定性与估值溢价	33
重点推荐标的	34

图表目录

图 1：2014 年以来药店连锁化率快速提升	8
图 2：2017 年全球药品市场收入结构	8
图 3：2015 年美国仿制药市场收入结构	8
图 4：美国 TOP4 商业同盟仿制药采购额在仿制药市场中占比超过 85%	9
图 5：药品三大终端市场规模（单位：亿元）	9
图 6：我国卫生费用支出及增速	9
图 7：中美药品市场结构对比	10
图 8：自主创新药 IND 统计	11
图 9：国产新药 IND 统计预测	11
图 10：PD-1 单抗国内进度表	12
图 11：创新药配套产业链	14
图 12：恒瑞医药新药研发管线	15
图 13：贝达药业研发管线	16
图 14：贝达药业产品销售预测（亿元）	16
图 15：中国糖尿病患者人数（单位：百万人）	17
图 16：中国糖尿病知晓率、治疗率和控制率	17

图 17: 全球糖尿病市场规模 (单位: 亿美元)	18
图 18: 中国糖尿病市场规模 (单位: 亿元)	18
图 19: 2017 年美国缬沙坦各厂商处方额占比	19
图 20: 2017 年国内样本医院缬沙坦各厂商收入占比	19
图 21: 专利到期后原研药中国市场份额占比 (2017 年)	19
图 22: 制剂出口企业国内受益路径示意图	21
图 23: 全球疫苗行业市场规模	22
图 24: 中国疫苗行业市场规模	22
图 25: 辉瑞 13 价肺炎疫苗批签发情况	22
图 26: 13 价肺炎疫苗研发上市进度	22
图 27: HPV 疫苗研发进度	23
图 28: 2013-2016 年 OTC 市场销售额 (单位: 亿元)	24
图 29: 2013-2016 年 OTC 市场销售额复合增速	24
图 30: 药店数量及连锁率	25
图 31: 零售药店前 10/20/50/100 强收入占行业收入规模的比重	25
图 32: 四大上市药店年净增加门店数量 (单位: 家)	26
图 33: 2017 年国内上市药店的市占率仍较低	26
图 34: 零售终端处方药销售额增速高于 OTC	27
图 35: 2017 年处方药在零售终端药品销售额中占比约为 50%	27
图 36: 处方药各终端销售额占比 (2016 年)	28
图 37: 国内民营医院和公立医院机构数量	29
图 38: 国内民营医院和公立医院机构诊疗人次	29
图 39: 爱尔眼科收入及利润增速	29
图 40: 美年健康收入及利润增速	29
图 41: 安图生物化学发光试剂收入及增速	30
图 42: 迈克生物自产化学发光试剂收入及增速	30
图 43: 2016 年中美 ICL 市场规模对比 (单位: 亿元)	31
图 44: 2016 年中美 ICL 市场渗透率对比	31
图 45: 医药子板块年初至今涨跌幅 (截至 2018-7-13)	32
图 46: 医药子板块估值水平 (截至 2018-7-13)	32
图 47: 两票制全国执行进度	32
图 48: 医药流通上市公司单季度合计收入和归母净利润同比增速	32
图 49: 申万 28 个一级子行业年初至今涨跌幅 (截至 2018-7-13)	33
图 50: 申万医药指数相对沪深 300 估值溢价率 (截至 2018-7-13)	33
表 1: 医改政策汇总	6
表 2: 2017 年新版医保目录中部分使用受限的品种销售额情况	7
表 3: 2017 年新进入医保品种销售额情况	7
表 4: 国内医药产业各领域仍较为分散	9
表 5: 国内外部分创新药研发费用比较	12
表 6: 部分预计将在 2018 获批或提交上市申请的国产创新药	13
表 7: 自主创新药美国 III 期进度	14

表 8: 四批通过一致性评价品种	20
表 9: 近期部分省份一致性评价品种价格政策汇总	21
表 10: 不同类型 HPV 疫苗比较	23
表 11: 2014-2016 年药品零售市场中 OTC 中成药单位销售价格复合增长率最高 (单位: 元)	24
表 12: 政策推动药店行业规范化运营程度提高	26
表 13: 零售终端销售额超过 10 亿的产品	27
表 14: 政策支持处方外流	28
表 15: 各省限制进口、鼓励采用国产设备的政策	30
表 16: 中国医学装备协会截至目前公布了四批优秀国产医疗设备目录	31
表 17: 医药板块 267 家公司年初至今涨跌幅分布 (截至 2018-7-13)	33
表 18: 部分优质企业 2018-2020 年估值与业绩情况	34

医药板块核心观点——把握产业升级脉络，分享龙头成长红利

在医药产业界和资本市场的维度中，2009年是“新医改”较为公认的开端年。一晃时间来到2018年，新医改也已经进入了第十个年头。十年间，医疗卫生支出从2009年的1.8万亿元增长至2017年的约5.2万亿元；A股医药生物板块的市值也从2009年初的3899亿元增长至目前的4.2万亿元，成为股票市场举足轻重的组成部分。

回顾过去十年的医改进程，我们认为2015年是另一个非常关键的时间节点：1)一方面，医保在完成广覆盖任务后，收支压力逐渐凸显。控费措施的骤然强化，使得2015年医药工业增速首次跌破10%（统计局口径），从此进入中速增长的新阶段；2)另一方面，各项涉及医改深水区、着力提升整个医疗体系效率的改革措施，从2015年下半年开始以出众的执行力快速落地，并带动医药行业的运行规则和竞争逻辑深刻变化。

经过三年的积淀，2015年以来落地的各项医改新政已经开始发挥越来越明显的作用。我们正在迎来一个更加注重产品疗效和质量、更有利于优质企业发挥内在竞争力的产业环境。在新的行业秩序下，我们认为企业间的分化将是必然，强者恒强的逻辑有望凸显。

考虑到医保筹资每年仍在为行业提供着稳定的拉动力，我们预计2018-2020年医药行业或将仍旧维持10-15%的平稳增长状态。而龙头企业随着内在竞争力的凸显，有望逐步抢占更多的市场份额，继续保持快速增长的态势，并不断将业绩增长转化为股价收益。我们认为，2018年上半年的板块良好表现仅仅是开端。未来三年，我们继续看好医药板块结构性牛市机会。

系列药政改革全面落地，奠定未来结构性牛市基础

梳理2015年以来的系列药政改革措施，可以发现，医改新政已覆盖到行业的方方面面。我们认为，这些改革措施的根本出发点还在于理顺医疗服务和药品的价格关系。逐步提升医疗服务价格，同时相应挤压药品中以药养医成分，最终实现整个医疗健康体系效率的优化。

在“医”的方面，近年来各地的挂号费等医疗服务收费已开始逐步上调。通过提高诊疗费用的方式，医疗机构和医生的收入正在越来越多地通过“医”的环节体现。与此同时，鼓励社会资本办医、分级诊疗、药店分级、互联网+医疗健康等政策，也从不同的角度提升和优化着医疗服务的供给能力。

在“药”的方面，借助辅助用药和大处方监控、招标降价等直接手段，以及两票制等间接措施，公立医疗机构的药占比已从先前的超过40%下降至35%左右，逐步向30%以内的政策目标靠拢。过去“以药养医”的模式开始渐渐淡化，药品越来越回归其疗效和质量的本质。与此同时，针对国内医药企业“多小散乱差”的局面，监管部门也相继出台了优先审评、一致性评价、鼓励创新等一系列的政策措施，淘汰落后产能并促进行业向高质量仿制药和创新药升级。

表 1：医改政策汇总

领域	具体措施	纲领性文件
医	鼓励社会资本办医	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》(20101203) 《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》(20150615)
	提升医疗服务价格	《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》(20160706) 《关于全面深化价格机制改革的意见》(20171110)
	分级诊疗	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》(20150911) 《国务院关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》(20170109)
	互联网+医疗健康	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》(20150704) 《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》(20180428)
	审评	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》(20160305) 《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》(20180403)
招标	新一轮招标	《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》(20160226) 《总局关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》(20171228)
	挂网等补充形式	《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》(20150619) 《关于做好国家谈判药品集中采购的通知》(20160520)
药	两票制	《关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》(20160426) 《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》(20170109)
	药店分级	《关于推进零售药店分类分级管理的指导意见(征求意见稿)》(2017年11月) 《广东省药品零售企业分级分类的管理办法(试行)》(20180315)
	营改增	《国务院关于做好全面推开营业税改征增值税试点的通知》(20160324) 《国务院关于废止《中华人民共和国营业税暂行条例》和修改《中华人民共和国增值税暂行条例》的决定》(20171201)
	支付	《2017年版国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(20170221) 《关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》(20170713)
	医保支付价	《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》(20121205) 《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》(20170628)

资料来源：国务院等政府官网，长江证券研究所整理

从二级市场医药板块投资的角度来看，我们认为新一轮医改措施最大的影响还在于使得行业的营销属性有所下降，企业间的竞争越来越转向药品质量疗效、研发实力和产品管线等硬实力。这，为企业间的分化创造了条件。

随着政策逐步显现效果，无论是在药品领域，还是在非药品领域，许多细分市场上均已经开始不同程度上呈现出规范化带动公司间分化、逐步走向强者恒强的趋势。

■ 药品领域

本轮的药政改革，对药品市场而言最大的负面压制还是在于招标降价和各种控费措施的细化。但是，从过去两年的情况来看，控费的压制主要体现在辅助用药等利益性品种上。而在老龄化、疾病谱变化等因素的拉动下，治疗性用药仍然普遍拥有较好的增长潜力。

表 2：2017 年新版医保目录中部分使用受限的品种销售额情况

通用名	限制性使用说明	样本医院销售额 (亿元)			销售额增速	
		2015	2016	2017	2016	2017
康艾注射液	限说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗	9.65	9.68	8.87	0.31%	-8.37%
参芪扶正注射液	限与肺癌、胃癌化疗同步使用	5.86	6.36	5.25	8.53%	-17.45%
喜炎平注射液	限二级及以上医疗机构重症患者	6.54	6.86	4.81	4.89%	-29.88%
参麦注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据或肿瘤放疗化疗证据的患者	5.41	4.84	2.92	-10.54%	-39.67%
注射用丹参	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的患者	0.40	0.33	0.22	-17.50%	-33.33%
华蟾素注射液	限癌症疼痛且吞咽困难者	0.28	0.21	0.11	-25.00%	-47.62%
苦黄注射液	限二级及以上医疗机构	0.13	0.11	0.09	-15.38%	-18.18%
冠心宁注射液	限二级及以上医疗机构	0.08	0.10	0.08	25.00%	-20.00%
双黄连注射液/注射用双黄连(冻干)	限二级及以上医疗机构重症患者	0.03	0.02	0.01	-41.94%	-38.89%

资料来源：医药魔方，长江证券研究所

尤其是 2017 年新进医保品种，我们已经可以在样本医院数据中看到确切的放量证据。未来，一旦一致性评价政策开始大面积发挥作用，我们相信部分同时拥有疗效和质量优势的品种甚至可能呈现出更大的放量幅度。

表 3：2017 年新进入医保品种销售额情况

药品名称	医保变化	样本医院销售额 (万元)				销售额增速			
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
埃克替尼	新进乙	6,187	7,060	7,872	8,422	2.98%	13.11%	25.37%	45.49%
吉非替尼	新进乙	7,838	9,842	11,526	12,465	-5.33%	27.52%	58.40%	95.78%
艾普拉唑	新进乙	4,536	5,615	6,327	5,945	36.47%	41.40%	63.50%	46.18%
艾瑞昔布	新进乙	872	1,128	1,240	1,404	73.36%	44.52%	39.06%	57.60%
艾拉莫德	新进乙	1,226	1,544	1,902	2,144	45.51%	54.97%	47.04%	81.08%
多拉司琼	新进乙	4,145	5,135	6,144	6,869	54.81%	39.53%	58.04%	80.88%

资料来源：医药魔方，长江证券研究所

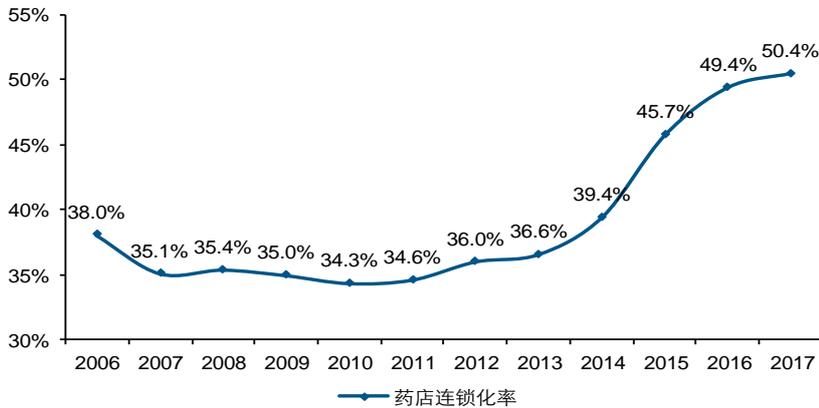
■ 医疗服务领域

行业规范化带动强者恒强的逻辑，在非药品领域同样发挥着显著的作用。我们拿近年来受到市场普遍青睐的药店板块来作为例证。

我们认为，药店行业之所以在近年来呈现出整合大幅加速的趋势，行业规范化和资本助力是两大核心因素。过去，医保卡超范围支付、采购不开票药品等现象一定程度上存在。这在客观上弥补了小连锁和单体药店在供应链方面的劣势，使得行业在很长周期中处于无序竞争状态。

近年来，随着两票制、票货合一、药店分级等政策的推行，行业不规范操作的空间受到很大冲击，大型连锁药店在供应链议价能力、品牌和经营效率等方面的优势得以凸显。从 2014 年开始，药店行业的连锁化率也已经开始出现明显的提升。

图 1：2014 年以来药店连锁化率快速提升



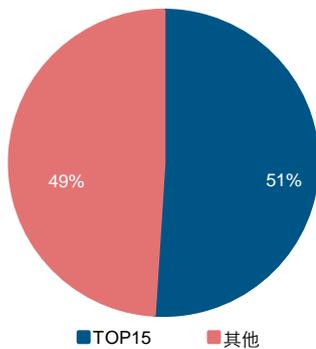
资料来源：Wind，长江证券研究所

清晰可见的空间——中国与欧美医药市场结构对比

医药行业由于设备和技术壁垒较高、研发投入较大，在全球主要市场中普遍具备很明显的强者恒强的特征。

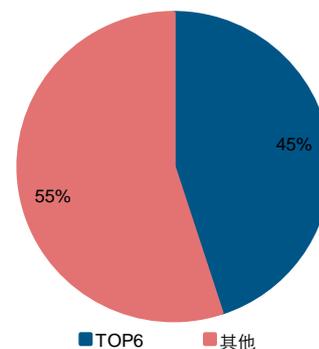
以药品市场为例：2017 年全球药品市场规模约为 1.11 万亿美元，前 15 大制药企业销售额为 5686 亿美元，占比过半。2015 年在美国这一规范市场上，前 6 大仿制药企业销售额占比高达 45%。在全球药品市场中，无论是创新药还是仿制药市场，均呈现出较高的集中度。

图 2：2017 年全球药品市场收入结构



资料来源：igeaHub，长江证券研究所

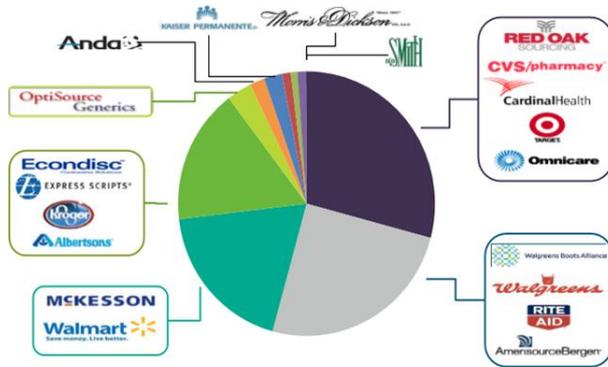
图 3：2015 年美国仿制药市场收入结构



资料来源：TEVA Global Generic Medicines，长江证券研究所

在非药品领域也具备类似的特征，我们以美国的医药流通市场为例。近年来，美国医药商业领域中，零售药店、PBM 组织和医药分销商强强联合，开启新一轮的整合进程。CVS + Cardinal、Walgreens + AmersourceBergen，Mckesson + Walmart，ESI+Econdisc 分别组队，形成了四大商业同盟。四大商业同盟的仿制药采购额在美国仿制药市场中占比已经超过 85%，呈现出了非常高的集中度。

图 4：美国 TOP4 商业同盟仿制药采购额在仿制药市场中占比超过 85%



资料来源：TEVA Global Generic Medicines，长江证券研究所

在过去很长一个周期中，我国的医药产业的发展还处于初级阶段。由于进入门槛较低，且营销能力对产品销售规模的影响很大，这使得行业集中度很低，在一定程度上呈现出“多小散乱差”的局面。无论是药品、医疗器械等生产领域，还是药店、流通等商业环节，均是如此。

表 4：国内医药产业各领域仍较为分散

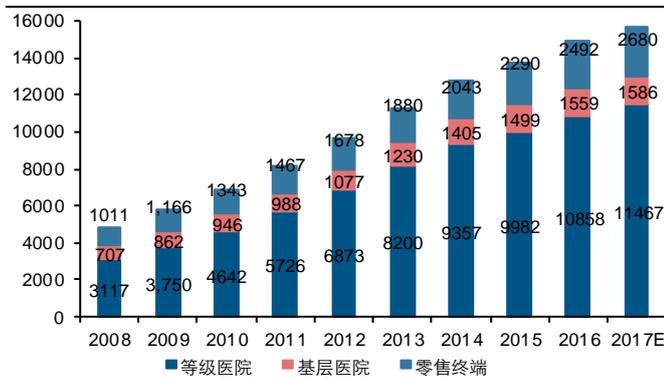
品类	行业现状
药品	截至2017年11月底，全国共有原料药和制剂生产企业4376家。
医疗器械	截至2017年11月底，全国实有医疗器械生产企业1.6万家，其中：可生产一类产品的企业6096家，可生产二类产品的企业9340家，可生产三类产品的企业2189家。
医药流通	截至2017年11月底，全国共有药品批发企业1.3万家；
医药零售	截至2017年11月底，全国共有零售连锁企业5409家，下辖22.9万家门店；单体零售药店22.5万家。

资料来源：SFDA《2017年度食品药品监管统计年报》，长江证券研究所

截至 2017 年底，我国的药品市场总体规模已经达到 15773 亿元左右的体量，整体医疗卫生支出的规模更是达到约 5.2 万亿元的规模。除庞大的内需外，部分国内优质企业也正在开疆拓土，逐步进入欧美规范市场。

因此，一旦行业开启内部分化、集中度提升的进程，优质企业的业务规模和市值都还有巨大的成长空间。我们看好在新的行业秩序下，行业一二线龙头及其他优质企业继续保持快速增长的潜力。

图 5：药品三大终端市场规模（单位：亿元）



资料来源：中康资讯，长江证券研究所

图 6：我国卫生费用支出及增速



资料来源：Wind，卫计委，长江证券研究所

药品篇：从制药大国，迈向制药强国

我们认为，从制药大国向制药强国的迈进，将是未来三年制药工业的发展主线，也将是二级市场医药板块最重要的投资主线。

如前文所述，目前我国的药品市场已达到约 1.6 万亿左右的体量，规模巨大。但药企总数超过 4000 家，仍较为分散。未来几年，在降低以药养医、存量品种一致性评价、增量品种鼓励创新和优先审评等一系列政策的作用下，我们认为落后产能将逐步被淘汰，进口替代将得以加速。优质制药龙头在抢占更多市场份额的同时，也将开始快速向创新升级，最终实现行业由大到强。

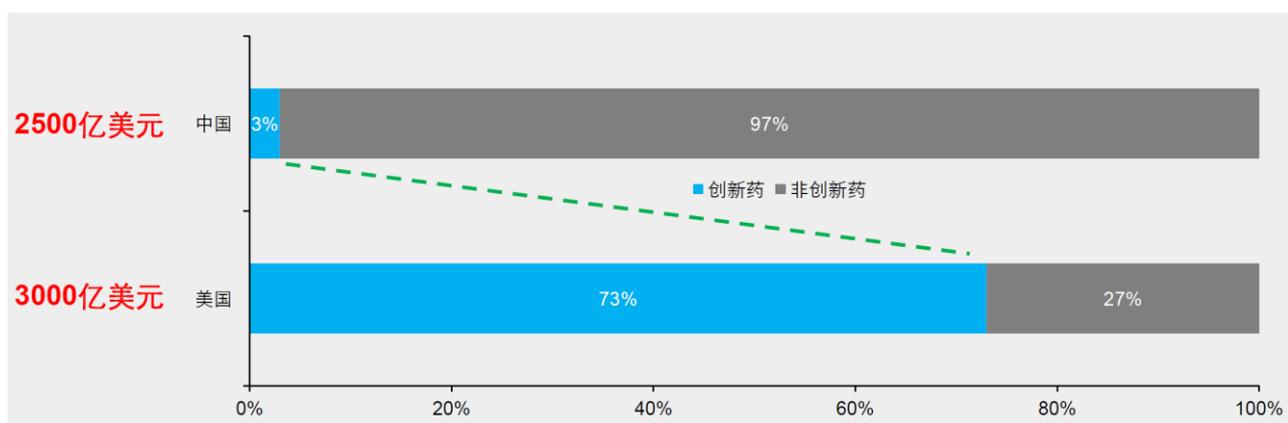
我们高度看好未来三年医药工业领域的结构性机会：1) 创新药领域，重点推荐贝达药业，关注恒瑞医药、凯莱英等；2) 优质专科药领域，重点推荐华海药业、普利制药、通化东宝、恩华药业、仙琚制药等；3) 此外，我们认为中药 OTC、疫苗等领域也具备较好的投资价值，重点推荐云南白药等。

创新药：自主创新的大时代已渐行渐近

创新药是医药行业最大、最主要的发展方向。以美国市场为例，2017 年美国处方药市场规模约为 3000 亿美元，其中创新药的销售占比达到 73%，是美国制药产业绝对的核心支柱。

而 2017 年中国药品市场约为 1.6 万亿元（约为 2500 亿美元），其中仍在专利期内的进口创新药销售额约 400 亿元，占比不到 3%，仍有巨大的提升空间。

图 7：中美药品市场结构对比



资料来源：CMS，长江证券研究所

经过十余年积累，我国创新药产业呈现星火燎原之势。我们认为，中国自主创新药的大时代已经逐步开启：

- 从历史的维度看：随着埃克替尼、阿帕替尼、康柏西普等自主创新药物陆续获批上市并取得商业成功，2015-2017 年成为国内创新药产业的新起点。

- 从监管的维度看：CFDA 全面向 FDA 学习借鉴并推出 MAH、优先审评等系列措施给创新药的报批创造了良好的政策环境，2015-2017 年成为国内药政的拐点。

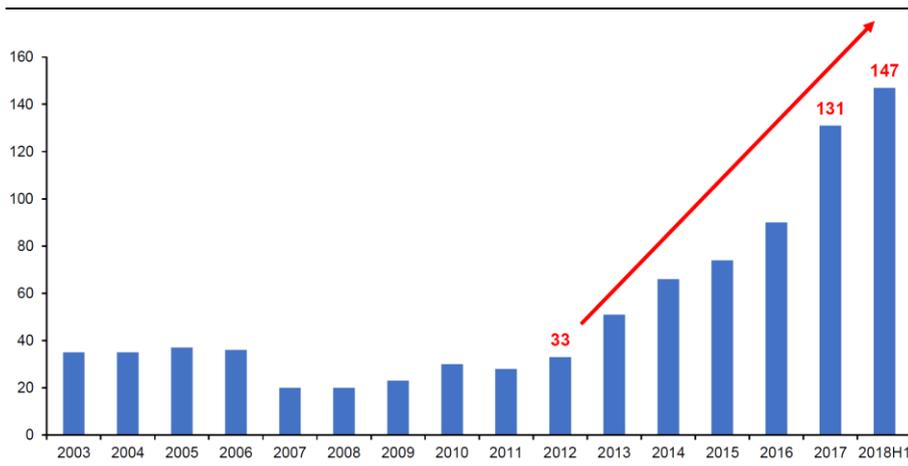
自主创新药申报（IND）已开始大幅加速

医药类产品需要较长的研发周期。我们今天看到的优质企业兑现出的成果，实际上在五年甚至十年前就已经开始布局。因此，基于目前的产业趋势，国内具备相应实力的企业均已经开始全面布局创新药业务。

详细跟踪 2003 年以来国产新药 IND（临床申请）情况：

- 1) 2003-2012 年国产新药 IND 申报数量维持在 30 个左右的水平；
- 2) 2013 年开始逐年攀升。2017 年国产 IND 数量达到 131 个，同比增长 46%；
- 3) 截至 6 月底，国产 IND 数量达到 147 个，超过 2017 全年，预计 2018 年国产新药 IND 有望超过 250 个。国产创新药井喷式爆发的态势已经非常明确。

图 8：自主创新药 IND 统计



资料来源：CFDA，长江证券研究所

我们预计，从 2013 到 2020 年，预计将有超过 800 个国产创新药申报临床，并将在 2020 年后开始陆续进入临床后期和申报上市阶段，最终保证创新药产业成为长期趋势。

图 9：国产新药 IND 统计预测

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-
IND：5年累计提交412个					新增IND：3年预计超过400个			Approval
					2013-17品种临床完成：超过50个			

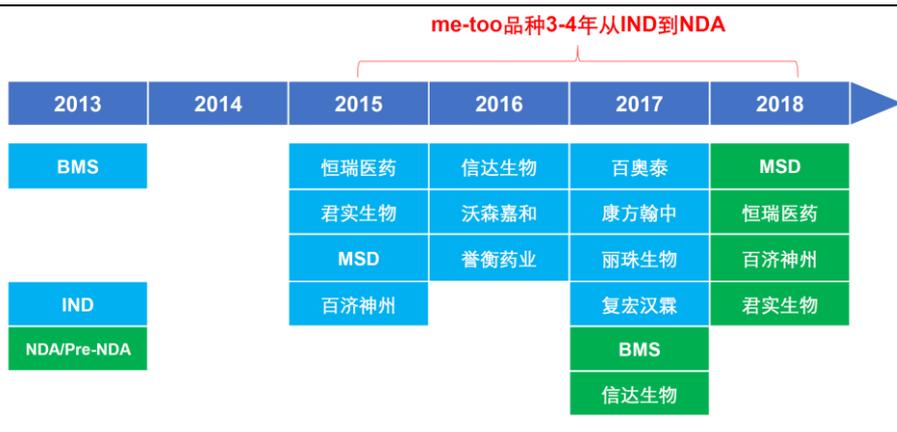
资料来源：CFDA，长江证券研究所预测

研发投入 VS 研发周期：5 亿元，5 年时间

随着 2016-2017 年药审提速，自主创新药报批周期有望被压缩到 5 年左右，报批周期大幅缩短。其中，审评阶段有望压缩到 1.5 年左右，临床阶段有望压缩到 4 年左右。特殊品种报批周期甚至可能进一步压缩到 3-4 年。

