

聚焦龙头，迎接估值切换

医药生物

行业热点政策：集中采购与创新驱动的主线机会

仿制药格局的积极变革，依赖于一致性评价、采购政策及医保支付标准等多项配套政策的共同推进。镇痛难免，寻找相对确定的受益品种可以遵循“布局早、品种群及有增量”的主线，建议积极关注华海药业及科伦药业等。近期药监部门出现较多人事变动，我们认为不影响产业创新的大方向。

行业整体：拥有相对优势，医院终端用药分化加剧

2018年1-7月行业收入与税前利润为14404亿元和1789亿元，分别同比增长14.0%和11.2%，保持稳健增长。横向比较看，医药在主要的制造业中收入和税前利润增速排名分别为第3名和第8名。医院终端用药分化加剧，以阿帕替尼等为代表的新进医保及用药升级的品种增长较快，辅助用药加速下滑。

上市公司中报：行业整体向好，结构调整加速

医药上市公司中报平均收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长22.12%、19.23%、22.80%。上半年行业收入增速较2017年加快，主要原因有：两票制高开因素导致收入增长较快、用药结构调整下治疗性用药高速增长、新进医保品种快速放量。

细分行业：原料药、医药外包、医疗服务增速最快；医疗器械及医药分销板块Q2增速有所加快

2018年上半年，扣非净利润增长最快的是原料药、医药外包及医疗服务子行业。重点子行业表现：①原料药：受供给侧改革及原料价格上涨推动，18年上半年增长较快，其中Q1达到景气高点，Q2有所放缓；②医药外包：受一致性评价及鼓励创新政策的推动，CRO行业主要上市公司今年经营全面向好；CMO行业经营有所分化；③医疗服务：内生外延共同推动快速增长；④连锁药店：龙头积极备战规模扩张，议价能力持续提升；⑤体外诊断行业：主要龙头公司继续保持快速增长，受流感因素影响Q2增速有所放缓；⑥生物药：整体维持较高景气度，疫苗继续爆发、血制品出现改善、生长激素保持较快增长；⑦医疗器械：进口替代带来的国产细分龙头快速增长；⑧医药分销：Q2全面改善。

投资建议：聚焦龙头，迎接估值切换

9月重点推荐恒瑞医药、长春高新、恩华药业、泰格医药、药明康德、开立医疗、乐普医疗、安图生物、益丰药房、爱尔眼科、国药股份、上海医药。

风险提示

药监系统加强监管，企业可能面临较大安全生产风险。下半年反商业贿赂政策力度大于预期。新药审批速度慢于预期。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

香港牌照：ASZ591

研究助理：程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

研究助理：袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

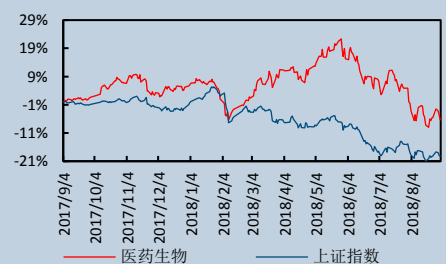
研究助理：刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

发布日期：2018年09月03日

市场表现



相关研究报告

- 18.07.09 中信建投医药行业7月月报：调整中布局下半年行情
- 18.08.02 小分子靶向药物：医保谈判催化，竞争格局生变
- 18.05.02 医药行业5月月报：行业热点纷呈，细分龙头为上

目录

市场热点政策：集中采购与创新驱动的主线机会.....	1
仿制药格局变革：依赖于多项配套政策的共同推进.....	1
创新驱动：人心所向，产业发展之必然趋势	8
行业整体：拥有相对优势，医院终端用药分化加剧.....	10
医药制造业：保持稳健增长，横向比较优势明显.....	10
医院终端：用药结构调整加速，新进医保及用药升级品种受益.....	11
上市公司中报：行业整体向好，结构调整加速	22
上市公司半年报：内部分化，龙头公司仍保持高增长.....	22
原料药、医药外包及医疗服务增速最快，器械及医药分销 Q2 增速加快.....	22
子行业篇之化学原料药：Q2 增速有所回落.....	25
子行业篇之医药外包：CRO 全面爆发，CMO 有所分化	27
子行业篇之医疗服务：内生外延共同推动专科连锁龙头高速增长.....	29
子行业篇之医药零售：龙头积极备战规模扩张，议价能力持续提升.....	30
子行业篇之 IVD：主要龙头公司继续保持快速增长	33
子行业篇之生物药：行业继续分化，血制品板块回升.....	35
子行业篇之医疗器械：细分行业龙头受益国产替代红利.....	37
子行业篇之医药分销：环比改善，政策影响减弱.....	38
子行业篇之化学制药：创新药龙头与转型升级类公司表现突出.....	39
子行业篇之中药：整体平淡，分化加大	41
市场表现及资金配置：细分龙头获青睐	43
资金配置情况：青睐细分龙头	43
8 月行情回顾：医药单月跑输市场	45
9 月投资策略：聚焦龙头，迎接估值切换行情	46
风险提示	48

图表目录

图表 1：上海首批带量采购品种中标前后样本医院市场份额变化.....	1
图表 2：上海第二批带量采购品种中标前后样本医院市场份额变化.....	2
图表 3：上海市前两批带量采购品种销售额及数量变化.....	3
图表 4：目前通过一致性评价品种与原研及其他厂家中标价格对比（单位：元）	4
图表 5：药审中心承办的药品注册申请受理号数量.....	8
图表 6：临床研究申请新旧政对比	8
图表 7：2011-2018 年 7 月医药制造业主营收入及利润增速情况	10
图表 8：制造业收入增速横向对比	10
图表 9：制造业利润总额增速横向对比	11
图表 10：PDB 样本医院主要肿瘤用药销售额.....	12
图表 11：PDB 样本医院主要心脑血管用药销售额.....	14
图表 12：PDB 样本医院主要内分泌及代谢用药销售额.....	16

图表 13: PDB 样本医院主要神经系统及麻醉用药销售额.....	17
图表 14: PDB 样本医院主要消化系统用药销售额.....	20
图表 15: PDB 样本医院主要抗感染用药销售额.....	21
图表 16: PDB 样本医院主要单抗类用药销售额.....	21
图表 17: 医药制造业财务指标纵向对比	22
图表 18: 医药行业整体及细分行业营收利润增速	22
图表 19: 原料药公司 2017-2018 年分季度累计经营增速	25
图表 20: 原料药公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析	25
图表 21: 原料药公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析	26
图表 22: 2017-2018 年主要维生素价格走势 (元/千克)	26
图表 23: 2017-18 年主要抗生素及激素价格走势 (元/千克)	27
图表 24: 2017-2018 年肝素出口数量及出口单价	27
图表 25: CRO、CMO 公司 2017-2018 年分季度累计经营增速.....	27
图表 26: CRO、CMO 公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析.....	27
图表 27: CRO、CMO 主要龙头公司 2017-2018 年分季度累计经营增速.....	28
图表 28: 2017 年 CRO 公司订单情况	29
图表 29: 医疗服务板块财务数据分析	29
图表 30: 医疗服务板块财务数据分析 (%)	29
图表 31: 医疗服务龙头公司分析	30
图表 32: 截至 2018H1 医药零售行业分季度累计整体情况.....	30
图表 33: 医药零售板块分季度累计财务分析	30
图表 34: 医药零售行业龙头公司分析	31
图表 35: 2018 年上半年药店板块扩张情况梳理	31
图表 36: 2018 年 1-8 月药店板块龙头公司并购业务梳理	32
图表 37: 截至 2018 年中报医药零售板块公司全国布局情况.....	33
图表 38: IVD 行业分季度累计经营增速	34
图表 39: IVD 行业 2017-2018Q1 财务数据分析	34
图表 40: IVD 行业主要公司业绩表现	34
图表 41: 生物药行业分季度累计经营增速	35
图表 42: 疫苗行业分季度累计经营增速	35
图表 43: 血制品行业分季度累计经营增速	35
图表 44: 生物药行业 2017-2018Q1 财务数据分析	36
图表 45: 生物药行业主要公司业绩表现	36
图表 46: 医疗器械板块分季度累计经营增速	37
图表 47: 医疗器械板块财务数据分析	37
图表 48: 医疗器械板块龙头公司分析	38
图表 49: 医药分销行业分季度累计经营增速	38
图表 50: 医药分销行业 2017-2018H1 财务数据分析	38
图表 51: 医药分销行业主要公司业绩表现	39
图表 52: 化学制药公司 2017-2018 年分季度累计经营增速	40
图表 53: 化学制药公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析	40

图表 54: 化学制药主要龙头公司 2017-2018 年分季度累计经营增速	40
图表 55: 截至 2018H1 中药行业分季度累计整体情况.....	41
图表 56: 中药板块分季度累计财务指标分析	41
图表 57: 中药行业代表性公司分析	42
图表 58: 2011 年至今医药行业基金持仓统计	43
图表 59: 2018H1 基金持股医药行业标的 Top20 明细	43
图表 60: 2018 年 8 月南下、北上资金持仓统计	44
图表 61: 2018 年 8 月二级行业涨跌幅 (单位: %)	45
图表 62: 2013 年至今医药生物行业市盈率	45
图表 63: 8 月涨跌幅居前个股 (剔除 8 月新股)	45
图表 64: 8 月细分板块平均涨跌幅 (单位: %)	46
图表 65: 细分板块平均市盈率 (TTM, 剔除负值)	46
图表 66: 中信建投医药行业重点覆盖公司盈利预测及投资评级表.....	46

市场热点政策：集中采购与创新驱动的主线机会

近期集中采购及创新政策的持续性是市场关注的热点。我们认为仿制药格局的积极变革，依赖于一致性评价、采购政策及医保支付标准等多项配套政策的共同推进。整体而言，我们认为仿制药集中采购的镇痛难免，寻找相对确定的受益品种可以遵循布局早、品种群及有增量几条主线，建议积极关注华海药业及科伦药业等。近期药监部门出现较多人事变动，我们认为不影响产业创新的大方向。一方面是鼓励创新是由国家层面确定的方向，多项政策（包括近期出台的临床试验新政）已经制度化，再走回头路的可能性不大；另一方面是企业看到仿制药格局变化背景下转型创新的必要性。

仿制药格局变革：依赖于多项配套政策的共同推进

医保局成立后，药品集中采购试点工作引人注目。市场预期由此推动的仿制药市场格局发生变化带来的投资机会，我们认为仿制药格局的积极变化依赖于多项配套政策的共同推进：①一致性评价政策的进展及配套：目前仅有 50 多个品规的品种通过仿制药的一致性评价（或视同通过），大部分品规通过的企业数量在 1-2 家，因此我们预计议价将是本次采购试点的主要方式，议价幅度将很大程度上影响企业参与的积极性；此前已有超过十个省份公布一致性评价配套政策，同意这些品种主要以直接挂网的方式进行采购；②通过医保支付标准等政策引导医院及医生的处方行为变化。

仿制药格局变化推演：镇痛难免，遵循“布局早、品种群及有增量”的主线自下而上寻找受益标的。以上海市前两批带量采购结果为例，我们看到仿制药的竞争格局确实发生重大变化，但也有很多带量采购的品种由于替代的原因，出现了整体处方金额和处方量的下滑。整体而言，我们认为仿制药集中采购的镇痛难免，寻找相对确定的受益品种可以遵循布局早、品种群及有增量几条主线，建议积极关注华海药业及科伦药业等。

图表1：上海首批带量采购品种中标前后样本医院市场份额变化

2014		2015		2017	
公司	占比（销售）	公司	占比（销售）	公司	占比（销售）
阿莫西林（口服常释）					
山西同达药业	3.14%	山西同达药业	1.86%	珠海联邦制药	5.37%
上海衡山药业	0.01%	昆明贝克诺顿制药	6.19%	瑞阳制药	90.32%
昆明贝克诺顿制药	7.32%	珠海联邦制药	76.29%	昆明贝克诺顿制药	4.32%
珠海联邦制药	88.79%	瑞阳制药	14.75%		
香港澳美制药	0.74%	香港澳美制药	0.91%		
头孢唑辛酯（口服常释）					
GSK	7.73%	GSK	7.23%	国药致君	0.47%
国药致君	15.10%	国药致君	14.47%	广州白云山	36.68%
广州南新制药	14.56%	广州南新制药	8.34%	山东鲁抗医药	62.84%
珠海联邦制药	12.02%	广州白云山	6.29%		
苏州中化	50.30%	珠海联邦制药	14.44%		
深圳立健药业	0.27%	苏州中化	49.22%		
山东鲁抗	0.02%				
依那普利(口服常释)					

	2014		2015		2017
Berlin-Chemie	1.95%	Berlin-Chemie	1.82%	石药欧意	94.10%
上海现代制药	4.70%	上海现代制药	3.74%	上海现代制药	0.67%
常州制药	2.54%	常州制药	1.28%	恒瑞医药	1.28%
扬子江药业	90.74%	扬子江药业	69.77%	辰欣药业	3.95%
浙江一新	0.07%	石药欧意	23.39%		

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表2: 上海第二批带量采购品种中标前后样本医院市场份额变化

2015		2016		2017	
公司	占比(销售)	公司	占比(销售)	公司	占比(销售)
赖诺普利片					
上海信谊	84.49%	上海信谊	89.23%	上海长城药业	62.79%
国药	7.48%	上海长城药业	1.55%	山东潍坊制药	37.21%
宜昌东阳光	8.03%	东阳光长江药业	8.17%		
		山东潍坊制药	1.06%		
地红霉素肠溶片					
湖南九典制药	79.04%	湖南九典制药	63.90%	赤峰蒙欣药业	100.00%
西安利君制药	16.68%	西安利君制药	30.86%		
赤峰蒙欣药业	4.28%	赤峰蒙欣药业	5.24%		
盐酸伐昔洛韦片					
上药信谊	12.50%	上药信谊	10.45%	上药信谊	66.85%
丽珠丽珠制药	21.10%	丽珠丽珠制药	23.51%	丽珠丽珠制药	0.23%
四川明欣药业	26.03%	四川明欣药业	30.56%	成都倍特药业	31.27%
山东新时代药业	11.81%	山东新时代药业	7.46%	湖北科益药业	1.64%
山东罗欣药业	19.67%	山东罗欣药业	17.20%		
湖北科益药业	8.88%	成都倍特药业	1.60%		
		湖北科益药业	9.22%		
尼美舒利分散片					
北京永正制药	10.95%	北京永正制药	6.92%	海南康芝药业	13.26%
广州白云山制药	0.59%	广州白云山制药	0.38%	远大医药	86.74%
海南康芝药业	82.87%	海南康芝药业	81.63%		
牡丹江灵泰药业	1.80%	牡丹江灵泰药业	1.85%		
远大医药	3.79%	远大医药	9.23%		
阿魏酸哌嗪片					
山东希尔康泰药业	30.88%	山东希尔康泰药业	10.37%	成都亨达药业	100.00%
成都亨达药业	56.00%	成都亨达药业	81.75%		
海南林恒制药	7.35%	海南林恒制药	6.20%		
湖南千金湘江药业	5.77%	湖南千金湘江药业	1.68%		
茵拉西坦片					
国药工业	3.32%	亚宝药业	4.07%	亚宝药业	100.00%

2015		2016		2017
西安海欣制药	96.68%	国药工业		5.10%
		西安海欣制药		90.83%

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表3: 上海市前两批带量采购品种销售额及数量变化

第一批销售额	单位: 百万元	执行时间	2015年6月		
年份	阿莫西林	头孢呋辛酯	依那普利		
2012	3.36	136.69	1.87		
2013	3.48	152.78	1.66		
2014	3.59	154.00	1.25		
2015	1.81	119.18	0.61		
2016	0.55	92.25	0.19		
2017	0.58	71.62	0.15		

第一批数量	单位: 百万元	执行时间	2015年6月		
年份	阿莫西林	头孢呋辛酯	依那普利		
2012	4.59	14.77	2.04		
2013	4.56	15.53	1.81		
2014	4.73	16.70	1.39		
2015	5.44	10.99	1.12		
2016	6.46	6.27	0.74		
2017	6.76	5.97	0.62		

第二批销售额	单位: 百万元	执行时间	2016年10月		
年份	赖诺普利片	地红霉素肠溶片	盐酸伐昔洛韦片	尼美舒利分散片	阿魏酸哌嗪片
2012	1.62	11.20	14.17	2.56	1.78
2013	1.34	6.62	10.41	2.88	1.81
2014	1.13	6.47	10.66	3.37	1.97
2015	0.96	7.13	11.33	3.38	2.36
2016	0.62	6.39	9.91	3.23	2.41
2017	0.05	0.41	2.44	0.53	0.68

第二批数量	单位: 百万元	执行时间	2016年10月		
年份	赖诺普利片	地红霉素肠溶片	盐酸伐昔洛韦片	尼美舒利分散片	阿魏酸哌嗪片
2012	1.00	1.55	1.46	2.08	10.29
2013	0.87	1.51	1.71	2.31	10.16
2014	0.75	1.52	1.85	2.68	11.19
2015	0.66	1.96	2.06	2.67	12.33
2016	0.52	1.82	2.06	2.59	9.87
2017	0.28	0.37	1.82	0.62	7.57

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表4：目前通过一致性评价品种与原研及其他厂家中标价格对比（单位：元）

药品通用名	一致性评价		规格	中标价中值	中标价格区间	原研公司	原研规格	中标价中值	中标价格区间	其他厂商	其他厂商规格	中标价中值						
	公司名	剂型																
硫酸氢氯吡格雷片	信立泰	片剂	25mg	3.83	3.36~3.97	赛诺菲	75mg	17.02	15.47~17.87	乐普药业	25mg	2.90						
			75mg	8.72	7.61~9.07						75mg	6.89						
恩替卡韦胶囊	青峰药业	胶囊剂	0.5mg	8.88	5.51~14.05	百时美施贵宝	-	-	-	中和药业	0.5mg	10.45						
											正大天晴	0.5mg	11.00					
											海思科	0.5mg	10.41					
恩替卡韦分散片	青峰药业	分散片	0.5mg	13.71	6.86~22.99	百时美施贵宝	-	-	-	安徽贝克生物	0.5mg	7.66						
											正大天晴	0.5mg	17.98	9.18~22.99	山东鲁抗医药	0.5mg	18.48	
奥氮平片	江苏豪森	片剂	5mg	8.51	6.80~9.13	礼来	5mg	22.51	19.40~81.74	美国华生制药	5mg	8.20						
			10mg	14.77	13.25~17.36		10mg	40.07	37.90~58.53		印度瑞迪博士实验室	5mg	8.15					
盐酸曲马多片	石药欧意	片剂	50mg	1.01	1.01~1.01	卫材株式会社	50mg	1.16	1.16~1.16	广州柏赛罗药业	50mg	0.85						
											多多药业	50mg	1.04					
注射阿奇霉素	普利制药	注射剂	0.5g	-	-	辉瑞	0.5g	93.56	89.21~96.00	19家	0.5g	11.45						
左乙拉西坦片	京新药业	片剂	0.25g	4.20	3.04~4.56	UCBSA	0.25g	4.67	4.42~5.11	信立泰	0.25g	4.56						
							0.5g	7.91	7.52~8.67		重庆圣华曦药业	0.25g	5.17					
苯磺酸氨氯地平片	黄河药业	片剂	5mg	1.07	1.07~4.20	辉瑞	5mg	4.66	4.28~4.80	31家	5mg	1.07						
													扬子江	5mg	1.84	1.11~1.88	10mg	4.53
阿法骨化醇片	重庆药友片剂制药	片剂	0.25μg	1.50	0.45~3.00	帝人制药	0.25μg	3.63	2.10~3.63									
													0.5μg	1.30	1.30~1.30	0.5μg	3.52	3.46~3.63
													1.0μg	3.50	3.50~3.50	1.0μg	3.50	3.50~3.50
阿莫西林胶囊	珠海联邦胶囊剂制药	胶囊剂	0.25g	0.48	0.47~0.81	葛兰素史克	-	-	-	74家	0.25g	0.31						
阿托伐他汀钙片	北京嘉林片剂药业	片剂	10mg	3.81	3.24~3.88	辉瑞	10mg	6.55	6.34~6.70	莱柯制药	20mg	5.80						
			20mg	6.29	5.50~6.58		20mg	8.98	7.93~9.47									
	浙江新东港	片剂	10mg	3.09	2.82~3.74	40mg	15.94	15.61~16.15										
			20mg	-	-													
草酸艾司西酞普兰片	湖南洞庭片剂药业	片剂	10mg	7.83	5.92~8.06	丹麦灵北制药	10mg	14.53	13.65~15.84	吉林西点药业	10mg	7.00						

