

继续把握大趋势下的结构性机会

—药品带量采购深度报告暨 2019 年度投资策略

推荐 维持评级

核心观点:

● 本报告的特色、逻辑及主要结论

我们详细梳理了我国药品采购模式演进的历程，并对其中引起市场阶段性恐慌的的招采方案及最终影响进行了深入的总结分析。同时我们全面分析了本次国家带量采购试点方案。我们认为本次试点方案很大可能是大趋势中的非革命性事件，要形成全面影响仍需 3-5 年时间，短期无需过分悲观，中期继续关注制药企业的产品储备及研发。此外，我们回顾了 18 年市场和行业运营数据，对国际国内行业估值情况进行分析及对国际巨头和国内龙头公司进行了估值与成长性比较。投资策略推荐创新药械及创新服务产业链、OTC、医药商业和医疗服务。

● 我国药品采购模式演进历程：层级逐步提升

分为 6 个阶段：各地方自主探索（2000 年前），国家层面探索建立并逐步完善采购体系（2000-2004），地方试点创新（2005-2008），政府主导省为单位的网上集采，基药/非基药二元化招标（2009-2014），分类采购、鼓励创新探索（2015-2018）和国家试点带量采购开启的新阶段。

● 2010 年安徽基药标：双信封模式首现，全国推广加剧悲观预期

安徽省首创基药双信封招标模式，在当时获得国家肯定，但全国推广的进度低于要求，且多数省份简单翻版仿照，部分省份采取参考限价，加速药价下降。结果显示，普药品种价格降幅明显，独家品种价格维护较好。

● 福建第八标首创竞争较小品种的议价规则，三明医改全国推广遇阻

福建第八标降价措施严格，主要特色系合并剂型，质量要求弱化，独创不同药品间捆绑式议价竞争。从结果来看，竞争格局差的品种降价严重，竞争格局优越的品种价格降幅明显低于预期。同时，三明医改三医联动，实行限价采购、允许二次议价、严控辅助用药，模式获得顶层肯定，但是到目前为止并未形成全国推广。

● 上海带量采购：价格降幅与集采份额占比和竞争企业数正相关

上海第三批带量采购的集采比例为 \geq 全市量的 50%，与前两批的全市总量形成差异。同时，采购品种多为慢病及临床使用量较大品种，并带有合并规格剂型的性质。从结果来看，第三批降幅不及前两批。

● 国家带量采购试点：大趋势中的非革命性事件，全面推开尚需时日

我们认为本次方案很可能是药品采购演化及行业控费降价大趋势中的非革命性事件，多数规则在历史上曾出现。一方面影响力度需待明确回款机制及带量执行情况，另一方面史上再严厉的招标降价也取决于产品竞争格局。此次议价虽严苛，但我们认为相关品种可能会有不少于 4 个流标。此外，受制于一致性评价进度，形成全国性影响尚需 3-5 年时间。

● 投资策略及重点公司

推荐创新及创新服务产业链、OTC、医药商业和医疗服务。

我们重点覆盖并推荐的公司：仁和药业(000650)、长春高新(000661)、乐普医疗(300003)、爱尔眼科(300015)、九州通(600998)、恒瑞医药(600276)、健友股份(603707)、沃森生物(300142)、华兰生物(002007)、凯莱英(002821)。

分析师

李平祝

☎: (8610) 83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

相关研究

1. 创新药产业深度报告暨 2018 年中期投资策略：医药创新的收获期逐渐来临 2018-06-27
2. 创新药产业深度报告暨 2018 年投资策略：拥抱医药创新的新时代 2018-01-03
3. 医药行业 2018 年三季报总结：Q3 业绩增速同比微升环比放缓，分化态势延续 2018-11-05
4. 医药行业 2018 半年报总结：行业保持稳健增长，内部分化延续 2018-09-06
5. 肿瘤医疗行业深度报告：医疗服务领域的好赛道 2018-05-21
6. 仁和药业（000650）深度报告：进入快速增长阶段的 OTC 龙头 2018-07-02
7. 凯莱英（002821）三季报点评：业绩增势强劲，一站式平台布局确保长期高成长 2018-10-31
8. 华兰生物（002007）三季报跟踪：业绩大幅改善，Q4 有望进一步提速 2018-10-30
9. 乐普医疗（300003）三季报跟踪：业绩增长势头强劲，双平台布局稳步推进 2018-10-29
10. 长春高新（000661）三季报跟踪：业绩靓丽符合预期，看好未来高成长性 2018-10-23
11. 健友股份（603707）三季报跟踪：业绩符合预期，各项业务稳步推进 2018-10-17

投资概要:

研究框架及主要结论:

我国药品采购层级逐步提升，由分散探索向国家集中采购演进。各地方自主探索（2000年前），国家层面探索建立并逐步完善采购体系（2000-2004），地方试点创新（2005-2008），政府主导省为单位的网上集采，基药/非基药二元化招标（2009-2014），分类采购、鼓励创新探索（2015-2018）和国家试点带量采购开启的新阶段。趋势上，逐渐由探索到推广、从医疗机构主导到政府主导，从各地方为政到省级、甚至国家层级。

2010年安徽基药标：双信封模式首现，全国推广加剧悲观预期。安徽省首创基药双信封招标模式，通过技术标后进入商务标，价低者中标。安徽模式在当时获得国家肯定，国办发[2010]56号文鼓励各地争取在2010年12月底前采用双信封制度。但大部分省份在2011年完成，其中多数省份简单翻版仿照，部分省份采取参考价，加速药价下降。从结果来看，普药品种价格降幅明显，独家品种价格维护较好。

2011年福建第八标：首创竞争较小品种的议价规则。福建第八标降价措施严格，对此次招标影响深远。主要特色系合并剂型，质量要求弱化，独创不同药品间捆绑式议价竞争。其中，合并剂型导致竞争严苛；限价条件严格；招标环节对质量考量相当弱；并为竞争格局较好的品种（议价品种）设置“捆绑式”竞争。从结果来看，竞争格局差的品种降价严重，竞争格局优越的品种价格降幅明显低于预期。

2012年三明医改：获得高层认可但全国推广遇阻。三明医改的核心特征是三医联动、政府主导、权力集中。其采取的措施包括药品限价采购（单一中标、唯低价是选），允许二次议价（进一步压制药价）以及严控辅助用药，同时配送推行两票制，由医保办统一支付结算。三明模式获得了国家顶层的肯定。但是到目前为止并未形成全国影响。

2014-2018年上海三批带量采购：以价换量显著，价格降幅与集采份额占比、竞争企业数正相关。三批方案始终贯穿质量优先的审评原则，中标者多为此前市占率极低的国产药企，进口药企全面溃败。分析结果：首先，我们用线性回归分析验证了价格降幅与竞争企业数间的正相关性。其次，价格降幅还与集采份额占比正相关。第三批集采比例为≥全市量的50%，前两批为全市总量，而第三批价格降幅明显低于前两批。同时，第三批采购品种多为慢病及临床使用量较大品种，并带有合并规格剂型的性质。

国家试点带量采购：较大可能是大趋势中的非革命性事件，形成全国性影响尚需3-5年时间。我们认为本次方案很可能是药品采购演化进程及行业控费降价大趋势中的新方式，多数规则在历史上曾出现。一方面影响力度有待各地进一步明确回款机制及带量执行情况；另一方面史上再严厉的招标降价，最终降幅也取决于产品竞争格局。虽然此次议价规则严苛，但我们认为此次议价品种将有不少于4个流标。此外，即使回款及带量情况较好，一方面本次采购金额及数量占比太小，31个品种的采购金额约60亿元，占比全国药品总规模不到0.5%；采购量占比对应品种试点城市总量的30-50%，占全国总量的10-15%；另一方面受制于一致性评价进度，形成全国性影响尚需3-5年时间。

我们与市场不同的观点:

我们始终认为市场对于此次带量采购过于悲观。近些年来药品价格是在持续螺旋式下降之中的，行业运行的大环境就是控费降价，本次国家带量采购试点只是推动药价继续下降的又一举措，并非革命性举措。不改变行业运行的长期逻辑，不改变行业的投资逻辑。当前医药行业PE明显低于历史同期，情绪过于悲观，我们对行业保持乐观，原因如下：

(1) **采购金额及量不足，影响较小。**31个品种的采购总额约60亿元，占比全国药品总规模的不到0.5%；采购总量占对应品种试点城市用量的30-50%，占全国的不到15%，对市场整体影响较小。

(2) **采购规则貌新实旧。**方案中引起大家普遍关注的要素，如影响范围预期、议价规则严苛程度

和集采比例等，在此前安徽模式、上海模式和福建模式中均有出现：①影响范围预期与安徽双信封模式一致，均为全国；②集采比例与上海模式接近。③议价规则与福建第八标相仿。

(3) **竞价品种价格降幅取决于品种竞争格局和集采份额，有待观望。议价品种或有不少于 4 个流标。**首先，从历史上引起市场阶段性恐慌的招标方案结果来看，竞争格局较好的品种价格降幅明显低于竞争激烈的。且上海第三批带量采购的结果表明，价格降幅还与采购比例正相关。我们认为本次集采比例与上海第三批接近，且按照当前规则原研药不会去拼价格中标，竞价品种竞争企业数相对较少，价格降幅有待观望，无需过分悲观。其次，对于议价品种，考虑到本次集采份额占比较小及各品种竞争格局，我们认为或有不少于 4 个流标。并且即使流标，在试点区域仍有非常大的用药需求需要被满足。

(4) **上海市补充细则对价格降幅影响不大。**本次试点方案的上海市补充细则要求未中选品种须降价销售，即使以最坏的预期其他 10 个城市全部效仿：首先我们认为原研药依然是受伤较严重的(量和价)，这也是合理的，符合政策意图的。其次，不太可能加剧国内企业间竞争的激烈程度，对降幅影响不大：一方面试点集采量仅占全国总量的不到 15%，在全国拥有一定市占率的企业不得不考虑其他省市价格联动的问题；另一方面未中选企业的挂网价仍会高于中选价。

(5) **方案影响力度取决于回款和带量情况，尚需 3-5 年形成全国性影响。**我们认为是否医保部门直接回款及带量执行情况对本方案的影响力度至关重要。从征求意见和目前的情况来看，多数地方并非医保直接回款给企业，将使得政策影响力大打折扣。同时，即使回款和带量情况较好，一方面本次带量采购金额和量占比较小，对全国影响不大。另一方面口服药一致性评价仍需 2-3 年完成，注射剂尚未正式开始。受制于一致性评价进度，品种数、份额和区域的扩大都需要时间。

投资策略：对医药板块保持乐观，推荐创新药械及创新服务产业链、OTC、流通、医疗服务

2018 年市场表现符合我们预期，2019 年推荐：1. 看好创新产业链，包括创新药械及创新服务产业链 2. 看好 OTC 板块龙头 3. 看好医药流通行业受招标及两票制影响消退，龙头增速回暖 4. 看好医疗服务行业受医改长期逻辑支撑，社会办医高速发展

我们重点覆盖并推荐的公司包括：仁和药业、长春高新、乐普医疗、爱尔眼科、九州通、恒瑞医药、健友股份、沃森生物、华兰生物、凯莱英等。

行业表现的催化剂：

带量采购的实际影响弱于预期；医保等行业政策对创新药扶持力度超预期。

主要风险因素：控费降价力度超预期。

目 录

一、我国药品采购模式演进历程：采购层级逐步提升	6
(一) 2000 年前：各地方自主探索阶段	7
(二) 2000 至 2004 年：国家层面探索建立并逐步完善采购体系	7
(三) 2009 至 2014 年：以政府主导、省为单位的网上集采模式，基药/非基药招标二元化	8
(四) 2015 至 2018 年：分类采购，各地模式趋于分散化	8
(五) 4+7 城市带量采购试点方案：药品采购进入新阶段	9
二、2010 年安徽基药标：双信封模式首次出现并全国推广，普药影响大，独家品种影响小	10
(一) 方案回顾：首创药品招标“双信封”模式，技术标通过后进入商务标，价低者中标	10
(二) “安徽模式”在全国范围内陆续推开，部分省份力度加大	13
1. 安徽模式获得国家肯定，要求各省 2010 年底前推开	13
2. 各省执行进度低于要求，多数省份简单翻版仿照，部分省市发生演化	13
3. 部分省份采取参考价，加速药品价格下降	15
(三) 中标结果表明普药价格降幅明显，独家品种价格降幅不明显	16
1. 普药品种的价格冲击较大	16
2. 独家品种的中标情况良好，价格降幅不明显	16
三、2011 年福建第八标：首创多个苛刻规则，但对议价品种影响有限	18
(一) 福建省第八标回顾：降价措施严格，对此次招标有深远影响	18
(二) 福建省第八标特色：合并剂型，质量要求弱化，独创不同药品间捆绑式议价竞争	20
1. 合并剂型导致竞争严苛	20
2. 限价条件严格，尤其针对第一、二质量层次药品限价力度增强	20
3. 招标环节对于药品质量的考量相当弱	20
4. 为竞争格局较好的品种（议价品种）设置“捆绑式”竞争	22
5. 给临床必需品种留出空间	23
(三) 福建省第八标结果分析：竞争格局优越品种降幅低于预期	24
1. 竞价品种中标结果分析：淘汰力度大，竞争格局较差品种降价严重	24
2. 议价品种中标结果分析：竞争格局较好品种明显降价幅度低、淘汰少	26
3. 以史为鉴：福建第八标结果的启示	29
四、三明医改：获得高层认可，尚未在全国成功推广	32
(一) 三明医改核心特征：三医联动，政府主导，权力集中	32
(二) 三明医改在药品采购领域措施：限价采购，允许二次议价，严控辅助用药	33
1. 药品限价采购：单一中标，唯低价是选	33
2. 允许医疗机构二次议价，进一步压制药价	35
3. 对重点药品进行监控，严控辅助用药	35
4. 配送推行两票制；医保办统一支付结算	35
(三) 推广：三明模式获顶层肯定	36
五、上海带量采购：成功先驱，以价换量效果显著，价格降幅与集采份额占比、竞争企业数正相关	37

(一) 第三批带量采购方案回顾: 整体要求“质量优先、价格合理”, 多举措保证足量采购.....	39
1. 方案始终贯穿质量优先的审评原则, 并持续重视通过一致性评价品种.....	39
2. 多举措确保回款及医疗机构足量采购.....	40
(二) 第三批方案在采购总量规划、品种属性上明显区别于前两批.....	40
1. 第三批集采量为全市总量 50% 以上, 前两批均为全市总量.....	40
2. 第三批中慢病用药及临床使用需求大的品种明显增多.....	40
3. 第三批方案带有合并规格剂型的性质.....	43
(三) 结果分析: 以价换量成效显著, 第三批降幅低于前两批.....	43
1. 第三批降幅不及前两批, 推测与集采份额及竞争企业数有关.....	46
2. 中标者多为此前市占率极低的国产企业, 原研进口产品溃败.....	46
3. 中标企业在方案执行后迅速垄断上海市场, 但部分品种总采购量下滑明显.....	47
六、国家试点带量采购: 长期药品降价进程中的非革命性事件, 形成全国性影响尚需时日.....	49
(一) 方案整体符合预期, 议价细则和未中选品种限价略超预期.....	49
1. 方案概览: 经预中选和拟中选确定单一企业最低价中标.....	49
2. 与网传版相比品种数及采购量略有减少, 医保支付标准及回款机制尚未明确.....	51
3. 议价品种间捆绑式竞争, 大部分降幅需参考竞价品种平均降幅.....	52
4. 上海补充细则: 对未中选品种限量又降价, 预计原研药受损最重.....	53
(二) 集采品种竞选格局分析: 采购量占全国总量不足 15%, 多数品种需议价.....	54
1. 试点城市药品市场规模约占全国 30%, 集采量约占试点区域总用量的 30-50%.....	54
2. 4 个直辖市占集采总量的 70% 以上, 31 个药品销售规模占全国药品市场的 8%.....	54
3. 14 个品种竞价、17 个品种议价, 大部分议价降幅取决于竞价平均降幅.....	56
4. 企业降价意愿的决定性因素: 市占率>试点城市销售占比>价格.....	59
(三) 带量采购规则非革命性, 价格降幅和影响力度有待观望, 全面铺开尚需时日.....	63
1. 药品价格降幅与竞争格局和集采份额正相关.....	63
2. 影响力度取决于回款和带量情况, 形成全国性影响仍需 3-5 年时间.....	64
3. 影响范围与安徽模式类似.....	64
4. 议价降幅无需过分悲观: 规则与福建第八标相仿, 参考竞价降幅或将流标.....	64
5. 未来仿制药投资取决于壁垒、格局和品种储备.....	65
6. 当前医药行业 PE 明显低于安徽、福建和上海模式同期, 情绪过分悲观.....	65
七、2019 年投资策略: 看好创新产业链、OTC、医疗服务及医药流通.....	69
(一) 2018 年市场回顾分析: 板块整体跑赢, 个股分化加剧.....	69
1. 医药板块走势回顾: 整体呈倒 N 型, 略微跑赢大盘.....	69
2. 各子行业走势回顾及分析: 板块间差异较大, 细分领域龙头持续亮眼.....	72
3. 强势股回顾及驱动因素分析.....	78
(二) 行业经营数据增速维持低位.....	81
1. 改革政策全面推进.....	81
2. 医院终端药品增速降至历史低位, 品种间分化显著加大.....	82
3. 医疗机构和医院业务量增速近年保持稳定.....	83
4. 医保基金筹资增速 13.5%, 未来仍可维持 10% 左右.....	86
5. 商业健康险筹资与赔付规模快速上升.....	87
6. 上市公司收入和扣非净利润增速稳定.....	88

7. 统计局医药制造业数据近两年受两票制影响	89
(三) 国际与国内行业估值情况分析—估值压力继续缓解	90
(四) 国内龙头公司估值与国际巨头相当	93
(五) 投资策略	97
1. 看好创新药械及创新服务产业链	97
2. 看好 OTC 板块龙头	101
3. 看好医药流通行业受招标及两票制影响消退，龙头增速回暖	103
4. 看好医疗服务行业受医改长期逻辑支撑，社会办医高速发展	109
八、重点公司	112
(一) 仁和药业 (000650): 进入快速增长阶段的 OTC 龙头	112
(二) 长春高新 (000661): 受益医药消费升级的基因工程生物药龙头	113
(三) 乐普医疗 (300003): 布局完备的心血管大健康全产业链平台型龙头	114
(四) 爱尔眼科 (300015): 高速发展的眼科连锁医院龙头	115
(五) 九州通 (600998): 全国性医药流通龙头	116
(六) 恒瑞医药 (600276): 重磅品种陆续进入收获期，创新龙头硕果累累	117
(七) 健友股份 (603707): 增长确定、潜力很大的肝素原料及制剂出口龙头	118
(八) 沃森生物 (300142): 疫苗龙头企业	119
(九) 华兰生物 (002007): 看好血制品业务回暖及四价流感疫苗	120
(十) 凯莱英 (002821): 药物研发及生产服务小龙头	121

一、我国药品采购模式演进历程：采购层级逐步提升

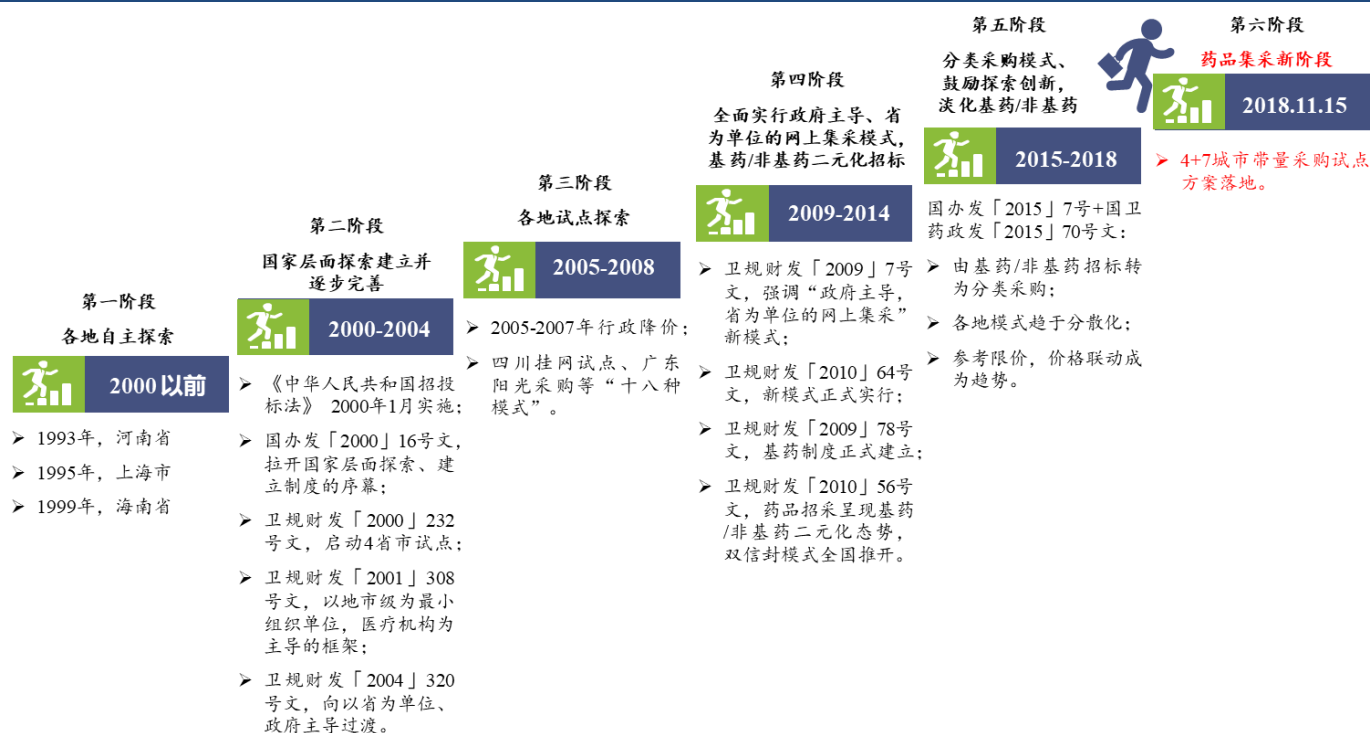
我国药品采购模式大概分为 6 个阶段，趋势上看从探索到推广、从医疗机构主导到政府主导，从各自为政到省级乃至国家层面。纵观我国药品采购发展历史（见图 1），可分成 6 个阶段（见图 2），分别为各地方自主探索阶段（2000 年以前），国家层面探索建立并逐步完善采购体系阶段（2000-2004 年），地方试点创新阶段（2005-2008 年），全面实行以省为单位、政府主导的网上集采模式，基药/非基药二元化招标阶段（2009-2014 年），淡化基药/非基药、实行分类采购模式、鼓励探索创新阶段（2015-2018 年 11 月 14 日），以及由国家组织 4+7 城市药品集中采购试点开启的新阶段（2018 年 11 月 15 日起）。从趋势上看，药品采购模式经历不断探索创新到推广，从医疗机构主导到政府主导，以及由地方上升到省级、再上升到国家层面。

图 1：我国药品采购政策与医药指数叠加图



资料来源：中国银河证券研究院

图 2: 我国药品采购模式演进历程



资料来源: 中国银河证券研究院

(一) 2000 年前: 各地方自主探索阶段

2000 年以前以各省市自主探索为主。2000 年之前, 新的药品采购模式探索并无中央层面的统一指导原则, 由各省结合本地区实际情况进行自主探索。例如 1993 年, 河南省原卫生厅发布《关于成立河南省药品器械采购咨询服务中心的通知》, 要求 22 家省直医疗机构, 必须通过公开招标确定的省内 7 家药品批发企业采购药品。再如 1995 年, 上海市浦东新区社会发展局要求 43 家医疗机构的药品采购须在指定场内进行。1999 年底, 海南开始探索药品招标采购, 在海南省人民医院选择 8 个品种进行试点, 后续扩大到多个医院。

(二) 2000 至 2004 年: 国家层面探索建立并逐步完善采购体系

2000 至 2004 年, 国家层面探索建立并逐步完善全国性的药品集中招采模式。2000 年 1 月 1 日, 《中华人民共和国招标投标法》正式实施, 集中采购与招标采购挂钩, 集中招标采购的概念形成。同年 2 月 21 日, 国务院办公厅印发《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》(国办发[2000]16 号), 要求“进行药品集中招标采购工作试点, 对招标、投标和开标、评标、中标以及相关的法律责任等进行探索”, 拉开了国家层面探索、建立药品招标采购制度的序幕。2000 年 7 月, 原卫生部印发的《医疗机构药品集中招标采购试点工作若干规定》(卫规财发[2000]232 号), 开始在辽宁、河南、厦门和海南 4 省试点药品集中招标采购, 在总结试点集采

经验的基础之上，2001年11月，原卫生部等联合印发《医疗机构药品集中招标采购工作规范（试行）》（卫规财发[2001]308号），初步建立了以**地市级为最小组织单位，以医疗机构为主导**的全国范围内药品集中招标采购的框架。但在实施过程中，陆续出现了各地招标目录差异大、采购数量不明确、招标程序过于繁琐等问题。2004年9月，原卫生部等联合印发了《关于进一步规范医疗机构药品集中招标采购的若干规定》（卫规财发[2004]320号），针对发现的问题进行规范，将组织单位调整为省级或地市（县市不得单独组织招采），强化政府的组织领导。**标志着鼓励集采模式向以省为单位、以政府为主导过渡**。同时扩大药品集中招标采购范围。将医疗机构药品采购支出中80%以上的品种（中药饮片出外）纳入集中招标采购。

（三）2009至2014年：以政府主导、省为单位的网上集采模式，基药/非基药招标二元化

2009至2014年，全面实行政府主导、以省为单位的网上集中采购模式，并逐渐呈现基药/非基药二元化招标趋势。2009年1月，原卫生部等六部委联合签署《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》（卫规财发[2009]7号），突出强调了“全面实行政府主导、以省（自治区、直辖市）为单位的网上药品集中采购工作”。2010年7月，原卫生部正式印发《医疗机构药品集中采购工作规范》（卫规财发[2010]64号），标志着“以政府主导、以省为单位、网上集中采购”模式的正式实行。同时，随着2009年8月《关于建立国家基本药物制度的实施意见》（卫药政发[2009]78号）发布后我国正式建立国家基本药物制度，2010年11月国务院办公厅印发《关于建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意的通知》（国办发[2010]56号），药品招标采购逐渐呈现基药/非基药二元化趋势。期间，各种新模式不断涌现，如双信封模式、质量分层、剂型合并等。

（四）2015至2018年：分类采购，各地模式趋于分散化

2015年以来，7号文和70号文标志着药品采购模式由基药非基药二元化向分类采购模式发展，采购方式趋于多元化，各地模式趋于分散化，同时参考限价、价格联动成为趋势。2015年，《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发[2015]7号文）、《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》（国卫药政发[2015]70号文）的发布，标志着我国药品集中采购政策的纲领由过去的“基药/非基药分开招标”，转变为“分类采购”，即将药品分为5大类，分别采取双信封、直接挂网、议价谈判、定点生产等方式进行采购。同时，文件鼓励地方探索创新、允许试点城市以市为单位自行采购。省级挂网后，市级、或医联体的议价工作逐渐常态化，议价主体繁多、周期不定。由此推动了药品招标在地市级的二次议价、加重了地区分散化的程度。同时，参考限价、价格联动成为当前趋势。根据《中国卫生政策研究》在2017年6月发布的文章，全国31个省市中，参考全国最低中标价的有16个省份，参考省份的招标价格成为本省招标限价的重要依据。

(五) 4+7 城市带量采购试点方案：药品采购进入新阶段

2018 年 11 月 15 日，国家组织带量采购试点方案落地，标志着药品集中采购进入新阶段。经中央全面深化改革委员会同意，由国家层面启动带量采购试点方案，《4+7 城市药品集中采购文件》于 2018 年 11 月 15 日正式发布。本次共 31 个试点品种，均系从通过一致性评价（含视同）的药品中遴选。同时对各试点城市各品种的采购数量具有明确规定。评选方法上，对于产能和质量入围的企业，通过预中选和拟中选和中选三个环节确定中选品种。对于竞争充分的品种（符合申报条件的企业 ≥ 3 家），价低者中标；对于竞争不充分的品种（符合申报条件的企业 ≤ 2 家），大部分需要参考竞争充分品种的平均降幅作为最低降幅。我们认为本次试点方案由国家顶层设计并组织实施，开启了药品集中采购的新篇章。虽然全面铺开尚需时日，但具有极强的指导意义和全国推广的预期。

二、2010 年安徽基药标: 双信封模式首次出现并全国推广, 普药影响大, 独家品种影响小

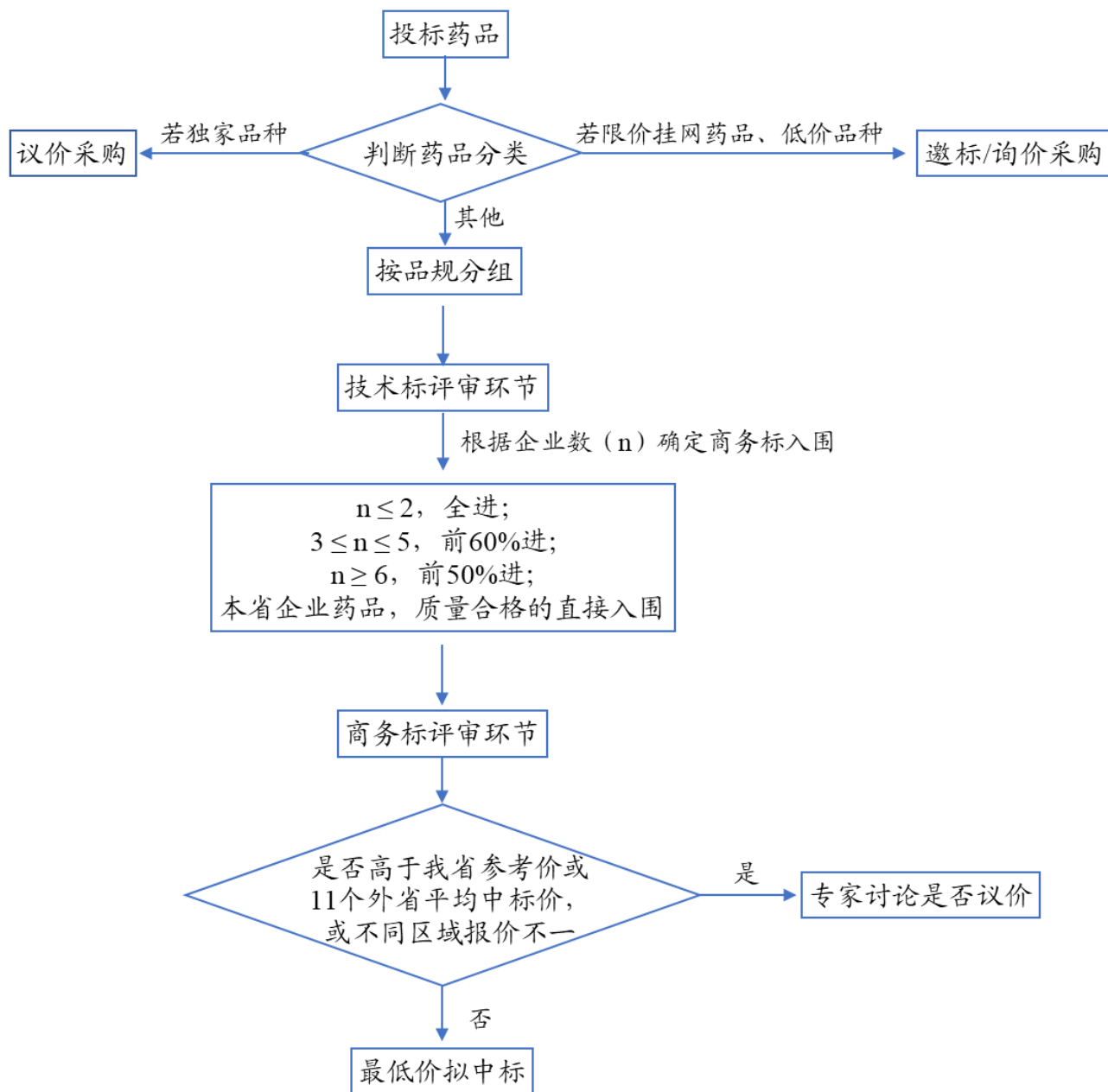
(一) 方案回顾: 首创药品招标“双信封”模式, 技术标通过后进入商务标, 价低者中标

安徽省 2010 版基层医疗卫生机构的基药招标集采方案于 2010 年 8 月推出。方案中要求全省政府举办的基层医疗卫生机构及一体化管理的行政村卫生室, 通过授权省医药集采服务中心, 依据《国家基本药物目录(基层部分)》(2009 版)和《国家基本药物处方集》, 实行政府主导、全省统一的基药网上集中招标采购, 原则上按照“一品两规三剂型”, 采购周期暂定 12 个月(2011 年 8 月发文给予延长)。

招采方案中的“双信封”模式系全国首次出现, 并要求量价挂钩。对除限价挂网药品(邀请招标或询价采购)、独家药品(单独议价)和低价品种(邀请招标或询价采购)外, 主要采用技术标、商务标的“双信封”方法公开招标采购, 实行量价挂钩。原则上一种基药的品规只中标 1 家生产企业, 获得全省所有基层医疗机构市场份额。但对采购量需求大的, 分成 2-3 个片区分别招采, 确保中标企业获得该片区内所有市场份额。同时, 货款结算上, 确保从交货验收到收到付款时间不超过 30 天。其中, 双信封的细则如下:

双信封模式中, 技术标审评药品质量及可靠性, 通过者进入商务标, 价低者中标。在技术标审评中, 主要对投标药品质量及质量可靠性(GMP 资质、质量类型、生产规模、销售额、行业排名、市场信誉、不良记录等)相关指标, 实行百分制评标(见下表)。随后按照同一品规药品技术标评分高低, 根据投标数量确定进入商务标评审的药品数(见下图, 技术标投标药品数量 ≤ 2 个, 全部进入商务标评审;投标数量在 3-5 个之间, 排名前 60%的药品进入商务标评审;投标数量 ≥ 6 个, 排名前 50%的药品进入商务标评审)。同时带有地方保护特色, 本地企业技术标合格的直接进入商务标。最终在商务标环节, 原则上以最低报价确定拟中标药品。若最低报价高于采购参考价或 11 外省平均中标价, 同一厂家同一产品不同区域报价不一等情况, 由专家确定是否进入议价程序。我们注意到在当时的双信封模式中, 只要通过技术标进入了商务标, 不同公司产品质量间的差别对于是否能中标没有任何影响, 只有价格最低的产品能中标。

图 3: 2010 年安徽省基药招采流程图



资料来源: 安徽省医药集中采购平台, 中国银河证券研究院

表 1: 安徽省 2010 版基药招标集中采购技术标评审体系表

评审要素	要素权重	评审指标		评审方法	指标权重	
药品质量	80 分	质量类型		客观指标, 由评标系统自动赋分	25 分	专利原研类药品 25-23 分
					单独定价类药品 21-20 分	
					其他 GMP 类药品	
		企业生产规模	销售金额		17 分 (销售额达 1 千万元得 0.1 分, 每增加 1 千万元增加 0.1 分)	
		行业排名	17 分 (排序第一名得 17 分, 每后排一名少得 0.1 分)			
		质量可靠性			9 分 (9、5、0)	
		剂型特点			3 分 (3、0)	
		储备条件			3 分 (3、0)	
		原料来源及保障 (化学药)			3 分 (3、0)	
药品有效期		3 分 (3、0)				
市场信誉	20 分	临床疗效		专家 (医)	8 分	
		品牌知名度		专家 (医、药)	5 分	
		药品包装质量和方便实用		专家 (药)	3 分	
		保障供应及伴随服务情况		专家 (药)	4 分	

资料来源: 各省药械采购网, 中国银河证券研究院

随后, 安徽对基本药物目录补充品种和限价品种的采购金额占比给予限制, 以进一步减少医疗支出。11 年 2 月 12 日, 安徽省发布了《基层医疗卫生机构基本药物补充药品采购目录》。对于需要配备使用补充药品的 (补充目录共 297 个品规), 实行一体化管理的行政村卫生室和政府举办的城市社区卫生服务站, 配备使用补充药品的采购金额占每月总采购金额比例 $\leq 10\%$, 乡镇卫生院和社区卫生服务中心, 配备使用补充药品的采购金额占当月总采购金额比例 $\leq 30\%$ 。2011 年 5 月 31 日, 发布的《安徽关于规范采购使用基本药物限价药品的通知》中, 要求以县 (市、区) 为单位限价药品采购金额原则上控制在总采购金额的 5% 以内。安徽基本药物限价药品处于动态调整中, 现有品规 41 个, 可以分为两类: 一类是使用量少但是必须的药品, 这部分药品的招标方式是限价挂网。一类是独家品种, 这部分药品的招标方式是单独议价。这两类产品的共同点是降价幅度小。可见, 安徽省的基药规定非常细密, 不仅要求基层医疗机构只能采购基药, 而且对采购偏贵的基药都做出严格限制。

(二) “安徽模式”在全国范围内陆续推开，部分省份力度加大

1. 安徽模式获得国家肯定，要求各省 2010 年底前推开

国务院发文肯定了安徽模式，要求各省在 2010 年底前按照双信封招标制度完成一个采购周期的采购。2010 年 11 月，国务院办公厅印发《关于建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意的通知》(国办发[2010]56 号)，文件中“鼓励各地采用“双信封”的招标制度”，并要求量价挂钩，依然是“一品双规三剂型”。在具体执行上，既鼓励直接效仿“安徽模式”，即通过经济技术标保证药物质量。经济技术标合格后进入商务标，由价格最低者中标。也可有所改良，即“根据质量和价格等要素设计评分指标体系，对投标企业进行综合评分”。在时间节点上，要求“各地要力争 2010 年 12 月底前按照本意见规定办法完成一个采购周期的基本药物采购”。

2. 各省执行进度低于要求，多数省份简单翻版仿照，部分省市发生演化

安徽模式推广进度低于要求，各省完成时间不一，且在规则上发生演化。虽然国务院发文要求 2010 年前在全国范围推行“安徽模式”，但实际上整体进度依然远远低于要求。我们以 2 个时间节点进行举例：截至 2011 年 6 月底，共有 16 个省市发布新一轮的基本药物集中采购实施方案/招标文件；截至 2011 年底，共有 27 个省市发布相关文件。同时，我们注意到虽然大部分省市在模式上几乎完全仿照安徽模式，但有些省份在规则上仍然出现了新的演化。大体分成三大类模式，即安徽模式、上海模式和云南模式。此外，福建（以第八标为例，已在后续章节重点讨论）和重庆（药交所模式）并未采用双信封模式。浙江、陕西、北京在执行双信封模式的基础上，通过“左右联动、上下衔接”等方式加大对品种中标价格的打压。但由于这种更严苛的变异形式出现时间整体晚于全国大部分省市，因此不做具体分析。

安徽模式：经典“双信封”，已在上一节中具体介绍。

云南模式：保证所有医疗机构（包括县级以上医院）采购中标企业的基药。这对进行投标的企业构成压力，如果未能中标，将失去全省的份额。在安徽模式下，如果未能中标还可以转战县级以上医院的招标，云南不可以。因此在云南模式中政府具有更强大的筹码，对投标企业构成的压力更大。湖北与云南模式接近，未中标品规不能参加二级以上医院投标。

上海模式：上海未采用双信封法，而是用综合打分法，技术分权重为 70%，价格分权重为 30%。同一品规中标数量 4-8 家，基层医疗机构在上述中标品种中选价格分值最高者。上海基层医疗机构招标模式最大的特点在于被动招标，参加上海基药招标的企业并不一定冲着基层医疗机构市场而来。比较来看，安徽模式存在这样的预期——中标价一定很低，于是很多大企业放弃了安徽的基层医疗机构市场。云南模式是由一家企业获得某种基药（包括基层医疗机构和二级以上医疗机构）的所有份额，可以预见的结果是很激烈的竞争和很低的中标价格。一些大企业为了避免低价带来的全国效应，选择放弃云南市场。上海基药招标其实等于以往的医院集中招标+最低价获得基层医疗机构份额。与云南相比，即使企业没能获得基层医疗机构的份额，也依然可以在二级以上医院进行销售。如果企业没有参与投标，则整个上海的市场份额全部丧失，大企业都会参与招标而且不会过多降价。这些大企业很可能是冲着二级以上医院份额而来，而不是要基层医疗机构的份额。所以上海基药招标价格高于安徽和云南的最主要原因在于更多大企业（外企和大国内企业）参与进来。也可以从另外一个角度考虑，上海招标是一步法，安徽等模式是两步法。上海只要过了第一关，就肯定在上海有份额了。而安徽模式只过技

术标一点用都没有。因此上海模式企业降价冲动要小。

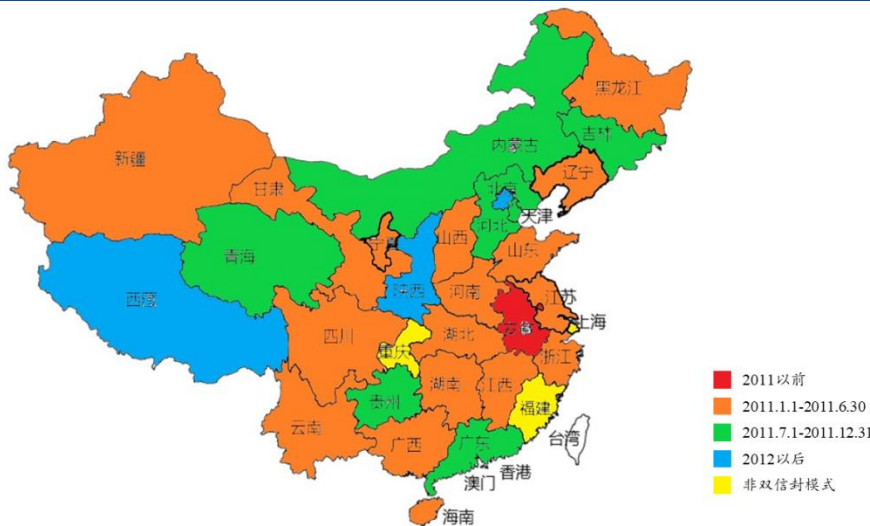
表 2: 各省(自治区、直辖市)落实安徽模式基药招标的具体情况

省份	文件发布时间	实施范围	特点
安徽	2010/8/6	基层医疗机构	经典双信封模式初现
上海	2010/12/27	非营利性及医保定点医疗机构	1. 未采用双信封, 而是综合打分法: 质量(63%)+价格(30%)+信誉与服务(7%), 同一品规中标 4-8 家 2. 定标分确定中标品种和确定在基层医疗机构集采的品种 2 个步骤
四川	2011/1/15	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
山东	2011/1/17	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
宁夏	2011/1/17	全区医疗卫生机构	经典双信封, 唯低价中标
云南	2011/1/28	全省各级医疗机构	1. 经典双信封, 唯低价中标 2. 中标则全省供应, 丢标则丧失云南市场
江西	2011/3/15	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
黑龙江	2011/3/28	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
湖北	2011/4/8	基层医疗机构	1. 经典双信封, 唯低价中标 2. 未中标规格不能参加二级以上医疗机构药品集中招标 3. 独家品规及 GMP 层次药品必须参加
山西	2011/5/4	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
河南	2011/5/11	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
广西	2011/5/13	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
海南	2011/5/17	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
甘肃	2011/6/7	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
辽宁	2011/6/16	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
浙江	2011/6/17	基层医疗机构	双信封+价格合理审评
江苏	2011/6/30	机构医疗机构+二三级医疗机构	1. 双信封模式, 唯低价中标 2. 基层丢标者若通过经济技术标且执行同分组中标价格, 可进入二三级医疗机构采购目录
湖南	2011/6/30	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
新疆	2011/6/30	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
河北	2011/7/18	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
内蒙	2011/8/10	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
吉林	2011/8/10	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
青海	2011/8/31	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
贵州	2011/11/7	基层医疗机构	经典双信封, 唯低价中标
广东	2011/11/18	基层医疗机构	双信封模式, 唯低价中标
天津	2011/12/9	基层医疗机构	双信封模式, 唯低价中标
重庆	2011/12/12		非双信封模式, 药交所-电子挂牌方式交易

西藏	2012/1/18	基层医疗机构	经典双信封，唯低价中标
北京	2012/9/18	基层医疗机构	1. 双信封模式，唯低价中标。中标产品直接进入二级及以上医疗机构药品集采中标目录 2. 左右联动，上下衔接
陕西	2014/11/7	全省医疗机构	双信封，与安徽模式有所不同（报价最低直接进商务标，其余品种按技术标由高到低入围，再展开二次报价确定拟入围，最后价格审评）
福建	2011.1.7 (第八标)	全省 (并非针对基药招标)	非双信封模式，以第八标为代表的采取质量分层、合并规格剂型、价低者中标的更严厉模式

资料来源：各省药械采购网，中国银河证券研究院

图 4：各省落实安徽双信封模式的进度情况



资料来源：中国银河证券研究院

3. 部分省份采取参考限价，加速药品价格下降

河南省，对独家品种设置参考限价：“依据河南省 2010 年度 307 种国家基本药物和 200 种省增补药品集中采购中标价格及安徽、山东、云南、四川四省基本药物中标结果，取最低值设定底价。”

北京，采取“左右联动，上下衔接”的集中采购联动模式：“根据药品价格不高于在我市和其他省级药品集中采购中全国现行中标价的原则，制定本次集中采购投标报价上限。在采购周期内遇中标产品在其他省级项目中中标价低于我市的，采购人有权动态调整我市药品集中采购中标（成交）价格”。

辽宁省的限价原则：对于“同品规投标厂家数只有 1 家的国家基本药物”，“以辽宁省 2009 年基本药物中标价及安徽、山东、云南、四川省最近一轮国家基本药物中标价、国家发改委公布的全国基本药物基层平均采购价格中的最低价作为限价”。对于辽宁省补充药品目录，“以辽宁、安徽、山东、云南、四川省最近一轮中标价的最低价为限价”。

（三）中标结果表明普药价格降幅明显，独家品种价格降幅不明显

1. 普药品种的价格冲击较大

各省医改办数据显示，安徽基本药物招标平均价低于国家零售指导价 52.8%；山东基本药物招标平均价低于国家零售指导价 63.51%；黑龙江基本药物招标平均价低于国家零售指导价 61.99%。

由于厂家众多，我们遴选了 10 种经过双信封法中标的基本药物为代表，考察普药降价情况，并将部分省市的中标价与各地相应的 10 年中标价进行对照，结果如下表所示。

表 3: 10 种普药在安徽、山东和云南的降价情况

品种	10 年中 标价	安徽中 标价	安徽 降幅	10 年中 标价	山东中 标价	山东 降幅	10 年中 标价	云南中标 价	云南 降幅
感冒清热颗粒	3.25	2.4	26.15%	3.39	2.16	36.28%	4	3.75	6.25%
板蓝根颗粒	3.9	2.35	39.74%	4.2	3.2	23.81%	4.485	3.92	12.60%
六味地黄丸	5	2.85	43.00%	9.5	3.1	67.37%	9.1	2.98	67.25%
蛇胆川贝液	3.4	2.25	33.82%	6	2.2	63.33%	3.6	2.2	38.89%
牛黄上清丸	3.8	2.56	32.63%	3.85	1.8	53.25%	3.11	2.72	12.54%
头孢曲松	1.7	0.9	47.06%	1.6	1.22	23.75%	1.85	1.225	33.78%
雷尼替丁	0.45	0.18	60.00%	0.29	0.16	44.83%	0.379	0.165	56.46%
环丙沙星	1.38	0.8	42.03%	1	0.64	36.00%	2.3	1.1	52.17%
布洛芬	3.79	4.8	-26.65%	2.6	1.29	50.38%	4.4	1.955	55.57%
硝苯地平	1.4	0.7	50.00%	0.9	0.68	24.44%	3	0.829	72.37%

资料来源：各省药械采购网，中国银河证券研究院 注：10 年中标价为相同规格的某一厂家情况

2. 独家品种的中标情况良好，价格降幅不明显

各省基药招标结果显示，独家品种的中标情况良好，基本上均中标。并且，由于独家品种主要采用单独议价的形式，因此价格降幅并不明显。

表 4: 独家品种中标情况

品种	安徽已中标	山东已中标	云南已中标	湖北已中标	上海已中标
三九胃泰	是	是	是	是	是
正天丸	是	是	是		是
速效救心丸	是	是	是	是	是
消渴丸	是	是	是	是	是
华佗再造丸	限价品种	是	是	是	是
云南白药	是	是	是	是	弃标
马应龙麝香痔疮膏	是	是	是	是	是
注射用血栓通(冻干)	限价品种	是	是(非单独议价)	是	弃标
脉络宁	限价品种	是	是(非单独议价)	是	是
复方丹参滴丸	是	是	是	是	是
妇科千金片/胶囊	是	是	是	是	是
复方利血平氨苯蝶啶	限价品种	是	否	是	未查到

资料来源: 各省药械采购网, 中国银河证券研究院

表 5: 基药独家品种中标价格情况

品种	公司	山东中标价		云南中标价		安徽中标价		湖北中标价	
		09年	基药	10年	基药	10年	安徽	10年	基药
消渴丸	广州药业	24.7	24.72	14.78	14.78	24.7	24.68	24.76	24.71
华佗再造丸	广州药业		37.46	37.2	37.1		限价	37.55	36.82
速效救心丸	中新药业	25	25.74	20.5	19.64		24.53	25.65	25.13
马应龙麝香痔疮膏	马应龙	8	7.98	8	8	13.5	12.5	7.32	8
复方丹参滴丸	天士力	27.36	25.9	25.9	25.8	25.2	25.07		25.48
妇科千金片(胶囊)	千金药业	22.2	23.9	24.62	24.62	23	22.31	胶囊中 标	千金片
复方利血平氨苯蝶啶	双鹤药业	8.69	8.33	15.54			限价	8.69	8.55
三九胃泰	华润三九	13.5	12.99	14.78	14.78		13	12.81	13
正天丸	华润三九	33.88	30.09	12.17	12.17		30.01	28.98	未获得
注射用血栓通	中恒集团	32	33.7	35.5	34.174		限价	22.99	25.3
脉络宁	金陵药业	8.95	9.14	8.96	8.96		限价	90.16	90.2
云南白药	云南白药	9.65	10.4	10.522	10.522	16	17.8	9.74	10.344

资料来源: 各省药械采购网, 中国银河证券研究院

三、2011年福建第八标：首创多个苛刻规则，但对议价品种影响有限

（一）福建省第八标回顾：降价措施严格，对此次招标有深远影响

2011年1月，福建省药品集中采购领导小组公布《福建省第八批药品集中采购实施方案》。这一招标方案以其严格的压价、高淘汰率而受到业内争议。8年后回看此次招标，会发现其中很多思路与此次4+7城市药品集中采购存在相似之处。