近几年最热门、市场最大的 PD-1 单抗，国内 me-too 品种 IND-NDA 时间进入 2-4 年的区间，其中最快的信达生物用时仅 2 年，预计 3 年完成报批周期上市。

图 10：PD-1 单抗国内进度表



资料来源：CDE，长江证券研究所

除审批周期缩短外，国内企业在新药研发成本方面也具备显著的优势。统计部分上市公司披露的数据，国内创新药到 NDA（上市申请）或者获批上市的研发费用中值在 1 亿元人民币左右。而欧美近 5 年获批的部分肿瘤新药的研发费用中值在 5 亿美元左右。

表 5：国内外部分创新药研发费用比较

中国			欧美		
产品	研发费用 (亿元)	阶段	产品	研发费用 (亿美元)	阶段
卡瑞利珠单抗	1.56	NDA	卡博替尼	19.50	获批
瑞格列汀	1.01	NDA	伊立替康脂质体	8.16	获批
硫培非格司亭	0.98	获批	帕纳替尼	4.80	获批
吡咯替尼	0.76	NDA (5.2 亿)	恩杂鲁胺	4.73	获批
瑞马唑仑	0.42	NDA	依鲁替尼	3.28	获批
奈诺沙星	0.46	NDA	长春新碱脂质体	1.57	获批

资料来源：Wind，JAMA，长江证券研究所

我们判断：过去在欧美市场常被提及的创新药“10 亿美元、10 年时间”投入，很可能在国内会变成“5 亿元、5 年时间”投入（5 亿元投入，是以 1 亿元研发费用和 20% 的 me-too 成功率计算得出）。

而“5 亿元、5 年时间”意味着，凭借“低成本 + 低风险”的双重优势，中国创新药 IRR 有望领跑全球，成为全球创新药投资回报率最高的市场。

2018，有望成为国内企业自主创新药爆发元年

我们认为，中国创新药产业正在步入黄金高回报期，市场有望在未来 5-10 年看到相当数量中国创新药企的崛起，而 2018 年，正是中国创新药产业爆发的元年。

截至目前，艾博卫泰、安罗替尼、硫培非格司亭和丹诺瑞韦四个创新药已经在 2018 年获得批准。我们预计下半年仍有 3-6 个创新药品种有望陆续获批上市。国产新药的密集获批，有望不断刺激和强化资本市场对创新药产业趋势的认知，使得产业基本面和二级市场投资产生共振。

表 6：部分预计将在 2018 获批或提交上市申请的国产创新药

产品	靶点机制	适应症	公司	进度	提交日期	药毒临审评完成	现场检查启动	CFDA 审批	批准生产
艾博卫泰	gp41 抑制剂	HIV	前沿生物	NDA	2016-07-18		2017-09-05	2018-05-14	2018-05-23
苯烯莫德	淋巴细胞激酶抑制剂	银屑病	天济药业	NDA	2016-12-09	2018-02-13			
丹诺瑞韦	NS3/4A 蛋白酶抑制剂	丙型肝炎	歌礼生物	NDA	2017-01-03		2017-10-30		2018-06-11
安罗替尼	VEGFR 抑制剂	晚期肺癌	正大天晴	NDA	2017-03-16	2017-12-13	2017-12-20	2018-04-27	2018-05-08
硫培非格司亭	peg-G-CSF	中性粒细胞减少症	恒瑞医药	NDA	2017-03-24			2018-04-27	2018-05-08
呋喹替尼	VEGFR 抑制剂	转移性结直肠癌	和记黄埔	NDA	2017-06-30	2018-03-28	2018-04-03		
奈诺沙星注射液	无氟喹诺酮抗菌素	社区获得性肺炎	浙江医药	NDA	2017-08-10	2018-03-09			
吡咯替尼	HER1/HER2 抑制剂	乳腺癌	恒瑞医药	NDA	2017-08-24		2018-04-11		
洛塞那肽	长效 GLP-1	2 型糖尿病	豪森药业	NDA	2017-12-06	2018-04-11			
特瑞普利单抗	anti-PD-1 Mab	黑色素瘤	君实生物	NDA	2018-03-20				
瑞马唑仑	GABA _A 受体激动剂	麻醉	恒瑞医药	NDA	2018-03-21				
优替德隆	抗微管蛋白聚合	乳腺癌	华昊中天	NDA	2018-03-28				
信迪利单抗	anti-PD-1 Mab	cHL	信达生物	NDA	2018-04-19				
卡瑞利珠单抗	anti-PD-1 Mab	cHL	恒瑞医药	NDA	2018-04-23				
KW-136 胶囊	NS5A 蛋白酶抑制剂	HCV	凯因科技	NDA	2018-06-22				
艾维替尼	EGFR-T790M	肺癌	艾森医药	NDA	2018-06-22				
Tislelizumab	anti-PD-1 Mab	cHL	百济神州	Pre-NDA					
Zanubrutinib	BTK抑制剂	CLL	百济神州	中美III期					
恩沙替尼	ALK抑制剂	肺癌	贝达药业	中美III期					
帕妥木单抗	全人源EGFR单抗	结直肠癌	贝达药业	Pre-NDA					
艾氟替尼	EGFR-T790M	肺癌	艾力斯	II/III期					

资料来源：CDE，长江证券研究所

2019，首个自主创新药有望美国获批

从目前海外临床进度来看，我们预计 2020 年前后，将有 1-3 个自主创新药在美国获批上市，标志着国内创新药产业进入新阶段，创新从国内走向全球。

包括百济神州、亿帆医药、贝达药业、和记黄埔和康弘药业等多家上市公司均在进行全球多中心的 III 期临床试验，并且是与国际制药巨头进行头对头的比较，体现出自主创新药产业的创新质量的提升。

表 7：自主创新药美国 III 期进度

产品类别	药物	靶点	适应症	美国进度	预计获批
百济神州	Zanubrutinib	BTK抑制剂	慢性淋巴白血病等	III期进行中	2019
	Tislelizumab	PD-1单抗	多瘤种	III期进行中	2020
亿帆医药	贝格司亭	rhG-CSF-Fc	嗜中性粒细胞减少症	III期进行中	2020
贝达药业	爱沙替尼	ALK抑制剂	ALK+非小细胞肺癌	III期进行中	2020
和记黄埔	沃利替尼	C-MET抑制剂	C-MET阳性肾癌等实体瘤	III期进行中	2021
康弘药业	康柏西普	Anti-VEGF	湿性黄斑变性等	III期启动	2021

资料来源：CDE，长江证券研究所

创新配套 CRO/CMO 有望率先受益

创新药行业的爆发式成长，首先体现在创新药产业链的配套外包服务行业上。新药 IND 申请数量迅速攀升，带来临床前 CRO 公司业务量和业绩持续快速增长；新药进入临床阶段，临床 CRO 和 CMO 公司的订单也在快速增长。

同时，国内 CRO 和 CMO 公司往往拥有产业基金，既投资了创新药企，同时也承接了公司的临床业务，因此存在主业和投资收益的双击。

图 11：创新药配套产业链

药物发现		临床申请 IND	临床阶段 I-III期		新药申请 NDA	上市	
药企		药企	药企		药企	药企	
CRO	药明康德 康龙化成 睿智化学 昭衍新药		CRO	泰格医药 药明康德		CMO	合全 凯莱英 博腾 药明生物
			CMO	合全、凯莱英、博腾 药明生物			

资料来源：公司公告，长江证券研究所整理

龙头公司领先，Biotech 崛起

A 股创新药企业中，我们认为恒瑞医药、贝达药业、康弘药业的进度相对领先，建议重点关注。

■ 恒瑞医药

恒瑞是国内制药企业尤其是创新药公认的龙头，目前公司已经实现了创新药管线热门靶点的全面布局，并有望从 2018 年开始进入密集收获期。

我们预计，未来 3 年公司有望获批超过 5 个创新药。硫培非格司亭、卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、瑞马唑仑等产品份额销售峰值合计有望超过 100 亿元，利润贡献合计有望超过 40 亿元。

图 12：恒瑞医药新药研发管线

IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA	上市
SHR-1501: IL-15	SHR-A1201 Her-2 ADC	SHR-1314: IL-17	Camrelizumab (非小细胞肺癌/食管癌)	Camrelizumab (cHL)	硫培非格司亭
SHR-1601: LAG-3	SHR-A1403 cMet ADC	SHR0302: JAK1	阿帕替尼 (肝癌/非小细胞肺癌)	吡咯替尼 (乳腺癌)	阿帕替尼
SHR-1209: PCSK9	SHR-1316: PD-L1	SHR4640: URAT1	瑞格列汀	瑞马唑仑	艾瑞昔布
SHR-1702: Tim-3	SHR-8554: MOR	HS-20004: GLP-1	海曲泊帕: TPOR (Heterombopag)		
SHR-1222: SOST	SHR1459: BTK	SHR3162: PARPi	恒格列净 (SHR3824)		
SHR0532: ROMK	SHR7390: MEKi	SHR6390: CDK4/6	SHR3680: AR		
SHR2554: E2H2	HS-2042: GLP-1 (口服)				
INS068: Basal insulin	SHR9146: IDO				小分子
SHR9549: SERD					大分子
SHR7280: GnRH					

资料来源：恒瑞医药，CDE，长江证券研究所

■ 贝达药业

我们预计，从 2018 年开始，贝达的创新药管线也有望进入密集兑现期：

- 1) 2018 年，公司恩沙替尼和帕妥木单抗有望申请上市；
- 2) 2019 年，公司 Vorolanib 和贝伐单抗有望申请上市，恩沙替尼有望美国申请上市；
- 3) 2020 年，国内有望累计获批 3 个新药、美国获批 1 个新药。成为除恒瑞外，国内创新药管线最为丰富的药企之一。

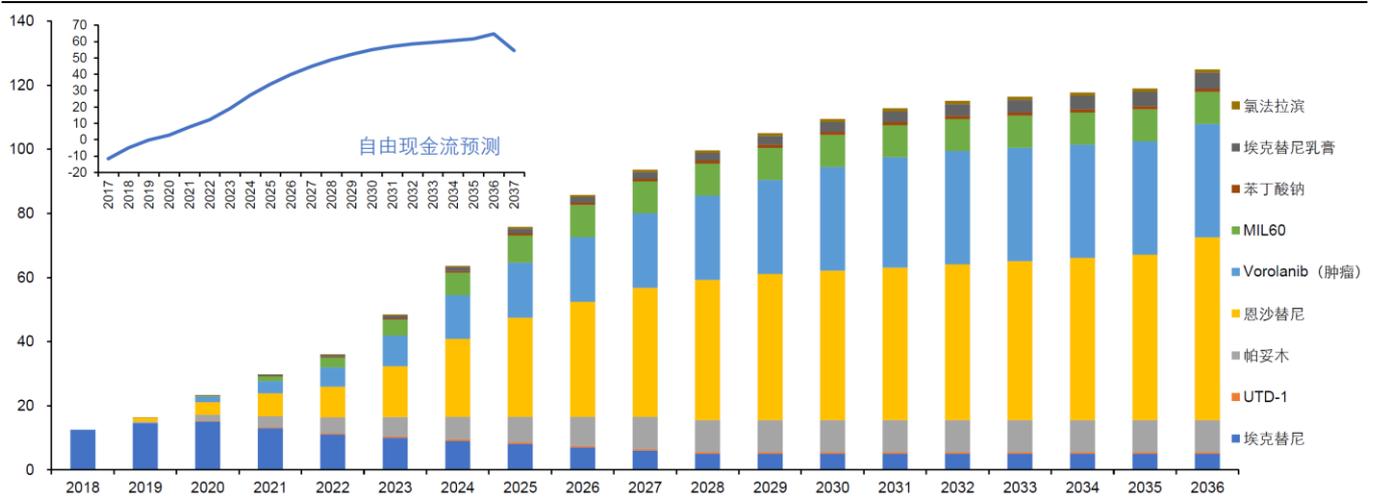
图 13: 贝达药业研发管线

药物	靶点	适应症	登记号	IND	I期	II期	III期
Panitumumab	EGFR	结直肠癌	Amgen合作				
UTD-1	抗微管蛋白聚合	转移性乳腺癌	参股华昊中天				
Ensitinib 爱沙替尼 X-396	ALK	ALK+肺癌 1L (中美)	NCT02767804				
		ALK+肺癌 2L (中)	CTR20170762				
		ALK+ 黑色素瘤 (美)	NCT03420508				
		ROS1+肺癌 (中)					
Vorolanib X-82 CM082	rTKI (VEGFR/PDGFR)	肾癌 2L	CTR20160987				
		胃癌 2L	CTR20171427				
		PD-1 Combo (中美)	NCT03511222				
		wAMD	CTR20150746				
MIL60	贝伐珠单抗	肺癌等实体瘤	CTR20170658				
埃克替尼乳膏	EGFR	轻中度银屑病	CTR20170771				
BPI-9016M	c-Met	c-Met+ 肺癌	CTR20160757				
BPI-15086	T790M	T790M+ 肺癌	CTR20160704				
BPI-3016	长效GLP-1	糖尿病	CTR20170499				
BPI-16350	CDK4/6	乳腺癌					
MRX-2843	MER/FLT3	多类肿瘤	Meryx引进				

