



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

## 2018年8月医药行业投资策略

# 战略配置医药方向不变，创新药、消费两条主线

西南证券研究发展中心

2018年8月1日

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：何治力

执业证号：S1250515090002

电话：023-67898264

邮箱：hzl@swsc.com.cn

分析师：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

邮箱：ctl@swsc.com.cn

# 核心观点

《药神》电影播出后加快肿瘤药降价，近期贝达药业的埃克替尼降幅约3.8%，证明了我们近期肿瘤降价幅度的判断。对于1类肿瘤创新药，非2017年国家重点谈判的36个产品，很可能大幅降价进医保对该产品中长期发展是利好；对于36个国家谈判的肿瘤药，按照对降低关税、增值税同比降低对相关公司影响有限。新版医药目录及临床指南实施、尤其是新医保局的成立将会很大程度上严格执行新医保规定，医药分化更加明显。中药注射剂及其它辅助用药影响显著，增速大幅度下滑；恒瑞医药等公司的刚需药品仍然保持快速增长。

投资建议：医药工业增速有所改善，但更看重个股。结构化医药牛市很可能贯穿未来5年。受医药负面新闻较多、部分医药基金赎回及龙头公司高估值高位置的影响，医药龙头公司有所调整。但由于龙头公司行业地位高、19年估值切换后相对比较具有吸引力，调整幅度比较有限。选股思路如下：

- **创新药引领医药未来**，重点推荐恒瑞医药、科伦药业、华东医药，关注丽珠集团、复星医药；
- **血制品行业格局改善**，重点推荐华兰生物、博雅生物；
- **消费属性个股空间大**，重点推荐：片仔癀、爱尔眼科，关注广誉远；
- **高端医疗器械**，重点推荐乐普医疗、蓝帆医疗；
- **受益于网售处方药及医药分家**，重点推荐益丰药房，关注老百姓；
- **按摩椅进入爆发期，需求快速释放**，重点推荐奥佳华。

风险提示：药品降价超预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

# 目 录

---

## 1 医药行业回顾表现

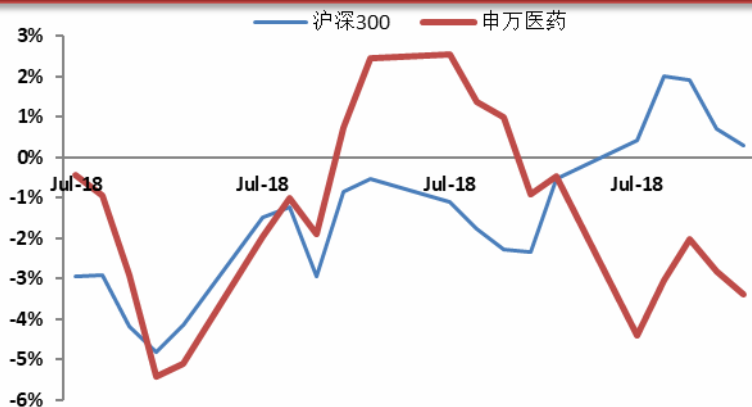
## 2 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 3 2018年8月医药行业投资策略及标的

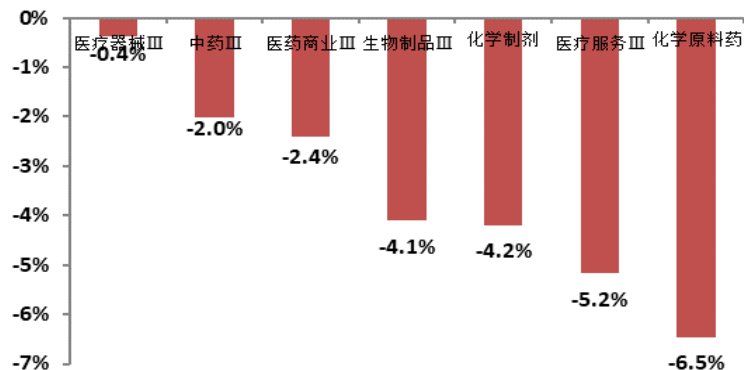
# 1 医药行业回顾表现

## 1.1 医药二级市场表现

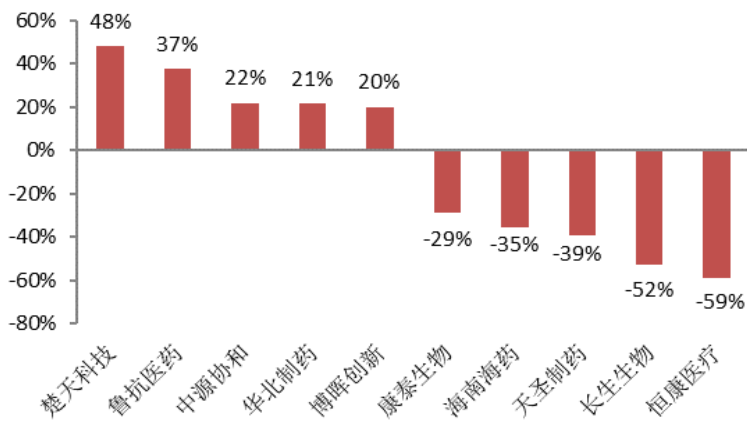
### 医药指数相对沪深300走势



### 医药子行业二级市场涨跌幅



### 医药个股涨跌幅排名



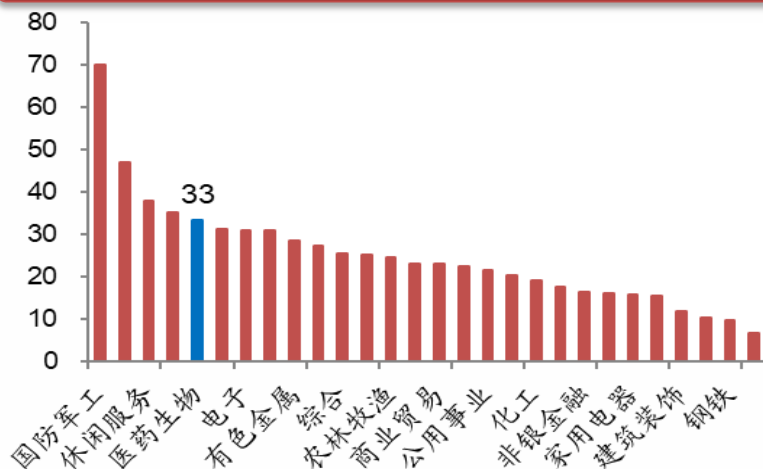
数据来源: Wind, 西南证券整理

- ◆ 2018年7月申万医药指数下跌3.40%，跑输沪深300指数3.69个百分点。
- ◆ 2018年7月医药行业出现普跌但子板块明显分化，医疗器械跌幅最小为-0.4%，其次为中药（-2.0%）和医药商业（-2.4%）；化学原料药跌幅最大为-6.5%。
- ◆ 2018年7月医药上市公司中涨幅最大的分别为楚天科技（+48%）、鲁抗医药（+37%）、中源协和（+22%），跌幅最大的为恒康医疗（-59%）、长生生物（-52%）。

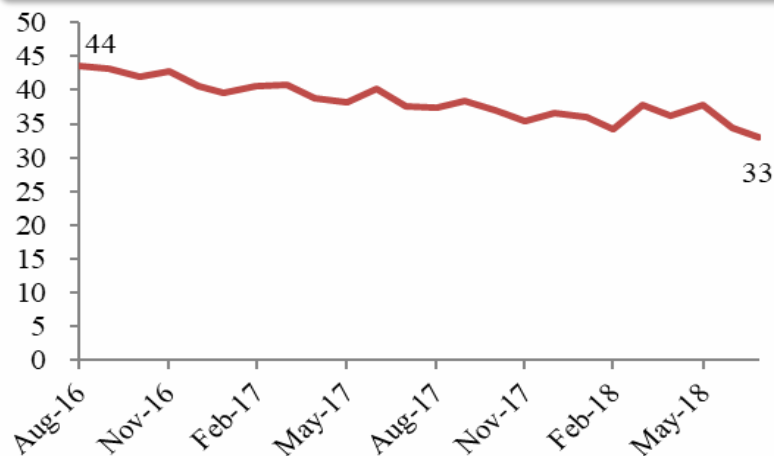
# 1 医药行业回顾表现

## 1.2 医药行业市盈率和溢价率

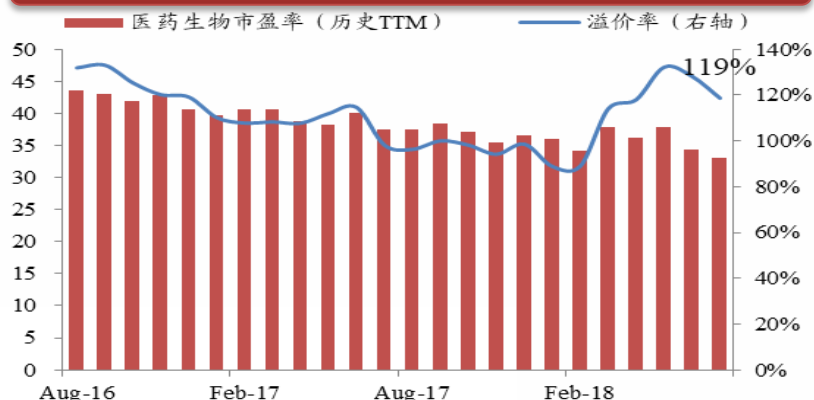
### 申万一级行业市盈率比较 (TTM整体法)



### 申万医药历史市盈率变化趋势 (TTM整体法)



### 申万医药市盈率及与A股溢价率



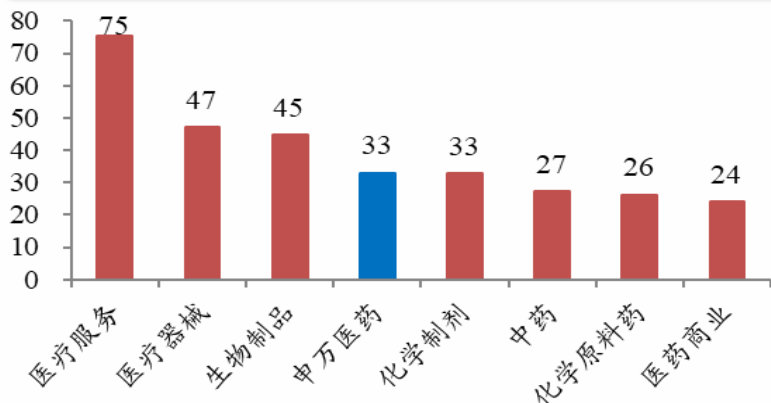
数据来源: Wind, 西南证券整理

- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为33倍，在申万一级行业中处于中等偏上水平。
- ◆ 纵向看：医药行业PE(TTM)处在过去2年估值最底部。
- ◆ 医药行业相对于全部A股估值溢价率为119%，与6月份相比下降9个百分点。

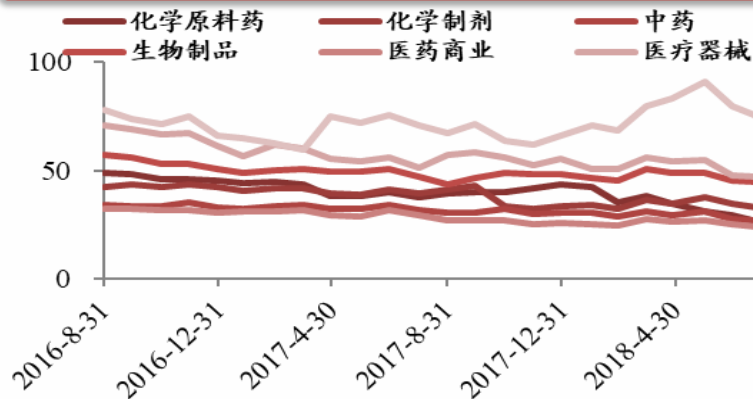
# 1 医药行业回顾表现

## 1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

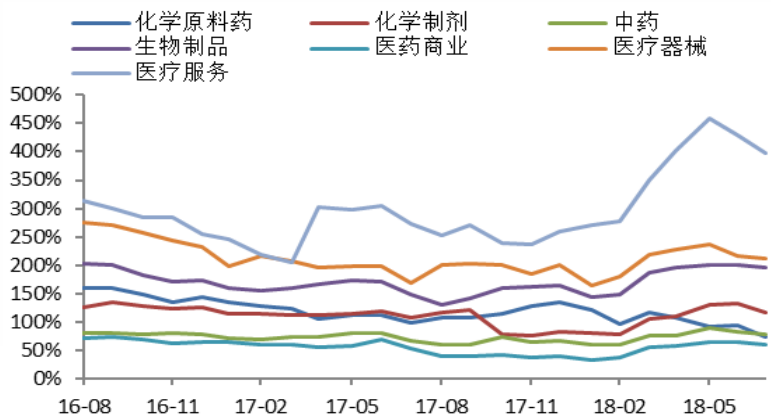
### 申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



### 申万医药子行业历史市盈率变化趋势



### 申万医药子行业相对A股的溢价率



- ◆ 横向看：医疗服务（75倍）和医疗器械（47倍）的PE(TTM)最高，化学原料药（26倍）和医药商业（24倍）市盈率最低。
- ◆ 纵向看：医药行业各板块的PE(TTM)均有所下降，相对全部A股的溢价率也有所下降。

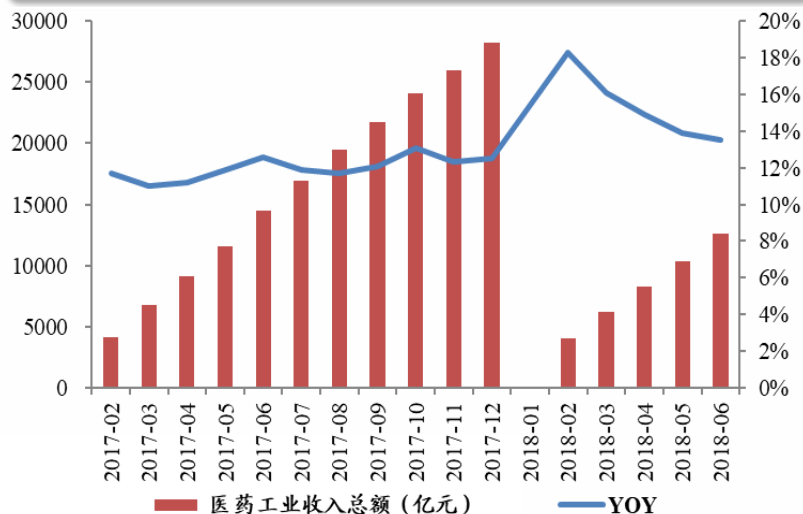
数据来源：Wind, 西南证券整理

# 1 医药行业回顾表现

## 1.4 医药工业数据表现增速低，主要是因为存在巨大分化

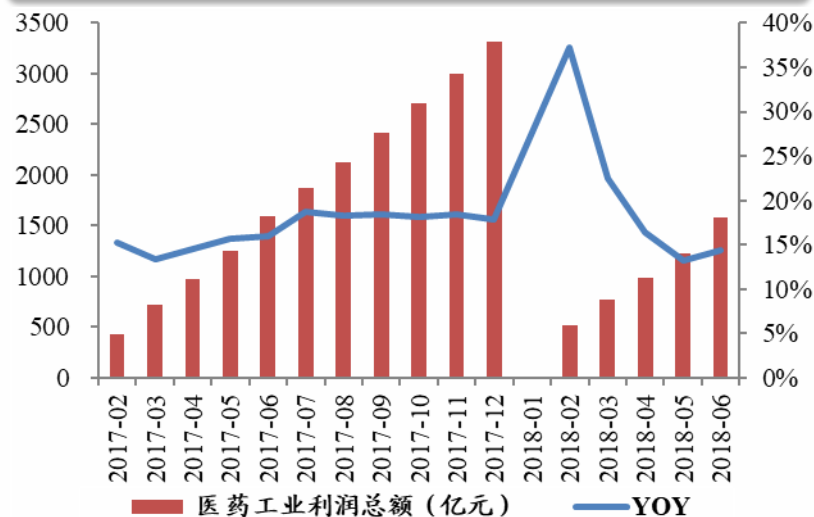
- 2018年1-6月份医药制造业实现主营业务收入12577亿（+13.5%）和利润1586亿（+14.4%），2018年6月单月实现收入2243亿元（+11.7%）和利润354亿元（+18.8%）；我们认为医药行业分化明显，医药工业数据对投资决策支持作用小；
- 2018年3月以来医药工业收入和利润增速均有所下滑：1）收入端增速下滑主要是因为年初流感影响导致经销商和终端备货库存增加，3月以来渠道和终端去库存，表观收入增速有所下滑，预计未来将维持10%以上稳定增长；2）利润端增速下滑幅度更大估计与两票制低开转高开影响有关，导致表观收入增速提升，但扣掉转高开后费用处理，利润增速下滑，但6月份回升至18.8%。

### 医药制造业主营业务收入及增长率



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 医药制造业利润总额及增长率



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 1 医药行业回顾表现

## 1.4 医药工业数据表现增速低，主要是因为存在巨大分化

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q1药品整体增速为0.6%（这个数据也是不真实的，处方药一方面外流到药房，另一方面外流到社区医院等基层市场），其中全身性抗感染药、呼吸系统用药仍然保持9%左右的快速增长，但神经系统用药、心血管系统用药、中药（销售占比分别为11.0%、10.3%、4.2%，合计销售占比25.5%）从2017Q4开始就出现明显下滑，主要原因是2017年国家新版医保目录和省级合理用药目录执行导致中药注射剂、辅助用药等品种出现大幅度下滑；
- **西南医药观点：**随着新版医药目录及临床指南实施，尤其是新的医保局的成立，将会很大程度上严格执行新医保规定，医药分化更加明显。中药注射剂及其它辅助用药影响显著，增速大幅度下滑；恒瑞医药等公司的刚需药品仍然保持快速增长。

PDB样本医院各治疗领域药品销售额增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
<b>杂类</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.8%</b>	<b>13.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>10.3%</b>
<b>全身用抗感染药</b>	<b>-2.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>6.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>9.4%</b>
<b>呼吸系统用药</b>	<b>2.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>10.6%</b>	<b>3.8%</b>	<b>8.7%</b>
<b>泌尿生殖系统用药及性激素类</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>6.1%</b>
皮肤科用药	8.6%	6.0%	8.3%	6.9%	4.9%
抗肿瘤药及免疫调节剂	4.4%	6.0%	8.9%	2.7%	3.7%
激素制剂，不包括性激素及胰岛素	2.1%	4.0%	7.7%	2.2%	3.3%
抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂	7.0%	1.9%	3.0%	-0.8%	1.0%
<b>合计</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>0.6%</b>
感觉器官药物	11.9%	10.6%	10.9%	1.4%	0.6%
肌肉及骨骼系统用药	5.3%	2.1%	5.5%	-1.6%	-0.1%
血液和造血系统用药	3.5%	1.2%	4.5%	-2.6%	-0.9%
消化道和新陈代谢用药	1.8%	0.4%	3.1%	-3.9%	-3.6%
神经系统用药	2.0%	-0.9%	1.9%	-4.7%	-4.8%
心血管系统用药	-0.7%	-1.9%	-0.2%	-6.2%	-5.2%
中药	-4.8%	-3.2%	0.4%	-15.7%	-12.0%

数据来源：PDB，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 1 医药行业回顾表现

## 1.4 医药工业数据表现增速低，主要是因为存在巨大分化

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q1神经系统用药占PDB销售总额的比例为11.0%，销售增速为-4.8%；
- 其中销售额排名前10品种占神经系统用药销售额的比例为43.8%，2018Q1销售增速为-15.2%；
- 其中销售额排名前10的神经系统用药品种里有7个品种出现负增长，其中6个品种降幅超过10%，如奥拉西坦、单唾液酸四己糖神经节苷脂、依达拉奉、鼠神经生长因子、小牛血去蛋白提取物、脑苷肌肽。

PDB样本医院神经系统用药销售额增速

	2018Q1销售占比	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
地佐辛	7.1%	19.1%	19.0%	23.0%	21.6%	16.1%
奥拉西坦	6.2%	-11.3%	-14.1%	-15.0%	-22.1%	<b>-19.0%</b>
单唾液酸四己糖神经节苷脂	5.4%	-11.0%	-19.7%	-17.3%	-29.9%	<b>-39.8%</b>
丙泊酚	5.2%	5.3%	4.8%	7.9%	2.2%	-0.3%
依达拉奉	3.9%	-1.7%	-4.4%	0.6%	-15.2%	<b>-16.1%</b>
鼠神经生长因子	3.5%	-2.3%	-10.2%	-12.3%	-30.5%	<b>-33.2%</b>
胞磷胆碱	3.3%	51.5%	35.4%	39.7%	12.4%	25.4%
右美托咪定	3.2%	28.4%	17.2%	17.7%	5.8%	10.6%
小牛血去蛋白提取物	3.0%	-11.5%	-13.0%	-11.8%	-26.3%	<b>-31.5%</b>
脑苷肌肽	3.0%	-11.1%	-13.1%	-12.0%	-18.8%	<b>-22.3%</b>
前10大品种小计	43.8%	-1.1%	-5.3%	-3.3%	-14.0%	-15.2%
神经系统用药合计	100.0%	2.0%	-0.9%	1.9%	-4.7%	-4.8%

数据来源：PDB，西南证券整理

# 1 医药行业回顾表现

## 1.4 医药工业数据表现增速低，主要是因为存在巨大分化

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q1心血管系统用药占PDB销售总额的比例为10.3%，销售增速为-5.2%；
- 其中销售额排名前10品种占心血管系统用药销售额的比例为47.3%，2018Q1销售增速为-9.7%；
- 其中销售额排名前10的心血管系统用药品种里有5个品种出现负增长，其中3个品种降幅超过10%，如磷酸肌酸、前列地尔、辅酶A+辅酶I复方。

□ PDB样本医院心血管系统用药销售额增速

	2018Q1销售占比	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
阿托伐他汀	10.2%	6.9%	10.7%	10.2%	4.6%	8.6%
磷酸肌酸	6.2%	-9.5%	-10.9%	-4.1%	-19.2%	<b>-23.3%</b>
前列地尔	5.6%	-1.6%	-15.6%	-14.3%	-25.8%	<b>-34.9%</b>
瑞舒伐他汀	5.2%	8.4%	4.5%	9.8%	3.5%	7.5%
丁苯酞	5.1%	16.7%	13.1%	16.2%	12.2%	17.3%
氨氯地平	3.4%	2.3%	3.7%	1.9%	0.9%	-0.4%
丹参+川芎嗪，复方	3.2%	-16.9%	-17.2%	-11.1%	-13.8%	-9.2%
辅酶A+辅酶I，复方	3.1%	-11.7%	-16.9%	-14.7%	-27.7%	<b>-39.2%</b>
硝苯地平	2.9%	3.0%	2.2%	2.8%	-0.3%	2.2%
美托洛尔	2.4%	7.0%	6.8%	6.8%	2.3%	6.4%
前10大品种小计	47.3%	-0.9%	-4.2%	-1.0%	-8.9%	-9.7%
合计	100.0%	-0.7%	-1.9%	-0.2%	-6.2%	-5.2%

数据来源：PDB，西南证券整理

# 1 医药行业回顾表现

## 1.4 医药工业数据表现增速低，主要是因为存在巨大分化

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q1中药占PDB销售总额的比例为4.2%，销售增速为-12.0%；
- 其中销售额排名前10品种占中药销售额的比例为47.1%，2018Q1销售增速为-20.0%；
- 其中销售额排名前10的中药品种里有8个品种出现负增长，其中7个品种降幅超过10%，如康艾注射液、康莱特注射液、醒脑静注射液、消癌平注射液、参芪扶正注射液、喜炎平注射液、参麦注射液。

PDB样本医院中药销售额增速

	2018Q1销售占比	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
康艾注射液	7.5%	-11.0%	-10.3%	-2.0%	-16.0%	<b>-21.9%</b>
康莱特注射液	7.3%	27.7%	27.8%	20.9%	-5.7%	<b>-22.5%</b>
注射用血栓通	5.8%	-19.2%	-16.9%	-7.3%	-17.7%	-9.2%
醒脑静注射液	5.8%	1.0%	-1.6%	0.9%	-16.4%	<b>-16.6%</b>
华蟾素胶囊	4.4%	17.2%	2.7%	11.7%	7.7%	12.7%
消癌平注射液	3.8%	-10.4%	8.8%	11.7%	-12.3%	<b>-16.2%</b>
参芪扶正注射液	3.8%	-10.7%	-11.3%	-13.4%	-32.5%	<b>-33.6%</b>
苏黄止咳胶囊	3.7%	22.7%	24.7%	27.1%	24.0%	49.8%
喜炎平注射液	2.6%	-13.1%	-11.5%	-8.9%	-100.0%	<b>-62.1%</b>
参麦注射液	2.3%	-47.2%	-50.1%	-47.2%	-48.6%	<b>-19.2%</b>
前10大品种小计	47.1%	-7.0%	-5.7%	-2.0%	-25.4%	-20.0%
合计	100.0%	-4.8%	-3.2%	0.4%	-15.7%	-12.0%

数据来源：PDB，西南证券整理

# 目 录

---

1 医药行业回顾表现

2 政策东风推动创新药进入新的发展时期

3 2018年8月医药行业投资策略及标的

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 国内创新药现状：起步晚、基础弱

- 我国创新药起步较晚，2011年，贝达药业的埃克替尼获批，是国内第一个真正意义上的创新药。
- 截止2017年底，国内获批的具有创新性的1类新药不足10个，销售额最大的为阿帕替尼（恒瑞医药），2017年销售额约15亿元。

序号	产品名称	获批时间	所属企业	2017年销售额（亿元）
1	埃克替尼	2011	贝达药业	10.0
2	艾瑞昔布	2011	恒瑞医药	1.0
3	康柏西普	2013	康弘药业	7.0
4	阿利沙坦	2013	信立泰	0.2
5	阿帕替尼	2014	恒瑞医药	15.0
6	西达本胺	2014	微芯生物	1.0

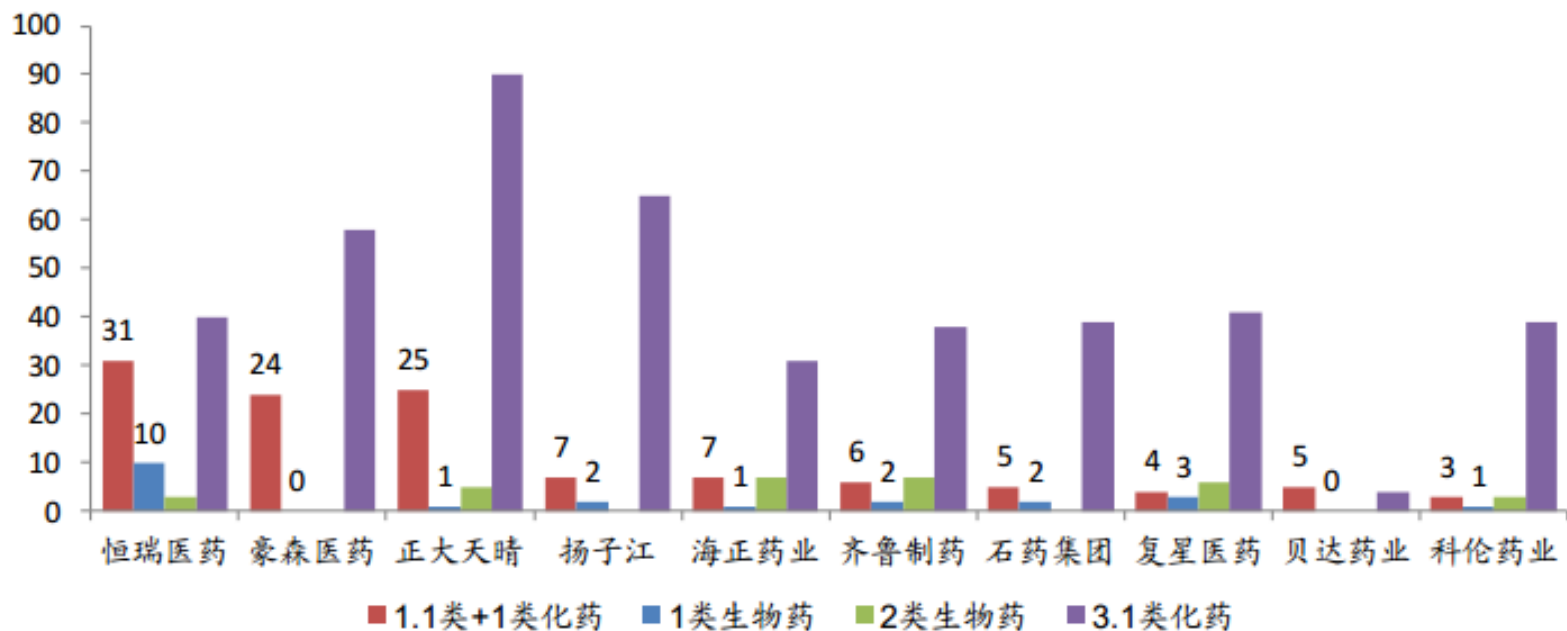
数据来源：各公司公告，西南证券整理

## 政策东风推动创新药进入新的发展时期

### 国内创新药现状：国内创新药研发格局以恒瑞为首的研发型公司将成为市场赢家

- 国内药企研发实力对比主要参考其1类新药（化药+生物药）以及3.1类仿制药品种数量，尤其是1类新药数量代表一个企业的原创研发实力。

#### 国内主要研发型药企研发实力对比（截至2018年5月31日）

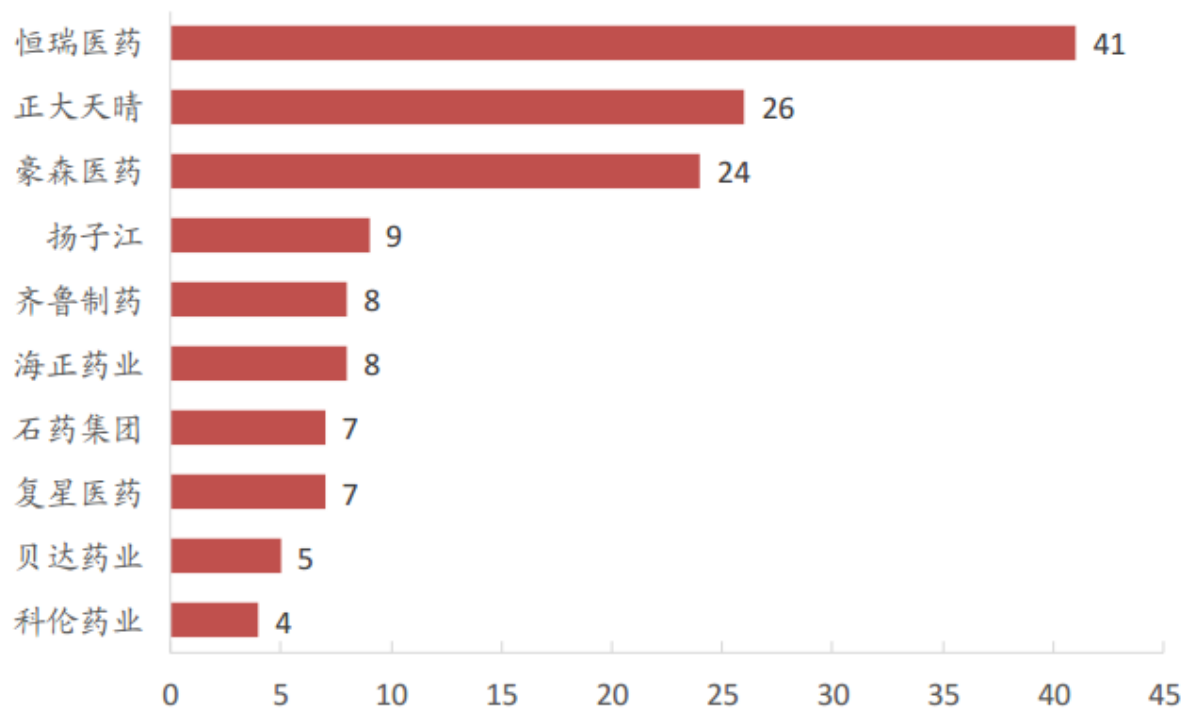


数据来源：药智网，西南证券整理

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 国内创新药现状：国内创新药研发领域格局正逐步形成，恒瑞医药一枝独秀

国内主要创新药企业申报 1 类新药数量对比（截至 2018 年 5 月 31 日）



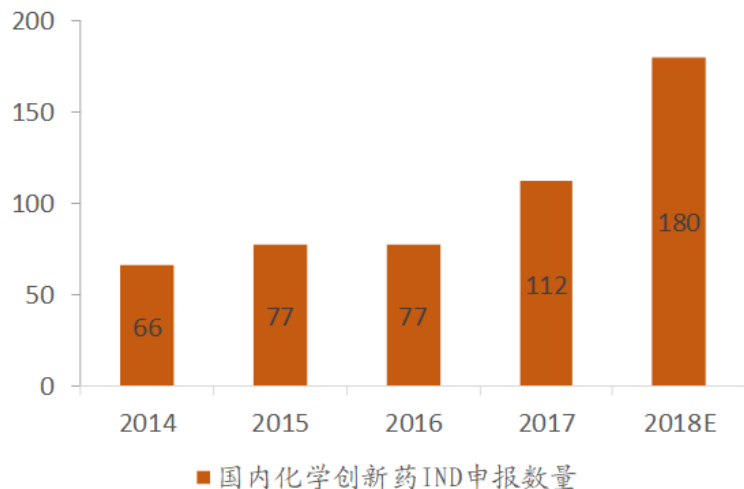
数据来源：药智网，西南证券整理。注：以上药企申报的 1 类新药是各企业在国内申报品种（通过 CFDA 申报），部分企业在海外申报的品种未包含在内。

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 药品供给侧：国内创新药研发数量快速增长

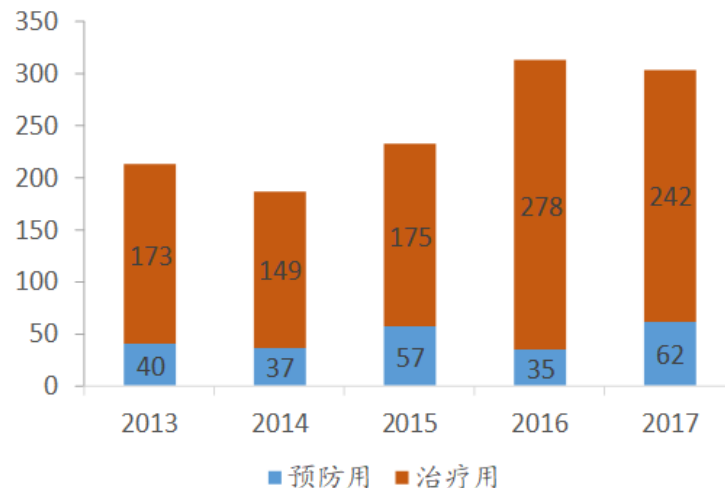
- 2014-2017年，经历了2015年“722”事件与2016年的新化药分类改革，国内创新药研发势头已经不可阻挡，2017年CDE受理了国内企业112个创新药的IND，创历史之最，预计2018年将超180个（截止5月底已有80个）。
- 生物制品近两年未受分类改革影响，从受理的生物制品IND数量分析，2016-2017年也是处于历史最高水平。

2014-2017 年国内化学创新药 IND 受理数量。



数据来源：CDE，西南证券整理。

2013-2017 年国内生物制品 IND 受理数量。



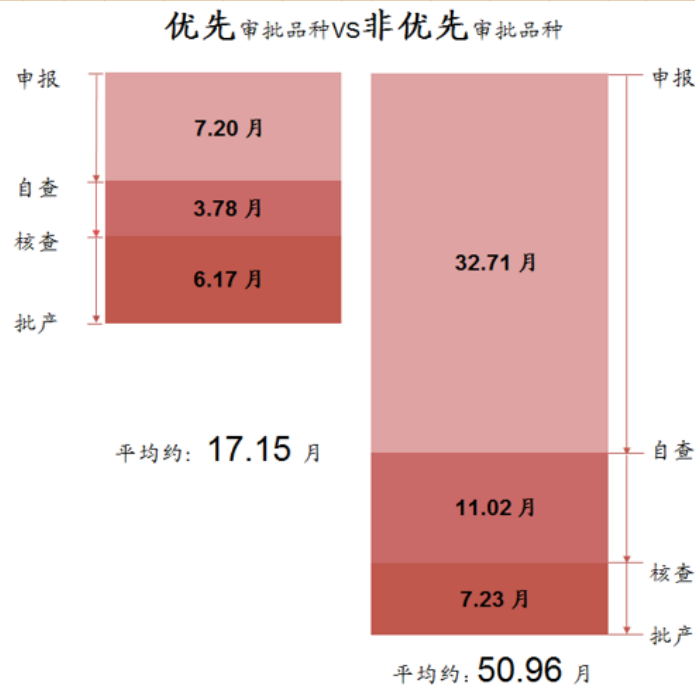
数据来源：CDE，西南证券整理。

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 药品供给侧：优先审评政策大幅缩短审批时间

- 2016年2月，CFDA执行优先审评政策出台，截止2018年4月，共计29批520件申请纳入优先审评，仅2017年就有50个品种（按照通用名，约100件注册申请）已获得生产批准。
- 根据Insight数据统计，优先审评能将NDA上市申请从原来的平均51个月缩短为17个月左右（承办日至获批历时）。

优先审评与非优先审评品种差异统计



数据来源: Insight 数据, 西南证券整理

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 药品供给侧：优先审评政策大幅缩短审批时间

以下部分已获批优先审评品种，公示日期至获批历时平均用时8.8月，大幅短于17个月。

产品名称	生产企业	承办时间	公示时间	获批时间	公示至获批历时
卡泊芬净	恒瑞医药	2012/12/26	2016/10/10	2017/1/11	93
来那度胺	双鹭药业	2015/1/19	2016/10/10	2017/11/21	103
阿法替尼	勃林格殷格翰	2016/2/29	2016/10/10	2017/2/21	134
帕立骨化醇	恒瑞医药	2013/10/16	2016/10/10	2018/2/2	480
安罗替尼	正大天晴	2017/3/16	2017/4/27	2018/5/8	376
吉非替尼	齐鲁制药	2014/1/26	2016/10/10	2016/12/23	74
帕瑞昔布钠	科伦药业	2013/8/7	2016/10/10	2017/11/21	407
索磷布韦片	吉利德	2017/3/15	2017/3/29	2017/9/20	175
枸橼酸托法替布片	辉瑞	2015/12/31	2016/10/10	2017/3/10	151
注射用艾普拉唑钠	丽珠集团	2016/6/29	2016/10/28	2017/12/28	426
醋酸加尼瑞克注射液	正大天晴	2015/9/21	2016/10/10	2018/2/2	480

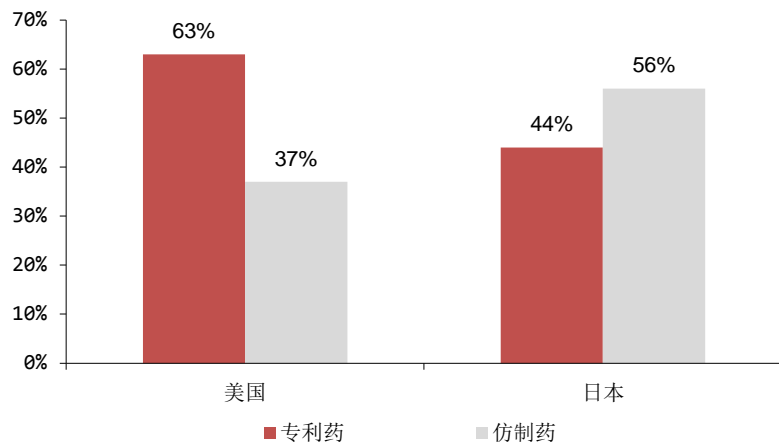
数据来源：CFDA、西南证券整理

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

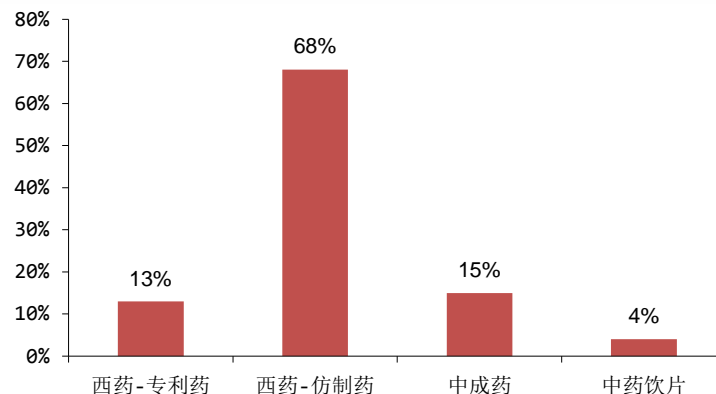
## 药品需求侧：中国专利药占比低，医保政策落地有利于创新药放量

- 中国的专利药占比远低于发达国家，2016年中国占比为13%，而同期美国和日本分别为63%和44%。
- 中国专利药放量发展缓慢受到多种因素的影响：1) 药审速度慢：新药审批时间长，上市时间平均比欧美晚5-7年；2) 医保对接慢：中国医保目录调整频率慢，原则上一般为5年/次，影响可及性；3) 合理用药机制不完善：药品滥用现象严重，辅助用药、非临床必需药品占用医保额度。
- 2016年以来众多政策落地，尤其是医保支付改革将从医保目录动态调整、谈判机制、按病种付费等途径催生创新药放量。

### 2016年美国和日本用药以专利药为主



### 2016年中国专利药支出占比低



数据来源：IMS，西南证券整理

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 药品需求侧：医保支出结构演变，有利于创新药放量

- 在国家医保目录新增限制和省市级合理用药目录的共同作用下，医保的结构调整正在加快落地速度，医保支出结构“腾笼换鸟”，将推动创新药快速放量。
- 假设2017年医保药品支出为100，其中受限品种占比为15%、专利药占比为10%，其他品种占比为75%；2017-2022医保药品支出增速为15%、受限品种增速为5%、其他品种增速为10%。则未来5年专利药复合增速为40-45%，5年后占医保的比例有望达到30%，占全市场药品支出的比例有望达到25%。

### 2018-2022年专利药将迎来快速放量

		2017销售额	2017占比	2022销售额	2022占比	CAGR
医保药品	医保药品支出	100	100%	201	100%	15%
	受限品种	15	15%	19	10%	5%
	<b>专利药</b>	<b>10</b>	<b>10%</b>	<b>61</b>	<b>30%</b>	<b>43.7%</b>
	其他品种	75	75%	121	60%	10%
全市场药品	全市场药品支出	167	100%	268	100%	10%
	受限品种	15	9%	19	7%	5%
	<b>专利药</b>	<b>22</b>	<b>13%</b>	<b>67</b>	<b>25%</b>	<b>25.3%</b>
	其他品种	130	78%	182	68%	7%

数据来源：西南证券

# 政策东风推动创新药进入新的发展时期

## 投资策略

□ 我们看好研发实力强、产品管线集中于治疗性用药、市场转化能力强的上市公司。

## 重点标的

- 综合实力强劲的公司，重点推荐：恒瑞医药（600276）、复星医药（600196）、中国生物制药（1177.HK）、科伦药业（002422）、丽珠集团（000513）；
- 特色领域竞争实力强劲的公司，重点推荐：康弘药业（002773）、安科生物（300009）、百济神州（BGNE.O）和金斯瑞生物科技（1548.HK）。

			净利润（亿元）			PE		
代码	公司	市值（亿元）	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
600276.SH	恒瑞医药	2592	32.17	38.91	51.90	81	67	50
300009.SZ	安科生物	174	2.78	3.75	5.18	63	46	34
002422.SZ	科伦药业	445	7.49	14.22	18.76	59	31	24
600196.SH	复星医药	955	31.25	35.41	41.25	31	27	23

数据来源：各公司公告，西南证券

# 目 录

---

- 1 医药行业回顾表现
- 2 政策东风推动创新药进入新的发展时期
- 3 2018年8月医药行业投资策略及标的

# 核心观点

《药神》电影播出后加快肿瘤药降价，近期贝达药业的埃克替尼降幅约3.8%，证明了我们近期肿瘤降价幅度的判断。对于1类肿瘤创新药，非2017年国家重点谈判的36个产品，很可能大幅降价进医保对该产品中长期发展是利好；对于36个国家谈判的肿瘤药，按照对降低关税、增值税同比降低对相关公司影响有限。新版医药目录及临床指南实施、尤其是新医保局的成立将会很大程度上严格执行新医保规定，医药分化更加明显。中药注射剂及其它辅助用药影响显著，增速大幅度下滑；恒瑞医药等公司的刚需药品仍然保持快速增长。

投资建议：医药工业增速有所改善，但更看重个股。结构化医药牛市很可能贯穿未来5年。受医药负面新闻较多、部分医药基金赎回及龙头公司高估值高位置的影响，医药龙头公司有所调整。但由于龙头公司行业地位高、19年估值切换后相对比较具有吸引力，调整幅度比较有限。选股思路如下：

- **创新药引领医药未来**，重点推荐恒瑞医药、科伦药业、华东医药，关注丽珠集团、复星医药；
- **血制品行业格局改善**，重点推荐华兰生物、博雅生物；
- **消费属性个股空间大**，重点推荐：片仔癀、爱尔眼科，关注广誉远；
- **高端医疗器械**，重点推荐乐普医疗、蓝帆医疗；
- **受益于网售处方药及医药分家**，重点推荐益丰药房，关注老百姓；
- **按摩椅进入爆发期，需求快速释放**，重点推荐奥佳华。

风险提示：药品降价超预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

# 恒瑞医药（600276）：创新提升盈利能力，国际化拓展加快

## □ 投资逻辑：

1) 以艾瑞昔布和右美为代表的多个产品进入新版医保，未来即将获批品种也将受益于本次目录调整，19K、黄达肝葵钠、帕立骨化醇三个品种也进入本次目录；2) 阿帕替尼快速放量+制剂出口将迎来爆发期为公司业绩增长亮点；3) 创新步伐加快，19K、瑞格列汀等多个创新药研发进展顺利。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2018-2019年归母净利润分别为38.9亿、51.9亿，对应PE分别为67倍、50倍，“买入”评级。

## □ 风险提示：

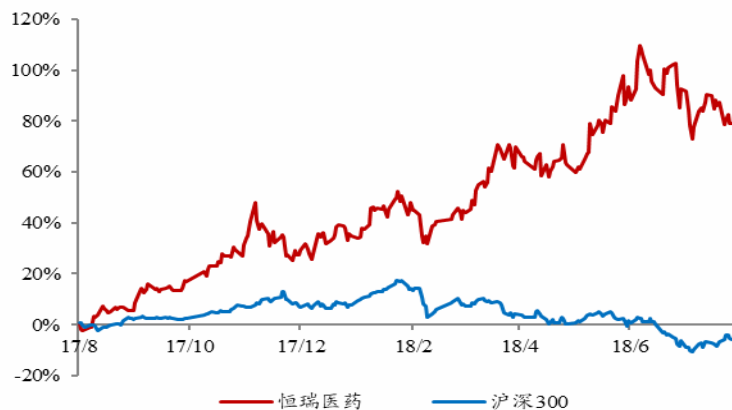
新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	13835.63	17545.95	22628.69
营业收入增长率	24.72%	26.82%	28.97%
净利润（百万元）	3216.65	3890.78	5189.84
净利润增长率	24.25%	20.96%	33.39%
EPS（元）	0.88	1.05	1.41
P/E	81	67	50

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 乐普医疗 (300003) : 重磅产品陆续上市, 打造心血管创新平台

## □ 投资逻辑 :

1) 器械板块: 心脏支架+起搏器仍然保持快速增长, 可降解支架NeoVas有望在18下半年获批上市, 形成新的利润增长点; 2) 药品板块: 氯吡格雷和阿托伐他汀持续快速放量, 18年通过一致性评价后将获得更多市场份额, 降糖药艾塞那肽有望在18年获批, 国产第一家上市; 3) 一体两翼战略布局形成, 心血管平台持续扩张, 器械+药品+服务+健康管理保障业务可持续高增长, 同时加强肿瘤免疫治疗和智慧医疗战略布局, 未来5-10年将成为新的业绩增长点。

## 盈利预测及建议 :

预计2018-2019年净利润分别为13.8亿、18.3亿, 对应PE分别为47倍、36倍, “买入”评级。

## □ 风险提示 :

产品销量或低于预期的风险、产品招标降价的风险、新产品获批进度或低于预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4537.64	5737.99	7565.05
营业收入增长率	30.85%	26.45%	31.84%
净利润 (百万元)	899.09	1380.85	1829.22
净利润增长率	32.36%	53.58%	32.47%
EPS (元)	0.50	0.78	1.03
P/E	73	47	36

数据来源: Wind, 西南证券



# 科伦药业 ( 002422 ) : 三发驱动全面发力 , 18年开始业绩爆发

## □ 投资逻辑 :

1) 大输液 : 行业产能出清 , 包材升级和产品提价 , 2018年有望贡献14亿净利润 , 并保持15%以上增速 ; 2) 抗生素全产业链 : 川宁环保解决满产 + 核心产品涨价 , 2018年业绩扭亏 , 保守贡献近5亿元净利润 , 乐观可达11亿元 ; 3) 创新研发 : 公司研发实力位居国内第一梯队 , 近5年高强度研发投入步入收获期 , 2018年开始每年将有10多个仿制药上市 , 其中近半为首仿的重磅产品 , 2020年创新药开始上市。认为2018年为公司业绩爆发拐点 , 未来三年业绩复合增速在40%以上。

## 盈利预测及建议 :

预计2018-2019年净利润分别为14.2亿、18.8亿 , 对应PE分别为30倍、23倍 , “买入”评级。

## □ 风险提示 :

原料药业绩或不及预期的风险 ; 仿制药和创新药研发进度或上市进度低于预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入 ( 百万元 )	11434.95	17410.99	20100.51
营业收入增长率	33.49%	52.26%	15.45%
净利润 ( 百万元 )	748.54	1422.38	1875.62
净利润增长率	28.04%	90.02%	31.86%
EPS ( 元 )	0.52	0.99	1.30
P/E	57	30	23

数据来源 : Wind , 西南证券



# 爱尔眼科 ( 300015 ) : 增长确定的眼科龙头

## □ 投资逻辑 :

1) 增长引擎已向非前十大医院转移。目前上市公司和并购基金旗下共有200余家门店开业, 其中省会已全面布局, 随着公司次新医院成熟周期的到来, 内生发展潜力仍显广阔。2) 多角度布局眼健康管理, 新业务酝酿新增长点。目前正在着力布局社区、乡村眼健康e站、视光门诊, 开发大数据和云服务, 并积极研发眼科可穿戴设备, 在健康管理领域的后续布局值得期待。

## 盈利预测及建议 :

预计2018-2019年净利润分别为10.0亿、13.3亿, 对应PE分别80倍、60倍, “买入” 评级。

## □ 风险提示 :

核心业务增速不及预期风险、并购基金资产注入进度不及预期风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入 ( 百万元 )	5962.85	7947.87	10595.34
营业收入增长率	49.06%	33.29%	33.31%
净利润 ( 百万元 )	742.51	997.81	1330.87
净利润增长率	33.19%	34.38%	33.38%
EPS ( 元 )	0.47	0.63	0.84
P/E	107	80	60

数据来源 : Wind , 西南证券



数据来源 : Wind , 西南证券整理

# 片仔癀 ( 600436 ) : 收入持续高增长 , 销量增速超预期

## □ 投资逻辑 :

1) 管理层战略清晰, 体验店等模式已使片仔癀产品从福建、华南逐步走向华中、华北乃至全国; 2) 稀缺性强化提价逻辑, 且上轮提价后消费端接受度较好量价齐升趋势明显, 预计其出厂价及终端价仍有持续提价动力和空间; 3) 在营销领域不断加强, 以日渐深入品牌形象推广带动大健康系列销售。

## □ 盈利预测及建议 :

预计2018-2019年归母净利润分别为11.4亿、15.4亿, 对应PE分别为60倍、44倍, “买入”评级。

## □ 风险提示 :

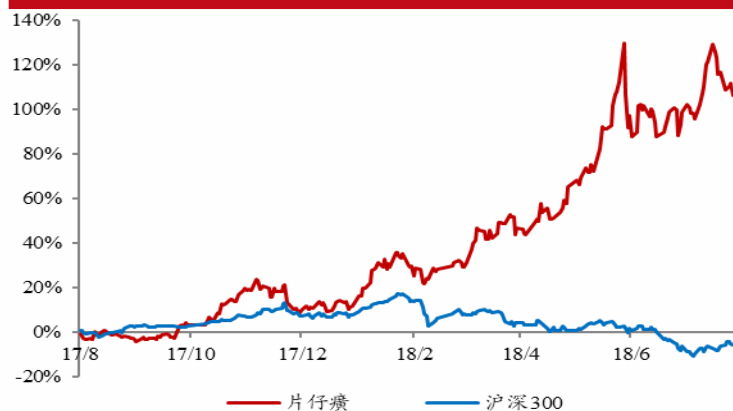
原材料价格波动风险, 产品销售不及预期风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入 ( 百万元 )	3713.95	4913.09	6266.73
营业收入增长率	60.85%	32.29%	27.55%
净利润 ( 百万元 )	807.02	1141.80	1542.24
净利润增长率	50.53%	41.48%	35.07%
EPS ( 元 )	1.34	1.89	2.56
P/E	85	60	44

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 蓝帆医疗（002382）：收购全球心脏支架领先企业，向高值耗材升级

## □ 投资逻辑：

1) 长期发展战略清晰，从低值医疗耗材逐步向高值耗材转型，收购柏盛迈开第一步，后期将打造心血管科全产业链生态圈；2) 心脏支架创新企业，新产品上市快速放量，销量和盈利能力进一步提升；3) 丁腈手套新产能投放，手套业务加速增长。

## 盈利预测及建议：

预计2018-2019年净利润分别为5.4亿、8.5亿，对应PE分别为28倍、22倍，“买入”评级。

## □ 风险提示：

产品销售或不及预期的风险；汇兑损益风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1575.95	3343.90	5180.96
营业收入增长率	22.28%	112.18%	54.94%
净利润（百万元）	200.86	538.37	847.13
净利润增长率	10.93%	168.03%	57.35%
EPS（元）	0.21	0.56	0.88
P/E	38	28	22

数据来源：Wind，西南证券



## 重点推荐标的

板块	代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
创新药	600276.SH	恒瑞医药	2592	32.17	38.91	51.90	81	67	50
	300009.SZ	安科生物	174	2.78	3.75	5.18	63	46	34
	600196.SH	复星医药	955	31.25	35.41	41.25	31	27	23
	002422.SZ	科伦药业	445	7.49	14.22	18.76	59	31	24
	300003.SZ	乐普医疗	654	8.99	13.81	18.29	73	47	36
品牌中药	600436.SH	片仔癀	701	8.07	11.42	15.42	87	61	45
	600771.SH	广誉远	170	2.37	4.49	6.56	72	38	26
	000538.SZ	云南白药	1052	31.44	35.39	40.56	33	30	26
	600085.SH	同仁堂	473	10.17	11.41	13.03	46	41	36
大输液	603367.SH	辰欣药业	102	3.67	6.03	8.12	28	17	13
	002422.SZ	科伦药业	445	7.49	13.06	17.02	59	34	26
	600062.SH	华润双鹤	204	8.42	9.79	11.26	24	21	18
零售药店	603883.SH	老百姓	211	3.70	4.60	5.69	57	46	37
	603939.SH	益丰药房	210	3.13	4.20	5.58	67	50	38
	002727.SZ	一心堂	182	4.22	5.44	6.81	43	34	27
医疗服务	300015.SZ	爱尔眼科	803	7.42	9.97	13.30	108	81	60
	300143.SZ	星普医科	52	1.22	1.96	2.99	42	26	17

数据来源：各公司公告，西南证券

## 西南证券投资评级说明

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

## 分析师承诺

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

## 重要声明

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

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

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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

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



西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn