

## 静待估值修复，布局创新行情

2018-12-04

证券分析师:谢长雁 电话: 0755-82133263 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

联系人: 朱寒青 电话: 0755-81981837 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

联系人: 马步云 电话: 0755-81981847 E-MAIL: mabuyun@guosen.com.cn

联系人: 张智聪 电话: 021-60933151 E-MAIL: zhangzhicong@guosen.com.cn



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

# 投资摘要：静待估值修复，布局创新行情

## 医药行业整体稳健，国际环境趋向缓和

国家统计局数据，2018年1-10月医药制造业累计主营业务收入、利润总额为20181、2554亿元，同比增长13.6%、10.4%，仍然保持高速增长。12月2日，中美两国领导人就经贸问题达成共识，决定停止升级关税等贸易限制措施，国际环境趋向缓和，国内有望迎来估值修复行情。

## 关注带量采购落地，静待估值修复

化学制药板块在带量采购政策冲击下出现大幅回调，目前化药白马估值已回落至历史低位，对应2019年PE基本在20倍以内，站在当前估值切换时点，适应中长线投资布局。我们认为，在前期整体弱势的行情下，市场已对带量采购过度悲观，本轮“4+7”带量采购试点将于12月6日正式落地，有望迎来估值修复，而对于降价较为温和的品种，则可能迎来超跌反弹。

## 创新才是硬道理，提前布局中国创新行情

创新才是医药企业发展的源动力。对于国内医药企业，更要抓住“以价换量”、集中度提升的窗口期，加大研发投入，积极布局创新和高技术壁垒产品，为企业的长期发展坚实基础。可以预见，2018年底至2019年上半年，将是中国医药创新产品集中上市的事情，恒瑞医药等四家企业的PD-1单抗、复宏汉霖的利妥昔单抗生物类似物、乐普医疗的可降解支架、通化东宝的甘精胰岛素等产品有望先后获批，带动医药板块的创新行情。

**风险提示：**四季度控费影响；带量采购后续政策超预期；在研产品进展不及预期；国际环境继续恶化等。

## 投资建议：业绩确定性强、边际改善个股迎来估值切换

12月投资组合我们继续推荐：华东医药（阿卡波糖原料药格局稳定，对标海外价格下降风险低）、乐普医疗（可降解支架预期年底获批）、血制品行业华兰生物、天坛生物、博雅生物（血浆原料受益于格局稳健）、上海医药（商业板块整体现金流好转，工业稳健高增速）、一心堂（外延成长属性反弹行情中弹性较大，前期跌幅较多）。

# ●2018年12月投资策略及推荐组合

# 国信组合投资收益回顾：华东医药受带量采购情绪影响

## 十一月投资策略回顾

### 一阳来复，否极泰来

- 1、医药三季报收官，整体趋势继续稳健向好。
- 2、医药基金持仓占比有所下降，估值进入底部区间。
- 3、基药目录调整利于产品升级换代，品种新增入目录公司提量受益大于潜在降价风险。

投资建议：增长较高、确定性强、边际改善、外延成长属性强此前估值调整较多的个股有望率先反弹。推荐买入华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物、上海医药、一心堂。

投资组合	股价	涨跌幅
华东医药	34.13	-12.37%
乐普医疗	31.30	0.64%
华兰生物	37.78	2.91%
天坛生物	21.70	0.05%
博雅生物	31.90	13.12%
上海医药	20.24	0.20%
一心堂	22.30	-4.66%
平均	-	-0.02%
SW医药	-	2.10%
超额收益	-	-2.12%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理。股价为11月30日收盘价，涨跌幅计算区间为11月3日至11月30日。

## 国信医药1-10月投资组合收益回顾

策略名称	外发时间	投资组合	策略收益	SW医药	超额收益	时间区间
2018年投资策略《中国医药梦，聚焦新龙头》	2017/12/5	华海药业、恒瑞医药、康弘药业、通化东宝、长春高新、华兰生物、乐普医疗、鱼跃医疗、迈克生物、美年健康、老百姓、一心堂、上海医药	8.16%	2.31%	5.85%	17/12/1-18/1/24
2月投资策略《踏雪寻成长，回首看龙头》	2018/1/31	乐普医疗、柳药股份、鱼跃医疗、美年健康、长春高新	5.27%	2.53%	2.74%	18/1/30-18/3/9
3月投资策略《寻求确定性，发掘低估值成长股》	2018/3/13	乐普医疗、美年健康、一心堂、柳药股份、迪安诊断	6.37%	2.88%	3.49%	18/3/12-18/4/4
4月投资策略《继续看好有确定性、成长性的龙头，关注未轮动板块》	2018/4/10	乐普医疗、美年健康、一心堂、柳药股份、鱼跃医疗、华兰生物、迈克生物	5.30%	0.30%	5.00%	18/4/4-18/5/4
5月投资策略《聚焦确定性，防范市场风险》	2018/5/9	乐普医疗、一心堂、迈克生物、柳药股份、鱼跃医疗、华兰生物	4.28%	2.43%	1.85%	18/5/4-18/6/1
6月投资策略《结构分化，重视前期滞涨个股》	2018/6/4	一心堂、鱼跃医疗、上海医药、迪安诊断、柳药股份、乐普医疗	-7.37%	-8.82%	1.45%	18/6/4-18/7/12
2018年下半年投资策略《全球接轨，全面分化》	2018/7/17	华东医药、长春高新、一心堂、乐普医疗、迪安诊断、华兰生物、博雅生物、柳药股份、上海医药	-6.76%	-9.02%	2.26%	18/7/15-18/8/1
8月投资策略《地雷阵vs.黄金坑：抓住龙头估值切换机遇》	2018/8/1	通化东宝、长春高新、华兰生物、柳药股份、上海医药、一心堂、乐普医疗	-6.82%	-10.40%	3.58%	18/8/1-18/9/10
9月投资策略《价值渐显，适度乐观》	2018/9/1	华东医药、长春高新、华兰生物、上海医药、乐普医疗、一心堂	-0.11%	0.56%	-0.67%	18/9/11-18/9/30
10月投资策略《价值凸显，信心为王》	2018/10/8	华东医药、华兰生物、天坛生物、乐普医疗、一心堂、上海医药	-1.34%	-6.85%	5.51%	18/10/8-18/11/2

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

# 国信医药2018年12月A股投资组合

**华东医药:** 1) 阿卡波糖原料药格局稳定。2) 二线品种医保放量高增长。3) 研发管线陆续兑现, 看好明年下半年利拉鲁肽上市。

**华兰生物:** 1) 疫苗生产计划调整不改明年疫苗放量预期。2) 血制品龙头预期回避带量采购继续享有稳定性溢价。

**天坛生物:** 1) 三大所与贵州血制效率改善明显, 预计未来三年公司整体实现20~25%复合增速。2) 采浆量成长高于行业。3) 国药渠道以及此前高等级医院覆盖优于行业。

**博雅生物:** 1) 基数低高增长, Q3血制品业务增长高于预期, 预计未来三年血制品实现30%左右复合增速。2) 丹霞血浆调拨获批则19年业绩高度确定, 若丹霞GMP通过则2020年业绩也将高度确定。

**乐普医疗:** 1) 心血管糖尿病慢病领域大赛道龙头, 前期调整充分, 反弹行情中有望优先估值修复。2) 可降解支架预计年底获批, 重磅创新品种业绩增量高。

**上海医药:** 1) 工业端维持20%以上较高增长, 商业端行业整体现金流改善, 边际向好。2) 大批发不受带量采购影响, 当前估值极低, 安全边际高。

**一心堂:** 1) 全年业绩预测区间收窄为15%-35%, 预计偏上限。2) 外延成长属性前期回调较多, 反弹中向上弹性同样更大。

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		2018/11/30	(亿元)	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	(17A)	(18E)	
300003	乐普医疗	31.30	558	0.50	0.73	0.98	1.29	62.0	42.9	31.9	24.3	14.0	1.2	买入
601607	上海医药	20.24	547	1.24	1.40	1.60	1.84	16.3	14.5	12.7	11.0	10.3	1.0	买入
000963	华东医药	34.13	498	1.22	1.53	1.92	2.39	28.0	22.3	17.8	14.3	21.2	0.9	买入
002007	华兰生物	37.78	351	0.88	1.21	1.50	1.80	42.8	31.2	25.2	21.0	17.6	1.2	买入
600161	天坛生物	21.70	189	1.35	0.59	0.75	0.91	16.0	36.8	28.9	23.8	38.8	-	增持
300294	博雅生物	31.90	138	0.82	1.05	1.34	1.91	38.8	30.4	23.8	16.7	14.7	0.9	买入
002727	一心堂	22.30	127	0.74	0.92	1.15	1.43	30.0	24.2	19.4	15.6	11.4	1.0	买入

资料来源: Wind、国信证券经纪研究所整理、预测

# 国信医药12月港股推荐组合

**金斯瑞生物科技 (1548.HK)**：创新无价！细胞治疗创新龙头，中美临床进展可期。前期调整较多，已充分反映悲观预期。ASH摘要公布，BCMA CAR-T疗效优异，副作用较小，有望于2-3年实现全球商业化。

**中国生物制药 (1177.HK)**：首仿之王，创新领袖！安罗替尼引领创仿新时代，进入研发收获期。前期下跌较多，已充分反映悲观预期。带量采购试点对公司2019年收入影响不超过5%（我们测算约3.6%）。

**石药集团 (1093.HK)**：国改标杆，创新领袖！2018年3季度增长仍然强劲，“创新管线+国际化”成为强者恒强的重要驱动力，长期投资价值显著。

**中国中药 (0570.HK)**：显著低估！中药配方颗粒龙头持续快速增长，全产业链布局加快。

**三生制药 (1350.HK)**：加速崛起的生物制药龙头，核心产品受益于新全国医保，进入新一轮高成长期。

代码	公司简称	股价 1201	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 17A	PEG 18E	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
1093.HK	石药集团	18.26	1,139	15.84	988	0.44	0.57	0.73	0.93	31.10	27.84	21.8	1.0	买入
1177.HK	中国生物制药	8.19	1,035	7.14	902	0.17	0.24	0.30	0.37	36.21	25.68	16.7	0.9	买入
1530.HK	三生制药	12.78	325	11.52	293	0.37	0.46	0.58	0.71	27.29	21.74	14.5	0.9	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	13.70	251	13.60	249	0.11	0.13	0.16	0.19	121.69	107.59	8.7	5.8	买入
0570.HK	中国中药	5.34	269	5.20	262	0.26	0.29	0.36	0.45	17.15	15.58	14.1	0.8	买入

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理、预测

# 回顾：中期策略《全球接轨，全面分化》

国信医药团队于今年7月17日外发了题为《全球接轨，全面分化》的18年下半年投资策略，我们提出：

## ● 监管政策方向驱动医药产业与二级市场双双走向国际接轨

新医改的大方向已经十分清晰：存量仿制药通过一致性评价迎来提质、进口替代机遇凸显；增量创新药逐渐从中国新迈向全球新，搭乘原研专利过期 Biosimilar 上市历史机遇春风；渠道层级压缩、合规化经营助力规模优势集中度提升。二级市场方面随着海外资金透过MSCI、QFII等方式参与优质龙头重新定价、监管层鼓励生物医药创新企业快速上市、允许绩差股有序退市等推动资金面、监管面与国际接轨。产业与二级市场的监管政策方向变化必然驱动二级市场对应标的逐渐走向成熟国际市场格局。

## ● 透过 ROE、研发、市场关注度、产业趋势等多角度筛选核心池

ROE高企是优质企业的共同特征，但是对医药行业来说，核心资产如药品批文、销售渠道、品牌实际上是由历年的费用创造的。过去的研发投入往往也正在兑现期。因此我们主要凭借相关客观指标，同时结合对产业的趋势、管线的前景判断，筛选出核心标的个股。

## ● 他山之石：未来对标海外四大类公司

传统医药内部按照主营产品分类，但是随着监管政策与美国接轨，同时国内具有足够大的市场空间，我们预计未来也会如美国一样，形成：1) 创新药销售平台型的Big Pharma；2) 精耕专科细分领域专科药企；3) 体量大成本低的仿制药企业；4) 无营收、主要靠前沿研发驱动的小型 Biotech。国内的龙头公司也将逐渐由仿创结合、仿制为主的“中国新”转型为同样具有靶点创新、机制创新的“世界新”并进入全球市场。

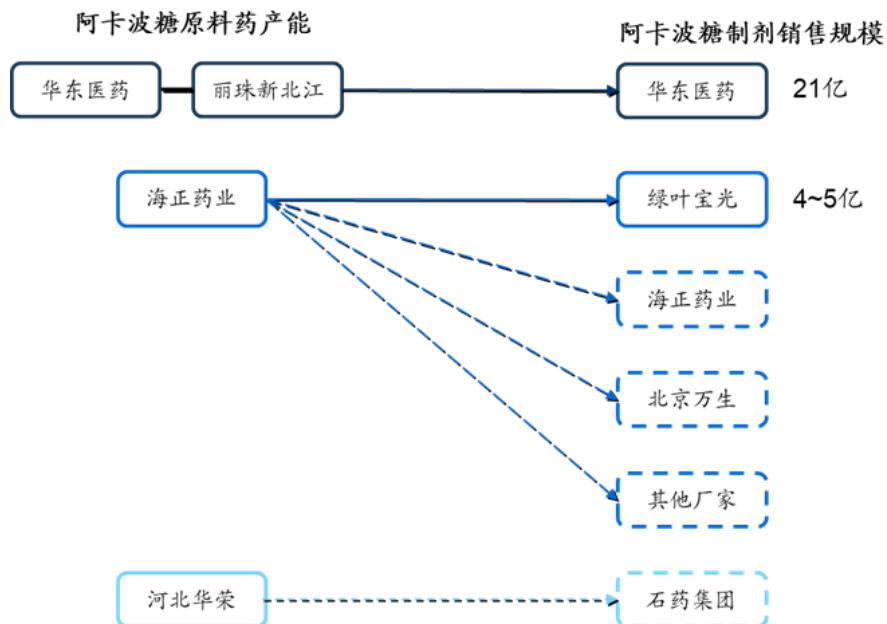
## ● 投资建议：集中度提升大势所趋，超配医药核心资产池

医药板块与市场大盘同样受到短期外贸争端、金融去杠杆等多重因素影响，但医药核心资产公司在中期享受行业集中度提升、消费中医药占比提升双重红利，在长期优质龙头标的还有望进入海外全球市场。综合考虑当前估值，继续推荐稳健组合：华东医药、长春高新、乐普医疗、一心堂。同时部分底部公司有望反转：华兰生物、博雅生物、迪安诊断、柳药股份、上海医药。

# 华东医药重大事件快评：

## 阿卡波糖首家通过一致性评价，糖尿病龙头价值凸显

- 中美华东的阿卡波糖首家通过一致性评价，保持市场领先地位，有望进一步实现国产替代。
- 阿卡波糖原料药技术壁垒高，华东锁定国内70%以上原料药产能，保障制剂竞争格局稳定。阿卡波糖未来增长主要来自糖尿病整体诊疗率提升、基层市场下沉和进口替代，带量采购带来的冲击有限，同时加速进口替代进程；
- 公司糖尿病领域全产品线布局，立足阿卡波糖建立优势销售渠道，利拉鲁肽国内研发进展领先，DPP-4、SGLT-2仿制药有望快速上市，扩充糖尿病产品线；
- 投资建议：公司是国内专科制剂龙头企业，在糖尿病、免疫抑制剂等领域“产品线+销售能力”优势明显，工业板块保持高增长，商业板块为浙江省医药流通龙头，预计今年四季度改善，预计2018-2020年EPS分别为1.53/1.92/2.32元，对应PE分别为22.2/17.7/14.2倍，维持“买入”评级。



# 中国生物制药2018年三季度报季报点评：机遇大于挑战

## ● 收入同比增长37.4%，归母净利润同比增长22%，业绩优异

2018年前3季度实现营收157.3亿元（+37.4%）略超预期；毛利润126.43亿元（+39.7%）；归母净利润22.01亿元（+22.0%）。不考虑北京泰德并表，第3季度收入约50亿元（+26.2%），净利润（不含股票公允价值亏损）约7.76亿元，同比增长18.7%，净利润（含股票公允价值亏损）约7.55亿元，同比增长7.1%。毛利率微升至80.4%（+1.3pct），整体来看业绩增长好于预期。

## ● 抗肿瘤业务板块增长强劲，产品结构不断优化，强者恒强

抗肿瘤类药物在安罗替尼的推动下同比增长85.0%，占比提升至14.6%，超过心脑血管药物，成为公司第二大业务领域。新上市产品（安罗替尼、替诺福韦、硼替佐米、利多卡因贴剂等）、抗肿瘤产品、受益医保目录调整的产品和通过一致性评价的产品均增长强劲，即使部分老化品种有所下滑，收入增长仍然提速。公司产品结构不断优化，创新产品占比将不断提高，未来强者恒强趋势明显。

## ● 客观看待带量采购政策影响，对优质公司机遇远大于挑战

预计2018年公司研发投入将超过20亿元，通过一致性评价的药品品种和申报品种数量位居全国前列，作为“首仿之王”，公司具备显著的品质和规模成本优势，长期看有望成为这轮洗牌的赢家，抓住仿制药进口替代机遇进一步扩大市场份额，同时在创新药领域实现快速发展推动产业升级。具体到近期“4+7”试点采购，据测算：假设5个产品全部失标，则损失销售额约7.21亿元，仅占2018年总销售额约3.6%，若考虑销售成本降低则对2019年整体业绩影响微小；假设全部按照当前各个产品的最低价中标，则可贡献约6.07亿元销售额增量，约占2018年总销售额的3.1%。可见市场过度担忧了政策或有影响。

## ● 风险提示：核心产品销量不达预期，研发进展不达预期

## ● 投资建议：以创新支撑高成长，股价调整充分，维持“买入”评级

预计2018-2020年收入207/251/300亿元，增速40/21/20%，归母净利润31/38/47亿元，增速42/23/25%，EPS0.24/0.30/0.38，当前股价7.19港元对应PE26.2/21.2/17.0x。必须看到公司正迎来产品密集上市时期，新产品和创新产品将是公司未来持续强劲增长的动力，短期因政策扰动而导致的下跌带来中长线买入机会，维持未来两年目标估值12.82-14.10港元（对应2020PE30-33x）。

# 石药集团2018年三季度报季报点评： 创新药增长强劲，未来成长可期

## ● 收入增长41%、归母净利润增长33.8%，业绩靓丽符合预期

2018年前三季度实现营收158亿港元（+41.4%），毛利103亿港元（+57.6%），归母净利润27.34亿港元（+33.8%），整体业绩强劲增长符合预期。毛利率提升至65.1%（+6.6pct），主要由于高毛利率的创新药高增长，占比持续提升。

