

增持

——维持

日期：2019年05月28日

行业：医药生物



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.co

SAC 证书编号: S0870119030007

证券研究报告/行业研究/中期策略

道阻且长 坚守龙头

——2019年医药行业中期投资策略

■ 主要观点

科创板推出，创新药械企业有望迎来价值重估

截至5月20日，共有24家医药企业的上市申报得到受理，其中14家为医疗器械公司、4家为生物药公司、3家为化学及原料药公司、2家为CRO。目前来看，第一批申报企业的成长能力、盈利能力以及研发投入力度普遍较强。我们认为，科创板的推出将利好一系列致力于药物自主研发及前沿疗法开发的创新药械企业，同时，研发投入力度的加大也将增厚为创新产业链提供外包服务的CXO公司业绩。

医保目录调整在即，优质创新药有望加速纳入

4月19日，国家医保局公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》，将根据基金支付能力适当扩大目录范围，优化药品结构，进一步提升基本医保药品保障水平。从医保支出来看，未来医保在创新药、优质仿制药上的比例将会提升。一致性评价和带量采购的推进，新药审评审批的加速，将推动药品市场形成创新药和优质仿制药并重的格局。

带量采购政策持续推进

第一批带量采购品种中标结果和配套政策逐步落地，进入试点的评估、总结阶段。市场预计第二批或将于年内出炉，我们对过评品种进行梳理，市场规模大、临床价值高的品种有望优先被纳入第二批带量采购目录，如盐酸二甲双胍缓释片、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、格列美脲片、盐酸多奈哌齐片等。长期来看，未过评品种市场压力增大，仿制药价格或面临长期下行的压力，龙头企业有望通过规模优势保持一定的盈利能力，机遇与挑战并存。

中美贸易摩擦对医药的短期影响有限

对中美加征关税清单中部分医药品种进行梳理，并结合海关总署的统计数据进行分析，我们认为短期中美贸易摩擦对医药行业的影响有限，国内企业存在进口替代的机会，但长期来看，如果贸易摩擦延伸到技术交流、专利授权等领域，我国医药产业在国际产业链上的竞争地位以及全球医药产业格局均会受到影响。

■ 投资建议

精选赛道，长期坚定持有龙头

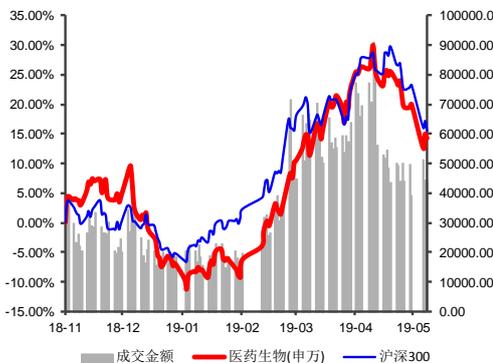
第二批带量采购年内可能推出，我们认为市场对此有一定的心理预期；在中美贸易摩擦背景下，短期医药板块所受影响较小；MSCI 指数扩容、科创板均对医药公司青睐有加，将推动医药板块的价值重估，尤其是创新产业链相关板块和个股；医保目录动态调整也将催化部分创新药的快速放量，我们对未来一段时期医药板块的表现持相对乐观的态度，继续维持医药行业“增持”评级。

随着医药行业的整合加速，产业结构不断优化，行业集中度不断提升，强者恒强格局已经形成，龙头企业值得长期坚定持有。我们认为医药

行业数据 (Y19M3)

累计产品销售收入 (亿元)	5,981.2
累计产品销售收入同比增长	9.4%
累计利润总额 (亿元)	753.0
累计利润总额同比增长	7.6%

近6个月行业指数与沪深300比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

行业的投资将在很长一段时间内呈现结构行情，当前主要是非药板块及创新产业链，包括医疗器械、医疗服务、商业零售、CRO/CMO/CDMO等，药板块主要集中在创新药产业链。

■ 风险提示

政策推进不及预期风险；药品招标降价风险；药品质量风险；一致性评价进度不及预期风险；商誉减值风险；中美贸易摩擦加剧风险等。

■ 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
药明康德	603259	81.97	1.94	2.07	2.56	42.25	39.60	32.02	9.07	谨慎增持
爱尔眼科	300015	36.29	0.42	0.57	0.75	86.40	63.67	48.39	15.48	增持
万东医疗	600055	10.93	0.28	0.36	0.45	39.04	30.36	24.29	3.10	谨慎增持
健友股份	603707	36.30	0.77	1.07	1.41	47.14	33.93	25.74	8.64	谨慎增持
柳药股份	603368	34.11	2.04	2.52	3.06	16.72	13.54	11.15	2.35	增持

数据来源：Wind 上海证券研究所 股价数据为2019年5月22日收盘价

目 录

一、科创板推出，创新药械企业有望迎来价值重估	6
1.1 重研发轻盈利，科创板的推出利好创新药械企业.....	6
1.2 科创板已受理医药企业普遍质地优异.....	7
1.3 创新型药企估值方法探讨.....	9
二、医保目录调整在即，优质创新药有望纳入	11
2.1 2018 年全国医保基金整体运营良好.....	11
2.2 医保目录调整趋向常态化.....	12
2.3 2019 版医保目录潜力品种筛选.....	13
三、带量采购政策持续推进	15
3.1 第一批带量采购品种使用情况超预期，配套政策持续推进.....	15
3.2 一致性评价快速推进.....	16
3.3 第二批带量采购品种有望于年内公布.....	18
四、严查医保篡刷和药师挂证，或将对零售药店业绩短期产生冲击	20
4.1 零售药店连锁化率逐年提升，药师数量存在一定缺口.....	20
4.2 医保基金监管趋严，零售药店行业趋向规范化发展.....	21
五、中美贸易摩擦对医药的短期影响有限	21
六、医药制造业今年业绩增速下滑至个位数	27
七、医药板块今年表现同步于大盘	27
7.1 近一个月医药指数同步于沪深 300 指数.....	27
7.2 医药板块整体估值处在历史中位水平.....	28
7.3 2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例有所回升.....	29
7.4 医药上市公司 2019 年一季报数据分析.....	30
八、医药行业评级、策略及重点股票	31
8.1 维持医药行业“增持”评级.....	31
8.2 行业整合加速，坚守景气度高的子板块龙头.....	32
8.3 重点跟踪股票.....	32
8.3.1 药明康德（603259）：CRO 行业龙头企业，业绩有望显著受益于全球新药研发浪潮.....	32
8.3.2 爱尔眼科（300015）：分级连锁网点布局加快，国际化持续推进.....	33
8.3.3 万东医疗（600055）：DR 业务地位稳固，新产品增厚业绩.....	34
8.3.4 健友股份（603707）：业绩持续快速增长，海外制剂业务有望成为新的业绩增长点.....	34
8.3.5 柳药股份（603368）：业绩持续快速增长，海外制剂业务有望成为新的业绩增长点.....	35
九、风险及不确定因素提示	35

图

图 1 科创板受理公司营业收入情况.....	7
图 2 科创板受理公司营收增速情况.....	7
图 3 科创板受理公司归母净利润情况.....	8
图 4 科创板受理公司 ROE 情况.....	8
图 5 科创板受理公司研发投入情况.....	8
图 6 科创板受理公司研发投入占营收比例.....	8
图 7 创新型医药企业估值步骤.....	9
图 8 预测创新药产品的流程图.....	10
图 9 二叉树期权定价模型.....	11
图 10 2006-2015 临床试验各阶段的成功率.....	11
图 11 2011-2017 年医保收支概况.....	11
图 12 2011-2017 年医保本年收支结余概况.....	12
图 13 2011-2017 年医保年末滚存结余概况.....	12
图 14 2010-2018 年零售药店行业概况.....	20
图 15 2010-2018 年零售连锁企业数量及平均店数概况.....	20
图 16 2014-2018 年全国执业药师数量概况.....	21
图 17 近年 CT 对美出口数量概况 (台).....	22
图 18 近年 CT 对美出口金额概况 (万美元).....	22
图 19 近年 MRI 对美出口概况 (台).....	22
图 20 近年 MRI 对美出口金额概况 (万美元).....	22
图 21 近年 B 超对美出口概况 (台).....	22
图 22 近年 B 超对美出口金额概况 (万美元).....	22
图 23 近年彩超对美出口概况 (台).....	23
图 24 近年彩超对美出口金额概况 (万美元).....	23
图 25 近年麻醉设备对美出口概况 (台).....	23
图 26 近年麻醉设备对美出口金额概况 (万美元).....	23
图 27 近年监护仪对美出口概况 (台).....	23
图 28 近年监护仪对美出口金额概况 (万美元).....	23
图 29 2012-2019Q1 医药制造业业绩概况 (亿元).....	27
图 30 年初至今医药指数走势图.....	28
图 31 最近 1 个月医药指数走势图.....	28
图 32 医药生物板块近年绝对估值 (历史 TTM_整体法) ...	29
图 33 医药生物板块近年估值溢价率 (历史 TTM_整体法)	29
图 34 2011-2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例变化.....	30
图 35 2012-2019Q1 医药上市公司营业收入概况 (亿元)	30
图 36 2012-2019Q1 医药上市公司归母净利润概况 (亿元)	30
图 37 2012-2019Q1 医药上市公司扣非净利润 (亿元)	31
图 38 2015-2019Q1 医药上市公司业绩增速 (单季度)	31

表

表 1 科创板已受理医药公司概况.....	6
表 2 科创板上市条件.....	7
表 3 国家医保目录历年调整后的品种数量概况.....	13
表 4 国家基药目录中的非医保品种整理.....	13
表 5 2019 年医保目录调整的潜在品种梳理.....	13
表 6 第一批带量采购品种概况.....	15
表 7 通过一致性评价的品种（含视同）.....	16
表 8 第二批带量采购潜在品种筛选.....	18
表 9 近年我国从美进口部分医疗器械的数量和金额概况（台、 个、千克、万美元）.....	24
表 10 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现（截至 5 月 22 日）.....	28
表 11 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法）.....	29
表 12 药明康德预测简表.....	32
表 13 爱尔眼科预测简表.....	33
表 14 万东医疗预测简表.....	34
表 15 健友股份预测简表.....	35
表 16 健友股份预测简表.....	35

一、科创板推出，创新药械企业有望迎来价值重估

1.1 重研发轻盈利，科创板的推出利好创新药械企业

伴随科创板的逐步落地，截至 2019 年 5 月 20 日，共有 24 家医药企业的上市申报已得到受理，其中 14 家为医疗器械公司、4 家为生物药公司、3 家为化学及原料药公司、2 家为 CRO。在已受理的 24 家企业中，除特宝生物选择了上市标准四进行申报，其余 23 家企业均选择了财务标准要求较低的上市标准一进行申报。

