

## 生物医药行业专题报告

# 2018Q2 样本医院增速持续回暖，医保目录调整品种加速放量

### 强于大市（维持）

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*生物医药\*“289品种”面临生死劫，“1+3”格局加速行业洗牌》 2018-09-07

《行业动态跟踪报告\*生物医药\*疫苗批签发数据跟踪：总体稳定，五联苗回归》 2018-08-26

《行业周报\*生物医药\*疫苗事件处理结果引发市场担忧，继续推荐细分领域龙头》 2018-08-20

《行业专题报告\*生物医药\*进口替代成政策基调，注射剂争相布局硝烟再起》 2018-08-12

《行业动态跟踪报告\*生物医药\*疫苗批签发数据跟踪：遇事件冲击，部分产品格局将变》 2018-07-31

#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**韩盟盟** 一般从业资格编号  
S1060117050129  
021-20600641  
HANMENGMEG005@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **总量增速持续承压，流感疫情影响消退：**2018H1 样本医院整体销售额为 1110.4 亿元，同比增长 0.98%。分季度看，2018Q2 增速 1.29%，较 Q1 提升 0.65 个 pp，样本医院整体销售进一步回暖。我们认为医药行业尤其是上市公司数据要显著好于样本医院数据，主要是因为样本医院中 80% 左右为三级医院，在处方外流、销售渠道下沉的大趋势下，部分医药企业的数据无法在 PDB 中体现。根据国家统计局数据，2018 年 1-6 月份医药制造业规模以上企业主营业务收入 12577.3 亿元，同比增长 13.5%。利润总额 1585.7 亿元，同比增长 14.4%。另外，从上市公司业绩看，2018Q2 医药上市公司收入增速为 22.51%，扣非净利润增速为 15.41%，较 Q1 增速放缓，但均优于 2017 年。

■ **用药格局基本稳定，限制辅助用药影响显著：**2018H1 样本医院用药大类格局基本不变。抗感染类、血液和造血系统用药、抗肿瘤药为前三位，分别占比 15.7%、11.44%、11.4%，抗肿瘤药增长 7.44%，远高于整体，排名将进一步提升。增速较快的还有生物技术药物、精神障碍药物等，分别同比增长 13.16%、10.49%，其中，生物技术药物以抗肿瘤的单抗等生物药为主。而增速下滑较大的有免疫调节剂、心血管系统用药和神经系统用药，分别同比下降 8.13%、6.09%和 4.73%，主要是这些领域营养类、辅助类药物居多，用药金额大且临床效果不明显，在医保控费环境下受到抑制。癌症发病率上升和肿瘤新药上市加快是抗肿瘤药和生物技术药物占比提升的主要原因。值得注意的是抗感染类受年初大规模流感疫情和原材料涨价影响 Q1 占比提升至 16.76%，但在上述影响因素逐渐消退后二季度单季占比迅速回落至 14.69%，长期看空间有限。

■ **品种进一步分化，医保目录调整品种受益明显：**品种层面继续分化，临床效果不明显、药物经济学差的品种继续下滑，磷酸肌酸、神经节苷脂、前列地尔等下降幅度都在 20% 以上。与国外发展趋势类似，我国靶向药物快速增长，代表品种利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、伊马替尼、吉非替尼、埃克替尼等 2018H1 销售额增速分别为 6.04%、0.82%、51.25%、17.67%、111.1%、48.46%，利妥昔单抗和曲妥珠单抗销售额增速低主要是因为售价下降幅度大，从销售量来看，2018H1 分别增长 60.97%和 150.7%。目前过半省市已公布省级医保目录，新调入品种放量效应明显。进口品种中除利妥昔单抗、曲妥珠单抗外，代表品种贝伐珠单抗 2018Q2 销售额增速维持在 52%，销量增速 269%，分别较 2017Q4 提升 18 个 pp 和 41 个 pp；国内代表品种如康柏西普，2018Q2 销售额增速 33%，销售量增速 61%，分别较 2017Q4 提升 5 个 pp 和 11 个 pp。

- 投资建议：**基于上述分析，我们建议关注以下投资机会：1) 产品受益于疾病谱的变迁，如人口老龄化、慢病化等趋势；2) 临床价值突出的药物，如创新药、优质仿制药等；3) 进口替代空间大的品种；4) 不受招标降价影响的品种，如核素药物、精麻药物、妇儿药物、饮片和血制品等；5) 受益于医保放量和基层放量的品种。我们重点推荐华东医药、华海药业、京新药业、东诚药业、千红制药、海辰药业、华兰生物。
- 风险提示：**1) 研发进度不及预期：我们重点推荐的公司均有较多在研品种，且以高端仿制药、生物类似物和创新药为主，研发投入大、难度高，同时新产品研发受政策、市场、资金等多种因素影响，存在研发失败或研发进度慢的可能；2) 进口替代进度不及预期：目前我国仿制药相对原研性价比优势明显，进口替代大势所趋，尤其是对于原研占比高的大品种来说，相关仿制药企业受益明显。一旦原研为保持市场份额采取以价换量的措施，大幅降低药品价格，则仿制药性价比优势减弱，影响进口替代的进程。3) PDB 样本偏差风险：因 PDB 数据库主要采集大城市三甲医院数据，受处方外流、渠道下沉影响，数据与真实情况或有偏差，另外对于以基层渠道为主的企业参考意义不大。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2018-09-11	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
东诚药业	002675	9.48	0.22	0.37	0.54	0.72	42.6	25.7	17.5	13.1	强烈推荐	
华东医药	000963	43.76	1.22	1.51	1.87	2.31	35.9	29.1	23.4	19.0	推荐	
华海药业	600521	20.38	0.61	0.56	0.76	1.00	49.1	36.3	26.7	20.5	推荐	
京新药业	002020	11.93	0.36	0.49	0.61	0.77	32.7	24.5	19.5	15.5	推荐	
千红制药	002550	4.68	0.14	0.21	0.29	0.37	32.7	22.2	16.4	12.8	推荐	
海辰药业	300584	28.34	0.55	0.75	1.02	1.27	51.8	38.0	27.8	22.3	推荐	
华兰生物	002007	34.98	0.88	1.11	1.38	1.62	39.6	31.5	25.3	21.6	推荐	

注：华海药业盈利预测为 Wind 一致预测

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>总量增速持续承压，流感疫情影响消退</b>	<b>5</b>
<b>二、</b>	<b>辅助用药加速下滑，抗肿瘤和生物药增长强劲</b>	<b>6</b>
2.1	PDB 大类调整，格局基本稳定	6
2.2	辅助用药大品种呈加速下滑趋势	7
2.3	癌症发病率上升和新药上市导致抗肿瘤药和生物技术药物占比提高	8
2.4	流感疫情、原料药提价影响结束，抗感染药长期空间有限	9
<b>三、</b>	<b>品种分化加剧，医保目录调整品种明显放量</b>	<b>9</b>
3.1	前 50 大品种分化加剧，辅助用药品种降幅明显	9
3.2	全球重磅药物以单抗等靶向药物为主，我国将逐步向国外看齐	11
3.3	医保目录调整品种 2018Q2 进一步放量	13
3.4	上市公司主要品种增速	16
<b>四、</b>	<b>投资建议</b>	<b>23</b>
4.1	华东医药：现有品种两超多强，在研品种管线丰富	23
4.2	华海药业：制剂产品内外开花，一致性评价最受益标的	23
4.3	京新药业：营销改革初见成效，核心制剂品种表现亮眼	24
4.4	东诚药业：核医学和制剂双引擎驱动业绩高增长	24
4.5	千红制药：2018 为业绩起飞之年，创新药黑马之姿尽显	25
4.6	海辰药业：核心品种加速放量，高端仿制药望接连落地	26
4.7	华兰生物：业绩回暖，现金流继续改善	27
<b>五、</b>	<b>风险提示</b>	<b>28</b>

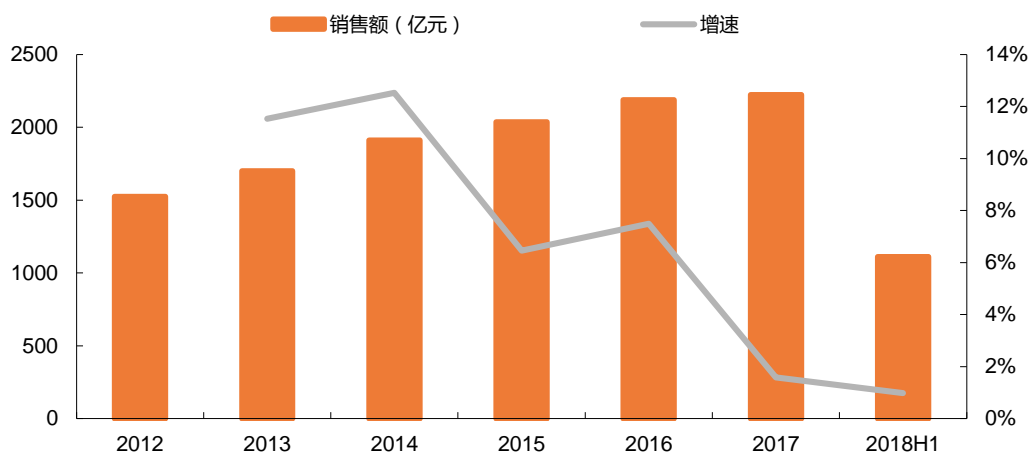
## 图表目录

图表 1	样本医院整体销售额及增速 .....	5
图表 2	样本医院单季度销售额及增速 .....	5
图表 3	我国医药制造业规模以上企业主营业务收入及利润总额增速 .....	6
图表 4	医药行业上市公司收入增速及扣非净利润增速 .....	6
图表 5	样本医院各治疗大类销售占比情况 .....	7
图表 6	样本医院各治疗大类销售占比情况 .....	7
图表 7	2018H1 样本医院神经系统用药格局 .....	8
图表 8	2012 年样本医院神经系统用药格局 .....	8
图表 9	样本医院抗肿瘤药销售额及增速 .....	8
图表 10	样本医院生物技术药物销售额及增速 .....	8
图表 11	2018H1 样本医院抗肿瘤药品种占比 .....	9
图表 12	2018H1 样本医院生物技术药物品种占比 .....	9
图表 13	样本医院抗感染类销售额、增速及占比 .....	9
图表 14	2018H1 样本医院销售额前 50 强品种销售规模、同比增速及企业占比 .....	10
图表 15	2017 年全球最畅销药品前 20 强 .....	11
图表 16	样本医院利妥昔单抗销售额及增速 .....	12
图表 17	样本医院利妥昔单抗销售量及增速(10ML) .....	12
图表 18	样本医院曲妥珠单抗销售额及增速 .....	12
图表 19	样本医院曲妥珠单抗销售量及增速 .....	12
图表 20	36 个医保目录谈判品种情况 .....	13
图表 21	已发布省级医保目录的省市 (截至 2018 年 9 月 6 日) .....	14
图表 22	36 个医保目录谈判品种情况 .....	15
图表 23	上市公司重点品种同比增长情况及市场份额 .....	17

## 一、总量增速持续承压，流感疫情影响消退

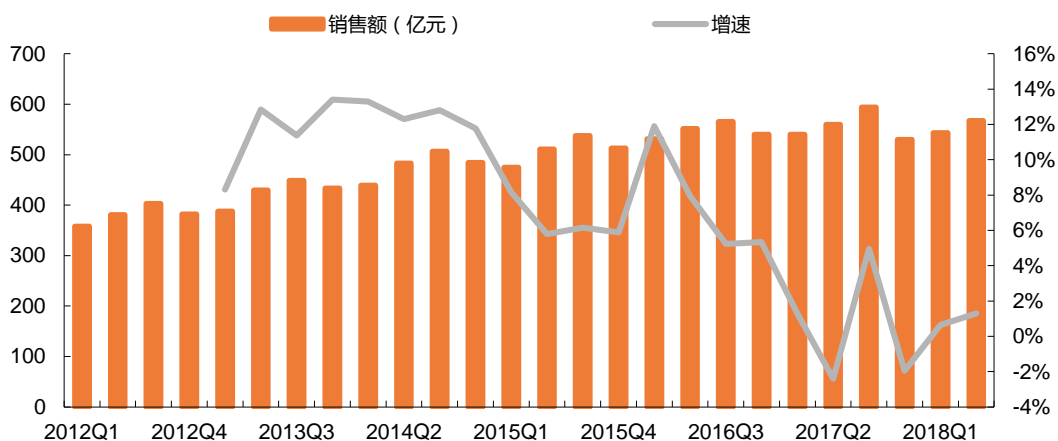
2018H1 样本医院整体销售额为 1110.4 亿元，同比增长 0.98%，增速较 2017 年有所下降。分季度来看，2018Q2 销售额增速 1.29%，较 Q1 环比提升 0.65 个 pp，样本医院整体销售进一步回暖。

图表1 样本医院整体销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

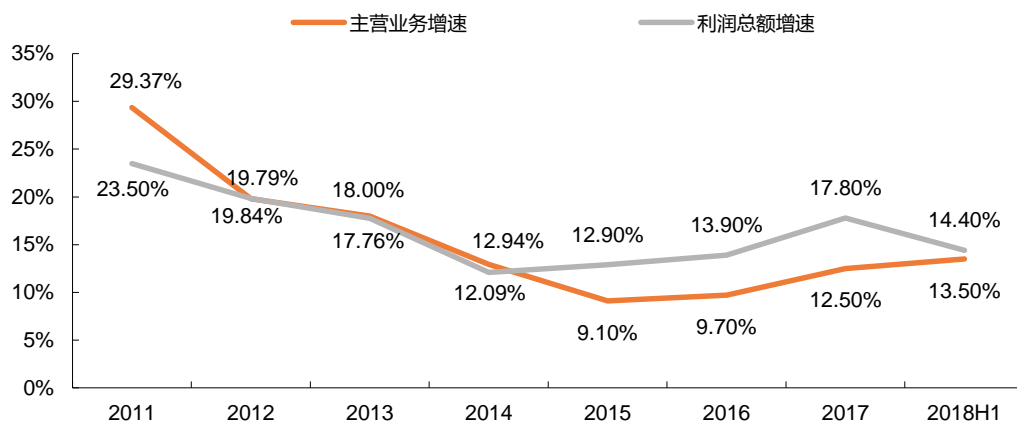
图表2 样本医院单季度销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

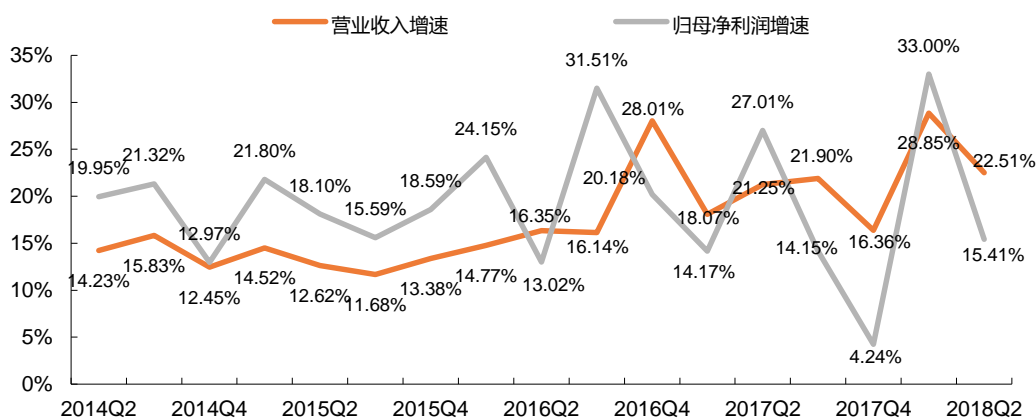
考虑处方外流、渠道下沉，样本医院增速低于实际增速。我们认为医药行业尤其是上市公司数据要显著好于样本医院数据，主要是因为样本医院中 80%左右为三级医院，在处方外流、销售渠道下沉的大趋势下，部分医药企业的无法在 PDB 中体现。根据国家统计局数据，2018 年 1-6 月份医药制造业规模以上企业主营业务收入 12577.3 亿元，同比增长 13.5%，较 2017 年提升 1 个 pp，利润总额 1585.7 亿元，同比增长 14.4%，较 2017 年下降 3.4 个 pp。我们认为收入增速提升主要受两票制高开影响，而利润增速下滑则是因为高开导致公司费用率上升。另外，从上市公司半年报业绩看，2018Q2 医药上市公司收入增速为 22.51%，扣非净利润增速为 15.41%，较 Q1 增速放缓，但优于 2017 年。

图表3 我国医药制造业规模以上企业主营业务收入及利润总额增速



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表4 医药行业上市公司收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

行业收入利润增速渐趋平稳。受益流感疫情、原料药提价等锦上添花因素，2018年Q1行业收入和利润增速达到近5年来最高水平，进入Q2后提振因素减弱，收入和利润增速放缓。我们预计2018年全年行业收入利润将逐渐趋于平稳。

## 二、 辅助用药加速下滑，抗肿瘤和生物药增长强劲

### 2.1 PDB 大类调整，格局基本稳定

2018 第二季度 PDB 对用药大类分类进行了调整，取消了中药大类，增加了妇科用药、儿科用药和补气补血类用药大类，部分大类覆盖范围有些调整。但 2018H1 样本医院用药大类格局基本不变。抗感染类、血液和造血系统用药、抗肿瘤药为前三位，分别占比 15.70%、11.44%、11.40%。抗肿瘤药由 2017 年调整前的第 5 位提升至现在的第 3 位，有大类覆盖范围增加的影响，同时也跟抗肿瘤药市场规模快速增长息息相关，2018H1 该大类增速 7.44%。其他增速较快的还有生物技术药物、精神障碍药物等，分别同比增加 13.16%、10.49%。而增速下滑较快的有免疫调节剂、心血管系统用药和神经系统用药，分别同比下降 8.13%、6.09%和 4.73%。

图表5 样本医院各治疗大类销售占比情况

序号	治疗大类	2017 金额 (亿元)	2017 增速	2017 占比	2018H1 金 额 (亿元)	2018H1 增速	2018H1 占比
1	抗感染药	336.64	0.84%	15.14%	174.38	4.85%	15.70%
2	血液和造血系统用药	253.57	1.98%	11.41%	127.00	1.03%	11.44%
3	心血管系统用药	233.66	-3.81%	10.51%	111.72	-6.09%	10.06%
4	神经系统用药	231.71	-2.36%	10.42%	109.91	-4.73%	9.90%
5	抗肿瘤药	243.02	7.13%	10.93%	126.54	7.44%	11.40%
6	消化系统用药	183.40	0.97%	8.25%	90.07	-0.62%	8.11%
7	免疫调节剂	133.19	-0.14%	5.99%	60.58	-8.13%	5.46%
8	内分泌及代谢调节用药	126.08	3.57%	5.67%	64.92	4.53%	5.85%
9	杂类	116.51	1.20%	5.24%	56.10	-3.24%	5.05%
10	呼吸系统药物	78.15	1.81%	3.52%	40.52	2.18%	3.65%
11	骨骼与肌肉用药	56.11	4.73%	2.52%	27.73	2.43%	2.50%
12	生物技术药物	53.10	9.86%	2.39%	29.23	13.16%	2.63%
13	精神障碍用药	45.78	9.71%	2.06%	24.57	10.49%	2.21%
14	麻醉药及其辅助用药	34.55	4.34%	1.55%	18.03	5.71%	1.62%
15	生殖系统用药及性激素	30.51	3.44%	1.37%	15.48	7.47%	1.39%
16	感觉器官用药	22.30	6.55%	1.00%	11.58	5.73%	1.04%
17	皮肤科用药	17.03	6.47%	0.77%	8.73	7.09%	0.79%
18	泌尿系统用药	12.39	-1.66%	0.56%	5.70	-7.47%	0.51%
19	抗变态反应药物	11.35	8.15%	0.51%	5.79	6.86%	0.52%
20	妇科用药	2.83	-4.10%	0.13%	1.31	-5.98%	0.12%
21	其它用药	0.77	14.36%	0.03%	0.33	-10.97%	0.03%
22	补气补血类用药	0.39	-13.13%	0.02%	0.19	3.38%	0.02%
23	原料药及非直接作用于人体的药物	0.01	56.70%	0.00%	0.00	-56.87%	0.00%
24	儿科用药	0.00	-21.68%	0.00%	0.00	5.13%	0.00%

资料来源：PDB、平安证券研究所

## 2.2 辅助用药大品种呈加速下滑趋势

我国神经系统用药、免疫调节剂等大类用药结构与国外不同，营养类、辅助类药物居多，且用药金额较大。在医保控费大背景下，辅助用药受到抑制。2018H1 辅助用药大品种销售额均有较大幅度下降，且从 Q2 来看，下滑速度呈加快趋势。

以神经系统用药为例说明，该大类中占比较高的神经节苷脂、奥拉西坦、鼠神经生长因子、小牛血去蛋白提取物、脑苷肌肽等均为辅助性用药，2018H1 销售额分别同比下降 36.96%、16.32%、30.60%、30.76%、20.02%，下滑明显。

图表6 样本医院各治疗大类销售占比情况

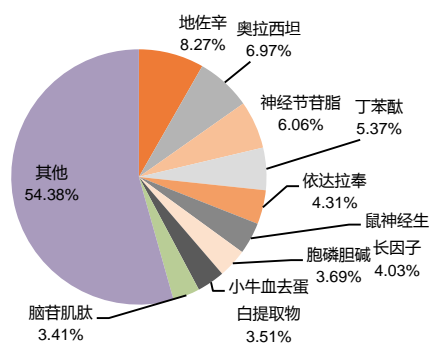
药品名称	2016 年销售额 (亿元)	2017 年销售额 (亿元)	2017 年增 速	2018H1 销售额 (亿元)	2018H1 增速	2018Q2 增速
神经节苷脂	24.43	19.70	-19.36%	6.66	-36.96%	-34.02%
奥拉西坦	20.64	17.43	-15.55%	7.66	-16.32%	-13.63%
鼠神经生长因子	14.25	12.24	-14.11%	4.43	-30.60%	-28.04%

药品名称	2016年销售额 (亿元)	2017年销售额 (亿元)	2017年增 速	2018H1 销售额 (亿元)	2018H1 增速	2018Q2 增速
小牛血去蛋白提取物	12.57	10.61	-15.59%	3.86	-30.76%	-30.05%
脑苷肌肽	10.75	9.28	-13.72%	3.75	-20.02%	-17.88%
神经系统大类	237.32	231.71	-2.36%	109.91	-4.73%	-2.57%

资料来源：PDB、平安证券研究所

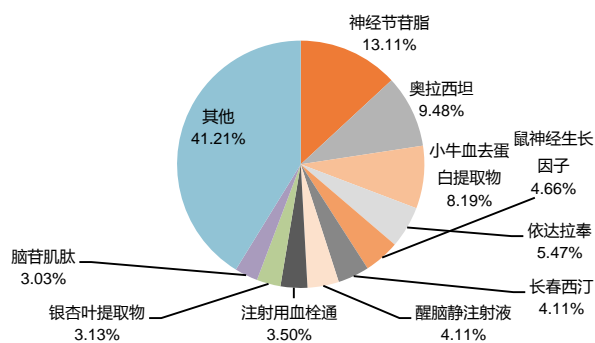
从神经系统用药格局来看，2012年市占率前几位基本以辅助用药为主，如神经节苷脂此前一直高居神经系统用药大类金额第一，2012年市占率13.11%，2018H1占比下降到6.06%。未来作用机理明确、临床效果好的品种，如地佐辛、丁苯酞等占比会逐步提升。

图表7 2018H1 样本医院神经系统用药格局



资料来源：PDB、平安证券研究所

图表8 2012年样本医院神经系统用药格局

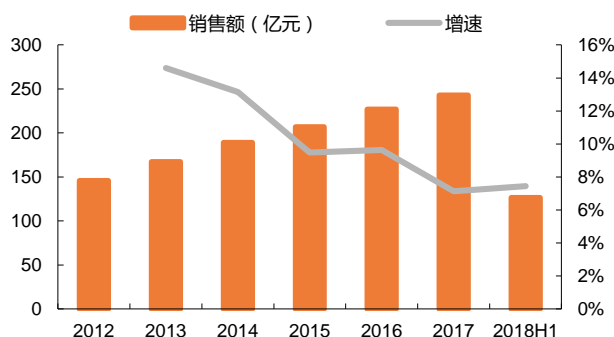


资料来源：PDB、平安证券研究所

### 2.3 癌症发病率上升和新药上市导致抗肿瘤药和生物技术药物占比提高

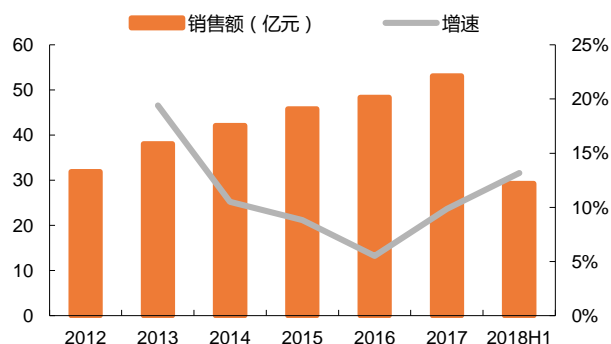
2018H1 抗肿瘤销售额 126.54 亿元，同比增长 7.44%，生物技术用药销售额 29.23 亿元，同比增长 13.16%。这两个大类呈现快速增长态势，一方面是因为我国癌症发病率的提升，根据 2017 年国家癌症中心发布的数据，2013 年我国新发癌症病例 368 万例，占全球的四分之一，发病率 186/10 万，死亡率 109/10 万，均呈明显上升趋势。另一方面，各种新型抗癌药物的不断更新迭代带动药物消费不断提升，如单抗、小分子靶向药、细胞治疗等。