药品通用名	一致性评价				原研公司	原研规格	中标价中值	中标价格区间	其他厂商	其他厂商规格	中标价中值			
	公司名	剂型	规格	中标价中值										
	科伦药业		10mg	8.43		20mg	24.71	24.71~24.71	康恩贝生物	10mg	7.00			
									山东京卫制药	10mg	7.36			
厄贝沙坦片	海正辉瑞	片剂	75mg	1.04	0.69~1.57	赛诺菲	0.15g	4.55	4.08~4.99	南京长澳制药	75mg	1.41		
			0.15g	1.31	0.63~2.68		0.3g	7.89	7.77~8.10	安徽环球药业	75mg	1.22		
			0.30g	-	-					扬子江药业	75mg	1.21		
	华海药业	75mg	0.96	0.53~2.02					修正药业	0.15g	2.21			
									恒瑞医药	0.15g	1.88			
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	华海药业	片剂	150mg/	1.46	1.30~5.57	赛诺菲	300mg/	7.84	7.79~7.89	常山生化药业	150mg/	4.41		
			12.5mg				12.5mg							
	正大天晴	150mg/	2.73	2.48~5.54	150mg/		4.21	4.21~4.21	浙江华圣爱诺	150mg/	2.98			
			12.5mg			12.5mg				12.5mg				
阿奇霉素片	石药欧意	片剂	0.25g	2.06	0.44~10.00	辉瑞	0.25g	10.48	7.09~10.80	31家	0.25g	1.00		
			0.5g	3.50	3.50~6.17						5家	0.5g	3.48	
福辛普利钠片	华海药业	片剂	10mg	2.22	1.91~2.98	百时美施贵宝	10mg	2.96	2.64~2.96					
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	成都倍特	片剂	0.3g	15.50	7.75~30.00	葛兰素史克	0.3g	16.33	16.33~33.33	吉利德	0.3g	16.33		
			齐鲁制药	0.3g	14.97						14.17~30.00	安徽贝克	0.3g	14.42
			正大天晴	0.3g	14.33						14.07~30.00			
吉非替尼片	齐鲁制药	片剂	0.25g	166.00	158.40~168.00	阿斯利康	0.25g	235.80	235.80~235.8					
赖诺普利片	华海药业	片剂	5mg	0.85	0.85~0.85	阿斯利康	10mg	2.97	2.93~3.01	国药汕头金石	5mg	0.98		
			10mg	1.32	1.16~2.35						9家	10mg	1.41	
利培酮片	华海药业	片剂	1mg	0.99	0.41~2.15	强生	1mg	2.70	2.46~3.03	北京天衡	1mg	0.73		
											天津药物研究院	1mg	0.78	
												恩华药业	1mg	0.90
氯沙坦钾片	华海药业	片剂	50mg	4.29	2.13~5.09	默沙东	50mg	5.69	5.35~5.86	7家	50mg	4.29		
			100mg	4.72	1.93~7.40		100mg	7.38	1.82~7.71	扬子江药业	100mg	7.37		
马来酸依那普利片	扬子江	片剂	5mg	0.67	0.53~1.10	默沙东	5mg	0.75	0.72~0.75	10家	5mg	0.67		
			10mg	1.15	0.41~1.75						14家	10mg	1.15	
奈韦拉平片	华海药业	片剂	0.2g	-	-	勃林格殷格翰	0.2g	-	-	上海迪赛诺生物	0.2g	-		
瑞舒伐他汀钙片	浙江海正	片剂	5mg	2.00	1.70~2.95	阿斯利康	5mg	4.58	4.32~4.65	鲁南贝特制药	5mg	3.63		
			10mg	3.42	3.42~5.01						10mg	6.34		
	正大天晴	10mg	4.63	2.87~4.97	先声东元制药		5mg	1.95						
	浙江京新	5mg	3.02	1.78~4.12			10mg	3.02						
		10mg	4.62	3.06~7.01										
头孢呋辛酯片	国药致君	片剂	0.25g	2.73	1.48~4.17	葛兰素史克	0.25g	3.05	2.71~3.43	9家	0.25g	2.33		
			0.125g	1.43	1.36~1.76						7家	0.125g	1.36	

药品通用名	一致性评价				原研公司	原研规格	中标价中值	中标价格区间	其他厂商	其他厂商规格	中标价中值
	价公司名	剂型	规格	中标价中值							
	成都倍特		0.25g	0.94			0.86~1.54				
			0.125g	0.50			0.46~1.00				
盐酸帕罗西汀片	华海药业	片剂	20mg	4.15	葛兰素史克	20mg	8.90	8.55~9.91	北京万生药业	20mg	3.38
									浙江尖峰药业	20mg	3.81
依非韦伦片	上海迪赛 诺生物	片剂	600mg	-	默沙东	200mg	-	-	-	-	-
						600mg	-	-	-	-	-
依非韦伦	浙江华海	其他剂型	-	-	-	-	-	-	-	-	-
伏立康唑片	浙江华海	片剂	50mg	-	辉瑞	0.2g	382.7	326.40~387.20	北京博康健基因科技	50mg	50.5
			0.2g	-							
卡托普利片	石药欧意 常州制药	片剂	25mg	0.09	百时美施贵宝	12.5mg	0.96	0.96~0.96	53家	25mg	0.07
			25mg	0.1					11家	12.5mg	0.05
孟鲁司特钠咀嚼片	杭州民生 滨江	片剂	4mg	-	默沙东	4mg	6.33	5.56~6.62	鲁南贝特制药有限公司	5mg	5.61
			5mg	-		5mg	7.04	6.43~7.36	日本大冢	5mg	5.64
孟鲁司特钠片	杭州民生 滨江	片剂	10mg	-	默沙东	10mg	7.66	6.47~7.97	日本大冢	10mg	6.35
									鲁南贝特	10mg	6.29
安立生坦片	江苏豪森	片剂	5mg	-	葛兰素史克	5mg	126.83	108.39~133.51			
						10mg	172.67	172.67~172.67			
左乙拉西坦口服溶液	重庆圣华 曦	口服液	150ml:1.5g	-	UCBSA	150ml:1.5g	249	236.96~250.43			
布洛芬注射液	成都苑东	注射剂	8ml:0.8g	-	坎伯兰	-	-	-			
			4ml:0.4g	-							
替格瑞洛片	信立泰	片剂	90mg	-	阿斯利康	60mg	-	-			
						90mg	8.45	8.43~11.37			
氟比洛芬酯注射液	武汉大安	注射剂	5ml:50mg	-	日本科研制药	-	-	-	北京泰德	5ml:50mg	68.26
注射用培美曲塞二钠	四川汇宇	注射剂	500mg	-	礼来	0.5g	11940	11104~12179	13家	0.5g	3253
			0.1g	2800		0.1g	3524	2939~3833	8家	0.1g	960

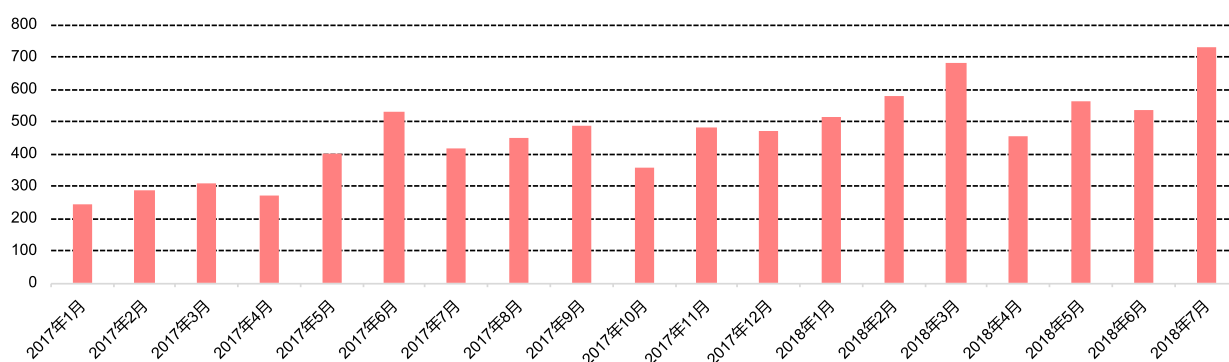
药品通用名	一致性评价				原研公司	原研规格	中标价中值	中标价格区间	其他厂商	其他厂商规格	中标价中值
	公司名	剂型	规格	中标价中值							
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	石药欧意	注射剂	0.1g	2680	2680~2680	新基	0.1g	5850	5510~6032		
甲磺酸伊马替尼片	江苏豪森	片剂	0.1g	19.33	15.13~21.59	诺华	0.1g	189.38	176~196	石药欧意	0.1g 19.24
盐酸右美托咪定注射液	扬子江	注射剂	1ml:0.1mg	-	-	雅培	-	-	-	恒瑞医药	1ml:0.1mg 93.46
			2ml:0.2mg	-	-						2ml:0.2mg 163.47
			mg								
盐酸莫西沙星片	广东东阳光	片剂	0.4g	-	-	拜耳	-	25.22	23.28~26.20	北京万生	0.4g -
缬沙坦片	浙江华海	片剂	80mg	-	-	诺华	160mg	-	-	常州四药	40mg 1.4
			160mg	-	-						
			40mg	-	-						
肠内营养乳剂(TPF-D)	费森尤斯	口服液	500ml/袋	66.86	59.06~69.91						
蒙脱石散	四川维奥	散剂	3g	0.94	0.76~1.03	益普生	3g	1.82	1.78~2.00	21家	3g 0.93
	扬子江			1.08	1.05~1.38						
	先声药业			0.88	0.80~1.23						
头孢唑林注射剂	Otsuka Pharma	注射剂	100ml:1.0g	-	-	-	-	-	-	15家	100ml:1.0g 2.66
盐酸氨溴索片	恒瑞医药	片剂	30mg	0.56	0.24~0.67	-	-	-	-	12家	30mg 0.56

资料来源：米内网，医药魔方，中信建投证券研究发展部

创新驱动：人心所向，产业发展之必然趋势

近期药监部门出现较多人事变动，我们认为不影响产业创新的大方向。一方面是鼓励创新是由国家层面确定的方向，多项政策（包括近期出台的临床试验新政）已经制度化，再走回头路的可能性不大；另一方面是企业看到仿制药格局变化背景下转型创新的必要性。2018年3月，CDE新受理682个申请，4月由于申报政策调整、部门调整等原因出现暂时回落，2018年5月和6月分别为562个和538个，基本维持稳定。2018年7月，CDE新受理730个申请，受理总量再创新高。

图表5：药审中心承办的药品注册申请受理号数量



资料来源：CDE，中信建投证券研究发展部

图表6：临床研究申请新政旧政对比

关键词	征求意见稿	正式稿
初步审评时限	药审中心项目管理人员应在收到申请的 15 天内，与申请人商定召开沟通交流会议日期。申请人应在正式会议 30 天提交完整的沟通交流会议资料。	缺少 CDE 初步审批时限。药审中心对沟通交流会议资料进行初步审评，在沟通交流会议召开至少 2 日前，通过“申请人之窗”将初步审评意见和对申请人所提出问题的解答意见告知申请人。
临床试验开展	自受理之日起 60 日内，未收到药审中心否定或质疑意见的，申请人可以按照提交的方案开展临床试验。	自受理缴费之日起 60 日内，未收到药审中心否定或质疑意见的，申请人可以按照提交的方案开展临床试验。
材料补发	对于申报资料不符合审评要求的，药审中心可通过沟通交流或补充资料方式告知申请人，申请人应在自受理之日起 60 日内补送资料，在规定时间内未收到药审中心其他否定或质疑意见的，申请人可按照完善后方案开找药物临床试验；未交补充资料的，申请人补充资料后在该申请受理缴费之日起 60 按时限补充资料或补充资料仍不能满足审评要求的，药审中心未收到药审中心其他否定或质疑意见的，可按照完善后的方案以审批意见通知件方式通知申请人，列名目前尚不具备开展临床试验。申请人未按时限补充资料或补充资料仍不能展临床试验的原因，该申请事项终止。	对于已受理的申报资料不符合审评技术要求的，药审中心可通过沟通交流或补充资料方式一次性告知申请人需要补正的全日内补送资料，在规定时间内未收到药审中心其他否定或质疑意见的，申请人应在收到补充资料通知之日起 5 日内一次性提交补正资料。申请人补充资料后在该申请受理缴费之日起 60 按时限补充资料或补充资料仍不能满足审评要求的，药审中心以暂停临床试验通知书方式通知申请人，并列名目前尚不具备开展临床试验的原因。
申请事项终止	无特别说明	对于申报资料存在重大缺陷的，或临床试验方案不完整的，或

请参阅最后一页的重要声明

关键词	征求意见稿	正式稿
		缺乏可靠的风险控制措施、存在潜在的临床风险而无法保障临床试验受试者安全的，药审中心已暂停临床试验通知书方式通知申请人，说明目前不支持开展临床试验的理由。药审中心在作出暂停临床试验决定前，应与申请人沟通交流。申请人可通过药审中心门户网站查询和下载暂停临床试验通知书。 申请人在解决了暂停临床试验通知书中所列问题后，可向药审中心书面提出答复和恢复临床试验申请。药审中心在收到申请之日起 60 日内提出是否同意的答复意见。答复意见包括同意恢复临床试验或继续执行暂停临床试验决定，并说明理由。
认可国外临床试验批准	对于技术指南明确、药物临床试验有成熟研究经验，申请人能够保障申报资料质量的，或国际同步研发的国际多中心临床试验申请，在监管体系完善的国家和地区已经获准实施临床试验的， 申请人可直接提出临床试验申请。	对于技术指南明确、药物临床试验有成熟研究经验，申请人能够保障申报资料质量的，或国际同步研发的国际多中心临床试验申请，在监管体系完善的国家和地区已经获准实施临床试验的， 申请人可不经沟通交流直接提出临床试验申请。
新增适应症资料提交	已获准开展临床试验的，凡增加新适应症的临床试验申请，均应通过补充申请方式提交。应提交支持新适应症的研究资料，与首次申请重复的部分可免于提交，但需要在申报资料中流出首次申请相关资料的编号；对于变更临床试验方案、重大药学变更等可能增加受试者安全性风险的，应通过补充申请方式提出变更申请。 药审中心在 40 日内完成补充申请的技术审评。	在已获准开展的临床试验期间，申请增加新适应症的，可提出新的临床试验申请，也可按此办法先提出沟通交流申请后决定。提出新的临床试验申请的， 申请时与首次申请重复的资料可免于提交 ，但应当在申报资料中流出首次申请中相关资料的编号。
监管细化	申请人接到审批意见通知件后，在完善相关研究、满足临床试验审评审批要求后，可按新药临床试验审批程序重新申报。对审批意见通知件有异议的，可提出复审申请，必要时药审中心召开专家咨询会公开论证。	申请人在获得首次临床试验许可后， 应定期向药审中心提供药物研发期间安全性更新报告 ，包括全球研发和上市状况、正在进行中 and 已完成的临床试验、新增的安全性结果、重大生产变更、整体安全性评估、中药风险总结、获益-风险评估和下一年总体研究计划等内容。 一般每年一次，于药物临床试验许可后每满一年后的二个月内提交。 药审中心可以根据审查情况，要求申请人调整报告周期。逾期未提交的，申请人应暂停药物临床试验。

资料来源: CDE, 中信建投证券研究发展部

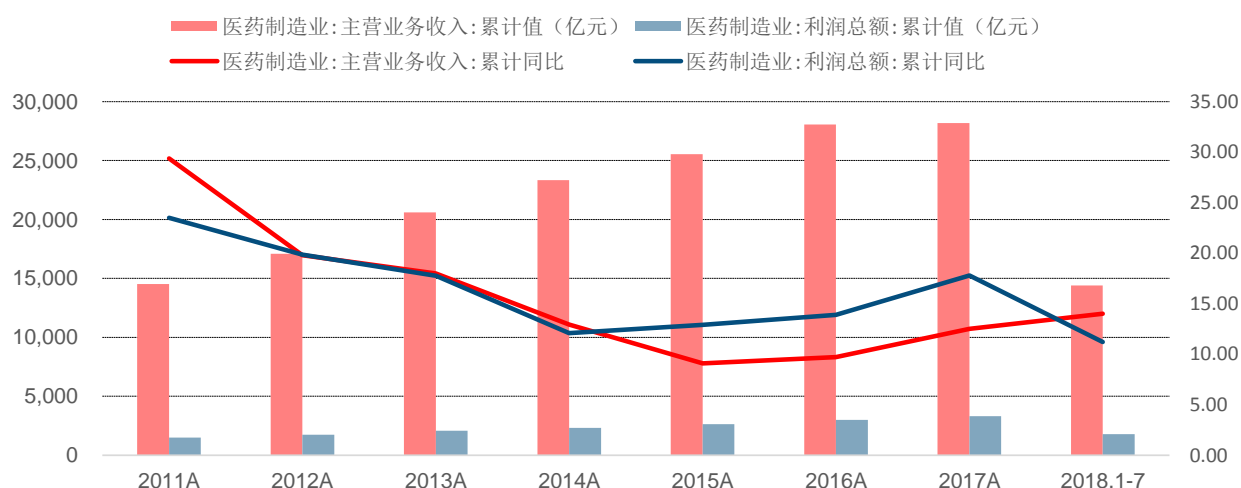
行业整体：拥有相对优势，医院终端用药分化加剧

医药制造业：保持稳健增长，横向比较优势明显

医药制造业收入和盈利保持稳健增长。2017年，医药制造业主营业务收入和利润总额分别为28186亿元和3314亿元，分别同比增长12.50%和17.80%；2018年1-7月这一数据为14404亿元和1789亿元，分别同比增长14.0%和11.2%，仍然保持稳健增长。

横向比较看，医药制造业增速排名亦有明显上升。收入增速方面，医药行业2017年排名第8，2018年1-7月排名上升至第4，仅次于油气开采、石油加工和通用设备；2017年利润总额同比增长率，医药制造业排名第11，2018年上半年排名上升至第8。考虑到未来的经济增速下行压力，我们认为未来医药的相对优势会进一步凸显。

图7：2011-2018年7月医药制造业主营收入及利润增速情况



资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

图8：制造业收入增速横向对比

	上游行业				中游行业					下游行业				医药
	煤炭开采	油气开采	黑金开采	有色采选	石油加工	黑金冶炼	有色冶炼	通用设备	专用设备	食品	饮料	纺织	服装	
2011A	37.8	29.2	40.7	41.1	26.9	25.5	34.8	29	29.8	32.9	33.2	25.7	27.6	29.4
2012A	10.2	5	11.4	17.4	7	1.2	14.7	10.5	9.3	17.6	16.8	12.2	10.6	19.8
2013A	-2.6	0.4	11.8	9.7	3.6	7.3	12.1	12	11.8	15.9	12	12.5	11.3	18
2014A	-6.7	-0.6	-4.3	2.6	-0.6	-0.4	9.4	8.3	7.1	12.2	7	7	8	12.9
2015A	-14.8	-32.6	-20.7	-2.5	-16.3	-13	0.7	0.3	2.9	6.3	6.4	5.4	5.6	9.1
2016A	-1.6	-16.8	-7.7	6.4	-0.5	-0.7	5.5	2.9	4.9	8	6.3	3.9	4.6	9.7
2017A	25.9	20.5	10.9	-2.3	24.1	22.4	15.7	8.5	10.2	8.3	7.7	3.7	1.1	12.5
2018年1-7月	4.6	20.7	-2.5	5.6	20.3	16.0	10.8	9.6	12.4	8.2	9.7	2.1	3.8	13.8

	上游行业				中游行业					下游行业				
平均增速	6.6	3.2	5.0	9.8	8.1	7.3	13.0	10.1	11.1	13.7	12.4	9.1	9.1	15.7

