

行业评级:

医药生物 增持(维持)
化学制药II 增持(维持)

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

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

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

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

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

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

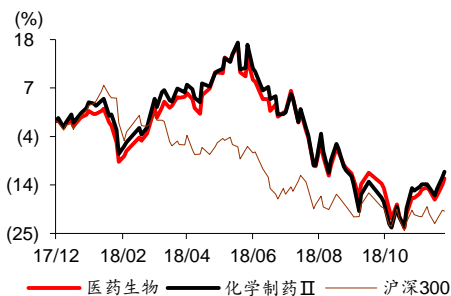
岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

高鹏 18810335060
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《乐普医疗(300003,买入): 氟吡格雷通过一致性评价, 有望受益带量采购》2018.11
- 2《医药生物: 拥抱确定性, 追求低估值》2018.11
- 3《华东医药(000963,买入): 阿卡波糖一致性评价通过在即》2018.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

后仿制药时代的思考

《4+7 城市药品集中采购拟中选结果》点评

4+7 带量采购拟中选结果公布, 降幅超预期

12月6日, 北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安等11个试点城市集中采购, 即4+7带量采购拟中标结果公布, 拟中选价相较于试点城市2017年最低采购价实现平均降幅52% (最低11%、最高降幅96%), 整体降幅超预期。市场认为本轮带量采购将挤压仿制药的利润空间, 并对销售模式产生深刻影响。我们认为短期仿制药企业的盈利压力较大, 建议配置: 1) 具备成熟完备创新管线大白马, 壁垒较高不受一致性评价影响的生物制品; 2) 为创新药提供服务的CRO龙头; 3) 大型医疗器械或消费类器械。

短期药企间博弈超预期, 代金销售模式走到尽头

从招标结果看存量博弈情况严重, 个别厂家降幅超过90%, 大部分仿制药价格一次性降至欧美仿制药价格水平。我们认为在现行价格下, 代金销售空间挤压殆尽, 仿制药有望进入“无推广销售模式”。此外本轮采购有6个产品流标, 多为大普药。由于普药价格本身偏低, 而如降价40%, 大部分产品无法覆盖生产成本, 因此产生流标。

上海模式: 以价换量, 四管齐下保证执行

上海第三批带量采购是本轮带量采购的原型。通过专家访谈, 我们了解到目前上海四管齐下的执行策略保证带量采购的顺利执行: 1) 医院: 根据单独品规核算, 节省的医保额度医院可留用作为薪酬激励。同时, 带量采购执行纳入考核, 直接涉及到各医院的奖励和政府补贴; 2) 院长: 单独考核院长, 影响薪酬及其任职; 3) 科室: 影响重点科室的评选及评审评奖; 4) 医生: 监控处方用药情况。目前大部分产品的采购用量进度超出预期。

带量采购: 区域和品类有望推广

对于“4+7”以外区域, 是否将联动带量采购价格, 各省有较大自主权。根据我们的访谈, 少部分省份已经有明确意向采用带量采购价格, 同时也会参考上海的执行策略。同时, 一致性评价产品的数目和品规正在持续扩大, 带量采购招标的覆盖范围有望持续扩大。

中长期猜想: 仿制药市场的集中度有望迅速提升

考虑以价换量的大趋势, 我们认为仿制药市场格局将深刻变化: 1) 以价换量大行其道, 仿制药集中度有望在3~5年内迅速提升, 最终形成超级寡头格局; 2) 重磅单品时代已经终结, 仿制药企业商业模式向海外靠齐, 须靠产品数量(过百甚至数百的文号)与持续的产品管线做大做强; 3) 供应链的稳定性与成本将成为获取市场的关键, 净利润率则将回归高端制造业平均水平; 4) 特殊剂型及特殊给药途径等高壁垒仿制药将成为稳定盈利的基石。

仿制药承压, 建议配置创新白马和器械龙头

我们认为短期仿制药企业盈利压力较大, 我们建议配置: 1) 具备成熟完备创新管线大白马, 包括恒瑞医药、石药集团, 壁垒较高不受一致性评价影响的生物制品如长春高新, 主营稳健、估值处于历史低位的华东医药; 2) 为创新药提供服务的CRO, 如凯莱英; 3) 大型医疗器械或消费类器械, 包括迈瑞医疗、鱼跃医疗、开立医疗、健帆生物。

风险提示: 带量采购的推广超预期, 后续医保政策配套不及预期

图表1: 4+7城市集中采购: 拟中选企业与降价幅度

序号	品种名称	剂量(百万片/支)	拟中选企业	规格	拟中选价	单价	全国采购均价	降价幅度	4+7最低中标价	降价幅度	未中标企业	
1	阿托伐他汀口服常释剂型	10mg	87.2								辉瑞、浙江新东港、北京嘉林	
		20mg	156.7	北京嘉林	7	6.60	0.94	5.80	-84%	5.42	-83%	辉瑞、浙江新东港
2	瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	82.9	京新药业	28	21.80	0.78	3.69	-79%	3.06	-75%	IPR、正大天晴、海正药业、先声东元
		5mg	60.1								IPR、正大天晴、京新药业、海正药业、先声东元	
3	氟吡咯雷口服常释剂型	25mg	183.2								信立泰、乐普药业	
		75mg	57.5	信立泰	7	22.26	3.18	7.84	-59%	7.61	-58%	赛诺菲、乐普药业
4	厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	44.3	华海药业	28	5.66	0.20	0.58	-65%	0.62	-67%	海正药业、扬子江
		150mg	93.1								赛诺菲、海正药业、恒瑞医药	
5	氯氮地平口服常释剂型	5mg	293.8	京新药业	28	4.16	0.15	0.62	-76%	0.23	-35%	辉瑞、黄河药业、扬子江、华润赛科、东瑞制药
6	恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	41.3	正大天晴	28	17.36	0.62	12.15	-95%	7.62	-92%	BMS、青峰药业、安徽贝克、东瑞制药、海思科(胶囊)
7	艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	10.0	科伦药业	7	30.94	4.42	6.75	-34%	5.47	-19%	灵北、润德药业、山东京卫
8	帕罗西汀口服常释剂型	20mg	18.5	华海药业	20	33.40	1.67	3.82	-56%	3.50	-52%	GSK
9	奥氮平口服常释剂型	10mg	10.5	豪森药业	7	67.51	9.64	14.26	-32%	13.23	-27%	礼来
		5mg	17.8								礼来、豪森药业	
10	头孢唑肟口服常释剂型	250mg	33.5	倍特药业	12	6.16	0.51	0.75	-32%	0.58	-11%	GSK、国药控股、联邦制药
11	利培酮口服常释剂型	1mg	34.0	华海药业	60	10.02	0.17	0.83	-80%	0.47	-64%	强生
12	吉非替尼口服常释剂型	250mg	0.5	阿斯利康	10	547.00	54.70	226.22	-76%	228.00	-76%	齐鲁制药
13	福辛普利口服常释剂型	10mg	23.0	BMS	14	11.80	0.84	2.77	-70%	2.64	-68%	华海药业
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	92.2	华海药业	14	15.26	1.09	3.53	-69%	2.39	-54%	赛诺菲、正大天晴
15	替诺福韦口服常释剂型	10mg	2.1	华海药业	28	6.45	0.23	1.19	-81%	1.16	-80%	阿斯利康
		5mg	0.2								阿斯利康	
16	替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	6.2	倍特药业	30	17.72	0.59	15.06	-96%	13.96	-96%	GSK、齐鲁制药、正大天晴、广生堂(胶囊)
17	氯沙坦口服常释剂型	100mg	18.8	华海药业	14	14.70	1.05	3.61	-71%	2.14	-51%	默沙东
		50mg	62.8								默沙东、浙江华海	
18	阿莫西林口服常释剂型	250mg	56.1	x							联邦制药、石药集团、康恩贝	
19	阿奇霉素口服常释剂型	250mg	20.4	x							辉瑞、石药集团、复星医药	
		500mg	0.1	x							辉瑞、石药集团	
20	依那普利口服常释剂型	10mg	14.2	扬子江药业	16	8.93	0.56	1.12	-50%	0.97	-42%	默沙东
		5mg	8.2								默沙东、扬子江药业	
21	左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	6.5	京新药业	30	72.00	2.40	3.04	-21%	3.04	-21%	UCB
22	曲马多口服常释剂型	50mg	1.9	x							萌蒂、石药集团	
23	伊马替尼口服常释剂型	100mg	2.5	豪森药业	60	623.82	10.40	18.22	-43%	14.05	-26%	诺华
24	阿法骨化醇口服常释剂型	0.25µg	32.0	x							帝人、重庆药友制药、Teva、Leo	
		0.5µg	6.9	x							帝人、重庆药友制药	
25	孟鲁司特口服常释剂型	10mg	26.3	民生滨江	5	19.38	3.88	na	na	na	默沙东	
26	蒙脱石口服散剂	3g	17.0	先声药业	15	10.20	0.68	0.90	-24%	0.80	-15%	益普生、维奥制药、扬子江药业、南京易亨
27	卡托普利口服常释剂型	25mg	6.0	x							BMS、常州制药、石药集团	
28	培美曲塞注射剂	100mg	0.0	四川汇宇	1	810.00	810.00	2800.00	-71%	2707.60	-70%	礼来
		500mg	0.0	四川汇宇	1	2776.97	2776.97	9600.00	-71%	9283.20	-70%	礼来
29	氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	5.2	北京康德	5	109.75	21.95	63.20	-65%	39.27	-44%	武汉大安制药
		0.2mg/2ml	1.3	扬子江	4	532.00	133.00	na	na	na	na	
30	右美托咪定注射剂	0.5g	0.4	x							辉瑞、普利制药、大同五洲通	
											均值	
											中值	

注: 「全国采购均价」为样本医院 (PDB) 1-3Q18 采购均价, 「4+7 最低中标价」为 2018 年所有试点城市的最低中标价, 「XX」为预中标但最终流标的企业

资料来源: 上海阳光医药采购网, PDB, 米内网, 华泰证券研究所;

图表2: 集采降价后部分大仿制药品种的价格向美国逼近

通用名	国别	原研/仿制	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	集采中标
氯吡格雷	美国	原研	37.3	39.2	37.7	38.4	38.8	41.5	41.9	
		仿制		10.3	4.3	0.6	0.5	0.5	0.5	
	中国	原研	18.0	18.0	17.1	16.8	16.8	15.9	15.7	
		仿制	11.4	11.4	11.4	9.6	9.0	9.0	7.8	3.18
阿托伐他汀	美国	原研	21.4	21.4	24.3	30	32.6	40.6	45.2	
		仿制		1.1	1.0	0.7	0.5	0.4	0.3	
	中国	原研	8.5	9.0	9.0	9.0	8.3	8.2	8.1	
		仿制	4.0	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.4	0.94
瑞舒伐他汀	美国	原研	26.3	28.5	31.8	35.7	41.3	50.7	56.6	
		仿制						1.6	1.2	
	中国	原研	8.5	8.1	7.8	7.8	7.8	7.7	7.3	
		仿制	6.2	6.1	5.8	5.5	5.4	4.9	4.1	0.78
氯氮地平	美国	原研	10.4	11.7	12.9	15.4	18.1	22.3	25.0	
		仿制		0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	中国	原研	4.9	4.8	4.7	4.7	4.7	4.6	4.4	
		仿制	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	0.15

注 1: 单位均为人民币, 美元已按当年平均汇率换算; 注 2: 产品均已换算规格, 分别为氯吡格雷 (75mg)、阿托伐他汀 (10mg)、瑞舒伐他汀 (10mg)、氯氮地平 (5mg)

资料来源: PDB, 米内网, Bloomberg, 华泰证券研究所;

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

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

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

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

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

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

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

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

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

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

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

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

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com