资料来源: CDE, 贝达药业, 长江证券研究所

预计公司在研后期产品有望给公司带来 10 年复合 20% 的营收增长, 管线的 IRR 有望达到 40%。

图 14: 贝达药业产品销售预测 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所预测

■ 康弘药业

我们认为, 康柏西普使用依从性优于竞争对手, 竞争优势将长期持续, 叠加医保放量, 市场潜力超 30 亿, 有望成为大重磅品种。同时, 康柏西普的美国 III 期临床试验已经正式启动, 未来有望分享国际眼科大市场。

优质专科药：刚需强劲，一致性评价加速进口替代和集中度提升

如果说创新药是医药行业的未来之星的话，那么仿制药仍然是目前我国药品行业的当家花旦。在我国超过 1.5 万亿元的药品市场中，我们估计市场占比超过 95% 的部分仍然是专利期后原研药、仿制药和中成药。

与欧美市场不同的是，就中国医药工业的发展阶段来看，我们认为在未来很长一个周期中，国内的专科药市场仍然具备良好的成长性和投资价值。

专科药用药需求仍有巨大挖潜空间

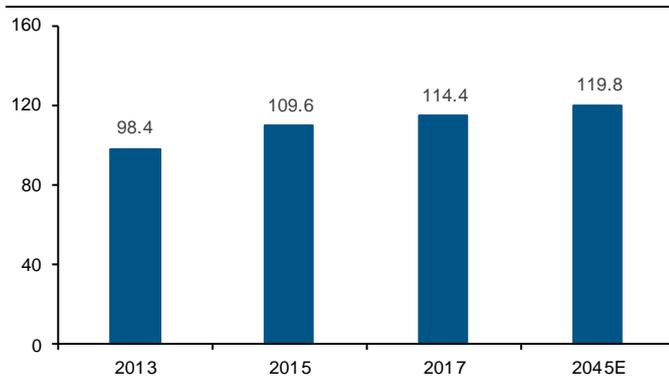
从全球的创新药的发展情况来看，目前较为活跃的领域主要集中在抗肿瘤、糖尿病、孤儿药等方向。而在抗高血压、抗高血脂等许多治疗领域中，已经较长时间没有突破性的新药出现，仿制药仍然是全球主要的治疗担当。

而就国内的情况而言，在许多病种上患者知晓率及治疗率还比较低，仍有巨大的提升空间。与此同时，老龄化和疾病谱的变化，也在不断提升着患者群体的数量。上述原因，决定了我国的专科药市场仍有巨大的挖潜空间。

我们以糖尿病为例。根据 IDF（世界糖尿病联盟）的数据，2017 年 20 到 79 岁之间的人中，大约有 400 万死于糖尿病。由于需要终生服药，糖尿病也是最大的用药领域之一。

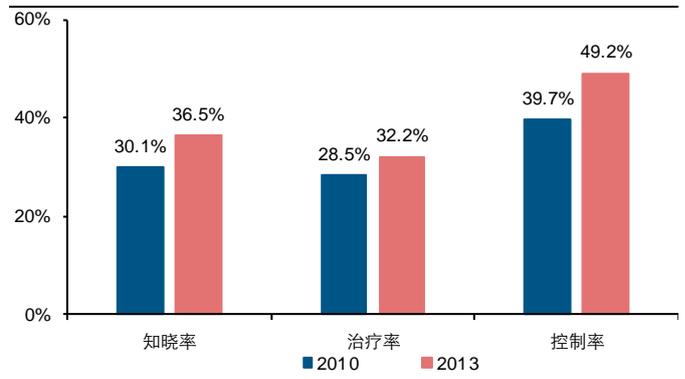
根据 IDF 的数据，我国约有 1.14 亿糖尿病患者，患病率高达 11.6%，位居世界第一。最而新一次中国糖尿病横断面调查显示，截至 2013 年中国糖尿病患者知晓率及治疗率只有 1/3，而控制率不足 50%，仍处于较低的水平。

图 15：中国糖尿病患者人数（单位：百万人）



资料来源：IDF，长江证券研究所

图 16：中国糖尿病知晓率、治疗率和控制率

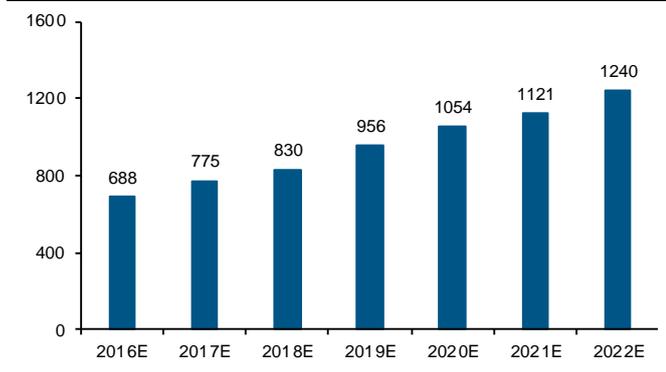


资料来源：JAMA，长江证券研究所

据国际糖尿病组织最新调查，全球糖尿病市场规模持续稳定增长，2017 年全球糖尿病药物市场规模达 775 亿美元，预计 2020 年全球糖尿病市场规模将超 1240 亿美元。其中，中国糖尿病市场规模近年来高速发展，复合增速达 11%，2017 年市场规模突破 400 亿元，预计 18 年有望接近 460 亿元。

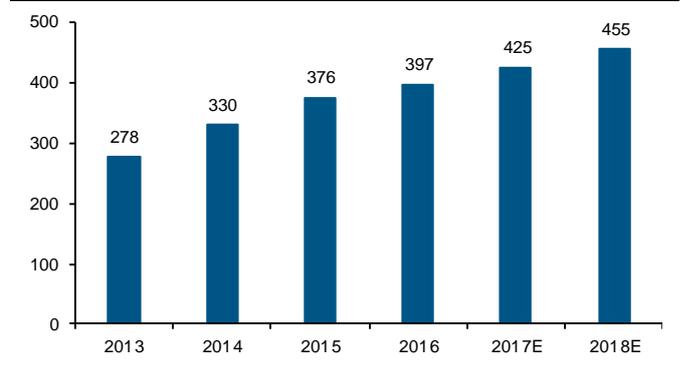
从用药金额数据可以看出，中国糖尿病患者位居世界第一，市场规模却仅占世界市场规模 9%。这与中国糖尿病患者知晓率及治疗率低有明显关系。根据我们测算，未来若中国糖尿病知晓率能接近发达国家达到 60% 水平，且其中 60% 患者接受治疗，则潜在药品市场可达千亿规模，仍然有超过一倍的市场提升空间。

图 17：全球糖尿病市场规模（单位：亿美元）



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

图 18：中国糖尿病市场规模（单位：亿元）



资料来源：米内网，长江证券研究所

一致性评价带来集中度提升和进口替代加速机遇

除用药需求本身的增长外，我们认为，一致性评价也将是未来三年专科药领域非常重要的产业方向，并可能对制药工业产生深远影响。

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》，从纲领性文件的角度再次确认了促进仿制药一致性评价和进口替代的政策基调。从意见内容来看，对于如何实质性地促进高质量仿制药的使用，文件部署了多项颇具可执行性的细化支持政策。这为政策达到预期效果提供了良好保障。

表 8：《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》中对仿制药的支持政策

关键点	关键内容	文件原文表述
招标采购	及时纳入采购目录	药品集中采购机构要按药品通用名编制采购目录，促进与原研药质量和疗效一致的仿制药和原研药平等竞争。
医师处方	按照药品通用名开具处方	严格落实按药品通用名开具处方的要求，除特殊情形外，处方上不得出现商品名；落实处方点评制度，加强医疗机构药品合理使用情况考核，对不合理用药的处方医生进行公示，并建立约谈制度。
医保支付	与原研相同的支付标准	加快制定医保药品支付标准，与原研药质量和疗效一致的仿制药、原研药按相同标准支付。
产品定价	市场主导，调动企业提高药品质量的积极性	持续推进药品价格改革，完善主要由市场形成药品价格的机制，做好与药品采购、医保支付等改革政策的衔接。坚持药品分类采购，突出药品临床价值，充分考虑药品成本，形成有升有降、科学合理的采购价格，调动企业提高药品质量的积极性。
税收优惠	15%税率	仿制药企业经认定为高新技术企业的，减按15%的税率征收企业所得税。

资料来源：CFDA，长江证券研究所

我们认为，一旦一致性评价良好兑现，或将对医药产业产生颠覆性的影响：

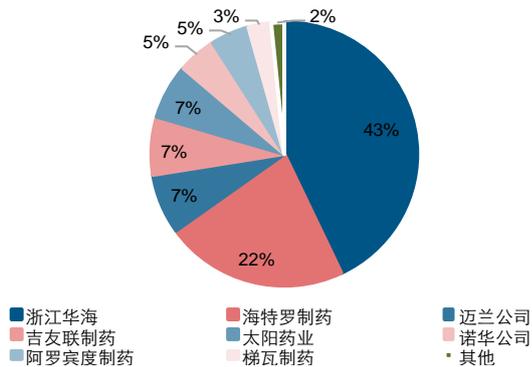
- 一方面，国产高质量仿制药对于过期后原研药的进口替代有望大幅加速。由于许多过期后原研药在国内定价和市场份额仍有巨大优势，一旦进口替代加速，有望为优质企业带来巨大的成长红利。
- 另一方面，伴随门槛提高，无法达到一致性评价要求的企业或将逐步退出市场。我国制药企业数量从目前的 4000 多家有望大幅减少，实现集中度和龙头企业市占率的提升。

我们以降压药缬沙坦为例，来分析在国内进口替代的市场空间：

原研药在专利到期后被仿制药快速、大比例替代，是全球药品市场的常态化情况。目前在美国市场上，原研药诺华的处方量占比仅剩 5%，绝大部分的市场份额已经被华海及其他仿制药企业抢占。

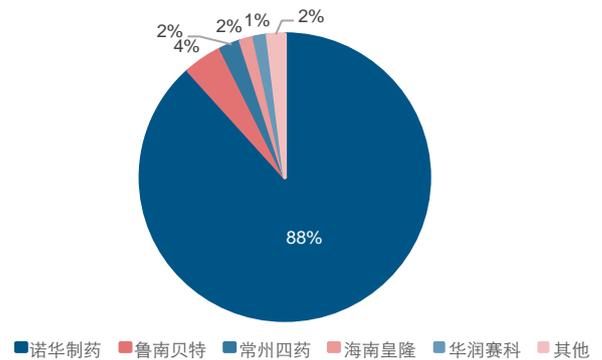
而在中国市场上，诺华缬沙坦在样本医院的销售金额占比仍然高达 88%。即使考虑到在基层和药店环节国内企业拥有一定的占比，我们估计原研药在国内的市场占比也应该在 70%左右。

图 19：2017 年美国缬沙坦各厂商处方额占比



资料来源：bloomberg，长江证券研究所

图 20：2017 年国内样本医院缬沙坦各厂商收入占比

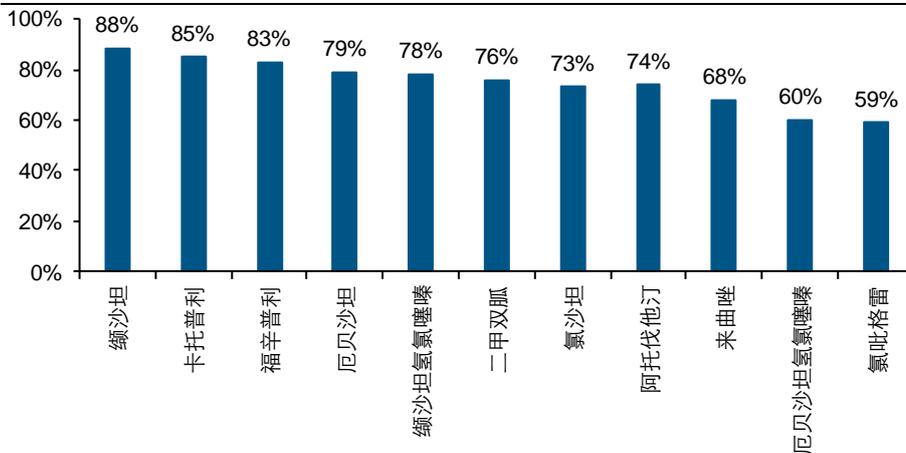


资料来源：医药魔方，长江证券研究所

缬沙坦的情况并非个案。事实上，许多原研药产品，尤其是口服慢性病用药品种，都呈现出类似的特征。我们认为，过去医院和患者对于原研药和国产仿制药质量差异的担忧、以及原研药和国产仿制药在定价体系上的差别，是造成这一情况的主要原因。

在国办《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，明确提出了：1) 严格落实按药品通用名开具处方的要求，除特殊情形外，处方上不得出现商品名；2) 对不合理用药的处方医生进行公示，并建立约谈制度；3) 与原研药质量和疗效一致的仿制药、原研药按相同标准支付等多项细化措施。一旦相关措施落实，我们认为进口替代势必将大幅加速，并为国内优质专科药企业带来千亿级的市场空间。