资料来源: Wind, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

图表9: 制造业利润总额增速横向对比

	上游行业				中游行业					下游行业				
	煤炭开采	油气开采	黑金开采	有色采选	石油加工	黑金冶炼	有色冶炼	通用设备	专用设备	食品	饮料	纺织	服装	医药
2011A	33.4	44.8	53	52.3	-92.8	15.4	51.3	29	25.6	49.3	41.1	28.1	33.2	23.5
2012A	-15.6	-2.2	-1	-0.2	-7,725.80	-37.3	-10.4	4.2	0.8	25.8	31.8	13.9	10.2	19.8
2013A	-33.7	-10.5	1.8	-17.2	4,822.10	44.1	0.1	12.9	8.4	17.5	7.8	19.1	9.8	17.8
2014A	-46.2	-13.7	-23.9	-10.7	-79.2	-2.7	2.5	6.5	-0.6	9.8	-3.1	3.6	10.6	12.1
2015A	-65	-74.5	-43.9	-19.3	966.8	-67.9	-11	-0.6	-3.4	9.1	7.5	5.1	4	12.9
2016A	223.6	-158.9	-13	9.7	164.9	232.3	42.9	0.2	2.1	8.2	5	3.5	2.4	13.9
2017A	290.5		43.8	23.5	27	177.8	28.6	13.5	29.3	6.7	17.5	3.6	2.9	17.8
2018年1-7月	18	446.4	-28.8	15.7	36.1	97.8	-9.8	9	23.1	7	20	0.2	5.5	11.2
平均增速	50.6	33.1	-1.5	6.7	-235.1	57.4	11.8	9.3	10.7	16.7	16.0	9.6	9.8	16.1

资料来源: Wind, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

医院终端: 用药结构调整加速, 新进医保及用药升级品种受益

医院终端处方用药分化加剧。上半年, 样本医院用药市场出现进一步分化, 新进医保品种、符合用药升级方向的品种加速增长; 相比之下, 辅助用药和中药注射剂则出现快速下滑, 用药结构调整加速。

肿瘤用药方面, 2017年新进入医保的靶向药及其仿制药快速增长。其中埃克替尼同比增长 48.46%, 阿帕替尼同比增长 58.55%, 硼替佐米同比增长 47.18%, 来那度胺同比增长 465.8%。此外, 肿瘤靶向药的仿制药也出现快速增长, 中国生物制药的伊马替尼同比增长 56.37%, 中国生物制药的达沙替尼同比增长 64.29%。

心脑血管用药方面, 新进医保及用药升级的低分子肝素制剂高增长。其中达肝素钠、那曲肝素、依诺肝素上半年分别增长 40.46%、50.43%、30.93%, 主要是低分子肝素制剂生物利用度高、抗凝选择性高, 符合用药升级方向, 替代了原有的肝素制剂及低分子肝素钙市场。信立泰的艾力沙坦作为 2017 年新进医保品种, 上半年增长 985.17%。替格瑞洛实现了 60% 以上的快速增长。成熟品种则面临多厂家竞争, 增速出现分化, 其中, 海正药业瑞舒伐他汀低基数下实现同比增长 134.27%, 京新药业匹伐他汀低基数下实现增长 317.96%。

内分泌及代谢用药呈现用药升级趋势。其中 DPP4 抑制剂西格列汀、沙格列汀、维格列汀均实现高增长, 2018 年上半年增速分别为 114.63%、84.27%、82.34%, GLP-1 类似物利拉鲁肽也实现 89.42% 的增长。此外, 生长激素龙头公司长春高新、安科生物的生长激素在医院终端均保持稳健增长。

神经系统及麻醉用药总体增长平稳, 部分新品种出现快速增长。包括地氟烷、利多卡因、艾瑞昔布, 分别同比增长 62.98%、66.91%、106.45%。辅助用药压力较大, 上半年, 神经节苷脂、鼠神经生长因子下滑约 40%。大品种的新进入者也有较快增长, 恩华药业和辰欣药业的右美托咪定上半年增速均超过 130%。

消化系统用药结构升级趋势比较明显。艾司奥美拉唑同比增长 17.45%, 雷贝拉唑同比增长 19.75%, 艾普拉唑同比增长 27.61%。其中正大天晴的艾司奥美拉唑同比增长 211.38%, 莱美药业的艾司奥美拉唑同比增长

66.48%，奥美拉唑、泮托拉唑和兰索拉唑则出现负增长。

抗感染用药方面则体现出用药升级及流感因素的影响。恩替卡韦出现负增长，同比下降 9.4%，我们认为与价格压力和品种替代有关，替诺福韦则实现 114.37% 的增长，奥司他韦受到流感因素刺激同比增长 163.56%。

其他单抗方面，康柏西普继续替代雷珠单抗，上半年康柏西普实现 31.8% 增长，雷珠单抗则下降 0.44%。

图表10： PDB 样本医院主要肿瘤用药销售额

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
伊马替尼	614.56	703.35	155.62	191.60	325.06	382.52
yoy	6.45%	14.45%	1.97%	23.13%	5.36%	17.68%
伊马替尼(诺华)	570.57	304.06	127.50	152.24	264.60	304.06
yoy	10.13%	-46.71%	-2.22%	19.41%	0.78%	14.92%
伊马替尼(中国生物制药)	24.10	43.01	8.90	14.42	18.86	29.49
yoy	121.93%	78.48%	73.30%	61.95%	71.66%	56.37%
厄洛替尼	129.59	96.43	26.58	18.73	54.98	40.56
yoy	-22.76%	-25.59%	-28.90%	-29.53%	-23.58%	-26.23%
索拉非尼	180.99	194.94	42.91	71.11	94.73	152.35
yoy	5.07%	7.71%	-3.73%	65.73%	11.05%	60.83%
舒尼替尼	68.10	79.56	20.37	16.82	40.66	32.56
yoy	-2.24%	16.84%	13.09%	-17.46%	11.45%	-19.92%
埃克替尼	242.94	297.83	61.89	94.67	132.69	196.99
yoy	11.22%	22.59%	3.01%	52.98%	8.50%	48.46%
达沙替尼	39.12	50.87	11.79	13.88	24.77	29.39
yoy	55.99%	30.02%	40.06%	17.77%	39.20%	18.67%
达沙替尼(阿斯利康)	21.74	17.68	5.27	2.84	10.76	6.43
yoy	11.07%	-18.67%	6.32%	-46.14%	2.93%	-40.21%
达沙替尼(中国生物制药)	17.38	33.14	6.48	11.04	13.98	22.96
yoy	215.81%	90.75%	87.38%	70.46%	90.28%	64.29%
克唑替尼	68.56	98.16	21.16	14.50	47.65	29.40
yoy	64.84%	43.19%	154.09%	-31.47%	104.84%	-38.30%
拉帕替尼	15.77	21.48	4.30	8.89	9.13	20.70
yoy	191.76%	36.26%	124.59%	106.89%	88.38%	126.63%
阿帕替尼(恒瑞医药)	79.13	160.47	32.11	52.64	70.46	111.71
yoy	31.42%	102.80%	191.77%	63.95%	155.41%	58.55%
贝伐珠单抗	437.73	573.09	122.33	183.40	273.61	413.85
yoy	22.62%	30.93%	18.74%	49.92%	34.17%	51.25%
利妥昔单抗	943.04	1075.45	260.35	282.55	540.87	573.60
yoy	23.01%	14.04%	19.80%	8.53%	20.05%	6.05%
曲妥珠单抗	737.05	887.07	208.01	215.12	451.06	454.75
yoy	12.76%	20.35%	21.17%	3.42%	27.42%	0.82%
奥沙利铂	984.96	1040.82	253.48	265.68	514.14	538.44

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
yoy	15.72%	5.67%	10.81%	4.81%	7.50%	4.73%
奈达铂	275.76	254.68	60.75	58.34	126.92	119.45
yoy	0.92%	-7.64%	-13.90%	-3.96%	-9.37%	-5.89%
洛铂	225.32	325.39	69.45	85.12	147.84	191.62
yoy	68.82%	44.42%	67.79%	22.57%	54.87%	29.61%
戈舍瑞林	548.02	651.27	157.46	184.04	319.63	368.87
yoy	19.30%	18.84%	17.64%	16.88%	22.90%	15.40%
培美曲塞	1367.17	1424.82	322.96	370.80	663.33	774.99
yoy	9.42%	4.22%	-3.92%	14.81%	-2.63%	16.83%
卡培他滨	871.49	943.62	225.65	242.17	466.92	490.70
yoy	7.06%	8.28%	9.44%	7.32%	10.19%	5.09%
吉西他滨	654.27	670.27	159.39	155.11	333.19	324.18
yoy	4.81%	2.45%	2.06%	-2.69%	2.72%	-2.70%
雷替曲塞	129.95	157.31	35.88	41.77	76.18	96.48
yoy	35.50%	21.05%	28.34%	16.42%	24.46%	26.65%
斑蝥酸钠	45.81	59.59	16.18	13.17	32.00	32.52
yoy	12.37%	30.08%	56.40%	-18.60%	49.41%	1.63%
重组人血管内皮抑制素	234.19	271.80	62.11	72.55	131.58	160.93
yoy	25.98%	16.06%	51.75%	16.81%	30.94%	22.30%
硼替佐米	223.03	318.51	66.70	103.22	142.49	209.73
yoy	4.23%	42.81%	25.70%	54.75%	27.94%	47.18%
硼替佐米 (Ben Venue)	223.03	318.51	66.70	102.73	142.49	203.02
yoy	4.23%	42.81%	25.70%	54.01%	27.94%	42.47%
硼替佐米(豪森)	-	-	0.00	0.49	0.00	6.71
yoy	-	-	-	-	-	-
三氧化二砷	35.51	34.00	8.57	0.00	16.62	16.29
yoy	4.95%	-4.26%	0.78%	-100.00%	-3.72%	-1.95%
来那度胺	19.21	22.02	3.38	17.96	8.60	48.69
yoy	41.68%	14.67%	-20.22%	431.53%	-3.79%	465.80%
来那度胺 (新基)	19.21	22.02	3.38	17.96	8.60	48.09
yoy	41.68%	14.67%	-20.22%	431.53%	-3.79%	458.85%
来那度胺 (双鹭)	-	-	0.00	0.00	0.00	0.60
yoy	-	-	-	-	-	-
替莫唑胺	560.57	654.65	154.52	176.60	314.67	357.36
yoy	19.71%	16.78%	16.65%	14.29%	16.66%	13.57%
环磷酰胺	45.33	46.50	11.98	17.89	21.98	38.61
yoy	37.45%	2.56%	5.77%	49.37%	-3.63%	75.64%
紫杉醇	1883.65	2037.27	471.99	470.39	991.69	1002.70
yoy	5.66%	8.16%	1.66%	-0.34%	6.11%	1.11%
紫杉醇脂质体 (绿叶)	1109.26	1294.98	293.88	297.64	621.89	631.18

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
yoy	15.11%	16.74%	14.26%	1.28%	16.31%	1.49%
白蛋白紫杉醇 (Abraxane)	188.90	225.16	50.23	58.23	105.65	129.70
yoy	55.14%	19.19%	74.88%	15.93%	29.77%	22.77%
多西他赛	1302.94	1311.79	320.35	327.44	320.35	327.44
yoy	4.38%	0.68%	1.53%	2.21%	-49.85%	2.21%
多西他赛 (Aventis Behring)	243.70	271.09	68.04	67.46	133.95	134.20
yoy	12.01%	11.24%	15.24%	-0.85%	14.62%	0.19%
多西他赛 (赛诺菲)	100.95	137.04	31.47	40.42	62.62	81.76
yoy	66.08%	35.74%	62.22%	28.47%	46.65%	30.57%
多西他赛 (双鹭)	0.00	0.09	0.00	0.03	0.04	0.03
yoy	-	-	-	-	-	-26.53%
多西他赛 (奥赛康)	31.10	27.48	7.29	4.77	16.23	9.61
yoy	-14.76%	-11.63%	3.64%	-34.58%	13.28%	-40.79%
多西他赛 (恒瑞)	533.60	563.84	123.58	156.51	261.95	329.09
yoy	0.99%	5.67%	-3.19%	26.65%	-0.05%	25.63%
多西他赛 (三生)	5.95	0.27	0.18	0.00	0.18	0.00
yoy	-28.43%	-95.44%	-91.10%	-100.00%	-95.45%	-100.00%

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表11: PDB 样本医院主要心脑血管用药销售额

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
美托洛尔	465.66	492.28	126.14	134.18	247.64	261.12
yoy	9.57%	5.72%	7.03%	6.37%	6.91%	5.44%
比索洛尔	276.51	291.16	73.63	75.82	148.32	149.94
yoy	6.03%	5.30%	5.74%	2.97%	7.80%	1.09%
阿托伐他汀	2043.72	2208.88	528.50	574.01	1083.07	1169.89
yoy	8.05%	8.08%	6.89%	8.61%	8.83%	8.02%
瑞舒伐他汀	1035.49	1103.20	271.99	292.41	538.49	592.19
yoy	12.15%	6.54%	8.36%	7.50%	6.43%	9.97%
瑞舒伐他汀 (中国生物制药)	73.75	67.80	16.85	18.48	33.00	35.38
yoy	23.39%	-8.07%	-5.08%	9.71%	-8.24%	7.23%
瑞舒伐他汀 (京新)	80.94	76.27	21.90	16.52	41.34	33.05
yoy	15.72%	-5.77%	13.54%	-24.58%	7.76%	-20.05%
瑞舒伐他汀 (海正)	3.16	10.06	1.33	4.03	3.44	8.07
yoy	2883.85%	218.00%	1078.89%	203.23%	361.10%	134.27%
匹伐他汀	169.28	203.57	48.72	53.90	98.57	116.00
yoy	47.31%	20.26%	28.73%	10.63%	24.51%	17.69%
匹伐他汀 (Kowa)	28.32	39.49	8.58	11.22	18.27	24.46
yoy	41.89%	39.40%	33.74%	30.77%	35.66%	33.86%
匹伐他汀 (华润双鹤)	124.47	134.50	34.21	28.87	68.66	60.54
yoy	42.64%	8.06%	20.77%	-15.60%	17.31%	-11.82%

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
匹伐他汀 (京新)	1.00	6.09	0.60	2.78	1.61	6.73
yoy	572.92%	509.00%	283.26%	365.56%	329.62%	317.96%
氢氯噻嗪	1.86	1.68	0.46	0.42	0.89	0.83
yoy	31.44%	-10.10%	-12.83%	-9.73%	-13.93%	-5.99%
氨氯地平	738.86	755.20	192.50	191.69	380.43	379.72
yoy	-1.83%	2.21%	2.32%	-0.42%	100.29%	-0.19%
缬沙坦	555.04	536.96	138.49	133.56	275.02	263.32
yoy	-3.81%	-3.26%	-1.72%	-3.55%	-3.36%	-4.25%
贝那普利	161.88	174.29	45.67	40.12	89.12	77.71
yoy	-6.52%	7.67%	9.24%	-12.14%	111.25%	-12.81%
培哌普利	0.00	0.00	52.40	0.00	104.77	114.79
yoy	6.22%	3.27%	-0.48%	-100.00%	59.99%	9.56%
硝苯地平	613.65	625.54	160.35	163.92	317.92	326.28
yoy	4.16%	1.94%	2.99%	2.23%	2.62%	2.63%
多巴胺	55.20	108.34	20.76	34.35	49.51	69.46
yoy	163.24%	96.26%	47.30%	65.43%	86.97%	40.30%
肾上腺素	20.92	29.06	5.21	9.48	13.62	16.54
yoy	48.62%	38.87%	0.00%	81.71%	40.63%	21.46%
托拉塞米	219.81	220.58	58.48	48.95	114.94	98.87
yoy	11.35%	0.35%	2.77%	-16.30%	2.49%	-13.98%
重组人脑利钠肽	186.60	219.14	55.20	60.71	112.87	125.06
yoy	22.00%	17.44%	13.72%	9.98%	22.11%	10.80%
吲达帕胺	19.30	19.46	5.11	5.23	9.86	9.86
yoy	0.78%	0.83%	-1.61%	2.47%	1.23%	0.01%
辅酶 Q10	68.43	61.01	15.50	12.89	31.28	26.40
yoy	19.11%	-10.84%	-1.89%	-16.87%	-6.25%	-15.62%
艾力沙坦 (信立泰)	0.65	4.51	0.54	4.19	1.11	12.00
yoy	210.35%	591.58%	1320.30%	680.56%	389.22%	985.71%
前列地尔	2085.79	1783.55	478.91	311.68	958.47	663.44
yoy	7.30%	-14.49%	-1.63%	-34.92%	-9.13%	-30.78%
桂哌齐特	699.90	617.10	166.67	103.35	336.17	203.05
yoy	6.83%	-11.83%	5.21%	-37.99%	0.15%	-39.60%
氯吡格雷	2342.07	2395.08	610.25	596.01	1215.87	1200.93
yoy	5.21%	2.26%	4.72%	-2.33%	3.98%	-1.23%
替格瑞洛	135.78	160.36	38.19	59.53	75.68	124.26
yoy	69.46%	18.10%	17.74%	55.88%	14.24%	64.19%
依诺肝素	320.17	382.11	85.86	112.23	178.10	233.18
yoy	15.71%	19.35%	10.01%	30.72%	12.29%	30.93%
达肝素钠	66.31	98.18	20.51	29.80	43.71	61.40
yoy	28.89%	48.07%	35.14%	45.33%	44.48%	40.46%

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
那曲肝素	178.05	247.22	55.05	77.13	113.62	170.91
yoy	5.61%	38.85%	43.56%	40.12%	41.93%	50.43%
重组人尿激酶原 (天士力)	5.72	11.47	2.66	4.74	4.80	9.11
yoy	223.73%	100.65%	229.71%	77.87%	93.18%	89.90%

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表12: PDB 样本医院主要内分泌及代谢用药销售额

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
西格列汀	82.46	116.98	22.95	46.29	48.00	103.02
yoy	21.82%	41.87%	10.47%	101.71%	16.02%	114.63%
沙格列汀	52.26	69.16	14.25	25.18	30.61	56.40
yoy	20.95%	32.35%	5.71%	76.65%	13.16%	84.27%
维格列汀	30.42	40.32	9.51	16.21	18.42	33.58
yoy	24.14%	32.56%	36.60%	70.48%	27.20%	82.34%
利拉鲁肽	41.76	51.98	12.10	20.33	24.61	46.62
yoy	31.72%	24.48%	11.95%	68.05%	14.38%	89.42%
艾塞那肽	42.56	32.63	10.26	5.59	19.61	10.72
yoy	14.01%	-23.34%	-3.88%	-45.51%	-13.53%	-45.34%
唑来膦酸	593.80	570.76	135.93	131.26	282.37	273.98
yoy	4.67%	-3.88%	-4.97%	-3.44%	-5.25%	-2.97%
骨化三醇	525.03	566.72	138.98	138.61	279.99	284.27
yoy	8.29%	7.94%	10.18%	-0.27%	9.18%	1.53%
阿卡波糖	1015.61	1090.35	266.98	275.65	540.49	560.10
yoy	0.78%	7.36%	3.92%	3.25%	5.78%	3.63%
阿卡波糖 (华东医药)	276.78	316.76	70.41	80.29	147.76	166.22
yoy	6.35%	14.45%	5.40%	14.02%	8.84%	12.49%
阿卡波糖 (绿叶制药)	41.87	49.74	12.14	12.08	25.03	23.18
yoy	49.45%	18.79%	51.84%	-0.51%	33.37%	-7.37%
二甲双胍	539.32	572.45	140.68	145.51	283.03	301.06
yoy	13.98%	6.14%	12.94%	3.43%	9.21%	6.37%
格列美脲	302.42	301.78	78.64	75.02	154.86	149.06
yoy	1.18%	-0.21%	2.53%	-4.61%	1.37%	-3.74%
瑞格列奈	300.14	271.95	72.28	63.17	142.23	124.84
yoy	-5.94%	-9.39%	-7.99%	-12.60%	-8.51%	-12.23%
吡格列酮	137.18	117.01	31.14	25.94	60.13	51.95
yoy	0.89%	-14.71%	-12.74%	-16.69%	-14.55%	-13.61%
奥曲肽	703.57	664.18	169.86	160.04	333.02	317.69
yoy	3.82%	-5.60%	-5.00%	-5.78%	-6.17%	-4.60%
生长抑素	607.49	641.93	161.60	166.52	318.98	325.14
yoy	7.21%	5.67%	5.00%	3.04%	4.46%	1.93%
甲泼尼龙	459.97	468.43	118.37	126.02	232.63	245.61