图表9 样本医院抗肿瘤药销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

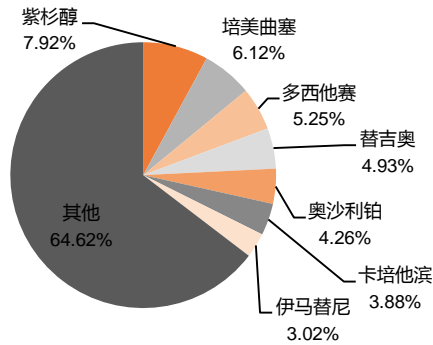
图表10 样本医院生物技术药物销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

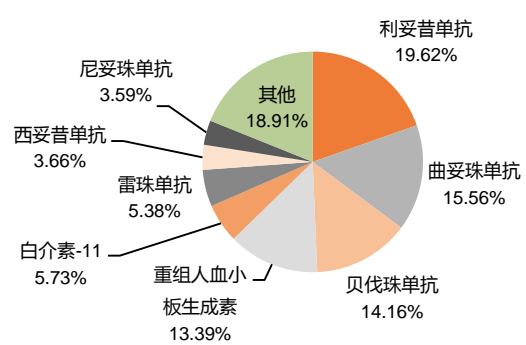
PDB 分类中,抗肿瘤药大类主要囊括了抗肿瘤化学药,2018H1 抗肿瘤药占比前三位分别是紫杉醇、培美曲塞和多西他赛,分别占比 7.92%、6.12%和 5.25%。而生物技术药物则主要以抗体为主,2018H1 占比前三位分别是利妥昔单抗、曲妥珠单抗和贝伐珠单抗,分别占比 19.62%、15.56%和 14.16%,仅这三种单抗就占到生物技术药物大类的一半。

图表11 2018H1 样本医院抗肿瘤药品种占比



资料来源: PDB、平安证券研究所

图表12 2018H1 样本医院生物技术药品种占比

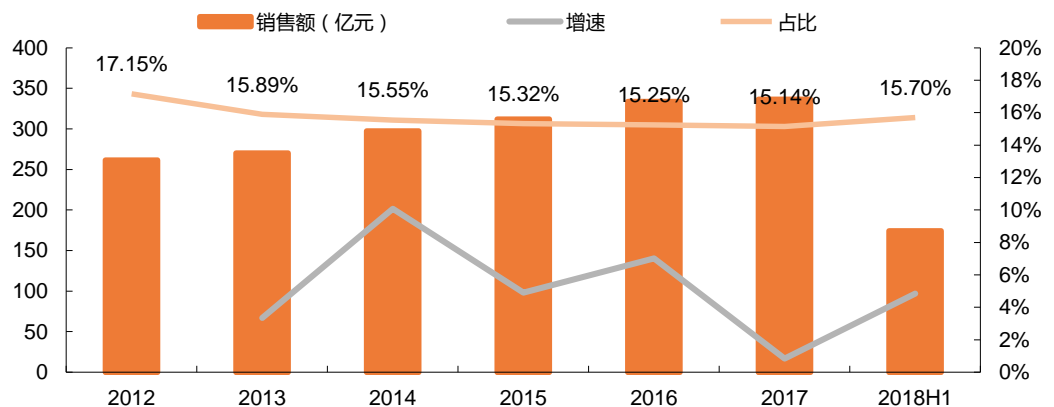


资料来源: PDB、平安证券研究所

## 2.4 流感疫情、原料药提价影响结束, 抗感染药长期空间有限

在变化大类中,值得注意的是,2018Q1 的抗感染类占比在大规模流感疫情及原料药涨价带动下上扬明显,达到 16.76%。2018Q2 随着上述影响消退,抗感染药占比迅速回落至 14.69%,2018H1 整体占比 15.70%。从近几年来看,抗感染类受国家限输限抗政策影响占比持续下降,我们认为长期来看空间有限。

图表13 样本医院抗感染类销售额、增速及占比



资料来源: PDB、平安证券研究所

## 三、品种分化加剧, 医保目录调整品种明显放量

### 3.1 前 50 大品种分化加剧, 辅助用药品种降幅明显

2018H1 前 50 大品种进一步分化,临床效果不明显,药物经济学差的品种继续下滑。降幅超过 20% 的有神经节苷脂、前列地尔、鼠神经生长因子、兰索拉唑和磷酸肌酸,分别下滑 36.96%、30.78%、

30.59%、26.83%和 26.38%。奥司他韦，氨溴索，胸腺肽 $\alpha$ 1，葡萄糖，复方头孢哌酮他唑巴坦已经跌出前 50 大榜单，降幅较大的品种基本以辅助用药为主，其中兰索拉唑下降幅度大主要是由于长期以来质子泵抑制剂用量大，成熟品种超适应症使用现象普遍，因此在医保控费下受影响较大；增幅超过 20%的品种有贝伐珠单抗，碘克沙醇和伏立康唑，分别上升 51.44%、39.62%和 23.10%。品种增速快一方面因进入医保目录受益，另一方面这些品种属于相对新型的品种，对老品种有一定的替代作用，如埃索美拉唑、碘克沙醇等。

图表14 2018H1 样本医院销售额前 50 强品种销售规模、同比增速及企业占比

序号	药品通用名	治疗类别	2018H1 规模 (亿元)	2018H1 增速	销售额前三家企业及占比 (%)
1	氯化钠	血液和造血系统	15.87	0.15%	科伦 (13.65)、石四药 (10.79)、大冢制药 (10.62)
2	人白蛋白	血液和造血系统	15.19	-3.80%	百特 (22.21)、Grifols (20.39)、ZLB Behring AG (15.59)
3	氯吡格雷	血液和造血系统	12.01	-1.23%	赛诺非 (59.97)、信立泰 (29.03)、乐普药业 (11)
4	阿托伐他汀	心血管系统	11.70	8.02%	辉瑞 (74.82)、北京嘉林 (17.38)、天方药业 (5.01)
5	紫杉醇	抗肿瘤	10.03	1.11%	绿叶制药 (62.95)、阿博利斯 (12.94)、BMS (5.55)
6	美罗培南	抗感染	9.42	3.71%	住友 (47.26)、海滨制药 (26.43)、石药集团 (9.96)
7	恩替卡韦	抗感染	9.12	-9.40%	正大天晴 (45.4)、上海施贵宝 (38.09)、江西青峰 (5.35)
8	地佐辛	神经系统	9.09	15.99%	扬子江药业 (100)
9	伏立康唑	抗感染	9.08	23.10%	法玛西亚 (27.93)、辉瑞 (21.34)、四川美大 (12.12)
10	泮托拉唑	消化系统	8.59	-3.99%	奈科明 (23.76)、中美华东 (23.28)、扬子江 (19.86)
11	莫西沙星	抗感染	8.49	17.17%	拜耳 (60.23)、南京优科 (30.33)、天台山 (9.44)
12	培美曲塞	抗肿瘤	7.75	16.83%	豪森药业 (44.12)、齐鲁制药 (27.95)、礼来 (14.55)
13	奥拉西坦	神经系统	7.66	-16.32%	石药集团 (39.87)、哈尔滨三联 (23.91)、广东世信 (23.06)
14	哌拉西林+他唑巴坦, 复方	抗感染	7.66	11.70%	惠氏 (22)、珠海联邦 (16.05)、华北制药 (12.26)
15	头孢哌酮+舒巴坦, 复方	抗感染	7.46	17.14%	辉瑞 (96.15)、振东泰盛 (1.01)、山东罗欣 (0.53)
16	人免疫球蛋白	免疫调节剂	7.30	6.84%	山东泰邦 (18.04)、远大蜀阳 (16.55)、成都蓉生 (10.23)
17	埃索美拉唑	消化系统	6.70	17.45%	阿斯利康 (69.25)、正大天晴 (18.01)、奥赛康 (7.11)
18	布地奈德	呼吸系统	6.69	14.53%	阿斯利康 (98.92)、健乔信元 (0.61)、鲁南贝特 (0.43)
19	氨基酸, 复方	血液和造血系统	6.66	-2.20%	广东利泰 (26.13)、科伦药业 (11.34)、辰欣药业 (9.85)
20	神经节苷脂	神经系统	6.66	-36.96%	齐鲁制药 (57.93)、哈尔滨医大 (13.93)、西南药业 (7.98)
21	磷酸肌酸	心血管系统	6.66	-26.38%	英联生物 (34.71)、奇力制药 (25.71)、哈尔滨博莱 (20.01)
22	多西他赛	抗肿瘤	6.64	2.71%	恒瑞 (49.58)、Aventis Behring (20.22)、赛诺非 (12.32)
23	前列地尔	心血管系统	6.63	-30.78%	北京泰德 (36.04)、重庆药友 (18.39)、西安立邦 (11.36)
24	丙泊酚	麻醉药及	6.55	3.21%	费森尤斯卡比 (40.99)、阿斯利康 (34)、广东嘉博 (7.72)
25	左氧氟沙星	抗感染	6.44	10.95%	第一三共 (35.05)、扬子江 (27.83)、浙江医药 (13.82)
26	氟比洛芬	骨骼与肌肉	6.26	17.23%	北京泰德 (97.09)、Mikasa Seiyaku (2.91)
27	替吉奥	抗肿瘤	6.24	12.40%	山东新时代 (52.93)、恒瑞医药 (18.01)、大鹏 (14.64)
28	他克莫司	免疫调节剂	6.09	18.25%	藤泽 (60.59)、中美华东 (24.46)、安斯泰来 (7.03)
29	兰索拉唑	消化系统	6.07	-26.83%	罗欣药业 (40.34)、奥赛康 (25.26)、悦康药业 (6.64)
30	雷贝拉唑	消化系统	6.03	19.27%	南京长澳 (15.40)、济川制药 (14.26)、卫材(中国) (13.59)
31	奥美拉唑	消化系统	6.02	-11.06%	奥赛康 (39.96)、阿斯利康 (25.22)、常四药 (14.12)
32	瑞舒伐他汀	心血管系统	5.92	9.97%	IPR (66.1)、鲁南贝特 (18.77)、正大天晴 (5.97)

序号	药品通用名	治疗类别	2018H1 规模 (亿元)	2018H1 增速	销售额前三家企业及占比 (%)
33	丁苯酞	神经系统	5.91	16.75%	石药集团 (100)
34	利妥昔单抗	生物技术	5.74	6.04%	罗氏 (98.19)、基因技术 (1.81)
35	阿卡波糖	内分泌及代谢调节	5.60	3.63%	拜耳 (66.18)、中美华东 (29.68)、绿叶宝光 (4.14)
36	奥沙利铂	抗肿瘤	5.38	4.73%	赛诺菲 (68.91)、恒瑞医药 (20.61)、海王药业 (3.95)
37	肠内营养剂	杂类	5.03	7.44%	纽迪希亚(41.79)、费森尤斯卡比 (22.86)、华瑞制药 (18.19)
38	碘克沙醇	杂类	4.99	39.62%	恒瑞医药 (58.79)、GE 医疗 (30.41)、扬子江 (8.43)
39	血凝酶	血液和造血系统	4.97	-6.99%	北京康辰 (47.57)、蓬莱诺康 (28.75)、锦州奥鸿 (13.1)
40	卡培他滨	抗肿瘤	4.91	5.09%	上海罗氏 (73.46)、恒瑞医药 (11.39)、齐鲁制药 (9.45)
41	依达拉奉	神经系统	4.73	-16.22%	先声东元 (53.26)、博大制药 (5.18)、扬子江 (8.17)
42	氨溴索	呼吸系统	4.72	-15.49%	BI (42.95)、常四药 (15.73)、沈阳新马 (8.86)
43	亚胺培南+西司他丁, 复方	抗感染	4.70	-0.94%	默沙东 (84.55)、海正辉瑞 (9.23)、珠海联邦 (3.26)
44	曲妥珠单抗	生物技术	4.55	0.82%	基因技术 (100)
45	鼠神经生长因子	神经系统	4.43	-30.60%	舒泰神 (35.52)、北大之路 (28.17)、海特生物 (26.78)
46	核糖核酸	免疫调节剂	4.25	-16.50%	敖东制药 (99.73)、澳亚生物 (0.16)、南京新百药业 (0.06)
47	甘精胰岛素	内分泌及代谢调节	4.23	3.83%	Aventis Behring (77.53)、甘李药业 (22.24)、珠海联邦 (0.23)
48	胸腺肽 α1	免疫调节剂	4.21	-33.95%	Patheon (57.41)、成都地奥 (20.26)、海南中和 (9.01)
49	葡萄糖	大输液	4.18	-5.98%	科伦药业 (14.52)、石四药 (11.30)、大冢制药 (10.27)
50	贝伐珠单抗	生物技术	4.14	51.44%	基因技术 (100)

资料来源: PDB、平安证券研究所

### 3.2 全球重磅药物以单抗等靶向药物为主, 我国将逐步向国外看齐

2017 年全球最畅销前 20 位药品中, 单抗等大分子蛋白药物占据了主导地位, 前 10 位中单抗、融合蛋白等大分子药物有 7 个, 阿达木单抗以 184.27 亿美元仍高居第一。小分子靶向药物也有望成为重磅药物, 如依鲁替尼 2017 年销售额高达 44.66 亿美元。

图表15 2017 年全球最畅销药品前 20 强

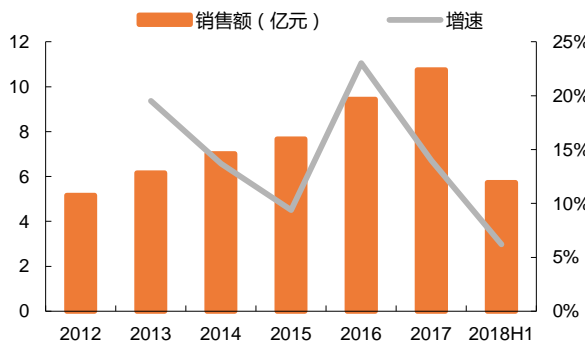
序号	商品名	通用名	销售额 (亿美元)	公司	适应症	类型
1	修美乐	阿达木单抗	184.27	Abbvie	自身免疫疾病	单抗
2	瑞复美	来那度胺	81.87	Celgene	多发性骨髓瘤	小分子
3	美罗华	利妥昔单抗	79.35	Roche	白血病等	单抗
4	恩利	依那西普	78.85	Amgen/Pfizer	自身免疫疾病	融合蛋白
5	赫赛汀	曲妥珠单抗	75.34	Roche	乳腺癌等	单抗
6	艾乐妥	阿哌沙班	73.95	BMS/Pfizer	抗凝血剂	小分子
7	安维汀	贝伐珠单抗	71.84	Roche	结肠癌等	单抗
8	拜瑞妥	利伐沙班	65.29	Bayer/J&J	抗凝血剂	小分子
9	类克	英夫利昔单抗	63.15	J&J/MSD	自身免疫疾病	单抗
10	艾力雅	阿柏西普	58.56	Bayer/Regeneron	年龄相关黄斑病变	融合蛋白
11	Pprevnar	肺炎球菌结合疫苗	56.01	Pfizer	肺炎	疫苗
12	乐瑞卡	普瑞巴林	50.65	Pfizer	癫痫、神经痛	小分子
13	Opdivo	纳武单抗	49.48	BMS	肺癌等	单抗
14	Neulasta	培非格司亭	45.34	Amgen	化疗引起的感染	融合蛋白

序号	商品名	通用名	销售额 (亿美元)	公司	适应症	类型
15	Imbruvica	依鲁替尼	44.66	J&J/Abbvie	淋巴瘤等	小分子
16	来得时	甘精胰岛素	44.25	Sanofi	糖尿病	胰岛素类似物
17	哈维尼	-	43.7	Gilead	丙肝	小分子
18	舒利迭	沙美特罗替卡松	43.3	GSK	哮喘	小分子
19	Tecfidera	-	42.14	Biogen	多发性硬化症	小分子
20	Stelara	优特克单抗	40.11	J&J	银屑病	单抗

资料来源: PDB、平安证券研究所

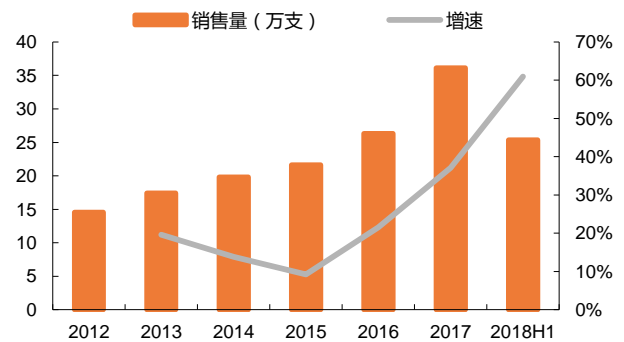
**我国靶向药物保持快速增长。**目前靶向药物主要包括大分子单抗、小分子替尼类等,国内主要靶向药物利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、伊马替尼、吉非替尼、埃克替尼等保持了快速增长,2018H1 销售额分别为 6.04%、0.82%、51.25%、17.67%、111.1%、48.46%。利妥昔单抗和曲妥珠单抗销售额增速低主要是因为 2017 年医保谈判单价下降幅度较大,如果从销售数量看,2018H1 分别增长 60.97% (利妥昔转换成 10mL 规格计算销量) 和 150.70%。随着价格企稳,未来靶向药物仍将保持高速增长。

图表16 样本医院利妥昔单抗销售额及增速



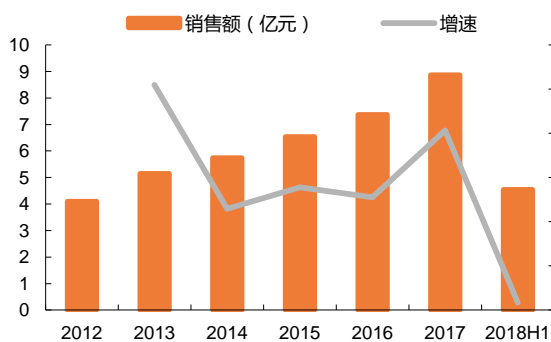
资料来源: PDB、平安证券研究所

图表17 样本医院利妥昔单抗销售量及增速(10ML)



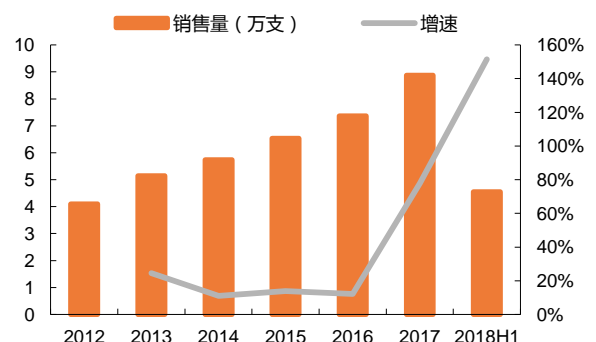
资料来源: PDB、平安证券研究所

图表18 样本医院曲妥珠单抗销售额及增速



资料来源: PDB、平安证券研究所

图表19 样本医院曲妥珠单抗销售量及增速



资料来源: PDB、平安证券研究所

### 3.3 医保目录调整品种 2018Q2 进一步放量

2017年2月23日，人社部发布《关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的公告》，新版医保目录历时8年终于尘埃落定。2017版医保目录较2009版新增品种339个，增幅15.4%，调整幅度较大。2017年7月19日，人社部再发布《关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》，利拉鲁肽等36个谈判品种进入医保目录乙类，并强调各省市主管部门不得将有关药品调出目录，也不得调整限定支付范围。与2016年平均零售价相比，36个品种谈判价格平均下降44%，最高达到70%。我们整理了36个品种具体情况，并以谈判前的最低中标价为基准计算价格下降幅度。

图表20 36个医保目录谈判品种情况

序号	药品名	公司	规格	医保支付价 (元/支、瓶、片)	谈判前最低中 标价(元)	降幅	适应症
1	重组人凝血因子 VIIa	诺和诺德	1mg(50KIU)	5780	6350	8.90%	抗出血
2	喹硫平	阿斯利康	200mg	10.76	12.4	13.20%	精神分裂
3	重组人尿激酶原	天士力	5mg(50万IU)	1020	1180.9	13.60%	心肌梗死
4	替格瑞洛	阿斯利康	90mg	8.45	10	15.50%	抗血栓
5	康柏西普	康弘生物	0.2ml:2mg	5550	6725	17.50%	年龄相关 黄斑变性
6	雷珠单抗	诺华	0.2ml:2mg	5700	7125	20%	眼底湿性 黄斑变性
7	重组人血管内皮抑制 素	先声麦得 津	15mg/3ml	630	817.41	23%	NSCLC
8	司维拉姆	赛诺菲	800mg	8.1	10.74	24.60%	高磷血症
9	参一胶囊	吉林亚泰	10mg	6.65	9	26.10%	肿瘤辅助
10	马林硝唑氯化钠	豪森药业	100ml	106	144.57	26.70%	抗感染
11	尼妥珠单抗	百泰生物	10ml:50mg	1700	2378	28.50%	鼻咽癌等
12	重组人干扰素β-1b	拜耳	0.3mg	590	826.5	28.60%	多发性硬 化症
13	利妥昔单抗	罗氏	100mg/10ml 500mg/50ml	2418 8289.87	3416 16041	29.20% 48.30%	淋巴瘤等
14	碳酸镧	Shire	500mg	14.65	20.86	29.80%	肾衰竭
15	西达本胺	微芯生物	5mg	385	550	30%	淋巴瘤
16	阿利沙坦酯	信立泰	240mg 80mg	7.05 3.04	10.3 4.35	31.50% 30%	高血压
17	复方黄黛片	亿帆制药	0.27g	10.5	16.7	37.10%	白血病
18	阿帕替尼	恒瑞	250mg 375mg 425mg	136 185.5 204.15	214.5 296.3 324.6	36.60% 37.40% 37%	胃食管癌 等
19	银杏内酯注射液	成都百裕	2ml	79	130.33	39.40%	缺血性中 风
20	注射用黄芪多糖	天津赛诺	250mg	278	460	39.60%	肿瘤辅助
21	依维莫司	诺华	5mg	148	246.57	40%	肾细胞癌
22	托伐普坦	大冢制药	15mg	99	166	40.30%	利尿剂
23	拉帕替尼	GSK	250mg	70	119	41.10%	乳腺癌
24	重组人脑利钠肽	诺迪康	0.5mg(500U)	585	1013	42.20%	心力衰竭
25	泊沙康唑	默沙东	4.2g/105ml	2800	4905	42.90%	抗感染
26	利拉鲁肽	诺和诺德	3ml:18mg	410	723	43%	糖尿病
27	银杏二萜内酯葡胺注 射液	康缘药业	5ml	316	591.33	46.60%	脑梗塞

序号	药品名	公司	规格	医保支付价 (元/支、瓶、片)	谈判前最低中 标价(元)	降幅	适应症
28	索拉菲尼	拜耳	0.2g	203	388	47.70%	肝细胞癌
29	帕罗西汀	GSK	12.5mg 25mg	4.59 7.8	9.5 15.2	51.70% 48.70%	抗抑郁
30	硼替佐米	强生	3.5mg 1mg	6116 2344.26	9518 4842.52	35.70% 51.60%	骨髓瘤
31	阿比特龙	强生	250mg	144.92	307.7	53%	前列腺癌
32	氟维司群	阿斯利康	5ml:0.25g	2400	5419.57	55.70%	乳腺癌
33	来那度胺	新基	10mg	866	2198.6	60.60%	骨髓瘤
34	贝伐珠单抗	罗氏	100mg/4ml	1998	5200	61.60%	结直肠癌
45	曲妥珠单抗	罗氏	440mg/20ml	7600	21613	64.80%	乳腺癌等
36	厄洛替尼	罗氏	150mg	195	585.7	66.70%	NSCLC

资料来源：人社部、药智网、平安证券研究所

目前过半省市发布省级医保目录，其余省市暂执行国家医保目录。截至2018年9月6日，已有19个省市公布了省级医保目录，其中甘肃省最早于2017年10月20日公布。其他省市均公告暂时按国家医保目录执行，后续发布调整后的省级目录。目前大陆31个省级行政单位医保目录均纳入了36个医保谈判品种。

图表21 已发布省级医保目录的省市（截至2018年9月6日）

1	甘肃	2017.10.20	《关于印发甘肃省城镇职工基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.11.1
2	湖北	2017.8.18	《关于湖北省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整结果的公告》	2017.9.1
3	河南	2017.12.27	《关于印发河南省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2018.2.1
4	新疆	2017.11.8	《关于印发新疆维吾尔自治区、新疆生产建设兵团基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.11.10
5	宁夏	2017.11.17	《关于印发宁夏回族自治区基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.12.1
6	西藏	2017.11.27	《西藏自治区基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）凡例》	-
7	贵州	2017.11.22	《关于印发贵州省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.12.20
8	上海	2017.11.15	《关于印发上海市基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.12.1
9	青海	2017.9.28	《关于印发青海省基本医疗保险工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.10.1
10	黑龙江	2017.12.6	《关于印发黑龙江省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2017.12.20
11	吉林	2017.12.28	《关于印发吉林省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2018.1.1
12	江西	2017.11.6	《关于启用江西省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录代码（2017年版）有关事项的通知》	2017.11.17
13	北京	2018.3.1	《关于印发北京市基本医疗保险工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2018.4.1
14	江苏	2018.4.4	《关于印发江苏省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2018年版）的通知》	2018.7.1
15	山东	2018.3.26	《关于发布山东省基本医疗保险工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	2018.4.26
16	安徽	2018.5.8	《关于印发安徽省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2018年版）的通知》	2018.7.1
17	四川	2018.6.19	《关于印发四川省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2018年版）》	2018.8.1
18	辽宁	2018.6.14	《关于印发辽宁省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录	2018.6.1

(2018年版)				
19	湖南	2018.7.19	《关于印发湖南省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2018年版)的通知》	2018.9.1

资料来源: PDB、平安证券研究所

**36个医保谈判品种2018Q2进一步放量。**医保是我国医疗体系最大的支付方,药品纳入医保将大幅减轻患者负担,虽然牺牲部分价格,但能实现快速上量。我们以36个医保谈判目录品种为例说明新进医保对药品销售的影响。医保谈判品种从2017年三季度开始陆续进入地方医保乙类报销范围,由于不同省市新版医保目录执行进度不同,虽然2017Q4多数谈判品种销量增速较之前提升较大,但整体真正大幅提升集中体现在2018Q1,而且2018Q2保持住了高位增长率。进口品种中除利妥昔单抗、曲妥珠单抗外,代表品种贝伐珠单抗2018Q2销售额增速维持在52%,销量增速269%,分别较2017Q4提升19个pp和44个pp;国内代表品种如康柏西普,2018Q2销售额增速33%,销量增速61%,分别较2017Q4提升7个pp和13个pp。

图表22 36个医保目录谈判品种情况

序号	药品名	公司	规格	销售额同比				销售量同比			
				2017	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017	2017Q4	2018Q1	2018Q2
1	利拉鲁肽	诺和诺德	3ml:18mg	24%	72%	68%	110%	72%	225%	218%	291%
2	替格瑞洛	阿斯利康	90mg	18%	24%	56%	73%	31%	62%	108%	131%
3	重组人尿激酶原	天士力	5mg	101%	80%	78%	105%	114%	111%	109%	140%
4	重组人凝血因子VIIa	诺和诺德	1mg	15%	12%	26%	5%	19%	23%	38%	16%
5	重组人脑利钠肽	诺迪康	0.5mg	17%	3%	10%	12%	50%	90%	108%	109%
6	托伐普坦	大冢制药	15mg 30mg	47%	33%	78%	114%	84%	133%	210%	279%
7	阿利沙坦酯	信立泰	240mg 80mg	1615% 234%	3834% -47%	7362% -75%	4590% -89%	2139% 259%	5016% -29%	9992% -67%	6119% -85%
8	吗啉硝唑	豪森药业	100ml	1548%	2451%	4775%	2469%	1834%	3081%	6173%	3223%
9	泊沙康唑	默沙东	40mg/ml	26%	74%	101%	158%	62%	199%	253%	352%
10	曲妥珠单抗	罗氏	440mg/20ml	20%	0%	3%	-1%	78%	156%	164%	139%
11	贝伐珠单抗	罗氏	100mg/4ml	31%	33%	50%	52%	96%	225%	266%	269%
12	尼妥珠单抗	百泰生物	10ml:50mg	-1%	35%	57%	51%	39%	152%	197%	144%
13	利妥昔单抗	罗氏	100mg/10ml 500mg/50ml	71% -28%	72% -60%	63% -61%	47% -62%	108% -12%	155% -17%	138% -19%	110% -24%
14	厄洛替尼	罗氏	150mg 100mg	-6% -26%	-23% -48%	17% -30%	-23% -20%	41% 14%	76% 29%	168% 65%	80% 83%
15	索拉菲尼	拜耳	0.2g	8%	28%	66%	57%	46%	148%	424%	295%
16	拉帕替尼	GSK	250mg	36%	18%	107%	144%	68%	102%	256%	319%
17	阿帕替尼	恒瑞	250mg	137%	85%	69%	57%	178%	184%	167%	148%

序号	药品名	公司	规格	销售额同比				销售量同比			
				2017	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017	2017Q4	2018Q1	2018Q2
			375mg								
			425mg	-44%	-63%	6%	7%	-36%	-41%	96%	108%
18	硼替佐米	强生	3.5mg	43%	66%	55%	38%	101%	218%	193%	157%
			1mg	0%	-100%	-100%	285%	17%	-99%	-100%	1082%
19	重组人血管内皮抑制素	先声麦得津	15mg/3ml	16%	17%	17%	27%	34%	60%	61%	71%
20	西达本胺	微芯生物	5mg	8950%		19688%	1765%	12360%		28500%	2623%
21	阿比特龙	强生	250mg	216%	602%	1241%	1217%	463%	1391%	2841%	2696%
22	氟维司群	阿斯利康	5ml:0.25g	70%	121%	182%	210%	159%	403%	543%	601%
23	重组人干扰素β-1b	拜耳	0.3mg								
24	依维莫司	诺华	5mg	-5%	6%	-14%	22%	15%	78%	44%	102%
			2.5mg	23%	-67%	2008%	159%	42%	-44%	3400%	330%
25	来那度胺	新基	10mg	44%	137%	137%	406%	120%	513%	503%	1631%
			25mg	6%	67%	636%	514%	80%	319%	1765%	1451%
26	噻硫平	阿斯利康	50mg								
			200mg	16%	9%	2%	12%	16%	10%	4%	13%
			300mg	-37%	69%	12%	49%	-37%	75%	14%	54%
27	帕罗西汀	GSK	12.5mg	-5%	375%	1297%	2529%	38%	624%	1951%	3907%
			25mg	13%	111%	3728%	4237%	44%	208%	5380%	6448%
28	康柏西普	康弘生物	0.2ml:2mg	43%	26%	31%	33%	51%	48%	58%	61%
29	雷珠单抗	诺华	0.2ml:2mg	7%	7%	-4%	2%	33%	32%	21%	27%
30	司维拉姆	赛诺菲	800mg	237%	522%	556%	491%	405%	958%	926%	816%
			500mg	57%	188%	318%	310%	92%	309%	496%	527%
31	碳酸铜	Shire	750mg								
			1000mg								
32	银杏二萜内酯葡胺注射液	康缘药业	5ml	152%	154%	379%	345%	213%	345%	754%	689%
33	银杏内酯注射液	成都百裕	2ml	-5%	16%	42%	36%	14%	87%	149%	130%
34	复方黄黛片	亿帆制药	0.27g								
35	注射用黄芪多糖	天津赛诺	250mg								

资料来源：PDB，人社部、药智网、平安证券研究所

### 3.4 上市公司主要品种增速

为了从样本医院角度了解上市公司的经营情况，我们统计了主要品种的增速。样本医院数据以城市三级医院为主，基层销售占比大或区域性明显的产品可能会有一定的偏差。

图表23 上市公司重点品种同比增长情况及市场份额

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
恒瑞医药	多西他赛	5.34	5.64	6%	2.62	3.29	26%
	右美托咪定	5.55	6.38	15%	3.19	3.35	5%
	苯磺顺阿曲库铵	4.50	4.79	7%	2.36	2.52	7%
	碘佛醇	3.66	4.15	13%	1.95	2.12	9%
	碘克沙醇	3.04	4.16	37%	1.94	2.93	51%
	伊立替康	2.63	3.11	18%	1.45	1.84	27%
	奥沙利铂	2.34	2.33	0%	1.16	1.11	-4%
华东医药	阿卡波糖	2.77	3.17	14%	1.48	1.66	12%
	环孢素	1.91	2.19	15%	1.06	1.10	4%
	他克莫司	2.02	2.45	21%	1.12	1.49	33%
	吗替麦考酚酯	2.20	2.68	22%	1.26	1.47	17%
	泮托拉唑	3.67	3.78	3%	1.84	2.00	9%
华润双鹤	匹伐他汀	1.24	1.34	8%	0.69	0.61	-12%
	牛肺表面活性剂	0.41	0.54	32%	0.26	0.31	18%
	格列喹酮	0.48	0.43	-10%	0.22	0.20	-11%
	缬沙坦	0.11	0.08	-28%	0.04	0.03	-24%
	缬沙坦氢氯噻嗪	0.06	0.07	30%	0.03	0.03	0%
	苯磺酸氨氯地平	0.31	0.31	1%	0.15	0.15	-4%
丽珠集团	尿促卵泡素	2.40	2.36	-2%	1.13	1.18	4%
	艾普拉唑	1.52	2.25	48%	1.02	1.30	28%
	鼠神经生长因子	1.50	1.36	-9%	0.75	0.42	-44%
	参芪扶正注射液	6.36	5.29	-17%	2.78	1.75	-37%
	尿促性素	0.86	0.71	-18%	0.34	0.32	-6%
	绒促性素	0.19	0.23	19%	0.10	0.12	20%
恩华药业	咪达唑仑	1.24	1.31	5%	0.64	0.73	14%
	依托咪酯	0.89	1.12	25%	0.51	0.69	35%
	右美托咪定	0.27	0.49	79%	0.18	0.44	139%
	齐拉西酮	0.12	0.13	6%	0.06	0.07	8%
	利培酮	0.13	0.14	4%	0.07	0.07	6%
京新药业	瑞舒伐他汀	0.81	0.76	-6%	0.41	0.33	-20%
	匹伐他汀	0.01	0.06	509%	0.02	0.07	318%
	盐酸舍曲林	0.33	0.40	21%	0.19	0.22	18%
	地衣芽孢杆菌	0.12	0.14	21%	0.07	0.07	9%
北陆药业	碘海醇	1.09	1.02	-6%	0.56	0.48	-15%
	钆喷酸葡胺	0.91	0.92	2%	0.48	0.45	-6%
	碘克沙醇	0.01	0.05	319%	0.02	0.10	501%
	碘帕醇	0.06	0.09	53%	0.04	0.05	25%
千红制药	胰激肽原酶	1.04	1.06	2%	0.53	0.53	0%
	标准肝素钠注射液	0.42	0.35	-18%	0.18	0.20	14%
	复方消化酶	0.18	0.25	39%	0.10	0.15	40%

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
	依诺肝素	0	0.07	7161%	0.00	0.02	672%
	特利加压素	0.88	0.95	8%	0.48	0.58	23%
	缩宫素	0.02	0.04	88%	0.01	0.03	116%
翰宇药业	胸腺五肽	2.22	1.02	-54%	0.64	0.30	-54%
	生长抑素	0.97	0.91	-6%	0.47	0.48	3%
	去氨加压素	0.23	0.22	-8%	0.11	0.11	-5%
	奥曲肽	0.20	0.21	1%	0.10	0.10	4%
长春高新	重组人生长激素	2.06	2.87	40%	1.29	1.55	20%
	重组人粒细胞集簇刺激因子	0.20	0.20	0%	0.09	0.09	-3%
	注射用血塞通	0.87	0.81	-7%	0.38	0.48	27%
昆药集团	天麻素	1.12	1.17	5%	0.57	0.60	7%
	血塞通胶囊	0.48	0.49	2%	0.24	0.21	-14%
	重组人生长激素	0.58	0.71	22%	0.30	0.37	22%
安科生物	干扰素	0.31	0.27	-13%	0.13	0.13	-4%
	复方苦参注射液	1.93	1.99	3%	0.97	1.04	7%
振东制药	复方碳酸钙	1.07	1.33	24%	0.61	0.72	17%
	比卡鲁胺	0.46	0.51	12%	0.23	0.26	17%
贝达药业	埃克替尼	2.43	2.98	23%	1.33	1.97	48%
山大华特	维生素 A+维生素 D 复方	0.17	0.20	19%	0.10	0.10	6%
	云克注射液	0.43	0.56	30%	0.25	0.33	31%
东诚药业	那曲肝素	0.06	0.38	584%	0.13	0.44	230%
	果糖	1.14	1.11	-2%	0.57	0.46	-19%
	氯化钠	0.30	0.34	16%	0.16	0.16	1%
丰原药业	脂溶性维生素	0.36	0.29	-19%	0.15	0.11	-31%
	聚明胶肽	0.29	0.25	-12%	0.13	0.13	1%
	溴己新	0.23	0.18	-21%	0.11	0.04	-65%
	脂肪乳	0.07	0.15	137%	0.06	0.14	132%
	头孢西丁	2.07	1.56	-25%	0.79	0.79	0%
海南海药	美罗培南	0.84	0.77	-8%	0.49	0.29	-41%
	头孢唑肟	0.37	0.34	-9%	0.18	0.17	-3%
	紫杉醇	0.27	0.40	48%	0.17	0.26	47%
	阿奇霉素	1.98	1.66	-16%	0.84	0.70	-17%
	左卡尼汀	1.51	1.55	3%	0.78	0.74	-5%
东北制药	地衣芽孢杆菌	0.38	0.40	6%	0.19	0.19	-1%
	卡前列甲酯	0.37	0.33	-11%	0.17	0.15	-9%
普洛药业	乌苯美司	2.46	2.44	-1%	1.23	1.13	-8%
新华制药	雷贝拉唑	0.09	0.15	67%	0.06	0.11	90%
	美罗培南	0.50	0.34	-32%	0.21	0.14	-33%
北大医药	帕洛诺司琼	0.15	0.09	-40%	0.05	0.04	-15%
	丹参川芎嗪	2.87	2.65	-8%	1.28	1.28	0%
景峰医药	玻璃酸钠	0.50	0.44	-12%	0.22	0.21	-3%

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
	榄香烯	2.49	2.96	19%	1.47	1.15	-22%
亿帆医药	缩宫素	0.18	0.15	-14%	0.08	0.07	-10%
	氯吡格雷	7.38	7.22	-2%	3.61	3.49	-3%
信立泰	比伐卢定	0.46	0.70	52%	0.33	0.45	35%
	头孢西丁	0.70	0.51	-27%	0.27	0.21	-23%
	头孢吡肟	0.54	0.47	-13%	0.25	0.15	-39%
	黄体酮	0.79	0.76	-4%	0.36	0.41	14%
仙琚药业	罗库溴铵	0.62	0.78	27%	0.37	0.42	15%
	匹多莫德	0.53	0.62	17%	0.28	0.20	-28%
	苯磺顺阿曲库铵	0.74	0.75	1%	0.38	0.38	0%
	头孢孟多	0.08	0.40	380%	0.21	0.13	-37%
亚太药业	泮托拉唑	0.25	0.22	-12%	0.12	0.06	-51%
	奥美拉唑	0.10	0.11	8%	0.06	0.06	-7%
	氯化钠	4.40	4.37	-1%	2.17	2.21	2%
	复方氨基酸	2.72	2.13	-22%	1.11	0.76	-32%
科伦药业	丙氨酰谷氨酰胺	1.63	1.36	-17%	0.70	0.56	-21%
	奥硝唑	1.46	1.34	-8%	0.68	0.58	-14%
	葡萄糖	1.43	1.28	-11%	0.65	0.61	-7%
	脂肪乳氨基酸	1.08	0.97	-11%	0.47	0.41	-14%
	鹿瓜多肽	3.88	3.27	-16%	1.70	1.11	-35%
	头孢米诺	1.35	1.51	12%	0.75	0.76	2%
誉衡药业	左卡尼汀	0.24	0.23	-5%	0.12	0.04	-70%
	复方维生素	6.12	5.55	-9%	2.94	1.82	-38%
	甘草酸单铵, 复方	0.36	0.40	11%	0.20	0.14	-31%
	纳美芬	1.46	0.85	-41%	0.49	0.29	-41%
	多拉司琼	1.41	2.25	60%	0.93	1.97	112%
海思科	复方氨基酸	0.76	0.85	11%	0.43	0.39	-10%
	复方维生素	0.79	0.70	-11%	0.35	0.41	18%
	头孢哌酮他唑巴坦	0.45	0.21	-52%	0.13	0.08	-35%
	康柏西普	1.51	2.16	44%	1.02	1.34	32%
	文拉法辛	0.93	0.95	2%	0.47	0.49	6%
康弘药业	莫沙必利	0.62	0.58	-6%	0.30	0.25	-16%
	阿立哌唑	0.53	0.48	-9%	0.24	0.25	3%
	丙氨酰谷氨酰胺	1.24	0.85	-31%	0.47	0.33	-29%
	纳米炭	1.34	1.47	9%	0.69	0.78	12%
莱美药业	氨曲南	0.40	0.18	-54%	0.16	0.00	-97%
	埃索美拉唑	0.31	0.53	70%	0.23	0.38	66%
	乳酸钠林格	1.70	0.59	-65%	0.42	0.17	-60%
康芝药业	头孢他啶他唑巴坦	0.26	0.25	-2%	0.12	0.15	22%
	氯化钠	2.88	2.75	-4%	1.36	1.42	4%
华仁药业	葡萄糖	0.73	0.67	-9%	0.33	0.32	-4%

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
	腹膜透析液	0.26	0.35	36%	0.15	0.22	41%
福安药业	昂丹司琼	0.28	0.29	5%	0.15	0.15	4%
	格拉司琼	0.41	0.36	-13%	0.19	0.18	-3%
	托瑞米芬	0.33	0.32	-3%	0.15	0.16	2%
	美洛西林舒巴坦	1.37	1.26	-8%	0.65	0.62	-3%
仟源医药	氨曲南	0.33	0.24	-26%	0.12	0.10	-16%
	磷霉素氨丁三醇	0.38	0.40	5%	0.16	0.24	55%
	坦洛新	0.29	0.24	-17%	0.12	0.10	-21%
尔康制药	磺苄西林	1.43	1.30	-9%	0.69	0.59	-14%
广生堂	恩替卡韦	0.82	0.62	-25%	0.36	0.18	-50%
海辰药业	托拉塞米	0.77	0.76	-2%	0.39	0.49	26%
	头孢西酮	0.09	0.18	93%	0.06	0.14	122%
	头孢替安	0.26	0.26	-1%	0.12	0.12	1%
普利制药	地氯雷他定	0.49	0.45	-8%	0.22	0.21	-5%
九典制药	左西替利嗪	0.27	0.24	-14%	0.12	0.11	-12%
人福医药	瑞芬太尼	3.82	4.28	12%	2.05	2.30	12%
	舒芬太尼	3.20	3.66	14%	1.75	2.03	16%
	小牛血去蛋白提取物	0.35	0.38	8%	0.20	0.14	-32%
	芬太尼	0.15	0.42	171%	0.17	0.32	90%
	亚叶酸	0.34	0.42	21%	0.22	0.14	-35%
浙江医药	左氧氟沙星	2.30	1.92	-17%	1.00	0.89	-11%
	替考拉宁	1.49	1.30	-13%	0.66	0.66	0%
	万古霉素	1.04	0.92	-11%	0.48	0.43	-11%
	维生素 E	0.28	0.29	6%	0.15	0.15	-1%
海正药业	腺苷蛋氨酸	2.15	2.60	21%	1.27	1.39	10%
	氨基葡萄糖	1.14	1.14	0%	0.55	0.54	-1%
	他克莫司	0.80	0.63	-21%	0.38	0.13	-66%
	替加环素	0.61	0.76	24%	0.33	0.53	58%
健康元	美罗培南	4.83	4.90	1%	2.60	2.49	-4%
现代制药	头孢克洛	0.29	0.27	-4%	0.13	0.14	1%
	硝苯地平	0.23	0.25	9%	0.12	0.15	28%
	头孢西丁	0.82	0.69	-15%	0.35	0.30	-14%
	头孢唑肟	0.45	0.40	-11%	0.17	0.37	123%
联环药业	爱普列特	0.16	0.18	11%	0.08	0.10	24%
	薄芝糖肽	0.74	0.52	-30%	0.29	0.18	-37%
华海药业	帕罗西汀	0.93	0.88	-5%	0.43	0.47	9%
	氯沙坦	0.24	0.23	-5%	0.11	0.12	7%
	厄贝沙坦氢氯噻嗪	0.11	0.11	1%	0.06	0.06	-1%
济川药业	雷贝拉唑	1.68	1.76	5%	0.90	0.86	-4%
	健胃消食口服液	0.29	0.31	7%	0.15	0.14	-5%
	蛋白琥珀酸铁	0.08	0.17	120%	0.06	0.17	158%

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
哈药股份	前列地尔	3.37	2.67	-21%	1.55	0.75	-52%
	头孢替安	2.95	2.11	-28%	1.17	0.57	-51%
	头孢替唑	1.32	0.84	-37%	0.57	0.17	-70%
	头孢美唑	0.76	0.64	-15%	0.37	0.18	-50%
	头孢唑肟	0.66	0.55	-17%	0.35	0.12	-67%
	哌拉西林舒巴坦	0.84	0.49	-43%	0.33	0.08	-75%
华北制药	哌拉西林他唑巴坦	2.71	2.60	-4%	1.37	0.94	-32%
	头孢孟多	1.39	0.93	-33%	0.54	0.30	-45%
	头孢噻肟	1.35	1.25	-7%	0.65	0.66	1%
	阿莫西林克拉维酸	1.19	1.03	-13%	0.50	0.52	4%
	脂溶性维生素	1.04	0.85	-18%	0.48	0.28	-41%
灵康药业	丙氨酰谷氨酰胺	1.83	1.27	-30%	0.28	0.14	-49%
	头孢孟多	0.53	0.47	-11%	0.73	0.46	-36%
	奥美拉唑	0.41	0.35	-13%	0.27	0.16	-41%
	头孢甲肟	0.31	0.41	35%	0.19	0.19	1%
	托烷司琼	0.30	0.26	-14%	0.20	0.25	26%
卫信康	门冬氨酸	0.27	0.47	74%	0.21	0.28	35%
健友股份	那曲肝素	0.14	0.28	98%	0.16	0.17	7%
	达肝素钠	0.05	0.21	349%	0.08	0.14	72%
	依诺肝素	0.07	0.12	73%	0.05	0.07	35%
ST生化	人免疫球蛋白	0.41	0.55	33%	0.25	0.33	33%
四环生物	白介素-2	1.14	0.94	-18%	0.49	0.39	-20%
	甲钴胺	0.80	0.83	4%	0.41	0.43	4%
	重组人促红细胞生成素	0.22	0.22	3%	0.11	0.10	-11%
华兰生物	人免疫球蛋白	1.39	1.58	14%	0.96	0.86	-11%
	人血白蛋白	0.46	0.39	-16%	0.24	0.42	74%
	凝血酶原复合物	0.36	0.39	7%	0.19	0.21	12%
	人凝血因子VIII	0.33	0.39	19%	0.16	0.28	71%
双鹭药业	复合辅酶	12.90	10.63	-18%	5.65	3.40	-40%
	胸腺五肽	2.19	1.68	-23%	0.92	0.50	-46%
	白介素-2	0.61	0.60	-3%	0.31	0.18	-41%
	重组人粒细胞集落刺激因子	0.35	0.35	0%	0.16	0.20	25%
上海莱士	人纤维蛋白粘合剂	0.96	1.37	43%	0.67	0.57	-15%
	人纤维蛋白原	0.66	0.92	38%	0.41	0.47	16%
	人免疫球蛋白	0.60	0.54	-11%	0.28	0.24	-15%
	人凝血因子VIII	0.17	0.49	194%	0.25	0.27	6%
舒泰神	鼠神经生长因子	5.70	4.88	-14%	2.62	1.57	-40%
	聚乙二醇+电解质, 复方	0.78	0.94	21%	0.43	0.51	18%
常山药业	低分子肝素钙	2.13	2.28	7%	1.13	1.16	2%
博雅生物	人纤维蛋白原	0.79	0.85	7%	0.43	0.63	49%
	人免疫球蛋白	0.29	0.44	50%	0.20	0.26	30%

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
	复方骨肽	0.53	0.55	2%	0.26	0.24	-6%
	缩宫素	0.22	0.31	42%	0.15	0.15	0%
天坛生物	人免疫球蛋白	0.56	1.23	118%	0.42	0.75	76%
	人血白蛋白	0.64	0.76	19%	0.32	0.31	-2%
	小牛血去蛋白提取物	9.55	8.20	-14%	4.35	3.04	-30%
	血凝酶	1.93	1.60	-17%	0.84	0.65	-23%
复星医药	谷胱甘肽	4.29	4.69	9%	2.31	2.12	-8%
	前列地尔	3.16	3.14	-1%	1.67	1.22	-27%
	腺苷钴胺	0.91	0.85	-6%	0.43	0.31	-27%
通化东宝	胰岛素	0.54	0.60	11%	0.28	0.30	5%
	云南白药胶囊	0.34	0.36	7%	0.17	0.16	-5%
云南白药	云南白药气雾剂	0.20	0.24	16%	0.11	0.08	-24%
华润三九	阿奇霉素	0.60	0.59	-2%	0.29	0.30	3%
以岭药业	通心络胶囊	0.93	0.89	-4%	0.43	0.44	2%
太极集团	罗格列酮	0.45	0.50	10%	0.25	0.24	-3%
	重组人脑利钠肽	1.87	2.19	17%	1.13	1.25	11%
西藏药业	丙戊酸钠	0.55	0.76	39%	0.32	0.43	34%
中恒集团	注射用血栓通	7.07	5.98	-15%	3.05	2.88	-5%
	替莫唑胺	2.69	3.17	18%	1.52	1.79	18%
	复方丹参丸	2.19	2.09	-4%	1.07	1.01	-6%
天士力	水飞蓟宾	0.98	1.13	15%	0.54	0.53	-1%
	养血清脑颗粒	0.63	0.58	-8%	0.29	0.25	-14%
	荆花胃康胶丸	0.38	0.33	-14%	0.17	0.16	-6%
	香菇多糖	0.45	0.24	-46%	0.12	0.11	-7%
康缘药业	银杏二萜内酯葡胺注射液	0.13	0.32	152%	0.14	0.64	359%
	奥美拉唑	0.48	0.41	-15%	0.24	0.14	-40%
康恩贝	汉防己甲素	0.53	0.61	15%	0.30	0.30	2%
	乙酰半胱氨酸	0.33	0.36	7%	0.18	0.21	18%
步长制药	复方脑肽节苷脂	1.18	2.19	85%	0.92	1.03	11%
	脑心通胶囊	2.58	1.77	-32%	0.88	0.79	-10%
	二丁酰环磷腺苷	2.95	2.56	-13%	1.37	1.29	-6%
	丹参酮 II A 磺酸钠	2.16	2.13	-1%	1.03	1.18	15%
上海医药	羟氯喹	1.92	2.01	5%	0.99	1.01	2%
	苯磺顺阿曲库铵	1.44	1.30	-10%	0.66	0.64	-3%
	双歧杆菌+乳杆菌+嗜热链球菌, 复方	0.97	1.15	18%	0.54	0.57	7%
	阿托伐他汀	1.23	1.28	4%	0.65	0.59	-9%
中国医药	头孢哌酮他唑巴坦	2.79	2.71	-3%	1.40	1.14	-19%
	哌拉西林他唑巴坦	1.56	1.93	24%	1.01	0.82	-19%
	美洛西林舒巴坦	1.45	1.35	-7%	0.71	0.51	-28%
	氯吡格雷	2.23	2.55	14%	1.27	1.32	4%
乐普医疗	头孢哌酮他唑巴坦	0.45	0.52	17%	0.27	0.31	16%

上市公司	重点品种	2016 (亿元)	2017 (亿元)	2017 增速	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	2018H1 增速
	复方甘草酸苷	0.53	0.56	6%	0.27	0.25	-8%

资料来源：PDB、平安证券研究所

## 四、投资建议

基于上述分析，我们建议关注以下投资机会：1) 产品受益于疾病谱的变迁，如人口老龄化、慢病化等趋势；2) 临床价值突出的药物，如创新药、优质仿制药等；3) 进口替代空间大的品种；4) 不受招标降价影响的品种，如核素药物、精麻药物、妇儿药物、饮片和血制品等；5) 受益于医保放量和基层放量的品种。我们重点推荐华东医药、华海药业、京新药业、东诚药业、千红制药、海辰药业、华兰生物。

### 4.1 华东医药：现有品种两超多强，在研品种管线丰富

- **业绩符合预期，两票制负面影响基本出清：**2018H1 公司实现收入 153.25 亿元，同比增长 8.76%，增速同比下降主要受浙江省两票制影响，收入占比 10% 以上的调拨业务流失，上半年商业板块实现收入 109.04 亿元，同比增长 3.87%，但由于调拨业务毛利率低，对公司利润端影响不大。预计调拨业务影响已基本消除，Q3 开始商业板块增速有望回升。2018H1 公司实现归母净利润 12.93 亿元，同比增长 24.19%，符合之前预期；上半年公司继续加强渠道下沉，销售费用率增加 1.58pp 至 15.15%，因研发投入加大管理费用率同比增加 0.94pp 至 3.88%，整体三费率为 19.16%，同比增加 2.47pp。
- **制造业表现靓丽，核心品种持续高增长：**制造业核心子公司中美华东实现收入 44.11 亿元，同比增长 26.89%，实现净利润 10.58 亿元，同比增长 29.90%，保持靓丽表现。我们预计核心品种保持稳健快速增长态势，百令胶囊受益医保调整利好科室推广，阿卡波糖由乙类调整为甲类，2018 年公司拟增加 800 人基层队伍，两大品种基层渗透率进一步提升，预计全年百令胶囊增速 10%-15%，阿卡波糖超过 30%。二线品种中免疫条线 3 大品种预计增速 30% 左右，泮托拉唑胶囊剂增速快于注射剂，预计全年达到 10 亿元规模。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 核心产品销售不达预期：公司主要品种阿卡波糖和百令胶囊临床用量较大，其中阿卡波糖可能受到 DPP-4、GLP-1 等新型降糖药的冲击导致销售不及预期，而百令胶囊有可能受到辅助用药的影响；2) 研发进度不及预期：公司有较多在研品种，新产品研发受多种因素影响，存在研发失败或研发进度慢的可能。

### 4.2 华海药业：制剂产品内外开花，一致性评价最受益标的

- **现有成品药内外开花，后续品种空间巨大：**2017 年国内主要品种帕罗西汀、氯沙坦、厄贝沙坦氢氯噻嗪、厄贝沙坦、福辛普利销售量分别增长 24.8%、84.91%、152.54%、58.68%、76.38%。存量品种已有 8 个（10 个品规）通过一致性评价，国内转报品种有 5 个列入优先审评，其中缬沙坦三个规格已获批，后续仍有 20 多个品种待转报，空间巨大，公司是一致性评价政策最受益标的；2017 年国外品种除拉莫三嗪销售量下降较多外，缬沙坦和缬沙坦氢氯噻嗪分别增长 43.25% 和 108.24%。2017 年公司国外新申报 15 个产品，获得 10 个 ANDA 文号，未来每年有望获得 5-10 个 ANDA 文号。2017 年华海美国亏损进一步下降为 8460 万元，2018 年望扭亏。
- **进军生物和创新药领域，打造中长期增长引擎：**公司通过自研和对外合作两种方式进军生物医药领域，先后成立了华博、华奥泰和华海生物公司，打造研发、生产、销售一体化的完整的生

物医药产业链。目前公司拥有国家“千人计划”特聘专家 10 人，省“千人计划”特聘专家 14 人，多个在研生物创新药和类似药，其中重组 EGFR 融合蛋白眼用注射液已进入一期临床；2013 年开始公司先后和美国 ONCOLOGICS、杭州多禧、韩国 Eutilex 等开展合作，布局单抗类似物、ADC 和免疫检查点抗体等多种生物类药品。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 研发进度不及预期：公司有较多在研项目，其中不乏高端仿制药和创新药，研发难度大，风险高，且药品审评审批受多种因素影响，存在不及预期的可能；2) 招标采购不及预期：公司目前主要品种以普药为主，这部分品种生产厂家多，竞争激烈，因此招标降价压力较大，也存在为维护价格体系放弃部分市场的可能；3) 一致性评价配套政策落地速度不及预期：公司目前是通过一致性评价最多的品种，市场普遍认为是一致性评价配套政策最受益的标的，但全国性配套政策落地时间仍存在不确定性。

#### 4.3 京新药业：营销改革初见成效，核心制剂品种表现亮眼

- **围绕大品种战略，成品药保持快速增长：**公司积极践行做大成品药战略，持续推进核心大品种培育和营销力提升，2017 全年成品药实现销售收入 11.42 亿元，同比增长 23%。其中瑞舒销售超 5 亿元，预计增速 20%。康复新液超 2 亿元，增速 30%左右。地衣芽孢杆菌和舍曲林均近亿元，增速分别为 20%和 40%左右。匹伐他汀销售近 5000 万，左乙拉西坦上千万。六大核心产品销售增长超过 30%。
- **原料药增速稳健，器械未来可期：**2017 年原料药业务实现收入 6.47 亿元，同比增长 8%，增长稳健。常规产品恩诺、环丙、左氟等通过工艺改善和管理改善，毛利率和边际贡献率显著提高，销售额 4 亿元左右。其他 2 个多亿收入是瑞舒、舍曲林等特色原料药，其中瑞舒原料药国内在售的基本仅公司一家，其他均为自用，他汀类原料药外销比例在 50%以上；2017 年巨烽实现收入 3.98 亿元，同比增长 24%，其中 30%的业务为医院信息化，剩下 70%为 ODM。2017 巨烽未达到业绩承诺，公司计提 1.57 亿商誉减值，获得业绩补偿 2.23 亿元，不影响净利润。
- **一致性评价多品种进度靠前，在研品种丰富：**公司核心品种瑞舒伐他汀、舍曲林均已通过一致性评价，其中瑞舒伐他汀 5mg 为首家通过，目前原研阿斯利康占比近 70%，进口替代空间巨大。此外左乙拉西坦、苯磺酸氨氯地平均已上报并获 CDE 受理，目前在审评阶段，后续辛伐他汀等也在顺利进行；公司研发立项 10 项，获得 3 个生产批件、2 个临床批件，后续卡巴拉汀、美金刚、普拉克斯索、帕利哌酮等均有望获得首仿；2017 年公司研发投入 1.64 亿元，同比增长 48.94%，占营收比例 7.40%，投入不断加大。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 研发风险：随着国家监管法规、注册法规的日益严格，要求的日益提升，以及新药开发本身起点高、难度大，新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险。2) 成本上涨压力：公司产品的原辅材料价格变化，人力资源成本、能源成本的刚性上涨，公司运营成本上涨压力较大。3) 市场格局变化风险：医保控费、两票制、仿制药一致性评价等相关政策密集出台，医药行业大环境发生激烈的变化，导致市场竞争格局发生重大变化，对公司而言是机遇也是挑战。

#### 4.4 东诚药业：核医学和制剂双引擎驱动业绩高增长

- **核医学版块已经成为拉动公司高速成长的主引擎：**上半年公司核素药物板块实现收入 3.88 亿元，同比增长 43.23%，毛利率达到 83.85%。核素药物板块已经成为拉动公司业绩的主要引擎，收入占比 41%，毛利占比 62%，预计未来收入和毛利占比仍将持续提升。其中，云克药业在完成三年对赌后，业绩增长进一步提速，2018H1 实现收入 1.86 亿元，同比增长 28.16%，净利润

8317 万元，同比增长 27.09%。核心产品云克注射液销售 348 万套，同比增长 28.67%，在现有类风关市场基础上，正进一步开展骨关节炎、强直性脊柱炎的拓展研究，并为骨性疼痛专业治疗的定位积累循证依据，有望培育成 10 亿以上的重磅品种。4 月初安迪科 100% 股权的并表，意味着公司实现了正电子和单光子药物的全覆盖。上半年安迪科并表部分收入 6490 万元，净利润 2614 万元。上海欣科上半年实现收入 1.14 亿元，净利润 2341 万元。

- **放开配置证春风袭来，核医学板块迎黄金发展期。**2018 年 4 月卫健委发布了《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》，PET-CT 被纳入乙类，配置审批权限下放至省级卫生部门(民营医疗机构已无需审批)。PET-CT 是目前用于肿瘤诊断和疗效评估的先进分子影像手段，临床需求十分旺盛，目前全国 PET-CT 总装机量大约在 300 多台，审批流程的简化将极大调动医疗机构配置 PETCT 的积极性，预计 2020 年将达到 700 台左右的装机量，长期来看(以日韩为参照)，我国理论需求量在 3000 台左右(10 倍空间)。因为 PET-CT 检查必须配套注射 F18-FDG 药物，安迪科作为国内目前仅有的 2 家 F18-FDG 药物生产企业，占据全国约 40% 市场，盈利能力突出，有望紧紧把握市场大幅扩容的历史性机遇。另外，SPECT 在本次调整中被移出乙类目录，不需审批即可配置，预计 SPECT 装机量也将大大提升，带来 Tc99m 诊断药物市场扩容。
- **制剂销售捷报频传，原料药重回平稳增长轨道：**上半年制剂板块实现收入 1.42 亿元，同比增长 141.59%，毛利率达到 78.47% (+24.41pp)。重点品种注射用那屈肝素钙销量突破 100 万支，销售额同比增长 413%。同时，那屈肝素钙等制剂的一致性评价工作顺利推进，为长期发展铺平道路。上半年原料药板块实现收入 4.13 亿元，同比增长 11.29%，毛利率下降 7.55pp 至 21.55%，预计和肝素粗品价格提升有关。
- **成立创新研究院，优化研发体系：**为整合集团研发资源，公司决定成立创新研究院，由董事长由总任院长，胡江滨博士任常务副院长，胡博士先后在美国罗氏、拜尔及诺华制药从事新药研发和管理工作，在药物创新领域具有很强的专业能力。公司目前各研发项目进展顺利，铼[188Re]依替膦酸盐注射液已完成 IIa 期临床 7 个中心 162 例全部临床数据的核查和中心机构质控工作，进入 IIb 期临床。磺达肝癸钠项目、舒洛地特注射液项目完成中试。依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、注射用兰索拉唑仿制药注册申请阶段审评结束，陆续收到国家局现场核查通知；注射用那屈肝素钙新增小规格项目取得药物临床试验批件。随着研发体系优化，效率提升，在研项目进度有望加快。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 原料药业务业绩波动风险：在进入核医学领域之前，公司以肝素原料药及硫酸软骨素等业务为主，原料药价格有一定波动性，可能带来业绩不确定性。2) 财务费用增加：公司 2014-2016 年财务费用均为负值，随着外延并购的增加，资产负债率和财务费用均有所提升。3) 研发风险：公司有多个核医学领域的创新药物处于临床及临床前研究阶段，如 II 期临床的 1 类新药铼 188-依替膦酸等，研发能否成功并顺利获批上市具有不确定性。

#### 4.5 千红制药：2018 为业绩起飞之年，创新药黑马之姿尽显

- **深耕肝素产业链，原料药和制剂全面开花：**根据海关总署的数据，2018 年 3 月份我国肝素出口均价为 5753 美元/千克，同比增长 38.82%，较 2016 年 3 月份低点上涨了 69.81%。2018 年一季度累计出口量达 47.62 吨，同比增长 21.48%。肝素原料药持续量价齐升，预计未来 3 年仍保持高景气状态。肝素钠注射液受前期招标降价影响，临床供应紧张，浙江已将其列入紧缺目录。千红销售单价由 2017 年的 3.1 元大幅提升至 7.8 元，预计 2018 年会有一半以上的省份提价。低分子肝素制剂需求旺盛，对未分级产品替代空间大，且未来向肿瘤和妇产科拓展前

景广阔。依诺肝素作为公司主推品种已进入 300 多家医院，2018 年销售目标 200 万支。那屈肝素预计 2018 年下半年获批，公司将具备完整的三大低分子肝素产品。

- **蛋白酶两大产品风华延续，2018 望更进一步：**怡开涵盖了原料药、肠溶片和注射剂，且规格最全。注射剂虽有 6 家获批，但市场上基本只有千红供应。目前怡开天津规格转换完成，主要竞争对手前列地尔和血栓通被列入辅助用药，未来向男科等科室拓展空间大。预计 2018 年片剂同比增长 30%，注射剂增长 40%，未来有望成为为 10 亿级别的大品种。千红怡美是处方药和 OTC 双跨品种，此前主要在医院端销售，2017 年销售额在 9000 万左右，预计 2018 纯医院端增速仍能达到 40%以上。目前公司积极开拓 OTC 端，增速有望进一步提升。
- **首个原创新药临床获受理，自主创新之路开启：**公司原创新药 QHRD107 临床获批，标志着公司自主创新药物的梯队开始浮出水面。QHRD107 是国内目前唯一已申报临床的 CDK9 抑制剂类药品，也是目前已有报道中活性最强的 CDK9 抑制剂之一，对标辉瑞的帕博西尼潜力巨大。公司十分重视研发投入与创新药布局，拥有大分子蛋白药物研发平台众红研究院，以及小分子靶向药研发平台英诺升康。根据英诺升康与南澳大学的协议，南澳大学新药研发中心将每年为公司提供一个具有良好成药性前景的临床候选药物先导化合物及其全球专利。除目前已申报临床的 QHRD107 项目之外，LS009 项目也处于临床前研究阶段，各项研究有序推进，预计将于 2019 年向 CFDA 申报临床。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 研发风险：新药研发是一项高风险高收益的行为，需要经过药理、毒理、临床前、临床试验等多个步骤，存在失败的可能性；2) 市场推广风险：公司的制剂产品主要在医院销售，面临比较激烈的市场竞争，可能因为市场竞争加剧而影响销量增长；3) 肝素原料药价格波动风险：原料药价格具有波动性，虽然业务占比已经较低，但若肝素原料药价格回落，仍将会影响公司的收入和利润体量。

#### 4.6 海辰药业：核心品种加速放量，高端仿制药望接连落地

- **半年度业绩符合预期，核心品种加速放量：**上半年公司实现收入 3.41 亿元，同比增长 98.10%，扣非归母净利润 3952 万元，同比增长 39.19%，增速落在前期业绩预告上沿（30%-40%），符合预期。上半年公司核心品种继续高速放量，其中托拉塞米实现收入 1.39 亿元，同比增长 159%，销量 1084 万支（折合成 10mg 规格），同比增长 56%；兰索拉唑收入 3639 万元，同比增长 68%，销量 158 万支，同比增长 24%；头孢替安收入 5369 万元，同比增长 153%，销量 359 万支（折合成 0.5g 规格），同比增长 19%；替加环素 1419 万元，同比增长 72%，销量 3.5 万支，同比增长 108%。此外公司重点新品种头孢西酮新进入江苏、安徽地方医保目录，正在推进部分省份《抗菌药分级管理目录》调整申报、市场准入等工作，未来有望成为公司新的增长点。
- **研发投入大幅增长，今年 3 个高端仿制药望上市：**公司积极推进产品研发工作，上半年研发投入 2535 万元，同比增长 69%，增长明显。今年预期有三个高端仿制药上市，其中长春西汀在进行药学补充研究，样本医院规模 7 亿元，上市后有望分得 10%份额；兰地洛尔完成临床核查，待 CDE 对已提交补充材料进行审评，预计首仿上市，对标艾司洛尔市场空间在 5 亿元以上；艾司奥美拉唑已提交补充材料，待 CDE 审评，样本医院规模高达 12 亿元，原研占比 80%，上市后进口替代空间大。其他品种如利伐沙班、阿哌沙班、达比加群脂等马上开展 BE。后续每年保证 2-3 个高端仿制药上市
- **中方管理团队入驻，NMS 经营步入正轨：**NMS 完成交割，以原复星医药研发负责人邵颖博士为主的新管理层已入驻意大利。目前 NMS 管线中有多个在研品种，其中 6 个处于临床阶段，5 个已对外授权，明星产品恩曲替尼预计 2018 年上市，年销售峰值预计在 10 亿美元以上，NMS

保留约 10%的销售分成。NMS 将显著提升海辰的创新能力，优秀品种有望引入国内，公司已在安徽成立海辰安徽作为创新药和高端制剂基地。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 产品销售不及预期：公司 2017 年销售额快速增长一方面由于公司自身品种优化和精细化营销推广，另一方面恰逢上一轮省级招标集中开展，同时核心品种托拉塞米竞品受限等。若 2018 年新一轮招标开启时间推迟或竞品提前复产或对公司销售带来不利影响；2) 研发进度不及预期：目前公司有多个研发项目处于注册程序，其中长春西汀、埃索美拉唑、兰地洛尔等有望 18 年获批，但药品审评受政策等不确定性因素影响存在落地时间推迟的可能；3) 并购整合不及预期：目前中方管理团队已进驻 NMS，后续 NMS 与海辰药业之间将进行多项整合与合作，比如引进部分创新品种，但整合进度或有可能不及预期。

#### 4.7 华兰生物：业绩回暖，现金流继续改善

- **Q2 业绩显著回暖，现金流继续改善：**核心产品白蛋白与静丙的渠道积压状况显著改善，促使公司 Q2 单季度业绩显著改善，期间实现收入 6.39 亿元 (+34.64%)，实现归属净利润 2.46 亿元 (+39.70%)。公司 6 月末应收账款与存货相比 2017 年末均无明显增加，其中库存商品 6 月末共计 2.68 亿元，相比 2017 年末的 3.35 亿元有显著减少。

上半年人血白蛋白实现销售 4.73 亿元 (+7.89%)，毛利率 53.62% (-7.91PP)，静丙实现销售 2.72 亿元 (-16.92%)，毛利率 60.69% (-5.28PP)。疫苗板块实现收入 5041.05 万元 (+50.41%)。公司综合毛利率 60.09% (-4.31PP)，竞争加剧所致的毛利率下降基本仍然延续 Q1 的情况。

费用率方面，2018H1 销售费用率为 8.62% (+2.87PP)，销售队伍建设与渠道把控强化已成为支持血制品企业未来发展的重要能力，相关投入的增加不可避免。管理费用率为 11.07% (-2.07PP)，费用值与 2017H1 基本持平。

2018H1 公司经营现金净流量 3.82 亿元 (+1319.29%)，相比 2018Q1 时的 4036.08 万元 (+144.74%) 进一步得到改善，回到与当期利润基本可比的水平。

- **四价流感疫苗获批，单抗研究持续推进：**上半年疫苗子公司产品进一步丰富，3 月 AC 流脑多糖疫苗获批，6 月四价流感裂解疫苗 (0.5mL) 获批。预计四价流感疫苗能够在 8 月完成第一批生产，并在 9 月或 10 月取得批签发，按此进度则能够赶上 2018 年末的流感接种高峰。四价流感疫苗国内竞争格局良好，目前仅有华兰生物与长生生物获批，华兰有望成为主要供应商。相比招标价 45 元的三价流感疫苗，四价苗的定价预计在 100 元以上，仅考虑产品迭代因素即可显著提升公司业绩。

5 月，公司旗下基因工程子公司的全人源抗 CTLA-4 单抗完成临床前研究，向 CFDA 提交临床申请。目前公司的贝伐单抗 (人源化 VEGF)、曲妥珠单抗 (人源化 HER2)、利妥昔单抗 (人鼠嵌合 CD20)、阿达木单抗 (人源化 TNF $\alpha$ ) 已进入临床研究。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 血制品竞争加剧风险：近几年全国总采浆量的提升，以及进口白蛋白批签发量的增长，血制品由紧缺转为平衡，竞争压力加大；2) 研发风险：新药研发是一项高风险高收益的行为，需要经过多个步骤，存在失败的可能性；3) 销售费用增加的风险：随着疫苗高开，以及血制品推广队伍的建设，学术推广的加强，相应的销售费用也将升高，影响公司利润水平。

## 五、风险提示

### 1、研发进度不及预期

我们重点推荐的公司均有较多在研品种，且以高端仿制药、生物类似物和创新药为主，研发投入大、难度高，同时新产品研发受政策、市场、资金等多种因素影响，存在研发失败或研发进度慢的可能。

### 2、进口替代进度不及预期

目前我国仿制药相对原研性价比优势明显，进口替代大势所趋，尤其是对于原研占比高的大品种来说，相关仿制药企业受益明显。一旦原研为保持市场份额采取以价换量的措施，大幅降低药品价格，则仿制药性价比优势减弱，影响进口替代的进程。

### 3、PDB 样本偏差风险

PDB 数据库主要采集大城市三甲医院数据，目前 680 家样本医院中，三级医院占比 80%，二级医院占比 20%。受处方外流、渠道下沉影响，数据与真实情况或有偏差，另外对于以基层渠道为主的企业参考意义不大。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033