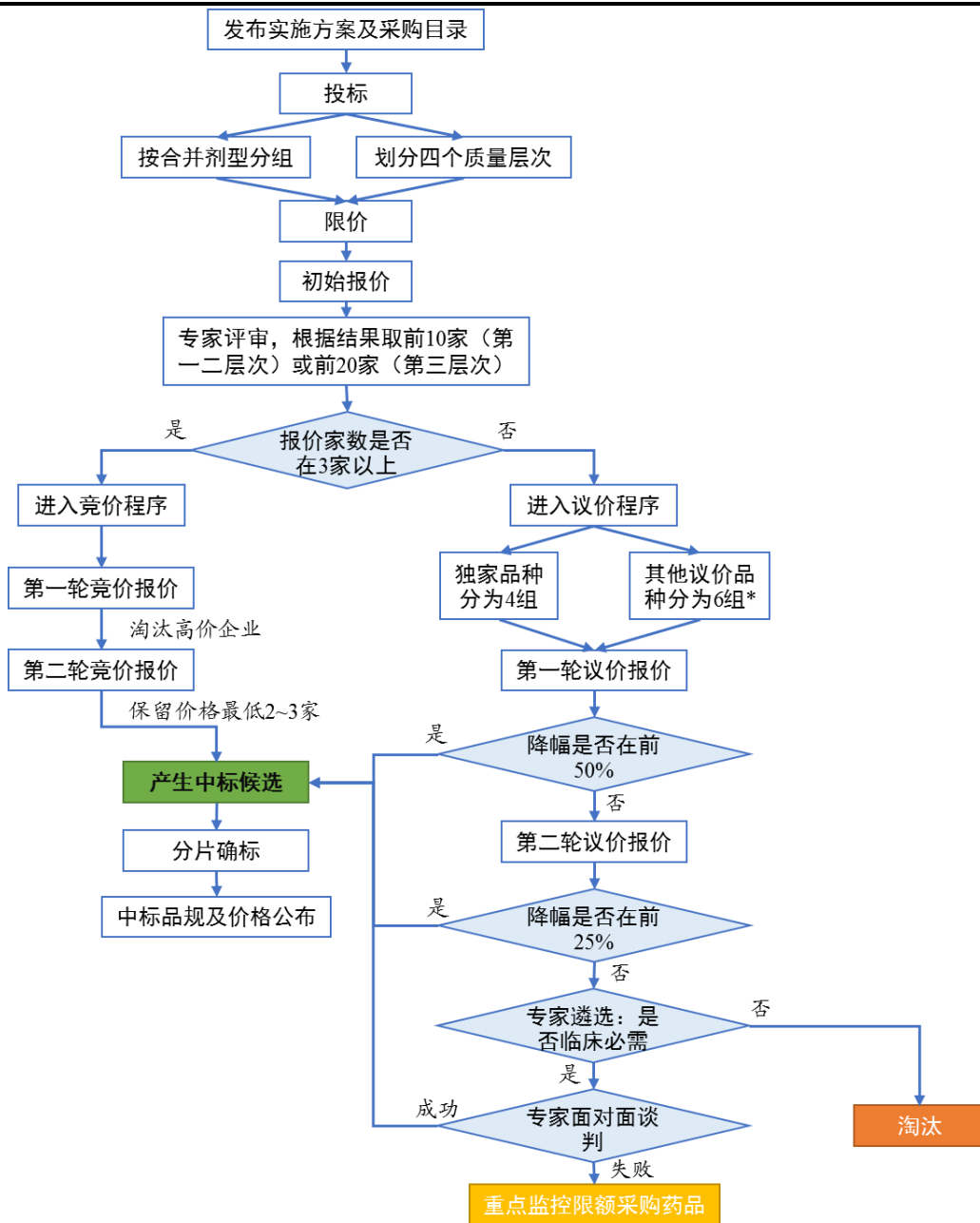
福建第八标是由省药品集中采购小组主导负责的，其采购单位包括省内县级及以上的非营利性医疗机构（必须参加）。此次集中采购的采购范围较广，包括：1.《福建省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2010版）和卫生部发布的《中国国家处方集》（2010版）中非《国家基本药物目录》（基层部分）的品种、剂型、规格；2.福建省医疗机构第七批药品集中采购未招到的品种；3.医疗机构增补的目录（严格控制抗肿瘤辅助性、营养性、免疫增强剂等药物的增补）。无论是与福建本身的第七标相比，还是与当时全国各省的集中采购方案相比，第八标的细节在当时都很特殊。其中，福建第八标与第七标细节对比如下表：

表 6：福建第八标与第七标细节对比

	福建第八标	福建第七标
组织机构	福建省药品集中采购领导小组	福建省医疗机构药品集中采购中心
采购范围	基药、非基药	基药
采购方式分类	公开招标（竞价）（4家及以上） 邀请招标（议价）（3家及以下）	公开招标（3家以上） 集中议价（2家以内） 直接挂网（日用药金额3元及以下）
专家质量评审	有（第一二质量层次取前10家；第三质量层次每组取前20家）	无
合并剂型	是	否
层次划分	三个质量层次，其中第三层次分两组	三个质量层次
限价要求	严格	宽松
中标规则	竞价品种：两轮竞价报价，第一轮淘汰高价品种，第二轮保留价格最低的2~3家 议价品种：两轮议价报价，第一轮将降幅在前50%的纳入中标候选，第二轮将降幅在剩余品种中前25%纳入中标候选。其余交由专家面对面谈判。	公开招标：专家组评审入围，价格权重至少占60%以上。 集中议价：专家组集中议价确定入围 直接挂网：全部入围，直接挂网
每组中标数量	竞价品种第三层次第二组：2~3家 竞价品种其他组：2家 议价品种：最多2家	公开招标品种每组8个以内，其他品种无限制
确标单位	按区市分片确标，全省十个片区	按医疗单位等级分片确标，共四类

资料来源：福建省药械联合采购中心，中国银河证券研究院

图 5: 福建省医疗机构第八批药品集中采购流程图



资料来源: 福建省药械联合采购中心, 中国银河证券研究院

注: “其他议价品种”的议价规则较为复杂, 此处略有简化。

（二）福建省第八标特色：合并剂型，质量要求弱化，独创不同药品间捆绑式议价竞争

与以往全国各省的招标方案相比，福建第八标也具有极大不同：

1. 合并剂型导致竞争严苛

纵观招标历史，招标药品分组呈现从“按细化规格分组”到“合并规格，按剂型分组”的趋势，在这一过程中竞争变得更加激烈；而福建第八标甚至要求“合并剂型分组”，将所有药品剂型合并为 20 种，例如“口服常释剂型”包括普通片（含素片）、肠溶片（含肠溶薄膜衣片）、包衣片、薄膜衣片、糖衣片、浸膏片、分散片、划痕片、口服泡腾片、口崩片（对特殊人群的用药单独划分竞价组）、含片舌下片、咀嚼片、异型片；硬胶囊、软胶囊（胶丸）、肠溶胶囊，“控缓释剂型”包括缓释片、控释片、缓释包衣片；缓释胶囊、控释胶囊、肠溶微丸等剂型。这一合并剂型的分组方式无疑大大加剧了竞争。

2. 限价条件严格，尤其针对第一、二质量层次药品限价力度增强

以往的福建第七标等招标方案中也有体现省际间联动限价、省内追溯上一标价格的限价规则，但是像第八标这样压价明显的限价条件却比较少见。第八标限价要求“1. 第一、二质量层次的药品按“就低不就高”的原则，以福建省第 5、6 批中标价、政府定价除以 1.15 再乘以 90% 或本企业该药品在全国最近一期最低中标价，三者比较取其低值作为限价；2. 第三质量层次药品限价，以同竞价组福建省第 5、6 批和江西等六省最近一次集中采购中标价，取其平均值作为限价；3. 本省和江西等六省均无中标价的公开招标、邀请招标品规，按照已计算出的限价，根据差价比规则计算出同竞价组同通用名不同剂型、规格的限价”，对比第七标限价要求为“1. 以现行中标价顺加不超过 15% 差率后，不得高于发改委公布的国家基药零售指导价；2. 不得高于福建省（含厦门市）医疗机构现行采购价（指中标价或最终报价）；3. 不得高于周边地区（指江西省、湖北省等）最新入围价。”明显体现第八标的限价要求更严格、更清晰，尤其是针对第一、二层次的高端药品加强了限价要求。

3. 招标环节对于药品质量的考量相当弱

第八标体现药品质量要素所占权重不高，淘汰力度也不大。第八标入围规则中唯一体现药品质量考量之处便是专家评审环节：“随机从专家库中抽取专家组成专家组，每组 13 人，对有效报价人药品质量、价格、服务信誉三个要素进行综合评审。根据专家综合评审结果按得分高低顺序排列。第一、二质量层次取前 10 家，第三质量层次每组取前 20 家，进入竞价程序。同竞价组报价人在 4-10 家之间的，专家评审时实行末位淘汰；报价人超过 10 家的取排名前 10 家，进入竞价程序。报价人在 3 家及以下的进入议价程序。第三质量层次各组如出现同竞价组报价人在 4-10 家的，专家评审时实行末位淘汰；报价人在 11-20 家的实行末 2 位淘汰；报价人超过 20 家的取排名前 20 家，进入竞价程序。报价人在 3 家及以下的进入议价程序。”可以看出，专家综合评审环节本身淘汰力度并不大。而专家综合评审中药品质量要素的权重又仅为 50%。因此综合来看，第八标对于药品质量的考量相当弱。

其实从合并剂型的要求也能体现这一点，不同剂型之间的临床效果、质量可靠性、生产成本实际还是存在差异的，但是将剂型合并进行价格竞争，本身也体现了对于降低药价的重视远超过对于药品质量的重视。

表 7: 第八批药品集中采购专家评审综合评分标准

要素	分值	评价指标	指标分值		
质量及影响因素	50 分	临床疗效 (15 分)	好	15 分	
			较好	12 分	
			一般	10 分	
		产品质量可靠性 (13 分) (可累加)	国家药品监督抽检	2009 年以来没有因发生重大药品质量事件被国家药监局组织查处的	6 分
				2009 年以来有被国家药监局组织查处的	0 分
		(2009 年以来)	福建省药品监督抽检*	没有出现问题	7 分
				存在“A 类”问题	-1 分
				存在“B 类”问题	-3 分
				存在“C 类”问题	-5 分
		质量层次 (22 分)	第一层	原研药品、中药保密处方药品	22 分
				获得国家科技二等奖以上药品	20 分
			第二层	国家一类新药	22 分
				获欧美认证的国产药品	20 分
				单独定价药品、 优质优价中成药	18 分
				第一组: 国家工业和信息化部认定的化学药品工业企业法人单位按主营业务收入排序前 150 名、中成药工业企业法人单位按主营业务收入排序前 150 名、生物生化制品工业企业法人单位按主营业务收入排序前 100 名;	
	第三层	第二组: 其它通过 GMP 认证的药品。	22 分		
价格	40 分	投标报价	同一竞价组药品报价由低到高排序, 最低报价记 40 分, 其他报价按其权重比由计算机自动赋分。计算公式为: $X=40 \times N_{\min} / \Delta N$ (保留两位小数)。式中 X 为价格得分, ΔN 为该集中某药品的报价, N_{\min} 为该集中某药品的最低报价。		
服务信誉	10 分	2009 年以来没有因发布情节严重违法广告被福建省药监局实行暂停销售行政强制措施的报价人		4 分	
		医疗机构满意度	不满意	0 分	
			一般	3 分	
			满意	6 分	

资料来源: 福建省药械联合采购中心, 中国银河证券研究院

注: 1. 2009 年以来, 在福建省药品监督管理局药品监督抽检不合格项目中, 按下列三种类型分别扣分: A 类: 指重量(或装量)差异、水分、检查中的其它项目可见异物; B 类: 指含量测定、有关物质、溶出度(释放度)、PH 值、不溶性微粒; C 类: 指无菌、热源(细菌内毒素)、微生物限度、降压物质。

4. 为竞争格局较好的品种（议价品种）设置“捆绑式”竞争

为竞争格局较好的品种（议价品种）设置“捆绑式”竞争，这是福建第八标最为重要的一个特点，也是我们回顾招标历史时经常忽视的一个细节。针对竞争格局较好的品种（尤其是独家品种）以及进口药品，以往的招标方案几乎都不能大幅降低其价格，因为其品种内竞争并不激烈是客观现实。福建八标的做法是：引入不同适应症、不同品种之间的竞争来促使其降价。

例如，针对独家品种，福建将其分为四组分开议价：政府已定价中成药组（A1组）、政府未定价中成药组（A2组）、政府已定价化学药品与生物制品组（B1组）、政府未定价化学药品与生物制品组（B2组）。议价分为三步：

- 第一轮议价，由报价人在规定的时间内对指定代表品进行第一次议价报价（不报价的维持初始报价），系统将自动按第一次报价降幅由高到低进行排序，排名前50%（ $\times 100\%$ ）的品规（降幅为0的除外）直接列为中标候选人规；余下品规（含降幅为0的品规）进入第二轮议价。
- 第二轮议价，由报价人在规定的时间内进行第二次议价报价，第二次议价报价不得高于第一次议价报价（不报价的维持第一轮的价格），第二次议价报价降幅排名前25%（ $\times 100\%$ ）的品规（降幅为0的除外）直接列为中标候选人规；
- 最后，余下品规（含降幅为0的品规）列入遴选目录。由药品遴选专家组严格按照临床必需的原则选择遴选目录中一定比例的药品进入专家面对面谈判。

其他议价品规（即同分组号下存在2~3家的品规），福建省将之分为6组分开议价：政府已定价中成药组（A3组）、政府未定价中成药组（A4组）、政府已定价抗肿瘤治疗药组（B3组）、政府未定价抗肿瘤治疗药组（B4组）、政府已定价其它组（B5组）、政府未定价其它组（B6组）。议价过程基本类似独家品规（较之略复杂），都是按照报价降幅排列。

福建第八标议价规则的核心在于：引入不同适应症、不同药品之间的“捆绑式”竞争，不考虑药品适应症、通用名的不同，仅以降幅高低作为入围标准，以此促使药企降价，来解决药品招标过程中竞争格局良好品种降价幅度低的问题。这样的议价规则在当时确实给参与招标的药企带来较大压力：一方面，当时参与议价品规共3659条，共分为10组，每组平均360余个品规进行单一降幅竞争，这显然大大增加了竞争；另一方面，不同适应症的药品放在同一个组内，本身也给药企招投标人员带来挑战，因为一个人的行业经验有限，例如做心脑血管药品的人员可能不了解其他药品的成本结构、降价空间，投标企业之间很难形成共谋。

表 8: 第八标议价品种 4+6 个分组具体报价数量 (按同通用名代表品计)

品种类型	组别	组名	初始企业报价数量
独家品种	A1	政府已定价中成药组	220
	A2	政府未定价中成药组	210
	B1	政府已定价化学药品与生物制品组	353
	B2	政府未定价化学药品与生物制品组	345
其他议价品种	A3	政府已定价中成药组	210
	A4	政府未定价中成药组	79
	B3	政府已定价抗肿瘤治疗药组	50
	B4	政府未定价抗肿瘤治疗药组	7
	B5	政府已定价其它组	957
	B6	政府未定价其它组	281

资料来源: 福建省药械联合采购中心, 中国银河证券研究院

5. 给临床必需品种留出空间

由于第八标议价规则规定了不同适应症、不同品种之间的竞争, 就出现了“如果某通用名下所有品种都遭淘汰怎么办”的问题。议价规则对此打了补丁: 无法通过两轮议价入围的品种列入遴选目录。由药品遴选专家组严格按照临床必需的原则选择遴选目录中一定比例的药品进入专家面对面谈判。

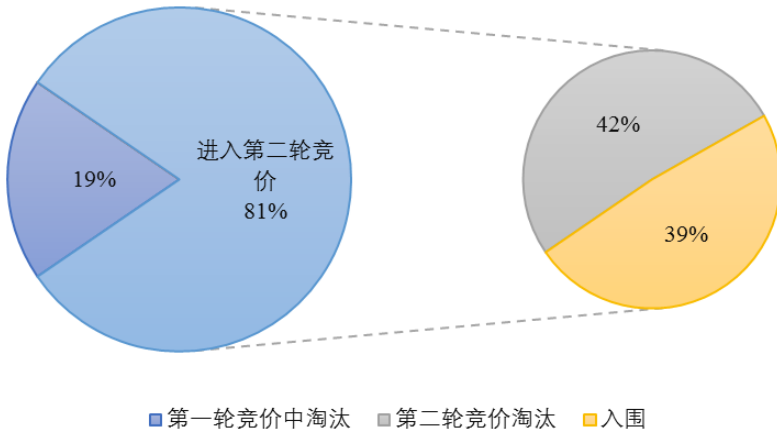
专家面对面谈判具体规则为: 1. 第一轮谈判: 由报价人进行第一次报价, 谈判专家组在规定的时间内与报价人谈判后, 谈判专家组进行讨论并提出成交参考价。2. 第二轮谈判: 谈判专家组向报价人提出成交参考价, 若报价人接受, 则列为中标候选品规; 若报价人不接受, 由报价人进行第二次报价, 由谈判专家组根据药品性价比实行记名投票, 得票数超过一半的列为中标候选品规, 得票数未超过一半的直接淘汰。3. 议价失败但确属临床必需的, 经专家认定后列为重点监控限额采购药品, 其余的药品直接淘汰。**实际上, 最终结果是专家面对面对谈判的失败率非常低:** 经统计最终 813 条企业报价进入专家面对面对谈判环节, 成功议价 763 条, 谈判失败仅 50 条。显然, 针对真正临床必需的品种, 招标采购机构也无法承受这些品种大量遭遇淘汰的结果, 因此在议价规则和实际操作过程中为这类品种留出了足够空间。

(三) 福建省第八标结果分析：竞争格局优越品种降幅低于预期

1. 竞价品种中标结果分析：淘汰力度大，竞争格局较差品种降价严重

竞价品种竞争格局较差，淘汰力度较大：福建八标中竞价品种为同竞价组有 4 家及 4 家以上生产企业的品种，这类品种竞争格局普遍较为一般，而福建八标针对竞价品种每组入围限制在 2~3 个，导致淘汰率相当高：实际初始报价 5888 个，经专家评审淘汰 1257 个，其余品种进入第一轮竞价。第一轮竞价淘汰掉 876 个品种，第二轮竞价淘汰掉 1906 个品种，最终入围 1807 个品种，入围率占初始报价的 30.69%，约占参与竞价流程的 39%。

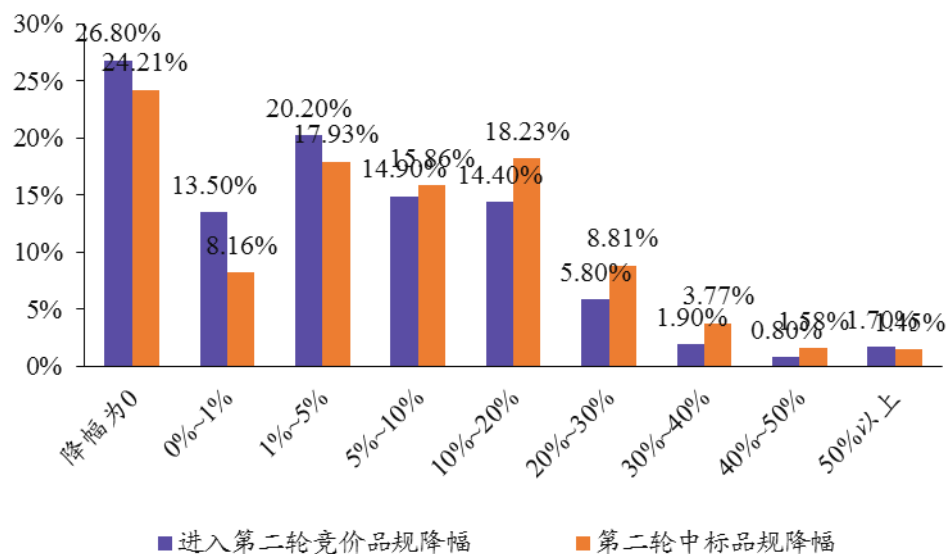
图 6：竞价品种两轮淘汰及入围情况



资料来源：华招网，中国银河证券研究院

竞价品种在第二轮竞价报价时仍旧愿意大幅降价：根据初始报价生产企业数的差别，福建第八标要求第一轮竞价报价后取第一\二层次的前 2~6 家、第三质量层次第一中标组的第 2~13 家以及第三质量层次第二中标组的 3~13 家，其余品种淘汰。而第二轮竞价报价则按照质量层次不同取 2 家或 3 家。因此，第二轮竞价报价竞争更为激烈。从竞价品种不同降幅所占比例看，第二轮报价的降价幅度明显大于第一轮：平均降幅来看，药企第一轮平均降价幅度 6.2%，第二轮平均降价幅度 9.9%；从入围品种看，第一轮未淘汰品种平均降幅 7.32%，第二轮入围品种平均降幅为 10.3%。

图 7: 竞价品种不同降幅所占比例

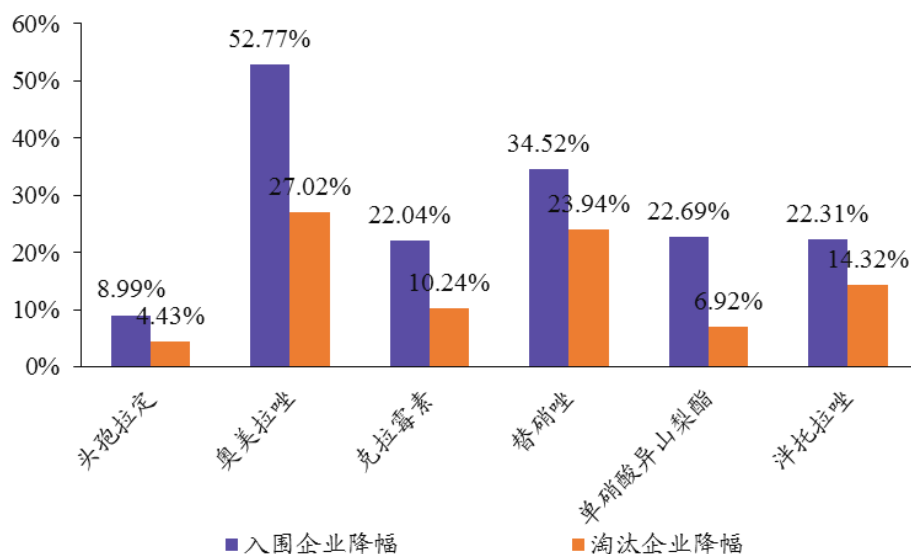


资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

注: 此处“进入第二轮竞价品规降幅” = (初始报价 - 第一次竞价报价) / 初始报价; “第二轮中标品规降幅” = (第一次竞价报价 - 第二次竞价报价) / 第一次竞价报价

品种竞争格局越差, 入围所需降幅越大。针对企业报价数最多、竞争最激烈的 6 个品种, 我们可以看出, 除头孢拉定降幅较小之外 (因其本身就非常廉价), 其他品种降幅普遍较大, 奥美拉唑甚至降幅高达 53%。

图 8: 竞争最激烈的 6 个品种最终降幅情况

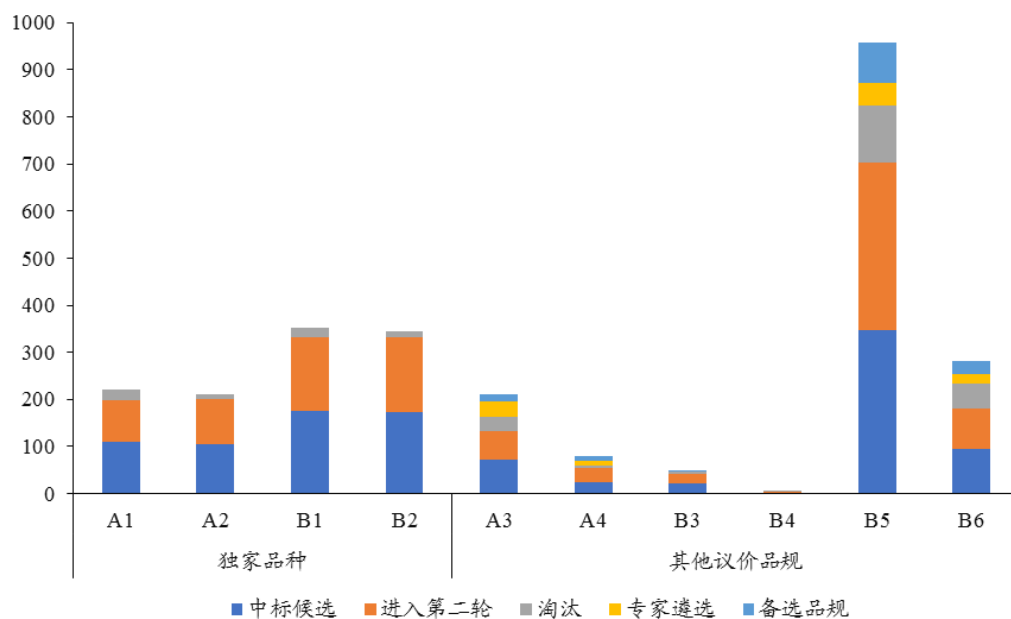


资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

2. 议价品种中标结果分析：竞争格局较好品种明显降价幅度低、淘汰少

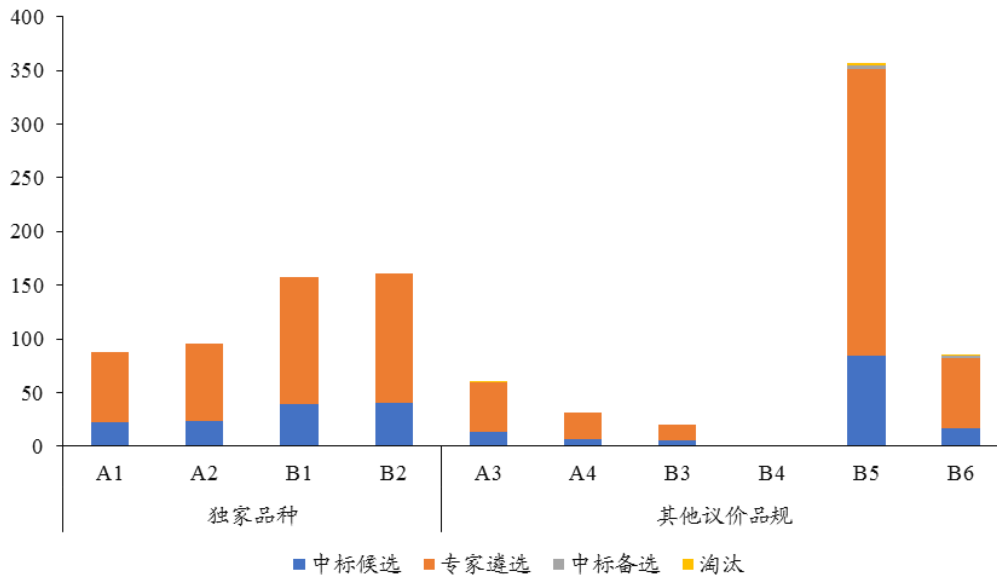
议价品种的淘汰力度远小于竞价品种：进入确定议价品规 3659 条，经第一轮淘汰 280 条，第二轮淘汰 6 条，整体淘汰率仅为 7.8%。这主要是由于“专家遴选”机制的存在，给临床需求高的品种留出了空间。

图 9：第一轮议价结果一览



资料来源：华招网，中国银河证券研究院

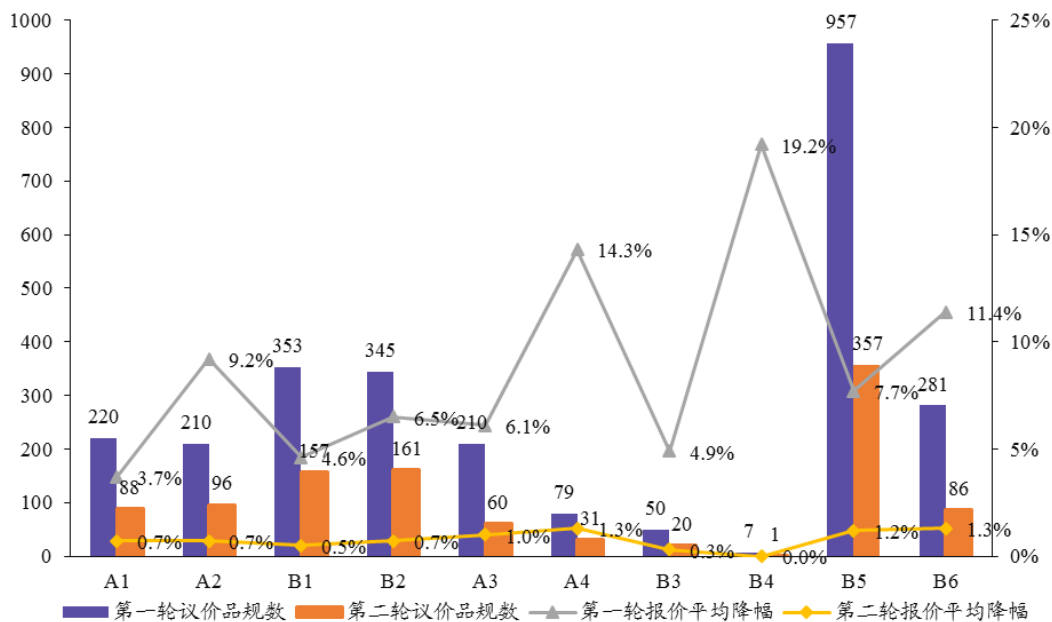
图 10: 第二轮议价结果一览



资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

议价品种整体降幅明显较低, 且体现“政府已定价品种”降幅更低。与第一轮报价相比, 第二轮报价降幅低到可以忽略。议价品种中独家品种 (A1\A2\B1\B2) 降幅明显更低, 普遍小于 10%, 体现品种竞争格局越好, 招标价格越坚挺。此外, 同类药品中政府已定价品种降幅明显低于未定价品种, 这主要是因为已定价品种降价空间本来有限。此外, 分两轮报价看, 虽然第二轮报价时淘汰威胁更强烈, 但是各品种降幅反而普遍在 1.5% 以下, 说明即使是在这一严格的“捆绑式”报价竞争下, 竞争格局较好的品种所受降价威胁仍然不大。

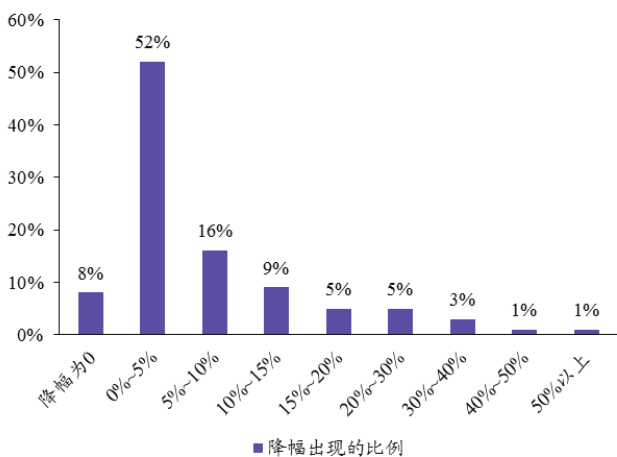
图 11: 议价品种分组平均降幅



资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

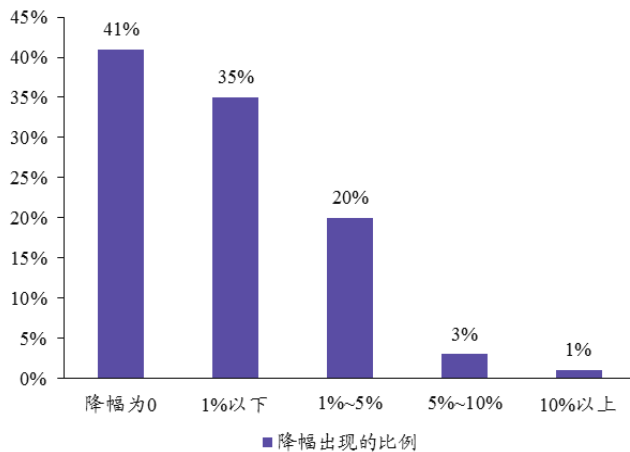
注: 第一次议价报价降幅 = (初始报价 - 第一轮议价报价) / 初始报价; 第二轮议价报价降幅 = (第二轮议价报价 - 第一轮议价报价) / 第一轮议价报价

图 12: 第一轮议价报价降幅比例



资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

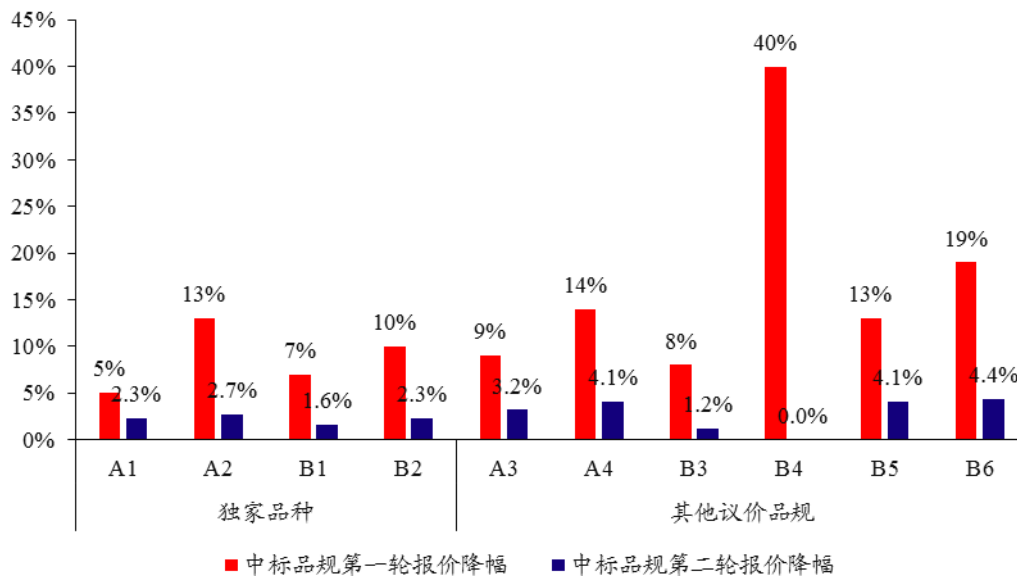
图 13: 第二轮议价报价降幅比例



资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

从入围品种平均降幅看, 也能发现普遍降幅不大, 尤其是竞争格局最优的独家品种降幅更小。唯独 B4 组 (政府未定价肿瘤药组, 共 7 个个品规) 降幅较大, 达到了 40%, 我们推测这主要是因为这些品种本身利润较厚, 降价空间较足导致的。

图 14: 议价环节入围品种降价幅度



资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

3. 以史为鉴: 福建第八标结果的启示

观察福建第八标招标过程及中标结果, 我们可以得出如下结论:

1. 虽然第八标针对议价品种设置了不同品种间的竞争, 但是竞争格局相对优越的议价品种整体降幅还是远小于竞价品种, 且降幅的绝对值也不高 (入围品种第一轮报价降幅 10.9%, 第二轮 3.0%)。在议价品种内部, 独家品种降幅则低于其他议价品种 (2~3 家)。说明竞争格局良好的品种在严苛的招标制度和人为设置的竞争下也能保持优势。我们也梳理了部分重点品种在福建八标的中标价及降幅, 也能体现这一特点。

表 9: 福建第八标降幅结果对比

	竞价品种		议价品种			专家面对面谈判
	整体平均	入围品种	整体平均			入围品种
			议价品种总体	独家品种	其他议价品种	
第一轮报价降幅	6.2%	7.3%	7.3%	5.9%	8.4%	10.9%
第二轮报价降幅	9.9%	10.3%	0.9%	0.6%	1.1%	3.0%

资料来源: 华招网, 中国银河证券研究院

表 10: 部分药品第八标中标价及降幅

通用名	剂型	规格	包装	生产企业	福建第八标中标价	全国以往招标最低中标价	降幅
头孢唑辛	颗粒剂	0.125g	18 袋/盒	石家庄四药有限公司	25.17	30.92	18.60%
瑞舒伐他汀	片剂	5mg	6 片/盒	浙江京新药业股份有限公司	14.9	19.73	24.48%
瑞舒伐他汀	片剂	10mg	6 片/盒	浙江京新药业股份有限公司	25.33	29.83	15.09%
瑞舒伐他汀	片剂	5mg	7 片/盒	南京先声东元制药有限公司	16.35	20.92	21.85%
帕罗西汀	薄膜衣片剂	20mg	10 片/盒	中美天津史克制药有限公司	91.84	99.96	8.12%
帕罗西汀	薄膜衣片剂	20mg	14 片/盒	浙江华海药业股份有限公司	52.18	57.6	9.41%
氯沙坦	片剂	50mg	14 片/盒	浙江华海药业股份有限公司	38.57	56.96	32.29%
氯沙坦	胶囊剂	50mg	14 粒/盒	北京万生药业有限责任公司	36.23	59.34	38.95%
氯吡格雷	片剂	25mg	20 片/瓶	深圳信立泰药业股份有限公司	72.15	74.6	3.28%
氯吡格雷	片剂	75mg	7 片/盒	赛诺菲(杭州)制药有限公司	115.37	123.97	6.94%
利培酮	口腔崩解片剂	1mg	30 片/盒	吉林省西点药业科技发展股份有限公司	47.1	50.12	6.03%
利培酮	薄膜衣片	1mg	20 片/盒	齐鲁制药有限公司	16.1	16.39	1.77%
利培酮	口腔崩解片剂	1mg	20 片/盒	常州四药制药有限公司	32	38.5	16.88%
利培酮	片剂	1mg	20 片/盒	西安杨森制药有限公司	53	53.18	0.34%
恩替卡韦	分散片剂	0.5mg	7 片/盒	江苏正大天晴药业股份有限公司	129.5	152.28	14.96%
恩替卡韦	分散片剂	0.5mg	7 片/瓶	江西青峰药业有限公司	129.5	166	21.99%
厄贝沙坦	片剂	150mg	7 片/盒	江苏恒瑞医药股份有限公司	9.01	15.79	42.94%
厄贝沙坦	片剂	75mg	12 片/盒	安徽环球药业股份有限公司	6.85	14.74	53.53%
奥氮平	口腔崩解片剂	10mg	7 片/盒	Catalent UK Swindon Zydis Limited	424.83	450.27	5.65%
奥氮平	片剂	5mg	14 片/盒	江苏豪森药业股份有限公司	113.4	115.8	2.07%
奥氮平	片剂	5mg	28 片/盒	Lilly del Caribe, Inc.	610.39	627.41	2.71%
阿托伐他汀	胶囊剂	20mg	7 粒/盒	河南天方药业股份有限公司	39.78	45.25	12.09%
阿托伐他汀	片剂	20mg	7 片/盒	辉瑞制药有限公司 1	60.46	61.7	2.01%
阿托伐他汀	片剂	10mg	7 片/盒	Lek Pharmaceuticals d.d.	22.81	30.09	24.19%
阿法骨化醇	软胶囊剂	0.25μg	10 粒/盒	昆明贝克诺顿制药有限公司	23.17	24.18	4.18%
阿法骨化醇	软胶囊剂	1μg	10 粒/盒	昆明贝克诺顿制药有限公司	66.96	69.91	4.22%
阿法骨化醇	软胶囊剂	0.25μg	30 粒/盒	北京双鹤现代医药技术有限责任公司	32.6	37.83	13.83%

资料来源: 福建省药械联合采购中心, 药智网, 中国银河证券研究院

2.原本就降价空间有限的品种，受到招标降价的影响更小。这体现在第八标议价品种中，“政府已定价品种”价格降幅普遍小于“政府未定价品种”。我们认为，药品价格挤水分的过程不可能是无限制的，如果在过往的定价、招标过程中药品价格已经受限，那么未来的降幅也不可能过大。

3.第八标进口替代作用显著。据了解，以往外企药品的中标率能够达到 80%左右，而此次在福建下降到了不到 50%，最终中标品规则不足 300 个。从这个角度讲，第八标成功实现了节约医保资金的作用。

4.值得思考的一点：不同适应症的不同药品捆绑在一起议价，如果真的把临床必需品种都流标了怎么办？在以往传统的招标过程中，同通用名下药品同组议价，最终基本不可能出现整个通用名都流标的情形，但同时也导致竞争格局优越的品种价格坚挺。为了降低这类品种的价格，福建第八标首创不同通用名药品捆绑议价，互相限价的机制，然而这就不能保证每个通用名都有药品中标。福建市场当时占全国药品市场份额 2.14%，这意味着必然存在很多药企为了维护全国范围的价格体系放弃福建市场。因此为了防止临床必需品种无药可用，福建又开辟“专家面对面谈判”机制，对无法入围的品种进行挽救。实际我们看到谈判成功品规的平均降幅仅为 1.1%，谈判失败率仅为 6%，降价压力实际很小。这说明即使是针对极端强硬的政府集中招标政策，竞争格局好且临床必需的品种实际面临的降价压力也低于预期。

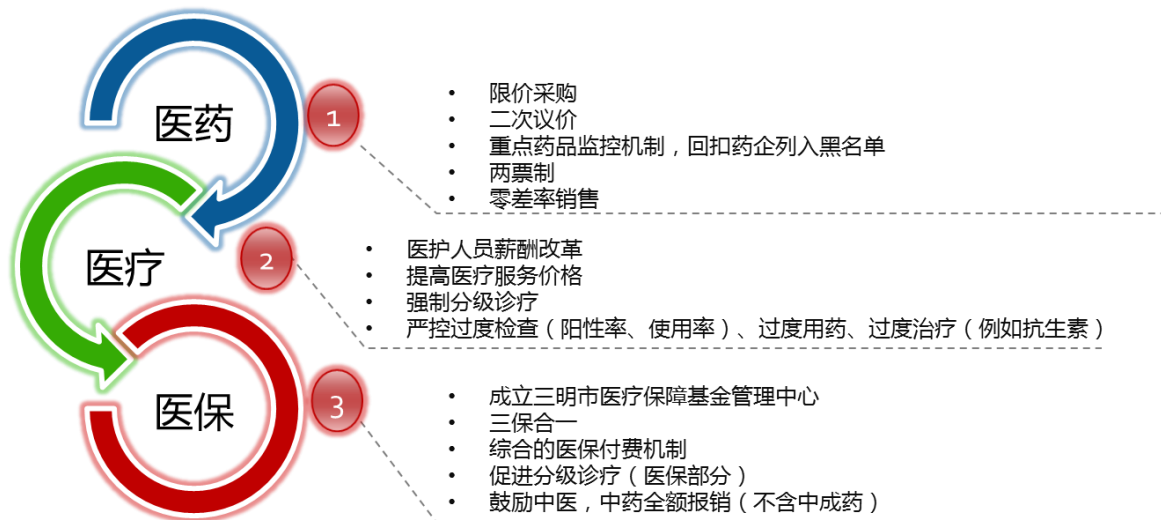
四、三明医改：获得高层认可，尚未在全国成功推广

（一）三明医改核心特征：三医联动，政府主导，权力集中

2011年，三明市深化医疗卫生体制改革领导小组成立，长期在药监部门任职的詹积富出任三明市副市长，分管卫生、社保、药品等工作，主抓医改。2012年2月，三明启动公立医院综合改革，推行“公立医疗机构硬件投入依靠政府，软件和日常管理依靠医院，降低医疗成本和提高运行效率依靠体制机制创新”，力求“让公立医院回归到公益性质，医生回归到看病角色，药品回归到治病的功能”，三明医改于焉揭幕。

“医药、医疗、医保”三医联动是三明医改最核心特征。从组织上看，三明市深化医疗卫生体制改革领导小组体现全权集中，市里将财政、卫生等部门有关负责人纳入“医改领导小组”成员，又将卫生、社保、药品等医疗相关部门均划归副市长詹积富分管，克服了以往的机构配置和领导分工机制存在的“九龙治水”的弊端，为三医联动提供组织保障；从措施上看，三明医改在“医药、医疗、医保”三个领域都有核心举措，保证了政策的统一性与制度之间的衔接。

图 15: 三医联动各项措施（部分核心措施）



资料来源：中国银河证券研究院

（二）三明医改在药品采购领域措施：限价采购，允许二次议价，严控辅助用药

1. 药品限价采购：单一中标，唯低价是选

14年3月，三明市深化医药体制改革领导小组发布《关于进一步深化公立医疗机构药品采购改革的意见》，开展药品限价采购。三明的药品限价采购为在省级招标采购的基础上，委托三明市药品配送企业邀请生产企业报价，选择同一通用名药品报价低的进行采购，严格执行“一品两规”，一个品规只录取一个厂家；独家企业生产的药品采取议价。同时，在执行过程中实行药品价格调节机制，药品价格随市场行情变化不定期进行调整，持续纳入价格更低的药品。从结果上看，三明的限价采购政策降低药价效果明显。

表 11：药品限价采购前后价格对比（基药）

药品通用名	剂型	规格	包装	生产企业	本次价格	七、八标生产企业	七、八标价格	对比差价	降幅	包装
奥美拉唑钠	冻干粉	40mg	10支/盒	合肥平光制药有限公司	7.80	上海第一生化药业有限公司	256.00	-248.20	-96.95%	盒
辛伐他汀	片剂	10mg	20片/盒	江苏平光制药（焦作）有限公司（新版GMP）	1.32	江苏福邦药业有限公司	15.38	-14.06	-91.42%	盒
辛伐他汀	片剂	20mg	20mg*14片/盒	宜昌长江药业有限公司	1.70	上海信宜万象药业股份有限公司	14.33	-12.63	-88.14%	盒
奥美拉唑	肠溶（胶囊）	20mg	14粒	悦康药业集团有限公司	1.18	安徽永生堂药业有限公司	7.98	-6.80	-85.21%	盒
氯苯那敏	片剂	4mg	100片/瓶	山西天源制药有限公司	0.42	甘肃新兰药药业有限公司	2.80	-2.38	-85.00%	瓶
氯苯那敏	片剂	4mg	1000片/瓶	江苏平光制药（焦作）有限公司（新版GMP）	2.35	天津药业焦作有限公司	15.44	-13.09	-84.78%	瓶
氟康唑	胶囊剂	50mg	50mg*6粒/盒	宜昌长江药业有限公司	1.10	山东方明药业股份有限公司	6.73	-5.63	-83.66%	盒
对乙酰氨基酚	片剂	0.5g	100片/瓶	江苏平光制药有限公司	2.03	安徽安科恒益药业有限公司	11.22	-9.19	-81.91%	瓶
氨茶碱	片剂	0.1g	100片	山东鲁抗东岳制药有限公司	1.05	北京双鹤药业股份有限公司	5.50	-4.45	-80.91%	瓶
阿司匹林	肠溶片	25mg	25mg*100片/盒	烟台只楚药业有限公司	0.70	山东鲁抗辰欣药业有限公司	3.60	-2.90	-80.56%	瓶
二甲双胍	糖衣片	0.25g	48片/盒	吉林制药股份有限公司	1.51	济南东方制药有限公司	7.62	-6.11	-80.18%	盒
卡托普利	片剂	25mg	25mg*100片/瓶	杭州民生药业有限公司	1.38	济南永宁制药有限公司	6.80	-5.42	-79.71%	瓶

尼群地平	片剂	10mg	100片/瓶	广东南国药业有 限公司	0.82	辅仁药业集团有 限公司	3.91	-3.09	-79.03%	瓶
阿昔洛韦	片剂	0.2g	0.2g*24片/ 盒	四川科伦药业股 份有限公司	1.96	山东齐都药业有 限公司	8.80	-6.84	-77.73%	盒
阿米卡星	注射剂	2ml:0.2g(20 万单位)	2ml:0.2g*1 0支/盒	烟台只楚药业有 限公司	2.90	福建金山生物制 药股份有限公司	12.78	-9.88	-77.31%	盒
布洛芬	片剂	0.1g	100片/瓶	江苏平光制药有 限公司	1.15	广东台城制药有 限公司	4.78	-3.63	-75.94%	瓶

资料来源：健康三明，中国银河证券研究院

表 12: 药品限价采购前后价格对比（非基药）

药品通用名	剂型	规格	包装	生产企业	本次价格	七、八标价格	对比差价	降幅	包装
头孢噻肟钠	针剂	1.0g	1支	悦康药业集团有限公司	1.07	33.74	-32.67	-96.83%	支
非诺贝特（II）	片剂	0.1g	40片	迪沙药业集团有限公司	2.64	44.50	-41.86	-94.07%	盒
安胎丸	丸剂	每丸重 6g	10丸/盒	广西梧州医药集团股份 有限公司	4.50	63.75	-59.25	-92.94%	盒
食母生	片剂	0.2g	100s/袋	安徽金太阳生化药业有 限公司	0.50	4.60	-4.10	-89.13%	袋
复方对乙酰氨基酚	片剂	1.126g;0.23g;30mg	400片	山西太原药业有限公司	12.08	99.72	-87.64	-87.89%	袋
鲜竹沥	溶液剂	30ml	8支	江西民济药业有限公司	2.80	17.19	-14.39	-83.71%	盒
金鸡	片剂	0.247g	100片/瓶	中山市恒生药业有限公 司	3.80	23.30	-19.50	-83.69%	瓶
环磷腺苷葡胺	注射剂	2ml:30mg	10支/盒	扬州中宝制药有限公司 (新版 GMP)	11.44	60.00	-48.56	-80.93%	盒
依西美坦	片剂	25mg	25mg*14片/盒	齐鲁制药有限公司	136.00	657.50	-521.50	-79.32%	盒
三磷酸腺苷二钠	注射剂	2ml:20mg	2ml:20mg*10支/盒	芜湖康奇制药有限公司	1.10	5.20	-4.10	-78.85%	盒
青霉素	片剂	0.236g(40万单位)	0.236g*24片/盒	哈药集团制药总厂	2.53	11.50	-8.97	-78.00%	盒
头孢硫脒	粉针剂	1g	1g*6瓶/盒	海南灵康制药有限公司	60.00	255.66	-195.66	-76.53%	盒
氨基乙酸	注射剂	10ml:2g	5支/盒	扬州中宝制药有限公司 (新版 GMP)	3.95	16.75	-12.80	-76.42%	盒
柴根	颗粒剂	12g	9袋/盒	四川天德制药有限公司	5.23	21.78	-16.55	-75.99%	盒
利巴韦林注射用	注射剂	1ml:0.1g	10支	武汉久安药业有限公司	0.95	3.50	-2.55	-72.86%	盒
美洛昔康	片剂	7.5mg	10片	宁波大红鹰药业股份有 限公司	2.00	7.35	-5.35	-72.79%	盒
多索茶碱	注射剂	10ml:0.1g	6支/支	南京臣功制药股份有限 公司	13.57	49.08	-35.51	-72.35%	支
鼻炎定颗粒	颗粒剂	15g	15袋/盒	广西河丰药业有限责任 公司	6.05	21.87	-15.82	-72.34%	盒

头孢克肟颗粒剂	颗粒剂	50mg	6袋	广东恒建制药有限公司	6.20	21.97	-15.77	-71.78%	盒
去氧孕烯炔雌醇	片剂	150ug*30ug	21片/盒	福建中鹭药业有限公司	14.60	51.68	-37.08	-71.75%	盒
氨曲南	注射剂	1g	10支/盒	海南全星制药有限公司	75.00	261.10	-186.10	-71.28%	盒
氢溴酸右美沙芬	口服液	120ml	1瓶	珠海联邦制药股份有限	8.30	26.60	-18.30	-68.80%	瓶
糖漿				公司中山分公司					
复方硫磺乳膏	乳膏剂	100g	100g/瓶	开封制药集团有限公司	4.35	13.90	-9.55	-68.71%	瓶