## ● 创新药占比进一步提升，核心品种高增长有望维持

创新药业务实现收入75.43亿港元（+62.1%），收入占比进一步提升至47.6%（+6.1pct）。核心品种恩必普和肿瘤药物仍具备广大的空白市场，公司持续加强专线销售队伍建设，扩充销售人员，加强终端下沉和学术推广，强劲的增长有望维持。白蛋白紫杉醇的上市进一步助力肿瘤板块实现连续两年翻倍增长。

## ● 持续加大研发和销售投入，为长期发展奠定坚实基础

3季报净利润增速不及收入增速，主要由于研发和销售费用支出的大幅上升。其中研发支出11亿港元（+128.5%，全部费用化处理），销售费用54.2亿港元（+80.2%）。研发费用多用于小分子和大分子创新药管线的扩充和推进，而丰富的创新管线及快速推进临床的能力也是公司价值所在，并将为公司未来持续的高速发展奠定坚实的基础。

## ● 带量采购对公司近两年业绩增长影响甚微

公司白蛋白紫杉醇因不在国家医保而未进入此次试点带量采购目录。当前公司通过一致性评价的品种市占率极低，且售价远低于原研在国内的价格和美国市场同品类的药品价格，在招标中降价压力小，中标后贡献业绩增量，有望受益。即使将来降价幅度超预期，当前试点中涉及到公司的招标品种采购总额较小，对公司2019-2020年业绩影响甚微，现有核心品种将持续推动公司高增长。

## ● 风险提示：核心产品销售增速放缓，研发进展不达预期

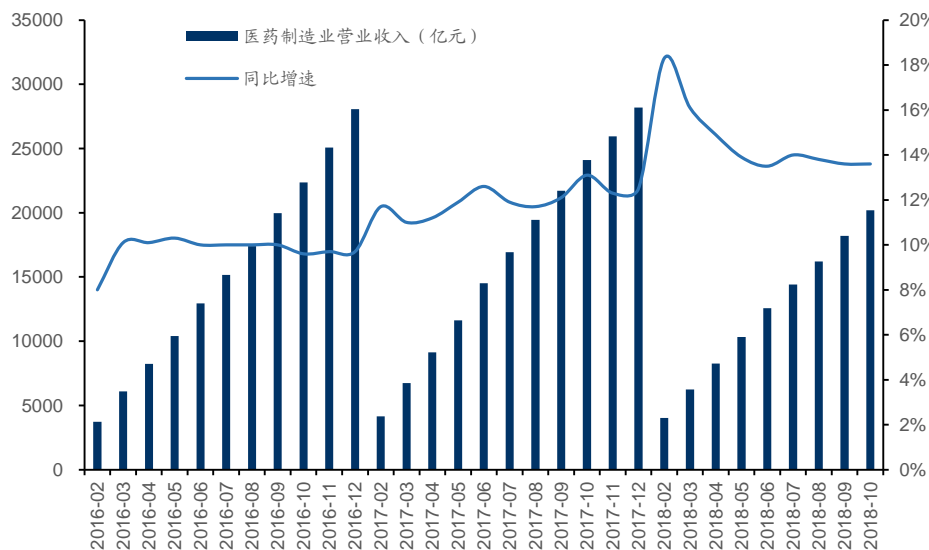
## ● 投资建议：长期成长性确定的龙头公司，维持“买入”评级

预计2018-2020年营收约203/256/317亿港元，增速31/26/24%，净利润约35.5/45.4/58.3亿港元，增速28/28/28%，EPS0.57/0.73/0.93港元，当前股价对应PE34.9/27.3/21.3x。考虑未来三年石药有望维持25-30%的业绩增速，且作为转型成功的大市值龙头公司，以创新支撑高增长，有望持续享有龙头公司估值溢价，维持26.14-28.00港元合理估值和“买入”评级。

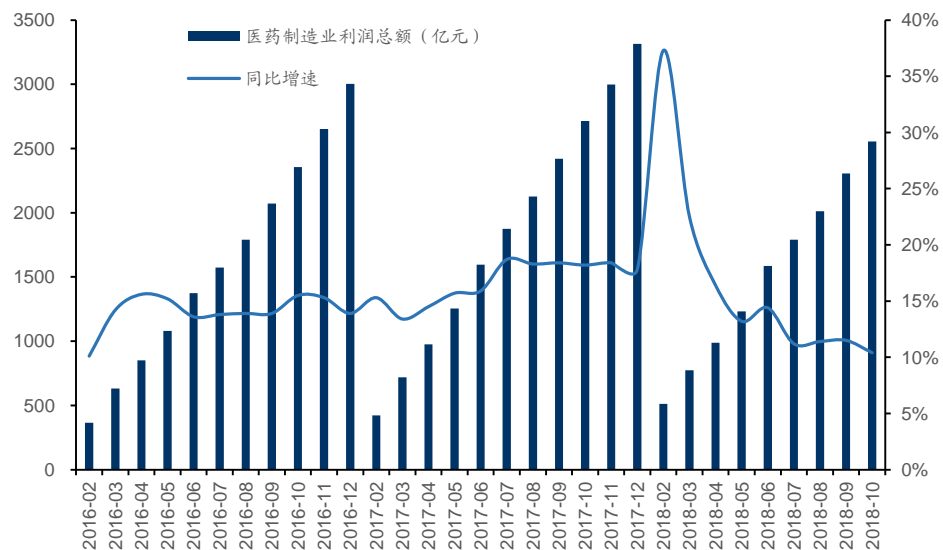
# 统计局高频数据：医药制造业继续维持稳健增长

根据国家统计局数据，2018年1-10月，医药制造业累计主营业务收入、利润总额为20181、2554亿元，同比增长13.6%、10.4%，仍然保持高速增长。

图：2016年至今规模以上医药制造业主营业务情况



图：2016年至今规模以上医药制造业利润总额情况



## ●带量采购政策对行业影响

# 带量采购政策及上海补充文件公布

11月15日，国家《4+7城市药品集中采购文件》发布；随后上海地区补充文件发布，带量采购正式落地。带量采购文件主要公布了采购品种范围及数量和招标相关的内容。上海补充文件公布了一些执行的细则，包括明确了付款方式和周期，明确保障了中选品种的用量（大于50%），并对未中选品种作出了相应规定。

## 国家4+7带量采购及上海补充文件主要内容

### 《4+7城市药品集中采购文件》主要内容

采购品种及数量	共31个品种（紫杉醇注射剂（白蛋白结合型）和头孢唑林钠/氯化钠注射剂）未入选，采购量略有下降，稍低于品种总量的70%。
品种申报要求	申报品种需满足下列3个条件之一：1）原研药及一致性评价参比试剂；2）通过一致性评价的仿制药；3）按化学药品新注册分类批准的仿制药。
采购周期	12个月为一个采购周期，提前完成约定采购量的，超过部分仍按中选价进行采购，直至期满。
时间节点	12月6日上午提交材料、公开信息，下午进行议价谈判确认
中选品种确定	中选流程分为预中选和拟中选
预中选	报价最低者获得预中选资格（只1家申报的自动获得）；若最低报价有2家或以上企业，则在11个城市中供货地区多的企业优先，17年度11个城市中主品规销量大的企业优先。
拟中选	1）符合申报条件的企业数 $\geq 3$ ：预中选企业直接获得拟中选资格； 2）符合申报条件的企业数 $\leq 2$ ：价格降幅排名前列的（不多于7家），获得拟中选资格；其余预中选品种：参考符合申报条件的企业数 $\geq 3$ 的品种降价幅度。

### 《4+7城市药品集中采购上海地区补充文件》主要内容

付款方式	签订协议后支付50%，采购周期执行半年或采购量达到约定量50%后再支付45%，供货期末期清算完成后支付剩余货款。
中选品种	1）优先采购，使用量原则上应与上一年度水平相当；2）中选药品视作符合“一品两规”要求
未中选品种	1）量：未中选药品可以继续采购，但数量按比例关系折算后不得超过中选品种； 2）价：未中选的最低价药品，必须在2017年中标价（或挂网价）基础上，根据价差实现梯度降价后方可继续采购；未中选的最低非最高价药品挂网价不高于调整后的最低价药品； 3）符合本次集中采购申报要求的同品种仿制药生产企业超过（含）3家的，不再采购不符合要求的药品；不足3家的，其他已中标（或挂网）的未中选品种可继续使用，但挂网价应低于中标价