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
yoy	10.58%	1.84%	-5.09%	6.46%	-1.17%	5.58%
地塞米松	23.65	28.84	6.13	7.82	13.26	16.42
yoy	17.60%	21.97%	12.05%	27.56%	17.68%	23.85%
氢化可的松	9.68	9.61	2.53	3.23	2.53	3.23
yoy	-7.10%	-0.75%	-14.65%	27.59%	-49.19%	27.59%
亮丙瑞林	631.13	718.26	164.56	177.27	341.58	377.47
yoy	35.10%	13.81%	18.31%	7.73%	16.44%	10.51%
亮丙瑞林 (丽珠集团)	151.20	216.02	48.45	55.52	100.67	119.25
yoy	55.83%	42.87%	62.41%	14.59%	53.84%	18.46%
重组人生长激素	335.82	441.19	97.98	106.92	200.89	226.05
yoy	32.60%	31.38%	37.06%	9.12%	38.06%	12.52%
重组人生长激素 (金赛)	205.66	287.28	61.37	71.39	129.32	154.82
yoy	23.51%	39.69%	34.32%	16.32%	42.91%	19.72%
重组人生长激素 (安科)	58.00	70.76	14.53	18.55	30.45	37.28
yoy	37.43%	22.00%	25.86%	27.67%	21.86%	22.43%
曲普瑞林	444.00	433.36	92.93	98.12	209.24	232.34
yoy	-4.58%	-2.40%	-8.13%	5.59%	-8.29%	11.04%
特利加压素	119.93	136.25	33.05	40.20	66.53	84.16
yoy	24.78%	13.61%	3.96%	21.66%	8.62%	26.50%
甘精胰岛素	776.69	818.15	203.74	209.67	407.18	422.78
yoy	9.60%	5.34%	4.41%	2.91%	3.07%	3.83%
胰岛素	505.54	467.28	121.02	112.09	236.57	218.36
yoy	-7.32%	-7.57%	-7.74%	-7.38%	-8.17%	-7.70%
门冬胰岛素	212.39	245.07	59.83	65.25	122.55	131.94
yoy	13.91%	15.39%	16.53%	9.07%	-26.72%	7.67%
赖脯胰岛素	237.27	242.66	58.92	60.86	118.83	123.55
yoy	9.29%	2.27%	0.90%	3.29%	0.84%	3.97%
地特胰岛素	137.65	176.12	41.81	49.97	85.55	102.03
yoy	37.72%	27.95%	28.81%	19.50%	32.28%	19.27%

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表13: PDB 样本医院主要神经系统及麻醉用药销售额

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
奥拉西坦	2063.69	1743.15	456.06	369.26	915.44	766.01
yoy	2.91%	-15.53%	-11.29%	-19.03%	-12.72%	-16.32%
丙戊酸钠	354.28	416.79	95.00	116.15	190.96	237.53
yoy	12.45%	17.65%	12.82%	22.25%	12.86%	24.39%
左乙拉西坦	290.94	328.33	80.53	88.68	157.73	171.38
yoy	20.53%	12.85%	14.43%	10.12%	14.20%	8.65%
普瑞巴林	47.61	57.96	12.29	17.47	26.92	39.56
yoy	35.08%	21.74%	25.87%	42.18%	24.85%	46.91%

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
加巴喷丁	41.36	44.95	10.54	11.53	21.57	24.36
yoy	12.73%	8.70%	8.88%	9.32%	8.36%	12.95%
普拉克索	176.57	203.34	49.69	57.00	99.34	118.45
yoy	19.22%	15.16%	21.33%	14.72%	16.55%	19.24%
神经节苷脂	2442.78	1970.37	537.22	323.36	1056.80	666.17
yoy	-3.36%	-19.34%	-11.05%	-39.81%	-15.54%	-36.96%
丁苯酞	934.58	1070.29	242.55	284.60	505.83	590.55
yoy	28.15%	14.52%	16.66%	17.34%	14.78%	16.75%
鼠神经生长因子	1425.24	1224.05	316.00	211.06	638.35	443.02
yoy	16.32%	-14.12%	-2.32%	-33.21%	-6.49%	-30.60%
鼠神经生长因子 (丽珠)	149.76	135.90	38.52	19.10	75.31	42.21
yoy	111.42%	-9.26%	30.30%	-50.42%	8.99%	-43.96%
鼠神经生长因子 (舒泰神)	570.33	488.27	129.71	76.85	262.40	157.38
yoy	11.20%	-14.39%	-0.40%	-40.75%	-1.98%	-40.02%
地佐辛	1353.23	1633.60	364.54	423.31	783.85	909.21
yoy	27.07%	20.72%	19.13%	16.12%	19.04%	15.99%
瑞芬太尼	398.32	462.53	103.84	116.76	219.26	254.45
yoy	16.95%	16.12%	18.04%	12.44%	16.24%	16.05%
舒芬太尼	374.23	423.77	96.89	105.49	202.40	227.45
yoy	16.52%	13.24%	17.36%	8.88%	12.94%	12.38%
芬太尼	110.02	106.80	26.39	24.37	53.61	50.19
yoy	-11.49%	-2.92%	-4.62%	-7.67%	-5.44%	-6.37%
右美托咪定	629.52	734.05	172.59	190.96	360.89	405.81
yoy	38.97%	16.60%	28.37%	10.65%	22.26%	12.45%
右美托咪定 (恒瑞)	555.38	637.69	153.48	159.10	319.08	334.92
yoy	38.46%	14.82%	30.34%	3.66%	23.04%	4.96%
右美托咪定 (恩华)	27.14	48.50	7.77	19.81	18.49	44.11
yoy	52.69%	78.73%	34.07%	154.85%	43.05%	138.52%
右美托咪定 (辰欣)	1.93	3.27	0.43	1.17	1.16	2.76
yoy	181.32%	68.98%	23.97%	169.03%	47.56%	138.32%
咪达唑仑	132.14	141.79	34.95	41.83	69.91	79.69
yoy	7.99%	7.30%	1.89%	19.68%	4.00%	13.99%
坦度螺酮	64.38	74.22	16.92	19.58	34.18	38.25
yoy	21.81%	15.28%	17.97%	15.69%	13.37%	11.89%
奥沙西洋	33.13	41.52	9.77	10.42	20.10	21.18
yoy	41.65%	25.34%	33.15%	6.62%	28.85%	5.35%
丁螺环酮	21.97	25.10	5.80	6.05	11.68	13.21
yoy	15.75%	14.27%	15.44%	4.31%	13.16%	13.08%
奥氮平	626.44	653.13	163.51	168.20	322.79	340.11
yoy	8.23%	4.26%	3.79%	2.86%	2.71%	5.37%

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
喹硫平	191.39	210.59	51.71	53.93	101.48	109.42
yoy	13.87%	10.03%	14.51%	4.29%	10.83%	7.82%
喹硫平 (阿斯利康)	130.28	152.10	37.44	38.99	73.20	79.87
yoy	19.10%	16.75%	23.36%	4.15%	19.03%	9.11%
利培酮	153.54	150.01	38.80	35.83	74.70	70.85
yoy	1.86%	-2.30%	1.23%	-7.65%	-2.68%	-5.16%
阿立哌唑	137.92	141.04	34.51	37.68	69.44	76.40
yoy	9.58%	2.27%	3.67%	9.17%	3.78%	10.02%
阿立哌唑 (康弘药业)	52.91	48.33	12.24	12.43	24.06	24.69
yoy	6.02%	-8.66%	-8.48%	1.62%	-6.95%	2.64%
阿立哌唑 (恩华药业)	0.15	1.02	0.19	0.58	0.45	1.66
yoy	#VALUE!	582.17%	554.94%	200.94%	804.46%	268.78%
帕利哌酮	84.94	93.28	23.34	24.03	45.06	49.58
yoy	4.91%	9.82%	9.24%	2.98%	6.57%	10.04%
齐拉西酮	36.93	33.97	8.37	8.04	16.69	16.71
yoy	0.49%	-8.03%	-10.20%	-4.02%	-12.03%	0.12%
艾司西酞普兰	354.86	416.17	97.70	113.17	197.51	231.23
yoy	20.33%	17.28%	18.68%	15.83%	16.74%	17.07%
舍曲林	231.38	253.41	62.85	67.15	124.41	135.83
yoy	10.54%	9.52%	14.77%	6.84%	10.36%	9.18%
文拉法辛	220.99	231.69	56.66	58.85	113.07	120.51
yoy	10.60%	4.84%	5.42%	3.86%	5.46%	6.58%
帕罗西汀	218.25	211.50	54.92	51.86	106.37	104.43
yoy	5.97%	-3.09%	4.18%	-5.58%	-0.39%	-1.82%
度洛西汀	162.31	196.47	44.15	53.94	91.93	111.76
yoy	13.56%	21.05%	16.19%	22.19%	17.91%	21.58%
丙泊酚	1213.36	1275.13	310.79	309.77	635.02	655.41
yoy	9.96%	5.09%	5.28%	-0.33%	5.06%	3.21%
七氟烷	657.65	632.96	158.37	142.09	321.04	309.18
yoy	11.77%	-3.75%	-1.77%	-10.28%	-0.27%	-3.70%
依托咪酯	105.79	124.75	27.39	30.37	59.95	69.79
yoy	26.98%	17.93%	22.67%	10.87%	20.24%	16.40%
地氟烷	13.40	31.60	3.88	6.51	9.57	15.60
yoy	48.78%	135.85%	54.35%	67.48%	61.12%	62.98%
罗哌卡因	140.51	136.16	34.46	36.19	70.44	74.90
yoy	17.23%	-3.10%	5.76%	5.03%	4.37%	6.33%
利多卡因	40.74	65.79	13.39	21.07	28.46	47.50
yoy	35.81%	61.48%	66.27%	57.31%	106.47%	66.91%
阿曲库铵	673.20	686.62	165.37	161.98	341.22	355.71
yoy	13.56%	1.99%	8.84%	-2.05%	4.95%	4.25%

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
阿曲库铵 (恒瑞)	449.74	479.13	111.42	113.07	236.32	251.97
yoy	6.62%	6.53%	5.31%	1.48%	6.89%	6.62%
阿曲库铵 (上药)	144.38	129.81	34.58	30.42	66.08	64.03
yoy	18.43%	-10.09%	4.23%	-12.03%	-3.90%	-3.10%
阿曲库铵 (仙琚)	74.28	75.37	19.01	17.60	37.85	37.66
yoy	70.36%	1.47%	58.00%	-7.42%	14.60%	-0.49%
yoy	#DIV/0!	-97.91%	#DIV/0!	-112.79%	#DIV/0!	-103.33%
帕瑞昔布	277.99	300.45	67.17	72.63	143.23	163.90
yoy	15.54%	8.08%	10.36%	8.12%	8.85%	14.43%
艾瑞昔布	30.66	46.56	8.74	16.84	20.02	41.33
yoy	102.42%	51.87%	73.80%	92.58%	56.00%	106.45%

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表14: PDB 样本医院主要消化系统用药销售额

通用名/PDB 销售额 (百万元)	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
艾司奥美拉唑	992.64	1215.58	272.34	327.55	570.15	669.63
yoy	-1.35%	22.46%	0.08%	20.27%	10.38%	17.45%
艾司奥美拉唑 (正大天晴)	4.57	140.42	10.76	52.83	38.72	120.58
yoy		2974.83%		391.14%		211.38%
艾司奥美拉唑 (莱美药业)	31.19	53.12	10.68	17.73	22.67	37.74
yoy	185.82%	70.31%	118.37%	66.06%	86.14%	66.48%
奥美拉唑	1414.52	1302.11	344.07	294.15	676.76	601.90
yoy	3.10%	-7.95%	-1.44%	-14.51%	-2.67%	-11.06%
泮托拉唑	1954.49	1773.28	444.25	423.03	895.06	859.32
yoy	0.85%	-9.27%	-11.00%	-4.77%	-10.99%	-3.99%
兰索拉唑	1898.10	1552.87	428.83	298.86	829.07	606.61
yoy	0.44%	-18.19%	-12.86%	-30.31%	-15.53%	-26.83%
雷贝拉唑	922.68	1055.46	251.82	288.58	505.81	603.26
yoy	28.97%	14.39%	25.88%	14.60%	18.43%	19.27%
雷贝拉唑 (丽珠集团)	33.39	37.60	9.19	9.81	18.90	19.91
yoy	61.09%	12.60%	14.22%	6.70%	13.98%	5.32%
雷贝拉唑(上药)	18.86	18.79	4.47	5.38	8.90	10.50
yoy	-25.80%	-0.39%	-1.86%	20.47%	-0.51%	17.91%
雷贝拉唑(山东新华)	9.02	15.03	2.68	5.09	5.72	10.88
yoy	2.80%	66.64%	29.32%	90.05%	21.43%	90.26%
艾普拉唑	152.31	225.16	45.36	61.50	101.89	130.03
yoy	45.42%	47.83%	36.48%	35.57%	39.68%	27.61%
莫沙必利	141.64	133.27	34.52	31.14	68.04	61.97
yoy	-1.87%	-5.91%	-3.73%	-9.79%	-3.86%	-8.92%

资料来源: PDB, 中信建投证券研究发展部

图表15： PDB 样本医院主要抗感染用药销售额

通用名/PDB 销售额（百万元）	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
恩替卡韦	2030.59	1995.69	526.49	458.59	1006.11	911.52
yoy	11.89%	-1.72%	5.90%	-12.90%	1.76%	-9.40%
恩替卡韦（中国生物制药）	1.35	3.99	224.87	206.62	438.80	416.76
yoy	170.65%	195.06%	73426.74%	-8.12%	64322.81%	-5.02%
恩替卡韦（海思科）	11.96	21.98	3.40	7.93	6.96	17.05
yoy	85.98%	83.75%	49.11%	133.13%	31.22%	145.12%
恩替卡韦（鲁抗医药）	5.41	12.33	2.63	3.08	4.62	5.49
yoy	350.12%	127.96%	244.68%	16.96%	125.93%	18.94%
替诺福韦	131.60	240.87	43.13	94.44	94.89	203.40
yoy	210.17%	83.03%	-11.69%	118.96%	39.19%	114.37%
奥司他韦	202.05	298.93	62.83	262.65	115.94	305.58
yoy	88.17%	47.95%	-21.15%	318.03%	-15.56%	163.56%

资料来源：PDB，中信建投证券研究发展部

图表16： PDB 样本医院主要单抗类用药销售额

通用名/PDB 销售额（百万元）	2016	2017	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
雷珠单抗	293.14	313.83	76.03	73.88	158.08	157.38
yoy	-6.66%	7.06%	14.23%	-2.82%	10.74%	-0.44%
康柏西普	150.81	216.50	46.84	61.27	101.95	134.37
yoy	80.11%	43.56%	42.36%	30.81%	44.19%	31.80%
阿达木单抗	20.28	17.95	4.40	4.87	8.83	8.27
yoy	-19.49%	-11.48%	-13.26%	10.87%	-12.21%	-6.39%

资料来源：PDB，中信建投证券研究发展部

上市公司中报：行业整体向好，结构调整加速

上市公司半年报：内部分化，龙头公司仍保持高增长

上市公司整体半年报保持较快增长。2018年上半年，医药上市公司平均收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长22.12%、19.23%、22.80%。收入方面，2018年上半年平均营业收入28.82亿元，同比增长22.12%，高于2017年19.15%的增速，提高2.97个百分点。上半年行业收入增速加快，主要原因有：两票制高开因素导致收入增长较快、用药结构调整下治疗性用药高速增长、新进医保品种快速放量。

费用方面，销售、管理、财务费用2017年同比增速分别为33.27%、14.96%、57.02%，2018年上半年同比增速分别为48.47%、15.14%、31.16%。销售费用增长较快，我们认为主要与两票制执行后销售模式改变有关，符合预期，财务费用依然增长较快，但增速较2017年回落，我们认为主要原因是利率上行周期下资金成本上涨以及人民币汇率波动。

图表17：医药制造业财务指标纵向对比

	2016A (算术平均)	2017A (算术平均)	同比增长	1H2017 (算术平均)	1H2018 (算术平均)	同比增长
营业收入	41.88	49.90	19.15%	23.60	28.82	22.12%
营业成本	28.95	33.72	16.49%	16.30	19.00	16.56%
销售费用	5.38	7.17	33.27%	3.01	4.47	48.47%
管理费用	2.93	3.37	14.96%	1.49	1.71	15.14%
财务费用	0.32	0.50	57.02%	0.21	0.27	31.16%
投资净收益	0.55	0.62	14.49%	0.32	0.31	-1.86%
公允价值变动净收益	0.01	0.01	16.08%	0.00	-0.04	-1276.95%
营业利润	4.32	5.45	26.01%	2.69	3.30	22.73%
利润总额	4.62	5.44	17.80%	2.76	3.31	19.84%
归母净利润	3.63	4.21	15.94%	2.15	2.56	19.23%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

原料药、医药外包及医疗服务增速最快，器械及医药分销 Q2 增速加快

从2018年半年度财报表现上看，细分行业中原料药、CRO/CMO、医疗服务增速最快；医疗器械及医药分销板块Q2增速有所加快。

图表18：医药行业整体及细分行业营收利润增速

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2017H1	2017	2018Q1	2018H1	2017H1	2017	2018Q1	2018H1
医药行业整体	20.46%	19.15%	25.79%	22.12%	21.89%	17.26%	33.49%	22.80%
原料药	21.00%	29.20%	41.30%	31.70%	0.70%	33.60%	219.70%	114.20%
CRO/CMO	1.60%	24.20%	30.30%	30.90%	26.60%	52.20%	17.30%	57.00%
医疗服务	27.40%	42.00%	34.10%	44.90%	36.70%	54.70%	59.40%	47.10%
医药零售	23.10%	23.00%	24.30%	23.00%	21.20%	18.70%	25.10%	23.70%

请参阅最后一页的重要声明

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
体外诊断	34.40%	37.10%	39.80%	33.20%	51.40%	22.20%	33.90%	21.80%
生物药	18.20%	22.60%	40.20%	41.60%	24.20%	21.40%	27.20%	20.60%
医疗器械	25.50%	28.80%	26.00%	27.10%	13.90%	17.00%	14.00%	19.20%
医药分销	13.40%	13.90%	16.20%	17.20%	34.10%	22.00%	14.80%	15.60%
化学制剂	15.20%	13.70%	29.70%	26.50%	7.40%	4.70%	15.90%	14.70%
中药	12.10%	12.30%	19.90%	17.50%	19.10%	16.60%	21.30%	11.80%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

原料药: 2018 年上半年营收增速为 31.7%，相较 2017 年同期增长了 10.7 个百分点，扣非归母净利润从 2017 年四季度开始出现了明显的上涨，2017 年全年同比增长了 33.6%，2018 年一季度增幅超过 200%，上半年整体增速为 114%。我们认为主要原因是供给侧改带来的供需格局变化，导致品种价格波动，部分原料药在一季度出现大幅上涨，二季度出现回落。

CRO/CMO (医药外包): 2018 年上半年，营业收入、扣非归母净利润分别同比增长 30.9%、57%，出现环比加速，CRO 上市公司出现全面爆发，符合我们预期。我们认为，CRO 行业获得一致性评价及鼓励创新政策支持，主要上市公司今年经营全面向好；CMO 行业则出现分化，建议长期关注具备制剂和大分子 CMO 承接能力的药明系公司及凯莱英等。

医疗服务: 2018 年上半年，医疗服务板块上市公司收入、扣非归母净利润分别同比增长 44.9%、47.1%，主要原因是内生外延共同推动专科连锁龙头高速增长。我们认为，医疗服务行业维持高景气一方面是因为龙头公司持续外延门店/医院，内生外延双轮推动业绩高增长；另一方面行业龙头公司在品牌影响力加大业务量持续提升，以及消费升级带来高端业务/套餐占比提升、客单价和毛利率逐渐提高。

医药零售: 医药零售上市公司上半年收入、扣非后净利润分别同比增长 23.0%、23.7%。扣非归母净利润增速快于 2017 年报，略慢于一季报；营收增速基本与 2017 年持平，略慢于一季报。上半年，整体来看医药零售板块继续维持较高速增长主要依靠自建+并购双轮驱动和的规模扩张。长期来看，我们依然认为连锁药店是未来医药消费终端的战略性资产，我们认为，行业集中度提升、处方外流和新零售模式的渗透是医药零售行业的长期趋势。