图 21：专利到期后原研药中国市场份额占比（2017 年）



资料来源：医药魔方，长江证券研究所

从审评的环节来看，一致性评价品种在 2017 年末实现第一批产品落地后，目前已累计落地了四批，并逐步走向常态化。

表 8：四批通过一致性评价品种

批次	序号	受理号	药品名称	剂型	公司名称
第一批 2017-12-29	1	CYHB1703361	盐酸帕罗西汀片	20mg	浙江华海药业股份有限公司
	2	CYHB1703363	福辛普利钠片	10mg	浙江华海药业股份有限公司
	3	CYHB1703366	厄贝沙坦片	75mg	浙江华海药业股份有限公司
	4	CYHB1704618	赖诺普利片	5mg	浙江华海药业股份有限公司
	5	CYHB1704619	赖诺普利片	10mg	浙江华海药业股份有限公司
	6	CYHB1704621	氯沙坦钾片	50mg	浙江华海药业股份有限公司
	7	CYHB1704622	氯沙坦钾片	100mg	浙江华海药业股份有限公司
	8	CYHB1704624	利培酮片	1mg	浙江华海药业股份有限公司
	9	CYHB1704627	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg/12.5mg	浙江华海药业股份有限公司
	10	CYHB1703987	头孢呋辛酯片	0.25g	国药集团致君（深圳）制药有限公司
	11	CYHB1704044	瑞舒伐他汀钙片	10mg	南京正大天晴制药有限公司
	12	CYHB1704195	厄贝沙坦片	0.3g	海正辉瑞制药有限公司
	13	CYHB1704196	厄贝沙坦片	0.15g	海正辉瑞制药有限公司
	14	CYHB1704197	厄贝沙坦片	0.075g	海正辉瑞制药有限公司
	15	CYHB1704856	吉非替尼片	0.25g	齐鲁制药（海南）有限公司
	16	CYHB1740001	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	0.3g	成都倍特药业有限公司
	17	CXHB1700043	硫酸氢氯吡格雷片	75mg	深圳信立泰药业股份有限公司
第二批 2018-2-14	1	CYHB1750006	瑞舒伐他汀钙片	10mg	浙江京新药业股份有限公司
	2	CYHB1703082	瑞舒伐他汀钙片	5mg	浙江京新药业股份有限公司
	3	CYHB1704598	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg	齐鲁制药有限公司
	4	CYHB1704091	草酸艾司西酞普兰片	10mg	四川科伦股份有限公司
	5	CYHB1750011	苯磺酸氨氯地平片	5mg	江苏黄河药业股份有限公司
第三批 2018-4-13	1	CYHB1704834	阿莫西林胶囊	0.25g	珠海联邦制药股份有限公司中山分公司
	2	CYHB1750013	阿奇霉素片	0.25g	石药集团欧意药业有限公司
	3	CYHB1750014	阿奇霉素片	0.5g	石药集团欧意药业有限公司
	4	CYHB1750017	硫酸氢氯吡格雷片	25mg	深圳信立泰药业股份有限公司
	5	CYHB1703441	马来酸依那普利片	5mg	扬子江药业集团江苏制药股份有限公司
	6	CYHB1703442	马来酸依那普利片	10mg	扬子江药业集团江苏制药股份有限公司
	7	CYHB1703389	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg/12.5mg	南京正大天晴制药有限公司
第四批 2018-5-22	1	CYHB1703359	奈韦拉平片	0.2g	浙江华海药业股份有限公司
	2	CYHB1703639	恩替卡韦分散片	0.5mg	正大天晴药业集团股份有限公司
	3	CYHB1704400	依非韦伦片	0.6g	上海迪赛诺生物医药有限公司
	4	CYHB1740002	左乙拉西坦片	0.25g	浙江京新药业股份有限公司
	5	CYHB1750004	阿托伐他汀钙片	10mg	北京嘉林药业股份有限公司
	6	CYHB1750005	阿托伐他汀钙片	20mg	北京嘉林药业股份有限公司
	7	CYHB1750007	恩替卡韦分散片	0.5mg	江西青峰药业有限公司
	8	CYHB1750018	恩替卡韦胶囊	0.5mg	江西青峰药业有限公司

9	CYHB1750010	草酸艾司西酞普兰片	10mg	湖南洞庭药业股份有限公司
10	CYHB1750012	盐酸曲马多片	50mg	石药集团欧意药业有限公司
11	CYHB1750015	奥氮平片	10mg	江苏豪森药业集团有限公司
12	CYHB1750016	奥氮平片	5mg	江苏豪森药业集团有限公司

资料来源：CDE，长江证券研究所

而在招标、定价等环节，各省的细节政策也在陆续出台：

- 1) 招标环节，各省基本都将一致性品种与原研药放入了同一个质量层次进行竞价。除正常招标外，也为通过一致性评价产品提供了挂网等补充形式，保障一致性产品快速进入各省销售。
- 2) 定价环节，促进仿制药意见中明确提出：充分考虑药品成本，形成有升有降、科学合理的采购价格，调动企业提高药品质量的积极性。目前在各省已开始有通过一致性评价后产品适度提价的案例出现。

表 9：近期部分省份一致性评价品种价格政策汇总

省份	支持政策
上海	2月2日，上海发布通知，要求各医疗机构和企业需在“阳光平台”询价议价系统上确认自主议价结果，经双方确认的 自主议价结果即为挂网采购价，对涨幅较大或价格较高品种设置议价提醒
宁夏	3月2日，宁夏发布通知，通过仿制药质量和疗效一致性评价药品品规，未在宁夏药品集中采购网中标（挂网、成交）的药品品规，可纳入补充直接挂网采购范围， 企业可根据合理的产品市场价格自主申报产品价格
江苏	1月25日，江苏发布通知：对在本轮药品集中采购周期内通过一致性评价的仿制药，享受原研药同等待遇，允许维持省采购平台现有价格不变，但企业须承诺该产品在 江苏销售价格不高于其他省份 。
山西	3月16日，山西省卫计委发布通知，通过一致性评价的药品，可纳入山西省药品集中采购直接挂网议价采购范围，由医疗机构与药品生产（配送）企业自行议价采购。 企业须承诺该产品在山西销售价格不高于其他省份 。

资料来源：招标网，长江证券研究所

我们认为，在未来较长周期中，高质量专科药产品仍然具有良好的放量前景和价格维护能力。随着一致性评价、优先审评等系列政策的推行，国内仿制药市场的集中度有望大幅提升，呈现出强者恒强的局面。在优质专科药领域，我们重点看好两类标的：

- 1) 部分产品质量出众且品种丰富，能够最大化享受到一致性评价红利的企业。如在欧美市场已获得初步成功的华海药业、普利制药等；
- 2) 部分产品刚需属性明确，未来仍具备持续快速增长潜力的企业，如通化东宝、恩华药业、仙琚制药等。

图 22：制剂出口企业国内受益路径示意图



资料来源：长江证券研究所

疫苗：重磅品种催生行业高景气

疫苗行业有非常明显的重磅品种拉动增长的特征。在欧美疫苗市场，近年来行业复合增速仅有 1.4%。但是在 2006-2010 年 HPV 和 13 价肺炎疫苗两大品种相继上市的阶段，其疫苗行业复合增速高达 21.8%。

中国疫苗行业特征与欧美一致。在 EV71 疫苗（用于预防儿童手足口病）上市前，我国疫苗行业复合增速为 7.63%。但是随着 EV71 获批上市，2016 年中国疫苗行业增速首次超过 10%，2017 年增速更是高达 16.75%。

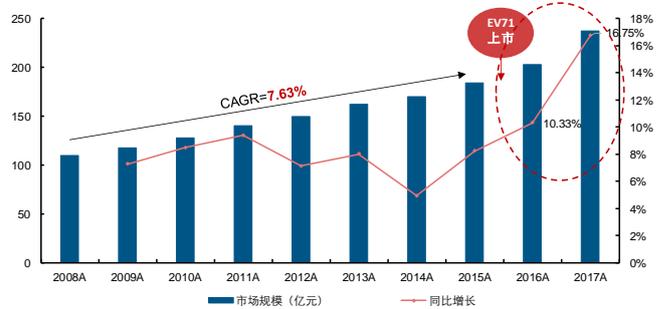
从 2017 年开始，伴随海外重磅品种和国产同类产品相继上市，我们认为，中国疫苗行业将迎来黄金加速期，景气度有望不断提升。

图 23：全球疫苗行业市场规模



资料来源：Evaluate Pharma, Kalorama Information, 长江证券研究所

图 24：中国疫苗行业市场规模



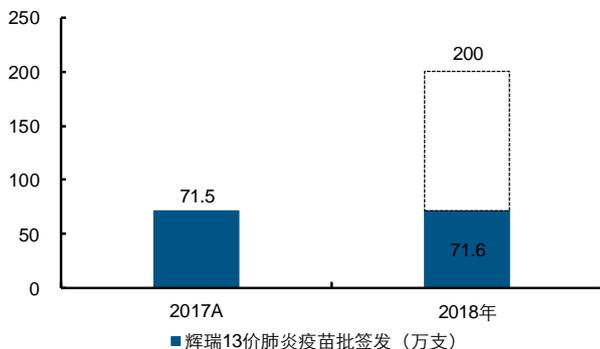
资料来源：中检所, 长江证券研究所

13 价肺炎疫苗：进口苗供给不足，国产苗有望弯道超车

13 价肺炎疫苗于 2010 年在美国上市，用于预防儿童肺炎，是全球最畅销的疫苗。2015 年其销售峰值高达 62.45 亿美金，是当之无愧的疫苗市场“重磅炸弹”。

目前国内在售的进口 13 价肺炎疫苗（沛儿 13）由辉瑞生产，2017 年对中国的供应量为 71 万支，2018 年有望达 200 万支，对国内市场来说仍然供不应求。

图 25：辉瑞 13 价肺炎疫苗批签发情况



资料来源：辉瑞年报, 长江证券研究所 (右柱图中蓝色部分是 2018Q1 批签发数量, 虚线部分是全年批签发数量预测)

图 26：13 价肺炎疫苗研发上市进度

公司名	ND	I 期	II 期	III 期	NDA
沃森生物				2016/4/6	2018/2/5
康泰生物				2016/9/18	
兰州所			2016/9/9		
北京科兴	2015/2/5				
成都安特金	2018/1/17				

资料来源：CDE, 长江证券研究所

我们认为，沛儿 13 供不应求主要有两个原因：1) 沛儿 13 优先供给欧美市场，对中国供应量有限；2) 近几年辉瑞一直没有扩产，其产能一直维持在 4,000 万支左右。因此，我们估计短期内进口苗供给不足的情况仍将持续，这为国内厂家弯道超车提供了可能。

在国产企业中，沃森和康泰进度领先：

- 1) 沃森生物 13 价肺炎疫苗已于 2018 年 2 月 5 日申请上市，并于 2018 年 3 月进入优先审评通道，有望较快获得批准；
- 2) 康泰生物进度排名第二，有望 2018 年年底揭盲，完成 III 期临床收尾工作。随后也将进入申报生产并上市阶段。

HPV 疫苗：智飞生物独家代理默克产品，领先优势明显

HPV 疫苗最早于 2006 年在美国获批上市，用于预防女性宫颈癌，目前有二价、四价、九价三个品种。临床结果表明，四、九价疫苗预防效果更优，并且四价+九价的组合可以完整覆盖 16-45 岁女性。

表 10：不同类型 HPV 疫苗比较

产品名称	生产厂商	首次上市时间	注射时间	有效预防 HPV 型号	适应人群	预防功效
Gardasil-9 (9价)	默沙东	2014	0、2、6月 (三针)	HPV6、11、16、18型	16-26岁	92.1%宫颈癌、85%阴道癌、80%宫颈癌并发、50%低级宫颈癌病发、90%尖锐湿疣、95%肛门癌
Gardasil (4价)	默沙东	2006	0、2、6月 (三针)	HPV6、11、16、18、31、33、 45、52、58型	20-45岁	84.5%宫颈癌、90%尖锐湿疣
Cervarix (2价)	葛兰素史克	2007	0、1、6月 (三针)	HPV16、18型	9-26岁	84.5%宫颈癌

资料来源：药智网，公司公告，公司官网，CDE，长江证券研究所

目前国内市场在售的默沙东四价 HPV 疫苗由智飞生物代理。而默沙东的九价疫苗上市后也将由智飞独家代理。鉴于国产四价、九价 HPV 疫苗研发进度普遍落后，进度最快的成都所四价 HPV 疫苗也才刚刚进入临床三期，智飞生物的领先优势较为明显。

图 27：HPV 疫苗研发进度

疫苗类别	公司名	I 期	II 期	III 期
HPV 二价 (16/18)	沃森生物			2015/6/1
	厦门万泰			2014/9/26
	珠海健康元	2017/3/29		
HPV 二价 (16/11)	江苏瑞科	2017/11/1		
	厦门万泰		2016/3/14	
HPV 四价	江苏瑞科	2016/11/9		
	成都所			2018/1/2
HPV 四价 (16/18/52/58)	上海博唯		2016/12/24	
	上海所	2018/1/23		
HPV 六价	成都所	2014/7/15		
	默沙东	2017/11/2		
	上海博唯	2017/11/21		
	厦门万泰	2017/11/21		
HPV 九价	沃森生物	2018/1/15		