资料来源:上海市阳光医药采购网、国信证券经济研究所整理

# 带量采购产品竞争格局梳理（1）

带量采购产品竞争格局（1）

序号	品种名称	规格	是否主品	采购数量(万)	原研(销量占比)	主要企业格局(按销量)	主要企业格局(按销售额)	通过一致性评价企业
1	阿托伐他汀口服常释剂型	10mg		8,724.36	辉瑞(1.5%)	嘉林药业(48.4%) 天方药业(29.5%) 浙江新东港(13.0%)	嘉林药业(48.7%) 天方药业(29.8%) 浙江新东港(10.1%)	嘉林药业 浙江新东港
		20mg	是	15,672.18	辉瑞(80.3%)	辉瑞(80.3%) 嘉林药业(16.5%)	辉瑞(85.2%) 嘉林药业(12.3%)	嘉林药业 浙江新东港
2	瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	是	8,285.70	IPR(73.5%)	IPR(73.5%) 正大天晴(11.5%) 京新药业(9.9%)	IPR(83.2%) 正大天晴(7.5%) 京新药业(6.5%)	正大天晴 先声药业 海正药业 京新药业
		5mg		6,006.97	IPR(0.0%)	鲁南贝特(86.3%) 京新药业(11.1%)	鲁南贝特(90.8%) 京新药业(7.2%)	海正药业 京新药业
3	氯吡格雷口服常释剂型	25mg		18,320.56	/	信立泰(74.1%) 乐普药业(25.9%)	信立泰(78.5%) 乐普药业(21.5%)	信立泰 乐普药业
		75mg	是	5,746.59	赛诺菲(90.0%)	赛诺菲(90.0%) 乐普药业(9.0%)	赛诺菲(95.4%) 乐普药业(4.0%)	信立泰 乐普药业
4	厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	是	4,432.42	/	扬子江药业(37.8%) 以岭药业(25.9%) 华海药业(20.2%)	以岭药业(38.9%) 扬子江药业(33.5%) 华海药业(11.0%)	海正辉瑞 华海药业
		150mg	是	9,311.51	赛诺菲(68.4%)	赛诺菲(68.4%) 江苏恒瑞(12.3%)	赛诺菲(83.2%) 江苏恒瑞(5.4%)	海正辉瑞 江苏恒瑞
5	氨氯地平口服常释剂型	5mg	是	29,382.02	辉瑞(62.5%)	辉瑞(62.5%) 华润赛科(9.9%) 扬子江药业(9.5%)	辉瑞(84.1%) 扬子江药业(4.2%) 华润赛科(4.1%)	华润赛科 扬子江药业 江苏黄河 苏州东瑞
6	恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	是	4,133.51	BMS(24.0%)	正大天晴(51.0%) BMS(24.0%)	正大天晴(44.1%) BMS(39.9%)	正大天晴、江西青峰 苏州东瑞、海思科
7	艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	是	1,003.44	灵北(72.9%)	灵北(72.9%) 四川科伦(22.7%)	灵北(83.6%) 四川科伦(13.9%)	洞庭药业 四川科伦 山东京卫

资料来源:《4+7城市药品集中采购文件》、PDB、药智网、国信证券经济研究所整理

# 带量采购产品竞争格局梳理（2）

## 带量采购产品竞争格局（2）

序号	品种名称	规格	是否主品	采购数量 (万)	原研 (销量占比)	主要企业格局 (按销量)	主要企业格局 (按销售额)	通过一致性评价企业
8	帕罗西汀口服常释剂型	20mg	是	1,851.66	GSK(26.4%)	华海药业(54.7%) GSK(26.4%)	GSK(45.8%) 华海药业(41.5%)	华海药业
9	奥氮平口服常释剂型	10mg	是	1,047.36	礼来(3.0%)	江苏豪森(88.1%) 印度龙灯(8.9%) 礼来(3.0%)	江苏豪森(83.6%) 印度龙灯(8.6%) 礼来(7.8%)	江苏豪森
		5mg		1,783.47	礼来(22.8%)	江苏豪森(61.2%) 礼来(22.8%) 印度龙灯(9.1%)	江苏豪森(44.4%) 礼来(43.9%) 印度龙灯(6.7%)	江苏豪森
10	头孢呋辛酯 (头孢呋辛) 口服常释剂型	250mg	是	3,351.59	GSK(26.8%)	苏州中化(30.8%) GSK(26.8%) 国药致君(17.3%)	GSK(35.8%) 苏州中化(33.3%) 国药致君(18.9%)	成都倍特 国药致君 联邦制药
11	利培酮口服常释剂型	1mg	是	3,401.05	强生/西安杨森(38.5%)	强生/西安杨森(38.5%) 恩华药业(18.7%) 齐鲁制药(14.7%) 华海药业(10.7%)	强生/西安杨森(55.6%) 恩华药业(14.5%) 齐鲁制药(11.5%)	华海药业
12	吉非替尼口服常释剂型	250mg	是	49.15	阿斯利康(84.4%)	阿斯利康(84.4%) 齐鲁制药(15.6%)	阿斯利康(88.6%) 齐鲁制药(11.4%)	齐鲁制药
13	福辛普利口服常释剂型	10mg	是	2,304.47	BMS(77.4%)	BMS(77.4%) 华海药业(22.6%)	BMS(82.8%) 华海药业(17.2%)	华海药业
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	是	9,215.60	赛诺菲(50.7%)	赛诺菲(50.7%) 正大天晴(33.8%) 元和药业(11.1%)	赛诺菲(62.7%) 正大天晴(25.0%) 元和药业(8.8%)	正大天晴 华海药业
15	赖诺普利口服常释剂型	10mg	是	208.71	/	华海药业(41.2%) 上海长城(18.7%) 天士力帝益(12.6%)	华海药业(45.5%) 天士力帝益(18.0%) 国药金石(16.1%)	华海药业
		5mg		22.62	/	国药金石(91.0%) 天士力帝益(8.4%)	国药金石(90.4%) 天士力帝益(9.0%)	华海药业
16	替诺福韦二吡呋酯口服常释剂型	300mg	是	621.82	GSK(65.5%)	GSK(65.5%) Aspen(29.3%)	GSK(65.5%) Aspen(29.8%)	成都倍特 齐鲁制药 正大天晴

资料来源：《17个重点药品集中采购文件》、PDB、药智网、国信证券经济研究所整理

# 带量采购产品竞争格局梳理（3）

## 带量采购产品竞争格局（3）

序号	品种名称	规格	是否主品规	采购数量(万)	原研(销量占比)	主要企业格局(按销量)	主要企业格局(按销售额)	通过一致性评价企业
17	氯沙坦口服常释剂型	100mg		1,883.77	默沙东(91.3%)	默沙东(91.3%) 华海药业(7.1%)	默沙东(94.4%) 华海药业(3.9%)	华海药业
		50mg	是	6,281.99	默沙东(33.3%)	扬子江药业(39.4%) 默沙东(33.3%) 华海药业(17.3%)	默沙东(44.7%) 扬子江药业(39.2%) 华海药业(10.1%)	华海药业
18	阿莫西林口服常释剂型	250mg	是	5,614.60	/	联邦制药(24.1%) 瑞阳制药(18.6%) 港澳澳美(9.3%)	联邦制药(33.7%) 山西同达(20.3%) 港澳澳美(11.0%)	康恩贝 联邦制药 石药中诺
19	阿奇霉素口服常释剂型	250mg	是	2,039.15	辉瑞(36.2%)	华润三九众益(48.2%) 辉瑞(36.2%)	辉瑞(54.7%) 华润三九众益(41.6%)	石药欧意 二叶制药
		500mg	是	7.94	普利瓦/辉瑞(62.8%)	普利瓦/辉瑞(62.8%) 北京太洋(24.0%)	普利瓦/辉瑞(84.4%) 国药金石(12.2%)	石药欧意
20	依那普利口服常释剂型	10mg	是	1,418.88	MSD(2.7%)	扬子江药业(75.9%)	扬子江药业(84.9%)	扬子江药业
		5mg		821.52	MSD(4.0%)	扬子江药业(56.8%) 山东绿因(25.7%)	扬子江药业(57.4%) 山东绿因(31.9%)	扬子江药业
21	左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	是	647.76	优时比(98.2%)	优时比(99.3%)	优时比(99.5%)	京新药业
22	曲马多口服常释剂型	50mg	是	185.14	格兰泰(19.9%)	石药欧意(38.5%) 多多药业(27.9%) 格兰泰(19.9%)	格兰泰(32.6%) 石药欧意(28.8%) 多多药业(23.0%)	石药欧意
23	伊马替尼口服常释剂型	100mg	是	253.66	诺华(31.4%)	江苏豪森(42.6%) 诺华(31.4%) 正大天晴(24.2%)	诺华(81.1%) 江苏豪森(12.3%) 正大天晴(6.1%)	江苏豪森
24	阿法骨化醇口服常释剂型	0.25ug	是	3,200.03	帝人(1.9%)	贝克诺顿(42.1%) 南通华山(24.7%) Teva(9.3%)	贝克诺顿(57.7%) Teva(12.8%) 南通华山(11.8%)	重庆药友
		0.5ug		694.78	帝人(17.8%)	信谊延安(35.0%) 重庆药友(29.5%) 帝人(17.8%)	重庆药友(31.1%) 信谊延安(29.0%) 帝人(27.8%)	重庆药友

# 带量采购产品竞争格局梳理（4）

带量采购产品竞争格局（4）

序号	品种名称	规格	是否主品规	采购数量(万)	原研(销量占比)	主要企业格局(按销量)	主要企业格局(按销售额)	通过一致性评价企业
25	孟鲁司特口服常释剂型	10mg	是	2,632.23	默沙东(74.0%)	默沙东(74.0%) 鲁南贝特(15.5%) 四川大冢(10.4%)	默沙东(77.6%) 鲁南贝特(13.6%) 四川大冢(8.8%)	滨江制药
26	蒙脱石口服散剂	3g	是	1,699.32	益普生(65.4%)	益普生(65.4%)	益普生(80.9%)	先声药业 扬子江药业 四川维奥
27	卡托普利口服常释剂型	25mg	是	597.33	/	常州制药(16.9%) 旭东海普(13.2%) 衡山药业(8.6%)	常州制药(25.3%) 科瑞制药(19.1%) 华森制药(14.5%)	常州制药 石药欧意
28	培美曲塞注射剂	100mg	是	3.91	礼来(6.8%)	齐鲁制药(53.7%) 扬子江药业(20.2%) 上海凯茂(14.9%)	齐鲁制药(41.0%) 扬子江药业(22.5%) 礼来(19.7%)	四川汇宇
		500mg	是	2.29	礼来(29.0%)	礼来(29.0%) 南京东捷(23.0%) 德州德药(20.3%)	礼来(60.5%) 德州德药(13.7%) 南京东捷(8.1%)	四川汇宇
29	氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	是	516.41	/	北京泰德(100%)	北京泰德(100%)	大安制药
30	右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	是	134.23	/	江苏恒瑞(88.5%)	江苏恒瑞(88.7%)	扬子江药业
31	阿奇霉素注射剂	0.5g	是	38.03	辉瑞(89.1%)	辉瑞(89.1%)	辉瑞(98.1%)	普利制药

资料来源:《4+7城市药品集中采购文件》、PDB、药智网、国信证券经济研究所整理

# 英国医保采购药品价格为国内带量采购提供借鉴

英国是典型的实行全民医疗保障制度的国家，其医疗保障体系以国民健康服务体系（NHS, National Health System）为主，商业保险为辅。2016/17年度英国NHS药物采购支出为174亿英镑，以5%的年均增速增长。由于政府财政全额负担民众医疗支出，因此采购药品的价格是其控制医保支出的关键。

NHS对于专利药和通用名药物设定了不同的价格政策：

- 1. 药物价格管制方案（PPRS, The Pharmaceutical Price Regulation Scheme）：**英国每5到6年修订一次管制方案，主要依据英国制药行业协会（ABPI）和卫生署（DOH）的分支机构PPRS进行谈判的结果。在考虑了药企研发费用等可抵扣的项目后，公司的资金回报率被限制在一定的水平下（一般在29%以下），如果药企实际利润超过了可接受的利润上线，制药公司将与其协商：（1）.降低价格；（2）.返还超额利润；（3）.对先前同意的价格上涨进行延迟或限制。
- 2. 仿制药定价：**超过60%的处方开的为通用名药物，依据强制性规定通过政府的合理用药法规和用药错误的处方软件对全科医生进行监督和管理。药剂师不允许将通用名药替换成品牌药，但可以在通用名药品厂商间自由选择，药品价格目标体系和报销政策结合迫使药剂师寻找最有利的价格，反过来进一步压低了药品价格。

尽管英国全民医疗的体制有诸多弊端，诸如医疗资源浪费、运行效率低下等，但NHS确保医保采购药品价格的合理平稳所制定的多项政策可以为国内的带量采购提供借鉴与启示。我们对比了国内重点品种的NHS采购价格（或MIMS价格）与国内原研厂商、国产厂商的销售价格，可以看见英国的药物价格远低于国内原研厂商价格，多数品种也高于国产仿制药价格。

# 英国医保采购药品价格为国内带量采购提供借鉴

药物基本信息			英国		国内						溢价比较（英国为MIMS，国内为PDB价格）		备注
药品名称	剂型	规格	英国价格（NHS采购）	英国价格（MIMS）	国内原研药企业（销售占比）	国内原研价格（PDB）	国内原研价格（招标）	主要国产商价格（PDB）	主要国产商价格（招标）	国内原研价格/英国价格	国内原研/国内国产		
氯吡格雷	口服	75mg	0.42	0.46	赛诺菲（59.2%）	16.13	15.47	信立泰	7.77	7.61	16.83	2.08	
								乐普医疗	6.76	6.10		2.39	
阿托伐他汀	口服	10mg	0.23	0.23	辉瑞（73.7%）	6.34	6.20	德展健康	3.50	3.32	27.46	1.81	
								乐普医疗	2.71	3.19		2.34	
恩替卡韦	口服	500μg		110.23	BMS(39.9%)	27.84	25.04	中国生物制药	14.48	11.10	0.25	1.92	
紫杉醇	注射	6mg/ml,5ml		608.56	BMS(8.9%)	838.37	788.29	绿叶制药	911.78	839.63	1.38	0.92	
美罗培南	注射	500mg		771.05	日本住友（43.5%）	160.07	155.99	健康元	96.62	86.40	0.21	1.66	
								石药集团	95.42	80.56		1.68	
伏立康唑	口服	200mg		358.52				泰合健康	173.41	85.88		2.06	
								亿邦制药	413.02	375.64		1.00	0.87
多西他赛	注射	20mg/ml,1ml		1327.26				丽珠集团	370.63	355.42		0.97	
								Aventis Behring (20.7%)	1451.09	1449.06		恒瑞医药	361.00
奥沙利铂	注射	5mg/ml,10ml		1345.65	赛诺菲（66.1%）	2366.40	2334.66	恒瑞医药	227.21	179.88	1.76	10.42	
阿卡波糖	口服	50mg	1.16	1.16	拜耳（66.4%）	2.09	2.13	华东医药	1.43	1.36	1.80	1.46	
他克莫司	口服	1mg		14.62	日本藤泽（66.1%）	24.14	11.66	华东医药	17.08	9.36	1.65	1.41	
卡培他滨	口服	500mg		20.14				恒瑞医药	13.67	8.15		2.35	
								罗氏（72.5%）	32.10	30.72		中国生物制药	11.14
吗替麦考酚酯	口服	500mg		1.19	罗氏（61.0%）	14.02	14.44	华东医药	7.20	5.61	11.79	1.95	

亿邦制药和丽珠集团为注射剂型

# 英国医保采购药品价格为国内带量采购提供借鉴

药物基本信息			英国		国内						溢价比较（英国为MIMS，国内为PDB价格）		备注
药品名称	剂型	规格	英国价格（NHS采购）	英国价格（MIMS）	国内原研药企业（销售占比）	国内原研价格（PDB）	国内原研价格（招标）	主要国产商价格（PDB）	主要国产商价格（招标）	国内原研价格/英国价格	国内原研/国内国产		
埃索美拉唑	注射	40mg	19.61	6.01	阿斯利康（75.3%）	59.07	100.63	中国生物制药	82.06	91.80	9.82	0.72	阿斯利康有40mg的口服制剂，需要注射的数据
碘克沙醇	注射	32gl			GE Healthcare（37.58%）	661.80	645.90	恒瑞医药	641.88	581.00		1.03	
氨氯地平	口服	5mg	0.46	0.35	辉瑞（84.0%）	4.42	4.06	华润双鹤	1.37	1.24	12.48	3.23	
伊马替尼	口服	100mg		147.67	诺华（81.1%）	171.98	175.00	中国生物制药	16.82	14.54	1.16	10.22	
奥曲肽	注射	20mg		7276.54	诺华（61.7%）	8651.61	7973.68	国药一心	66.59	8.79	1.19	129.92	原研诺华为微球，国产企业为注射剂；国药一心（0.3mg），长春高新（0.2mg），上海医药（0.1mg）
								上海医药	36.01			240.26	
								长春高新	86.54	47.52		99.97	
唑来膦酸	注射	4mg/5ml		1585.52	诺华（63.0%）	2168.89	2248.61	中国生物制药	558.30	415.00	1.37	3.88	
骨化三醇	口服	0.25μg		1.64	R.P. Scherer GmbH（49.5%）	5.18	4.99	中国生物制药	3.75	3.63	3.15	1.38	
来曲唑	口服	2.5mg		0.63	诺华（68.0%）	41.06	37.73	恒瑞医药	12.14	11.56	65.10	3.38	
伊立替康	注射	20mg/ml, 5ml		1094.67	辉瑞（21.6%）	2205.88	1025.00	恒瑞医药	836.82	815.00	2.02	2.64	辉瑞产品有冻干粉针剂和注射剂，招标价格为冻干粉针，价格偏低；恒瑞为注射剂

# 本轮带量采购对于国内仿制药行业的影响：

## 1、试点地区带量有限，市占率较高企业可能保价弃标

根据商务部数据，4个直辖市药品类销售额占全国比重合计20.6%，再加上7个副省级城市对应省份后占比40.4%，考虑到大型城市在省内占比更高，估算本次“4+7”试点城市的药品市场规模约占全国的30%左右。而根据上海补充文件来看，带量为50%的市场份额，估计其他城市带量份额小于上海，粗略估算本次带量规模不超过全国市场的15%。对于原本市场份额较高（超过50%）的仿制药企业，考虑到可能出现的非带量地区要求价格联动的风险，可能为了维持价格体系而选择弃标。对于原本市场份额过低（5%以下）的企业，供应能力（尤其是原料药产能）则成为主要制约因素。对于原市占率在10%-20%的企业最为灵活，通过“以价换量”的方式快速抢占市场是最优方案。

## 2、采购品种较少，采购执行情况尚待观察

我们认为，带量执行情况主要面临两大障碍：1）长期“以药养医”环境下，医生的收入合规化问题未完全解决；2）目前通过一致性评价品种数量太少，可能面临同类未降价品种相互替代。从上海第三批带量采购实施情况来看，部分品种出现市场份额快速提升，产品销量萎缩的情况，本轮带量采购仅纳入31个品种，在临床使用过程中，可能出现被未降价品种替代的情况，因此带量的执行情况仍需观察。

## 3、对竞争格局较好品种更为严苛

一般而言，药品价格体系受竞争格局影响，市场对于竞价产品（3家及以上）出现大幅降价已有充分预期。而本轮带量采购对于议价产品（2家以内）的中标规则更加严苛，可能造成生产企业参与竞价和后续一致性评价申报的积极性下降。

## 4、强者恒强，有望出现估值修复

对于国内仿制药企业，依赖单一品种支撑业绩的日子已一去不返，而变成了对企业在专科领域具有完整产品管线和销售能力、供应链管理（原辅料）和生产稳定性等综合实力考验，未来依旧是强者恒强。同时，仿制药企业更需要抓住“以价换量”、集中度提升的时间窗口，布局创新药和高壁垒产品，以维持在行业内的领先优势。

