

行业研究/年度策略

2018年11月29日

行业评级:

医药生物

增持 (维持)

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

孙昊阳 执业证书编号: S0570518060001
研究员 sunhaoyang@htsc.com

张云逸 021-38476729
联系人 zhangyunyi@htsc.com

沈卢庆 021-38476125
联系人 shenluqing@htsc.com

孔垂岩 021-38476695
联系人 kongchuiyan@htsc.com

岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

高鹏 021-28972078
联系人 gaopeng@htsc.com

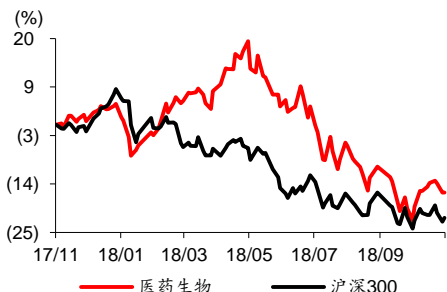
相关研究

1《华东医药(000963,买入): 阿卡波糖一致性评价通过在即》2018.11

2《医药生物: 药店分类分级方案正式发布, 利好龙头》2018.11

3《乐普医疗(300003,买入): AI-ECG Platform 获 FDA 批准, 引领心电革命》2018.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

拥抱确定性, 追求低估值

医药行业 2019 年度投资策略

均衡配置, 精选个股; 拥抱确定性, 偏好低估值

在宏观及政策风险不确定性较高的大环境下, 2019 年我们建议板块间均衡配置、自下而上精选个股; 1) 拥抱确定性: 在政策偏紧, 医保资金紧张, 支付结构进一步调整的大环境下, 2019 年应考虑选择增长能见度较高的标的, 首选增速较快、估值较为合理的各子板块龙头, 我们预计强者恒强风格有望延续; 2) 偏好低估值: 医药行业估值目前处于历史估值低位, 经历下半年的回调, 目前部分低估值公司已经具备较大吸引力, 建议大家关注 19 年估值在 20x 以下, 同时兼具一定成长性的标的。

一致性评价与带量采购: 加速市场出清、深化寡头格局

2019 年通过一致性评价品种的国家带量采购将全面执行, 尽管短期带量采购对药企产生不确定性, 但长期看仿制药竞争格局将向欧美靠拢, 高度寡头垄断。我们预计长期看仿制药企利润率将回落至 10~15% 的合理区间, 但有望诞生超过 500 亿收入体量的超级寡头。我们看好产品管线丰富 (速度快、数量多)、管理精细 (供应链稳定、成本控制好)、市场准入能力强的大型国内龙头, 成长为世界级仿制药龙头。

制药: 优质赛道中选龙头

1) 化学药/生物药: 从优质赛道中选龙头。我们看好两类细分行业: a) 创新药及未被满足的临床需求, 包括肿瘤、儿童药、传染病; b) 老龄化趋势下的慢性病用药, 包括糖尿病、心脑血管疾病等, 建议关注恒瑞医药、华东医药、长春高新; 2) 中药: 两票制与连锁药店推动渠道扁平化, OTC 企业有望透过高质量分销商提高产品的铺货率、内化流通链利润, 建议关注济川药业、中新药业、同仁堂。

医药流通观望利率、等待反弹, 零售药店长线逻辑看好、短期存在掣肘

1) 医药流通: 宏观货币政策趋松, 融资成本有望降低, 后“两票制”时代政策冲击减弱, 集中度有望提高。国资背景流通公司 2H18 已经显著受益, 民企或紧随其后。建议关注国药股份和柳药股份, 港股国药控股; 2) 零售药店: 我们看好行业整合与处方外流带来的长线投资机会, 但短期内并购价格上升、O2O 模式介入导致竞争加剧, 社保税缴、医保从严等短期负面影响不确定性大, 建议关注一心堂、益丰药房、老百姓。

器械与服务: 关注器械的进口替代与服务的连锁扩张

1) 医疗器械: 分级诊疗促进基层市场扩容, 而政策扶持国产有望加速进口替代, 建议关注迈瑞医疗, 开立医疗、安图生物、乐普医疗、鱼跃医疗; 2) 医疗服务: 民营医疗方兴未艾, 社会办医加速扩容, 行业龙头凭借清晰的商业模式实现快速扩张, 建议关注通策医疗。

风险提示: 带量采购降价幅度超预期, 医保控费趋严。

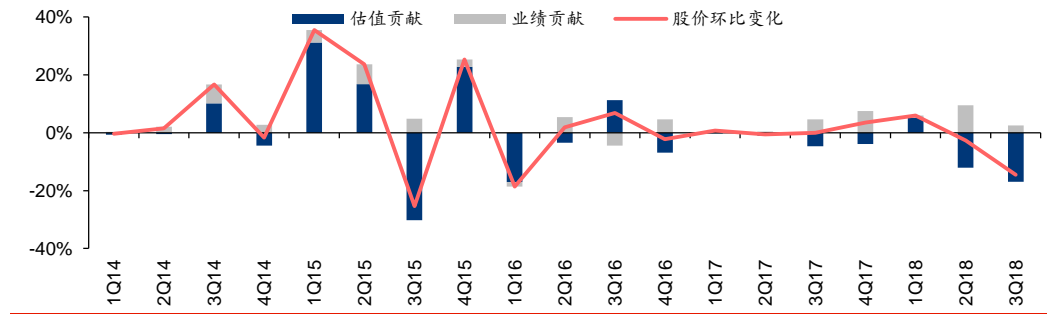
正文目录

行业回顾	3
盈利展望：看好盈利的确定性	4
均衡配置，自下而上	4
拥抱确定性，偏好低估值	4
各子板块观点	5
支付压力长存，倒逼医保结构优化	7
大医保局成立，结束城乡二元分割	7
医保支付面临长期压力	8
以医保为抓手，倒逼用药结构优化	9
政策展望：深化药政改革，构建行业新秩序	10
国务院定调鼓励创新	10
部委改革：三权分立，深化改革	11
一致性评价与带量采购：加速市场出清、深化寡头格局	12
集采政策落地，仿制药降价成为长期趋势	12
我国仿制药：市场空间 2.4-2.8 万亿	14
美国的启示：稳定的寡头格局，较低的利润率与销售费率	15
我国的未来：带量采购下，仿制药市场步入寡头化	16
附录：一致性评价品种一览	18
化学药与生物药：看好业绩能见度高与细分赛道领先的龙头	19
中药：品牌药企有望跑赢 OTC 行业	22
医药流通：行业增长有望加速，融资成本或可降低	29
医药零售：长期逻辑依旧，存在短期噪声	33
医药外包：借行业东风，强者恒强	37
医疗服务：社会办医催生动力，专科连锁快速扩张	41
医疗器械：分级诊疗促进基层扩容，政策扶持加速进口替代	43
医学影像：进口替代空间广阔，细分领域龙头有望脱颖而出	44
体外诊断：长期看好壁垒高、增速快、潜力大的化学发光	44
风险提示	48

行业回顾

股价与估值高度相关，而估值平行于市场情绪、先行于基本面。我们选取申万医药指数（1Q14-3Q18），并就其指数涨跌幅进行拆分，发现股价波动与估值波动的拟合度高。我们认为医药板块的估值受如下因素的影响：1) 市场风险偏好与流动性；2) 消费板块与科技板块的联动；3) 医药制造业月度数据与预期的背离程度；4) 政策的确定性程度。

图表1：医药行业：估值对股价有较大的贡献



资料来源：Wind，华泰证券研究所

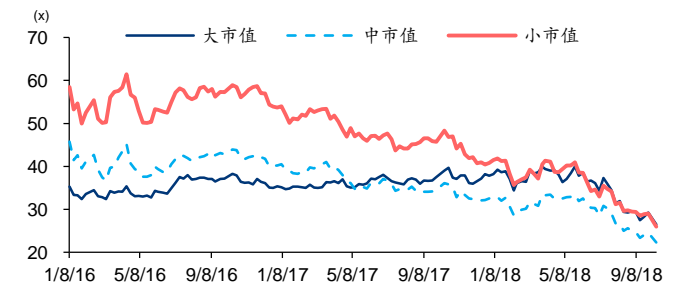
估值：泥沙俱下，步入历史低位。与全市场一样，医药行业的PE估值自3Q18以来逐步走低，探至历史低位，仅略高于2008-09年股灾时期的最惨三月。分市值而言，如果说2017年是龙头与小票的分化之年，那么2018年尤其是2H18则是龙头与小票的无差别估值杀，估值（PE, ttm）长期维持在35x的大市值板块业已降至25x以下。

图表2：医药生物 PE ttm 估值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

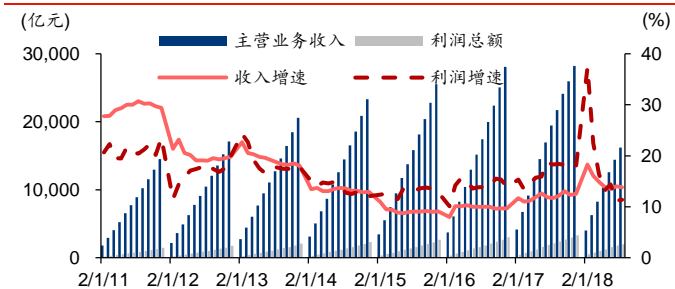
图表3：医药生物 PE ttm 估值



资料来源：Wind，华泰证券研究所；市值划分界限为100、300亿元

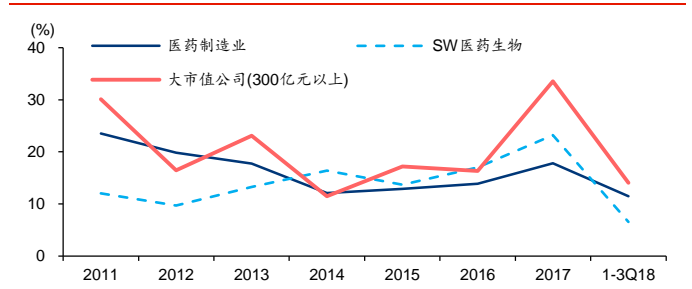
业绩：分化加剧，龙头提速。受跨年流感、两票制结算的影响，医药行业经历“躁动之春”，行业数据于1Q18大起、于2Q18大落、于3Q18走低。我们认为行业数据可反映宏观景气程度，但无法反映微观结构变化，即药政、流通等改革推动市场集中度的提升，也是投资医药的主线逻辑。观察到2015年起大市值公司的业绩增长跑赢行业且差距继续扩大，我们认为龙头公司的强劲业绩与估值回落涌现出长期投资机会。

图表4：医药制造业收入与利润（2011-8M18）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：医药制造业、SW 医药、大市值公司的业绩增速（2011~1-3Q18）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利展望：看好盈利的确定性

均衡配置，自下而上

我们看到主题性机会在 2017-18 年涌现，包括创新药、一致性评价、疫苗、连锁药店、连锁服务等板块，相关个股产生显著超额收益。展望 2019 年，我们认为大部分主题已演绎充分，建议均衡配置、自下而上精选个股。

图表6：主题性机会及核心个股的季度涨跌幅（1Q17-3Q18）

	总市值 (bn)	区间涨跌幅							
		20181030	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
创新药									
恒瑞医药	214.9		19.4%	11.7%	18.5%	15.1%	26.8%	13.2%	-16.2%
复星医药	61.2		21.6%	12.0%	9.4%	33.7%	-1.4%	-6.9%	-22.2%
科伦药业	32.7		-1.4%	3.9%	10.3%	36.7%	27.7%	0.9%	-16.9%
康弘药业	26.7		-22.2%	18.4%	-0.6%	18.6%	-3.1%	-13.1%	-23.3%
丽珠集团	18.2		-4.1%	20.1%	-1.1%	32.0%	6.2%	-20.7%	-23.6%
化学制剂板块			2.7%	-4.2%	6.9%	9.6%	8.4%	-2.5%	-26.4%
一致性评价									
信立泰	24.8		-2.4%	24.9%	-13.3%	46.2%	-4.2%	-14.2%	-24.0%
华海药业	13.9		-0.2%	-4.4%	6.6%	34.3%	8.9%	-2.3%	-18.0%
普利制药	8.8			63.9%	59.0%	33.4%	6.5%	33.6%	-13.5%
京新药业	7.1		6.0%	-1.4%	11.9%	0.0%	-3.9%	5.1%	-12.0%
化学制剂板块			2.7%	-4.2%	6.9%	9.6%	8.4%	-2.5%	-26.4%
疫苗									
智飞生物	56.9		13.5%	2.2%	40.2%	4.8%	21.1%	34.6%	7.0%
康泰生物	23.2			-9.4%	45.9%	18.3%	31.6%	50.1%	-29.6%
生物制品板块			-0.4%	-0.4%	6.9%	4.5%	5.5%	-3.5%	-10.5%
连锁药店									
益丰药房	16.8		-1.6%	15.5%	5.6%	27.8%	28.6%	2.1%	-3.8%
老百姓	15.6		-5.7%	10.6%	0.1%	38.0%	13.0%	16.8%	-24.8%
大参林	15.4					30.6%	10.7%	19.7%	-30.7%
一心堂	11.9		-0.4%	-12.9%	12.5%	5.9%	21.8%	32.6%	-20.6%
医药商业板块			11.2%	-3.4%	-21.3%	-2.2%	7.9%	-6.9%	-13.1%
连锁服务									
爱尔眼科	63.6		1.6%	15.6%	8.8%	26.9%	33.7%	17.9%	-0.1%
美年健康	42.9		5.8%	22.0%	0.1%	38.1%	24.2%	-0.2%	-23.8%
通策医疗	15.0		-17.9%	-8.9%	-5.9%	36.9%	27.8%	17.8%	10.4%
医疗服务板块			-7.5%	-14.8%	-1.9%	21.9%	12.2%	-12.3%	-19.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

拥抱确定性，偏好低估值

我们认为，市场情绪偏谨慎，估值偏高的公司缺乏安全边际，且政策尚不明朗，行业面临降价压力，业绩存在不确定性。我们看好两类标的 1) 业绩增长能见度较高；2) 估值偏低、与业绩增长相匹配。

图表7：百亿以上市值公司的业绩增速与PE估值（20181115）

证券简称	净利润增速			预测PE		总市值 (十亿元)	PEG	证券简称	净利润增速			预测PE		总市值 (十亿元)	PEG
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E				2018E	2019E					
恒瑞医药	23%	27%	26%	60x	47x	227	2.2	国药股份	14%	14%	12%	16x	14x	19	1.2
迈瑞医疗	39%	24%	24%	38x	31x	120	1.6	天坛生物	-54%	23%	23%	36x	29x	19	1.6
药明康德	57%	16%	24%	47x	41x	91	2.4	双鹭药业	29%	27%	24%	31x	24x	19	1.2
云南白药	7%	13%	12%	22x	19x	73	1.7	丽珠集团	-74%	16%	17%	21x	18x	19	1.2
爱尔眼科	39%	34%	31%	65x	49x	64	2.0	国药一致	14%	12%	14%	16x	15x	19	1.2
复星医药	0%	20%	21%	23x	19x	63	1.1	健帆生物	39%	31%	30%	49x	38x	18	1.6
康美药业	23%	22%	23%	12x	10x	61	0.5	鱼跃医疗	21%	22%	21%	26x	21x	18	1.2
白云山	87%	-7%	18%	16x	17x	57	3.3	益丰药房	37%	36%	30%	47x	34x	18	1.4
智飞生物	259%	75%	33%	45x	26x	57	0.9	康恩贝	21%	21%	19%	20x	16x	17	1.0
上海医药	19%	10%	14%	14x	13x	52	1.2	老百姓	23%	24%	24%	38x	31x	16	1.6
华东医药	24%	24%	24%	24x	19x	52	1.0	大参林	17%	22%	22%	33x	27x	16	1.5
乐普医疗	49%	29%	32%	42x	33x	51	1.4	华润双鹤	17%	18%	17%	17x	14x	16	1.0
片仔癀	37%	32%	29%	43x	33x	47	1.4	人福医药	-62%	22%	22%	20x	17x	16	0.9
美年健康	42%	44%	42%	61x	42x	46	1.4	华海药业	5%	39%	31%	27x	19x	15	0.8
同仁堂	9%	12%	12%	37x	33x	39	3.1	通策医疗	39%	32%	32%	52x	40x	15	1.7
科伦药业	68%	30%	28%	29x	22x	34	1.0	中国医药	21%	19%	19%	10x	9x	15	0.5
济川药业	37%	27%	24%	19x	15x	33	0.8	安科生物	31%	32%	34%	44x	33x	15	1.3
华兰生物	35%	23%	18%	32x	26x	32	1.6	凯莱英	33%	33%	31%	37x	28x	15	1.2
天士力	17%	17%	17%	21x	18x	30	1.2	贝达药业	-16%	21%	30%	69x	57x	14	2.7
新和成	78%	1%	19%	11x	11x	30	1.2	健康元	-64%	16%	19%	21x	18x	14	1.2
长春高新	51%	34%	30%	32x	24x	30	1.0	瑞康医药	25%	26%	26%	11x	9x	13	0.4
九州通	-4%	26%	26%	21x	16x	29	0.8	大博医疗	27%	28%	26%	38x	30x	13	1.4
通化东宝	20%	25%	26%	30x	24x	27	1.2	国新健康	344%	554%	68%	197x	30x	13	0.9
康弘药业	24%	26%	26%	31x	25x	27	1.2	恩华药业	24%	25%	24%	27x	21x	13	1.1
信立泰	9%	18%	17%	17x	15x	26	1.0	以岭药业	26%	21%	24%	20x	17x	13	0.9
东阿阿胶	2%	7%	10%	14x	13x	26	1.7	海思科	30%	30%	31%	45x	35x	13	1.5
沃森生物	125%	272%	100%	212x	57x	25	1.2	一心堂	29%	25%	23%	25x	20x	12	1.0
华润三九	14%	14%	14%	16x	14x	24	1.2	中新药业	25%	25%	23%	19x	15x	12	0.8
康泰生物	144%	60%	64%	49x	31x	23	0.8	亿帆医药	-31%	2%	30%	16x	16x	12	1.1
安图生物	30%	30%	29%	45x	35x	23	1.5	贝瑞基因	38%	32%	32%	42x	31x	12	1.3
海普瑞	386%	28%	13%	38x	29x	22	1.9	贵州百灵	14%	21%	16%	22x	18x	12	1.2
华大基因	20%	25%	26%	52x	42x	22	2.1	博雅生物	27%	30%	29%	31x	24x	12	1.0
泰格医药	51%	37%	33%	54x	39x	21	1.6	广誉远	74%	48%	44%	28x	19x	11	0.6
德展健康	12%	20%	20%	24x	20x	20	1.2	海正药业	821%	183%	64%	93x	33x	11	0.8
								健友股份	46%	35%	35%	26x	19x	11	0.7
								葵花药业	34%	27%	25%	19x	15x	11	0.7
								开立医疗	39%	36%	34%	47x	35x	10	1.3
								现代制药	32%	24%	19%	17x	14x	10	0.8
								迈克生物	22%	26%	26%	23x	19x	10	0.9
								奇正藏药	13%	14%	13%	32x	28x	10	2.4
								我武生物	32%	30%	31%	44x	34x	10	1.4

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：数据均为Wind一致预期

各子板块观点

- 化学制剂**：1) 创新药能见度较高，关注新产品临床推进，优选龙头白马；2) 一致性评价带来集中度提升，短期政策虽不明朗，但长期看市场寡头化加剧，头部企业长期看好。建议关注恒瑞医药、华东医药；
- 生物药**：看好高景气度的赛道，包括生长激素、胰岛素、血制品，推荐长春高新；
- 中药**：两票制与连锁药店推动渠道扁平化，OTC企业有望透过高质量分销商提高产品的铺货率、内化流通链利润，建议关注济川药业、中新药业、同仁堂、片仔癀；
- 医药流通**：我们认为宏观货币政策趋松，融资成本有望降低，后“两票制”时代政策冲击减弱，行业整合作用逐步显现，集中度有望提高，龙头强者恒强。建议关注竞争优势明显的柳药股份、精麻配送龙头且现金流出色的国药股份；
- 零售药店**：我们看好行业整合和处方外流带来的长期投资逻辑，但短期内并购价格上升、社保税缴、医保从严等政策一定程度上增加业绩的不确定性。我们推荐估值低位、积极拓展省外的一心堂，建议关注益丰药房与老百姓。
- 医疗器械**：分级诊疗促进基层市场扩容，而政策扶持国产有望加速进口替代。我们看好技术壁垒高且进口替代空间广阔的细分行业龙头，推荐开立医疗、乐普医疗、安图生物、鱼跃医疗。
- 医疗服务**：民营医疗方兴未艾，社会办医加速扩容，其中行业龙头凭借清晰的商业模式有望实现快速扩张。我们看好轻资产易扩张、可复制性强、科室壁垒高的连锁专科龙头，建议关注通策医疗。

图表8： 医药各子板块涨跌幅（1Q12-3Q18）

	化学原料药	化学制剂	中药	生物制品	医药商业	医疗器械	医疗服务
1Q12	-2.30%	-3.96%	-2.98%	0.51%	-1.37%	-5.91%	-10.69%
2Q12	2.20%	11.55%	17.70%	3.57%	16.58%	-1.23%	4.11%
3Q12	-8.47%	-0.02%	-2.97%	-6.43%	7.42%	-8.87%	4.50%
4Q12	-2.30%	1.54%	-1.89%	-0.20%	-4.05%	2.71%	-3.06%
1Q13	12.72%	17.38%	25.86%	31.03%	9.73%	9.05%	4.23%
2Q13	-10.41%	-14.73%	-5.13%	-2.14%	-12.80%	-5.82%	15.22%
3Q13	30.38%	19.63%	12.95%	22.84%	31.86%	34.70%	57.00%
4Q13	-12.36%	-1.46%	-5.80%	7.97%	-0.71%	3.42%	-0.01%
1Q14	3.04%	-2.03%	-6.49%	-3.19%	-0.81%	33.03%	17.55%
2Q14	-4.06%	-3.72%	-6.50%	3.22%	-2.26%	-11.54%	-29.50%
3Q14	34.93%	15.62%	11.25%	14.84%	22.68%	2.80%	-13.05%
4Q14	-6.37%	-3.55%	2.37%	0.74%	4.55%	-10.74%	-5.63%
1Q15	30.61%	32.25%	27.86%	36.16%	31.14%	56.74%	49.04%
2Q15	12.12%	10.83%	6.12%	15.20%	19.29%	5.57%	1.52%
3Q15	-33.80%	-25.13%	-35.97%	-21.61%	-27.62%	-34.29%	0.92%
4Q15	37.91%	20.67%	27.24%	8.29%	19.87%	27.37%	-36.18%
1Q16	-12.80%	-17.84%	-20.40%	-16.18%	-17.51%	-22.75%	-13.70%
2Q16	-16.10%	-15.74%	-3.65%	-13.81%	3.55%	-15.80%	-0.32%
3Q16	-1.69%	7.53%	6.60%	-3.05%	6.89%	7.38%	14.44%
4Q16	-4.54%	-3.71%	-0.02%	-3.43%	-0.88%	-9.44%	4.59%
1Q17	1.99%	2.69%	3.05%	-0.39%	11.22%	-6.18%	-7.53%
2Q17	-6.60%	-4.22%	-0.41%	-0.36%	-3.45%	-7.12%	-14.75%
3Q17	5.70%	6.90%	-9.58%	6.88%	-21.34%	2.87%	-1.93%
4Q17	2.22%	9.63%	0.56%	4.48%	-2.25%	-3.81%	21.88%
1Q18	-0.56%	8.44%	2.71%	5.50%	7.91%	9.38%	12.22%
2Q18	-11.91%	-2.55%	-5.76%	-3.53%	-6.93%	-8.47%	-12.32%
3Q18	-12.53%	-26.40%	-10.70%	-10.55%	-13.12%	-8.98%	-19.57%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

支付压力长存，倒逼医保结构优化

2018 年是全面三保合一的第一年，新农合支付比例大幅提升致使医保支出提速，造成医保整体结余大幅下降，整体支付紧张。医保支付的结构性调整的需求日趋明显，包括鼓励创新用药（价格谈判）、压低仿制药价（带量采购）、打压辅助用药（医院监控），有望持续推动医药行业的结构优化。

我们认为 2018 年调整年结束后，医保整体收入支出有望重新达到平衡，收支增速双双回落至 10% 左右，结余长期维持在低水平。

大医保局成立，结束城乡二元分割

历史原因导致医保二元分割。建国初期，我国即对城镇与农村实行了不同的医疗保障政策，改革开放后逐步演变为城职保、城居保、新农合三保并行的局面。“三保”保障力度差异大，加深城乡二元分割矛盾。

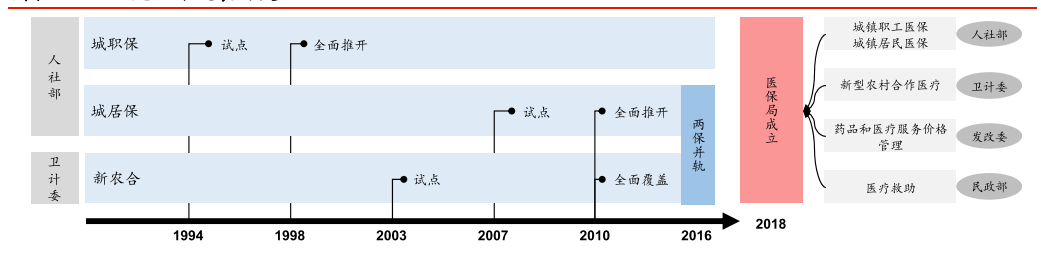
图表9：城乡医保人为分割

名称	城镇职工基本医疗保险 城职保	城镇居民基本医疗保险 城居保	新型农村合作医疗保险 新农合
发展情况			
试点	1994	2007	2003
全面推开	1998	2010	2010
基本信息			
参保对象	用人单位及其职工和退休人员	城镇常住户籍、不参加城镇职工医保的人员	户籍在县及以下且没有参加城镇职工医保的人员
个人账户	有	无	无
缴费方式	职工缴纳全部进入个人账户；单位缴费部分进入职工个人账户，部分进入统筹账户。	个人缴费为主；政府适度补助	个人缴费；集体扶持；政府资助
门诊报销比例	50%-80%	60%	20%-60%
住院报销比例	85%-97%	65%-85%	30%-60%

资料来源：人社部，卫计委，华泰证券研究所

大医保局成立，推动三保并轨。城乡人员流动导致部分人员多重参保，2016 年政府推进城居保与新农合并轨，迈出医保合并改革的第一步。2018 年国家医保局成立，完成管理者统一，我们预计后续仍有统筹层次、医保目录、定点管理、基金管理等层级的统一。

图表10：三大医保发展历史

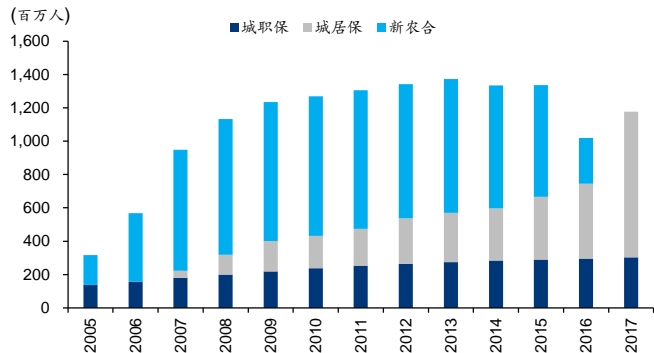


资料来源：人社部，卫计委，华泰证券研究所

医保支付面临长期压力

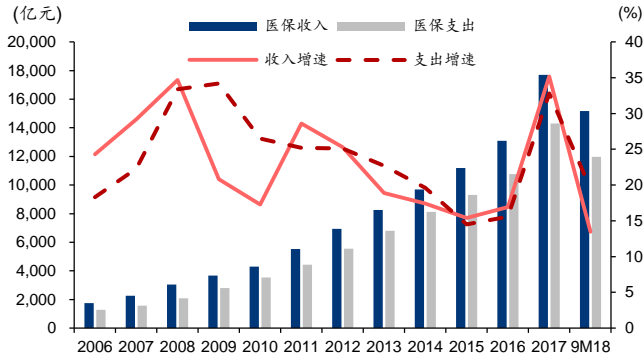
两保合一推动医保收支 2017 年短暂上行。得益于城乡居保合一后剔除重复参保人且参保人数增多，我们看到医保收支在 2017 年出现突出上行，但这一趋势仅为短期变化。

图表11：三大医保覆盖人数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

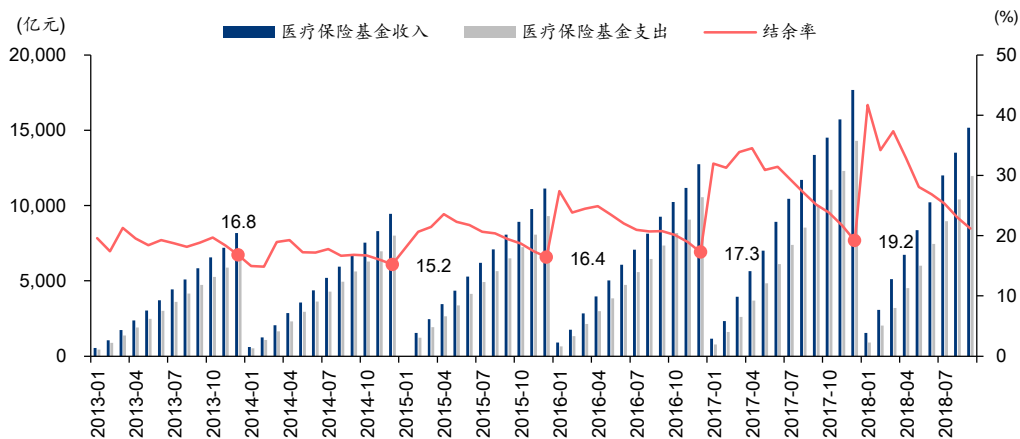
图表12：医保收支（2006-2018 年前三季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

医保资金长期形势严峻。医保收支过去较为平稳，月累计结余率在 15-20%，但用药结构不理想，存在大量高价过期原研、低质量仿制药、带金辅助用药。2017 年初，医保改革提速，包括创新药与治疗性品种进入新版医保、新特药通过谈判进入医保等等。我们认为医保资金本身并不富余，而内部又持续向价格较高的临床急需品种主动倾斜，结余率年内大幅下行，医保资金长期压力仍然较大。

图表13：医保基金收支与月累计结余率（2013 至今）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

以医保为抓手，倒逼用药结构优化

我们认为政策端、医保端对各类品种的思路非常明确，即鼓励创新用药（价格谈判）、压低仿制药价（带量采购）、打压辅助用药（医院监控）：

1. **倾斜优待创新（临床急需）：**截止 11M18 医保谈判已有 3 批，均为疗效确切、临床急需、创新的品种，而这些品种尽管售价大幅下降，但后续季度销售额依然实现正增长。我们认为创新品种动态进入医保将成为常态，对医保的压力也成为常态；

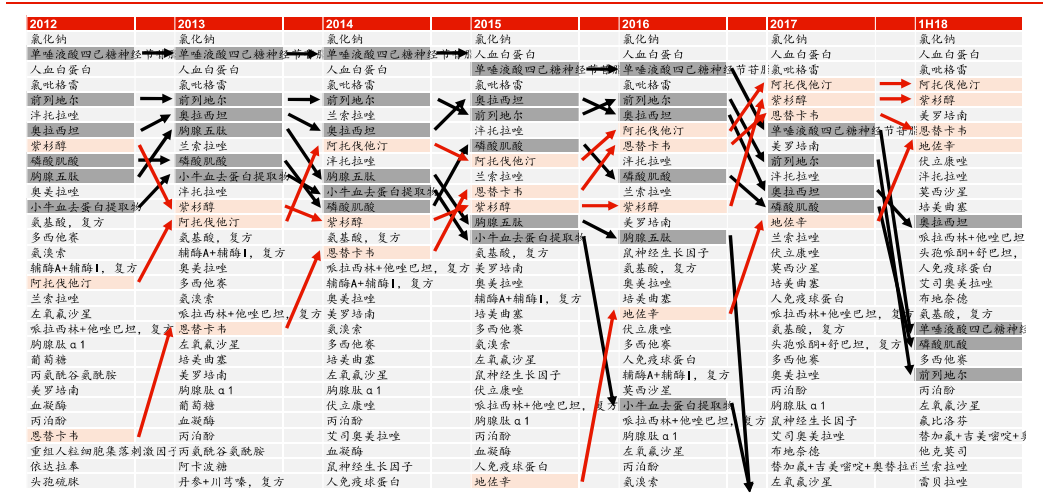
图表14：创新药在进入医保后实现销售放量

谈判/版本	生产企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1H18	全球销售额 (2017, 百万美金)
第一轮谈判	20160520								
埃克替尼	贝达药业	35	78	163	218	243	298	197	-
替诺福韦	GSK	4	10	19	42	132	230	154	1046
吉非替尼	阿斯利康	328	323	344	319	297	420	373	528
2017版医保	20170223								
丁苯酞	石药集团	299	427	580	729	935	1070	591	-
艾普拉唑	丽珠集团	23	40	66	105	152	225	130	-
第二轮谈判	20170719								
阿帕替尼	恒瑞医药				60	79	160	112	-
康柏西普	康弘药业			24	84	151	216	134	-
贝伐珠单抗	Roche	186	282	294	357	438	573	414	7141
利妥昔单抗	Roche	516	616	701	767	943	1075	574	7889
曲妥珠单抗	Roche	410	515	574	654	737	887	455	7488
来那度胺	Celgene		2	11	14	19	22	49	8187
第三轮谈判	20181010								
西安普单抗	Merck	154	172	173	193	189	224	107	646
尼洛替尼	诺华	6	20	39	122	129	135	69	1841
培门冬酶	恒瑞医药	26	36	48	55	66	74	38	-

资料来源：PDB，医药魔方，华泰证券研究所

2. **打压辅助品种：**营养用药、神经用药、中药注射剂等辅助用药长期霸占医药市场前列，国家出台医保限制、医院监控等一些手段打压，且无宽松态势。PDB 显示神经节苷脂、前列地尔等品种 1H18 院内销售额加速下滑，我们认为辅助用药大势已去；
3. **老品种降药价：**辅助用药腾挪而出的空间并未直接让渡给创新品种，治疗性仿制品种快速崛起，而这些品种具有上市已久、原研份额大、价格偏高等特点，我们认为这是国家集采降价的重要原因。

图表15：样本医院销售额 Top 30 品种 (2012-1H18)



资料来源：PDB，华泰证券研究所

政策展望：深化药政改革，构建行业新秩序

药政改革有序执行，“创新+优仿”仍是投资基调。2018年药政改革深化推进，部委改革后监管机构延续了对创新药、优质仿制药、临床急需的鼓励。展望2019年，我们认为基调不变：1) 鼓励创新、临床急需不变；2) 仿制药在国家集采下优胜劣汰、格局重塑。

图表16：药政改革时间表



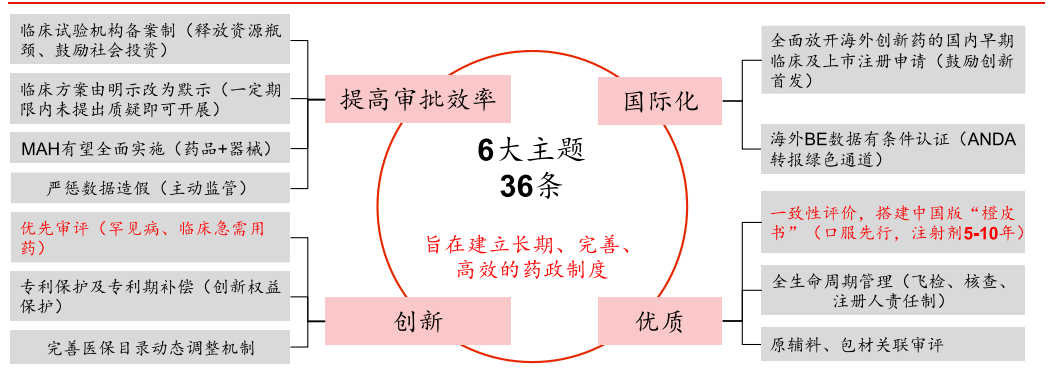
资料来源：华泰证券研究所

国务院定调鼓励创新

2017年10月8日，国务院办公厅发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，整合并修订了CFDA发布的52-55号文内容，共计6大主题36条。

1. 本次发布的内容相比CFDA的征求意见稿出入不大，最大的意义在于，由国务院（上升一个层级）正式成文定调刊发，显示出国家对于深化药政改革的决心，为中国医药行业未来发展指明了方向；
2. 全文旨在鼓励创新、质优、解决临床需求（临床急需药品器械和临床实验资源），同时以开放的心态面对竞争（全面放开海外创新药的国内临床），提升本土药企的产品质量及竞争力；
3. 从监管上全面实行备案制，宽进严出，鼓励MAH，正视历史欠账（口服及注射剂的一致性评价），着眼于建立长期、完善的药政制度。

图表17：国务院“36”条



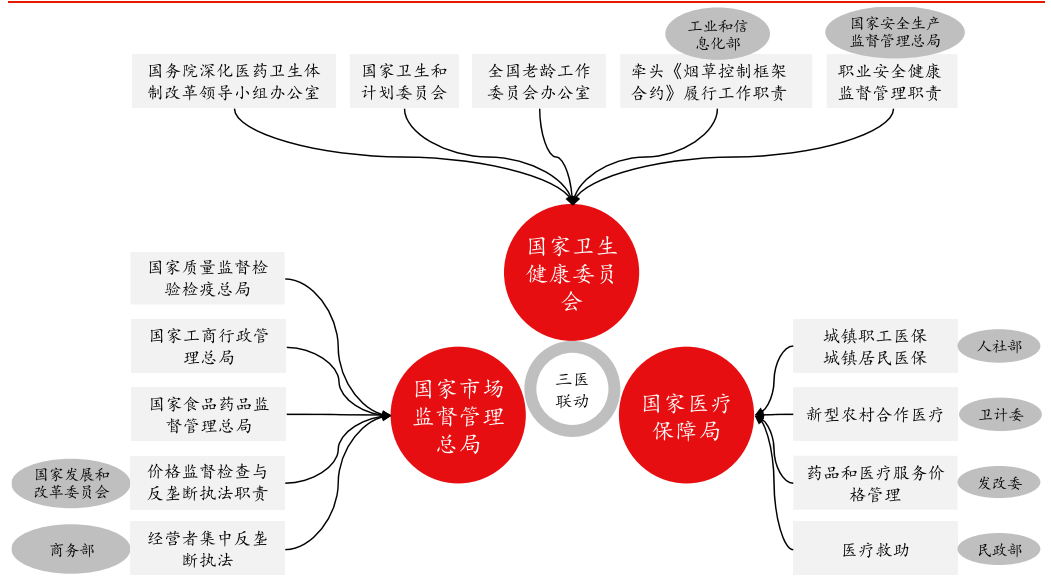
资料来源：国务院，华泰证券研究所

部委改革：三权分立，深化改革

国务院新部委改革后，医疗系统形成了以药监局、卫生健康委员会、医疗保障局为三个主体，主要职能分别为药品的审评审批，医疗保障和管理以及医保支付的新架构。

- 1) **职能归纳合并形成三权分立。**三个部门的职能可以清晰明确的划分为“药、医、保”三大方向，既需要相互协同，又相互制约。通俗来说“批了药，医院医生可以不用；用了也可以不报销”。我们认为很大程度上降低了权利寻租的可能性，利于更合理的利用医疗资源，及更科学的支付模式；
- 2) **支付端地位大大加强。**医疗保障局直属国务院领导，合并人社部医保司和卫计委基层卫生司成立，化零为整，由司升局，话语权有望快速提升。目前城镇职工及居民医保和新农合的管理全部转至该部门下，“三保合一”势在必行。同时合并原发改委的定价功能。参考保险公司（支付方）在美国医药市场的强势地位，我们认为医疗保障局将会是未来深化医疗改革的主要推手；
- 3) **更合理，更高效，更分化。**在现行职责清晰明确的基础上，我们认为三大部门将继续深化内部改革：a) 药监局隶属市场监督管理总局，但独立运行，目前改革框架已经完善，有望延续之前“鼓励创新和优质仿制药”的思路；b) 支付部门拆分独立，地位更加强势，我们预计其在合理支付方面的探索将更为坚决；c) 我们预计龙头制药企业的优势将进一步扩大，在支付部门的干预下，刚需药和辅助用药格局也将进一步分化。

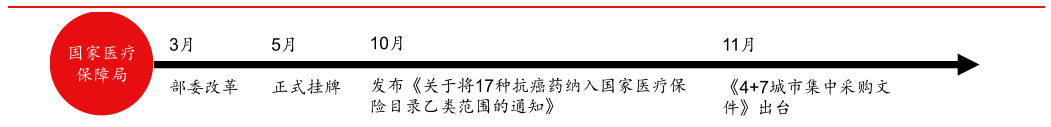
图表18： 机构改革示意图



资料来源：华泰证券研究所

医保局主导国家集采，仿制药市场加速出清。2018 年 11 月，医保局带量采购正式文件出台，涉及 31 个一致性评价品种，11 个地区将为其腾挪 30-40%（华泰预测，详见图表 21）市场份额。我们认为质量红线基础上，仿制药降价为长期趋势，预计有利于推动仿制药市场的大洗牌和合理利润率的回归。

图表19： 医保局政策进度



资料来源：华泰证券研究所

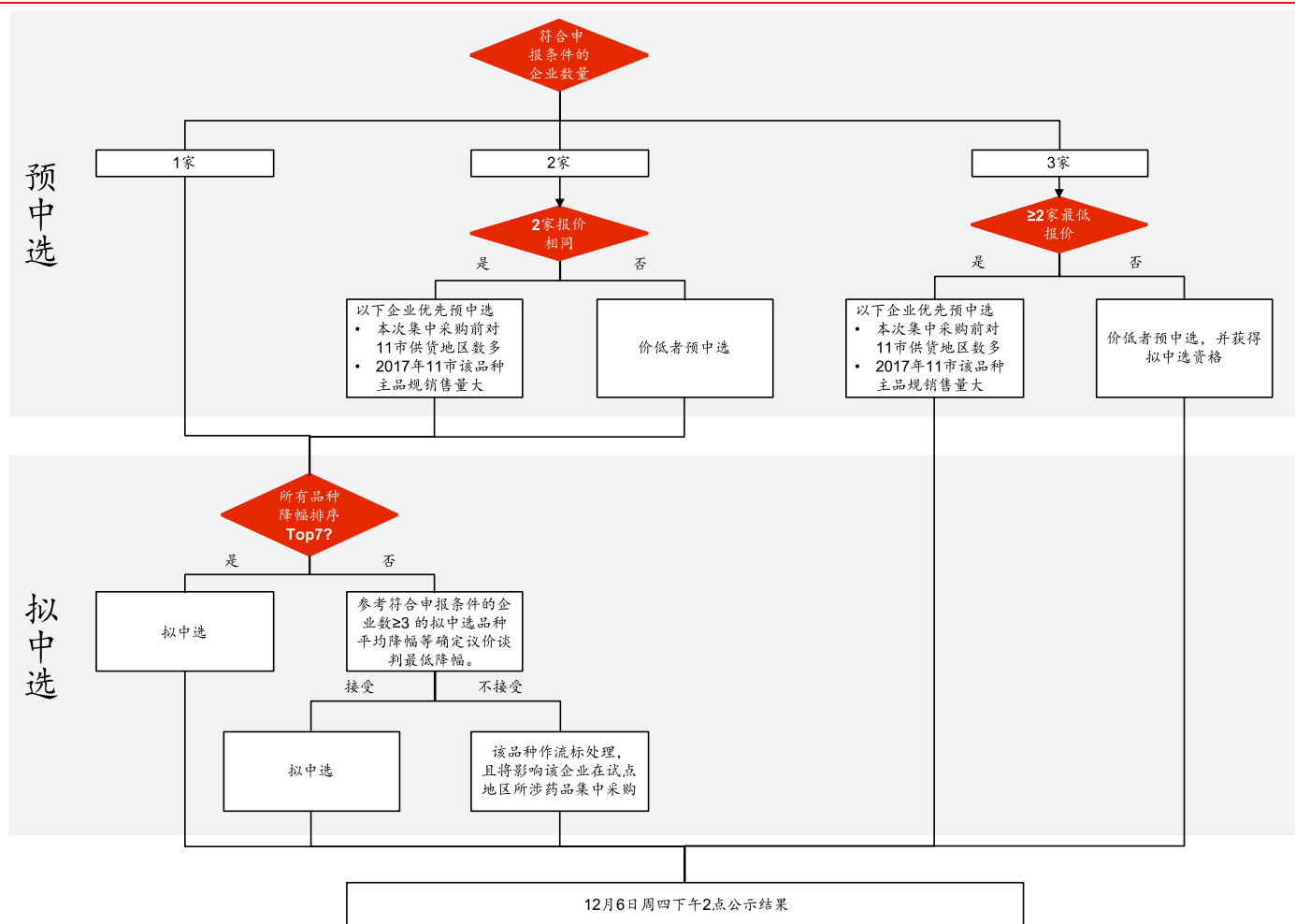
一致性评价与带量采购：加速市场出清、深化寡头格局

2018 年，我们看到一致性评价的审批端逐步兑现，各地在招标政策上显著倾斜，部分试点地区开始优胜劣汰。2019 年国家集采将全面执行，尽管短期带量采购对药企产生不确定性，但长期看，仿制药企利润率将回落至高端制造业水平，而集采致使市场聚合，仿制药行业步入寡头化。我们看好产品管线丰富（速度快、数量多）、管理精细（供应链稳定、成本控制好）、市场准入能力强的国内企业，成长为世界级仿制药龙头。

集采政策落地，仿制药降价成为长期趋势

首轮国家集采落地，企业量价博弈。2018 年 11 月 15 日，国家联合采购办公室发布《4+7 药品集中采购文件》，试点范围包括北京、天津、上海、重庆等 11 个试点城市。本次采购中，质量高于供应、高于价格，强调在质量红线上，纳入最低价格的通用名品种。

图表20：国家集中采购竞价方式



资料来源：国家联合采购办公室，华泰证券研究所

首轮集采销量占比预计在 30-40%。本次采购总量由各地上报加总确定，较网传目录略有下降（平均减少幅度在 5%-10%，详细见图表 21）。我们对代表品种进行测算，估计本次采购量占其地区总销量比在 30%-40%，低于此前网传的 70%，但不排除在后续集采中提高占比。

图表21: 代表品种: 带量采购数量占重点城市销量比重测算

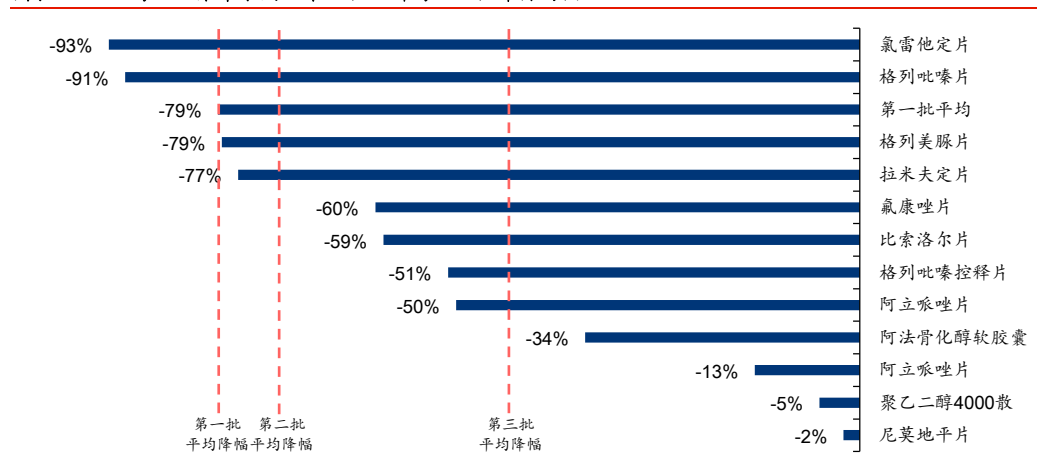
品种	规格	生产厂家	量占比 (%)	金额占比 (%)	中标价 (原研)	2017年销售额 (百万元)	2017年销售量 (百万片/百万支/百万支)	2017年企业销量加总 (百万片/百万支/百万支)	11个试点城市销量加总 (百万片/百万支/百万支)	本次采购量 (百万片/百万支/百万支)	占比 (%)	预计采购量 (百万片/百万支/百万支)	变化
阿托伐他汀 口服常释剂型	20mg (主)	辉瑞	66%	78%	7.9	19999	2532	351406	70281	15,672	22%	16,533	-5%
		嘉林药业 (德展健康)	26%	18%	5.7	4698	824						
		浙江新东港 (乐普医疗)	4%	1%	5.8	364	63						
		其他	4%	2%	6.5	621	96						
瑞舒伐他汀 口服常释剂型	10mg (主)	IPR	51%	69%	7.3	6272	858	170584	34117	8,724	24%	9,085	-4%
		正大天晴	9%	6%	3.4	567	166			8,286		8,419	-2%
		京新药业	9%	6%	4.0	530	131						
		海正药业	2%	1%	3.0	129	43						
		先声药业	2%	1%	2.9	484	166						
		其他	28%	18%	4.8	1639	343						
羧吡格雷 口服常释剂型	75mg (主)	Sanofi	24%	60%	16.5	3707	225	52810	10562	6,007	54%	6,451	-7%
		信立泰	54%	29%	8.7	1795	206			5,747		6,135	-6%
		乐普药业	23%	11%	7.0	680	97						
氯氮地平 口服常释剂型	5mg (主)	辉瑞	66%	87%	4.6	10613	2322	406731	81346	18,321	36%	19,236	-5%
		黄河药业 (复星医药)	0%	0%	3.0	0	0			29,382		30,910	-5%
		扬子江药业	10%	4%	1.1	490	445						
		华润双鹤	10%	4%	1.2	478	388						
恩替卡韦 口服常释剂型	0.5mg (主)	其他	15%	5%	0.7	659	901	51546	10309	4,134	40%	4,723	-12%
		BMS	24%	40%	25.0	2659	106						
		正大天晴	61%	48%	10.1	3169	314						
		青峰药业	6%	5%	10.5	355	34						
		其他	8%	7%	7.2	443	62						
头孢唑肟 (酯) 口服常释剂型	250mg (主)	GSK	26%	38%	3.3	1025	315	139214	27843	3,352	12%	3,435	-2%
		国药致君 (现代制药)	13%	15%	2.7	399	146						
		倍特药业	17%	5%	0.9	138	82						
		联邦制药	6%	5%	1.4	123	88						
		其他	38%	38%	1.5	1021	680						
厄贝沙坦氢氯噻嗪 口服常释剂型	150mg (主)	赛诺菲	51%	66%	4.4	1617	370	66068	13214	9,216	70%	9,137	1%
		华海药业	12%	5%	3.8	119	32						
		正大天晴	34%	26%	2.6	634	241						
		其他	3%	3%	3.5	62	18						
伊马替尼 口服常释剂型	100mg	诺华	40%	86%	199.0	2935	15	3819	764	254	33%	305	-17%
		豪森药业	57%	13%	19.3	453	23						
右美托咪定 注射剂	0.2mg/2ml	恒瑞医药	85%	87%	80.6	1200	11	1404	281	134	48%	147	-9%
		恩华药业	8%	7%	84.9	170	2						
		瑞瑞药业	6%	6%	83.2	84	1						
		辰欣药业	0%	0%	81.8	11	0						

注: 1) 量占比/金额占比/中标价数据来源为 PDB; 2) 通过一致性评价有两个及以上规格的品种, 下表采购量占比测算仅分析主规格; 3) 2017 年实际销售额为年报数据 (主规格销售数据), 未披露公司数据由金额占比反算; 4) 综合考虑 11 个试点城市药品终端销售额占比和人口占比, 假设 11 个试点城市销量占比占全国总销售 20%。

资料来源: PDB, 华泰证券研究所

集采降价成为长期趋势。上海集采经验启示: 1) 降价是政府主导的长期趋势; 2) 多次集采后, 为保证多方可接受, 降价幅度可能略有缓和。我们认为质量红线基础上, 降价为长期趋势, 预计有利于推动仿制药市场的大洗牌和合理利润率的回归。

图表22: 上海地区集中采购: 第 3 批品种与 1-3 批降价均幅

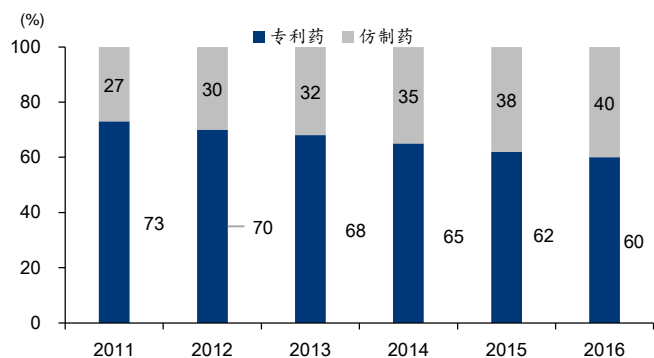


资料来源: 上海药品采购办公室华泰证券研究所

我国仿制药：市场空间 2.4-2.8 万亿

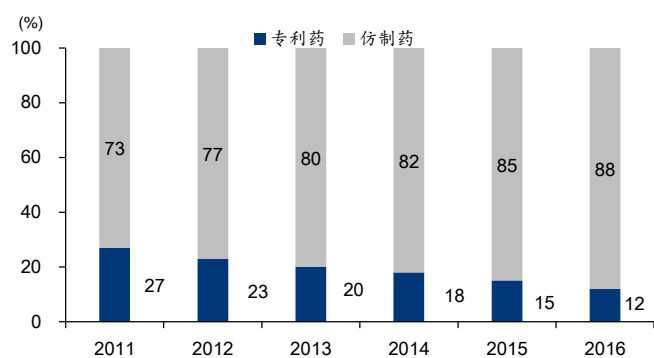
美国：仿制药 2016 年销售额占比约 60%。美国是全球最大的医药市场，IMS 数据显示 2016 年体量在 4350 亿美金。依据 Statista，如按销售额划分，专利药主导市场（2016 年占比 60%），按处方量则相反，2016 年仿制药占比近 90%。

图表23： 美国药品市场结构（按销售额）



资料来源：Statista，华泰证券研究所

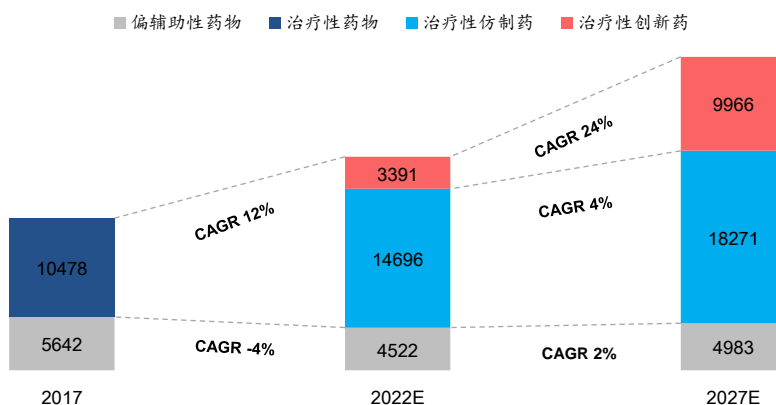
图表24： 美国药品市场结构（按处方量）



资料来源：Statista，华泰证券研究所

国内仿制药潜在规模预计在 2.4~2.8 万亿。IMS 数据显示，2017 年我国药品市场规模约 1.6 万亿元，参考美国药品市场格局，我们预计 2017-2021 年我国药品市场 CAGR 达 8%~10%。其中仿制药绝对市场规模稳定扩张，创新药市场规模尚小（我们预计 2017 年市场份额不足 10%）。参照美国经验，考虑到我国目前诊疗率、治疗率、依从率、控制率均不高，我们预测国内仿制药的潜在规模在 2.4~2.8 万亿。

图表25： 中国历年药品终端销售额及预测



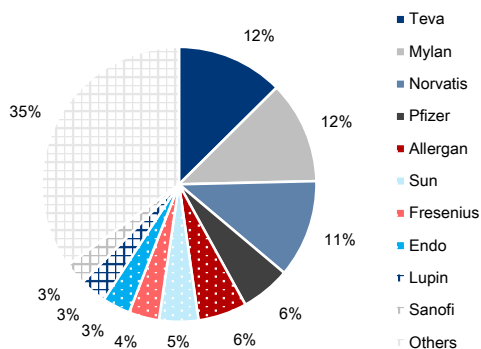
注：我们按预测下限保守估计 2017-2021E CAGR 为 8%，2022 年创新药因药政鼓励创新市场份额提升至 15%，仿制药受益一致性评价份额达 65%，辅助性药物受份额下降至 20%；2022E-2027E CAGR 假设为 7%，2027 年创新药市场份额受益于龙头创新能力提升达 30%，仿制药市场份额由此下降至 55%，辅助性药物下降至 15% 市场份额。

资料来源：IMS，华泰证券研究所

美国的启示：稳定的寡头格局，较低的利润率与销售费率

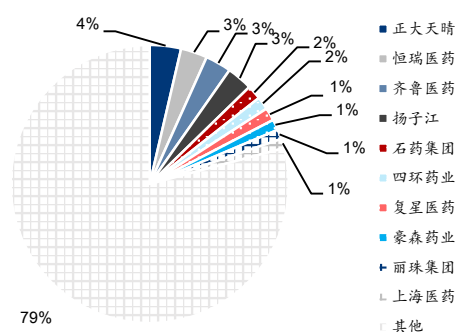
竞争格局：稳定的寡头市场 vs 激烈的竞争市场。 新药研发高风险高投入高准入标准使得美国药品市场长期处于寡头垄断。2016 年美国仿制药市场高度垄断 (CR10>60%)，其中不乏近年崛起的印度巨头。而我国市场处于自由竞争，我们估算 2017 年 CR10 约 20%。

图表26： 美国仿制药市场竞争格局 (2016)



资料来源：IMS，华泰证券研究所

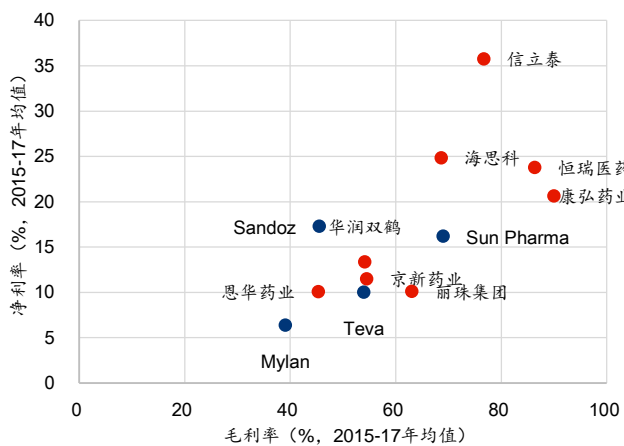
图表27： 中国药品市场竞争格局 (内资药企, 2017)



资料来源：IMS, PDB, 华泰证券研究所；假设外资企业均为创新药、内资企业均为仿制药，IMS 数据显示医院市场 2017 年外资企业占比约为 25%

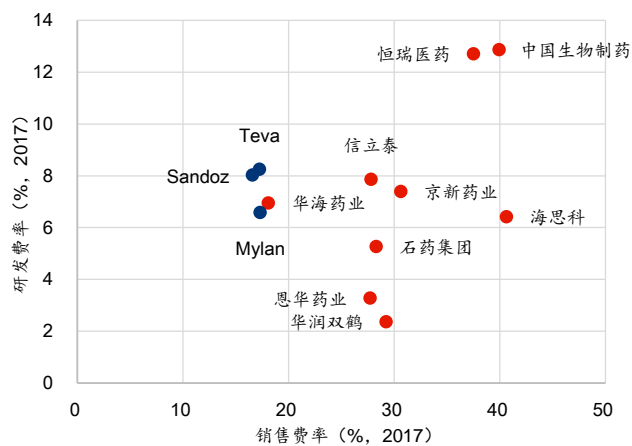
财务结构：中国利润率偏高、销售费率偏高。 观察国内外的仿制药龙头，我们发现 1) 海外龙头利润率偏低，毛利率在 40-50%、净利率在 10-15%；2) 研发费率与销售费率不高：仿制药研发投入较少，研发费率低于创新药企，同时海外仿制药通用名流通，无需中国特色的销售费用，因此整体的销售费率偏低。

图表28： 利润率：中美龙头比较 (2015-2017)



资料来源：IMS，华泰证券研究所

图表29： 费用率：中美龙头比较 (2017)

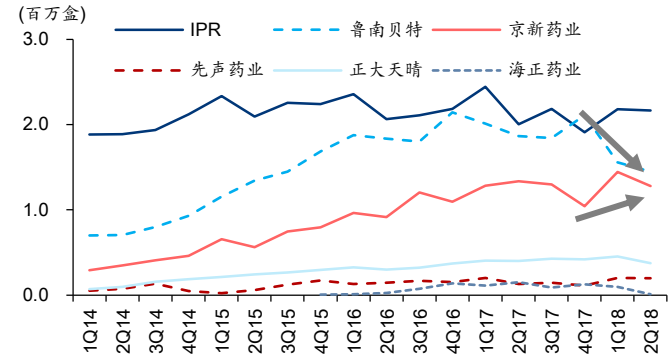


资料来源：IMS, PDB, 华泰证券研究所

我国的未来：带量采购下，仿制药市场步入寡头化

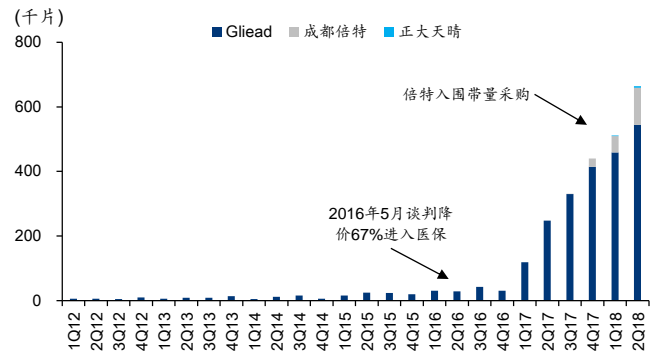
带量采购将使得市场寡头化。我们看到上海的集中采购中：1) 入围带量采购的品种销售额实现数倍的增长；2) 一致性品种招标后，过评品种销量显著高于非过评品种。我们认为，全国带量集采下，竞争格局有望向头部企业集中，仿制药市场趋于寡头化。

图表30：瑞舒伐他汀：上海地区医院销售量（1Q14-2Q18）



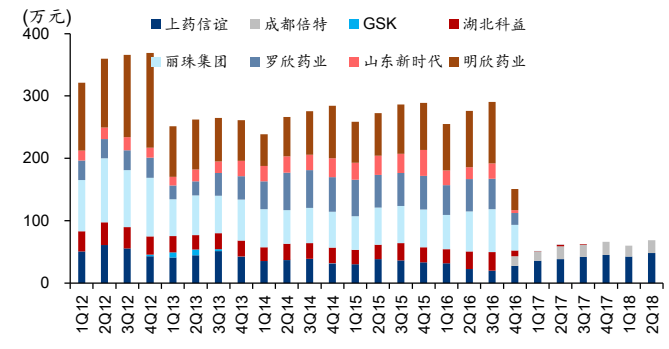
资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表31：替诺福韦：上海地区医院销售量（1Q12-2Q18）



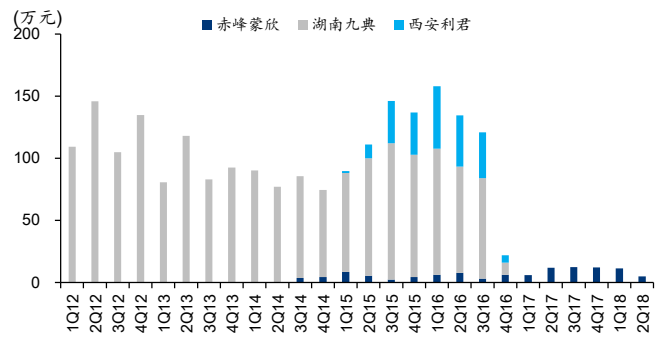
资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表32：伐昔洛韦片：上海地区医院销售额（1Q12-2Q18）



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表33：地红霉素肠溶片：上海地区医院销售额（1Q12-2Q18）



资料来源：PDB，华泰证券研究所

量价博弈，龙头企业利润总额不变。我们建立博弈矩阵，市场均衡解为多方进入带量采购，其中一致性评价品种不论市占率高低、均可能进入，原研品种如市占率、价格双高可能主动放弃（无法以量补价）。对于进入集采的品种，我们预计龙头的利润总额不变：

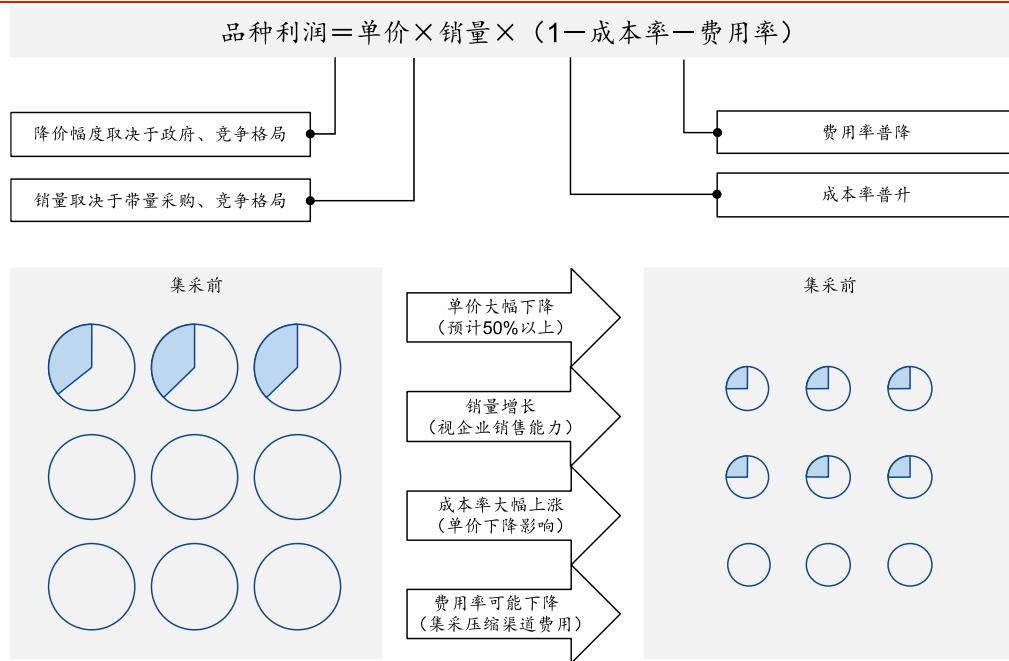
1. **利润率大幅下降：**1) 降价导致单位成本大幅上涨，批量生产也许能摊薄固定费用，但整体看成本率上行、毛利率下行；2) 销售费用随单价同步甚至超额压缩，整体看销售费率可能微幅下行；
2. **销量扩张有望抵消利润折减：**龙头企业准入能力强，销量可能实现数倍甚至十倍的扩张，有望抵消利润的折减；

图表34：国家集中采购的博弈矩阵：双方均进入集采为均衡解

		市占率低者	
		进入	不进入
市占率高者	进入	市占率低者：价格↓，销量↑，销售费率↓	市占率低者：价格一，销量↓，销售费率↑
	不进入	市占率高者：价格↓，销量↑，销售费率↓	市占率高者：价格↓，销量↑，销售费率↓
市占率低者	进入	市占率高者：价格↓，销量↑，销售费率↓	市占率高者：价格一，销量↓，销售费率一
	不进入	市占率低者：价格↓，销量↑，销售费率↓	市占率低者：价格一，销量↓，销售费率一
市占率高者	进入	市占率高者：价格一，销量↓，销售费率一	市占率高者：价格一，销量↓，销售费率一
	不进入	市占率高者：价格一，销量↓，销售费率一	市占率高者：价格一，销量↓，销售费率一

资料来源：华泰证券研究所

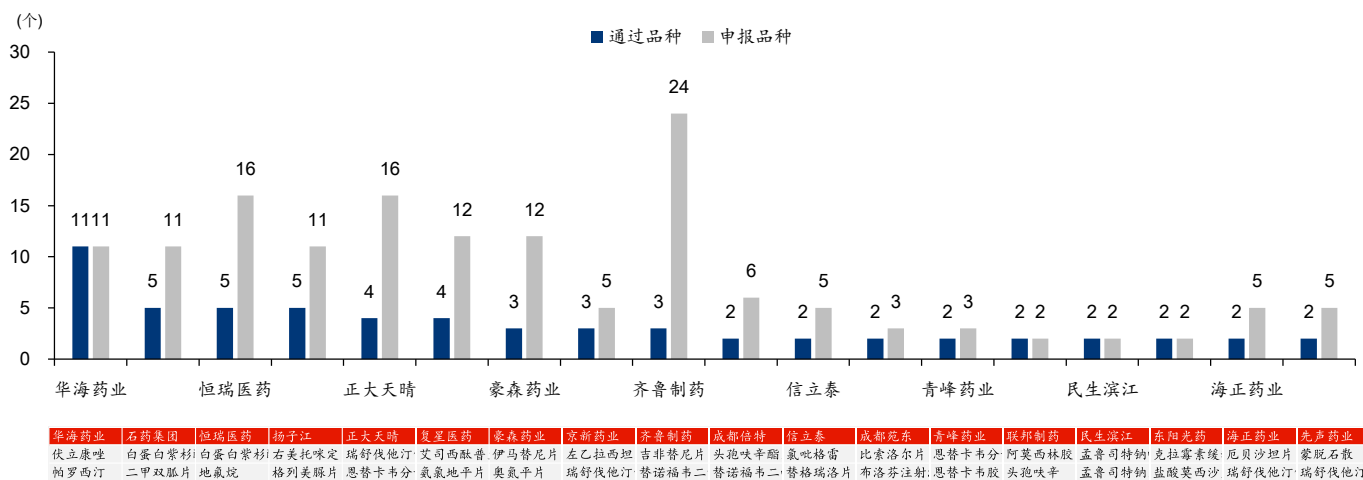
图表35：仿制药品种：利润模型



资料来源：华泰证券研究所

我们看好具有如下特点的龙头药企：1) **产品线丰富**：研发团队突出，仿制品种速度快、数量多；2) **管理精细**：带量采购对成本、供应要求高，企业须供应链稳定、成本控制好；3) **市场准入能力强**。建议关注恒瑞医药、石药集团、中国生物制药。

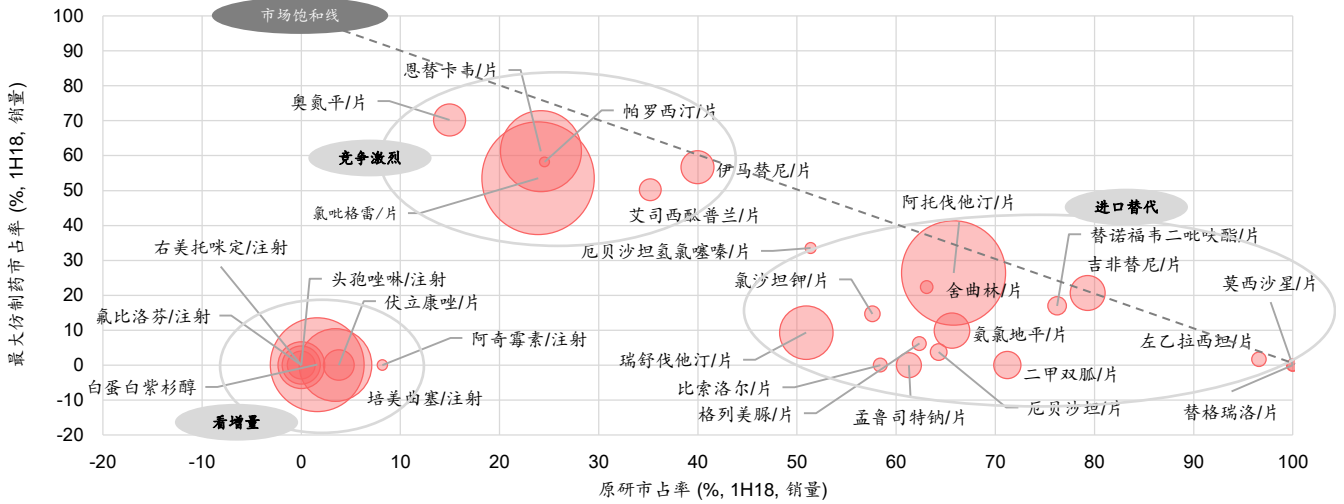
图表36：一致性评价的企业情况 (截止 20181115)



资料来源：信狐药讯，华泰证券研究所

附录：一致性评价品种一览

图表37：重点一致性评价品种：竞争格局



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表38：带量采购 31 个品种格局一览

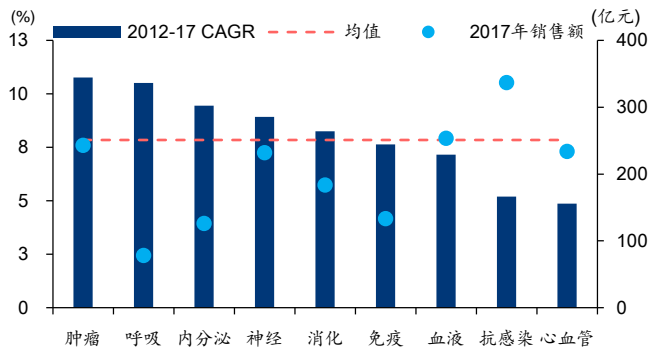
品种名称	1H18样本医院销售额(亿元)	同比增速(%)	原研	金额占比(%)	数量占比(%)	原研价格(元,规格)	通过一致性评价企业	金额占比(%)	数量占比(%)	中标价格(元,规格)	国产单价/原研单价(%)	已受理公司	
硫酸氨基葡萄糖片	12.01	-1.23%	赛诺菲	59.97%	23.88%	16.5 (75mg)	信达泰	29.03%	53.55%	8.7 (75 mg) 3.4 (25mg)	53%	齐鲁制药/华海药业	
盐酸帕罗西汀片	1.04	-1.82%	GSK	43.44%	24.53%	5.42 (12.5mg) 9.03 (25mg) 8.7 (20mg)	华海药业	44.93%	58.23%	4.01 (20mg)	46%	广东东阳光/中美天津克	
头孢唑肟钠片	0.41	-11.98%	GSK	37.88%	25.76%	3.25 (250mg)	国药集团	14.75%	13.29%	2.73 (250mg) 1.37 (125mg)	84%	苏州中化/京新药业/广州白云山/华北制药/石药集团	
利培酮片	0.56	-4.44%	强生	57.03%	38.99%	2.49 (1mg)	信达泰	5.09%	16.71%	0.85 (250mg) 0.59 (125mg)	26%	齐鲁制药/恩华药业	
吉非替尼片	3.73	111.11%	阿斯利康	84.32%	79.32%	235.8 (250mg)	齐鲁制药	15.68%	20.68%	161.85 (250 mg)	69%	齐鲁制药	
福辛普利钠片	0.18	-21.31%	BMS	77.89%	71.33%	2.81 (10mg)	华海药业	22.11%	28.67%	2.03 (10 mg)	72%	华海药业	
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	1.15	4.76%	赛诺菲	66.48%	51.38%	4.37 (150mg)	华海药业	4.89%	12.13%	3.77 (150 mg)	86%	浙江爱诺药业	
瑞舒伐他汀片	5.70	8.12%	IPR	68.65%	50.93%	4.41 (5mg) 7.31 (10mg)	正大天晴	6.21%	9.08%	3.42 (10 mg)	47%	普南贝特制药/上海诺华/南京先声/元创药	
厄贝沙坦片	1.78	1.23%	赛诺菲	83.79%	64.28%	4.01 (150mg)	京新药业	5.80%	9.29%	4.04 (10 mg) 2.92(5mg)	55%	南京长澳制药/扬子江药业/江苏恒瑞/华海药业/海正药业	
替诺福韦片	0.01	-40.92%	阿斯利康			3 (10mg)	海正药业	1.41%	2.47%	3.04 (10 mg)	42%		
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	1.98	108.38%	GSK	77.99%	76.24%	16.33 (300mg)	华海药业	0.67%	3.71%	0.61 (75 mg) 1.22 (150 mg)	30%		
羧沙坦钾片	1.66	-4.01%	默沙东	72.44%	57.60%	5.55 (50mg) 7.14 (100mg)	华海药业	55.89%	50.11%	0.69(5mg) 1.20 (10 mg)	40%		
草酸艾司西酞普兰片	2.31	17.07%	H. Lundbeck	60.54%	35.20%	14.05 (10mg)	齐鲁制药	15.96%	16.99%	15.47 (300 mg)	95%	安徽贝克生物	
苯磺酸氨氯地平片	3.78	-0.03%	拜耳	86.71%	65.62%	4.57(5mg)	齐鲁制药	2.03%	2.23%	14.75 (300mg)	90%		
阿莫西林胶囊	0.15	9.06%	/	/	/	/	正大天晴	1.23%	1.37%	14.33 (25mg)	80%		
阿奇霉素片	0.50	11.15%	拜耳	94.13%	65.27%	10.6 (250mg)	华海药业	7.38%	14.68%	2.40 (50mg) 4.18 (100mg)	43%		
注射用阿奇霉素	1.10	-0.33%	拜耳	25.24%	8.16%	92.0 (500mg)	科伦药业	8.36%	9.57%	7.06 (10mg)	50%	山东京卫制药/康恩贝	
马来酸依那普利片	0.08	1.90%	默沙东	4.12%	3.49%	0.72 (5mg) 1.23 (10mg)	黄河药业	0.50%	0.75%	6.63 (10mg)	47%		
恩替卡韦分散片	8.65	-9.48%	BMS	40.13%	24.17%	25.0 (0.5mg)	扬子江药业	4.00%	9.88%	3.04 (5mg)	66%	上海迪赛诺/北京万生/浙江为康/辰欣药业/苏州东瑞制药/亚宝药业/京新药业/上海诺华/众生药业/重庆药友	
恩替卡韦胶囊	0.46	-7.88%	/	/	/	/	青峰药业	5.16%	4.09%	1.1 (5mg)	24%	桂林南药/先声药业/澳美制药厂/华北制药/科伦制药/康恩贝生物制药/石药集团/安科恒益药业/吉林万通药业/	
左乙拉西坦片	1.53	6.43%	UCB	97.63%	96.58%	4.4 (250mg) 7.6 (10mg) 7.9 (20mg)	青峰药业	1.00%	1.64%	3.0 (250mg)	68%	信达泰	
阿托伐他汀片	11.11	9.11%	拜耳	77.87%	65.79%		吉林药业	18.29%	26.39%	3.4 (10mg) 5.7 (20mg)	45%		
盐酸西多美片	0.20	3.51%	诺华	90.56%	84.64%	/	浙江新东港	1.42%	3.68%	2.6 (10mg) 5.81(20mg)	37%		
奥氮平片	3.40	5.37%	礼来	27.62%	14.96%	40.2 (10mg) 20.4 (5mg)	石药集团	0.91%	2.92%	3.0 (50mg)	14.1 (10mg)	35%	
蒙脱石散	0.19	-0.18%	拜耳	85.88%	68.66%	1.88 (3g)	蒙森药业	61.03%	70.20%	7.5 (5mg)			
卡托普利片	0.01	-66.66%	BMS	46.98%	8.33%	0.95(12.5mg)	先声药业	3.48%	5.44%	0.94 (3g)	50%		
甲磺酸伊马替尼片	3.52	15.56%	诺华	86.09%	39.96%	199(100mg)	维奥制药	0.05%	0.09%	0.76 (3g)	40%		
阿法骨化醇片	0.13	42.75%	帝人	50.24%	36.89%	3.46(0.5ug) 2.14(0.25ug)	扬子江药业	2.50%	3.22%	1.05 (3g)	56%		
羧比洛芬注射液	4.06	12.46%	/	/	/	74 (1ml: 0.1mg) 136.56 (2ml:0.2mg)	石药集团	0.00%	0.00%	0.12(25mg) 0.62(12.5mg)	13%	山东新华制药/罗欣药业/常州制药	
左乙拉西坦注射液	5.00	10.67%	/	/	/	62.22(5ml:50mg)	常州制药	11.22%	12.92%	1.40(0.25ug)	81%		
孟鲁司特钠片	2.68	9.40%	默沙东	63.43%	61.28%	38.3 (10mg)	武田大药厂	0.00%	0.00%	2.80(0.5ug)			
注射用培美曲塞二钠	7.75	16.83%	礼来	14.55%	3.44%	3252.6 (100mg) 11151.0 (500mg)	民生制药	0.00%	0.00%	1.40(0.25ug)			

资料来源：PDB，华泰证券研究所

化学药与生物药：看好业绩能见度高与细分赛道领先的龙头

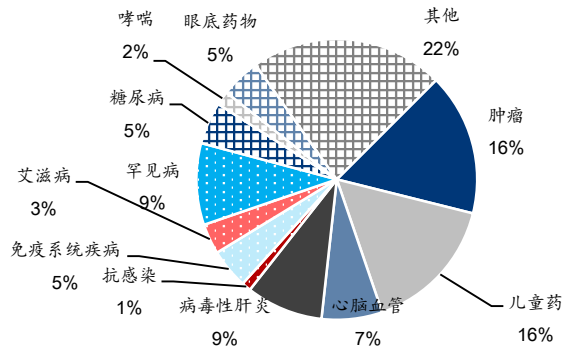
从优质赛道中选龙头。我们看好两类细分行业：1) 未被满足的临床需求，包括肿瘤、儿童药、传染病；2) 老龄化趋势下的慢性病用药，包括糖尿病、心脑血管疾病等。

图表39： 医院销售额 2012-2017 年复合增速（分治疗领域）



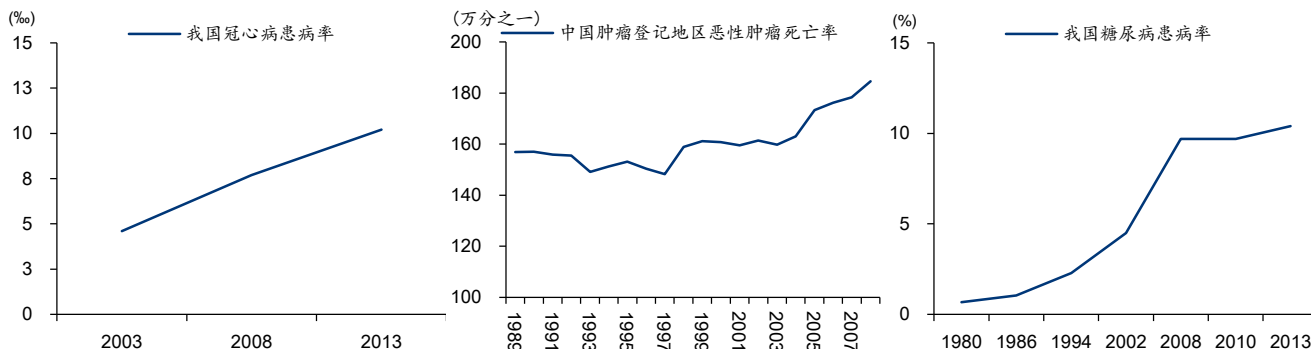
资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表40： 优先审评品种数量按治疗领域拆分（截至 20181115）



资料来源：CDE，华泰证券研究所

图表41： 我国常见慢性病的患病/死亡率（冠心病、恶性肿瘤、糖尿病）



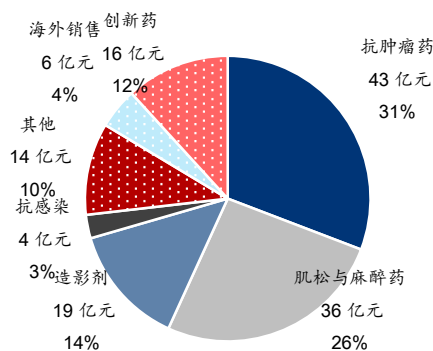
资料来源：《中国心血管病报告 2017》，国家癌症中心，全国流行病学调查，华泰证券研究所

1) 看好 19 年业绩能见度较高的标的，建议关注恒瑞医药、华东医药。

恒瑞医药（600276，未评级）

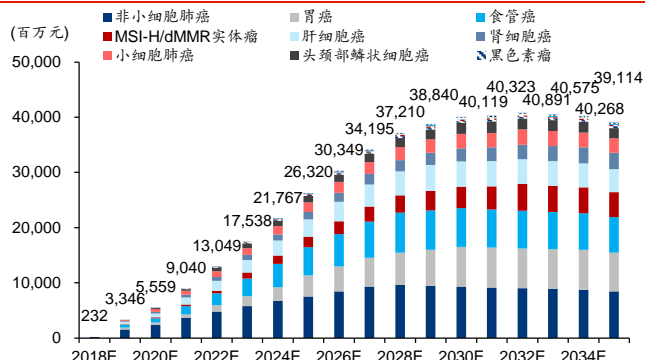
- 创新药步入收获期：**研发管线硕果渐成，PD-1（尚未获批）、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇、19K 均为潜在重磅；
- 仿制药平稳成长：**多西他赛、替吉奥、右美、七氟烷等产品增长强劲，持续贡献公司业绩；
- 新产品预期差：**吡咯替尼的 license out、在研品种 PD-L1、二代 IO 双靶点单抗等值得期待。

图表42: 恒瑞医药: 收入拆分 (2017)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表43: PD-1 市场空间测算



资料来源: ASCO, EMSO, Clinicaltrials, 华泰证券研究所

图表44: 恒瑞医药: 创新药管线

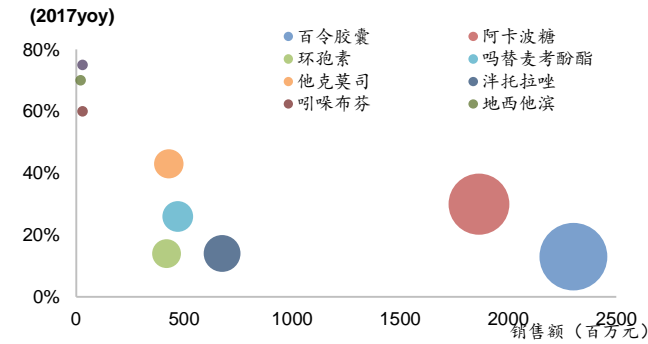
药品名称	靶点/机理	适应症	临床申请	获批临床	I期	II期	III期	申报上市	已上市
抗肿瘤-化药									
阿帕替尼	VEGFR-2	晚期胃癌 肝癌、非小细胞肺癌							
吡咯替尼	EGFR&HER-2	乳腺癌 非小细胞肺癌							
SHR3680片	雄激素受体	胃癌及胃食管结合部癌							
海曲泊帕	TPOR激动剂	激素敏感性前列腺癌 血小板减少症							
SHR3162	PARP	再生障碍性贫血							
SHR6390	CDK	卵巢癌 乳腺癌 黑色素瘤、实体瘤							
抗肿瘤-生物药									
19K	长效rhG-CSF	粒细胞减少或贫血							
SHR-1210	PD-1	霍奇金淋巴瘤 晚期肝癌、晚期食管癌、非小细胞肺癌							
SHR-1316	PD-L1	胃癌、小细胞肺癌、霍奇金淋巴瘤、转移性结肠直肠癌 黑色素瘤 小细胞肺癌、三阴性乳腺癌、非小细胞肺癌							
糖尿病-化药									
瑞格列汀+二甲双胍	DPP-IV+双胍类	II型糖尿病							
瑞格列汀	DPP-IV	II型糖尿病							
恒格列净+二甲双胍	SGLT-2+双胍类	II型糖尿病							
恒格列净	SGLT-2	II型糖尿病							
恒格列净+瑞格列汀	SGLT-2+DPP-IV	II型糖尿病							
风湿免疫-化药									
艾瑞昔布	COX-2	骨关节炎							
SHR0302	JAK3	风湿关节炎							
SHR4640片	URATI	高尿酸血症、痛风							
手术麻醉-化药									
瑞马唑仑	GABA受体激动剂	静脉麻醉等							
瑞马唑仑	GABA受体激动剂	结肠镜、胃镜诊疗镇静							
心脑血管-化药									
SHR4640	URAT1	高尿酸血症、痛风							

资料来源: Clinicaltrials, 华泰证券研究所; 注: 黄色为进度

华东医药 (000963, 买入)

- 工业板块增长强劲:** 公司逐步构建糖尿病+超级抗生素+抗肿瘤+免疫抑制剂的新工业板块, 存量业务增长强劲 (百令胶囊+10%-15%, 阿卡波糖+30%, 泮托拉唑注射剂 10%+, 免疫抑制剂产品线 30%+), 研发管线进入放量周期 (利拉鲁肽 18 年年底前进入 III 期临床, 迈华替尼预计 19 年年底之前结束 II 期临床);
- 商业板块触底反弹:** 商业板块受医院药占比影响, 大医院增长较慢、民营医院和基层医院增速较高, 未来增量依赖新品种、新业务或并购, 18 年收入增速预计为 4-5%, 19 年有望回升至正常水平;
- 积极布局千亿医美大蓝海:** 公司在玻尿酸产品伊婉的基础上 (18E 收入 10 亿元), 收购 AIM 医美上市公司 Sinclair, 获得真皮填充剂 Ellansé (安全性和效果优于玻尿酸)、铃铛埋线 Silhouette (除皱) 等产品, 两产品销售峰值有望超过 30 亿元, 预计 19 年在中国上市。
- 盈利预测:** 我们预计 2018-20 年 EPS 1.49/1.89/2.37 元, 维持 19 年 PE 估值 24-26x, 维持目标价 45.36-49.14 元, 维持“买入”评级。

图表45： 华东医药：产品线



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表46： 华东医药：研发管线

	临床前研究	申请临床	批准临床	临床I期	临床II期	临床III期	申报生产
糖尿病	门冬胰岛素	地特胰岛素	卡格列净	HD118 (正在进行)		TTP273 (美国完成临床II期)	西格列汀二甲双胍
		德谷胰岛素	曲格列汀 卡格列净二甲双胍	利拉鲁肽 (基本完成)			
抗肿瘤			依鲁替尼 伯舒替尼 尼洛替尼		迈华替尼		
			非达霉素			卡泊芬净 (预计Q4申报) 米卡芬净 (预计Q4申报)	
			利奈唑胺 达巴万星				
消化			左泮托拉唑 沃诺拉赞				奥美拉唑碳酸氢钠

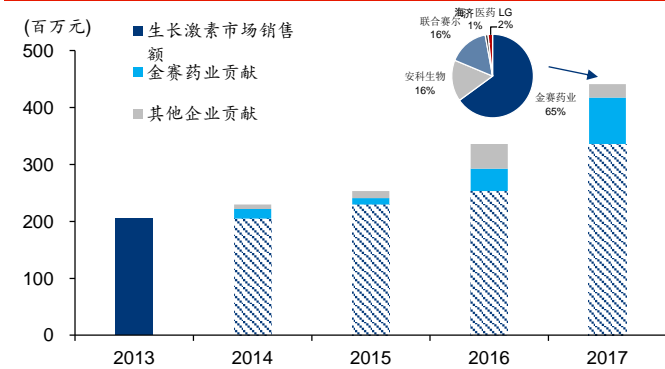
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2) 看好细分领域龙头，建议关注长春高新。

长春高新 (000661, 买入)

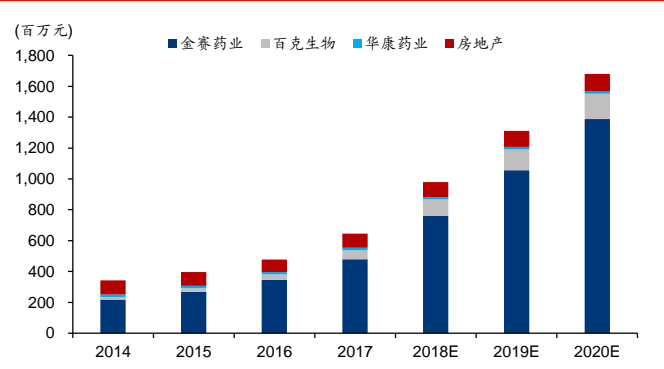
- 金赛维持快速增长：**公司生长激素消费属性强，受医保降价和带量采购等政策影响小，预计金赛全年维持 55% 以上的利润增速，预测基于：1) 品牌优势和注射便捷性推动水针+电子笔模式广受欢迎；2) 17 年拓展销售团队 (现翻倍至 1600 多人)，迅速铺开处方医生网络 (17 年处方医生覆盖近乎翻倍至 2000 多人)；3) 今年重点加强单人产出，销售费用率有望收窄；及 4) 长效完成 IV 期临床有望以加强科室覆盖作为近两年战略导向，优化公司毛利结构，预计推高上市公司整体毛利率 1-2 pct。
- 百克生物量价齐升：**我们预计其全年利润端增速有望超 80%，预测基于：1) 痘苗批签发量提速，叠加提价因素推动净利率上行，疫苗事件导致长生退出市场，百克有望获得更大市场份额；2) 迈丰狂苗批签发逐步起量，市场份额逐季提升；及 3) 鼻喷流感疫苗 (完成 III 期临床试验，已申报生产) 及冻干狂苗有望 18-19 年陆续获批。
- 盈利预测：**我们预计 2018-20 年 EPS 为 5.73/7.47/9.41 元，维持目标价 224.1-239.0 元，维持“买入”评级。

图表47： 长春高新：金赛药业引领生长激素市场增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48： 长春高新：各子板块归母净利润 (2014-2020E)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中药：品牌药企有望跑赢 OTC 行业

我们认为，2019 年品牌药企有望跑赢 OTC 行业，得益于：

- 渠道利益重配：**品牌产品过去给药店的利润空间较小，近年通过 1) 旗舰产品调价、压缩经销环节；2) 推广兼具品牌与高毛利的二线品种来增厚渠道毛利；
- 终端服务提升：**以无差别广告、单散药店控销为代表的老式营销投入产出比降低，品牌企业更加大药店尤其连锁药店，增加与其互动服务的频率与质量；
- 经营上升改善：**品牌企业近几年在制度、管理上均有不同程度的改善，部分企业在业绩上有所反映。

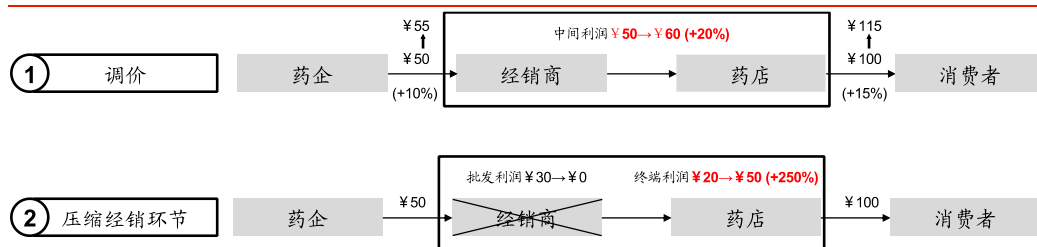
推荐济川药业、中新药业、片仔癀、同仁堂。

变化一：增厚渠道毛利

旗舰产品主动让利。依据财报与调研，OTC 药企的旗舰产品毛利率普遍高于 70%，产品力提升议价权，给渠道的毛利率相对较少，近年来 OTC 药企通过调价与压缩经销环节来增厚渠道毛利：

- 调价：**调价的根本目的在于提高中间渠道的利润，可同时提高出厂、终端价（云南白药、片仔癀），也可直接降低出厂价（康恩贝肠炎宁）；
- 压缩经销环节：**连锁药店/省级联盟以其规模化运营获得的议价权，与生产企业直接量价谈判，品牌药企的旗舰产品可按一级经销商的出厂价给货，而此进货价下，药店渠道的毛利率一般高于药店平均水平。

图表49：OTC 药品可通过调价、压缩经销环节增厚渠道利润



资料来源：赛柏蓝，华泰证券研究所

加大高毛副线产品的推广。品牌药企梳理副线品种，这些品种兼具高毛利、大品牌的特征，受到药店欢迎，而我们认为这些品种的上量将驱动市场集中度提升：1) 二线品种受旗舰拉动，扩大市占率；2) 普药品种在品牌优势与规模优势下驱动同通用名的非品牌品种。

图表50：OTC 药企加大培育、推广二线品种

上市公司	旗舰产品	←毛利率	副线产品（独家/类独家）	副线产品（普药）
云南白药	云南白药系列	~75%	气血康口服液等	蒲地蓝消炎片、四季感冒片等
片仔癀	片仔癀锭剂	~90%	复方软膏、复方含片等	牛黄解毒片、藿香正气胶囊等
同仁堂	安宫牛黄丸	~75%	牛黄清心丸、大活络丸等	五子衍宗丸、知柏地黄丸等
康恩贝	肠炎宁片	~75%	麝香通心滴丸等	复方鱼腥草合剂、汉防己甲素片等
葵花药业	小儿肺热咳喘	~75%	小儿柴桂退热颗粒等	胃康灵、护肝片等
羚锐制药	通络祛痛膏	~90%	培元通脑胶囊、舒腹贴膏等	壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏等

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

变化二：提升终端服务

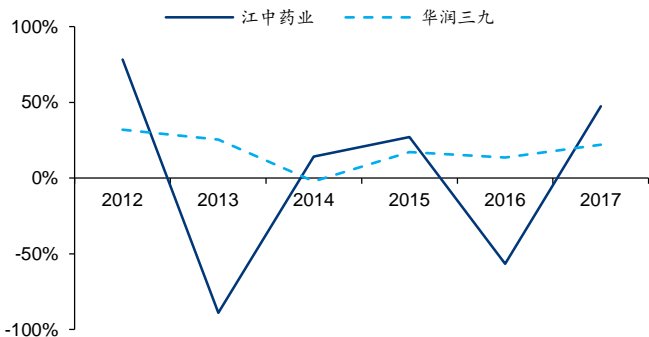
老式营销投入产出比降低。1) 广告营销：以江中药业、哈药股份为代表的药企，通过高举高打的广告，在过去媒体单一化的时代实现销售突破，而网络与手机的普及使得媒介日益分散化，广告对销售的增量贡献日益下滑；2) 地面控销：以葵花药业、仁和药业为代表的药企，自建庞大销售队伍，通过差异化投放产品变相实现垄断性，保障药店利润，近年来单体药店减少，不论倒闭还是并入连锁，销售协议大多终止。

图表51： 过去的营销模式如今遭遇困境

类型	代表公司	过往宣传手段	弊端/瓶颈
广告拉动型	江中药业、哈药股份	电视广告	媒介分散化，投入产出比骤降
终端控销型	葵花药业、仁和药业	药店营销	单体药店倒闭/连锁化，销售协议终止
无为而治型	云南白药、片仔癀	电视广告（品牌推广）	-

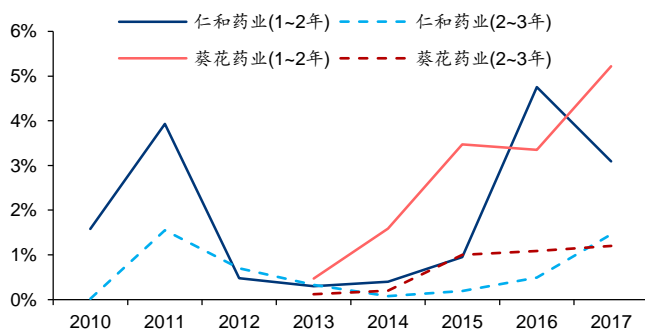
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表52： 广告经济性降低（非处方药收入增量/广告宣传推广费）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表53： 单体药店倒闭影响控销企业收入（应收账款账龄分析）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

终端服务性价比高，企业纷纷加大对药店的投入。在大众消费、电视媒体、药店无药事服务的时代，营销性价比依次为无差别广告>精准/文化营销>终端服务。而在品质消费、新媒体、药店重视药事服务的时代，这一排序转变为终端服务>精准/文化营销>无差别广告。因而 OTC 药企纷纷在药店加大投入，包括调整渠道利益、增派销售人员、增配销售费用、引入销售激励等措施。

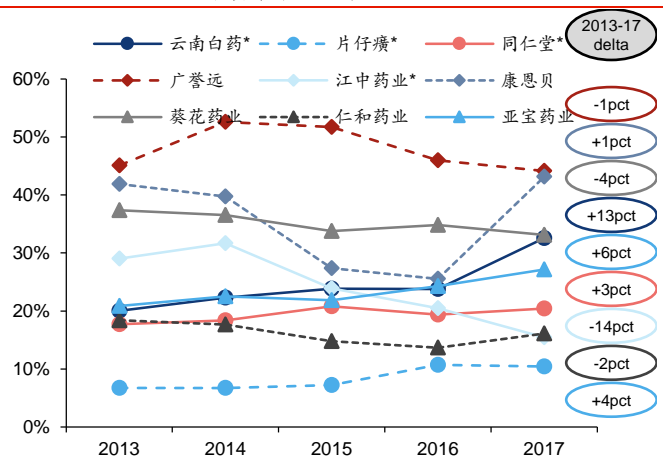
图表54： OTC 药企纷纷转型终端

	老模式	新模式（价格）	新模式（销售）	新模式（管理）
广告拉动型				
康恩贝	投放产品广告	降低出厂价	加大人员、费用投入	销售子公司股权激励
云南白药	投放品牌/产品广告	不等幅度提价	结合马拉松，推广核心产品	管理层股权激励预期
终端控销型				
仁和药业	单体药店控销	-	重点转型做连锁药店	销售子公司股权激励
葵花药业	单体药店控销	-	重点转型做连锁药店	将利润纳入考核
无为而治型				
片仔癀	完全自然销售	-	开设体验馆，压缩经销环节	权利适度下放
中新药业	完全自然销售	等幅度提价	开始面向终端推广	混改预期

资料来源：公司公告，米内网，华泰证券研究所

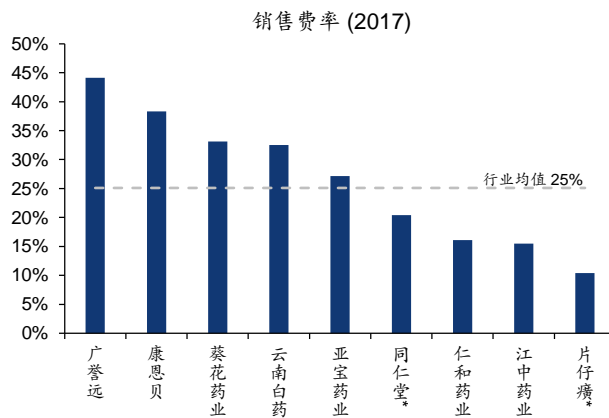
营销变化促使销售费率均值回归。营销模式的变化致使销售费用增减，不同企业向行业均值靠拢。尽管部分企业短期享受费用削减的红利，但如未投入渠道，经营恐无实质性好转。反之亦然，尽管部分企业须忍受费用抬高的阵痛，但随着阵痛减弱业务有望全面复苏。

图表55: OTC 药企销售费率序列分析 (2013-2017)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: *为母公司数据

图表56: OTC 药企销售费率横截面分析



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: *为母公司数据

变化三: 企业经营改善

我们认为, 制度改善催化管理改善, 而管理改善推动业绩改善。

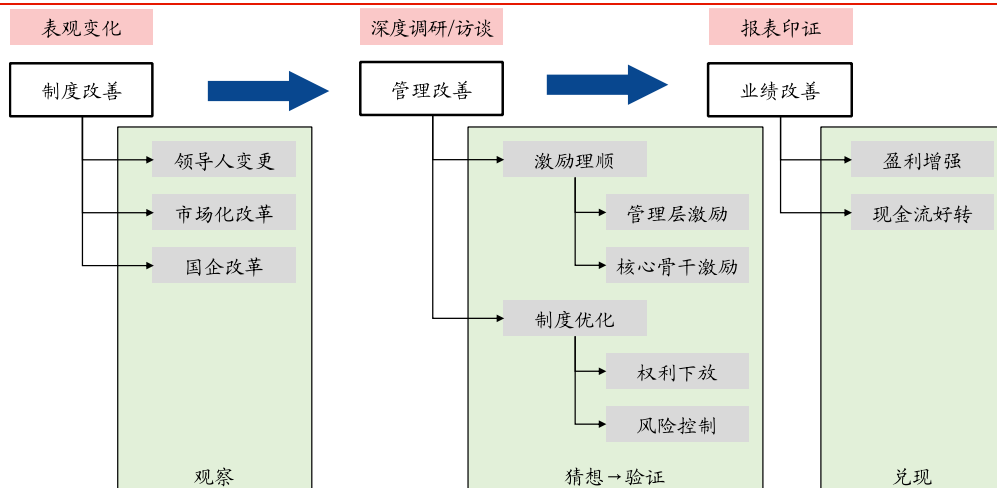
维度一: 制度改善。老字号药企大多为国企, 国企的根本制度弊端在于奖惩制度不分明下权责不清, 我们认为可依据领导人变更、市场化改革、国企改革来判断企业的释放活力。

1. **领导人变更:** 国企董事长普遍稳重, 尤其老一批领导人往往在退休前不作为, 而董事长的更换有望释放品牌价值, 如片仔癀、中新药业等;
2. **市场化改革:** 部分国企进行市场化改革, 在激励制度、运营效率上有所优化, 如云南白药、华润医药、江中药业等;
3. **国企改革:** 国改则是最后一步, 突破体制束缚 (繁文缛节、风险接受能力低、激励不充分等), 如云南白药等。

维度二: 管理改善。

1. **激励理顺:** 1) 管理层需要制定激励, 包括现金激励与股权激励; 2) 核心骨干尤其是销售主管也须有激励, 至少是奖惩清晰的现金激励, 以及适度的股权激励;
2. **制度优化:** 1) 权利下放: 国企与持股集中的民企存在权利集中的弊端, 中层无相对自由的决定权, 导致业务发展可能受限; 2) 风险控制: 权利下放意味着风险扩散, 公司如分级的风控, 可能导致业务风险。

图表57: 针对 OTC 药企的研究思路: 从制度改善到管理改善到业绩改善



资料来源: 华泰证券研究所

我们的评估模型

我们针对 OTC 药企，建立研究分析框架，从产品、管理、销售三个维度评估制度/管理改善的程度与阶段，进而预判业绩改善：

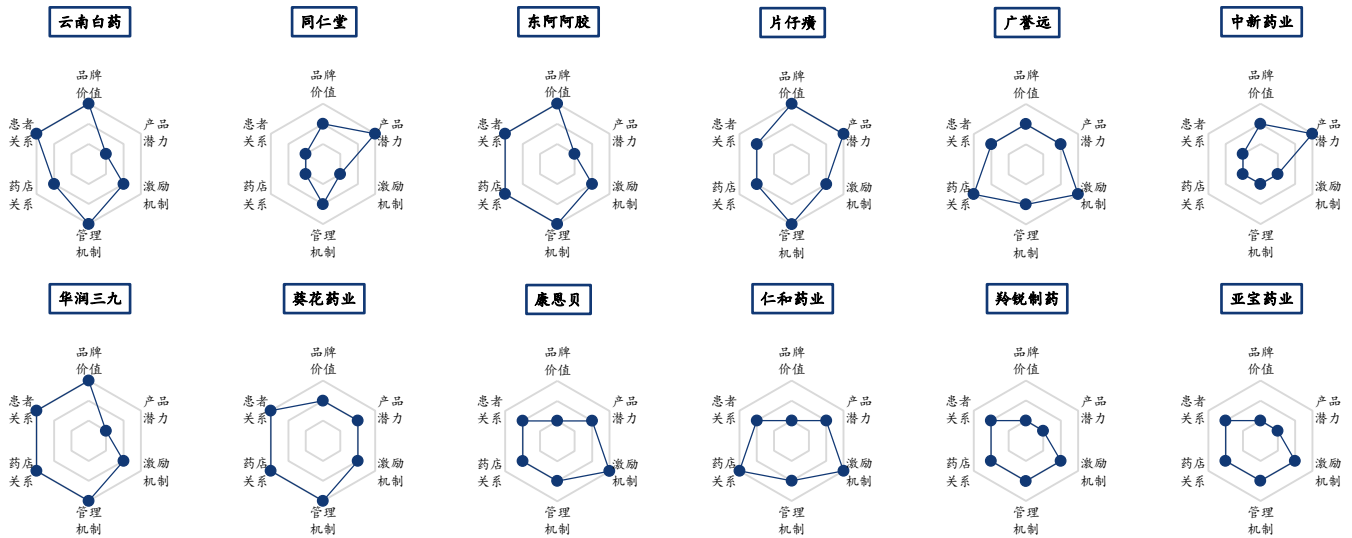
- 产品维度：**品牌力强弱、使用边界是否清晰、产品线是否丰富/有趣、地域是否有拓展潜力；
- 管理维度：**管理层激励是否到位、核心骨干激励是否到位、权利有无充分下放、风险控制是否得当；
- 销售维度：**与药店有无高级别的联系、是否参与药店活动频繁、广告是否精准适当、无法广告的产品有无软性宣传。

图表58： 针对 OTC 药企的研究分析框架

指标	为何评估?	如何评估/用何评估?	举例
产品			
品牌力	1) OTC 偏消费属性，品牌引导选择；2) 品牌建立须漫长积累，但一旦形成则自带流量	1) 胡润研究院等第三方评估机构的品牌价值；2) 产品收入增量相对于当年广告费的比率（与品牌力正相关）；	考察产品收入增量/广告费（2017）指标，片仔癀 233%，葵花药业 102%，广誉远 45%，华润三九 22%
使用边界	老字号中药使用含糊不清，自带推广难度	1) 说明书明晰程度；2) 是否纳入指南；3) 产品使用情景的深入人心程度	片仔癀的使用过去并不明晰，赠礼情景下受礼者不知如何使用；而阿胶补血冬补的形象深入人心，赠送也能实际消化；
产品线	单一/乏味的产品线无挖潜空间	1) 独家品种数量；2) 小品种的市场空间/竞品规模	片仔癀拥有软膏、含片等衍生剂型，可类比如云南白药；中新药业拥有数十个独家品种
地区性	地域性品牌更具有全国横向拓展潜力	发源地以外的知名度与地区收入占比	云南白药、阿胶过去为云南、山东的特色药品，现已全国覆盖；片仔癀（福建、广东）、同仁堂（北京、广东）有区域扩张潜力
管理			
管理层激励	-	股权激励、现金激励	同仁堂十余年前的现金激励短暂释放业绩；仁和药业、康恩贝均通过成立销售子公司为销售负责人间接分配股权，中新药业将奖惩制度从只奖不罚改为有奖有罚；
核心骨干激励	-	股权激励、现金激励	
权利下放	权利过度集中不易于中层的一线事务开展，权利过度分散可能导致管理失控	1) 事业部改革；2) 重点产品（群）销售分线；	片仔癀的牙膏公司、化妆品公司下放权利，允许市场化招聘；同仁堂科技公司销售主管相对于股份公司拥有招聘、费用的权利；
风险控制	风控不严可能导致局部风险，风控过严可能不利于业务开展	1) 经营合规性；3) 治理结构有无异常；3) 过失有无二次发生；	-
销售			
店员培训	药店店员推荐的成功率虽不如医生，但依然是重要的推广窗口	1) 宣传推广费用；2) 人员配置	片仔癀联合《中国药店》开展培训师评选；
终端促销	药店促销活动增多，性价比提升，需药企配合	1) 促销费用；2) 人员配置	羚锐制药摆设促销展台开展体验式营销；云南白药联合药店深度参与马拉松比赛；
广告宣传	非处方药可以广告，仍然是重要的宣传手段	1) 广告费用；2) 广告的精准确度	汇仁肾宝的吸睛广告；东阿阿胶、寿仙谷、广誉远等在四大航空杂志投放广告；
软文/性宣传	处方药无法广告，需要通过新媒体软文推广	软性宣传的手段、力度、频率	安宫牛黄丸通过脑卒中月宣传；片仔癀以熬夜、喝酒等护肝保健功效推广；
报表			
销售费用	反映销售策略（激进、稳妥、不作为、收紧）	关注广告宣传费、职工薪酬等明细项	片仔癀的广告宣传费自 2015 年其持续高速增长，是销售改善的先行指标；
销售人员	反映销售策略（扩张、平稳、整合、裁员）	关注数量变化	康恩贝/仁和药业自 2015/2016 年起持续扩张销售队伍；
应收款项	反映压货情况、产业链地位、发展进程	关注绝对值与相对值（相对于收入）	-
销售收现比	反映压货情况	是否大于 100%	片仔癀母公司销售收入现金比维持在 100+%

资料来源：华泰证券研究所

图表59： 上市公司比较： 基于我们的研究分析框架



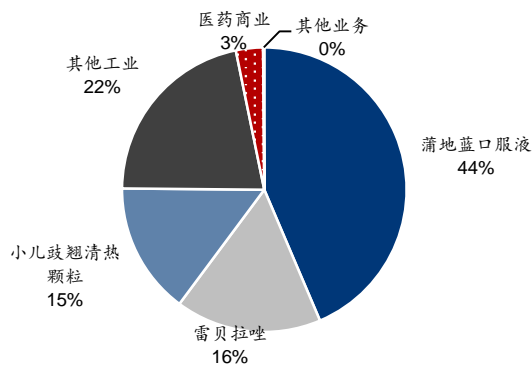
资料来源： 华泰证券研究所

推荐及建议关注标的： 济川药业、 中新药业、 片仔癀、 同仁堂

1. 济川药业 (600566, 增持)

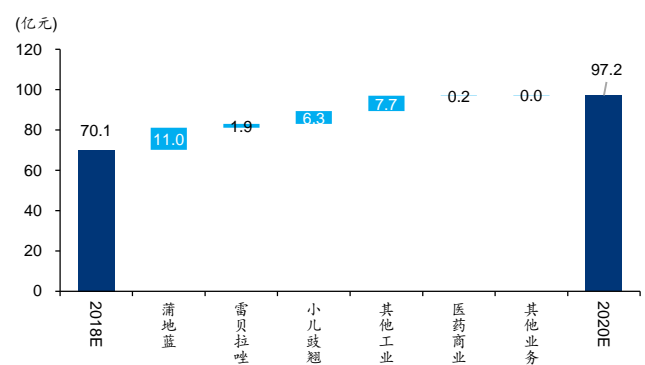
- a) **主力品种维持快速增长：**我们预计 1) 蒲地蓝 18 年销售收入约 30 亿元，医院端受益于补录医保增强支付能力、药店端受益于药店开发与单店产出 (1-3Q18 药店端收入同比增长 50%、渠道占比约 40%)，19 年增速有望接近 20%；2) 小儿豉翘量价齐升，高毛无糖新规格逐步替代原规格 (1-3Q18 无糖规格收入占比约 50%)，预计 19 年增速在 25-30%；3) 雷贝拉唑维持平稳增长，胶囊剂一致性评价难度高，我们预计 2 年内竞争格局变化不大；
- b) **二线品种逐步放量：**1) 蛋白琥珀酸铁受益于进口替代 (济琥平持续替代原研菲普利，1H18 市占率 33%vs2017 年约 20%) 与医保补录 (2-3Q18 进入江苏、安徽、湖南 3 地医保)，预计 18 年收入增速翻倍至 3 亿元；2) 东科制药核心产品黄龙止咳 (东科第一大品种)、妇炎舒随着中标逐步放量，同时借助销售整合，净利率稳步提升，预计东科公司 18 年收入增速在 50%、净利润贡献有望翻番；
- c) **销售费率温和下滑：**得益于药店渠道拓展 (销售费率药店端较医院端约低 10pct)，预计销售费率下滑的趋势有望延续，中期看销售费率下行至 45%；
- d) **维持“增持”评级：**我们预计 18/19/20 年净利润 16.5/20.8/25.7 亿元，同比增长 35%/26%/24%。参考可比公司并考虑业绩高增长溢价，给予 2019 年 PE 估值 18-20 倍，目标价 46.15-51.28 元，维持“增持”评级

图表60： 济川药业： 收入拆分 (2018E)



资料来源： 公司公告， 华泰证券研究所

图表61： 济川药业： 收入增量 (2018E-2020E)

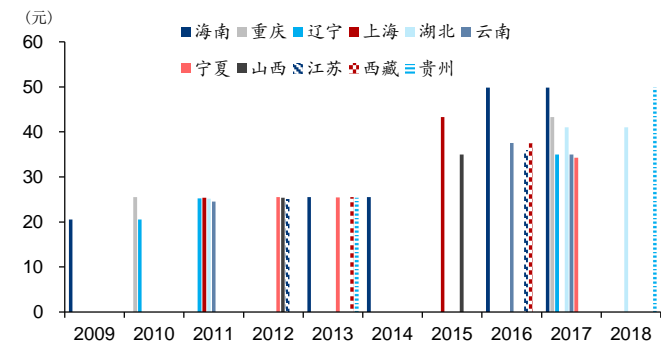


资料来源： 公司公告， 华泰证券研究所

2. 中新药业 (600319, 未评级)

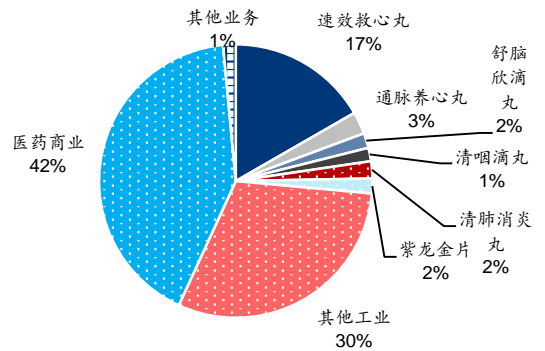
- a) **速效量增计划有序执行:** 1) 2016-17年速效大面积提价, 18年为首个完整年份, 提价红利显著; 2) 16年速效在药店端的毛利率从15%提升到24%, 近年强势零售甚至自行提价将毛利率抬至40+%, 渠道利益大幅理顺; 3) 18年9月拟推出营销新方案, 以软文等形式加强推广, 让常备人群从55岁下降到40岁, 扩大使用人群; 4) 营销改革执行, 19年起除京津沪外, 全国划分7个片区, 加强渠道管控、严控窜货;
- b) **边际改善趋势强:** 董事长给企业带来的显著变化, 体现为带头改革、主动出击商务洽谈、大面积启用新人、更改募投专攻主业, 公司边际改善显著;
- c) **双百计划有望超预期:** “双百计划”为国家国资委主导的国企改革计划, 执行层级高于天津医药集团混改, 且符合目前政府对国企竞争中性的指导方向, 时间与力度可能超预期。

图表62: 中新药业: 速效救心丸中标价 (2009-2018)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表63: 中新药业: 收入拆分 (2017)

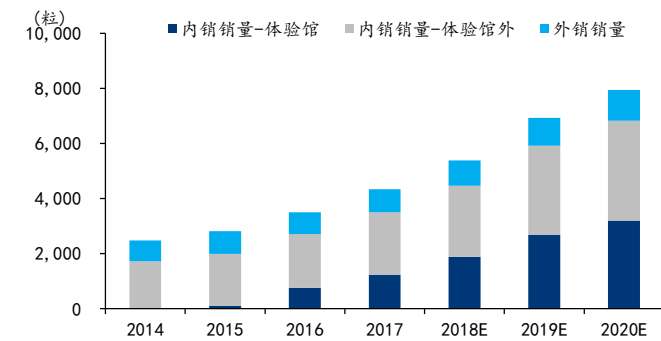


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

3. 片仔癀 (600436, 买入)

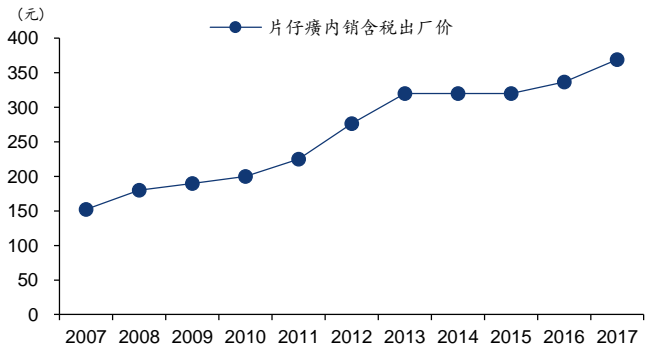
- a) **仍处于全国扩张的初期:** 片仔癀单品处于全国扩张期, 凭借空中 (品牌推广) + 地面 (终端服务) 的宣传以及渠道的多元化 (从单一的经销商渠道到经销商+体验馆), 正在从地域性产品拓展为全国产品;
- b) **具备持续提价的能力:** 受到原料稀缺、自身具有定价权的影响, 产品持续提价, 2016年整顿渠道后重启提价, 受原料价格上涨的影响, 我们认为未来有持续提价的可能;
- c) **维持“买入”评级:** 我们预计 18/19/20 年净利 11.2/14.6/18.7 亿元, 同比增长 39%/30%/28%, 给予 2019 年 PE 估值 46-50 倍, 目标价 111.23-120.90 元, 维持“买入”评级。

图表64: 片仔癀: 销量拆分 (2014-2020E)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表65: 片仔癀: 内销含税出厂价 (2007-2017)

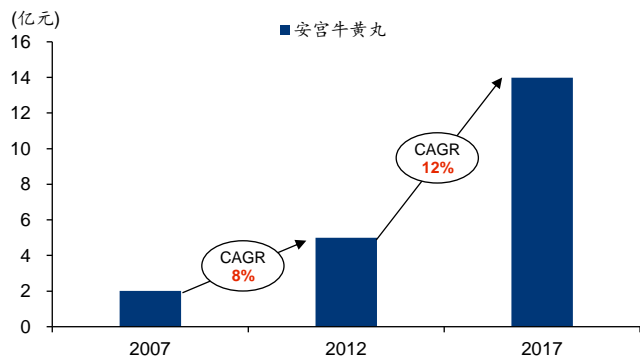


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 注: 为年化平均价

4. 同仁堂 (600085, 未评级)

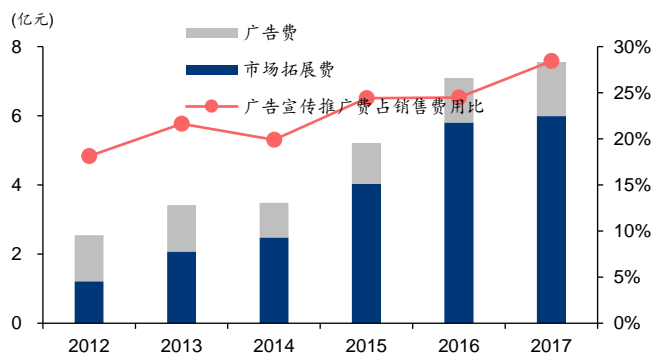
- a) **安牛面临成本压力**: 旗舰单品安宫牛黄丸内销上一轮提价为 2012 年 (终端从 350 元提至 560 元), 外销为对冲汇率小幅多次提价 (外销终端售价 2018 年已相较于 2012 年提价约 15%), 而原料中天然牛黄与天然麝香大幅上涨, 持续面临成本压力;
- b) **销售与渠道边际改善**: 人员上, 股份公司销售人员平均年龄在 55 岁以上且均为北京外派, 近几年各地销售更新吸纳; 费用上, 股份公司的销售费用向宣传费用倾斜; 渠道上, 与连锁药店加强顶层联系、并形成产品群加大铺货力度。
- c) **董事会趋于年轻化**: 2018 年为换届之年, 股份公司董事会已更替, 新董事此前为集团公司中层干部且较为年轻 (4 位候选人 3 位在 40-45 岁)。

图表66: 同仁堂: 安宫牛黄丸收入体量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表67: 同仁堂: 销售费用拆分 (2012-2017)

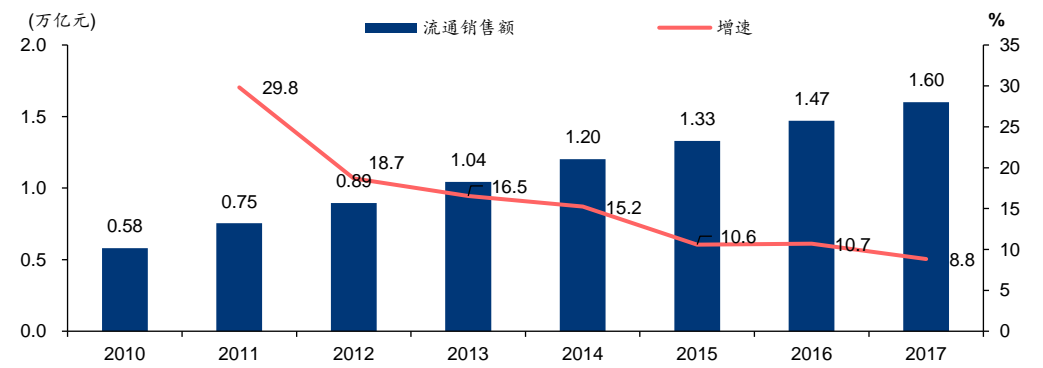


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

医药流通：行业增长有望加速，融资成本或可降低

全国流通市场发展平稳。我国医药流通市场增长稳健，2011-2017 年 CAGR=15.6%。2017 年全国陆续执行“两票制”，医药流通市场规模达到 1.6 万亿元，同比增长 8.8%。

图表68： 2010-2017 年我国医药流通销售额及增速

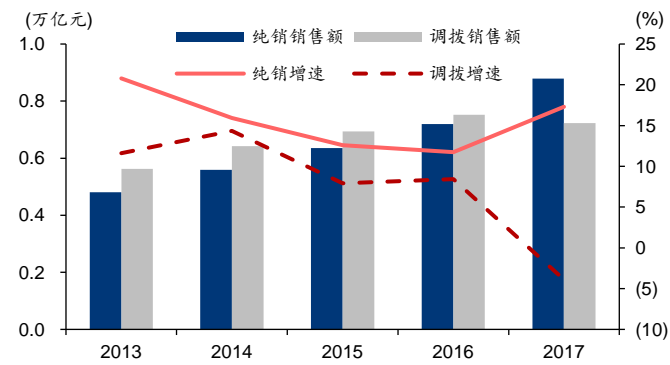


资料来源：米内网，华泰证券研究所

“两票制”促使纯销业务占比逐渐提高，行业毛利率上升。“两票制”使得行业调拨业务受到冲击，流通企业的调拨业务均有不同程度的下滑，2017 年纯销和调拨业务增速分化。纯销占比提高致使行业毛利率提高至 7.2%，我们认为 2018 年毛利率可能进一步提高。

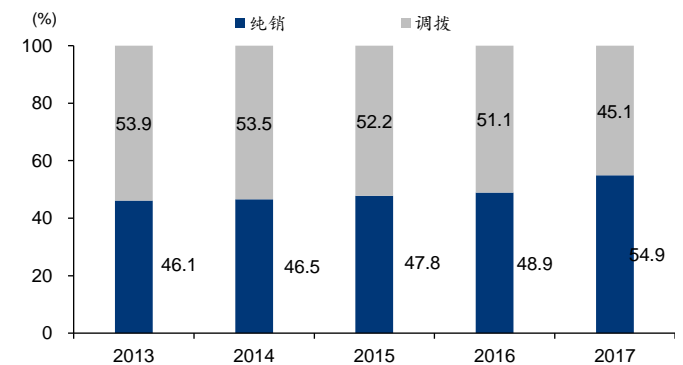
预计 2018 年底调拨业务占比已降至底部。2018 年初大部分省份已全面执行“两票制”，经过一年调整，我们认为 2018 年底调拨业务占比触底，流通业务结构性变化基本完成。

图表69： 2013-2017 年我国医药流通纯销、调拨销售额及其增速



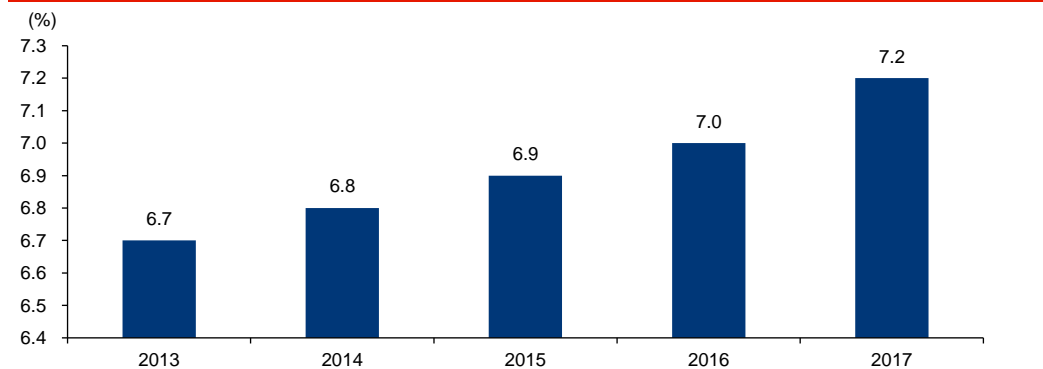
资料来源：商务部，华泰证券研究所

图表70： 2013-2017 年我国医药流通纯销和调拨销售额占比



资料来源：商务部，华泰证券研究所

图表71： 2013-2017 年我国医药流通行业毛利率

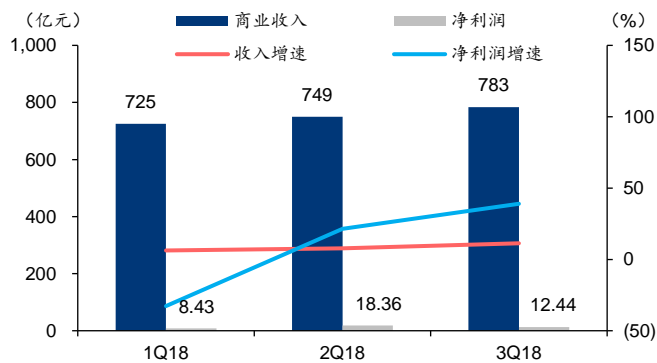


资料来源：商务部，华泰证券研究所

行业整合长期利好初步显现。截至 2018 上半年，全国基本全面执行“两票制”。“两票制”执行初期，龙头企业调拨业务下滑对于业绩形成短期冲击，但这种冲击经过半年左右时间，基本被消化，而行业整合趋势显著，龙头的收入和净利润增速从 1Q18 呈现逐季加速增长。

2019 年行业有望增长加速。2018 年受到调拨业务调整影响，行业基数低。我们认为 2019 年在调拨业务扰动基本结束，纯销业务和符合“两票制”要求的调拨业务将会逐步恢复，增速将快于 2018 年。

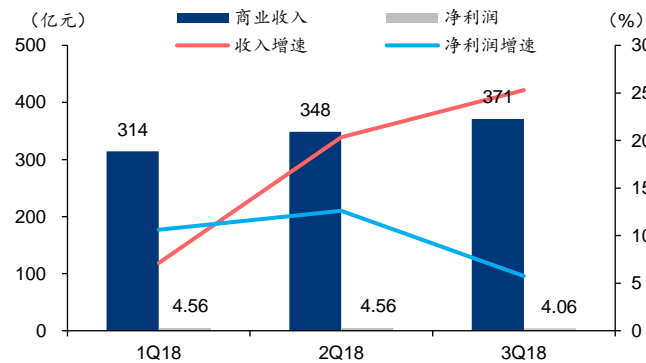
图表72： 1Q18-3Q18 国药控股单季度商业收入、净利润及其增速



注：用整体近似商业部分

资料来源：wind，华泰证券研究所

图表73： 1Q18-3Q18 上海医药单季度商业收入、净利润及其增速

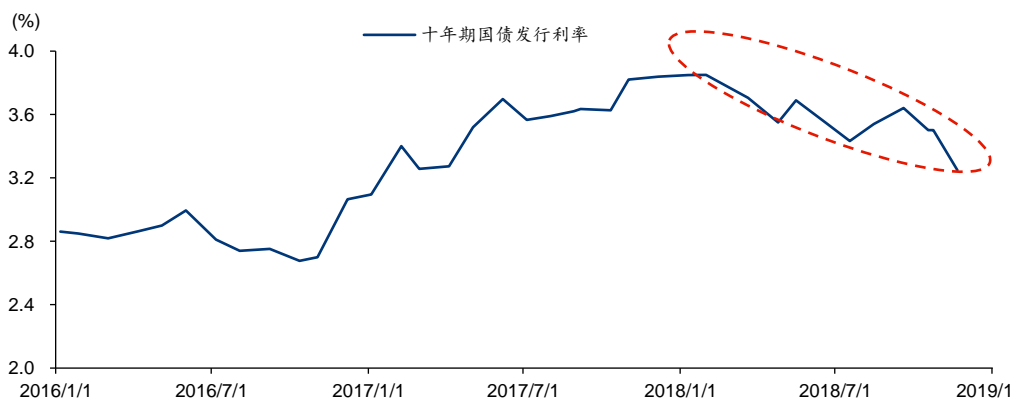


注：2018 年 2 月康德乐开始并表

资料来源：wind，华泰证券研究所

无风险利率震荡下行。十年期国债发行利率从 2H17 至 1H18 不断上行，资金延续偏紧态势，在 2018 年 1 月达到顶点 3.85%。受到定向降准等政策影响，国债发行利率开始震荡下行，资金市场放宽，截止 2018 年 11 月 21 日时达到 3.25%。根据我们研究所宏观团队观点，2019 年货币政策大概率由灵活适度转向略宽松。

图表74： 2016 年初至今十年期国债发行利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

国有医药流通龙头融资利率边际降低。随着市场资金流动性逐渐重组，优质的国有医药流通融资利率率先降低。以国药控股的 SCP 为例，公司在 3Q18 发行的 270 天的 SCP007 票面利率为 3.70%，4Q18 发行的 180 天的 SCP009 票面利率为 3.48%，分别相较于年初发行的同样期限的 SCP001 和 SCP002 分别降低 1.00pct 和 1.22pct。我们预计 2019 年国有医药流通龙头融资利率中枢同比下移。

民营医药流通龙头融资利率或可受益进一步宽松。民营龙头如九州通等 SCP 的发行利率目前没有明显下降趋势，主要是因为市场流动性首先偏好国有企业。在国家大力支持民营企业发展背景下，当市场流动性进一步改善，资金或可流向运营良好、债务风险较低的民营龙头，民企高企的融资利率有望降低。

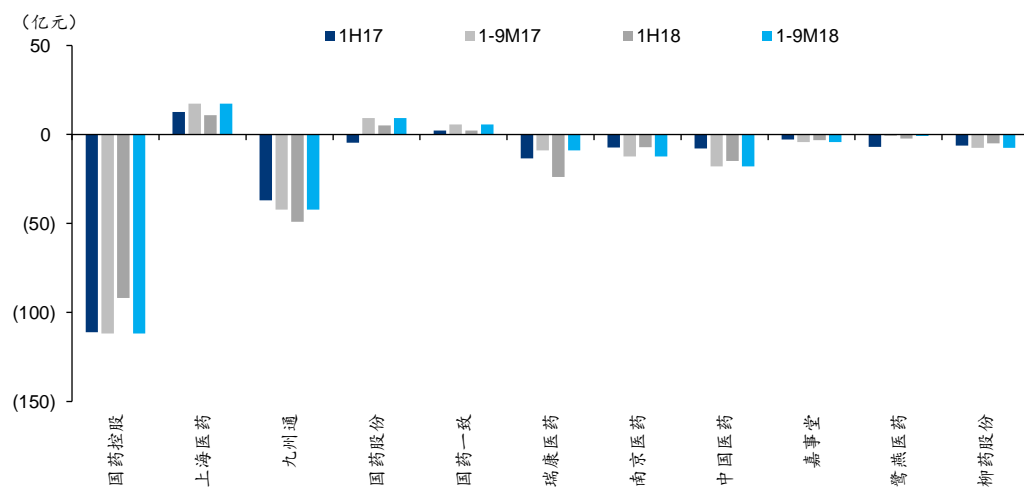
图表75： 2018 年至今国药控股和九州通发行的 SCP 情况

公司	主体评级	名称	发行日期	票面利率	期限/年	融资额度 / 亿元
国药控股	AAA	18 国药控股 SCP001	2018/2/6	4.70%	0.74	20
		18 国药控股 SCP002	2018/2/8	4.70%	0.49	20
		18 国药控股 SCP003	2018/3/5	4.89%	0.49	40
		18 国药控股 SCP004	2018/3/6	4.98%	0.74	40
		18 国药控股 SCP005	2018/7/6	4.29%	0.74	30
		18 国药控股 SCP006	2018/8/28	3.60%	0.49	30
		18 国药控股 SCP007	2018/9/17	3.70%	0.74	30
		18 国药控股 SCP008	2018/9/25	3.46%	0.49	30
		18 国药控股 SCP009	2018/11/5	3.48%	0.49	20
九州通	AA+	18 九州通 SCP001	2018/1/5	5.29%	0.3	10
		18 九州通 SCP002	2018/1/15	5.40%	0.41	15
		18 九州通 SCP003	2018/4/24	5.00%	0.25	10
		18 九州通 SCP004	2018/7/19	5.73%	0.44	5
		18 九州通 SCP005	2018/8/6	5.20%	0.65	7
		18 九州通 SCP006	2018/8/10	5.20%	0.74	5
		18 九州通 SCP007	2018/8/29	5.68%	0.74	5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018 年部分龙头经营性现金流呈现改善之势。2017 年下半年全国公立医院取消药品加成，医院端财务压力增加，并向上游延伸，流通企业回款恶化。同时，受“两票制”影响，资金周转慢的纯销业务占比提高，也会对现金流造成压力。但从 2018 年下半年开始，下游回款账期不再恶化，部分龙头经营性现金流同比改善。

图表76： 主要上市医药流通企业的 1H17、1-9M17、1H18、1-9M18 经营活动现金流净额



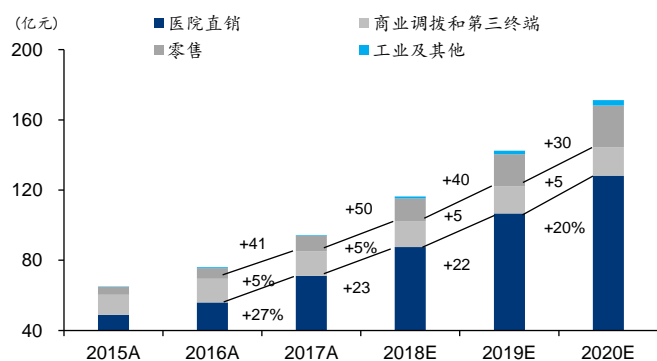
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们看好竞争格局良好、现金流出色、边际改善的优质医药流通龙头，推荐竞争优势明显、高毛利业务快速发展的柳药股份，建议关注垄断管制精麻配送且现金流优秀的国药股份。

柳药股份：流通业务竞争优势明显，零售和工业高速发展。公司已与 59 家医疗机构签订项目战略合作协议，巩固医院渠道关系稳固，“两票制”后凭借渠道优势和品种优势，持续扩大市占率。公司借助医院渠道优势，DTP 药房快速增长，我们预计 2018 年门店数量有望突破 400 家，2018-2020 年医药零售业务销售额增速或可达到 30-50%。此外，公司收购万通制药，中药饮片产能持续扩大。零售和工业业务发展迅速，不仅可以优化业务结构，提高净利率，而且能够改善现金流，有效分散风险。

国药股份：精麻配送业务毛利高、壁垒高且保持稳健增长，现金流出色。2017 年通过收购同一控制下的四家北京商业子公司，公司成为国药控股在北京唯一医药流通平台，扩大市场领先优势，保持平稳增长。截至 2018 年中报，公司管制精麻配送市场市占率已达 80%，毛利率 12-14% 远高于普药配送 6% 毛利率，公司财务质量高，除受阳光采购影响等个别季度，近十年多数季度经营性现金流净额均为正，与归母净利润匹配，报表质量高。

图表 77： 2015-2020E 年柳药股份各项业务营业收入及其增速预测



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 78： 2015-3Q18 国药股份单季度归母净利润和经营性现金流净额

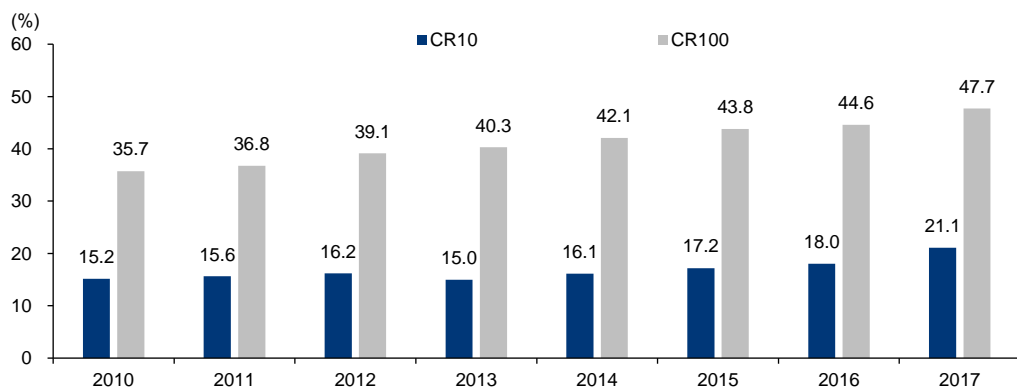


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

医药零售：长期逻辑依旧，存在短期噪声

行业集中度持续提高，头部效应明显。医药零售行业整合正在加速，2017年市场行业集中度CR10、CR100较2016年均提高3.1pp，不仅说明行业集中度在提高，而且证明集中度均有头部的10家公司贡献。我们认为未来这种马太效应将更加明显，特别是上市的连锁药店在资本的支持下，通过自身的精细化管理能力实现快速扩张，市场份额继续向头部集中。

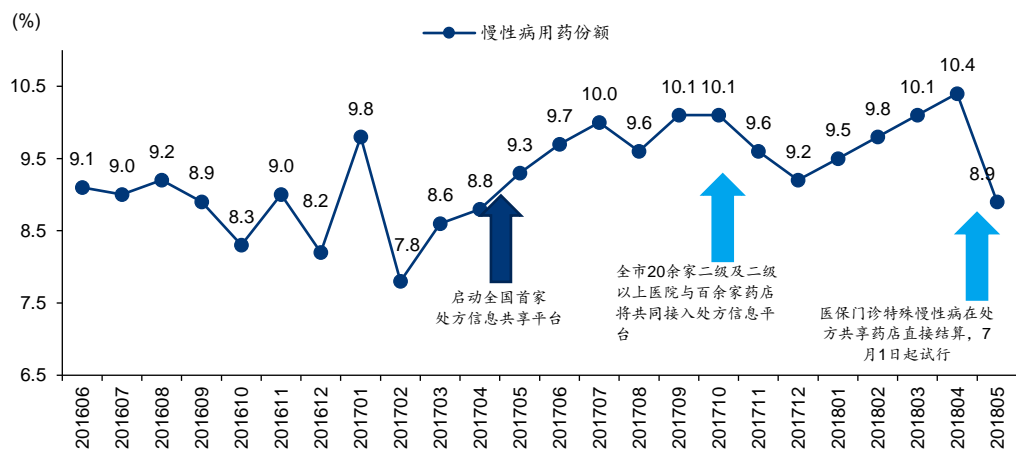
图表79：2010-2017年我国零售药店市场集中度CR10和CR100



资料来源：《中国药店》，华泰证券研究所

处方外流效果初显。以梧州为例，2017年5月启动全国首家处方共享平台。2018年7月1日，“梧州模式”再升级，处方共享平台药店可以申请试行医保门诊特殊慢性病直接结算。受此影响，梧州零售药店慢性病处方用药占比震荡上行。随着各地鼓励处方外流政策提出，我们认为处方外流带来的增量将更加明显。

图表80：近两年梧州市零售药店慢性病处方用药销售占比



资料来源：《中国药店》，华泰证券研究所

重磅政策陆续落地推广，总体利好行业发展：1) 成都、西安、天津、重庆等地试行电子处方外流，处方外流路径趋于明晰；2) 增值税降税、小规模纳税人销售标准额上调直接降低企业税务成本，提升净利水平；3) 广东试行分级分类管理，小连锁或者单体药店或失去处方药资质，连锁龙头凭借执业药师资源优势，易于获取高等级药店资质，扩大竞争优势。

图表81：近年影响零售药店政策整理

政策类型	涉及地区	发布时间	相关文件	主要内容
电子处方外流	成都	2016 年 12 月 5 日	《关于在全市药品零售连锁企业中推进电子处方试点工作的通知》	在药品零售连锁企业开展电子处方服务试点工作，主要限于按固定剂量用药上的常见病、慢性病。
	西安	2017 年 5 月 18 日	《西安市药品零售企业推行电子处方服务工作方案》（试行）	西安市药品零售连锁企业和有条件的零售单体药店推行电子处方服务工作。
		2017 年 6 月 14 日	《推广互联网医院开展慢性病随诊电子处方共享工作的意见》	允许连锁企业在处方来源上能够与医疗单位远程合作，进行慢病诊疗和处方开具。
	天津	2018 年 1 月 18 日	《关于实施维护参保人员基本用药权益有关措施的通知》	支持定点医疗机构将电子处方上传至医保信息系统，支持医院处方外流。
	重庆	2018 年 3 月 12 日	《关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》	采取与医疗机构对接的方式，实行计算机联网并通过信息系统从医疗机构获取电子处方。
社保由税务全责征收	全国	2018 年 7 月 20 日	《国税地税征管体制改革方案》	自 2019 年 1 月 1 日起，各项社会保险费交由税务部门统一征收。
深化增值税改革	全国	2018 年 3 月 28 日	《关于统一小规模纳税人标准等若干增值税问题的公告》、《关于调整增值税纳税申报有关事项的公告》	从 2018 年 5 月 1 日起，将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%；将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由 50 万元和 80 万元上调至 500 万。
药店分级分类管理	广东	2018 年 3 月 15 日	《广东省食品药品监督管理局关于药品零售企业分级分类的管理办法（试行）》	根据药品零售企业设置条件与药品经营范围，从小到大大零售企业分级分类的管理办法（试行）》分为一类店、二类店和三类店。

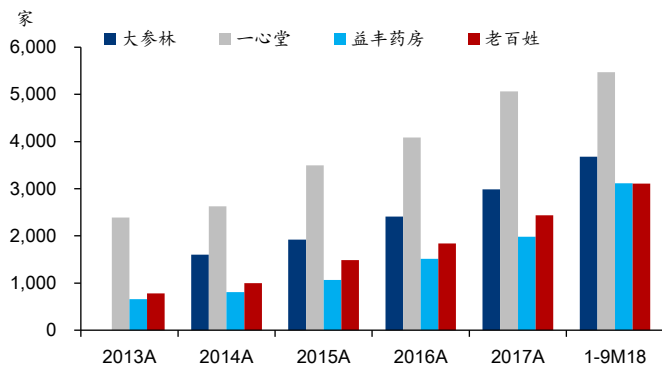
资料来源：CFDA，各地卫健委，华泰证券研究所

我们看好医药零售长期发展趋势，但短期因为并购价格上升、社保新规、O2O 模式冲击等因素，存在一定业绩不确定性：

- 1) 因为高瓴等一级资本介入，药店并购成本持续上升。龙头企业根据市场并购价格和自身情况，适时调整并购和开店节奏。
- 2) 社保税缴或可增加人员薪酬，冲击当期业绩，但国常会已明确“抓紧研究适当降低社保费率，确保总体上不增加企业负担”的基调，因此我们认为社保新规影响是短期和有限的。此外，增值税率下降、变更小规模纳税人等税收优惠政策有望对冲影响。
- 3) O2O 可能对行业固有业态造成一定冲击，但因为药店在患者购药时提高的咨询服务不可或缺，所以我们认为 O2O 模式不可能彻底颠覆实体药店销售，而是有望成为引流引客的新增量，连锁药店与线上巨头实现共赢。

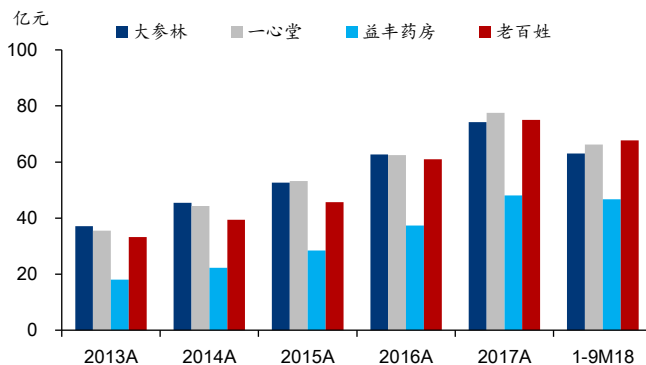
四大零售药店龙头强者恒强。上市四家连锁药店龙头，通过自开或并购等方式，保证收入和净利润的持续增长，抵御风险能力较强。我们认为四家连锁药店龙头，多年积累丰富的并购整合、跨区域经营和精细化管理经验，这是普通并购资本或者中小连锁所不具备的。配合二级市场融资优势，我们认为上市连锁药店龙头发展有望更加迅猛，进一步拉大与其它药店差距。

图表82： 2013A-（1-9M18）四大上市连锁药店龙头门店数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

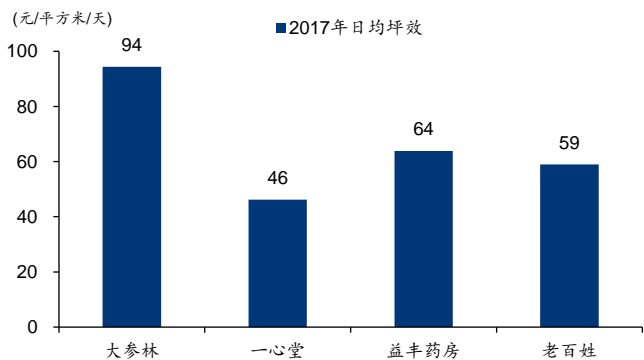
图表83： 2013A-（1-9M18）四大上市连锁药店龙头店均销售额



注：销售额含增值税；1-9M18 数据已经年化

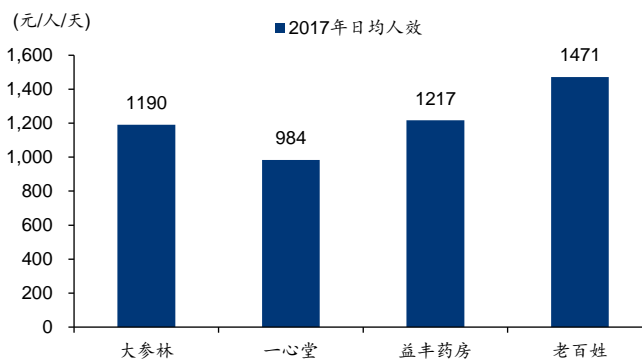
资料来源：公司公告，华泰证券研究所；

图表84： 2017 年四大上市连锁药店龙头日均坪效



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表85： 2017 年四大上市连锁药店龙头日均人效

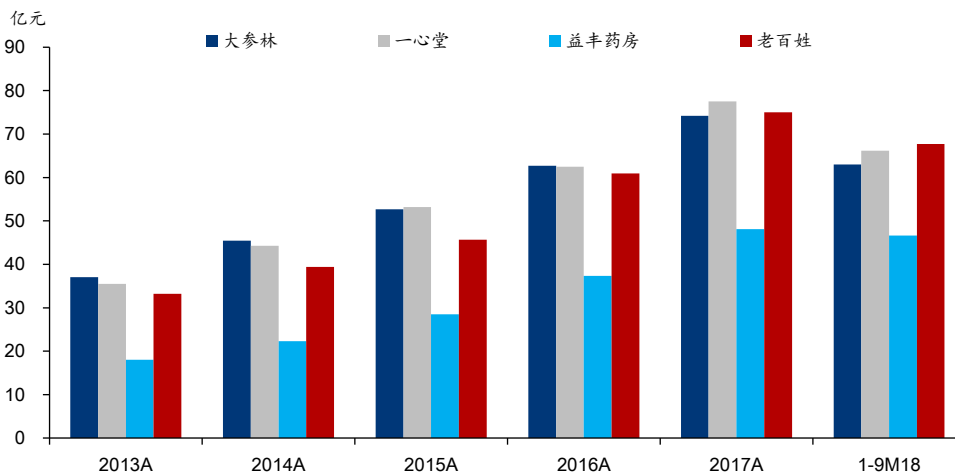


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们推荐一心堂，建议关注益丰药房和老百姓：

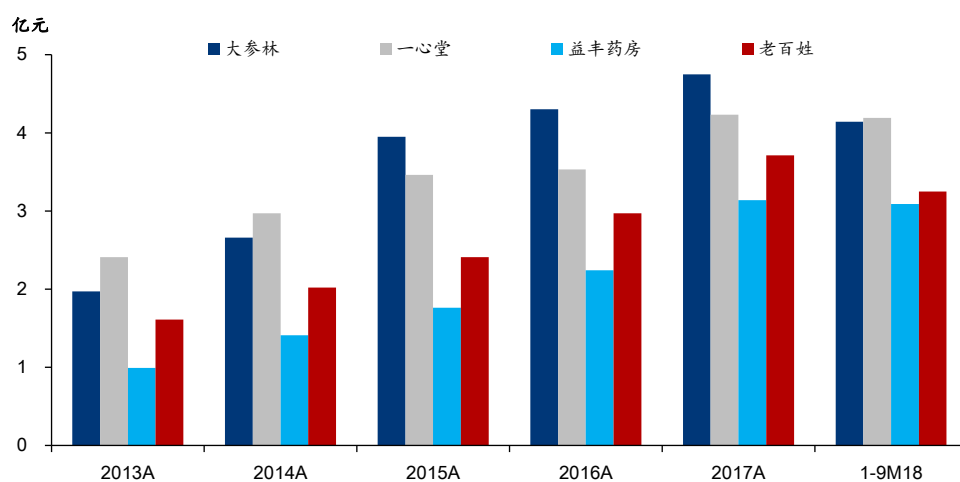
- 1) **一心堂**：西南医药零售龙头，在云南医药零售市场具有统治地位，从 2016 年开始大力推动川渝战略，在经过 2017 年整合，川渝地区盈利明显改善。
- 2) **益丰药房**：自开和并购并举，精细化管理能力出众，在 2018 年成功通过重大资产重组收购河北新兴药房，门店数量和经营规模又上一个台阶，并成功在北方站稳脚跟。
- 3) **老百姓**：四大上市连锁药店唯一全国性布局龙头，成功地证明自身跨省份经营能力，门店大店居多，2018 年并购和整合双轮驱动。

图表86： 2014A-（1-9M18）四大上市连锁药店龙头营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表87： 2014A-（1-9M18）四大上市连锁药店龙头归母净利润

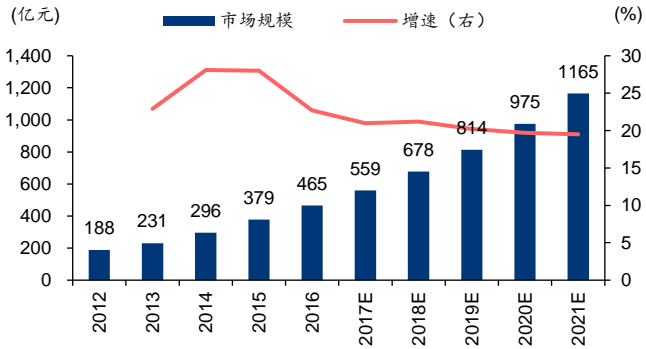


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

医药外包：借行业东风，强者恒强

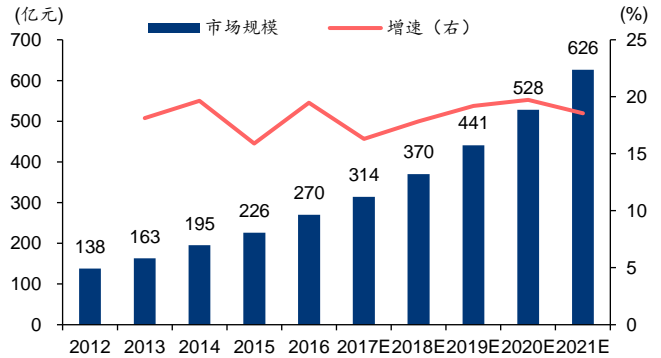
医药外包行业持续高景气。我国医药外包市场维持稳健增长，行业仍处于快速发展阶段：1) 2016年国内CRO市场规模为465亿元，2013-2016年CAGR为25%；2) 2016年国内CMO市场规模为270亿元，2013-2016年CAGR约18%。

图表88：2012-2021E年国内CRO市场规模及增速



资料来源：国家统计局，全国医药技术市场协会，华泰证券研究所

图表89：2012-2021E年国内CMO市场规模及增速



资料来源：南方所，欧洲仿制药协会，华泰证券研究所

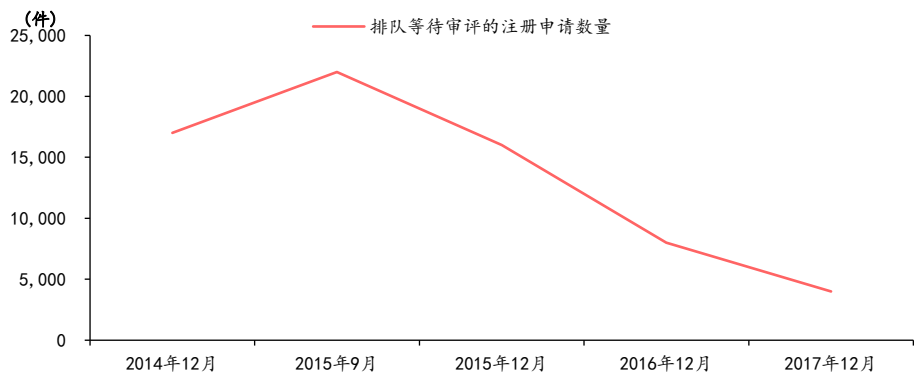
政策利好频出，加速外包市场扩容。近两年药审改革大刀阔斧进行，推出多项政策利好外包市场扩容：1) 优先审评审批制度：国家层面鼓励创新，CDE审评明显提速（排队等待审评的注册申请数显著降低），我们认为药品研发或将迎来高潮，有望带来更多外包需求；2) 仿制药一致性评价政策：本质是对药品质量要求的提升，有望带来更多BE订单增量；3) 药品上市许可持有人制度：将药品所有者与生产者合法分离。创新药企为专注核心药物开发环节有望将更多非核心环节外包，利好CMO市场扩容。

图表90：药审改革时间轴



资料来源：CFDA，国务院，CDE，华泰证券研究所

图表91：CDE排队等待审评的注册申请数显著降低



资料来源：CDE，华泰证券研究所

CRO：完善产业链布局是未来发展方向。国际龙头 CRO 公司大多产业链布局完善，国内公司（除药明康德外）更多聚焦在某一细分领域。我们认为，做全产业链是行业未来发展趋势，主要基于：1) 全产业链服务模式可降低于不同外包服务商之间进行技术转移及交接的时间、成本及风险，提高药物开发效率；2) 从前向后的深入合作模式利于 CRO 公司更深入的了解项目，提高最终药物开发成功率；3) 对于 CRO 公司，临床前业务与临床业务可相互协同，满足客户多样化的需求，增强客户粘性，提升公司整体竞争力。

图表92：国内外龙头 CRO 公司覆盖业务领域一览

	临床前CRO					临床CRO				
	药物靶向认证	药物发现	化学实验	生物实验	药物安全性评价	I期	II期	III期	中心实验室	IV期
IQVIA										
Covance										
Parexel										
Inventive Health										
ICON										
PPD										
PRA										
Charles River										
INC Research										
药明康德										
康龙化成										
昭衍新药										
美迪西										
泰格医药										
博济医药										

注：图中灰色和粉色代表公司涉及该项业务

资料来源：各公司官网，各公司年报，华泰证券研究所

CRO：内生+外延为企业壮大的一般路径。国际 CRO 龙头昆泰的发展史即是内生+外延双轮驱动的过程。其通过并购 Advion BioServices、Outcome Sciences、Novella 等公司完善临床 CRO 产业链布局,2016 年又与 IMS 合并打造数据资讯和临床研究的一体化服务。我们认为，未来内生长+外延并购的模式是 CRO 公司壮大的常规路径。

图表93：昆泰发展历程——内生长+外延并购



资料来源：昆泰公司官网，华泰证券研究所

CMO：产业升级，订单升级，向大分子 CMO 领域延伸是行业发展所趋。1) 产业升级：当前，海外 CMO 龙头优势业务普遍涉足原料药、制剂等产业链后端领域，而国内 CMO 龙头优势业务大多集中在非 GMP 中间体、GMP 中间体等壁垒较低、技术附加值较低的产业链前端领域。我们认为，逐渐向产业链后端业务升级是行业大势所趋；2) 订单升级：商业化阶段项目与临床早期项目相比，一般生产量级更大，订单金额更大，可为企业带来更多收益。我们认为，未来商业化订单的承接能力是 CMO 公司的核心竞争力。

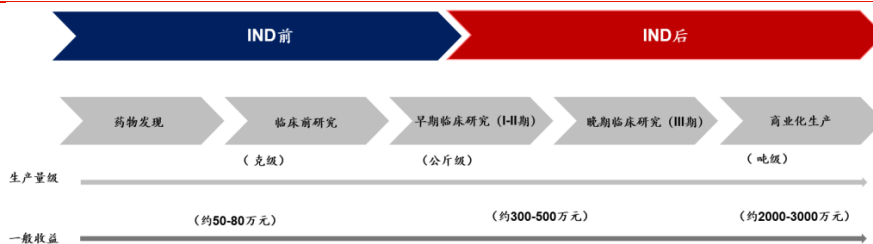
图表94： 国内外龙头 CMO/CDMO 公司优势业务领域一览

业务内容	非GMP中间体	GMP中间体	原料药 (API)	制剂
Catalent				
Lonza				
Patheon				
Boehringer Ingelheim				
Samsung biologics				
合全药业				
凯莱英				
博腾股份				

注：■ 代表公司的主要优势领域

资料来源：各公司官网，各公司年报，华泰证券研究所

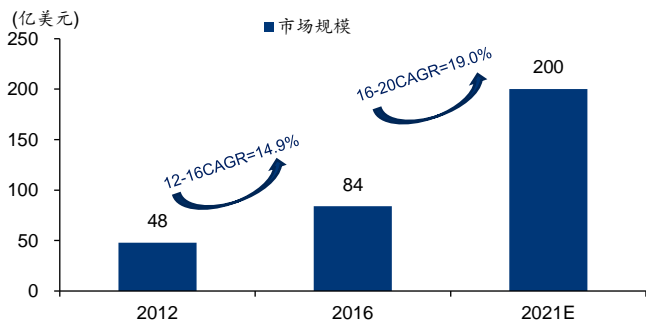
图表95： 不同阶段订单的生产量级及一般收益(小分子)



资料来源：凯莱英公司公告，华泰证券研究所

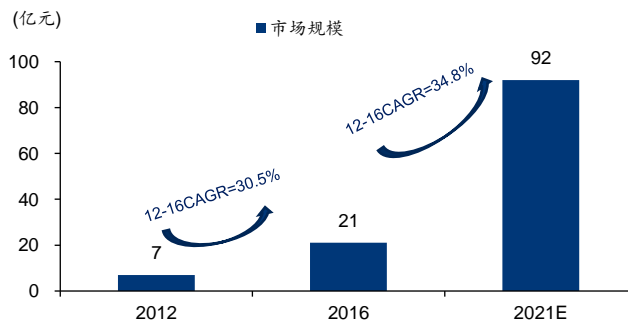
3) 大分子 CMO 业务方兴未艾：Frost & Sullivan 数据显示，2016 年，全球大分子 CMO/CDMO 市场规模为 84 亿美元，2012-2016 年 CAGR 约 14.9%，高于 CMO/CDMO 市场整体增速(约 12%)。国内大分子 CMO/CDMO 市场 2016 年规模为 21 亿元，2012-2016 年 CAGR 约为 30.5%，也显著高于行业整体增速(约 18%)。我们认为，大分子 CMO 业务是行业未来发展方向。

图表96： 全球大分子 CMO/CDMO 行业规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

图表97： 中国大分子 CMO/CDMO 行业规模及增速

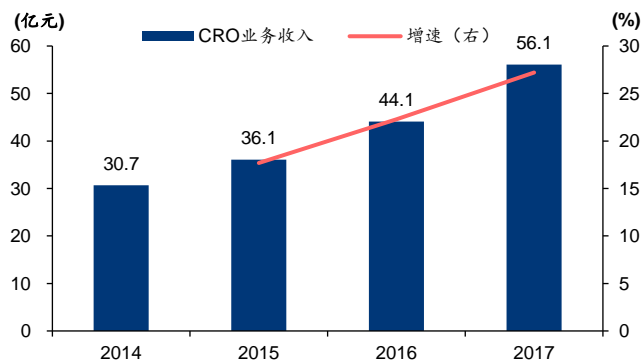


资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

因此，我们看好产业链布局完善，业务间协同效应明显的 CRO 公司，建议关注药明康德 (603259.SH)，同时建议关注细分领域竞争格局较好的龙头公司泰格医药 (300347.SZ) 和昭衍新药 (603127.SH)。我们同时看好业务不断升级、逐渐向大分子 CMO 领域布局的 CMO 公司，建议关注凯莱英 (002821.SZ)。

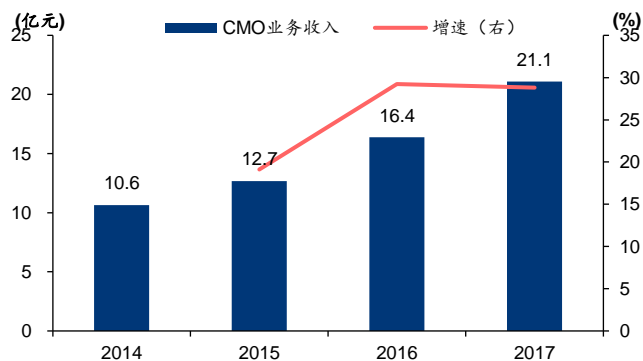
药明康德：布局完善的 CRO 龙头。1) 打造一站式外包服务模式，平台效应凸显：公司目前业务领域已覆盖临床前 CRO (药物发现+临床前研究)、临床 CRO 以及 CMO 服务等各个环节，各业务间协同效应显著；2) CRO 业务：立足临床前 CRO，逐渐增强临床 CRO 领域竞争力。2017 年，公司 CRO 业务实现收入 56.1 亿元，同比增 27.2%，整体实现快速增长；3) CMO 业务：临床早期项目储备丰富，逐渐向商业化订单过度。2017 年，公司 CMO 业务实现收入 21.1 亿元，同比增长 28.8%，持续贡献公司业绩。

图表98： 2014-2017 年药明康德 CRO 业务收入及增速



资料来源：药明康德公司公告，华泰证券研究所

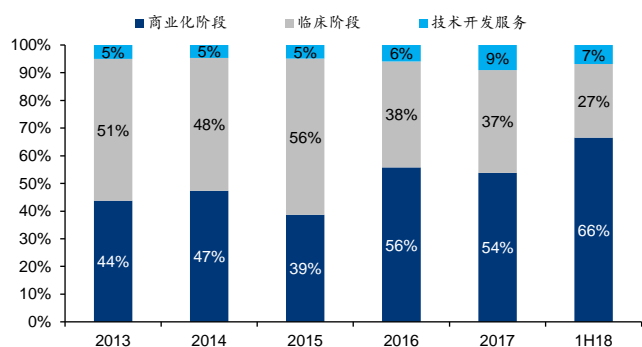
图表99： 2014-2017 年药明康德 CMO 业务收入及增速



资料来源：药明康德公司公告，华泰证券研究所

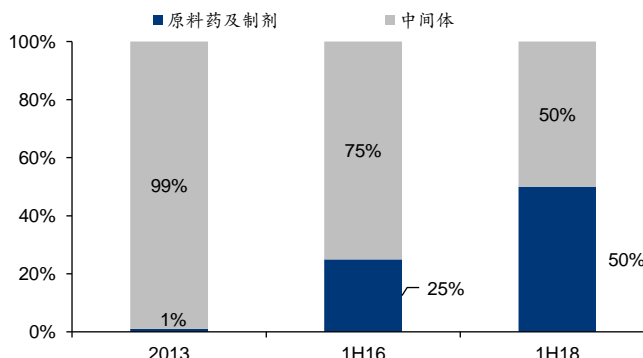
凯莱英：小分子 CMO 龙头，逐渐向大分子领域延伸。 1) 商业化阶段增长强势：公司当前项目储备丰富，随着合作的不断深入，部分早期临床项目逐渐转化为后期商业化阶段订单，带动公司商业化阶段收入实现快速增长（1H18 同比增长 53.66%，收入占比从 2013 年的 44% 提高到 66%）； 2) 产业升级：近年来，公司逐渐布局原料药、制剂等技术附加值较高的产业链后端领域，原料药收入占比已从 2013 年的约 1% 提升到 1H18 的约 50%； 3) 前瞻布局：公司近年来进行多项布局，包括进军大分子 CMO 业务、CRO 业务等。

图表100： 2013-1H18 年凯莱英各阶段业务收入占比



资料来源：凯莱英公司公告，华泰证券研究所

图表101： 凯莱英各类型业务收入占比

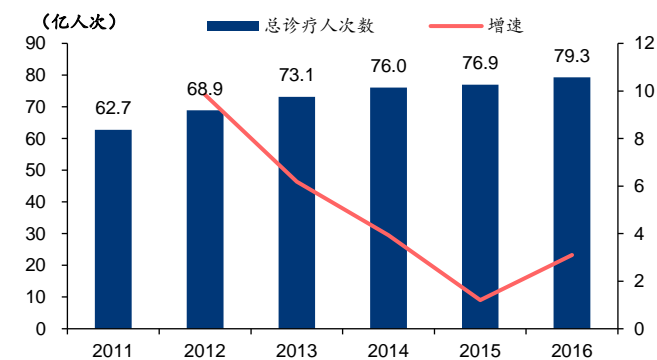


资料来源：凯莱英公司公告，华泰证券研究所

医疗服务：社会办医催生动力，专科连锁快速扩张

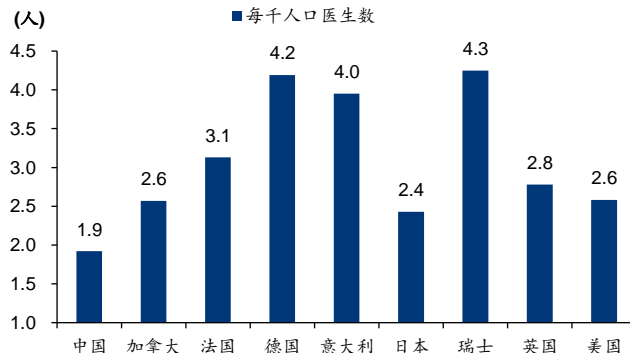
需求体量庞大，供给不足且结构失衡。我国医疗服务市场当前存在如下特点：1) 需求旺盛：2016 年，我国医疗机构总诊疗人次 79.3 亿人，同比增长 3.1%，总需求体量庞大；2) 供给总量不足：根据 OECD 数据显示，2016 年，我国每千人口医生数为 1.9，低于美国、德国等发达国家平均水平，整体医生资源相对匮乏。3) 供给存在结构性失衡：2016 年，我国医院总数为 31156 家，其中三级医院仅占约 8%，但是三级医院却承担约 50%的诊疗人次比例，供给结构严重失衡，分级诊疗的推进仍然任重道远。

图表102： 2011-2016 年中国医疗卫生机构总诊疗人次数



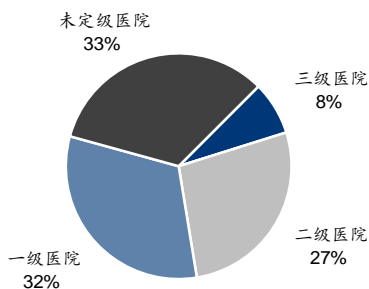
资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

图表103： 2016 年各国每千人口医生数



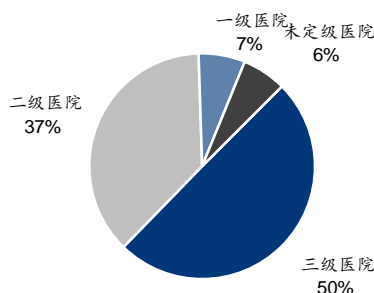
资料来源：经济合作与发展组织 (OECD) 官方数据库，华泰证券研究所

图表104： 2016 年我国各级医院数占比



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

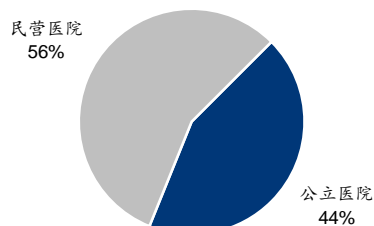
图表105： 2016 年我国各级医院承担诊疗人次数占比



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

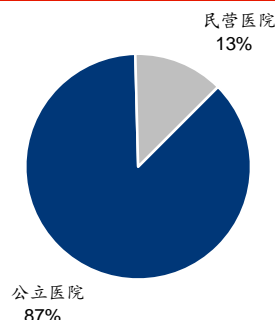
民营医疗方兴未艾，政策利好加速扩容。2016 年，我国民营医疗机构数量为 16432 家，占比达 56%，但其承担的诊疗人次比例却仅为 13%，表明民营医疗发展潜力仍较大。近年来，多点执业、鼓励社会办医等政策频出，有望加速民营医疗市场扩容：1) 多点执业促进了医生资源的流动，民营医院相对公立医院一般愿意开出更高的薪资待遇，有望吸引更多优质医生资源；2) 国家层面鼓励社会办医，支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，利好民营专科医疗服务市场加速扩容。

图表106： 2016 年民营及公立医院数占比



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

图表107： 2016 年民营及公立医院承担诊疗人次数占比



资料来源：卫生统计年鉴，华泰证券研究所

行业龙头顺势而为，凭借清晰的商业模式实现快速扩张。在社会办医的浪潮下，龙头公司借势实现快速扩张，壮大模式主要包括三种：1) 自建：以现有成熟门店为模板，依托较低的开店成本和强劲的品牌影响力实现快速扩张；2) 并购：通过并购已相对成熟的门店，降低培育周期，整合后的标的大多可直接贡献公司业绩；3) 通过体外基金孵化门店：待孵化标的逐渐成熟实现盈利后择机注入上市公司体内，提高公司整体业绩的稳定性。

图表108： 主要医疗服务上市公司扩张情况

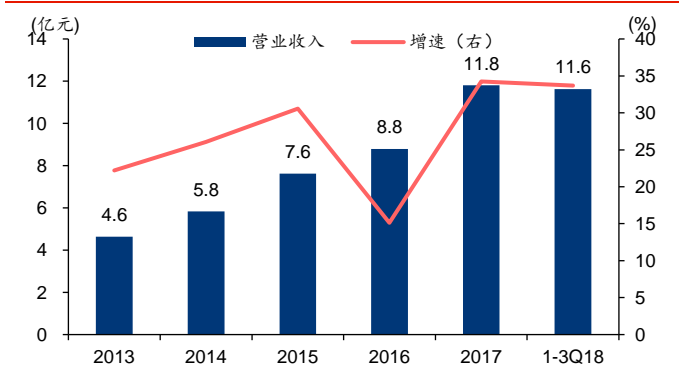
公司名称	股票代码	业务模式	扩张模式	当前门店数（截止到 2018 年中报披露）
爱尔眼科	300015.SZ	眼科连锁	自建+并购+体外基金	270 余家
美年健康	002044.SZ	体检连锁	自建+并购+体外基金	400 余家
通策医疗	600763.SH	口腔连锁	自建+并购+体外基金	约 30 家

资料来源：各公司公告，各公司官网，华泰证券研究所

因此，我们看好轻资产易扩张、可复制性较强、科室壁垒较高的连锁专科龙头，建议关注通策医疗(600763.SH)。

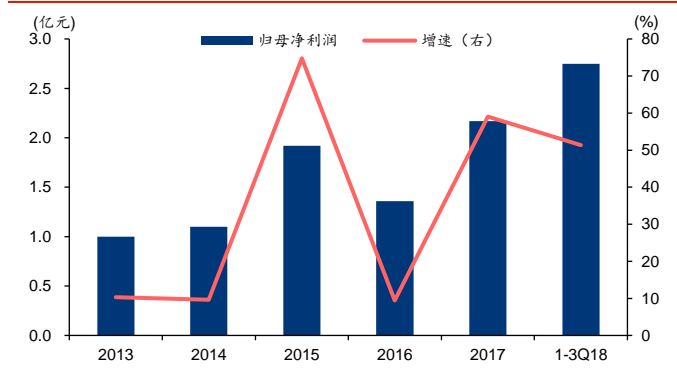
通策医疗：快速扩张的连锁口腔龙头。1) 随着消费升级及口腔保护意识的提高，预计国内口腔服务市场逐渐扩容；2) 通过“区域总院+分院”的模式实现快速扩张，目前旗下已有约 30 余家专科医院或网点；3) 布局辅助生殖、眼科等业务领域，培育新的业绩增长点。

图表109： 通策医疗营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表110： 通策医疗归母净利润

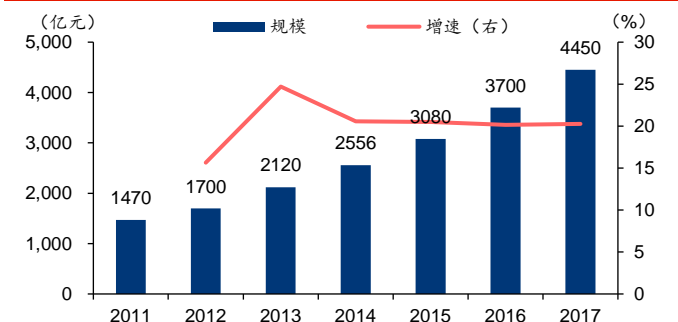


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

医疗器械：分级诊疗促进基层扩容，政策扶持加速进口替代

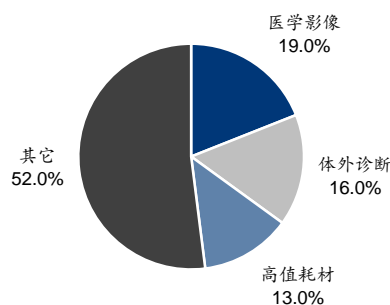
国内医疗器械行业仍处于快速成长期。我国医疗器械行业增长强劲，2017 年市场规模为 4450 亿元，同比增长 20.3%。其中医学影像是最大的细分行业，2016 年占比约 19%，体外诊断（IVD）和高值耗材紧随其后，占比分别为 16%和 13%。

图表111： 2011-2017 年我国医疗器械市场规模及增速



资料来源：中国医药物资协会医疗，华泰证券研究所

图表112： 2016 年我国医疗器械市场内部构成



资料来源：《2017 中国健康产业蓝皮书》，华泰证券研究所

分级诊疗带动基层需求扩容。2015 年至今，国家层面发布多项文件，促进分级诊疗工作有序推进。我国基层医疗机构数量众多（国家卫健委数据显示 2017 年有 93.3 万个），待渗透空间较大。我们预计分级诊疗改革下，基层诊疗需求将逐渐增多，有望带动基层医疗设备市场逐渐扩容。

医保控费及国产政策支持，加速进口替代进程。为控制医疗费用的快速增长，政府近年发布多项控费文件。同时，国家及各省层面发布多项政策鼓励国产器械的发展，并在集采等环节大力扶持国产器械。随着技术的不断升级，国产品牌在部分细分领域已媲美进口产品。我们认为，在此趋势下，优质国产医疗设备凭借较高性价比优势，或将加速进口替代进程。

图表113： 近年国家及各省推出多项政策大力支持使用国产器械

时间	部门	政策	主要内容
2015.3	国务院办公厅	《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）的通知》	引导医疗结构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平
2015.5	国务院办公厅	《国务院关于印发深化医药卫生体制改革 2014 年工作小结和 2015 年重点工作任务的通知》	提出公立医院优先配置使用国产医用设备和器械
2015.5	国务院办公厅	《国务院关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	提出公立医院优先配置国产医用设备
2015.10	发改委	《关于申报 2015 年外国政府贷款备选项目的通知》	购置医疗设备的项目在同等条件下应优先采购国产设备
2016.4	卫计委	《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》	实施高价值医用耗材的阳光采购计划，在保证质量的前提下鼓励采购国产医用耗材
2016.6	湖南省人民政府	《湖南省深化医药卫生体制综合改革试点方案》	明确提出公立医院优先配置国产医用设备
2016.6	四川泸州政府	《泸州市区域卫生规划（2016-2020）》	明确提出到 2020 年，泸州市医疗机构的国产大型医用设备所占比重达到配置总数的 40%
2016.7	河北省人民政府	《关于进一步深化公立医院综合改革的指导意见》	明确表示公立医院优先配置国产医用设备
2017.1	四川省财政厅	《关于公布 2017 年度省级政府采购进口产品清单的通知》	二甲及以下医院（或单位）应使用国内产品，二甲以上医院才允许采购进口产品
2017.3	山东省人民政府	《2017 年度山东省省级政府集中采购目录》	坚决支持采购国产医疗器械，严格审批进口设备
2017.7	广东省人民政府	《广州地区公立医院综合改革实施方案》	明确 50 家医院必须购买国产设备，占比 30%
2017.10	湖北省人民政府	《湖北省政府采购负面清单》	明确把“未获得财政部门核准采购进口产品，或经核准后限制国内产品参与竞争的”列入其中
2017.11	辽宁省人民政府	《辽宁省公立医疗机构药品、医用耗材和医疗设备采购管理与考核细则》（试行）	鼓励优先使用国产产品

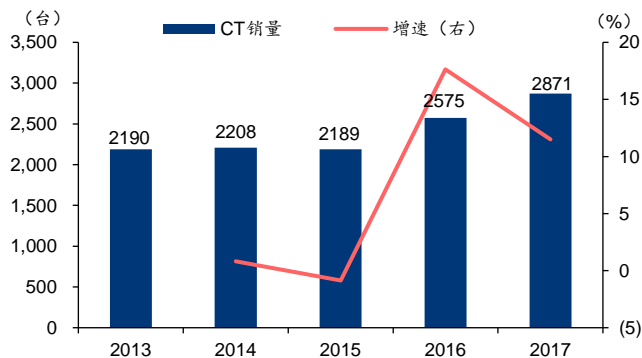
资料来源：各政府官网，华泰证券研究所

医疗器械行业主要包括医学影像、体外诊断、高值耗材、低值耗材等细分领域，自上而下分析，我们看好市场空间大、增速快、短期内降价压力较小的细分行业，建议重点关注医学影像和体外诊断领域相关标的。

医学影像：进口替代空间广阔，细分领域龙头有望脱颖而出

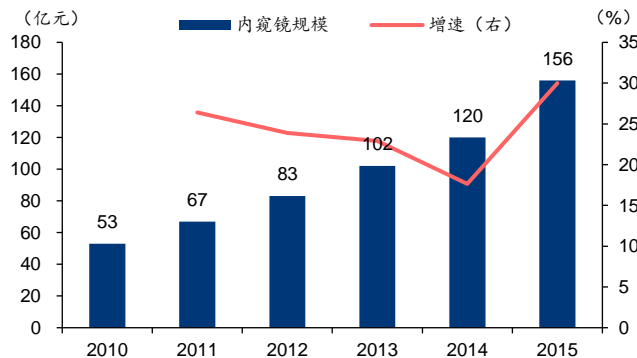
细分市场大多增长稳健，进口替代空间广阔。医学影像设备主要包括大型影像设备和小型影像设备，其中大型影像设备指 X 成像类（DR、DSA、数字胃肠等）、CT、MRI、核医学成像等，小型影像设备包括超声和内窥镜等。国内医疗器械各细分行业大多保持稳健增长，且市场大多被外资品牌主导，未来进口替代空间仍广阔。

图表114：2013-2017 年国内 CT 销量及增速



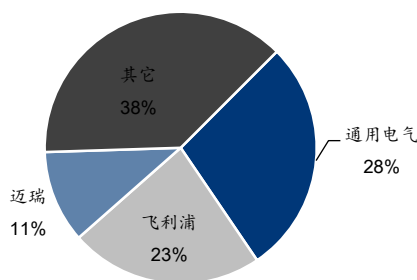
资料来源：中国医学装备协会，华泰证券研究所

图表115：2010-2015 年国内内窥镜市场规模及增速



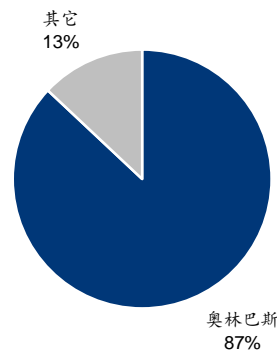
资料来源：中国医疗器械行业协会，华泰证券研究所

图表116：2016 年国内超声市场竞争格局（按金额）



资料来源：中国医学装备协会，华泰证券研究所

图表117：2017 年国内软镜市场竞争格局



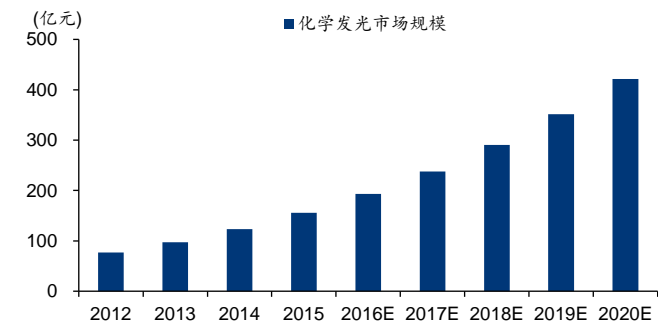
资料来源：第八届中国医疗设备行业数据发布大会，华泰证券研究所

体外诊断：长期看好壁垒高、增速快、潜力大的化学发光

我们认为化学发光赛道优秀的 IVD 行业，因为：

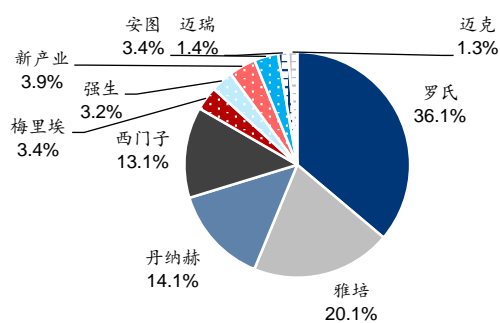
- 1) 壁垒高。**因为检测原理限制，化学发光均采用封闭系统，即试剂和仪器均来自同一厂家，研发难度大大提高，市场集中度高于生化诊断。
- 2) 增速快。**根据中国医学装备预测，我国 2018E-2020E 年 IVD 整体市场规模 CAGR 为 10-15%。相对其他 IVD 方法，化学发光检测还在成长阶段，基层市场还有较大需求，加之从方法学角度对酶联免疫替代，我们预计 2018E-2020E 年化学发光市场规模将保持 20% 的 CAGR。
- 3) 潜力大。**因为行业的研发难度，化学发光国产化率低，根据各公司公告，进口品牌仍占据 90% 的市场份额。随着国产厂商的技术进步和国家的政策扶植，我们认为针对进口替代将成为国产优秀品牌成长的重要驱动力。

图表118: 2012-2017E年我国化学发光市场规模



资料来源: 医疗器械分会, 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表119: 2017年我国化学发光销售额竞争格局



资料来源: 各公司公告, 火石创造, 华泰证券研究所; 注: 新产业不包括国外销售; 安图生物包括磁微粒和微孔板两种

国产化学发光龙头奋起直追。以安图、迈瑞、新产业、迈克为首的国产 IVD 龙头经过多年沉淀, 不仅检测项目数量不低于进口厂商, 而且仪器参数和性能也在迎头追赶, 化学发光业务开始放量增长。

图表120: 国产和进口主力机型对比

公司	型号	原理	单机最大测试速度 (个/小时)	是否模块化	仪器获批时间
国产	迈瑞医疗 CL-6000i	间接发光	480	是	2017.11.27
	安图生物 A2000 Plus	间接发光	200	是	2015.05.04
	迈克 I3000	间接发光	300	是	2017.08.24
	新产业 Maglumi X8	直接发光	600	是	审批中
进口	罗氏 Cobas e601	电发光	170	是	2017.05.16
	雅培 ARCHITECT i2000	直接发光	200	是	2017.04.05
	西门子 Immulite 2000XPi	间接发光	200	是	首次 2012.02.01 最近 2014.10.24
	贝克曼库尔特 Unicel Dxl 800	间接发光	400	否	2016.07.06

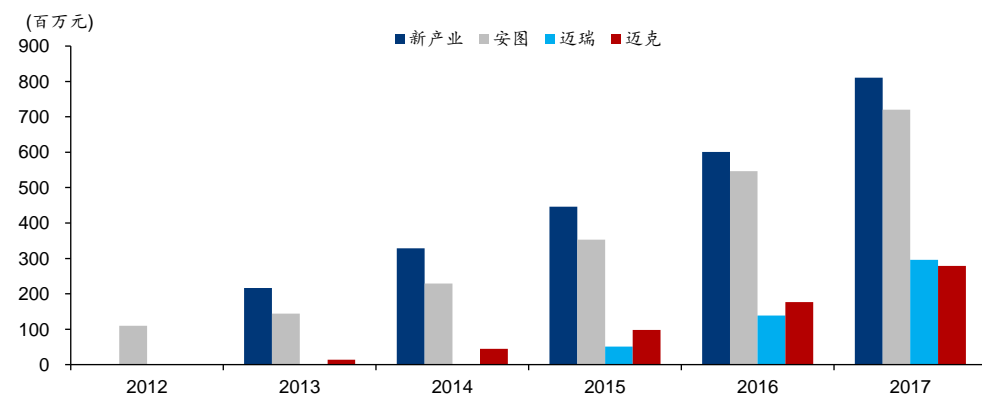
资料来源: 各公司官网, CFDA, 华泰证券研究所

图表121: 截至2018年11月2日我国进口和国产化学发光主要厂商的试剂注册情况

公司	肿瘤标志物	甲功	激素	传染病	心脏标志物	代谢和贫血	TORCH	其他	总计
国产	迈瑞	15	10	17	8	4	5	0	68
	安图磁微粒	14	8	16	15	4	1	10	83
	新产业	20	11	16	6	9	6	29	107
	迈克	7	7	8	10	0	0	10	47
进口	罗氏	14	7	20	15	6	4	10	89
	贝克曼	8	9	14	0	3	6	0	45
	雅培	14	8	8	14	4	7	6	73
	西门子	14	10	19	15	4	7	5	90

资料来源: CFDA, 华泰证券研究所

图表122: 2012-2017年国产化学发光龙头试剂收入

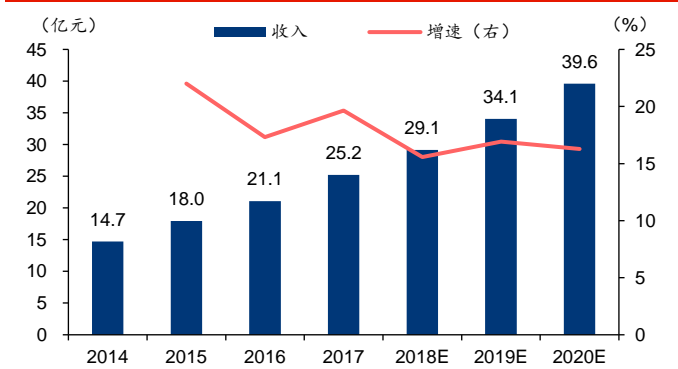


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

进口替代的前提是技术过硬且有价格优势，所以我们看好产品市场空间大、技术壁垒高且进口替代空间广阔的细分行业龙头，推荐开立医疗(300633.SZ)、乐普医疗(300003.SZ)、鱼跃医疗(002223.SZ)、安图生物，建议关注国产器械龙头迈瑞医疗(300760.SZ)。

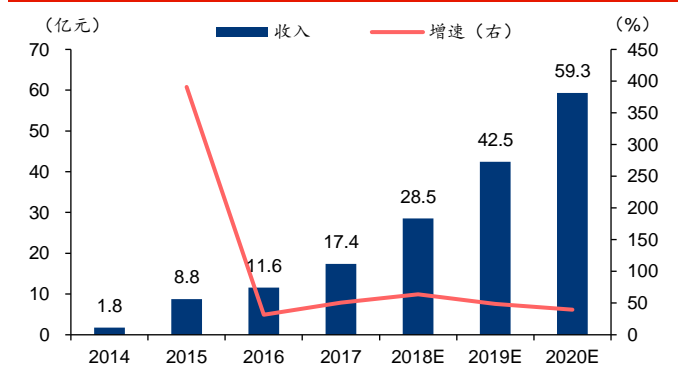
开立医疗：优质国产超声+内窥镜双主业龙头。1) 超声：探头技术国际领先，产品价格较低，且内部不断升级，S50 和 P50 占比逐渐提升，我们预计超声收入 18 年增速约 20%-25%；2) 内窥镜：公司产品具有较高的性价比，核心产品 HD500 获 FDA 批准生产，其收入占比逐渐提升，我们预计公司内窥镜收入 18 年增速约 80%；3) 在研产品：公司预计 S60 产品、4K 高清硬镜、超声内镜产品有望于 2018 年下半年获批生产，血管内超声产品有望于 2020 年获批生产。

图表123： 2014-2020E 年开立医疗超声产品收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

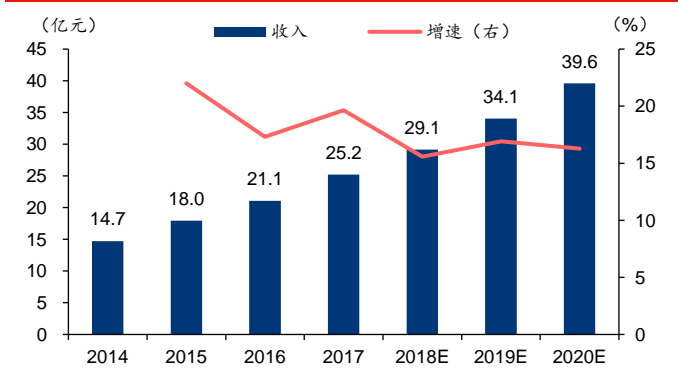
图表124： 2014-2020E 年开立医疗内窥镜产品收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

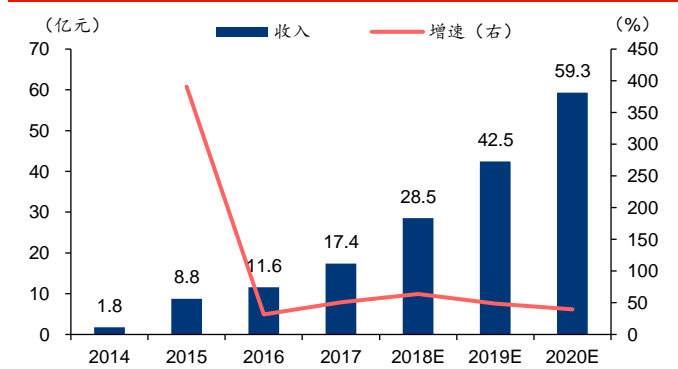
乐普医疗：催化剂繁多的平台型企业。1) 器械：公司器械板块收入保持稳健增长，且在研产品重磅，可降解支架 NeoVas 目前三年期随访已全部完成，公司预计有望于 18 年下半年获批生产；2) 药品：公司药品板块保持持续高增长，其中阿托伐他汀已于 18 年 7 月通过一致性评价，甘精胰岛素临床试验已接近尾声，我们预计有望于 18 年底上报生产；3) 前瞻布局：公司在肿瘤免疫治疗、人工智能等前沿领域布局逐渐完善。

图表125： 2014-2020E 年乐普医疗器械板块收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

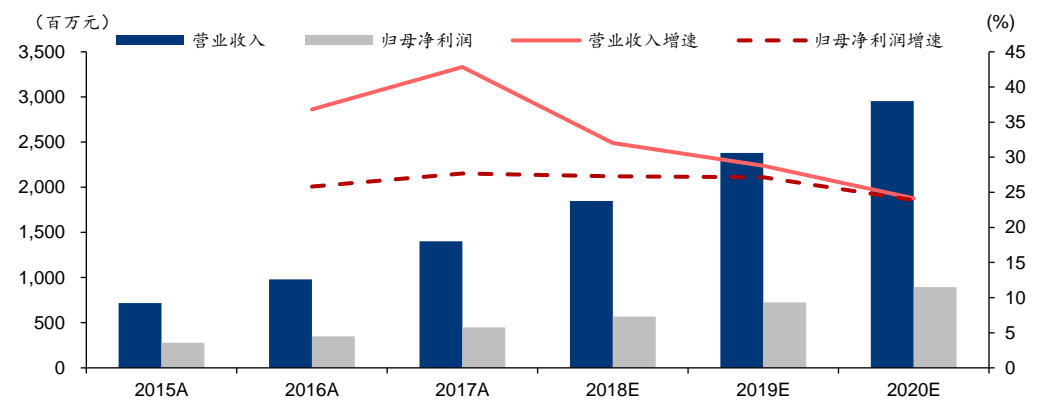
图表126： 2014-2020E 年乐普医疗药品板块收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

鱼跃医疗：家用器械平台型企业。1) 公司已建立健全的销售网络和渠道优势，呼吸机、电子血压计等重点产品持续高速增长，我们预计 2018 年电商渠道销售额仍保持 50% 增长；2) 线下整合顺利完成，我们预计 2018 年公司线下销售额增长保持在 10% 左右；3) 从 11 月下旬开始公司逐渐将产能搬迁到丹阳新基地，产能瓶颈有望在 1Q19 实现根本突破。

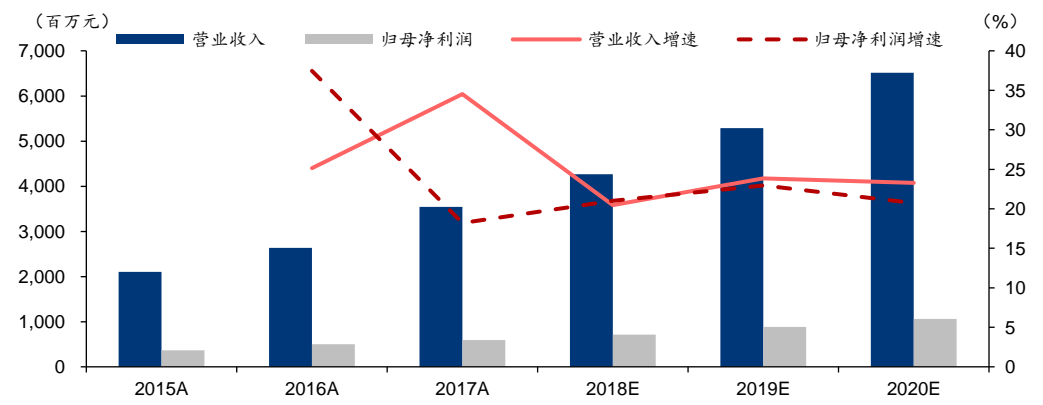
图表127： 2015-2020E 年鱼跃医疗的营业收入、归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

安图生物：国产 IVD 龙头。1) 公司 A2000 plus 性能媲美进口厂商，检测项目基本涵盖化学发光检测全部领域，丙肝、艾滋等项目检测获得三级医院认可，随着仪器投放量持续增加，我们预计公司 2018E-20E 年化学发光试剂收入 CAGR 达到 40%；2) 公司预计 2018 年内完成第一条生化免疫检验流水线销售，我们预计 2019 年流水线或可销售 10 条，流水线的销售不仅可以提高公司产品在检验科的地位，而且能够显著带动生化和化学发光试剂销售；3) 2018 年上市的微生物检测质谱目前已形成销售，质谱法较传统的微生物检测仪器具有代差优势，是高端检验市场的敲门砖。

图表128： 2015-2020E 年安图生物营业收入、归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

带量采购降价幅度超预期：带量采购文件已出台，但并未完全落地执行，市场对范围、降价幅度均保持偏悲观态度，但依然存在降价幅度更大的风险；

医保控费趋严：三保合一后医保压力持续增长，近两年通过调整用药结构，为优质药品尽量腾挪医保空间，但如医保控费继续增长，优质药品的利润空间可能进一步压缩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com