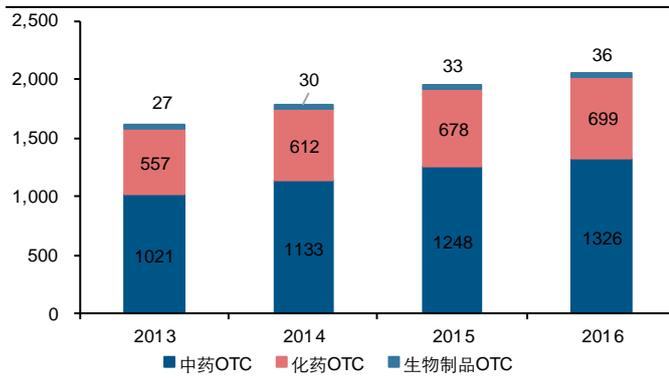
资料来源：CDE，长江证券研究所

中药：受益消费升级，部分品牌 OTC 有望量价齐升

就中药领域而言，我们看好 OTC 特别是部分品牌力较强的产品的发展前景。受益消费升级、疾病谱的变化（慢性病患者增多）、消费者自我诊疗意识提升等因素拉动，我们认为部分品牌 OTC 产品存在量价齐升的潜力。

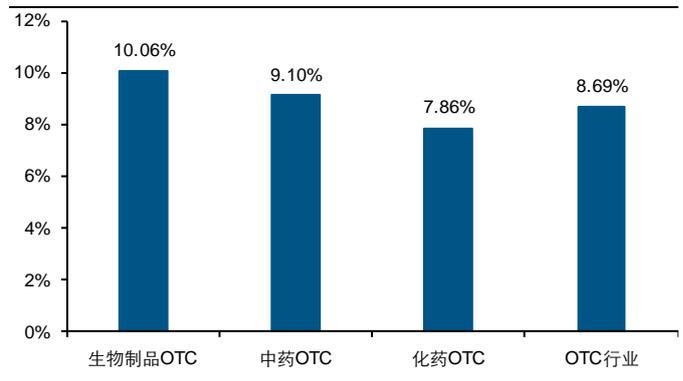
中药类产品在 OTC 市场占据了过半的市场份额，近年来仍然维持着较好的增长态势。根据中康资讯得统计，2016 年国内 OTC 市场规模 2061 亿元，其中中药类产品销售额为 1326 亿元，占比 64%。2013-2016 年，中药 OTC 销售额复合增速为 9.10%，高于 OTC 行业 8.69% 的整体增速。

图 28：2013-2016 年 OTC 市场销售额（单位：亿元）



资料来源：中康资讯，长江证券研究所

图 29：2013-2016 年 OTC 市场销售额复合增速



资料来源：中康资讯，长江证券研究所

从销量的角度来看，我们认为：1) OTC 产品主要是消费者自主选购的商品，随着消费者自我诊疗意识的增强，用药需求有望进一步释放；2) 随着居民人均可支配收入的提升以及自我保健意识的提升，使用高端品牌中药（如片仔癀等）的人群有望进一步扩大。

从销价的角度来看，我们认为：1) OTC 产品的价格主要由市场调节，品牌对消费者选购 OTC 产品有较大影响。部分品牌力较强的产品能够享受一定的溢价空间；2) 由于消费升级以及原材料涨价等因素，品牌 OTC 产品的价格存在稳步提升的潜力。

在品牌中药领域，我们认为云南白药、片仔癀等处于相对较好的增长态势之中，建议重点关注。

表 11：2014-2016 年药品零售市场中 OTC 中成药单位销售价格复合增长率最高（单位：元）

类别	2014 年	2015 年	2016 年	年复合增长率
RX	60.0	69.7	70.1	8.12%
生物制品	389.2	426.3	428.1	4.88%
化学药	71.5	86.8	86.3	9.87%
中成药	30.6	33.3	36.6	9.51%
OTC	20.7	22.7	29.0	18.28%
中成药	23.8	26.0	33.4	18.58% (最高)
生物制品	17.0	17.5	19.7	7.66%
化学药	13.7	14.8	18.4	15.92%
合计	41.6	47.5	50.9	10.62%

资料来源：中康资讯，长江证券研究所

服务篇：着重看好药店、专科医疗等高景气领域

非药品领域也是医药板块另一大构成。在这些领域当中，我们认为：

- 1) 专科医疗服务和药店板块均处于良好的产业逻辑和发展趋势之中，相关龙头企业仍然具备持续快速增长的潜力，是长周期非常好的投资方向。建议重点关注这两大领域的优质龙头，如连锁药店领域的老百姓、益丰药房、大参林、一心堂。
- 2) 医疗器械涉及领域较多，现阶段我们认为投资机会主要集中于三个细分方向：IVD 板块的化学发光产品（进口替代+渠道下沉逻辑）、受益进口替代的国产医疗设备（如彩超、MR 等）和受益分级诊疗的第三方医学实验室。建议关注安图生物等。
- 3) 医药流通板块估值已经降至非常低的水平，2018 年 PE 普遍已经在 15 倍左右。考虑到下半年行业可能存在业绩向上恢复的拐点，且部分企业仍能够维持 20% 以上的较快增长，我们认为也已经具备了较好的投资价值。代表性公司如上海医药、九州通、嘉事堂等。

零售药店：整合加速+处方外流不断提升龙头空间

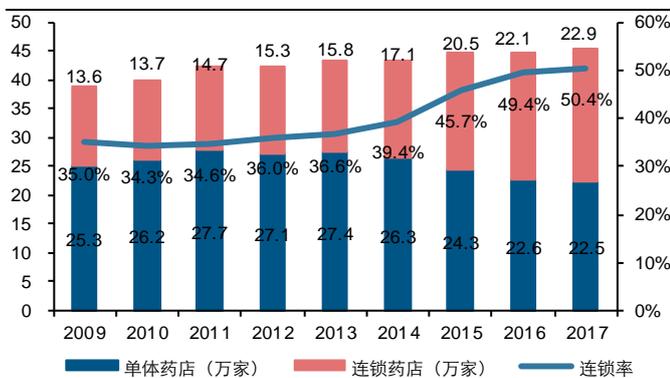
零售药店是我们长期看好的医药细分领域之一。目前国内零售药店行业在政策和资本的双重推动下，整合已经呈现出逐步加速的趋势。与此同时，医药分开、药店分级分类管理等政策利好，也在为药店行业提供着源源不断的业务增量。我们看好药店龙头在未来五至十年的持续快速成长，并认为这一领域未来将会由 500 亿甚至千亿巨头出现。

整合加速，行业连锁率和集中度有望持续提升

2014 年以来，药店行业连锁率呈现出加速提升的态势，并于 2017 年首次突破 50%。截至 2017 年底，国内共有 45.4 万家药店，其中连锁药店有 22.9 万家，连锁化率达到 50.4%。而单体药店则从 2013 年的 27.4 万家下降到 2017 年的 22.5 万家，5 年间减少了近 5 万家门店。

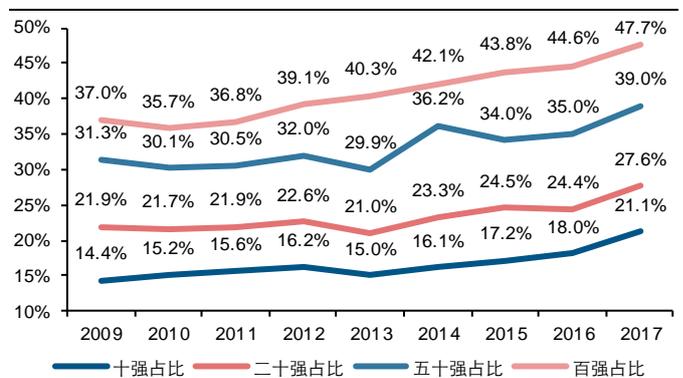
行业连锁化率提升的同时，集中度也在逐步提升。2014-2017 年，行业前 10/20/50/100 强合计收入占行业规模的比重分别提升了 6.1pct、6.6pct、9.0pct、7.4pct，目前行业前 100 强的收入占比也已经接近 50%。

图 30：药店数量及连锁率



资料来源：Wind, CDFA, 长江证券研究所

图 31：零售药店前 10/20/50/100 强收入占行业收入规模的比重



资料来源：中国药店, 长江证券研究所

我们认为，药店行业连锁率和集中度的提升，主要受益于政策和资本的双轮驱动：

■ 政策方面

近年来，药店相关政策密集出台，如药店分级分类管理、两票制、新版 GSP 认证、飞行检查等。一系列的政策，在提升行业规范化运行水平的同时，也客观上为领先企业的整合创造了机遇。

表 12：政策推动药店行业规范化运营程度提高

环节	政策及影响
准入门槛	新版GSP认证对行业采购、验收、储存、销售、售后服务等环节提出了更为严格的要求； 执业药师配备监管趋严，或将对行业产生较深远影响
采购	两票制规范了行业采购环节票税行为，大型连锁规模化采购的成本优势凸显
经营范围	药店分级分类管理限制了低等级药店的经营范围，压缩其生存空间，利好大型连锁开展行业整合
日常监管	高频次的飞行检查加强了行业日常监管力度

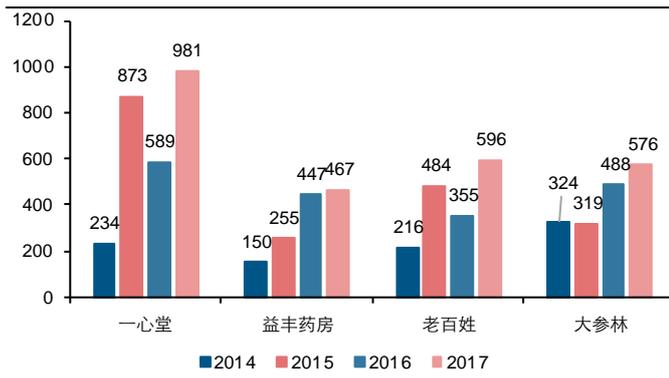
资料来源：药监局官网等，长江证券研究所整理

■ 资本方面

2014 年以来，一心堂、益丰药房、老百姓、大参林相继上市。近年来，市场对于药店板块的发展前景逐渐形成了较为充分的认知，给予了上市药店较高的估值水平，有利于上市药店的扩张整合。而从上市药店门店数量来看，其扩张整合正处于提速阶段。

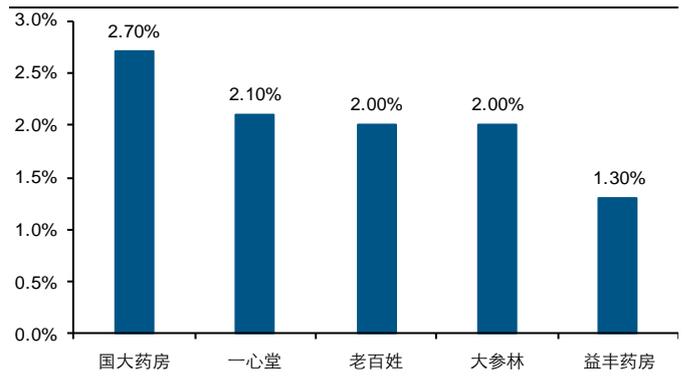
从目前的情况来看，药店行业集中度仍非常低，2017 年销售规模最大的国大药房总收入占行业规模比重不足 3%。我们认为，药店行业整合仍处于起步阶段，上市公司在加快整合速度的过程中有望保持业绩的持续较快增长。

图 32：四大上市药店年净增加门店数量（单位：家）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 33：2017 年国内上市药店的市占率仍较低



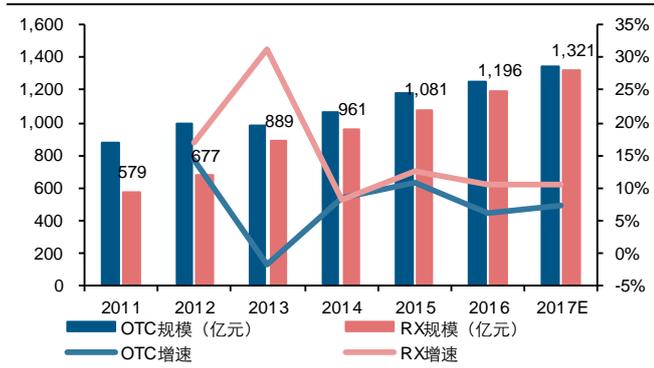
资料来源：公司年报，长江证券研究所

处方外流带来新的业务增量

除了行业集中度提升外，处方外流也为药店行业带来了巨大增量空间。在药占比限制、取消零加成等因素影响下，医院药房从医院的利润中心逐步转变为成本中心，推动着处方外流。

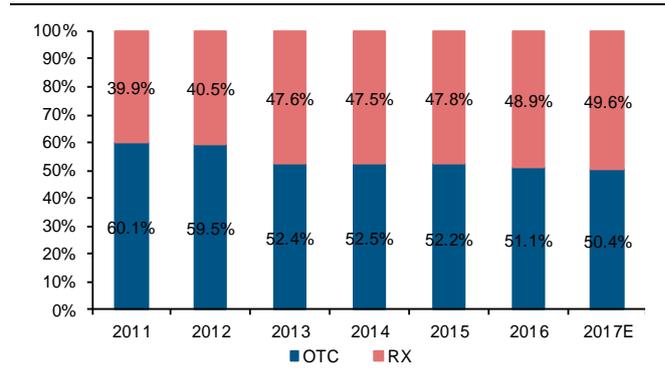
而在零售终端，我们也已经可以看到处方外流的迹象。首先从总的销售额来看，2015年以来，零售终端处方药的销售额增速高于 OTC，在零售终端药品销售额中的占比也呈现逐步提升的态势。