体外诊断: 国产体外诊断行业上半年收入、扣非后净利润分别同比增长 33.2%、21.8%，继续保持高增长，但由于一季度流感因素，整体增速在 Q2 有所回落。在控制药占比、取消药品加成、分级诊疗等政策直接或间接推动下，一方面医院临床检测量增加，另一方面国产试剂自下而上的进口替代过程有望加速，拥有更高技术、更具性价比的国产公司在此过程中明显受益。

生物制药: 生物药板块公司产品涵盖大分子生物药、疫苗、血制品等。从营收角度来看，2017-2018 年上半年度，行业收入增长逐季加速，其中疫苗行业实行一票制，低开转高开带来收入端表现上快速增长，行业核心公司长春高新、安科生物等继续保持快速增长，血制品板块中报环比出现明显改善。

医疗器械: 医疗器械板块是我们 3 月以来重点推荐的景气板块，2018 年上半年，收入、扣非归母净利润分别同比增长 27.1%、19.2%。营业收入、扣非归母净利润增速均高于 2017 年同期，并出现了季度环比加速，表现出了明显的景气度提升趋势。我们认为，在医改政策执行带来医院行为的改变，国家鼓励进口替代和社会办医、积极推进分级诊疗和器械创新等政策背景的支持下，医疗器械行业景气度提升明显，具备高端技术的龙头

企业享受最大的红利，继续看好医疗器械行业龙头标的的未来成长空间。

医药分销：医药分销上市公司上半年收入、归母净利润、扣非后净利润分别同比增长 17.2%、15.6%，环比一季度回暖。我们认为，医药分销行业受 2017 年流通政策影响，医药分销行业从 2017 年下半年开始出现较大幅度调整，但从行业整体表现来看，2018 年二季度收入增速已开始回升，合我们年初对行业增速由低向高逐渐回暖的预判。

化学制药：2018 上半年，化学制药板块公司营业收入增速约为 26.5%，相较于 2017 年同期增长 11.3 个百分点，收入增长加速部分原因是两票制执行后药企销售模式转变；扣非净利润增速为 14.7%，相较于 2017 年同期提升了 7.3 个百分点，经营情况改善明显，二季度相较一季度有略微下滑。我们持续看好拥有优秀创新药研发管线和扎实技术平台的龙头公司。

中药：2018 年上半年，中药板块上市公司收入、扣非后净利润分别同比增长 17.5%、11.8%。中成药子行业收入和净利润增速改善，主要得益于部分传统中药龙头公司（片仔癀、天士力）及流感因素（华润三九、济川药业）的影响，其他公司分化明显。我们认为中药板块投资思路在上游资源和质控能力、经典名方开发及消费品拓展。

子行业篇之化学原料药：Q2 增速有所回落

受供给侧改革及原料价格上涨推动，化学原料药板块 18 年上半年增长较快，其中一季度达到景气高点，二季度有所放缓。2018 年上半年营收增速为 31.7%，相较 2017 年同期增长了 10.7 个百分点。从扣非净利润的情况来看，2017 年前三季度原料药公司扣非净利润较上年基本保持稳定，四季度后扣非净利润出现了明显的上涨，2017 年全年同比增长了 33.6%，2018 年一季度增幅超过 200%，上半年整体增速为 114%。板块业绩增长的主要原因是由于供给侧改革、环保监管等原因，部分原料药公司主要品种价格在去年年末到今年一季度有较大上涨，使得业绩明显提升，二季度部分原料药价格回落，收入和净利润增速均有所放缓。

图表19：原料药公司 2017-2018 年分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	15.6%	21.0%	24.3%	29.2%	41.3%	31.7%
归母净利润增速	1.9%	0.1%	4.1%	27.3%	212.8%	107.2%
扣非后归母净利润增速	-0.6%	0.7%	0.4%	33.6%	219.7%	114.2%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

财务数据看，Q2 原料药板块最大的环比改善来自于人民币贬值带来的财务费用率下降。从各项财务数据上来看，2017 年至 2018 年一季度原料药板块毛利率有逐步上升的趋势，二季度环比下降。同时销售费用率有较小幅度的上升。由于原料药企业出口较多，汇率波动的影响使得财务费用率在 2018 年一季度上升明显，二季度后得到改善。原料药板块公司的净利率去年在二季度上涨后基本维持在 13% 左右，2018 年又有明显的上涨，相较 2017 年同期增长 2.9 个百分点，其主要原因是相关原料药品种，尤其是 VA、VE 等在今年年初价格有所上涨。

图表20：原料药公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	37.1%	39.0%	39.7%	41.5%	46.0%	44.4%
销售费用率	8.9%	9.1%	10.0%	11.1%	12.9%	13.2%
管理费用率	11.9%	11.6%	11.8%	12.3%	10.1%	10.6%
财务费用率	1.4%	1.7%	1.9%	2.0%	3.6%	1.0%
销售净利率	11.6%	13.2%	13.0%	12.8%	15.4%	16.1%
应收账款周转天数	69.6	65.6	64.6	64.7	68.7	66.9
存货周转天数	185.4	190.4	187.8	177.7	189.5	189.1
经营性净现金流/经营活动净收益	-4.9%	28.6%	25.8%	8.4%	71.5%	98.7%
扣非后摊薄的 ROE	1.8%	4.3%	5.8%	7.6%	3.1%	5.6%
资产负债率	34.2%	34.1%	34.2%	34.4%	34.4%	35.1%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

主要上市公司上半年利润增幅较大，但 Q2 增速有所放缓。浙江医药由于 VE 价格波动以及股权激励费用增长等原因导致 2017 年业绩不佳，2018 年由于 VA、VE 价格上升以及制剂业务的增长使得业绩大幅度上升。冠福股份业绩得益于 VE 价格波动的影响，2017 年四季度后业绩出现明显提升，在今年二季度有所放缓。海正药业业绩仍然下滑主要是由于原料药尚未得到欧盟重新认证，同时二季度医药商业板块受到两票制等政策的影响也出现较大幅度的下滑，对公司业绩造成较大影响。仙琚制药一季度由于并购整合带来业绩较大提升，原料药和制剂业务也有较大提升。海普瑞 2017 年由于 RVX 投资损失和肝素业务毛利率下降导致业绩下滑，上半年

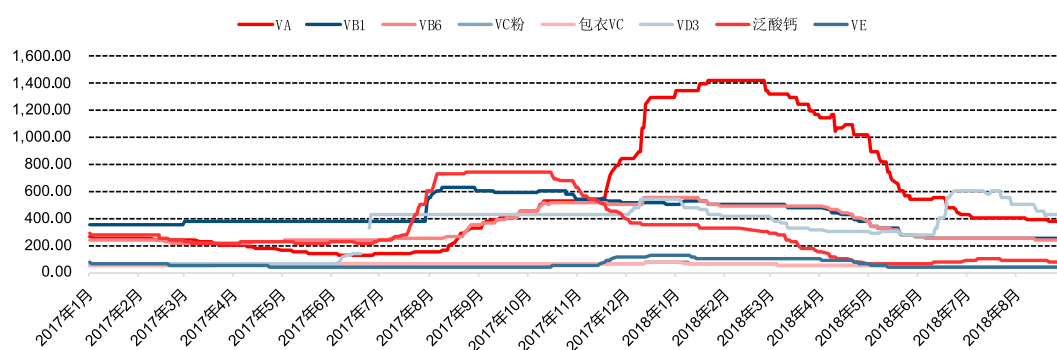
得到明显改善。

图表21：原料药公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
海正药业	15.0%	16.4%	11.5%	8.6%	3.1%	-3.2%	338.7%	98.3%	86.0%	50.1%	-380.1%	-8531.3%
冠福股份	517.5%	647.0%	768.2%	997.4%	86.0%	82.1%	43.1%	81.0%	100.2%	227.3%	367.5%	258.0%
华北制药	0.5%	1.1%	-4.7%	-4.6%	13.9%	17.9%	-84.6%	-20.9%	43.7%	142.9%	972.3%	199.2%
新和成	13.0%	13.3%	19.6%	32.8%	148.0%	78.3%	47.4%	10.5%	6.4%	43.5%	578.0%	260.2%
浙江医药	-9.2%	-6.0%	-1.4%	7.8%	61.7%	36.5%	-67.3%	-52.5%	-79.3%	-53.3%	2313.7%	436.1%
东北制药	16.1%	15.0%	12.2%	17.9%	36.4%	35.5%	200.5%	756.9%	625.8%	1121.7%	560.9%	223.1%
普洛药业	34.5%	24.5%	15.8%	16.3%	9.2%	12.1%	36.9%	32.8%	2.9%	1.5%	32.7%	32.1%
新华制药	28.9%	20.3%	16.0%	12.5%	9.4%	11.8%	103.9%	95.2%	53.8%	66.7%	52.9%	37.8%
亿帆医药	5.3%	7.2%	14.8%	24.8%	44.6%	25.2%	32.1%	20.0%	55.6%	77.0%	75.2%	18.6%
仙琚制药	8.4%	5.7%	9.2%	13.9%	46.6%	38.1%	33.7%	34.4%	34.5%	43.1%	160.2%	46.9%
健友股份	--	57.2%	73.7%	91.2%	94.8%	75.6%	94.0%	76.2%	149.4%	130.1%	108.1%	78.2%
常山药业	10.7%	0.2%	8.7%	27.0%	28.4%	39.0%	52.6%	25.6%	37.3%	12.4%	5.0%	25.9%
千红制药	55.5%	42.7%	40.5%	37.2%	38.7%	30.5%	10.7%	1.7%	-7.6%	-30.4%	20.1%	8.7%
海普瑞	-32.1%	-11.8%	8.8%	18.1%	75.2%	90.9%	-109.2%	-102.0%	-80.4%	-85.9%	423.7%	5601.8%
东诚药业	37.7%	45.0%	45.6%	37.7%	26.3%	34.9%	90.0%	37.7%	65.6%	42.5%	47.5%	65.7%

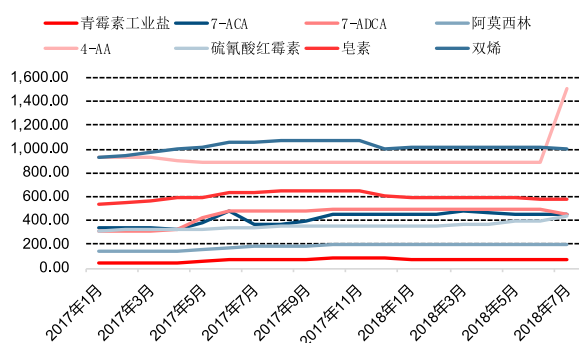
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从主要产品的价格波动上来看,大部分抗生素和激素价格基本稳定,部分维生素价格波动明显,肝素出口价格在 2018 年后有所提升。维生素中 VA 价格出现了较大波动,从 2018 年初单价 264 元上升到最高 1425 元,目前回落至 372 元/千克,主要原因是年初德国 BASF 工厂爆炸导致 VA 生产所需柠檬醛一度紧缺。VE 的价格在 2017 年初至今出现较大波动,单价从最初的 73.5 元/千克一度于 8 月下跌至低点 39.0 元/千克,随后开始回升,于 12 月上涨至 130 元/千克,之后又开始逐渐回落,目前报价为 38.5 元/千克。泛酸钙在 2017 年由于环保政策造成国内产能受限,从而导致价格有较大上涨,目前兄弟科技等公司产能恢复,价格已有所回调。VD3 在环保政策的影响下今年二季度后价格出现较大的波动。抗生素中培南类原料药 4-AA 价格在今年 7 月出现大幅上涨。

图表22：2017-2018 年主要维生素价格走势（元/千克）


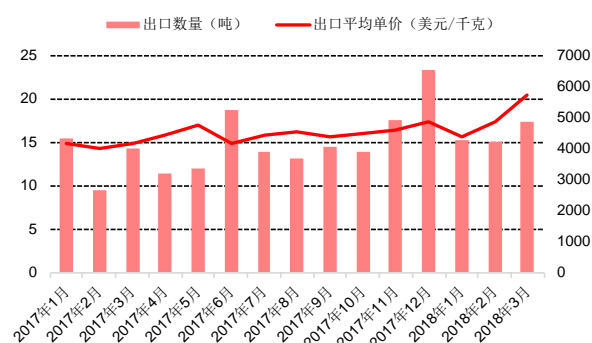
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表23： 2017-18年主要抗生素及激素价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表24： 2017-2018年肝素出口数量及出口单价



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

子行业篇之医药外包： CRO 全面爆发，CMO 有所分化

受一致性评价及鼓励创新政策的推动，CRO 行业主要上市公司今年经营全面向好；CMO 行业经营有所分化，我们仍建议投资聚焦龙头。CRO 和 CMO 板块目前上市公司数目较少，且部分公司业绩分化明显，同时行业政策等原因导致个别公司的业绩存在较大波动，对整体板块的增速影响较大。剔除业绩异常的公司，2017 年中到今年上半年，CRO、CMO 公司板块整体收入增速在 20-30%，利润增速在 40% 以上。今年上半年，主要上市公司包括泰格医药、昭衍新药及药明康德，经营情况全面爆发，符合我们年初的预期，而 CMO 公司则有所分化，药明生物依旧维持高速增长，凯莱英和合全保持较快增长，而博腾股份则出现业绩下滑。

图表25： CRO、CMO 公司 2017-2018 年分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	6.8%	1.6%	22.7%	24.2%	30.3%	30.9%
归母净利润增速	5.7%	34.6%	46.9%	52.6%	69.2%	44.3%
扣非后归母净利润增速	47.8%	26.6%	17.3%	52.2%	17.3%	57.0%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部（剔除量子生物、药明康德、百花村和博腾股份）

财务数据整体处于高景气状态，人民币贬值带来 Q2 最大环比改善。从各项财务数据上来看，2017 年至 2018 年一季度 CRO 和 CMO 公司的毛利率基本呈逐步上升的趋势，主要是行业高景气度下经营得到改善。今年二季度毛利率出现环比下降，主要是部分公司收入和成本分别以美元和人民币结算，订单结算时存在汇兑的影响，同时行业人力成本和原料成本皆有所上涨。今年一季度板块公司财务费用率较高，主要是受到一季度人民币增值带来汇兑损失的影响。从净利率上来看，2017 年一季度后板块净利率均为 15% 左右，今年上半年相较去年同期稍有上涨，主要是 CRO 公司在 2017 年一季度受到临床自查的影响业绩较低，同时 2017-2018 年受益于新药研发提速、一致性评价等行业政策，公司业绩获得了大幅度的提升。

图表26： CRO、CMO 公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	41.6%	43.5%	43.2%	42.3%	48.2%	44.7%
销售费用率	5.1%	3.7%	4.1%	4.4%	4.7%	4.6%
管理费用率	39.1%	22.4%	21.4%	19.7%	22.9%	20.4%

请参阅最后一页的重要声明

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
财务费用率	-0.6%	0.4%	0.6%	0.7%	3.0%	0.4%
销售净利率	-0.6%	14.5%	14.7%	12.9%	16.5%	15.9%
应收账款周转天数	162.3	101.9	97.0	92.4	97.6	91.6
存货周转天数	342.0	183.4	165.8	137.0	200.7	164.6
经营性净现金流/经营活动净收益	152.3%	147.9%	113.2%	98.8%	149.5%	91.1%
扣非后摊薄的 ROE	1.6%	3.2%	5.1%	7.1%	1.9%	4.5%
资产负债率	18.1%	24.0%	21.8%	22.7%	25.5%	26.2%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

CRO 主要上市公司维持高景气, CMO 龙头公司表现较好。 Q2 从主要公司上来看, CRO 领域泰格医药、昭衍新药、药明康德受益于国内新药研发的提速, 公司的订单情况良好, 同时一致性评价等为临床 CRO 公司提供了较大的业绩增量, 业绩获得了大幅度提升。博济医药 2017 年由于对之前临床自查订单以及低价订单的消化, 业绩出现明显的下滑, 2018 年在调整后出现回升。CMO 领域, 博腾股份由于订单和收入的减少加上费用支出的增长, 导致业绩下滑。药明生物得益于生物药的发展继续保持高增速。CMO 领域后期在 MAH 制度的推进以及商业化生产业务的增长的帮助下, 业绩有望迎来增长。

图表27: CRO、CMO 主要龙头公司 2017-2018 年分季度累计经营增速

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
CRO												
泰格医药	29.4%	31.4%	38.3%	43.6%	33.2%	39.0%	18.1%	52.8%	85.1%	146.1%	60.9%	80.9%
昭衍新药			44.4%	24.6%	172.7%	42.2%		140.3%	315.6%	48.1%		82.3%
药明康德				27.0%	21.1%	20.3%				11.5%	-8.5%	32.3%
博济医药	21.3%	134.8%	121.4%	81.2%	207.4%	40.1%	-877.1%	88.1%	-48.4%	-443.8%	254.5%	1562.2%
亚太药业	19.6%	15.8%	39.0%	25.5%	29.5%	33.9%	94.8%	58.2%	78.3%	64.4%	38.9%	34.2%
百花村	36.1%	-10.2%	-22.0%	-43.7%	-25.3%	-14.8%	129.4%	129.1%	140.5%	-229.3%	59.2%	18.7%
量子生物	-5.1%	3.4%	2.8%	6.5%	53.2%	104.9%	-26.5%	-3.9%	-15.4%	-14.4%	-14.5%	80.7%
CMO												
凯莱英	55.4%	17.2%	14.0%	29.0%	25.4%	37.4%	43.0%	5.0%	-14.1%	20.6%	13.7%	54.8%
药明生物		58.8%		63.4%		60.9%		6.3%		42.2%		195.0%
九洲药业	12.4%	5.4%	3.6%	3.9%	20.5%	15.2%	18.7%	132.8%	43.6%	44.6%	14.9%	45.0%
博腾股份	25.2%	-3.2%	-9.2%	-10.7%	-40.6%	-14.0%	17.4%	-39.7%	-44.3%	-48.2%	-92.3%	-69.2%
合全药业		26.2%		24.0%	17.7%	19.3%		12.4%		6.7%	-0.6%	22.3%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部 (昭衍新药 17 年 Q1 净利润为负, 量子生物今年 6 月并表睿智化学)

部分主要公司在手订单持续较快增长。从 CRO 公司的在手订单上来看, 昭衍新药目前在手订单和新签合同增速情况依旧延续之前的良好水平, 博济医药 2017 年开始订单情况受益于一致性评价获得订单大幅增长, 公司 2018 年业绩已经出现明显回升, 泰格医药中报未披露订单情况, 从业绩增速和公司行业龙头的资质判断其订单金额依旧维持高速增长。从 CMO 公司的订单情况上来看, 几大公司在手订单均维持稳定的增长, 凯莱英完成订单金额由 2016 年的 11.03 亿元增长到 2017 年的 14.22 亿元, 上半年为 7.58 亿; 合全药业 2017 年末共有在手订单 3.4 亿美元, 2018 年上半年达到 3.9 亿美元; 博腾股份通过业务调整以及对 J-STAR 的收购, 2017 年整体

订单数目相较上年增长 50%。

图表28： 2017 年 CRO 公司订单情况

公司	2018H1	2017 年		2016 年	
	新增合同金额	新增合同金额	未执行完订单金额	新增订单金额	未执行完订单金额
泰格医药	未披露	24.26 亿, 增长 25.90%	27.74 亿, 增长 38.84%	19.27 亿	19.98 亿
博济医药	2.3 亿	4.33 亿, 增长 191%	6.50 亿, 增长 41.30%	1.49 亿	4.60 亿
昭衍新药	在手订单 8.5 亿, 增长 42%; 新签合同增加 28%	新增合同增长 20% 以上		在手订单 4.55 亿元	

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

子行业篇之医疗服务：内生外延共同推动专科连锁龙头高速增长

内生外延共同推动，医疗服务板块维持快速增长。医疗服务板块上市公司 2018H1 收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 44.9%、53.1% 和 47.1%，均高于去年同期增速。我们认为，医疗服务行业维持高景气一方面是因为龙头公司持续外延门店/医院，内生外延双轮推动业绩高速增长；另一方面行业龙头公司在品牌影响力加大业务量持续提升，以及消费升级带来高端业务/套餐占比提升、客单价和毛利率逐渐提高。

图表29： 医疗服务板块财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	28.7%	27.4%	32.0%	42.0%	34.1%	44.9%
归母净利润增速	68.8%	34.5%	39.7%	48.4%	55.5%	53.3%
扣非后归母净利润增速	52.7%	36.7%	42.8%	54.7%	59.4%	47.1%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部（为方便计算，剔除季度业绩波动较大的宜华健康、国新健康、恒康医疗及 ST 股）

财务指标整体健康向好。我们对医疗服务板块 2017 年中报与 2018 年中报关键财务指标对比分析发现：1) 2018 年毛利率略有提升，管理和销售费用率略有下降，净利率提升明显；2) 应收账款周转天数、存货变现速度有向好趋势；3) 经营活动现金流相比往年有所减少，主要由于美年健康等公司规模扩大，门店数量增加，固定支出同比大幅增加；第二季度体检款等业务存在账款的信用期限，故回款较少所致。4) 扣非后摊薄 ROE 和资产负债率有所提升。

图表30： 医疗服务板块财务数据分析（%）

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
销售毛利率	31.5	35.4	36.5	35.8	33.9	36.6
销售费用率	11.0	10.4	10.0	9.5	9.7	10.0
管理费用率	11.4	10.4	9.9	10.2	11.3	10.3
财务费用率	1.5	1.2	1.4	1.1	1.4	1.3
销售净利率	4.9	10.2	12.5	11.7	8.4	11.6
应收账款周转天数	102.8	105.1	98.9	88.4	97.9	91.1
存货周转天数	35.2	37.2	35.9	36.5	38.8	36.2
经营性现金流/经营性活动净收益	-8.0	10.7	55.2	117.9	-60.0	-39.9
扣非后摊薄的 ROE	2.1	5.9	10.9	11.2	2.3	6.1

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
资产负债率	38.1	40.9	42.7	41.2	40.0	42.2

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部 (为方便计算, 剔除季度业绩波动较大的宜华健康、国新健康、恒康医疗及 ST 股)

龙头公司延续高增长趋势, 环比 Q1 亦有改善。龙头公司业绩高速增长, 一方面是由于门店扩张和消费升级带动公司业务量价提升, 另一方面因为不断并购基金旗下孵化的门店, 为上市公司带来业绩增量。其中美年健康并购的慈铭体检剩余股份于去年 10 月份并表, 爱尔眼科并购的欧洲巴伐利亚眼科于去年 9 月份并表。龙头公司的商业模式明确, 连锁医院/门店可复制性较强, 依托较低的开店成本和强劲的品牌影响力构筑了竞争壁垒, 我们长期看好美年健康、爱尔眼科等公司的投资价值。

图表31: 医疗服务龙头公司分析

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
美年健康	79.6	55.5	58.8	44.5	65.0	57.4	17.2	153.1	110.0	71.3	7.6	530.5
爱尔眼科	30.9	34.9	42.2	49.1	45.9	45.9	25.3	34.3	38.9	41.9	38.3	44.5
通策医疗	38.2	33.5	35.8	34.3	27.1	34.9	25.0	24.6	44.6	60.5	43.5	51.6

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部 (为方便计算, 剔除季度业绩波动较大的宜华健康、国新健康、恒康医疗及 ST 股)

子行业篇之医药零售: 龙头积极备战规模扩张, 议价能力持续提升

受新开店及并购因素推动, 医药零售行业上半年保持较快增长。上半年, 整体来看医药零售板块继续维持较高速增长主要依靠自建+并购双轮驱动和的规模扩张。长期来看, 我们依然认为连锁药店是未来医药消费终端的战略性资产。医药零售板块上半年收入、归母净利润及扣非后净利润分别同比增长 23.0%、26.7%和 23.7%, 整体仍然保持了较快增长。

图表32: 截至 2018H1 医药零售行业分季度累计整体情况

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	24.50%	23.1%	21.6%	23.0%	24.3%	23.0%
归母净利润增速	12.90%	20.9%	19.3%	21.3%	28.4%	26.7%
扣非后归母净利润增速	13.80%	21.2%	19.4%	18.7%	25.1%	23.7%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

财务指标显示, 零售龙头公司议价能力增强, 体现为毛利率和净利率持续提升。我们对医药零售板块 2017 年一季度至 2018 年上半年进行分季度累计关键财务指标分析, 发现: 1) 受益集中度提升, 规模效应显现, 盈利能力稳步提升, 2017 年至 2018H1 毛利率呈缓慢上升趋势, 2018H1 达到 40.0%, 创 2017 年以来新高; 2) 与医药零售行业加速扩张有关, 销售费用率逐步提高, 2018 年 H1 达到 26.1%, 创 2017 年来新高; 3) 2018 年管理费用得到良好控制, 呈现下降趋势, 2018H1 管理费用率同比下降 0.5 个百分点; 4) 受益毛利率提高, 销售净利率得到提高, 2018H1 达到 6.8%, 为 2017 年以来新高; 5) 其他财务指标表现健康。

图表33: 医药零售板块分季度累计财务分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	38.7%	39.1%	39.4%	39.3%	39.4%	40.0%

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
销售费用率	24.9%	25.1%	25.7%	25.7%	25.7%	26.1%
管理费用率	4.3%	4.6%	4.6%	4.7%	3.8%	4.1%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售净利率	6.4%	6.5%	6.2%	5.9%	6.8%	6.8%
应收账款周转天数	21.9	22.4	22.2	22.3	24.1	23.6
存货周转天数	106.1	105.7	108.9	107.0	104.3	105.1
经营性净现金流/经营活动净收益	33.7	50.6	84.4	92.1	11.0	59.0
扣非后摊薄的 ROE	5.1%	10.1%	12.8%	15.1%	3.9%	7.9%
资产负债率	50.4%	50.3%	49.4%	46.9%	46.1%	46.9%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

龙头公司分析: 益丰药房业绩持续高增长, 一心堂经营拐点已现, 大参林开始迈出跨区域扩张步伐。从医药零售行业龙头公司的收入和扣非净利润增速可以看出, 大参林营收增速基本维持在 15%-20%之间, 随着 2017 年外延扩张的加速, 2018H1 扣非净利增速为 10.8%, 主要由于并购数量相对较少以及广东省 Q2 实施分类分级管理办法, 严格凭处方销售处方药, 我们认为虽然短期分类分级对药店经营存在影响, 但是长期份额将向龙头靠拢; 老百姓 2018H1 扩张速度较 2017 加快, 拖累业绩, 但 2018H1 扣非净利润增速已较 Q1 有所改善, 趋势向好; 益丰药房 2018H1 受益于自有门店盈利能力提升、外延扩张加速及三费控制良好, 扣非净利润增速达到 37.3%, 增速与收入持平, 下半年新兴药房等并购资产并表, 全年业绩高速增长可期; 一心堂 2018H1 受益于前期大量并购门店整合完毕, 开始贡献利润, 扣非净利润增速高达 35.6%, 超过收入增速, 全年业绩高速增长值得期待。

图表34: 医药零售行业龙头公司分析

证券代码	证券简称	收入增速						扣非后净利润增速					
		1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
603233.SH	大参林	18.5%	18.7%	15.7%	18.3%	17.1%	16.6%	2.8%	15.8%	10.8%	7.9%	16.5%	10.8%
603883.SH	老百姓	30.1%	24.7%	21.8%	23.1%	27.9%	28.5%	49.2%	32.7%	31.7%	21.3%	14.7%	16.3%
603939.SH	益丰药房	29.4%	27.0%	27.9%	28.8%	37.4%	33.7%	32.8%	37.6%	38.5%	42.1%	39.9%	37.3%
002727.SZ	一心堂	22.7%	23.7%	23.5%	24.0%	20.1%	17.5%	-8.1%	10.0%	10.4%	15.3%	36.8%	35.6%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

板块延续自建+并购双轮驱动的扩张模式。全国布局较广的老百姓净增门店数量最多达到 534 家, 大参林(自建居多)和益丰药房实现近 450 家净增门店, 一心堂由于上半年集中进行门店搬迁调整净增门店数最少, 下半年搬迁调整因素接触, 7-8 月扩张速度已明显恢复(净增门店 112 家)。外延并购方面: 1) 益丰药房、老百姓近半数净增门店来自外延并购, 大参林、一心堂并购相对较少, 预计下半年适当提速; 2) 由于产业资本及互联网巨头的涌入, 门店资产价格维持高位, 以新兴药房、漱玉平民、贵州一树为代表的区域龙头并购 PE 位于 35-40X 之间, PS 基本在 1.6 以上。中小连锁标的并购 PE 维持在 20-30X 之间, PS 因标的差异波动范围较大。互联网巨头阿里巴巴旗下互联网医疗旗舰平台阿里健康上半年 3 次出手分别入股山东、安徽及贵州区域龙头, 未来不排除弱化阿里健康大药房 B2C 业务的可能, 有望重点与线下门店合作探索 O2O 新零售模式, 从并购 PE 及 PS 来看, 较产业资本更高。

图表35: 2018 年上半年药店板块扩张情况梳理

净增(家)	自建(家)	并购(家)	关店(家)	期末门店总数(家)

请参阅最后一页的重要声明

	净增 (家)	自建 (家)	并购 (家)	关店 (家)	期末门店总数 (家)
大参林	449	332	117	30	3404
老百姓	534	297	237	29	2939
益丰药房	440	251 (加盟 36)	209	20	2499
一心堂	198	349	-	151 (70 家属搬迁门店)	5264

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表36: 2018年1-8月药店板块龙头公司并购业务梳理

时间	标的	省份	门店数量	购买股权比例	交易作价 (万元)	PE	PS	业绩承诺	交割状态
大参林									
2018年2月	佛山市致心医药有限公司	广东	6	资产性收购	180				已交割
2018年2月	保定市盛世华兴医药连锁有限公司	河北	51	19%	2717				已交割
2018年3月	湛江市鸿中药店有限公司	广东	15	资产性收购	1948.8				已交割
2018年8月	江西会好康药房连锁有限公司	江西	7	资产性收购	8787.6	23.8	0.86		未交割
老百姓									
2018年1月	广西源芝堂医药有限公司	广西	11	资产性收购	610				已交割
2018年1月	老百姓大药房连锁广东有限公司	广东		40.20%	2500				已交割
2018年1月	江苏常州市单体药店	江苏	6	资产性收购	1460				已交割
2018年4月	宁夏福德堂医药连锁有限公司	宁夏	13	资产性收购	490				已交割
2018年6月	郴州市华盛仁康大药房	湖南	13	资产性收购	700				12家已交割, 1家Q3完成交割
2018年6月	芜湖市新市民大药房连锁有限公司	安徽		51%	1388				Q3完成交割
2018年6月	常州金坛新千秋大药房有限公司	江苏		65%	1755				Q3完成交割
2018年7月	江苏海鹏医药连锁有限公司	江苏		55%	7975				Q3完成交割
2018年7月	无锡三品堂医药连锁有限公司	浙江		55%	3300	20	1.52		Q3完成交割
2018年8月	安徽药膳堂大药房连锁有限公司	安徽	16	资产性收购	2500		2.08		-
2018年8月	广西参芝林药业有限公司	广西	16	资产性收购	2200	31.08	0.9		-
益丰药房									
2017年5月	广州康信大药房连锁有限公司	广东	34	80%	5280				已交割
2017年7月	泰州市博爱大药房连锁有限公司	江苏		65%	3445				已交割
2017年12月	泰州市百姓人大药房连锁有限公司	江苏		65%	3575				已交割
2017年12月	江西天顺大药房连锁有限公司	江西	139	60%	4020	30.45	0.47	交割首年净利润 260 万元	已交割
2017年12月	无锡市九州大药房有限公司	江苏	62	51%	16830	22.25	1.60		已交割
2017年12月	浏阳市天顺大药房连锁有限公司	湖南	43	资产性收购	4359			约	已交割
							0.71		
2018年1月	荆州沙市区心连心大药房	湖北	10	资产性收购	940				已交割
2018年2月	祁东县国大健康大药房有限公司	湖南	11	资产性收购	1473				已交割
2018年3月	湖南欣百康医药连锁有限公司	湖南	21	资产性收购	6220				已交割
2018年4月	长沙市芙蓉区庆元堂大药房	湖南	13	资产性收购	1237				已交割
2018年6月	石家庄新兴药房连锁股份有限公司	河北	450	86.31%	138359	35.62	1.77	2018年度、2019年度以及 48.96% 现金交割 2020年度标的公司归母净 部分已完成	

时间	标的	省份	门店数	购买股权比例	交易作价(万元)	PE	PS	业绩承诺	交割状态
								利润不低于 6500 万元、8450 万元以及 9950 万元	
2018 年 7 月	如东日晖大药房连锁有限公司	江苏		65%	2872				未交割
2018 年 8 月	上海虹桥药业有限公司	上海	53	51%	14280	27.04	1.21		未交割
2018 年 8 月	长沙市芙蓉区泰来森炎堂大药房	湖南	11	资产性收购	1305				未交割
								2018-2020 每年零售含税销	
2018 年 8 月	江苏市民大药房连锁有限公司	江苏	10	53%	13250	17.65	1.76	售额达到 1.65 亿元, 净利润达到 1300 万元	未交割
一心堂									
2018 年 7 月	灵石县大众药房连锁有限公司	山西	21	资产性收购	2690				-
阿里健康									
2018 年 6 月	漱玉平民大药房连锁股份有限公司	山东	1200+	9.34%	45400	41.19			-
2018 年 6 月	安徽华人健康医药股份有限公司	安徽	500+	-	-				-
2018 年 8 月	贵州一树连锁药业有限公司	贵州	1000+	25%	82600	39.33	1.68		-

资料来源: CFDA, 公司公告, 中信建投证券研究发展部, (并购 PE 及 PS 基于 2017 年数据计算) (益丰药房 2017 并购业务于 2018H1 完成交割)

主要公司布局: 区域龙头优势明显, 全国布局有待加强。截至 2017 年报, 在 4 家医药零售公司中, 全国门店数量最多的是一心堂, 共 5264 家, 其次是大参林 3404 家, 老百姓 2939 家, 益丰药房 2499 家。分地区来看, 华南地区大参林门店数量最多, 华中地区老百姓门店较多, 华北地区老百姓和一心堂门店分布较多, 西南地区一心堂门店分布最多, 西北地区老百姓门店分布较多。总体来看, 中部、南部地区, 大参林、老百姓、益丰药房、一心堂群雄割据, 北部地区布局较少, 区域优势凸显, 但全国布局有待完善。

图表 37: 截至 2018 年中报医药零售板块公司全国布局情况

公司名称	全国门店布局情况 (不含加盟店)
大参林	华南地区 2848 家, 华中地区 387 家, 华东地区 169 家, 共 3404 家
老百姓	华中地区 973 家, 华东地区 872 家, 西北地区 437 家, 华北地区 396 家, 华南地区 261 家, 共 2939 家
益丰药房	中南地区 1400 家, 华东地区 1099 家, 共 2499 家
一心堂	西南地区 4294 家, 华南地区 713 家, 华北地区 239 家, 华东地区 9 家, 华中地区 9 家, 共 5264 家

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

子行业篇之 IVD: 主要龙头公司继续保持快速增长

国产体外诊断行业整体继续保持收入和净利润的高速增长, 但由于一季度流感因素, 整体增速在 Q2 有所回落。在控制药占比、取消药品加成、分级诊疗等政策直接或间接推动下, 一方面医院临床检测量增加, 另一方面国产试剂自下而上的进口替代过程有望加速, 拥有更高技术、更具性价比的国产公司在此过程中明显受益。另一方面行业净利润增速显著慢于收入增速, 反映行业毛利率和净利率在控费背景下下滑, 但对 IVD 行业而言, 这是行业常态, 长期看国产 IVD 行业上市公司仍能保持 20% 以上的增长。

图表38： IVD 行业分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	37.0%	34.4%	37.1%	37.1%	39.8%	33.2%
归母净利润增速	14.4%	20.7%	21.9%	23.1%	27.8%	21.6%
扣非后归母净利润增速	50.4%	51.4%	59.1%	22.2%	33.9%	21.8%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

财务指标保持稳定。行业毛利率环比继续下滑，但行业扣非净利率出现回暖，我们预计是行业的季节性因素，行业主要公司均存在一季度向经销商结算上年度销售返利、以及给本公司员工发放销售提成，使得一季度净利率较低；另一方面，行业经营性现金流一直比较好，整体财务费用率也有所下降。应收账款和存货周转天数均环比明显下降，预计是季节性因素，春节使得一季度备货周期延长。行业其他指标保持稳定，ROE 略有下降，资产负债率一直保持在较低水平。

图表39： IVD 行业 2017-2018Q1 财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	57.5%	59.5%	59.0%	58.6%	57.0%	56.5%
销售费用率	17.8%	17.7%	17.5%	18.1%	18.0%	16.9%
管理费用率	16.0%	15.0%	14.7%	15.2%	15.7%	15.3%
财务费用率	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	1.1%	0.5%
扣非后净利率	19.8%	22.8%	22.3%	21.4%	18.9%	20.8%
应收账款周转天数	133.4	124.9	123.2	117.9	135.3	117.3
存货周转天数	189.1	162.9	159.3	142.7	169.3	136.9
经营性净现金流/净利润	89.4%	89.8%	89.5%	86.5%	91.2%	87.7%
扣非后摊薄的 ROE	3.0%	7.4%	9.4%	11.9%	2.8%	6.6%
资产负债率	23.9%	23.6%	24.6%	26.5%	25.7%	25.7%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

重点龙头公司：大多数保持较快增长。行业重点公司我们覆盖包括安图生物、迈克生物、艾德生物、基蛋生物和透景生命，除透景外，其余四家在 2018H1 均实现了收入 40% 以上增长，环比营收增速略有回落，我们认为一部分是 Q1 流感因素致一季度高增长，一部分是由于部分公司并表统计基数差异。重点公司中，安图生物 2018H1 继续保持高速增长，Q2 营收和利润增速下降较多一方面是去年同期并表基数差异，一方面与产品降价有关，但公司核心业务化学发光和流水线项目进展仍符合预期，公司从化学发光高增长到以流水线为核心的全品类扩张仍然没有变化。未来，随着国产 IVD 公司技术升级和产品创新，行业龙头公司将逐步兑现业绩，国产 IVD 行业的长期增长确定性依然非常强。

图表40： IVD 行业主要公司业绩表现

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
603658.SH 安图生物	25.8%	34.3%	42.0%	42.8%	71.9%	45.6%	11.7%	23.0%	21.7%	23.6%	52.9%	34.9%
300463.SZ 迈克生物	29.0%	26.0%	29.6%	32.3%	42.9%	47.8%	57.3%	31.6%	30.5%	28.5%	27.2%	24.5%
300685.SZ 艾德生物	0.0%	30.5%	34.1%	30.6%	43.5%	36.2%	0.0%	60.6%	70.5%	66.0%	31.8%	40.3%
603387.SH 基蛋生物	0.0%	25.0%	32.8%	32.4%	55.3%	46.7%	45.8%	39.2%	48.2%	35.3%	53.3%	38.7%

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
300642.SZ 透景生命	24.3%	26.8%	25.4%	31.0%	22.0%	18.1%	6.4%	12.4%	18.9%	24.3%	0.2%	-3.5%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

子行业篇之生物药：行业继续分化，血制品板块回升

生物药板块整体维持较高景气度，但分化明显。生物药板块一直持续较高增长。从营收角度来看，行业收入逐季加速增长，我们认为主要原因是疫苗行业实行一票制，低开转高开，同时行业核心公司长春高新、安科生物等继续保持快速增长。利润端，归母和扣非归母增速较 Q1 均有所回落，预计是行业部分公司业绩下滑所致。

图表41： 生物药行业分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	13.4%	18.2%	18.9%	22.6%	40.2%	41.6%
归母净利润增速	17.6%	41.1%	30.2%	16.9%	22.4%	13.1%
扣非后归母净利润增速	21.4%	24.2%	29.2%	21.4%	27.2%	20.6%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

疫苗板块中报延续 2018 年一季度继续爆发性增长态势。行业主要公司收入和净利润均出现同比大幅增长，主要原因在于 2016 年山东疫苗事件解决后，疫苗销售一票制使得行业公司掌握销售的主动权，同时行业正处在新品不断上市、新型疫苗需求旺盛的高景气，康泰生物依托四联苗、智飞生物代理的 HPV4 价苗在今年加速放量，成为业绩增长的主要动力；短期受 7 月份长生事件影响，国产疫苗可能销售受阻，但我们相信随着行业整顿完毕后，基于国内二类苗重大单品研发和销售上市所带来的高景气，未来仍将持续。

