

推荐 (维持)

2019新变局，应以不变

2018年11月25日

医药生物行业2019年度投资策略报告

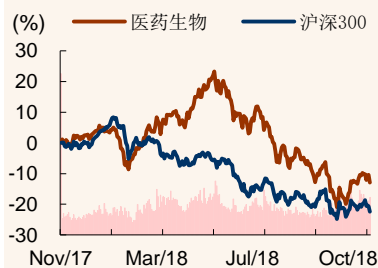
上证指数 2579

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	274	7.7
总市值 (亿元)	32602	7.3
流通市值 (亿元)	24657	6.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.0	-27.8	-17.3
相对表现	3.2	-9.4	6.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《医药生物行业周报(11.12-11.16)——一手抓细分小龙头、一手抓传统大白马》2018-11-18
- 2、《医药生物行业点评报告——4+7城市带量采购:靴子终落地,行业待变局》2018-11-15
- 3、《疫苗管理法征求意见稿点评——突出严监管 行业集中度有望进一步提高》2018-11-13

吴斌

S1090517040001

邱旻

S1090518060002

李勇剑

S1090515080002

蒋一樊

S1090517050001

李点典

S1090518100001

研究助理

漆经纬

新医保局的控费政策可能给医保支付的药品、器械、耗材带来前所未有的挑战和机遇,一部分产品可能受到控费影响,但也有一部分产品受益于进口替代。我们看好:创新药和创新器械、消费属性子行业、零售药店、血液制品、CRO、疫苗。

□ **2019年,医药行业面临新的变局,新医保局的控费政策可能给医保支付的药品、器械、耗材带来前所未见的挑战和机遇。**2018年成立的**国家医保局**,第一把火就烧向了**化学仿制药**,发布**4+7城市带量采购方案**,招标规则远远严于过往卫计委主管下的招标。这已经表明,国家控制**医保费用**的决心非常之坚定,所有与**医保挂钩**的药品、器械、耗材,可能都要面对**医保控费**下的政策收紧,但这也并不完全是利空,对于部分子行业而言,国内企业可以抓住**机遇替代进口**,所以**进口替代空间越大**的子行业越有利好可能。

□ **我们看好的子行业:** (1) **创新药与创新器械。**我们认为创新不是简单看研发管线多少多少个,而是要么在**热门赛道**投资进度快、销售强的企业(如恒瑞医药);要么在**冷门赛道**找空间大的品种(如正海生物); (2) **有消费属性的子行业,不受医保控费影响。**虽然其他板块可能在谈消费降级,但是在健康领域,我们观察到的还是**消费升级**,所以**长春高新**生长激素、**欧普康视**角膜塑形镜、**仁和药业**品牌OTC、**片仔癀**等,持续高增长; (3) **零售药店。**社保征收趋严对**小药店**影响更大,行业整合速度明年有望加快; (4) **血液制品。**行业已处底部,终端增速逐渐恢复,采浆量增速决定业绩弹性; (5) **CRO行业。**创新药热潮继续推动**CRO**快速增长,带量采购也有望倒逼企业加快一致性评价。 (6) **疫苗。**智飞生物签订长约锁定**HPV**的持续增长;

□ **我们推荐标的:** **欧普康视、长春高新、益丰药房、仁和药业、恒瑞医药、华兰生物、昭衍新药、正海生物。**

□ **风险提示:** 1、医药行业政策不确定性,如果未来政策公布进度、内容不合预期,可能对板块有较大影响; 2、创新药获批进度低于预期; 3、网售处方药政策如果出台,可能对药店板块有影响。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
欧普康视	41.75	0.70	0.98	1.33	42.6	31.4	9.7	强烈推荐-A
仁和药业	6.82	0.31	0.43	0.56	15.9	12.2	2.6	强烈推荐-A
益丰药房	50.35	0.86	1.21	1.66	41.6	30.3	4.8	强烈推荐-A
昭衍新药	50.93	0.80	0.93	1.34	54.8	38.0	9.8	强烈推荐-A
正海生物	58.83	0.86	1.11	1.40	53.0	42.0	9.3	强烈推荐-A
通化东宝	14.44	0.41	0.45	0.56	32.1	25.8	6.1	强烈推荐-A
长春高新	187.95	3.89	6.06	7.90	31.0	23.8	6.2	强烈推荐-A

资料来源: wind、招商证券

正文目录

一、2019 年医药生物行业投资策略.....	5
二、2018 年行情回顾	6
三、2018Q1-3 上市公司业绩回顾及工业数据解读.....	9
1、2018Q1-3 上市公司业绩回顾.....	9
2、最新工业统计数据及解读	12
四、政策部分：	13
1、4+7 城市带量采购：木已成舟，静待变局.....	13
2、按病种付费：或是医保局的下一个大动作.....	18
2.1、全球医保机构偿付医疗医院费用的主要方式概览.....	18
2.2、医保局成立后大概率出台按病种付费操作层面的政策	18
2.3、2017 年开始各省从也相继出台按病种付费的政策.....	19
2.4、目前来看目录中最多的病种对临床检查、手术类药品、高值耗材影响较大.....	21
五、子行业部分：	22
1、创新药年度策略：从小分子到大分子.....	22
1.1、中国生物药市场爆发在即	22
1.2、PD-1/L1 单抗在国内的市场空间有望达到 500 亿元.....	24
1.3、2018 年将是国内生物类似药“元年”	25
2、连锁药店：集中度提升和处方外流带来确定性高增长	27
2.1 集中度提升：“政策+资金”	27
2.2 处方外流：药店处方药销售快速增长.....	28
3、OTC 行业迎来第二春	29
4、CRO：供需及效率提升，行业持续高景气度	30
4.1、国内 CRO 市场规模约 300 亿，预计年化增速 28%.....	30
4.2、“需求+产能+效率”，行业将持续处于高景气度	31
5、疫苗管理法征求意见 行业集中度有望进一步提升.....	33
6、血液制品：长周期底部，业绩弹性须看采浆量增速	35
六、个股部分：	37
欧普康视（300595）：角膜塑形镜增速加快，眼科门诊业务持续推进（强烈推荐-A）	38
仁和药业（000650）：终端控销龙头 拥抱 OTC 品牌药大时代（强烈推荐-A）	38

昭衍新药 (603127): 在手订单充沛, 新产能逐步投放, 业绩有望持续高增长 (强烈推荐-A)	39
益丰药房 (603939): 运营能力突出的连锁药巨头 (强烈推荐-A)	39
长春高新 (000661): 生长激素持续高增长, 治理机构有望改良 (强烈推荐-A)	40
通化东宝 (600867): 糖尿病药物领军者, 三代胰岛素明年有望获批 (强烈推荐-A)	40
恒瑞医药 (600276): 业绩符合预期, 研发产出渐入佳境 (强烈推荐-A)	41
智飞生物 (300122): HPV 加速放量 预计 19 年业绩迎来爆发 (强烈推荐-A)	41
正海生物 (300653): 再生医学领域领军企业, 研发预期逐步兑现 (强烈推荐-A)	42
开立医疗 (300633): 彩超+内窥镜双轮驱动增长, 高端产品占比不断提升 (强烈推荐-A)	43
华兰生物 (002007): 血制品存货消化完毕, 四价流感明年贡献业绩有望提升 (强烈推荐-A)	43
天坛生物 (600161): 央企优势, 血制龙头 (强烈推荐-A)	44
老百姓 (603883): 跨区域扩张经验丰富门店 扩张步伐加快 (强烈推荐-A)	45
一心堂 (002727): 零售连锁药店行业整合的先锋军 (强烈推荐-A)	45
爱尔眼科 (300015): 业绩高增长符合预期, 内生增长依旧强劲 (强烈推荐-A)	46
普利制药 (300630): 业绩高增长符合预期, 海外市场开始发力 (强烈推荐-A)	46
云南白药 (000538): 千亿市值再启航, 百尺竿头更进步 (强烈推荐-A)	47
乐普医疗 (300003): 超强战略执行力, 持续高增长的心血管平台企业 (强烈推荐-A)	48
鱼跃医疗 (002223): 偏消费属性的家用医疗器械龙头 (强烈推荐-A)	48
凯利泰 (300326): 立足骨科微创, 从细分领域向全领域龙头迈进 (强烈推荐-A)	49
奥佳华 (002614): 国内国际齐发力, 按摩椅市场迎来春天 (强烈推荐-A)	49
葵花药业 (002737): 黄金产品梯队形成, 实现业绩稳健增长 (强烈推荐-A)	50
广誉远 (600771): 业绩持续快速增长, 应收账款进一步改善 (强烈推荐-A)	50
济川药业 (600566): 蒲地蓝发力 业绩保持快速增长 (审慎推荐-A)	51
通策医疗 (600763): 业绩持续高增长超预期, 定增终止不改发展势头 (审慎推荐-A)	52
七、风险提示	52

图表目录

图 1: 18 年 A 股各个板块涨跌幅对比 (总市值加权平均, 截止 11 月 22 日)	6
--	---

图 2: 18 年 A 股各个板块 PE 对比 (18 年预测市盈率, 剔除负值)	6
图 3: 医药板块和全部 A 股的预测市盈率及相对溢价率 (18 年预测市盈率、整体法、截止到 181122)	7
图 4: 医药板块子行业涨幅 (截止 181122, 总市值加权平均)	7
图 5: 医药板块各子行业 PE 对比 (截止 181122, 18 年预测市盈率, 剔除负值)	8
图 6: 医药制造业整体截止 2018 年 1-9 月累计收入和利润增速情况	13
图 7: 2010-2024 全球处方药市场规模分析及预测	22
图 8: 2013-2016 中国生物药市场规模的变化	23
图 9: 2016 年中国生物药分类别市场份额统计	23
图 10: 2014-2017PD-1/L1 单抗全球销售情况	24
图 11: 2016-2022 年全球生物类似药市场规模预测	25
图 12: 2022 年生物类似药分品种市场份额预测	26
图 13: 处方药零售渠道占比逐步提升	28
图 14: 近几年零售药店药品销售中处方药增速快于 OTC	28
图 15: 2017 年中国 CRO 市场规模 42 亿美元, 未来年化增速 28%, 快于全球	31
图 16: 国内化药类新药注册申报数量逐年攀升	31
图 17: 国内药企临床试验发起数量大幅提升	31
图 18: 全国临床试验机构数量	32
图 19: 8 家 CRO 企业员工情况	32
图 20: 2008~2017 年国内血制品批签发概况 (万瓶)	36
表 1: 招商医药重点推荐个股表现 (截止 181122)	8
表 2: 11 个省份/城市及对应的城市人口情况及公立医院药品销售占全国比例	14
表 3: 4+7 带量采购的采购量和相关品种涉及的样本医院销售情况	16
表 4: 11 市带量采购政策摘要和解读	17
表 5: 主要的医疗费用偿付方式	18
表 6: 中央单位关于按病种付费的主要政策	19
表 7: 各省关于按病种付费的主要政策	20
表 8: 各省按病种付费中出现次数最多的手术病种相关情况	21
表 9: 2001 年与 2017 年全球前十大畅销药一览	23
表 10: 国内 PD-1 单抗上市及研发情况统计 (截止 10 月)	24
表 11: 国内 PD-1 单抗市场空间有望超过 500 亿元	25
表 12: 国内生物类似药产品研发竞争格局一览 (截止 18 年 10 月)	26
表 13: 两票制配合营改增若严格执行, 对不规范药店的影响	27
表 14: 广东省药店分级管理政策	27
表 15: 连锁药业龙头在资金推动下加快扩张步伐	28
表 16: OTC 企业 17Q3~18Q3 的收入、净利润增速和毛利率变化 (按 18 年个股涨幅排序)	29
表 17: 国内重磅疫苗市场空间测算	34
表 18: 国内重磅疫苗批签发、中标价和生产/代理企业情况	34
表 19: 2018 年前三季度血制品各品种批签发概况 (万瓶)	35
表 20: 招商医药覆盖股票情况 (数据截止到 181122)	37

一、2019 年医药生物行业投资策略

2019 年，医药行业面临新的变局，新医保局的控费政策可能给医保支付的药品、器械、耗材带来前所未有的挑战和机遇。2018 年成立的国家医保局，第一把火就烧向了化学仿制药，发布 4+7 城市带量采购方案，招标规则远远严于过往卫计委主管下的招标。这已经表明，国家控制医保费用的决心非常之坚定，所有与医保挂钩的药品、器械、耗材，可能都要面对医保控费下的政策收紧，但这也并不完全是利空，对于部分子行业而言，国内企业可以抓住机遇替代进口，所以进口替代空间越大的子行业越有利好可能。

我们看好的一些子行业：

(1) 创新药与创新器械。我们认为创新不是简单看研发管线多少多少个，而是：要么在热门赛道投资进度快、销售强的企业（如恒瑞医药）；要么在冷门赛道找空间大的品种（如正海生物）；

(2) 有消费属性的子行业，不受医保控费影响。虽然其他板块可能在谈消费降级，但是在健康领域，我们观察到的还是消费升级，所以长春高新生长激素、欧普康视角膜塑形镜、仁和药业品牌 OTC、片仔癀等，持续高增长；

(3) 零售药店。社保征收趋严对小药店影响更大，行业整合速度明年有望加快；

(4) 血液制品。行业已处底部，终端增速逐渐恢复，采浆量增速决定业绩弹性；

(5) CRO 行业。创新药热潮继续推动 CRO 快速增长，带量采购也有望倒逼企业加快一致性评价。

(6) 疫苗。智飞生物签订长约锁定 HPV 的持续增长；

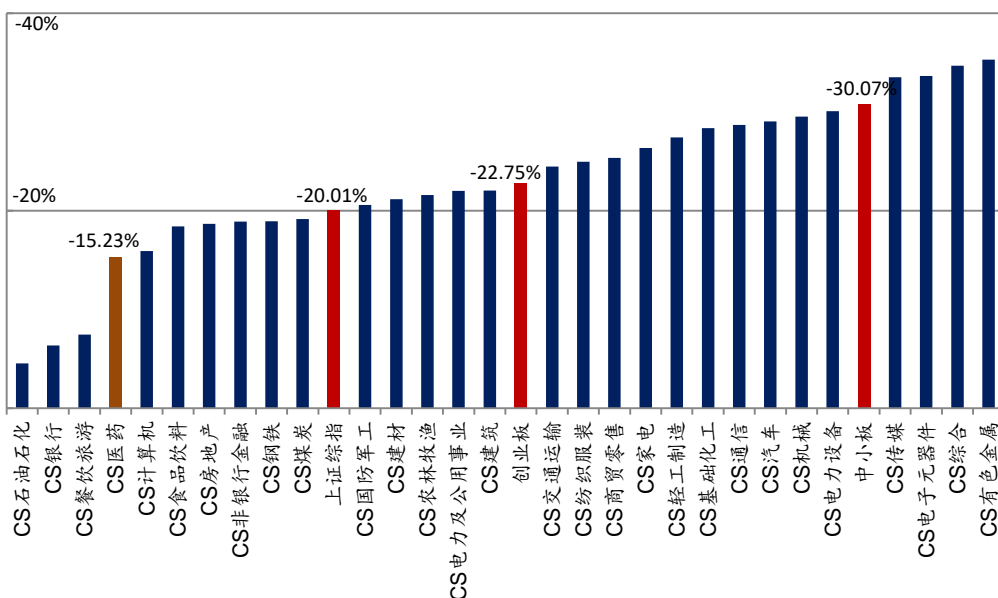
我们推荐标的：欧普康视、长春高新、益丰药房、仁和药业、恒瑞医药、华兰生物、昭衍新药、正海生物。

风险提示：1、医药行业政策不确定性，如果未来政策公布进度、内容不合预期，可能对板块有较大影响；2、创新药获批进度低于预期；3、网售处方药政策如果出台，可能对药店板块有影响。

二、2018 年行情回顾

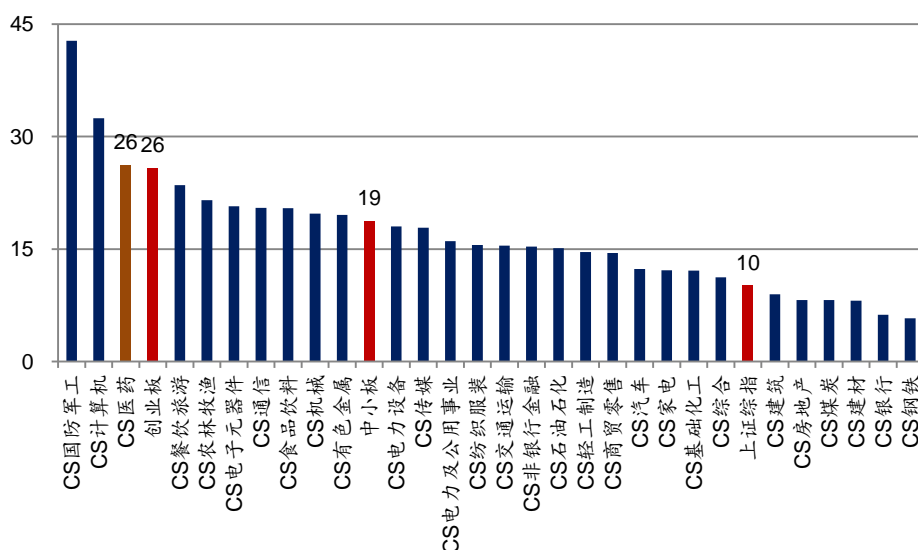
截止 18 年 11 月 22 日，医药板块表现优于三大指数：医药板块下跌 15.23%，上证综指下跌 20.01%，中小板和创业板指数分别下跌 22.75 和 30.07%。医保局的政策和黑天鹅事件（例如长生生物）是医药板块下跌的主要原因。当前医药板块 18 年 pe 估值 26x，和创业板一致，高于 19x 的中小板和 10x 的上证综指。目前医药板块相对 A 股 pe 溢价在 125% 的水平。

图 1：18 年 A 股各个板块涨跌幅对比（总市值加权平均，截止 11 月 22 日）



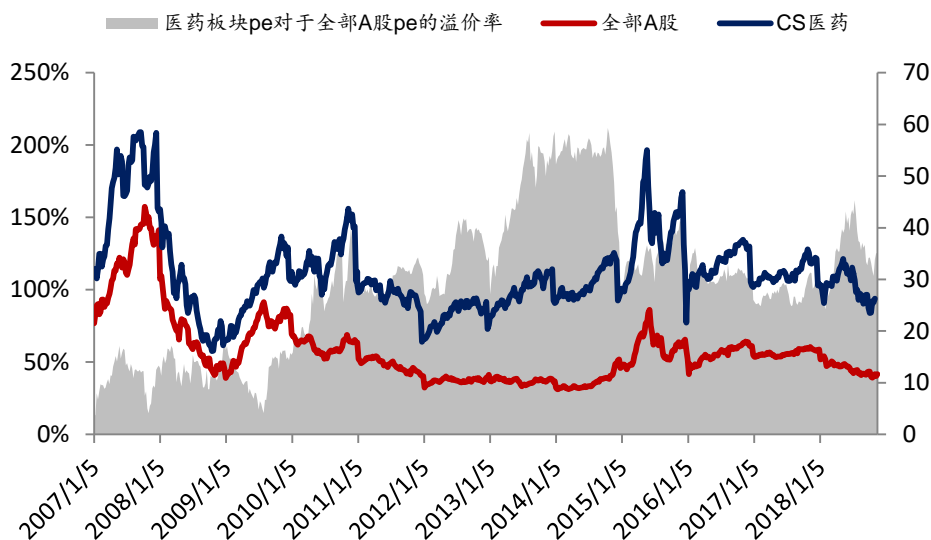
资料来源：Wind、招商证券

图 2：18 年 A 股各个板块 PE 对比（18 年预测市盈率，剔除负值）



资料来源：Wind、招商证券

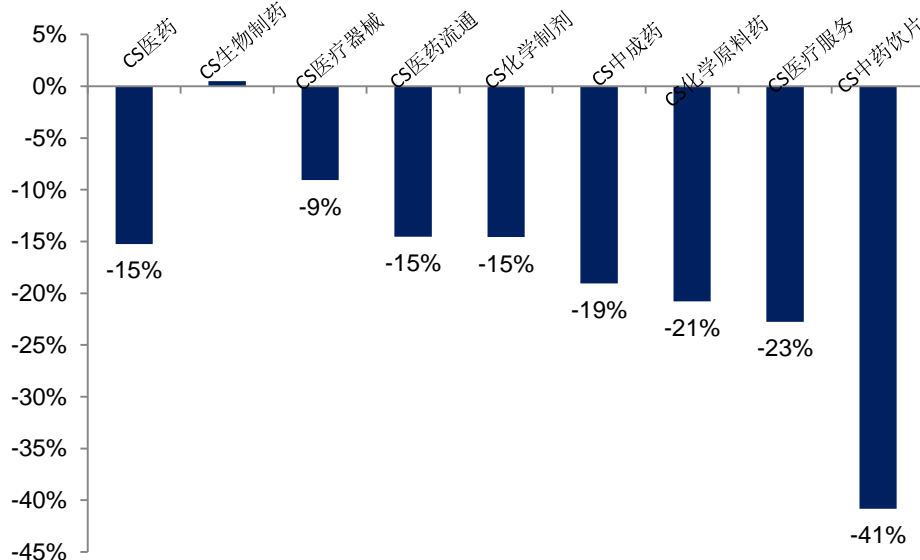
图 3：医药板块和全部 A 股的预测市盈率及相对溢价率（18 年预测市盈率、整体法、截止到 181122）



资料来源：Wind、招商证券

子行业涨幅方面，只有疫苗板块带动的生物制药子行业没有下跌；中小市值较多的医疗器械子行业跌幅 9%；中药饮片受康美药业影响跌幅最大。其他子行业的跌幅和医药板块相比持平或者跌幅更大。

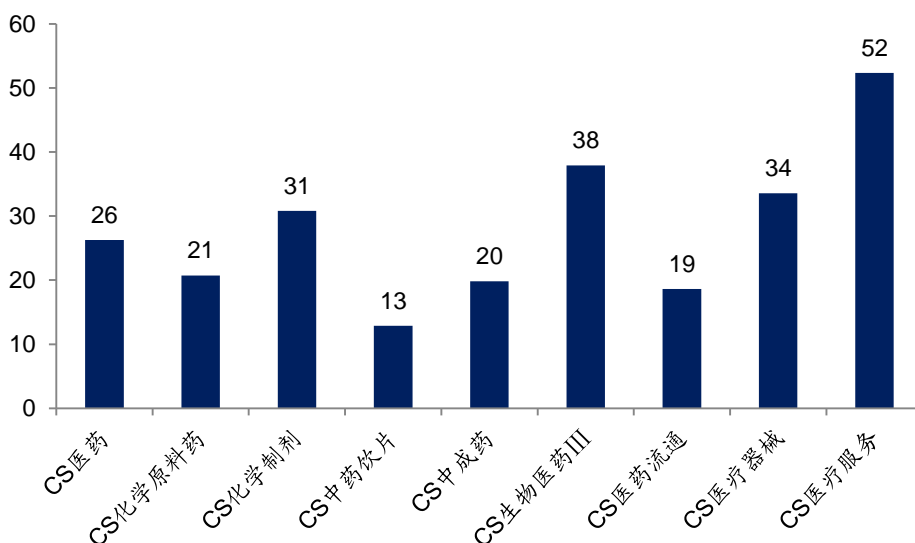
图 4：医药板块子行业涨幅（截止 181122，总市值加权平均）



资料来源：Wind、招商证券

子行业估值方面，医疗服务子行业受爱尔眼科等个股的影响，子行业市盈率高居榜首，为 51x；生物制药子行业 pe 估值受疫苗股带动，为 38x，子行业中排名第二。当前时点，医药板块估值 26 倍，虽然从历史数据来看不高，但是主要是医药流通和中药饮片的估值偏低导致。分子行业来看，化药制剂和生物制药都还有 31x 和 38x 的 pe 估值，估值也算不上便宜。

