

2018年09月03日

分化加剧，聚焦确定性

国泰君安医药行业财报总结专题暨9月策略

行业评级：增持

姓名：丁丹（分析师）
邮箱：dingdan@gtjas.com
证书编号：S0880514030001

姓名：杨松（分析师）
邮箱：yangsong@gtjas.com
证书编号：S0880516080004

姓名：于溯洋（分析师）
邮箱：yusuyang@gtjas.com
证书编号：S0880517050008

姓名：孙明达（研究助理）
邮箱：sunmingda@gtjas.com
证书编号：S0880117040081

姓名：赵峻峰（研究助理）
邮箱：zhaojunfeng@gtjas.com
证书编号：S0880117090207

姓名：于嘉轩（研究助理）
邮箱：yujiaxuan@gtjas.com
证书编号：S0880117090138

投资要点（行业评级：增持）

01

2018中报总结：高景气细分领域重点公司大多符合预期

上半年医药板块收入和扣非净利润分别增21%和23%。Q1流感因素已结束，板块Q2整体增速受此影响放缓，但只是相关产品受到的结构性影响，且大部分已经在市场预期之内。上市公司整体收入显著高于终端市场增速，同时销售费用大幅增长，主要是两票制全面推进下药企低开转高开影响；受医院终端医保控费、零加成等影响，整体回款周期延长。

02

医药板块高估值+高仓位已快速消化

前期疫苗事件引发药监系统人事震动，我们认为本轮改革政策框架是中办国办顶层文件（36条）确立，既定改革方向和框架不变。但市场对政策执行的后续进度产生不确定预期，大盘弱势下对市场情绪造成较大影响。同时叠加前期医药板块的双高问题（估值高、仓位高），近两个月以来出现较为明显的调整。目前板块2018PE已由前期高点的34X回落至27X，已有所消化，部分优质个股已进入中线布局的合理估值区间。

03

业绩分化加剧，更加聚焦确定性

我们继续坚持基于高景气细分领域的选股主线。8月中报季结束后，即将迎来三季度，我们预计重点公司业绩继续向好，推荐主业趋势向上且全年确定性较高的优质龙头：恒瑞医药、我武生物、华东医药、长春高新、恩华药业、丽珠集团、上海医药、益丰药房、一心堂、乐普医疗、通策医疗、安图生物。

目录 / CONTENTS

01 2018中报总结

02 行业运行和政策动态

03 估值和盈利预测



01

医药行业整体：高景气细分领域重点公司大多符合预期

医药板块2018年中报总结

- 医药板块整体：（样本共248家，剔除无同比数据的次新股）2018H1收入、扣非净利润分别增21%和23%。Q1流感因素已结束，板块Q2整体增速受此影响放缓，但只是相关产品受到的结构性影响，且大部分已经在市场预期之内，与流感无关的细分领域则不受影响。
- 上市公司整体收入显著高于终端市场增速，同时销售费用大幅增长，主要是两票制全面推进下药企低开转高开影响；受医院终端医保控费、零加成等影响，整体回款周期延长，但非处方药市场回款良好，经营性现金流改善明显。
- 子行业分化较大，高景气细分板块继续保持稳定增长和相对优势：
 - 1) 处方药：继续演绎辅助用药萎缩，治疗性品种崛起的趋势，并进一步加快分化。由于招采政策尚在局部试点，仿制药一致性评价的竞争格局变化尚未体现效应。
 - 2) 零售药店：龙头公司内外并举保持持续增长，因并购市场估值一度高企，影响部分企业外延节奏。
 - 3) 医疗服务和医疗器械：消费升级&产业升级驱动下部分龙头公司有望保持着30%以上的高增长。
 - 4) 医药流通：Q2两票制对调拨业务的影响逐步减弱，符合我们去年的判断。由于医保作为最终支付方的整体压力，上半年流通行业财务成本压力、应收账款未见明显好转。

表：医药板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	658750	21%	322876	25%	1154373	18%
毛利	230018	33%	113013	38%	384837	24%
销售费用	105860	44%	51436	49%	173513	30%
管理费用	40658	16%	20521	21%	80223	16%
财务费用	7022	34%	4112	73%	12217	58%
所得税	13127	23%	6318	24%	24222	35%
归母净利润	57912	20%	27841	28%	99636	21%
扣非净利润	53113	23%	26559	31%	80118	12%
应收账款	340730	34%	315455	32%	272117	31%
存货	238590	24%	228099	26%	214949	21%
固定资产净值	257447	10%	254114	9%	256434	10%
在建工程	71528	19%	67310	16%	61823	15%
长期股权投资	75832	19%	74736	18%	72650	24%
经营性现金流	22396	58%	-4668	0%	66331	-10%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

01 化学制剂：增速回落仍稳健，龙头优势越发明显

医药板块2018年中报总结

- 制剂板块（38家，剔除并购重组及部分不可比标的）：2018H1、2018Q1整体收入增速22%、25%，扣非净利润增速15%、18%。收入端Q2增速18.5%，两票制仍有一定影响但在减弱，Q2消除流感因素下，增速回落至11%，仍高于去年同期5%。龙头公司持续保持高于行业的稳健增长，比较优势仍然明显。
- 2017年行业仍受到控费降价影响，零加成下渠道及医院存量下降，行业收入增速略有提高，扣非净利润增速出现一定程度下滑，2018H1行业增速仍保持22%，扣非净利润增速15%，既有一季度流感、两票制影响，也有医保目录和新标期下企业内生稳健增长贡献，具有明确诊疗需求的治疗性品种保持较高景气。龙头企业在研发投入大幅增加下，仍能保持高于行业的增速，结构化优势明显。
- 两票制影响在减弱，企业应收账款增速回落，但经营性现金流承压较大，渠道及医院囤货下降导致企业存货增长较多。企业并购需求仍较大，但对标的选择要求提高，长期股权投资保持平稳，外延对业绩拉动作用在减弱。
- 板块整体内生有一定回落但仍保持合理健康水平，企业对运营风险控制仍在提升。新医保目录调整、招标进程加快下及新品加速上市下，板块内生增长动力仍然十足。龙头公司如恒瑞、华东等虽然研发投入大幅加大，销售投入小幅提升，但仍保持了高于行业的增速水平，规模化效应越发显著，比较优势明显。

表：化学制剂板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	78613	22%	39572	25%	131169	10%
毛利	46010	32%	23054	36%	75859	22%
销售费用	23231	51%	11562	58%	36153	32%
管理费用	8922	13%	4564	17%	17870	17%
财务费用	706	-6%	515	53%	1792	79%
所得税	2069	20%	1041	23%	5798	106%
归母净利润	9492	21%	4721	23%	21150	57%
扣非净利润	8394	15%	4224	18%	12381	6%
应收账款	38871	20%	37572	23%	33135	18%
存货	23451	18%	22276	15%	21694	15%
固定资产净值	57804	5%	57318	3%	57917	3%
在建工程	11280	5%	10596	11%	9564	11%
长期股权投资	8968	137%	9313	129%	9225	161%
经营性现金流	6248	-5%	2802	21%	18510	-7%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

01

原料药板块：短期价格波动较大，长期有望延续高景气

医药板块2018年中报总结

表：原料药板块重要财务指标（百万元）

- 原料药板块（25家）：2018H1、2018Q1整体收入增速25%、35%，扣非净利润增速229%、121%。其中收入端Q2增速15.7%，扣非净利润增速41%，环比回落明显。原因为部分原料药产品如维生素A、泛酸钙等价格回落较为明显，以及部分汇兑损益影响。
- 2017年受到基数较高、汇兑损益、产能及发货节奏、部分品种利润贡献滞后等多因素影响下，当年增速回落。2018Q1行业景气度较高，Q2部分品种价格大幅回落、渠道商发货意愿增强，行业内囤货意愿下降及汇兑影响，收入和利润均出现较大幅度下降。
- 环保压力下，新增产能投放受限，板块近两年在建工程增速回落，基建投放中较大部分为企业环保设备升级更新。部分企业转而通过并购增加产能或制剂转型下，长期股权投资保持一定景气度。价格下调下，工业端发货受到一定影响，存货增速22%，与Q1基本持平。应收账款增速回落至27%，行业发展渐趋良性，整体经营性现金流持续大幅好转。
- 环保持续收紧限制行业产能供给，核查常态化有望延续。存量市场具有先期环保投入、产能投入优势的企业将持续享受政策红利。

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	41752	25%	22026	35%	69776	14%
毛利	17776	63%	10162	100%	25776	31%
销售费用	5701	99%	2852	106%	7243	52%
管理费用	3899	11%	1917	12%	7870	13%
财务费用	714	-11%	831	140%	1860	197%
所得税	1192	69%	734	115%	1378	0%
归母净利润	5680	110%	3495	212%	6489	27%
扣非净利润	5347	121%	3376	229%	5752	25%
应收账款	15054	27%	16090	40%	13102	25%
存货	16903	22%	15841	23%	15056	16%
固定资产净值	43476	7%	42854	10%	43157	10%
在建工程	13092	8%	11938	-5%	11306	-2%
长期股权投资	2277	39%	2501	57%	2452	86%
经营性现金流	5027	133%	2097	100%	6626	-2%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

- 中药板块（72家）：2018H1整体收入增速20%，扣非净利润增速13%，与一季报相比，增速均有下滑。受益于一季度流感疫情带来相关品种阶段收入爆发性增长，Q2已无此因素，增速回落在预期之内。
- 销售费用增长仍快于收入增长。受两票制影响，部分中药公司调整销售模式，导致板块从2017年年报开始就持续出现大于销售费用增长快于收入增长的情况，预计2018下半年随着两票制的落地执行，这一状况将会持续。
- 中长期行业趋势看，随着医保整体控费压力的提升，中药品种，尤其是部分注射剂品种将面临较大压力，多家中药公司已在积极尝试多角度战略转型，如天士力大力发展生物药、步长制药与南通联亚合作高端化学制剂，以岭药业布局制剂出口，众生药业与药明康德合作研发创新药等等。但不同领域对资源禀赋的要求存在较大差异，未来转型战略能否开花结果有待观察。

表：中药板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	151890	20%	74294	22%	270762	14%
毛利	77190	25%	37961	29%	137466	19%
销售费用	40030	32%	19290	37%	71585	24%
管理费用	10561	15%	5302	19%	21168	11%
财务费用	1826	52%	837	46%	2819	27%
所得税	3984	19%	1981	12%	6746	12%
归母净利润	21167	21%	10219	24%	34516	9%
扣非净利润	18725	13%	9604	21%	30840	13%
应收账款	69708	56%	56824	36%	49888	35%
存货	84780	23%	77780	19%	76912	22%
固定资产净值	70541	7%	70756	8%	72768	11%
在建工程	18611	27%	18042	29%	16303	26%
长期股权投资	25978	13%	24923	9%	24354	12%
经营性现金流	13741	71%	4073	219%	23265	-15%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

01 生物制品：高增长趋势延续，新产品预期强烈

医药板块2018年中报总结

- **生物制剂**板块上市公司（23家）：由于行业样本较少，个体变化干扰较大，剔除无同比口径的次新股，2018Q1收入、扣非净利润增速分别为42%、23%，剔除权重较大的复星医药影响，2018Q1收入、扣非净利润增速分别为42%、35%，相比Q1（39%、33%）快速增长趋势延续，并略有提升。
- **血液制品**：2018Q1血液制品板块整体收入增速33%，扣非净利润增速14%，相比Q1增速（18%，-16%）显著改善，销售费用持续高企（+113%）。行业供需结构有所改善，大品种稀缺性下降，VIII因子等小品种供给依然不足，重点公司Q2现金流好转。
- **生化药物**：不同公司呈现差异化，鼠神经生长因子3家公司依旧承压，2018H1收入下滑趋势加速（-38%）；其他生化药物双鹭、赛升、常山等受益两票制低开转高开等因素，收入增速82%，扣非净利润增速52%，环比提升，短期价格压力有所缓解，但长期来看辅助用药仍然承压，有待治疗性新品种放量，优化产品结构。
- **基因工程药物**：高端专科药长春高新、通化东宝、我武生物、安科生物、康弘药业普遍实现高速增长，主力品种仍处于快速成长阶段，后续储备有望带来增量。
- **疫苗**：行业低基数同时叠加新产品上市预期强烈，疫苗上市公司增长爆发，经营性现金流下滑显著（-137%）（详见下页分析）。

表：生物制品版块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	29496	42%	13747	43%	47771	24%
毛利	19493	40%	9086	44%	32216	31%
销售费用	8695	58%	4016	72%	14110	57%
管理费用	3068	0%	1709	18%	6908	10%
财务费用	438	19%	264	43%	783	20%
所得税	1007	2%	418	-3%	1956	18%
归母净利润	5026	-19%	2145	-11%	10855	17%
扣非净利润	5290	23%	2465	25%	8749	23%
应收账款	13162	38%	12698	47%	11380	51%
存货	15368	30%	15105	41%	13588	42%
固定资产净值	18831	16%	18777	2%	18570	0%
在建工程	6003	4%	6444	-2%	6065	-1%
长期股权投资	23131	11%	22554	13%	21872	16%
经营性现金流	3529	128%	882	168%	7031	1%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

01

疫苗：狂犬疫苗事件影响预计下半年体现

医药板块2018年中报总结

- 疫苗板块（3家）板块2018年H1收入和扣非净利润增速分别为200%和422%，上半年受益于山东疫苗事件后周期恢复性增长，消费升级趋势下多联多价疫苗持续放量及HPV等大品种贡献弹性，疫苗相关公司业绩保持高增长。
- **狂犬疫苗事件影响预计下半年体现。**受狂犬疫苗事件影响，自费二类疫苗终端接种意愿短期下降，预计影响1-2个季度，相关疫苗公司业绩增速下半年预计有所回落。
- **多联多价疫苗和重磅大品种长期空间广阔，弹性巨大。**相比国际市场，我国多联疫苗水平低、数量少。多联多价疫苗是未来的发展趋势，不仅节省疫苗接种的人工和成本，减少就诊时间和注射次数，降低婴幼儿痛苦和伤害，简化接种程序，具有重要意义。消费升级趋势下，多联多价疫苗销售潜力逐步释放。一些国际疫苗市场的重要品种在我国仍未上市或比例严重偏低，未来几年国产疫苗企业迎来重磅产品收获期，五价轮状（智飞代理）、四价流感（华兰）、国产肺炎13价（沃森、康泰）等有望先后上市。

表：疫苗板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	3510	200%	1359	245%	3172	100%
毛利	2492	153%	920	181%	2532	119%
销售费用	963	124%	330	153%	1183	107%
管理费用	316	26%	129	15%	568	12%
财务费用	11	-74%	10	-53%	93	-10%
所得税	182	4031%	72	-488%	77	274%
归母净利润	1042	423%	393	565%	110	-42%
扣非净利润	1001	422%	370	551%	401	-1006%
应收账款	2903	134%	2186	143%	1530	92%
存货	1561	174%	1261	188%	1019	154%
固定资产净值	2149	21%	1920	25%	2055	30%
在建工程	1501	-5%	1591	-8%	1586	-3%
长期股权投资	228	-2%	221	-3%	219	-4%
经营性现金流	-24	-59%	11	-109%	301	284%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

01

医疗器械：板块内部分化明显，外延速度持续放缓

医药板块2018年中报总结

- 医疗器械板块（38家，剔除无同比数据的新股）：2018H1板块收入、扣非净利润增速分别为22%、13%，由于板块细分领域众多，景气度不一，增速波动较大。
- **板块内部依然分化明显。**14家公司2018H1扣非归母净利润负增长，主要集中在行业趋势下行的制药装备和工程类企业；IVD制造企业内生增长相对比较稳定（详见下页分析）；优质医疗设备受益于分级诊疗及国产替代，行业景气度较高。
- **外延并购速度持续放缓。**经历之前的大量并购后，医疗器械企业开始关注对已收购项目的经营整合，继2018Q1长期股权投资负增长后，2018H1长期股权投资继续负增长，外延并购速度有所放缓。未来整合效果差异分化，随着被并购标的3年业绩承诺期结束和行业整体竞争环境变化，并购整合问题将开始暴露。

表：医疗器械板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	29901	22%	13651	22%	53132	25%
毛利	13359	23%	6180	26%	23303	24%
销售费用	4193	29%	1947	33%	7623	31%
管理费用	3693	25%	1764	26%	6881	25%
财务费用	446	70%	306	154%	793	270%
所得税	899	23%	383	13%	1473	31%
归母净利润	4112	19%	1734	19%	6271	11%
扣非净利润	3541	13%	1533	16%	4507	-5%
应收账款	18302	21%	16842	17%	15707	21%
存货	13654	17%	13271	21%	12613	23%
固定资产净值	16672	19%	16280	19%	16015	19%
在建工程	4566	16%	4031	21%	3816	34%
长期股权投资	2701	-2%	2964	-8%	3055	16%
经营性现金流	956	-24%	-825	45%	4109	-22%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明 10

01

医疗器械——IVD：发光POCT持续高景气，新业务模式持续推进

医药板块2018年中报总结

表：IVD版块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	13713	44%	6037	44%	22077	38%
毛利	6506	32%	2914	35%	11170	31%
销售费用	1944	29%	911	32%	3540	29%
管理费用	1676	32%	807	35%	2998	26%
财务费用	173	92%	100	141%	234	660%
所得税	484	40%	195	37%	732	36%
归母净利润	2079	26%	879	31%	3490	26%
扣非净利润	1877	26%	780	31%	3151	28%
应收账款	10394	53%	9001	46%	8276	47%
存货	4731	43%	4456	46%	3989	42%
固定资产净值	7323	31%	7024	32%	6731	28%
在建工程	1067	-20%	926	-18%	955	1%
长期股权投资	1157	-16%	1559	13%	1756	50%
经营性现金流	668	6%	-287	367%	1882	19%

- IVD板块（有同比口径17家）2018年H1收入和扣非净利润增速分别为44%和26%。18年上半年外延并购放缓，长期股权投资回落。部分企业布局下游实验室集采、区域检验中心共建，整体回款周期延长，经营性现金流下降明显。
- **制造类IVD企业分化较大，化学发光、POCT持续高景气。** IVD工业公司2018H1收入和扣非净利分别增40%和23%，不同子领域分化加大，单一产品业务企业增长乏力。**生化、酶免**等传统领域竞争加剧增速放缓，相关企业通过封闭投放或渠道整合、集采共建等扩大市场份额；**化学发光**受益行业扩容（方法学替代+基层放量）和进口替代持续高景气，安图管式发光保持近50%高增长，迈克亦增35%。**分子诊断**方兴未艾，生育健康类收入保持20%稳健增长，肿瘤伴随诊断等基因检测产品和服务高速增长，肿瘤早筛、液态活检积极布局。**POCT**公司2018H1收入和扣非净利增60%+和50%+，受益分级诊疗和五大中心建设，慢病、传染病等相关定量产品快速增长。
- **渠道整合提速，商业模式进化。** IVD渠道整合提速，外延并购驱动相关公司业绩持续高增长，2018年H1收入和扣非净利增长59%和53%。近两年打包集采、实验室共建、区域检验中心等新业务模式持续推进，渠道变革中集中度进一步提升。

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明 11

01 医药商业——药店：整体经营稳健，高景气持续

医药板块2018年中报总结

- 药品零售板块（4家）：2018H1整体收入增速23%，基本保持平稳；归母净利润增速27%，与一季报相比，基本保持平稳。
- 经营性现金流和在建工程高速增长。药店业务作为2C业务，现金流状况是目前医药细分子行业中较好的，2018年上半年板块经营性现金流为7.49亿元，同比高速增长38%，主要因二季度是医保回款的主要时间段（一般四季度和一季度会略有波动）。在建工程方面，主要受板块内公司积极开展中药饮片相关产能扩张和新建门店装修增加影响，继续保持高速增长。
- 内生与并购双重发力。各家药店都在门店扩展上持续发力，但策略上略有差异，其中益丰药房上半年开展多项大额并购（受并购整合增加，板块长期股权投资显著提升），而一心堂、大参林以自建新开门店为主。目前一级市场并购价格相对较高，我们预计未来板块各家公司在新开与并购上将会采取更为平衡的策略。

国泰君安医药行业9月策略报告《分化加剧，聚焦确定性》

表：零售药店板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	15805	23%	7905	24%	27481	23%
毛利	6302	26%	3109	27%	10779	23%
销售费用	4104	28%	2029	29%	7042	23%
管理费用	651	8%	300	9%	1294	22%
财务费用	68	37%	31	27%	137	56%
所得税	320	44%	157	33%	491	35%
归母净利润	1027	27%	510	28%	1582	21%
扣非净利润	989	24%	493	25%	1517	19%
应收账款	2231	26%	2352	40%	1981	38%
存货	5769	23%	5808	25%	5419	18%
固定资产净值	1856	11%	1810	11%	1786	27%
在建工程	430	88%	315	58%	274	-6%
长期股权投资	128	2971%	51	1036%	16	NA
经营性现金流	749	38%	86	-64%	1841	61%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明 12

- 截至2017年11月底，全国共有药店45.4万家，其中零售连锁企业共有5409家，零售连锁企业下辖门店22.9万家；零售药店22.5万家。整体连锁化率50.4%，而目前整体经营的连锁药店公司中，门店数量最多的一心堂只有5264家，占全行业比例为1.2%。
- 根据商务部统计，2017年药品零售整体市场规模4003亿，同比增长9.0%，而目前目前整体经营的连锁药店公司中，收入规模最大的国大药房（国药一致）只有100.3亿，占全行业比例为2.5%。

单位：亿元	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	国药一致
门店	5264	3366 (427)	2499 (116)	3404	4004 (1039)
营业收入	42.9	44.4	29.9	40.8	51.4
收入增长率	17.5%	28.5%	33.7%	16.6%	5.2%
毛利率	41.8%	35.9%	40.6%	41.7%	25.2%
净利润	2.92	2.58	2.33	2.85	1.73
归母净利润	2.92	2.21	2.25	2.88	1.39
利润增长率	35.3%	15.7%	45.5%	15.9%	40.7%
归母净利率	6.8%	5.0%	7.5%	7.1%	2.7%
总资产	69.7	72.9	50.3	57.7	
净资产	38.2	30.8	33.1	28.6	
净资产收益率	15.6%	15.4%	14.0%	20.7%	
商誉余额	10.6	17.9	9.9	2.3	
商誉占净资产	27.7%	58.1%	29.7%	8.0%	

- 医药流通板块（19家）：2018H1整体收入增速17%，相比于一季度略有下滑；归母净利润增速10%，与一季报相比，利润增速略有下滑。Q2两票制对调拨业务的影响逐步减弱。
- 应收账款继续保持快速增长。应收账款余额与2017年同期以及2018年一季度相比均继续保持增长，表明终端医院回款状况依然不容乐观，目前两票制各地已基本都进入落地执行阶段，商业公司整体终端纯销比例继续提升，在医保控费大背景下，医院的财务状况预计短期不大可能出现拐点变化，板块整体应收仍有压力。
- 财务费用与经营现金流变化的内涵。2018年H1商业板块经营性现金流尽管相比于2017年H1继续恶化，但是相比于Q1有明显改善，财务费用呈现同样的特点，我们认为商业公司的业务模式决定，收入高速增长、经营现金流好转、财务费用降低三者不可能同时出现，我们也观察到部分商业公司通过对应收账款证券化改善经营现金流，其本质上是以增加财务费用和降低业务增速为代价，未来是否具有持续性尚待观察。

表：商业流通板块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	276778	17%	136284	21%	491240	20%
毛利	36876	34%	17982	37%	59015	27%
销售费用	15772	47%	7986	50%	23905	31%
管理费用	6323	20%	3245	29%	12012	20%
财务费用	2111	57%	987	80%	2996	38%
所得税	2702	13%	1260	22%	4839	49%
归母净利润	8068	10%	3875	16%	13961	27%
扣非净利润	7709	17%	3771	16%	12424	22%
应收账款	160784	30%	154345	33%	128713	33%
存货	69268	26%	69617	37%	61850	19%
固定资产净值	24206	21%	23521	21%	23463	23%
在建工程	5302	22%	5075	31%	4297	19%
长期股权投资	9225	22%	9029	23%	8263	19%
经营性现金流	-9482	37%	-14507	71%	1118	-71%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明 14

- 三大流通龙头（国药控股、华润医药、上海医药），2018上半年整体收入均保持增长，其中分销业务方面，华润医药汇率影响较大，扣除汇率影响后，预计整体分销收入为低个位数增长，上海医药扣除康德乐并表影响后，预计整体分销收入小幅下滑。整体看，在两票制政策驱动下的大规模并购整合已初步接近尾声，行业未来将逐步转向以内生驱动和区域性并购为主。
- 财务费用高速增长，三家龙头公司财务费用均保持快速超高速增长，表明整体利率上行对医药流通公司造成较大冲击。商业业务高速增长阶段的主要外部政策环境要求是“可预期较长阶段的低利率环境”+“可持续的并购整合”，尽管目前整体利率环境略有松动，但和历史相比，仍处于相对高位位置。

表：三大流通龙头重要财务指标（亿元）

	国药控股	华润医药	上海医药
整体营业收入	1475	816	759
整体增速	7.1%	13.3%	15.4%
分销业务收入	1399	675	663
分销增速	6.2%	10.2%	13.2%
整体归母净利润	27	20	20
整体归母净利润增速	-3.1%	24.3%	5.6%
财务费用	17	11	6
财务费用增长	68.1%	35.4%	65.8%
应收账款	997	554	407
零售业务收入	71	21	31
零售业务增速	24.6%	16.7%	15.5%

数据来源：wind，国泰君安证券研究。华润医药数据以20180831汇率折算。

请参阅附注免责声明 15

01 医疗服务：专科医疗服务、CRO高景气持续

医药板块2018年中报总结

- 医疗服务板块（9家）2018年H1收入和扣非净利润增速分别为46%和34%，内生外延共同发力助力板块高景气延续。
- **长期股权投资回落，经营性现金流边际改善**：经历前期持续快速跑马圈地，医疗服务外延并购热度有所回落，长期股权投资持续回落。2018H1年板块经营性现金流较Q1边际改善。
- **专科医疗服务持续高景气，长期空间广阔**：爱尔眼科、通策医疗等专科医疗服务龙头品牌和规模效应日益扩大，依靠自身成熟的模式，稳定的平台拓展能力打造了较强的持续增长能力，前期培育医院进入快速成长期，医疗消费升级趋势下高端服务占比提升，量价齐升带动内生增速保持30%+高增长。
- **CRO企业环比增速继续提升，全面受益创新崛起**：短期受益一致性评价BE试验进入执行期和SMO等新业务发展，业绩持续回升；中期受益本土创新兴起，临床业务和投资收益双提升；长期来看，具备IMCT服务的本土龙头CRO借助创新出海东风进一步打开成长空间。

表：医疗服务版块重要财务指标（百万元）

	2018H1	增速	2018Q1	增速	2017A	增速
营业总收入	17812	46%	7767	41%	30682	45%
毛利	6793	56%	2756	54%	11428	50%
销售费用	2059	65%	816	49%	3352	58%
管理费用	1989	47%	1012	51%	3361	42%
财务费用	353	129%	147	80%	540	145%
所得税	552	67%	189	73%	959	67%
归母净利润	1641	37%	534	48%	2923	32%
扣非净利润	1522	34%	493	43%	2639	33%
应收账款	11217	43%	9232	28%	8603	26%
存货	3491	45%	2899	31%	2792	29%
固定资产净值	10006	40%	9262	42%	8973	40%
在建工程	1861	51%	1733	21%	1792	37%
长期股权投资	1089	-46%	1105	-41%	1069	-41%
经营性现金流	585	31%	-194	-17%	3626	303%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明 16

目录 / CONTENTS

01 2018中报总结

02 行业运行和政策动态

03 估值和盈利预测



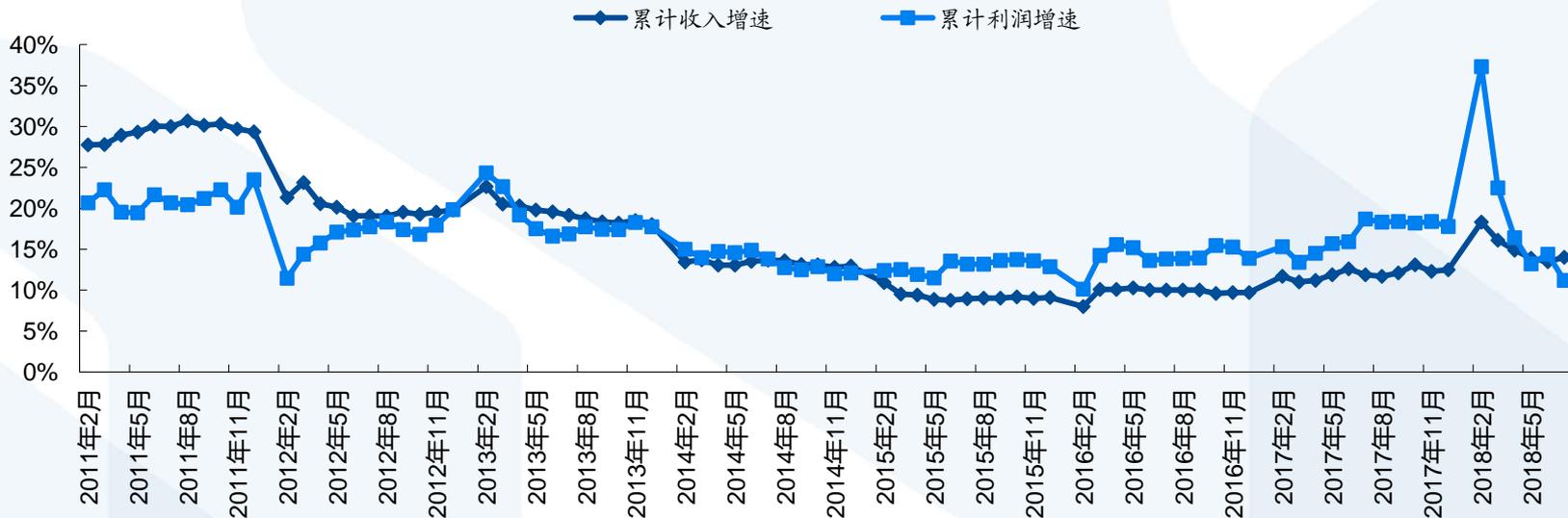
02

医药制造业：2018年1月-7月收入增速企稳，利润增速环比有所回落

行业运行和政策动态

- 2018年1 - 7月医药制造业累计收入增速14.00%，累计利润增速11.20%，环比1-6月收入（13.50%）增速企稳，环比1-6月利润（14.40%）增速进一步回落。预计工业企业受两票制影响减弱，流感影响消除，工业企业收入利润增速回落至10-15%区间。
- 医药工业企业收入利润增速（同比逐年向上）和各口径终端市场增速（同比逐年向下）相背离，因此该数据近三年来已为市场忽略，亦不再作为先行指标对投资作为参考，我们建议以重点上市公司业绩为准。

图：2018年1-7月医药制造业收入利润增速环比有所回落



数据来源：wind，国泰君安证券研究

《国家药品集中采购试点方案》（讨论稿）

- **试点地区**：北京、上海、天津、重庆和沈阳、大连、广州、深圳、厦门、成都、西安11个城市。
- **试点药品**：通过质量和疗效一致性评价（含按新要求审批）的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种。
- **采购主体**：组织试点地区形成联盟，以联盟地区公立医疗机构为集中采购主体，探索跨区域联盟集中带量采购。
- **参加企业入围标准**：设置质量入围标准和供应入围标准，质量入围标准原则上以通过一致性评价为依据，供应入围标准主要考虑企业的生产能力、供应稳定性等，能够确保供应试点地区采购量的企业可以入围。
- **集中采购形式**：招标采购（3家及以上）、议价采购（2家）、谈判采购（1家）。
- **带量采购**：试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的60%-70%估算采购总量，量价挂钩、以量换价。
- **医保支付标准与采购价协同**：以集中采购价格作为医保的支付标准，原则上对同一通用名下的参比制剂、通过一致性评价的仿制药，医保基金按统一的支付标准进行结算。患者使用高于支付标准的药品，超出支付标准部分由患者自付；患者使用低于支付标准的，按实际价格支付。

数据来源：万英会，国泰君安证券研究。

《国家药品集中采购试点方案》（讨论稿）

- **促进医疗机构改革**：对试点城市公立医疗机构同一年度的医保年度总额预算不做调减，集中采购节省的医保资金，由医保部门通过绩效考核、结余留用等适当办法给医院。结余资金主要用于提高医务人员薪酬。
- **确保用量**：对不按规定采购、使用的医疗机构，在医保总额指标、地方对公立医院改革的奖补资金、医疗机构等级评审、医保定点资格、国家及地方重点专科评定和复核、医疗机构负责人目标责任考核中予以惩戒。
- **成立试点工作小组及办公室**：负责试点工作的领导和重大事项研究，设在国家医疗保障局，由国家医保局、国家卫健委、国家药监局、联合采购办公室各选派若干人参加。
- **成立联合采购办公室**：代表联盟地区开展集中采购，由试点城市各委派1名代表组成，由上海市医药集中招标采购事务管理所承担联采办日常工作并负责具体实施。

数据来源：万英会，国泰君安证券研究。

● 事件：

- 8月28日，国务院发布《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》，就分级诊疗制度建设、现代医院管理制度、全民医保制度、药品供应保障制度、综合监管制度、医疗卫生服务体系建设、统筹推进相关领域改革等七大方面做出部署。

● 点评：

- ✓ 文件针对分级诊疗、医疗服务价格调整、医保支付方式改革、调整国家基本药物目录、抗癌药集中采购、零售药店分类分级管理等提出改革方向和具体举措，总体延续此前改革政策框架。
- ✓ 但在相关部委的任务分配方面，医保部门逐渐走向改革前台，牵头多项改革工作，在医保基金总量有限增长的大背景下，有望加速医药行业进行结构性优化。

资料来源：国家药监局，国泰君安证券研究。



目录 / CONTENTS

01 2017年报&2018一季报总结

02 行业运行和政策动态

03 估值和盈利预测

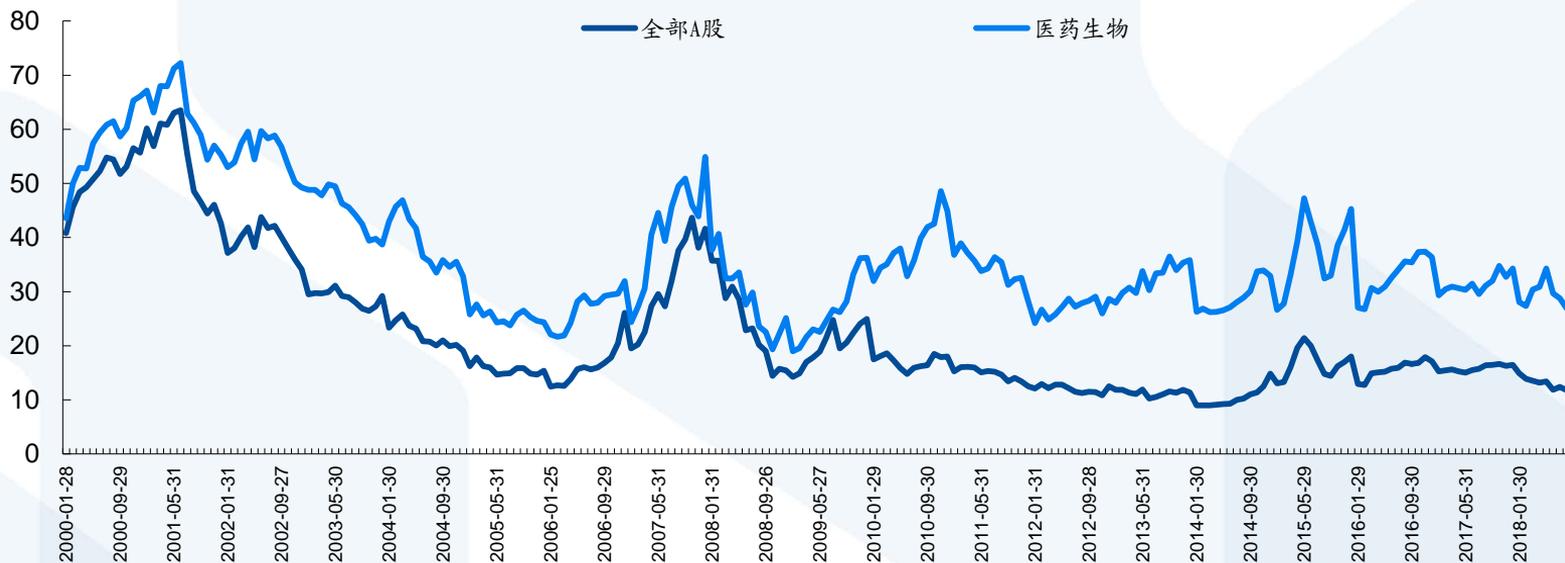


03 医药板块估值：整个医药板块2018年PE 27X

估值和盈利预测

- 受个体质量事件影响和同时叠加存量博弈下资金流向和前期医药股仓位提升等多重因素，医药板块震荡调整，目前整个医药板块对应2018年预测PE 26.92X。。

市盈率：医药VS.全部A股



数据来源：wind，国泰君安证券研究

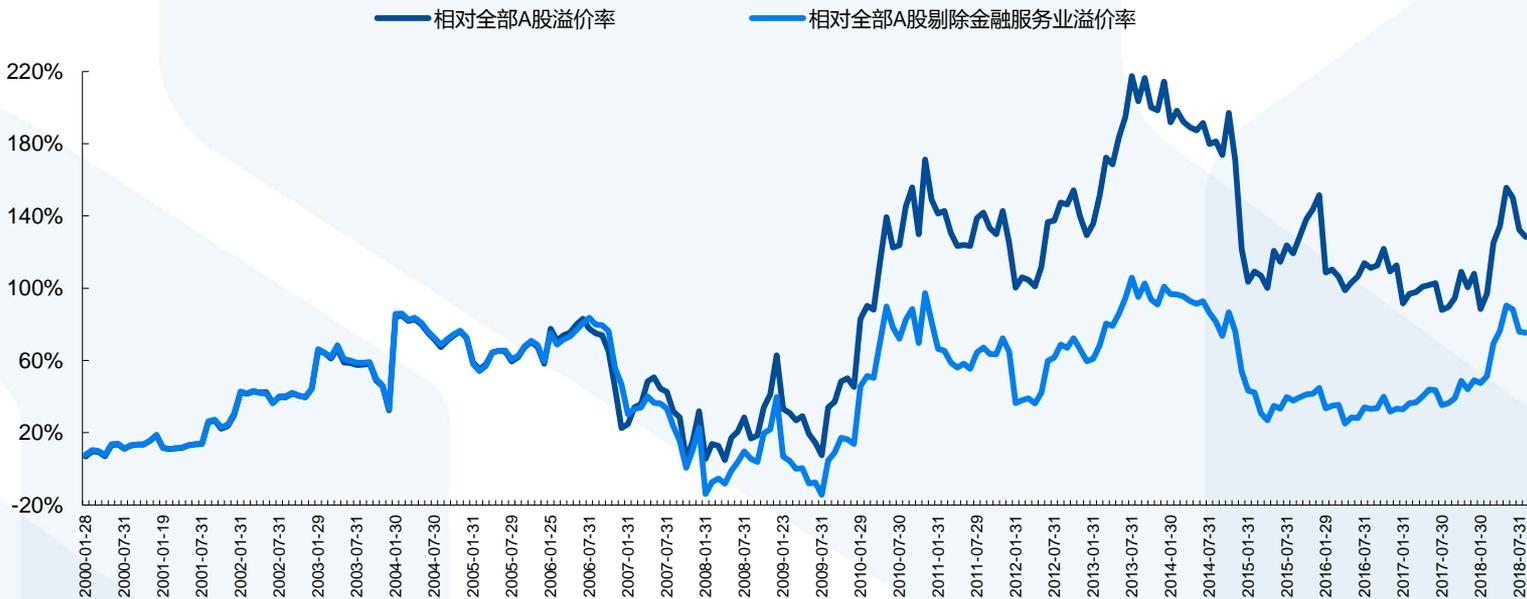
03

医药板块相对估值：估值溢价率有所回落

估值和盈利预测

- 目前医药板块相对于全部A股估值溢价率128.43%，若剔除金融服务业溢价率75.40%，估值溢价率有所回落。

市盈率溢价：医药VS.全部A股



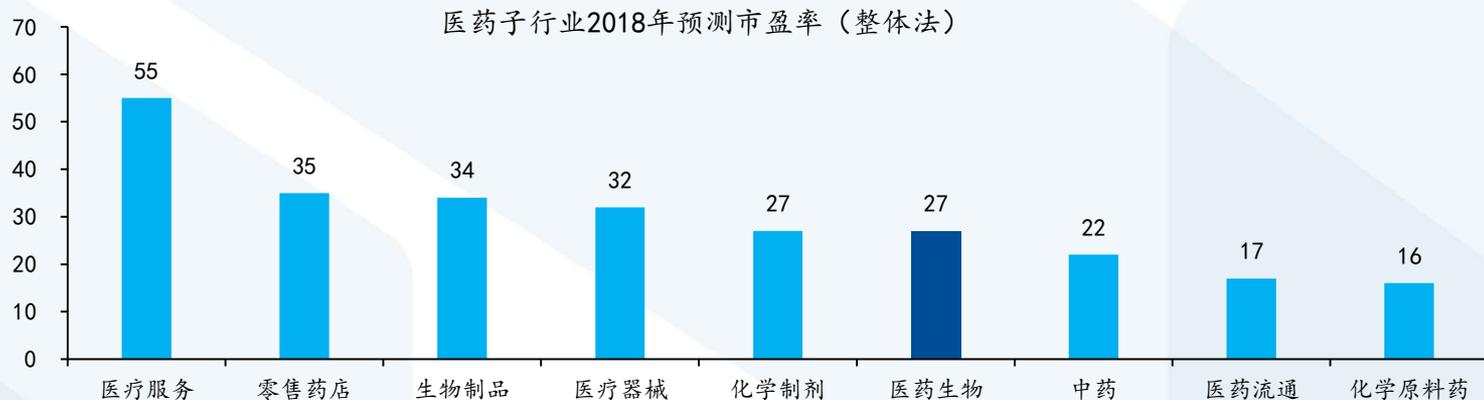
数据来源：wind，国泰君安证券研究

估值中枢下移后仍分化较大

估值和盈利预测

随着板块调整，医药板块整体估值有所消化但实际上个股分化很大，各细分领域及其内部具体公司间估值差异仍较大，总体而言是合理反应行业公司基本面和市场预期。我们认为考虑到疫苗案件及后续药监人事变化等事件性影响的扩散带来的板块性调整，部分优质龙头已回落至中线合理估值区间。

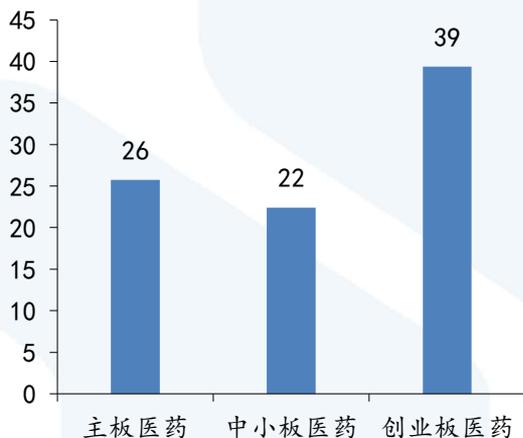
医药子行业估值依然分化



数据来源：wind，国泰君安证券研究

医药上市板块估值VS成长性比

2018预测PE(整体法)



数据来源：wind，国泰君安证券研究，剔除新股影响

	营业收入(亿元)			营业收入增速(%)		
	2017	2018Q1	2018H1	2017	2018Q1	2018H1
主板	8747	2434	5118	17%	21%	18%
中小板	1772	517	1212	25%	39%	38%
创业板	788	215	545	23%	29%	30%
	扣非净利润(亿元)			扣非净利润增速(%)		
	2017	2018Q1	2018H1	2017	2018Q1	2018H1
主板	515	164	378	17%	24%	18%
中小板	182	67	145	7%	55%	39%
创业板	92	29	79	2%	21%	20%

03 公募基金持仓：2018年中报医药全部持仓占比提升6.4PP

估值和盈利预测

- 2018年中报主动型公募基金（样本为普通股票型和偏股混合型基金）医药全部持股/总持仓的比例为16.2%，较2017年年报提升6.4PP。

机构医药股持仓统计



数据来源：wind，国泰君安证券研究。注：基金统计样本为wind普通股票型和偏股混合型基金，只有年报和半年报基金才披露全部持股数据，季报只披露前10大重仓股。

2018Q2&2018Q1基金前十大医药重仓股（按持股市值）

估值和盈利预测

排名	2018Q2				2018Q1		
	股票代码	股票名称	持股市值 (亿元)	季度持股数量 变化比例	股票代码	股票名称	持股市值 (亿元)
1	600276.SH	恒瑞医药	127.3	74%	600196.SH	复星医药	85.2
2	000661.SZ	长春高新	81.3	17%	600276.SH	恒瑞医药	78.8
3	300003.SZ	乐普医疗	69.8	3%	300003.SZ	乐普医疗	58.8
4	600196.SH	复星医药	67.5	-19%	000661.SZ	长春高新	55.7
5	000963.SZ	华东医药	55.7	84%	600867.SH	通化东宝	44.5
6	300015.SZ	爱尔眼科	54.3	69%	000963.SZ	华东医药	37.3
7	600867.SH	通化东宝	52.7	27%	300015.SZ	爱尔眼科	36.2
8	002044.SZ	美年健康	42.5	46%	002044.SZ	美年健康	34.9
9	000538.SZ	云南白药	37.2	33%	000538.SZ	云南白药	25.7
10	300601.SZ	康泰生物	36.4	191%	600566.SH	济川药业	24.3

数据来源：wind，国泰君安证券研究，注：基金统计样本为wind开放式和封闭式股票型、混合型基金

排名	2018Q2				2018Q1		
	股票代码	股票名称	持股基金数	持股基金变动	股票代码	股票名称	持股基金数
1	600276.SH	恒瑞医药	344	+120	600276.SH	恒瑞医药	224
2	000661.SZ	长春高新	235	+82	000661.SZ	长春高新	153
3	000963.SZ	华东医药	150	+46	600196.SH	复星医药	123
4	300003.SZ	乐普医疗	145	+38	300003.SZ	乐普医疗	107
5	600196.SH	复星医药	142	+19	000963.SZ	华东医药	104
6	600867.SH	通化东宝	128	+51	600566.SH	济川药业	88
7	000538.SZ	云南白药	121	+46	600867.SH	通化东宝	77
8	300122.SZ	智飞生物	107	+63	000538.SZ	云南白药	75
9	300015.SZ	爱尔眼科	104	+46	600436.SH	片仔癀	65
10	600521.SH	华海药业	91	+34	300347.SZ	泰格医药	62

数据来源：wind，国泰君安证券研究，注：基金统计样本为wind开放式和封闭式股票型、混合型基金

03

重点公司盈利预测及估值

估值和盈利预测

行业分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)				市盈率(X)				投资评级
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
化学制剂	600276	恒瑞医药	66.15	0.87	1.07	1.44	1.93	76	62	46	34	增持
生物制品	300357	我武生物	43.19	0.64	0.85	1.10	1.55	68	51	39	28	增持
原料药	000513	丽珠集团	38.38	6.16	1.59	1.95	2.42	6	24	20	16	增持
医药商业	000963	华东医药	44.98	1.22	1.52	1.88	2.27	37	30	24	20	增持
化学制剂	002262	恩华药业	16.88	0.39	0.49	0.60	0.72	44	34	28	24	增持
生物制品	000661	长春高新	230.38	3.89	5.27	6.43	8.15	59	44	36	28	增持
医疗器械	300003	乐普医疗	31.45	0.50	0.67	0.88	1.16	62	47	36	27	增持
医药商业	601607	上海医药	21.27	1.24	1.40	1.59	1.83	17	15	13	12	增持
医疗服务	600763	通策医疗	53.99	0.68	0.95	1.27	1.69	80	57	43	32	增持
医疗器械	603658	安图生物	66.94	1.06	1.42	1.90	2.53	63	47	35	26	增持
医药商业	603939	益丰药房	52.80	0.86	1.15	1.52	1.97	61	46	35	27	增持
医药商业	002727	一心堂	25.70	0.74	0.90	1.13	1.39	35	29	23	18	增持

数据来源：Wind, 公司公告，国泰君安证券研究。

注：部分公司正在进行定增或重组，新增股份尚未确定，本表EPS依据现有股本计算。收盘价截至2018年8月31日

- 政策实施不达预期的风险：如仿制药一致性评价，涉及地方就业税收等多项非药监范围的社会问题，同时考虑到多个中小企业的技术和资金能力，可能使得进度低于预期。
- 创新药立项、里程碑式研发进展不能保证产品能够获批，获批后的销售进度预期也有较大不确定性。
- 流通和零售作为高同质化细分行业，整合是必经成长路径，但并购成功的偶发性较大，可能导致阶段性业绩波动。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安医药团队

Thank you for listening