图表42： 疫苗行业分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	-3.3%	51.5%	52.8%	52.1%	108.1%	123.6%
归母净利润增速	4.2%	241.8%	190.1%	3.2%	177.9%	178.5%
扣非后归母净利润增速	32.7%	266.5%	192.1%	67.3%	189.5%	83.0%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

血制品板块中报环比出现改善，短期看行业有望迎来温和改善，长期看机会有待于静丙等品种的持续学术推广。Q2 行业中各家公司营收和利润增速有所改善。我们认为血制品行业在前期高速发展之后，市场需要继续消化新投产能，静丙、白蛋白等核心品种销售目前处于底部平稳阶段，行业增量在于静丙的学术推广、凝血八因子、纤维蛋白原等新品种的持续推广。总体上随着供给端浆站采浆的增速放缓、以及需求端的稳步改善，行业的供需状况有望在下半年迎来温和改善。

图表43： 血制品行业分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	13.8%	5.7%	5.2%	4.2%	14.1%	27.2%
归母净利润增速	18.5%	71.1%	26.0%	8.3%	-137.6%	-92.5%
扣非后归母净利润增速	29.6%	11.4%	8.6%	2.2%	-17.0%	83.0%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

财务指标整体保持稳定。其中扣非净利率环比有所回升，但与去年同期相比仍大幅下降，我们预计是与疫苗实行一票制、行业部分公司药品实行两票制有关，由于市场推广费的支出大幅增加，使得归母净利润在营收中的占比降低。应收账款周转天数和存货周转天数环比改善明显，我们预计是疫苗和生物药品的销售体系在流通政策稳定后，行业周转加快。

图表44： 生物药行业 2017-2018Q1 财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	69.8%	70.1%	70.8%	70.4%	70.1%	69.1%
销售费用率	23.9%	26.3%	27.1%	28.8%	29.6%	30.1%
管理费用率	17.2%	15.3%	14.9%	15.3%	14.3%	13.9%
财务费用率	2.0%	1.6%	1.4%	1.5%	1.6%	0.8%
扣非后净利率	26.2%	30.9%	29.9%	23.8%	17.2%	19.8%
应收账款周转天数	98.6	90.0	90.1	83.5	105.2	92.0
存货周转天数	414.9	394.4	396.6	376.9	501.5	385.9
经营性净现金流/净利润	82.5%	72.1%	77.3%	78.0%	79.4%	78.7%
扣非后摊薄的 ROE	2.8%	5.8%	8.5%	10.3%	2.9%	6.0%
资产负债率	26.9%	24.4%	23.4%	24.0%	23.7%	24.3%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

重点公司：生长激素及疫苗保持快速增长，血制品环比改善。除复星医药外，其他中报业绩均实现了快速增长。环比来看，长春高新营收和净利润加速增长，一方面是由于核心业务生长激素增速加快，一方面是二季度房地产业务结算较多，对当期利润贡献明显；安科生物收入增速保持稳定，利润增速略有下滑，与去年二季度业绩基数较高有关；复星中报增速有所回落，我们预计是核心品种小牛血清等销售下滑所致；智飞生物延续2018Q1高速增长表现，原因在于核心品种 AChib 疫苗以及代理默沙东四价 HPV 疫苗销售的高增长，考虑到四价 HPV 疫苗品种销售刚开始、以及下半年九价 HPV 的提前上市，预计智飞生物全年都将持续优异表现。天坛生物显著受益于重组后对三大所的绩效提升，生产、销售、管理上的整合使得公司短期业绩增长显著，同时长期看，公司在永安基地建成后有望增加多项重磅产品，长期期增长的确性非常强。我们继续看好产品创新、管线齐全并处于领先地位的行业龙头公司，未来随着新品逐渐上市，业绩的高成长性能将继续保持。

图表45： 生物药行业主要公司业绩表现

公司	收入增速							扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	
000661.SZ 长春高新	15.3%	25.4%	20.8%	41.6%	39.3%	71.8%	15.2%	27.6%	26.1%	37.9%	27.3%	88.4%	
300009.SZ 安科生物	16.8%	25.9%	27.9%	29.1%	40.5%	40.2%	34.3%	24.9%	33.2%	36.8%	30.5%	25.3%	
600196.SH 复星医药	20.3%	20.4%	21.8%	26.7%	47.4%	42.0%	20.1%	13.3%	11.7%	12.1%	1.7%	-5.3%	
300122.SZ 智飞生物	12.9%	142.0%	181.5%	201.1%	416.7%	365.4%	-0.1%	1629.6%	7951.1%	1500.8%	353.1%	306.9%	
600161.SH 天坛生物	45.2%	3.2%	-6.4%	-17.5%	0.3%	18.2%	2695.3%	119.5%	69.2%	69.2%	11.6%	25.6%	
002007.SZ 华兰生物	30.8%	18.2%	18.5%	22.4%	4.4%	18.6%	35.0%	15.9%	7.8%	12.0%	-18.2%	3.0%	
300294.SZ 博雅生物	26.7%	34.5%	28.4%	54.3%	121.6%	102.1%	26.4%	30.4%	15.2%	25.7%	33.7%	32.0%	

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

子行业篇之医疗器械：细分行业龙头受益国产替代红利

医疗器械板块 2018H1 利润增速加快，尤其是细分行业龙头受益国产替代红利。医疗器械上市公司 2018Q1 收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 27.1%、31.4% 和 19.2%，均高于去年中报增速，表现出了明显的景气度提升趋势，我们认为主要受益于医改背景下医院更倾向于高性价比的国产器械，国产替代政策在各地加速落地，鼓励分级诊疗和民营医院建设的政策带来新的设备购置需求等因素。

图表46： 医疗器械板块分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	21.7%	25.5%	28.1%	28.8%	26.0%	27.1%
归母净利润增速	18.3%	23.5%	25.0%	22.5%	21.4%	31.4%
扣非后归母净利润增速	6.3%	13.9%	18.1%	17.0%	14.0%	19.2%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部（为方便计算，剔除九安医疗、千山药机等季度业绩波动较大的公司）

财务指标总体健康。我们对医疗器械板块 2018 中报关键财务指标分析发现：1) 毛利率呈缓慢下降趋势，这与集采政策导致耗材和设备有所降价，进口替代加速和集中采购背景下医疗设备企业以价换量存在一定关系；2) 销售费用率、管理费用率略有提升，与加大销售推广和研发力度有关；3) 应收账款周转天数和存货周转天数、经营性净现金流/经营性活动净收益有所改善；4) 资产负债率有所提升。

图表47： 医疗器械板块财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
销售毛利率	54.6	54.7	54.2	53.1	52.3	52.4
销售费用率	16.9	16.3	16.6	17.2	16.8	17.1
管理费用率	15.5	14.1	13.9	14.2	15.5	14.6
财务费用率	0.0	0.1	0.1	0.2	1.1	0.0
销售净利率	18.0	20.5	21.0	19.3	17.8	19.8
应收账款周转天数	102.0	93.5	91.1	82.3	98.8	90.7
存货周转天数	190.9	182.3	182.7	160.7	193.3	177.2
经营性现金流/经营性活动净收益	-23.9	-12.8	21.2	70.3	-80.5	-5.7
扣非后摊薄的 ROE	2.3	5.3	8.2	9.7	2.2	5.3
资产负债率	19.1	20.4	21.0	21.4	21.1	23.0

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部（为方便计算，剔除九安医疗、千山药机等季度业绩波动较大的公司）

龙头公司维持快速增长，且快于行业平均水平。2018 年 H1，开立医疗、乐普医疗和健帆生物等龙头公司扣非归母净利润增速均超过 30%，维持高速增长。其中开立、万东等公司主要得益于器械行业景气度提升背景下，彩超、DR 销量快速增长；乐普医疗药品板块维持高增长，预计阿托伐他汀钙、氯吡格雷通过一致性评价后，明年仍望维持高增速；健帆生物上半年加强销售推广工作，价格有所下降但是销量快速提升，18 年中报业绩加速增长，核心产品临床试验数据发布后学术认可度和渗透率有望加强；鱼跃医疗线下业务恢复快速增长，长期来看线上线下业务融合后，将驱动公司业绩进一步提升。

图表48： 医疗器械板块龙头公司分析

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
开立医疗	68.7	64.1	61.9	37.5	44.4	27.5	1626.5	233.3	216.1	72.3	66.7	40.7
乐普医疗	29.2	30.2	30.3	30.9	39.2	35.4	32.7	32.2	30.9	28.6	30.2	36.7
健帆生物	17.8	26.4	31.7	32.2	39.6	38.9	25.7	34.8	34.1	26.3	40.1	35.6
万东医疗	-4.1	-13.0	-5.1	8.7	11.3	14.8	91.1	-4.9	39.5	41.5	325.7	31.3
鱼跃医疗	24.1	30.3	34.7	34.1	15.5	19.4	30.1	25.1	25.5	4.8	11.3	16.0

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部 (为方便计算, 剔除九安医疗、千山药机等季度业绩波动较大的公司)

子行业篇之医药分销：环比改善，政策影响减弱

医药分销板块 Q2 增速环比改善，符合我们预期。受 2017 年各项医药流通政策影响，医药分销行业从去年下半年开始出现较大幅度调整，但从行业整体表现来看，2018 年二季度收入增速已开始回升，扣非归母净利润增速同样优于 2018Q1 表现，归母净利润增速回落主要是受国药股份、国药一致同期重组致业绩高基数，整体上分销板块业绩在 2018Q2 向好改善，符合我们年初对行业增速由低向高逐渐回暖的预判。

二季度行业改善的主要原因是政策影响减弱。两票制改革在各省迅速落地，根据我们统计，截至 2018 年 4 月 1 日已有药品份额占比 96.2% 的省份执行了两票制，因此带来的调拨业务下滑将接近尾声；药品招标带来的降价因素，考虑到 2017 年主要是在 Q3 开始执行，则 2018 年从第三季度开始价格同比因素也将消除；公立医院改革层面，取消药品加成、控制药占比、耗占比等政策直接压缩存量药品市场，但政策执行至今多数省份公立医院已接近达标，药品管控政策的边际效应正逐渐缩小。因此，从时间节点上看，我们维持政策因素在 2018 年年中将逐一缓解的判断，行业利润也将会逐渐好转，2018Q3 起行业增速有望进一步提升。

图表49： 医药分销行业分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	14.3%	13.4%	13.8%	13.9%	16.2%	17.2%
归母净利润增速	29.3%	29.2%	25.1%	21.9%	11.1%	7.8%
扣非后归母净利润增速	44.8%	34.1%	32.3%	22.0%	14.8%	15.6%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

财务数据整体环比亦有改善。从具体财务数据来看，分销板块在调拨业务快速下滑的情况下，毛利率同比明显上升，环比有所下降预计是瑞康医药、九州通等公司的毛利率下滑，但同时销售费用率和财务费用率也环比下降，总体上扣非净利率略有下降。经营效率方面，应收账款周转天数 2018 年 Q2 环比有所改善，反映医院受取消药品加成政策影响在逐步减少；存货周转天数环比同样有所下降，反映政策的不确定性消除后，企业运营能力提升，周转速度加快。经营质量方面，经营性净现金流与净利润继续保持良好匹配，净资产收益率保持稳定，而资产负债率在继续明显上升。

图表50： 医药分销行业 2017-2018H1 财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	12.3%	12.6%	12.6%	13.0%	13.8%	13.3%
销售费用率	3.9%	4.1%	4.3%	4.7%	5.2%	5.1%

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
管理费用率	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	3.1%	2.8%
财务费用率	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.6%
扣非后净利率	3.8%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
应收账款周转天数	94.6	93.6	95.6	90.3	99.4	97.8
存货周转天数	47.1	46.8	48.4	49.1	51.9	47.9
经营性净现金流/净利润	90.7%	90.3%	90.9%	89.6%	91.8%	93.0%
扣非后摊薄的 ROE	2.6%	5.1%	7.3%	9.6%	2.5%	5.5%
资产负债率	55.9%	56.7%	57.4%	57.3%	58.3%	60.3%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

行业龙头方面, 我们从目前公司业务结构和未来扩张能力的角度, 选择报表质量扎实、扩张能力强、战略布局正确的公司进行长期跟踪。包括国药控股、国药股份、国药一致、嘉事堂、上海医药、九州通和瑞康医药。国药控股一举扭转 2018Q1 业绩大幅下滑的局面, 增速大幅回升, 足见国控一季度业绩下滑是其自身业务季度波动所致, 而行业主要公司国药股份、国药一致、上海医药业绩均环比进一步回升。我们重点推荐的国药股份、上海医药两家公司继续保持稳健增长, 业绩符合年初预期, 预计今年下半年龙头公司调拨业务逐步调整到位后, 业绩增速有望加快。

图表51: 医药分销行业主要公司业绩表现

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
1099.HK 国药控股	8.4%	8.6%	8.1%	7.5%	6.4%	7.1%	27.3%	23.9%	16.3%	13.5%	-28.1%	0.6%
600511.SH 国药股份	9.1%	5.6%	5.7%	4.8%	4.2%	6.6%	15.4%	57.8%	71.6%	88.5%	81.0%	39.7%
000028.SZ 国药一致	-0.9%	-0.2%	0.5%	0.0%	0.3%	1.2%	40.7%	36.0%	37.7%	24.1%	5.1%	14.1%
002462.SZ 嘉事堂	25.0%	27.8%	29.0%	29.8%	25.0%	30.4%	30.8%	28.7%	22.2%	19.6%	22.7%	23.5%
601607.SH 上海医药	13.2%	10.2%	9.4%	8.3%	9.8%	15.4%	20.8%	10.6%	7.6%	-2.7%	6.1%	6.9%
600998.SH 九州通	21.8%	21.6%	20.4%	20.1%	18.0%	17.2%	32.4%	32.2%	23.1%	22.3%	20.6%	20.5%
002589.SZ 瑞康医药	53.5%	50.2%	52.9%	49.1%	43.2%	49.2%	235.7%	141.5%	93.8%	66.8%	-2.1%	14.8%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

子行业篇之化学制药: 创新药龙头与转型升级类公司表现突出

化学制药板块 18 年上半年经营表现稳健, 主要还是来自于创新药龙头 (恒瑞医药、石药集团等) 及转型升级类公司 (科伦药业等) 的良好表现。2018 上半年, 化学制药板块公司营业收入增速约为 26.5%, 相较于 2017 年同期增长 11.3 个百分点, 其中有部分药企销售模式转变的原因; 扣非净利润增速为 14.7%, 相较于 2017 年同期提升了 7.3 个百分点, 经营情况同比明显改善。

图表52： 化学制药公司 2017-2018 年分季度累计经营增速

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	15.4%	15.2%	18.8%	13.7%	29.7%	26.5%
归母净利润增速	11.8%	7.7%	7.8%	8.4%	20.0%	14.6%
扣非后归母净利润增速	14.4%	7.4%	5.5%	4.7%	15.9%	14.7%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部 (剔除新股、丽珠集团、健康元、人福医药等由于并购或资产处置引起业绩异常的公司)

两票制导致个别财务数据变化，整体指标健康。从各项财务数据上来看，去年年初至今，化药板块公司毛利率呈逐渐上升的趋势，销售费用率也出现较大的增长，主要是部分公司的销售模式发生了改变。2018 上半年，制药板块的毛利率较去年同期上升了 5.1 个百分点，但是净利率下降了 2.2 个百分点，原因是销售费用率有较大的上涨，相较 2017 年同期增长了 8.9 个百分点，主要是两票制后制药企业的销售模式发生转变所致。

图表53： 化学制药公司 2017-2018 年分季度累计财务数据分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	56.5%	57.0%	57.7%	59.0%	61.4%	62.1%
销售费用率	22.8%	24.2%	26.1%	29.2%	31.8%	33.1%
管理费用率	14.8%	14.4%	14.0%	14.4%	13.0%	13.1%
财务费用率	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.1%
销售净利率	15.1%	14.8%	14.3%	12.9%	13.4%	12.6%
应收账款周转天数	78.4	74.6	74.4	69.4	74.9	72.7
存货周转天数	159.7	164.5	165.9	161.0	168.8	180.4
经营性净现金流/经营活动净收益	25.8%	74.6%	92.5%	211.3%	75.0%	83.4%
扣非后摊薄的 ROE	2.3%	4.9%	6.8%	7.8%	2.3%	4.6%
资产负债率	31.2%	31.9%	32.1%	33.2%	32.7%	34.0%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

创新药龙头公司及转型升级类公司表现良好。从主要公司的情况上来看，各大处方药龙头公司基本维持了稳健的增长速度。华海药业中报业绩受到缬沙坦原料药事件的影响出现下滑。现代制药由于进行并购重组在财务数据上同比表现出较快增长。哈药股份由于公司改革导致 2017 年业绩出现明显下滑。科伦药业今年积极转型，原料药业务投产、制剂业务积极备战，出现大幅增长。人福药业业绩出现下滑，主要是资产并购的影响以及宣传投入等费用加大导致利润明显下降。

图表54： 化学制药主要龙头公司 2017-2018 年分季度累计经营增速

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
A 股												
恒瑞医药	18.8%	20.2%	21.8%	24.7%	21.7%	22.3%	17.4%	19.2%	20.1%	19.8%	12.3%	18.1%
华东医药	16.0%	15.1%	13.4%	9.7%	9.6%	8.8%	25.6%	26.8%	25.0%	23.3%	22.9%	23.1%
人福医药	24.2%	20.1%	21.8%	25.3%	33.3%	28.8%	38.7%	58.6%	19.5%	-1.0%	-17.9%	-28.6%
现代制药	9.1%	0.0%	-0.6%	-6.7%	31.4%	27.8%	342.0%	410.6%	400.8%	162.5%	9.4%	15.2%
健康元	17.1%	10.8%	11.4%	10.9%	9.1%	5.6%	24.9%	28.0%	26.0%	58.4%	15.6%	34.9%
华润双鹤	6.2%	8.1%	14.7%	16.9%	39.9%	32.9%	45.5%	24.3%	22.7%	24.1%	26.8%	11.6%

请参阅最后一页的重要声明

公司	收入增速						扣非后净利润增速					
丽珠集团	21.8%	13.0%	13.9%	11.5%	11.4%	6.8%	25.9%	25.1%	26.3%	20.2%	19.6%	25.5%
哈药股份	-10.6%	-13.3%	-11.0%	-14.9%	-7.4%	-8.7%	-47.9%	-11.1%	-64.7%	-59.3%	234.0%	-3.4%
华海药业	16.7%	18.5%	20.1%	22.2%	9.7%	8.0%	-7.1%	12.4%	16.3%	33.0%	25.3%	-20.0%
科伦药业	21.4%	20.6%	26.5%	33.5%	61.5%	57.7%	-4.7%	-25.1%	-15.9%	-74.1%	78.2%	171.9%
信立泰	6.2%	7.6%	9.6%	8.4%	15.9%	11.4%	4.0%	3.7%	3.9%	1.1%	8.3%	7.3%
H 股												
石药集团	15.7%	17.3%	21.2%	24.9%	55.8%	50.5%	26.2%	27.9%	30.0%	31.5%	42.6%	40.4%
三生制药		30.9%		33.1%		27.5%		50.1%		45.8%		29.6%
绿叶制药		24.4%		30.7%		19.1%		-12.5%		9.0%		48.7%
中国生物制药	10.3%	10.5%	9.8%	9.4%	20.7%	30.1%	28.1%	15.6%	28.1%	28.4%	30.2%	26.7%
东阳光药		17.3%		70.1%		122.6%		40.4%		71.7%		110.2%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

子行业篇之中药：整体平淡，分化加大

上半年中药板块整体表现平淡。剔除异常样本数据，中药板块上市公司一季度收入、归母净利润、扣非后净利润分别同比增长 17.5%、19.6% 和 11.8%。收入增速快于 17 年同期，主要与部分公司改变销售模式及流感因素有关，Q2 收入及扣费净利润增速有明显回落

图表55：截至 2018H1 中药行业分季度累计整体情况

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	11.0%	12.1%	12.1%	12.3%	19.9%	17.5%
归母净利润增速	0.7%	9.2%	9.4%	11.3%	23.0%	19.6%
扣非后归母净利润增速	14.0%	19.1%	18.0%	16.6%	21.3%	11.8%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

财务指标整体平稳。我们对中药板块 2017 年一季度至 2018 半年度进行分季度累计关键财务指标分析，发现：（1）2018 年上半年毛利率创出近年新高，主要与 OTC 药品提价及部分处方药改变销售模式有关，但销售费用亦有大幅提升，利润率保持平稳。（2）2018H1 应收账款周转天数达到 84.6 天，同比提高 7.9 天，应收账款变现速度有所下降；2018H1 存货周转天数同比提高 21.6 天，较 Q1 已有所改善。

图表56：中药板块分季度累计财务指标分析

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	56.5%	56.9%	57.5%	58.1%	59.7%	59.8%
销售费用率	26.9%	27.6%	29.3%	30.6%	31.8%	32.2%
管理费用率	9.8%	9.5%	9.7%	9.8%	9.0%	9.1%
财务费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
销售净利率	16.4%	16.3%	15.2%	14.5%	15.6%	15.2%
应收账款周转天数	82.4	76.7	78.7	72.0	87.0	84.6
存货周转天数	344.6	302.4	318.2	310.9	374.8	324.0

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
经营性净现金流/经营活动净收益	-133.8	8.8	16.0	66.2	-215.2	14.2
扣非后摊薄的 ROE	2.6%	5.4%	7.5%	8.9%	2.7%	5.3%
资产负债率	28.9%	29.3%	29.5%	29.6%	29.0%	29.5%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

除片仔癀和济川药业（流感因素）外，龙头公司增长整体平淡；其他两个亮点：①部分品牌 OTC 企业受前两年渠道库存清理影响、18 年迎来较快增长；②中药配方颗粒龙头中国中药保持较快增长。片仔癀 17 年、18Q1、18H1 均实现 40% 以上的扣非净利润增长，已经进入量价齐升周期，随着片仔癀体验馆全国市场布局的进一步全面，高速增长仍将持续；天士力工业板块控货因素接触，中药大品种及化药已实现恢复性增长，业绩重回增长轨道，2018H1 扣非净利润同比增长 12.4%；济川药业 2017 年继续呈现较快增长，2018Q1 受益流感爆发营收及业绩增速大超市场预期，H1 增速有所回落。其他龙头公司增长相对平淡。康恩贝、仁和药业等公司受益前两年渠道库存清理影响，18 年迎来较快增长。中药配方颗粒龙头公司中国中药继续保持较快增长。

图表57： 中药行业代表性公司分析

证券代码	证券简称	收入增速						扣非后净利润增速					
		1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
000538.SZ	云南白药	14.3%	14.4%	10.6%	8.5%	7.3%	8.5%	15.2%	8.8%	7.8%	3.0%	0.2%	-1.2%
600436.SH	片仔癀	83.5%	82.5%	68.8%	60.9%	42.1%	37.1%	53.4%	37.1%	36.8%	48.4%	44.4%	45.2%
600535.SH	天士力	6.5%	13.5%	16.1%	15.4%	18.1%	16.7%	15.2%	10.4%	13.2%	13.9%	15.6%	12.4%
600566.SH	济川药业	21.5%	19.4%	20.2%	20.6%	51.5%	35.4%	34.0%	30.2%	30.4%	28.0%	73.6%	51.2%
600085.SH	同仁堂	12.6%	9.6%	10.0%	10.6%	-0.1%	3.8%	12.8%	7.3%	8.3%	9.8%	8.3%	6.8%
000423.SZ	东阿阿胶	13.0%	9.7%	12.5%	16.7%	1.2%	1.8%	12.0%	5.6%	4.7%	12.7%	2.0%	-7.0%
000999.SZ	华润三九	15.2%	16.8%	21.4%	23.8%	37.6%	29.5%	14.2%	14.5%	12.6%	5.1%	10.7%	11.2%
0570.HK	中国中药		21.8%		27.6%		40.1%		23.7%		23.4%		23.4%
600572.SH	康恩贝	-25.8%	-23.3%	-16.6%	-12.1%	62.5%	52.8%	24.7%	32.1%	40.2%	43.3%	20.2%	25.6%
000650.SZ	仁和药业	-1.2%	2.5%	4.3%	7.8%	26.0%	26.7%	-22.6%	-9.2%	-5.1%	7.5%	34.7%	53.8%
600351.SH	亚宝药业	0.9%	27.4%	39.2%	41.7%	37.3%	22.4%	-40.5%	158.7%	1208.1%	-501.0%	33.6%	29.7%
002737.SZ	葵花药业	9.4%	27.5%	23.1%	14.6%	30.6%	19.4%	6.9%	41.3%	177.3%	55.3%	40.3%	37.6%

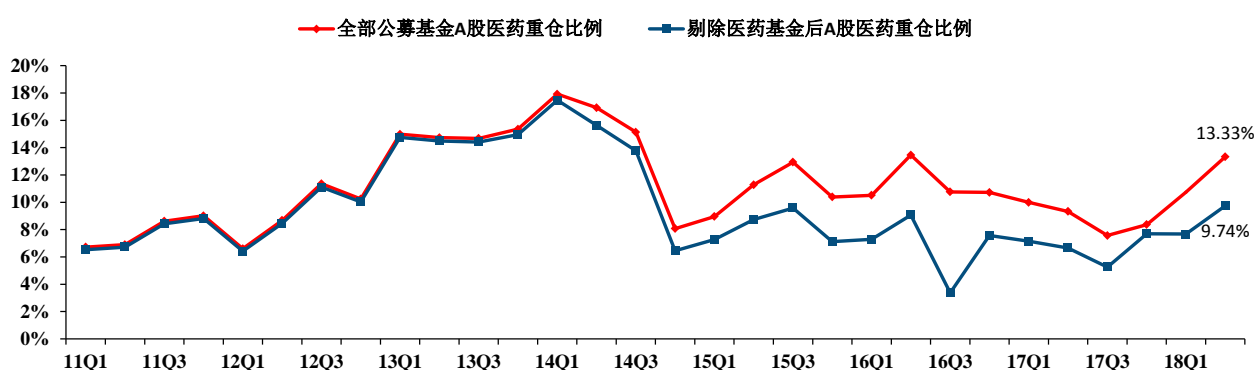
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

市场表现及资金配置：细分龙头获青睐

资金配置情况：青睐细分龙头

资金配置处于历史平均水平。公募基金基金二季度整体医药持仓比例在 13.33%，较一季度提升 2.59 个百分点，剔除医药基金以后的持仓比例约为 9.74%，较一季度提升 2.07 个百分点，基金持仓比例为 2015 年以来最高水平，但低于 2013-2014 年的中枢。从持有的个股看，公募基金及海外资金仍然偏好细分市场龙头，细分行业龙头获增配。

图表58： 2011 年至今医药行业基金持仓统计



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表59： 2018H1 基金持股医药行业标的 Top20 明细

代码	名称	持有基金数	持股市值 (亿元)			持股占流通股比		
			18Q1	18H1	变动(亿元)	18Q1	18H1	变动 (亿元)
600276.SH	恒瑞医药	349	85	128	43	3.46	4.61	1.14
000661.SZ	长春高新	251	57	82	25	18.11	21.11	3.00
000963.SZ	华东医药	155	41	56	14	7.28	8.89	1.61
600196.SH	复星医药	155	90	68	-22	10.63	8.60	-2.04
300003.SZ	乐普医疗	148	62	70	8	13.06	13.51	0.45
600867.SH	通化东宝	136	46	53	7	10.48	11.16	0.68
000538.SZ	云南白药	125	26	37	11	2.54	3.35	0.81
300122.SZ	智飞生物	116	13	33	20	4.50	8.30	3.80
300015.SZ	爱尔眼科	104	41	54	13	8.27	9.22	0.95
600521.SH	华海药业	100	16	21	5	4.80	6.32	1.51
600566.SH	济川药业	95	26	31	5	6.99	7.86	0.87
300601.SZ	康泰生物	88	13	36	24	13.14	24.50	11.35
601607.SH	上海医药	88	10	17	7	2.09	3.66	1.58
600436.SH	片仔癀	85	23	28	5	4.52	4.15	-0.37
300347.SZ	泰格医药	81	24	22	-2	15.07	11.01	-4.06
002422.SZ	科伦药业	80	16	17	1	4.89	5.28	0.39

002044.SZ	美年健康	79	35	43	7	12.29	14.42	2.12
600763.SH	通策医疗	71	12	24	13	8.70	15.67	6.98
603883.SH	老百姓	69	18	24	6	29.69	10.86	-18.83
002727.SZ	一心堂	60	5	15	10	7.55	14.94	7.39

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表60: 2018年8月南下、北上资金持仓统计

	证券代码	证券简称	持股市值 (亿元)	占流通 A/H 股 (%)	8 月份持股市值变动 (亿元)	8 月份持股变动占流通 A/H 股 (%)
沪股通 持股市值 前十名	600276.SH	恒瑞医药	349.41	14.03	-18.29	-0.51
	600867.SH	通化东宝	30.66	8.07	2.42	1.25
	600535.SH	天士力	14.15	4.08	-1.06	0.03
	603939.SH	益丰药房	11.35	5.71	-2.64	-0.99
	600196.SH	复星医药	9.57	1.59	0.97	0.37
	600436.SH	片仔癀	7.41	1.17	-0.66	-0.01
	600518.SH	康美药业	6.99	0.76	0.11	0.03
	601607.SH	上海医药	4.08	0.97	1.02	0.29
	603658.SH	安图生物	3.84	4.06	0.40	0.64
	600521.SH	华海药业	3.08	1.26	-0.79	-0.28
深股通 持股市值 前十名	000538.SZ	云南白药	64.59	7.74	-7.79	0.72
	300015.SZ	爱尔眼科	31.22	4.12	1.44	0.32
	000423.SZ	东阿阿胶	21.83	7.11	-1.12	0.41
	000963.SZ	华东医药	21.00	3.15	-0.60	-0.07
	000999.SZ	华润三九	17.82	6.91	2.64	0.81
	300347.SZ	泰格医药	15.93	5.68	-2.50	-0.62
	300003.SZ	乐普医疗	13.32	2.23	-1.69	-0.17
	002422.SZ	科伦药业	10.45	2.55	-1.65	-0.34
	300122.SZ	智飞生物	8.11	1.17	-0.21	-0.22
	002294.SZ	信立泰	7.34	2.32	-0.05	0.25
港股通 持股市值 前十名	1093.HK	石药集团	85.63	6.89	9.19	-0.05
	1177.HK	中国生物制药	42.23	3.33	-9.31	-0.35
	2196.HK	复星医药	41.31	22.46	-5.24	0.65
	0241.HK	阿里健康	36.61	3.82	0.53	-0.66
	2186.HK	绿叶制药	35.73	14.54	-3.00	-0.23
	1530.HK	三生制药	32.95	8.59	-6.30	-0.45
	2607.HK	上海医药	32.32	17.02	-2.74	-1.31
	1548.HK	金斯瑞	24.05	7.75	-6.84	-0.69
	1099.HK	国药控股	19.83	4.32	0.37	-0.65
	2269.HK	药明生物	18.29	1.88	-2.20	-0.09

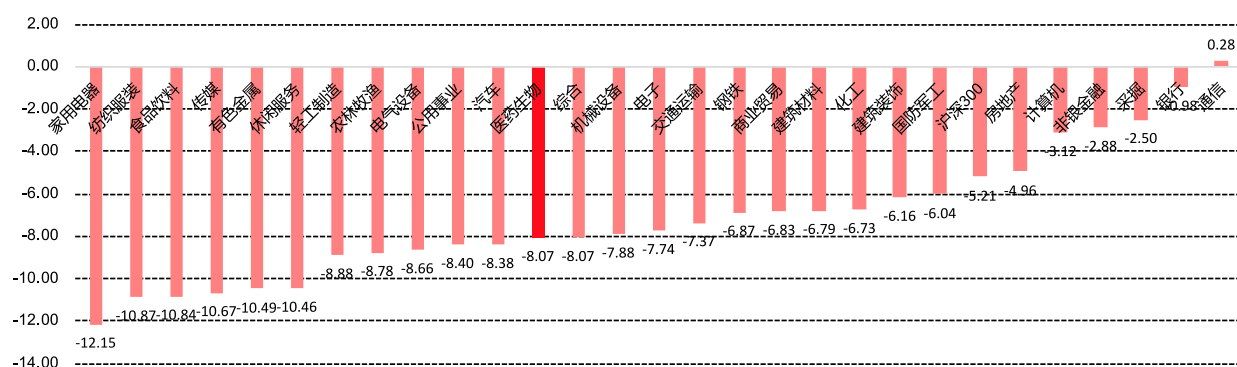
统计数据区间为: 20180730-20180830

资料来源: 中信建投证券研究发展部

8月行情回顾：医药单月跑输市场

8月上证指数下跌 5.25%，创业板指数跌幅为 8.07%。医药行业单月跌幅 8.07%。SW 医药生物行业市盈率 30.17 倍，处于历史中低水平。

图61： 2018年8月二级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图62： 2013年至今医药生物行业市盈率



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图63： 8月涨跌幅居前个股（剔除8月新股）

	证券代码	证券简称	8月涨跌幅
涨幅前五	300016.SZ	北陆药业	14.39%
	000661.SZ	长春高新	11.84%
	002030.SZ	达安基因	11.54%
	300122.SZ	智飞生物	10.23%
	603222.SH	济民制药	10.00%
跌幅前五	002680.SZ	ST 长生	-65.94%
	300683.SZ	海特生物	-42.16%
	000766.SZ	通化金马	-32.43%
	002437.SZ	誉衡药业	-30.37%

请参阅最后一页的重要声明

002219.SZ

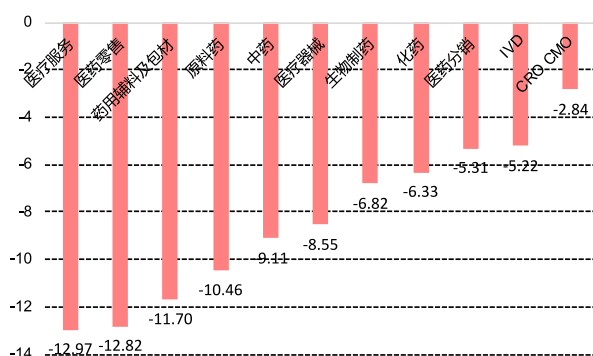
恒康医疗

-30.23%

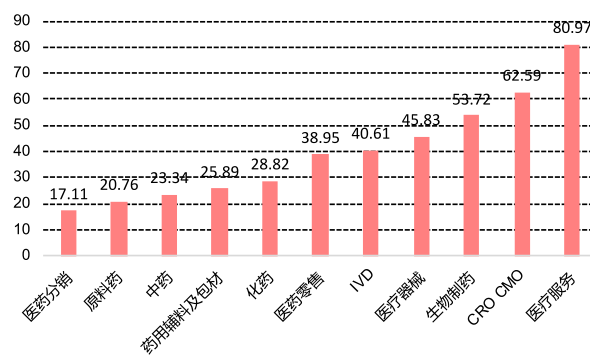
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

细分板块涨跌幅方面, CMO/CRO、IVD、医药分销、化药和生物药板块相对跌幅较小, 医药服务、医药零售、原料药和辅料板块跌幅在 10% 以上。

图表64: 8月细分板块平均涨跌幅(单位: %)



图表65: 细分板块平均市盈率(TTM, 剔除负值)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

9月投资策略: 聚焦龙头, 迎接估值切换行情

9月我们看好的行业主线及上市公司包括:

- ①处方药: 创新药龙头恒瑞医药; 精麻药龙头恩华药业; 生长激素龙头长春高新;
- ②CRO 龙头: 泰格医药、药明康德
- ③医药分销龙头: 国药股份及上海医药;
- ④器械细分龙头: 乐普医疗、安图生物、开立医疗;
- ⑤连锁医疗及零售龙头: 爱尔眼科及益丰药房等;

我们也积极关注高品质仿制药企业华海药业、科伦药业等。

图表66: 中信建投医药行业重点覆盖公司盈利预测及投资评级表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020
处方药										
600276.sh	恒瑞医药	买入	66.15	2,436	1.07	1.31	1.62	62	50	41
002294.sz	信立泰	买入	29.29	306	1.60	1.89	2.27	18	15	13
000661.sz	长春高新	买入	230.38	392	5.86	7.86	9.96	39	29	23
000513.sz	丽珠集团	买入	38.38	249	1.52	1.84	2.22	25	21	17

请参阅最后一页的重要声明

300009.sz	安科生物	买入	14.08	140	0.36	0.47	0.62	39	30	23
000963.sz	华东医药	买入	44.98	656	1.48	1.80	2.22	30	25	20
002262.sz	恩华药业	买入	16.88	172	0.48	0.59	0.74	35	29	23
600196.sh	复星医药	买入	29.20	739	1.37	1.63	1.92	21	18	15
002422.sz	科伦药业	买入	28.14	405	0.90	1.11	1.37	31	25	21
600535.sh	天士力	买入	22.10	334	1.08	1.30	1.58	20	17	14
中药/品牌 OTC										
000538.sz	云南白药	买入	79.60	829	3.45	3.99	4.63	23	20	17
000423.sz	东阿阿胶	买入	46.80	306	3.46	3.87	4.34	14	12	11
600436.sh	片仔癀	买入	102.88	621	1.80	2.37	3.10	57	43	33
000999.sz	华润三九	买入	26.32	258	1.49	1.68	1.89	18	16	14
600085.sh	同仁堂	买入	31.98	439	0.81	0.89	0.99	39	36	32
医疗器械										
002223.sz	鱼跃医疗	买入	18.90	189	0.72	0.86	1.04	26	22	18
300633.sz	开立医疗	买入	30.80	123	0.68	0.95	1.28	45	32	24
300003.sz	乐普医疗	买入	31.45	560	0.75	0.99	1.28	42	32	25
300529.sz	健帆生物	买入	43.92	183	0.93	1.22	1.60	47	36	27
医药零售										
603939.sh	益丰药房	买入	52.80	192	1.13	1.48	1.92	47	36	28
603883.sh	老百姓	买入	63.90	182	1.64	2.03	2.49	39	31	26
603233.sh	大参林	买入	43.67	175	1.42	1.71	2.07	31	26	21
002727.sz	一心堂	买入	25.70	146	0.95	1.18	1.47	27	22	17
医疗服务										
300015.sz	爱尔眼科	买入	31.37	748	0.66	0.86	1.13	48	36	28
002044.sz	美年健康	买入	16.53	516	0.33	0.47	0.68	50	35	24
医药外包										
300347.sz	泰格医药	买入	53.91	270	0.91	1.26	1.71	59	43	32
002821.sz	凯莱英	买入	71.04	163	1.97	2.64	3.46	36	27	21
603259.sh	药明康德	增持	84.50	880	1.54	1.89	2.43	55	45	35
603127.sh	昭衍新药	增持	47.90	55	0.93	1.31	1.84	52	37	26
IVD										
603658.sh	安图生物	买入	66.94	281	1.44	1.95	2.60	46	34	26
300463.sz	迈克生物	买入	23.19	129	0.82	1.07	1.38	28	22	17
300642.sz	透景生命	增持	42.90	39	1.82	2.35	3.07	24	18	14
300685.sz	艾德生物	增持	55.65	80	0.95	1.39	1.90	59	40	29
医药分销										
601607.sh	上海医药	买入	21.27	574	1.42	1.64	1.89	15	13	11
600511.sh	国药股份	买入	25.88	198	1.69	1.97	2.25	15	13	12
600998.sh	九州通	买入	15.31	287	0.68	0.87	1.05	23	18	15
002462.sz	嘉事堂	买入	18.07	45	1.14	1.40	1.72	16	13	11

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

风险提示

药监系统加强监管，企业可能面临较大安全生产风险。下半年反商业贿赂政策力度大于预期。新药审批速度慢于预期。

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理

程培 021-68821605 chengpei@csc.com.cn
袁清慧 15600030536 yuanqinghui@csc.com.cn
刘若飞 010-85130388 liuruofei@csc.com.cn

报告贡献人

王在存 18519128034 wangzaicun@csc.com.cn
俞冰 18811778186 yubing@csc.com.cn

研究服务**机构销售负责人**

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
高思雨 gaosiyu@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 xuejiao@csc.com.cn
许敏 xuminzgs@csc.com.cn
王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859