## ● 商誉准则变化对行业影响

# 证监会发布商誉减值会计监管风险提示

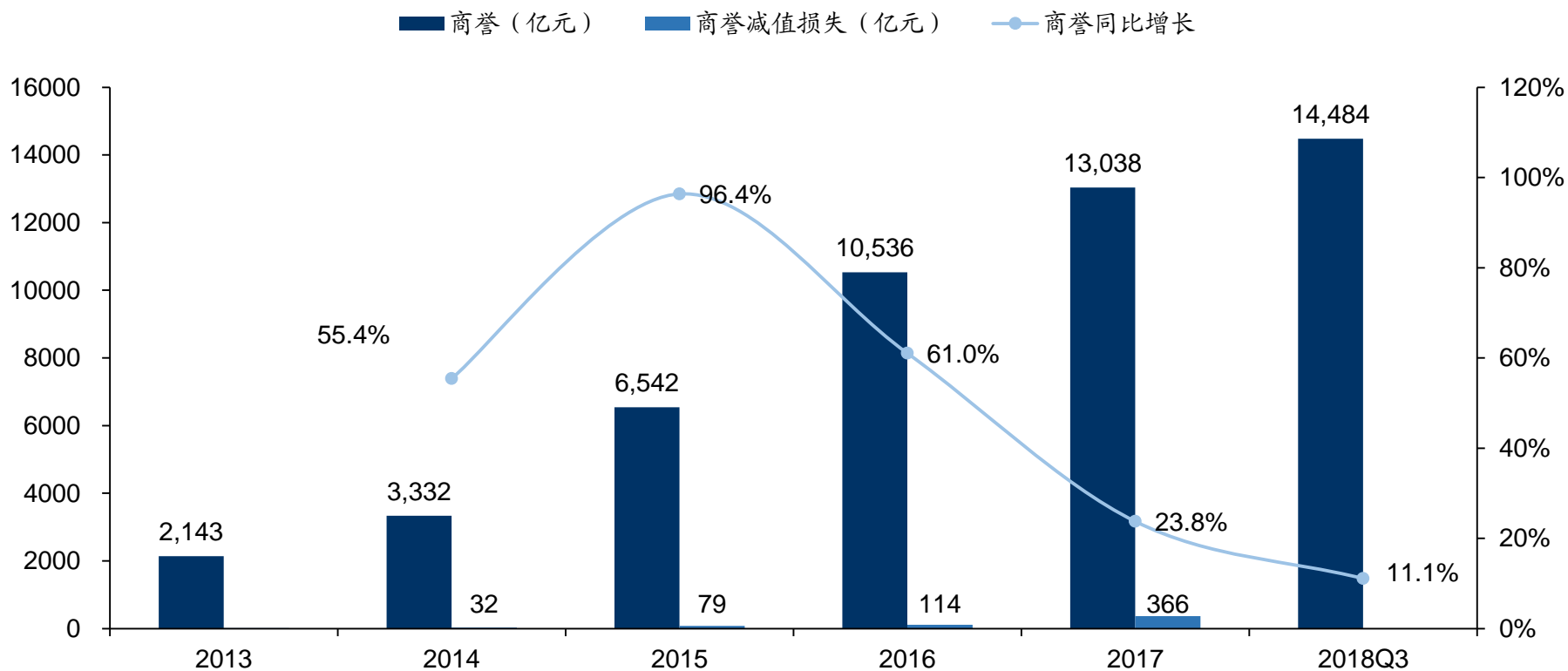
11月16日，中国证监会发布了《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，从商誉减值的会计处理及信息披露、审计和相关评估等三个方面进行说明。截止2018年三季度报，A股3573家上市公司商誉总值达到1.45万亿元，创历史新高。

此次风险提示包括以下要点：

1. 明确合并形成的商誉每年必须进行减值测试，不得以并购方尚在业绩承诺期间为由，不进行测试；
2. 要求公司应合理将商誉分摊至资产组或资产组合进行减值测试，一个会计核算主体并不简单等同于一个资产组；
3. 上与所在资产组或资产组组合存在减值，应分别递减商誉的账面价值及资产组组合中其他各项资产的账面价值。
4. 公司应在年度报告、半年度报告、季度报告等财务报告中披露与商誉减值相关的所有重要、关键信息；
5. 会计师事务所应结合商誉减值事项的重要程度及不确定性程度，恰当认定其风险性质，以确定是否我认定层次的重大错报风险；
6. 评估机构必须具备证券资质，不得以股权、企业价值的评估报告代替以财务报告为目的的评估报告，商誉减值测试报告必须遵守评估准则。

# A股上市公司商誉总值达到14.5万亿

## 2013-2018Q3全部A股上市公司商誉情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

# 商誉会计处理政策变迁

我国早期将商誉作为无形资产的一个种类，并按无形资产的摊销方法进行会计处理，摊销年限为十年。继欧盟2005年实施国际会计准则后，我国在2007年也实施了新版会计准则，商誉的处理基本实现了国际趋同：

1. CAS No.6——《无形资产》准则将商誉剔除在无形资产的范围之外
2. CAS No.20——《企业合并》准则明确了企业合并中只有购买法可以确认商誉
3. CAS No.8——《资产减值》准则规定以公允价值计量代替直线摊销法，每年至少进行一次减值测试，并结合相关资产组合资产组组合进行测试。

会计处理方法	要求	影响
直接冲销法	取得商誉后立即冲销资本公积	将购买商誉视为一项特定资本交易所产生的价值差额，实质是代表收购价格高于目标方净资产的公允价值而形成的资本损失
系统摊销法	将商誉单独确认为一项资产，并在一定期限内进行摊销	承认商誉是企业获取超额经济利益的能力，并且其价值会随着时间的推移而减少
减值测试法	年末利用公允价值对商誉进行减值测试，若有减值则按减值额摊销	最符合商誉作为资产的特征，先后被各国所采用
永久保留法	将商誉作为一项永久性的资产列示于资产负债表上	认为主观地对商誉进行摊销并无依据，商誉不会随着企业赚取超额收益的过程而被消耗掉。

# 医药行业商誉较高，医疗服务和生物制品商誉/净资产比例最高

医药行业近年来并购较多，商誉占比位于各行业前列，实际商誉减值损失较低。2018三季报上市医药公司商誉总值为1528.71亿，占全部A股商誉的10.55%，排列在各行业中较前（3/22），仅次于传媒和计算机板块。医药上市公司平均商誉/净资产比例达18.80%。从商誉减值损失来看，2017年医药公司平均商誉减值损失为0.52亿，减值损失占商誉比例为7.68%。医药行业2015-2017年商誉增速分别为：34%、19%。

具体细分来看，医疗服务、生物制品、医疗商业板块商誉/净资产比例最高，商誉减值比例最多的是医疗器械和中药领域。医疗服务板块和医疗商业板块尤其是其中的零售由于大量依赖外延，并购较多，因此积累商誉，但由于成长性较佳，商誉减值并不多。从2015-2017年商誉增长来看，医疗服务领域连续两年商誉增长达110%以上，商业领域连续两年达50%左右高增长。但是从商誉减值情况来看，实际商誉减值比例较多的是医疗器械和中药领域，2017年平均分别商誉减值0.78亿、0.69亿，占比23.69%、14.09%，这两个板块商誉2017年实际负增长，2016年增长也较少，反映了前几年器械和中药领域并购资产质量相对较差。

后续建议关注医疗服务领域的商誉减值风险。

表：医药个板块商誉及商誉减值状况统计

年度	商誉 (亿)				商誉减值 (亿)			净资产 (亿)				商誉/净资产 (%)				商誉减值比例 (%)		
	2015	2016	2017	2018Q3	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2018Q3	2015	2016	2017	2018Q3	2015	2016	2017
化药	4.54	6.77	6.85	7.22	0.12	0.15	0.28	23.99	29.81	35.43	35.43	18.91%	22.70%	19.34%	20.38%	2.70%	2.26%	4.11%
中药	4.16	4.97	4.90	5.24	0.16	0.04	0.69	30.77	38.27	43.10	46.32	13.53%	12.99%	11.37%	11.32%	3.89%	0.88%	14.09%
生物制品	6.35	6.25	8.57	8.60	2.41	0.10	0.12	22.59	27.19	31.30	35.01	28.10%	22.97%	27.37%	24.56%	37.96%	1.57%	1.36%
医疗器械	2.86	3.40	3.25	3.94	0.21	0.73	0.78	12.79	15.69	18.96	20.71	22.40%	21.68%	17.16%	19.04%	7.18%	21.54%	23.96%
医疗服务	3.13	6.93	15.06	14.69	0.12	0.13	0.98	16.58	22.63	27.49	30.59	18.89%	30.64%	54.79%	48.04%	3.72%	1.85%	6.53%
医疗商业	4.36	7.06	10.49	14.65	0.06	0.03	0.14	35.79	49.76	60.77	60.77	12.18%	14.18%	17.26%	24.10%	1.40%	0.46%	1.33%
医药生物	4.22	5.67	6.75	7.53	0.34	0.15	0.52	24.24	30.59	35.89	35.89	17.42%	18.54%	18.80%	20.98%	8.07%	2.62%	7.68%

# 全国药店分级政策拟出台，龙头药店受益

2018年11月23日商务部发布新一版本的《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，拟进一步指导规范零售药店分类分级管理工作，对于推行范围和时间、药店分类类别、药师配置等做出详细要求。

本次意见稿相较2018年1月29日的版本又有一些调整，主要在以下几个方面：

- 1、落地时间推迟。**此前版本提出将在2019年底在试点区域基本建立分类分级管理制度，2020年在全国建立健全统一的分类分级管理标准。本次意见稿变更为：**到2020年全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，到2025年在全国范围内基本建立统一的零售药店分类分级管理法规政策体系。**目标推进时间延长，估计主要考虑到全国零售药店管理水平层次不齐，而各省情况具有差异性，因此给予充足时间，便于政策推行。
- 2、药店分为三类三级，实施动态管理每年核查。**本次意见稿将药店分级细化为三类：一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片，并且将二、三类药店按照经营服务能力由低到高划分为A、AA、AAA三个等级。药品零售门店分类级结果每年至少动态核查1次，加强事中事后监管。
- 3、明确药师配置，允许连锁药店远程审方。**一类店配备至少1名药师及以上职称的药学技术人员；二类零售药店配备至少1名执业药师（经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少1名执业中药师）和1名药师及以上职称的药学技术人员；三类零售药店要配备至少2名执业药师（经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少1名执业中药师）和2名药师及以上职称的药学技术人员。目前全国药师配备比例较低，未来小型药店更难以达到配置要求，而短期内药师的缺口也会导致药师薪酬上浮，药店管理费用率增加。意见稿中也明确指出药品零售连锁企业可以实行网上集中审方，开通网上审方的门店可视为已配有1名执业药师。从目前行业成本来看，大约15家药店可以配一名网上审方师，系统配备至少需要100万，接入门槛将进一步提高行业集中度。
- 4、删除电商配送相关内容，网售处方药估计放缓。**本次删除此前版本“重点支持二类AA级、AAA级零售连锁药店与医疗机构、医保部门、电子商务企业合作开展医药电商服务，向患者提供‘网订（药）店取’、‘网订（药）店送’等便捷服务，促进线上线下融合发展”。估计由于监管难度，线上售药推进进程有所放缓。

**总结：**全国药店分级政策意见稿经过几次修改更加完整全面，落地时间也推迟到2020年，整体政策都向有管理经营能力的大型连锁药店倾斜，龙头效益将更加凸显，建议关注一心堂、益丰药房、大参林、老百姓。

## ● 细分板块观点

# 化药板块：关注带量采购落地，静待估值修复

## 关注带量采购落地，静待估值修复

我们认为，在整体偏弱的行情下，市场对于仿制药集中带量采购已过度悲观。首先，当前通过一致性评价品种数量太少，国内医生收入合规性问题还没有解决，带量采购落实进度还需观察。第二，行业集中度提升过程中，外资企业受冲击最大，落后产能加速出清，国内化药龙头企业受益，强者恒强逻辑不变。第三，市场预期带量采购降价幅度在30%-40%，估值已充分反映悲观预期，12.6带量采购落地后，出现反弹是大概率事件。

## 化药白马估值已回落至历史低位，估值切换适宜中长期布局

由于受带量采购悲观预期影响，化学制剂板块出现大幅调整，化药白马估值已回落至历史低位。当前正处于年底估值切换期，目前除恒瑞医药（国内创新药龙头）、乐普医疗（维持30%以上高增长）外，其他化药白马当前对应2019 PE基本都在20倍以内，适应中长期投资布局。推荐华东医药、乐普医疗。

代码	公司简称	股价 2018-11-30	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (18E)	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
600276	恒瑞医药	65.45	2410	0.87	1.07	1.33	1.64	74.9	61.2	49.2	39.9	20.9	2.6	买入
600196	复星医药	27.84	714	1.22	1.20	1.45	1.75	22.8	23.2	19.3	15.9	12.3	1.8	未评级
000963	华东医药	34.13	498	1.22	1.53	1.92	2.39	28.0	22.3	17.8	14.3	21.2	0.9	买入
300003	乐普医疗	31.30	558	0.50	0.73	0.98	1.29	62.0	42.9	31.9	24.3	14.0	1.2	买入
002422	科伦药业	24.17	348	0.52	0.87	1.13	1.45	46.5	27.7	21.3	16.7	6.3	0.7	未评级
002294	信立泰	25.35	265	1.39	1.51	1.79	2.09	18.3	16.8	14.2	12.1	24.0	1.1	未评级
600521	华海药业	13.71	171	0.51	0.49	0.73	0.98	26.8	28.0	18.8	14.0	13.1	1.2	买入
000513	丽珠集团	32.95	237	6.16	1.59	1.88	2.19	5.3	20.7	17.5	15.0	41.1	-0.7	增持
002262	恩华药业	11.71	119	0.39	0.48	0.60	0.74	30.3	24.5	19.6	15.8	16.1	1.0	未评级
300199	翰宇药业	10.47	97	0.36	0.48	0.66	0.91	29.5	21.8	15.9	11.5	8.5	0.6	增持

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理、预测（未评级公司采用万得一致预期，仅作列示，不作为推荐意见）

# 生物制品板块：创新疫苗批签发快速增长

- ✓ **三价流感短缺，四价流感批签发顺利。**截至11月，三价流感疫苗批签发1091万人份（-62.5%），受长春长生退出和北京科兴暂停生产等影响大幅下降；华兰的四价苗累计批签发452.8万人份，批签发顺利推进，格局随着竞争对手退出进一步改善。
- ✓ **HPV放量，4/9价HPV增速快。**虽然获批时间晚于2价，MSD的4价HPV 18年批签发126.7万人份（+992%），超过GSK的2价HPV（70.4万人份，+90.8%）；9价HPV仅批签发10.2万人份。
- ✓ **四联苗放量，五联苗恢复供应。**民海的四联苗批量118.3万人份（+232%），大幅增长；赛诺菲巴斯德的五联苗下半年恢复供应，共批签发40.4万人份（-23.8%）；智飞的三联苗批签发240.3万人份（+26.1%）。
- ✓ **水痘疫苗大增，狂苗略有下降。**水痘减毒苗批签发1947万人份（+53.17%），大幅增长；狂苗批签发1353万人份（-13.47%）。
- ✓ **肺炎结合苗、EV71苗放量。**13价肺炎结合苗批签发156.9万人份（+339%），23价肺炎多糖苗批签发615万人份（+29.25%）。EV71苗批签发1388.7万人份（+53.8%）

2015年-2018年11月主要疫苗批签发情况（千人份）

	2015	2016	2017	2017M1-11	2018M1-11	增速
狂苗（水针+粉针）	16,275.2	12,796.1	17,377.0	15,635.3	13,529.4	-13.47%
水痘减毒苗	15,628.0	13,428.9	14,329.3	12,709.5	19,467.3	53.17%
三价流感	32,481.8	24,146.7	29,176.8	29,096.8	10,911.1	-62.50%
四价流感					4,528.0	/
AC+Hib	2,443.0	111.0	2,352.0	1,905.2	2,402.7	26.12%
AC结合苗	1,776.2	1,377.3	2,699.2	2,368.1	2,387.2	0.81%
Hib+tOPV+百白破	284.1	698.6	530.2	530.2	404.3	-23.76%
Hib+百白破	189.9	330.3	356.6	356.6	1,183.4	231.87%
Hib	5,061.5	5,255.3	3,852.9	3,468.2	3,368.2	-2.88%
13价肺炎结合苗			357.7	357.7	1,569.0	338.64%
23价肺炎多糖苗	5,528.5	3,690.3	5,257.4	4,757.9	6,149.8	29.25%
2价HPV			369.0	369.0	703.9	90.76%
4价HPV			116.0	116.0	1,266.6	991.98%
9价HPV					101.6	/
EV71		4,377.3	10,010.6	9,026.3	13,886.5	53.84%
单价轮状病毒苗	6,585.0	3,885.6	4,844.8	4,844.8	4,925.7	1.67%
五价轮状病毒苗					152.1	/

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

# 血液制品板块具备稀缺性，预计将持续享受溢价

**血液制品渠道端梳理完成，预计2020年之前采浆供给增速稳中有降。**

血液制品板块经过2016年的过热和2017年的调整后，现在重新回归到生产端和需求端均大体匹配的20%左右增长。由于采浆量受制于血浆站的审批，而十三五规划中的指标大部分省份已经完成，因此2020年之前血浆供给的增长将逊于2015~2017年，稳中有降。这一去年11月深度报告详细阐述的逻辑正在兑现。

**边际改善：白蛋白竞争品种说明书修订效应预计Q4或2019Q1逐渐体现。**

今年7月16日药审中心公开征求羟乙基淀粉注射液说明书修订意见，拟加入危重患者、肝损、肾功能不全、烧伤等多种适应症禁忌。由于说明书法律权威性最高，虽然17年医保羟乙基淀粉烧伤进入医保目录，但是预计Q4或明年Q1随着新品说明书更新，羟乙基淀粉将跟随海外趋势逐渐退出市场。羟乙基淀粉与白蛋白同为胶体类扩容药物，单价仅为白蛋白的10%左右，估计用量相当于白蛋白150%左右，未来随着竞品的市场萎缩，白蛋白需求端有望提速。

**静丙、PCC、纤维蛋白原等品种学术推广逐渐落地。**

海外血制品的核心驱动因素是静丙在慢病中的应用。随着白蛋白的需求提速和驱动厂商采浆量增速提升，倒逼企业进行静丙的学术推广。从我们对终端的初步了解来看，多家企业均有针对自身优势品种的学术推广尝试，部分尝试取得了一定的成效。虽然仍然不能确切判断全行业静丙需求快速增长的具体时间，但是我们估计随着龙头公司摸索经验，静丙以及其他非罕见病用药的凝血类产品的学术推广是能够逐渐取得成效的。