资料来源：健康三明，中国银河证券研究院

2. 允许医疗机构二次议价，进一步压制药价

《关于进一步深化公立医疗机构药品采购改革的意见》还规定，医疗机构如能采购低于本市采购价格 10% 以上的药品，则医疗机构经授权可以自行采购。这给医疗机构以在三明市限价采购基础上二次议价的权力，进一步压制药价。

3. 对重点药品进行监控，严控辅助用药

监控重点药品，严控辅助用药：自 14 年 3 月三明医改小组发布《第八标药品三明市第一批重点跟踪监控品规（厂家）目录》始，三明对重点药品进行监控：1. 将福建省第七、八标目录中辅助性、营养性、高回扣的 129 个药品品规列为重点跟踪监控目录，凡采购使用第一批重点跟踪监控品规药品的医疗机构，必须执行采购备案制（院长审批、开具处方医生、采购数量等情况），按照分级管理原则报备，同时报送市药品采购办。结果是监控当月药品支出就下降 1673.03 万元。2. 建立黑名单制度。对被发现有回扣品种的药品生产（配送）企业，列入商业贿赂不良记录黑名单，取消该生产（配送）企业所有药品在三明市公立医疗机构的供货资格。

4. 配送推行两票制；医保办统一支付结算

配送方面，三明医改推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，即药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票。“两票制”使药品来源可追溯，同时还原真实药价，防止过票、洗钱、税收流失和医生拿回扣。

支付结算方面，随着改革的深化，三明采取将药品、耗材的采购、配送和结算管理职能并入医保办，医院向医保办报送临床用药需求目录，医保办负责统一采购和结算的方式，切断医院与药品供应商之间的资金往来。

（三）推广：三明模式获顶层肯定

三明模式持续获得国家肯定及推广。自16年年初以来，中央在多次会议及文件中充分肯定了三明模式的经验。2016年3月31日，国务院批转了国家发展改革委《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》提出“在部分综合医改试点省推广福建省三明市医改做法和经验”。16年4月的《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》中提出总结完善福建省三明市改革做法和经验，在安徽、福建等综合医改试点省份推广，在公立医院改革、药品采购和流通领域改革、全民医保体系建设以及加强医改组织领导等方面借鉴和运用三明市改革经验。16年11月，《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》继续要求总结推广前期深化医改创造的好做法和成熟经验，充分发挥典型经验对全局改革的示范、突破、带动作用。17年1月，习近平总书记主持召开深改组第三十一次会议，要求严控药品流通环节，中共中央政治局常委、中央全面深化改革领导小组副组长李克强、刘云山、张高丽出席会议。会议审议通过了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》等。2月，国务院办公厅印发《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》。17年4月，国家卫生计生委、国务院医改办在三明召开全面推开城市公立医院综合改革现场会，会上三明市介绍公立医院综合改革经验和医药改革“两票制”、公立医院薪酬制度改革具体做法。17年8月，中共中央政治局委员、国务院副总理刘延东近日在福建调研时强调，要大力推广医改试点成功经验，强化医保、医疗、医药“三医”联动，攻坚克难，持续发力，推动关联性标志性改革取得重要突破，搭建好中国特色医疗卫生制度框架，不断增进人民群众健康福祉。进入18年，机构改革、国家医保局挂牌成立后，局长胡静林一行首次调研就选择了福建三明，于18年6月赴三明调研医疗保障工作，指出三明采取整合城乡医保制度、改革药品招采机制、改进医保支付方式等措施，充分发挥了医保基金“战略购买者”的作用，有力促进了医疗、医保、医药“三医”联动，为各地推进医保工作提供了有益借鉴。18年10月，中共中央政治局委员、国务院副总理孙春兰至福建调研并充分肯定三明医改的示范作用和福建医改的显著成效，强调要深入总结推广三明医改经验，在全省探索医保省级统筹，扩大医改成效和受益面，着力解决群众看病难看病贵问题。公立医院改革是医保、医疗、医药等政策落地的关键点，是深化医改的重中之重。可以看出，三明模式获得了来自党中央、国务院、国家卫健委（及原卫计委）、国家医保局的全面重视。

此后，三明模式不仅在各医改省、市得到推广，更有许多地区主动响应：截至18年初，三明联盟成员包括宁波、珠海、乌海、玉溪和河北省唐山市、邯郸市、沧州市、衡水市、邢台市、张家口市6个试点城市及28个示范创建县，以及太原市、鄂尔多斯市、庆阳市、青海互助县、漯河市、濮阳市、铜仁市、贵阳市、江西于都县、江苏启东市、兴安盟、湘西自治州、昭通市等13个地市主动参与三明联盟的联合限价采购，议价能力更强，影响范围更大。但是到目前为止，三明模式并未成体系的在全国其他省市推广。

五、上海带量采购：成功先驱，以价换量效果显著，价格降幅与集采份额占比、竞争企业数正相关

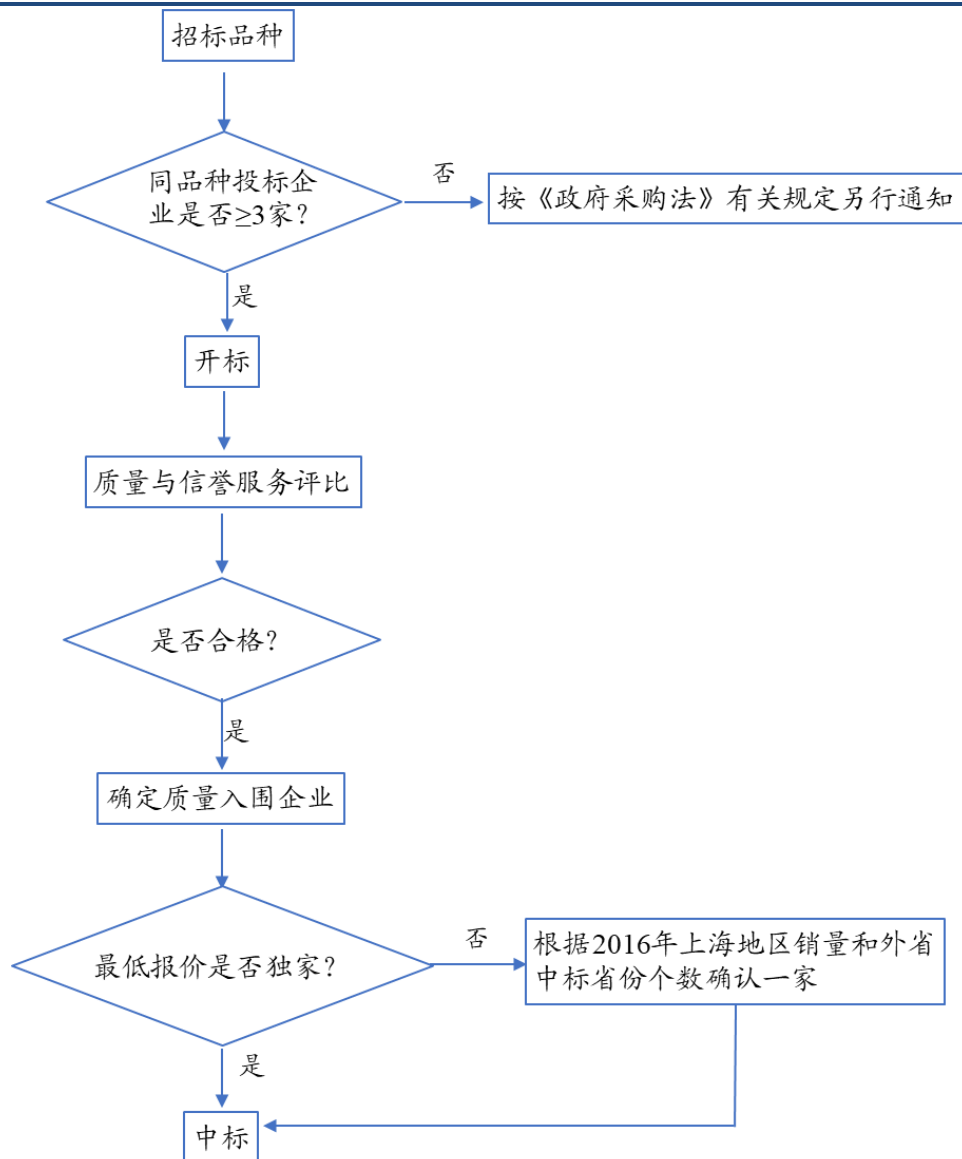
上海作为国内带量采购的成功先驱，共组织了第三批医疗机构集中带量招标采购，招标文件分别于 2014 年底、2015 年底和 2018 年初发布，从文件正式发布到带量采购执行，3 批的平均时间间隔接近 6 个月，分别为 5 个月、10 个月和 8 个月。随着招标品种品规数量不断增加，集采方案也在持续完善改进之中。值得强调的是，三批带量采购的整体思想没有变化，始终坚持“质量优先、价格合理”。同时，方案持续体现出对通过一致性评价品种的重视。我们梳理了上海市 3 批带量采购的方案，如下表所示。我们对方案的分析如下：

表 13：上海市三批集中带量招标采购方案对比

	第一批	第二批	第三批
发文时间	2014.12.22	2015.12.31	2018.1.3
执行时间	2015.6.1	2016.11.1	2018.9.1
采购品种	3 个品种、5 个品规	6 个品种、12 个品规	20 个品种、29 个品规
带量采购区域及总量	全市，未分片区	全市划分为 A、B 两个片区	招标采购量占全市总量的 50% 以上，未分片区
采购人	公办非营利性医疗机构、医保定点医疗机构		医保定点医疗机构
采购周期	12 个月，未采购完成招标数量的顺延至原则上不差过 15 个月。后续可续约。		
评标原则	质量优先、价格合理		
评标方法	符合条件最低价中标	质量和价格综合评价	
评标要素	质量与信誉服务、资格及价格，质量是评标的首要条件		
定标方式	质量入围后，投标价最低者中标，次低者候选中标	质量入围企业中价低者先中标，优先选片区；剩余入围企业按价格由低到高排序，愿意降至最低投标价的获得另一片区采购量，均不愿降至最低投标价的由企业独家中标，获得 A、B 两个片区采购量	质量入围后，价低者中标
二次议价	严禁任何形式的“二次议价”行为		
本市其余市场份额	原本市中标药品和带量采购招标入围药品，如自愿调价到不高于带量采购中标价格的，医疗机构可在保证带量采购中标品种用量的前提下继续采购销售。	可继续采购未中标的品规，采购数量不得超过同品种中标品规（限量不限价）	
一致性评价方面	通过一致性评价是参与投标的充分非必要条件		通过一致性评价是参与投标的充分非必要条件；完成一致性评价中体外溶出度试验的，复核通过即可视为符合标准
产品质量保证方法	为保证中标药品在中标前后质量稳定一致，投标企业投标的药品如果中标必须接受招标人采用近红外光谱建模跟踪检测方式对供应的中标药品每批次进行监测。		

资料来源：上海阳光医药采购网，中国银河证券研究院

图 16: 上海第三批带量采购方案流程图



资料来源: 上海阳光医药采购网, 中国银河证券研究院

（一）三批带量采购方案回顾：整体要求“质量优先、价格合理”，多举措保证足量采购

1. 方案始终贯穿质量优先的审评原则，并持续重视通过一致性评价品种

三批带量招标采购的方案中始终贯穿质量优先的审评原则：（1）评标原则中，三次文件均要求“质量优先、价格合理”。（2）评标方法中，第一批的文件要求“符合条件的最低价中标”，第二、三批的文件要求“质量与价格综合评价”。（3）评标要素包括质量与信誉服务、资格及价格，质量是评标的首要条件。（4）产品的综合质量审评要求非常严格，除必须满足产销量、拥有指定规格注册批件以及新版 GMP 证书等基本要求外，还从多个方面对产品质量提出选择性满足要求。如通过一致性评价、或获得美日英法德等国家质量体系认证，抑或原料药符合 FDA、COS 或 CEP 认证，获得国家科技进步二等奖、企业主营业务收入排名前 30，或企业实验室获得 CNAS 等认可，或企业内控标准优于国家标准。（5）对中标药品每批次进行监测，以保证质量稳定一致。为保证中标药品在中标前后质量稳定一致，投标企业投标的药品如果中标必须接受招标人采用近红外光谱建模跟踪检测方式对供应的中标药品每批次进行监测。在第三批中，盐酸特拉唑嗪片的拟中标企业为上海长城药业，但因其不能提供近红外光谱建模所需批次药品，无法对其供应的每批次中标药品进行监测。根据规定取消其拟中标资格，改由质量入围的次低价投标药品海南绿岛制药获得中标资格。

表 14：上海市带量招标采购的投标资格即投标产品质量评审要素（以第三批方案举例）

达到本次招标数量的 2 倍以上（目前本市已中标药品且向招标人正常供应时间 > 1 年的除外）	
必须满足条件	拥有本次招标品种指定规格的有效注册批件
	获得生产投标药品相应的现行版 GMP 证书
符合以下条件之一的国产药品	原研药及一致性评价参比制剂
	通过一致性评价并公布的药品
	进口药品
	获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量认证机构认可的权威机构生物等效性评价认定的药品
	获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量体系认证并依此生产的药品；
	获得香港医院管理局采购资格（2015 年-2017 年）并依此生产的药品
满足条件之一	原料自产或使用的原料符合①美国 FDA 认证②COS 认证③CEP 证书条件之一
	企业主营业务收入在工信部 2016 年排名前 30 位；
	本市集中带量招标采购中标且标期内正常供货的企业；或企业为国家基本药物定点生产试点中标企业
	通过 ISO14000 环境管理系列标准或国家环境保护部的行业清洁生产标准。
符合以下 6 项条件中至少 4 项的国产药品	企业内控标准优于国家标准
	投标药品贮存条件或有效期明显优于同品种药品的（有效期≥同品种药品 6 个月）。

资料来源：上海阳光医药采购网，中国银河证券研究院 注：前两批带量采购文件中对入围标准的要求与第三批几乎无差别

招标采购持续体现对通过一致性评价品种的重视。尽管仿制药质量与疗效一致性评价工作于 2016 如火如荼的展开，但实际国家药监局已于 2014 年启动一致性评价。而在上海的带量集采中也能持续感受到对于通过一致性评价品种的重视：（1）在第三批带量采购中，通过一致性评价都是参与投标的充分非必要条件。（2）**第三批对一致性评价的重视程度加大。**如已完成体外溶出度试验，由上海药检所复核通过可视为符合参比制剂溶出度标准。

值得一提的是，第三批方案中均明确严禁任何形式的“二次议价”行为，为以巨大的价格降幅换取市场份额的企业提供充足的保护。

2. 多举措确保回款及医疗机构足量采购

保证采购量的措施：（1）**采购平台数据监测采购量，并及时应对采购量下降情况。**上海阳光医药采购网的公告显示，对于医保定点医院采购量同比出现下降甚至“异常”下降的情况，医保部门采取①按月给每家医院邮寄与约定采购量比较的带量采购药品对账单；②向医院通报处方用量明显降低的执业医师名单；③与医保费用预算考核挂钩等。（2）**合理解决使用中发现的需求量较低的问题，保证采购量。**如阿魏酸哌嗪胶囊需求量比较低，为了满足临床需求并及时完成带量采购工作任务，将部分的阿魏酸哌嗪胶囊折算成相同金额的阿魏酸哌嗪片供医疗机构采购。医疗机构原采购阿魏酸哌嗪胶囊现可采购阿魏酸哌嗪片抵消。

回款方式上：上海第三批带量采购均是由上海市医药集中采购事务管理所采用预付货款的方式，提前将带量采购的货款预付给配送方或供货方，从源头上保证了生产企业及时收到货款。

（二）第三批方案在采购总量规划、品种属性上明显区别于前两批

1. 第三批集采量为全市总量 50%以上，前两批均为全市总量

第三批方案的采购总量规划有所不同，其中第三批明显区别于前两批。（1）**第一、二批中标企业将获得全市采购量；**第一批未划分片区，中标者即获得全市的采购量。第二批划分为 A、B 片区，评标中首先获得中标资格的企业优先选择片区，其余质量入围企业按投标价由低到高询价，愿意降至最低投标价的为第 2 家中标企业，获得另一片区的采购量。（2）**第三批中标企业可获得全市总采购量的超过 50%，未中标企业限量不限价。**第三批与前两批的规则相差较大，中标企业获得招标文件中规定的采购量，可在全市范围内销售，而对于未中标企业采取限量不限价的措施（可继续采购未中标的品规，采购数量不得超过同品种中标品规），即中标企业可至少获得全市总采购量的 50%。考虑到第三批集采中的药品多为临床常用且用量较大的药品，我们认为从采购量的设计角度来看，已留给未中标的企业足够的缓冲空间。

2. 第三批中慢病用药及临床使用需求大的品种明显增多

带量采购药品品种数逐批增加，涉及的慢病用药及市场规模较大的药品逐渐增多。我们统计了三批带量集采的药品数量、治疗领域，以及样本医院的销售规模，如下表所示：第一批带量采购共涉及 3 个药品，除头孢呋辛酯销售规模较大外，其他两个品种在样本医院的平均销售规模仅约 2600 万元；第二批涉及 6 个药品，样本医院平均销售规模接近 3000 万元；第三批

涉及 20 个品种，包括多款降压、降脂和降糖药，样本医院平均销售规模接近 1.8 亿元。三批招标品种在全国样本医院的销售规模的分布直方图如下图所示。同时，剂型上也有所变化：前两批招采药品的剂型均为普通片剂或硬胶囊，第三批中新增缓释片、控释片、口崩片等。

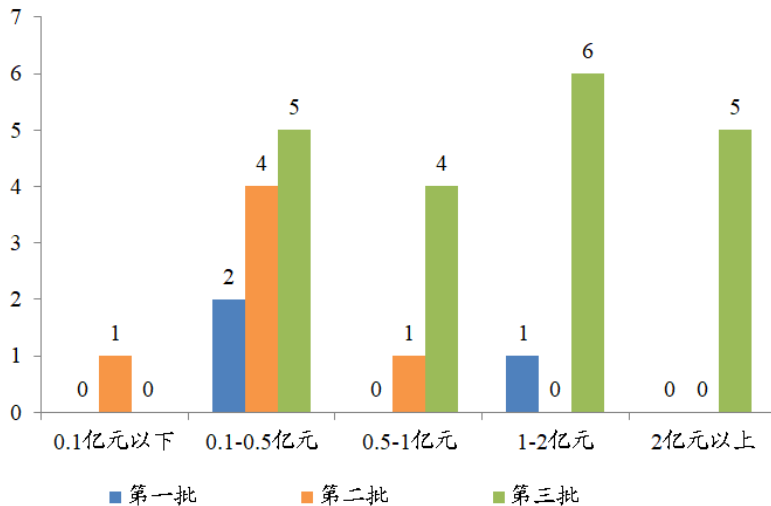
表 15: 上海市三批集中带量招标采购的药品、招标规格数量及样本医院规模 (百万元)

第一批	治疗领域	招标规格	招标数量 (万片/粒/袋)		样本医院市场规模 (百万元)	
					上海	全国
阿莫西林口服常释剂型	抗感染	0.25g	450		3.59	34.6
		0.5g	900			
头孢呋辛酯口服常释剂型	抗感染	0.25g	3000		27.9	158.1
依那普利口服常释剂型	降压	5mg	850		1.25	18.0
		10mg	650			
第二批	治疗领域	招标规格	招标数量 (万片/粒/袋)		样本医院市场规模 (百万元)	
			A 片区	B 片区	上海	全国
地红霉素口服常释剂型	抗感染	125mg	120	230	7.13	38.6
		250mg	40	40		
伐昔洛韦口服常释剂型	抗病毒	150mg	50	70	11.3	78.6
		300mg	80	50		
茴拉西坦口服常释剂型	脑血管病	100mg	850	800	3.34	17.5
		200mg	80	30		
尼美舒利口服常释剂型	抗炎	50mg	20	30	3.38	20.8
		100mg	250	300		
阿魏酸哌嗪口服常释剂型	肾病	50mg	1000	800	2.36	18.6
		100mg	270	240		
赖诺普利口服常释剂型	降压	10mg	130	140	0.96	3.3
		20mg	15	40		
第三批	治疗领域	招标规格	招标数量 (万片/粒/袋)		样本医院市场规模 (百万元)	
			上海	全国		
阿法骨化醇软胶囊	骨质疏松症	0.25 μ g	1000		23.2	167.6
		0.5 μ g	250			
阿立哌唑片	精神分裂症	10mg	9		23.0	141.0
		5mg	300			
氟康唑胶囊		150mg	6		6.4	69.5
		50mg	20			
氟康唑片	抗感染	50mg	45			
富马酸比索洛尔片	降压	2.5mg	260		35.1	291.2
		5mg	2300			
格列吡嗪控释片		5mg	1800		6.9	53.9
格列吡嗪片	降糖	5mg	300			

格列美脲片	降糖	2mg	3700	29.8	301.8
聚乙二醇 4000 散	便秘	10g	56	33.4	252.9
克拉霉素片	抗感染	250mg	340	22.9	287.6
拉米夫定片	抗病毒	100mg	280	24.6	159.4
利培酮口崩片	精神分裂症	1mg	85	13.1	146.3
氯雷他定胶囊	抗过敏	10mg	40	13.5	87.9
氯雷他定片		10mg	450		
尼莫地平片	脑血管病	30mg	330	4.0	41.9
瑞舒伐他汀钙片	降脂	10mg	1800	130.7	1103.2
		5mg	1300		
辛伐他汀片	降脂	20mg	510	8.7	141.8
		40mg	90		
盐酸氨溴索片	呼吸道疾病	30mg	1000	8.4	64.4
盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	抗感染	75mg/5ml	150	12.7	134.7
盐酸特拉唑嗪片	降压	2mg	300	3.6	39.3
吲达帕胺缓释片	降压	1.5mg	450	1.4	19.5
右佐匹克隆片	助眠	3mg	150	5.5	41.4
佐匹克隆片	助眠	7.5mg	60	3.0	36.5

资料来源：上海阳光医药采购网，中国银河证券研究院

图 17: 上海市第三批带量招标采购品种在全国样本医院的销售规模分布直方图



资料来源：中国银河证券研究院

3. 第三批方案带有合并规格剂型的性质

竞价阶段带有合并剂型及规格的性质。在第三批带量集采中，对同品种不同剂型、规格的药品进行归并分组，分为主要招标品规和补充品规（如瑞舒伐他汀 10mg 规格为主要招标品规，5mg 为补充品规；10mg 氯雷他定片为主要招标品规，胶囊剂为补充品规）。而补充品规的中标价必须以主要招标品规的中标价作为参照进行价格差比。下表所示中，“A”类为同品种代表品作为主要招标品规，“B”类则为补充品规。同品种分组中 B 类中标价必须以 A 类中标价作为参照进行价格差比。

表 16: 上海第三批中对同品种不同规格/剂型药品的分组

品种名+剂型	规格	分类
阿法骨化醇软胶囊	0.25 μg	A
	0.5 μg	B
阿立哌唑片	5mg	A
	10mg	B
富马酸比索洛尔片	2.5mg	B
	5mg	A
瑞舒伐他汀钙片	5mg	B
	10mg	A
辛伐他汀片	20mg	A
	40mg	B
氟康唑片	50mg	A
氟康唑胶囊		B
氯雷他定片	10mg	A
氯雷他定胶囊		B

资料来源：上海阳光医药采购网，中国银河证券研究院

（三）结果分析：以价换量成效显著，第三批降幅低于前两批

我们梳理了三批带量招标采购的产品的投标企业数量、价格降幅以及市场竞争格局变化的情况，结果如下述三表所示。总体来看，（1）品种竞价的激烈程度与投标企业的数量成正比，中标产品价格降幅巨大。（2）绝大部分品种的中标企业此前在上海的市占率极低，带量采购执行后迅速垄断上海市场，以价换量的效果非常显著。（3）但我们也注意到，部分可替代竞品较多的中标品种的总采购量出现同比“异常”下降的趋势。

表 17: 上海市第一批集中带量招标采购的产品价格降幅及市场占有率变化

药品通用名	剂型	规格包装	中标企业	中标价(元)	采购范围	投标企业数	中标企业报价排名*	此前上海中标均价(元)	价格降幅	中标企业产品在上海市占率		原主导上海市场企业
										中标前-2014	中标后-2016	
阿莫西林胶囊	胶囊剂	0.25g×24粒	瑞阳制药	1.89	全市	13	1	5.06	62.65%	0.00%	91.80%	珠海联邦 (88.8%)
头孢唑辛酯片	片剂	0.25g×12片	白云山天心制药	7.18	全市	8	1	25.77	72.14%	0.00%	99.20%	苏州中化 (50.3%)
马来酸依那普利片	片剂	5mg×30片	石药集团	4.58	全市	8	1	21.53	78.73%	0.00%	99.90%	扬子江 (90.7%)
	片剂	10mg×20片	欧意药业	5.27				13.8	61.81%			

资料来源: 上海阳光医药采购网, PDB, 药智网, 中国银河证券研究院

注: 中标企业报价排名系按初始投标价由低到高排序。产品市占率及原主导上海市场企业等数据均来自样本医院数据。计算价格降幅时, 以前两年上海市同种规格包装的产品中标均价计算。

表 18: 上海市第二批集中带量招标采购的产品价格降幅及市场占有率变化

药品通用名	剂型	规格包装	中标企业	中标价(元)	采购范围及供应片区		投标企业数	中标企业报价排名	此前上海中标均价(元)	价格降幅	中标企业产品在上海市占率		原主导上海市场企业
											中标前-2015	中标后-2017	
赖诺普利片	片剂	10mg×14片	山东潍坊制药	2.62	全市	B	10	1	17.91	85.40%	0.00%	37.20%	信宜万象 (83.8%)
			上海长城药业			A		2			0.00%	62.80%	
地红霉素肠溶片	片剂	125mg×16片	赤峰蒙欣药业	17.93	全市	全市	7	1	49.48	63.80%	2.90%	98.90%	九典制药 (53.7%)
盐酸伐昔洛韦片	片剂	300mg×7片	上海上药信谊药厂	9.9	非基层	A	9	1	46.99	78.90%	12.20%	61.90%	明欣药业 (25.8%) +
		150mg×6片	成都倍特药业	5.01		B		2	21.54	76.70%	0.00%	37.50%	丽珠集团 (20.6%)
		300mg×12片		16.6		B			77.91	78.70%			
尼美舒利	分散片	50mg×20片		8.58	全市	全市	6	4	10.48	18.10%	0.00%	86.10%	康芝药业 (82.9%)
		100mg×10片	湖北舒邦	7.48					12.95	42.20%			
		100mg×20粒	药业	14.59					34.78	58.10%			
		100mg×30粒		21.56					26.48	18.60%			
阿魏酸哌嗪胶囊	胶囊	50mg×50粒	成都亨达	4.48	全市	全市	5	2	69.10%	56.00%	100.00%	亨达药业 (56.0%)	
		100mg×60粒	药业	9.08					34.79				73.90%
茴拉西坦片	片剂	50mg×60片	亚宝药业	2.68	全市	全市	4	2	19.14	86.00%	0.00%	97.00%	海欣制药 (55.9%)
		100mg×48片		3.67					25.3	85.50%			

资料来源: 上海阳光医药采购网, PDB, 药智网, 中国银河证券研究院

注: 中标企业报价排名系按初始投标价由低到高排序。产品市占率及原主导上海市场企业等数据均来自样本医院数据。计算价格降幅时, 以前两年上海市同种规格包装的产品中标均价计算。阿魏酸哌嗪胶囊的中标规格包装此前在上海未中标, 因此计算价格降幅时以过去 2 年对应产品各规格包装折算的单位价格计算。

表 19: 上海市第三批集中带量招标采购的产品价格降幅及市场占有率变化

药品通用名	剂型	规格包装	中标企业	中标价格(元)	采购范围	投标企业数	中标企业报价排名	此前上海中标均价(元)	价格降幅	中标前在上海市场占有率	原主导上海市场企业
阿法骨化醇 软胶囊	软胶囊	0.25μg*20粒/盒	上海信谊延安药业	10.16	全市	0.25μg:6, 0.5μg:2	0.25μg:2	24.58	58.67%	0.70%	贝克诺顿(49.6%) +Teijin(24.2%)
		10mg*24片/盒	江苏恩华药业	67.19	全市	2	1	67.24	0.07%	0.00%	大家制药(70.6%)
阿立哌唑片	片剂	5mg*14片/盒	上海上药中西制药	25.99	全市	2	1	34.12	23.83%	11.60%	
		50mg*6片/盒	四川科伦药业	2	全市	胶囊剂:8, 片剂:5	片剂:1	7.14	71.99%	0.00%	辉瑞(67.9%)+扬 子江(19.6%)
富马酸比索 洛尔片	片剂	5mg*10片/盒	Salutas Pharma(山 德士分包)	6.6	全市	2.5mg:3, 5mg:5	5mg:1	29.83	77.87%	0.00%	默克(67.4%)
格列吡嗪	控释片	5mg*28片/盒	北京红林制药	36.12	全市	3	1	40.24	10.24%	0.00%	辉瑞(78.3%)
	片剂	5mg*30片/盒	瑞阳制药	2.5	全市	7	1	34.78	92.81%	0.00%	
格列美脲片	片剂	2mg*24片/盒	贵州天安药业	8.73	全市	7	1	41.73	79.08%	0.00%	赛诺菲(65.8%)
聚乙二醇 4000散	口服散 剂	10g*10袋/盒	重庆华森制药	21.19	全市	4	2	22.32	5.06%	0.00%	舒泰神(39.1)+万 和制药(36.0%)
克拉霉素片	片剂	250mg*6片/盒	丽珠集团	2.6	全市	10	1	4.2	38.10%	6.50%	雅培(73.2%)
拉米夫定片	片剂	100mg*28片/盒	中孚药业	26.46	全市	7	1		85.45%	0.00%	GSK(65.6%)
氯雷他定片	片剂	10mg*6片/盒	万全万特制药	1.02	全市	胶囊:3,片 剂:11	片剂:1	13.73	92.57%	11.50%	先灵葆雅(59.2%)
尼莫地平片	片剂	30mg*100片/盒	山东新华制药	26.5	全市	4	2	27	1.85%	0.00%	拜耳(63.1%)
瑞舒伐他汀 钙片	片剂	10mg*12片/盒	浙江京新药业	36.73	全市	6	4	46.86	21.62%	17.50%	IPR(50.0%)
	片剂	5mg*12片/盒		21.41	全市	6	3	27.31	21.60%		
辛伐他汀片	片剂	20mg*10片/盒	山德士	2.75	全市	20mg:9, 40mg:5	20mg:2, 40mg:1	6.8	59.56%	0.00%	默沙东(76.8%)
盐酸氨溴索 片	片剂	30mg*20片/盒	山东裕欣药业	1.8	全市	7	1	12.55	85.66%	0.00%	勃林格殷格翰 (88.9%)
盐酸特拉唑 嗪片	片剂	2mg*14片/盒	海南绿岛制药	8.3	全市	6	4	15.5	46.45%	0.00%	雅培(98.1%)
右佐匹克隆 片	片剂	3mg*7片/盒	成都康弘药业	18.3	全市	3	1		40.22%	72.20%	康弘药业(72.2%)
佐匹克隆片	片剂	7.5mg*12片/盒	齐鲁制药	22.8	全市	3	1	24	5.00%	24.30%	华津制药(73.8%)
利培酮口崩 片	口崩片	1mg*20片/盒	常州四药	25.16	全市	2	1		16.08%	0.00%	杨森(57.6%)+强 生(23.2%)

资料来源: 上海阳光医药采购网, PDB, 药智网, 中国银河证券研究院

注: 中标企业报价排名系按初始投标价由低到高排序。产品市场占有率及原主导上海市场企业等数据均来自样本医院数据。计算价格降幅时, 以前两年上海市同种规格包装的产品中标均价计算。拉米夫定片的中标规格包装此前在上海未中标, 因此计算价格降幅时以过去2年对应产品各规格包装折算的单位价格计算。右佐匹克隆片价格降幅用全国同规格包装的中标均价计算。

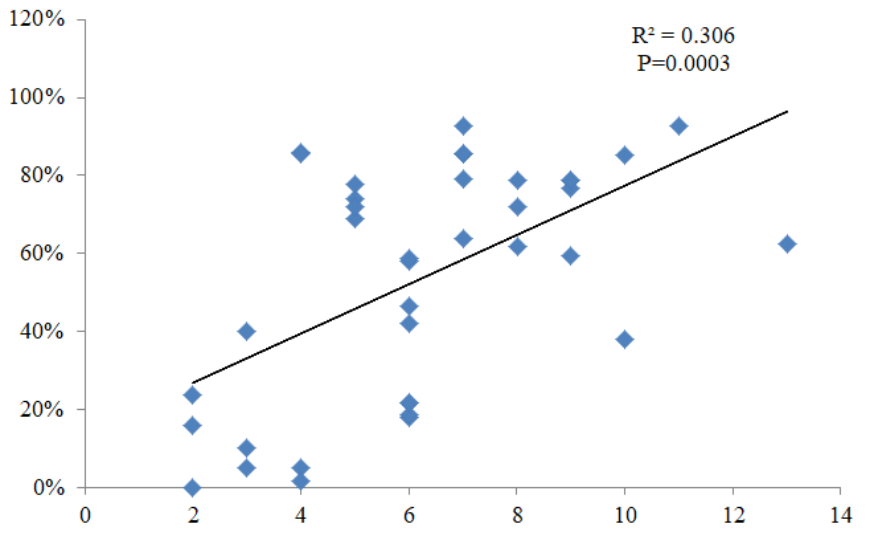
1. 第三批降幅不及前两批，推测与集采份额及竞争企业数有关

中标产品价格降幅巨大，第三批价格降幅不及前两批。三批共计 29 个招标产品中，平均每个品种的投标企业数超过 7 家，价格降幅均值为 53.8%，中位数为 62.2%。分批次来看，第一批 3 个品种的平均投标企业数为 9.7 家，价格降幅均值和中位数分别为 68.8% 和 67.4%，第二批 6 个品种的平均投标企业数为 6.8 家，价格降幅均值和中位数分别为 64.2% 和 73.9%。第三批 20 个品种的平均投标企业数为 6.8 家，价格降幅均值和中位数分别为 44.5% 和 40.2%。

价格降幅与竞争企业数和采购量份额占比正相关。首先，我们采用线性拟合的方法验证了投标企业数量与中标产品价格降幅间的相关性，即同一品种的投标企业数量越多，中标产品价格降幅越大 ($R^2=0.306$, $p<0.001$)，结果如下图所示。其次，第三批价格降幅明显低于前两批，而第三批采购量 $>$ 全市 50%，前两批均为全市的量。我们认为主要系考虑到第三批带量采购方案中存在着很多临床常用且市场规模较大的药品，且大部分药品仍由进口产品主导。为保证药品供应的充足性和稳定性，对未中标的企业采取“限量不限价”的措施，给其留出足够的缓冲空间，未中标对其在上海的销售影响与前两批相比相对较小。

此外，第二批中，林恒制药的阿魏酸哌嗪片和康芝药业的尼美舒利分散片，自愿将中标价下调到不高于带量采购中标价格，可继续在全市医疗机构销售，但不计入带量采购使用量。

图 18: 三批带量集采中投标企业数（横轴）与中标产品价格降幅（纵轴）的线性拟合



资料来源：中国银河证券研究院

2. 中标者多为此前市占率极低的国产企业，原研进口产品溃败

带量采购方案执行前，绝大部分品种的中标企业在上海的市占率极低，几乎为 0。我们统计了每个品种的中标企业在带量采购文件发布最近的一个完整年度（第一、二批选定 2014 和 2015 年，第三批选定 2017 年）在上海的市场占有率。样本医院数据显示，中标品种里，除亨达药业的阿魏酸哌嗪胶囊（第二批，市占率约 56%），康弘药业的右佐匹克隆片（第三批，市占率约 72%）中标前已经在上海市场占据主导地位以外。其余中标品种在上海的市场占有

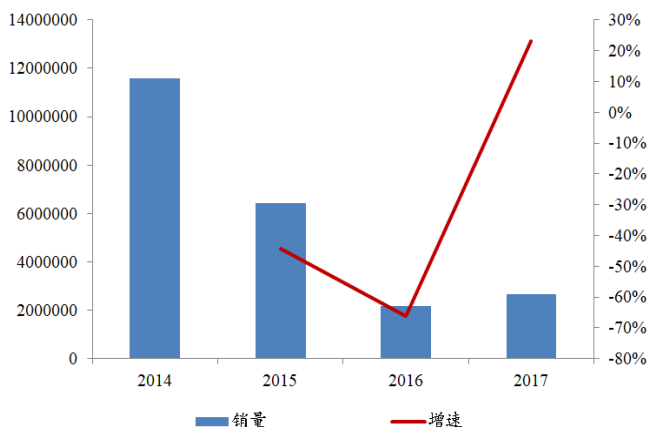
率非常低，有 20 个品种的中标企业其市占率为 0。

同时，**第三批中原研进口产品几乎全线溃败**。在第三批的 18 个招标成功的品种中，招标实施前，有 14 个产品的市场份额被进口产品主导（2017 年在上海样本医院市占率 $\geq 50\%$ ）。本次招标中，外企几乎全线溃败，前述 14 个产品的市场主导者均失标。而 18 个招标成功的品种里，外企合计仅获得 2 个品种的中标资格。

3. 中标企业在方案执行后迅速垄断上海市场，但部分品种总采购量下滑明显

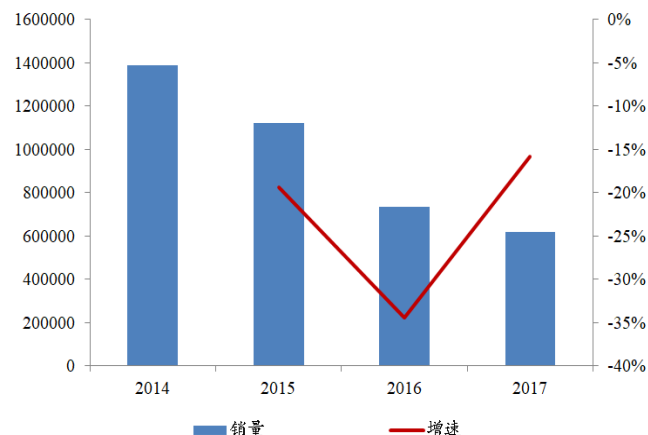
产品中标企业在带量采购方案执行后迅速垄断上海市场，但部分品种的总采购量出现同比“异常”下降趋势。由于第三批带量采购方案于 2018 年 9 月 1 日开始执行，我们无法追踪其市场占有率的变化情况。但从前两批的执行结果来看，中标企业几乎全部垄断上海市场。可见带量采购对中标产品在上海的市场占有率上给予了充分的保证。但是，我们也注意到，阳光采购平台数据显示，部分医保定点医院采购量相比历史同期出现“异常”下降趋势。样本医院数据显示，前两批中的头孢呋辛酯、依那普利、地红霉素、尼美舒利、赖诺普利和苄拉西坦的销量在执行集采后均出现极大幅度的下滑。我们认为可能是部分医生的开药习惯在未进入集采目录的、可替代的竞品的影响下发生了改变。

图 19: 头孢呋辛酯集采 (15.6.1) 前后上海样本医院销量变化



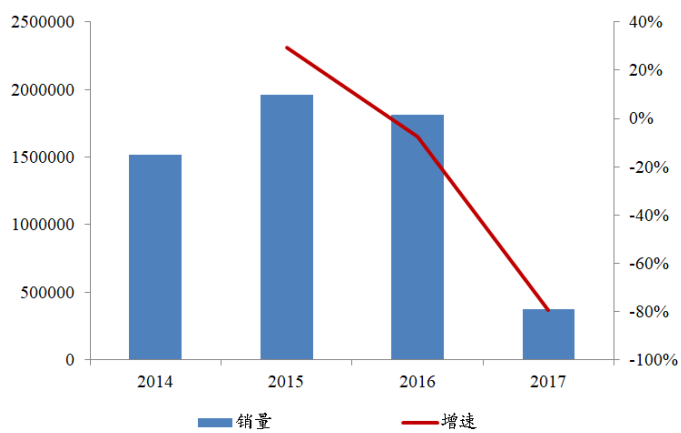
资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

图 20: 依那普利集采 (15.6.1) 前后上海样本医院销量变化



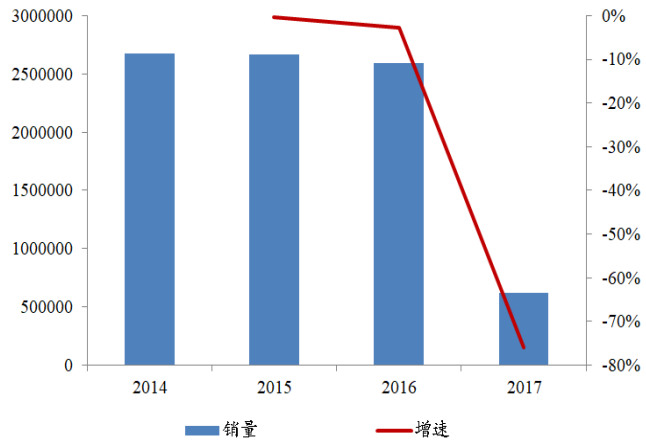
资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

图 21: 地红霉素集采 (16.11.1) 前后上海样本医院销量变化



资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

图 22: 尼美舒利集采 (16.11.1) 前后上海样本医院销量变化



资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

六、国家试点带量采购：长期药品降价进程中的非革命性事件，形成全国性影响尚需时日

（一）方案整体符合预期，议价细则和未中选品种限价略超预期

1. 方案概览：经预中选和拟中选确定单一企业最低价中标

《4+7 城市药品集中采购文件》11 月 15 日正式发布，12 月 6 日完成议价谈判确认。11 月 14 日晚，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，11 月 15 日上午《4+7 城市药品集中采购文件》正式发布，将在 11 个试点城市（4 个直辖市：北京、上海、天津、重庆；7 个副省级或计划单列城市：沈阳、大连、广州、深圳、厦门、成都和西安）开展药品集中采购。

（1）申报要求：原研、通过一致性评价的仿制药（含视同）及参比制剂可参与，报价需低于 17 年底最低采购价。

① **药品范围**：根据通过仿制药一致性评价目录和新化药分类批准的仿制药目录，共计 31 个品种、42 个品规。

② **申报资格**：原研或仿制药一致性评价参比制剂品种；通过一致性评价品种；新化药分类批准的仿制药（视同通过一致性评价）。

③ **申报报价**：低于 2017 年底试点地区本企业同品种最低采购价，同企业同品种申报须符合差比价原则。

（2）**中选品种确定**：大体分为**预中选**、**拟中选**和**中选**三大环节。

① **预中选环节：价低者获得预中选资格**

对于 2 家及以上符合申报条件的，a) 最低报价只有 1 家的，获得预中选资格；b) 最低报价 ≥ 2 家的，根据在试点城市的供货地区数量和 17 年度主品规销量确定获得预中选资格。

仅 1 家符合申报条件的，直接获得预中选资格。

② **拟中选环节：竞价规则符合预期，议价规则超出预期**

a) 符合申报条件的企业数 ≥ 3 家的品种（以下简称为“**竞价品种**”）：若预选中申报价格符合要求，获得拟中选资格；

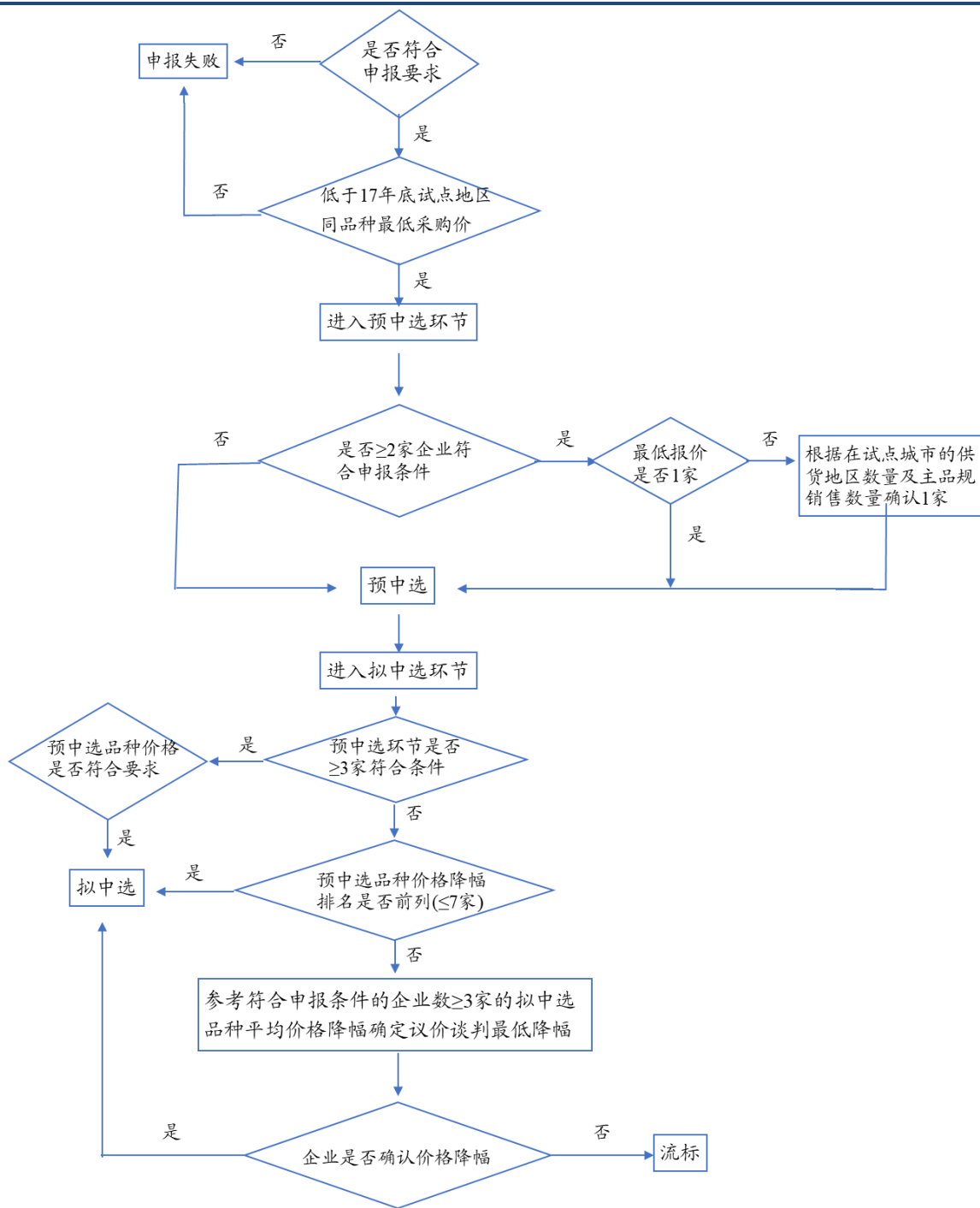
b) 符合申报条件的企业数 ≤ 2 家的品种（以下简称为“**议价品种**”）：对于预中选品种申报价格降幅排名前列的（不多于 7 家），获得拟中选资格；对于其他预中选品种，参考符合申报条件的企业数 ≥ 3 家的拟中选品种平均降幅等确定议价谈判最低降幅（以试点地区 2017 年底最低采购价为基准）。否则作流标处理，影响在试点地区所涉及药品的集中采购。

③ **中选确认**：拟中选结果公示无异议后，发布中选通知。完成挂网工作、签订购销合同等。

（3）**采购周期**：12 个月，若提前完成约定采购量，超过部分仍按中选价进行采购，直至采购周期届满。

(4) **价格联动**: 中选药品在履行合同中如有全国其他副省级及以上地区采购价格低于中选价的, 价格相应联动。

图 23: 4+7 试点城市带量采购流程图



资料来源: 上海阳光医药采购网, 中国银河证券研究院

2. 与网传版相比品种数及采购量略有减少，医保支付标准及回款机制尚未明确

(1) 正式版和网传版基本一致，采购品种和采购数量略有减少：

①由 33 个品种调减至 31 个，正式版共 31 个品种，相比网传版去掉了头孢唑林钠/氯化钠注射剂、紫杉醇注射剂。此外，氯吡格雷 25mg 取消主品规。

②绝大部分品种采购量相较网传版下降。除厄贝沙坦（150mg 规格）、厄贝沙坦氢氯噻嗪、替诺福韦二吡呋酯、培美曲塞（500mg 规格）和氟比洛芬酯外，其余品规的采购量均出现下滑。各品种采购量变化幅度的均值和中位数分别为-4.68%和-5.89%。

③未提及采购总量占试点城市公立医疗机构药品总用量的占比。网传方案“按照试点地区所有公立医院医疗机构年度药品总用量的 60-70%估算采购总量”，而正式文件中采购总量有所下降，且未提及占比，我们测算仅占实际需求总量的 30-50%。

表 20：国家试点带量采购数量与网传版对比

品种名称	规格	是否主品规	采购数量(万片/袋/支)-网传版	采购数量(万片/袋/支)-正式版	正式版相对网传版减少
阿托伐他汀口服常释剂型	10mg		9084.88	8,724.36	-3.97%
	20mg	是	16533.07	15,672.18	-5.21%
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	是	8418.55	8,285.70	-1.58%
	5mg		6450.65	6,006.97	-6.88%
氯吡格雷口服常释剂型	25mg		19263.38	18,320.56	-4.89%
	75mg	是	6134.6	5,746.59	-6.32%
厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	是	9890.98	4,432.42	-55.19%
	150mg	是	4625.49	9,311.51	101.31%
氨氯地平口服常释剂型	5mg	是	30909.74	29,382.02	-4.94%
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	是	4723.15	4,133.51	-12.48%
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	是	1030.19	1,003.44	-2.60%
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	是	2238.2	1,851.66	-17.27%
奥氮平口服常释剂型	10mg	是	1137.13	1,047.36	-7.89%
	5mg		1786.24	1,783.47	-0.16%
头孢呋辛酯（头孢呋辛）口服常释剂型	250mg	是	3434.57	3,351.59	-2.42%
利培酮口服常释剂型	1mg	是	3633.93	3,401.05	-6.41%
吉非替尼口服常释剂型	250mg	是	53.73	49.15	-8.52%
福辛普利口服常释剂型	10mg	是	2349.45	2,304.47	-1.91%
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	是	9136.68	9,215.60	0.86%
赖诺普利口服常释剂型	10mg	是	186.53	208.71	11.89%
	5mg		26.4	22.62	-14.32%
替诺福韦二吡呋酯口服常释剂型	300mg	是	548.54	621.82	13.36%
氯沙坦口服常释剂型	100mg		1923.15	1,883.77	-2.05%

	50mg	是	6432.82	6,281.99	-2.34%
阿莫西林口服常释剂型	250mg	是	8388.54	5,614.60	-33.07%
阿奇霉素口服常释剂型	250mg	是	2175.19	2,039.15	-6.25%
	500mg	是	8.59	7.94	-7.57%
依那普利口服常释剂型	10mg	是	1704.04	1,418.88	-16.73%
	5mg		885.46	821.52	-7.22%
左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	是	667.99	647.76	-3.03%
曲马多口服常释剂型	50mg	是	157.68	185.14	17.42%
伊马替尼口服常释剂型	100mg	是	305.13	253.66	-16.87%
阿法骨化醇口服常释剂型	0.25 μg	是	3484.8	3,200.03	-8.17%
	0.5 μg		927.28	694.78	-25.07%
培美曲塞注射剂	100mg	是	4.83	3.91	-19.05%
	500mg	是	1.96	2.29	16.84%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	是	513.57	516.41	0.55%
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	是	2695.58	2,632.23	-2.35%
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	是	146.8	134.23	-8.56%
蒙脱石口服散剂	3g	是	1805.69	1,699.32	-5.89%
卡托普利口服常释剂型	25mg	是	816.32	597.33	-26.83%
阿奇霉素注射剂	0.5g	是		38.03	

资料来源：上海阳光医药采购网，中国银河证券研究院

(2) **医保支付标准、回款方式等尚未明确。**虽然试点城市药品集中采购文件已经正式公布，但是在一些细节方面（如医保支付标准、回款方式等）仍未明确，因此我们结合前期在网络上流传的《关于国家组织药品集中采购试点的方案》和《国家药品带量集采（试点）生产企业座谈会会议纪要》，归纳涉及的细节要点：

①. **保证回款：**医疗机构应按合同规定与企业及时结算，严查医疗机构不按时结算药款问题。医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的30%提前预付医疗机构。

②. **医保支付标准：**本次集采药品以集采价格作为医保支付标准。患者使用高于支付标准的药品，超出部分由患者自付；低于支付标准的，按实际价格支付。**原研药和仿制药价差大的产品，给予2-3年过渡期，逐步实现医保支付价趋同。**

3. 议价品种间捆绑式竞争，大部分降幅需参考竞价品种平均降幅

方案明确符合申报条件企业数 ≤ 2 家的品种的议价降幅要参考竞价品种平均降幅，更加严苛。网传版文件中仅提及“入围生产企业为2家的，不构成充分竞争，采取议价采购的方式”。正式版文件中，对于竞争格局较好（符合申报条件的企业数 ≤ 2 家）的品种，议价规格非常严苛：①预中选环节申报价格降幅排名前列的（ ≤ 7 家），经双方确认后获得拟中选资格；②其他预中选品种的降幅要参考竞价品种的平均价格降幅。联采办参考符合申报条件的企业数 ≥ 3 家的拟中选品种平均降幅等确定议价谈判最低降幅。申报价格符合降幅要求且达成一致意见的，即可获得拟中选资格。若不参加或不接受议价谈判的，该品种作流标处理，且将影响该企业在

试点地区所涉药品的集中采购。（降幅以试点地区 2017 年底最低采购价为计算基准）。

我们认为本次对议价品种采取捆绑式竞争的方法，与福建第八标的规则相似。但不同之处在于，本次方案中每个品种是单一企业中选，中选后即拥有约 30-50% 的市场份额；福建第八标则是每个品种最多 2 家企业中标，拥有几乎全部市场份额。

4. 上海补充细则：对未中选品种限量又降价，预计原研药受损最重

11 月 21 日上海发布的《4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件》中，对未中选品种使用的量价、回款、质检等方面进行了详细补充。我们认为原研药在量和价两端均是受损最严重的，这也是合理且符合政策意图的。

（1）未中选品种使用：①**采购量不超过总量的 50%：**在保证中选品种用量的前提下继续采购并使用未中选药品，但数量按比例关系折算后不得超过中选品种，即采购量不超过 50%，与上海第三批带量采购方案要求一致；②**价格要下调。最高价药品价格须下调，非最高价药品挂网价不得高于最高价药品调整后的挂网价。**对于符合申报要求的同品种未中选的**最高价药品**，必须在本市 2017 年中标价（或挂网价）的基础上，根据价差实现梯度降价后（以中选价托底）方可继续采购使用，价差较大的须进一步加大降价幅度，实际采购价通过挂网公开议价采购确定。对于同类非最高价药品，挂网价不得高于按要求调整后的最高价药品挂网价。

（2）销售资质：符合申报要求的同品种仿制药品生产企业 ≥ 3 家的，不再采购其它不符合本次申报要求的同品种其他生产企业药品。符合条件的生产企业 < 3 家的，则其它不符合本次集中采购申报要求，但已在本市中标（或挂网）的未中选品种可继续采购使用，其挂网价应低于中选价，实际采购价由生产企业和医疗机构通过挂网公开议价采购确定。

（3）货款支付，由上海市医药集中招标采购事务管理所采取预付款的方式。与上海第三批较为一致，工作机构分别 3 次向配送企业支付货款（50%+45%+5%），医疗机构按月向配送企业支付货款，配送企业回款给工作机构。

（4）中选产品质量监测，与上海第三批一致，对每批次采用近红外光谱建模等方式进行监测，每年至少 2 次的抽检和必要时的飞行检查。

本次上海市补充细则对未中选品种限量又限价，上海第三批则是限量不限价。上海补充文件对未中选品种的限量措施与上海第三批带量采购方案一致。但本次新增加了限价要求，未中选品种须下调价格才可以在试点地区继续销售。我们认为按照本次补充文件要求，原研药依然是受损最严重的（量和价），这也是合理且符合政策意图的。

(二) 集采品种竞选格局分析: 采购量占全国总量不足 15%，多数品种需议价

1. 试点城市药品市场规模约占全国 30%，集采量约占试点区域总用量的 30-50%

通过样本医院数据和商务部数据，我们估计试点城市药品市场规模约占全国总规模的 30%。①**样本医院数据显示**，从销售金额来看，北京、上海、天津和重庆 4 个直辖市的样本医院销售规模占比全国的 24.8%，再加上 7 个副省级城市对应的省份的销售规模，占比全国 51%。从销量来看，4 个直辖市占比全国的 28.1%，加上 7 个副省级城市对应省份销量后占比 58.7%。②**商务部数据显示**，4 个直辖市的药品类销售额区域比重合计 20.6%，加上 7 个副省级城市对应省份后为 40.4%。结合上述数据，由于样本医院数据库中的医院样本大多来自发达省份或城市，所反应的 4+7 城市销售占比偏高，综合考虑商务部数据我们认为 4+7 试点城市的药品市场规模占比全国整体的约 30%。

集采量约占试点城市用药需求总量的 30-50%。我们选取阿托伐他汀和氯吡格雷两个代表性品种：①**阿托伐他汀**：阿托伐他汀 10mg 采购量 8724.36 万片，20mg 采购量 15672.18 万片，按通过一致性评价的最低中标价计算，总采购额接近 8 亿元。同时，根据医院终端数据推算，19 年国内医院市场规模约 115 亿元（原研占比约 55%）。折算成销量，阿托伐他汀的本次集采量约占全国医疗机构总需求量的 10.3%。假设试点城市药品规模占比全国的 30%，则集采量约占试点城市总需求量的 34%。②**氯吡格雷**：本次带量采购中氯吡格雷 25mg 采购量 18320.56 万片，75mg 采购量 5746.59 万片，若按当前最低中标价计，总采购额约 8.5 亿元。同时，根据医院终端数据推算，19 年国内医院市场规模接近 100 亿元（原研占比超过 50%），折算成销量，氯吡格雷的本次集采量约占全国医疗机构总需求量的 13%。假设试点城市药品规模占比全国的 30%，则集采量约占试点城市总需求量的 43%。

从上海补充文件来看，上海最终带量为 50% 份额，而上海的采购量在 11 个城市中位居一二，从各城市和上海之间的关系看，估计其他城市带量份额小于上海。同时，考虑到各品种间销售模式和竞争格局的不同，我们粗略估算集采量约占试点城市该类药品总需求量的 30-50%。

2. 4 个直辖市占集采总量的 70% 以上，31 个药品销售规模占全国药品市场的 8%

4 个直辖市的采购量占本次 4+7 总采购量的 70% 以上。对同一品种不同品规的数量进行合并后计算，北京、上海、广州、天津 4 个直辖市对 31 个试点品种的总采购量占 4+7 试点城市集采总量的均值求和为 73.2%，中位数求和为 66.9%。可见 4 个直辖市总采购量占比之大

31 个试点品种全国销售规模约占全国药品市场的 8%。样本医院数据显示，31 个带量采购品种 2017 年销售规模约 175.6 亿元，占样本医院市场总规模的 7.9%。

表 21: 4+7 城市采购量占比分布

品种名称	北京	上海	广州	天津	重庆	沈阳	大连	厦门	深圳	成都	西安
阿托伐他汀口服常释剂型	28.48%	26.28%	12.97%	8.60%	2.71%	3.76%	1.48%	2.32%	4.33%	8.57%	0.49%
瑞舒伐他汀口服常释剂型	33.12%	30.68%	7.04%	10.74%	1.57%	3.22%	1.66%	0.90%	5.05%	5.71%	0.32%
氯吡格雷口服常释剂型	31.92%	23.51%	14.65%	13.37%	0.58%	2.70%	1.53%	1.36%	3.61%	6.58%	0.20%
厄贝沙坦口服常释剂型	12.17%	32.81%	23.12%	10.86%	1.48%	1.02%	0.93%	0.74%	4.09%	12.65%	0.13%
氨氯地平口服常释剂型	20.76%	44.11%	14.28%	5.63%	0.20%	2.56%	1.76%	1.84%	4.10%	4.59%	0.17%
恩替卡韦口服常释剂型	17.51%	21.37%	17.79%	5.68%	1.76%	4.89%	3.18%	2.85%	11.94%	12.41%	0.62%
艾司西酞普兰口服常释剂型	34.52%	14.90%	21.24%	5.93%	0.38%	6.52%	1.23%	3.10%	3.29%	8.11%	0.79%
帕罗西汀口服常释剂型	22.15%	32.96%	2.70%	5.23%	0.69%	4.26%	7.10%	1.54%	6.54%	16.53%	0.29%
奥氮平口服常释剂型	15.34%	26.22%	15.36%	12.98%	3.92%	5.96%	2.06%	2.78%	6.08%	8.66%	0.65%
头孢呋辛酯(头孢呋辛)口服常释剂型	36.63%	26.18%	10.76%	7.14%	0.57%	2.44%	1.68%	0.35%	9.37%	4.52%	0.35%
利培酮口服常释剂型	18.12%	25.55%	10.81%	16.41%	3.24%	1.10%	1.02%	2.30%	1.41%	19.79%	0.23%
吉非替尼口服常释剂型	16.32%	47.02%	17.33%	2.30%	0.75%	8.71%	2.81%	1.63%	1.93%	0.83%	0.37%
福辛普利口服常释剂型	39.82%	23.50%	11.87%	9.93%	0.04%	4.69%	0.47%	0.50%	4.79%	4.32%	0.08%
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	23.53%	49.51%	11.06%	9.86%	1.36%	1.28%	0.27%	0.00%	1.09%	1.96%	0.08%
赖诺普利口服常释剂型	4.00%	71.12%	9.34%	3.89%	2.12%	4.24%	0.00%	0.10%	0.00%	5.19%	0.00%
替诺福韦二吡呋酯口服常释剂型	13.56%	14.21%	40.24%	3.29%	0.10%	4.35%	3.87%	1.20%	14.97%	4.16%	0.04%
氯沙坦口服常释剂型	22.49%	47.41%	7.62%	13.37%	0.28%	1.11%	0.46%	1.02%	2.45%	3.66%	0.12%
阿莫西林口服常释剂型	1.45%	19.62%	8.75%	1.63%	1.36%	5.05%	7.64%	2.18%	11.32%	39.47%	1.53%
阿奇霉素口服常释剂型	17.51%	38.96%	16.02%	6.25%	0.53%	0.26%	0.42%	0.70%	8.80%	9.69%	0.86%
依那普利口服常释剂型	31.63%	19.02%	4.91%	10.12%	1.54%	4.20%	4.35%	0.84%	8.69%	13.82%	0.90%
左乙拉西坦口服常释剂型	8.33%	13.87%	35.25%	20.35%	0.34%	0.15%	1.32%	0.44%	16.00%	3.54%	0.41%
曲马多口服常释剂型	0.00%	0.07%	38.67%	3.81%	0.00%	1.29%	3.56%	0.00%	6.05%	46.54%	0.01%
伊马替尼口服常释剂型	15.71%	28.13%	16.29%	9.85%	1.96%	2.87%	0.44%	0.88%	0.54%	23.27%	0.07%
阿法骨化醇口服常释剂型	14.47%	44.98%	14.66%	5.76%	1.75%	0.75%	1.92%	0.49%	2.01%	12.60%	0.60%
孟鲁司特口服常释剂型	31.41%	19.27%	15.26%	14.56%	3.64%	1.51%	1.41%	0.70%	2.55%	9.34%	0.35%
蒙脱石口服散剂	17.69%	22.22%	19.66%	6.48%	1.17%	0.18%	0.35%	3.33%	14.79%	13.59%	0.54%
卡托普利口服常释剂型	6.02%	3.71%	14.22%	4.46%	7.85%	11.66%	3.69%	0.78%	11.15%	36.33%	0.12%
培美曲塞注射剂	5.73%	59.77%	25.46%	1.30%	0.00%	2.28%	0.65%	2.60%	0.72%	0.52%	0.98%
氟比洛芬酯注射剂	20.62%	21.05%	15.11%	16.18%	1.87%	7.43%	1.47%	1.81%	8.49%	1.57%	4.40%
右美托咪定注射剂	18.66%	23.66%	22.74%	9.29%	1.49%	2.13%	2.20%	0.37%	5.92%	7.15%	6.38%
阿奇霉素注射剂	25.43%	19.54%	10.70%	11.33%	0.00%	16.15%	6.15%	1.95%	2.73%	1.66%	4.36%
平均值	19.52%	28.75%	16.32%	8.60%	1.46%	3.83%	2.16%	1.34%	5.96%	11.20%	0.85%
中位数	18.12%	25.55%	14.66%	8.60%	1.36%	2.87%	1.53%	1.02%	4.79%	8.11%	0.35%

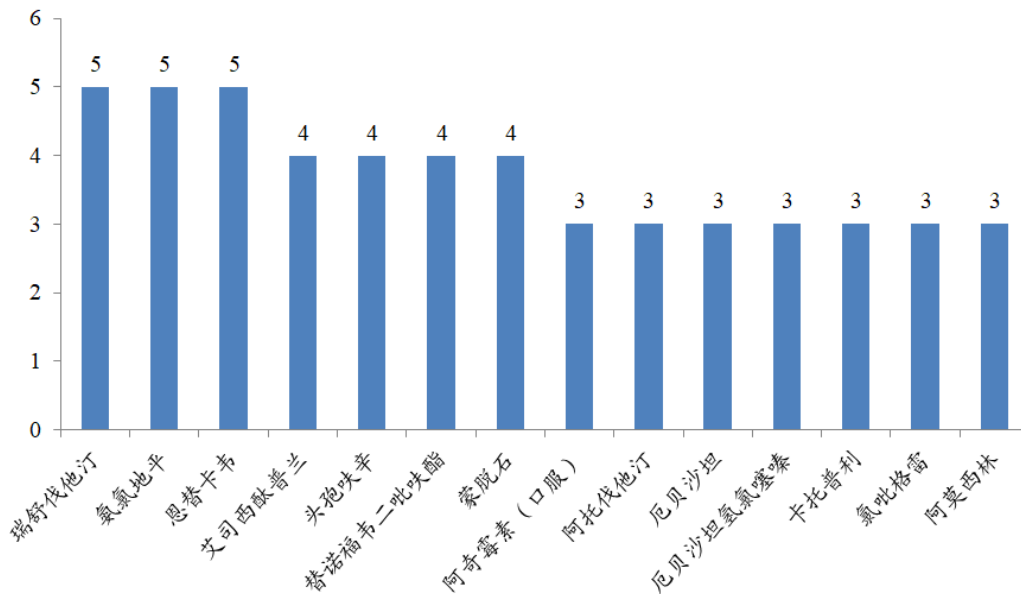
资料来源: 上海阳光医药采购网, 中国银河证券研究院

3. 14 个品种竞价、17 个品种议价，大部分议价降幅取决于竞价平均降幅

我们统计了 31 个品种的一致性评价通过（含视同）情况（截至 2018.11.29），结果如下所示：

有 14 个品种属于符合申报条件的企业数 ≥ 3 家的，即价低者直接中选，包括：瑞舒伐他汀、氯氮地平、艾司西酞普兰、头孢呋辛、替诺福韦二吡呋酯、阿奇霉素（口服）、蒙脱石、阿托伐他汀、厄贝沙坦、厄贝沙坦氢氯噻嗪、卡托普利和恩替卡韦。

图 24：竞价品种的竞争企业数（截至 2018.11.29）

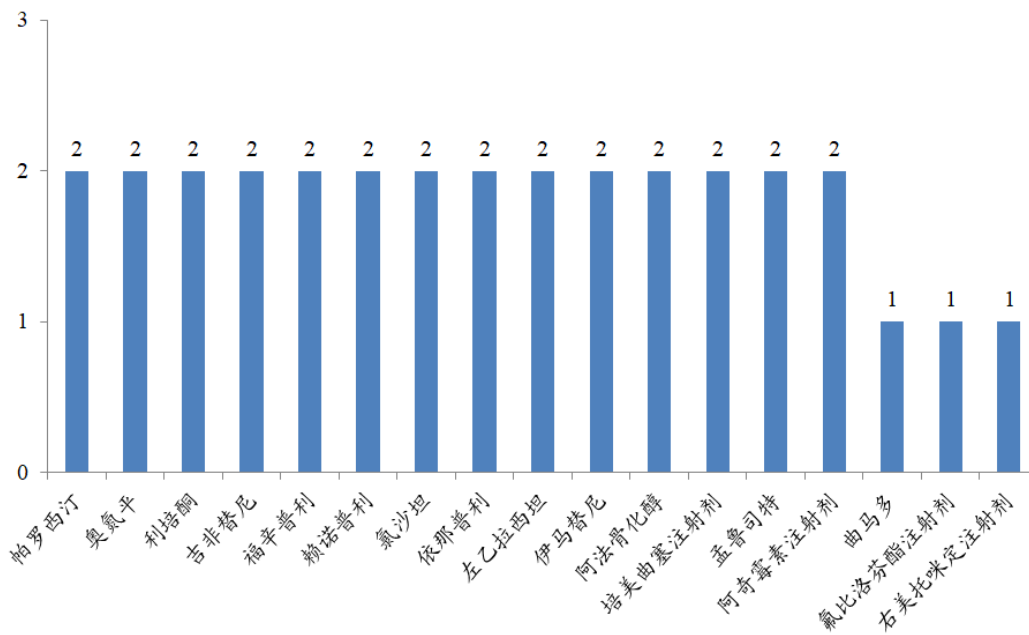


资料来源：CDE，丁香园，中国银河证券研究院

有 17 个品种属于符合申报条件的企业数 ≤ 2 家的，即价格降幅排名前列的中选，排名靠后的需要参照 ≥ 3 家的平均降幅确定议价谈判最低降幅的，包括：氯吡格雷、帕罗西汀、奥氮平、利培酮、吉非替尼、福辛普利、赖诺普利、氯沙坦、阿莫西林、依那普利、左乙拉西坦、伊马替尼、阿法骨化醇、培美曲塞注射剂、孟鲁司特、阿奇霉素注射剂、曲马多、氟比洛芬酯注射剂、右美托咪定注射剂。

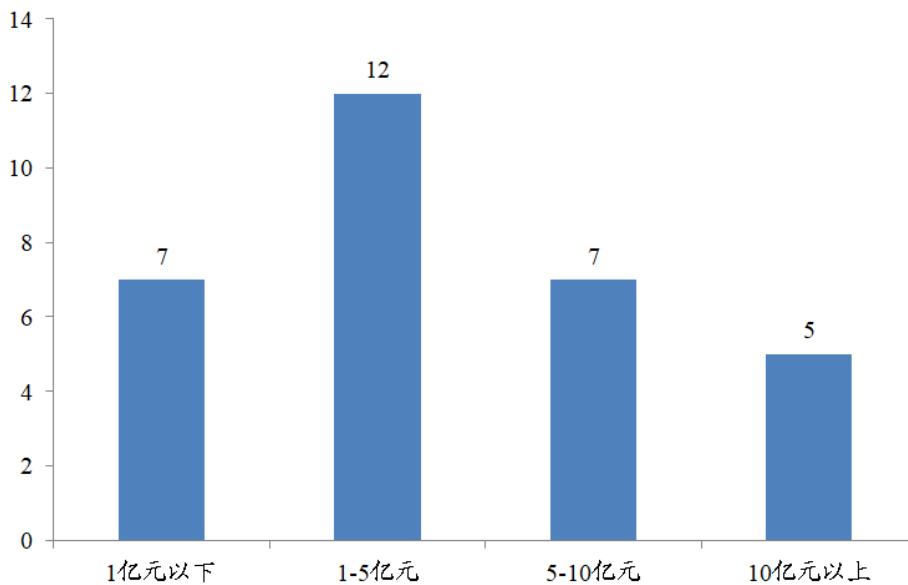
31 个品种中，样本医院销售规模低于 1 亿元的共 7 个（蒙脱石、福辛普利、曲马多、阿莫西林、依那普利、卡托普利、赖诺普利）；销售规模在 1 亿元~5 亿元之间的共 12 个（吉非替尼、艾司西酞普兰、氯沙坦、左乙拉西坦、厄贝沙坦、阿奇霉素口服、替诺福韦二吡呋酯、厄贝沙坦氢氯噻嗪、阿奇霉素注射剂、帕罗西汀、阿法骨化醇、利培酮）；销售规模在 5 亿~10 亿元之间的共 7 个（氟比洛芬酯注射剂、氯氮地平、右美托咪定注射剂、伊马替尼、奥氮平、头孢呋辛酯、孟鲁司特）；销售规模在 10 亿元以上的共 5 个（氯吡格雷、阿托伐他汀、恩替卡韦、培美曲塞注射剂、瑞舒伐他汀）。

图 25: 议价品种的竞争企业数 (截至 2018.11.29)



资料来源: CDE, 丁香园, 中国银河证券研究院

图 26: 31 个试点品种 2017 年样本医院销售规模分布直方图



资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

表 22: 试点品种的企业参与资格情况、中标价及样本医院销售情况

品种	规格(主品 规格红)	相应品规通过一致性评价企业(含 视同)及近年中标均价(最小单位)	是否 289 品种	原研企业及近三年中 标均价(最小单位)	竞争 企业	17 年全国销售 规模(百万元)	4 直辖市 占比全国	4+7 对应省 份占比全国
阿托伐他汀	10mg	乐普药业(3.04) 嘉林药业(3.46)	否	辉瑞(6.33)	3	2208.88	29.73%	56.21%
	20mg	乐普药业(3.33) 嘉林药业(5.8)	否	辉瑞(8.57)				
瑞舒伐他汀	10mg	海正药业(3.38) 京新药业(4.22) 先声东元(3.29) 正大天晴(3.27)	否	阿斯利康(7.05)	5	1103.2	33.32%	57.61%
	5mg	京新药业(2.58) 海正药业(1.93)	否	阿斯利康(4.41)				
氯吡格雷	25mg	信立泰(3.45) 乐普药业(2.5)	是	原研国内未上市(/)	3	2395.08	34.93%	61.98%
	75mg	信立泰(8.7) 乐普药业(6.92)	是	赛诺菲(15.77)				
厄贝沙坦	75mg	瀚晖制药(0.79) 华海药业(0.66)	否	原研国内未上市(/)	3	326.04	24.41%	61.84%
	150mg	瀚晖制药(1.29) 恒瑞医药(1.35)	否	赛诺菲(4.27)				
氨氯地平	5mg	华润赛科(1.3) 黄河药业(2.89) 扬子江(1.25) 东瑞制药(0.75)	是	辉瑞(4.44)	5	755.2	32.73%	66.78%
恩替卡韦	0.5mg	正大天晴(13.57) 青峰药业(11) 海思科(8.15) 东瑞制药(17.69)	否	百时美施贵宝(27.76)	5	1995.69	23.22%	58.80%
艾司西酞普兰	10mg	京卫制药(7.3) 洞庭药业(7.02) 科伦药业(7.42)	否	灵北制药(14.36)	4	416.17	31.34%	58.26%
帕罗西汀	20mg	华海药业(3.86)	是	葛兰素史克(9.84)	2	211.5	28.35%	61.71%
奥氮平	10mg	豪森药业(13.85)	否	礼来制药(39.14)	2	653.13	25.95%	55.71%
	5mg	豪森药业(7.49)	否	礼来制药(21.03)				
头孢唑辛酯	250mg	国药致君(2.55) 联邦制药(1.45) 倍特药业(1.08)	是	葛兰素史克(4.09)	4	554.77	30.76%	60.55%
利培酮	1mg	华海药业(0.6)	是	比利时杨森(2.56)	2	146.3	25.51%	58.23%
吉非替尼	250mg	齐鲁制药(162.45)	否	阿斯利康(315.1)	2	419.57	27.48%	49.70%
福辛普利	10mg	华海药业(2.08)	否	百时美施贵宝(2.79)	2	44.52	46.76%	78.95%
厄贝沙坦 氢氯噻嗪	150mg+12.5mg	华海药业(3.72) 正大天晴(2.67)	否	赛诺菲(4.34)	3	238.21	39.01%	63.90%
	10mg	华海药业(1.33)	否	阿斯利康(3)				
赖诺普利	5mg	华海药业(0.86)	否	阿斯利康(/)	2	1.99	25.73%	37.08%
	300mg	正大天晴(14.24) 倍特药业(15.3) 齐鲁制药(14.53)	否	吉利德(18.22)				
氯沙坦	100mg	华海药业(4.26)	否	默沙东(7.09)	2	343.7	46.19%	72.00%
	50mg	华海药业(2.64)	否	默沙东(5.57)				
阿莫西林	250mg	康恩贝(0.34) 联邦制药(0.54) 石药中诺(0.42)	是	原研国内未上市(/)	3	37.54	12.73%	35.88%
阿奇霉素	250mg	苏州二叶(2.15) 石药欧意(3.28)	是	辉瑞(9.71)	3	259.09	28.80%	61.96%
	500mg	石药欧意(4.71)	是	辉瑞(/)				
依那普利	10mg	扬子江药业(1.02)	是	默沙东(1.26)	2	14.99	23.01%	40.32%
	5mg	扬子江药业(0.77)	是	默沙东(0.74)				

左乙拉西坦	250mg	京新药业 (3.3)	否	优时比 (4.47)	2	328.33	31.90%	60.61%
曲马多	50mg	石药欧意 (1.59)	否	原研国内未上市 (/)	1	38.97	30.67%	60.83%
伊马替尼	100mg	豪森药业 (18.42)	否	诺华 (177.37)	2	703.35	22.75%	57.84%
阿法骨化醇	0.25 μg 0.5 μg	药友制药 (1.39) 药友制药 (2.87)	是 是	帝人株式会社 (2.08) 帝人株式会社 (3.51)	2	167.57	26.92%	58.67%
培美曲塞注射剂	100mg 500mg	汇宇制药 (2459.56) 汇宇制药 (8221.48)	否 否	礼来 (3238.04) 礼来 (11133.41)	2	1424.82	31.33%	45.94%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	河北大安制药 (62.1) 北京泰德制药 (62.96)	否	原研国内未上市 (/)	2	962.12	28.21%	53.09%
孟鲁司特	10mg	民生滨江制药 (/)	否	默沙东 (7.03)	2	552.17	30.71%	61.83%
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	扬子江药业 (120)	否	原研国内未上市 (/)	1	734.05	22.65%	44.66%
蒙脱石口服散剂	3g	先声药业 (1.13) 维奥制药 (1.09) 扬子江药业 (1.05)	是	益普生 (1.82)	4	47.25	24.30%	52.53%
卡托普利	25mg	石药欧意 (0.11) 上药常州 (0.13)	是	施贵宝* (0.18)	3	6.7	46.26%	71.21%
阿奇霉素注射剂	0.5g	普利制药 (88)	否	辉瑞 (89.21)	2	230.38	27.31%	47.50%

资料来源：上海阳光医药采购网，PDB，丁香园，中国银河证券研究院

注：通过一致性评价企业（含视同）情况截至2018.11.29。

嘉林药业是德展健康子公司；正大天晴、泰德制药是中国生物制药子公司；瀚晖制药是海正药业子公司；黄河药业、洞庭药业、药友制药是复星医药子公司；华润赛科是华润双鹤子公司；国药致君是现代制药子公司。

除标明注射剂外，其他均为口服常释剂型。

销售规模均为样本医院销售规模，未放大。4+7 对应省份即北京、上海、天津、重庆+辽宁、广东、福建、四川、陕西。

统计竞争对手数量时均按主品规统计。对于卡托普利，由于施贵宝只有125mg规格，因此中标价手动折算。

4. 企业降价意愿的决定性因素：市占率>试点城市销售占比>价格

“光脚的”最具有降价动力。考虑到本次国家主导的带量采购对全国各省具有极强的导向性和参考价值，后续非试点省份很有可能通过价格联动的方式要求本次中选企业对应品种的价格调平，但企业在非试点省份仍会产生大量销售费用。因此当前已有一定市占率的企业会有较大的顾虑。因此市占率较低或几乎没有的（即“光脚的”），降价动力最强。

忽略产能因素（能否足量供应）和原料药因素（自供或外购带来的成本差异）影响，我们认为企业的降价意愿首先取决于市占率，其次取决于试点地区销售占比，最后取决于产品价格：

（1）市占率，市占率较低的产品降价意愿强于市占率较高的产品。如果产品市占率较低，无论在试点地区销售占比大小，我们认为企业的降价意愿最强；

（2）试点地区销售占比，在试点地区销售占比大的产品降价意愿强于同区域销售占比小的产品。对于产品市占率均较高的企业，若在试点地区销售占比较大，我们认为其降价意愿

较强；若在试点地区销售占比较小，我们其认为降价意愿较弱；

(3) 产品当前价格，价格低的更具有优势。在市占率和试点地区销售占比相差不大的情况下，公司价格越低在降价过程中的代价越小、越具备优势。

若进一步考虑销售模式，经销的降价动力强于直销。

根据上述推断，我们归纳总结了各企业的降价意愿，结果如下表所示。由于 4 直辖市总集采量占比 4+7 的 70% 以上，因此在考量试点地区销售占比大小时主要以 4 直辖市销售占比为主。

表 23: 符合申报条件 > 3 家的品种中各潜在竞价企业的市占率、在 4+7 城市销量占比及推测降价意愿

品种名称	采购金额 (百万元)	通过一致性评价 企业(含视同)	主品规近三年中标 均价(最小单位)	市场占有率 (按销售额)	推测销量 市占率	4 直辖市销售 额占比该企业	4+7 对应省份销 售额占比该企业	降价 意愿
阿托伐他汀	787.10	乐普药业	3.33	1.4%	3.0%	0.0%	84.5%	最强
		嘉林药业	5.8	17.4%	20.9%	34.5%	45.2%	较强
		辉瑞	8.57	73.7%	59.9%	29.4%	61.4%	最弱
瑞舒伐他汀	436.23	先声东元	3.29	1.1%	1.8%	25.5%	53.6%	最强
		正大天晴	3.27	6.2%	10.0%	24.7%	32.7%	较强
		海正药业	3.38	0.9%	1.4%	12.2%	91.1%	最强
		京新药业	4.22	6.9%	8.7%	50.4%	81.4%	较强
		阿斯利康	7.05	67.4%	50.9%	28.8%	57.8%	最弱
厄贝沙坦	155.85	瀚晖制药	1.29	0.6%	1.4%	0.0%	98.4%	最强
		华海药业*	1.32	0.6%	1.3%	28.8%	91.5%	最强
		恒瑞医药	1.35	5.1%	10.9%	21.8%	25.9%	较强
		赛诺菲	4.27	78.6%	53.1%	25.4%	60.2%	最弱
氨氯地平	532.70	华润赛科	1.3	4.1%	10.8%	32.8%	39.9%	较强
		黄河药业	2.89	0.0%	0.0%	/	/	最强
		扬子江	1.25	4.1%	11.3%	22.5%	34.5%	较强
		东瑞制药	0.75	1.3%	6.1%	62.7%	68.7%	最强
		辉瑞	4.44	83.9%	64.5%	34.6%	69.2%	最弱
艾司西酞普 兰	72.72	京卫制药	7.3	29.0%	41.0%	35.8%	60.5%	弱
		洞庭药业	7.02	0.0%	0.1%	25.0%	50.0%	最强
		科伦药业	7.42	9.9%	13.8%	18.3%	26.5%	较强
		灵北制药	14.36	59.9%	43.0%	31.6%	62.2%	最弱
头孢呋辛	56.74	国药致君	2.55	19.3%	15.1%	50.6%	86.5%	较强
		联邦制药	1.45	5.3%	7.2%	65.9%	69.5%	最强
		倍特药业	1.08	2.6%	4.8%	0.0%	92.7%	最强
		葛兰素史克	4.09	25.8%	12.6%	10.0%	25.9%	最弱
厄贝沙坦氢 氯噻嗪	294.44	华海药业	3.72	4.7%	4.8%	32.6%	90.3%	最强
		正大天晴	2.67	23.8%	33.8%	46.0%	51.1%	弱

品种名称	采购金额 (百万元)	通过一致性评价 企业(含视同)	主品规近三年中标 均价(最小单位)	市场占有率 (按销售额)	推测销量 市占率	4直辖市销售 额占比该企业	4+7对应省份销 售额占比该企业	降价 意愿
替诺福韦二 吡呋酯	91.35	赛诺菲	4.34	59.7%	52.2%	38.7%	62.6%	最弱
		正大天晴	14.24	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	最强
		倍特药业	15.3	4.1%	4.5%	4.4%	55.4%	较强
		齐鲁制药	14.53	0.1%	0.1%	0.0%	25.0%	最强
		吉利德	18.22	65.5%	60.5%	24.6%	69.0%	最弱
阿奇霉素*	56.14	苏州二叶	2.15	0.0%	0.0%	/	/	最强
		石药欧意	3.28	0.7%	1.1%	29.0%	52.2%	最强
		辉瑞	9.71	65.9%	35.1%	30.5%	60.9%	最弱
蒙脱石	18.52	先声药业	1.13	3.7%	5.1%	36.0%	37.1%	强
		维奥制药	1.09	0.1%	0.1%	0.0%	100.0%	最强
		扬子江	1.05	2.1%	3.1%	30.9%	58.9%	强
		益普生	1.82	74.4%	63.5%	27.1%	54.3%	最弱
		石药欧意	0.11	0.0%	0.0%	/	/	最强
卡托普利	2.30	上药常州	0.13	3.7%	4.7%	1.4%	3.3%	强
		BMS	0.18	84.9%	78.9%	47.9%	74.8%	最弱
		正大天晴	13.57	44.2%	52.5%	24.1%	52.4%	弱
恩替卡韦	450.80	青峰药业	11	5.1%	7.4%	7.1%	17.2%	强
		海思科	8.15	1.1%	2.2%	4.5%	81.1%	最强
		东瑞制药	17.69	4.3%	3.9%	0.0%	19.6%	强
		百时美施贵宝	27.76	39.8%	23.1%	26.4%	74.2%	最弱
		乐普医疗	6.92	10.6%	17.6%	13.6%	89.4%	最强
氯吡格雷	855.68	信立泰	8.7	30.1%	39.5%	49.0%	61.4%	弱
		赛诺菲	15.77	59.3%	42.9%	31.6%	57.4%	最弱
		联邦制药	0.54	51.1%	42.4%	10.5%	23.2%	最弱
阿莫西林	24.70	康恩贝	0.34	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	最强
		石药中诺	0.42	1.3%	1.3%	0.0%	37.3%	最强

资料来源：上海阳光医药采购网，PDB，中国银河证券研究院

注：除标明注射剂外，其他均为口服常释剂型。销售规模均为样本医院销售规模，未放大。4+7对应省份即北京、上海、天津、重庆+辽宁、广东、福建、四川、陕西。

因为国产价格差异不大，因此取通过一致性评价企业产品的中标均价作为国内企业参考价格，再用以估算销量市占率。

中标价格按主品规的显示：（1）对于厄贝沙坦，华海药业价格以75mg的折算，其他企业以150mg计。（2）对于阿奇霉素口服，以250mg规格计价。

（3）对于卡托普利，由于施贵宝只有125mg规格，因此中标价手动折算。

表 24：符合申报条件<3家的品种中各潜在竞价企业的市占率、在4+7城市销量占比及推测降价意愿

品种名称	采购金额 (百万元)	通过一致性评价 企业(含视同)	主品规近三年中标 均价(最小单位)	市场占有率 (按销售额)	推测销量 市占率	4直辖市销售 额占比该企业	4+7对应省份销 售额占比该企业	降价意愿
帕罗西汀	71.47	华海药业	3.86	41.5%	57.5%	27.6%	49.8%	弱
		GSK	9.84	45.9%	24.9%	29.9%	68.2%	最弱

品种名称	采购金额 (百万元)	通过一致性评价 企业(含视同)	主品规近三年中标 均价(最小单位)	市场占有率 (按销售额)	推测销量 市占率	4直辖市销售 额占比该企业	4+7对应省份销 售额占比该企业	降价意愿
奥氮平	278.64	豪森药业	13.85	60.0%	74.2%	23.4%	48.7%	弱
		礼来	39.14	29.6%	12.9%	23.7%	64.5%	弱
利培酮	20.41	华海药业	0.6	5.6%	8.6%	25.4%	30.1%	强
		比利时杨森	2.56	45.4%	16.3%	31.3%	64.1%	弱
吉非替尼	79.84	齐鲁制药	162.45	11.5%	20.1%	19.8%	30.5%	强
		阿斯利康	315.1	88.5%	79.9%	28.5%	52.2%	弱
福辛普利	47.93	华海药业	2.08	17.2%	21.8%	15.3%	82.2%	强
		百时美施贵宝	2.79	82.8%	78.2%	53.3%	78.3%	弱
赖诺普利	2.97	华海药业	1.33	35.7%	35.9%	0.0%	0.5%	弱
		阿斯利康	3	/	/	/	/	弱
氯沙坦	246.09	华海药业	2.64	6.6%	10.7%	12.8%	80.5%	强
		默沙东	5.57	73.0%	56.2%	46.1%	67.3%	弱
依那普利	33.00	扬子江	1.02	76.6%	77.2%	25.8%	40.1%	弱
		默沙东	1.26	3.8%	3.1%	14.6%	36.2%	弱
左乙拉西 坦	21.38	京新药业	3.3	0.4%	0.6%	25.6%	79.1%	强
		优时比	4.47	89.9%	86.8%	30.1%	59.4%	弱
曲马多	2.94	石药欧意	1.59	1.1%	3.7%	1.0%	60.0%	弱
伊马替尼	46.72	豪森药业	18.42	12.4%	45.2%	28.9%	44.0%	弱
		诺华	177.37	81.1%	30.9%	21.5%	59.1%	弱
阿法骨化 醇	64.42	药友制药	1.39	7.0%	7.1%	40.6%	78.8%	强
		帝人株式会社	2.08	5.0%	3.4%	67.5%	100.0%	较强
培美曲塞 注射液*	284.44	汇宇制药	2459.56	/	/	/	/	强
		礼来制药	3238.04	14.9%	11.7%	47.2%	70.1%	弱
氟比洛芬 酯注射剂	320.69	河北大安制药	62.1	/	/	/	/	强
		北京泰德制药	62.96	100.0%	100.0%	28.2%	53.1%	弱
孟鲁司特	33.69	民生滨江制药	/	/	/	/	/	强
		默沙东	7.03	72.6%	69.3%	32.1%	64.9%	弱
右美托咪 定注射剂	161.08	扬子江	120	/	/	/	/	强
阿奇霉素 注射剂	0.56	普利制药	88	/	/	/	/	强
		辉瑞	89.21	20.5%	20.2%	36.3%	56.7%	弱

资料来源：上海阳光医药采购网，PDB，中国银河证券研究院

注：除标明注射剂外，其他均为口服常释剂型。销售规模均为样本医院销售规模，未放大。4+7 对应省份即北京、上海、天津、重庆+辽宁、广东、福建、四川、陕西。

估算销量市占率时，以国内通过一致性评价企业的产品中标价作为国内企业参考价格。对于单一企业有竞选资格的（即原研未在国内上市的），直接选用样本医院数据销量占比。

中标价格按主品规的显示。对于培美曲塞注射液，以100mg规格计。

(三) 带量采购规则非革命性，价格降幅和影响力度有待观望，全面铺开尚需时日

我们认为此次政策较大可能是大趋势中的非革命性事件，此次带量采购是药品采购演化进程及行业控费降价大趋势中的一个新方式，多数引起大家普遍关注的规则在之前的安徽模式、上海模式和福建模式中均有出现。我们认为一方面未来的影响还有待进一步明确各地的回款方式及带量情况的落实。从征求意见的情况及目前情况看多数地方并非医保直接回款给企业，这将使得政策影响力大打折扣。另一方面，从历史情况看，再严厉的招标降价最终还要看相关产品的竞争格局。我们预计此次议价品种将会有不小于4个品种流标。此外，即使此次招标的回款及带量情况较好，要形成全国性的影响还需要三五年的时间。此次招标的总金额小于60亿元，占全国的市场规模小于0.5%，招标量占相应品种在11个城市的30-50%份额，占全国约10-15%。受制于一致性评价进度的影响，品种数及区域和份额都有待扩大。按照当前规则，原研药预计不会拼价格中标，但是按照上海的补充文件，原研药依然是受伤较严重的(量和价)，这也是合理的，符合政策意图的。

1. 药品价格降幅与竞争格局和集采份额正相关

从安徽双信封基药标、福建第八标的结果来看，竞争格局较好的品种价格降幅明显低于竞争激烈的品种。一方面，2010年安徽基药招标的结果显示，普药品种的价格冲击较大，而独家品种的价格降幅不明显。另一方面，2011年福建第八标的结果表明，竞争格局较差的品种降价严重，而竞争格局较好的品种明显降价幅度更低。

上海三批带量采购结果表明，价格降幅与采购量份额占比和竞争企业数正相关。首先，我们对三批带量采购的结果，应用线性回归分析的方法验证了竞争企业数与价格降幅间的正相关性。其次，上海第三批价格降幅明显低于前两批，主要系集中采购总量占比减少，前两批带量采购总量均为全市份额，而第三批为全市总量的50%以上，即未中标企业仍可分享接近50%的市场份额。可见上海第三批集采品种有很多临床常用且市场规模较大的品种，为平稳过渡，采取限量不限价的策略，给未中标企业留有足够的缓冲空间，且第三批的竞争企业数少于前两批，竞争激烈程度相对较低，因此价格降幅相较前两批放缓。

本次集采比例与上海第三批接近、竞价品种竞争企业数相对较少，价格降幅有待观望，无需过分悲观。我们在前文已测算本次集采量约占4+7城市总份额的30-50%，与上海第三批接近。同时，12个竞价品种的平均竞争企业数为3.67个，低于上海第三批的平均6.8个。并且按照当前规则原研药不会去拼价格中标。同时，除集采比例接近外，4+7试点方案和上海第三批对竞价品种(≥3家)的剂型规格划分、中标规则和中标企业数的规定基本一致。同时，我们认为由于本身价格和市占率就非常低的企业更具备降价的底气，若其中标则降幅相对较小，对议价品种的冲击也将减弱。

虽然上海市补充细则要求未中选品种须降价销售，即使以最坏的预期其他10个城市全部效仿：首先我们认为原研药依然是受伤较严重的(量和价)，这也是合理的，符合政策意图的。其次我们依然认为不太可能加剧国内企业间竞争的激烈程度，对降幅影响不大：一方面试点集采量仅占试点城市总量的30-50%、占全国总量的不到15%，在全国拥有一定市占率的企业不得不考虑其他省市价格联动的问题；另一方面未中选企业的挂网价仍会高于中选价。

2. 影响力度取决于回款和带量情况，形成全国性影响仍需 3-5 年时间

上海模式和三明模式的成功原因之一在于回款机构是医保采购中心，而非医疗机构。以上海为例，上海三批带量采购均是由上海市医药集中招标采购事务管理所采用预付货款的方式，提前将带量采购的货款预付给配送方或供货方，从源头上保证了生产企业及时收到货款。本次 4+7 试点方案的上海市补充文件也是采取预付款的方法。并且上海设置了多重举措确保医疗机构足量采购。而以三明为例，随着改革的深化，三明采取将药品、耗材的采购、配送和结算管理职能并入医保办，医院向医保办报送临床用药需求目录，医保办负责统一采购和结算的方式。

本次试点方案的回款机构、回款方式以及确保足量采购的方法亟待明确。从征求意见的情况和目前的情况来看，多数地方并非医保直接回款给企业。我们认为从历史来看，医疗机构拖欠账款的现象普遍存在。尽管各省市招标采购方案中均要求医疗机构需在 30 天或 60 天内完成回款，但是并没有约束力，实际执行情况不理想。同时，实际招标采购过程中的采购量难以保证（如安徽 2010 基药招标），也使得政策整体的执行和影响力度大打折扣。

即使此次回款和带量情况良好，形成全国性的影响仍需 3-5 年时间。一方面，本次采购金额和采购量占比均太小。此次 31 个品种的带量采购的总金额约 60 亿元，占比全国市场规模不到 0.5%；采购量占相应品种在 11 个城市的 30-50% 份额，占全国约 10-15%。另一方面，一致性评价进度上，口服品种完成仍需 2-3 年，注射剂尚未开始。截至 2018 年 11 月 15 日，共有 58 个品种完成一致性评价（含视同），其中属于 289 目录的仅 19 个，完成度仅 6.6%，一致性评价推进进度严重低于要求。而按照国家本次试点方案，试点采购品种范围根据通过仿制药一致性评价的目录和新化药分类批准目录确定，且通过仿制药质量与疗效一致性评价（含视同）已成为企业参与药品带量集中采购的基本要求。因此我们认为受制于一致性评价的进度，品种数、区域和份额的扩大都需要时间，2-3 年之内仍然不具备全品种全面推开的条件。

3. 影响范围与安徽模式类似

2010 年安徽模式获得国家肯定，在全国范围实现推广。2010 年 11 月，国办发 56 号文肯定了安徽模式，鼓励各地采用“双信封”的招标制度、量价挂钩，要求各省力争在 2010 年 12 月底前完成。虽然后续各省的进度低于要求，但当时安徽模式在全国范围推广的预期已经非常充分。截至 2011 年底，共 27 个省市发布新一轮的基药集采招标文件，多数省份直接翻版仿照，部分省市规则发生变化。

4+7 城市药品集中采购方案由国家顶层设计并组织实施，本身自带全国推广的属性。本次集采试点方案由中央全面深化改革委员会审议通过，由国家层面启动带量采购试点方案，具有极强的指导意义，影响势必会逐渐蔓延至全国。

4. 议价降幅无需过分悲观：规则与福建第八标相仿，参考竞价降幅或将流标

4+7 试点集采的议价规则与福建第八标相似之处在于，均将不同的药品放在一起比较价格降幅。本次试点集采方案中，价低者获得预中选资格后，对于所有竞价品种（符合申报条件的企业数 ≤ 2 家），不单独议价，而是放在一起比较降幅，降幅靠前（不多于 7 家）的获得拟中选资格，其他的品种要以竞价拟中选品种的平均降幅确定谈判最低降幅。这种将不同品种放在一起通过比较降幅来决定中选的方式与福建第八标相似，福建第八标为竞争格局较好的品种

(议价品种)设置“捆绑式”竞争,即引入不同适应症、不同品种间的竞争来促使其降价。不考虑药品适应症、通用名的不同,仅以降幅高低作为入围标准,以此促使药企降价,来解决药品招标过程中竞争格局良好品种降价幅度低的问题。但略有不同的地方在于,本次方案中每个品种是单一企业中选,中选后即拥有约 30-50%的市场份额;福建第八标则是每个品种最多 2 家企业中标,拥有全部市场份额。

与福建第八标不同之处在于,本次议价品种的降幅大部分取决于竞价品种降幅,关于竞价品种降幅的讨论详见上一小节。

此外,综合考虑本次集采量、份额占比及各品种企业当前的市占率情况,我们认为此次议价品种将有不少于 4 个流标。如帕罗西汀、奥氮平、依那普利和伊马替尼,上述品种的相似之处在于国产企业的全国销量市占率均较大(>50%),我们认为不可能为了试点城市不到 50%的市场份额(折算成全国约 10-15%的量)而大幅降价,而原研药企更不可能拼价格中标。再比如,赖诺普利、阿奇霉素注射剂、曲马多从采购量换算采购金额非常小(从几十万到两百多万)。企业一致性评价成本高昂的背景下,这些企业没有大幅度拼价格的动力。同时,我们认为如果流标,在试点区域仍有非常大的用药需求需要被满足。

5. 未来仿制药投资取决于壁垒、格局和品种储备

一直以来,我们认为医药投资的核心是创新,对于仿制药我们相对谨慎。但是我们认为市场此次对于带量采购的反应是过度的,由于医药品种的复杂性和多样性,仿制药企业中也依然继续存在投资机会。我们认为药品行业始终以技术和品种为驱动,要自下而上投资。以美国为例,专利挑战成功的首仿药可获得 180 天的市场独占期,为其占领市场提供绝佳的机会。因此我们认为未来对仿制药企的投资一方面需要详细分析品种的壁垒及竞争格局,若品种的仿制壁垒高、市场被原研产品主导,则仿制成功仍可提供丰厚的利润;另一方面仿制药企与创新药并非界限分明,多数仿制药企业也均在做研发,因此我们需重点关注企业的品种储备。同时,对于重磅、特色品种的研发项目储备,可助力企业享受相对优越的竞争格局。

6. 当前医药行业 PE 明显低于安徽、福建和上海模式同期,情绪过分悲观

综上所述,通过梳理我国药品采购模式的演进、并重点分析其中具有标志性意义的安徽模式、福建模式和上海模式,我们认为长期以来药品价格是在持续螺旋式下降之中的。然而,对比发现,当前医药行业的 PE-TTM 明显低于安徽模式、福建模式和上海模式同期,情绪过于悲观。但我们认为本次国家试点城市集采很大可能是药品价格下降大趋势中的非革命性事件,要形成全面的影响还需 3-5 年时间,无需过分悲观:

(1) 此次采购的多数规则曾在历史上出现过。影响范围与 2010 安徽基药标一致,均为全国;集采比例设置、竞价规则和中选企业数与上海第三批接近;议价规则与福建第八标相仿。

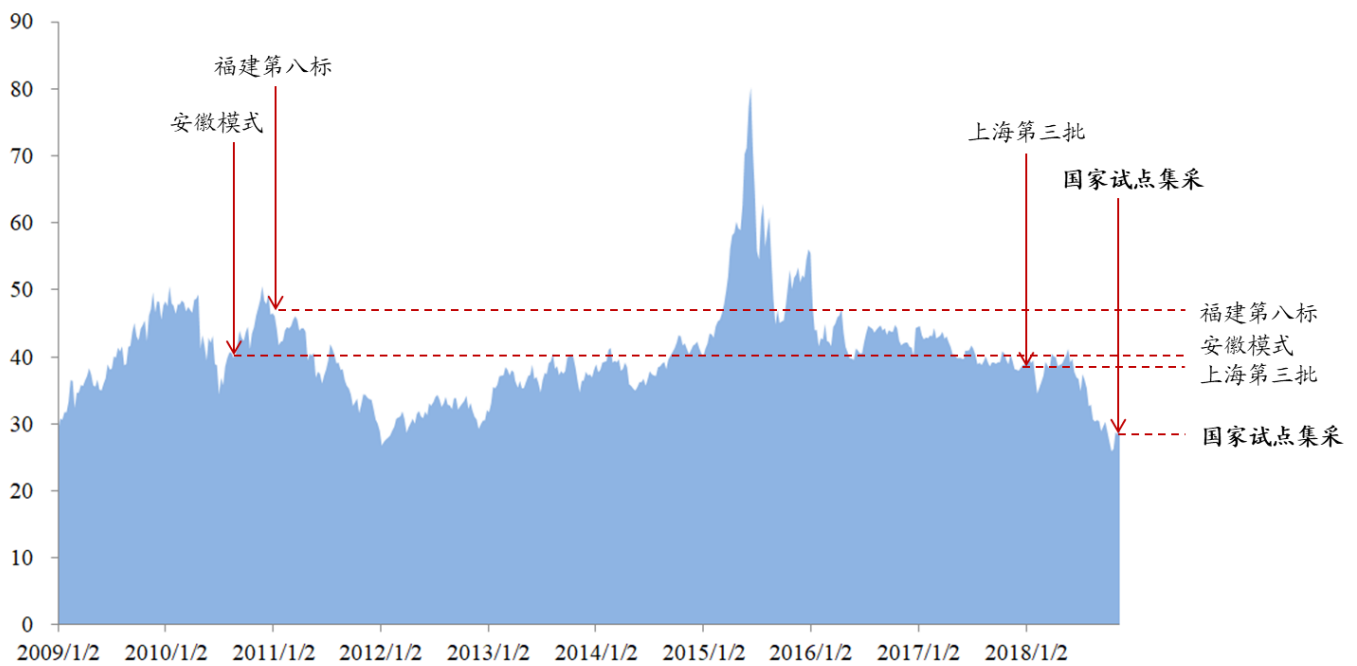
(2) 价格降幅取决于产品竞争格局和集采份额占比,无需过分悲观。一方面,从安徽模式、福建模式和上海模式来看,竞争格局较好的品种价格降幅明显低于竞争激烈的。另一方面,价格降幅与集采比例占比正相关。与借鉴意义较大的上海第三批带量采购对比来看,本次试点

方案的集采比例较低，竞争企业数较少，降价动力可能减低。尤其是议价品种中，综合考虑本次集采份额占比及当前各品种企业的市占率情况，我们认为至少将有 4 个品种流标。

(3) **影响力度有待于明确回款方式和带量执行情况。**上海模式和三明模式的成功关键之一在于回款机构是医保采购中心，而不是医疗机构。并且上海设置了多重举措保证足量采购。我们认为本次试点方案的回款方式以及确保足量采购的方法亟待明确。从征求意见和目前情况来看，多数地方并非医保直接回款给企业，将使得政策的影响力大打折扣。

(4) **形成全面影响仍需 3-5 年时间。**一方面，采购金额和采购总量过小。31 个品种的采购总金额约 60 亿元，占比全国市场规模不到 0.5%。采购总量占相应品种在 11 个城市 30-50% 的份额，占全国约 10-15%。另一方面，受制于仿制药一致性评价的进度，品种数、区域和份额的扩大都需要时间，2-3 年内仍然不具备全面推开的条件。

图 27: 代表性药品招标采购文件发布时期的医药行业 PE-TTM 对比 (国家试点集采与安徽/福建/上海模式)



资料来源: 中国银河证券研究院

表 25: 国家试点带量采购与我国招标采购发展史中具有代表性的方案对比

	国家试点带量采购（正式）	上海第三批集中带量招标采购	安徽 2011 基药标	福建第八标	三明医改药品采购方案
发文时间	2018.11.15	2018.1.3	2010.8.9	2011.1	2013.6
执行时间	预计 19 年初	2018.9.1	2010.9.20	2012.3	2014.3
组织机构	国家	上海市医药集中招标采购事务管理所	安徽省药招办	福建省药品集中采购领导小组	三明市深化医改领导小组
影响区域	4+7 试点城市, 未来将全国范围内执行	上海	应国务院要求, 由安徽推广至全国	福建省	三明市, 国家要推广
采购主体	4+7 试点城市公立医疗机构	上海医保定点医疗机构	全省基层医疗卫生机构	县级及县级以上非营利性医疗机构	三明市市公立医疗机构
招标范围	通过一致性评价（含视同）的药品中遴选, 共 31 个品种	20 个品种、29 个品规, 大部分为慢病用药及使用量大的品种	288 个品种: 化药 553 个品规、中成药 299 品规、限价挂网 24 个品种	1. 《福建省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(2010 版) 和卫生部发布的《中国国家处方集》(2010 版) 中非《国家基本药物目录》(基层部分); 2. 福建第七标未招到的; 3. 医疗机构增补的目录 (严格控制抗肿瘤辅助性、营养性、免疫增强剂等药物的增补)。	非基药 996 个品规, 基药 569 个品规, 由全市所有公立医疗机构上报确定
集采比例	测算约试点地区总用量的 30-50%	全市总量的 50% 以上	未定		
采购周期	12 个月	12 个月, 原则上不超过 15 个月	原定 12 个月, 后续有延长		
限价规则	与 2017 年底试点地区本企业同品种最低采购价相比有一定的下降	未提及	如出现企业投标价均高于基本药物采购参考价, 招标采购机构按照排名顺序依次进行单独议价, 直到合理确定价格为止。若均不能达成一致, 宣布废标	1. 第一、二质量层次的药品按“就低不就高”的原则, 以福建省第 5、6 批中标价、政府定价除以 1.15 再乘以 90% 或本企业该药品在全国最近一期最低中标价, 三者比较取其低值作为限价; 2. 第三质量层次药品限价, 以同竞价组福建省第 5、6 批和江西等六省最近一次集中采购中标价, 取其平均值作为限价。	1. 如果省上第九批中标药品比本市采购品种价格更低, 则采用省上第九批中标药品。 2. 医疗机构如能采购低于本市采购价格 10% 以上的药品, 则医疗机构经授权可以自行采购。 3. 药品采购价格将随市场行情变化不定期进行调整; 如果还有价格更合理的企业, 将适时对供货企业予以调整。
评标方法	产能和质量入围的, 通过预中选+拟中选两个环节选定	质量和价格综合评价, 质量入围企业价低者中标	双信封 (限价挂网、独家和低价品种除外)	两轮竞价报价或两轮议价报价	最低价中标
中标规则	符合申报要求 ≥3 家的: 价低者中选; <2 家的: 价格降幅排名前列的	3 家及以上投标的开标; 少于 3 家企业投标的, 按《政府采购法》另	技术标通过后, 最低报价中标 (若投标价高于参考价, 单独	1. 同竞价组 ≥4 家生产企业的, 经专家评审后, 根据竞价规则, 经两轮竞价产生中标候选品规。	由生产企业提供资料委托本市配送企业报送, 由配送企业代表生产企业报价, 一个生产企业所有

	国家试点带量采购（正式）	上海第三批集中带量招标采购	安徽 2011 基药标	福建第八标	三明医改药品采购方案
	(≤7家)中选,其他参考竞价品种平均降幅确定议价最低降幅	行通知	议价)	2.同竞价组≤3家生产企业,进入邀请招标(议价)程序,经人机对话或专家面对面谈判方式产生中标候选品规。	的品种只能委托一家配送企业进行报价和配送。独家企业生产的药品采取议价。
剂型/规格划分	合并剂型和规格,非主品规以主品规价格按差比价计算	合并剂型和规格,补充品规以主要品规中标价进行价格差比	一品两规三剂型	合并剂型,合并规格	合并剂型,同一通用名一品两规
竞价层次划分	无	无	无	三个质量层次,其中第三质量层次分为两组	分为“进口”和“国产”两类
中标企业数	单一企业	单一企业	1个品规中标1家企业,若采购需求量大划分区域招标	2~3家	1家
是否强制要求降幅	对议价品种,参照竞价品种平均降幅作为最低降幅	否	否	是	否
最终降幅	尚未启动,未知	均值44.5%,中位数40.2%	招标均价低于国家零售指导价52.8%	竞价药品平均降幅为40.54%,议价药品平均降幅5.56%。	有69种药品采购价比省级招标价低50%以上,其中最大降幅达到96.9%
回款机构	仅上海地区确定由招采中心预付款	上海市医药集中招标采购事物管理所(招采中心)	医疗机构	医疗机构	医保办
回款机制	根据合同约定及时回款,不得拖欠	预付款给企业	交货验收到付款时间≤30天	回款时间从货到之日起不得超过60天	医保办统计采购、结算
未中标产品市场份额(按量)	推测约50-70%,医保支付标准未知。以上海地区补充文件为例,限量又限价,按相应规则降价后方可继续采购,且用量不超过中选品种	不超过50%。可继续采购未中标的品规,采购数量不得超过同品种中标品规(限量不限价)	未中标无法在基层销售	省属和三级甲等医疗机构年度备案采购药品总金额不超过该医疗机构全部药品采购总金额的2.5%;三级乙等医疗机构不超过1.5%;二级医疗机构不超过1%	医疗机构如能采购低于本市采购价格10%以上的药品,则医疗机构经授权可以自行采购
产品质量保证方法	发生严重质量问题的列入违规名单,取消资格。上海补充细则与上海第三批一致	监测供应的每批次中标药品	未单独提及	未强调	未强调
采购量保证方法	医疗机构须优先使用集中采购中选品种,并确保完成约定采购量	根据采购平台数据监测采购量,及时应对采购量异常下降;合理解决实际使用中需求量低的问题	集采执行情况纳入目标管理和绩效考核等工作	无法供货的,取消该企业所有中标药品的中标资格,同时该企业列入不良记录	每个配送企业要缴纳50万元人民币作为配送保证金,以确保价格真实、配送到位

资料来源:各省药械采购网,中国银河证券研究院

七、2019 年投资策略：看好创新产业链、OTC、医疗服务及医药流通

（一）2018 年市场回顾分析：板块整体跑赢，个股分化加剧

1. 医药板块走势回顾：整体呈倒 N 型，略微跑赢大盘

前期的策略报告中我们引入了“医药指数相对走势图”，系统地过去十余年间驱动医药股相对上证指数涨跌的因素进行全面分析。我们研究了医药指数相对上证综指走势波动的内在规律，我们发现行业政策和行业利润增长情况可以对医药股相对走势进行有效解释。

医药股 2003 年、2006 年和 2011 年明显跑输上证综指，原因主要是政策性的，同时行业利润走势也向坏。医药股大幅跑赢上证指数是 2000 年、2008 年、2009 年、2010 年和 2013 年，我们认为 2008 年跑赢上证指数一方面是医药在熊市中防守性的体现，更重要的是，新农合与城镇居民医保的筹资规模突飞猛进，医药行业收入、利润保持快速增长。2009 年和 2010 年是在医改扶持政策持续出台、国家投入加大、企业收入利润快速增长的情况下，医药股持续大幅跑赢上证综合指数。2011 年，二级市场进入熊市，医药指数在熊市中进一步跑输了上证综指，同样是政策和利润两方面的原因。一方面，医改政策进入落实阶段，以基药安徽模式为首的各种压力开始显现；另一方面，行业利润增速下滑，并且低于工业企业利润增速。

2012 年，医药指数小幅跑赢上证综指。2012 年政策处于相对空窗期，主要处于消化 2011 年底对行业的悲观政策预期中，包括控费、降价等。盈利方面，上市公司盈利较 2011 年有所改善，并明显高于工业企业利润增速。医院终端药品增速明显反弹，医院诊疗服务数据增速提升。

2013 年，大盘处于横盘震荡状态，医药指数大幅跑赢大盘，幅度堪比 2008 和 2010 年。我们认为 2013 年医药股大幅跑赢的一个重要因素是 2011-2012 年医药股高估值的充分消化。从政策与行业运行看，政策面处于相对空窗期，降价与控费方面基本没有新政策出台，各省招标进度也低于预期。行业运行方面，医院终端药品增速降低，医保筹资增速降低，上市公司盈利数据相对中性。

2014 年，医药指数相对走势呈现“M”型大幅波动，全年跑输上证指数。我们认为年初的大幅跑赢得益于卫计委加快社会化办医及大病医保政策推动，医疗服务及相关产业的大幅上涨；年尾的大幅跑输来自于大盘的强势反转和医药行业整体收入利润增速降低和对未来医保控费及药品降价的预期。

2015 年，医药股全年跑赢上证指数。上半年牛市里持续跑赢。在 6 月底 7 月初的股灾中，和 8 月下旬的快速下跌中，医药股均明显跑输大盘。医药股并未表现出防御属性，其成长性的高贝塔特性表现的淋漓尽致。我们认为医药股的防御属性随着行业增速的快速下移而发生了变化。

2016 年年略微跑输大盘。医药板块年初跑输的主要原因一方面是 15 年全年医院终端增速创新低，市场对行业增速预期较差。另一方面，年初开始国家逐步明确推广三明模式，市场对行业愈发悲观。板块年中跑赢来自三方面因素，一方面市场在前期的悲观预期下，机构持仓较

低；另一方面，市场发现行业增速并不是太差，行业增速较 2015 年有所回升；最后，三明模式的推广也并非像预期的那样快。10 月起跑输的原因我们认为市场的上涨主要来自权重的银行地产等板块的发力。从医药行业内部来看，年初维生素板块的涨价带动了一些股票的机会，但是维生素涨价的投资机会持续时间较短。血液制品的涨价也推动了血液制品板块的机会，持续周期较长，约至 8 月份达到高潮，之后处于调整中。2016 年的下半场，市场表现突出的有一些价值白马股，主要是估值的修复和业绩增长的推动，主要包括恒瑞医药、华东医药、信立泰、华润双鹤、丽珠集团、康美药业等。

2017 年，医药股相对上证指数的走势大体呈现震荡态势，全年看跑输指数。上半年小幅跑输，7 月明显跑输，9-11 月大幅跑赢。上半年跑输的主要原因是一方面由于医保控费、招标降价等政策持续推进，医院终端药品整体增速进一步下台阶。另一方面，大盘相对表现突出是由于上证 50、沪深 300 等大市值股票表现突出。7 月大幅跑输的主要原因一方面由于半年报业绩分化态势延续，部分公司业绩不及预期。另一方面，钢铁、有色等周期板块和金融板块持续走强。9-11 月跑赢的主要原因一方面是在医药板块长期低迷，近两年跑输大盘，机构医药持仓降至历史地位基础上的一轮补涨。另一方面，10 月 8 日中办国办联合印发《关于深化审评审批制度鼓励药品医疗器械创新意见》的刺激下，以恒瑞医药为代表的创新药板块表现突出。

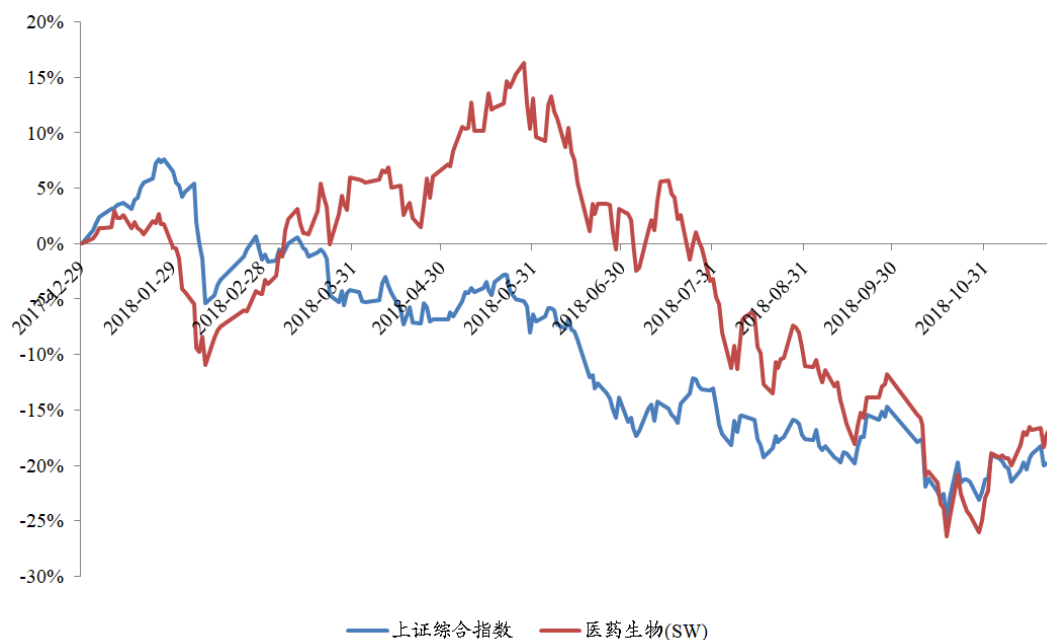
2018 年至今，医药股相对上证指数的走势呈倒 N 型，整体来看略微跑赢上证指数。1 月明显跑输，2 月至 5 月大幅跑赢，6 月至 10 月大幅跑输，11 月至今小幅跑赢。年初至今（截至 11 月 23 日），医药板块下跌 18.99%，上证综指下跌 22.00%。28 个子行业中，医药板块表现排名第 4 位。

医药板块 1 月跑输的主要原因一方面医药行业整体仍面临控费、降压等压力。另一方面，大盘在地产、银行、家电等板块的带动下开启上涨行情。

2 月至 5 月大幅跑赢的原因来自多方面：（1）2 月初大盘指数受美股连续暴跌、信托去杠杆、以及部分上市公司年度业绩爆雷的影响，大幅回调；（2）医药板块几乎不受贸易战影响，成为资金避风港；（3）医药行业改革措施持续推进，经营数据亮眼，统计局数据及上市公司年报、一季报业绩较好；（4）医药股经历长达两年半左右的调整，估值消化相对充分；（5）机构投资者医药持仓处于历史较低位置。

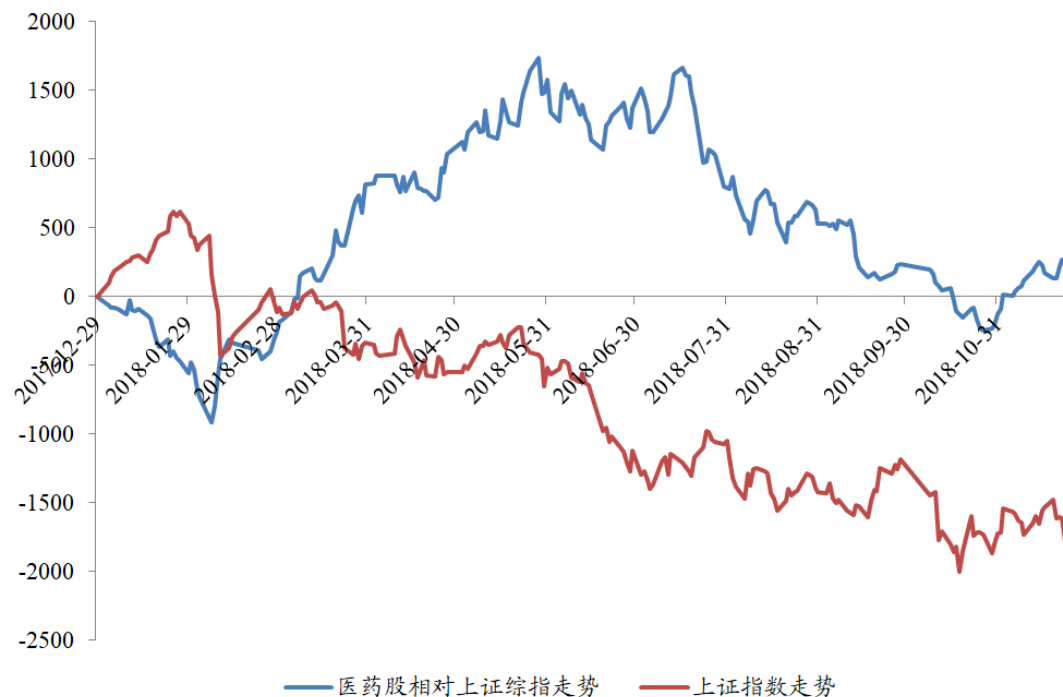
6 月至 10 月大幅跑输的主要原因：（1）前期个股分化行情太严重，部分白马龙头权重股涨幅过大；（2）网传国家版带量采购试点方案流出，引起市场恐慌；（3）二季度医药基金持仓比例较高。

图 28: 2018 年医药股与上证综合指数走势叠加 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

图 29: 2018 年医药股相对走势图 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院; 注: 我们首先对上证综指与医药指数进行同化处理, 以 2018-1-1 为起点, 该图以医药指数减去经同基化处理后的上证综指反映医药股的相对上证指数走势。因此我们制作的医药指数相对上证综指走势图中曲线向上代表医药股跑赢上证综指, 向下则代表医药股跑输上证综指。

2. 各子行业走势回顾及分析：板块间差异较大，细分领域龙头持续亮眼

截止 2018 年 11 月 25 日，医药行业整体跌幅 18.99%，表现略好于上证综指及沪深 300。虽然近年来医控制费、招标降价、公立医院改革和药品零加成等政策制约了行业整体增长，但中办国办发文鼓励药械创新等政策的持续延续和推进也为行业未来的发展指明方向。全年来看，尽管上半年大幅跑赢大盘，但下半年由于前期的个股分化行情过于严重，以及国家版带量采购试点方案的流出给市场造成了恐慌情绪，大幅跑输。分子行业来看，表现好于行业整体的板块为生物制品（-9.93%）、化学制剂（-14.51%）、医疗服务（-14.80%），表现差于行业整体的板块为医疗器械（-21.14%）、医药商业（-21.70%）、化学原料药（-25.05%）和中药（-25.50%）。

表现好于整个行业的板块中，我们认为生物制品板块主要受益于强消费属性的产品保持高景气，高端疫苗需求持续旺盛，以及血液制品回暖，展示出最强的抗跌能力；化学制剂板块受益于创新药政策导向以及大市值白马股恒瑞医药的表现，抗跌能力相对较强；医疗服务板块一方面受益于国家鼓励社会办医，另一方面 CRO 公司受益于创新药研发浪潮来袭，抗跌能力亦较强。

表现逊于整个行业的板块中，器械板块中除细分领域龙头在部分高端器械领域加速进口替代，拉动子行业景气度有所提升之外，其他大部分公司的同质化程度较高，竞争激烈且业绩增长乏力，因此整体表现略差于行业整体；医药商业板块中零售药店子行业表现亮眼，但受流通子行业拖累整体表现较差；化学原料药受大宗原料药由去年的高景气向下滑落的影响，且环保成本加大，因此跌幅较大；中药板块除 OTC、资源稀缺属性消费个股外，整体同质化较强，且受控费压力较大，整体表现最差。

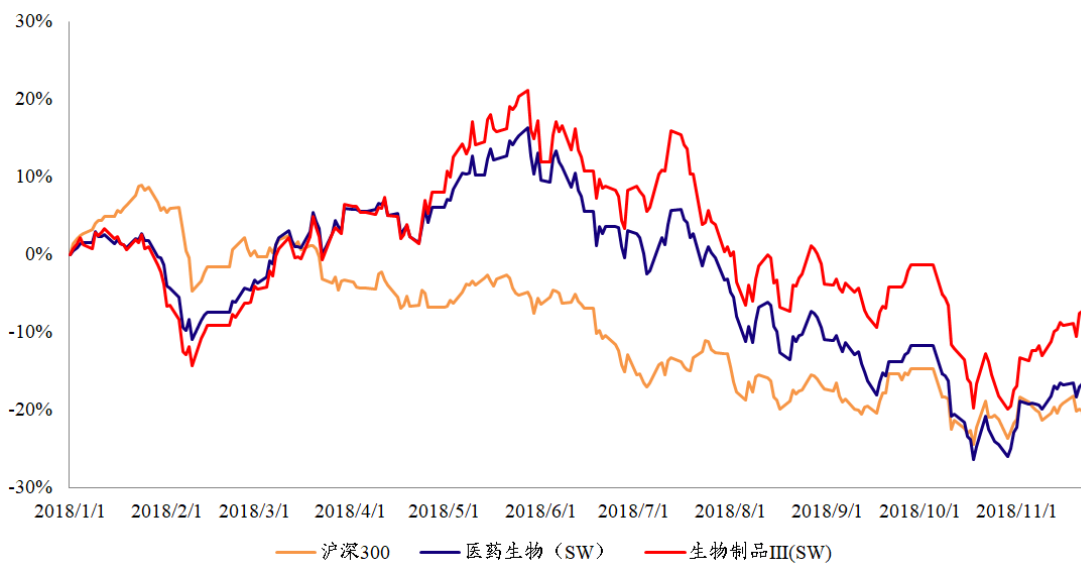
表 26：2018 年医药各子行业涨跌幅统计（截止 2018.11.25）

代码	子行业	涨跌幅（2018.1.1-2018.11.23）	涨跌幅（2017.1.1-2017.12.31）
851531.SI	生物制品III(SW)	-9.93%	13.07%
851512.SI	化学制剂(SW)	-14.51%	14.33%
851561.SI	医疗服务III(SW)	-14.80%	9.07%
801150.SI	医药生物(SW)	-18.99%	3.56%
851551.SI	医疗器械III(SW)	-21.14%	-9.72%
851541.SI	医药商业III(SW)	-21.70%	2.27%
000300.SH	沪深 300	-22.01%	21.78%
851511.SI	化学原料药(SW)	-25.05%	2.52%
851521.SI	中药III(SW)	-25.50%	-3.51%

资料来源：中国银河证券研究院

生物制品板块，表现最为强势。一方面，疫苗行业在过去需求未满足的背景下，受研发创新、消费升级、多联多价苗替代老产品等因素驱动，行业景气度大幅提升，相关标的如智飞生物(+54.3%)、华兰生物(+44.7%)、康泰生物(+30.2%)和沃森生物(+5.3%)等涨幅较好。另一方面，血制品渠道调整成效显著、行业整体景气度回升，相关个股表现突出，如华兰生物(+44.7%)、博雅生物(+10.3%)、上海莱士(-1.56%)、天坛生物(-3.45%)和振兴生化(-12.9%)表现均强于医药行业整体。同时，我武生物、长春高新等受益于专科用药及消费升级，年初至今涨幅分别为30.4%和4.78%。此外，金花股份(+54.7%)、德展健康(+10.8%)亦对板块指数起到拉动作用。

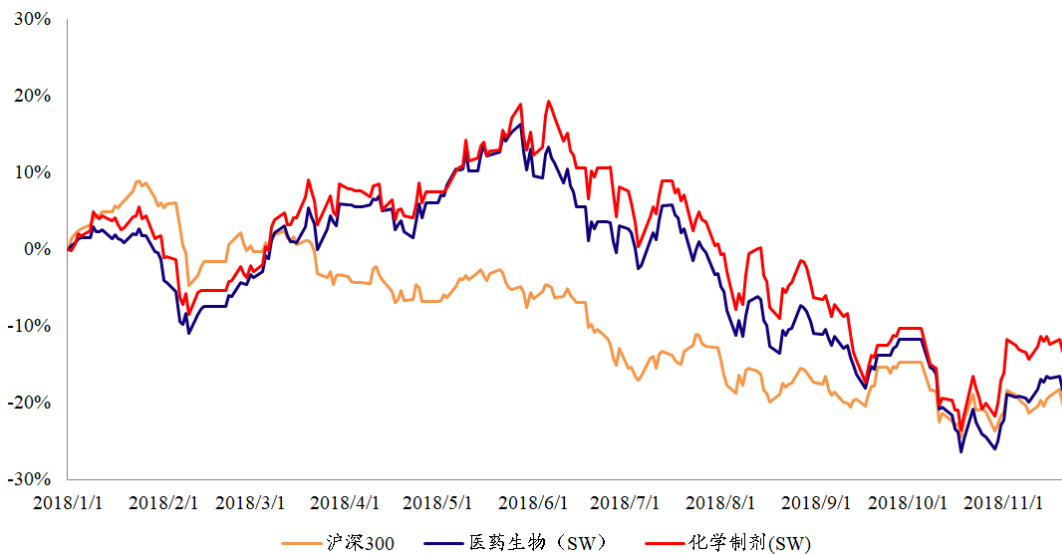
图 30：2018 年生物制品子行业涨跌幅走势图 vs.医药生物&沪深 300（截止 2018.11.25）



资料来源：中国银河证券研究院

化学制剂板块，走势强于行业整体。虽然医保控费+招标降价的政策将延续，但两办发文鼓励药械创新、医保目录调整和药审制度改革等系列政策将持续推动用药结构的变化，长期利好创新药和细分领域龙头。如医药第一股恒瑞医药继续表现突出，年初至今涨幅18.2%，总市值超过2300亿元，占板块总市值超过1/3，对板块的表现起到较大的拉动作用。同时，细分领域龙头亦表现较好，如鲁抗医药（兽药抗生素龙头，+23.6%）、海思科（特色专科药首仿龙头，+16.5%）、普利制药（注射剂出口龙头，+8.9%）、科伦药业（大输液龙头，-5.8%）等。此外，亚太药业（+11.0%）及部分次新股亦对板块表现起到拉动作用。

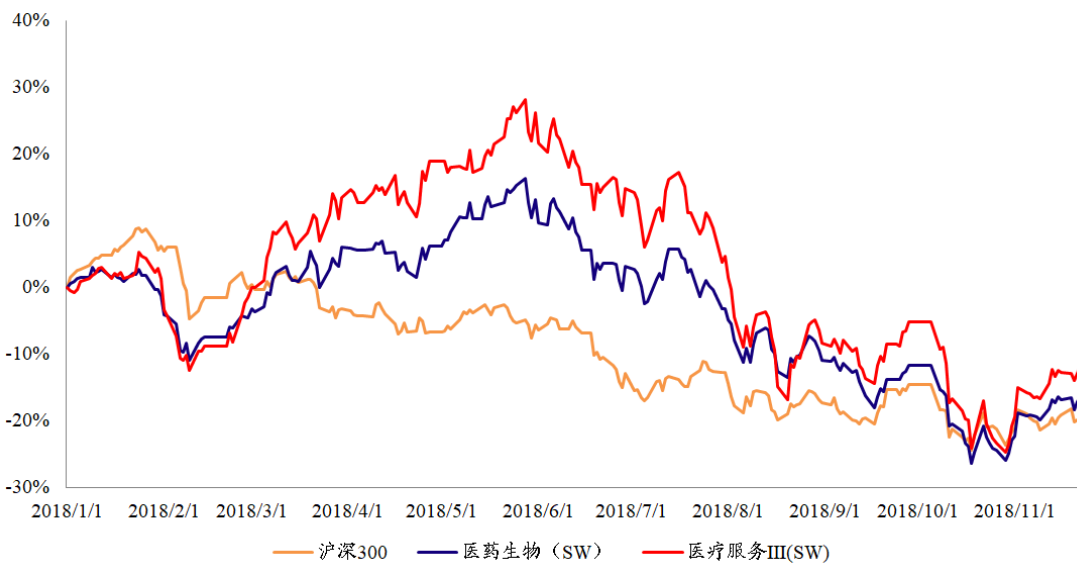
图 31: 2018 年化学制剂子行业涨跌幅走势图 vs.医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

医疗服务板块，表现相对强势，好于行业整体。一方面，通策医疗、爱尔眼科等持续受益于国家鼓励社会办医政策利好，全年涨幅分别达到 49.5%和 34.5%。另一方面，受益于医药创新新时代的到来，创新药研发浪潮来袭，CRO 公司表现较好，如泰格医药 (+34.1%)、昭衍新药 (+22.8%) 等。

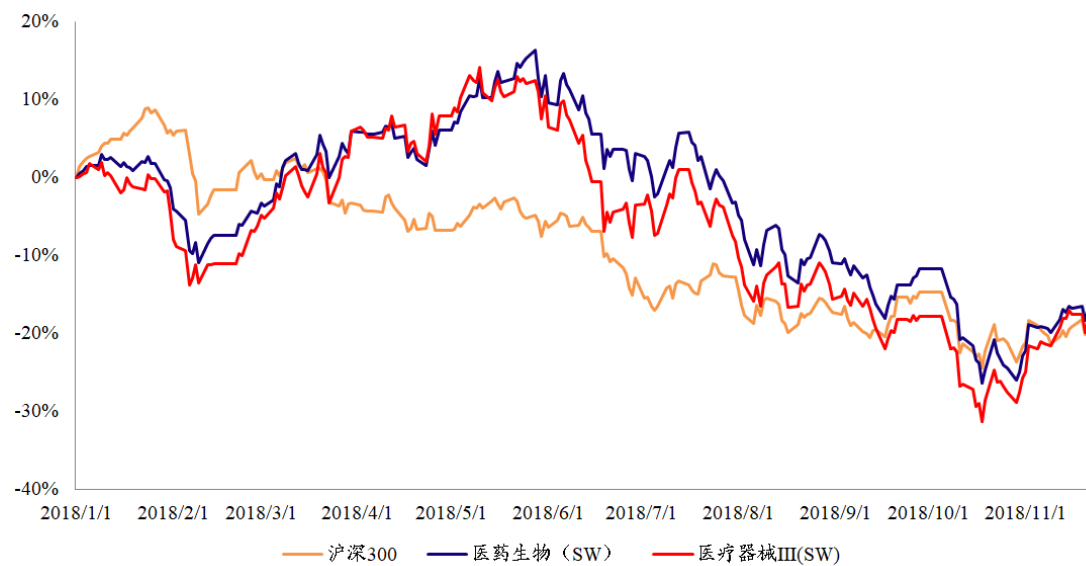
图 32: 2018 年医疗服务子行业涨跌幅走势图 vs.医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

医疗器械板块，走势略逊于行业整体。虽然受两办鼓励药械创新政策激励，以及龙头公司在部分高端器械领域彰显进口替代潜力，医疗器械景气度在龙头股的带动下有所提升。但板块中大部分公司仍为中低端企业，自身研发能力较弱，业绩增长乏力。年初至今，欧普康视(+46.2%)、健帆生物(+45.0%)、乐普医疗(+24.4%)、凯利泰(+12.9%)、山东药玻(+12.9%)、安图生物(+12.1%)、开立医疗(+7.6%)等细分领域龙头表现较好。

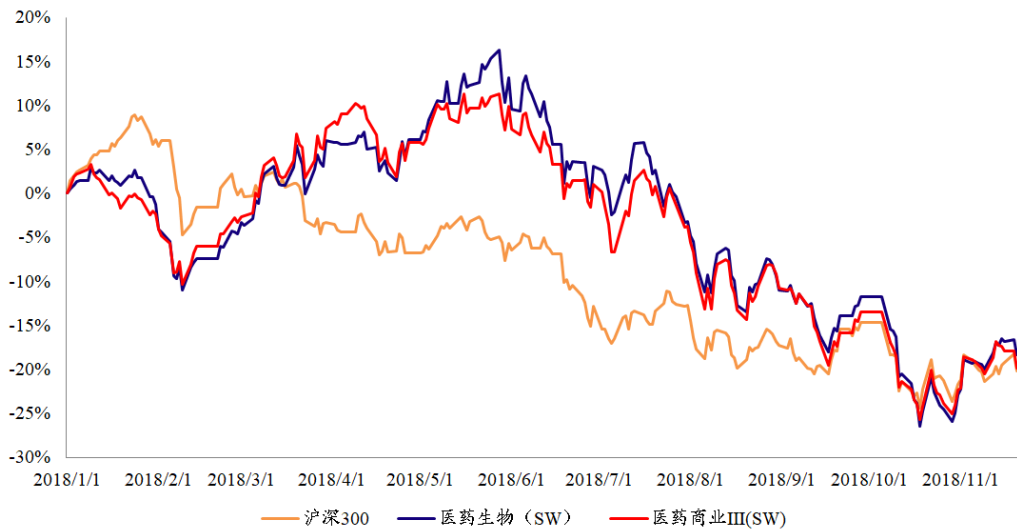
图 33: 2018 年医疗器械子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物& 沪深 300 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

医药商业板块，全年跑输行业指数。流通行业自 2017 年 7 月起回调至今，调整时间和幅度都较大。我们认为主要系两票制全面推开导致流通行业的调拨业务受到影响。公立医院改革导致医院账期加长，且社会融资成本上升。同时招标实施大年对部分企业的业务带来阶段性调整。但根据我们的观察，流通行业 Q3 业绩同比提速明显，带动前三季度业绩实现同比提速，与二季度的情况形成反转，可见两票制的影响正逐季度消除，考虑到 17Q4 行业处于低点，我们认为全年有望进一步回暖。此外，连锁药店相关个股受益于行业集中度提升、处方外流、医药分开等行业政策利好，表现亮眼，如一心堂(+14.1%)和益丰药房(+10.2%)。同时老百姓(-9.9%)和大参林(-12.5%)表现亦好于行业整体。

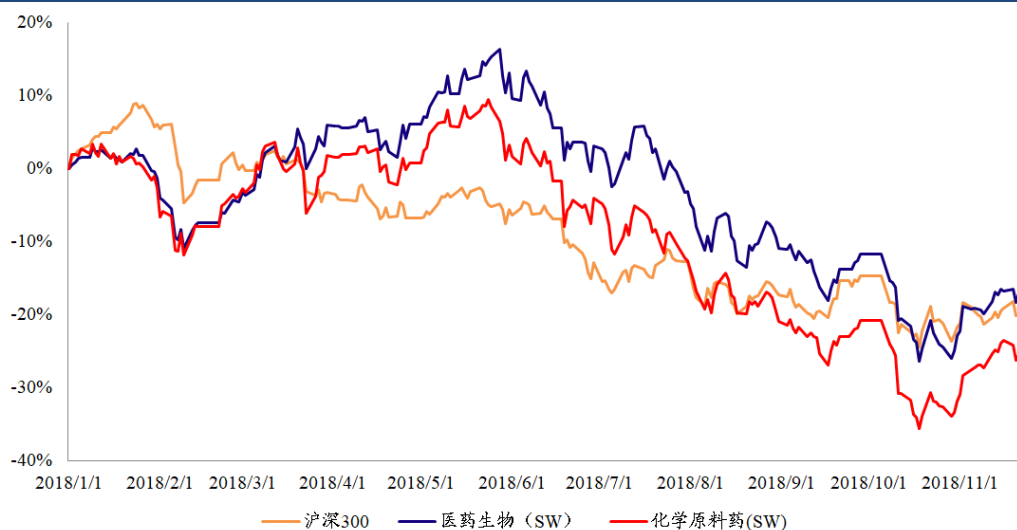
图 34: 2018 年医药商业子行业涨跌幅走势图 vs.医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

化学原料药板块，表现明显差于行业整体。我们认为主要系大宗原料药由去年的高景气向下滑落有关。板块中表现较好的个股中，普洛药业（+29.4%）受益于高质量原料药行业景气度提升。一方面国内 MAH、一致性评价、关联审批制度下原料药标准提升，对高质量原料药的需求增加。另一方面环保趋严下小企业退出，供给端偏紧带动提价。海普瑞（+23.5%）受益于依诺肝素注射剂出口业务的业绩预期以及肝素原料药进入涨价周期，表现亮眼。凯莱英（+17.1%）作为 CDMO 龙头，持续受益于国外研发外包向国内转移以及国内鼓励创新等政策利好。此外，东北制药（+2.1%）、健友股份（-2.1%）等亦表现相对较好。

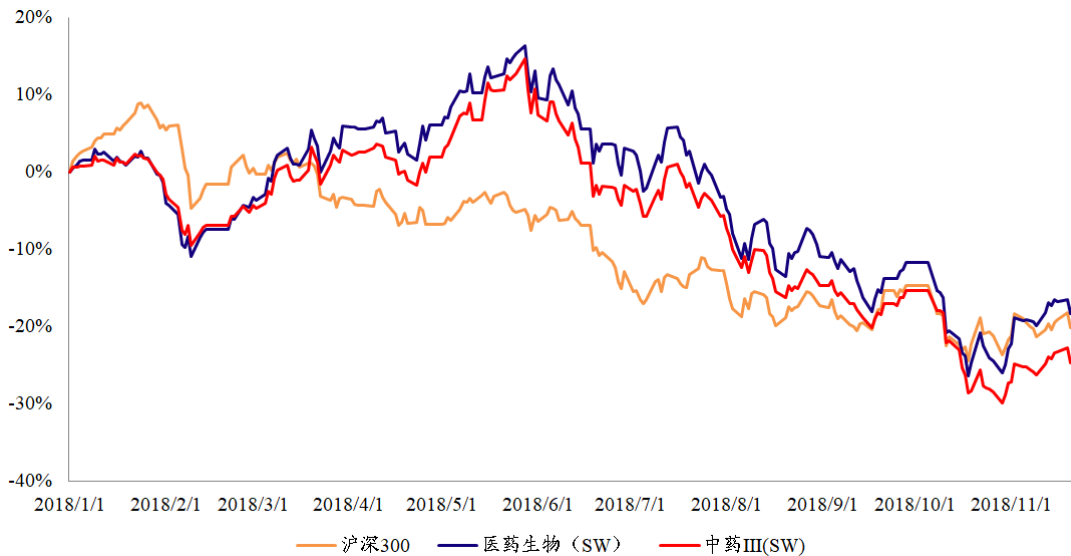
图 35: 2018 年化学原料药子行业涨跌幅走势图 vs.医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

中药板块，走势相对行业整体最弱。我们认为中药行业受中药注射剂限用、鲜有新品种上市、同质化严重、医保控费等因素影响，板块整体增长并不乐观。但 OTC、消费升级、以及资源稀缺属性的中药消费个股表现亮眼，如片仔癀 (+32.2%)、仁和药业 (+28.9%)、葵花药业 (+15.7%)、白云山 (+12.6%) 等。

图 36: 2018 年中药子行业涨跌幅走势图 vs.医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)



资料来源: 中国银河证券研究院

表 27: 2018 年医药各子行业中表现好于行业整体的个股统计 (截止 2018.11.25)

代码	子行业	涨跌幅统计
851531	生物制品III(SW)	金花股份 (54.71%)、智飞生物 (54.32%)、华兰生物 (44.69%)、我武生物 (30.41%)、德展健康 (10.83%)、博雅生物 (10.29%)、沃森生物 (5.32%)、长春高新 (4.78%)、上海莱士 (-1.56%)、天坛生物 (-3.45%)、双鹭药业 (-3.64%)、艾德生物 (-5.39%)、振兴生化 (-12.88%)、安科生物 (-14.00%)、舒泰神 (-15.32%)、卫光生物 (-16.70%)、钱江生化 (-18.21%)，共计 17 家公司
851512	化学制剂(SW)	鲁抗医药 (23.61%)、恒瑞医药 (18.19%)、海思科 (16.53%)、亚太药业 (11.03%)、科伦药业 (-5.78%)、仙琚制药 (-9.08%)、华北制药 (-11.55%)、广生堂 (-12.69%)、北陆药业 (-16.06%)、现代制药 (-17.08%)、健康元 (-18.06%)、金石东方 (-18.36%)、济民制药 (-18.41%)、恩华药业 (-18.82%)，共计 14 家公司
851561	医疗服务III(SW)	通策医疗 (49.48%)、爱尔眼科 (34.51%)、泰格医药 (34.10%)、美年健康 (-13.14%)，共计 4 家公司
851551	医疗器械III(SW)	健帆生物 (44.98%)、乐普医疗 (24.43%)、凯利泰 (12.91%)、山东药玻 (12.89%)、安图生物 (12.11%)、鱼跃医疗 (-7.84%)、新华医疗 (-17.02%)，共计 7 家公司
851541	医药商业III(SW)	一心堂 (14.05%)、益丰药房 (10.23%)、国药股份 (-1.36%)、华东医药 (-6.13%)、老百姓 (-9.89%)、柳药股份 (-15.45%)、上海医药 (-16.14%)、塞力斯 (-17.91%)，共计 8 家公司
851511	化学原料药(SW)	普洛药业 (29.35%)、海普瑞 (23.52%)、凯莱英 (17.09%)、东北制药 (2.13%)、富祥股份 (-9.18%)、九洲药业 (-13.60%)、京新药业 (-13.77%)、海翔药业 (-17.45%)、司太立 (-17.77%)、天药股份 (-18.78%)，共计 10 家公司

851521	中药III(SW)	片仔癀 (32.15%)、仁和药业 (28.93%)、葵花药业 (15.71%)、白云山 (12.58%)、济川药业 (-0.27%)、中新药业 (-7.41%)、佛慈制药 (-7.91%)、同仁堂 (-7.97%)、江中药业 (-8.03%)、西藏药业 (-8.55%)、国发股份 (-9.50%)、华润三九 (-9.75%)、康恩贝 (-10.57%)、汉森制药 (-12.49%)、羚锐制药 (-12.53%)、亚宝药业 (-13.06%)、精华制药 (-14.66%)、珍宝岛 (-14.97%)、天士力 (-15.02%)、桂林三金 (-15.73%)、泰合健康 (-17.76%)，共计 21 家公司
--------	-----------	--

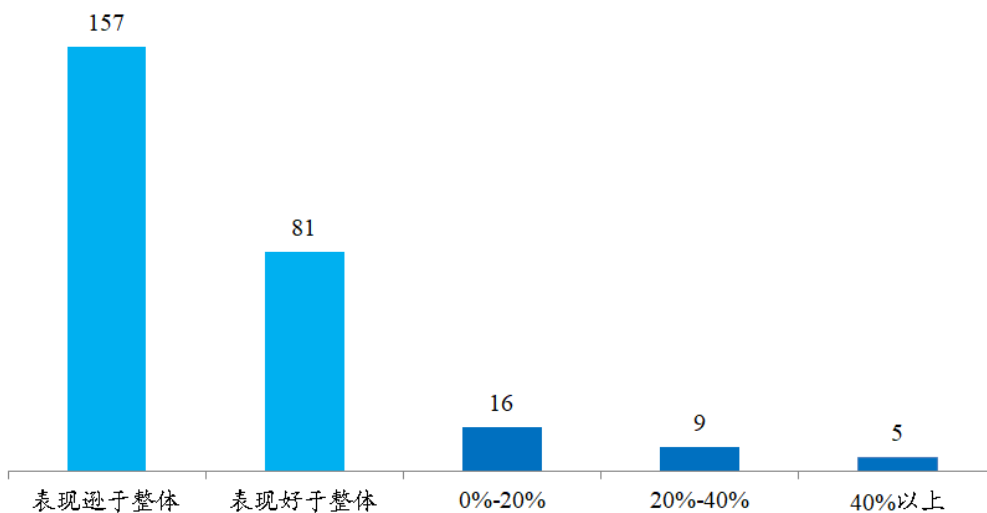
资料来源：中国银河证券研究院；注：剔除新股、次新股

3. 强势股回顾及驱动因素分析

上证综指自年初至今（2018.11.25）下跌 22.00%，而 SW 医药指数同期下跌 18.99%，行业跑赢上证综指。

我们剔除新股及次新股后对医药行业个股进行了统计，年初至今表现好于医药行业整体的个股共 81 支，其中实现上涨的个股共有 30 支。分涨跌幅区间来看，涨幅在 0-10%的有 3 支，涨幅在 10-20%的有 13 支，涨幅在 20-30%的有 5 支，涨幅在 30-40%的共有 4 支，涨幅在 40-60%的共有 5 支。

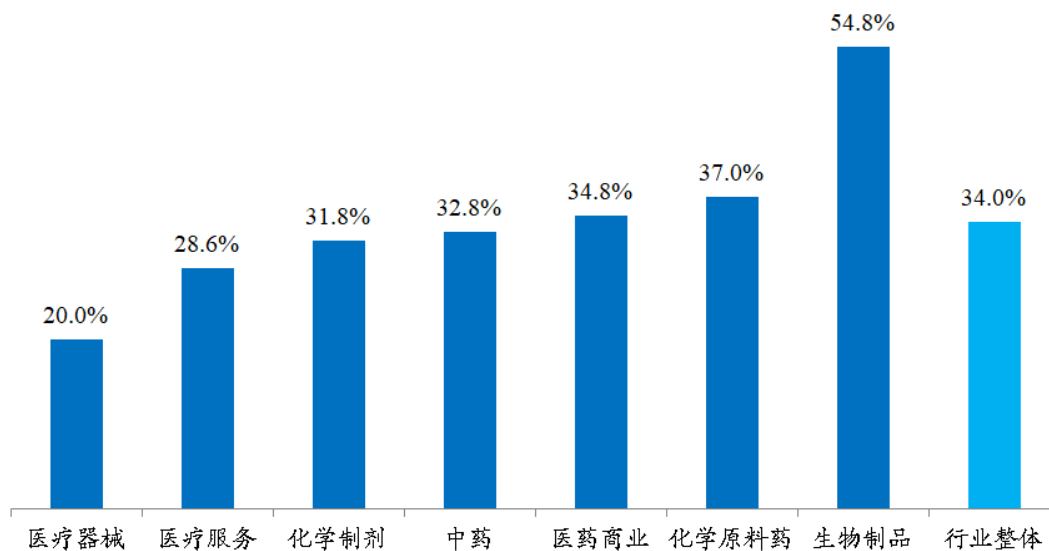
图 37：2018 年医药行业个股表现分布数据（截止 2018.11.25）



资料来源：中国银河证券研究院；统计时剔除新股、次新股

经统计发现表现好于行业整体的个股数量占比行业整体股票数量的 34.0%，但各子行业中表现较好股票支数占比有所差异：生物制品、化学原料药和医药商业子行业分别有 17 支、10 支和 8 支股票表现较好，对应占比分别为 54.8%、37.0%和 34.8%，高于行业整体平均水平；中药、化学制剂、医疗服务和医疗器械子行业各有 21 支、14 支、4 支和 7 支股票表现较好，对应占比为 32.8%、31.8%、28.6%和 20.0%，低于行业整体平均水平。

图 38：2018 年各子行业中表现好于行业整体的个股数量占比各行业股票数量分布情况（截止 2018.11.25）



资料来源：中国银河证券研究院；统计时剔除新股

我们尝试对这些强势股进行分类归因分析，我们认为主要有以下几大类：

1. 大市值白马股和细分领域龙头表现继续亮眼。我们自 2017 年年度策略以来持续推荐龙头公司。尤其是白马龙头在经历 2017 年的优秀表现之后，我们在 2018 年度和中期策略中坚持推荐龙头公司，主要是因为国内医药行业龙头白马股业绩增速显著高于国际医药巨头，而其估值水平与国际市场医药巨头相当。国内龙头公司成长性佳，长期发展具有确定性。从 2018 年的情况来看，大市值白马股和细分领域龙头的表现最佳，符合我们的预期。相关公司如恒瑞医药、华兰生物、爱尔眼科、乐普医疗、长春高新、泰格医药、片仔癀、我武生物、通策医疗、健帆生物、普洛药业、仁和药业、鲁抗医药、凯莱英、葵花药业、一心堂、凯利泰、山东药玻、白云山、安图生物、益丰药房、沃森生物等。

2. 创新研发个股表现不错。创新药也是我们在 2017 年度策略至今持续推荐的投资主题。在 2018 年度策略中，我们提出拥抱医药创新的新时代，2018 年中期策略中我们提出医药创新的收获期逐渐来临，推荐具有持续性创新能力的创新药企。2018 年创新研发个股的表现与我们的推荐策略相符，如恒瑞医药、沃森生物、我武生物、海思科、华兰生物等。

3. CRO/CDMO 凭借医药创新浪潮的“卖水者”逻辑，个股表现抢眼。受益于医药创新新时代的到来，创新药研发浪潮来袭，同时叠加仿制药质量与疗效一致性评价，制药企业的研发生产外包需求旺盛。2018 年表现较好的个股包括泰格医药、凯莱英、亚太药业等。

4. 疫苗个股受益于流感疫情和创新大品种时代来临，表现突出。2018 年初我国流感疫情大爆发。同时，疫苗行业成为我国医药创新的新时代中发展趋势最明确、成长潜力最大的细分领域。随着重磅品种陆续获批上市/揭盲，叠加消费升级、二孩和健康中国等政策，疫苗行业以重磅创新品种为引领的大时代逐步来临，市场潜力不断释放。表现较好的个股包括智飞生物、华兰生物、沃森生物等。

5. 连锁药店相关个股表现优秀。连锁药店受益于处方外流、医药分开和药品零加成等行业政策利好，表现亮眼，如一心堂、益丰药房等。

6. 社会办医个股表现亮眼。社会办医在国家政策的鼓励下快速发展，医改进入深水区、分级诊疗、医联体建设的大力推进为社会办医型医疗机构带来了重大发展机遇。表现亮眼的相关个股包括通策医疗、爱尔眼科等。

7. 消费升级个股表现不错。随着居民收入水平和生活质量的提升，对高品质消费品的需求提高。在消费升级的大背景下，具有产品独特性和资源稀缺性的医药消费个股表现抢眼。如片仔癀、白云山、长春高新、我武生物等。

8. 管理机制、激励机制改善个股表现良好。金花股份、普洛药业、凯利泰、东北制药等受益于激励机制改善、管理层换届、股权机制理顺、国企混改等机制改善事件，表现较好。

表 28: 2018 年实现上涨的医药个股特征概述 (截止 2018 年 11 月 25 日)

公司名称	所属行业	涨跌幅	2018 1-9 归母 净利润增速	PE (TTM)	PE 2018E	总市值 (亿元) 2018-11-25	总市值 (亿 元) 2018-1-1	类型
金花股份	生物制品III	54.71%	20.85%	79.08	/	47.03	24.94	激励机制改善
智飞生物	生物制品III	54.32%	280.95%	56.03	44.54	691.20	449.12	龙头股-疫苗, 独家代理默沙东 HPV 疫苗
通策医疗	医疗服务III	49.48%	51.33%	49.94	51.37	154.80	103.63	龙头股-口腔连锁医疗
健帆生物	医疗器械III	44.98%	50.35%	49.50	48.61	191.50	132.81	龙头股-血液灌流
华兰生物	生物制品III	44.69%	22.69%	37.28	32.62	358.36	250.01	龙头股-血制品, 四价流感疫苗增厚业绩
爱尔眼科	医疗服务III	34.51%	41.43%	65.12	63.19	654.24	488.48	龙头股-眼科连锁, 外延式发展
泰格医药	医疗服务III	34.10%	58.67%	56.16	51.58	235.08	175.96	龙头股-CRO
片仔癀	中药III	32.15%	36.35%	47.70	45.27	501.96	381.30	龙头股-中药, 医药消费升级
我武生物	生物制品III	30.41%	27.51%	45.40	42.00	103.03	79.52	龙头股-脱敏, 创新研发+消费升级
普洛药业	化学原料药	29.35%	67.67%	26.63	26.25	97.70	76.13	龙头股-高标准原料药, 管理层变更+业绩改善
仁和药业	中药III	28.93%	51.95%	15.88	15.17	81.73	64.52	龙头股-OTC
乐普医疗	医疗器械III	24.43%	54.89%	40.91	39.83	533.61	430.45	龙头股-心血管慢病管理, 创新器械
鲁抗医药	化学制剂	23.61%	230.56%	30.91	23.41	66.36	46.24	龙头股-兽用抗生素
海普瑞	化学原料药	23.52%	757.80%	44.36	36.83	234.97	190.57	依诺肝素注射剂出口+肝素原料药高景气
恒瑞医药	化学制剂	18.19%	25.10%	60.67	58.43	2306.08	1943.09	龙头股, 研发创新
凯莱英	化学原料药	17.09%	29.95%	40.13	35.76	161.09	137.72	龙头股-CDMO
海思科	化学制剂	16.53%	42.15%	42.69	45.17	139.79	122.83	研发创新、大股东增持
葵花药业	中药III	15.71%	40.50%	19.40	17.86	101.56	89.99	龙头股-OTC
一心堂	医药商业III	14.05%	32.46%	24.55	23.72	128.94	114.12	龙头股-连锁药店
凯利泰	医疗器械III	12.91%	4.96%	33.42	22.30	67.68	59.82	龙头股-骨科医疗器械, 引入新战投+股权机制理顺
山东药玻	医疗器械III	12.89%	31.49%	23.05	22.27	75.05	67.27	龙头股-药用玻璃
白云山	中药III	12.58%	131.50%	14.52	15.15	564.07	494.22	龙头股, 消费升级

安图生物	医疗器械III	12.11%	27.01%	46.44	42.71	247.97	223.52	龙头股-IVD-化学发光
亚太药业	化学制剂	11.03%	10.64%	38.97	30.37	85.03	77.04	CRO
德展健康	生物制品III	10.83%	15.24%	24.13	24.17	215.63	194.56	其他-股份回购
博雅生物	生物制品III	10.29%	28.10%	33.97	31.40	142.48	120.12	血制品业绩回暖, 并表
益丰药房	医药商业III	10.23%	40.23%	46.74	43.72	187.95	164.95	龙头股-连锁药店
沃森生物	生物制品III	5.32%	331.77%	-72.66	222.20	295.50	280.58	龙头股-疫苗, 研发创新
长春高新	生物制品III	4.78%	72.20%	32.06	32.56	324.91	311.31	龙头股-生长激素, 医药消费升级
东北制药	化学原料药	2.13%	96.23%	34.93	34.65	68.41	55.82	龙头股-Vc, 国企混改+激励机制改善

资料来源: 中国银河证券研究院; 注: 剔除(次)新股

(二) 行业经营数据增速维持低位

本部分我们综合分析了行业政策、医院终端数据、医保数据、全国医疗卫生机构业务量以及统计局数据。我们认为行业景气度继 2013 年大幅降低后, 2014 年和 2015 年维持低位, 2016 年医保基金筹资和支出增速进一步降低, 医院终端产品、医院业务量和医药制造业增速略有提升, 但整体经营情况底部企稳。2017 年和 2018 年在医保控费、控药占比及招标降价等压力下药品终端增速进一步降低, 医疗机构业务量增速保持稳定, 行业整体景气度维持低位。总体而言, 医药行业告别高速增长阶段, 进入相对低速且内部分化明显的增长阶段, 临床刚需类产品尤其是创新药保持快速增长。

我们对医药行业未来几年的增长判断如下: 终端药品增速 5-10%, 其中医院终端增速较低, 而基层和零售药店增速相对较快。上市公司为行业中的佼佼者, 近年来马太效应较为明显, 预计上市公司收入利润内生增速保持 10-15%。但是, 同时, 板块内部分化将继续进行, 部分品种和部分上市公司保持快速增长, 而部分品种和公司将出现下滑的情况。

1. 改革政策全面推进

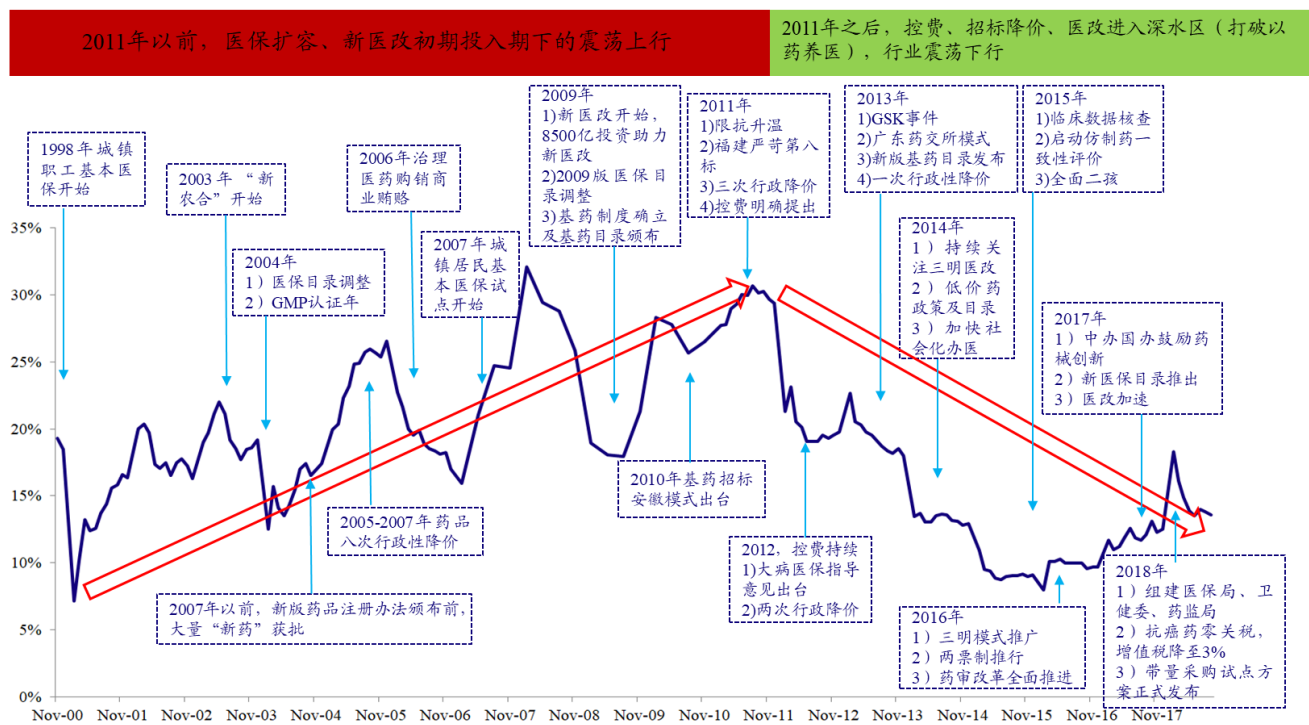
从行业政策角度看, 近 10 年行业发展大致经历了两个阶段。2011 年之前为行业发展的黄金期, 行业随着我国医保体系的扩容而快速发展。2011 年之后, 随着新农合和城镇居民医保体系基本达到全覆盖, 筹资水平上了规模, 我国的医保体系总筹资增速下降。医药行业面临的控费、降价等压力凸显出来。行业增速从 2012 年年之后开始明显下台阶。2016 年至今为改革政策密集落地期, 随着公立医院改革推进、药监体系改革推进, 行业内部分化进一步加剧。

2017 年是政策落实年, 各省招标推进, 两票制全面落地, 新版医保目录推出, 药监体系继续推进一致性评价及评审审批各项改革等。2017 年 10 月 8 日, 中办和国办联合发布的《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》为近年来药监体系改革集大成之政策, 政策是前期多个药审改革政策的汇总, 最终导向为鼓励药械创新及与国际接轨。可以预见未来医药行业环境得到净化, 行业的发展进入新的轨道。

2018 年是医药创新政策全面落地之年。新版医保目录导入逐步落地, 各省招标集采工作基本完成, 两票制在全国全面推开, 抗癌药进口关税取消、增值税大幅降至 3%。同时, 成立

药品监督管理局、卫健委。组建医保局，标志着未来我国药品定价、采购和与医保支付端的统筹规划，叠加三保合一将显著提升医保基金运营管理效率，将加速推进医改纵深进行。此外，国家《4+7城市药品集中采购》文件的发布，标志着药品集中采购进入新阶段。

图 39：医药行业及政策发展历程



资料来源：中国银河证券研究院

2. 医院终端药品增速降至历史低位，品种间分化显著加大

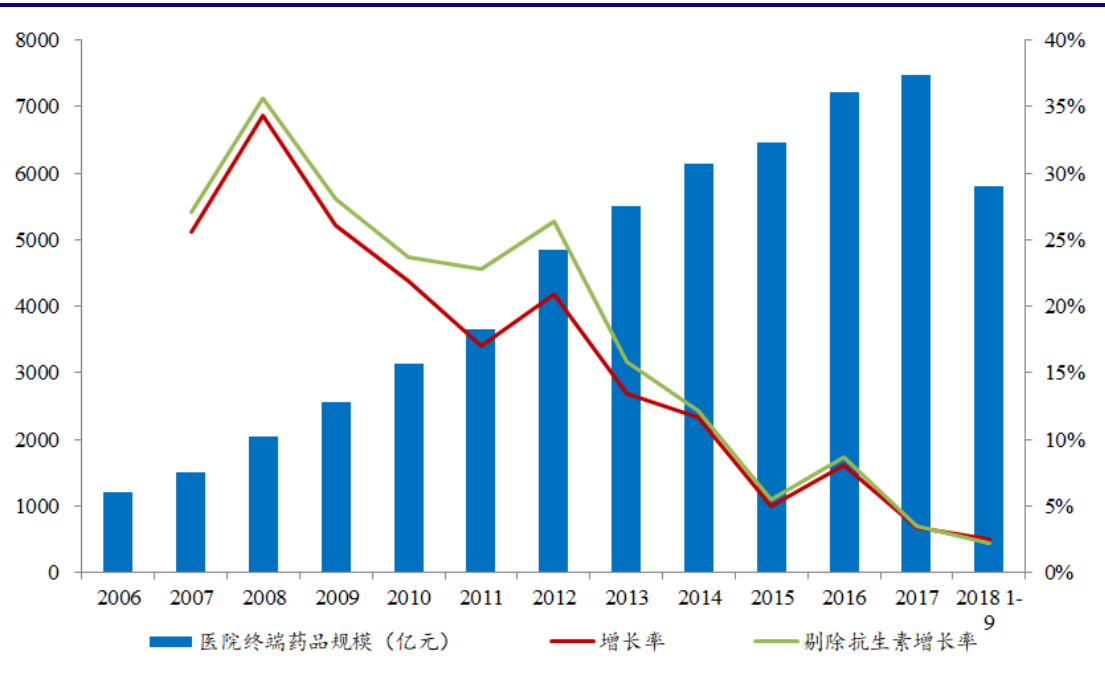
2012年医院终端增速强势反弹，市场总体增速从2011年的17.05%反弹至20.89%。剔除抗生素之后的增速从22.79%反弹至26.37%，且高于2010年的增速。然而，2013年医院终端增速回落明显，市场总体增速降为13.43%，剔除抗生素后增速降为15.83%。2014年行业增速进一步降低至11.58%和12.17%。2015年行业增速继续下降，分别为4.94%和5.47%。2016年行业增速有所回升，分别为9.16%和9.68%。

2017年行业增速继续下降。医院终端药品增速为3.41%，剔除抗生素后增速为3.52%。我们认为主要原因是医保控费与降价压力持续推进，医院零价差及两票制等政策落地对医院终端药品消费构成压力。而且，行业内部表现分化较大，与前几年变化最大的是中药类产品的销售由以前年度的增长转为下降。2017年中药销售增速为-3.2%，而2016年全年增速为6.3%。

2018年1-9月行业增速进一步降低。医院终端药品增速为2.48%，剔除抗生素后增速为2.21%。其中中药销售增速为-6.90%，较去年下滑速度加快。根据我们对2018年前9个月大品种销售数据的分析，品种间的销售分化显著加大。临床价值不明确的辅助用药及部分中药注射剂销售大幅下滑，如江西青峰的喜炎平下滑50.4%，齐鲁的神经节苷脂下滑36.4%，四

环的脑苷肌肽下滑 25.2%。与此同时，临床刚需的治疗性品种保持快速增长，如罗氏的赫赛汀增速 35.1%，南京优科的莫西沙星增速 29.8%，阿斯利康的戈舍瑞林增速 28.1%，三生药业的重组人血小板生成素注射液增速 92.3%，恒瑞的碘克沙醇增速 59.8%。

图 40: 近年来医院终端药品整体增长情况 (亿元)



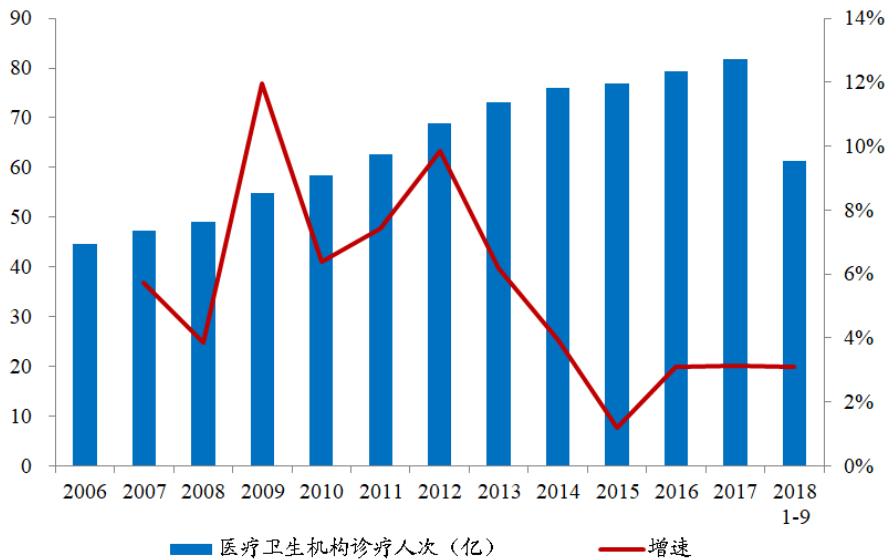
资料来源: 中国银河证券研究院

3. 医疗机构和医院业务量增速近年保持稳定

2012-2015 年医疗机构业务量增速在 2012 年高增速的基础上逐步回落。2016 年至今医疗机构业务量增速逐步有所回升。

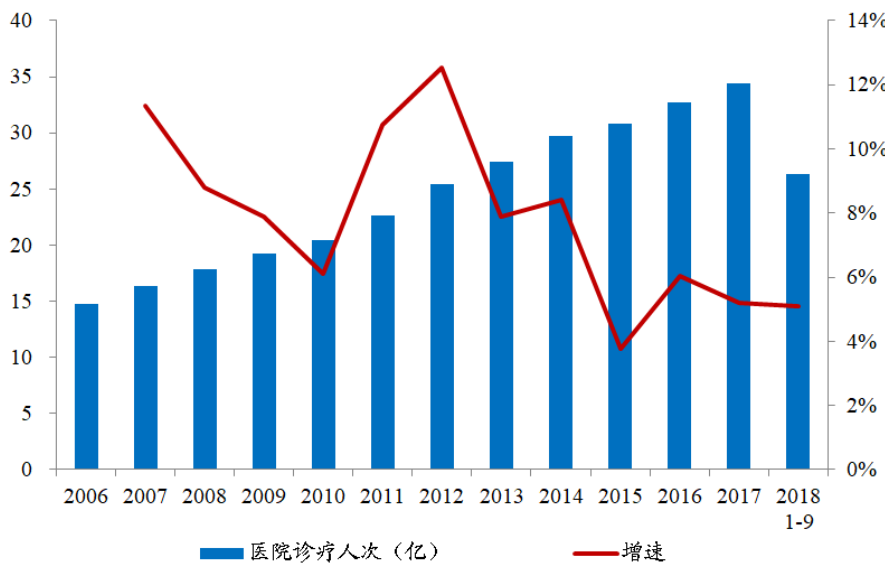
2018 年 1-9 月，全国医疗机构诊疗人次增速 (+3.1%) 和出院人数增速 (+6.4%) 有所回升，我们认为主要与流感疫情大爆发有关。按医疗机构划分来看，医院的业务量增速好于基层业务量增速。医院诊疗人次增速 (+5.1%) 与出院人次增速 (+7.6%) 均高于整体 (+3.1%，+6.4%)，而基层医疗卫生机构的诊疗人次增速与出院人次增速分别为 1.5% 和 2.5%。医院中，虽然公立医院就诊人次 (22.4 亿) 及出院人数总量 (12051.9 万) 均明显高于民营医院 (3.8 亿，2591.2 万)，但民营医院诊疗人次增速 (+14.5%) 和出院人数增速 (+16.0%) 明显高于公立医院 (+3.7%，+6.0%)，说明社会办医在国家政策的积极鼓励下正迅速发展。

图 41: 2006 年至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



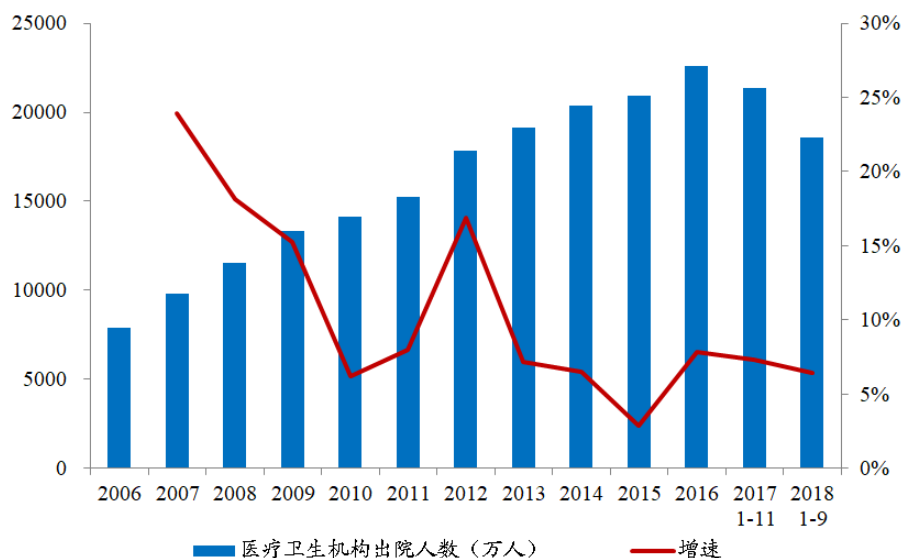
资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

图 42: 2006 年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)



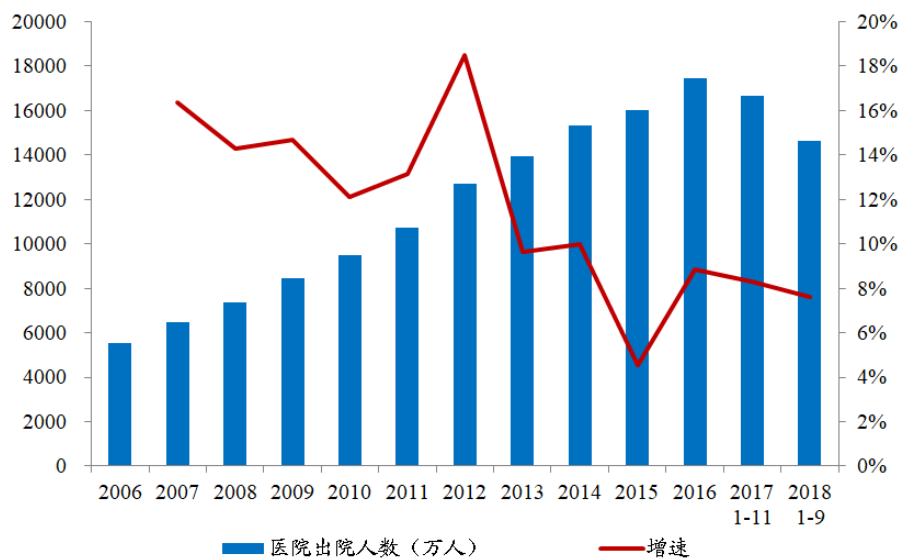
资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

图 43: 2006 年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

图 44: 2006 年至今全国医院出院人数变化情况



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

4. 医保基金筹资增速 13.5%，未来仍可维持 10%左右

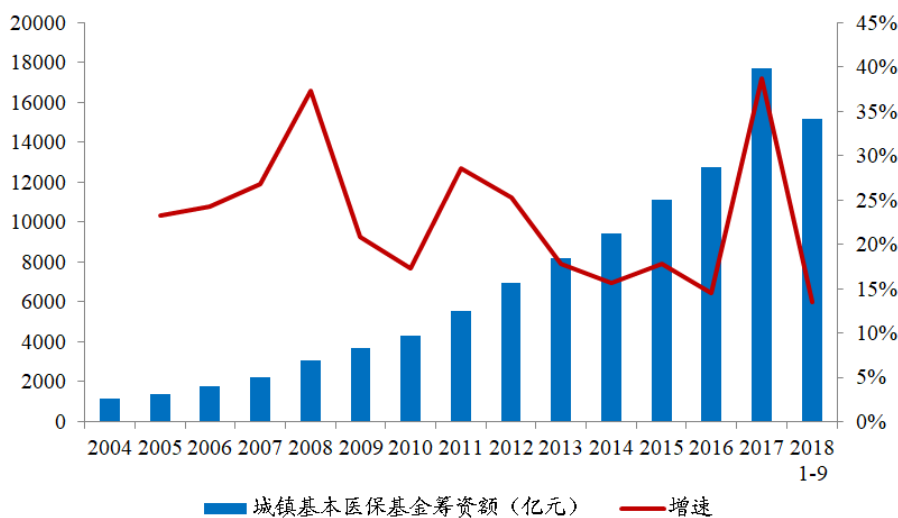
由于 2011 年 7 月 1 日社保法实施，2011 年三项医保总筹资额增速大幅反转，达 35%，大幅超出 2009 和 2010 年，接近近年来增速最高的 07 和 08 年。2012 年三项医保总筹资额增长 24%，增速虽有所回落但仍高于 2009、2010 年，基本上维持了较快增长。

2013 年，城镇基本医疗保险基金总收入 8173 亿元，支出 6801 亿元，同比增长 17.8% 和 22.7%，结余率 16.8%。2014 年，城镇基本医疗保险基金总收入 9447 亿元，支出 8009 亿元，同比增长 17.4% 和 19.6%。2015 年，城镇基本医疗保险基金总收入 11134.3 亿元，支出 9303.9 亿元，同比增长 17.9% 和 16.2%。2016 年，城镇基本医疗保险基金总收入 12751.1 亿元，支出 10548.9 亿元，同比增长 14.5% 和 13.4%。2017 年，城镇基本医疗保险基金总收入 17690.2 亿元，支出 14299.4 亿元，同比增长 38.7% 和 35.6%。我们认为筹资增速和支出增速加快的主要原因是两保合一进度加快，即新农合纳入管理。

2018 年 1-9 月城镇基本医疗保险参保人数 12.06 亿人，同比增长 6.8%，筹资额 15177.2 亿元，同比增长 13.5%；支出 11962.4 亿元，同比增长 19.5%。前 9 月收入增速比前 8 月下降 1.90 个百分点，支出增速比前 8 月下降 2.51 个百分点。同时，自 4 月开始，年初以来的累计收入增速低于支出增速，且收入增速呈明显下降趋势，收入增速和支出增速呈逐渐拉大趋势，**考虑到国家加速推进以抗癌药为主的药品医保准入谈判工作，以及新版基药目录的结构优化、或将加快治疗性用药放量，我们认为医保基金支出增速高于收入增速的情况有可能会延续。**不过根据人社部《2017 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，医保基金总收入增速超出总支出增速水平高于往年，前期有大量医保基金结余。虽然 18 年前 9 月医保基金支出增速略高于筹资增速，但整体压力不大。

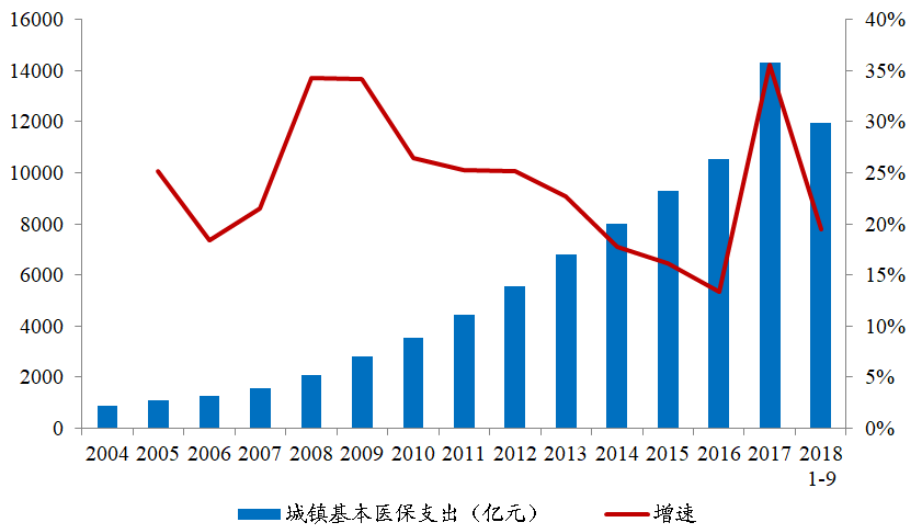
我们判断城镇职工医保基金筹资增速仍可维持 10% 左右。城镇就业人数每年增长在 2% 左右，城镇居民可支配收入增速在 8-9%。城乡居民医保筹资增速 7-8%。

图 45：城镇基本医疗保险基金筹资额（亿元）及增速



资料来源：人社部，中国银河证券研究院

图 46: 城镇基本医疗保险基金支出额 (亿元) 及增速



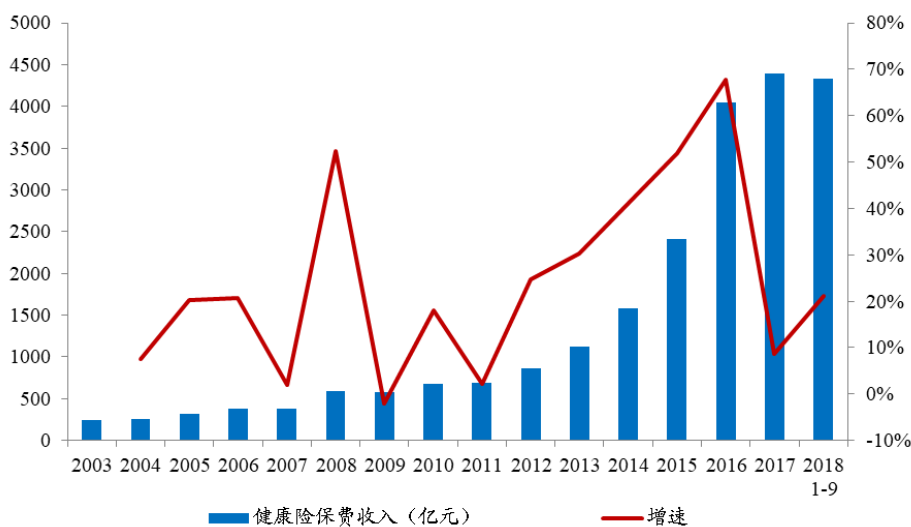
资料来源: 人社部, 中国银河证券研究院

5. 商业健康险筹资与赔付规模快速上升

2017 年健康险筹资额 4389 亿元, 同比增长 8.6%; 2018 年 1-9 月健康险筹资 4337 亿元, 同比增长 21.0%。

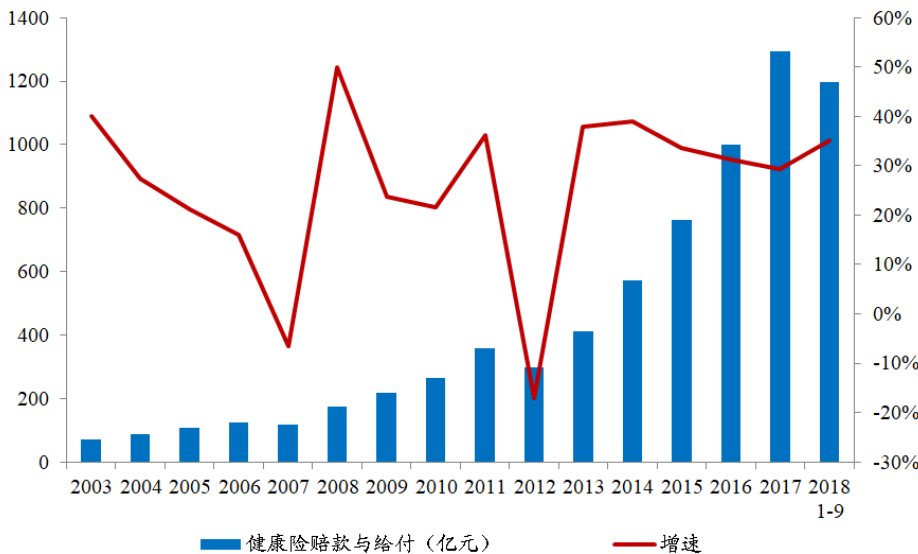
2017 年健康险赔付 1295 亿元, 增速为 29.4%; 2018 年 1-9 月健康险赔付 1195 亿元, 同比增长 35.1%, 增速持续维持高位。

图 47: 健康险筹资额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

图 48: 健康险赔付额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

6. 上市公司收入和扣非净利润增速稳定

内生增速方面: 医药行业前三季度业绩增速有所提升, 主要系 Q1 流感因素影响, Q2、Q3 增速与去年同期基本持平。2018 年前三季度医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 17.94%、17.91%、17.46%, 三季度增速分别为 18.46%、7.96% 和 10.58%。

内生+外延并购方面: 2018 年前三季度医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 20.88%、19.09%、20.15%, 三季度增速分别为 20.75%、12.11% 和 15.02%。

影响原因包括: (1) 流感影响: 17Q4 及 18Q1 流感疫情较为严重, 对感冒药和输液等品种影响较大; (2) 两票制影响: 低开转高开, 利润内化而费用难以支付出去, 17Q1 执行两票制范围较小, 后逐渐增加, 至 18Q1 已大面积执行, 对于企业收入及利润均造成影响; (3) 行业回暖: 随着各省招标陆续完成, 新品种招标放量逐渐对冲乃至超过了药品降价影响; (4) 原料药涨价因素影响: 原料药企业 18Q1 与上年同期相比价格涨幅较大。

表 29: 医药行业上市公司增速 (内生)

项目	2017Q3	2017Q1-Q3	2017A	2018H1	2018Q2	2018Q3	2018Q1-Q3
收入增速	13.51%	13.60%	14.01%	17.67%	16.83%	18.46%	17.94%
净利润增速	17.11%	13.21%	13.48%	23.09%	16.11%	7.96%	17.91%
扣非后净利润增速	10.05%	14.06%	13.10%	20.74%	12.78%	10.58%	17.46%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 30: 医药行业上市公司增速 (内生+外延)

项目	2017Q3	2017Q1-Q3	2017A	2018H1	2018Q2	2018Q3	2018Q1-Q3
收入增速	20.87%	19.97%	18.70%	20.95%	17.67%	20.75%	20.88%
净利润增速	15.53%	16.33%	16.27%	22.62%	14.73%	12.11%	19.09%
扣非后净利润增速	9.33%	16.01%	12.92%	22.61%	15.47%	15.02%	20.15%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

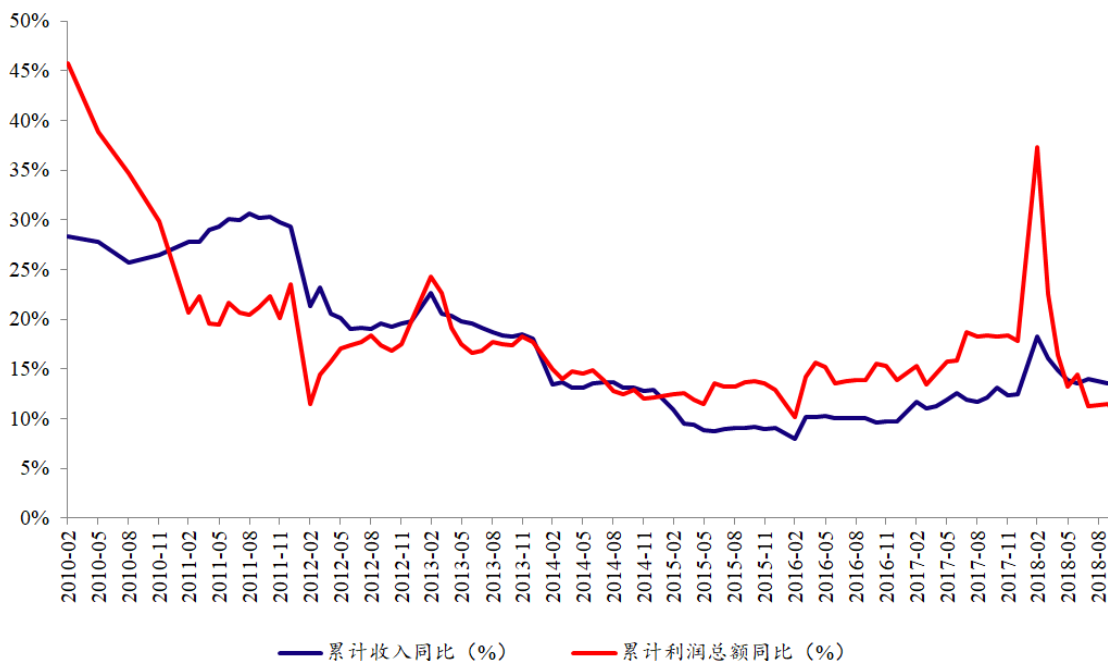
7. 统计局医药制造业数据近两年受两票制影响

2016 年, 医药制造业累计收入 28063 亿元, 同比增长 9.7%, 较 2015 年同期的 9.1% 有所回升; 利润总额 3003 亿元, 同比增长 13.9%, 较 2015 年同期的 12.9% 有所回升。

2017 年, 医药制造业累计收入增速 12.5%, 累计利润总额增速 17.8%, 增速均较 2016 年有所提升。

2018 年 1-10 月, 医药制造业累计收入增速 13.60%, 高于去年同期水平 (13.10%)。累计利润总额增速 10.40%, 低于去年同期水平 (18.20%)。我们认为近两年统计局的医药制造业的收入和利润数据受到行业两票制的影响较大。两票制后企业高开虚增了收入, 同时由于高开导致销售费用率大幅提升影响利润。我们认为统计局医药制造业数据参考意义有限。

图 49: 2010 年至今医药制造业收入及利润总额增速情况



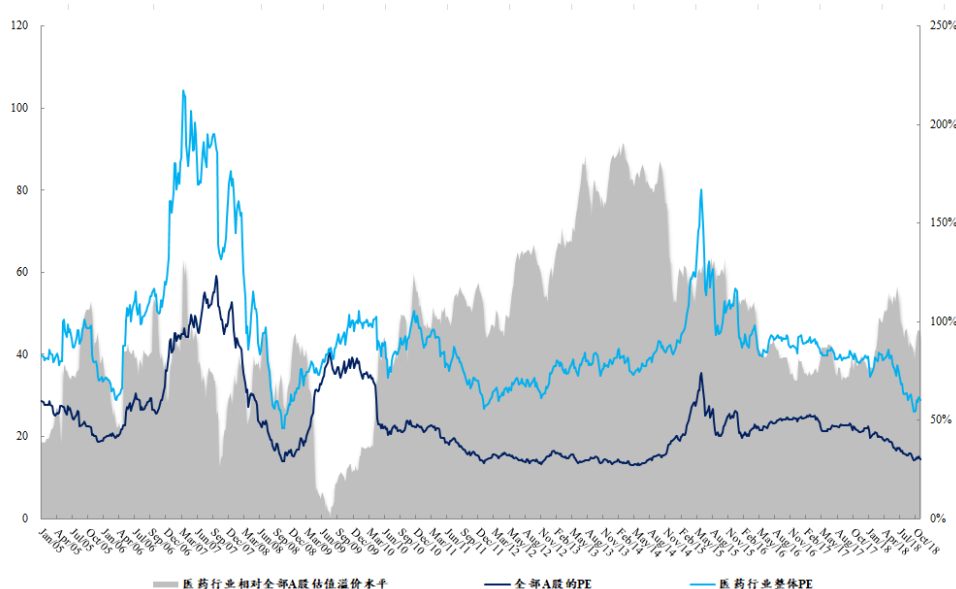
资料来源: wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

（三）国际与国内行业估值情况分析—估值压力继续缓解

与2016年和2017年同期对比，2018年估值压力继续缓解。以2018年11月23日收盘价计算，医药行业一年滚动市盈率为28.79倍，全部A股为14.54倍，分别较05年以来的历史均值低15.60个单位和9.33个单位。2017年11月24日，医药行业一年滚动市盈率为38.19倍，全部A股为21.52倍，分别较05年以来的历史均值低6.21个单位和2.34个单位。2016年11月25日，医药行业一年滚动市盈率为42.16倍，全部A股为24.64倍，分别较05年以来的历史均值低2.23个单位高0.78个单位。

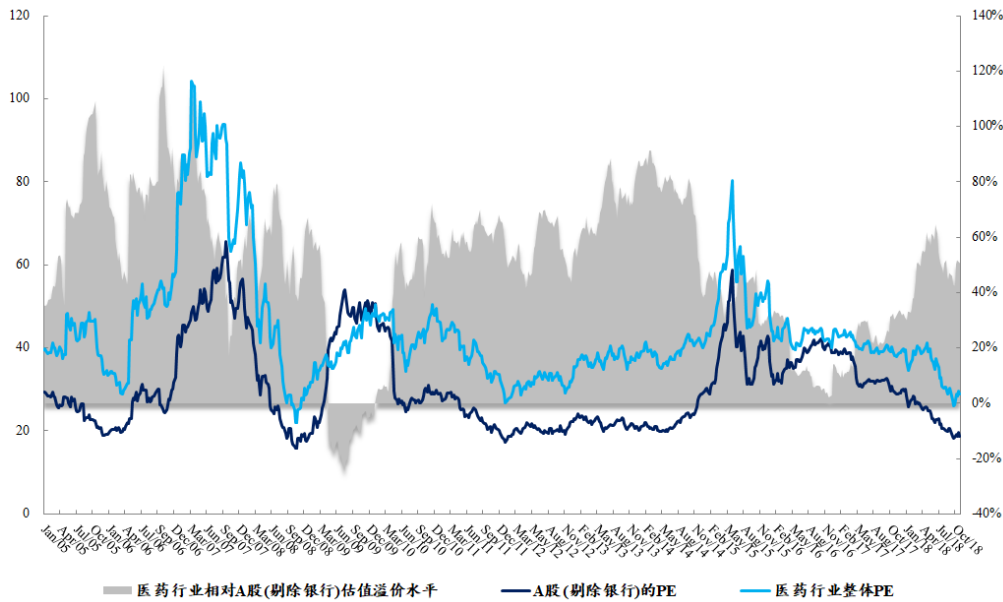
行业估值溢价率方面，目前医药股的估值溢价率较历史平均水平高3.06个百分点。当前值为98.03%，历史均值为94.98%。如果剔除银行股，再考虑医药股的估值溢价情况，则当前医药股的股溢价率较历史平均水平高3.46个百分点，当前值为53.46%，历史均值为50.01%。

图 50：医药股估值溢价情况



资料来源：中国银河证券研究院

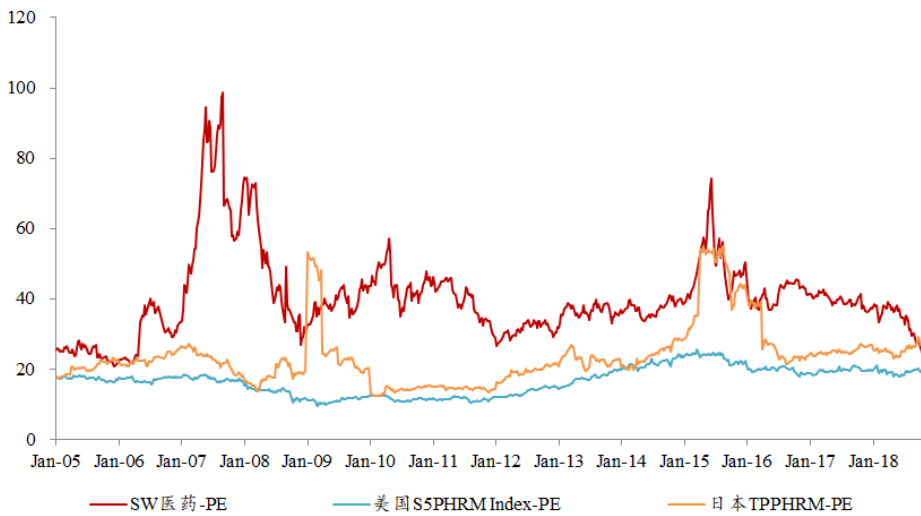
图 51: 医药股估值溢价情况-剔除银行股



资料来源: 中国银河证券研究院

国内医药板块市盈率高于美日，相对溢价率处于较低水平。以 2018 年 11 月 23 日收盘价计算，国内医药板块的动态市盈率为 27.43 倍（指数法，TTM）。同期美国医药板块为 18.86 倍，日本医药板块为 25.33 倍，我国医药板块 PE 高于美国和日本。以 SW 医药对各国医药板块的 PE 溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低 107.3 个百分点，当前值为 45.4%，历史均值为 152.8%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低 78.3 个百分点，当前值为 8.3%，历史均值为 86.6%。我们认为国内医药指数市盈率估值水平普遍高于国际医药指数的原因主要是国内医药上市公司整体增速高于全球药品市场增速，国内上市公司整体增速在 10-15%，而全球药品市场增速在 5% 左右。

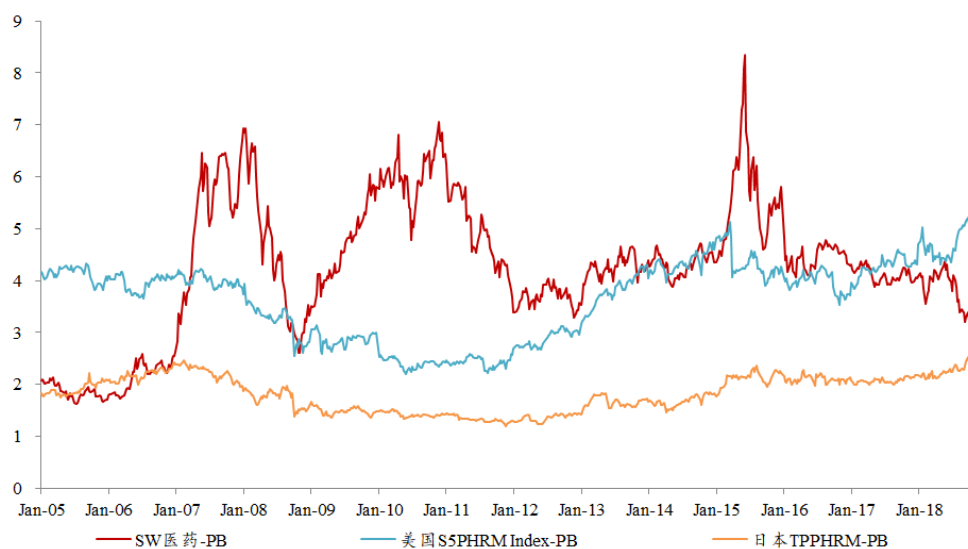
图 52: 各国医药板块 PE 比较



资料来源: wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

国内医药板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史较低水平。以 2018 年 11 月 23 日收盘价计算，国内医药板块的市净率为 3.02 倍，同期美国医药板块为 4.81 倍，日本医药板块为 2.22 倍，我国医药板块 PB 低于美国，高于日本。以 SW 医药对各国医药板块的 PB 溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低 62.0 个百分点，当前值为 -37.2%，历史均值为 24.9%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低 109.2 个百分点，当前值为 36.1%，历史均值为 145.2%。国内医药指数市净率估值水平低于美国而明显高于日本，主要原因是美国市场以创新药为主，盈利能力明显强于中国和日本的医药企业。

图 53: 各国医药板块 PB 比较



资料来源: wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

（四）国内龙头公司估值与国际巨头相当

我们筛选全球市值在 500 亿美元以上（及接近 500 亿美元）的国际巨头及在细分领域具有代表性的共计 52 家国际医药龙头公司，计算了其 2018Q1-Q3 及 2017 年的收入、净利润增速及估值等。**从收入角度看**，18Q1-Q3 收入增速平均为 7.32%，中位数为 6.63%，多数处于 0%~20% 区间；2017 收入同比增速平均为 7.57%，中位数为 5.03%，多数位于 0%~20% 区间。**从净利润角度看**，18 Q1-Q3 净利润增速平均为 29.09%，中位数为 20.68%，多数处于-100%~100% 区间；上一年度净利润同比增速平均为-73.07%，中位数为 2.58%，多数位于-80%~80% 区间。**而其所对应的估值**（以 2018.11.21 计）平均数为 52.11 倍，估值中位数为 23.71 倍，多数处于 10~100 倍之间。

A 股市场，我们列示国内市值居前的 25 只医药行业白马股及重点覆盖公司如下表。**从收入角度看**，其 18Q1-Q3 收入增速均值为 22.90%，中位数为 17.05%，多数位于 0%~40% 区间；2017 年收入平均增速为 21.26%，中位数为 20.12%，多数位于 8%~35% 区间。**从净利润角度看**，25 支白马股 18Q1-Q3 净利润增速均值为 25.99%，中位数为 22.10%，主要处于 0%~75% 之间；2017 净利润平均增速为 23.50%，中位数为 24.25%，多数位于 5%~40% 之间。而观察其目前的**估值水平**（以 2018.11.23 计），市盈率平均为 28.09 倍，中位数为 23.88 倍，主要位于 10~70 倍区间。

从 2017 年全年及 18 年至今的表现看，国内医药行业白马股收入、净利润皆表现稳健。其中 18Q1-Q3 净利润中位数增速与 17 年全年相比持平，分别为 22%和 24%，而全球巨头 17 年净利润增速中枢为 2.58%，18 年 Q3 上升至 20.7%；收入增速的差异也同样很大，国内白马 17 年及 18Q1-Q3 收入增速中位数分别为 20%和 17%，而国际巨头仅分别为 5%和 7%左右，国内白马平均收入增速高出全球医药巨头 10~15 个百分点。

估值上看，国际巨头当前 PE 平均数为 52.11 倍，中位数为 23.71 倍，国内大市值白马市盈率平均为 28.09 倍，中位数为 23.88 倍。

总体而言，国内医药行业龙头白马股业绩增速显著高于国际医药巨头，而其估值水平相当；且国内医药龙头白马收入、业绩增速确定性较高，体现当前政策环境及行业发展阶段的强者恒强规律。国内龙头公司成长性佳、长期发展具有确定性。

表 31: 国际医药巨头及细分领域龙头业绩增速与估值 (市值单位: 百万美元, 截止 2018.11.21)

股票代码	公司名称	性质	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM	当前市值
			18Q1-Q3	Y17	18Q1-Q3	Y17	2018/11/21	2018/11/21
JNJ UN	强生	国际巨头	2.01%	-92.14%	8.77%	6.34%	283.98	380,814
UNH UN	联合健康	医疗保险	28.89%	50.46%	12.56%	8.83%	20.45	250,658
NOVN SE	诺华	国际巨头	99.34%	14.76%	6.85%	1.41%	15.56	226,255
PFE UN	辉瑞	国际巨头	27.82%	195.33%	2.13%	-0.53%	10.91	249,138
ABBV UN	艾伯维	国际巨头	42.91%	-10.82%	19.39%	10.06%	17.80	129,588
MRK UN	默克	国际巨头	27.67%	-38.93%	5.41%	0.79%	57.09	194,482
AMGN UW	安进	国际巨头	3.57%	-74.37%	2.76%	-0.62%	52.10	122,837
NOVOB DC	诺和诺德	国际巨头	8.26%	2.69%	5.15%	2.06%	17.52	108,328
BMJ UN	百时美施贵宝	国际巨头	12.74%	-77.41%	8.23%	6.94%	60.45	86,833
MDT UN	美敦力	国际巨头	-13.01%	-22.94%	2.92%	0.82%	56.35	125,154
ABT UN	雅培	国际巨头	31.34%	-65.93%	15.21%	31.35%	142.77	120,362
GILD UW	吉利德科学	国际巨头	-35.81%	-65.72%	-18.98%	-14.09%	55.62	86,336
SAN FP	赛诺菲	国际巨头	-46.87%	82.77%	3.53%	6.45%	22.60	112,085
BAYN GY	拜耳	国际巨头	-17.40%	65.23%	-7.84%	2.26%	9.69	66,527
GSK LN	葛兰素史克	国际巨头	21.15%	59.63%	6.14%	2.85%	40.45	99,964
LLY UN	礼来	国际巨头	45.03%	-107.46%	8.42%	7.77%	249.40	118,888
AZN LN	阿斯利康	国际巨头	-34.06%	-14.23%	-6.08%	-2.33%	41.50	100,415
TMO UN	赛默飞世尔	医疗器械	20.21%	10.04%	20.04%	14.47%	36.81	93,808
CELG UW	新基医药	创新药	-1.59%	47.07%	18.11%	15.80%	17.19	47,227
WBA US	沃尔格林	药房	38.99%	-2.28%	12.35%	0.74%	15.73	75,705
CVS US	CVS	药房	-105.25%	24.54%	2.41%	4.08%	24.70	76,502
SYK UN	史赛克	医疗器械	17.02%	-38.07%	9.27%	9.88%	50.72	61,494
BIIB UW	百健	创新药	22.82%	-31.43%	10.70%	7.21%	20.41	63,580
ANTM UN	安森保险	医疗保险	27.33%	55.59%	2.04%	6.10%	16.16	72,148
BDX UN	碧迪	医疗器械	-17.07%	12.70%	40.70%	-3.12%	550.09	64,929
AET UN	安泰保险	医疗保险	106.08%	-16.16%	1.53%	-4.15%	18.39	66,888
AGN UN	艾尔建	仿制药	89.01%	-127.55%	0.80%	9.40%	24.15	52,053
ISRG UW	直觉外科	医疗器械	18.94%	-10.31%	19.21%	15.70%	73.49	56,143
FRE GY	费森尤斯集团	医疗器械	24.76%	16.21%	5.20%	18.90%	13.04	31,305
4502 JT	武田药品工业	创新药	-41.10%	58.64%	0.77%	-0.26%	24.00	30,372
ESRX UW	快捷药方	医疗服务	17.46%	32.69%	1.73%	-0.22%	11.03	53,753
VRTX UW	福泰制药	创新药	235.61%	335.14%	18.53%	46.20%	64.10	40,953
SHP LN	沙尔制药	创新药	46.07%	1204.67%	4.91%	33.03%	11.14	53,674
HUM UN	Humana	医疗保险	-41.34%	298.70%	5.34%	-1.13%	28.09	41,856
BSX UN	波士顿科学	医疗器械	78.72%	-70.03%	9.38%	7.89%	73.62	47,880
BAX UN	百特	医疗器械	61.93%	-85.56%	6.41%	3.92%	29.65	34,871
PHIA NA	飞利浦公司	医疗器械	-44.59%	16.78%	7.69%	4.15%	23.43	35,451
HCA UN	HCA	医疗服务	56.31%	-23.32%	7.33%	5.12%	15.08	46,396

REGN UW	再生元	创新药	58.44%	33.83%	11.50%	20.82%	21.93	37,143
ILMN UW	Illumina	医疗器械	-6.38%	56.92%	24.87%	14.74%	67.22	46,142
MCK UN	McKesson	分销商	-120.14%	-98.68%	3.61%	4.95%	210.02	23,799
4503 JT	安斯泰来	创新药	5.09%	-26.53%	2.27%	-3.27%	17.27	29,055
EW UN	爱德华生命科学	医疗器械	21.96%	2.48%	7.79%	15.91%	44.55	30,985
MYL US	迈兰公司	仿制药	-33.30%	45.00%	-3.62%	7.50%	32.10	17,212
CAH UN	康德乐公司	分销商	-141.30%	34.84%	6.95%	4.23%	22.89	15,824
ABC UN	美源伯根	分销商	579.43%	-74.47%	10.87%	4.29%	11.64	18,529
TEVA IT	梯瓦制药	仿制药	115.56%	-5043.77%	-15.85%	2.20%	-2.04	24,053
INCY UW	Incyte 有限公司	创新药	124.73%	-400.46%	23.94%	38.93%	-123.21	13,635
LH UN	美国实验控股	医疗服务	34.58%	73.23%	12.99%	8.29%	11.60	16,214
DGX UN	Quest Diagnostics	医疗服务	17.57%	19.69%	2.80%	2.58%	15.06	12,683
UHS UN	环球健康服务	医疗服务	16.70%	7.10%	3.23%	6.59%	14.68	12,090
VAR UN	瓦里安医疗	医疗器械	25.63%	-37.96%	10.10%	1.80%	70.98	10,527
均值			29.09%	-73.07%	7.32%	7.57%	52.11	77,568
中位数			20.68%	2.58%	6.63%	5.03%	23.71	54,948
最小值			-141%	-5044%	-19%	-14%	-123.21	10,527
最大值			579%	1205%	41%	46%	550.09	380,814

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (市盈率根据稀释每股收益计算得出)

表 32: 港股及中概股龙头业绩增速与估值 (美股单位: 百万美元; 港股单位: 亿人民币)

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM		当前市值	
		18Q1-Q3	Y17	18Q1-Q3	Y17	2018/11/23	2018/11/23	2018/11/23	2018/11/23
BGNE UW	百济神州	/	19.45%	/	23703.18%	-46.88		7683	
CBPO UW	泰邦生物	0.61%	-35.16%	25.56%	8.57%	40.48		2896	
1093.HK	石药集团	33.77%	31.88%	41.41%	25.01%	28.66		878	
1177.HK	中国生物制药	21.96%	13.47%	37.42%	-6.36%	30.63		791	
1099.HK	国药控股	7.18%	13.68%	8.48%	7.48%	16.93		944	
0950.HK	李氏大药厂	/	-7.72%	/	8.46%	15.63		32	

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (市盈率根据稀释每股收益计算得出)

表 33: 国内医药白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 (市值单位: 亿人民币元; 截止 2018.11.23)

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM		当前市值	
		18Q1-Q3	Y17	18Q1-Q3	Y17	2018/11/23	2018/11/23	2018/11/23	2018/11/23
600276.SH	恒瑞医药	25.10%	24.25%	23.77%	24.72%	60.67		2306.08	
600196.SH	复星医药	-13.44%	11.36%	39.99%	26.69%	25.11		703.05	
600518.SH	康美药业	22.10%	22.77%	30.31%	22.34%	12.46		597.86	
000538.SZ	云南白药	4.88%	7.71%	9.53%	8.50%	23.88		781.36	
601607.SH	上海医药	25.41%	10.14%	18.75%	8.35%	13.51		567.85	
600332.SH	白云山	131.50%	36.71%	87.11%	4.58%	14.52		582.85	

000963.SZ	华东医药	21.48%	23.01%	8.17%	9.66%	23.19	486.88
600085.SH	同仁堂	3.72%	9.02%	7.09%	10.63%	38.53	403.76
002294.SZ	信立泰	5.12%	3.97%	13.96%	8.35%	16.81	253.45
300015.SZ	爱尔眼科	41.43%	33.31%	39.75%	49.06%	65.12	654.24
300003.SZ	乐普医疗	54.89%	32.36%	39.33%	30.85%	40.91	533.61
002773.SZ	康弘药业	21.84%	29.68%	3.95%	9.70%	32.93	242.04
600867.SH	通化东宝	6.02%	30.52%	8.43%	24.75%	32.65	285.85
600535.SH	天士力	20.24%	17.01%	16.69%	15.41%	20.12	323.41
000423.SZ	东阿阿胶	-1.73%	10.36%	-2.16%	16.70%	14.23	287.77
600436.SH	片仔癀	36.35%	50.53%	30.65%	60.85%	47.70	501.96
000513.SZ	丽珠集团	-77.86%	12.14%	4.90%	11.49%	21.04	236.21
600998.SH	九州通	35.58%	64.87%	17.05%	20.12%	21.89	276.20
603858.SH	步长制药	7.57%	-7.43%	-1.69%	12.52%	14.01	241.44
002422.SZ	科伦药业	164.80%	28.04%	54.63%	33.49%	24.21	335.48
000661.SZ	长春高新	72.20%	36.53%	56.36%	41.58%	32.06	324.91
600521.SH	华海药业	-47.38%	27.64%	9.48%	22.21%	40.89	167.36
600566.SH	济川药业	44.25%	30.97%	31.57%	20.61%	18.72	304.17
600056.SH	中国医药	23.08%	36.73%	2.71%	16.02%	9.86	152.90
002007.SZ	华兰生物	22.69%	5.19%	22.19%	22.41%	37.28	358.36
	均值	25.99%	23.50%	22.90%	21.26%	28.09	476.36
	中位数	22.10%	24.25%	17.05%	20.12%	23.88	335.48
	最大值	164.80%	64.87%	87.11%	60.85%	65.12	2306.08
	最小值	-77.86%	-7.43%	-2.16%	4.58%	9.86	152.90

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 丽珠集团 17 年净利润增速已扣除土地转让收益约 34.98 亿元, 九州通 18H1 净利润增速已扣除 17H1 拆迁补偿款收益约 3.86 亿元

(五) 投资策略

1. 看好创新药械及创新服务产业链

我们陆续发布 4 篇创新药深度报告，持续看好创新药投资成为医药投资的重中之重。我们在 2011 年、2014 年、2017 年和 2018 年陆续发布四篇创新药深度报告。2011 年发布二级市场第一篇创新药深度报告《透视我国创新药物研发，关注潜在品种》。3 年后的 2014 年，观察到国内创新药研发的政策环境逐步向好，产业氛围愈发浓厚，再度发布《创新药系列深度研究第二篇：时机日渐成熟，期待创新大时代》。再时隔 3 年后的 2017 年，我们观察到创新药产业环境进一步发生了翻天覆地的变化，并且前些年制约我国创新药产业发展的因素均大为改观，我们认为第二篇报告所期待的创新大时代已逐渐来临，由此发布第三篇创新药系列深度报告《拥抱医药创新的新时代》。在 2018 年中，我们发现药品审评审批有效缩短了研发上市周期，鼓励药械创新系列配套政策持续落地，并且部分早期就布局研发创新的药企已逐步进入收获期。未来我国有望在全球药物创新中取得一席之地。由此发布第四篇创新药系列深度报告《医药创新的收获期逐渐来临》。

我们认为，创新是医药行业的永恒主题。全球范围来看，医药行业的投资机会紧密围绕创新展开。重磅新药可带来丰厚的经济效益，因此创新药研发对全球医药巨头意义非凡。一方面，我们看好具有持续创新能力的创新药械公司，如创新药龙头恒瑞医药、创新器械龙头乐普医疗，同时关注贝达药业、康弘药业等；另一方面，我们看好服务于创新药的 CRO/CDMO 公司凭借创新浪潮中的“卖水者”逻辑保持高速增长。我们看好凯莱英，同时关注药明康德、昭衍新药、泰格医药等。

(1) 看好具备持续创新能力的创新药械公司

今年我国有多款创新药获批或报产。在医药创新新时代的大背景下，国内药企的研发创新意识不断加强，同时药品优先审评审批、鼓励药械创新等政策也有效地缩短了创新药的研发上市周期。2018 年我国创新药研发已进入收获期。据我们统计，截至 2018 年 11 月 15 日国内获批的创新药品种如下表所示，其中重磅的品种包括吡咯替尼、硫培非格司亭、艾博卫泰、安罗替尼和四价流感疫苗等。同时，我们也梳理了今年报产的创新药，结果如下表所示，值得注意的是，目前国产 PD-1 已有 4 家报产，包括恒瑞、信达、君实和百济神州。

我们认为国内医药创新的大时代已经来临，新药研发的收获期正在到来。创新药投资成为医药投资的重中之重，未来我国有望在全球药物创新中取得一席之地。我们认为具备持续创新能力的公司具备基业长青气质，值得重点关注。我们看好创新药龙头恒瑞医药、创新器械龙头乐普医疗，同时关注贝达药业、康弘药业等。

表 34: 国内 2018 年获批的自主研发创新药 (截至 2018 年 11 月 15 日)

药品	企业	机理	适应症	注册分类	研发进度	状态开始日期	治疗领域分类
I 型+III 型脊髓灰质炎减毒活疫苗糖丸 (人二倍体细胞)	中科院医学生物研究所	获得性免疫	脊髓灰质炎	预防用生物制品 6	获批	2018/10/29	抗感染
呋喹替尼	和记黄埔	VEGFR 抑制剂	晚期胃癌、非小细胞肺癌、结直肠癌	化药 1	获批	2018/9/13	肿瘤
马来酸吡咯替尼	恒瑞医药	HER1/HER2 抑制剂	HER2 阳性转移性乳腺癌	化药 1	获批	2018/8/14	肿瘤
聚乙二醇化重组集干扰素变异体注射液	凯因科技	PEG-IFN-SA	慢性丙型肝炎	治疗用生物制品 9	获批	2018/7/6	抗病毒
丹诺瑞韦	歌礼生物	NS3/4A 蛋白酶抑制剂	全身用抗感染药物	化药 1	获批	2018/6/11	抗感染
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物	获得性免疫	流感预防-成人型 (3 岁及以上人群)	预防用生物制品 6	获批	2018/6/15	呼吸系统疾病
流感病毒裂解疫苗 (四价)	长生生物	获得性免疫	流感预防-成人型 (3 岁及以上人群)	预防用生物制品 6	获批	2018/6/15	呼吸系统疾病
注射用艾博卫泰	前沿生物	GP41 抑制剂	艾滋病	化药 1	获批	2018/5/23	免疫系统疾病
硫培非格司亭	恒瑞医药	PEG-G-CSF	放化疗相关中性粒细胞减少症	治疗用生物制品 9	获批	2018/5/17	肿瘤
安罗替尼	正大天晴	VEGFR 抑制剂	转移性结直肠癌	化药 1	获批	2018/5/17	肿瘤

资料来源: SDA, CDE, 米内网, 公司年报, 中国银河证券研究院

表 35: 国内 2018 年报产的自主研发创新药 (截至 2018 年 11 月 15 日)

药品	企业	机理	适应症	注册分类	研发进度	状态开始日期	治疗领域分类
苯磺酸瑞马唑仑	人福药业	GABA _A 受体激动剂	麻醉	化药 1	申请生产	2018/11/14	镇静类
依达拉奉右旋莪醇	先声药业	清除脑卒中后自由基, 抑制炎症细胞因子表达	急性缺血性卒中	化药 1	申请生产	2018/10/31	心脑血管系统疾病
赞布替尼	百济神州	BTK 抑制剂	CLL/SLL	化药 1	申请生产	2018/10/23	白血病/肿瘤
磷丙泊酚二钠	人福药业	GABA _A 受体激动剂	短效全身麻醉药	化药 1	申请生产	2018/10/9	镇静类
重组结核杆菌融合蛋白 (EC)	智飞生物	变态反应原皮试 (IST)	结核杆菌感染筛查	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/9/6	抗感染
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/9/4	肿瘤
赞布替尼	百济神州	BTK 抑制剂	MCL	化药 1	申请生产	2018/8/27	肿瘤

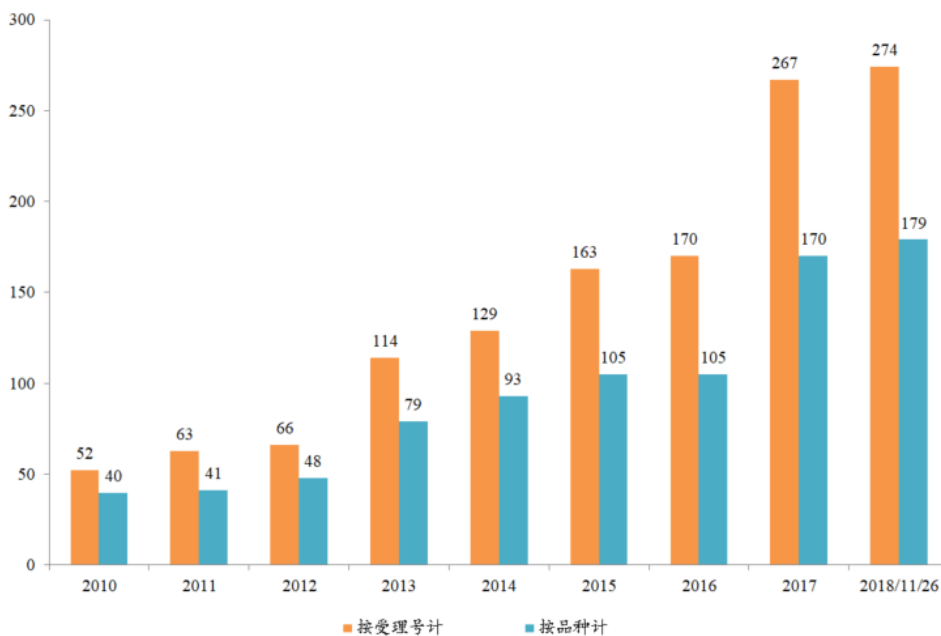
盐酸拉维达韦	歌礼生物	NS5A	HCV	化药 1	申请生产	2018/8/2	抗病毒
甲磺酸氟马替尼	豪森药业	Bcr-Abl	慢性髓细胞白血病	化药 1	申请生产	2018/7/16	血液病
马来酸艾维替尼	艾森药业	EGFR-T790M	肺癌	化药 1	申请生产	2018/6/21	肿瘤
KW-136 胶囊	凯因科技	NS5A 蛋白酶抑制剂	HCV	化药 1	申请生产	2018/6/20	抗病毒
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物	获得性免疫	流感预防-儿童型(6月-35月龄人群)	预防用生物制品 6	申请生产	2018/5/14	呼吸系统疾病
鼻喷冻干流感减毒活疫苗	百克生物	获得性免疫	预防流行性感冒	预防用生物制品 6	申请生产	2018/5/4	呼吸系统疾病
母牛分枝杆菌疫苗(结核感染人群用)	智飞生物	获得性免疫	预防结核杆菌潜伏感染人群发生结核病	预防用生物制品 1	申请生产	2018/4/27	呼吸系统疾病
卡瑞利珠单抗(SHR-1210)	恒瑞医药	PD-1	霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/4/20	肿瘤
信迪利单抗(ICI308)	信达生物	PD-1	霍奇金淋巴瘤	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/4/17	肿瘤
重组人乳头瘤病毒 16/18 型双价疫苗(大肠杆菌)	万泰生物	获得性免疫	预防宫颈癌	预防用生物制品 1	申请生产	2018/3/29	肿瘤
优替德隆注射液	华昊中天	非紫杉类抗微管蛋白聚合	乳腺癌	化药 1	申请生产	2018/3/27	肿瘤
注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	恒瑞医药	GABA _A 受体激动剂	全身麻醉	化药 1	申请生产	2018/3/16	麻醉
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	黑色素瘤	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/3/15	抗肿瘤
重组人血管内皮抑素	吴中医药	广谱血管生成抑制剂	非小细胞肺癌	治疗用生物制品 1	申请生产	2018/3/8	肿瘤
四价流感病毒裂解疫苗	长生生物	获得性免疫	流感预防-儿童型(6月-35月龄人群)	预防用生物制品 6	申请生产	2018/2/13	呼吸系统疾病
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	沃森生物	获得性免疫	预防肺炎链球菌感染	预防用生物制品 3	申请生产	2018/2/5	呼吸系统疾病
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	肿瘤消融	严重气道阻塞的中央型非小细胞肺癌的治疗	化药 1	申请生产	2018/1/16	肿瘤
可利霉素片	同联集团	大环内酯类抗生素	细菌感染	化药 1	申请生产	2018/1/8	抗感染

资料来源: SDA, CDE, 药智网, 米内网, 公司年报, 中国银河证券研究院

(2) 看好服务于创新药的 CRO、CDMO 公司

看好创新服务产业链公司凭借“卖水者”逻辑保持高景气。一方面，目前全球医药研发外包的比例不断加大，并呈现出由发达国家向发展中国家快速转移的趋势。国内 CRO、CDMO 企业将受益于医药研发外包业务的转移趋势。另一方面，近年来，我们观察到产业环境的巨变引领医药行业发展进入创新的新时代：首先，控费与降价的大环境倒逼企业创新。其次，2015 年以来药审改革深度力度空前，意义深远。尤其是 17 年 10 月 8 日中办国办联合发文鼓励药械创新对于我国医药产业创新发展具有里程碑意义；最后，国内创新药的赚钱效应开始凸显。可见前些年制约我国创新药产业发展的因素已被清除，药企研发新药的积极性大幅提升。根据我们的统计，自 2017 年以来我国创新药 IND 数量远高于前些年，保持爆发态势。而在研发成本、专业人才以及研发时间的压力之下，药企倾向于以研发外包的形式降低研发成本、提升研发效率。因此我们持续看好 CRO/CDMO 等服务于创新的公司凭借“卖水者”逻辑保持高景气，我们看好凯莱英，同时关注药明康德、昭衍新药和泰格医药等。

图 54: 2010 年至今我国创新药 IND 申报数量 (截至 2018.11.26)



资料来源: CDE, 中国银河证券研究院

2. 看好 OTC 板块龙头

OTC (Over The Counter, 非处方药) 是指不需要医生处方, 消费者直接在药店即可购取的药物。经过研究, 我们看好 OTC 行业保持较高增速发展, 主要原因包括: (1) **行业集中度不断提升**; (2) **医药消费升级, 品牌意识提升, 利好品牌 OTC 企业**; (3) **行业不受招标影响, 普遍存在提价现象**; (4) **销售门槛提升, 向控销模式转变**。

药店连锁化程度加速提升, 品牌 OTC 有望与之协同发展。我国药店连锁化率正处于持续提升阶段, 根据商务部数据, 2006 年连锁药店共 12.2 万家, 连锁化率为 38.1%; 2017 年连锁药店增长至 22.9 万家, 连锁化率提升至 50.4%。预计随着处方外流、医院药占比及新版《全国零售药店分类分级管理意见》的发布, 国内的药店连锁化率将进一步提高。连锁药店更重视品牌 OTC 产品的销售, 近年来连锁药店销售产品中品牌 OTC 的占比也呈现提升趋势。同时, 品牌 OTC 产品可更好地满足消费者需求, 对零售药店提高单店产出、增强客户黏性具有重要的作用, 如帮助连锁药店举办促销活动、提供多元化健康服务等。连锁药店的快速发展也对 OTC 行业的终端销售能力提出要求。

品牌壁垒和销售渠道壁垒提升, 小企业加速退出, 推动 OTC 行业集中度加速提升。一方面, **两票制+营改增导致流通环节被压缩, 小企业建立渠道难度提升。**传统 OTC 药品推广渠道主要采取招商代理的模式, 随着营改增+两票制在全国范围的全面执行, 流通环节被大幅压缩, 小型经销商或代理商大面积退出, 导致小 OTC 企业建立推广渠道的难度加大。另一方面, **2015 年新广告法实施+互联网时代下信息获取多元化, 导致已有品牌壁垒提升。**2015 年广告法禁止明星和 10 岁以下儿童做广告, 并且互联网时代下获取信息的途径更加多元化, OTC 企业通过电视广告提升知名度的效用已明显不如过去, 塑造品牌知名度的壁垒提升。

销售模式由渠道驱动转为终端驱动, 有利于业绩长期稳定释放。由于两票制全面推开带动的流通企业的话语权提升, OTC 公司为了降低产品滞销和被操纵的风险, 由过去的经销模式向终端控销模式转变。公司通过自己组建销售团队进行产品推广, 加快拓展终端渠道, 并让利给终端, 与终端之间形成良性的互动。一方面强大的推广队伍依靠公司丰富的产品集群, 为药店终端提供丰富产品组合和营销策略, 提供各种增值服务, 从而提高终端粘性。反过来, 丰富的产品集群又能够支撑起庞大的推广队伍, 保证销售人员有合理的收入, 保障销售团队的进一步成长壮大。如此, 形成了正向的循环。因此销售模式向终端驱动转变, 可提高厂家的自主销售权, 有利于业绩长期稳定释放。

医药消费升级, 消费者品牌意识提升, 利好品牌 OTC 企业。品牌消费与个性化消费、奢侈品相比, 受众群体更加宽泛。随着医药消费升级, 消费者品牌意识提升, OTC 龙头企业凭借品牌优势更受消费者青睐。

OTC 不受招标降价等行业负面因素影响, 普遍存在提价, 品牌企业更是明显。在医保控费、招标降价、严控药占比等行业负面政策导致的大部分药品价格下降、利润压缩、放量受阻等环境之下, OTC 由于不需要医生处方, 消费者直接在药房或药店即可购买, 因此不受上述政策影响, 相对受益明显。同时, 由于前述的行业集中度提升、消费升级等因素, 在渠道和终端上积累了一定知名度的企业, 其产品存在持续提价的空间。尤其是 OTC 品牌龙头, 消费者对其价格相对不敏感, 认可品牌带来的溢价。

综上所述, 一方面, OTC 行业目前整体上处于集中度提升过程, 品牌壁垒和销售渠道壁

全都在提升，在前期的营改增、两票制、广告法等政策影响下小企业加速退出。同时，医药消费升级，医药消费者的品牌意识提升，也利于拥有品牌的龙头企业。另一方面，从医改角度讲，OTC 主要为药店消费的自费药，不受医保控费、降价、药占比等政策的影响。我们重点推荐仁和药业，建议关注葵花药业、亚宝药业等。

表 36: 代表性品牌 OTC 企业的业绩及估值

公司	营业收入 (亿元)		营收增速 (%)		归母净利润 (亿元)		归母净利增速 (%)		PE (TTM)
	17A	18Q1-Q3	17A	18 Q1-Q3	17A	18 Q1-Q3	17A	18 Q1-Q3	
仁和药业	38.44	33.36	7.76%	22.88%	3.80	3.93	2.11%	51.95%	18.32
亚宝药业	25.59	22.35	41.66%	21.54%	2.00	2.13	788.94%	43.99%	23.72
羚锐制药	18.49	15.95	28.43%	22.25%	2.17	2.13	-37.21%	11.77%	21.16
葵花药业	38.55	31.35	14.61%	19.62%	4.24	3.45	39.93%	40.50%	20.13
华润三九	111.20	94.44	23.81%	26.20%	13.0	11.12	8.67%	15.99%	17.98
康恩贝	52.94	53.94	-12.07%	42.57%	7.11	7.67	61.23%	26.27%	20.27

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 看好医药流通行业受招标及两票制影响消退，龙头增速回暖

新标执行及两票制落地之影响逐步消退，医药流通行业 18 年体现业绩增速回暖趋势。

各省新一轮招标之不利影响已基本结束：自《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发[2015]7 号）和《国家卫生计生委关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》（国卫药政发[2015]70 号）文发布之后，绝大多数省份的基药、非基药招标已完成并执行了 3 个月以上（少数省份沿用 13 标、14 标）。我们统计了各省自 7 号文 70 号文发文以来招标进展，当前基药标仍在进行中的仅有甘肃省，其他省份均已完成超过 3 个月（包括沿用 13、14 标及少数药交所模式省份）；非基药标仍在进行的仅有甘肃省和陕西省，此外海南省于 18 年 9 月起换标执行，其他省份均已完成 3 个月以上（包括沿用 13、14 标及少数药交所模式）。整体来看，占全国西药市场销售比例 97.71% 和中成药市场比例 97.72% 的省份招标进院工作已经稳定，新旧标切换、招标降价等对流通行业之不利影响已基本结束。

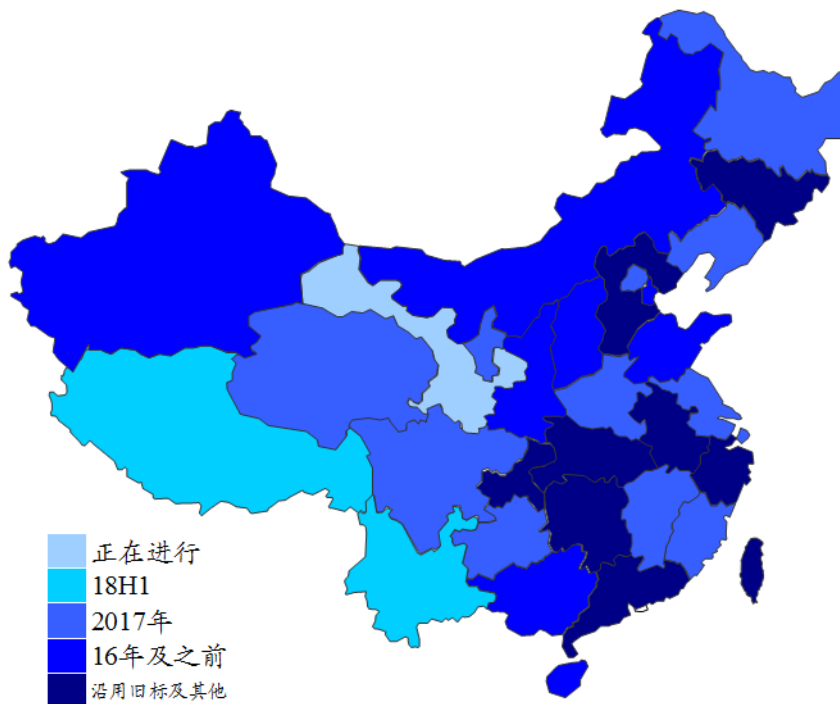
表 37: 各省新一轮药品招标完成时间

省份	中标执行时间			17 年销售占全国比例 (%)	
	基药	非基药	低价药	西药	中成药
甘肃	进行中(2018.9 价格公示)	中成药 2016.3 中标执行 其他进行中(2018.9 价格公示)	2016.10	0.60	0.97
陕西	2016.12	进行中(2018.12 技术标申诉)	2015.11	1.69	2.28
海南	2016.2	2018.9	2016.5	1.20	0.58
西藏		2018.1	2017.12	0.34	0.00
云南		2018.1	进行中(2018.10 资格审核公示)	3.89	4.00
江苏		2017.12	2016.12	7.64	8.47
贵州		2017.12	2018.1	1.11	1.76
宁夏		2017.11	2018.4	0.72	0.73
辽宁		2017.8	2017.8	2.22	2.89
山西	2016.1	2017.8	2016.1	2.01	1.83
河南		2017.8	2016.10	5.62	4.15
江西		2017.8	2017.8	1.33	2.11
青海		2017.7	2017.9	0.16	0.18
湖北	沿用 14 标	2017.7	沿用 14 标	3.97	2.71
黑龙江		2017.5	2016.11	1.24	2.29
福建		2017.5		2.15	0.96
北京		2017.4		7.82	9.59
上海		2017.4	2015.11	8.82	4.41
四川		2017.2	2018.6	4.52	2.82
广西		2016.12	沿用 14 标	1.75	1.68
山东		2016.11	2015.10	5.79	6.47
内蒙古		2016.10	2018.5	0.52	0.32
河北	沿用 14 标	2016.5	沿用 14 标	2.83	2.34

天津	2016.5		沿用 14 标	1.74	3.13
新疆	2015.12			0.91	0.91
广东	17 版药交所季度竞价		17 版药交所议价执行	9.22	11.16
重庆	药交所模式			2.22	6.34
安徽	沿用 14 标		沿用 14 标	6.18	2.26
浙江	沿用 14 标	沿用 14 标	沿用 14 标	7.41	7.58
湖南	沿用 13 标		沿用 13 标	3.28	3.54
吉林	沿用 13 标		2017.7	1.12	1.55

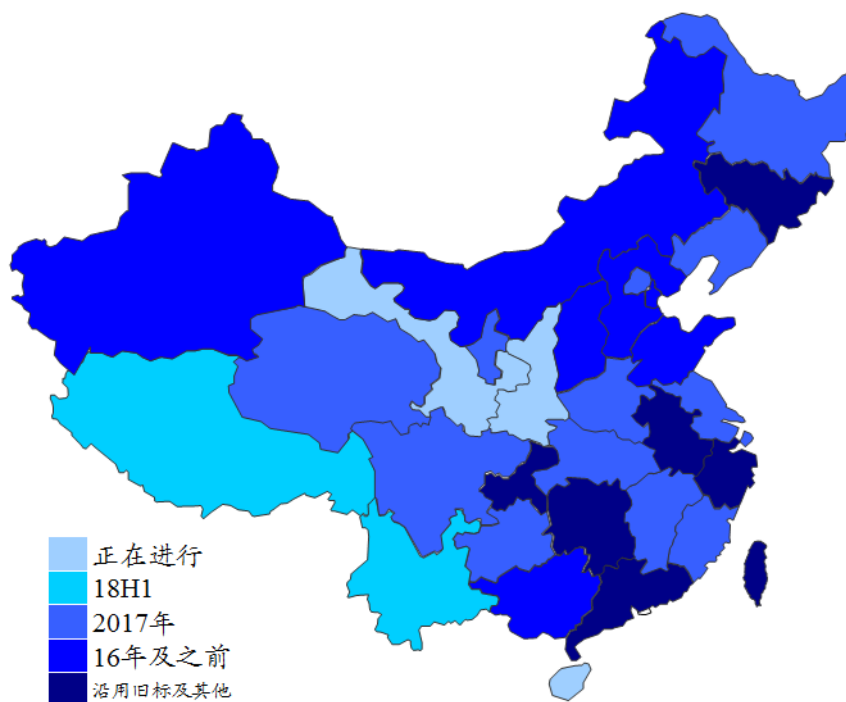
资料来源：各省招标网站，商务部，中国银河证券研究院

图 55：各省新一轮基药标开始执行时间



资料来源：各省招标网站，中国银河证券研究院

图 56: 各省新一轮非基药标开始执行时间

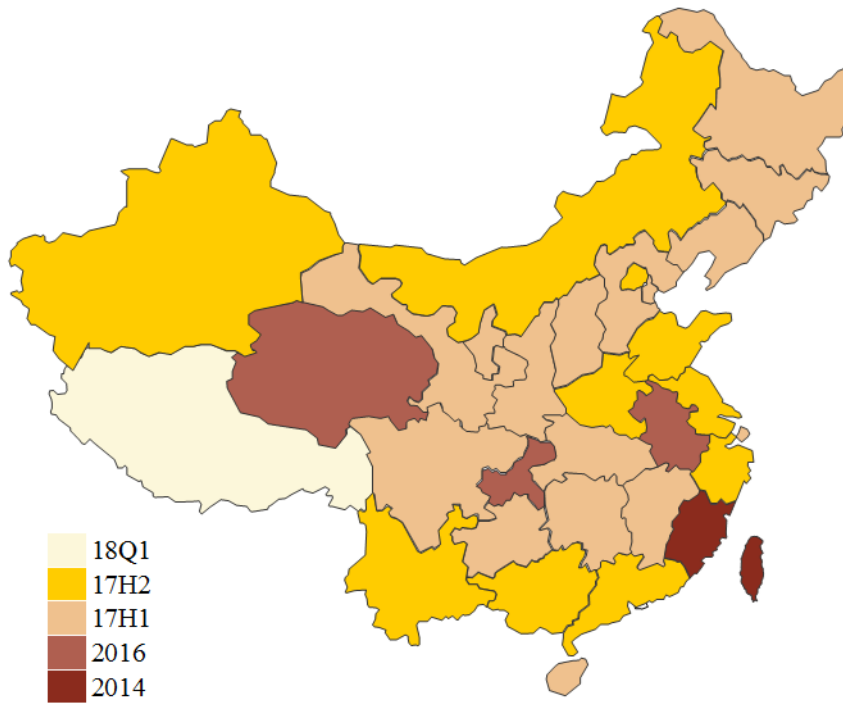


资料来源：各省招标网，中国银河证券研究院

两票制全国推广实施对医药流通行业所造成的短期波动已逐步消退。我们认为两票制的实施短期内对流通行业带来波动与阵痛，但长期可提升行业集中度及行业龙头的盈利能力。短期来看，自 17 年 1 月份国务院医改办等八部委印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》以来，各省纷纷出台并落地本省的实施方案及细则，短期导致流通企业收入及利润增速下滑，尤其是导致调拨业务大幅减少。但截至 18 年末，几乎所有省份已经启动了两票制及完成了过渡期。据我们统计：截至 18 年 1 月 1 日，全部省份已启动实施两票制；截至 18 年 10 月，仅有甘肃省还处在过渡期（从市场份额上看，甘肃省占西药市场 0.60%、中成药市场的 0.97%），其余各省已完成过渡期，进入全面实施时期。

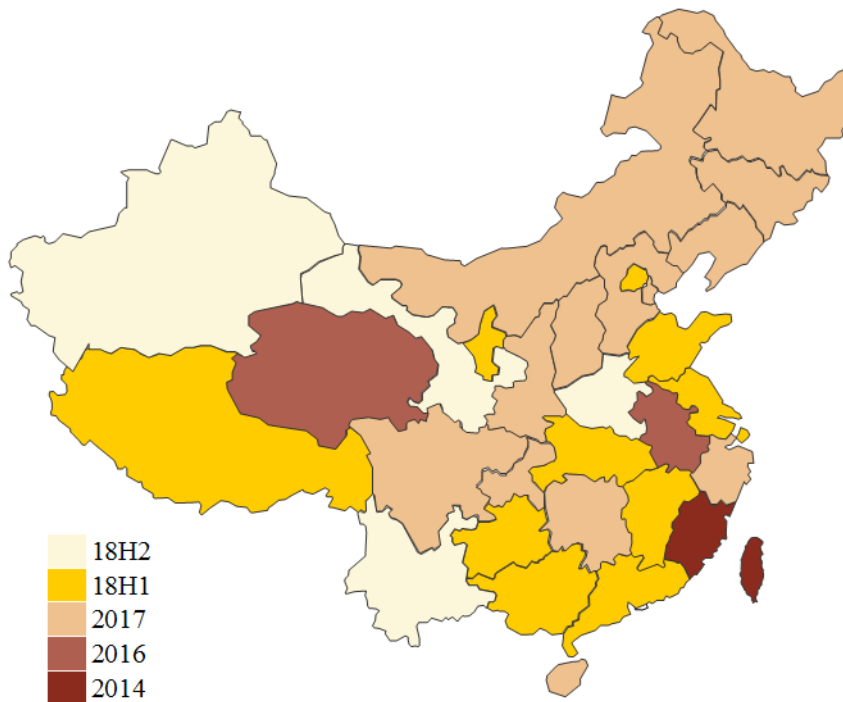
具体来说，两票制密集实施时期在 17 年上半年，其次是 17 年下半年：17H1 启动实施两票制的省份占全国西药市场份额 38.4%，占中成药市场份额为 35.94%；17H2 启动实施两票制的省份占全国西药市场份额的 50.57%，占中成药市场的 54.33%。从两票制过渡期截止时间来看：17H1 结束过渡期、进入正式全面实施两票制的省份占全国西药市场份额为 3.91%，占中成药市场份额 8.62%；17H2 结束过渡期的省份占西药市场 28.09%，占中成药 28.87%；18H1 结束的省份占全国西药市场份额 54.12%，占中成药市场的 53.24%；其余的新疆、云南、甘肃三省也于 18H2 陆续结束过渡期，它们的西药\中成药市场份额仅占全国的 5.4%和 5.88%。因此，考虑两票制对一省流通行业造成波动时长约 3-6 个月，则 18H2 开始两票制造成的短期不利影响已基本消退。

图 57: 全国各省两票制启动实施时间



资料来源: 各省卫计委, 中国银河证券研究院

图 58: 全国各省两票制过渡期截止时间



资料来源: 各省卫计委, 中国银河证券研究院

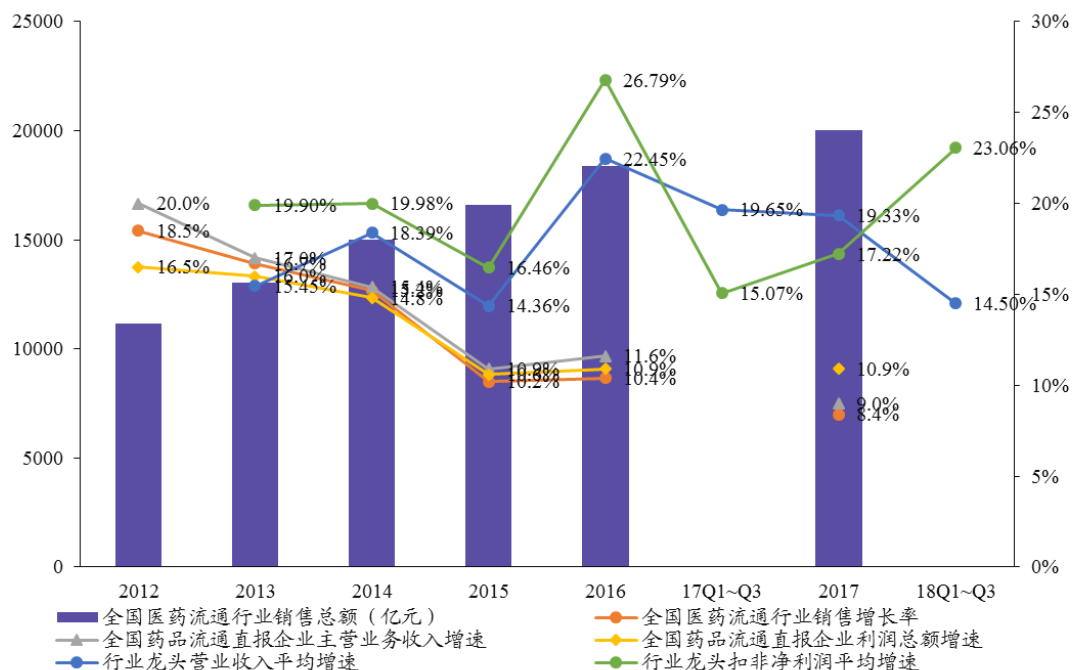
表 38: 各省实施两票制时间表

省份	启动实施时间	过渡期截止时间	西药销售占全国份额 (%)	中成药销售占全国份额 (%)
福建	2014/6/16	2014/6/16	2.15	0.96
安徽	2016/11/1	2016/11/1	6.18	2.26
青海	2016/12/15	2016/12/15	0.16	0.18
重庆	2016/12/31	2017/5/31	2.22	6.34
陕西	2017/1/1	2017/6/30	1.69	2.28
湖南	2017/3/31	2017/9/30	3.28	3.54
四川	2017/4/6	2017/9/6	4.52	2.82
江西	2017/4/14	2018/1/1	1.33	2.11
黑龙江	2017/4/25	2017/8/31	1.24	2.29
山西	2017/5/1	2017/7/31	2.01	1.83
海南	2017/5/1	2017/9/30	1.2	0.58
河北	2017/5/23	2017/11/1	2.83	2.34
辽宁	2017/6/1	2017/9/1	2.22	2.89
天津	2017/6/1	2017/9/1	1.74	3.13
宁夏	2017/6/6	2018/1/1	0.72	0.73
湖北	2017/6/9	2017/12/31	3.97	2.71
吉林	2017/6/30	2017/9/30	1.12	1.55
甘肃	2017/6/30	2018/12/31	0.6	0.97
上海	2017/6/30	2017/12/31	8.82	4.41
贵州	2017/6/30	2018/1/1	1.11	1.76
内蒙古	2017/7/1	2017/11/1	0.52	0.32
江苏	2017/7/31	2017/12/31	7.64	8.47
浙江	2017/8/1	2017/10/31	7.41	7.58
广西	2017/9/1	2018/1/1	1.75	1.68
河南	2017/9/7	2018/6/30	5.62	4.15
云南	2017/10/1	2018/10/1	3.89	4.00
北京	2017/10/30	2018/1/31	7.82	9.59
山东	2017/11/31	2018/6/1	5.79	6.47
广东	2017/12/2	2018/6/2	9.22	11.16
新疆	2017/12/31	2018/8/31	0.91	0.91
西藏	2018/1/1	2018/1/1	0.34	0.00

资料来源: 各省卫计委, 中国银河证券研究院

18 年以来流通行业龙头业绩增速有所回暖，未来有望持续好转。我们整理了全国医药流通行业销售增长率、全国药品流通直报企业主营业务收入增速及利润总额增速，以及 A 股五家流通行业龙头（上海医药、国药一致、国药股份、九州通和柳药股份）的营业收入及扣非净利润增速（考虑上海医药净利润中工业影响较大，在计算净利润增速时不予计算；针对国药一致和国药股份影响较大的并表因素予以手动扣除）。我们发现，2017 年全国流通企业在两票制和招标等政策影响下出现了营业收入增速的低点，较 16 年增速降低 2pp；但是全国药品流通直报企业的收入增速受影响相对较小，利润总额增速几乎未受影响，体现两票制主要对小企业及利润较低的调拨业务造成影响。而作为行业龙头的五大 A 股上市公司，其扣非净利润增速于 17 年前三季度达到最低，18 年起逐步改善，18 年前三季度业绩增速明显高于 17 年前三季度，虽未企及前期增速高点，但是也具备出 20% 以上的稳健增长，体现进入 2018 年流通行业龙头所受不利影响逐步消退，龙头业绩回暖。

图 59：13 年至今医药流通行业及行业龙头公司增速



资料来源：相关上市公司公告，中国银河证券研究院

注：流通行业龙头包括上海医药、国药一致、国药股份、九州通和柳药股份五家上市公司的营业收入及国药一致、国药股份、九州通和柳药股份四家上市公司的扣非净利润（考虑上海医药净利润中工业影响较大，在计算净利润增速时不予计算）。针对国药一致和国药股份影响较大的并表因素予以手动扣除。

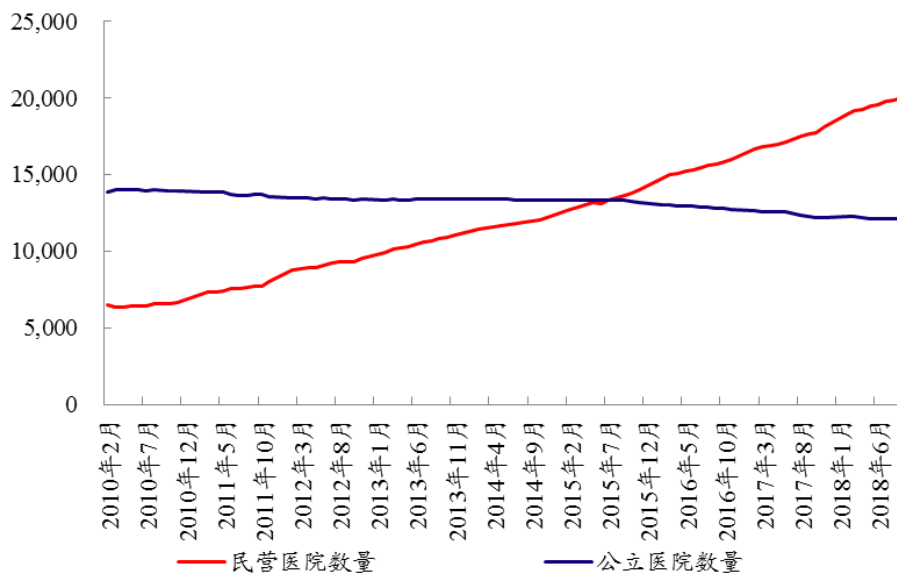
我们预计这一龙头业绩回暖趋势仍将延续，看好受益于行业集中度提升而有望盈利能力提升的医药商业龙头公司，重点推荐九州通，关注柳药股份、国药股份、上海医药、国药一致等。

4. 看好医疗服务行业受医改长期逻辑支撑，社会办医高速发展

支持社会办医是新医改的重要内容之一，因此持续受到政策支持。18年初的政府工作报告明确指出：推进社会体制改革。深化公立医院综合改革，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付改革，提高医疗卫生服务质量，下大力气解决群众看病就医难题。深入推进教育、文化、体育等改革，充分释放社会领域巨大发展潜力。政府工作报告重复强调，支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给（值得一提的是，相较去年报告，医疗在几项改革事业中顺序明显提前）。

在政策持续支持下，近年来社会办医持续蓬勃发展：1.民营医院数量已于15年超过了公立医院数量，并呈现持续上升趋势；2.民营医院总诊疗人次及出院人数持续上升，增速亦超过了公立医院的增速：18年1~9月，公立医院总诊疗人次达到22.4亿人次，同比提高3.7%；而民营医院3.8亿人次，同比提高14.5%。18年1~9月，公立医院出院人数为12051.9万人，同比提高6.0%；而民营医院出院人数2591.2万人，同比提高16.0%。

图 60：近年来民营医院与公立医院数量对比



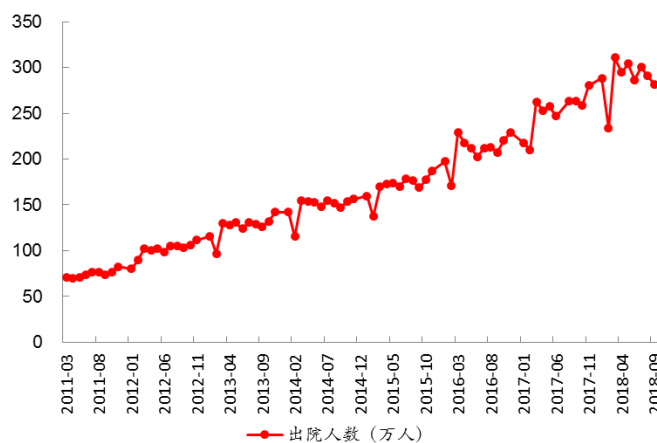
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 61: 民营医院总诊疗人次 (万人)



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

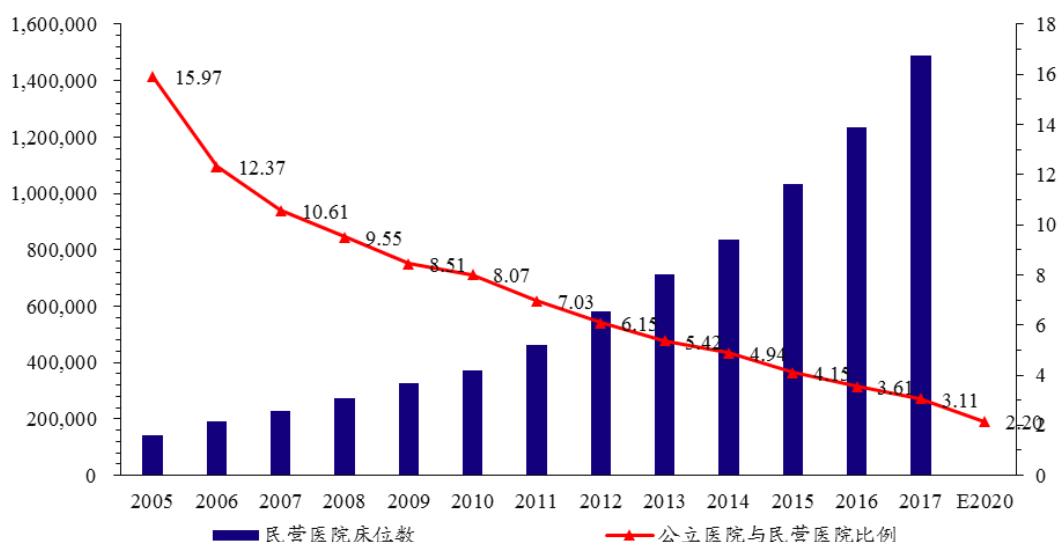
图 62: 民营医院出院人数 (万人)



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

未来社会办医仍有较大发展潜力: 分级诊疗格局向社会办医寻求助力, 为行业留出充足发展空间。综合医改要求加快推进分级诊疗制度建设, 其中社会办医是重要补充。《医疗机构设置规划指导原则 (2016-2020 年)》要求严格调控公立医院总体规模和单体规模, 规范引导社会力量举办医疗机构, 鼓励社会办医。在 2020 年全国医疗机构设置规划主要指标中要求要求 2020 年公立医院与民营医院床位数比例达到约 2.20, 目前约为 3.11, 比例差距仍然悬殊, 还有较大进步空间。

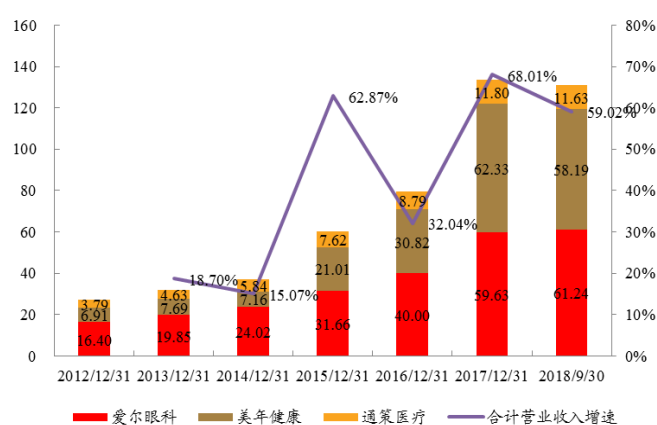
图 63: 民营医院床位数及公立医院与民营医院床位数比较



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

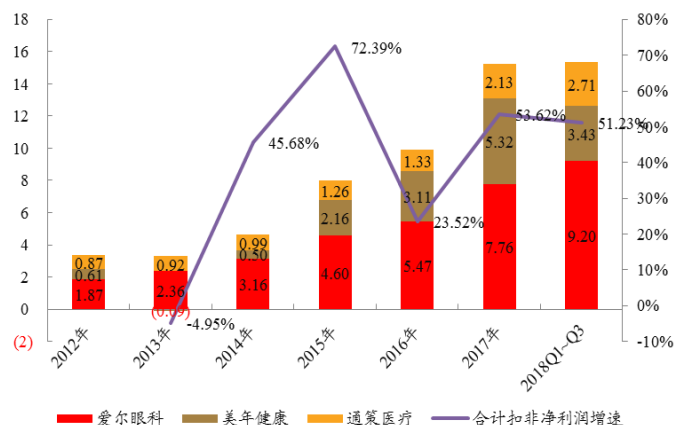
医疗服务龙头乘政策东风高速增长：伴随社会消费升级及老龄化趋势，辅以政策持续支持，医疗服务龙头近年来体现极高增速。我们统计了 A 股医疗服务龙头爱尔眼科、美年健康和通策医疗三家近几年的营业收入增速及扣非净利润增速，发现三家整体 2015~2017 三年实现营业收入复合增速 53.45%，扣非业绩复合增速 48.45%；而 18 年前三季度三家合计实现营业收入增速 59%，扣非业绩增速 51%，体现高速增长趋势持续。

图 64：医疗服务龙头营业收入增速



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 65：医疗服务龙头扣非净利润增速



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

我们认为，民营医疗机构的发展壮大是新医改成功的关键点，国家政策有望在较长时间上给社会办医以支持，而消费升级和人口老龄化也将对民营医疗机构持续提出需求。我们看好医疗服务行业发展前景，推荐爱尔眼科，重点关注信邦制药、美年健康、通策医疗等。

八、重点公司

(一) 仁和药业 (000650): 进入快速增长阶段的 OTC 龙头

公司业绩逐季改善，目前进入快速增长阶段。2017 年公司业绩呈现出逐季改善态势。2017 年 Q1-Q4 收入增速分别为-1.18%、2.51%、4.32%、7.76%，扣非净利润增速分别为-22.62%、-9.17%、-5.07%、7.48%，经营业绩呈现逐季改善态势。2018 年公司收入持续快速增长，利润增速逐季提升，保持超预期快速增长。2018 年 Q1-Q3 收入增速分别为 26.02%、26.68%、22.88%，扣非净利润增速分别为 34.68%、53.78%、56.07%。此外，公司近年来经营质量较高，2014-2017 年全年经营性现金流净额均高于公司净利润额。

公司推出多项措施助推公司快速增长。公司 2018 年推出 5 大创新以支撑传统业务板块的发展活力，包括产业创新、研发创新、机制创新、管理创新、服务创新。在产业创新上，公司一方面恢复传统产品的活力，另一方面打造新的黄金单品；同时开拓新的商业渠道，加大对药店、诊所的覆盖率。在研发创新上推进一致性评价工作，同时申报经典名方。机制创新上完善员工的考核，提升员工积极性。管理创新上加大了人才体制的建设。服务创新上强调了人力、财务等服务支持部门围绕工商业做好服务。在各项措施的助推下，公司进入快速增长阶段。

产品系列丰富，核心产品潜力巨大。公司有 8 个制药子公司，上千的药品批准文号，其中公司通过 OEM 的方式合作了 300-500 家企业。公司择机收购 OEM 中的优秀品种，丰富的 OEM 品种也为公司外延发展提供了储备。公司核心产品品牌强大，优卡丹、可立克、妇炎洁、闪亮滴眼液等一线品种和参鹿补片、清火胶囊等二线品种形成了多层次的产品集群，后续发展潜力巨大。其中上半年主要负责品牌产品销售的子公司仁和药业收入增速达到 30.45%，公司品牌产品发展势头不减。

公司销售能力强大，控销模式业绩无水分。我们认为 OTC 企业的核心能力就是销售。公司销售人员过去六年的 CAGR 为 15%，高达两万人的终端推广队伍能够覆盖二十几万家终端药店，庞大的推广队伍依靠丰富的产品集群，为药店终端提供丰富产品组合和营销策略，提供各种增值服务，从而提高终端粘性。目前仁和中方全部是控销模式，仁和有限通过 75%是控销。控销模式不存在过去的渠道环节，直达药店终端，不存在压货空间。

增长点分析。一、渠道的拓展。公司加大对第三终端和基层医疗的覆盖力度。仁和中方下已经设立了医疗事业部，未来增长点很大。二、仁和的销售队伍越来越成熟，形成专业化推广体系。三、对自产产品的聚焦。四、外延式收购公司前期 OEM 产品中的优秀品种。五、OTC 行业的集中度提升带来的小企业淘汰而龙头企业增速提升。

盈利预测与投资评级。我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 49.10/61.53/74.38 亿元，归属母公司净利润 5.38/7.22/9.15 亿元，对应 EPS 为 0.434 /0.583 /0.739 元，以 11 月 27 日收盘价计算对应 PE 分别为 15.29/11.39/8.98。我们认为公司业务主要为在国内生产和销售的 OTC 品牌，不受医改控费降价和贸易战的影响；公司无负债无质押，不受去杠杆影响；公司作为 OTC 行业龙头企业，将受益于行业集中度提升。公司目前进入快速增长阶段，PEG 明显低于 1，且盈利质量较高。我们维持“推荐”评级。

主要风险：自产产品销售不及预期的风险，销售团队扩张不及预期的风险。

(二) 长春高新 (000661): 受益医药消费升级的基因工程生物药龙头

国内生长激素市场扩容空间巨大。目前我国处于治疗窗口期的矮小症患者约 700 万，其中生长激素缺乏 (GHD) 患儿超过 280 万。2017 年国内生长激素市场规模约 30 亿元，假设 2018 年达到 45 亿元，则 GHD 渗透率仍不足 5%，远低于欧美发达国家渗透率。同时，若仅考虑 GHD 适应症，且暂不考虑长效剂型，假设未来城镇、农村渗透率分别达到 20%、10%，水针、粉针使用比分别 4:6 和 1:9，保守估计我国生长激素治疗 GHD 市场规模超过 110 亿元。

公司在国内生长激素市场具备全方位优势，霸主地位稳固，未来高成长性确定。作为国内生长激素龙头，公司具备剂型最全、终端掌控能力最强、新适应症开拓最快等全方位优势。我们看好公司生长激素业务保持高速增长：**(1) 长效剂型已完成 IV 期临床研究，有望持续贡献业绩弹性，并进一步巩固公司生长激素霸主地位。****(2) 销售团队持续扩充，销售渠道持续下沉，扩大市场覆盖范围。**公司未来将继续扩充销售团队，持续扩大市场覆盖范围，以此增加医院和处方医师覆盖数量，以及新患者入组数量。**(3) 竞争对手短期难以抢占金赛水针市场份额。**由于国内市场扩容空间巨大，因此各家有望共同成长。即使考虑到竞争因素，国内竞争对手最快 18 年底获批上市，届时将面临招标等问题。国外竞争对手中，诺和诺德产品虽已获批上市，但考虑到外企在国内学术推广能力有限，且产品售价较高，预计对公司影响有限。**(4) 生长激素多为院外处方，不受药占比影响。**金赛生长激素的销售模式通常为患者在三甲医院首诊确认使用生长激素后，后续凭处方分流到儿童医院或院边的诊所，不受医院严控药占比影响。**(5) 医药消费升级，儿童身高管理市场升温。**

看好公司重组人促卵泡激素的进口替代前景。促卵素是国内辅助生殖领域的主流用药，国内市场容量约 60 亿元，远超目前 20 亿元的规模。同时重组人促卵素相比尿源产品具有技术壁垒高、质控稳定、污染风险低、患者心理接受度高等优势，目前国内市场被默克雪兰诺主导。公司产品是国内首仿，目前已在近 20 个省市中标，且中标价格略低于进口产品。我们认为公司产品放量进度略低于预期主要系由于与进口产品在剂型 (粉针 vs 水针) 和适应症上存在差异 (缺乏“医学辅助生殖技术中用于控制性超排卵”适应症)。目前公司新补充的“辅助生殖技术控制性超排卵”适应症正处于临床试验之中，若成功获批将加速进口替代过程。

疫苗业务进入高速增长阶段：**(1) 水痘疫苗量价齐升，并持续开拓国际市场，未来有望加速放量。****(2) 鼻喷流感疫苗已报产，并于 18 年 6 月纳入优先审评，若成功上市将填补鼻喷给药途径空白。****(3) 狂苗冻干粉针剂型研发有序推进，现已制备足量 III 期临床所需产品，并提前获得中检院的药检报告；****(4) 布局重磅肺炎结合疫苗，有望分享国内市场。**

盈利预测与投资建议：公司是国内基因工程生物药龙头，我们看好公司生长激素业务保持高速增长：一方面国内生长激素渗透率低，市场扩容空间巨大；另一方面公司具备全方位优势，霸主地位稳固。同时，重组人促卵泡激素填补国产空白，补充适应症获批后有望加速进口替代过程。此外，疫苗业务即将进入全新发展阶段。中成药业绩有望通过开拓终端市场，克服行业政策负面影响，保持稳定增长。公司房地产业务亦将维持平稳增长。我们预计 2018-2020 年归母净利润为 10.06/13.19/17.00 亿元，EPS 分别为 5.92/7.75/10.00 元，以 11 月 27 日收盘价计对应 PE 为 32/24/19 倍，维持“推荐”评级。

主要风险：长效生长激素 IV 期临床不及预期，新产品市场推广不及预期

(三) 乐普医疗 (300003): 布局完备的心血管大健康全产业链平台型龙头

NeoVas 三年期 RCT 数据已提交 CDE, 产品最快有望年底获批, 将显著增厚业绩。10 月中上旬, 第 29 届长城国际心脏病学会议上公布了《NeoVas 随机对照试验 OCT 和 FFR 亚组三年结果》, 对光学相干断层扫描 (OCT, 98 人) 和血流储备分数 (FFR, 105 人) 亚组的分析结果显示, NeoVas 与药物洗脱支架 XIENCE 在靶病变失败发生率 (4.8% vs 7.3%, p=0.5)、患者水平的复合终点事件、全因死亡率、心肌梗死发生率、再次血运重建发生率上无统计学差异, 验证产品安全性和有效性, 同时, 三年期数据显示, 随着支架的降解, 血管活动明显好于金属支架。首次用临床数据证实相比于金属支架, 可吸收支架可为患者靶血管的长期修复带来明显收益。我们认为 NeoVas 的审评关键大概率将以完整的三年期 RCT 数据作为重要依据, 公司已于近期将完整试验数据报 CDE, 我们预计产品最快有望年底获批。

看好公司现有器械业务保持稳定增长。(1) 公司支架业务有望继续通过提升 Nano 支架占比保持稳定增长。自 2017 年 4 季度起, Nano 支架已全面覆盖全国所有省份, 包括广东、北京、河南、河北等 10 个高值耗材大省已全部进入, 为其后续放量奠定基础, 预计后续 Nano 支架销量占比将持续提升; (2) 首款国产双腔起搏器有望借进口替代东风加速放量。公司产品已在北京、重庆、杭州等全国主要地区召开数场大型上市推介会和上百场医院级推介会, 并完成黑龙江、吉林等 21 个省招标工作, 且进入京津冀区域联盟采购目录, 有望凭借进口替代东风加速放量。(3) IVD、外科业务有望凭借公司渠道优势高速增长。

看好现有药品板块保持高速增长: (1) 核心品种招标突破性进展, 氯吡格雷和阿托伐他汀分别在 28 和 23 个省份中标, 相比上一轮取得突破性进展。(2) “医疗机构+药店 OTC+第三终端”营销网络建设持续推进, 医院及零售药店覆盖范围不断加大。(3) 部分阿托伐他汀的原全国总代的合同到期, 自 6 月以来出厂价提升。且进入新版基药目录后将借助渠道优势加速放量。(4) 一致性评价进展顺利, 阿托伐他汀与氯吡格雷双规格已通过, 较大概率受益于本次国家带量采购试点方案。

看好公司在药品板块的战略性平台布局: (1) 降糖药平台构建有序推进。公司围绕糖尿病用药进行系统布局, 包括三代胰岛素、口服降糖药、GLP-1、无针注射器等。甘精胰岛素预计 18 年底前报产, 有望 2020 年获批。短效艾塞那肽有望年内首家国产获批上市。阿格列汀完成 BE 试验并已报产。(2) 肿瘤免疫治疗平台布局不断完备。公司将肿瘤免疫治疗规划为未来业绩高速增长的新势能, 根据已披露信息, 当前公司在该领域的投资合计接近 10 亿元, 包括 PD-1/L1、溶瘤病毒、抗体偶联药物、癌症疫苗等, 目前临床试验正有序推进。

医疗服务和新型医疗业态板块凸显心血管全产业链闭环效应, 促进器械板块协同发展。目前公司自主研发的心电图“AI ECG Platform”获批 FDA, 人工智能医疗收获里程碑进展。同时, 三级远程医疗体系初具规模, 可增强患者黏性。远程心电监测系统和“一键式”家庭医生服务的市场推广工作持续推进。此外, 参股人寿股份布局健康保险业务。

盈利预测与投资建议: 公司已发展为心血管大健康全生态平台型企业。首先, 器械板块现有产品将保持稳定增长, NeoVas 获批将显著增厚业绩。其次, 药品板块布局持续完备, 未来有望凭借创新推广方式和一致性评价利好高速增长。同时, 降糖药平台有望成为新的利润增长点, 肿瘤免疫治疗平台有望成为业绩长期增长的新动能。最后, 医疗服务和新型医疗领域布局亦将加速销售渠道下沉, 促进各细分业务协同发展。我们预计 2018-2020 年归母净利润为 13.70/17.88/23.68 亿元, EPS 为 0.77/1.00/1.33 元, 以 11 月 27 日收盘价计 PE 为 40/31/23 倍, 维持“推荐”评级。

主要风险: 高值耗材国家谈判影响超预期, 药品招标降价风险, 并购整合不及预期。

(四) 爱尔眼科 (300015): 高速发展的眼科连锁医院龙头

公司各项业务持续高速增长，业绩确定性高。公司 18 年前三季度实现营业收入 61.24 亿元，同比增长 39.75%；实现扣非归属净利润 9.20 亿元，同比增长 40.14%。**分业务看：**1) **屈光手术** 18H1 实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 84.11%，该项业务上半年毛利率为 54.60% (同比-1.57pp，预计是由于高端手术材料成本较高及欧洲、美国医院并表所致)；屈光业务高速增长主要由于全飞秒、飞秒和 ICL 等高端手术占比提高，量价齐升，以及欧洲 Clínica Baviera.S.A 去年 9 月并表。未来随着：1.消费升级趋势推动高端术式占比进一步升高；2.高端术式内部多样化；3.不断开发个性化术式乃至实现私人订制化，屈光手术业务仍有较大增长空间。2) **白内障手术** 18H1 实现营业收入 7.64 亿元，同比增长 17.13%，毛利率为 37.46% (同比-0.23pp)。此为高端晶体占比提升，全飞秒术式增加所致。白内障手术为刚需，我们预测未来白内障业务将继续受益于中国广阔市场空间。3) **视光业务** 18H1 收入为 6.40 亿元，同比增长 28.50%，毛利率 53.98%，同比微增 0.63pp。视光业务高速增长受益于主要是视光配镜量持续上升的同时视光技术和新产品不断创新升级。4) **眼前段手术业务、眼后段手术业务** 上半年分别实现营业收入 4.32 亿元 (同比+16.77%)，2.75 亿元 (同比+24.06%)。

公司继续加快完善各省区域内分级连锁网络体系，加快推进以地、县市为重点的医疗网络建设，覆盖面扩大，覆盖程度加深：截至目前国内医院已有 260 余家 (包括眼科医院及少数眼科门诊部)。随着全国医疗网络不断完善，规模效应进一步体现。18H1 公司前十大医院保持高速增长，总营收增速 24.16%，净利润增速高达 27.51%，体现成熟医院也有较高增速。新注入医院方面，17 年初注入的九家医院共实现净利润 3,927.93 万元，其中归属净利 2908.94 万元，虽然部分医院盈利情况尚不太稳定，但九家医院净利润整体增速高达 28.02%。我们认为此 9 家医院具备较大的净利润增长潜力，未来有望为公司持续贡献盈利能力。

国际化战略稳步实施，Clínica Baviera 自收购后业绩增速明显提升：公司通过先后成功并购香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 Clínica Baviera.S.A 眼科集团等著名眼科机构，一举成为全球最大的连锁眼科医疗机构，形成跨越亚美欧的网络布局。其中 Clínica Baviera 是欧洲最大的眼科连锁机构，18 年上半年业绩增速 40.5%，且新增医院两家 (西班牙 1、德国 1)。18H1 Clínica Baviera 实现营业收入 5616.8 万欧元，同比增长 12.0%；净利润 703.7 万欧元，同比增长 40.5%，体现被收购后欧洲医院发展的积极性大幅提升，全年预计 20% 以上的业绩增速无忧。欧洲医院增长势头良好体现公司国际化战略成功，未来国际业务有望持续反哺国内。

盈利预测与投资建议：公司是国内医疗服务龙头企业，其经营规模和品牌影响力不断提升，网络布局不断完善，盈利能力持续增长；同时公司积极探索新业务和国际化路径，前景广阔。预计公司 2018-2020 年归属净利润为 10.73 亿元/14.84 亿元/19.55 亿元，对应 EPS 为 0.45 元/0.62 元/0.82 元，对应 PE 为 64/46/35 倍。(以 18.11.28 价格计)我们认为公司已进入高速增长的新阶段，维持“推荐”评级。

风险提示：新建医院盈利低于预期。

(五)九州通(600998):全国性医药流通龙头

公司扣非业绩保持30%以上增长,18Q3表观增速已恢复正常:18年前三季度公司实现营业收入637.46亿元,同比上升17.05%;实现扣非归属净利润6.84亿元,同比增长23.20%;其中第三季度实现营业收入212.97亿元,同比增长16.82%;实现扣非归属净利润为1.94亿元,同比增长30.50%(因去年股权激励摊销自Q3开始大幅增加,因此今年三季度表观增速已基本恢复正常)。

公司基层优势显著,受益于两票制+强基层两项政策明显,渠道结构持续优化,逐渐掌握更多终端优势。分渠道看公司18H1收入结构,医疗机构渠道实现销售135.29亿元(+30.57%),其中二级以上医院纯销与二级以下基层医疗机构增速分别为23.01%和46.77%,基层医疗机构增速实现反超,主要是因为分级诊疗等强基层政策的影响,且公司对账期较长且支付拖延的医院客户进行了销售控制;**零售药店渠道(批发)**实现销售109.75亿元(+38.66%),其中连锁药店批发客户端收入增速(+40.28%)大于单体药店(+34.10%),增速差距有所缩小,受益于FBBC业务发力;**针对下游批发商的调拨业务**销售收入为150.03亿元,增速为-2.61%,但我们认为实际上公司调拨业务下游销到医疗机构的客户较少,故该部分收入也不会完全消失。可以看出,在两票制及强基层的政策及公司自身战略影响下,18H1与2017年相比,调拨业务占比继续下降,医疗机构与向零售药店批发业务的收入增速均超过公司整体收入增速,所占比例持续上升。

控费大环境下基层(县级公立医院、城市基层医疗机构)所受影响较小,市场结构变化方向符合公司优势,利好公司业务。公司以成本与效率优势取胜,一贯在基层有极大优势,在基层用药品种及数量扩充、基药制度淡化的背景下,基层业务有望持续提升,而且考虑到药厂给基层市场的毛利更大(因为基层用药量小而分散),这样的政策方向也有利于提升公司的毛利率水平。

公司发力FBBC,打造全国基层市场及零售药店市场龙头:公司下游诊所、单体药店等客户呈现分散、规模小的特点,因此与上游厂家沟通不畅、采购谈判能力弱;但单体药店也有执行快、专业性强、在当地历史悠久,客情关系稳定的优势,市场空间仍然广阔,可达1400亿元以上。公司针对这类客户的特点,构建为上下游客户的服务体系和供应链管理体系,将诊所、单体药店客户及医药工业供应商共同放在FBBC管理协同平台上,有助于将产品铺向更多终端并更快地分销及配送给客户,同时为客户提供全面的服务,补全客户的运营管理体系,从而有效地促进了基层医疗机构及零售药店渠道的发展。

盈利预测与投资建议:公司为全国最大的民营医药流通企业,其全国性布局高效的仓储物流运营能力和丰富的上下游资源,为公司未来保持快速发展奠定了较好基础和提供了强大保障;其战略业务医院纯销、中药材及中药饮片及医疗器械等在未来将继续保持高速增长的态势,其较高毛利率的特点将助推公司业绩的快速增长;同时公司积极布局医药电商,静待处方药放开的政策风口。预计18-20年归属净利润约为14.28亿元/18.34亿元/23.44亿元,对应EPS为0.76元/0.98元/1.25元,对应PE19/15/12倍(以18.11.28价格计)。维持“推荐”评级。

风险提示:公司业务扩张带来的财务风险。

(六) 恒瑞医药 (600276): 重磅品种陆续进入收获期, 创新龙头硕果累累

前瞻性布局意义凸显, 重磅创新药与优质仿制药进入收获期, 确保业绩可持续增长。主要表现在: (1) 前期上市重磅品种保持高速增长。公司重磅新药阿帕替尼、艾瑞昔布实现高速放量。(2) 重磅新品陆续上市, 逐渐贡献业绩增量。抗肿瘤药物方面, 新获批上市的品种包括硫培非格司亭注射液、马来酸吡咯替尼片、注射用紫杉醇(白蛋白结合型); 麻醉镇静药物方面, 包括苯磺顺阿曲库铵注射液、吸入用地氟烷; 其他药物方面, 包括磺达肝癸钠注射液(抗凝血)、帕立骨化醇注射液(治疗甲亢)、平衡盐溶液。(3) 多款产品纳入优先审评, 获批在即。抗肿瘤药物方面, 包括注射用卡瑞利珠单抗(PD-1)、盐酸伊立替康注射液; 麻醉镇静药物方面, 包括注射用甲苯磺酸瑞马唑仑、盐酸艾司氯胺酮注射液; 其他药物方面, 包括格隆溴铵注射液(抗胆碱能药)、塞来昔布胶囊(缓解关节炎与急性疼痛)、昂丹司琼口溶膜(放化疗引起的恶心呕吐)。(4) 仿制药一致性评价稳步推进。2018年, 盐酸氨溴索片、盐酸坦索罗辛缓释胶囊、厄贝沙坦片相继通过仿制药质量和疗效一致性评价。(5) 多个创新药品种获批临床试验。今年已有 SHR3680、SHR6390、SHR9549 等多个创新药品种获批临床。

制剂出口业务规模不断扩大, 国际化战略布局持续推进。主要表现在: (1) 已获批产品海外销售稳定。以注射用环磷酰胺等系列产品为代表的公司制剂出口产品, 在国外规范市场销售稳定, 推动公司业绩持续增长。(2) 多款产品新获批 ANDA。吸入用地氟烷、注射用塞替派、磺达肝癸钠注射液陆续于美国获批; 托伐普坦片暂时获批。(3) 部分产品在荷兰、英国和日本获批, 并通过荷兰 GMP 认证。2018年, 碘克沙醇注射液分别于荷兰和英国获批上市; 盐酸右美托咪定注射液于日本获批上市。此外, 碘克沙醇注射液、注射用奥沙利铂、注射用醋酸卡泊芬净、来曲唑片陆续获得荷兰药品 GMP 证书。(4) 海外临床试验申报按部就班。2018年, INS068 注射液、SHR0302 片获批在美国开展临床试验, SHR0410 注射液获批在澳大利亚开展临床试验。

研发投入持续加大, 创新能力领跑国内。主要表现在: (1) 研发投入在国内医药公司中一直处于领先地位。(2) 研发管线品种丰富, 国际化注册申报有序推进。(3) 专利申请和维护工作按部就班。(4) 加强研发队伍建设。我们认为, 公司在研发方面的持续投入将会推动公司持续发展, 保障源源不断的技术创新, 助力公司长期可持续发展。

盈利预测与投资建议: 公司是国内医药绝对龙头, 已在肿瘤、麻醉、造影剂等领域占据领先地位。国内业务方面, 重磅创新品种将陆续进入收获期, 有望拉动业绩增长。公司重磅新药阿帕替尼、艾瑞昔布实现高速放量; 硫培非格司亭注射液、马来酸吡咯替尼片获批上市, 有望凭借公司成熟的销售渠道迅速放量。同时, 注射用卡瑞利珠单抗纳入优先审评名单, 大概率年底或明年初获批, 有望进一步增厚业绩。此外, 一致性评价稳步推进, 盐酸氨溴索片、盐酸坦索罗辛缓释胶囊、厄贝沙坦片相继通过, 提升市场竞争力。国际业务方面, 公司国际化战略布局成效初显, 制剂出口业务有望持续贡献业绩弹性。一方面, 以环磷酰胺为代表的产品持续稳定贡献业绩, 吸入用地氟烷、注射用塞替派、磺达肝癸钠注射液、碘克沙醇注射液、盐酸右美托咪定注射液获批海外上市, 后续放量在即。另一方面, 公司的创新药国际化布局亦在持续推进。预测 2018-2020 年归母净利润为 39.18/49.05/61.86 亿元, 对应 EPS 为 1.06/1.33/1.68 元, 以 11 月 27 日收盘价计对应 PE 为 59/47/37 倍。维持“推荐”评级。

主要风险: 创新药研发风险; 药品降价风险; 海外市场不及预期。

(七) 健友股份 (603707): 增长确定、潜力很大的肝素原料及制剂出口龙头

公司肝素 API 业务不受贸易战影响, 看好未来保持量价齐升。一方面, 我们认为公司肝素 API 业务不受贸易战影响: (1) 高品质原料药增长有限, 制剂厂商需求大, 即使加税也需进口; (2) 健友卖给辉瑞和 Sagent 的肝素 API 均需经第三国, 即使征税也轮不到; (3) 肝素 API 处于涨价周期, 卖方市场下即使加价也能转移; (4) 最坏假设, 即使 FDA 放开注册路径, 也需 18-24 个月的时间差, 期间原渠道必须维持。(5) 贸易战最新征税清单中, 医药产品被大幅剔除, 验证中美医药行业的互补性。另一方面, 我们看好公司肝素 API 业务量价齐升: 销量上, 公司已与全球最大买家赛诺菲建立长期稳定合作关系, 后续合作规模有望持续扩大。价格上, (1) 当前肝素 API 出口均价低于 2010 年高点约 40%; (2) 下游制剂厂商在涨价周期中进入补库存阶段, 公司主要客户的产品近年销售情况稳定; (3) 环保新常态下, 肝素粗品供应将持续趋紧; (4) 全球肝素需求量稳定增长, 而国内生猪出栏数和定点屠宰量几乎未增长。

公司是国内潜在注射剂出口龙头, 发展潜力巨大。公司注射剂出口业务如期推进, 18 年已获批 3 个 ANDA。我们强烈看好发展前景, 原因如下: (1) 注射剂行业壁垒高, 美国市场短缺药和安全警告均以注射剂为主; (2) 公司有 3 条通过 FDA 认证的注射剂生产线 (未来有望扩充至 6-7 条) 和 1 个 FDA 认证的研发中心, 并已将产品卖入美国市场。(3) 重磅品种依诺肝素有望 2019 年欧美陆续获批。欧洲市场有望 2019 年中旬获批, 美国市场有望 2019 年下半年或 2020 年初获批, 将显著增厚业绩。(4) 注射剂品种布局以“基本品种走量+特色品种追求利润”, 并最终实现“一揽子”系统性销售。(5) 预计 ANDA 从 19 年下半年开始提速, 年化获批 10 个 ANDA。(6) 在研品种多数中美双报, 市场竞争格局较好, 且有望享受制剂出口反哺国内市场红利。(7) 首期限制性股票激励计划侧重研发, 核心技术骨干占比 78%, 彰显注射剂出口业务发展决心。

看好公司国内低分子肝素制剂业务成为业绩增长的新亮点。一方面, 国内低分子肝素制剂市场扩容空间巨大: (1) 高质量产品对低质量产品的替代。国内存量市场约 40% 为未分类低端产品, 将被替代。(2) 产品自带学术营销特质。作为治疗性全科室用药, 在二级以上医院 80% 科室均有广泛应用, 且具备新增适应症的潜力, 如在肿瘤、生殖中心等科室具有新药特征。(3) 国内市场进口替代空间巨大。达肝素、依诺肝素和那屈肝素仍被进口产品主导, 平均市占率超过 60%。(4) 国内人均用量远低于欧洲 (0.2 vs 1.2 支/人/年)。另一方面, 公司自身市场布局完备: (1) 产品在全国约 25 个省份中标, 奠定放量基础。(2) 建立第三方临床代表的互联网管控服务平台, 可有效提升其业务黏性, 有助于扩大销售规模。

盈利预测与投资建议: 公司是肝素原料药龙头及潜在的制剂出口龙头。首先, 我们强烈看好公司注射剂出口业务的发展前景, 规范市场注射剂行业壁垒高, 公司拥有 3 条 FDA 认证的注射剂生产线 (后续将继续扩充) 和 1 个 FDA 认证实验室。短期来看博来霉素和阿曲库铵有望下半年贡献业绩。中期来看重磅品种依诺肝素有望 2019 年欧美陆续获批, 显著增厚业绩。长期来看未来每年有望获批 10 个 ANDA, 特色大品种计划 2020 年开始获批。其次, 我们看好公司肝素 API 业务量价齐升。最后, 我们看好公司国内低分子肝素制剂业务进入爆发式增长阶段。预测 2018-2020 年归母净利润为 4.53/6.33/8.96 亿元, EPS 为 0.82/1.15/1.62 元, 以 11 月 27 日收盘价计对应 PE 为 26/19/13 倍。维持“推荐”评级。

主要风险: 肝素 API 涨价不及预期, 粗品价格上涨过快, 注射剂出口不及预期

（八）沃森生物（300142）：疫苗龙头企业

13价肺炎结合疫苗技术审评完成，进入发补阶段，上市后将显著增厚业绩。公司自主研发的13价肺炎结合疫苗的III期临床试验于18年1月21日揭盲，结果全面达到预设目标；2月1日报产获得受理；3月28日纳入第27批拟优先审评名单，4月9日正式纳入优先审评，将优先配置资源进行审评。9月17日，CDE网站显示公司的13价肺炎结合疫苗的上市申请的药理毒理、临床和药学的三盏灯全灭，标志着产品完成技术审评，目前进入发补阶段。

看好公司的13价肺炎结合疫苗上市后显著增厚业绩。13价肺炎结合疫苗是全球最畅销的疫苗，目前仅辉瑞的原研产品上市，2017年全球销售额约56亿美元（7价+13价合计）。同时，该产品全球缺口达1.8亿剂，中国市场亦处于严重缺货状态，17年在国内批签发仅71.5万支，18年前三季度批签发266.1万支。相比于沛儿13，我们认为公司的产品具备如下优势：（1）**具有更强的接种灵活性、广泛性和便利性。**沛儿13接种对象年龄要求6月龄-15月龄，而公司产品的III期临床中完整纳入3月龄-5周岁人群，且人群来自河北、河南、山西等6个临床现场，研究样本更具代表性，且为多年龄层免疫程序确定提供了充分的临床证据。（2）**更客观、全面的免疫原性评价和分析。**公司的III期临床相比沛儿13增加了对免疫原性基线的观察，为更客观、全面的免疫原性评价和分析提供了更为充分的临床研究证据。（3）**合作商的销售推广能力强，**从23价肺炎疫苗和代理昆明所的EV71的销售情况足以说明。综上所述，我们认为公司的13价肺炎结合疫苗有望**18年底或19年初获批上市，结合公司的股权激励行权条件和行权价格，我们认为公司对13价肺炎结合疫苗最晚在19年贡献丰厚业绩充满信心。**

2价HPV疫苗已进入病例收集高峰期，揭盲在即。除13价肺炎结合疫苗外，公司目前研发进展最快的为2价HPV疫苗。HPV疫苗是全球销售第二大疫苗，研发难度大、价格高，利润丰厚。2017年全球销售规模约25亿美元。目前中国、非洲等发展中国家尚无该疫苗上市，空白空间巨大。公司子公司泽润生物研发力和产品力领先，创始人史力是全球首个HPV疫苗的主要研发者之一。目前公司的2价HPV疫苗已进入III期临床的关键时期，处于病例收集的高峰期，揭盲在即，有望成为全球第三、国内第一家上市该疫苗的本土企业。同时，公司也与盖茨基金会达成了承诺向国际大宗采购供货的意向。我们认为随着以2价HPV疫苗为代表的其他重磅品种的陆续获批，将持续为公司贡献业绩弹性。

转让单抗研发平台嘉和生物控制权，回收资金聚焦高端新型疫苗主业。公司已完成对嘉和生物的股权转让，持股比例由61.17%降至13.59%，累计转让价款约16.66亿元。我们认为将很大程度上形成双赢的局面：一方面推动嘉和生物境外上市，打开融资渠道，激励核心团队，保障研发工作顺利进行。另一方面聚焦疫苗主业，加快重磅品种研发及产业化进程。

投资建议：公司是国内疫苗龙头，重磅在研品种中，“疫苗之王”13价肺炎结合疫苗有望今年底或明年初获批上市，综合考虑国内用药缺口、公司产品优势和股权激励行权价格、条件等因素，我们认为产品上市后将显著增厚业绩。同时，2价HPV疫苗有望18年揭盲，19年获批上市，进一步贡献业绩弹性。此外，公司研发管线中仍有以9价HPV疫苗为代表的其他重磅品种在研。且公司在转让嘉和生物控制权后，将进一步聚焦高端疫苗主业，加快重磅品种研发及产业化进程。由于重磅品种对业绩影响较大，且具体上市时间无法预测，因此公司的业绩可预测性较差，我们暂不给出盈利预测，维持“推荐”评级。

主要风险：新产品上市进展延缓，销售不及预期，股权分散带来的管理风险

(九) 华兰生物 (002007): 看好血制品业务回暖及四价流感疫苗

血制品业务营销改革效果显著, 业绩持续回暖。2017 年随着两票制在全国范围内的全面铺开, 流通龙头话语增强、存货意愿降低, 小型流通企业库存消化, 以及血制品生产企业普遍对终端掌控能力较弱, 叠加进口人白和国内企业采浆量提升导致的竞争加剧等原因, 公司血制品业绩增速放缓。为此, 公司积极推进营销改革, 我们观察到的变化如下: (1) **快速扩充销售团队, 加强二三线城市及三甲医院布局。**当前共有销售人员超过 200 人, 并针对不同品种制定相应的激励政策。(2) **积极推动进院工作, 销售费用大幅增长。**(3) **18Q2 血制品业务已经触底回暖。**从前三季度来看, 情况持续好转: 首先, 血制品收入逐季度提升, 自 Q2 以来单季度收入增速维持在 30% 以上; 其次, 应收账款趋稳, 期末存货下降; 最后, 批签发工作稳步推进。我们认为公司作为国内血制品龙头企业, 产品线齐全, 产品结构调整能力强, 我们认为公司血制品业务有望保持持续回暖态势。

看好四价流感疫苗显著增厚业绩。目前国内仅华兰生物和长生生物的成人型四价流感疫苗获批上市, 且长生事件后公司将独家供应, 我们认为将显著增厚业绩: (1) **今年流感疫苗供应趋紧。**由于流感疫苗接种时间问题, 每年绝大部分流感疫苗基本在 10 月底前完成批签发。但由于长生事件和科兴生物内斗原因, 今年国内流感疫苗批签发总量大幅下滑。截至 18 年 11 月 26 日, 国内流感疫苗批签发仅 1378.7 万瓶 (折标), 仅为过去 3 年批签发均值的 60%。同时, 我们认为这也对公司的三价产品构成利好, 有望量价齐升。(2) **卫健委发布全国流感防控方案, 要求提高疫苗接种率。**由于我国 2017 年流感疫情明显高发, 局部地区出现暴发流行。卫健委要求以儿童、老年人、医务人员等为重点人群, 提升公众对流感疫苗的认识, 提高疫苗接种率。(3) **四价流感为公司独家品种, 已在多省完成补标, 中标价格远高于三价产品。**西林瓶产品 108 元/支, 预充式 128 元/支, 当前三价产品不超过 50 元/支。(4) **今年有望销售 500-600 万支。**华兰疫苗子公司具备年产 3000 万人份四价流感疫苗的生产能力, 产能充足。截至 11 月 26 日, 四价流感疫苗共获得批签发 452.8 万支。考虑到生产周期、批签发及疫苗监管趋严等问题, 我们认为公司今年有望销售 500-600 万支。(5) **提前开展学术宣传推广,**已在北京、广州、武汉、长沙、重庆、西安等多个地区开展学术推广。(6) **美国市场数据证明四价产品将有效替代三价产品。**四价流感疫苗于 2012 年在美国上市, 据美国疾控中心 (CDC) 预测, 2017-2018 年将生产 1.51-1.66 亿剂流感疫苗, 其中四价流感疫苗约 1.19 亿剂, 占比高达 70-80%。

单抗研发有序推进。单抗业务是公司“三轮驱动”发展战略之一, 当前整体研发有序推进: 曲妥珠单抗、贝伐单抗完成 I 期临床, 正在整理材料准备跨过 II 期、直接申报 III 期临床; 利妥昔单抗、阿达木单抗正在开展 I 期临床研究; 帕尼单抗、伊匹单抗和德尼单抗已获批临床。我们看好公司在单抗领域的布局, 丰富的在研产品梯队有望贡献业绩弹性。

盈利预测与投资建议: 我们看好公司业绩恢复高速增长。首先, 公司的血制品业务营销改革效果显著, 带动业绩触底回暖, 自 18Q2 以来收入增速维持在 30% 以上, 随着营销改革持续推进, 已经触底回升。作为稳健发展的血液制品龙头企业, 公司有望凭借产品线齐全、产品结构调整能力强等优势, 保持持续回暖态势。其次, 公司四价流感疫苗为国内首批获批, 长生事件后公司将独家供应, 有望凭借产能优势和前瞻性地学术宣传推广显著增厚业绩。最后, 单抗业务研发进展顺利, 丰富的在研产品梯队有望贡献业绩弹性。我们预计 2018-2020 年归母净利润为 11.12/13.50/16.57 亿元 (考虑到四价流感疫苗情况, 可能超出预测), 对应 EPS 为 1.20/1.45/1.78 元, 以 11 月 27 日收盘价计对应 PE 为 32/26/21 倍。维持“推荐”评级。

风险提示: 四价流感疫苗生产、批签发进度不及预期; 血制品营销改革进度不及预期; 血制品价格降幅超预期; 单抗药物研发失败风险。

(十) 凯莱英 (002821): 药物研发及生产服务小龙头

公司是国内 CDMO 龙头, 凭借强大的技术创新和出色的质量管理能力保持业内领先地位。公司通过加大研发投入推动核心技术创新与价值输出, 以技术优势巩固行业竞争壁垒。今年以来主要表现在: (1) 技术创新层面, 绿色制药关键技术的大规模应用。a) 实现连续膜分离技术的中试及商业化生产应用; b) 开展多项工艺开发优化项目; c) 拓展了多肽 CDMO 服务的能力; d) DoE 技术相对成熟。(2) 专利申请数量与学术论文发表质量稳步提升。(3) 人才建设持续推进。同时, 公司质量管理能力出色, 多次顺利通过 FDA 审查。凭借在技术创新和质量管理体系的优势, 公司项目储备不断增加, 梯队丰富且合理, 业务结构持续优化, 有利于业绩长期可持续增长。

创新药研发生产一站式服务平台布局加速落地。公司加速构建新药(化药+生物药)研发生产(CRO+CDMO)一站式综合服务平台:(1)与国内外优秀临床前/临床 CRO 龙头昭衍新药、Covance 签署战略合作协议, 切入 CRO 领域;(2)大分子生物药领域布局稳步推进: 继与上海交大合作共建生物药物创新技术研发联合实验室后, 拟总投资 15-18 亿元建设大分子药物研发中心及生产基地;(3)与上海公卫合作共建生物样本分析联合实验室, 打造药物临床研究一体化平台;(4)参设投资基金, 进一步实现优质项目的早期介入和绑定。我们认为这些布局一方面有利于公司打造“药物研发与生产服务一体化生态圈”, 建立全方位服务体系; 另一方面有利于公司通过多渠道拓展客户、提高客户黏性, 确保业绩的可持续高增长。

凭借国内政策红利及创新药研发生产服务全产业链布局, 国内市场实现进一步拓展和优化。公司已构建国内创新药 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床试验服务、生物样本检测以及药品注册申报等的全方位服务体系, 为国内药企提供一站式服务。目前公司的国内业务收入快速增长, 客户数量与服务项目不断增加, 业务维度持续拓展。我们认为公司不断积极开拓国内市场并进行多层次战略布局, 全面推进并完善了公司为国内创新药企提供全产业链服务的能力, 有望成为公司新的业绩增长点。

人才激励机制完备。18 年 6 月, 公司推出新一轮股权激励计划, 我们认为: (1) 面向新引进的核心人才。与 2016 年股权激励对象共 108 人相比较, 本次股权激励对象共计 36 人。同时, 18H1 公司新引进高级人才共计 21 人。我们认为本次股权激励大概率面向新引进的核心人才。(2) 旨在激发核心团队积极性, 提升运营效率, 并以此吸引更多人才。

盈利预测与投资建议:公司是国内 CDMO 龙头, 具备强大的技术创新能力和出色的质量管理能力。同时, 公司正加速打造药物研发与生产服务一体化生态圈, 实现向全产业链的延伸, 为国内外客户提供一站式服务。一方面, 我们看好公司的海外业务保持稳定快速增长, 与 Covance 的战略合作、参设投资基金等均有利于公司开拓潜在客户, 并有望通过“早介入、早绑定”不断增加项目储备, 提高客户黏性。另一方面, 我们看好国内业务成为新的业绩增长点。国内已进入医药创新的新时代, 在鼓励创新、药审改革、MAH、一致性评价等政策东风下, 公司将加快市场开拓步伐, 有望凭借“卖水者”逻辑进入高速增长阶段。总体来看, 公司双引擎战略布局持续推进, 我们看好公司未来业绩保持高速增长, 预测 2018-2020 年归母净利润为 4.43/5.80/7.64 亿元, EPS 为 1.92/2.51/3.31 元, PE 为 36/28/21 倍。维持“推荐”评级。

主要风险:客户流失风险; 核心技术人员流失风险; 客户产品降价或销售低于预期风险; 国际贸易摩擦风险。

插图目录

图 1: 我国药品采购政策与医药指数叠加图	6
图 2: 我国药品采购模式演进历程	7
图 3: 2010 年安徽省基药招标采购流程图	11
图 4: 各省落实安徽双信封模式的进度情况	15
图 5: 福建省医疗机构第八批药品集中采购流程图	19
图 6: 竞价品种两轮淘汰及入围情况	24
图 7: 竞价品种不同降幅所占比例	25
图 8: 竞争最激烈的 6 个品种最终降幅情况	25
图 9: 第一轮议价结果一览	26
图 10: 第二轮议价结果一览	27
图 11: 议价品种分组平均降幅	28
图 12: 第一轮议价报价降幅比例	28
图 13: 第二轮议价报价降幅比例	28
图 14: 议价环节入围品种降价幅度	29
图 15: 三医联动各项措施 (部分核心措施)	32
图 16: 上海第三批带量采购方案流程图	38
图 17: 上海市第三批带量招标采购品种在全国样本医院的销售规模分布直方图	42
图 18: 三批带量集中投标企业数 (横轴) 与中标产品价格降幅 (纵轴) 的线性拟合	46
图 19: 头孢呋辛酯集采 (15.6.1) 前后上海样本医院销量变化	47
图 20: 依那普利集采 (15.6.1) 前后上海样本医院销量变化	47
图 21: 地红霉素集采 (16.11.1) 前后上海样本医院销量变化	48
图 22: 尼美舒利集采 (16.11.1) 前后上海样本医院销量变化	48
图 23: 4+7 试点城市带量采购流程图	50
图 24: 竞价品种的竞争企业数 (截至 2018.11.29)	56
图 25: 议价品种的竞争企业数 (截至 2018.11.29)	57
图 26: 31 个试点品种 2017 年样本医院销售规模分布直方图	57
图 27: 代表性药品招标采购文件发布时期的医药行业 PE-TTM 对比 (国家试点集采与安徽/福建/上海模式)	66
图 28: 2018 年医药股与上证综合指数走势叠加 (截止 2018.11.25)	71
图 29: 2018 年医药股相对走势图 (截止 2018.11.25)	71
图 30: 2018 年生物制品子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	73
图 31: 2018 年化学制剂子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	74
图 32: 2018 年医疗服务子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	74
图 33: 2018 年医疗器械子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	75
图 34: 2018 年医药商业子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	76
图 35: 2018 年化学原料药子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	76
图 36: 2018 年中药子行业涨跌幅走势图 vs. 医药生物&沪深 300 (截止 2018.11.25)	77
图 37: 2018 年医药行业个股表现分布数据 (截止 2018.11.25)	78
图 38: 2018 年各子行业中表现好于行业整体的个股数量占比各行业股票数量分布情况 (截止 2018.11.25)	79
图 39: 医药行业及政策发展历程	82

图 40: 近年来医院终端药品整体增长情况 (亿元)	83
图 41: 2006 年至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况	84
图 42: 2006 年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)	84
图 43: 2006 年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况	85
图 44: 2006 年至今全国医院出院人数变化情况	85
图 45: 城镇基本医疗保险基金筹资额 (亿元) 及增速	86
图 46: 城镇基本医疗保险基金支出额 (亿元) 及增速	87
图 47: 健康险筹资额 (亿元) 及增速	87
图 48: 健康险赔付额 (亿元) 及增速	88
图 49: 2010 年至今医药制造业收入及利润总额增速情况	89
图 50: 医药股估值溢价情况	90
图 51: 医药股估值溢价情况-剔除银行股	91
图 52: 各国医药板块 PE 比较	92
图 53: 各国医药板块 PB 比较	92
图 54: 2010 年至今我国创新药 IND 申报数量 (截至 2018.11.26)	100
图 55: 各省新一轮基药标开始执行时间	104
图 56: 各省新一轮非基药标开始执行时间	105
图 57: 全国各省两票制启动实施时间	106
图 58: 全国各省两票制过渡期截止时间	106
图 59: 13 年至今医药流通行业及行业龙头公司增速	108
图 60: 近年来民营医院与公立医院数量对比	109
图 61: 民营医院总诊疗人次 (万人)	110
图 62: 民营医院出院人数 (万人)	110
图 63: 民营医院床位数及公立医院与民营医院床位数比较	110
图 64: 医疗服务龙头营业收入增速	111
图 65: 医疗服务龙头扣非净利润增速	111

表格目录

表 1: 安徽省 2010 版基药招标集采中技术标评审体系表.....	12
表 2: 各省（自治区、直辖市）落实安徽模式基药招标的具体情况.....	14
表 3: 10 种普药在安徽、山东和云南的降价情况.....	16
表 4: 独家品种中标情况.....	17
表 5: 基药独家品种中标价格情况.....	17
表 6: 福建第八标与第七标细节对比.....	18
表 7: 第八批药品集中采购专家评审综合评分标准.....	21
表 8: 第八标议价品种 4+6 个分组具体报价数量（按同通用名代表品计）.....	23
表 9: 福建第八标降幅结果对比.....	29
表 10: 部分药品第八标中标价及降幅.....	30
表 11: 药品限价采购前后价格对比（基药）.....	33
表 12: 药品限价采购前后价格对比（非基药）.....	34
表 13: 上海市三批集中带量招标采购方案对比.....	37
表 14: 上海市带量招标采购的投标资格即投标产品质量评审要素（以第三批方案举例）.....	39
表 15: 上海市三批集中带量招标采购的药品、招标规格数量及样本医院规模（百万元）.....	41
表 16: 上海第三批中对同品种不同规格/剂型药品的分组.....	43
表 17: 上海市第一批集中带量招标采购的产品价格降幅及市场占有率变化.....	44
表 18: 上海市第二批集中带量招标采购的产品价格降幅及市场占有率变化.....	44
表 19: 上海市第三批集中带量招标采购的产品价格降幅及市场占有率变化.....	45
表 20: 国家试点带量采购数量与网传版对比.....	51
表 21: 4+7 城市采购量占比分布.....	55
表 22: 试点品种的企业参与资格情况、中标价及样本医院销售情况.....	58
表 23: 符合申报条件 ≥ 3 家的品种中各潜在竞价企业的市占率、在 4+7 城市销量占比及推测降价意愿.....	60
表 24: 符合申报条件 < 3 家的品种中各潜在竞价企业的市占率、在 4+7 城市销量占比及推测降价意愿.....	61
表 25: 国家试点带量采购与我国招标采购发展史中具有代表性的方案对比.....	67
表 26: 2018 年医药各子行业涨跌幅统计（截止 2018.11.25）.....	72
表 27: 2018 年医药各子行业中表现好于行业整体的个股统计（截止 2018.11.25）.....	77
表 28: 2018 年实现上涨的医药个股特征概述（截止 2018 年 11 月 25 日）.....	80
表 29: 医药行业上市公司增速（内生）.....	88
表 30: 医药行业上市公司增速（内生+外延）.....	89
表 31: 国际医药巨头及细分领域龙头业绩增速与估值（市值单位：百万美元，截止 2018.11.21）.....	94
表 32: 港股及中概股龙头业绩增速与估值（美股单位：百万美元；港股单位：亿人民币）.....	95
表 33: 国内医药白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿人民币元；截止 2018.11.23）.....	95
表 34: 国内 2018 年获批的自主研发创新药（截至 2018 年 11 月 15 日）.....	98
表 35: 国内 2018 年报产的自主研发创新药（截至 2018 年 11 月 15 日）.....	98
表 36: 代表性品牌 OTC 企业的业绩及估值.....	102
表 37: 各省新一轮药品招标完成时间.....	103
表 38: 各省实施两票制时间表.....	107

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、王晓琦，医药行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中州大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：	尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：	王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：	舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn