

## 医疗保健行业

2017-12-16

# 医药行业 2018 年度投资策略：从营销导向，到技术驱动

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

### 报告要点

#### ■ 从营销导向，到技术驱动，颠覆带来更好的未来

2017 年是新医改进一步走向深化的一年。伴随审批、招标、流通、支付等环节的系列政策落地，我们已经能够在上市公司层面清晰地感受到改革带来的冲击。

展望 2018 年的医药板块投资，我们认为政策效果将进一步显现，并推动行业从过去的“营销导向”向“技术驱动”颠覆性变革。在此过程中，医药板块的投资逻辑也将随之变化，行业资源和市场关注度或将进一步向龙头企业集中。

#### ■ 工业：创新和质量提升是未来方向，优质专科药企有望脱颖而出

伴随改革深化，我们预计医药工业或将在整体保持稳健增长的同时，企业间进一步分化，优质专科药有望对辅助用药等利益性品种加速替代。

2018 年，我们认为创新药和仿制药一致性评价将是医药工业乃至医药板块非常重要的主线，重点看好以恒瑞医药、贝达药业为代表的领先创新药企业，以及以华海药业、普利制药为代表的高品质仿制药企业等。

#### ■ 商业：药店延续高景气，流通企业深度调整后值得关注

2017 年医药商业板块呈现出明显的两极分化，连锁药店表现良好，其他商业配送类企业普遍出现大幅调整。站在目前的时点，我们认为：1) 药店行业集中度提升才刚刚开始，叠加处方外流，龙头企业有望在较长周期延续高增长；2) 流通企业中多家公司 PEG 已大幅低于 1，且绝对估值较低，投资机会亦值得重视。

#### ■ 中药：品牌 OTC 稳健增长，饮片整合空间较大

品牌 OTC 受到的政策扰动较少。由于大部分品类在零售终端呈现量价稳步提升的态势，相关公司有望保持稳健的业绩增长和收益空间。重点推荐云南白药等。

#### ■ 医疗服务及医疗器械等，重点关注子领域龙头表现

在医疗服务、医疗器械等领域，我们认为各子领域龙头的增长潜力和估值匹配度都相对较好，重点关注爱尔眼科、乐普医疗等。

#### ■ 2018 年度医药行业投资策略及重点推荐公司

我们认为，目前医药板块估值处于较为适宜的状态，2018 年具备较好收益空间。结合子领域发展趋势及相关标的估值水平，我们重点看好：1) 创新药及优质仿制药领军企业，如恒瑞医药、贝达药业、普利制药、华海药业等；2) 连锁药店板块；3) 中药 OTC、器械、医疗服务细分领域龙头，如云南白药等。

**风险提示：**

1. 一致性评价进度低于预期；
2. 消费属性产品提价不及预期。

分析师 **高岳**

☎ (8621) 61118729

✉ gaoyue@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517040001

联系人 **郑辰**

☎ (8621) 61118729

✉ zhengchen1@cjsc.com.cn

联系人 **李婵娟**

☎ (8621) 61118729

✉ licj2@cjsc.com.cn

联系人 yangj1@cjsc.com.cn

#### 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000538	云南白药	买入
300630	普利制药	买入
600521	华海药业	买入

#### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

#### 相关研究

《医药板块三季报业绩前瞻：增长中分化，关注一致性评价等未来方向》2017-9-24

《医药板块中报业绩前瞻：继续拥抱龙头，逐步加仓成长》2017-7-2

《2017 年医药行业中期策略——继续拥抱行业龙头，逐步布局价值成长》2017-6-6

## 目录

医药板块整体观点——从营销导向，到技术驱动，颠覆带来更好的未来 .....	5
医药工业：创新和质量提升是 2018 年明确主线，优质专科药企业有望脱颖而出 .....	6
医保控费常态化，治疗性用药对利益性品种加速替代 .....	6
一致性评价落地在即，行业集中度有望逐步提升 .....	9
首批品种落地在即，一致性评价有望进入兑现期 .....	9
重点看好制剂出口回归产品 .....	9
创新药的大时代已渐行渐近 .....	12
2018 是国内企业自主创新药爆发元年 .....	12
自主创新药申报（IND）处于加速期 .....	13
国际化第一步：2019-2020 年或将有自主创新药美国获批 .....	13
龙头公司领先，Biotech 崛起 .....	14
医药商业：连锁药店趋势进一步向好，商业配送深度调整后值得关注 .....	15
零售药店：集中度提升叠加处方外流，高成长有望延续 .....	16
龙头企业市占率低，行业集中度提升空间巨大 .....	16
处方外流扩大零售药店市场空间，提升药店盈利能力 .....	17
医药流通股调整幅度较大，目前点位值得重视 .....	20
中药板块：品牌 OTC 稳健增长，饮片行业整合空间较大 .....	22
品牌 OTC 中药价格处于提升阶段，业绩增长稳健 .....	22
中药饮片行业集中度具备提升潜力 .....	26
医疗服务及器械等，重点关注龙头企业 .....	27
2018 年度医药行业投资策略及重点推荐公司 .....	29
板块估值和业绩增速匹配度较好，继续看好 .....	29
重点推荐细分领域及公司 .....	29

## 图表目录

图 1：2017 年年初至今申万医药板块公司涨跌幅区间分布（剔除新股，单位：只） .....	5
图 2：城镇基本医疗保险基金收支 .....	7
图 3：城镇基本医疗保险参保人数 .....	7
图 4：医药制造业主营业务收入及增速 .....	8
图 5：医药制造业利润总额及增速 .....	8
图 6：埃克替尼样本医院销售额 .....	8
图 7：康柏西普样本医院销售额 .....	8

图 8: 核查中心启动首批仿制药一致性评价品种的有因现场检查工作 .....	9
图 9: 一致性评价的内容 .....	10
图 10: 一致性评价基本流程及时长 .....	10
图 11: 制剂出口企业是国内一致性评价等政策的最大受益者之一 .....	12
图 12: 自主创新药 IND 统计 .....	13
图 13: 自主后期创新药统计 (单位: 个) .....	15
图 14: 国内连锁药店和单体药店数量 .....	16
图 15: 国内零售药店连锁率不断提升 .....	16
图 16: 国内连锁药店百强销售规模及集中度 .....	17
图 17: 一心堂 2014 年上市后门店扩张速度加快 .....	17
图 18: 益丰药房 2015 年上市后门店扩张速度加快 .....	17
图 19: 2010-2017 年零售药店药品和非药品销售规模 .....	18
图 20: 零售药店 OTC 和 RX 销售规模占比 .....	18
图 21: 零售药店 OTC 和 RX 销售规模 .....	19
图 22: 国内 DTP 销售模式处于快速增长期 .....	19
图 23: 零售药店端销售额超过 10 亿的品种 .....	20
图 24: OTC 价格带变化(SKU 级) .....	23
图 25: RX 价格带变化(SKU 级) .....	23
图 26: 中药饮片加工行业主营业务收入 .....	26
图 27: 中药饮片加工行业利润总额 .....	26
图 28: 康美药业中药饮片收入及增速 .....	27
图 29: 康美药业中药饮片收入在全国市占率不断提升 .....	27
图 30: 2017 年以来申万医药二级子行业 TTM 市盈率 (剔除负值) .....	27
图 31: 国内公立医院和民营医院诊疗人次及增速 .....	28
图 32: 2017 年至今申万医药板块涨跌幅 .....	29
图 33: 2017 年至今申万一级子行业涨跌幅排名 .....	29
图 34: 申万医药市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值) .....	29
表 1: 2015 年以来医疗改革政策不断落地 .....	5
表 2: 我国医疗保险基金收支情况 .....	7
表 3: 各省卫计委发布的针对辅助用药的政策文件 .....	7
表 4: 总局统一受理的改变处方工艺的一致性评价申请 .....	10
表 5: 总局统一受理的未改变处方工艺或提出免于参加一致性评价的申请 .....	10
表 6: 前期通过省局现场审查上报到 CDE 的一致性评价申请 .....	11
表 7: 撤回重报后纳入优先审评的一致性评价申请 .....	11
表 8: 部分有望 2018 年获批上市的自主创新药 .....	12
表 9: 自主创新药美国 III 期进度 .....	14
表 10: 国内部分已上市创新药企对比 .....	14
表 11: 预计 2017 年各终端处方药的销售规模 .....	18
表 12: 2014 年以来有关处方外流的政策 .....	18
表 13: 部分典型医药流通类上市公司 2017 年股价表现 (截至 12 月 8 日) 及估值情况 .....	20
表 14: 两票制各省市执行进度 .....	21

表 15: 2017 年胡润品牌榜中医疗保健品牌价值排名 .....	22
表 16: 2016 年零售药店中成药市场主要品类和主要厂商 .....	22
表 17: 2014-2016 年药品零售市场中 OTC 中成药单位销售价格复合增长率最高（单位：元） .....	23
表 18: 2005 年以来云南白药提价情况 .....	24
表 19: 2010 年以来东阿阿胶提价情况 .....	24
表 20: 2005 年以来片仔癀提价情况 .....	25
表 21: 2012 年以来品牌 OTC 中药企业扣非归母净利率增速 .....	25
表 22: 品牌 OTC 中药企业估值较为合理 .....	25
表 23: 规范中药饮片行业发展的相关政策 .....	26
表 24: 2016 年民营医院集团前 10 强 .....	28

## 医药板块整体观点——从营销导向，到技术驱动，颠覆带来更好的未来

2017 年，是医药行业改革全面深化且初显成效的一年。到目前为止，围绕药品审批、招标、流通、支付等医药产业链各个环节的改革措施均已大面积落地。医保支付价等更深层的改革也已在酝酿之中。

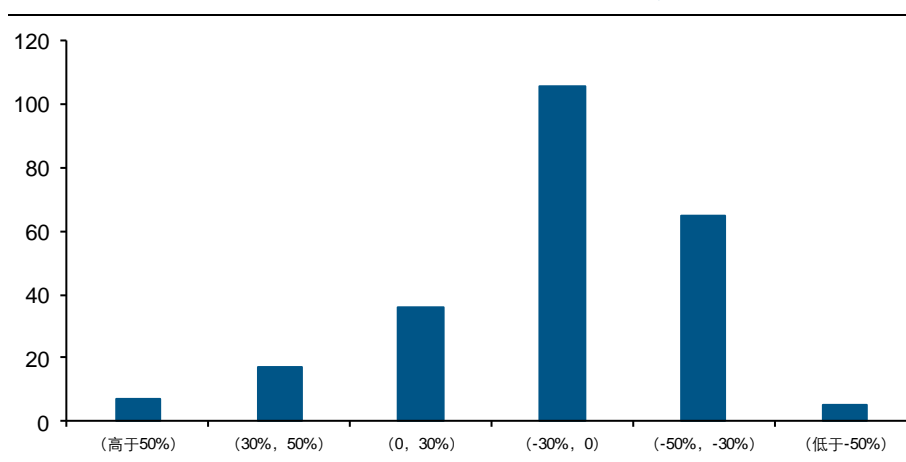
表 1：2015 年以来医疗改革政策不断落地

涉及环节	具体政策	纲领性文件	发文部门	发布日期
审批	一致性评价	关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见	国务院	2016年3月
		关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告	CFDA	2017年8月
	鼓励创新药	关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见	国务院	2017年10月
	优先审评	关于改革药品医疗器械审评审批制度意见	国务院	2015年8月
	注册分类改革	关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告	CFDA	2016年3月
		关于调整进口药品注册管理有关事项的决定	CFDA	2017年3月
招标	上市许可人制度	关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知	CFDA	2016年5月
	纲领文件	关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见	国务院	2015年2月
		关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知	卫计委	2015年6月
	目前进展	各省集中采购实施方案基本发布完成，大多数省份已完成新一轮的招标工作		
流通	两票制	在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）	卫计委	2017年1月
	营改增	关于全面推开营业税改征增值税试点的通知	财政部	2016年3月
支付	医保目录	国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）	人社部	2017年2月
	谈判目录	关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知	人社部	2017年7月
	医保支付	关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见	国务院	2017年6月

资料来源：国务院，CFDA，卫计委，财政部，长江证券研究所

伴随相关政策显现效果，我们已经能够在医药上市公司层面乃至日常生活中，感受到新医改带来的变化。医药板块的投资逻辑也随之出现较大的调整。2017 年，医药企业间根据内在竞争力和发展前景的不同已呈现出明显的分化特征。

图 1：2017 年年初至今申万医药板块公司涨跌幅区间分布（剔除新股，单位：只）



资料来源：Wind，长江证券研究所

展望 2018 年的医药行业运行趋势，我们认为，一致性评价、优先审评、医保控费、两票制等政策有望进一步发挥作用，并促使行业从“营销导向”向“技术驱动”升级：

- 1) 伴随新医保目录执行和控费精细化，以辅助用药为代表的“营销导向”产品或将受到越来越大的冲击；
- 2) 与此同时，借助优先审评和一致性评价等手段，在质量、疗效等方面具备明确优势的产品有望更快的获批，更快的抢占市场。同时，工业产品的显著变化，也将会传导到医药流通等其他产业链环节。

对于 2018 年医药板块二级市场投资而言，我们预计：基于行业逻辑出现相应的变化，在疗效、质量、研发等方面拥有明确竞争优势的优质专科药企业，以及商业、医疗服务、中药 OTC 等板块的细分领域龙头，或将进一步得到市场的认可。

## 医药工业：创新和质量提升是 2018 年明确主线，优质专科药企业有望脱颖而出

我们认为，2018 年医药工业尤其是处方药板块，仍然是医药行业的投资重点。随着相关医药政策进一步发挥作用，我们预计治疗性用药将对辅助用品种加速替代，优质专科药企业有望延续良好增长态势。

从投资的角度而言，我们认为一致性评价和创新将是 2018 年医药板块非常明确的两大投资主线：

- **一致性评价**：从目前进度来看，我们预计首批通过一致性评价认定的产品，有望在较短时间内实现落地，一致性评价主线即将进入兑现期。在未来几年中，伴随通过一致性评价的产品加速进口替代，未通过一致性评价的产品失去招标资格，行业集中度有望大幅提升。

在一致性评价领域，我们重点看好制剂出口型企业，如华海药业、普利制药等。

- **创新**：创新药是长周期医药行业最大的投资主线，也是医药企业努力的终极方向。我们预计，国内企业将有超过 15 个自主新药在 2018-2020 年期间以每年 5 个左右的速度持续密集获批，创新药的大时代已经渐行渐近。

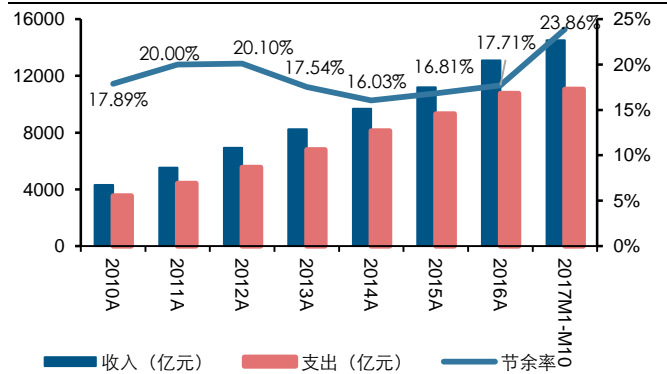
在创新领域，我们重点看好部分具备良好产品管线和产品国际竞争力的创新药企业，如恒瑞医药、贝达药业等。

## 医保控费常态化，治疗性用药对利益性品种加速替代

2015 年，在医保结余率屡创新低的情况下，医保部门大幅加大控费力度，各项实际性的控费措施密集出台。而从实际效果来看，2015 年当年开始，医保基金收入增速稳定在略高于 15% 的水平，且每年略高于支出增速。医保结余率逐步企稳回升，医保基金恢复至较为健康的运行状态。

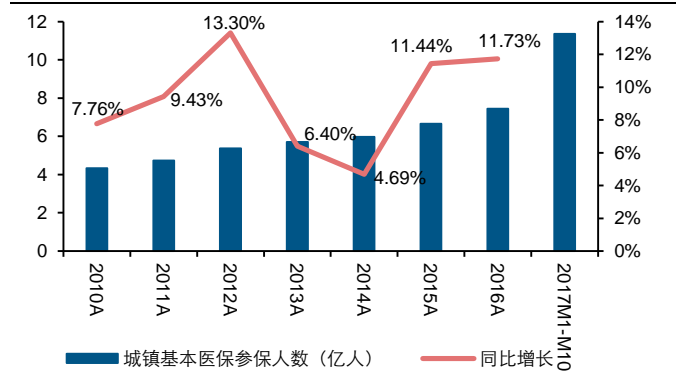


图 2：城镇基本医疗保险基金收支



资料来源：人社部，长江证券研究所

图 3：城镇基本医疗保险参保人数



资料来源：人社部，长江证券研究所（注：2017 年数据包括新农合）

然而，医保控费的力度并未消减。从 2017 年 1-10 月的数据来看，受城镇职工、城镇居民、新农合三合一影响，城镇基本医保基金收入增速达 42%。但是，同期支出增速仅为 35%，反映出人社部对医保的控费力度仍然较大。

表 2：我国医疗保险基金收支情况

年份	城镇基本医保基金收入 (亿元)	收入增速	城镇基本医保基金支出 (亿元)	支出增速	新农合筹资总额 (亿元)	收入增速	新农合基金支出 (亿元)	支出增速
2010	4309		3538		1308		1187	
2011	5539	29%	4431	25%	2047	56%	1710	44%
2012	6939	25%	5544	25%	2485	21%	2408	41%
2013	8248	19%	6801	23%	2973	20%	2909	21%
2014	9687	17%	8134	20%	3025	2%	2890	-1%
2015	11193	16%	9312	14%	3287	9%	2994	4%
2016	13084	17%	10767	16%				
2017M1-M10	14511	42%	11048	35%				

资料来源：人社部，长江证券研究所

在具体控费措施方面，辅助用药成为了监管的重点，各省普遍发布了针对性的文件。而从近期的情况来看，无论是监管政策，还是社会舆论，对各类疗效不明确但用药金额较大的辅助用药，打压力度还在不断增大。

表 3：各省卫计委发布的针对辅助用药的政策文件

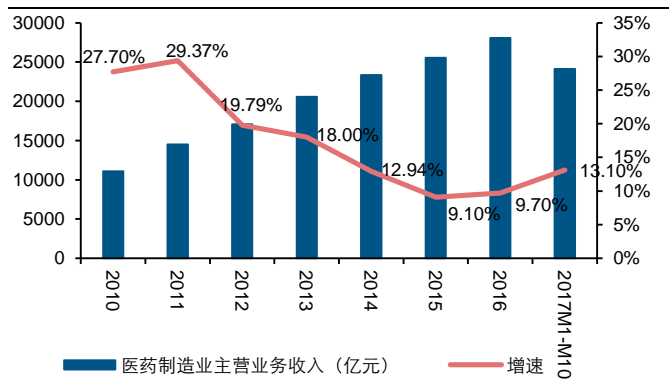
发布省份	文件名称	发布时间	具体措施
贵州省	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的实施方案》	2017-6-12	建立对辅助用药、医院超常使用的药品等的跟踪监控制度
四川省	《关于建立医疗机构重点监控药品管理制度的通知》	2016-02-02	制定了重点监控首批药品目录，包含了质子泵抑制剂、中药注射剂、辅助用药3大类
安徽省	《安徽省县级公立医院临床路径管理推进工作实施方案》	2016-02-14	2017年底前县级医院70%以上出院患者实施临床路径管理，药占比降到30%
云南省	《云南省深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	2016-06-27	对辅助性、营养性等高价药品不合理使用情况实施重点监控
江西省	《关于进一步加强药械管理，促进合理用药药械工作的通知》	2016-02-22	规定各医疗机构要合理确定各科室辅助用药目录和辅助药品使用的范围、数量、金额等，最大限度地降低辅助用药的数量和比例

湖北省	《关于进一步加强医疗机构合理用药管理的指导意见》	2016-05-23	对医疗机构的药占比以及基药使用比例制定具体目标，并针对临床合理用药给予指导意见
山西省	《关于进一步加强医疗机构辅助类用药管理的通知》	2016-05-24	规范医疗机构辅助类用药管理，建立辅助类用药目录上报制度，并建立辅助类用药公示通报制度
内蒙古	《关于进一步规范医疗机构辅助用药管理的通知》	2016-07-06	对辅助用药进行了明确的定义，并制定了辅助用药的临床使用管理办法，并将首批50个品种纳入辅助用药目录
辽宁省	《关于加强公立医院辅助用药预警和监控工作的指导意见》	2016-06-21	规定医疗机构根据本机构用药情况编制辅助用药重点监控目录并实行动态管理，建立辅助用药重点监控品种采购使用预警通报制度

资料来源：各省卫计委网站，长江证券研究所

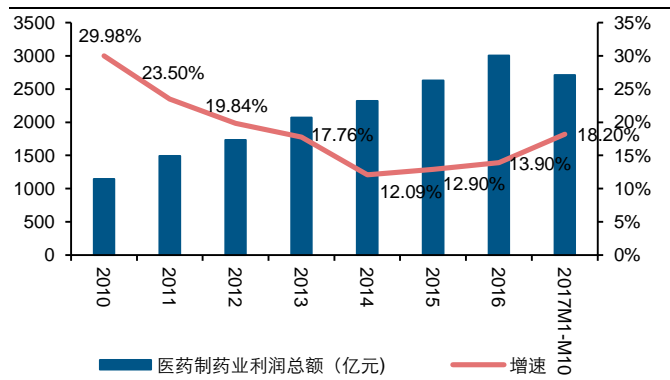
尽管控费力度很大，但是在医保支付和临床刚需的拉动下，医药制造业主营业务收入仍维持在略高于 10% 的增长状态。随着辅助用药的逐步萎缩，更多的市场空间为治疗性用药腾出，这为优质专科药企业继续保持快速增长提供了良好的条件。

图 4：医药制造业主营业务收入及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

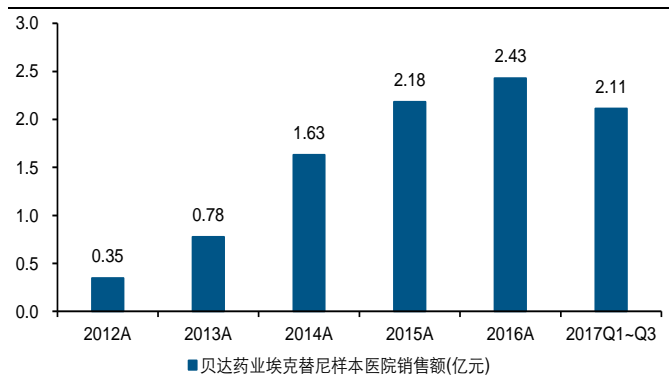
图 5：医药制造业利润总额及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

