

增持

——维持

日期：2019年08月29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.com
 SAC 证书编号: S0870119030007

证券研究报告/行业研究/季度策略

重大政策密集落地 坚守赛道精选龙头

——2019年医药行业秋季投资策略

■ 主要观点

新《药品管理法》和医保目录出台 创新得到法律和医保支持

新的药品管理法把对创新和有临床价值品种、儿童药的支持上升到了法律层面。新医保目录调出品种或腾挪出超过400亿医保资金，新增品种覆盖了重大疾病治疗药、慢性病药品和儿童用药。两者角度不同，但支持的均是创新、能够满足临床需求的优质仿制药品种/企业。

药品和耗材带量采购双双推进 强者恒强格局得到强化

25个4+7中选品种扩面年内开展，医用耗材的带量采购正在多地探索试行。带量采购对价格的促降效应明显，平均降幅大多数不低于50%。长期来看，随着带量采购范围的扩大，行业集中的趋势和强者恒强的局面正在不断得到强化。

医药制造业收入增速和利润增速或长期在个位数

2019年1-7月，医药制造业累计营业收入、利润总额分别为14,112.80亿元、1,822.20亿元，同比增长分别为8.90%、9.30%。受医保控费、4+7带量采购价格联动等多重因素影响，医药制造业今年增速下滑至个位数，未来医保目录调整和带量采购扩面的影响将继续显现，我们认为医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。这种增速背后是伴随着产业规模不断增长的格局的优化，是高质量的增长。

近6个月医药指数跑赢沪深300指数9.08个百分点

以六个月区间统计，医药指数上涨11.28%，跑赢沪深300指数9.08个百分点，子板块中涨幅最大的是医疗服务板块，上涨23.11%。医药板块绝对估值及估值溢价率均处在历史中位水平。

■ 投资建议

精选赛道，坚守龙头

良性制度在法律层面的落地以及医保目录的优化，将再次激发新的发展动能，医药产业已经走入新的景气周期，并与资金关注度提升产生共振，将长期支撑行业的高景气度。在确定增长+估值合理的情况下，我们维持医药行业“增持”评级。随着医药产业结构不断优化，行业集中度不断提升，强者恒强的格局不断强化。我们认为，医药板块总体以结构性机会为主，继续看好非药板块（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CRO/CMO/CDMO和研发型企业）。

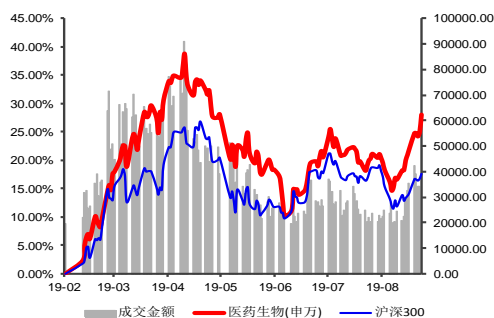
■ 风险提示

政策风险；一致性评价进度及后续走向风险；降价风险；中美贸易摩擦加剧风险；商誉减值风险等。

行业数据（Y19M7）

累计产品销售收入（亿元）	14,112.8
累计产品销售收入同比增长	8.9%
累计利润总额（亿元）	1,822.2
累计利润总额同比增长	9.3%

近6个月行业指数与沪深300比较



■ 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		
爱尔眼科	300015	33.52	0.33	0.44	0.57	102.92	76.63	58.31	18.58	增持
健友股份	603707	31.40	0.59	0.82	1.08	53.14	38.23	29.03	9.71	谨慎增持
柳药股份	603368	38.15	2.04	2.52	3.06	18.71	15.14	12.46	2.63	谨慎增持
康龙化成	300759	44.17	0.52	0.70	0.95	84.94	63.10	46.49	13.02	谨慎增持

数据来源：上海证券研究所 股价为2019年8月26日收盘价

一、新版《药品管理法》出台 法律层面支持创新

在旧版施行了 18 年之后，经过全面修改，新的药品管理法出台，在研发、生产、经营、销售等多方面进行了调整，从法制层面支持创新，严格研发、生产、经营等多环节，加大对假劣药的处罚力度，对网络售药增加了规定。

其中，最核心的变化是激励创新。在优先审评审批、多中心临床试验数据认可、BE 和临床试验备案制、临床试验机构备案制、到期默示许可、MAH（药品上市许可持有人）制度等多方面、系统性地鼓励创新，形成法律条文。这将有利于建立创新的生态环境、有利于鼓励本土创新及引入国外的创新成果。鼓励创新的方向，主要集中于儿童药、短缺药品、重大传染病和罕见病新药等，特别强调有临床价值、有明确疗效药品的创新，专门增加儿童药方面的条款，鼓励对儿童药适合剂型、规格、新品种的开发。实施原辅包的关联审评制度。

专门增加一章关于 MAH 的内容，明确持有人依法对药品研制、生产、经营、使用全过程中药品的安全性、有效性和质量可控性负责。

其次是质量控制更加严格，对假劣药的处罚更为严厉。全文未提及 GMP/GSP 认证，但对生产过程及原辅料依然要求符合 GMP 要求，也就明确了药品监管从事前准入转变为事中、事后的过程管理，这反而是更高的要求。同样的对经营机构未提及 GSP 认证，但经营必须符合 GSP 要求，鼓励引导连锁经营。网络售药获得认可，但对网络售药的主体做出了规定，基本意味着必须有实体企业才能网上经营药品。

对于药品价格，新法明确国家将进行监测，并开展成本调查。

重新界定了假药和劣药的范围，药监部门对高风险药品进行重点监督检查，必要时可以对为药品研制、生产、经营、使用提供产品或者服务的单位和个人进行延伸检查。强化药品全过程信息管理。建立健全药品追溯制度，从药物警戒、监督检查、信用管理、应急处置等多方面强化了药品全生命周期管理理念的落实。

全面加大了对违法行为的处罚力度。

我们认为，《药品管理法》在药品的各个环节进行了全面的管理调整，是良性制度环境的法律落地，尤其为创新产业链提供法律保障，利好于创新药企、CRO/CMO/CDMO 等。

二、新版医保目录落地 调出品种或腾挪出 400 亿

2.1 全面调整、优化结构，或腾挪出 400 亿医保资金

8 月 20 日，国家医保局、人社部发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，本次医保目录的调整是国家医保局成立以来的首次全面调整，常规准入部分共 2643 个药品，包括西药 1322 个，中成药 1321 个（含民族药 93 个），较 2017 版医保目录新增 148 个品种，新增药品覆盖了要优先考虑的国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病药品和儿童用药，包括阿比特龙（恒瑞医药、中国生物制药）、吡格列酮二甲双胍（华东医药）、来那度胺（双鹭药业、中国生物制药）、利妥昔单抗（复星医药）、瑞格列奈二甲双胍（翰森制药）、替格瑞洛（中国生物制药、信立泰、石药集团）、罂粟乙碘油（恒瑞医药）等。

表 1 2019 版国家医保目录西药调入品种梳理

药品名称	剂型	分类	药品名称	剂型	分类
西甲硅油	口服液体剂	乙	他扎罗汀倍他米松	软膏剂	乙
水飞蓟素	口服常释剂型	乙	硝呋太尔-制霉菌素	栓剂	乙
双歧杆菌四联活菌	口服常释剂型	乙	氯喹那多普罗雌烯	阴道片	乙
德谷胰岛素	注射剂	乙	阿托西班	注射剂	乙
吡格列酮二甲双胍	口服常释剂型	乙	地诺孕素	口服常释剂型	乙
二甲双胍格列吡嗪	口服常释剂型	乙	雌二醇/雌二醇地屈孕酮	口服常释剂型	乙
瑞格列奈二甲双胍	口服常释剂型	乙	戊酸雌二醇/雌二醇环丙孕酮	口服常释剂型	乙
二甲双胍维格列汀	口服常释剂型	乙	索利那新	口服常释剂型	乙
利格列汀二甲双胍	口服常释剂型	乙	洛匹那韦利托那韦	口服常释剂型	乙
西格列汀二甲双胍	口服常释剂型	乙	阿比多尔	口服常释剂型	乙
沙格列汀二甲双胍	缓释控释剂型	乙	米托蒽醌氯化钠	注射剂	乙
维生素 AD	口服液体剂	乙	利妥昔单抗	注射剂	乙
替格瑞洛	口服常释剂型	乙	硼替佐米	注射剂	乙
维生素 K4	口服常释剂型	乙	阿比特龙	口服常释剂型	乙
艾曲泊帕乙醇胺	口服常释剂型	乙	抗人 T 细胞猪免疫球蛋白	注射剂	乙
生理氯化钠	冲洗剂、溶液剂	乙	戈利木单抗	注射剂	乙
浓氯化钠	注射剂	甲	托珠单抗	注射剂	乙
复方罗布麻	口服常释剂型	乙	来那度胺	口服常释剂型	乙
多磺酸粘多糖	软膏剂	乙	拉考沙胺	口服常释剂型	乙
培哚普利吲达帕胺	口服常释剂型	乙	唑尼沙胺	口服常释剂型	乙
培哚普利氨氯地平	口服常释剂型	乙	恩他卡朋双多巴	口服常释剂型	乙
奥美沙坦酯氨氯地平	口服常释剂型	乙	喉罗匹隆	口服常释剂型	乙
替米沙坦氨氯地平	口服常释剂型	乙	利斯的明	贴剂	乙
坎地氢噻	口服常释剂型	乙	纳曲酮	口服常释剂型	乙
卡泊三醇倍他米松	软膏剂、凝胶剂	乙	色甘荼甲那敏	鼻用喷雾剂	乙

