



# 新医保有助产业复苏，显著临床疗效“受宠”

## 投资要点

- **预计 17 版目录对药品销售的影响将于 4 季度全面体现、18 年快速放量。**人社部 2017 年 2 月 23 日印发《2017 年版国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。各省应于 2017 年 7 月 31 日前发布本地基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，各统筹地区应在本省基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录发布后 1 个月内执行新版药品目录，并按照规定更新纳入基金支付范围的医院制剂清单。本次药品目录西药和中成药部分共计 2535 个，较 2009 版增加了 339 个，增幅约 15.4%。其中西药部分 1297 个，中药部分 1238 个。化药净增加 133 个，中药净增加 206 个，共计 339 个品种。我们预计全国各省市将于 2017 年 9 月之前陆续切换新医保目录，新目录对药品销售的影响将于 2017 年 4 季度全面体现。
- **从医保目录管窥医药行业：产业格局分化进一步加速。**新医保目录体现新特点：1) 确定谈判机制，创新药可通过逐一谈判、逐一进入目录的方式有序滚动调整，我们认为将缩短创新药放量周期、利好创新能力强的公司；2) 本次医保目录对稀缺的儿童用药给予特别照顾，健民集团的小儿龙牡壮骨颗粒及葵花药业的小儿肺热咳喘口服液等超预期进入新版医保目录；3) 医保对中药注射剂临床使用加以限制，三七皂苷系列注射剂限二级医疗机构以上使用、康艾及参芪扶正注射剂均加以限制。鼠神经生长因子等辅助用药医保均加以限制使用。尤其是销售额巨大的辅助用药限制明显；4) 血制品人白、静丙及因子类产品医保放开使用。总之，医保目录结构性调整（尤其对辅助用药的限制），有利于缓解医保压力；给临床疗效确切的药品提供成长空间。
- **重点关注后续医保支付标准、谈判目录、各省增补。**1) 本次医保目录调整的文件中提到各地区要按通用名制定医保药品支付标准工作，我们认为后续医保支付方式相关政策将对品种定价产生较大影响，值得关注。2) 此次医保目录调整将引入了 45 个拟谈判药品，部分临床价值高但价格较为昂贵的药品有望通过谈判适当降低价格后再纳入目录范围。3) 要求各省 7 月 31 日之前出台各省的增补目录，部分未进入全国医保的品种后续进入增补的情况值得关注。
- **投资策略与重点关注个股：**新版医保目录调整、结构性医保控费及商业保险的崛起，利好国产高质量仿制药和创新药。对本次医保目录品种进行了梳理，根据公司品种格局、空间和公司销售能力、预测 2020 年销售情况，同时从市场预期、业绩弹性、估值等角度综合考虑，依次建议关注：益佰制药、亿帆医药、景峰医药、易明医药、翰宇药业、健民集团等。其中重点推荐益佰制药(600594)、景峰医药(000908)、恒瑞医药(600276)、健民集团(600976)、亿帆医药(002019)、葵花药业(002737)、人福医药(600079)。

## 重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
600594	益佰制药	18.97	买入	0.24	0.51	0.71	88.67	37.2	26.72
000908	景峰医药	10.72	增持	0.41	0.49	0.58	26.15	21.88	18.48
600276	恒瑞医药	51.36	买入	1.11	1.15	1.4	44.06	44.66	36.69
600976	健民集团	32.79	买入	0.56	0.42	0.65	58.55	76.02	50.45
002019	亿帆医药	17.92	买入	0.82	0.66	0.8	48.78	27.15	22.4

数据来源：公司公告，西南证券（注：健民集团 2016 年业绩已出）

## 西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

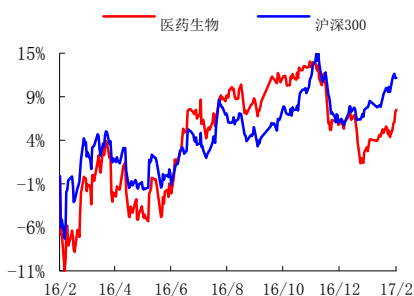
邮箱：ctl@swsc.com.cn

联系人：张肖星

电话：021-68415020

邮箱：zxixing@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	238
行业总市值(亿元)	33,932.87
流通市值(亿元)	33,342.48
行业市盈率 TTM	41.36
沪深 300 市盈率 TTM	13.4

## 相关研究

1. 医药行业：新医保目录出台，关注受益品种 (2017-02-24)
2. 医药行业：近半省市新标执行，IMS 药品终端数据回暖 (2017-02-23)
3. 医药行业政策专题报告：医药新周期下，“轻医重药”新思路 (2017-02-13)
4. 医药行业：药品改革进度加快，促进行业结构调整 (2017-02-10)

## 目 录

1 预计 17 版目录对药品销售的影响将于 4 季度全面体现 .....	1
2 入围目录意味放量契机，关注受益品种带来的投资机会 .....	2
2.1 2009 版医保目录调整启示：入围品种迎来放量契机 .....	2
2.2 本次目录获益品种分析，寻找最具弹性投资标的 .....	4
3 从医保目录管窥医药行业：产业格局分化进一步加速 .....	7
3.1 新设谈判目录，为新药放量提供契机 .....	7
3.2 医保产业引导者地位凸显，行业格局加速调整 .....	7
3.3 重点关注后续医保支付标准、谈判目录、各省增补 .....	10
附：各上市公司新进医保目录品种分析 .....	11
1 益佰制药（600594）：理气活血滴丸、洛铂 .....	11
2 景峰医药（000908）：榄香烯注射液 .....	13
3 翰宇药业（300299）：注射用特利加压素 .....	13
4 易明医药（002826）：瓜蒌皮注射液 .....	14
5 葵花药业（002737）：小儿肺热咳喘口服液 .....	14
6 以岭药业（002603）：莲花清瘟 .....	15
7 昆药集团（600422）：血塞通软胶囊 .....	15
8 人福医药（600079）：盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液 .....	16
9 亿帆医药（002019）：11 个品种 .....	17
10 广生堂（300436）：替诺福韦 .....	18
11 丽珠集团（000513）：艾普拉唑肠溶片 .....	18
12 恩华药业（002262）：右美托咪定、齐拉西酮粉针剂 .....	19
13 恒瑞医药（600276）：艾瑞昔布、右美托咪定等 .....	20
14 华润双鹤（600062）：匹伐他汀 .....	23

## 图 目 录

图 1：国内医保目录发展历史 .....	1
图 2：2010-2014 新进 09 医保目录品种与所有药品 PDB 销售额增速对比 .....	2
图 3：心血管、抗肿瘤、糖尿病、抗病毒领域新进品种较多（西药） .....	8
图 4：心脑血管药物样本医院市场销售情况 .....	12
图 5：复方丹参滴丸样本医院市场销售情况 .....	12
图 6：抗肿瘤烷化剂样本医院市场情况 .....	12
图 7：洛铂样本医院市场情况 .....	12
图 8：2004-2015 年我国儿童感冒类用药市场增长趋势 .....	14
图 9：2004-2015 年小儿止咳化痰类用药增长趋势 .....	14
图 10：2015 年三大类药品中成药营业收入占比 .....	15
图 11：2012-2015 年小儿肺热咳喘口服液增长趋势 .....	15
图 12：心脑血管药物样本医院市场销售情况 .....	16
图 13：血塞通软胶囊销售收入及增速 .....	16
图 14：2012-2020 年国内替诺福韦与恩替卡韦市场销售额预测（亿元） .....	18
图 15：2013-2015 塞来昔布全球销售额 .....	21
图 16：2015 年全球 NSAIDs 药物竞争格局 .....	21
图 17：艾瑞昔布未来市场销售额预测 .....	22
图 18：2016 国内右美托咪定市场格局 .....	22
图 19：2016-2020 公司右美销售额预测 .....	22
图 20：他汀类药物市场规模及增速 .....	23
图 21：2016 前三季度他汀类药物市场竞争格局 .....	23
图 22：匹伐他汀药物市场规模及在他汀类药物市场份额 .....	24
图 23：华润双鹤匹伐他汀市场规模及市占率 .....	24

## 表 目 录

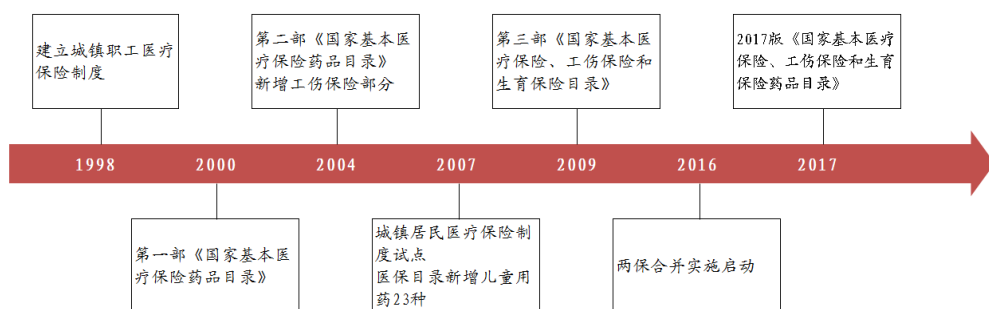
表 1: 医保甲、乙类药品对比 .....	1
表 2: 2014 年 PDB 样本医院新进入医保目录的过亿元品种分析 (单位: 百万元) .....	2
表 3: 本次医保目录调整数量概况 .....	4
表 4: A 股上市公司相关品种进入医保情况及业绩弹性测算 (亿元) .....	6
表 5: 儿童药 2017 与 2009 入围对比 (仅列示入围情况发生变化的) .....	7
表 6: 中药注射剂 2017 与 2009 限制情况对比 (仅列示限制情况发生变化的) .....	8
表 7: 部分用量大或存在一定程度滥用的品种 2017 与 2009 限制情况对比 .....	9
表 8: 2011-2015 年国内特利加压素同类产品市场规模 (单位: 亿元) .....	13
表 9: 2011-2015 年麻醉镇痛类产品市场规模 (单位: 百万元) .....	17
表 10: 亿帆医药新进医保目录品种信息 .....	17
表 11: 2011-2015 年国内各类 PPI 药物市场规模 (单位: 亿元) .....	19
表 12: 恩华药业新进医保目录品种信息 .....	20
表 13: RA 治疗主要药物分类 .....	20
表 14: 恒瑞医药新进医保目录品种信息 .....	23

## 1 预计 17 版目录对药品销售的影响将于 4 季度全面体现

2017 年 2 月 23 日，人社部印发通知，正式公布《2017 年版国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

医保目录的历史可追溯于建国之始，1999 年，劳动和社会保障部等七部委联合制定《城镇职工基本医疗保险用药范围管理暂行办法》，提出《医保目录》的纳入条件、范围、原则等，提出医保目录原则上每 2 年调整一次，新药增补工作每年进行一次。2000 年 5 月劳动和社会保障部正式颁布《国家基本医疗保险药品目录》。

图 1：国内医保目录发展历史



数据来源：中国医疗保险，西南证券

医保药物分为甲、乙两类。乙类较甲类价格更高、报销比例更高、报销方法及调整原则更灵活。

表 1：医保甲、乙类药品对比

	甲类	乙类
选择标准	临床必需、使用广泛、疗效好、同类药品中价格低的品种	可供临床治疗选择使用、疗效好、同类药品中比甲类药品价格较高的药品
报销方法	全额纳入医保基金给付范围	由职工自付一定比例后（比例由地方政府自行决定），再纳入基本医疗保险基金给付范围
调整原则	由国家统一制定，各地不得调整	各地社保局可视本地情况，对国家制定的乙类医保目录进行品种调入和调出，总量控制在 15% 以内

数据来源：西南证券整理

2009 年以来，我国的医保目录已经 6 年未更新，相对于海外 1-6 个月的调整周期来看，速度明显偏慢，无法及时跟进疾病谱变化与制药创新带来的用药需求。此次医保目录的更新将为国内优质制药企业的发展带来契机。

根据本次医保目录调整要求，各省（区、市）应于 2017 年 7 月 31 日前发布本地基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录。调整的数量（含调入、调出、调整限定支付范围）不得超过国家乙类药品数量的 15%。各统筹地区应在本省（区、市）基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录发布后 1 个月内执行新版药品目录，并按照有关规定更新纳入基金支付范围的医院制剂清单。

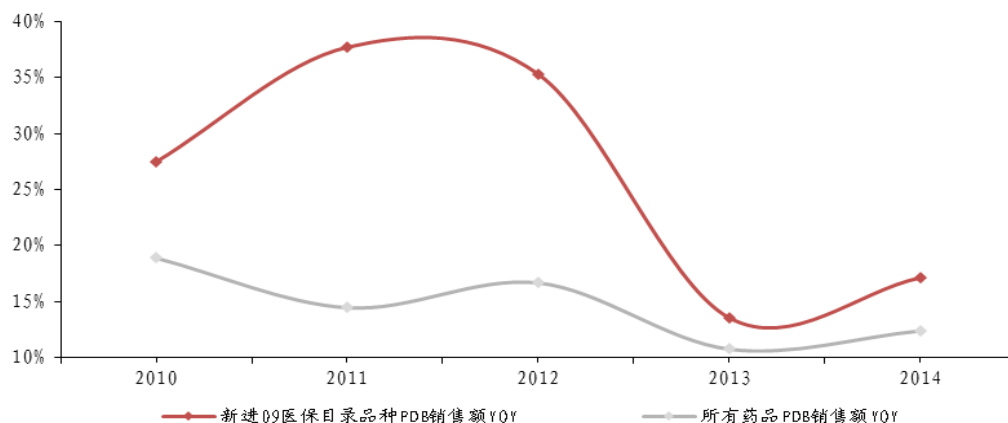
我们预计全国各省市将于 2017 年 9 月之前陆续切换新医保目录，新目录对药品销售的影响将于 2017 年 4 季度全面体现。

## 2 入围目录意味放量契机，关注受益品种带来的投资机会

### 2.1 2009 版医保目录调整启示：入围品种迎来放量契机

品种进入医保目录意味着更大的患者消费意愿，因此，进入医保目录对品种销售额的带动效应显著十分显著。我们统计了 2009 年新调入医保目录品种中 142 个品种的 PDB 样本医院销售情况，2010-2014 年新进 09 年医保目录品种的 PDB 样本医院销售额增速远高于全药品 PDB 样本医院的销售额。

图 2：2010-2014 新进 09 医保目录品种与所有药品 PDB 销售额增速对比



数据来源：wind、西南证券

我们按照“2014 年 PDB 样本医院销售过亿”和“2009-2014 年 CAGR>20%”两个标准梳理出 37 个新进 09 版医保目录的品种，发现通过医保目录放量的品种具备如下特点：

- **品种的产品属性：**37 个品种中，8 个为神经系统用药、5 个为心血管用药、4 个抗感染用药和 3 个为抗肿瘤用药，均为大病领域；
- **品种格局：**大部分品种竞争格局良好，37 个品种中有 12 个产品独家，厂商数≤5 家的品种有 26 个，占比约 70%；
- **厂家的营销推广能力：**大部分通过医保目录放量的品种的市占率前三的生产企业中均存在营销推广能力强的药企，部分品种 10-14 年市占率格局变化较大，可见进入医保目录后，药企的营销推广能力为产品放量的关键。

表 2：2014 年 PDB 样本医院新进入医保目录的过亿元品种分析（单位：百万元）

品种	09 年 销售额	14 年 销售额	09-14 年 CAGR	治疗领域	10 年 格局	10 年市占率 TOP3 企业	14 年市占率 TOP3 企业
利伐沙班	2.7	140.0	119.6%	心血管	1	拜耳(100%)	拜耳(100%)
瑞舒伐他汀	20.4	671.7	101.1%	心血管	5	阿斯利康 (91%)、鲁南贝特 (4%)、 京新药业 (4%)	IPR (82%)、鲁南贝特 (7%)、 京新药业 (5%)
比阿培南	8.3	217.9	92.2%	抗感染	3	正大天晴 (79%)、先生制药 (20%)、 石药集团 (1%)	正大天晴 (73%)、先生制药 (26%)、石药集团 (1%)
贝前列素	6.7	112.3	75.7%	心血管	2	安斯泰来(83%)、泰德制药 (17%)	泰德制药 (21%)、安斯泰来(78%)



品种	09年 销售额	14年 销售额	09-14年 CAGR	治疗领域	10年 格局	10年市占率 TOP3 企业	14年市占率 TOP3 企业
纳美芬	25.1	337.7	68.1%	神经系统	3	天台山制药 (44%)、海思科 (44%)、 豫西药业 (12%)	天台山制药 (39%)、海思科 (38%)、豫西药业 (20%)
噻托溴铵	11.9	139.5	63.7%	呼吸系统	2	勃林格殷格翰 (70%)、正大天晴 (30%)	勃林格殷格翰 (82%)、正大天晴 (18%)、仙琚制药 (1%)
帕瑞昔布	18.3	203.9	62.0%	肌肉/骨骼系统	1	法玛西亚 (100%)	法玛西亚 (100%)
碘克沙醇	21.6	234.6	61.2%	显影剂	1	GE (100%)	GE (65%)、恒瑞 (31%)、奈科 明 (1%)
磺苄西林	15.2	161.0	60.3%	抗感染	4	瑞阳制药 (78%)、尔康制药 (18%)、 美罗制药 (3%)	尔康制药 (52%)、瑞阳制药 (28%)、哈药集团 (14%)
右丙亚胺	17.0	175.7	59.6%	抗肿瘤	1	奥赛康 (100%)	奥赛康 (100%)
普拉克索	13.0	114.0	54.5%	神经系统	1	勃林格殷格翰 (100%)	勃林格殷格翰 (100%)
替莫唑胺	45.4	368.7	52.0%	抗肿瘤	3	天士力 (52%)、奥利安 (38%)、 先灵葆雅 (10%)	奥利安 (51%)、天士力 (46%)、 先灵葆雅 (2%)
艾司西酞普兰	24.4	190.1	50.8%	神经系统	4	灵北 (74%)、京卫制药 (25%)、 西安杨森 (1%)	灵北 (75%)、京卫制药 (23%)、 四川科伦 (3%)
丁苯酞	58.7	443.6	49.9%	心血管	1	石药集团 (100%)	石药集团 (100%)
度洛西汀	16.3	116.4	48.2%	神经系统	2	礼来 (83%)、中西药业 (17%)	礼来 (83%)、中西药业 (14%)、 恩华药业 (0.4%)
左乙拉西坦	24.6	159.9	45.5%	神经系统	1	优时比 (100%)	优时比 (96%)、Nextpharma (4%)
伏格列波糖	17.3	101.9	42.6%	糖尿病	7	武田 (45%)、江苏晨牌 (32%)、 浙江震元 (17%)	武田 (52%)、江苏晨牌 (28%)、 浙江震元 (9%)
鼠神经生长因子	152.0	809.6	39.7%	神经系统	3	舒泰神 (52%)、北大生物 (27%)、 海特生物 (21%)	舒泰神 (41%)、北大生物 (33%)、 海特生物 (24%)
羟考酮	25.3	131.6	39.1%	麻醉用药	3	Bard (85%)、明蒂医药 (15%)	Bard (86%)、Hamol (14%)
恩替卡韦	241.8	1207.4	37.9%	乙肝抗病毒	4	施贵宝 (97%)、正大天晴 (3%)	施贵宝 (65%)、正大天晴 (26%)、 东瑞制药 (4%)
异甘草酸镁	110.7	514.7	36.0%	肝炎	2	正大天晴 (100%)	正大天晴 (100%)
唑来膦酸	109.3	473.7	34.1%	抗肿瘤	12	诺华 (55%)、正大天晴 (18%)、 恒瑞 (10%)	诺华 (74%)、正大天晴 (10%)、 恒瑞 (8%)
米卡芬净	25.0	105.2	33.3%	抗菌	1	安斯泰来 (100%)	安斯泰来 (100%)
伏立康唑	234.2	963.4	32.7%	抗感染	10	辉瑞 (63%)、海斯药业 (11%)、华 神集团 (10%)	法玛西亚 (34%)、辉瑞 (21%)、 华神集团 (11%)
长春西汀	134.4	497.5	29.9%	心血管	26	羚锐制药 (45%)、吉瑞 (13%)、 沈阳志鹰 (6%)	润鸿制药 (69%)、吉瑞 (18%)、 智同生物 (10%)
重组 EPO	67.4	242.2	29.2%	血液系统	1	三生药业 (100%)	三生药业 (100%)
多奈哌齐	42.5	134.0	25.8%	神经系统	12	卫材制药 (76%)、桑田药业 (8%)、 方舟制药 (8%)	卫材制药 (90%)、江苏豪森 (12%)、方舟制药 (6%)

品种	09年 销售额	14年 销售额	09-14年 CAGR	治疗领域	10年 格局	10年市占率 TOP3 企业	14年市占率 TOP3 企业
腺苷蛋氨酸	83.9	256.8	25.1%	肝病	4	雅培（54%）、基诺（46%）	雅培（43%）、海正（39%）、基诺（18%）
PEG IFN α 2b	43.2	131.3	24.9%	免疫调节	1	先灵葆雅（100%）	先灵葆雅（100%）
卡泊芬净	122.5	356.8	23.8%	抗感染	2	Catalent（95%）、默沙东（5%）	默沙东（66%）、Catalent（34%）
替比夫定	95.3	271.9	23.3%	乙肝抗病毒	1	诺华（100%）	诺华（100%）
瑞芬太尼	80.7	229.3	23.2%	神经系统	1	人福药业（100%）	人福药业（100%）
血凝酶	276.8	762.4	22.5%	血液系统	6	诺康药业（28%）、奥鸿药业（25%）、素高（24%）	康辰药业（51%）、诺康药业（22%）、奥鸿药业（19%）
左卡尼汀	237.8	649.5	22.3%	糖尿病	23	兰陵制药（46%）、西格玛托（23%）、瑞阳制药（7%）	西格玛托（41%）、兰陵制药（22%）、东北制药（11%）
人免疫球蛋白	287.7	777.7	22.0%	免疫系统	23	华兰生物（13%）、远大蜀阳（12%）、成都蓉生（9%）	山东泰邦（16%）、成都蓉生（13%）、华兰生物（11%）
转化糖	334.9	892.0	21.6%	大输液	10	美达康佳乐（49%）、扬子江（17%）、富民金山（16%）	扬子江（34%）、美达康佳乐（21%）、富民金山（18%）
腺苷钴胺	113.3	283.52	20.1%	血液系统	13	三联药业（50%）、第一生化（31%）、华北制药（11%）	三联药业（31%）、河北智同（18%）、重庆药友（15%）

数据来源：PDB，西南证券整理

## 2.2 本次目录获益品种分析，寻找最具弹性投资标的

本次药品目录西药和中成药部分共计 2535 个，较 2009 版增加了 339 个，增幅约 15.4%。其中西药部分 1297 个，中药部分 1238 个。西药净增加 133 个，中药净增加 206 个，共计 339 个品种。中药饮片部分沿用 09 版规定，此外确定了 45 个拟谈判的专利、独家品种，名单将后续公布并和相关药企展开谈判。

表 3：本次医保目录调整数量概况

	2009	2016
合计数	2191	2535
西药	1164	1297
中成药	987	1238
含民族药	45	88
谈判药	0	45

数据来源：中国医疗保险，西南证券

我们对本次医保目录品种进行了梳理，根据公司品种格局、空间和公司销售能力，预测 2020 年销售情况，从市场预期、业绩弹性、估值等角度综合考虑，依次建议关注：益佰制药、亿帆医药、景峰医药、易明医药、翰宇药业、健民集团。

分析过程、相关指标及风险提示说明：



为了比较直观的分析医保目录调整对各个上市公司的影响，从而对投资起到定性判断作用，我们重点分析了竞争格局比较好，市场空间大的新进品种或使用范围扩大的重点品种，我们进行了如下方式的简化性弹性测算，分析过程及相关指标和详细的风险提示说明如下：

#### A. 分析过程：

1) 筛选出相关公司重点受益品种；2) 分析品种属性和竞争格局，简单测算出市场空间；3) 结合公司销售能力预测 2020 年销售额；4) 根据公司开票模式和行业平均水平，测算增厚业绩；5) 以 2016 年业绩为分母，测算业绩弹性；6) 引入估值因素和市场预期等，给予定性的投资建议。

#### B. 相关指标：

1) 业绩弹性公式： $(2020 \text{ 年销售额} - 2016 \text{ 年销售额}) \times \text{假设净利率} \times \text{权益比例} / 2016 \text{ 年公司业绩}$ ；

2) 弹性/2016PE：考虑到部分业绩弹性高的原因在于基数低、估值贵，我们引入公司估值因素，提出业绩弹性/2016PE 指标，类 PEG 指标原理，即绝对值越大，意味着该品种对公司弹性影响越大；

3) 市场预期：主要指相关公司在医保目录正式出台前被相关研报或投资机构推荐或提及频率，高、中、低表示我们对频率高低的定性判断；

#### C. 假设条件：

1) 2020 年销售额：分析品种属性，格局、空间和公司销售能力假设；

2) 2016 年产品销售额：主要来源于行业调研或药品终端数据库；

3) 净利润率：主要依据为行业平均净利润率或公司/子公司净利润率水平；

4) 2016-2017 年公司业绩：主要来源于 wind 一致预期或公司公告或西南证券相关报告；

#### D. 风险提示：

1) 对于医保目录带来的增量分析，即重点品种 2020 年销售和增厚业绩的预测，仅为定性分析，而非精确预测，不构成对该产品的最终收入和业绩贡献的分析与承诺；

2) 分析过程未考虑公司存量业务的成长性，为简化过程，我们业绩弹性测算仅以 2016 年业绩预期为分母，由于各个公司存量业务成长性各不相同，即“2020 年增厚业绩/2016”的业绩弹性不是该品种未来实际的业绩弹性；

3) 2016-2017 年的业绩预测主要来源于西南证券相关研究报告或 wind 一致预期，存在公司实际业绩低于预期的风险。

**表 4：A 股上市公司相关品种进入医保情况及业绩弹性测算（亿元）**

公司	相关品种	上市时间	变化类型	原医保 增补	品种 格局	2016E 规模	同比 增速	市场 空间	2020E 规模	假设净 利润率	增厚 业绩	16年净 利润	增厚 弹性	市值	2016 PE	2017 PE	弹性 /16PE	市场 预期	权益比 例
益佰制药	理气活血滴丸	2012	新进	0	1	0.2	10%	10	5	20%	1.0	4.0	110%	150	38	28	2.93	低	
	洛铂	2005	去限制		1	4	80%	20	10	30%	1.8								
	注：取消“限其他铂类药物无效或不能耐受”使用限制																		
	复方斑蝥胶囊	2002	去限制		8	2	10%	5	3	20%	0.2								
	注：取消“限消化系统肿瘤”使用限制																		
景峰医药	艾愈胶囊	2002	新进	3	1	0.20	10%	5	5	30%	1.4	3.6	39%	94	26	22	1.48	低	53%
	榄香烯注射液	2002	扩大范围	国乙	2	4	60%	20	15	25%	1.4								
	注：由限出现癌性胸水的患者，转为限肿瘤介入治疗、腔内化疗及癌性胸腹水的患者																		
翰宇药业	注射用特利加压素	2009	新进	10	2	1.7	35%	5-10	5	30%	1.0	3.7	59%	168	45	31	1.31	低	
	依替巴肽注射液	2015	新进	0	2	很小	NA	5	2	30%	0.6								
	卡贝缩宫素注射液	2016	去限制	国乙	3	0		10	2	30%	0.6								
	注：取消限抢救																		
易明医药	瓜蒌皮注射液	2002	新进	15	1	2.5	25%	10	6.5	12%	0.5	0.6	86%	60	107	85	0.80	低	
健民集团	龙牡壮骨颗粒	2003	新进	1	1	1.8	5%	10	5	20%	0.6	0.65	98%	50	77	59	1.27	低	
	复方紫草油	2004	新进	2	1	0.03	20%	5	2	25%	0.5								
葵花药业	小儿肺热咳喘口服液	2011	新进	12	1	4.5	50%	10-15	10	20%	1.1	2.6	42%	105	40	33	1.05	低	
千金药业	妇科断红饮胶囊	2009	新进	11	1	0.10	50%	5	2	20%	0.4	1.5	25%	58	39	29	0.66	低	
以岭药业	莲花清瘟胶囊	2004	乙升甲	25	1	7.3	25%	20	18	15%	1.6	5.4	30%	200	37	28	0.80	低	
海正药业	替加环素	2012	新进	5	5	1.5	0.1	10	4	20%	1.9	0.5	380%	134	268	268	1.42	低	
	伊达比星	2005	新进	1	2	1.5	0.05	8	4	20%									
	重组人II型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白	2015	新进	4	4	1.5	4	30	6	20%									
	匹伐他汀	2013	新进	0	4	很小	NA	10	2	20%	0.4	2.3	17%	76	33	30	0.01	低	
昆药集团	血塞通软胶囊	2004	新进	5	2	2.00	30%	10	6	20%	0.8	4.2	31%	104	25	21	1.25	中	
	灯银脑通胶囊	2002	新进	7	1	0.50	20%	5	3	20%	0.5								
人福医药	盐酸氢吗啡酮注射液	2013	新进	0	1	很小	NA	5-10	3	25%	0.5	8.6	17%	266	31	24	0.56	中	67%
	盐酸纳布啡注射液	2014	新进	0	1	很小	NA	5-10	3	25%	0.5								
	5个独家维药		新进	NA	1	较小	NA	3-6	3	25%	0.5								
亿帆医药	妇阴康洗剂	1998	新进	0	1			5	1	20%		2.0	7	29%	197	28	22	1.01	较高
	缩宫素鼻喷雾剂	2002	新进	0	1	0.2	10%	2.5	1	20%									
	皮敏消胶囊	1998	新进	0	1			1	0.5	20%									
	除湿止痒软膏	2004	新进	0	1			1	0.5	20%									
	复方银花解毒颗粒	2004	新进	0	1			10	3	20%									
	颈痛颗粒	1999	新进	0	1			5	2	20%									
	延丹胶囊	2005	新进	0	1			5	2	20%									
	异维A酸凝胶	2002	新进	0	1			1	0.5	20%									
	小儿金翘颗粒	2000	新进	0	1			1	0.5	20%									
	疤痕止痒软化乳膏	2005	新进	0	1			0.5	0.2	20%									
广生堂	替诺福韦	预计2017	新进	23	1	0.0	0	50	5	30%	1.5	0.9	176%	71	84	79	2.11	高	
康缘药业	大株红景天胶囊	2004	新进	20	1	0.3	0.2	10	5	20%	0.94	3.9	44%	113	29	25	1.52	高	
	腰痹通胶囊	2001	乙升甲	国乙	1	1.6	0.15	5	3	20%	0.28								
	桂枝茯苓胶囊（片）	1995	乙升甲	国乙	1	3.5	0.1	10	6	20%	0.5								
丽珠集团	艾普拉唑肠溶片	2007	新进	13	1	2.9	0-60%	10	10	20%	1.5	7.6	20%	224	29	24	0.67	高	
恩华药业	右美托咪定	2011	新进	3	4	1.0	100%	30	3	20%	0.4	3.1	26%	143	46	37	0.56	高	
	齐拉西酮粉针	2006	新进	2	3	1.0	2%	15	3	20%	0.4								

公司	相关品种	上市时间	变化类型	原医保 增补	品种 格局	2016E 规模	同比 增速	市场 空间	2020E 规模	假设净 利润率	增厚 业绩	16年净 利润	增厚 弹性	市值	2016 PE	2017 PE	弹性 /16PE	市场 预期	权益比 例
恒瑞医药	艾瑞昔布	2011	新进	1	1	0.8	20%	10	8	30%	2.2	26.5	22%	1,206	45	37	0.49	高	
	非布司他	2013	新进	0	3	0.7	>100%	5	4	20%	0.7								
	达托霉素	2016	新进	0	4	0.0	0%	5	3	20%	0.6								
	右美托咪定	2011	新进	3	4	11.7	25%	20	20	30%	2.4								
华润双鹤	匹伐他汀钙片	2008	新进	10	5	2.6	1	10	6	20%	0.68	7.0	10%	173	25	22	0.39	高	

数据来源：西南证券

## 3 从医保目录管窥医药行业：产业格局分化进一步加速

### 3.1 新设谈判目录，为新药放量提供契机

过去，医保目录通常是 5 年调整一次，09 版医保目录则由于推动城乡结合等原因 7 年未调整，为新药的放量竖立起无形壁垒。

此次医保目录确定了谈判机制，谈判品种多为重特大疾病用药及价格贵、疗效好的创新药。过去医保目录隔几年调整一次，现在可通过逐一谈判、逐一进入目录的方式有序滚动调整，为创新药的放量提供了契机。

### 3.2 医保产业引导者地位凸显，行业格局加速调整

我们梳理了本次医保目录调整中调入、调出和受限的品种，发现以下趋势：

- **鼓励儿童药。**合计约有 40 余个儿童药品种新进入医保。

表 5：儿童药 2017 与 2009 入围对比（仅列示入围情况发生变化的）

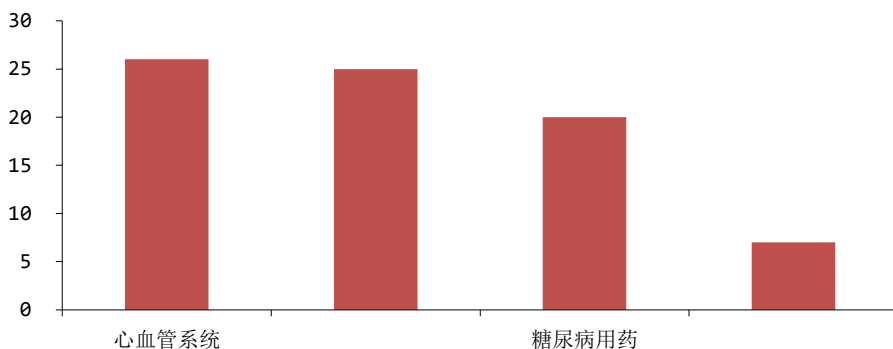
品种（剂型）	变化	品种（剂型）	变化
<b>中药领域新增儿科品种（剂型）</b>			
宝儿康散	新进品种	炎消迪娜儿糖浆	新进品种
儿感退热宁颗粒（口服液）	新进品种	九味熄风颗粒	新进品种，限儿童
儿童清咽解热口服液	新进品种	神曲消食口服液	新进品种，限儿童
小儿百寿丸	新进品种	炎宁糖浆	新进品种，限儿童
小儿定喘口服液	新进品种	龙牡壮骨颗粒	新进品种，限小儿佝偻病
小儿肺热咳嗽颗粒（口服液）	新进品种	小儿化毒散（胶囊）	乙类升甲类
小儿肺热清颗粒	新进品种	小儿泻速停颗粒	乙类升甲类
小儿腹泻散	新进品种	健儿消食合剂	增加剂型
小儿黄龙颗粒	新进品种	小儿咳喘灵口服液（合剂）	增加剂型
小儿金翘颗粒	新进品种	小儿七星茶颗粒（糖浆）	增加剂型
小儿清热感冒片	新进品种	小儿清热止咳合剂（糖浆）	增加剂型
小儿热咳口服液	新进品种	小儿热速清糖浆	增加剂型
小儿石菖散	新进品种	化积颗粒	增加剂型（限儿童）
小儿消积止咳颗粒	新进品种		
<b>西药领域新增儿科品种（剂型）</b>			
小儿复方磺胺甲噁唑（颗粒剂）	新进品种	蒙脱石（口服液体剂）	新进品种（限儿童）

品种（剂型）	变化	品种（剂型）	变化
小儿大黄碳酸氢钠（口服常释剂型）	新进品种	洛哌丁胺（颗粒剂）	新进品种（限儿童）
小儿对乙酰氨基酚（口服常释剂型）	新进品种	复方氨基酸(19AA-1)（注射剂）	新进品种（限儿童）
小儿复方阿司匹林（口服常释剂型）	新进品种	小儿碳酸钙 D3（颗粒剂）	新进品种（限小儿佝偻病）
小儿复方磺胺甲噁唑（口服常释剂型）	新进品种	高血糖素（注射剂）	新进品种（限严重低血糖症和儿童）
小儿小檗碱（口服常释剂型）	新进品种	胆维丁（口服乳剂）	新进品种（限婴幼儿佝偻病）
小儿异丙嗪（口服常释剂型）	新进品种	阿莫西林（口服液体剂、颗粒剂）	乙类变甲类（限儿童及吞咽困难患者）
小儿复方磺胺甲噁唑（口服散剂）	新进品种	左乙拉西坦（口服液体剂）	增加剂型
小儿复方氨基酸(18AA-1)（注射剂）	新进品种	安乃近（滴鼻剂）	增加剂型（限儿童）
小儿复方氨基酸(19AA-1)（注射剂）	新进品种	多潘立酮（口服液体剂）	增加剂型（限儿童）
孟鲁司特（咀嚼片、颗粒剂）	新进品种（限儿童）		

数据来源：西南证券整理

- 从细分领域来看，心血管系统（尤其是高血压复方制剂）、抗肿瘤领域、糖尿病领域（尤其是糖尿病）、抗病毒领域纳入品种较多。

图 3：心血管、抗肿瘤、糖尿病、抗病毒领域新进品种较多（西药）



数据来源：西南证券

- **限制中药注射剂、辅助用药。**合计 20 余个品种中药注射剂增加了使用限制，如三七皂苷类注射剂仅限二级及以上医疗机构、参芪扶正增加了适应症限制。大部分中药注射剂将退出基层市场。

表 6：中药注射剂 2017 与 2009 限制情况对比（仅列示限制情况发生变化的）

品种	2017 限制情况	2009 限制情况
康艾注射液	限说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗	限中晚期肿瘤
丹红注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的重症患者	限心脑血管病发作期
醒脑静注射液	限二级及以上医疗机构并有中风昏迷、脑外伤昏迷或酒精中毒昏迷抢救的患者	限神志障碍
清开灵注射液	限二级及以上医疗机构并有急性中风偏瘫、神志不清的患者	限二级以上医院
华蟾素注射液	限癌症疼痛且吞咽困难者	限癌症疼痛
三七皂苷注射剂（包括血塞通注射液、血栓通注射液、注射液血塞通（冻干）、注射用血栓通（冻干））	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无

品种	2017 限制情况	2009 限制情况
银杏叶注射制剂（包括银杏达莫注射液、银杏叶注射液、银杏叶提取物注射液、注射用银杏叶提取物、舒血宁注射液）	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者	无
灯盏注射制剂（包括灯盏细辛注射液、灯盏花素注射液、注射用灯盏花素）	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无
脉络宁注射液	限二级及以上医疗机构	无
苦黄注射液	限二级及以上医疗机构	无
苦碟子注射液	限二级及以上医疗机构并有明确冠心病、心绞痛诊断患者	无
参芪扶正注射液	限与肺癌、胃癌放化疗同步使用	无
冠心宁注射液	限二级及以上医疗机构	无
红花注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无
消癌平注射液	由限中晚期肿瘤变为限中晚期癌症	无
香丹注射液	增加限制，限二级及以上医疗机构	无
喜炎平注射液	增加限制，限二级及以上医疗机构重症患者	无
痰热清注射液	限二级及以上医疗机构重症患者	无
双黄连注射液注射用双黄连(冻干)	限二级及以上医疗机构重症患者	无
疏血通注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性期患者	无
生脉注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无
肾康注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无
热毒宁注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无
输血通注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	无

数据来源：西南证券整理

➤ 部分用量大、或存在一定程度滥用的品种使用范围增加限制条件。

表 7：部分用量大或存在一定程度滥用的品种 2017 与 2009 限制情况对比

品种	剂型	2017 限制情况	2009 限制情况
奥美拉唑	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	无
兰索拉唑	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	无
泮托拉唑	注射剂	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者	无
氯吡格雷	口服常释剂型	急性期使用不超过 12 个月；非急性期使用需有阿司匹林不能耐受的证据	无
拉氧头孢	注射剂	限有药敏试验证据	无
鼠神经生长因子	注射剂	限外伤性视神经损伤或正己烷中毒	无
长春西汀	注射剂	限缺血性脑卒中，使用不超过 14 天	无

数据来源：西南证券整理

我们认为，相对 09 版目录来说，本次医保目录对临床需求较高的儿童药、重大疾病领域药品给予了一定倾斜；对中药注射剂、辅助用药，以及部分用量大、或存在一定程度滥用的品种使用范围增加了限制条件，体现出“结构性控费”与引导产业发展的特点。看好临床价值高的治疗性用药品种。

### 3.3 重点关注后续医保支付标准、谈判目录、各省增补

- 本次医保目录调整的文件中提到各地区要按通用名制定医保药品支付标准工作，我们认为后续医保支付方式相关政策将对品种定价产生较大影响，值得关注。
- 此次医保目录调整将引入了 45 个拟谈判药品，部分临床价值高但价格较为昂贵的药品有望通过谈判适当降低价格后再纳入目录范围。
- 要求各省 7 月 31 日之前出台各省的增补目录，部分未进入全国医保的品种后续进入增补的情况值得关注。



## 附：各上市公司新进医保目录品种分析

### 风险提示：

对于医保目录带来的增量分析，即重点品种 2020 年销售和增厚业绩的预测，以下内容仅为定性分析，而非精确预测，不构成对该产品的最终收入和业绩贡献的分析与承诺；

分析过程未考虑公司存量业务的成长性，为简化过程，我们业绩弹性测算仅以 2016 年业绩预期为分母，由于各个公司存量业务成长性各不相同，即“2020 年增厚业绩/2016”的业绩弹性不是该品种未来实际的业绩弹性；

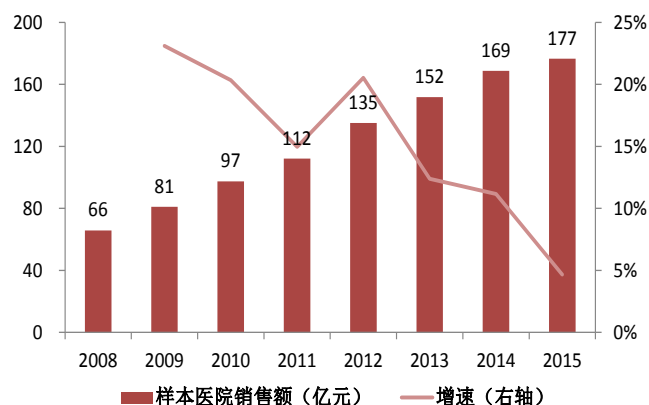
2016 年的业绩预测主要来源于西南证券相关研究报告或 wind 一致预期，存在公司实际业绩低于预期的风险；

## 1 益佰制药（600594）：理气活血滴丸、洛铂

### 1.1 理气活血滴丸

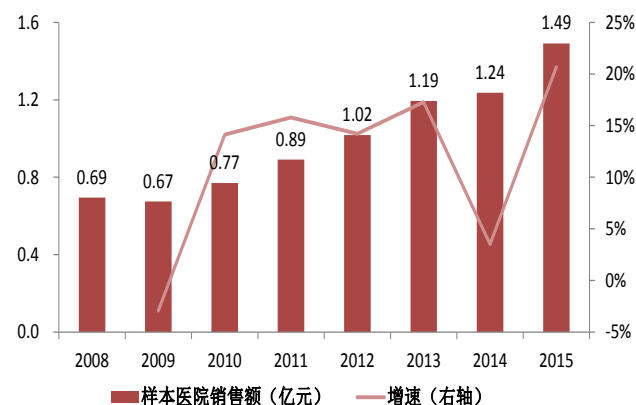
- **药物简介：**主要用于冠心病稳定型劳累性心绞痛、胸闷、胸痛、心悸气短等病症，临床效果较好。在剂型方面选择了滴丸剂，将会较其他品种有显著的技术性优势，借助益佰的强大营销能力，或将将会成为心脑血管领域极具潜力的品种。本次医保目录调整前，该产品未进入各省医保增补目录。理气活血滴丸临床研究由上海长征医院、北京广安门医院等 60 多家医疗机构参与完成，其临床研究选择对照药是天士力的复方丹参滴丸。最终结果显示其针对减轻心绞痛症状积分、改善心电图、改善胸闷、气短症状方面优势明显。
- **市场空间测算：**在销售领域中，复方丹参滴丸 2013 年在样本医院销售已经达到 1.19 亿元，但在最初（比如 2006-2009 年）该产品的收入增速不大。主要是近些年受基药政策、海外认证等利好，销售收入增速均保持在 15% 左右。从 2009 年开始公司注重基层销售队伍及渠道建设，在 2011 年到 2013 年充分享受基层放量，但理气活血滴丸也有类似的优势。公司是以销售见长的优质企业，目前积极引进“合伙人”销售制度，尤其是加大对基层市场覆盖难度较大地区的覆盖力度。心血管类是公司布局核心科室，发挥资源销售效应。以银杏达莫注射液为代表的心脑血管类占公司处方药收入的 20% 以上，心血管科是公司长期耕耘的科室相对比较成熟。因此有利于新产品的放量。理气活血滴丸在做临床时把复方丹参滴丸做为对照药，改善心电图及相关症状效果均较好。
- **业绩弹性测算：**我们预计 2020 年收入突破 5 亿元，假设净利润率 20%。我们预计理气活血滴丸可增厚利润 1 亿元净利润。对比 2016 年 4 亿净利润，单品业绩弹性约 25%。

图 4：心脑血管药物样本医院市场销售情况



数据来源：PDB、西南证券整理

图 5：复方丹参滴丸样本医院市场销售情况

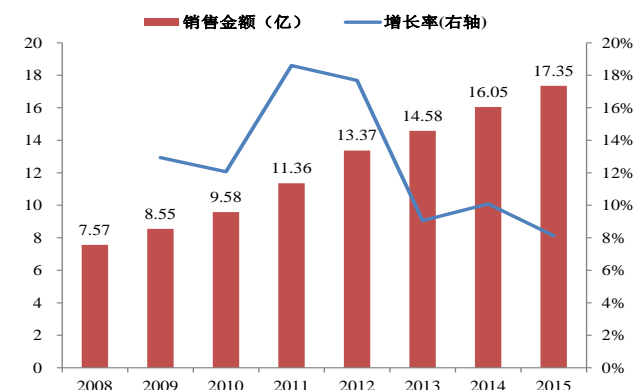


数据来源：PDB、西南证券整理

## 1.2 洛铂

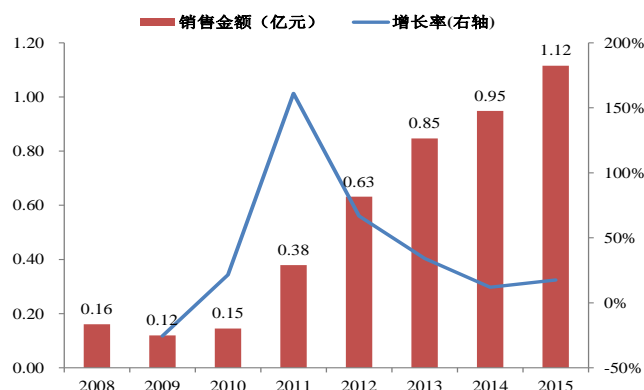
- 药品简介：**洛铂是第3代铂类抗癌药物，海南长安国际制药有限公司在2002年从德国ASAT公司独家购买了洛铂在中国的专利权和生产销售权。2005年经SFDA批准洛铂作为国家一类新药上市，主要用于治疗晚期乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞白血病。且研究表明该药作用与第1代的顺铂(PDD)和第2代的卡铂(CBP)相当，特别是与PDD没有交叉耐药性。在本轮医保目录调整中，洛铂了取消“限其他铂类药物无效或不能耐受”的医保报销要求，将利好其医院销售。
- 市场空间测算：**从近5年市场情况来看，洛铂的增速均超过铂类药物市场增长水平，预计未来几年时间都将处于高速增长阶段。我们同时考虑到该药物具有其他铂类药物的不可比优势，具有医保报销范围扩大、适应症拓展等利好因素，预计其市场空间应该在10亿元以上。根据PDB数据统计，2016年前三季度洛铂在样本医院的销售额约为1.2亿元，同比增长51%；如果从销售量角度看，同期增速已经达到90%。
- 业绩弹性测算：**我们判断其已经度过市场导入期，进入快速增长阶段。我们预计洛铂在三年内复合增速约为30%，2020年收入规模将达到10亿元，按照30%净利润率估算其将增厚1.8亿净利润，对比2016年4亿净利润，单品业绩弹性约45%。

图 6：抗肿瘤烷化剂样本医院市场情况



数据来源：PDB、西南证券整理

图 7：洛铂样本医院市场情况



数据来源：PDB、西南证券整理

## 2 景峰医药（000908）：榄香烯注射液

- **药品简介：**榄香烯是从姜科植物温郁金（温莪术）中提取的抗癌有效成分的单方制剂，主要成分为  $\beta$ -榄香烯，有少量的  $\gamma$ 、 $\delta$  榄香烯，其分子结构明确，为单方制剂化药，属于专利保护的脂质体药物，公司为独家剂型。该品种国内仅两家企业，公司占据 90% 以上市场。原属于国家乙类医保，但本次医保目录对其使用由限出现癌性胸水的患者，转为限肿瘤介入治疗、腔内化疗及癌性胸腹水的患者，增加了肿瘤接入治疗和腔内化疗范围。
- **市场空间测算：**据 IMS 数据统计，2015 年榄香烯终端近 3 亿元，增速 25% 以上，我们预计公司 2016 年近 4 亿元。考虑到公司目前主要在京、浙、沪三省市销售，其他省份拓展空间巨大。同时从对标紫杉醇看，榄香烯市场空间在 20 亿元以上。
- **业绩弹性测算：**考虑到榄香烯适应症扩大，同时新标推进，我们认为乐观情况下 2020 年该产品达 15 亿收入，四年复合增速 60%，参考子公司净利润率水平，假设净利润率为 25%，考虑 53% 的权益，我们预计榄香烯可增厚利润 1.4 亿元净利润，以 2016 年约 3.6 亿元的归母净利润为基数，在不考虑其他任何增长的情况下，单品业绩弹性约 39%。

## 3 翰宇药业（300299）：注射用特利加压素

- **药品简介：**为一种合成的血管加压素类似物，用于治疗食管静脉曲张出血，是目前已知的肝硬化出血治疗药物中唯一可以提高患者生存率的药物。辉凌（德国）制药有限公司原研，2001 年进口中国，翰宇药业 2009 年实现首仿。在进入新版医保目录前，已进入 10 省市医保增补目录。据 IMS 统计，2015 年国内市场规模约 1.4 亿，同比增速 26%，其中翰宇药业占比 87%。
- **市场空间测算：**特利加压素定位高端，治疗效果明显优于生长抑素和奥曲肽，但考虑到价格远高于竞争品种价格，进入医保后上量需要以价换量。对标大品种奥曲肽和生长抑素，以及小品中去氨加压素看，特利加压素有成为 5-10 亿品种潜质。

表 8：2011-2015 年国内特利加压素同类产品市场规模（单位：亿元）

注射剂	2011	2012	2013	2014	2015	竞品数量	均价（元）	原医保目录情况
去氨加压素	1.70	1.91	1.80	1.74	1.54	3	31	国家乙类医保
奥曲肽	8.60	10.86	13.23	15.78	17.21	15	67	国家乙类医保
生长抑素	10.73	11.19	11.98	13.59	14.61	15	117	国家乙类医保
特利加压素	0.30	0.47	0.77	1.12	1.41	2	425	10 省市医保增补
合计	21.32	24.44	27.78	32.22	34.77			

数据来源：IMS、西南证券整理

- **业绩弹性测算：**我们认为特利加压素市场空间在 5-10 亿元，预计 2016 年公司销售规模约 1.8 亿，同比增速 35%。考虑到公司推广能力强，我们假设公司 2020 年特利加压素试验销售收入 5 亿元，年复合增长率 29%，参考公司 35% 净利润，我们预计特利加压素可增厚 1 亿净利润，以 2016 年预计的 3.7 亿净利润为基数，单品业绩弹性约 27%。

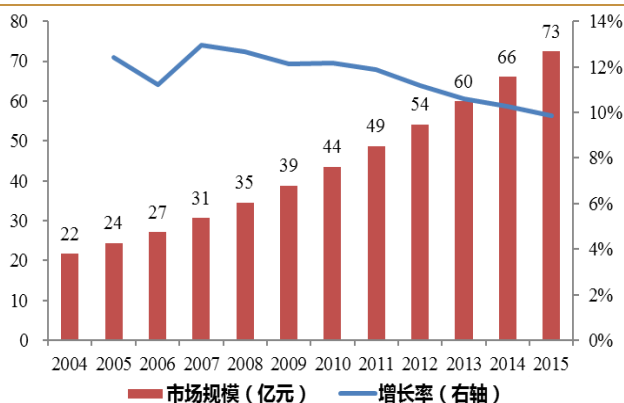
## 4 易明医药（002826）：瓜蒌皮注射液

- **药品简介：**瓜蒌皮注射液具有抗心肌缺血、改善微循环、调节血脂的作用，临床主要适应症为冠心病，还可以用于冠心病，也适用于心梗、缺血性脑病、高脂血症、高粘血症、糖尿病合并下肢血管病变等。瓜蒌皮注射液是独家品种，市场竞争格局良好。
- **市场空间测算：**2016 年销售收入约为 2.5 亿，终端规模估计在 5 亿左右，增速超过 20%。目前已进入了全国 15 个省份的地方医保，随着此次进入全国医保乙类目录，未来有望覆盖全国大部分省份，将进一步打开成长空间。在冠心病治疗领域，中药注射剂（以红花黄色素注为代表）和口服中药制剂（以复方丹参滴丸为代表）都在 20 亿以上。瓜蒌皮是具有“化痰泻浊”的唯一中药注射剂，参照可比产品，未来市场空间估计不低于 20 亿元，按照 50% 的出厂价测算，峰值收入不低于 10 亿。
- **业绩弹性测算：**考虑到进入全国医保后将进一步提升瓜蒌皮销售增速，预计 2017-2020 年复合增速达到 27%，2020 年销售收入有望达到 6.5 亿，按照 12% 的净利率测算，预计瓜蒌皮可增厚 0.48 亿，以 2016 年 0.56 亿净利润为基数，在不考虑其他任何增长的情况下，单品业绩弹性约 86%。

## 5 葵花药业（002737）：小儿肺热咳喘口服液

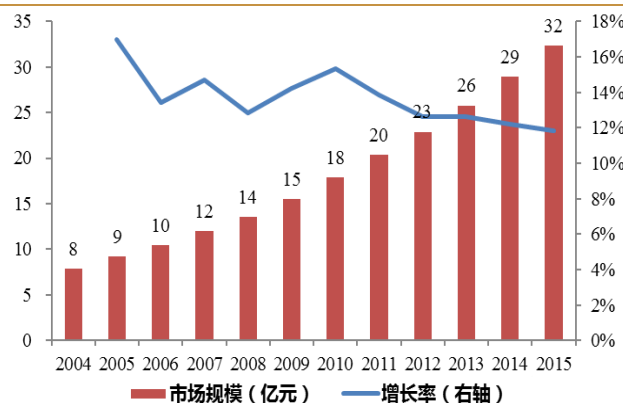
- **药品简介：**小儿肺热咳喘口服液是公司重点品种，在全国 4000 余家主要医院进行销售，为目前医院治疗儿童感冒的基础用药。
- **市场空间测算：**呼吸系统疾病是儿童最常见的疾病，感冒药的市场规模仅次于抗生素。2015 年预计市场规模将达到 73 亿元。止咳化痰类到 32 亿元市场规模。在二胎刺激下，呼吸系统用药的市场规模将在未来进一步被放大。小儿肺热咳喘口服液 2015 年收入 3 亿，2016 年预计增长 40% 以上，收入规模接近 4.5 亿，堪称公司当前销售最大的单品，进医保后我们认为未来空间在 10-15 亿元。

图 8：2004-2015 年我国儿童感冒类用药市场增长趋势



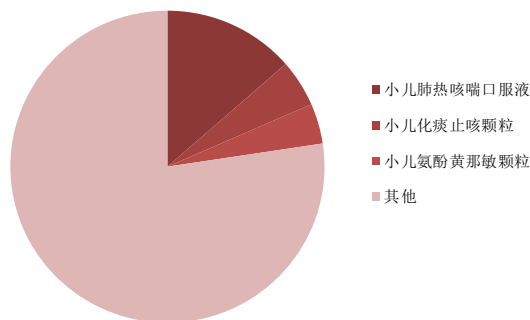
数据来源：正鼎医药，西南证券

图 9：2004-2015 年小儿止咳化痰类用药增长趋势



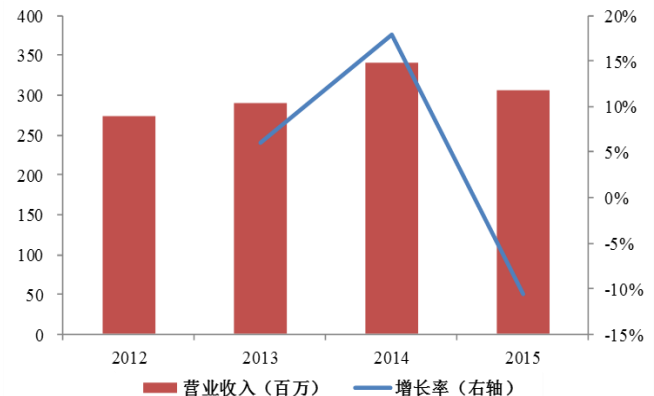
数据来源：正鼎医药，西南证券

图 10：2015 年三大类药品中成药营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券

图 11：2012-2015 年小儿肺热咳嗽口服液增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券

- **业绩弹性测算：**公司此前在上海、浙江标中医院终端提价 20%，本次进医保不降价是大概率，预期未来是 10 亿品种。我们假设 2020 年实现收入 10 亿、净利润率 20%，则可增厚业绩 1.1 亿元，对比 2016 年公司 2.6 亿业绩，单品业绩弹性约 42%。

## 6 以岭药业 (002603)：莲花清瘟

- **药品简介：**莲花清瘟胶囊具有广谱抗病毒、抑菌消炎的良好作用，对病毒性流感疗效好，可以抑制和杀灭流感病毒、副流感病毒、呼吸道合胞病毒、腺病毒、单纯疱疹病毒、SRAS 病毒、手足口病病毒等多种流行病毒，也是卫计委推荐的 H7N9 治疗药物。
- **医保影响：**莲花清瘟胶囊进入 2009 年医保目录乙类，2017 年调整为甲类，主要影响包括两个方面：1) 覆盖率提升，从目前的 25 个省份乙类目录进入全国 32 个省份；2) 报销比例明显提高，甲类报销比例为 100%，乙类根据各省政策略有不同，一般报销比例在 70% 左右。
- **市场空间测算：**2016 年莲花清瘟胶囊的销售额估计在 7.3 亿左右，同比增速为 25%，仍保持高增长。从销售分布来看，莲花清瘟胶囊主要在北方地区销售，华北和东北地区销售占比超过 40%，南方地区销售相对较小，估计未来市场空间超过 20 亿。
- **业绩弹性测算：**预计 2017-2020 年复合增速将达到 25%，2020 年莲花清瘟胶囊的收入不低于 17.8 亿，销售增量 10.5 亿，按照 15% 的净利率测算，净利润有望增厚 1.5 亿。以岭药业 2016 年的净利润约为 5.4 亿，带来的业绩弹性将达到 29%。

## 7 昆药集团 (600422)：血塞通软胶囊

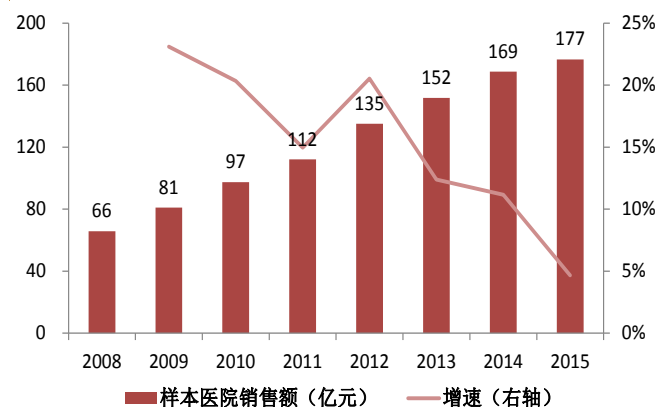
- **药品简介：**血塞通软胶囊主要用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。公司市场上主要竞争品种为昆明圣火的血塞通软胶囊。公司原料均来自于“云南文山”昆药集团 GAP 种植基地，具有皂苷的高含量和高纯度（总皂苷含量高达 85% 以上，远远高于国家标准 10 个百分点）。公司血塞通产品结构也逐渐向口服药方向倾斜，软胶囊早在公司



2009 年开始推行的品种战略中被列为重点推广的品种。本次目录调整前已进入多省增补目录。

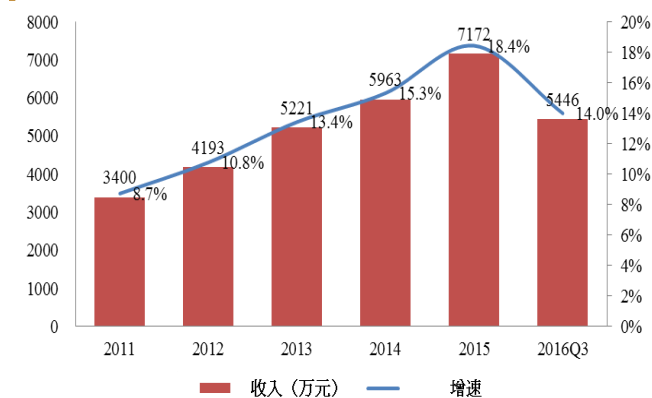
- **市场空间测算：**据 PDB 数据统计，心脑血管目标市场预计 177 亿元，空间足够大。2015 年公司血塞通软胶囊样本医院市场销售额达 7172 万元，同比上升 20%；2016 年前三季度收入约为 5446 万元，全年预计在 8000 万元左右。市场对标产品为昆明圣火的“理湔王”，2015 年圣火医药实现营业收入 4.65 亿元，净利润 9753 万元，预计其 2016 年净利润超过 1 亿元。本次进入本次医保目录调整，将打开剩余 20 多个省份的医院市场，年复合增长率将保持在 30% 左右。预计 2020 年收入突破 6 亿元，参考公司华润三九子公司和行业水平，假设净利润率为 35%，我们预计血塞通软胶囊可增厚利润 2 亿元净利润。公司 2016 年的净利润预计约为 13.4 亿，带来的业绩弹性将达到 15%。

图 12：心脑血管药物样本医院市场销售情况



数据来源：PDB，西南证券整理

图 13：血塞通软胶囊销售收入及增速



数据来源：PDB，西南证券整理

## 8 人福医药（600079）：盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液

### 8.1 盐酸氢吗啡酮注射液

- **药品简介：**一种  $\mu$  阿片受体激动剂，为 2011 年底获批的强效镇痛药，属于麻醉镇痛药物，主要作用于适用于其他镇痛药无效的急性锐痛。在进入新版医保目录前，暂未纳入各省市医保增补目录。
- **市场空间测算：**与氢吗啡酮同类的产品有芬太尼和吗啡等产品，均已纳入国家医保，据 IMS 统计，2015 年芬太尼系列产品市场规模达 21 亿元，其中舒芬太尼、瑞芬太尼和芬太尼分别达 10 亿元、8 亿元和 3 元，2015 年吗啡市场规模达 3 亿元。我们认为该产品进入医保目录后有望达到 10 亿左右销售规模。
- **业绩弹性测算：**我们简单假设 2020 年该产品达 3 亿收入，四年复合增速 32%，假设净利润率为 25%，我们预计可增厚利润 0.5 亿元净利润，以 2016 年约 8.6 亿元的归母净利润为基数，在不考虑其他任何增长的情况下，单品业绩弹性约 6%。

### 8.2 盐酸纳布啡注射液



- **药品简介：**盐酸纳布啡公司 2014 年获批上市的独家阿片受体激动-拮抗型镇痛药，主要用于缓解中到重度疼痛，在国外已广泛应用于术前镇痛和妇产科分娩临床。
- **市场空间测算：**与盐酸纳布啡同类的产品有芬太尼和吗啡等产品，均已纳入国家医保，据 IMS 统计，2015 年芬太尼系列产品市场规模达 21 亿元，其中舒芬太尼、瑞芬太尼和芬太尼分别达 10 亿元、8 亿元和 3 元，2015 年吗啡市场规模达 3 亿元。我们认为该产品进入医保目录后有望达到 5-10 亿左右销售规模。
- **业绩弹性测算：**我们简单假设 2020 年该产品达 3 亿收入，四年复合增速 32%，假设净利润率为 25%，我们预计可增厚利润 0.5 亿元净利润，以 2016 年约 8.6 亿元的归母净利润为基数，在不考虑其他任何增长的情况下，单品业绩弹性约 6%。

**表 9：2011-2015 年麻醉镇痛类产品市场规模（单位：百万元）**

药品类别	2011	2012	2013	2014	2015	2015YOY	目录情况
度冷丁	13.4	13.3	11.9	12.0	11.2	-7.11%	非医保
芬太尼	282.9	297.3	291.4	306.0	299.6	-2.10%	国家甲类
瑞芬太尼	405.2	528.9	630.6	746.1	831.7	11.47%	国家乙类
舒芬太尼	356.6	560.4	717.0	876.2	983.7	12.27%	国家乙类
酒石酸布托啡诺	93.3	132.5	136.7	164.2	170.6	3.91%	非医保
吗啡	234.3	266.1	289.9	327.5	332.8	1.62%	国家甲类
盐酸美沙酮	23.9	12.1	9.7	7.8	5.6	-28.18%	非医保
地佐辛	544.4	1119.2	1638.9	2245.3	2780.0	23.81%	17 省增补
盐酸氢吗啡酮			0.8	7.2	16.5	127.55%	非医保
盐酸纳布啡					新上市		非医保

数据来源：IMS、西南证券

## 9 亿帆医药（002019）：11 个品种

公司拥有过百的中药品种，受益于中药调进医保数量优势，公司此次新进的品种达到 11 个，其中 9 个为中药独家品种，2 个为独家剂型。

包括妇阴康洗剂、皮敏消胶囊等 9 个中药独家品种新进此次国家医保目录，此外，缩宫素鼻喷雾剂、富马酸依美斯汀缓释胶囊也是国内独家剂型。这 11 个品种国内市场容量在 1-10 亿元不等，未来或将受益于此次医保调整，将实现快速放量，总计贡献 2 亿元业绩增量，占 2016 年业绩（预计 7.2 亿元）的 29%。

**表 10：亿帆医药新进医保目录品种信息**

药品名称	上市时间	2016 年销售额（亿元）	2020 年预期销售额（亿元）	贡献业绩（亿元）
妇阴康洗剂	1998	约 1.0	5	2.0
缩宫素鼻喷雾剂	2002		2.5	
皮敏消胶囊	1998		1	
除湿止痒软膏	2004		1	
复方银花解毒颗粒	2004		10	
颈痛颗粒	1999		5	

药品名称	上市时间	2016 年销售额 (亿元)	2020 年预期销售额 (亿元)	贡献业绩 (亿元)
延丹胶囊	2005		5	
富马酸依美斯汀缓释胶囊	2002		1	
小儿金翘颗粒	2000		1	
坤宁颗粒	2005		1	
疤痕止痒软化乳膏	2005		0.5	

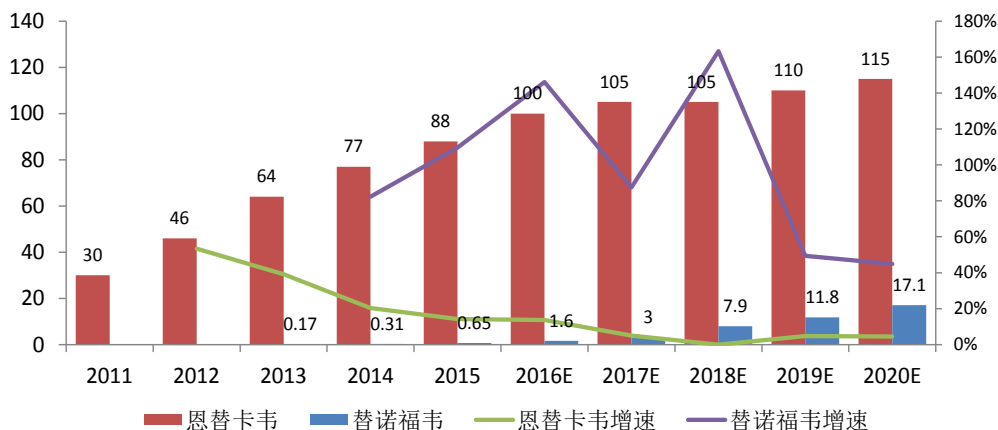
数据来源：药智网，西南证券整理

## 10 广生堂 (300436): 替诺福韦

- **药品简介:** 替诺福韦目前仍然是抗 HIV 的最主流组合用药, 其复方制剂产品销售额已经超 90 亿美元。从临床治疗效果来看, 替诺福韦对乙肝 (HBV) 患者治疗效果优于恩替卡韦, 耐药性几乎为零, 是目前市场中效果最优的抗乙肝小分子核苷药物。
- **市场空间测算:** 国内已有多家企业申请替诺福韦上市, 但申报适应症均为抗 HIV, 抗 HIV 市场容量远低于抗乙肝。我们认为, 在国家医保利好和原研药物降价的强势推动作用下, 替诺福韦 HBV 适应症国内市场将有望实现恩替卡韦式的快速增长, 市场销售额峰值有望达到 50 亿元。
- **业绩弹性测算:** 预计公司 HBV 适应症首仿将于 2017 年二季度获批, 预计公司替诺福韦上市后峰值销售或将达到 10 亿元, 2020 年能达到 5 亿元销售, 贡献约 1.5 亿元业绩。广生堂 2016 年的净利润约为 0.85 亿, 带来的业绩弹性将达到 176%。

**风险提示:** 公司替诺福韦获批进度或低于预期。

图 14: 2012-2020 年国内替诺福韦与恩替卡韦市场销售额预测 (亿元)



数据来源：PDB，西南证券整理

## 11 丽珠集团 (000513): 艾普拉唑肠溶片

- **药品简介:** 公司和韩国一洋制药合作开发并于 2007 年在国内上市的独家 1.1 类新药, 是新一代质子泵抑制剂 (PPI) 药物, 适用于治疗十二指肠溃疡。与其他 PPI

药物相比疗效稳定，夜间抑酸效果更好。在进入新版医保目录前，已进入 12 省市医保增补目录。

- **市场空间测算：**据 IMS 数据统计，2015 年与艾普拉唑同类的其他 PPI 口服制剂均已纳入国家医保，市场规模除雷贝拉唑超 20 亿元以外，均在 7-10 亿元之间。即从对标看，艾普拉唑肠溶片市场空间在 10 亿元以上量级。2016 年约 2.8-3 亿元，同比增速 50-60%，仍有 3 倍以上空间。
- **其他增量：**艾普拉唑注射剂型已被纳入国家优先审评审批，预计 2017 年年中获批，获批后有机会通过动态调整进入医保目录。据 IMS 统计，除雷贝拉唑注射剂上市时间较短外，其他品种均在 10 亿以上，其中兰索拉唑、奥美拉唑和泮托拉唑在 40-60 亿元左右，我们认为，艾普拉唑注射剂型获批若能调入医保目录，有望成为 10-20 亿元量级的重磅品种。

表 11：2011-2015 年国内各类 PPI 药物市场规模（单位：亿元）

剂型	品种	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	原目录情况
注射剂	埃索美拉唑	2.89	5.56	8.14	10.81	10.30	国家乙类医保
	兰索拉唑	7.06	19.46	30.67	38.08	40.27	国家乙类医保
	奥美拉唑	39.29	41.73	42.45	44.96	46.13	国家乙类医保
	泮托拉唑	36.58	46.20	51.65	56.15	58.34	国家乙类医保
	雷贝拉唑	-	-	-	0.00	0.42	非医保
	<b>总计</b>	<b>85.82</b>	<b>112.95</b>	<b>132.91</b>	<b>150.00</b>	<b>155.46</b>	
口服制剂	埃索美拉唑	5.06	6.41	7.08	8.86	8.89	国家乙类医保
	艾普拉唑	0.28	0.41	0.73	1.28	2.09	12 省市医保增补
	兰索拉唑	4.46	5.91	6.49	6.97	7.58	国家乙类医保
	奥美拉唑	5.64	6.67	6.88	7.26	7.70	国家甲类医保
	泮托拉唑	4.97	6.61	7.39	8.86	9.71	国家乙类医保
	雷贝拉唑	9.58	14.30	16.54	19.56	21.96	国家乙类医保
	<b>总计</b>	<b>29.98</b>	<b>40.31</b>	<b>45.10</b>	<b>52.80</b>	<b>57.94</b>	

数据来源：IMS、西南证券整理

- **业绩弹性测算：**考虑到艾普拉唑市场基础好，进入医保后有望实现快速放量，有望达到 10 亿元量级。我们简单假设 2020 年该产品达 10 亿收入，四年复合增速 35%，参考公司丽珠制药子公司和行业水平，假设净利润率为 20%，我们预计艾普拉唑可增厚利润 1.5 亿元净利润，以 2016 年约 7.6 亿元的归母净利润为基数，在不考虑其他任何增长的情况下，单品业绩弹性约 20%。

## 12 恩华药业（002262）：右美托咪定、齐拉西酮粉针剂

恩华药业此次增加新品种与新剂型各一个，分别是右美托咪定与齐拉西酮粉针剂，与我们之前预期完全吻合。这两个也是公司寄予厚望的品种，右美托咪定获批时间较短，市场放量快，未来峰值销售能突破 5 亿元；齐拉西酮传统胶囊剂增长较慢，临床对于注射剂需求在增加，国内包括原研在内总计有 3 个企业拥有注射剂型，公司粉针剂竞争力足，市场相对空白。

右美与齐拉西酮国内市场容量分别约为 30 亿、15 亿元；2016 年，预计右美与齐拉西酮（胶囊+粉针）销售均超过 1 亿元，右美增速快，接近 100% 增长，齐拉西酮增速约 5%，主要是胶囊产品市场相对饱和。受医保目录调整利好，我们预计未来右美仍能保持高速增长，齐拉西酮粉针剂将逐步拓展空白市场，预计 2020 年，右美与齐拉西酮（胶囊+粉针）销售额分别达到 5 亿、3 亿元，约贡献 1.2 亿元业绩，占 2016 年业绩预期（3.1 亿）的 39%。

表 12：恩华药业新进医保目录品种信息

药品名称	上市时间	2016 年销售额（亿元）	2020 年预期销售额（亿元）	贡献业绩（亿元）
右美托咪定	2011	1.2	5.0	0.8
齐拉西酮粉针	2009	1.0	3.0	0.4

数据来源：PDB，西南证券整理

## 13 恒瑞医药（600276）：艾瑞昔布、右美托咪定等

### 13.1 艾瑞昔布

恒瑞医药此次总计有 4 个以上品种新进入医保目录，分别是艾瑞昔布、右美托咪定、非布司他、达托霉素。其中，艾瑞昔布由于体量较小，未来增长空间最大；公司右美托咪定体量已经接近 12 亿元，市占率接近 90%，近两年公司该品种销售增速均在 30% 左右，我们认为未来仍有约 8 亿元的增量空间；非布司他市场格局较好，目前国内仅有 3 张生产批件，公司市占率约 30%，2016 年销售额约 7000 万，受进国家医保利好驱动，预计 2020 年，公司该品种销售能达到 4 亿元；与非布司他一样，达托霉素国内竞争格局也很好，目前国内包括原研仅有 4 家企业拥有生产批件，公司该品种 2016 年获批，预计 2020 年销售额能达到 3 亿元。

艾瑞昔布（恒扬）作为恒瑞医药第一个 1.1 类创新药，2011 年 4 月获批上市。根据 IMS 终端医院采购数据分析，2012-2015 年 330 万、660 万、1590 万、3230 万元。由于该要是用于类风湿性关节炎（RA）等慢性炎症疾病，市场同类药物形成高低搭配的格局，艾瑞昔布一直无法取得市场放量销售。

一般将药物治疗的分为五大类。第一类：非甾体抗炎药（NSAIDs），是治疗 RA 的一线用药。第二类是改善病情抗风湿药（DMARDs），是治疗 RA 的二线用药。第三类是三线药，即糖皮质激素。第四类是植物提取物，不是优选药物。第五大类是生物制剂，根据作用机理不同又分为肿瘤因子（TNF）抑制剂、白细胞介素 1（IL-1）抑制剂、选择性共刺激调节剂、CD20 抗体等，随着生物制剂的兴起，销售额几乎已经垄断抗 RA 药物市场。

表 13：RA 治疗主要药物分类

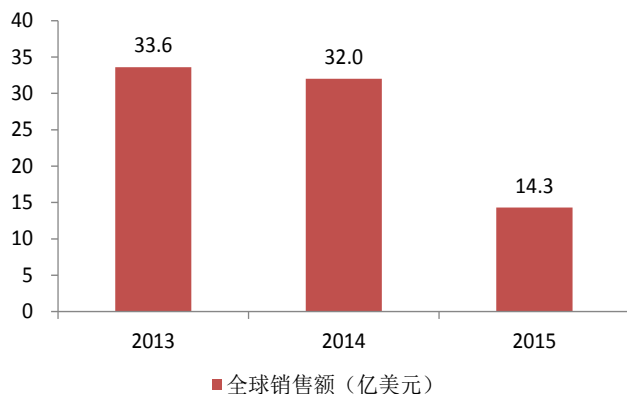
治疗药物	使用效果	主要副作用	具体产品
非甾体抗炎药（NSAIDs）	主要减少疼痛和炎症	胃刺激、腹泻、头晕、轻溃疡、恶心、呕吐、消化不良、肾功能的损害可能	阿司匹林、布洛芬、萘普生、吲哚美辛、塞来昔布、艾瑞昔布等
改善病情抗风湿药（DMARDs）	减轻疼痛和炎症。此外，降低了关节损伤的进展	DMARDs 治疗可能会增加感染，脱发，肾或肝损害，食欲不振	甲氨蝶呤、柳氮磺吡啶、来氟米特、氯喹等
糖皮质激素	减轻疼痛，发炎，红肿，瘙痒及一些过敏反应	精神紧张，消化不良，食欲增加，肌肉无力，高血压	甲泼尼龙，泼尼松等

治疗药物	使用效果	主要副作用	具体产品
<b>生物制剂</b>	抑制导致炎症和疼痛的免疫系统	增加其他感染风险	TNF-blockers、IL-1 inhibitor 等
肿瘤因子 (TNF) 抑制剂	DMARDs 药物效果不良时使用， 或者与 DMARDs 药物联用	注射部位过敏反应，瘙痒，红肿，咽喉痛， 头痛恶心	Etanercept、Infliximab、dalimumab、 Golimumab
白细胞介素 1 (IL-1) 抑制剂	每日肠外给药	注射部位过敏反应，胃部不适	Anakinra
选择性共刺激调节剂	一般与 DMARDs 药物联用	鼻腔和咽喉的反应	Abatacept
CD20 抗体	其他生物制剂无效时，与甲氨蝶呤 联用	发热、寒战、疼痛	Rituximab
<b>植物药</b>	一般与其他 DMARDs 药物联用	性腺抑制、胃肠道反应、骨髓抑制、 可逆性肝酶升高	鹿瓜多肽、雷公藤多苷、帕夫林（白 芍总苷）
<b>铟<sup>99</sup>Tc 制剂</b>	与 NSAIDs 或者 DMARDs 药物联 用效果良好	注射部位过敏反应、体寒	铟 <sup>99</sup> Tc-亚甲基二磷酸盐

数据来源：Wind，西南证券整理

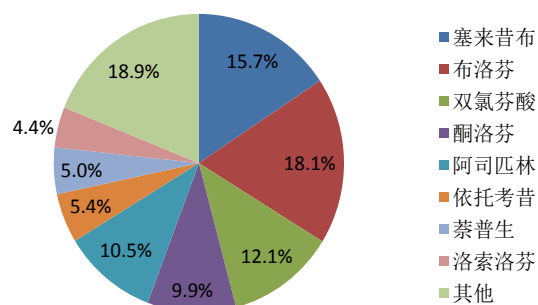
非甾体抗炎药 (NSAIDs) 种类繁多，各产品之间相对较小，2015 年全球 NSAIDs 药物市场规模约 91 亿美元，主要原因是辉瑞塞来昔布专利药物的过期导致销售额急速下滑，塞来昔布依然是全球最大的 NSAIDs 药物之一。

图 15：2013-2015 塞来昔布全球销售额



数据来源：EvaluatePharma，西南证券整理

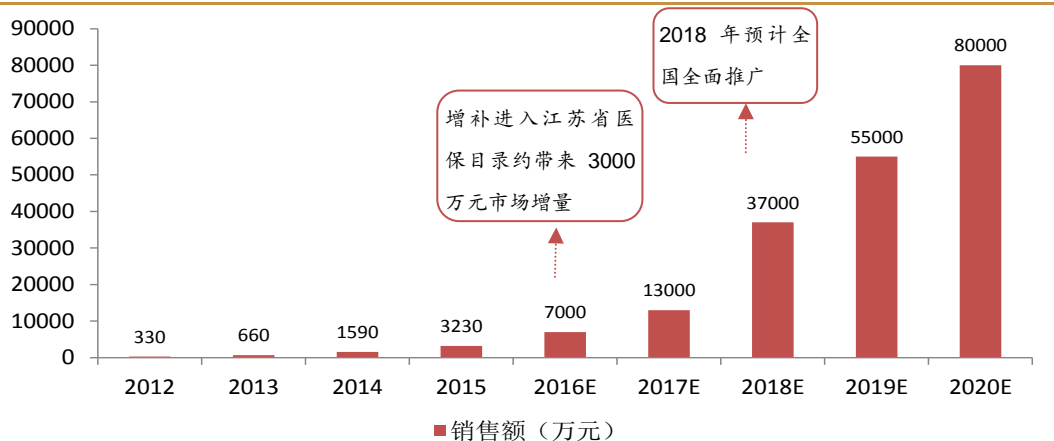
图 16：2015 年全球 NSAIDs 药物竞争格局



数据来源：EvaluatePharma，西南证券整理

从上表分析可见，NSAIDs 用药市场竞争激烈，每个品种均有可替代品种。艾瑞昔布作为恒瑞医药第一个 1.1 类创新药上市后因为不在 2010 版国家医保目录中，在国内各地方医保目录增补中进展缓慢，市场迟迟没能快速放量。2016 年，艾瑞昔布进入江苏省增补医保目录，其市场销量明显增加，预计 2016 年艾瑞昔布销售额将达到 7500 万，江苏市场将达到 4000 万左右。该品种如若进入国家医保，预计市场销量将迅速攀升。我们预测艾瑞昔布进入国家医保后销售额将从 2017 年开始快速增长，预计 2020 年销售能达到 8 亿元。

图 17：艾瑞昔布未来市场销售额预测

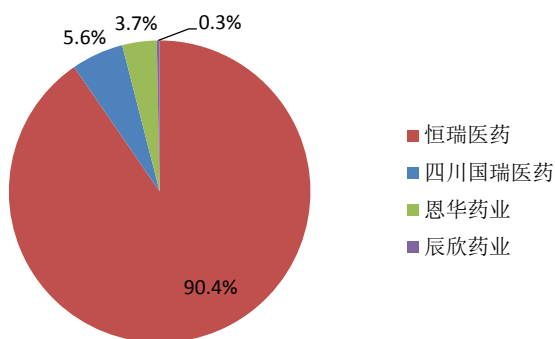


资料来源：wind，西南证券整理

### 13.2 右美托咪定

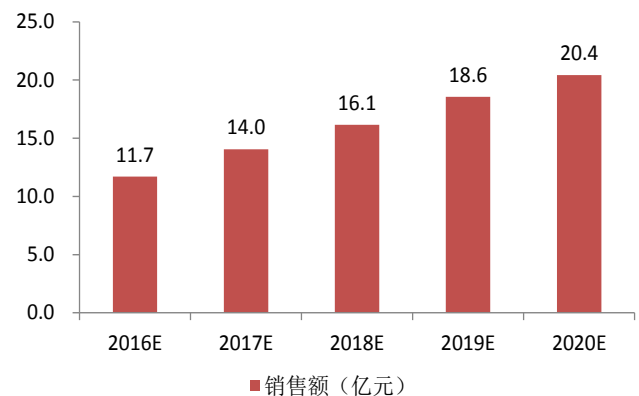
右美托咪定是公司当前第二大品种，2016年销售额约12亿元，增速约40%。国内右美托咪定市场竞争环境较好，国内市场容量约30亿元，公司产品市占率遥遥领先，达到90%，因此，公司该产品未来仍有很大空间。受益国家医保，预计2020年公司产品销售额可达20亿元，可带来2.4亿元业绩弹性。

图 18：2016 国内右美托咪定市场格局



数据来源：PDB，西南证券整理

图 19：2016-2020 公司右美销售额预测



数据来源：西南证券整理

非布司他与达托霉素公司上市较晚，相比其他公司暂时没有领先优势，但是竞争格局较好，拥有生产批件企业数量少，国内市场容量分别约为10亿、15亿元。未来公司可以厚积薄发，凭借一流的学术营销能力，2020年这两个品种销售额分别能达到3亿和4亿元，分别贡献0.6亿、0.7亿元业绩。

从整体上来看，艾瑞昔布和右美托咪定受益医保调整最明显，且公司这两个品种拥有绝对优势；而非布司他与达托霉素未来仍然有较多期待，两者有成为5亿元品种潜力。我们预计，整个4个品种2020年销售收入较2016年增加约22亿元，贡献业绩增量约5.9亿元，约占2016年业绩22%比例。



表 14：恒瑞医药新进医保目录品种信息

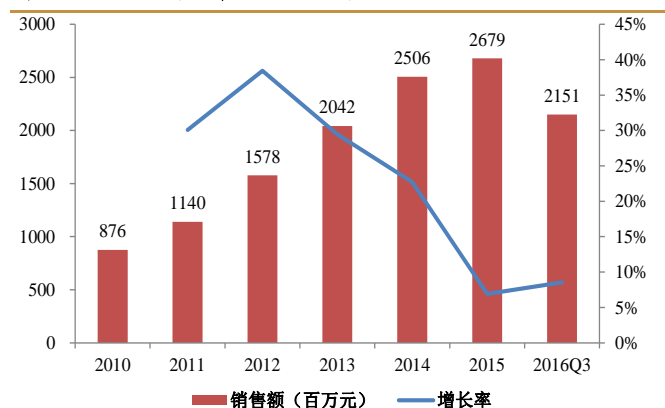
药品名称	上市时间	2016 年销售额（亿元）	2020 年预期销售额（亿元）	贡献业绩（亿元）
艾瑞昔布	2011	0.75	8.0	2.2
右美托咪定	2011	11.70	20.0	2.4
非布司他	2013	0.68	3.0	0.6
达托霉素	2016	0	4.0	0.7

数据来源：PDB，西南证券整理

## 14 华润双鹤（600062）：匹伐他汀

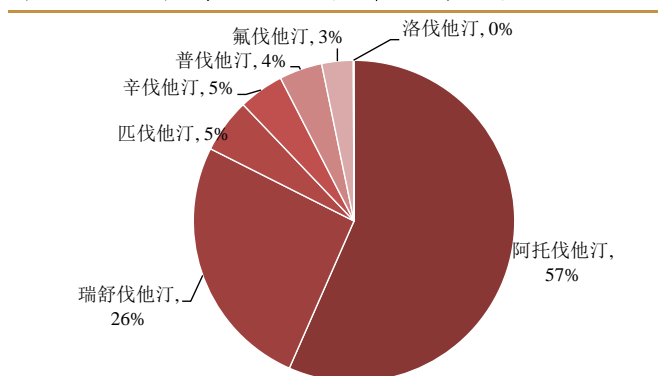
- **药品简介：**匹伐他汀主要适应症为高胆固醇血症、家族性高胆固醇血症。为服用剂量小且目前唯一未见增加新发糖尿病的他汀类药物。公司的匹伐他汀钙片与原研药剂型相同，为国内首仿药物。
- **市场空间测算：**2015 年样本医院的 he 汀类药物市场销售额约为 27 亿元，预计终端销售额超过 100 亿，增长率为 7%，2016Q3 回升到 9%，仍然维持稳定增长。阿托伐他汀是应用最广的他汀类药物，市占率达到 57%，其次为瑞舒伐他汀占比 26%。匹伐他汀增长最快，销售额从 2010 年的 200 万元增长到 2015 年的 1.1 亿元，每年都保持翻倍以上的增长，市占率也从 2010 年的 0.2% 快速增加到 2016Q3 的 5%。在匹伐他汀市场中，华润双鹤为首仿药且营销渠道广泛，每年保持翻番增长，市占率在 75% 左右。考虑到匹伐他汀的疗效优势明显，未来市场空间有望达到整个 he 汀类药物市场的 20%，估计终端销售额不低于 20 亿。华润双鹤作为首仿药有望占据 75% 的市场份额，按照 50% 的出厂价测算，未来市场空间不低于 7.5 亿元，当前销售收入仅 2.6 亿，还有巨大的增长空间。

图 20：他汀类药物市场规模及增速



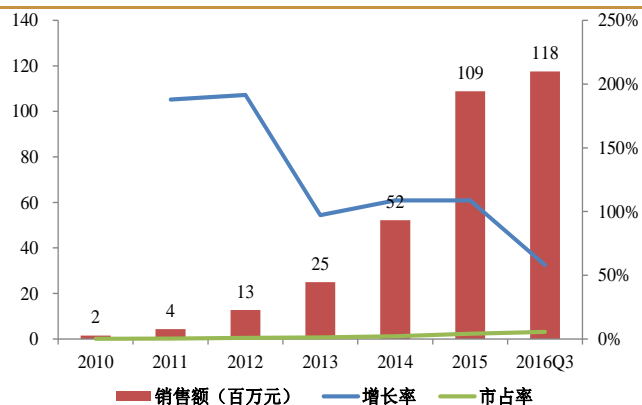
数据来源：PDB，西南证券整理

图 21：2016 前三季度他汀类药物市场竞争格局



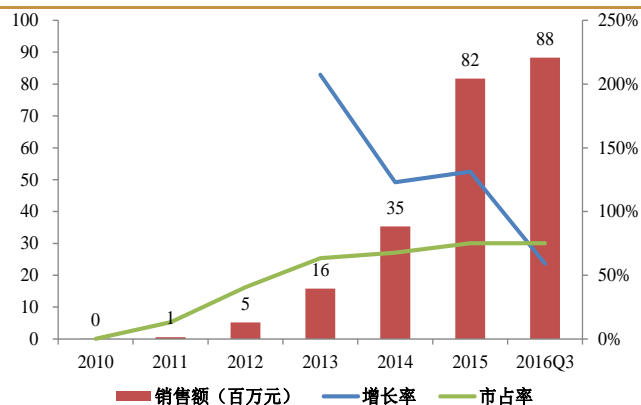
数据来源：PDB，西南证券整理

图 22：匹伐他汀药物市场规模及在他汀类药物市场份额



数据来源:PDB, 西南证券整理

图 23：华润双鹤匹伐他汀市场规模及市占率



数据来源:PDB, 西南证券整理

- **业绩弹性测算：**考虑到匹伐他汀快速放量，预计 2020 年销售收入有望突破 5 亿，2017-2020 年复合增速达到 25%，假设净利润率为 20%，我们预计匹伐他汀口服液可增厚 0.56 亿元净利润，以 2016 年约 7 亿元的归母净利润为基数，在不考虑其他任何增长的情况下，单品业绩弹性约 8%。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分