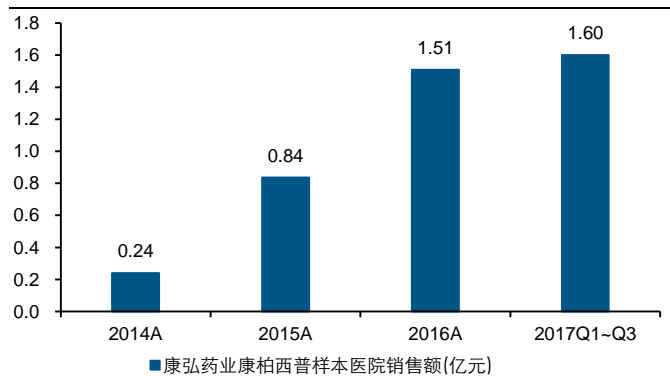
而从终端市场的实际情况来看，部分治疗性用药尤其是创新药，也确实体现出了强劲的爆发力。2018 年，随着新一轮医保目录调整逐步执行到位，我们预计治疗性用药将对利益性品种进一步加速替代。

图 6：埃克替尼样本医院销售额



资料来源：PDB，长江证券研究所

图 7：康柏西普样本医院销售额



资料来源：PDB，长江证券研究所



## 一致性评价落地在即，行业集中度有望逐步提升

我们认为，一致性评价是 2018 年医药板块非常重要的投资主线。从政策效果来说，一致性评价等系列政策的落实，将带来仿制药行业的重新洗牌，行业集中度有望逐步提升。同时，一致性评价也将加速国产高质量仿制药对专利到期原研药的替代过程。

### 首批品种落地在即，一致性评价有望进入兑现期

国务院办公厅发布的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》中明确提出：“国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。”

我们认为，目前基药品种想在 2018 年底前全部完成一致性评价工作，还有较多实质性的困难。但是随着企业相关品种不断推进，我们预计 2018 年仍将有较多品种实现落地。

11 月 29 日，总局核查中心发布公告，已经于 11 月 23 日启动首批仿制药一致性评价品种的有因现场检查工作。本次检查，核查中心共派出 6 个检查组，分别奔赴北京、重庆、浙江、江苏、湖南、江西等省、直辖市，对首批仿制药一致性评价中的 7 个品种展开有因现场检查。随着有品种进入现场检查阶段，我们预计首批产品获得一致性评价认定的时点或已临近。

图 8：核查中心启动首批仿制药一致性评价品种的有因现场检查工作



资料来源：CFDA，长江证券研究所

## 重点看好制剂出口回归产品

企业进行一致性评价资质的认定，大体可以通过两种途径：正常程序申报以及制剂出口转报国内。

正常程序申报一致性评价需进行质量一致性及疗效一致性的研究。从参比制剂的购买、处方工艺的开发、BE 到审评审批等，整个一致性评价的周期约为 20 个月，且花费不菲。

图 9：一致性评价的内容



资料来源：CFDA，长江证券研究所

图 10：一致性评价基本流程及时长



资料来源：CFDA，长江证券研究所

从药监总局目前披露的数据来看，已经有较多企业尤其是上市公司的一致性评价申请获得 CDE 受理。

表 4：总局统一受理的改变处方工艺的一致性评价申请

公司名称	品种	是否289品种	办理状态	CDE承办日期
复星医药	盐酸阿米替林片	是	在审评审批中	2017-9-21
	阿尔法骨化醇片	是	在审评审批中	2017-9-21
	草酸艾司西酞普兰片	否	在审评审批中	2017-9-29
	苯磺酸氨氯地平片	是	在审评审批中	2017-10-9
德展健康	阿托伐他汀钙片	否	已受理	2017-9-25
京新药业	瑞舒伐他汀钙片	否	在审评审批中	2017-9-22
江西青峰药业	恩替卡韦分散片	否	已受理	2017-9-25
	恩替卡韦胶囊	否	在审评审批中	2017-10-27
康恩贝	阿莫西林胶囊	是	已受理	2017-9-28
先声药业	蒙脱石散	是	在审评审批中	2017-9-28
石药集团	阿奇霉素片	是	在审评审批中	2017-10-23
	盐酸曲马多片	否	在审评审批中	2017-10-20
豪森药业	奥氮平片	否	在审评审批中	2017-10-20
信立泰	硫酸氯吡格雷片	是	已受理	2017-10-26
扬子江药业	苯磺酸氨氯地平片	是	在审评审批中	2017-11-10
成都苑东生物	富马酸比索洛尔片	是	在审评审批中	2017-11-13

资料来源：CFDA，CDE，长江证券研究所

表 5：总局统一受理的未改变处方工艺或提出免于参加一致性评价的申请

公司名称	品种	是否289品种	办理状态	CDE承办日期
京新药业	左乙拉西坦片	否	在审评审批中	2017-10-16
	盐酸舍曲林片	否	已受理	2017-11-16
成都倍特药业	富马酸替诺福韦	否	在审评审批中	2017-9-28
易明医药	蒙脱石散	是	在审评审批中	2017-10-19
国药一致	头孢克肟颗粒	否	在审评审批中	2017-10-27
石药集团	卡托普利片	是	在审评审批中	2017-10-27
吉林英联生物	洛索洛芬钠片	否	在审评审批中	2017-10-27
豪森药业	甲磺酸伊马替尼片	否	在审评审批中	2017-11-3

资料来源：CFDA，CDE，长江证券研究所

请阅读最后评级说明和重要声明

10 / 30

表 6：前期通过省局现场审查上报到 CDE 的一致性评价申请

公司名称	品种	是否 289 品种	完成 BE 时间	CDE 承办日期
信立泰	硫酸氯吡格雷片	是	2017-5-27	2017-7-25
京新药业	瑞舒伐他汀钙片	否	2016-12-30	2017-7-5
中国生物制药	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	否	2017-1-15	2017-8-3
	恩替卡韦分散片	否	进行中	2017-8-4
	瑞舒伐他汀钙片	否	2017-4-18	2017-8-24
扬子江药业	马来酸依那普利片	是	进行中	2017-8-21
国药一致	头孢呋辛酯片	是	2017-2-7	2017-7-18
科伦药业	草酸艾司西酞普兰片	否	2017-4-18	2017-9-15
联邦制药	阿莫西林胶囊	是	进行中	2017-9-18

资料来源：CFDA，CDE，长江证券研究所

表 7：撤回重报后纳入优先审评的一致性评价申请

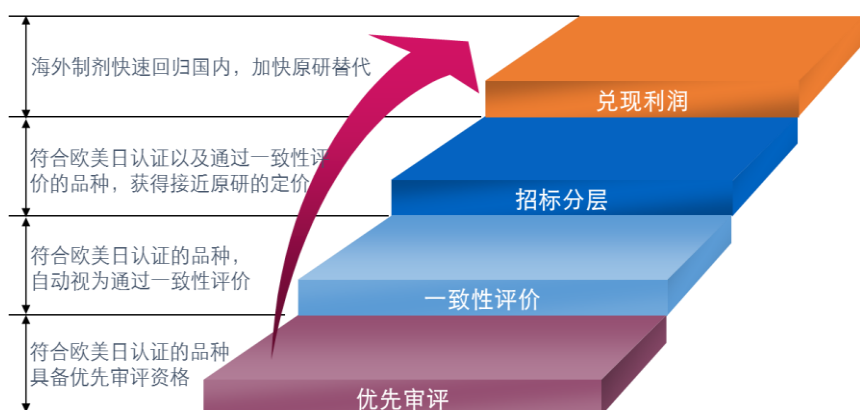
公司名称	品种	纳入优审时间	办理状态	状态开始日
恒瑞医药	注射用替莫唑胺	2017-9-4	在审评审批	2017-6-26
杜瑞医药	注射用甲磺酸萘莫司他	2017-9-4	在审评审批	2017-6-5
武汉大安制药	氟比洛芬酯注射液	2017-9-4	在审评审批	2017-6-29
南京先声东元制药	注射用盐酸苯达莫司丁	2017-6-1	在审评审批	2017-1-11
正大天晴	注射用盐酸苯达莫司丁	2017-6-1	在审评审批	2017-1-20

资料来源：CFDA，CDE，长江证券研究所

在一致性评价主线上，我们认为制剂出口转报国内品种特别值得关注。相对而言，这类品种具有以下优势，业绩兑现能力和弹性也相对较大：

- **可以直接享受一致性评价待遇：**根据《总局关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告》，“在欧盟、美国或日本批准上市的仿制药已在中国上市并采用同一生产线同一处方工艺生产的，申请人需提交境外上市申报的生物等效性研究、药学研究数据等技术资料，由国家食品药品监督管理总局审评通过后，**视同通过一致性评价。**”
- **相对较好的定价能力。**在目前招标制度下，一般新的省份招标会参考之前省份的最低价。制剂出口新的回归品种，由于没有历史中标价的限制，往往能够在现阶段贴近原研定价。价格优势，也将为公司抢占市场份额提供极大的便利。
- **享受欧美规范市场增量。**制剂出口型产品，除能够享受到国内一致性评价的红利外，海外市场本身的业务弹性也值得重视。随着部分国内上市公司的制剂出口能力日渐提升，我们认为未来几年中国企业在欧美市场也可能有大品种出现。

图 11：制剂出口企业是国内一致性评价政策的最大受益者之一



资料来源：CFDA，长江证券研究所

在一致性评价领域，我们重点看好华海药业、普利制药等制剂出口型的高品质仿制药企业，同时建议关注其他进展较快的国内申报企业。

## 创新药的大时代已渐行渐近

长周期来说，创新药是医药行业最大、最主要的发展方向。十余年积累，中国创新药产业星火燎原，我们认为中国创新药的大时代已经逐步开启：

- 从历史的维度看：随着埃克替尼、阿帕替尼、康柏西普等自主创新药物陆续获批上市并取得商业成功，2015-2017 年成为国内创新药产业的新起点。
- 从监管的维度看：CFDA 全面向 FDA 学习借鉴并推出 MAH、优先审评等系列措施给创新药的报批创造了良好的政策环境，2015-2017 年成为国内药政的拐点。

## 2018 是国内企业自主创新药爆发元年

国内创新药产业正在发生颠覆性的变化，预计在 2018-2020 年期间每年将有 3-5 个自主创新药持续获批。

从 2018 年开始，丹诺瑞韦、硫培非格司亭、安罗替尼、呋喹替尼、奈诺沙星(注射液)、吡咯替尼、以及多个 PD-1 单抗等品种的密集获批将不断刺激和强化资本市场对创新药产业趋势的认知。

表 8：部分有望 2018 年获批上市的自主创新药

产品	靶点机制	适应症	公司	状态
苯烯莫德	淋巴细胞激酶抑制剂	银屑病	天济药业	NDA
丹诺瑞韦（优）	NS3/4A蛋白酶抑制剂	丙型肝炎	歌礼生物	NDA
安罗替尼（优）	anti-VEGFR多靶点	晚期肺癌	正大天晴	NDA
硫培非格司亭	peg-G-CSF	中性粒细胞减少症	恒瑞医药	NDA
呋喹替尼（优）	anti-VEGFR多靶点	转移性结直肠癌	和记黄埔	NDA
奈诺沙星注射液	无氟喹诺酮抗菌素	社区获得性肺炎	浙江医药	NDA
吡咯替尼（优）	HER1/HER2抑制剂	乳腺癌	恒瑞医药	NDA
聚乙二醇洛塞那肽	长效GLP-1	2型糖尿病	豪森药业	NDA
信迪单抗	anti-PD-1 Mab	多种实体瘤、cHL	信达生物	NDA
Camrelizumab	anti-PD-1 Mab	多种实体瘤、cHL	恒瑞医药	Pre-NDA

JS001	anti-PD-1 Mab	多种实体瘤、cHL	君实生物	Pre-NDA
BGB-A317	anti-PD-1 Mab	多种实体瘤、cHL	百济神州	Pre-NDA
UTD-1	抗微管蛋白聚合	乳腺癌	华昊中天	Pre-NDA
BGB-3111	BTK抑制剂	CLL、WM等	百济神州	中美III期
瑞格列汀	DPP-4抑制剂	2型糖尿病	恒瑞医药	III期
爱沙替尼	ALK抑制剂	ALK+肺癌	贝达药业	中美III期
贝格司亭	rhG-CSF-Fc	中性粒细胞减少症	亿帆医药	中美III期
Vorolanib	anti-VEGFR多靶点	肾癌等实体瘤/wAMD	贝达药业	III期
瑞马唑仑	GABA <sub>A</sub> 受体激动剂	麻醉	恒瑞医药	III期
Dorzagliatin	GKA	2型糖尿病	华领医药	III期
海曲泊帕	TPOR激动剂	免疫性血小板减少症	恒瑞医药	III期
沃利替尼	c-Met抑制剂	c-Met+肾癌等实体瘤	和记黄埔	中美III期
西格列他	pan-PPAR 激动剂	2型糖尿病	微芯生物	III期
恒格列净	SGLT-2抑制剂	2型糖尿病	恒瑞医药	III期

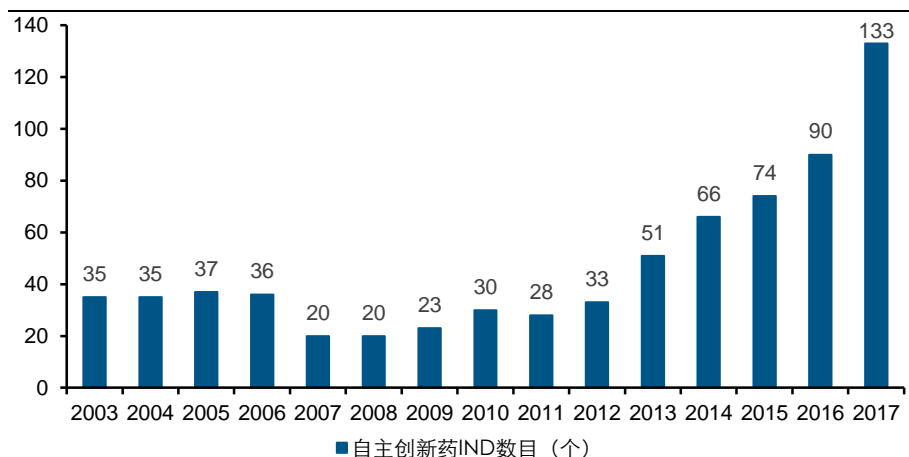
资料来源：CDE，长江证券研究所

## 自主创新药申报（IND）处于加速期

从历年国内新药申请数量来看，2003-2006 年是第一波 IND 小高潮，2013 年则开启了第二波 IND 大潮。截至 2017 年 11 月，国内注册申报 1 类新药 133 个，预计全年有望实现 150 个新药申请。

2013 到 2020 年，预计将有超过 500 个创新药申报临床，并将在 2020 年后开始陆续进入临床后期和申报上市阶段，最终保证创新药产业成为长期趋势。此外，创新药产业的崛起也将给创新配套产业 CRO 和 CMO 带来趋势性利好。

图 12：自主创新药 IND 统计



资料来源：CFDA，长江证券研究所

## 国际化第一步：2019-2020 年或将有自主创新药美国获批

从目前海外临床进度来看，我们预计 2020 年前后，将有 1-3 个自主创新药在美国获批上市，标志着国内创新药产业进入新阶段，创新从国内走向全球。

包括百济神州、亿帆医药、贝达药业、和记黄埔和康弘药业等多家上市公司均在进行全球多中心的 III 期临床试验，并且是与国际制药巨头进行头对头的比较，体现出自主创新药产业的创新质量的提升。

表 9：自主创新药美国 III 期进度

产品类别	药物	靶点	适应症	美国进度	预计获批
百济神州	BGB-3111	BTK抑制剂	慢性淋巴白血病等	III期进行中	2019
亿帆医药	贝格司亭	rhG-CSF-Fc	嗜中性粒细胞减少症	III期进行中	2019
贝达药业	爱沙替尼	ALK抑制剂	ALK+非小细胞肺癌	III期进行中	2020
和记黄埔	沃利替尼	C-MET抑制剂	C-MET阳性肾癌等实体瘤	III期进行中	2021
康弘药业	康柏西普	Anti-VEGF	湿性黄斑变性等	III期启动	2021

资料来源：CDE，长江证券研究所

## 龙头公司领先，Biotech 崛起

在创新药企业中，我们认为恒瑞医药、贝达药业、康弘药业的进度领先，值得重点关注：

- 恒瑞医药：未来 3 年，我们预计恒瑞医药有望获批 5-7 个创新药，到 2020 年左右，恒瑞医药有望最多在国内市场上市 9 个自主创新药（含已上市的艾瑞昔布和阿帕替尼）。其中，吡咯替尼和 Camrelizumab 均有望成为超 20 亿级别的大品种。
- 贝达药业：目前公司拥有 2 个合作新药处于 NDA 报生产前夕；2 个 III 期新药（恩沙替尼中美 III 期，Vorolanib 中国 III 期/美国 II 期）；1 个 III 期生物类似药（贝伐前三家获批）；3 个 2 期新药（c-met、T790M、银屑病）；多个 1 期以及 pre-IND 品种。我们预计恩沙替尼预计于 2019 年中国获批上市，成为第一个国内获批的二代 ALK 抑制剂，国内峰值超 15 亿；美国 2020 年获批，海外市场有望贡献新的增量。Vorolanib 有望凭借高安全性通过联合用药成为公司在研管线最大的品种，同时 wAMD 领域存在更大的想象空间。
- 康弘药业：我们认为，康柏西普使用依从性优于竞争对手，竞争优势将长期持续，叠加医保放量，市场潜力超 30 亿，有望成为大重磅品种。同时，康柏西普的美国 III 期临床试验已经正式启动，未来有望分享国际眼科大市场。

表 10：国内部分已上市创新药企对比

公司	PE(TTM)	市值 (亿元)	在售新药	在研新药		10 亿级以上在研新药		全球 III 期新药	
				NDA+III 期数量	品种	数量	品种	数量	品种
恒瑞医药	61.7	1843	阿帕替尼 艾瑞昔布	7	硫培非格司亭、吡咯替尼、 Camrelizumab、 瑞格列汀、 瑞马唑仑、恒格列净、 海曲泊帕	3	硫培非格司亭 Camrelizumab 吡咯替尼	无	
贝达药业	87.9	232	埃克替尼	2	爱沙替尼、Vorolanib	2	爱沙替尼 Vorolanib	1	爱沙替尼
康弘药业	66.2	398	康柏西普	无		无		1	康柏西普
百济神州	-139.1	289	无	2	BGB-3111、BGB-A317	2	BGB-3111 BGB-A317	1	BGB-3111
和记黄埔	320.4	272	无	2	呋喹替尼、沃利替尼	2	呋喹替尼 沃利替尼	1	沃利替尼



再鼎医药	-25.1	83	无	2	Niraparib、Omadacycline	1	Niraparib	无海外业务
君实生物	-47.9	111	无		JS001存在II期数据申报上市可能	无		无
浙江医药	71.3	126	奈诺沙星胶囊	1	奈诺沙星注射液	无		无
亿帆医药	24.0	251		1	贝格司亭	1	贝格司亭	1 贝格司亭

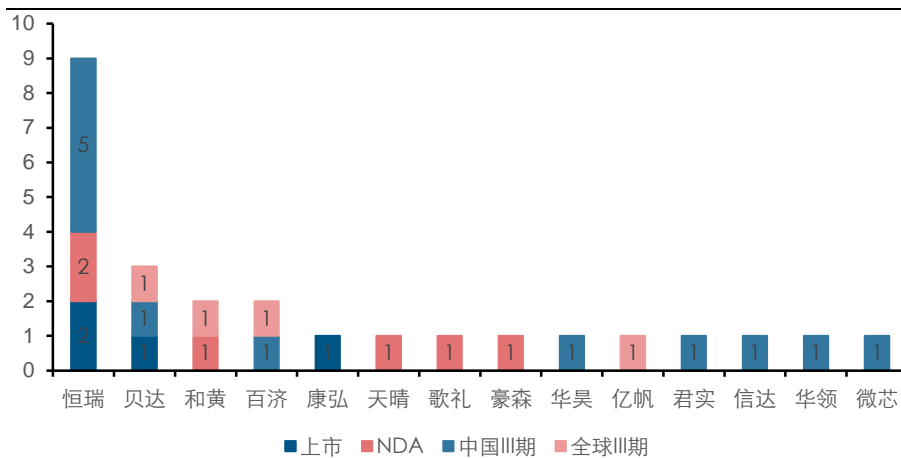
资料来源：CDE，长江证券研究所，数据时间为 12 月 8 日

按公司后期新药数量和预计销售规模统计如下：

- 恒瑞医药合计有 7 个新药处于 III 期或 NDA 阶段，预计 Camrelizumab、吡咯替尼和硫培非格司亭等 3 个品种市场潜力在 10 亿以上，2017 年公司创新药业务进入加速发展期，2018 年进入密集收获期；
- 贝达药业、百济神州和和记黄埔均有 2 个新药处于 NDA 或临床 III 期，市场潜力均在 10 亿以上；
- 正大天晴、歌礼生物等多家公司各有 1 个新药处于 III 期或 NDA 阶段。

未来三年，伴随相关企业产品陆续获批销售，我们认为创新药主线将不断升温。我们重点看好恒瑞医药、贝达药业等研发管线领先企业。

图 13：自主后期创新药统计（单位：个）



资料来源：CFDA，长江证券研究所

## 医药商业：连锁药店趋势进一步向好，商业配送深度调整后值得关注

医药商业由于是中间商的角色，各项行业改革的政策都对其有立竿见影的影响。2017 年医药商业板块的表现可以用严重两极分化来描述。连锁药店成为表现最好的细分领域之一，医药流通企业则普遍出现了较大幅度调整。站在目前的时点，我们认为：

- 连锁药店行业的集中度提升才刚刚开始，且处方药从医疗机构向零售终端的外流有加速趋势，优质药店类上市公司有望在未来较长周期维持收入和业绩快速增长

状态。作为医药行业景气度最高的细分领域之一，2018 年连锁药店仍具有较好投资机会，继续建议重点配置。

- 医药流通领域 2017 年存在较多行业扰动因素。招标降价、零差率的推广和药占比的控制、医药分开和分级诊疗等等，都对二级及二级以上医院的药品和器械增速产生了一定的影响。受此影响，医药流通企业普遍出现了较大幅度调整，多家公司的 2018 年 PE 已降至 20 倍甚至更低水平。我们认为，部分流通企业在今后几年中仍具备快速增长能力，2018 年随着业绩增长确认估值存在较大修复空间，亦值得重视。

## 零售药店：集中度提升叠加处方外流，高成长有望延续

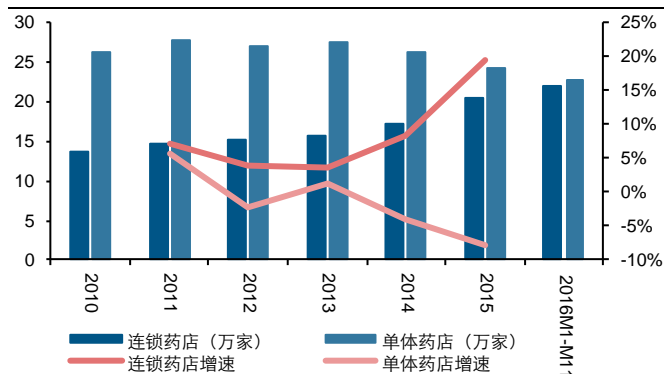
我们认为，医药零售是医药板块中景气度最高的细分领域之一。行业集中度提升叠加处方外流，龙头公司有望在未来较长周期内继续维持快速增长状态。

### 龙头企业市占率低，行业集中度提升空间巨大

国内零售药店行业连锁率低，整合空间大。截至 2016 年 11 月，中国药店总数为 44.7 万家，较 2015 年下降 0.2%；其中连锁药店有 22.1 万家，单体药店有 22.6 万家。

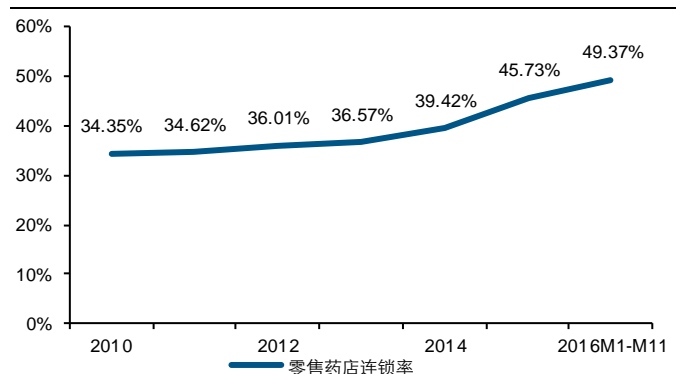
2014 年以来，伴随药店行业的资本关注度升温、领先药店企业陆续上市，药店连锁率出现明显提升趋势，但截至 2016 年 11 月连锁率尚未过半。

图 14：国内连锁药店和单体药店数量



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

图 15：国内零售药店连锁率不断提升

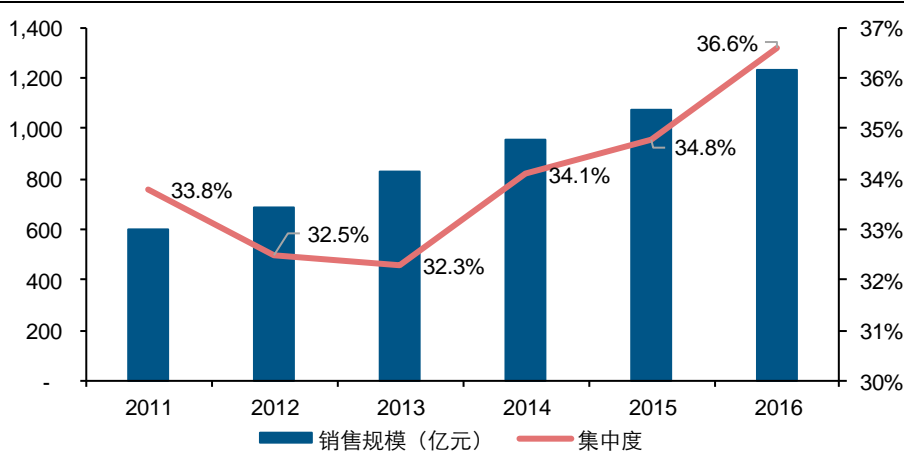


资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

2016 年中国连锁药店百强销售额达 1,235 亿元，占零售药店市场总规模的 36.6%，反映出中国连锁药店集中度水平仍较低，行业整合空间很大。

2016 年，全国最大的连锁药房国大药房（已并入上市公司“国药一致”）实现收入 91.09 亿元，在整个零售药店市场占比仅有 2.7%；四大上市连锁药店市场占比均不足 2%。国内上市连锁药店的市占率还有很大提升潜力。

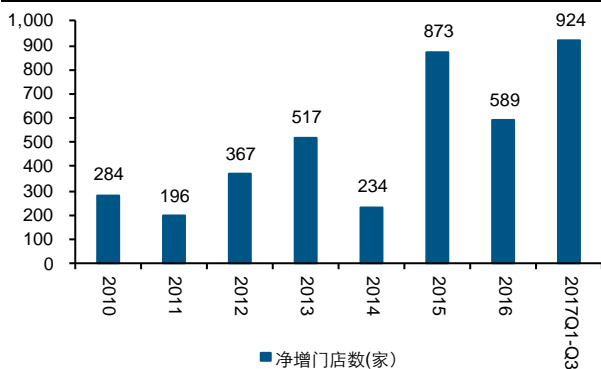
图 16：国内连锁药店百强销售规模及集中度



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

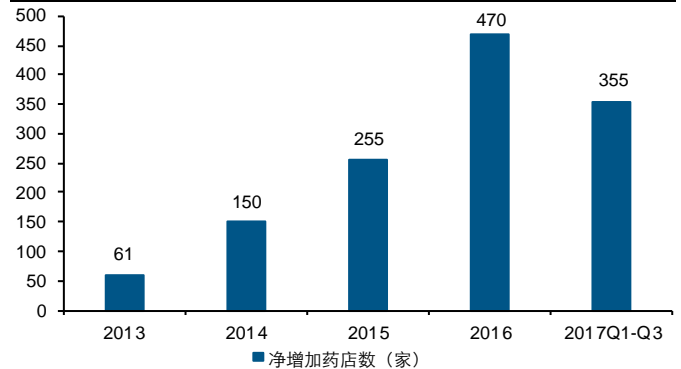
从各家药店上市后的门店扩张数量可以看出，药店行业的整合和集中度提升浪潮已经开启。鉴于目前上市药店的市占率仍然非常低，我们认为领先药店在未来较长周期都具备快速增长的潜力。

图 17：一心堂 2014 年上市后门店扩张速度加快



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：益丰药房 2015 年上市后门店扩张速度加快



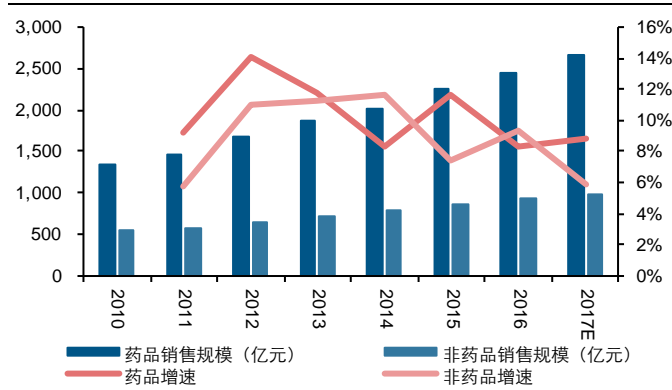
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 处方外流扩大零售药店市场空间，提升药店盈利能力

除了行业集中度提升外，处方外流的加速，也在为药店行业带来新的增量。

2016 年，国内零售药店市场规模为 3,377 亿元，其中药品（不含药材类）销售规模为 2,447 亿元，非药品销售规模为 930 亿元。其中 RX（处方药）销售规模为 1,196 亿元，占比 48.9%，OTC（非处方药）销售规模为 1,251 亿元，占比 51.1%。

图 19：2010-2017 年零售药店药品和非药品销售规模



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

而在医院终端，我国处方药的规模尚有 1.22 万亿元，是零售终端处方药规模的 9.25 倍，仍然具有非常大的外流空间。

表 11：预计 2017 年各终端处方药的销售规模

	药品销售规模 (亿元)	处方药占比	处方药销售规模 (亿元)
城市等级医院	8,645	94.5%	8,170
县城等级医院	2,822	94.2%	2,658
城市基层医院	904	86.2%	779
农村基层医院	682	88.4%	603
<b>医院端合计</b>	<b>13,053</b>	<b>93.5%</b>	<b>12,210</b>
<b>零售端合计</b>	<b>2,662</b>	<b>49.6%</b>	<b>1,320</b>

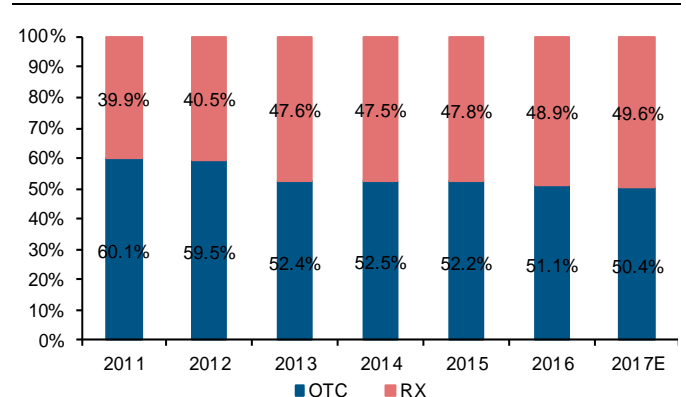
资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

“医药分开”一直是新医改的重点任务之一。近年来，国家促进处方药向院外流转的政策不断出台。降低试点城市公立医院药占比、保障患者的药物选购权、探索处方医保信息的共享等政策都推动了处方外流的进程。

表 12：2014 年以来有关处方外流的政策

发布时间	政策名称	内容
2014.9.9	《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	逐步形成患者凭处方到医疗机构或零售药店自主购药的新模式，并确保医疗机构按照《处方管理办法》（原卫生部第53号令）开具和调剂处方，保障患者的处方知情权和购药选择权
2015.5.9	《深化医药卫生体制改革2014年工作总结和2015年重点工作任务》	鼓励药品零售企业连锁经营，采取多种方式推动医药分开
2015.5.17	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右
2016.4.26	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或者凭处方到零售药店购药
2016.7.25	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权；加快形成多元化医疗服务格局，扩大患者选择权

图 20：零售药店 OTC 和 RX 销售规模占比



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

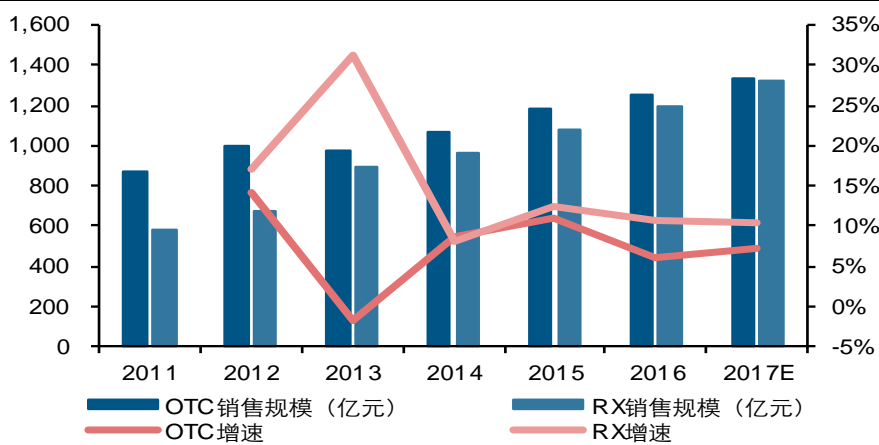
2017.2.9 《进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》 推进医药分开，门诊患者可以自主选择医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药

2017.5.5 《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》 试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享

资料来源：政府官网，长江证券研究所

近年来，随着各项政策落实力度不断加大，处方外流已呈现出较明显的趋势。2011-2016年，零售药店处方药销售规模复合增速为 15.61%，高于非处方药的增速。

图 21：零售药店 OTC 和 RX 销售规模

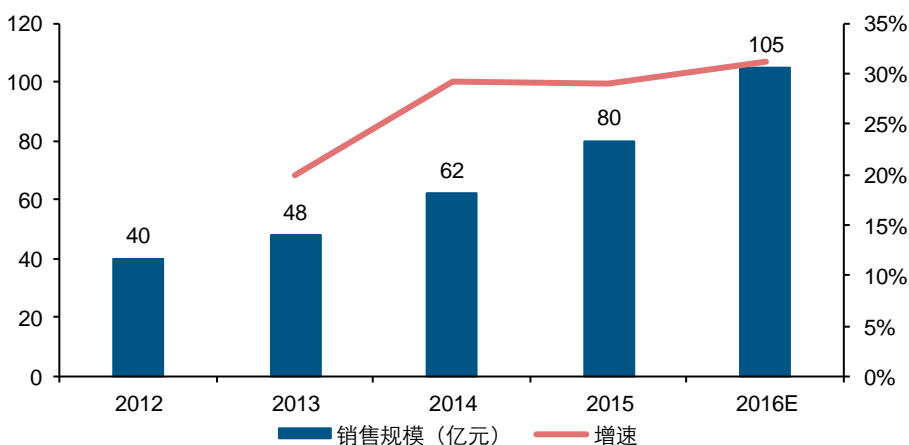


资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

从具体品种来看，新特药（DTP）和慢性病用药成为了现阶段外流的重点。

- 新特药方面，2016 年，国内 DTP 模式销售规模约为 105 亿元，同比增长 31.3%。2013-2016 年，DTP 模式销售规模增速逐步提升，处于快速发展期。

图 22：国内 DTP 销售模式处于快速增长期



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

- 慢性病用药，尤其是“三高”药品，近年来处方外流的趋势也非常明显。缬沙坦、阿托伐他汀、阿卡波糖等产品在零售终端的销售规模均已经突破了 10 亿元。

图 23：零售药店端销售额超过 10 亿元的品种

2008	2012	2016
阿胶 云南白药 阿莫西林 蜜炼川贝枇杷 氨酚黄那敏 双黄连 板蓝根 六味地黄 复方碳酸钙 健胃消食 维U颠茄铝 感冒灵 复方咪康唑	阿胶 复方氨酚烷胺 感冒灵 氨氯地平 复方碳酸钙 阿莫西林 头孢克肟 云南白药 硝苯地平 六味地黄 复方丹参 阿托伐他汀 蜜炼川贝枇杷 藿香正气 左炔诺孕酮 健胃消食 氯吡格雷 阿奇霉素 阿卡波糖 蒲地蓝消炎 奥美拉唑 左旋氨氯地平 二甲双胍 缬沙坦 氨酚黄那敏 双黄连 板蓝根 多维元素	阿胶 厄贝沙坦 恩替卡韦 二甲双胍 复方阿胶 阿司匹林 阿托伐他汀 安宫牛黄 氨酚黄那敏 氨基葡萄糖 氨氯地平 奥美拉唑 板蓝根 布洛芬 多维元素 美托洛尔 门冬胰岛素 蜜炼川贝枇杷 葡萄糖酸钙锌 蒲地蓝消炎 人血白蛋白 舒筋健腰丸 双黄连 感冒灵 鸿茅药酒 藿香正气 健胃消食 六味地黄 氯吡格雷 小儿肺热咳喘 云南白药 重组人胰岛素 左炔诺孕酮 左旋氨氯地平 左氧氟沙星

资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

在集中度提升和处方外流的共同作用下，我们认为医药零售板块具备长周期良好的增长前景。2018 年仍然值得重点配置。

## 医药流通股价调整幅度较大，目前点位值得重视

2017 年下半年以来，医药流通行业存在较多的扰动因素。药占比控制、零差率、分级诊疗等改革政策，对二级及二级以上医院的药品增速产生了一定的压制。同时，尽管“两票制”长期有利于行业集中度提升，但是执行初期对医药流通企业的调拨业务影响较大，也产生了一定的短期扰动。

受上述因素的综合影响，医药流通类上市公司 2017 年下半年股价出现了较大幅度调整，绝大部分公司 2017 年呈现为负收益。

表 13：部分典型医药流通类上市公司 2017 年股价表现（截至 12 月 8 日）及估值情况

证券代码	证券简称	2017年初至今涨跌幅	预测PE	
			17E	18E
002589.SZ	瑞康医药	-8%	19	14
600511.SH	国药股份	-14%	18	15
601607.SH	上海医药	26%	18	16
603368.SH	柳州医药	-25%	21	16
600056.SH	中国医药	26%	21	17
000078.SZ	海王生物	-5%	23	17
000028.SZ	国药一致	-14%	20	18
600713.SH	南京医药	-20%	25	19
002462.SZ	嘉事堂	-35%	24	19
002758.SZ	华通医药	-43%	34	22
002788.SZ	鹭燕医药	-50%	27	23

请阅读最后评级说明和重要声明

20 / 30



600998.SH	九州通	-8%	25	24
000705.SZ	浙江震元	-35%	37	27
000411.SZ	英特集团	-7%	55	46

资料来源：Wind，长江证券研究所

目前，绝大部分医药流通类上市公司的 2018 年预测市盈率（Wind 一致预期）已跌破 20 倍。但是从各家公司的具体业务情况来看，我们认为部分公司仍能够在未来几年维持 25% 左右甚至更高的快速增长，PEG 已大幅小于 1。

2018 年，我们认为医药流通类企业或将存在较大的估值修复空间。建议结合“两票制”等政策的落实进展，及相关公司 2018 年逐季的业绩增长情况，逐步配置。**建议重点关注嘉事堂、九州通等。**

表 14：两票制各省市执行进度

省份	政策文件	“两票制”全面实施时间
北京	《医药分开综合改革实施方案》	2017/4/8
重庆	《重庆市公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017/6/1
陕西	《关于在全省公立医院医疗机构实行药品和医用耗材“两票制”的通知》	2017/6/30
山西	《山西省推行公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）	2017/8/1
广西	《广西壮族自治区公立医疗机构药品集中采购“两票制”实施方案（试行）》	2017/9/1
黑龙江	《黑龙江省公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017/9/1
辽宁	《辽宁省公立医疗机构药品采购“两票制”实施细则（试行）》	2017/9/1
天津	《关于天津市公立医疗机构药品采购执行“两票制”有关工作的通知》	2017/9/1
四川	《在四川省公立医疗机构药品采购中推行“两票制”实施方案（试行）》	2017/9/6
吉林	《关于征求吉林省公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案意见的通知》	2017/9/30
湖南	《湖南省公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017/10/1
甘肃	《公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017/10/1
浙江	《在全省公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（征求意见稿）》	2017/10/30
河北	《河北省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施方案（试行）》	2017/11/1
海南	《海南省公立医疗机构药品采购“两票制”实施细则（试行）》	2017/11/1
内蒙	《公立医疗机构药品采购两票制实施方案（试行）（征求意见稿）》	2017/11/1
江苏	《江苏省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施方案（征求意见稿）》	2017/12/31
宁夏	《公立医院推行药品采购“两票制”的实施方案（试行）》	2017/12/31
上海	《上海市公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017/12/31
山东	《山东省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施方案（试行）》	2017/12/31
湖北	《印发全省公立医院医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）的通知》	2017/12/31
广东	《广东省公立医疗机构药品交易“两票制”实施方案（实行）》	2018/4/1
河南	《河南省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施意见（试行）》	2018/6/30
云南	《云南省公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施方案（试行）》	2018/10/1
江西	《江西省公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2018/12/31
福建	《福建省2014年医疗机构药品集中招标采购实施意见》	已实施
青海	《关于青海省公立医疗机构药品采购实行“两票制”的实施意见（试行）》	暂无全面实施时间
安徽	《安徽省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施意见》	暂无全面实施时间

贵州	《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》	暂无全面实施时间
新疆	《关于加强自治区公立医院药品集中采购工作的实施意见》	暂无全面实施时间
西藏	《西藏自治区药品集中采购“两票制”实施办法》	暂无全面实施时间

资料来源：政府官网，长江证券研究所

## 中药板块：品牌 OTC 稳健增长，饮片行业整合空间较大

### 品牌 OTC 中药价格处于提升阶段，业绩增长稳健

中药板块，我们看好品牌 OTC 的发展前景。OTC 中药产品由于不需要处方即可选购，因而品牌对消费者购买产品具有很大影响。品牌的建立是一个长期的过程，需要企业在产品品质、包装、宣传推广等方面的长期投入与经营，而一旦品牌得到消费者的认可和青睐，就为企业的发展建立起了较为坚实的护城河。

我国中药文化源远流长，诞生了一批品牌 OTC 中药，如云南白药、东阿阿胶等。这些 OTC 中药品牌能够与时俱进，因而长盛不衰。《2017 年胡润品牌榜》发布，医疗保健品牌前 5 名中，有 4 名是品牌 OTC 中药；其中前三名云南白药、同仁堂、东阿阿胶与 2016 排名一致，显示了强大的品牌力。

表 15：2017 年胡润品牌榜中医疗保健品牌价值排名

全国排名	排名较2016年变动	品牌	品牌价值（亿元）	涨幅比例
1	不变	云南白药	300	33%
2	不变	同仁堂	130	0%
3	不变	东阿阿胶	124	55%
4	不变	天狮	69	-1%
5	上升	片仔癀	61	53%
6	下降	三九	55	1%
7	下降	汤臣倍健	50	-5%
8	上升	丽珠	44	63%
9	下降	修正	39	11%
10	新上榜	九芝堂	37	新上榜

资料来源：胡润研究所，长江证券研究所

零售药店是 OTC 中药产品主要的销售渠道。2016 年，零售药店中成药销售额最大的 6 个品类是感冒类、心脑血管类、补益养生类、止咳/化痰药、胃肠道用药和泌尿补肾类。从 2016 年各个品类中销售额最大的五大厂商来看，品牌 OTC 中药厂商如华润、同仁堂、广药白云山、云南白药等都有上榜，体现出品牌 OTC 中药在零售药店中成药市场中较强的竞争力。

表 16：2016 年零售药店中成药市场主要品类和主要厂商

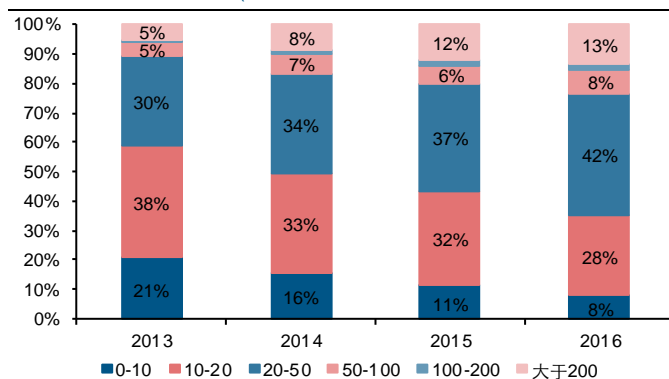
序号	前6大品类	各品类市场份额	各品类市场按照销售额排名的前5大厂商				
			1	2	3	4	5
1	感冒药	17.9%	华润	广药白云山	江苏济川制药	重庆太极实业（集团）	云南白药集团

2	心脑血管类	10.4%	辉瑞制药	同仁堂	赛诺非	天士力	步长
3	补益养生类	9.9%	华润	山东福胶集团	东阿阿胶堂	九芝堂	同仁堂
4	止咳、化痰药	9.1%	京都念慈安总厂	葵花	华润	广药白云山	重庆太极实业（集团）
5	胃肠道用药	8.1%	江中药业股份	阿斯利康制药	康恩贝	北京韩美药品	华润
6	泌尿补肾类	7.9%	江西汇仁药业	辉瑞药业	广药白云山	同仁堂	河南宛西制药

资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

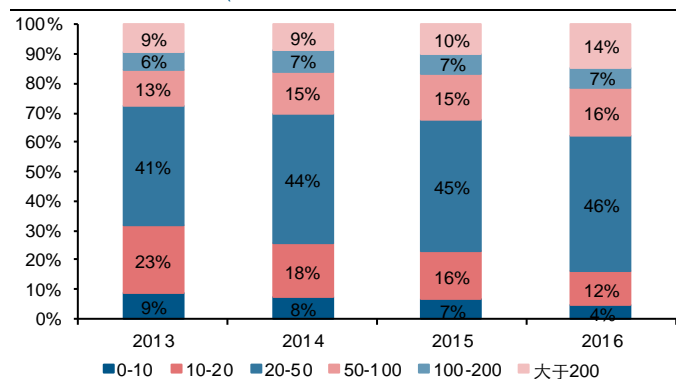
2013-2016 年，整个零售药店的药品价格呈现提升的趋势。中康数据显示，零售药店中高价位 SKU 市场份额持续扩大，且 OTC 价格带变化较 RX 更为明显。2013 年零售药店中价格低于 20 元的 OTC 药品占比为 59%，到 2016 年降低为 36%，下降了 23 个百分点。2013 年零售药店中价格低于 20 元的 RX 药品占比为 32%，到 2016 年降低为 16%，下降了 16 个百分点。

图 24：OTC 价格带变化(SKU 级)



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

图 25：RX 价格带变化(SKU 级)



资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

其中，OTC 中成药是药品零售市场上价格增长最快的品类。2014-2016 零售药店药品单位销售价格年复合增长率为 10.62%，其中 OTC 中成药单位销售价格年复合增长率高达 18.58%，在所有品类中增速最快。

表 17：2014-2016 年药品零售市场中 OTC 中成药单位销售价格复合增长率最高（单位：元）

类别	2014 年	2015 年	2016 年	年复合增长率
<b>RX</b>	<b>60.0</b>	<b>69.7</b>	<b>70.1</b>	<b>8.12%</b>
生物制品	389.2	426.3	428.1	4.88%
化学药	71.5	86.8	86.3	9.87%
中成药	30.6	33.3	36.6	9.51%
<b>OTC</b>	<b>20.7</b>	<b>22.7</b>	<b>29.0</b>	<b>18.28%</b>
中成药	23.8	26.0	33.4	18.58% (最高)
生物制品	17.0	17.5	19.7	7.66%
化学药	13.7	14.8	18.4	15.92%
<b>合计</b>	<b>41.6</b>	<b>47.5</b>	<b>50.9</b>	<b>10.62%</b>

资料来源：中康 CMH，长江证券研究所

零售药店中成药价格的上涨，品牌 OTC 中药的拉动作用不可小觑。品牌 OTC 中药因为强大的品牌影响力，相较普通商品有一定的品牌溢价。其中特别是高端稀缺品牌中药，因为产品的稀缺性，对价格有很强的掌控力。部分高端稀缺品牌中药分析如下：

- 1) 云南白药是独家品种，同时也是国家保密品种，具有稀缺属性。2017 年初，云南白药提高了部分药品的价格，这是 2009 年云南白药膏提价后公司时隔 7 年的再次提价。
- 2) 东阿阿胶虽然不是独家品种，但是东阿牌阿胶产品已经成为阿胶的代名词，占据了阿胶的高端市场（福牌阿胶等产品则主要占据中低端市场），滋补国宝的品牌形象深入人心。并且由于驴资源的紧张，阿胶产品有一定稀缺属性。公司自实施价值回归战略以来，产品价格提升迅速。2017 年 11 月，阿胶块、复方阿胶浆出厂价格分别上调 10%和 5%，公司上一次提价在 2016 年 11 月，时间间隔仅 1 年。
- 3) 片仔癀是独家品种，也是国家保密品种，并且因为野生麝资源的稀有，产品更具稀缺属性。2017 年 5 月，片仔癀国内市场零售价格从 500 元/粒上调到 530 元/粒，距离上次提价不足 1 年。

表 18：2005 年以来云南白药提价情况

提价时间	提价幅度
2005 年	云南白药散剂（4g）每瓶最高零售价上调15.24%
	云南白药胶囊（0.25g*16）每盒最高零售价上调19.65%
	云南白药胶囊（0.25g*32）每盒最高零售价上调16.76%
	宫血宁胶囊（0.13g*18）每盒最高零售价上调14.56%
2009 年	提高白药膏价格
2017 年	提高部分产品价格

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 19：2010 年以来东阿阿胶提价情况

提价时间	阿胶块	复方阿胶浆	桃花姬
2010 年 1 月	出厂价上调20%		
2010 年 5 月	出厂价上调5%		
2010 年 10 月	出厂价上调10%		
2011 年 1 月	出厂价上调不超过60%		
2012 年 1 月	出厂价上调10%	零售价上调不超过30%	
2013 年 7 月	出厂价上调25%		
2014 年 1 月	出厂价上调19%		
2014 年 8 月		最高零售价格上调不超过53%	
2014 年 9 月	出厂价上调53%		
2015 年 4 月			210克上调出厂价25%
2015 年 11 月	出厂价上调15%	出厂价上调15%	出厂价上调15%
2016 年 11 月	出厂价上调14%	出厂价上调28%	出厂价上调25%
2017 年 11 月	出厂价上调10%	出厂价上调5%	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 20：2005 年以来片仔癀提价情况

提价时间	提价地区	提价幅度
2005年3月	国内	出厂价每粒上调5元，从125元/粒上调到130元/粒
2007年2月	国外	每粒上调2美元
2007年3月	国内	出厂价每粒上调10元
2007年11月	国内	出厂价每粒上调30元，从150元/粒上调到180元/粒
2008年3月	国外	每粒上调4美元
2010年1月	国内	内销价格每粒上调20元
2011年1月	国内，国外	内销价格每粒上调20元；外销价格每粒平均上调3.5美元
2011年10月	国内，国外	内销价格每粒上调40元；外销价格每粒平均上调6美元
2012年7月	国内，国外	内销价格每粒上调20元；外销价格每粒平均上调6美元
2012年11月	国内	出厂价每粒上调40元
2013年1月	国外	每粒平均上调6美元
2014年1月	国外	每粒平均上调3美元
2016年6月	国内	零售价格上调40元，从460元/粒上调到500元/粒
2017年5月	国内	零售价格上调30元，从500元/粒上调到530元/粒
2017年7月	国外	市场供应价格将上调不超过3美元

资料来源：公司公告，长江证券研究所

从销售价格上看，品牌 OTC 中药的销售价格呈现稳步提升的态势，由于品牌 OTC 中药具备较强“消费属性”，受益于居民收入水平提高和消费升级，这种提价趋势有望延续。从销售量上来看，品牌 OTC 中药销售量较为稳定。综合量价分析，我们认为，品牌 OTC 中药的销售额在量稳价升的情况下会保持稳定增长态势。

从云南白药、东阿阿胶、片仔癀、同仁堂这四家品牌 OTC 中药企业来看，2014 年以来，这四家企业扣非净利润增速的平均值在 14%左右波动，业绩增速较为稳健。目前品牌 OTC 中药企业的估值较为合理，我们重点推荐云南白药，建议关注片仔癀、东阿阿胶等。

表 21：2012 年以来品牌 OTC 中药企业扣非归母净利率增速

企业名称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017Q1-Q3
云南白药	32%	20%	22%	15%	3%	8%
东阿阿胶	16%	23%	10%	18%	16%	5%
片仔癀	27%	27%	-6%	20%	14%	37%
同仁堂	35%	14%	18%	16%	5%	8%
四家平均	27%	21%	11%	18%	9%	14%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 22：品牌 OTC 中药企业估值较为合理

证券代码	证券简称	2017/12/8		EPS (元)			PE	
		收盘价(元/股)	17E	18E	19E	17E	18E	19E
000538.SZ	云南白药	94.87	3.09	3.56	4.26	31	27	22
600436.SH	片仔癀	62.93	1.22	1.57	2.00	51	40	31

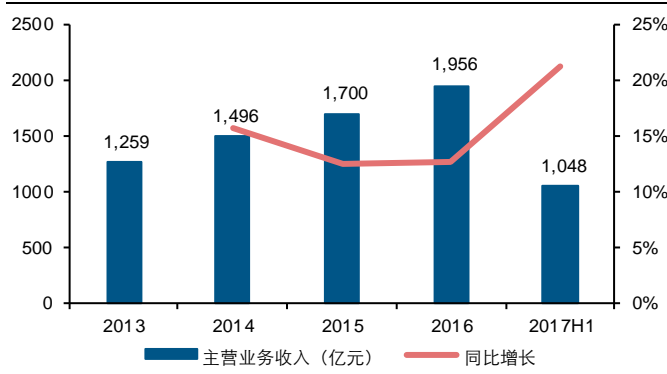
600085.SH	同仁堂	32.72	0.75	0.83	0.96	44	40	34
000423.SZ	东阿阿胶	60.09	3.17	3.63	4.16	19	17	14

资料来源：Wind 一致预测，长江证券研究所

## 中药饮片行业集中度具备提升潜力

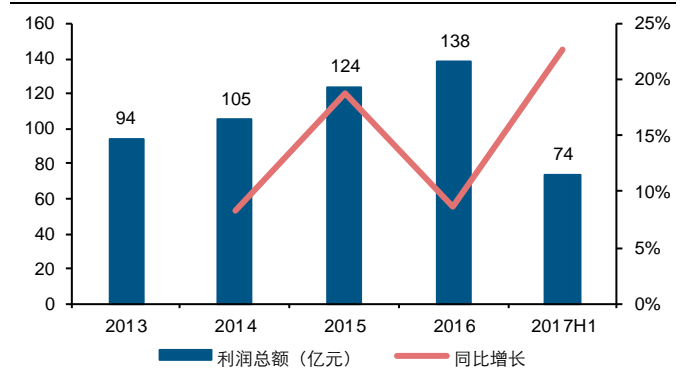
在当前医保控费的大环境下，中药饮片不计入药占比、不取消药品加成、不纳入药品集中采购目录，享受三重政策优惠，发展前景广阔。工信部数据显示，2017 年上半年，中药饮片加工行业实现收入 1,048 亿元，利润总额 74 亿元，分别同比增长 21.33%和 22.78%，较 2016 年增长提速。

图 26：中药饮片加工行业主营业务收入



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 27：中药饮片加工行业利润总额



资料来源：工信部，长江证券研究所

“小、散、乱”曾经是我国中药饮片行业的主要特征，大多数中药饮片企业规模小，生产设备和工艺落后；行业标准化程度低，缺乏统一的质量标准体系。针对行业“小、散、乱”的局面，国家食药监等部门采取了一系列的措施着手完善行业管理规范。在新版 GMP、饮片行业飞行检查、国家力推中药溯源体系之下，行业缓慢洗牌。

表 23：规范中药饮片行业发展的相关政策

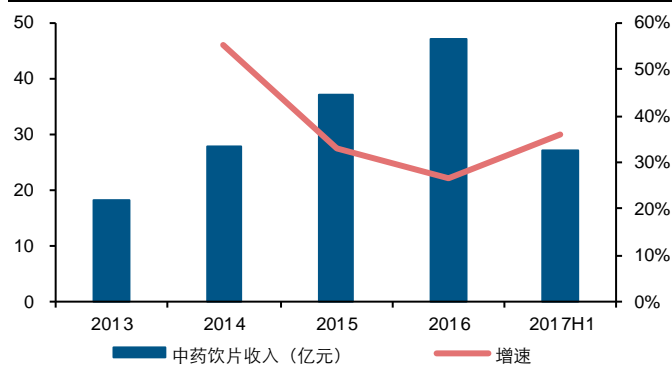
时间	产业政策	关键内容
2006 年	《外商投资产业指导目录》	“传统中药饮片炮制技术的应用及中成药秘方产品的生产”为禁止外商投资产业
2009 年	《小包装饮片推广使用单位名单》	小包装饮片试点医院增加至 465 家
2010 年	《中国药典 2010》	中药饮片标准大幅提升
2011 年	《关于加强中药饮片监督管理的通知》	加强中药饮片生产、经营、使用等各个环节的监督
2011 年	新版 GMP 施行	2015 年底饮片生产企业必须通过新版 GMP
2012 年	《关于开展中药材流通追溯体系建设试点的通知》	在保定、亳州、成都、玉林市开展中药材流通追溯体系建设试点
2013 年	《关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知》	加强中药饮片炮制规范的管理
2014 年	《关于加强中药生产中提取和提取物监督管理的通知》	外购中药饮片投料生产的，必须从具备合法资质的中药饮片生产经营企业购买
2015 年	《关于进一步加强中药饮片生产经营监管的通知》	进一步加强中药饮片监督管理

资料来源：政府网站，长江证券研究所

我们认为，随着中药饮片行业标准的逐步建立以及国家对行业监管的趋严，中药饮片行业将逐步走向规范化，行业集中度具有提升潜力。利好龙头企业，如康美药业等。

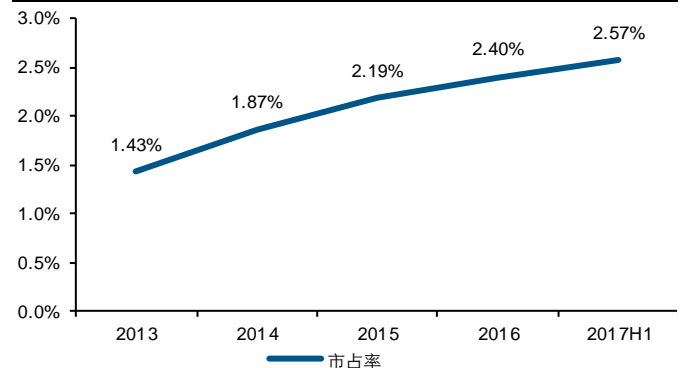


图 28：康美药业中药饮片收入及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：康美药业中药饮片收入在全国市占率不断提升



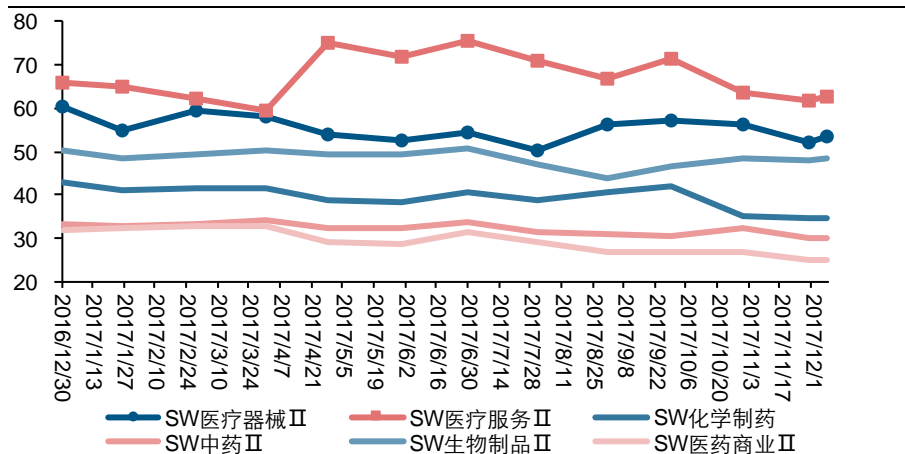
资料来源：公司公告，工信部，长江证券研究所

## 医疗服务及器械等，重点关注龙头企业

医疗服务和器械是医药行业中估值水平最高的两个子板块。截至 2017 年 12 月 8 日，医疗服务板块 TTM 市盈率仍有 62.89 倍，器械板块的 TTM 市盈率也达到 53.71 倍（申万医药指数，整体法，剔除负值）。

在这两个领域，我们认为龙头企业的业绩增长较为明确，估值匹配度也相对较好，建议关注爱尔眼科、乐普医疗等。

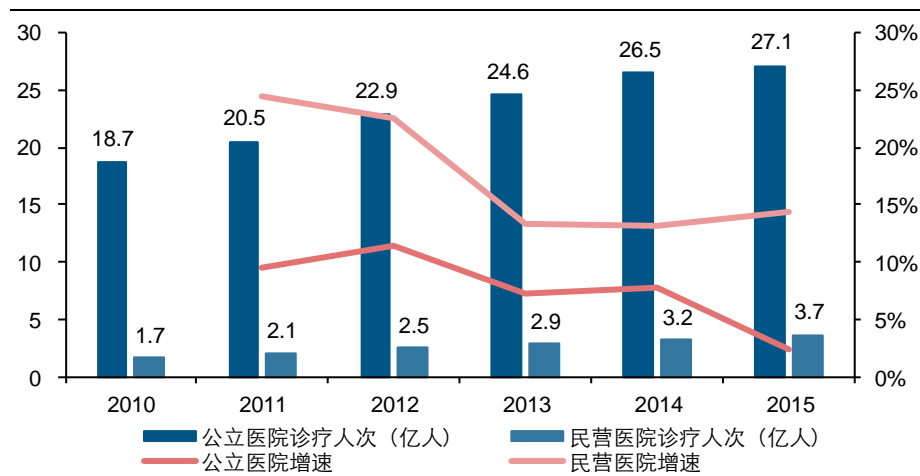
图 30：2017 年以来申万医药二级子行业 TTM 市盈率（剔除负值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

医疗服务是医药行业各细分板块中，新医改最为受益的子领域。鼓励社会资本办医政策出台以来，民营医院获得了较快发展。2010-2015 年，民营医院诊疗人次的增速均高于公立医院。

图 31：国内公立医院和民营医院诊疗人次及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

民营医院已经呈现规模化运营的态势，主要表现为两种方式，一是专科连锁医院，如爱尔眼科；另一种是综合性的医疗集团，如凤凰医疗。

经过多年的积累，部分领先民营医疗服务机构，在品牌和能力上已经逐步得到了社会的认可。爱尔眼科荣登“2016 年民营集团 50 强”第一位。美年健康已经在连锁体检领域拥有广泛的知名度和认可度，并荣获了 2015 年度中国上市医疗服务企业排行版“最佳医疗企业”。

表 24：2016 年民营医院集团前 10 强

名次	集团名称	得分
1	爱尔眼科医院集团股份有限公司	751.65
2	华润凤凰医疗控股有限公司	712.69
3	北大医疗产业集团有限公司	531.89
4	上海复兴医院投资（集团）有限公司	441.23
5	中信医疗健康产业集团有限公司	372.34
6	同仁医疗产业集团有限公司	362.12
7	贵州信邦制药股份有限公司	361.32
8	金陵药业股份有限公司	327.41
9	淮南东方医院集团	316.70
10	温州康宁医院股份有限公司	308.86

资料来源：艾力彼，长江证券研究所

2017 年，随着金域医学、昭衍新药的上市，第三方医疗服务受到广泛关注。随着行业门槛的放开和行业标准的建立，社会资本大量涌入该领域。公立医院综合改革的任务将在近期完成，民营医疗机构有望迎来跨越式发展，承接公立医院改革带来的业务量。

我们认为，考虑到医疗服务行业景气度较好，且已沉寂较长时间，2018 年板块投资机会也值得关注。

## 2018 年度医药行业投资策略及重点推荐公司

### 板块估值和业绩增速匹配度较好，继续看好

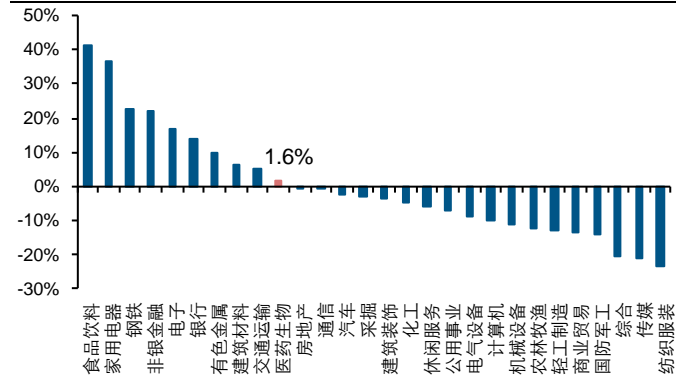
2017 年 1 月 1 日至 12 月 8 日，申万医药指数上涨 1.6%，在申万 28 个一级子行业中排名第 10，处于中上游水平。

图 32：2017 年至今申万医药板块涨跌幅



资料来源：Wind，长江证券研究所

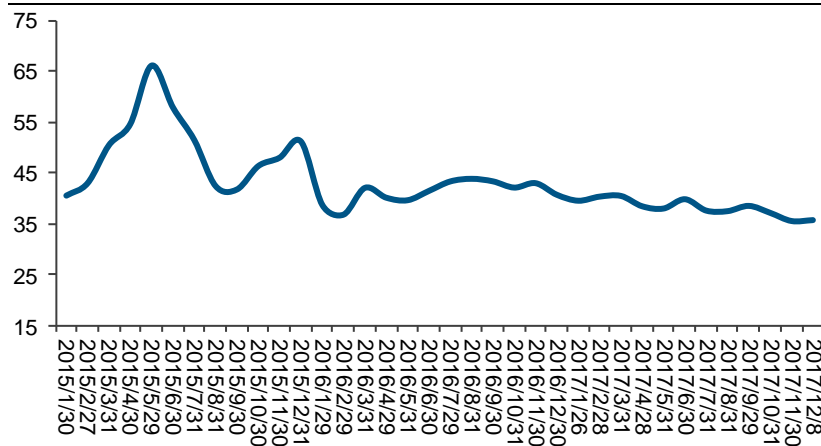
图 33：2017 年至今申万一级子行业涨跌幅排名



资料来源：Wind，长江证券研究所

经过 2016、2017 年的消化，12 月 8 日申万医药板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 35.66 倍，板块 2018 年预测市盈率已降至 30 倍以内。从 2017 年 1-3 季度的情况来看，医药板块收入增速为 19.28%，归母净利润增速为 22.92%，扣非归母净利润增速为 22.58%。我们认为，目前板块增速和估值水平的匹配度进一步向好，继续看好。

图 34：申万医药市盈率（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

### 重点推荐细分领域及公司

基于各细分领域发展趋势及相关公司估值水平，我们 2018 年重点看好：

- 1) 创新药及高质量仿制药的领军企业，如创新领域的恒瑞医药、贝达药业，制剂出口领域的华海药业、普利制药等。
- 2) 连锁药店板块，及部分低估值流通，如益丰药房、嘉事堂等。
- 3) 中药品牌 OTC、医疗服务、器械等领域的龙头公司，如云南白药、爱尔眼科等。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5. %~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。