图 34：零售终端处方药销售额增速高于 OTC



资料来源：中康资讯，长江证券研究所

图 35：2017 年处方药在零售终端药品销售额中占比约为 50%



资料来源：中康资讯，长江证券研究所

其次从具体品种来看，近年来，越来越多的处方药品种尤其是慢性病品种在零售终端的销售额超过 10 亿元。目前零售终端销售额超过 10 亿的品种中大部分为处方药。

表 13：零售终端销售额超过 10 亿的产品

药品类别	2008年	2012年新增	2016年新增
处方药 RX	阿莫西林 复方咪康唑	阿奇霉素 氨氯地平 头孢克肟	安宫牛黄 阿司匹林 舒筋健腰丸
		奥美拉唑 二甲双胍 硝苯地平	厄贝沙坦 门冬胰岛素 西地那非
		阿卡波糖 复方丹参 缬沙坦	复方酮康唑 人血白蛋白 重组人胰岛素
		阿托伐他汀 氯吡格雷 左旋氨氯地平	美托洛尔 恩替卡韦 左氧氟沙星
RX/OTC		蒲地蓝消炎 布洛芬	葡萄糖酸钙锌 鸿茅药酒 小儿肺热咳嗽
非处方药 OTC	健胃消食 氨酚黄那敏 双黄连	复方氨酚烷胺 藿香正气 左炔诺孕酮	氨基葡萄糖 维生素AD 肾宝
	蜜炼川贝枇杷 板蓝根 云南白药		复方阿胶
	维U颠茄铝 感冒灵 复方碳酸钙		
	阿胶 六味地黄		

资料来源：中康资讯，长江证券研究所

目前零售终端在承接处方外流上仍存在处方来源、医保对接等方面的障碍，但是近年来国家出台了一系列政策，为处方外流逐步扫除障碍。从 2014 年探索“患者凭处方到医疗机构或零售药店自主购药的新模式”，到 2016 年的“禁止医院限制处方外流”，再到最新的 2017 年医改任务中“探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享”，均试图着力清扫院外处方流转的障碍。

除了国家层面的政策文件外，部分省市更是出台了具体措施为处方外流开道。如成都、西宁、西安、重庆等地陆续开展电子处方试点；梧州、广州先行放开门诊慢特病统筹。

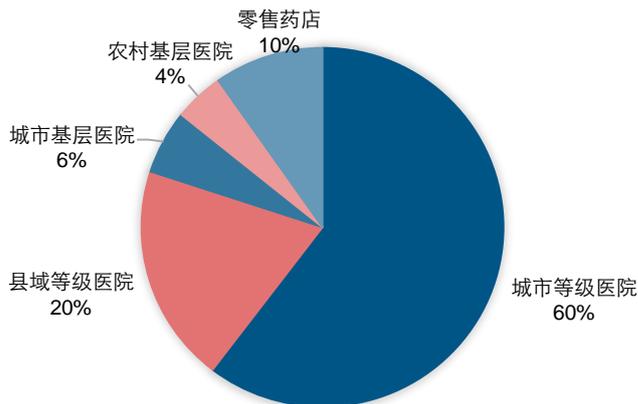
表 14: 政策支持处方外流

内容	部分代表性政策
电子处方试点	《关于在全市药品零售连锁企业中推进电子处方试点工作的通知》(成都, 2016年12月)
	《西宁市食品药品监督管理局关于在全市药品零售企业中试行电子处方工作的通知》(西宁, 2017年4月)
	《西安市药品零售企业推行电子处方服务工作方案(试行)》(西安, 2017年5月)
	《关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》(重庆, 2018年3月, 全国首个省级电子处方试点)
放开统筹	《海南省贯彻落实国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策若干意见的实施方案》(海南, 2018年5月)
	《关于在处方共享药店试行医保门诊特殊慢性病直接结算有关问题的通知》(梧州, 2018年6月)
	《关于广州市社会医疗保险统筹基金支付定点零售药店门诊特定项目、门诊制定慢性病有关药品费用的通知(试行)(征求意见稿)》(广州, 2018年6月)

资料来源: 中康资讯, 长江证券研究所

我们认为, 在政策支持等因素的推动下, 处方外流有望呈现加速态势, 为零售药店市场带来巨大增量空间。2016 年医院处方药市场规模约为 1.22 万亿元, 而零售药店处方药市场规模只有其 10%。零售终端处方药销售额还有很大增长潜力。

图 36: 处方药各终端销售额占比 (2016 年)



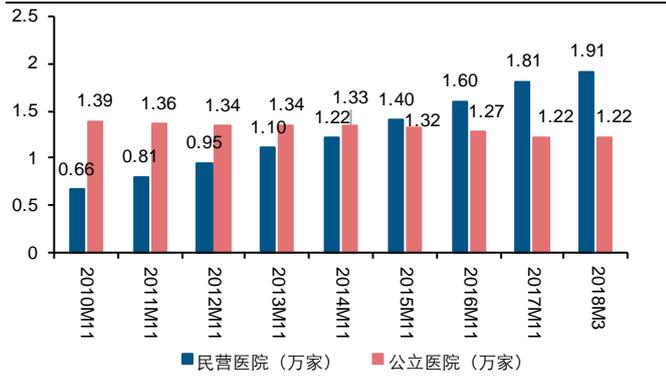
资料来源: 中康资讯, 长江证券研究所

基于以上分析, 我们看好药店行业的长期发展前景, 建议战略性配置药店板块。重点关注老百姓、益丰药房、大参林、一心堂等。

医疗服务：看好可复制性强的民营连锁专科医院

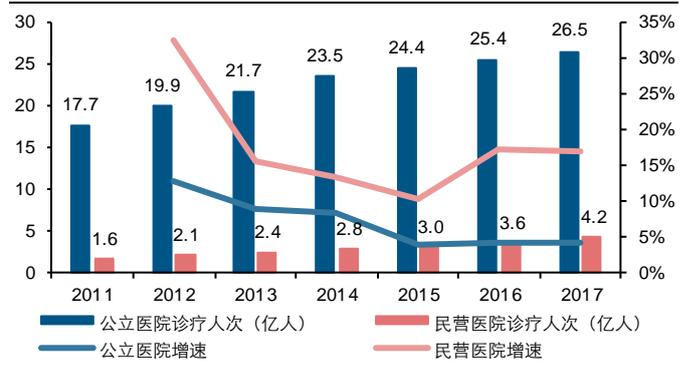
医疗服务领域也是医药行业景气度最高的子领域之一。从 2012 年以来，国家鼓励社会资本办医的政策不断强化，为民营医疗提供了相对较好的发展环境。

图 37：国内民营医院和公立医院机构数量



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 38：国内民营医院和公立医院机构诊疗人次



资料来源：Wind, 长江证券研究所（当年数据为 1-11 月累计数据）

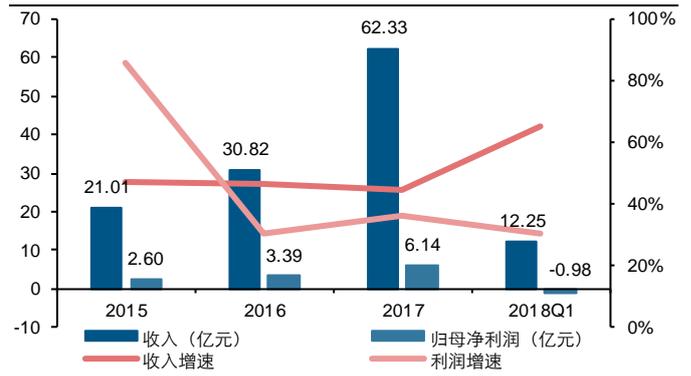
在各类型的民营医疗中，我们认为部分对医生技术依赖度相对较低、具备较好可复制性的专科连锁，是较好的发展领域和投资方向。在这一领域的代表性企业，如爱尔眼科、美年健康等，均已在眼科、体检等领域形成了相当的规模，以及与公立医院竞争的實力。展望未来，伴随消费升级、民众对医疗服务的需求提升，我们认为两家公司在很长周期中仍具备持续快速增长的潜力。

图 39：爱尔眼科收入及利润增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 40：美年健康收入及利润增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

医疗器械：关注进口替代机遇

医疗器械行业的细分领域很多，且产品间差异较大。主要细分领域包括高值耗材（除 IVD）、IVD、大型医疗器械、家用医疗器械、低值耗材、制药装备和医院装备等。

现阶段，我们认为医疗器械行业目前的投资机会，集中在以下三个趋势较好的领域：IVD 板块的化学发光产品（进口替代+渠道下沉逻辑）、受益进口替代的国产医疗设备（如彩超、MR 等）和受益分级诊疗的第三方医学实验室。

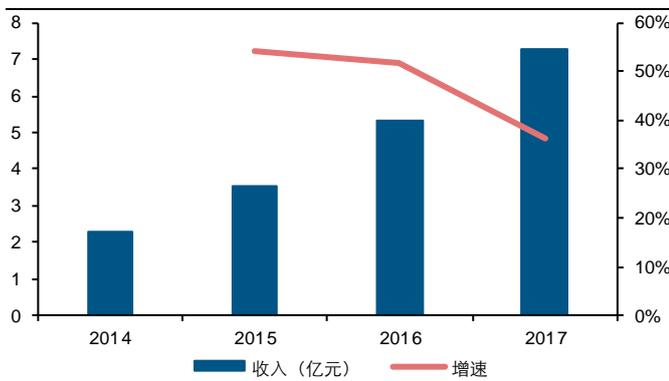
■ 国产化学发光产品

我们认为，国产化学发光产品同时受益进口替代和销售渠道下沉，现阶段拥有良好的成长空间。

目前，化学发光产品的市场空间较大（500 亿 IVD 市场规模，免疫占比 40%），且增速较快（25%-30%）。但国产化率仍然很低，我们估计进口份额仍然高达 90% 左右。随着国内企业质量水平的提升，目前部分三级医院已经开始使用包括深圳迈瑞和安图生物等国产产品，我们预计未来进口替代有望逐步加速。

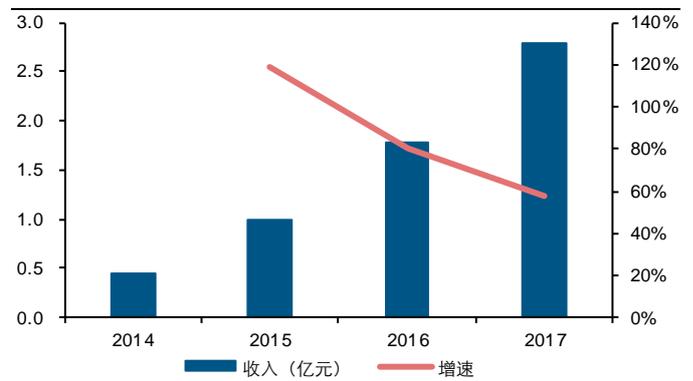
与此同时，由于国产化学发光产品性价比较高，未来化学发光产品在县级及以下医院得到推广，进一步放大市场空间。化学发光领域，我们重点看好安图生物等国内领军企业的发展前景。

图 41：安图生物化学发光试剂收入及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所估算

图 42：迈克生物自产化学发光试剂收入及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

■ 国产医疗设备的进口替代

我国的中大型医疗设备长期依赖进口，三级医院基本被 GPS（GE、Philips、Siemens）垄断。但是随着国内企业技术逐渐进步，也涌现了一批优秀国产医疗设备制造商，如深圳迈瑞、上海联影、开立医疗等。

为推进国产医疗器械的发展，近年来监管层出台了多项措施，鼓励采购国产设备。我们认为，未来部分拥有过硬质量的国产医疗设备供应商也将拥有较好的发展空间。

表 15：各省限制进口、鼓励采用国产设备的政策

省份	文件	内容
福建省	《2018-2019 年福建省省级政府采购进口产品清单》	列入清单中的 221 种医疗设备升级政府允许采购进口，其余均需采购国产。

四川省	《四川省财政厅关于公布允许采购进口医疗设备类从去年的98个产品缩减至44个产品。明确了限制进口产品的数量。2018-2019年度省级政府采购进口产品清单的通知》	本次允许采购进口产品的医疗设备清单中，有15类医疗设备全部要求“用于临床工作的，应使用国内产品”。
湖北省	《湖北省政府采购负面清单》	明确把“未获得财政部门核准采购进口产品，或经核准后限制国内产品参与竞争的”列入政府采购负面清单中。
山东省	《2018年山东省政府采购进口产品目录》	明确各级各部门、单位应按照国家有关规定，认真执行支持本国产品等政府采购政策。对于政策支持范围内的企业或产品，应通过制定需求标准、预留采购份额、价格评审优惠、优先采购和强制采购等措施，加大落实力度。
浙江省	《浙江省2017年度政府采购进口产品目录》	要求除183项器械允许采购进口外（14种尚无国产品牌的设备，169种可以采购进口设备），其他都必须使用国产设备。
安徽省	《促进医药产业健康发展实施方案》	明确国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，不得指定采购进口产品，不得设置针对性参数。

资料来源：各省政府网站，长江证券研究所

表 16：中国医学装备协会截至目前公布了四批优秀国产医疗设备目录

发布时间	批次	品目数量	具体品目
2016年3月	第一批	3	数字化X线机（平板DR）、彩色多普勒超声波诊断仪（台式）和全自动生化分析仪
2016年3月	第二批	7	CT、MRI、血细胞分析仪、血液透析设备、呼吸机、麻醉机和门诊药房自动发药机（槽式）
2017年3月	第三批	10	清洗消毒设备、数字减影血管造影机、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、化学发光免疫分析仪、全自动酶免仪、心电图机（12导）、医用直线加速器、头部γ-射线立体定向治疗系统、心脏血管支架、骨科创伤内固定材料
2018年3月	第四批	11	多参数监护仪、便携式彩色多普勒超声波诊断仪、3.0T磁共振、移动数字化X线机、微生物鉴定和药敏仪、血培养仪、血凝仪、体外冲击波设备、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪

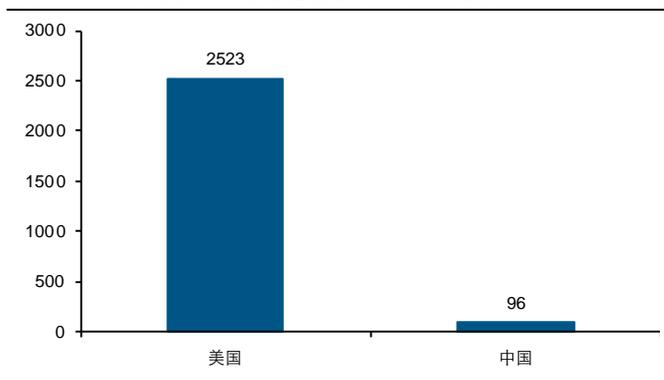
资料来源：中国医学装备协会，长江证券研究所

■ 第三方医学实验室

我国的第三方医学实验室仍然有巨大的发展空间。2016年，国内独立医学实验室（ICL）市场规模为96亿元，占医学检验市场比例尚不足5%，而在美国的这个数字是44%。

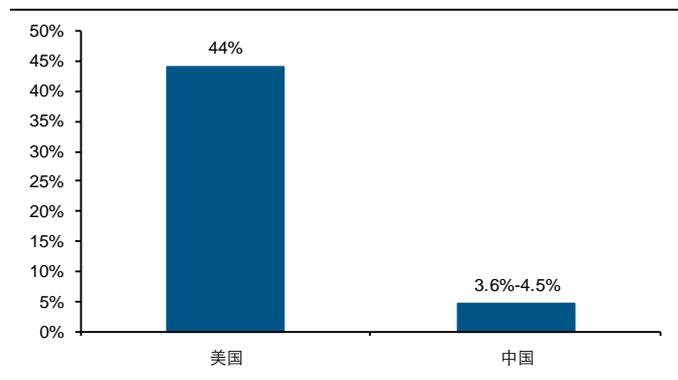
随着我国分级诊疗政策逐渐推进，我们预计未来医疗机构借助于第三方医学实验室检验的比重将会逐步增加。

图 43：2016 年中美 ICL 市场规模对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44：2016 年中美 ICL 市场渗透率对比

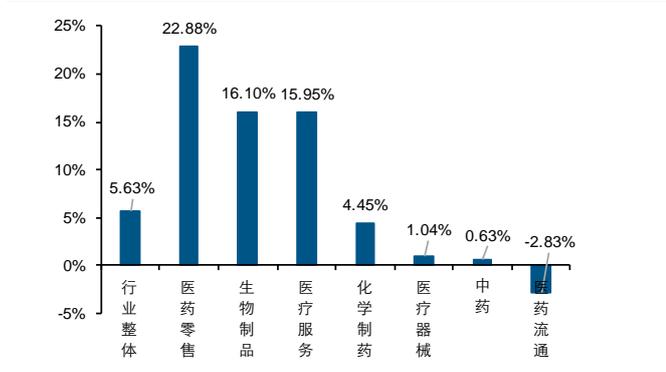


资料来源：Wind，长江证券研究所

医药流通：估值洼地，业绩拐点或将在下半年出现

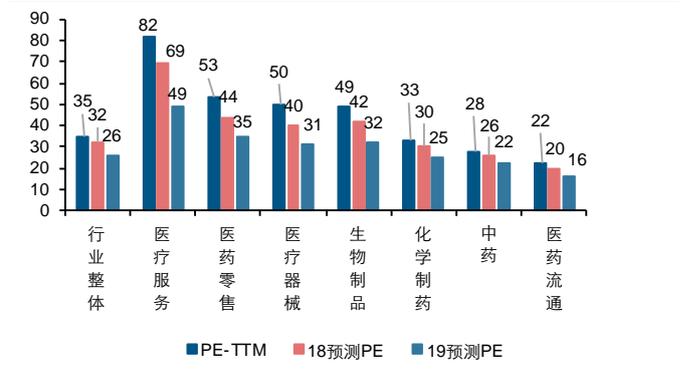
医药流通板块今年表现平淡，是目前医药板块中估值最低的子板块。截至 2018 年 7 月 13 日，医药流通板块 TTM 市盈率为 22 倍，18-19 年预测市盈率仅 20 倍、16 倍。

图 45：医药子板块年初至今涨跌幅（截至 2018-7-13）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 46：医药子板块估值水平（截至 2018-7-13）



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们认为，流通板块目前估值承压，主要还是由于两票制造成的短期业绩扰动、资金紧张状态下市场对流通企业垫资职能的担心两方面因素。

2017 年 1 月，卫计委印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，“两票制”正式启动。从中长期的角度来说，我们认为两票制的推行，有利于龙头企业整合及行业集中度提升。但是执行初期，由于各家企业的调拨业务短期内消失，而调拨向纯销的转化需要较长的时间，因此从 2017 年 Q3 开始流通类上市公司的业绩增速出现了较明显的下滑。从今年下半年开始，我们认为随着两票制短期影响的同比因素消除，行业增速或将迎来向上修复的拐点。

此外，垫资的问题，也是目前市场对于医药流通企业的一个重要疑虑。在医药流通的业务模式中，医院通常会在 6 个月左右的周期才会给流通企业回款，而流通企业给工业企业的账期通常在 1-3 个月。这使得医药流通企业随业务发展，资金需求也会不断增加。考虑到流通企业以国企为主，且经营效率普遍较高，我们认为资金不会对各家公司的正常发展构成严重障碍。

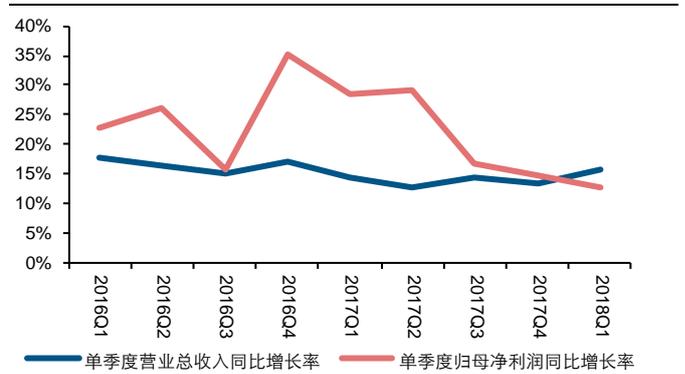
鉴于主要的医药流通企业普遍已处于 2018 年 20 倍以内的状态，我们认为投资价值已逐步凸显。建议关注上海医药、九州通、嘉事堂等。

图 47：两票制全国执行进度



资料来源：各省政府官网，长江证券研究所整理

图 48：医药流通上市公司单季度合计收入和归母净利润同比增速



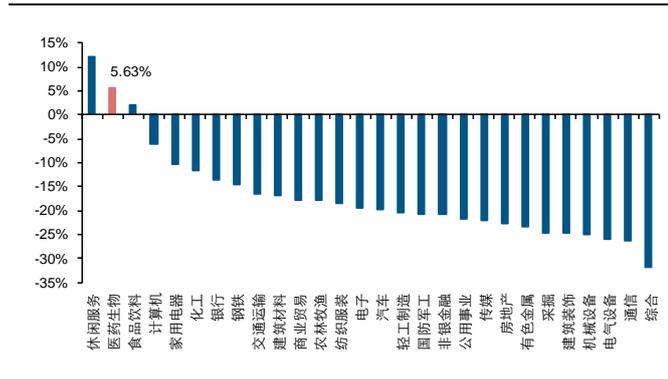
资料来源：Wind，长江证券研究所

2018 年医药行业中期投资策略及重点推荐公司

增长确定性与估值溢价

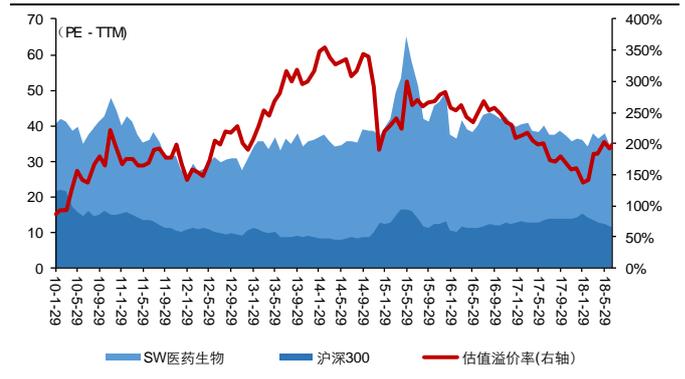
从今年医药板块的表现来看，二级市场也已经呈现出了强者恒强的特征。年初至今（7月13日），SW 医药指数略有上涨（+5.63%），在所有板块中排名第二。尽管涨幅排名领先，但绝对涨幅并不大。

图 49：申万 28 个一级子行业年初至今涨跌幅（截至 2018-7-13）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：申万医药指数相对沪深 300 估值溢价率（截至 2018-7-13）



资料来源：Wind，长江证券研究所

这与我们在二级市场投资中医药牛市的实际感受存在着较大差异。出现这种情况的主要原因，还是在于医药板块内部已开始剧烈分化。截至 7 月 13 日，医药板块中年初至今股价上涨超过 10% 的公司合计有 76 家，而年初至今呈现下跌状态的公司则多达 181 家。由于机构投资者配置的重点，仍聚焦于未来几年成长前景明确的优质龙头。而这些企业的市值相对较大，这使得医药板块在大部分公司下跌的情况下呈现出了上涨的态势。

表 17：医药板块 267 家公司年初至今涨跌幅分布（截至 2018-7-13）

年初至今涨跌幅	公司数量 (家)	公司数量占比	市值合计 (亿元)	市值占比
大于30%	44	15%	15,316	36%
10%-30%	32	11%	4,620	11%
0%-10%	28	10%	6,227	15%
< 0%	181	64%	16,224	38%
合计	285	100%	42,387	100%

资料来源：Wind，长江证券研究所

展望未来，我们认为板块中具备良好内在积累的优质企业尤其是一二线龙头，仍然将会是未来很长周期中医药板块投资的重点。同时，在经历了 2017 年和今年上半年持续的上涨后，估值也开始越来越成为投资者关注的重点。针对目前板块一二线龙头估值水平的问题，我们认为：

- 1) 极少部分行业地位超然的绝对龙头，如恒瑞医药、爱尔眼科等，享受到了较高的估值溢价。鉴于其宽广的护城河和长周期增长的确性，我们认为这种估值溢价有望在很长周期中延续；
- 2) 其他医药一二线龙头，2018 年的估值溢价幅度实际上仍较为有限。大部分公司的 2019 年 PE 维持在 35 倍左右的水平，与其过去几年每年年初时的当年估值大致相当。

表 18：部分优质企业 2018-2020 年估值与业绩情况

证券代码	证券简称	18预测PE	19年预测PE	18-20年归母净 利润复合增幅
医疗服务龙头	爱尔眼科	80	61	33%
	美年健康	80	54	49%
创新药龙头	恒瑞医药	70	56	25%
	贝达药业	84	70	17%
CRO/CMO	泰格医药	76	57	39%
	凯莱英	46	35	32%
零售药店	益丰药房	51	39	33%
	老百姓	49	39	25%
	大参林	44	35	24%
优质药企	通化东宝	51	40	28%
	长春高新	48	37	32%
	恩华药业	41	33	24%
	华海药业	37	29	27%

资料来源：Wind 一致预测（截至 2018 年 7 月 13 日），长江证券研究所

考虑到医药行业仍保持着 10-15% 的平稳增长状态，且强者恒强的逻辑已开始凸显，我们认为医药板块优质企业在未来三年继续保持 20%+ 的业绩增长，拥有良好的确定性。部分公司甚至有望加速至 30% 以上的水平。

横向比较而言，我们认为医药板块的优质资产目前价位下仍然拥有良好的投资性价比。因此，我们继续看好下半年及未来两年医药板块的表现。近期医药板块跟随大盘有一定的调整，我们认为正在创造新一轮买入良机，继续建议重点配置。

重点推荐标的

基于上文分析，我们继续看好下半年医药板块表现。沿着产业升级脉络，我们继续重点看好以下重点标的：

- 1) 创新药企业及其配套产业链，重点推荐贝达药业，关注恒瑞医药、凯莱英等；
- 2) 优质专科药企，重点推荐华海药业、普利制药、通化东宝、恩华药业、仙琚制药等；
- 3) 药店、医疗服务领域的龙头标的，关注老百姓、益丰药房等；
- 4) 中药 OTC 领域具备较好量价提升前景的企业，推荐云南白药，关注片仔癀等；
- 5) 医疗器械领域看好部分具备进口替代实力的企业，关注安图生物等；
- 6) 医药流通目前处于板块估值洼地，我们认为下半年存在修复的可能，建议重点关注上海医药、九州通、嘉事堂等。

投资评级说明

行业评级	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：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司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
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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

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

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。