他扎罗汀	软膏剂、凝胶剂	乙	加替沙星	滴眼剂、眼用凝胶剂	乙
他卡西醇	软膏剂	乙	奥布卡因	滴眼剂	乙
薯蓣皂苷	口服常释剂型	乙	罂粟乙碘油	注射剂	乙

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

表 2 2019 版国家医保目录中成药调入品种梳理

药品名称	分类	药品名称	分类	药品名称	分类
小儿感冒颗粒	乙	金水宝片(胶囊)	乙	黄莪胶囊	乙
小儿感冒退热糖浆	乙	参芪消渴颗粒	乙	龙金通淋胶囊	乙
小儿退热合剂(口服液)	乙	麦芪降糖丸	乙	双冬胶囊	乙
小儿保安丸	乙	生脉饮口服液	乙	双冬胶囊	乙
山蜡梅叶颗粒	乙	炙甘草合剂	乙	益肾化湿颗粒	乙
小儿双解止泻颗粒	乙	六味安神胶囊	乙	血脂康片	乙
三仁合剂	乙	榆梳止血颗粒	乙	脂必泰胶囊	甲
小儿暑感宁糖浆	乙	芪参通络胶囊	乙	消炎利胆分散片	乙
养阴通便胶囊	乙	补虚通瘀颗粒	乙	生肌八宝散	乙
益气通便颗粒	乙	灵宝护心丹	乙	提毒散	乙
黄桅花口服液	乙	龙加通络胶囊	乙	经前舒颗粒	乙
胆木浸膏糖浆	乙	芪丹通脉片	乙	香附调经止痛丸	乙
四季抗病毒合剂	乙	地奥心血康片(软胶囊)	乙	化痰散结灌肠液	乙
蛇伤解毒片	乙	通心舒胶囊	乙	加味生化颗粒	乙
重楼解毒酊	乙	灯盏花素注射液	乙	妇可靖胶囊	乙
儿童清肺口服液	乙	血塞通片	乙	椿乳凝胶	乙
健肝乐颗粒	乙	血塞通注射液	甲	妇必舒阴道泡腾片	乙
茵陈退黄胶囊	乙	血栓通注射液	甲	复方熊胆滴眼液	乙
虎地肠溶胶囊	乙	灯盏细辛注射液	乙	明目地黄胶囊	乙
连番止泻胶囊	乙	银杏酮酯片(颗粒、胶囊、滴丸、分散片)	乙	止血祛瘀明目片	乙
香连止泻片	乙	杏灵分散片	乙	冰连滴耳剂	乙
抱龙丸	乙	舒血宁注射液	乙	小儿鼻炎片	乙
清热定惊散	乙	复脉定胶囊	乙	苍耳子鼻炎滴丸	乙
纯阳正气丸	乙	复方龙血竭胶囊	乙	八味锡类散	乙
济生橘核丸	乙	脑栓康复胶囊	乙	甘桔清咽颗粒	乙
标准桃金娘油肠溶胶囊	乙	消癥丸	乙	正骨紫金丸	乙
小儿宣肺止咳颗粒	乙	心速宁胶囊	乙	狗皮膏(改进型)	甲
小儿咳嗽宁糖浆	乙	猴头健胃灵片	乙	关节镇痛巴布膏	乙
小儿清热宣肺贴膏	乙	舒肝消积丸	乙	恒古骨伤愈合剂	乙
麻杏宣肺颗粒	乙	健胃消食口服液	乙	全杜仲胶囊	乙
小儿麻甘颗粒	乙	胃痞消颗粒	乙	复方硫黄乳膏	乙
丹龙口服液	乙	复方小活络丸	乙	蛇脂参黄软膏	乙
肉蔻四神丸	乙	祛风骨痛巴布膏	乙	银屑胶囊(颗粒)	乙
小儿广朴止泻口服液	乙	威灵骨刺膏	乙	郁金银屑片	乙

潞党参口服液	乙	狼疮丸	乙	安神丸	乙
醒脾胶囊	乙	舒筋通络颗粒	乙	六味明目丸	乙
半夏和胃颗粒	乙	补肾通淋颗粒	乙	六味安消丸	乙
小儿腹泻宁	乙	舟车丸	乙	凉血十味散(片)	乙
小儿厌食颗粒	乙	分清五淋丸	乙	消白软膏	乙
青蒿鳖甲片	乙				

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

新版医保目录中收录甲类药品640个，其中西药398个，中成药242个，甲类药品数量适当增加，保障水平进一步提升。绝大部分国家基本药物通过了常规准入或者是被纳入拟谈判药品的名单，并将74个基本药物由乙类调整为甲类，特别是癌症、罕见病用药列入了拟谈判的名单。

表3 2019版国家医保目录分类乙升甲（西药）梳理

药品名称	剂型	药品名称	剂型	药品名称	剂型
胶体果胶铋	口服常释剂型	地高辛	口服液体剂	吗啡	缓释控释剂型
匹维溴铵	口服常释剂型	莫雷西嗪	口服常释剂型	奥卡西平	口服常释剂型
莫沙必利	口服常释剂型	单硝酸异山梨酯	口服常释剂型	氯米帕明	口服常释剂型
洛哌丁胺	口服常释剂型	尼可地尔	口服常释剂型	艾司西酞普兰	口服常释剂型
格列喹酮	口服常释剂型	非洛地平	口服常释剂型	氟西汀	口服常释剂型
格列齐特	口服常释剂型	缬沙坦	口服常释剂型	米氮平	口服常释剂型
维生素B6	口服常释剂型	甲泼尼龙	口服常释剂型	文拉法辛	口服常释剂、缓释控释剂
腺苷钴胺	口服常释剂型	两性霉素B	注射剂	羧甲司坦	口服常释剂型

数据来源：国家医保局上海证券研究所

表4 2019版国家医保目录分类乙升甲（中成药）梳理

药品名称	药品名称	药品名称	药品名称
小儿宝泰康颗粒	生化丸	坤泰胶囊	香砂平胃丸(散、颗粒)
金胃泰胶囊	双石通淋胶囊	保妇康栓	强力枇杷露(胶囊、颗粒)
金叶败毒颗粒	银花泌炎灵片	少腹逐瘀丸(胶囊、颗粒)	滋心阴胶囊(颗粒、口服液)
新清宁片	盘龙七片	正清风痛宁片(胶囊)	消银片(胶囊、颗粒)
新癆片	乌灵胶囊	补血益母丸(颗粒)	麝香追风止痛膏
五灵胶囊	正清风痛宁缓释片	坤宁颗粒(口服液)	藿香正气片(胶囊、颗粒、口服液、软胶囊)
克痢痧胶囊	滑膜炎片	华蟾素片(胶囊)	养阴清肺膏(颗粒、口服液、糖浆)
海桂胶囊	四妙丸	参芪降糖片(胶囊、颗粒)	双黄连口服液
丹珍头痛胶囊	二妙丸	清开灵软胶囊	活血止痛软胶囊
强力枇杷膏(蜜炼)	小活络丸(片)	十灰散(丸)	感冒清热片(胶囊)
颈复康颗粒	小儿化食丸(口服液)	芪苈强心胶囊	拔毒膏
矽肺宁片	平眩胶囊	活心丸	拔毒生肌散
小儿消积止咳口服液	天舒片(胶囊)	枳术宽中胶囊	保济口服液

复方南星止痛膏	养血清脑丸 (颗粒)	肛泰栓 (软膏)	三九胃泰胶囊
金蝉止痒胶囊	金刚藤糖浆	小儿清热感冒片	芎菊上清丸 (片、颗粒)
润燥止痒胶囊	红金消结片 (胶囊)	龙心素胶囊	

数据来源: 国家医保局 上海证券研究所

在调出药品方面, 主要是被国家药监局取消文号的药品, 以及临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品, 共调出 150 个品种。除了被国家药监部门撤销文号的药品外, 总共调出了 79 个品种。其中第一批国家重点监控药品目录全部调出。根据 IQVIA 艾昆纬分析, 西药调出品种有望节省医保资金 250 亿元左右, 中药调出品种有望节省 150 亿左右, 总共可腾挪出至少 400 亿的空间。

表 5 2019 版国家医保目录西药调出品种梳理

分类	药品名称	剂型	分类	药品名称	剂型
乙	克霉唑	贴剂	甲	替加氟	口服常释剂型
乙	克霉唑	滴耳剂	乙	长春碱	注射剂
甲	大黄碳酸氢钠	口服常释剂型	甲	丙卡巴胍	口服常释剂型
甲	小儿大黄碳酸氢钠	口服常释剂型	乙	戈舍瑞林	口服常释剂型
乙	硫糖铝	颗粒剂	甲	氨鲁米特	口服常释剂型
乙	曲匹布通	口服常释剂型	乙	乌苯美司	口服常释剂型
乙	溴丙胺太林	口服常释剂型	乙	吲哚美辛	缓控释颗粒剂
乙	东莨菪碱	眼膏剂	乙	舒林酸	缓释控释剂型
乙	多潘立酮	栓剂	乙	吡罗昔康	缓释控释剂型
乙	莫沙必利	颗粒剂	乙	精氨酸布洛芬	口服常释剂型口服、散剂
乙	苯丙醇	口服常释剂型	乙	氟芬那酸	口服常释剂型
乙	甲硫氨酸维 B1	注射剂	乙	萘丁美酮	缓释控释剂型
乙	双环醇	注射剂	乙	泮库溴铵	注射剂
甲	酚酞	口服常释剂型	乙	丙磺舒	口服常释剂型
甲	硫酸镁	口服液体剂	乙	雷奈酸锶	干混悬剂
乙	乳果糖	口服散剂	乙	动物骨多肽制剂	注射剂
乙	液状石蜡	口服液体剂	甲	异氟烷	液体剂、吸入剂、吸入麻醉剂、溶液剂
乙	蒙脱石	口服常释剂型	乙	七氟烷	液体剂
甲	药用炭	口服散剂	甲	硫喷妥钠	注射剂
甲	复方地芬诺酯	口服常释剂型	乙	丁卡因	口服液体剂溶液剂
乙	维生素 D3	口服常释剂型	甲	普鲁卡因	注射剂
乙	复合磷酸氢钾	注射剂	乙	双氢可待因	缓释控释剂型
甲	苯丙酸诺龙	注射剂	甲	布桂嗪	口服常释剂型
乙	茴三硫	口服常释剂型	乙	布桂嗪	注射剂
乙	双嘧达莫	注射剂	乙	曲马多	口服液体剂
乙	舒洛地特	口服常释剂型	乙	四氢帕马丁	口服常释剂型
甲	右旋糖酐 (20、40、70)	注射剂	甲	麦角胺咖啡因	口服常释剂型

	氯化钠右旋糖酐(20、40、70) 葡萄糖				
乙	复方氨基酸(3AA)	注射剂	乙	双氢麦角胺	口服常释剂型
乙	利多卡因	外用液体剂	甲	苯妥英钠	注射剂
甲	普鲁卡因胺	注射剂	乙	乙琥胺	口服常释剂型、口服液体剂
乙	托西溴苄铵	注射剂	乙	多巴丝肼	缓释控释剂型
乙	果糖二磷酸钠	注射剂	乙	硫利达嗪	口服常释剂型
乙	前列地尔	注射剂	乙	氟哌噻吨	口服常释剂型
乙	利血平	口服常释剂型	乙	氟哌噻吨	注射剂
乙	乌拉地尔	口服常释剂型	乙	氟哌噻吨	注射剂
乙	胍屈嗪	注射剂	乙	舒托必利	注射剂
乙	米诺地尔	口服常释剂型	乙	马普替林	口服液体剂
乙	桂哌齐特	注射剂	乙	马普替林	注射剂
乙	尼麦角林	缓释控释剂型	乙	吡硫醇	注射剂
乙	妥拉唑啉	注射剂	乙	溴吡斯的明	注射剂
乙	草木犀流浸液	口服常释剂型	乙	依酚氯铵	注射剂
乙	曲克芦丁	口服液体剂	乙	美沙酮	注射剂
乙	西拉普利	口服常释剂型	乙	桂利嗪	口服常释剂型
乙	厄贝沙坦	缓释控释剂型	乙	鼠神经生长因子	注射剂
乙	咪康唑	注射剂	乙	依达拉奉	注射剂
乙	复方安息香酊	外用液体剂	乙	长春西汀	口服常释剂型
乙	甲紫	外用液体剂	乙	长春西汀	注射剂
乙	十一烯酸	外用液体剂、软膏剂	乙	依米丁	注射剂
乙	益康唑	栓剂	乙	乙胺嘧啶	贴剂
乙	重组人表皮生长因子	吸入剂	甲	喷他脒	口服常释剂型
乙	重组人碱性成纤维细胞生长因子	滴眼剂	乙	喷他脒	注射剂
乙	磺胺嘧啶银	外用散剂	甲	葡萄糖酸锑钠	口服常释剂型
乙	磺胺嘧啶锌	外用散剂	甲	硫氯酚	口服常释剂型
甲	氟轻松	软膏剂	甲	乙胺嗪	口服常释剂型
甲	四环素醋酸可的松	软膏剂	乙	双羟萘酸噻嘧啶	软膏剂
甲	倍氯米松	粉雾剂	乙	氯硝柳胺	口服常释剂型
乙	复方曲安缩松	软膏剂、贴膏剂	乙	升华硫	软膏剂
乙	苯甲酸	软膏剂	乙	复方羟甲唑啉	吸入剂
甲	维A酸	凝胶剂	乙	布地奈德	粉雾剂
甲	炉甘石	软膏剂	乙	氟替卡松	粉雾剂
乙	糠馏油	软膏剂	乙	复方诺氟沙星	滴鼻剂
乙	煤焦油	软膏剂	乙	沙丁胺醇	粉雾剂
乙	复方甲硝唑(甲硝维参)	阴道泡腾片、栓剂	乙	特布他林	粉雾剂
甲	甲萘酮	口服常释剂型	乙	特布他林	口服液体剂
乙	己酸羟孕酮	注射剂	乙	噻托溴铵	粉雾剂

乙	普拉睾酮	注射剂	乙	氯丙那林	口服常释剂型
乙	结合雌激素/甲羟孕酮	口服常释剂型	乙	复方茶碱	口服常释剂型
乙	坦洛新(坦索罗辛)	口服常释剂型	乙	扎鲁司特	口服常释剂型
乙	垂体后叶	吸入剂	乙	标准桃金娘油	口服常释剂型
乙	去氧加压素	吸入剂	乙	复方磷酸可待因	溶液剂
乙	鞣酸加压素	吸入剂	乙	复方樟脑	口服液体剂
乙	倍他米松	吸入剂	乙	咪唑斯汀	口服常释剂型
乙	曲安西龙	注射剂	乙	氟甲松龙	滴眼剂
甲	复方碘溶液	口服液体剂	乙	乙酰唑胺	注射剂
乙	碘塞罗宁	口服常释剂型	乙	后马托品	眼膏剂
乙	米诺环素	颗粒剂	乙	小牛血清去蛋白	眼用凝胶
乙	磺苄西林	注射剂	乙	小牛血去蛋白提取物	眼用凝胶
乙	阿莫西林舒巴坦	注射剂	乙	氯霉素甘油	滴耳剂
乙	美洛西林舒巴坦	注射剂	乙	氯霉素氯化可的松	滴耳剂
乙	头孢地尼	颗粒剂	乙	复方醋酸曲安奈德	滴耳剂
乙	帕尼培南倍他米隆	注射剂	甲	二乙基二硫代氨基甲酸钠	注射剂
甲	地红霉素	口服常释剂型	甲	喷替酸钙钠	注射剂
乙	乙酰螺旋霉素	口服常释剂型	甲	巯乙胺	注射剂
甲	氧氟沙星	口服常释剂型	甲	双复磷	注射剂
甲	氧氟沙星	注射剂	甲	鱼肝油酸钠	注射剂
乙	磷霉素	口服散剂	甲	胆影葡胺	注射剂
乙	利奈唑胺	注射剂	甲	碘苯酯	注射剂
甲	醋氨苯砒	注射剂	甲	碘番酸	口服常释剂型
甲	利巴韦林	颗粒剂	乙	碘曲仑	注射剂
甲	利巴韦林	注射剂	乙	碘他拉葡甲胺	注射剂
乙	泛昔洛韦	注射剂	乙	铁羧葡胺	注射剂
乙	司他夫定	口服散剂	甲	硫酸钡 I 型硫酸钡 II 型	干混悬剂
乙	替比夫定	口服液体剂	乙	胶体磷[32P]酸铬	注射剂
甲	抗蝮蛇毒血清	注射剂	乙	依那普利氢氯噻嗪(II)	口服常释剂型
乙	氮甲	口服常释剂型			

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

表 6 2019 版国家医保目录中成药调出品种梳理

药品名称	分类	药品名称	分类	药品名称	分类
感咳双清胶囊	乙	保尔尔胶囊	乙	复方梅笠草片	乙
牛黄清感胶囊	乙	三七皂苷注射制剂	甲	丹田降脂丸	乙
重感灵片(胶囊)	乙	灯盏注射制剂	乙	泰脂安胶囊	乙

清热解毒注射液	乙	三七皂苷口服制剂	乙	脂康颗粒	乙
雪胆素片	乙	豨红通络口服液	乙	九一散	乙
银黄注射液	乙	豨莶通栓丸(胶囊)	乙	生肌散	乙
溴泰乐片(胶囊、颗粒)	乙	消痰康片(胶囊)	乙	安多霖胶囊	乙
乙肝健胶囊	乙	滇白珠糖浆	乙	螺旋藻片(胶囊)	乙
虫草菌发酵制剂	乙	朝阳丸(胶囊)	乙	得生丸	乙
三七片(胶囊)	甲	胃疼宁片	乙	八宝眼药	乙
荷叶丸	乙	脉君安片	乙	鼻炎滴剂	乙
心灵丸	乙	山绿茶降压片(胶囊)	乙	青黛散	甲
盾叶冠心宁片	乙	石龙清血颗粒	乙	脱牙敏糊剂	乙
薯蓣皂苷口服制剂	乙	祖师麻注射液	乙	湿毒清片(胶囊)	乙

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

图 1 2019 年医保目录被调出且医院销售额超过 10 亿元的辅助药品种



数据来源：IQVIA 艾昆纬 上海证券研究所

2.2 拟谈判品种面临量价博弈

本次目录调整初步确定 128 个药品纳入拟谈判准入范围，包括 109 个西药和 19 个中成药，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等。此外，对于 2017 年谈判准入的、协议将于 2019 年底到期且目前尚无仿制药上市的 31 个药品的续约谈判，将与 128 个拟谈判药品的准入谈判同步进行。部分续约谈判的品种（如利妥昔单抗）已有仿制药品种进入常规目录，可能需要再次议价以“重新”进入谈判目录。

表 7 2017 版国家医保目录协议期内西药谈判品种

分类	药品名称	剂型	分类	药品名称	剂型
乙	利拉鲁肽	注射剂	乙	阿昔替尼	口服常释剂型
乙	重组人尿激酶原	注射剂	乙	索拉非尼	口服常释剂型
乙	重组人凝血因子 VIIa	注射剂	乙	舒尼替尼	口服常释剂型
乙	重组人脑利钠肽	注射剂	乙	培唑帕尼	口服常释剂型
乙	托伐普坦	口服常释剂型	乙	瑞戈非尼	口服常释剂型
乙	阿利沙坦酯	口服常释剂型	乙	维莫非尼	口服常释剂型
乙	奥曲肽	微球注射剂	乙	尼洛替尼	口服常释剂型
乙	吗啉硝唑氯化钠	注射剂	乙	伊布替尼	口服常释剂型
乙	泊沙康唑	口服液体剂	乙	重组人血管内皮抑制素	注射剂
乙	阿扎胞苷	注射剂	乙	西达本胺	口服常释剂型
乙	曲妥珠单抗	注射剂	乙	伊沙佐米	口服常释剂型
乙	贝伐珠单抗	注射剂	乙	培门冬酶	注射剂
乙	尼妥珠单抗	注射剂	乙	氟维司群	注射剂
乙	西妥昔单抗	注射剂	乙	重组人干扰素 β -1b	注射剂
乙	厄洛替尼	口服常释剂型	乙	依维莫司	口服常释剂型
乙	阿法替尼	口服常释剂型	乙	喹硫平	缓释控释剂型
乙	奥西替尼	口服常释剂型	乙	帕罗西汀	肠溶缓释片
乙	克唑替尼	口服常释剂型	乙	康柏西普	眼用注射液
乙	塞瑞替尼	口服常释剂型	乙	雷珠单抗	注射剂
乙	安罗替尼	口服常释剂型	乙	思维拉姆	口服常释剂型
乙	拉帕替尼	口服常释剂型	乙	碳酸铜	咀嚼片
乙	阿帕替尼	口服常释剂型			

数据来源：国家医保局 上海证券研究所

表 8 2017 版国家医保目录协议期内中成药谈判品种

分类	药品名称	分类	药品名称	分类	药品名称
乙	银杏二萜内酯葡胺注射液	乙	复方黄黛片	乙	参一胶囊
乙	银杏内酯注射液	乙	注射用黄芪多糖		

数据来源：国家医保局 上海证券研究所

市场预计 9-10 月为谈判阶段，10-11 月有望发布谈判准入目录，同步明确管理和落实要求。我们根据《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》，梳理出部分可能进入谈判目录的品种。

表 9 2019 版国家医保目录部分谈判品种预测

药品名称	治疗领域	生产企业
特瑞普利单抗	转移性黑色素瘤	众合生物
信迪利单抗	霍奇金淋巴瘤	信达
吡咯替尼	乳腺癌	恒瑞医药
硫培非格司亭注射液	粒细胞减少症	恒瑞医药

注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	乳腺癌	石药集团、恒瑞医药
----------------	-----	-----------

数据来源：上海证券研究所

根据 IQVIA 艾昆纬的预测，假设医保 2019 年收入增长 10%（截至 2019 年 7 月当年累计收入增速 15%），则一年新增医保收入增量大约为 1300 亿（其中包括 10.27 亿城乡居民医保补助增加的 30 元/人，约 308 亿左右）。假设其中约 40% 用于药品支付，新增医保基金大约 500 亿。同时，加上 4+7 城市带量采购节省的 100 亿和此次剔除品种腾出的 400 亿，医保统筹基金至少可新增空间 1000 亿左右。在此基础上，减去 2019 年药品的自然增长、过往谈判药品的放量以及这次常规纳入医保目录的品种，**能为 2019 年谈判的创新药新增超过 500 亿的医保空间，平均到此次谈判的品种，每个品种都能获得约 4 亿元的医保报销。**

我们认为，当前的市场环境下，尽快上量、尽快抢占市场、尽快盈利比维系价格更重要，在研发支出巨大的情况下，企业尽快盈利才会有更多的资金支持进一步的研究，形成良性循环。同时销量的保证最终也会使整体成本下降。

国家谈判成为创新药获得市场，快速增量的唯一常规渠道。从过往的谈判来看，由于市场需求长期得不到满足，以往创新药降价进医保之后，获得了快速放量，部分品种通过放量弥补了降价。例如，美罗华（100mg）、赫赛汀、安维汀、诺和力、泰瑞沙在 2017 年的国家谈判中降价幅度分别为 29%、65%、62%、43%、70%。2018 年，以上 5 种药物的销售量增长分别为 48%、259%、205%、208%、205%。由此，5 种药物的销售额增长分别为 13%、48%、74%、120%、116%。艾昆纬认为，此次谈判，128 个创新产品仍然需要生死相拼。

2.3 严格支付管理 将直接影响市场格局

本次医保目录调整要求严格支付管理，对有通过一致性评价仿制药的目录新准入药品，以及有仿制药的协议到期谈判药品，原则上按照通过一致性评价的仿制药价格水平对原研药和通过一致性评价仿制药制定统一的支付标准。同时随着 DRGs 临床路径的推行，这样的医保支付标准原则，显然将对临床用药的选择产生重大影响。

我们认为，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。此次医保目录调整，医保在在创新药、优质仿制药上的支出提

高即将成为现实，优质仿制药本土企业的竞争优势会逐步显现，创新药更快进入市场和获得医保支持，意味着创新药企更早进入良性循环周期。强者恒强的格局正在强化。

三、25 个“4+7”品种年内全国带量采购

3.1 带量采购扩面箭在弦上 报价不高于“4+7”城市中选价

8 月 16 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出要完善药品采购政策，加快药品集中带量采购和使用试点扩面。

据业内消息，7 月 29 日，国家医保局发出《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围有关工作安排的通知》，要求各省医保局（除 4+7 城市，福建省，河北省外）汇总公立医疗机构 4+7 相关药品 2017 年和 2018 年实际采购数据。目前，全国范围内已有福建、河北、青海等地区对 4+7 价格进行跟进。河南省已进入 4+7 品种报量阶段。市场预期，带量采购品种的扩面将在年内开展。

另有消息，7 月 12 日，国家医保局组织药企座谈会，再次明确 4+7 联动方案，主要内容包括：1) 区域：除 4+7 城市以及福建、河北两省外的全国所有省份及地区；2) 品种：第一批 4+7 中选的 25 个通用名；3) 企业：所有过评生产企业；4) 报量：全部地区公立医院、定点民营医院、军队医院上报用量按一定比例作为约定量。若一家中标独享 50% 量，两家分享 60% 量，三家共享 70% 量；5) 入选规则：不高于 4+7 中标价格申报，报价最低的企业直接中选，其余企业依次决定是否接受最低报价，直到中选企业满 3 家（或：3 家以上，待决策）。根据报价高低，企业交替轮流选择省份，所挑选省份报的量总和即是此企业约定的量；6) 周期：2 家中标品种 1 年，3 家（或 3 家以上）中标品种 2-3 年；7) 时间表：今年 10 月前出文件，年底招标，明年开始执行。

根据国务院年初发布的《国家组织药品集中采购和使用试点方案》，在总结评估试点工作的基础上，将逐步扩大集中采购的覆盖范围，引导社会形成长期稳定预期。随着各地区完成报量，带量采购扩面已是箭在弦上。

根据已有信息分析，本轮 25 个品种带量采购扩面至全国，从独家中标向允许多家中标转变，一方面给予企业一定的回旋余地，另外也有利于保障供应。尽管扩面放弃了最低价独家中标，但降价依然对所有企业不可避免，同时由于量大，降价压力不减尤增。中标

仍然是最优选择，未中标的企业需要在集采之外的 30% 的市场上与原研品种和其他仿制品种竞争，同时依据现有政策趋势和 4+7 城市的实际经验，价格也必须下降。

表 10 近期各省市带量采购相关政策梳理

日期	发文机构	文件名
2019.5.21	福建省卫健委	关于做好跟进落实国家组织药品集中采购中选药品临床配备使用工作的通知
2019.6.26	河北省医用药品器械集中采购中心	关于请与国家集中采购中选药品同通用名生产企业确认挂网价格的通知
2019.7.31	青海省人民政府办公厅	关于印发青海省 2019 年药品集中采购和使用工作实施方案的通知
2019.8.1	河南省医保局	关于做好我省国家组织药品集中采购和使用试点相关药品采购数据填报工作的通知

数据来源：各地方政府部门网站 上海证券研究所

3.2 仿制药强者恒强的格局将被强化

我们对 4+7 试点的 25 个品种一致性评价进度进行梳理，具体情况如下表：

表 11 第一批带量采购品种一致性评价完成概况

序号	药品通用名	第一轮带量采购中标企业	其他通过一致性评价的企业*
1	阿托伐他汀钙片	德展健康	乐普医疗、兴安药业、齐鲁制药
2	瑞舒伐他汀钙片	京新药业	中国生物制药、海正药业、先声药业、鲁南贝特、Lek Pharma
3	硫酸氢氯吡格雷片	信立泰	乐普医疗、石药集团
4	厄贝沙坦片	华海药业	海正药业、恒瑞医药
5	苯磺酸氨氯地平片	京新药业	复星医药、扬子江药业、华润双鹤、东瑞制药、辰欣药业、万生药业、亚宝药业、为康制药
6	恩替卡韦	中国生物制药	百奥药业、复星医药、青峰药业、海思科、东瑞制药、贝克生物、广生堂
7	草酸艾司西酞普兰片	科伦药业	洞庭药业、京卫制药
8	盐酸帕罗西汀片	华海药业	
9	奥氮平片	豪森药业	齐鲁制药
10	头孢呋辛酯片	成都倍特	现代制药、联邦制药、白云山、苏州中化、京新药业
11	利培酮片	华海药业	齐鲁制药、恩华药业
12	吉非替尼片	阿斯利康	中国生物制药、齐鲁制药
13	福辛普利钠片	中美施贵宝	华海药业
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	华海药业	中国生物制药
15	赖诺普利片	华海药业	
16	富马酸替诺福韦二吡呋酯	成都倍特	齐鲁制药、广生堂、贝克生物、中国生物制药、和泽医药、龙泽制

			药、安科生物、海思科、特瑞药业
17	氯沙坦钾片	华海药业	
18	马来酸依那普利片	扬子江药业	
19	左乙拉西坦片	京新药业	圣华曦药业
20	甲磺酸伊马替尼片	豪森药业	
21	孟鲁司特钠	安必生	海悦药业
22	蒙脱石散	先声药业	易明医药、扬子江药业、宏济堂、康恩贝、绿叶制药、华纳大药厂、哈药集团
23	注射用培美曲塞二钠	汇宇制药	
24	氟比洛芬酯注射液	中国生物制药	大安制药
25	盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业	

数据来源：CDE 上海证券研究所

*含视同通过一致性评价的品种及企业

从一致性评价进度来看，竞争格局良好（两家及以下）的品种相对乐观，三家以上的品种采购周期将由一年延伸至三年，竞争更为激烈。长期来看，随着一致性评价政策的推进，带量采购的范围将会扩充到更多的仿制药品种。产品竞争格局良好、产能充足的企业具有一定的竞争优势，仿制药行业向头部集中，强者恒强的格局将得到强化。

四、耗材集采落地，利好龙头企业

4.1 《医疗器械唯一标识系统规则》公布

根据《医疗器械监督管理条例》以及《国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》，国家药监局制定了《医疗器械唯一标识系统规则》，将于10月1日施行。

唯一器械标识（Unique Device Identification, UDI）是对医疗器械在其整个生命周期赋予的身份标识，是其在产品供应链中的唯一“身份证”，使用UDI最主要的意义在于产品的识别和追溯体系的建立，有助于加强产品全过程管理，提升监管效率。目前，美国、欧盟、日本等国家和地区已经逐步实施UDI。

4.2 高值耗材改革方案推出，年底取消加成及完成第一批治理清单

今年5月，深改委第八次会议审议通过了《治理高值医用耗材改革方案》，要求理顺高值医用耗材价格体系，完善全流程监督管理，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通便捷、价格合理的治理格局，

促进行业健康有序发展。

表 12 《治理高值医用耗材改革方案》具体措施及任务分工

重点任务	负责单位	完成时限
完善价格形成机制，降低高值医用耗材虚高价格		
加强高值医用耗材规范化管理，明确治理范围，将单价和资源消耗占比相对较高的高值耗材作为重点治理对象	国家卫健委、国家医保局	2019 年底前完成第一批重点治理清单
制定医疗器械唯一标识系统规则	国家药监局、国家卫健委、国家医保局	2020 年底前
逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码，探索实施高值耗材注册、采购、使用等环节规范编码衔接应用	国家医保局、国家药监局、国家卫生健康委	2020 年底前
建立高值耗材价格监测和集中采购管理平台，做好与医保支付审核平台的互联互通。建立部门间高值耗材价格信息共享和联动机制，强化购销价格信息监测	国家医保局、海关总署、国家药监局	2020 年底前启动，持续推进
建立高值医用耗材基本医保准入制度，实行高值医用耗材目录管理，健全目录动态调整机制	国家医保局、财政部	2020 年 6 月底前出台准入管理办法
完善分类集中采购办法。对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购	国家医保局	2019 年下半年启动，持续完善集中采购办法
取消医用耗材加成	国家医保局、国家卫健委、财政部	2019 年底前
制定医保支付政策	国家医保局、财政部、国家卫健委	持续推进
规范医疗服务行为，严控高值医用耗材不合理使用		
严格医疗卫生行业管理责任落实。加强涉及高值耗材的手术管理，规范临床技术指导行为。完善高值耗材临床应用管理，并将其纳入公立医疗机构绩效考核评价体系	国家卫生健康委	2019 年底前
完善医疗机构自我管理。建立高值耗材院内准入遴选机制。完善高值耗材使用院内点评和异常使用预警机制	国家卫生健康委	2019 年底前
加强医保定点医疗机构服务行为管理	国家医保局	持续推进
健全监督管理机制，严肃查处违法违规行		
完善质量管理。严格规范高值医用耗材上市前注册审批流程，加强新产品医保管理与注册审批的有效衔接。建立产品信息追溯体系和生产企业产品质量终身负责制。建立医疗机构医用耗材残次率报告系统，开展医疗器械不良事件监测和再评价工作	国家药监局、国家卫生健康委、国家发展改革委、国家医保局	2019 年底前
鼓励各地结合实际通过“两票制”等方式减少高值耗材流通环节，推动购销公开透明。将高值耗材相关企业及其从业人员诚信经营和执业情况纳入信用管理体系，加强对失信行为的记录、公示和预警，强化履约管理	国家卫健委、市场监管总局、国家发改委、工业和信息化部	2020 年底前
加强公立医疗机构党风廉政建设	国家卫生健康委	持续推进
部门联动加大违纪违法行查处力度。建立多部门联合惩戒机制，严厉打击商业贿赂、垄断和不正当竞争、伪造和虚开发票、企业变相捐赠等行为	国家卫健委、国家医保局、国家药监局、市场监管总局分别负责，中央纪委、最高人民法院、最高人民检察院	持续推进

完善配套政策，促进行业健康发展		
加大财政投入力度	财政部、国家卫生健康委	持续推进
合理调整医疗服务价格	国家医保局、财政部、国家卫健委	持续推进
深化医保支付方式改革	国家医保局、国家卫生健康委、财政部	持续推进
加快建立符合行业特点的薪酬制度	社会保障部、国家卫健委、财政部	持续推进

数据来源：国务院办公厅 上海证券研究所

4.2 安徽江苏率先试点高耗带量采购

安徽省、江苏省已经开展对部分高值耗材的集中带量采购，平均降幅从 15% 到 55% 不等，最高下降 95%。从品种来看，两省带量采购的高值耗材均是采购金额较大、临床使用较多、竞争性较强的品种。随后，山东、浙江和新疆省也陆续发布政策，推动省内高值耗材带量采购。

此外，南京等三地 86 家医院联合进行了普通耗材的带量采购，平均降幅超过 70%。由此，各类耗材陆续大幅降价的序幕已经拉开。

4.2.1 安徽首批品种集中于骨科植入和人工晶体 最大降幅 95%

在深改委通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》后，安徽省作为试点省在全国率先进行探索。为解决医用耗材标准不一、分类不清难题，安徽省采取的手段是建立以临床需求为导向的“组套分组法”，将骨科植入（脊柱）类具体组套分为胸腰椎后路钉棒、胸腰椎间融合装置等 6 组，眼科（人工晶体）类具体按照球面、非球面、多焦分组，实现可竞争、可比价的价格形成体系。为破解招采分离难题，安徽省明确参加采购的耗材用量，分别占 2018 年度省属公立医疗机构骨科植入类和眼科类高值医用耗材采购量 70%、90% 的产品。

表 13 安徽省具体政策

政策名	发布部门	具体内容
《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价（试点）实施方案》	安徽省医保局、安徽省卫健委、安徽省财政厅、安徽省药监局	1) 明确带量采购的耗材 ：分别占 2018 年度省属公立医疗机构骨科植入（脊柱）类和眼科（人工晶体）类高值医用耗材采购量 70%、90% 的产品；2) 明确谈判参考价格 ：参考 2016 年以来全国省级中标价或挂网限价的最低价，省属公立医疗机构 2018 年度实际采购价的中位数价、平均价、最低价及“两票制”的第一票价格；3) 明确采购使用方案 ：按谈判议价的采购量，省属公立医疗机构与供货企业签订带量购销合同，确保 1 年内完成采购量。优先采购使用谈判成功产品，采购使用量不得低于 2018 年度该产品的 80%；4) 明确货款结算期限 ：省属公立医疗机构作为货款结算第一责任人，应按合同约定在 90 天内支付货款
《关于执行安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判	安徽省医保局、安徽省卫健委	1) 宣布完成了高值医用耗材集中带量采购谈判议价工作，并于 2019 年 8 月 16 日起执行带量采购，原则上采购周期为一年；2) 公布安徽省省属公立医院带量采购谈判成功产品目录

议价结果的通知》

数据来源：安徽省医药集中采购平台 上海证券研究所

8月14日，安徽完成高值医用耗材集中带量采购谈判议价工作。其中，骨科植入（脊柱）类共涉及11家企业，眼科（人工晶体）类共涉及4家企业。根据安徽省医药集中采购服务中心发布的信息显示，入选品种中，骨科脊柱类材料国产品类平均降价55.9%，进口品类平均降价40.5%，总体平均降价53.4%，单个组件最大降幅95%；人工晶体国产品类平均降价18.1%，进口品类平均降价20.9%，总体平均降价20.5%。按2019年上半年安徽省骨科脊柱类和人工晶体类产品网上采购额测算，预计谈判议价后，两类产品年节约资金分别为3.7亿元和0.29亿元。

表14 安徽省省属公立医院带量采购谈判成功产品目录

组套名称	投标企业	产地
骨科植入（脊柱）类		
胸腰椎后路钉棒	北京市富乐科技开发有限公司、常州市康辉医疗器械有限公司、大博医疗科技股份有限公司、山东威高骨科材料股份有限公司、上海锐植医疗器械有限公司、北京理贝尔生物工程研究所有限公司	国产
	捷迈（上海）医疗国际贸易有限公司	进口
椎体成形装置（不含骨水泥）	苏州爱得科技发展股份有限公司、创生医疗器械（中国）有限公司	国产
颈椎前路固定融合装置	北京富乐科技开发有限公司、山东威高骨科材料股份有限公司	国产
颈椎后路固定融合装置	北京富乐科技开发有限公司、山东威高骨科材料股份有限公司	国产
胸腰椎间融合装置	美敦力（上海）管理有限公司、捷迈（上海）医疗国际贸易有限公司	进口
	山东威高骨科材料股份有限公司	国产
椎间孔镜射频刀头	山东冠龙医疗用品有限公司	国产
眼科（人工晶体）类		
一片式非球面人工晶体	爱博诺德（北京）医疗科技有限公司	国产
	博士伦（上海）贸易有限公司	进口
一片式球面人工晶体	博士伦（上海）贸易有限公司	进口
折叠式人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
微切口非球面人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
可调节人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
微切口非球面多焦人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
三片式球面折叠人工晶体	眼力健（上海）医疗器械贸易有限公司	进口

数据来源：安徽省医药集中采购服务中心 上海证券研究所

4.2.2 江苏心血管支架和双腔起搏器带量采购 平均降幅51%、38%

在安徽发布高值耗材带量采购实施方案后，7月31日，江苏省

也启动了首次高值医用耗材部分品种组团联盟集中采购谈判。由全省 55 家三级公立医疗机构组成联盟，以去年采购量的 70%，对 6 个心脏血管支架品种、25 个双腔起搏器品种开展带量采购，周期为 10 月 1 日起的一年。从结果看，中选厂家的雷帕霉素及其衍生物支架价格平均降幅为 51.01%，最高降幅 66.07%；起搏器平均降幅 15.86%，最高降幅 38.13%。从具体中选品种看，既有进口品种，也有国产品种，既有高价品种，也有低价品种，能够较好满足临床应用需求。

表 15 江苏省具体政策

政策名	发布部门	具体内容
《关于推进医用耗材阳光采购的实施意见（试行）》	江苏省医保局	1) 将医用耗材分为四类 ：公立医疗机构使用的血管介入、非血管介入、神经外科、起搏器、电生理、眼科等六大类高值医用耗材（以下简称“六大类”），骨科、普外科、心胸外科、体外循环及血液净化、口腔科等五大类高值医用耗材（以下简称“五大类”），应用新技术医用耗材、低值医用耗材等四类；2) 针对不同类别耗材，确定三类采购方式 ：对临床用量大、采购金额高、使用范围广且竞争性强的部分高值医用耗材，组成全省采购联盟，实施联盟带量或集体谈判采购，促进实质性降价；对采购金额高、临床必需且竞争不充分的高值医用耗材，建立公开透明、多方参与的医保准入谈判或价格谈判机制，促进医用耗材降价；对临床用量大、采购金额高、竞争性强的低值医用耗材和检验检测试剂中的部分品种，由省、市组成采购联盟，实施带量采购
《江苏省公立医疗机构部分高值医用耗材组团联盟集中采购方案》	江苏省医保局	1) 确定采购品种 ：血管介入类等高值医用耗材品种；2) 确定参加企业 ：涉及此次采购品种的、2014 年以来江苏省高值医用耗材集中采购(含备案采购)省级入围的生产企业均须参加；3) 确定采购数量 ：按省阳光采购联盟部分成员单位年度(2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日)所选品种总采购量的 70% 估算采购总量，进行联盟采购、量价挂钩、以量换价；4) 确定回款期限 ：公立医疗机构作为货款结算第一责任人，应按合同约定与生产企业结算货款，时间不得超过 30 天
《江苏省公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》	阳光采购联盟办公室	1) 确定具体种类 ：本次组团联盟集中采购品种为雷帕霉素及其衍生物支架和双腔起搏器；2) 确定具体数量 ：由省阳光采购联盟组织 55 家成员单位，以上年度(2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日)总采购量的 70% 估算本次组团联盟采购总量；3) 确定采购周期 ：采购周期为 1 年，2019 年 10 月执行采购结果

数据来源：江苏省医疗保障局官网 上海证券研究所

表 16 江苏省省属公立医院带量采购谈判成功产品目录

企业	流水号	注册证号	注册证名称	产地	状态
雷帕霉素及其衍生物支架-A 组					
乐普（北京）医疗器械股份有限公司	CN00001963	国械注准 20173460564	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	国产	必选
上海微创医疗器械（集团）有限公司	CN00004243	国械注准 20163462305	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国产	中选
雷帕霉素及其衍生物支架-B 组					
上海微创医疗器械（集团）有限公司	CN00004228	国械注准 20143462100	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国产	必选

乐普（北京）医疗器械股份有限公司	CN00001738	国械注准 20153461361	血管内无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统	国产	中选
雅培医疗器械贸易（上海）有限公司	CN00002328	国械注进 20173461507	药物洗脱冠脉支架系统	进口	中选
美敦力（上海）管理有限公司	CN00002652	国械注进 20173466117	药物洗脱冠脉支架系统	进口	中选
双腔起搏器-C 组					
美敦力（上海）管理有限公司	CN00002584	国械注进 20163213134	植入式心脏起搏器	进口	必选
	CN00002585	国械注进 20163213134	植入式心脏起搏器		
	CN00002586	国械注进 20163213133	植入式心脏起搏器		
	CN00002850	国械注进 20163212829	植入式心脏起搏器(商品名:Relia)		
	CN00002945	国械注进 20163212828	植入式心脏起搏器(商品名:Adapta)		
	CN00002947	国械注进 20153212773	植入式心脏起搏器(商品名:Sensia)		
	CN00002959	国械注进 20163212828	植入式心脏起搏器(商品名:Adapta)		
	CN00002964	国械注进 20173211974	植入式心脏起搏器(商品名:Advisa DR MRI SureScan/Advisa DR)		
雅培医疗用品（上海）有限公司	CN00003823	国械注进 20173210876	植入式心脏起搏器(商品名: IDENTITY ADx)	进口	中选
	CN00003828	国械注进 20143215842	植入式心脏起搏器		
	CN00003974	国械注进 20173216416	植入式心脏起搏器(商品名: Zephyr)		
	CN00003978	国械注进 20173211121	植入式心脏起搏器(商品名: Accent)		
	CN00003980	国食药监械(进)字 2014 第 3214074 号	植入式心脏起搏器(商品名: Accent MRI)		
百多力（北京）医疗器械有限公司	CN00003993	国械注进 20143215842	植入式心脏起搏器(商品名: Sustain XL)	进口	中选
	CN00002327	国食药监械(进)字 2012 第 3212873 号	植入式心脏起搏器		
	CN00002346	国械注进 20163212817	植入式心脏起搏器		
	CN00002349	国械注进 20163212818	植入式心脏起搏器		
	CN00002417	国食药监械(进)字 2013 第 3211233 号	植入式心脏起搏器		
CN00002423	国械注进 20193120212	植入式心脏起搏器			
双腔起搏器-D 组					
波科国际医疗贸易（上海）有限公司	CN00004973	国械注进 20163212838	植入式心脏起搏器	进口	中选
	CN00004974	国械注进 20143216199	植入式心脏起搏器		
	CN00004975	国械注进 20163212842	植入式心脏起搏器		
	CN00005012	国械注进 20163212838	植入式心脏起搏器		
	CN00005714	国械注进 20183120509	植入式心脏起搏器		
创领心律管理医疗器械有限公司	HCB1801019	国械注准 20173211369	DDDR 心脏起搏器	国产	中选

数据来源：阳光采购联盟办公室 上海证券研究所

4.2.3 其他省份陆续推进耗材集采，行业整合利好龙头企业

全国范围内，随着安徽和江苏先行开展高值耗材省级带量采购工

作，山东省、浙江省和新疆省也陆续发布文件，将推进省级医用耗材带量采购，核心内容均为“招采合一、以量换价”。

除省级高值耗材带量采购外，近日，南京、泰州、淮安三市医保局也发布了《关于南京、泰州、淮安地区联盟四类医用耗材集中带量采购谈判结果的公示》，对植入式给药装置、预充式导管冲洗器、精密输液器、密闭留置针四类医用普通耗材，以三地 86 家公立医院上年度 70% 的量进行集中采购。最终 35 家谈判企业仅 10 家中标，14 个品规最高降 80.39%，最低降 51.67%，三市平均降幅 72.61%（其中南京降幅 75.14%）。结果公布当天，86 家医院下单 5 亿多的采购量。

表 17 其他地区相关政策

发布省份	政策/通知	具体内容
山东	《关于加强药品和医用耗材集中采购工作的意见》	1) 价格联动机制：药品和高值耗材联用全国最低挂网价；2) 实施带量采购：遴选未通过质量和疗效一致性评价、临床用量大的药品、医用耗材，采取集中招标或谈判方式，按照不低于年度使用量的 50% 进行带量采购
	《关于开展山东省药品集中采购平台价格联动的通知》	1) 确定价格联动范围：2014 年山东省医疗卫生机构高值医用耗材集中采购挂网产品；2) 确定联动规则：自愿承诺执行该产品最近一轮省级集中采购产生的全国最低中标或挂网价格的，列入“公开目录”；不承诺执行该产品最近一轮省级集中采购产生的全国最低中标或挂网价格的列入“备选目录”。公立医疗机构在“备选目录”内采购药品的价格和数量将受到重点监控，原则上其采购总金额应控制在医疗机构药品采购金额的 10% 以内
	《关于成立威海市公立医疗机构医用耗材采购联合体的通知》	1) 联合体范围：要求县级以上公立医疗机构加入医用耗材采购联合体；2) 采购规则：按照“用量较大、品规集中、易于操作”的原则，试点初期可选择四肢创伤类骨科耗材、低值医用耗材等尚未纳入省采购平台的品开展
	《青岛-淄博-烟台-潍坊-威海公立医疗机构药械联合采购议价方案(试行)》	1) 对五个地市的所所有公立医院开展药械采购联合议价，发挥集中批量采购市场规模优势，促进药品和耗材采购价格合理形成；2) 议价规则为根据公开招标采购同类产品的中标价格，结合企业报价，参考山东省平台显示价格及其他省市现行挂网价格，与企业进行议价
	《山东省临沂-菏泽公立医院药品（耗材）采购联盟联合采购公告》	1) 确定采购耗材种类：包括静脉留置针、气管插管、镇痛泵和 PICC 导管；2) 确定采购数量：四类耗材计划将共采购 97 万个；3) 确定具体执行方案：合同正式执行 1 个月内，根据采购金额由医保基金预付 30% 给采购医院(医院专款用于支付货款)
浙江	《海宁市政府采购中心关于海宁市卫生健康局 2019-2020 年医共体医用耗材带量采购的公开招标公告》	对浙江海宁市医共有医用耗材进行集中带量采购,预算金额 4549.83 万元,服务期 2 年,供应商只要 1 家;投标人对打包的医用耗材总金额进行测算,投报所有耗材必须在原有采购价格上的折扣。每种医用耗材的实际采购价以原有采购价*中标折扣(中标金额/预算金额)执行采购
新疆	《2019 年哈密市医疗机构医用耗材及检验试剂集中招标采购公告》	新疆信达宏业电子商务有限公司受哈密市医疗机构医用耗材招标采购领导小组的委托,对哈密市 11 家县级以上非营利性医疗机构、38 个乡镇卫生院及 6 个社区服务中心、34 个社区服务站所使用的医用耗材及检验试剂,进行公开集中带量招标采购医保统一支付

数据来源：各部门官网 上海证券研究所

表 18 三市带量集中采购医用耗材拟入围（备选）结果表（普通耗材）

产品名称	分类	企业名称	结果
精密输液器	不含塑化剂	山东威高集团医用高分子制品股份有限公司、北京伏尔特技术有限公司	入围
		徐州一佳医疗器械有限公司	备选
	含塑化剂	浙江康泰医疗器械有限公司、江西三鑫医疗科技股份有限公司	入围
		山东威高集团医用高分子制品股份有限公司	备选
密闭式静脉留置针	普通型	苏州鱼跃医疗科技有限公司、碧迪医疗器械（上海）有限公司	入围
		江西三鑫医疗科技股份有限公司	备选
	安全型	北京伏尔特技术有限公司、上海正邦医疗科技有限公司	入围
		碧迪医疗器械（上海）有限公司	备选
	耐高压型	碧迪医疗器械（上海）有限公司	入围
		贝朗医疗（上海）国际贸易有限公司	备选
输液港	NA	贝朗医疗（上海）国际贸易有限公司	入围
		上海久越医疗器械有限公司	备选
预充式导管冲洗器	NA	碧迪医疗器械（上海）有限公司	入围
		山东威高集团医用高分子制品股份有限公司	备选

数据来源：南京市医药集中采购保障中心 上海证券研究所

尽管医用耗材非标准化程度较高，但目前情况来看，带量采购依然能够换来较大的降幅，尤其是国产化程度较高的品种。未来随着医用耗材全国带量采购的推进，耗材及医疗器械行业集中度进一步提升。降价对企业业绩短期构成压制，但从长远来看，最终仍然是行业规范化、集中化趋势加强，头部企业受益。

五、医药流通行业有望迎来估值修复行情

5.1 两票制全面执行负面影响基本消化，分销业务增速有望逐步复苏

我们对全国各地“两票制”文件进行统计发现，“两票制”全面实施的时间节点集中在 2017 年下半年至 2018 年上半年。

表 19 各地区落实“两票制”的正式文件统计

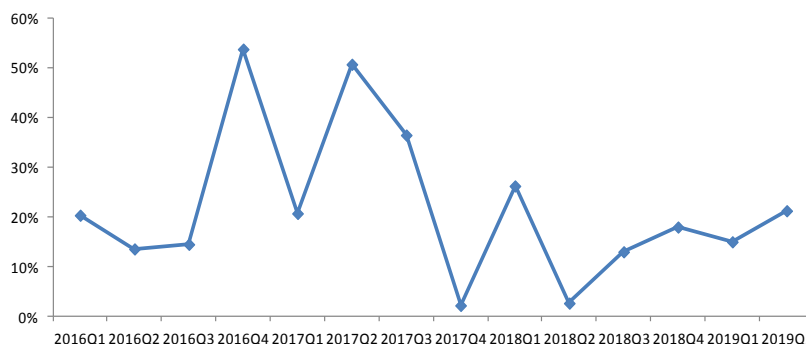
序号	全面实施时间	地区
1	2017 年二季度	北京、重庆
2	2017 年三季度	陕西、山西、辽宁、黑龙江、天津、四川等
3	2017 年四季度	吉林、湖南、甘肃、海南、河北、浙江、内蒙古等

4	2018 年一季度	山东、上海、湖北、广西、西藏等
5	2018 年二季度	广东、河南等
6	2018 年三季度	新疆、云南等

数据来源：中国中央人民政府 各地药械集中采购网站 各地卫计委 上海证券研究所

我们对具有代表性的、医药批发业务收入占比较高的上市公司统计单季度营业收入后发现，医药批发行业上市公司营业收入同比增速自 2018Q3 起逐步复苏。考虑到地方版“两票制”正式文件的全面实施时间节点集中在 2017 年下半年和 2018 年上半年，短期受调拨业务大幅缩水影响，医药批发龙头企业业绩增速有所下降，长期来看“两票制”背景下医药流通行业规范化、规模化的趋势将进一步强化，龙头企业凭借终端渠道覆盖能力强、物流配送网络完善等竞争优势，有望占据更多的存量市场份额，带动行业集中度持续提升。随着医药批发龙头企业逐步消化“两票制”全面执行带来的负面影响，有望享受行业集中度水平提升带来的政策红利，收入端保持较快增速。

图 2 部分医药流通上市公司 2016-2019Q2 营业收入同比增速

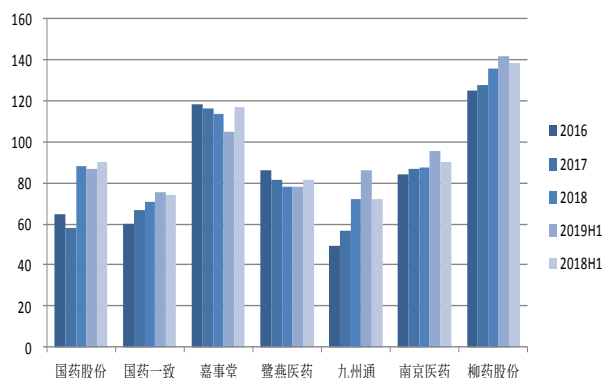


数据来源：Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

5.2 大部分龙头 2019 年上半年经营性现金流量有所改善

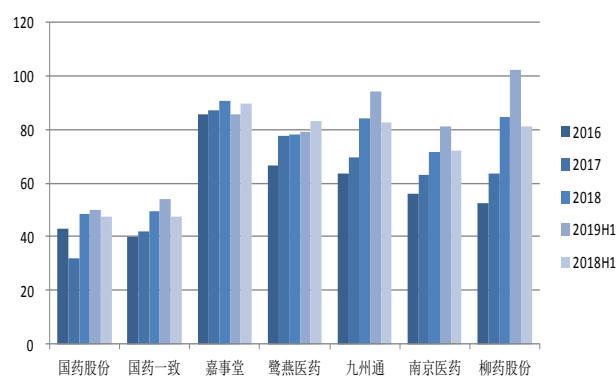
随着两票制等政策的推进，医药批发企业调拨业务大幅缩水的同时纯销业务快速增长，致纯销业务占比提升，应收账款周转天数持续上升，净营运周期处在历史高位。随着政策影响逐步消化，纯销业务占比将趋于平稳，净营运周期也将趋于稳定。

图 3 2016-2019H1 部分医药流通上市公司应收账款周转天数变化



数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

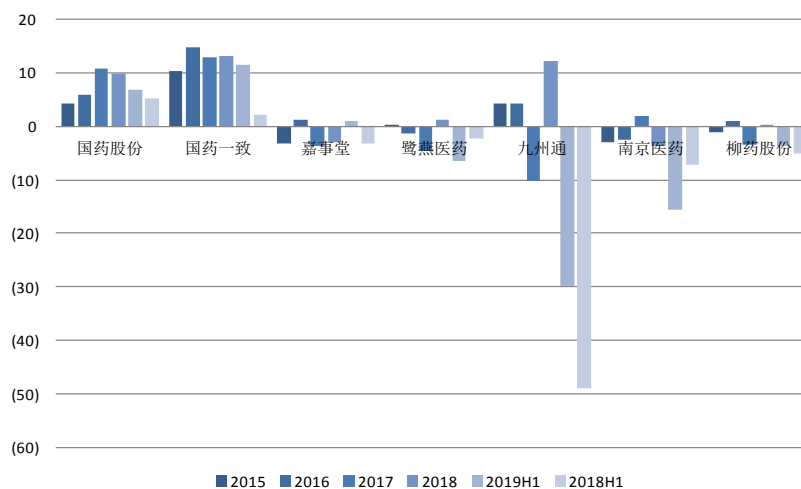
图 4 2016-2019H1 部分医药流通上市公司净营运周期变化



数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

截至 8 月 27 日, 我们对已经公布 2019 年半年度报告的医药批发上市公司进行统计, 除鹭燕医药、南京医药以外, 2019H1 经营性现金流量净额均同比改善。

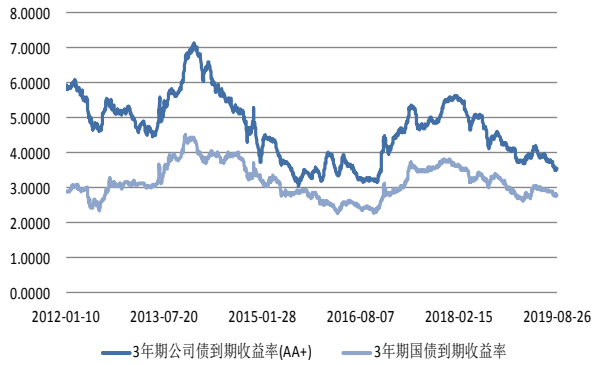
图 5 部分医药批发上市公司 2015-2019Q2 经营性现金流量净额变化



数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

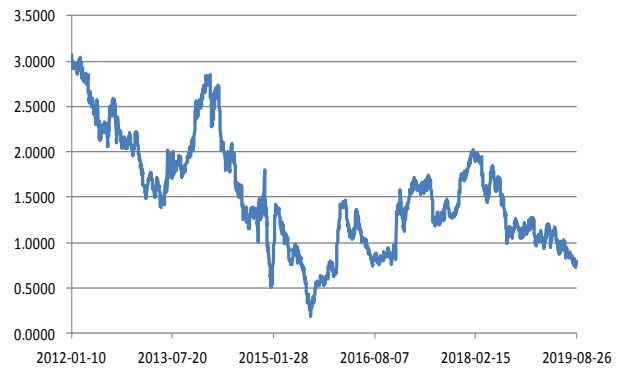
截至 8 月 26 日, 3 年期公司债到期收益率(AA+)为 3.55%, 同期 3 年期国债到期收益率为 2.76%, 信用利差为 0.79%, 信用利差自 6 月底以来保持下降趋势。随着信用环境整体改善, 金融机构加大对实体企业的融资力度, 叠加基准利率下行等因素, 信用利差呈现持续收窄的态势, 实体企业有望降低融资成本。对于被下游资金占用较大的流通企业而言, 资金成本降低有助于降低公司成本。

图6 近年来3年期公司债到期收益率(AA+)变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图7 近年来3年期公司债信用利差变化

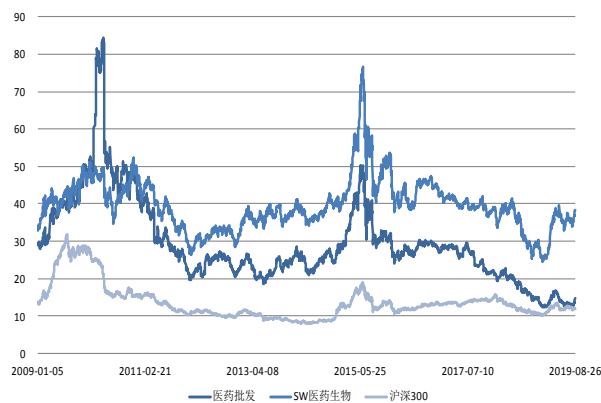


数据来源: Wind 上海证券研究所

5.3 医药批发上市公司的估值水平处在历史低位

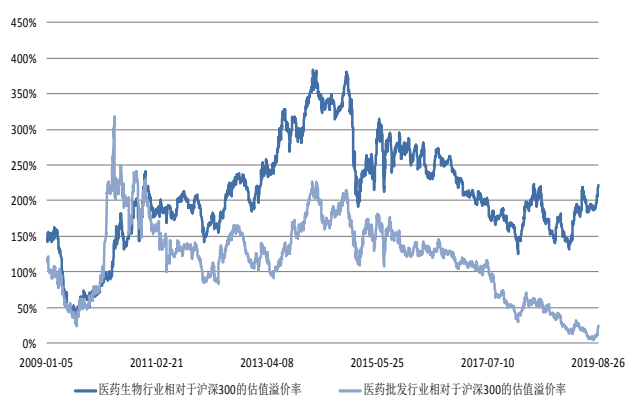
我们对医药批发行业上市公司的估值水平进行统计整理,截至8月27日,医药批发行业的绝对估值为11.88倍,相对于沪深300的估值溢价率为23.42%,均处在近十年以来的最低位水平。随着医药批发上市公司逐步消除“两票制”、“零加成”等医改政策的负面影响,收入端同比增速有望持续回暖,叠加经营性现金流改善、信用利差缩小等因素,有望迎来估值修复行情。

图8 医药批发行业近期绝对估值(历史TTM_整体法)



数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

图9 医药批发行业近期估值溢价率(历史TTM_整体法)

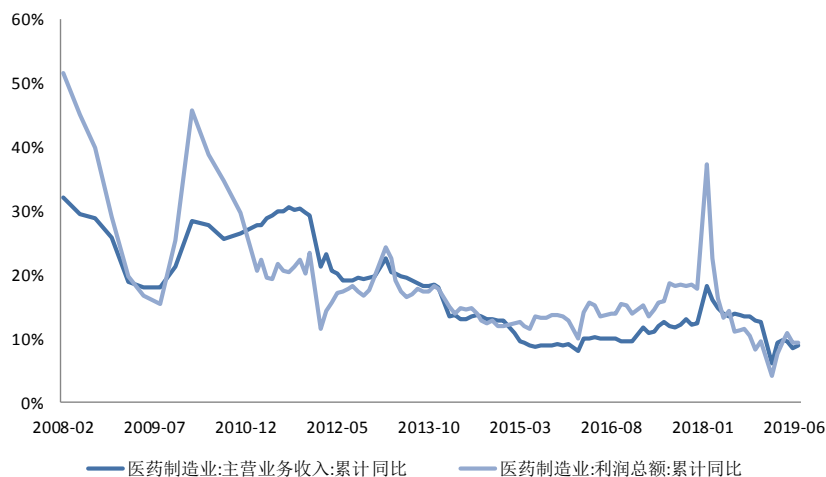


数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

六、1-7 月医药制造业收入增速、利润增速分别为 8.90%、9.30%

根据国家统计局数据，2019 年 1-7 月，医药制造业累计营业收入、利润总额分别为 14,112.80 亿元、1,822.20 亿元，同比增长分别为 8.90%、9.30%。

图 10 近年来医药制造行业收入与利润增速

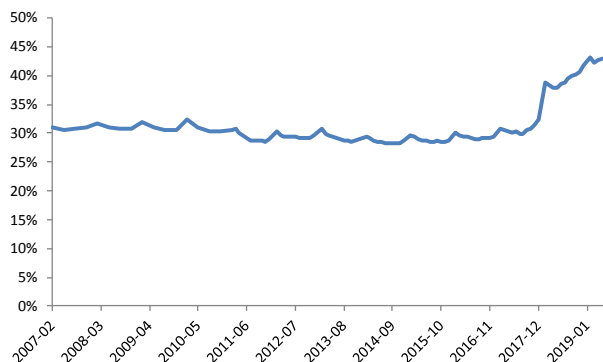


数据来源：Wind 上海证券研究所

*2019 年起使用营业收入累计同比

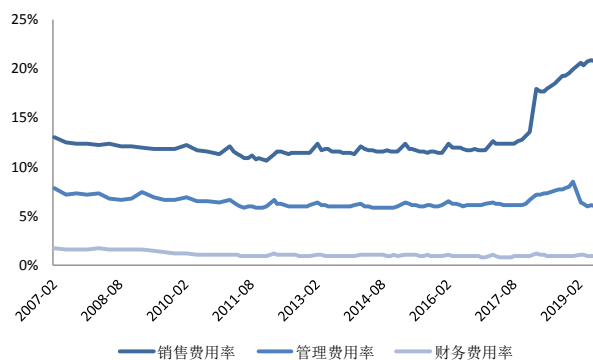
2018 年 1-7 月，医药制造业主营业务毛利率为 42.80%；2019 年 1-6 月，医药制造业销售费用率为 20.71%；管理费用率为 5.98%；财务费用率为 0.94%。

图 11 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 12 近年来医药制造行业期间费用率变化



数据来源：Wind 上海证券研究所

受医保控费、4+7 带量采购价格联动等多重因素影响，医药制造业今年增速下滑至个位数，未来医保目录调整和带量采购扩面的影

响将继续显现，我们认为医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

七、近期医药板块表现综述

7.1 近六个月医药板块指数跑赢沪深 300 指数 9.08 个百分点

截至 8 月 26 日，以一个月区间统计，医药指数上涨 6.25%，跑赢沪深 300 指数 8.65 个百分点，子板块中，医疗服务板块涨幅最大，上涨 12.37%，中药板块涨幅最小，上涨 1.26%；以六个月区间统计，医药指数上涨 11.28%，跑赢沪深 300 指数 9.08 个百分点，子板块中涨幅最大的是医疗服务板块，上涨 23.11%；跌幅最大的是中药板块，下跌 8.38%。

图 13 近 6 个月医药板块指数走势图

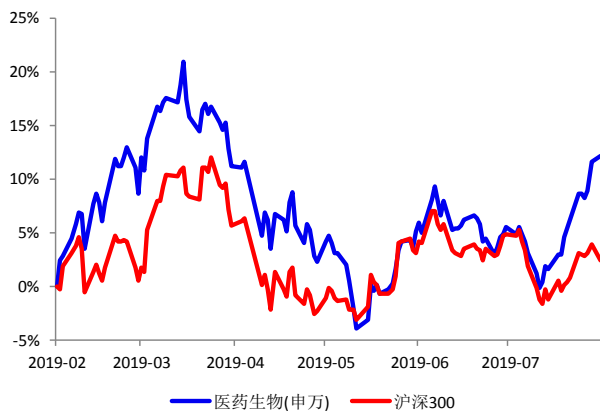
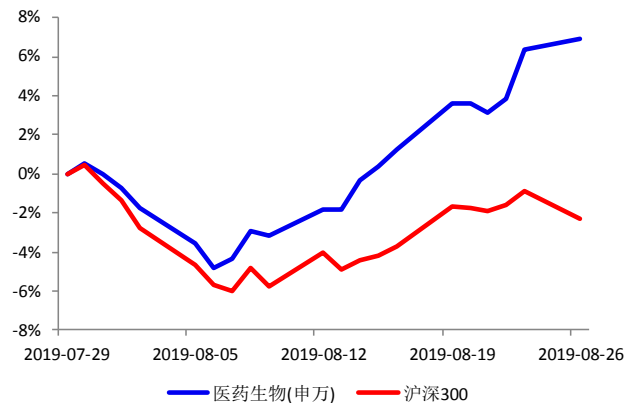


图 14 近 1 个月医药板块指数走势图



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 20 近 6 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 8 月 26 日）

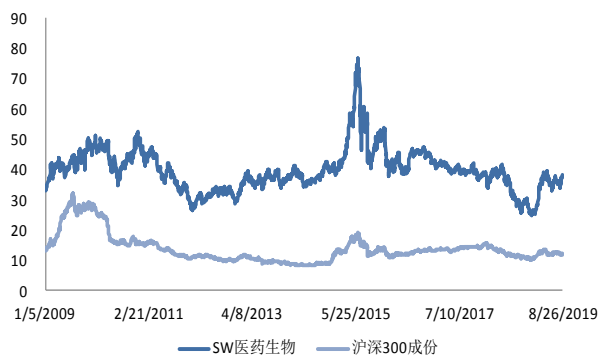
子行业	近 6 个月			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
医药商业	7.26%	-4.03%	5.05%	10.68%	4.42%	13.08%
化学制剂	19.67%	8.39%	17.47%	6.72%	0.47%	9.12%
中药	-8.38%	-19.67%	-10.59%	1.26%	-5.00%	3.66%
生物制品	18.48%	7.20%	16.28%	6.26%	0.00%	8.66%
化学原料药	15.86%	4.58%	13.66%	6.46%	0.21%	8.86%
医疗器械	11.23%	-0.05%	9.03%	3.84%	-2.41%	6.24%
医疗服务	23.11%	11.83%	20.91%	12.37%	6.11%	14.77%
医药生物	11.28%	N/A	9.08%	6.25%	N/A	8.65%
沪深 300	2.20%	N/A	N/A	-2.40%	N/A	N/A

数据来源：Wind 上海证券研究所

7.2 医药板块绝对估值及估值溢价率均处在历史中位水平

医药板块估值水平近期有所上涨，截止 8 月 26 日，医药板块绝对估值 PE（历史 TTM 整体法）为 38.24，处于近十年的中位水平，相对于沪深 300 的估值溢价率约 222.0%，处于近十年的中位水平。

图 15 近年医药板块绝对估值情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 16 近年医药板块估值溢价率



数据来源：Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显，医疗服务子板块估值较高，PE 为 53.39。医药商业子板块估值较低，PE 为 19.11。

表 21 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法，剔除负值）

板块名称	PE	溢价率
化学原料药	28.56	145.36%
化学制剂	37.16	219.24%
生物制品	39.99	243.56%
医疗器械	40.86	251.03%
医药商业	19.11	64.18%
中药	22.82	96.05%
医疗服务	53.39	358.68%
医药生物	37.99	226.37%
沪深 300	11.64	N/A

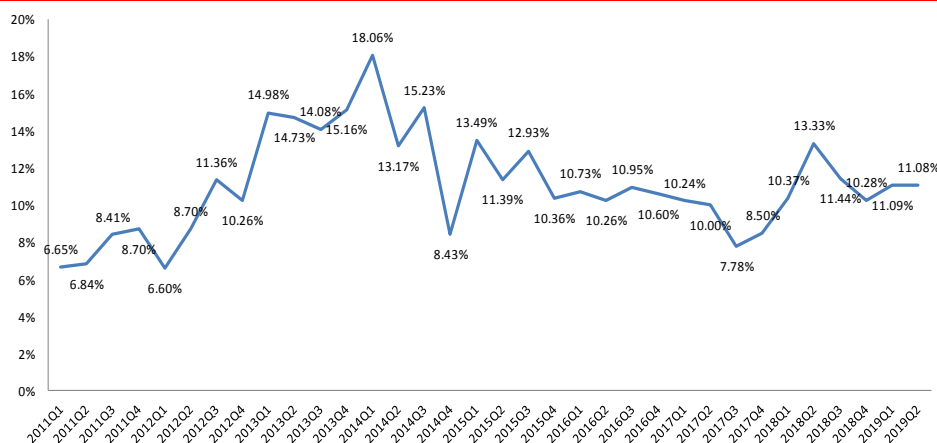
数据来源：Wind 上海证券研究所 数据截至 8 月 26 日

7.3 2019Q2 医药板块配置比例环比趋于稳定

根据 Wind 数据，我们对所有基金 2019Q2 重仓持股进行统计，医药板块的配置比例为 11.08%，环比下降 0.01 个百分点，同比下降 2.25 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 有所回落，自 2019Q1 略有回升，2019Q2 环比基本保持稳定。

图 17 2011-2019Q2 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

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

我们认为，从 2015 年以来，医药产业的政策环境发生了巨大的变化，良性制度逐步建立并且开始发挥巨大的效能，医药产业已经走入新的景气周期。无论产业内部、制度层面（例如科创板），还是一、二级市场的资金都对创新表现出巨大的热情，这是前所未有的局面，产业内部变革激发的动能和资金关注度提升两方面产生的共振，将长期支撑行业的高景气度。

从供方来看，2018 年，创新药的申请比 2016 年增加了 75%，48 个新药获批。其中抗癌新药有 18 个，比 2017 年增长了 157%。获批新药中，有 10 个为国产药物，其中 9 个是全球首次批准的新分子。在某些赛道（例如 PD-1/PD-L1），甚至出现了创新拥挤。

从需方来看，医保保障水平的提升和全覆盖激发了基本医疗方面的刚需需求，消费升级又带动了高端产品和服务的需求，需求端持续旺盛。

从支付角度来看，作为最大的支付力量，医保支付结构调整将长期影响医药行业的内部格局。新医保目录对中西药品种的调入和调出已经阶段性印证了支付结构调整的逻辑，这个逻辑仍将长期成立。

从结果上看，我们看到医药产业结构正在趋向优化、集中度持续提升、强者恒强不断强化。未来很长一段时间，医药都将在存量

市场的结构优化和创新驱动带来的行业的增量发展中稳步前行。在行业有确定增长、估值仍处在历史中低位的情况下，我们继续维持医药行业“增持”评级。

8.2 精选赛道 坚守龙头

2019 年秋季，医药板块的投资将继续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) 强者恒强的格局不断强化。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。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 CRO/CMO/CDMO 和研发型企业）。同时我们需要战略性地关注高品质药品制造领域。

从具体方向上来说：

1) 对创新药的支持已经在医保支付、法律层面落地，无需赘述。而高品质仿制药（市场需求未被有效满足、具有临床价值、有明确疗效）及对应具有规模优势的生产企业的市场价值未来将逐渐被认知，这应该成为另一个长期关注的方向。

2) 对于医疗器械领域，降价和规范是未来一个阶段的主旋律。两票制、耗材（包括高值耗材和普通耗材）的带量采购降价、零加成这些在药品领域已经行之有效的政策措施正在往器械领域复制，目的同样是消除不合理的支出，节省医保支出。因此在投资细分方向上，建议选择平台型公司以及刚需消费型公司。

3) 医疗服务板块：医疗资源紧缺的现状并没有缓解，医疗服务板块会一直获得政策扶持，这是医疗服务的价值回归。但这也是个投入期长、回报慢的过程，重点关注已经有较长时间积累、进入回报期、绑定医生资源丰富的公司，如爱尔眼科等。

4) 商业流通板块：商业板块估值一直在底部徘徊，经营性现金流出现改善趋势，市场资金成本降低，值得关注。零售行业正在从群雄割据走向龙头鼎立。借助资本的力量，连锁龙头前期并购之后进入整合、消化阶段，长期来看，管理水平高的连锁药店能够在后并购时代走的更远。

5) 其他细分领域：疫苗、品牌 OTC 等。

8.3 重点跟踪股票

8.3.1 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，2019年上半年，公司门诊量共达到316万人次，同比增长15%，手术量约30万例，同比增长7%。一方面，公司持续加快医疗网络布局，2019H1收购或新建13家医院及9个门诊部或诊所。另一方面，公司深耕细分领域，通过收购重庆爱尔儿童眼科医院布局儿童青少年眼病和先天遗传性眼病。此外，公司拟收购东南亚位居前列的知名连锁眼科医疗服务机构 ISEC Healthcare Ltd. (简称“ISEC”，股票代码：40T) 35%股份，完成35%股权交割后通过要约收购最高持股比例可达到78.22%，进一步推进公司全球化眼健康生态圈战略。

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 22 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)	0.33	0.44	0.57	0.76
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 8 月 26 日收盘价计算

8.3.2 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，2019年上半年标准肝素原料药业务、低分子肝素制剂业务分别同比增长31%、59%，业绩保持高速增长的态势。此外，公司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 23 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)	0.59	0.82	1.08	1.37
PER (X)	53.14	38.23	29.03	22.96

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 8 月 26 日收盘价计算

8.3.3 柳药股份(603368): 广西区域流通龙头, 批零一体化协同发展

公司深耕广西医药流通区域市场, 2019 年上半年收入、归母净利润分别同比增长 30%、39%, 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 24 柳药股份预测简表

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)	18.71	15.14	12.46	10.50

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 8 月 26 日收盘价计算

8.3.4 康龙化成(300759): 业绩增长稳健, 协同效应贡献弹性

公司作为具备较全面产业链的 CRO 龙头企业之一, 近年受益于全球创新药研发热潮, 业绩增长迅速。2019 年上半年营业收入、归母净利润分别同比增长 28.8%、38.5%。伴随公司逐步完成一体化研发平台的建设, 业务间的协同作用愈发明显。2019 上半年, 公司药物发现阶段的体内外生物科学 76% 的收入来源于与实验室化学的协

同效应，78%的 CMC 收入来源于与药物发现服务的协同效应，未来伴随各学科业务能力的不断加强，业务之间的引流效应将更加明显，保障公司业绩成长。此外，随着公司新建产能的逐步落地及优化，公司毛利率和营收将持续提升，业绩具备明确成长性。

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；科研技术人才流失的风险；知识产权保护风险等。

表 25 康龙化成预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,908.12	3,718.50	4,721.77	5,945.08
年增长率	26.76%	27.87%	26.98%	25.91%
归属于母公司的净利润	339.22	461.62	626.59	837.64
年增长率	46.94%	36.08%	35.74%	33.68%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.95	1.28
PER (X)	85.46	62.80	46.26	34.61

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 8 月 26 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、新医保目录调整后的招采进度、带量采购扩面情况、医用耗材带量集采的各地试点情况及推进等，都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：相关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) 中美贸易摩擦加剧风险。

5) 商誉减值风险等。

附表 1 医药行业重点股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
爱尔眼科	300015	33.52	0.33	0.44	0.57	102.92	76.63	58.31	18.58	增持
健友股份	603707	31.40	0.59	0.82	1.08	53.14	38.23	29.03	9.71	谨慎增持
柳药股份	603368	38.15	2.04	2.52	3.06	18.71	15.14	12.46	2.63	谨慎增持
康龙化成	300759	44.17	0.52	0.70	0.95	84.94	63.10	46.49	13.02	谨慎增持

资料来源：上海证券研究所 股价为 2019 年 8 月 26 日收盘价

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。