表 1 科创板已受理医药公司概况

代码	公司	板块	营收 (亿元)		营收增速 (%)		归母净利润 (亿元)		净利润增速 (%)		ROE
			2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	
A17123	南微医学	医疗器械	6.41	9.22	54.64	43.93	1.01	1.93	377.56	90.45	37.95
A17241	美迪西	CRO	2.48	3.24	6.66	30.57	0.40	0.59	-6.39	46.79	18.85
A19002	安翰科技	医疗器械	1.72	3.22	49.68	87.31	-0.10	0.66	-136.12	737.87	9.33
A19015	微芯生物	化药	1.11	1.48	29.45	33.65	0.26	0.31	379.80	20.73	6.46
A19016	特宝生物	生物药	3.23	4.48	15.23	38.75	0.05	0.16	-82.37	209.62	3.26
A19040	贝斯达	医疗器械	4.15	4.71	16.55	13.49	1.03	1.08	10.31	4.64	9.67
A19043	赛诺医疗	医疗器械	3.22	3.80	21.23	18.14	0.66	0.89	130.87	34.84	13.64
A19054	海尔生物	医疗器械	6.21	8.42	28.93	35.45	0.60	1.14	-50.98	88.70	13.22
A19060	苑东生物	原料药	4.76	7.69	40.59	61.39	0.64	1.35	12.30	109.77	26.28
A19064	热景生物	医疗器械	1.42	1.87	16.28	31.69	0.30	0.48	4.42	60.08	25.92
A19075	博瑞医药	原料药	3.17	4.11	57.66	29.83	0.46	0.76	168.90	66.19	12.51
A19080	华熙生物	生物药	8.18	12.63	11.58	54.41	2.22	4.24	-17.50	90.70	25.27
A19086	心脉医疗	医疗器械	1.65	2.31	31.76	39.96	0.63	0.91	54.17	43.01	44.86
A19088	诺康达	CRO	0.75	1.85	239.96	147.51	0.35	0.78	482.40	121.38	30.86
A19104	佰仁医疗	医疗器械	0.92	1.11	17.70	19.82	0.42	0.50	35.38	18.13	30.16
A19107	普门科技	医疗器械	2.51	3.23	43.71	28.94	0.56	0.81	443.37	43.81	12.92
A19112	昊海生科	医疗器械	13.54	15.58	57.27	15.06	3.72	4.15	22.08	11.31	12.17
A19114	浩欧博	医疗器械	1.46	2.01	31.11	37.68	0.21	0.40	392.59	88.04	37.86
A19120	硕世生物	医疗器械	1.87	2.31	45.02	23.18	0.43	0.64	410.34	49.58	21.84
A19137	嘉必优	生物药	2.29	2.86	20.42	25.18	0.66	0.97	40.06	47.44	19.55
A19140	祥生医疗	医疗器械	2.72	3.27	62.70	20.37	0.64	0.95	110.21	48.44	53.81
A19144	东方基因	医疗器械	2.24	2.86	23.03	27.50	0.33	0.65	-6.37	95.97	39.08
A19146	赛伦生物	生物药	1.22	1.51	37.78	23.63	1.00	0.51	1,334.3	-49.19	19.64
A19172	复旦张江	生物药	5.11	7.42	-20.09	45.29	0.75	1.51	-45.72	100.54	16.28

数据来源: Wind 上海证券研究所

相比其他主板上市条件，科创板允许未盈利公司申请，并借鉴了纳斯达克和港交所等成熟市场的经验，推出多层次的上市标准，强调以市值、财务指标和科技研发为核心的上市条件，其重研发轻

盈利的标准将对优质创新医药企业的上市构成重大利好，为该类科技创新企业提供较为便捷的融资平台，支持医药产业的升级发展。

表 2 科创板上市条件

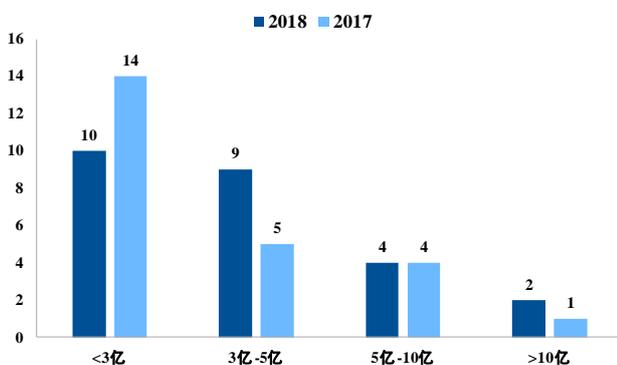
	标准一	标准二	标准三	标准四	标准五
上市标准	预计市值≥10 亿元，近 2 年净利润均为正且累计净利润≥5000 万元，或最近 1 年净利润为正且营业收入≥1 亿元	预计市值≥15 亿元，近 1 年营业收入≥2 亿元，且最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营收的比例不低于 15%；	预计市值≥20 亿元，近 1 年营业收入≥3 亿元，且近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计≥1 亿元；	预计市值≥30 亿元，且最近 1 年营业收入≥3 亿元；	预计市值≥40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，目前已取得阶段性成果。医药企业需至少有一项核心产品获准开展 II 期临床试验
营业记录	持续运营 3 年以上				
审批时间	速度较快，共计最多在 7 个月内完成：发行上市审核机构自受理之日起 20 个工作日内将向发行人提出首轮审核问询，申请股票首次发行上市的，本所自受理发行上市申请文件之日起 3 个月内出具决定，发行人及其保荐人、证券服务机构回复审核问询的时间总计不超过 3 个月				
跟投要求	保荐机构需要参与此次配售				
投资门槛	申请权限开通前 20 个交易日，证券账户及资金账户内的资产日均不低于 50 万元，参与证券交易 24 个月以上				

数据来源：上交所 上海证券研究所

1.2 科创板已受理医药企业普遍质地优异

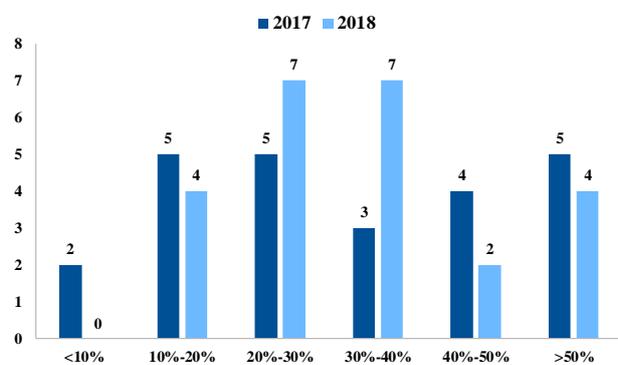
从收入来看，2017 年和 2018 年 24 家公司平均实现收入 3.43 亿元和 4.63 亿元。2018 年大部分公司收入在 3 亿元以下，仅有 2 家公司收入超过 10 亿元，分别为昊海生科（15.58 亿元）和华熙生物（12.63 亿元）。从营收增速来看，科创板已受理公司的业绩成长能力较强。当前已受理企业在 2017 年和 2018 年的平均营收增速分别为 39.1%、38.9%，中位数分别为 29.2%、30.2%。与 A 股医药类企业 2017 年和 2018 年平均营收增速 17.7%和 20.3%，以及其中位数 16.7%、18.4%相比，科创板已受理企业的营收增长能力整体较强。

图 1 科创板受理公司营业收入情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

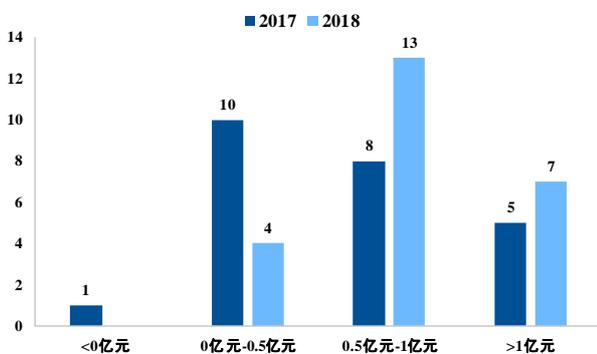
图 2 科创板受理公司营收增速情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

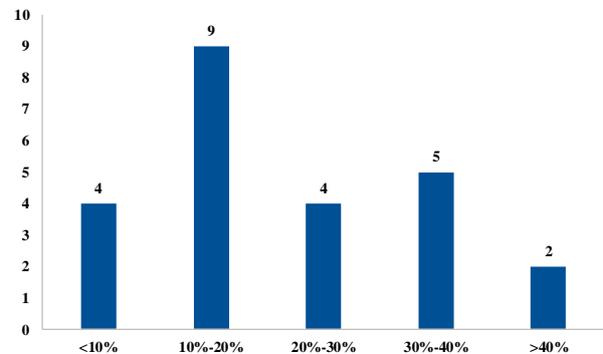
归属母公司净利润方面，2017年和2018年24家公司的平均归母净利润分别为0.72亿元和1.10亿元，其中安翰科技在2017年亏损0.1亿元。在归母净利润超过1亿元的企业中，昊海生科和华熙生物在2017、2018年分别实现3.72亿元和2.22亿元、4.15亿元和4.24亿元的归母净利润，位于榜首位置。从盈利能力来看，24家科创板受理企业2018年的ROE均值为22.6%，中位数为19.2%。与A股医药行业公司ROE均值9.1%及中位数9.6%相比，目前科创板申报企业的盈利能力较强，主要因为前期申报企业普遍为行业内优质公司，其中祥生医疗2018年ROE最高，达到53.8%。

图 3 科创板受理公司归母净利润情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

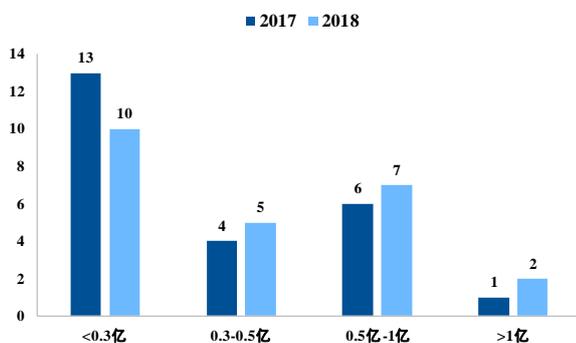
图 4 科创板受理公司 ROE 情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

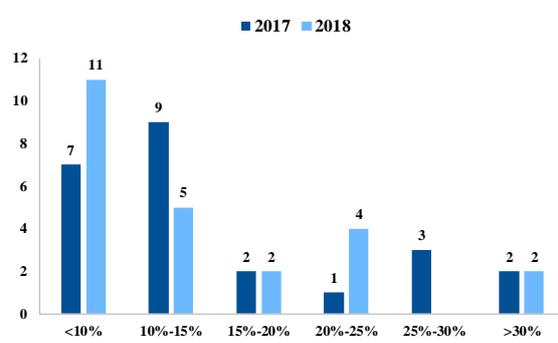
从研发投入来看，已受理公司的研发投入力度普遍较大。24家公司2017、2018年研发投入占比平均值分别为16.0%和14.7%，中位数为11.8%和10.3%，同期A股医药公司的研发占比均值为5.6%和5.8%，中位数为4.4%和4.5%。可见科创板受理公司的研发投入显著较高，其中微芯生物的研发占比最高，2017年、2018年分别达到62.0%和55.9%。

图 5 科创板受理公司研发投入情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 科创板受理公司研发投入占营收比例



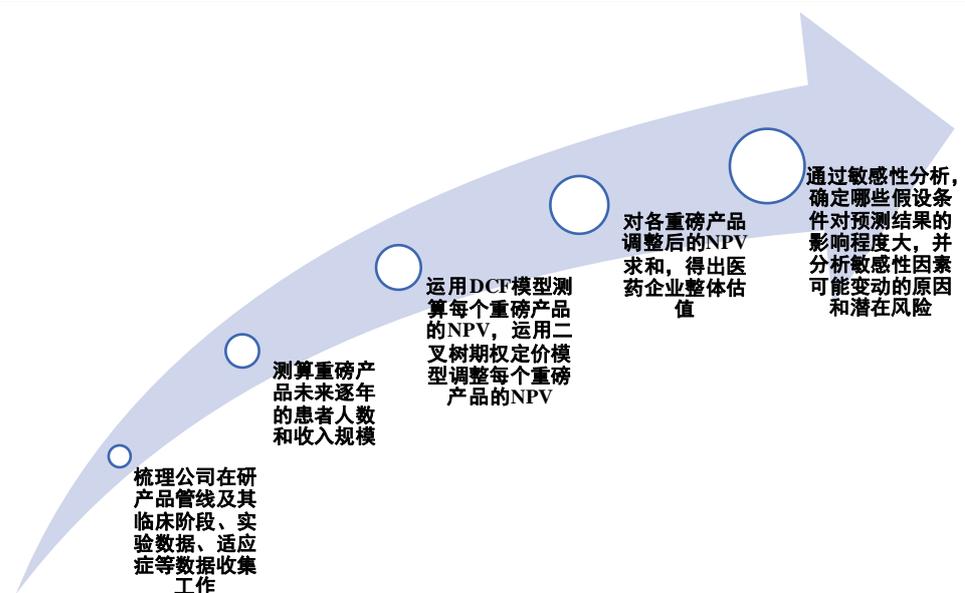
数据来源: Wind 上海证券研究所

从目前已受理的科创板申报企业来看，第一批申报企业的成长能力、盈利能力以及研发投入力度普遍较强，基本为行业内较为优质的药械创新企业。科创板的推出，有望为这类优质企业提供较便捷的融资渠道，加速药械企业的创新发展，从而驱动我国医药产业快速成长。同时也将使一级市场资本的退出途径更为便捷和丰富，从而激发资本市场对于优质创新药械企业的投资热情，进一步推动我国医药产业的升级发展。我们认为，科创板的推出将利好一系列致力于药物自主研发及前沿疗法开发的创新药械企业，同时，研发投入力度的加大也将增厚为创新产业链提供外包服务的 CXO 公司业绩。

1.3 创新型药企估值方法探讨

创新驱动型药械企业的研发实力普遍较强，但由于多为新兴企业，因此大多产品仍处于研发阶段，尚未上市。因此，与传统药企估值方法不同，该类企业的估值重点在于对其研发管线的梳理，并根据药物所处临床阶段、实验数据以及适应症市场等对其产品进行估值，然后通过现金流折现法对医药企业的净现金流进行折现，计算医药企业各个重磅产品的现值，在对各重磅产品调整后的 NPV 求和后，最终得到医药企业的整体估值。

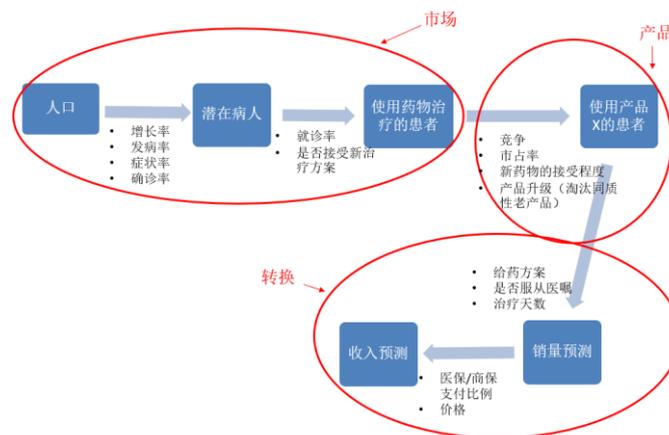
图 7 创新型医药企业估值步骤



数据来源：上海证券研究所

对于目标公司产品收入规模的测算方式主要分为三个部分：1) 市场方面，主要是要对产品的潜在市场规模进行估计和测算，测算出来的规模代表了产品理论上的最大销售量；2) 产品方面，需要确定目标产品的竞品组合，这里的产品组合可能包含类内 (intra-class) 和类间 (inter-class) 的产品竞争；3) 转换方面，须将市场规模与竞品数据综合，并最终通过给药方案、是否遵从医嘱、治疗天数等假设将患者人数转化为销量。

图 8 预测创新药产品的流程图

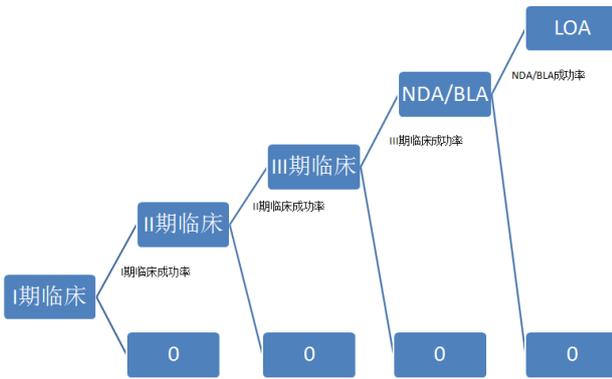


数据来源: Forecasting for the Pharmaceutical Industry 上海证券研究所

在完成对医药企业重磅产品的销售收入进行测算后，将通过现金流折现法对医药企业的净现金流进行折现，且计算医药企业各个重磅产品的现值。考虑到创新药行业的特殊性，需要运用二叉树期权定价模型调整重磅产品的现值，以确定重磅产品的合理估值。根据 Biomedtracker 数据，2006-2015 年 Biomedtracker 数据库中 I 期临床到成功上市 (LOA, likelihood of approval) 的转化率为 9.6%，其中 I 期临床、II 期临床、III 期临床、NDA/BLA 的成功率分别为 63.2%、30.7%、58.1%、85.3%。根据上述历史数据，可以对各阶段的在研产品的上市成功率进行测算，I 期临床、II 期临床、III 期临床、NDA/BLA 到 LOA 的转化率分别为 9.6%、15.2%、49.6%、85.3%。

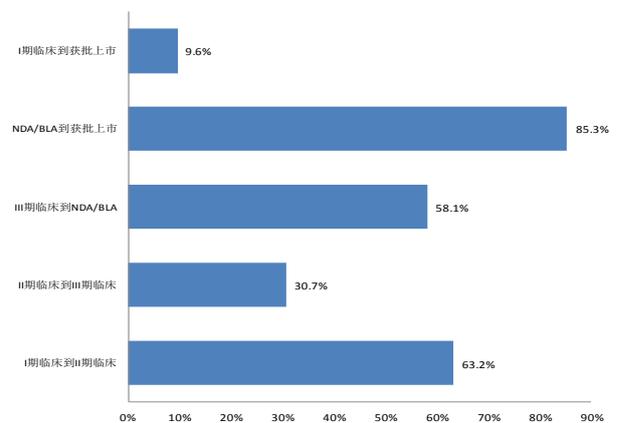
可以根据治疗领域对在研产品各阶段临床试验的成功率进一步分类，假设预测产品各阶段临床试验通过的概率与历史数据的平均值相当，对预测产品的 NPV 调整估值，最后将各重磅产品调整后的 NPV 求和，并最终得出医药企业整体估值。因此，科创板以研发实力为核心标准之一，通过研发能力与在研产品对公司进行审批，将有望改革我国创新药的估值体系，逐步向成熟资本市场靠拢，拉开创新药企业与仿制药企业的价值差距，带动创新药械类上市公司整体估值回升。

图 9 二叉树期权定价模型



数据来源：上海证券研究所

图 10 2006-2015 临床试验各阶段的成功率



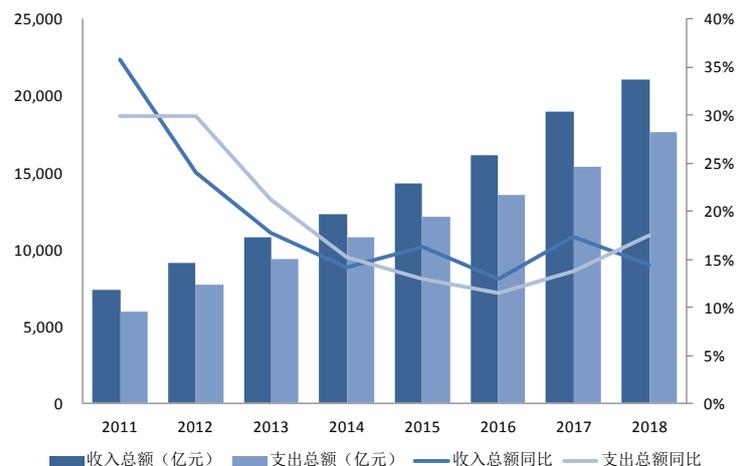
数据来源：Biomedtracker 上海证券研究所

二、医保目录调整在即，优质创新药有望纳入

2.1 2018 年全国医保基金整体运营良好

根据国家医保局数据，2018 年全国基本医保参保人数达 13.45 亿人，医保覆盖面稳定在 95% 以上。2018 年全国医保基金收入达 21,090 亿元，其中职工医保、城乡居民医保分别同比增长 8.7%、27.1%；全国医保支出达 17,608 亿元，其中职工医保、城乡居民医保分别同比增长 11.5%、28.9%。

图 11 2011-2017 年医保收支概况



数据来源：财政部 国家医保局 上海证券研究所

* 医保包括城镇职工医保以及居民医保

* 2018 年前居民医保包括城镇居民医保、新农合，以及城乡居民医保

2018 年医保基金本年收支结余为 3,739 亿元，同比增长 5.2%；年末滚存结余为 23,234 亿元，同比增长 17.7%。整体来看，2018 年全国医保支出端同比增速高于收入端，但本年收支结余同比稳健增长，收支差距进一步扩大，体现了全国医保基金运营情况良好。

图 12 2011-2017 年医保本年收支结余概况

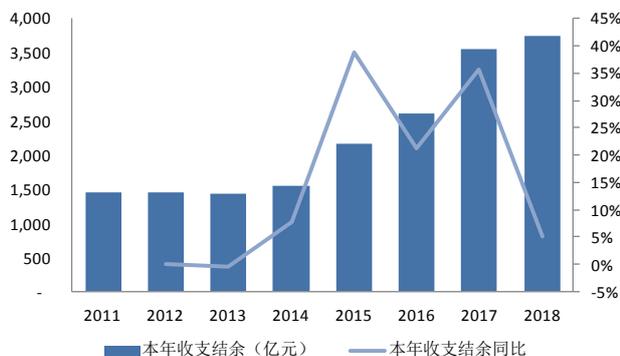
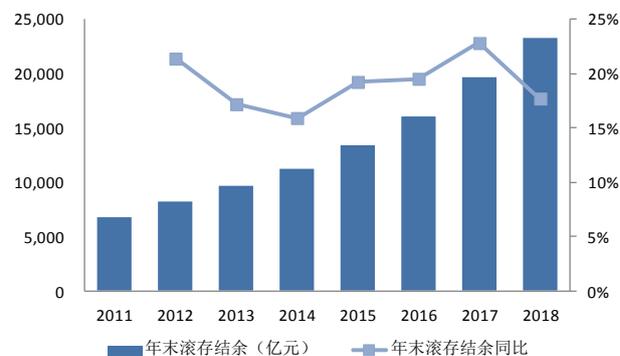


图 13 2011-2017 年医保年末滚存结余概况



数据来源：财政部 国家医保局 上海证券研究所

数据来源：财政部 国家医保局 上海证券研究所

* 医保包括城镇职工医保以及居民医保

* 2018 年前居民医保包括城镇居民医保、新农合，以及城乡居民医保

短期来看，我国医保基金整体运营有所改善，控费加强促使医保年末滚存结余保持较快增长，有利于医保基金长期稳定运营。但是，医保收入增速近年来有所放缓，而支出压力不减，保障水平还有提升的需求，控费压力长期存在。

2.2 医保目录调整趋向常态化

4 月 19 日，国家医保局公布《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》，将根据基金支付能力适当扩大目录范围，优化药品结构，进一步提升基本医保药品保障水平。本次药品目录调整分为以下 5 个阶段：1) 准备阶段（2019 年 1-3 月）；2) 评审阶段（2019 年 4-7 月）；3) 常规目录发布阶段（2019 年 7 月）；4) 谈判阶段（2019 年 8-9 月）；5) 发布谈判准入目录（2019 年 9-10 月）。预计在今年 10 月前完成全部工作。

历史上，国家医保目录自 2000 年发布以来，分别于 2004 年、2009 年、2017 年进行过较大的调整。本次是国家医保局成立后的首次调整，与前几次调整相比，本次优先考虑国家基本药物中的非医保品种、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、高血压和糖尿病等慢性病治疗用药、儿童用药以及急抢救用药等，临床急需的优质创新品种有望加速纳入医保。

表 3 国家医保目录历年调整后的品种数量概况

	2004 年	2009 年	2009 年同比增长	2017 年	2017 年同比增长
西药	1031	1164	12.9%	1297	11.4%
中成药	823	987	19.9%	1238	25.4%
合计	1854	2151	16.0%	2535	17.9%

数据来源：人社部 上海证券研究所

2.3 2019 版医保目录潜力品种筛选

我们根据《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》，梳理出部分可能调入的品种。

表 4 国家基药目录中的非医保品种整理

品种	适应症	生产企业
索磷布韦维帕他韦	HCV	吉利德
达格列净	II 型糖尿病	阿斯利康
重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物	心肌梗塞	昂德生物
波生坦	肺动脉高压	爱可泰隆
阿法骨化醇	骨质疏松症	利奥制药
金花清感颗粒	清热解毒	聚协昌药业
唐草片	清热解毒	百岁行药业
银屑胶囊（颗粒）	银屑病	东泰制药
注射用多种维生素（12）	补充维生素	Baxer
水飞蓟素	中毒性肝脏损害	马博士大药厂
索磷布韦维帕他韦	HCV	吉利德
达格列净	II 型糖尿病	阿斯利康
重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物	心肌梗塞	昂德生物
波生坦	肺动脉高压	爱可泰隆

数据来源：国家卫健委 人社部 国家医保局 上海证券研究所

表 5 2019 年医保目录调整的潜在品种梳理

药品名称	适应症	生产企业	上市年份
癌症用药			
普乐沙福	非霍奇金淋巴瘤， 多发性骨髓瘤	赛诺菲	2018
阿来替尼	非小细胞肺癌	罗氏	2018
纳武利尤单抗	非小细胞肺癌	百时美施贵宝	2018
仑伐替尼	肝癌	卫材	2018
信迪利单抗	霍奇金淋巴瘤	信达	2018
硫培非格司亭注射液	粒细胞减少症	恒瑞医药	2018
奥拉帕利	卵巢癌	阿斯利康	2018
地加瑞克	前列腺癌	辉凌	2018

吡咯替尼	乳腺癌	恒瑞医药	2018
帕妥珠单抗	乳腺癌	罗氏	2018
派柏西利	乳腺癌	辉瑞	2018
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	乳腺癌	石药集团、恒瑞医药	2018
呋喹替尼	直肠癌	和记黄埔	2018
帕博利珠单抗	转移性黑色素瘤	默沙东	2018
特瑞普利单抗	转移性黑色素瘤	众合生物	2018
罕见病用药、重大疾病治疗用药			
艾考恩丙替	HIV 感染	吉利德	2018
达芦那韦考比司他	HIV 感染	强生	2018
艾博韦泰	HIV 感染	前沿生物	2018
多替阿巴拉米片	HIV 感染	ViiV	2017
索磷布韦片	丙肝	吉利德	2017
西美瑞韦胶囊	丙肝	杨森	2017
阿舒瑞韦软胶囊	丙肝	百时美施贵宝	2017
奥比帕利片	丙肝	艾伯维	2017
盐酸达拉他韦片	丙肝	百时美施贵宝	2017
达塞布韦钠片	丙肝	艾伯维	2017
达诺瑞韦钠片	丙肝	歌礼药业	2018
艾尔巴韦格拉瑞韦	丙肝	默沙东	2018
马昔腾坦片	肺动脉高压	爱可泰隆	2017
司来帕格	肺动脉高压	强生	2018
德拉马尼	结核	大冢	2018
罗替高汀贴片	帕金森	优时比	2018
艾美赛珠单抗	血友病	罗氏	2018
慢性病治疗用药			
卡格列净片	II 型糖尿病	杨森	2017
沙格列汀二甲双胍缓释片	II 型糖尿病	阿斯利康	2017
达格列净片	II 型糖尿病	阿斯利康	2017
儿童用药			
左乙拉西坦注射用浓溶液	癫痫	优时比	2017

数据来源：CDE 中国医药报 上海证券研究所

我们认为，审评审批制度改革、建立医保目录动态调整机制、医保准入谈判等政策的推进，提高了创新药的可达性和可负担性。从医保支出来看，未来医保在创新药、优质仿制药上的比例将会提升。随着一致性评价工作的推进和带量采购的启动，新药审评审批加速，药品市场将形成创新药和优质仿制药并重的格局。创新药加速进入市场，并得到医保支持。专利药过期后降价不可避免，本土企业的竞争优势会逐步显现。首仿是企业追逐的目标，仿制药恶性竞争的局面将难以为继，市场会很快集中到少数优质企业手中。

由于医保支付价的出现，药品价格会借助市场的力量降低。未来医保资金的支出结构会发生改变，药品的医保支出比例会减少，医疗服务的会增加；在药品的医保支出结构中，优质仿制药占比会提高，高价过期专利药、辅助用药等对医保资金的占用被压缩，腾挪出支付空间给创新药、医疗服务等。

此外，对优质创新药、品牌药和优质医疗服务的需求会推动商业保险快速成长，同时带动 PBM、DTP 药房业态的迅速发展。

三、带量采购政策持续推进

3.1 第一批带量采购品种使用情况超预期，配套政策持续推进

4月16日，国务院政策例行吹风会上，国家医保局陈局长介绍了药品集中采购的情况，截止至4月14日，25个中选品种在11个试点地区采购总量达到了4.38亿片支，完成约定采购总量的27.31%，中标药品的质量和供应都得到了保障，使用量超出预期，有关政策基本上全面落实，比如医保的预付、医院使用以及回款等等。从试点的效果来看，试点地区肿瘤、乙肝、高血压、精神病等重大疾病的患者用药获得了质优价廉的药品，医疗费用显著下降。

表 6 第一批带量采购品种概况

药品通用名	规格包装	生产企业	中选价格 (元)	较全国最 低价降幅	含其他品规后的采购规模 (百万元)
阿托伐他汀钙片	20mg*7片	嘉林药业	6.6	83%	196.12
瑞舒伐他汀钙片	10mg*28片	京新药业	22	71%	92.01
硫酸氢氯吡格雷片	75mg*7片	信立泰	22	63%	427.69
厄贝沙坦片	75mg*28片	华海药业	5.7	62%	8.90
苯磺酸氨氯地平片	5mg*28片	京新药业	4.2	44%	43.65
恩替卡韦分散片	0.5mg*28片	正大天晴	17	94%	25.63
草酸艾司西酞普兰片	10mg*7片	科伦药业	31	18%	43.79
盐酸帕罗西汀片	20mg*20片	华海药业	33	48%	31.13
奥氮平片	10mg*7片	豪森药业	68	27%	199.66
头孢呋辛酯片	0.25g*12片	成都倍特	6.2	11%	17.43
利培酮片	1mg*60片	华海药业	10	56%	5.68
吉非替尼片	250mg*10片	阿斯利康	547	76%	26.89
福辛普利钠片	10mg*14片	中美施贵宝	12	69%	19.42
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	(150mg+12.5mg)*14片	华海药业	15	54%	99.20
赖诺普利片	10mg*28片	华海药业	6.5	80%	0.48
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	300mg*30片	成都倍特	18	96%	3.75

氯沙坦钾片	50mg*14片	华海药业	15	51%	100.88
马来酸依那普利片	10mg*16片	扬子江药业	8.9	42%	10.61
左乙拉西坦片	250mg*30片	京新药业	72	21%	15.55
甲磺酸伊马替尼片	100mg*60片	豪森药业	624	26%	26.37
孟鲁司特钠片	10mg*5片	安必生	19	39%	102.03
蒙脱石散	3g*15袋	先声药业	10	7%	11.56
注射用培美曲塞二钠	500mg/支	汇宇制药	2777	70%	63.59
注射用培美曲塞二钠	100mg/支	汇宇制药	810	66%	31.67
氟比洛芬酯注射液	5ml:50mg*5支	泰德制药	110	65%	113.35
盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg*4支	扬子江药业	532	17%	178.53
合计					1895.56

数据来源: CDE 上海阳光医药采购网 上海证券研究所

3月5日,国家医保局发布《关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见》,对部分价格与中选药品价格差异较大的药品,试点地区可按照“循序渐进、分类指导”的原则,渐进调整支付标准,在2—3年内调整到位。药品集中采购试点是国家组织的顶层设计,通过促进竞争,推动药品降价和仿制药替代,通过量价挂钩、及时回款降低医药企业销售费用和财务成本,进一步降低药品价格。我们认为,相较于直接实施价格联动,4+7城市以外的省市进行“模式+价格”一起联动的方案,更易被市场接受。从生产企业的角度看,一方面,市占率低的生产企业倾向于借助带量采购的政策红利,快速抢占存量市场份额,带动相关药品品种的业绩快速放量;另一方面,带量采购明确了企业的销售预期,通过配套政策保障回款,有效降低财务成本,长期来看有利于提高生产企业的经营效率。

3.2 一致性评价快速推进

截至5月22日,根据中国上市药品目录集,有260个批准文号通过一致性评价(含视同),其中193个通过一致性评价、63个按化药新注册分类批准的仿制药。按品规来看,19个品规有三家及以上企业通过一致性评价,23个品规有两家企业通过一致性评价,135个品规有一家企业通过一致性评价。

表7 通过一致性评价的品种(含视同)

药品名称	生产企业	药品名称	生产企业
苯磺酸氨氯地平片	黄河药业、华润赛科、京新药业、辰欣药业、万生药业、亚宝药业、东瑞制药、扬子江药业	富马酸比索洛尔片	苑东生物
富马酸替诺福韦二吡啶酯片/胶囊	齐鲁制药、龙泽制药、倍特药业、贝克生物、正大天晴、和泽医药、安科恒益、广生堂(胶囊剂)	富马酸喹硫平片	洞庭药业

瑞舒伐他汀钙片	正大天晴、京新药业、海正辉瑞、 鲁南贝特、先声东元、Lek Pharmaceuticals d.d.	枸橼酸他莫昔芬片	扬子江药业
恩替卡韦胶囊/片	青峰药业、海思科、正大天晴、广生堂、百奥药业(片剂)	奥美沙坦酯片	正大天晴
头孢呋辛酯片	倍特药业、国药致君、苏州中化、白云山、联邦制药	环孢素软胶囊	中美华东
盐酸二甲双胍缓释片	上药信谊药厂、万辉双鹤、 海正宣泰、悦康药业、德源药业	吉非替尼片	齐鲁制药
阿莫西林胶囊	联邦制药、科伦制药、康恩贝、石药集团	甲磺酸伊马替尼片	豪森药业
恩替卡韦分散片	青峰药业、正大天晴、贝克生物、东瑞制药	甲硝唑片	科伦药业
蒙脱石散	维奥制药、先声药业、扬子江药业、宏济堂	坎地沙坦酯片	永宁药业
盐酸二甲双胍片	四环制药、华南药业、天安药业、石药集团	阿卡波糖片	中美华东
阿托伐他汀钙片	兴安药业、嘉林药业、新东港药业	拉米夫定片	龙泽制药
草酸艾司西酞普兰片	科伦药业、京卫制药、洞庭药业	来那度胺胶囊	齐鲁制药
厄贝沙坦片	海正辉瑞、恒瑞医药、华海药业	赖诺普利片	华海药业
格列美脲片	扬子江药业、万邦生化、新华制药	利福平胶囊	红旗制药
聚乙二醇4000散	华森制药、赛诺生物、华纳大药厂	磷酸奥司他韦胶囊	东阳光药
利培酮片	华海药业、恩华药业、齐鲁制药	阿哌沙班片	豪森药业
碳酸氢钠片	汉森制药、海王福药、远大医药	铝碳酸镁咀嚼片	华润顺峰
盐酸左西替利嗪片	齐鲁制药、华邦制药、九典制药	氯化钾颗粒	药友制药
阿德福韦酯片	齐鲁制药、广生堂	氯沙坦钾片	华海药业
阿奇霉素胶囊/片	二叶制药(胶囊剂)、石药集团(片剂)	阿那曲唑片	扬子江药业
阿昔洛韦片	齐都药业、科伦药业	孟鲁司特钠颗粒	海悦药业
奥氮平片	豪森药业、齐鲁制药	安立生坦片	豪森药业
对乙酰氨基酚片	地奥集团、宜昌人福	米氮平片	哈三联
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	华海药业、正大天晴	奈韦拉平片	华海药业
氟康唑胶囊	信特药业(胶囊剂)、科伦药业(片剂)	匹伐他汀钙片	信立泰
琥珀酸索利那新片	国为制药、齐鲁制药	氢氯噻嗪片	常州制药厂
卡托普利片	石药集团、常州制药厂	伏立康唑片	华海药业
硫酸氢氯吡格雷片	信立泰、乐普药业	瑞格列奈片	豪森药业
替吉奥胶囊	齐鲁制药、恒瑞医药	沙格列汀片	奥赛康药业
盐酸氨溴索片	恒瑞医药、裕欣药业	他达拉非片	海悦药业
盐酸多奈哌齐片	华海药业、植恩药业	替格瑞洛片	信立泰
盐酸克林霉素胶囊	科伦药业、药友制药	替莫唑胺胶囊	天士力
盐酸莫西沙星片	东阳光药、国为制药	替硝唑片	科伦药业
盐酸曲美他嗪缓释片	恒瑞医药、齐鲁制药	头孢氨苄胶囊	科伦药业
盐酸特拉唑嗪片/胶囊	扬子江药业(胶囊剂)、华润赛科(片剂)	头孢克肟胶囊	倍特药业
异烟肼片	红旗制药、华中药业	头孢羟氨苄片	石药集团
吡达帕胺片	药友制药、安诺药业	维格列汀片	豪森药业
注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)	恒瑞医药、石药集团	维生素B2片	人福药业
阿法骨化醇片	药友制药	维生素B6片	民生药业
克拉霉素片/缓释片	东阳光药	吸入用地氟烷	恒瑞医药
阿立哌唑口崩片	康弘药业	缬沙坦片	华海药业
琥珀酸普芦卡必利片	豪森药业	盐酸昂丹司琼片	齐鲁制药
盐酸坦索罗辛缓释胶囊	恒瑞医药	盐酸贝那普利片	信立泰

马来酸依那普利片	扬子江药业	盐酸氟西汀胶囊	中西制药
硫酸氨基葡萄糖胶囊	海正药业	奥氮平口崩片	齐鲁制药
盐酸雷尼替丁胶囊	石药集团	盐酸帕罗西汀片	华海药业
氢溴酸西酞普兰片/胶囊	科伦药业	盐酸普萘洛尔片	亚邦爱普森
布洛芬注射液	苑东生物	盐酸曲马多片	石药集团
单硝酸异山梨酯片	鲁南贝特	盐酸曲美他嗪片	吴中医药
左乙拉西坦口服溶液	圣华曦药业	盐酸舍曲林片	京新药业
多西他赛注射液	汇宇生物	吡嗪酰胺片	红旗制药
孟鲁司特钠片/咀嚼片	安必生制药	盐酸特比萘芬片	齐鲁制药
氟比洛芬酯注射液	大安制药	福辛普利钠片	华海药业
氟哌噻吨美利曲辛片	海思科	依非韦伦片	迪赛诺生物
盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业	注射用阿奇霉素	普利制药
注射用培美曲塞二钠	汇宇制药	左氧氟沙星片	东阳光药
注射用替莫唑胺	恒瑞医药	地氯雷他定片	信立泰
注射用头孢唑林钠	Otsuka	左乙拉西坦片	京新药业
/氯化钠注射液			

数据来源: CDE 上海证券研究所

3.3 第二批带量采购品种有望于年内公布

5月17日,2019年全国医改工作电视电话会议在京召开,国务院总理李克强作出重要批示,包括要推动药品采购使用、医保支付、分级诊疗等改革取得新突破等;国务院医改领导小组组长孙春兰出席会议并讲话,要及时完善和全面推开国家组织药品集中采购制度等医改工作。此外,4月3日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,会议强调,要进一步推进国家药品集中采购试点,完善集中采购制度,加强中标药品质量监管和供应保障,实现降价惠民。认真总结试点经验,及时全面推开。

目前,第一批带量采购品种中标结果已和配套政策逐步落地,进入试点的评估、总结阶段。市场预计第二批带量采购品种有望于2019H2出炉,我们对目前通过一致性评价的品种进行梳理,市场规模大、临床价值高的品种有望优先被纳入第二批带量采购目录,如盐酸二甲双胍缓释片、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)、格列美脲片、盐酸多奈哌齐片等。

表8 第二批带量采购潜在品种筛选

药品名称	剂型	规格	生产企业
盐酸二甲双胍缓释片	片剂	0.5g	上药信谊药厂、万辉双鹤、海正宣泰、悦康药业、德源药业
阿莫西林胶囊	胶囊剂	0.25g	联邦制药、科伦制药、康恩贝、石药集团
格列美脲片	片剂	2mg	扬子江药业、万邦生化、新华制药
聚乙二醇4000散	散剂	10g	华森制药、赛诺生物、华纳大药厂

碳酸氢钠片	片剂	0.5g	汉森制药、海王福药、远大医药
盐酸二甲双胍片	片剂	0.25g	四环制药、华南药业、天安药业
盐酸左西替利嗪片	片剂	5mg	齐鲁制药、华邦制药、九典制药
阿德福韦酯片	片剂	10mg	齐鲁制药、广生堂
阿昔洛韦片	片剂	0.2g	齐都药业、科伦药业
对乙酰氨基酚片	片剂	0.5g	地奥集团、宜昌人福
厄贝沙坦片	片剂	0.15g	海正辉瑞、恒瑞医药
琥珀酸索利那新片	片剂	5mg	国为制药、齐鲁制药
		替加氟 20mg/ 吉美嘧啶 5.8mg/奥替拉 西钾 19.6mg	
替吉奥胶囊	胶囊剂		齐鲁制药、恒瑞医药
盐酸氨溴索片	片剂	30mg	恒瑞医药、裕欣药业
盐酸多奈哌齐片	片剂	5mg	华海药业、植恩药业
盐酸克林霉素胶囊	胶囊剂	0.15g	科伦药业、药友制药
盐酸莫西沙星片	片剂	0.4g	东阳光药、国为制药
盐酸曲美他嗪缓释片	片剂	35mg	恒瑞医药、齐鲁制药
异烟肼片	片剂	0.1g	红旗制药、华中药业
吡达帕胺片	片剂	2.5mg	药友制药、安诺药业
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	注射剂	100mg	恒瑞医药、石药集团
阿法骨化醇片	片剂	0.25 μ g、0.5 μ g	药友制药
阿卡波糖片	片剂	50mg	中美华东
阿奇霉素胶囊/片		0.25g	二叶制药、石药集团
盐酸曲马多片	片剂	50mg	石药集团
注射用阿奇霉素	注射剂	0.5g	普利制药
多西他赛注射液	注射剂	1ml:20mg	汇宇生物
伏立康唑片	片剂	200mg、50mg	华海药业

数据来源: CDE 上海证券研究所

长期来看,随着通过一致性评价的文号逐步增加,未通过一致性评价的品种将在地方药品集采中被市场淘汰,仿制药企业有望扩大市场份额,另一方面,仿制药价格或面临长期下行的压力,龙头企业受益于存量市场上落后产能出清、行业集中度提升等因素,有望通过规模优势保持一定的盈利能力,机遇与挑战并存。

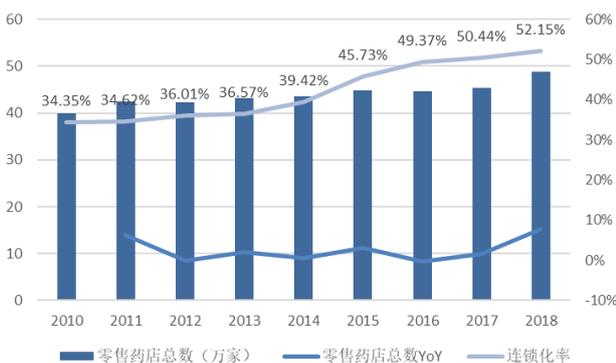
四、严查医保篡刷和药师挂证，或将对零售药店业绩短期产生冲击

4.1 零售药店连锁化率逐年提升，药师数量存在一定缺口

3月19日，国家药监局发布《关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知》，在全国范围内开展为期6个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治。《通知》明确，第一步是自查整改阶段第二步是监督检查阶段，自2019年5月1日起，各省级局组织对行政区域内的药品零售企业开展监督检查。

根据国家药监局数据，截至2018年11月底，零售药店总数达48.9万家，同比增长7.71%，同比增速处在近5年来的高位水平，其中连锁药店、单体药店分别同比增长11.35%、4.00%；连锁化率达52.15%，呈逐年增长的态势。零售连锁企业达5,671家，同比增长4.84%，同比增速较上年同期有所提升，零售连锁企业平均店数达45家，同比增长6.21%。截至2018年11月底，平均每家药店服务人口达2,854人，同比下降6.80%，与国际药学联合会2012年公布的平均每家药店服务6,000人比较，表明我国药店数量偏高，单店平均服务人口数量低导致单店规模偏低，药店的专业化药事服务能力仍有较大提升空间。

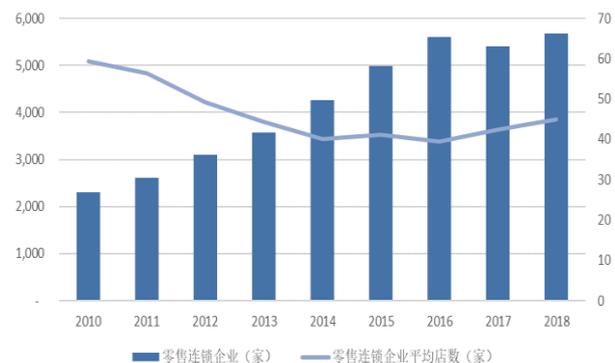
图 14 2010-2018 年零售药店行业概况



数据来源：国家药监局 上海证券研究所

*2015 年起每年截至当年11月底

图 15 2010-2018 年零售连锁企业数量及平均店数概况



数据来源：国家药监局 上海证券研究所

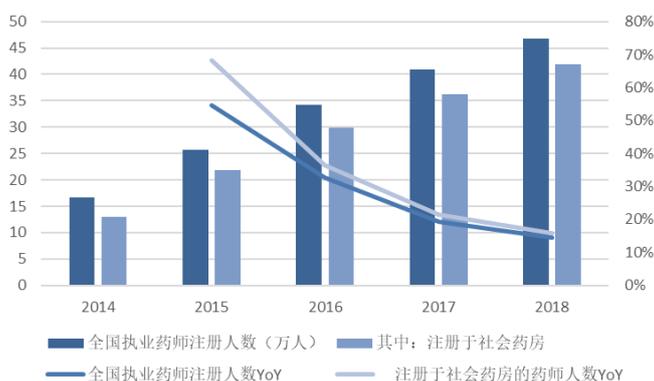
*2015 年起每年截至当年11月底

根据国家药监局执业药师资格认证中心数据，截至2018年12月底，全国执业药师注册人数为46.80万人，同比增长14.59%，其中注册于社会药房的药师人数达41.86万人，同比增长15.71%。

截至2018年11月底，平均每家药店拥有药师数量达0.85人，同比增长7.49%，与2017年国务院印发的《“十三五”国家药品安

全规划》中提出的“所有零售药店主要管理者具备执业药师资格、营业时有执业药师指导合理用药”的要求相比，仍有一定差距。每万人口执业药师注册人数达 3.0 人，较世界药学会公布的每万人口累计拥有执业药师 6.2 人的标准仍有一定差距，我国执业药师的需求与增长空间仍然较大。

图 16 2014-2018 年全国执业药师数量概况



数据来源：国家药监局执业药师资格认证中心 上海证券研究所

4.2 医保基金监管趋严，零售药店行业趋向规范化发展

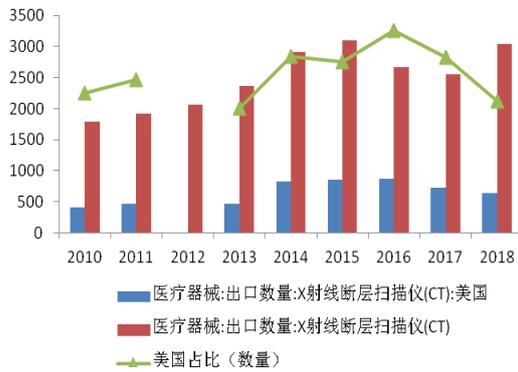
2019 年 2 月，国家医保局发布《关于做好 2019 年医疗保障基金监管工作的通知》，坚决打击欺诈骗保行为，切实保障基金安全。根据医保局数据，截至 2018 年末，各地共检查定点医药机构 27.20 万家，查处违约违规违法机构 6.63 万家，追回医保资金 10.08 亿元。

我们认为，在医保基金监管趋严的背景下，零售药店行业的规范化程度将持续提升，从中长期来看，规范化程度较高的连锁药店龙头有望占据更多的存量市场份额，带动行业集中度水平持续提升。但短期医保基金严查资金盗用和篡刷，部分省份强调医保门店不能摆放非药品类，以及严查药师挂证将对零售药店的经营产生影响，这些影响或将在下半年显现，需要警惕。

五、中美贸易摩擦对医药的短期影响有限

近期中美均公布了加征关税清单，我们对清单中部分医药品种进行梳理，并结合海关总署的统计数据，我们认为短期中美贸易摩擦对医药行业的影响有限，国内企业存在进口替代的机会，但长期来看，如果贸易摩擦延伸到技术交流、专利授权等领域，我国医药产业在国际产业链上的竞争地位以及全球医药产业格局均会受到影响。

图 17 近年 CT 对美出口数量概况 (台)



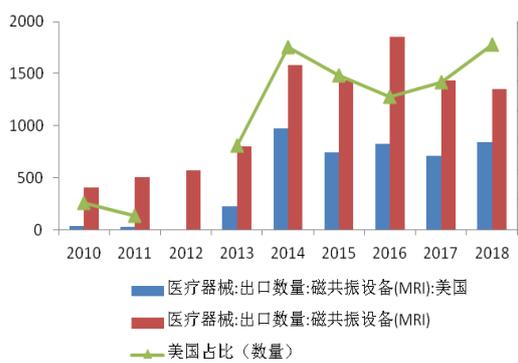
数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 18 近年 CT 对美出口金额概况 (万美元)



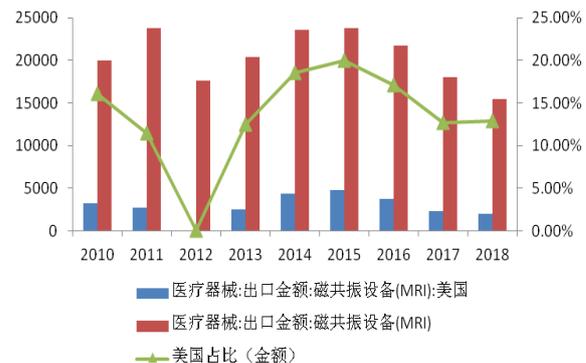
数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 19 近年 MRI 对美出口概况 (台)



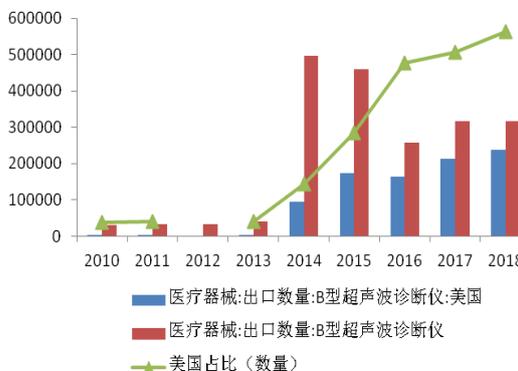
数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 20 近年 MRI 对美出口金额概况 (万美元)



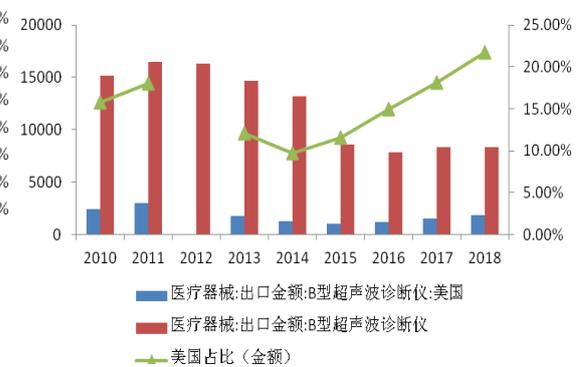
数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 21 近年 B 超对美出口概况 (台)



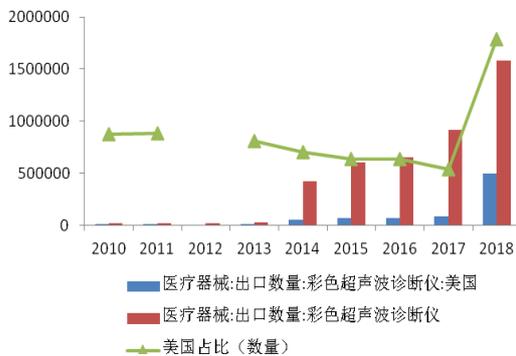
数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 22 近年 B 超对美出口金额概况 (万美元)



数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 23 近年彩超对美出口概况 (台)



数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 24 近年彩超对美出口金额概况 (万美元)



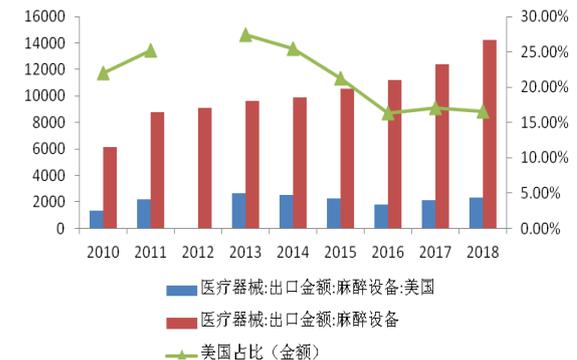
数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 25 近年麻醉设备对美出口概况 (台)



数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 26 近年麻醉设备对美出口金额概况 (万美元)



数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 27 近年监护仪对美出口概况 (台)



数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

图 28 近年监护仪对美出口金额概况 (万美元)



数据来源: 海关总署 wind 上海证券研究所

表9 近年我国从美进口部分医疗器械的数量和金额概况(台、个、千克、万美元)

	X 射线断层扫描仪(CT)				B 型超声波诊断仪			
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	202.00	32.48%	17,039.67	33.87%	48.00	6.61%	257.42	9.96%
2011	302.00	37.75%	28,175.81	40.95%	180.00	26.87%	540.94	20.39%
2013	350.00	35.43%	32,153.71	40.15%	402.00	67.00%	591.27	30.20%
2014	125.00	16.56%	15,900.51	25.30%	12,621.00	2.23%	543.95	31.99%
2015	131.00	17.01%	19,736.92	33.19%	15,282.00	9.71%	494.22	40.63%
2016	188.00	20.57%	27,275.60	39.77%	17,694.00	9.49%	451.98	35.77%
2017	233.00	25.75%	32,356.25	46.88%	32,624.00	25.00%	489.32	41.03%
2018	170.00	18.18%	25,081.93	31.89%	41,253.00	33.39%	650.74	51.41%
	彩色超声波诊断仪				内窥镜			
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	1,871.00	21.42%	22,503.67	38.63%	2,228.00	23.08%	2,238.33	10.06%
2011	2,335.00	25.29%	28,040.55	38.68%	1,100.00	5.30%	2,380.81	8.38%
2013	4,588.00	36.17%	46,299.13	46.39%	2,581.00	9.30%	3,656.99	9.33%
2014	31,427.00	3.63%	47,903.53	44.76%	73,713.00	7.81%	3,791.11	7.68%
2015	33,118.00	4.43%	41,258.10	47.25%	84,262.00	6.10%	3,251.15	6.37%
2016	26,537.00	2.87%	43,196.98	44.93%	557,220.00	26.83%	10,930.55	17.86%
2017	25,971.00	2.52%	43,957.32	42.84%	798,189.00	31.71%	11,966.14	19.04%
2018	24,330.00	1.64%	55,677.72	48.12%	680,337.00	28.13%	11,315.88	16.57%
	治疗器、人工呼吸器				矫形骨科植入器具			
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	120,688.00	9.65%	3,678.96	20.74%	73,874.00	12.76%	4,728.11	8.07%
2011	54,204.00	7.55%	3,763.06	19.60%	89,953.00	10.51%	6,544.30	9.51%
2013	117,783.00	5.19%	5,296.46	20.26%	156,325.00	9.94%	12,932.52	9.51%
2014	23,857,183.00	47.36%	6,311.40	24.21%	186,462.00	10.81%	16,264.38	8.01%
2015	14,617,268.00	38.34%	7,325.56	29.19%	151,867.00	13.27%	15,470.72	7.35%
2016	5,521,792.00	19.22%	5,178.63	21.45%	128,620.00	14.15%	14,028.60	8.13%
2017	4,574,011.00	13.86%	5,965.77	22.88%	160,393.00	13.24%	15,624.81	4.49%
2018	2,817,212.00	1.56%	6,403.56	22.17%	169,734.00	10.79%	18,995.67	3.99%
	X 光检查造影剂及诊断试剂				临床监护设备			
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	2,098.00	0.44%	110.24	1.87%	12,113.00	40.31%	6,075.44	44.21%
2011	2,693.00	0.44%	156.31	1.98%	13,003.00	39.42%	6,735.44	41.58%
2013	6,808.00	0.52%	403.62	2.41%	11,564.00	27.12%	6,623.03	37.29%
2014	7,183.00	1.00%	380.37	3.11%	126,347.00	7.24%	7,149.90	37.32%

2015	10,127.00	0.96%	467.65	2.89%	154,442.00	5.79%	5,193.59	30.17%
2016	4,860.00	0.54%	213.07	1.33%	40,239,226.00	94.20%	4,280.72	25.13%
2017	8,197.00	0.58%	386.56	1.84%	90,464,218.00	97.21%	4,819.74	26.37%
2018	13,264.00	1.00%	627.49	3.05%	726,638.00	15.70%	3,946.53	22.31%
人工关节				植入式心脏起搏器				
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	62,556.00	45.18%	4,576.66	43.21%	15,602.00	24.20%	2,077.87	25.65%
2011	69,602.00	45.60%	5,261.07	40.05%	15,922.00	23.67%	2,266.89	24.32%
2013	141,717.00	52.93%	11,515.25	44.64%	20,308.00	24.34%	2,748.09	19.83%
2014	169,421.00	50.80%	14,559.03	45.13%	14,606.00	17.43%	1,570.96	11.14%
2015	140,665.00	40.34%	12,810.38	39.07%	15,038.00	17.28%	2,400.36	15.26%
2016	170,067.00	44.02%	14,482.45	41.96%	6,840.00	7.79%	1,338.40	8.58%
2017	287,244.00	51.05%	18,088.97	44.73%	810.00	1.20%	149.75	1.36%
2018	382,518.00	54.51%	21,134.71	44.77%	8,554.00	8.60%	1,456.74	9.03%
麻醉设备				医用家具				
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	2,480.00	71.66%	2,752.36	55.71%	5,731.00	13.59%	971.00	11.65%
2011	1,579.00	25.99%	3,303.35	54.99%	3,799.00	14.25%	1,420.79	14.61%
2013	4,757.00	59.81%	4,355.58	55.30%	7,281.00	9.81%	2,169.91	18.54%
2014	137,239.00	32.75%	4,143.78	52.45%	20,389.00	1.35%	2,214.29	17.64%
2015	83,744.00	11.40%	4,303.31	54.21%	307,362.00	21.66%	2,919.47	24.04%
2016	74,239.00	14.69%	3,306.63	44.95%	234,860.00	24.67%	2,964.21	25.05%
2017	94,428.00	15.72%	3,203.16	42.40%	369,974.00	31.91%	3,009.00	25.02%
2018	77,196.00	12.53%	2,676.92	40.55%	200,578.00	22.87%	3,266.50	24.98%
药棉、纱布、绷带				胶粘敷料				
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	382,514.00	26.76%	562.56	44.79%	244,291.00	33.47%	849.49	26.13%
2011	418,472.00	24.24%	825.74	40.78%	323,871.00	40.99%	1,195.38	27.27%
2013	226,940.00	16.44%	368.97	21.68%	350,778.00	30.18%	1,412.59	21.31%
2014	185,049.00	22.12%	321.60	25.52%	369,169.00	22.05%	1,661.94	19.15%
2015	233,113.00	29.78%	393.68	36.54%	450,772.00	21.49%	2,866.55	29.85%
2016	172,253.00	27.95%	289.33	38.80%	436,992.00	17.04%	2,975.95	29.53%
2017	180,656.00	27.26%	309.84	32.59%	528,537.00	17.97%	3,004.35	26.12%
2018	157,300.00	22.53%	335.54	26.01%	622,231.00	14.70%	3,128.51	19.92%
急救箱包				医用导管和插管				
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	25,925.00	19.69%	102.61	35.45%	53,295,959.00	19.34%	17,619.17	39.97%
2011	18,226.00	20.61%	89.54	33.03%	107,365,182.00	19.10%	23,858.10	40.37%
2013	3,018.00	2.35%	93.36	23.17%	145,329,843.00	17.16%	39,561.23	42.14%

2014	3,603.00	2.47%	91.44	19.09%	488,416,894.00	25.70%	39,781.47	37.45%
2015	3,964.00	2.56%	119.58	23.69%	539,670,068.00	28.72%	43,540.54	38.83%
2016	7,427.00	4.53%	139.83	25.19%	565,612,185.00	33.42%	48,948.72	37.18%
2017	8,097.00	3.30%	184.70	24.21%	628,699,495.00	32.81%	56,729.66	38.64%
2018	12,558.00	4.81%	195.75	22.63%	612,881,408.00	28.42%	72,900.94	39.32%
一次性注射器					牙齿固定器件			
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	17,416,256.00	29.45%	5,022.12	44.78%	1,848.00	17.03%	356.16	12.00%
2011	23,446,025.00	23.55%	6,163.35	48.72%	3,943.00	19.96%	585.09	11.53%
2013	139,926,957.00	39.47%	8,461.70	50.54%	4,581.00	10.96%	1,221.85	12.83%
2014	279,199,891.00	35.48%	8,863.86	46.57%	4,511.00	8.46%	1,098.18	8.30%
2015	179,380,421.00	25.52%	7,337.45	41.90%	4,989.00	8.24%	1,064.30	6.82%
2016	209,076,030.00	29.40%	8,042.84	47.92%	8,185.00	9.56%	1,338.37	6.49%
2017	229,666,128.00	25.99%	8,484.49	43.39%	8,925.00	9.12%	2,908.55	10.99%
2018	238,838,130.00	23.90%	8,723.81	40.56%	14,408.00	11.25%	4,264.62	12.89%
装有牙科设备的牙科用椅					磁共振设备(MRI)			
指标名称	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比	进口数量:美国	美国数量占比	进口金额:美国	美国金额占比
2010	561.00	39.79%	279.27	26.53%	485.00	52.43%	12,819.42	29.79%
2011	484.00	37.58%	259.40	25.21%	70.00	18.37%	14,804.24	25.18%
2013	705.00	37.05%	634.72	43.76%	158.00	33.12%	22,074.93	37.53%
2014	1,094.00	3.25%	708.47	40.50%	128.00	27.89%	17,696.54	31.34%
2015	935.00	2.51%	734.07	36.62%	117.00	29.32%	17,072.60	38.58%
2016	952.00	2.95%	624.41	24.53%	110.00	30.99%	14,732.85	35.71%
2017	1,060.00	2.85%	627.36	28.25%	137.00	35.68%	21,206.40	45.85%
2018	1,374.00	5.98%	717.57	23.79%	67.00	19.14%	11,140.03	23.59%

数据来源: 海关总署 上海证券研究所

从中国加征关税清单的医药商品来看, 在有海关统计数据的医疗器械类品种中, 加征比例 25% 的 X 光检查造影剂及诊断试剂从美进口数量和金额占比仅为 1% 和 3.05%, 从美进口数量和金额占比均较高的 CT、MRI 以及高值耗材、植入类耗材等的加征比例较低, 而这类商品国产品牌在技术、质量、安全性方面还有一定差距, 从进口替代的角度来说, 长期来看国产品牌具有机会。

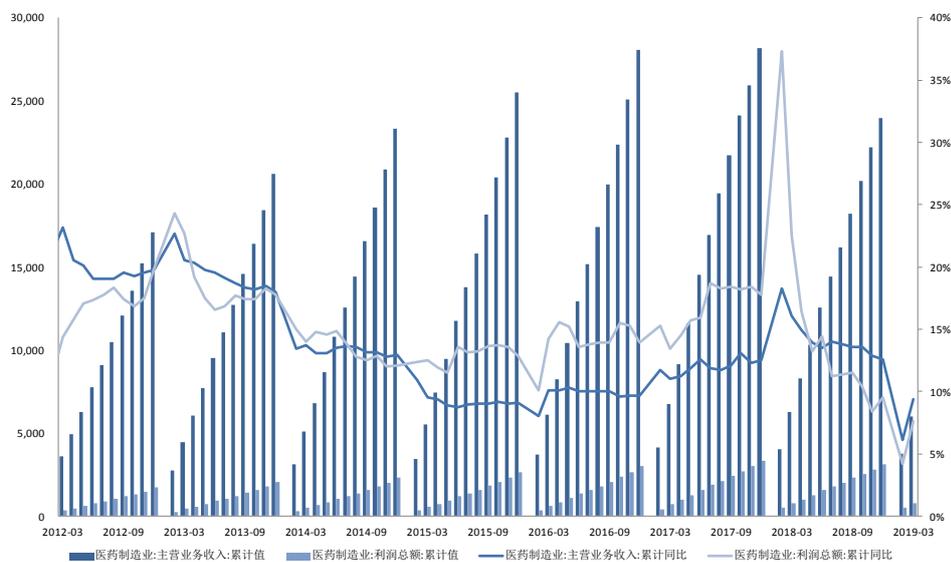
美国加征关税清单中的医药商品, 包括了对美出口金额小的高附加值医疗器械产品以及具有成本优势的 B 超、彩超、病人监护系统等品种。由于 CT、MRI 等高端医疗装备和影像设备我国刚刚实现技术突破, 有可能打破外资垄断地位, 而 B 超、彩超类我国的产品具有成本优势, 同时国内市场也是高度集中, 这两类商品被加征关税短期主要影响相关上市公司业绩, 也显露出美国遏制我国高端

医疗器械装备和优势的医疗设备发展的用心。如果这种遏制蔓延到技术和知识产权的交流和转移、市场准入、新药研发合作及授权、资本运作等领域，尤其是新药研发、CRO/CMO、制剂进出口等目前有深度交融的领域，有可能会出现外企产业链转移、新药研发授权障碍等现象，最终对我国医药产业的升级发展以及在全球医药产业链的地位和格局产生影响。

六、医药制造业今年业绩增速下滑至个位数

根据国家统计局数据，医药制造业 2018 年实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%。医药制造业 2019 年 1-3 月实现营业收入 5,981.2 亿元，同比增长 9.4%；实现利润总额 753.0 亿元，同比增长 7.6%。受医保控费、招采降价、医保目录谈判等多重因素影响，医药制造业今年业绩增速下滑至个位数，2019 年后三季度受带量采购、医保目录调整等政策的影响程度，有待进一步观察。

图 29 2012-2019Q1 医药制造业业绩概况 (亿元)



数据来源: Wind 国家统计局 上海证券研究所

七、医药板块今年表现同步于大盘

7.1 近一个月医药指数同步于沪深 300 指数

截至 5 月 22 日，年初至今医药指数上涨 21.61%，跑赢沪深 300 指数 0.40 个百分点，子板块中，化学制剂板块涨幅最大，上涨 30.45%，

中药板块涨幅最小，上涨 11.42%；以一个月区间统计，医药指数下跌 8.74%，跑赢沪深 300 指数 0.61 个百分点，子板块中跌幅最小的是医疗器械板块，下跌 5.06%，跌幅最大的是中药板块，下跌 14.94%。

图 30 年初至今医药指数走势图

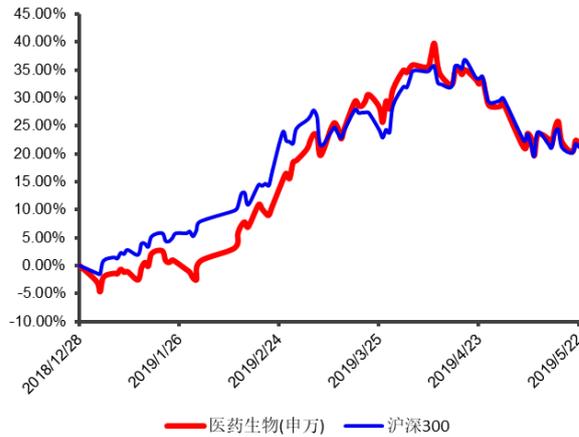
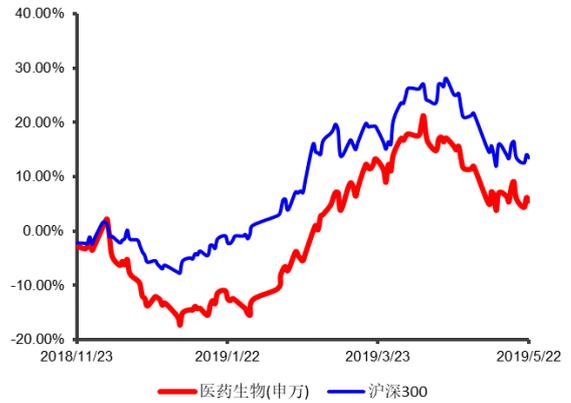


图 31 最近 1 个月医药指数走势图



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 10 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现（截至 5 月 22 日）

子行业	近 6 个月			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
医药商业	18.00%	-3.61%	-3.21%	-6.23%	2.51%	3.12%
化学制剂	30.45%	8.84%	9.24%	-6.85%	1.89%	2.50%
中药	11.42%	-10.19%	-9.79%	-14.94%	-6.20%	-5.59%
生物制品	21.71%	0.10%	0.49%	-7.22%	1.51%	2.12%
化学原料药	25.59%	3.98%	4.38%	-9.73%	-0.99%	-0.39%
医疗器械	23.40%	1.79%	2.18%	-5.06%	3.68%	4.29%
医疗服务	26.82%	5.21%	5.60%	-5.15%	3.58%	4.19%
医药生物	21.61%	N/A	0.40%	-8.74%	N/A	0.61%
沪深 300	21.22%	N/A	N/A	-9.35%	N/A	N/A

数据来源：Wind 上海证券研究所

7.2 医药板块整体估值处在历史中位水平

截止 5 月 22 日，医药板块绝对估值 PE（历史 TTM 整体法）为 35.83 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率约 204.30%，绝对估值、相对估值均处在近十年的中位水平。

图 32 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 33 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显，其中，医疗服务子板块估值最高，PE 为 66.13 倍。医药商业子板块估值最低，PE 为 19.23 倍。

表 11 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法）

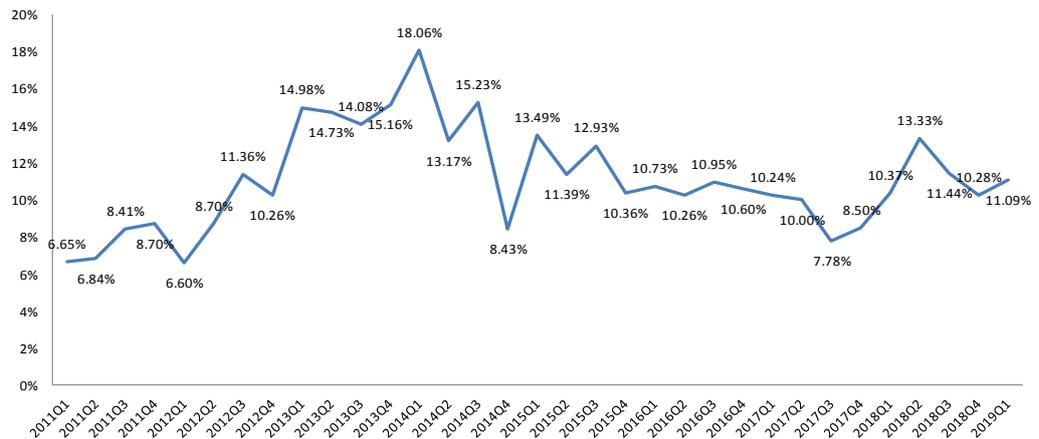
板块名称	PE	溢价率
化学原料药	40.02	240.02%
化学制剂	52.71	347.83%
生物制品	50.98	333.14%
医疗器械	40.00	239.85%
医药商业	19.23	63.38%
中药	26.05	121.33%
医疗服务	66.13	461.85%
医药生物	35.83	204.42%
沪深 300	11.77	

数据来源: Wind 上海证券研究所数据截至 5 月 22 日

7.3 2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例有所回升

根据 Wind 数据，我们对所有基金 2019Q1 重仓持股进行统计，医药板块的配置比例为 11.09%，同比提升 0.73 个百分点，环比上升 0.81 个百分点。受医药行业部分个股出现黑天鹅事件、带量采购政策冲击等因素影响，医药配置比例 2018H2 持续回落，2019Q1 环比、同比均有所回升。

图 34 2011-2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例变化

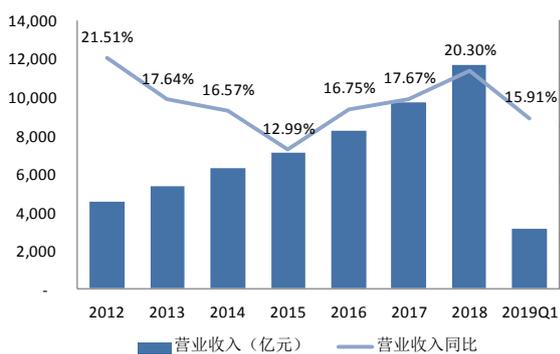


数据来源: Wind 上海证券研究所

7.4 医药上市公司 2019 年一季报数据分析

剔除不可比、商誉减值较大的公司后，医药板块上市公司 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 20.30%、14.61%、13.52%，2018H1 医药板块业绩同比增速处在历史高位，下半年有所回落，2018Q4 部分上市公司进行商誉减值进一步拖累全年利润增速；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 15.91%、5.80%、1.58%，利润增速环比回暖但较上年同期有所下降，主要是受 2018Q1 流感行情导致基数偏高、部分原料药产品价格同比有所回落等因素影响。

图 35 2012-2019Q1 医药上市公司营业收入概况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 36 2012-2019Q1 医药上市公司归母净利润概况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 37 2012-2019Q1 医药上市公司扣非净利润 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 38 2015-2019Q1 医药上市公司业绩增速 (单季度)



数据来源: Wind 上海证券研究所

八、医药行业评级、策略及重点股票

8.1 维持医药行业“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度：1) 医药消费具有刚需性质，国内老龄化加速，带动医药行业的需求持续旺盛。医保局成立之后对医保资金的统筹安排、4+7 带量采购带来医保资金的腾笼换鸟，都必然提高优质医疗资源、优质医疗服务的可及性；2) 创新带来了更多优质的药品、医疗器械，不断满足人们未被满足的各种医疗、康复和保健需求，同时经济的发展、可支付能力的提高使人们对高端产品和服务的需求持续增加；3) 审评审批制度改革、仿制药一致性评价、带量采购等医药政策调控下的供给侧改革，使医药行业在存量市场的结构调整和创新驱动的行业的增量发展中稳步前行，行业集中度不断提升，龙头企业强者恒强，创新药上市和仿制药进口替代的速度有望加快。未来几年，制药、器械、疫苗等各个领域的自主研发创新产品将进入密集的上市期，研发型药企以及优质制造型企业有望持续享受政策红利，医药板块仍然能够寻得良好的结构机会。

接下来一段时期，第二批带量采购年内可能推出，我们认为市场对此有一定的心理预期；在中美贸易摩擦背景下，医药板块的影响较小；MSCI 指数扩容、科创板均对医药公司青睐有加，将推动医药板块的价值重估，尤其是创新产业链相关板块和个股；医保目录动态调整也将催化部分创新药的快速放量，我们对未来一段时期医药板块的表现持相对乐观的态度，继续维持医药行业“增持”评级。

8.2 行业整合加速，坚守景气度高的子板块龙头

2019 年下半年，医药板块的投资将集中于结构性行情中的行业龙头和细分领域龙头。这是因为：

1) 强者恒强的格局已经在医药行业形成，这是医药产业发展阶段决定的。因此我们需要关注龙头企业，包括行业龙头（例如创新药研发龙头恒瑞医药、医疗器械龙头万东医疗、迈瑞医疗、CRO 龙头药明康德等）和细分领域龙头（例如伴随诊断细分龙头艾德生物、肝素原料制剂一体化龙头健友股份、零售行业龙头一心堂、益丰药房等）。

2) 医药板块总体以结构性机会为主。这需要分析政策动态、市场重大变化来判断投资方向。当前我们认为结构性机会仍然集中于非药板块（例如医疗器械、医疗服务、商业零售等）和药板块中的创新药产业链（例如 CRM/CMO/CDMO 和研发型企业）。

8.3 重点跟踪股票

8.3.1 药明康德（603259）：CRO 行业龙头企业，业绩有望显著受益于全球新药研发浪潮

公司作为全球医药外包行业的领军企业之一，目前占据全球 CRO 市场 2.6% 的市场份额，位列全球第十，公司作为国内外 CRO 行业的龙头企业，现已具备良好市场基础以及客户壁垒。因此，伴随近年国外医药研发外包业务向国内转移以及我国本土药企逐步实现创新药转型，公司将有望发挥品牌优势，抢占更多市场份额，业绩有望显著受益于全球新药研发浪潮，具备明确成长性。

此外，在公司助力药企进行研发创新的过程中，为更好地改善国内医药研发环境，公司利用其丰富的资源积极推动全球企业的行业交流互动，伴随公司在全球医药行业的影响力不断扩大，已逐步由研发服务公司转型为产业平台型公司，通过投资和合作的方式持续助力新兴优质药企成长。在这个过程中，公司业绩将进一步受益于投资收益增长及新型合作模式，有望保持快速增长。

风险提示：行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；贸易摩擦加剧风险；汇率风险等。

表 12 药明康德预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,614	12,059	15,253	19,452
年增长率	23.80%	25.44%	26.48%	27.53%
归属于母公司的净利润	2,261	2,414	2,984	3,861
年增长率	84.22%	6.78%	23.63%	29.40%
每股收益 (元)	1.94	2.07	2.56	3.32
PER (X)	42.25	39.60	32.02	24.69

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 5 月 22 日收盘价计算

8.3.2 爱尔眼科 (300015): 分级连锁网点布局加快, 国际化持续推进

近年伴随医疗需求的逐步提升, 公司作为国内医疗服务领域的领先企业, 业绩保持快速增长, 2018 年, 公司门诊量共达到 574 万人次, 同比增长 13%, 手术量约 56 万例, 同比增长 9%。为进一步加强竞争实力、巩固市场地位, 公司不断通过产业并购基金继续以新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局, 纵向推进省域内分级连锁体系建设, 加大医院网络的辐射区域。另外, 国际化方面, 通过美国子公司完成了对欧美著名眼科医疗机构的收购, 奠定了公司全球发展的战略格局, 目前公司在全球的医院布局数已超过 350 家。

风险提示: 扩张不及预期风险; 市场竞争风险; 整合风险; 政策风险; 贸易摩擦加剧风险; 医疗风险等。

表 13 爱尔眼科预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,008.57	10,428.36	13,392.02	17,311.54
年增长率	34.31%	30.21%	28.42%	29.27%
归属于母公司的净利润	1,008.94	1,355.14	1,780.80	2,343.88
年增长率	35.88%	34.31%	31.41%	31.62%
每股收益 (元)	0.42	0.57	0.75	0.98
PER (X)	86.40	63.67	48.39	37.03

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 5 月 22 日收盘价计算

8.3.3 万东医疗（600055）：DR 业务地位稳固，新产品增厚业绩

公司作为国内医疗器械细分领域的龙头企业，多年深耕基层医疗机构市场，已具备丰富推广渠道。公司 2018 年实现营收 9.55 亿元，同比增长 7.98%；归母净利润 1.53 亿元，同比增长 40.52%。其中公司 DR 产品的销售量达到 1722 台，同比增长 2.07%，维持国内销量第一的位置，具备良好市场基础。伴随政策不断驱动基层机构释放购买需求，公司将有望充分受益于产品市场规模的迅速提升以及国产设备的份额提高，业绩具备明确成长性。此外，为更好的满足各层级客户的更新换代及产品普及需求，公司长期注重创新投入，不断完善产品覆盖面以及实现核心技术突破，并于 2018 年推出两款全新 MRI 及 DSA 设备，增强市场竞争实力，因此，未来伴随公司产品管线持续拓展以及万里云平台收入改善，公司业绩将有望持续增厚。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险；产品研发风险；市场竞争加剧风险等。

表 14 万东医疗预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	955	1,188	1,455	1,749
年增长率	7.98%	24.51%	22.42%	20.22%
归属于母公司的净利润	153	196	245	299
年增长率	40.52%	27.92%	24.83%	22.25%
每股收益(元)	0.28	0.36	0.45	0.55
PER (X)	39.04	30.36	24.29	19.87

数据来源：Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 5 月 22 日收盘价计算

8.3.4 健友股份（603707）：业绩持续快速增长，海外制剂业务有望成为新的业绩增长点

公司是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一，也是国内唯一同时拥有依诺肝素钠、达肝素钠、那屈肝素钙三种低分子肝素制剂批件的生产企业，在保持标准肝素原料药业务、低分子肝素制剂业务高速增长的基础上，申报产品持续获得美国 FDA 上市许可，进而布局高端制剂出口业务，未来 2-3 年国际制剂业务方面将为公司贡献新的利润增量。

风险提示：汇率波动、市场竞争加剧、原料药订单量低于预期、海外市场销售推进缓慢、新产品获批进度不及预期、财务投资者减持风险、国际贸易环境变化等。

表 15 健友股份预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,700.33	2,440.55	3,274.71	4,185.37
年增长率	52.81%	43.53%	34.18%	27.81%
归属于母公司的净利润	424.55	590.15	777.08	982.62
年增长率	35.11%	39.01%	31.67%	26.45%
每股收益(元)	0.77	1.07	1.41	1.78
PER (X)	47.14	33.93	25.74	20.39

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 5 月 22 日收盘价计算

8.3.5 柳药股份(603368): 业绩持续快速增长, 海外制剂业务有望成为新的业绩增长点

公司深耕广西医药流通区域市场, 在广西省内渠道优势和配送优势明显, 叠加终端市场覆盖、控制能力强等因素, 推动公司批发业务持续快速增长; 此外, 公司在广西省内具有批零一体化的协同优势, 叠加门店快速扩张、强化 DTP 药店布局等竞争优势, 零售业务有望保持高速增长。

风险提示: 两票制等行业政策风险; 医院供应链延伸项目进展不及预期的风险; DTP 业务增速不及预期的风险等。

表 16 健友股份预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,714.53	14,018.98	16,568.90	19,108.83
年增长率	24.00%	19.67%	18.19%	15.33%
归属于母公司的净利润	528.19	652.82	793.29	941.27
年增长率	31.59%	23.60%	21.52%	18.65%
每股收益(元)	2.04	2.52	3.06	3.63
PER (X)	16.72	13.54	11.15	9.40

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 5 月 22 日收盘价计算

九、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于:

1) 政策风险: 医保基金是医药市场最大的买方力量, 医保局组建后新的医保相关政策, 此次带量采购的操作和执行情况将对行业及上市公司产生极大的影响。

2) 一致性评价进度及后续走向: 今年是 289 个口服制剂品种一致性评价的完成年, 后续政策走向及执行力度需密切关注。

3) 降价风险：国家试点药品集中采购将对相应品种进行价格谈判、议价及招标，药品或再次走入降价趋势，将对企业利润产生压力。

4) 商誉减值风险；

5) 中美贸易摩擦加剧风险等。

分析师承诺

魏贇 金鑫 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。