图 5：医药板块各子行业 PE 对比（截止 181122，18 年预测市盈率，剔除负值）



资料来源：Wind、招商证券

在中期策略报告《给确定性溢价，增长为王》强调确定性的主线下，我们推荐的传统白马+细分子行业龙头个股多数取得了靓丽表现：从 18 年 1 月 1 日到 11 月 22 日，我们持续强烈推荐欧普康视、仁和药业、正海生物、智飞生物、昭衍新药，涨幅均在 25% 以上。白马股中，长春高新、济川药业、华兰生物表现稳健；通化东宝和云南白药波动较大，但近期都有较大的催化剂，边际上有望实质改善。我们从 17 年 5 月底开始推荐的药店主线今年继续有着不俗的收益，益丰药房、老百姓、一心堂都跑赢了医药和三大指数。

表 1：招商医药重点推荐个股表现（截止 181122）

代码	简称	1 月初股价/指数	11 月底日股价/指数	涨幅
300595	欧普康视	28.06	41.75	49%
000650	仁和药业	5.12	6.82	33%
603939	益丰药房	45.25	50.35	11%
603127	昭衍新药	39.52	50.93	29%
300653	正海生物	34.54	58.83	70%
600867	通化东宝	18.95	14.44	-24%
000661	长春高新	182.28	187.95	3%
600329	中新药业	14.73	14.26	-3%
300003	乐普医疗	24.07	30.84	28%
300122	智飞生物	27.99	45.63	63%
600566	济川药业	37.43	37.56	0%
002737	葵花药业	15.03	17.93	19%
300015	爱尔眼科	20.41	27.83	36%
000423	东阿阿胶	59.14	44.97	-24%
002007	华兰生物	26.63	39.12	47%
600161	天坛生物	21.98	22.11	1%
603368	柳州医药	33.77	30.15	-11%
603883	老百姓	62.20	58.21	-6%
002727	一心堂	19.91	23.18	16%
600276	恒瑞医药	52.99	63.32	19%
600763	通策医疗	32.30	48.72	51%
600436	片仔癀	62.96	82.55	31%
600479	千金药业	11.45	9.15	-20%
002223	鱼跃医疗	19.44	18.41	-5%

000538	云南白药	100.28	70.23	-30%
000001.SH	上证综指	3307.17	2579.48	-22%
399005.SZ	中小板指	7554.86	5043.90	-33%
399006.SZ	创业板指	1752.65	1308.74	-25%
CI005018	医药(中信)	10126.02	8313.58	-18%

资料来源：Wind、招商证券

三、2018Q1-3 上市公司业绩回顾及工业数据解读

1、2018Q1-3 上市公司业绩回顾

医药板块 2018 前三季度收入和扣非净利增速同比有所提升，但相比二季度略有放缓。2018 上半年医药板块整体收入增速 23.02%，相比 2017 年上半年同期增速提高 5.6 个百分点；扣非净利增速 21.1%，同比提高 2 个百分点。整体毛利率 35.1%，同比提升 2.1 个百分点。受医保采购政策变化、长生疫苗事件、原料药价格回落等因素影响，三季度医药行业增速较上半年有所放缓，但对比 2017 年同期仍呈加速趋势。我们推测收入端的增长因素主要来自：（1）药品企业部分产品招标放量以及新进医保放量；（2）两票制推进中药品营销模式转变带来表观收入提升；（3）部分产品涨价：包括环保因素带来原料药涨价；中药材和品牌 OTC 产品提价；（4）细分领域如部分生物制品和医疗服务等持续高景气度增长；（5）消费升级和进口替代驱动部分国产高端创新器械的市场份额不断提升。

药品和器械板块分化明显，医疗服务延续高速增长，商业继续调整但连锁药店表现优秀。

化药：化药板块 2018Q1-3 收入增速 21.7%；其中原料药收入增长 24.1%，化药制剂收入增速 22%。化药板块 2018Q1-3 扣非净利增速为 25.8%，其中化药制剂扣非净利增速为 13.5%；原料药扣非净利增速为 70.5%。我们判断化药板块收入端的增长来自于：（1）原料药涨价；（2）药品企业部分产品招标放量以及新进医保放量；（3）两票制导致药品营销模式转变带来表观收入提升。三季度维生素价格下跌导致原料药利润增速有所下降；化药制剂增速放缓的原因可能在于部分企业低开转高开导致费用压力加大，同时为应对市场竞争加大了研发支出，同时医保采购政策调整导致部分产品销售受限。

中药：中药板块 2018H1 收入增速 25.2%，同比增速提升 8 个百分点。扣非净利增速 16.4%，同比下降 2.8 个百分点。我们判断行业的主要增长拉动来自于代表性中成药企业的增长拉动以及部分中药企业收入端有恢复性增长，推动行业增速提升的主要因素在于：（1）部分中药产品提价；（2）中成药企业在两票制政策下销售政策变化；（3）部分中药 OTC 企业加强零售渠道推广力度。利润端增速有所放缓，我们判断可能在于中药销售的季节性因素、销售费用率提升、部分中药材价格上涨一定程度上抵消了提价效应。

生物制品：2018Q1-3 收入增速为 41.3%，增速同比大幅提升 23.6 个百分点；扣非净利增速 45.7%，增速同比提升 6.95 个百分点。疫苗板块前三季度收入增速 237%，扣非净利增速 390%。血制品板块 2018Q1-3 收入增速 35%，收入端增速持续改善；扣非净利增速 26.54%，增速有所恢复但仍慢于收入增速。血制品板块利润端表现较差的原因在于：（1）血制品板块整体毛利率相比去年同期下降 3.8 个百分点；（2）静丙销售的渠道建设和学术推广带来销售费用的较大幅度上升，18H1 销售费用率 13.5%，同比提升 4.4 个百分点。生物制品中生长激素表现依旧强势，长春高新保持稳定高速增长，而

胰岛素龙头通化东宝则由于渠道调整扣非净利润大幅下滑 38.58%，对行业整体增速造成一定影响。

医疗器械：医疗器械板块 2018Q1-3 收入增速 24.9%，增速同比下滑 4.1 个百分点；扣非净利增速 20.2%，同比下滑 0.9 个百分点；收入和利润增速均有所放缓，我们估计主要是板块内部分化明显，部分传统医疗器械企业和 IVD 企业由于行业周期、市场竞争加剧等因素，盈利水平下降。医疗器械板块中，白马及细分领域的龙头，如乐普医疗、欧普康视、健帆生物、开立医疗等各自领域的龙头企业表现良好。

医药商业：医药流通子行业 2018Q1-3 收入增速为 20.4%，增速同比下降 4.2 个百分点。扣非净利增速 10.2%，同比下降 15.6 个百分点。药店板块景气度明显高于流通板块，医药商业配送企业的业绩增速较慢，主要原因我们判断仍然是两票制实施后对医药流通类公司调拨业务的影响，另外新医保招标降价和药品零加成政策所带来的药品降价也影响了医药流通公司的业务规模，但环比看商业流通公司经营情况已出现改善，两票制对调拨业务的影响正逐渐消化。零售药店板块 2018Q1-3 收入增速 26%，扣非净利增速分别为 28.7%，维持快速增长的态势。随着处方外流、医保资质逐步放开、终端门店数量和单店业绩的增长、市场集中度继续提升等行业利好的兑现，我们预计未来药店板块仍然可以保持较快的收入和利润增速。

医疗服务：医疗服务板块 2018Q1-3 收入增速 29%，同比下降 2.9 个百分点；扣非净利润增速 36.9%，同比提升 1 个百分点。医疗服务行业外延并购较多，企业业绩波动较大，但优质的龙头企业，如爱尔眼科、通策医疗、美年健康的扣非净利增速分别为 35%、50%、49%，都保持了稳定的高速增长。CRO 子行业 2018Q1-3 收入增速 24.8%，扣非净利润增速 40.5%，增速不及去年同期，但剔除去年业绩基数较高、今年三季度亚太药业业绩大幅下滑的影响后，实际上以药明康德、泰格医药、昭衍新药为代表的各细分领域的龙头企业上半年收入增速分别为 22%、36%、43%；扣非净利增速则分别为 46%、56%、52%，保持快速增长。

表：医药生物板块及各细分行业近年业绩增速情况（百分比）

医药板块	16Q1-3	16A	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3
医药板块收入增速	15.3	18.8	17.8	19.3	19.8	18.3	23.9	20.6	23.0
化药	11.7	16.1	17	15.7	16.5	13.8	27.2	22.2	21.7
其中：化药原料药	14.8	17.2	17	16.7	16.5	18.5	32.8	22.7	24.1
化药制剂	10.4	15.6	17	15.3	16.5	11.9	24.7	22	22
中药	10.7	11.9	11.5	12.1	12.2	14.8	22.4	20.3	25.1
生物制品	11.8	15.4	13.8	20.3	20	21.8	36.5	45	41.3
其中：血制品	18.8	28.1	13.8	6.5	6.1	4.3	18	33	35.2
疫苗	-36.8	-26.8	-21.3	71.7	97.7	99.6	244.7	199.7	237.8
医疗器械	23.2	22.9	28.1	28.1	28.6	29.4	24.3	26.4	24.9
其中：IVD	36.2	37.5	39.4	38	39.5	37.7	36.5	41.6	39.1
医药配送	18.9	24	20.9	24.2	24.6	20.2	21.3	16.8	20.4
零售药店	25.1	24.2	24.5	23.1	21.6	23	24.3	23	26.4
医疗服务	26.2	28.5	22.4	26.7	32.1	41.2	39.3	38.8	29.3
医药板块净利增速	20.1	20.7	12.2	17.6	27.3	24.5	28.5	26.7	23.1
化药	29.1	23.3	15.7	9.6	43.3	42.7	48.1	32.1	27.7
其中：化药原料药	59.1	39.3	12.2	5.9	8.6	32.1	132.3	66	63.4
化药制剂	19.9	18.2	16.9	11	57.4	46.6	19.3	19	17.4

医药板块	16Q1-3	16A	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3
中药	16.2	14.3	0.2	8.5	9.7	11.4	28.2	26.3	22.9
生物制品	6.4	37.1	19.5	60.9	39.9	15.4	-14.7	-10.9	28.3
其中：血制品	23	31.3	18.5	75.5	27.6	8.4	-140.8	-95.5	-21.8
疫苗	-252.1	-132.6	-25.4	-312.5	-363.9	-41.9	564.9	422.7	378.9
医疗器械	16.6	10.2	20.5	20.6	16.8	19.5	20.9	24.7	26.9
其中：IVD	16.2	4.7	14	22.7	27.4	26.9	30.7	25.1	20.1
医药配送	23.9	33.3	36.6	38.9	35.2	27.7	14.2	7.7	14.9
零售药店	18	12.6	12.9	20.9	19.3	21.3	28.4	26.7	29.8
医疗服务	23	18.4	27.2	26.3	34.6	26.8	42	40.6	33.9
医药板块扣非净利润增速	19.5	21.2	20.5	20.7	19.1	15.5	31.3	23.9	21.1
化药	30.8	27.3	18.1	12.6	9.5	10.7	49.2	30.5	25.8
其中：化药原料药	75	68.9	13.6	5.2	8.5	24.3	145.1	73	70.5
化药制剂	18.3	15.8	19.7	15.7	10	5.2	16.3	14.3	13.5
中药	11.9	11	15	19.6	19.1	16.9	25.8	17.3	16.4
生物制品	12.9	35.7	22.3	25.8	28.8	19.7	30.8	53.6	45.7
其中：血制品	40.6	56.6	22.2	4.1	2.1	2.4	-16.2	14.3	26.5
疫苗	-362.6	-73.3	293.9	-275	-306.1	-1005.7	551.1	421.6	390.1
医疗器械	20.8	10.5	23.6	21.9	21.1	6.1	19.7	19.8	20.2
其中：IVD	21	11.7	20.1	24.1	25.2	23.2	28.7	24.9	18.8
医药配送	29.1	41.5	42.5	32.2	25.8	22.3	14.3	15.2	10.2
零售药店	-22.7	13.5	13.8	80.7	82.4	18.7	25.1	23.7	28.7
医疗服务	21	18.1	24.9	34.3	35.9	21.7	32.3	37.6	36.9
医药板块毛利率	30.3	30.5	30.6	30.8	31.2	32.2	34.2	34.1	35.3
化药	42.4	42.3	43.4	44.2	45.1	46.6	51.4	50.7	50.7
其中：化药原料药	35.4	36	35.2	36.9	37.9	40.5	48.7	46.1	45.3
化药制剂	45.5	45	46.9	47.4	48.3	49.4	52.7	52.8	53
中药	45.1	45.4	46	46.2	46.8	47.8	48.7	48.2	46.6
生物制品	69.9	69.9	72.3	73.2	73.8	71.9	71.2	71.1	69.6
其中：血制品	59.1	59.5	61.6	62.2	62	61.6	57.2	58.1	58.2
疫苗	68.1	72.7	83	84.2	83.1	79.8	67.7	71	60.2
医疗器械	41	40.7	40.7	40.9	40.8	40.6	41.5	41	42
其中：IVD	45.2	44.8	43.8	44.1	43.8	43.7	42.1	41.4	41.5
医药配送	9.9	10.5	10.6	10.7	10.8	11.2	12.1	12.4	12.6
零售药店	39.2	39.3	38.6	39.1	39.3	39.2	39.3	39.9	38.8
医疗服务	35.8	36.2	32.4	36	37.6	37.5	35.2	39	40.2
板块销售费用率	12.7	13	12.8	12.9	13.4	14.4	15.5	15.6	16.3
化药	17	17	17.8	18	19.4	20.7	23.8	24.1	25.1
其中：化药原料药	9.3	9.9	10.3	10.5	11.6	12.8	15.5	16.5	17.3
化药制剂	20.5	20	21	21.3	22.8	24.3	27.6	27.5	28.4
中药	21.5	22.2	21.2	21.7	22.4	23.8	23.7	23.9	23.5
生物制品	24.3	24.7	24.8	27.9	28.5	28.5	26.7	27.5	26.6
其中：血制品	3.8	5	6.5	7.7	9.1	10.8	12.3	12.3	13.5
疫苗	34.4	36	33.1	36.7	36.9	37.3	24.3	27.4	16.8
医疗器械	12.5	13.3	12.7	12.6	12.8	13.3	13.1	12.8	13.8
其中：IVD	13.9	14.6	13.8	13	13	13.7	12.9	12	12.7
医药配送	3.5	3.9	4	4	4.1	4.4	5.2	5.2	5.3
零售药店	25.7	25.7	24.7	25	25.6	25.6	25.7	26	25.5
医疗服务	8.8	8.5	8.5	9.3	9.5	10.1	9.3	11.4	12.1

医药板块	16Q1-3	16A	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3
板块管理费用率	6.6	6.9	6.3	6.2	6.4	6.7	6.2	6	4.9
化药	10.8	11.3	10.6	10.6	10.8	11.5	9.8	9.6	6.5
其中：化药原料药	11.7	12.3	11.5	11.4	11.5	12	9.8	10.5	7.2
化药制剂	10.4	10.9	10.2	10.3	10.5	11.3	9.8	9.2	6.3
中药	7.6	7.8	7.1	7	7.3	7.6	7	6.7	5.2
生物制品	15.4	16.3	15	14.6	14.2	14.7	12.2	11.6	7.7
其中：血制品	16.1	17.3	15.3	15.3	14.9	15.2	13.1	11.7	8.8
疫苗	35.3	31.9	28.6	21.4	19.1	17.9	9.5	9	6.2
医疗器械	11.8	12.2	11.8	11.3	11.4	12	11.6	11	7.4
其中：IVD	13.2	13.5	13.2	12.6	12.4	13	12.4	11.2	7.6
医药配送	2.3	2.4	2.2	2.2	2.2	2.4	2.3	2.2	2.3
零售药店	4.5	4.7	4.3	4.7	4.7	4.7	3.8	4.1	4.1
医疗服务	12.5	12.2	12.8	12	11.8	11.8	14.1	12.6	11.8
板块财务费用率	0.8	0.7	0.9	0.9	1	1	1.2	1	1.07
化药	1.1	1	1.5	1.6	1.7	1.8	2.1	1.3	1.11
其中：化药原料药	0.8	0.5	1.6	1.9	2	2.1	3.3	1.4	0.8
化药制剂	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2
中药	0.9	0.9	0.9	0.9	1	1.1	1.1	1.2	1.22
生物制品	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	-0.1	-0.13
其中：血制品	1	1.1	1.7	1.4	1.1	0.8	1.3	0.9	0.74
疫苗	7.8	6.5	5.3	3.5	2.7	2.9	0.7	0.3	0.14
医疗器械	0.7	0.7	1.2	1.2	1.4	1.6	2.2	1.8	1.5
其中：IVD	0.6	0.5	1.4	1.3	1.5	1.6	2.3	1.8	1.7
医药配送	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	1
零售药店	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
医疗服务	0.7	0.6	1	1	1.5	1.5	1.7	1.6	1.3
板块期间费用率	20.1	20.6	20	20.1	20.8	22.2	22.9	22.6	24.3
化药	29	29.4	29.8	30.2	31.9	34	35.7	35	36.9
其中：化药原料药	21.8	22.7	23.4	23.8	25	26.9	28.6	28.4	29.3
化药制剂	32.1	32.2	32.6	33.1	34.9	37.2	39	37.9	40.3
中药	30	30.9	29.2	29.7	30.7	32.4	31.8	31.8	31.6
生物制品	40.1	41.5	40.3	42.9	43	43.5	39.2	39	38.8
其中：血制品	20.8	23.4	23.4	24.4	25.1	26.8	26.7	24.9	26.1
疫苗	77.5	74.4	67.1	61.7	58.7	58.1	34.6	36.8	27.6
医疗器械	25.1	26.2	25.6	25.1	25.5	27	26.9	25.5	27
其中：IVD	27.7	28.5	28.4	26.9	26.9	28.3	27.6	25	25.9
医药配送	6.4	6.9	6.7	6.7	6.9	7.4	8.3	8.2	8.9
零售药店	30.5	30.8	29.4	30	30.7	30.8	29.9	30.5	30.3
医疗服务	22	21.4	22.3	22.3	22.9	23.4	25.1	25.5	26.4

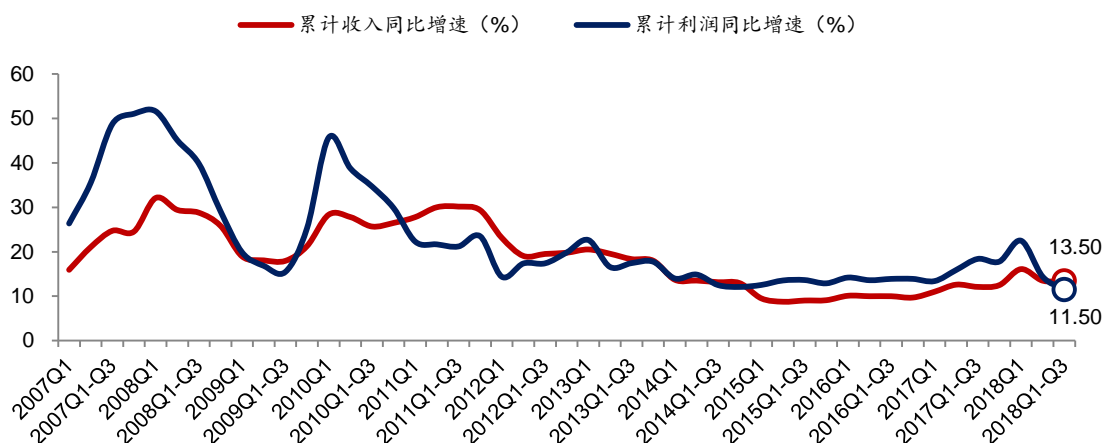
资料来源：wind，招商证券（注：剔除新股和部分不可比公司）

2、最新工业统计数据及解读

医药制造业统计数据方面，18年1~9月份医药制造业收入同比增长13.5%，利润同比增长11.5%，利润增速较18年1-6月份下降明显。我们的解读是，收入增速在一个合

理水平，利润增速下滑主要原因有：1、我们认为 18 年大医院的控费/控药占比是高峰期，很多医院要达标，需要砍掉部分品种。控费总额达标后，我们预计有一个平台期。医药制剂公司收入受控费影响明显，包括丽珠集团、信立泰、华东医药等。2、大型制药公司面对带量采购等促进行业高速整合的政策，加大了对创新药的投入，研发费用增速普遍大幅高于收入增速，利润增速有所下滑。3、金税工程和两票制以后，增值税基本上不能规避，部分增值税转嫁到生产厂家头上，影响利润增速。

图 6：医药制造业整体截止 2018 年 1-9 月累计收入和利润增速情况



资料来源：Wind、招商证券

四、政策部分：

1、4+7 城市带量采购：木已成舟，静待变局

什么是带量采购？ 以往的药品招标，只招标价格，而没有数量，中标企业还需要进医院做工作来促进药品使用；而带量采购则是，在招标的时候就承诺药品的销量，12 个月内使用完这些量。国家推动的 11 城市带量采购，我们估计是拿出 60~70% 的市场份额给中标企业，其他企业只能分享剩余 30~40% 份额。

为什么是现在搞带量采购？两个先决性因素在今年出现：医保局和一致性评价。 一、过去药品招标部门在各省卫生厅下面，对于医院没有太大控制力，而带量采购需要医保的强势介入，才能控制医院行为。今年国家医保局成立，药品招标即将归医保部门接管（目前多数省份还没调整过来）。上海药招中心就是 2012 年从卫生局划归医保局，2014 年开始带量采购。二、低价中标的体系下，药招部门最担心的是出现质量问题。上海第三批带量采购执行“批批检”，即中标药品每批都要进行红外光谱检测，确保质量合格。今年一致性评价药品陆续公布，通过一致性评价，就可以认为质量是没有差异的。药招部门对通过一致性评价的企业的品种更放心。

11 城市的药品市场有多大？ 我们估计这 11 个城市的药品市场大概占全国药品市场 20%~30%，意味着中标企业直接获得全国 12%~21% 的市场份额。以前有些企业可能因为价格低而放弃上海市场，但这次 11 个城市的市场不可能放弃。

表 2：11 个省份/城市及对应的城市人口情况及公立医院药品销售占全国比例

省份	省份人口 (万人)	该省公立医院药品 销售额全国占比	11 个带量采 购城市	城市人口 (万人)	城市对应的公立医院 药品销售额占比
北京	2170	6.59%	北京	2170	6.59%
上海	2420	5.17%	上海	2420	5.17%
天津	1562	2.32%	天津	1562	2.32%
重庆	3048	2.04%	重庆	3048	2.04%
广东	10999	8.49%	广州	2015	1.70%
广东	10999	8.49%	深圳	2000	1.70%
辽宁	4378	3.73%	沈阳	835	0.71%
辽宁	4378	3.73%	大连	700	0.60%
福建	3874	2.53%	厦门	450	0.29%
四川	8262	4.48%	成都	2030	1.10%
陕西	3813	2.34%	西安	900	0.55%
				合计占比	22.78%

资料来源：卫生统计年鉴、国家数据、各省市统计局、招商证券

中选品种的确定方法，我们简单分析为：

(1)、如果申报企业 ≥ 3 家，最低价者中标；如果最低价有多家企业，那么此前在 11 城市销售范围多、销量大的企业中标。

(2)、如果申报企业=2 家，最低价者进入预中标名单。如果申报企业只有 1 家，该企业进入预中标名单。这样，每个品种只有 1 家企业进入预中标名单。

(3)、对于预中标名单里的企业，按降价幅度排序：降幅前列（不超过 7 家）直接中标，其他预中标品种进行议价谈判：参考申报企业 ≥ 3 家的中标品种的平均降幅，确定议价谈判的最低降幅。

没中标的药品，价格怎么算？按照国家的采购方案，“剩余用量可按所在地区药品集中采购管理有关规定，适量采购同品种价格适宜的非中选药品。”也就意味着没中标的药品，继续执行以前的中标价。但是，11 月 21 日上海市发布《上海地区补充文件》，要求没中标的药品，也要按照降价幅度下调价格。政策非常严苛。

医院采购量达不到承诺怎么办？带量采购选择的品种，基本都是已经成熟的产品，过去监测来看，总用量不会有太大起伏。因此，一旦出现用量较大起伏，说明是医生的问题。招标办通过医保系统监控医院和医生的处方行为。如果医生开药数量小幅下降，可以认为是正常行为：过去这个药品带金销售，可能有些过度使用，在减少回扣之后，药品用量小幅下降可以认为是回归正常用量；但如果发生明显下降，比如，医生去年处方某药品 1 万盒，今年只处方了 100 盒，那么招标办会约谈医院和医生，严重者可能停止医保权限。

如何看待带量采购下药品的降价？上海第一批第二批带量采购品种都有较大降价幅度，第三批多数药品降幅也较多。如何看待带量采购药品的降价？我们观点，不要看中标价下降，而要看出厂价，有些企业甚至出厂价是涨价的：

对于招商代理型企业（依靠代理商的生产企业），以前药品出厂价往往是终端价的 30~40%，但带量采购之后，已经无需再通过代理商进入医院，因此，降价幅度只有超过 60~70%，才会影响招商代理企业的净利润，否则，如果降价幅度低于 60~70%，对于这些企业而言，出厂价都是上升的。

对于直销的生产企业（自己组建销售队伍的药企）而言，带量采购下，中标药品已经不需要再去攻关医院和医生，销售团队也不需要养很多人，因此，生产企业实际上节省了医院、医生和销售费用，我们估计这块费用至少占到药品价格的 30%左右。也

就是说，如果降价超过 30%以上，才会影响直销企业的净利润；反之，生产企业净利润甚至有可能上升。不过，对于直销企业而言，是否要缩减直销团队就比较纠结：一方面，在带量采购时候，销售团队存在的意义大大缩小，而且提升了经营成本；另一方面，如果裁撤销售团队，万一明后年丢标了，又需要重新去经营剩余的 30~40%市场，重新组建销售团队。因此，对于直销企业，最好的做法是：1、如果通过一致性评价的企业仅此一家，那么就在价格谈判时，尽量降价幅度不要超过 10%，继续养着销售团队；2、如果有多家企业通过一致性评价，那么直销型企业的最优选择应该是，放弃带量市场，经营剩余 30~40%市场。

如果带量采购品种不需要销售费用，是否会影响医护人员收入？我们认为，医护人员收入可以从两个方面来维持：一个方面是官方角度：按照带量采购文件要求，通过降价节省的医保费用，将用于“探索合理的医生和护士的激励机制”；另一方面是我们预计的角度：对于医护人员而言，如果常用药 60~70%的份额进入带量采购，没有费用，那么，可以在该药物剩余的 30~40%市场份额里，选择费用高的企业；或者，多使用不在带量采购名单内的替代性的药品，因此，带量采购利好于替代品，特别是费用空间较大的新药。可能有人担心安全无效的辅助用药是否又会卷土重来？我们认为，这类药物受医院层面的控费限制，不会卷土重来。

今后带量采购是全国统一，还是分片区？目前带量采购还在试点阶段，需要观察本次带量采购的执行情况，谈未来模式还有点言之过早。不过，全国统一带量采购的可能性不大，最大可能还是分片区进行带量采购。

带量采购的价格是否会影响其他省份的招标价？目前来看，带量采购的价格不会影响到其他省份药品价格。但不排除其他省份出文件要求执行相同价格。

是否将来所有药品都会进入带量采购？第一，有些药品是明显不适合带量采购的，比如创新药或上市时间短的仿制药，需要通过学术教育来让医生了解其疗效，这些品种的销量是在增长过程中，无法提前预测销量。第二，为了防止低价竞争可能导致的质量问题，带量采购需要对药品的质量进行“批批检”的严格监管，一般是每批都查红外图谱。因此，很难保证批间差异的品种，例如中药，可能也难以纳入带量采购。

带量采购的短期影响：如上所述，本次中标的企业，明年净利润会增厚：不仅是市场份额提升了，同时每只药品销售的利润贡献也将提升。反之，落标企业则业绩将会受影响。我们估计中标概率大的企业：普利制药（阿奇霉素注射剂唯一国产）、华海药业（品种多，成本低）、乐普医疗（阿托伐他汀中标概率大）、信立泰（氯吡格雷目前唯一国产）。

带量采购的中长期影响：中长期来看，带量采购对于仿制药的估值偏负面。中期而言：一方面，一旦某品种通过一致性评价的企业达到 3 家以上，意味着价格竞争将加剧，各家企业将只能赚到加工费；另一方面，每年的竞争也使企业业绩波动会加大，业绩可预测性下降。长期而言，随着带量采购的推广，国内仿制药会趋向集约化生产，大型仿制药企业依靠低成本、多品种存活下来，但估值可能不高。

表 3: 4+7 带量采购的采购量和相关品种涉及的样本医院销售情况

品种名称	规格	是否主品种	采购数量 (万片/万支)	采购量相对9月流出版本变化	通过一致性评价生产厂家	17年样本医院销售情况										
						销售额 (万元)	增速	目前份额最大厂家	占比	通过一致性评价厂家1	占比	通过一致性评价厂家2	占比	通过一致性评价厂家3	占比	剂型备注
阿托伐他汀口服常释剂型	10mg		8,724.36	-3.97%	乐普医疗、德展健康	129268	5%	辉瑞	81%	吉林制药-德展健康	18%	浙江新东港-乐普医疗	0%			
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	是	15,672.18	-5.21%	正大天晴、京新药业、海正药业	65216	1%	阿斯利康	69%	浙江海正	0%	正大天晴	5%	京新药业	7%	
氯吡格雷口服常释剂型	25mg		18,320.56	-4.89%	信立泰	153901	1%	赛诺菲	59%	信立泰	34%					
厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	是	5,746.59	-6.32%	信立泰											
厄贝沙坦口服常释剂型	150mg	是	4,432.42	-55.19%	华海药业、海正药业	21103	-2%	赛诺菲	91%	华海药业	0%	浙江海正	0%			
氯氟地平口服常释剂型	5mg	是	9,311.51	101.31%	海正药业											
氯氟地平口服常释剂型	5mg	是	29,382.02	-4.94%	华润双鹤、扬子江、复星医药	48494	3%	辉瑞	89%	江苏黄河-复星医药	0%	上海海尼-扬子江	3%	华润赛科-华润双鹤	5%	
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	是	4,133.51	-12.48%	江西青峰(分散片、胶囊)、正大天晴(分散片)	120502	-6%	施贵宝	43%	江西青峰	5%	正大天晴	47%		分散片 胶囊	
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	是	1,003.44	-2.60%	复星医药、科伦药业、山东京卫(已发件)	6993	-16%	福建广生堂	55%	江西青峰	9%					
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	是	1,003.44	-2.60%	复星医药、科伦药业、山东京卫(已发件)	19938	14%	灵北	90%	复星医药	0%	科伦药业	8%			
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	是	1,851.66	-17.27%	华海药业	13660	-6%	中美史克	54%	华海药业						
奥氮平口服常释剂型	10mg	是	1,047.36	-7.89%	江苏豪森	37199	0%	礼来	40%	豪森	52%					
奥氮平口服常释剂型	5mg	是	1,783.47	-0.16%	江苏豪森											
头孢唑林酯口服常释剂型	250mg	是	3351.59	-2.42%	成都贝特、联邦制药、现代制药	5679	-14%	葛兰素史克	36%	成都贝特	2%	国药致君-现代制药	15%	珠海联邦	7%	
利培酮口服常释剂型	1mg	是	3401.05	-6.41%	华海药业	6066	-2%	西安杨森	76%	华海药业	3%					
吉非替尼口服常释剂型	250mg	是	49.15	-8.52%	齐鲁制药	32951	33%	阿斯利康	87%	齐鲁制药	13%					
福辛普利口服常释剂型	10mg	是	2,304.47	-1.91%	华海药业	2845	-22%	施贵宝	91%	华海药业	9%					
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	是	9,215.60	0.86%	华海药业、正大天晴	13915	-4%	赛诺菲	71%	华海药业	4%	正大天晴	24%			
赖诺普利口服常释剂型	10mg	是	208.71	11.89%	华海药业	62	-42%			华海药业	0%					
替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	是	22.62	-14.32%	华海药业											
替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	是	621.82	13.36%	成都贝特、正大天晴、齐鲁制药	13221	30%	葛兰素史克	97%	成都倍特	3%	齐鲁制药	0%	正大天晴	0%	
氯沙坦口服常释剂型	100mg		1,883.77	-2.05%	华海药业	22996	-5%	默沙东	77%	华海药业	3%					
氯沙坦口服常释剂型	50mg	是	6,281.99	-2.34%	华海药业											
阿莫西林口服常释剂型	250mg	是	5,614.60	-33.07%	珠海联邦、康恩贝(已发件)	1864	7%	联邦制药	55%	珠海联邦	65%					
阿奇霉素口服常释剂型	250mg	是	2,039.15	-6.25%	石药集团、复星医药	6524	1%	辉瑞	90%	石药集团	2%					
阿奇霉素口服常释剂型	500mg	是	7.94	-7.57%	石药集团											
依那普利口服常释剂型	10mg	是	1,418.88	-16.73%	扬子江	623	1%	默沙东	5%	扬子江	84%					
依那普利口服常释剂型	5mg	是	821.52	-7.22%	扬子江											
左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	是	647.76	-3.03%	京新药业	20053	9%	比利时联合化工	99%	京新药业	1%					
曲马多口服常释剂型	50mg	是	185.14	17.42%	石药集团	2540	-5%	萌蒂制药	73%	石药集团	0%					
伊马替尼口服常释剂型	100mg	是	253.66	-16.87%	江苏豪森	46387	13%	诺华	87%	豪森	13%					
阿法骨化醇口服常释剂型	0.25μg	是	3,200.03	-8.17%	复星医药	10410	-2%	梯瓦	73%	重庆药友-复星医药	4%					
阿法骨化醇口服常释剂型	0.5μg	是	694.78	-25.07%	复星医药											
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	是	2,632.23	-2.35%	上海安必生	19903	6%	默沙东	78%	上海安必生	0%					
蒙脱石口服散剂	3g	是	1,699.32	-5.89%	扬子江、易明医药、先声药业	2634	8%	法国益普生	90%	四川维奥-易明医药	0%	先声药业	3%	扬子江	2%	
卡托普利口服常释剂型	25mg	是	597.33	-26.83%	上海医药、石药集团	455	-18%	施贵宝	90%	常州制药厂-上海医药	0%	石药集团	0%			
培美曲塞注射剂	100mg	是	3.91	-19.05%	四川汇宇	102652	4%	江苏豪森	40%	四川汇宇	0%					
培美曲塞注射剂	500mg	是	2.29	16.84%	四川汇宇											
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	是	516.41	0.55%	武汉大安	62842	17%	北京泰德	100%	武汉大安	0%					
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	是	134.23	-8.56%	扬子江	49128	15%	江苏恒瑞	89%	扬子江药业	0%					
阿奇霉素注射剂	0.5g	是	38.03	上次网传没有量	普利制药	12001	-6%	东北制药	67%	普利制药	0%					

资料来源:上海联合采购办公室,米内网,招商证券

表 4：11 市带量采购政策摘要和解读

方案	内容	解读
区域	北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安 11 个城市	4 个直辖市+4 个一线城市（有重叠），估计 11 市用药金额占全国公立医疗机构 25%
品种	遴选通过一致性评价的仿制药对应的通用名品种	基本上过了一致性评价的品种都要进行，进而鼓励后续药企的积极性，预计过了的口服制剂全部进行带量采购，注射剂不确定
是否跨区域	组织试点地形成跨区域联盟，联盟地区公立医疗机构为集中采购主体，鼓励各省跟标。	鲜明对比，以往各省招标最多价格联动，现在是各地的量集中起来谈判
时间安排	截止集中采购公告发布前一日，试点地区在集中采购结果公布 30 天内省级采购平台上按照集中采购价格完成挂网。	11 月 14 日深改组会议通过，15 日发布方案，预计年底之前完成招标，19 年 1 月开始执行
入围门槛	质量入围和供应入围，质量入围原则上以通过一致性评价为标准，供应入围是生产能力和质量	就是通过一致性评价的品种和原研药入围
采购方式	详见正文	详见正文
采购量	详见正文表格	采购量我们估计是前一年用量的 60%~70%
采购周期	集中采购主体按集中采购价格与企业签订带量购销合同并实施采购，集中采购周期为 1 年。优先使用，确保 1 年内完成合同用量。按量签订购销合同，卫健委监测并定期考核通报实际使用情况	采购周期 1 年，超额部分可以继续按采购价执行。
账期	医保基金在总额预算基础上，按不低于采购金额的 50% 提前预付医疗机构	医保预先打款，保障采购量措施之一
采购品种的医保支付标准	暂未出台相关政策	等待后续医保支付标准，我们判断医保支付价可能参考中标企业的价格。
激励	医保年度总额预算不做调减，集中采购节省的医保资金，有医保部门通过绩效考核、结余留用等适当办法给医院，主要用于提高医务人员薪酬。	医保支付价激励之外，更多的是结余留用的鼓励
惩罚	对不按规定采购，使用药品的医疗机构，在医保总额指标、地方对公立医院改革的奖补资金、医疗机构等级评审、医保定点资格、国家及地方重点专科评定和复核、医疗机构负责人目标责任考核中予以惩戒。	惩罚的力度较重，保障采购量措施之一
分工：	国家医保局制定方案和监督，指导各地医保局做好医保支付、结算和总额预算； 卫健委负责监督采购、使用情况的监督 国家药监局做好一致性评价和 GMP 认证等。	医保局总览大权，可以说支付方决定一切的时代到来了

资料来源：国务院办公厅、招商证券

2、按病种付费：或是医保局的下一个大动作

2.1、全球医保机构偿付医疗医院费用的主要方式概览

不同的医保机构偿付医疗费用的方式各有优缺点，后付制对医疗行为影响最小。从大类上看，偿付方式主要划分为后付制和预付制。后付制一般就是指的按项目付费的方式。而预付制有较多的形式，主要包括总额预付、按人头付费、按病种付费等。对于按项目付费来说，要等病人完成了整个治疗过程才能得出最终的费用总额，该种付费方式对医疗行为影响最小；而预付制的付费方式则对治疗过程产生的费用有着明显的约束，对医疗行为的影响较为明显。所以说从后付制到预付制的转变会对医疗行为（包括药品的使用等）产生较大的影响。

表 5：主要的医疗费用偿付方式

大类	付费方式	医疗费用计算方式	优点	缺点
后付制	按项目付费 (PPS)	按所使用的医疗服务项目(包括药品)的种类、数量、相应的价格来计算，费用要治疗完成后才能完成计算。	有利于调动服务提供者的积极性，患者的选择余地较大，可以选择更多的诊疗机会，所以接受度和满意度都会相对较高。医疗保险管理机构对于费用由高度的控制权，迫使医疗服务机构积极的控制医疗费用，减少不必要支出和医疗卫生资源的浪费。	易造成过度医疗，造成医疗费用过快增长。
预付制	总额预付	支付方针对一个医疗机构一段时间的费用制定一个确定值，具有结余留用，超量自理的特点。	一般参考历史值，方法简单、易于操作。	很难科学的确定合理的预算额度，是抑制了医疗服务人员的积极性，容易增加医患纠纷。
预付制	按人头付费	支付方式确定人均医疗费用标准，按就医的人头付费，通常用于门诊费用的支付。	能够促使医疗机构和医生节约成本、控制医疗费用，同时也可以促进医疗服务的规范化和提高医疗服务质量。	导致医生为降低费用而减少服务提供或降低服务质量，推诿病情较重的病人，病人重复就诊。
预付制	按病种付费 (DRGs)	支付方或第三方先确定的各个病种划分的等级、参数和对应的支付标准，按各病种被执行的数量付费		病种分类和支付标准的制定比较复杂、技术要求较高，难度大。

资料来源：公开资料、招商证券

2.2、医保局成立后大概率出台按病种付费操作层面的政策

2017 年是国内按病种付费的政策元年。2017 年 1 月国家发展改革委、国家卫生计生委、人力资源社会保障部发出《关于推进按病种收费工作的通知》，全面推进按病种收费改革。通知公布了 320 个病种目录，供各地推进按病种收费时选择。通知明确规定二级及以上公立医院都要选取一定数量的病种实施按病种收费，城市公立医院综合改革试点地区 2017 年底前实行按病种收费的病种不少于 100 个。2017 年 6 月和 2018 年 2 月，国务院和人社部相继出台政策推进按病种付费。但是上述政策对于操作层面的内容还是有限。医保局成立后，对于药品招标模式已经打出了一套清晰有力的组合拳，我们判断在药品的使用方面，特别是按病种付费方面会有实操性的文件出台。

表 6：中央单位关于按病种付费的主要政策

时间	发布文件	文件主要内容
2004 年	卫生部,《关于开展按病种收费管理试点工作的通知》	提出 30 个病在七个省市开展按病种收费管理试点工作。
2006 年	《关于加强城市社区卫生服务药品价格管理意见的通知》	实行政府指导价; 实施按项目收费; 合理形成基本医疗服务价格。
2009 年	《关于深化医药卫生体制改革的意见》(中发〔2009〕6 号)	明确要求“在三年新医改试点中实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式”。实行分级定价、探索支付方式改革。
2011 年	国务院《2011 年公立医院改革试点工作安排》	要求在年底前, 制定下发的临床路径数量增加到 300 个, 50% 的三甲医院和 20% 的二甲医院实行临床路径管理的病种数, 每家医院不少于 10 个和 5 个
2011 年	人社部《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》(人社部发〔2011〕63 号)	“以医保付费总额控制为基础, 结合门诊统筹探索按人头付费, 针对住院和门诊大病探索按病种付费”。
2012 年	人社部《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》(人社部发〔2012〕70 号)	要求两年内在全国基本医保范围内普遍实施总额预付制
2013 年	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排的通知》(国办发〔2013〕80 号)	结合门诊统筹推行按人头付费, 结合门诊大病和住院推行按病种付费等支付方式改革。
2015 年 4 月	国家发展改革委、卫生计生人力资源社会保障部等七联合印发《推进药品价格改革的意见》	明确提出医保部门拟定支付标准制程序、依据方法等规则, 探索建立药品价格合理形成的机制, 表明我国药品价格管理模式正从“最高零售限价”向“医保支付价格”管控转变。
2015 年 5 月	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务的通知》(国办发〔2015〕34 号)	推行以按病种付费为主, 按人头付费、按服务单元付费等复合型付费方式。支付方式改革要覆盖县域内和试点城市区域内所有公立医院, 并逐步覆盖所有医疗服务。
2016 年 4 月	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》(国办发〔2016〕26 号)	结合医保基金预算管理全面推进付费总额控制。
2016 年 6 月	《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》	统一医保目录; 推动按人头支付费用、按疾病种类支付费用、按床日支付费用、总额预付等多种付费方法, 谈判协商和风险分担下形成医保支付标准; 差别化的支付政策。
2016 年 7 月	国家发展改革委会同国家卫生计生委、人力资源社会保障部、财政部发布《推进医疗服务价格改革的意见》	2016 年底, 城市公立医院综合改革试点地区实行按病种收费的病种不少于 100 个
2017 年 1 月	国家发展改革委、国家卫生计生委、人力资源社会保障部发出《关于推进按病种收费工作的通知》	全面推进按病种收费改革。通知公布了 320 个病种目录, 供各地推进按病种收费时选择。通知明确规定二级及以上公立医院都要选取一定数量的病种实施按病种收费, 城市公立医院综合改革试点地区 2017 年底前实行按病种收费的病种不少于 100 个。
2017 年 6 月	国务院办公厅印发了《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》(国办发〔2017〕55 号)	对下一步全面推进医保支付方式改革做出部署, 明确提出 2017 年起全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式, 2020 年, 全国范围内普遍实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式, 按项目付费占比明显下降。
2018 年 2 月	人社部发部《人力资源和社会保障部办公厅关于发布医疗保险按病种付费病种推荐目录的通知》, 并推荐性公布《医疗保险按病种付费病种推荐目录》	人社部公布的《目录》涵盖 130 个病种, 并要求各地积极推进按病种付费工作, 应确定不少于 100 个病种开展按病种付费, 《医疗保险按病种付费病种推荐目录》, 可视为国家版的医保控费目录。

资料来源: 政府网站、招商证券

2.3、2017 年开始各省也相继出台按病种付费的政策

随着 2017 年按病种付费中央政策的陆续出台, 各省也开始相应号召, 出台相关政策。从整理的政策情况来看, 大多数省份对于病种的设置在 100 种左右。此外, 对于治疗周期、实施范围、收费标准、支付举措基本都参考了中央文件: 1) 治疗周期为入院至达到临床疗效标准; 2) 实施范围主要是二级及以上公立医院; 3) 收费标准实施最高限价管理, 且和医疗机构等级挂钩。

表 7: 各省关于按病种付费的主要政策

省份	时间	按病种收付费改革政策文件	对应病种目录	确定病种	实施日期
安徽	2017/9/26	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的实施意见》			
	2017/10/17	《进一步推进按病种收费改革工作的通知》	《安徽省按病种收费目录》	104 种 (99 手术、4 种儿童白血病与肾衰竭)	
福建	2017/1/25	《关于省属公立医院按病种收费和支付有关问题的通知》	《首批病种收费标准表》	100 种 (90 手术、10 种紫癜、脑缺血等病种)	2017/4/1
天津	2017/7/10	《关于进一步做好基本医疗保险按病种付费和收费试点工作的通知》	《天津市基本医疗保险按病种付费和收费试点病种及费用标准》	110 种	2017/7/15
山西	2017/6/30	《关于推进我省公立医院按病种收费工作及有关事项的通知》	《省级公立医院 100 个病种价格表》	100 种	2018/1/1
	2017/7/26	《关于按病种分级诊疗有关问题的暂行规定》			
内蒙	2017/8/3	《关于按病种收费有关问题的通知》	《内蒙古自治区健康扶贫大病集中救治按病种收费病种及标准》	50 种 (35 病种, 15 日间手术)	2017/9/1 起试行 1 年
	2017/10/16	《关于推进健康扶贫大病集中救治按病种收费有关工作的通知》		大病 19 种	
浙江	2017/12/25	《关于试行按病种收费有关问题的通知》	《省级公立医院按病种收费病种及标准》	107 种	2017/12/28
广东	2017/5/11	《关于开展广州市职工社会医疗保险指定手术单病种医疗费用结算工作的通知》	个人和统筹基金按结算起付标准以上的分担比例进行支付	32 种指定手术单病种	2017/6/1
海南	2017/11/3	《海南省推进按病种收费工作暂行规定》	《海南省 102 个病种目录与付费标准》	102 种	2018/1/1
	2018/1/5	《关于省属公立医院按病种收费有关问题的通知》			
重庆	2017/9/25	《关于完善和扩大按病种收费的通知》	《重庆市 58 个病种与收费标准》	58 种 (调整 8 种, 新增 50 种)	2017/11/1
四川	2017/6/28	《关于推进按病种收费改革工作的实施意见》		101 种	2017/12/28 试行 2 年
	2017/12/13	《关于推进省管公立医院按病种收付费改革的通知》			
云南	2017/11/15	《云南省物价局关于公立医院按病种收费和付费有关事项的公示》	《云南省 114 个按病种收付费目录与收费标准》	114 种	
宁夏	2017/6/20	《关于推进按病种收付费工作实施方案的通知》	《宁夏回族自治区 107 个病种收付费目录与收费标准》	107 种	2018/1/1
	2018/1/12	《关于三级甲等公立医院实行按病种收付费有关工作的通知 (试行)》			
江苏	2012/8/10	《关于印发江苏省开展城镇基本医疗保险部分重大疾病按病种收付费试点工作实施方案的通知》	《江苏省部分重大疾病收费标准 (试行)》	7 种	
	2015/9/30	《关于推进城镇基本医疗保险日间手术按病种收付费工作的通知》		20 种日间手术	2015/12/31
山东	2017/11/6	《关于推进按病种收费工作的通知》	各地二级及以上公立医院都要选取一定数量的病种实施按病种收费	济南 105 种、临沂 116 种、青岛 110 种等	2017/12/1
江西	2016/5/17	《关于印发基本医疗保险日间手术按病种收付费结算标准 (试行) 的通知》	《江西省 25 种日间手术目录》	25 种日间手术	
	2018/1/22	《关于进一步推进按病种收费工作的通知》	《江西省 100 个病种目录与收费标准》	100 种 (增加 75 种)	2018/1/22
湖南	2017(710 号)	《关于推进我省按病种收费工作的实施意见》	《湖南省 106 个病种目录与临床路径》		
	2017/12/26	《关于在长部省属公立医院实施按病种收付费有关工作的通知》		105 种	

资料来源: 政府网站、招商证券

2.4、目前来看目录中最多的病种对临床检查、手术类药品、高值耗材影响较大

我们判断对于按病种付费对行业的影响：1) 目录中最容易实现的标准类、数量多的手术病种，比如白内障、子宫肌瘤切除、胆囊切除等；2) 总费用固定后，对于各项临床检查和手术用药（麻醉、止血类、抗生素）的用量会有较大影响；3) 对于高值耗材的影响也不容忽视，比如心脏支架、骨科高值耗材（钢钉钢板等），费用空间会遭到较大的压缩。

表 8：各省按病种付费中出现次数最多的手术病种相关情况

疾病诊断名称	主手术操作名称	相关药物	覆盖省	覆盖省份
老年性白内障	白内障超声乳化抽吸术+人工晶体植入术/白内障囊外摘除术	抗菌药物滴眼液、复方托品酰胺眼液、类固醇激素眼药水、非甾体类眼液	14	安徽、福建、天津、山西、内蒙古、浙江、重庆、云南、江苏、江西、海南、四川、湖南、宁夏
腹股沟斜疝	单侧腹股沟斜疝疝囊高位结扎术/双侧腹股沟斜疝疝囊高位结扎术/单侧腹股沟疝修补术/双侧腹股沟疝修补术/单侧腹股沟疝无张力修补术/双侧腹股沟疝无张力修补术	麻醉药物	13	安徽、福建、天津、山西、内蒙古、浙江、云南、江苏、江西、海南、四川、湖南、宁夏
卵巢良性肿瘤	经腹卵巢囊肿剥除术/经腹腔镜卵巢囊肿剥除术/经腹卵巢切除术/经腹腔镜卵巢切除术	麻醉药物、止血药物、抗菌药物	12	安徽、福建、天津、山西、内蒙古、重庆、云南、江西、海南、四川、湖南、宁夏
子宫平滑肌瘤	经腹全子宫切除术/经阴道全子宫切除术/经腹腔镜全子宫切除术/腹腔镜联合阴式全子宫切除术/经腹子宫次全切除术/经腹子宫肌瘤切除术/经腹腔镜子宫肌瘤切除术	麻醉药物、止血药物、预防性抗菌药物	11	安徽、福建、天津、山西、浙江、重庆、云南、海南、四川、湖南、宁夏
急性单纯性阑尾炎	阑尾切除术/经腹腔镜阑尾切除术	麻醉药物、抗菌药物	10	天津、山西、福建、浙江、重庆、江西、海南、四川、湖南
精索静脉曲张	单侧精索静脉高位结扎术/双侧精索静脉高位结扎术	麻醉药物	9	天津、山西、安徽、内蒙古、重庆、江西、海南、湖南、宁夏
甲状腺良性肿瘤	单侧甲状腺叶部分切除术/单侧甲状腺叶峡部切除/单侧甲状腺叶峡部和其他叶部分切除术	麻醉药物、抗菌药物（青霉素、第一代或第二代头孢菌素等）	9	安徽、福建、天津、山西、内蒙古、重庆、海南、四川、湖南
腰椎间盘突出症	腰椎后路椎板切除减压固定融合术	麻醉药物、抗菌药物、	9	天津、福建、山西、内蒙古、江西、海南、四川、湖南、宁夏
青光眼	小梁切除术	局部麻醉药、抗菌药物滴眼液	9	福建、天津、山西、内蒙古、云南、海南、四川、湖南、宁夏
胆囊结石	胆囊切除术/经腹腔镜胆囊切除术	建议使用第二代头孢菌素，有反复感染史者可选头孢曲松或头孢哌酮或头孢哌酮/舒巴坦；术后选用能覆盖肠道革兰阴性杆菌、肠球菌属等需氧菌和脆弱拟杆菌等厌氧菌的药物；麻醉药物	9	天津、福建、浙江、重庆、江西、海南、四川、湖南、宁夏

资料来源：政府网站、招商证券

五、子行业部分：

1、创新药年度策略：从小分子到大分子

中国生物药市场爆发在即。大分子生物药已经取代小分子化学药成为全球处方药市场持续增长的重要推手，预计 2024 年全球生物药市场规模将达到 3732.4 亿美元，市场份额由 2017 年的 25% 提升到 31%，年均复合增长率为 9.54%。而随着国内外药企各自研发的 PD-1/L1 单抗在国内陆续上市，我们预计国内生物药市场也将迎来一场大爆发。

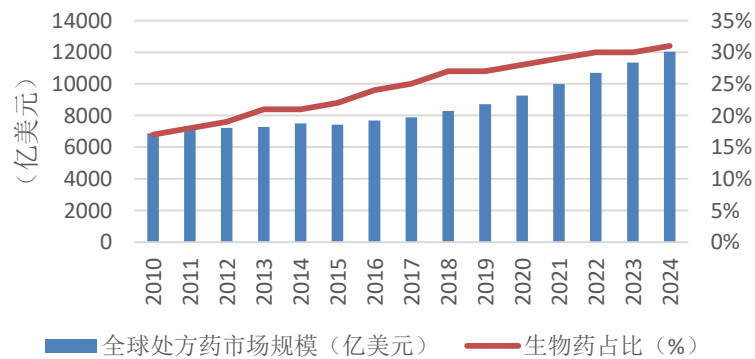
PD-1/L1 单抗在国内的市场空间有望达到 500 亿元。PD-1 是目前临床肿瘤免疫治疗运用和研发上的常见靶点之一，其对应的治疗产品 PD-1/L1 单抗如 Opdivo 和 Keytruda 等在 2017 年分别取得了 49.48 亿美元和 38.09 亿美元的销售收入，而预计到 2025 年两者全球销售额都有望超过 90 亿美元。随着这两种产品今年 8 月以来国内陆续上市，加上国内药企自主研发的 PD-1/L1 单抗也有望于年内正式获得上市许可，我们预计 PD-1/L1 单抗将成为国内生物药市场的重要推手之一，其市场空间有望达到 500 亿元。

2018 年将是国内生物类似药“元年”。随着部分重磅生物药如阿达木单抗、曲妥珠单抗等专利陆续到期，全球生物类似药市场开始进入快速发展阶段，预计 2022 年将达到 90 亿美元，年均复合增速为 33%。我国截止目前还没有一款与国际标准接轨的生物类似药正式上市，但复宏汉霖、海正药业等国内药企已经有生物类似药产品陆续提出上市申请，我们预计国内第一款符合国际标准的生物类似药也有望于年底正式获得上市许可，未来 5 年内每年都将有 5-10 款生物类似药产品上市。

1.1、中国生物药市场爆发在即

根据 Evaluate 的预测，2017 年全球处方药市场规模达到了 7890 亿美元，其中生物药占比首次突破 25% 达到 1972.5 亿美元；预计到 2024 年全球处方药市场将达到 12040 亿美元，而生物药随着临床应用的进一步普及，预计份额将达到 31% 即 3732.4 亿美元，年均复合增速为 9.54%。同时全球 TOP100 处方药中生物药的占比也将从目前的 49% 提高到 52%。毫无疑问，生物药将是未来几年全球处方药市场持续增长的主要推手。

图 7：2010-2024 全球处方药市场规模分析及预测



资料来源：Evaluate、招商证券

而从历年全球前十大畅销处方药的变迁也可以看到，越来越多的生物药成为榜上常客。以 2001 年和 2016 年为例，2001 年名列榜首的是默克的高血脂治疗药辛伐他汀（年销售额 66.7 亿美元），而前十大中唯一一款生物药是强生的促红细胞生长素阿法依泊汀

(年销售额 34.3 亿美元); 而到了 2016 年生物药成为绝对赢家, 榜首是艾伯维的类风湿关节炎治疗药阿达木单抗(年销售额 184.27 亿美元), 罗氏的淋巴瘤治疗药利妥昔单抗排名第三(年销售额 79.35 亿美元), 前十中生物药占据七席, 显示了强大的竞争力。

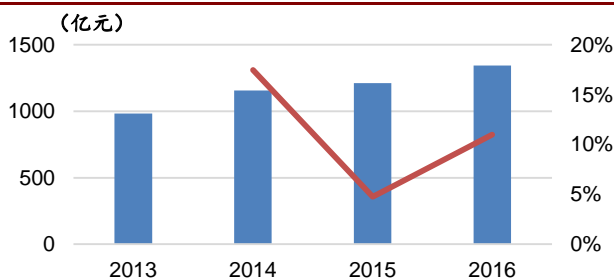
表 9: 2001 年与 2017 年全球前十大畅销药一览

排名	2001	2017
1	辛伐他汀 (高血脂)	阿达木单抗 (类风湿关节炎)
2	阿托伐他汀 (高血脂)	来那度胺 (多发性骨髓瘤)
3	奥美拉唑 (胃溃疡)	利妥昔单抗 (淋巴瘤)
4	苯磺酸氨氯地平片 (高血压)	依那西普 (类风湿关节炎)
5	普伐他汀 (高血脂)	曲妥珠单抗 (乳腺癌)
6	阿法依泊汀 (促红细胞生长素)	阿哌沙班 (血凝)
7	兰索拉唑 (胃溃疡)	贝伐单抗 (肿瘤)
8	氯雷他定 (过敏)	利伐沙班 (血凝)
9	塞来昔布 (关节炎)	英夫利西单抗 (类风湿关节炎)
10	奥氮平 (精神分裂症)	阿柏西普 (黄斑变性)

资料来源: 招商证券整理 (标红为生物药)

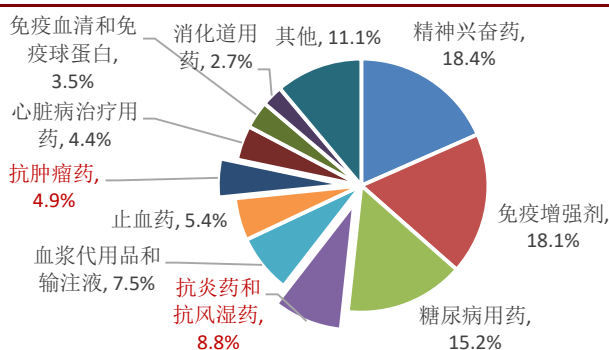
而我国生物药市场受技术研发、审批监管等诸多因素影响, 与全球市场还存在一定“代沟”。据中康 CMH 统计, 2016 年我国生物药市场规模约为 1344 亿元, 市场份额不到 10%, 其中单唾液酸四己糖神经节苷脂钠连续四年蝉联最畅销生物药榜首, 而抗炎药和抗风湿药、肿瘤药这两个全球生物药市场的“大头”在国内的市场份额只有 8.8% 和 4.9%, 与全球市场的差距更加明显。但幸好随着国内创新药审批监管的陆续放开和国内生物药企的迎头赶上, 以 PD-1/L1 单抗为代表的具有国际领先水平的一大批生物药开始在国内陆续上市, 我们预计国内生物药市场将迎来大爆发。而据 Frost&Sullivan 预测, 中国生物药市场将在 2021 年达到 3269 亿元, 是 2016 年的两倍以上。

图 8: 2013-2016 中国生物药市场规模的变化



资料来源: 中康 CMH、招商证券

图 9: 2016 年中国生物药分类别市场份额统计

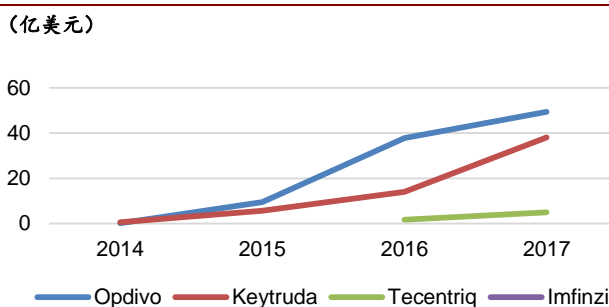


资料来源：中康 CMH、招商证券

1.2、PD-1/L1 单抗在国内的市场空间有望达到 500 亿元

PD-1 是免疫系统的重要检查点，对 T 细胞的免疫反应起着负向调控作用，是目前临床肿瘤免疫治疗运用和研发上的常见靶点之一，其对应的治疗产品 PD-1/L1 单抗因其广谱抗肿瘤特性和低副作用，已成为全球生物药和抗肿瘤药市场的后起之秀。其中，领军产品 Opdivo 和 Keytruda 在 2017 年分别取得了 49.48 亿美元和 38.09 亿美元的销售收入，而预计到 2025 年两者全球销售额都有望超过 90 亿美元。

图 10：2014-2017PD-1/L1 单抗全球销售情况



资料来源：招商证券整理

Opdivo 和 Keytruda 今年 8 月开始已在国内陆续上市，而国内药企君实生物、信达生物、恒瑞医药和百济神州的 PD-1 单抗也已先后提出上市申请，其中信达生物的信迪利和恒瑞医药的卡瑞利珠已经先后完成技术审评，我们预计将很快获得上市许可，与进口产品展开正面竞争。另外，截止今年 10 月，国内 PD-1/L1 单抗临床试验开展数量达到了 136 个，其中除了信达生物、恒瑞医药和百济神州外，上市公司中还有乐普医疗(泰州翰中)、科伦药业(科伦博泰)、誉衡制药(药明康德)和丽珠集团(丽珠单抗)参与了 PD-1 单抗的产业布局，预计未来该项目市场竞争将进入白热化阶段。

表 10：国内 PD-1 单抗上市及研发情况统计（截止 10 月）

药企	产品名	已上市	上市申请	临床 III 期	临床 II 期	临床 I 期
BMS	Opdivo	2018/6/15		15	1	3
MSD	keytruda	2018/7/25		5		
君实生物	特瑞普利		2018/3/20	2	5	13
信达生物	信迪利		2018/4/19	3	3	2
恒瑞医药	卡瑞利珠		2018/4/23	7	12	9
百济神州	替雷利珠		2018/9/6	5	7	3
嘉和生物	GB226				3	1
乐普医疗	HX008				2	1
诺华	PDR001				2	
科伦药业	KL-A167				1	3
誉衡制药	GLS-010				1	2
丽珠集团	LZM009					1
百奥泰	BAT1306					1

资料来源：ChinaDrugTrials、招商证券

目前 Opdivo 和 Keytruda 各有 9 个适应症在美国获批，且还在不断增加，主要适应症包括黑色素瘤、转移性非小细胞肺癌、肾癌和霍奇金淋巴瘤等，可以看到 PD-1 单抗的

适应人群已经超过每年新增肿瘤患者的一半以上。我们根据全国肿瘤登记中心发布的2014年恶性肿瘤发病率，并假定PD-1单抗的实际年均药费在16万元左右，患者渗透率统一为10%则对应市场空间达到300亿元；考虑到《中国医疗卫生事业发展报告2016》指出中国肿瘤患者平均住院费用为8.3万元，我们认为年均16万元的药费支出相对来说并不是高不可攀，适应人群的渗透率还有进一步提升的可能，这也将推动PD-1单抗市场突破500亿元大关。整体而言，虽然进口产品的“低价”策略出乎意料，但是产品价格中枢的整体下行有助于产品销量的上升从而抵消降价对销售额的影响，我们对未来PD-1单抗的市场空间依然保持乐观，这个市场也足以容纳多个中外产品共存。

表 11：国内 PD-1 单抗市场空间有望超过 500 亿元

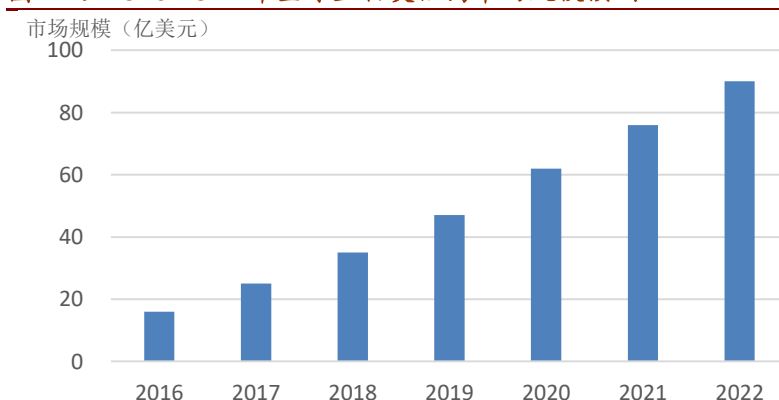
适应症	发病人数 (万人)	实际年均药费 (万元)	10%渗透率市场空间 (亿元)	20%渗透率市场空间 (亿元)
非小细胞肺癌	62.5	16	100	200
胃癌	41.0	16	65.6	131.2
结直肠癌	37.0	16	59.2	118.4
肝癌	36.5	16	58.4	116.8
肾癌	9.5	16	15.2	30.4
膀胱癌	3.3	16	5.28	10.56
头颈部鳞癌	2.2	16	3.52	7.04
霍奇金淋巴瘤	0.9	16	1.44	2.88
黑色素瘤	0.8	16	1.28	2.56
总计	193.7	16	309.92	619.84

资料来源：全国肿瘤登记中心、招商证券

1.3、2018 年将是国内生物类似药“元年”

2016 年全球生物类似药市场规模约为 16 亿美元，而随着部分重磅生物原研药的专利陆续到期，生物类似药市场规模随着获批上市品种数量的持续增加也将迎来日益繁荣。据 Evaluate 预测，2022 年全球生物类似药市场规模将达到 90 亿美元，是 2016 年的 5.6 倍，年均复合增长率更是将达到 33% 左右，远远超过生物药市场。

图 11：2016-2022 年全球生物类似药市场规模预测

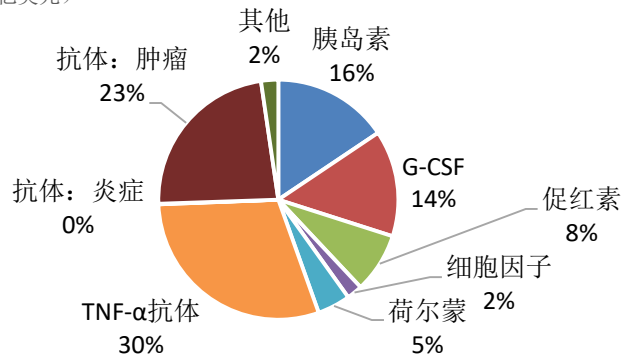


资料来源：EvaluatePharma、招商证券

而分品种看，抗 TNF- α 单抗和其他抗肿瘤单抗将成为 2022 年生物类似药市场的两大牵引者，胰岛素和 G-CSF 则紧随其后。毫无疑问，抗 TNF- α 单抗生物类似药的霸主地位是由于阿达木单抗、英夫利昔单抗和依那西普三大长期占据全球畅销药前十榜单的原研药专利到期而获得的，抗肿瘤单抗也是类似原因。

图 12: 2022 年生物类似药分品种市场份额预测

市场规模 (亿美元)



资料来源: EvaluatePharma、招商证券

按照国际标准,中国还没有第一款正式上市的生物类似药,这与我国在生物类似药监管上近年才开始与国际接轨有密切关系。在 2007 年《药品注册管理办法》正式颁布规定所有生物制品必须按照新药上市流程进行申报之前,国内监管部门对生物药审批上市持较为宽松的态度,这也导致了胰岛素、G-CSF 和干扰素的相关批文一度泛滥;而随着国家监管趋严,并在 2015 年之后与国际接轨陆续出台了关于生物类似药的相关监管细则,我们预计背靠庞大市场的中国生物类似药不仅将在短期内迎来第一款产品正式上市,同时也将步入行业发展的春天,当然竞争也将较发达国家更为激烈。

表 12: 国内生物类似药产品研发竞争格局一览 (截止 18 年 10 月)

药企	已上市	上市申请	临床 III 期	临床 I/II 期
海正药业	1	1	3	
三生国健	1			
赛金生物	1			
复宏汉霖		1	3	
百奥泰生物		1	1	
百迈博		1		
正大天晴			3	1
信达生物			3	
华兰基因			1	3
齐鲁制药			1	2
嘉和生物			1	1
众合医药			1	
喜康生物			1	
神州细胞			1	
恒瑞医药			1	
上海生物				1
丽珠单抗				1
新时代药业				1
通化东宝				1
华奥泰				1
三叶草生物				1
金盟生物				1
安科生物				1
绿竹生物				1
东曜药业				1
合计	3	4	20	17

资料来源: ChinaDrugTrials、招商证券

2、连锁药店：集中度提升和处方外流带来确定性高增长

我们持续看好国内连锁药店行业的投资机会，原因在于：

(1) 连锁药店是医药板块少有的受政策负面影响小的子行业，大多数政策的出台都对行业成长偏正面。

(2) 内生和外延确定性均极强，业绩增长具备可持续性，估值合理即可买入。

我们继续看好集中度提升和处方外流给龙头连锁药店带来的确定性高增长。

2.1 集中度提升：“政策+资金”

1、政策：(1) 监管趋严，小店生存困难。我们认为营改增、两票制等税收政策对小型不规范药店的利润影响较大。税务核查、飞检等政策越来越严，小店日子难过。**(2) 药店分级管理政策加快行业洗牌。**广东省在 18 年 3 月已经推出药店分级管理政策。我们认为药店分级管理政策将进一步带动行业整合，优质门店有望享受政策红利，脱颖而出。药店分级管理后，监管思路更加清晰，利于优胜劣汰。我们预计除广东之外，后续其他省份有望跟进。

表 13：两票制配合营改增若严格执行，对不规范药店的影响

	政策执行前	政策执行后	对不规范单体药店净利率影响
采购成本（不含税）	高 5-10%	高 7%-12%	下降 2%
税负	低 3%-4%	相当	下降 3-4%
五险一金	低 3%	低 1%	下降 2%
净利率	相当	低 5-7%	下降 7-8%

资料来源：招商证券（注：草根调研数据，仅供参考）

表 14：广东省药店分级管理政策

门店分类	经营范围	人员配置
一类店	非处方药	至少 1 名药师 或以上职称药学技术人员
二类店	非处方药、处方药（注射剂、肿瘤治疗药、抗生素、生物制品、二类精神药品、医疗用毒性药品、罂粟壳、中药饮片等除外）	至少 1 名执业药师（含执业中药师） 和 1 名药师或以上职称药学技术人员
三类店	非处方药、处方药、中药饮片等 所有可在药品零售企业销售的药品	至少 1 名执业药师和 2 名药师或以上 职称的药学技术人员

注：经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少 1 名执业中药师或中药师或以上职称的药学技术人员；药品营业场所面积每超出开办标准 100 平方米（不足 100 平方米的按 100 平方米计），需增加 1 名执业药师。

资料来源：广东省食品药品监督管理局，招商证券研究

2、资金：一二级市场资金加快行业整合。(1) 二级市场：上市连锁药店凭借上市平台的融资优势，在上市后扩张步伐明显加快，到 17 年 Q3，三家上市企业益丰药房、老百姓和一心堂的门店数量相较上市初期均已翻倍。截止 18 年 Q3，益丰药房、老百姓、一心堂和大参林的直营门店数量分别达到 3112 家、3110 家、5471 家和 3676 家，相比上市初门店增量分别达到 284%、211%、128%、40%。**(2) 一级市场：**以高瓴、基石、大摩和华泰等为代表的产业资本以巨资打造药店拼盘，目前高瓴和基石各自控制的药店规模也已达上千家甚至过万家。18 年阿里健康也加入到药店投资行列，先后参股了漱玉平民大药房、安徽华人健康、贵州一树等区域龙头。

表 15: 连锁药业龙头在资金推动下加快扩张步伐

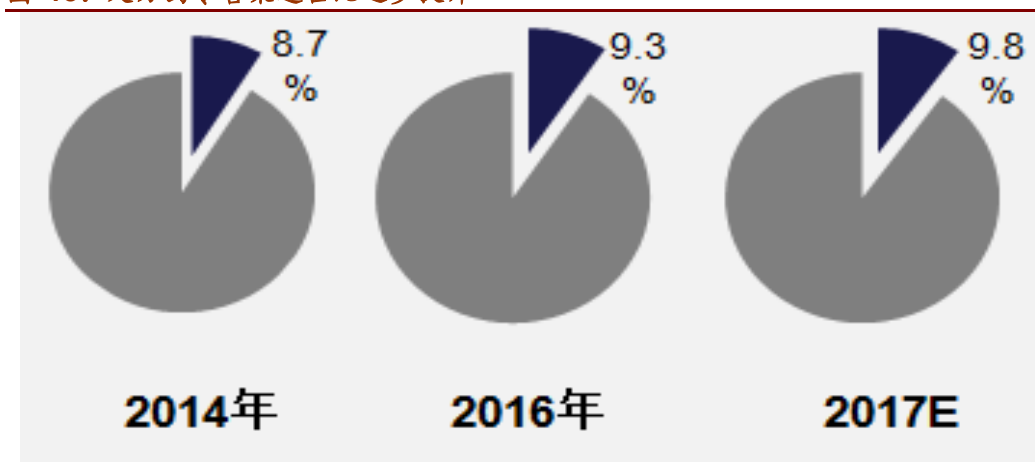
连锁药企	上市日期	IPO 净额 (亿元)	定增规模 (亿元)	上市初 门店数 (家)	2018 年 Q3 门店数 (家)	相比上市初 门店增加
一心堂	2014.6	7.5	15	2404	5471	128%
益丰药房	2015.2	7.3	13	810	3112	284%
老百姓	2015.4	10.1	8	999	3110	211%
大参林	2017.7	9.5		2625	3676	40%

资料来源: 公司公告, 招商证券

2.2 处方外流: 药店处方药销售快速增长

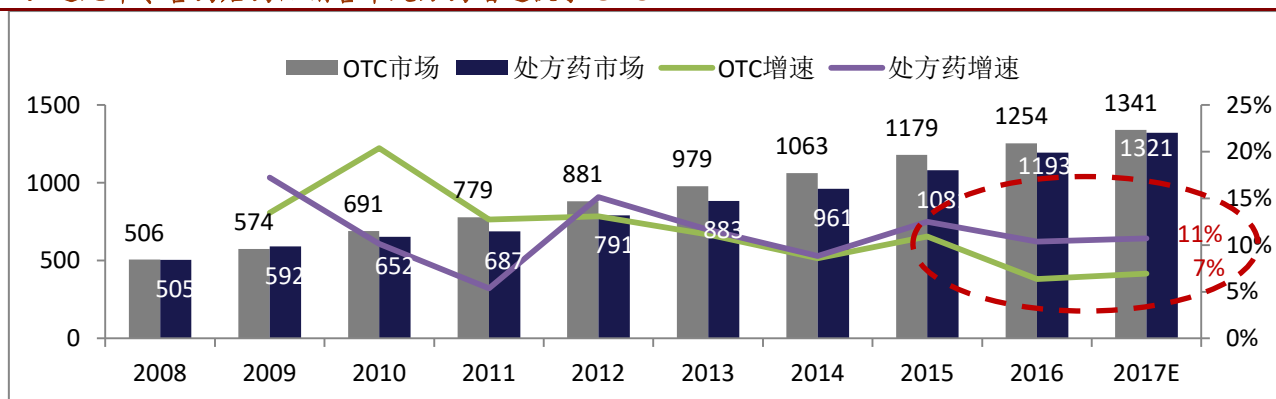
目前处方药销售的大头仍在医院, 但中康 CMH 数据显示零售药店销售处方药的渠道占比逐步提升, 处方药在零售药店的销售增速明显快于 OTC 药品, 其中以肿瘤和免疫类药物增速最快。

图 13: 处方药零售渠道占比逐步提升



资料来源: 招商证券

图 14: 近几年零售药店药品销售中处方药增速快于 OTC



资料来源: 中康 CMH, 招商证券

我们认为未来处方外流的趋势仍将强化, 影响因素在于:

医院端: 虽不情愿, 但取消 15% 药品加成和药占比由目前 40% 降到 30% 的政策指标强行推进, 仍会加快处方药向院外转移。

药店端：开展慢病管理，提供健康增值服务，店内小诊所等逐步展开，布局 DTP 药房，处方承接能力加强。

药企端：中标难度加大，价格维护能力减弱，院内推广风险加大，促使企业重视 OTC 市场。

3、OTC 行业迎来第二春

今年 3 季报，OTC 上市公司业绩出现分化。在我们统计的 29 家 OTC 公司中，3 季报收入增速超过 30% 的有 5 家（占比 17%），收入增速 20%~30% 的有 9 家（占比 31%）；3 季报扣非净利润增速超过 30% 的有 7 家（占比 24%），扣非净利润增速 20%~30% 的有 7 家（占比 24%）。

表 16：OTC 企业 17Q3-18Q3 的收入、净利润增速和毛利率变化（按 18 年个股涨幅排序）

	单季度收入增速 %					单季度扣非净利润增速 %					毛利率变化 (pp)				
	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
仁和药业	8%	17%	26%	27%	16%	3%	51%	35%	73%	60%	3.68%	2.30%	2.67%	7.28%	5.03%
片仔癀	49%	42%	42%	32%	19%	36%	163%	44%	46%	29%	-6.54%	8.12%	1.71%	-0.81%	0.61%
葵花药业	12%	0%	31%	11%	20%	193%	-10%	40%	35%	25%	6.66%	-1.74%	0.07%	-0.42%	-5.67%
白云山	4%	11%	31%	36%	210%	83%	145%	89%	1%	102%	2.35%	19.21%	-0.82%	-8.85%	-17.06%
济川药业	22%	22%	51%	19%	24%	31%	22%	74%	31%	34%	-0.88%	-0.39%	-0.93%	-0.23%	-0.22%
中新药业	-13%	-3%	10%	-2%	21%	-11%	676%	36%	35%	9%	7.05%	7.17%	6.08%	8.09%	0.57%
佛慈制药	18%	85%	41%	8%	28%	-1%	27%	55%	-11%	-10%	-1.84%	1.62%	-0.20%	3.99%	8.00%
亚宝药业	67%	48%	37%	9%	20%	-234%	-181%	34%	27%	73%	17.15%	15.52%	9.97%	-0.39%	-3.34%
同仁堂	11%	12%	0%	8%	15%	11%	16%	8%	5%	-6%	-0.79%	1.46%	2.12%	0.68%	-1.28%
华润三九	32%	29%	38%	22%	20%	7%	-17%	11%	12%	21%	1.74%	5.86%	5.43%	4.20%	5.91%
羚锐制药	23%	39%	34%	31%	4%	22%	16%	25%	16%	20%	5.06%	10.16%	3.72%	6.13%	4.64%
康恩贝	-3%	2%	63%	44%	26%	59%	63%	20%	31%	15%	28.19%	24.57%	6.48%	6.48%	-0.14%
江中药业	95%	-7%	7%	-3%	-8%	91%	-23%	0%	8%	11%	3.24%	0.46%	-0.71%	-2.56%	-1.03%
桂林三金	3%	3%	3%	4%	2%	5%	47%	7%	7%	0%	1.62%	5.38%	0.68%	2.44%	-5.04%
广誉远	5%	36%	46%	20%	57%	2%	72%	118%	83%	271%	3.14%	8.62%	3.63%	4.09%	-1.07%
奇正藏药	15%	11%	17%	19%	35%	31%	88%	10%	9%	40%	6.04%	2.25%	1.19%	0.11%	1.88%
千金药业	8%	3%	5%	-7%	4%	78%	18%	7%	124%	25%	-10.87%	4.94%	0.28%	5.67%	8.71%
东阿阿胶	18%	24%	1%	3%	-10%	2%	27%	2%	-28%	-4%	-0.90%	-1.33%	-3.68%	-1.86%	5.48%
马应龙	-11%	-19%	29%	45%	27%	-21%	37%	18%	11%	28%	9.05%	14.78%	-4.92%	-10.87%	-5.64%
云南白药	4%	3%	7%	10%	12%	6%	-21%	0%	-2%	2%	-0.73%	2.57%	-0.08%	-2.56%	-1.54%
健民集团	12%	-6%	-15%	-35%	-19%	24%	-363%	56%	-11%	-27%	4.76%	11.28%	13.98%	17.61%	7.67%
康惠制药	-2%	-11%	27%	-5%	5%	-174%	-63%	9%	-29%	-51%	10.61%	11.46%	3.43%	8.28%	-7.34%
太极集团	19%	2%	20%	12%	19%	-161%	-100%	2361%	28%	-30%	1.11%	17.91%	9.29%	9.01%	11.10%
九芝堂	45%	46%	23%	-12%	-23%	-6%	-2%	-4%	-25%	-109%	10.08%	11.09%	3.75%	-1.27%	-7.79%
太安堂	-18%	12%	-11%	7%	22%	5%	-21%	13%	-80%	4%	9.10%	0.37%	8.31%	0.79%	-0.89%
佐力药业	-6%	-5%	-16%	-7%	-13%	-87%	283%	-65%	1%	-1052%	-1.79%	0.28%	8.54%	8.69%	7.45%
贵州百灵	3%	23%	12%	3%	32%	2%	1%	11%	18%	21%	0.45%	-5.52%	-4.11%	6.88%	-8.50%
寿仙谷	16%	26%	45%	26%	46%	-129%	-54%	34%	-8%	-44%	29.82%	27.53%	28.94%	31.08%	0.46%
启迪古汉	-5%	36%	-17%	-53%	-52%	-122%	65%	-56%	-183%	26033%	9.52%	2.52%	-6.07%	-4.49%	-16.27%

资料来源：Wind，招商证券研发中心

18Q3 业绩已经基本摆脱了 18Q1 流感因素的影响，从收入和扣非净利润增速较快的个股可以看出 OTC 企业快速增长的几个条件：

第一，品牌 OTC，能够自带流量并有提价空间。随着连锁药店规模和区域的扩大，销售方式已经悄悄在发生改变，过去药店推荐杂牌药，是极其“伤客”的销售行为；且近年来品牌 OTC 靠部分产品的提价并与终端分享提价利润，给到药店的毛利率和杂牌 OTC 给到药店的毛利率差距在缩小。因此，现在连锁药店的销售方式，已经开始转变为，依靠自己的议价能力，与品牌 OTC 达成战略合作。该类企业包括片仔癀、华润三九、广誉远、济川药业、葵花药业、仁和药业等，都有自己的知名品牌和拳头品种。

第二，企业除了核心产品之外，最好产品线比较广。只有单一核心产品的品牌 OTC 企业，这个核心产品容易成为药店相互比价（即药店标低价来吸引客户）的产品；而产品线比较齐全的公司，即使在核心产品上毛利率让渡有限，也可以靠非核心产品的让利，增加药店的推广积极性，从而替代其他同类的杂牌。该类企业包括华润三九、仁和药业、葵花药业、太极集团等。

第三，企业要具备一定的销售实力和终端服务能力。即使在连锁药店总部层面已经达成合作协议，但是，如果企业没有强大的地推人员去做药店工作，也很难保证终端店员就一定会大力推荐自家的品牌药品。该类企业包括仁和药业、葵花药业、羚锐制药等。

在推荐个股上，我们已经覆盖的 OTC 公司中，我们看好：

仁和药业：在终端控销的优势下，17Q3 自有产品开始高速增长，盈利水平不断提升。

中新药业：速效救心丸也是非常强势的品牌，18 年享受提价红利，后续国企改革有望激发经营管理活力；

葵花药业：在细分领域品牌强大，销售实力强，有望持续高增长；

片仔癀：片仔癀系列毛利率持续下滑，存在提价预期，需注意和一般 OTC 逻辑不同；

风险提示：业绩低于预期风险，药品提价幅度低于预期风险。

4、CRO：供需及效率提升，行业持续高景气度

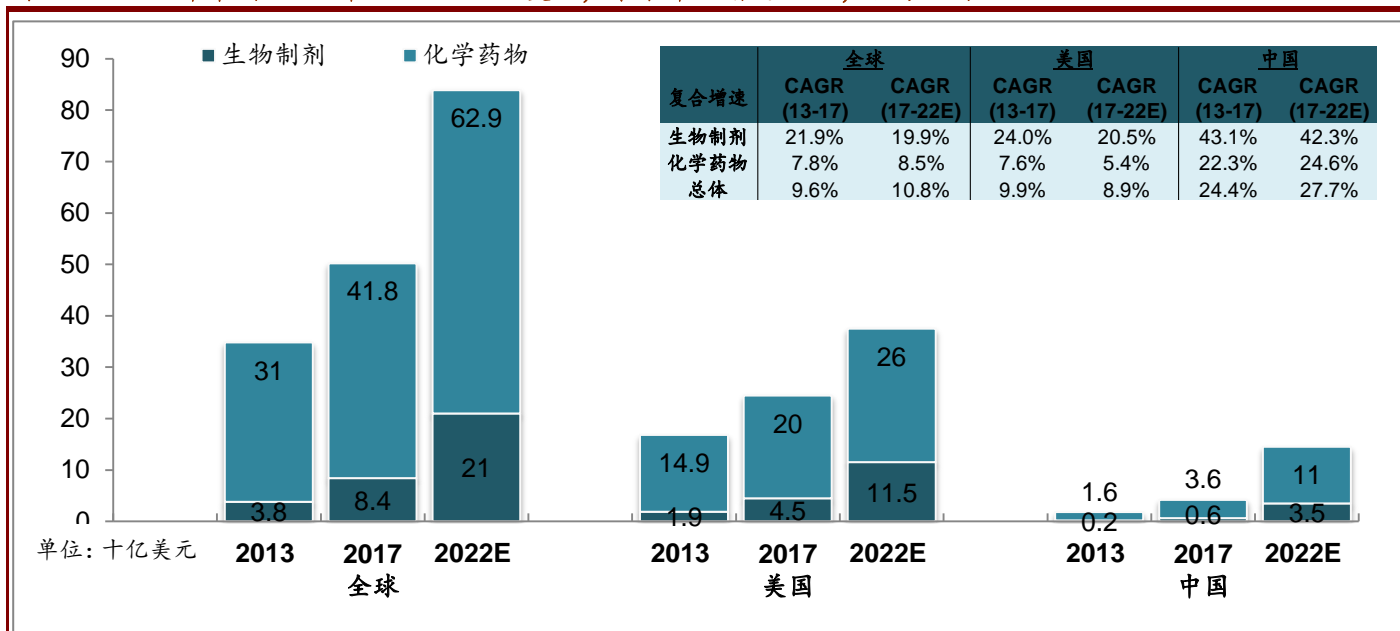
我们看好国内 CRO 行业的发展机遇：**宏观层面**，政策利好，国内 CRO 行业年化增速 28%，发展潜力大但格局散，TOP10 占比 40%，未来强者恒强。**微观层面**，行业需求（国内创新药研发热情高涨）；产能（临床机构+CRO 从业人员）；效率（审评提速+临床质量标准提升）三方面提升将使行业持续处于高景气度。

4.1、国内 CRO 市场规模约 300 亿，预计年化增速 28%

2017 年国内市场规模约 300 亿，预计年化增速可达 28%，明显快于全球水平。

我们判断国内 CRO 行业发展潜力较大，原因：（1）企业研发投入比 6.8%，与美国 15.2% 比有提升空间；（2）2017 年 CRO 渗透率仅 31%，远低于美国 42%；（3）CFDA 加入 ICH 后国内临床标准与国际接轨，国内 CRO 企业具有资源和成本竞争优势。国内市场集中度低，CRO 企业过 500 家，TOP10 占比约 40%，千万营收以下企业数量占比 65%。

图 15: 2017 年中国 CRO 市场规模 42 亿美元, 未来年化增速 28%, 快于全球



资料来源: 方达医药招股书, 招商证券

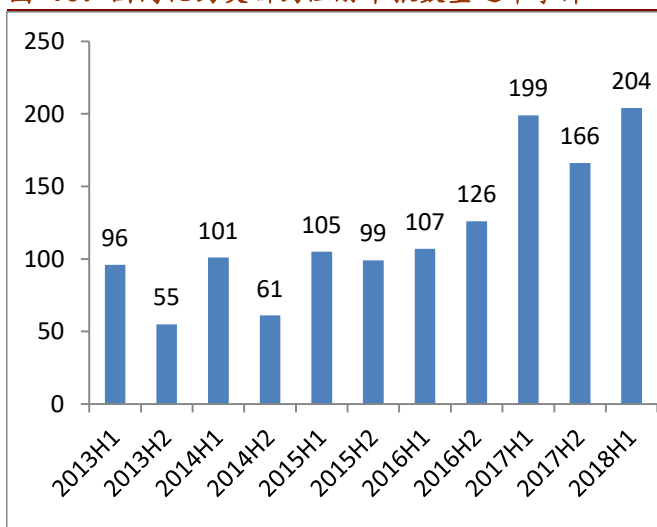
4.2、“需求+产能+效率”，行业将持续处于高景气度

1、需求：创新药申报数量增加+国内企业发起临床试验数量快速提升；

医药魔方数据库数据显示，2018 年 01 月 10 日至 2018 年 07 月 04 日，CDE 共计承办 338 个创新药受理号，其中国产受理号 300 个，进口受理号 38 个，总计涉及 197 个不同品种。在 2013 年-2018H1 期间，中国注册申报 1 类新药数量在逐年攀升。

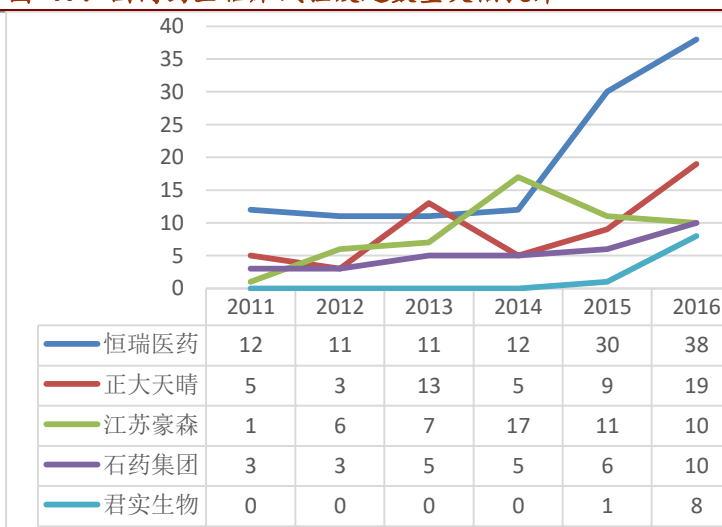
Trialtrove 数据显示，2015-2016 年间，以恒瑞、正大天晴、豪森、石药集团、君实为代表的国内企业临床试验发起数量快速增长，明显超过外企。国内本土企业临床试验发起数量的大幅提升无疑为国内 CRO 企业带来巨大的业务机会。

图 16: 国内化药类新药注册申报数量逐年攀升



资料来源: 医药魔方, 招商证券

图 17: 国内药企临床试验发起数量大幅提升



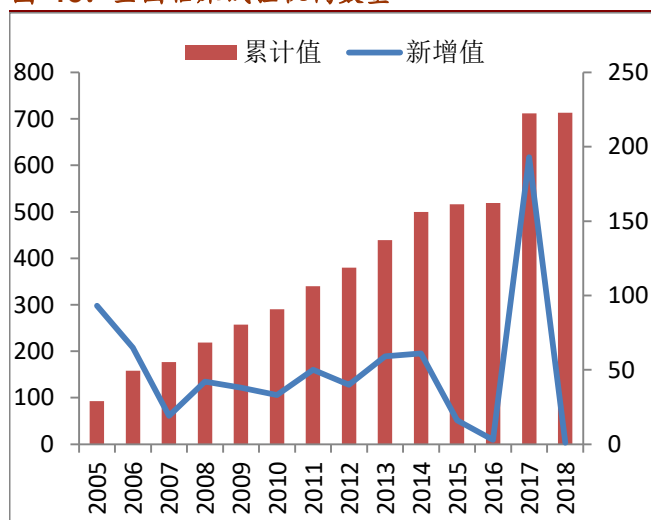
资料来源: Trialtrove, 招商证券

2、产能：临床试验机构数量增多+CRO 企业扩员；

临床试验机构数量增多：我们统计 CFDA 临床试验机构认证的数据显示，目前全国临床试验机构数量已经超过 700 家，临床试验机构在 2017 年得到大幅扩容，我们统计数据 2017 年新增机构接近 200 家，比过去五年之和还要多；我们判断随着临床试验机构备案制政策最终的落地执行，未来临床试验机构数量将持续扩容，将极大缓解 CRO 企业的资源瓶颈。

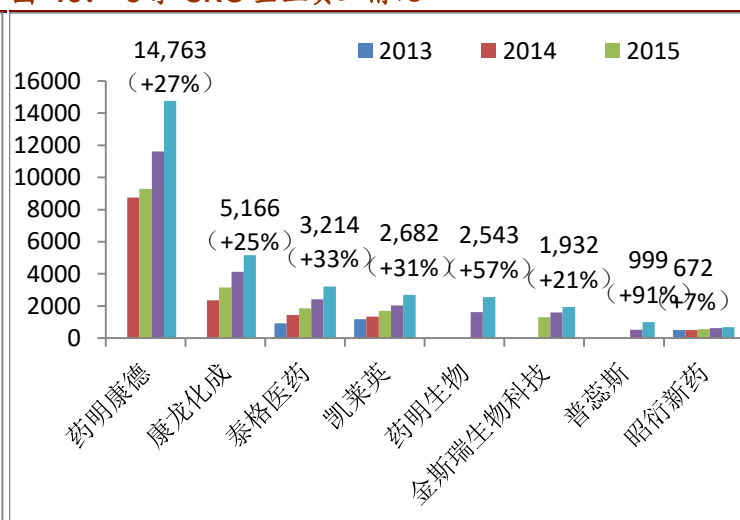
CRO 企业扩员明显，彰显行业高景气度：CRO 行业属于人力密集型，从企业员工数量的增减情况可以看出企业运营状态以及行业景气度情况，我们统计了药明康德、泰格医药等在内 8 家规模及核心业务不同的企业员工情况，各家企业均有不同程度的员工扩容，显示行业发展前景向好。相比 2016 年，2017 年员工增幅基本在 20% 以上（昭衍新药 2017 年 IPO，一定程度上影响当年招员力度，2018 年公司明显加大招员力度）。

图 18：全国临床试验机构数量



资料来源：CFDA，招商证券

图 19：8 家 CRO 企业员工情况



资料来源：公司公告，招商证券

3、效率：提升审评效率+强化临床质量标准。

CRO 企业的订单执行周期在很大程度上受 CFDA 审评审批进度的影响，加快审评审批，无疑会提升 CRO 企业的订单执行效率。2017 年 6 月，CFDA 宣布加入 ICH，国内临床试验质量标准与国际接轨，一方面有助于 CRO 企业按标准提升项目完成质量，而另一方面，质量标准接轨后也为国内 CRO 企业提供了同等平台来与海外优秀 CRO 企业展开竞争，有望承接更多高附加值业务订单。

(1) 临床试验推行备案制，60 个工作日不否定或质疑即可开展临床试验：2017 年 5 月 12 日，国家药监局发布《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》（征求意见稿），提出“优化临床试验审查程序”：审评机构自受理之日起 60 个工作日后，没有给出否定或质疑的审查意见即视为同意，申请人可按照递交的方案开展临床试验。

(2) 优先审评。2017 年 12 月，药监局发布《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》，截止 18 年 7 月 20 日，已经公示 30 批优先审评名单。

(3) 加入 ICH，国内临床试验质量与国际接轨。2017 年 6 月 19 日下午 4 时，国家食品药品监督管理总局（CFDA）召开新闻发布会宣布正式加入 ICH，即国际人用药品注

册技术协调会。中国的药品监管部门、制药行业和研发机构将逐步转化和实施国际最高技术标准和指南。国内临床试验质量将于国际接轨。

5、疫苗管理法征求意见 行业集中度有望进一步提升

18年11月11日，市场监督管理总局发布《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》，将分散在多部法律法规中的疫苗研制、生产、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监督管理、法律责任等规定进行全链条统筹整合。

突出严监管，行业集中度有望进一步提高。此次疫苗管理法的特点有：1) 确定《疫苗管理法》为《药品管理法》的上位法，明确优先适用疫苗管理法的原则，疫苗行业的管理相对一般药品行业将更为严格；2) 明确疫苗临床试验核准制，且须由三级医疗机构或者省级疾控实施或组织实施，临床试验的门槛有所提高；3) 疫苗不得委托其他企业生产，特殊情况除外。禁止代工对于生产端的责任划分更加明确；4) 疫苗生产工艺落后、质量控制水平明显劣于同品种的，限期进行工艺优化和质量提升，规定期限内达不到要求的，予以退市。5) 对批签发中发现重大问题的，CFDA立即启动现场检查，并根据检查结果，对该企业相关产品或者所有产品不予批签发或者暂停批签发，同时责令企业整改。6) 对数据造假等主观故意违法行为予以严惩，实现“处罚到人”。综合来看，疫苗行业整体运行成本将明显提升，特别是生产端，对于GMP的合规、产品的质量控制将达到空前的高度（企业一个产品批签发出问题，全部暂停批签发），行业集中度有望进一步提高，利好龙头企业。

二类苗自主合理定价，我们判断降价风险小。疫苗管理法规定疫苗价格由疫苗上市许可持有人自主合理确定。对于HPV等短缺的疫苗，我们认为招标降价的可能性不大，因为在供应不足的情况下强行降价将会产生巨大的寻租空间，将引发更深层次的问题。

HPV4加速放量，证实国内市场空间广阔。一、新型疫苗方面：2015年开始，手足口（EV71）疫苗、宫颈癌疫苗（HPV）、13价肺炎结合疫苗陆续在国内获批上市；二、疫苗升级换代产品—多联苗：康泰生物的DTap-Hib和智飞生物的Hib-AC结合苗在13、14年底获批签发，上市推广销售。虽然长生生物的疫苗事件对国内疫苗市场产生了一定的影响，但重磅疫苗，包括HPV4、13价肺炎结合疫苗、DTap-Hib、Hib-AC结合苗都取得了不俗的成绩，特别是智飞生物代理的HPV4，呈逐季加速放量的态势，证实了国内市场的广阔空间。

消费型重磅疫苗品种市场非常广阔。目前国内传统二类苗市场规模前三分别为狂犬、水痘和流感，最大的狂犬即使用年批签发量测算也只有30亿左右的规模。对于HPV和PCV-13等重磅疫苗，增量市场只有10%的渗透率的情况下工业端市场规模也分别有20亿和50亿以上的市场规模。对于Hib-X的多联苗，由于能够减少接种次数，在Hib疫苗的替代方面也有很强的势头，对于Hib-AC结合和Hib-DaTP四连苗来说，仅30%的Hib替代率，就能分别产生12亿和16.5亿的工业端市场。

表 17: 国内重磅疫苗市场空间测算

疫苗品种	市场分类	适龄人群	接种率假设	出厂价	对应剂量(万剂)	规模(亿元)
HPV (HPV4 为例)	存量市场	1.8 亿人	2%	2400 元/3 剂	1080	86.4
	增量市场	900 万人	10%		270	21.6
		900 万人	20%		540	43.2
PCV-13	增量市场	1800 万人	5%	2800 元 /4 剂	360	25.2
			10%		720	50.4
			15%		1080	75.6
			20%		1440	100.8
EV71	增量市场	1800 万人	10%	340 元 /2 剂	360	6.1
			20%		720	12.2
			30%		1080	18.4
5 价轮状病毒疫苗	增量市场	1800 万人	5%	900 元 /3 剂	270	8.1
			10%		540	16.2
			15%		810	24.3
多联苗		Hib 替代率				
AC-Hib	增量市场	500 万人 (对 应 2000 万 剂)	30%	800 元 /4 剂	600	12.0
			40%		800	16.0
			50%		1000	20.0
DaTP-Hib	增量市场	500 万人 (对 应 2000 万 剂)	10%	1100 元 /4 剂	200	5.5
			20%		400	11.0
			30%		600	16.5

资料来源: Wind、招商证券

上市公司疫苗基本上都大品种在握或者获批在即:

智飞生物: 自行研发生产的 AC-Hib 三联苗正逐渐替代 Hib 市场, 母牛分枝杆菌疫苗报产后进入优先审评名单。代理默沙东 HPV4、HPV9、5 价轮状病毒疫苗, 代理的这三个疫苗目前还没有厂家进入 III 期阶段。HPV4 表现抢眼, 呈逐季加速放量的态势; HPV9 基础采购合同已经签订, 19 年供应保障充足。我们预计 19 年智飞 HPV 疫苗销售将迎来爆发。

沃森生物: 13 价肺炎结合疫苗已经报产并进入优先审评, 预计 19Q1 上市, 成为国内首家该疫苗生产企业, 分享广大市场。我们预计该品种国内第二家康泰生物的上市时间为 2019 年下半年或者 2020 年。同时沃森生物 9 价 HPV 已经获得临床批件, III 期临床终点有望确定为 HPV 持续感染而非 CIN2+, 临床试验时间有望大幅缩短。

康泰生物: 自行研发生产的 DaTP-Hib 四联苗正逐渐替代 Hib 市场。23 价肺炎多糖疫苗已经获得注册批件; 13 价肺炎结合疫苗正在进行 III 期临床, 预计 18 年底能够揭盲。

此外还有**华兰生物**已经获批注册的四价流感裂解疫苗和**长春高新**子公司**长春百克**报产并进入优先审评的鼻喷冻干流感减毒活疫苗, 也是具有广阔市场空间的品种

表 18: 国内重磅疫苗批签发、中标价和生产/代理企业情况

品种	主要企业	中标价 (元/剂)	每人接种剂次	批签发 (万剂)							国内临床阶段在研企业
				2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 1-10 月	
HPV2	GSK	598	3	0	0	0	0	0	111	149	沃森、厦门万泰
HPV4	默沙东 (智飞代理)	798	3	0	0	0	0	0	35	415	
HPV9	默沙东 (智飞代理)	1298	3	0	0	0	0	0	0	30	沃森、厦门万泰
13 价肺炎结合疫苗	辉瑞	698	4	0	0	0	0	0	96	266	沃森、康泰
多联苗											
Hib-AC	智飞生物	210	3	0	0	34	489	22	470	480	无
Dtap-Hib	康泰生物	280	3	0	68	21	98	132	143	446	无
Dtap-Hib-IPV	赛诺菲	600	4	119	141	297	114	279	205	161	无

资料来源：中检所、药智网、招商证券

6、血液制品：长周期底部，业绩弹性须看采浆量增速

我们对血液制品的观点：

一方面，进口白蛋白批签发量下降，利好国内白蛋白。我们估计，由于贸易战的影响，中国也放慢了进口白蛋白的批签发进度，这就意味着白蛋白的供应下降，白蛋白的降价压力也将大为缓解。

另一方面，大多数血制品企业从去年开始组建销售队伍，推广静丙，静丙的需求已经逐渐起来。我们估计静丙的供过于求的局面也将逐步缓解。

整体来看，血制品行业要回到供不应求的局面还为时尚早，但是，供过于求的压力已经大大缓解。血制品企业明年业绩弹性，主要还是看今年的采浆量增长。从采浆量的增长来看：

博雅生物今年采浆 400 吨左右，同比增长 25%，如果丹霞调拨的 200 吨浆能够在年底获批，那么博雅生物明年的业绩弹性最大。

天坛生物今年采浆 1600 吨左右，同比增长 14%。天坛生物近几年新建浆站数量最多，老浆站的提升空间也最大，因此，长线来看，天坛生物的采浆量上升空间最大。

华兰生物今年采浆量预计还是 1100 多吨，同比基本持平。因此，明年华兰生物的血制品业绩弹性相对较小，主要看流感疫苗。

血制品批签发情况：

2018Q3 血制品主要品种批签发加快。2018Q1-3 主要品种人血白蛋白(10g/瓶)、静丙(2.5g/瓶)和 VIII 因子(200IU/瓶)批签发分别为 3320.53 万瓶、774.51 万瓶和 123.29 万瓶，同比分别增长 0%、-7%和 30%，增速改善不明显；PCC(200IU/瓶)、纤原(0.5g/瓶)和肌丙 18Q1-3 批签发分别为 72.91 万瓶、62.85 万瓶和 69.06 万瓶，同比分别增-16%、-28%和-55%，下降趋势明显。**2018Q3 主要品种批签发增速改善明显：**2018Q3 主要品种人血白蛋白(10g/瓶)、静丙(2.5g/瓶)和 VIII 因子(200IU/瓶)批签发分别同比增长 13%、4%、49%，分别环比增长 21%(上年同期+16%)，3%(上年同期-4%)、-26%(上年同期-42%)。

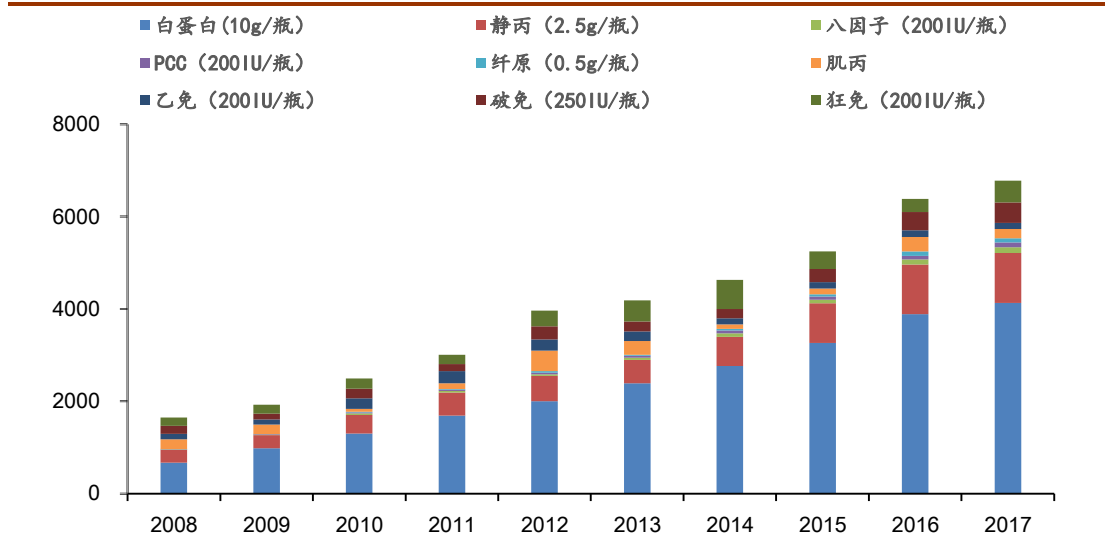
表 19：2018 年前三季度血制品各品种批签发概况（万瓶）

品种	2018 Q1	2018 H1	2018 Q1-3	2018Q1 同比	2018H1 同比	2018Q1-3 同比	2018Q3 同比	2017A
白蛋白(10g/瓶)	948.74	2112.55	3320.53	-1%	-7%	0%	13%	4127.30
静丙(2.5g/瓶)	211.63	488.39	774.51	-22%	-13%	-7%	4%	1082.34
VIII 因子(200IU/瓶)	29.94	83.76	123.29	35%	23%	30%	49%	130.01
PCC(200IU/瓶)	20.32	54.01	72.91	70%	-10%	-16%	-30%	98.94
纤原(0.5g/瓶)	19.60	33.52	62.85	10%	-40%	-28%	-8%	94.13
肌丙	9.99	63.11	69.06	-83%	-52%	-55%	-70%	202.50
乙免(200IU/瓶)	38.06	69.52	111.04	-14%	10%	48%	250%	131.95
破免(250IU/瓶)	89.75	136.04	240.39	-3%	-38%	-18%	41%	441.76
狂免(200IU/瓶)	84.38	364.95	518.07	123%	96%	63%	16%	472.02

资料来源：中检所、招商证券

血制品 2017 年批签发整体呈增速放缓趋势。受两票制对销售的影响，2017 年批签发数据显示批签大致趋势相对于 2016 年呈增速放缓趋势，主要产品人血白蛋白（折算成 10g/瓶）、静丙（折算成 2.5g/瓶）、人凝血因子 VIII（折算成 200IU/瓶）批签发数量分别为 4127.30 万、1082.34 万、130.01 万瓶，增速分别为 6.13%、0.55%、19.62%（2016 年同比增速分别为+19%、+25%、+35%）。批签发量下降最多的是肌丙，增速为-35.14%，2017 年批签发量为 202.50 万瓶。增速最快的是狂免（200IU/瓶），为 63.23%，2017 年批签发量 472.02 万瓶。

图 20：2008~2017 年国内血制品批签发概况（万瓶）



资料来源：中检所、招商证券

六、个股部分：

表 20：招商医药覆盖股票情况（数据截止到 181122）

代码	股票简称	投资评级	收盘价 (181122)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					17	18	19	17	18	19
医疗器械/设备类										
300595	欧普康视	强烈推荐-A	41.75	94	0.70	0.98	1.33	59.6	42.6	31.4
300653	正海生物	强烈推荐-A	58.83	47	0.86	1.11	1.40	68.4	53.0	42.0
300003	乐普医疗	强烈推荐-A	30.84	549	0.51	0.72	0.96	61.0	42.8	32.1
300326	凯利泰	强烈推荐-A	9.62	69	0.27	0.29	0.42	35.6	33.2	22.9
300633	开立医疗	强烈推荐-A	30.95	124	0.49	0.68	0.95	63.2	45.5	32.6
002223	鱼跃医疗	强烈推荐-A	18.41	185	0.59	0.72	0.87	31.2	25.6	21.2
002614	奥佳华	强烈推荐-A	17.10	96	0.62	0.85	1.12	27.6	20.1	15.3
中药类										
000650	仁和药业	强烈推荐-A	6.82	84	0.31	0.43	0.56	22.0	15.9	12.2
002737	葵花药业	强烈推荐-A	17.93	105	0.73	0.99	1.28	24.7	18.1	14.0
600329	中新药业	强烈推荐-A	14.26	127	0.62	0.70	0.87	23.0	20.4	16.4
600436	片仔癀	审慎推荐-A	82.55	498	1.34	1.75	2.24	61.6	47.2	36.9
000538	云南白药	强烈推荐-A	70.23	731	3.02	3.12	3.47	23.3	22.5	20.2
600479	千金药业	强烈推荐-A	9.15	38	0.50	0.61	0.72	18.4	15.0	12.7
600129	太极集团	强烈推荐-A	10.53	59	0.18	0.52	0.82	59.7	20.3	12.8
600771	广誉远	强烈推荐-A	30.90	109	0.67	1.23	1.85	46.1	25.1	16.7
600566	济川药业	审慎推荐-A	37.56	306	1.50	2.10	2.50	25.0	17.9	15.0
连锁药店/医药配送类										
603939	益丰药房	强烈推荐-A	50.35	190	0.86	1.21	1.66	58.3	41.6	30.3
002727	一心堂	强烈推荐-A	23.18	132	0.81	0.95	1.20	28.5	24.4	19.3
603883	老百姓	强烈推荐-A	58.21	166	1.38	1.63	2.11	42.2	35.7	27.6
603368	柳州医药	强烈推荐-A	30.15	78	1.55	2.09	2.77	19.5	14.4	10.9
600056	中国医药	强烈推荐-A	14.80	158	1.22	1.36	1.66	12.2	10.9	8.9
生物药类										
600867	通化东宝	强烈推荐-A	14.44	297	0.41	0.45	0.56	35.4	32.1	25.8
000661	长春高新	强烈推荐-A	187.95	320	3.89	6.06	7.90	48.3	31.0	23.8
300122	智飞生物	强烈推荐-A	45.63	730	0.27	0.95	1.61	169.0	48.0	28.3
600161	天坛生物	强烈推荐-A	22.11	193	1.35	0.61	0.74	16.3	36.2	29.9
002007	华兰生物	强烈推荐-A	39.12	364	0.88	1.14	1.32	44.3	34.3	29.6
300142	沃森生物	强烈推荐-A	19.68	303	-0.35	0.07	0.40	-56.3	281.1	49.2
CRO 类										
603127	昭衍新药	强烈推荐-A	50.93	59	0.80	0.93	1.34	63.9	54.8	38.0
002821	凯莱英	审慎推荐-A	71.83	166	1.49	2.06	2.70	48.4	34.9	26.6
300363	博腾股份	审慎推荐-A	9.80	53	0.20	0.27	0.48	50.1	36.3	20.4
化药制剂类										
600276	恒瑞医药	强烈推荐-A	63.32	2331	0.88	1.04	1.27	72.2	60.9	49.9
000963	华东医药	强烈推荐-A	34.54	504	1.22	1.49	1.78	28.3	23.2	19.4
000513	丽珠集团	强烈推荐-A	34.22	225	6.20	1.61	1.75	5.5	21.3	19.6
002294	信立泰	强烈推荐-A	25.22	264	1.39	1.47	1.82	18.1	17.2	13.9
002262	恩华药业	强烈推荐-A	11.99	122	0.39	0.48	0.59	31.0	25.0	20.3
医疗服务类										
300015	爱尔眼科	强烈推荐-A	27.83	663	0.33	0.43	0.57	85.6	64.7	48.8
600763	通策医疗	审慎推荐-A	48.72	156	0.68	0.92	1.27	71.6	53.0	38.4

资料来源: Wind, 招商证券

欧普康视 (300595): 角膜塑形镜增速加快, 眼科门诊业务持续推进 (强烈推荐-A)

3 季度业绩增速再上台阶。欧普康视前 3 季度收入、净利润、扣非净利润同比增长 48.5%、46.7%和 39.9%。符合此前业绩预告区间的中枢。如果剔除股权激励费用, 扣非净利润同比增长 46.3%。单季度来看, Q3 收入、净利润、扣非净利润增速分别为 52.1%、51%、52.6%, 如果剔除股权激励费用, Q3 扣非净利润增速 53%。增速较过去季度明显大幅提升。

我们判断, Q3 增速明显加快的原因: 1)、Q3 暑期旺季, 是公司加大推广力度的时候, 去年由于 315 的残余影响, 推广力度不大。2)、我们估计, 在欧普康视的存量市场, 销量增速也有 25%以上; 3)、公司从去年开始, 收购或参股不少经销商, 大大提升了自身产品在这些经销商势力区域的市场份额, 即增量市场带来提升; 4) 新产品占比提升, 带动平均出厂价提升, 我们估计部分经销区域, AP 已经占比达 80%; 今年推出的 DreamVision, 价格更高, 将继续带动平均出厂价提升。5) 欧普康视去年 IPO 上市, 对提升角膜塑形镜的名声和增强家长的信任, 都带来了正面效果。

维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预计 2018-2020 净利润增速 45%/35%/31%, EPS 分别为 0.98/1.33/1.73 元, 公司增速迈上新台阶, 我们看好: 角膜塑形镜在国家防控近视的大背景下, 持续提升渗透率; 公司以眼科门诊形式, 带动角膜塑形镜量价齐升, 继续强烈推荐。

风险提示: 角膜塑形镜行业发生不良反应; 新的近视防控治疗手段出现。

仁和药业 (000650): 终端控销龙头 拥抱 OTC 品牌药大时代 (强烈推荐-A)

18Q3 收入增速出现波动, 期待 18Q4 改善。18Q3 公司收入、归母和扣非归母净利润分别同比+15.57%、+53.10%和+59.93%, 利润增速显著高于收入增速, 主要是毛利率的提升: 18Q3 合并报表毛利率 42.92%, 同比提升 5.03 个百分点, 我们判断主要是自产品收入增速提升和工业产能利用率提高带来的毛利率提升导致。

公司终端控销推动销售快速增长: 我们估计中方 18Q3 单季度收入同比+31%左右, 保持强劲势头; 江西仁和药业 18Q3 单季度收入同比+24%左右, 明显高出 OTC 行业增速, 模式向控销转变后增长可期; 18Q3 的整体收入增速波动主要是药房网造成, 我们估计药房网 18Q3 收入同比-35%。

公司盈利能力提升。i、OTC 销售中, 我们估计高毛利率的自产占比从 17Q1-3 的 48% 提升到 18Q1-3 的 52%。ii、自身工业产能利用率提升, 自产品本身毛利率提升。

打造黄金单品成果显著, 公司成长和药店整合进程一致。我们估计公司黄金单品 18Q1-3 的销售同比+50%左右。公司凭借终端推广和二线及二线以下药店进行深度合作, 成长空间和药店整合进度一致, 2-3 年内随着药店行业的进一步整合, 公司销售也有继续快速增长的空间。

维持“强烈推荐-A”评级。我们预计 2018-2020 年公司归母净利润增速分别为

40%/30%/26%，对应 EPS 分别为 0.43/0.56/0.70 元，当前股价对应 18/19 年 pe 估值为 16x/12x，估值有提升空间，继续强推。

风险提示：销售进度不达预期，商誉减值风险。

昭衍新药（603127）：在手订单充沛，新产能逐步投放，业绩有望持续高增长（强烈推荐-A）

国内临床前 CRO 有望长期处于快速增长阶段。数据显示，2017 年国内 CRO 市场规模超过 500 亿元，预计 2017-2022 年增速保持在 20%~25%。而临床前 CRO 业务在整个 CRO 中占比约 30%，基于国内外制药企业研发外包需求的不断提升叠加国内新药研发浪潮，临床前 CRO 有望持续性高成长。

公司资质齐全，客户资源丰富。公司具备 AAALAC（国际动物福利）认证、CFDA 的 GLP 认证、美国 FDA 的 GLP 检查（3 次）、OECD 的 GLP 认证以及韩国 FDA 的 MFDS GLP 认证，使公司有能力服务于国内外药企在国内及海外的药品研发。公司客户资源丰富，国内药企研发百强中 70%左右是公司客户，同时积极开拓新客户。

在手订单充沛，预计金额约 9 亿。18Q3 公司预收款 3.6 亿，根据公司预收款政策我们测算公司在手订单约 9 亿；预收款同比增加 35%，而预收款比例呈下降趋势，因此实际订单金额增速高于 35%。国内创新药热潮刚刚启动，未来临床前药物安评需求将持续攀升，结合公司目前接单情况，我们判断中长期公司业绩增长有保障。

扩建动物房，扩招员工，产能有望释放。公司现有动物房面积约 1.8 万平米，计划在苏州扩建 1.3 万平米，预计年底全部投入使用，届时动物房面积在现有基础上增加 70%，将极大提升订单承接能力。公司现有技术员工近 500 人，其中 SD（含助理）接近 100 人。新扩招员工超过 100 人，18 年招人力度较大，匹配 19 年产能不成问题。

维持强烈推荐-A 投资评级。我们看好国内 CRO 行业的发展空间，公司在临床前 CRO 领域资质齐全，客户资源丰富，在手订单充沛，新建产能释放后有望持续快速成长，我们预测 18-19 年净利 1.1 亿和 1.5 亿，同比增 40%和 43%，维持强烈推荐-A 评级。

风险提示：订单执行不达预期，客户流失风险。

益丰药房（603939）：运营能力突出的连锁药巨头（强烈推荐-A）

门店规模有望持续快速扩张。截止 18 年 Q3，公司门店总数 3242 家（含加盟店 130 家），自 2015 年初上市以来，2015-18Q3 益丰直营门店数量分别为 1065、1512、1979 和 3112 家，门店净增量分别为 255、447、467、1133 家，门店扩张呈加速趋势，我们预计未来三年公司年均门店增量在 1000 家左右，规模有望快速提升。

医保放量效应将延续。2017 年公司新增医保店 411 家，主要集中在华东地区；18 年在湖北、江西等地区仍将有大量门店获得医保资质。我们预计 18 年新增医保店可能会超过 17 年数量，医保放量效应在 19 年有望延续。

业绩高增长有望持续。原因：（1）公司在华东地区医保店比率前期较低，受益于医保政策放开，有望享受新获医保店带来的快速放量。（2）公司是业内公认管理能力优异的连

锁药企，稳健的外延扩张以及内生挖潜增效均有望推动公司业绩快速增长。

维持强烈推荐-A 投资评级。考虑收购并表，预计 18-19 年净利 4.37 亿、6.02 亿，同比增加 39%、38%，（考虑到未来定增摊薄，备考 EPS 分别为 1.16 元、1.6 元），维持强烈推荐评级。公司是行业内公认的管理水平优异的连锁药店龙头，“内生+外延+优秀整合能力”使公司成长动力十足。给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：并购整合风险，药价下调风险。

长春高新（000661）：生长激素持续高增长，治理机构有望改良（强烈推荐-A）

生长激素持续高增长。金赛药业前 3 季度收入 23.97 亿元，同比增长 50.38%，净利润 9.3 亿元，同比增长 53%。金赛儿科业务收入 21.7 亿元，同比增长 47.9%，水针、长效生长激素前 3 季度收入增速都在 50%以上，粉针收入增速 20%左右。前 3 季度促卵泡激素收入接近 1 亿元，同比增长 185%。**单季度来看，金赛药业第 3 季度收入 8.8 亿元，同比增长 36.4%，净利润 3.72 亿元，同比增长 44%。**

金赛药业治理结构有望改良。金赛药业的治理结构的改良，无论高新区还是国资委的领导，都是高度关注的。长春高新董事会、金赛药业董事会、金磊先生，三方之间对于金赛药业的发展理念、股权治理结构，都有共识。

金赛药业研发储备丰富。金赛药业主要做创新药研发，做的抗体也是创新抗体。金赛药业前 3 季度研发投入近 2 亿元，全年估计 3 亿元以上投入，研发费用每年占收入 10%以上。长效生长激素 4 期临床已经结束，正在报批；有 10 个品种正在临床阶段。

水痘疫苗产能下降，明年有提价可能。在长生生物事件之后，疫苗企业对 GMP 生产都不敢掉以轻心，我们估计多种疫苗的总产能出现下降。水痘疫苗原有 4 家企业，现在不仅是减少了长生生物，而且剩余企业的产能也下降，即使新入企业上海荣盛能填补部分产能下降，我们估计水痘总产能还是下降。但水痘每年需求稳定，明年有提价可能。

维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预测 2018~2020 年净利润分别同比增长 58%/31%/24%，EPS 分别为 6.06/7.90/9.79 元，当前估值已显著低估，继续强烈推荐。

风险提示：业绩低于预期风险。

通化东宝（600867）：糖尿病药物领军者，三代胰岛素明年有望获批（强烈推荐-A）

今年 Q3 去库存的原因：1、今年流通企业的回款压力增大，很多小流通企业随时有可能倒闭，因此，公司主动控制在流通渠道的胰岛素库存，降低流通的坏账风险；2、国家对注射剂的质量监控越来越严，对于胰岛素这种需要冷链运输的产品，如果在流通渠道停留时间太长，出现质量问题的风险就越大，因此，公司降低库存，加快产品周转速度，有利于降低产品质量风险；3、公司也希望销售人员不要压货，而是努力推动产品在终端实际销售。当然，公司过去也没有多少压货问题，仅在今年上半年应收账款上升有点多，但此前 2 个月的流通库存，仍然是大大低于多数医药企业的。

Q3 现金流稳定增长,表明终端销售并没有出问题。Q3 销售商品收到的现金 7.14 亿元,同比增长 16%,比 Q3 的收入多出 2.74 亿元,这个差额是 1.15 个月的销售回款,表明公司确实是少发了 1 个月左右的货;Q3 经营性现金净流入 2.6 亿元,也远远高于单季度的净利润 1.26 亿元。3 季度末应收账款 5.5 亿元,比 2 季度末少了 1.9 亿元,应收账款周转率提升。

坚定长期看好,维持“强烈推荐-A”评级。我们预测 2018~2020 年净利润同比增长分别为 10%/25%/23%,EPS 分别为 0.45/0.56/0.69 元;我们认为,胰岛素终端需求没有变差,主动降低库存也仅仅是影响 1 个季度的净利润,公司仍处于非常好的糖尿病赛道,糖尿病药物将越来越丰富,长期继续看好。

风险提示:甘精胰岛素获批时间低于预期风险。

恒瑞医药(600276):业绩符合预期,研发产出渐入佳境(强烈推荐-A)

18 年前三季度业绩表现符合预期,三季度单季度增长提速。报告期内公司收入和净利润分别增长 24%和 25%,其中三季度单季度实现收入增长 26%、净利润增长 33%,双双提速。研发品种陆续上市、制剂出口和现有产品结构优化是报告期内持续推动公司业绩增长的三大驱动因素。

利润率指标与去年同期基本持平。报告期内,公司毛利率和净利率为 86.53%和 23.70%,与去年同期基本持平。其中销售费用率为 37.26%,较去年同期略有下降;而管理费用率受今年以来加大研发投入的影响较去年同期提高了 1.71pct 达到 21.97%。

创新药和仿制药研发齐头并进,双轮驱动引擎澎湃。创新药研发上,继吡咯替尼获批上市后,PD-1 单抗卡瑞利珠也已完成审评,我们预计将在近期获批;而在仿制药一致性评价上,截至目前公司以 20 个受理号、16 个品种数名列申报企业前三甲,而通过品种数也达到了 5 个,同样名列前茅。

维持“强烈推荐-A”投资评级。公司是国内创新药龙头,近年在研发方面的持续加大投入铸就了公司在药品研发管线上的集团优势,而随着公司进入创新收获期,公司业绩将继续保持稳定快速增长。我们预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.27 元,同比增长 19%和 22%,对应 PE 为 60 倍和 49 倍。我们认为公司将继续享受龙头的估值溢价,维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示:医保控费导致降价的风险和新药研发进展不达预期的风险。

智飞生物(300122):HPV 加速放量 预计 19 年业绩迎来爆发(强烈推荐-A)

三年 HPV9 采购额供给 180 亿元。公司与默沙东签订了 HPV9 采购的补充协议:19-21 年采购金额分别为 55.07 亿、83.30 亿和 41.65 亿,根据之前的采购金额,我们估计该协议 19 年主要增加的是 HPV9 的采购额,且基础采购额对应的 HPV4 和 HPV9 数量能够很好的保证国内 HPV 的供应。

我们估计 HPV 中标价大概率不会变化。之前有传言 HPV 疫苗中标价有可能变动,我们认为该事件发生的概率不大:1)目前 HPV4 和 HPV9 都只有默沙东一家生厂商供应;

2) 二类苗为消费者自付, 不涉及政府采购免费投放使用或者医保报销等, 属于完全的市场行为; 3) HPV, 特别是 HPV9 还处于紧缺的状态, 强行行政降价将造成市场价格的扭曲和寻租空间的产生。

18Q3 HPV-4 加速放量, 疫苗事件对三联苗销售影响有限。公司 18Q3 收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 14.23 亿、4.04 亿和 4.10 亿, 分别同比+339%、+256%和+268%。我们估计 18Q3 HPV4 销量 130 万左右, 呈逐季加速放量的态势。18 年以来公司 4 价 HPV 累计批签发 415 万左右, 我们预计 18Q4 销量有望保持高速增长的态势, 是公司业绩爆发的主要支撑, 维持全年 500 万支的预期。截止 9 月 18 日, 9 价 HPV 已经累计获得 30 万剂左右的批签发。通过销售推广端的努力, 公司将疫苗事件影响降到很低, 我们估计 18Q3 公司三联苗销量在 100 万左右, 且 18Q4 有望恢复之前水平。

维持“强烈推荐-A”评级。我们预计公司 18-20 年归母净利润增速分别为 253%/68%/12%, 对应 EPS 分别为 0.95/1.61/1.79 元, 当前股价对应 18/19pe 估值为 48x/28x 左右。我们判断公司 19 年将迎来 4 价和 9 价 HPV 销售的爆发, 三联苗保持快速增长势头, 辅以五价轮状病毒疫苗分享国内 10 亿市场空间, 业绩有望保持高速增长, 期待后续结核病预防疫苗上市后接力成为新的业绩增长驱动, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 产品销售不达预期, 研发进度不达预期, 生产经营风险, 商业贿赂风险。

正海生物 (300653): 再生医学领域领军企业, 研发预期逐步兑现 (强烈推荐-A)

核心产品增长势头良好。公司目前主营业务为口腔修复膜和脑膜 (生物膜), 主要增长来自于种植牙领域口腔修复膜的放量, 核心驱动力是品牌形象和销售能力两方面的提升。口腔修复膜业务受益于种植牙需求的不断释放, 行业整体增速达到 30%, 且市场规模有望持续提升, 公司作为国产龙头, 市场占有率达到 10%, 未来进口替代空间十分广阔。生物膜业务近年来市场份额提升明显, 已稳居国内前三, 随着覆盖医院数量增加还有提升空间, 预计将继续保持高于行业平均水平的增速。

活性生物骨已进入医疗器械优先审评名单, 有望于 2020 年正式上市。公司的重磅在研产品活性生物骨已于 11 月申报注册, 并被纳入器械优先审评名单, 研发预期开始逐步兑现。活性生物骨是公司重点研发品种, 不仅是公司首款骨科产品, 也是公司在再生因子治疗方面的关键布局, 预计上市后将成为国内该领域的独家产品, 有望抢占先发优势。

活性生物骨未来前景值得期待。与海外类似产品相比, 公司的生物骨技术工艺方面有独到之处, 采用脱细胞组织牛骨, 保留了胶原, 再加入外源性 BMP 因子, 成分更接近天然人骨, 能够更好诱导骨组织再生, 因此可以做到更多骨缺损方面的覆盖, 包括骨不连、关节置换后缺骨填充、运动损伤修复, 应用范围更加广泛。参考海外 20 亿美金以上的市场规模, 预计该产品上市后有望成为公司的又一主力品种。

维持“强烈推荐-A”评级。我们认为公司现有产品市场格局良好, 在研产品潜力优秀且品种储备丰富, 预计公司 2018-2020 年净利润增速分别为 44%/26%/30%, EPS 1.11 / 1.40 / 1.82 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 研发进度不及预期, 产品价格大幅下降。

开立医疗(300633): 彩超+内窥镜双轮驱动增长, 高端产品占比不断提升(强烈推荐-A)

高端彩超产品占比不断提升, 显著提高盈利水平。公司技术实力雄厚, 掌握彩超核心技术, 高端产品 S50 系列推出后迅速开始放量, 销售占比快速提升。2017 年时 S50 平台系列产品营收占比约 12%, 至今年三季度已接近 25%。我们预计 2-3 年内 S50 系列将逐步替代上一代的 VISTA 系列, 占据彩超业务营收的主要份额, 同时新型高端彩超 S60 系列有望于今年年底正式上市, 进一步推动彩超产品线的高端升级, 带动公司收入规模和利润率的双提升。

高清内窥镜填补国产市场空白, 销量快速增长。公司是目前国内唯一可以自主研发生产高清内窥镜的企业, HD-500 系列软性内窥镜成功打破完全为日系三大家垄断的高清内窥镜市场, 今年前三季度销售同比增速达到 75%, 营收占比约 9%, 增长极为迅速。同时公司通过收购上海威尔逊等方式, 积极布局内窥镜配套医疗器械业务, 发挥协同效应, 有望进一步打开市场空间。随着多种类型软镜和全新高清硬镜系列的不断推出, 预计未来 3 年内公司内窥镜业务将维持 80%-100% 的高增速, 成为公司成长的重要驱动力。

2019-2020 年将会是公司下一个新产品收获期。未来 1-2 年公司将有血管内超声、超声内镜、新型高端彩超、多种高清内窥镜产品等重磅产品陆续上市, 均为国产独家或技术领先产品, 持续加大公司在医学影像市场的竞争优势。

维持“强烈推荐-A”评级。我们预计公司 2018-2020 年净利润增速分别为 44%/40%/37%, EPS 0.68 / 0.95 / 1.30 元。公司自主研发实力雄厚, 在研产品均主要面向高端市场。未来高端产品占比逐步提高将带动公司盈利能力的持续提升, 同时随着医学超声影像市场进口替代的推进, 我们看好公司在高端医疗影像领域的发展前景, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 高端产品市场销售不及预期, 产品招标价格大幅降低, 研发进度不及预期。

华兰生物(002007): 血制品存货消化完毕, 四价流感明年贡献业绩有望提升(强烈推荐-A)

重庆子公司存货消化完毕, 推动 18Q3 业绩高增长。单看第 3 季度, 公司 Q3 收入同比增长 27.8%, 净利润同比增长 63%, 扣非净利润同比增长 55.5%。第 3 季度业绩远好于上半年。母公司单季度指标: 母公司 Q3 收入同比下降 4%, 扣除投资收益之后净利润同比下降 10.3%。疫苗子公司 3 季度 700 万净利润, 贡献 500 万净利润。这就意味着业绩的快速增长主要是由重庆子公司的血制品业务推动。我们用合并报表净利润减去母公司净利润再减去 3 倍少数股东损益, 作为重庆子公司净利润的估算, 得出: 18Q3 重庆子公司净利润 1.04 亿元, 而 17Q3 是亏损 5480 万元。也就表明, 18Q3 重庆子公司的扭亏为盈, 是单季度业绩高增长的主要原因。我们估计, 去年 Q3 重庆子公司库存上升较大, 严重拖累业绩, 导致基数较低。

我们统计的 18Q1~3 华兰生物血制品的批签发情况: 白蛋白 -14%, 静丙-40%, 八因子+32%, 乙免+11%, 狂免+312%, 破免 -21%, 肌丙+433%, PCC -23%, 也反映出

八因子和特免产量大幅增长。

四价流感疫苗贡献业绩增量。我们预计公司今年4价流感疫苗产量500万只，3价流感疫苗产量700万只。今年流感疫苗远远供不应求，原因一方面是，长生倒闭、科兴内乱、上海所自查，另一方面是，华兰的3价流感产能远远没有开足。今年流感接种季即将结束，流感疫苗短缺对今年业绩影响不大。但预计明年公司可能加大产能，我们估计明年新获批的4价流感疫苗企业不会超过1家，因此，明年4价流感疫苗价格仍将较高，贡献业绩将高于今年。

盈利预测与评级。我们预测2018~2020年净利润分别同比增长30%/16%/10%，EPS分别为1.14/1.32/1.46元，其中，疫苗贡献0.08/0.12/0.10元，从长远角度，我们仍然看好血制品行业的龙头企业在竞争中提升自己，继续维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：血制品降价风险，四价流感贡献低于预期风险。

天坛生物（600161）：央企优势，血制龙头（强烈推荐-A）

18Q3 业绩高增长。单季度来看，按追溯调整，第3季度收入同比增长44.6%，扣非净利润同比增长62%。即使环比来看，Q3收入环比增速25.5%，扣非净利润环比增长20.8%，也显现出Q3的强劲增长。我们判断原因：一方面，三大所去年Q1复产，从去年6月份左右才有收入，因此，今年三大所的收入同比增长较高；另一方面，今年公司已经组建200人左右销售团队（包括市场人员），开始产品推广，在Q2也有促销活动，这些措施拉动了终端需求，促进了销售。

在获取浆站资源上，天坛生物的央企优势明显。由于地处边境地区，云南省历史上从没有批准过单采血浆站，过去曾有本地民营企业希望能在云南申请浆站，但也未曾成功。然而，天坛生物旗下上海血制品去年就在云南申请了寻甸（常住人口46万）和巧家（常住人口61万）两个单采血浆站，今年10月寻甸浆站正式获得云南卫计委的许可证。这就表明，天坛生物作为央企，在申报浆站方面有得天独厚的优势。

血制品是资源性行业，拥有浆站资源优势的天坛生物，一定是未来的龙头企业。血制品静丙、八因子等产品的使用量还远远没有达到潜在需求量，国外血制品巨头的形成，是伴随着采浆量的持续提升。目前国内血制品企业采浆量上1000吨的有天坛生物、华兰生物、泰邦生物等，但从将来的采浆量增长来看，仅有天坛生物的采浆量还有较大空间，不仅仅是现有浆站有改善空间，而且新建浆站方面，天坛生物依托国药集团与地方政府地紧密合作，能在一些曾经的空白省份获批浆站，如福建、云南等。

维持“强烈推荐-A”评级。我们预测2018~2020扣非净利润分别同比增长28%/23%/18%，EPS分别为0.61/0.74/0.88元，我们继续看好血制品行业的长期发展前景，天坛生物是血制品企业中，最具有资源优势和渠道优势的企业，已经成为血制品龙头企业，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：研发进度不及预期的风险；重组后整合效果不及预期的风险。

老百姓 (603883): 跨区域扩张经验丰富门店 扩张步伐加快 (强烈推荐-A)

门店布局 17 省, 跨区域扩张经验丰富: 截止 18 年 Q3, 公司直营门店 3110 家, 其中华中 1009 家, 华南 286 家, 华北 410 家, 华东 942 家, 西北 463 家。公司门店分布全国 17 个省, 跨区域扩张经验丰富, 在药店收购价格走高的趋势下, 公司在自建与收购之间有更大的选择空间。

门店扩张步伐加快。2018 年 Q3, 公司新增门店 724 家, 其中新建 421 家, 而 17 年全年公司新建门店 339 家, 18 年新开店速度明显加快。同时公司在 18 年并购了 403 家门店, 自建和并购同步推进公司门店快速扩张。

账上资金过 10 亿, 支持长期扩张。公司 17 年 11 月完成定增募资 8 亿, 随即在 12 月公告收购江苏普泽和安徽邻加医康复大药房。公司目前账上资金过 10 亿, 我们判断在 19 年公司有望加快门店收购力度。

维持强烈推荐-A 投资评级。公司门店分布于全国 17 个省, 跨区域扩张经验丰富, 具备成为全国性大型连锁药房的潜质, 预测 18-19 年净利增 25%、30%, 维持强烈推荐-A 投资评级。

风险提示: 降价风险, 并购整合风险。

一心堂 (002727): 零售连锁药店行业整合的先锋军 (强烈推荐-A)

19 年开店步伐将进一步加快。三季报公司门店总数 5471 家, 与年初相比, 新建 631 家, 搬迁 110 家, 关闭 116 家, 净增门店 405 家, 18 年全年预计净增门店约 600 家。19 年预计公司将加快开店步伐, 计划开店 1200 家, 且侧重云南省外市场的开店, 届时公司省外市场布局将进一步完善。

云南省外扩张渐具规模, 期待云南模式成功复制: 截止 18 年 Q3 云南省外市场已经有 2050 家门店, 占比达到 37%。我们测算云南省内市场增速约 15% 左右。省外市场规模预计 10 亿以上, 但盈利贡献低, 公司大力拓展川渝市场, 后续川渝市场整合到位后有望复制云南模式, 带来较大利润弹性。

公司业绩增速趋势向上。原因: (1) 直营门店规模国内第一, 现已超 5000 家门店, 整合到位后规模效应将逐步体现。(2) 以四川为代表的省外市场逐步发力提供较大业绩弹性。(3) 核心云南区域仍有约千家门店扩张空间, 优势突出, 可确保稳健增长。(4) 定增到位后财务费用压力大幅减轻叠加小规模纳税人等税改优惠政策调整。

维持强烈推荐-A 投资评级: 维持预测 18-19 年净利 5.4 亿、6.8 亿, 增 27%、26%, 公司经营业绩好转趋势明确, 战略区域川渝市场度过艰难期, 后续有望逐步释放业绩, 我们期待公司云南模式在外省成功复制。维持强烈推荐-A 投资评级。

风险提示: 药品降价风险, 省外市场经营不达预期。

爱尔眼科（300015）：业绩高增长符合预期，内生增长依旧强劲（强烈推荐-A）

前三季度业绩继续保持高增长，符合我们预期。公司前三季度实现营业收入 61.24 亿元（+40%）和归母净利润 8.95 亿元（+41%），扣非净利润为 9.20 亿元（+40%）。其中 Q3 公司实现营业收入 23.44 亿元（+31%）和净利润 3.86 亿元（+43%），收入增速较 H1 略有下滑，但考虑到 Clínica Baviera, S.A 于去年 9 月 1 日正式并表，带来的并表红利于本报告期开始消退，所以我们认为公司业绩表现符合预期。假设 Clínica Baviera, S.A 等海外医院 Q3 增速与 H1 相仿，在剔除海外医院并表影响后，我们预计前三季度公司收入增速在 27%左右，而归母净利润增速在 30%左右，证明公司品牌和规模效应日益凸显，加之消费升级带动“量价齐升”，公司内生增长依旧强劲。

主要财务数据变动不大，并购基金再下一城。公司前三季度主要财务数据变动不大，其中毛利率为 47.83%基本持平，销售费用率略有下降到 10.84%，管理费用率为 14.04%保持平稳，但其中研发费用上升较快，而财务费用率则继续维持在 1%以下水平。此外，公司全资子公司与招证资管等合伙人共同成立湖南亮视长星医疗产业基金，拟募集资金 10 亿元投向眼科医院和眼视光门诊部等领域，公司在并购眼科产业链上的布局得到进一步完善。

维持“强烈推荐-A”投资评级。公司作为全球眼科连锁龙头，在高基数、高增长的基础上实现了强劲增长，符合预期。我们继续看好行业的发展前景和公司龙头地位带来的发展优势，预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.57 元和 0.74 元，对应 PE48 倍和 37 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：医疗突发事件的风险；规模扩大不及预期的风险。

普利制药（300630）：业绩高增长符合预期，海外市场开始发力（强烈推荐-A）

前三季度保持快速增长，注射用阿奇霉素开始发力。前三季度公司实现营业收入 4.02 亿元（+103%）和净利润 1.21 亿元（+100%），而 Q3 单季度实现收入 1.51 亿元（+121%）和净利润 5037 万元（+72%），基本符合预期，而公司实现全年高速增长预期的确定性也进一步提高。其中，公司新产品注射用阿奇霉素是国内首个通过一致性评价的仿制药，在海南、山西和江苏等各省招标中均比照原研药价格中标（表 1），随着后续各省市招标的陆续展开和“带量采购”政策的落地，加之该产品在美国的正式开售，我们预计注射用阿奇霉素将是公司今明两年的明星产品之一。

毛利率保持 82%左右水平，研发费用率提升明显。前三季度公司毛利率为 82.35%，与前两季度基本持平，较去年同期上升了 1.86pct，预计高毛利品种如注射用阿奇霉素和注射用更昔洛韦的陆续上市销售是主要推手；同样，随着新产品上市推广和研发投入的持续加大，公司前三季度销售费用率较去年同期略微上升为 23.07%，而研发费用率则较去年同期上升 6.94pct 达到 20.66%。我们预计随着公司注射剂业务“中外双报”战略渐入佳境，研发费用的高投入还将持续投入一段时间，但随着公司营业收入的快速增长，研发费用率将维持在目前水平。

新厂区即将投产解决产能瓶颈，海外市场正式启动。受产能不足影响，公司目前在保证

安全库存的基础上尽量满足销量较大产品的生产，而随着“欧美标准注射剂生产线”等募投项目在公司上下全力保障下即将顺利竣工投产，公司将一扫产能瓶颈的困扰，未来三年高速增长可期。同时，公司注射剂业务再添喜讯，注射用阿奇霉素 10 月初在美国正式获批上市即将开售，凭借与美国核心分销商建立的深度合作有望抢下一片市场，而依替巴肽注射液和注射用泮托拉唑钠也相继获得德国和澳大利亚上市许可。海外市场多点开花，不仅是公司的研发重地，未来还将成为公司的销售重地。

维持“强烈推荐-A”评级。公司是国内“制剂出海”的先行者，在注射剂国际研发领域积累了丰富的经验，并有多款产品在欧美顺利注册上市，将是药品注册“中外双报”和国家医保“带量采购”试点等政策的最大受益者。我们预计公司 2018-2019 年净利润分别增长 79%和 101%，对应 PE52 倍和 26 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：主要品种招标降价的风险；主要品种国内注册审批进度不达预期的风险。

云南白药（000538）：千亿市值再启航，百尺竿头更进步（强烈推荐-A）

云南白药已经公布重组方案：对于流通股东而言，方案可以简单描述为：（1）云南白药向云南国资委、新华都、鱼跃集团定增 2.33 亿股，作价 177.8 亿元吸收合并控股股东白药控股的其他资产。而白药控股其他资产，最主要的是 38 亿元货币资金和 147 亿元交易性金融资产，是混改时新华都和鱼跃缴纳的现金。（白药控股的详细资产见正文）。（2）云南白药以 63.21 元/股为流通股东提供现金选择权；（3）云南白药拟回购股份用于员工激励，成本不超过 76.34 元/股，总额不低于 7.635 亿元，不超过 15.27 亿元。

EPS 略有增厚。2018 年 1~7 月白药控股其他资产（即剔除云南白药之后的资产）净利润 5.45 亿元；（1）如果简单年化计算，白药控股其他资产全年贡献净利润 9.34 亿元，我们测算重组之后 2018 EPS 将增厚 5%；（2）考虑到 1~7 月净利润可能包含非经常，我们分拆计算，一方面，白药控股的 185 亿货币资金和交易性金融资产，按每年 4% 的利息收入计算，即每年能贡献 7.4 亿元利息收入；另一方面，白药控股的经营性业务，我们测算上半年 EBIT 是 9430 万元左右，全年按 1.88 亿元 EBIT 计算；综上，我们测算白药控股其他资产的净利润贡献是 7.89 亿元，重组之后 EPS 增厚 2%。

员工激励终于即将兑现。云南白药的管理层激励，一直是市场关心的内容。本次回购股票进行激励的方案，如果能够顺利完成，管理层与流通股东利益将更加一致，有助于云南白药尽快走出目前的经营困境。

重组的意义：对于云南白药而言，一是获得白药控股 185 亿的现金及等价物，外延发展速度将更快；二是混改终于再次深入，混改从以前的集团层面，落实到上市公司层面；三是员工激励也终于出台。对于流通股东而言，一方面，云南白药也终于迎来混改的进一步推进，新华都股权换到上市公司层面，对上市公司股价将更为关注；另一方面，管理层股权激励措施也看到了苗头。

维持“强烈推荐-A”评级。我们暂时维持预测公司 2018-2020 年净利增速分别为 3%/11%/12%，暂不调整股本，EPS 分别为 3.12/3.47/3.89，当前股价对应 2018PE 23 倍，对应 2019PE 20 倍。虽然公司经营还在砥砺前行中，但是三季度已经出现一定的好转迹象，我们相信公司各项业务仍有增长潜力，继续看好混改之后业绩逐渐提升，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：重组方案还需要股东大会通过。

乐普医疗（300003）：超强战略执行力，持续高增长的心血管平台企业（强烈推荐-A）

器械业务多点开花。（1）支架业务最大看点来自可降解支架的获批。公司 18H 支架业务收入 7 亿，增 21%，增长动力主要来自：（1）PCI 手术量的提升（我们估计未来增速约 15%左右）；（2）高附加值 Nano 支架占比的不断提升，18H 达到 45%。公司支架业务大的业绩弹性无疑来自于可降解支架的上市放量。我们预计可降解支架大概率会在 18 年底前获批。（2）**双腔起搏器、外科手术器械、IVD 等产品陆续放量。（2）AI-ECG Platform 新获美国 FDA 批准，在人工智能医疗领域率先去的突破。**

药品板块现有产品继续高速增长，外延仍然值得期待。阿托伐他汀通过一致性评价，有望在带量采购政策下加快放量。氯吡格雷一致性评价进展顺利。两大品种均处于快速放量阶段。此外，公司在胰岛素、PD-1 单抗、溶瘤病毒等重大治疗领域的提前布局奠定长期成长基础。

维持强烈推荐-A 投资评级。维持强烈推荐评级。我们持续看好公司心血管全产业链平台的成长空间，维持盈利预测 18 年-19 年净利增 43%、33%，我们看好公司在器械和药品两大板块的持续高成长带来的业绩快速增长，未来产品梯队丰富，足以支撑长期成长性，维持强烈推荐。

风险提示：产品价格下跌，业务整合风险。

鱼跃医疗（002223）：偏消费属性的家用医疗器械龙头（强烈推荐-A）

家用器械龙头，产品偏消费属性：鱼跃核心业务为家用医疗器械类产品，主打产品制氧机、电子血压计、睡眠呼吸机、雾化器、血糖仪等产品均偏消费属性，基本不受医疗行业降价政策的影响。

线上线下同步发力，渠道优势明显：线上销售近年均保持 50%左右增速，预计在 19 年初线上销售额将与线下 OTC 持平。线下进行组织架构调整，将大区制改为产品制，极大带动二线产品销售增长。

产能调整逐步到位，有望迎来新一轮增长：公司丹阳新生产基地有望在 19 年正式投入使用，其中鱼跃本部产品有望上半年投产，上械和中优有望在下半年进驻新生产基地，届时将极大缓解公司目前面临的产能瓶颈。

维持强烈推荐-A 投资评级：公司品牌和渠道优势突出，在内生保持稳定增长的同时积极推进外延战略。看好公司作为平台型企业的发展空间，预测 18-19 年净利 7.2 亿、8.7 亿，增 22%、20%，维持强烈推荐。

风险提示：新品推广低于预期，并购整合风险。

凯利泰（300326）：立足骨科微创，从细分领域向全领域龙头迈进（强烈推荐-A）

公司是目前国内脊柱微创领域的龙头企业。公司核心产品 PKP 器械主要用于因骨质疏松导致的椎体压缩性骨折的微创手术治疗，市场占比达到 40%，是国内该领域的龙头企业。在与旗下艾迪尔的大骨科类产品线逐步优化整合后，公司产品种类更加丰富，PVP、PKP、椎体融合器、导管、成型器等多类型产品形成了较为完善的椎体成形整体解决方案，为公司从脊柱微创龙头企业向骨科全领域龙头企业迈进奠定了坚实的基础。

深化骨科器械全领域布局，Elliquence 产品销售潜力大。Elliquence 三季度末已实现并表，有望于四季度正式开始贡献利润，其主要产品外科手术能量系统在腰椎微创领域内优势明显，为公司进一步着重挖掘国内腰椎微创市场潜力打下基础。目前我国腰椎病患者已突破 2 亿人，其中近亿人适用微创手术治疗，但目前整体手术治疗率不到 20%。随着手术治疗率的提升以及微创手术对开放手术的替代，椎间孔镜潜在市场极其广阔。

微创业务持续高增长。2018 年前三季度公司 PKP 等微创系列产品快速放量，同比增长近 50%。随着学术推广的成熟，脊柱微创手术在基层市场将逐渐普及，公司微创业务未来 2-3 年内有望继续维持 30%以上的高增长。

未来战略布局值得期待。公司今年成功引进长期战略投资者涌金投资，且为第一大股东，股权分散情况有所改善。预计未来公司管理层在战略层面将得到董事会更多支持，公司多领域战略布局推进节奏有望加快，涌金投资的产业资源也为公司外延并购带来更多可能性。

首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。考虑支架业务剥离的影响，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润增速分别为 6%/47%/34%，对应 EPS 0.29/0.42/0.57 元。我们看好公司在骨科微创领域的发展前景，未来大骨科产品线布局值得期待，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：核心产品价格大幅下降；并购整合进度不及预期。

奥佳华（002614）：国内国际齐发力，按摩椅市场迎来春天（强烈推荐-A）

全年业绩实现稳步增长：1、国内市场渠道品牌双管齐下，营收实现大幅增长。一方面，公司加强线下共享按摩椅体验教育，线上通过与网易严选、小米有品等精品电商合作，《中国好声音》、电影《西虹市首富》镜头植入，从而带动品牌的渗透度，提升销量；另一方面，国内自主品牌 OGAWA 大力加强品牌营销与全渠道拓展，坚持线下“直营抓服务、提店效；经销做下沉、拓门店”、线上“打品牌、提份额”策略，取得了良好的效果。2、自主品牌稳步增长，ODM 业务实现突破。。自主品牌方面，公司主营按摩椅业务的国际品牌奥佳华“OGAWA”、台湾“FUJI”和美国“COZZIA”三大品牌在各个国际市场中凭借其深厚的品牌积累、本土化营销推广和明星爆款产品打造，稳步地推动了国际品牌经营业绩提升；ODM 业务保持稳健增长，其中在韩国市场实现了快速突破。3、伴随国民消费水平与健康意识提升，市场渗透率将进一步提高。我国目前按摩椅家庭保有率不足 1%，远低于新兴的韩国市场 12%和日本市场 23%的保有率，伴随近两年共享按摩椅的发展以及国民健康意识和消费水平的提升，我们认为按摩椅市场的春天已到，产品渗透率的提升将成为驱动行业进一步发展的关键因素，公司作为行业龙

头将明显受益。

维持“强烈推荐-A”的投资评级。我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 4.74/6.31/8.2 亿元，EPS 分别为 0.85/1.12/1.46 元，公司是国内按摩器具行业产业链最完整并在全球具有影响力的龙头民企，研发实力雄厚，渠道布局优化，且所处按摩保健行业正快速放量，公司长期发展值得期待，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

风险提示：汇率波动超预期，全球经济增长不及预期，产品推广不及预期，跨境电商业务发展不及预期等。

葵花药业 (002737)：黄金产品梯队形成，实现业绩稳健增长（强烈推荐-A）

我们看好公司全年业绩：1、产品梯队形成，量价齐升。公司品种资源丰富，产品梯队建设完善，着力做大核心品种，打造黄金单品群。2017 年公司黄金大单品小儿肺热咳喘口服液（颗粒）销售超 6 亿、护肝片超 4 亿，1-3 亿品种 6 个、5000 万至 1 亿元品种 5 个，已经形成了完善的产品梯队，为公司业绩持续高速增长提供了保障。新品放量：小儿金银花露和小儿芩斛楂颗粒持续放量，成为公司增长的新动力。重点品种打开新空间：小儿肺热进入全国医保目录，小儿柴桂获得 OTC 销售资质，两大核心品种打开增量市场空间。**2、营销模式转型，考核机制改善，盈利能力有望进一步提升。**在销售领域，公司积极推动营销模式转型，从广告模式、控销模式转向价值营销、学术营销模式。积极打造样板市场，在医院和两所端销量取得突破，助推公司整体业绩的提升。在管理领域，公司合理控制费用，强调利润增长及主品增长导向考核，有助于进一步降低费用率，提升盈利能力增长空间。

维持“强烈推荐-A”的投资评级。我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 5.8/7.5/9.1 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.99/1.28/1.57 元，11 月 23 日股价对应 18 年 PE 18 倍。

风险提示：中药材价格波动，行业性风险。

广誉远 (600771)：业绩持续快速增长，应收账款进一步改善（强烈推荐-A）

成熟营销模式推动收入持续快速增长，主要财务指标进一步改善拉升净利率。前三季度，得益于传统中药板块逐步发展成熟的营销模式，终端动销情况持续向好、覆盖药店终端数量继续增加，公司收入保持快速增长势头，达到 10.22 亿元（+38%）。同时，主要财务指标进一步改善，毛利率较去年同期提高了 2.32pct 稳定在 82%左右的水平；而期间费用率在规模效应和收入增加的双重推动下持续下降，其中销售费用率较去年同期下降 6.12pct 到 41.56%，管理费用率也较去年同期下降 1.14pct 到 9.88%，财务费用率受短期借款影响略有增加但也没有超过 1%。所以整体上，公司前三季度实现净利润 2.26 亿元，净利率提高到了 23.17%，较去年同期拉升了 8.29pct，在品牌中药行业中属于中等偏上水平。

18Q3 运营情况好于前三季度平均水平，公司处于上升通道。Q3 虽然不是公司核心产品补益类中药的传统销售旺季，但单季度运营情况较前三季度平均水平也有较大程度提高，证明公司整体运营情况符合我们“越来越好”的判断。其中，Q3 公司实现收入 3.67 亿元（+55%）和净利润 0.82 亿元（+228%），而应收账款只增加了 7500 万元，环比

下降了 36%。而 Q4 是补益类中药销售旺季，我们认为公司将延续前三季度良好的发展趋势，为 2018 年划下圆满句号。

18Q3 新增应收账款 7500 万元，只占当期收入的 20%。应收账款相关数据是市场持续关注的重点财务指标，也是公司能否维持长期有序健康发展的关键点之一。而随着公司终端营销模式日益成熟、品牌力不断壮大，终端动销情况持续向好，应收账款的相关数据也在持续转好。如下表 2，18Q3 公司新增应收账款 7500 万元，是当期收入 3.67 亿元的 20%，在 18Q1 的 47%和 18Q2 的 33%的基础上进一步大幅下降。同时，公司销售回款占比不断提升，18Q3 达到 80%，若加上 18Q3 新增应收票据约 0.59 亿元，则 18Q3 公司实际销售回款占比将达到 96%左右。我们认为，公司在保证收入快速增长的情况下，对应收账款的控制日渐成效，证明公司整体运营情况持续向好，营运能力不断提升，我们对公司未来发展继续保持乐观。

新厂区投产解除产能瓶颈，大股东拟引入国资焕发新活力。公司太谷新厂区已经正式通过 GMP 认证投入生产，预计新厂区投产后，公司现有产能瓶颈将得到一次性彻底释放，为公司发展新添强劲动力。同时，公司大股东东盛集团拟引入新疆国资委下属中泰集团增资入股，将为公司在产业链和资本协同上再添新活力。公司未来发展值得期待。

维持“强烈推荐-A”评级。公司“高单价、高学术、高疗效”的“三高”产品定位符合当下大健康消费的升级趋势，且公司打造的全国销售网络已经逐步成型，与各大终端的合作也开始渐入佳境，而随着新厂区的正式投产和公司大股东拟引入国资增资入股，公司业绩有望插上腾飞的翅膀，我们也看好公司盈利能力与营运能力得到同步提升。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.23 元、1.85 元和 2.54 元，对应 PE25 倍、17 倍和 12 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：核心产品定坤丹水蜜丸销售不达预期的风险；应收账款占比提升的风险。

济川药业（600566）：蒲地蓝发力 业绩保持快速增长（审慎推荐-A）

我们估计 18Q3 蒲地蓝收入增速提升。18Q3 公司收入、归母净利润和扣非归母净利润同比分别+24.00%、+43.24%和+33.72%。我们预计 18Q3 蒲地蓝收入增速达到 25%左右，较 Q2 有所提升：蒲地蓝在 17 年以来新进河北、河南、青海、吉林、黑龙江、山东、安徽 7 省医保后，医院端收入增速的提升在不断兑现；同时公司通过 OTC 端销售政策的不断优化，实现了加速放量，我们估计 Q3 蒲地蓝 OTC 销售收入增速接近 50%，较上半年有所提升。其他主要产品中，我们估计 18Q3 小儿豉翘清热颗粒收入增速超过 30%；雷贝 Q3 收入增速 15%左右，保持稳健增长的态势；第三代补铁剂蛋白琥珀酸铁口服溶液 18Q3 增速提升到 150%左右；东科的黄龙止咳颗粒+黄龙咳喘胶囊 Q3 收入保持 50%+，我们预计今年大概率过亿。

18Q1-3 费用控制良好。18Q1-3 整体收入毛利率 84.57%，同比下降 0.45 个百分点，我们判断和公司产品在部分地区的新标执行全国最低价有关。18Q1-3 销售费用率 50.76%，同比下降 1.90 个百分点，我们认为公司成熟销售渠道优势的体现及销售费用率较低的 OTC 收入比例增大导致。18Q1-3 公司管理费用率(包括研发费用)5.72%，同比下降 1.14 个百分点，除开 Q1 由于收入大幅增长导致当期管理费用率很低外，公司费用控制得当也有贡献（18Q3 管理费用同比下降 0.70 个百分点）。

维持“审慎推荐-A”评级。我们预计公司 18-20 年净利润增速分别为 40%/19%/23%，对应 EPS 分别为 2.10/2.50/3.07 元，当前股价对应 18/19pe 估值为 18x/15x，18 peg 为 0.45 左右，显著小于 1。公司医院渠道国内一流，蒲地蓝增长逻辑逐渐兑现，部分二线产品成长迅速，我们预计 18-20 年利润有望保持 25%的复合增速，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：产品销售不达预期；研发进度不达预期；产品质量风险；商业贿赂风险。

通策医疗（600763）：业绩持续高增长超预期，定增终止不改发展势头（审慎推荐-A）

前三季度业绩再创新高，超出我们预期。公司前三季度实现营业收入 11.63 亿元(+34%)、净利润 2.75 亿元(+51%)，而扣非净利润达到 2.71 亿元(+51%)，在去年同期净利润同比增速 45%的高增长基础之上再创新高，超出我们预期。其中，三季度单季度实现收入 4.78 亿元(+32%)、净利润 1.41 亿元(+50%)，延续了上半年以来高速增长的势头，我们认为三季度正值暑假需求旺季和公司品牌规模效应持续放大是背后的主要推手。

主要财务指标持续改善，净利率显著提升。在公司规模化经营下，前三季度主要财务指标得到持续改善。其中，公司毛利率达到 44.76% (+1.25pct)，而销售费用率和管理费用率分别为 0.68% (-0.35pct) 和 11.52% (-3.48pct)，财务费用率则略有上升达到 1.61% (+0.64pct)，净利率受到毛利提升和费用管控的影响提高了 3.61pct 达到 25.85%。

终止浙江存济妇儿医院定增项目不改公司快速发展趋势。公司鉴于当下市场环境和融资时机等诸多因素，正式终止浙江存济妇儿医院定增项目及相关员工持股计划。妇儿是公司口腔业务之外打造“大专科”平台的又一新兴领域，此次项目终止对公司目前既有业务不造成任何影响，同时也无碍“存济”品牌在全国的大规模扩张步伐。今年上半年，武汉存济口腔医院试运营情况良好，已经开展了近 50 场学术科研及培训会议，长期开展的公益活动也逐步获得市民的认可；而重庆存济 8 月装修竣工，也即将投入试运营。

上调评级至“强烈推荐-A”。我们看好公司在口腔业务的成熟发展模式及打造“大专科”平台的发展前景，考虑到公司行业龙头地位，我们上调公司评级为“强烈推荐-A”。

风险提示：业务扩张不如预期的风险；竞争加剧导致盈利能力下降的风险。

七、风险提示

1、医药行业政策不确定性，如果未来政策公布进度、内容不合预期，可能对板块有较大影响。例如带量采购，如果只是停留在 11 市的话，对于进口替代的推动将低于预期。

2、创新药获批进度低于预期。研发具有不确定性，特别是对于临床试验和注册审评审批来讲，意外的因素（例如未考虑到的临床副作用、药监部分人事变动等）将会对创新药的获批有实质影响。

3、网售处方药政策如果出台，可能对药店板块有影响。处方药作为药店目前增速较高的品类，若网售处方药政策出台，竞争将会加剧（特别是互联网巨头的进入）。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业首席分析师。

邱旻，日本东京大学技术经营战略学硕士和药学学士，2年一级市场投资经验，5年证券从业经验，2018年5月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，1年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。