**推荐买入：华兰生物、天坛生物、博雅生物。**

我们在10月策略中纳入天坛生物后，本月新增纳入博雅生物进一步扩大血液制品板块在投资组合中的占比。血液制品作为不受带量采购逻辑冲击的稀缺板块，预计未来在医药板块中将持续具有估值溢价。华兰生物、天坛生物等龙头公司率先反弹后，体量较小但是纤维蛋白原销售经验丰富，增速较高博雅生物有望跟随。

# 医药商业：药店分级利好龙头零售，批发低估值弹性佳

零售药店行业长期趋势不改，龙头优势显著。11月23日，《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》推出，全国范围的零售药店分级管理制度进一步明晰，2020年将完成制度建设，2025年完成推行。从药店分类管理，医保支付、药师配备等角度都做了细化，整体利于行业整合，龙头优势凸显，同时也应对于药店管理费用率方面的上升有所预期。整体来看，药店行业长期集中度提升逻辑不改，目前一级市场并购的热情有所减淡，二级市场估值已经回落到合理区间。我们仍然重点推荐性价比高，目前以自建为主的一心堂，此外建议关注益丰药房、老百姓、大参林。

商业批发两票制调整接近尾声，业绩好转，估值低，伴随利率变化，有望迎来弹性。批发行业从半年报和三季度均可看到经营层面改善，两票制调整接近尾声，调拨业务大幅下降，纯销业务占比逐渐提升，受益于集中度的提升以及代理品种的增加，医药批发企业的毛利率基本都比去年有所提升，也可以观察到经营现金流的改善，而目前主要批发公司估值均在10-15倍区间，PEG均远低于1。我们重点推荐增长较为稳健的柳州医药（增速25%，19PE估值12X）、上海医药（工商协同龙头，整合康德乐具有进口代理品种优势）。后续利率如果下行，将有较大的弹性。

表：重点公司盈利预测估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE	PEG	投资评级		
		2018-11-30		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		(17A)	(18E)
医药商业														
601607	上海医药	20.24	547	1.24	1.40	1.60	1.84	16.3	14.5	12.7	11.0	8.7	1.0	买入
002727	一心堂	22.3	127	0.74	0.97	1.22	1.51	30.0	22.9	18.3	14.8	12.4	0.9	买入
603233	大参林	44.82	179	1.19	1.39	1.71	2.08	37.7	32.2	26.3	21.6	23.3	1.6	买入
603883	老百姓	56.8	162	1.30	1.60	2.00	2.47	43.6	35.4	28.5	23.0	14.2	1.5	买入
603368	柳药股份	29.67	77	1.55	2.00	2.52	3.17	19.2	14.8	11.8	9.4	12.0	0.5	买入
603939	益丰药房	48.04	181	0.83	1.13	1.55	2.03	57.7	42.5	31.0	23.7	10.0	1.2	增持
000028	国药一致	45.06	182	2.47	2.76	3.11	3.46	18.2	16.3	14.5	13.0	11.5	1.4	增持
002462	嘉事堂	15.9	40	1.05	1.31	1.65	2.08	15.1	12.1	9.6	7.7	12.5	0.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 医疗器械：集中采购避风港，估值低廉建议关注

医疗器械属于药品带量集中采购的政策避风港，目前处于低估值区间。除了乐普医疗龙头白马公司，其他重点关注的主要器械公司估值在20倍上下，估值较低。从三季报来看，医疗器械板块内部业绩分化明显，细分领域龙头公司业绩保持稳健增长，IVD、POCT细分领域的龙头公司进口替代+渠道拓展等驱动业绩快速增长。我们重点推荐乐普医疗（心脑血管平台企业，药物+器械），建议关注迈克生物（渠道优势明显，化学发光高端新产品即将上市）、迪安诊断（ICL行业双寡头之一，三重业务模式打造完整生态）、透景生命（以独特技术产品为特色，仪器铺设前置指标增速快）。

表：重点公司盈利预测估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE	PEG	投资评级		
		2018-11-30		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		(17A)	(18E)
医疗器械														
300244	迪安诊断	16.43	91	0.63	0.74	0.89	1.13	25.9	22.2	18.5	14.5	7.4	1.0	买入
300463	迈克生物	17.25	96	0.67	0.80	1.01	1.28	25.7	21.4	17.2	13.5	15.3	0.9	买入
002382	蓝帆医疗	16.41	158	0.21	0.46	0.82	0.92	78.8	35.5	20.0	17.8	14.6	1.8	增持
300003	乐普医疗	31.3	558	0.50	0.73	0.98	1.29	62.0	42.9	31.9	24.3	14.1	1.2	买入
002223	鱼跃医疗	17.94	180	0.59	0.71	0.87	1.05	30.4	25.4	20.6	17.1	9.8	1.2	买入
300642	透景生命	45.01	41	1.40	1.61	1.97	2.49	32.2	28.0	22.8	18.1	19.6	1.3	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 医疗服务：商誉极高，关注内生成长

医疗服务属于政策利好范围，增长快估值高，需要关注内生成长性。鼓励社会办医政策、第三方医疗服务政策等等均利于行业保持高景气。目前处于好公司高增长、高估值状态。CRO企业连锁企业均值得关注。但需要资金不断进行外延并购的企业可能面临资金成本高而增速下调的风险，此外，医药各子行业中，医疗服务行业由于大量并购也积累极高商誉，建议重点考察企业内生成长性，警惕商誉减值风险。本版块建议关注CRO类企业。

表：重点公司盈利预测估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE	ROE	PEG	投资评级				
		2018-11-30	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E		19E	20E	(17A)	(18E)
医疗服务														
002044	美年健康	16.18	505	0.20	0.27	0.39	0.57	82.3	59.2	41.0	28.6	11.4	1.4	买入
300015	爱尔眼科	28.50	679	0.31	0.43	0.57	0.76	91.5	66.1	49.7	37.7	20.0	1.9	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 港股投资主线逻辑： 有望迎来反弹，关注调整充分的龙头

## 港股低估值优势仍较明显：

截至2018年11月30日，港股医疗保健整体估值（TTM，整体法，剔除负值）21.99X，全部港股为10.21X，细分子板块来看，医疗保健设备与服务12.48X，制药18.42X（其中西药20.93X，中药13.10X），生物科技38.41X。医药(CS港股通)整体估值19.74X。A股医药生物板块估值（TTM，整体法，剔除负值）26.55x，细分子板块来看：化学制药28.77x（其中化学原料药20.83x，化学制剂33.85x），中药19.37x，生物制品33.66x，医药商业18.06x，医疗器械35.20x，医疗服务51.66x。港股低估值优势仍然明显。

根据我们测算，本次带量采购对港股龙头企业2019年业绩影响较小，然而股价已过度反应充分调整，带量采购正式落地后，如果降价幅度低于预期，板块有望迎来反弹机会。同时，中、美贸易战形势有所缓和，看好年末整体的反弹，建议关注前期超跌龙头。

代码	公司简称	股价 1201	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 17A	PEG 18E	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
1093.HK	石药集团	18.26	1,139	15.84	988	0.44	0.57	0.73	0.93	31.10	27.84	21.8	1.0	买入
1177.HK	中国生物制药	8.19	1,035	7.14	902	0.17	0.24	0.30	0.37	36.21	25.68	16.7	0.9	买入
1530.HK	三生制药	12.78	325	11.52	293	0.37	0.46	0.58	0.71	27.29	21.74	14.5	0.9	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	13.70	251	13.60	249	0.11	0.13	0.16	0.19	121.69	107.59	8.7	5.8	买入
0570.HK	中国中药	5.34	269	5.20	262	0.26	0.29	0.36	0.45	17.15	15.58	14.1	0.8	买入

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理、预测

# 总结：静待估值修复，布局创新行情

## 医药行业整体稳健，国际环境趋向缓和

国家统计局数据，2018年1-10月医药制造业累计主营业务收入、利润总额为20181、2554亿元，同比增长13.6%、10.4%，仍然保持高速增长。12月2日，中美两国领导人就经贸问题达成共识，决定停止升级关税等贸易限制措施，国际环境趋向缓和，国内有望迎来估值修复行情。

## 关注带量采购落地，静待估值修复

化学制药板块在带量采购政策冲击下出现大幅回调，目前化药白马估值已回落至历史低位，对应2019年PE基本在20倍以内，站在当前估值切换时点，适应中长线投资布局。我们认为，在前期整体弱势的行情下，市场已对带量采购过度悲观，本轮“4+7”带量采购试点将于12月6日正式落地，有望迎来估值修复，而对于降价较为温和的品种，则可能迎来超跌反弹。

## 创新才是硬道理，提前布局中国创新行情

创新才是医药企业发展的源动力。对于国内医药企业，更要抓住“以价换量”、集中度提升的窗口期，加大研发投入，积极布局创新和高技术壁垒产品，为企业的长期发展坚实基础。可以预见，2018年底至2019年上半年，将是中国医药创新产品集中上市的事情，恒瑞医药等四家企业的PD-1单抗、复宏汉霖的利妥昔单抗生物类似物、乐普医疗的可降解支架、通化东宝的甘精胰岛素等产品有望先后获批，带动医药板块的创新行情。

## 投资建议：业绩确定性强、边际改善个股迎来估值切换

12月投资组合我们继续推荐：华东医药（阿卡波糖原料药格局稳定，对标海外价格下降风险低）、乐普医疗（可降解支架预期年底获批）、血制品行业华兰生物、天坛生物、博雅生物（血浆原料受益于格局稳健）、上海医药（商业板块整体现金流好转，工业稳健高增速）、一心堂（外延成长属性反弹行情中弹性较大，前期跌幅较多）。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM