西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

2018年9月医药行业投资策略

中报行业增长分化加剧，聚焦创新和消费主线

西南证券研究发展中心

2018年9月3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

对于通过一致性评价的产品，国家层面将选择北京、上海、天津等11个城市作为试点实行带量采购，按照这11个试点地区所有公立医院各机构年度药品总用量的60%~70%估算采购总量；江西等多省提出同一个产品有大于3家以上通过一致性评价，没通过的停止销售。我们认为：通过一致性评价品种有利于实现进口替代及供给侧改革；但带量采购后降价为大概率，重点推荐0到1的通过一致性评价的产品。对于1类肿瘤创新药，非2017年国家重点谈判的39个产品，年内降价很可能落地，但由于外资原研药更贵，对国内仿制药影响较小。我们认为：从中报化药制剂业绩看，行业分化更加显著；行业龙头效应明显，近期龙头白马调整较多，投资价值凸显。选股思路如下：

◆**创新药引领医药行业未来，**重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、泰格医药（300347）、药明康德（603259）等；

◆**高端制药业享受一致性评价红利，**重点推荐华东医药（000963）、乐普医疗（300003）等，

◆**生长激素持续高增长，**重点推荐长春高新（000661）、安科生物（300009）；

◆**战略看多品牌中药**，重点推荐片仔癀（600436）、广誉远（600771）等；

◆**看好高端品牌、连锁医疗服务**，重点推荐爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）等；

◆**有条件看多疫苗**，重点推荐智飞生物（300122）等；

◆药房领域，重点推荐益丰药房（603939）、老百姓（603883）等。

◆**国内按摩器具有巨大爆发潜力**，重点推荐奥佳华（002614）等。

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 一致性评价药品集中采购时代即将来临

3 医药行业上市公司中报总结分析

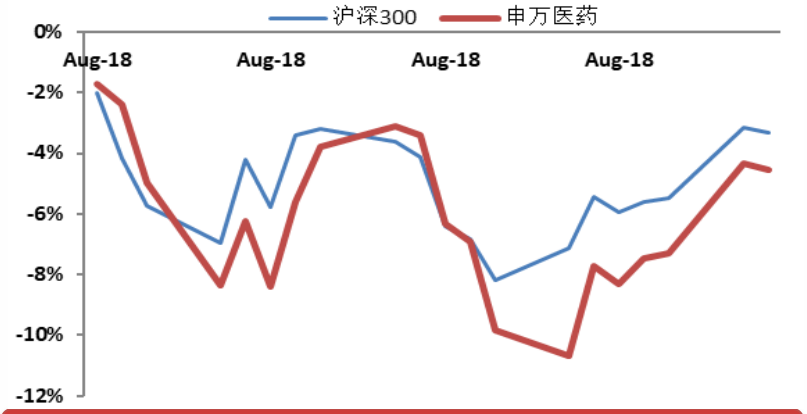
4 PDB样本医院中报数据总结分析

5 2018年9月医药行业投资策略及标的

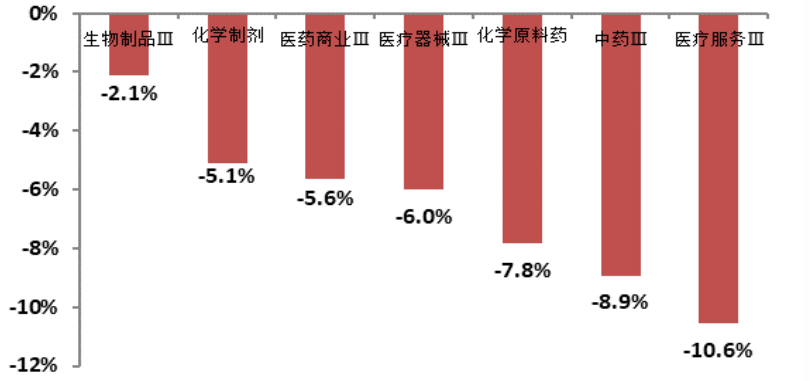
1 医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现

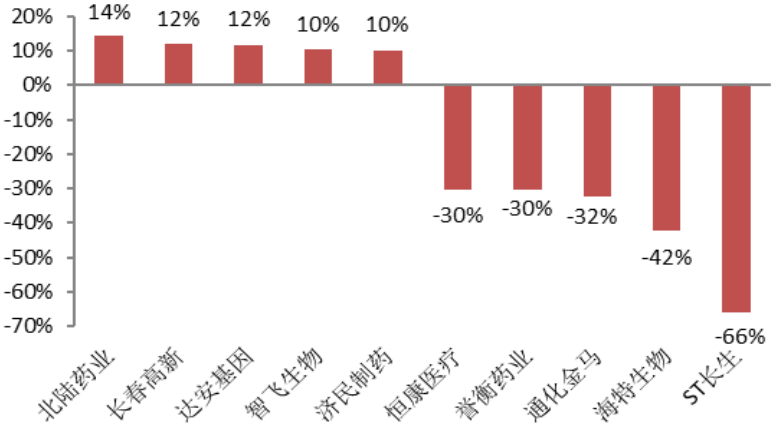
医药指数相对沪深300走势



医药子行业二级市场涨跌幅



医药个股涨跌幅排名



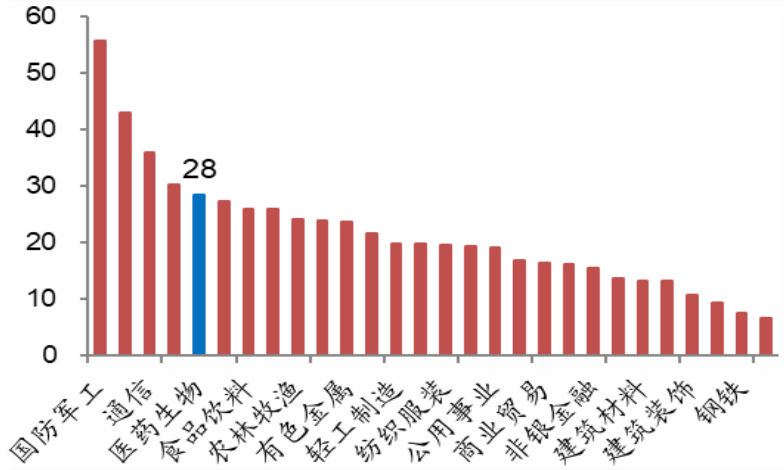
数据来源：Wind，西南证券整理

- 2018年8月申万医药指数下跌8.07%，跑输沪深300指数2.86个百分点。
- 2018年8月医药行业出现普跌但子板块明显分化，生物制品跌幅最小为-2.1%，其次为化学制剂（-5.1%）和医药商业（-5.6%）；医疗服务跌幅最大为-10.6%。
- 2018年8月医药上市公司中涨幅最大的分别为北陆药业（+14%）、长春高新（+12%）、达安基因（+12%），跌幅最大的为ST长生（-66%）、海特生物（-42%）。

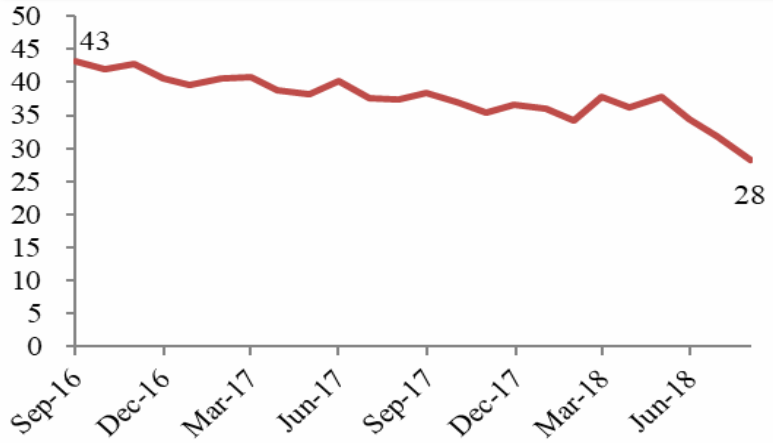
1 医药行业回顾表现

1.2 医药行业市盈率和溢价率

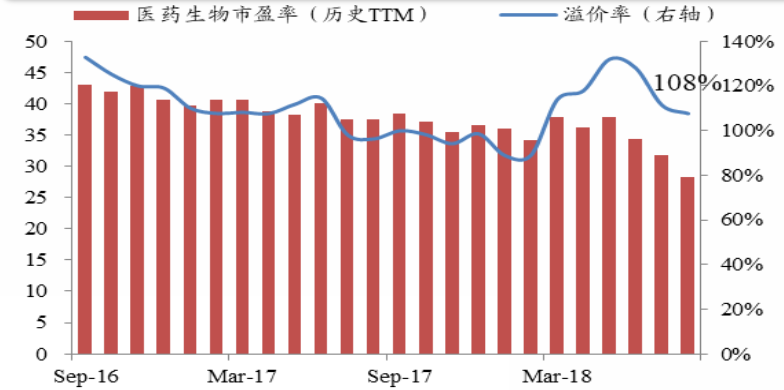
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



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



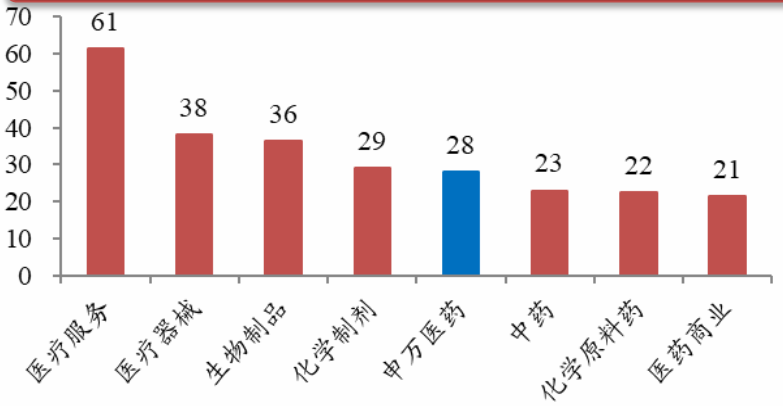
- 横向看：医药行业PE(TTM)为28倍，在申万一级行业中处于中等偏上水平。
- 纵向看：医药行业PE(TTM)处在过去2年估值最底部。
- 医药行业相对于全部A股估值溢价率为108%，与7月份相比下降3个百分点。

数据来源：Wind，西南证券整理

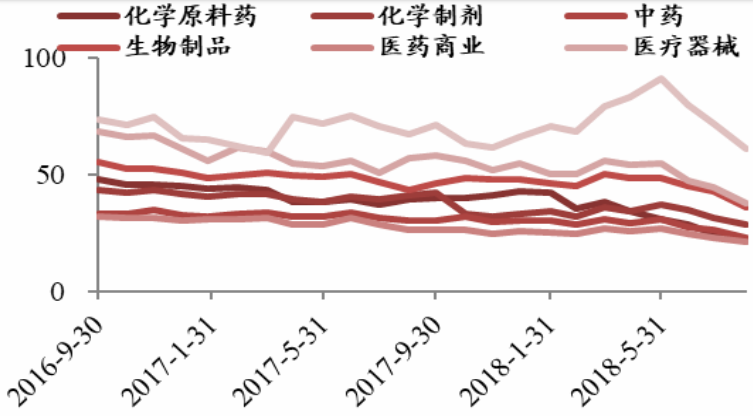
1 医药行业回顾表现

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

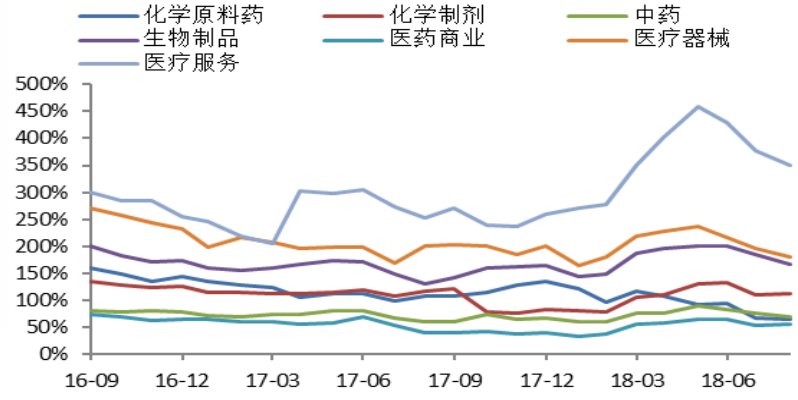
申万医药子行业市盈率（TTM整体法）



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（61倍）和医疗器械（38倍）的PE(TTM)最高，化学原料药（22倍）和医药商业（21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。

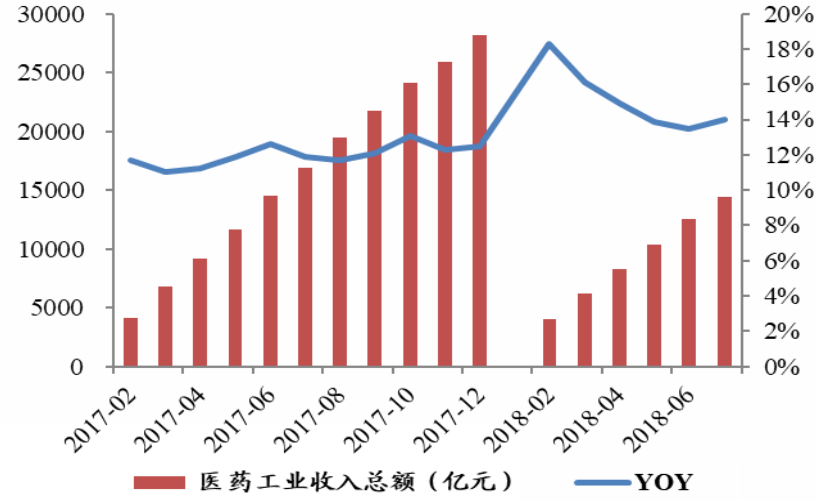
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业回顾表现

1.4 医药工业数据表观增速低，主要是因为存在巨大分化

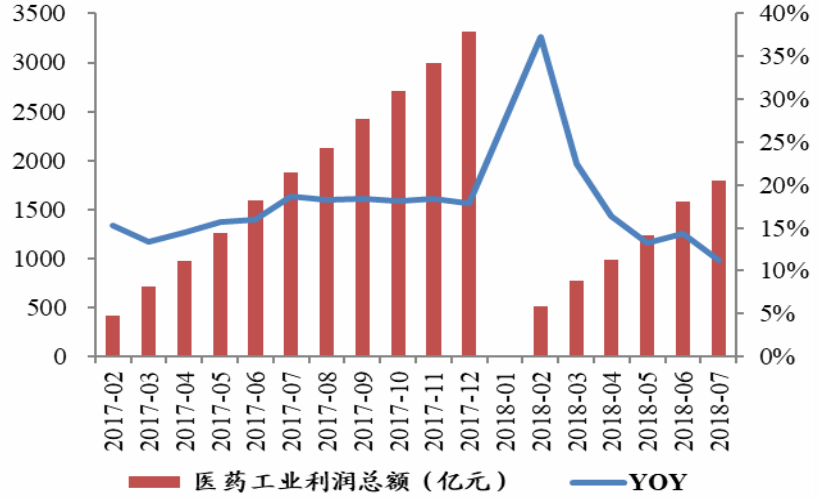
- 2018年1-7月份医药制造业实现主营业务收入14404亿（+14.0%）和利润1789亿（+11.2%），2018年7月单月实现收入1827亿元（+17.6%）和利润204亿元（-8.7%）；我们认为医药行业分化明显，医药工业数据对投资决策支持作用小；
- 2018年3月以来医药工业收入和利润增速均有所下滑：1）收入端增速下滑主要是因为年初流感影响导致经销商和终端备货库存增加，3月以来渠道和终端去库存，表观收入增速有所下滑，预计未来将维持10%以上稳定增长；2）利润端增速下滑幅度更大估计与两票制低开转高开影响有关，导致表观收入增速提升，但扣掉转高开后费用处理，利润增速下滑。

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

目 录

1 医药行业回顾表现

2 政策分析：一致性评价药品集中采购时代即将来临

3 医药行业上市公司中报总结分析

4 PDB样本医院中报数据总结分析

5 2018年9月医药行业投资策略及标的

2 政策分析：一致性评价药品集中采购时代即将来临

国家集中采购方案流出，国内仿制药格局变化在即

8月10日，网传流出《国家药品采购试点方案》

核心内容

- **目标任务：**选择11个城市，遴选通过一致性评价品种，国家组织集中采购试点，以**明显降低药价**，**减少企业交易成本**，引导医院规范用药；
- **总体思路：**国家组织、联盟采购、平台操作；
- **品种范围**：通过一致性评价的通用名品种；
- **集中采购形式**：入围3家及以上采取招标采购；入围企业2家采用议价采购；入围企业1家采用谈判采购；

政策措施

- **带量采购，以量换价**：试点地区年度总用量的**60%-70%的采购总量**；
- **招采合一，保证使用**：优先使用，确保1年内完成合同用量，并定期考核监督；
- **确保质量，保障供应**：严格质量入围标准和供应入围标准，对不能保障质量和供应的情况，设置赔偿、惩戒和应急保障措施；
- **保证回款，降低交易成本**：严查医院不按时结款，同时医保按不低于采购量金额的30%提前预付医疗机构。

2 政策分析：一致性评价药品集中采购时代即将来临

国家集中采购方案流出，国内仿制药格局变化在即

政策衔接，三医联动：

- **探索医保支付标准与采购价协同：**原则上对统一通用名参比制剂、通过一致性评价的仿制药，医保按统一标准支付（低于标准，患者按实际价格支付；高于标准，超出部分患者自付）；
- **通过机制转化，促进医疗机构改革：**同一年度医保总额预算不做调减，节省医保资金由医保通过绩效考核，结余留用等给医院，用于提高医务人员薪酬；
- **带量采购，确保用量**：对不按规定采购和使用的医疗机构，在医保总额指标、政府奖补资金、等级评审、医保订单资格、国家及地方重点专科评定及复核、医疗机构负责人目标责任考核中予以惩戒；
- **明确部门职责做好政策链接：**医保、医疗、医药主管部门药各司其职，协调联动；

2 政策分析：一致性评价药品集中采购时代即将来临

通过一致性评价产品及相关企业

- 目前共40个品种通过仿制药一致性评价（合并不同规格）；共涉及27家企业，其中上市公司15家；
- 重点品种有：氯吡格雷、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、苯磺氨酸氨氯地平片、草酸艾司西酞普兰、阿莫西林、恩替卡韦等；
- 重点推荐：科伦药业、乐普医疗、华海药业、普利制药等。

最新通过仿制药一致性评价的上市公司情况（不区分规格）

上市公司	品种名	通过企业数量	上市公司	品种名	通过企业数量
华海药业	厄贝沙坦片	2	复星医药	阿法骨化醇片	1
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	2		苯磺酸氨氯地平片	3
	福辛普利钠片	1		草酸艾司西酞普兰片	2
	赖诺普利片	1	京新药业	瑞舒伐他汀钙片	3
	利培酮片	1		左乙拉西坦片	1
	氯沙坦钾片	1	联邦制药	阿莫西林胶囊	1
	奈韦拉平片	1		头孢呋辛酯片	3
	缬沙坦片	1	上海医药	卡托普利片	2
	盐酸帕罗西汀片	1		盐酸氟西汀胶囊	1
石药集团	阿奇霉素片	1	海正药业	厄贝沙坦片	2
	卡托普利片	2		瑞舒伐他汀钙片	3
	盐酸曲马多片	1	**科伦药业**	**草酸艾司西酞普兰片**	**2**
	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	1	**乐普医疗**	**阿托伐他汀钙片**	**2**
中国生物制药	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	2	现代制药	头孢呋辛酯片	3
	恩替卡韦分散片	2	信立泰	硫酸氢氯吡格雷片	1
	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	3	**德展健康**	**阿托伐他汀钙片**	**2**
	瑞舒伐他汀钙片	3	恒瑞医药	盐酸氨溴索片	1
			华润双鹤	苯磺酸氨氯地平片	3

数据来源：药智网，西南证券整理

2 政策分析：一致性评价药品集中采购时代即将来临

上海带量采购：有望全国推进，看好在行业变革中有能力实现“增量”的品种

游戏规则：保质、降价、反腐同时推进

- **保质**——入围标准：1）原研药及前国家食品药品监督管理总局发布的仿制药质量和疗效一致性评价参比制剂；2）通过仿制药质量和疗效一致性评价并公布的药品；3）进口药品（包括进口分装）；4）符合以下条件之一的国产药品：获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量认证机构认可的权威机构生物等效性评价认定的药品；获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量体系认证并依此生产的药品；获得香港医院管理局采购资格（2015年-2017年）并依此生产的药品
- **降价**——涉及品种主要为医保临床使用量大、药品使用金额高且有多家企业生产的非专利药品。中标产品降价明显，三分之二品种降幅达 50%以上。**上海带量采购至今已进行 3批，就已公布带量采购中标价格的 36 个品规来看，降幅在 2%-93%之间，共 24个品规降价 50%以上，平均降价 55.7%，降幅明显。但通过一致性评价品种降幅相对较小。**
- **反腐**——严禁二次议价。三方合同将医药配送企业与医药生产企业绑定，配送企业需要与上游生产企业中标品规形成固定搭配关系才可参与带量采购的配送工作。采用总额预付机制，上海市药品集中招标采购事务管理所为货款直接支付方，分三批向医药配送企业支付医保药品“带量采购”货款。而后医疗机构需每月将上月货款支付至配送企业，配送企业亦每月回款给上海市药品集中招标采购事务管理所。

2 政策分析：一致性评价药品集中采购时代即将来临

上海带量采购：有望全国推进，看好在行业变革中有能力实现“增量”的品种

对企业的影响

- 以量换价——医疗机构虽然可继续采购未中标的品规，但要求其自愿降价至不高于带量采购中标价格，且采购不得超过中标品规，保证中标品规在医院市场份额超过50%。
- 进口替代——在第三批已公示的21个品规中，跨国药企在仿制药方面的价格竞争中基本全线溃败，除山德士（中国）制药有限公司的富马酸比索洛尔片（5mg*10 片）及辛伐他汀片（20mg*10 片）中标外，其余全为国产仿制药中标，国产仿制药已准备好全面抢占市场。

西南医药观点：

- 上海带量采购率先响应一致性评价政策，医保管理部门高度参与，医疗机构话语权削弱，或将成为其他省份采购的样板。 “质”与“价”为入围的核心竞争点，“销售投入”或不再是仿制药市场的关键变量。短期来看，率先通过一致性评价的产品有能力借助上海带量采购模式进行有效的进口替代。长期来看，通过一致性评价品种越来越多后，价格战在所难免。因此，我们重点看好在行业变革中有能力实现“增量”的品种 。创新药领域研发壁垒高、竞争格局好，为我们长期看好的领域，如恒瑞医药、康弘药业、中国生物制药、石药集团。仿制药领域则看好国内市场格局好、外资原研可替代空间大的品种，如科伦药业、乐普医疗、华东医药等。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 一致性评价药品集中采购时代即将来临

3 医药行业上市公司中报总结分析

4 PDB样本医院中报数据总结分析

5 2018年9月医药行业投资策略及标的

3 医药行业上市公司中报总结分析

概述

- **医药行业：**我们统计了267家医药上市公司2018年半年报概况。267家医药上市公司2018H1收入、归母净利润总额增速分别为21.7%、20.8%，2018Q2收入、归母净利润总额增速分别为18.5%、14.7%。受两票制低开转高开影响，利润增速略低于收入增速。**医药行业数据保持良好增长趋势，主要原因有：1）新进医保目录药品放量；2）仿创类药品获批加快，“优先审评”效果显著；3）零加成、两票制及新标降价对行业边际影响减弱；4）消费升级及健康意识拉动消费增长。受流感高峰期过去的影响，2018Q2利润增速相对Q1有所放缓。**
- **化学制剂：**2018H1收入总额增速为23.7%、归母净利润总额增速为19.7%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为26.5%和20.3%，净利润总额增长分别为21.4%和13.4%。受两票制低开转高开影响，利润增速略低于收入增速。**一致性评价实现仿制药供给侧改革，创新加速实现行业由仿制药向创新药的结构性转型；未来化药公司分化将会更加明显。重点看好：恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）等。**
- **化学原料药：**2018H1收入总额增速为32.9%、归母净利润总额增速为82%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为42.6%和23.9% ，净利润总额增长分别为154.8%和26.4%。**国内原料药行业正处于去产能、提质量的过程中，原料药行业进入景气的周期行情。重点看好：金达威（002626）、鲁抗医药（600789）等。**
- **中药：**2018H1营业收入、净利润同比增速分别为20.2%、21.3% 。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为22.7%和17.8%，净利润总额增长分别为23.5%和19.2%。**品牌中药短期渠道库存压力较大，长期成长逻辑不变；中药饮片、零售端药品市场前景较好；中药注射剂政策变化仍需观察。重点看好片仔癀（600436）、广誉远（600771）等；重点看好：华润三九（000999）、健民集团（600976）等。**
- **生物药：**2018H1收入总额增速为50.4%、归母净利润总额增速为60.1%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为41.4%和50.1%，净利润总额增长分别为45.4%和68.0%，行业整体环比呈加速增长态势。**疫苗受益新品放量，业绩迎来爆发期，血制品行业复苏在即，其它如生长激素、胰岛素等保持快速成长。重点看好智飞生物（300122）、华兰生物（002007）、通化东宝（600867）、康弘药业（002773）。**

3 医药行业上市公司中报总结分析

概述

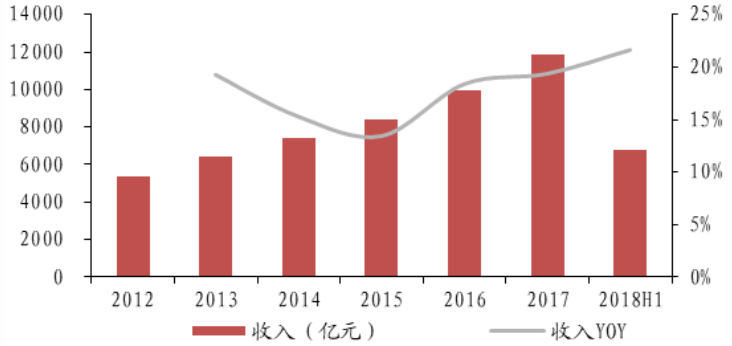
- **医疗器械：**2018H1收入总额增速为21.9%、归母净利润总额增速为19.9%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为22.1%和22.3%，净利润总额增长分别为20.3%和21.3%。**产业整合提升综合竞争力。重点看好：迈克生物（300463）、安图生物（603658）、乐普医疗（300003）。**
- **零售药店：**2018H1年收入总额增速为23%、归母净利润总额增速为26.7%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为24.4%和21.8%，净利润总额增长分别为28.4%和25.1%。**医药零售公司未来的发展机遇来自行业整合和处方外流。建议关注外延预期强烈的益丰药房（603939）、老百姓（603883）、一心堂（002727）、大参林（602344）。**
- **医疗服务：**2018H1收入总额增速为43%、归母净利润总额增速为31%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为38.3%和46.8%，净利润总额增长分别为34.7%和29.4%。**行业处于高速成长周期，政策红利将进一步释放；看好业务模式较为成熟的爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）、信邦制药（002390）。**
- **CRO：**2018H1收入总额增速为25%、归母净利润总额增速为69%。2018年Q1、Q2收入增速分别为25.8%、24.3%，归母净利润增速分别为11.7%、111.8%。**受益国内医药创新政策的催化，全球医药研发外包有向新兴市场转移的趋势，我们认为中国 CRO行业接下来将继续高速发展，行业将中长期维持高景气度。**
- **医药流通：**2018H1年收入总额增速为17.6%、归母净利润总额增速为8.7%。2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为22.3%和13.4%，净利润总额增长分别为15.2%和3.4%，单季度利润增速下滑幅度较大主要是受九州通2017Q2非经常损益过多影响。**两票制将进一步提升行业集中度，医药分家政策背景下，流通商面临向医院综合服务商转型的机遇，看好瑞康医药（002589）、九州通（600998）、柳州医药（603368）。**

3 医药行业上市公司中报总结分析

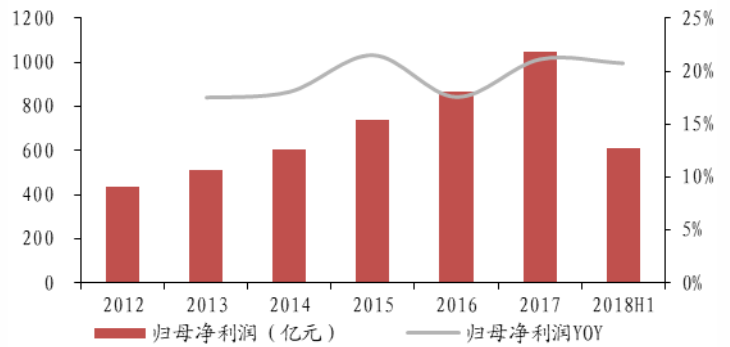
3.1 医药行业概况：增速回暖趋势明确

- 267家医药上市公司2018H1收入总额增速为21.7%、归母净利润总额增速为20.8%。
- 267家医药上市公司2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为25.2%和18.5%，净利润总额增长分别为28.7%和14.7%，

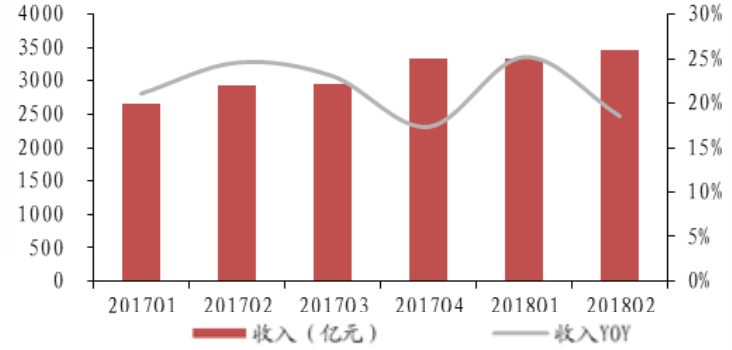
医药行业上市公司收入总额及增速



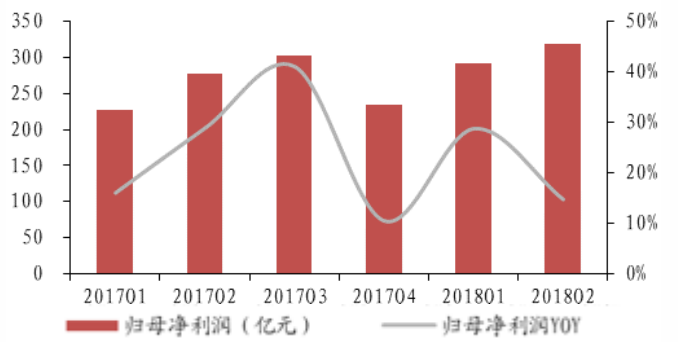
医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业上市公司收入总额及增速（分季度）



医药上市公司归母净利润总额及增速（分季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

3.1 医药行业概况：疫苗、CRO、医疗服务、原料药表现靓丽

- 2018年中报：
  - 收入增长最快的三个细分领域依次为： 疫苗、医疗服务、IVD；
  - 利润增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、化学原料药、CRO。
- 2018Q2季报：
  - 收入增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、化学原料药、医疗服务；
  - 利润增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、OTC中药。

2018年半年报及2018Q2医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

领域	2018H1		2018Q2	
	收入 yoy	净利润 yoy	收入 yoy	净利润 yoy
化药制剂	23.7%	19.7%	20.3%	13.4%
化药原料药	32.9%	82%	154.8%	26.4%
中药	20.2%	21.3%	17.8%	19.2%
其中：品牌中药	8.3%	9.2%	9.1%	4.3%
其中：OTC 中药	23.1%	43.4%	18.5%	47.9%
其中：中药饮片	28%	21.3%	28.1%	9%
其中：医院口服	38%	18.9%	36.6%	14.3%
其中：医院注射	9.8%	-2.7%	6.6%	-5.2%
生物药	50.4%	60.1%	50.1%	68%
其中：血制品	38.1%	9.9%	41%	34.5%
其中：疫苗	199.7%	422.7%	176.9%	362.7%
其中：其他生物药	31.9%	40.5%	29.1%	34.3%
医疗器械	21.9%	19.9%	22.3%	21.3%
其中：IVD	40.1%	24.8%	43.7%	24.4%
其中：其他医疗器械	15.7%	16.9%	14.8%	19.4%
零售药店	23%	26.7%	21.8%	25.1%
医疗服务	43%	31%	46.8%	29.4%
CRO	25%	69%	24.3%	111.8%
医药流通	17.6%	8.7%	13.4%	3.4%

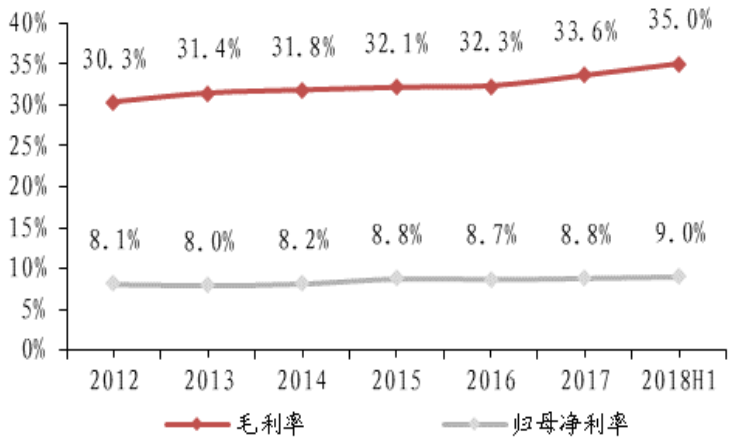
3 医药行业上市公司中报总结分析

3.1 医药行业概况：盈利能力提升

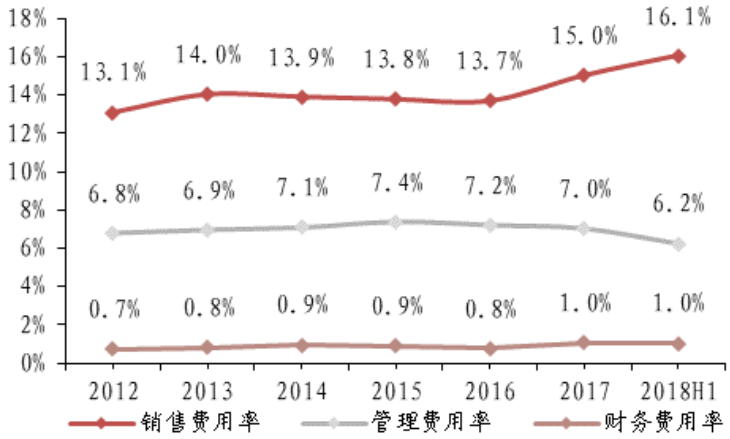
盈利能力方面，267家医药上市公司2017年和2018H1的毛利率、净利率整体趋势向上，其中：

- 毛利率整体趋势向上：1）两票制低开转高开；2）高毛利率产品放量且占比提升；
- 销售费用率略有升高：1）两票制低开转高开，销售费用增加；2）产品推广力度加大。
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率维持稳定。

医药行业上市公司毛利率及净利率（整体法）



医药行业上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：Wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

3.1 医药行业概况：增速回暖趋势明确

医药行业数据回暖的原因

- 新进医保目录药品放量；
- 仿创类药品获批加快，“优先审评”效果显著；
- 零加成、两票制及新标降价对行业边际影响减弱；
- 消费升级及健康意识拉动消费增长。

各省两票制执行时间

2015以前	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1
福建		安徽	陕西	内蒙古	河南
		青海	四川	广东	宁夏
		重庆	湖南	浙江	贵州
			江西	天津	
			山西	广西	
			新疆	黑龙江	
			河北	吉林	
			辽宁	云南	
			湖北	西藏	
			上海	甘肃	
				山东	
				北京	
				海南	

各省执行新标时间

2015以前	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	滚动招标	在招
安徽	天津	山东	湖北	青海	西藏	上海	内蒙古
湖南	河北	广西	北京	河南	贵州	广东	吉林
浙江			四川	山西		重庆	江苏
			黑龙江	辽宁			海南
			福建	宁夏			云南
				江西			陕西
							甘肃
							新疆

各省新医保目录执行时间

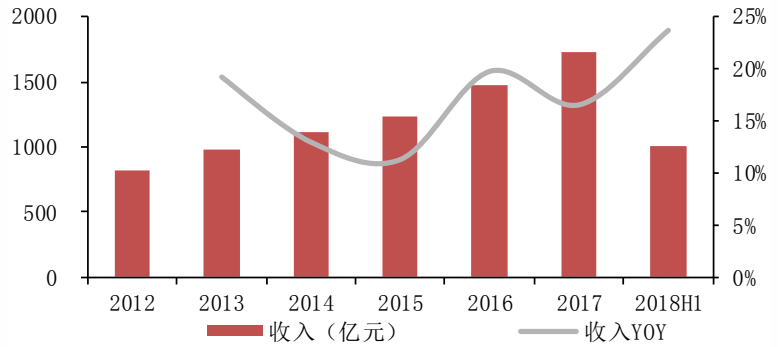
2017H1	2017H2	2018H1	已征求意见
福建	甘肃	河南	辽宁
	新疆	吉林	山西
	宁夏	江西	安徽
	西藏	北京	天津
	贵州	江苏	湖南
	上海	山东	陕西
	青海		重庆
	湖北		四川
	黑龙江		云南
			海南

3 医药行业上市公司中报总结分析

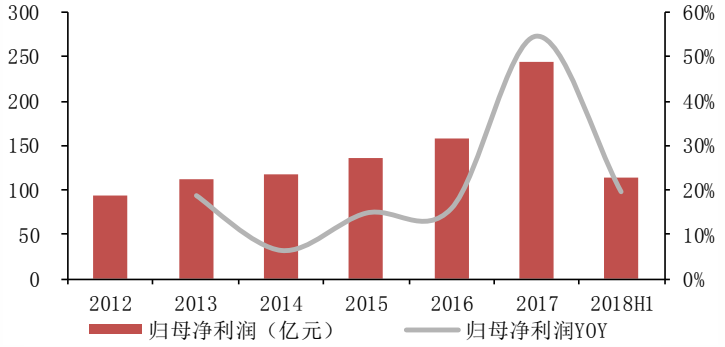
3.2 化学制剂：收入与业绩增速均明显提升

- 51家化学制剂公司2018H1年收入总额增速为23.7%、归母净利润总额增速为19.7%。
- 化学制剂行业2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为26.5%和20.3%，净利润总额增长分别为21.4%和13.4%，行业整体仍然保持快速增长态势，规模效应逐渐体现。

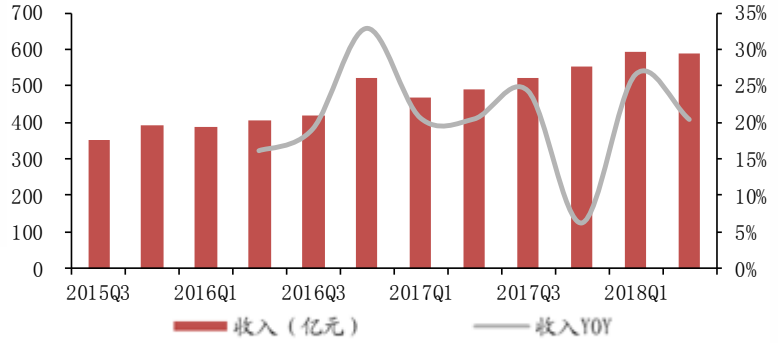
化学制剂上市公司收入总额及增速



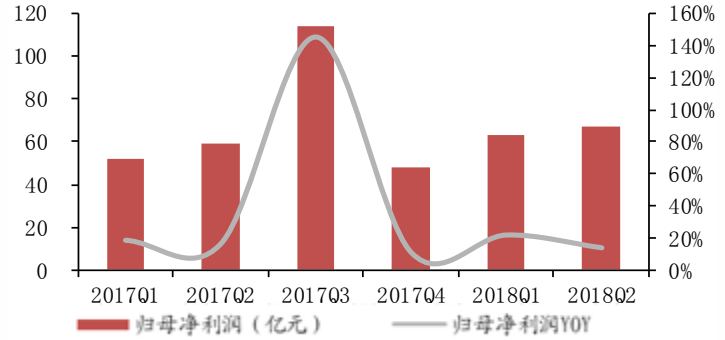
化学制剂上市公司归母净利润总额及增速



化学制剂上市公司收入总额及增速（单季度）



化学制剂上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：wind，西南证券整理

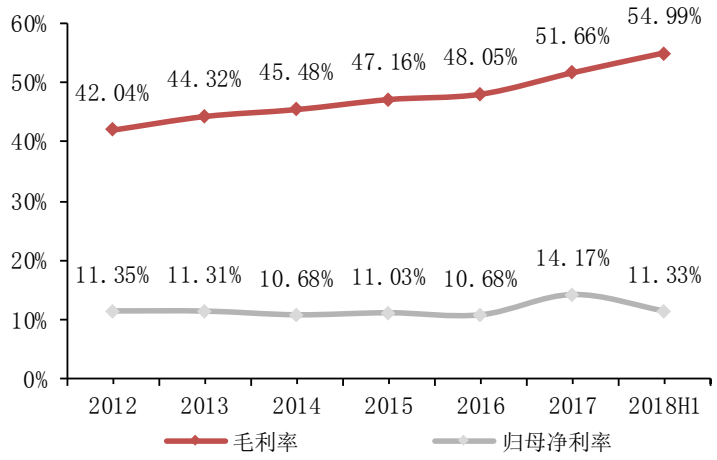
3 医药行业上市公司中报总结分析

3.2 化学制剂：收入与业绩增速均明显提升

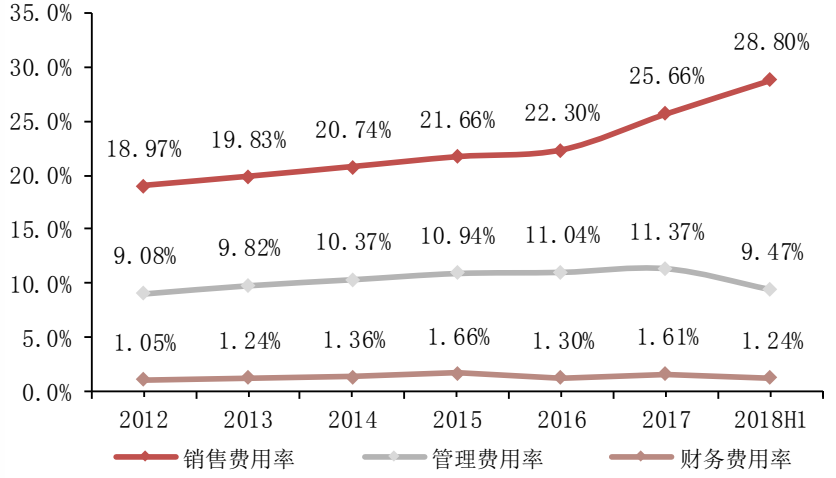
盈利能力方面，化学制剂上市公司2017年和2018H1的毛利率、净利率整体趋势向上，其中：

- 毛利率整体趋势向上：1）高毛利率产品放量且占比提升；2）规模效应逐步体现。
- 销售费用率略有升高：市场竞争变激烈导致推广费用加大。
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率下降：债务融资规模减少。
- **西南证券医药团队观点：化学制剂正处于转型升级过程中，一致性评价实现仿制药供给侧改革，创新加速实现行业由仿制药向创新药的结构性转型；未来化药公司分化将会更加明显。**

化学制剂上市公司毛利率及净利率（整体法）



化学制剂上市公司期间费用率（整体法）



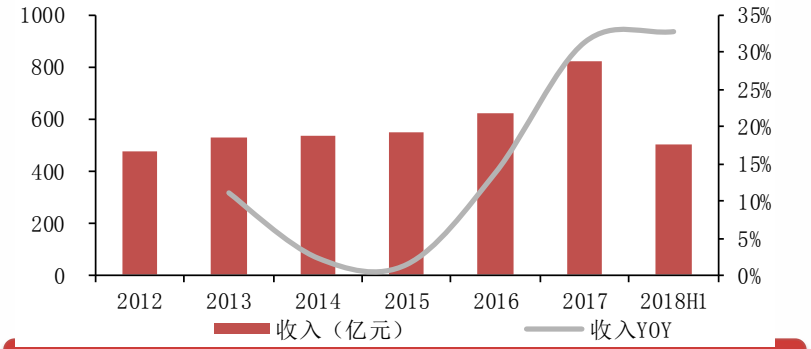
数据来源：Wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

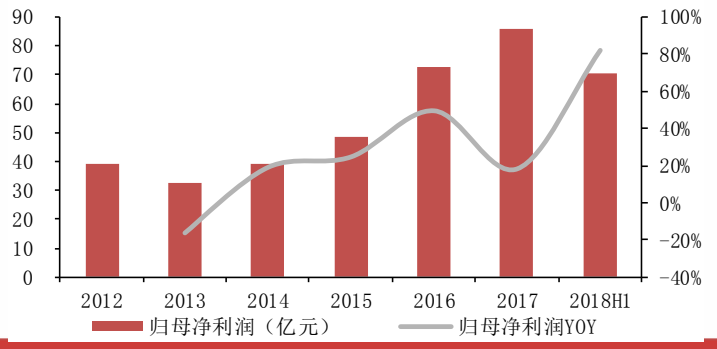
3.3 原料药：维持高景气行情

- 34家原料药公司2018H1年收入总额增速为32.9%、归母净利润总额增速为82%。
- 34家原料药公司2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为42.6%和23.9% ，净利润总额增长分别为154.8%和26.4%，利润增速有所提升。

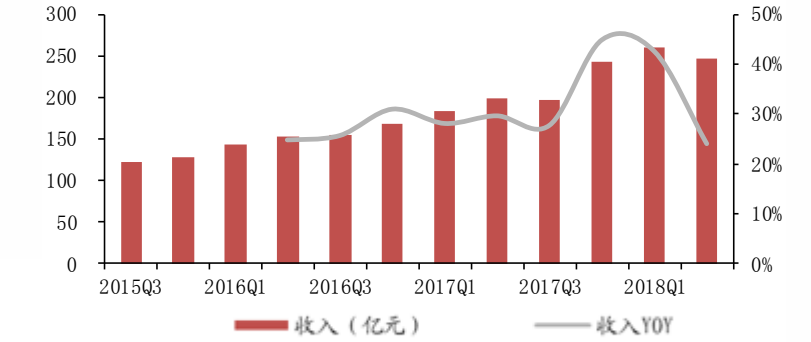
原料药上市公司收入总额及增速



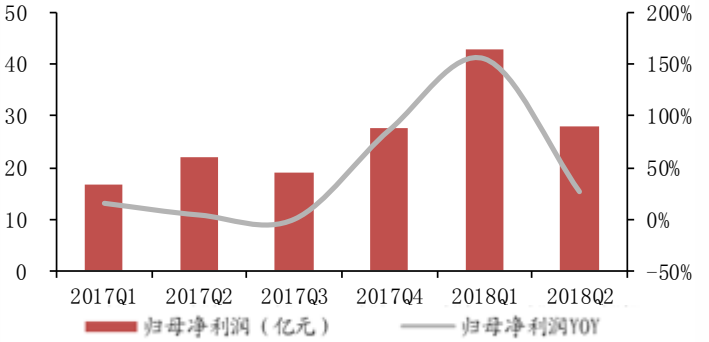
原料药上市公司归母净利润总额及增速



原料药上市公司收入总额及增速（单季度）



原料药上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

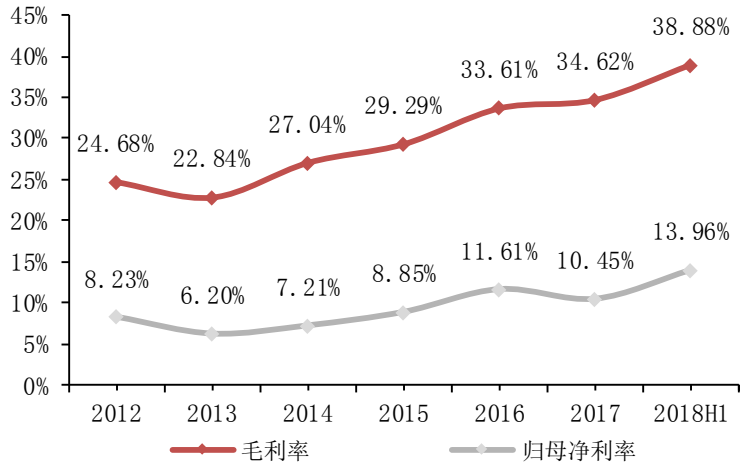
3 医药行业上市公司中报总结分析

3.3 原料药：维持高景气行情

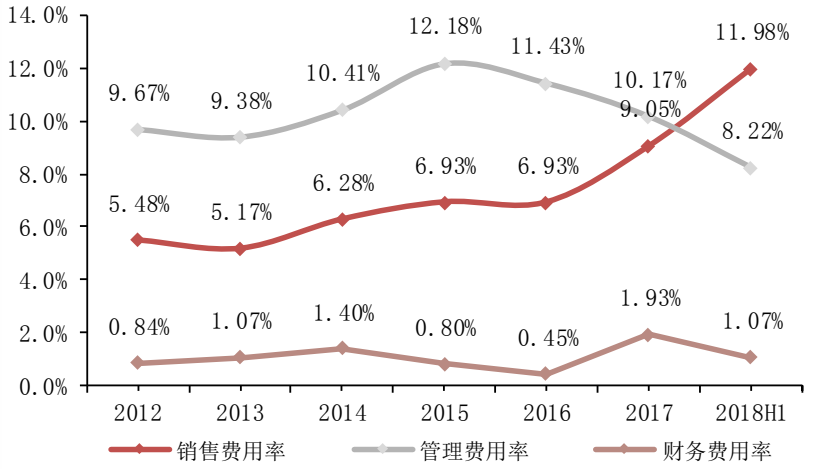
盈利能力方面，原料药上市公司2017年和2018H1的毛利率、净利率整体趋势向上，其中：

- 毛利率整体趋势向上：1）供给侧改革，供给端减少；2）规模效应逐步体现。
- 销售费用率略有升高：产品推广力度加大。
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率降低：债务融资规模减少。
- **西南证券医药团队观点：受供给侧改革的利好，国内原料药行业正处于去产能、提质量的过程中，改革会导致整个供给少于需求端，价格提升使原料药行业进入景气的周期行情，原料药将会制剂的竞争的核心资源。**

原料药上市公司毛利率及净利率（整体法）



原料药上市公司期间费用率（整体法）



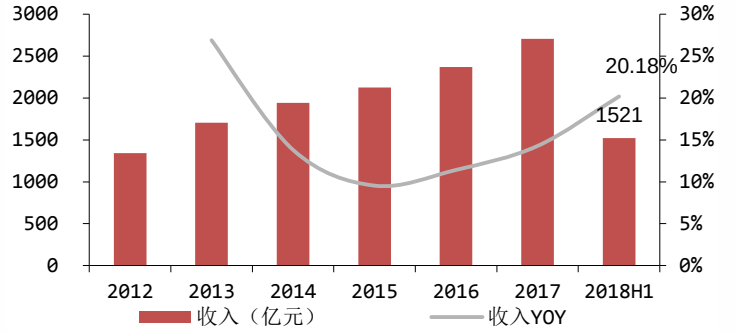
数据来源：Wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

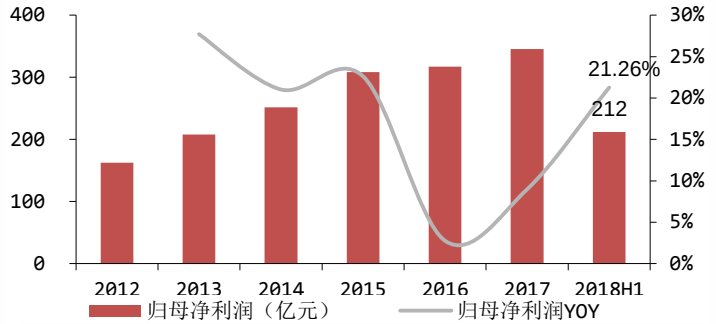
3.4 中药：OTC企业盈利较好，子行业分化继续

按照申万行业分类，中药行业公司共72家。2018H1营业收入、净利润分别约为1521、212亿元，同比增速分别约为20.2%、21.3%。单季度来看，2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为22.7%和17.8%，净利润总额增长分别为23.5%和19.2%。

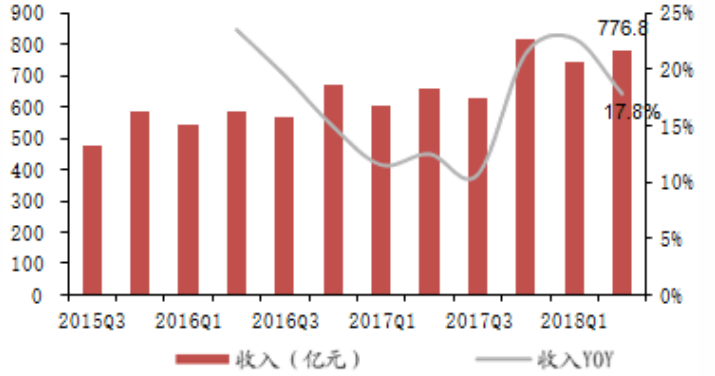
中药上市公司收入总额及增速（上半年）



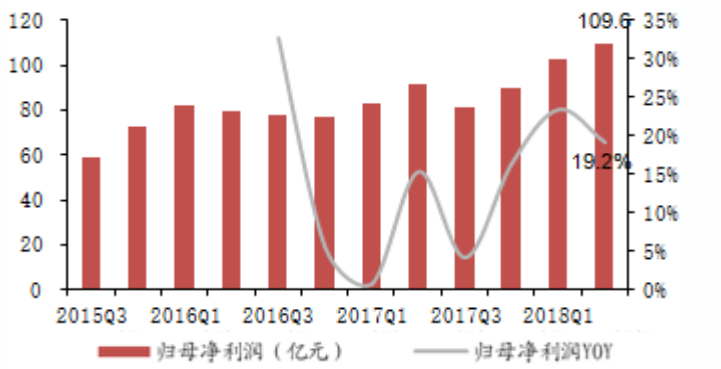
中药上市公司利润总额及增速（上半年）



中药上市公司收入总额及增速（单季度）



中药上市公司利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

3 医药行业上市公司中报总结分析

3.4 中药：OTC企业盈利较好，子行业分化继续

根据品牌、终端以及剂型等因素，大致将中药行业可细分为传统中药、OTC中药、医院口服及医院注射四大类，具体收入及利润变化情况如下。

◆**品牌中药**，行业增速进入5-10%区间，还需继续观察下半年变化。上半年龙头公司云南白药、东阿阿胶半年业绩均低于预期，分析其主要原因为进入渠道调整阶段，预计行业全年收入增速或在10%左右；

◆**OTC中药**，增速整体快。该数据受白云山影响较大，若剔除该标的后，上半年收入和利润增速分别约为19.8%、21%，单季度来看，Q1和Q2收入增长分别为13.2%和27.6%，净利润增长分别为25.8%和17%，有下滑趋势；

◆**中药饮片**，继续高增长。由于行业样本公司仅两家，数据波动受康美药业影响较大；

◆**医院口服**，收入增速远快于利润。受销售模式调整，部分企业出厂价提升，但净利润增速平稳。Q2增速下滑幅度较大原因为部分企业增加了销售费用；

◆**医院注射**，业绩下滑。除了与医院口服剂型有相同的销售政策变化外，注射剂还面临着销量及价格下降，前景不看好。

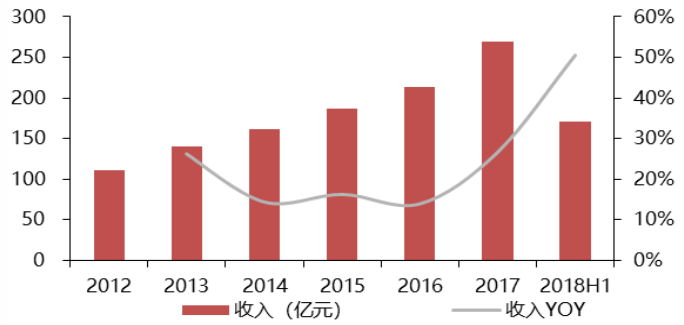
行业分类	2018H1		2018Q2		2018Q1	
	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
品牌中药	8.3%	9.2%	9.1%	4.3%	7.6%	13.7%
OTC中药	23.1%	43.4%	18.5%	47.9%	28.4%	37.9%
中药饮片	28.0%	21.3%	28.1%	9.0%	27.9%	33.6%
医院口服	38.0%	18.9%	36.6%	14.3%	39.6%	23.9%
医院注射	9.8%	-2.7%	6.6%	-5.2%	13.8%	0.5%

3 医药行业上市公司中报总结分析

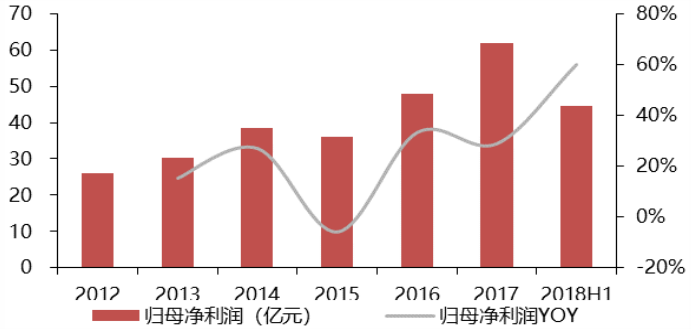
3.5 生物药：朝阳领域，蒸蒸日上

- 22家生物制品公司（剔除上海莱士、天坛生物和长生生物）2018H1年收入总额增速为50.4%、归母净利润总额增速为60.1%。
- 生物药行业2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为41.4%和50.1%，净利润总额增长分别为45.4%和68.0%，行业整体环比呈加速增长态势。

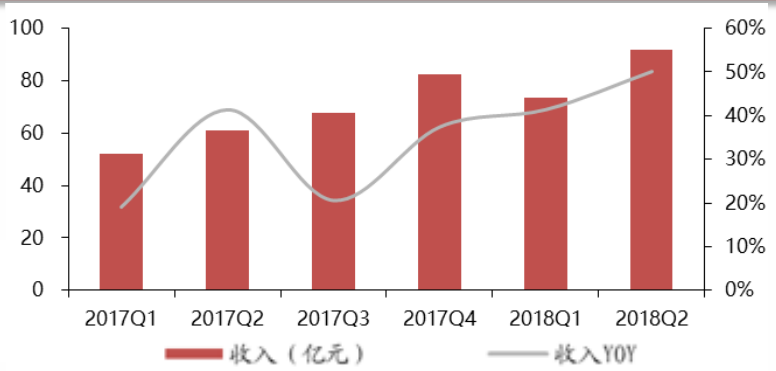
生物药上市公司收入总额及增速



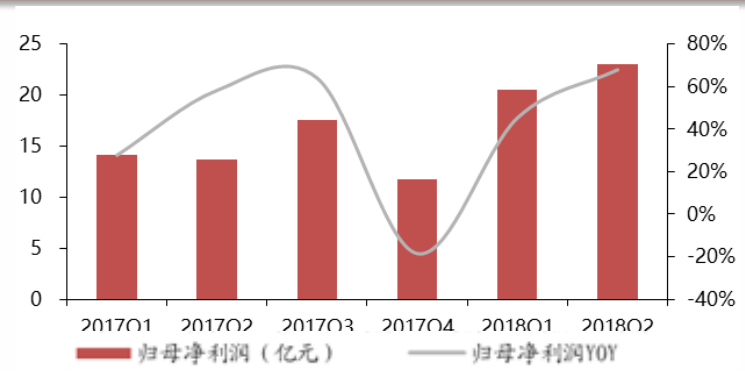
生物药上市公司归母净利润总额及增速



生物药上市公司收入总额及增速（单季度）



生物药上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



3 医药行业上市公司中报总结分析

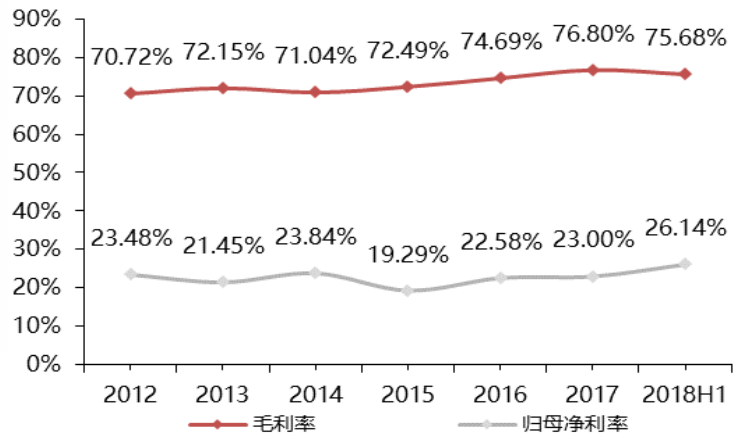
3.5 生物药：朝阳领域，蒸蒸日上

盈利能力方面，生物药上市公司2018H1毛利率略有回落、但净利率提升明显，其中：

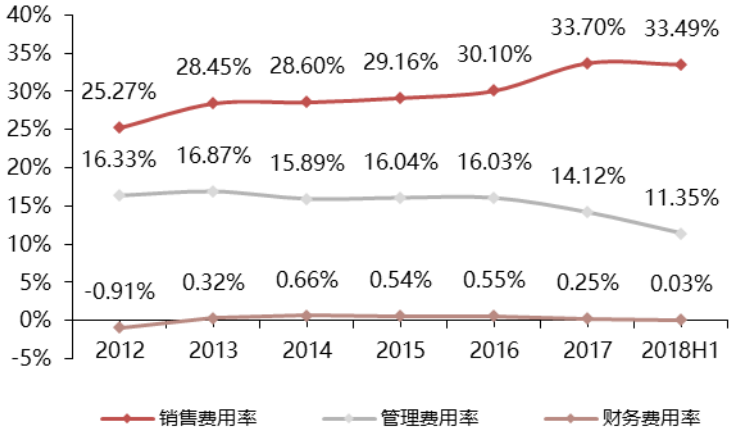
- 毛利率略有回落：1）部分产品价格略有下降；2）部分生物药企业收入贡献结构变化。
- 销售费用率上行：两票之后2017和2018H1提升明显，目前逐步企稳。
- 管理费用率明显下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率保持平稳。

西南证券医药团队行业观点：生物药是目前全球发展最快的领域，国内在鼓励创新的大政策推动下，以重组蛋白和单抗为代表的新品正加速上市，上市后有望通过医保价格谈判纳入医保放量，我们认为行业高景气度将中长期延续。

生物药上市公司毛利率及净利润率（整体法）



生物药上市公司期间费用率（整体法）



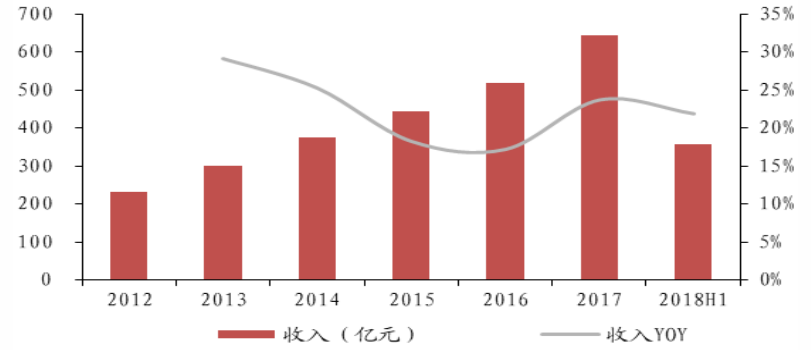
数据来源：Wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

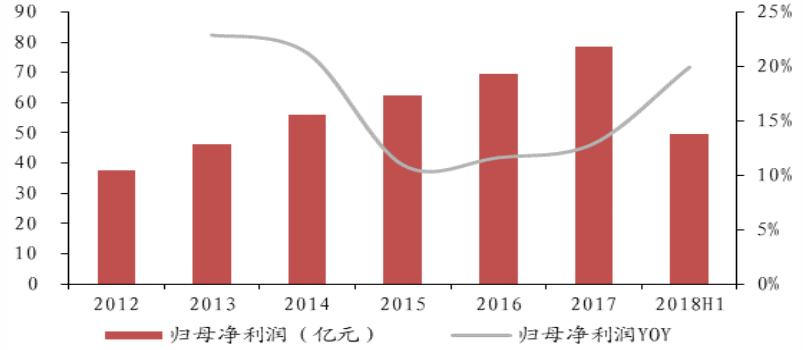
3.6 医疗器械：国产替代和渠道整合已成趋势

- 49家医疗器械上市公司2018H1年收入总额增速为21.86%、归母净利润总额增速为19.88%。
- 49家医疗器械上市公司2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为22.07%和22.33%，净利润总额增长分别为20.31%和21.29%，行业整体仍然保持快速增长态势，规模效应逐渐体现。

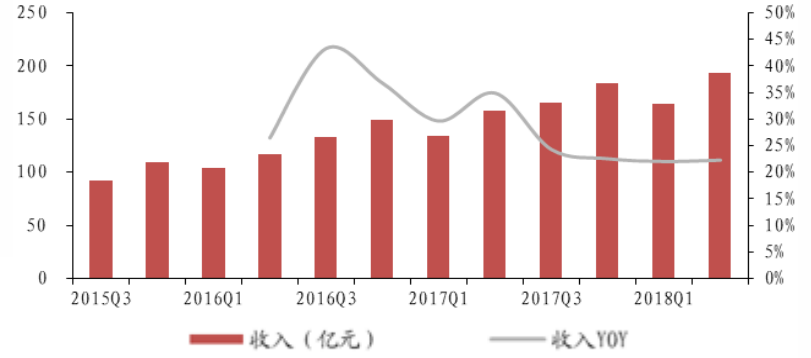
医疗器械上市公司收入总额及增速



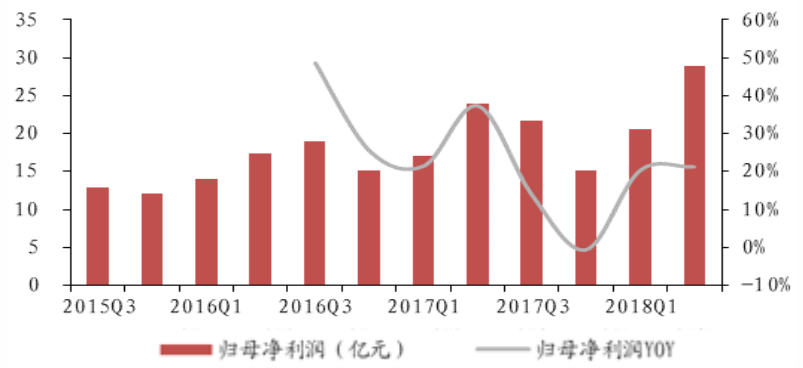
医疗器械上市公司归母净利润总额及增速



医疗器械上市公司收入总额及增速（单季度）



医疗器械上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

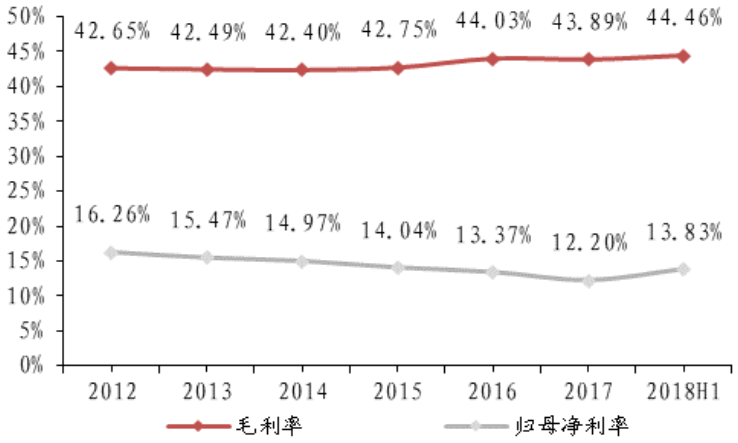
3.6 医疗器械：国产替代和渠道整合已成趋势

盈利能力方面，49家医疗器械上市公司2017年和2018H1的毛利率、净利率整体趋势向上，其中：

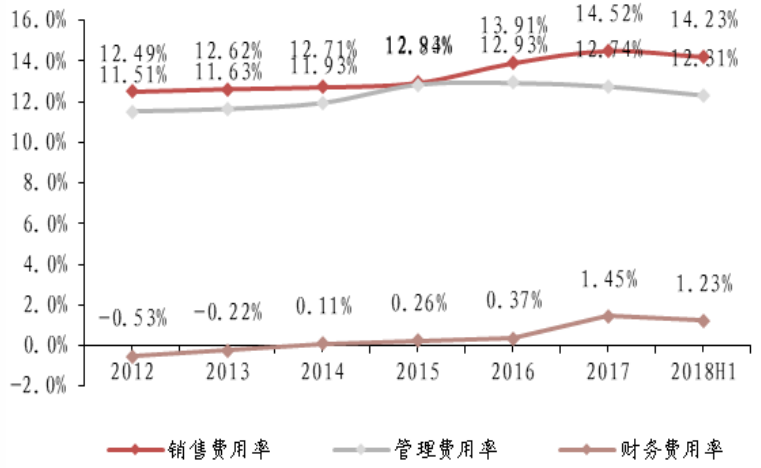
- 毛利率整体趋势向上：1）高毛利率产品放量且占比提升；2）规模效应逐步体现。
- 销售费用率略有升高：产品推广力度加大。
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率升高：债务融资规模增加。

西南证券医药团队行业观点：其他医疗器械产品技术提升且价格低于进口，逐步替代进口产品，且国内企业并购重组，综合竞争力提升，长期发展前景广阔。

医疗器械上市公司毛利率及净利率（整体法）



医疗器械上市公司期间费用率（整体法）



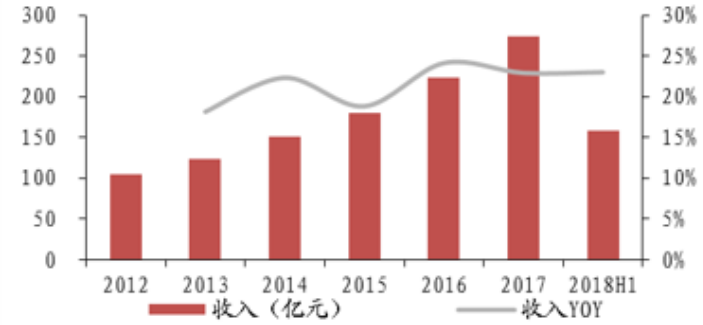
数据来源：Wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

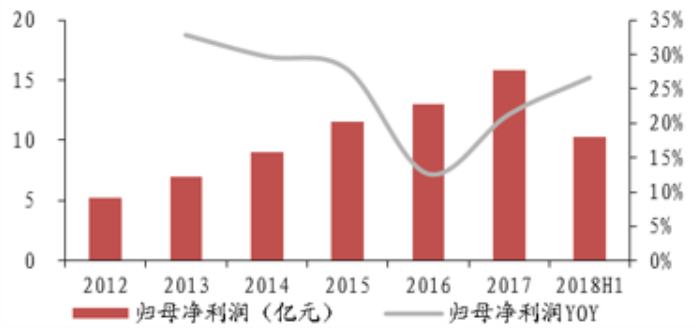
3.7 零售药店：整合后规模效应体现，关注处方外流进度

- 4家医药零售公司2018H1年收入总额增速为23%、归母净利润总额增速为26.7%。
- 零售药店行业2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为24.4%和21.8%，净利润总额增长分别为28.4%和25.1%，行业整体仍然保持快速增长态势，规模效应逐渐体现。

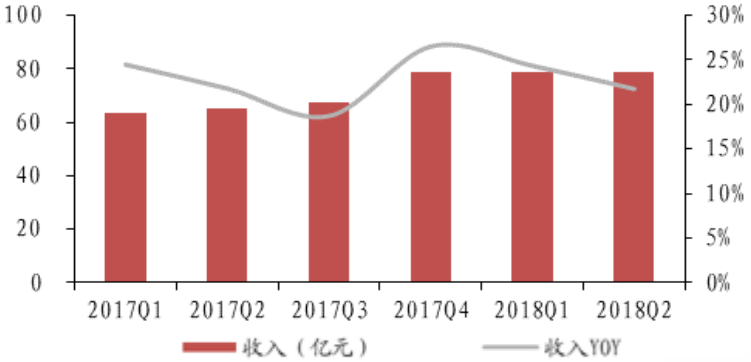
医药零售上市公司收入总额及增速



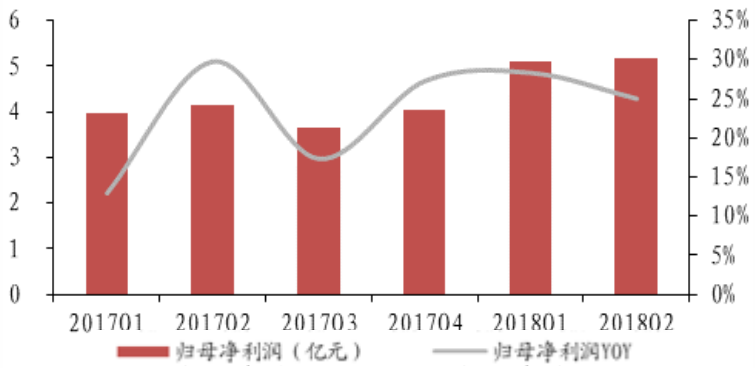
医药零售上市公司利润总额及增速



医药零售上市公司收入总额及增速（单季度）



医药零售上市公司收入总额及增速（单季度）



数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

3 医药行业上市公司中报总结分析

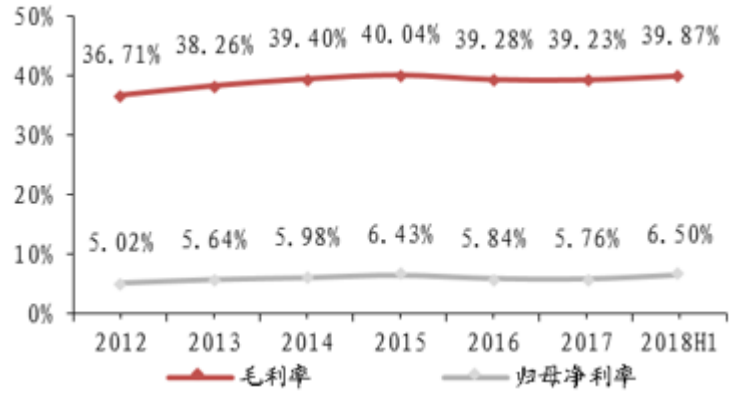
3.7 零售药店：整合后规模效应体现，关注处方外流进度

盈利能力方面，医药零售上市公司2017年和2018H1的毛利率、净利率均有所提升，其中：

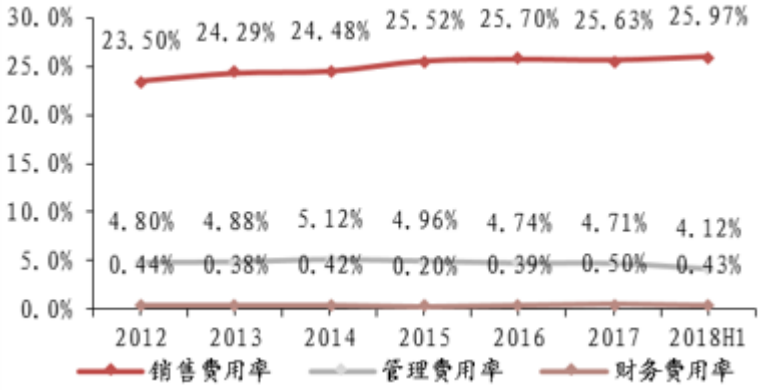
- 毛利率表现平稳：1）随着规模效应的体现，各公司均加强与上游的品牌合作，议价能力增强，我们估计上市公司优势区域的OTC品种毛利率有所提升；2）近年来各上市公司均在进行非优势区域的跑马圈地，随着非优势区域规模效应逐渐体现，对毛利率形成正向影响。
- 销售费用率平稳：上市公司扩展非优势区域业务销售投入趋于平稳。
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率保持平稳。

西南证券医药团队行业观点：医药零售公司未来的发展机遇来自行业整合和处方外流。建议关注外延预期强烈的益丰药房（603939）、老百姓（603883）、一心堂（002727）、大参林（602344）的外延扩张进度及规模效应释放进度。

医药零售上市公司毛利率及净利率（整体法）



医药零售上市公司期间费用率（整体法）



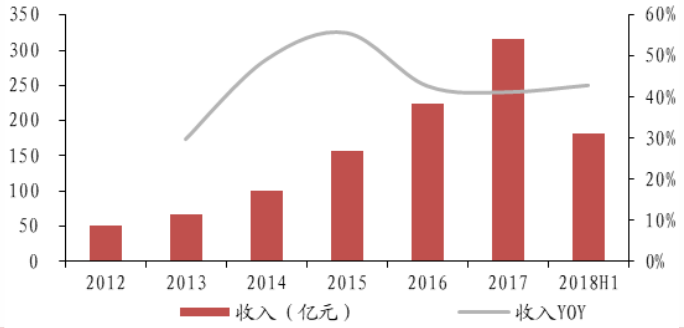
数据来源：wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

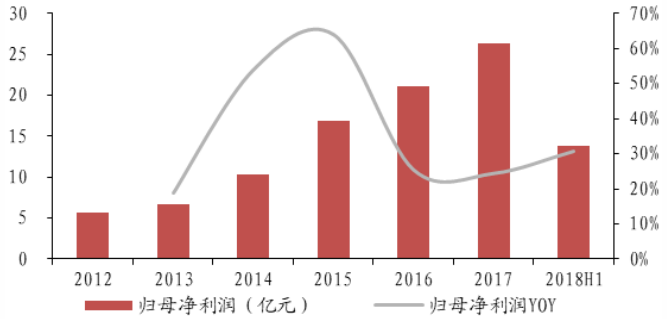
3.8 医疗服务：行业处于高速成长周期，维持高增长趋势

- 7家医疗服务公司2018H1年收入总额增速为43%、归母净利润总额增速为31%。
- 医疗服务行业2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为38.3%和46.8%，净利润总额增长分别为34.7%和29.4%，行业整体仍然保持快速增长态势。

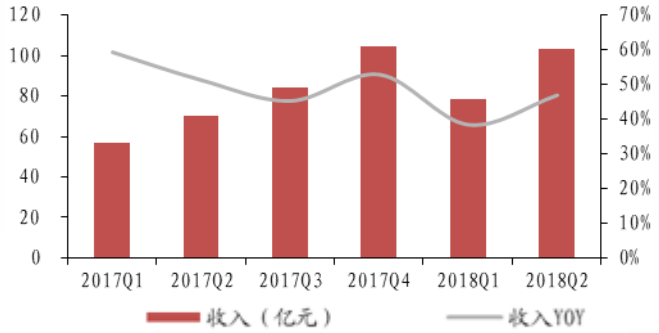
医疗服务上市公司收入总额及增速



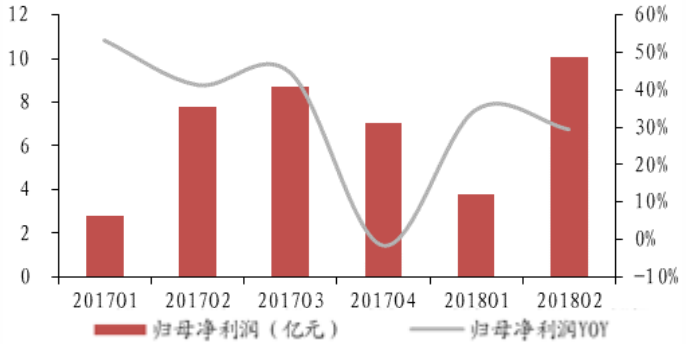
医疗服务上市公司利润总额及增速



医疗服务上市公司收入总额及增速（单季度）



医疗服务上市公司收入总额及增速（单季度）



数据来源：wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

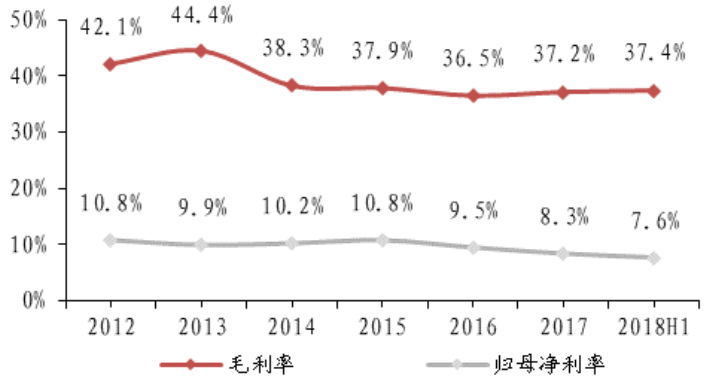
3.8 医疗服务：行业处于高速成长周期，维持高增长趋势

盈利能力方面，医疗服务上市公司2018H1的毛利率保持平稳、净利率略有下降，其中：

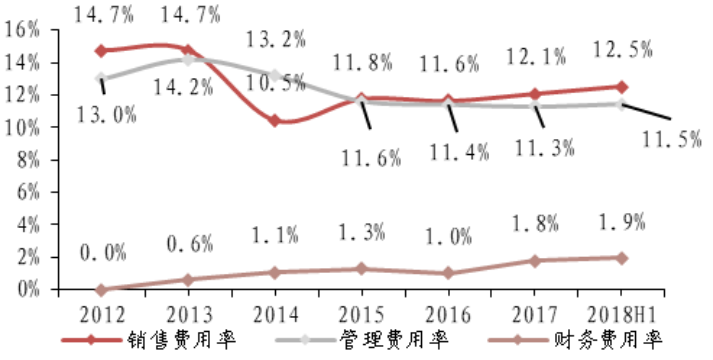
- 毛利率表现平稳。
- 销售费用率略有提升：加强业务推广布局所致。
- 管理费用率保持平稳。
- 财务费用率略有提升：为加速业务扩张，部分公司加杠杆。

- **西南证券医药团队行业观点：行业处于高速成长周期，政策红利将进一步释放，在健康中国战略和医改推进的大背景下，鼓励社会办医和医疗服务价格改革等政策将会进一步落地，推动医疗服务行业的发展；看好业务模式较为成熟的爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）、信邦制药（002390）。**

医疗服务上市公司毛利率及净利率（整体法）



医疗服务上市公司期间费用率（整体法）



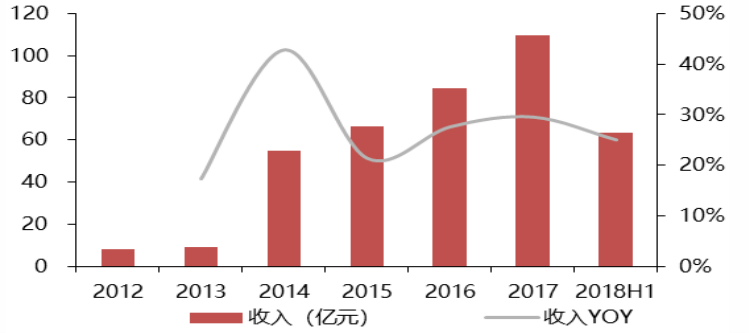
数据来源：wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

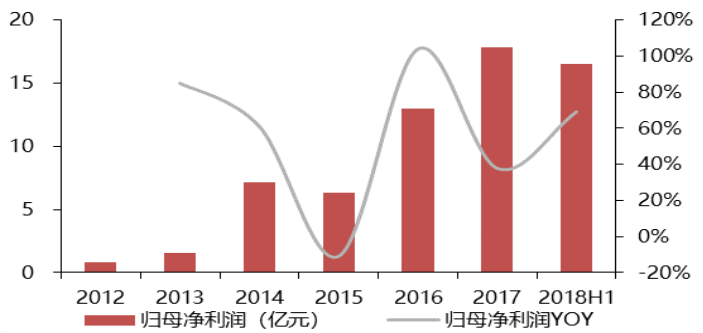
3.9 CRO：行业维持高速增长，投资收益亮眼

- 5家CRO上市公司2018H1年收入总额增速为25.00%、归母净利润总额增速为69.01%。
- 2018年Q1、Q2收入增速分别为25.76%、24.30%，归母净利润增速分别为11.68%、111.78%。Q2利润增速明显高于Q1主要因为：1）Q2行业龙头药明康德投资公司实现公允价值变动，增加4.32亿收益；2）Q1由于人民币升值，行业产生汇兑损失。

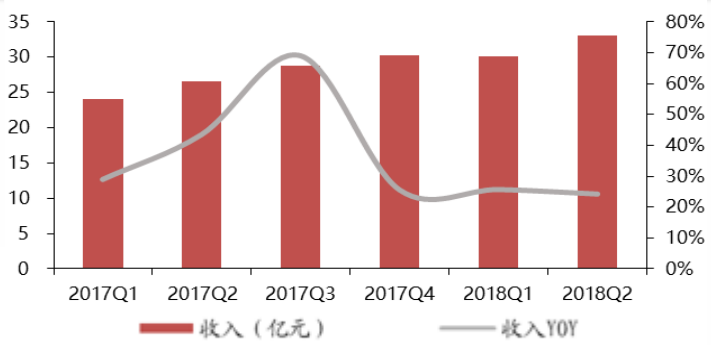
CRO上市公司收入总额及增速



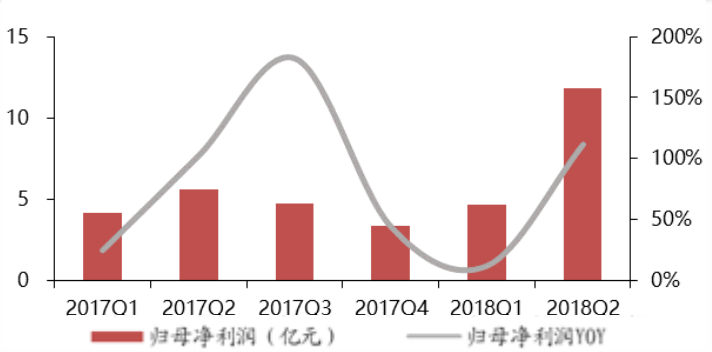
CRO上市公司归母净利润总额及增速



CRO上市公司收入总额及增速（单季度）



CRO上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

注1. 百花村收购的南京华威2017年未完成盈利承诺，导致2017年度资产减值损失增加6.2亿元，大幅影响财务数据，不在本次统计范围内。
注2. 2014年年度及2017年的季度增速数据已剔除并入药明康德数据的影响。

3 医药行业上市公司中报总结分析

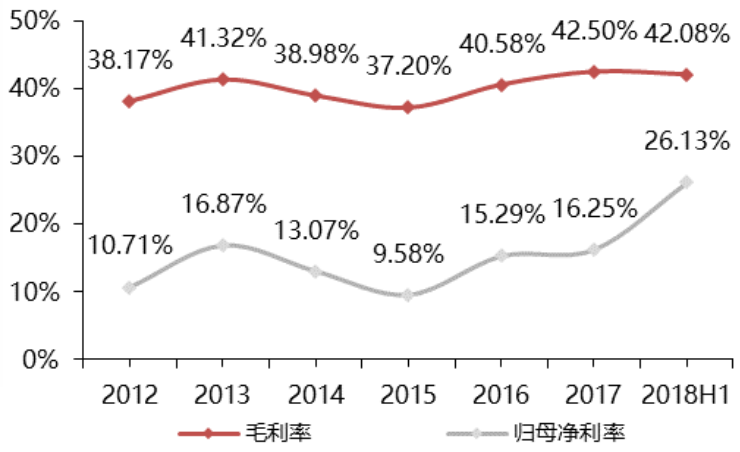
3.9 CRO：行业维持高速增长，投资收益亮眼

盈利能力方面，5家CRO上市公司2017年和2018H1的毛利率维持稳定、净利率大幅提高，其中：

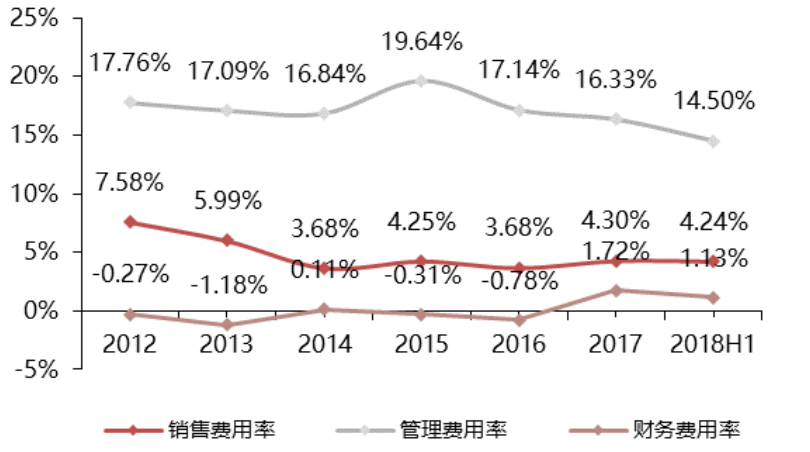
- 毛利率整体趋势稳定：行业规模效应、成本管控、新签项目提价等因素可以提高毛利率水平，但是Q1人民币升值对毛利率有负面影响，综合结果是毛利率保持稳定。
- 归母净利率大幅提高：主要受到行业龙头公司药明康德确认公允价值变动以及美国税改的影响。
- 管理费用率下降：规模效应体现、管理效率提升。
- 财务费用率及销售费用率保持稳定。

西南证券医药团队行业观点：受益于1）国内医药创新政策的催化、一致性评价的执行，国内药企在专科用药方面开始崛起，预计将维持高强度的研发投入；2）全球医药研发外包有向新兴市场转移的趋势，我们认为中国 CRO行业接下来将继续高速发展，行业将中长期维持高景气度。

CRO上市公司毛利率及净利率（整体法）



CRO上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：Wind，西南证券整理

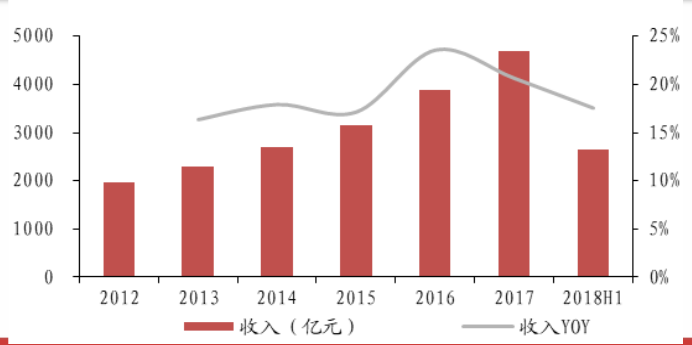
注1. 百花村收购的南京华威2017年未完成盈利承诺，导致2017年度资产减值损失增加6.2亿元，大幅影响财务数据，不在本次统计范围内。

3 医药行业上市公司中报总结分析

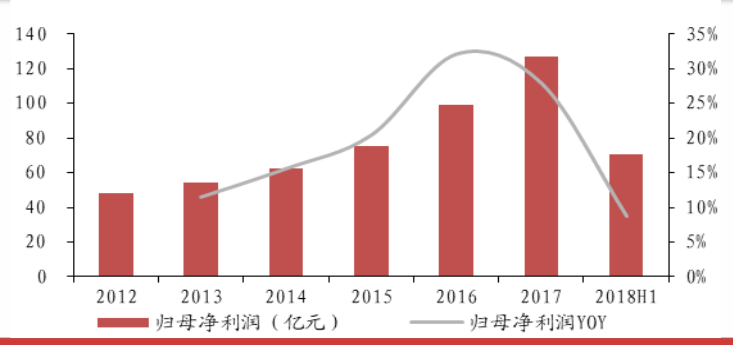
3.10 医药流通：行业整合与产业链延伸为主要趋势

- 20家医药流通公司2018H1年收入总额增速为17.6%、归母净利润总额增速为8.7%。
- 医药流通行业2018Q1和2018Q2营业收入总额增长分别为22.3%和13.4%，净利润总额增长分别为15.2%和3.4%，单季度利润增速下滑幅度较大主要是受九州通2017Q2非经常损益过多影响，剔除该影响后估计单季度利润增速为15%左右，与2018Q1持平。

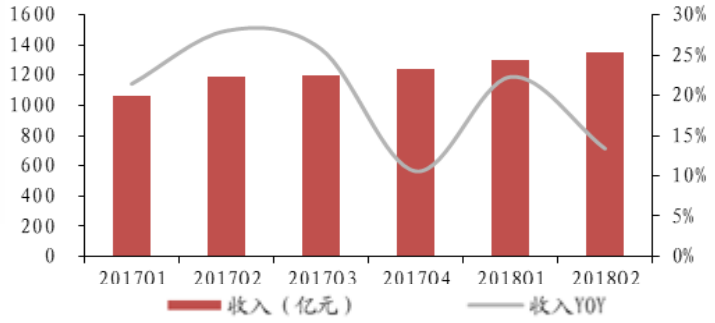
医药流通上市公司收入总额及增速



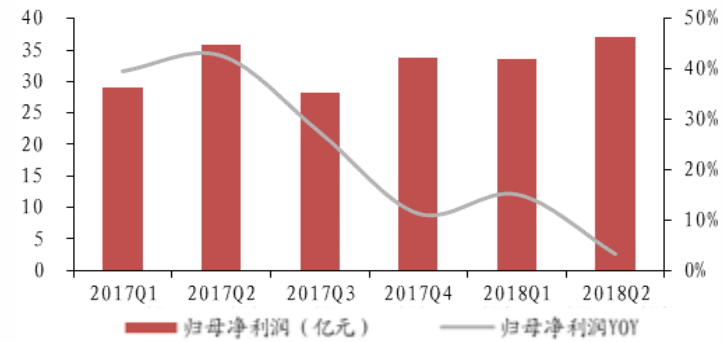
医药流通上市公司利润总额及增速



医药流通上市公司收入总额及增速（单季度）



医药流通上市公司收入总额及增速（单季度）



数据来源：wind，西南证券整理

3 医药行业上市公司中报总结分析

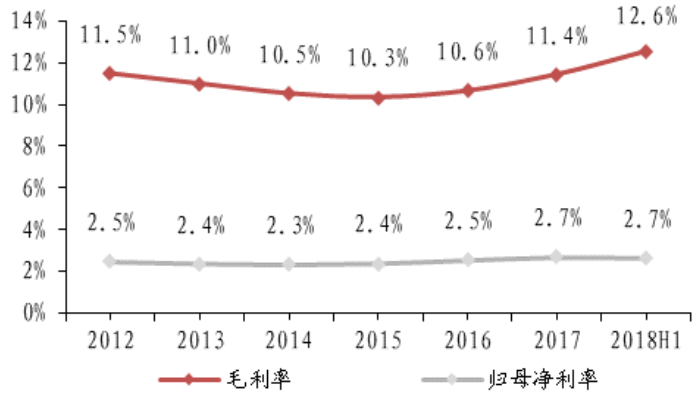
3.10 医药流通：行业整合与产业链延伸为主要趋势

盈利能力方面，医药零售上市公司2017年和2018H1的毛利率有所提升，净利率维持稳定。其中：

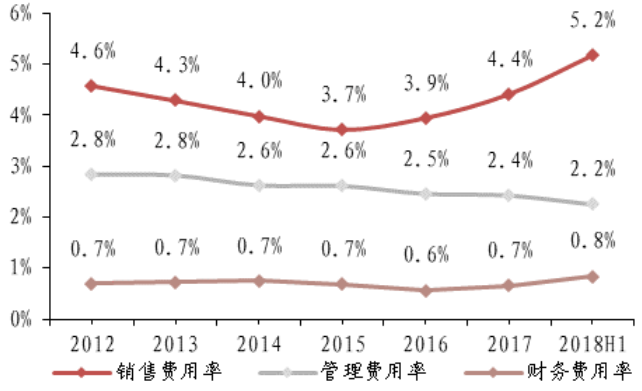
- 毛利率提升：1）部分公司开展器械流通、零售药店、中药饮片等毛利率较高延展业务；2）产业链被压缩，尤其“两票制”政策背景下，流通公司的代理级别提升。
- 销售费用率提升：部分公司开展器械流通、零售药店、中药饮片等销售费用率较高的业务。
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现。
- 财务费用率提升：受利率上行影响。

西南证券医药团队行业观点：两票制将进一步提升行业集中度，看好外延并购动力足的瑞康医药（002589）、九州通（600998）。医药分家政策背景下，流通商面临向医院综合服务商转型的机遇，在产业链延伸方面打开成长空间，看好器械流通、中药饮片、DTP药房等领域的业务拓展标的瑞康医药（002589）、柳州医药（603368）。

医疗服务上市公司毛利率及净利率（整体法）



医疗服务上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：wind，西南证券整理

目 录

1 医药行业回顾表现

2 一致性评价药品集中采购时代即将来临

3 医药行业上市公司中报总结分析

4 PDB样本医院中报数据总结分析

5 2018年9月医药行业投资策略及标的

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.1 PDB样本医院增速分化明显

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q2药品整体增速为1.3%（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），环比增速有所提升。其中皮肤科用药、感觉器官用药都保持10%左右的快速增长，但消化道和新陈代谢用药、心血管系统用药、中药均出现明显下滑，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。投资建议：医药工业增速表面低，仅是纸老虎，更应看重个股。

PDB样本医院各治疗领域药品销售额增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
辅料	**-95.4%**	**64.8%**	**73.6%**	**342.4%**	**436.2%**	**21.5%**
杂类	**4.0%**	**4.4%**	**10.4%**	**6.3%**	**8.3%**	**11.4%**
皮肤科用药	**8.6%**	**6.0%**	**8.3%**	**6.9%**	**4.9%**	**10.0%**
感觉器官药物	**11.9%**	**10.6%**	**10.9%**	**1.4%**	**0.6%**	**9.0%**
抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂	7.0%	1.9%	3.0%	-0.8%	1.0%	7.8%
泌尿生殖系统用药及性激素类	0.9%	0.8%	6.4%	1.1%	6.1%	5.5%
骨骼肌肉系统用药	5.9%	2.8%	6.2%	-1.0%	-0.1%	5.3%
激素制剂，不包括性激素及胰岛素	2.1%	4.0%	7.7%	2.2%	3.3%	5.2%
抗肿瘤药及免疫调节剂	4.4%	6.0%	8.9%	2.7%	3.7%	5.1%
呼吸系统用药	2.4%	5.9%	10.5%	3.9%	8.7%	4.2%
合计	**1.6%**	**1.5%**	**4.9%**	**-1.9%**	**0.6%**	**1.3%**
血液和造血系统用药	4.3%	1.6%	4.8%	-2.7%	-0.9%	1.0%
全身用抗感染药	-2.0%	1.0%	6.1%	0.3%	9.4%	0.8%
神经系统用药	2.0%	-0.8%	2.0%	-4.7%	-4.8%	0.5%
消化道和新陈代谢用药	**1.8%**	**0.4%**	**3.1%**	**-3.8%**	**-3.5%**	**-0.3%**
心血管系统用药	**-0.7%**	**-1.9%**	**-0.2%**	**-6.3%**	**-5.2%**	**-3.5%**
中药	**-4.8%**	**-3.2%**	**0.4%**	**-15.7%**	**-12.0%**	**-11.5%**

数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.1 PDB样本医院增速分化明显

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q2消化道和新陈代谢用药占PDB销售总额的比例为13.5%，增速为-0.3%；
- 其中销售额排名前10品种占消化道和新陈代谢用药销售额的比例为36.2%，2018Q2销售增速为-2.9%；
- 其中销售额排名前10的消化道和新陈代谢用药品种里有5个品种出现负增长，其中3个品种降幅超过10%，如兰索拉唑、异甘草酸镁、复方维生素。

PDB样本医院消化道和新陈代谢用药销售额增速

	2018Q2销售占比	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
泮托拉唑	5.8%	-11.0%	-11.0%	-4.7%	-10.5%	-4.8%	-3.2%
艾司奥美拉唑	4.6%	0.1%	21.8%	37.3%	33.7%	20.3%	14.9%
雷贝拉唑	4.2%	25.9%	11.9%	16.4%	5.8%	14.6%	23.9%
奥美拉唑	4.1%	-1.4%	-3.9%	-9.4%	-16.9%	-14.5%	-7.5%
兰索拉唑	4.1%	-12.9%	-18.2%	-13.4%	-29.4%	-30.3%	**-23.1%**
阿卡波糖	3.8%	3.9%	7.7%	13.6%	4.4%	3.2%	4.0%
甘精胰岛素	2.8%	4.4%	1.8%	8.3%	7.0%	2.9%	4.8%
异甘草酸镁	2.5%	-3.1%	-0.7%	-0.7%	-6.4%	-13.0%	**-10.9%**
维生素，复方	2.2%	1.4%	-2.1%	-4.0%	-22.4%	-29.8%	**-28.4%**
二甲双胍	2.1%	12.9%	5.8%	5.5%	1.1%	3.4%	9.3%
消化道和新陈代谢用药	100%	1.8%	0.4%	3.1%	-3.8%	-3.5%	-0.3%

数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.1 PDB样本医院增速分化明显

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q2心血管系统用药占PDB销售总额的比例为11.2%，销售增速为-3.5%；
- 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47.5%， 2018Q2销售增速为-8.9%；
- 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%，如前列地尔、磷酸肌酸、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

	2018Q2销售占比	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
阿托伐他汀	10.4%	6.9%	10.7%	10.2%	4.6%	8.6%	7.4%
前列地尔	6.2%	-1.6%	-15.6%	-14.3%	-25.8%	-34.9%	**-26.6%**
磷酸肌酸	5.5%	-9.5%	-10.9%	-4.1%	-19.2%	-23.3%	**-29.5%**
丁苯酞	5.4%	16.7%	13.1%	16.2%	12.2%	17.3%	16.2%
瑞舒伐他汀	5.2%	8.4%	4.5%	9.8%	3.5%	7.5%	12.5%
丹参+川芎嗪，复方	3.5%	-16.9%	-17.2%	-11.1%	-13.8%	-9.2%	-2.7%
氨氯地平	3.3%	2.3%	3.7%	1.9%	0.9%	-0.4%	0.1%
辅酶A+辅酶I，复方	2.9%	-11.7%	-16.9%	-14.7%	-27.7%	-39.2%	**-40.7%**
硝苯地平	2.8%	3.0%	2.2%	2.8%	-0.3%	2.2%	3.0%
缬沙坦	2.3%	-1.7%	-5.0%	-2.1%	-4.2%	-3.6%	-5.0%
心血管系统用药	100%	-0.7%	-1.9%	-0.2%	-6.3%	-5.2%	-3.5%

数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.1 PDB样本医院增速分化明显

- 从PDB样本医院数据来看，2018Q2中药占PDB销售总额的比例为5.1%，销售增速为-11.5%；
- 其中销售额排名前10品种占中药销售额的比例为47.4%，2018Q2销售增速为-19.5%；
- 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6个品种降幅超过10%，如康莱特注射液、康艾注射液、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。

PDB样本医院中药销售额增速

	2018Q2销售占比	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
康莱特注射液	7.8%	27.7%	27.8%	20.9%	-5.7%	-22.5%	**-21.4%**
康艾注射液	7.6%	-11.0%	-10.3%	-2.0%	-16.0%	-21.9%	**-19.9%**
注射用血栓通	6.4%	-19.2%	-16.9%	-7.3%	-17.7%	-9.2%	-2.0%
醒脑静注射液	5.5%	1.0%	-1.6%	0.9%	-16.4%	-16.6%	**-18.6%**
消癌平注射液	4.7%	-10.4%	8.8%	11.7%	-12.3%	-16.2%	**-11.2%**
华蟾素胶囊	4.0%	17.2%	2.7%	11.7%	7.7%	12.7%	4.9%
参芪扶正注射液	3.7%	-10.7%	-11.3%	-13.4%	-32.5%	-33.6%	**-39.9%**
喜炎平注射液	2.7%	-13.1%	-11.5%	-8.9%	-100.0%	-62.1%	**-56.3%**
苏黄止咳胶囊	2.7%	22.7%	24.7%	27.1%	24.0%	49.8%	21.5%
参麦注射液	2.4%	-47.2%	-50.1%	-47.2%	-48.6%	-19.2%	-8.3%
合计	100.0%	-4.8%	-3.2%	0.4%	-15.7%	-12.0%	-11.5%

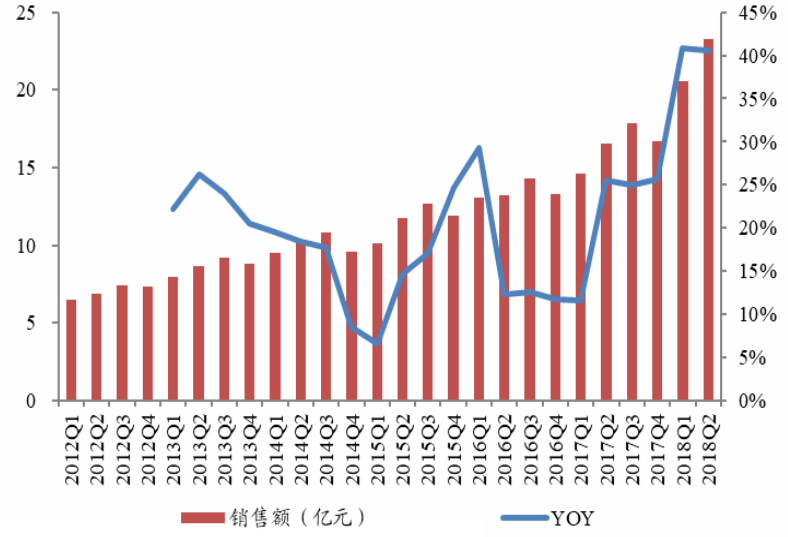
数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

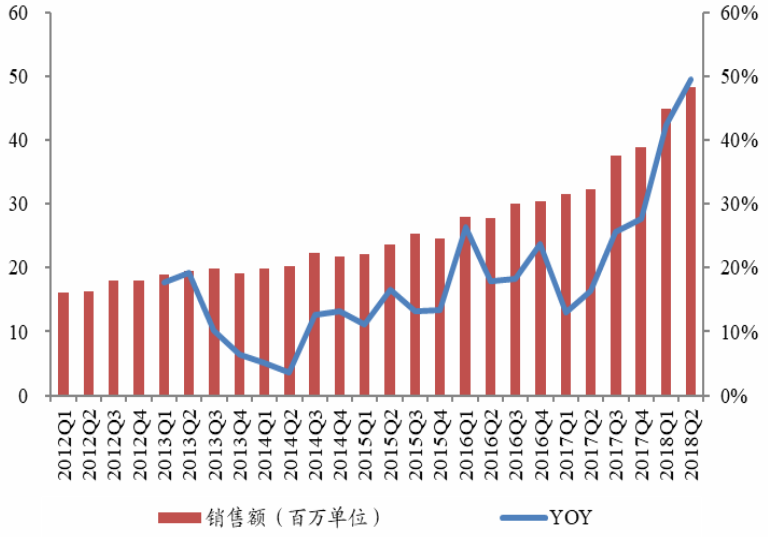
4.2 卫健委+人社部谈判药品放量明显

- 我们分析了卫健委的3个谈判药品+人社部的36个谈判药品，共计34个品种有PDB数据（产品明细详见后表）；
- 这34个品种的销售额和销量增速从2017下半年开始明显提速：2018Q1和2018Q2的销售额增速分别为41%和41%，同比增速分别提升29和15个百分点；销量增速分别为42%和50%，同比增速分别提升29和33个百分点。

谈判药品销售额增速明显提升



谈判药品销量增速明显提升



数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.2 卫健委+人社部谈判药品放量明显

- 比较2017Q2和2018Q2的销售额增速同比变化，2017年PDB销售额超过2亿的品种共13个，其中7个品种的销售额增速同比提升，6个品种增速同比下降；销售额在1-2亿的品种共6个，其中4个品种的销售额增速同比提升，2个品种增速同比下降。

PDB样本医院的谈判药品销售额增速变化情况

名称	2017销售额	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q2增速同比变化
利妥昔单抗	10.8	20%	20%	14%	2%	9%	4%	-17%
曲妥珠单抗	8.9	21%	33%	27%	0%	3%	-1%	-35%
贝伐珠单抗	5.7	19%	50%	23%	33%	50%	52%	2%
吉非替尼	4.2	-5%	26%	62%	96%	134%	93%	67%
硼替佐米	3.2	26%	30%	52%	64%	54%	32%	2%
雷珠单抗	3.1	14%	8%	0%	7%	-3%	2%	-6%
埃克替尼	3.0	3%	14%	29%	46%	53%	45%	31%
重组人血管内皮抑制素	2.7	10%	17%	20%	17%	17%	27%	11%
替诺福韦	2.4	-12%	168%	152%	113%	119%	111%	-57%
重组人脑利钠肽	2.2	14%	31%	24%	3%	10%	12%	-20%
康柏西普	2.2	42%	46%	61%	26%	31%	33%	-13%
帕罗西汀	2.1	4%	-5%	-2%	-10%	-6%	2%	7%
喹硫平	2.1	15%	7%	11%	8%	4%	11%	4%
索拉非尼	1.9	-4%	27%	-15%	28%	66%	57%	30%
尼妥珠单抗	1.6	-19%	-7%	-8%	35%	57%	51%	59%
阿帕替尼	1.6	192%	131%	94%	59%	64%	54%	-77%
替格瑞洛	1.6	18%	11%	20%	24%	56%	73%	62%
银杏内酯注射液	1.4	-41%	2%	21%	16%	42%	36%	34%
厄洛替尼	1.0	-29%	-18%	-10%	-47%	-30%	-23%	-5%

数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.2 卫健委+人社部谈判药品放量明显

- 比较2017Q2和2018Q2的销量增速同比变化，2017年PDB销售额超过2亿的品种共13个，其中9个品种的销量增速同比提升，4个品种增速同比下降；销售额在1-2亿的品种共6个，所有6个品种的销量增速都同比提升。可见谈判降价进入医保后销量放量更明显，销售额增速有望逐步提升。

PDB样本医院的谈判药品销量增速变化情况

名称	2017销售额	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q2增速同比变化
利妥昔单抗	10.8	62%	72%	65%	122%	116%	93%	21%
曲妥珠单抗	8.9	25%	48%	79%	156%	164%	139%	91%
贝伐珠单抗	5.7	26%	61%	69%	225%	266%	269%	208%
吉非替尼	4.2	90%	164%	136%	123%	160%	111%	-53%
硼替佐米	3.2	40%	46%	104%	209%	187%	141%	95%
雷珠单抗	3.1	63%	47%	6%	33%	22%	27%	-19%
埃克替尼	3.0	72%	95%	82%	83%	71%	69%	-25%
重组人血管内皮抑制素	2.7	16%	22%	38%	60%	61%	71%	49%
替诺福韦	2.4	125%	535%	257%	162%	135%	118%	-417%
重组人脑利钠肽	2.2	15%	33%	58%	90%	108%	109%	75%
康柏西普	2.2	42%	46%	68%	48%	58%	61%	15%
帕罗西汀	2.1	3%	4%	8%	1%	5%	8%	4%
喹硫平	2.1	7%	1%	6%	4%	7%	11%	10%
索拉非尼	1.9	-3%	28%	15%	148%	424%	295%	268%
尼妥珠单抗	1.6	-18%	12%	25%	152%	197%	144%	132%
阿帕替尼	1.6	205%	114%	140%	157%	163%	146%	32%
替格瑞洛	1.6	18%	12%	34%	62%	108%	131%	119%
银杏内酯注射液	1.4	-42%	4%	42%	87%	149%	130%	127%
厄洛替尼	1.0	-13%	8%	35%	30%	67%	80%	72%

数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.2 卫健委+人社部谈判药品放量明显

- 2017年PDB销售额低于1亿的品种共15个，只有1个品种的增速下滑；
- 由于谈判降价影响，销售规模越大的品种增速恢复速度相对较慢，但随着销量增加，增速逐步提升。

PDB样本医院的谈判药品销售额增速变化情况

名称	2017销售额	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q2增速同比变化
重组人凝血因子Ⅶa	0.5	-8%	55%	16%	6%	24%	5%	-50%
利拉鲁肽	0.5	12%	17%	5%	72%	68%	110%	93%
氟维司群	0.5	51%	54%	47%	121%	182%	210%	156%
阿比特龙	0.5	18%	81%	136%	602%	1241%	1217%	1136%
银杏二萜内酯葡胺注射液	0.3	131%	154%	165%	154%	379%	345%	191%
托伐普坦	0.3	74%	44%	44%	33%	78%	114%	70%
碳酸镧	0.2	15%	5%	37%	188%	318%	310%	305%
来那度胺	0.2	-20%	11%	-6%	78%	432%	488%	477%
拉帕替尼	0.2	125%	65%	7%	18%	107%	144%	79%
泊沙康唑	0.2	32%	-5%	15%	74%	101%	158%	163%
依维莫司	0.2	-8%	-6%	-7%	5%	-12%	23%	29%
重组人尿激酶原	0.1	230%	27%	135%	80%	78%	105%	77%
司维拉姆	0.1	64%	108%	221%	522%	556%	491%	383%
西达本胺	0.1	52%		2982%		19688%	1765%	NA
吗啉硝唑	0.0	5574%	236%	2695%	2451%	4775%	2469%	2233%

数据来源：PDB，西南证券整理

4 PDB样本医院中报数据总结分析

4.2 卫健委+人社部谈判药品放量明显

- 2017年PDB销售额低于1亿的品种共15个，只有1个品种的销量增速同比下滑；
- 可见谈判降价进入医保后销量放量更明显，销售额增速有望逐步提升。

PDB样本医院的谈判药品销量增速变化情况

名称	2017销售额	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q2增速同比变化
重组人凝血因子Ⅶa	0.5	-8%	55%	20%	17%	37%	16%	-39%
利拉鲁肽	0.5	15%	22%	44%	225%	218%	291%	269%
氟维司群	0.5	45%	52%	98%	403%	543%	601%	550%
阿比特龙	0.5	18%	81%	285%	1391%	2841%	2696%	2615%
银杏二萜内酯葡胺注射液	0.3	141%	146%	183%	345%	754%	689%	543%
托伐普坦	0.3	73%	45%	76%	133%	210%	279%	234%
碳酸镧	0.2	15%	6%	63%	309%	496%	527%	522%
来那度胺	0.2	-16%	13%	26%	358%	1173%	1502%	1489%
拉帕替尼	0.2	106%	61%	17%	102%	256%	319%	259%
泊沙康唑	0.2	32%	-5%	44%	199%	253%	352%	357%
依维莫司	0.2	-8%	-5%	11%	76%	49%	106%	111%
重组人尿激酶原	0.1	226%	28%	153%	111%	109%	140%	113%
司维拉姆	0.1	64%	108%	421%	958%	926%	816%	708%
西达本胺	0.1	50%		4133%		28500%	2623%	NA
吗啉硝唑	0.0	6233%	226%	3011%	3081%	6173%	3223%	2997%

数据来源：PDB，西南证券整理

目 录

1 医药行业回顾表现

2 一致性评价药品集中采购时代即将来临

3 医药行业上市公司中报总结分析

4 PDB样本医院中报数据总结分析

5 2018年9月医药行业投资策略及标的

核心观点

对于通过一致性评价的产品，国家层面将选择北京、上海、天津等11个城市作为试点实行带量采购，按照这11个试点地区所有公立医院各机构年度药品总用量的60%~70%估算采购总量；江西等多省提出同一个产品有大于3家以上通过一致性评价，没通过的停止销售。我们认为：通过一致性评价品种有利于实现进口替代及供给侧改革；但带量采购后降价为大概率，重点推荐0到1的通过一致性评价的产品。对于1类肿瘤创新药，非2017年国家重点谈判的39个产品，年内降价很可能落地，但由于外资原研药更贵，对国内仿制药影响较小。我们认为：从中报化药制剂业绩看，行业分化更加显著；行业龙头效应明显，近期龙头白马调整较多，投资价值凸显。选股思路如下：

◆**创新药引领医药行业未来，**重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、泰格医药（300347）、药明康德（603259）等；

◆**高端制药业享受一致性评价红利，**重点推荐华东医药（000963）、乐普医疗（300003）等，

◆**生长激素持续高增长，**重点推荐长春高新（000661）、安科生物（300009）；

◆**战略看多品牌中药**，重点推荐片仔癀（600436）、广誉远（600771）等；

◆**看好高端品牌、连锁医疗服务**，重点推荐爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）等；

◆**有条件看多疫苗**，重点推荐智飞生物（300122）等；

◆药房领域，重点推荐益丰药房（603939）、老百姓（603883）等。

◆**国内按摩器具有巨大爆发潜力**，重点推荐奥佳华（002614）等。

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获益于本次目录调整，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，吡咯替尼、PD-1等多个创新药陆续获批。

□ 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63倍、47倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

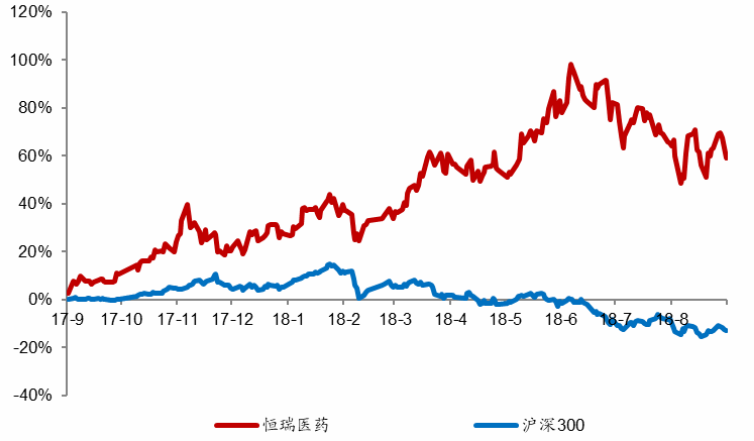
新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。

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	76	63	47

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



智飞生物（300122）：重磅产品快速放量，研发梯队储备丰富

□ 投资逻辑：

1）四价和九价HPV疫苗对16-45岁人群形成全覆盖，快速放量显著增厚业绩；2）AC-Hib疫苗正在高速成长阶段；3）结核疫苗、15价肺炎疫苗等在研品种储备丰富，中长期动力十足。

盈利预测及建议：

预计2018-2019年净利润分别为16.4亿、27.2亿，对应PE分别为41倍、25倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

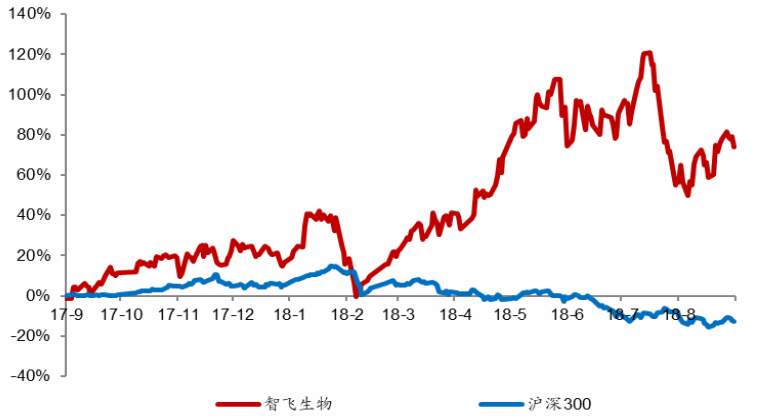
产品销量或低于预期的风险、新产品获批进度或低于预期的风险、行业出现黑天鹅事件的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1342.57	7188.95	13172.00
营业收入增长率	201.06%	435.46%	83.23%
净利润（百万元）	432.28	1640.17	2720.03
净利润增长率	1229.25%	279.43%	65.84%
EPS（元）	0.27	1.03	1.70
P/E	154	41	25

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



长春高新（000661）：生长激素放量推动业绩高增长

□ 投资逻辑：

1）生长激素是满足“长高”需求的最好消费品，公司拥有全球最强生长激素产品梯队，粉针+水针+长效全方位发力；2）生长激素放量推动业绩高增长，公司盈利和估值有望同步提升。

盈利预测及建议：

预计2018-2019年净利润分别为9.9亿、13.8亿，对应PE分别为39倍、28倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

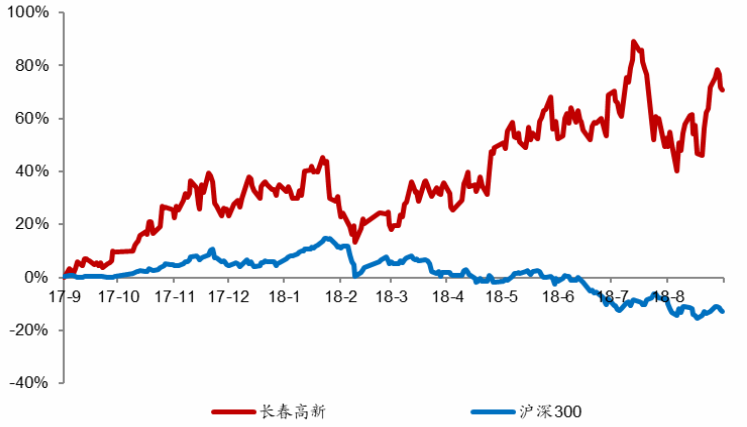
产品销量或低于预期的风险、新产品获批进度或低于预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4102.26	5523.39	7227.42
营业收入增长率	41.58%	34.64%	30.85%
净利润（百万元）	661.95	993.16	1383.32
净利润增长率	36.53%	50.04%	39.28%
EPS（元）	3.89	5.84	8.13
P/E	59	39	28

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



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31倍、24倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

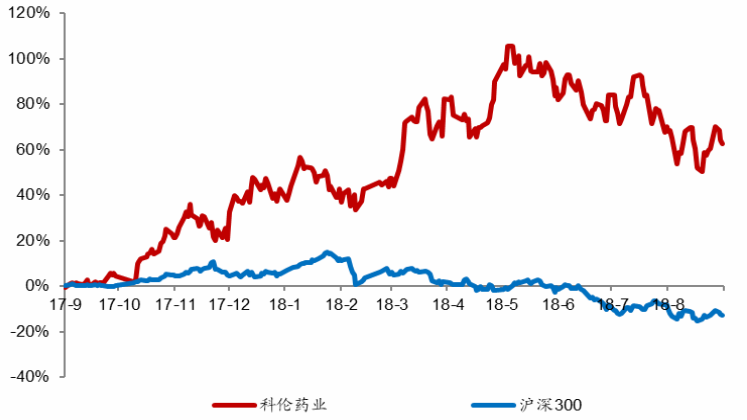
原料药业绩或不及预期的风险；仿制药和创新药研发进度或上市进度低于预期的风险。

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	54	31	24

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



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41倍、31倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

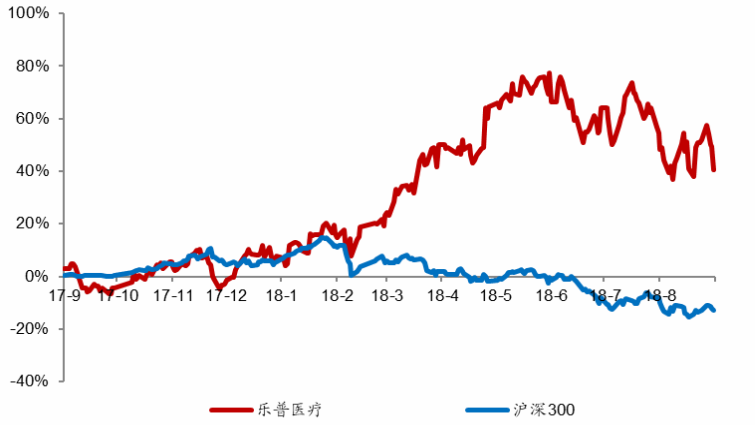
产品销量或低于预期的风险、产品招标降价的风险、新产品获批进度或低于预期的风险。

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	62	41	31

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



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75倍、56倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

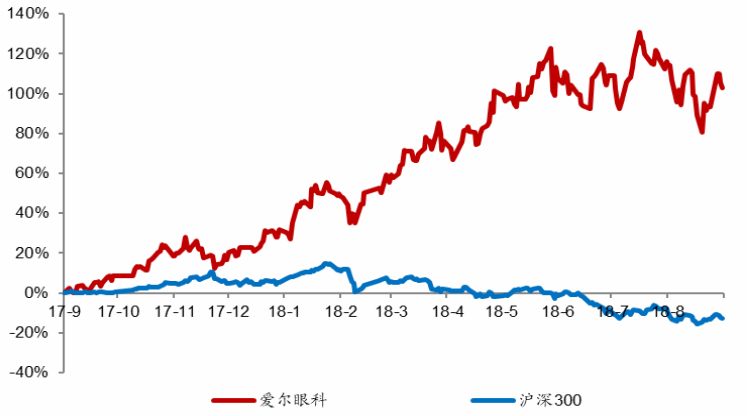
核心业务增速不及预期风险、并购基金资产注入进度不及预期风险。

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	101	75	56

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



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54倍、40倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

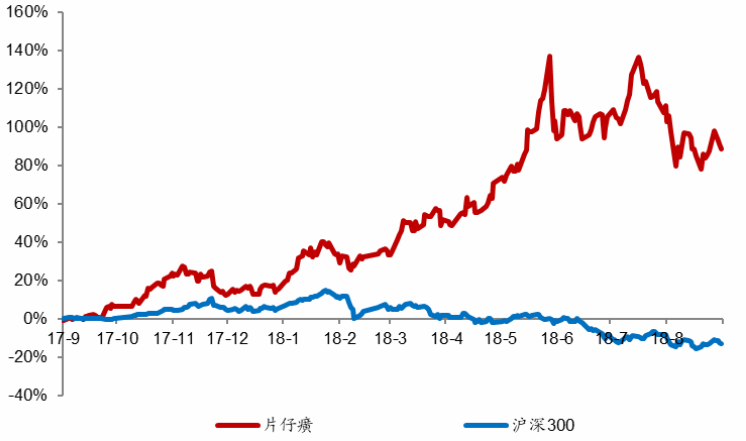
原材料价格波动风险，产品销售不及预期风险。

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	77	54	40

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



益丰药房（603939）：内生+外延共同驱动，业绩表现靓丽

□ 投资逻辑：

1）自建+并购推动门店布局加速，连锁药店总数已达到2499家，精细化管理使得新门店销售放量速度加快；2）零售药店行业景气度高，行业整合速度加快，议价能力提升推动盈利能力上升。

盈利预测及建议：

预计2018-2019年净利润分别为4.5亿、6.1亿，对应PE分别为42倍、32倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

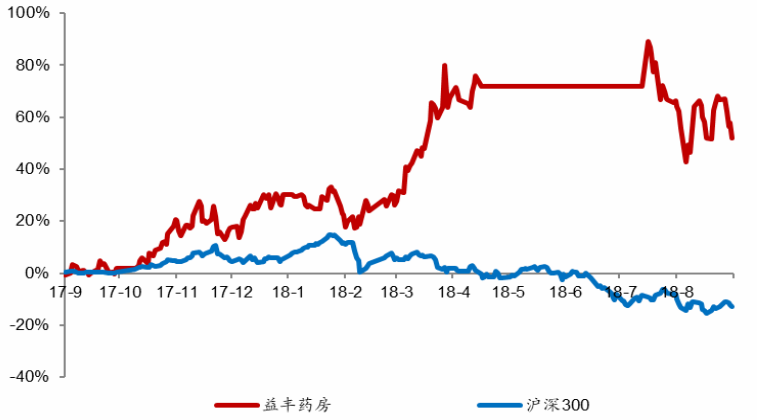
新店扩张不及预期风险，并购门店整合不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4807.25	6712.65	8847.44
营业收入增长率	28.76%	39.64%	31.80%
净利润（百万元）	313.50	453.34	606.20
净利润增长率	40.03%	44.61%	33.72%
EPS（元）	0.86	1.25	1.67
P/E	61	42	32

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



重点推荐标的

				净利润（亿元）			PE		
板块	代码	公司	市值（亿元）	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
创新药	600276.SH	恒瑞医药	2436	32.17	38.91	51.90	76	63	47
	300009.SZ	安科生物	140	2.78	3.75	5.18	51	37	27
	000661.SZ	长春高新	392	6.62	9.93	13.83	59	39	28
	600196.SH	复星医药	392	6.62	8.90	11.55	59	44	34
	002422.SZ	科伦药业	739	31.25	35.41	41.25	24	21	18
	300003.SZ	乐普医疗	405	7.49	14.22	18.76	54	28	22
品牌中药	600436.SH	片仔癀	621	8.07	11.42	15.42	77	54	40
	600771.SH	广誉远	132	2.37	4.49	6.56	56	29	20
	000538.SZ	云南白药	829	31.44	35.39	40.56	26	23	20
	600085.SH	同仁堂	439	10.17	11.41	13.03	43	38	34
大输液	603367.SH	辰欣药业	88	3.67	6.03	8.12	24	15	11
	002422.SZ	科伦药业	405	7.49	13.06	17.02	54	31	24
	600062.SH	华润双鹤	167	8.42	9.79	11.26	20	17	15
零售药店	603883.SH	老百姓	182	3.70	4.60	5.69	49	40	32
	603939.SH	益丰药房	192	3.13	4.53	6.06	61	42	32
	002727.SZ	一心堂	146	4.22	5.44	6.81	35	27	21
医疗服务	300015.SZ	爱尔眼科	748	7.42	9.97	13.30	101	75	56
	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 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

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
	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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn